



BUY(Maintain)

목표주가: 82,000원(하향)

주가(10/22): 58,600원

시가총액: 10,195억원

반도체/디스플레이

Analyst 박유악

02) 3787-5063

yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (10/22)		744.15pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
	77,200원	54,100원
최고/최저가대비 등락률	-24.09%	8.32%
수익률	절대	상대
	1M	-2.8% 8.1%
	6M	-7.0% 11.1%
	1Y	-10.1% -18.7%

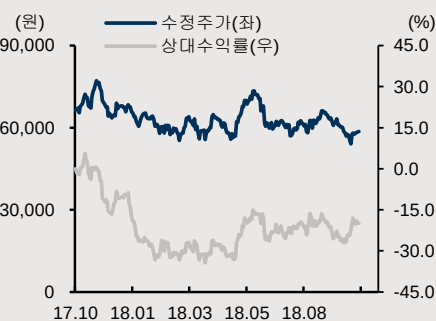
Company Data

발행주식수	17,398천주
일평균 거래량(3M)	56천주
외국인 지분율	27.13%
배당수익률(18E)	1.19%
BPS(18E)	44,323원
주요 주주	정지완 외 7인
	43.48%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	7,225	7,756	9,733	10,986
영업이익	1,051	1,057	1,667	1,813
EBITDA	1,543	1,566	2,045	2,213
세전이익	998	668	1,611	1,726
순이익	745	431	1,184	1,277
지배주주지분순이익	748	412	1,142	1,226
EPS(원)	4,635	2,532	6,908	7,414
증감률(%YoY)	-7.5	-45.4	166.2	7.3
PER(배)	13.0	26.7	8.5	7.9
PBR(배)	1.8	1.8	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	6.5	7.2	5.0	4.3
영업이익률(%)	14.6	13.6	17.1	16.5
ROE(%)	14.1	7.1	16.6	15.2
순부채비율(%)	1.5	-15.1	-25.2	-30.8

Price Trend



Company Update

솔브레인 (036830)

반도체 Etchant, 신규 경쟁사 진입 우려 재점화



솔브레인의 영업이익은 3Q18 452억원과 4Q18 405억원으로, 시장 기대치에 부합할 전망이다. 다만 실적 성장을 견인하고 있는 반도체 Etchant에 대한 경쟁사의 신규 진입이 예상되어, 중장기 실적 성장률의 하향 조정이 불가피해 보인다. 주가는 이를 일부 반영한 상태(T12M P/E 7.9배, P/B 1.4배)이지만, 반도체 업황의 턴어라운드 예상되는 1H19의 상승 탄력은 상대적으로 제한될 것이라고 판단한다

>>> 3Q18 영업이익 452억원, 기대치 부합 예상

3Q18 실적이 매출액 2,570억원(+27%YoY), 영업이익 452억원(+53%YoY)으로, 기대치에 부합할 것으로 예상된다. 주요 제품 중 반도체 Etchant는 고객사의 DRAM과 NAND 신규 공장 가동 효과가 반영되며 +6%QoQ의 출하량 증가를 기록하고, 디스플레이 Thin Glass(T/G)는 중국향 Rigid OLED 패널의 판매량 증가 효과가 반영되며 추가적인 실적 성장을 기록할 것이라고 판단한다.

>>> 4Q18 영업이익 405억원 전망, 비수기 영향

4Q18는 매출액 2,603억원(+27%YoY), 영업이익 405억원(+60%YoY)으로, 전분기 대비 소폭 하락할 전망이다. 고객사의 DRAM과 NAND 신규 공장 가동 효과로 인한 반도체 Etchant 부문의 실적 성장은 지속될 것이지만, 수요 비수기에 접어든 디스플레이 부문의 실적 감소가 예상되기 때문이다. 영업이익률은 연말에 지급되는 대규모 성과급 지출의 영향으로 인해 -2%p QoQ 하락할 것으로 판단한다. 전사 영업이익 내 비중은 반도체 89%, 디스플레이 11%로 지난 분기 대비 반도체의 비중이 상승할 것이다.

