

솔루엠 (248070)

ESL 수주 개선세 확인

경쟁사와의 디커플링이 축소되어야

투자 의견 Buy, 목표주가 32,000원을 유지한다. 주가는 YTD -34%로 매우 부진했고, 경쟁사 대비로도 두드러질 정도로 성과가 좋지 않았다[그림3]. ESL 매출 가이드스 하향, 해상운임 부담에 따른 수익성 악화, 신규수주에 대한 불확실성 등이 맞물린 결과다. 다만, 물류비와 관련된 부정적 요인은 2분기를 정점으로 개선될 것이고, 최근 신규수주 성과도 좋았다. 악재가 해소되는 방향이라면 저평가도 해소되어야 한다. 사업 정상화를 가정한 '25년 P/E는 7배다. 경쟁사 멀티플을 감안한 ICT부문의 가치는 1.5조원이다. 현재 주가는 ESL 관련 성장의 프리미엄이 전혀 반영되지 않았다.

선방한 전자부품, 부진한 ICT, 긍정적인 수주

2Q24 실적은 매출 3,939억원(-25% YoY, +2.4% QoQ), 영업이익 206억원(-53% YoY, 영업이익률 5.2%)로 당사 추정 대비 매출은 +2.4% 상회, 영업이익은 부합했다.

전자부품부문은 매출 2,979억원(+11% YoY, +10% QoQ), 영업이익 100억원(+324% YoY, 영업이익률 3.3%)로 예상보다 견조한 실적을 시현했다. 수익성 높은 사이니지 매출이 확대되고 있고, 3in1 보드 점유율이 예상과 달리 전년 수준으로 유지되고 있기 때문이다. 경쟁사의 수출 정상화에 시간이 더 필요한 것으로 파악된다. 한편, 고부가 서버 파워도 전분기 대비 개선되며 수익성 개선에 도움이 되었다.

ICT부문은 매출 960억원(-62% YoY, -15% QoQ), 영업이익 106억원(-74% YoY, 영업이익률 11%)로 부진했다. 고객사의 ESL 사양 변경 요청(3컬러 → 4컬러) 및 물류 차질로 외형이 기대에 미치지 못했다. 수익성 또한 해상 운임 급등의 영향으로 부진했다. 다만 수주 성과는 견고했다[그림5, 6]. 2Q24 ESL 신규 수주는 3,000억원(+20% YoY, +90% QoQ), 6월말 기준 수주잔고는 1.9조원대(+32% YoY, +12% QoQ)로 북미 시장을 중심으로 좋은 성과를 낸 것으로 파악된다.

3Q24 전사실적은 매출 4,652억원(-12% YoY, +18% QoQ), 영업이익 260억원(-43% YoY, 영업이익률 5.6%)로 전망된다. 기존 추정치를 유지하는 것이다. 전자부품부문이 성수기에 진입하는 가운데, ICT부문의 매출이 월별로 개선되는 것으로 파악되며, 해상운임 급등과 관련된 영향도 정점을 찍었다. 참고로, 2Q24 당시 ESL 선적을 위한 컨테이너선을 구하지 못해 비행기까지 사용했던 바 있는데, 지금은 이 같은 상황은 지난 것으로 파악된다. 따라서 ICT부문의 수익성은 2분기를 바닥으로 개선될 전망이다.

25년 드라마틱한 반등을 기대

2024년 연간 실적은 매출 1.6조원(-17% YoY), 영업이익 904억원(-41% YoY, 영업이익률 5.6%)으로 전망한다. 기존 추정을 유지하는 것이다. ICT부문의 연간 매출은 4,808억원(-41% YoY)로 전망된다. 이미 이전 보고서(7/24)를 통해 ESL 전망치를 크게 낮춘 바 있다. 연초 당시 계획이었던 9,000억원을 크게 하회하는 주된 이유는, 올해 주요 매출원이 될 것으로 기대했던 고객사가 변심했기 때문이다. 동 고객사는 당초 3컬러 ESL을 설치하기로 했으나, 이제는 4컬러 제품을 설치하는 방향으로 선회하였다. 제품의 설계, 원재료 소싱 관련 협의가 다시 되어야 하기 때문에 매출 인식이 사실상 내년으로 밀렸다. 한편, 4컬러 ESL에 대한 업계 전반의 품질 이슈도 있었는데, 이는 상반기 중 해결된 것으로 파악된다. 회사는 '24년 연내 발생한 신규 수주분과, 지연된 설치 계획을 바탕으로 '25년의 실적 반등을 이끌 계획이다. '25년의 ICT부문 매출은 9,041억원(+88% YoY)로 전망되는데, 당초 올해의 계획이었던 9,000억원 달성 시점이 1년 밀린 것으로 볼 수 있다.

