

솔브레인(036830)

매수(유지)

목표주가: 82,000원(상향)

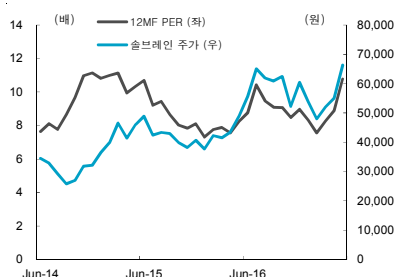
Stock Data

KOSPI(5/24)	2,317
주가(5/24)	66,300
시가총액(십억원)	1,098
발행주식수(백만)	17
52주 최고/최저가(원)	67,500/45,850
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,246
유동주식비율/외국인지분율(%)	51.6/30.4
주요주주(%)	정자원 외 9인 45.8
	Hermes Investment Management Ltd 외 3인 7.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	22.6	21.0	39.1
상대주가(%)	15.9	3.4	19.5

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

3D NAND가 이끄는 실적 개선

목표주가 82,000원으로 19% 상향

솔브레인에 대한 목표주가를 기존 69,000원에서 82,000원으로 19% 상향한다. 3D NAND 공정에만 사용되는 인산 식각액 투입량이 예상보다 많을 것으로 전망돼 17년, 18년 반도체 부문 매출액 추정치를 기존대비 각각 4.4%, 12.5% 상향했고, 영업이익 추정치는 각각 6.6%, 18.6% 상향했다. 목표 PER도 기존 11.5배에서 12배(16년 PER 밴드 상단)로 올렸다. 목표주가는 12MF EPS(2Q17F~1Q18F)에 PER 12배를 적용했다. 17년, 18년 반도체 식각액 매출액은 전년대비 각각 22.6%, 24.9% 증가해 전사 매출액 성장을 이끌 것이다.

고객사 64단 3D NAND 비중 상승, 3D NAND capa 증설로 식각액 매출 증가

Wafer input 기준 삼성전자의 전체 NAND 중 64단 3D NAND 비중은 2017년 23%에서 2018년 50%로 상승할 전망이다. 적층 수가 증가하면 동일한 wafer capacity를 유지하더라도 공정에 필요한 소재 사용량이 늘어난다. 또한 삼성전자는 2017년 평택 공장 1층에 총 80K~100K/월의 생산능력을 확보할 계획이며 2층에 생산능력을 최대 200K까지 추가할 수 있어 반도체 식각액 매출 성장은 지속될 것이다. 특히 3D NAND 공정에서 Oxide 막을 제외한 Nitride막을 깎아내는 역할을 하는 인산 식각액은 타 소재업체 대비 우월한 기술력을 바탕으로 당분간 독점 공급 구조가 지속될 전망이다. 인산 식각액 매출액은 17년, 18년 전년대비 각각 55%, 57% 증가할 것이다.

디스플레이 매출 비중 하락해 이익에 미치는 영향 감소

2016년 별도 기준 매출 비중 34%를 차지하는 디스플레이 부문의 매출액 성장률은 16년 19.2%에서 17년 8.3%, 18년 3.8%로 낮아질 전망이다. Flexible OLED가 각광 받음에 따라 TG 공정이 가능한 중소형 rigid OLED에 대한 신규 투자는 많지 않기 때문이다. 또한 고객사가 LCD 라인을 신규 증설할 가능성도 낮아 시장 전망이 밝지 않다. 디스플레이 매출 비중이 17년 32%, 18년 29%로 하락해 이익에 미치는 영향은 작아질 것이다.

반도체 매출 비중 상승, 자회사 흑자전환해 수익성 개선

17년, 18년 영업이익은 전년대비 각각 20.7%, 21.3% 증가할 것이다. 영업이익률은 16년 14.6%에서 17년 15.6%, 18년 16.7%로 상승할 전망이다. 수익성이 높은 반도체 소재 매출 비중이 16년 60%에서, 17년 62%, 18년 66%로 상승하고 자회사가 흑자전환하기 때문이다. 솔브레인멤시스와 솔브레인중경은 각각 2분기, 하반기 흑자전환이 예상된다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	628	101	81	4,969	110.2	143	8.2	5.1	1.3	17.6	1.2
2016A	723	105	75	4,635	(6.7)	154	13.0	6.5	1.8	14.2	1.0
2017F	815	127	96	5,925	27.8	181	11.2	5.9	1.7	15.9	0.9
2018F	920	154	121	7,479	26.2	211	8.9	4.8	1.4	17.3	1.0
2019F	983	165	130	8,067	7.9	226	8.2	4.2	1.2	16.1	1.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

