



BUY(Maintain)

목표주가: 280,000원(상향)

주가(11/15): 219,100원

시가총액: 17,043억원

반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (11/15)		744.96원
52주 주가동향	최고가	최저가
	294,700 원	177,900원
최고/최저가 대비 등락율	-25.7%	23.2%
수익률	절대	상대
1M	4.6%	-4.8%
6M	-8.7%	4.5%
1Y	-11.5%	22.2%

Company Data

발행주식수	7,779 천주
일평균 거래량(3M)	20천주
외국인 지분율	29.4%
배당수익률(22E)	1.0%
BPS(22E)	103,890원
주요 주주	정지완 외 8인
	46.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	470.1	1,023.9	1,113.6	1,217.3
영업이익	104.0	188.8	214.0	240.6
EBITDA	128.0	237.4	264.6	295.1
세전이익	86.1	203.2	246.4	255.5
순이익	64.9	152.2	188.7	195.6
지배주주지분순이익	63.3	148.5	184.1	190.9
EPS(원)	16,179	19,093	23,664	24,537
증감률(%YoY)	NA	18.0	23.9	3.7
PER(배)	16.8	14.6	9.3	8.9
PBR(배)	4.28	3.41	2.11	1.73
EV/EBITDA(배)	16.0	8.6	6.2	4.9
영업이익률(%)	22.1	18.4	19.2	19.8
ROE(%)	12.8	26.3	25.5	21.3
순부채비율(%)	-16.8	-20.1	-34.5	-46.4

자료: 키움증권 리서치센터

참조: 2020년은 7월~12월까지의 수치

Price Trend



기업 업데이트

솔브레인 (357780)

증장기 성장성을 봐야 할 때



3Q22 매출액은 당사 추정치에 부합했지만, 영업이익은 대손상각비 등 일회성 요인 반영되며 부진. 4Q22는 반도체 소재 실적 호조와 rigid OLED 가동률 상승 효과로, 영업이익 509억원(+2%QoQ, +14%YoY) 기록할 전망. 솔브레인의 주가는 삼성전자의 국내/해외 공장 증설에 따른 수혜 감안 시, 현재 저평가된 영역에 머물러 있음. 올 연말·연초 동안의 주가 반등을 예상하며, 목표주가를 28만원으로 상향 조정함.

>>> 3Q22 영업이익 501억원 기록

솔브레인의 3Q22 실적이 매출액 2,762억원(+1%QoQ, flat YoY)과 영업이익 501억원(-9%QoQ, -1%YoY)으로, 당사 추정치 대비 매출액은 부합한 반면, 영업이익은 하회했다. 매출액의 경우 예상과 같이 디스플레이의 부진을 반도체 및 이차전지 부분이 대부분 상쇄시켰지만, 영업이익은 대손상각비 등의 일회성 비용이 반영되면서 예상보다 부진한 모습을 보였다. 반도체 소재의 매출액은 원/달러 환율 상승과 판매량 호조에 따라 +7%QoQ 증가한 1,921억원을 기록했고, 디스플레이 소재의 매출액은 고객사 가동률 감소의 영향으로 인해 -18%QoQ 감소한 266억원을 기록했다.

>>> 4Q22 영업이익 509억원 전망

4Q22 실적은 매출액 2,830억원(+2%QoQ, +7%YoY)과 영업이익 509억원(+2%QoQ, +14%YoY)을 기록할 것으로 전망된다. '삼성전자 P3 양산에 따른 반도체 소재의 실적 호조'와 'rigid OLED 가동률 상승에 따른 Thin Glass의 실적 회복'을 예상하고 있다. 반도체 소재 부문의 매출액은 '원/달러 환율 상승'과 '안정적인 판매량'을 기반으로 1,967억원(+2%QoQ)을 기록하고, 디스플레이의 매출액은 Thin Glass의 실적 회복이 Chemical 부문의 부진을 상쇄하며 304억원(+14%QoQ)으로 증가할 것이다. 4Q22 영업이익은 전해액의 수익성 회복(전해질 가격 하락) 및 대손상각비의 감소가 연말 성과급 지출 영향을 상쇄하며 509억원(+2%QoQ, +14%YoY)을 기록할 전망이다.

>>> 목표주가 28만원으로 상향 조정

솔브레인의 주가는 반도체 업황 부진과 투자 센티멘트 악화로 인해 지속된 기간 조정을 보인 후, 회복세를 보이고 있다. 당사는 반도체 부문을 중심으로 한 지속적인 실적 성장세와 삼성전자의 국내/해외 공장 증설에 대한 중장기적 수혜 등을 감안했을 때, 현재의 주가가 지나친 저평가 영역에 머물러 있다고 판단하고 있다. 업황 부진에도 불구하고 주요 고객사인 삼성전자의 공격적인 투자가 예상되고 있기 때문에, 반도체 산업 내 유통재고가 감소하는 올 연말·연초를 지나며 투자자들의 센티멘트 개선과 솔브레인의 주가 반등이 나타날 것으로 판단한다. 솔브레인에 대한 저가 매수에 나서야 할 시기라고 판단하며, 2023~2025년 EPS 전망치 조정을 반영하여 목표주가를 28만원으로 상향 조정한다.

