



2018/05/15

반도체 송명섭

(2122-9207) mssong@hi-ib.com

솔브레인(036830)

실적 전망치 및 적정주가 상향

Buy (Maintain)

■ 매수 투자 의견 유지. 적정주가 상향

솔브레인의 1Q18 실적은 매출과 이익률 모두에서 당사 전망치를 크게 상회했다. 2Q18 실적 역시 2,240억원의 매출과 385억원의 영업이익을 기록하여 전분기에 이어 개선세를 이어나갈 것으로 전망된다. 올해에는 디스플레이 재료 부문의 실적이 우려보다는 양호하고, 고객사 Capa 확대에 따른 반도체 재료 부문의 실적 증가가 예상보다 클 것으로 판단된다. 올해 매출과 영업이익 전망치를 기존의 8,509억원과 1,183억원에서 9,213억원과 1,553억원으로 올리고 이를 반영하여 적정주가 역시 기존의 78,000원에서 86,000원으로 상향 조정한다.

신규 적정주가 86,000원은 올해 예상 BPS에 지난 5년간의 연간 고점 P/B 배수들의 평균인 2.0배를 적용하여 도출한 것으로 올해 예상 EPS에 비해서는 12.8배에 해당한다. 동사 현주가는 올해 예상 실적 대비 P/B 1.4배, P/E 9.2배에 불과하므로 저평가 상태에 있는 것으로 판단된다.

■ 예상을 크게 상회한 1Q18 실적

동사 1Q18 매출과 영업이익은 전분기 대비 각각 6%, 50% 증가한 2,177억원과 379억원을 기록하였다. 디스플레이 재료 부문에서는 식각액과 유기재료의 매출 감소에도 불구하고 고객사의 Rigid AMOLED 가동률 회복에 따라 TG, Scribing 매출이 예상을 넘어서는 매출 증가를 기록하였다. 반도체 재료 부문에서는 삼성전자 평택 2층 3D NAND 가동 개시, 시안 라인 공정 전환 효과로 식각액 매출이 크게 증가하고 CMP Slurry 매출 역시 신규 제품 공급 개시에 따라 개선된 것으로 판단된다.

한편 1Q18 영업이익률이 전분기의 12.3%에서 17.4%로 크게 상승한 것은 1) 원가에서 고경비 비중이 높은 TG, Scribing 부문의 매출이 크게 증가했을 뿐 아니라, 2) 이익률이 높은 반도체 재료 부문의 매출 역시 증가했고, 3) 자회사 적자폭이 크게 감소했으며, 4) 제품 단가도 예년 초에 비해 안정세를 보였기 때문이다. 솔브레인에 따르면 동사는 올해 이익률의 회복을 가장 우선시하는 전략을 사용할 계획이다.

■ 2Q18 실적도 개선세가 이어질 듯

2Q18 매출과 영업이익 역시 2,240억원과 385억원을 기록하여 전분기에 이

목표주가(12M)	86,000원
종가(2018/05/15)	62,200원

Stock Indicator

자본금	9십억원
발행주식수	1,740만주
시가총액	990십억원
외국인지분율	24.1%
배당금(2017)	700원
EPS(2018E)	7,045원
BPS(2018E)	43,696원
ROE(2018E)	17.4%
52주 주가	55,400~77,200원
60일평균거래량	75,023주
60일평균거래대금	4.5십억원

Price Trend



어 개선세를 이어갈 것으로 예상된다. 반도체 식각액 부문에서는 삼성전자 평택 2층 3D NAND 양산 개시 효과와 고객사들의 공정 전환 효과가 지속될 전망이다. 원-달러 환율 상승에 따라 디스플레이 식각액, 유기재료 부문의 매출도 소폭 회복될 것으로 보인다. 2Q18 TG, Scribing 부문에서도 스마트폰 판매 부진에 따른 분기말 재고 정리가 발생할 가능성이 있으나, 고객사의 신제품 중저가 스마트폰 출시가 예정되어 있으므로 큰폭의 실적 둔화는 발생하지 않을 것으로 판단된다.

