

# 솔루스첨단소재 (336370)

## 증장기 관점 접근

### 4Q22 Review : 전지박 적자 지속

전지박 및 OLED 소재 기업 솔루스첨단소재의 4Q22 실적은 매출 1,091억원(YoY +14%, QoQ +3%), 영업적자 157억원(YoY 적자 지속, QoQ 적자 지속)으로 컨센서스를 하회했다. 1) 전지박 부문의 경우 전력비 상승 부담 최소화하기 위한 생산량 조절 지속되며 부문 매출 QoQ -22% 감소했다. 다만, 전년 동기 대비해서는 CAPA 확대 효과로 부문 매출 +90% 증가했다. 수익성의 경우, 3분기 발생했던 리콜 비용 잔여분이 4분기에 반영되며 부문 수익성은 전분기 대비 악화된 것으로 추정된다. 2) 5G 네트워크 장비를 전방 수요로 두고 있는 동박 부문 매출은 글로벌 5G 투자 부진 및 PCB 수요 감소로 부문 매출 YoY -13%, QoQ -1% 감소했다. 3) 스마트폰 및 TV 향 OLED 소재 부문 매출은 아이폰 프로 등 하이엔드 세트 수요 호조 힘입어 부문 매출 YoY +19%, QoQ +9% 증가했다.

### 1분기 적자 지속 전망

1Q23 실적은 매출 987억원(YoY -20%, QoQ -10%), 영업적자 27억원(YoY 적자 지속, QoQ 적자 지속)으로 6개 분기 연속 적자 불가 피할 전망이다. 다만 전력비 하락 및 리콜 비용 소멸 영향으로 전지박 부문 적자폭은 4분기 대비 축소될 것으로 판단한다. 한편, 바이오 부문 매각으로 인한 매출 감소로 전사 매출 규모는 전분기 대비 감소할 전망이다. 추가 Swing factor인 전지박 부문 수익성의 경우, 고점 대비 1/4 수준으로 하락한 전력비 감안할 때, 2023년 하반기 중 분기 흑자 전환 가능할 것으로 판단한다.

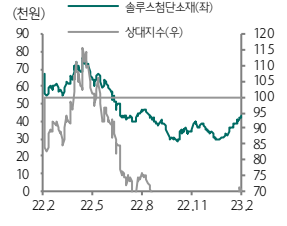
### 증장기 관점 접근

투자 의견 BUY를 유지한다. 목표주가는 전지박 부문의 Valuation 기준시점을 2025년으로 변경(2025년 북미 전지박 법인 매출 증가 본격화 감안)함에 따라 5만원으로 상향한다. 다만 흑자 전환 시점의 경우 5G 동박 부문 수익성 악화 및 전지박 고정비 부담 증가세 반영해, 기존 2023년 2분기 전사 흑자 전환, 2023년 3분기 전지박 부문의 흑자 전환 전망을 각각 2023년 3분기 전사 흑자 전환, 2023년 4분기 전지박 부문 흑자 전환 전망으로 변경하였다. 최근 주가 급상승에 따른 가격 부담으로 단기 주가 흐름 부진할 수 있으나, 3월 유럽 원자재법 및 미국 IRA 시행령 발표 이후 헝가리 및 캐나다 현지 공장 보유한 솔루스첨단소재의 Valuation Factor 상승이 나타날 것으로 판단한다. 단기 실적 모멘텀 부재한 것 사실이나 증장기 관점에서 조정 시 매수를 권고한다.

### 기업분석(Report)

**BUY**

| TP(12M): 50,000원(상향) | CP(2월09일): 42,950원

Key Data		Consensus Data		
		2022	2023	
KOSPI 지수 (pt)	2,481.52	매출액(십억원)	472.2	637.6
52주 최고/최저(원)	76,800/28,250	영업이익(십억원)	(52.2)	17.9
시가총액(십억원)	1,508.0	순이익(십억원)	(42.9)	12.4
시가총액비중(%)	0.08	EPS(원)	(644)	234
발행주식수(천주)	35,111.2	BPS(원)	8,568	9,178
60일 평균 거래량(천주)	144.2	<b>Stock Price</b>		
60일 평균 거래대금(십억원)	5.3			
22년 배당금(예상, 원)	96			
22년 배당수익률(예상, %)	0.32			
외국인지분율(%)	5.70			
주요주주 지분율(%)				
스카이라이프(주) 53.27				
직인베스트먼트 외 1인				
국민연금공단 5.15				
주가상승률	1M 6M 12M			
절대	34.0 (6.4) (33.4)			
상대	26.9 (5.6) (25.7)			

### Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	십억원	290.2	381.2	461.2	584.0	1,028.6
영업이익	십억원	30.4	2.0	(45.3)	15.6	106.7
세전이익	십억원	(2.3)	0.6	(36.7)	6.3	93.0
순이익	십억원	(11.0)	11.9	(13.4)	4.7	58.2
EPS	원	(269)	289	(306)	103	1,280
증감율	%	적전	흑전	적전	흑전	1,142.72
PER	배	(177.53)	297.80	(98.04)	416.99	33.55
PBR	배	6.72	11.70	2.23	3.19	2.93
EV/EBITDA	배	36.51	90.27	1,919.61	23.28	10.53
ROE	%	(5.10)	3.99	(2.94)	0.77	9.10
BPS	원	7,108	7,355	13,440	13,469	14,676
DPS	원	10	96	96	96	96



Analyst 김현수  
02-3771-7503  
hyunsoo@hanafn.com

RA 위경재  
02-3771-7699  
kyungjae.wee@hanafn.com

표 1. 솔루스첨단소재 분기별 실적 전망

(단위 : 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F
<b>매출</b>	<b>123.6</b>	<b>122.9</b>	<b>105.6</b>	<b>109.1</b>	<b>98.7</b>	<b>125.6</b>	<b>170.2</b>	<b>189.6</b>	<b>290.2</b>	<b>381.2</b>	<b>461.2</b>	<b>584.0</b>
OLED 소재	31.0	29.4	30.9	33.7	31.7	32.1	38.3	32.9	81.5	93.5	125.0	135.1
전지박(EV 배터리)	30.1	32.1	28.3	22.2	22.9	42.6	85.0	103.5	0.9	37.8	112.8	254.0
동박(네트웍장비 등)	51.8	48.5	40.3	39.9	44.0	50.9	46.9	53.2	165.4	203.7	180.5	195.0
바이오 등 기타	10.7	12.8	6.1	13.3	0.0	0.0	0.0	0.0	42.3	41.4	42.9	-
<b>YoY</b>	<b>39%</b>	<b>33%</b>	<b>1%</b>	<b>14%</b>	<b>-20%</b>	<b>2%</b>	<b>61%</b>	<b>74%</b>	<b>10%</b>	<b>31%</b>	<b>21%</b>	<b>27%</b>
OLED 소재	44%	28%	21%	19%	3%	9%	24%	-2%	32%	15%	34%	8%
전지박(EV 배터리)	-	-	-	90%	-	-	-	366%	-	4135%	198%	125%
동박(네트웍장비 등)	-4%	-6%	-23%	-13%	-15%	5%	16%	33%	3%	23%	-11%	8%
바이오 등 기타	25%	30%	14%	31%	25%	30%	14%	31%	6%	-2%	4%	
<b>매출비중</b>												
OLED 소재	25%	24%	29%	31%	32%	26%	23%	17%	28%	25%	27%	23%
전지박(EV 배터리)	24%	26%	27%	20%	23%	34%	50%	55%	0%	10%	24%	43%
동박(네트웍장비 등)	42%	39%	38%	37%	45%	41%	28%	28%	57%	53%	39%	33%
바이오 등 기타	9%	10%	6%	12%	0%	0%	0%	0%	15%	11%	9%	0%
<b>영업이익</b>	<b>-2.4</b>	<b>-7.6</b>	<b>-19.6</b>	<b>-15.7</b>	<b>-4.8</b>	<b>-0.7</b>	<b>5.7</b>	<b>15.3</b>	<b>30.4</b>	<b>2.0</b>	<b>-45.2</b>	<b>15.6</b>
영업이익률	-1.9%	-6.2%	-18.5%	-14.4%	-4.8%	-0.5%	3.3%	8.1%	10.5%	0.5%	-9.8%	2.7%
<b>YoY</b>	<b>적자전환</b>	<b>적자전환</b>	<b>적자전환</b>	<b>적자지속</b>	<b>적자지속</b>	<b>적자지속</b>	<b>흑자전환</b>	<b>흑자전환</b>	<b>-20%</b>	<b>-93%</b>	<b>적자전환</b>	<b>흑자전환</b>
<b>지배주주 순이익</b>	<b>0.1</b>	<b>4.7</b>	<b>-9.7</b>	<b>-9.8</b>	<b>-4.3</b>	<b>-1.6</b>	<b>2.1</b>	<b>8.6</b>	<b>12.8</b>	<b>16.2</b>	<b>(13.4)</b>	<b>4.7</b>

