솔브레인 (036830)

실적 Surprise!! 12MF P/E 7.8배 불과

반도체/디스플레이
Analyst 박유악
02) 3787-5063
yuak.pak@kiwoom.com

1Q18 실적이 기대치를 크게 상회했다. 매출액의 Surprise는 Slurry와 T/G의 출하량 증가 때문이며, 영업이익은 판가 상승 때문이다. 반도체 Etchant와 T/G의 평균판가 상승으로 전사 수익성이 크게 개선된 만큼, 향후 실적에 대한 눈높이를 더욱 높이는 것이 바람직하다. 2Q18는 영업이익 416억원으로 사상 최대 실적이 예상되며, 현 시점(12MF P/E 7.8배와 P/B 1.2배)의 적극적인 매수 전략을 추천한다.

Stock Data

KOSDAQ (5/14)		858.70pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
	77,200원	55,400원
최고/최저가대비 등락률	-26.30%	2.71%
수익률	절대	상대
1M	-12.2%	-8.8%
6M	-23.3%	-32.4%
1Y	0.9%	-24.4%

Company Data

발행주식수		17,398천주
일평균 거래량(3M)		75천주
외국인 지분율		24.06%
배당수익률(18E)		1.19%
BPS(18E)		43,736원
주요 주주	정지완 외 7인	43.48%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	7,225	7,756	9,613	10,729
영업이익	1,051	1,057	1,652	1,953
EBITDA	1,543	1,566	2,029	2,369
세전이익	998	668	1,645	1,873
순이익	745	431	1,279	1,442
지배주주지분순이익	748	412	1,277	1,440
EPS(원)	4,635	2,532	7,527	8,486
증감률(%YoY)	-7.5	-45.4	197.6	12.7
PER(배)	13.0	26.7	9.0	8.0
PBR(배)	1.8	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	6.5	7.2	5.0	3.8
영업이익률(%)	14.6	13.6	17.2	18.2
ROE(%)	14.1	7.1	18.1	17.4
순부채비율(%)	1.5	-15.1	-21.2	-29.8

Price Trend

1Q18 영업이익 379억원, P와 Q의 동반 상승

1Q18 실적이 매출액 2,177억원(+19%YoY), 영업이익 379억원(+44%YoY)으로, 당사 기대치(매출액 2,063억원, 영업이익 316억원)와 시장 컨센서스(매출액 2,005억원, 영업이익 297억원)를 큰 폭 상회했다. 매출액은 반도체 Slurry와 T/G(Thin Glass)의 출하량이 예상 대비 좋았기 때문이며, 영업이익은 반도체 Etchant와 T/G의 가격 상승률이 예상치를 크게 상회했기 때문이다. 반도체 Etchant와 Thin Glass의 평균판가(Blended ASP) 상승으로 전사 수익성이 크게 개선된 만큼, 향후 실적에 대한 눈높이를 더욱 높이는 것이 바람직하다.

