



Underperform(Downgrade)

목표주가: 62,000원

주가(7/18): 69,000원

시가총액: 12,005억원

반도체/디스플레이

Analyst 박유악

02) 3787-5063

yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (7/18)		665.15pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
	69,200원	44,650원
최고/최저가 대비 등락률	-0.3%	54.5%
수익률	절대	상대
	1M	50.0%
	6M	38.0%
	1Y	12.7%

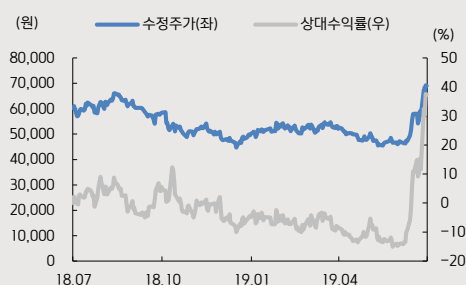
Company Data

발행주식수	17,398천주
일평균 거래량(3M)	199천주
외국인 지분율	25.9%
배당수익률(19E)	1.1%
BPS(19E)	48,211원
주요 주주	정지완 외 7인
	43.5%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	7,756	9,634	10,122	10,563
영업이익	1,057	1,641	1,733	1,830
EBITDA	1,566	2,127	2,248	2,416
세전이익	668	1,466	1,818	1,907
순이익	431	1,030	1,305	1,370
지배주주지분순이익	412	995	1,262	1,356
EPS(원)	2,467	5,722	7,253	7,794
증감률(% YoY)	-45.4	132.0	26.8	7.5
PER(배)	27.4	8.3	9.5	8.9
PBR(배)	1.82	1.14	1.43	1.25
EV/EBITDA(배)	6.9	3.5	4.4	3.6
영업이익률(%)	13.6	17.0	17.1	17.3
ROE(%)	6.8	14.5	16.1	15.1
순차입금비율(%)	-15.0	-13.7	-26.0	-35.9

Price Trend



솔브레인 (036830)

지나친 기대감. 투자의견 'Underperform' 하향



2Q19 영업이익 439억원, 기대치 하회 예상. 3Q19는 450억원, 2020년에는 1,830억원(+6%YoY)의 영업이익 전망. 삼성전자의 3D NAND 증설 효과를 SK하이닉스향 점유율 하락이 일부 상쇄할 것으로 추정. 동사의 주가는 일본의 수출 규제 항목인 불화수소(가스)의 국산화 기대감으로 +46% 급등. 그러나 동사는 불화수소(액체)를 다루고 있어, 이번 수출 규제 항목인 불화수소(가스)와 큰 연관성 없음. 주가 단기 급등 부담, 투자의견을 기존 'Outperform'에서 'Underperform'으로 하향 조정함.

>>> 2Q19 영업이익 439억원, 기대치 하회 예상

2Q19 실적은 매출액 2,515억원(+6%YoY), 영업이익 439억원(+2%YoY)으로, 기대치를 하회할 것으로 예상된다. 연초부터 진행된 삼성전자의 NAND 가동을 하향 영향이 지속됨에 따라, 반도체 소재 부문의 출하량이 추가 하락 했을 것으로 추정되기 때문이다. 다만 디스플레이 부문은 Thin Glass 부문의 수요 호조 영향으로 전 분기 대비 추가 실적 개선이 나타날 것으로 예상되며, 2차 전지 재료 부문도 견조한 실적을 기록했을 것으로 보인다.

>>> 3Q19 실적 개선, 2020년 소폭의 성장세 지속

3Q19는 매출액 2,592억원(+2%YoY, +3%QoQ), 영업이익 450억원(-4%YoY, +2%QoQ)으로, 전년 동기 대비 소폭의 영업이익 감소가 나타날 것으로 전망된다. 반도체 소재 부문은 삼성전자 NAND의 가동을 상승 효과로 인해, 출하량의 상승전환이 나타날 것이다. 다만, 상반기 동안 실적 호조를 기록했던 Thin Glass 부문이 동사의 Capacity 한계로 인해서 성장세가 정체될 것으로 예상된다.

2020년에는 매출액 1조 563억(+4%YoY), 영업이익 1,830억원(+6%YoY)의 실적을 기록할 것으로 예상된다. 삼성전자의 3D NAND 증설 효과가 예상되지만, SK하이닉스향 소재의 점유율 하락이 이를 일정 부분 상쇄할 것으로 판단하기 때문이다.