자료: 하나증권

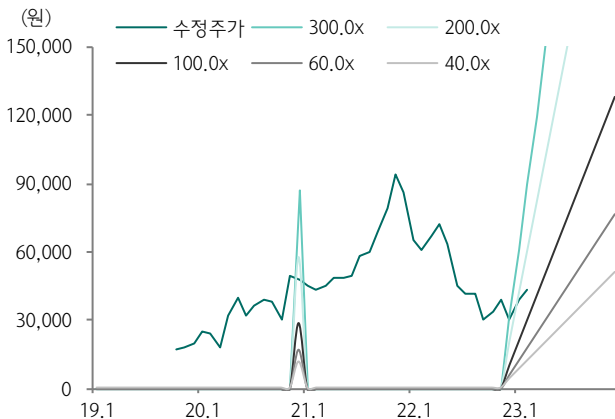
표 2. 솔루스첨단소재 Valuation Table

(단위:십억원)

		Fair Value (1) x (2)	(1) '24F 지배순익	(2) Multiple(배)	비고
영업가치(a)	OLED 소재	1,055	35	30	덕산네오룩스 3년 평균
	5G 동박	123	8	15	5G 관련 부품주 평균
	배터리 동박	852	21	40	전지박의 경우 장기 실적 가시성 증대 감안해 2025년 예상 순익 반영 2차전지 소재 업체 EPS 상승률 평균 40% 및 PEG=1 가정
	Total	2,030	65		
비영업가치(b)	매도가능금융자산	-0.3			
기업가치(c)		2,030			*지배순익 : 24년 예상 NOPLAT(유효법인세율 22% 가정)
채권자가치(d)		189			*5G 동박 및 배터리 동박 부분의 경우 지분을 54% 반영한 지배주주 순이익
적정 시가총액(e)		1,841			*c = a + b
우선주 시가총액(f)		100			*e = c + d
발행주식수(천주)(g)		35,111			*적정 주당가치 = (e-f)/g
<b>적정 주당가치(원)</b>		<b>49,585</b>			

