

# 솔브레인 (036830.KQ)



반도체/디스플레이 이승우

Tel. 02)368-6121 / swlee6591@eugenefn.com

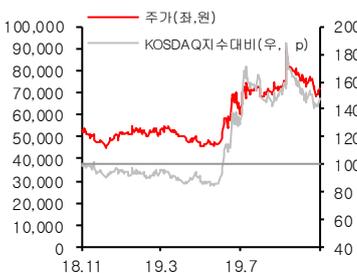
## BUY(유지)

목표주가(12M, 상향) **80,000원**  
현재주가(11/28) 70,900원

Key Data	(기준일: 2019.11.28)
KOSPI(pt)	2,119
KOSDAQ(pt)	640
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	1,234
52주 최고/최저(원)	90,700 / 44,300
52주 일간 Beta	0.62
발행주식수(천주)	17,398
평균거래량(3M, 천주)	302
평균거래대금(3M, 백만원)	22,862
배당수익률(19F, %)	1.1
외국인 지분율(%)	25.1
주요주주 지분율(%)	
정지완 외 7인	43.5
자사주	3.0

Company Performance	1M	3M	6M	12M
주가수익률(%)				
절대수익률	-7.3	-0.8	52.0	33.8
KOSPI대비상대수익률	-5.4	-7.0	60.9	42.3

### Company vs KOSDAQ composite



## 반도체 경기 회복 + 소재 국산화 기대감 유효

### 2019년 실적 전망

최근 3개년간 이 회사의 4분기 매출원가율은 1~3분기 대비 평균 4.1%p 높아지는 특징을 보이고 있다. 연말 전에 비용 처리를 마무리하는 회계적 처리 때문인 것으로 추정된다. 이런 점 등을 고려할 때, 4분기 실적은 매출 2,600억원(반도체 1,473억원, 디스플레이 792억원, 기타 335억원)에 영업이익은 390억원(OPM 15.0%)을 기록할 것으로 추정된다. 영업이익은 전분기 대비 22% 감소, 영업이익률은 전분기 대비 4.0%p 낮아지는 것이다.

이에 따라, 2019년 연간 실적은 매출 1.03조원(전년비 +7%), 영업이익 1,782억원(OPM 17.3%), 순이익 1,339억원(전년비 +28%)를 예상한다.

### 2020년 실적 전망

2020년에는 국내 디스플레이 고객들의 캐파 축소로 관련 매출이 감소할 것으로 보이나, 반도체 업황 회복으로 매출이 전년비 5% 증가한 1.08조원에 이를 것으로 예상된다. EBITDA 마진도 올해 대비 0.5%p 개선된 22.6%로 전망한다.

한편, 올해 약 1,080억원 가까운 캐팩스가 집행된다는 점(3분기까지 누적 780억원)을 감안하면, 수년간 큰 변화가 없었던 감가상각 비용이 내년부터는 다소 증가할 것으로 예상된다. (19년 486억원 → '20년 559억원) 이에 따라, EBITDA 마진 개선에도 불구하고 영업이익률은 올해와 비슷한 수준에 머무를 것으로 예상된다. 2020년 예상 실적은 매출 1.08조원, 영업이익 1,878억원(OPM 17.4%), 순이익 1,390억원 예상.

### 투자 의견 BUY, 목표가 80,000원 (상향)

최근 한일관계 이슈와 상관없이 소재 국산화는 진행될 수 밖에 없을 것이다. 반도체 소재 국산화로 기대감이 높아졌고, 내년에는 반도체 경기도 회복 국면에 진입할 것으로 판단한다. 따라서, **영업실적은 계속해서 안정적 성장세 이어질 것으로 기대한다.** 투자 의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 80,000원(타겟 P/E를 기존 10배 → 10.5배로 조정)으로 상향 제시 한다.

다만, 국내 대표 소재주로서 회사가 시장에서 받고 있는 높은 관심도에 비해 시장과의 커뮤니케이션에 있어서 다소 소극적이라는 점이 타 반도체 소재 업체들과 비교할 때 상대적으로 낮은 밸류에이션을 받는 요인이 아닌가 하는 아쉬움을 남긴다.

