



BUY(Maintain)

목표주가: 78,000원(하향)

주가(4/13): 54,400원

시가총액: 9,010억원

반도체/디스플레이

Analyst 박유악

02) 3787-5063

yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (4/13)		
52 주 주가동향	최고가	623.87pt
	67,500원	42,650원
최고/최저가대비 등락률	-19.41%	27.55%
수익률	절대	상대
1M	11.7%	10.2%
6M	-5.9%	0.0%
1Y	20.1%	33.5%

Company Data

발행주식수	16,563천주
일평균 거래량(3M)	103천주
외국인 지분율	29.60%
배당수익률(16E)	1.09%
BPS(17E)	38,992원
주요 주주	정지완 45.76%

투자지표

(억원) IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	6,279	7,225	8,038	8,898
보고영업이익	1,011	1,051	1,216	1,473
핵심영업이익	1,011	1,051	1,216	1,473
EBITDA	1,434	1,543	1,645	1,913
세전이익	1,102	998	1,302	1,520
순이익	806	745	976	1,140
지배주주지분순이익	807	748	973	1,136
EPS(원)	4.969	4,635	6,029	7,040
증감률(%YoY)	108.8	-7.5	30.1	16.8
PER(배)	8.2	13.0	9.0	7.7
PBR(배)	1.4	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	5.1	6.5	5.6	4.3
보고영업이익률(%)	16.1	14.6	15.1	16.6
핵심영업이익률(%)	16.1	14.6	15.1	16.6
ROE(%)	17.6	14.1	16.1	16.3
순부채비율(%)	13.1	1.5	-12.4	-24.7

Price Trend



실적 Preview

솔브레인 (036830)

반도체 소재 성장 재개



1Q17 영업이익 241억원으로 텐어라운드 할 전망이다. 연초에 집행되는 단가인하 영향을 출하량 증가가 상쇄하고, 지난 4Q16에 반영됐던 일회성비용도 제거됐기 때문이다. '17년 영업이익은 1,216억원(+16%YoY)으로 사상 최대 실적이 예상되며, 3D NAND의 신제품 양산이 집중되는 시기인 만큼 당사 추정치를 상회할 가능성 또한 존재한다. 투자의견 'BUY'를 유지하며, 업종 Top Pick으로 매수 추천한다.

>>> 1Q17 제품 판가 인하에도, 실적 성장세 재진입

1Q17는 매출액 1,845억원(-1.4%QoQ), 영업이익 241억원(-14.4%QoQ)으로, 3분기만에 성장세에 재진입 할 전망이다. 반도체 부문은 연초의 통상적 단가인하 영향을 출하량 증가가 상쇄하고, 디스플레이 부문은 비수기에도 안정적인 실적을 기록할 것이다. 전사 영업이익률은 지난 4Q16에 반영됐던 대규모의 일회성 비용(성과급 등)이 제거됨에 따라, 전 분기 대비 +2%p 개선될 것으로 예상된다.

>>> 3D NAND 가동률 증가, 반도체 소재 성장 재개

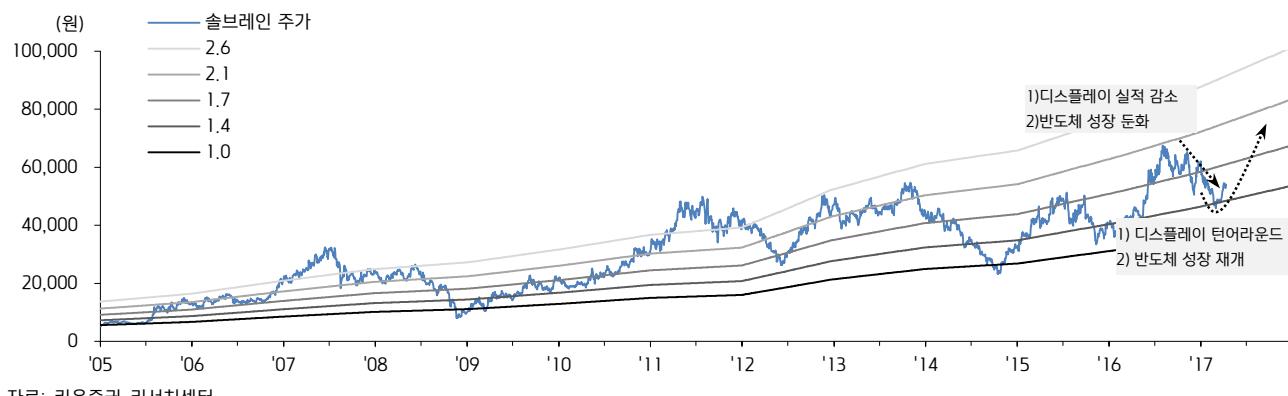
2017년은 매출액 8,038억원(+11%YoY), 영업이익 1,216억원(+16%YoY)으로, 사상 최대 실적을 기록할 전망이다. 1H17는 반도체 Etchant(64단 3D NAND형 출하량 증가)와 Precursor(DRAM형 신제품 공급), 2H17는 디스플레이 Etchant(중국 법인 가동률 증가)의 출하량 증가가 각각 예상되기 때문이다. 특히 2Q17부터 4Q17은 고객사의 3D NAND '전환 Capa(40K/월)'와 '신규 Capa(110K/월)'의 가동이 집중되는 시기이기 때문에, 당사 추정치를 상회하는 실적을 기록할 가능성 역시 존재한다.

