

솔루스첨단소재

| Bloomberg Code (336370 KS) | Reuters Code (336370.KS)

2023년 7월 27일

[2차전지]

정용진 연구위원
☎ 02-3772-1591
✉ yjjung86@shinhan.com

First Mover의 고통



매수
(유지)



현재주가 (7월 26일)
37,750 원



목표주가
40,000 원 (유지)



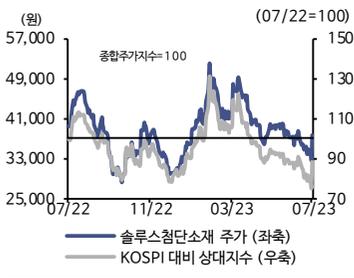
상승여력
6.0%

- ◆ 2Q23 영업손익 -238억원(적자지속 YoY, QoQ)을 기록
- ◆ 현지화가 중요한 시점에서 현지화가 발목을 잡았다
- ◆ 대전락은 올바르나 어닝 회복의 시점이 불확실, 헝가리 P2가 중요



시가총액	1,325.4십억원
발행주식수	35.1백만주
유동주식수	16.4백만주(46.7%)
52 주 최고가/최저가	52,200 원/28,250 원
일평균 거래량 (60 일)	130,066 주
일평균 거래액 (60 일)	4,845 백만원
외국인 지분율	6.00%
주요주주	
스카이라이프인베스트먼트 외 1 인	53.27%
국민연금공단	6.22%
절대수익률	
3개월	-5.4%
6개월	-1.7%
12개월	-4.9%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	-9.3%
6개월	-6.4%
12개월	-11.5%

주가



2Q23 영업손익 -238억원(적자지속 YoY, QoQ)을 기록

2Q23 실적은 매출 1,011억원(-18% YoY, -10% QoQ), 영업손익 -238억원(적자지속 YoY, QoQ)을 기록했다(7월 바이오 자회사 매각이 완료돼 바이오 관련 실적을 제외하고 기존 수치와 비교). 시장 기대치(OP -132억원)보다 부진한 실적이다.

매출이 역성장하면서 수익성 정상화가 딜레이됐다. 전지박(EV용)과 동박(IT 및 통신용) 공히 전분기 대비 매출이 감소했다. 전지박 매출은 367억원(+14% YoY, -9% QoQ)으로 일부 고객사의 주문 조정이 일시적으로 반영됐고, 동박 매출은 369억원(-24% YoY, -18% QoQ)으로 전방 수요 부진이 예상보다 길어졌다.

현지화가 중요한 시점에서 현지화가 발목을 잡았다

동사는 경쟁사보다 빠르게 해외 거점을 선점하려는 투자를 진행했고, 그 반작용으로 실적 부진을 겪고 있다. 생산 현지화라는 대전략은 옳았으나 유럽 수요가 부진한 구간에서 가동률이 예상치를 하회하며 고정비 부담이 커졌다. 2차전지 공급망 재편과 경제 블록화를 감안하면 선제적 해외 투자는 고객사들의 현지화 니즈를 만족시킬 수 있어 대규모 계약으로 이어질 가능성이 높다.

동사는 북미 첫번째 진출 거점인 캐나다 P1을 기존 1.8만톤에서 2.5만톤으로 34% 확대해 현지화 수요에 대한 자신감을 보여주고 있다. 유럽 생산 법인의 부진도 시간의 문제일 뿐 동박의 현지 공급망을 원하는 OEM과의 계약을 통해 가동률 개선과 수익성 정상화가 가능할 전망이다.

목표주가 40,000원, 투자 의견 매수 유지

목표주가 40,000원, 투자 의견 매수를 유지한다. 하반기 헝가리 P2 신규설비 대한 가정치(가동률, 수익성)를 보수적으로 반영했다. 유럽 정상화 시점이 더디게 진행돼 어닝 쇼크를 반복한 점을 감안했다. 헝가리 P2가 기존 계획대로(연말 라인 가동률 90% 달성) 빠르게 가동된다면 손익 추정치에 대한 상향 조정이 가능하다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	380.3	5.0	11.9	267	7,355	322.6	83.7	11.7	4.0	43.9
2022	461.2	(45.2)	(11.3)	(283)	11,999	(106.0)	685.9	2.5	(2.7)	27.9
2023F	530.4	(43.5)	(26.1)	(574)	11,793	(65.8)	69.8	3.2	(4.8)	87.6
2024F	776.4	57.5	9.7	214	11,929	176.7	22.7	3.2	1.8	124.1
2025F	1,043.7	95.7	19.3	425	12,276	88.9	17.4	3.1	3.5	174.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

