



BUY(Maintain)

목표주가: 91,000원
주가(12/12): 66,900원
시가총액: 11,639억원

반도체/디스플레이
Analyst 박유악
02) 3787-5063
yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (12/12)	760.40pt		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	77,200원	45,850원	
최고/최저가대비 등락률	-13.34%	45.91%	
수익률	절대	상대	
	1M	-6.0%	-10.9%
	6M	-7.6%	-19.2%
	1Y	22.5%	-2.8%

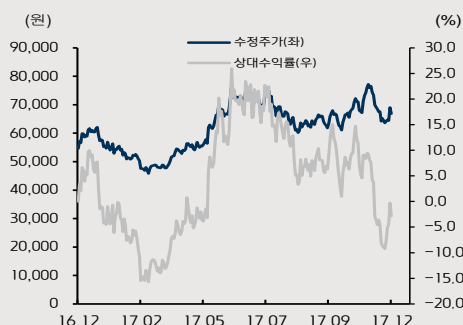
Company Data

발행주식수	17,398천주
일평균 거래량(3M)	113천주
외국인 지분율	25.02%
배당수익률(16E)	1.03%
BPS(17E)	36,216원
주요 주주	정지완 43.49%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	7,225	7,758	9,035	10,815
영업이익	1,051	1,112	1,486	1,811
EBITDA	1,543	1,573	1,892	2,251
세전이익	998	841	1,448	1,744
순이익	745	574	1,086	1,308
지배주주지분순이익	748	554	1,035	1,248
EPS(원)	4,635	3,377	5,816	7,008
증감률(%)YoY	-7.5	-27.1	72.6	20.5
PER(배)	13.0	17.9	10.4	8.6
PBR(배)	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	6.5	5.7	4.4	3.0
보고영업이익률(%)	14.6	14.3	16.4	16.7
핵심영업이익률(%)	14.6	14.3	16.4	16.7
ROE(%)	14.1	9.4	15.2	15.9
순부채비율(%)	1.5	-20.0	-29.5	-41.6

Price Trend



솔브레인 (036830)

반도체 성장에 근거한 주가 Rerating 예상



삼성전자와 SK하이닉스의 3D NAND 증설이 지속될 전망이다. 솔브레인은 '보유 특허를 통한 경쟁사 진입 방어'와 'Etchant Capa 증설을 통한 점유율 상승'으로 해당 시기 큰 폭의 실적 성장을 기록할 것으로 예상된다. 1Q18 비수기에도 뚜렷한 실적 증가가 예상되므로 불구하고, 동사의 현재 주가는 삼성전자의 지분참여 단가(66,600원) 수준에 불과하다. 비중확대 적기로 판단하며, 업종 Top Pick으로 매수 추천한다.

>>> 주요 고객사의 3D NAND 투자 확대

동사의 주요 고객사 중 삼성전자와 SK하이닉스의 3D NAND 투자가 확대될 전망이다. 삼성전자는 평택 1차 공장(NAND 160K/월)을 시작으로 Xian 2차(NAND 120K/월)와 평택 2차 공장(NAND 200K/월)의 증설을 지속할 것으로 예상되며, SK하이닉스 역시 청주 공장(240K/월)의 완공 시기를 앞당기며 증가하는 NAND의 수요를 대응할 것으로 예상된다.

솔브레인은 보유한 인사계열 Etchant의 특허를 바탕으로 해당 고객사 내의 독점적 지위가 지속될 것으로 판단되며, 반도체 Etchant의 국내외 Capacity 증설을 통해 증가하는 전방 수요를 대응할 것으로 예상된다. 이는 최근 제기되고 있는 경쟁사의 신규 진입과 동사의 점유율 하락에 대한 우려는 해소시키며, 동사의 주가 Rerating에 대한 근거로써 작용할 것이다.

>>> 2018년 영업이익 1,486억원 전망

2018년 실적은 매출액 9,035억원(+16%YoY), 영업이익 1,486억원(+34%YoY)으로, 사상 최대치를 기록할 전망이다. '3D NAND향 반도체 Etchant의 출하량 증가'와 '반도체 Precursor의 신제품 공급' 효과가 본격화될 것으로 판단한다. 특히 반도체 Etchant의 경우 삼성전자와 SK하이닉스를 모두 전방으로 하고 있기 때문에, 늘어나는 3D NAND Capacity의 수혜를 직접적으로 받을 것이다. Thin Glass 부문 역시 '삼성전자 중저가 스마트폰 내의 Rigid OLED 탑재량 증가'와 '감가상각비 감소'의 영향으로, 올해 대비 더욱 안정적인 실적 흐름이 예상된다.

