

# 솔브레인 (036830)

## 어닝 서프라이즈!

### 1Q18 Review: 영업이익 379억원으로 컨센서스 대폭 상회

솔브레인의 18년 1분기 매출액은 2,177억원(YoY +19%, QoQ +6%), 영업이익은 379억원(YoY +44%, QoQ +48%)으로 컨센서스를 각각 11%, 31% 상회했다. 마진률이 양호한 반도체 소재 매출액이 전분기대비 8% 증가해 수익성이 개선된 것으로 파악된다. 디스플레이 부문의 Thin Glass 매출액이 전분기대비 증가한 것이 실적 상회의 주요인으로 지목된다. 우호적 단가와 고객사의 중저가 스마트폰용 OLED 출하량 증가, 감가상각비 축소로 인해 이익 에서도 기여한 것으로 추정된다. 전해액도 전분기대비 매출액이 증가했는데, 전동공구용 물량이 일시적으로 증가했기 때문이다. 연결자회사 멤시스는 계절성으로 1분기 적자폭이 축소되었다.

### 2Q18 Preview: 영업이익 373억원으로 전분기 수준 전망

솔브레인의 18년 2분기 매출액은 2,190억원(YoY +19%, QoQ +1%), 영업이익은 373억원(YoY +51%, QoQ -2%)으로 추정한다. 고객사의 신규 증설분은 18년 2분기부터 가동되는데, 본격 양산은 분기말이 될 것으로 파악된다. 본격적인 물량 증가는 18년 3분기에 가능할 전망이다. Thin Glass 가동률은 18년 2분기까지 현재 수준이 유지될 것이지만, 하반기 불확실성이 상존한다고 판단해 보수적으로 전망한다.

### 반도체 소재만 보면 심플하다

솔브레인에 대한 투자 의견 'BUY' 를 유지하고 목표주가를 95,000원으로 상향한다. 목표주가 상향은 2018년과 2019년 영업이익을 기존대비 각각 13%, 3% 상향조정하기 때문이다. 2018년 연말까지 매분기 증익하지 않는데, 이는 연결자회사와 Thin Glass의 하반기 실적을 보수적으로 전망하기 때문이다. 반도체 소재의 매출액은 2016년 3,581억원, 2017년 4,884억원, 2018년 5,663억원으로 매년 증익폭이 확대되고, 비중은 63%에 달해 반도체 소재의 실적에 주목할 필요가 있다. 2018년 연간 영업이익은 전년대비 37% 증가해 3년만에 1,000억원대의 영업이익에서 한단계 레벨업할 것으로 전망한다. 12m Forward 기준 PER 9.26배에 불과해 밸류에이션 매력 높다는 판단이다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 95,000원(상향) | CP(5월 14일): 56,900원

#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	858.70
52주 최고/최저(원)	77,200/55,400
시가총액(십억원)	990.0
시가총액비중(%)	0.35
발행주식수(천주)	17,398.3
60일 평균 거래량(천주)	75.0
60일 평균 거래대금(십억원)	4.5
18년 배당금(예상, 원)	700
18년 배당수익률(예상, %)	1.23
외국인지분율(%)	24.06
주요주주 지분율(%)	
정지완 외 7인	43.48
	0.00
추가상승률	1M 6M 12M
절대	(12.2) (23.3) 0.9
상대	(8.8) (32.4) (24.4)

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	864.4	953.9
영업이익(십억원)	125.6	144.8
순이익(십억원)	87.1	103.6
EPS(원)	4,932	5,665
BPS(원)	41,780	46,940

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	722.5	775.6	893.0	1,003.1	1,073.3
영업이익	십억원	105.1	105.7	145.3	158.8	170.6
세전이익	십억원	99.8	66.8	142.4	149.1	177.0
순이익	십억원	74.8	41.2	104.5	109.0	123.6
EPS	원	4,514	2,467	6,005	6,268	7,102
증감률	%	(7.5)	(45.3)	143.4	4.4	13.3
PER	배	13.38	27.37	9.47	9.08	8.01
PBR	배	1.76	1.79	1.32	1.17	1.03
EV/EBITDA	배	6.56	6.91	4.14	3.54	2.90
ROE	%	14.20	6.85	15.11	13.87	13.87
BPS	원	34,416	37,744	43,066	48,651	55,070
DPS	원	610	700	700	700	700



