



# BUY(Maintain)

목표주가: 85,000원  
주가(8/12): 66,800원  
시가총액: 11,064억원

## 반도체 / 디스플레이

Analyst **박유악**

02) 3787-5063  
yuak.pak@kiwoom.com

### Stock Data

KOSDAQ (8/12)	705.18pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	67,500원	33,350원
등락률	-1.04%	100.30%
수익률	절대	상대
1M	11.9%	11.0%
6M	89.2%	63.3%
1Y	68.1%	70.9%

### Company Data

발행주식수	16,563천주	
일평균 거래량(3M)	118천주	
외국인 지분율	27.20%	
배당수익률(16E)	1.23%	
BPS(16E)	35,407원	
주요 주주	정지완	44.38%

### 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	5,386	6,279	7,129	7,648
보고영업이익	480	1,011	1,217	1,436
핵심영업이익	480	1,011	1,217	1,436
EBITDA	873	1,434	1,658	1,881
세전이익	532	1,102	1,302	1,526
순이익	364	806	999	1,175
지배주주지분순이익	381	807	999	1,175
EPS(원)	2,364	4,969	6,193	7,283
증감률(%YoY)	-39.2	108.8	23.6	17.6
PER(배)	13.6	8.2	10.8	9.2
PBR(배)	1.2	1.4	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	5.9	5.1	3.9	2.9
보고영업이익률(%)	8.9	16.1	17.1	18.8
핵심영업이익률(%)	8.9	16.1	17.1	18.8
ROE(%)	9.0	17.6	18.5	18.4
순부채비율(%)	2.9	13.1	-4.4	-19.6

### Price Trend



# 솔브레인 (036830)

## 3Q16 반도체 출하 증가 재개



3Q16 영업이익 303억원(+12%YoY, +10%QoQ)으로 성장할 전망이다. '3D NAND 증설'로 반도체 Etchant의 출하 증가가 재개되고, 'DRAM 재고조정 완료'로 CMP Slurry의 실적도 회복될 것이기 때문이다. 3D NAND 신규 고객사 진입에 따른 추가적인 실적 Upside 가능성 또한 존재하므로, 단기 실적 실망감에 따른 주가조정 시기를 비중 확대의 기회로 활용하는 것이 바람직하다.

### >>> 2Q16 영업이익 276억원 기록

2Q16 실적은 매출액 1,770억원(+22%YoY), 영업이익 276억원(+22%YoY)으로, 기대치를 하회했다. 고객사의 DRAM 재고조정으로 인해 CMP Slurry의 출하량 -7%QoQ 감소했고, 원재료 가격 인상으로 인해 매출 원가율이 소폭 상승했기 때문이다. 제품의 판가 인하는 없었으며, 반도체 Etchant의 출하량도 기대치에 부합했다.

부문별 매출액은 반도체 847억원(+12%YoY), 디스플레이 746억원(+42%YoY)으로, Thin Glass와 Chemical의 출하가 모두 증가한 디스플레이 부문의 실적 성장 폭이 크게 나타났다.

### >>> 3Q16 반도체 부문 성장 지속

3Q16은 매출액 1,776억원(+7%YoY), 영업이익 303억원(+12%YoY)으로, 전분기 및 전년 동기 대비 모두 성장할 전망이다. 고객사의 3D NAND 증설과 DRAM 재고조정 완료에 따라 반도체 Etchant(+9%QoQ)와 CMP Slurry(+13%QoQ)의 출하량이 증가할 것으로 예상하기 때문이다. 또한 지난 2Q16와 같은 원재료 가격 인상은 더 이상 없을 것이므로, 제품의 출하 증가가 이익률 개선으로 직결될 것이라고 판단한다.

제품별 매출액은 반도체 895억원(+11%YoY), 디스플레이 713억원(+3%YoY)으로, 영업이익 비중은 반도체 77%, 디스플레이 23%으로 예상된다.