사업부문별 매출액은 반도체 4,316억원(+21%YoY), 디스플레이 3,069억원(+3%YoY), 이차전지/기타 652억원(+1%YoY)으로 예상되며, 영업이익 비중은 반도체가 88%를 차지할 것이다.

>>> 모든 악재 반영된 주가. 매수 적기

지난 2H16 실적에 이미 '중국법인 감가상각비 반영, 이차전지 재고조정 등' 대부분의 악재가 반영되었기 때문에, 현 시점부터는 반도체 부문의 성장성이 투자 포인트를 맞추는 것이 바람직하다. 투자의견 'BUY'를 유지하며, 업종 Top Pick으로 매수 추천한다. 다만 목표주가는 디스플레이 부문의 수익성 감소(중국법인 감가상각비 반영)에 따른 17년~18년 EPS 변경치를 반영하여 78,000원으로 하향 조정한다. 목표주가는 동사의 중장기 성장성을 반영하기 위해 REM(Residual Earnings Models)을 통해 산출했으며, 2017년 기준 P/E 12.9배와 P/B 2.0배에 해당한다.

솔브레인 12개월 Trailing P/B Chart: 디스플레이 텐어라운드 + 반도체 성장 모멘텀



솔브레인 6개월 목표주가 78,000원 제시

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Sales [십억원]	628	723	804	890	958	1,013
Growth	16.6%	15.1%	11.2%	10.7%	7.7%	5.7%
EPS [원]	4,969	4,635	6,029	7,009	7,435	7,798
Growth	110.2%	-6.7%	30.1%	16.3%	6.1%	4.9%
BPS [원]	29,865	33,711	38,992	45,179	51,732	58,589
Growth	15.9%	12.9%	15.7%	15.9%	14.5%	13.3%
ROCE(Return On Common Equity)	17.6%	14.1%	16.1%	16.2%	14.9%	13.7%
COE(Cost of Equity)	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
Residual Earnings(ROCE-COE)	9.6%	6.1%	8.1%	8.1%	6.9%	5.6%
PV of Residual Earnings			2,715	2,934	2,636	2,265
Equity Beta	0.8					
Risk Free Rate	2.2%					
Market Risk Premium	7.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	8.1%					
Continuing Value	46,024					
Beginning Common Shareholders' Equity	33,711					
PV of RE for the Forecasting Period	10,550					
PV of Continuing Value	33,742					
Intrinsic Value per Share – 6M TP	78,003					

주: Equity Beta 60개월 월간 Beta 평균, Risk Free Rate 10년 국채 수익률, Market Risk Premium 시총 2조원 이하 7% 적용