목표주가 산정 테이블

	동박/전지박	첨단소재	합 비교
24F EBITDA	141	55	196 A (당사 추정치)
목표 multiple	11.4	15.0	12.4 B
영업가치	1,602	822	2,425 C = A * B
(-) 우선주			85 D (24년 예상치)
(-) 순차입금			1,116 E (24년 예상치)
사업가치			1,224 F = A + D - E
현 시가총액			1,325 2023-07-26
Upside (%)			6.0
목표주가			40,000

자료: 신한투자증권

글로벌 경쟁사 밸류에이션 비교

(십억원, x, %)	회사명	시가총액	2023F			2024F				
			PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
	SKC	3,904	-	2.2	21.7	(2.3)	24.4	2.0	10.0	9.1
	롯데에너지머티리얼즈	2,610	103.6	1.8	17.6	2.0	29.8	1.7	11.3	5.8
	솔루션첨단소재	1,304	-	2.8	40.4	(2.6)	53.5	2.4	14.3	4.0
	에코프로비엠	45,380	123.8	26.4	67.8	23.9	88.7	20.5	47.4	26.4
	포스코퓨처엠	43,379	185.0	16.0	104.1	9.0	98.5	13.9	55.8	15.1
	후루카와 전기공업	1,742	12.4	0.6	9.5	5.4	14.5	0.6	8.2	4.3
	베이징 이스프링	4,326	11.1	1.8	8.0	17.9	9.3	1.5	6.9	17.4
	닝보 산산	6,067	11.2	1.3	9.1	12.6	9.4	1.2	7.9	14.5

자료: Bloomberg Concensus, 신한투자증권

분기 실적 요약

(십억원, %)	2Q23P	2Q22	YoY	1Q23	QoQ	신한(기준)	컨센서스
매출액	101	123	(17.7)	113	(10.4)	131	130
영업이익	(24)	(8)	적자지속	(19)	적자지속	(22)	(13)
세전이익	(27)	6	적자전환	(23)	적자지속	(25)	71
순이익	(11)	5	적자전환	(11)	적자지속	(10)	51
영업이익률	(23.5)	(6.2)		(16.9)		(16.8)	(10.2)
순이익률	(10.7)	3.8		(9.7)		(7.8)	39.5

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권 추정 / 주: 순이익은 지배주주 기준

수익 예상 변경

(십억원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
매출액	570	823	1,154	530	776	1,044	(6.9)	(5.6)	(9.6)
영업이익	(34)	67	108	(43)	57	96	27.5	(14.8)	(11.2)
세전이익	(52)	34	60	(61)	24	48	16.5	(28.9)	(19.0)
순이익	(23)	14	24	(26)	10	19	15.2	(28.9)	(19.0)
영업이익률	(6.0)	8.2	9.3	(8.2)	7.4	9.2			

자료: 신한투자증권 추정

실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q23	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
Capa (톤)	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500	11,500	11,500	46,000	70,000	102,000	132,000
동박	3,750	3,750	3,750	3,750	3,750	3,750	3,750	3,750	15,000	15,000	15,000	15,000
전지박	3,750	3,750	3,750	3,750	3,750	3,750	7,750	7,750	31,000	55,000	87,000	117,000
순매출	124	123	106	102	113	101	139	178	454	530	776	1,044
동박/전지박	82	81	69	62	85	74	111	144	293	414	637	883
첨단소재	42	42	37	40	27	28	28	34	161	116	140	161
매출 증감 (YoY)	39.2	33.3	1.1	6.6	(8.7)	(17.7)	31.2	74.5	19.1	16.8	46.4	34.4
전지박	40.7	38.3	1.5	8.3	4.3	(8.7)	61.7	132.3	21.4	41.3	53.8	38.7
첨단소재	36.5	24.7	0.3	4.0	(34.3)	(35.0)	(25.1)	(15.6)	15.1	(27.7)	20.0	15.0
영업이익	(2)	(8)	(20)	(16)	(19)	(24)	(5)	4	(45)	(43)	57	96
전지박	(10)	(16)	(25)	(28)	(19)	(27)	(9)	(2)	(80)	(57)	27	61
첨단소재	8	9	6	13	(0)	3	4	6	35	13	30	35
OPM	(2.0)	(6.2)	(18.5)	(15.3)	(16.9)	(23.5)	(3.7)	2.5	(10.0)	(8.2)	7.4	9.2
전지박	(12.4)	(20.2)	(37.2)	(45.4)	(22.5)	(36.1)	(8.4)	(1.3)	(27.3)	(13.8)	4.3	6.9
첨단소재	18.6	20.6	16.0	31.5	(0.3)	10.0	15.0	19.0	21.7	11.4	21.5	21.7
영업이익 증감 (YoY)	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전	66.4
전지박	적지	흑전	121.8									
첨단소재	42.1	33.2	(24.3)	141.5	적전	(68.4)	(29.6)	(49.1)	39.7	(62.1)	127.1	15.8
순이익	0	5	(8)	(8)	(11)	(11)	(4)	(1)	(11)	(26)	10	19
NIM	0.1	3.8	(7.9)	(7.6)	(9.7)	(10.7)	(2.5)	(0.4)	(2.5)	(4.9)	1.3	1.8
YoY	(96.3)	(10.2)	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적전	적지	흑전	98.8