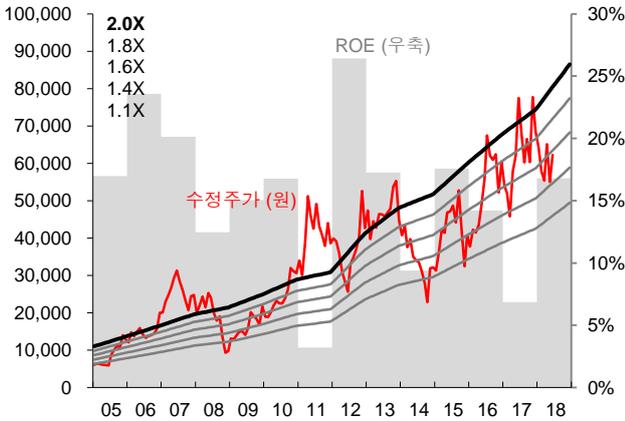
■ 연간 실적 전망치 상황

동사의 올해 매출과 영업이익에 대한 전망치를 기존의 8,509억원과 1,183억 원에서 9,213억원과 1,553억원으로 각각 8%, 31% 상향 조정한다. 올해에는 디스플레이 재료 부문의 실적이 우려보다는 양호하고, 고객사 Capa 확대에 따른 반도체 재료 부문의 실적 증가가 예상보다 클 것으로 판단된다.

올해 하반기에는 중국 스마트폰 업체들이 Rigid AMOLED를 채택하는 신규 스마트폰들을 출시할 예정이므로 동사 TG, Scribing 부문의 매출이 상반기 대비 오히려 소폭 개선될 가능성이 있는 것으로 예상된다. 이에 따라 올해 동사 디스플레이 재료 부문의 매출은 역성장세를 보였던 지난해 대비 8% 증가하는 2,892억원으로 회복될 것으로 추정된다.

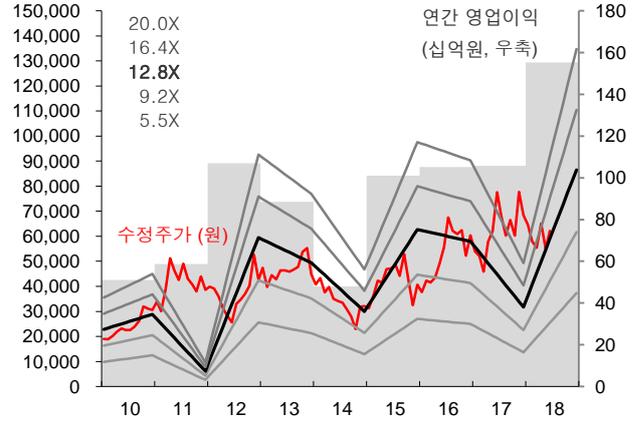
또한 올해 하반기에는 삼성전자 평택 2층 DRAM 설비 및 SK하이닉스 M15 라인 3D NAND 설비의 양산 개시에 따라 반도체 식각액 실적이 지속적으로 크게 개선될 전망이다. 올해 기대되었던 SK하이닉스향 신규 공급에 의한 CVD 재료 부문의 매출 증가 효과는 내년에 발생할 가능성이 높아진 것으로 보인다. 그러나 이를 감안하여도 예상을 상회하는 식각액 및 CMP Slurry 매출 증가에 따라 올해 반도체 재료 부문의 매출은 전년 대비 26%나 증가하는 5,530억원에 달할 것으로 판단된다.