### Financial Data

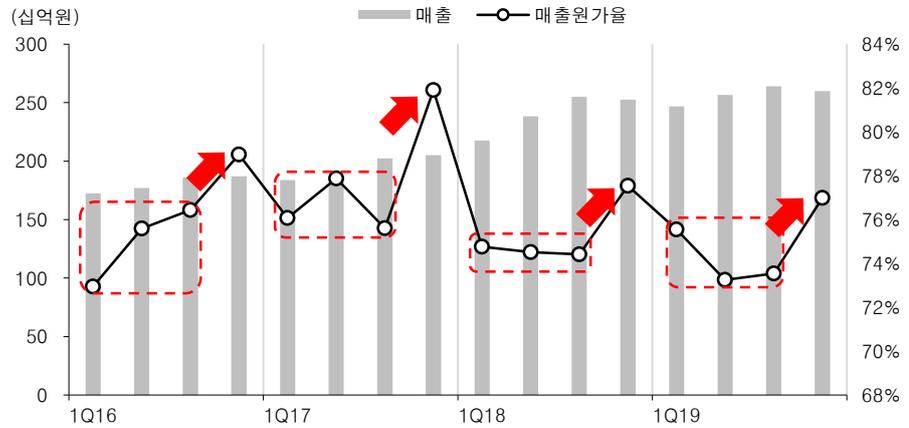
결산기(12월)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	776	963	1,028	1,079	1,150
영업이익(십억원)	106	164	178	188	201
세전계속사업손익(십억원)	67	147	185	194	201
당기순이익(십억원)	43	103	134	139	144
EPS(원)	2,471	5,722	7,561	7,739	8,039
증감률(%)	-45.2	131.5	32.2	2.3	3.6
PER(배)	27.3	8.3	9.4	9.2	8.8
ROE(%)	6.8	14.5	16.7	14.8	13.5
PBR(배)	1.8	1.1	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	6.9	3.4	4.8	4.3	3.6

자료: 유진투자증권



별다른 이유가 없다면 4분기 이익률은 1~3분기 대비 낮아진다고 추정하는 것이 합리적

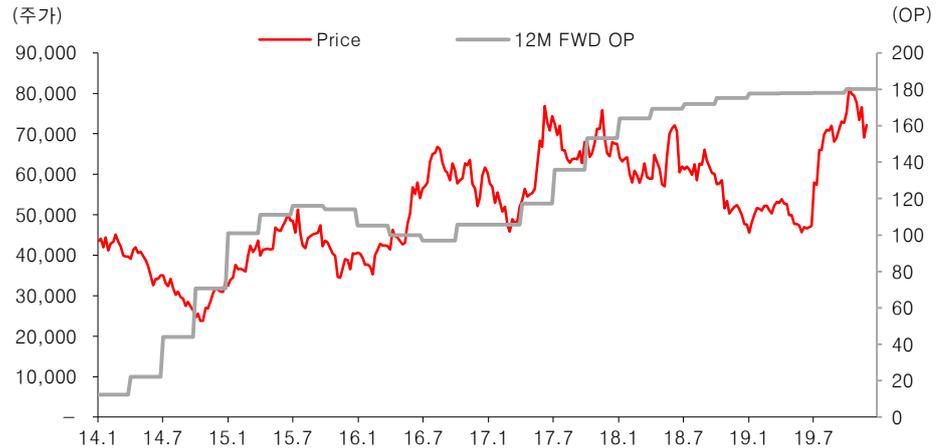
**도표 1** 1~3분기 보다 항상 높은 4분기 매출원가율 (2019년은 예상)



자료: 유진투자증권

소재국산화 기대감으로 하반기 이후 주가 급상승

**도표 2** 12개월 FWD 영업이익 vs. 주가



자료: 유진투자증권

**도표 3** 실적 전망 변경

(십억원)	신규 전망		기존 전망		차이	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2018F	2019F
매출액	1,028	1,079	1,019	1,046	1%	3%
영업이익	178	188	173	169	3%	11%
세전이익	185	194	171	155	8%	25%
순이익	134	139	126	104	6%	34%
EPS (원)	7,561	7,739	7,087	5,753	7%	35%

