



솔루스첨단소재 (336370)

왜 악재는 한꺼번에 몰릴까

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

Buy (유지)

목표주가(하향): 44,000원

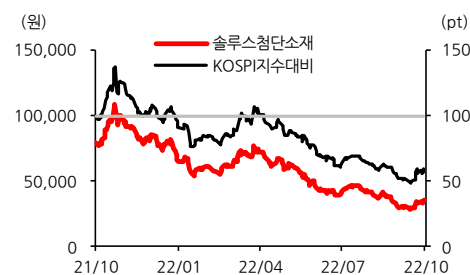
현재 주가(10/28)	36,300원
상승여력	▲ 21.2%
시가총액	12,745억원
발행주식수	35,111천주
52 주 최고가 / 최저가	108,424 / 28,250원
90 일 일평균 거래대금	84.98억원
외국인 지분율	5.3%
주주 구성	
스카이라이프시스템스트레이직인	53.3%
국민연금공단 (외 1 인)	5.2%
이하영 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	16.0	-9.3	-49.7	-53.3
상대수익률(KOSPI)	11.4	-2.4	-34.8	-28.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	381	470	691	1,051
영업이익	2	-51	22	146
EBITDA	38	-5	96	249
지배주주순이익	12	-33	30	135
EPS	345	-977	828	3,810
순차입금	229	140	581	838
PER	249.2	-37.2	43.8	9.5
PBR	11.3	3.2	3.1	2.5
EV/EBITDA	78.7	-283.2	20.4	8.9
배당수익률	0.1	0.3	0.3	0.3
ROE	4.0	-8.2	5.7	22.3

주가 추이



솔루스첨단소재는 3분기 적자 폭이 확대되었습니다. 전력비 상승, 전지박 리콜, 중국 코스메틱 업황 침체 등 악재가 한꺼번에 몰렸습니다. 하 이엔드 전지박은 공급 부족이 이어지며 중장기 성장성은 유효하지만, 동사는 내년 상반기까지 어려운 시기를 지날 것으로 예상됩니다.

3분기: 전력비 상승과 전지박 리콜로 적자 확대

동사의 3분기 실적은 매출액 1,056억 원, 영업적자 196억 원으로 영업 이익 기준 컨센서스(영업적자 68억 원)를 하회했다. 유럽 전력비의 가 파른 상승으로 동박/전지박 부문은 생산할수록 적자가 확대되는 시기 에 접어들며 생산량 조절이 불가피했다. 전지박은 외관상의 이슈로 리 콜 물량까지 발생하며 적자 폭이 확대됐다. 다만, 리콜 이슈는 해결되 며 4분기부터 정상 생산이 진행됐다. 바이오 사업부는 중국 코스메틱 업황 침체로 매출이 감소하며 적자를 기록했다.

4분기 적자 지속 전망

동사의 4분기 실적으로 매출액 1,176억 원, 영업적자 217억 원을 전망 한다. 4분기에도 동박/전지박 생산량 조절이 이어지며, 매출액 증가는 제한적일 전망이다. 적자 폭은 더 확대될 것으로 예상되는데, 3분기 발 생했던 전지박 리콜 비용의 65%는 4분기에 인식하기 때문이다. 한편, 바이오 사업부 매출은 100억 원대로 회복하며 흑자 전환할 것으로 예 상되고, OLED 사업부도 계절적 성수기 효과가 이어지며 견조한 실적 을 이어갈 전망이다.

목표주가 44,000원으로 하향하며 투자의견 Buy 유지

동사에 대한 목표주가를 기존 60,000원에서 44,000원으로 하향한다. 목표주가는 동박/전지박 사업부 24년 NOPLAT에 21배를 적용했다. 동사는 전지박 업체 중 최초로 유럽에 진출했다는 이점이, 전력비 상승 으로 인해 오히려 단기적으로 독이 되었다. 다만, 전지박의 타이트한 수급 상황은 지속될 전망이며, 중장기 공급계약도 꾸준히 나오고 있다. 동사도 국내 배터리 고객사 및 글로벌 OEM과도 추가 공급계약을 앞 두고 있다. 흑자 전환 시기가 늦춰진 것은 아쉽지만, 전력비가 안정화 되고 신규 공장 양산도 시작되면 중장기 성장성은 유효하다.

