



하나금융그룹

2018년 4월 18일 | Equity Research

# 솔브레인 (036830)

## 반도체가 다시 한번 보여주다

### 1Q18 Preview: 영업이익 308억원으로 컨센서스 상회

솔브레인의 18년 1분기 매출액은 2,062억원(YoY +12%, QoQ +0%), 영업이익은 308억원(YoY +17%, QoQ +20%)으로 컨센서스를 상회할 전망이다. 반도체 소재의 매출액이 전년동기대비 32% 증가해 전사 외형성장에 기여할 것으로 추정된다. 삼성전자 평택 라인의 높은 가동률 유지로 물량이 증가하고, 우려했던 가격은 하락하지 않았기 때문으로 분석된다. 주가에 부담으로 작용하는 Thin Glass 부문 실적은 삼성전자 중저가 스마트폰의 판매량 회복으로 추가적인 악화는 제한적인 것으로 파악된다.

### 하반기로 갈수록 실적 모멘텀 강해진다

솔브레인의 2018년 분기별 실적 흐름은 3분기까지 증익이 지속될 것으로 판단한다. 주력 제품인반도체 식각액은 평택 상부층의 V-NAND 증설 분과 DRAM 라인 가동 시기와 맞물려 물량이 점증할 것으로 예상된다. 뿐만 아니라 SK하이닉스의 M14 라인 양산도 본격화될 것으로 예상되어 18년 3분기까지 증익 지속될 것으로 전망된다. 2017년 삼성전자의 대대적인 평택라인 증설에 따라 소재 업체에 대한 기대감이 높아졌으나, 실질적으로 양산 본격화가 늦어지며 17년 상반기 실적은 부진했다. 2018년은 투자 완료된 하부층의 높은 가동률과 상부층의 투자 증설로 인해 연말까지 물량 증가가 지속될 것으로 판단된다.

### 실적 성장 재개

솔브레인에 대한 투자의견 ‘BUY’ 와 목표주가 87,000원을 유지한다. 1) 솔브레인의 2018년 영업이익은 전년대비 21% 증가한 1,286억원으로 전망한다. 2015~2017년 3년간 1,000억원에 머무르며 증익 폭이 제한적이었는데 3년만에 높은 증가율을 시현할 것으로 추정된다. 2) 2018년 기준 반도체 소재 매출비중이 64%에 달해 명실상부한 반도체 소재 업체로서 접근해야 한다. 디스플레이의 부진과 앞으로 전망되는 외형 감소가 더 이상 할인 요소로 작용하기에는 무리가 있다는 판단이다. 3) 현재 12M forward 기준 PER 12.96배로 실적이 재차 성장하기 시작하기 때문에 밸류에이션 부담이 제한적이라 생각된다.

### Update

BUY

| TP(12M): 87,000원 | CP(4월 17일): 63,800원

#### Key Data

		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	901.22		
52주 최고/최저(원)	77,200/54,100		
시가총액(십억원)	1,110.0		
시가총액비중(%)	0.38		
발행주식수(천주)	17,398.3		
60일 평균 거래량(천주)	89.7		
60일 평균 거래대금(십억원)	5.4		
18년 배당금(예상,원)	800		
18년 배당수익률(예상,%)	1.25		
외국인지분율(%)	24.09		
주요주주 지분율(%)			
정지안 외 7 인	43.48		
0.00			
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	1.8 2.4 13.1		
상대	1.0 (23.8) (21.0)		

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	722.5	775.6	877.0	995.8	1,095.4
영업이익	십억원	105.1	105.7	128.6	153.7	169.9
세전이익	십억원	99.8	66.8	116.7	141.7	162.6
순이익	십억원	74.8	41.2	70.5	85.7	93.3
EPS	원	4,514	2,467	4,053	4,923	5,364
증감률	%	(7.5)	(45.3)	64.3	21.5	9.0
PER	배	13.38	27.37	15.74	12.96	11.89
PBR	배	1.76	1.79	1.55	1.41	1.28
EV/EBITDA	배	6.56	6.91	5.40	4.52	3.92
ROE	%	14.20	6.85	10.46	11.58	11.45
BPS	원	34,416	37,744	41,114	45,257	49,743
DPS	원	610	700	800	900	1,000



