



BUY(Maintain)

목표주가: 100,000원
주가(6/21): 61,700원
시가총액: 10,735억원

반도체/디스플레이

Analyst 박유악

02) 3787-5063

yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (6/21)		826.22pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	77,200원	55,400원	
최고/최저가대비 등락률	-20.08%	11.37%	
수익률	절대	상대	
	1M	-5.8%	-0.5%
	6M	-6.2%	-16.0%
	1Y	-14.4%	-31.0%

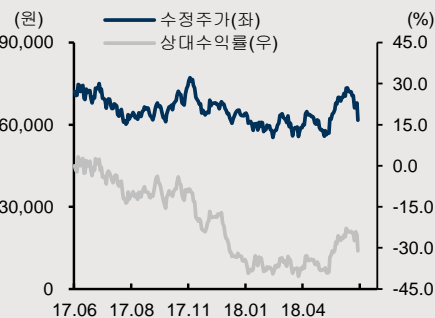
Company Data

발행주식수	17,398천주
일평균 거래량(3M)	94천주
외국인 지분율	26.61%
배당수익률(18E)	1.19%
BPS(18E)	43,193원
주요 주주	정지완 외 7인 43.48%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	7,225	7,756	9,615	10,644
영업이익	1,051	1,057	1,532	1,805
EBITDA	1,543	1,566	1,909	2,221
세전이익	998	668	1,522	1,725
순이익	745	431	1,185	1,328
지배주주지분순이익	748	412	1,183	1,326
EPS(원)	4,635	2,532	6,970	7,816
증감률(%YoY)	-7.5	-45.4	175.6	12.1
PER(배)	13.0	26.7	9.7	8.6
PBR(배)	1.8	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA(배)	6.5	7.2	5.3	4.1
영업이익률(%)	14.6	13.6	15.9	17.0
ROE(%)	14.1	7.1	16.8	16.3
순부채비율(%)	1.5	-15.1	-21.5	-30.7

Price Trend



솔브레인 (036830)

반도체 실적 강세 지속. 매수 기회



반도체 Etchant의 실적 강세와 T/G의 실적 개선세가 지속될 전망이다. LCD 가격 급락과 LG디스플레이의 가동률 하락 우려 등에 따른 현재의 주가 하락 시기를 매수 기회로 활용할 것을 추천한다. LCD 소재의 영업이익 비중이 5%에 불과하고, LCD의 가동률 하락은 OLED의 상승으로 상쇄될 것이기 때문이다. 12MF P/E 8.4배, P/B 1.3배에 불과한 현시점에서는 적극적으로 비중을 확대하는 것이 바람직하다.

>>> 반도체 Etchant, Thin Glass 부문 실적 강세 지속

솔브레인의 반도체 Etchant 실적 강세와 Thin Glass 실적 개선세가 지속될 전망이다. 반도체 Etchant는 삼성전자 평택공장과 SK하이닉스 M14 공장의 신규 Capa Ramp-up에 따른 출하량 증가가 지속되고 있으며, 2019년에도 고객사의 신규 공장(삼성전자 Xian Fab2와 SK하이닉스의 M15) 가동 효과가 반영되며 증가세가 지속될 전망이다. 반도체 Etchant 중 인산계열 제품의 경우 경쟁사 진입이 당분간 어려울 것으로 파악되어, 솔브레인의 독점적 지위 또한 지속될 것으로 보인다. Thin Glass 부문은 일회성 비용이 예상치를 상회할 것으로 보이지만, 출하량 증가와 원가율 개선은 당초 기대치에 부합하고 있는 것으로 파악된다. 종합해보면, 솔브레인 투자 포인트(반도체 Etchant 출하량 증가, Thin Glass 실적 개선)에서의 특별한 변화는 감지되지 않는다.

>>> LCD 소재 출하 감소 우려에 따른 주가 하락. 매수 기회

솔브레인의 주가는 LCD패널의 가격 급락과 LG디스플레이의 인력 감축, LG디스플레이 LCD 공장의 가동률 하락 우려가 더해지며 직전 고점 대비 -18% 급락했다. LCD 산업에 대한 가장 Bearish한 시각을 제시하고 있음에도 불구하고 당사가 솔브레인을 매수 추천하고 있는 이유는 LCD 소재의 영업이익 비중이 5% 수준에 불과하고, 중장기적인 LCD의 가동률 하락도 OLED TV패널의 가동률 상승으로 상쇄될 것으로 판단하기 때문이다. 최근의 주가 하락은 상당히 과도하다고 판단하며, 비중 확대의 기회로 활용할 것을 추천한다.

