

# 솔루스첨단소재 (336370)

전자/부품



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>66,000원 (I)</b>
현재주가 (4/13)	<b>47,050원</b>
상승여력	<b>40%</b>

시가총액	15,922억원
총발행주식수	39,602,208주
60일 평균 거래대금	213억원
60일 평균 거래량	432,627주
52주 고	56,300원
52주 저	28,200원
외인지분율	5.90%
주요주주	스카이레이크로템스트 래티직인베스트먼트 외 3인 53.23%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.2	(11.7)	66.8
상대	4.2	(12.3)	(3.9)
절대(달려환산)	8.9	(14.1)	80.5

## 대기만성(大器晩成)

### 목표주가 66,000원으로 커버리지 개시

유럽 내 유일한 전지박 생산라인을 보유한 솔루스첨단소재에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 66,000원으로 커버리지 개시. 동사의 적정 기업가치를 2.0조원(전지박 부문 1.66조원, 동박 부문 0.28조원, OLED 소재/바이오 부문 0.36조원 등)으로 제시. 중장기 성장동력이 될 전지박 부문의 적정 가치는 1.65조원으로 산정. 현재 50%만 가동되고 있는 헝가리 전지박 1공장 12,000톤(Desing Capa기준)이 완전하게 가동되기 시작하는 '22년 예상 EBITDA에 Target EV/EBIDTA 25.X를 적용해 산출

### 가장 느렸지만 가장 독보적인 경쟁력 갖출 것

올해 예상실적은 매출액 4,060억원(+39.9% YoY), 영업이익 420억원(+37.9% YoY) 전망. 부문별로 전지박 785억원, 동박 1,749억원, OLED 소재 1,083억원, 바이오 등 441억원 추정. 동박 부문은 중국 5G 투자 재개 효과, OLED 소재 부문은 고객사의 OLED 출하 확대(폴더블, 노트북 등) 영향으로 성장 전망. 시장의 주된 관심사인 헝가리 전지박 1공장(12,000톤)의 매출 기여는 하반기부터 본격화될 전망. 현재 절반인 6,000톤 규모의 설비만 가동 중으로 나머지 설비는 7월 설치 후 내년 초부터 본격 가동 예정

동사의 전지박 Capa는 올해 말 12,000톤, '22년말 30,000톤, '25년말 90,000톤으로 확대 예정. 현재 전지박 시장은 공급부족 상황으로 장기 공급계약 체결 추세. 동사 또한 이미 1공장 생산 예정 물량 대부분이 계약 완료된 상태이며, 내년 하반기부터 가동될 2공장 물량에 대해서도 다수의 고객사들과 협의 중인 것으로 파악. 중장기 성장성 의심의 여지 없음

동사의 증설 및 양산 진입 속도 경쟁업체 대비 가장 느린 수준. 그러나 이는 까다로운 유럽의환경기준 때문. 초기엔 다소 불리하게 작용할 수 있으나 중장기적으로 독보적인 경쟁력으로 작용할 것. 유럽은 배터리 셀 생산 거점의 양대 축(중국, 유럽) 중 하나이며, 가장 높은 진입장벽을 갖춘 시장. 따라서 선제적으로 생산기지를 확보하는 소재 업체가 중장기적으로 매출 및 수익성 측면에서 우위를 점할 수밖에 없을 것으로 판단. 동사는 이러한 기준에 부합하는 소수의 소재 업체들 중 하나이며, 이러한 가치에 프리미엄을 부여할 필요

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	772	8.8	10.0	722	6.9
영업이익	29	-67.2	12.9	60	-51.7
세전계속사업이익	9	-89.5	흑전	42	-78.4
지배순이익	11	-79.0	흑전	35	-67.6
영업이익률 (%)	3.8	-8.7 %pt	+0.1 %pt	8.4	-4.6 %pt
지배순이익률 (%)	1.5	-6.1 %pt	흑전	4.8	-3.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	0	700	2,902	4,060
영업이익	0	102	304	420
지배순이익	0	45	-110	262
PER	-	31.1	-96.5	54.9
PBR	-	5.1	4.8	6.0
EV/EBITDA	-	53.5	27.5	24.5
ROE	0.0	6.4	-5.1	8.7

자료: 유안타증권

표1. 목표주가 산정 (SOTP Valuation)

