



BUY(Maintain)

목표주가: 320,000원
주가(8/17): 226,500원
시가총액: 17,618억원



반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (8/17)	827.42pt		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	312,000원	206,000원	
최고/최저가 대비 등락율	-27.4%	10.0%	
수익률	절대	상대	
	1M	4.1%	-4.0%
	6M	-2.5%	3.1%
	1Y	-27.4%	-11.3%

Company Data

발행주식수	7,779 천주
일평균 거래량(3M)	24천주
외국인 지분율	28.2%
배당수익률(22E)	1.0%
BPS(22E)	103,460원
주요 주주	정지환 외 8인 46.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	470.1	1,023.9	1,114.7	1,247.4
영업이익	104.0	188.8	223.0	259.0
EBITDA	128.0	237.4	273.6	313.5
세전이익	86.1	203.2	239.4	272.5
순이익	64.9	152.2	185.2	210.8
지배주주지분순이익	63.3	148.5	180.7	205.7
EPS(원)	16,179	19,093	23,234	26,446
증감률(%YoY)	NA	18.0	21.7	13.8
PER(배)	16.8	14.6	9.7	8.6
PBR(배)	4.28	3.41	2.19	1.77
EV/EBITDA(배)	16.0	8.6	6.0	4.6
영업이익률(%)	22.1	18.4	20.0	20.8
ROE(%)	12.8	26.3	25.1	22.8
순부채비율(%)	-16.8	-20.1	-34.2	-46.7

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

Price Trend



실적 Review

솔브레인 (357780)

반도체 부문 실적 성장세 지속



2Q22 영업이익 553억원으로, 당사 기대치 및 시장 컨센서스 하회. 반도체와 이차전지 전해액의 실적 호조는 이어졌지만, 우려됐던 디스플레이 부문의 실적 감소 폭이 예상보다 더욱 크게 나타났기 때문. 다만 전사 영업이익 내 디스플레이 비중이 현저히 낮아져, 향후 실적 흐름에 미치는 영향은 미미할 전망. 반도체 부문의 실적 성장세는 이어지고 있어, 솔브레인에 대한 저가 매수 기회라는 기존 판단을 유지함.

>>> 2Q22 영업이익 553억원 기록, 예상치 하회

솔브레인의 2Q22 실적이 매출액 2,728억원(-3%QoQ, +12%YoY)과 영업이익 553억원(-4%QoQ, +28%YoY)을 기록하며, 당사 기대치 및 시장 컨센서스를 하회했다. 반도체와 이차전지 전해액 부문의 호실적이 이어졌지만, 우려됐던 디스플레이 부문의 실적 감소 폭이 예상보다 더욱 크게 나타났기 때문이다. 반도체의 경우 주요 고객사의 가동률 조정에도 불구하고 안정적인 실적을 기록했고, 이차전지 전해액 역시 높은 가동률이 유지되며 전방 수요 호조의 영향을 받았다. 그러나 디스플레이 부문은 고객들의 rigid OLED 및 대형 OLED 패널의 판매 부진 영향이 예상보다 크게 나타나며, 매출액 감소(-20% QoQ)와 수익성 하락이 동반된 것으로 보인다. 사업 부문별 매출액은 반도체 1,801억원(+5%QoQ), 디스플레이 324억원(-20%QoQ), 이차전지/기타 603억원(-14%QoQ)을 각각 기록했다.

>>> 3Q22 영업이익 573억원 전망, 반도체 실적 성장세 지속

3Q22 실적은 매출액 2,779억원(+2%QoQ, +1%YoY)과 영업이익 573억원(+4%QoQ, +13%YoY)을 기록할 전망이다. 삼성전자와 SK하이닉스의 신규 공장이 가동되며 반도체 에천트 및 CMP slurry의 판매량이 증가하고, 전방 수요 호조로 인한 이차전지 전해액의 높은 가동률도 유지될 것이다. Rigid OLED와 대형 OLED패널의 수요 부진이 디스플레이 부문의 매출액 감소로 이어지겠지만, 전사 영업이익에 미치는 영향은 미미할 것으로 보인다. 사업 부문별 매출액은 반도체 1,867억원(+4%QoQ), 디스플레이 275억원(-15%QoQ), 이차전지/기타 637억원(+6%QoQ)을 각각 기록할 것으로 전망된다.

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

2Q22 실적이 예상치를 하회했음에도, 저가 매수의 기회라는 기존 판단을 유지한다. 실적 부진이 대부분 디스플레이 부문에서 발생했는데, 전사 영업이익 내의 비중이 현저히 낮아져 향후의 실적 흐름에 미치는 영향이 미미할 것으로 판단되기 때문이다. 또한 당사가 투자 포인트로 제시하고 있는 반도체 에천트와 CMP slurry의 경우 지난 2Q22에도 실적 성장세가 이어졌으며, 하반기부터는 신제품 판매 등에 따른 긍정적인 효과를 받을 전망이다. 반도체 소재 업종 top pick으로, 매수 추천을 지속한다.

