

솔루스 첨단소재 (336370)

전황현

changhyun.jeon@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

30,000

하향

현재주가

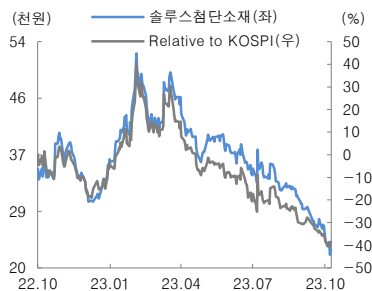
22,850

(23.10.27)

2차전자/IT에너지 및 부품업종

KOSPI	2,302.81
시가총액	861십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	52,200원 / 21,950원
120일 평균거래대금	39억원
외국인지분율	6.19%
주요주주	스카이라이프(주) 53.27% 국민연금공단 6.22%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-21.6	-35.2	-44.1	-34.4
상대수익률	-16.1	-26.7	-39.4	-34.8



전자박 부진 지속

- 3분기 실적 시장기대치 하회
- 4분기 전자박 부진 지속 전망
- 전자박 업황 개선과 수익성 개선 속도 확인이 중요

투자 의견 BUY, 목표주가 30,000원으로 하향(-40%)

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 부문별 전자박/동박 0.76조, 전자소재 0.68조. 전자박/동박 부문은 25년 예상 EBITDA(1,250억)에 타겟 EV/EBITDA 멀티플 11.2배(2차전자소재 Peer 평균) 적용하여 산출

전자박 부문의 전방 수요 약세 및 수익성 개선세 둔화 반영하여 실적 추정치 하향. 이와 함께, 적용 멀티플 하향에 따라 목표주가 조정

향후 전자박 업황 수급 개선과 수익성 개선 속도가 주가의 중요한 상승동력이 될 것으로 판단. 유럽 전력비 하향 안정화 전제 아래 전자박 분기 흑자전환 시점은 4Q24로 추정

3분기 실적 컨센 하회

3Q23 매출액 1,112억(QoQ+10%), 영업손실 204억(QoQ적자지속)으로 시장기대치(-150억) 하회

전자박. 전분기 진행된 고객사 재고조정 영향에서 벗어나 출하량 증가. 다만, 헝가리 Ph2(2.3만톤, 4Q23 가동 예상) 양산 준비에 따른 고정비 증가로 수익성 부진 지속(200억대 적자 추정)

동박은 하이엔드 동박 판매 확대로 매출 증가. 전자소재는 업황 개선 지연으로 전분기와 유사한 매출 기록했으나, 생산비용 하락으로 수익성 개선

4분기 전자박 적자 개선폭 제한적

4Q23 매출액 1,215억(QoQ+9%), 영업손실 174억(QoQ적자지속)으로 부진 지속. 전자박. 주요 고객사향 판매량 증가로 매출액 QoQ+20% 증가하나, 헝가리 신규 캐파 초기가동 고정비로 200억 수준의 적자 규모 유지될 것으로 추정

동박과 전자소재는 전분기와 유사한 실적 예상

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	380	461	447	710	1,076
영업이익	5	-45	-81	-30	54
세전순이익	4	-37	-93	-47	33
총당순이익	0	-47	147	-37	26
지배지분순이익	12	-11	68	-10	19
EPS	289	-259	1,504	-221	422
PER	298.0	NA	15.2	NA	54.2
BPS	7,355	12,468	13,446	13,194	13,587
PBR	11.7	2.4	1.7	1.7	1.7
ROE	4.0	-2.7	11.8	-1.7	3.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 솔루스첨단소재, 대신증권 Research Center

(단위: 십억원 %)

구분	3Q22	2Q23	3Q23					4Q23		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	106	101	152	111	5.3	10.0	122	121	11.3	9.2
영업이익	-20	-24	-3	-20	적지	적지	-15	-17	적지	적지
순이익	-8	15	-2	226	흑전	1,368.0	-4	18	흑전	-91.9

