



BUY(Maintain)

목표주가: 91,000원
주가(4/11): 60,000원
시가총액: 10,439억원

반도체/디스플레이

Analyst 박유악

02) 3787-5063

yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (4/11)		885.38pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
	77,200원	53,800원
최고/최저가대비 등락률	-22.28%	11.52%
수익률	절대	상대
	1M	0.3%
	6M	-10.3%
	1Y	10.9%

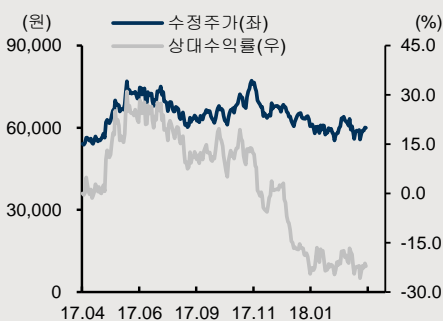
Company Data

발행주식수	17,398천주
일평균 거래량(3M)	86천주
외국인 지분율	23.90%
배당수익률(18E)	1.19%
BPS(18E)	42,467원
주요 주주	정지완 외 7인
	43.48%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	7,225	7,756	9,197	10,274
영업이익	1,051	1,057	1,469	1,733
EBITDA	1,543	1,566	1,846	2,149
세전이익	998	668	1,374	1,652
순이익	745	431	1,058	1,272
지배주주지분순이익	748	412	1,057	1,270
EPS(원)	4,635	2,532	6,227	7,484
증감률(%YoY)	-7.5	-45.4	146.2	20.2
PER(배)	13.0	26.7	10.8	9.0
PBR(배)	1.8	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	6.5	7.2	5.6	4.4
영업이익률(%)	14.6	13.6	16.0	16.9
ROE(%)	14.1	7.1	15.2	15.9
순부채비율(%)	1.5	-15.1	-19.3	-27.1

Price Trend



Company Update

솔브레인 (036830)

실적 Surprise 예상, 매수 적기



1Q18 영업이익 316억원으로 시장 컨센서스를 상회하고, 2Q18는 357억원의 사상 최대 실적을 기록할 전망이다. 당사 예상과 같이 반도체 Etchant의 실적 성장이 지속되고 있으며, Thin Glass 역시 연초 이후 턴어라운드 되었기 때문이다. 2H18에도 '반도체 Etchant 출하량 증가'와 '신규 Precursor 공급'에 따른 실적 성장세가 지속될 전망이며, 12MF P/E 9배에 불과한 현 시점을 매수 적기라고 판단한다.

>>> 1Q18 영업이익 316억원 예상, 컨센서스 큰 폭 상회

1Q18 실적이 매출액 2,063억원(+12%YoY), 영업이익 316억원(+20%YoY)으로, 시장 컨센서스(매출액 1,999억원, 영업이익 279억원)를 큰 폭으로 상회할 전망이다. 반도체 Etchant의 출하량이 삼성전자 Fab18과 SK하이닉스 M14 가동에 따라 +9%QoQ 증가하고, 제품 가격도 소폭 인상되며 원재료 비용 상승 영향을 상쇄시킬 것으로 판단한다. 그 동안 주가를 억눌러 왔던 Thin Glass 부문의 실적도 삼성전자 중저가 스마트폰의 판매량 회복에 힘입어 안정권에 접어들 것이다. 영업외적인 항목 중 제닉(123330)에 대한 평가 손실은 더 이상 발생하지 않을 것으로 추정되고, 법인세비용에 대한 추가 부담도 더 이상은 없을 것으로 보인다.

>>> 2Q18 영업이익 357억원, 사상 최대 실적 전망

2Q18는 매출액 2,177억원(+18%YoY), 영업이익 357억원(+45%YoY)으로, 사상 최대 실적을 기록할 전망이다. 주요 제품 중 반도체 Etchant는 삼성전자 Fab18의 DRAM과 3D NAND 양산, SK하이닉스 M14의 DRAM과 3D NAND 양산 효과가 반영됨에 따라 +9%QoQ/+44%YoY의 매출액 증가가 나타날 전망이다. 또한 반도체 Precursor는 시장 점유율 확대를 위한 Capa 증설이 진행되며, 중장기 신규 성장동력으로서 주목될 것으로 보인다. Thin Glass 부문의 감가상각비 감소도 예상되는 만큼, 2Q18 솔브레인의 실적에 대한 기대치를 더욱 높이는 것이 바람직하다.