자료: 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,011.6	1,461.0	1,790.9	2,367.7	3,027.3
유동자산	394.5	508.0	493.6	821.3	1,155.1
현금및현금성자산	139.6	162.8	(69.4)	88.9	76.0
매출채권	77.4	90.8	148.1	192.6	283.8
재고자산	139.5	172.3	281.0	365.5	538.5
비유동자산	617.1	953.1	1,297.3	1,546.4	1,872.2
유형자산	535.0	865.3	1,200.2	1,450.4	1,774.0
무형자산	19.7	20.7	15.9	12.5	9.8
투자자산	0.4	4.8	7.9	10.2	15.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	489.4	542.9	907.2	1,468.5	2,094.0
유동부채	292.6	422.1	546.1	606.1	728.9
단기차입금	140.2	173.0	202.7	202.7	202.7
매입채무	78.4	60.5	98.6	128.3	189.1
유동성장기부채	35.9	126.9	143.9	143.9	143.9
비유동부채	196.8	120.8	361.1	862.4	1,365.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	188.7	118.2	356.8	856.8	1,356.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	522.2	918.1	883.7	899.2	933.4
자본금	4.0	4.5	4.5	4.5	4.5
자본잉여금	295.2	523.5	523.5	523.5	523.5
기타자본	(25.2)	(12.1)	(12.0)	(12.0)	(12.0)
기타포괄이익잉여액	23.6	40.0	56.9	56.9	56.9
이익잉여금	4.8	(10.5)	(37.0)	(30.8)	(15.0)
지배주주지분	302.3	545.4	536.0	542.2	558.0
비지배주주지분	219.9	372.7	347.7	357.0	375.4
*총차입금	368.7	419.7	706.3	1,207.1	1,708.9
*순차입금(순현금)	229.0	255.9	773.8	1,115.9	1,629.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	(42.0)	(100.4)	(97.7)	(15.0)	(78.7)
당기순이익	0.2	(47.2)	(51.0)	19.0	37.7
유형자산상각비	31.8	42.8	75.3	65.7	97.5
무형자산상각비	3.8	5.0	4.4	3.5	2.7
외화환산손실(이익)	(1.5)	(5.8)	(0.1)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(82.6)	(95.8)	(125.1)	(103.2)	(216.6)
(법인세납부)	(9.7)	(2.3)	7.5	(5.4)	(10.6)
기타	16.0	2.7	(8.8)	5.4	10.6
투자활동으로인한현금흐름	(234.0)	(346.3)	(404.6)	(318.8)	(427.1)
유형자산의증가(CAPEX)	(232.0)	(339.6)	(397.1)	(315.9)	(421.2)
유형자산의감소	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(3.5)	(3.7)	(0.4)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	(3.3)	(2.4)	(4.8)
기타	0.3	(3.0)	(3.8)	(0.5)	(1.1)
FCF	(274.9)	(429.9)	(496.9)	(313.2)	(474.2)
재무활동으로인한현금흐름	91.7	457.2	279.6	497.3	498.2
차입금의 증가(감소)	36.8	43.4	280.4	500.9	501.8
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(0.4)	(4.0)	0.0	(3.5)	(3.5)
기타	55.3	417.8	(0.8)	(0.1)	(0.1)
기타현금흐름	0.0	0.0	(10.7)	(5.2)	(5.2)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	18.3	12.7	1.2	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(166.0)	232.1	(232.1)	158.3	(128.8)
기초현금	305.6	139.6	162.8	(69.4)	88.9
기말현금	139.6	162.8	(69.4)	88.9	76.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	380.3	461.2	530.4	776.4	1,043.7
증감률 (%)	31.1	21.3	15.0	46.4	34.4
매출원가	302.8	415.8	466.7	563.1	739.3
매출총이익	77.5	45.4	63.6	213.3	304.4
매출총이익률 (%)	20.4	9.8	12.0	27.5	29.2
판매관리비	72.5	90.6	107.1	155.8	208.7
영업이익	5.0	(45.2)	(43.5)	57.5	95.7
증감률 (%)	(83.5)	적전	적지	흑전	66.4
영업이익률 (%)	1.3	(9.8)	(8.2)	7.4	9.2
영업외손익	(1.4)	8.5	(17.4)	(33.2)	(47.3)
금융손익	0.6	9.7	(17.7)	(33.2)	(47.3)
기타영업외손익	(2.1)	(1.2)	0.3	0.0	0.0
중소 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	3.6	(36.7)	(60.9)	24.3	48.3
법인세비용	0.9	7.1	(10.0)	5.4	10.6
계속사업이익	2.7	(43.8)	(50.9)	19.0	37.7
중단사업이익	(2.5)	(3.4)	(0.1)	0.0	0.0
당기순이익	0.2	(47.2)	(51.0)	19.0	37.7
증감률 (%)	흑전	적전	적지	흑전	98.8
순이익률 (%)	0.0	(10.2)	(9.6)	2.4	3.6
(지배주주)당기순이익	11.9	(11.3)	(26.1)	9.7	19.3
(비지배주주)당기순이익	(11.7)	(35.9)	(24.9)	9.3	18.4
총포괄이익	38.9	(20.1)	(27.1)	19.0	37.7
(지배주주)총포괄이익	35.8	5.1	(66.4)	46.5	92.3
(비지배주주)총포괄이익	3.1	(25.1)	39.3	(27.5)	(54.6)
EBITDA	40.6	2.6	36.2	126.7	195.9
증감률 (%)	(19.2)	(93.6)	1,305.1	249.7	54.6
EBITDA 이익률 (%)	10.7	0.6	6.8	16.3	18.8

