



솔루스첨단소재 (336370)

전지박 흑자전환 시기 지연

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 60,000원

현재 주가(7/20)	42,800원
상승여력	▲ 40.2%
시가총액	15,028억원
발행주식수	35,111천주
52 주 최고가 / 최저가	108,424 / 40,800원
90 일 일평균 거래대금	135.83억원
외국인 지분율	6.2%

주주 구성	
스카이레이크룸스트래티직인	53.2%
국민연금공단 (외 1인)	5.4%
이하영 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-17.4	-37.2	-47.4	-24.1
상대수익률(KOSPI)	-17.2	-24.9	-30.8	2.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	290	381	551	935
영업이익	30	2	1	105
EBITDA	50	38	58	199
지배주주순이익	-11	12	12	108
EPS	-351	345	349	3,504
순차입금	-50	229	490	832
PER	-136.2	249.2	122.6	12.2
PBR	6.5	11.3	5.5	4.1
EV/EBITDA	29.2	78.7	36.5	12.3
배당수익률	0.0	0.1	0.2	0.2
ROE	-5.1	4.0	3.9	29.9

주가 추이



솔루스첨단소재는 2 분기에도 적자가 지속됐습니다. 전력비 상승으로 전지박 사업부 흑자전환 시기가 지연되고 있습니다. 그러나 전지박 시장 수급 현황은 타이트하며 공급자 우위 시장이 지속될 것으로 전망합니다. 하반기 전지박 수출/가동률 개선 속도가 관건입니다.

전지박 부문 적자 폭 확대

동사의 2분기 실적은 매출액 1,254억 원, 영업적자 70억 원으로 전분기 대비 적자 폭이 확대됐다. 전지박 부문 비용 상승 영향이다. 판가 및 환율 효과로 매출은 증가했으나, 1) 전력비 상승, 2) Phase 2 양산 준비, 3) 환율의 부정적 효과 등으로 원가 부담이 가중됐다. 동박 부문은 중국/유럽 매출 비중이 높은 가운데 중국 락다운으로 신규 3천 톤 공장 준공에도 불구하고 전분기 대비 출하량이 감소했다. 반면, OLED 부문은 계절적 비수기임을 감안하면 견조한 매출을 기록했으며, 바이오 부문도 중국 락다운에도 불구하고 전월대비 성장세를 이어갔다.

하반기 이익은 개선되나 그 속도가 문제

동사의 연간 실적은 매출액 5,510억 원, 영업이익 13억 원으로 전망한다. 동사는 연초 연간 가이드선으로 매출 6,000억 원, 영업이익 360억 원을 제시했으나 전지박/동박 사업부 실적이 기대치에 못 미칠 것으로 예상된다. 구리 가격이 하락하며 하반기 전지박/동박 매출 성장은 제한적일 것으로 전망한다. 그러나 매출보다 이익 개선세가 관건이다. 하반기에도 전력비는 높은 수준이 유지될 것으로 예상되어 전지박 사업부 흑자전환 시기는 2023년 상반기로 지연될 것으로 판단한다.

목표주가 6만 원으로 하향, 투자의견 Buy 유지

동사에 대한 목표주가를 6만 원으로 하향한다. 최근 낮아진 2차전지 업종 멀티플을 반영했다. 전지박 수출은 계획대로 개선되고 있으나, 전력비 상승이라는 복병을 맞이했다. 그러나 전지박 시장은 여전히 긍정적이다. 하이엔드 전지박을 공급할 수 있는 업체들은 제한적이며 타이트한 시장 환경이 전망되기 때문이다. 셀업체들도 안정적인 물량 확보가 필요한 시점이다. 이에 따라 3분기에는 국내 주요 셀업체향 신규 수주도 기대된다. 동사의 주가는 전지박 흑자전환 시기 지연에 대한 우려로 부진했다. 하반기 수출/가동률이 상승하며 수익성 개선만 가시화된다면 주가는 반등할 것으로 판단한다.

