

2017/07/20

솔브레인(036830)

반도체 송명섭

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

3Q17부터 반도체 부문 주도로 실적 개선 본격화

Buy (Maintain)

■ 매수 투자 의견 유지. 92,000원을 적정주가로 신규 제시

솔브레인의 2Q17 매출과 영업이익은 전분기와 유사한 1,858억원과 269억원을 기록하여 당사의 기존 전망치에 부합할 것으로 추정된다. 그러나 3Q17부터는 고객사 신규 라인들에서의 3D NAND 양산 본격화에 따라 반도체 식각액 매출이 증가하고 CVD 프리커서 신규 매출이 발생하면서 동사 실적이 점진적인 개선세를 보일 전망이다.

중기 측면에서 스마트폰 용 LTPS LCD 가격 인하에 따른 Rigid AMOLED 채택 감소가 동사 Thin Glass 및 Scribing 매출을 축소시킬 우려가 있으나 이보다는 고객사들의 꾸준한 설비 증설에 따른 반도체 재료 매출 증가 효과가 더욱 클 것으로 판단된다. 동사 내년 매출과 영업이익은 올해의 7,820억원과 1,173억원 대비 6%, 10% 증가하는 8,319억원과 1,289억원에 이를 전망이다.

지난 5년간의 연간 고점 배수들의 평균이자 내년과 ROE가 유사한 지난해의 고점 배수인 P/B 2.1배를 내년 예상 BPS에 적용하여 도출한 92,000원을 신규 12개월 적정주가로 제시한다.

■ 2Q17 실적은 당사 예상치에 부합할 듯

동사 2Q17 매출과 영업이익은 전분기와 유사한 1,858억원과 269억원을 기록하여 당사의 기존 전망치에 부합할 것으로 추정된다. 전분기 대비 반도체 식각액 매출이 증가한 것으로 보이나 Thin Glass 및 Scribing 매출은 소폭 감소한 것으로 보인다.

■ Rigid AMOLED 채택 축소와 중국 자회사 매출 지연은 Risk

동사 실적에 대한 고점 시장의 우려는 첫째, 3D NAND의 고단화로 건식 식각 가스의 사용이 증가하고 반대로 식각액의 사용이 감소할 가능성. 둘째, 일본 디스플레이 업체의 LTPS LCD 가격 인하에 따라 중저가폰에서 Rigid AMOLED 채택량이 감소할 수 있고 동사 Thin Glass 및 Scribing 매출이 타격을 입을 수 있다는 점이었다.

3D NAND의 고단화는 건식 식각 가스의 채택 비중을 늘리는 한편 식각 면적의 증가에 따라 동사의 불산계, 인산계 식각액 사용도 더욱 늘리는 요소로 보인다. 따라서 시장의 첫번째 우려는 이미 해소된 것으로 판단된다.

목표주가(12M)	92,000원
종가(2017/07/20)	75,000원

Stock Indicator

자본금	8십억원
발행주식수	1,656만주
시가총액	1,212십억원
외국인지분율	29.5%
배당금(2016)	594원
EPS(2017E)	5,060원
BPS(2017E)	38,334원
ROE(2017E)	14.0%
52주 주가	45,850~76,900원
60일평균거래량	101,852주
60일평균거래대금	6.9십억원

Price Trend



다만 Thin Glass 및 Scribing 매출 감소에 대한 우려는 충분히 근거가 있는 것으로 추정된다. 동부문 고객사의 Rigid AMOLED 제품은 자사 스마트폰 부문과 중국 스마트폰 업체들로 출하되는데 고객사 중저가폰에서의 Rigid AMOLED 채택은 적어도 당분간 지속될 전망이다. 중국 스마트폰 업체들은 일부 중저가폰에서 LCD 채택률을 올릴 가능성이 부각되고 있기 때문이다. 다만 중국 스마트폰 업체향 매출 비중이 상대적으로 적으므로 솔브레인 Thin Glass 및 Scribing 매출이 큰폭으로 감소하지는 않을 것으로 예상된다.

