



BUY(Maintain)

목표주가: 320,000원
주가(9/23): 189,800원
시가총액: 14,764억원



반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (9/23)	729.36pt		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	294,700원	189,800원	
최고/최저가 대비 등락율	-35.6%	0.0%	
수익률	절대	상대	
	1M	-10.0%	-3.4%
	6M	-18.4%	4.2%
	1Y	-34.6%	-7.0%

Company Data

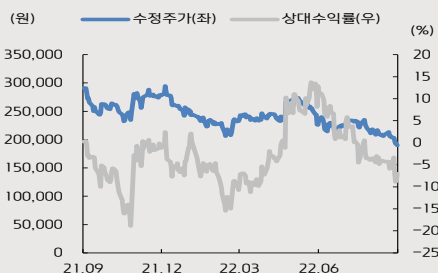
발행주식수	7,779천주
일평균 거래량(3M)	21천주
외국인 지분율	28.2%
배당수익률(22E)	1.2%
BPS(22E)	103,234원
주요 주주	정지환 외 8인 46.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	470.1	1,023.9	1,123.0	1,215.0
영업이익	104.0	188.8	220.2	243.8
EBITDA	128.0	237.4	270.9	298.3
세전이익	86.1	203.2	237.0	258.7
순이익	64.9	152.2	183.4	200.2
지배주주지분순이익	63.3	148.5	179.0	195.3
EPS(원)	16,179	19,093	23,008	25,111
증감률(%YoY)	NA	18.0	20.5	9.1
PER(배)	16.8	14.6	8.2	7.6
PBR(배)	4.28	3.41	1.84	1.50
EV/EBITDA(배)	16.0	8.6	6.0	4.9
영업이익률(%)	22.1	18.4	19.6	20.1
ROE(%)	12.8	26.3	24.9	21.9
순부채비율(%)	-16.8	-20.1	-34.0	-46.4

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

Price Trend



실적 Review

솔브레인 (357780)

지나친 저평가, 저가 매수에 나서야 할 시기



3Q22 영업이익 561억원으로 시장 기대치 부합 예상. 디스플레이 부문의 실적 부진을 반도체와 이차전지가 상쇄시킬 것. 2023년에는 영업이익 2,438억원의 사상 최대 실적 기록할 전망. 삼성전자와 SK하이닉스의 신규 공장 가동, 대형 OLED TV 시장 확대, 반도체 에천트와 CMP slurry 신규 제품 공급 등을 예상하기 때문. 현재의 주가는 지나친 저평가 영역으로, 저가 매수에 나서야 할 시기. 업종 top pick을 유지함.

>>> 3Q22 영업이익 561억원, 시장 기대치 부합 예상

솔브레인의 3Q22 실적이 매출액 2,812억원(+3%QoQ, +2%YoY)과 영업이익 561억원(+1%QoQ, +11%YoY)으로, 시장 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다. 디스플레이 부문의 실적 부진을 반도체와 이차전지가 상쇄시킬 것으로 판단되기 때문이다. 디스플레이 부문 중 Thin Glass는 중저가 스마트폰의 수요 부진 여파로 인해 -48%QoQ의 매출액 감소를 기록할 것으로 예상되지만, 전사 이익의 상당 부분을 차지하고 있는 반도체 에천트의 매출액은 삼성전자의 P3 가동과 원/달러 환율 상승 효과로 인해 +5%QoQ 증가할 것으로 기대된다. 이차전지 부문의 매출액 역시 +9%QoQ 증가하고, 영업흑자 기초를 유지할 것으로 보인다.