자료: 솔루스첨단소재, FnGuide, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수장전		수장후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	569	919	447	710	-21.5	-22.7
판매비와 관리비	110	175	91	142	-17.1	-18.5
영업이익	-26	58	-81	-30	적자유지	적자조정
영업이익률	-4.5	6.3	-18.1	-4.3	적자유지	적자조정
영업외손익	-14	-17	-13	-17	적자유지	적자유지
세전순이익	-40	41	-93	-47	적자유지	적자조정
자배지분순이익	-10	26	68	-10	흑자조정	적자조정
순이익률	-7.0	3.5	32.8	-5.2	흑자조정	적자조정
EPS(자배지분순이익)	-210	572	1,504	-221	흑자조정	적자조정

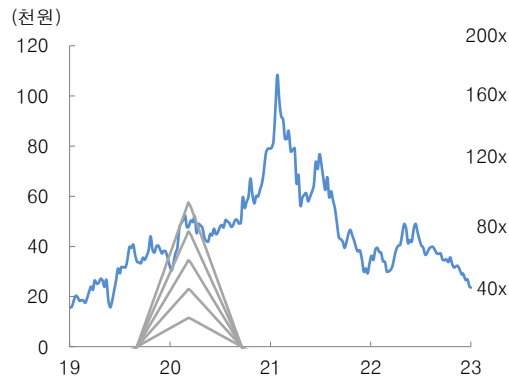
자료: 솔루스첨단소재, 대신증권 Research Center

표 1. 솔루스첨단소재 목표주가 산출(SOTP)

(십억원)	EBITDA	배수	가치	
영업가치 [A]			1,440	
전지박/동박	125	11.2	759	25 년. 2 차전지소재 평균. 지분율(54.3%) 반영
전지소재	31	22.0	681	23 년. 덕산네오룩스
순차입금 [B]			297	23 년말
우선주 시가총액 [C]			59	10.27 기준
적정 시가총액 [A-B-C]			1,085	
총 주식수(백만주)			35.1	보통주
적정주가(원)			30,891	
목표주가(원)			30,000	
현재주가(원)			22,850	10.27 기준
Upside(%)			31.3%	

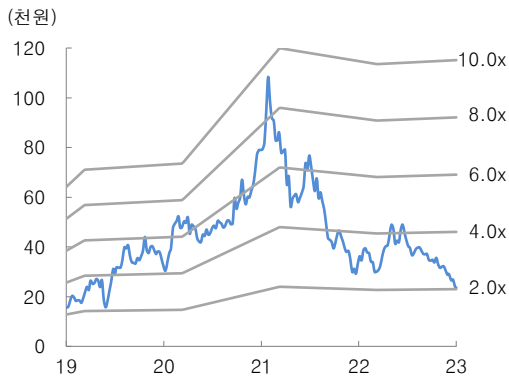
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 솔루스첨단소재 12MF PER 차트