자료: 유진투자증권



도표 4 실적 전망 요약

슬브레인 (십억원)	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>246.9</b>	<b>256.7</b>	<b>264.0</b>	<b>260.0</b>	<b>251.3</b>	<b>262.3</b>	<b>281.0</b>	<b>284.2</b>	<b>775.6</b>	<b>963.4</b>	<b>1,027.5</b>	<b>1,078.8</b>	<b>1,150.3</b>
YoY	13%	8%	4%	3%	2%	2%	6%	9%	7%	24%	7%	5%	7%
QoQ	-2%	4%	3%	-2%	-3%	4%	7%	1%					
<b>반도체</b>	<b>147.8</b>	<b>142.5</b>	<b>146.9</b>	<b>147.3</b>	<b>152</b>	<b>156</b>	<b>167</b>	<b>171</b>	<b>438.0</b>	<b>574.2</b>	<b>584.5</b>	<b>645.7</b>	<b>689.9</b>
YoY	12%	3%	-1%	-5%	3%	9%	13%	16%	22%	31%	2%	10%	7%
QoQ	-5%	-4%	3%	0%	3%	3%	7%	3%					
<b>디스플레이</b>	<b>74.1</b>	<b>87.3</b>	<b>85.6</b>	<b>79.2</b>	<b>71</b>	<b>76</b>	<b>81</b>	<b>79</b>	<b>271.6</b>	<b>290.5</b>	<b>326.2</b>	<b>307.3</b>	<b>327.5</b>
YoY	10%	16%	7%	16%	-4%	-13%	-5%	0%	-9%	7%	12%	-6%	7%
QoQ	9%	18%	-2%	-7%	-10%	7%	7%	-3%					
<b>2차전지/기타</b>	<b>24.9</b>	<b>26.9</b>	<b>31.5</b>	<b>33.5</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>33</b>	<b>34</b>	<b>66.0</b>	<b>98.7</b>	<b>116.8</b>	<b>125.8</b>	<b>132.9</b>
YoY	31%	9%	20%	17%	14%	13%	5%	1%	1%	50%	18%	8%	6%
QoQ	-13%	8%	17%	6%	-15%	7%	10%	2%					
<b>매출총이익</b>	<b>60.3</b>	<b>68.7</b>	<b>69.9</b>	<b>59.8</b>	<b>63.8</b>	<b>66.4</b>	<b>74.5</b>	<b>66.1</b>	<b>171.2</b>	<b>237.6</b>	<b>258.7</b>	<b>270.8</b>	<b>293.2</b>
GPM	24.4%	26.7%	26.5%	23.0%	25.4%	25.3%	26.5%	23.3%	22.1%	24.7%	25.2%	25.1%	25.5%
YoY	10%	13%	7%	5%	6%	-3%	7%	11%	-1%	39%	9%	5%	8%
QoQ	6%	14%	2%	-14%	7%	4%	12%	-11%					
<b>영업이익</b>	<b>43.1</b>	<b>45.8</b>	<b>50.2</b>	<b>39.0</b>	<b>43.7</b>	<b>46.7</b>	<b>53.1</b>	<b>43.7</b>	<b>105.7</b>	<b>164.1</b>	<b>178.2</b>	<b>187.8</b>	<b>201.2</b>
OPM	17.4%	17.8%	19.0%	15.0%	17.4%	17.8%	18.9%	15.4%	13.6%	17.0%	17.3%	17.4%	17.5%
YoY	14%	6%	7%	8%	1%	2%	6%	12%	1%	55%	9%	5%	7%
QoQ	19%	6%	10%	-22%	12%	7%	14%	-18%					
<b>세전이익</b>	<b>56.6</b>	<b>53.4</b>	<b>50.7</b>	<b>24.0</b>	<b>47.3</b>	<b>52.2</b>	<b>55.7</b>	<b>38.2</b>	<b>66.8</b>	<b>146.6</b>	<b>184.8</b>	<b>194.0</b>	<b>201.1</b>
영업외손익	13.6	7.6	0.4	-15.0	3.6	5.5	2.6	-5.5	-38.9	-17.4	6.6	6.2	-0.1
YoY	20%	47%	20%	15%	-16%	-2%	10%	59%	-33%	120%	26%	5%	4%
QoQ	171%	-6%	-5%	-53%	97%	10%	7%	-31%					
<b>순이익</b>	<b>43.1</b>	<b>40.1</b>	<b>36.5</b>	<b>14.1</b>	<b>35.8</b>	<b>37.8</b>	<b>40.7</b>	<b>24.8</b>	<b>43.1</b>	<b>103.0</b>	<b>133.9</b>	<b>139.0</b>	<b>143.8</b>
법인세율	24%	25%	28%	41%	24%	28%	27%	35%	35%	30%	28%	28%	29%
YoY	14%	67%	6%	109%	-17%	-6%	11%	75%	-42%	139%	30%	4%	3%
QoQ	538%	-7%	-9%	-61%	153%	6%	8%	-39%					
<b>지배이익</b>	<b>42.3</b>	<b>39.6</b>	<b>36.0</b>	<b>13.7</b>	<b>34.7</b>	<b>36.7</b>	<b>39.5</b>	<b>24.0</b>	<b>41.2</b>	<b>99.6</b>	<b>131.6</b>	<b>134.6</b>	<b>139.9</b>
<b>EPS (원)</b>									<b>2,467</b>	<b>5,722</b>	<b>7,561</b>	<b>7,739</b>	<b>8,039</b>