>>> 2023년 영업이익 2,438억원, 사상 최대 실적 전망

2023년 실적도 매출액 1조 2,150억원(+8%YoY)과 영업이익 2,438억원(+11%YoY)의 사상 최대치를 기록할 것으로 전망된다. 삼성전자와 SK하이닉스의 신규 공장(P3, M15, M16) 가동 효과로 반도체 에천트와 CMP slurry의 판매량이 크게 증가하고, 전방 수요 호조로 인한 이차전지 전해액 부문의 높은 가동률이 유지될 것이다. 특히 반도체 에천트와 CMP slurry의 경우 고객사의 3nm 파운드리 양산과 소재 국산화의 영향으로 인해, 신규 제품 공급에 성공할 것으로 기대된다. 올 한해 부진했던 디스플레이 부문은 대형 OLED TV 시장 확대와 Rigid OLED 가동률 회복 등의 긍정적인 효과로 인해 실적 회복세를 보일 전망이다. 사업 부문별 매출액은 반도체 7,966억원(+9%YoY), 디스플레이 1,493억원(+14%YoY), 이차전지/기타 2,691억원(+3%YoY)을 각각 기록할 전망이다.

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

솔브레인의 주가는 반도체 업황 부진과 투자センチ멘트 악화로 인해 지속된 기간 조정을 보이고 있다. 그러나 반도체 부문을 중심으로 한 지속적인 실적 성장세와 삼성전자의 국내/해외 공장 증설에 대한 중장기적 수혜 등을 감안했을 때, 현재의 주가는 지나친 저평가 영역이라고 판단된다. 또한 당사는 올 연말·연초 동안 반도체 유통 재고 감소가 나타나며, 투자センチ멘트 개선과 업종 주가의 반등이 나타날 것으로 기대되고 있다. 솔브레인에 대한 저가 매수에 나서야 할 시기라고 판단하며, 목표주가 32만원과 업종 top pick을 유지한다.

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	281.2	287.5	1,023.9	1,123.0	1,215.0
%YoY	18%	18%	20%	11%	18%	12%	2%	8%	16%	10%	8%
반도체	149.3	153.7	169.5	175.5	170.8	180.1	189.2	190.2	648.0	730.3	796.6
Etchant	127.0	129.4	144.7	149.1	144.5	152.2	159.9	161.0	550.2	617.7	663.4
Precursors	10.1	10.7	11.1	11.9	11.5	11.1	11.6	11.4	43.7	45.7	46.1
CMP Slurry	12.2	13.7	13.8	14.4	14.7	16.7	17.7	17.8	54.1	66.9	87.1
디스플레이	37.6	38.7	40.5	42.0	40.4	32.4	26.4	32.2	158.8	131.4	149.3
Chemical	19.2	19.7	22.4	22.5	25.0	21.3	20.7	23.6	83.8	90.6	97.2
Thin Glass	18.4	18.9	18.1	19.6	15.4	11.1	5.8	8.6	75.0	40.9	52.1
이차전지/기타	52.3	51.1	65.9	47.8	70.4	60.3	65.5	65.0	217.1	261.2	269.1
매출원가	173.0	185.0	207.6	203.0	202.8	197.4	202.4	213.1	768.5	815.8	877.2
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	78.8	74.3	255.4	307.2	337.8
판매비와관리비	15.7	15.4	17.7	17.7	21.1	20.1	22.7	23.2	66.5	87.0	94.0
영업이익	50.5	43.1	50.6	44.6	57.6	55.3	56.1	51.1	188.8	220.2	243.8
%YoY	6%	-15%	-7%	-10%	14%	28%	11%	15%	-7%	17%	11%
영업이익률	21%	18%	18%	17%	20%	20%	20%	18%	18%	20%	20%
법인세차감전손익	56.3	43.0	56.5	47.4	62.1	63.2	63.8	47.8	203.2	237.0	258.7
법인세비용	14.2	12.0	14.2	10.6	13.4	13.4	15.3	11.5	51.0	53.6	58.5
당기순이익	42.1	31.0	42.3	36.8	48.7	49.8	48.5	36.3	152.2	183.4	200.2
당기순이익률	18%	13%	15%	14%	17%	18%	17%	13%	15%	16%	16%
KRW/USD	1,115	1,120	1,158	1,184	1,205	1,260	1,330	1,320	1,144	1,279	1,250