>>> 주가 단기 급등 부담. 투자의견 'Underperform'으로 하향

솔브레인의 주가는 자체 Fundamental과는 별개의 이슈, 즉 일본 수출 규제에 대한 반사 이익 기대감이 반영되며 7월 한달 간 +46% 급등했다. 일본의 수출 규제 항목 중 하나인 불화수소(가스)에 대한 국산화가 가능할 것이라는 기대감 때문이다. 그러나 당사의 판단으로 보면, 솔브레인은 불화수소(액체)를 다루고 있는 기업으로, 이번 규제 항목인 불화수소(가스)와는 그 연관성이 크게 없다. 2분기 실적 부진에도 불구하고 하반기 및 내년도 전망치 변경이 크지 않기 때문에, 목표주가를 62,000원으로 유지한다. 그러나 단기 급등한 주가에 대한 부담, 국산화 기대감이 실망으로 다가올 것이라는 당사 판단을 반영하여 투자의견을 기존 'Outperform'에서 'Underperform'으로 하향 조정한다.

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	217.7	238.3	254.9	252.5	246.9	251.5	259.2	254.7	963.4	1,012.2	1,056.3
%YoY	19%	29%	26%	23%	13%	6%	2%	1%	24%	5%	4%
Semiconductor	131.4	138.4	148.8	156.0	147.8	151.3	156.0	161.4	574.6	616.6	657.8
Etchant	112.9	119.7	127.8	135.8	128.8	132.1	137.0	143.3	496.2	541.2	571.2
Precursors	7.9	7.7	9.0	8.3	8.1	8.2	8.2	7.9	32.9	32.4	38.7
CMP Slurry	10.6	11.0	11.9	11.9	10.9	11.0	10.8	10.3	45.4	43.0	47.9
Display	67.3	75.3	79.8	68.1	74.1	77.1	78.5	70.1	290.4	299.8	283.3
Thin Glass	37.2	42.7	46.4	33.7	43.8	44.0	45.7	37.8	160.0	171.4	162.8
Chemical	30.1	32.6	33.4	34.4	30.3	33.1	32.7	32.3	130.4	128.4	120.5
Others	19.1	24.6	26.4	28.4	24.9	23.1	24.7	23.1	98.4	95.8	115.2
매출원가	162.8	177.5	189.7	195.8	186.5	190.0	196.4	194.9	725.8	767.8	801.2
매출원가율	75%	75%	74%	78%	76%	76%	76%	77%	75%	76%	76%
매출총이익	55.0	60.7	65.2	56.7	60.4	61.4	62.8	59.8	237.6	244.4	255.1
판매비와관리비	17.1	17.5	18.4	20.6	17.3	17.5	17.8	18.5	73.6	71.2	72.0
영업이익	37.9	43.2	46.8	36.1	43.1	43.9	45.0	41.3	164.1	173.3	183.0
%YoY	44%	75%	59%	43%	14%	2%	-4%	14%	55%	6%	6%
영업이익률	17%	18%	18%	14%	17%	17%	17%	16%	17%	17%	17%
법인세차감전손익	47.3	36.3	42.2	20.9	56.6	40.4	47.1	37.6	146.6	181.7	190.7
법인세비용	9.6	12.2	7.8	14.1	13.5	12.1	9.4	16.2	43.7	51.2	53.8
당기순이익	37.7	24.1	34.4	6.8	43.1	28.3	37.6	21.4	103.0	130.5	137.0
당기순이익률	17%	10%	13%	3%	17%	11%	15%	8%	11%	13%	13%
KRW/USD	1,075	1,080	1,120	1,128	1,127	1,167	1,155	1,150	1,101	1,150	1,120

자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 연결 실적 Update (단위: 십억원)

	2Q19E					2019E		
	수정전	수정후	차이	컨센서스	차이	수정전	수정후	차이
매출액	260.9	251.5	-4%	246.3	2%	1,032.3	1056.3	2%
반도체	159.2	151.3	-5%			628.6	657.8	5%
디스플레이	74.3	77.1	4%			295.5	283.3	-4%
기타	27.4	23.1	-16%			108.1	115.2	7%
영업이익	45.8	43.9	-4%	43.4	1%	177.9	183.0	3%
영업이익률	18%	17%				17%	17%	
당기순이익	30.6	28.3	-7%	31.5	-10%	124.8	137.0	10%
당기순이익률	10%	11%				12%	13%	

