

솔브레인 (357780)

이수빈 subin.lee@daishin.com

투자의견 **BUY**
매수,신규

목표주가 **320,000**
신규

현재주가 **236,100**
(20.08.14)

반도체업종

당당한 순수 전자소재사

투자의견 매수, 목표주가 320,000원으로 제시

- 7/1 분할 설립한 솔브레인에 대한 투자의견 매수, 목표주가 320,000원 제시. 목표주가는 12개월 Forward EPS에 Peer Valuation 15.0배 적용하여 산출

20년 2분기: 컨센서스 부합

- 20년 2분기 인적분할 전 기준 매출 2,484억원(-2% QoQ), 영업이익 482억원(+0% QoQ) 기록하며 당사 추정치 및 컨센서스 부합
- 2분기 반도체 소재, 신규라인 본격 가동으로 전분기대비 매출 6% 증가. 반면, LCD 사업 철수와 Rigid OLED 출하량 부진으로 디스플레이 사업부문 매출은 전분기대비 10% 하락
- 하반기 고객사가 3D NAND 전환 투자 지속하며 습식 식각액 매출 성장 예상. 디스플레이 소재는 LCD향 부진을 WOLED 신규 라인 가동으로 일부 상쇄 기대

솔브레인 신설법인, 이제는 당당한 순수 전자 소재회사

- 인적분할 후 기준 분기 손익계산서는 공시하지 않았으나, 반기 중단영업 손익계산서로부터 추정하면, 신설법인 솔브레인의 2분기 매출은 2,073억(+2% QoQ), 영업이익은 510억원(+7% QoQ)으로 예상. 매출총이익률은 32%, 영업이익률은 25% 달성하며 인적분할 전 대비 수익성 개선된 것으로 추정함
- 20년 신설회사 솔브레인 매출은 8,717억원, 영업이익은 2,003억원 전망. 인적분할전 기준 매출 1,041억원(+2% YoY), 영업이익 1,954억원(+12% YoY) 전망
- 당사는 인적분할을 통해 변동성이 높은 계열회사의 실적으로부터 독립되었음. 순수 반도체/디스플레이/2차전지 전자 소재사로서 Peer그룹과의 밸류에이션 갭이 축소될 것으로 예상함
- 추가로 정부의 전자 소재 국산화 모멘텀은 유효. 일본 기업의 점유율이 높았던 소재를 중심으로 시장점유율 확대 전망

(단위: 십억원, %)

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	963	1,021	1,041	1,201	1,321
영업이익	164	174	195	222	246
세전순이익	147	172	244	236	259
총당기순이익	103	119	183	177	195
자배분순이익	100	117	179	173	191
EPS	5,722	6,737	10,302	9,962	10,962
PER	8.3	12.5	5.6	5.8	5.3
BPS	41,701	47,780	57,258	66,396	76,534
PBR	1.1	1.8	1.0	0.9	0.8
ROE	14.5	15.1	19.6	16.1	15.3

주: 인적분할 전 기준 EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출
자료: 솔브레인홀딩스, 대신증권 Research Center

KOSDAQ	835.03
시가총액	1,836십억원
시가총액비중	0.73%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	328,000원 / 201,600원
120일 평균거래대금	1,212억원
외국인지분율	25.96%
주요주주	정지환 외 9인 46.47%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-	-	-	-
상대수익률	-	-	-	-

표 1. 솔브레인 분할 전, 후 실적 추정치

(단위: 십억원)

