

## 솔브레인(036830)

매수(분석재개) / TP: 69,000원

주가(4/19, 원)	55,200
시가총액(십억원)	914
발행주식수(백만)	17
52주 최고/최저가(원)	67,500/42,650
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	5,470
유동주식비율(%)	51.6
외국인지분율(%)	29.5
주요주주(%)	정지완 외 9 인 45.8
	Hermes Investment
	Management Ltd 외 3 인 7.3

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	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	791	114	95	5,903	27.4	168	9.4	5.2	1.4	15.9	1.1
2018F	842	124	102	6,341	7.4	180	8.7	4.6	1.2	14.9	1.2
2019F	894	132	108	6,700	5.7	192	8.2	4.0	1.1	13.8	1.3

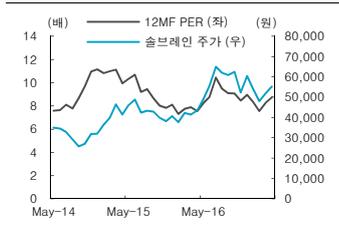
주: 순이익은 지분법적용 순이익

## 반도체 소재로 성장한다

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	15.2	(8.8)	21.9
상대주가(%p)	16.4	(13.5)	15.5

## 12MF PER 추이



**매수 의견과 목표주가 69,000원 제시:** 솔브레인에 대해 투자 의견 매수와 목표주가 69,000원을 제시하며 분석을 재개한다. 목표주가는 12MF EPS에 목표 PER 11.5배(과거 10년 평균 PER)를 적용해 산출했다. 2017년 2분기부터 고객사의 3D 낸드 평택 공장이 시험 가동되기 시작하면서 기존의 불산 식각액 대비 마진율이 높은 고순도인산 식각액의 매출이 증가할 것으로 예상된다. 또한 중경 법인의 BOE B8(8세대 LCD)향 화학 재료 매출이 증가해 고객사 내 반도체용 불산 식각액 점유율 하락에 따른 매출 감소를 상쇄하고도 남을 전망이다.

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 등의 화학 재료와 2차 전지 전해액 등을 생산하며 스마트폰 OLED 패널을 얇게 만드는 TG 사업부를 영위하고 있다. 2016년 기준 매출비중은 반도체 공정용 화학재료 49.6%, 디스플레이 공정용 화학재료와 TG 사업부 41.4%, 전해액 및 기타 9% 등이다. 주요 연결 종속회사는 TG 공정을 마친 패널을 스마트폰 사이즈에 맞춰 절단하는 솔브레인SLD, 디스플레이용 화학재료를 생산하는 솔브레인중경, 광학 필름을 생산하는 솔브레인옵토스 등이며 관계회사로는 솔브레인저축은행과 마스크팩을 생산하는 제닉 등이 있다.

**3D 낸드 비중 상승, 독립인 고순도인산 수요 증가:** 2017년 2분기부터 고객사의 3D 낸드 평택 공장이 시험 가동을 시작한다. 고객사의 3D 낸드 capa는 2016년 말 월 165K에서 2017년 말 월 245K, 2018년 말 월 335K로 증가할 전망이다. 3D 낸드 공정에는 기존 낸드 공정에 사용되는 불산 식각액 외에 솔브레인이 독립 생산하는 고순도인산 식각액이 추가된다. 경쟁사 진입으로 고객사 내 불산 식각액 점유율이 하락하지만 3D 낸드 공정에서는 인산 식각액 수요량이 불산 식각액보다 약 2배 이상 많다. 이에 따라 인산 식각액 매출은 2016년 923억원에서 2017년 1,371억원, 2018년 1,875억원으로 증가하고, 반도체 식각액 중 매출비중은 2016년 31.6%에서 2017년, 2018년 각각 40.2%, 49.4%로 상승할 전망이다.

**중경 법인 매출 증가 및 흑자 전환:** 솔브레인중경은 솔브레인의 100% 자회사로 디스플레이용 식각액 제조 사업을 영위한다. 주요 고객은 중국의 BOE이며 2016년 3분기부터 가동을 시작했다. 초기 가동비용으로 인해 2016년 영업적자를 냈으며 71억원의 손실실을 기록했다. 그러나 BOE향 매출이 본격화되고 가동률이 올라가면서 매출액이 2017년 140억원, 2018년 전년 대비 89.8% 증가한 267억원에 달할 것이다. 이익은 2017년 3분기 손익분기점에 도달하고 이후 흑자 전환해 연결이익 증가에 기여할 전망이다.

