Company Update

솔브레인 (036830)

AMOLED 가동률 우려 vs 반도체 가동률 기대

장정훈
Analyst
jhooni.chang@samsung.com
02 2020 7752

WHAT'S THE STORY?

Event: 4분기 연결기준 실적 공시.

Impact: 원재료 재고평가 충당금 상승과 AMOLED관련 사업부의 실적둔화에 따른 영향으로 4분기 부진했으나 반도체 부문의 꾸준한 실적개선과 추가적인 충당금 반영 가능성이 낮기 때문에 분기 실적개선 기대감 유효.

Action: 목표주가 60,000원과 투자의견 BUY유지.

THE QUICK VIEW

4Q Review: 4분기 연결기준 매출액은 1,451억원으로 전년동기 및 전분기 대비 각각 17.5%, 11.3% 감소한 것으로 발표. 영업이익은 55억원으로 전년동기 및 전분기 대비 각각 78.4%, 79.1% 감소. 별도기준 매출액은 1,272억원에 영업이익 127억원을 기록한 것으로 추정. 연결 영업이익이 별도기준에 비해 적은 것은 연결 자회사 솔브레인에스엘디의 실적부진으로 추정. 별도기준 영업이익규모가 당사의 기존 추정치 206억원을 하회했는데, 이유는 원재료 세륨 보유 재고에 대한 평가충당금이 예상보다 30%이상 추가적으로 이뤄졌고 AMOLED관련 씬글래스사업부의 매출감소와 이에 따른 이익감소가 주요 요인.

AMOLED 가동률 우려 vs 반도체 가동률 기대: 원재료 세륨 보유 재고가치가 2013년 충당금 설정에 의해 장부상에 상당히 작은 규모로 잡혀있기 때문에 원재료 가격이 올해 추가 하락한다 해도 지난해와 같은 규모의 영향은 없을 것으로 판단됨. 또한 지난 4분기에 이전 분기보다 더 나은 성과를 냈던 반도체 식각액 부문도 하이닉스 우시 공장의 정상화와 삼성전자 반도체 부문 가동률 상승 등으로 AMOLED 관련 사업부문의 우려를 상당부분 불식시킬 수 있을 것으로 판단됨. 1분기는 매출 1,300억원에 영업익 201억원으로 전망하고, 충당금 관련비용이 없을 것으로 추정됨 (최근 2개월간 세륨가격은 5% 내외 하락)

목표주가 60,000원과 투자의견 BUY유지: 시장에서는 삼성전자 스마트폰 성장세와 삼성디스플레이의 AMOLED 가동률 개선에 대해 조심스럽게 보고 있어 주가에 부담인 것은 사실이나 수익성이 좋은 반도체 식각액 부문의 선전과 함께 원재료 보유재고에 대한 추가 평가충당금 설정은 제한적이기 때문에 분기 실적개선 기대감을 가져도 좋을 것으로 판단됨. 여기에 2차전지 시장에서 글로벌 1위업체인 삼성SDI의 전해액 공급업체로서의 전기차 시장 활성화 분위기에 주가 프리미엄 받을 가능성은 여전함. 현 주가는 2014년 PE 9.1배 수준으로 실적개선 저평가 관점에서 매수 유효한 시기. 목표주가 60,000원과 투자의견 BUY유지.

■ AT A GLANCE

SELL | HOLD | **BUY**

목표주가	60,000원 (38.9%)
현재주가	43,200원
Bloomberg code	036830 KS
시가총액	7,001.3억원
Shares (float)	16,206,744주 (54.9%)
52주 최저/최고	40,000원/54,700원
60일-평균거래대금	46.2억원

One-year performance	1M	6M	12M
솔브레인 (%)	+1.9	-9.4	-1.9
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-3.7	-12.9	-3.2

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	60,000	60,000	0.0%
2013E EPS	3,949	4,326	-8.7%
2014E EPS	4,700	4,983	-5.7%
2015E EPS	5,463	5,726	-4.6%

