



BUY(Maintain)

목표주가: 320,000원
주가(7/25): 222,800원
시가총액: 17,331억원



반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (7/25)	789.69pt		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	353,500원	206,000원	
최고/최저가 대비 등락율	-37.0%	8.2%	
수익률	절대	상대	
	1M	-4.8%	-9.6%
	6M	-9.5%	2.0%
	1Y	-36.4%	-15.6%

Company Data

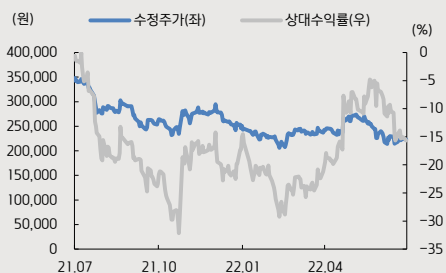
발행주식수	7,779천주
일평균 거래량(3M)	26천주
외국인 지분율	27.4%
배당수익률(22E)	0.9%
BPS(22E)	104,648원
주요 주주	정지완 외 8인 46.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	470.1	1,023.9	1,181.1	1,345.2
영업이익	104.0	188.8	243.0	278.1
EBITDA	128.0	237.4	293.6	336.7
세전이익	86.1	203.2	256.7	289.6
순이익	64.9	152.2	194.7	219.6
지배주주지분순이익	63.3	148.5	190.0	214.3
EPS(원)	16,179	19,093	24,422	27,549
증감률(%YoY)	NA	18.0	27.9	12.8
PER(배)	16.8	14.6	10.8	9.6
PBR(배)	4.28	3.41	2.53	2.03
EV/EBITDA(배)	16.0	8.6	5.6	4.3
영업이익률(%)	22.1	18.4	20.6	20.7
ROE(%)	12.8	26.3	26.2	23.4
순부채비율(%)	-16.8	-20.1	-31.5	-45.0

자료: 키움증권 리서치센터
참조: 2020 년은 7 월~12 월까지의 수치

Price Trend



실적 Preview

솔브레인 (357780)

사상 최대 실적 전망. 저가 매수 기회



2Q22 영업이익 611억원으로, 시장 기대치 상회 예상. 반도체 소재의 판매량 호조와 이차전지 소재의 수익성 개선이 예상되기 때문. 3Q22 역시 영업이익 634억원의 사상 최대 실적 기록할 전망. 삼성전자 P3와 SK하이닉스 M16 가동에 따른 반도체 소재의 실적 호조 기대. 사상 최대 실적에도 불구하고, 솔브레인의 주가는 역사적 최저 valuation까지 하락. 저가 매수 기회로 판단하며, 업종 top pick으로 매수 추천함.

>>> 2Q22 영업이익 611억원, 시장 기대치 상회 예상

솔브레인의 2Q22 실적이 매출액 2,910억원(+3%QoQ, +20%YoY)과 영업이익 611억원(+6%QoQ, +42%YoY)을 기록하며, 시장 컨센서스(매출액 2,861억원, 영업이익 598억원)를 상회할 것으로 전망된다. 반도체 소재의 판매량 호조와 이차전지 소재의 수익성 개선이 예상되기 때문이다. 반도체 소재의 경우 '삼성전자와 SK하이닉스 신규 공장 가동에 따른 판매량 증가'와 '원/엔화 환율 하락에 따른 수익성 개선' 효과가 반영될 전망이다. 이차전지 부문은 안정적인 판매량 하에서, 원재료 가격 급락에 따른 수익성 개선을 이룰 것이다. 수요 둔화 영향을 받고 있는 디스플레이 부문의 실적 감소가 예상되기는 하지만, 반도체와 이차전지 부문의 성장세가 이를 상쇄시킬 것이다. 사업 부문별 매출액은 반도체 1,841억원(+8%QoQ), 디스플레이 384억원(-5%QoQ), 이차전지·기타 685억원(-3%QoQ)을 각각 기록할 전망이다.

>>> 3Q22 영업이익 634억원, 사상 최대 실적 흐름 지속 전망

3Q22 역시 매출액 2,986억원(+3%QoQ, +8%YoY)과 영업이익 634억원(+4%QoQ, +25%YoY)의 사상 최대 실적을 기록할 전망이다. 삼성전자 P3와 SK하이닉스 M16이 가동되며 반도체 예천트 및 CMP slurry의 판매량이 증가하고, 전방 수요 호조 속에서 이차전지 전해액의 높은 가동률이 유지될 것으로 기대된다. 디스플레이 부문은 '대형 OLED 소재의 가동률 상승'이 'Thin Glass 사업의 실적 감소' 분을 상쇄시키며, 전 분기 대비 소폭의 실적 개선을 이룰 전망이다. 사업 부문별 매출액은 반도체 1,893억원(+3%QoQ), 디스플레이 399억원(+4%QoQ), 이차전지/기타 694억원(+1%QoQ)을 각각 기록할 것으로 전망된다.

