

솔브레인 (036830)

1Q19 Preview: TG의 선전

매수 (유지)

주가 (3월 27일)	51,800 원
목표주가	65,000 원 (유지)
상승여력	25.5%

김현욱	☎ (02) 3772-1545 ✉ hyunwook.kim@shinhan.com
최도연	☎ (02) 3772-1558 ✉ doyeon@shinhan.com

KOSPI	2,145.62p
KOSDAQ	728.45p
시가총액	901.2 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)	42,989 주
일평균 거래액 (60 일)	2,211 백만원
외국인 지분율	29.94%
주요주주	정지완 외 7 인 43.48%
절대수익률	3개월 6.8%
	6개월 -14.1%
	12개월 -10.7%
KOSDAQ 대비	3개월 -2.1%
상대수익률	6개월 -1.8%
	12개월 5.3%

- ◆ 1Q19 Preview: TG의 선전
- ◆ 2019년: 숨고르기, TG는 업사이드 존재
- ◆ 목표주가 65,000원, 투자의견 '매수' 유지

1Q19 Preview: TG의 선전

19년 1분기 실적은 매출액 2,555억원(+17%, 이하 YoY), 영업이익 452억원(+19%)으로 컨센서스(영업이익 428억원)를 다소 상회할 전망이다. 4분기 부진했던 TG(Thin Glass) 사업부의 선전 덕분이다. 매출액 434억원(+29% QoQ)으로 확연히 개선된 실적이 예상된다. 국내외 스마트폰 업체들이 Rigid OLED 채택을 확대하고 있다. 주요 고객사의 가동률 상승이 이어지면서(4Q18 46% → 1Q19F 75% → 2Q19F 95%) 2분기까지 호실적이 예상된다.

반면 반도체는 고마진 신제품의 납품이 지연되고 있고(1Q19F → 2Q19F), 2차 전지는 재고조정에 따른 실적 하락이 예상된다.

2019년: 숨고르기, TG는 업사이드 존재

2019년은 매출액 1.05조원(+9%), 영업이익 1,829억원(+11%)으로 전년 대비 완만한 성장(18년 24%)이 예상된다. 18년 높은 분기 성장으로 인한 기저효과가 반영된 성장률이다. 주요 사업부인 반도체의 성장 둔화가 주요 원인이다. 고객사들의 CAPEX 축소에 따라 연간 캐파 증가율 감소가 예상된다. 반도체의 재성장은 고객사들의 캐파증설 확대가 기대되는 20년 다시 시작될 전망이다.

상반기 TG 사업부의 호실적이 예상된다. 중국 업체들의 Rigid OLED 채택 유지와 국내 중저가 라인 판매 실적에 따라 하반기 추가 업사이드가 가능하다.

목표주가 65,000원, 투자의견 '매수' 유지

목표주가는 국내외 Peer들의 19년 평균 PER 10.4배와 19년 EPS를 적용했다. 18년 하반기 주가 하락 후 반등폭은 33%(Peer 평균 72%)에 불과하다. 19년 PER은 8.1배다. 주가 상승 여력은 충분하다. 투자포인트는 ① 습식 식각액에서의 독점적 지위, ② 밸류에이션 매력, ③ 신성장 동력(19년 고마진 반도체 제품과 20년 전기차량 2차전지 전해액)이다. 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 (%)
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)
2018	963.4	164.1	146.6	99.5	5,722	132.0	41,701	8.3	3.5	1.1	14.5	(13.7)
2019F	1,046.6	182.9	170.3	111.6	6,412	12.1	47,259	8.1	3.0	1.1	14.4	(27.0)
2020F	1,140.9	202.5	186.8	122.4	7,036	9.7	53,306	7.4	2.5	1.0	14.0	(32.2)
2021F	1,223.8	220.0	205.8	134.8	7,748	10.1	60,065	6.7	2.0	0.9	13.7	(38.0)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

