



솔루스첨단소재 (336370)

소외받는 전지박, 수주&수익성 개선 필요

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 55,000원

현재 주가(4/14)	45,700원
상승여력	▲ 20.4%
시가총액	16,046억원
발행주식수	35,111천주
52 주 최고가 / 최저가	76,800 / 28,250원
90 일 일평균 거래대금	153.9억원
외국인 지분율	6.1%

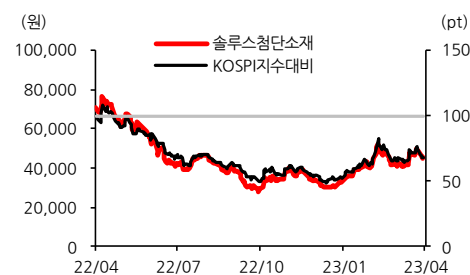
주주 구성	
스카이라이프시스템스트라티직인	53.3%
국민연금공단 (외 1인)	6.2%
이하영 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.4	41.3	56.2	-34.4
상대수익률(KOSPI)	0.9	33.5	40.0	-29.1

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	380	461	609	915
영업이익	5	-45	-2	102
EBITDA	41	3	62	187
지배주주순이익	12	-11	13	65
EPS	345	-352	342	1,832
순차입금	229	256	551	871
PER	249.2	-85.3	133.5	24.9
PBR	11.3	2.5	3.9	3.5
EV/EBITDA	73.0	507.8	36.3	13.8
배당수익률	0.1	0.3	0.2	0.2
ROE	4.0	-2.7	2.4	11.5

주가 추이



솔루스첨단소재의 전지박 사업부 적자는 기존 가이드선대로 4 분기 흑자전환이 예상됩니다. 그러나, 최근 2 차전지 주가 상승세를 감안하면 전지박만 유독 소외받고 있습니다. 추가 수주 논의 및 수익성 개선만 가속화되면 전지박 업종에 대한 눈높이도 올라갈 것으로 기대됩니다.

1분기 영업적자 지속

동사의 1분기 실적은 매출액 1,149억 원, 영업적자 164억 원으로 영업이익 기준 컨센서스(142억 원 적자)를 소폭 하회할 것으로 전망한다. 1) 디스플레이 시장 약세로 OLED 소재 매출이 감소하며 수익성은 10% 중반(22년 평균 20% 초중반)까지 하락할 것으로 전망된다. 2) 동박/전지박 적자도 200억 원 내외로 추정된다. 연초 140유로/MWh였던 전력비는 3월 100유로까지도 내려갔으나 여전히 평년 수준(70유로) 대비 높은 편이다. 전력비 안정화 및 수율이 개선되며 동박/전지박 사업부는 연초 가이드선대로 각각 2, 4분기 흑자전환할 것으로 예상된다.

주요 고객사 및 북미향 수주 기대감

동사는 올해 초 북미 OEM과 추가 계약을 수주했다. 올해 내로 핵심 고객사였던 LGES향 추가 수주가 기대되며, 삼성SDI향으로 수주가 확대될 여지가 높다. 한편, 전지박은 IRA 내 광물/부품 구분이 모호한 편이나, 광물로 분류되어 미국 진출이 불필요하다는 쪽으로 의견이 물리고 있다. 그러나 여전히 탈중국화 니즈는 높으며, 고객사들도 현지 납품을 선호한다. 동사의 캐나다 공장 phase1(1.8만 톤)은 24년 말 완공 예정이며, 이미 핵심 고객사향으로 물량이 배정된 상태다. 미국향 추가 수주에 따라 phase2 착공도 가속화될 여지가 높다고 판단한다.

목표주가 55,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 55,000원으로 상향한다. 동박/전지박 사업부 25년 NOPLAT에 최근 상향된 2차전지 소재 평균 PER 27배를 적용했다. 연초 이후 양극재를 중심으로 2차전지 업종 주가 상승률이 가파르다. 상대적으로 높은 전력비로 실적 개선이 더딘 전지박만 소외받고 있다. 그러나 전지박 업종도 분기별 계단식 실적 성장이 예상된다. 동사 또한 북미향 추가 수주 및 수율 개선/유럽 전력비 안정화에 따른 수익성 개선이 가속화된다면 주가도 재차 반등할 것으로 기대된다.

