

솔브레인 (357780)

이수빈 subin.lee@daisin.com

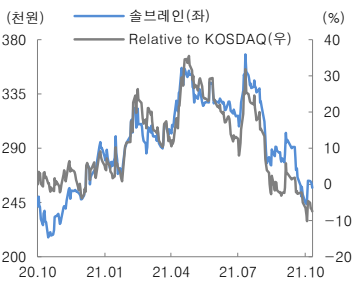
투자 의견 **BUY**
매수, 산류

6개월 목표주가 **300,000** 산류

현재주가 **257,100**
(21.10.21) 반도체업종

| | |
|-------------|--|
| KOSDAQ | 993.70 |
| 시가총액 | 2,000십억원 |
| 시가총액비중 | 0.49% |
| 자본금(보통주) | 4십억원 |
| 52주 최고/최저 | 367,700원 / 216,000원 |
| 120일 평균거래대금 | 126억원 |
| 외국인지분율 | 27.36% |
| 주요주주 | 정지완 외 8 인 46.32% Templeton Asset Management, Ltd. 외 11 인 5.16% |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-------|-------|-------|------|
| 절대수익률 | -13.4 | -26.3 | -19.8 | 8.0 |
| 상대수익률 | -8.8 | -22.7 | -17.5 | -9.7 |



파운드리 GAA 아키텍처로 식각액 수요 증가

투자의견 매수, 목표주가 300,000원으로 분석 재개

- 12개월 Fwd. EPS에 Target P/E 15.0배를 적용하여 목표주가 300,000원으로 제시
- Target PER은 글로벌 반도체, 디스플레이 소재사 평균 P/E에 25% 할인 적용

상저하고 실적 흐름 예상

- 2021년 연간 매출 9,790억원(+11% YoY), 영업이익 1,985억원(+7% YoY) 전망
- 사업부문별로는 반도체: 매출 6,194억원(-2% YoY), 디스플레이: 매출 1,515억원(+12% YoY), 2차전지: 매출 1,459억원(+72% YoY) 전망
- 상반기의 경우 2차전지 사업부문 원가에 해당하는 전해질 가격 상승으로 전사 연결 매출총이익률이 30% 미만으로 하락했으나, 하반기는 정상화되며 수익성 회복 예상

2022년에는 파운드리 선단공정(GAA)향 수요 확대

- GAA 아키텍처를 적용한 3나노 공정은 2022년 상반기 고객사 양산계획에 맞춰 2021년 4분기 식각액 공급량 증가 기대. GAA 아키텍처에서는 식각 공정의 스텝 수 증가
- 동사의 메모리 및 비메모리향 식각액(Etchant) 매출 비중은 2021년 기준 약 53%로 기술 변화에 따른 식각 공정 수 증가는 동사 실적에 긍정적

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

| | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|---------|-------|---------|--------|--------|---------|
| 매출액 | | 470 | 979 | 1,071 | 1,189 |
| 영업이익 | | 104 | 198 | 223 | 247 |
| 세전순이익 | | 86 | 203 | 221 | 246 |
| 총당기순이익 | | 65 | 153 | 167 | 185 |
| 지배지분순이익 | | 63 | 149 | 163 | 181 |
| EPS | | 16,179 | 19,198 | 20,905 | 23,218 |
| PER | | 16.8 | 14.2 | 13.1 | 11.8 |
| BPS | | 126,636 | 80,915 | 99,873 | 121,144 |
| PBR | | 2.2 | 3.2 | 2.6 | 2.1 |
| ROE | | 25.6 | 26.6 | 23.1 | 21.0 |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

