



BUY(Maintain)

목표주가: 91,000원
주가(3/12): 60,500원
시가총액: 10,526억원

반도체/디스플레이

Analyst 박유악

02) 3787-5063

yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (3/12)		884.27pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	77,200원	47,800원	
최고/최저가대비 등락률	-21.63%	26.57%	
수익률	절대	상대	
	1M	-0.7%	-5.3%
	6M	-6.6%	-30.3%
	1Y	23.7%	-14.3%

Company Data

발행주식수	17,398천주
일평균 거래량(3M)	84천주
외국인 지분율	23.30%
배당수익률(17E)	1.16%
BPS(17E)	35,651원
주요 주주	정지완 43.48%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	7,225	7,756	9,191	10,267
영업이익	1,051	1,059	1,466	1,728
EBITDA	1,543	1,521	1,871	2,168
세전이익	998	693	1,373	1,751
순이익	745	463	1,057	1,348
지배주주지분순이익	748	451	1,046	1,335
EPS(원)	4,635	2,749	6,167	7,866
증감률(%YoY)	-7.5	-40.7	124.5	27.6
PER(배)	13.0	22.0	9.8	7.7
PBR(배)	1.8	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	6.5	6.0	4.5	3.3
영업이익률(%)	14.6	13.7	15.9	16.8
ROE(%)	14.1	7.6	15.1	16.7
순부채비율(%)	1.5	-18.7	-23.6	-33.7

Price Trend



Company Update

솔브레인 (036830)

잃을 것 없는 주가 수준과 실적 턴어라운드



삼성전자 중저가 스마트폰 내 Rigid OLED의 판매 비중이 증가함에 따라, 하락세가 지속됐던 Thin Glass 부문의 실적이 턴어라운드 할 전망이다. 또한 1H18 삼성전자 64 stacks 3D NAND와 2H18 SK하이닉스 72 stacks 3D NAND에 인산계열 Etchant를 독점 공급하며, 전사 실적 성장도 본격화 될 전망이다. 1Q18 영업이익도 312억원으로, 시장 기대치를 상회할 것이다. 적극적인 비중 확대를 추천한다.

>>> 주가 Discount 해소 예상

Thin Glass 부문의 실적 회복과 주가 Discount 해소를 예상한다. 올 한해 삼성전자는 중저가 스마트폰의 부품 공용화를 위해 기존 제품 수를 크게 축소 시킬 예정이다. 해당 시기 중저가 스마트폰 내 Rigid OLED의 판매 비중이 자연스레 증가하고, 이를 전방으로 하고 있는 Thin Glass의 가동률 역시 상승 전환할 것이라는 판단이다. Thin Glass 부문의 실적 회복은 투자자들의 관심을 반도체 소재에 집중시킬 수 있기 때문에, 그 동안 주가를 억눌러 왔던 Value Discount 요인도 해소될 것이다.

Thin Glass는 '삼성전자 중저가 스마트폰의 판매 부진(중저가 판매량: 1Q17 6,400만대 → 4Q17E 4,700만대)'과 '중저가 내 Rigid OLED 비중 감소(중저가 내 Rigid OLED 비중: '16년 80~90% → '17년 60~70%)'로 인한 실적 감소세가 지속되어 왔지만, 1Q18를 저점으로 턴어라운드 될 전망이다.

