

솔브레인 (036830) - Buy(유지), TP 75,000원(하향)

안정적인 사업 포트폴리오

- 2019년 매출액 1조526억원(+9.6% YoY), 영업이익 1,715억원(+0.9% YoY) 추정
 - 반도체 소재: 매출액 6,543억원(+15.2% YoY) 추정. 전방 Capa 증설 지연에도 불구하고, 주요 고객사 내 M/S 확대와 Precursor 등 제품 다변화로 외형 성장세 지속 전망
 - Display: 매출액 2,956억원(-1.3% YoY) 추정. Display 업황 악화에도 불구하고 중국향 TG 수요 확대와 Display 필름 등 사업 다각화로 전년 수준 매출 유지 전망
- 전방 산업 수요 약세와 증설 지연 악재에도 불구하고, 중장기 외형 성장 가능한 업체. 주요 Fab 가동률 하락으로 1H19 외형 성장은 둔화되었지만, 제품과 사업 다각화 수혜로 2H19부터 실적 회복세 전망
- 동사 주가는 고점 대비 -35% 하락, 현재 2019E PER 6.5x 수준. Valuation은 매력적이거나, 전방 산업センチ먼트 회복 없이 본격적인 동사 주가 상승을 논하기 어려운 상황
- 실적과 Valuation 조정으로 목표주가 75,000원(2019E EPS 12x→10x)으로 하향, 투자의견 Buy 유지

Quarterly Earnings

(단위: 십억원, %, 배)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	723	776	960	1,053	1,158	1,274	1,401
영업이익	105	106	170	171	187	205	224
EBITDA	154	157	218	221	240	260	282
순이익	75	43	124	133	145	159	179
순차입금	9	(97)	(111)	(206)	(306)	(414)	(531)
매출증가율	15.1	7.3	23.8	9.6	10.0	10.0	10.0
영업이익률	14.6	13.6	17.7	16.3	16.2	16.1	16.0
순이익률	10.3	5.6	12.9	12.6	12.6	12.5	12.7
EPS증가율	(7.5)	(45.2)	182.2	9.7	9.3	9.6	12.1
ROE	14.2	7.2	17.8	16.4	15.6	14.9	14.6

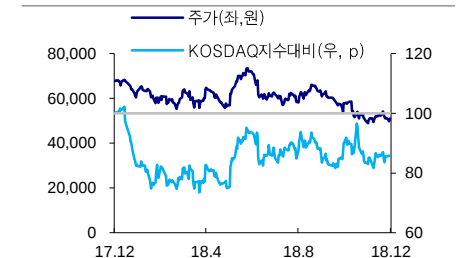
Stock Information

현재가 (12/13)	49,900원
예상 주가상승률	50.3%
시가총액	8,682억원
비중(KOSDAQ내)	0.39%
발행주식수	17,398천주
52주 최저가 / 최고가	48,850 - 73,500원
3개월 일평균거래대금	32억원
외국인 지분율	28.8%
주요주주지분율(%)	
정지완 (외 7인)	43.5
솔브레인 자사주 펀드	3.0

	2017	2018E	2019E
PER	27.3	7.2	6.5
PBR	1.8	1.2	1.0
EV/EBITDA	6.9	3.5	3.0
배당수익률	1.0	1.7	2.0

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	2.1	(30.7)	(26.4)	(26.1)
KOSDAQ대비상대수익률	0.5	(8.6)	(14.7)	(11.5)