[표1] 솔루스첨단소재 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	123.6	122.9	105.6	109.1	114.9	144.1	163.8	186.4	380.5	458.3	609.1	914.8
전자박(전기차 배터리)	30.1	32.1	28.3	22.2	32.6	51.1	76.2	93.0	37.8	112.7	253.0	496.1
동박(PCB)	51.8	48.5	40.3	39.9	44.1	47.7	51.3	56.5	203.6	180.5	199.5	245.9
OLED 소재	31.0	29.4	30.9	33.7	25.9	30.4	36.2	36.9	95.1	125.1	129.4	172.7
바이오	10.7	12.9	6.2	13.3	12.3	14.8	-	-	44.0	40.0	27.1	-
영업이익	-2.4	-7.6	-19.6	-15.6	-16.4	-3.3	5.1	12.8	2.0	-45.2	-1.8	102.1
영업이익률	-2.0%	-6.2%	-18.6%	-14.3%	-14.3%	-2.3%	3.1%	6.9%	0.5%	-9.9%	-0.3%	11.2%

자료: 솔루스첨단소재, 한화투자증권 리서치센터

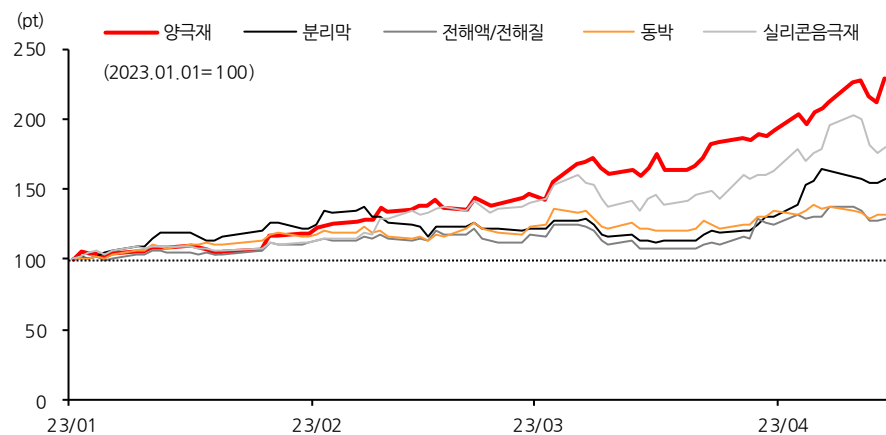
[표1] 솔루스첨단소재 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배)

	NOPLAT	Target Multiple	적정 가치 (십억 원)	비고
영업가치	첨단소재 31.5	25	787	23년 NOPLAT, 덕산네오룩스 P/E
	동박+전자박 78.1	27	2,107	25년 NOPLAT, 24~25년 Peer 평균 P/E
	사업 가치 합계(a)	26.4	2,895	
비영업가치	순차입금		871	24년 말 기준
	우선주 시가총액		112	
	비영업가치(b)		983	
적정 기업 가치			1,912	(a)-(b)
주식 수(천 주)			35,111	
적정 주가(원)			54,460	
목표주가			55,000	
현재주가			45,700	
상승 여력(%)			20%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 2 차전자 업종별 시가총액 상승률: 상대적으로 저조한 동박



자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	290	380	461	609	915
매출총이익	97	78	45	122	278
영업이익	30	5	-45	-2	102
EBITDA	50	41	3	62	187
순이자손익	-6	-5	-7	-25	-33
외화관련손익	-23	10	17	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-2	4	-37	0	107
당기순이익	-11	0	-47	8	94
지배주주순이익	-11	12	-11	13	65
증가율(%)					
매출액	314.5	31.1	21.3	32.1	50.2
영업이익	198.5	-83.5	적전	적지	흑전
EBITDA	264.6	-19.2	-93.6	2,322.7	199.6
순이익	적전	흑전	적전	흑전	1,107.1
이익률(%)					
매출총이익률	33.3	20.4	9.8	20.0	30.4
영업이익률	10.5	1.3	-9.8	-0.3	11.2
EBITDA 이익률	17.3	10.7	0.6	10.3	20.5
세전이익률	-0.8	0.9	-8.0	0.0	11.7
순이익률	-3.8	0.0	-10.2	1.3	10.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	-31	-42	-100	172	118
당기순이익	-11	0	-47	8	94
자산상각비	20	36	48	64	85
운전자본증감	-68	-83	-96	111	-32
매출채권 감소(증가)	1	-20	-10	40	-29
재고자산 감소(증가)	25	-66	-37	120	-29
매입채무 증가(감소)	12	24	-24	-47	28
투자현금흐름	-176	-234	-346	-463	-433
유형자산처분(취득)	-170	-231	-340	-450	-420
무형자산 감소(증가)	-6	-3	-4	-10	-10
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	417	92	457	296	195
차입금의 증가(감소)	33	35	40	300	200
자본의 증가(감소)	-11	0	235	-4	-5
배당금의 지급	11	0	4	4	5
총현금흐름	44	53	6	61	151
(-)운전자본증감(감소)	16	82	81	-111	32
(-)설비투자	172	232	340	450	420
(+)자산매각	-5	-2	-4	-10	-10
Free Cash Flow	-149	-263	-419	-288	-312
(-)기타투자	51	0	17	3	3
잉여현금	-200	-264	-436	-291	-315
NOPLAT	22	4	-33	-1	90
(+) Dep	20	36	48	64	85
(-)운전자본투자	16	82	81	-111	32
(-)Capex	172	232	340	450	420
OpFCF	-146	-275	-406	-276	-277