표 19. 사업부문별 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

| 실적 추정 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21F | 4Q21F | 1Q22F | 2Q22F | 3Q22F | 4Q22F | 2020 | 2021F | 2022F |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| 매출 | | | | | | | | | | | |
| 1) 반도체 | | | | | | | | | | | |
| Etching | 127.0 | 129.4 | 132.0 | 134.6 | 134.6 | 145.4 | 159.9 | 160.2 | 533.9 | 523.0 | 600.1 |
| Precursors | 10.1 | 10.7 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.1 | 11.9 | 12.3 | 46.7 | 42.7 | 46.4 |
| CMP Slurry | 12.2 | 13.7 | 14.0 | 13.8 | 13.1 | 14.4 | 14.8 | 14.6 | 54.0 | 53.7 | 56.8 |
| 합계 | 149.3 | 153.7 | 156.9 | 159.4 | 158.7 | 170.9 | 186.6 | 187.1 | 634.6 | 619.4 | 703.3 |
| 2) 디스플레이 | | | | | | | | | | | |
| Chemical | 19.2 | 19.7 | 18.7 | 18.3 | 16.1 | 15.1 | 16.0 | 15.4 | 83.2 | 76.0 | 62.7 |
| Thin Glass & Others | 18.4 | 18.9 | 19.9 | 18.3 | 16.5 | 19.0 | 22.0 | 22.0 | 52.2 | 75.5 | 79.5 |
| 합계 | 37.6 | 38.7 | 38.6 | 36.7 | 32.6 | 34.2 | 38.0 | 37.4 | 135.4 | 151.5 | 142.2 |
| 3) 2 차전자 전해액 & Lead Tab | 40.0 | 34.5 | 36.3 | 35.2 | 36.2 | 36.7 | 40.4 | 39.6 | 85.0 | 145.9 | 152.9 |
| 4) 기타 | 12.4 | 16.5 | 16.9 | 16.4 | 16.7 | 17.2 | 18.9 | 19.7 | 25.1 | 62.1 | 72.5 |
| 합계 | 239.2 | 243.5 | 248.7 | 247.6 | 244.2 | 259.0 | 284.0 | 283.8 | 880.1 | 979.0 | 1,070.9 |
| 매출 QoQ% YoY% | | | | | | | | | | | |
| 1) 반도체 | | | | | | | | | | | |
| Etching | -2.3% | 1.9% | 2.0% | 2.0% | 0.0% | 8.0% | 10.0% | 0.2% | -2.0% | 14.7% | |
| Precursors | -6.7% | 6.1% | 3.0% | 0.4% | -0.4% | 1.2% | 7.4% | 3.2% | -8.5% | 8.6% | |
| CMP Slurry | -11.0% | 11.9% | 2.0% | -1.0% | -5.4% | 10.3% | 2.3% | -1.2% | -0.6% | 5.8% | |
| 합계 | -3.4% | 3.0% | 2.1% | 1.6% | -0.5% | 7.7% | 9.2% | 0.3% | -2.4% | 13.5% | |
| 2) 디스플레이 | | | | | | | | | | | |
| Chemical | -10.0% | 2.7% | -5.0% | -2.2% | -12.1% | -6.0% | 5.8% | -3.8% | -8.6% | -17.5% | |
| Thin Glass & Others | 1.5% | 3.2% | 5.0% | -7.9% | -9.9% | 15.2% | 15.8% | -0.1% | 44.6% | 5.3% | |
| 합계 | -4.7% | 3.0% | -0.1% | -5.1% | -11.0% | 4.7% | 11.4% | -1.7% | 11.9% | -6.1% | |
| 3) 2 차전자 전해액 & Lead Tab | 14.8% | -13.6% | 5.0% | -3.0% | 3.0% | 1.4% | 10.0% | -2.0% | 71.7% | 4.8% | |
| 4) 기타 | 14.5% | 33.8% | 2.0% | -3.0% | 2.0% | 3.0% | 10.0% | 4.0% | 147.8% | 16.6% | |
| 합계 | -0.2% | 1.8% | 2.1% | -0.4% | -1.4% | 6.1% | 9.6% | -0.1% | 11.2% | 9.4% | |
| 매출비중 | | | | | | | | | | | |
| 1) 반도체 | | | | | | | | | | | |
| Etching | 53.1% | 53.1% | 53.1% | 54.4% | 55.1% | 56.1% | 56.3% | 56.5% | 61% | 53% | 56% |
| Precursors | 4.2% | 4.4% | 4.4% | 4.5% | 4.5% | 4.3% | 4.2% | 4.3% | 5% | 4% | 4% |
| CMP Slurry | 5.1% | 5.6% | 5.6% | 5.6% | 5.4% | 5.6% | 5.2% | 5.1% | 6% | 5% | 5% |
| 합계 | 62.4% | 63.1% | 63.1% | 64.4% | 65.0% | 66.0% | 65.7% | 65.9% | 72% | 63% | 66% |
| 2) 디스플레이 | | | | | | | | | | | |
| Chemical | 8.0% | 8.1% | 7.5% | 7.4% | 6.6% | 5.8% | 5.6% | 5.4% | 9% | 8% | 6% |
| Thin Glass & Others | 7.7% | 7.8% | 8.0% | 7.4% | 6.8% | 7.3% | 7.8% | 7.8% | 6% | 8% | 7% |
| 합계 | 15.7% | 15.9% | 15.5% | 14.8% | 13.4% | 13.2% | 13.4% | 13.2% | 15% | 15% | 13% |
| 3) 2 차전자 전해액 & Lead Tab | 16.7% | 14.2% | 14.6% | 14.2% | 14.8% | 14.2% | 14.2% | 14.0% | 10% | 15% | 14% |
| 4) 기타 | 5.2% | 6.8% | 6.8% | 6.6% | 6.8% | 6.6% | 6.7% | 6.9% | 3% | 6% | 7% |
| 합계 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| 영업이익 | | | | | | | | | | | |
| 영업이익 | 50.5 | 43.1 | 56.4 | 48.4 | 51.6 | 47.1 | 63.8 | 60.0 | 202.8 | 198.5 | 222.6 |
| QoQ%, YoY% | 1.6% | -14.6% | 30.8% | -14.3% | 6.6% | -8.7% | 35.5% | -6.0% | | -2.1% | 12.1% |
| OPM | 21.1% | 17.7% | 22.7% | 19.5% | 21.1% | 18.2% | 22.5% | 21.2% | 23.0% | 20.3% | 20.8% |

