

Company Brief

2022-02-10

솔루스첨단소재(336370)

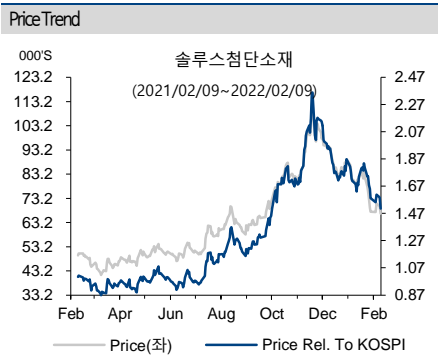
전지박 초기 안정화 지연

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	95,000 원(하향)
증가(2022/02/09)	66,900 원
상승여력	42.0 %

Stock Indicator	
자본금	4십억원
발행주식수	3,960만주
시가총액	2,230십억원
외국인지분율	7.1%
52주 주가	41,500~112,500원
60일평균거래량	420,679주
60일평균거래대금	38.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.5	-27.6	1.4	32.7
상대수익률	-10.1	-22.1	16.0	43.4



FY	2020	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	290	381	593	1,174
영업이익(십억원)	30	2	40	103
순이익(십억원)	-11	12	35	70
EPS(원)	-279	299	895	1,759
BPS(원)	7,377	7,533	8,284	9,899
PER(배)		223.9	74.8	38.0
PBR(배)	6.7	8.9	8.1	6.8
ROE(%)	-5.1	4.0	11.3	19.3
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(배)	32.6	59.7	26.6	15.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

4Q21 전지박 부문 적자폭 확대로 전사 영업이익 적자전환

동사 4Q21 실적은 매출액 957억원(YoY: +36%, QoQ: -8%), 영업이익 -42억원(YoY/QoQ: 적자전환)으로 적자전환하며 시장 기대치(매출액 1,156억원, 영업이익 61억원)를 크게 하회했다. 사업부문별로 살펴보면 계절적 성수기에 진입한 OLED 소재는 제품 다각화와 고객사 다변화를 통해 매출이 전분기 대비 안정적으로 증가한 반면 동박과 전지박은 감소세가 뚜렷했다. 기존 주력 사업인 동박은 출하량이 견조했지만 중국 중심의 5G 투자 지연으로 범용 동박 비중이 높아지면서 ASP 하락으로 인한 매출 감소가 컸다. 또한 신규 사업인 전지박은 일시적으로 주력 고객사향 품질 이슈로 제품 출하에 차질이 발생했고, 고정비 부담, 원재료 가격과 전력비 상승 등의 영향으로 전분기 대비 적자폭이 확대된 것으로 추정된다.

2022년 실적 눈높이는 낮아졌으나 중장기 방향성에는 변함없다

동사는 4Q21 실적 컨퍼런스 콜을 통해 2022년 사업 전망(매출액 6,000억원, 영업이익 360억원)과 전지박 부문 중장기 운영 계획에 대해 발표했다. 다만 전일 공시된 2022년 실적 전망은 기존 시장 기대치(매출액 6,401억원, 영업이익 728억원)에 크게 못 미친다. 전지박의 안정화 궤도 진입 시기가 올해 상반기에서 하반기로 지연됐기 때문이다. 당초 헝가리 전지박 공장 초기 가동시 경험치가 많은 동박 법인(CFL)의 인력들이 투입될 경우 빠르게 안정화될 것으로 기대했다. 그러나 코로나 영향으로 인력 이동에 차질이 발생하면서 수율 개선, 정상 가동에 어려움을 겪었다. 이로 인해 전지박 분기 흑자전환 시기는 4Q22일 것으로 예측되며, 이를 반영한 2022년 전지박 부문의 매출액과 영업이익은 각각 1,659억원(YoY: +340%), -351억원(YoY: 적자지속)일 것으로 추정된다. 다만 중장기 방향성은 확실하다. 향후 전지박 Capa.는 2026년 말까지 총 11.7만 t(유럽 10만 t+북미 1.7만 t)을 구축하고, 부문 매출은 2조원 이상 달성을 목표로 한다. 동사는 국내 업체 최초로 전세계 전기차 시장 점유율 1위 업체의 자체 배터리 공장 소재 직납을 확정 지은 바 있다. 이 외에도 유럽 현지 국내 업체들뿐만 아니라 ACC, S-volt, CATL 등 대다수 배터리 셀 업체들과 추가 물량 공급을 협의 중에 있으며 곧 가시화될 것으로 예상된다. 이를 반영한 2023년, 2024년 영업이익은 각각 1,033억원(YoY: +158%), 1,768억원(YoY: +71%)을 기록할 것으로 전망된다.