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 이진우

02-3771-7775

jinwlee@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 솔브레인 분기 실적 추이 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	183.7	184.4	202.3	205.2	206.2	213.0	232.2	225.5	775.6	877.0	995.8
디스플레이	74.4	68.0	64.7	64.5	60.0	59.9	59.8	55.2	271.6	234.9	212.3
반도체	96.0	101.4	118.9	122.1	127.1	132.5	151.0	151.9	438.4	562.6	680.8
기타	13.3	14.9	18.8	18.6	19.1	20.6	21.4	18.4	65.6	79.4	102.7
<b>QoQ</b>	<b>-2%</b>	<b>0%</b>	<b>10%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>	<b>3%</b>	<b>9%</b>	<b>-3%</b>	<b>7%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>
디스플레이	-5%	-8%	-5%	0%	-7%	0%	0%	-8%	-9%	-13%	-10%
반도체	0%	6%	17%	3%	4%	4%	14%	1%	22%	28%	21%
기타	2%	12%	26%	-1%	3%	8%	4%	-14%	1%	21%	29%
<b>매출비중</b>											
디스플레이	40%	37%	32%	31%	29%	28%	26%	24%	35%	27%	21%
반도체	52%	55%	59%	60%	62%	62%	65%	67%	57%	64%	68%
기타	7%	8%	9%	9%	9%	10%	9%	8%	8%	9%	10%
<b>영업이익</b>	<b>26.3</b>	<b>24.6</b>	<b>29.6</b>	<b>25.6</b>	<b>30.8</b>	<b>31.3</b>	<b>34.7</b>	<b>31.8</b>	<b>106.1</b>	<b>128.6</b>	<b>153.7</b>
<b>영업이익률</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>

자료: 하나금융투자

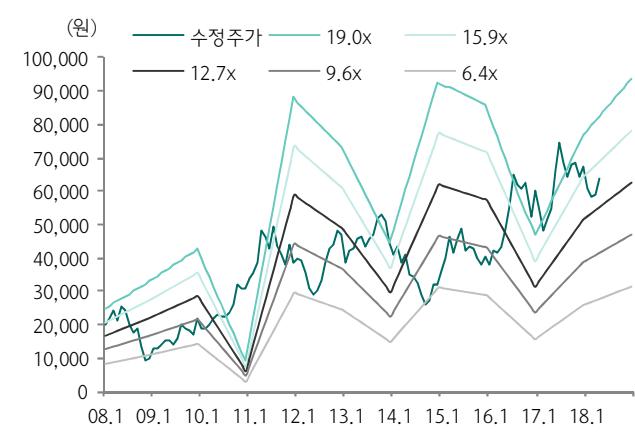
표 1. 솔브레인 분기 실적 추이 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
<b>매출액</b>	183.7	184.4	202.3	205.2	202.6	207.4	224.3	222.7	722.5	775.6	857.0
디스플레이	74.4	68.0	64.7	64.5	44.0	42.5	41.8	41.0	299.4	271.6	232.8
반도체	96.0	101.4	118.9	122.1	115.9	119.6	134.2	139.6	358.1	438.4	547.0
기타	13.3	14.9	18.8	18.6	17.0	17.5	17.7	18.0	65.1	65.6	77.1
<b>QoQ</b>	<b>-2%</b>	<b>0%</b>	<b>10%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>2%</b>	<b>8%</b>	<b>-1%</b>	<b>15%</b>	<b>7%</b>	<b>11%</b>
디스플레이	-5%	-8%	-5%	0%	1%	-3%	-2%	-2%	-9%	-9%	-12%
반도체	0%	6%	17%	3%	1%	3%	12%	4%	22%	22%	24%
기타	2%	12%	26%	-1%	18%	3%	1%	2%	1%	1%	22%
<b>매출비중</b>											
디스플레이	40%	37%	32%	31%	25%	24%	22%	21%	41%	35%	27%
반도체	52%	55%	59%	60%	66%	67%	69%	70%	50%	57%	64%
기타	7%	8%	9%	9%	10%	10%	9%	9%	9%	8%	9%
<b>영업이익</b>	<b>26.3</b>	<b>24.6</b>	<b>29.6</b>	<b>25.6</b>	<b>29.74</b>	<b>30.8</b>	<b>33.7</b>	<b>34.2</b>	<b>105.1</b>	<b>106.1</b>	<b>140.4</b>
<b>영업이익률</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>

