

솔루엠 (248070)

1H25 인건비와 관세, 2H25 반등

인건비와 매크로 불확실성

목표주가를 기존 26,000원에서 23,000원으로 하향한다. '25년, '26년 영업이익 추정치는 987억원, 1,330억원으로 기존 추정 대비 각각 -18%, -12% 하향했다.

① 인건비 부담이 커졌다. ESL 시장은 기존 유럽과 북미 중심이었으나, 최근 아시아, 남미 등 신흥 시장이 개화함에 따라 동사도 이에 대응하기 위한 적극적인 인력 확대에 나섰다. 업계 1위인 Vusion Group도 인력을 '24년말 950명에서 '25년 중 1,200~1,300명으로 확대할 계획이다. 장기 성장을 위한 투자이나 단기 실적 하향은 불가피하다.

② 관세로 인한 불확실성이 커졌다. 경쟁사인 Pricer는 고객사들이 관세 등 매크로 불확실성으로 인해 투자 계획을 재검토하고 있고, 이로 인해 1분기 수주 및 매출에 영향이 있었음을 언급했다. 그럼에도 2030년까지의 연평균 산업 성장률은 +15% YoY 수준으로 바라보고 있다. 한편, Vusion Group의 경우, 이미 ESL 설치가 시작된 고객의 계획에는 변동이 없다는 입장이다. 수주잔고 또한 WMT를 중심으로 가파르게 개선되는 추세다[그림8].

동사는 관세와 관련된 영향이 제한적일 것으로 예상하고 있다. 기존 계획에 차질이 없는 한, 3Q25부터 ESL 공급이 유의미하게 확대될 것으로 기대된다. 리드타임상 공급 가시성이 뚜렷해질 6월~7월 즈음의 주가 모멘텀을 전망한다.

③ 회사의 주가는 여전히 경쟁사 대비 저평가 받고 있는 것으로 판단한다. Vusion Group의 '25년과 '26년 실적 기준 PER은 각각 31배, 20배다. 올해 3월에 상장한 중국의 Hanshow는 '24년 실적 기준 30배를 부여 받고 있으며(예상 PER 없음), 시가총액은 241억위안(4.7조원)에 달한다. 동사 대비 기술적으로 열위라는 평가를 받는 회사다.

1분기 실적 리뷰 및 2분기 추정치 조정

1분기 실적은 매출 3,973억원 (+3.3% YoY, +15.7% QoQ), 영업이익 115억원 (-44% YoY, 영업이익률 2.9%)으로 매출은 컨센서스에 부합했으나 영업이익은 28% 하회했다. 부문별로, 전자부품의 OPM은 2%로 눈높이에 부합한 반면, ICT는 5%로 부진했다. 전사 GPM은 16.8%로 전년 동기와 유사했으나, 판관비율이 13.9%로 전년 동기 대비 +2.6%p 높아졌다. 세부적으로 인건비와 광고선전비가 크게 늘었는데, ESL 해외 영업 조직을 강화하고 마케팅 활동을 강화한 결과다.

2분기 실적은 매출 4,340억 (+10.2% YoY, +9.2% QoQ), 영업이익 155억원 (-21% YoY, 영업이익률 3.6%)으로 전망한다. 기존 추정치 대비 매출은 소폭 하향하나, 영업이익은 -48% 하향한 것인데, 기존 예상대비 고정비 성격의 인건비 부담이 커졌음을 반영했다.

[이전 당사 솔루엠 보고서 보기 1, 2, 3]

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	23,000원(하향)
증가(2025.05.15)	16,460원
상승여력	39.7%

Stock Indicator

자본금	25십억원
발행주식수	4,901만주
시가총액	807십억원
외국인지분율	18.3%
52주 주가	13,940~25,700원
60일평균거래량	112,723주
60일평균거래대금	1.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.1	-6.8	-4.7	-33.8
상대수익률	-1.7	-8.0	-13.2	-29.8

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,594	1,859	2,062	2,253
영업이익(십억원)	69	97	131	154
순이익(십억원)	40	68	97	116
EPS(원)	790	1,366	1,937	2,318
BPS(원)	8,673	10,207	12,263	14,700
PER(배)	24.3	12.0	8.5	7.1
PBR(배)	2.2	1.6	1.3	1.1
ROE(%)	9.5	14.5	17.2	17.2
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	10.5	5.9	3.9	3.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자]