>>> 기대되는 하반기, 업종 Top Pick으로 매수 추천함

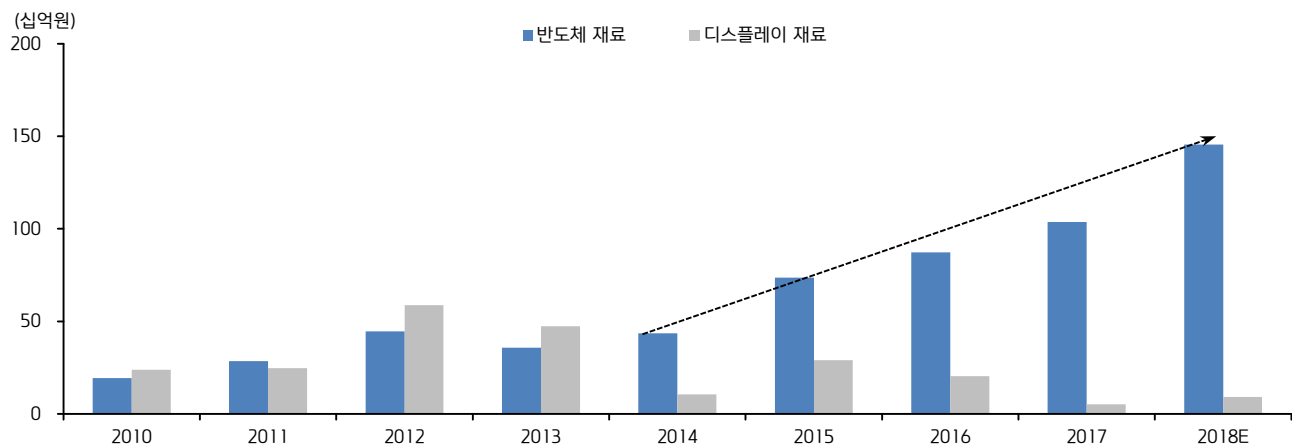
2H18에는 인산계열 Etchant의 고객 다변화와 이에 따른 주가 Re-Rating이 나타날 것으로 판단한다. 3Q18말부터 청주 공장에 3D NAND용 인산계열 Etchant를 공급하며, SK하이닉스의 Enterprise SSD 시장 점유율 상승에 대한 직접적인 수혜를 받을 것이기 때문이다. 반도체 Etchant의 '고객 다변화'와 '시장 점유율 상승'이 동사 주가의 Re-Rating 근거로써 작용할 것이라고 판단하며, 12MF P/E 8.4배와 P/B 1.3배에 불과한 현 시점에서는 적극적으로 비중을 확대할 것을 추천한다.

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	183.7	184.4	202.3	205.2	217.7	229.3	254.1	260.5	722.5	775.6	961.5
%YoY	7%	4%	9%	10%	19%	24%	26%	27%	15%	7%	24%
Semiconductor	95.9	101.5	118.9	122.1	131.4	144.2	159.7	169.3	358.2	438.4	604.5
Etchant	80.0	84.9	101.1	104.3	112.9	125.4	140.2	149.4	292.4	370.5	528.0
Precursors	6.7	7.0	8.4	7.9	7.9	8.0	8.2	8.5	28.0	30.0	32.6
CMP Slurry	9.2	9.5	9.4	9.8	10.6	10.8	11.2	11.4	37.8	38.0	44.0
Display	74.4	68.0	64.7	64.5	67.3	67.9	74.4	73.3	299.4	271.6	282.8
Thin Glass	42.3	35.7	31.5	32.8	37.2	36.6	41.2	40.0	173.4	142.3	154.9
Chemical	32.1	32.4	33.1	31.7	30.1	31.3	33.2	33.3	126.0	129.3	127.9
Others	13.4	14.9	18.7	18.6	19.1	17.2	20.0	17.9	65.0	65.6	74.2
매출원가	139.7	143.6	153.0	168.1	163.5	175.1	194.7	206.2	549.5	604.4	739.5
매출원가율	76%	78%	76%	82%	75%	76%	77%	79%	76%	78%	77%
매출총이익	44.0	40.8	49.4	37.1	54.2	54.2	59.4	54.2	173.0	171.2	222.0
판관비	17.7	16.2	19.8	11.9	16.5	17.4	18.3	16.6	67.9	65.5	68.8
영업이익	26.3	24.6	29.6	25.2	37.7	36.8	41.1	37.6	105.1	105.7	153.2
%YoY	-17%	-11%	18%	20%	44%	49%	39%	49%	4%	1%	45%
영업이익률	14%	13%	15%	12%	17%	16%	16%	14%	15%	14%	16%
법인세차감전손익	15.3	23.0	19.9	8.5	47.3	38.7	39.4	27.3	99.8	66.8	152.7
법인세비용	3.6	8.5	6.6	5.0	9.6	8.9	9.1	6.3	25.3	23.7	33.8
당기순이익	11.7	14.5	13.4	3.5	37.7	29.8	30.4	21.0	74.5	43.1	118.9
당기순이익률	6%	8%	7%	2%	17%	13%	12%	8%	10%	6%	12%
KRW/USD	1,154	1,135	1,132	1,105	1,075	1,075	1,085	1,085	1,163	1,132	1,080