<그림 1> 솔브레인 P/B 밴드. 지난 5년간 동사 연간 고점 P/B 배수들의 평균인 2.0 배를 적용하여 86,000 원의 적정주가 도출



자료: 솔브레인 하이투자증권

<그림 2> 솔브레인 P/E 밴드. 86,000 원의 신규 적정주가는 올해 EPS 대비 12.8 배에 해당하며 이는 역사적 평균 이하 수준



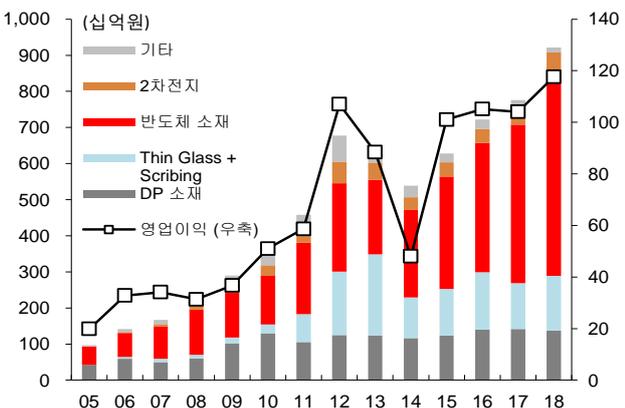
자료: 솔브레인 하이투자증권

<표 1> 솔브레인 부문별, 분기별 실적 추정. 솔브레인의 1Q18 매출과 영업이익은 당사 기존 전망치를 대폭 상회. 올해 반도체 재료 부문 매출 증가폭은 예상을 상회하고 디스플레이 재료 부문 실적은 우려보다는 양호할 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	FY16	FY17	FY18	
Display	Etchant	10,641	11,143	9,759	8,709	8,230	8,683	8,856	9,033	45,241	40,252	34,802
	Thin Glass	15,230	11,813	10,013	9,890	12,400	12,462	12,836	13,478	66,063	46,946	51,176
	유기재료	21,000	20,800	22,700	22,000	21,230	21,655	22,434	22,434	80,608	86,500	87,753
	Scribing + 광학 Film	27,110	23,844	21,497	22,881	27,300	28,221	29,354	30,612	107,307	95,332	115,486
	Sub Total	73,981	67,600	63,969	63,480	69,160	71,020	73,480	75,557	299,219	269,030	289,217
Semi	CVD	6,703	7,046	8,363	7,895	7,877	8,035	8,276	8,441	27,981	30,007	32,628
	Etchant	80,049	84,946	101,133	104,349	111,653	115,003	120,753	129,206	292,417	370,477	476,616
	CMP Slurry	9,194	9,470	9,440	9,849	10,538	10,855	11,072	11,293	37,755	37,953	43,758
	Sub Total	95,946	101,462	118,936	122,093	130,069	133,892	140,100	148,940	358,153	438,437	553,002
Others	2차전지	12,223	13,990	15,062	13,845	16,000	16,600	16,900	16,600	38,867	55,120	66,100
	ND자석	1,374	1,381	1,410	1,360	1,000	1,000	1,000	1,000	19,447	5,525	4,000
	기타	162	-33	2,947	4,408	1,500	1,500	3,000	3,000	6,834	7,484	9,000
	Sub Total	13,759	15,338	19,419	19,613	18,500	19,100	20,900	20,600	65,148	68,129	79,100
총매출액	183,686	184,400	202,325	205,186	217,729	224,013	234,481	245,097	722,520	775,597	921,319	
영업이익	26,267	24,644	29,552	25,230	37,895	38,530	39,627	39,216	105,139	105,693	155,267	
영업이익률	14.3%	13.4%	14.6%	12.3%	17.4%	17.2%	16.9%	16.0%	14.6%	13.6%	16.9%	
세전이익	15,315	23,038	19,943	8,464	47,331	38,108	39,205	38,794	99,798	66,759	163,438	
세전이익률	8.3%	12.5%	9.9%	4.1%	21.7%	17.0%	16.7%	15.8%	13.8%	8.6%	17.7%	
순이익	11,682	14,517	13,374	3,513	37,740	27,969	28,777	28,093	74,520	43,086	122,579	
순이익률	6.4%	7.9%	6.6%	1.7%	17.3%	12.5%	12.3%	11.5%	10.3%	5.6%	13.3%	

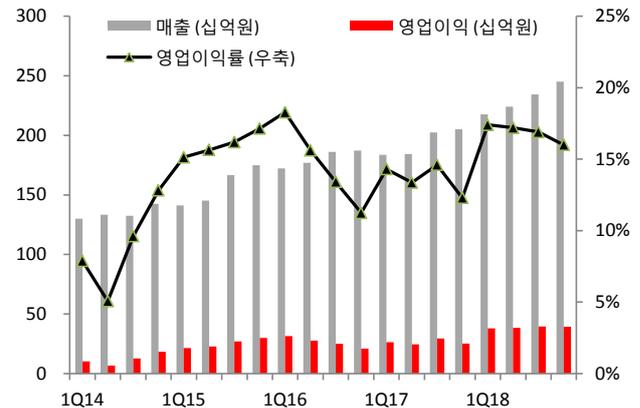
자료: 솔브레인 하이투자증권

<그림 3> 솔브레인 부문별 매출 추정. 올해에는 반도체 소재 부문의 주도로 매출 증가 예상



자료: 솔브레인 하이투자증권

<그림 4> 솔브레인 영업이익 및 영업이익률 추정. 동사 올해 목표는 이익률 회복



자료: 솔브레인 하이투자증권

K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	377	483	616	779
현금 및 현금성자산	210	285	381	499
단기금융자산	23	24	25	27
매출채권	78	92	109	130
재고자산	48	57	67	80
비유동자산	518	536	552	568
유형자산	309	315	319	323
무형자산	9	8	7	6
자산총계	896	1,019	1,169	1,347
유동부채	233	245	260	277
매입채무	39	47	56	66
단기차입금	129	129	129	129
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	13	13	13	13
사채	-	-	-	-
장기차입금	6	6	6	6
부채총계	246	259	273	290
지배주주지분	645	750	878	1,033
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	132	132	132	132
이익잉여금	514	619	748	903
기타자본항목	-10	-10	-10	-11
비지배주주지분	5	10	17	24
자본총계	650	760	895	1,057

