

Company Brief

2022-04-26

솔루스첨단소재(336370)

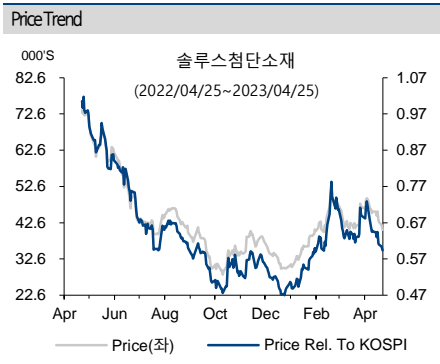
지배주주순이익 고려한 주가 상승 여력 제한적

Hold (Downgrade)

목표주가(12M)	40,000 원(하향)
증가(2023/04/25)	40,650 원
상승여력	-1.6 %

Stock Indicator	
자본금	5십억원
발행주식수	3,511만주
시가총액	1,427십억원
외국인지분율	6.2%
52주 주가	28,250~74,100원
60일평균거래량	352,691주
60일평균거래대금	16.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.0	5.9	20.4	-44.1
상대수익률	-6.1	5.0	9.8	-37.4



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	461	570	788	1,024
영업이익(십억원)	-45	-27	61	96
순이익(십억원)	-11	272	40	58
EPS(원)	-259	5,994	870	1,282
BPS(원)	11,999	18,512	19,902	21,704
PER(배)		6.8	46.7	31.7
PBR(배)	2.5	2.2	2.0	1.9
ROE(%)	-2.7	39.3	4.5	6.2
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	507.8	27.9	10.5	8.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

1Q23 유럽 전력비 부담 완화 중이나 신규 라인 가동에 따른 비용 증가

동사 1Q23 실적은 매출액 1,128 억원(YoY: -9%, QoQ: +3%), 영업이익 -190 억원(YoY/QoQ: 적자)을 기록하며 시장기대치(매출액 1,122 억원, 영업이익 -145 억원) 대비 매출액은 부합했지만 영업이익은 하회했다. 사업부문별로 살펴보면 지난 4Q23에 손실폭 관리를 위해 가동률 조정에 들어갔던 전지박이 유럽 전력비 하락세로 제조원가부담이 완화되면서 생산량 회복세를 보이며 고객사 공급량이 확대됐다. 이로 인해 전지박 매출은 402 억원(YoY: +34%, QoQ: -81%)을 기록하며 전분기 대비 크게 증가했다. 다만 헝가리 Ph2 신공장 가동에 따른 비용 증가로 수익 개선은 다소 제한적이었다. 동박은 반도체, 5G 등 전방 산업 침체로 인한 고객사 수요 부진에도 불구하고 하이엔드 제품 강화를 통해 전분기 대비 판매량이 증가하면서 매출액 452 억원(YoY: -13%, QoQ: +13%)을 기록했다. 반면 전자소재 부문은 디스플레이 수요 둔화 속에 계절적 비수기 영향이 겹치며 매출이 362 억원(YoY: +32%, QoQ: -12%)으로 축소됐다. 기존 전자소재에 포함되어있던 100% 자회사 솔루스바이오텍은 지난 2월 영국 Croda로 3,500 억원에 매각이 결정됨에 따라 올해부터 실적에서 제외되었다.

고정비 부담비 높은 전지박 부문 흑자전환 시기 지연될 것으로 전망

동사는 2026년 말까지 전지박 캐파 총 11.7만 t(유럽 10만 t+북미 1.7만 t)를 구축하겠다는 명확한 중장기 성장 목표를 제시하고 있다. 다만 당사는 동사의 전지박 부문 흑자전환 시기가 예상보다 지연될 가능성이 높고, 2026년까지도 두 자릿수 영업이익률을 기대하기는 쉽지 않다고 판단한다. 전지박 사업은 고정비 부담이 상당히 높음에도 불구하고 동사는 지난 2020년부터 상당히 공격적으로 캐파 증설에 나서고 있어 매년 감가상각비가 크게 증가하기 때문이다. 당사 추정치에 따르면 동사의 2026년 전지박 부문 감가상각비는 2022년 대비 약 5배 이상 증가한 4.2조원 가량까지 높아질 전망이다. 동사는 전지박 캐파의 기저가 낮은 만큼 단기에 공격적으로 증설할수록 고정비 부담이 커질 수 밖에 없다. 여전히 전지박 생산수율 개선 속도가 더디다는 점도 부담 요인이다. 이를 반영한 동사의 2026년 매출액과 영업이익은 각각 1.4조원(YoY: +40%), 1,297 억원(YoY: +35%)을 기록할 것으로 전망된다(동박 2,649 억원, 전지박 9,327 억원, 전자소재 2,403 억원).

