솔루스첨단소재(336370)

전지박 손익 개선 속도 예상보다 부진

Hold (Maintain)

목표주가(12M)	20,000 원(하향)
종가(2023/10/27)	22,850 원
상승여력	-12.5 %

Stock Indicator	
자본금	5 십억원
발행주식수	4,546 만주
시가총액	861 십억원
외국인지분율	6.2%
52 주 주가	21,950~52,200 원
60 일평균거래량	89,440 주
60 일평균거래대금	2.8 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-21.6	-34.4	-43.3	-37.1
상대수익률	-15.0	-22.7	-35.4	-38.6

Price Trend

FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	461	450	579	829
영업이익(십억원)	-45	-81	-22	31
순이익(십억원)	-11	-38	-3	28
EPS(원)	-259	-835	-57	610
BPS(원)	11,999	11,684	12,147	13,277
PER(배)				37.4
PBR(배)	2.5	2.0	1.9	1.7
ROE(%)	-2.7	-7.0	-0.5	4.8
배당수익률(%)	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	633.1	1,081.3	18.8	11.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

3Q23 실적 시장 기대치 하회하며 부진 지속

동사 3Q23 실적은 매출 1,112 억원(+5% YoY, +10% QoQ), 영업이익 -204 억원 (적자 YoY/QoQ)으로 시장기대치(매출 1,218 억원, 영업이익 -150 억원)를 하회하며 부진했다. 사업부문별 매출은 전지박이 407 억원(+44% YoY, +11% QoQ), 동박이 433 억원(+7% YoY, +18% QoQ), 전자재료가 272 억원(-12% YoY, -1% QoQ)을 기록했다. 중장기 성장 동력 중 하나인 전지박은 고객사 주문량 조정이 일부 개선되며 출하량이 증가했고, 동박은 5G, 반도체 등 전방 산업 업황 위축에도 불구하고 하이-엔드 제품 비중이 확대됐다. 그러나 유럽 내 전력비 하향 안정화에도 불구하고 전지박 헝가리 Ph2 라인 가동에 따른 고정비 부담 증가로 전지박, 동박 사업의 손익 개선은 제한적이었던 것으로 추측된다. 전자소재는 계절적 성수기임에도 불구하고 전방 산업인 OLED 업황이 주요 IT 기기 판매 부진으로 수요 회복 속도가 더디게 나타나고 있다. 특히 삼성디스플레이향 고수익성 주력 제품인 a-ETL 이 경쟁사에게 점유율을 빼앗기면서 전년 동기 대비 매출과 수익성이 크게 감소했다. 기존 전자소재에 포함되어있던 100% 자회사 솔루스바이오텍은 지난 7 월 영국 Croda 로 매각이 완료되면서 3Q23 영업외손익으로 3,423 억원이 반영되었다.

고정비 부담비 높은 전지박 부문 흑자전환 시기 지연될 것으로 전망

동사는 2027 년까지 전지박 캐파 총 12.5 만 t(유럽 10 만 t+북미 2.5 만 t)를 구축하겠다는 명확한 중장기 성장 목표를 제시하고 있다. 다만 당사는 동사의 전지박 부문 흑자전환 시기가 예상보다 지연될 가능성이 높아 2026 년까지도 전사 영업이익률이 한 자릿수에 머물 것으로 판단한다. 전지박 사업은 고정비 부담이 상당히 높음에도 불구하고 동사가 지난 2020 년부터 상당히 공격적으로 캐파 증설에 나서고 있어 매년 감가상각비가 크게 증가하기 때문이다. 기존 전지박 캐파의 기저가 낮은 만큼 단기에 공격적으로 증설할수록 고정비 부담이 빠르게 상승할 수 밖에 없다. 여전히 전지박 생산수율 개선 속도가 더디다는 점도 부담 요인이다. 중장기적으로 발광/비발광 등 다양한 신규 OLED 소재를 연구 개발하여 시장 진입을 목표로 하고 있다는 점은 긍정적이나 결국 전지박 사업의 손익 개선 속도가 관건일 것이다. 이를 반영한 동사의 2026 년 매출액과 영업이익은 각각 1.2 조원(+48% YoY), 557 억원(+57% YoY)을 기록할 것으로 전망된다(동박 2,556 억원, 전지박 7,540 억원, 전자소재 1,990 억원).