매수 투자 의견 유지하나 목표주가 95,000만원으로 하향 조정

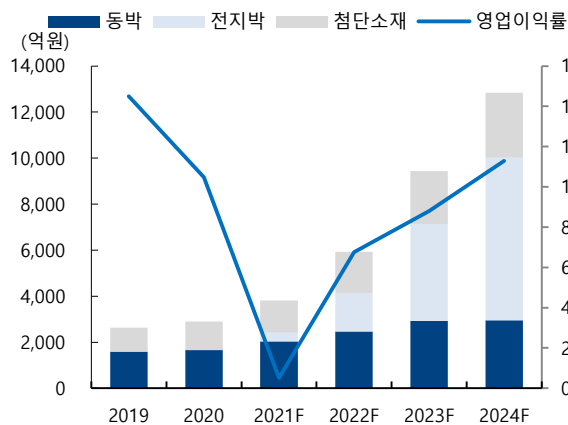
동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나 목표주가는 국내 이차전지 소재 업종 주가 하락세에 따른 적용 Multiple 조정과 함께 95,000원으로 하향한다. 목표주가는 OLED 소재와 전지박의 높은 성장성을 고려한 SOTP 방식을 활용해 산출했다. 전지박 부문 흑자전환 시기가 지연됐음에도 불구하고 2024년 실적 추정치 변화는 제한적이다. 동종 업체인 일진머티리얼즈의 경우 말레이시아 법인 지분율이 과거 신종자본증권(CB) 발행으로 인해 실제로는 희석되어 있음에도 불구하고 전혀 할인 받고 있지 않다는 점을 반영했다. 동사의 2024년 전지박 Capa. 대비 시가총액(첨단소재 가치 제외)은 경쟁사 대비 1/5 수준에 불과해 가장 저평가되어 있다. 동사는 유럽 내 유일하게 생산 설비를 갖추고 있으며, 북미 시장 진출도 가장 먼저 추진 중이다. 따라서 동사의 전지박 시장 점유율은 빠르게 확대될 가능성이 높다. 점진적인 실적 개선과 멀티플 리-레이팅에 따른 주가 상승세가 전망되는 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

