



BUY(Maintain)

목표주가: 78,000원

주가(5/15): 62,000원

시가총액: 10,269억원

반도체/디스플레이

Analyst 박유악

02) 3787-5063

yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (5/15)		645.38pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
	67,500원	45,500원
최고/최저가대비 등락률	-8.15%	36.26%
수익률	절대	상대
1M	9.9%	5.3%
6M	3.3%	-1.1%
1Y	44.0%	57.2%

Company Data

발행주식수	16,563천주
일평균 거래량(3M)	93천주
외국인 지분율	29.36%
배당수익률(16E)	1.09%
BPS(17E)	38,714원
주요 주주	정지완 45.76%

투자지표

(억원) IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	6,279	7,225	8,030	8,889
보고영업이익	1,011	1,051	1,250	1,490
핵심영업이익	1,011	1,051	1,250	1,490
EBITDA	1,434	1,543	1,679	1,867
세전이익	1,102	998	1,237	1,460
순이익	806	745	930	1,095
지배주주지분순이익	807	748	927	1,091
EPS(원)	4.969	4,635	5,743	6,762
증감률(%YoY)	108.8	-7.5	23.9	17.7
PER(배)	8.2	13.0	10.5	8.9
PBR(배)	1.4	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	5.1	6.5	5.2	4.2
보고영업이익률(%)	16.1	14.6	15.6	16.8
핵심영업이익률(%)	16.1	14.6	15.6	16.8
ROE(%)	17.6	14.1	15.4	15.8
순부채비율(%)	13.1	1.5	-19.7	-30.1

Price Trend



실적 Review

솔브레인 (036830)

3D NAND향 소재, 독점적 지위 지속



2Q17 영업이익 292억원으로 YoY 성장세에 재진입 할 전망이다. 3D NAND향 Etchant 출하량 증가와 DRAM향 Precursor 신규 공급이 예상되기 때문이다. 2H17는 3D NAND의 신제품 양산이 집중되는 시기인 만큼 큰 폭의 실적 성장이 예상된다. 3D NAND 내 Wet Etchant의 독점적 지위가 지속될 것으로 판단하며, 업종 Top Pick을 유지한다.

>>> 1Q17 영업이익 263억원 기록

1Q17 매출액 1,837억원(-1.9%QoQ), 영업이익 263억원(+24.8%QoQ)으로, 당사 예상과 같이 시장 컨센서스를 상회했다. 반도체 부문은 연초의 통상적 단가인하 영향을 출하량 증가로 상쇄했으며, 디스플레이 부문은 판가 인하를 피함에 따라 수익성이 개선됐다. 이에 따라 전사 영업이익률은 전 분기 대비 +3%p 개선되었다. 당초 예상치 못했던 영업외손실 -110억원은 대부분 외화 자산에 대한 평가 손실이며, 2H17부터는 외화 포지션 감소와 영업외손익의 환율 민감도 하락이 나타날 것이다.