슬브레인 1Q19 실적 요약

(십억원)	1Q19F	4Q18	QoQ(%)	1Q18	YoY(%)	신한금융	컨센서스
매출액	255.5	252.5	1.2	217.7	17.3	250.1	246.3
영업이익	45.2	36.1	25.0	37.9	19.2	44.1	42.8
순이익	28.2	6.2	358.4	36.8	(23.3)	30.0	34.5
영업이익률(%)	17.7	14.3	-	17.4	-	17.6	17.4
순이익률(%)	11.0	2.4	-	16.9	-	12.0	14.0

자료: 회사자료, Quantwise, 신한금융투자

슬브레인 실적 예상 변경

(십억원)	변경 전		변경 후		변경률	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	1,034.0	1,117.3	1,046.6	1,140.9	1.2	2.1
영업이익	185.2	204.9	182.9	202.5	(1.2)	(1.1)
순이익	124.1	135.7	111.6	122.4	(10.1)	(9.8)
OPM(%)	17.9	18.3	17.5	17.8	-	-
NPM(%)	12.0	12.1	10.7	10.7	-	-

자료: 신한금융투자 추정

슬브레인의 사업부문 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	217.7	238.3	254.9	252.5	255.5	264.4	265.8	260.9	963.4	1046.6	1140.9
QoQ	6.1	9.4	7.0	(1.0)	1.2	3.5	0.5	(1.8)	-	-	-
YoY	18.5	29.2	26.0	23.1	17.3	11.0	4.3	3.3	24.2	8.6	9.0
반도체	131.4	138.4	148.8	155.6	155.0	159.8	163.2	164.9	574.2	642.9	724.1
식각액	112.9	119.7	127.8	135.4	134.9	136.4	137.5	136.5	495.9	545.3	592.9
CVD/ALD프리커서	7.9	7.7	9.0	8.3	8.3	11.4	13.7	16.4	32.9	49.8	79.2
CMP슬러리	10.6	11.0	11.9	11.9	11.8	12.0	12.0	12.0	45.4	47.8	52.0
디스플레이	67.3	75.3	79.8	68.1	76.9	79.1	74.6	67.4	290.4	297.9	294.7
Chemical	30.1	32.6	33.4	34.4	33.5	32.1	31.7	31.7	130.4	128.9	130.1
Thin glass	37.2	42.7	46.4	33.7	43.4	47.0	42.9	35.7	160.0	169.0	164.7
이차전지	16.4	19.7	19.9	19.9	17.6	19.5	22.0	22.7	76.0	81.8	98.1
기타 (ND자석 등)	2.7	4.8	6.4	8.8	6.0	6.0	6.0	6.0	22.7	24.0	24.0
영업이익	37.9	43.2	46.8	36.1	45.2	47.4	47.6	42.7	164.1	182.9	202.5
영업이익률	17.4	18.1	18.4	14.3	17.7	17.9	17.9	16.4	17.0	17.5	17.8
YoY	44.3	75.3	58.5	43.2	19.2	9.8	1.6	18.2	55.2	11.5	10.7