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	(18)	(1,103)	(1,121)	417	830
EPS (지배순이익, 원)	267	(283)	(574)	214	425
BPS (자본총계, 원)	12,703	20,198	19,444	19,782	20,534
BPS (지배지분, 원)	7,355	11,999	11,793	11,929	12,276
DPS (원)	96	100	100	100	100
PER (당기순이익, 배)	(4,695.3)	(27.2)	(33.7)	90.4	45.5
PER (지배순이익, 배)	322.6	(106.0)	(65.8)	176.7	88.9
PBR (자본총계, 배)	6.8	1.5	1.9	1.9	1.8
PBR (지배지분, 배)	11.7	2.5	3.2	3.2	3.1
EV/EBITDA (배)	83.7	685.9	69.8	22.7	17.4
배당성향 (%)	33.4	(40.1)	(13.5)	36.2	18.2
배당수익률 (%)	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	10.7	0.6	6.8	16.3	18.8
영업이익률 (%)	1.3	(9.8)	(8.2)	7.4	9.2
순이익률 (%)	0.0	(10.2)	(9.6)	2.4	3.6
ROA (%)	0.0	(3.8)	(3.1)	0.9	1.4
ROE (지배순이익, %)	4.0	(2.7)	(4.8)	1.8	3.5
ROIC (%)	(1.3)	(5.7)	(3.0)	2.5	3.4
안정성					
부채비율 (%)	93.7	59.1	102.7	163.3	224.3
순차입금비율 (%)	43.9	27.9	87.6	124.1	174.6
현금비율 (%)	47.7	38.6	(12.7)	14.7	10.4
이자보상배율 (배)	1.1	(4.9)	(2.2)	1.7	1.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	3.7	2.5	1.8	1.8	1.8
재고자산회수기간 (일)	99.4	123.4	156.0	152.0	158.1
매출채권회수기간 (일)	63.8	66.5	82.2	80.1	83.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

솔루션첨단소재(336370)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 03월 22일	매수	81,920	(17.7)	(10.0)
2022년 04월 22일	매수	92,000	(38.4)	(19.5)
2022년 07월 21일	매수	50,000	(23.4)	(6.8)
2022년 10월 31일	매수	46,000	(14.2)	13.5
2023년 05월 02일	6개월경과		(17.8)	(11.1)
2023년 07월 21일	매수	40,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 정용진)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하 	섹터	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 07월 25일 기준)

매수 (매수)	95.06%	Trading BUY (중립)	2.88%	중립 (중립)	2.06%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------