



솔루스첨단소재 (336370)

요원한 전지박 부문의 흑자전환

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 15,000원

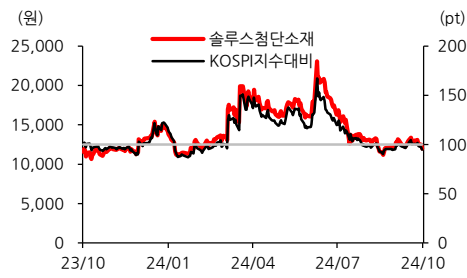
현재 주가(10/23)	12,210원
상승여력	▲ 22.9%
시가총액	8,574억원
발행주식수	70,217천주
52 주 최고가 / 최저가	23,050 / 10,650원
90 일 일평균 거래대금	40.57억원
외국인 지분율	5.9%
주주 구성	
스카이레이크룸스트래티지인	53.3%
국민연금공단 (외 1인)	5.1%
이하영 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.1	-25.5	-31.0	5.3
상대수익률(KOSPI)	0.2	-19.2	-30.1	-5.0

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	418	429	556	756
영업이익	-50	-73	-57	7
EBITDA	-2	-8	14	99
지배주주순이익	-11	188	-28	5
EPS	-176	2,656	-414	63
순차입금	256	192	610	744
PER	-85.0	5.0	-29.5	192.6
PBR	1.3	0.8	1.6	1.6
EV/EBITDA	-693.9	-132.4	107.1	16.9
배당수익률	0.3	0.4	0.4	0.4
ROE	-2.7	29.3	-3.9	0.8

주가 추이



솔루스첨단소재는 3 분기 전지박 물량 감소로 실적 쇼크를 기록했습니다. 부진한 업황으로 가동률이 회복돼도 흑자전환은 요원합니다. 동박 부문의 AI 가속기향 신성장 동력과 전자소재의 안정적인 실적 성장은 긍정적이나, 높은 가치를 인정받던 전지박 부문의 회복이 시급합니다.

3분기: 낮아진 기대치마저 하회한 전지박 판매

동사의 3분기 실적은 매출액 1,347억 원, 영업적자 186억 원으로 적자 폭이 확대되며 컨센서스(매출액 1,457억 원, 영업적자 91억 원)를 크게 밑돌았다. 전지박 출하량이 QoQ -19% 하락하며 당초 기대치(QoQ Flat)를 하회했기 때문이다. 연말을 앞두고 주요 고객사의 재고조정으로 출하량이 감소했다. 동박 부문은 유럽향 수요 감소, 전자소재 부문도 해외 고객사의 승인 일정이 지연되며 전부문 매출이 감소했다.

4분기: Q는 증가하나 대규모 적자는 지속

동사의 4분기 실적으로 매출액 1,512억 원, 영업적자 136억 원을 전망한다. 전지박 출하량은 QoQ +36% 증가하며 역대 최대 출하량을 기록할 것으로 전망한다. 주요 고객사의 유럽 공장 가동률이 회복되고 있으며, 북미 고객사의 재고조정이 끝난 영향이다. 그러나, 1) 전방 수요 부진, 2) 중국발 공급 과잉으로 인해 출하량이 증가해도 흑자전환은 쉽지 않다. 전지박 부문은 수요가 회복되어 수급이 안정화되는 것이 우선이기에 턴어라운드 시점도 25년 하반기 이후로 예상된다. 한편, 동박 부문은 AI 가속기 기대감이 높아지고 있다. 연내 매출 기여는 미미하나, 글로벌 빅테크 고객사를 확보하며 25년부터 본격적인 매출이 예상된다. 전방 수요를 확인하며 증설/라인-전환도 이어갈 계획이다.

목표주가 15,000 원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

목표주가를 15,000원으로 하향한다. 부진한 업황으로 턴어라운드 시점이 지연됐고, 캐나다 신규 공장 가동 시점도 연기됐다. 반면, 동박 부문은 AI 가속기향 기대감으로 새로운 성장 동력을 얻었고, 전자소재 부문도 OLED 디스플레이 기반으로 꾸준한 성장세와 고수익성이 예상된다. 투자의견 BUY를 유지하나, 추세적인 주가 상승은 높은 가치를 인정받던 전지박 부문의 회복이 선결되어야 한다.