	20Q1	20Q2	20Q3F	20Q4F	21Q1F	21Q2F	21Q3F	21Q4F	2019	2020F	2021F
분할전기준											
매출액	252.6	248.4	265.9	274.3	271.3	286.9	318.8	324.3	1,021.3	1,041.2	1,201.3
매출원가	185.4	179.2	196.7	213.3	203.5	208.5	235.2	252.5	766.5	774.5	899.6
매출총이익	67.2	69.3	69.2	61.0	67.8	78.3	83.7	71.8	254.8	266.7	301.7
GPM%	27%	28%	26%	22%	25%	27%	26%	22%	25%	26%	25%
판관비	19.0	21.1	17.7	13.4	17.0	24.5	23.2	14.9	80.6	71.3	79.6
영업이익	48.2	48.2	51.5	47.6	50.8	53.8	60.4	57.0	174.2	195.4	222.0
OPM%	19%	19%	19%	17%	19%	19%	19%	18%	17%	19%	18%
당기순이익	60.7	40.8									
NPM%	24%	16%									
솔브레인홀딩스											
매출액	49.8	41.1	39.9	38.7	37.5	36.4	35.3	34.3		169.6	143.5
매출원가	45.4	39.0	36.3	35.2	34.2	33.1	32.1	31.2		155.9	130.6
매출총이익	4.5	2.1	3.6	3.5	3.4	3.3	3.2	3.1		13.7	12.9
GPM%	9%	5%	9%	9%	9%	9%	9%	9%		8%	9%
판관비	4.2	4.9	4.8	4.7	4.5	4.4	4.2	4.1		18.6	17.3
영업이익	0.3	-2.8	-1.2	-1.2	-1.1	-1.1	-1.1	-1.0		-4.9	-4.3
OPM%	1%	-7%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%		-3%	-3%
당기순이익	22.1	1.2									
NPM%	44%	3%									
솔브레인 신설회사											
매출액	202.8	207.3	226.0	235.6	233.7	250.5	283.5	290.1		871.7	1,057.8
매출원가	140.0	140.2	160.4	178.0	169.3	175.4	203.0	221.3		618.6	769.0
매출총이익	62.7	67.1	65.6	57.6	64.4	75.1	80.5	68.8		253.0	288.8
GPM%	31%	32%	29%	24%	28%	30%	28%	24%		29%	27%
판관비	14.8	16.1	12.9	8.8	12.5	20.2	19.0	10.8		52.7	62.4
영업이익	47.9	51.0	52.7	48.8	52.0	54.9	61.5	58.0		200.3	226.4
OPM%	24%	25%	23%	21%	22%	22%	22%	20%		23%	21%
당기순이익	38.5	39.7	42.5	38.2	41.4	43.6	48.8	44.9		158.9	178.8
NPM%	19%	19%	19%	16%	18%	17%	17%	15%		18%	17%

자료: 대신증권 Research Center

주: 솔브레인 사업회사 20년상반기, 19년 상반기 실적은 중단영업 손익계산서에서 발취

20년 상반기, 19년 상반기 솔브레인사업회사 + 솔브레인홀딩스 단순 합산 실적은, 인적분할전 손익계산서 실적과 동일(1%미만오차). 이에 따라 솔브레인 사업회사 20년 1분기, 2분기, 19년 1분기, 2분기 실적은, 인적분할전 손익계산서에서 솔브레인홀딩스 손익 단순 차감 계산

표 2. 솔브레인 신설법인 Valuation Table

(단위: 십억원, 천주, 원, 배, %)

	2020F	12개월 Fwd.
지배주주 순이익(십억원)	159	166
유통주식수(천주)	7,779	7,779
EPS(원)	20,429	21,310
Target P/E		15.0
적정 시가총액(십억원)		2,486
현재 시가총액(십억원)		1,837
적정주가(원)		319,645
목표주가(원)		320,000
현재주가(원)		236,100
현재 P/E		11.1
상승여력 (%)		35%