목표주가 40,000 원, 투자 의견 Hold 로 하향

동사에 대한 목표주가 40,000 원과 투자 의견 Hold 로 하향 조정한다. 목표주가는 동사의 2026년 사업부문별 예상 지배주주순이익에 동종업종 평균 밸류에이션(이차전지 소재 P/E 20.6 배, OLED 소재 P/E 15.0 배)을 적용한 SOTP를 활용하여 산출했다. 동사의 중장기 성장 동력인 동박, 전지박 부문은 지분 54.31%를 보유하고 있는 Volta Energy Solutions에 속해있어 지배주주순이익이 축소된다는 점은 동사 주가의 할인 요인이다. 이를 반영한 현 주가는 2025년, 2026년 예상 실적 기준 P/E가 각각 31.7 배, 24.2 배 수준으로 연초 이후 국내 이차전지 소재 업체들의 주가 상승세 흐름 속에서 상승폭이 제한적이었음에도 불구하고 국내 이차전지 소재 업종 내 24~36개월 선행 밸류에이션 매력도가 높지 않아 당분간 주가 상승을 기대하기는 어려울 것으로 판단된다.

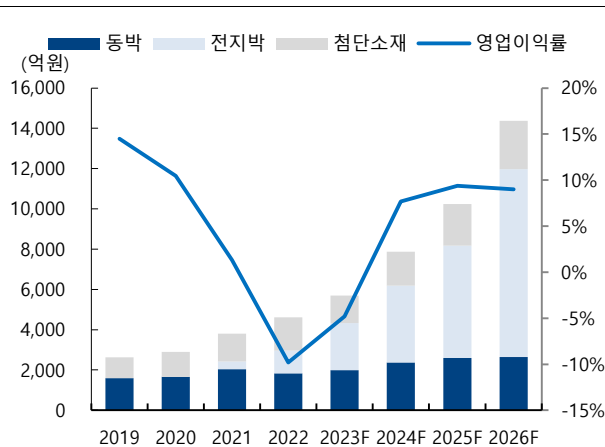
표 1. 솔루스첨단소재 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)												
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,236	1,229	1,056	1,091	1,128	1,327	1,505	1,737	4,612	5,697	7,880	10,243
동박	518	510	403	399	452	492	504	547	1,831	1,994	2,376	2,591
전지박	301	322	283	222	402	516	632	778	1,128	2,328	3,814	5,589
전자소재	417	397	370	470	274	319	369	413	1,653	1,375	1,690	2,064
YoY	39%	33%	1%	15%	-9%	8%	43%	59%	21%	24%	38%	30%
QoQ	30%	-1%	-14%	3%	3%	18%	13%	15%				
매출원가	1,060	1,063	981	1,053	1,098	1,213	1,291	1,420	4,158	5,023	6,217	8,080
매출총이익	176	166	75	38	30	114	214	317	454	674	1,663	2,163
매출총이익률	14%	13%	7%	3%	3%	9%	14%	18%	10%	12%	21%	21%
판매비 및 관리비	200	242	270	194	220	223	246	259	906	948	1,058	1,200
판매비율	16%	20%	26%	18%	20%	17%	16%	15%	20%	17%	13%	12%
영업이익	-24	-76	-196	-156	-190	-109	-32	58	-452	-274	606	963
영업이익률	-2%	-6%	-19%	-14%	-17%	-8%	-2%	3%	-10%	-5%	8%	9%
YoY	적자전환	적자전환	적자전환	적자지속	적자지속	적자전환	적자지속	흑자전환	적자전환	흑자전환	-321%	59%
QoQ	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환				
세전이익	-13	62	-148	-269	-230	3,384	-39	51	-367	3,167	531	889
당기순이익	-44	-15	-179	-234	-214	3,036	-16	45	-472	2,850	464	756
지배주주순이익	1	47	-84	-78	-112	2,767	12	58	-113	2,725	395	583
순이익률	0%	4%	-8%	-7%	-10%	209%	1%	3%	-2%	48%	5%	6%
YoY	-96%	-10%	적자전환	적자전환	적자전환	5778%	흑자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환	-85%	47%
QoQ	-95%	5862%	적자전환	적자지속	적자지속	흑자전환	-100%	404%				
사업부문별 매출 비중												
동박	42%	42%	38%	37%	40%	37%	33%	31%	40%	35%	30%	25%
전지박	24%	26%	27%	20%	36%	39%	42%	45%	24%	41%	48%	55%
전자소재	34%	32%	35%	43%	24%	24%	25%	24%	36%	24%	21%	20%