Price Trend

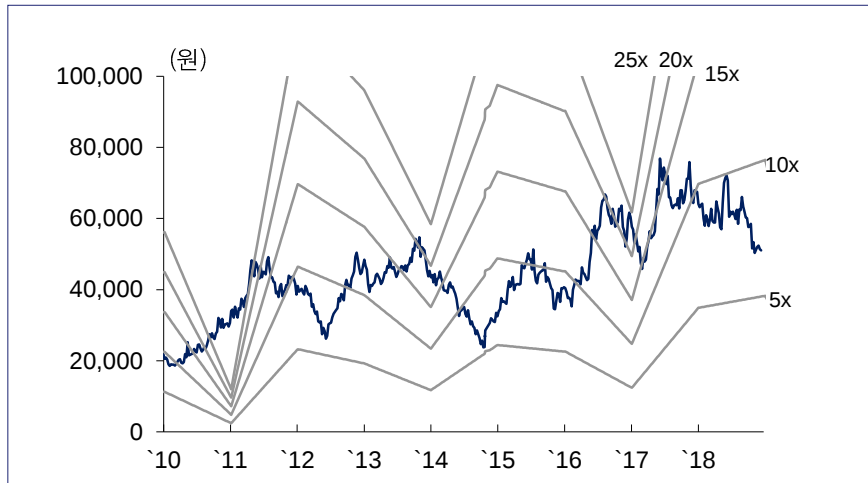


솔브레인 (036830)

사업 부문별 실적 추정

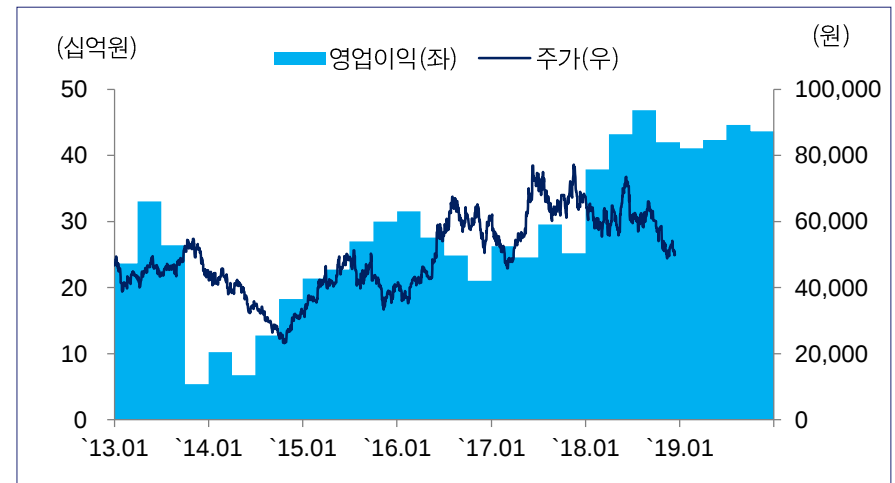
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016A	2017A	2018E	2019E
매출액																
Total	183.7	184.4	202.3	205.2	217.7	238.3	254.9	249.0	246.7	259.2	273.4	273.2	722.5	775.6	959.9	1,052.6
반도체	95.7	101.4	118.9	122.1	131.4	138.4	148.7	149.3	150.0	159.3	170.1	174.9	357.9	438.1	567.8	654.3
Etchant	80.0	84.9	101.1	104.3	112.9	119.7	127.8	128.5	129.1	136.9	145.5	150.2	292.3	370.3	489.0	561.7
Precursor	6.7	7.0	8.4	7.9	7.9	7.7	9.0	8.8	8.9	9.7	10.9	11.0	27.9	30.0	33.3	40.4
CMP Slurry	9.1	9.5	9.4	9.8	10.6	11.0	11.9	12.0	12.0	12.7	13.7	13.7	37.7	37.8	45.6	52.2
Display	74.4	67.7	64.7	64.5	67.3	75.3	79.8	77.1	73.2	73.9	74.7	73.8	299.3	271.2	299.5	295.6
Etchant	12.3	12.7	13.3	13.0	12.2	13.5	14.4	14.4	13.5	13.3	13.4	13.3	47.9	51.3	54.6	53.5
Organic Materials	19.7	19.4	19.8	18.7	17.9	19.1	19.0	18.6	17.3	17.3	17.3	17.3	78.1	77.7	74.5	69.3
Thin glass & Others	42.3	35.7	31.5	32.8	37.2	42.7	46.4	44.1	42.4	43.2	44.1	43.2	173.3	142.3	170.4	172.8
2차전지	12.2	14.0	15.1	13.8	16.4	19.7	19.9	18.6	18.9	21.3	21.5	20.1	38.8	55.1	74.6	81.8
기타	1.4	1.2	3.7	4.8	2.6	4.8	6.5	3.9	4.7	4.8	7.0	4.3	26.4	11.1	17.9	20.9
영업이익																
Total	26.3	24.6	29.6	25.2	37.9	43.2	46.8	42.0	41.1	42.3	44.6	43.7	105.0	105.6	169.9	171.6
OPM	14.3%	13.3%	14.6%	12.3%	17.4%	18.1%	18.4%	16.9%	16.6%	16.3%	16.3%	16.0%	14.5%	13.6%	17.7%	16.3%