### >>> 투자의견 'BUY', 목표주가 85,000원 유지

삼성전자 3D NAND 증설 효과로 동사 반도체 부문의 실적이 지속 성장하고, 2H17에는 영업이익 비중 82%를 기록할 전망이다. 3D NAND 신규 고객사 진입에 따른 추가적인 실적 Upside 가능성 또한 존재하므로, 단기 실적 실망감에 따른 주가 조정 시기를 매수 기회로 활용할 것을 추천한다.

솔브레인 실적 Update

(단위: 십억원)

	2Q16					2016E		
	예상치	발표치	차이	컨센서스	차이	수정전	수정후	차이
<b>매출액</b>	<b>173.1</b>	<b>177.0</b>	<b>2%</b>	<b>175.5</b>	<b>1%</b>	<b>698.8</b>	<b>712.9</b>	<b>2%</b>
반도체	85.4	84.7	-1%			351.9	356.3	1%
디스플레이	70.2	74.6	6%			278.7	288.3	3%
기타	17.5	17.7	1%			68.2	68.4	0%
<b>영업이익</b>	<b>31.9</b>	<b>27.6</b>	<b>-13%</b>	<b>30.4</b>	<b>-9%</b>	<b>131.3</b>	<b>121.7</b>	<b>-7%</b>
영업이익률	18%	16%				19%	17%	
<b>당기순이익</b>	<b>25.7</b>	<b>25.5</b>	<b>-1%</b>	<b>23.5</b>	<b>9%</b>	<b>100.9</b>	<b>99.9</b>	<b>-1%</b>
당기순이익률	15%	14%				14%	14%	

자료: WiseFn Consensus, 키움증권 리서치센터

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>172.4</b>	<b>177.0</b>	<b>177.6</b>	<b>186.0</b>	<b>182.1</b>	<b>189.3</b>	<b>194.7</b>	<b>198.7</b>	<b>627.9</b>	<b>712.9</b>	<b>764.8</b>
%YoY	22%	22%	7%	6%	6%	7%	10%	7%	17%	14%	7%
Semiconductor	85.4	84.7	89.5	96.8	98.5	103.3	110.1	114.1	310.9	356.3	426.0
Etchant	68.5	68.6	72.8	79.1	81.0	85.2	91.5	95.6	244.8	289.0	353.2
Precursors	6.9	7.1	6.9	7.3	7.3	7.5	7.8	7.9	26.0	28.2	30.6
CMP Slurry	10.0	9.1	9.7	10.3	10.2	10.6	10.8	10.6	40.1	39.2	42.2
Display	69.9	74.6	71.3	72.6	66.8	68.2	67.4	67.6	250.4	288.3	270.1
Thin Glass	39.8	42.4	38.3	37.8	34.4	35.1	33.4	32.4	128.9	158.2	135.3
Chemical	30.1	32.2	33.0	34.8	32.4	33.1	34.0	35.3	121.5	130.1	134.8
Others	17.1	17.7	16.8	16.7	16.9	17.7	17.2	16.9	66.6	68.4	68.7
<b>매출원가</b>	<b>125.7</b>	<b>133.8</b>	<b>131.6</b>	<b>137.5</b>	<b>133.6</b>	<b>138.1</b>	<b>140.0</b>	<b>142.3</b>	<b>472.1</b>	<b>528.6</b>	<b>554.0</b>
매출원가율	73%	76%	74%	74%	73%	73%	72%	72%	75%	74%	72%
매출총이익	46.6	43.2	45.9	48.6	48.5	51.2	54.7	56.4	155.8	184.3	210.8
판관비	15.1	15.6	15.6	16.4	16.0	16.6	17.1	17.5	54.8	62.7	67.2
<b>영업이익</b>	<b>31.5</b>	<b>27.6</b>	<b>30.3</b>	<b>32.2</b>	<b>32.5</b>	<b>34.6</b>	<b>37.6</b>	<b>38.9</b>	<b>101.1</b>	<b>121.7</b>	<b>143.6</b>
%YoY	47%	22%	12%	7%	3%	25%	24%	21%	110%	20%	18%
영업이익률	18%	16%	17%	17%	18%	18%	19%	20%	16%	17%	19%
영업외손익	0.0	4.2	2.0	2.3	0.3	4.1	2.2	2.4	9.2	8.5	9.0
법인세차감전손익	31.5	31.8	32.3	34.5	32.8	38.7	39.8	41.3	110.2	130.2	152.6
법인세비용	8.6	6.3	7.4	7.9	7.5	8.9	9.2	9.5	29.6	30.3	35.1
<b>당기순이익</b>	<b>22.9</b>	<b>25.5</b>	<b>24.9</b>	<b>26.6</b>	<b>25.2</b>	<b>29.8</b>	<b>30.6</b>	<b>31.8</b>	<b>80.6</b>	<b>99.9</b>	<b>117.5</b>
당기순이익률	13%	14%	14%	14%	14%	16%	16%	16%	13%	14%	15%
KRW/USD	1,196	1,165	1,130	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,110	1,160	1,150