■ 분기 실적

(십억원)	4Q13	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	127.2	(17.6)	(4.3)	(1.2)	2.7
영업이익	12.7	(39.9)	(46.3)	(38.3)	(38.2)
세전계속사업이익	4.8	(27.1)	(79.5)	(76.7)	(75.8)
순이익	1.7	(73.8)	(91.2)	(88.3)	(88.0)
이익률 (%)					
영업이익	10.0	(3.7)	(7.8)		
세전계속사업이익	3.8	(0.5)	(14.0)		
순이익	1.4	(2.9)	(13.6)		

자료: 솔브레인, 삼성증권 추정

■ Valuation summary

	2012	2013E	2014E
Valuation (배)			
P/E	9.7	11.4	9.1
P/B	2.2	1.8	1.6
EV/EBITDA	7.0	6.3	5.1
Div yield (%)	0.9	1.0	1.0
EPS 증가율 (%)	95.5	(16.3)	25.5
ROE (%)	21.8	16.0	18.5
주당지표 (원)			
EPS	4,536	3,797	4,767
BVPS	20,211	23,401	27,750
DPS	375	450	450

표 1. 4분기 잠정 실적

(십억원)	4Q13E	4Q12	3Q13	증감 (%)	
				전년동기대비	전분기대비
매출액	127.2	154.3	133.0	(17.6)	(4.3)
영업이익	12.7	21.2	23.7	(39.9)	(46.3)
세전사업계속이익	4.8	6.6	23.7	(27.1)	(79.5)
순이익	1.7	6.7	19.9	(73.8)	(91.2)
이익률 (%)					
영업이익	10.0	13.7	17.8		
세전사업계속이익	3.8	4.3	17.8		
순이익	1.4	4.3	15.0		

참고: IFRS 별도기준
자료: 솔브레인, 삼성증권 추정

표 2. 연간 실적 추정 변경

(십억원)	2013E			2014E		
	수정 전	수정 후	차이 (%)	수정 전	수정 후	차이 (%)
매출액	530	528	(0.3)	605	582	(3.8)
영업이익	92	84	(8.6)	104	98	(5.7)
세전사업계속이익	90	74	(16.9)	103	98	(4.4)
순이익	69	57	(18.4)	80	76	(4.4)

참고: IFRS 별도기준
자료: 삼성증권 추정

표 3. 목표주가 산정

(십억원)	2014E	비고
EPS (원)	4,767	2014E EPS
목표 P/E (배)	14.0	Global peer 평균 (Outlier 제외)
적정주가 (원)	66,581	
목표주가 (원)	**60,000**	
현주가 (원)	43,200	3월 12일 종가 기준
상승 여력 (%)	38.9	

자료: 삼성증권 추정

표 4. 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13P	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013E	2014E	2015E
전사 매출	**134.5**	**133.5**	**133.0**	**127.2**	**130.0**	**138.2**	**153.8**	**160.1**	**528.2**	**582.1**	**665.3**
에천트	21.1	20.8	20.8	19.9	20.3	20.9	22.1	22.6	82.5	85.9	91.2
Thin glass	28.6	31.0	34.2	24.8	25.0	27.5	31.6	33.2	118.5	117.4	135.4
유기재료	8.8	8.1	8.4	12.0	12.2	12.8	13.5	13.7	37.3	52.2	57.4
디스플레이 재료 매출	59.5	60.7	64.4	57.6	58.5	62.2	68.2	70.6	242.3	259.5	288.4
CVD	6.0	5.6	5.7	5.3	5.0	5.1	5.6	5.7	22.7	21.4	24.6
에천트	39.6	38.0	38.6	42.8	44.9	48.1	55.3	58.0	159.0	206.2	242.1
슬러리	5.5	6.3	6.9	6.8	6.6	6.9	7.2	7.3	25.5	27.9	30.4
반도체 재료 매출	55.6	52.0	51.3	55.4	57.0	60.7	68.8	71.8	214.3	258.2	300.4
전해액	8.4	8.3	8.3	7.3	7.7	8.5	9.8	10.7	32.5	36.7	48.3
ND 자석	7.3	8.4	5.9	4.4	4.4	4.5	4.6	4.5	25.9	17.9	18.3
기타	4.0	4.1	3.1	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5	13.6	9.8	9.9
전자 재료 매출	19.7	20.8	17.2	14.2	14.5	15.4	16.8	17.8	72.0	64.5	76.4
영업이익	**20.8**	**27.1**	**23.7**	**12.7**	**20.1**	**26.3**	**27.7**	**24.0**	**84.4**	**98.1**	**113.2**
영업이익률 (%)	15.5	20.3	17.8	10.0	15.5	19.0	18.0	15.0	16.0	16.9	17.0
매출비중 (%)											
디스플레이 재료	44	45	48	45	45	45	44	44	46	45	43
반도체 재료	41	39	39	44	44	44	45	45	41	44	45
전자 재료	15	15.6	13	11	11	11.1	11	11	14	11	11

