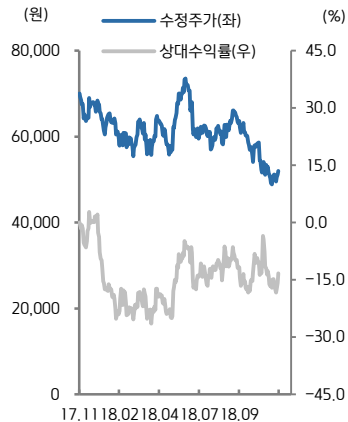


주가(11/23): 52,000원
목표주가: 70,000원(하향)

KOSDAQ(11/23)		683.06pt	
시가총액		9,047억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	73,500원	48,850원	
최고/최저가대비	-29.25%	6.45%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-4.6%	0.4%
	6M	-23.3%	-2.4%
	12M	-25.7%	-13.3%
발행주식수		17,398천주	
일평균거래량(3M)		62천주	
외국인 지분율		28.23%	
배당수익률(18.E)		1.19%	
BPS(18.E)		43,078원	



◎ 반도체 에천트 성장률 둔화 속 쌓여만 가는 현금

- 삼성전자 반도체 신규 공장(P2, Xian2) 가동 효과로, 반도체 에천트의 성장은 지속
- 시장 점유율 하락으로 인해, 반도체 에천트의 중장기적 실적 성장률은 둔화
- 증가하는 현금 및 현금성자산(2017년 2,103억원 → 2019년 3,483억원)의 신규 투자처 필요

◎ 2019년 영업이익 1,931억원(+13%YoY) 전망

- 반도체 에천트의 출하량 증가와 연결법인 실적 호조 효과로 사상 최대 실적 기록할 전망
- 감가상각비 감소 효과로 수익성이 크게 개선됐던 Thin Glass 부문의 성장률 둔화는 불가피

◎ 투자의견 'BUY' 유지, 목표주가는 70,000원으로 하향

- 성장성 높은 신규 제품이 부재한 상황 속, 기존 반도체 에천트 시장의 경쟁사 출현
- 장기성장률 둔화 가능성을 실적에 반영하여, 목표주가를 70,000원으로 하향
- 다만, 1H19 반도체 업황 턴어라운드와 함께 주가의 상승 전환은 나타날 것으로 판단함

투자지표	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	7,225	7,756	9,581	10,719	11,255
영업이익(억원)	1,051	1,057	1,701	1,931	2,108
EBITDA(억원)	1,543	1,566	2,079	2,331	2,537
세전이익(억원)	998	668	1,591	1,865	2,057
순이익(억원)	745	431	1,205	1,402	1,546
지배주주지분순이익(억원)	748	412	1,163	1,346	1,507
EPS(원)	4,635	2,532	6,892	7,979	8,934
증감율(%YoY)	-7.5	-45.4	170.9	15.8	12.0
PER(배)	13.0	26.7	7.5	6.5	5.8
PBR(배)	1.8	1.8	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	6.5	7.2	5.0	4.1	3.1
영업이익률(%)	14.6	13.6	17.8	18.0	18.7
ROE(%)	14.1	7.1	17.1	17.1	16.2
순부채비율(%)	1.5	-15.1	-23.8	-31.5	-40.2

