



솔루스첨단소재 (336370)

전지박 회복과 AI 가속기용 동박 성장에 거는 기대감

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 20,000원

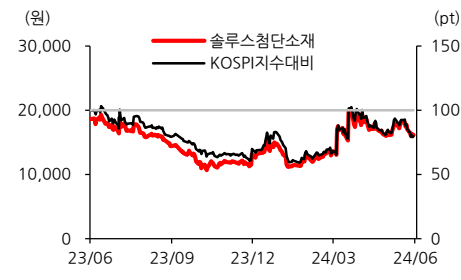
현재 주가(6/24)	16,040원
상승여력	▲ 24.7%
시가총액	11,263억원
발행주식수	70,217천주
52 주 최고가 / 최저가	19,910 / 10,650원
90 일 일평균 거래대금	354.9억원
외국인 지분율	6.3%
주주 구성	
스카이레이크룸스트래티직인	53.3%
국민연금공단 (외 1인)	5.1%
이하영 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.7	17.8	22.0	-13.9
상대수익률(KOSPI)	-3.6	17.2	15.6	-21.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	418	429	608	886
영업이익	-50	-73	-20	69
EBITDA	-2	-8	54	150
지배주주순이익	-11	188	2	50
EPS	-176	2,656	10	702
순차입금	256	192	430	593
PER	-85.0	5.0	1,567.9	22.9
PBR	1.3	0.8	2.0	1.9
EV/EBITDA	-693.9	-132.4	30.1	11.9
배당수익률	0.3	0.4	0.3	0.3
ROE	-2.7	29.3	0.2	6.8

주가 추이



솔루스첨단소재는 적자가 지속되고 있지만, 전지박 사업부 수율 개선 및 출하량 증가로 4Q24에는 흑자전환할 것으로 전망합니다. AI 가속기용 동박도 2025년부터 실적에 본격 반영될 것으로 추정됩니다.

테슬라 4680 배터리 생산성 향상 효과

동사의 2분기 실적은 매출액 1,330억 원, 영업적자 90억 원으로 전망한다. 전지박 판매량은 3,000톤(QoQ +20%)으로 역대 분기 최고치를 기록할 것으로 예상된다. 유럽 수요가 부진한 가운데, 테슬라의 자체 배터리 생산량이 증가하는 효과다. 그럼에도 고정비 부담과 가격 압박으로 여전히 100억 원대 적자가 유지될 것으로 추정된다. 동박 부문은 전분기에 이어 소폭 흑자를 유지할 것으로 전망되며, 전자소재 부문은 계절적 비수기 영향으로 전분기 대비 소폭 부진한 실적이 예상된다.

전지박 추가 수주 & AI 가속기향 동박 공급 기대감

6월 7일 동사는 국내 셀업체 2곳으로부터 전지박을 수주했다는 보도가 있었다. 기존 고객향으로 약 2년 연장된 수주로 추정된다. 업황이 부진한 가운데 추가 수주는 향후 증설 및 가동률 회복 가시성을 높여준다는 점에서 긍정적이다. 예정대로 헝가리 Ph2는 3Q24, 캐나다 공장은 4Q25에 양산을 시작할 계획이다.

동사는 지난 3월 북미 GPU 업체의 AI 가속기향으로 동박 공급이 승인됐다고 보도됐다. 향후 북미 GPU 3사 모두 대응 가능할 것으로 예상된다. 조만간 양산 승인도 기대된다. 엔비디아도 AI 가속기 신제품 출시를 기존 2년에서 1년으로 단축한다고 발표했으며, 동박은 AI 가속기용 동박적층판(CCL) 원가의 약 30% 수준을 차지하는 것으로 알려져 있어 고성장하는 AI 가속기 시장 수혜가 예상된다. 해당 제품은 전지박 대비 고가 제품으로 10%대의 고수익성도 가능하다. 2025년부터 본격 실적에 반영될 것으로 예상되나, 아직 공급 규모는 미정이다.