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	239.2	243.5	275.9	265.3	281.6	272.8	277.9	282.5	1,023.9	1,114.7	1,247.4
%YoY	18%	18%	20%	11%	18%	12%	1%	6%	16%	9%	12%
반도체	149.3	153.7	169.5	175.5	170.8	180.1	186.7	187.7	648.0	725.3	835.3
Etchant	127.0	129.4	144.7	149.1	144.5	152.2	158.3	159.6	550.2	614.7	702.4
Precursors	10.1	10.7	11.1	11.9	11.5	11.1	11.2	11.0	43.7	44.9	45.8
CMP Slurry	12.2	13.7	13.8	14.4	14.7	16.7	17.2	17.1	54.1	65.7	87.1
디스플레이	37.6	38.7	40.5	42.0	40.4	32.4	27.5	32.0	158.8	132.3	147.3
Chemical	19.2	19.7	22.4	22.5	25.0	21.3	20.1	22.7	83.8	89.1	95.2
Thin Glass	18.4	18.9	18.1	19.6	15.4	11.1	7.4	9.3	75.0	43.2	52.1
이차전지/기타	52.3	51.1	65.9	47.8	70.4	60.3	63.7	62.7	217.1	257.1	264.8
매출원가	173.0	185.0	207.6	203.0	202.8	197.4	200.2	209.0	768.5	809.4	899.5
매출원가율	72%	76%	75%	77%	72%	72%	72%	74%	75%	73%	72%
매출총이익	66.2	58.5	68.3	62.4	78.8	75.4	77.7	73.5	255.4	305.4	348.0
판매비와관리비	15.7	15.4	17.7	17.7	21.1	20.1	20.4	20.8	66.5	82.4	89.0
영업이익	50.5	43.1	50.6	44.6	57.6	55.3	57.3	52.8	188.8	223.0	259.0
%YoY	6%	-15%	-7%	-10%	14%	28%	13%	18%	-7%	18%	16%
영업이익률	21%	18%	18%	17%	20%	20%	21%	19%	18%	20%	21%
법인세차감전손익	56.3	43.0	56.5	47.4	62.1	63.2	62.6	51.5	203.2	239.4	272.5
법인세비용	14.2	12.0	14.2	10.6	13.4	13.4	15.0	12.3	51.0	54.2	61.6
당기순이익	42.1	31.0	42.3	36.8	48.7	49.8	47.5	39.1	152.2	185.2	210.8
당기순이익률	18%	13%	15%	14%	17%	18%	17%	14%	15%	17%	17%
KRW/USD	1,115	1,120	1,158	1,184	1,205	1,260	1,290	1,270	1,144	1,256	1,203

자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 연결 실적 Update (단위: 십억원)

	2Q22E					2022E		
	수정전	발표치	차이	컨센서스	차이	수정전	수정후	차이
매출액	291.0	272.8	-6%	286.1	-5%	1,181.1	1,114.7	-6%
반도체	184.1	180.1	-2%			736.1	725.3	-1%
디스플레이	38.4	32.4	-16%			165.2	132.3	-20%
기타	68.5	60.3	-12%			279.8	257.1	-8%
영업이익	61.1	55.3	-9%	59.8	-8%	243.0	223.0	-8%
영업이익률	21%	20%				21%	20%	
당기순이익	49.4	49.8	1%	49.3	1%	194.7	185.2	-5%
당기순이익률	10%	18%				16%	17%	