>>> 목표주가 320,000원, 반도체 소재 업종 top pick 유지

솔브레인의 주가는 경기 침체 및 고객사의 투자 축소 우려 등이 반영되며, 역사적 최저 valuation 수준(T12M P/B 2.3배, P/E 10배)까지 급락했다. 그러나 올 한해 솔브레인의 분기 실적은 사상 최대치를 경신해 나아갈 것이고, 중장기적으로 보더라도 3D NAND 고단화와 소재 국산화의 수혜를 받으며 실적 성장세를 이어갈 것이다. 저가 매수 기회로 판단하며, 반도체 소재 업종 top pick으로 매수 추천한다.

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액	239.2	243.5	275.9	265.3	281.6	291.0	298.6	309.8	880.1	1,023.9	1,181.1
%YoY	18%	18%	20%	11%	18%	20%	8%	17%	-14%	16%	15%
반도체	149.3	153.7	169.5	175.5	170.8	184.1	189.3	191.9	634.6	648.0	736.1
Etchant	127.0	129.4	144.7	149.1	144.5	156.2	161.1	163.8	533.9	550.2	625.6
Precursors	10.1	10.7	11.1	11.9	11.5	12.2	12.2	12.0	46.7	43.7	48.0
CMP Slurry	12.2	13.7	13.8	14.4	14.7	15.7	16.0	16.1	54.0	54.1	62.5
디스플레이	37.6	38.7	40.5	42.0	40.4	38.4	39.9	46.4	135.4	158.8	165.2
Chemical	19.2	19.7	22.4	22.5	25.0	24.1	27.1	31.0	83.2	83.8	107.2
Thin Glass	18.4	18.9	18.1	19.6	15.4	14.4	12.8	15.4	52.2	75.0	58.0
이차전지/기타	52.3	51.1	65.9	47.8	70.4	68.5	69.4	71.5	110.1	217.1	279.8
매출원가	173.0	185.0	207.6	203.0	202.8	206.1	210.7	223.6	610.9	768.5	843.2
매출원가율	72%	76%	75%	77%	72%	71%	71%	72%	69%	75%	71%
매출총이익	66.2	58.5	68.3	62.4	78.8	85.0	87.9	86.2	269.2	255.4	337.9
판매비와관리비	15.7	15.4	17.7	17.7	21.1	23.9	24.5	25.4	66.4	66.5	94.9
영업이익	50.5	43.1	50.6	44.6	57.6	61.1	63.4	60.8	202.8	188.8	243.0
%YoY	6%	-15%	-7%	-10%	14%	42%	25%	36%	16%	-7%	29%
영업이익률	21%	18%	18%	17%	20%	21%	21%	20%	23%	18%	21%
법인세차감전손익	56.3	43.0	56.5	47.4	62.1	65.8	65.2	63.6	186.3	203.2	256.7
법인세비용	14.2	12.0	14.2	10.6	13.4	16.5	16.3	15.9	43.2	51.0	62.0
당기순이익	42.1	31.0	42.3	36.8	48.7	49.4	48.9	47.7	143.1	152.2	194.7
당기순이익률	18%	13%	15%	14%	17%	17%	16%	15%	16%	15%	16%
KRW/USD	1,115	1,120	1,158	1,184	1,205	1,260	1,280	1,270	1,178	1,144	1,254

자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 연결 실적 Update (단위: 십억원)

	2Q22E			2022E				
	수정전	수정후	차이	컨센서스	차이	수정전	수정후	차이
매출액	277.7	291.0	5%	286.1	2%	1,144.4	1,181.1	3%
반도체	176.7	184.1	4%			712.9	736.1	3%
디스플레이	35.6	38.4	8%			164.4	165.2	0%
기타	65.3	68.5	5%			267.1	279.8	5%
영업이익	59.2	61.1	3%	59.8	2%	239.0	243.0	2%
영업이익률	21%	21%				21%	21%	
당기순이익	49.3	49.4	0%	49.3	0%	194.4	194.7	0%
당기순이익률	10%	17%				17%	16%	