[이전 당사 솔루엠 보고서 보기 1, 2, 3]

Company Brief

Buy (Maintain)

| | |
|----------------|-------------|
| 목표주가(12M) | 32,000원(유지) |
| 증가(2024.08.14) | 18,070원 |
| 상승여력 | 77.1% |

Stock Indicator

| | |
|-----------|----------------|
| 자본금 | 25십억원 |
| 발행주식수 | 5,001만주 |
| 시가총액 | 904십억원 |
| 외국인지분율 | 22.5% |
| 52주 추가 | 15,650~32,100원 |
| 60일평균거래량 | 310,133주 |
| 60일평균거래대금 | 6.5십억원 |

| | | | | |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 추가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
| 절대수익률 | -7.9 | -27.3 | -36.1 | -37.3 |
| 상대수익률 | -0.4 | -24.1 | -37.3 | -40.1 |

Price Trend



| FY | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액(십억원) | 1,951 | 1,624 | 2,174 | 2,337 |
| 영업이익(십억원) | 155 | 90 | 168 | 200 |
| 순이익(십억원) | 120 | 62 | 129 | 160 |
| EPS(원) | 2,407 | 1,231 | 2,587 | 3,198 |
| BPS(원) | 8,003 | 9,002 | 11,162 | 13,932 |
| PER(배) | 11.3 | 14.7 | 7.0 | 5.7 |
| PBR(배) | 3.4 | 2.0 | 1.6 | 1.3 |
| ROE(%) | 34.8 | 14.5 | 25.7 | 25.5 |
| 배당수익률(%) | | | | |
| EV/EBITDA(배) | 7.5 | 7.4 | 4.1 | 3.1 |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자]

고의영 2122-9179 ey.ko@imfnsec.com

[IT RA]

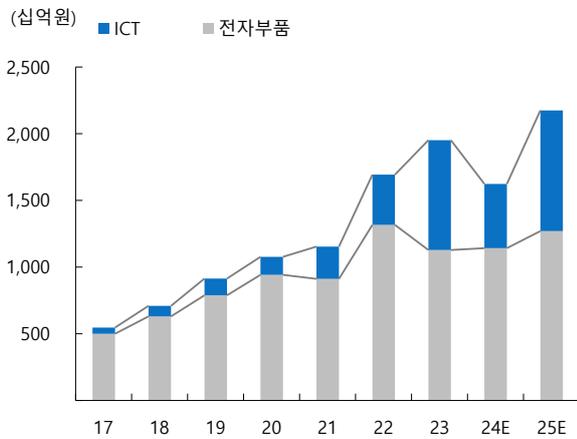
손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