자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

주: 솔브레인 인적분할 후 연결재무제표 기준

표 20. 솔브레인 Valuation Table

(단위: 원, 배)

| | 2021F | 12개월 Fwd. |
|----------------------|--------|-----------|
| 지배주주 순이익(십억원) | 148 | 152 |
| 유통주식수(천주) | 7,779 | 7,779 |
| EPS(원) | 19,086 | 19,548 |
| Target P/E | | 15.0 |
| 적정 시가총액(십억원) | | 2,281 |
| 현재 시가총액(십억원) | | 2,028 |
| 적정주가(원) | | 293,222 |
| 목표주가(원) | | 300,000 |
| 현재주가(원) | | 257,100 |
| 현재 P/E | | 13.2 |
| Upside Potential (%) | | 17% |

주: 목표주가는 글로벌 반도체, 디스플레이 소재사 평균 P/E 25% 할인한 15배 적용하여 산출. 주가는 2021년 10월 21일 기준
 자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

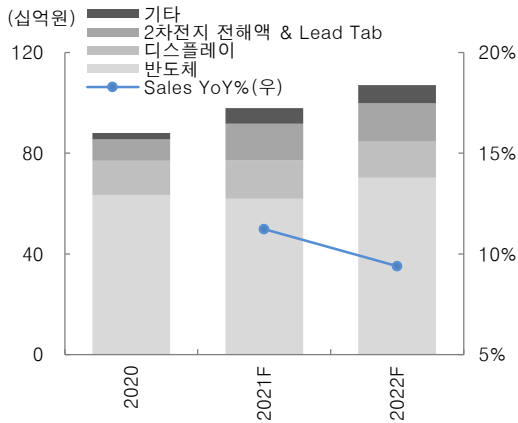
표 21. 솔브레인 Historical Valuation

(단위: 원, 배)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS_지배순이익 기준 | 5,722 | 6,737 | 16,179 | 19,198 | 20,905 |
| PER_지배순이익 기준 (End) | 8.3 | 12.5 | 16.8 | 14.2 | 13.1 |
| PER_지배순이익 기준 (High) | 13.1 | 13.5 | 20.3 | 19.4 | 17.8 |
| PER_지배순이익 기준 (Low) | 8.1 | 6.6 | 12.4 | 13.8 | 12.6 |