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

솔브레인 12개월 Trailing P/E Ratio: 경기 불안감 확대로 인해, 역사적 최저점 수준까지 하락한 주가



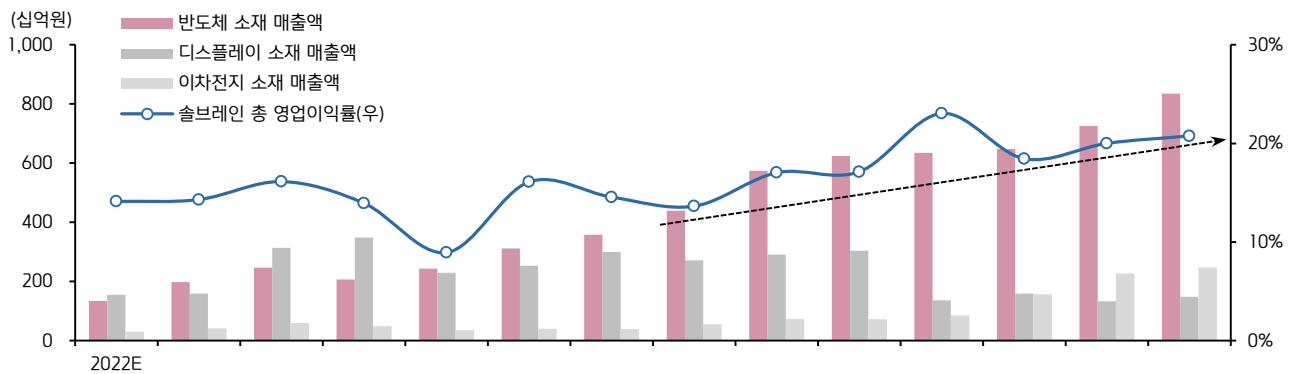
자료: 키움증권 리서치센터

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	1,114.7	1,247.4	1,405.9
매출원가	334.8	768.5	809.4	899.5	1,016.5
매출총이익	135.3	255.4	305.4	348.0	389.3
판매비	31.4	66.5	82.4	89.0	98.9
영업이익	104.0	188.8	223.0	259.0	290.5
EBITDA	128.0	237.4	273.6	313.5	346.3
영업외손익	-17.9	14.4	16.4	13.5	13.3
이자수익	0.1	0.5	0.9	1.5	2.0
이자비용	0.9	0.7	0.5	0.5	0.6
외환관련이익	7.2	19.2	18.2	10.7	13.4
외환관련손실	19.9	6.2	8.9	5.0	8.5
종속 및 관계기업손익	-2.9	0.0	3.2	3.2	3.2
기타	-1.5	1.6	3.5	3.6	3.8
법인세차감전이익	86.1	203.2	239.4	272.5	303.7
법인세비용	21.2	51.0	54.2	61.6	68.7
계속사업손익	64.9	152.2	185.2	210.8	235.0
당기순이익	64.9	152.2	185.2	210.8	235.0
지배주주순이익	63.3	148.5	180.7	205.7	229.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	117.8	8.9	11.9	12.7
영업이익 증감율	NA	81.5	18.1	16.1	12.2
EBITDA 증감율	NA	85.5	15.2	14.6	10.5
지배주주순이익 증감율	NA	134.6	21.7	13.8	11.5
EPS 증감율	NA	18.0	21.7	13.8	11.5
매출총이익율(%)	28.8	24.9	27.4	27.9	27.7
영업이익률(%)	22.1	18.4	20.0	20.8	20.7
EBITDA Margin(%)	27.2	23.2	24.5	25.1	24.6
지배주주순이익률(%)	13.5	14.5	16.2	16.5	16.3

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	368.2	438.6	585.7	796.7	1,036.5
현금 및 현금성자산	184.1	168.7	249.5	293.1	324.2
단기금융자산	22.6	16.1	69.9	225.1	398.4
매출채권 및 기타채권	85.7	130.3	139.7	147.1	165.8
재고자산	65.4	103.8	105.2	107.5	121.2
기타유동자산	10.4	19.7	21.4	23.9	26.9
비유동자산	349.6	391.4	412.1	418.1	419.1
투자자산	3.2	0.5	0.5	0.5	0.5
유형자산	317.4	359.9	378.1	381.2	379.0
무형자산	0.0	6.1	7.3	8.2	8.9
기타비유동자산	29.0	24.9	26.2	28.2	30.7
자산총계	717.7	829.9	997.8	1,214.9	1,455.6
유동부채	205.8	173.1	166.5	186.5	209.0
매입채무 및 기타채무	85.4	121.4	132.1	147.9	166.7
단기금융부채	118.2	49.3	31.7	35.7	39.0
기타유동부채	2.2	2.4	2.7	2.9	3.3
비유동부채	3.5	4.6	5.0	5.6	6.3
장기금융부채	3.3	4.4	4.8	5.4	6.1
기타비유동부채	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
부채총계	209.3	177.8	171.5	192.1	215.3
지배지분	495.2	635.2	804.8	996.2	1,208.1
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	359.5	544.2	749.5
비지배지분	13.2	16.9	21.4	26.6	32.3
자본총계	508.5	652.2	826.2	1,022.7	1,240.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	138.4	131.9	431.5	470.4	477.0
당기순이익	0.0	0.0	185.2	210.8	235.0
비현금항목의 가감	39.6	47.6	101.0	116.5	125.3
유형자산감가상각비	24.1	48.5	50.3	53.9	55.1
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	50.4	62.0	69.4
영업활동자산부채증감	15.1	-71.1	-4.2	0.6	-19.3
매출채권및기타채권의감소	-0.4	-29.2	-9.4	-7.4	-18.7
재고자산의감소	-10.8	-33.2	-1.3	-2.4	-13.7
매입채무및기타채무의증가	12.4	7.1	10.8	15.7	18.8
기타	13.9	-15.8	-4.3	-5.3	-5.7
기타현금흐름	83.7	155.4	149.5	142.5	136.0
투자활동 현금흐름	-16.4	-53.1	-120.7	-210.6	-224.6
유형자산의 취득	-16.8	-62.2	-68.5	-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	-17.3	-21.3
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	-21.0
기타	-0.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.7
기타현금흐름	-9.5	6.2	-208.4	-198.9	-200.0
현금 및 현금성자산의 순증가	96.1	-15.4	80.8	43.6	31.1
기초현금 및 현금성자산	88.1	184.1	168.7	249.5	293.1
기말현금 및 현금성자산	184.1	168.7	249.5	293.1	324.2

