

# 솔루스첨단소재 (336370)

## 이차전지

김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com



|              |              |
|--------------|--------------|
| 투자 의견        | BUY (M)      |
| 목표주가         | 110,000원 (U) |
| 현재주가 (10/19) | 87,600원      |
| 상승여력         | 26%          |

|             |                                        |
|-------------|----------------------------------------|
| 시가총액        | 28,972억원                               |
| 총발행주식수      | 39,602,208주                            |
| 60일 평균 거래대금 | 344억원                                  |
| 60일 평균 거래량  | 511,438주                               |
| 52주 고       | 87,600원                                |
| 52주 저       | 31,150원                                |
| 외인지분율       | 8.33%                                  |
| 주요주주        | 스카이라이프시스템즈<br>래티지인베스트먼트<br>외 3인 53.23% |

|          |      |      |       |
|----------|------|------|-------|
| 주가수익률(%) | 1개월  | 3개월  | 12개월  |
| 절대       | 34.6 | 42.2 | 149.6 |
| 상대       | 39.5 | 52.3 | 93.4  |
| 절대(달러환산) | 34.1 | 38.5 | 141.8 |

## 시가총액 Gap 축소 필요

### 전지박 부문 점진적 개선 추세

3Q21 예상실적은 매출액 1,149억원(+25% QoQ), 영업이익 126억원(+511% QoQ) 전망. 주력 고객사의 배터리 리콜 이슈로 전지박 출하 일부 지연 되었으나 그로 인한 매출 지연은 크지는 않을 것으로 추정. 3Q 전지박 부문 매출은 184억원(+172% QoQ)으로 전분기 대비 가파른 성장 기대. 헝가리 1공장 가동률 상승 효과로 적자폭 큰 폭 축소 예상. 4Q21 가동률 추가 상승 예상되며, 전지박 부문 분기 첫 흑자 달성 가능할 것으로 판단

### 미국 투자 구체화 임박. 24년말 전지박 Capa 14만톤 전망

연내 미국 진출 구체화 전망. 미국 시장은 글로벌 Top3 전기차 시장 중 하나로, USMCA 조건 충족을 위해 '25년까지 현지 생산 체제 구축 필요. 그동안 동사는 국내 전지박 3사 중 가장 후발주자로 수주 및 사업 안정화 측면에서 다소 어려움이 있었으나, 미국 시장에서는 조기 진출을 통해 선제적으로 점유율을 확대해 나갈 계획. 기존 동사의 주력 고객사 외 고객사 추가 확보 가능성도 존재

동사의 초기 미국 진출 규모는 4~6만톤 수준으로 추정되며 '24년말까지 양산 준비를 마칠 예정. 미국 진출을 반영할 경우 동사의 '24년말 기준 전지박 Capa는 기존 10만톤에서 14만톤으로 확대됨(헝가리 3단계 포함, 미국 4만톤 가정)

### 목표주가 11만원으로 상향. 시가총액 Gap 축소 필요

목표주가를 기존 6.6만원에서 11만원으로 +67% 상향 조정. 예상 EBITDA를 기존 '22년에서 '23년으로 변경 적용하고, '23년 실적 추정치를 기존 대비 +23% 상향. 이차전지 주요 종목들이 '24년 예상 성장 가치를 주가에 반영하기 시작한 점을 감안하면 매우 보수적인 산정이며, 그만큼 타 업체 대비 저평가 되어있음을 의미. 그동안 경쟁사 대비 전지박 부문의 저조한 수익성, 상대적으로 작은 Capa 등이 동사의 디스카운트 요인으로 작용하였으나, 흑자 전환 임박, 미국 진출 등으로 해소 국면 진입. 경쟁사와의 시가총액 Gap 축소가 타당