표1. 솔루엠 연결기준 영업실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24E | 4Q24E | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출 | 580 | 523 | 529 | 319 | 385 | 394 | 465 | 380 | 1,695 | 1,951 | 1,624 | 2,174 |
| YoY | 57.2 | 18.6 | 13.2 | -23.5 | -33.6 | -24.7 | -12.1 | 19.0 | 46.9 | 15.1 | -16.8 | 33.9 |
| QoQ | 39.0 | -9.7 | 1.1 | -39.7 | 20.7 | 2.4 | 18.1 | -18.4 | | | | |
| 전자부품부문 | 273 | 268 | 357 | 229 | 272 | 298 | 343 | 230 | 1,317 | 1,127 | 1,143 | 1,270 |
| YoY | -10.9 | -21.5 | 8.3 | -32.5 | -0.5 | 11.3 | -4.0 | 0.5 | 44.5 | -14.4 | 1.4 | 11.2 |
| QoQ | -19.4 | -2.0 | 33.5 | -35.9 | 18.6 | 9.7 | 15.1 | -32.9 | | | | |
| ICT부문 | 306 | 256 | 172 | 90 | 113 | 96 | 122 | 149 | 378 | 824 | 481 | 904 |
| YoY | 392.2 | 155.4 | 25.1 | 15.3 | -63.1 | -62.5 | -28.8 | 66.0 | 56.0 | 118.2 | -41.6 | 88.1 |
| QoQ | 292.8 | -16.5 | -32.9 | -47.6 | 25.9 | -15.2 | 27.2 | 22.2 | | | | |
| 영업이익 | 50.2 | 44.2 | 45.3 | 14.9 | 20.3 | 20.6 | 26.0 | 23.5 | 75.6 | 154.5 | 90.4 | 167.9 |
| YoY | 234.1 | 120.3 | 88.9 | -10.3 | -59.6 | -53.4 | -42.5 | 58.2 | 185.1 | 104.4 | -41.5 | 85.7 |
| QoQ | 203.0 | -12.1 | 2.5 | -67.2 | 36.5 | 1.4 | 26.7 | -9.7 | | | | |
| OPM | 8.7 | 8.4 | 8.6 | 4.7 | 5.3 | 5.2 | 5.6 | 6.2 | 4.5 | 7.9 | 5.6 | 7.7 |
| 전자부품부문 | 0.6 | 2.3 | 14.9 | 7.1 | 6.3 | 10.0 | 11.7 | 4.2 | 42.0 | 24.9 | 32.2 | 34.3 |
| YoY | -95.2 | -82.9 | 76.3 | -9.5 | 993.0 | 324.4 | -21.4 | -40.5 | 475.2 | -40.6 | 29.0 | 6.8 |
| QoQ | -92.7 | 308.9 | 533.0 | -52.0 | -12.1 | 58.8 | 17.2 | -63.6 | | | | |
| OPM | 0.2 | 0.9 | 4.2 | 3.1 | 2.3 | 3.3 | 3.4 | 1.8 | 3.2 | 2.2 | 2.8 | 2.7 |
| ICT부문 | 49.6 | 41.8 | 30.4 | 7.7 | 14.0 | 10.6 | 14.4 | 19.3 | 33.6 | 129.6 | 58.3 | 133.6 |
| YoY | 1,488.0 | 564.6 | 95.8 | -11.0 | -71.8 | -74.6 | -52.7 | 149.0 | 75.0 | 285.2 | -55.0 | 129.2 |
| QoQ | 471.2 | -15.8 | -27.3 | -74.6 | 81.2 | -24.3 | 35.6 | 34.0 | | | | |
| OPM | 16.2 | 16.3 | 17.7 | 8.6 | 12.4 | 11.0 | 11.8 | 12.9 | 8.9 | 15.7 | 12.1 | 14.8 |

