

솔루스첨단소재(336370)

시간이 필요 했던 조정, 이제 다시 미래를 겨냥

1Q21 Review : 동박 수요 강세

주력 사업으로 OLED 소재 및 PCB 용 동박 사업을 영위하고 있으며 전지박 매출이 본격적으로 발생하기 시작한 솔루스첨단소재의 1Q21 실적은 매출 888억원(YoY + 25%), 영업이익 4억원(YoY - 96%)로 매출은 컨센서스를 상회, 영업이익은 컨센서스를 하회했다. 반도체 패키지용 PCB 동박 매출이 539억원으로 YoY 61% 증가하며 매출 성장 견인했다. 글로벌 반도체 수요 강세 및 재고 축적 수요 증가 속에서 반도체 패키지용 동박 수요 역시 예상보다 강했던 것으로 판단된다. 전지박 부문 매출은 43억원으로 첫 매출(9억원) 발생했던 4Q20 이후 본격적인 증가세 돌입했지만, 양산 라인 가동 초기의 관련 비용 증가로 수익성 악화는 불가피했다.

전지박 부문 수익성 개선 전망

2Q20 실적은 매출 911억원(YoY + 21%), 영업이익 3억원(YoY - 97%)로 매출 증가세 불구, 전지박 부문 적자 확대로 전사 낮은 수익성 유지될 것으로 판단한다. 전지박 부문 2분기 매출은 124억원으로 지속 증가할 것으로 전망되나 고정비 커버 이상 가능한 매출 발생은 3분기부터 가능할 것으로 전망된다. 전지박 부문 매출은 3분기 290억원, 4분기 371억원으로 증가하며 연간 전지박 부문 매출은 829억원을 전망한다. 이 과정에서 부문 수익성 개선은 점진적으로 진행될 것으로 전망하나 아직 라인 초기라는 점 감안, 전지박 경쟁사들의 평균 마진인 10% 이상 수준까지 연내 도달하기는 어려울 것으로 판단한다. 수익성 개선은 2022년부터 본격화될 것으로 전망한다.

투자 의견 BUY로 상향

솔루스첨단소재는 2020년 12월, 동박 법인 유상증자에 따른 지배력 약화(지분율 100%에서 54%로 하락)이후 향후 지배지분 순이익 감소에 대한 우려 제기되며 3개월간 15% 하락했다. 전지박 부문 수익성 개선까지 다소 시간이 필요한 상황에서 2022년 기준 예상 지배 주주 순이익은 512억원으로 당시 시가총액 1.7조원(현재 1.5조원) 감안하면 추가 상승여력 제한적이었던 것이 사실이다. 다만 최근 2차전지 소재주들의 경우 유럽 및 미국 탄소 배출 규제 강화 및 전기차 지원 확대에 따른 강력한 장기 실적 가시성 바탕으로 2023년 실적을 밸류에이션에 반영하기 시작한 점을 감안할 필요가 있다. 그 와중에 솔루스첨단소재는 지난 유증을 통해 크게 개선된 재무구조(순차입금 2.1조원 → 현재 순현금 470억원) 바탕으로 증설 스케줄이 빨라졌다. 이에 따라 하나금융투자 역시 2023년 전지박 부문 매출 추정치를 기존 3,000억원에서 3,500억원으로 상향하였다. 배터리 섹터의 2023년 실적 가시성 증대 및 솔루스첨단소재 실적 추정치 상향 반영하여 투자 의견을 BUY로 상향하고 목표주가 역시 62,000원으로 상향한다. 목표주가는 각 부문별 2023년 예상 NOPLAT 및 peers 평균 PER을 반영하였다. 동박 및 전지박 부문의 경우 지분율 54% 적용해도 증장기 Target 시가총액 2조원 가능할 것으로 판단한다. 전지박 부문은 경쟁사 대비 낮은 수준의 마진을 가정했으나 향후 라인 정상화 과정에서 마진 개선 시 추가적인 실적 추정치 상향 여력 발생할 것으로 판단한다.