>>> 더욱 기대되는 하반기, 업종 Top Pick으로 매수 추천함

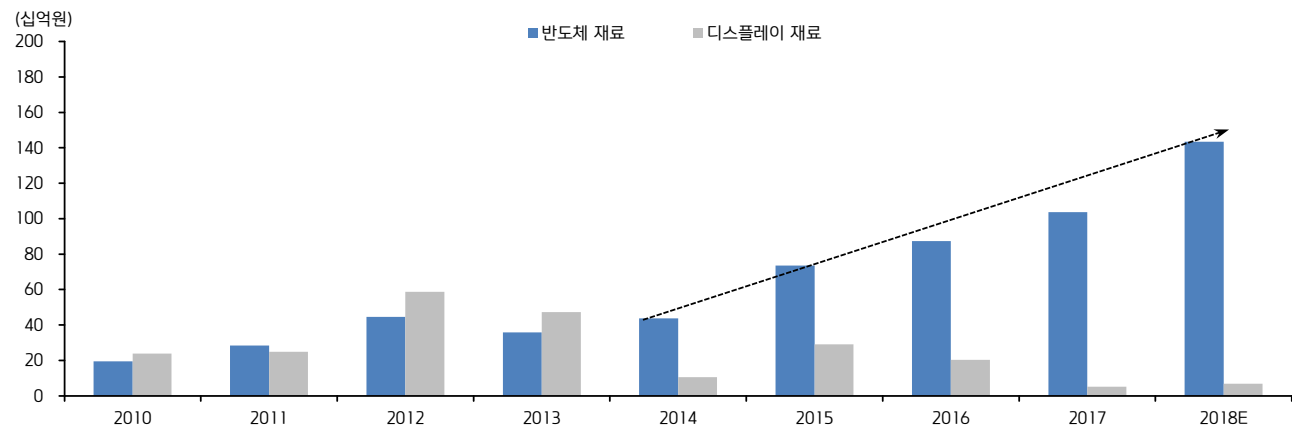
2H18에는 삼성전자 Fab 18의 DRAM 양산과 SK하이닉스 M15의 3D NAND 양산이 본격화 됨에 따라 솔브레인 Etchant 부문의 실적 성장이 지속될 것으로 전망된다. 또한 SK하이닉스 DRAM용 신규 Precursor의 공급도 가시화될 것으로 예상된다. 실적 Surprise와 반도체 업황 호조, 일회성 비용 반영의 마무리 등이 주가 상승의 Trigger로써 작용할 것이라고 판단하며, 12MF P/E 9배에 불과한 현 시점에서는 적극적인 비중확대 전략이 바람직해 보인다. 업종 Top Pick으로 매수 추천한다.

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	183.7	184.4	202.3	205.2	206.3	217.7	243.4	252.3	722.5	775.6	919.7
%YoY	7%	4%	9%	10%	12%	18%	20%	23%	15%	7%	19%
Semiconductor	95.9	101.5	118.9	122.1	130.1	140.0	156.6	166.9	358.2	438.4	593.6
Etchant	80.0	84.9	101.1	104.3	112.6	122.4	138.5	148.3	292.4	370.5	521.8
Precursors	6.7	7.0	8.4	7.9	8.3	8.4	8.6	8.9	28.0	30.0	34.1
CMP Slurry	9.2	9.5	9.4	9.8	9.2	9.3	9.5	9.7	37.8	38.0	37.7
Display	74.4	68.0	64.7	64.5	60.5	61.2	67.9	68.4	299.4	271.6	258.0
Thin Glass	42.3	35.7	31.5	32.8	32.5	31.4	34.2	33.3	173.4	142.3	131.5
Chemical	32.0	32.4	33.1	31.7	28.0	29.8	33.7	35.1	126.0	129.3	126.6
Others	13.4	14.9	18.7	18.6	15.7	16.5	18.9	17.0	65.0	65.6	68.1
매출원가	139.7	143.6	153.0	168.1	158.8	165.3	184.6	197.5	549.5	604.4	706.3
매출원가율	76%	78%	76%	82%	77%	76%	76%	78%	76%	78%	77%
매출총이익	44.0	40.8	49.4	37.1	47.5	52.4	58.7	54.8	173.0	171.2	213.5
판관비	17.7	16.2	19.8	11.9	15.9	16.7	17.7	16.3	67.9	65.5	66.5
영업이익	26.3	24.6	29.6	25.2	31.6	35.7	41.0	38.5	105.1	105.7	146.9
%YoY	-17%	-11%	18%	20%	20%	45%	39%	53%	4%	1%	39%
영업이익률	14%	13%	15%	12%	15%	16%	17%	15%	15%	14%	16%
법인세차감전손익	15.3	23.0	19.9	8.5	27.9	33.7	39.3	36.4	99.8	66.8	137.4
법인세비용	3.6	8.5	6.6	5.0	6.4	7.8	9.0	8.4	25.3	23.7	31.6
당기순이익	11.7	14.5	13.4	3.5	21.5	26.0	30.3	28.1	74.5	43.1	105.8
당기순이익률	6%	8%	7%	2%	10%	12%	12%	11%	10%	6%	12%
KRW/USD	1,154	1,135	1,132	1,105	1,075	1,050	1,045	1,050	1,163	1,132	1,055