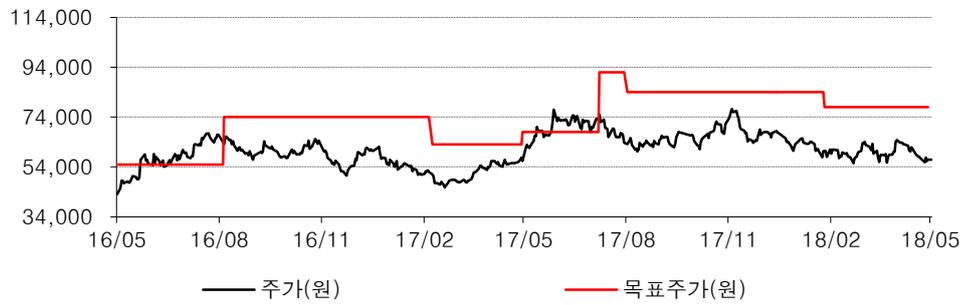
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	776	921	1,094	1,300
증가율(%)	7.3	18.8	18.8	18.8
매출원가	604	693	823	978
매출총이익	171	228	271	322
판매비와관리비	66	73	86	102
연구개발비	21	22	26	31
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	106	155	185	220
증가율(%)	0.5	46.9	18.9	18.9
영업이익률(%)	13.6	16.9	16.9	16.9
이자수익	6	5	6	8
이자비용	20	8	7	7
지분법이익(손실)	-7	13	13	13
기타영업외손익	-18	-1	0	0
세전계속사업이익	67	163	196	232
법인세비용	24	41	49	58
세전계속이익률(%)	8.6	17.7	17.9	17.9
당기순이익	43	123	147	174
순이익률(%)	5.6	13.3	13.4	13.4
지배주주귀속 순이익	41	117	141	167
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	43	122	147	174
지배주주귀속총포괄이익	41	117	140	166

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	113	219	238	260
당기순이익	43	123	147	174
유형자산감가상각비	49	44	45	46
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	-7	13	13	13
투자활동 현금흐름	-47	-72	-72	-72
유형자산의 처분(취득)	-33	-50	-50	-50
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	-1	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	18	-12	-12	-12
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-28	-	-	-
자본의증감	56	-	-	-
배당금지급	-10	-12	-12	-12
현금및현금성자산의증감	72	75	96	118
기초현금및현금성자산	138	210	285	381
기말현금및현금성자산	210	285	381	499

주요투자지표	2017				2018E				2019E				2020E			
	주당지표(원)	2,580				7,045				8,451				10,021		
EPS	2,580				7,045				8,451				10,021			
BPS	37,352				43,696				51,447				60,767			
CFPS	5,626				9,677				11,130				12,739			
DPS	700				700				700				700			
Valuation(배)	26.2				8.1				6.7				5.7			
PER	26.2				8.1				6.7				5.7			
PBR	1.8				1.3				1.1				0.9			
PCR	12.0				5.9				5.1				4.5			
EV/EBITDA	6.9				4.1				3.1				2.2			
Key Financial Ratio(%)	7.1				17.4				17.8				17.9			
ROE	7.1				17.4				17.8				17.9			
EBITDA 이익률	20.2				21.8				21.1				20.5			
부채비율	37.9				34.0				30.5				27.5			
순부채비율	-15.0				-22.9				-30.3				-36.9			
매출채권회전율(x)	10.1				10.9				10.9				10.9			
재고자산회전율(x)	17.2				17.6				17.6				17.6			

자료 : 솔브레인 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(솔브레인)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-08-17	Buy	74,000	6개월	-21.3%	-10.5%
2017-02-20	Buy	63,000	6개월	-18.0%	-8.3%
2017-05-12	Buy	68,000	6개월	2.8%	13.1%
2017-07-20	Buy	92,000	1년	-25.9%	-20.7%
2017-08-14	Buy	84,000	1년	-21.8%	-8.1%
2018-02-07	Buy	78,000	1년	-23.3%	-16.9%
2018-05-15	Buy	86,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 송명섭\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-