>>> 2Q17 영업이익 292억원, 분기 성장세 지속 전망

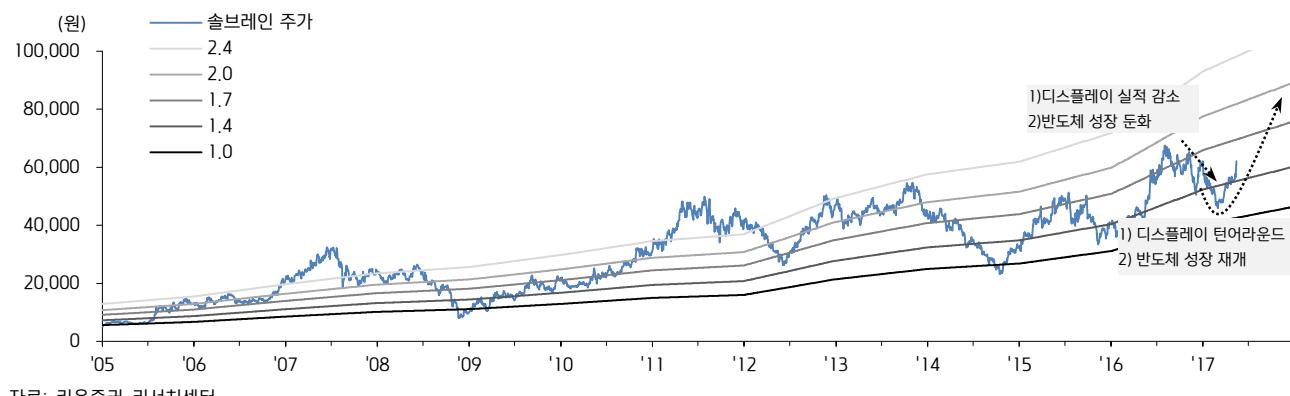
2Q17는 매출액 1,928억원(+9%YoY,+5%QoQ), 영업이익 292억원(+6%YoY, +11%QoQ)으로, 본격적인 실적 성장세가 나타날 전망이다. '3D NAND향 반도체 Etchant의 출하량 증가'와 '반도체 Precursor의 신제품 공급'이 각각 예상되기 때문이다. 2Q17말을 시작으로 고객사의 3D NAND 가동률 상승이 본격화되기 때문에, 2H17에는 당사 추정치를 상회하는 실적이 나타날 가능성 또한 매우 높다.

2Q17 사업부문별 매출액은 반도체 998억원(+18%YoY), 디스플레이 757억 원(+2%YoY), 이차전지/기타 173억원(-3%YoY)을 기록하고, 영업이익 비중은 반도체가 86%를 차지할 것으로 예상된다.

>>> 3D NAND 내 독점적 지위 지속

3D NAND에 사용되는 Etchant에 대한 독점적 지위가 지속될 전망이다. 3D NAND의 단층 수 증가에 따라 동사의 Wet Etchant가 타사의 Dry Etchant로 교체될 것이라는 시장 일각의 우려는 과도하다는 판단이다. 2H18 양산 예정인 삼성전자의 96단 제품에는 기존 Wet Etchant가 사용될 가능성이 높으며, 3Q17 본격 출하되는 SK하이닉스의 48단 3D NAND 역시 Wet Etchant가 사용될 것이다. 이를 감안하면 동사의 현 주가 수준(12MF P/E 9.4배, P/B 1.5배)은 여전히 저평가 국면이며, 3D NAND의 양산과 함께 재평가될 것이라고 판단된다. 업종 Top Pick을 유지한다.

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



솔브레인 연결 실적 Update (단위: 십억원)

	1Q17P					2017E		
	추정치	발표치	차이	컨센서스	차이	수정전	수정후	차이
매출액	184.5	183.7	0%	184.2	0%	803.8	803.0	0%
반도체	94.1	95.9	2%			431.6	434.4	1%
디스플레이	74.7	74.4	0%			306.9	305.6	0%
기타	15.6	13.3	-15%			65.2	63.0	-3%
영업이익	24.1	26.3	9%	23.3	13%	121.6	125.0	3%
영업이익률	13%	14%				15%	16%	
당기순이익	17.2	11.7	-32%	18.7	-38%	97.6	92.9	-5%
당기순이익률	9%	6%				12%	12%	