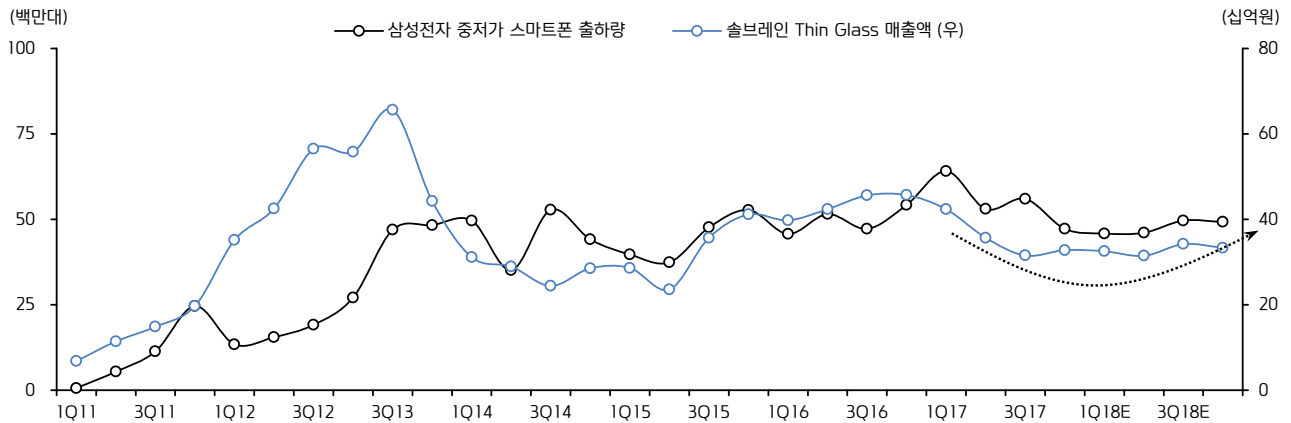
자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 사업부문별 영업이익 추정: 반도체 재료 성장 지속



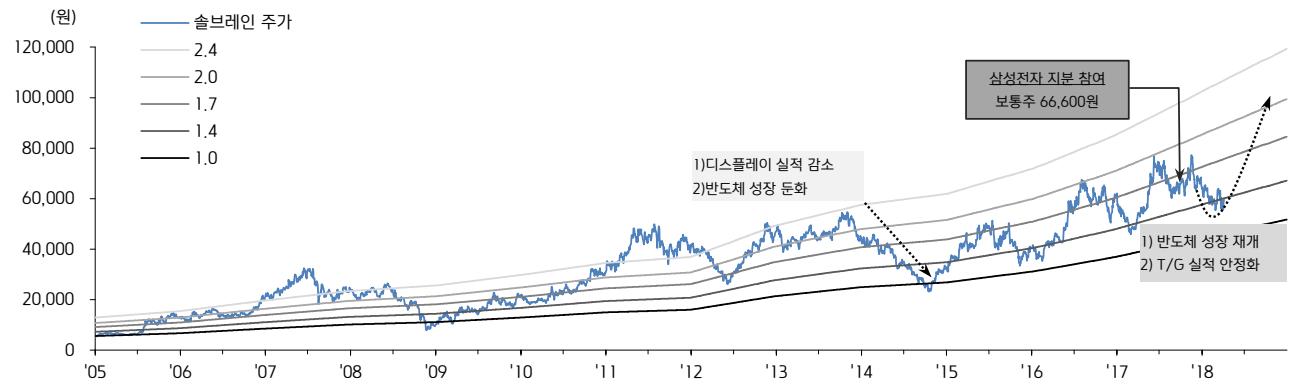
자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 중저가 스마트폰 판매량과 솔브레인 Thin Glass 매출액 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