(단위 : 십억원, %)

항목	기업가치	비고
1. 사업가치	2,299.6	
전지박 가치	1,660.9	'22년 EBITDA X Target EV/EBITDA 25.X
동박 가치	283.3	'22년 EBITDA X Target EV/EBITDA 10.X
OLED 소재/바이오 가치	355.2	'22년 EBITDA X Target EV/EBITDA 10.X
3. 순차입금	291.5	'22년 말 기준
4. 총 기업가치	2,008.0	
5. 발행주식총수	30,589,758주	보통주
6. 주당 기업가치	65,643원	
7. 목표주가	66,000원	
8. 현재주가	47,050원	4/13 증가
9. 상승여력	40.3%	

자료: 유안타증권 리서치센터

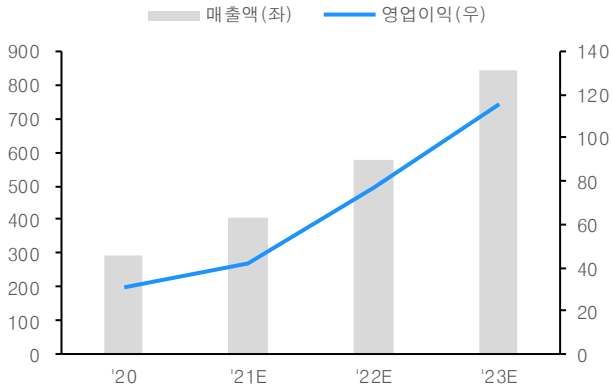
표2. 솔루스첨단소재 분기별 실적 추이(연결)

(단위 : 십억원, %)

	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	Y2020A	Y2021E	Y2022E
매출액	70.9	75.2	74.0	70.1	77.2	78.4	126.4	123.9	290.2	406.0	578.6
전지박	-	-	-	0.9	4.6	5.1	30.6	38.3	0.9	78.5	203.9
동박	44.4	46.1	40.7	34.1	42.8	39.3	47.4	45.4	165.3	174.9	199.5
OLED	17.3	16.6	23.6	24.0	21.1	21.3	38.5	27.5	81.5	108.3	129.4
바이오	9.2	12.5	9.7	11.1	8.7	12.8	9.9	12.8	42.5	44.1	45.8
YoY					8.9%	4.3%	70.8%	76.8%		39.9%	42.5%
전지박					#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	4150.0%		8626.7%	159.6%
동박					-3.5%	-14.8%	16.5%	33.1%		5.8%	14.0%
OLED					21.9%	28.1%	63.1%	14.6%		32.9%	19.5%
바이오					-5.8%	2.5%	1.6%	15.4%		3.9%	3.7%
매출총이익	23.7	26.9	24.3	21.9	21.1	25.4	48.8	46.4	96.8	141.7	214.9
YoY					-10.8%	-5.8%	101.1%	111.7%		46.4%	51.6%
매출총이익율	33.4%	35.8%	32.8%	31.3%	27.4%	32.3%	38.6%	37.4%	33.4%	34.9%	37.1%
영업이익	8.9	11.5	7.5	2.6	2.9	6.1	17.7	15.3	30.4	42.0	76.6
YoY					-67.2%	-47.2%	136.5%	491.6%		37.9%	82.1%
영업이익율	12.6%	15.3%	10.1%	3.7%	3.8%	7.7%	14.0%	12.3%	10.5%	10.4%	13.2%

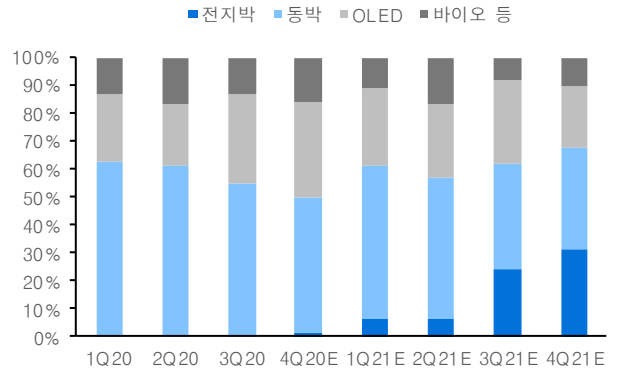
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 1. 연도별 실적 전망 (단위 : 십억원)



