



기업분석 | 반도체/디스플레이

Analyst

남대중 / 김광수

02 3779 8832 / 02 3779 8640

dynam @ebestsec.co.kr

gskim @ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	310,000 원
현재주가	226,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (8/17)		827.42 pt
시가총액		17,618 억원
발행주식수		7,779 천주
52 주 최고가/최저가	312,000 / 206,000 원	
90 일 일평균거래대금		66.25 억원
외국인 지분율		28.0%
배당수익률(22.12E)		0.9%
BPS(22.22E)		99,887 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-4.4%
	6 개월	2.9%
	12 개월	1.3%
주주구성	정지완 (외 9인)	46.0%
Templeton Asset Management, Ltd.		5.8%
	자사주 (외 1인)	0.2%

Stock Price



솔브레인 (357780)

TG에서 시작되는 우려

2Q22 실적 기대치 하회

2Q22 실적은 매출액 2,728억원(-3%QoQ), 영업이익 553억원(-4%QoQ)로 당사 추정치 매출액 2,902억원, 영업이익 623억원을 각각 6%, 11% 하회했다. 주요 고객사의 3D NAND 라인 신규 설치에 따른 예천트 매출이 증가하면서 반도체 부문의 매출액은 예상 수준을 기록했으나, 모바일 수요 둔화 등으로 TG(Thin Glass) 및 기타 부문에서 매출이 예상을 하회했다. 참고로 TG 부문의 가동률은 37%로 13%pQoQ 하락했다.

2H22 개선을 기대했으나...

당초 1Q22 실적이 기대치를 상회하면서 2Q22 이후 삼성전자 평택 3공장 신규 라인 클리닝 작업 등에 따른 예천트 매출 증가, 원달러 환율 약세 등으로 2H22 실적 개선을 예상했으나, 2Q22부터 모바일 수요 둔화 영향이 예상보다 크고 2H22 반도체 수요 둔화가 본격화되면서 연간 실적 전망을 하향 조정할 필요가 있다. 3Q22 TG 부문의 가동률 회복을 예상하기 어려우며, 4Q22 반도체 고객사들의 가동률 조정에 대한 우려가 증가할 것이기 때문이다. 2022년 연간 실적은 매출액 1.1조원, 영업이익 2,130억원으로 기존 전망대비 각각 11%, 18% 하향한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 310,000원 하향

2H22 반도체/디스플레이 업황에 대한 우려가 증가하고 있고, 실적 개선에 대한 불확실성이 높아지고 있으나, 현 주가는 12M Fwd P/E 9.7x, P/B 2.0x로 역사적 밴드 최하단이므로 투자의견 Buy를 유지한다. 목표주가는 2022년 실적 전망 하향 조정을 반영하여 기존 33만원에서 31만원(12M Fwd EPS 23,321원*target P/E 13.1x)으로 6% 하향한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	470	1,024	1,063	1,096	1,107
영업이익(십억원)	104	189	213	225	224
세전계속사업손익(십억원)	86	203	233	245	244
순이익(십억원)	65	152	177	184	183
EPS(원)	8,146	19,124	22,569	23,753	23,624
증감률(%)	n/a	134.7	18.0	5.2	-0.5
PER(x)	33.4	14.6	10.0	9.5	9.6
PBR(x)	4.3	3.4	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA(x)	15.7	8.5	5.6	4.9	4.3
영업이익률(%)	22.1	18.4	20.0	20.6	20.2
EBITDA 마진(%)	27.2	23.2	25.1	25.6	25.4
ROE(%)	n/a	26.3	24.8	21.4	17.8
부채비율(%)	41.2	27.3	20.8	18.9	16.4