| PER_지배순이익 기준 (Avg) | 10.4 | 9.1 | 14.6 | 16.2 | 14.9 |
| BPS_지배자본 기준 | 41,701 | 47,780 | 63,664 | 80,915 | 99,873 |
| PBR_지배자본 기준 (End) | 1.1 | 1.8 | 4.3 | 3.4 | 2.7 |
| PBR_지배자본 기준 (High) | 1.8 | 1.9 | 5.2 | 4.6 | 3.7 |
| PBR_지배자본 기준 (Low) | 1.1 | 0.9 | 3.2 | 3.3 | 2.6 |
| PBR_지배자본 기준 (Avg) | 1.4 | 1.3 | 3.7 | 3.8 | 3.1 |
| EV/EBITDA (End) | 3.5 | 5.7 | 15.8 | 9.0 | 7.6 |
| EV/EBITDA (High) | 5.6 | 6.1 | 16.4 | 12.3 | 10.6 |
| EV/EBITDA (Low) | 3.4 | 2.6 | 11.7 | 8.9 | 7.5 |
| EV/EBITDA (Avg) | 4.4 | 3.9 | 13.6 | 10.4 | 8.8 |

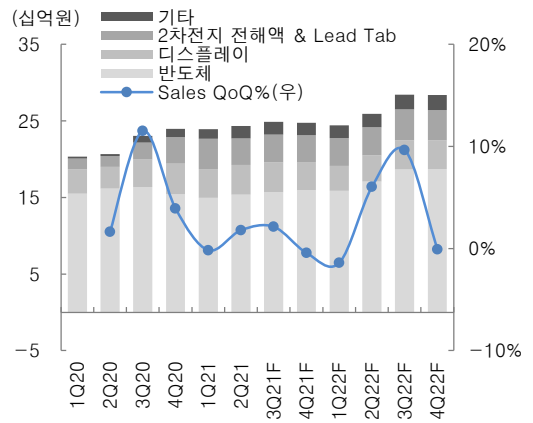
주: EPS 지배순이익은 자사주를 포함.
 자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

그림 118. 사업부문별 연간 매출 추이



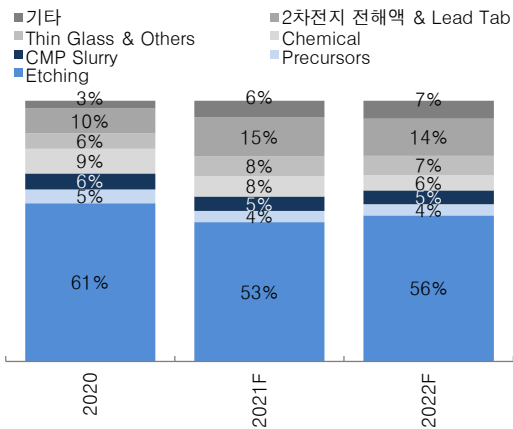
자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

그림 119. 사업부문별 분기 매출 추이



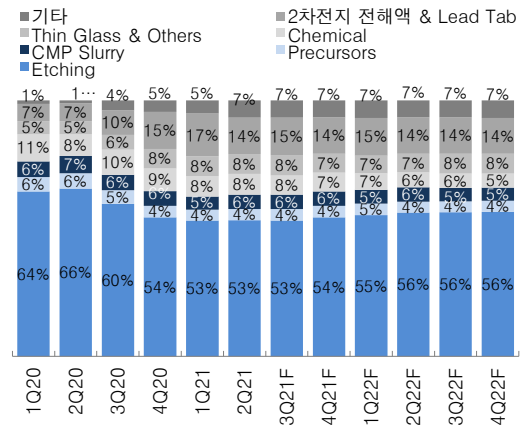
자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

그림 120. 사업부문별 연간 매출 비중 추이



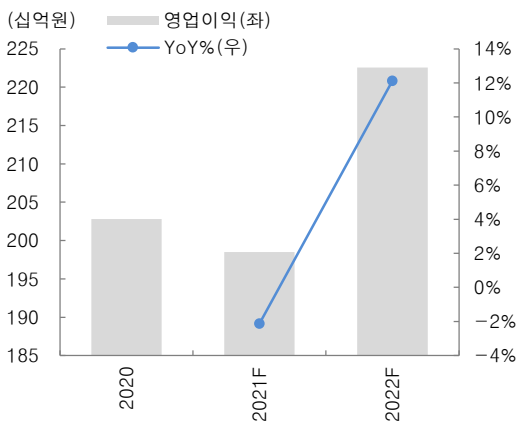
자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

