

Company Brief

2020-06-15

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	110,000 원(상향)
증가(2020/06/12)	81,600 원
상승여력	34.8 %

Stock Indicator	
자본금	9십억원
발행주식수	1,740만주
시가총액	1,420 십억원
외국인지분율	25.5%
52 주 주가	46,000~108,100원
60 일평균거래량	305,199주
60 일평균거래대금	22.9 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.9	7.4	8.7	75.1
상대수익률	-0.1	-35.0	-7.3	71.8



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	1,021	1,079	1,240	1,302
영업이익(십억원)	174	194	226	238
순이익(십억원)	119	173	185	196
EPS(원)	6,856	9,923	10,655	11,279
BPS(원)	48,377	57,545	67,445	77,969
PER(배)	12.2	8.2	7.7	7.2
PBR(배)	1.7	1.4	1.2	1.0
ROE(%)	15.1	18.7	17.0	15.5
배당수익률(%)	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	5.6	4.2	3.2	2.4

주: K-IFRS 별도 요약 재무제표

솔브레인홀딩스(036830)

반도체 Capex 의 증가는 필연적

적정주가를 11 만원으로 상향하며 매수 투자 의견 유지

동사 2Q20 실적은 전분기 대비 크게 개선되기 어려울 전망이다. 디스플레이 고객들의 LCD Capa 축소와 가동률 하락에 따라 식각액, 유기재료 매출의 감소가 지속되고 최대 고객사의 Rigid AMOLED 가동률 하락으로 Thin Glass 및 Scribing 매출도 추가 감소할 것으로 보이기 때문이다. 또한 2 차전지 부문에서도 고객들의 재고 조정에 따라 전분기 대비 실적 개선을 기대하기 어려울 것으로 판단된다.

다만 반도체 재료 부문에서는 최대 고객사 시안 2 기 라인의 양산 물량 증가, 팅택 2 기 2 층 DRAM 라인 Flushing 물량에 의한 식각액 출하 증가가 예상된다. 또한 NAND 적층수 증가 및 지르코늄계 신제품 출하 증가에 따라 CVD 재료 매출 역시 개선될 것으로 기대된다.

동사 2Q20 매출과 영업이익은 디스플레이 재료 부문의 부진과 반도체 재료 부문의 개선이 지속되며 전분기와 유사한 2,534 억원과 487 억원 (추정 OPM 19.2%)을 기록할 것으로 추정된다. 상대적으로 이익률이 높은 반도체 재료 부문의 매출 증가에 따라 2Q20 이익률은 전분기에 이어 양호한 수준을 기록할 전망이다.

동사의 올해 매출과 영업이익은 1.08 조원과 1,942 억원 (추정 OPM 18.0%)으로 2015 년 이후의 최고 실적 경신을 이어나갈 것으로 판단된다. 하반기에는 반도체 재료 부문의 실적 증가가 지속되는 가운데 LGD 광우 2 기의 양산이 개시되고 스마트폰용 Rigid AMOLED 출하가 회복됨에 따라 디스플레이 재료 부문의 실적도 점차 개선될 것으로 예상된다. 2Q20 에 잠시 둔화될 2 차전지 재료 부문의 실적 역시 하반기에는 고객사의 재고 정리 완료에 따라 점차 상승할 전망이다.

당사는 동사 주식에 대한 매수 투자 의견을 유지하고 적정주가를 기존의 96,000 원에서 110,000 원으로 상향 조정했다. 이는 향후 동사 실적과 주가에 결정적인 영향을 미칠 고객사들의 신규 Capa 투자가 올해 하반기부터 증가할 가능성이 매우 높은 것으로 판단되기 때문이다.