표 1. 솔루스첨단소재 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)												
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021	2022F	2023F
매출액	888	922	1,045	957	1,131	1,337	1,615	1,846	2,902	3,812	5,929	11,740
동박	539	515	524	460	521	593	678	678	1,654	2,038	2,470	2,930
전자박	43	68	150	116	231	323	453	653	9	377	1,659	4,208
첨단소재	306	339	370	381	380	420	485	515	1,239	1,396	1,801	2,301
YoY	25%	23%	41%	36%	27%	45%	55%	93%	10%	31%	56%	98%
QoQ	27%	4%	13%	-8%	18%	18%	21%	14%				
매출원가	707	735	823	846	931	1,044	1,251	1,415	1,934	3,111	4,641	9,069
매출총이익	181	187	222	111	201	292	364	431	967	701	1,289	2,672
판매비 및 관리비	177	166	184	154	181	204	240	264	664	681	888	1,639
영업이익	4	20	38	-42	19	89	125	168	304	20	401	1,033
영업이익률	0%	2%	4%	-4%	2%	7%	8%	9%	10%	1%	7%	9%
YoY	-95%	-82%	-50%	-264%	380%	333%	232%	-497%	-20%	-93%	1923%	158%
QoQ	-84%	404%	84%	-213%	-146%	355%	41%	35%				
세전이익	32	-3	28	-51	4	66	102	145	-23	6	318	960
당기순이익	-15	31	7	-22	-10	47	83	127	-110	1	248	749
지배주주순이익	21	52	28	16	44	80	104	126	-110	118	354	697
순이익률	2%	6%	3%	2%	4%	6%	6%	7%	-4%	3%	6%	6%
YoY	-127%	-50%	-131%	흑전	흑전	55%	1058%	-688%	적전	흑전	16541%	202%
QoQ	-93%	흑전	흑전	-398%	-55%	-588%	76%	52%				
사업부문별 매출 비중												
동박	61%	56%	50%	48%	46%	44%	42%	37%	57%	53%	42%	25%
전자박	5%	7%	14%	12%	20%	24%	28%	35%	0%	10%	28%	36%
첨단소재	34%	37%	35%	40%	34%	31%	30%	28%	43%	37%	30%	20%

