



2017/05/14

반도체 송명섭

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

# 솔브레인(036830)

하반기부터 실적 개선 예상. 종속회사 이익률도 개선 중

Buy (Maintain)

## ■ 매수 투자 의견 유지. 적정주가 68,000원으로 소폭 상향

동사 1Q17 영업이익은 263억원을 기록하여 당사 기존 전망치 256억원에 부합했다. 1Q17 실적에서 영업이익률이 14.3%를 기록하여 전분기의 11.2%에서 회복된 점이 고무적이다. 동사 2Q17 영업이익은 269억원으로 전분기 대비 소폭 개선에 그칠 전망이다. 하반기에는 반도체 재료 부문 위주로 실적 개선 폭이 커질 것으로 판단된다. 또한 기간 동사 실적에 부정적인 영향을 미쳐온 중경전자재료, 멤시스 등 연결자회사들의 적자폭이 축소되고 있고 4Q16 순적자 발생의 원인이었던 제닉 투자주식 손상차손도 올해 말에는 발생하지 않을 가능성이 높다. 이러한 긍정적인 변화를 반영하여 동사에 대해 매수 투자 의견을 유지하고 적정주가를 기존의 63,000원에서 68,000원으로 상향한다. 신규 적정주가 68,000원은 2010년 이후의 평균 P/B 배수인 1.8배를 올해 예상 BPS에 적용하여 도출한 것이다.

## ■ 예상에 부합한 1Q 실적. 이익률 회복이 긍정적

동사 1Q17 영업이익과 영업이익률이 263억원, 14.3%를 기록하여 당사 전망치에 부합하였다. 특히 2차전자 부문에서 고객사의 신규 스마트폰 출시와 시장 점유율 상승에 따라 전분기 대비 매출이 63%나 증가하였다. 전분기에 11.2%에 불과했던 영업이익률이 14.3%로 회복된 것은 일회성 비용의 미발생과 연결자회사들의 적자폭 축소에 따른 것이다.

## ■ 하반기부터 실적 개선 본격화 예상

동사 2Q17 영업이익은 전분기 대비 소폭 개선에 그치는 269억원을 기록할 것으로 예상된다. 그러나 3Q17부터는 고객사 신규 반도체 라인의 양산 본격화에 따른 식각액 매출 증가와 다른 고객사에 대한 신규 CVD Precursor 공급 개시에 따라 반도체 재료 부문 위주로 실적 개선폭이 커질 것으로 전망된다. Flexible OLED를 채택한 고객사의 Flag Ship 스마트폰 출시에 따른 물량 감소로 1Q 실적이 부진했던 Thin Glass/Scribing 부문의 매출도 Rigid OLED를 장착한 고객사의 중저가 스마트폰 판매량 증가에 따라 하반기부터는 회복될 것으로 판단된다. 동사 올해 하반기 영업이익은 659억원으로 상반기 대비 24% 증가할 것으로 추정된다.

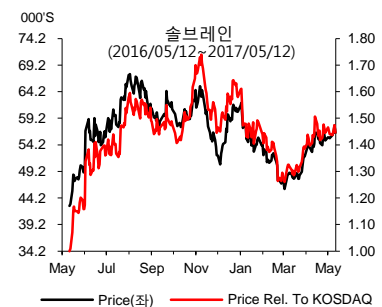
## ■ 종속회사 이익률 개선 중

|                |         |
|----------------|---------|
| 목표주가(6M)       | 68,000원 |
| 종가(2017/05/12) | 56,400원 |

### Stock Indicator

|            |                |
|------------|----------------|
| 자본금        | 8십억원           |
| 발행주식수      | 1,656만주        |
| 시가총액       | 934십억원         |
| 외국인지분율     | 29.4%          |
| 배당금(2016)  | 594원           |
| EPS(2017E) | 5,141원         |
| BPS(2017E) | 38,415원        |
| ROE(2017E) | 14.2%          |
| 52주 주가     | 42,700~67,500원 |
| 60일평균거래량   | 88,829주        |
| 60일평균거래대금  | 4.5십억원         |

