

# 솔브레인(036830.KQ)

**안정적인 실적 성장이 장점**

**매수(신규)**

현재주가(11/27) 52,600원  
 목표주가(12M) 64,000원

■ 반도체/디스플레이/2차전지 소재 업체

솔브레인은 반도체/디스플레이/2차전지 소재를 생산하고 있음. 주요 고객사로는 삼성전자, SK하이닉스, 삼성디스플레이, LG디스플레이, 삼성SDI 등을 보유하고 있으며, 18년 3분기 누적 실적 기준 사업부별 매출 비중은 반도체 59%, 디스플레이 31%, 2차전지 및 기타 10% 수준

■ 19년에도 안정적인 실적은 지속될 전망

최근 솔브레인 주가는 NAND 시장의 업황 둔화 및 고선택비 인산 시장 내 신규 경쟁사 진입 우려로 반도체 소재업체들 가운데 주가 하락폭이 상대적으로 높았음. 다만, ①NAND 평가 하락세 지속에 대한 우려에도 불구하고, 주요 고객사들의 소재 사용량은 계절적으로 회복될 것으로 예상하고, ②신규 경쟁사의 실질적 진입 가능 시점은 2020년도 될 것이며, ③19년 스마트폰 세트업체들의 FOD 도입에 따른 Rigid OLED 패널 수요 확대가 전망되어 19년에도 안정적인 실적 성장이 지속될 것으로 판단. 19년 실적은 매출액 1조원(+6%YoY), 영업이익 1,828억원(+9%YoY)를 기록할 것으로 전망

■ 투자 의견 매수, 목표주가 6.4만원으로 커버리지 개시

솔브레인에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 6.4만원으로 커버리지 개시. 목표주가 6.4만원은 19년 예상 EPS 7,690원에 국내 소재업체들의 19년 평균 PER 9.8배 대비 15% 할인을 적용한 8.35배를 적용하여 산출. 할인을 적용한 주요 원인은 인산계 Etchant 시장 내 경쟁사 진입에 대한 우려가 상존하고 있기 때문

**Key Data**

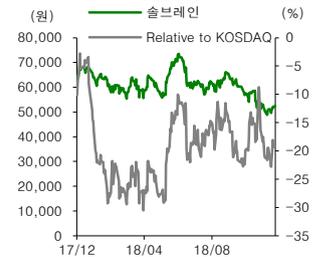
(기준일: 2018. 11. 27)

KOSPI(pt)	2099.42
KOSDAQ(pt)	700.67
액면가(원)	500
시가총액(억원)	9,151
발행주식수(천주)	17,398
평균거래량(3M, 주)	70,743
평균거래대금(3M, 백만원)	3,608
52주 최고/최저	73,500 / 48,850
52주 일간Beta	0.4
배당수익률(18F, %)	1.3
외국인지분율(%)	28.4
주요주주 지분율(%)	
정지완 외 7인	43.5

**Company Performance**

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.9	-17.4	-24.9	-23.2
KOSDAQ대비상대수익률	-3.5	-5.6	-6.9	-13.1

**Company vs KOSDAQ composite**



결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	722.5	775.6	948.7	1,003.7	1,104.0
영업이익(십억원)	105.1	105.7	167.7	182.8	211.3
세전순이익(십억원)	99.8	66.8	159.2	181.5	209.5
지배순이익(십억원)	74.8	41.2	117.3	133.8	154.4
EPS(원)	4,514	2,467	6,745	7,690	8,876
증감률(%)	-7.5	-45.4	173.4	14.0	15.4
ROE(%)	14.2	6.8	16.8	16.5	16.4
PER(배)	13.4	27.4	7.8	6.8	5.9
PBR(배)	1.8	1.8	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	6.6	6.9	3.4	3.3	2.5

도표 1. 솔브레인 실적 추이 및 전망(별도 기준)

