

Company Brief

2019-05-17

솔브레인(036830)

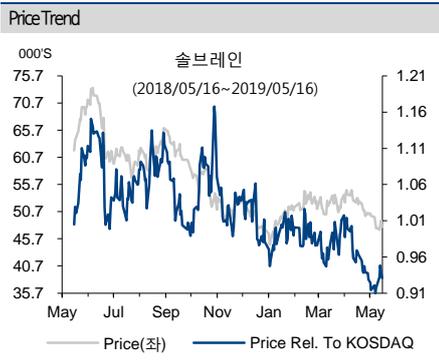
투자 Risk 해소 중

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	73,000 원(유지)
증가(2019/05/16)	47,900 원

Stock Indicator	
자본금	9십억원
발행주식수	1,740만주
시가총액	833십억원
외국인지분율	29.6%
52 주 주가	44,650~73,500 원
60 일평균거래량	43,159 주
60 일평균거래대금	2.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.0	-8.2	-5.4	-24.2
상대수익률	-3.5	-5.4	-9.4	-8.1



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	963	1,018	1,069	1,123
영업이익(십억원)	164	171	180	189
순이익(십억원)	103	154	156	163
EPS(원)	5,918	8,847	8,947	9,394
BPS(원)	42,176	50,222	58,369	66,963
PER(배)	8.0	5.4	5.4	5.1
PBR(배)	1.1	1.0	0.8	0.7
ROE(%)	14.9	19.1	16.5	15.0
배당수익률(%)	1.6	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA(배)	3.4	2.7	2.3	1.8

주: K-IFRS 별도 요약 재무제표

매수 투자의견과 73,000 원의 적정주가 유지

솔브레인의 1Q19 매출액과 영업이익은 2,469 억원과 431 억원 (영업이익률 17.4%)으로 양호한 실적을 기록하였다. 고객들의 생산 합리화 조치에 따라 반도체 소재 부문의 매출은 전분기 대비 5% 감소했으나 성장성 둔화가 우려되었던 Thin Glass / Scribing 부문의 매출은 58%나 증가한 것으로 추정된다. 최대 고객사의 Rigid AMOLED 가 중국 및 동고객사 자체 중저가 스마트폰에 대거 채택되며 생산량 및 가동률이 대폭 상승한 것이 원인이다.

전년 대비 동사의 올해 매출과 영업이익은 6%, 4% 증가하는 1.02 조원과 1,713 억원을 기록하고 순이익은 대폭 증가할 것으로 추정된다. 지난해에는 250 억원에 달했던 관계사 손상차손이 발생했으나 1Q19 에 일부 관계사 평가손 환입이 발생하는데다 제닉의 장부가격도 이미 178 억원으로 크게 감소한 상황이므로 올해에는 대규모 손상차손이 발생하지 않을 가능성이 높기 때문이다.

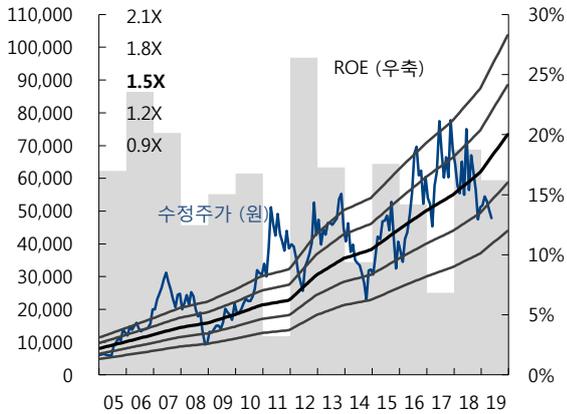
현재 동사에 대한 투자 Risk 로 거론되고 있는 것은, 1. Thin Glass / Scribing 매출 감소 가능성, 2. 관계사 관련 손실 지속 발생 가능성, 3. 고객사 LCD Line 의 AMOLED 전환에 따른 디스플레이 식각액 및 유기재료 매출 축소 가능성, 4. 경쟁사의 NAND 향 인산계 식각액 시장 진입 가능성 등이다.

그러나 중저가 스마트폰에서 Rigid AMOLED 채택이 증가하는 추세이므로 재고 정리가 발생할 가능성이 있는 4Q19 이전까지는 동사 Thin Glass / Scribing 부문의 실적은 지속 개선될 전망이다. 또한 중경전자재료의 분기 적자 규모도 40 억원 수준에서 현재 10 억원 수준까지 크게 축소되었고 제닉 등 관계사의 손상차손 규모도 올해에는 대폭 축소될 것으로 예상된다.

또한 디스플레이 고객사 Line 전환에 따른 LCD 식각액 및 유기재료 매출 감소는 동 고객사의 라인 전환이 올해에는 발생하지 않을 전망이다, 발생한다 하더라도 AMOLED 세정액 및 식각액 매출 증가가 이를 상쇄할 것으로 판단된다. 그리고 신규 경쟁사의 본격적인 반도체 인산계 식각액 시장 진입은 우려보다 훨씬 먼 미래인 2021 년 이후에 본격화될 가능성이 높은 것으로 보인다.

