

솔브레인 (036830)

19년에도 성장 가능

매수 (유지)

주가 (1월 24일) 49,750 원
 목표주가 65,000 원 (하향)
 상승여력 30.7%

김현욱 ☎ (02) 3772-1545
 ✉ hyunwook.kim@shinhan.com

최도연 ☎ (02) 3772-1558
 ✉ doyeon@shinhan.com

KOSPI	2,145.03p
KOSDAQ	704.41p
시가총액	865.6 십억원
액면가	500 원
발행주식수	17.4 백만주
유통주식수	9.3 백만주(53.5%)
52 주 최고가/최저가	73,500 원/44,650 원
일평균 거래량 (60 일)	47,761 주
일평균 거래액 (60 일)	2,400 백만원
외국인 지분율	29.91%
주요주주	정지완 외 7 인 43.48%
절대수익률	3 개월 -8.5%
	6 개월 -13.0%
	12 개월 -21.3%
KOSDAQ 대비	3 개월 -9.2%
상대수익률	6 개월 -6.0%
	12 개월 0.0%

- ◆ 4Q18: 반도체 건조, TG 급감
- ◆ 우려와 기대가 공존하는 2019년 반도체 소재
- ◆ 목표주가 65,000원으로 7% 하향, 그러나 투자의견 '매수' 유지

4Q18: 반도체 건조, TG 부진

18년 4분기 실적은 매출액 2,484억원(+21%, 이하 YoY), 영업이익 416억원(+65%)을 기록할 전망이다. 반도체는 매출액 1,532억원(+25%)으로 QoQ 성장폭이 감소(3Q18 7% → 4Q18 3%)하겠지만 신규 공장을 중심으로 공급 확대를 지속하며 건조한 실적이 예상된다. TG는 3분기부터 높아진 광학 필름 매출에도 불구하고 주요 고객사의 일시적인 Rigid OLED 가동률 하락으로 매출액 375억원(+14%)을 기록하며 QoQ 19% 감소할 전망이다.

우려와 기대가 공존하는 19년 반도체 소재

19년 매출액 1.03조원(+7.8%), 영업이익 1,852억원(+9.2%)이 예상된다. 미중 무역 갈등과 스마트폰 시장 정체, 서버 메모리 수요 감소 등으로 19년 주요 고객사들의 반도체 신규 장비 발주가 18년 대비 감소할 전망이다. 이를 보수적으로 판단하여 19년 반도체 사업부의 매출 성장폭을 기존 예상치(16%)를 하회하는 12%로 전망한다. 다만 1분기 말부터 신규 고마진 제품 공급이 시작되면서 반도체 사업부의 장기적인 수익성 개선 효과가 기대된다.

현재 주가는 18년 6월 이후 32% 하락했다. PER 6.8배, PBR 1.0배로 15년 초 이후 저점 수준이다. 업황에 대한 우려가 대부분 반영됐다고 판단한다. 추가적인 주가 하락은 제한적일 것으로 예상한다.

목표주가 65,000원으로 7% 하향, 그러나 투자의견 '매수' 유지

매크로 이슈에 따른 IT 수요 둔화 우려로 글로벌 Peer의 19F PER이 9.2배로 하락(기존 10.2배)함에 따라 목표주가를 7% 하향한다. 다만 기존 투자포인트인 ① 습식 식각액 시장에서의 독점적 지위와 ② 19F PER 7.0배로 밸류에이션 매력 부각, ③ 신성장 동력(19년 고마진 반도체 제품과 20년 전기차향 2차 전지 전해액) 등이 유효함에 따라 투자의견 매수를 유지한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2016	722.5	105.1	99.8	74.8	4,514	(7.5)	33,711	13.4	6.6	1.8	14.2	1.7
2017	775.6	105.7	66.8	41.2	2,467	(45.4)	37,072	27.4	6.9	1.8	6.8	(15.0)
2018F	959.3	169.6	163.1	120.5	6,929	180.9	42,396	6.9	3.1	1.1	17.4	(20.6)
2019F	1,034.0	185.2	177.6	124.1	7,130	2.9	48,673	7.0	2.6	1.0	15.7	(29.4)
2020F	1,117.3	204.9	194.3	135.7	7,801	9.4	55,485	6.4	2.0	0.9	15.0	(35.7)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