>>> 투자의견 'BUY', 목표주가 91,000원 유지

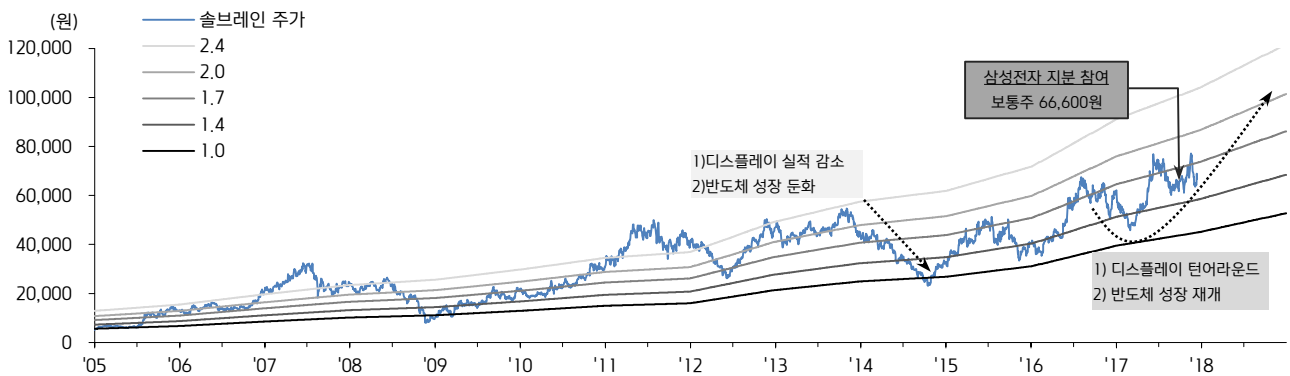
동사의 주가는 삼성전자향 Etchant의 성장을 둔화, SK하이닉스 내 Etchant 점유율 하락, Thin Glass의 수익성 악화 등에 대한 우려로 인해 직전 고점 대비 -14% 하락했다. 그러나 당사는 반도체 Etchant에 대한 전방 수요 증가와 이를 대응하기 위한 동사의 Capacity 증가, 보유 특허를 통한 경쟁사 신규 진입 방어, Thin Glass 수익성 개선 등을 근거로 이러한 우려가 해소될 것으로 판단하고 있다. 1Q18 비수기에도 뚜렷한 실적 증가가 예상되므로, 현 시점을 동사에 대한 매수 적기로 판단한다. 업종 Top Pick으로 매수 추천한다.

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	183.7	184.4	202.3	205.4	202.1	215.5	235.7	250.2	722.5	775.8	903.5
%YoY	7%	4%	9%	10%	10%	17%	16%	22%	15%	7%	16%
Semiconductor	95.9	101.5	118.9	126.2	127.1	137.9	151.8	167.4	358.2	442.6	584.2
Etchant	80.0	84.9	101.1	108.2	108.9	119.3	133.0	147.9	292.4	374.3	509.1
Precursors	6.7	7.0	8.4	8.7	9.1	9.2	9.2	9.6	28.0	30.8	37.1
CMP Slurry	9.2	9.5	9.4	9.4	9.0	9.4	9.6	10.0	37.8	37.5	38.0
Display	74.4	68.0	64.7	63.6	59.3	60.5	64.3	66.7	299.4	270.6	250.8
Thin Glass	42.3	35.7	31.5	29.5	25.2	25.2	27.7	29.2	173.4	139.0	107.3
Chemical	32.0	32.4	33.1	34.0	34.0	35.4	36.6	37.5	126.0	131.6	143.5
Others	13.4	14.9	18.7	15.6	15.8	17.1	19.6	16.0	65.0	62.6	68.5
매출원가	139.7	143.6	153.0	154.6	151.5	160.5	176.1	186.3	549.5	590.9	674.3
매출원가율	76%	78%	76%	75%	75%	74%	75%	74%	76%	76%	75%
매출총이익	44.0	40.8	49.4	50.8	50.6	55.0	59.6	63.9	173.0	184.9	229.1
판관비	17.7	16.2	19.8	20.1	18.5	19.7	20.5	21.8	67.9	73.7	80.5
영업이익	26.3	24.6	29.6	30.7	32.2	35.3	39.1	42.1	105.1	111.2	148.6
%YoY	-17%	-11%	18%	46%	22%	43%	32%	37%	4%	6%	34%
영업이익률	14%	13%	15%	15%	16%	16%	17%	17%	15%	14%	16%
법인세차감전손익	15.3	23.0	19.9	25.9	31.2	34.3	38.1	41.2	99.8	84.1	144.8
법인세비용	3.6	8.5	6.6	8.0	7.8	8.6	9.5	10.3	25.3	26.7	36.1
당기순이익	11.7	14.5	13.4	17.8	23.4	25.7	28.5	30.9	74.5	57.4	108.6
당기순이익률	6%	8%	7%	9%	12%	12%	12%	12%	10%	7%	12%