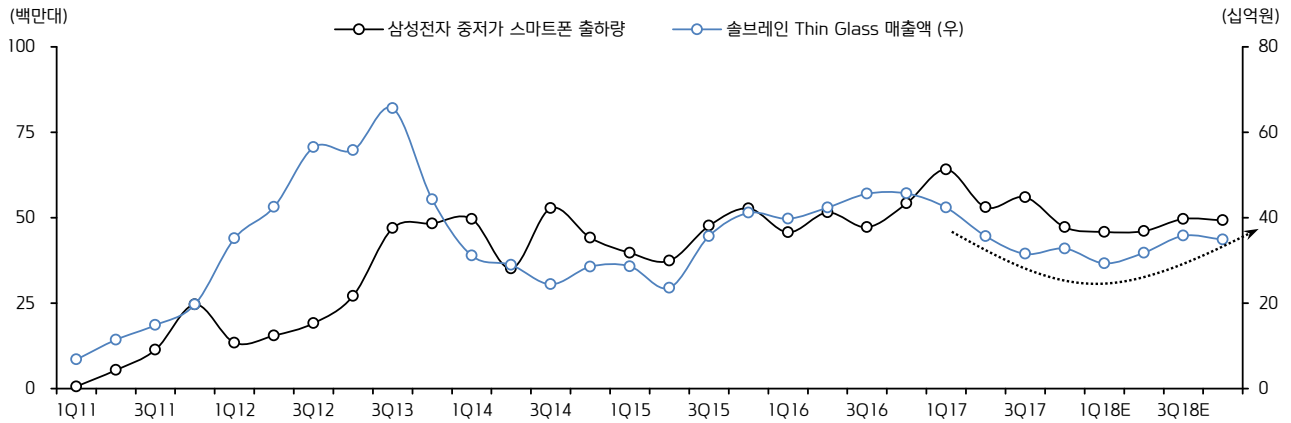
>>> 삼성전자에 이어 SK하이닉스까지, 독점적 지위 지속

Thin Glass 실적 개선과 함께 반도체 소재의 성장성이 부각될 것으로 판단한다. 솔브레인의 인산계열 Etchant는 3D NAND의 Stacks 증가를 위한 핵심적인 소재로서, 고객사인 삼성전자 내에서 독점적 지위를 유지하고 있다. 또한 SK하이닉스 내에서도 경쟁사의 품질 이슈가 지속되고 있어, 동사의 독점적 지위가 유지될 것이다. 반도체(인산계열) Etchant는 1H18 삼성전자 64 stacks 3D NAND와 2H18 SK하이닉스 72stacks 3D NAND로 대량 공급되며, 전사 실적 성장과 주가 상승을 이끌 것이다.

>>> 1Q18 영업이익 312억원 전망, 낮아진 시장 기대치 상회

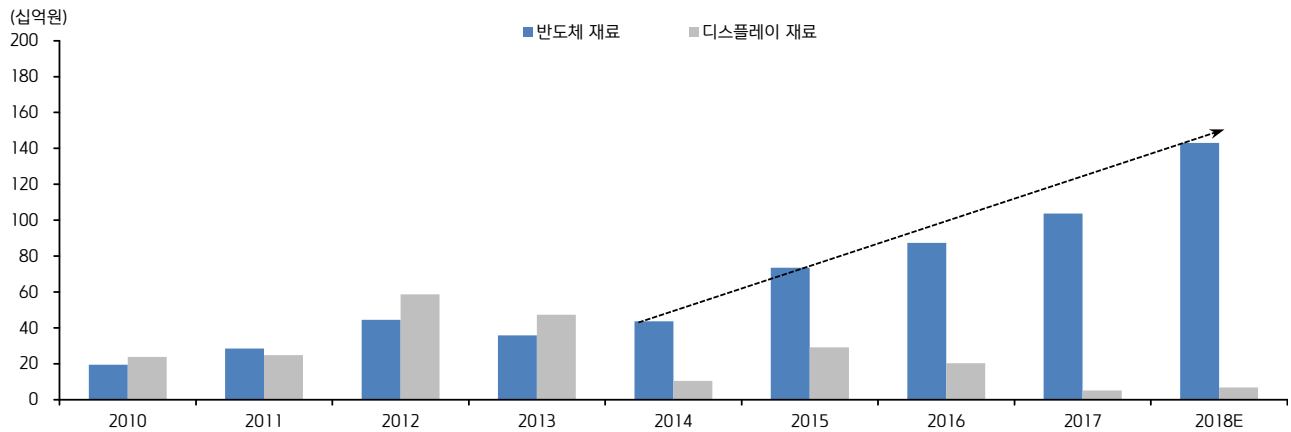
1Q18 실적은 매출액 2,011억원(+9%YoY), 영업이익 312억원(+19%YoY)으로, 낮아진 시장 기대치를 상회할 전망이다. 1Q18 반도체 Etchant의 출하량은 고객사 3D NAND의 가동률 상승 효과로 +8%QoQ 증가하고, 평균 판가 역시 원재료 가격 인상이 일부 전가되며 +1~2%QoQ 상승할 전망이다. Thin Glass의 출하량은 1Q18 -9%QoQ 감소 후 2Q18 +10%QoQ 반등할 것으로 예상되며, 평균 판가는 지난 2012년 이후 6년만에 처음으로 소폭 인상될 전망이다.