2Q18 영업이익 416억원, 사상 최대 실적 전망

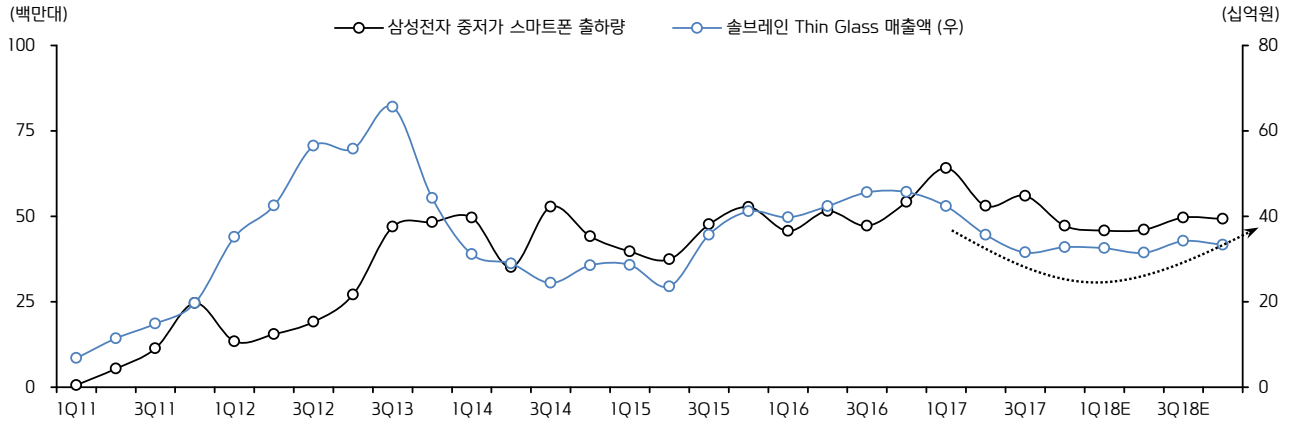
2Q18는 매출액 2,289억원(+24%YoY), 영업이익 416억원(+69%YoY)으로, 사상 최대 실적을 기록할 전망이다. 반도체 부문의 출하량 증가와 수익성 개선, 그리고 T/G 부문의 수익성 개선을 예상한다.

반도체 Etchant는 '고객사 신공장(삼성전자 평택 2층, SK하이닉스 M14) 가동에 따른 매출액 증가(+10%QoQ/+47%YoY)'와 '원재료(불산) 가격 급락에 따른 수익성 개선'이 동반될 전망이다. Thin Glass는 '소폭의 출하량 감소(-1%QoQ)'가 예상되지만, 감가상각비 감소 효과로 추가적인 수익성 개선이 나타날 전망이다. 전사 영업이익 내 비중은 반도체 90%, 디스플레이 10%로 각각 추정된다.

더욱 기대되는 하반기, 업종 Top Pick으로 매수 추천함

2H18 인산계 Etchant의 고객 다변화와 이에 따른 주가 Re-Rating을 예상한다. 3Q18말부터 청주 공장에 3D NAND용 인산계 Etchant를 공급하며, SK하이닉스의 Enterprise SSD 시장 점유율 상승에 대한 직접적인 수혜를 받을 전망이다. '고객 다변화'와 '시장 점유율 상승'이 동사 주가의 Re-Rating 근거로써 작용할 것이라고 판단하며, 12MF P/E 7.8배와 P/B 1.2배에 불과한 현 시점에서는 적극적인 비중확대를 추천한다.

삼성전자 중저가 스마트폰 판매량과 솔브레인 Thin Glass 매출액 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 12개월 Trailing P/B Ratio: 잃을게 없는 주가 수준

자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 연결 실적 Update (단위: 십억원)

	1Q18P					2018E		
	수정전	수정후(잠정)	차이	컨센서스	차이	수정전	수정후	차이
매출액	206.3	217.7	6%	200.5	9%	919.7	961.3	5%
반도체	130.1	132.1	2%			593.6	599.2	1%
디스플레이	60.5	67.1	11%			258.0	289.4	12%
기타	15.7	18.5	18%			68.1	72.7	7%
영업이익	31.6	37.9	20%	29.7	28%	146.9	165.2	12%
영업이익률	15%	17%				16%	17%	
당기순이익	21.5	37.7	75%	19.3	96%	105.8	127.9	21%
당기순이익률	10%	17%				12%	13%	