자료: Quantilise, 대신증권 Research Center

그림 2. 솔루스첨단소재 12MF PBR 차트



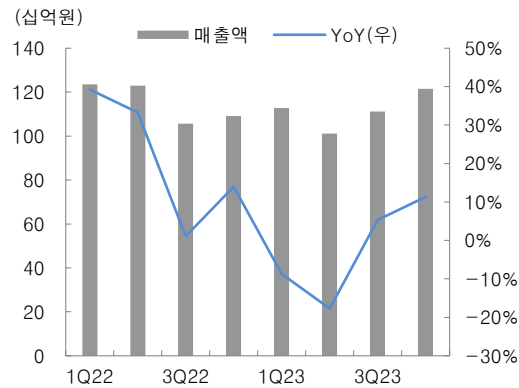
자료: Quantilise, 대신증권 Research Center

표 2. 솔루스첨단소재 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	123.6	122.9	105.6	109.1	112.8	101.1	111.2	121.5	461.2	446.6	710.2
YoY	39%	33%	1%	14%	-9%	-18%	5%	11%	21%	-3%	59%
QoQ	29%	-1%	-14%	3%	3%	-10%	10%	9%			
전자박	30.1	32.1	28.3	22.2	40.2	36.7	40.7	48.9	112.7	166.5	393.9
동박	51.8	48.5	40.3	39.9	45.2	36.9	43.3	45.1	180.5	170.5	203.5
전자소재	31.0	29.5	30.9	33.7	27.4	27.5	27.2	27.5	125.1	109.6	112.9
바이오	10.7	12.8	6.1	13.3	0.0	0.0	0.0	0.0	42.9	0.0	0.0
매출원가	106.0	106.3	98.2	105.3	108.1	104.7	108.8	114.3	415.9	435.9	598.3
%Sales	85.8%	86.5%	93.0%	96.5%	95.8%	103.6%	97.8%	94.1%	90.2%	97.6%	84.2%
매출총이익	17.6	16.6	7.4	3.8	4.7	(3.6)	2.4	7.2	45.3	10.7	112.0
GPM(%)	14.2%	13.5%	7.0%	3.5%	4.2%	-3.6%	2.2%	5.9%	9.8%	2.4%	15.8%
판매비	20.0	24.2	27.0	19.4	23.7	20.2	22.8	24.6	90.6	91.3	142.3
%Sales	16.2%	19.7%	25.6%	17.8%	21.0%	20.0%	20.5%	20.2%	19.6%	20.4%	20.0%
영업이익	-2.4	-7.6	-19.6	-15.6	-19.0	-23.8	-20.4	-17.4	-45.2	-80.6	-30.4
YoY	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지
QoQ	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지			
OPM(%)	-2.0%	-6.2%	-18.6%	-14.3%	-16.8%	-23.5%	-18.3%	-14.4%	-9.8%	-18.1%	-4.3%

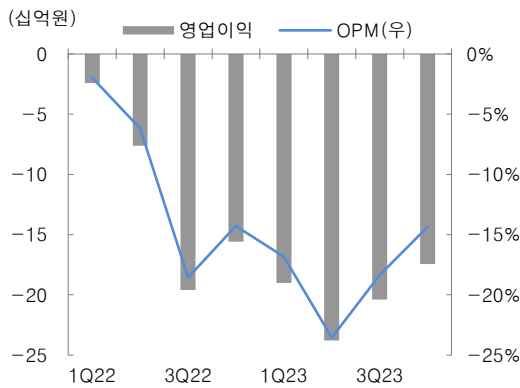
자료: 솔루스첨단소재, 대신증권 Research Center / *솔루스바이오텍(바이오) 매각에 따라 1Q23 부터 중단사업 인식 및 연결실적 제외