기업분석(Report)

BUY(상향)

| TP(12M): 62,000원 | CP(4월22일): 48,400원

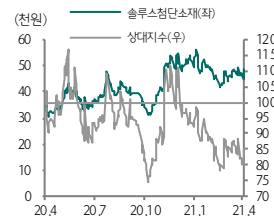
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,177.52
52주 최고/최저(원)	56,300/30,350
시가총액(십억원)	1,480.5
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	30,589.8
60일 평균 거래량(천주)	387.7
60일 평균 거래대금(십억원)	18.6
21년 배당금(예상, 원)	10
21년 배당수익률(예상, %)	0.02
외국인지분율(%)	5.30
주요주주 지분율(%)	
스카이라이프시스템스트래티	53.23
직인베스트먼트 외 3인	
주가상승률	1M 6M 12M
절대	6.5 43.2 44.5
상대	1.7 6.1 (13.8)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	394.7	559.0
영업이익(십억원)	43.4	77.2
순이익(십억원)	27.0	50.4
EPS(원)	681	1,164
BPS(원)	6,079	7,233

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	263.0	290.2	411.6	604.0	778.1
영업이익	십억원	38.2	30.4	36.6	80.7	124.7
세전이익	십억원	-	(2.3)	32.0	70.0	112.5
순이익	십억원	-	(11.0)	29.0	51.2	71.9
EPS	원	-	(279)	732	1,293	1,814
증감율	%	-	적전	폭전	76.64	40.29
PER	배	-	(177.60)	66.12	37.43	26.68
PBR	배	-	6.72	5.98	5.16	4.32
EV/EBITDA	배	-	36.51	22.13	13.18	9.48
ROE	%	-	(5.10)	9.46	14.79	17.64
BPS	원	-	7,378	8,100	9,385	11,191
DPS	원	-	10	10	10	10



Analyst 김현수
02-3771-7503
hyunsoo@hanafn.com

표 1. 솔루스첨단소재 분기별 실적 전망

(단위 : 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F	2023F
매출	70.9	75.2	74.0	70.1	88.8	91.1	118.3	113.5	290.2	411.6	604.0	781.6
OLED 소재	18.6	18.8	24.6	19.5	21.4	20.4	33.4	32.0	81.5	107.2	138.1	165.7
전지박(EV 배터리)	0.0	0.0	0.0	0.9	4.3	12.4	29.0	37.1	0.9	82.9	214.5	350.4
동박(네트웍장비 등)	44.4	46.1	40.7	34.2	53.9	46.8	43.9	30.8	165.4	175.4	201.7	211.8
바이오 등 기타	7.8	10.3	8.7	15.5	9.1	11.5	12.0	13.5	42.3	46.1	49.8	53.8
YoY	17%	15%	11%	0%	25%	21%	60%	62%	10%	42%	47%	29%
OLED 소재	33%	39%	40%	15%	15%	8%	36%	64%	32%	31%	29%	20%
전지박(EV 배터리)	-	-	-	-	-	-	-	4058%	-	9186%	159%	63%
동박(네트웍장비 등)	15%	12%	-1%	-15%	21%	1%	8%	-10%	3%	6%	15%	5%
바이오 등 기타	19%	24%	21%	37%	20%	25%	26%	29%	6%	9%	8%	8%
매출비중												
OLED 소재	26%	25%	33%	28%	24%	22%	28%	28%	28%	26%	23%	21%
전지박(EV 배터리)	0%	0%	0%	1%	5%	14%	25%	33%	0%	20%	36%	45%
동박(네트웍장비 등)	63%	61%	55%	49%	61%	51%	37%	27%	57%	43%	33%	27%
바이오 등 기타	11%	14%	12%	22%	10%	13%	10%	12%	15%	11%	8%	7%
영업이익	8.9	11.4	7.5	2.6	0.4	0.3	17.6	18.3	30.4	36.6	80.7	124.7
영업이익률	12.6%	15.2%	10.1%	3.7%	0.5%	0.4%	14.8%	16.1%	10.5%	8.9%	13.4%	16.0%
YoY	12.1%	15.7%	-26.3%	-74.5%	-95.5%	-97.2%	134.7%	604.7%	-20.2%	20.1%	120.8%	54.4%
지배주주 순이익	2.1	1.0	13.0	12.8	10.2	12.3	14.9	13.8	(11.0)	29.0	51.2	71.9

자료: 하나금융투자

표 2. 솔루스첨단소재 Valuation Table

(단위:십억원)