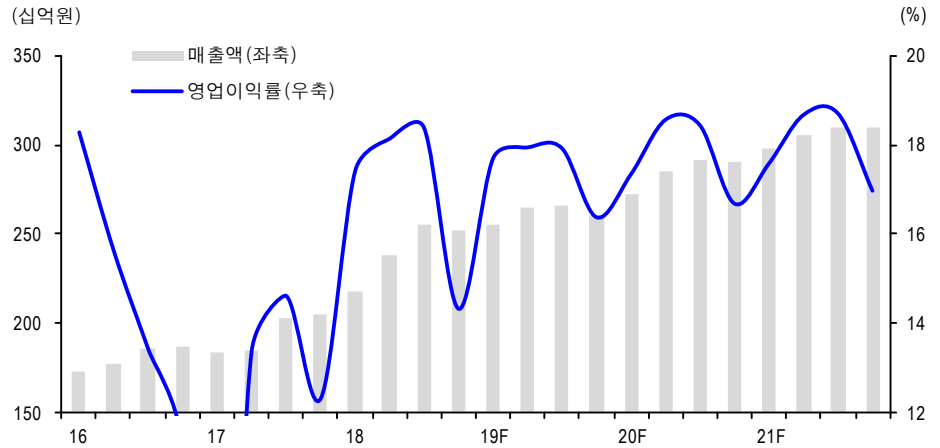
자료: 신한금융투자 추정

슬브레인 반도체 부문 주요 가점

(K/월, 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
삼성전자 DRAM 캐파	400	390	420	470	465	460	455	455	465	482	488	502	508	515	515
삼성전자 NAND 캐파	480	490	500	460	445	445	445	440	456	461	471	480	490	486	496
3D NAND 캐파	300	310	320	304	295	298	303	301	319	323	329	336	353	350	367
하이닉스 NAND 캐파	260	260	260	260	245	250	245	235	235	235	248	262	275	275	302
3D NAND 캐파	67	79	90	104	100	115	118	122	127	136	154	173	149	160	187

자료: IHS, 신한금융투자 추정

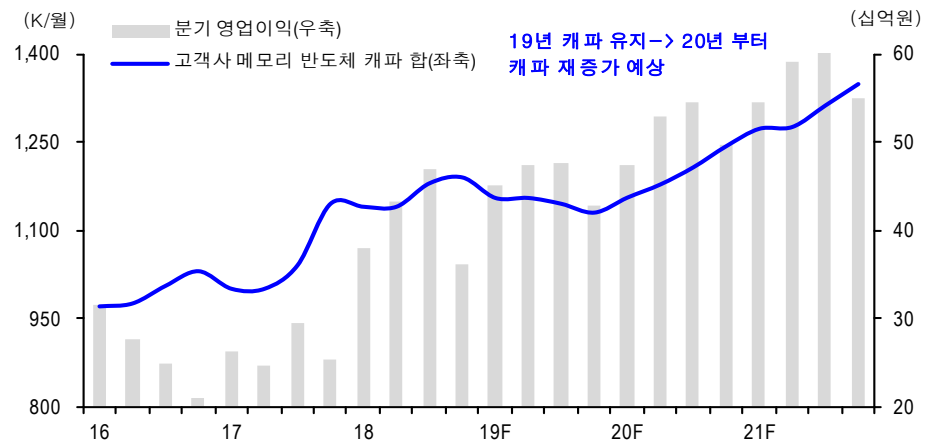
솔브레인의 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 신한금융투자 추정

고객사 메모리 반도체 캐파 합계는
19년 유지 후 20년 하반기부터 다시
증가 예상

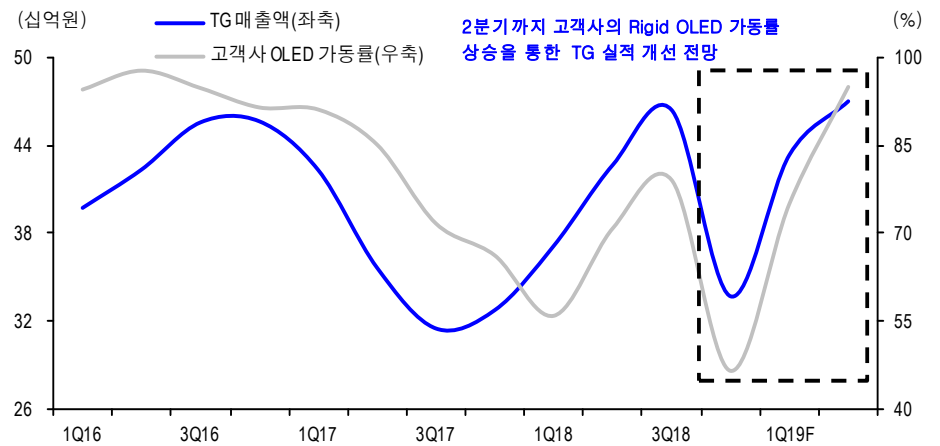
솔브레인 분기 영업이익과 고객사 메모리반도체 캐파의 추이 및 전망



자료: 신한금융투자 추정

고객사의 Rigid OLED 가동률 상승에
따라 2분기까지 TG 사업부 실적개선
기대 (4Q18 46%→2Q19F 95%)

