



솔루스첨단소재 (336370)

확실하게 실적 개선되는 모습 확인이 먼저

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 55,000원

| | |
|----------------|------------------|
| 현재 주가(7/26) | 37,750원 |
| 상승여력 | ▲ 45.7% |
| 시가총액 | 13,254억원 |
| 발행주식수 | 35,111천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 52,200 / 28,250원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 48.73억원 |
| 외국인 지분율 | 6.0% |
| 주주 구성 | |
| 스카이라이프그룹스트래티지인 | 53.3% |
| 국민연금공단 (외 1인) | 6.2% |
| 이하영 (외 1인) | 0.0% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|--------------|-----|------|------|-------|
| 절대수익률 | 1.2 | -5.4 | -1.7 | -4.9 |
| 상대수익률(KOSPI) | 0.8 | -9.7 | -6.7 | -12.3 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 380 | 461 | 490 | 765 |
| 영업이익 | 5 | -45 | -57 | 25 |
| EBITDA | 41 | 3 | 15 | 115 |
| 지배주주순이익 | 12 | -11 | -23 | 19 |
| EPS | 345 | -353 | -671 | 503 |
| 순차입금 | 229 | 256 | 475 | 750 |
| PER | 249.2 | -85.0 | -56.3 | 75.0 |
| PBR | 11.3 | 2.5 | 3.3 | 3.2 |
| EV/EBITDA | 73.0 | 507.8 | 126.0 | 18.8 |
| 배당수익률 | 0.1 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| ROE | 4.0 | -2.7 | -4.2 | 3.5 |

주가 추이



솔루스첨단소재의 전 사업부 모두 힘든 시기를 지나고 있습니다. 특히, 가장 기대감 높은 전지박 사업부는 1) 출하량 둔화, 2) 중국 경쟁 심화, 3) 더딘 수출 개선세가 여전히 발목을 잡고 있는 것으로 추정됩니다.

2분기 실적 쇼크

동사의 2분기 실적은 매출액 1,011억 원, 영업적자 238억 원으로 적자 폭이 확대됐다. 전사업 부문 모두 부진했다. 전지박 부문은 북미 고객 사항 물량이 감소한 것으로 추정되며, 헝가리 Phase2 가동에 따른 초기 비용도 발생하며 적자 폭이 확대됐다. 수출 개선도 더딘 것으로 추정된다. 동박 부문은 중국 경제 둔화로 5G 네트워크향 출하(기존 동박 부문 내 60~70% 비중) 부진이 지속되고 있다. 전지박 사업부는 비수기임에도 매출은 유지됐으나, 여전히 TV/모바일 등 전방 시장은 둔화되고 있어 전망이 밝진 않다.

흑자전환 시기 지연

동사는 연내 흑자전환이 어려울 것으로 예상된다. 전지박 부문 부진이 예상보다 오래 지속되고 있기 때문이다. 1) 북미 고객사항 물량이 일부 내년으로 이연됐으며, 2) 중국 하위 동박 업체들의 시장 교란으로 판가 경쟁이 거세지고 있고, 3) 유럽 지역 높은 전력비도 부담이며, 4) 수출 개선도 예상보다 더디다. 전지박 사업부 흑자전환은 내년 하반기까지도 지연될 수 있다고 판단한다.

투자의견 BUY, 목표주가 55,000원 유지

동사에 대한 목표주가 및 투자의견을 그대로 유지하지만, 실적이 확실하게 개선되는 모습을 먼저 확인하며 매수할 것을 추천한다. 동사는 비우호적인 전지박 업황으로 인해 주가 부진이 지속됐으며, 전지박/동박 부문은 중장기적으로 10% 이상의 수익성이 기대되고 있어서 이에 따른 기업가치 상승여력은 충분하다고 판단한다. 그러나, 2년 넘게 이어진 전지박 부문 흑자전환에 대한 기대감이 아직도 불확실하다. 1) 수출 개선에 따른 확실한 영업레버리지 효과를 보여주든, 2) 고객사와의 중장기 공급 계약으로 견조한 Q 증가를 확인시켜 주든 중장기 안정적 성장과 수익성에 대한 우려를 먼저 불식시킬 필요가 있다.