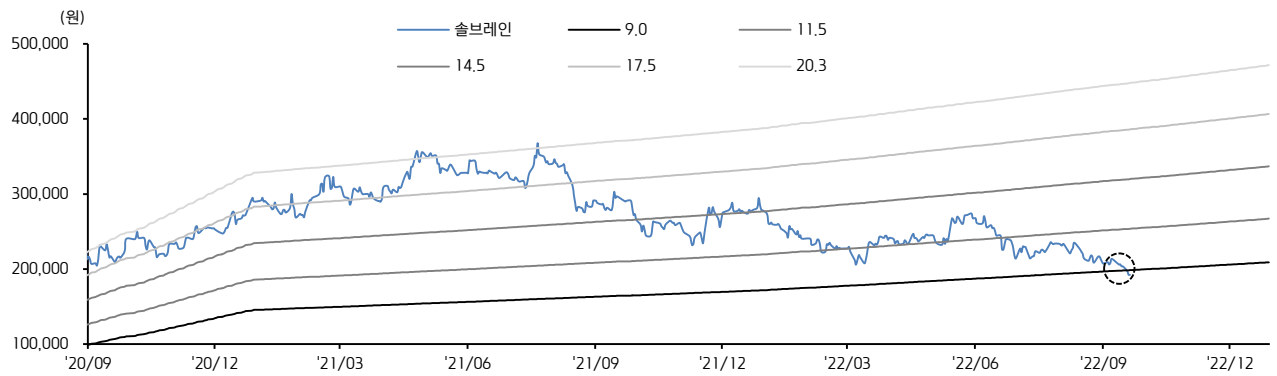
자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 연결 실적 Update (단위: 십억원)

	3Q22E					2022E		
	수정전	수정후	차이	컨센서스	차이	수정전	수정후	차이
매출액	277.9	281.2	1%	278.8	1%	1,114.7	1123.0	1%
반도체	186.7	189.2	1%			725.3	730.3	1%
디스플레이	27.5	26.4	-4%			132.3	131.4	-1%
기타	63.7	65.5	3%			257.1	261.2	2%
영업이익	57.3	56.1	-2%	56.2	-0%	223.0	220.2	-1%
영업이익률	21%	20%				20%	20%	
당기순이익	47.5	48.5	2%	47.5	2%	185.2	183.4	-1%
당기순이익률	17%	17%				17%	16%	

