

솔루스첨단소재

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

2024년 4월 25일

[2차전지]

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

최민기 연구원
☎ 02-3772-3734
✉ minki.choi@sinhan.com

회복의 불티는 빠르게 번진다



매수
(유지)



현재주가 (4월 24일)
19,440 원



목표주가
25,000 원 (상향)



상승여력
28.6%

- ◆ 1Q24 OP -140억원으로 부진하나 EBITDA 흑자 지속
- ◆ 24년 주요 고객사(OEM/셀) 램프 업에 따라 전지박 매출 회복세
- ◆ AI 관련 매출은 25년 본격화 전망



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

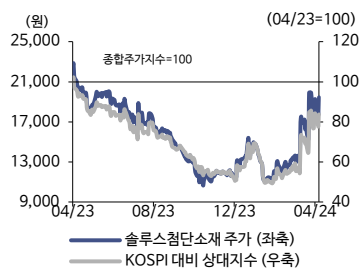
시가총액	1,365.0십억원
발행주식수	70.2백만주
유동주식수	32.8백만주(46.7%)
52주 최고가/최저가	20,975 원/10,650 원
일평균 거래량 (60 일)	1,798,949 주
일평균 거래액 (60 일)	32,202백만원
외국인 지분율	6.27%

주요주주	
스카이라이프인베스트먼트 외 1 인	53.27%
국민연금공단	5.11%

절대수익률	
3개월	42.6%
6개월	62.7%
12개월	-7.3%

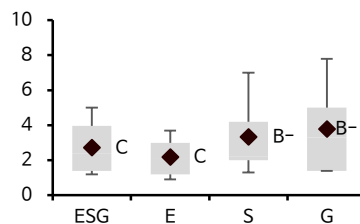
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	31.6%
6개월	44.9%
12개월	-12.6%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



1Q24 OP -140억원으로 부진하나 EBITDA 흑자 지속

1Q24 매출 1,213억원(+8% YoY, +16% QoQ), 영업적자 -140억원(적자지속 YoY, QoQ)을 기록했다. 시장 기대치(-114억원) 대비 소폭 부진한 실적이다. 유럽의 대규모 투자로 고정비가 높은 상황에서 P2 가동이 본격화되는 4Q24까지는 적자가 계속될 전망이다. EBITDA는 2분기 연속 흑자를 기록하고 있어 최악의 구간은 분명하게 지나갔다. 1Q24 EBITDA는 21억원(흑자전환 YoY, +163% QoQ)으로 3개 분기 연속 개선 중이다.

24년은 EV가 끌고, AI 매출은 25년부터 기대

EV 수요 둔화 우려에도 불구하고 실적 개선이 가능했던 요인은 우수한 고객사 확보에 있다. 북미 EV 고객사의 경우 전체 판매 물량은 정체했지만 내재화 셀 물량은 램프 업이 가속화되고 있어 동사의 전지박 수요를 견인하고 있다. 주요 셀 고객사도 재고 조정을 끝내고 정상적인 가동률로 회복하는 모습이다. 전지박 출하량은 4월 중 1천톤으로 최대치를 경신했고, 2~3분기 중 헝가리 P2 가동으로 이어질 전망이다.

시장의 기대치가 높았던 AI 가속기향 동박 매출은 25년부터 본격화될 것이다. 주요 IT 업체향 고객 승인이 완료됐기 때문에 하반기 매출 개시, 26년 물량 확대가 가시화됐다. 향후 룩셈부르크 동박 공장의 가동률 또는 믹스 개선이 기대된다. 24년은 전지박 사업부의 본격적인 개선탄 감안해 24F 전지박 매출 2,936억원(+90% YoY)으로 추정한다. 이에 24F 연결 매출은 5,875억원(+37% YoY)을 달성할 전망이다.

목표주가 25,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

목표주가를 25,000원으로 +92% 상향하고, 투자의견 매수를 유지한다. 25년 EBITDA에 10.7배를 적용했다. 동박 업황은 2차전지 소재 중 공급 과잉 여파와 비용 변수로 가장 오랫동안 부진했다. 최근 하이엔드 동박 중심으로 수급 환경이 개선되고 있어 향후 구조적인 회복이 기대된다. 동사의 경우 주요 EV 및 셀 고객사가 생산 물량 확대를 공언하고 있다는 점에서 연내 흑자전환 달성의 청신호가 켜졌다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2022	418.3	(49.7)	(11.3)	(142)	6,000	(105.9)	(937.2)	2.5	(2.7)	27.9
2023	429.4	(73.2)	187.5	2,051	8,061	6.5	(179.7)	1.6	29.3	18.2
2024F	587.5	(14.4)	(9.2)	(90)	7,971	(215.3)	46.1	2.4	(1.3)	36.5
2025F	725.4	60.6	8.5	94	8,026	207.6	20.4	2.4	1.2	53.0
2026F	1,034.8	83.3	10.5	116	8,114	168.3	19.0	2.4	1.4	88.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