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

|            | 3Q21E | 전년동기대비   | 전분기대비    | 컨센서스  | 컨센서스대비   |
|------------|-------|----------|----------|-------|----------|
| 매출액        | 1,149 | 55.4     | 24.6     | 1,126 | 2.1      |
| 영업이익       | 126   | 67.8     | 513.3    | 133   | -5.7     |
| 세전계속사업이익   | 90    | 흑전       | 흑전       | 108   | -16.0    |
| 지배순이익      | 67    | 흑전       | 27.9     | 104   | -35.2    |
| 영업이익률 (%)  | 10.9  | +0.8 %pt | +8.7 %pt | 11.8  | -0.9 %pt |
| 지배순이익률 (%) | 5.8   | 흑전       | +0.1 %pt | 9.2   | -3.4 %pt |

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)  | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 700   | 2,902 | 4,253 | 6,829 |
| 영업이익      | 102   | 304   | 304   | 926   |
| 지배순이익     | 45    | -110  | 227   | 487   |
| PER       | 31.1  | -96.5 | 117.9 | 55.0  |
| PBR       | 5.1   | 4.8   | 10.9  | 9.5   |
| EV/EBITDA | 53.5  | 27.5  | 49.1  | 23.7  |
| ROE       | 6.4   | -5.1  | 7.4   | 14.2  |

자료: 유안타증권

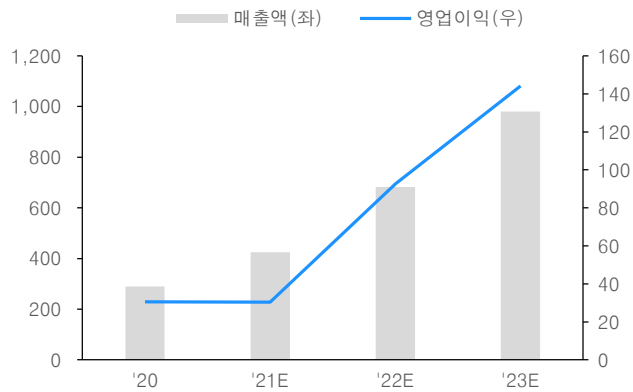
솔루스첨단소재 분기별 실적 추이(연결)

(단위 : 십억원, %)

|        | 1Q20A | 2Q20A | 3Q20A | 4Q20A | 1Q21A  | 2Q21A  | 3Q21E | 4Q21E  | Y2021E  | Y2022E | Y2023E |
|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|---------|--------|--------|
| 매출액    | 70.9  | 75.2  | 74.0  | 70.1  | 88.7   | 92.1   | 114.9 | 129.4  | 425.2   | 682.9  | 980.5  |
| 전지박    | —     | —     | —     | 0.9   | 4.3    | 6.8    | 18.4  | 38.6   | 68.1    | 242.3  | 483.5  |
| 동박     | 44.4  | 46.1  | 40.7  | 34.1  | 53.9   | 51.5   | 49.9  | 50.5   | 205.7   | 228.7  | 233.1  |
| OLED   | 17.3  | 16.6  | 23.6  | 24.0  | 21.6   | 21.3   | 36.8  | 27.5   | 107.1   | 165.7  | 215.9  |
| 바이오    | 9.2   | 12.5  | 9.7   | 11.1  | 8.9    | 12.6   | 9.9   | 12.8   | 44.2    | 46.3   | 48.0   |
| YoY    |       |       |       |       | 25.1%  | 22.5%  | 55.3% | 84.6%  | 46.5%   | 60.6%  | 43.6%  |
| 전지박    |       |       |       |       |        |        |       |        | 7467.8% | 255.7% | 99.6%  |
| 동박     |       |       |       |       | 21.3%  | 11.6%  | 22.6% | 48.0%  | 24.4%   | 11.2%  | 1.9%   |
| OLED   |       |       |       |       | 24.8%  | 28.1%  | 55.9% | 14.6%  | 31.4%   | 54.7%  | 30.3%  |
| 바이오    |       |       |       |       | -3.0%  | 1.1%   | 1.6%  | 15.4%  | 4.1%    | 4.6%   | 3.7%   |
| 매출총이익  | 23.7  | 26.9  | 24.3  | 21.9  | 18.1   | 18.7   | 37.9  | 43.8   | 118.4   | 242.9  | 351.9  |
| YoY    |       |       |       |       | -23.7% | -30.6% | 56.1% | 99.6%  | 22.3%   | 105.2% | 44.9%  |
| 매출총이익율 | 33.4% | 35.8% | 32.8% | 31.3% | 20.4%  | 20.3%  | 33.0% | 33.8%  | 27.9%   | 35.6%  | 35.9%  |
| 영업이익   | 8.9   | 11.5  | 7.5   | 2.6   | 0.4    | 2.1    | 12.6  | 15.4   | 30.4    | 92.6   | 144.1  |
| YoY    |       |       |       |       | -95.4% | -82.1% | 67.4% | 495.9% | -0.2%   | 204.3% | 55.6%  |
| 영업이익율  | 12.6% | 15.3% | 10.1% | 3.7%  | 0.5%   | 2.2%   | 10.9% | 11.9%  | 7.2%    | 13.6%  | 14.7%  |

