

2017/02/20

솔브레인 (036830)

반도체 송명섭

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

종속회사 이익률 개선 여부가 관건

Buy (Maintain)

■ 적정주가를 63,000원으로 하향하나 매수 투자 의견 유지

당사 기존 전망치 대비 동사 4Q16 매출은 부합했으나 영업이익과 순이익은 하회했다. 동사 올해 매출과 영업이익은 중경전자재료 및 반도체 식각액 부문의 매출 증가에 따라 전년 대비 각각 10%, 11% 증가하는 7,944억원과 1,165억원을 기록할 것으로 추정된다. 향후 동사 실적 및 주가의 관건 중 하나는 종속회사 이익률이 개선될 수 있을지 여부인 것으로 판단된다. 동사의 2H16 영업이익률은 중경전자재료 및 솔브레인멤시스의 영업적자 발생에 따라 1H16의 17%에서 12%로 하락한 상황이다.

동사 현주가는 올해 예상 EPS 대비 9.1배의 낮은 수준이므로 최근 충분한 조정을 거친 것으로 보인다. 따라서 동사에 대해 매수 투자 의견을 유지한다. 신규 적정주가 63,000원은 올해 예상 BPS에 지난 5년간의 평균 배수인 P/B 1.6배를 적용하여 도출한 것이며 이는 올해 예상 EPS에 비해서는 11.2배에 해당한다.

■ 4Q16 이익률, 예상 하회

동사 4Q16 매출, 영업이익, 순이익은 1,871억원, 212억원, -29억원을 기록하여 당사 기존 전망치에 비해 매출은 부합했으나 이익 측면에서는 하회했다. 4Q16 영업이익률의 하락 원인은 성과급 지급에 더해 중경전자재료, 솔브레인멤시스 등 연결 종속 회사들의 영업적자 시현이었고, 4Q16 순적자의 원인은 제닉 등 관계기업 투자주식에서 214억원에 달하는 손상차손이 발생했기 때문이다.

■ 2017년 실적은 소폭 성장 예상

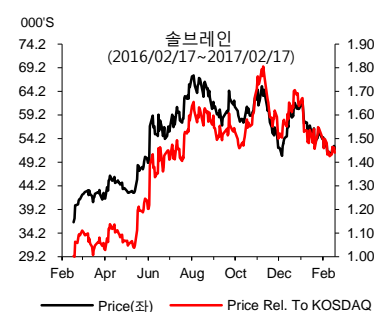
동사의 올해 매출과 영업이익은 전년 대비 각각 10%, 11% 증가하는 7,944억원과 1,165억원을 기록할 것으로 추정된다. 동사의 올해 매출 성장은 3Q16부터 시작된 중경전자재료의 디스플레이 재료 부문 매출 및 삼성전자, SK하이닉스의 3D NAND 신규 설비 가동에 의한 반도체 식각액 매출 증가가 이끌 것으로 전망된다. 반면 디스플레이 유기재료, 광학필름 부문과 반도체 CVD 재료, CMP Slurry 부문 및 2차 전지 매출은 전년과 유사한 수준을 기록하고 고객이 일부 직거래를 추진 중인 ND 자석 부문 매출은 감소할 전망이다.

목표주가(6M)	63,000원
종가 (2017/02/20)	51,000원

Stock Indicator

자본금	8십억원
발행주식수	1,656만주
시가총액	861십억원
외국인지분율	28.1%
배당금(2015)	487원
EPS(2016E)	4,793원
BPS(2016E)	34,046원
ROE(2016E)	15.0%
52주 주가	36,450~67,500원
60일평균거래량	97,157주
60일평균거래대금	5.4십억원