(단위: 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018F	2019F
매출액	디스플레이	43.5	46.7	50.3	46.2	44.9	47.3	49.3	46.4	186.7	187.8
	반도체	121.9	127.6	139.3	135.1	132.6	138.6	149.5	140.8	524.0	561.6
	기타	16.8	19.0	21.0	19.0	21.1	21.7	22.2	21.6	75.9	86.7
	합계	182.2	193.4	210.6	200.3	198.6	207.6	221.1	208.8	786.5	836.1
매출비중	LCD	24%	24%	24%	23%	23%	23%	22%	22%	24%	22%
	반도체	67%	66%	66%	67%	67%	67%	68%	67%	67%	67%
	기타	9%	10%	10%	10%	11%	10%	10%	10%	10%	10%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
영업이익		30.0	34.8	38.8	30.0	34.2	39.0	42.4	31.3	133.6	146.9
영업이익률		16%	18%	18%	15%	17%	19%	19%	15%	17%	18%

자료 : 신영증권 리서치센터

도표 2. 솔브레인 실적 추이 및 전망(연결 기준)

(단위: 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018F	2019F
매출액	디스플레이	43.5	46.7	50.3	46.2	44.9	47.3	49.3	46.4	295.3	304.5
	반도체	121.9	127.6	139.3	135.1	132.6	138.6	149.5	140.8	563.7	599.4
	기타	16.8	19.0	21.0	19.0	21.1	21.7	22.2	21.6	89.7	99.8
	합계	182.2	193.4	210.6	200.3	198.6	207.6	221.1	208.8	948.7	1,003.7
QoQ	디스플레이	4%	12%	6%	-9%	-1%	6%	4%	-6%		
	반도체	8%	5%	7%	-2%	-3%	5%	9%	-6%		
	기타	3%	29%	7%	-25%	25%	3%	4%	-13%		
	합계	6%	9%	7%	-7%	0%	5%	7%	-7%		
YoY	디스플레이	-10%	11%	23%	13%	8%	2%	0%	3%	9%	3%
	반도체	37%	36%	25%	19%	7%	6%	8%	4%	29%	6%
	기타	43%	65%	40%	6%	29%	3%	1%	18%	37%	11%
	합계	19%	29%	26%	16%	9%	5%	5%	5%	22%	6%
매출비중	디스플레이	31%	32%	31%	31%	30%	31%	30%	30%	31%	30%
	반도체	60%	58%	58%	61%	59%	59%	60%	60%	59%	60%
	기타	9%	10%	10%	8%	10%	10%	10%	9%	9%	10%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
영업이익		37.9	43.2	46.8	39.7	43.2	47.1	51.0	41.5	167.7	182.8
영업이익률		17%	18%	18%	17%	18%	19%	19%	17%	18%	18%
QoQ		50%	14%	8%	-15%	9%	9%	8%	-18%		
YoY		44%	75%	59%	57%	14%	9%	9%	5%	59%	9%

자료 : 신영증권 리서치센터

도표 3. 솔브레인 목표주가 산출 내역

구분	가치	비고
19년 예상 순이익 (십억원)	133.8	
유통주식수	17,398,271	
19년 EPS (원)	7,690	
Target PER (X)	8.35	19년 소재업체 평균 대비 15% 할인(도표 4)
적정주가 (원)	64,221	
목표주가 (원)	64,000	
현재주가(원)	52,600	
Upside (%)	22%	

자료 : 신영증권 리서치센터

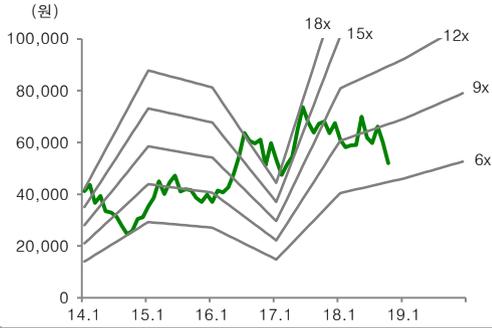
도표 4. 반도체/디스플레이 소재업체들의 Peer Valuation

(단위 : 십억원)