연도별 실적 전망

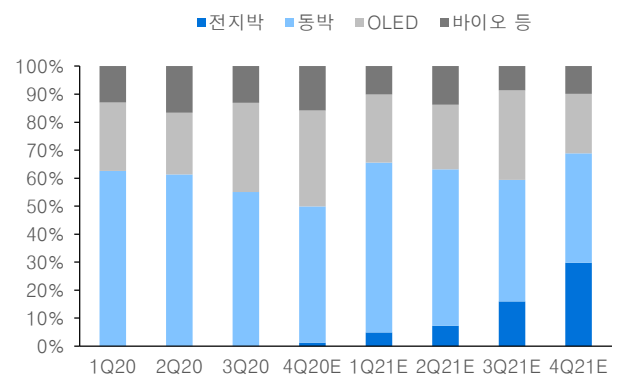
(단위 : 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

분기별 매출비중 추이

(단위 : %)



자료: 유안타증권 리서치센터

솔루스첨단소재 동박 생산능력 추이

(단위 : 만 톤/연)



자료: 솔루스첨단소재, 유안타증권 리서치센터

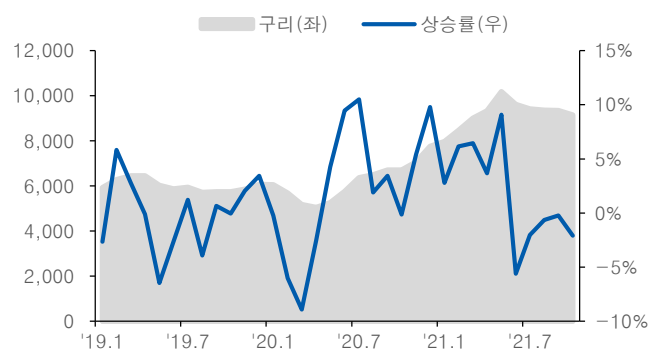
국내 주요 동박업체 생산능력 추이

(단위 : 만 톤/연)