자료: 솔루스첨단소재, 하이투자증권

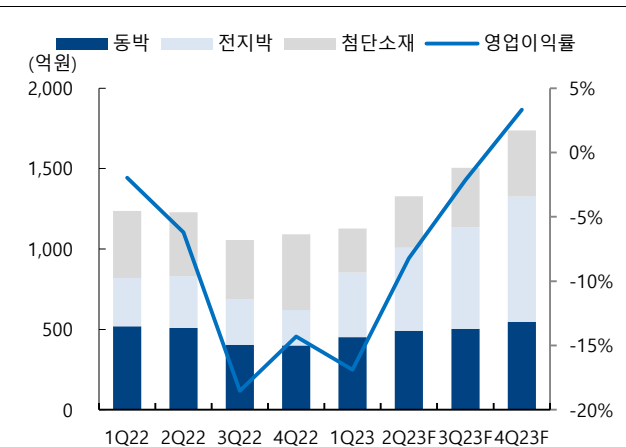
주: 2023년 솔루스바이오텍 매각 반영, 2Q23 솔루스바이오텍 매각 처분이익 3,500 억원 반영

그림 1. 솔루스첨단소재 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



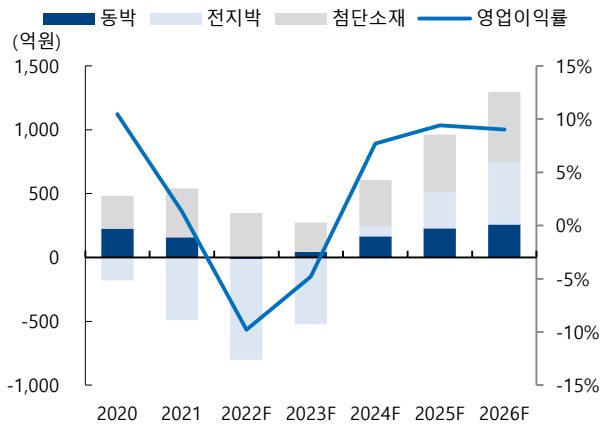
자료: 솔루스첨단소재, 하이투자증권

그림 2. 솔루스첨단소재 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



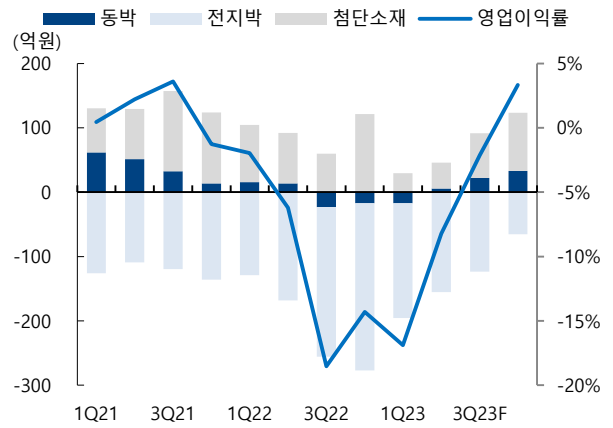
자료: 솔루스첨단소재, 하이투자증권

그림 3. 솔루스첨단소재 사업부문별 연간 영업이익 추이 및 전망



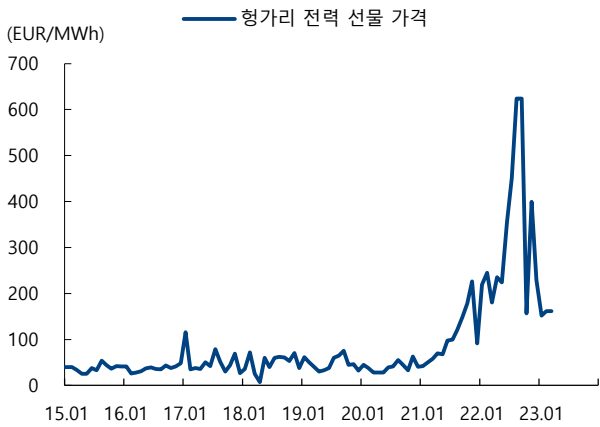