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

솔브레인 12개월 Trailing P/E Ratio: 사상 최대 실적에도 불구하고, 역사적 최저점 수준까지 하락한 주가



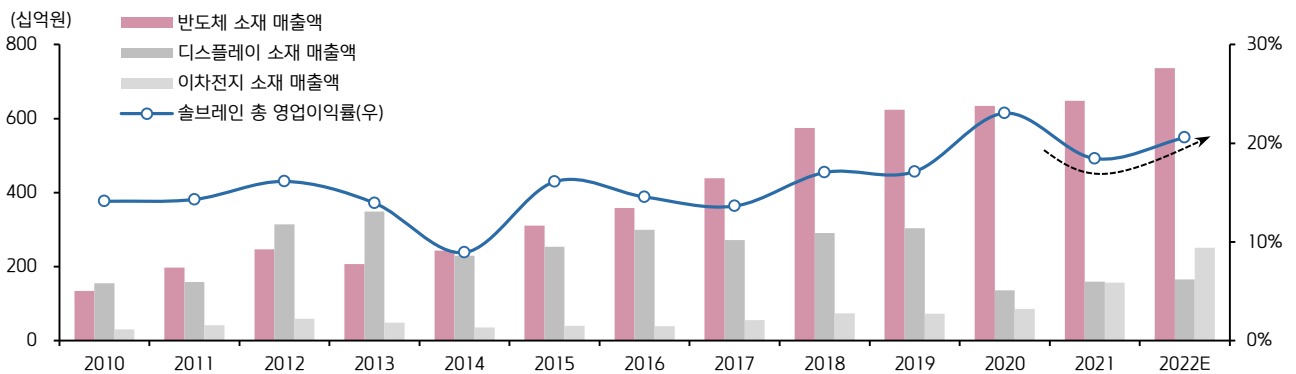
자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망