TG 사업부 분기 매출과 고객사 Rigid OLED 가동률 추이 및 전망



자료: IHS, 신한금융투자 추정

솔브레인의 PER 밸류에이션

(원, 배)	2019F	비고
목표주가	65,000	
EPS	6,412	성장성을 감안하여 19년 EPS 적용
목표 PER	10.4	국내외 Peer 6개사 19년 평균 PER 적용
주당가치	66,662	

자료: 신한금융투자 추정

솔브레인의 과거 P/E 추이

(십억원, 배)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	평균
PER(End)	13.9	7.6	12.5	13.6	80.7	10.1	11.6	13.8	8.3	13.4	27.4	8.3	18.4
PER(High)	19.4	21.1	13.8	14.8	107.0	11.4	14.4	19.8	10.8	15.4	31.5	13.1	24.4
PER(Low)	9.7	5.7	5.6	7.9	62.8	5.5	9.8	9.8	6.3	7.6	18.4	8.1	13.1
PER(Avg)	13.9	15.3	9.5	10.7	85.5	8.1	12.0	14.9	8.6	11.6	25.3	10.4	18.8

자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

글로벌 Peer valuation

(백만달러, 배, %)		2019F						2020F					
회사명	시가총액	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	OPM	NPM	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	OPM	NPM
솔브레인	799	8.1	1.1	3.0	14.4	17.5	11.7	7.4	1.0	2.5	14.0	17.8	11.8
SK머티리얼즈	1,559	11.5	3.0	7.9	31.9	27.9	4.4	9.7	2.5	6.9	29.9	28.7	19.2
한솔케미칼	845	10.4	2.1	7.7	21.3	19.2	3.2	9.2	1.7	6.8	20.2	20.1	14.7
케이씨텍/신설	308	7.6	1.2	4.5	16.8	18.1	2.1	6.3	1.0	3.6	17.3	18.0	13.7
원익머트리얼즈	287	9.1	1.0	4.7	11.5	16.6	2.6	8.0	0.9	4.2	11.9	17.1	14.4
니토덴코	8,497	12.8	1.3	4.6	10.0	12.1	-0.0	13.6	1.2	4.8	8.9	11.2	8.3
JSR	3,583	11.0	1.0	6.3	8.9	9.8	1.4	10.3	0.9	5.8	9.5	10.1	7.2

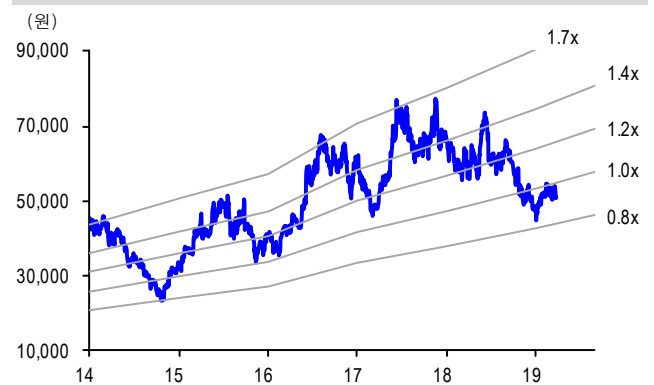
자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