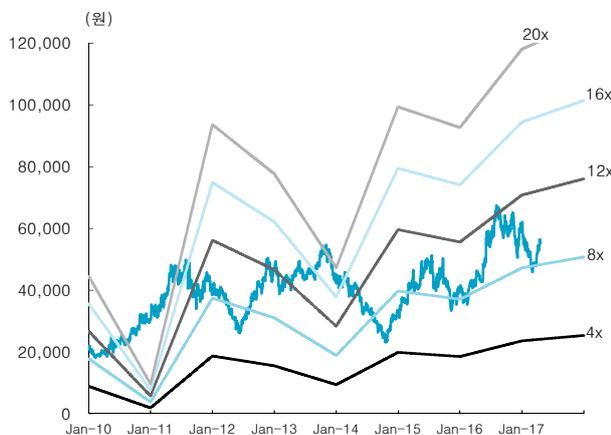
박지훈 3276-5644  
jeehoonpark@truefriend.com

**TG 매출 성장 둔화:** Flexible OLED가 각광 받음에 따라 TG 공정이 가능한 중소형 rigid OLED에 대한 신규 투자는 많지 않을 것이다. 2017년 이후 가동이 예정된 rigid OLED 라인 은 Tianma의 Shanghai 5.5세대 2개 라인(각 15K), Visionox의 Kunshan3 5.5세대 1개 라인(44K), 그리고 삼성디스플레이의 A-2E 5.5세대 2개 라인(각 32K) 등이다. 그 중 솔브레인이 TG 공정을 맡게 될 가능성이 높은 것은 삼성디스플레이의 A-2E 라인 중 phase1 32K로 예상된다. 시장 전망이 밝지 않은 상황에서 고객사의 단가인하 요구가 지속되면 매출 성장은 둔화될 수 밖에 없다.

**반도체 부문 실적 개선이 2017년 성장 모멘텀:** 2017년 1분기 매출액은 전분기대비 1.2% 감소한 1,847억원, 영업이익은 8% 증가한 227억원으로 추정된다. 통상적으로 1분기는 디스플레이 패널 업체들의 가동률 하락으로 물량이 감소하고 단가가 인하된다. 하지만 이번 1분기에는 TG 부문 단가 인하가 제한적이었던 것으로 파악된다.

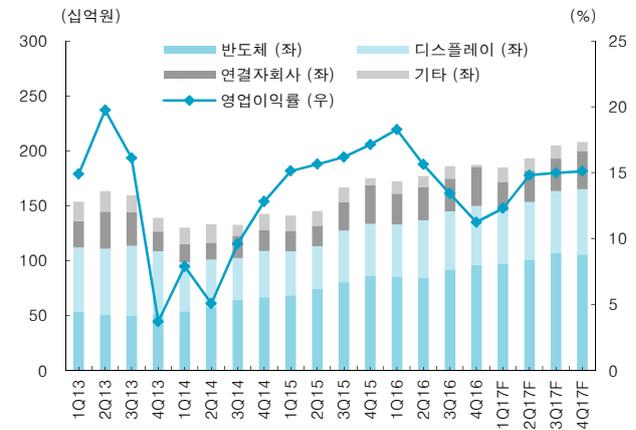
2017년 매출액은 전년대비 9.5% 증가할 전망이다. 고객사의 3D 낸드 공장이 본격 가동됨에 따라 반도체용 식각액 매출이 늘어나고, 2분기부터 지르코늄계 프리커서 납품이 시작돼 반도체 부문 매출액은 전년대비 14.4% 증가할 것이다. 그러나 디스플레이 부문 매출액은 디스플레이용 식각액을 생산하는 중경 법인의 매출 증가 외에는 뚜렷한 성장 요인이 없어 전년대비 5.2% 증가에 그칠 것으로 예상된다. 영업이익은 전년대비 8.0% 증가할 전망이다. 불산 식각액 대비 마진이 높은 인산 식각액의 매출 비중이 높아지며 중경 법인의 적자를 만회할 것이다. 리스크 요인은 고객사의 3D 낸드 공장 가동 지연, 제닉 등 보유 주식 손상차손 발생 등이다.