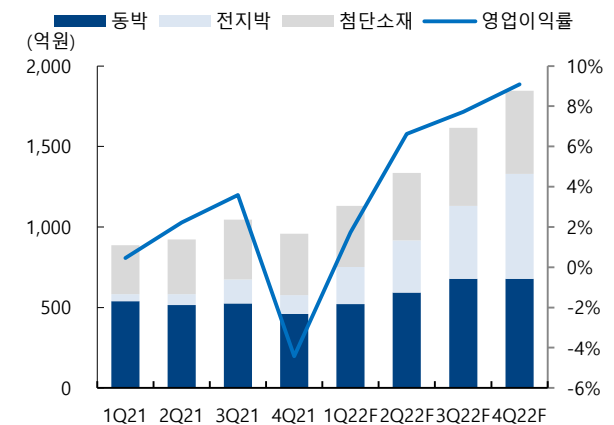
자료: 솔루스첨단소재, 하이투자증권

그림 1. 솔루스첨단소재 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



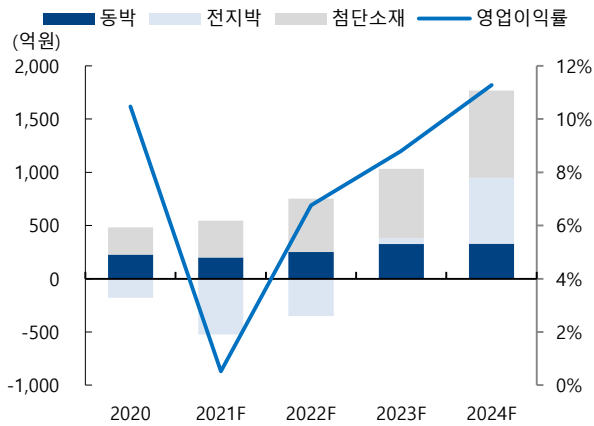
자료: 솔루스첨단소재, 하이투자증권

그림 2. 솔루스첨단소재 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



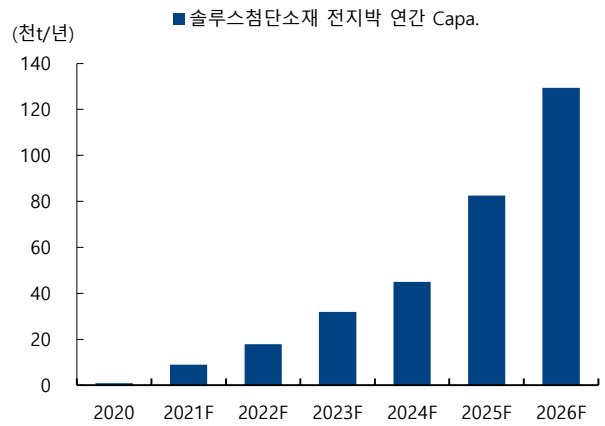
자료: 솔루스첨단소재, 하이투자증권

그림 3. 솔루스첨단소재 사업부문별 영업이익 추이 및 전망



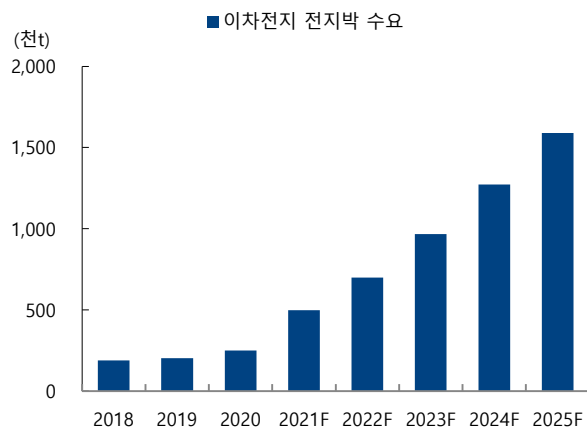
자료: 솔루스첨단소재, 하이투자증권

그림 4. 솔루스첨단소재 전지박 연간 Capa. 추이 및 전망



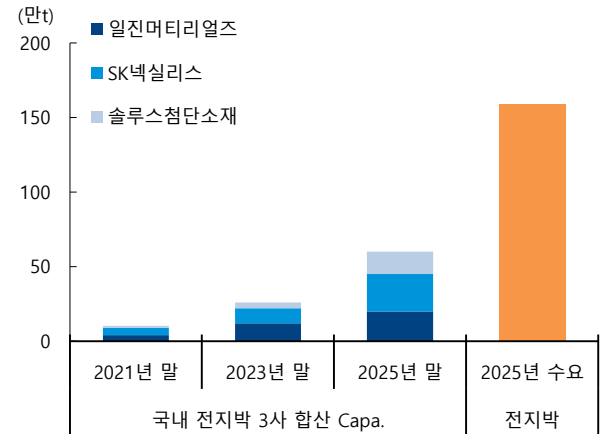
자료: 솔루스첨단소재, 하이투자증권
주: 연말 기준이 아닌 연간 실질 Capa. 규모

