



기업분석 | 반도체/디스플레이

Analyst

어규진

02 3779 8425

kjsyndrome@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

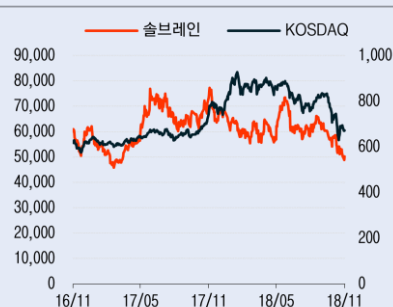
목표주가	74,000 원
현재주가	50,200 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSDAQ(11/14)	671.56 pt
시가총액	8,734 억원
발행주식수	17,398 천주
52 주 최고가/최저가	77,200 / 48,850 원
90 일 일평균거래대금	35.9 억원
외국인 지분율	27.5%
배당수익률(18.12E)	1.2%
BPS(18.12E)	43,475 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 -4.8%
	6 개월 10.0%
	12 개월 -9.7%
주주구성	정지완외 7 인 43.5%
	솔브레인 자사주 펀드 3.0%

Stock Price

솔브레인 (036830)

역시나 사상 최대

역시나 사상 최대

솔브레인의 3분기 실적은 매출액 2,549억원(+26.0%, YoY/ +7.0%, QoQ), 영업이익 468억원(+58.5%, YoY/ +8.4%, QoQ)으로 높아진 기대치(442억원)를 뛰어넘는 사상 최대 실적을 기록했다. 국내 메모리 업체들의 풀가동 지속으로 반도체용 에천트를 포함한 관련 소재의 매출 증가세가 지속된 가운데, TG부분도 고객사 Rigid OLED 출하량 증가로 호조세를 이어갔기 때문이다. 제닉의 지속적인 손상차손 반영에도 본업의 성장으로 순이익도 전년비 162%, 전분기비 44.6% 개선되었다.

2019년에도 실적 랠리 예약

2018년 사상최대 실적을 예약한 동사는 2019년에도 매출액 10,586억원(+9.6%), 영업이익 1,888억원(+10.6%)으로 사상 최대 실적 행진을 지속할 전망이다. 삼성전자의 신규 평택 및 시안 공장 증설과 SK하이닉스의 M15 및 우시 공장 증설로 신규 DRAM 및 3D NAND향 생산확대가 가속화 되고, 이는 곧 동사의 관련 핵심 소재 공급 증가로 연결되기 때문이다.

투자의견 매수, 목표주가 74,000원으로 하향

솔브레인은 최근 고선택비 인산에 대한 경쟁사의 시장 진입에 대한 우려감으로 주가가 전 고점대비 약 35% 하락하였다. 반면 3D NAND에서 삼성전자의 절대규모가 높은 만큼 우려했던 경쟁사 진입이 중장기적으로 있더라도 동사에 미치는 영향은 제한적일 것이다. 지속된 실적 호조 속에서 주가가 선행적으로 하락한 결과 현시점 동사의 PER은 7.2배(2018년 예상치) 수준이다. 단기 주가 급락에 따른 괴리를 관리 측면에서 목표주가를 74,000원으로 하향하지만 여전히 동사에 대해 투자의견 매수를 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	723	776	966	1,059	1,108
영업이익	105	106	171	189	196
세전계속사업손익	100	67	162	170	175
순이익	75	43	125	133	135
EPS (원)	4,514	2,421	6,989	7,397	7,508
증감률 (%)	n/a	-46.4	188.7	5.8	1.5
PER (x)	13.4	27.9	7.2	6.8	6.7
PBR (x)	1.8	1.8	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	6.5	6.9	3.3	2.7	2.2
영업이익률 (%)	14.6	13.6	17.7	17.8	17.7
EBITDA 마진 (%)	21.4	20.2	22.8	22.9	22.9
ROE (%)	14.2	6.8	17.4	15.7	13.9
부채비율 (%)	47.8	37.9	28.7	22.8	18.1