자료: WiseFn Consensus, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,225	7,756	9,613	10,729	11,340
매출원가	5,495	6,044	7,273	8,090	8,552
매출총이익	1,730	1,712	2,339	2,638	2,788
판매비및일반관리비	679	655	688	685	724
영업이익(보고)	1,051	1,057	1,652	1,953	2,064
영업이익(핵심)	1,051	1,057	1,652	1,953	2,064
영업외손익	-53	-389	-7	-80	-25
이자수익	22	29	36	40	42
배당금수익	1	0	0	0	0
외환이익	160	89	114	110	111
이자비용	36	41	41	42	42
외환손실	143	294	157	133	134
관계기업지분법손익	-37	-67	-38	-39	-39
투자및기타자산처분손익	-8	-6	-3	-3	-3
금융상품평가및기타금융이익	-7	-15	8	-45	-32
기타	-7	-85	74	32	72
법인세차감전이익	998	668	1,645	1,873	2,039
법인세비용	253	237	366	431	469
유효법인세율 (%)	25.3%	35.5%	22.2%	23.0%	23.0%
당기순이익	745	431	1,279	1,442	1,570
지배주주지분순이익(억원)	748	412	1,277	1,440	1,567
EBITDA	1,543	1,566	2,029	2,369	2,507
현금순이익(Cash Earnings)	1,237	940	1,656	1,858	2,013
수정당기순이익	756	445	1,276	1,480	1,597
증감율(%, YoY)					
매출액	15.1	7.3	23.9	11.6	5.7
영업이익(보고)	4.0	0.5	56.3	18.2	5.7
영업이익(핵심)	4.0	0.5	56.3	18.2	5.7
EBITDA	7.6	1.5	29.5	16.8	5.8
지배주주지분 당기순이익	-7.4	-44.9	210.0	12.7	8.9
EPS	-7.5	-45.4	197.6	12.7	8.9
수정순이익	-8.3	-41.2	186.9	16.0	8.0

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,922	3,775	5,005	6,447	8,013
현금및현금성자산	1,380	2,103	3,015	4,226	5,665
유동금융자산	214	226	280	312	330
매출채권및유동채권	904	969	1,130	1,261	1,333
재고자산	424	477	581	648	685
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,372	5,185	5,682	5,899	5,944
장기매출채권및기타비유동채권	18	22	27	30	32
투자자산	1,875	1,849	1,826	1,779	1,716
유형자산	3,278	3,092	3,579	3,828	3,932
무형자산	133	93	90	83	76
기타비유동자산	69	129	160	179	189
자산총계	8,294	8,959	10,687	12,346	13,957
유동부채	2,426	2,328	2,862	3,195	3,377
매입채무및기타유동채무	795	885	1,073	1,197	1,265
단기차입금	1,501	1,288	1,596	1,782	1,883
유동성장기차입금	8	2	3	4	5
기타유동부채	121	153	190	212	224
비유동부채	259	133	166	186	196
장기매입채무및비유동채무	6	3	6	6	7
사채및장기차입금	168	58	72	81	85
기타비유동부채	85	71	88	99	105
부채총계	2,684	2,461	3,028	3,380	3,574
자본금	83	87	87	87	87
주식발행초과금	788	1,339	1,339	1,339	1,339
이익잉여금	4,826	5,140	6,299	7,604	9,020
기타자본	-113	-116	-116	-116	-116
지배주주지분자본총계	5,584	6,450	7,609	8,914	10,330
비지배주주지분자본총계	26	49	50	51	53
자본총계	5,610	6,499	7,659	8,966	10,383
순차입금	84	-981	-1,623	-2,672	-4,022
총차입금	1,678	1,348	1,671	1,866	1,973

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,419	1,127	1,692	1,884	2,063
당기순이익	998	668	1,279	1,442	1,570
감가상각비	477	494	364	404	432
무형자산상각비	14	15	13	12	11
외환손익	-17	205	43	23	23
자산처분손익	8	6	3	3	3
지분법손익	37	67	38	39	39
영업활동자산부채 증감	186	-126	-43	-54	-30
기타	-285	-201	-5	15	14
투자활동현금흐름	-769	-475	-1,002	-742	-584
투자자산의 처분	-42	-108	-111	-67	-37
유형자산의 처분	6	2	5	5	5
유형자산의 취득	-539	-337	-851	-653	-535
무형자산의 처분	2	-5	-10	-5	-4
기타	-195	-27	-34	-22	-14
재무활동현금흐름	-154	177	221	69	-40
단기차입금의 증가	0	0	308	185	102
장기차입금의 증가	-74	-281	15	9	6
자본의 증가	0	556	0	0	0
배당금지급	-81	-98	-119	-136	-153
기타	0	0	17	10	6
현금및현금성자산의순증가	519	723	912	1,211	1,439
기초현금및현금성자산	861	1,380	2,103	3,015	4,226
기말현금및현금성자산	1,380	2,103	3,015	4,226	5,665
Gross Cash Flow	1,233	1,253	1,735	1,938	2,093
Op Free Cash Flow	925	723	757	1,207	1,464