솔브레인 4Q18 실적 요약

(십억원)	4Q18F	3Q18	QoQ(%)	4Q17	YoY(%)	신한금융	컨센서스
매출액	248.4	254.9	(2.6)	205.2	21.1	255.9	250.2
영업이익	41.6	46.8	(11.1)	25.4	63.6	42.9	44.2
순이익	27.2	33.5	(18.9)	6.4	327.1	28.0	35.5
영업이익률(%)	16.8	18.4	-	12.4	-	16.8	17.7
순이익률(%)	10.9	13.1	-	3.1	-	11.0	14.2

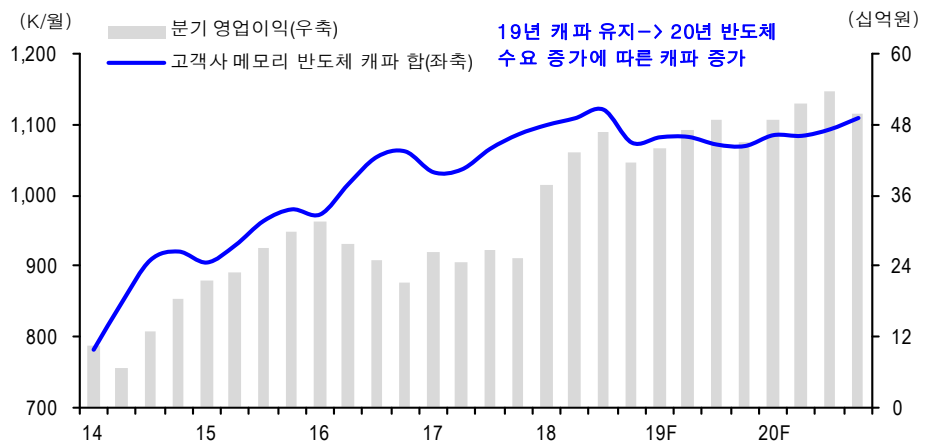
자료: 회사자료, Quantwise, 신한금융투자

솔브레인 실적 예상 변경

(십억원)	변경 전		변경 후		변경률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	966.9	1,061.8	959.3	1,034.0	(0.8)	(2.6)
영업이익	170.8	189.2	169.6	185.2	(0.7)	(2.1)
순이익	121.4	132.5	120.5	124.1	(0.7)	(6.4)
OPM(%)	17.7	17.8	17.7	17.9	-	-
NPM(%)	12.6	12.5	12.6	12.0	-	-

자료: 신한금융투자 추정

솔브레인 분기 영업이익과 고객사 메모리반도체 캐파의 추이 및 전망



자료: Quantwise, 신한금융투자

주: 캐파 합은 솔브레인의 식각액 공급처인 삼성전자(DRAM+NAND)와 SK하이닉스(NAND)의 캐파 합

솔브레인 반도체 부문 주요 가정

(K/월, 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018F	2019F	2020F
삼성전자 DRAM 캐파	409	411	421	418	412	408	410	412	419	421	427	429	415	411	424
하이닉스 DRAM 캐파	289	304	307	302	295	313	316	316	320	328	327	330	300	310	326
삼성전자 NAND 캐파	472	485	483	446	466	462	449	445	449	446	440	444	471	456	445
3D NAND 캐파	258	279	299	294	317	323	324	334	346	348	352	364	282	325	353
하이닉스 NAND 캐파	220	215	215	211	206	214	213	213	218	219	227	238	215	211	226
3D NAND 캐파	57	65	74	85	84	98	102	111	118	127	141	157	70	99	136