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	5,386	6,279	7,129	7,648	8,053
매출원가	4,408	4,721	5,286	5,540	5,847
매출총이익	978	1,558	1,843	2,108	2,207
판매비및일반관리비	497	548	627	672	668
영업이익(보고)	480	1,011	1,217	1,436	1,539
영업이익(핵심)	480	1,011	1,217	1,436	1,539
영업외손익	52	91	85	90	102
이자수익	24	27	25	26	28
배당금수익	2	0	0	0	0
외환이익	46	99	106	113	139
이자비용	35	36	36	37	38
외환손실	34	66	70	75	92
관계기업지분법손익	76	31	25	27	28
투자및기타자산처분손익	1	-13	-1	-2	-2
금융상품평가및기타금융이익	-3	-10	-23	-25	-26
기타	-25	59	60	62	64
법인세차감전이익	532	1,102	1,302	1,526	1,641
법인세비용	168	296	303	351	377
유효법인세율 (%)	31.5%	26.9%	23.3%	23.0%	23.0%
당기순이익	364	806	999	1,175	1,263
지배주주지분순이익(억원)	381	807	999	1,175	1,263
EBITDA	873	1,434	1,658	1,881	1,988
현금순이익(Cash Earnings)	757	1,229	1,440	1,620	1,712
수정당기순이익	365	823	1,017	1,195	1,285
증감율(% , YoY)					
매출액	-15.2	16.6	13.5	7.3	5.3
영업이익(보고)	-45.7	110.4	20.4	18.0	7.2
영업이익(핵심)	-45.7	110.4	20.4	18.0	7.2
EBITDA	-28.4	64.3	15.6	13.4	5.7
지배주주지분 당기순이익	-38.8	111.8	23.8	17.6	7.5
EPS	-39.2	108.8	23.6	17.6	7.5
수정순이익	-43.2	125.1	23.6	17.6	7.5

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,743	2,094	3,284	4,521	5,756
현금및현금성자산	864	861	1,970	3,194	4,412
유동금융자산	24	103	87	94	99
매출채권및유동채권	618	809	863	853	851
채고자산	237	320	364	381	395
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	4,000	5,224	5,268	5,288	5,368
장기매출채권및기타비유동채권	20	14	18	19	20
투자자산	803	1,830	1,837	1,840	1,843
유형자산	3,003	3,210	3,234	3,266	3,344
무형자산	128	127	131	126	122
기타비유동자산	46	43	49	37	39
자산총계	5,743	7,317	8,552	9,810	11,125
유동부채	1,440	2,232	2,552	2,706	2,836
매입채무및기타유동채무	357	509	629	646	669
단기차입금	723	1,472	1,671	1,793	1,888
유동성장기차입금	254	26	25	23	22
기타유동부채	105	226	228	245	258
비유동부채	83	158	154	165	175
장기매입채무및비유동채무	1	3	3	3	5
사채및장기차입금	34	113	103	110	116
기타비유동부채	48	43	48	52	55
부채총계	1,523	2,390	2,707	2,871	3,011
자본금	82	83	83	83	83
주식발행초과금	751	788	788	788	788
이익잉여금	3,425	4,159	5,077	6,171	7,345
기타자본	-19	-83	-83	-83	-83
지배주주지분자본총계	4,240	4,947	5,865	6,959	8,133
비지배주주지분자본총계	-19	-20	-20	-19	-19
자본총계	4,220	4,927	5,845	6,939	8,114
순차입금	124	646	-259	-1,362	-2,485
총차입금	1,012	1,610	1,798	1,925	2,025