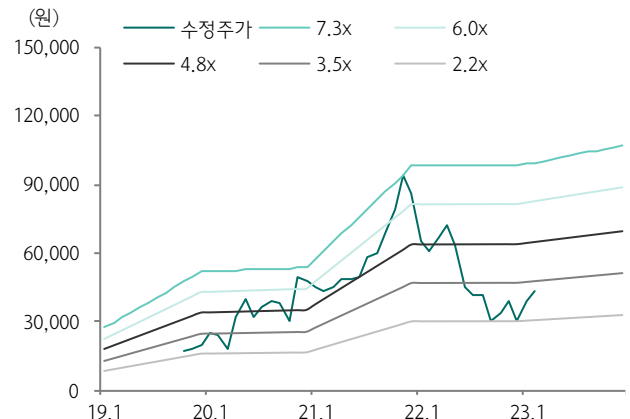
자료: 하나증권

그림 1. 솔루스첨단소재 12M Fwd P/E 추이



자료: 하나증권

그림 2. 솔루스첨단소재 12M Fwd P/B 추이



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>290.2</b>	<b>381.2</b>	<b>461.2</b>	<b>584.0</b>	<b>1,028.6</b>
매출원가	193.4	303.0	415.8	511.0	915.5
매출총이익	96.8	78.2	45.4	73.0	113.1
판매비	66.4	76.1	90.7	57.4	6.4
<b>영업이익</b>	<b>30.4</b>	<b>2.0</b>	<b>(45.3)</b>	<b>15.6</b>	<b>106.7</b>
금융손익	(30.3)	0.6	19.5	(9.3)	(13.7)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(2.3)	(2.1)	(10.9)	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>(2.3)</b>	<b>0.6</b>	<b>(36.7)</b>	<b>6.3</b>	<b>93.0</b>
법인세	8.8	0.5	14.1	0.7	21.1
계속사업이익	(11.0)	0.2	(50.8)	5.6	71.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(11.0)</b>	<b>0.2</b>	<b>(50.8)</b>	<b>5.6</b>	<b>71.9</b>
비배주주지분 손익	0.0	(11.7)	(37.4)	0.9	13.7
<b>지배주주순이익</b>	<b>(11.0)</b>	<b>11.9</b>	<b>(13.4)</b>	<b>4.7</b>	<b>58.2</b>
지배주주지분포괄이익	(16.4)	35.8	56.7	2.5	32.6
NOPAT	147.3	0.5	(62.7)	13.8	82.5
EBITDA	50.2	37.6	0.9	95.5	216.0
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	314.57	31.36	20.99	26.63	76.13
NOPAT증가율	2,098.51	(99.66)	적전	흑전	497.83
EBITDA증가율	263.77	(25.10)	(97.61)	10,511.11	126.18
영업이익증가율	198.04	(93.42)	적전	흑전	583.97
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	적전	흑전	1,138.30
EPS증가율	적전	흑전	적전	흑전	1,142.72
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	33.36	20.51	9.84	12.50	11.00
EBITDA이익률	17.30	9.86	0.20	16.35	21.00
영업이익률	10.48	0.52	(9.82)	2.67	10.37
계속사업이익률	(3.79)	0.05	(11.01)	0.96	6.99

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	<b>450.4</b>	<b>394.5</b>	<b>551.0</b>	<b>543.9</b>	<b>619.2</b>
금융자산	305.8	139.7	241.1	225.0	269.4
현금성자산	305.6	139.6	241.0	224.7	269.1
매출채권	55.6	77.4	92.8	95.6	110.0
채고자산	67.6	139.5	181.4	186.8	205.5
기타유동자산	21.4	37.9	35.7	36.5	34.3
<b>비유동자산</b>	<b>390.8</b>	<b>617.1</b>	<b>1,081.6</b>	<b>1,402.0</b>	<b>1,603.1</b>
투자자산	0.5	0.4	0.4	0.7	1.1
금융자산	0.5	0.4	0.4	0.7	1.1
유형자산	318.4	535.0	985.3	1,309.5	1,513.3
무형자산	12.4	19.7	18.6	14.5	11.4
기타비유동자산	59.5	62.0	77.3	77.3	77.3
<b>자산총계</b>	<b>841.2</b>	<b>1,011.6</b>	<b>1,632.5</b>	<b>1,946.0</b>	<b>2,222.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>167.4</b>	<b>292.6</b>	<b>347.2</b>	<b>441.6</b>	<b>560.9</b>
금융부채	83.2	180.0	207.0	210.3	214.5
매입채무	51.2	78.4	89.4	155.3	238.5
기타유동부채	33.0	34.2	50.8	76.0	107.9
<b>비유동부채</b>	<b>183.9</b>	<b>196.8</b>	<b>273.1</b>	<b>489.9</b>	<b>578.5</b>
금융부채	173.0	188.7	263.8	473.8	553.8
기타비유동부채	10.9	8.1	9.3	16.1	24.7
<b>부채총계</b>	<b>351.3</b>	<b>489.4</b>	<b>620.3</b>	<b>931.5</b>	<b>1,139.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>292.2</b>	<b>302.3</b>	<b>610.9</b>	<b>612.3</b>	<b>667.0</b>
자본금	4.0	4.0	4.5	4.5	4.5
자본잉여금	295.2	295.2	523.5	523.5	523.5
자본조정	(0.0)	(25.2)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
기타포괄이익누계액	(0.3)	23.6	96.2	96.2	96.2
이익잉여금	(6.7)	4.8	(12.6)	(11.3)	43.5
<b>비배주주지분</b>	<b>197.7</b>	<b>219.9</b>	<b>401.4</b>	<b>402.2</b>	<b>415.9</b>
<b>자본총계</b>	<b>489.9</b>	<b>522.2</b>	<b>1,012.3</b>	<b>1,014.5</b>	<b>1,082.9</b>
순금융부채	(49.6)	229.0	229.7	459.2	498.9