솔브레인(036830): 쌓여만 가는 현금, 기존 제품은 경쟁 심화

반도체/디스플레이

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	217.7	238.3	254.9	247.2	244.4	268.7	280.5	278.4	775.6	958.1	1,071.9
%YoY	19%	29%	26%	20%	12%	13%	10%	13%	7%	24%	12%
Semiconductor	131.4	138.4	148.8	152.0	154.4	166.4	173.2	175.1	438.4	570.6	669.1
Etchant	112.9	119.7	127.8	131.4	133.7	144.9	151.6	154.1	370.5	491.9	584.3
Precursors	7.9	7.7	9.0	8.8	8.8	9.1	9.2	9.0	30.0	33.4	36.2
CMP Slurry	10.6	11.0	11.9	11.8	11.9	12.4	12.4	12.0	38.0	45.3	48.7
Display	67.3	75.3	79.8	70.2	65.3	73.9	76.4	73.6	271.6	292.5	289.2
Thin Glass	37.2	42.7	46.4	37.6	35.9	42.2	45.0	42.5	142.3	163.9	165.6
Chemical	30.1	32.6	33.4	32.5	29.4	31.7	31.4	31.1	129.3	128.6	123.6
Others	19.1	24.6	26.4	25.0	24.7	28.4	30.8	29.7	65.6	95.1	113.6
매출원가	162.8	177.5	189.7	190.3	182.9	200.1	210.9	213.7	604.4	720.3	807.5
매출원가율	75%	75%	74%	77%	75%	74%	75%	77%	78%	75%	75%
매출총이익	55.0	60.7	65.2	56.9	61.5	68.6	69.6	64.7	171.2	237.8	264.4
판매비와관리비	17.1	17.5	18.4	14.7	17.3	17.8	18.1	18.1	65.5	67.7	71.3
영업이익	37.9	43.2	46.8	42.2	44.2	50.8	51.5	46.6	105.7	170.1	193.1
%YoY	44%	75%	59%	67%	17%	18%	10%	10%	1%	61%	13%
영업이익률	17%	18%	18%	17%	18%	19%	18%	17%	14%	18%	18%
법인세차감 전손익	47.3	36.3	42.2	33.3	47.9	46.7	48.2	43.7	66.8	159.0	186.5
법인세비용	9.6	12.2	7.8	9.0	11.9	11.6	12.0	10.8	23.7	38.6	46.3
당기순이익	37.7	24.1	34.4	24.3	36.0	35.1	36.2	32.8	43.1	120.5	140.2
당기순이익률	17%	10%	13%	10%	15%	13%	13%	12%	6%	13%	13%
KRW/USD	1,075	1,080	1,120	1,120	1,115	1,120	1,115	1,110	1,132	1,099	1,115

솔브레인 6개월 목표주가 70,000원 제시

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Sales [십억원]	776	958	1,072	1,125	1,079	1,111
Growth	7.3%	23.5%	11.9%	5.0%	-4.1%	2.9%
EPS [원]	2,532	6,892	7,979	8,934	8,335	8,594
Growth	-45.4%	172.2%	15.8%	12.0%	-6.7%	3.1%
BPS [원]	37,072	43,078	50,050	57,951	66,186	74,680
Growth	10.0%	16.2%	16.2%	15.8%	14.2%	12.8%
ROCE(Return On Common Equity)	7.1%	17.1%	17.1%	16.2%	12.6%	11.5%
COE(Cost of Equity)	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Residual Earnings(ROCE-COE)	-1.4%	8.6%	8.5%	7.7%	4.1%	3.0%
PV of Residual Earnings		3,174	3,377	3,236	1,823	1,398
Equity Beta	0.9					
Risk Free Rate	1.9%					
Market Risk Premium	7.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	8.5%					
Continuing Value	26,088					
Beginning Common Shareholders' Equity	37,072					
PV of RE for the Forecasting Period	13,008					
PV of Continuing Value	17,334					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	70,228					

주: Equity Beta는 1년 주간 Beta 평균, Risk Free Rate은 3년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 시가총액 2조원 이하 7% 적용

자료: 키움증권 리서치센터

재무제표

반도체/디스플레이

포괄손익계산서	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,225	7,756	9,581	10,719	11,255
매출원가	5,495	6,044	7,203	8,075	8,398
매출총이익	1,730	1,712	2,378	2,644	2,857
판매비와일반관리비	679	655	677	713	749
영업이익(보고)	1,051	1,057	1,701	1,931	2,108
영업이익(핵심)	1,051	1,057	1,701	1,931	2,108
영업외손익	-53	-389	-110	-66	-51
이자수익	22	29	33	37	39
배당금수익	1	0	0	0	0
외환이익	160	89	108	121	122
이자비용	36	41	41	42	42
외환손실	143	294	157	137	112
관계기업지분법손익	-37	-67	-119	-131	-53
투자및기타자산처분손익	-8	-6	-2	-3	-3
금융상품평가및기타금융이익	-7	-15	98	74	-32
기타	-7	-85	-31	15	30
법인세차감전이익	998	668	1,591	1,865	2,057
법인세비용	253	237	386	463	511
유효법인세율 (%)	25.3%	35.5%	24.2%	24.8%	24.8%
당기순이익	745	431	1,205	1,402	1,546
지배주주지분순이익(억원)	748	412	1,163	1,346	1,507
EBITDA	1,543	1,566	2,079	2,331	2,537
현금순이익(Cash Earnings)	1,237	940	1,583	1,802	1,976
수정당기순이익	756	445	1,132	1,349	1,573
증감율(% YoY)					
매출액	15.1	7.3	23.5	11.9	5.0
영업이익(보고)	4.0	0.5	61.0	13.5	9.2
영업이익(핵심)	4.0	0.5	61.0	13.5	9.2
EBITDA	7.6	1.5	32.8	12.1	8.9
지배주주지분 당기순이익	-7.4	-44.9	182.2	15.8	12.0
EPS	-7.5	-45.4	170.9	15.8	12.0
수정순이익	-8.3	-41.2	154.6	19.2	16.6