자료: 유진투자증권



## 솔브레인(036830.KQ) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>자산총계</b>	<b>896</b>	<b>1,006</b>	<b>1,152</b>	<b>1,286</b>	<b>1,431</b>
유동자산	377	413	481	552	647
현금성자산	233	238	281	337	425
매출채권	77	92	99	102	108
재고자산	48	62	77	86	84
비유동자산	518	593	670	734	783
투자자산	200	227	241	255	269
유형자산	309	355	418	468	504
기타	9	11	11	10	10
<b>부채총계</b>	<b>246</b>	<b>272</b>	<b>291</b>	<b>296</b>	<b>306</b>
유동부채	233	253	274	276	287
매입채무	65	71	53	55	59
유동성이자부채	129	122	138	133	136
기타	38	60	82	87	92
비유동부채	13	19	18	20	19
비유동이자부채	6	15	15	14	14
기타	7	4	3	6	6
<b>자본총계</b>	<b>650</b>	<b>734</b>	<b>860</b>	<b>990</b>	<b>1,124</b>
지배지분	645	726	848	973	1,102
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	132	132	132	132	132
이익잉여금	514	602	723	848	977
기타	(10)	(18)	(16)	(16)	(16)
비지배지분	5	8	12	17	22
<b>자본총계</b>	<b>650</b>	<b>734</b>	<b>860</b>	<b>990</b>	<b>1,124</b>
총차입금	135	137	153	147	149
순차입금	(97)	(101)	(128)	(190)	(276)