주: 2010~2019년은 분할 전, 2020년부터는 분할 후 실적

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	470.1	1,023.9	1,181.1	1,345.2	1,508.0
매출원가	334.8	768.5	843.2	957.7	1,070.6
매출총이익	135.3	255.4	337.9	387.5	437.4
판매비	31.4	66.5	94.9	109.4	121.1
영업이익	104.0	188.8	243.0	278.1	316.3
EBITDA	128.0	237.4	293.6	336.7	375.4
영업외손익	-17.9	14.4	13.7	11.5	11.3
이자수익	0.1	0.5	0.8	1.4	2.1
이자비용	0.9	0.7	0.5	0.6	0.6
외환관련이익	7.2	19.2	18.2	10.7	13.4
외환관련손실	19.9	6.2	9.0	5.3	8.7
종속 및 관계기업손익	-2.9	0.0	3.2	3.2	3.2
기타	-1.5	1.6	1.0	2.1	1.9
법인세차감전이익	86.1	203.2	256.7	289.6	327.6
법인세비용	21.2	51.0	62.0	70.0	79.1
계속사업순손익	64.9	152.2	194.7	219.6	248.4
당기순이익	64.9	152.2	194.7	219.6	248.4
지배주주순이익	63.3	148.5	190.0	214.3	242.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	117.8	15.4	13.9	12.1
영업이익 증감율	NA	81.5	28.7	14.4	13.7
EBITDA 증감율	NA	85.5	23.7	14.7	11.5
지배주주순이익 증감율	NA	134.6	27.9	12.8	13.1
EPS 증감율	NA	18.0	27.9	12.8	13.1
매출총이익율(%)	28.8	24.9	28.6	28.8	29.0
영업이익률(%)	22.1	18.4	20.6	20.7	21.0
EBITDA Margin(%)	27.2	23.2	24.9	25.0	24.9
지배주주순이익률(%)	13.5	14.5	16.1	15.9	16.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	368.2	438.6	582.4	811.0	1,068.6
현금 및 현금성자산	184.1	168.7	230.5	285.5	333.5
단기금융자산	22.6	16.1	69.9	225.1	398.4
매출채권 및 기타채권	85.7	130.3	148.0	158.7	177.9
재고자산	65.4	103.8	111.4	116.0	130.0
기타유동자산	10.4	19.7	22.6	25.7	28.8
비유동자산	349.6	391.4	433.1	435.5	433.3
투자자산	3.2	0.5	0.5	0.5	0.5
유형자산	317.4	359.9	398.1	397.1	391.7
무형자산	0.0	6.1	7.3	8.2	8.9
기타비유동자산	29.0	24.9	27.2	29.7	32.2
자산총계	717.7	829.9	1,015.5	1,246.5	1,501.9
유동부채	205.8	173.1	174.6	198.7	221.6
매입채무 및 기타채무	85.4	121.4	140.0	159.5	178.8
단기금융부채	118.2	49.3	31.7	36.0	39.3
기타유동부채	2.2	2.4	2.9	3.2	3.5
비유동부채	3.5	4.6	5.3	6.0	6.7
장기금융부채	3.3	4.4	5.1	5.8	6.5
기타비유동부채	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
부채총계	209.3	177.8	179.8	204.7	228.4
지배지분	495.2	635.2	814.0	1,014.8	1,240.5
자본금	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	412.2	412.2	412.2	412.2	412.2
기타자본	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3
기타포괄손익누계액	19.1	25.8	32.4	39.1	45.7
이익잉여금	63.3	196.6	368.7	562.8	781.9
비지배지분	13.2	16.9	21.7	27.0	33.1
자본총계	508.5	652.2	835.7	1,041.8	1,273.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	138.4	131.9	433.2	482.0	493.3
당기순이익	0.0	0.0	194.7	219.6	248.4
비현금항목의 가감	39.6	47.6	109.0	129.0	139.1
유형자산감가상각비	24.1	48.5	50.3	58.0	58.3
무형자산감가상각비	0.0	0.1	0.3	0.6	0.8
지분법평가손익	-2.9	-6.4	0.0	0.0	0.0
기타	18.4	5.4	58.4	70.4	80.0
영업활동자산부채증감	15.1	-71.1	-12.0	-0.8	-19.8
매출채권및기타채권의감소	-0.4	-29.2	-17.7	-10.6	-19.2
재고자산의감소	-10.8	-33.2	-7.6	-4.5	-14.0
매입채무및기타채무의증가	12.4	7.1	18.6	19.5	19.3
기타	13.9	-15.8	-5.3	-5.2	-5.9
기타현금흐름	83.7	155.4	141.5	134.2	125.6
투자활동 현금흐름	-16.4	-53.1	-140.7	-210.6	-224.6
유형자산의 취득	-16.8	-62.2	-88.5	-57.0	-52.9
유형자산의 처분	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	-0.1	-1.5	-1.5	-1.5
투자자산의감소(증가)	-4.7	-0.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-22.6	6.4	-53.8	-155.2	-173.3
기타	27.7	3.1	3.1	3.1	3.1
재무활동 현금흐름	-16.4	-100.4	-21.5	-17.2	-20.5
차입금의 증가(감소)	-12.3	-83.5	-4.6	2.4	1.4
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-3.3	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-15.1	-15.1	-17.9	-20.2
기타	-0.8	-1.8	-1.8	-1.7	-1.7
기타현금흐름	-9.5	6.2	-209.2	-199.1	-200.1
현금 및 현금성자산의 순증가	96.1	-15.4	61.8	55.0	48.0
기초현금 및 현금성자산	88.1	184.1	168.7	230.5	285.5
기말현금 및 현금성자산	184.1	168.7	230.5	285.5	333.5

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	16,179	19,093	24,422	27,549	31,162
BPS	63,664	81,666	104,648	130,457	159,479
CFPS	26,712	25,684	39,042	44,822	49,822
DPS	1,950	1,950	2,300	2,600	3,000
주당배수(배)					
PER	16.8	14.6	10.8	9.6	8.5
PER(최고)	20.3	19.5	11.5		
PER(최저)	12.4	12.0	8.4		
PBR	4.28	3.41	2.53	2.03	1.66
PBR(최고)	5.15	4.56	2.68		
PBR(최저)	3.16	2.80	1.96		
PSR	2.27	2.12	1.74	1.53	1.37
PCFR	10.2	10.8	6.8	5.9	5.3
EV/EBITDA	16.0	8.6	5.6	4.3	3.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	23.3	9.9	9.2	9.2	9.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.7	0.7	0.9	1.0	1.1
ROA	9.0	19.7	21.1	19.4	18.1
ROE	12.8	26.3	26.2	23.4	21.5
ROIC	18.6	31.8	35.0	38.3	43.2
매출채권회전율	11.0	9.5	8.5	8.8	9.0
재고자산회전율	14.4	12.1	11.0	11.8	12.3
부채비율	41.2	27.3	21.5	19.6	17.9
순차입금비율	-16.8	-20.1	-31.5	-45.0	-53.9
이자보상배율	117.5	264.5	496.8	500.7	520.1
총차입금	121.5	53.7	36.8	41.8	45.8
순차입금	-85.2	-131.1	-263.5	-468.8	-686.1
NOPLAT	128.0	237.4	293.6	336.7	375.4
FCF	96.3	58.8	132.9	210.2	224.8