자료: WiseFn Consensus, 키움증권 리서치센터

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E
매출액	172.4	177.0	186.1	187.1	183.7	192.8	208.0	218.6	627.9	722.5	803.0
%YoY	22%	22%	12%	7%	7%	9%	12%	17%	17%	15%	11%
Semiconductor	85.5	84.7	92.0	96.0	95.9	99.8	113.4	125.3	310.8	358.2	434.4
Etchant	68.5	68.6	75.3	80.1	80.0	82.7	95.3	106.8	244.8	292.4	364.9
Precursors	6.9	7.1	6.9	7.1	6.7	7.6	8.4	8.9	25.9	28.0	31.6
CMP Slurry	10.0	9.1	9.8	8.9	9.2	9.4	9.6	9.6	40.1	37.8	37.9
Display	70.1	74.6	76.6	78.1	74.4	75.7	77.5	78.0	253.0	299.4	305.6
Thin Glass	39.8	42.4	45.6	45.7	42.3	43.0	43.4	42.4	129.0	173.4	171.2
Chemical	30.4	32.2	31.0	32.4	32.0	32.7	34.1	35.7	124.0	126.0	134.5
Others	16.8	17.7	17.5	13.0	13.3	17.3	17.1	15.3	64.1	65.0	63.0
매출원가	125.7	133.8	142.2	147.8	139.4	144.7	153.8	161.4	472.1	549.5	599.4
매출원가율	73%	76%	76%	79%	76%	75%	74%	74%	75%	76%	75%
매출총이익	46.6	43.2	43.8	39.4	44.2	48.1	54.1	57.1	155.8	173.0	203.6
판관비	15.1	15.6	18.9	18.3	18.0	18.9	20.3	21.4	54.8	67.9	78.6
영업이익	31.5	27.6	25.0	21.0	26.3	29.2	33.8	35.7	101.1	105.1	125.0
%YoY	47%	22%	-8%	-30%	-17%	6%	35%	70%	110%	4%	19%
영업이익률	18%	16%	13%	11%	14%	15%	16%	16%	16%	15%	16%
법인세차감전손익	31.5	31.8	37.5	-1.0	15.3	33.9	35.9	38.4	110.2	99.8	123.6
법인세비용	8.6	6.3	3.7	6.6	3.6	8.5	9.0	9.6	29.6	25.3	30.7
당기순이익	22.9	25.5	33.8	-7.7	11.7	25.5	26.9	28.8	80.6	74.5	92.9
당기순이익률	13%	14%	18%	-4%	6%	13%	13%	13%	13%	10%	12%

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,279	7,225	8,030	8,889	9,574
매출원가	4,721	5,495	5,994	6,574	7,071
매출총이익	1,558	1,730	2,036	2,315	2,503
판매비및일반관리비	548	679	786	825	889
영업이익(보고)	1,011	1,051	1,250	1,490	1,614
영업이익(핵심)	1,011	1,051	1,250	1,490	1,614
영업외손익	91	-53	-13	-30	-48
이자수익	27	22	24	26	29
배당금수익	3	1	2	2	2
외환이익	99	160	187	222	262
이자비용	36	36	37	37	38
외환손실	66	143	167	198	234
관계기업지분법손익	31	-37	-56	-57	-59
투자및기타자산처분손익	-15	-8	-3	-3	-3
금융상품평가및기타금융이익	-10	-7	-5	-6	-6
기타	59	-7	42	21	-1
법인세차감전이익	1,102	998	1,237	1,460	1,566
법인세비용	296	253	307	365	392
유효법인세율 (%)	26.9%	25.3%	24.8%	25.0%	25.0%
당기순이익	806	745	930	1,095	1,175
지배주주지분순이익(억원)	807	748	927	1,091	1,170
EBITDA	1,434	1,543	1,679	1,867	1,995
현금순이익(Cash Earnings)	1,229	1,237	1,359	1,472	1,555
수정당기순이익	824	756	936	1,102	1,181
증감율(% YoY)					
매출액	16.6	15.1	11.1	10.7	7.7
영업이익(보고)	110.4	4.0	18.9	19.2	8.4
영업이익(핵심)	110.4	4.0	18.9	19.2	8.4
EBITDA	64.3	7.6	8.8	11.2	6.8
지배주주지분 당기순이익	111.8	-7.4	23.9	17.7	7.3
EPS	108.8	-7.5	23.9	17.7	7.3
수정순이익	125.6	-8.3	23.8	17.7	7.3