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업현금</b>	<b>113</b>	<b>186</b>	<b>211</b>	<b>224</b>	<b>231</b>
당기순이익	67	147	134	139	144
자산상각비	51	49	50	57	64
기타비현금성손익	0	0	36	25	9
운전자본증감	(13)	(13)	(9)	4	15
매출채권감소(증가)	1	(16)	(10)	(3)	(6)
재고자산감소(증가)	(6)	(19)	(15)	(9)	2
매입채무증가(감소)	(1)	10	3	2	4
기타	(7)	11	13	14	15
<b>투자현금</b>	<b>(47)</b>	<b>(202)</b>	<b>(161)</b>	<b>(161)</b>	<b>(146)</b>
단기투자자산감소	0	0	12	(8)	(13)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	34	78	108	100	90
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(3)	(2)	(2)	(2)
<b>재무현금</b>	<b>18</b>	<b>(12)</b>	<b>3</b>	<b>(19)</b>	<b>(11)</b>
차입금증가	(28)	5	16	(6)	2
자본증가	0	(5)	0	0	0
배당금지급	10	12	13	13	13
<b>현금 증감</b>	<b>72</b>	<b>(26)</b>	<b>55</b>	<b>48</b>	<b>75</b>
기초현금	138	210	184	239	286
기말현금	210	184	239	286	361
Gross Cash flow	149	223	45	185	65
Gross Investment	60	216	182	149	118
<b>Free Cash Flow</b>	<b>89</b>	<b>7</b>	<b>(137)</b>	<b>36</b>	<b>(53)</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>776</b>	<b>963</b>	<b>1,028</b>	<b>1,079</b>	<b>1,150</b>
증가율(%)	7.3	24.2	6.7	5.0	6.6
매출원가	604	726	769	808	857
<b>매출총이익</b>	<b>171</b>	<b>238</b>	<b>259</b>	<b>271</b>	<b>293</b>
판매 및 일반관리비	66	74	81	84	92
기타영업손익	(3)	12	0	0	0
<b>영업이익</b>	<b>106</b>	<b>164</b>	<b>178</b>	<b>188</b>	<b>201</b>
증가율(%)	0.5	55.2	8.6	5.4	7.2
<b>EBITDA</b>	<b>157</b>	<b>213</b>	<b>228</b>	<b>245</b>	<b>265</b>
증가율(%)	1.5	35.8	7.3	7.5	8.1
<b>영업외손익</b>	<b>(39)</b>	<b>(17)</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>(0)</b>
이자수익	3	5	0	0	0
이자비용	4	4	0	0	0
지분법손익	(7)	(19)	13	7	6
기타영업외손익	(31)	1	(7)	(1)	(6)
<b>세전순이익</b>	<b>67</b>	<b>147</b>	<b>185</b>	<b>194</b>	<b>201</b>
증가율(%)	(33.1)	119.7	26.0	5.0	3.7
법인세비용	24	44	51	54	57
<b>당기순이익</b>	<b>43</b>	<b>103</b>	<b>134</b>	<b>139</b>	<b>144</b>
증가율(%)	(42.2)	139.0	30.0	3.8	3.4
지배주주지분	41	100	132	135	140
증가율(%)	(44.9)	141.6	32.2	2.3	3.9
비지배지분	2	3	2	4	4
<b>EPS(원)</b>	<b>2,471</b>	<b>5,722</b>	<b>7,561</b>	<b>7,739</b>	<b>8,039</b>
증가율(%)	(45.2)	131.5	32.2	2.3	3.9
수정EPS(원)	2,471	5,722	7,561	7,739	8,039
증가율(%)	(45.2)	131.5	32.2	2.3	3.9

### 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,471	5,722	7,561	7,739	8,039
BPS	37,072	41,701	48,741	55,900	63,319
DPS	700	750	800	800	800
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	27.3	8.3	9.4	9.2	8.8
PBR	1.8	1.1	1.5	1.3	1.1
EV/ EBITDA	6.9	3.4	4.9	4.3	3.6
배당수익률	1.0	1.6	1.1	1.1	1.1
PCR	7.6	3.7	27.8	6.7	19.1
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	13.6	17.0	17.3	17.4	17.5
EBITDA이익률	20.2	22.1	22.2	22.7	23.0
순이익률	5.6	10.7	13.0	12.9	12.5
ROE	6.8	14.5	16.7	14.8	13.5
ROIC	16.2	25.4	25.4	24.7	24.3
<b>안정성 (배,%)</b>					
순차입금/자기자본	(15.0)	(13.7)	(14.8)	(19.2)	(24.5)
유동비율	162.1	163.0	175.8	200.3	225.4
이자보상배율	25.8	44.1	-	-	-
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8
매출채권회전율	10.2	11.4	10.7	10.7	10.9
재고자산회전율	17.2	17.5	14.8	13.2	13.5
매입채무회전율	12.5	14.1	16.5	19.8	20.1



**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	88%
• HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	12%
• REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2019.09.30 기준)