Price Trend

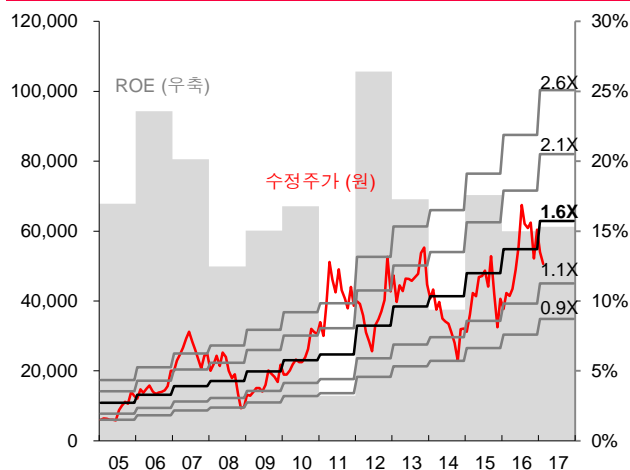


■ 종속회사 이익률 개선 여부가 관건

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 솔브레인멤시스 영업적자 발생이 더 큰 영향을 준 것으로 판단된다.

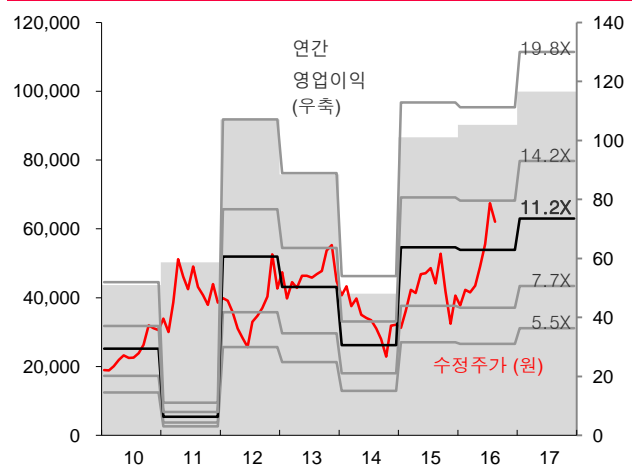
따라서 올해 동사 실적의 대폭 개선을 위해서는 동 연결종속회사들의 정상화가 반드시 필요한 것으로 보인다. 동사는 동 종속회사들의 올해 연간 이익률이 손익분기점에 도달하는 것을 목표로 삼고 있다. 다만 4Q16 순적자 발생의 원인이었던 제닉 등 관계기업 투자주식 손상차손 214억원은 일회성 손실에 가까워 향후 큰 악영향을 주지는 않을 것으로 판단된다.

<그림 1> 솔브레인 P/B 밴드. 지난 5년간 평균 P/B 배수 1.6 배를 적용하여 63,000 원의 적정주가 도출



자료: 솔브레인, 하이투자증권

<그림 2> 솔브레인 P/E 밴드. 63,000 원의 신규 적정주가는 올해 예상 EPS 대비 11.2 배에 해당



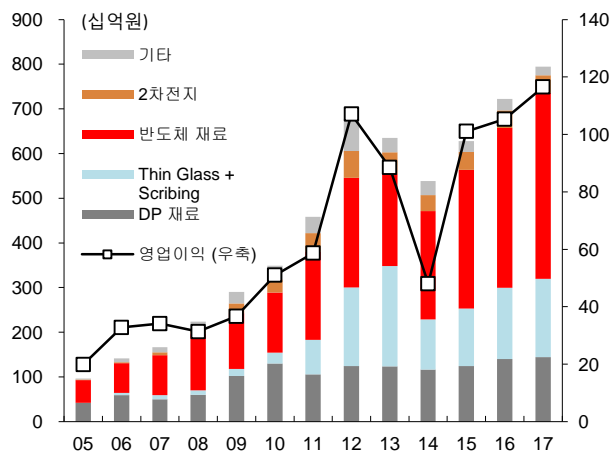
자료: 솔브레인, 하이투자증권

<표 1> 솔브레인 부문별, 분기별 실적 추정. 4Q16 실적은 당사 전망치 대비 매출 부합, 이익 하회. 향후 실적에서 주요 관건은 종속회사 이익률이 개선될 수 있을지 여부

