

Company Brief

2019-12-17

솔브레인(036830)

반도체 부문 개선 > DP 부문 둔화

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	96,000 원(상향)
증가(2019/12/16)	77,200 원
상승여력	24.4 %

Stock Indicator	
자본금	9십억원
발행주식수	1,740만주
시가총액	1,343 십억원
외국인지분율	26.4%
52 주 주가	44,650~90,200원
60 일평균거래량	234,233주
60 일평균거래대금	18.1 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.8	10.9	65.3	53.1
상대수익률	4.4	10.9	75.7	55.7



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	963	1,031	1,092	1,256
영업이익(십억원)	164	179	191	233
순이익(십억원)	103	149	163	197
EPS(원)	5,918	8,575	9,393	11,296
BPS(원)	42,176	49,951	58,543	69,039
PER(배)	8.0	9.0	8.2	6.8
PBR(배)	1.1	1.5	1.3	1.1
ROE(%)	14.9	18.6	17.3	17.7
배당수익률(%)	1.6	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	3.4	5.2	4.4	3.4

주:K-IFRS 별도 요약 재무제표

[반도체] 송명섭  
(2122-9207) mssong@hi-ib.com

반도체 업황 개선에 따른 가동률 상승 및 소재 국산화 효과

동사 향후 실적에 대한 반도체 업황 개선 및 소재 국산화 효과가 DP 부문 둔화 효과보다 더 클 전망이다. 이에 따라 동사에 대해 매수 투자 의견을 유지하고 목표주가를 기존의 85,000 원에서 96,000 원으로 상향 조정한다. 신규 목표주가 96,000 원은 내년 예상 BPS 에 역사적 평균 P/B 배수 1.7 배를 적용하여 도출한 것으로 내년 예상 EPS 에 대해서도 10.6 배에 불과하므로 공격적인 제시치는 아니다.

동사 3Q19 매출과 영업이익은 2,640 억원과 502 억원 (영업이익률 19.0%)을 기록하여 당사 기존 전망치 2,645 억원과 471 억원에 비해 매출은 부합했고 영업이익은 상회했다. 소규모의 재고자산충당금 환입 및 원재료 국산화 효과가 발생했고 2 차전지 및 TG 부문의 매출 증가 역시 이익률에 긍정적인 영향을 미친 것으로 판단된다.

부문별로 고객사 LCD 설비 정리 효과가 본격적으로 발생하기 시작한 DP 부문에서는 TG 를 제외하고 전반적으로 실적이 부진했다. 반면 CVD 재료, 식각액, CMP Slurry 등 반도체 부문에서는 전분야에서 전분기 대비 실적 개선이 발생한 것으로 보인다. 신규 자동차 고객형 매출 개시가 발생한 2 차전지 부문의 실적도 예상을 대폭 상회한 것으로 판단된다.

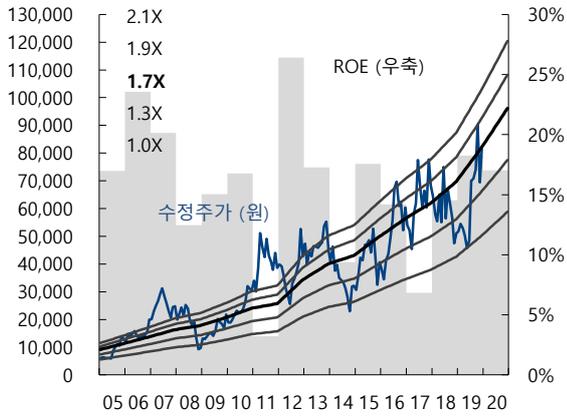
동사 4Q19 매출은 2,632 억원으로 전분기와 유사하고 영업이익은 396 억원 (영업이익률 15.1%)으로 전분기 대비 다소 둔화될 것으로 추정된다. 반도체 부문에서는 매출 증가가 지속될 전망이나 DP 부문 매출은 고객사 LCD 설비 감소 영향과 TG 물량 재고 정리 효과에 따라 감소할 것으로 판단된다. 2 차전지 부문의 매출은 신규 고객 물량 증가에도 불구하고 일부 고객사의 파업 영향으로 전분기 대비 증가하기가 쉽지 않을 것으로 보인다.

또한 동사는 전통적으로 성과급 등 일회성 비용 반영에 따라 4Q 이익률이 둔화되는 모습을 보여왔으므로 매출이 전분기와 유사한 4Q19 영업이익 규모는 전분기 대비 감소할 가능성이 높다.

다만 동사의 향후 실적은 반도체 업황 개선에 따른 가동률 상승 및 소재 국산화 효과가 DP 부문 실적 둔화를 상쇄하며 꾸준히 개선될 것으로 판단된다. 내년 DP 부문 실적은 OLED 설비 증가의 영향이 일부 발생할 것이나 LCD 설비 축소에 따른 유기재료 매출 감소 및 스마트폰 업체들의 Rigid AMOLED 채택률 하락에 의한 TG/Scribing 매출 감소의 영향이 더 커 올해 대비 둔화될 것으로 추정된다.