주: IFRS 연결 기준

자료: 솔브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

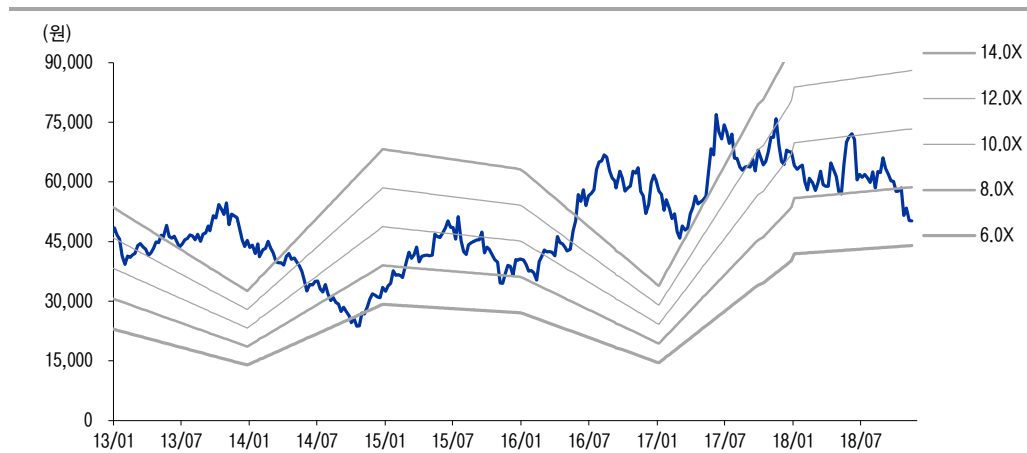
표1 솔브레인 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	775.6	966.3	1058.6	217.7	238.3	254.9	255.4	248.1	264.4	271.8	274.4
YoY	7.3%	24.6%	9.6%	18.5%	29.2%	26.0%	24.5%	13.9%	11.0%	6.6%	7.4%
QoQ				6.1%	9.4%	7.0%	0.2%	-2.9%	6.6%	2.8%	1.0%
디스플레이	271.6	296.9	294.9	67.3	75.3	79.8	74.5	71.4	73.9	75.2	74.3
Thin Glass	143.4	168.1	162.5	37.2	42.7	46.4	41.8	41.0	40.6	40.6	40.4
Etchant	43.8	41.6	40.8	10.4	10.5	10.4	10.2	10.2	10.3	10.2	10.0
유기재료	84.4	87.2	91.6	19.7	22.1	22.9	22.4	20.2	23.1	24.4	23.9
반도체	438.4	575.5	658.7	131.4	138.4	148.8	157.0	154.8	162.7	167.6	173.6
Etchant	370.5	495.5	566.8	112.9	119.7	127.8	135.1	133.5	140.1	144.0	149.2
CVD	30.0	34.1	39.4	7.9	7.7	9.0	9.5	9.2	9.7	10.1	10.5
Slurry	38.0	45.9	52.4	10.6	11.0	11.9	12.5	12.2	12.9	13.4	13.9
2차전지 외	65.5	93.9	105.1	19.1	24.6	26.4	23.9	21.9	27.8	29.0	26.5
전해액	44.6	61.8	72.6	13.7	14.5	16.7	16.9	16.5	17.5	19.2	19.4
ND자석	10.5	18.7	18.7	2.7	4.9	6.4	4.7	2.7	4.9	6.4	4.7
기타	10.4	13.4	13.8	2.7	5.2	3.3	2.3	2.8	5.4	3.3	2.3
영업이익	105.9	170.7	188.8	37.9	43.2	46.8	42.8	42.6	48.3	50.1	47.8
YoY	0.6%	17.7%	17.8%	17.4%	18.1%	18.4%	16.8%	17.2%	18.3%	18.4%	17.4%
QoQ		162.6	169.6	47.3	36.3	42.2	36.8	38.6	43.7	45.4	41.8
영업이익률	13.7%	37.3	36.9	9.6	12.2	7.8	7.7	8.1	9.6	10.0	9.2
세전이익	66.8	121.6	128.7	36.8	23.1	33.5	28.2	29.6	33.1	34.4	31.7
법인세	23.7	6,989	7,397								
당기순이익	41.2	7.2	6.8								
EPS (원)	2,421	43,475	50,490								
PER (배)	27.9	1.2	1.0								
BPS (원)	37,072	966.3	1058.6	217.7	238.3	254.9	255.4	248.1	264.4	271.8	274.4
PBR (배)	1.8	24.6%	9.6%	18.5%	29.2%	26.0%	24.5%	13.9%	11.0%	6.6%	7.4%