기준일: 2020년 08월 14일

주: 목표주가는 12개월 Forward EPS에 목표 P/E 15.0배 적용하여 산출

자료: 솔브레인홀딩스, Quantwise, 대신증권 Research Center

표 3. 솔브레인 인적분할 전 기준 사업 부문별 전망

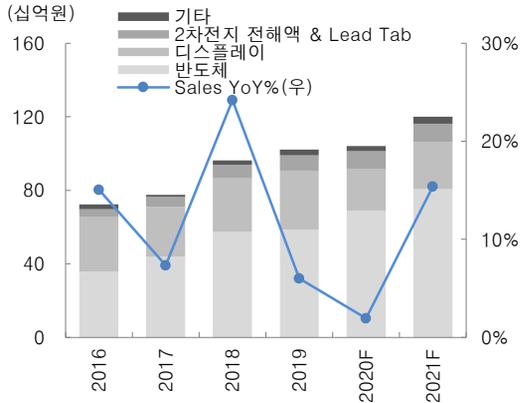
(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
매출액												
1) 반도체												
Etching	137	143	152	153	149	164	187	192	496	505	585	691
Precursors	11	12	13	13	13	13	16	15	33	34	49	57
CMP Slurry	12	14	14	14	14	15	15	16	45	47	55	60
합계	160	170	179	181	176	192	217	222	575	586	690	807
2) 디스플레이												
Chemical	23	20	20	23	26	26	26	25	130	115	87	103
Thin Glass & Others	35	32	36	39	38	38	39	39	160	205	142	153
합계	58	52	56	63	64	64	64	64	290	320	229	256
3) 2 차전자 전해액 & Lead Tab	27	20	24	24	23	22	27	27	73	84	95	100
4) 기타	7	7	7	7	8	9	10	11	25	31	28	38
Total	253	248	266	274	271	287	319	324	963	1,021	1,041	1,201
매출액 QoQ% / YoY%												
1) 반도체												
Etching	8%	5%	6%	1%	-3%	10%	14%	3%	34%	2%	16%	18%
Precursors	8%	8%	5%	0%	0%	5%	15%	-5%	10%	5%	43%	15%
CMP Slurry	3%	12%	3%	-1%	-3%	7%	4%	1%	20%	4%	17%	8%
합계	8%	6%	6%	1%	-3%	9%	13%	2%	31%	2%	18%	17%
2) 디스플레이												
Chemical	-14%	-14%	2%	15%	10%	2%	-2%	-2%	1%	-12%	-25%	18%
Thin Glass & Others	-25%	-7%	10%	10%	-2%	-2%	3%	0%	12%	28%	-31%	8%
합계	-21%	-10%	7%	12%	2%	0%	1%	-1%	7%	10%	-29%	12%
3) 2 차전자 전해액 & Lead Tab	1%	-26%	20%	1%	-3%	-6%	22%	1%	33%	15%	13%	5%
4) 기타	53%	-10%	3%	3%	16%	10%	10%	10%	139%	22%	-8%	36%
Total	0%	-2%	7%	3%	-1%	6%	11%	2%	24%	6%	2%	15%
매출 비중												
1) 반도체												
Etching	54%	58%	57%	56%	55%	57%	59%	59%	52%	49%	56%	58%
Precursors	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	3%	3%	5%	5%
CMP Slurry	5%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
합계	64%	68%	67%	66%	65%	67%	68%	69%	60%	57%	66%	67%
2) 디스플레이												
Chemical	9%	8%	8%	9%	9%	9%	8%	8%	14%	11%	8%	9%
Thin Glass & Others	14%	13%	13%	14%	14%	13%	12%	12%	17%	20%	14%	13%
합계	23%	21%	21%	23%	24%	22%	20%	20%	30%	31%	22%	21%
3) 2 차전자 전해액 & Lead Tab	11%	8%	9%	9%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	9%	8%
4) 기타	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
영업이익												
영업이익	48	48	51	48	51	54	60	57	164	174	195	222
QoQ% / YoY%	12%	5%	2%	36%	5%	12%	17%	20%	55%	6%	12%	14%
OPM	19%	19%	19%	17%	19%	19%	19%	18%	17%	17%	19%	18%

주: 인적분할 전 기준

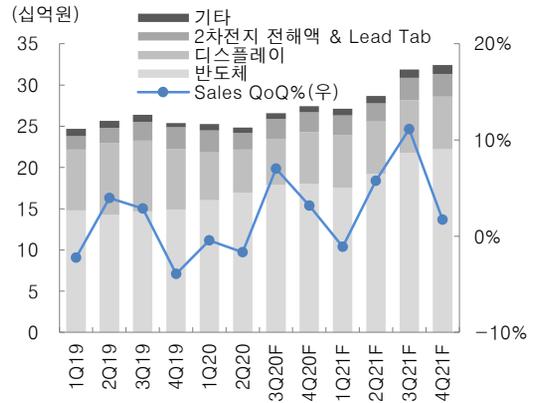
자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