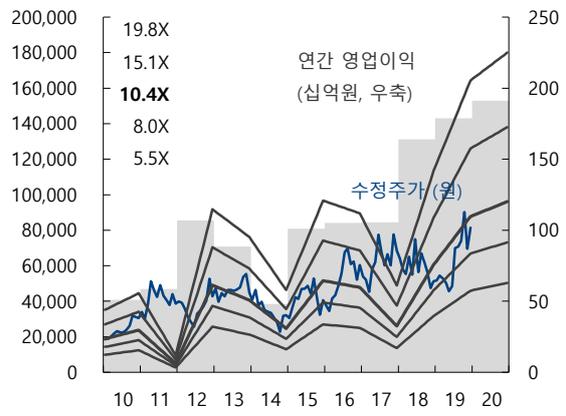
반면 일단 방향이 잡힌 소재 국산화의 영향과 고객들의 설비 투자 재개는 동사 가동률 상승에 따른 반도체 부문 실적 개선을 이끌 것으로 보인다. 4Q19 부터 이미 일부 고객의 소규모 투자가 시작된 NAND 에 이어 내년 중순 이후에는 모든 고객사들의 DRAM, NAND 설비 확장 투자가 본격 재개될 전망이다. 또한 내년 반도체 부문에서는 지르코늄 계열 CVD 재료 신제품의 매출도 본격화될 것으로 판단된다. 내년 동사 매출과 영업이익은 올해 대비 각각 6%, 7% 증가하는 1.1 조원과 1,911 억원 (영업이익률 17.5%)을 기록할 것으로 추정된다.

그림1. 솔브레인 연간 ROE와 P/B 밴드



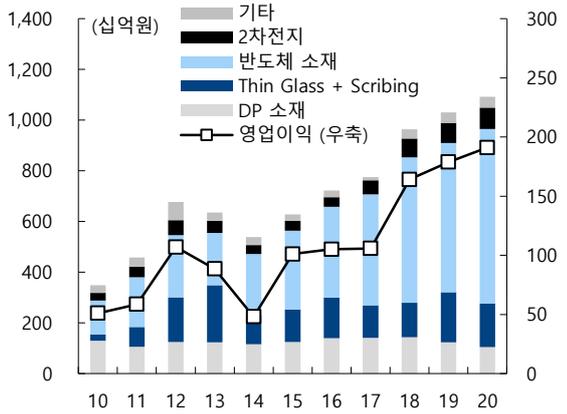
자료: 솔브레인, 하이투자증권

그림2. 솔브레인 연간 영업이익과 P/E 밴드



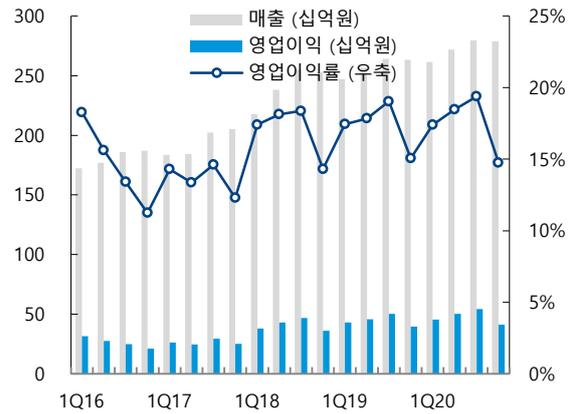
자료: 솔브레인, 하이투자증권

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	FY18	FY19	FY20
Display	Etchant	8,000	9,184	9,670	10,491	9,270	8,697	8,634	7,771	37,345	34,372	29,356
	Thin Glass	10,566	11,955	12,111	8,049	12,698	17,728	20,919	19,873	42,681	71,218	64,096
	유기재료	21,340	22,000	22,000	22,000	19,300	19,300	17,370	16,405	87,340	72,375	59,058
	Scribing + 광학 Film	26,594	29,623	32,964	22,355	31,694	39,777	36,778	35,160	111,535	143,409	124,251
	Sub Total	66,500	72,762	76,745	62,895	72,962	85,502	83,701	79,209	278,901	321,373	276,761
Semi	CVD	7,871	7,659	9,048	8,331	8,137	7,271	8,574	8,831	32,909	32,813	42,813
	Etchant	112,925	119,747	127,816	135,752	128,776	123,506	125,886	129,886	496,240	508,054	593,498
	CMP Slurry	10,577	11,021	11,902	11,866	10,926	11,678	12,420	12,793	45,366	47,817	52,000
	Sub Total	131,373	138,427	148,766	155,949	147,839	142,455	146,880	151,510	574,515	588,684	688,312
Others	2차전지	16,415	19,724	19,947	17,362	16,226	18,455	22,970	20,500	73,448	78,151	84,500
	ND자석	2,108	3,520	2,955	3,304	3,874	4,288	2,066	4,000	11,887	14,228	14,000
	기타	1,333	3,823	6,522	12,994	5,947	5,991	8,389	8,000	24,672	28,327	28,500
	Sub Total	19,856	27,067	29,424	33,660	26,047	28,734	33,425	32,500	110,007	120,706	127,000
총매출액		217,729	238,256	254,935	252,504	246,848	256,691	264,006	263,218	963,424	1,030,763	1,092,072
영업이익		37,895	43,197	46,839	36,141	43,060	45,810	50,249	39,646	164,072	178,765	191,113
영업이익률		17.4%	18.1%	18.4%	14.3%	17.4%	17.8%	19.0%	15.1%	17.0%	17.3%	17.5%
세전이익		47,331	36,262	42,163	20,882	56,628	53,443	50,691	38,163	146,637	198,925	209,057
세전이익률		21.7%	15.2%	16.5%	8.3%	22.9%	20.8%	19.2%	14.5%	15.2%	19.3%	19.1%
순이익		37,740	24,102	34,351	6,764	43,107	40,135	36,522	29,430	102,957	149,194	149,173
순이익률		17.3%	10.1%	13.5%	2.7%	17.5%	15.6%	13.8%	11.2%	10.7%	14.5%	13.7%