그림 121. 사업부문별 분기 매출 비중 추이



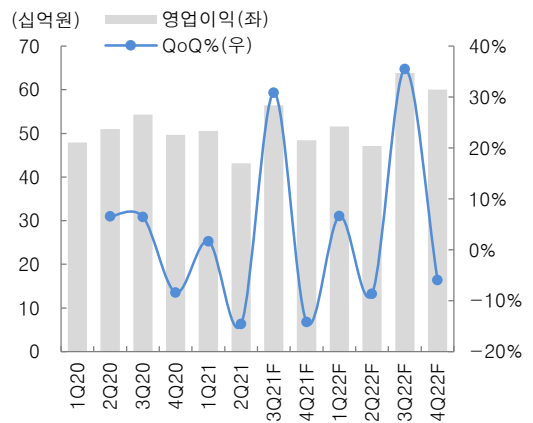
자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

그림 122. 연간 영업이익 추이



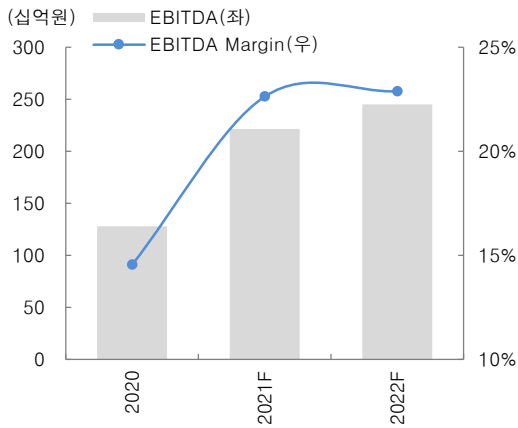
자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

그림 123. 분기 영업이익 추이



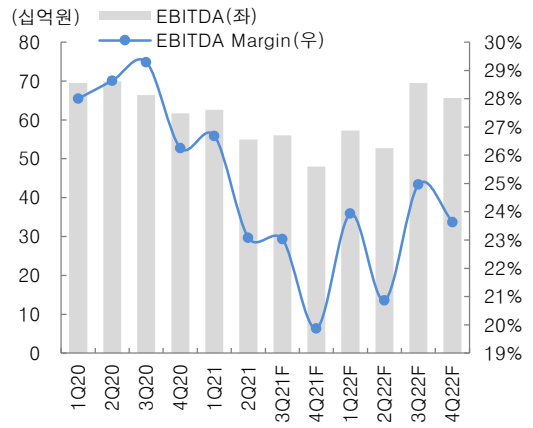
자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

그림 124. 연간 EBITDA 추이



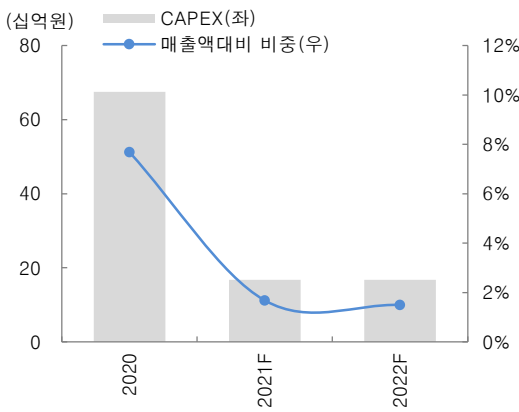
자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

그림 125. 분기 EBITDA 추이



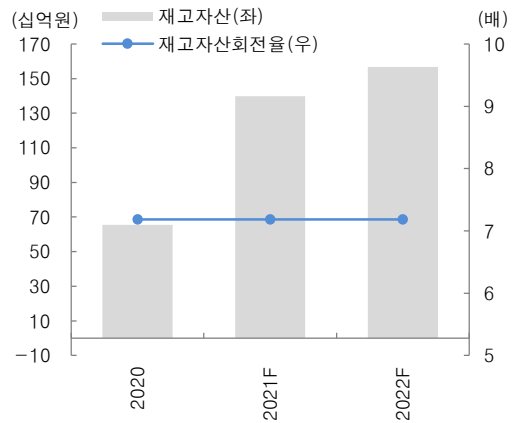
자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