자료: 솔루스첨단소재, 하이투자증권

그림 4. 솔루스첨단소재 사업부문별 분기별 영업이익 추이 및 전망



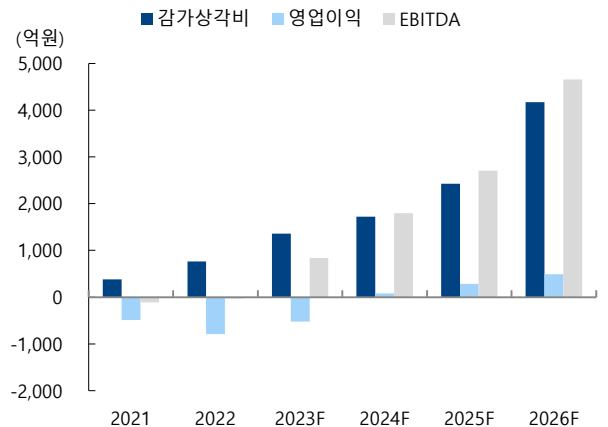
자료: 솔루스첨단소재, 하이투자증권

그림 5. 헝가리 전력 가격 월별 추이



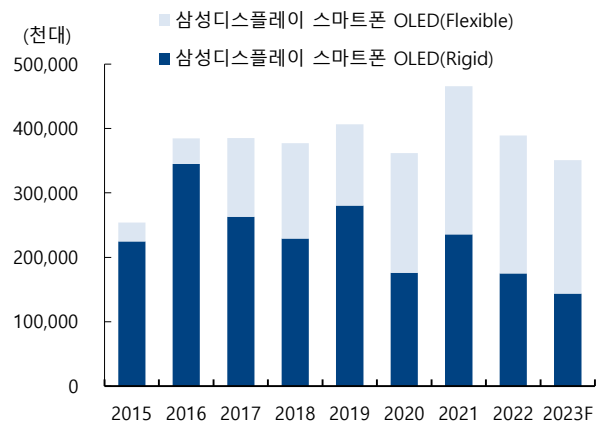
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림 6. 솔루스첨단소재 전지박 부문 감가상각비, 영업이익, EBITDA 추정치



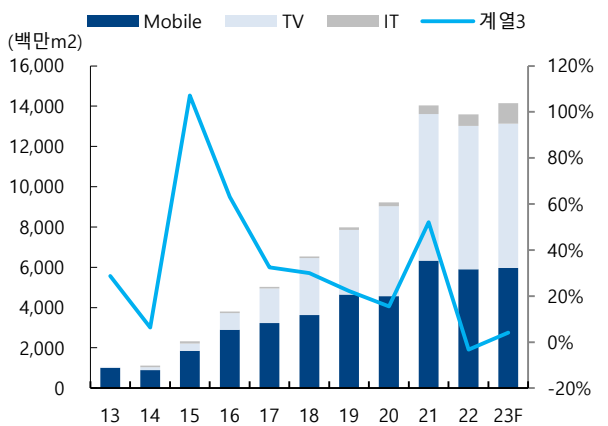
자료: 하이투자증권

그림 7. 삼성디스플레이 스마트폰 OLED 패널 출하량 추이 및 전망



자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 8. 전세계 OLED 패널 출하면적 추이 및 전망



