

# 솔브레인 (036830)

## 2Q19 Preview: 불안한 업황과는 달리 견조한 실적 전망

### Investment Point

- 2Q19E 매출액 2,498억원(+1.2% QoQ, +4.8% YoY), 영업이익 443억원(+2.8% QoQ, +2.5% YoY), 당기순이익 315억원(-26.8% QoQ, +30.9% YoY) 추정
- 전방 반도체 고객사 가동률 하락에도 불구하고 Rigid OLED향 Thin glass 수요 호조 수혜로 전분기 대비 소폭 실적 개선 전망
- 2H19 전방 반도체 업체의 추가 가동률 조정이 있더라도 동사 실적에 미치는 영향은 제한적. 고객사 소재 재고도 상당 부분 소진되었고, 공정 미세화에 따라 Wafer 당 소재 소요량도 점증하고 있기 때문. 또한 신규 Precursor 공급에 따라 점진적인 실적 성장 가능
- 2H19 Thin glass 부문 실적 호조 지속 전망. 스마트폰 FoD 채택 확산 수혜로 Rigid OLED 수요 점증. 2H19 주요 고객사 Rigid OLED 출하량도 1H19 대비 10~15% 증가
- 2차전지 전해액 부문도 2H19 실적 성장할 것으로 추정. 동사는 Michigan 법인 Capa를 약 2배 증설 완료, 2H19부터 고객사 수요에 대응할 계획
- 투자 의견 Buy, 목표주가 75,000원(12M Forward EPS 10x) 유지

**BUY**

	현재	직전	변동
투자 의견	<b>BUY</b>		유지
목표주가	<b>75,000</b>		유지
Earnings			상향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	8.3	6.0	5.6
PBR(배)	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA(배)	3.4	2.9	2.2
배당수익률(%)	1.6	1.6	1.6

Fig. 028: 솔브레인 2Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.06(E)	2019.06(E)	차이(%)	2018.06A	차이(%)	2019.03A	차이(%)	2019.06(E)	차이(%)	
매출액	249.8	248.6	0.5	238.3	4.8	246.8	1.2	252.9	(1.2)	
영업이익	44.3	43.7	1.4	43.2	2.5	43.1	2.8	44.2	0.2	
순이익	31.5	33.9	(7.0)	24.1	30.9	43.1	(26.8)	33.7	(6.3)	
이익률(%)										
영업이익	17.7	17.6		18.1		17.4		17.5		
순이익	12.6	13.7		10.1		17.5		13.3		
이익률 차이(%P)										
영업이익		0.2		(0.4)		0.3		0.2		
순이익		(1.0)		2.5		(4.8)		(0.7)		

Note: K-IFRS 연결

Source: 솔브레인, KTB투자증권

Fig. 029: 솔브레인 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.06	2019.09	2019.12	2020.03	2019.06	2019.09	2019.12	2020.03	2019.06	2019.09	2019.12	2020.03
매출액	248.6	255.0	250.8	253.5	249.8	251.9	250.7	259.5	0.5	(1.2)	(0.0)	2.4
영업이익	43.7	46.9	38.5	42.8	44.3	46.2	38.8	44.7	1.4	(1.3)	0.7	4.6
영업이익률(%)	17.6	18.4	15.4	16.9	17.7	18.4	15.5	17.2	0.2	(0.0)	0.1	0.4
EBITDA	56.0	59.2	50.9	55.2	56.6	58.6	51.1	57.1	1.1	(1.0)	0.5	3.5
EBITDA이익률(%)	22.5	23.2	20.3	21.8	22.7	23.3	20.4	22.0	0.1	0.0	0.1	0.2
순이익	33.9	36.4	25.9	33.3	31.5	36.9	25.8	39.7	(7.0)	1.4	(0.3)	19.4

Note: K-IFRS 연결

Source: 솔브레인, KTB투자증권

Fig. 030: 솔브레인 분기별 수익 추정 (K-IFRS 연결기준)