목표주가 20,000 원으로 하향, 투자의견 Hold 유지

동사에 대한 목표주가를 20,000 원으로 하향하고 투자의견 Hold 를 유지한다. 목표주가는 동사의 2026 년 사업부문별 예상 지배주주순이익에 동종업종 평균 밸류에이션(이차전지 소재 P/E 22.3 배, OLED 소재 P/E 15.8 배)을 적용한 SOTP 를 활용해 산출했다. 동사의 중장기 성장 동력인 동박, 전지박 부문은 지분 54.31%를 보유하고 있는 Volta Energy Solutions 에 속해있어 지배주주순이익이 축소된다는 점은 동사 주가의 할인 요인이다. 이를 반영한 현 주가는 2025 년, 2026 년 예상 실적 기준 P/E 가 각각 37.5 배, 25.2 배 수준으로 지난 2 월 이후 주가가 큰 폭으로 하락했음에도 불구하고 국내 이차전지 소재 업종 내 24~36 개월 선행 밸류에이션 매력도가 높지 않아 당분간 주가 상승을 기대하기는 어려울 것으로 판단된다.

[이차전지/디스플레이] 정원석
2122-9203 wschung@hi-ib.com

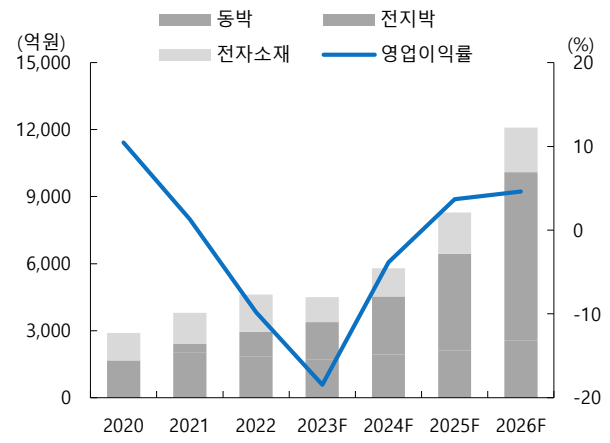
표 1. 솔루스첨단소재 분기별 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액	1,236	1,229	1,056	1,091	1,128	1,012	1,112	1,246	4,612	4,498	5,788	8,288	12,086
동박	518	510	403	399	452	369	433	463	1,831	1,717	1,932	2,124	2,556
전지박	301	322	283	222	402	367	407	495	1,128	1,671	2,591	4,316	7,540
전자소재	417	397	370	470	274	276	272	288	1,653	1,110	1,265	1,847	1,990
YoY	39%	33%	1%	15%	-9%	-18%	5%	14%	21%	-2%	29%	43%	46%
QoQ	30%	-1%	-14%	3%	3%	-10%	10%	12%					
매출원가	1,060	1,063	981	1,053	1,081	1,048	1,111	1,229	4,158	4,468	5,193	6,997	10,350
매출총이익	176	166	75	38	47	-36	1	17	454	30	595	1,291	1,736
매출총익률	14%	13%	7%	3%	4%	-4%	0%	1%	10%	1%	10%	16%	14%
판매비 및 관리비	200	242	270	194	237	203	205	192	906	837	817	985	1,179
판관비율	16%	20%	26%	18%	21%	20%	18%	15%	20%	19%	14%	12%	10%
영업이익	-24	-76	-196	-156	-214	-238	-204	-175	-452	-831	-222	305	557
영업이익률	-2%	-6%	-19%	-14%	-19%	-24%	-18%	-14%	-10%	-18%	-4%	4%	5%
YoY	적자전환	적자전환	적자전환	적자지속	적자지속	적자전환	적자지속	적자지속	적자전환	흑자전환	적자지속	흑자전환	82%
QoQ	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환					
세전이익	-13	62	-148	-269	-230	-302	2,939	-285	-367	2,123	-657	-386	-123
당기순이익	-44	-15	-179	-234	-214	-250	2,147	228	-472	1,910	-575	-338	-107
지배주주순이익	1	47	-84	-78	-110	-132	-114	-24	-113	-379	-26	277	413
순이익률	0%	4%	-8%	-7%	-10%	-13%	-10%	-2%	-2%	-8%	0%	3%	3%
YoY	-96%	-10%	적자전환	적자전환	적자전환	-380%	적자지속	적자지속	적자전환	흑자전환	-93%	-1178%	49%
QoQ	-95%	5862%	적자전환	적자지속	적자지속	흑자전환	적자지속	적자지속					
사업부문별 매출 비중													
동박	42%	42%	38%	37%	40%	36%	39%	37%	40%	38%	33%	26%	21%
전지박	24%	26%	27%	20%	36%	36%	37%	40%	24%	37%	45%	52%	62%
전자소재	34%	32%	35%	43%	24%	27%	24%	23%	36%	25%	22%	22%	16%