삼성전자 중저가 스마트폰 판매량과 솔브레인 Thin Glass 매출액 추이 및 전망



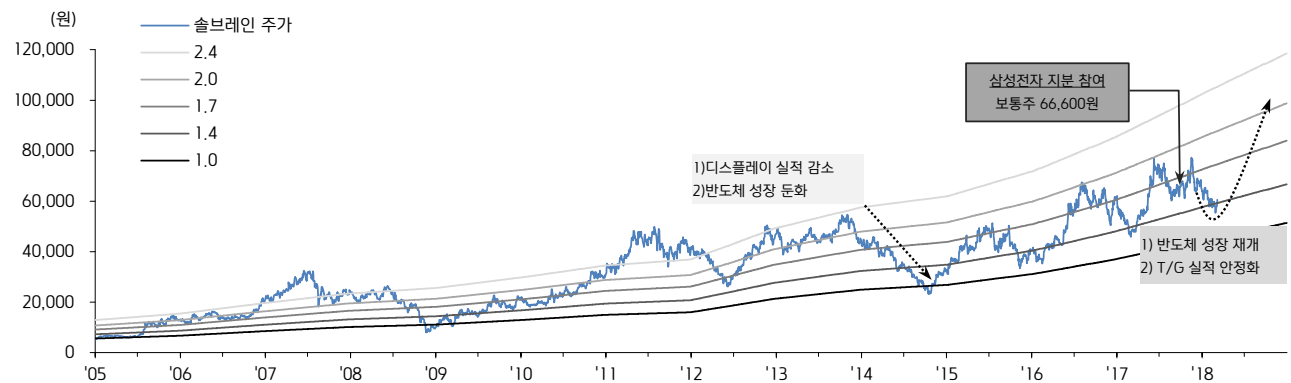
자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 사업부문별 영업이익 추정: 반도체 재료 성장 지속



자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 12개월 Trailing P/B Ratio: 잃을 것 없는 주가 수준



자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017P	2018E
매출액	183.7	184.4	202.3	205.2	201.1	217.5	246.1	254.5	722.5	775.6	919.1
%YoY	7%	4%	9%	10%	9%	18%	22%	24%	15%	7%	19%
Semiconductor	95.9	101.5	118.6	122.1	128.1	139.2	157.4	167.2	358.2	438.4	591.9
Etchant	80.0	84.9	100.5	104.3	110.6	121.4	139.2	149.0	292.4	370.5	520.1
Precursors	6.7	7.0	8.5	7.9	8.3	8.5	8.6	8.4	28.0	30.0	33.8
CMP Slurry	9.2	9.5	9.5	9.8	9.2	9.4	9.6	9.8	37.8	38.0	37.9
Display	74.4	68.0	64.7	64.5	57.3	61.7	69.6	70.1	299.4	271.6	258.7
Thin Glass	42.3	35.7	31.5	32.8	29.3	31.8	35.8	34.9	173.4	142.3	131.7
Chemical	32.0	32.4	33.1	31.7	28.0	29.9	33.8	35.3	126.0	129.3	127.0
Others	13.4	14.9	19.1	18.6	15.7	16.6	19.1	17.2	65.0	65.6	68.5
매출원가	139.7	143.6	153.0	167.9	154.4	165.2	186.8	199.3	549.5	604.2	705.7
매출원가율	76%	78%	76%	82%	77%	76%	76%	78%	76%	78%	77%
매출총이익	44.0	40.8	49.4	37.3	46.7	52.3	59.3	55.2	173.0	171.4	213.5
판관비	17.7	16.2	19.8	11.9	15.5	16.8	18.0	16.5	67.9	65.5	66.9
영업이익	26.3	24.6	29.6	25.4	31.2	35.5	41.3	38.6	105.1	105.9	146.6
%YoY	-17%	-11%	18%	21%	19%	44%	40%	52%	4%	1%	38%
영업이익률	14%	13%	15%	12%	15%	16%	17%	15%	15%	14%	16%
법인세차감전손익	15.3	23.0	19.9	10.8	27.5	33.5	39.6	36.5	99.8	69.1	137.1
법인세비용	3.6	8.5	6.6	4.1	6.3	7.7	9.1	8.4	25.3	22.9	31.5
당기순이익	11.7	14.5	13.4	6.7	21.1	25.8	30.5	28.1	74.5	46.2	105.5
당기순이익률	6%	8%	7%	3%	11%	12%	12%	11%	10%	6%	11%
KRW/USD	1,154	1,135	1,132	1,105	1,075	1,060	1,055	1,060	1,163	1,132	1,063