목표주가 산정 테이블

	동박/전지박	첨단소재	합 비교
25F EBITDA	82	33	115 A (당사 추정치)
목표 multiple	10.1	12.0	10.7 B
영업가치	826	398	1,225 C = A * B
(-) 우선주			82 D (25년 예상치)
(-) 순차입금			378 E (25년 예상치)
사업가치			765 F = A + D - E
현 시가총액			1,365 2024-04-24
Upside (%)			28.6
목표주가			25,000

자료: 신한투자증권

글로벌 경쟁사 밸류에이션 비교

(십억원, x, %)	회사명	시가총액	2024F				2025F			
			PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
	SKC	4,283	-	2.6	25.6	(5.0)	44.6	2.5	14.7	4.4
	롯데에너지머티리얼즈	2,204	53.6	1.5	16.1	2.8	26.7	1.4	10.2	5.3
	솔루션첨단소재	1,365	-	1.9	26.7	(3.7)	-	1.8	12.4	1.1
	에코프로비엠	24,010	250.8	16.2	61.9	5.9	76.8	13.6	29.8	19.4
	포스코퓨처엠	23,007	169.6	9.1	49.8	6.1	78.1	8.2	28.7	11.3
	후루카와 전기공업	2,111	98.1	0.8	12.9	0.6	19.0	0.8	9.4	4.2
	베이징 이스프링	4,622	16.2	1.7	8.6	10.5	13.9	1.5	6.8	11.0
	닝보 산산	4,782	12.4	1.0	8.7	7.6	9.5	0.9	7.1	9.2

자료: Bloomberg Concensus, 신한투자증권

분기 실적 요약

(십억원, %)	1Q24P	1Q23	YoY	4Q23	QoQ	신한(기준)	컨센서스
매출액	121	113	7.6	104	16.3	124	119
영업이익	(14)	(19)	적자지속	(10)	적자지속	(15)	(11)
세전이익	(18)	(23)	적자지속	(54)	적자지속	(19)	0
순이익	(5)	(11)	적자지속	(16)	적자지속	(5)	(19)
영업이익률	(11.5)	(16.9)		(9.6)		(11.9)	(9.6)
순이익률	(4.1)	(9.7)		(15.0)		(4.4)	(16.0)

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

수익 예상 변경

(십억원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
매출액	615	844		587	725	1,035	(4.4)	(14.1)	
영업이익	(17)	68		(14)	61	83	(12.6)	(11.1)	
세전이익	(37)	26		(34)	31	38	(8.5)	17.0	
순이익	(11)	8		(9)	9	11	(13.1)	11.2	
영업이익률	(2.7)	8.1		(2.5)	8.4	8.0			

자료: 신한투자증권 추정

실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
Capa (천톤)	8	8	12	12	13	13	13	13	46	53	70	110
동박	4	4	4	4	4	4	4	4	15	15	15	15
전지박	4	4	8	8	10	10	10	10	31	38	55	95
순매출	113	101	111	104	121	139	148	179	429	587	725	1,035
동박/전지박	85	74	84	75	90	110	119	154	318	473	600	903
첨단소재	27	28	27	29	31	29	29	26	111	114	126	132
매출 증감 (YoY)	(8.7)	(17.7)	5.3	2.3	7.5	37.3	33.0	72.0	(5.4)	36.8	23.5	42.6
전지박	4.3	(8.7)	22.6	21.3	5.4	49.4	42.1	104.1	8.6	48.6	26.7	50.6
첨단소재	(34.3)	(35.0)	(26.7)	(27.3)	14.2	5.0	5.0	(11.4)	(31.0)	3.0	10.0	5.0
영업이익	(19)	(24)	(20)	(10)	(14)	(7)	(5)	12	(73)	(14)	61	83
전지박	(19)	(25)	(23)	(20)	(20)	(12)	(10)	8	(88)	(35)	38	60
첨단소재	(0)	3	3	10	6	5	5	4	16	20	22	23
OPM	(16.9)	(23.6)	(18.3)	(9.6)	(11.5)	(5.2)	(3.7)	6.8	(17.0)	(2.5)	8.4	8.0
전지박	(22.5)	(34.6)	(27.8)	(26.2)	(22.2)	(11.2)	(8.7)	5.1	(27.6)	(7.4)	6.4	6.6
첨단소재	(0.3)	10.8	11.1	33.5	17.7	17.6	17.2	17.4	14.1	17.5	17.8	17.6
영업이익 증감 (YoY)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	37.5
전지박	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	56.9
첨단소재	적전	(65.8)	(49.0)	(22.6)	흑전	71.0	62.9	(54.0)	(55.3)	28.1	11.7	4.2
순이익	(11)	(13)	227	(16)	(5)	(3)	(3)	2	188	(9)	9	11
NIM	(9.7)	(13.0)	204.4	(15.0)	(4.1)	(2.4)	(1.9)	1.1	43.7	(1.6)	1.2	1.0
YoY	적전	적전	흑전	적지	적지	적지	적전	흑전	흑전	적전	흑전	23.4

