

Company Brief

2022-07-25

솔루스첨단소재(336370)

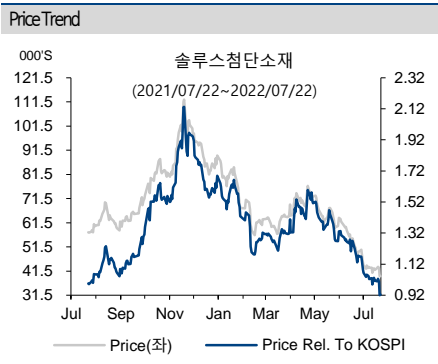
전지박 흑자전환은 주가 상승의 필수 조건

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	60,000 원(하향)
증가(2022/07/22)	39,400 원
상승여력	52.3 %

Stock Indicator	
자본금	4십억원
발행주식수	4,546만주
시가총액	1,490십억원
외국인지분율	5.5%
52주 주가	39,400~112,500원
60일평균거래량	216,386주
60일평균거래대금	120십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-20.2	-46.5	-48.2	-31.4
상대수익률	-21.4	-36.6	-36.2	-4.9



FY	2021	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	381	534	759	1,226
영업이익(십억원)	2	-2	84	136
순이익(십억원)	12	17	62	88
EPS(원)	300	374	1,248	1,770
BPS(원)	7,634	11,616	13,547	16,000
PER(배)	297.8	105.3	31.6	22.3
PBR(배)	11.7	3.4	2.9	2.5
ROE(%)	4.0	3.9	9.9	12.0
배당수익률(%)	0.1	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	84.5	43.0	12.4	8.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[디스플레이/이차전지] 정원석  
 (2122-9203) wschung@hi-ib.com  
 [IT] 박상욱  
 (2122-9194) psw3707@hi-ib.com

2Q22 전지박 부문 적자폭 확대되면서 실적 부진 지속

동사 2Q22 실적은 매출액 1,254 억원(YoY: +36%, QoQ: +1%), 영업이익 -70 억원(YoY/QoQ: 적자)으로 당초 흑자전환을 예상했던 시장 기대치(매출액 1,285 억원, 영업이익 25 억원)를 하회했다. 원-달러 환율 상승에도 불구하고 전 사업부문이 대체로 부진했다. 동박은 중국 코로나 봉쇄 조치 및 고객사 재고 조정 영향으로 5G, 반도체용 출하량이 감소했다. 또한 전지박은 경기 둔화에 따른 유럽 완성차 OEM 업체들의 전기차 생산 감소로 전방 배터리셀 고객사들의 전지박 수요가 일시적인 조정을 보이고 있다. 이로 인해 동박, 전지박 라인 가동률이 전분기 대비 하락한 것으로 분석된다. 특히 러시아-우크라이나 전쟁 장기화로 유가, 천연가스 가격이 급등하면서 유럽 내 전력비가 크게 상승했다. 이로 인해 유럽 내 공장을 보유 중인 동사의 동박, 전지박 제조원가 부담은 높아졌다. 반면 2Q22 전지박 생산 수율은 67~68% 수준으로 개선 속도가 더딘 모습이다.

전지박 부문 흑자전환 시기 2023년으로 지연될 가능성 확대

동사는 2026년 말까지 전지박 캐파 총 11.7만 t(유럽 10만 t+북미 1.7만 t)을 구축하고, 부문 매출은 1.5~2조 원 달성을 목표로 하고 있다. 중장기 성장의 방향성은 확실하다. 다만 올해 하반기까지는 부진한 실적 흐름이 지속되면서 뚜렷한 주가 상승세가 제한적일 것으로 예상된다. 동사는 2Q22 실적 컨퍼런스에서 전지박 부문 흑자전환 시기를 4Q22~1Q23로 언급하며 기존 목표 시점을 유지했다. 그러나 당사는 이보다 다소 지연될 가능성이 높다고 판단한다. 하반기부터 2.3만 t 규모의 전지박 Ph2 라인 가동이 순차적으로 시작될 경우 감가상각비 증가로 고정비 부담이 늘어나기 때문이다. 이를 상쇄하기 위해서는 가동률을 높이고 수율 개선을 통해 캐시코스트(현금 비용)를 빠르게 낮춰야 한다. 그러나 동사의 4Q22 수율 목표치인 70% 수준에서는 여전히 제조원가 부담이 클 것으로 추정된다. 다만 첨단소재(OLED) 부문이 아이폰 14 신제품 출시 효과로 계절적 성수기에 진입한다는 점은 긍정적이다. 이를 반영한 2022년 매출액과 영업이익은 각각 5,339 억원(YoY: +28%, QoQ: +7%), 3 억원(YoY: -92%, QoQ: 흑자전환)을 기록할 것으로 전망된다.