Analyst 김록호  
02-3771-7523  
roko.kim@hanafn.com

RA 이진우  
02-3771-7775  
jinwlee@hanafn.com

표 1. 솔브레인 분기 실적 추이 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>183.7</b>	<b>184.4</b>	<b>202.3</b>	<b>205.2</b>	<b>217.7</b>	<b>219.0</b>	<b>230.8</b>	<b>225.5</b>	<b>775.6</b>	<b>893.0</b>	<b>1003.1</b>
디스플레이	74.4	68.0	64.7	64.5	67.1	67.6	61.2	56.4	271.6	252.2	215.2
반도체	96.0	101.4	118.9	122.1	131.5	132.4	150.8	151.6	438.4	566.3	694.0
기타	13.3	14.9	18.8	18.6	19.1	19.0	18.9	17.5	65.6	74.4	93.9
<b>QoQ</b>	<b>-2%</b>	<b>0%</b>	<b>10%</b>	<b>1%</b>	<b>6%</b>	<b>1%</b>	<b>5%</b>	<b>-2%</b>	<b>7%</b>	<b>15%</b>	<b>12%</b>
디스플레이	-5%	-8%	-5%	0%	4%	1%	-10%	-8%	-9%	-7%	-15%
반도체	0%	6%	17%	3%	8%	1%	14%	1%	22%	29%	23%
기타	2%	12%	26%	-1%	3%	0%	-1%	-7%	1%	13%	26%
<b>매출비중</b>											
디스플레이	40%	37%	32%	31%	31%	31%	26%	25%	35%	28%	21%
반도체	52%	55%	59%	60%	60%	60%	65%	67%	57%	63%	69%
기타	7%	8%	9%	9%	9%	9%	8%	8%	8%	8%	9%
<b>영업이익</b>	<b>26.3</b>	<b>24.6</b>	<b>29.6</b>	<b>25.6</b>	<b>37.9</b>	<b>37.3</b>	<b>36.6</b>	<b>33.5</b>	<b>106.1</b>	<b>145.3</b>	<b>158.8</b>
<b>영업이익률</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>13%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>16%</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>

자료: 하나금융투자

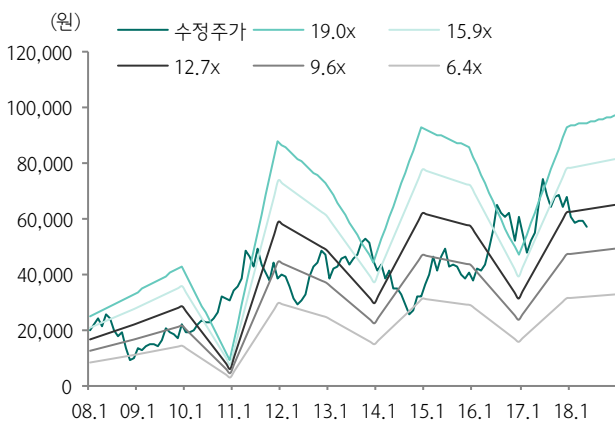
표 2. 솔브레인 분기 실적 추이 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>183.7</b>	<b>184.4</b>	<b>202.3</b>	<b>205.2</b>	<b>206.2</b>	<b>213.0</b>	<b>232.2</b>	<b>225.5</b>	<b>775.6</b>	<b>877.0</b>	<b>995.8</b>
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>