그림 1. 연간 매출 추이



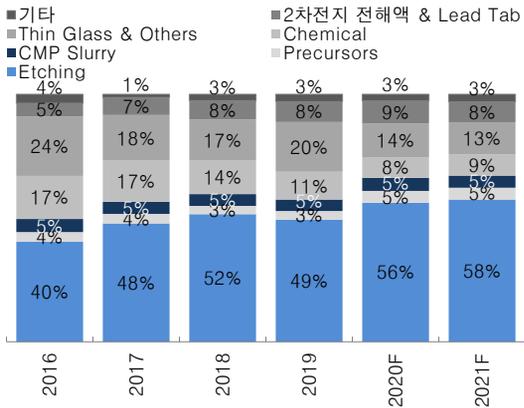
주: 인적분할 전 기준 / 자료: 솔브레인홀딩스, 대신증권 Research Center

그림 2. 분기 매출 추이



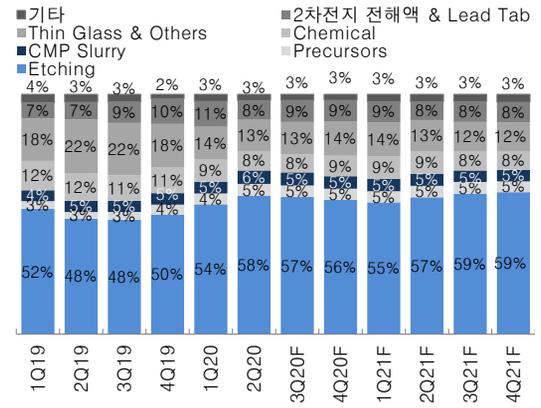
주: 인적분할 전 기준 / 자료: 솔브레인홀딩스, 대신증권 Research Center

그림 3. 사업부문별 매출 비중 추이



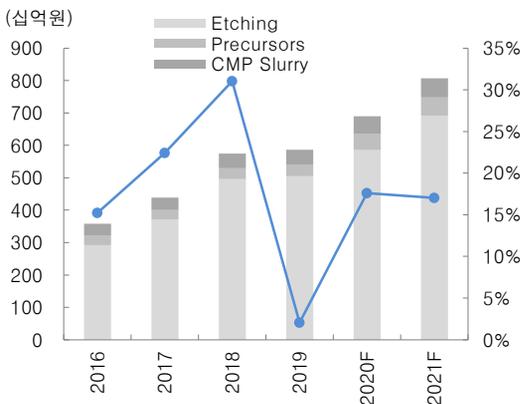
주: 인적분할 전 기준 / 자료: 솔브레인홀딩스, 대신증권 Research Center

그림 4. 사업부문별 매출 비중 추이



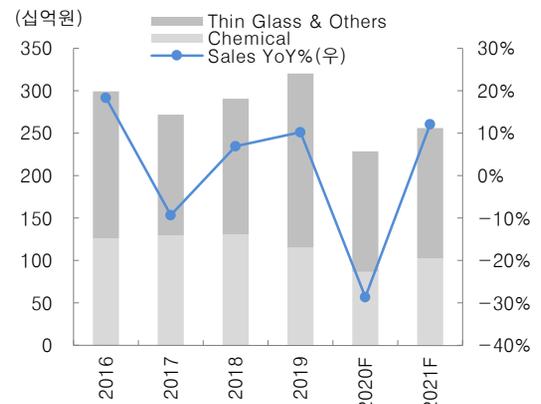
주: 인적분할 전 기준 / 자료: 솔브레인홀딩스, 대신증권 Research Center

그림 5. 반도체부문 제품별 매출 추이



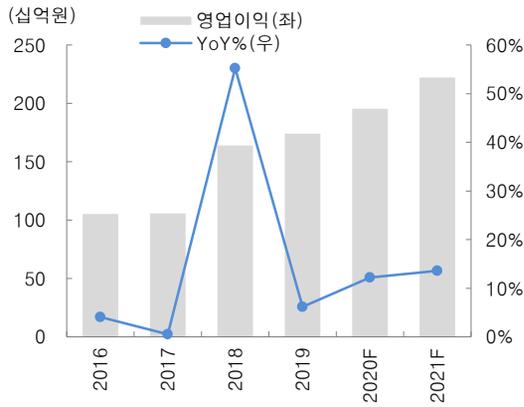
주: 인적분할 전 기준 / 자료: 솔브레인홀딩스, 대신증권 Research Center