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

구리가격 추이



자료: KOMIS, 유안타증권 리서치센터

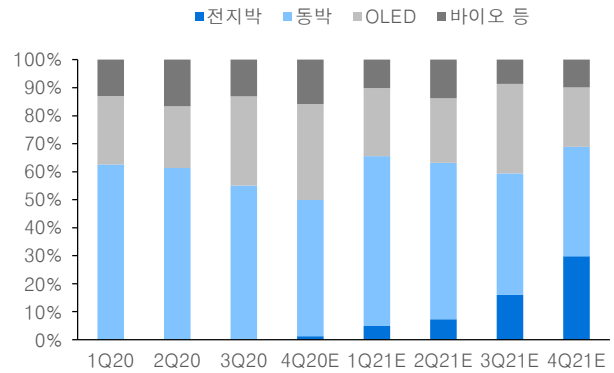
솔루스첨단소재 동박/전지박 Site 현황



자료: 솔루스첨단소재, 유안타증권 리서치센터

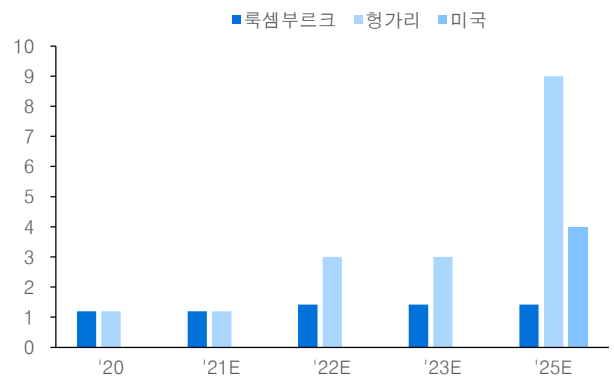
## Key Chart

분기별 매출비중 추이(단위 : %).



자료: 유안타증권 리서치센터

동박 생산능력 추이(단위 : 만톤/연).



자료: 유안타증권 리서치센터

국내 주요 동박업체 생산능력 추이(단위 : 만톤/연).



자료: 유안타증권 리서치센터

## 솔루스첨단소재 (336370) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 (단위: 억원) |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)       | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
| 매출액            | 700   | 2,902 | 4,253 | 6,829 | 9,805 |
| 매출원가           | 464   | 1,934 | 3,069 | 4,400 | 6,286 |
| 매출총이익          | 236   | 967   | 1,184 | 2,429 | 3,519 |
| 판매비            | 134   | 664   | 880   | 1,503 | 2,078 |
| 영업이익           | 102   | 304   | 304   | 926   | 1,441 |
| EBITDA         | 138   | 502   | 674   | 1,475 | 2,142 |
| 영업외손익          | -33   | -327  | -68   | -191  | -237  |
| 외환관련손익         | -34   | -233  | 111   | 29    | 29    |
| 이자손익           | -7    | -58   | -86   | -106  | -151  |
| 관계기업관련손익       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타             | 8     | -35   | -93   | -115  | -115  |
| 법인세비용차감전순이익    | 69    | -23   | 236   | 735   | 1,205 |
| 법인세비용          | 24    | 88    | 59    | 162   | 265   |
| 계속사업순이익        | 45    | -110  | 177   | 573   | 940   |
| 중단사업순이익        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익          | 45    | -110  | 177   | 573   | 940   |
| 지배지분순이익        | 45    | -110  | 227   | 487   | 799   |
| 포괄순이익          | 31    | -164  | 373   | 608   | 974   |
| 지배지분포괄이익       | 31    | -164  | 357   | 557   | 892   |

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

| 현금흐름표 (단위: 억원)  |       |        |        |        |        |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월)        | 2019A | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
| 영업활동 현금흐름       | 209   | -308   | -804   | -351   | 301    |
| 당기순이익           | 45    | -110   | 177    | 573    | 940    |
| 감가상각비           | 32    | 176    | 339    | 525    | 683    |
| 외환손익            | 29    | 163    | -35    | -29    | -29    |
| 종속, 관계기업관련손익    | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 자산부채의 증감        | 76    | -675   | -1,382 | -1,570 | -1,436 |
| 기타현금흐름          | 28    | 139    | 96     | 149    | 145    |
| 투자활동 현금흐름       | -789  | -1,760 | -2,303 | -1,996 | -1,996 |
| 투자자산            | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -770  | -1,719 | -2,305 | -2,000 | -2,000 |
| 유형자산 감소         | 0     | 15     | 0      | 0      | 0      |
| 기타현금흐름          | -19   | -56    | 2      | 4      | 4      |
| 재무활동 현금흐름       | 216   | 4,168  | 2,987  | 4,038  | 4,778  |
| 단기차입금           | 0     | 0      | 0      | 600    | 500    |
| 사채 및 장기차입금      | 221   | 346    | 452    | 415    | 1,115  |
| 자본              | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 현금배당            | 0     | -109   | -113   | -112   | -112   |
| 기타현금흐름          | -5    | 3,931  | 2,647  | 3,134  | 3,275  |
| 연결범위변동 등 기타     | -17   | 9      | -1,462 | -2,264 | -2,287 |
| 현금의 증감          | -380  | 2,110  | -1,582 | -573   | 797    |
| 기초 현금           | 1,326 | 946    | 3,056  | 1,474  | 901    |
| 기말 현금           | 946   | 3,056  | 1,474  | 901    | 1,698  |
| NOPLAT          | 102   | 1,473  | 304    | 926    | 1,441  |
| FCF             | -560  | -2,027 | -3,109 | -2,351 | -1,699 |

