



솔루스첨단소재 (336370)

역대 최대 매출 기록에도 저조한 수익성

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 12,000원

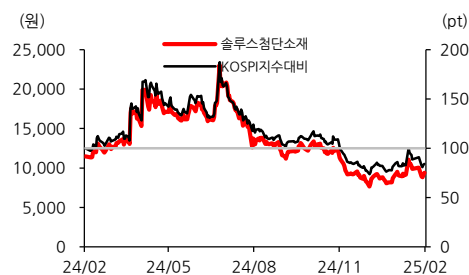
현재 주가(2/6)	9,380원
상승여력	▲27.9%
시가총액	6,586억원
발행주식수	70,217천주
52 주 최고가 / 최저가	23,050 / 7,660원
90 일 일평균 거래대금	33.66억원
외국인 지분율	5.2%
주주 구성	
스카이라이프홀딩스(주)계	53.3%
국민연금공단 (외 1 인)	5.1%
이하영 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.4	-20.9	-31.7	-17.9
상대수익률(KOSPI)	-0.5	-19.9	-32.3	-16.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	429	571	706	973
영업이익	-73	-54	-14	69
EBITDA	-8	15	64	156
지배주주순이익	188	4	-24	275
EPS	2,656	48	-360	3,908
순차입금	192	505	654	345
PER	5.0	347.6	-26.1	2.4
PBR	0.8	2.1	1.2	0.8
EV/EBITDA	-132.4	115.5	21.2	6.8
배당수익률	0.4	0.3	0.5	0.5
ROE	29.3	0.6	-3.4	32.0

주가 추이



솔루스첨단소재는 북미 고객향 전지박과 AI 가속기향 동박으로 역대 최대 매출을 기록했습니다. 2025년 가이드선도 충분히 달성 가능할 것으로 판단합니다. 다만, 중국발 공급 과잉으로 전지박 부문 대규모 적자가 이어지고 있어, 주가 회복을 위해 전지박 부문 흑자전환이 필요합니다.

4분기: 전지박+동박 역대 최대 매출액 기록

동사의 4분기 실적은 매출액 1,657억 원, 영업적자 113억 원을 기록했습니다. 전지박 판매량은 QoQ +50% 상승한 것으로 추정된다. 북미 고객향 출하 증가가 주효했다. 여전히 중국발 공급 과잉으로 인한 가격 압박으로 대규모 적자가 지속되고 있으나, 전지박 부문은 EBITDA 기준 BEP 수준을 기록한 것으로 추정된다. 동박 부문 수익성이 개선(5% 수준 추정)도 주목할만하다. AI 가속기향 동박 출하로 하이엔드 동박 비중이 80%까지 상승한 영향이다.

2H25 전사 흑자전환 기대되나, 전지박 업황에 따른 불확실성 ↑

1분기 실적으로 매출액 1,577억 원, 영업적자 127억 원을 전망한다. 전지박 출하량은 QoQ 18% 하락할 것으로 예상된다. 기저가 높고 고객사들의 재고조정이 이어지고 있기 때문이다. 한편, 동사는 2025년 매출액 가이드선으로 7,000억 원을 제시했다. 이에 따른 전지박 출하량은 YoY +28%로 시장 성장률 감안하면 부담 없는 수준이다. 동박 부문도 AI 가속기 수요에 힘입어 QoQ 매출과 수익성이 개선될 전망이다. 2H25 내 전사 흑자전환을 기대해 볼 수 있으나, 전지박 업황에 따라 불확실성은 높은 편이다. 다만, 미국 내 비-중국 동박에 대한 수요가 높은만큼 미국 시장 성장을 기반한 수익성 개선을 기대해 본다.

목표주가 12,000원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

목표주가를 12,000원으로 하향한다. 전방 수요 둔화로 2026년 실적 추정치를 하향조정했다. 미국의 캐나다 관세 인상 불확실성으로 동사의 캐나다 공장 가동 일정도 2027년으로 연기됐다. 반면, 미국의 대중국 제재는 비-중국 전지박 업체에게 기회가 되고 있으며, 2차전지 업황이 부진한 가운데 AI 가속기향 동박은 새로운 성장 동력이 되고 있다. 이에 따라 투자의견 BUY를 유지하나, 주가의 추세적인 상승을 위해서는 전지박 부문 수익성이 개선되는 모습이 확인되어야 한다.