>>> 반도체 Etchant 경쟁 심화 우려 재점화

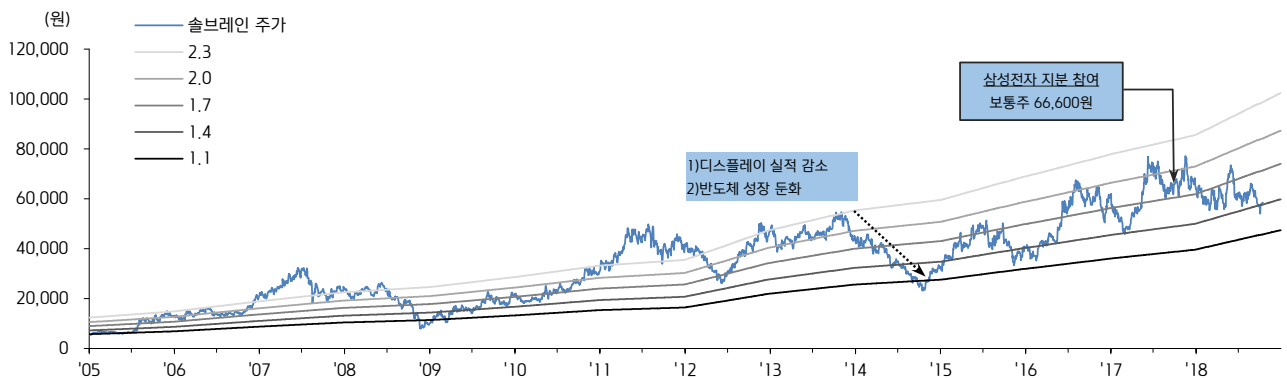
솔브레인의 실적 성장을 견인하고 있는 반도체 Etchant의 경쟁 심화 우려가 재차 부각될 것으로 판단한다. 특수가스 업체인 SK머티리얼즈(036490)가 엘티씨에이엠과 반도체용 고선택비 인산에 대한 공동 개발을 발표한 후, 시장 진입에 적극 나서고 있기 때문이다. 반도체용 고선택비 인산은 3D NAND 양산의 핵심 소재로써 솔브레인의 실적 성장을 견인하고 있기 때문에, 경쟁사의 신규 진입은 솔브레인의 실적 성장에 대한 불확실성으로 작용한다. SK머티리얼즈의 시장 진입은 빠르면 2019년 하반기와 2020년 상반기 중에 가능할 것이라고 판단한다. 이를 반영하여 솔브레인의 2019년과 2020년 실적 전망치를 하향 조정하고, 목표주가를 82,000원으로 하향한다. 주가는 이를 일부 반영한 상태(T12M P/E 7.9배, P/B 1.4배)이지만, 반도체 업황의 턴어라운드 예상되는 1H19에 주가의 상승 탄력이 제한될 것이라고 판단한다.

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	217.7	238.3	257.0	260.3	258.2	273.8	283.1	283.5	775.6	973.3	1,098.6
%YoY	19%	29%	27%	27%	19%	15%	10%	9%	7%	25%	13%
Semiconductor	131.4	138.4	152.0	160.5	164.5	172.4	180.6	185.2	438.4	582.4	702.7
Etchant	112.9	119.7	132.1	140.3	144.1	151.9	160.1	164.6	370.5	505.1	620.6
Precursors	7.9	7.7	8.1	8.5	8.6	8.8	9.0	9.1	30.0	32.1	35.5
CMP Slurry	10.6	11.0	11.9	11.7	11.9	11.7	11.5	11.5	38.0	45.2	46.6
Display	67.3	75.3	79.1	75.3	70.5	75.0	76.4	74.0	271.6	297.0	295.8
Thin Glass	37.2	42.7	44.2	40.5	39.9	42.1	42.3	40.2	142.3	164.6	164.5
Chemical	30.1	32.6	34.9	34.8	30.6	32.9	34.1	33.8	129.3	132.4	131.4
Others	19.1	24.6	25.9	24.4	23.2	26.4	26.1	24.4	65.6	93.9	100.1
매출원가	162.8	177.5	194.0	203.7	198.0	209.3	216.9	224.7	604.4	738.0	848.9
매출원가율	75%	75%	75%	78%	77%	76%	77%	79%	78%	76%	77%
매출총이익	55.0	60.7	63.1	56.5	60.2	64.5	66.2	58.8	171.2	235.3	249.7
판관비	17.1	17.5	17.9	16.0	16.9	17.4	18.0	16.1	65.5	68.5	68.4
영업이익	37.9	43.2	45.2	40.5	43.3	47.1	48.2	42.8	105.7	166.7	181.3
%YoY	44%	75%	53%	60%	14%	9%	7%	6%	1%	58%	9%
영업이익률	17%	18%	18%	16%	17%	17%	17%	15%	14%	17%	17%
법인세차감전손익	47.3	36.3	41.5	36.0	45.4	44.4	44.9	37.9	66.8	161.0	172.5
법인세비용	9.6	12.2	11.2	9.7	11.8	11.5	11.7	9.8	23.7	42.7	44.9
당기순이익	37.7	24.1	30.3	26.3	33.6	32.8	33.2	28.0	43.1	118.4	127.7
당기순이익률	17%	10%	12%	10%	13%	12%	12%	10%	6%	12%	12%
KRW/USD	1,075	1,080	1,120	1,115	1,110	1,115	1,110	1,110	1,132	1,098	1,111