자료: 솔루스첨단소재, 하이투자증권

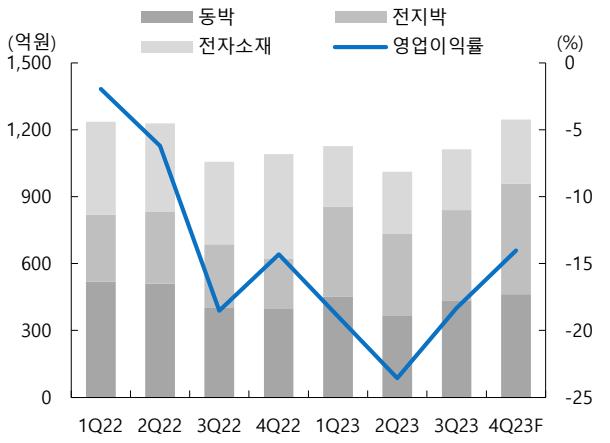
주: 2023 년 솔루스바이오텍 매각 반영, 3Q23 솔루스바이오텍 매각 처분이익 3,423 억원 반영

그림 1. 솔루스첨단소재 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



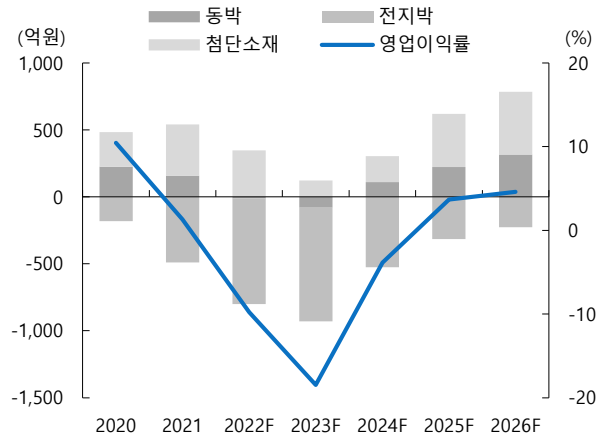
자료: 솔루스첨단소재, 하이투자증권

그림 2. 솔루스첨단소재 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



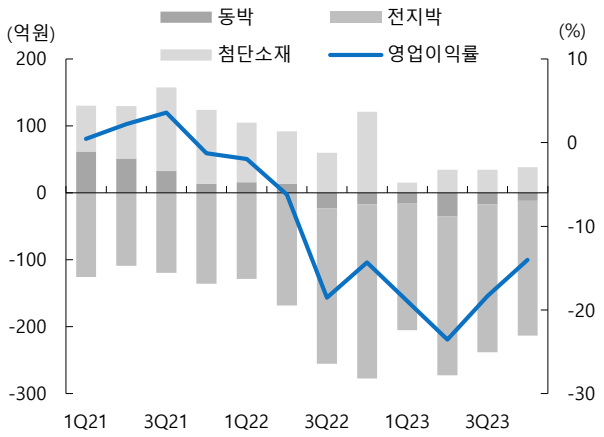
자료: 솔루스첨단소재, 하이투자증권

그림 3. 솔루스첨단소재 사업부문별 연간 영업이익 추이 및 전망



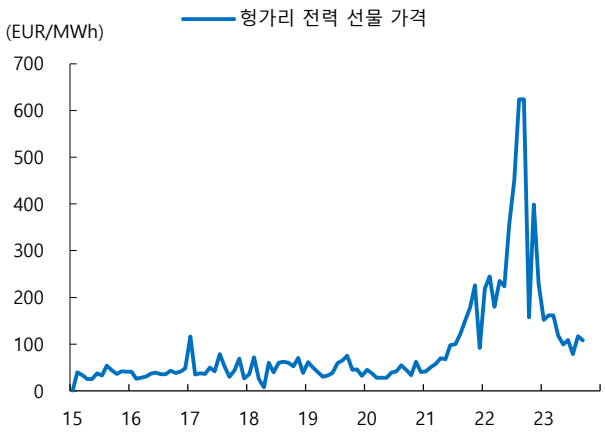
자료: 솔루스첨단소재, 하이투자증권

그림 4. 솔루스첨단소재 사업부문별 분기별 영업이익 추이 및 전망



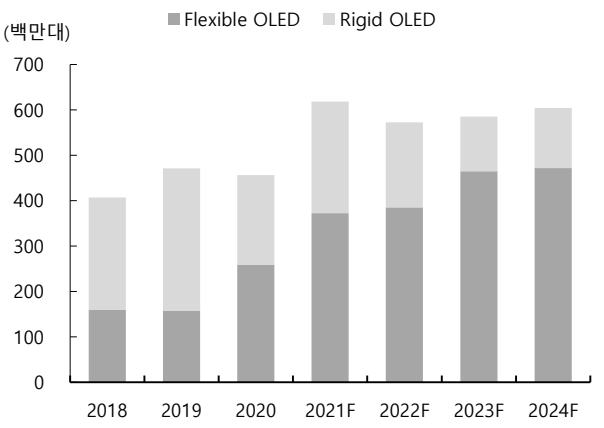
자료: 솔루스첨단소재, 하이투자증권

그림 5. 헝가리 전력 가격 월별 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림 6. 전세계 스마트폰 OLED 패널 출하량 추이 및 전망