자료: OMDIA, 하이투자증권

표 2. 솔루스첨단소재 목표주가 산출

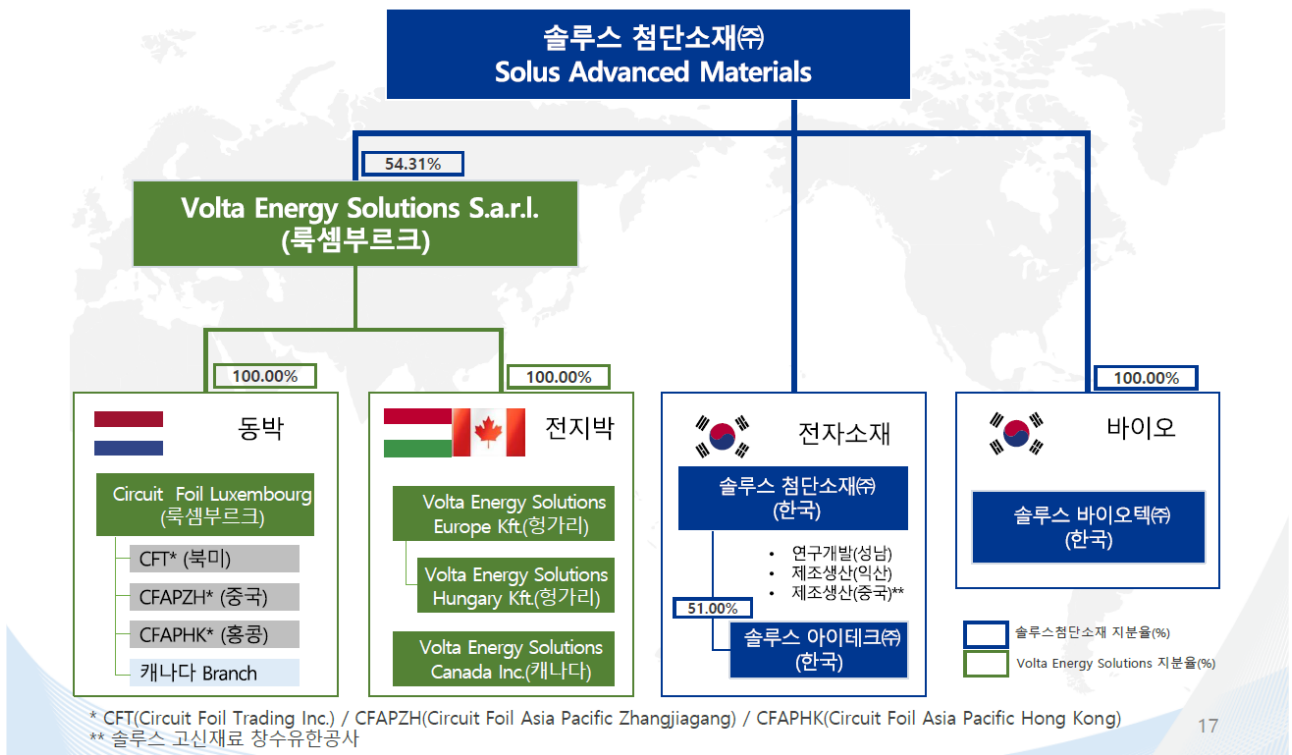
구분		예상 지배주주 순이익			Target Multiple	적정 기업 가치			비고
		2024F	2025F	2026F		2024F	2025F	2026F	
영업가치 (억원) (a)	전체	395	583	764	17.1x	6,519	9,980	13,263	
	전지박+동박	106	222	325	20.6x	2,174	4,573	6,684	국내 이차전지 소재 업종 25년 P/E 평균
	첨단소재(OLED)	290	360	439	15.0x	4,345	5,407	6,579	2025년 덕산네오룩스 예상 P/E 적용
비영업가치 (억원) (b)	우선주					1,036	1,036	1,036	
적정 기업 가치(억원) (c)						5,484	8,945	12,228	(c)=(a)-(b)
총 주식수(만주) (d)						3,511	3,511	3,511	
적정주가(원) (e)						15,618	25,476	34,826	(e)=(c)/(d)
목표주가(원)						40,000			2026년 실적 주가 선반영
전일 종가(원)						40,650			2026년 예상 실적 기준 P/E 24.2배
상승 여력						-1.6%			

자료: 하이투자증권

그림 9. 솔루스첨단소재 사업부문별 지분 구조

국내 및 해외 법인

Investor Relations 2023

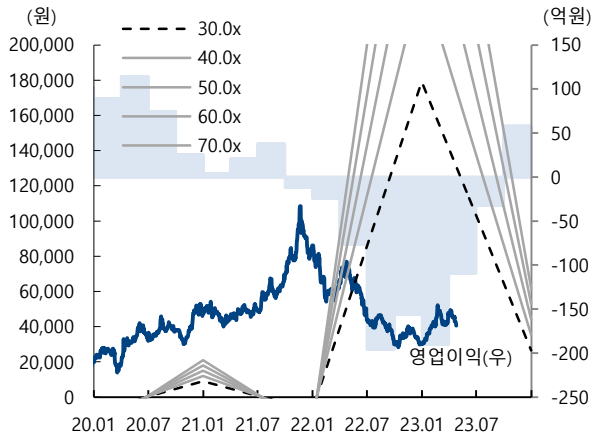


* CFT(Circuit Foil Trading Inc.) / CFAPZH(Circuit Foil Asia Pacific Zhangjiagang) / CFAPHK(Circuit Foil Asia Pacific Hong Kong)