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	450	394	508	355	297
현금성자산	306	140	164	168	49
매출채권	60	84	98	58	87
재고자산	68	140	172	52	81
비유동자산	391	617	953	1,352	1,700
투자자산	60	62	67	70	73
유형자산	318	535	865	1,251	1,586
무형자산	12	20	21	31	41
자산총계	841	1,012	1,461	1,707	1,997
유동부채	167	293	422	376	404
매입채무	68	99	103	56	84
유동성이자부채	83	180	302	302	302
비유동부채	184	197	121	421	621
비유동이자부채	173	189	118	418	618
부채총계	351	489	543	797	1,025
자본금	4	4	5	5	5
자본잉여금	295	295	524	524	524
이익잉여금	-7	5	-11	-2	59
자본조정	0	-2	28	11	11
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	490	522	918	910	971

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-351	345	-352	342	1,832
BPS	7,377	7,634	11,999	11,828	13,166
DPS	10	96	100	100	100
CFPS	1,068	1,287	132	1,341	3,311
ROA(%)	-1.7	1.3	-0.9	0.8	3.5
ROE(%)	-5.1	4.0	-2.7	2.4	11.5
ROIC(%)	6.5	0.6	-3.4	-0.1	5.4
Multiples(x, %)					
PER	-136.2	249.2	-85.3	133.5	24.9
PBR	6.5	11.3	2.5	3.9	3.5
PSR	6.8	9.3	3.0	3.4	2.3
PCR	44.7	66.9	227.8	34.1	13.8
EV/EBITDA	29.2	73.0	507.8	36.3	13.8
배당수익률	0.0	0.1	0.3	0.2	0.2
안정성(%)					
부채비율	71.7	93.7	59.1	87.5	105.6
Net debt/Equity	-10.1	43.9	27.9	60.6	89.7
Net debt/EBITDA	-98.8	564.5	9,924.1	882.7	465.3
유동비율	269.0	134.8	120.3	94.5	73.3
이자보상배율(배)	4.9	1.1	n/a	n/a	3.1
자산구조(%)					
투하자본	54.6	78.8	83.6	86.0	93.8
현금+투자자산	45.4	21.2	16.4	14.0	6.2
자본구조(%)					
차입금	34.3	41.4	31.4	44.2	48.6
자기자본	65.7	58.6	68.6	55.8	51.4

[Compliance Notice]

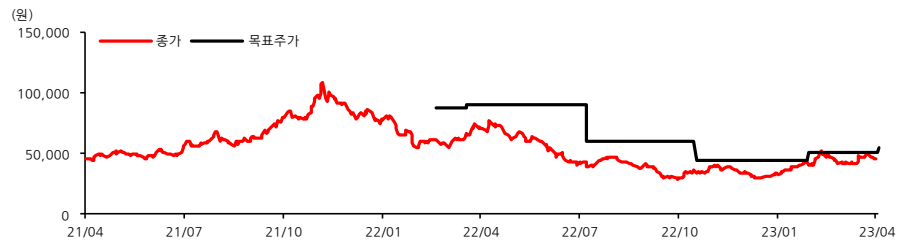
(공표일: 2023년 04월 17일)

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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[솔루스첨단소재 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.03.03	2022.03.03	2022.04.05	2022.04.22	2022.07.21	2022.10.31
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	이용욱	90,000	90,000	90,000	60,000	44,000
일 시	2023.02.10	2023.04.17				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	50,000	55,000				

[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	-19.36	-2.39
2023.02.10	Buy	50,000	-10.20	4.40
2023.04.17	Buy	55,000		

[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: 2023년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.2%	6.2%	0.6%	100.0%