목표주가 2만 원으로 상향, 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 2만 원으로 상향한다. AI 가속기용 동박의 중장기 성장성을 고려하여 25년 동박/전지박 사업부 NOPLAT에 PER 45배를 적용했다. 단기 실적 부진은 불가피하지만, 전지박 실적 회복과 AI 가속기의 고성장을 기대하며 투자의견 BUY를 유지한다.

[표1] 솔루스첨단소재 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	112.8	101.2	111.2	104.3	121.3	133.0	162.4	191.3	458.3	429.4	607.9	885.6
전자박(전기차 배터리)	40.2	36.7	40.9	36.9	46.3	58.7	86.8	114.2	112.7	154.7	306.0	494.3
동박(PCB)	45.2	36.9	43.0	38.4	43.7	45.8	47.3	51.1	180.5	163.5	188.0	262.1
OLED 소재	27.4	27.5	27.3	29.0	31.3	28.4	28.2	26.0	125.1	111.2	115.0	129.2
영업이익	-19.0	-23.8	-20.4	-10.2	-14.0	-9.0	-4.0	6.7	-45.2	-73.4	-20.3	68.5
영업이익률	-16.9%	-23.6%	-18.3%	-9.8%	-11.5%	-6.8%	-2.4%	3.5%	-9.9%	-17.1%	-3.3%	7.7%

자료: 솔루스첨단소재, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 솔루스첨단소재 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배)

	NOPLAT	Target Multiple	적정 가치 (십억 원)	비고	
영업가치	첨단소재	16.8	21	347	24년 NOPLAT, 덕산네오룩스 P/E
	동박+전자박	36.0	45	1,618	25년 NOPLAT, 25년 Peer 평균 P/E
	사업 가치 합계(a)	52.8	37.2	1,965	
비영업가치	순차입금			511	24~25년 평균
	우선주 시가총액			77	
	비영업가치(b)			588	
적정 기업 가치			1,377	(a)-(b)	
주식 수(천 주)			70,217		
적정 주가(원)			19,612		
목표주가			20,000		
현재주가			16,040		
상승 여력(%)			24.7%		

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	380	418	429	608	886
매출총이익	78	32	17	103	248
영업이익	5	-50	-73	-20	69
EBITDA	41	-2	-8	54	150
순이자손익	-5	-6	-16	-28	-39
외화관련손익	10	17	-1	12	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	4	-41	188	-22	57
당기순이익	0	-47	127	-16	81
지배주주순이익	12	-11	188	2	50
증가율(%)					
매출액	31.1	10.0	2.7	41.6	45.7
영업이익	-83.5	적전	적지	적지	흑전
EBITDA	-19.2	적전	적지	흑전	176.8
순이익	흑전	적전	흑전	적전	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	20.4	7.7	4.0	16.9	27.9
영업이익률	1.3	-11.9	-17.0	-3.3	7.7
EBITDA 이익률	10.7	-0.5	-2.0	8.9	17.0
세전이익률	0.9	-9.8	43.9	-3.6	6.4
순이익률	0.0	-11.3	29.5	-2.7	9.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	-42	-100	17	35	110
당기순이익	0	-47	127	-16	81
자산상각비	36	48	65	75	82
운전자본증감	-83	-96	33	186	-23
매출채권 감소(증가)	-20	-10	26	17	-27
재고자산 감소(증가)	-66	-37	-27	141	-25
매입채무 증가(감소)	24	-24	-13	-29	26
투자현금흐름	-234	-346	-71	-114	-268
유형자산처분(취득)	-231	-340	-245	-405	-263
무형자산 감소(증가)	-3	-4	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	137	0
재무현금흐름	92	457	16	375	-5
차입금의 증가(감소)	35	40	20	376	0
자본의 증가(감소)	0	235	-5	-1	-5
배당금의 지급	0	4	5	2	5
총현금흐름	53	6	-7	-152	132
(-)운전자본증가(감소)	82	81	-109	-145	23
(-)설비투자	232	340	245	405	263
(+)자산매각	-2	-4	-1	0	0
Free Cash Flow	-263	-419	-142	-412	-154
(-)기타투자	-64	17	-98	-195	4
잉여현금	-200	-436	-44	-217	-158
NOPLAT	4	-36	-49	-15	50
(+) Dep	36	48	65	75	82
(-)운전자본투자	82	81	-109	-145	23
(-)Capex	232	340	245	405	263
OpFCF	-275	-409	-119	-200	-155