[표1] 솔루스첨단소재의 3 분기 실적 요약

(단위: 십억 원, %, %p)

	3분기 실적	YoY	QoQ	당사 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	105.6	1.1	(14.1)	132.7	(20.4)	124.3	(15.0)
영업이익	(19.6)	적자전환	적자지속	0.6	적자전환	(6.8)	적자지속
지배주주순이익	(9.7)	적자전환	적자전환	4.6	적자전환	4.9	적자전환
영업이익률	(18.6)			0.5	(19.0)	(5.5)	(13.1)
순이익률	(9.2)			3.4	(12.6)	3.9	(13.1)

자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 솔루스첨단소재 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	88.8	92.2	104.5	95.7	123.6	122.9	105.6	117.6	290.2	386.0	469.7	690.9
전자박(전기차 배터리)	4.3	6.8	15.0	11.7	30.1	32.1	28.2	31.2	0.9	37.8	121.6	267.8
동박(PCB)	53.9	51.5	52.5	45.7	51.8	48.5	40.3	41.8	165.5	203.6	182.4	234.8
OLED 소재	21.8	21.3	24.3	28.4	31.0	29.4	30.9	34.3	81.5	100.6	125.6	140.3
바이오	8.8	12.6	12.7	9.9	10.7	12.9	6.2	10.2	42.3	44.0	40.0	48.0
영업이익	0.4	2.0	3.8	-4.2	-2.4	-7.6	-19.6	-21.7	30.4	2.0	-51.3	22.4
영업이익률	0.5%	2.2%	3.6%	-4.4%	-1.9%	-6.2%	-18.6%	-18.4%	10.5%	0.5%	-10.9%	3.2%

자료: 솔루스첨단소재, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 솔루스첨단소재 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배)

	NOPLAT	Target Multiple	적정 가치 (십억 원)	비고
영업가치	첨단소재 33.4 동박+전자박 48.9 사업 가치 합계(a) 82.3	23 21 21.8	768 1,027 1,794	23년 NOPLAT, 덕산네오룩스 과거 P/E 24년 NOPLAT, 22년 peer 평균 P/E
비영업가치	순차입금 우선주 시가총액 비영업가치(b) 233		140 93 233	22년 말 기준
적정 기업 가치			1,561	(a)-(b)
주식 수(천 주)			35,111	
적정 주가(원)			44,460	
목표주가			43,000	
현재주가			36,300	
상승 여력(%)			22%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	290	381	470	691	1,051
매출총이익	97	78	53	172	369
영업이익	30	2	-51	22	146
EBITDA	50	38	-5	96	249
순이자손익	-6	-5	-6	-8	-10
외화관련손익	-23	10	31	32	31
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-2	1	-27	49	170
당기순이익	-11	0	-44	30	135
지배주주순이익	-11	12	-33	30	135
증가율(%)					
매출액	314.5	31.4	23.2	47.1	52.1
영업이익	198.5	-93.3	적전	흑전	549.9
EBITDA	264.6	-25.1	적전	흑전	160.1
순이익	적전	흑전	적전	흑전	347.8
이익률(%)					
매출총이익률	33.3	20.5	11.3	24.9	35.1
영업이익률	10.5	0.5	-10.9	3.2	13.9
EBITDA 이익률	17.3	9.9	-1.1	13.9	23.7
세전이익률	-0.8	0.2	-5.8	7.1	16.2
순이익률	-3.8	0.0	-9.4	4.4	12.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	-31	-42	25	74	209
당기순이익	-11	0	-44	30	135
자산상각비	20	36	46	73	103
운전자본증감	-68	-83	62	-30	-29
매출채권 감소(증가)	1	-20	48	-15	-28
재고자산 감소(증가)	25	-66	125	-31	-28
매입채무 증가(감소)	12	24	-104	17	27
투자현금흐름	-176	-234	-351	-511	-461
유형자산처분(취득)	-170	-231	-343	-500	-450
무형자산 감소(증가)	-6	-3	-6	-8	-8
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	417	92	595	96	195
차입금의 증가(감소)	33	35	179	100	200
자본의 증가(감소)	-11	0	237	-4	-5
배당금의 지급	11	0	4	4	5
총현금흐름	44	53	-25	104	238
(-)운전자본증감(감소)	16	82	-105	30	29
(-)설비투자	172	232	343	500	450
(+)자산매각	-5	-2	-6	-8	-8
Free Cash Flow	-149	-263	-270	-434	-249
(-)기타투자	51	0	44	3	3
잉여현금	-200	-264	-314	-437	-252
NOPLAT	22	1	-37	14	115
(+) Dep	20	36	46	73	103
(-)운전자본투자	16	82	-105	30	29
(-)Capex	172	232	343	500	450
OpFCF	-146	-278	-230	-443	-261