자료: 키움증권 리서치센터

참조: 2020년은 7월~12월까지의 수치

Compliance Notice

- 당사는 7월 25일 현재 '솔브레인' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

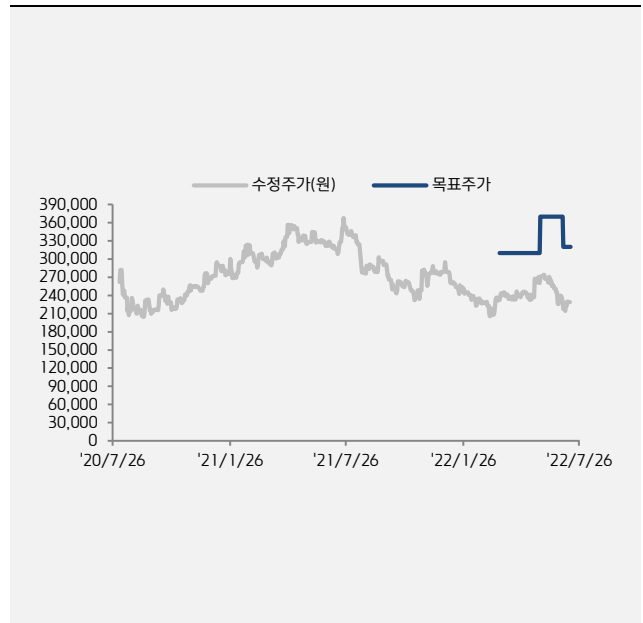
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사원	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
솔브레인 (357780)	2022-03-23	BUY(Initiate)	310,000원	6개월	-22.24	-21.16
	2022-03-31	BUY(Maintain)	310,000원	6개월	-21.66	-12.94
	2022-05-26	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-26.55	-25.95
	2022-06-03	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-27.29	-25.95
	2022-06-09	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-31.00	-25.95
	2022-07-01	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-30.00	-28.13
	2022-07-26	BUY(Maintain)	320,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

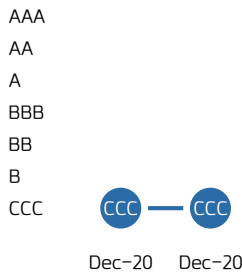
투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2021/07/01~2022/06/30)

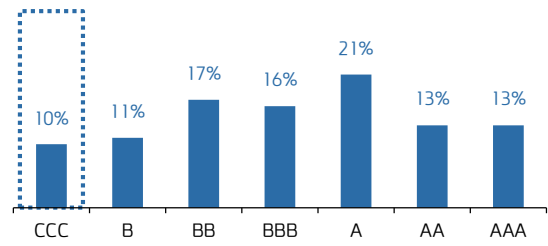
매수	중립	매도
97.59%	2.41%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
주 1) MSCI ACWI Index 내 스페셜티 화학 기업 63개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	1.2	4.7		
환경	2.3	5	53.0%	▼1.1
탄소 배출	3.3	6.5	14.0%	▼1.1
유독 물질 배출과 폐기물	0.9	3.7	14.0%	▼1.8
물 부족	1.9	5.3	14.0%	▼1.3
친환경 기술 관련 기회	3.3	4.5	11.0%	
사회		3.7	14.0%	
화학적 안전성		3.2	14.0%	
지배구조		5	33.0%	▼1.0
기업 지배구조		5.9		▼1.3
기업 활동	4.3	5.3		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (스페셜티 화학)	탄소 배출	친환경 기술 관련 기회	유독 물질 배출과 폐기물	물 부족	화학적 안전성	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
L'AIR LIQUIDE SOCIETE ANONYME POUR L'ETUDE ET L'EXPLOITATION DES PROCEDES GEORGES CLAUDE SA	●●	●●●●	●●●●	●●●●	N/A	●●●	●	N/A	
THE SHERWIN-WILLIAMS COMPANY	●●●●	●●	●●●	●●●●	●●	●	●●	N/A	▲
UMICORE SA	●●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	N/A	◀▶
CHR. HANSEN HOLDING A/S	●●●●	●	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●	N/A	◀▶
NIPPON SANSO HOLDINGS CORPORATION	●	●	●●●	●	N/A	●	●●●●	N/A	▲
SoulBrain Co Ltd	●	●●	●	●	●	●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치