그림 126. 설비투자액 추이



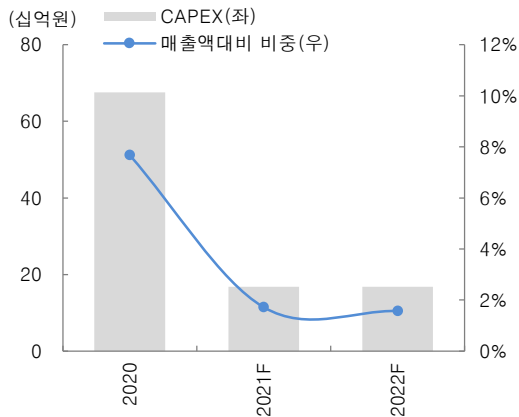
자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

그림 127. 재고자산 추이



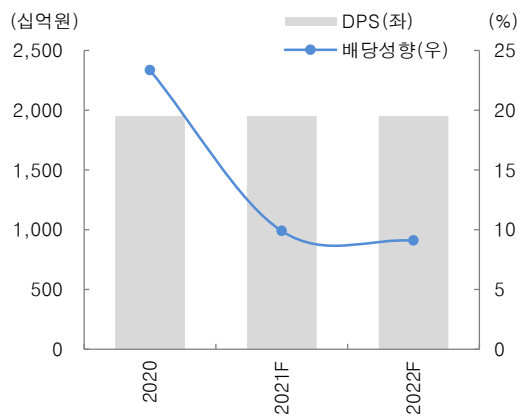
자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

그림 128. 연간 현금 및 현금성자산 추이



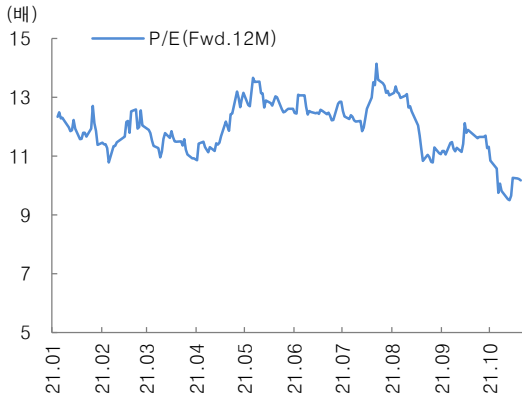
자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

그림 129. 배당성향 및 DPS



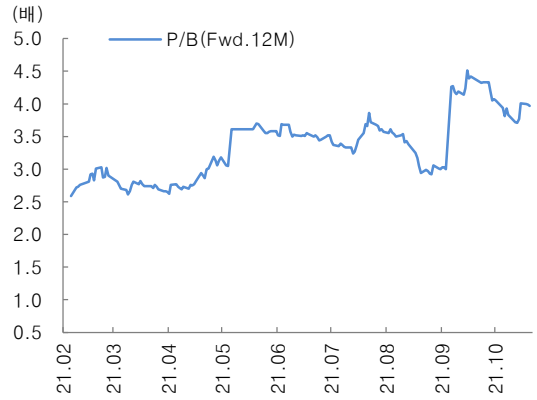
자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

그림 130. P/E 추이



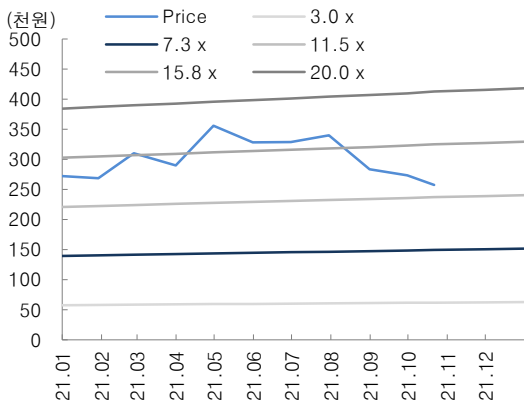
자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