[그림 23] 12MF PER 밴드

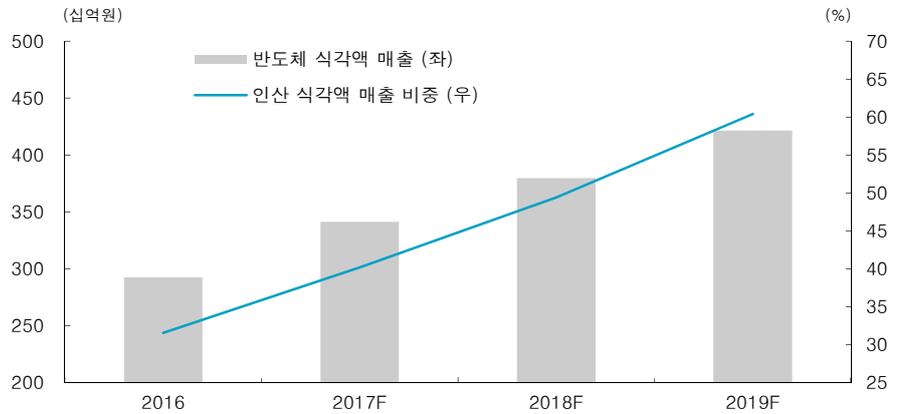


자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 24] 영업이익률은 4Q16 이후 개선

주: 부문별 매출액 및 영업이익률  
자료: 솔브레인, 한국투자증권

[그림 25] 3D 낸드용 인산 식각액 매출 비중은 매년 상승



자료: 솔브레인, 한국투자증권

<표 5> 2017년 반도체 부문 매출액은 전년대비 14.4% 증가

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
<b>매출액</b>	<b>172.4</b>	<b>177.0</b>	<b>186.0</b>	<b>187.0</b>	<b>184.7</b>	<b>193.2</b>	<b>204.8</b>	<b>208.1</b>	<b>627.9</b>	<b>722.4</b>	<b>790.9</b>	<b>841.8</b>
<b>반도체 부문</b>	<b>85.5</b>	<b>84.7</b>	<b>92.0</b>	<b>96.0</b>	<b>97.1</b>	<b>100.4</b>	<b>106.7</b>	<b>105.7</b>	<b>309.5</b>	<b>358.2</b>	<b>409.9</b>	<b>452.8</b>
식각액	68.5	68.6	75.3	80.1	80.8	83.5	88.8	88.0	243.5	292.4	341.2	379.6
프리커서	6.9	7.1	6.9	7.1	7.2	7.4	7.9	7.8	25.9	28.0	30.4	33.8
슬러리	10.0	9.1	9.8	8.9	9.1	9.4	10.0	9.9	40.1	37.8	38.3	39.4
<b>디스플레이 부문</b>	<b>47.4</b>	<b>52.1</b>	<b>52.8</b>	<b>53.9</b>	<b>48.2</b>	<b>52.9</b>	<b>56.6</b>	<b>59.3</b>	<b>173.0</b>	<b>206.2</b>	<b>217.0</b>	<b>228.1</b>
식각액	11.8	10.6	10.4	11.3	11.2	12.9	15.1	17.2	46.6	44.1	56.4	67.4
Thin Glass	17.1	19.9	21.8	21.4	18.9	19.0	21.4	21.6	48.7	80.2	80.8	81.3
유기재료	18.6	21.6	20.6	21.1	18.1	21.0	20.1	20.6	77.6	81.9	79.8	79.4
<b>기타</b>	<b>11.4</b>	<b>9.8</b>	<b>11.4</b>	<b>1.5</b>	<b>13.0</b>	<b>11.3</b>	<b>11.8</b>	<b>8.2</b>	<b>47.4</b>	<b>34.1</b>	<b>44.3</b>	<b>45.4</b>
<b>연결 자회사</b>	<b>28.1</b>	<b>30.3</b>	<b>29.8</b>	<b>35.6</b>	<b>26.4</b>	<b>28.7</b>	<b>29.7</b>	<b>35.0</b>	<b>98.0</b>	<b>123.8</b>	<b>119.7</b>	<b>115.5</b>
<b>영업이익</b>	<b>31.5</b>	<b>27.6</b>	<b>25.0</b>	<b>21.0</b>	<b>22.7</b>	<b>28.6</b>	<b>30.7</b>	<b>31.5</b>	<b>101.1</b>	<b>105.1</b>	<b>113.5</b>	<b>123.5</b>
<b>영업이익률</b>	<b>18.3</b>	<b>15.6</b>	<b>13.4</b>	<b>11.3</b>	<b>12.3</b>	<b>14.8</b>	<b>15.0</b>	<b>15.1</b>	<b>16.1</b>	<b>14.6</b>	<b>14.4</b>	<b>14.7</b>
<b>순이익</b>	<b>22.9</b>	<b>25.6</b>	<b>33.9</b>	<b>(7.6)</b>	<b>17.3</b>	<b>22.5</b>	<b>32.4</b>	<b>22.7</b>	<b>80.7</b>	<b>74.8</b>	<b>94.9</b>	<b>102.0</b>
<b>순이익률</b>	<b>13.3</b>	<b>14.4</b>	<b>18.2</b>	<b>(4.1)</b>	<b>9.4</b>	<b>11.7</b>	<b>15.8</b>	<b>10.9</b>	<b>12.9</b>	<b>10.4</b>	<b>12.0</b>	<b>12.1</b>