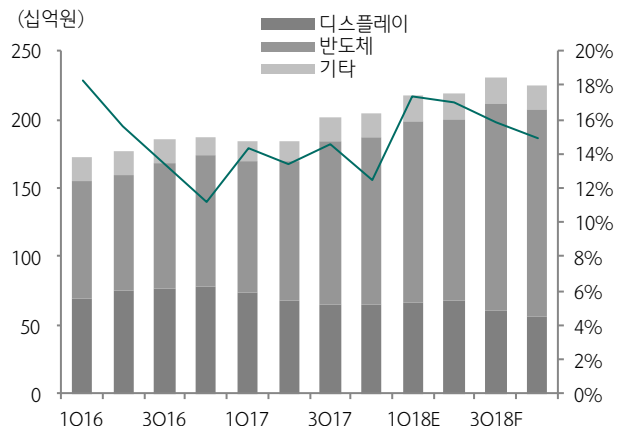
자료: 하나금융투자

그림 1. 솔브레인의 PER Band



자료: 솔브레인, 하나금융투자  
하나금융투자

그림 2. 사업부별 매출액 비중 추이 및 전망



자료: 솔브레인, 하나금융투자

추정 재무제표

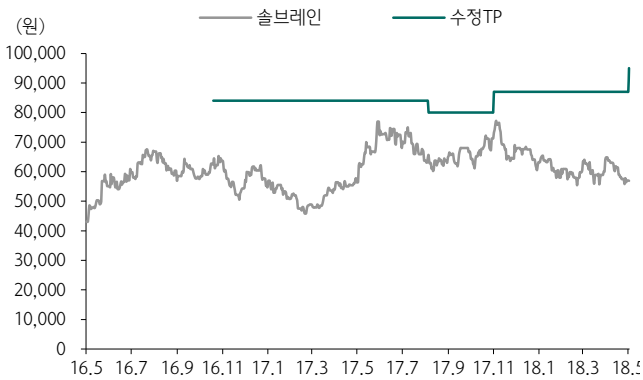
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>722.5</b>	<b>775.6</b>	<b>893.0</b>	<b>1,003.1</b>	<b>1,073.3</b>
매출원가	549.5	604.4	662.6	746.7	799.0
매출총이익	173.0	171.2	230.4	256.4	274.3
판관비	67.9	65.5	85.1	97.5	103.7
<b>영업이익</b>	<b>105.1</b>	<b>105.7</b>	<b>145.3</b>	<b>158.8</b>	<b>170.6</b>
금융손익	(0.6)	(13.9)	(13.9)	(13.9)	2.3
중속/관계기업손익	(3.7)	(6.7)	26.5	34.3	34.3
기타영업외손익	(1.0)	(18.4)	(15.5)	(30.2)	(30.2)
<b>세전이익</b>	<b>99.8</b>	<b>66.8</b>	<b>142.4</b>	<b>149.1</b>	<b>177.0</b>
법인세	25.3	23.7	35.3	37.3	50.3
계속사업이익	74.5	43.1	107.2	111.8	126.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>74.5</b>	<b>43.1</b>	<b>107.2</b>	<b>111.8</b>	<b>126.7</b>
비지배주주지분 손익	(0.2)	1.9	2.7	2.8	3.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>74.8</b>	<b>41.2</b>	<b>104.5</b>	<b>109.0</b>	<b>123.6</b>
지배주주지분포괄이익	73.7	40.9	81.3	84.8	96.1
NOPAT	78.5	68.2	109.3	119.1	122.1
EBITDA	154.3	156.6	194.9	205.6	215.3
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	15.1	7.3	15.1	12.3	7.0
NOPAT증가율	6.2	(13.1)	60.3	9.0	2.5
EBITDA증가율	7.6	1.5	24.5	5.5	4.7
영업이익증가율	4.0	0.6	37.5	9.3	7.4
(지배주주)순이익증가율	(7.3)	(44.9)	153.6	4.3	13.4
EPS증가율	(7.5)	(45.3)	143.4	4.4	13.3
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	23.9	22.1	25.8	25.6	25.6
EBITDA이익률	21.4	20.2	21.8	20.5	20.1
영업이익률	14.5	13.6	16.3	15.8	15.9
계속사업이익률	10.3	5.6	12.0	11.1	11.8
<b>투자지표</b>					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,514	2,467	6,005	6,268	7,102
BPS	34,416	37,744	43,066	48,651	55,070
CFPS	7,913	7,481	12,317	12,315	15,537
EBITDAPS	9,315	9,375	11,201	11,819	12,377
SPS	43,622	46,435	51,327	57,653	61,689
DPS	610	700	700	700	700
<b>주가지표(배)</b>					
PER	13.4	27.4	9.5	9.1	8.0
PBR	1.8	1.8	1.3	1.2	1.0
PCFR	7.6	9.0	4.6	4.6	3.7
EV/EBITDA	6.6	6.9	4.1	3.5	2.9
PSR	1.4	1.5	1.1	1.0	0.9
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	14.2	6.8	15.1	13.9	13.9
ROA	9.6	4.8	11.2	10.8	11.2
ROIC	19.8	17.7	29.5	32.7	33.9
부채비율	47.8	37.9	30.3	24.9	19.7
순부채비율	1.7	(15.0)	(25.5)	(32.1)	(39.5)
이자보상배율(배)	29.4	25.8	10.0	14.2	22.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>292.2</b>	<b>377.5</b>	<b>454.4</b>	<b>528.6</b>	<b>618.9</b>
금융자산	159.3	232.9	295.5	346.9	424.5
현금성자산	138.0	210.3	270.7	318.6	394.2
매출채권 등	75.8	77.6	85.3	97.5	104.3
재고자산	42.4	47.7	52.5	60.0	64.2
기타유동자산	14.7	19.3	21.1	24.2	25.9