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	16,179	19,093	23,234	26,446	29,481
BPS	63,664	81,666	103,460	128,066	155,308
CFPS	26,712	25,684	36,795	42,076	46,328
DPS	1,950	1,950	2,300	2,700	3,100
주당배수(배)					
PER	16.8	14.6	9.7	8.6	7.7
PER(최고)	20.3	19.5	12.1		
PER(최저)	12.4	12.0	8.8		
PBR	4.28	3.41	2.19	1.77	1.46
PBR(최고)	5.15	4.56	2.71		
PBR(최저)	3.16	2.80	1.98		
PSR	2.27	2.12	1.58	1.41	1.25
PCFR	10.2	10.8	6.2	5.4	4.9
EV/EBITDA	16.0	8.6	6.0	4.6	3.6
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	23.3	9.9	9.6	9.9	10.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.7	0.7	1.0	1.2	1.4
ROA	9.0	19.7	20.3	19.1	17.6
ROE	12.8	26.3	25.1	22.8	20.8
ROIC	18.6	31.8	33.6	38.3	42.3
매출채권회전율	11.0	9.5	8.3	8.7	9.0
재고자산회전율	14.4	12.1	10.7	11.7	12.3
부채비율	41.2	27.3	20.8	18.8	17.4
순차입금비율	-16.8	-20.1	-34.2	-46.7	-54.6
이자보상배율	117.5	264.5	459.5	474.8	485.0
총차입금	121.5	53.7	36.5	41.1	45.1
순차입금	-85.2	-131.1	-282.9	-477.1	-677.5
NOPLAT	128.0	237.4	273.6	313.5	346.3
FCF	96.3	58.8	149.0	197.0	206.9

자료: 키움증권 리서치센터

참조: 2020년은 7월~12월까지의 수치

Compliance Notice

- 당사는 8월 17일 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.

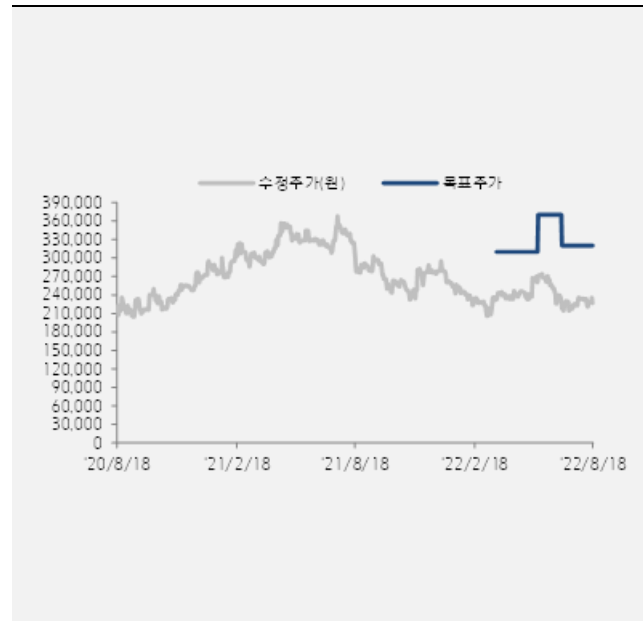
고지사항

- 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	-30.57	-28.13
	2022-07-26	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-29.37	-26.31
	2022-08-08	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-29.27	-26.31
	2022-08-18	BUY(Maintain)	320,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

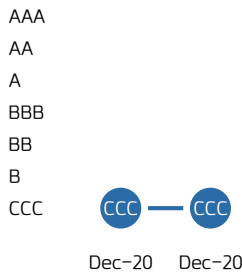
투자의견 및 적용기준

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)

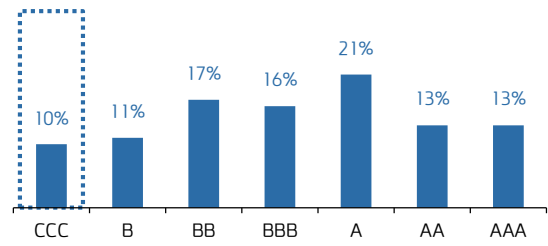
매수	매수	매수
97.59%	2.41%	0.00%

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