자료: 신한투자증권 추정

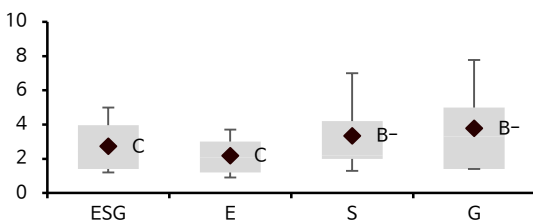
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 2023년 환경안전경영시스템을 구축, EHS 법규 준수 평가 및 외부 전문가 통한 EHS 진단 시행
- ◆ 베트남 학교에 식수시설 및 위생키트 지원하는 등 사회공헌 활동 지속
- ◆ 공급망 내 분쟁광물 관리 위해 질의서 등 업무 프로세스 구축해 협력사의 분쟁광물 사용 현황 관리

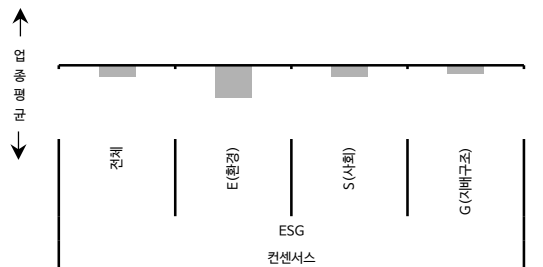
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차

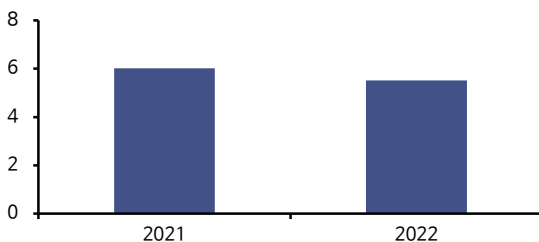


자료: 신한투자증권

Key Chart

탄소 배출 집약도

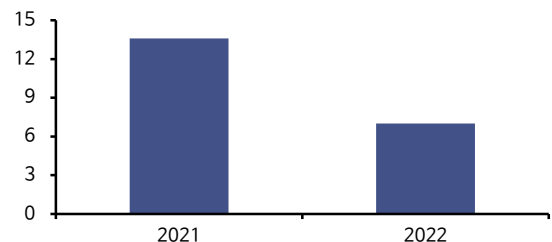
(tCO2e/t)



자료: 솔루스첨단소재, 신한투자증권

수자원 사용 집약도

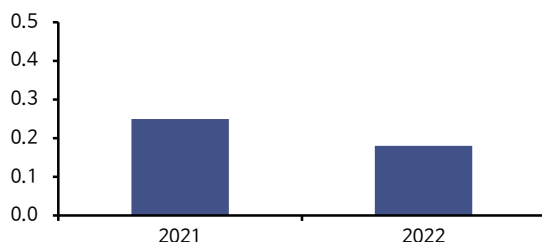
(m3/t)



자료: 솔루스첨단소재, 신한투자증권

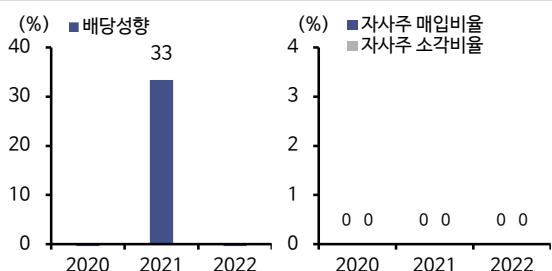
폐기물 배출 집약도

(t/t)