매수 투자 의견 유지하나 목표주가 60,000 원으로 하향 조정

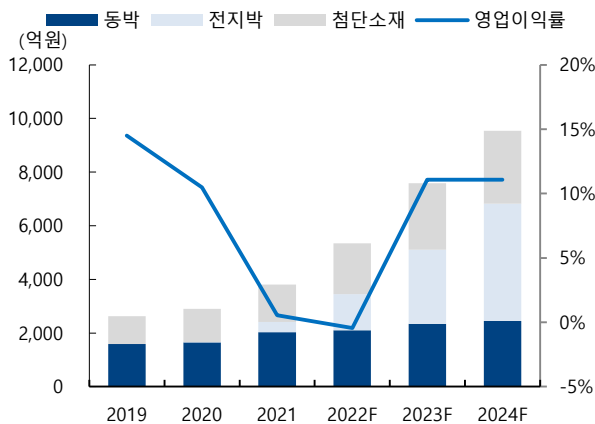
동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나 전지박 흑자전환 시기 지연 가능성을 감안해 목표주가는 60,000 원으로 하향 조정한다. 목표주가는 OLED 소재와 전지박의 높은 성장성을 고려해 2024년 실적 기준 SOTP 방식을 활용해 산출했다. 특히 동종 업체인 일진머티리얼즈의 경우 말레이시아 법인 지분율이 과거 신종자본증권(CB) 발행으로 인해 실제로는 희석되어 있음에도 불구하고 할인 받고 있지 않다는 점을 동사의 목표주가 산정시에도 반영했다. 동사 실적은 당분간 뚜렷한 개선을 기대하기 어려워 보인다. 다만 동사의 2025년 동박+전지박 캐파당 시가총액 가치는 국내 동종 업체인 SKC, 일진머티리얼 대비 상당히 저평가되어 있다. 따라서 올해 연간 500~600 억원 가량 적자가 예상되는 전지박 부문이 내년에 흑자전환할 경우 전체 실적 상승폭이 상당히 클 수 있으며, 주가 상승세가 가팔라질 가능성이 높다. 단기 주가 상승세는 제한적일 수 있지만 중장기적인 관점에서 꾸준한 관심이 필요하다고 판단된다.

표 1. 솔루스첨단소재 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)											
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	888	922	1,045	957	1,236	1,254	1,340	1,509	3,812	5,339	7,586
동박	539	515	524	457	518	510	523	546	2,036	2,097	2,343
전자박	43	68	150	117	301	322	313	422	378	1,358	2,758
첨단소재	306	339	370	383	417	422	504	542	1,398	1,885	2,485
YoY	25%	23%	41%	36%	39%	36%	28%	58%	31%	40%	42%
QoQ	27%	4%	13%	-8%	29%	1%	7%	13%			
매출원가	707	735	823	765	1,060	1,108	1,135	1,223	3,030	4,527	5,836
매출총이익	181	187	222	192	176	147	205	286	781	813	1,750
판매비 및 관리비	177	166	184	234	200	216	202	219	761	837	910
영업이익	4	20	38	-42	-24	-70	3	67	20	-24	839
영업이익률	0%	2%	4%	-4%	-2%	-6%	0%	4%	1%	0%	11%
YoY	-95%	-82%	-50%	적자전환	적자전환	적자전환	-92%	흑자전환	-93%	-219%	-3554%
QoQ	-84%	404%	84%	적자전환	적자지속	적자지속	흑자전환	2016%			
세전이익	32	-3	28	-51	-13	61	-12	51	6	87	835
당기순이익	-15	31	7	-21	-44	-17	33	97	2	68	651
지배주주순이익	21	52	28	17	1	50	61	62	119	174	624
순이익률	2%	6%	3%	2%	0%	4%	5%	4%	3%	3%	8%
YoY	-61%	-14%	흑자전환	흑자전환	-96%	-12%	66%	378%	흑자전환	46%	259%
QoQ	흑자전환	146%	-46%	-41%	-95%	5725%	2%	71%			
사업부문별 매출 비중											
동박	61%	56%	50%	48%	42%	41%	39%	36%	53%	39%	31%
전자박	5%	7%	14%	12%	24%	26%	23%	28%	10%	25%	36%
첨단소재	34%	37%	35%	40%	34%	34%	38%	36%	37%	35%	33%