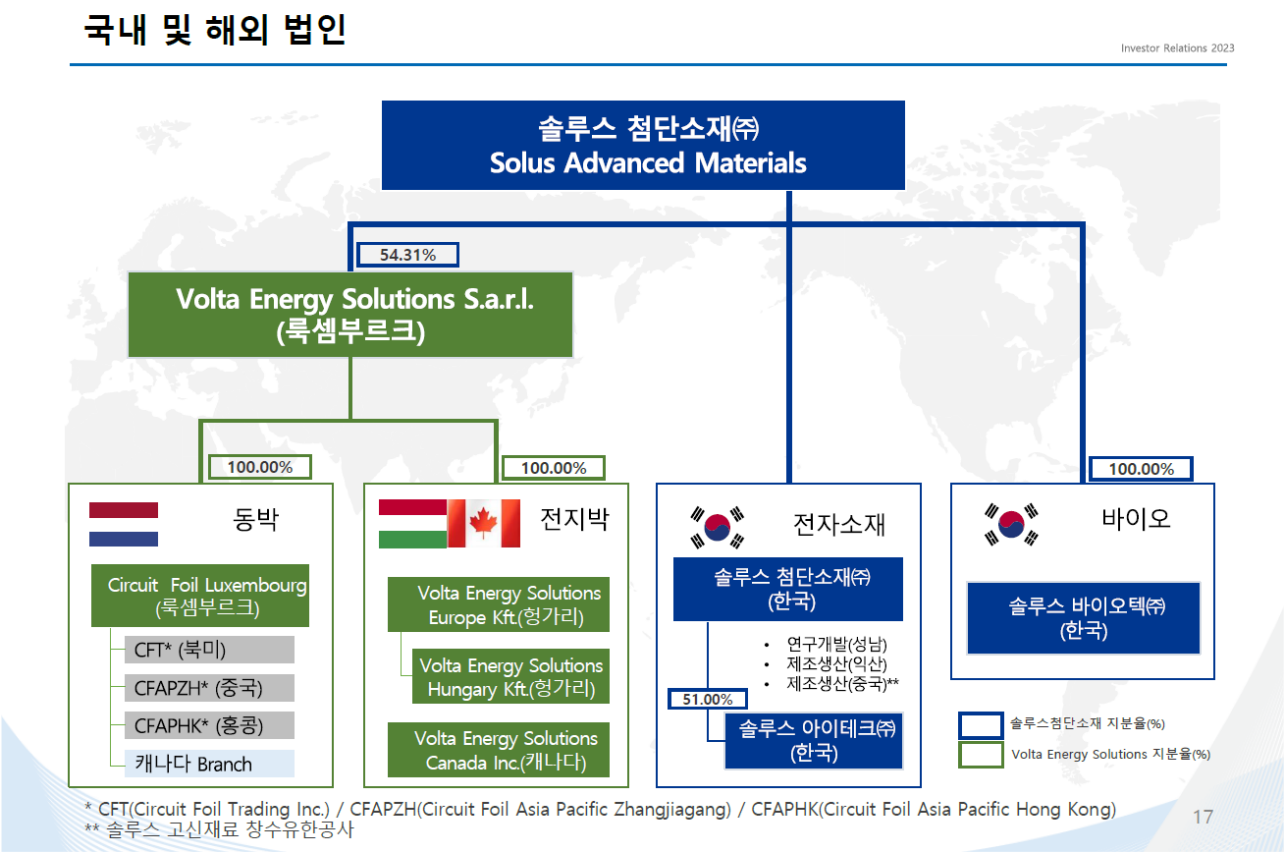
자료: OMDIA, 하이투자증권

표 2. 솔루스첨단소재 목표주가 산출

구분		예상 지배주주 순이익			Target Multiple	적정 기업 가치			비고
		2024F	2025F	2026F		2024F	2025F	2026F	
영업가치 (억원) (a)	전체	-26	277	413	14.9x	-1,580	4,127	6,777	
	전지박+동박	-180	-39	39	22.3x	-4,025	-876	874	국내 이차전지 소재 업종 25년 P/E 평균
	첨단소재(OLED)	155	317	374	15.8x	2,445	5,003	5,903	2025년 OLED 소재 업종 예상 P/E 적용
비영업가치 (억원) (b)	우선주					589	589	589	
적정 기업 가치(억원) (c)						-2,169	3,538	6,188	(c)=(a)-(b)