고의영 2122-9179 ey.ko@imfnsec.com

[IT RA]

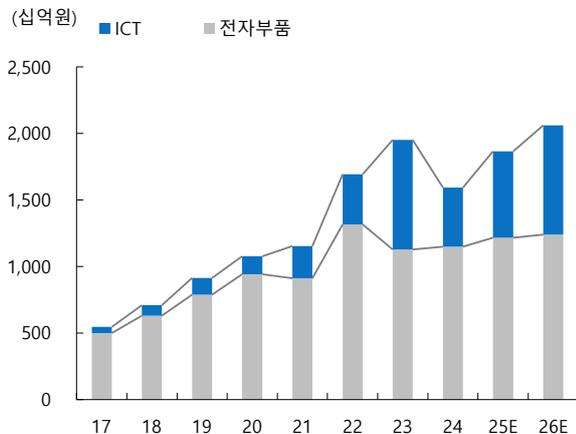
손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

표1. 솔루엠 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출	385	394	472	343	397	434	574	453	1,951	1,594	1,859	2,062
YoY	-33.6	-24.7	-10.8	7.7	3.3	10.2	21.6	31.9	15.1	-18.3	16.6	10.9
QoQ	20.7	2.4	19.9	-27.3	15.7	9.2	32.3	-21.1				
전자부품부문	272	298	339	240	284	306	365	261	1,127	1,149	1,215	1,240
YoY	-0.5	11.3	-5.1	4.8	4.5	2.7	7.5	8.8	-14.4	1.9	5.8	2.0
QoQ	18.6	9.7	13.9	-29.3	18.3	7.7	19.2	-28.4				
ICT부문	113	96	133	104	120	128	210	192	824	446	650	822
YoY	-63.1	-62.5	-22.5	15.1	5.9	33.4	57.6	85.6	118.2	-45.9	45.8	26.6
QoQ	25.9	-15.2	38.5	-22.2	15.8	6.9	63.6	-8.4				
영업이익	20.3	20.6	27.0	1.3	11.5	15.5	39.3	30.7	154.5	69.1	97.1	131.3
YoY	-59.6	-53.4	-40.4	-91.5	-43.5	-24.5	45.8	2,340.9	104.4	-55.3	40.5	35.3
QoQ	36.4	1.4	31.2	-95.3	811.1	35.4	153.1	-21.8				
OPM	5.3	5.2	5.7	0.4	2.9	3.6	6.8	6.8	7.9	4.3	5.2	6.4
전자부품부문	6.3	10.0	8.0	0.2	5.7	7.9	10.0	4.9	24.9	24.4	28.4	33.5
YoY	993.0	324.4	-46.1	-97.1	-9.8	-20.7	24.4	2,259.8	-40.6	-1.9	16.2	17.9
QoQ	-12.1	58.8	-19.6	-97.4	2,634.3	39.5	26.1	-50.9				
OPM	2.3	3.3	2.4	0.1	2.0	2.6	2.7	1.9	2.2	2.1	2.3	2.7
ICT부문	14.0	10.6	19.0	1.1	5.8	7.6	29.4	25.8	129.6	44.6	68.7	97.9
YoY	-71.8	-74.6	-37.6	-86.4	-58.5	-28.0	54.8	2,356.8	285.2	-65.6	53.8	42.6
QoQ	81.2	-24.3	78.9	-94.5	452.4	31.4	284.4	-12.0				
OPM	12.4	11.0	14.3	1.0	4.8	6.0	14.0	13.5	15.7	10.0	10.6	11.9