### Price Trend

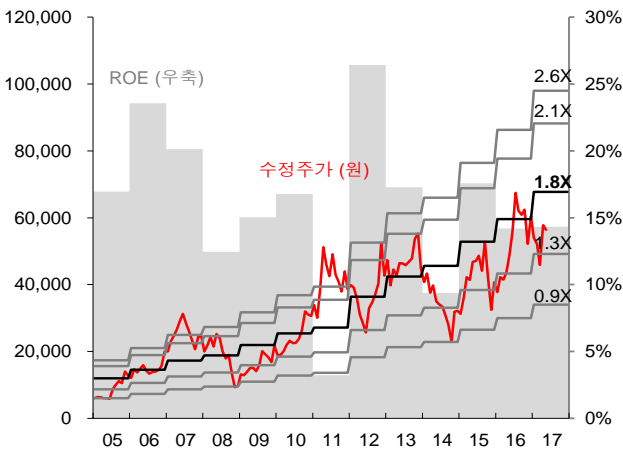


향후 동사 실적 및 주가의 관건 중 하나는 종속회사 이익률이 개선될 수 있을지 여부인 것으로 판단된다. 동사의 2H16 영업이익률은 12%로 1H16의 17% 대비 크게 하락하였는데, 물론 4Q16에 지급된 상여금의 영향도 일부 있었으나 2H16에 반영되기 시작한 중경전자재료 및 솔브레인멤시스의 영업적자 발생이 더 큰 영향을 준 것으로 판단된다.

다행히 올해 들어 동 종속회사들의 적자폭이 축소되고 있는 것으로 보인다. 1Q17 중경전자재료와 멤시스의 적자규모는 전분기의 20억원 이상에서 10억대 초중반으로 축소되었으며 하반기에는 손익분기점까지 개선될 것으로 판단된다.

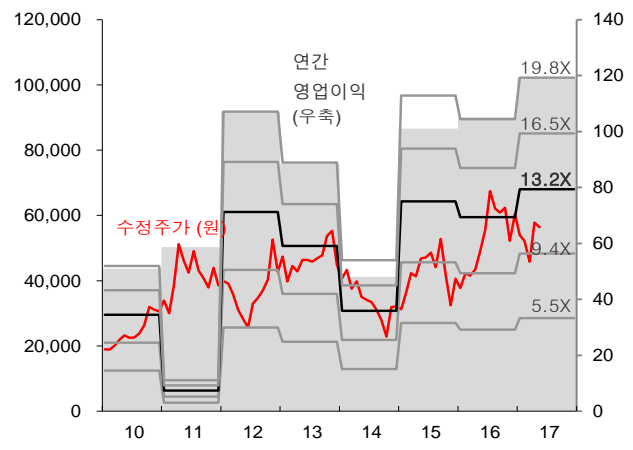
또한 4Q16 순적자 발생의 원인이었던 제닉 등 관계기업 투자주식 손상차손 역시 현재 주가 수준을 감안 시, 올해 말에 추가 발생할 가능성은 높지 않은 것으로 판단된다.

<그림 1> 솔브레인 P/B 밴드. 2010년 이후 평균 P/B 배수 1.8 배를 적용하여 68,000 원의 적정주가 도출



자료: 솔브레인 하이투자증권

<그림 2> 솔브레인 P/E 밴드. 68,000 원의 신규 적정주가는 올해 예상 EPS 대비 13.2 배에 해당



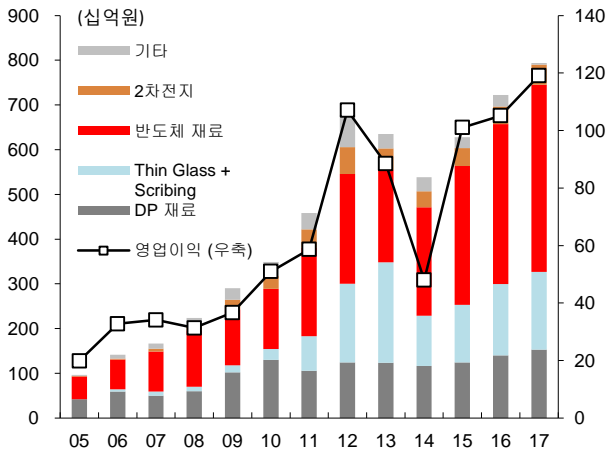
자료: 솔브레인 하이투자증권

<표 1> 솔브레인 부문별, 분기별 실적 추정. 1Q17 실적은 당사 전망치에 부합. 종속회사 이익률 개선과 반도체 재료 부문의 매출 증가로 하반기부터 실적 개선 본격화 예상