** 솔루스 고신재료 창수유한공사

자료: 솔루스첨단소재, 하이투자증권

그림 10. 솔루스첨단소재 12개월 Forward P/E Chart



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

그림 11. 솔루스첨단소재 12개월 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) (4/25)	시가총액 (십억원)	P/E (배)			P/B (배)			EV/EBITDA (배)			지배주주순이익 증가			ROE (%)		
				22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
셀	LGES	551,000	128,934	139	64.1	43.4	5.7	6.2	5.4	37.2	25.3	17.3	-3%	162%	48%	5.8	10.2	13.3
	삼성SDI	706,000	48,548	21.7	24.1	19.7	2.4	2.5	2.2	10.4	13.6	11.2	67%	6%	22%	12.5	11.8	12.7
양극재	에코프로비엠	253,500	24,793	107	63.5	45.1	18.7	13.9	10.5	23.6	37.6	27.0	130%	68%	41%	24.3	24.8	26.5
	포스코퓨처엠	347,500	26,918	96.5	97.7	60.3	4.6	9.4	8.1	67.1	57.0	36.3	-12%	133%	62%	4.9	10.4	14.5
	엘앤에프	271,500	9,779	28.5	31.9	19.7	5.6	5.8	4.4	18.0	23.7	15.0	흑전	14%	62%	28.3	21.7	27.5
	코스모신소재	166,900	5,116	57.0	123.0	67.8	6.3	17.5	13.7	30.8	70.5	41.9	54%	50%	81%	12.1	15.3	22.6
분리막	SKIET	76,900	5,483	-230	359	46.0	3.1	2.5	2.4	35.7	34.2	18.6	적전	흑전	681%	-1.4	0.7	5.3
	더블유씨피	47,800	1,611	24.5	26.8	17.9	1.7	1.6	1.5	11.1	14.1	11.0	흑전	9%	50%	8.3	6.3	8.7
전지박	SKC	101,700	3,851	-72.1	52.3	16.8	2.6	1.9	1.7	10.3	17.6	10.2	-131%	-208%	210%	-3.7	4.1	11.7
	롯데에너지머티리얼즈	61,500	2,836	81.7	33.6	23.1	2.5	2.2	2.1	13.6	13.7	10.6	-30%	92%	46%	3.6	6.1	9.2
	솔루스첨단소재	40,650	1,427	-199	513	36.4	4.3	3.7	3.3	74.9	26.7	13.0	적전	흑전	1311%	-2.7	0.7	9.6
전해액/ 전해질	천보	195,000	1,950	67.9	37.6	20.1	7.4	4.9	4.0	38.2	24.4	14.5	-15%	42%	87%	11.9	14.4	22.4
	후성	13,710	1,294	16.7	17.0	12.7	4.5	N/A	N/A	6.3	8.5	6.6	330%	-22%	34%	31.6	N/A	N/A
	동화기업	49,450	999	37.5	109.8	25.7	2.0	1.3	1.2	11.5	14.8	9.9	-3%	-76%	327%	5.9	1.4	5.5
실리콘 음극재	한솔케미칼	211,000	2,392	16.0	16.4	13.5	3.1	2.6	2.2	9.0	10.4	8.8	5%	-6%	21%	21.4	17.6	18.2
	대주전자재료	100,000	1,548	1331	144	50.3	10.7	11.3	9.2	75.9	56.5	27.3	-96%	975%	187%	0.8	8.6	21.1
도전재	나노신소재	143,400	1,556	46.5	84.0	46.7	4.6	8.6	7.3	33.6	51.3	29.4	158%	9%	80%	12.8	10.5	17.3
	제이오	27,800	871	N/A	97	35.5	N/A	9.1	7.3	N/A	48.8	22.9	적지	흑전	178%	N/A	N/A	24.5
부품	신흥에스이씨	49,550	385	25.1	10.0	8.5	1.6	1.2	1.1	7.6	6.2	5.2	-26%	130%	18%	6.6	13.4	13.6
평균				88.6	100.3	32.1	5.1	5.9	4.9	28.6	29.2	17.7	31%	86%	187%	10.2	10.5	15.8