현금흐름표	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,419	1,127	1,723	1,820	2,039
당기순이익	998	668	1,205	1,402	1,546
감가상각비	477	494	364	386	416
무형자산상각비	14	15	14	14	13
외환손익	-17	205	49	16	-10
자산처분손익	8	6	2	3	3
지분법손익	37	67	119	131	53
영업활동자산부채 증감	186	-126	-19	-154	-30
기타	-285	-201	-11	22	48
투자활동현금흐름	-769	-475	-850	-749	-581
투자자산의 처분	-42	-108	-159	-74	-35
유형자산의 처분	6	2	5	5	5
유형자산의 취득	-539	-337	-695	-653	-535
무형자산의 처분	2	-5	-13	-10	-7
기타	-195	-27	13	-17	-10
재무활동현금흐름	-154	177	-274	-267	-236
단기차입금의 증가	0	0	-170	-150	-110
장기차입금의 증가	-74	-281	-2	8	4
자본의 증가	0	556	0	0	0
배당금지급	-81	-98	-119	-135	-135
기타	0	0	17	11	5
현금및현금성자산의순증가	519	723	599	804	1,222
기초현금및현금성자산	861	1,380	2,103	2,702	3,506
기말현금및현금성자산	1,380	2,103	2,702	3,506	4,728
Gross Cash Flow	1,233	1,253	1,742	1,974	2,069
Op Free Cash Flow	925	723	940	1,034	1,442

재무상태표	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,922	3,775	4,572	5,598	6,925
현금및현금성자산	1,380	2,103	2,702	3,506	4,728
유동금융자산	214	226	279	312	327
매출채권및유동채권	904	969	1,053	1,178	1,237
재고자산	424	477	538	602	632
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,372	5,185	5,450	5,597	5,642
장기매출채권및기타비유동채권	18	22	27	30	32
투자자산	1,875	1,849	1,793	1,660	1,584
유형자산	3,278	3,092	3,423	3,690	3,809
무형자산	133	93	92	89	83
기타비유동자산	69	129	115	129	135
자산총계	8,294	8,959	10,022	11,195	12,566
유동부채	2,426	2,328	2,288	2,176	2,127
매입채무및기타유동채무	795	885	978	992	1,042
단기차입금	1,501	1,288	1,118	968	858
유동성장기차입금	8	2	3	4	5
기타유동부채	121	153	190	212	223
비유동부채	259	133	149	167	175
장기매입채무및비유동채무	6	3	6	6	7
사채및장기차입금	168	58	55	62	65
기타비유동부채	85	71	88	99	104
부채총계	2,684	2,461	2,437	2,343	2,303
자본금	83	87	87	87	87
주식발행초과금	788	1,339	1,339	1,339	1,339
이익잉여금	4,826	5,140	6,185	7,398	8,772
기타자본	-113	-116	-116	-116	-116
지배주주지분자본총계	5,584	6,450	7,495	8,708	10,082
비지배주주지분자본총계	26	49	90	144	181
자본총계	5,610	6,499	7,585	8,852	10,264
순차입금	84	-981	-1,805	-2,784	-4,128
총차입금	1,678	1,348	1,176	1,033	928

투자지표	(단위: 원, 백, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	4,635	2,532	6,892	7,979	8,934
BPS	33,711	37,072	43,078	50,050	57,951
주당EBITDA	9,315	9,376	11,951	13,395	14,584
CFPS	7,467	5,627	9,100	10,356	11,355
DPS	610	700	800	800	850
주가배수(배)					
PER	13.0	26.7	7.5	6.5	5.8
PBR	1.8	1.8	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.5	7.2	5.0	4.1	3.1
PCFR	8.1	12.0	5.7	5.0	4.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	14.6	13.6	17.8	18.0	18.7
영업이익률(핵심)	14.6	13.6	17.8	18.0	18.7
EBITDA margin	21.4	20.2	21.7	21.7	22.5
순이익률	10.3	5.6	12.6	13.1	13.7
자기자본이익률(ROE)	14.1	7.1	17.1	17.1	16.2
투자자본이익률(ROIC)	20.8	18.4	34.0	34.8	35.6
안정성(%)					
부채비율	47.8	37.9	32.1	26.5	22.4
순차입금비율	1.5	-15.1	-23.8	-31.5	-40.2
이자보상배율(배)	29.4	25.8	41.0	46.0	49.6
활동성(배)					
매출채권회전율	8.4	8.3	9.5	9.6	9.3
재고자산회전율	19.4	17.2	18.9	18.8	18.2
매입채무회전율	11.1	9.2	10.3	10.9	11.1