		솔브레인	한솔케미칼	SK머티리얼즈	후성	이엔에프테크	평균
Coverage		Coverage	Coverage				
투자의견		매수	매수				
목표주가		64,000	110,000				
주가 (원)	11/26	52,100	79,500	161,700	8,000	12,250	
매출액	2017A	775.6	521.6	512.3	248.8	387.0	
	2018F	948.7	541.0	679.0	281.8	421.6	
	2019F	1,003.7	602.4	824.7	360.7	469.8	
영업이익	2017A	105.7	79.2	147.7	35.5	45.3	
	2018F	167.7	104.1	180.4	47.1	35.8	
	2019F	182.8	127.5	233.7	74.1	49.4	
순이익	2017A	41.2	54.3	101.9	29.5	27.8	
	2018F	117.3	73.7	118.8	36.2	30.0	
	2019F	133.8	86.8	158.4	58.3	42.0	
EPS	2017A	2,467	4,804	10.1	0.3	1.8	
	2018F	6,745	6,526	11.6	0.4	2.1	
	2019F	7,690	7,685	15.4	0.6	2.9	
ROE (%)	2017A	6.8	18.0	31.6	15.5	13.0	20.1
	2018F	16.8	21.1	28.8	18.1	15.1	20.6
	2019F	16.5	21.0	31.5	23.9	17.6	24.3
P/E (X)	2017A	27.4	15.1	14.2	28.0	5.5	15.9
	2018F	7.8	12.2	14.0	20.4	5.7	13.4
	2019F	6.8	10.3	10.5	12.7	4.2	9.1
P/B (X)	2017A	1.8	2.5	4.4	3.6	0.8	3.0
	2018F	1.2	2.5	3.5	3.5	0.8	2.6
	2019F	1.0	2.1	2.8	2.7	0.7	2.1

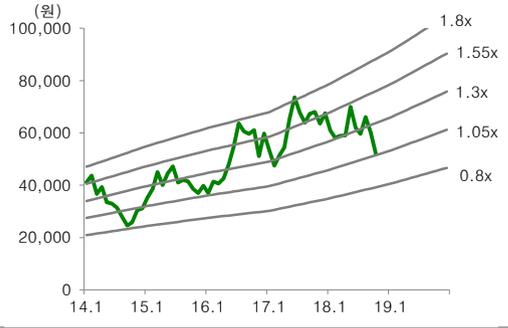
자료 : FnGuide, Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 5. 솔브레인 PBR 밴드 추이



자료 : 신영증권 리서치센터

도표 6. 솔브레인 PBR 밴드 추이



자료 : 신영증권 리서치센터

솔브레인(036830.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	722.5	775.6	948.7	1,003.7	1,104.0
증가율(%)	15.1	7.3	22.3	5.8	10.0
매출원가	549.5	604.4	705.9	741.3	808.0
원가율(%)	76.1	77.9	74.4	73.9	73.2
매출총이익	173.0	171.2	242.7	262.4	296.1
매출총이익률(%)	23.9	22.1	25.6	26.1	26.8
판매비와 관리비 등	67.9	65.5	75.1	79.6	84.7
판매비율(%)	9.4	8.4	7.9	7.9	7.7
영업이익	105.1	105.7	167.7	182.8	211.3
증가율(%)	4.0	0.6	58.7	9.0	15.6
영업이익률(%)	14.5	13.6	17.7	18.2	19.1
EBITDA	154.3	156.6	213.6	228.5	256.8
EBITDA마진(%)	21.4	20.2	22.5	22.8	23.3
순금융손익	-0.6	-13.9	-1.3	2.1	3.0
이자손익	-1.3	-1.2	0.1	3.1	5.6
외화관련손익	1.4	-12.9	-1.5	-1.0	-2.6
기타영업외손익	-1.0	-18.4	-12.8	-9.0	-10.5
총속및관계기업 관련손익	-3.7	-6.7	5.6	5.6	5.6
법인세차감전계속사업이익	99.8	66.8	159.2	181.5	209.5
계속사업손익법인세비용	25.3	23.7	38.2	43.6	50.3
세후중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	74.5	43.1	121.0	137.9	159.2
증가율(%)	-7.6	-42.1	180.7	14.0	15.4
순이익률(%)	10.3	5.6	12.8	13.7	14.4
지배주주지분 당기순이익	74.8	41.2	117.3	133.8	154.4
증가율(%)	-7.3	-44.9	184.7	14.1	15.4
기타포괄이익	-1.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
총포괄이익	73.4	42.8	120.7	137.6	158.9