자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 6개월 목표주가 82,000원 제시

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Sales [십억원]	776	973	1,099	1,137	1,172	1,205
Growth	23.5%	25.5%	12.9%	3.5%	3.1%	2.8%
EPS [원]	2,532	6,908	7,414	7,785	8,073	8,332
Growth	-49.0%	172.8%	7.3%	5.0%	3.7%	3.2%
BPS [원]	37,072	44,323	50,619	57,223	65,196	73,428
Growth	24.1%	19.6%	14.2%	13.0%	13.9%	12.6%
ROCE(Return On Common Equity)	7.1%	16.6%	15.2%	13.9%	12.4%	11.3%
COE(Cost of Equity)	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
Residual Earnings(ROCE-COE)	-0.6%	8.9%	7.5%	6.1%	4.7%	3.6%
PV of Residual Earnings		3,348	3,089	2,654	2,130	1,744
Equity Beta	0.8					
Risk Free Rate	2.3%					
Market Risk Premium	7.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	7.7%					
Continuing Value	38,210					
Beginning Common Shareholders' Equity	37,072					
PV of RE for the Forecasting Period	12,966					
PV of Continuing Value	26,368					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	82,290					

주: Equity Beta는 60개월 월간 Beta 평균, Risk Free Rate은 10년 국채수익률, Market Risk Premium은 시가총액 3조 미만 7% 적용
 자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,225	7,756	9,733	10,986	11,370
매출원가	5,495	6,044	7,380	8,489	8,836
매출총이익	1,730	1,712	2,353	2,497	2,535
판매비및일반관리비	679	655	685	684	708
영업이익(보고)	1,051	1,057	1,667	1,813	1,826
영업이익(핵심)	1,051	1,057	1,667	1,813	1,826
영업외손익	-53	-389	-57	-88	-42
이자수익	22	29	39	44	45
배당금수익	1	0	0	0	0
외환이익	160	89	113	124	125
이자비용	36	41	41	42	42
외환손실	143	294	157	133	134
관계기업지분법손익	-37	-67	-70	-72	-72
투자및기타자산처분손익	-8	-6	-2	-3	-3
금융상품평가및기타금융이익	-7	-15	121	136	-32
기타	-7	-85	-60	-140	72
법인세차감전이익	998	668	1,611	1,726	1,785
법인세비용	253	237	427	449	464
유효법인세율 (%)	25.3%	35.5%	26.5%	26.0%	26.0%
당기순이익	745	431	1,184	1,277	1,321
지배주주지분순이익(억원)	748	412	1,142	1,226	1,287
EBITDA	1,543	1,566	2,045	2,213	2,256
현금순이익(Cash Earnings)	1,237	940	1,562	1,677	1,750
수정당기순이익	756	445	1,096	1,179	1,347
증감율(% YoY)					
매출액	15.1	7.3	25.5	12.9	3.5
영업이익(보고)	4.0	0.5	57.7	8.7	0.7
영업이익(핵심)	4.0	0.5	57.7	8.7	0.7
EBITDA	7.6	1.5	30.6	8.2	1.9
지배주주지분 당기순이익	-7.4	-44.9	177.3	7.3	5.0
EPS	-7.5	-45.4	166.2	7.3	5.0
수정순이익	-8.3	-41.2	146.6	7.5	14.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,419	1,127	2,124	1,627	1,841
당기순이익	998	668	1,184	1,277	1,321
감가상각비	477	494	364	386	416
무형자산상각비	14	15	14	14	13
외환손익	-17	205	44	9	10
자산처분손익	8	6	2	3	3
지분법손익	37	67	70	72	72
영업활동자산부채 증감	186	-126	-22	-162	-21
기타	-285	-201	468	28	28
투자활동현금흐름	-769	-475	-957	-770	-573
투자자산의 처분	-42	-108	-268	-94	-29
유형자산의 처분	6	2	5	5	5
유형자산의 취득	-539	-337	-695	-653	-535
무형자산의 처분	2	-5	-13	-10	-7
기타	-195	-27	14	-18	-8
재무활동현금흐름	-154	177	-510	-267	-244
단기차입금의 증가	0	0	-170	-150	-110
장기차입금의 증가	-74	-281	-2	4	3
자본의 증가	0	556	0	0	0
배당금지급	-81	-98	-119	-132	-141
기타	0	0	-219	12	4
현금및현금성자산의순증가	519	723	657	591	1,024
기초현금및현금성자산	861	1,380	2,103	2,760	3,351
기말현금및현금성자산	1,380	2,103	2,760	3,351	4,375
Gross Cash Flow	1,233	1,253	2,146	1,790	1,863
Op Free Cash Flow	925	723	874	916	1,217