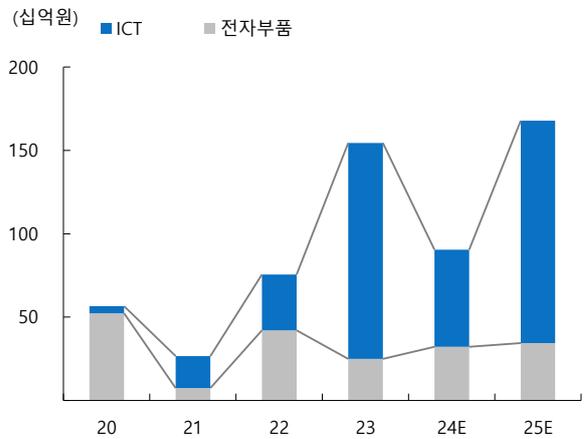
자료: 솔루엠, iM증권 리서치본부

그림1. 솔루엠 부문별 매출 추이 및 전망



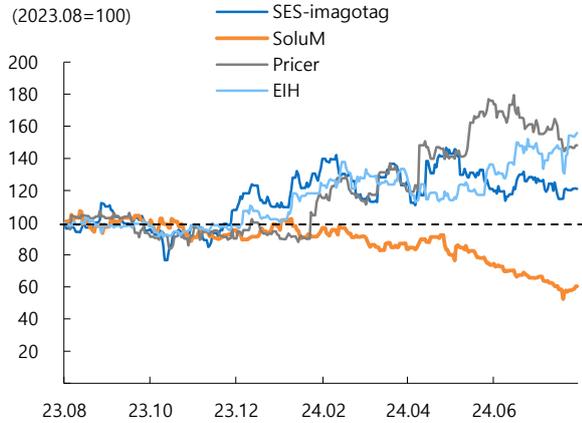
자료: 솔루엠, iM증권 리서치본부

그림2. 솔루엠 부문별 영업이익 추이 및 전망



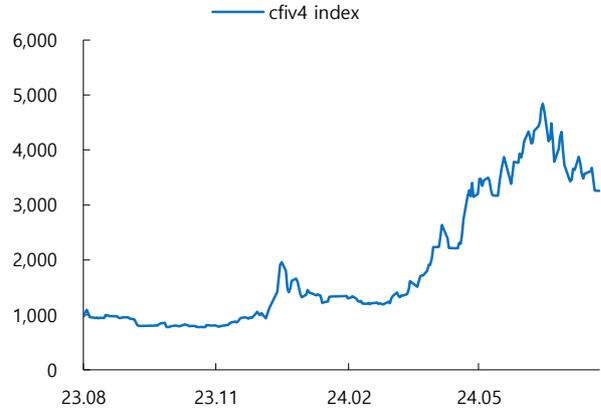
자료: 솔루엠, iM증권 리서치본부

그림 3. 주요 ESL 업체의 상대 주가 추이



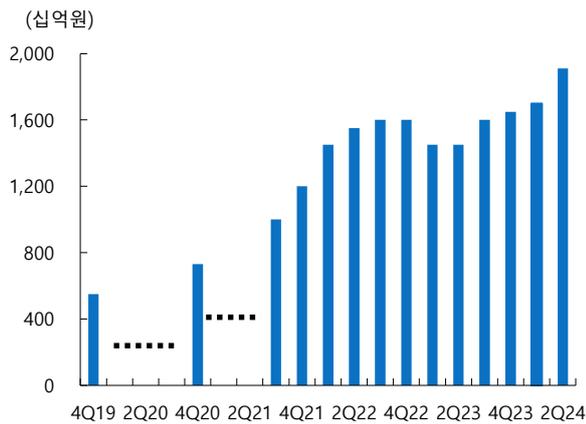
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림 4. SCFI(유럽) 선물 지수 추이



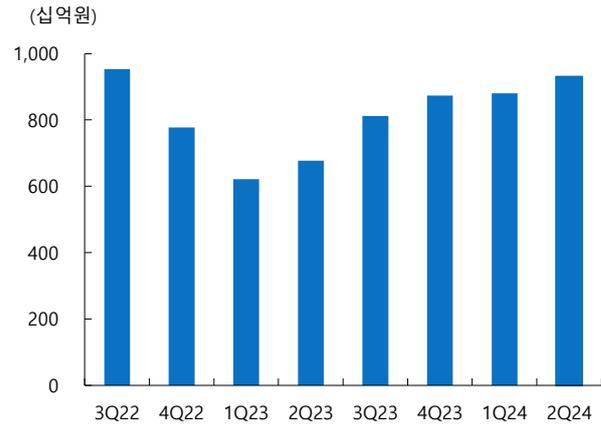
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림 5. 솔루엠 ESL 분기 수주잔고 추이