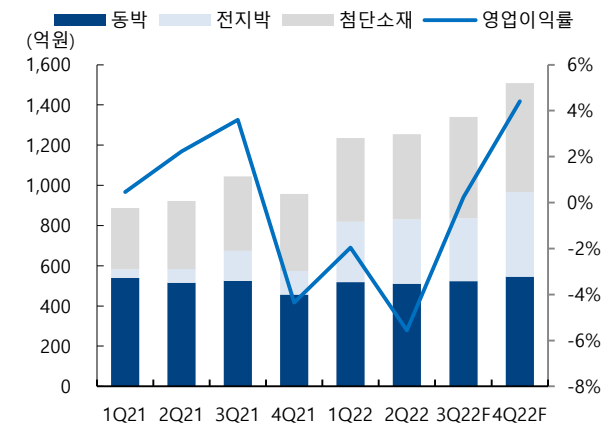
자료: 솔루스첨단소재, 하이투자증권

그림 1. 솔루스첨단소재 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



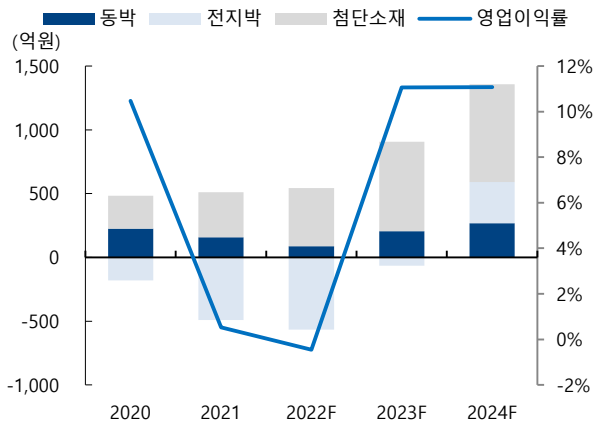
자료: 솔루스첨단소재, 하이투자증권

그림 2. 솔루스첨단소재 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



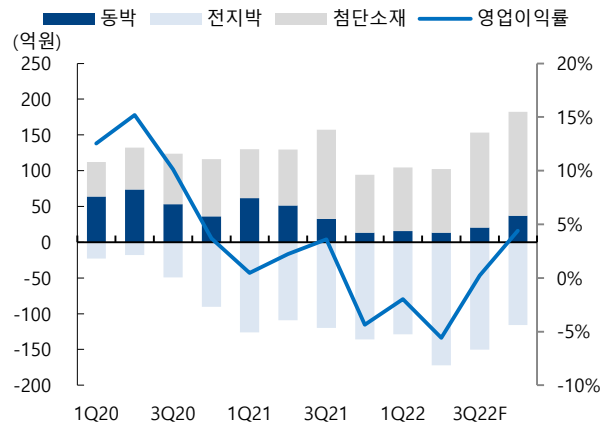
자료: 솔루스첨단소재, 하이투자증권

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. 천연가스 가격과 WTI 유가 월별 추이



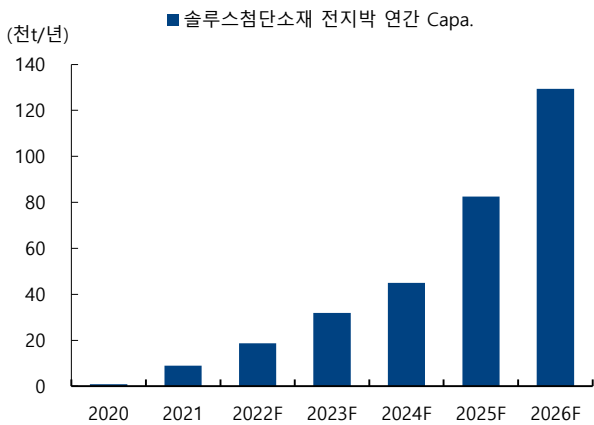
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림 6. 헝가리 전력 가격 월별 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