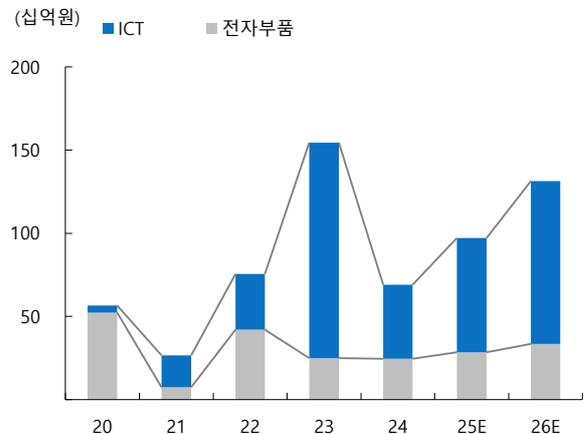
자료: 솔루엠, iM증권

그림1. 솔루엠 부문별 매출 추이 및 전망



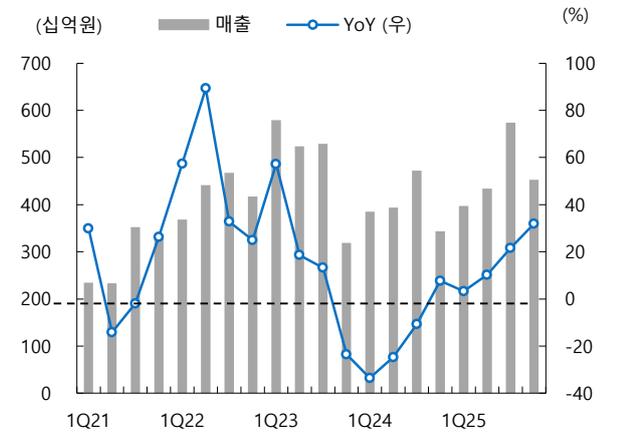
자료: 솔루엠, iM증권 리서치본부

그림2. 솔루엠 부문별 영업이익 추이 및 전망



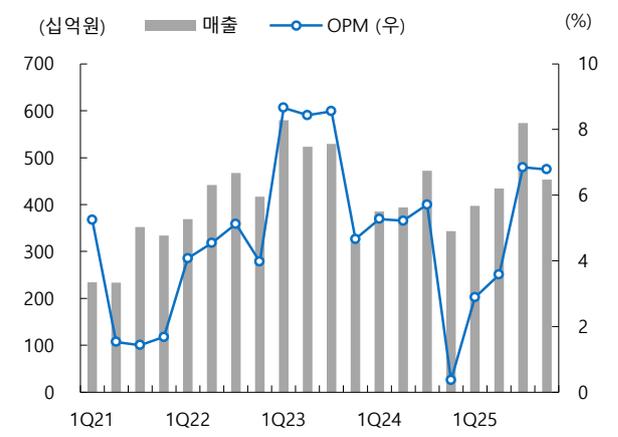
자료: 솔루엠, iM증권 리서치본부

그림 3. 솔루엠 분기 매출 및 YoY 성장률 추이



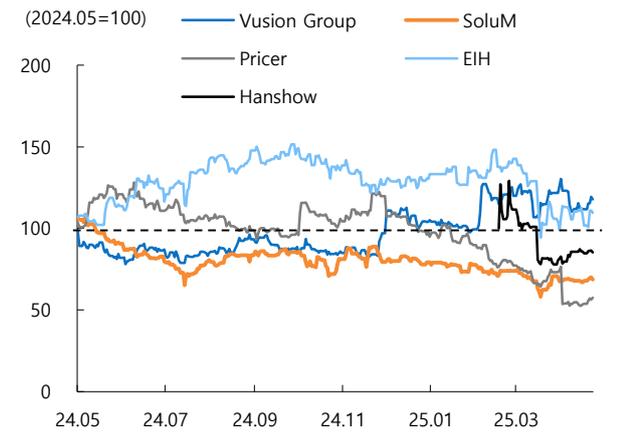
자료: 솔루엠, iM증권 리서치본부

그림 4. 솔루엠 분기 매출 및 OPM 추이



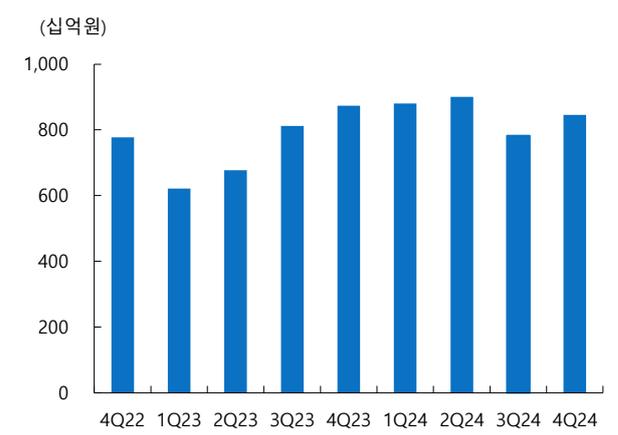
자료: 솔루엠, iM증권 리서치본부

그림 5. 주요 ESL 업체의 상대 주가 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림 6. 솔루엠의 12개월 누적 신규수주 추이