자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E
매출액	172.4	177.0	186.1	187.1	184.5	194.2	207.6	217.5	627.9	722.5	803.8
%YoY	22%	22%	12%	7%	7%	10%	12%	16%	17%	15%	11%
Semiconductor	85.5	84.7	92.0	96.0	94.1	100.9	112.7	123.9	310.8	358.2	431.6
Etchant	68.5	68.6	75.3	80.2	78.3	83.8	94.6	105.4	244.8	292.5	362.1
Precursors	6.9	7.1	6.9	7.1	6.9	7.9	8.7	9.1	25.9	28.0	32.5
CMP Slurry	10.0	9.1	9.8	8.8	9.0	9.2	9.4	9.4	40.1	37.7	37.0
Display	70.1	74.6	76.6	78.1	74.7	76.1	77.8	78.3	253.0	299.4	306.9
Thin Glass	39.8	42.4	45.6	45.7	43.0	43.7	44.1	43.0	129.0	173.4	173.7
Chemical	30.4	32.2	31.0	32.4	31.8	32.4	33.8	35.3	124.0	126.0	133.2
Others	16.8	17.7	17.5	13.0	15.6	17.3	17.1	15.3	64.1	65.0	65.2
매출원가	125.7	133.8	142.2	147.8	142.4	146.2	153.9	161.1	472.1	549.5	603.5
매출원가율	73%	76%	76%	79%	77%	75%	74%	74%	75%	76%	75%
매출총이익	46.6	43.2	43.8	39.4	42.1	48.0	53.6	56.4	155.8	173.0	200.3
판관비	15.1	15.6	18.9	18.3	18.1	19.0	20.3	21.3	54.8	67.9	78.6
영업이익	31.5	27.6	25.0	21.0	24.1	29.0	33.3	35.1	101.1	105.1	121.6
%YoY	47%	22%	-8%	-30%	-24%	5%	34%	67%	110%	4%	16%
영업이익률	18%	16%	13%	11%	13%	15%	16%	16%	16%	15%	15%
법인세차감전손익	31.5	31.8	37.5	-1.0	23.0	33.7	35.4	37.8	110.2	99.8	130.2
법인세비용	8.6	6.3	3.7	6.6	5.7	8.4	8.9	9.5	29.6	25.3	32.5
당기순이익	22.9	25.5	33.8	-7.7	17.2	25.3	26.6	28.4	80.6	74.5	97.6
당기순이익률	13%	14%	18%	-4%	9%	13%	13%	13%	13%	10%	12%
KRW/USD	1,196	1,165	1,125	1,165	1,154	1,150	1,162	1,180	1,110	1,163	1,162

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,279	7,225	8,038	8,898	9,584
매출원가	4,721	5,495	6,035	6,598	7,098
매출총이익	1,558	1,730	2,003	2,300	2,486
판매비및일반관리비	548	679	786	826	890
영업이익(보고)	1,011	1,051	1,216	1,473	1,597
영업이익(핵심)	1,011	1,051	1,216	1,473	1,597
영업외손익	91	-53	86	47	19
이자수익	27	22	24	26	29
배당금수익	3	1	2	2	2
외환이익	99	160	186	221	261
이자비용	36	36	37	37	38
외환손실	66	143	166	197	233
관계기업지분법손익	31	-37	-34	-35	-36
투자및기타자산처분손익	-15	-8	-3	-3	-3
금융상품평가및기타금융이익	-10	-7	-5	-6	-6
기타	59	-7	119	76	43
법인세차감전이익	1,102	998	1,302	1,520	1,615
법인세비용	296	253	325	380	404
유효법인세율 (%)	26.9%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
당기순이익	806	745	976	1,140	1,211
지배주주지분순이익(억원)	807	748	973	1,136	1,207
EBITDA	1,434	1,543	1,645	1,913	2,030
현금순이익(Cash Earnings)	1,229	1,237	1,405	1,580	1,644
수정당기순이익	824	756	983	1,147	1,219
증감율(% YoY)					
매출액	16.6	15.1	11.2	10.7	7.7
영업이익(보고)	110.4	4.0	15.7	21.2	8.4
영업이익(핵심)	110.4	4.0	15.7	21.2	8.4
EBITDA	64.3	7.6	6.6	16.3	6.1
지배주주지분 당기순이익	111.8	-7.4	30.1	16.8	6.3
EPS	108.8	-7.5	30.1	16.8	6.3
수정순이익	125.6	-8.3	30.0	16.7	6.3

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,094	2,922	4,053	5,390	6,916
현금및현금성자산	861	1,380	2,433	3,660	5,053
유동금융자산	103	214	238	263	283
매출채권및유동채권	808	904	925	968	1,043
재고자산	320	424	458	499	537
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,224	5,372	5,377	5,398	5,358
장기매출채권및기타비유동채권	14	18	20	22	24
투자자산	1,830	1,875	1,804	1,732	1,657
유형자산	3,210	3,278	3,361	3,447	3,483
무형자산	127	133	132	129	122
기타비유동자산	43	69	61	67	72
자산총계	7,317	8,294	9,430	10,788	12,274
유동부채	2,232	2,426	2,650	2,914	3,138
매입채무및기타유동채무	509	795	838	909	979
단기차입금	1,472	1,501	1,670	1,849	1,991
유동성장기차입금	26	8	7	7	7
기타유동부채	226	121	135	150	161
비유동부채	158	259	292	353	517
장기매입채무및비유동채무	3	6	5	8	8
사채및장기차입금	113	168	187	207	223
기타비유동부채	43	85	100	138	286
부채총계	2,390	2,684	2,943	3,267	3,656
자본금	83	83	83	83	83
주식발행초과금	788	788	788	788	788
이익잉여금	4,159	4,826	5,701	6,731	7,824
기타자본	-83	-113	-113	-113	-113
지배주주지분자본총계	4,947	5,584	6,458	7,488	8,581
비지배주주지분자본총계	-20	26	29	33	37
자본총계	4,927	5,610	6,488	7,521	8,618
순차입금	645	84	-806	-1,860	-3,115
총차입금	1,610	1,678	1,864	2,063	2,221