솔브레인의 12MF P/E 추이



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

솔브레인의 12MF P/B 추이



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자산총계	895.9	1,006.1	1,105.4	1,230.7	1,372.0
유동자산	377.5	413.2	532.5	627.5	745.9
현금및현금성자산	210.3	183.9	295.4	363.3	464.2
매출채권	74.2	88.7	91.6	102.1	108.9
재고자산	47.7	62.2	64.3	71.7	76.5
비유동자산	518.5	592.9	572.9	603.2	626.0
유형자산	309.2	355.1	364.7	376.4	387.6
무형자산	9.3	10.8	9.1	7.7	6.5
투자자산	143.8	202.4	174.4	194.4	207.4
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	246.1	272.3	263.8	271.8	282.2
유동부채	232.8	253.5	246.9	254.4	264.5
단기차입금	128.8	121.4	110.4	102.4	102.4
매입채무	39.4	49.6	51.3	57.1	60.9
유동성장기부채	0.2	0.7	0.7	0.7	0.7
비유동부채	13.3	18.9	17.0	17.4	17.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	6.2	15.2	13.2	13.2	13.2
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	649.9	733.8	841.5	958.8	1,089.8
자본금	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
자본잉여금	132.1	132.1	132.1	132.1	132.1
기타자본	(11.9)	(16.9)	(16.9)	(16.9)	(16.9)
기타포괄이익누계액	2.1	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
이익잉여금	514.0	602.4	699.1	804.3	921.9
지배주주지분	645.0	725.5	822.2	927.4	1,045.1
비지배주주지분	4.9	8.3	19.3	31.4	44.7
*총차입금	135.4	137.5	124.5	116.5	116.5
*순차입금(순현금)	(97.4)	(100.5)	(226.9)	(309.2)	(414.1)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	112.7	185.7	165.1	176.3	195.1
당기순이익	43.1	103.0	122.6	134.5	148.1
유형자산상각비	49.4	47.2	44.3	47.5	48.8
무형자산상각비	1.5	1.4	1.7	1.4	1.2
외화환산손실(이익)	9.9	(0.7)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.6	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	6.7	19.4	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(12.6)	(13.3)	(3.5)	(7.1)	(3.1)
(법인세납부)	(25.9)	(26.8)	(47.7)	(52.3)	(57.6)
기타	40.0	55.2	47.7	52.3	57.7
투자활동으로인한현금흐름	(47.5)	(202.4)	(27.8)	(85.6)	(77.1)
유형자산의증가(CAPEX)	(33.7)	(78.4)	(54.0)	(59.2)	(60.0)
유형자산의감소	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.5)	(3.0)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	19.2	(23.1)	28.0	(20.0)	(12.9)
기타	(32.7)	(98.1)	(1.8)	(6.4)	(4.2)
FCF	85.8	82.4	122.2	130.4	145.1
재무활동으로인한현금흐름	17.7	(12.1)	(25.6)	(22.8)	(17.2)
차입금의 증가(감소)	(28.1)	4.8	(13.0)	(8.0)	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	5.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(9.8)	(11.9)	(12.7)	(14.8)	(17.2)
기타	55.6	(10.0)	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	(10.6)	2.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	72.3	(26.4)	111.6	67.9	100.8
기초현금	138.0	210.3	183.9	295.4	363.3
기말현금	210.3	183.9	295.4	363.3	464.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	775.6	963.4	1,046.6	1,140.9	1,223.8
증가율 (%)	7.3	24.2	8.6	9.0	7.3
매출원가	604.4	725.8	791.9	852.9	907.9
매출총이익	171.2	237.6	254.7	288.1	315.9
매출총이익률 (%)	22.1	24.7	24.3	25.2	25.8
판매관리비	65.5	73.6	71.8	85.5	95.9
영업이익	105.7	164.1	182.9	202.5	220.0
증가율 (%)	0.5	55.2	11.5	10.7	8.6
영업이익률 (%)	13.6	17.0	17.5	17.8	18.0
영업외손익	(38.9)	(17.4)	(12.7)	(15.7)	(14.2)
금융손익	(13.9)	3.9	(0.8)	(1.4)	0.6
기타영업외손익	(18.4)	(1.9)	(3.2)	(4.6)	(2.1)
중속 및 관계기업관련손익	(6.7)	(19.4)	(8.7)	(9.7)	(12.8)
세전계속사업이익	66.8	146.6	170.3	186.8	205.8
법인세비용	23.7	43.7	47.7	52.3	57.6
계속사업이익	43.1	103.0	122.6	134.5	148.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	43.1	103.0	122.6	134.5	148.1
증가율 (%)	(42.2)	139.0	19.1	9.7	10.1
순이익률 (%)	5.6	10.7	11.7	11.8	12.1
(지배주주)당기순이익	41.2	99.5	111.6	122.4	134.8
(비지배주주)당기순이익	1.9	3.4	11.0	12.1	13.3
총포괄이익	42.8	101.7	122.6	134.5	148.1
(지배주주)총포괄이익	40.9	98.3	112.2	123.1	135.6
(비지배주주)총포괄이익	1.9	3.4	10.4	11.4	12.6
EBITDA	156.6	212.7	228.9	251.5	270.0
증가율 (%)	1.5	35.8	7.6	9.9	7.4
EBITDA 이익률 (%)	20.2	22.1	21.9	22.0	22.1