참고: IFRS 별도기준
자료: 솔브레인, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	**458**	**585**	**528**	**582**	**665**
매출원가	355	447	410	447	510
매출총이익	**103**	**138**	**118**	**135**	**156**
(매출총이익률, %)	22.5	23.5	22.4	23.2	23.4
판매 및 일반관리비	37	37	34	37	42
영업이익	**66**	**100**	**84**	**98**	**113**
(영업이익률, %)	14.3	17.2	16.0	16.9	17.0
순금융이익	(6)	(4)	(1)	1	4
순외환이익	(0)	(2)	0	0	0
순지분법이익	0	0	0	0	0
기타	(31)	(12)	(9)	(1)	(1)
세전이익	**29**	**82**	**74**	**98**	**116**
법인세	12	21	18	22	28
(법인세율, %)	40.2	25.7	23.9	22.0	23.9
순이익	17	61	57	76	89
(순이익률, %)	3.7	10.4	10.7	13.1	13.3
영업순이익*	**34**	**72**	**62**	**77**	**89**
(영업순이익률, %)	7.4	12.4	11.7	13.3	13.4
EBITDA	50	109	112	130	145
(EBITDA 이익률, %)	11.0	18.6	21.3	22.4	21.7
EPS (원)	1,168	3,835	3,493	4,718	5,466
수정 EPS (원)**	2,320	4,536	3,797	4,767	5,513
주당배당금 (보통, 원)	350	375	450	450	450
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	29.6	9.8	12.7	9.4	8.1

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동에서의 현금흐름	**26**	**110**	**128**	**103**	**108**
순이익	17	61	57	76	89
유 · 무형자산 상각비	16	23	37	33	32
순외환관련손실 (이익)	(0)	0	0	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	0	0	0	0
Gross Cash Flow	**82**	**125**	**103**	**104**	**120**
순운전자본감소 (증가)	(44)	3	24	(7)	(10)
기타	(11)	(16)	0	(0)	0
투자활동에서의 현금흐름	**(109)**	**(56)**	**(75)**	**(44)**	**(26)**
설비투자	(87)	(45)	(62)	(40)	(20)
Free cash flow	**(61)**	**66**	**66**	**63**	**88**
투자자산의 감소(증가)	(19)	(8)	(2)	(3)	(4)
기타	(3)	(3)	(11)	(1)	(2)
재무활동에서의 현금흐름	**92**	**(40)**	**(37)**	**(6)**	**(3)**
차입금의 증가(감소)	97	(35)	(19)	0	0
자본금의 증가 (감소)	0	0	(3)	0	0
배당금	(4)	(5)	(6)	(7)	(7)
기타	0	(0)	(9)	1	5
현금증감	**10**	**14**	**15**	**53**	**79**
기초현금	6	16	31	46	99
기말현금	16	31	46	99	178

참고: IFRS 별도 기준
* 일회성 항목 제외
** 완전 희석, 일회성 항목 제외
자료: 솔브레인, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	**146**	**148**	**135**	**197**	**290**
현금 및 현금등가물	16	31	46	99	178
매출채권	62	68	57	62	71
재고자산	59	41	21	23	27
기타	8	9	11	12	14
비유동자산	**289**	**310**	**346**	**356**	**347**
투자자산	97	93	95	98	102
(지분법증권)	89	80	81	81	81
유형자산	182	206	241	248	236
무형자산	4	4	4	4	3
기타	7	7	6	6	6
자산총계	**435**	**458**	**481**	**553**	**637**
유동부채	**148**	**121**	**96**	**99**	**102**
매입채무	25	20	14	15	17
단기차입금	99	65	56	56	56
기타 유동부채	24	37	27	27	28
비유동부채	**53**	**8**	**5**	**5**	**6**
사채 및 장기차입금	48	5	2	2	2
기타 장기부채	5	4	3	3	3
부채총계	**201**	**129**	**102**	**104**	**107**
자본금	7	8	8	8	8
자본잉여금	33	70	67	67	67
이익잉여금	198	254	305	374	455
기타	(4)	(4)	(0)	0	0
자본총계	**234**	**328**	**379**	**449**	**530**
순부채	131	46	12	(41)	(120)
주당장부가치 (원)	15,846	20,211	23,401	27,750	32,854