박지훈 3276-5644
jeehoonpark@truefriend.com유종우 3276-6178
jongwoo.yoo@truefriend.com

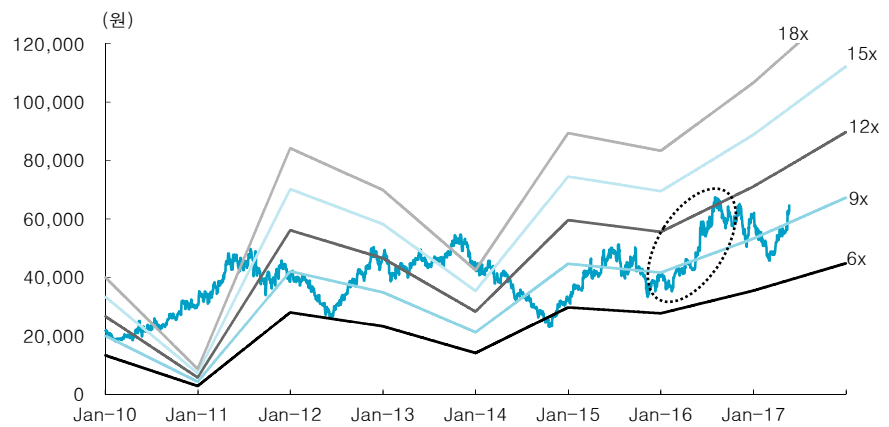
<표 1> 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %)

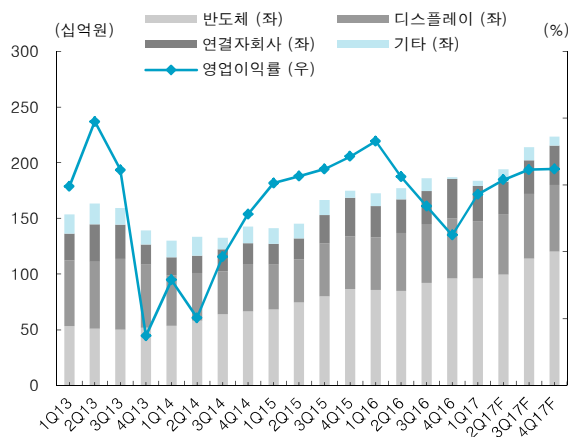
	2017F			2018F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	797.4	815.4	2.3	863.1	921.8	6.8
반도체 부문	411.4	429.4	4.4	470.0	528.7	12.5
디스플레이 부문	223.3	223.3	0.0	231.7	231.7	0.0
기타	36.0	36.0	0.0	41.3	41.3	0.0
연결자회사	126.7	126.7	0.0	120.1	120.1	0.0
영업이익	119.1	126.9	6.6	129.8	154.3	18.8
지배주주순이익	90.6	96.0	5.9	106.5	122.0	14.5