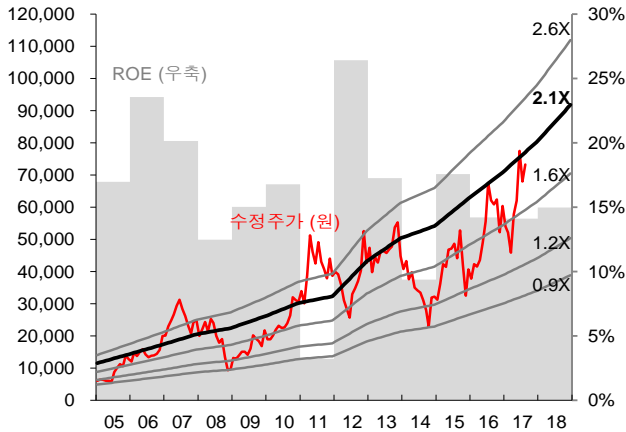
동사 향후 실적 전망에서 또 하나의 변수는 중국 자회사인 중경전자재료 부문의 매출이 곧 발생할 수 있을지 여부이다. 올해 개시될 것으로 예상되었던 동 자회사의 매출 발생이 지연되고 있으며 이에 따라 매분기 10~20억원 가량의 적자가 나타나고 있다. 빠른 매출 발생이 나타나야 내년 동사 디스플레이 재료 부문의 실적 개선을 기대할 수 있을 것으로 판단된다.

■ 3Q17부터 반도체 부문 주도로 실적 개선 본격화 전망

반면 솔브레인의 반도체 재료 부문 매출은 3Q17부터 큰폭으로 개선될 전망이다. 삼성전자 평택 라인 1층 100K, SK하이닉스 M14 라인 2층 50K에서 3D NAND 양산이 본격화되면서 동사 반도체 인산, 불산계 식각액의 매출이 증가하고 SK하이닉스 DRAM 향으로 지르코늄계 CVD 프리커서 신규 매출이 발생하기 시작할 것으로 보이기 때문이다. 이러한 반도체 재료 부문의 매출 증가 효과는 Thin Glass 및 Scribing 매출의 감소 효과를 상쇄하고 남을 것으로 판단된다. 올해 하반기 동사의 매출과 영업이익은 상반기 대비 각각 12%, 20% 증가하는 4,124억원과 641억원을 기록할 것으로 추정된다.

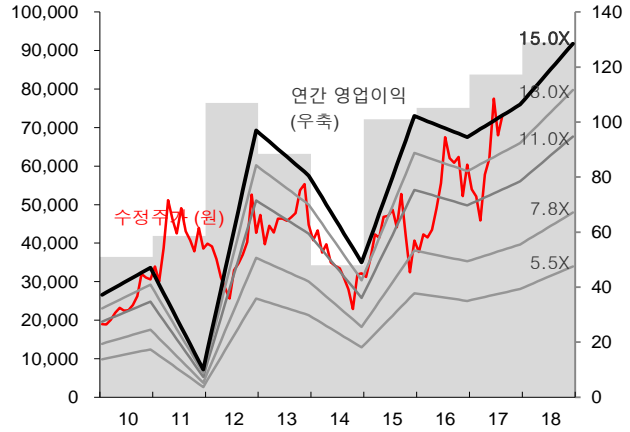
내년에도 반도체 재료 부문의 매출 증가가 지속될 것으로 판단된다. 내년에는 3Q17부터의 식각액, 프리커서 매출 증가 효과가 연간으로 완전히 반영되고 하반기에는 삼성전자 평택 라인 2층, SK하이닉스 M15 라인에서 일부 양산이 개시됨에 따라 식각액 매출이 새롭게 추가될 가능성이 존재한다. 동사 내년 매출과 영업이익은 올해의 7,820억원과 1,173억원 대비 6%, 10% 증가하는 8,319억원과 1,289억원에 이를 전망이다.