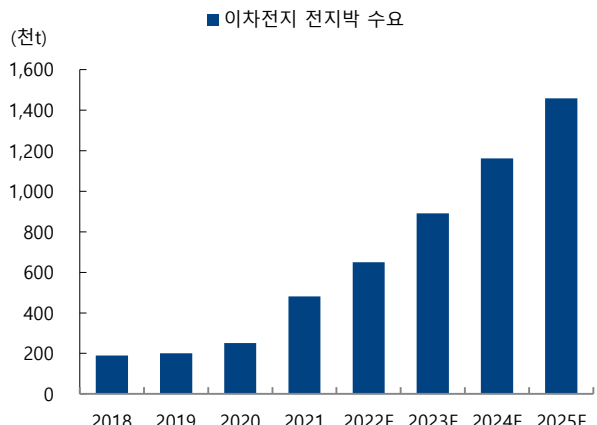
그림 7. 솔루스첨단소재 전지박 연간 Capa. 추이 및 전망



자료: 하이투자증권

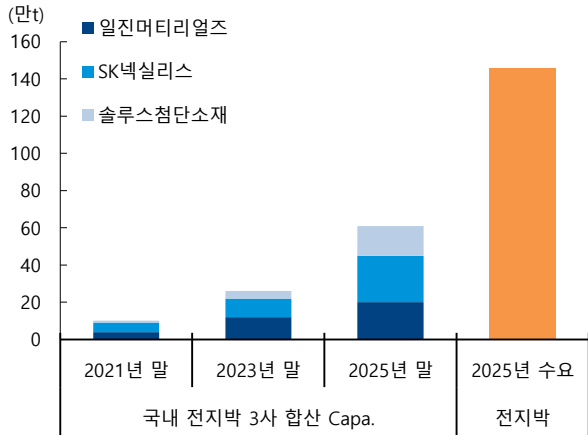
주: 연말 기준이 아닌 연간 실질 Capa. 규모

그림 8. 전기차 배터리용 전지박 시장 수요 추이 및 전망



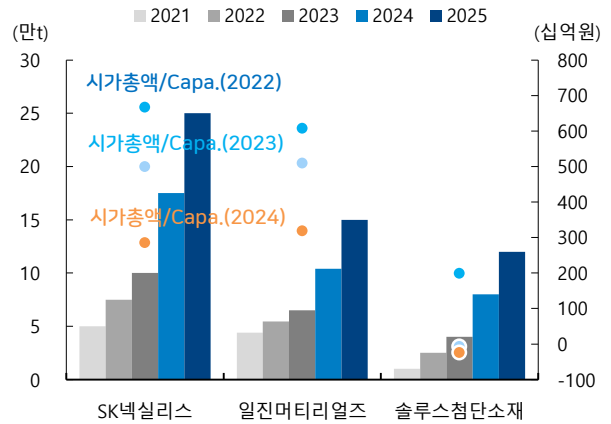
자료: 하이투자증권

그림 9. 국내 전지박 3사 합산 Capa.와 2025년 수요량 비교



자료: 하이투자증권

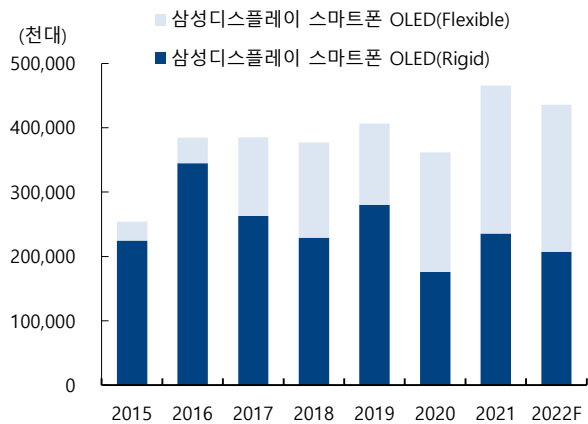
그림 10. 주요 양극재 업체 Capa. 계획과 2022~2024년 Capa. 당 시가총액 비교