주: K-IFRS 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 솔브레인 PER 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 솔브레인 추정치 변화

	3Q18			4Q18E			2018E			2019E		
(십억원)	종전	신규	차이	종전	신규	차이	종전	신규	차이	종전	신규	차이
매출액	252.4	254.9	1.0%	260.5	255.4	-1.9%	968.8	966.3	-0.3%	1,078.1	1,058.6	-1.8%
영업이익	48.4	46.8	-3.1%	44.7	42.8	-4.3%	174.2	170.7	-2.0%	197.2	188.8	-4.2%
영업이익율	19.2%	18.4%		17.2%	16.8%		18.0%	17.7%		18.3%	17.8%	
순이익	33.3	33.5	-0.4%	38.0	28.2	-25.8%	139.1	121.6	-12.6%	162.3	128.7	-20.7%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 솔브레인 컨센서스 괴리

	3Q18			4Q18E			2018E			2019E		
(십억원)	컨센서스	이베스트	차이	컨센서스	이베스트	차이	컨센서스	이베스트	차이	컨센서스	이베스트	차이
매출액	250.2	254.9	1.9%	252.7	255.4	1.1%	958.9	966.3	0.8%	1,058.9	1,058.6	0.0%
영업이익	44.2	46.8	6.0%	40.1	42.8	6.8%	165.5	170.7	3.2%	181.4	188.8	4.1%
순이익	36.6	33.5	-8.6%	28.2	28.2	0.0%	117.5	121.6	3.5%	131.1	128.7	-1.8%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 솔브레인 목표주가 산출

항목	산출내역	비고
EPS(원)	7,397	2019년 Forward EPS
적용 PER(배)	10.0	과거 6년 PER 평균
프리미엄(%)		
적정가치	73,905	
목표주가	74,000	
현주가	50,200	11월 14일 종가 기준
상승여력(%)	47.4%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

솔브레인 (036830)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	292	377	417	487	556
현금 및 현금성자산	138	210	208	264	323
매출채권 및 기타채권	75	77	94	101	105
재고자산	42	48	58	62	65
기타유동자산	37	42	58	60	62
비유동자산	537	518	565	601	636
관계기업투자등	138	141	140	146	152
유형자산	328	309	328	355	381
무형자산	13	9	9	8	8
자산총계	829	896	982	1,087	1,192
유동부채	243	233	206	189	169
매입채무 및 기타채무	59	65	94	101	106
단기금융부채	151	129	94	69	44
기타유동부채	32	38	18	19	20
비유동부채	26	13	13	14	14
장기금융부채	17	6	5	5	5
기타비유동부채	8	7	8	8	8
부채총계	268	246	219	202	183
지배주주지분	558	645	756	878	1,002
자본금	8	9	9	9	9
자본잉여금	77	132	132	132	132
이익잉여금	483	514	626	748	872
비지배주주지분(연결)	3	5	7	7	7
자본총계	561	650	763	885	1,009