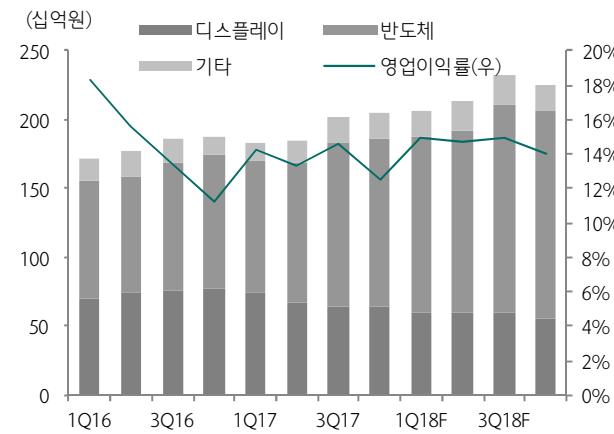
자료: 하나금융투자

그림 1. 솔브레인의 PER Band



자료: 솔브레인, 하나금융투자

그림 2. 매출액과 영업이익률 전망



자료: 솔브레인, 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>722.5</b>	<b>775.6</b>	<b>877.0</b>	<b>995.8</b>	<b>1,095.4</b>
매출원가	549.5	604.4	662.7	743.3	817.6
매출총이익	173.0	171.2	214.3	252.5	277.8
판관비	67.9	65.5	85.7	98.8	107.9
<b>영업이익</b>	<b>105.1</b>	<b>105.7</b>	<b>128.6</b>	<b>153.7</b>	<b>169.9</b>
금융순익	(0.6)	(13.9)	(13.9)	(13.9)	3.9
종속/관계기업순익	(3.7)	(6.7)	23.2	38.1	(6.0)
기타영업외순익	(1.0)	(18.4)	(21.3)	(36.3)	(5.2)
<b>세전이익</b>	<b>99.8</b>	<b>66.8</b>	<b>116.7</b>	<b>141.7</b>	<b>162.6</b>
법인세	25.3	23.7	28.0	34.0	45.2
계속사업이익	74.5	43.1	88.7	107.7	117.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>74.5</b>	<b>43.1</b>	<b>88.7</b>	<b>107.7</b>	<b>117.3</b>
비지배주주지분					
순이익	(0.2)	1.9	18.1	22.0	24.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>74.8</b>	<b>41.2</b>	<b>70.5</b>	<b>85.7</b>	<b>93.3</b>
지배주주지분포괄이익	73.7	40.9	67.2	81.7	89.0
NOPAT	78.5	68.2	97.8	116.8	122.6
EBITDA	154.3	156.6	178.2	200.5	214.7
<b>성장률(%)</b>					
매출액증가율	15.1	7.3	13.1	13.5	10.0
NOPAT증가율	6.2	(13.1)	43.4	19.4	5.0
EBITDA증가율	7.6	1.5	13.8	12.5	7.1
영업이익증가율	4.0	0.6	21.7	19.5	10.5
(지배주주)순익증가율	(7.3)	(44.9)	71.1	21.6	8.9
EPS증가율	(7.5)	(45.3)	64.3	21.5	9.0
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	23.9	22.1	24.4	25.4	25.4
EBITDA이익률	21.4	20.2	20.3	20.1	19.6
영업이익률	14.5	13.6	14.7	15.4	15.5
계속사업이익률	10.3	5.6	10.1	10.8	10.7

## 투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,514	2,467	4,053	4,923	5,364
BPS	34,416	37,744	41,114	45,257	49,743
CFPS	7,913	7,481	10,498	11,624	12,338
EBITDAPS	9,315	9,375	10,243	11,526	12,338
SPS	43,622	46,435	50,406	57,237	62,961
DPS	610	700	800	900	1,000
<b>주가지표(배)</b>					
PER	13.4	27.4	15.7	13.0	11.9
PBR	1.8	1.8	1.6	1.4	1.3
PCFR	7.6	9.0	6.1	5.5	5.2
EV/EBITDA	6.6	6.9	5.4	4.5	3.9
PSR	1.4	1.5	1.3	1.1	1.0
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	14.2	6.8	10.5	11.6	11.5
ROA	9.6	4.8	7.5	8.3	8.1
ROIC	19.8	17.7	26.4	32.1	34.0
부채비율	47.8	37.9	35.2	32.9	30.5
순부채비율	1.7	(15.0)	(23.6)	(30.3)	(36.5)
이자보상배율(배)	29.4	25.8	8.6	10.3	11.4