[표1] 솔루스첨단소재 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	88.8	92.2	104.5	95.7	123.6	125.4	132.7	169.3	290.2	386.0	551.0	935.1
전자박(전기차 배터리)	4.3	6.8	15.0	11.6	30.1	32.2	36.2	65.2	0.9	37.8	163.7	436.0
동박(PCB)	53.9	51.5	52.5	46.0	51.8	51.0	51.7	55.7	165.5	203.6	210.2	270.7
OLED 소재	19.9	26.2	27.2	27.4	31.0	29.4	31.1	32.9	81.5	100.6	124.3	165.1
바이오	10.6	7.7	9.8	10.7	10.7	12.8	13.7	15.6	42.3	44.0	52.8	63.4
영업이익	0.4	2.0	3.8	-4.2	-2.4	-7.0	0.6	10.1	30.4	2.0	1.3	104.9
영업이익률	0.5%	2.2%	3.6%	-4.4%	-2.0%	-5.6%	0.5%	6.0%	10.5%	0.5%	0.2%	11.2%

자료: 솔루스첨단소재, 한화투자증권 리서치센터

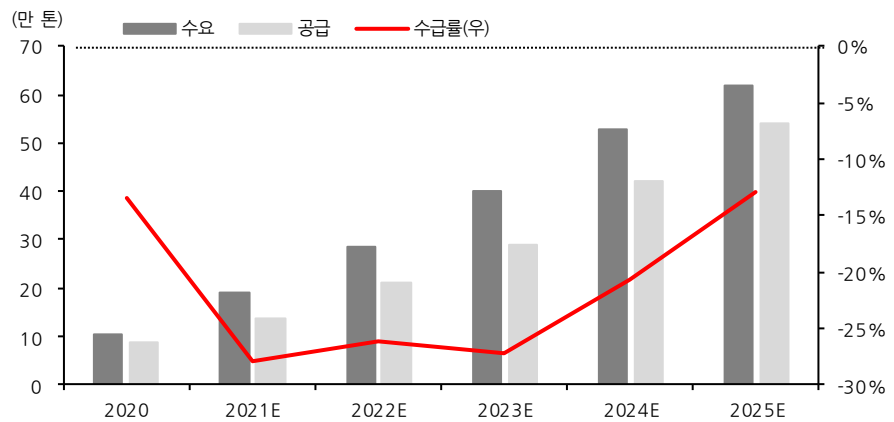
[표2] 솔루스첨단소재 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배)

	2024E 순이익(지배)	Target Multiple	적정 가치 (십억 원)	비고
영업가치	첨단소재	17	950	덕산네오룩스 22E P/E
	동박+전지박	30	1,631	2차전지 업종 22년 평균 24MFwd P/E
	사업 가치 합계(a)	23.4	2,581	
비영업가치	순차입금		363	1Q22말 기준
	우선주 시가총액		113	
	비영업가치(b)		476	
적정 기업 가치			2,104	(a)-(b)
주식 수(천 주)			35,111	
적정 주가(원)			59,938	
목표주가			60,000	
현재주가			42,800	
상승 여력(%)			40%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 전자박 시장은 쇼티지가 지속될 것으로 전망



주: 솔루스첨단소재, SKC, 일진머티리얼즈, Wason, CCP, Nuode 합산 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	70	290	381	551	935
매출총이익	24	97	78	97	206
영업이익	10	30	2	1	105
EBITDA	14	50	38	58	199
순이자손익	-1	-6	-5	-5	-8
외화관련손익	-3	-23	10	3	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	7	-2	1	15	141
당기순이익	4	-11	0	7	108
지배주주순이익	4	-11	12	12	108
증가율(%)					
매출액	n/a	314.5	31.4	44.6	69.7
영업이익	n/a	198.5	-93.3	-35.5	7,866.8
EBITDA	n/a	264.6	-25.1	53.2	244.6
순이익	n/a	적전	흑전	4,697.2	1,354.5
이익률(%)					
매출총이익률	33.7	33.3	20.5	17.7	22.0
영업이익률	14.5	10.5	0.5	0.2	11.2
EBITDA 이익률	19.7	17.3	9.9	10.5	21.2
세전이익률	9.8	-0.8	0.2	2.7	15.1
순이익률	6.4	-3.8	0.0	1.3	11.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	21	-31	-42	139	166
당기순이익	4	-11	0	7	108
자산상각비	4	20	36	56	94
운전자본증감	8	-68	-83	68	-36
매출채권 감소(증가)	-2	1	-20	29	-14
재고자산 감소(증가)	3	25	-66	116	-40
매입채무 증가(감소)	6	12	24	-54	19
투자현금흐름	-79	-176	-234	-398	-504
유형자산처분(취득)	-77	-170	-231	-395	-500
무형자산 감소(증가)	-2	-6	-3	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	22	417	92	162	296
차입금의 증가(감소)	25	33	35	162	300
자본의 증가(감소)	0	-11	0	-4	-4
배당금의 지급	0	11	0	4	4
총현금흐름	14	44	53	73	202
(-)운전자본증가(감소)	44	16	82	-77	36
(-)설비투자	77	172	232	395	500
(+)자산매각	-2	-5	-2	-1	-1
Free Cash Flow	-109	-149	-263	-246	-335
(-)기타투자	-52	51	0	12	3
잉여현금	-58	-200	-264	-258	-338
NOPLAT	7	22	1	1	80
(+) Dep	4	20	36	56	94
(-)운전자본투자	44	16	82	-77	36
(-)Capex	77	172	232	395	500
OpFCF	-111	-146	-278	-261	-362