자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 12개월 Trailing P/B Ratio: 삼성전자 총 556억원 유상증자 참여, 66,600원/주



자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,279	7,225	7,758	9,035	10,815
매출원가	4,721	5,495	5,909	6,743	8,061
매출총이익	1,558	1,730	1,849	2,291	2,754
판매비및일반관리비	548	679	737	805	943
영업이익(보고)	1,011	1,051	1,112	1,486	1,811
영업이익(핵심)	1,011	1,051	1,112	1,486	1,811
영업외손익	91	-53	-270	-38	-66
이자수익	27	22	23	27	32
배당금수익	3	1	2	2	2
외환이익	99	160	175	214	202
이자비용	36	36	37	37	38
외환손실	66	143	157	191	130
관계기업지분법손익	31	-37	-378	-357	-367
투자및기타자산처분손익	-15	-8	-1	-3	-3
금융상품평가및기타금융이익	-10	-7	-8	-3	-45
기타	59	-7	110	310	280
법인세차감전이익	1,102	998	841	1,448	1,744
법인세비용	296	253	267	362	436
유효법인세율 (%)	26.9%	25.3%	31.8%	25.0%	25.0%
당기순이익	806	745	574	1,086	1,308
지배주주지분순이익(억원)	807	748	554	1,035	1,248
EBITDA	1,434	1,543	1,573	1,892	2,251
현금순이익(Cash Earnings)	1,229	1,237	1,036	1,492	1,748
수정당기순이익	824	756	580	1,090	1,344
증감율(% YoY)					
매출액	16.6	15.1	7.4	16.5	19.7
영업이익(보고)	110.4	4.0	5.7	33.7	21.9
영업이익(핵심)	110.4	4.0	5.7	33.7	21.9
EBITDA	64.3	7.6	2.0	20.2	19.0
지배주주지분 당기순이익	111.8	-7.4	-25.9	86.9	20.5
EPS	108.8	-7.5	-27.1	72.6	20.5
수정순이익	125.6	-8.3	-23.3	88.0	23.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,204	1,419	1,484	1,881	2,083
당기순이익	1,102	998	574	1,086	1,308
감가상각비	410	477	449	394	428
무형자산상각비	14	14	13	12	12
외환손익	-33	-17	-19	-23	-72
자산처분손익	15	8	1	3	3
지분법손익	-31	37	378	357	367
영업활동자산부채 증감	-213	186	15	-20	-85
기타	-60	-285	73	72	121
투자활동현금흐름	-1,707	-769	-555	-933	-759
투자자산의 처분	-1,082	-42	-27	-64	-90
유형자산의 처분	16	6	5	5	5
유형자산의 취득	-608	-539	-535	-851	-653
무형자산의 처분	-13	2	-7	-10	-5
기타	-19	-195	10	-13	-16
재무활동현금흐름	485	-154	595	227	448
단기차입금의 증가	0	0	111	265	370
장기차입금의 증가	582	-74	11	30	41
자본의 증가	30	0	560	0	0
배당금지급	-73	-81	-98	-110	-125
기타	-54	0	12	43	161
현금및현금성자산의순증가	-3	519	1,524	1,175	1,772
기초현금및현금성자산	864	861	1,380	2,903	4,079
기말현금및현금성자산	861	1,380	2,903	4,079	5,851
Gross Cash Flow	1,416	1,233	1,469	1,901	2,167
Op Free Cash Flow	328	925	692	640	1,055