그림 3. 매출액 및 YoY 추이



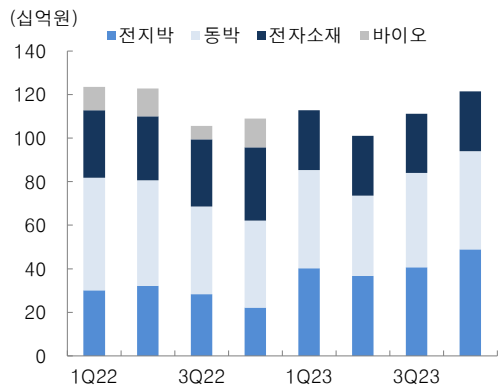
자료: 솔루스첨단소재, 대신증권 Research Center

그림 4. 영업이익 및 영업이익률 추이



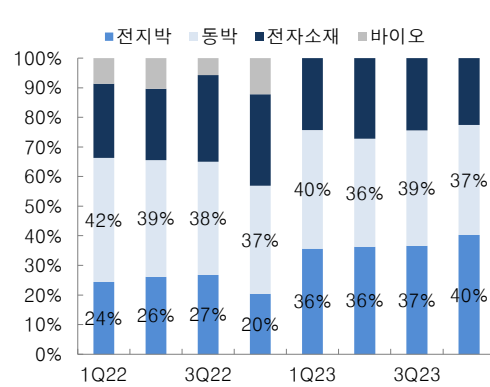
자료: 솔루스첨단소재, 대신증권 Research Center

그림 5. 사업 부문별 매출 추이



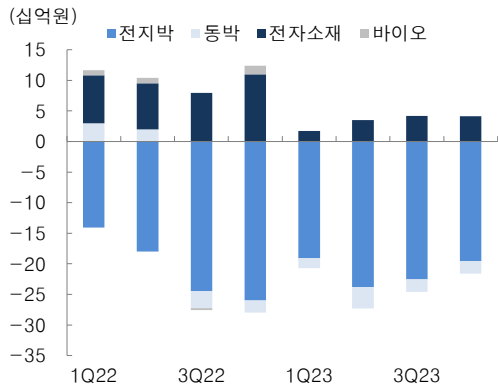
자료: 솔루스첨단소재, 대신증권 Research Center

그림 6. 사업 부문별 매출 비중



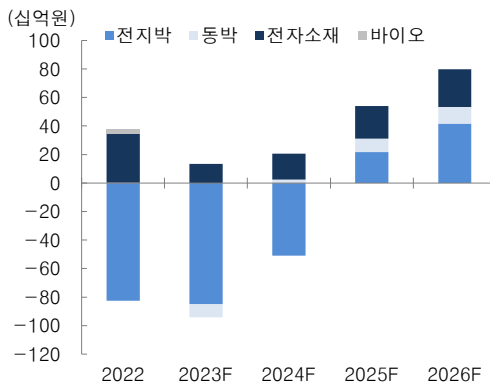
자료: 솔루스첨단소재, 대신증권 Research Center

그림 7. 사업 부문별 영업이익 추이



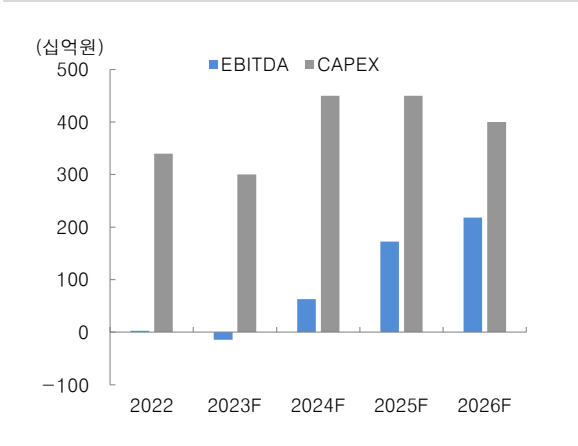
자료: 솔루스첨단소재, 대신증권 Research Center

그림 8. 사업 부문별 중장기 영업이익 전망



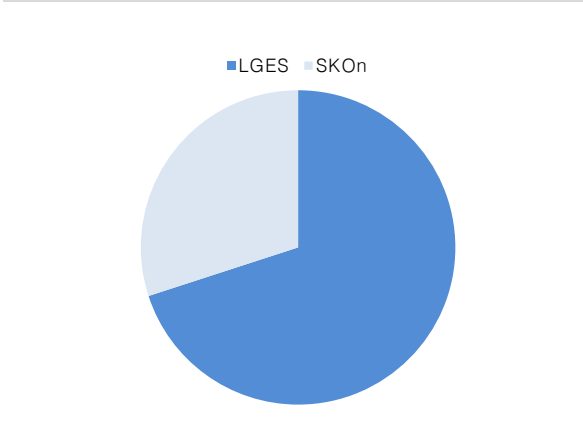
자료: 솔루스첨단소재, 대신증권 Research Center

그림 9. EBITDA vs CAPEX



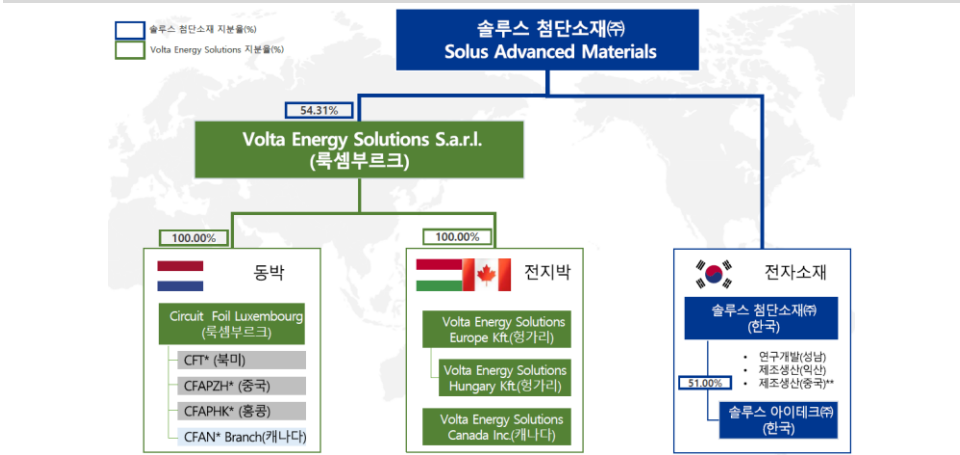