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	231	450	394	181	196
현금성자산	95	306	140	48	6
매출채권	58	60	84	56	70
재고자산	43	68	140	25	65
비유동자산	264	391	617	976	1,386
투자자산	44	60	62	71	74
유형자산	212	318	535	885	1,292
무형자산	10	12	20	20	20
자산총계	494	841	1,012	1,157	1,582
유동부채	184	167	293	372	392
매입채무	86	68	99	51	70
유동성이자부채	93	83	180	305	305
비유동부채	170	184	197	247	548
비유동이자부채	102	173	189	233	533
부채총계	354	351	489	620	940
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	127	295	295	295	295
이익잉여금	4	-7	5	13	117
자본조정	5	0	-2	-2	-2
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	141	490	522	537	641

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	142	-351	345	349	3,504
BPS	3,551	7,377	7,634	7,825	10,457
DPS	0	10	96	100	100
CFPS	331	1,068	1,287	1,774	5,104
ROA(%)	-	-1.7	1.3	1.1	7.9
ROE(%)	-	-5.1	4.0	3.9	29.9
ROIC(%)	-	6.5	0.1	0.1	6.4
Multiples(x, %)					
PER	138.6	-136.2	249.2	122.6	12.2
PBR	5.5	6.5	11.3	5.5	4.1
PSR	11.5	6.8	9.3	3.2	1.8
PCR	59.2	44.7	66.9	24.1	8.4
EV/EBITDA	52.4	29.2	78.7	36.5	12.3
배당수익률	n/a	0.0	0.1	0.2	0.2
안정성(%)					
부채비율	251.4	71.7	93.7	115.3	146.5
Net debt/Equity	70.8	-10.1	43.9	91.2	129.7
Net debt/EBITDA	723.5	-98.8	609.0	850.1	418.9
유동비율	125.3	269.0	134.8	48.7	49.9
이자보상배율(배)	11.2	4.9	0.4	0.3	13.1
자산구조(%)					
투하자본	63.5	54.6	78.8	89.6	94.9
현금+투자자산	36.5	45.4	21.2	10.4	5.1
자본구조(%)					
차입금	58.1	34.3	41.4	50.0	56.6
자기자본	41.9	65.7	58.6	50.0	43.4

[Compliance Notice]

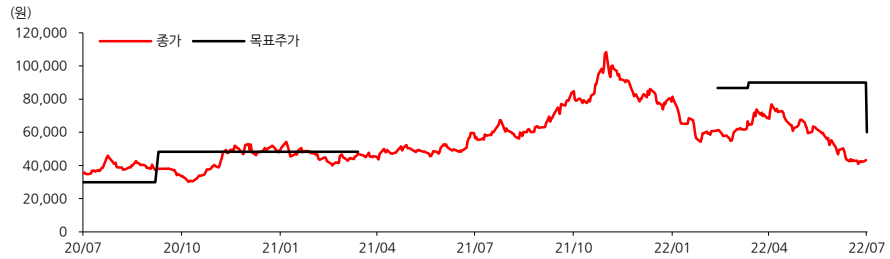
(공표일: 2022년 07월 21일)

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. (이용육)

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]

일 시	2020.09.28	2020.11.10	2020.11.20	2021.02.10	2022.03.03	2022.03.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격	50,000	50,000	50,000	50,000	이용육	90,000
일 시	2022.04.05	2022.04.22	2022.07.21			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	90,000	90,000	60,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.09.28	Buy	48,188	0.45	44.20
2022.03.03	Buy	86,739	-31.06	-11.46
2022.07.21	Buy	60,000		

[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: 2022년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%