총 주식수(만주) (d)						3,511	3,511	3,511	
적정주가(원) (e)						-6,177	10,077	17,623	(e)=(c)/(d)
목표주가(원)								20,000	2026년 실적 주가 선반영
전일 종가(원)								22,850	2026년 예상 실적 기준 P/E 25.2배
상승 여력								-12.5%	

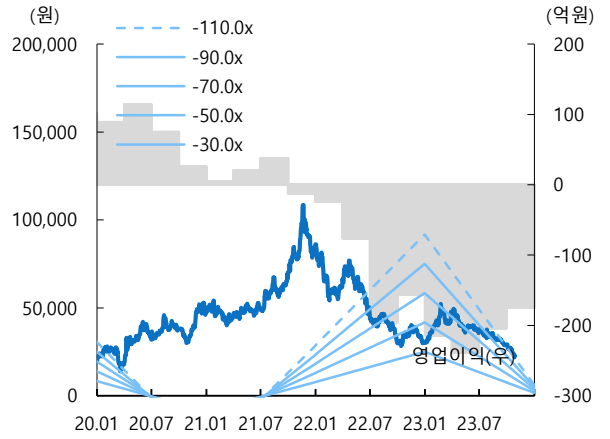
자료: 하이투자증권

그림 7. 솔루스첨단소재 사업부문별 지분 구조



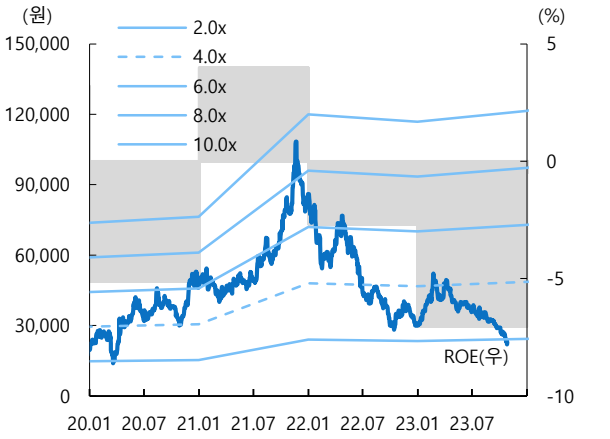
자료: 솔루스첨단소재, 하이투자증권

그림 10. 솔루스첨단소재 12 개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권
주: 2Q23 솔루스바이오텍 매각 처분이익 3,500 억원 반영