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	6,279	7,225	7,756	9,191	10,267
매출원가	4,721	5,495	6,042	7,057	7,872
매출총이익	1,558	1,730	1,714	2,135	2,395
판매비및일반관리비	548	679	655	669	667
영업이익(보고)	1,011	1,051	1,059	1,466	1,728
영업이익(핵심)	1,011	1,051	1,059	1,466	1,728
영업외손익	91	-53	-366	-93	23
이자수익	27	22	23	27	31
배당금수익	3	1	2	2	2
외환이익	99	160	175	217	203
이자비용	36	36	37	37	38
외환손실	66	143	156	194	173
관계기업지분법손익	31	-37	-378	-38	-39
투자및기타자산처분손익	-15	-8	-1	-3	-3
금융상품평가및기타금융이익	-10	-7	-8	-1	-40
기타	59	-7	13	-66	80
법인세차감전이익	1,102	998	693	1,373	1,751
법인세비용	296	253	229	316	403
유효법인세율 (%)	26.9%	25.3%	33.1%	23.0%	23.0%
당기순이익	806	745	463	1,057	1,348
지배주주지분순이익(억원)	807	748	451	1,046	1,335
EBITDA	1,434	1,543	1,521	1,871	2,168
현금순이익(Cash Earnings)	1,229	1,237	925	1,463	1,788
수정당기순이익	824	756	469	1,060	1,381
증감율(% YoY)					
매출액	16.6	15.1	7.3	18.5	11.7
영업이익(보고)	110.4	4.0	0.7	38.4	17.9
영업이익(핵심)	110.4	4.0	0.7	38.4	17.9
EBITDA	64.3	7.6	-1.4	23.0	15.8
지배주주지분 당기순이익	111.8	-7.4	-39.7	132.0	27.6
EPS	108.8	-7.5	-40.7	124.5	27.6
수정순이익	125.6	-8.3	-38.0	126.0	30.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,204	1,419	1,373	1,522	1,828
당기순이익	1,102	998	463	1,057	1,348
감가상각비	410	477	449	394	428
무형자산상각비	14	14	13	12	12
외환손익	-33	-17	-19	-23	-30
자산처분손익	15	8	1	3	3
지분법손익	-31	37	378	38	39
영업활동자산부채 증감	-213	186	15	-27	-51
기타	-60	-285	73	69	79
투자활동현금흐름	-1,707	-769	-555	-942	-718
투자자산의 처분	-1,082	-42	-27	-72	-54
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	-14	-11
재무활동현금흐름	485	-154	594	252	266
단기차입금의 증가	0	0	110	298	223
장기차입금의 증가	582	-74	11	33	25
자본의 증가	30	0	560	0	0
배당금지급	-73	-81	-98	-125	-136
기타	-54	0	12	45	153
현금및현금성자산의순증가	-3	519	1,412	831	1,376
기초현금및현금성자산	864	861	1,380	2,792	3,623
기말현금및현금성자산	861	1,380	2,792	3,623	4,999
Gross Cash Flow	1,416	1,233	1,358	1,549	1,879
Op Free Cash Flow	328	925	643	646	1,061