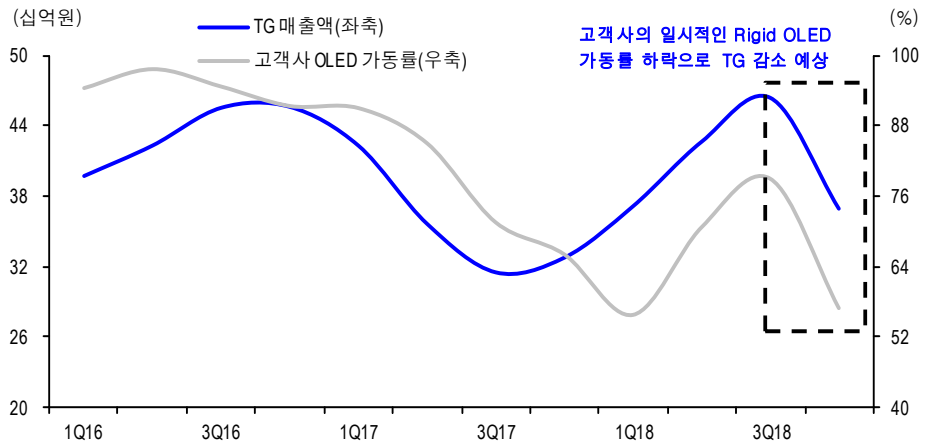
자료: IHS, 신한금융투자 추정

솔브레인의 PER 밸류에이션

(원, 배)	19F	비고
목표주가	65,000	
EPS	7,130	성장성을 감안하여 19년 EPS 적용
목표 PER	9.2	글로벌 Peer 7개사 19년 평균 PER 적용
주당가치	65,423	

자료: 신한금융투자 추정

TG 사업부 분기 매출과 고객사 Rigid OLED 가동률 추이



자료: 신한금융투자

솔브레인의 사업부문 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	217.7	238.3	254.9	248.4	250.1	257.2	264.3	262.5	775.6	959.3	1034.0
QoQ	6.1	9.4	7.0	(2.6)	0.7	2.8	2.8	(0.7)	-	-	-
YoY	18.5	29.2	26.0	21.1	14.9	7.9	3.7	5.7	7.3	23.7	7.8
반도체	131.4	138.4	148.8	153.2	152.1	158.5	162.6	165.9	438.4	571.7	639.0
식각액	112.9	119.7	127.8	132.7	131.0	133.6	135.2	137.8	370.5	493.1	537.6
CVD/ALD 프리커서	7.9	7.7	9.0	9.0	10.0	13.4	15.9	16.5	30.0	33.6	55.8
CMP 슬러리	10.6	11.0	11.9	11.5	11.1	11.5	11.5	11.6	37.9	45.0	45.6
디스플레이	67.3	75.3	79.8	70.6	72.7	72.6	73.6	67.4	271.6	292.9	286.2
Chemical	30.1	32.6	33.4	33.6	32.7	31.3	30.7	30.7	129.3	129.7	125.4
Thin glass	37.2	42.7	46.4	37.0	39.9	41.2	43.0	36.7	142.3	163.2	160.9
이차전지	16.4	19.7	19.9	20.0	20.7	21.0	22.9	24.3	55.1	76.1	88.8
기타 (ND자석 등)	2.7	4.8	6.4	4.7	4.6	5.1	5.2	4.9	10.5	18.6	19.9
영업이익	37.9	43.2	46.8	41.6	44.1	47.2	49.0	44.9	105.7	169.6	185.2
영업이익률	17.4	18.1	18.4	16.8	17.6	18.4	18.5	17.1	13.6	17.7	17.9
YoY	44.3	75.3	58.5	65.0	16.3	9.3	4.6	8.0	0.8	60.4	9.2

자료: 신한금융투자 추정

솔브레인의 과거 P/E 추이

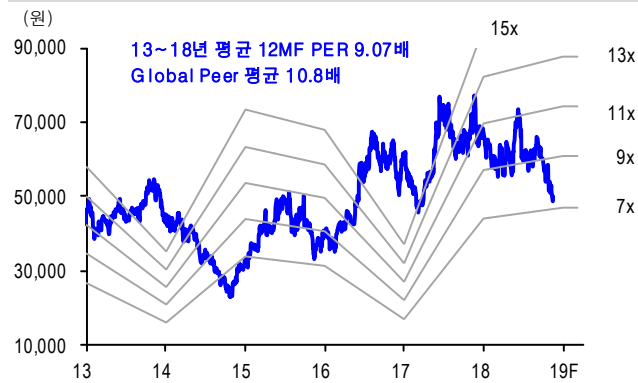
(십억원, 배)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	평균
PER(End)	11.7	13.9	7.6	12.5	13.6	80.7	10.1	11.6	13.8	8.3	13.4	27.4	13.3
PER(High)	12.9	19.4	21.1	13.8	14.8	107.0	11.4	14.4	19.8	10.8	15.4	31.5	15.9
PER(Low)	6.3	9.7	5.7	5.6	7.9	62.8	5.5	9.8	9.8	6.3	7.6	18.4	7.3
PER(Avg)	8.3	13.9	15.3	9.5	10.7	85.5	8.1	12.0	14.9	8.6	11.6	25.3	11.5
반도체 매출액 증가율	31.9	34.4	41.0	(1.2)	8.2	47.1	21.5	(13.9)	17.6	28.0	15.2	22.5	