그림 11. 솔루스첨단소재 12 개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권
주: 2Q23 솔루스바이오텍 매각 처분이익 3,500 억원 반영

표 3. 국내 주요 이차전지 소재, 부품 업체 Peer group Valuation table

소재	업체명	주가 (원) (10/27)	시가총액 (십억원)	P/E (배) 23F	24F	25F	P/B (배) 23F	24F	25F	EV/EBITDA (배) 23F	24F	25F	지배주주순이익 증가 23F	24F	25F	ROE (%) 23F	24F	25F
셀	LGES	400,000	93,600	54.8	34.0	20.7	4.6	4.1	3.5	20.5	13.3	9.0	123%	61%	64%	8.7	12.7	18.1
	삼성SDI	452,000	31,082	15.9	13.5	10.6	1.6	1.5	1.3	9.5	7.7	6.1	2.6%	18%	28%	11.4	12.0	13.5
	SK이노베이션	124,300	12,511	19.0	6.7	5.1	0.6	0.5	0.5	8.0	5.9	4.9	-59%	195%	32%	3.2	8.9	10.8
양극재	포스코퓨처엠	251,500	19,482	150.4	68.6	34.9	7.6	6.9	5.8	72.2	33.7	19.7	10%	119%	97%	5.1	10.5	18.1
	에코프로비엠	203,500	19,903	75.7	45.8	28.3	12.6	9.9	7.3	38.4	24.0	15.4	13%	65%	62%	17.9	24.2	29.7
	엘앤에프	140,200	5,082	52.5	15.3	10.1	3.4	2.7	2.1	34.0	12.4	8.3	-64%	244%	52%	7.2	21.3	25.8
	코스모신소재	147,600	4,524	226.5	104.4	44.7	12.5	11.2	8.9	90	52.9	25.2	-27%	126%	134%	6.4	11.3	22.2
분리막	SKIET	60,700	4,328	79.1	33.8	18.4	1.9	1.8	1.7	29.1	16.1	10.5	흑전	134%	84%	2.5	5.5	9.4
	더블유씨피	44,600	1,503	23.5	21.8	14.0	1.5	1.4	1.2	13.0	12.1	9.2	16%	8%	56%	6.6	6.5	9.3
전지박	SKC	73,000	2,764	-19.9	27.7	11.4	1.6	1.6	1.4	30.6	10.7	7.6	적지	흑전	144%	-8.5	6.3	14.2
	롯데에너지머티	38,000	1,752	1,192	23.8	17.8	1.2	1.2	1.1	13.4	8.8	7.5	-97%	4901%	34%	0.1	5.0	6.5
	솔루스첨단소재	22,850	802	-21.0	-799	32.5	2.0	2.0	1.9	144	12.6	9.2	적지	적지	흑전	-9.3	-0.3	6.0
전해액/전해질	동화기업	66,800	1,350	-54.2	36.8	15.9	2.0	1.8	1.6	48.8	14.0	8.3	적전	흑전	131%	-3.9	5.6	11.7
	천보	101,100	1,011	-71.5	22.6	10.9	3.1	2.7	2.2	38.3	12.7	8.0	적전	흑전	108%	-4.2	12.9	22.7
	후성	9,780	923	-98.2	38.6	21.8	2.6	2.5	2.2	28.8	11.5	9.1	적전	흑전	77%	-2.6	6.6	10.8
실리콘 음극재	한솔케미칼	148,900	1,688	16.1	11.7	9.2	1.9	1.7	1.5	9.7	7.4	5.7	-33%	38%	27%	13.0	16.0	17.7
	대주전자재료	70,100	1,085	297.3	76.2	19.5	8.6	7.7	5.5	67.3	30.8	13.2	265%	290%	291%	3.1	11.2	34.3
도전재	나노신소재	121,800	1,481	70.8	47.3	27.6	6.8	6.0	5.0	65.1	35.9	20.7	9.7%	50%	71%	10.2	13.7	20.1
	제이오	18,530	581	56.7	38.0	19.8	4.5	4.0	3.3	36.6	21.2	11.1	흑전	51%	92%	11.3	11.9	19.5
부품	신흥에스이씨	38,500	300	10.3	9.0	6.6	1.0	0.9	0.8	5.7	5.0	4.3	73%	15%	37%	10.5	11.0	13.4
평균				103.8	-6.2	19.0	4.1	3.6	2.9	40.2	17.4	10.6	18%	421%	85%	4.4	10.6	16.7