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,922	3,775	4,761	5,609	6,712
현금및현금성자산	1,380	2,103	2,760	3,351	4,375
유동금융자산	214	226	384	433	448
매출채권및유동채권	904	969	1,069	1,206	1,249
재고자산	424	477	548	619	641
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,372	5,185	5,502	5,713	5,730
장기매출채권및기타비유동채권	18	22	27	31	32
투자자산	1,875	1,849	1,845	1,775	1,674
유형자산	3,278	3,092	3,423	3,690	3,809
무형자산	133	93	92	89	83
기타비유동자산	69	129	113	128	132
자산총계	8,294	8,959	10,262	11,322	12,443
유동부채	2,426	2,328	2,310	2,210	2,144
매입채무및기타유동채무	795	885	997	1,021	1,057
단기차입금	1,501	1,288	1,118	968	858
유동성장기차입금	8	2	3	4	5
기타유동부채	121	153	193	217	225
비유동부채	259	133	151	167	173
장기매입채무및기타비유동채무	6	3	7	8	8
사채및장기차입금	168	58	55	58	60
기타비유동부채	85	71	89	101	105
부채총계	2,684	2,461	2,462	2,377	2,317
자본금	83	87	87	87	87
주식발행초과금	788	1,339	1,339	1,339	1,339
이익잉여금	4,826	5,140	6,164	7,260	8,409
기타자본	-113	-116	121	121	121
지배주주지분자본총계	5,584	6,450	7,711	8,807	9,956
비지배주주지분자본총계	26	49	89	139	170
자본총계	5,610	6,499	7,801	8,945	10,126
순차입금	84	-981	-1,968	-2,754	-3,900
총차입금	1,678	1,348	1,176	1,030	923

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	4,635	2,532	6,908	7,414	7,785
BPS	33,711	37,072	44,323	50,619	57,223
주당EBITDA	9,315	9,376	11,755	12,718	12,965
CFPS	7,467	5,627	8,977	9,636	10,058
DPS	610	700	800	850	900
주가배수(배)					
PER	13.0	26.7	8.5	7.9	7.5
PBR	1.8	1.8	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	6.5	7.2	5.0	4.3	3.6
PCFR	8.1	12.0	6.5	6.1	5.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	14.6	13.6	17.1	16.5	16.1
영업이익률(핵심)	14.6	13.6	17.1	16.5	16.1
EBITDA margin	21.4	20.2	21.0	20.1	19.8
순이익률	10.3	5.6	12.2	11.6	11.6
자기자본이익률(ROE)	14.1	7.1	16.6	15.2	13.9
투자자본이익률(ROIC)	20.8	18.4	32.4	32.1	30.3
안정성(%)					
부채비율	47.8	37.9	31.6	26.6	22.9
순차입금비율	1.5	-15.1	-25.2	-30.8	-38.5
이자보상배율(배)	29.4	25.8	40.2	43.2	43.0
활동성(배)					
매출채권회전율	8.4	8.3	9.6	9.7	9.3
재고자산회전율	19.4	17.2	19.0	18.8	18.1
매입채무회전율	11.1	9.2	10.3	10.9	10.9

Compliance Notice

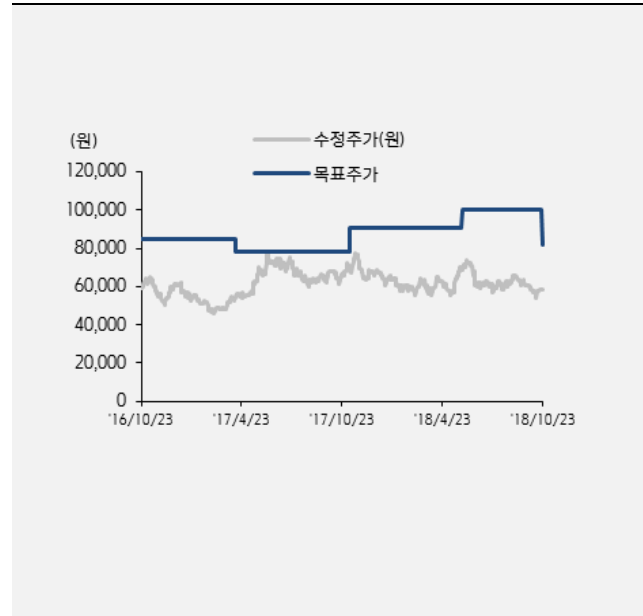
- 당사는 10월 22일 현재 '솔브레인' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
담당자변경	2016-08-08	BUY(Reinitiate)	85,000원	6개월	-22.21	-21.18
솔브레인 (036830)	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
	2018-03-13	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	-27.18	-23.08
	2018-05-29	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-29.54	-26.50
	2018-06-22	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-36.52	-26.50
	2018-08-28	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-37.60	-26.50
	2018-10-23	BUY(Maintain)	82,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 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 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%