자료: Quantiwise, 하이투자증권

주: 2023년 4월 25일 종가, Consensus 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(단위:십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	508	633	641	657	매출액	461	570	788	1,024
현금 및 현금성자산	163	283	223	186	증가율(%)	21.3	23.5	38.3	30.0
단기금융자산	0	0	0	0	매출원가	416	502	622	808
매출채권	98	123	169	221	매출총이익	45	67	166	216
재고자산	172	148	174	172	판매비와관리비	906	948	1,058	1,200
비유동자산	953	1,111	1,221	1,329	연구개발비	10	10	13	16
유형자산	865	1,032	1,147	1,259	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	21	13	8	5	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,461	1,744	1,862	1,986	영업이익	-45	-27	61	96
유동부채	422	394	444	468	증가율(%)	적전	적지	흑전	59.0
매입채무	103	122	148	183	영업이익률(%)	-9.8	-4.8	7.7	9.4
단기차입금	174	174	174	174	이자수익	2	2	3	2
유동성장기부채	127	81	104	93	이자비용	9	7	8	7
비유동부채	121	123	122	122	지분법이익(손실)	-	350	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-1	-2	-1	-2
장기차입금	118	118	118	118	세전계속사업이익	-37	317	53	89
부채총계	543	517	565	590	법인세비용	7	32	7	13
자배주주지분	545	841	905	987	세전계속이익률(%)	-8.0	55.6	6.7	8.7
자본금	5	5	5	5	당기순이익	-47	285	46	76
자본잉여금	524	524	524	524	순이익률(%)	-10.2	50.0	5.9	7.4
이익잉여금	-11	258	294	349	지배주주귀속 순이익	-11	272	40	58
기타자본항목	-12	-12	-12	-12	기타포괄이익	27	27	27	27
비지배주주지분	373	385	392	409	총포괄이익	-20	312	74	103
자본총계	918	1,227	1,297	1,396	지배주주귀속총포괄이익	-5	298	63	79

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-100	27	90	146	주당지표(원)				
당기순이익	-47	285	46	76	EPS	-259	5,994	870	1,282
유형자산감가상각비	43	75	88	90	BPS	11,999	18,512	19,902	21,704
무형자산상각비	5	7	5	4	CFPS	825	7,791	2,903	3,346
지분법관련손실(이익)	-	350	-	-	DPS	100	100	100	100
투자활동 현금흐름	-346	109	-203	-202	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-340	-242	-202	-202	PER		6.8	46.7	31.7
무형자산의 처분(취득)	4	-	-	-	PBR	2.5	2.2	2.0	1.9
금융상품의 증감	23	121	-61	-37	PCR	227.8	5.2	14.0	12.1
재무활동 현금흐름	457	129	198	164	EV/EBITDA	29.2	27.9	10.5	8.6
단기금융부채의증감	-1	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1	-	-	-	ROE	-2.7	39.3	4.5	6.2
자본의증감	-76	2	-1	0	EBITDA 이익률	0.5	9.5	19.4	18.6
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	59.1	42.1	43.6	42.2
현금및현금성자산의증감	23	121	-61	-37	순부채비율	27.9	7.4	13.4	14.3
기초현금및현금성자산	140	163	283	223	매출채권회전율(x)	5.1	5.1	5.4	5.3
기말현금및현금성자산	163	283	223	186	재고자산회전율(x)	3.0	3.6	4.9	5.9

자료 : 솔루스첨단소재, 하이투자증권 리서치본부

솔루스첨단소재
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2021-04-28	Buy	70,000	1년	-1.4%	60.7%
2021-08-04	Buy	80,000	1년	-13.7%	40.6%
2021-10-05	Buy	100,000	1년	-35.1%	12.5%
2021-11-08	Buy	110,000	1년	-45.1%	2.3%
2021-11-15	Buy	130,000	1년	-54.5%	-13.5%
2022-02-10	Buy	95,000	1년	-50.4%	-19.2%
2022-05-31	Buy	85,000	1년	-52.3%	-25.9%
2022-07-25	Buy	60,000	1년	-35.0%	-13.0%
2022-10-05	Buy	41,000	1년	-5.9%	27.3%
2023-04-26	Hold	40,000	1년		

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 기관투자자 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.

(작성자 : 정원석)

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.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2023-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	97.3%	2.7%	-