12M Forward PER



Source: 솔브레인, KTB투자증권

최근 5년 주가 및 영업이익 추이



Source: 솔브레인, KTB투자증권

재무제표 K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	292.2	377.5	384.6	474.0	570.9
현금성자산	159.3	232.9	214.6	289.1	369.4
매출채권	75.2	77.2	92.6	101.6	111.7
재고자산	42.4	47.7	54.5	59.8	65.8
비유동자산	537.2	518.5	598.3	616.1	637.2
투자자산	196.2	200.0	276.8	288.1	299.8
유형자산	327.8	309.2	313.0	320.0	329.9
무형자산	13.3	9.3	8.5	8.0	7.5
자산총계	829.4	895.9	983.0	1,090.1	1,208.0
유동부채	242.6	232.8	210.9	199.5	189.1
매입채무	59.1	65.4	85.1	93.4	102.8
유동성이자부채	151.2	129.3	97.8	77.8	57.8
비유동부채	25.9	13.3	12.5	12.7	13.0
비유동이자부채	17.5	6.2	5.3	5.3	5.3
부채총계	268.4	246.1	223.4	212.2	202.1
자본금	8.3	8.7	8.7	8.7	8.7
자본잉여금	76.9	132.1	132.1	132.1	132.1
이익잉여금	482.6	514.0	624.2	742.4	870.5
자본조정	(9.5)	(9.8)	(13.1)	(13.1)	(13.1)
자기주식	(11.7)	(11.7)	(11.7)	(11.7)	(11.7)
자본총계	561.0	649.9	759.6	877.8	1,005.9
투하자본	432.7	411.1	495.9	513.4	534.8
순차입금	9.3	(97.4)	(111.4)	(206.0)	(306.3)
ROA	9.5	5.0	13.2	12.8	12.7
ROE	14.2	7.2	17.8	16.4	15.6
ROIC	19.1	16.2	28.4	25.5	26.8

현금흐름표

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	141.9	112.7	177.6	170.7	185.4
당기순이익	99.8	66.8	153.7	133.1	145.4
자산상각비	49.1	50.9	48.5	49.6	52.6
운전자본증감	18.6	(12.6)	(16.1)	(6.2)	(7.0)
매출채권감소(증가)	(5.6)	1.2	(13.7)	(9.0)	(10.2)
재고자산감소(증가)	(10.3)	(6.2)	(7.5)	(5.3)	(6.0)
매입채무증가(감소)	14.4	(0.8)	2.9	8.3	9.3
투자현금	(76.9)	(47.5)	(191.4)	(63.8)	(77.4)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(14.4)	(2.4)	(9.7)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(1.5)	(0.2)	(0.4)
설비투자	(53.9)	(33.7)	(61.8)	(55.0)	(60.8)
유무형자산감소	0.8	(0.3)	(0.8)	(1.1)	(1.2)
재무현금	(15.4)	17.7	(45.1)	(34.8)	(37.4)
차입금증가	(7.4)	(28.1)	(33.2)	(20.0)	(20.0)
자본증가	(8.1)	45.8	(11.9)	(14.8)	(17.4)
배당금지급	8.1	9.8	11.9	14.8	17.4
현금 증감	51.9	72.3	(55.8)	72.1	70.6
총현금 흐름	156.3	148.6	211.2	176.9	192.3
(-) 운전자본증가(감소)	1.8	(0.4)	15.9	6.2	7.0
(-) 설비투자	53.9	33.7	61.8	55.0	60.8
(+) 자산매각	0.8	(0.3)	(0.8)	(1.1)	(1.2)
Free Cash Flow	98.1	88.6	3.7	106.9	108.0
(-) 기타투자	0.0	0.0	1.5	0.2	0.4
잉여현금	98.1	88.6	2.2	106.8	107.6