자료: 솔브레인, 한국투자증권

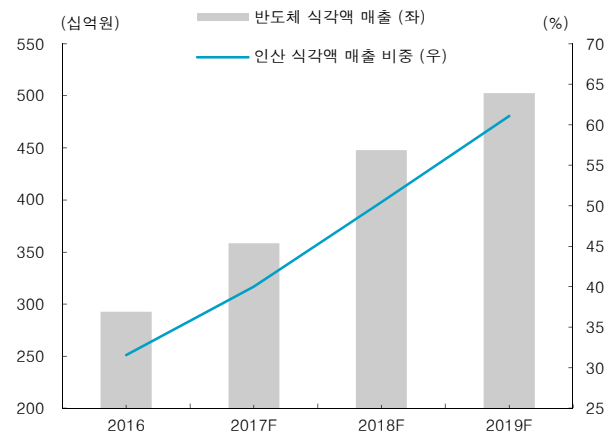
[그림 1] 16년 12MF PER은 최고 12.5배



[그림 2] 부문별 매출액 및 영업이익률



[그림 3] 3D 낸드용 인산 식각액 매출 비중은 매년 상승



<표 2> 마진이 높은 반도체 부문 매출 비중 상승, 자회사 흑자전환으로 영업이익률 개선

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출액	172.4	177.0	186.0	187.0	183.7	194.2	213.9	223.6	627.9	722.4	815.4	921.8
반도체 부문	85.5	84.7	92.0	96.0	95.9	99.5	113.7	120.2	309.5	358.2	429.4	528.7
식각액	68.5	68.6	75.3	80.1	80.0	82.7	94.9	100.8	243.5	292.4	358.6	447.7
프리커서	6.9	7.1	6.9	7.1	6.7	7.3	8.3	8.9	25.9	28.0	31.2	37.8
슬러리	10.0	9.1	9.8	8.9	9.2	9.5	10.4	10.5	40.1	37.8	39.6	43.1
디스플레이 부문	47.4	52.1	52.8	53.9	51.4	54.1	58.1	59.6	173.0	206.2	223.3	231.7
식각액	11.8	10.6	10.4	11.3	11.8	14.1	16.7	17.5	46.6	44.1	60.1	68.6
Thin Glass	17.1	19.9	21.8	21.4	19.2	19.0	21.4	21.6	48.7	80.2	81.2	81.3
유기재료	18.6	21.6	20.6	21.1	20.5	21.0	20.1	20.6	77.6	81.9	79.8	79.4
기타	11.4	9.8	11.4	1.5	4.8	11.3	11.8	8.2	47.4	34.1	36.0	41.3
연결 자회사	28.1	30.3	29.8	35.6	31.6	29.3	30.3	35.6	98.0	123.8	126.7	120.1
영업이익	31.5	27.6	25.0	21.0	26.3	29.9	34.5	36.2	101.1	105.1	126.9	154.3
영업이익률	18.3	15.6	13.4	11.3	14.3	15.4	16.1	16.2	16.1	14.6	15.6	16.7
순이익	22.9	25.6	33.9	(7.6)	11.5	23.7	30.1	30.7	80.7	74.8	96.0	122.0
순이익률	13.3	14.4	18.2	(4.1)	6.3	12.2	14.1	13.7	12.9	10.4	11.8	13.2

자료: 솔브레인, 한국투자증권

기업개요

솔브레인은 1986년 반도체, 전자 관련 화학재료 제조 및 판매를 목적으로 테크노무역상사로 설립됐다. 1999년 테크노세미켐으로 사명 변경 후 2000년 1월 18일 코스닥에 상장했다. 이후 2011년에 사명을 솔브레인으로 변경했다. 반도체와 TFT-LCD의 습식 식각 공정에 사용되는 식각액 등 화학 재료와 2차 전지 전해액 등을 생산하며 스마트폰 OLED 패널을 얇게 만드는 Thin Glass(TG) 사업부를 영위하고 있다. 2016년 기준 매출 비중은 반도체 공정용 화학재료 49.6%, 디스플레이 공정용 화학재료와 TG 사업부 41.4%, 전해액 및 기타 9%다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	209	292	330	380	411
현금성자산	86	138	156	184	198
매출채권및기타채권	70	76	86	96	106
재고자산	32	42	48	54	58
비유동자산	522	537	575	622	665
투자자산	171	146	165	186	199
유형자산	321	328	339	356	379
무형자산	13	13	15	17	19
자산총계	732	829	905	1,003	1,075
유동부채	223	243	237	229	187
매입채무및기타채무	51	79	90	97	101
단기차입금및단기사채	147	150	140	115	85
유동성장기부채	3	1	1	1	0
비유동부채	16	26	23	19	16
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	11	18	13	9	5
부채총계	239	268	259	248	203
지배주주지분	495	558	643	752	870
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	79	77	77	77	77
기타자본	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)
이익잉여금	416	483	568	678	797
비지배주주지분	(2)	3	3	3	3
자본총계	493	561	646	754	872