그림 6. 디스플레이 부문 제품별 매출 추이



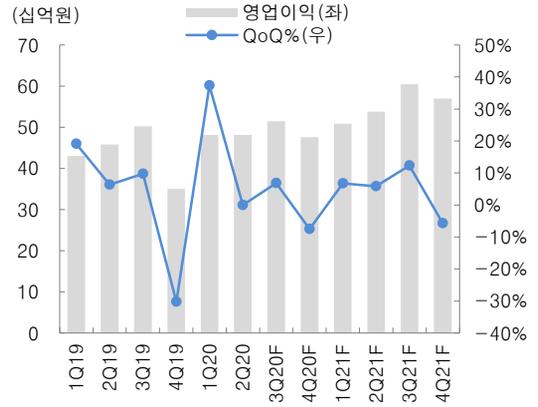
주: 인적분할 전 기준 / 자료: 솔브레인홀딩스, 대신증권 Research Center

그림 7. 연간 영업이익 추이



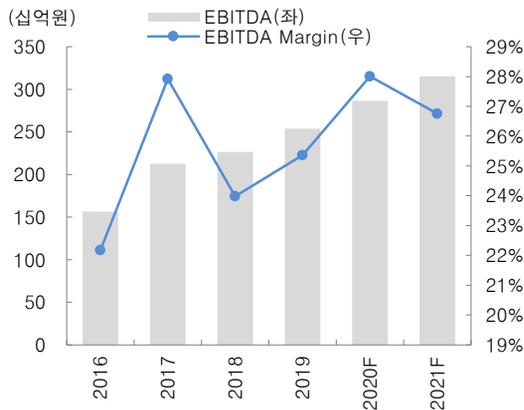
주: 인적분할 전 기준 / 자료: 솔브레인홀딩스, 대신증권 Research Center

그림 8. 분기 영업이익 추이



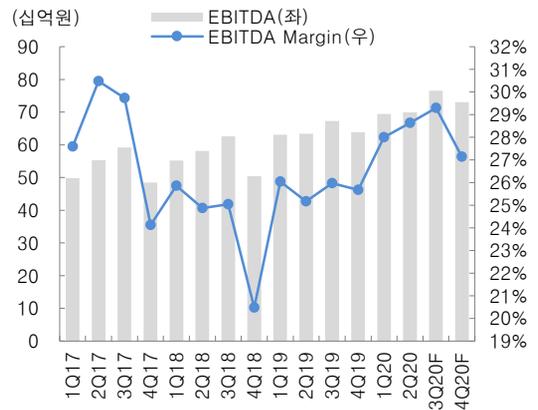
주: 인적분할 전 기준 / 자료: 솔브레인홀딩스, 대신증권 Research Center

그림 9. 연간 EBITDA 추이



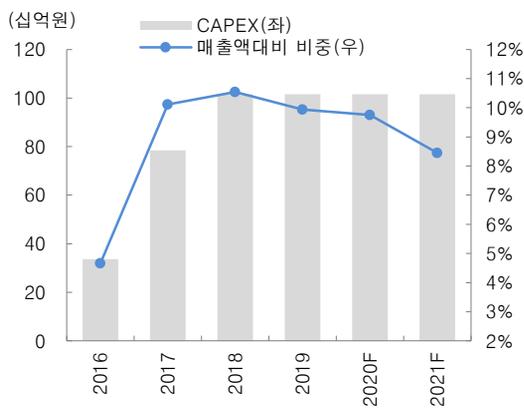
주: 인적분할 전 기준 / 자료: 솔브레인홀딩스, 대신증권 Research Center

그림 10. 분기 EBITDA 추이



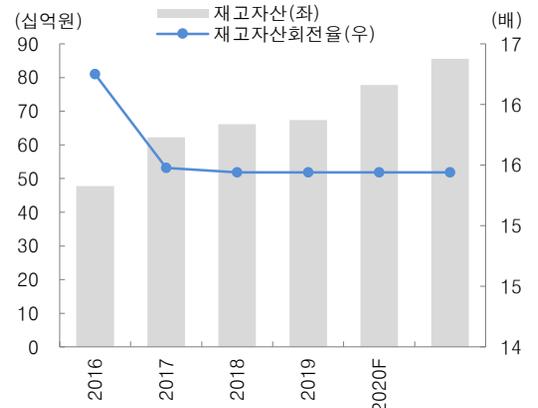
주: 인적분할 전 기준 / 자료: 솔브레인홀딩스, 대신증권 Research Center