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



자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 연결 실적 Update (단위: 십억원)

	1Q18E					2018E		
	수정전	수정후	차이	컨센서스	차이	수정전	수정후	차이
매출액	201.1	206.3	3%	199.9	3%	919.1	919.7	0%
반도체	128.1	130.1	2%			591.9	593.6	0%
디스플레이	57.3	60.5	6%			258.7	258.0	0%
기타	15.7	15.7	0%			68.5	68.1	-1%
영업이익	31.2	31.6	1%	27.9	14%	146.6	146.9	0%
영업이익률	16%	15%				16%	16%	
당기순이익	21.1	21.5	2%	20.0	7%	105.5	105.8	0%
당기순이익률	10%	10%				11%	12%	

자료: WiseFn Consensus, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,225	7,756	9,197	10,274	11,065
매출원가	5,495	6,044	7,063	7,879	8,456
매출총이익	1,730	1,712	2,135	2,395	2,609
판매비및일반관리비	679	655	665	662	713
영업이익(보고)	1,051	1,057	1,469	1,733	1,896
영업이익(핵심)	1,051	1,057	1,469	1,733	1,896
영업외손익	-53	-389	-95	-81	-28
이자수익	22	29	34	38	41
배당금수익	1	0	0	0	0
외환이익	160	89	110	108	109
이자비용	36	41	41	42	42
외환손실	143	294	157	133	134
관계기업지분법손익	-37	-67	-38	-39	-39
투자및기타자산처분손익	-8	-6	-3	-3	-3
금융상품평가및기타금융이익	-7	-15	9	-42	-32
기타	-7	-85	-8	32	72
법인세차감전이익	998	668	1,374	1,652	1,868
법인세비용	253	237	316	380	430
유효법인세율 (%)	25.3%	35.5%	23.0%	23.0%	23.0%
당기순이익	745	431	1,058	1,272	1,438
지배주주지분순이익(억원)	748	412	1,057	1,270	1,436
EBITDA	1,543	1,566	1,846	2,149	2,339
현금순이익(Cash Earnings)	1,237	940	1,435	1,688	1,881
수정당기순이익	756	445	1,054	1,307	1,466
증감율(% YoY)					
매출액	15.1	7.3	18.6	11.7	7.7
영업이익(보고)	4.0	0.5	39.0	17.9	9.4
영업이익(핵심)	4.0	0.5	39.0	17.9	9.4
EBITDA	7.6	1.5	17.9	16.4	8.9
지배주주지분 당기순이익	-7.4	-44.9	156.4	20.2	13.1
EPS	-7.5	-45.4	146.2	20.2	13.1
수정순이익	-8.3	-41.2	137.1	24.0	12.1

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,922	3,775	4,674	5,936	7,418
현금및현금성자산	1,380	2,103	2,770	3,809	5,127
유동금융자산	214	226	268	299	322
매출채권및유동채권	904	969	1,081	1,208	1,301
재고자산	424	477	556	621	668
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,372	5,185	5,661	5,876	5,930
장기매출채권및기타비유동채권	18	22	26	29	31
투자자산	1,875	1,849	1,813	1,764	1,707
유형자산	3,278	3,092	3,579	3,828	3,932
무형자산	133	93	90	83	76
기타비유동자산	69	129	153	171	184
자산총계	8,294	8,959	10,335	11,812	13,347
유동부채	2,426	2,328	2,738	3,059	3,296
매입채무및기타유동채무	795	885	1,026	1,146	1,235
단기차입금	1,501	1,288	1,527	1,706	1,837
유동성장기차입금	8	2	3	4	5
기타유동부채	121	153	182	203	219
비유동부채	259	133	159	178	192
장기매입채무및비유동채무	6	3	5	6	6
사채및장기차입금	168	58	69	77	83
기타비유동부채	85	71	85	95	102
부채총계	2,684	2,461	2,897	3,237	3,487
자본금	83	87	87	87	87
주식발행초과금	788	1,339	1,339	1,339	1,339
이익잉여금	4,826	5,140	6,078	7,213	8,497
기타자본	-113	-116	-116	-116	-116
지배주주지분자본총계	5,584	6,450	7,389	8,524	9,808
비지배주주지분자본총계	26	49	50	51	52
자본총계	5,610	6,499	7,438	8,574	9,860
순차입금	84	-981	-1,438	-2,321	-3,523
총차입금	1,678	1,348	1,599	1,787	1,925