[표1] 솔루스첨단소재 실적 추이 및 전망(기존 전망치)

(단위: 십억 원, %)

| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 P | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 매출액 | 123.6 | 122.9 | 105.6 | 109.1 | 112.8 | 101.1 | 122.6 | 153.3 | 380.5 | 458.3 | 489.8 | 765.4 |
| 전자박(전기차 배터리) | 30.1 | 32.1 | 28.3 | 22.2 | 40.2 | 36.7 | 51.9 | 70.6 | 37.8 | 112.7 | 199.3 | 400.8 |
| 동박(PCB) | 51.8 | 48.5 | 40.3 | 39.9 | 45.2 | 36.9 | 45.4 | 51.2 | 203.6 | 180.5 | 178.7 | 236.3 |
| OLED 소재 | 31.0 | 29.4 | 30.9 | 33.7 | 27.4 | 27.5 | 25.4 | 31.5 | 95.1 | 125.1 | 101.4 | 128.3 |
| 바이오 | 10.7 | 12.9 | 6.2 | 13.3 | - | - | - | - | 44.0 | 40.0 | - | - |
| 영업이익 | -2.4 | -7.6 | -19.6 | -15.6 | -19.0 | -23.8 | -12.0 | -1.9 | 2.0 | -45.2 | -56.7 | 25.0 |
| 영업이익률 | -2.0% | -6.2% | -18.6% | -14.3% | -16.8% | -23.5% | -9.8% | -1.3% | 0.5% | -9.9% | -11.6% | 3.3% |

자료: 솔루스첨단소재, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 솔루스첨단소재 전자박/동박 캐파 현황 및 계획



자료: 솔루스첨단소재, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12월 결산 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 290 | 380 | 461 | 490 | 765 |
| 매출총이익 | 97 | 78 | 45 | 44 | 172 |
| 영업이익 | 30 | 5 | -45 | -57 | 25 |
| EBITDA | 50 | 41 | 3 | 15 | 115 |
| 순이자손익 | -6 | -5 | -7 | -18 | -35 |
| 외화관련손익 | -23 | 10 | 17 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | -2 | 4 | -37 | -76 | 24 |
| 당기순이익 | -11 | 0 | -47 | -59 | 21 |
| 지배주주순이익 | -11 | 12 | -11 | -23 | 19 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | 314.5 | 31.1 | 21.3 | 6.2 | 56.3 |
| 영업이익 | 198.5 | -83.5 | 적전 | 적지 | 흑전 |
| EBITDA | 264.6 | -19.2 | -93.6 | 479.5 | 669.9 |
| 순이익 | 적전 | 흑전 | 적전 | 적지 | 흑전 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 33.3 | 20.4 | 9.8 | 9.0 | 22.5 |
| 영업이익률 | 10.5 | 1.3 | -9.8 | -11.6 | 3.3 |
| EBITDA 이익률 | 17.3 | 10.7 | 0.6 | 3.1 | 15.0 |
| 세전이익률 | -0.8 | 0.9 | -8.0 | -15.6 | 3.1 |
| 순이익률 | -3.8 | 0.0 | -10.2 | -12.0 | 2.7 |

현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| 영업현금흐름 | -31 | -42 | -100 | 180 | 151 |
| 당기순이익 | -11 | 0 | -47 | -50 | 21 |
| 자산상각비 | 20 | 36 | 48 | 72 | 90 |
| 운전자본증감 | -68 | -83 | -96 | 159 | 42 |
| 매출채권 감소(증가) | 1 | -20 | -10 | 39 | -27 |
| 재고자산 감소(증가) | 25 | -66 | -37 | 123 | -27 |
| 매입채무 증가(감소) | 12 | 24 | -24 | -74 | 26 |
| 투자현금흐름 | -176 | -234 | -346 | -388 | -422 |
| 유형자산처분(취득) | -170 | -231 | -340 | -457 | -420 |
| 무형자산 감소(증가) | -6 | -3 | -4 | -1 | -1 |
| 투자자산 감소(증가) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 재무현금흐름 | 417 | 92 | 457 | 145 | 295 |
| 차입금의 증가(감소) | 33 | 35 | 40 | 145 | 300 |
| 자본의 증가(감소) | -11 | 0 | 235 | -5 | -5 |
| 배당금의 지급 | 11 | 0 | 4 | 5 | 5 |
| 총현금흐름 | 44 | 53 | 6 | 26 | 109 |
| (-)운전자본증가(감소) | 16 | 82 | 81 | -145 | -42 |
| (-)설비투자 | 172 | 232 | 340 | 457 | 420 |
| (+)자산매각 | -5 | -2 | -4 | -1 | -1 |
| Free Cash Flow | -149 | -263 | -419 | -287 | -270 |
| (-)기타투자 | 51 | 0 | 17 | -84 | 0 |
| 잉여현금 | -200 | -264 | -436 | -202 | -270 |
| NOPLAT | 22 | 4 | -33 | -41 | 22 |
| (+) Dep | 20 | 36 | 48 | 72 | 90 |
| (-)운전자본투자 | 16 | 82 | 81 | -145 | -42 |
| (-)Capex | 172 | 232 | 340 | 457 | 420 |
| OpFCF | -146 | -275 | -406 | -281 | -266 |