그림 131. P/B 추이



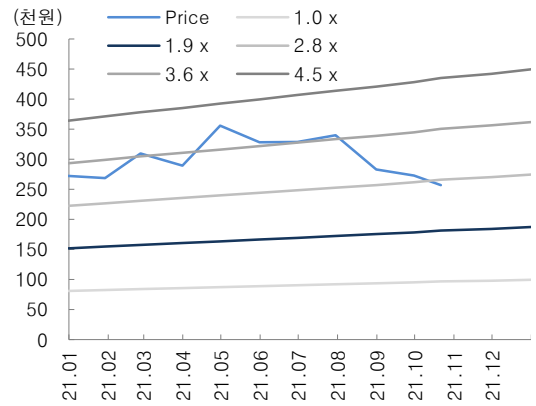
자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

그림 132. P/E 밴드



자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

그림 133. P/B 밴드



자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

재무제표

| | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-------------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 매출액 | | 470.1 | 979.0 | 1,070.9 | 1,188.7 |
| 매출원가 | | 334.8 | 717.8 | 776.0 | 861.3 |
| 매출총이익 | | 135.3 | 261.2 | 294.9 | 327.4 |
| 판매비와관리비 | | 31.4 | 62.7 | 72.4 | 80.3 |
| 영업이익 | | 104.0 | 198.5 | 222.6 | 247.0 |
| 영업이익률 | | 22.1 | 20.3 | 20.8 | 20.8 |
| EBITDA | | 128.0 | 221.6 | 245.1 | 269.1 |
| 영업외손익 | | -17.9 | 4.7 | -1.3 | -1.3 |
| 관계기업손익 | | -2.9 | -1.5 | -1.5 | -1.5 |
| 금융수익 | | 2.7 | 7.0 | 1.0 | 1.0 |
| 외환관련이익 | | 4.7 | 2.2 | 2.2 | 2.2 |
| 금융비용 | | -11.6 | -4.8 | -4.8 | -4.8 |
| 외환관련손실 | | 10.7 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 기타 | | -6.2 | 4.0 | 4.0 | 4.0 |
| 법인세비용차감전순이익 | | 86.1 | 203.2 | 221.2 | 245.7 |
| 법인세비용 | | -21.2 | -50.0 | -54.4 | -60.5 |
| 계속사업순이익 | | 64.9 | 153.2 | 166.8 | 185.2 |
| 중단사업순이익 | | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | | 64.9 | 153.2 | 166.8 | 185.2 |
| 당기순이익률 | | 13.8 | 15.6 | 15.6 | 15.6 |
| 비지배자분순이익 | | 1.6 | 3.8 | 4.2 | 4.6 |
| 지배자분순이익 | | 63.3 | 149.3 | 162.6 | 180.6 |
| 매도가능금융자산평가 | | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타포괄이익 | | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 |
| 포괄순이익 | | 64.0 | 152.3 | 165.9 | 184.3 |
| 비지배자분포괄이익 | | 1.6 | 3.8 | 4.1 | 4.6 |
| 지배자분포괄이익 | | 62.4 | 148.5 | 161.7 | 179.7 |

| | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-----------|---------|---------|---------|---------|-------|
| EPS | 16,179 | 19,198 | 20,905 | 23,218 | |
| PER | 16.8 | 14.2 | 13.1 | 11.8 | |
| BPS | 126,636 | 80,915 | 99,873 | 121,144 | |
| PBR | 2.2 | 3.2 | 2.6 | 2.1 | |
| EBITDAPS | 32,744 | 28,491 | 31,510 | 34,589 | |
| EV/EBITDA | 15.8 | 8.5 | 7.1 | 5.9 | |
| SPS | 120,205 | 125,859 | 137,674 | 152,818 | |
| PSR | 2.3 | 2.0 | 1.9 | 1.7 | |
| CFPS | 26,712 | 30,242 | 32,490 | 35,570 | |
| DPS | 1,950 | 1,950 | 1,950 | 1,950 | |

| | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성 | | | | | |
| 매출액 증가율 | | | 108.3 | 9.4 | 11.0 |
| 영업이익 증가율 | | | 90.9 | 12.1 | 11.0 |
| 순이익 증가율 | | | 136.1 | 8.9 | 11.1 |
| 수익성 | | | | | |
| ROC | | 38.6 | 32.6 | 32.3 | 34.7 |
| ROA | | 29.0 | 24.5 | 22.7 | 21.6 |
| ROE | | 25.6 | 26.6 | 23.1 | 21.0 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 | | 41.2 | 40.1 | 33.8 | 29.1 |
| 순차입금비율 | | -21.5 | -21.8 | -34.8 | -44.1 |
| 이자보상배율 | | 117.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

| | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-------------|--------|--------|---------|---------|-------|
| 유동자산 | 368.2 | 558.9 | 722.5 | 906.0 | |
| 현금및현금성자산 | 184.1 | 214.7 | 349.3 | 495.7 | |
| 매출채권 및 기타채권 | 85.7 | 175.1 | 191.2 | 211.9 | |
| 재고자산 | 65.4 | 136.2 | 149.0 | 165.4 | |
| 기타유동자산 | 32.9 | 32.9 | 32.9 | 32.9 | |
| 비유동자산 | 349.6 | 341.7 | 334.4 | 327.6 | |
| 유형자산 | 317.4 | 311.0 | 305.3 | 300.0 | |
| 관계기업투자금 | 3.2 | 1.7 | 0.1 | -1.4 | |
| 기타비유동자산 | 29.0 | 29.0 | 29.0 | 29.0 | |
| 자산총계 | 717.7 | 900.6 | 1,056.9 | 1,233.6 | |
| 유동부채 | 205.8 | 254.5 | 263.3 | 274.6 | |
| 매입채무 및 기타채무 | 85.4 | 134.1 | 142.8 | 154.1 | |
| 차입금 | 89.9 | 89.9 | 89.9 | 89.9 | |
| 유동성채무 | 4.5 | 4.5 | 4.5 | 4.5 | |
| 기타유동부채 | 26.1 | 26.1 | 26.1 | 26.1 | |
| 비유동부채 | 3.5 | 3.5 | 3.5 | 3.5 | |
| 차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| 전환증권 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| 기타비유동부채 | 3.5 | 3.5 | 3.5 | 3.5 | |
| 부채총계 | 209.3 | 258.0 | 266.8 | 278.0 | |
| 자배지분 | 495.2 | 629.4 | 776.9 | 942.3 | |
| 자본금 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | |
| 자본잉여금 | 412.2 | 412.2 | 412.2 | 412.2 | |
| 이익잉여금 | 63.3 | 197.5 | 344.9 | 510.4 | |
| 기타자본변동 | 15.8 | 15.8 | 15.8 | 15.8 | |
| 비지배자분 | 13.2 | 13.2 | 13.2 | 13.2 | |
| 자본총계 | 508.5 | 642.6 | 790.1 | 955.6 | |
| 순차입금 | -109.5 | -140.1 | -274.7 | -421.1 | |

| | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | 138.4 | 87.6 | 192.0 | 204.3 | |
| 당기순이익 | 0.0 | 153.2 | 166.8 | 185.2 | |
| 비현금항목의 가감 | 39.6 | 82.1 | 85.9 | 91.4 | |
| 감가상각비 | 24.1 | 23.1 | 22.5 | 22.0 | |
| 외환손익 | 9.1 | 3.6 | 3.6 | 3.6 | |
| 지분법평가손익 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | |
| 기타 | 4.8 | 53.9 | 58.3 | 64.4 | |
| 자산부채의 증감 | 15.1 | -97.6 | -6.3 | -12.0 | |
| 기타현금흐름 | 83.8 | -50.0 | -54.4 | -60.5 | |
| 투자활동 현금흐름 | -16.4 | -14.9 | -14.9 | -14.9 | |
| 투자자산 | 0.0 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | |
| 유형자산 | | | | | -58 |
| 기타 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | |
| 재무활동 현금흐름 | -16.4 | -432.1 | -432.1 | -432.1 | |
| 단기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| 장기차입금 | -123.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| 유상증자 | 416.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| 현금배당 | 0.0 | -15.1 | -15.1 | -15.1 | |
| 기타 | -420.2 | -416.9 | -416.9 | -416.9 | |
| 현금의 증감 | 96.1 | 30.6 | 134.6 | 146.4 | |
| 기초 현금 | 0.0 | 184.1 | 214.7 | 349.3 | |
| 기말 현금 | 96.1 | 214.7 | 349.3 | 495.7 | |
| NOPLAT | 78.4 | 149.6 | 167.8 | 186.2 | |
| FCF | 85.7 | 156.0 | 173.5 | 191.5 | |