그림 5. 전기차 배터리용 전지박 시장 수요 추이 및 전망



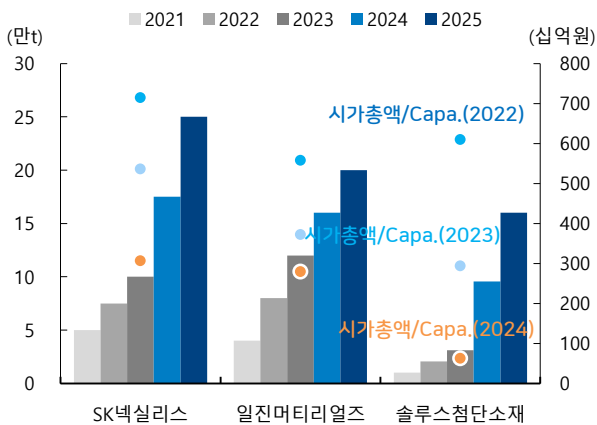
자료: 하이투자증권

그림 6. 국내 전지박 3사 합산 Capa.와 2025년 수요량 비교



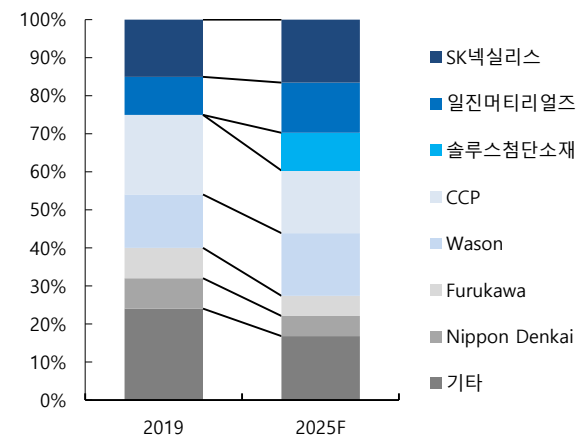
자료: 하이투자증권

그림 7. 주요 양극재 업체 Capa. 계획과 2022~2024년 Capa. 당 시가총액 비교



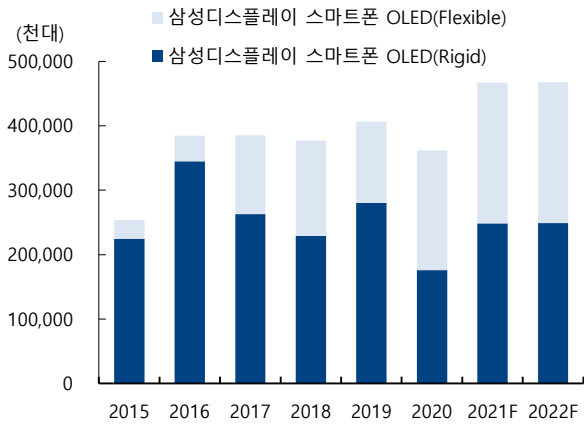
자료: 하이투자증권
주: 솔루스첨단소재의 경우 시가총액에서 첨단소재 사업 가치 제외 적용

그림 8. 전세계 전지박 업체별 시장 점유율 추이 및 전망



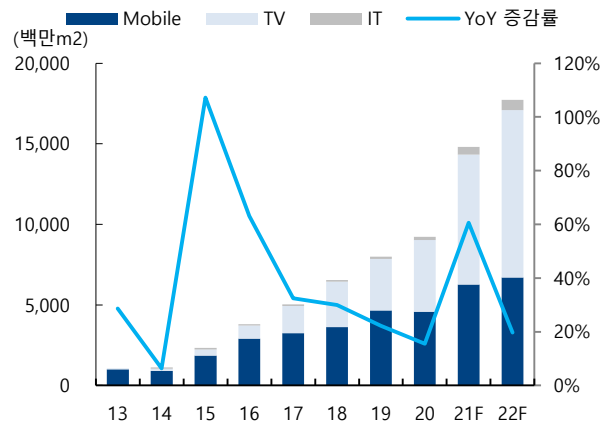
자료: 하이투자증권

그림 9. 삼성디스플레이 스마트폰 OLED 패널 출하량 추이 및 전망



자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 10. 전세계 OLED 패널 출하면적 추이 및 전망



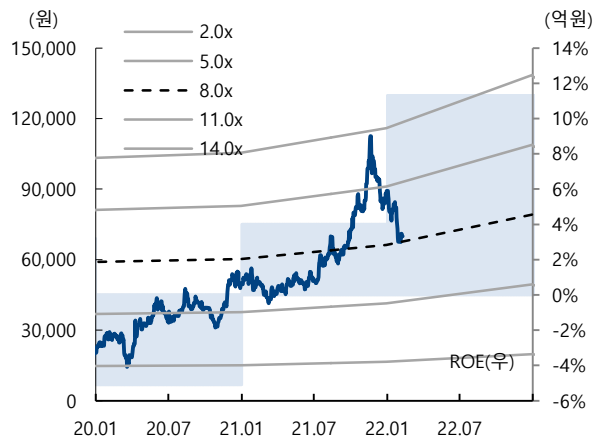
자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 11. 솔루스첨단소재 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림 12. 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	749	1,310	25.6x	19,602	33,571	
	전지박+동박	288	716	25.4x	7,318	18,188	국내 이차전지 소재 업종 23, 24년 P/E 평균
	첨단소재(OLED+기타)	495	619	24.8x	12,284	15,383	최근 5년간 덕산네오룩스 P/E 평균 적용
비영업가치 (억원) (b)	순차입금				2,096	3,326	
	우선주				1,872	1,872	
적정 기업 가치(억원) (c)					15,634	28,372	(c)=(a)-(b)
총 주식수(만주) (d)					3,059	3,059	
적정주가(원) (e)					51,110	92,751	(e)=(c)/(d)
목표주가(원)						95,000	2024년 실적 추가 선반영
전일 증가(원)						69,900	2024년 예상 실적 기준 P/E 25.4배
상승 여력						35.9%	