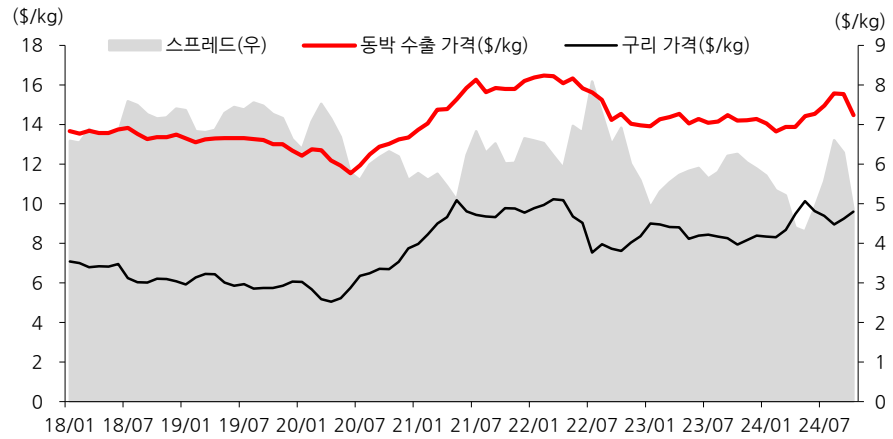
[표1] 솔루스첨단소재 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	121.3	149.3	134.7	151.2	166.0	180.8	201.4	207.7	458.3	429.4	556.5	755.8
전자박(전기차 배터리)	46.3	66.8	55.0	70.2	81.3	90.8	109.9	114.6	112.7	154.7	238.3	396.5
동박(PCB)	43.7	50.2	49.3	50.3	51.4	55.6	59.2	60.4	180.5	163.5	193.5	226.6
OLED 소재	31.3	32.3	30.4	30.7	33.3	34.4	32.3	32.7	125.1	111.2	124.7	132.7
영업이익	-14.0	-10.5	-18.6	-13.6	-6.7	-0.1	5.7	7.9	-45.2	-73.4	-56.7	6.8
영업이익률	-11.5%	-7.0%	-13.8%	-9.0%	-4.0%	0.0%	2.8%	3.8%	-9.9%	-17.1%	-10.2%	0.9%

자료: 솔루스첨단소재, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 동박 수출가격 및 구리 가격 추이: 과거 대비 낮아진 스프레드



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 솔루스첨단소재 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배)

	NOPLAT	Target Multiple	적정 가치 (십억 원)	비고	
영업가치	첨단소재	16.0	20	320	25년 NOPLAT, 덕산네오룩스 P/E
	동박+전자박	46.3	28	1,272	26년 NOPLAT, Peer 평균 P/E 30% 할인
	사업 가치 합계(a)	62.2	25.6	1,592	
비영업가치	순차입금			470	2026년 말 기준
	우선주 시가총액			68	
	비영업가치(b)			538	
적정 기업 가치			1,054	(a)-(b)	
주식 수(천 주)			70,217		
적정 주가(원)			15,009		
목표주가			15,000		
현재주가			12,210		
상승 여력(%)			22.9%		

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	380	418	429	556	756
매출총이익	78	32	17	42	145
영업이익	5	-50	-73	-57	7
EBITDA	41	-2	-8	14	99
순이자손익	-5	-6	-16	-21	-39
외화관련손익	10	17	-1	20	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	4	-41	188	-87	-4
당기순이익	0	-47	127	-84	-3
지배주주순이익	12	-11	188	-28	5
증가율(%)					
매출액	31.1	10.0	2.7	29.6	35.8
영업이익	-83.5	적전	적지	적지	흑전
EBITDA	-19.2	적전	적지	흑전	587.5
순이익	흑전	적전	흑전	적전	적지
이익률(%)					
매출총이익률	20.4	7.7	4.0	7.6	19.2
영업이익률	1.3	-11.9	-17.0	-10.2	0.9
EBITDA 이익률	10.7	-0.5	-2.0	2.6	13.0
세전이익률	0.9	-9.8	43.9	-15.6	-0.5
순이익률	0.0	-11.3	29.5	-15.2	-0.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	-42	-100	17	-49	134
당기순이익	0	-47	127	-72	-3
자산상각비	36	48	65	71	92
운전자본증감	-83	-96	33	27	37
매출채권 감소(증가)	-20	-10	26	-15	-13
재고자산 감소(증가)	-66	-37	-27	35	21
매입채무 증가(감소)	24	-24	-13	-7	13
투자현금흐름	-234	-346	-71	-219	-265
유형자산처분(취득)	-231	-340	-245	-443	-263
무형자산 감소(증가)	-3	-4	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-1	-1
재무현금흐름	92	457	16	275	195
차입금의 증가(감소)	35	40	20	281	200
자본의 증가(감소)	0	235	-5	-5	-5
배당금의 지급	0	4	5	5	5
총현금흐름	53	6	-7	0	97
(-)운전자본증감(감소)	82	81	-109	47	-37
(-)설비투자	232	340	245	443	263
(+)자산매각	-2	-4	-1	0	0
Free Cash Flow	-263	-419	-142	-491	-129
(-)기타투자	0	17	-98	-299	0
잉여현금	-264	-436	-44	-192	-129
NOPLAT	4	-36	-49	-41	5
(+) Dep	36	48	65	71	92
(-)운전자본투자	82	81	-109	47	-37
(-)Capex	232	340	245	443	263
OpFCF	-275	-409	-119	-461	-130