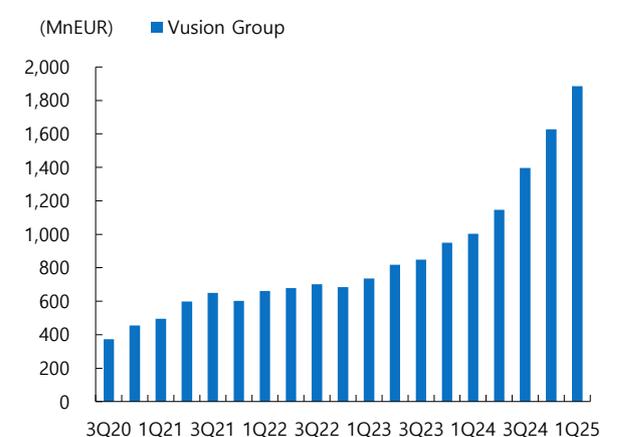
자료: 솔루엠, iM증권 리서치본부

그림 7. Pricer의 12개월 누적 신규수주 추이



자료: Pricer, iM 증권 리서치본부

그림 8. Vusion의 12개월 누적 신규수주: WMT 수주 효과



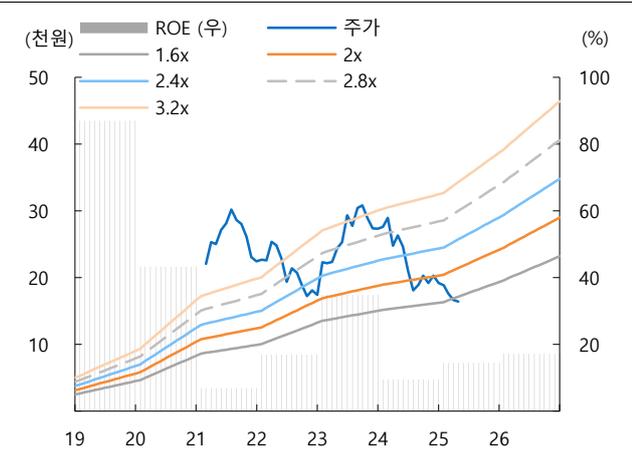
자료: Vusion Group, iM 증권 리서치본부

표 2. 솔루엠 SOTP 밸류에이션

	'25NP	26NP	12MF	P/E	사업가치	비고
① 전자부품 사업부	20	25	22	6	142	
② ICT 사업부	49	73	59	16	954	Vusion Group의 12MF P/E 27 배, Pricer의 7배 평균의 10% 할인
A. 적정 시가총액					1,097	
B. 발행주식수					49	
적정 주가					22,375	
목표 주가					23,000	
현재 주가					16,460	
업사이드					39.7%	

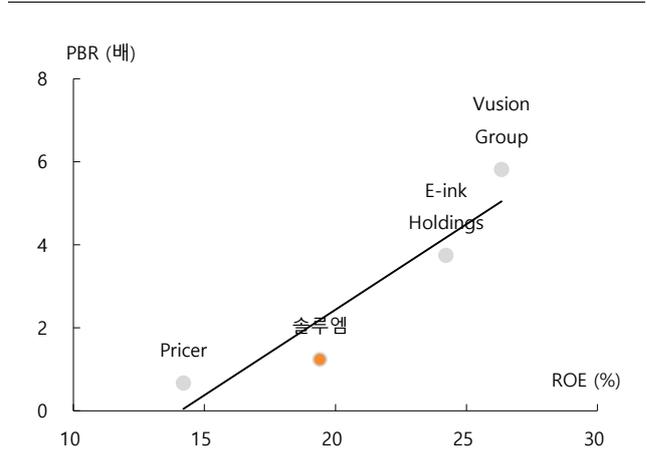
자료: 솔루엠, iM 증권 리서치본부

그림 9. 솔루엠 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Dataguide, iM 증권 리서치본부