자료: 하이투자증권

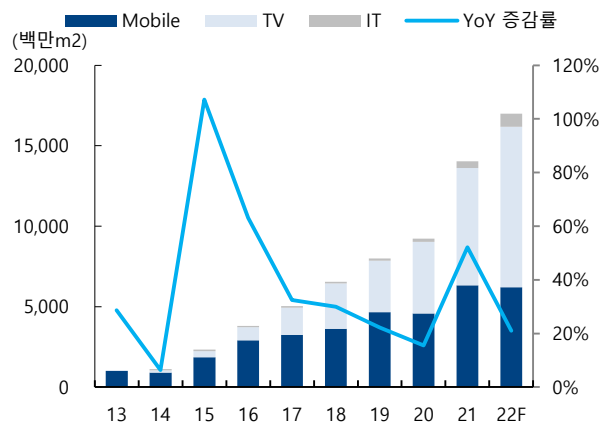
주: 솔루스첨단소재의 경우 시가총액에서 첨단소재 사업 가치 제외 적용

그림 11. 삼성디스플레이 스마트폰 OLED 패널 출하량 추이 및 전망



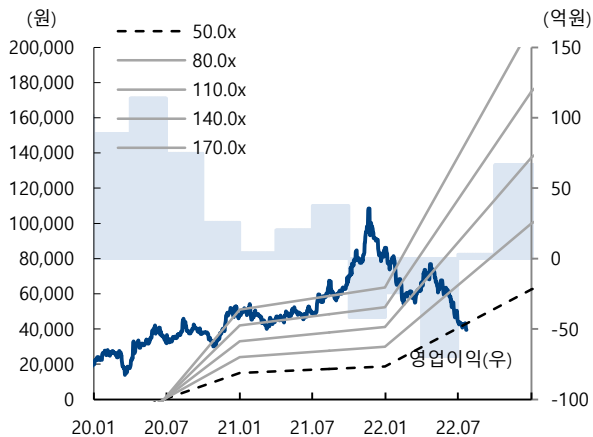
자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 12. 전세계 OLED 패널 출하면적 추이 및 전망



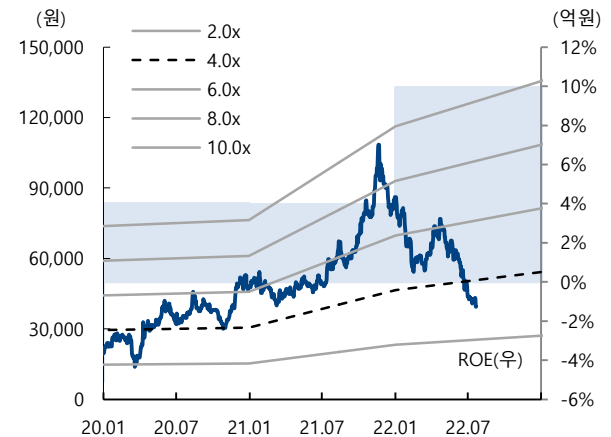
자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 13. 솔루스첨단소재 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림 14. 솔루스첨단소재 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

표 2. 솔루스첨단소재 목표주가 산출

구분		예상 순이익		Target Multiple	적정 기업 가치		비고
		2023F	2024F		2023F	2024F	
영업가치 (억원) (a)	전체	651	1,063	21.2x	13,878	22,506	
	전지박+동박	105	446	21.4x	2,239	9,542	국내 이차전지 소재 업종 24년 P/E 평균
	첨단소재(OLED+기타)	520	579	22.4x	11,639	12,963	최근 5년간 덕산네오룩스 P/E 평균 적용
비영업가치 (억원) (b)	순차입금				24	1,058	
	우선주				1,067	1,067	
적정 기업 가치(억원) (c)					12,787	20,381	(c)=(a)-(b)
총 주식수(만주) (d)					3,511	3,511	
적정주가(원) (e)					36,420	58,048	(e)=(c)/(d)
목표주가(원)						60,000	2024년 실적 선반영
전일 증가(원)						39,400	
상승 여력						52.3%	