|             |                    | 1Q16           | 2Q16           | 3Q16           | 4Q16           | 1Q17           | 2Q17           | 3Q17           | 4Q17           | FY15           | FY16           | FY17           |
|-------------|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Display     | Etchant            | 11,797         | 11,182         | 10,926         | 11,336         | 10,641         | 11,000         | 13,000         | 16,600         | 46,424         | 45,241         | 51,241         |
|             | Thin Glass         | 14,335         | 16,068         | 18,034         | 17,626         | 15,230         | 15,000         | 18,000         | 21,000         | 47,708         | 66,063         | 69,230         |
|             | 유기재료               | 18,597         | 21,011         | 20,000         | 21,000         | 21,000         | 21,500         | 22,000         | 22,000         | 77,631         | 80,608         | 86,500         |
|             | Scribing + 광학 Film | 25,416         | 26,296         | 27,556         | 28,039         | 27,110         | 26,761         | 30,814         | 35,366         | 81,251         | 107,307        | 120,051        |
|             | Sub Total          | 70,145         | 74,557         | 76,516         | 78,001         | 73,981         | 74,261         | 83,814         | 94,966         | 253,014        | 299,219        | 327,022        |
| Semi        | CVD                | 6,916          | 7,059          | 6,948          | 7,058          | 6,703          | 6,700          | 8,000          | 9,000          | 25,914         | 27,981         | 30,403         |
|             | Etchant            | 68,509         | 68,566         | 75,251         | 80,091         | 80,049         | 82,000         | 90,000         | 98,526         | 244,757        | 292,417        | 350,574        |
|             | CMP Slurry         | 10,041         | 9,060          | 9,759          | 8,895          | 9,194          | 9,200          | 9,435          | 9,171          | 40,119         | 37,755         | 37,000         |
|             | Sub Total          | 85,466         | 84,685         | 91,958         | 96,045         | 95,946         | 97,900         | 107,435        | 116,697        | 310,790        | 358,153        | 417,977        |
| Others      | 2차전지               | 10,164         | 10,243         | 10,912         | 7,548          | 12,223         | 12,500         | 11,500         | 8,800          | 39,468         | 38,867         | 45,023         |
|             | ND자석               | 5,655          | 5,315          | 5,205          | 3,272          | 1,374          | 1,000          | 500            | 0              | 20,274         | 19,447         | 2,874          |
|             | 기타                 | 940            | 2,163          | 1,456          | 2,275          | 162            | 162            | 162            | 162            | 4,371          | 6,834          | 648            |
|             | Sub Total          | 16,759         | 17,721         | 17,573         | 13,095         | 13,759         | 13,662         | 12,162         | 8,962          | 64,113         | 65,148         | 48,545         |
| <b>총매출액</b> |                    | <b>172,370</b> | <b>176,963</b> | <b>186,047</b> | <b>187,140</b> | <b>183,686</b> | <b>185,823</b> | <b>203,411</b> | <b>220,625</b> | <b>627,916</b> | <b>722,520</b> | <b>793,545</b> |
| 영업이익        |                    | 31,501         | 27,642         | 24,952         | 21,044         | 26,267         | 26,944         | 32,139         | 33,756         | 101,051        | 105,139        | 119,106        |
| 영업이익률       |                    | 18.3%          | 15.6%          | 13.4%          | 11.2%          | 14.3%          | 14.5%          | 15.8%          | 15.3%          | 16.1%          | 14.6%          | 15.0%          |
| 세전이익        |                    | 31,523         | 31,822         | 37,497         | -1,043         | 15,314         | 28,783         | 33,978         | 35,450         | 110,198        | 99,798         | 113,525        |
| 세전이익률       |                    | 18.3%          | 18.0%          | 20.2%          | -0.6%          | 8.3%           | 15.5%          | 16.7%          | 16.1%          | 17.5%          | 13.8%          | 14.3%          |
| 순이익         |                    | 22,897         | 25,532         | 33,752         | -7,661         | 11,682         | 21,588         | 25,483         | 26,391         | 80,587         | 74,520         | 85,144         |
| 순이익률        |                    | 13.3%          | 14.4%          | 18.1%          | -4.1%          | 6.4%           | 11.6%          | 12.5%          | 12.0%          | 12.8%          | 10.3%          | 10.7%          |