자료: 하이투자증권

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

소재	업체명	주가 (원) (2/9)	시가총액 (억원)	P/E (배)				P/B (배)			EV/EBITDA (배)			순이익 증가			ROE (%)		
				21F	22F	23F	24F	21F	22F	23F	21F	22F	23F	21F	22F	23F	21F	22F	23F
분리막	SKIET	124,500	88,766	65.5	69.5	39.3	N/A	4.3	4.5	4.1	36.6	26.0	18.5	47%	20%	61%	8.0	6.4	10.9
양극재	포스코케미칼	111,000	85,984	56.6	56.1	38.2	26.4	3.6	3.5	3.2	33.5	30.4	22.4	397%	4%	47%	8.8	6.3	8.7
	에코프로비엠	322,300	73,869	70.6	46.1	29.2	17.5	10.1	7.7	6.0	44.7	26.1	17.1	110%	76%	64%	16.9	19.0	23.2
	엘앤에프	187,500	65,269	N/A	60.2	34.7	20.8	13.2	10.6	7.9	98	36.4	22.2	흑전	N/A	78%	-1.1	21.8	29.2
전지박	SKC	141,500	53,584	19.8	20.1	18.0	N/A	2.5	2.2	2.0	10.7	10.1	9.3	372%	-1%	10%	14.1	12.4	12.4
	일진머티리얼즈	96,800	44,635	60.9	38.9	26.9	N/A	6.6	5.7	4.7	33.5	22.4	15.8	73%	52%	51%	11.4	15.7	19.2
	솔루스첨단소재	69,900	21,382	236	59.0	32.6	25.7	9.1	7.9	6.4	45.1	20.0	12.9	흑전	831%	95%	3.9	14.3	21.8
전해액/ 전해질	천보	287,000	28,700	69.4	42.7	28.2	15.2	10.7	8.3	6.5	45.6	27.8	19.2	54%	61%	53%	16.8	22.1	26.0
	후성	21,200	19,633	41.9	15.8	13.4	N/A	N/A	N/A	N/A	30.6	9.7	8.0	흑전	195%	18%	N/A	N/A	N/A
	동화기업	71,300	14,403	20.1	15.9	13.8	11.9	2.0	1.8	1.5	9.8	7.6	6.5	130%	27%	15%	12.0	13.2	13.2
실리콘 음극재	한솔케미칼	224,500	25,448	15.9	13.4	11.2	9.8	3.6	2.9	2.4	10.4	8.5	6.8	29%	17%	19%	25.7	24.5	23.7
	대주전자재료	91,300	14,134	96.7	86.7	59.1	26.7	13.5	11.7	9.6	65.3	48.1	34.7	180%	11%	47%	15.7	15.1	18.6
	나노신소재	53,000	5,750	72.5	52.9	29.1	N/A	5.8	5.3	4.5	N/A	N/A	N/A	367%	47%	75%	8.4	10.7	17.0
부품	상아프론테크	39,950	6,388	59.0	40.7	23.4	14.2	3.9	3.6	3.1	27.7	21.9	14.7	361%	47%	74%	6.9	9.5	14.8
	신흥에스이씨	56,800	4,410	13.1	11.6	8.8	N/A	3.2	2.5	2.0	9.0	6.6	5.1	82%	34%	32%	22.5	24.1	25.2
평균				64.1	42.0	27.1	18.7	6.6	5.6	4.6	35.8	21.5	15.2	184%	102%	49%	12.1	15.4	18.8