자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 사업부문별 영업이익 추정: 반도체 실적 강세 지속, 디스플레이의 영업이익 비중은 6% 수준 불과



자료: 키움증권 리서치센터

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



자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 연결 실적 Update (단위: 십억원)

	2Q18E					2018E		
	수정전	수정후	차이	컨센서스	차이	수정전	수정후	차이
매출액	228.9	229.3	0%	224.7	2%	961.2	961.5	0%
반도체	143.5	144.2	0%			598.5	604.5	1%
디스플레이	68.3	67.9	-1%			289.5	282.8	-2%
기타	17.0	17.2	1%			73.2	74.2	1%
영업이익	41.6	36.8	-12%	38.3	-4%	165.0	153.2	-7%
영업이익률	15%	16%				16%	16%	
당기순이익	33.5	29.8	-11%	30.5	-2%	127.9	118.9	-7%
당기순이익률	10%	13%				12%	12%	

자료: WiseFn Consensus, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,225	7,756	9,615	10,644	11,464
매출원가	5,495	6,044	7,395	8,159	8,738
매출총이익	1,730	1,712	2,220	2,485	2,726
판매비및일반관리비	679	655	688	680	732
영업이익(보고)	1,051	1,057	1,532	1,805	1,994
영업이익(핵심)	1,051	1,057	1,532	1,805	1,994
영업외손익	-53	-389	-11	-80	-67
이자수익	22	29	36	40	43
배당금수익	1	0	0	0	0
외환이익	160	89	113	110	111
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	8	-45	-32
기타	-7	-85	71	32	30
법인세차감전이익	998	668	1,522	1,725	1,927
법인세비용	253	237	337	397	443
유효법인세율 (%)	25.3%	35.5%	22.1%	23.0%	23.0%
당기순이익	745	431	1,185	1,328	1,484
지배주주지분순이익(억원)	748	412	1,183	1,326	1,482
EBITDA	1,543	1,566	1,909	2,221	2,437
현금순이익(Cash Earnings)	1,237	940	1,562	1,744	1,927
수정당기순이익	756	445	1,181	1,365	1,511
증감율(% YoY)					
매출액	15.1	7.3	24.0	10.7	7.7
영업이익(보고)	4.0	0.5	45.0	17.8	10.5
영업이익(핵심)	4.0	0.5	45.0	17.8	10.5
EBITDA	7.6	1.5	21.9	16.3	9.7
지배주주지분 당기순이익	-7.4	-44.9	187.1	12.1	11.7
EPS	-7.5	-45.4	175.6	12.1	11.7
수정순이익	-8.3	-41.2	165.6	15.6	10.7

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,922	3,775	5,006	6,430	8,081
현금및현금성자산	1,380	2,103	3,015	4,226	5,708
유동금융자산	214	226	280	310	333
매출채권및유동채권	904	969	1,130	1,251	1,348
재고자산	424	477	581	643	693
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,372	5,185	5,682	5,895	5,950
장기매출채권및기타비유동채권	18	22	27	30	32
투자자산	1,875	1,849	1,826	1,776	1,720
유형자산	3,278	3,092	3,579	3,828	3,932
무형자산	133	93	90	83	76
기타비유동자산	69	129	160	177	191
자산총계	8,294	8,959	10,688	12,325	14,032
유동부채	2,426	2,328	2,863	3,170	3,414
매입채무및기타유동채무	795	885	1,073	1,188	1,279
단기차입금	1,501	1,288	1,597	1,768	1,904
유동성장기차입금	8	2	3	4	5
기타유동부채	121	153	190	211	227
비유동부채	259	133	166	184	199
장기매입채무및비유동채무	6	3	6	6	7
사채및장기차입금	168	58	72	80	86
기타비유동부채	85	71	88	98	106
부채총계	2,684	2,461	3,029	3,354	3,613
자본금	83	87	87	87	87
주식발행초과금	788	1,339	1,339	1,339	1,339
이익잉여금	4,826	5,140	6,205	7,396	8,726
기타자본	-113	-116	-116	-116	-116
지배주주지분자본총계	5,584	6,450	7,515	8,706	10,036
비지배주주지분자본총계	26	49	50	51	53
자본총계	5,610	6,499	7,564	8,757	10,088
순차입금	84	-981	-1,623	-2,684	-4,047
총차입금	1,678	1,348	1,672	1,851	1,995