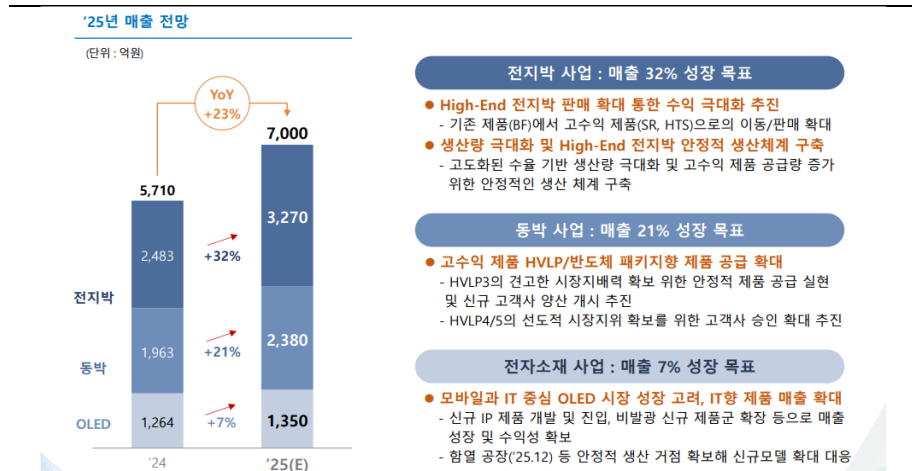
[표1] 솔루스첨단소재 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	121.3	149.3	134.7	165.7	157.7	171.2	186.1	191.1	429.4	571.0	706.1	973.2
전자박(전기차 배터리)	46.3	66.8	55.0	80.2	69.2	80.0	88.7	91.6	154.7	248.3	329.5	533.9
동박(PCB)	43.7	50.2	49.3	53.1	57.8	59.1	62.2	62.1	163.5	196.3	241.2	295.8
OLED 소재	31.3	32.3	30.4	32.4	30.8	32.1	35.2	37.4	111.2	126.4	135.5	143.5
영업이익	-14.0	-10.5	-18.7	-11.3	-12.7	-5.0	1.9	1.8	-73.4	-54.5	-14.0	69.0
영업이익률	-11.5%	-7.0%	-13.9%	-6.8%	-8.1%	-2.9%	1.0%	0.9%	-17.1%	-9.5%	-2.0%	7.1%

자료: 솔루스첨단소재, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 솔루스첨단소재의 2025년 매출액 가이드스



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 솔루스첨단소재 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배)

		NOPLAT	Target Multiple	적정 가치 (십억 원)	비고
영업가치	첨단소재	14.3	20	287	25년 NOPLAT, 덕산네오룩스 P/E
	동박+전자박	26.4	37	976	26년 NOPLAT, Peer 평균 P/E 30% 할인
	사업 가치 합계(a)	40.7	31.0	1,263	
비영업가치	순차입금			345	2026년 말 기준
	우선주 시가총액			53	
	비영업가치(b)			398	
적정 기업 가치				865	(a)-(b)
주식 수(천 주)				70,217	
적정 주가(원)				12,324	
목표주가				12,000	
현재주가				9,380	
상승 여력(%)				27.9%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	418	429	571	706	973
매출총이익	32	17	40	87	208
영업이익	-50	-73	-54	-14	69
EBITDA	-2	-8	15	64	156
순이자손익	-6	-16	-18	-25	-30
외화관련손익	17	-1	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-41	188	-50	-63	551
당기순이익	-47	127	-55	-57	496
지배주주순이익	-11	188	4	-24	275
증가율(%)					
매출액	n/a	2.7	33.0	23.7	37.8
영업이익	n/a	적지	적지	적지	흑전
EBITDA	n/a	적지	흑전	343.0	142.6
순이익	n/a	흑전	적전	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	7.7	4.0	7.1	12.3	21.3
영업이익률	-11.9	-17.0	-9.5	-2.0	7.1
EBITDA 이익률	-0.5	-2.0	2.5	9.1	16.1
세전이익률	-9.8	43.9	-8.7	-9.0	56.6
순이익률	-11.3	29.5	-9.7	-8.1	51.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	-100	17	-39	120	363
당기순이익	-47	127	-43	-57	496
자산상각비	48	65	69	78	87
운전자본증감	-96	33	6	65	0
매출채권 감소(증가)	-10	26	-28	4	19
재고자산 감소(증가)	-37	-27	12	48	2
매입채무 증가(감소)	-24	-13	19	-4	-22
투자현금흐름	-346	-71	-129	-264	-101
유형자산처분(취득)	-340	-245	-372	-263	-100
무형자산 감소(증가)	-4	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-1	-1
재무현금흐름	457	16	202	195	45
차입금의 증가(감소)	40	20	208	200	0
자본의 증가(감소)	235	-5	-5	-5	45
배당금의 지급	-4	-5	-5	-5	-5
총현금흐름	6	-7	42	54	363
(-)운전자본증감(감소)	81	-109	68	-65	0
(-)설비투자	340	245	372	263	100
(+)자산매각	-4	-1	0	0	0
Free Cash Flow	-419	-142	-398	-144	263
(-)기타투자	17	-98	-317	0	0
잉여현금	-436	-44	-81	-144	263
NOPLAT	-36	-49	-39	-10	62
(+) Dep	48	65	69	78	87
(-)운전자본투자	81	-109	68	-65	0
(-)Capex	340	245	372	263	100
OpFCF	-409	-119	-411	-130	49