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,094	2,922	4,514	5,766	7,226
현금및현금성자산	861	1,380	2,895	4,038	5,365
유동금융자산	103	214	237	263	283
매출채권및유동채권	808	904	924	967	1,042
재고자산	320	424	458	498	537
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,224	5,372	4,867	4,927	4,916
장기매출채권및기타비유동채권	14	18	20	22	24
투자자산	1,830	1,875	1,782	1,688	1,589
유형자산	3,210	3,278	2,873	3,021	3,109
무형자산	127	133	131	129	122
기타비유동자산	43	69	61	67	72
자산총계	7,317	8,294	9,381	10,693	12,142
유동부채	2,232	2,426	2,648	2,911	3,135
매입채무및기타유동채무	509	795	837	908	978
단기차입금	1,472	1,501	1,668	1,847	1,989
유동성장기차입금	26	8	7	7	7
기타유동부채	226	121	135	149	161
비유동부채	158	259	292	352	517
장기매입채무및비유동채무	3	6	5	8	8
사채및장기차입금	113	168	187	207	223
기타비유동부채	43	85	100	138	286
부채총계	2,390	2,684	2,940	3,264	3,652
자본금	83	83	83	83	83
주식발행초과금	788	788	788	788	788
이익잉여금	4,159	4,826	5,655	6,640	7,696
기타자본	-83	-113	-113	-113	-113
지배주주지분자본총계	4,947	5,584	6,412	7,397	8,453
비지배주주지분자본총계	-20	26	29	33	37
자본총계	4,927	5,610	6,441	7,430	8,490
순차입금	645	84	-1,270	-2,240	-3,429
총차입금	1,610	1,678	1,862	2,061	2,219

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,204	1,419	1,468	1,584	1,634
당기순이익	1,102	998	930	1,095	1,175
감가상각비	410	477	417	365	369
무형자산상각비	14	14	13	12	12
외환손익	-33	-17	-20	-24	-28
자산처분손익	15	8	3	3	3
지분법손익	-31	37	56	57	59
영업활동자산부채 증감	-213	186	0	2	-33
기타	-60	-285	70	73	77
투자활동현금흐름	-1,707	-769	-54	-571	-500
투자자산의 처분	-1,082	-42	-40	-43	-34
유형자산의 처분	16	6	5	5	5
유형자산의 취득	-608	-539	-12	-513	-457
무형자산의 처분	-13	2	-11	-10	-5
기타	-19	-195	5	-10	-8
재무활동현금흐름	485	-154	101	130	192
단기차입금의 증가	0	0	167	178	142
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	1,515	1,143	1,327
기초현금및현금성자산	864	861	1,380	2,895	4,038
기말현금및현금성자산	861	1,380	2,895	4,038	5,365
Gross Cash Flow	1,416	1,233	1,468	1,582	1,667
Op Free Cash Flow	328	925	1,346	974	1,097

투자지표

(단위: 원, 배, %)

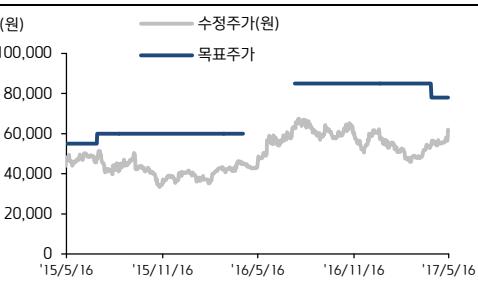
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	4,969	4,635	5,743	6,762	7,253
BPS	29,865	33,711	38,714	44,659	51,036
주당EBITDA	8,667	9,315	10,139	11,274	12,046
CFPS	7,430	7,467	8,206	8,890	9,391
DPS	500	610	660	710	760
주가배수(배)					
PER	8.2	13.0	10.5	8.9	8.3
PBR	1.4	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	5.1	6.5	5.2	4.2	3.3
PCFR	5.5	8.1	7.4	6.8	6.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	16.1	14.6	15.6	16.8	16.9
영업이익률(핵심)	16.1	14.6	15.6	16.8	16.9
EBITDA margin	22.8	21.4	20.9	21.0	20.8
순이익률	12.8	10.3	11.6	12.3	12.3
자기자본이익률(ROE)	17.6	14.1	15.4	15.8	14.8
투하자본이익률(ROIC)	20.3	20.8	26.1	32.2	33.7
안정성(%)					
부채비율	48.5	47.8	45.6	43.9	43.0
순차입금비율	13.1	1.5	-19.7	-30.1	-40.4
이자보상배율(배)	28.0	29.4	34.1	40.0	42.8
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 5월 15일 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
솔브레인 (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
	2017/05/16	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%