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	394	508	564	445	488
현금성자산	140	164	275	172	239
매출채권	84	98	68	91	104
재고자산	140	172	193	166	145
비유동자산	617	953	1,142	1,484	1,656
투자자산	62	67	101	1	1
유형자산	535	865	1,025	1,470	1,641
무형자산	20	21	16	13	14
자산총계	1,012	1,461	1,707	1,929	2,144
유동부채	293	422	568	548	562
매입채무	99	103	93	91	104
유동성이자부채	180	302	393	437	437
비유동부채	197	121	81	352	552
비유동이자부채	189	118	74	345	545
부채총계	489	543	649	900	1,114
자본금	4	5	5	9	9
자본잉여금	295	524	524	519	519
이익잉여금	5	-11	172	140	141
자본조정	-2	28	32	35	35
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	522	918	1,058	1,029	1,030

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	173	-176	2,656	-414	63
BPS	7,634	11,999	16,122	7,735	7,745
DPS	48	50	50	50	50
CFPS	643	66	-73	-1	1,072
ROA(%)	1.3	-0.9	11.8	-1.5	0.3
ROE(%)	4.0	-2.7	29.3	-3.9	0.8
ROIC(%)	0.6	-3.7	-4.0	-2.8	0.3
Multiples(x, %)					
PER	249.2	-85.0	5.0	-29.5	192.6
PBR	5.6	1.3	0.8	1.6	1.6
PSR	9.3	3.3	2.8	2.0	1.5
PCR	66.9	227.8	-182.2	-9,067.7	11.4
EV/EBITDA	73.0	-693.9	-132.4	107.1	16.9
배당수익률	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4
안정성(%)					
부채비율	93.7	59.1	61.3	87.4	108.1
Net debt/Equity	43.9	27.9	18.2	59.3	72.2
Net debt/EBITDA	564.5	-13,561.0	-2,265.8	4,253.5	754.5
유동비율	134.8	120.3	99.3	81.1	86.8
이자보상배율(배)	1.1	n/a	n/a	n/a	0.2
자산구조(%)					
투하자본	78.8	83.6	76.9	90.4	88.1
현금+투자자산	21.2	16.4	23.1	9.6	11.9
자본구조(%)					
차입금	41.4	31.4	30.6	43.2	48.8
자기자본	58.6	68.6	69.4	56.8	51.2

[Compliance Notice]

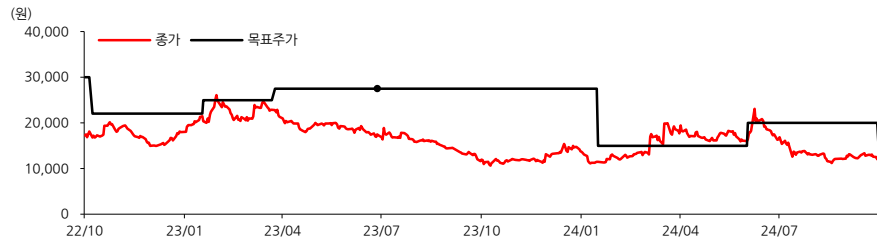
(공표일: 2024년 10월 24일)

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	2022.10.31	2023.02.10	2023.04.17	2023.04.26	2023.07.27	2023.11.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	22,000	25,000	27,500	27,500	27,500	27,500
일시	2024.02.08	2024.06.25	2024.07.25	2024.10.24		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	15,000	20,000	20,000	15,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	4.86	32.73
2024.06.25	Buy	20,000	-26.56	15.25
2024.10.24	Buy	15,000		

[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 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%