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	239.2	243.5	275.9	265.3	281.6	272.8	276.2	283.0	1,023.9	1,113.6	1,217.3
%YoY	18%	18%	20%	11%	18%	12%	0%	7%	16%	9%	9%
반도체	149.3	153.7	169.5	175.5	170.8	180.1	192.1	196.7	648.0	739.7	816.6
디스플레이	37.6	38.7	40.5	42.0	40.4	32.4	26.6	30.4	158.8	129.9	149.3
이차전지/기타	52.3	51.1	65.9	47.8	70.4	60.3	57.4	55.9	217.1	244.1	251.4
매출원가	173.0	185.0	207.6	203.0	202.8	197.4	201.2	206.6	768.5	808.1	877.8
매출원가율	72%	76%	75%	77%	72%	72%	73%	73%	75%	73%	72%
매출총이익	66.2	58.5	68.3	62.4	78.8	75.4	75.0	76.4	255.4	305.5	339.5
판매비와관리비	15.7	15.4	17.7	17.7	21.1	20.1	24.9	25.5	66.5	91.6	98.9
영업이익	50.5	43.1	50.6	44.6	57.6	55.3	50.1	50.9	188.8	214.0	240.6
%YoY	6%	-15%	-7%	-10%	14%	28%	-1%	14%	-7%	13%	12%
영업이익률	21%	18%	18%	17%	20%	20%	18%	18%	18%	19%	20%
법인세차감전순익	56.3	43.0	56.5	47.4	62.1	63.2	66.8	54.2	203.2	246.4	255.5
법인세비용	14.2	12.0	14.2	10.6	13.4	13.4	17.9	13.0	51.0	57.7	59.9
당기순이익	42.1	31.0	42.3	36.8	48.7	49.8	48.9	41.2	152.2	188.7	195.6
당기순이익률	18%	13%	15%	14%	17%	18%	18%	15%	15%	17%	16%
KRW/USD	1,115	1,120	1,158	1,184	1,205	1,260	1,340	1,360	1,144	1,291	1,308

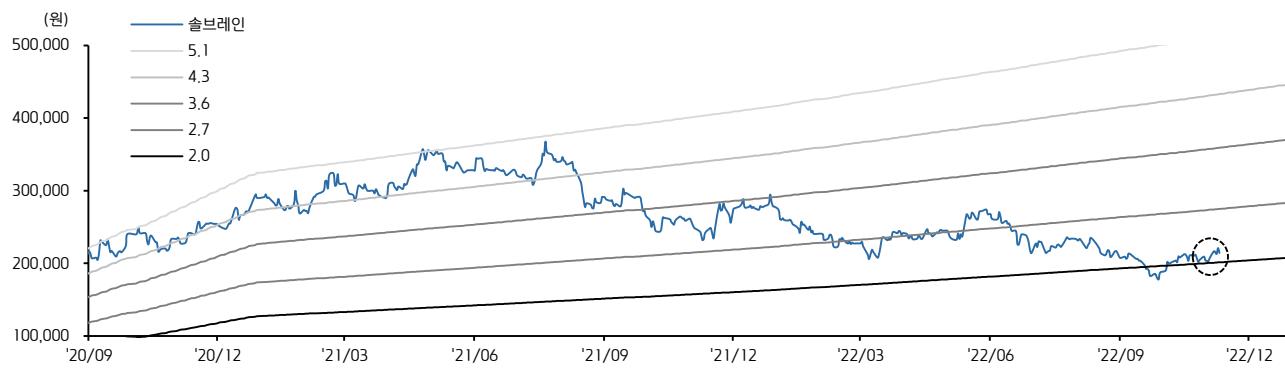
자료: 키움증권 리서치센터

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 6개월 목표주가 280,000원 제시

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Sales [십억원]	1,024	1,114	1,217	1,372	1,582	1,704
Growth	117.8%	8.8%	9.3%	12.7%	15.3%	7.7%
EPS [원]	19,093	23,664	24,537	27,845	32,281	34,481
Growth	18.0%	23.9%	3.7%	13.5%	15.9%	6.8%
BPS [원]	81,666	103,890	126,587	152,193	182,135	214,177
Growth	28.3%	27.2%	21.8%	20.2%	19.7%	17.6%
ROCE(Return On Common Equity)	26.3%	25.5%	21.3%	20.0%	19.3%	17.4%
COE(Cost of Equity)	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%
Residual Earnings(ROCE-COE)	17.5%	16.7%	12.5%	11.2%	10.5%	8.6%
PV of Residual Earnings		14,229	12,140	12,071	12,510	11,147
Equity Beta	0.8					
Risk Free Rate	3.9%					
Market Risk Premium	6.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	8.8%					
Continuing Value	197,351					
Beginning Common Shareholders' Equity	81,666					
PV of RE for the Forecasting Period	62,097					
PV of Continuing Value	129,342					
Intrinsic Value per Share – 6M TP		284,892				