주: IFRS 연결 기준

자료: 솔브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 실적 변경 내역

(십억원)			2Q22P			3Q22E			2022E		
			수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
매출액	반도체	Etching	150	152	1%	154	141	-8%	631	573	-9%
		Precursors	12	11	-7%	12	11	-11%	48	44	-8%
		CMP Slurry	15	17	8%	16	17	8%	62	66	6%
		TTL	178	180	1%	182	169	-7%	741	684	-8%
	디스플레이	Chemical	22	21	-5%	26	20	-25%	100	85	-15%
		Thin Glass & Others	17	11	-35%	20	9	-56%	71	47	-34%
		TTL	39	32	-18%	46	28	-39%	171	132	-23%
	2차전지		57	55	-2%	58	54	-6%	224	217	-3%
	기타		16	5	-70%	16	5	-70%	65	31	-53%
	TTL		290	273	-6%	303	257	-15%	1,201	1,063	-11%
매출비중	반도체	Etching	52%	56%	4%	51%	55%	4%	53%	54%	1%
		Precursors	4%	4%	0%	4%	4%	0%	4%	4%	0%
		CMP Slurry	5%	6%	1%	5%	7%	1%	5%	6%	1%
		TTL	61%	66%	5%	60%	66%	6%	62%	64%	3%
	디스플레이	Chemical	8%	8%	0%	9%	8%	-1%	8%	8%	0%
		Thin Glass & Others	6%	4%	-2%	7%	3%	-3%	6%	4%	-1%
		TTL	14%	12%	-2%	15%	11%	-4%	14%	12%	-2%
	2차전지		20%	20%	1%	19%	21%	2%	19%	20%	2%
	기타		6%	2%	-4%	5%	2%	-4%	5%	3%	-3%
	TTL		100%	100%	0%	100%	100%	0%	100%	100%	0%
증가율 (QoQ/YoY)	반도체	Etching	4%	5%	1%	2%	-7%	-10%	15%	4%	-10%
		Precursors	4%	-3%	-7%	2%	-2%	-4%	10%	1%	-8%
		CMP Slurry	5%	14%	9%	3%	3%	0%	14%	5%	-9%
		TTL	4%	5%	1%	2%	-6%	-8%	17%	4%	-13%
	디스플레이	Chemical	-10%	-15%	-5%	17%	-8%	-25%	-16%	-1%	15%
		Thin Glass & Others	11%	-28%	-39%	18%	-20%	-38%	-5%	-37%	-32%
		TTL	-2%	-20%	-17%	17%	-12%	-29%	8%	-17%	-25%
	2차전지		5%	2%	-2%	2%	-2%	-4%	43%	39%	-4%
	기타		1%	-70%	-71%	1%	1%	0%	8%	-49%	-57%
	TTL		3%	-3%	-6%	4%	-6%	-10%	17%	4%	-13%
영업이익		62	55	-11%	68	52	-23%	260	213	-18%	
	QoQ/YoY	8%	-4%	-12%	8%	-6%	-15%	38%	13%	-25%	
영업이익률		21%	20%	-1%	22%	20%	-2%	22%	20%	-2%	

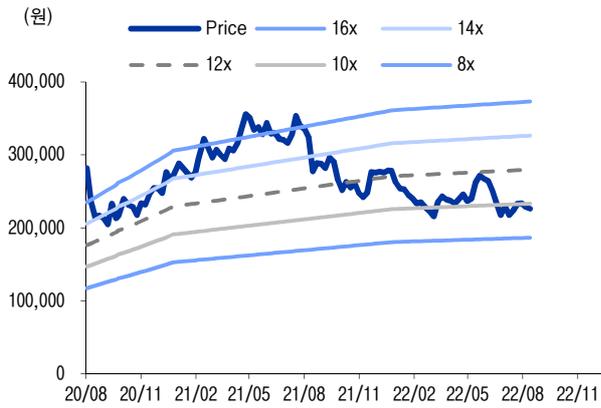
자료: 솔브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 분기별 실적 전망