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	707	1,204	1,466	1,648	1,739
당기순이익	532	1,102	999	1,175	1,263
감가상각비	377	410	427	431	435
무형자산상각비	16	14	14	14	14
외환손익	-12	-33	-35	-38	-47
자산처분손익	-1	13	1	2	2
지분법손익	-76	-31	-25	-27	-28
영업활동자산부채 증감	-2	-213	21	25	25
기타	-128	-57	64	67	75
투자활동현금흐름	-304	-1,707	-470	-474	-534
투자자산의 처분	32	-1,082	0	-15	-12
유형자산의 처분	3	16	5	4	5
유형자산의 취득	-331	-608	-451	-463	-513
무형자산의 처분	0	-13	-17	-10	-10
기타	-9	-19	-7	10	-4
재무활동현금흐름	-159	485	113	50	14
단기차입금의 증가	0	0	199	122	95
장기차입금의 증가	-128	582	-11	5	5
자본의 증가	70	30	0	0	0
배당금지급	-72	-73	-81	-81	-89
기타	-29	-54	6	3	3
현금및현금성자산의순증가	248	-3	1,109	1,224	1,218
기초현금및현금성자산	616	864	861	1,970	3,194
기말현금및현금성자산	864	861	1,970	3,194	4,412
Gross Cash Flow	709	1,416	1,445	1,623	1,714
Op Free Cash Flow	388	328	884	1,103	1,135

투자지표

(단위: 원, 배, %)

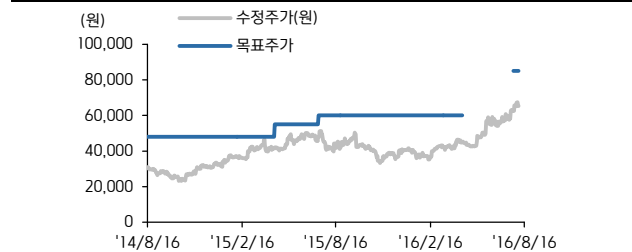
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	2,364	4,969	6,193	7,283	7,830
BPS	25,769	29,865	35,407	42,012	49,101
주당EBITDA	5,352	8,667	10,010	11,354	12,000
CFPS	4,641	7,430	8,694	9,779	10,335
DPS	450	500	500	550	600
주기배수(배)					
PER	13.6	8.2	10.8	9.2	8.5
PBR	1.2	1.4	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	5.9	5.1	3.9	2.9	2.1
PCFR	6.9	5.5	7.7	6.8	6.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	8.9	16.1	17.1	18.8	19.1
영업이익률(핵심)	8.9	16.1	17.1	18.8	19.1
EBITDA margin	16.2	22.8	23.3	24.6	24.7
순이익률	6.8	12.8	14.0	15.4	15.7
자기자본이익률(ROE)	9.0	17.6	18.5	18.4	16.8
투자자본이익률(ROIC)	9.2	20.3	23.8	29.5	31.4
안정성(%)					
부채비율	36.1	48.5	46.3	41.4	37.1
순차입금비율	2.9	13.1	-4.4	-19.6	-30.6
이자보상배율(배)	13.9	28.0	33.8	38.8	41.0
활동성(배)					
매출채권회전율	9.1	8.8	8.5	8.9	9.4
채고자산회전율	21.4	22.5	20.8	20.6	20.8
매입채무회전율	12.7	14.5	12.5	12.0	12.2

- 당사는 8월 12일 현재 '솔브레인(036830)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
솔브레인 (035830)	2015/01/21	BUY(Maintain)	48,000원
	2015/04/20	BUY(Maintain)	55,000원
	2015/07/14	BUY(Maintain)	60,000원
	2016/01/11	BUY(Maintain)	60,000원
담당자변경	2016/04/18	BUY(Maintain)	60,000원
	2016/08/08	BUY(Reinitiate)	85,000원
	2016/08/16	BUY(Maintain)	85,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%