그림 10. 솔루엠 26년 기준 ROE-PBR 매트릭스



자료: Bloomberg, iM 증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

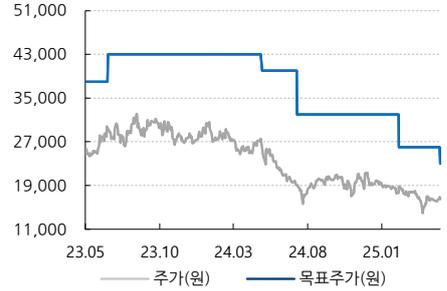
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	605	559	627	727	매출액	1,594	1,859	2,062	2,253
현금 및 현금성자산	86	115	136	146	증가율(%)	-18.3	16.6	10.9	9.2
단기금융자산	7	7	8	8	매출원가	1,335	1,545	1,693	1,837
매출채권	174	186	206	225	매출총이익	259	313	369	416
재고자산	329	242	268	338	판매비와관리비	190	216	238	262
비유동자산	378	437	430	426	연구개발비	17	20	22	24
유형자산	314	376	371	368	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	15	14	13	12	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	983	996	1,058	1,153	영업이익	69	97	131	154
유동부채	529	466	425	398	증가율(%)	-55.3	40.5	35.3	17.4
매입채무	164	191	212	232	영업이익률(%)	4.3	5.2	6.4	6.8
단기차입금	303	242	182	136	이자수익	5	4	4	5
유동성장기부채	28	0	0	0	이자비용	12	9	6	5
비유동부채	19	19	19	19	지분법이익(손실)	-1	-1	-1	-1
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	3	1	1	1
장기차입금	1	1	-	-	세전계속사업이익	59	89	126	151
부채총계	548	485	444	417	법인세비용	21	20	29	35
자배주주지분	434	510	613	735	세전계속이익률(%)	3.7	4.8	6.1	6.7
자본금	25	25	25	25	당기순이익	38	68	97	116
자본잉여금	76	76	76	76	순이익률(%)	2.4	3.7	4.7	5.1
이익잉여금	375	440	532	644	지배주주귀속 순이익	40	68	97	116
기타자본항목	-42	-31	-20	-10	기타포괄이익	11	11	11	11
비지배주주지분	1	1	1	1	총포괄이익	48	79	108	127
자본총계	434	511	614	736	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-5	237	165	138	주당지표(원)				
당기순이익	38	68	97	116	EPS	790	1,366	1,937	2,318
유형자산감가상각비	44	58	85	83	BPS	8,673	10,207	12,263	14,700
무형자산상각비	1	1	1	1	CFPS	1,702	2,553	3,655	3,986
지분법관련손실(이익)	-1	-1	-1	-1	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-21	-125	-85	-85	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-123	-120	-80	-80	PER	24.3	12.0	8.5	7.1
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	2.2	1.6	1.3	1.1
금융상품의 증감	-5	-	-	-	PCR	11.3	6.4	4.5	4.1
재무활동 현금흐름	-58	-98	-73	-60	EV/EBITDA	10.5	5.9	3.9	3.3
단기금융부채의증감	-31	-88	-61	-45	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-1	-	ROE	9.5	14.5	17.2	17.2
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	7.2	8.4	10.5	10.5
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	126.3	94.9	72.3	56.6
현금및현금성자산의증감	-46	29	21	10	순부채비율	54.7	23.6	6.2	-2.4
기초현금및현금성자산	132	86	115	136	매출채권회전율(x)	10.6	10.3	10.5	10.4
기말현금및현금성자산	86	115	136	146	재고자산회전율(x)	5.3	6.5	8.1	7.4

자료 : 솔루엠, iM증권 리서치본부

솔루엠 투자이견 및 목표주가 변동후이

일자	투자이견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-06-30	Buy	43,000	-34.5%	-25.3%
2024-05-13	Buy	40,000	-44.8%	-35.8%
2024-07-24	Buy	32,000	-39.8%	-33.4%
2025-02-19	Buy	26,000	-35.1%	-27.7%
2025-05-16	Buy	23,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%