그림 11. 설비투자액 추이



주: 인적분할 전 기준 / 자료: 솔브레인홀딩스, 대신증권 Research Center

그림 12. 재고자산 추이



주: 인적분할 전 기준 / 자료: 솔브레인홀딩스, 대신증권 Research Center

표 4. 중단영업(솔브레인 신설법인) 재무제표

(단위:천원)

구 분	금 액
유동자산	228,076,078
현금및현금성자산	88,055,038
매출채권	64,997,847
기타채권	804,091
기타금융자산	10,000,000
재고자산	55,160,250
기타유동자산	9,058,852
비유동자산	358,010,691
기타채권	1,084,490
관계기업 및 공동기업투자	6,080,686
유형자산	339,358,944
투자부동산	4,606,795
무형자산	58,726
사용권자산	5,133,335
기타비유동자산	55,664
이연법인세자산	1,632,051
소유주분배예정자산집단 계	586,086,769
유동부채	135,209,272
매입채무	12,060,662
기타채무	15,423,412
차입금	103,679,080
당기법인세부채	1,184,090
리스부채	1,013,759
기타유동부채	1,848,269
비유동부채	6,587,958
기타채무	314,604
차입금	4,163,000
퇴직급여부채	140,978
리스부채	1,169,564
기타비유동부채	799,812
소유주분배예정부채집단 계	141,797,230

주: 인적분할 전 기준 / 자료: 솔브레인홀딩스, 대신증권 Research Center

표 5. 중단영업(솔브레인 신설법인) 손익

(단위:천원)

구 분	당반기	전반기
매출액	410,058,527	393,621,470
매출원가	280,210,290	283,889,339
매출총이익	129,848,237	109,732,131
판매비외관리비	30,986,529	26,071,259
영업이익	98,861,708	83,660,872
기타수익	8,189,337	8,022,437
기타비용	6,281,995	4,896,163
금융수익	2,908,542	956,742
금융비용	1,085,074	2,386,047
지분법이익		580,316
지분법손실	1,905,663	
법인세비용차감전순이익	100,686,855	85,938,157
법인세비용	22,475,576	21,733,417
중단영업반기순이익	78,211,279	64,204,740

주: 인적분할 전 기준 / 자료: 솔브레인홀딩스, 대신증권 Research Center

표 6. 중단영업(솔브레인 신설법인) 현금흐름

(단위:천원)

구 분	당반기	전반기
영업활동 현금흐름	79,555,939	68,739,638
투자활동 현금흐름	-43,516,704	-42,971,294
재무활동 현금흐름	-24,407,668	-1,658,212
외화환산으로 인한 현금의 증감	2,719,285	1,404,425
총 현금흐름	14,350,852	25,514,557

주: 인적분할 전 기준 / 자료: 솔브레인홀딩스, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	963	1,021	1,066	1,188	1,307
매출원가	726	766	797	892	982
매출총이익	238	255	269	296	326
판매비와관리비	74	81	70	80	85
영업이익	164	174	199	216	241
영업외수익	17.0	17.1	18.6	18.2	18.4
EBITDA	213	226	257	281	310
영업외손익	-17	-2	48	14	14
관계기업손익	-19	15	15	8	8
금융수익	10	12	38	9	9
외환관련이익	13	11	10	10	10
금융비용	-6	-10	-6	-5	-6
외환관련손실	2	6	2	1	1
기타	-2	-20	2	2	2
법인세비용차감전순이익	147	172	247	230	254
법인세비용	-44	-52	-62	-58	-64
계속사업순이익	103	119	185	173	191
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	103	119	185	173	191
당기순이익	10.7	11.7	17.4	14.5	14.6
비재계분순이익	3	2	4	3	4
재계분순이익	100	117	182	169	187
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	102	121	186	174	192
비재계분포괄이익	3	2	4	3	4
재계분포괄이익	98	118	183	170	188