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|---------|------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 450 | 394 | 508 | 255 | 265 |
| 현금성자산 | 306 | 140 | 164 | 96 | 121 |
| 매출채권 | 60 | 84 | 98 | 48 | 74 |
| 재고자산 | 68 | 140 | 172 | 43 | 69 |
| 비유동자산 | 391 | 617 | 953 | 1,288 | 1,619 |
| 투자자산 | 60 | 62 | 67 | 3 | 3 |
| 유형자산 | 318 | 535 | 865 | 1,264 | 1,594 |
| 무형자산 | 12 | 20 | 21 | 20 | 22 |
| 자산총계 | 841 | 1,012 | 1,461 | 1,543 | 1,885 |
| 유동부채 | 167 | 293 | 422 | 495 | 522 |
| 매입채무 | 68 | 99 | 103 | 46 | 72 |
| 유동성이자부채 | 83 | 180 | 302 | 415 | 415 |
| 비유동부채 | 184 | 197 | 121 | 160 | 460 |
| 비유동이자부채 | 173 | 189 | 118 | 157 | 457 |
| 부채총계 | 351 | 489 | 543 | 655 | 982 |
| 자본금 | 4 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 자본잉여금 | 295 | 295 | 524 | 524 | 524 |
| 이익잉여금 | -7 | 5 | -11 | -30 | -16 |
| 자본조정 | 0 | -2 | 28 | 28 | 28 |
| 자기주식 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 490 | 522 | 918 | 888 | 903 |

주요지표

(단위: 원, 배)

| 12월 결산 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|------------------------|--------|-------|---------|---------|--------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | -351 | 345 | -353 | -671 | 503 |
| BPS | 7,377 | 7,634 | 11,999 | 11,576 | 11,888 |
| DPS | 10 | 96 | 100 | 100 | 100 |
| CFPS | 1,068 | 1,287 | 132 | 578 | 2,394 |
| ROA(%) | -1.7 | 1.3 | -0.9 | -1.5 | 1.1 |
| ROE(%) | -5.1 | 4.0 | -2.7 | -4.2 | 3.5 |
| ROIC(%) | 6.5 | 0.6 | -3.4 | -3.2 | 1.5 |
| Multiples(x, %) | | | | | |
| PER | -136.2 | 249.2 | -85.0 | -56.3 | 75.0 |
| PBR | 6.5 | 11.3 | 2.5 | 3.3 | 3.2 |
| PSR | 6.8 | 9.3 | 3.0 | 3.5 | 2.2 |
| PCR | 44.7 | 66.9 | 227.8 | 65.3 | 15.8 |
| EV/EBITDA | 29.2 | 73.0 | 507.8 | 126.0 | 18.8 |
| 배당수익률 | 0.0 | 0.1 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 71.7 | 93.7 | 59.1 | 73.7 | 108.8 |
| Net debt/Equity | -10.1 | 43.9 | 27.9 | 53.5 | 83.1 |
| Net debt/EBITDA | -98.8 | 564.5 | 9,924.1 | 3,179.9 | 652.0 |
| 유동비율 | 269.0 | 134.8 | 120.3 | 51.6 | 50.8 |
| 이자보상배율(배) | 4.9 | 1.1 | n/a | n/a | 0.7 |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투하자본 | 54.6 | 78.8 | 83.6 | 93.2 | 93.0 |
| 현금+투자자산 | 45.4 | 21.2 | 16.4 | 6.8 | 7.0 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | 34.3 | 41.4 | 31.4 | 39.1 | 49.1 |
| 자기자본 | 65.7 | 58.6 | 68.6 | 60.9 | 50.9 |

[Compliance Notice]

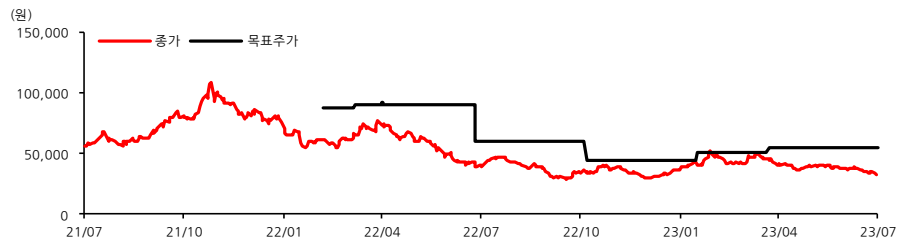
(공표일: 2023년 07월 27일)

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]

| | | | | | | |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일시 | 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 |
| 일시 | 2023.02.10 | 2023.04.17 | 2023.04.26 | 2023.07.27 | | |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | | |
| 목표가격 | 50,000 | 55,000 | 55,000 | 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 | -10.17 | 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 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: 2023년 06월 30일)

| 투자등급 | 매수 | 중립 | 매도 | 합계 |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 93.8% | 5.6% | 0.6% | 100.0% |