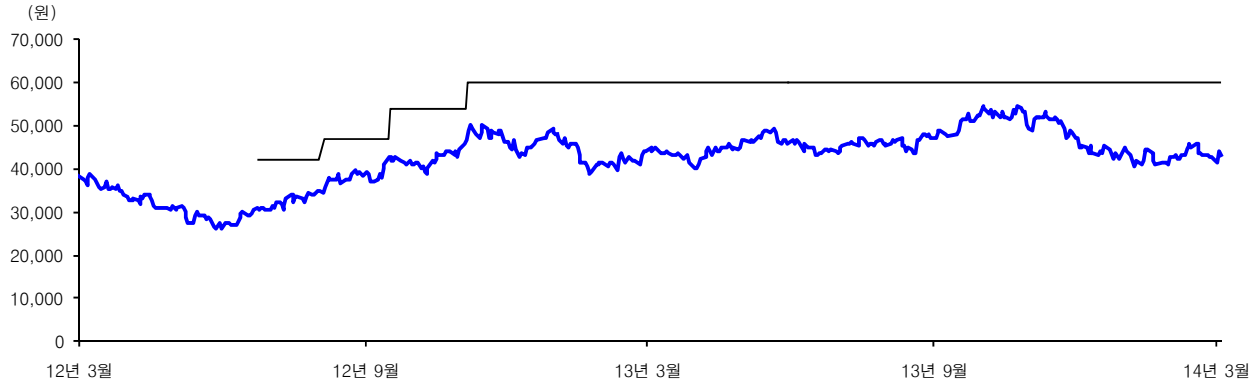
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2011	2012	2013E	2014E	2015E
증감률 (%)					
매출액	31.4	27.8	(9.7)	10.2	14.3
영업이익	33.1	53.4	(16.0)	16.3	15.3
세전이익	(32.1)	186.4	(9.5)	31.8	18.7
순이익	(48.0)	256.3	(7.4)	35.1	15.8
영업순이익*	3.3	112.1	(14.9)	25.5	15.7
EBITDA	(11.8)	90.8	3.2	15.8	11.1
수정 EPS**	3.3	95.5	(16.3)	25.5	15.7
비율 및 회전					
ROE (%)	7.7	21.8	16.0	18.5	18.1
ROA (%)	4.5	13.7	12.1	14.8	14.9
ROIC (%)	10.7	19.9	16.4	17.1	16.2
순부채비율 (%)	56.1	14.1	3.2	(9.1)	(22.6)
이자보상배율 (배)	5.7	16.8	24.4	36.4	42.1
매출채권 회수기간 (일)	40.2	40.6	43.1	37.3	36.7
매입채무 결재기간 (일)	18.8	14.1	11.7	9.0	8.9
재고자산 보유기간 (일)	34.3	31.1	21.4	14.0	13.8
Valuations (배)					
P/E	17.6	9.7	11.4	9.1	7.8
P/B	2.6	2.2	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA	14.6	7.0	6.3	5.1	4.0
EV/EBIT	21.3	8.8	9.4	6.8	5.2
배당수익률 (보통, %)	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0

■ Compliance Notice

- 당사는 3월 12일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 3월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 3월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2012/7/2	8/13	9/25	11/13	2013/7/14
투자의견	BUY★★★	BUY★★★	BUY★★★	BUY★★★	BUY
TP (원)	42,000	47,000	54,000	60,000	60,000

- **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY★★★ (매수★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~-30%
SELL★★★ (매도★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상