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	5,722	6,737	10,435	9,725	10,743
PER	8.3	12.5	5.5	6.0	5.4
BPS	41,701	47,780	57,392	66,293	76,211
PBR	1.1	1.8	1.0	0.9	0.8
EBITDAPS	12,223	13,006	14,778	16,140	17,828
EV/EBITDA	3.5	5.7	1.0	0.6	0.1
SPS	55,375	58,700	61,250	68,308	75,139
PSR	0.9	1.4	0.9	0.8	0.8
CFPS	10,295	10,491	17,522	17,911	19,599
DPS	750	850	850	850	850

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증감률	24.2	6.0	4.3	11.5	10.0
영업이익 증감률	55.2	6.2	14.0	9.0	11.2
순이익 증감률	139.0	15.9	55.3	-6.8	10.5
수익성					
ROIC	26.9	25.5	28.7	28.7	29.5
ROA	17.3	16.1	15.9	15.2	15.0
ROE	14.5	15.1	19.8	15.7	15.1
안정성					
부채비율	37.1	37.8	32.6	29.5	26.8
순차입금비율	-13.7	-23.1	-30.6	-35.0	-39.7
이자보상비율	44.1	38.5	44.3	45.7	48.3

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	413	538	669	797	948
현금및현금성자산	184	346	471	581	714
매출채권 및 기타채권	95	91	94	105	115
재고자산	62	66	69	77	85
기타유동자산	72	35	35	35	35
비유동자산	593	622	671	715	754
유형자산	355	399	441	478	509
관계기업투자지급	137	148	156	165	173
기타비유동자산	101	74	73	73	72
자산총계	1,006	1,159	1,341	1,512	1,702
유동부채	253	302	314	329	344
매입채무 및 기타채무	100	106	108	113	118
차입금	121	149	149	149	149
유동상차부	1	11	21	31	41
기타유동부채	32	37	37	37	37
비유동부채	19	15	15	15	15
차입금	15	9	9	9	9
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4	7	7	7	7
부채총계	272	318	330	345	360
자본부분	726	831	999	1,153	1,326
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	132	132	132	132	132
이익잉여금	602	707	874	1,029	1,202
기타자본변동	-18	-16	-16	-16	-16
비재계분	8	10	12	14	17
자본총계	734	842	1,011	1,168	1,342
순차입금	-101	-195	-309	-409	-532

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	186	195	249	251	275
당기순이익	0	0	185	173	191
비현금성목적의기갑	76	63	120	139	150
감가상각비	49	52	59	64	69
외환손익	-1	2	-23	-5	-5
지분법평가손익	-3	-21	-8	-8	-8
기타	32	30	92	88	94
자산부채의증감	-13	1	5	-4	-3
기타현금흐름	123	131	-61	-57	-63
투자활동 현금흐름	-202	-44	-44	-44	-44
투자자산	-56	-8	-8	-8	-8
유형자산	-78	-100	-100	-100	-100
기타	-69	64	64	64	64
재무활동 현금흐름	-12	14	-6	-6	-6
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	5	28	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-12	-13	-14	-14	-14
기타	-5	-1	9	9	9
현금의 증감	-26	162	125	110	133
기초 현금	210	184	346	471	581
기말 현금	184	346	471	581	714
NOPLAT	115	121	149	162	181
FCF	82	71	106	125	148

주: 안전분할 기준 / 자료: 솔브레인홀딩스, 대신증권 Research Center

[Daishin House View 4차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research Center 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여



[Compliance Notice]

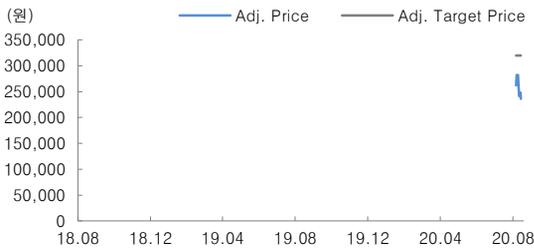
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이수빈)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

솔브레인홀딩스(036830) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	2020.18
투자의견	Buy
목표주가	100,000
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20200815)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	88.1%	11.4%	0.5%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상