주: Equity Beta는 1년 주간 Beta 평균, Risk Free Rate은 3년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 시가총액 2조원 이상 6% 적용

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	470.1	1,023.9	1,113.6	1,217.3	1,371.9
매출원가	334.8	768.5	808.1	877.8	986.5
매출총이익	135.3	255.4	305.5	339.5	385.3
판관비	31.4	66.5	91.6	98.9	110.1
영업이익	104.0	188.8	214.0	240.6	275.3
EBITDA	128.0	237.4	264.6	295.1	331.1
영업외손익	-17.9	14.4	32.4	14.9	14.7
이자수익	0.1	0.5	0.9	1.4	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	4.8	8.2
증속 및 관계기업손익	-2.9	0.0	3.2	3.2	3.2
기타	-1.5	1.6	19.5	4.9	4.9
법인세차감전이익	86.1	203.2	246.4	255.5	289.9
법인세비용	21.2	51.0	57.7	59.9	67.9
계속사업순손익	64.9	152.2	188.7	195.6	222.0
당기순이익	64.9	152.2	188.7	195.6	222.0
지배주주순이익	63.3	148.5	184.1	190.9	216.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	117.8	8.8	9.3	12.7
영업이익 증감율	NA	81.5	13.3	12.4	14.4
EBITDA 증감율	NA	85.5	11.5	11.5	12.2
지배주주순이익 증감율	NA	134.6	24.0	3.7	13.5
EPS 증감율	NA	18.0	23.9	3.7	13.5
매출총이익율(%)	28.8	24.9	27.4	27.9	28.1
영업이익률(%)	22.1	18.4	19.2	19.8	20.1
EBITDA Margin(%)	27.2	23.2	23.8	24.2	24.1
지배주주순이익률(%)	13.5	14.5	16.5	15.7	15.8

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	138.4	131.9	435.0	458.1	464.3
당기순이익	0.0	0.0	188.7	195.6	222.0
비현금항목의 가감	39.6	47.6	104.5	114.7	124.6
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	53.9	60.2	68.7
영업활동자산부채증감	15.1	-71.1	-4.1	3.6	-18.9
매출채권및기타채권의감소	-0.4	-29.2	-9.3	-4.0	-18.2
재고자산의감소	-10.8	-33.2	-1.2	0.1	-13.3
매입채무및기타채무의증가	12.4	7.1	10.6	12.3	18.3
기타	13.9	-15.8	-4.2	-4.8	-5.7
기타현금흐름	83.7	155.4	145.9	144.2	136.6
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	-17.4	-21.3
차입금의 증가(감소)	-12.3	-83.5	-4.6	2.3	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	-199.9
현금 및 현금성자산의 순증가	96.1	-15.4	84.4	31.2	18.5
기초현금 및 현금성자산	88.1	184.1	168.7	253.1	284.3
기말현금 및 현금성자산	184.1	168.7	253.1	284.3	302.8

자료: 키움증권 리서치센터

참조: 2020년은 7월~12월까지의 수치

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	368.2	438.6	589.0	781.2	1,007.5
현금 및 현금성자산	184.1	168.7	253.1	284.3	302.8
단기금융자산	22.6	16.1	69.9	225.1	398.4
매출채권 및 기타채권	85.7	130.3	139.6	143.6	161.8
재고자산	65.4	103.8	105.1	104.9	118.3
기타유동자산	10.4	19.7	21.3	23.3	26.2
비유동자산	349.6	391.4	412.1	417.7	418.6
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	27.8	30.2
자산총계	717.7	829.9	1,001.0	1,198.9	1,426.1
유동부채	205.8	173.1	166.4	182.5	204.4
매입채무 및 기타채무	85.4	121.4	132.0	144.3	162.6
단기금융부채	118.2	49.3	31.7	35.2	38.5
기타유동부채	2.2	2.4	2.7	3.0	3.3
비유동부채	3.5	4.6	5.0	5.5	6.1
장기금융부채	3.3	4.4	4.8	5.3	5.9
기타비유동부채	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
부채총계	209.3	177.8	171.4	187.9	210.6
자자지분	495.2	635.2	808.1	984.7	1,183.8
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	362.9	532.7	725.3
비자지분	13.2	16.9	21.5	26.3	31.7
자본총계	508.5	652.2	829.6	1,011.0	1,215.5