<그림 1> 솔브레인 P/B 밴드. 내년 BPS 에 지난 5년간 연간 고점 배수들의 평균인 P/B 2.1 배를 적용하여 적정주가 도출



자료: 솔브레인 하이투자증권

<그림 2> 솔브레인 P/E 밴드. 92,000 원의 신규 적정주가는 올해와 내년 EPS 대비 18.1 배와 15.0 배에 해당



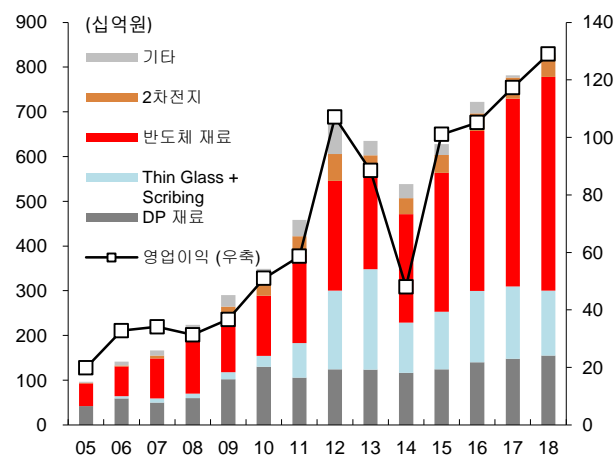
자료: 솔브레인 하이투자증권

<표 1> 솔브레인 부문별, 분기별 실적 추정. 2Q17 실적은 전분기와 유사한 수준으로 당사 전망치에 부합할 듯. 3Q17부터 고객사 신규 라인들에서의 3D NAND 양산 본격화에 따라 반도체 식각액 매출이 증가하고 CVD 프리커서 신규 매출이 발생해 실적 개선 예상

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	FY16	FY17	FY18
Display	Etchant	11,797	11,182	10,926	11,336	10,641	11,000	12,000	12,100	45,241	45,741	48,028
	Thin Glass	14,335	16,068	18,034	17,626	15,230	15,000	17,000	17,000	66,063	64,230	57,807
	유기재료	18,597	21,011	20,000	21,000	21,000	21,500	22,000	22,000	80,608	86,500	90,825
	Scribing + 광학 Film	25,416	26,296	27,556	28,039	27,110	26,761	29,796	29,796	107,307	113,464	103,717
	Sub Total	70,145	74,557	76,516	78,001	73,981	74,261	80,796	80,896	299,219	309,935	300,377
Semi	CVD	6,916	7,059	6,948	7,058	6,703	6,700	8,500	10,000	27,981	31,903	36,800
	Etchant	68,509	68,566	75,251	80,091	80,049	82,000	90,000	98,526	292,417	350,574	404,103
	CMP Slurry	10,041	9,060	9,759	8,895	9,194	9,200	9,435	9,171	37,755	37,000	37,000
	Sub Total	85,466	84,685	91,958	96,045	95,946	97,900	107,935	117,697	358,153	419,477	477,903
	Others	10,164	10,243	10,912	7,548	12,223	12,500	12,500	10,300	38,867	47,523	48,949
Others	2차전지	10,164	10,243	10,912	7,548	12,223	12,500	12,500	10,300	38,867	47,523	48,949
	ND자석	5,655	5,315	5,205	3,272	1,374	1,000	1,000	1,000	19,447	4,374	4,000
	기타	940	2,163	1,456	2,275	162	162	162	162	6,834	648	650
	Sub Total	16,759	17,721	17,573	13,095	13,759	13,662	13,662	11,462	65,148	52,545	53,599
총매출액		172,370	176,963	186,047	187,140	183,686	185,823	202,393	210,055	722,520	781,957	831,879
영업이익		31,501	27,642	24,952	21,044	26,268	26,944	31,978	32,138	105,139	117,329	128,941
영업이익률		18.3%	15.6%	13.4%	11.2%	14.3%	14.5%	15.8%	15.3%	14.6%	15.0%	15.5%
세전이익		31,523	31,822	37,497	-1,043	15,314	28,781	33,815	33,829	99,798	111,740	135,029
세전이익률		18.3%	18.0%	20.2%	-0.6%	8.3%	15.5%	16.7%	16.1%	13.8%	14.3%	16.2%
순이익		22,897	25,532	33,752	-7,661	11,682	21,586	25,361	25,175	74,520	83,805	101,272
순이익률		13.3%	14.4%	18.1%	-4.1%	6.4%	11.6%	12.5%	12.0%	10.3%	10.7%	12.2%