자료: 솔루스첨단소재, 대신증권 Research Center

그림 10. 고객별 전자박 공급 비중



자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center / 21년 기준

그림 11. 솔루스첨단소재 국내 및 해외 법인



자료: 솔루스첨단소재, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

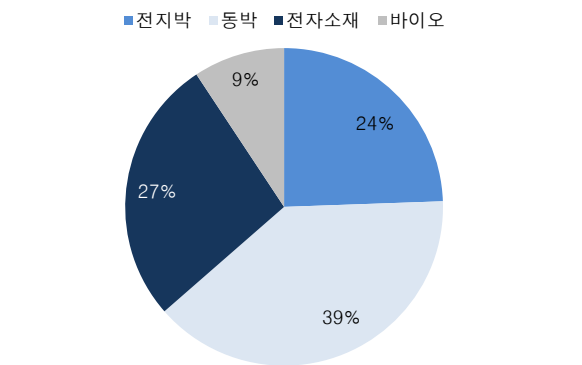
- 솔루스첨단소재의 각자 대표이사는 진대제, 서광벽
- 2019년 10월 18일 유가증권시장 상장
- 23년 10월 기준 주요 주주 구성은 스카이레이크 외 1인(53.3%), 국민연금공단(6.2%)
- 주요사업은 전자박, 동박, OLED 소재 제조 및 판매
- 사업부문은 전자박, 동박, 전자소재로 구성
- 22년 기준 전자박/동박 캐파는 3만톤 규모

주가 변동요인

- 글로벌 EV 침투율 및 EV 판매량
- EV 탑재 배터리 출하량
- 전자박 부문 실적 추이
- 전자박 캐파 증설 및 추가 수주

자료: 솔루스첨단소재, 대신증권 Research Center

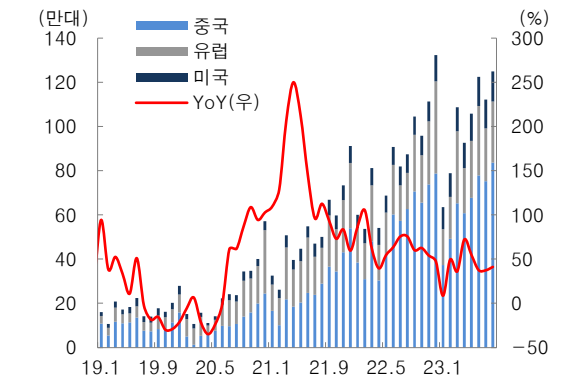
부문별 매출 비중(22년 기준)