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	142	113	167	196	204
당기순이익(손실)	100	67	125	133	135
비현금수익비용가감	57	82	41	68	72
유형자산감가상각비	48	49	48	53	57
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	3	31	-8	14	14
영업활동 자산부채변동	19	-13	0	-4	-3
매출채권 감소(증가)	-6	1	-12	-7	-5
재고자산 감소(증가)	-10	-6	-10	-4	-3
매입채무 증가(감소)	14	-1	16	7	5
기타자산, 부채변동	20	-7	7	0	0
투자활동 현금	-77	-47	-121	-105	-109
유형자산처분(취득)	-53	-33	-69	-79	-83
무형자산 감소(증가)	0	0	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	-22	-21	-22
기타투자활동	-24	-14	-29	-4	-4
재무활동 현금	-15	18	-48	-36	-36
차입금의 증가(감소)	-7	-28	-37	-25	-25
자본의 증가(감소)	-8	46	-11	-11	-11
배당금의 지급	8	10	11	11	11
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	52	72	-2	56	59
기초현금	86	138	210	208	264
기말현금	138	210	208	264	323

자료: 솔브레인, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결 기준

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	723	776	966	1,059	1,108
매출원가	550	604	722	778	845
매출총이익	173	171	245	281	263
판매비 및 관리비	68	66	74	92	67
영업이익	105	106	171	189	196
(EBITDA)	154	157	220	242	253
금융손익	1	-22	3	5	5
이자비용	4	4	0	0	0
관계기업등 투자손익	-4	-7	-10	-14	-14
기타영업외손익	-2	-11	-1	-10	-12
세전계속사업이익	100	67	162	170	175
계속사업법인세비용	25	24	37	37	40
계속사업이익	75	43	125	133	135
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	75	43	125	133	135
지배주주	75	41	122	129	131
총포괄이익	73	44	124	133	135
매출총이익률 (%)	23.9	22.1	25.3	26.6	23.8
영업이익률 (%)	14.6	13.6	17.7	17.8	17.7
EBITDA마진률 (%)	21.4	20.2	22.8	22.9	22.9
당기순이익률 (%)	10.3	5.6	13.0	12.5	12.2
ROA (%)	9.6	4.8	12.9	12.4	11.5
ROE (%)	14.2	6.8	17.4	15.7	13.9
ROIC (%)	19.1	16.2	29.7	30.0	28.7

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	13.4	27.9	7.2	6.8	6.7
P/B	1.8	1.8	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.5	6.9	3.3	2.7	2.2
P/CF	6.4	7.7	5.2	4.4	4.2
배당수익률 (%)	1.0	0.9	1.2	1.2	1.2
성장성 (%)					
매출액	15.1	7.3	24.6	9.6	4.6
영업이익	4.0	0.5	61.5	10.6	3.7
세전이익	-9.4	-33.1	143.4	4.4	3.1
당기순이익	-7.5	-42.2	190.5	6.0	1.5
EPS	-7.5	-46.4	188.7	5.8	1.5
안정성 (%)					
부채비율	47.8	37.9	28.7	22.8	18.1
유동비율	120.4	162.1	202.7	258.2	328.8
순차입금/자기자본(x)	1.7	-15.0	-19.4	-26.0	-31.3
영업이익/금융비용(x)	29.4	25.8	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	169	135	99	74	49
순차입금 (십억원)	9	-97	-148	-231	-316
주당지표(원)					
EPS	4,514	2,421	6,989	7,397	7,508
BPS	33,711	37,072	43,475	50,490	57,620
CFPS	9,440	8,734	9,584	11,531	11,875
DPS	610	610	610	610	610

솔브레인

목표주가 추이

(원)

100,000

80,000

60,000

40,000

20,000

0

16/11

17/05

17/11

18/05

18/11

주가

목표주가

투자 의견

변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비
2015.03.16	변경	어규진			
2017.05.15	Buy	72,000	6.8		-7.4
2017.06.12	Buy	90,000	-16.7		-22.2
2017.08.22	Buy	82,000	-5.9		-22.4
2018.05.24	Buy	93,000	-21.0		-34.4
2018.11.15	Buy	74,000			

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 어규진)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.4% 5.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2017. 10. 1 ~ 2018. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)