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	508	564	473	456	743
현금성자산	164	275	175	227	535
매출채권	98	68	99	96	76
재고자산	172	193	182	134	132
비유동자산	953	1,142	1,360	1,545	1,559
투자자산	67	101	1	1	1
유형자산	865	1,025	1,347	1,532	1,545
무형자산	21	16	12	12	13
자산총계	1,461	1,707	1,833	2,002	2,302
유동부채	422	568	529	526	504
매입채무	103	93	99	96	74
유동성이자부채	302	393	414	414	414
비유동부채	121	81	274	474	474
비유동이자부채	118	74	267	467	467
부채총계	543	649	802	999	979
자본금	5	5	9	9	9
자본잉여금	524	524	519	519	519
이익잉여금	-11	172	172	144	414
자본조정	28	32	30	30	80
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	918	1,058	1,031	1,002	1,323

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-176	2,656	48	-360	3,908
BPS	11,999	16,122	8,030	7,714	11,244
DPS	50	50	50	50	50
CFPS	66	-73	464	599	3,993
ROA(%)	-0.9	11.8	0.2	-1.3	12.8
ROE(%)	-2.7	29.3	0.6	-3.4	32.0
ROIC(%)	-3.7	-4.0	-2.8	-0.6	3.7
Multiples(x, %)					
PER	-85.0	5.0	347.6	-26.1	2.4
PBR	1.3	0.8	2.1	1.2	0.8
PSR	3.3	2.8	2.7	1.2	0.9
PCR	227.8	-182.2	36.0	15.6	2.3
EV/EBITDA	-693.9	-132.4	115.5	21.2	6.8
배당수익률	0.3	0.4	0.3	0.5	0.5
안정성(%)					
부채비율	59.1	61.3	77.8	99.7	74.0
Net debt/Equity	27.9	18.2	49.0	65.2	26.1
Net debt/EBITDA	-13,561.0	-2,265.8	3,472.5	1,014.7	221.1
유동비율	120.3	99.3	89.5	86.8	147.3
이자보상배율(배)	n/a	n/a	n/a	n/a	2.2
자산구조(%)					
투하자본	83.6	76.9	89.7	87.9	75.7
현금+투자자산	16.4	23.1	10.3	12.1	24.3
자본구조(%)					
차입금	31.4	30.6	39.8	46.8	40.0
자기자본	68.6	69.4	60.2	53.2	60.0

[Compliance Notice]

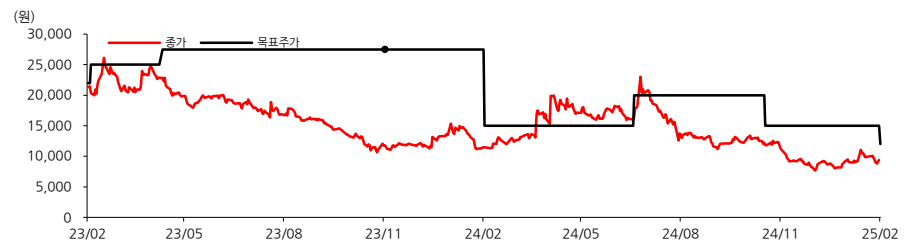
(공표일: 2025년 02월 07일)

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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[솔루스첨단소재 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.02.10	2023.04.17	2023.04.26	2023.07.27	2023.11.02	2024.02.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	25,000	27,500	27,500	27,500	27,500	15,000
일 시	2024.06.25	2024.07.25	2024.10.24	2025.02.07		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	20,000	20,000	15,000	12,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.02.10	Buy	25,000	-10.17	4.40
2023.04.17	Buy	27,500	-43.34	-16.91
2024.02.08	Buy	15,000	4.86	32.73
2024.06.25	Buy	20,000	-26.72	15.25
2024.10.24	Buy	15,000	-35.81	-16.27
2025.02.07	Buy	12,000		

[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: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%