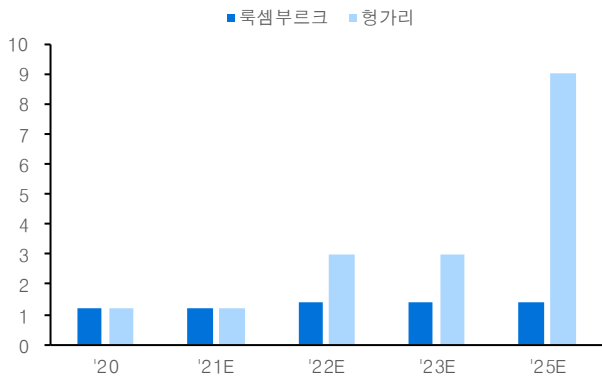
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 분기별 매출비중 추이 (단위 : %)



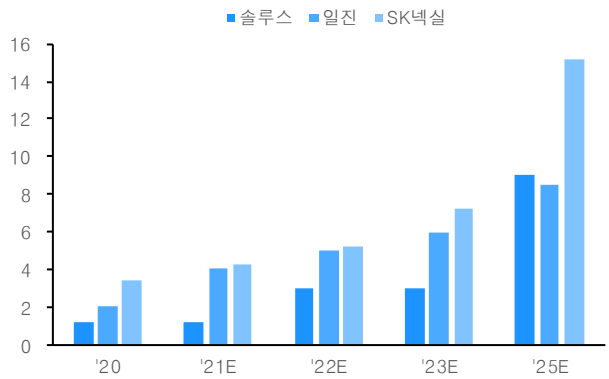
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 3. 솔루스첨단소재 등박 생산능력 추이 (단위 : 톤/연)



자료: 솔루스첨단소재, 유안타증권 리서치센터

그림 4. 국내 주요 등박업체 생산능력 추이 (단위 : 톤/연)



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

솔루스첨단소재 (336370) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	0	700	2,902	4,060	5,786
매출원가	0	464	1,934	2,642	3,637
매출충이익	0	236	967	1,417	2,149
판매비	0	134	664	997	1,383
영업이익	0	102	304	420	766
EBITDA	0	138	502	807	1,320
영업외손익	0	-33	-327	-101	-127
외환관련손익	0	-34	-233	31	31
이자손익	0	-7	-58	-72	-97
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	8	-35	-60	-60
법인세비용차감전순이익	0	69	-23	319	639
법인세비용	0	24	88	57	177
계속사업순이익	0	45	-110	262	462
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	45	-110	262	462
지배지분순이익	0	45	-110	262	425
포괄순이익	0	31	-164	331	531
지배지분포괄이익	0	31	-164	331	531

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	0	209	-308	-1,463	-1,015
당기순이익	0	45	-110	262	462
감가상각비	0	32	176	363	535
외환손익	0	29	163	-31	-31
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	0	76	-675	-2,134	-2,059
기타현금흐름	0	28	139	77	78
투자활동 현금흐름	0	-789	-1,760	-2,391	-1,991
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	0	-770	-1,719	-2,400	-2,000
유형자산 감소	0	0	15	0	0
기타현금흐름	0	-19	-56	9	9
재무활동 현금흐름	0	216	4,168	6,035	6,582
단기차입금	0	0	0	400	200
사채 및 장기차입금	0	221	346	200	500
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-109	-113	-112
기타현금흐름	0	-5	3,931	5,548	5,993
연결범위변동 등 기타	0	-17	9	-3,885	-4,013
현금의 증감	0	-380	2,110	-1,704	-437
기초 현금	0	1,326	946	3,056	1,352
기말 현금	0	946	3,056	1,352	915
NOPLAT	2146826281	102	1,473	420	766
FCF	0	-560	-2,027	-3,863	-3,015