자료: 솔루스첨단소재, 신한투자증권

솔루스첨단소재 배당성향 및 자사주 매입/소각 비율



자료: FnGuide, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,461.0	1,706.7	2,164.9	2,537.8	3,037.4
유동자산	508.0	564.3	938.8	1,133.4	1,307.6
현금및현금성자산	162.8	129.1	190.1	293.5	84.1
매출채권	90.8	58.3	100.4	112.6	164.0
재고자산	172.3	192.6	331.3	371.6	541.3
비유동자산	953.1	1,142.4	1,226.1	1,404.4	1,729.8
유형자산	865.3	1,025.3	1,104.7	1,283.7	1,600.8
무형자산	20.7	16.2	11.9	8.7	6.4
투자자산	4.8	12.0	20.7	23.2	33.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	542.9	648.5	1,131.0	1,484.1	1,957.4
유동부채	422.1	568.0	746.0	797.7	1,015.4
단기차입금	173.0	209.2	209.2	209.2	209.2
매입채무	60.5	46.1	79.3	88.9	129.5
유동성장기부채	126.9	111.8	111.8	111.8	111.8
비유동부채	120.8	80.5	385.1	686.4	942.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	118.2	74.2	374.2	674.2	924.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	918.1	1,058.2	1,033.9	1,053.7	1,080.0
자본금	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
자본잉여금	523.5	523.6	523.6	523.6	523.6
기타자본	(12.1)	(20.7)	(20.7)	(20.7)	(20.7)
기타포괄이익누계액	40.0	53.0	53.0	53.0	53.0
이익잉여금	(10.5)	172.4	164.2	169.2	177.2
지배주주지분	545.4	732.8	724.6	729.6	737.6
비지배주주지분	372.7	325.4	309.3	324.1	342.4
*충차입금	419.7	467.0	818.7	1,133.7	1,447.0
*순차입금(순현금)	255.9	192.1	377.7	558.8	952.9

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	(100.4)	17.5	(43.3)	43.6	(11.3)
당기순이익	(47.2)	126.8	(25.3)	23.3	28.8
유형자산상각비	42.8	59.7	56.6	51.0	59.4
무형자산상각비	5.0	5.1	4.3	3.2	2.3
외화환산손실(이익)	(5.8)	0.7	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.2	(284.1)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(95.8)	33.5	(78.9)	(33.9)	(101.8)
(법인세납부)	(2.3)	(4.2)	8.3	(7.6)	(9.4)
기타	2.7	80.0	(8.3)	7.6	9.4
투자활동으로인한현금흐름	(346.3)	(71.1)	(249.6)	(263.1)	(515.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(339.6)	(244.6)	(135.9)	(230.0)	(376.5)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(3.7)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	(8.7)	(2.5)	(10.6)
기타	(3.0)	174.1	(105.0)	(30.6)	(128.5)
FCF	(434.0)	(119.8)	(170.8)	(154.9)	(356.0)
재무활동으로인한현금흐름	457.2	15.6	347.2	316.1	310.8
차입금의 증가(감소)	43.4	22.8	351.7	315.0	313.3
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(4.0)	(4.6)	(4.6)	1.0	(2.5)
기타	417.8	(2.6)	0.1	0.1	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	6.8	6.8	6.8
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금변동효과	12.7	4.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	23.2	(33.7)	61.0	103.4	(209.4)
기초현금	139.6	162.8	129.1	190.1	293.5
기말현금	162.8	129.1	190.1	293.5	84.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	418.3	429.4	587.5	725.4	1,034.8
증감률 (%)	10.0	2.7	36.8	23.5	42.6
매출원가	386.0	412.2	482.7	514.9	738.5
매출총이익	32.3	17.2	104.7	210.5	296.3
매출총이익률 (%)	7.7	4.0	17.8	29.0	28.6
판매관리비	81.9	90.4	119.2	149.9	213.0
영업이익	(49.7)	(73.2)	(14.4)	60.6	83.3
증감률 (%)	적전	적지	적지	후전	37.5
영업이익률 (%)	(11.9)	(17.0)	(2.5)	8.4	8.0
영업외손익	8.8	261.6	(19.2)	(29.6)	(45.1)
금융손익	9.8	(21.5)	(19.2)	(29.6)	(45.1)
기타영업외손익	(0.9)	283.1	0.0	0.0	0.0
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	(40.8)	188.4	(33.6)	31.0	38.2
법인세비용	6.9	62.5	(8.3)	7.6	9.4
계속사업이익	(47.8)	125.9	(25.3)	23.3	28.8
중단사업이익	0.5	0.9	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(47.2)	126.8	(25.3)	23.3	28.8
증감률 (%)	적전	후전	적전	후전	23.4
순이익률 (%)	(11.3)	29.5	(4.3)	3.2	2.8
(지배주주)당기순이익	(11.3)	187.5	(9.2)	8.5	10.5
(비지배주주)당기순이익	(35.9)	(60.7)	(16.1)	14.8	18.3
총포괄이익	(20.1)	148.8	(25.3)	23.3	28.8
(지배주주)총포괄이익	5.1	200.5	(13.7)	12.6	15.5
(비지배주주)총포괄이익	(25.1)	(51.8)	(11.7)	10.7	13.3
EBITDA	(1.9)	(8.5)	46.5	114.8	145.0
증감률 (%)	적전	적지	후전	146.9	26.3
EBITDA 이익률 (%)	(0.5)	(2.0)	7.9	15.8	14.0