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	450	394	522	228	229
현금성자산	306	140	431	90	33
매출채권	60	84	39	54	81
재고자산	68	140	18	48	76
비유동자산	391	617	1,014	1,451	1,809
투자자산	60	62	68	70	73
유형자산	318	535	923	1,349	1,696
무형자산	12	20	24	32	39
자산총계	841	1,012	1,536	1,679	2,038
유동부채	167	293	284	301	329
매입채무	68	99	35	52	79
유동성이자부채	83	180	230	230	230
비유동부채	184	197	349	449	649
비유동이자부채	173	189	341	441	641
부채총계	351	489	632	750	978
자본금	4	4	5	5	5
자본잉여금	295	295	524	524	524
이익잉여금	-7	5	-32	-7	123
자본조정	0	-2	18	18	18
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	490	522	904	930	1,060

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-351	345	-977	828	3,810
BPS	7,377	7,634	11,297	11,863	14,729
DPS	10	96	100	100	100
CFPS	1,068	1,287	-559	2,278	5,237
ROA(%)	-1.7	1.3	-2.6	1.9	7.3
ROE(%)	-5.1	4.0	-8.2	5.7	22.3
ROIC(%)	6.5	0.1	-4.1	1.1	6.8
Multiples(x, %)					
PER	-136.2	249.2	-37.2	43.8	9.5
PBR	6.5	11.3	3.2	3.1	2.5
PSR	6.8	9.3	3.5	2.4	1.6
PCR	44.7	66.9	-65.0	15.9	6.9
EV/EBITDA	29.2	78.7	-283.2	20.4	8.9
배당수익률	0.0	0.1	0.3	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	71.7	93.7	69.9	80.6	92.2
Net debt/Equity	-10.1	43.9	15.5	62.5	79.1
Net debt/EBITDA	-98.8	609.0	-2,636.0	607.4	336.6
유동비율	269.0	134.8	184.1	75.8	69.6
이자보상배율(배)	4.9	0.4	n/a	2.7	13.7
자산구조(%)					
투하자본	54.6	78.8	67.7	90.4	94.7
현금+투자자산	45.4	21.2	32.3	9.6	5.3
자본구조(%)					
차입금	34.3	41.4	38.7	41.9	45.1
자기자본	65.7	58.6	61.3	58.1	54.9

[Compliance Notice]

(공표일: 2022년 10월 31일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[솔루스첨단소재 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2020.11.10	2020.11.20	2021.02.10	2022.03.03	2022.03.03	2022.04.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy
목표가격	50,000	50,000	50,000	이용욱	90,000	90,000
일 시	2022.04.22	2022.07.21	2022.10.31			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	90,000	60,000	44,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.03.03	Buy	86,739	-31.27	-11.46
2022.07.21	Buy	60,000	-36.17	-22.33
2022.10.31	Buy	44,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.5%	5.5%	0.0%	100.0%