



솔루스첨단소재 (336370)

인내가 필요한 시기

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 50,000원

현재 주가(2/9)	42,950원
상승여력	▲ 16.4%
시가총액	15,080억원
발행주식수	35,111천주
52 주 최고가 / 최저가	76,800 / 28,250원
90 일 일평균 거래대금	60.94억원
외국인 지분율	5.7%

주주 구성	
스카이라이프/로템/스트레이트인	53.3%
국민연금공단 (외 1인)	5.2%
이하영 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	34.0	24.7	-6.4	-33.4
상대수익률(KOSPI)	28.4	22.3	-5.6	-23.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	381	461	590	931
영업이익	2	-45	3	106
EBITDA	38	1	71	210
지배주주순이익	12	-8	17	69
EPS	345	-244	443	1,926
순차입금	229	177	642	1,029
PER	249.2	-128.4	97.0	22.3
PBR	11.3	2.6	3.5	3.1
EV/EBITDA	78.7	2,244.4	31.6	12.6
배당수익률	0.1	0.3	0.2	0.2
ROE	4.0	-1.8	3.0	11.7

주가 추이



솔루스첨단소재는 올해 상반기까지 적자가 지속될 것으로 예상됩니다. 유럽 지역의 높은 전력비와 헝가리 전지박 공장의 셋업 비용이 원가 부담으로 작용하기 때문입니다. 헝가리 2 공장 물량이 본격적으로 반영되는 하반기부터 적자폭은 크게 줄어들 전망입니다.

4분기: 전사 적자 폭 축소. 그러나 전지박은 유지

동사의 4분기 실적은 매출액 1,091억 원, 영업적자 156억 원으로 낮은 컨센서스(영업적자 254억 원)를 상회했다. OLED/바이오 사업부 실적이 회복하며 적자 폭이 축소됐으나, 전지박은 전분기와 유사한 수준의 적자(250억 원 적자 추정)가 지속된 점이 아쉬웠다. 전지박 매출도 전분기 대비 감소했으며, 이는 3분기 발생한 전지박 리콜을 위해 실패한 매량이 감소했기 때문이다. 이에 따라 리콜 비용의 70%를 4분기에 인식했으며, 유럽의 높은 전력비도 원가 부담으로 작용했다. 동박 부문은 아시아 지역 IT/네트워크용 수요 부진으로 20억 원 수준의 적자를 기록한 것으로 추정된다.

상반기는 인내의 시간

동사의 1분기 실적으로 매출액 1,036억 원, 영업적자 149억 원을 전망한다. 전지박은 실패한 매량이 재차 증가하나, 낮은 환율과 높은 전력비, 헝가리 2공장 셋업 비용이 발생하며 여전히 200억 원 수준의 적자가 예상된다. 전지박은 4분기 흑자전환을 목표로 하고 있다. 동박도 1분기까지 적자가 지속되나, IT/네트워크 수요가 회복되며 2분기 흑자전환 후 하반기로 갈수록 매출액 및 수익성은 회복될 것으로 전망한다. OLED 사업부는 올해도 상저하고의 실적이 예상되며, 디스플레이 전방 시장 부진으로 성장률은 제한적일 전망이다. 이에 따라 20% 중후반을 기록하던 수익성도 올해에는 하락이 불가피할 것으로 예상된다.

목표주가 50,000원으로 상향, 투자의견 Buy 유지

목표주가를 50,000원으로 상향한다. 전지박/동박 25년 NOPLAT에 동종업체 평균 PER 25배를 적용했다. 동사는 글로벌 OEM용으로 신규 공급계약을 앞두고 있으며, 전력비 상승분도 판가에 점차 반영될 예정이다. 솔루스바이오텍도 3,500억 원에 매각하며 전지박 투자 재원도 확보했다. 유럽/캐나다에 선제적인 진출을 기반으로 중장기 성장성은 유효하나, 흑자전환 시기 지연은 단기적으로 주가에 부담요인이다.