자료: 솔루스첨단소재, 대신증권 Research Center

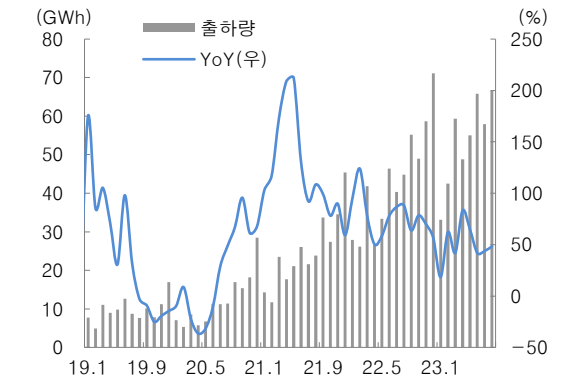
Earnings Driver

글로벌 EV 판매량



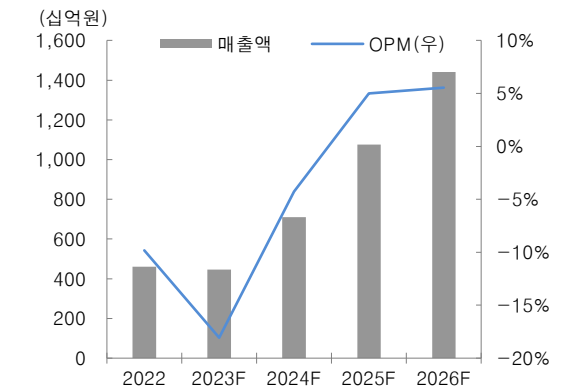
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center / PHEV+BEV기준

글로벌 EV 배터리 출하량



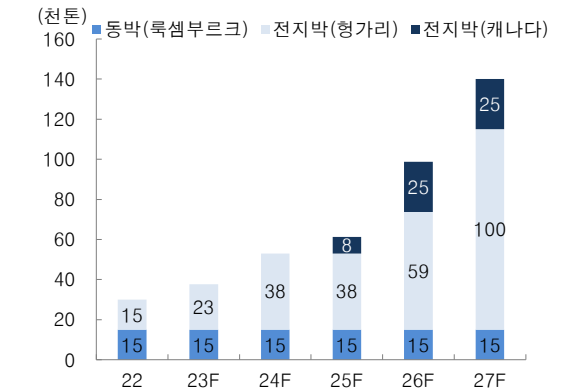
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center

솔루스첨단소재 증장기 실적 전망



자료: 솔루스첨단소재, 대신증권 Research Center

솔루스첨단소재 동박/전자박 생산캐파 전망



자료: 솔루스첨단소재, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	380	461	447	710	1,076
매출원가	303	416	436	598	817
매출총이익	78	45	11	112	258
판매비와관리비	73	91	91	142	204
영업이익	5	-45	-81	-30	54
영업외수익	1.3	-9.8	-18.1	-4.3	5.0
EBITDA	41	3	-14	63	173
영업외손익	-1	8	-13	-17	-21
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	20	51	15	18	21
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-20	-41	-27	-34	-40
외환관련손실	10	30	11	13	13
기타	-2	-1	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	4	-37	-93	-47	33
법인세비용	-1	-7	0	10	-7
계속사업순이익	3	-44	-93	-37	26
중단사업순이익	-3	-3	240	0	0
당기순이익	0	-47	147	-37	26
당기순이익	0.0	-10.2	32.8	-5.2	2.4
비재계분순이익	-12	-36	78	-27	7
재계분순이익	12	-11	68	-10	19
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	4	3	2	3	3
포괄순이익	39	-20	167	-8	51
비재계분포괄이익	3	-25	89	-6	14
재계분포괄이익	36	5	78	-2	38

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	289	-259	1,504	-221	422
PER	298.0	NA	15.2	NA	54.2
BPS	7,355	12,468	13,446	13,194	13,587
PBR	11.7	2.4	1.7	1.7	1.7
EBITDAPS	987	59	-312	1,389	3,798
EV/EBITDA	83.7	685.9	NA	31.4	13.7
SPS	9,252	10,543	9,825	15,625	23,662
PSR	9.3	2.8	2.3	1.5	1.0
CFPS	1,287	137	5,017	1,461	3,805
DPS	96	100	100	100	100