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

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



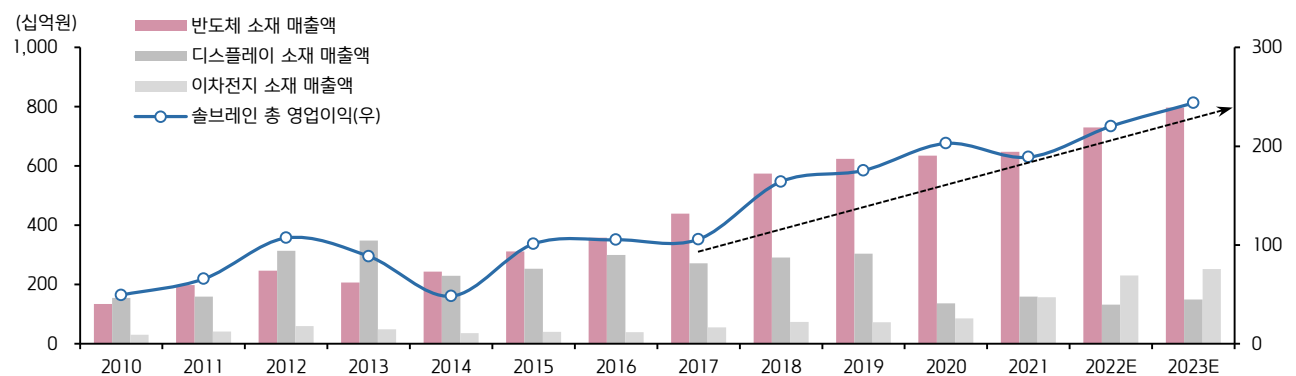
자료: 키움증권 리서치센터

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	1,123.0	1,215.0	1,369.3
매출원가	334.8	768.5	815.8	877.2	991.4
매출총이익	135.3	255.4	307.2	337.8	377.9
판관비	31.4	66.5	87.0	94.0	104.6
영업이익	104.0	188.8	220.2	243.8	273.4
EBITDA	128.0	237.4	270.9	298.3	329.2
영업외손익	-17.9	14.4	16.8	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	4.7	8.1
종속 및 관계기업손익	-2.9	0.0	3.2	3.2	3.2
기타	-1.5	1.6	3.9	4.8	4.8
법인세차감전이익	86.1	203.2	237.0	258.7	288.1
법인세비용	21.2	51.0	53.6	58.5	65.1
계속사업손손익	64.9	152.2	183.4	200.2	222.9
당기순이익	64.9	152.2	183.4	200.2	222.9
지배주주순이익	63.3	148.5	179.0	195.3	217.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	117.8	9.7	8.2	12.7
영업이익 증감율	NA	81.5	16.6	10.7	12.1
EBITDA 증감율	NA	85.5	14.1	10.1	10.4
지배주주순이익 증감율	NA	134.6	20.5	9.1	11.4
EPS 증감율	NA	18.0	20.5	9.1	11.4
매출총이익율(%)	28.8	24.9	27.4	27.8	27.6
영업이익률(%)	22.1	18.4	19.6	20.1	20.0
EBITDA Margin(%)	27.2	23.2	24.1	24.6	24.0
지배주주순이익률(%)	13.5	14.5	15.9	16.1	15.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	138.4	131.9	428.7	464.0	465.3
당기순이익	0.0	0.0	183.4	200.2	222.9
비현금항목의 가감	39.6	47.6	100.4	113.3	121.8
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	49.8	58.8	65.9
영업활동자산부채증감	15.1	-71.1	-5.2	4.9	-18.9
매출채권및기타채권의감소	-0.4	-29.2	-10.4	-2.5	-18.2
재고자산의감소	-10.8	-33.2	-2.1	1.2	-13.3
매입채무및기타채무의증가	12.4	7.1	11.7	10.9	18.3
기타	13.9	-15.8	-4.4	-4.7	-5.7
기타현금흐름	83.7	155.4	150.1	145.6	139.5
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	-199.1	-199.9
현금 및 현금성자산의 순증가	96.1	-15.4	78.1	37.0	19.5
기초현금 및 현금성자산	88.1	184.1	168.7	246.8	283.7
기말현금 및 현금성자산	184.1	168.7	246.8	283.7	303.2

자료: 키움증권 리서치센터

참조: 2020년은 7월~12월까지의 수치

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	368.2	438.6	584.8	780.1	1,007.3
현금 및 현금성자산	184.1	168.7	246.7	283.7	303.2
단기금융자산	22.6	16.1	69.9	225.1	398.4
매출채권 및 기타채권	85.7	130.3	140.8	143.3	161.5
재고자산	65.4	103.8	105.9	104.7	118.0
기타유동자산	10.4	19.7	21.5	23.3	26.2
비유동자산	349.6	391.4	412.2	417.6	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	26.3	27.7	30.2
자산총계	717.7	829.9	997.0	1,197.7	1,425.9
유동부채	205.8	173.1	167.5	182.0	203.9
매입채무 및 기타채무	85.4	121.4	133.1	144.0	162.3
단기금융부채	118.2	49.3	31.7	35.1	38.3
기타유동부채	2.2	2.4	2.7	2.9	3.3
비유동부채	3.5	4.6	5.0	5.4	6.1
장기금융부채	3.3	4.4	4.9	5.3	5.9
기타비유동부채	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2
부채총계	209.3	177.8	172.6	187.4	210.0
지배지분	495.2	635.2	803.0	984.0	1,184.1
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	357.8	532.1	725.5
비지배지분	13.2	16.9	21.4	26.3	31.7
자본총계	508.5	652.2	824.4	1,010.3	1,215.8