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	2,094	2,922	4,356	5,410	6,995
현금및현금성자산	861	1,380	2,792	3,623	4,999
유동금융자산	103	214	229	272	303
매출채권및유동채권	808	904	892	1,000	1,117
재고자산	320	424	442	515	575
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,224	5,372	5,022	5,429	5,587
장기매출채권및기타비유동채권	14	18	19	23	25
투자자산	1,830	1,875	1,454	1,391	1,320
유형자산	3,210	3,278	3,363	3,820	4,045
무형자산	127	133	128	126	119
기타비유동자산	43	69	59	70	78
자산총계	7,317	8,294	9,378	10,840	12,582
유동부채	2,232	2,426	2,558	3,010	3,362
매입채무및기타유동채무	509	795	809	939	1,049
단기차입금	1,472	1,501	1,611	1,909	2,133
유동성장기차입금	26	8	7	7	7
기타유동부채	226	121	130	155	173
비유동부채	158	259	282	363	542
장기매입채무및비유동채무	3	6	5	8	9
사채및장기차입금	113	168	181	214	239
기타비유동부채	43	85	97	141	294
부채총계	2,390	2,684	2,840	3,373	3,903
자본금	83	83	91	87	87
주식발행초과금	788	788	1,343	1,343	1,343
이익잉여금	4,159	4,826	5,179	6,102	7,301
기타자본	-83	-113	-113	-113	-113
지배주주지분자본총계	4,947	5,584	6,500	7,419	8,618
비지배주주지분자본총계	-20	26	38	48	61
자본총계	4,927	5,610	6,538	7,467	8,679
순차입금	645	84	-1,222	-1,764	-2,923
총차입금	1,610	1,678	1,799	2,131	2,379

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	4,969	4,635	2,749	6,167	7,866
BPS	29,865	33,711	35,651	42,640	49,536
주당EBITDA	8,667	9,315	9,032	10,756	12,459
CFPS	7,430	7,467	5,494	8,407	10,277
DPS	500	610	700	800	900
주가배수(배)					
PER	8.2	13.0	22.0	9.8	7.7
PBR	1.4	1.8	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	5.1	6.5	6.0	4.5	3.3
PCFR	5.5	8.1	11.0	7.2	5.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	16.1	14.6	13.7	15.9	16.8
영업이익률(핵심)	16.1	14.6	13.7	15.9	16.8
EBITDA margin	22.8	21.4	19.6	20.4	21.1
순이익률	12.8	10.3	6.0	11.5	13.1
자기자본이익률(ROE)	17.6	14.1	7.6	15.1	16.7
투자자본이익률(ROIC)	20.3	20.8	18.5	27.5	29.7
안정성(%)					
부채비율	48.5	47.8	43.4	45.2	45.0
순차입금비율	13.1	1.5	-18.7	-23.6	-33.7
이자보상배율(배)	28.0	29.4	28.8	39.4	45.8
활동성(배)					
매출채권회전율	8.8	8.4	8.6	9.7	9.7
재고자산회전율	22.5	19.4	17.9	19.2	18.8
매입채무회전율	14.5	11.1	9.7	10.5	10.3

Compliance Notice

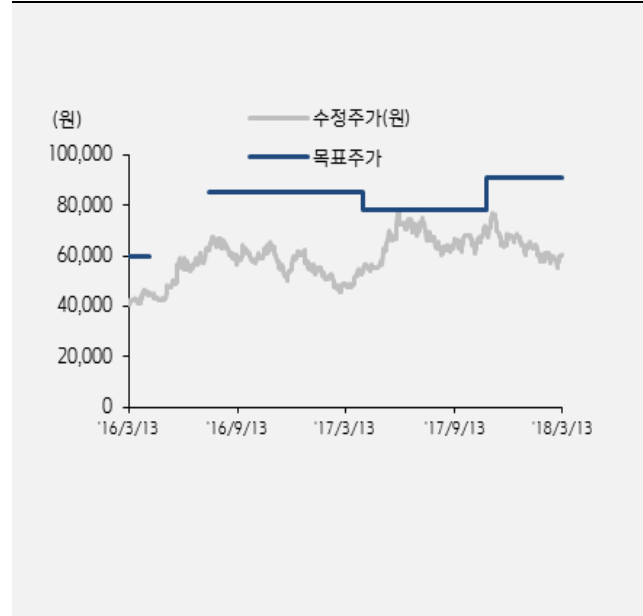
- 당사는 3월 12일 현재 '솔브레인' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	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	-25.54	-15.16
	2018-01-15	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-26.74	-15.16
	2018-02-05	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-26.92	-15.16
	2018-02-07	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-27.40	-15.16
	2018-02-13	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-29.05	-15.16
	2018-03-12	BUY(Maintain)	91,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.61%