자료: 솔브레인, 한국투자증권

### 기업개요

솔브레인은 1986년 반도체, 전자 관련 화학재료 제조 및 판매를 목적으로 테크노무역상사로 설립됐다. 1999년 테크노세 미캡으로 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	320	340	362
현금성자산	86	138	151	161	171
매출채권및기타채권	70	76	83	88	94
재고자산	32	42	46	49	52
비유동자산	522	537	568	600	642
투자자산	171	146	160	170	181
유형자산	321	328	339	356	383
무형자산	13	13	15	15	16
자산총계	732	829	888	940	1,004
유동부채	223	243	221	186	158
매입채무및기타채무	51	79	79	84	89
단기차입금및단기사채	147	150	130	95	60
유동성장기부채	3	1	1	1	0
비유동부채	16	26	22	19	15
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	11	18	13	9	5
부채총계	239	268	243	205	173
지배주주지분	495	558	643	733	829
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	79	77	77	77	77
기타자본	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)
이익잉여금	416	483	568	660	757
비지배주주지분	(2)	3	2	2	2
자본총계	493	561	645	735	831

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	120	142	122	138	155
당기순이익	81	75	95	102	108
유형자산감가상각비	41	48	52	55	59
무형자산상각비	1	1	2	2	2
자산부채변동	(21)	19	(15)	(9)	(2)
기타	18	(1)	(12)	(12)	(12)
투자활동현금흐름	(171)	(77)	(75)	(79)	(94)
유형자산투자	(61)	(54)	(64)	(73)	(86)
유형자산매각	2	1	1	1	1
투자자산순증	(103)	26	(3)	0	(1)
무형자산순증	(1)	0	(3)	(3)	(3)
기타	(8)	(50)	(6)	(4)	(5)
재무활동현금흐름	49	(15)	(34)	(49)	(51)
자본의증가	3	0	0	0	0
차입금의순증	58	(7)	(24)	(39)	(40)
배당금지급	(7)	(8)	(10)	(10)	(10)
기타	(5)	0	0	0	(1)
기타현금흐름	2	2	0	0	0
현금의증가	(0)	52	13	10	10

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	628	723	791	842	894
매출원가	472	550	605	642	682
매출총이익	156	173	186	200	213
판매관리비	55	68	72	76	81
영업이익	101	105	114	124	132
금융수익	5	7	7	7	7
이자수익	3	2	2	2	2
금융비용	6	8	8	8	8
이자비용	4	4	4	4	4
기타영업외손익	7	(1)	2	2	2
관계기업관련손익	3	(4)	12	12	11
세전계속사업이익	110	100	127	136	144
법인세비용	30	25	32	35	36
연결당기순이익	81	75	95	102	108
지배주주지분순이익	81	75	95	102	108
기타포괄이익	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	80	73	94	101	107
지배주주지분포괄이익	80	74	94	101	107
EBITDA	143	154	168	180	192

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	4,969	4,635	5,903	6,341	6,700
BPS	30,570	34,416	39,505	44,982	50,760
DPS	500	610	610	650	700
성장성(% YoY)					
매출증가율	16.6	15.1	9.5	6.4	6.3
영업이익증가율	110.4	4.0	8.0	8.8	6.6
순이익증가율	111.8	(7.4)	27.4	7.4	5.7
EPS증가율	110.2	(6.7)	27.4	7.4	5.7
EBITDA증가율	64.3	7.6	8.6	7.5	6.7
수익성(%)					
영업이익률	16.1	14.6	14.4	14.7	14.7
순이익률	12.9	10.3	12.0	12.2	12.1
EBITDA Margin	22.8	21.4	21.2	21.4	21.5
ROA	12.3	9.5	11.1	11.2	11.1
ROE	17.6	14.2	15.9	14.9	13.8
배당수익률	1.2	1.0	1.1	1.2	1.3
배당성향	10.0	13.2	10.3	10.3	10.4
안정성					
순차입금(십억원)	65	9	(30)	(81)	(132)
차입금/자본총계비율(%)	32.7	30.1	22.4	14.3	7.8
Valuation(X)					
PER	8.2	13.0	9.4	8.7	8.2
PBR	1.3	1.8	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.1	6.5	5.2	4.6	4.0

#### ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 19일 현재 한솔케미칼, 디엔에프, SK머티리얼즈, 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 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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	중립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 업종 투자 의견은 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
- 중립 : 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.