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,419	1,127	1,491	1,715	1,923
당기순이익	998	668	1,058	1,272	1,438
감가상각비	477	494	364	404	432
무형자산상각비	14	15	13	12	11
외환손익	-17	205	47	25	25
자산처분손익	8	6	3	3	3
지분법손익	37	67	38	39	39
영업활동자산부채 증감	186	-126	-23	-53	-39
기타	-285	-201	-9	13	12
투자활동현금흐름	-769	-475	-970	-739	-598
투자자산의 처분	-42	-108	-86	-64	-47
유형자산의 처분	6	2	5	5	5
유형자산의 취득	-539	-337	-851	-653	-535
무형자산의 처분	2	-5	-10	-5	-4
기타	-195	-27	-27	-21	-17
재무활동현금흐름	-154	177	146	62	-7
단기차입금의 증가	0	0	239	179	131
장기차입금의 증가	-74	-281	12	9	7
자본의 증가	0	556	0	0	0
배당금지급	-81	-98	-119	-136	-153
기타	0	0	13	10	7
현금및현금성자산의순증가	519	723	667	1,039	1,318
기초현금및현금성자산	861	1,380	2,103	2,770	3,809
기말현금및현금성자산	1,380	2,103	2,770	3,809	5,127
Gross Cash Flow	1,233	1,253	1,514	1,768	1,961
Op Free Cash Flow	925	723	624	1,040	1,326

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	4,635	2,532	6,227	7,484	8,463
BPS	33,711	37,072	42,467	48,991	56,372
주당EBITDA	9,315	9,376	10,610	12,351	13,446
CFPS	7,467	5,627	8,249	9,702	10,814
DPS	610	700	800	900	1,000
주가배수(배)					
PER	13.0	26.7	10.8	9.0	8.0
PBR	1.8	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.5	7.2	5.6	4.4	3.5
PCFR	8.1	12.0	8.2	7.0	6.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	14.6	13.6	16.0	16.9	17.1
영업이익률(핵심)	14.6	13.6	16.0	16.9	17.1
EBITDA margin	21.4	20.2	20.1	20.9	21.1
순이익률	10.3	5.6	11.5	12.4	13.0
자기자본이익률(ROE)	14.1	7.1	15.2	15.9	15.6
투자자본이익률(ROIC)	20.8	18.4	29.3	31.3	32.6
안정성(%)					
부채비율	47.8	37.9	39.0	37.8	35.4
순차입금비용	1.5	-15.1	-19.3	-27.1	-35.7
이자보상배율(배)	29.4	25.8	35.4	41.3	44.6
활동성(배)					
매출채권회전율	8.4	8.3	9.0	9.0	8.8
재고자산회전율	19.4	17.2	17.8	17.5	17.2
매입채무회전율	11.1	9.2	9.6	9.5	9.3

Compliance Notice

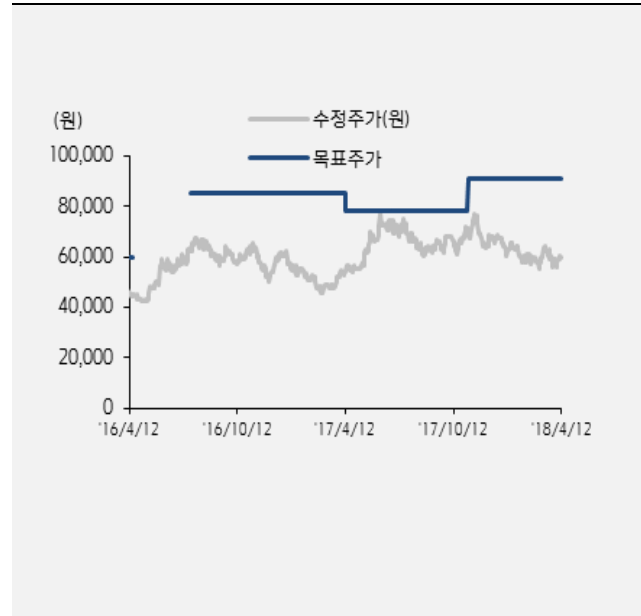
- 당사는 4월 11일 현재 '솔브레인' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

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	-29.08	-15.16
	2018-03-12	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-30.03	-15.16
	2018-04-12	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 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%