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/감	31.1	21.3	-3.2	59.0	51.4
영업이익 증/감	-83.5	작전	작지	작지	흑전
순이익 증/감	흑전	작전	흑전	작전	흑전
수익성					
ROIC	0.7	-5.8	-6.6	-1.6	2.2
ROA	0.5	-3.7	-5.0	-1.6	2.4
ROE	4.0	-2.7	11.8	-1.7	3.1
안정성					
부채비율	93.7	59.1	74.0	105.4	132.7
순차입금비율	43.9	27.9	28.8	70.5	103.9
이자보상비율	1.1	-4.9	-6.4	-1.6	2.2

자료: 슬루스첨단소재 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	394	508	603	530	543
현금및현금성자산	140	163	328	170	58
매출채권 및 기타채권	84	98	93	139	203
재고자산	140	172	103	138	194
기타유동자산	32	75	78	82	87
비유동자산	617	953	1,187	1,544	1,876
유형자산	535	865	1,102	1,460	1,793
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	82	88	85	84	83
자산총계	1,012	1,461	1,790	2,074	2,419
유동부채	293	422	441	493	558
매입채무 및 기타채무	99	103	114	159	216
차입금	140	173	173	173	173
유동상채무	36	127	133	140	147
기타유동부채	18	19	20	21	22
비유동부채	197	121	321	571	821
차입금	123	52	252	502	752
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	73	69	69	69	69
부채총계	489	543	761	1,064	1,379
자본부분	302	545	611	600	618
자본금	4	5	5	5	5
자본잉여금	295	524	524	524	524
이익잉여금	5	-11	53	40	55
기타자본변동	-2	28	30	32	34
비자본부분	220	373	418	410	422
자본총계	522	918	1,029	1,010	1,040
순차입금	229	256	297	712	1,080

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-42	-100	289	13	69
당기순이익	0	-47	147	-37	26
비현금항목의 가감	53	53	82	103	147
감가상각비	36	48	66	93	119
외환손익	-2	-6	-3	-4	-7
자본법정이익	0	0	0	0	0
기타	19	11	18	14	35
자산부채의 증감	-83	-96	73	-46	-72
기타현금흐름	-12	-11	-13	-8	-32
투자활동 현금흐름	-234	-346	-301	-451	-451
투자자산	0	-3	0	0	0
유형자산	-231	-340	-300	-450	-450
기타	-3	-4	0	0	0
재무활동 현금흐름	92	457	269	340	302
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	37	43	200	250	250
유상증자	0	238	0	0	0
현금배당	0	-4	-5	-4	-4
기타	55	179	74	94	56
현금의 증감	-166	23	166	-159	-111
기초 현금	306	140	163	328	170
기말 현금	140	163	328	170	58
NOPLAT	4	-54	-81	-24	42
FCF	-196	-349	-314	-380	-289

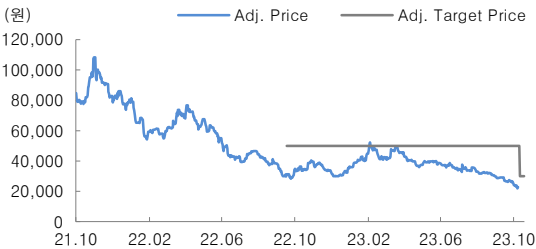
[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:전창현)
본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

솔루스첨단소재(336370) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.10.30	23.10.26	23.07.06	23.05.11	23.04.26	23.04.06
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	30,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
과다율(평균%)		(54.30)	(31.73)	(23.12)	(20.76)	(10.99)
과다율(최대/최소%)		(54.30)	(18.20)	(18.20)	(18.20)	(2.00)
제시일자	23.02.09	22.11.05	22.10.30	22.10.06		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	50,000	50,000	50,000	50,000		
과다율(평균%)	(24.05)	(30.32)	(34.48)	(35.31)		
과다율(최대/최소%)	4.40	(14.60)	(27.40)	(27.40)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						