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	394	508	564	547	437
현금성자산	140	164	275	432	270
매출채권	84	98	68	59	86
재고자산	140	172	193	55	81
비유동자산	617	953	1,142	1,513	1,699
투자자산	60	67	101	101	105
유형자산	535	865	1,025	1,397	1,578
무형자산	20	21	16	16	16
자산총계	1,012	1,461	1,707	2,061	2,136
유동부채	293	422	568	594	624
매입채무	99	103	93	57	84
유동성이자부채	180	302	393	448	448
비유동부채	197	121	81	421	421
비유동이자부채	189	118	74	415	415
부채총계	489	543	649	1,015	1,045
자본금	4	5	5	9	9
자본잉여금	295	524	524	519	519
이익잉여금	5	-11	172	170	215
자본조정	-2	28	32	21	21
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	522	918	1,058	1,046	1,092

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	173	-176	2,656	10	702
BPS	7,634	11,999	16,122	7,904	8,407
DPS	48	50	50	50	50
CFPS	643	66	-73	-1,668	1,454
ROA(%)	1.3	-0.9	11.8	0.1	2.4
ROE(%)	4.0	-2.7	29.3	0.2	6.8
ROIC(%)	6.5	0.6	-4.0	-1.1	3.1
Multiples(x, %)					
PER	249.2	-85.0	5.0	1,567.9	22.9
PBR	5.6	1.3	0.8	2.0	1.9
PSR	9.3	3.3	2.8	2.4	1.6
PCR	66.9	227.8	-182.2	-9.6	11.0
EV/EBITDA	73.0	-693.9	-132.4	30.1	11.9
배당수익률	0.1	0.3	0.4	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	93.7	59.1	61.3	97.0	95.7
Net debt/Equity	43.9	27.9	18.2	41.1	54.3
Net debt/EBITDA	564.5	-13,561.0	-2,265.8	792.2	394.5
유동비율	134.8	120.3	99.3	92.2	70.1
이자보상배율(배)	1.1	n/a	n/a	n/a	1.6
자산구조(%)					
투하자본	68.8	83.6	76.9	73.4	81.8
현금+투자자산	31.2	16.4	23.1	26.6	18.2
자본구조(%)					
차입금	41.4	31.4	30.6	45.2	44.1
자기자본	58.6	68.6	69.4	54.8	55.9

[Compliance Notice]

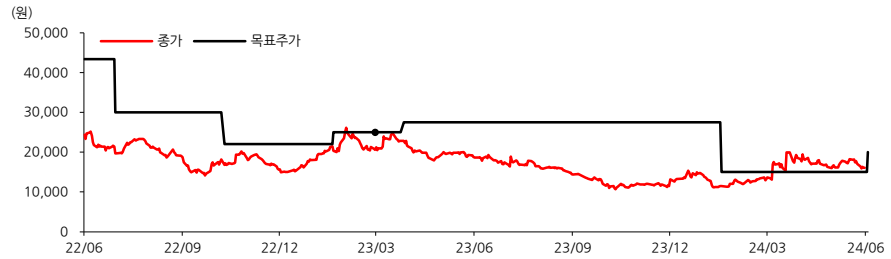
(공표일: 2024년 06월 25일)

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	2022.07.21	2022.10.31	2023.02.10	2023.04.17	2023.04.26	2023.07.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	22,000	25,000	27,500	27,500	27,500
일시	2023.11.02	2024.02.08	2024.06.25			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	27,500	15,000	20,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.07.21	Buy	30,000	-36.16	-22.33
2022.10.31	Buy	22,000	-19.36	-2.39
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	4.83	32.73
2024.06.25	Buy	20,000		

[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: 2024년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%