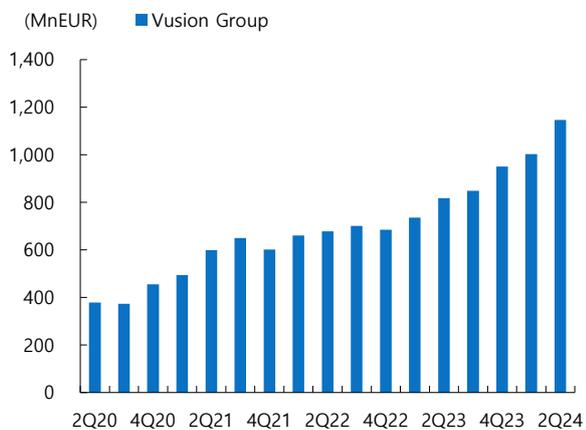
자료: 솔루엠, iM 증권 리서치본부

그림 6. 솔루엠의 12개월 누적 신규수주



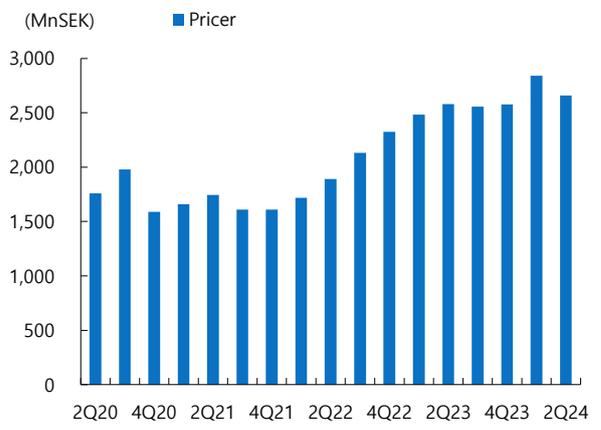
자료: 솔루엠, iM 증권 리서치본부

그림 7. Vusion Group의 12개월 누적 신규수주 추이



자료: Vusion Gorup, iM 증권 리서치본부

그림 8. Pricer의 12개월 누적 신규수주 추이



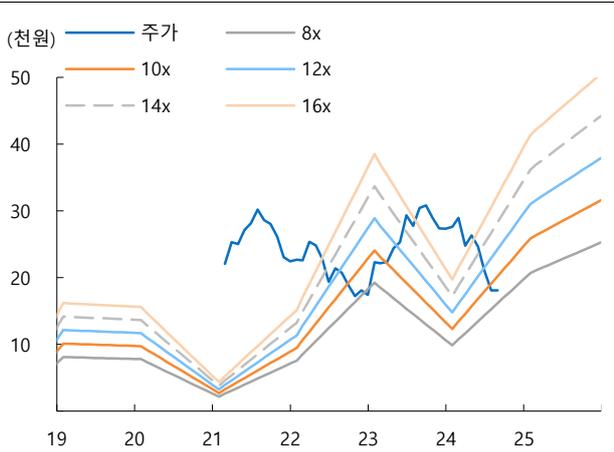
자료: Pricer, iM 증권 리서치본부

표 2. 솔루엠 SOTP 밸류에이션

| | '24 NP | '25 NP | 12MF | P/E | 사업가치 | 비고 |
|------------------|--------|--------|------|-----|--------|--|
| ① 전자부품 사업부 | 22 | 26 | 25 | 6 | 148 | Vusion Group의 12MF P/E 27배, Pricer의 15배 평균의 10% 할인 |
| ② ICT 사업부 | 39 | 102 | 81 | 18 | 1,459 | |
| A. 적정 시가총액 | | | | | 1,608 | |
| B. 발행주식수(희석가능포함) | | | | | 50 | |
| 적정 주가 | | | | | 32,150 | |
| 목표 주가 | | | | | 32,000 | |
| 현재 주가 | | | | | 18,980 | |
| 업사이드 | | | | | 68.6% | |

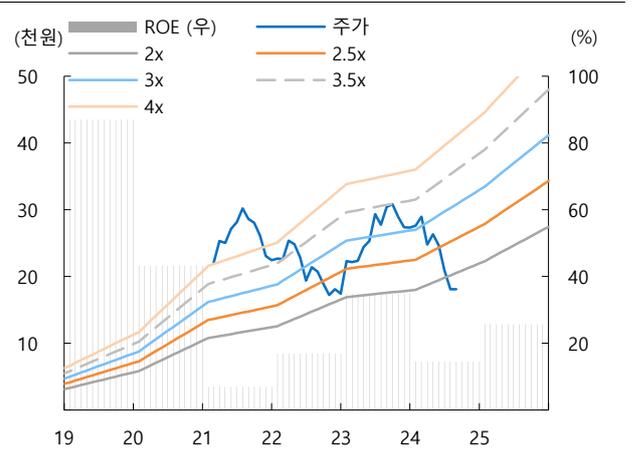
자료: 솔루엠, iM 증권 리서치본부

그림1. 솔루엠 12개월 선행 PER 밴드



자료: Dataguide, iM 증권 리서치본부

그림2. 솔루엠 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Dataguide, iM 증권 리서치본부