[표1] 솔루스첨단소재 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	123.6	122.9	105.6	109.1	103.6	123.9	170.0	192.2	380.5	458.3	589.8	930.6
전자박(전기차 배터리)	30.1	32.1	28.3	22.2	32.1	48.9	81.7	98.6	37.8	112.7	261.3	487.5
동박(PCB)	51.8	48.5	40.3	39.9	42.2	43.7	51.0	58.3	203.6	180.5	195.2	264.9
OLED 소재	31.0	29.4	30.9	33.7	29.3	31.3	37.3	35.3	95.1	125.1	133.3	178.2
바이오	10.7	12.9	6.2	13.3	-	-	-	-	44.0	40.0	-	-
영업이익	-2.4	-7.6	-19.6	-15.6	-14.9	-8.2	8.6	17.3	2.0	-45.2	2.7	105.6
영업이익률	-2.0%	-6.2%	-18.6%	-14.3%	-14.4%	-6.6%	5.0%	9.0%	0.5%	-9.9%	0.5%	11.3%

자료: 솔루스첨단소재, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 솔루스첨단소재 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배)

	NOPLAT	Target Multiple	적정 가치 (십억 원)	비고	
영업가치	첨단소재	35.8	25	895	23년 NOPLAT, 덕산네오룩스 P/E
	동박+전자박	81.8	25	2,045	25년 NOPLAT, 24년 peer 평균 P/E
	사업 가치 합계(a)	117.6	25.0	2,940	
비영업가치	순차입금			1,100	24~25년 예상 평균
	우선주 시가총액			107	
	비영업가치(b)			1,207	
적정 기업 가치			1,733	(a)-(b)	
주식 수(천 주)			35,111		
적정 주가(원)			49,354		
목표주가			50,000		
현재주가			42,950		
상승 여력(%)			16%		

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	290	381	461	590	931
매출총이익	97	78	53	119	273
영업이익	30	2	-45	3	106
EBITDA	50	38	1	71	210
순이자손익	-6	-5	-6	-14	-20
외화관련손익	-23	10	28	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-2	1	-21	28	131
당기순이익	-11	0	-38	11	97
지배주주순이익	-11	12	-8	17	69
증가율(%)					
매출액	314.5	31.4	21.0	27.9	57.8
영업이익	198.5	-93.3	적전	흑전	3,793.9
EBITDA	264.6	-25.1	-98.5	12,457.8	194.6
순이익	적전	흑전	적전	흑전	777.9
이익률(%)					
매출총이익률	33.3	20.5	11.4	20.1	29.3
영업이익률	10.5	0.5	-9.8	0.5	11.3
EBITDA 이익률	17.3	9.9	0.1	12.1	22.6
세전이익률	-0.8	0.2	-4.5	4.7	14.1
순이익률	-3.8	0.0	-8.2	1.9	10.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	-31	-42	35	48	137
당기순이익	-11	0	-38	11	97
자산상각비	20	36	46	69	105
운전자본증감	-68	-83	99	-38	-37
매출채권 감소(증가)	1	-20	49	-24	-34
재고자산 감소(증가)	25	-66	132	-37	-34
매입채무 증가(감소)	12	24	-64	25	33
투자현금흐름	-176	-234	-372	-509	-519
유형자산처분(취득)	-170	-231	-368	-510	-520
무형자산 감소(증가)	-6	-3	0	4	4
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	417	92	463	296	295
차입금의 증가(감소)	33	35	47	300	300
자본의 증가(감소)	-11	0	237	-4	-5
배당금의 지급	11	0	4	4	5
총현금흐름	44	53	-50	86	174
(-)운전자본증가(감소)	16	82	-87	38	37
(-)설비투자	172	232	368	510	520
(+)자산매각	-5	-2	0	4	4
Free Cash Flow	-149	-263	-331	-458	-379
(-)기타투자	51	0	-8	3	4
잉여현금	-200	-264	-323	-461	-382
NOPLAT	22	1	-33	1	78
(+) Dep	20	36	46	69	105
(-)운전자본투자	16	82	-87	38	37
(-)Capex	172	232	368	510	520
OpFCF	-146	-278	-268	-478	-374