올해 한국 반도체 업체들의 DRAM, NAND 생산 증가율은 10%, 30% 수준에 불과하고 업계 출하 증가율은 17%와 33%에 이를 전망하므로 올해 중순 이후 DRAM, NAND 재고는 2 주와 3 주까지 축소될 것으로 전망된다. 이러한 경우 한국 반도체 업체들의 내년 DRAM, NAND 출하 증가율은 생산 증가율과 거의 유사하고, 신규 Capa 투자를 크게 늘리지 않을 경우 올해보다 출하 증가율이 더욱 하락해 고객들의 내년 수요 증가에 대응하기 어려울 것으로 보인다.

따라서 Memory 반도체 업체들의 Capex 는 코로나 19 의 악영향이 완화되어 내년 수요 강도에 대한 어느 정도의 확인이 가능한 시점에서 크게 증가할 가능성이 높고 이에 대한 시장의 기대는 동사 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다.

신규 적정주가 110,000 원은 최근 5 개년 간의 연간 고점 P/B 배수들의 평균인 1.9 배를 올해

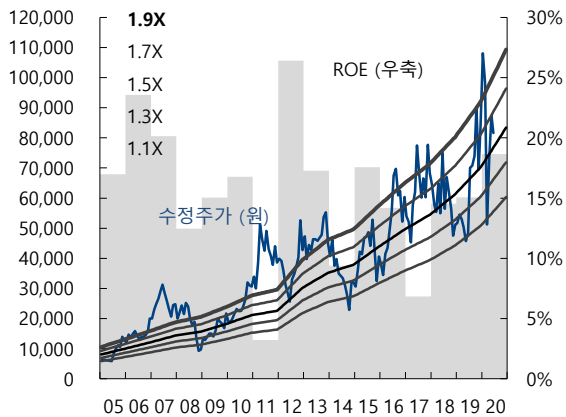
[반도체] 송명섭

(2122-9207) mssong@hi-ib.com

예상 BPS 에 적용하여 도출한 것이며 올해 예상 EPS 에 대해서는 11.3 배에 해당한다.

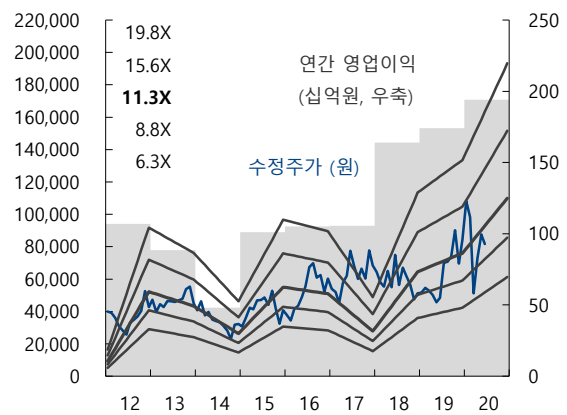
동사 주식은 7 월 중 인적 분할 방식으로 솔브레인홀딩스 (55%)와 솔브레인 (45%)으로 분리되고 주권매매거래정지 기간을 거친 후 8 월 6 일에 변경 상장될 계획이다. 변경 상장 후에는 기업 가치가 저평가되어 있을 사업 회사 솔브레인의 주가 상승 가능성이 높은 것으로 판단된다.