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	120	142	132	171	159
당기순이익	81	75	96	121	130
유형자산감가상각비	41	48	52	55	58
무형자산상각비	1	1	2	2	2
자산부채변동	(21)	19	(13)	(2)	(26)
기타	18	(1)	(5)	(5)	(5)
투자활동현금흐름	(171)	(77)	(90)	(102)	(99)
유형자산투자	(61)	(54)	(64)	(73)	(82)
유형자산매각	2	1	1	1	1
투자자산순증	(103)	26	(15)	(18)	(8)
무형자산순증	(1)	0	(3)	(4)	(4)
기타	(8)	(50)	(9)	(8)	(6)
재무활동현금흐름	49	(15)	(24)	(40)	(46)
자본의증가	3	0	0	0	0
차입금의순증	58	(7)	(14)	(29)	(35)
배당금지급	(7)	(8)	(10)	(10)	(11)
기타	(5)	0	0	(1)	0
기타현금흐름	2	2	0	0	0
현금의증가	(0)	52	18	28	14

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

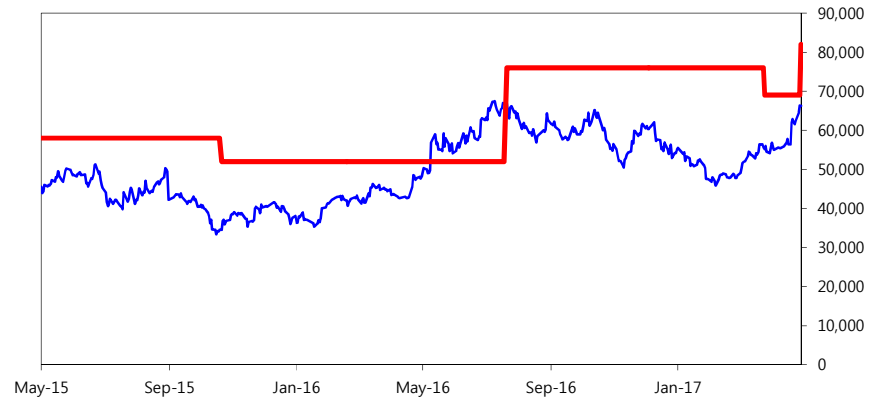
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	628	723	815	920	983
매출원가	472	550	614	685	731
매출총이익	156	173	201	235	252
판매관리비	55	68	74	81	87
영업이익	101	105	127	154	165
금융수익	5	7	12	7	7
이자수익	3	2	2	2	2
금융비용	6	8	18	7	7
이자비용	4	4	3	3	3
기타영업외손익	7	(1)	2	2	2
관계기업관련손익	3	(4)	5	4	6
세전계속사업이익	110	100	127	161	173
법인세비용	30	25	32	40	43
연결당기순이익	81	75	96	121	130
지배주주지분순이익	81	75	96	121	130
기타포괄이익	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	80	73	94	120	129
지배주주지분포괄이익	80	74	94	120	129
EBITDA	143	154	181	211	226

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	4,969	4,635	5,925	7,479	8,067
BPS	30,570	34,416	39,527	46,094	53,203
DPS	500	610	610	670	700
성장성(% , YoY)					
매출증가율	16.6	15.1	12.9	12.8	6.9
영업이익증가율	110.4	4.0	20.7	21.3	7.4
순이익증가율	111.8	(7.4)	27.8	26.2	7.9
EPS증가율	110.2	(6.7)	27.8	26.2	7.9
EBITDA증가율	64.3	7.6	17.4	16.4	7.2
수익성(%)					
영업이익률	16.1	14.6	15.6	16.7	16.8
순이익률	12.9	10.3	11.7	13.1	13.2
EBITDA Margin	22.8	21.4	22.2	22.9	23.0
ROA	12.3	9.5	11.0	12.7	12.5
ROE	17.6	14.2	15.9	17.3	16.1
배당수익률	1.2	1.0	0.9	1.0	1.1
배당성향	10.0	13.2	10.3	9.0	8.7
안정성					
순차입금(십억원)	65	9	(25)	(86)	(137)
차입금/자본총계비율(%)	32.7	30.1	23.9	16.6	10.3
Valuation(X)					
PER	8.2	13.0	11.2	8.9	8.2
PBR	1.3	1.8	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	5.1	6.5	5.9	4.8	4.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
솔브레인(036830)	2015.07.31	매수	58,000 원
	2015.11.15	매수	52,000 원
	2016.08.15	매수	76,000 원
	2017.04.19	매수	69,000 원
	2017.05.24	매수	82,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 5월 24일 현재 솔브레인 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.