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출	722.5	775.6	959.9	1,052.6	1,157.8
증가율 (Y-Y,%)	15.1	7.3	23.8	9.6	10.0
영업이익	105.1	105.7	169.9	171.5	187.4
증가율 (Y-Y,%)	4.0	0.5	60.7	0.9	9.3
EBITDA	154.3	156.6	218.3	221.0	240.1
영업외손익	(5.3)	(38.9)	(6.2)	6.0	6.5
순이자수익	(1.2)	(1.2)	(2.1)	2.0	3.0
외환관련손익	1.7	(20.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(3.7)	(6.7)	(6.8)	6.0	6.0
세전계속사업손익	99.8	66.8	163.6	177.4	193.9
당기순이익	74.5	43.1	124.1	133.1	145.4
지배기업당기순이익	74.8	41.2	121.3	133.1	145.4
증가율 (Y-Y,%)	(7.5)	(42.2)	188.1	7.2	9.3
NOPLAT	78.5	68.2	128.9	128.6	140.6
(+) Dep	49.1	50.9	48.5	49.6	52.6
(-) 운전자본투자	1.8	(0.4)	15.9	6.2	7.0
(-) Capex	53.9	33.7	61.8	55.0	60.8
OpFCF	71.9	85.8	99.7	117.0	125.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출증가율(3Yr)	4.4	12.9	15.2	13.4	14.3
영업이익증가율(3Yr)	5.9	30.1	18.9	17.7	21.0
EBITDA증가율(3Yr)	8.1	21.5	15.0	12.7	15.3
순이익증가율(3Yr)	6.3	5.8	15.5	21.3	50.0
영업이익률(%)	14.6	13.6	17.7	16.3	16.2
EBITDA마진(%)	21.4	20.2	22.7	21.0	20.7
순이익률(%)	10.3	5.6	12.9	12.6	12.6

주요투자지표

(단위:원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	4,514	2,471	6,974	7,648	8,359
BPS	32,909	36,537	42,728	49,554	56,941
DPS	610	700	850	1,000	1,000
Multiples(x, %)					
PER	13.4	27.3	7.2	6.5	6.0
PBR	1.8	1.8	1.2	1.0	0.9
EV/ EBITDA	6.5	6.9	3.5	3.0	2.3
배당수익률	1.0	1.0	1.7	2.0	2.0
PCR	6.4	7.6	4.1	4.9	4.5
PSR	1.4	1.5	0.9	0.8	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	47.8	37.9	29.4	24.2	20.1
Net debt/Equity	1.7	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	6.0	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	120.4	162.1	182.4	237.6	301.9
이자보상배율	87.7	88.9	82.4	n/a	n/a
이자비용/매출	0.5	0.5	0.3	0.2	0.2
자산구조					
투자자본(%)	54.9	48.7	50.2	47.1	44.4
현금+투자자산(%)	45.1	51.3	49.8	52.9	55.6
자본구조					
차입금(%)	23.1	17.2	12.0	8.7	5.9
자기자본(%)	76.9	82.8	88.0	91.3	94.1