그림1. 솔브레인 연간 ROE와 P/B 밴드



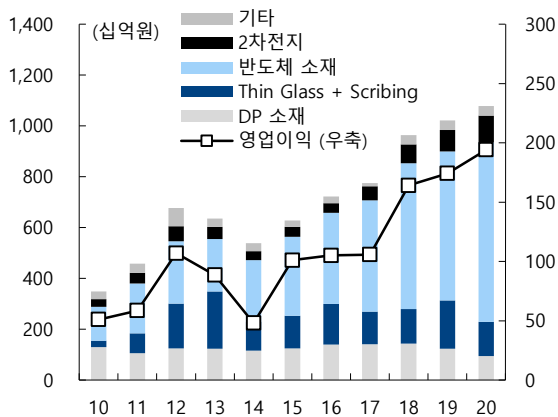
자료: 솔브레인, 하이투자증권

그림2. 솔브레인 연간 영업이익과 P/E 밴드



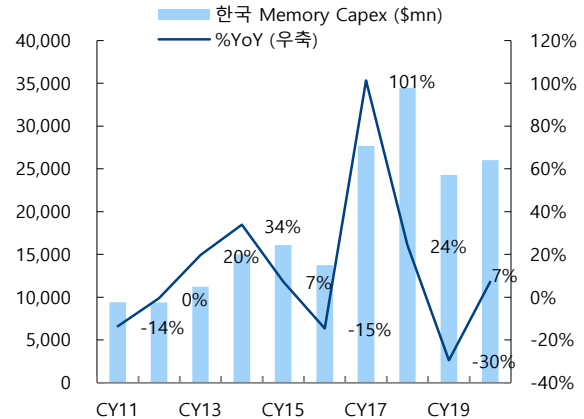
자료: 솔브레인, 하이투자증권

그림3. 솔브레인 연간 부문별 매출 추정



자료: 솔브레인, 하이투자증권

그림4. 한국 Memory 반도체 Capex 및 YoY 증감률 전망



자료: 각사 자료, 하이투자증권

표1. 솔브레인 실적 추정

(백만원)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	FY18	FY19	FY20
Display	Etchant	9,270	8,697	8,634	8,681	6,724	6,387	5,749	5,174	37,345	35,282	24,034
	Thin Glass	12,698	17,728	20,919	14,777	10,325	7,322	10,460	16,735	42,681	66,122	44,841
	유기재료	19,300	19,300	17,370	16,502	14,851	14,109	12,698	12,500	87,340	72,472	54,158
	Scribing + 광학 Film	31,694	39,777	36,778	31,384	24,383	18,408	25,168	37,689	111,535	139,633	105,649
	Sub Total	72,962	85,502	83,701	71,343	56,283	46,226	54,074	72,098	278,901	313,508	228,682
Semi	CVD	8,137	7,271	8,574	10,485	11,307	12,000	12,500	13,000	32,909	34,467	48,807
	Etchant	128,776	123,506	125,886	126,554	136,679	148,679	156,113	163,919	496,240	504,722	605,390
	CMP Slurry	10,926	11,678	12,420	12,150	12,478	13,000	13,500	13,400	45,366	47,174	52,378
	Sub Total	147,839	142,455	146,880	149,188	160,464	173,679	182,113	190,319	574,515	586,362	706,575
Others	2차전지	16,226	18,455	22,970	26,571	26,848	23,000	26,500	28,500	73,448	84,222	104,848
	ND자석	3,874	4,288	2,066	362	2,093	3,500	3,000	2,000	11,887	10,590	10,593
	기타	5,947	5,991	8,449	6,262	6,907	7,000	8,000	6,000	24,673	26,649	27,907
	Sub Total	26,047	28,734	33,485	33,195	35,848	33,500	37,500	36,500	110,008	121,461	143,348
총매출액		246,848	256,691	264,066	253,726	252,595	253,405	273,687	298,917	963,424	1,021,331	1,078,604
영업이익		43,060	45,810	50,249	35,065	48,176	48,654	53,095	44,240	164,072	174,184	194,165
영업이익률		17.4%	17.8%	19.0%	13.8%	19.1%	19.2%	19.4%	14.8%	17.0%	17.1%	18.0%
세전이익		56,628	53,443	50,691	10,996	81,419	60,603	57,861	30,310	146,637	171,758	230,192
세전이익률		22.9%	20.8%	19.2%	4.3%	32.2%	23.9%	21.1%	10.1%	15.2%	16.8%	21.3%
순이익		43,107	40,135	36,522	-474	60,653	48,342	45,600	18,049	102,957	119,291	172,644
순이익률		17.5%	15.6%	13.8%	-0.2%	24.0%	19.1%	16.7%	6.0%	10.7%	11.7%	16.0%