표 3. 솔루엠 실적추정 변경

| (단위: 십억원, %) | 신규추정 | | 기존추정 | | 변동률 | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 매출액 | 1,624 | 2,174 | 1,607 | 2,103 | 1.0 | 3.4 |
| 영업이익 | 90 | 168 | 91 | 173 | -0.6 | -2.9 |
| 영업이익률 | 5.6 | 7.7 | 5.7 | 8.2 | | |
| 세전이익 | 76 | 160 | 77 | 166 | -0.8 | -3.4 |
| 세전이익률 | 4.7 | 7.4 | 4.8 | 7.9 | | |
| 지배주주순이익 | 62 | 129 | 62 | 134 | -0.6 | -3.5 |
| 지배주주순이익률 | 3.8 | 5.9 | 3.9 | 6.4 | | |
| EPS | 1,232 | 2,585 | 1,246 | 2,674 | -1.1 | -3.3 |

자료: 솔루엠, iM 증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

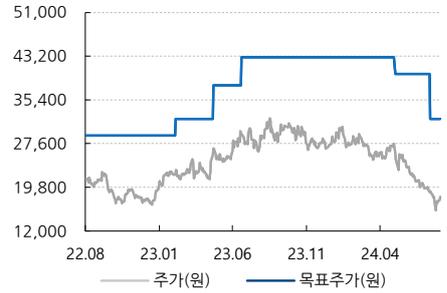
| 재무상태표 | | | | | 포괄손익계산서 | | | | |
|------------|------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | (십억원,%) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 유동자산 | 653 | 656 | 752 | 801 | 매출액 | 1,951 | 1,624 | 2,174 | 2,337 |
| 현금 및 현금성자산 | 132 | 119 | 116 | 124 | 증가율(%) | 15.1 | -16.8 | 33.9 | 7.5 |
| 단기금융자산 | 122 | 126 | 129 | 133 | 매출원가 | 1,637 | 1,347 | 1,802 | 1,946 |
| 매출채권 | 126 | 162 | 217 | 234 | 매출총이익 | 314 | 276 | 372 | 391 |
| 재고자산 | 268 | 244 | 283 | 304 | 판매비외관리비 | 160 | 186 | 204 | 191 |
| 비유동자산 | 286 | 328 | 346 | 361 | 연구개발비 | 11 | 9 | 12 | 13 |
| 유형자산 | 227 | 258 | 263 | 267 | 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 무형자산 | 13 | 12 | 11 | 11 | 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 자산총계 | 939 | 984 | 1,097 | 1,162 | 영업이익 | 155 | 90 | 168 | 200 |
| 유동부채 | 505 | 509 | 520 | 460 | 증가율(%) | 104.4 | -41.5 | 85.7 | 19.1 |
| 매입채무 | 132 | 195 | 261 | 280 | 영업이익률(%) | 7.9 | 5.6 | 7.7 | 8.6 |
| 단기차입금 | 280 | 252 | 201 | 121 | 이자수익 | 4 | 7 | 7 | 8 |
| 유동성장기부채 | 38 | 9 | 6 | 6 | 이자비용 | 23 | 17 | 14 | 8 |
| 비유동부채 | 34 | 26 | 21 | 8 | 지분법이익(손실) | - | - | - | - |
| 사채 | - | - | - | - | 기타영업외손익 | 8 | -4 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 25 | 18 | 12 | - | 세전계속사업이익 | 143 | 76 | 160 | 198 |
| 부채총계 | 539 | 535 | 541 | 468 | 법인세비용 | 24 | 15 | 32 | 40 |
| 지배주주지분 | 400 | 450 | 558 | 697 | 세전계속이익률(%) | 7.3 | 4.7 | 7.4 | 8.5 |
| 자본금 | 25 | 25 | 25 | 25 | 당기순이익 | 119 | 61 | 128 | 159 |
| 자본잉여금 | 76 | 76 | 76 | 76 | 순이익률(%) | 6.1 | 3.8 | 5.9 | 6.8 |
| 이익잉여금 | 337 | 398 | 518 | 668 | 지배주주귀속 순이익 | 120 | 62 | 129 | 160 |
| 기타자본항목 | -38 | -49 | -61 | -73 | 기타포괄이익 | -12 | -12 | -12 | -12 |
| 비지배주주지분 | 0 | -1 | -2 | -3 | 총포괄이익 | 108 | 49 | 117 | 147 |
| 자본총계 | 400 | 449 | 556 | 694 | 지배주주귀속총포괄이익 | - | - | - | - |