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

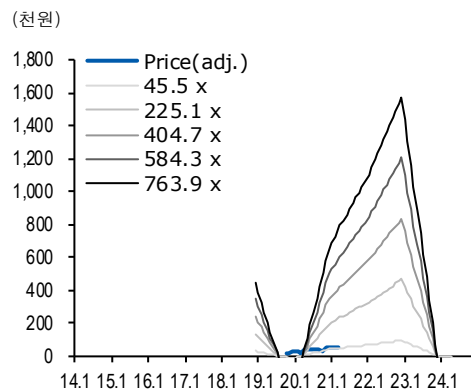
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
유동자산	0	2,306	4,504	3,542	3,635
현금및현금성자산	0	946	3,056	1,352	916
매출채권 및 기타채권	0	575	605	1,050	1,335
재고자산	0	434	676	974	1,218
비유동자산	0	2,636	3,908	5,921	7,367
유형자산	0	2,122	3,184	5,221	6,686
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	6	5	5	5
자산총계	0	4,942	8,412	9,463	11,002
유동부채	0	1,840	1,674	2,219	2,549
매입채무 및 기타채무	0	859	677	821	952
단기차입금	0	451	587	987	1,187
유동성장기부채	0	434	216	216	216
비유동부채	0	1,696	1,839	2,039	2,539
장기차입금	0	953	1,533	1,733	2,233
사채	0	0	0	0	0
부채총계	0	3,536	3,513	4,258	5,088
지배지분	0	1,406	2,922	3,103	3,525
자본금	0	40	40	40	40
자본잉여금	0	1,273	2,952	2,952	2,952
이익잉여금	0	43	-67	29	451
비지배지분	0	0	1,977	2,103	2,389
자본총계	0	1,406	4,899	5,206	5,914
순차입금	0	954	-525	1,780	2,916
총차입금	0	1,906	2,534	3,134	3,834

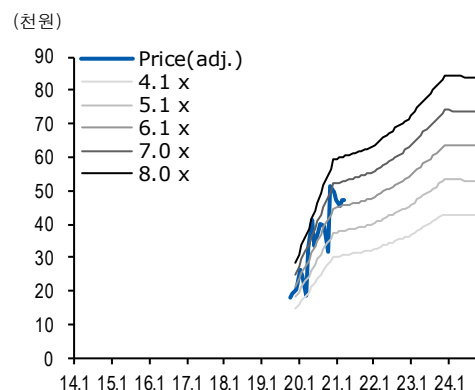
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	0	584	-364	857	1,390
BPS	0	3,552	7,379	7,836	8,902
EBITDAPS	0	1,381	1,268	2,038	3,332
SPS	0	7,021	7,327	10,251	14,610
DPS	0	0	10	10	10
PER	-	31.1	-96.5	54.9	33.8
PBR	-	5.1	4.8	6.0	5.3
EV/EBITDA	-	53.5	27.5	24.5	16.1
PSR	-	2.6	4.8	4.6	3.2

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	0.0	0.0	314.5	39.9	42.5
영업이익 증가율 (%)	na	na	198.5	38.3	82.1
지배순이익 증가율 (%)	na	na	격전	혹전	62.2
매출총이익률 (%)	0.0	33.7	33.3	34.9	37.1
영업이익률 (%)	0.0	14.5	10.5	10.4	13.2
지배순이익률 (%)	0.0	6.4	-3.8	6.5	7.3
EBITDA 마진 (%)	0.0	19.7	17.3	19.9	22.8
ROIC	0.0	5.0	44.8	6.6	7.4
ROA	0.0	1.8	-1.7	2.9	4.2
ROE	0.0	6.4	-5.1	8.7	12.8
부채비율 (%)	0.0	251.4	71.7	81.8	86.0
순차입금/자기자본 (%)	0.0	67.8	-18.0	57.4	82.7
영업이익/금융비용 (배)	0.0	11.2	4.9	5.1	7.5

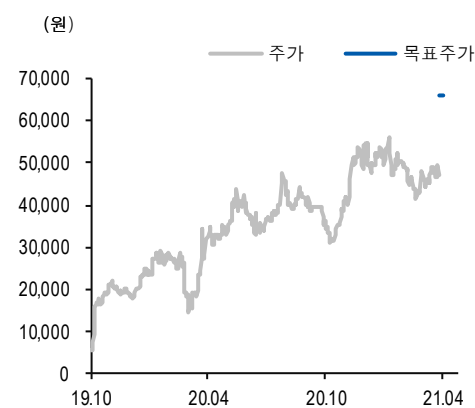
P/E band chart



P/B band chart



솔루스첨단소재 (336370) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-04-14	BUY	66,000	1년		
2021-03-02	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	92.6
Hold(중립)	6.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-04-11

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김광진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.