자료: Quantiwise, 하이투자증권

주: 2023 년 10 월 27 일 종가, Consensus 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	508	563	513	403
현금 및 현금성자산	163	276	201	47
단기금융자산	0	0	0	0
매출채권	98	93	109	139
재고자산	172	117	128	139
비유동자산	953	1,171	1,524	1,849
유형자산	865	1,092	1,450	1,780
무형자산	21	13	8	5
자산총계	1,461	1,734	2,037	2,253
유동부채	422	378	416	442
매입채무	103	106	120	158
단기차입금	174	174	174	174
유동성장기부채	127	81	104	93
비유동부채	121	223	522	722
사채	-	-	-	-
장기차입금	118	218	518	718
부채총계	543	601	938	1,164
지배주주지분	545	531	552	604
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	524	524	524	524
이익잉여금	-11	-52	-58	-34
기타자본항목	-12	-12	-12	-12
비지배주주지분	373	602	547	485
자본총계	918	1,133	1,099	1,089

포괄손익계산서

(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	461	450	579	829
증가율(%)	21.3	-2.5	28.7	43.2
매출원가	416	447	519	700
매출총이익	45	3	60	129
판매비와관리비	906	837	817	985
연구개발비	10	8	10	13
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-45	-81	-22	31
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전
영업이익률(%)	-9.8	-17.9	-3.8	3.7
이자수익	2	3	3	1
이자비용	9	41	39	60
지분법이익(손실)	-	342	-	-
기타영업외손익	-1	-2	-2	-2
세전계속사업이익	-37	212	-66	-39
법인세비용	7	21	-8	-5
세전계속이익률(%)	-8.0	47.2	-11.3	-4.7
당기순이익	-47	191	-57	-34
순이익률(%)	-10.2	42.5	-9.9	-4.1
지배주주귀속 순이익	-11	-38	-3	28
기타포괄이익	27	27	27	27
총포괄이익	-20	218	-30	-7
지배주주귀속총포괄이익	-5	-43	-1	5

현금흐름표

(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-100	-13	26	78
당기순이익	-47	191	-57	-34
유형자산감가상각비	43	75	95	122
무형자산상각비	5	7	5	4
지분법관련손실(이익)	-	342	-	-
투자활동 현금흐름	-346	41	-453	-452
유형자산의 처분(취득)	-340	-302	-452	-452
무형자산의 처분(취득)	4	-	-	-
금융상품의 증감	23	113	-75	-154
재무활동 현금흐름	457	129	198	164
단기금융부채의증감	-1	-	-	-
장기금융부채의증감	1	100	300	200
자본의증감	-76	102	299	200
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	23	113	-75	-154
기초현금및현금성자산	140	163	276	201
기말현금및현금성자산	163	276	201	47

주요투자지표

	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)				
EPS	-259	-835	-57	610
BPS	11,999	11,684	12,147	13,277
CFPS	825	962	2,132	3,378
DPS	100	100	100	100
Valuation(배)				
PER				37.4
PBR	2.5	2.0	1.9	1.7
PCR	36.4	23.7	10.7	6.8
EV/EBITDA	633.1	1,081.3	18.8	11.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-2.7	-7.0	-0.5	4.8
EBITDA 이익률	0.5	0.2	13.4	18.9
부채비율	59.1	53.1	85.4	106.9
순부채비율	27.9	17.5	54.2	86.2
매출채권회전율(x)	5.1	4.7	5.7	6.7
재고자산회전율(x)	3.0	3.1	4.7	6.2

자료 : 솔루스첨단소재, 하이투자증권 리서치본부

솔루스첨단소재 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2021-11-08	Buy	110,000	-13.8%	-10.2%
2021-11-15	Buy	130,000	-33.3%	-13.5%
2022-02-10	Buy	95,000	-31.5%	-19.2%
2022-05-31	Buy	85,000	-42.7%	-25.9%
2022-07-25	Buy	60,000	-32.6%	-22.3%
2022-10-05	Buy	41,000	-5.9%	27.3%
2023-04-26	Hold	40,000	-14.9%	2.3%
2023-10-30	Hold	20,000		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2023-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
94.6%	5.4%	-