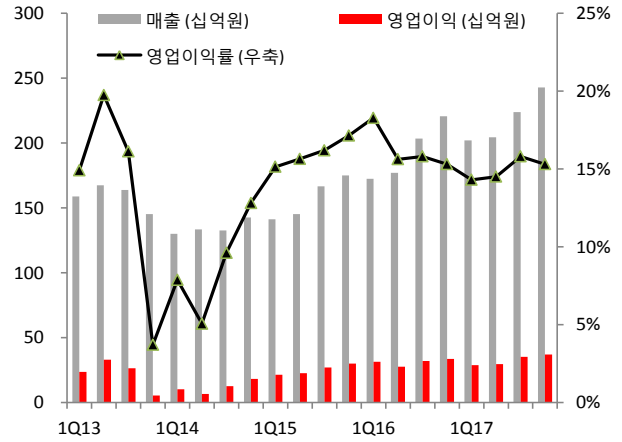
자료: 솔브레인 하이투자증권

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



자료: 솔브레인, 하이투자증권

<그림 4> 솔브레인 영업이익 및 영업이익률 추정. 중속회사 이익률 개선과 매출 증가로 하반기 이익 및 이익률 개선될 듯



자료: 솔브레인, 하이투자증권

**K-IFRS 별도 요약 재무제표**

| 재무상태표      | (단위:십억원) |       |       |       |
|------------|----------|-------|-------|-------|
|            | 2016     | 2017E | 2018E | 2019E |
| 유동자산       | 292      | 431   | 558   | 699   |
| 현금 및 현금성자산 | 138      | 262   | 372   | 494   |
| 단기금융자산     | 21       | 23    | 26    | 28    |
| 매출채권       | 73       | 80    | 88    | 97    |
| 재고자산       | 42       | 47    | 51    | 56    |
| 비유동자산      | 537      | 499   | 495   | 490   |
| 유형자산       | 328      | 317   | 312   | 307   |
| 무형자산       | 13       | 13    | 13    | 13    |
| 자산총계       | 829      | 930   | 1,054 | 1,190 |
| 유동부채       | 243      | 267   | 295   | 324   |
| 매입채무       | 38       | 41    | 45    | 50    |
| 단기차입금      | 150      | 165   | 182   | 200   |
| 유동성장기부채    | 1        | 1     | 1     | 1     |
| 비유동부채      | 26       | 27    | 30    | 32    |
| 사채         | -        | -     | -     | -     |
| 장기차입금      | 17       | 18    | 20    | 22    |
| 부채총계       | 268      | 294   | 325   | 357   |
| 지배주주지분     | 558      | 634   | 727   | 831   |
| 자본금        | 8        | 8     | 8     | 8     |
| 자본잉여금      | 77       | 77    | 77    | 77    |
| 이익잉여금      | 483      | 558   | 651   | 755   |
| 기타자본항목     | -12      | -12   | -12   | -12   |
| 비지배주주지분    | 3        | 2     | 2     | 2     |
| 자본총계       | 561      | 636   | 729   | 833   |

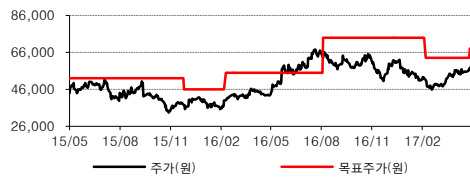
| 포괄손익계산서     | (단위:십억원%) |       |       |       |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|
|             | 2016      | 2017E | 2018E | 2019E |
| 매출액         | 723       | 794   | 873   | 960   |
| 증가율(%)      | 15.1      | 9.8   | 10.0  | 10.0  |
| 매출원가        | 550       | 600   | 660   | 726   |
| 매출총이익       | 173       | 194   | 213   | 234   |
| 판매비와관리비     | 68        | 75    | 82    | 90    |
| 연구개발비       | 17        | 19    | 21    | 23    |
| 기타영업수익      | -         | -     | -     | -     |
| 기타영업비용      | -         | -     | -     | -     |
| 영업이익        | 105       | 119   | 131   | 144   |
| 증가율(%)      | 4.0       | 13.3  | 10.0  | 10.0  |
| 영업이익률(%)    | 14.6      | 15.0  | 15.0  | 15.0  |
| 이자수익        | 2         | 4     | 6     | 8     |
| 이자비용        | 4         | 4     | 4     | 5     |
| 지분법이익(손실)   | 1         | 1     | 1     | 1     |
| 기타영업외손익     | -1        | -7    | 3     | 3     |
| 세전계속사업이익    | 100       | 114   | 137   | 152   |
| 법인세비용       | 25        | 28    | 34    | 38    |
| 세전계속이익률(%)  | 13.8      | 14.3  | 15.7  | 15.8  |
| 당기순이익       | 75        | 85    | 103   | 114   |
| 순이익률(%)     | 10.3      | 10.7  | 11.8  | 11.9  |
| 지배주주귀속 순이익  | 75        | 85    | 103   | 114   |
| 기타포괄이익      | -1        | -1    | -1    | -1    |
| 총포괄이익       | 73        | 84    | 102   | 113   |
| 지배주주귀속총포괄이익 | 74        | 84    | 102   | 113   |