자료: 하이투자증권

표 3. 국내 주요 이차전지 소재, 부품 업체 Peer group Valuation table

소재	업체명	주가 (원) (7/22)	시가총액 (억원)	P/E (배)				P/B (배)			EV/EBITDA (배)			순이익 증가			ROE (%)		
				21	22F	23F	24F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F
분리막	SKIET	82,600	58,892	132	90.9	32.0	20.2	5.9	2.6	2.4	49.7	27.8	15.4	8.2%	-32%	185%	5.6	2.9	7.8
양극재	포스코케미칼	116,000	89,857	85.4	55.9	38.5	27.2	4.9	3.5	3.2	49.8	35.4	24.0	350%	23%	45%	7.9	6.5	8.6
	에코프로비엠	117,600	115,014	63.1	54.8	37.3	27.0	12.1	12.2	9.1	70.5	33.6	22.7	110%	125%	53%	20.3	27.5	28.0
	엘앤에프	222,700	80,015	-35	34.2	27.6	20.0	6.3	8.0	6.0	-82	26.2	18.5	적자	흑전	25%	-27	30.0	26.9
전지박	SKC	132,000	49,986	25.6	22.1	20.9	17.4	2.7	2.1	1.9	12.4	10.1	9.6	365%	-5%	3%	11.6	10.6	10.1
	일진머티리얼즈	71,800	33,108	61.3	36.9	26.6	19.1	3.9	2.7	2.4	46.9	17.3	12.3	48%	57%	40%	7.9	8.0	9.6
	솔루스첨단소재	39,400	13,834	208	197	30.2	20.0	8.2	4.0	3.5	76.5	37.2	14.1	흑전	적전	흑전	4.0	2.3	12.3
전해액/ 전해질	천보	234,500	23,450	51.8	44.5	28.5	20.4	7.9	6.3	5.2	48.8	25.2	17.0	75%	19%	56%	17.2	16.1	20.1
	후성	17,550	16,253	60.0	11.6	10.9	8.6	5.5	N/A	N/A	25.0	7.2	6.1	흑전	427%	0%	9.6	N/A	N/A
	엔캠	47,800	7,333	-69	28.8	16.2	11.5	7.1	3.4	2.8	-90	17.3	11.1	적전	흑전	86%	-12	11.9	18.9
	동화기업	65,000	13,131	37.8	16.0	12.9	10.9	2.2	1.7	1.4	17.8	8.6	6.9	39%	86%	25%	6.7	12.2	13.1
실리콘 음극재	한솔케미칼	219,500	24,881	20.6	14.9	12.0	10.3	4.4	2.9	2.4	13.9	9.1	7.0	22%	12%	24%	23.9	22.0	22.4
	대주전자재료	73,200	11,332	44.4	83.3	50.6	17.5	7.5	7.8	6.7	68.7	44.6	29.4	338%	-39%	57%	21.2	10.1	14.9
	나노신소재	81,600	8,852	57.5	61.0	43.2	20.3	4.2	8.6	7.2	N/A	N/A	N/A	350%	113%	46%	7.7	14.7	18.5
부품	상아프론테크	30,350	4,853	94.0	N/A	N/A	N/A	4.8	N/A	N/A	34.0	N/A	N/A	301%	N/A	N/A	5.6	N/A	N/A
	신흥에스이씨	54,500	4,231	16.7	13.8	10.1	7.8	1.8	1.5	1.3	9.3	6.7	5.2	46%	26%	44%	12.7	11.7	14.2
평균				53.4	51.1	26.5	17.2	5.6	4.8	4.0	23.5	21.9	14.2	171%	68%	49%	7.7	13.3	16.1