		Fair Value (1) x (2)	(1) '23F 지배순익	(2) Multiple(배)	비고
영업가치(a)	OLED 소재	1,174	39	30	덕산네오룩스 3년 평균
	PCB 동박	226	11	20	5G 관련 부품주 평균
	배터리 동박	537	19	30	2차전지 소재 업체 EPS 상승률 평균 30% 및 PEG=1 가정
	바이오기타	81	4	20	동종 업계 평균
	Total	2,018	73		
비영업가치(b)	매도가능금융자산	- 0.3			
기업가치(c)		2,018			
채권자가치(d)		- 44			*지배순익 : 23년 예상 NOPLAT(유효법인세율 22% 가정)
적정 시가총액(e)		2,062			*PCB 동박 및 배터리 동박 부문의 경우 지분을 54% 반영한 지배주주 순이익
우선주 시가총액(f)		170			*c = a + b
발행주식수(천주)(g)		30,590			*e = c + d
적정 주당가치(원)		61.845			*적정 주당가치 = (e-f)/g

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	263.0	290.2	411.6	604.0	778.1
매출원가		193.4	290.2	425.8	548.5
매출총이익		96.8	121.4	178.2	229.6
판매비		66.4	84.9	97.5	104.8
영업이익	38.2	30.4	36.6	80.7	124.7
금융손익		(30.3)	(9.7)	(10.7)	(12.2)
중속/관계기업손익		0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		(2.3)	5.2	0.0	0.0
세전이익		(2.3)	32.0	70.0	112.5
법인세		8.8	11.5	14.3	23.6
계속사업이익		(11.0)	20.5	55.8	88.9
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		(11.0)	20.5	55.8	88.9
비배주주지분 순이익		0.0	(8.5)	4.6	17.1
지배주주순이익		(11.0)	29.0	51.2	71.9
지배주주지분포괄이익		(16.4)	20.5	55.8	88.9
NOPAT		147.3	23.4	64.3	98.6
EBITDA		50.2	85.9	153.3	218.1
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	314.57	41.83	46.74	28.82
NOPAT증가율	N/A	2,098.51	(84.11)	174.79	53.34
EBITDA증가율	N/A	263.77	71.12	78.46	42.27
영업이익증가율	N/A	198.04	20.39	120.49	54.52
(지배주주)순이익증가율	N/A	적전	흑전	76.55	40.43
EPS증가율	N/A	적전	흑전	76.64	40.29
수익성(%)					
매출총이익률	33.71	33.36	29.49	29.50	29.51
EBITDA이익률	19.71	17.30	20.87	25.38	28.03
영업이익률	14.57	10.48	8.89	13.36	16.03
계속사업이익률	6.43	(3.79)	4.98	9.24	11.43

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	230.6	450.4	321.1	337.6	331.8
금융자산	95.2	305.8	87.2	25.6	8.0
현금성자산	94.6	305.6	86.9	25.0	7.3
매출채권	54.7	55.6	89.9	116.9	120.4
재고자산	43.4	67.6	109.4	142.2	146.4
기타유동자산	37.3	21.4	34.6	52.9	57.0
비유동자산	263.6	390.8	596.7	764.5	921.4
투자자산	0.6	0.5	0.8	1.2	1.4
금융자산	0.6	0.5	0.8	1.2	1.4
유형자산	212.2	318.4	526.5	695.9	854.0
무형자산	9.7	12.4	9.9	7.9	6.3
기타비유동자산	41.1	59.5	59.5	59.5	59.7
자산총계	494.2	841.2	917.8	1,102.1	1,253.2
유동부채	184.0	167.4	217.2	286.7	332.9
금융부채	92.7	83.2	84.9	87.4	89.0
매입채무	37.3	51.2	82.9	127.1	156.5
기타유동부채	54.0	33.0	49.4	72.2	87.4
비유동부채	169.6	183.9	190.6	250.0	266.2
금융부채	102.1	173.0	173.0	223.0	233.0
기타비유동부채	67.5	10.9	17.6	27.0	33.2
부채총계	353.6	351.3	407.8	536.7	599.1
지배주주지분	140.6	292.2	320.8	371.6	443.1
자본금	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
자본잉여금	127.3	295.2	295.2	295.2	295.2
자본조정	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	5.1	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
이익잉여금	4.3	(6.7)	21.9	72.7	144.3
비지배주주지분	0.0	197.7	189.2	193.8	210.9
자본총계	140.6	489.9	510.0	565.4	654.0
순금융부채	99.6	(49.6)	170.7	284.8	314.0