자료: Quantiwise, 하이투자증권

주: 2021년 2월 9일 증가, Consensus 기준

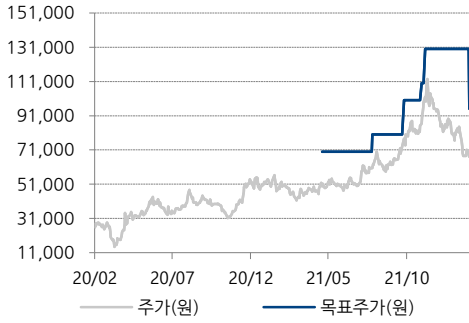
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	(단위:십억원,%)	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	450	276	364	502	매출액	290	381	593	1,174
현금 및 현금성자산	306	111	145	121	증가율(%)	314.5	31.4	55.5	98.0
단기금융자산	0	0	0	0	매출원가	193	311	464	907
매출채권	60	79	123	243	매출총이익	97	70	129	267
재고자산	68	69	80	121	판매비와관리비	656	676	879	1,624
비유동자산	391	598	655	797	연구개발비	8	5	9	15
유형자산	318	538	594	739	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	12	9	6	4	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	841	875	1,020	1,298	영업이익	30	2	40	103
유동부채	167	179	218	321	증가율(%)	198.5	-93.5	1,922.7	157.9
매입채무	68	85	122	226	영업이익률(%)	10.5	0.5	6.8	8.8
단기차입금	61	61	61	61	이자수익	0	0	0	0
유동성장기부채	22	20	21	20	이자비용	6	4	7	8
비유동부채	184	212	298	405	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	50	100	기타영업외손익	-2	-1	-2	-1
장기차입금	173	173	223	273	세전계속사업이익	-2	1	32	96
부채총계	351	390	516	726	법인세비용	9	0	7	21
자배주주지분	292	298	328	392	세전계속이익률(%)	-0.8	0.2	5.4	8.2
자본금	4	4	4	4	당기순이익	-11	0	25	75
자본잉여금	295	295	295	295	순이익률(%)	-3.8	0.0	4.2	6.4
이익잉여금	-7	5	40	109	지배주주귀속 순이익	-11	12	35	70
기타자본항목	0	0	0	0	기타포괄이익	-5	-5	-5	-5
비지배주주지분	198	186	175	181	총포괄이익	-16	-5	19	70
자본총계	490	484	503	573	지배주주귀속총포괄이익	-16	-416	28	65

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-31	62	51	88	주당지표(원)				
당기순이익	-11	0	25	75	EPS	-279	299	895	1,759
유형자산감가상각비	18	35	49	59	BPS	7,377	7,533	8,284	9,899
무형자산상각비	2	3	3	2	CFPS	220	1,253	2,200	3,301
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	10	10	10	10
투자활동 현금흐름	-176	-254	-104	-204	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-170	-255	-105	-205	PER		223.9	74.8	38.0
무형자산의 처분(취득)	6	-	-	-	PBR	6.7	8.9	8.1	6.8
금융상품의 증감	211	-194	33	-23	PCR	224.9	53.4	30.4	20.3
재무활동 현금흐름	417	391	494	492	EV/EBITDA	32.6	59.7	26.6	15.6
단기금융부채의증감	0	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	13	-	-	-	ROE	-5.1	4.0	11.3	19.3
자본의증감	14	28	86	107	EBITDA 이익률	17.3	10.4	15.5	14.0
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	71.7	80.6	102.5	126.8
현금및현금성자산의증감	211	-194	33	-24	순부채비율	-10.3	29.4	41.6	58.1
기초현금및현금성자산	95	306	111	145	매출채권회전율(x)	4.9	5.5	5.9	6.4
기말현금및현금성자산	306	111	145	121	재고자산회전율(x)	5.2	5.6	8.0	11.7

자료 : 솔루스첨단소재, 하이투자증권 리서치본부

솔루스첨단소재
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	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		

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 2021-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율 (%)	95.4%	4.6%	-