(십억원)			1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E
매출액	반도체	Etching	145	152	141	135	138	142	161	169	573	610
		Precursors	12	11	11	11	10	11	11	11	44	43
		CMP Slurry	15	17	17	17	18	18	19	19	66	74
		TTL	171	180	169	163	166	171	191	199	684	727
	디스플레이	Chemical	25	21	20	19	18	18	20	20	85	76
		Thin Glass & Others	15	11	9	12	11	13	14	15	47	53
		TTL	40	32	28	31	30	31	34	35	132	129
	2차전지		54	55	54	53	53	54	56	56	217	219
	기타		16	5	5	5	5	5	5	5	31	20
	TTL		282	273	257	252	254	260	286	296	1,063	1,096
	매출비중	반도체	Etching	51%	56%	55%	54%	54%	55%	56%	57%	54%
Precursors			4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
CMP Slurry			5%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	6%	6%	7%
TTL			61%	66%	66%	65%	65%	66%	67%	67%	64%	66%
디스플레이		Chemical	9%	8%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	8%	7%
		Thin Glass & Others	5%	4%	3%	5%	5%	5%	5%	5%	4%	5%
		TTL	14%	12%	11%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
2차전지			19%	20%	21%	21%	21%	21%	20%	19%	20%	20%
기타			6%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%
TTL			100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
증가율 (QoQ/YoY)		반도체	Etching	-3%	5%	-7%	-4%	2%	3%	13%	5%	4%
	Precursors		-3%	-3%	-2%	-3%	-3%	3%	5%	1%	1%	-2%
	CMP Slurry		2%	14%	3%	1%	1%	3%	5%	1%	5%	6%
	TTL		-3%	5%	-6%	-3%	2%	3%	12%	4%	4%	3%
	디스플레이	Chemical	11%	-15%	-8%	-3%	-3%	-2%	10%	0%	-1%	12%
		Thin Glass & Others	-21%	-28%	-20%	31%	-2%	10%	11%	10%	-37%	14%
		TTL	-4%	-20%	-12%	8%	-3%	3%	10%	4%	-17%	-2%
	2차전지		45%	2%	-2%	-2%	0%	1%	5%	0%	39%	1%
	기타		54%	-70%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	-49%	-34%
	TTL		6%	-3%	-6%	-2%	1%	2%	10%	3%	4%	3%
	영업이익		58	55	52	48	48	52	60	65	213	225
QoQ/YoY		29%	-4%	-6%	-7%	0%	7%	15%	8%	13%	6%	
영업이익률		20%	20%	20%	19%	19%	20%	21%	22%	20%	21%	

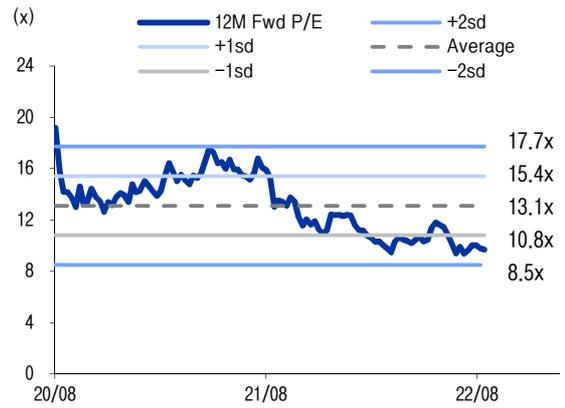
자료: 솔브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 12M Fwd P/E 밴드



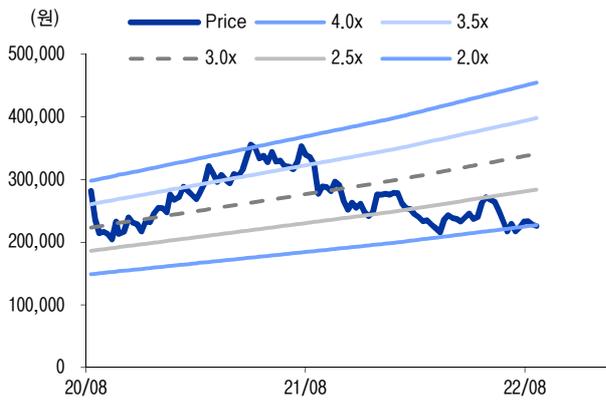
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 12M Fwd P/E 표준편차



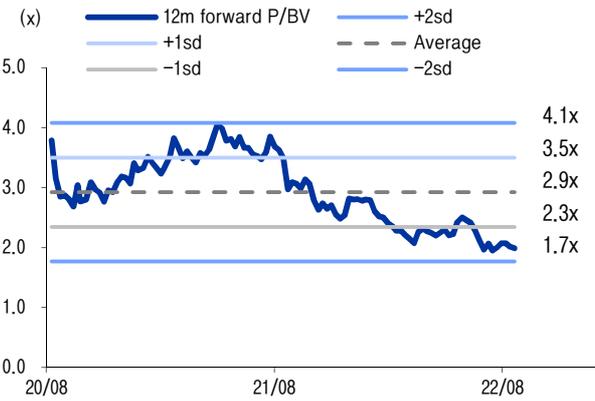
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 12M Fwd P/B 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 12M Fwd P/B 표준편차