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

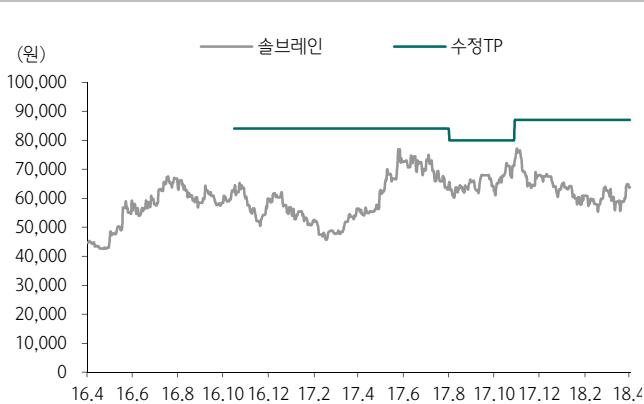
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>292.2</b>	<b>377.5</b>	<b>465.9</b>	<b>564.8</b>	<b>670.5</b>
금융자산	159.3	232.9	306.9	384.6	472.3
현금성자산	138.0	210.3	282.1	356.4	441.4
매출채권 등	75.8	77.6	85.3	96.7	106.4
재고자산	42.4	47.7	52.5	59.5	65.4
기타유동자산	14.7	19.3	21.2	24.0	26.4
<b>비유동자산</b>	<b>537.2</b>	<b>518.5</b>	<b>516.4</b>	<b>525.8</b>	<b>533.9</b>
투자자산	146.1	143.8	158.1	179.3	197.2
금융자산	15.0	23.9	26.3	29.8	32.8
유형자산	327.8	309.2	294.2	283.6	274.8
무형자산	13.3	9.3	8.0	6.8	5.8
기타비유동자산	50.0	56.2	56.1	56.1	56.1
<b>자산총계</b>	<b>829.4</b>	<b>895.9</b>	<b>982.3</b>	<b>1,090.6</b>	<b>1,204.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>242.6</b>	<b>232.8</b>	<b>241.7</b>	<b>254.8</b>	<b>265.7</b>
금융부채	151.2	129.3	129.3	129.4	129.2
매입채무 등	79.2	85.4	93.9	106.5	117.1
기타유동부채	12.2	18.1	18.5	18.9	19.4
<b>비유동부채</b>	<b>25.9</b>	<b>13.3</b>	<b>14.0</b>	<b>15.0</b>	<b>15.9</b>
금융부채	17.5	6.2	6.2	6.2	6.2
기타비유동부채	8.4	7.1	7.8	8.8	9.7
<b>부채총계</b>	<b>268.4</b>	<b>246.1</b>	<b>255.6</b>	<b>269.8</b>	<b>281.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>558.4</b>	<b>645.0</b>	<b>703.6</b>	<b>775.7</b>	<b>853.7</b>
자본금	8.3	8.7	8.7	8.7	8.7
자본잉여금	76.9	132.1	132.1	132.1	132.1
자본조정	(11.9)	(11.9)	(11.9)	(11.9)	(11.9)
기타포괄이익누계액	2.4	2.1	2.1	2.1	2.1
이익잉여금	482.6	514.0	572.6	644.7	722.7
<b>비지배주주지분</b>	<b>2.6</b>	<b>4.9</b>	<b>23.0</b>	<b>45.1</b>	<b>69.1</b>
<b>자본총계</b>	<b>561.0</b>	<b>649.9</b>	<b>726.6</b>	<b>820.8</b>	<b>922.8</b>
<b>순금융부채</b>	<b>9.3</b>	<b>(97.4)</b>	<b>(171.5)</b>	<b>(249.0)</b>	<b>(336.9)</b>

## 현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>141.9</b>	<b>112.7</b>	<b>148.3</b>	<b>163.2</b>	<b>169.7</b>
당기순이익	74.5	43.1	88.7	107.7	117.3
조정	48.8	82.2	64.4	62.7	58.4
감가상각비	49.1	50.9	49.6	46.8	44.8
외환거래손익	(1.6)	9.9	9.0	8.0	7.6
지분법손익	3.7	6.7	5.9	7.9	6.0
기타	(2.4)	14.7	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 변동	18.6	(12.6)	(4.8)	(7.2)	(6.0)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(76.9)</b>	<b>(47.5)</b>	<b>(64.6)</b>	<b>(75.4)</b>	<b>(69.3)</b>
투자자산감소(증가)	52.5	18.4	(20.2)	(29.1)	(23.9)
유형자산감소(증가)	(53.3)	(33.5)	(32.2)	(35.0)	(35.0)
기타	(76.1)	(32.4)	(11.2)	(11.3)	(10.4)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(15.4)</b>	<b>17.7</b>	<b>(11.8)</b>	<b>(13.5)</b>	<b>(15.4)</b>
금융부채증가(감소)	7.5	(33.2)	0.0	0.0	(0.1)
자본증가(감소)	(1.9)	55.6	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(12.9)	5.1	0.1	0.1	0.0
배당지급	(8.1)	(9.8)	(11.9)	(13.6)	(15.3)
<b>현금의 증감</b>	<b>51.9</b>	<b>72.3</b>	<b>71.8</b>	<b>74.3</b>	<b>85.0</b>
Unlevered CFO	131.1	125.0	182.7	202.2	214.7
Free Cash Flow	87.9	79.0	115.1	128.2	134.7

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 솔브레인



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
17.11.14	BUY	87,000		
17.8.18	BUY	80,000	-18.52%	-9.75%
16.11.1	BUY	84,000	-29.10%	-8.45%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2018년 4월 18일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2018년 04월 18일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.