자료: 하이투자증권

## K-IFRS 별도 요약 재무제표

## 재무상태표

(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	413	455	565	711
현금 및 현금성자산	184	213	311	428
단기금융자산	54	57	60	63
매출채권	95	101	107	124
재고자산	62	67	71	81
비유동자산	593	694	741	791
유형자산	355	398	388	380
무형자산	11	9	8	7
자산총계	1,006	1,149	1,306	1,502
유동부채	253	261	269	282
매입채무	50	53	56	65
단기차입금	121	121	121	121
유동성장기부채	1	1	1	1
비유동부채	19	19	19	19
사채	-	-	-	-
장기차입금	15	15	15	15
부채총계	272	280	288	301
자배주주지분	726	856	1,000	1,176
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	132	132	132	132
이익잉여금	602	734	879	1,057
기타자본항목	-18	-19	-20	-21
비자배주주지분	8	13	19	25
자본총계	734	869	1,019	1,201

## 포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	963	1,031	1,092	1,256
증가율(%)	24.2	7.0	5.9	15.0
매출원가	726	773	819	929
매출총이익	238	258	273	327
판매비와관리비	74	79	82	94
연구개발비	21	23	24	28
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	164	179	191	233
증가율(%)	55.2	9.0	6.9	21.8
영업이익률(%)	17.0	17.3	17.5	18.5
이자수익	10	9	11	13
이자비용	6	5	5	5
지분법이익(손실)	-19	15	20	20
기타영업외손익	-2	2	2	2
세전계속사업이익	147	199	218	262
법인세비용	44	50	54	66
세전계속이익률(%)	15.2	19.3	20.0	20.9
당기순이익	103	149	163	197
순이익률(%)	10.7	14.5	15.0	15.6
지배주주귀속 순이익	100	144	158	190
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	102	148	162	195
지배주주귀속총포괄이익	98	143	157	189

## 현금흐름표

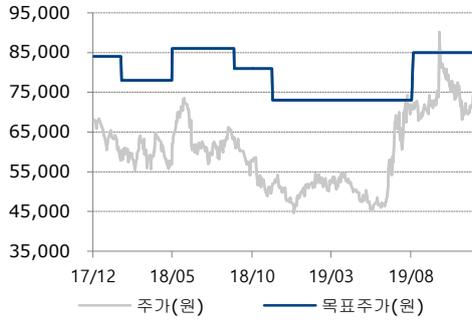
(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	186	334	358	377
당기순이익	103	149	163	197
유형자산감가상각비	47	52	60	58
무형자산상각비	1	2	1	1
지분법관련손실(이익)	-19	15	20	20
투자활동 현금흐름	-202	-174	-129	-130
유형자산의 처분(취득)	-78	-95	-50	-50
무형자산의 처분(취득)	-3	-	-	-
금융상품의 증감	-32	-3	-3	-3
재무활동 현금흐름	-12	-13	-13	-13
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	5	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-12	-13	-13	-13
현금및현금성자산의증감	-26	29	98	117
기초현금및현금성자산	210	184	213	311
기말현금및현금성자산	184	213	311	428

## 주요투자지표

	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	5,918	8,575	9,393	11,296
BPS	42,176	49,951	58,543	69,039
CFPS	8,711	11,647	12,936	14,712
DPS	750	750	750	750
Valuation(배)				
PER	8.0	9.0	8.2	6.8
PBR	1.1	1.5	1.3	1.1
PCR	5.5	6.6	6.0	5.2
EV/EBITDA	3.4	5.2	4.4	3.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	14.9	18.6	17.3	17.7
EBITDA 이익률	22.1	22.5	23.1	23.3
부채비율	37.1	32.2	28.2	25.1
순부채비율	-13.7	-15.3	-22.9	-29.5
매출채권회전율(x)	11.2	10.5	10.5	10.9
재고자산회전율(x)	17.5	16.0	15.9	16.6

자료 : 솔브레인, 하이투자증권 리서치본부

솔브레인  
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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	-27.5%	1.6%
2019-08-19	Buy	85,000	1년	-13.2%	6.1%
2019-12-17	Buy	96,000	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 투자비율 등급 공시 2019-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.2%	8.8%	-