자료: WiseFn Consensus, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	7,756	9,634	10,122	10,563	11,271
매출원가	6,044	7,258	7,678	8,012	8,549
매출총이익	1,712	2,376	2,444	2,551	2,722
판매비	655	736	712	720	746
영업이익	1,057	1,641	1,733	1,830	1,976
EBITDA	1,566	2,127	2,248	2,416	2,592
영업외손익	-389	-174	85	77	103
이자수익	29	50	83	122	163
이자비용	41	37	37	43	44
외환관련이익	89	174	180	187	197
외환관련손실	294	95	98	101	106
종속 및 관계기업손익	-67	-194	-50	-9	-16
기타	-105	-72	7	-79	-91
법인세차감전이익	668	1,466	1,818	1,907	2,079
법인세비용	237	437	512	538	586
계속사업손익	431	1,030	1,305	1,370	1,493
당기순이익	431	1,030	1,305	1,370	1,493
지배주주순이익	412	995	1,262	1,356	1,478
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	7.3	24.2	5.1	4.4	6.7
영업이익 증감율	0.5	55.3	5.6	5.6	8.0
EBITDA 증감율	1.5	35.8	5.7	7.5	7.3
지배주주순이익 증감율	-44.9	141.5	26.8	7.4	9.0
EPS 증감율	-45.4	132.0	26.8	7.5	9.0
매출총이익율(%)	22.1	24.7	24.1	24.2	24.2
영업이익률(%)	13.6	17.0	17.1	17.3	17.5
EBITDA Margin(%)	20.2	22.1	22.2	22.9	23.0
지배주주순이익률(%)	5.3	10.3	12.5	12.8	13.1

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,775	4,132	5,341	6,685	7,988
현금 및 현금성자산	2,103	1,839	3,003	4,241	5,376
단기금융자산	226	541	569	593	633
매출채권 및 기타채권	776	948	966	1,008	1,076
재고자산	477	622	613	643	691
기타유동자산	419	723	759	793	845
비유동자산	5,185	5,929	5,785	5,720	5,856
투자자산	1,438	2,024	1,441	1,503	1,606
유형자산	3,092	3,551	3,977	3,835	3,850
무형자산	93	108	119	133	149
기타비유동자산	562	246	248	249	251
자산총계	8,959	10,061	11,126	12,405	13,844
유동부채	2,328	2,535	2,392	2,430	2,504
매입채무 및 기타채무	854	995	924	977	1,011
단기금융부채	1,293	1,223	1,173	1,144	1,174
기타유동부채	181	317	295	309	319
비유동부채	133	189	220	232	254
장기금융부채	62	152	182	192	212
기타비유동부채	71	37	38	40	42
부채총계	2,461	2,723	2,612	2,662	2,759
지배지분	6,450	7,255	8,388	9,603	10,932
자본금	87	87	87	87	87
자본잉여금	1,321	1,321	1,321	1,321	1,321
기타자본	-119	-169	-169	-169	-169
기타포괄손익누계액	21	-8	-10	-25	-38
이익잉여금	5,140	6,024	7,159	8,389	9,731
비지배지분	49	83	126	140	155
자본총계	6,499	7,338	8,514	9,742	11,086

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,127	1,857	2,147	2,377	2,448
당기순이익	431	1,030	1,305	1,370	1,493
비현금항목의 가감	819	762	936	997	1,033
유형자산감가상각비	494	472	498	568	597
무형자산감가상각비	15	14	17	17	19
지분법평가손익	-289	-481	-195	-203	-217
기타	599	757	616	615	634
영업활동자산부채증감	-126	-133	-109	-12	-91
매출채권및기타채권의감소	12	-158	-18	-42	-68
재고자산의감소	-62	-186	10	-31	-47
매입채무및기타채무의증가	-8	97	-71	53	34
기타	-68	114	-30	8	-10
기타현금흐름	3	198	15	22	13
투자활동 현금흐름	-475	-2,024	-703	-848	-1,092
유형자산의 취득	-337	-784	-931	-432	-617
유형자산의 처분	2	2	6	6	5
무형자산의 순취득	-5	-30	-28	-31	-31
투자자산의감소(증가)	80	-552	623	-21	-59
단기금융자산의감소(증가)	-12	-316	-27	-25	-40
기타	-203	-344	-346	-345	-350
재무활동 현금흐름	177	-121	-146	-146	-76
차입금의 증가(감소)	-281	48	-20	-20	50
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	556	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	-50	0	0	0
배당금지급	-98	-119	-127	-127	-127
기타	0	0	1	1	1
기타현금흐름	-106	24	-133	-145	-145
현금 및 현금성자산의 순증가	723	-264	1,164	1,238	1,135
기초현금 및 현금성자산	1,380	2,103	1,839	3,003	4,241
기말현금 및 현금성자산	2,103	1,839	3,003	4,241	5,376