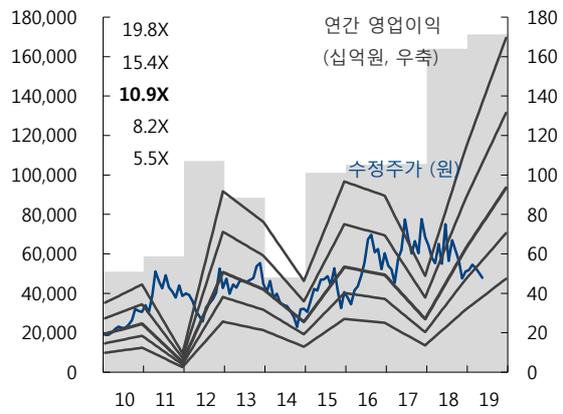
동사에 대한 여러 가지 투자 Risk 에 따라 현재 동사 주가에 적용되고 있는 P/B, P/E 배수는 올해 예상 실적 기준 1.0 배, 5.6 배에 불과하며 이는 동사의 역사적 평균 배수인 1.5 배, 10.9 배에 크게 미달하는 것이다. 동사에 대한 투자 Risk 가 과하게 주가를 누르고 있는 상황으로 보이며 동 투자 Risk 들은 점차 해소되고 있는 국면으로 판단된다. 이러한 판단에 근거해 동사에 대한 매수 투자의견과 73,000 원의 적정주가를 유지한다. 73,000 원의 적정주가는 동사의 역사적 평균 P/B 배수 1.5 배를 올해 예상 BPS 에 적용하여 도출한 것이며 올해 예상 EPS 에 대해서는 8.6 배에 해당한다.

그림1. 솔브레인 연간 ROE와 P/B 밴드



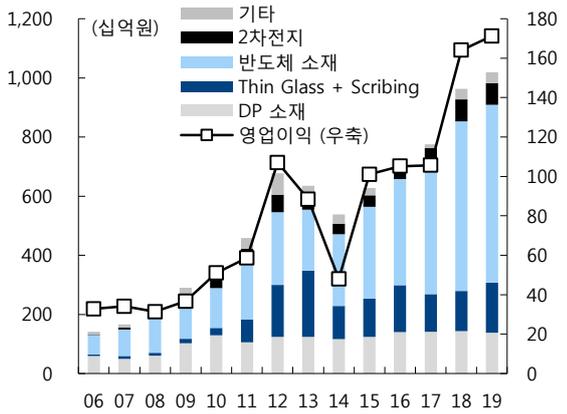
자료: 솔브레인, 하이투자증권

그림2. 솔브레인 연간 영업이익과 P/E 밴드



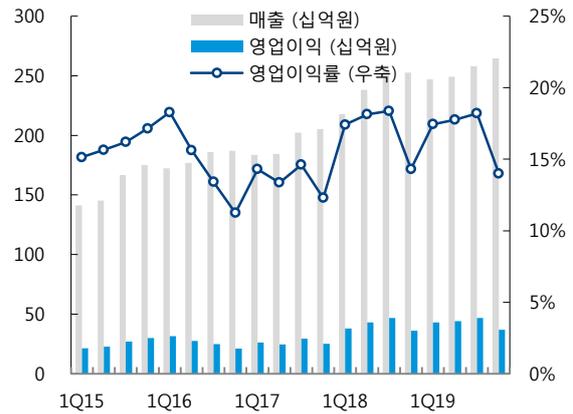
자료: 솔브레인, 하이투자증권

그림3. 솔브레인 연간 부문별 매출 추정



자료: 솔브레인, 하이투자증권

그림4. 솔브레인 분기별 매출, 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 솔브레인, 하이투자증권

표1. 솔브레인 실적 추정

(백만원)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	FY17	FY18	FY19
Display	Etchant	8,000	9,184	9,670	10,491	9,270	9,548	10,216	11,084	40,252	37,345	40,118
	Thin Glass	10,566	11,955	12,111	8,049	12,698	13,333	14,000	13,020	46,946	42,681	53,050
	유기재료	21,340	22,000	22,000	22,000	19,300	19,879	20,500	21,000	86,500	87,340	80,679
	Scribing + 광학 Film	26,594	29,623	32,964	22,355	31,694	33,078	35,032	33,395	95,332	111,535	133,200
	Sub Total	66,500	72,762	76,745	62,895	72,962	75,838	79,748	78,499	269,030	278,901	307,047
Semi	CVD	7,871	7,659	9,048	8,331	8,137	7,974	12,974	14,974	30,007	32,909	44,060
	Etchant	112,925	119,747	127,816	135,752	128,776	126,200	126,500	132,825	370,478	496,240	514,301
	CMP Slurry	10,577	11,021	11,902	11,866	10,926	10,707	10,800	11,340	37,953	45,366	43,773
	Sub Total	131,373	138,427	148,766	155,949	147,839	144,882	150,274	159,139	438,438	574,515	602,135
Others	2차전지	16,415	19,724	19,947	17,362	16,226	19,405	19,462	18,096	55,120	73,448	73,189
	ND자석	2,108	3,520	2,955	3,304	3,874	3,500	3,000	3,300	5,525	11,887	13,674
	기타	1,333	3,823	6,522	12,994	5,947	5,500	5,500	5,500	7,484	24,672	22,447
	Sub Total	19,856	27,067	29,424	33,660	26,047	28,405	27,962	26,896	68,129	110,007	109,310
총매출액		217,729	238,256	254,935	252,504	246,848	249,125	257,985	264,534	775,598	963,424	1,018,492
영업이익		37,895	43,197	46,839	36,141	43,060	44,220	46,953	37,035	105,694	164,072	171,268
영업이익률		17.4%	18.1%	18.4%	14.3%	17.4%	17.8%	18.2%	14.0%	13.6%	17.0%	16.8%
세전이익		47,331	36,262	42,163	20,882	56,628	55,683	58,417	48,498	66,759	146,637	219,227
세전이익률		21.7%	15.2%	16.5%	8.3%	22.9%	22.4%	22.6%	18.3%	8.6%	15.2%	21.5%
순이익		37,740	24,102	34,351	6,764	43,107	38,823	40,514	31,480	43,086	102,957	153,923
순이익률		17.3%	10.1%	13.5%	2.7%	17.5%	15.6%	15.7%	11.9%	5.6%	10.7%	15.1%