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외수익/비용 항목은 제외됨

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	141.9	112.7	146.2	28.2	172.4
당기순이익	74.5	43.1	121.0	137.9	159.2
현금유출이없는비용및수익	81.8	105.5	79.8	81.6	87.1
유형자산감가상각비	47.7	49.4	44.4	44.5	44.4
무형자산상각비	1.4	1.5	1.5	1.2	1.0
영업활동관련자산부채변동	18.6	-12.6	-16.5	-150.8	-29.3
매출채권의감소(증가)	-5.6	1.2	-16.2	-5.7	-10.1
재고자산의감소(증가)	-10.3	-6.2	-7.4	-145.6	-20.1
매입채무의증가(감소)	14.4	-0.8	13.1	8.6	11.5
투자활동으로인한현금흐름	-76.9	-47.5	-68.4	-67.5	-53.5
투자자산의 감소(증가)	41.7	8.2	-0.5	-0.5	-0.5
유형자산의 감소	0.6	0.2	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-53.9	-33.7	-45.0	-44.0	-30.0
단기금융자산의감소(증가)	-11.0	-1.2	-1.3	-1.3	-1.4
재무활동으로인한현금흐름	-15.4	17.7	-26.9	78.2	-21.8
장기차입금의증가(감소)	-7.4	-28.1	0.0	0.0	0.0
사채의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	100.0	0.0
자본의증가(감소)	0.0	55.6	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	2.3	-10.6	19.8	20.3	18.7
현금의 증가	51.9	72.3	70.8	59.3	115.7
기초현금	86.1	138.0	210.3	281.1	340.3
기말현금	138.0	210.3	281.1	340.3	456.0

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	292.2	377.5	479.2	699.2	857.1
현금및현금성자산	138.0	210.3	281.1	340.3	456.0
매출채권 및 기타채권	75.8	77.6	93.7	99.5	109.6
재고자산	42.4	47.7	55.1	200.7	220.8
비유동자산	537.2	518.5	523.7	528.1	518.7
유형자산	327.8	309.2	309.8	309.3	294.8
무형자산	13.3	9.3	7.8	6.6	5.6
투자자산	146.1	143.8	149.9	156.0	162.2
기타 금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	829.4	895.9	1,002.9	1,227.2	1,375.8
유동부채	242.6	232.8	230.9	229.5	231.0
단기차입금	150.1	128.8	113.8	103.8	93.8
매입채무및기타채무	79.2	85.4	98.5	107.1	118.6
유동성장기부채	0.8	0.2	0.2	0.2	0.2
비유동부채	25.9	13.3	13.3	113.3	113.3
사채	0.0	0.0	0.0	100.0	100.0
장기차입금	16.8	5.8	5.8	5.8	5.8
기타 금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	268.4	246.1	244.2	342.7	344.2
지배주주지분	558.4	645.0	750.2	871.9	1,014.2
자본금	8.3	8.7	8.7	8.7	8.7
자본잉여금	76.9	132.1	132.1	132.1	132.1
기타포괄이익누계액	2.4	2.1	1.8	1.5	1.1
이익잉여금	482.6	514.0	619.5	741.5	884.1
비지배주주지분	2.6	4.9	8.5	12.6	17.4
자본총계	561.0	649.9	758.7	884.5	1,031.6
총차입금	168.6	135.4	120.4	210.4	208.4
순차입금	9.3	-97.4	-184.5	-155.1	-282.2

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Per Share (원)					
EPS	4,514	2,467	6,745	7,690	8,876
BPS	34,416	37,744	43,791	50,784	58,962
DPS	610	700	700	700	700
Multiples (배)					
PER	13.4	27.4	7.6	6.8	5.9
PBR	1.8	1.8	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.6	6.9	3.4	3.3	2.5
Financial Ratio					
12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-7.5%	-45.4%	173.4%	14.0%	15.4%
EBITDA(발표기준) 증가율	7.6%	1.5%	36.4%	7.0%	12.4%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	14.1%	7.1%	17.2%	16.8%	16.6%
ROE(지배순이익 기준)	14.2%	6.8%	16.8%	16.5%	16.4%
ROIC	20.6%	16.9%	34.5%	30.7%	30.1%
WACC	8.3%	8.6%	8.5%	7.9%	8.0%
안전성(%)					
부채비율	47.8%	37.9%	32.2%	38.8%	33.4%
순차입금비율	1.7%	-15.0%	-24.3%	-17.5%	-27.4%
이자보상배율	29.4	25.8	46.0	43.4	52.7