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	450	394	413	311	296
현금성자산	306	140	298	132	46
매출채권	60	84	36	60	94
재고자산	68	140	16	54	88
비유동자산	391	617	1,097	1,538	1,952
투자자산	60	62	83	86	90
유형자산	318	535	996	1,437	1,852
무형자산	12	20	19	14	10
자산총계	841	1,012	1,510	1,849	2,248
유동부채	167	293	270	296	331
매입채무	68	99	33	58	91
유동성이자부채	83	180	211	211	211
비유동부채	184	197	277	577	878
비유동이자부채	173	189	264	564	864
부채총계	351	489	547	874	1,209
자본금	4	4	5	5	5
자본잉여금	295	295	524	524	524
이익잉여금	-7	5	-7	5	70
자본조정	0	-2	23	23	23
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	490	522	963	975	1,039

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-351	345	-244	443	1,926
BPS	7,377	7,634	11,972	12,240	13,651
DPS	10	96	100	100	100
CFPS	1,068	1,287	-1,092	1,884	3,825
ROA(%)	-1.7	1.3	-0.6	1.0	3.4
ROE(%)	-5.1	4.0	-1.8	3.0	11.7
ROIC(%)	6.5	0.1	-3.5	0.1	4.2
Multiples(x, %)					
PER	-136.2	249.2	-128.4	97.0	22.3
PBR	6.5	11.3	2.6	3.5	3.1
PSR	6.8	9.3	3.1	3.3	2.1
PCR	44.7	66.9	-28.7	22.8	11.2
EV/EBITDA	29.2	78.7	2,244.4	31.6	12.6
배당수익률	0.0	0.1	0.3	0.2	0.2
안정성(%)					
부채비율	71.7	93.7	56.9	89.6	116.3
Net debt/Equity	-10.1	43.9	18.4	65.9	99.0
Net debt/EBITDA	-98.8	609.0	31,158.7	899.8	489.1
유동비율	269.0	134.8	152.6	104.9	89.3
이자보상배율(배)	4.9	0.4	n/a	0.2	5.2
자산구조(%)					
투하자본	54.6	78.8	75.0	88.1	93.8
현금+투자자산	45.4	21.2	25.0	11.9	6.2
자본구조(%)					
차입금	34.3	41.4	33.0	44.3	50.8
자기자본	65.7	58.6	67.0	55.7	49.2

[Compliance Notice]

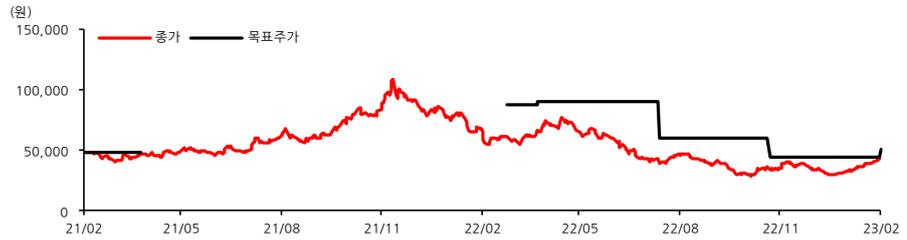
(공표일: 2023년 02월 10일)

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

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 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]

일시	2021.02.10	2022.03.03	2022.03.03	2022.04.05	2022.04.22	2022.07.21
투자의견	Buy	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	이용육	90,000	90,000	90,000	60,000
일시	2022.10.31	2023.02.10				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	44,000	50,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

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	-19.60	-2.95
2023.02.10	Buy	50,000		

[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 추정에 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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%