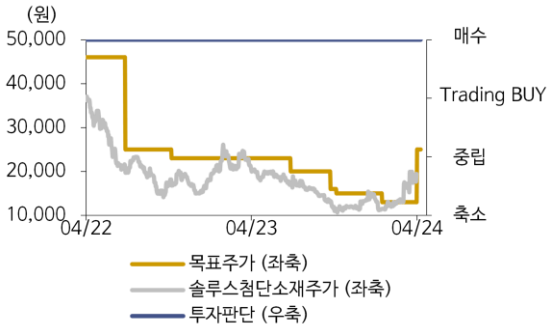
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(552)	1,383	(267)	257	317
EPS (지배순이익, 원)	(142)	2,051	(90)	94	116
BPS (자본총계, 원)	10,100	11,641	11,373	11,591	11,881
BPS (지배지분, 원)	6,000	8,061	7,971	8,026	8,114
DPS (원)	50	50	0	50	50
PER (당기순이익, 배)	(27.2)	9.6	(72.7)	75.7	61.4
PER (지배순이익, 배)	(105.9)	6.5	(215.3)	207.6	168.3
PBR (자본총계, 배)	1.5	1.1	1.7	1.7	1.6
PBR (지배지분, 배)	2.5	1.6	2.4	2.4	2.4
EV/EBITDA (배)	(937.2)	(179.7)	46.1	20.4	19.0
배당성향 (%)	(40.1)	2.4	11.2	41.2	33.4
배당수익률 (%)	0.3	0.4	0.0	0.3	0.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	(0.5)	(2.0)	7.9	15.8	14.0
영업이익률 (%)	(11.9)	(17.0)	(2.5)	8.4	8.0
순이익률 (%)	(11.3)	29.5	(4.3)	3.2	2.8
ROA (%)	(3.8)	8.0	(1.3)	1.0	1.0
ROE (지배순이익, %)	(2.7)	29.3	(1.3)	1.2	1.4
ROIC (%)	(6.1)	(5.5)	(0.9)	3.2	3.6
안정성					
부채비율 (%)	59.1	61.3	109.4	140.8	181.2
순차입금비율 (%)	27.9	18.2	36.5	53.0	88.2
현금비율 (%)	38.6	22.7	25.5	36.8	8.3
이자보상배율 (배)	(5.7)	(3.0)	(0.5)	1.4	1.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	2.3	2.5	3.7	3.4	3.7
재고자산회수기간 (일)	136.0	155.1	162.7	176.8	161.0
매출채권회수기간 (일)	73.4	63.4	49.3	53.6	48.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

솔루스첨단소재(336370)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 04월 22일	매수	46,000	(38.4)	(19.5)
2022년 07월 21일	매수	25,000	(23.4)	(6.8)
2022년 10월 31일	매수	23,000	(14.2)	13.5
2023년 05월 02일		6개월경과	(17.8)	(11.1)
2023년 07월 21일	매수	20,000	(20.9)	(5.6)
2023년 10월 17일	매수	16,000	(25.3)	(17.8)
2023년 10월 30일	매수	15,000	(17.3)	2.5
2024년 02월 08일	매수	13,000	13.5	53.2
2024년 04월 25일	매수	25,000	-	-

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, 최민기)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 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	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	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 (2024년 04월 23일 기준)

매수 (매수)	92.44%	Trading BUY (중립)	5.46%	중립 (중립)	2.10%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------