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	16,179	19,093	23,008	25,111	27,963
BPS	63,664	81,666	103,234	126,505	152,229
CFPS	26,712	25,684	36,493	40,299	44,312
DPS	1,950	1,950	2,300	2,700	3,100
주당배수(배)					
PER	16.8	14.6	8.2	7.6	6.8
PER(최고)	20.3	19.5	12.2		
PER(최저)	12.4	12.0	8.9		
PBR	4.28	3.41	1.84	1.50	1.25
PBR(최고)	5.15	4.56	2.71		
PBR(최저)	3.16	2.80	1.99		
PSR	2.27	2.12	1.31	1.22	1.08
PCFR	10.2	10.8	5.2	4.7	4.3
EV/EBITDA	16.0	8.6	6.0	4.9	3.9
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주, 현금)	23.3	9.9	9.7	10.5	10.8
배당수익률(% ,보통주, 현금)	0.7	0.7	1.2	1.4	1.6
ROA	9.0	19.7	20.1	18.2	17.0
ROE	12.8	26.3	24.9	21.9	20.1
ROIC	18.6	31.8	33.2	36.1	40.1
매출채권회전율	11.0	9.5	8.3	8.6	9.0
재고자산회전율	14.4	12.1	10.7	11.5	12.3
부채비율	41.2	27.3	20.9	18.6	17.3
순차입금비율	-16.8	-20.1	-34.0	-46.4	-54.1
이자보상배율	117.5	264.5	453.3	455.2	465.2
총차입금	121.5	53.7	36.6	40.3	44.2
순차입금	-85.2	-131.1	-280.0	-468.5	-657.3
NOPLAT	128.0	237.4	270.9	298.3	329.2
FCF	96.3	58.8	145.9	189.6	194.1

Compliance Notice

- 당사는 9월 23일 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

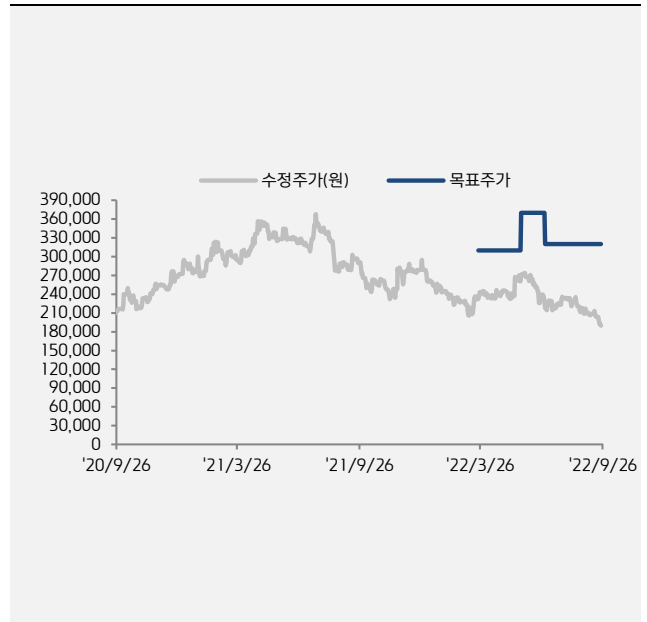
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 시점	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	-31.56	-26.31
	2022-09-26	BUY(Maintain)	320,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



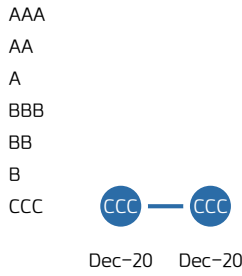
투자의견 및 적용기준

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)

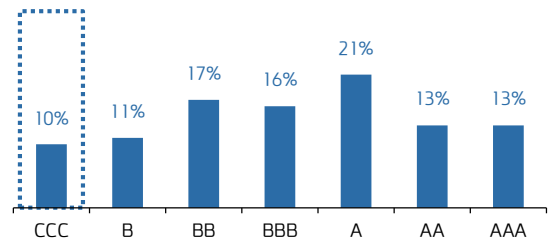
매수	중립	매도
97.59%	2.41%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주1) 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 SANZO 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