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

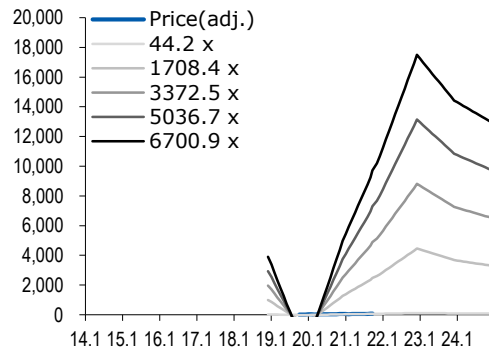
| 재무상태표 (단위: 억원) |       |       |       |        |        |
|----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 결산 (12월)       | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F  | 2023F  |
| 유동자산           | 2,306 | 4,504 | 3,900 | 4,490  | 6,294  |
| 현금및현금성자산       | 946   | 3,056 | 1,474 | 900    | 1,698  |
| 매출채권 및 기타채권    | 575   | 605   | 1,079 | 1,626  | 2,098  |
| 재고자산           | 434   | 676   | 1,220 | 1,837  | 2,373  |
| 비유동자산          | 2,636 | 3,908 | 5,981 | 7,432  | 8,731  |
| 유형자산           | 2,122 | 3,184 | 5,251 | 6,725  | 8,043  |
| 관계기업 등 지분관련자산  | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 기타투자자산         | 6     | 5     | 4     | 4      | 4      |
| 자산총계           | 4,942 | 8,412 | 9,880 | 11,922 | 15,026 |
| 유동부채           | 1,840 | 1,674 | 2,467 | 3,300  | 4,052  |
| 매입채무 및 기타채무    | 859   | 677   | 760   | 993    | 1,246  |
| 단기차입금          | 451   | 587   | 1,152 | 1,752  | 2,252  |
| 유동성장기부채        | 434   | 216   | 377   | 377    | 377    |
| 비유동부채          | 1,696 | 1,839 | 2,051 | 2,466  | 3,582  |
| 장기차입금          | 953   | 1,533 | 1,288 | 1,703  | 2,819  |
| 사채             | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 부채총계           | 3,536 | 3,513 | 4,518 | 5,766  | 7,634  |
| 지배지분           | 1,406 | 2,922 | 3,196 | 3,669  | 4,405  |
| 자본금            | 40    | 40    | 40    | 40     | 40     |
| 자본잉여금          | 1,273 | 2,952 | 2,952 | 2,952  | 2,952  |
| 이익잉여금          | 43    | -67   | 89    | 573    | 1,369  |
| 비지배지분          | 0     | 1,977 | 2,166 | 2,487  | 2,986  |
| 자본총계           | 1,406 | 4,899 | 5,362 | 6,156  | 7,391  |
| 순차입금           | 954   | -525  | 1,964 | 3,553  | 4,371  |
| 총차입금           | 1,906 | 2,534 | 3,447 | 4,462  | 6,077  |

| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |       |       |        |        |        |
|----------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월)                   | 2019A | 2020A | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
| EPS                        | 584   | -364  | 743    | 1,593  | 2,611  |
| BPS                        | 3,552 | 7,379 | 8,072  | 9,266  | 11,126 |
| EBITDAPS                   | 1,381 | 1,268 | 1,702  | 3,725  | 5,408  |
| SPS                        | 7,021 | 7,327 | 10,740 | 17,245 | 24,760 |
| DPS                        | 0     | 10    | 10     | 10     | 10     |
| PER                        | 31.1  | -96.5 | 117.9  | 55.0   | 33.6   |
| PBR                        | 5.1   | 4.8   | 10.9   | 9.5    | 7.9    |
| EV/EBITDA                  | 53.5  | 27.5  | 49.1   | 23.7   | 17.0   |
| PSR                        | 2.6   | 4.8   | 8.2    | 5.1    | 3.5    |

| 재무비율 (단위: 배, %) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)        | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
| 매출액 증가율 (%)     | 0.0   | 314.5 | 46.6  | 60.6  | 43.6  |
| 영업이익 증가율 (%)    | na    | 198.5 | 0.1   | 204.4 | 55.6  |
| 지배순이익 증가율 (%)   | na    | 적전    | 흑전    | 114.4 | 63.9  |
| 매출총이익률 (%)      | 33.7  | 33.3  | 27.8  | 35.6  | 35.9  |
| 영업이익률 (%)       | 14.5  | 10.5  | 7.2   | 13.6  | 14.7  |
| 지배순이익률 (%)      | 6.4   | -3.8  | 5.3   | 7.1   | 8.1   |
| EBITDA 마진 (%)   | 19.7  | 17.3  | 15.8  | 21.6  | 21.8  |
| ROIC            | 5.0   | 44.8  | 4.2   | 9.0   | 11.0  |
| ROA             | 1.8   | -1.7  | 2.5   | 4.5   | 5.9   |
| ROE             | 6.4   | -5.1  | 7.4   | 14.2  | 19.8  |
| 부채비율 (%)        | 251.4 | 71.7  | 84.2  | 93.7  | 103.3 |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 67.8  | -18.0 | 61.4  | 96.8  | 99.2  |
| 영업이익/금융비용 (배)   | 11.2  | 4.9   | 3.4   | 8.6   | 9.4   |

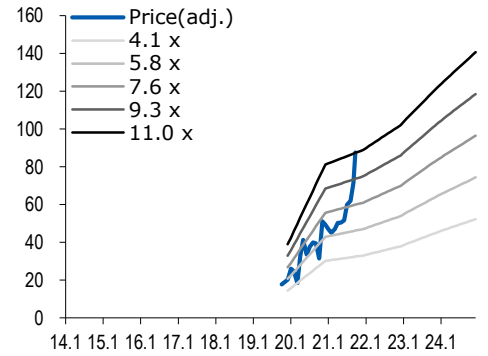
P/E band chart

(천원)



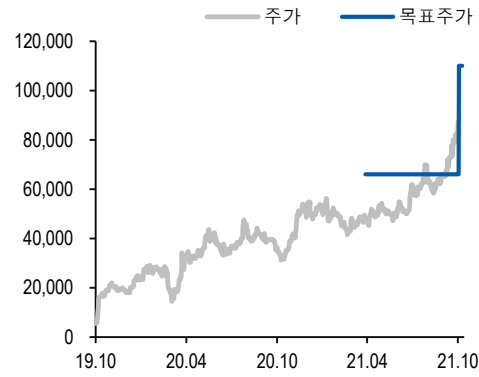
P/B band chart

(천원)



솔루스첨단소재 (336370) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



| 일자         | 투자<br>의견  | 목표가<br>(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율        |                 |
|------------|-----------|------------|--------------|------------|-----------------|
|            |           |            |              | 평균주가<br>대비 | 최고(최저)<br>주가 대비 |
| 2021-10-20 | BUY       | 110,000    | 1년           |            |                 |
| 2021-04-14 | BUY       | 66,000     | 1년           | -11.67     | 32.73           |
| 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) | 0.0        |
| Buy(매수)        | 91.0       |
| Hold(중립)       | 9.0        |
| Sell(비중축소)     | 0.0        |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2021-10-17

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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.