자료: Quantwise, 신한금융투자 추정

글로벌 Peer valuation													
(백만달러, 배, %)		2018F						2019F					
회사명	시가총액	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	OPM	NPM	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	OPM	NPM
솔브레인	766	6.9	1.1	3.1	17.4	17.7	12.9	7.0	1.0	2.6	15.7	17.9	12.4
SK머티리얼즈	1,456	13.5	3.5	9.1	29.5	26.6	5.6	10.3	2.8	7.4	31.9	28.1	18.8
한솔케미칼	807	11.9	2.4	8.6	21.0	18.8	2.9	9.9	2.0	7.3	21.2	20.3	13.8
원익머트리얼즈	254	7.4	1.0	4.1	15.1	19.2	3.9	7.0	0.9	3.6	13.6	17.6	15.0
케이씨텍	199	-	-	-	-	-	-	4.8	0.8	2.4	16.8	18.1	14.1
Nitto Denko	9,324	9.8	1.4	4.0	14.5	15.7	2.7	11.8	1.3	4.8	10.6	13.1	9.5
JSR Corp	3,517	10.8	1.0	6.6	9.4	11.4	2.2	10.9	0.9	6.3	8.5	9.5	6.8
Hitachi Chemical	3,313	9.1	0.9	4.6	10.4	7.4	1.9	9.7	0.9	4.4	9.0	6.8	5.3

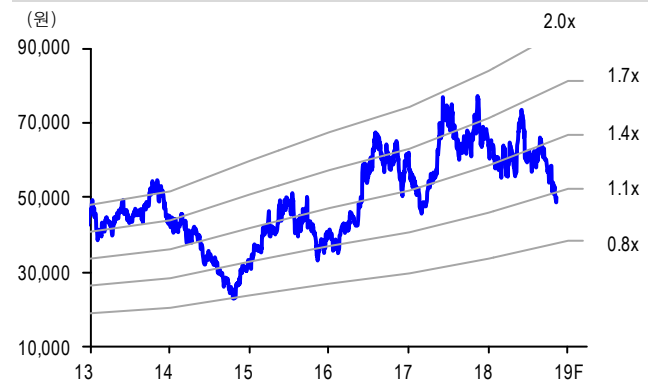
자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