투자지표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 원, 배, %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	16,179	19,093	23,664	24,537	27,845
BPS	63,664	81,666	103,890	126,587	152,193
CFPS	26,712	25,684	37,694	39,889	44,554
DPS	1,950	1,950	2,300	2,700	3,100
주가배수(배)					
PER	16.8	14.6	9.3	8.9	7.9
PER(최고)	20.3	19.5	11.8		
PER(최저)	12.4	12.0	8.7		
PBR	4.28	3.41	2.11	1.73	1.44
PBR(최고)	5.15	4.56	2.70		
PBR(최저)	3.16	2.80	1.98		
PSR	2.27	2.12	1.53	1.40	1.24
PCFR	10.2	10.8	5.8	5.5	4.9
EV/EBITDA	16.0	8.6	6.2	4.9	3.8
주요비율(%)					
배당성향(%),보통주,현금)	23.3	9.9	9.5	10.7	10.8
배당수익률(%),보통주,현금)	0.7	0.7	1.0	1.2	1.4
ROA	9.0	19.7	20.6	17.8	16.9
ROE	12.8	26.3	25.5	21.3	20.0
ROIC	18.6	31.8	31.9	35.3	39.9
매출채권회전율	11.0	9.5	8.3	8.6	9.0
재고자산회전율	14.4	12.1	10.7	11.6	12.3
부채비율	41.2	27.3	20.7	18.6	17.3
순차입금비율	-16.8	-20.1	-34.5	-46.4	-54.0
이자보상배율	117.5	264.5	440.9	447.1	466.1
총차입금	121.5	53.7	36.5	40.5	44.4
순차입금	-85.2	-131.1	-286.5	-468.9	-656.7
NOPLAT	128.0	237.4	264.6	295.1	331.1
FCF	96.3	58.8	140.4	183.8	193.3

Compliance Notice

- 당사는 11월 15일 현재 '솔브레인' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 등 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 등 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 등 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 등 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

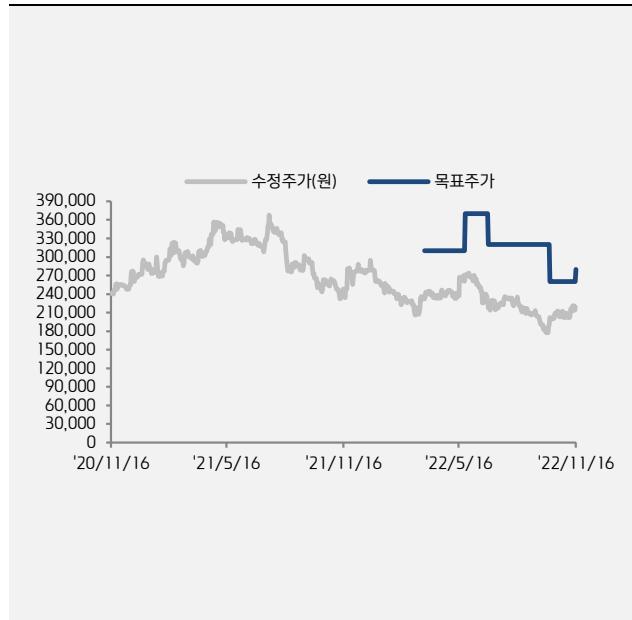
고지사항

- 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 일제의 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	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	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	-31.77	-26.31
	2022-09-26	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-32.94	-26.31
	2022-10-06	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-20.19	-15.00
	2022-11-16	BUY(Maintain)	280,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

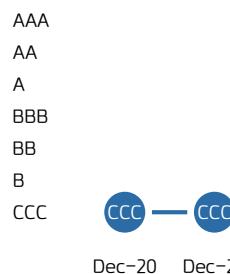
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2021/10/01~2022/09/30)

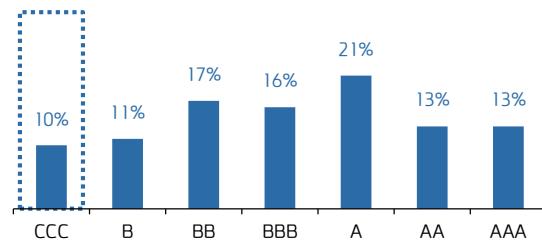
매수	중립	매도
98.19%	1.81%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주1) MSCI ACWI Index 내 스페셜티 화학 기업 63개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

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

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2022-11-16	ESG 최근 이슈
2022-11-15	ESG 최근 이슈
2022-11-14	ESG 최근 이슈
2022-11-13	ESG 최근 이슈

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