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	4,635	2,532	7,527	8,486	9,238
BPS	33,711	37,072	43,736	51,237	59,373
주당EBITDA	9,315	9,376	11,659	13,614	14,410
CFPS	7,467	5,627	9,520	10,681	11,571
DPS	610	700	800	900	1,000
주가배수(배)					
PER	13.0	26.7	9.0	8.0	7.3
PBR	1.8	1.8	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	6.5	7.2	5.0	3.8	3.1
PCFR	8.1	12.0	7.1	6.3	5.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	14.6	13.6	17.2	18.2	18.2
영업이익률(핵심)	14.6	13.6	17.2	18.2	18.2
EBITDA margin	21.4	20.2	21.1	22.1	22.1
순이익률	10.3	5.6	13.3	13.4	13.8
자기자본이익률(ROE)	14.1	7.1	18.1	17.4	16.2
투하자본이익률(ROIC)	20.8	18.4	33.1	35.1	35.3
안정성(%)					
부채비율	47.8	37.9	39.5	37.7	34.4
순차입금비율	1.5	-15.1	-21.2	-29.8	-38.7
이자보상배율(배)	29.4	25.8	39.8	46.5	48.6
활동성(배)					
매출채권회전율	8.4	8.3	9.2	9.0	8.7
재고자산회전율	19.4	17.2	18.2	17.5	17.0
매입채무회전율	11.1	9.2	9.8	9.5	9.2

Compliance Notice

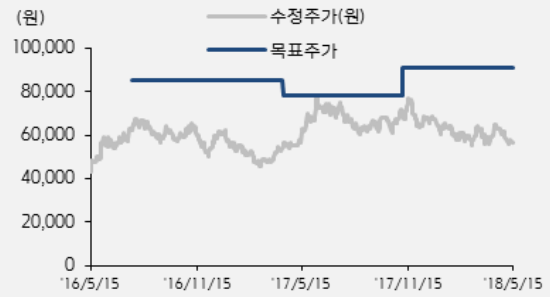
- 당사는 5월 14일 현재 '솔브레인' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
솔브레인 (036830)	2016-04-18	BUY(Maintain)	60,000원	6개월	-10.83	12.50
	2016-08-08	BUY(Reinitiate)	85,000원	6개월	-22.21	-21.18
	2016-08-16	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-22.75	-21.18
	2016-08-23	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-24.05	-21.18
	2016-09-01	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-26.80	-21.18
	2016-09-29	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-27.95	-21.18
	2016-10-31	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-27.63	-21.18
	2016-11-14	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-27.93	-21.18
	2016-11-23	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-29.30	-21.18
	2017-01-04	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-29.68	-21.18
	2017-01-19	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-30.42	-21.18
	2017-04-14	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-28.34	-20.51
	2017-05-16	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-26.49	-14.87
	2017-05-24	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-22.93	-10.26
	2017-06-08	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-15.99	-1.41
	2017-11-06	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-22.49	-18.46
	2017-11-15	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-23.75	-15.16
	2017-12-13	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-25.54	-15.16
	2018-01-15	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-26.74	-15.16
	2018-02-05	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-26.92	-15.16
	2018-02-07	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-27.40	-15.16
	2018-02-13	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-29.08	-15.16
	2018-03-12	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-30.03	-15.16
	2018-04-12	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-30.32	-15.16
	2018-05-15	BUY(Maintain)	91,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



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 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%