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,419	1,127	1,606	1,778	2,012
당기순이익	998	668	1,185	1,328	1,484
감가상각비	477	494	364	404	432
무형자산상각비	14	15	13	12	11
외환손익	-17	205	44	23	23
자산처분손익	8	6	3	3	3
지분법손익	37	67	38	39	39
영업활동자산부채 증감	186	-126	-43	-50	-40
기타	-285	-201	3	18	60
투자활동현금흐름	-769	-475	-1,002	-735	-600
투자자산의 처분	-42	-108	-111	-62	-49
유형자산의 처분	6	2	5	5	5
유형자산의 취득	-539	-337	-851	-653	-535
무형자산의 처분	2	-5	-10	-5	-4
기타	-195	-27	-34	-20	-17
재무활동현금흐름	-154	177	222	53	-2
단기차입금의 증가	0	0	309	171	136
장기차입금의 증가	-74	-281	15	9	7
자본의 증가	0	556	0	0	0
배당금지급	-81	-98	-119	-136	-153
기타	0	0	17	10	8
현금및현금성자산의순증가	519	723	826	1,096	1,411
기초현금및현금성자산	861	1,380	2,103	2,929	4,024
기말현금및현금성자산	1,380	2,103	2,929	4,024	5,435
Gross Cash Flow	1,233	1,253	1,649	1,828	2,052
Op Free Cash Flow	925	723	665	1,098	1,400

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	4,635	2,532	6,970	7,816	8,732
BPS	33,711	37,072	43,193	50,040	57,683
주당EBITDA	9,315	9,376	10,974	12,767	14,009
CFPS	7,467	5,627	8,976	10,026	11,077
DPS	610	700	800	900	1,000
주가배수(배)					
PER	13.0	26.7	9.7	8.6	7.7
PBR	1.8	1.8	1.6	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.5	7.2	5.3	4.1	3.2
PCFR	8.1	12.0	7.5	6.7	6.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	14.6	13.6	15.9	17.0	17.4
영업이익률(핵심)	14.6	13.6	15.9	17.0	17.4
EBITDA margin	21.4	20.2	19.9	20.9	21.3
순이익률	10.3	5.6	12.3	12.5	12.9
자기자본이익률(ROE)	14.1	7.1	16.8	16.3	15.7
투하자본이익률(ROIC)	20.8	18.4	30.8	32.4	34.1
안정성(%)					
부채비율	47.8	37.9	40.0	38.3	35.8
순차입금비율	1.5	-15.1	-21.5	-30.7	-40.1
이자보상배율(배)	29.4	25.8	36.9	43.0	46.9
활동성(배)					
매출채권회전율	8.4	8.3	9.2	8.9	8.8
재고자산회전율	19.4	17.2	18.2	17.4	17.2
매입채무회전율	11.1	9.2	9.8	9.4	9.3

Compliance Notice

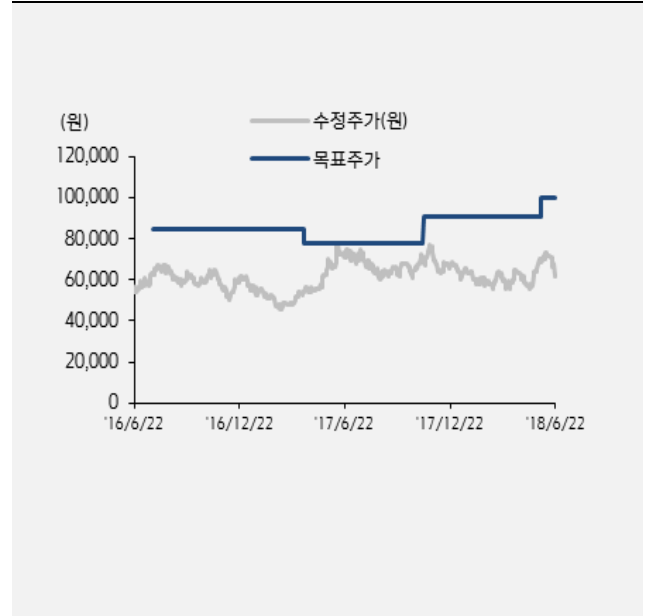
- 당사는 6월 21일 현재 '솔브레인' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
담당자변경	2016-08-08	BUY(Reinitiate)	85,000원	6개월	-22.21	-21.18
솔브레인 (036830)	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
	2018-03-13	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-30.03	-15.16
	2018-04-12	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-30.32	-15.16
	2018-05-15	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-27.18	-23.08
	2018-05-29	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-29.54	-26.50
	2018-06-22	BUY(Maintain)	100,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자이견 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%