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	FY15	FY16	FY17
Display	Etchant	11,797	11,182	10,926	11,336	10,961	12,000	13,000	13,923	46,424	45,241	49,884
	Thin Glass	14,335	16,068	18,034	17,626	16,839	17,839	19,039	20,119	47,708	66,063	73,835
	유기재료	18,597	21,011	20,000	21,000	20,000	20,500	19,514	20,393	77,631	80,608	80,406
	Scribing + 광학 Film	25,416	26,296	27,556	28,039	26,656	28,032	29,682	31,167	81,251	107,307	115,537
	Sub Total	70,145	74,557	76,516	78,001	74,457	78,370	81,234	85,601	253,014	299,219	319,662
Semi	CVD	6,916	7,059	6,948	7,058	6,707	6,850	7,420	7,563	25,914	27,981	28,540
	Etchant	68,509	68,566	75,251	80,091	81,000	82,000	90,000	97,574	244,757	292,417	350,574
	CMP Slurry	10,041	9,060	9,759	8,895	8,800	8,880	9,435	9,885	40,119	37,755	37,000
	Sub Total	85,466	84,685	91,958	96,045	96,507	97,730	106,855	115,022	310,790	358,153	416,114
Others	2차전지	10,164	10,243	10,912	7,548	9,900	10,200	10,700	8,800	39,468	38,867	39,600
	ND자석	5,655	5,315	5,205	3,272	3,000	3,000	3,000	3,000	20,274	19,447	12,000
	기타	940	2,163	1,456	2,275	1,750	1,750	1,750	1,750	4,371	6,834	7,000
	Sub Total	16,759	17,721	17,573	13,095	14,650	14,950	15,450	13,550	64,113	65,148	58,600
총매출액		172,370	176,963	186,047	187,140	185,614	191,050	203,540	214,174	627,916	722,520	794,377
영업이익		31,501	27,642	24,952	21,211	25,615	27,320	31,854	31,698	101,051	105,306	116,486
영업이익률		18.3%	15.6%	13.4%	11.3%	13.8%	14.3%	15.7%	14.8%	16.1%	14.6%	14.7%
세전이익		31,523	31,822	37,496	6,069	27,739	29,444	33,978	33,822	110,198	106,910	124,982
세전이익률		18.3%	18.0%	20.2%	3.2%	14.9%	15.4%	16.7%	15.8%	17.5%	14.8%	15.7%
순이익		22,897	25,532	33,751	-2,873	20,577	21,842	25,205	25,089	80,587	79,308	92,714
순이익률		13.3%	14.4%	18.1%	-1.5%	11.1%	11.4%	12.4%	11.7%	12.8%	11.0%	11.7%