| 현금흐름표 | | | | | 주요투자지표 | | | | |
|--------------|------|-------|-------|-------|------------------------|-------|-------|--------|--------|
| (십억원) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 영업활동 현금흐름 | 337 | 165 | 164 | 209 | 주당지표 (원) | | | | |
| 당기순이익 | 119 | 61 | 128 | 159 | EPS | 2,407 | 1,231 | 2,587 | 3,198 |
| 유형자산감가상각비 | 38 | 34 | 45 | 46 | BPS | 8,003 | 9,002 | 11,162 | 13,932 |
| 무형자산상각비 | 1 | 1 | 1 | 1 | CFPS | 3,178 | 1,939 | 3,494 | 4,136 |
| 지분법관련손실(이익) | - | - | - | - | DPS | - | - | - | - |
| 투자활동 현금흐름 | -277 | -100 | -85 | -85 | Valuation(배) | | | | |
| 유형자산의 처분(취득) | -123 | -65 | -50 | -50 | PER | 11.3 | 14.7 | 7.0 | 5.7 |
| 무형자산의 처분(취득) | - | - | - | - | PBR | 3.4 | 2.0 | 1.6 | 1.3 |
| 금융상품의 증감 | -19 | -13 | -13 | -13 | PCR | 8.6 | 9.3 | 5.2 | 4.4 |
| 재무활동 현금흐름 | -43 | -91 | -85 | -129 | EV/EBITDA | 7.5 | 7.4 | 4.1 | 3.1 |
| 단기금융부채의증감 | -51 | -57 | -53 | -81 | Key Financial Ratio(%) | | | | |
| 장기금융부채의증감 | 33 | -8 | -5 | -12 | ROE | 34.8 | 14.5 | 25.7 | 25.5 |
| 자본의증감 | 2 | - | - | - | EBITDA이익률 | 9.9 | 7.8 | 9.8 | 10.6 |
| 배당금지급 | - | - | - | - | 부채비율 | 134.7 | 119.0 | 97.2 | 67.5 |
| 현금및현금성자산의증감 | 25 | -13 | -3 | 7 | 순채비율 | 22.2 | 7.4 | -4.7 | -18.7 |
| 기초현금및현금성자산 | 107 | 132 | 119 | 116 | 매출채권회전율(x) | 13.4 | 11.3 | 11.5 | 10.4 |
| 기말현금및현금성자산 | 132 | 119 | 116 | 124 | 재고자산회전율(x) | 4.7 | 6.3 | 8.3 | 8.0 |

자료 : 솔루엠, iM증권 리서치본부

솔루엠 투자이견 및 목표주가 변동추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율 | |
|------------|------|--------|--------|------------|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2023-02-14 | Buy | 32,000 | -29.3% | -20.0% |
| 2023-05-03 | Buy | 38,000 | -31.2% | -21.6% |
| 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 | | |



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. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

| 종목추천 투자등급 | 산업추천 투자등급 |
|--|-------------------------------------|
| 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. | 시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임 |
| · Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상 | · Overweight(비중확대) |
| · Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 | · Neutral(중립) |
| · Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상 | · Underweight(비중축소) |

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|------|
| 92.8% | 6.6% | 0.6% |