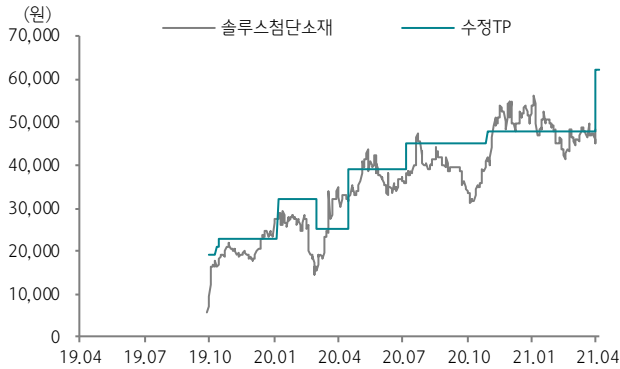
투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	451	(279)	732	1,293	1,814
BPS	3,552	7,378	8,100	9,385	11,191
CFPS	1,366	1,109	2,301	3,872	5,508
EBITDAPS	1,381	1,268	2,170	3,872	5,508
SPS	7,021	7,327	10,394	15,252	19,647
DPS	0	10	10	10	10
주가지표(배)					
PER	45.12	(177.60)	66.12	37.43	26.68
PBR	5.73	6.72	5.98	5.16	4.32
PCFR	14.90	44.68	21.03	12.50	8.79
EV/EBITDA	59.25	36.51	22.13	13.18	9.48
PSR	2.90	6.76	4.66	3.17	2.46
재무비율(%)					
ROE	3.20	(5.10)	9.46	14.79	17.64
ROA	0.91	(1.65)	3.29	5.07	6.10
ROIC	2.56	44.48	4.47	8.64	10.76
부채비율	251.41	71.72	79.97	94.92	91.60
순부채비율	70.85	(10.13)	33.47	50.37	48.01
이자보상배율(배)	11.25	4.85	3.63	7.43	10.14

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	20.9	(30.8)	38.1	109.4	195.5
당기순이익	4.5	(11.0)	20.5	55.8	88.9
조정	1	5	5	7	9
감가상각비	3.6	19.8	49.4	72.6	93.4
외환거래손익	2.9	16.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(5.5)	(31.1)	(44.4)	(65.6)	(84.4)
영업활동 자산부채 변동	7.6	(67.5)	(31.8)	(19.0)	13.2
투자활동 현금흐름	(78.9)	(176.0)	(255.4)	(240.6)	(250.4)
투자자산감소(증가)	(0.6)	0.2	(0.3)	(0.4)	(0.3)
자본증가(감소)	(77.0)	(170.4)	(255.0)	(240.0)	(250.0)
기타	(1.3)	(5.8)	(0.1)	(0.2)	(0.1)
재무활동 현금흐름	21.6	416.8	1.3	52.1	11.3
금융부채증가(감소)	194.8	61.4	1.7	52.4	11.6
자본증가(감소)	131.3	167.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(304.5)	198.4	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	(10.9)	(0.4)	(0.3)	(0.3)
현금의 증감	(38.0)	211.0	(220.1)	(61.8)	(17.7)
Unlevered CFO	13.6	43.9	91.1	153.3	218.1
Free Cash Flow	(56.0)	(202.7)	(216.9)	(130.6)	(54.5)

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

솔루스첨단소재



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.4.22	BUY	62,000		
21.2.8	Neutral	48,000	-2.93%	-13.54%
20.11.19	BUY	48,000	5.16%	17.29%
20.7.28	BUY	45,000	-13.48%	5.78%
20.5.7	BUY	39,000	-5.44%	11.92%
20.3.23	BUY	25,000	8.95%	39.00%
20.1.27	BUY	32,000	-20.43%	-8.91%
19.11.5	BUY	23,000	-9.50%	19.13%
19.11.1	BUY	21,000	-19.52%	-19.52%
19.10.22	BUY	19,000	-15.53%	-6.32%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.23%	5.77%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 04월 19일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 4월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2021년 4월 22일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.