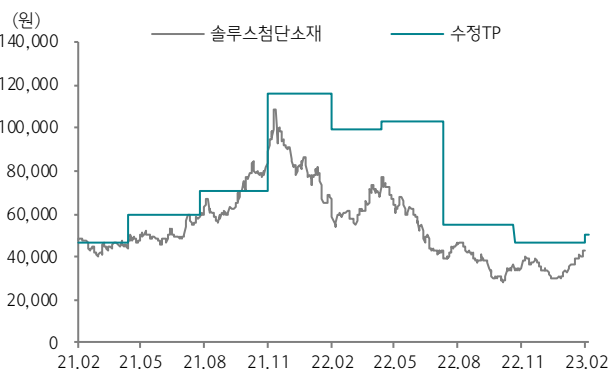
투자지표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(269)	289	(306)	103	1,280
BPS	7,108	7,355	13,440	13,469	14,676
CFPS	1,068	1,287	50	2,100	4,753
EBITDAPS	1,221	915	21	2,100	4,753
SPS	7,058	9,272	10,532	12,848	22,629
DPS	10	96	96	96	96
<b>주가지표(배)</b>					
PER	(177.53)	297.80	(98.04)	416.99	33.55
PBR	6.72	11.70	2.23	3.19	2.93
PCR	44.71	66.87	600.00	20.45	9.04
EV/EBITDA	36.51	90.27	1,919.61	23.28	10.53
PSR	6.77	9.28	2.85	3.34	1.90
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	(5.10)	3.99	(2.94)	0.77	9.10
ROA	(1.65)	1.28	(1.01)	0.26	2.79
ROIC	44.48	0.09	(6.59)	1.03	5.19
부채비율	71.72	93.72	61.27	91.82	105.21
순부채비율	(10.13)	43.86	22.69	45.26	46.07
이자보상배율(배)	4.85	0.43	(6.15)	1.46	7.15

자료: 하나증권

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(30.8)</b>	<b>(42.0)</b>	<b>(81.1)</b>	<b>111.1</b>	<b>205.1</b>
당기순이익	(11.0)	0.2	(50.8)	5.6	71.9
조정	47.7	40.4	36.1	79.9	109.3
감가상각비	19.8	35.6	46.2	79.9	109.3
외환거래손익	16.3	(1.5)	(14.5)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	11.6	6.3	4.4	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(67.5)	(82.6)	(66.4)	25.6	23.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(176.0)</b>	<b>(234.0)</b>	<b>(356.6)</b>	<b>(400.4)</b>	<b>(310.5)</b>
투자자산감소(증가)	0.2	0.1	(0.1)	(0.3)	(0.4)
자본증가(감소)	(170.4)	(230.8)	(357.0)	(400.0)	(310.0)
기타	(5.8)	(3.3)	0.5	(0.1)	(0.1)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>416.8</b>	<b>91.7</b>	<b>458.4</b>	<b>209.9</b>	<b>80.8</b>
금융부채증가(감소)	61.4	112.5	102.1	213.3	84.2
자본증가(감소)	167.9	0.0	228.9	0.0	0.0
기타재무활동	198.4	(20.4)	131.4	(0.0)	(0.0)
배당지급	(10.9)	(0.4)	(4.0)	(3.4)	(3.4)
<b>현금의 증감</b>	<b>211.0</b>	<b>(166.0)</b>	<b>118.3</b>	<b>(16.3)</b>	<b>44.3</b>
Unlevered CFO	43.9	52.9	2.2	95.5	216.0
Free Cash Flow	(202.7)	(274.0)	(438.0)	(288.9)	(104.9)

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

솔루스첨단소재



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.2.10	BUY	50,000		
22.10.31	BUY	47,000	-24.45%	-8.62%
22.7.21	BUY	55,000	-30.39%	-15.27%
22.4.22	BUY	103,000	-44.97%	-28.06%
22.2.10	BUY	99,268	-36.92%	-25.76%
21.11.9	BUY	115,652	-27.21%	-6.25%
21.8.3	BUY	70,355	-2.53%	20.41%
21.4.22	BUY	59,754	-15.13%	-0.16%
21.2.8	Neutral	46,261	-2.93%	-13.54%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)\_ 목표주가 대비 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_ 목표주가 대비 연주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_ 목표주가 대비 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_ 업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_ 업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_ 업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.54%	5.46%	0.00%	100%

\* 기준일: 2023년 02월 07일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2023년 2월 10일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2023년 2월 10일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.