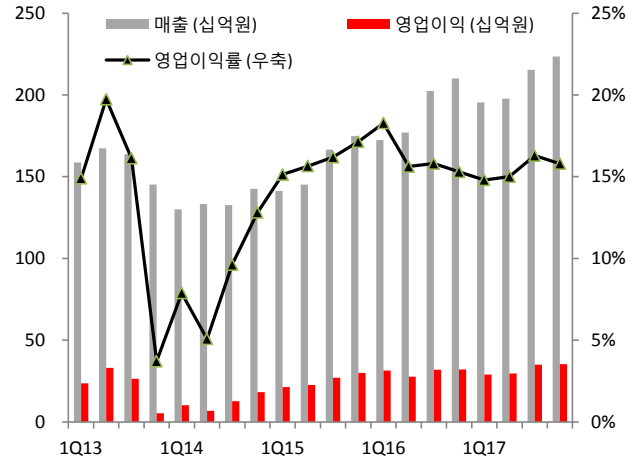
자료: 솔브레인 하이투자증권

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



자료: 솔브레인 하이투자증권

<그림 4> 솔브레인 영업이익 및 영업이익률 추정. 이익률의 추가 개선을 위해서는 중경전자재료 부문의 매출 발생 필요



자료: 솔브레인 하이투자증권

K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	292	428	551	676
현금 및 현금성자산	138	261	371	485
단기금융자산	21	23	26	28
매출채권	73	79	84	88
재고자산	42	46	49	51
비유동자산	537	499	495	490
유형자산	328	317	312	307
무형자산	13	13	13	13
자산총계	829	927	1,046	1,166
유동부채	243	265	290	313
매입채무	38	41	43	45
단기차입금	150	165	182	200
유동성장기부채	1	1	1	1
비유동부채	26	27	30	33
사채	-	-	-	-
장기차입금	17	18	20	22
부채총계	268	292	320	346
지배주주지분	558	633	724	819
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	77	77	77	77
이익잉여금	483	557	648	743
기타자본항목	-12	-12	-12	-12
비지배주주지분	3	2	2	2
자본총계	561	635	726	820

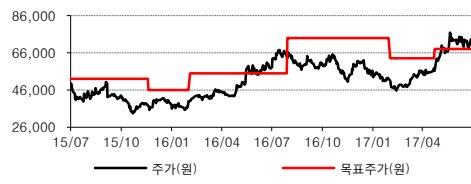
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	723	782	832	873
증가율(%)	15.1	8.2	6.4	5.0
매출원가	550	591	626	658
매출총이익	173	191	205	216
판매비와관리비	68	73	77	84
연구개발비	17	18	19	21
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	105	117	129	132
증가율(%)	4.0	11.6	9.9	2.0
영업이익률(%)	14.6	15.0	15.5	15.1
이자수익	2	4	6	8
이자비용	4	4	4	5
지분법이익(손실)	1	1	1	1
기타영업외손익	-1	-7	3	3
세전계속사업이익	100	112	135	139
법인세비용	25	28	34	35
세전계속이익률(%)	13.8	14.3	16.2	15.9
당기순이익	75	84	101	104
순이익률(%)	10.3	10.7	12.2	12.0
지배주주귀속 순이익	75	84	102	105
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	73	83	100	103
지배주주귀속총포괄이익	74	83	101	104

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	142	146	153	154
당기순이익	75	84	101	104
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	123	110	114
기초현금및현금성자산	86	138	261	371
기말현금및현금성자산	138	261	371	485

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	4,499	5,060	6,114	6,304
BPS	33,869	38,334	43,839	49,532
CFPS	7,467	8,677	9,665	9,775
DPS	594	610	610	610
Valuation(배)				
PER	13.4	14.5	12.0	11.6
PBR	1.8	1.9	1.7	1.5
PCR	8.1	8.4	7.6	7.5
EV/EBITDA	6.5	6.3	5.4	4.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	14.1	14.0	14.9	13.5
EBITDA 이익률	21.4	22.7	22.6	21.6
부채비율	47.8	46.1	44.0	42.1
순부채비율	1.5	-15.7	-26.7	-35.3
매출채권회전율(x)	10.8	10.3	10.2	10.2
재고자산회전율(x)	19.4	17.7	17.6	17.5

자료 : 솔브레인 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 차이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-07-20	Buy	92,000
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 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) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 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 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-