<b>비유동자산</b>	<b>537.2</b>	<b>518.5</b>	<b>516.4</b>	<b>527.3</b>	<b>530.1</b>
투자자산	146.1	143.8	158.0	180.7	193.4
금융자산	15.0	23.9	26.3	30.1	32.2
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	56.2	56.2	56.1
<b>자산총계</b>	<b>829.4</b>	<b>895.9</b>	<b>970.8</b>	<b>1,055.9</b>	<b>1,149.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>242.6</b>	<b>232.8</b>	<b>211.6</b>	<b>195.7</b>	<b>173.4</b>
금융부채	151.2	129.3	99.3	69.4	39.2
매입채무 등	79.2	85.4	93.9	107.4	114.9
기타유동부채	12.2	18.1	18.4	18.9	19.3
<b>비유동부채</b>	<b>25.9</b>	<b>13.3</b>	<b>14.0</b>	<b>15.1</b>	<b>15.7</b>
금융부채	17.5	6.2	6.2	6.2	6.2
기타비유동부채	8.4	7.1	7.8	8.9	9.5
<b>부채총계</b>	<b>268.4</b>	<b>246.1</b>	<b>225.6</b>	<b>210.8</b>	<b>189.1</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>558.4</b>	<b>645.0</b>	<b>737.6</b>	<b>834.8</b>	<b>946.5</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	606.6	703.7	815.4
<b>비지배주주지분</b>	<b>2.6</b>	<b>4.9</b>	<b>7.5</b>	<b>10.3</b>	<b>13.5</b>
<b>자본총계</b>	<b>561.0</b>	<b>649.9</b>	<b>745.1</b>	<b>845.1</b>	<b>960.0</b>
순금융부채	9.3	(97.4)	(190.0)	(271.4)	(379.1)
<b>현금흐름표</b>	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>141.9</b>	<b>112.7</b>	<b>173.5</b>	<b>174.6</b>	<b>228.1</b>
당기순이익	74.5	43.1	107.2	111.8	126.7
조정	48.8	82.2	71.1	70.5	105.7
감가상각비	49.1	50.9	49.6	46.8	44.8
외환거래손익	(1.6)	9.9	0.0	0.0	37.2
지분법손익	3.7	6.7	22.0	24.0	24.0
기타	(2.4)	14.7	(0.5)	(0.3)	(0.3)
영업활동 변동	18.6	(12.6)	(4.8)	(7.7)	(4.3)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(76.9)</b>	<b>(47.5)</b>	<b>(71.3)</b>	<b>(84.9)</b>	<b>(110.4)</b>
투자자산감소(증가)	52.5	18.4	(35.9)	(46.3)	(36.2)
유형자산감소(증가)	(53.3)	(33.5)	(33.2)	(35.0)	(35.0)
기타	(76.1)	(32.4)	(2.2)	(3.6)	(39.2)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(15.4)</b>	<b>17.7</b>	<b>(41.8)</b>	<b>(41.8)</b>	<b>(42.0)</b>
금융부채증가(감소)	7.5	(33.2)	(30.0)	(30.0)	(30.1)
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)	(11.9)	(11.9)
<b>현금의 증감</b>	<b>51.9</b>	<b>72.3</b>	<b>60.4</b>	<b>47.9</b>	<b>75.6</b>
Unlevered CFO	131.1	125.0	214.3	214.3	270.3
Free Cash Flow	87.9	79.0	140.3	139.6	193.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

솔브레인



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.5.15	BUY	95,000		
17.11.14	BUY	87,000	-27.73%	-11.26%
17.8.18	BUY	80,000	-18.52%	-9.75%
16.11.1	BUY	84,000	-29.10%	-8.45%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 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 5월 15일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2018년 05월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.