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,094	2,922	4,468	5,835	7,953
현금및현금성자산	861	1,380	2,903	4,079	5,851
유동금융자산	103	214	229	267	320
매출채권및유동채권	808	904	893	983	1,177
채고자산	320	424	442	506	606
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,224	5,372	5,022	5,106	4,957
장기매출채권및기타비유동채권	14	18	19	22	27
투자자산	1,830	1,875	1,453	1,069	684
유형자산	3,210	3,278	3,363	3,820	4,045
무형자산	127	133	128	126	119
기타비유동자산	43	69	59	68	82
자산총계	7,317	8,294	9,490	10,941	12,910
유동부채	2,232	2,426	2,558	2,959	3,541
매입채무및기타유동채무	509	795	809	923	1,105
단기차입금	1,472	1,501	1,612	1,877	2,247
유동성장기차입금	26	8	7	7	7
기타유동부채	226	121	130	152	182
비유동부채	158	259	282	357	561
장기매입채무및비유동채무	3	6	5	8	9
사채및장기차입금	113	168	181	210	252
기타비유동부채	43	85	97	139	300
부채총계	2,390	2,684	2,841	3,316	4,102
자본금	83	83	91	91	91
주식발행초과금	788	788	1,343	1,343	1,343
이익잉여금	4,159	4,826	5,282	6,208	7,333
기타자본	-83	-113	-113	-113	-113
지배주주지분자본총계	4,947	5,584	6,603	7,529	8,654
비지배주주지분자본총계	-20	26	46	95	154
자본총계	4,927	5,610	6,649	7,625	8,808
순차입금	645	84	-1,333	-2,251	-3,664
총차입금	1,610	1,678	1,800	2,095	2,506

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	4,969	4,635	3,377	5,816	7,008
BPS	29,865	33,711	36,216	41,294	47,462
주당EBITDA	8,667	9,315	9,343	10,375	12,344
CFPS	7,430	7,467	6,152	8,181	9,588
DPS	500	610	620	700	750
주가배수(배)					
PER	8.2	13.0	17.9	10.4	8.6
PBR	1.4	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	5.1	6.5	5.7	4.4	3.0
PCFR	5.5	8.1	9.8	7.4	6.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	16.1	14.6	14.3	16.4	16.7
영업이익률(핵심)	16.1	14.6	14.3	16.4	16.7
EBITDA margin	22.8	21.4	20.3	20.9	20.8
순이익률	12.8	10.3	7.4	12.0	12.1
자기자본이익률(ROE)	17.6	14.1	9.4	15.2	15.9
투하자본이익률(ROIC)	20.3	20.8	19.8	27.1	30.2
안정성(%)					
부채비율	48.5	47.8	42.7	43.5	46.6
순차입금비율	13.1	1.5	-20.0	-29.5	-41.6
이자보상배율(배)	28.0	29.4	30.3	39.9	48.0
활동성(배)					
매출채권회전율	8.8	8.4	8.6	9.6	10.0
채고자산회전율	22.5	19.4	17.9	19.1	19.4
매입채무회전율	14.5	11.1	9.7	10.4	10.7

Compliance Notice

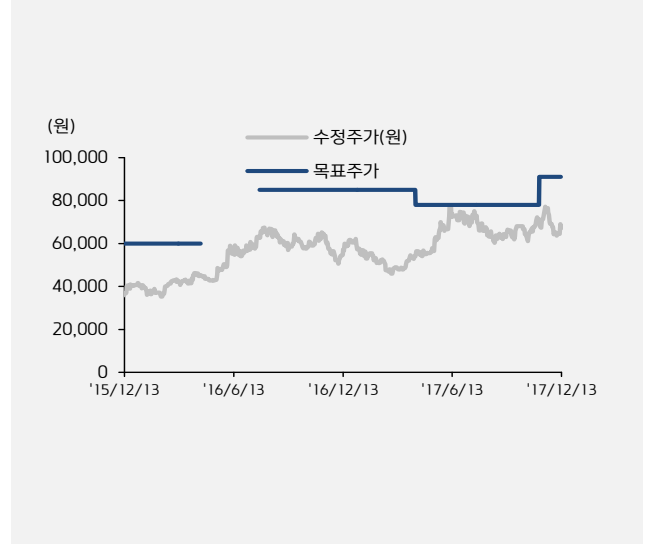
- 당사는 12월 12일 현재 '솔브레인' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
솔브레인 (036830)	2016-04-18	BUY(Maintain)	60,000원	6개월	-10.83	12.50
	2016-08-08	BUY(Reinitiate)	85,000원	6개월	-22.21	-21.18
	2016-08-16	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-22.75	-21.18
	2016-08-23	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-24.05	-21.18
	2016-09-01	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-26.80	-21.18
	2016-09-29	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-27.95	-21.18
	2016-10-31	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-27.63	-21.18
	2016-11-14	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-27.93	-21.18
	2016-11-23	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-29.30	-21.18
	2017-01-04	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-29.68	-21.18
	2017-01-19	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-30.42	-21.18
	2017-04-14	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-28.34	-20.51
	2017-05-16	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-26.49	-14.87
	2017-05-24	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-22.93	-10.26
	2017-06-08	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-15.99	-1.41
	2017-11-06	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-22.49	-18.46
	2017-11-15	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-23.75	-15.16
	2017-12-13	BUY(Maintain)	91,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자이견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%