자료: 리서치센터

K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	413	538	630	731
현금 및 현금성자산	184	298	380	470
단기금융자산	54	57	60	63
매출채권	95	100	105	111
재고자산	62	66	69	73
비유동자산	593	615	672	728
유형자산	355	353	352	351
무형자산	11	9	8	7
자산총계	1,006	1,153	1,302	1,459
유동부채	253	261	268	275
매입채무	50	52	55	58
단기차입금	121	121	121	121
유동성장기부채	1	1	1	1
비유동부채	19	19	19	19
사채	-	-	-	-
장기차입금	15	15	15	15
부채총계	272	279	287	294
자배주주지분	726	860	997	1,141
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	132	132	132	132
이익잉여금	602	739	876	1,022
기타자본항목	-18	-19	-20	-21
비자배주주지분	8	13	19	24
자본총계	734	874	1,016	1,165

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	963	1,018	1,069	1,123
증가율(%)	24.2	5.7	5.0	5.0
매출원가	726	774	813	853
매출총이익	238	245	257	270
판매비와관리비	74	73	77	81
연구개발비	21	22	24	25
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	164	171	180	189
증가율(%)	55.2	4.4	5.1	5.1
영업이익률(%)	17.0	16.8	16.8	16.8
이자수익	10	18	18	20
이자비용	6	5	5	5
지분법이익(손실)	-19	20	20	20
기타영업외손익	-2	16	10	10
세전계속사업이익	147	219	222	233
법인세비용	44	65	66	69
세전계속이익률(%)	15.2	21.5	20.7	20.7
당기순이익	103	154	156	163
순이익률(%)	10.7	15.1	14.6	14.6
지배주주귀속 순이익	100	149	151	158
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	102	153	154	162
지배주주귀속총포괄이익	98	148	149	157

현금흐름표

(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	186	332	342	350
당기순이익	103	154	156	163
유형자산감가상각비	47	52	51	51
무형자산상각비	1	2	1	1
지분법관련손실(이익)	-19	20	20	20
투자활동 현금흐름	-202	-96	-129	-130
유형자산의 처분(취득)	-78	-50	-50	-50
무형자산의 처분(취득)	-3	-	-	-
금융상품의 증감	-32	-3	-3	-3
재무활동 현금흐름	-12	-13	-13	-13
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	5	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-12	-13	-13	-13
현금및현금성자산의증감	-26	114	82	90
기초현금및현금성자산	210	184	298	380
기말현금및현금성자산	184	298	380	470

주요투자지표

	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	5,918	8,847	8,947	9,394
BPS	42,176	50,222	58,369	66,963
CFPS	8,711	11,919	11,984	12,402
DPS	750	750	750	750
Valuation(배)				
PER	8.0	5.4	5.4	5.1
PBR	1.1	1.0	0.8	0.7
PCR	5.5	4.0	4.0	3.9
EV/EBITDA	3.4	2.7	2.3	1.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	14.9	19.1	16.5	15.0
EBITDA 이익률	22.1	22.1	21.8	21.5
부채비율	37.1	32.0	28.2	25.3
순부채비율	-13.7	-24.9	-29.8	-33.9
매출채권회전율(x)	11.2	10.4	10.4	10.4
재고자산회전율(x)	17.5	15.9	15.9	15.9

자료 : 솔브레인, 하이투자증권 리서치센터

솔브레인
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-07-20	Buy	92,000	1년	-25.9%	-20.7%
2017-08-14	Buy	84,000	1년	-21.8%	-8.1%
2018-02-07	Buy	78,000	1년	-23.3%	-16.9%
2018-05-15	Buy	86,000	1년	-25.9%	-14.5%
2018-09-11	Buy	81,000	1년	-31.5%	-22.0%
2018-11-23	Buy	73,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 송명섭)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.4%	11.6%	-