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,467	5,722	7,253	7,794	8,493
BPS	37,072	41,701	48,211	55,194	62,834
CFPS	7,481	10,295	12,881	13,603	14,518
DPS	700	750	750	750	800
주가배수(배)					
PER	27.4	8.3	9.5	8.9	8.1
PER(최고)	31.5	13.1	11.3		
PER(최저)	18.4	8.1	6.1		
PBR	1.82	1.14	1.43	1.25	1.10
PBR(최고)	2.10	1.80	1.70		
PBR(최저)	1.22	1.12	0.92		
PSR	1.45	0.86	1.19	1.14	1.07
PCFR	9.0	4.6	5.4	5.1	4.8
EV/EBITDA	6.9	3.5	4.4	3.6	2.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	27.6	12.3	9.7	9.2	9.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.0	1.6	1.1	1.1	1.2
ROA	5.0	10.8	12.3	11.6	11.4
ROE	6.8	14.5	16.1	15.1	14.4
ROIC	16.9	30.1	28.3	28.5	30.8
매출채권회전율	10.1	11.2	10.6	10.7	10.8
재고자산회전율	17.2	17.5	16.4	16.8	16.9
부채비율	37.9	37.1	30.7	27.3	24.9
순차입금비용	-15.0	-13.7	-26.0	-35.9	-41.7
이자보상배율	25.8	44.1	47.2	42.7	44.4
총차입금	1,354	1,375	1,355	1,335	1,386
순차입금	-974	-1,005	-2,217	-3,499	-4,623
NOPLAT	1,566	2,127	2,248	2,416	2,592
FCF	672	707	699	1,433	1,298

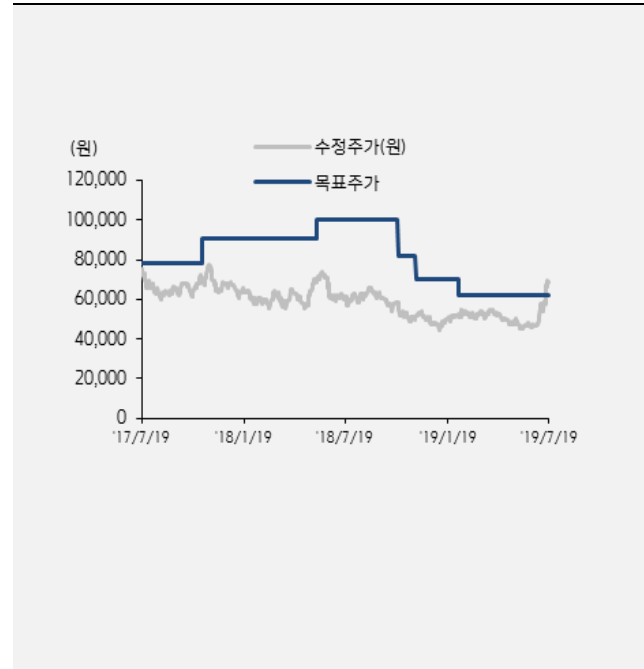
Compliance Notice

- 당사는 7월 18일 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.

투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
솔브레인 (036830)	2017-06-08	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-15.99	-1.41
	2017-11-06	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-22.49	-18.46
	2017-11-15	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-23.75	-15.16
	2017-12-13	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-25.54	-15.16
	2018-01-15	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-26.74	-15.16
	2018-02-05	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-26.92	-15.16
	2018-02-07	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-27.40	-15.16
	2018-02-13	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-29.08	-15.16
	2018-03-13	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-30.03	-15.16
	2018-04-12	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-30.32	-15.16
	2018-05-15	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-27.18	-23.08
	2018-05-29	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-29.54	-26.50
	2018-06-22	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-36.52	-26.50
	2018-08-28	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-37.60	-26.50
	2018-10-23	BUY(Maintain)	82,000원	6개월	-36.96	-33.54
	2018-11-26	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-28.84	-22.57
	2019-02-11	Outperform (Downgrade)	62,000원	6개월	-17.36	11.61
	2019-07-19	Underperform (Downgrade)	62,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%