| 현금흐름표        | (단위:십억원) |       |       |       |
|--------------|----------|-------|-------|-------|
|              | 2016     | 2017E | 2018E | 2019E |
| 영업활동 현금흐름    | 142      | 147   | 153   | 162   |
| 당기순이익        | 75       | 85    | 103   | 114   |
| 유형자산감가상각비    | 48       | 59    | 58    | 57    |
| 무형자산상각비      | 1        | 1     | 1     | 0     |
| 지분법관련손실(이익)  | 1        | 1     | 1     | 1     |
| 투자활동 현금흐름    | -77      | -20   | -41   | -40   |
| 유형자산의 처분(취득) | -53      | -48   | -54   | -52   |
| 무형자산의 처분(취득) | 0        | 0     | -1    | 0     |
| 금융상품의 증감     | -        | -     | -     | -     |
| 재무활동 현금흐름    | -15      | -3    | -2    | 0     |
| 단기금융부채의증감    | -        | -     | -     | -     |
| 장기금융부채의증감    | -7       | -     | -     | -     |
| 자본의증감        | -        | -     | -     | -     |
| 배당금지급        | -8       | -10   | -10   | -10   |
| 현금및현금성자산의증감  | 52       | 124   | 110   | 122   |
| 기초현금및현금성자산   | 86       | 138   | 262   | 372   |
| 기말현금및현금성자산   | 138      | 262   | 372   | 494   |

| 주요투자지표                 |        |        |        |        |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|
|                        | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
| 주당지표(원)                |        |        |        |        |
| EPS                    | 4,499  | 5,141  | 6,209  | 6,876  |
| BPS                    | 33,869 | 38,415 | 44,014 | 50,281 |
| CFPS                   | 7,467  | 8,758  | 9,760  | 10,347 |
| DPS                    | 594    | 610    | 610    | 610    |
| Valuation(배)           |        |        |        |        |
| PER                    | 13.4   | 11.0   | 9.1    | 8.2    |
| PBR                    | 1.8    | 1.5    | 1.3    | 1.1    |
| PCR                    | 8.1    | 6.4    | 5.8    | 5.5    |
| EV/EBITDA              | 6.5    | 4.7    | 3.9    | 3.1    |
| Key Financial Ratio(%) |        |        |        |        |
| ROE                    | 14.1   | 14.2   | 15.1   | 14.6   |
| EBITDA 이익률             | 21.4   | 22.6   | 21.7   | 21.0   |
| 부채비율                   | 47.8   | 46.2   | 44.5   | 42.8   |
| 순부채비율                  | 1.5    | -15.8  | -26.7  | -35.9  |
| 매출채권회전율(x)             | 10.8   | 10.4   | 10.4   | 10.4   |
| 재고자산회전율(x)             | 19.4   | 17.8   | 17.9   | 17.9   |

자료 : 솔브레인 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

| 의견제시일자     | 투자의견 | 목표주가   |
|------------|------|--------|
| 2017-05-12 | Buy  | 68,000 |
| 2017-02-20 | Buy  | 63,000 |
| 2016-08-17 | Buy  | 74,000 |
| 2016-02-22 | Buy  | 55,000 |
| 2015-12-08 | Buy  | 46,000 |

**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 기관투자자 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) 종목투자자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2014년 5월 12일부터 적용)
  - Buy(매 수): 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 2017-03-31 기준**

| 구분         | 매수     | 중립(보유) | 매도 |
|------------|--------|--------|----|
| 투자의견 비율(%) | 87.3 % | 12.7 % | -  |