솔브레인의 P/E 밴드



자료: Quantwise, 신한금융투자 추정

솔브레인의 P/B 밴드



자료: Quantwise, 신한금융투자 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
자산총계	829.4	895.9	998.6	1,106.2	1,233.2
유동자산	292.2	377.5	447.5	543.2	649.4
현금및현금성자산	138.0	210.3	245.1	329.4	417.2
매출채권	72.8	74.2	89.9	95.0	103.1
재고자산	42.4	47.7	57.8	61.1	66.3
비유동자산	537.2	518.5	551.1	563.0	583.8
유형자산	327.8	309.2	314.0	317.3	323.2
무형자산	13.3	9.3	8.2	7.0	5.9
투자자산	146.1	143.8	174.1	183.9	199.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	268.4	246.1	252.5	247.1	251.3
유동부채	242.6	232.8	238.5	234.7	238.1
단기차입금	150.1	128.8	112.1	101.1	93.1
매입채무	37.9	39.4	47.7	50.4	54.7
유동성장기부채	0.8	0.2	0.7	0.7	0.7
비유동부채	25.9	13.3	13.9	12.4	13.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	17.5	6.2	5.3	3.3	3.3
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	561.0	649.9	746.1	859.2	981.9
자본금	8.3	8.7	8.7	8.7	8.7
자본잉여금	76.9	132.1	132.1	132.1	132.1
기타자본	(11.9)	(11.9)	(13.4)	(13.4)	(13.4)
기타포괄이익누계액	2.4	2.1	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	482.6	514.0	609.9	719.1	837.6
지배주주지분	558.4	645.0	737.6	846.9	965.4
비지배주주지분	2.6	4.9	8.5	12.3	16.5
*총차입금	168.6	135.4	118.5	105.5	97.6
*순차입금(순현금)	9.3	(97.4)	(153.9)	(252.7)	(350.9)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	141.9	112.7	173.2	176.2	188.1
당기순이익	74.5	43.1	124.2	127.9	139.9
유형자산상각비	47.7	49.4	47.4	50.7	53.2
무형자산상각비	1.4	1.5	1.4	1.2	1.0
외화환산손실(이익)	(1.6)	9.9	(1.2)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.8	0.6	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	3.7	6.7	6.8	0.0	0.0
운전자본변동	18.6	(12.6)	(20.8)	(3.7)	(6.1)
(법인세납부)	(36.4)	(25.9)	(30.2)	(49.7)	(54.4)
기타	33.2	40.0	45.6	49.8	54.5
투자활동으로인한현금흐름	(76.9)	(47.5)	(111.8)	(65.4)	(77.5)
유형자산의증가(CAPEX)	(53.9)	(33.7)	(63.2)	(54.0)	(59.2)
유형자산의감소	0.6	0.2	(0.1)	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.2	(0.5)	(0.3)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	46.4	19.2	11.7	(9.9)	(15.8)
기타	(70.2)	(32.7)	(59.9)	(1.5)	(2.5)
FCF	71.9	85.8	106.1	128.5	138.1
재무활동으로인한현금흐름	(15.4)	17.7	(29.7)	(26.5)	(22.8)
차입금의 증가(감소)	(7.4)	(28.1)	(17.9)	(13.0)	(8.0)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(8.1)	(9.8)	(11.9)	(13.5)	(14.8)
기타	0.1	55.6	0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	2.3	(10.6)	3.2	0.0	0.0
현금의증가(감소)	51.9	72.3	34.8	84.3	87.8
기초현금	86.1	138.0	210.3	245.1	329.4
기말현금	138.0	210.3	245.1	329.4	417.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	722.5	775.6	959.3	1,034.0	1,117.3
증가율 (%)	15.1	7.3	23.7	7.8	8.1
매출원가	549.5	604.4	716.9	778.8	829.1
매출총이익	173.0	171.2	242.4	255.2	288.2
매출총이익률 (%)	23.9	22.1	25.3	24.7	25.8
판매관리비	67.9	65.5	72.9	70.0	83.3
영업이익	105.1	105.7	169.6	185.2	204.9
증가율 (%)	4.0	0.5	60.4	9.2	10.6
영업이익률 (%)	14.6	13.6	17.7	17.9	18.3
영업외손익	(5.3)	(38.9)	(6.5)	(7.6)	(10.5)
금융손익	(0.6)	(13.9)	2.0	(1.1)	(2.5)
기타영업외손익	(1.0)	(18.4)	(0.2)	(2.0)	(4.1)
종속 및 관계기업관련손익	(3.7)	(6.7)	(8.3)	(4.5)	(4.0)
세전계속사업이익	99.8	66.8	163.1	177.6	194.3
법인세비용	25.3	23.7	38.9	49.7	54.4
계속사업이익	74.5	43.1	124.2	127.9	139.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	74.5	43.1	124.2	127.9	139.9
증가율 (%)	(7.5)	(42.2)	188.2	3.0	9.4
순이익률 (%)	10.3	5.6	12.9	12.4	12.5
(지배주주)당기순이익	74.8	41.2	120.5	124.1	135.7
(비지배주주)당기순이익	(0.2)	1.9	3.6	3.8	4.2
총포괄이익	73.4	42.8	122.5	127.9	139.9
(지배주주)총포괄이익	73.7	40.9	118.9	124.3	136.0
(비지배주주)총포괄이익	(0.2)	1.9	3.6	3.6	3.9
EBITDA	154.3	156.6	218.3	237.2	259.1
증가율 (%)	7.6	1.5	39.4	8.6	9.3
EBITDA 이익률 (%)	21.4	20.2	22.8	22.9	23.2