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

솔브레인(357780)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	368	439	515	688	846
현금 및 현금성자산	184	169	276	411	566
매출채권 및 기타채권	86	130	118	139	140
재고자산	65	104	95	111	112
기타유동자산	33	36	25	27	28
비유동자산	350	391	444	458	471
관계기업투자등	3	0	0	0	0
유형자산	317	360	367	378	388
무형자산	0	6	6	6	6
자산총계	718	830	959	1,146	1,317
유동부채	206	173	160	177	180
매입채무 및 기타채무	85	121	89	104	105
단기금융부채	96	24	25	25	25
기타유동부채	24	28	46	48	50
비유동부채	3	5	5	5	6
장기금융부채	1	0	1	1	1
기타비유동부채	2	4	4	4	5
부채총계	209	178	165	182	186
지배주주지분	495	635	777	946	1,115
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	412	412	412	412	412
이익잉여금	63	197	342	511	679
비지배주주지분(연결)	13	17	17	17	17
자본총계	508	652	794	964	1,132

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	470	1,024	1,063	1,096	1,107
매출원가	335	769	774	794	805
매출총이익	135	255	289	302	302
판매비 및 관리비	31	67	76	77	78
영업이익	104	189	213	225	224
(EBITDA)	128	237	267	281	281
금융손익	-13	13	1	1	1
이자비용	1	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	8	19	19	20
세전계속사업이익	86	203	233	245	244
계속사업법인세비용	21	51	56	61	61
계속사업이익	65	152	177	184	183
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	65	152	177	184	183
지배주주	63	149	175	184	183
총포괄이익	84	159	177	184	183
매출총이익률 (%)	28.8	24.9	27.2	27.6	27.2
영업이익률 (%)	22.1	18.4	20.0	20.6	20.2
EBITDA마진률 (%)	27.2	23.2	25.1	25.6	25.4
당기순이익률 (%)	13.8	14.9	16.6	16.8	16.6
ROA (%)	n/a	19.2	19.6	17.5	14.9
ROE (%)	n/a	26.3	24.8	21.4	17.8
ROIC (%)	n/a	31.8	31.3	30.3	28.8

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	138	132	180	219	240
당기순이익(손실)	0	0	128	184	183
비현금수익비용가감	40	48	49	56	57
유형자산감가상각비	24	49	54	55	57
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	7	-24	-13	0	0
영업활동 자산부채변동	15	-71	-48	-21	0
매출채권 감소(증가)	0	-29	25	-20	-1
재고자산 감소(증가)	-11	-33	10	-16	-1
매입채무 증가(감소)	12	7	-17	15	1
기타자산, 부채변동	14	-16	-65	1	1
투자활동 현금	-16	-53	-59	-70	-70
유형자산처분(취득)	-17	-62	-57	-67	-67
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타투자활동	0	9	-2	-3	-3
재무활동 현금	-16	-100	-16	-15	-15
차입금의 증가(감소)	-13	-85	0	0	0
자본의 증가(감소)	-3	-15	-15	-15	-15
배당금의 지급	0	-15	15	15	15
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	96	-15	108	135	155
기초현금	-88	-184	169	276	411
기말현금	184	169	276	411	566

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	33.4	14.6	10.0	9.5	9.6
P/B	4.3	3.4	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	15.7	8.5	5.6	4.9	4.3
P/CF	53.5	45.5	10.0	7.3	7.3
배당수익률 (%)	0.7	0.7	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
매출액	n/a	117.8	3.9	3.1	1.0
영업이익	n/a	81.7	12.9	5.7	-0.6
세전이익	n/a	136.1	14.6	5.4	-0.4
당기순이익	n/a	134.6	16.2	4.3	-0.5
EPS	n/a	134.7	18.0	5.2	-0.5
안정성 (%)					
부채비율	41.2	27.3	20.8	18.9	16.4
유동비율	178.9	253.3	322.5	388.7	470.2
순차입금/자기자본(x)	-21.5	-24.3	-31.8	-40.2	-47.9
영업이익/금융비용(x)	117.5	264.5	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	97	24	26	26	26
순차입금 (십억원)	-109	-158	-253	-388	-542
주당지표(원)					
EPS	8,146	19,124	22,569	23,753	23,624
BPS	63,664	81,666	99,887	121,655	143,294
CFPS	5,088	6,115	22,760	30,859	30,931
DPS	1,950	1,950	1,950	1,950	1,950

자료: 솔브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

솔브레인 목표주가 추이		투자의견 변동내역									
		투자 의견	목표 가격	과리율(%)			투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비			최고 대비	최저 대비	평균 대비
2022.03.24	신규	남대총	-17.0	-27.2							
2022.03.24	Buy	330,000									
2022.08.18	Buy	310,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 남대총)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.0% 9.0% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경 투자 의견 비율은 2021. 7. 1 ~ 2022. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)