자료: 하이투자증권

K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	538	705	892	1,092
현금 및 현금성자산	346	519	688	881
단기금융자산	19	7	2	1
매출채권	91	96	110	115
재고자산	66	70	80	84
비유동자산	622	635	649	665
유형자산	399	391	385	380
무형자산	6	5	4	4
자산총계	1,159	1,340	1,542	1,758
유동부채	302	323	353	386
매입채무	42	44	51	54
단기차입금	149	149	149	149
유동성장기부채	11	11	11	11
비유동부채	15	15	15	15
사채	-	-	-	-
장기차입금	10	10	10	10
부채총계	318	338	368	401
자배주지분	831	988	1,157	1,337
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	132	132	132	132
이익잉여금	707	862	1,030	1,209
기타자본항목	-16	-15	-14	-13
비자배주지분	10	13	17	20
자본총계	842	1,001	1,173	1,357

현금흐름표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	195	416	420	447
당기순이익	119	173	185	196
유형자산감가상각비	51	58	56	55
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	15	21	21	21
투자활동 현금흐름	-44	-53	-61	-63
유형자산의 처분(취득)	-100	-50	-50	-50
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	35	12	4	2
재무활동 현금흐름	14	-16	-16	-16
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	28	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-13	-14	-14	-14
현금및현금성자산의증감	162	173	169	193
기초현금및현금성자산	184	346	519	688
기말현금및현금성자산	346	519	688	881

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,021	1,079	1,240	1,302
증가율(%)	6.0	5.6	15.0	5.0
매출원가	766	800	918	964
매출총이익	255	278	322	339
판매비와관리비	81	84	96	101
연구개발비	20	21	24	25
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	174	194	226	238
증가율(%)	6.2	11.5	16.5	5.1
영업이익률(%)	17.1	18.0	18.2	18.2
이자수익	12	29	16	19
이자비용	10	8	8	8
지분법이익(손실)	15	21	21	21
기타영업외손익	-20	-7	-8	-8
세전계속사업이익	172	230	247	262
법인세비용	52	58	62	65
세전계속이익률(%)	16.8	21.3	19.9	20.1
당기순이익	119	173	185	196
순이익률(%)	11.7	16.0	14.9	15.1
지배주주귀속 순이익	117	170	182	193
기타포괄이익	1	1	1	1
총포괄이익	121	174	187	197
지배주주귀속총포괄이익	118	171	183	194

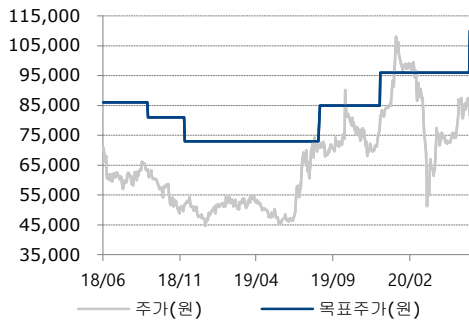
주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	6,856	9,923	10,655	11,279
BPS	48,377	57,545	67,445	77,969
CFPS	9,851	13,297	13,936	14,485
DPS	850	850	850	850
Valuation(배)				
PER	12.2	8.2	7.7	7.2
PBR	1.7	1.4	1.2	1.0
PCR	8.5	6.1	5.9	5.6
EV/EBITDA	5.6	4.2	3.2	2.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	15.1	18.7	17.0	15.5
EBITDA 이익률	22.2	23.4	22.8	22.5
부채비율	37.8	33.8	31.4	29.6
순부채비율	-23.3	-35.6	-44.4	-52.6
매출채권회전율(x)	11.0	11.6	12.1	11.6
재고자산회전율(x)	15.9	15.9	16.5	15.8

자료 : 솔브레인홀딩스, 하이투자증권 리서치본부

솔브레인홀딩스

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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	-13.0%	12.6%
2020-06-15	Buy	110,000	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 종가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

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

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

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자자의견 비율(%)	91.6%	8.4%	-