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

주요 투자지표

12월 결산	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS (당기순이익, 원)	2,580	5,918	7,047	7,732	8,515
EPS (지배순이익, 원)	2,467	5,722	6,412	7,036	7,748
BPS (자본총계, 원)	37,352	42,176	48,369	55,112	62,637
BPS (지배지분, 원)	37,072	41,701	47,259	53,306	60,065
DPS (원)	700	750	880	1,020	1,020
PER (당기순이익, 배)	26.2	8.0	7.4	6.7	6.1
PER (지배순이익, 배)	27.4	8.3	8.1	7.4	6.7
PBR (자본총계, 배)	1.8	1.1	1.1	0.9	0.8
PBR (지배지분, 배)	1.8	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (배)	6.9	3.5	3.0	2.5	2.0
배당성향 (%)	28.8	12.7	13.3	14.1	12.8
배당수익률 (%)	1.0	1.6	1.7	2.0	2.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	20.2	22.1	21.9	22.0	22.1
영업이익률 (%)	13.6	17.0	17.5	17.8	18.0
순이익률 (%)	5.6	10.7	11.7	11.8	12.1
ROA (%)	5.0	10.8	11.6	11.5	11.4
ROE (지배순이익, %)	6.8	14.5	14.4	14.0	13.7
ROIC (%)	17.0	30.3	31.8	34.2	35.9
안정성					
부채비율 (%)	37.9	37.1	31.4	28.4	25.9
순차입금비율 (%)	(15.0)	(13.7)	(27.0)	(32.2)	(38.0)
현금비율 (%)	90.3	72.5	119.7	142.8	175.5
이자보상배율 (배)	25.8	44.1	N/A	N/A	N/A
활동성					
순운전자본회전율 (회)	18.8	22.6	23.4	23.7	23.3
재고자산회수기간 (일)	21.2	20.8	22.1	21.8	22.1
매출채권회수기간 (일)	34.6	30.9	31.4	31.0	31.5

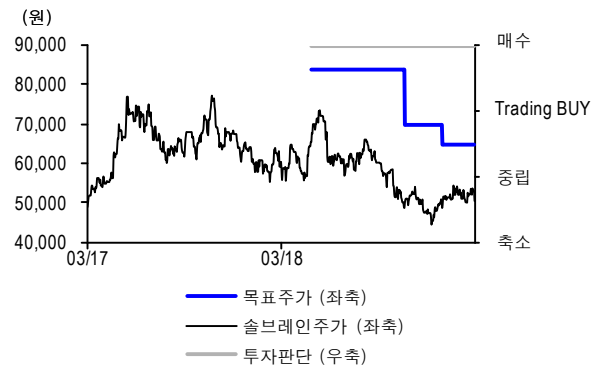
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

슬브레인 (036830)

주가차트



투자 의견 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 사체에 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
2018년 05월 22일	매수	84,000	(27.3)	(12.5)
2018년 11월 15일	매수	70,000	(29.0)	(22.6)
2019년 01월 25일	매수	65,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

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

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2019년 03월 25일 기준)

매수 (매수)	95.33%	Trading BUY (중립)	2.34%	중립 (중립)	2.34%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----