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,204	1,419	1,492	1,669	1,700
당기순이익	1,102	998	976	1,140	1,211
감가상각비	410	477	417	427	421
무형자산상각비	14	14	13	12	12
외환손익	-33	-17	-20	-24	-28
자산처분손익	15	8	3	3	3
지분법손익	-31	37	34	35	36
영업활동자산부채 증감	-213	186	0	2	-33
기타	-60	-285	70	73	77
투자활동현금흐름	-1,707	-769	-542	-571	-500
투자자산의 처분	-1,082	-42	-41	-43	-35
유형자산의 처분	16	6	5	5	5
유형자산의 취득	-608	-539	-500	-513	-457
무형자산의 처분	-13	2	-11	-10	-5
기타	-19	-195	5	-10	-8
재무활동현금흐름	485	-154	103	130	192
단기차입금의 증가	0	0	169	179	143
장기차입금의 증가	582	-74	18	20	16
자본의 증가	30	0	0	0	0
배당금지급	-73	-81	-98	-106	-115
기타	-54	0	15	38	148
현금및현금성자산의순증가	-3	519	1,053	1,228	1,392
기초현금및현금성자산	864	861	1,380	2,433	3,660
기말현금및현금성자산	861	1,380	2,433	3,660	5,053
Gross Cash Flow	1,416	1,233	1,492	1,667	1,732
Op Free Cash Flow	328	925	830	1,023	1,136

투자지표

(단위: 원, 배, %)

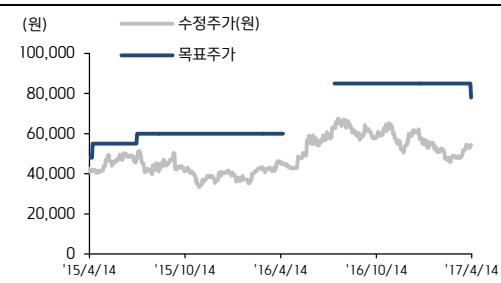
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	4,969	4,635	6,029	7,040	7,481
BPS	29,865	33,711	38,992	45,209	51,807
주당EBITDA	8,667	9,315	9,933	11,550	12,254
CFPS	7,430	7,467	8,485	9,537	9,928
DPS	500	610	660	710	760
주가배수(배)					
PER	8.2	13.0	9.0	7.7	7.3
PBR	1.4	1.8	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.1	6.5	5.6	4.3	3.4
PCFR	5.5	8.1	6.4	5.7	5.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	16.1	14.6	15.1	16.6	16.7
영업이익률(핵심)	16.1	14.6	15.1	16.6	16.7
EBITDA margin	22.8	21.4	20.5	21.5	21.2
순이익률	12.8	10.3	12.1	12.8	12.6
자기자본이익률(ROE)	17.6	14.1	16.1	16.3	15.0
투하자본이익률(ROIC)	20.3	20.8	23.7	28.1	29.9
안정성(%)					
부채비율	48.5	47.8	45.4	43.4	42.4
순차입금비율	13.1	1.5	-12.4	-24.7	-36.1
이자보상배율(배)	28.0	29.4	33.1	39.6	42.3
활동성(배)					
매출채권회전율	8.8	8.4	8.8	9.4	9.5
재고자산회전율	22.5	19.4	18.2	18.6	18.5
매입채무회전율	14.5	11.1	9.8	10.2	10.2

- 당사는 4월 13일 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
(036830)	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
	2016/04/18	BUY(Maintain)	60,000원
	2016/08/08	BUY(Reinitiate)	85,000원
	2016/08/16	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/08/23	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/09/01	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/09/29	BUY(Maintain)	85,000원
담당자변경	2016/10/31	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/11/14	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/11/23	BUY(Maintain)	85,000원
	2017/01/04	BUY(Maintain)	85,000원
	2017/01/19	BUY(Maintain)	85,000원
	2017/04/14	BUY(Maintain)	78,000원

목표주가 추이



투자의견 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 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%