(단위 : 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017A	2018A	2019E	2020E
<b>매출액</b>																
<b>Total</b>	<b>217.7</b>	<b>238.3</b>	<b>254.9</b>	<b>252.5</b>	<b>246.9</b>	<b>249.8</b>	<b>251.9</b>	<b>250.7</b>	<b>259.5</b>	<b>265.4</b>	<b>276.6</b>	<b>278.9</b>	<b>775.6</b>	<b>963.4</b>	<b>999.3</b>	<b>1,080.3</b>
<b>반도체</b>	<b>131.4</b>	<b>138.4</b>	<b>148.7</b>	<b>156.0</b>	<b>147.8</b>	<b>148.4</b>	<b>148.0</b>	<b>147.8</b>	<b>154.4</b>	<b>160.2</b>	<b>165.9</b>	<b>169.2</b>	<b>438.1</b>	<b>574.5</b>	<b>592.0</b>	<b>649.7</b>
Etchant	112.9	119.7	127.8	135.8	128.8	129.3	128.1	128.0	133.6	138.5	143.1	146.5	370.3	496.2	514.2	561.7
Precursor	7.9	7.7	9.0	8.3	8.1	8.1	8.8	8.9	9.7	10.0	10.3	10.4	30.0	32.8	33.8	40.3
CMP Slurry	10.6	11.0	11.9	11.9	10.9	11.0	11.0	11.0	11.2	11.7	12.5	12.3	37.8	45.4	43.9	47.7
<b>Display</b>	<b>67.3</b>	<b>75.3</b>	<b>79.8</b>	<b>68.1</b>	<b>70.1</b>	<b>72.0</b>	<b>71.3</b>	<b>70.9</b>	<b>70.0</b>	<b>70.5</b>	<b>71.1</b>	<b>70.3</b>	<b>271.2</b>	<b>290.5</b>	<b>284.2</b>	<b>281.9</b>
Chemical	30.1	32.6	33.4	34.4	30.3	31.8	30.7	31.1	30.2	30.3	30.5	30.5	128.9	130.5	123.8	121.5
Thin glass & Others	37.2	42.7	46.4	33.7	39.8	40.2	40.6	39.8	39.8	40.2	40.6	39.8	142.3	160.0	160.4	160.3
<b>2차전자</b>	<b>16.4</b>	<b>19.7</b>	<b>19.9</b>	<b>17.4</b>	<b>20.2</b>	<b>20.7</b>	<b>22.9</b>	<b>20.5</b>	<b>25.7</b>	<b>25.3</b>	<b>29.3</b>	<b>26.7</b>	<b>55.1</b>	<b>73.4</b>	<b>84.3</b>	<b>106.9</b>
기타	2.6	4.8	6.5	11.0	8.7	8.7	9.8	11.6	9.4	9.4	10.3	12.7	11.1	25.0	38.8	41.8
<b>영업이익</b>																
<b>Total</b>	<b>37.9</b>	<b>43.2</b>	<b>46.8</b>	<b>36.1</b>	<b>43.1</b>	<b>44.3</b>	<b>46.3</b>	<b>38.8</b>	<b>44.8</b>	<b>49.0</b>	<b>52.9</b>	<b>45.8</b>	<b>105.6</b>	<b>164.0</b>	<b>172.5</b>	<b>192.5</b>
OPM	17.4%	18.1%	18.4%	14.3%	17.4%	17.7%	18.4%	15.5%	17.3%	18.5%	19.1%	16.4%	13.6%	17.0%	17.3%	17.8%

Source: 솔브레인, KTB투자증권

## 재무제표 (K-IFRS 연결)

### 대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	377.5	413.2	510.7	619.6	740.4
현금성자산	232.9	238.0	315.6	404.7	506.0
매출채권	77.2	92.5	109.9	122.2	134.5
재고자산	47.7	62.2	64.4	71.7	78.8
<b>비유동자산</b>	518.5	592.9	630.3	651.1	675.7
투자자산	200.0	227.0	229.4	238.7	248.4
유형자산	309.2	355.1	390.4	402.4	417.5
무형자산	9.3	10.8	10.5	10.0	9.7
<b>자산총계</b>	895.9	1,006.1	1,141.0	1,270.7	1,416.1
<b>유동부채</b>	232.8	253.5	261.3	256.2	251.0
매입채무	65.4	71.3	82.9	92.2	101.4
유동성이자부채	129.3	122.3	123.4	108.4	93.4
<b>비유동부채</b>	13.3	18.9	18.5	18.6	18.7
비유동이자부채	6.2	15.2	15.0	15.0	15.0
<b>부채총계</b>	246.1	272.3	279.8	274.8	269.7
<b>자본금</b>	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
자본잉여금	132.1	132.1	132.1	132.1	132.1
이익잉여금	514.0	602.4	726.2	860.9	1,011.4
자본조정	(9.8)	(17.7)	(15.0)	(15.0)	(15.0)
자기주식	(11.7)	(16.7)	(16.7)	(16.7)	(16.7)
<b>자본총계</b>	649.9	733.8	861.2	995.9	1,146.4
투하자본	411.1	496.0	540.8	565.7	593.9
순차입금	(97.4)	(100.5)	(177.2)	(281.3)	(397.6)
ROA	5.0	10.8	12.8	12.3	12.2
ROE	7.2	15.0	17.4	16.1	15.4
ROIC	16.2	25.4	25.3	26.4	27.8