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

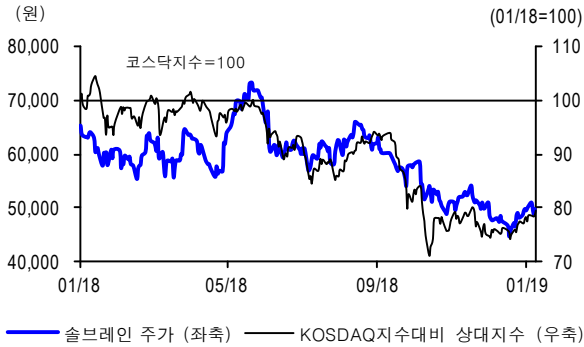
주요 투자지표

12월 결산	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS (당기순이익, 원)	4,499	2,580	7,138	7,351	8,043
EPS (지배순이익, 원)	4,514	2,467	6,929	7,130	7,801
BPS (자본총계, 원)	33,869	37,352	42,884	49,382	56,435
BPS (지배지분, 원)	33,711	37,072	42,396	48,673	55,485
DPS (원)	610	700	800	880	1,020
PER (당기순이익, 배)	13.4	26.2	6.7	6.8	6.2
PER (지배순이익, 배)	13.4	27.4	6.9	7.0	6.4
PBR (자본총계, 배)	1.8	1.8	1.1	1.0	0.9
PBR (지배지분, 배)	1.8	1.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (배)	6.6	6.9	3.1	2.6	2.0
배당성향 (%)	13.2	28.8	11.2	12.0	12.7
배당수익률 (%)	1.0	1.0	1.7	1.8	2.1
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	21.4	20.2	22.8	22.9	23.2
영업이익률 (%)	14.6	13.6	17.7	17.9	18.3
순이익률 (%)	10.3	5.6	12.9	12.4	12.5
ROA (%)	9.5	5.0	13.1	12.2	12.0
ROE (지배순이익, %)	14.2	6.8	17.4	15.7	15.0
ROIC (%)	20.7	17.0	36.5	35.7	38.8
안정성					
부채비율 (%)	47.8	37.9	33.8	28.8	25.6
순차입금비율 (%)	1.7	(15.0)	(20.6)	(29.4)	(35.7)
현금비율 (%)	56.9	90.3	102.8	140.4	175.2
이자보상배율 (배)	29.4	25.8	N/A	N/A	N/A
활동성					
순운전자본회전율 (회)	17.8	18.8	21.1	20.2	20.4
재고자산회수기간 (일)	18.8	21.2	20.1	21.0	20.8
매출채권회수기간 (일)	33.9	34.6	31.2	32.6	32.4

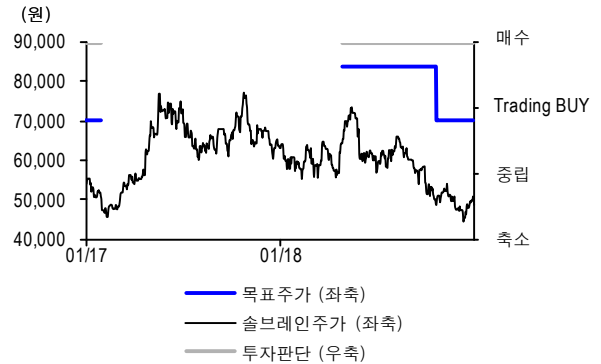
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

슬브레인 (036830)

주가차트



투자의견 및 목표주가 추이



Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 김현욱, 최도연)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련 사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2017년 02월 23일		커버리지제외	-	-
2018년 05월 22일	매수	84,000	(27.3)	(12.5)
2018년 11월 15일	매수	70,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종류	색터	투자등급	
		비중확대	비중축소
매수	■	향후 6개월 수익률이 +10% 이상	향후 6개월 수익률이 -10% 이하
Trading BUY	■	향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	
중립	■	향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%	
축소	■	향후 6개월 수익률이 -20% 이하	

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2019년 01월 22일 기준)

매수 (매수)	95.39%	Trading BUY (중립)	2.3%	중립 (중립)	2.3%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	------	---------	------	---------	----