자료: Quantiwise, 하이투자증권

주: 2022년 7월 22일 증가, Consensus 기준

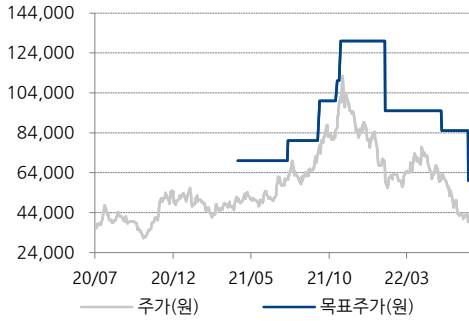
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2021	2022E	2023E	2024E	(단위:십억원,%)	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	394	613	606	740	매출액	381	534	759	1,226
현금 및 현금성자산	140	357	257	270	증가율(%)	31.4	40.1	42.1	61.6
단기금융자산	0	0	0	0	매출원가	303	453	584	946
매출채권	84	114	165	264	매출총이익	78	81	175	280
재고자산	140	112	153	176	판매비와관리비	761	837	910	1,442
비유동자산	617	691	848	948	연구개발비	6	9	11	17
유형자산	535	616	778	882	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	20	13	8	4	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,012	1,304	1,454	1,688	영업이익	2	-2	84	136
유동부채	293	317	368	461	증가율(%)	-93.3	적전	흑전	61.7
매입채무	99	129	177	272	영업이익률(%)	0.5	-0.5	11.1	11.1
단기차입금	142	142	142	142	이자수익	0	1	0	0
유동성장기부채	36	29	32	31	이자비용	5	5	5	5
비유동부채	197	198	197	197	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-2	-2	-2	-2
장기차입금	189	189	189	189	세전계속사업이익	1	9	83	136
부채총계	489	514	565	659	법인세비용	0	2	18	30
자배주주지분	302	581	677	800	세전계속이익률(%)	0.2	1.6	11.0	11.1
자본금	4	5	5	5	당기순이익	0	7	65	106
자본잉여금	295	521	521	521	순이익률(%)	0.0	1.3	8.6	8.7
이익잉여금	5	18	77	161	지배주주귀속 순이익	12	17	62	88
기타자본항목	-25	-25	-25	-25	기타포괄이익	39	38	38	38
비지배주주지분	220	209	212	230	총포괄이익	39	45	103	144
자본총계	522	790	889	1,030	지배주주귀속총포괄이익	2,981	114	99	120

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-42	88	78	145	주당지표(원)				
당기순이익	0	7	65	106	EPS	300	374	1,248	1,770
유형자산감가상각비	32	31	40	48	BPS	7,634	11,616	13,547	16,000
무형자산상각비	4	6	5	4	CFPS	1,196	1,174	2,150	2,800
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	100	100	100	100
투자활동 현금흐름	-234	-112	-202	-152	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-231	-112	-202	-152	PER	297.8	105.3	31.6	22.3
무형자산의 처분(취득)	3	-	-	-	PBR	11.7	3.4	2.9	2.5
금융상품의 증감	-166	218	-100	12	PCR	74.7	33.5	18.3	14.1
재무활동 현금흐름	92	271	55	50	EV/EBITDA	84.5	43.0	12.4	8.4
단기금융부채의증감	0	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	46	-	-	-	ROE	4.0	3.9	9.9	12.0
자본의증감	13	1	0	0	EBITDA 이익률	9.8	6.5	17.0	15.3
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	93.7	65.1	63.6	64.0
현금및현금성자산의증감	-166	218	-100	12	순부채비율	43.5	0.3	11.9	8.9
기초현금및현금성자산	306	140	357	257	매출채권회전율(x)	5.3	5.4	5.4	5.7
기말현금및현금성자산	140	357	257	270	재고자산회전율(x)	3.7	4.2	5.7	7.4

자료 : 솔루스첨단소재, 하이투자증권 리서치본부

솔루스첨단소재  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2021-04-28	Buy	70,000	1년	-24.5%	-11.6%
2021-08-04	Buy	80,000	1년	-19.3%	-8.8%
2021-10-05	Buy	100,000	1년	-18.0%	-12.1%
2021-11-08	Buy	110,000	1년	-13.8%	-10.2%
2021-11-15	Buy	130,000	1년	-33.3%	-13.5%
2022-02-10	Buy	95,000	1년	-31.5%	-19.2%
2022-05-31	Buy	85,000	1년	-42.7%	-25.9%
2022-07-25	Buy	60,000	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, 박상욱)

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) 종목투자의견은 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 투자비율 등급 공시 2022-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율 (%)	97.9%	2.1%	-