### 현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업현금</b>	112.7	185.7	202.8	186.5	205.1
당기순이익	66.8	146.6	150.9	147.8	163.5
자산상각비	50.9	48.6	49.3	49.5	52.4
운전자본증감	(12.6)	(13.3)	6.4	(9.9)	(9.8)
매출채권감소(증가)	1.2	(15.8)	29.1	(12.3)	(12.2)
재고자산감소(증가)	(6.2)	(18.6)	(2.3)	(7.2)	(7.2)
매입채무증가(감소)	(0.8)	9.7	(12.2)	9.3	9.2
<b>투자현금</b>	(47.5)	(202.4)	(97.7)	(70.4)	(76.8)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.7)	(1.0)	(1.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(10.2)	(4.8)	(4.9)
설비투자	(33.7)	(78.4)	(81.2)	(60.0)	(66.0)
유무형자산감소	(0.3)	(2.7)	(0.8)	(1.1)	(1.2)
<b>재무현금</b>	17.7	(12.1)	0.7	(28.0)	(28.0)
차입금증가	(28.1)	4.8	0.7	(15.0)	(15.0)
자본증가	45.8	(11.9)	(12.7)	(13.0)	(13.0)
배당금지급	9.8	11.9	12.7	13.0	13.0
<b>현금 증감</b>	72.3	(26.4)	107.5	88.1	100.3
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	148.6	222.8	195.0	196.4	215.0
(-) 운전자본증가(감소)	(0.4)	3.0	13.1	9.9	9.8
(-) 설비투자	33.7	78.4	81.2	60.0	66.0
(+) 자산매각	(0.3)	(2.7)	(0.8)	(1.1)	(1.2)
Free Cash Flow	88.6	7.1	103.7	116.1	128.3
(-) 기타투자	0.0	0.0	10.2	4.8	4.9
잉여현금	88.6	7.1	93.5	111.4	123.4

자료: KTB투자증권

### 손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	775.6	963.4	999.3	1,080.3	1,188.4
증가율 (Y-Y,%)	7.3	24.2	3.7	8.1	10.0
<b>영업이익</b>	105.7	164.1	172.4	192.4	212.1
증가율 (Y-Y,%)	0.5	55.2	5.0	11.6	10.3
EBITDA	156.6	212.7	221.6	241.9	264.5
<b>영업외손익</b>	(38.9)	(17.4)	8.1	2.1	3.1
순이자수익	(1.2)	1.3	0.5	1.0	2.0
외화관련손익	(20.5)	7.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(6.7)	(19.4)	1.0	1.1	1.1
<b>세전계속사업손익</b>	66.8	146.6	180.4	194.4	215.2
<b>당기순이익</b>	43.1	103.0	137.4	147.8	163.5
지배기업당기순이익	41.2	99.5	136.5	147.8	163.5
증가율 (Y-Y,%)	(42.2)	139.0	33.4	7.6	10.7
<b>NOPLAT</b>	68.2	115.2	131.2	146.2	161.2
(+) Dep	50.9	48.6	49.3	49.5	52.4
(-) 운전자본투자	(0.4)	3.0	13.1	9.9	9.8
(- Capex	33.7	78.4	81.2	60.0	66.0
OpFCF	85.8	82.4	86.2	125.8	137.8
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	12.9	15.3	11.4	11.7	7.2
영업이익증가율(3Yr)	30.1	17.5	17.9	22.1	8.9
EBITDA증가율(3Yr)	21.5	14.0	12.8	15.6	7.5
순이익증가율(3Yr)	5.8	8.5	22.6	50.8	16.7
영업이익률(%)	13.6	17.0	17.2	17.8	17.8
EBITDA마진(%)	20.2	22.1	22.2	22.4	22.3
순이익률(%)	5.6	10.7	13.7	13.7	13.8

### 주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>Per share Data</b>					
EPS	2,471	5,722	7,846	8,494	9,400
BPS	36,537	41,081	48,372	56,141	64,809
DPS	700	750	750	750	750
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	27.3	8.3	6.0	5.6	5.0
PBR	1.8	1.2	1.0	0.8	0.7
EV/ EBITDA	6.9	3.4	2.9	2.2	1.6
배당수익률	1.0	1.6	1.6	1.6	1.6
PCR	7.6	3.7	4.2	4.2	3.8
PSR	1.5	0.9	0.8	0.8	0.7
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	37.9	37.1	32.5	27.6	23.5
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	162.1	163.0	195.4	241.8	295.0
이자보상배율	88.9	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.5	0.4	0.3	0.4	0.3
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	48.7	51.6	49.8	46.8	44.0
현금+투자자산(%)	51.3	48.4	50.2	53.2	56.0
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	17.2	15.8	13.8	11.0	8.6
자기자본(%)	82.8	84.2	86.2	89.0	91.4