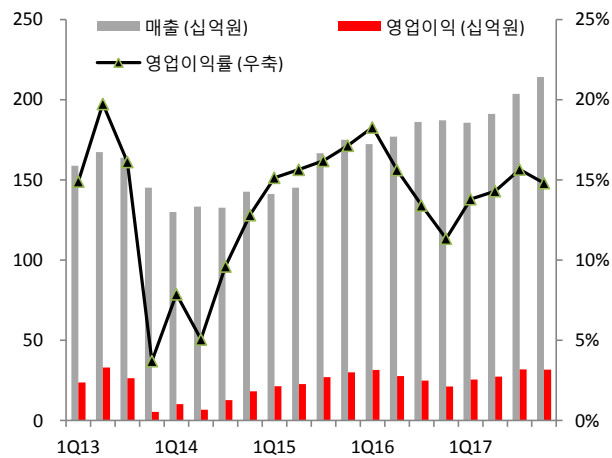
자료: 솔브레인, 하이투자증권

<그림 3> 솔브레인 부문별 매출 추정. 올해에는 반도체 식각액 부문 및 중경전자재료 부문의 주도로 매출 증가 예상



자료: 솔브레인, 하이투자증권

<그림 4> 솔브레인 영업이익 및 영업이익률 추정. 최근 이익률의 하락은 종속회사들의 적자에 따른 것



자료: 솔브레인, 하이투자증권

K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	209	444	549	660
현금 및 현금성자산	86	304	395	490
단기금융자산	10	11	12	14
매출채권	61	71	78	86
재고자산	32	37	41	45
비유동자산	522	379	386	398
유형자산	321	336	342	351
무형자산	13	12	11	11
자산총계	732	823	936	1,058
유동부채	223	245	270	298
매입채무	21	24	26	29
단기차입금	147	162	178	196
유동성장기부채	3	3	3	3
비유동부채	16	15	19	21
사채	-	-	-	-
장기차입금	11	12	14	15
부채총계	239	259	289	319
지배주주지분	495	566	649	742
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	79	79	79	79
이익잉여금	416	487	570	664
기타자본항목	-12	-12	-12	-12
비지배주주지분	-2	-2	-3	-3
자본총계	493	564	647	740

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	628	723	794	874
증가율(%)	16.6	15.1	9.9	10.0
매출원가	472	549	603	663
매출총이익	156	173	192	211
판매비와관리비	55	68	75	83
연구개발비	15	18	20	22
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	101	105	116	128
증가율(%)	110.4	4.2	10.6	10.0
영업이익률(%)	16.1	14.6	14.7	14.7
이자수익	3	6	10	13
이자비용	4	5	5	6
지분법이익(손실)	3	2	2	2
기타영업외손익	7	3	3	4
세전계속사업이익	110	107	125	139
법인세비용	30	28	32	36
세전계속이익률(%)	17.5	14.8	15.7	15.9
당기순이익	81	79	93	103
순이익률(%)	12.8	11.0	11.7	11.8
지배주주귀속 순이익	81	80	93	103
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	80	79	92	103
지배주주귀속총포괄이익	80	79	93	103

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	120	189	133	144
당기순이익	81	79	93	103
유형자산감가상각비	41	44	45	46
무형자산상각비	1	2	1	1
지분법관련손실(이익)	3	2	2	2
투자활동 현금흐름	-171	33	-40	-47
유형자산의 처분(취득)	-59	-59	-50	-56
무형자산의 처분(취득)	-1	-1	-1	-1
금융상품의 증감	-	-	-	-
재무활동 현금흐름	49	-4	-2	-1
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	58	-	-	-
자본의증감	0	-	-	-
배당금지급	-7	-10	-10	-10
현금및현금성자산의증감	0	217	91	95
기초현금및현금성자산	86	86	304	395
기말현금및현금성자산	86	304	395	490

주요투자지표	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)				
EPS	4,870	4,793	5,603	6,231
BPS	29,745	34,046	39,033	44,648
CFPS	7,430	7,527	8,387	9,113
DPS	487	610	610	610
Valuation(배)				
PER	8.3	10.8	9.3	8.3
PBR	1.4	1.5	1.3	1.2
PCR	5.5	6.9	6.2	5.7
EV/EBITDA	5.1	4.8	4.0	3.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	17.6	15.0	15.3	14.9
EBITDA 이익률	22.8	20.8	20.5	20.1
부채비율	48.5	46.0	44.7	43.1
순부채비율	13.1	-24.4	-32.9	-39.2
매출채권회전율(x)	11.1	10.9	10.7	10.7
재고자산회전율(x)	22.5	21.0	20.5	20.5

자료 : 솔브레인, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-02-20	Buy	63,000
2016-08-17	Buy	74,000
2016-02-22	Buy	55,000
2015-12-08	Buy	46,000
2015-02-27	Buy	52,000

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 간섭없이 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 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 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 투자비용 등급 공시 2016-12-31 기준

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