

# 솔루엠 (248070)

## 하향된 눈높이 기준 12MF PER 9배

### 회사 계획보다 더 보수적으로 추정

목표주가를 기존 32,000원에서 26,000원으로 -19% 조정한다. '25년, 26년의 영업이익 추정치는 1,201억원, 1,512억원으로, 기존 추정 대비 각각 -8%, -18% 하향했으며 전자부품에 6배, ICT에 16배의 목표 배수를 적용했다 (기존 18배 대비 하향) [표2]. ESL 사업은 고객사 설치 요청에 따라 매출 인식이 유동적이거나, 이를 감안하더라도 '24년 실적은 계획을 크게 미달했고, 이는 지난 4분기 실적에서도 반복되었다. 이 같은 사업 불확실성을 감안하여 회사가 제시하는 '25년 목표치 대비 더 보수적인 추정이 필요한 것으로 판단한다.

한편, 주가는 실적 부진 우려와 관세 위험으로 선제 조정 받았다. 당사는 현 주가 레벨에서 비중 확대를 추천하는데, 낮아진 추정치 기준 12MF P/E 9배로 부담 없고, 1Q25부터 ESL 중심의 YoY, QoQ 이익 개선흐름을 전망하기 때문이다 [그림3].

### 아쉬웠던 2024년 성과

2024년 실적은 매출 1.6조원(-18% YoY), 영업이익 689억원(-55% YoY, 영업이익률 4.3%)으로 마감됐다. 물류비 상승에 따른 수익성 하락, 대형 고객사향 ESL 공급 일정 지연으로 부진했다. 4Q24 영업이익이 11억원에 그치며 당사 추정치인 96억원을 크게 하회한 이유 또한 마찬가지였다. 여기에 연말 일회성 비용도 있었다. 다만 주주는 긍정적이었다. 연말 주주 잔고는 2.05조원이며, 4Q24에만 2,000억원을 추가 확보한 것으로 파악한다 (직전 4개 분기 합산 주주는 8,500억원 추정). 당초 계획대비 선방한 것인데, 기대감이 낮았던 유럽 리테일 업체로부터 주주를 받았기 때문이다.

### 사업 정상화의 해

2025년 실적은 매출 1.8조원(+14% YoY), 영업이익 1,210억원(+76% YoY, 영업이익률 6.6%)으로 전망된다.

① **ICT 부문:** 매출 6,560억원(+45% YoY), 영업이익 920억원(109% YoY, 영업이익률 14%)으로 전망된다. 4컬러 ESL 비중이 70%를 상회할 전망이다('24년 30%). 4컬러는 3컬러 대비 ASP는 +10%, 수익성은 +5% 높다. 한편, 지난해 ESL 공급 일정에 차질이 있었던 이유는 독일 고객사가 3컬러 제품 설치 계획을 4컬러로 변경했기 때문인데, 이와 관련된 매출도 올해 연중 인식될 예정이다.

ICT의 잠재 위험은 물류비 부담 지속과 해외법인 설치에 따른 고정비 증가다.

② **전자부품 부문:** 매출 1.2조원(+2%), 영업이익 290억원(+18% YoY, 영업이익률 2%)으로 전망된다. 3in1보드는 공급망 내 경쟁이 치열하고 수익성도 LSD%로 낮아 이익기여도는 제한적일 전망이다. 반면, 수익성 높은 SMPS는 좋다. 북미 최대 IT 업체, 서버 파워를 중심으로 성장할 전망이다. 제한적 외형 성장에도 수익성 개선을 전망하는 이유다. 한편, 연말 빅테크 AI서버향 파워를 초도 공급할 계획이며, 최대 GPU 업체향 파워도 연내 개발을 목표로 함에도 주목한다.

전자부품의 잠재위험은 관세다. 지난해 TV 파워 매출 중 멕시코 비중은 20% (vs. 베트남 70%)로, 주로 고객사 멕시코 TV 공장향으로 발생했다. 최종 TV 세트 수요지는 미국이다. 동사와 고객사는 유사 시 베트남 법인을 더 적극적으로 활용할 계획이다.

[이전 당사 솔루엠 보고서 보기 1, 2, 3]

### Company Brief

## Buy (Maintain)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 목표주가(12M)      | 26,000원(하향) |
| 증가(2025.02.18) | 17,610원     |
| 상승여력           | 47.6%       |

### Stock Indicator

|           |                |
|-----------|----------------|
| 자본금       | 25십억원          |
| 발행주식수     | 5,001만주        |
| 시가총액      | 881십억원         |
| 외국인지분율    | 19.3%          |
| 52주 주가    | 15,650~29,300원 |
| 60일평균거래량  | 162,006주       |
| 60일평균거래대금 | 3.2십억원         |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M   | 12M   |
|----------|------|------|------|-------|
| 절대수익률    | -5.8 | -0.6 | -5.0 | -39.1 |
| 상대수익률    | -9.9 | -7.0 | -2.4 | -38.2 |

### Price Trend



| FY           | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E  |
|--------------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액(십억원)     | 1,951 | 1,594 | 1,824 | 1,961  |
| 영업이익(십억원)    | 155   | 69    | 121   | 152    |
| 순이익(십억원)     | 120   | 39    | 90    | 120    |
| EPS(원)       | 2,407 | 775   | 1,805 | 2,392  |
| BPS(원)       | 8,003 | 8,546 | 9,927 | 11,896 |
| PER(배)       | 11.3  | 22.7  | 9.8   | 7.4    |
| PBR(배)       | 3.4   | 2.1   | 1.8   | 1.5    |
| ROE(%)       | 34.8  | 9.4   | 19.5  | 21.9   |
| 배당수익률(%)     |       |       |       |        |
| EV/EBITDA(배) | 7.5   | 9.3   | 5.2   | 4.0    |

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

### [전기전자]

고의영 2122-9179 ey.ko@imfnsec.com

### [IT RA]

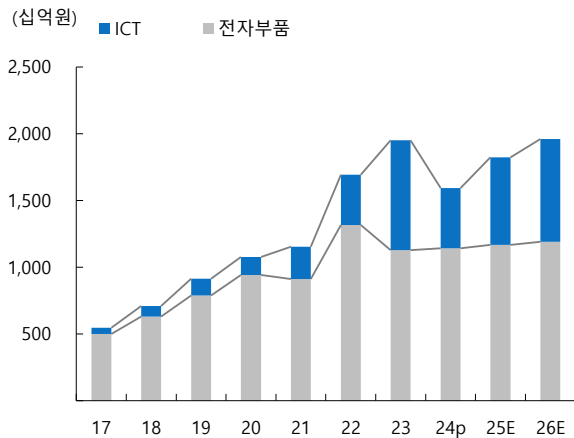
손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

표1. 솔루엠 연결기준 영업실적 추이 및 전망

| (십억원)  | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24p | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출     | 385   | 394   | 472   | 343   | 393   | 449   | 561   | 421   | 1,951 | 1,594 | 1,824 | 1,961 |
| YoY    | -33.6 | -24.7 | -10.8 | 7.7   | 2.0   | 14.0  | 18.9  | 22.5  | 15.1  | -18.3 | 14.4  | 7.5   |
| QoQ    | 20.7  | 2.4   | 19.9  | -27.3 | 14.3  | 14.5  | 24.9  | -25.0 |       |       |       |       |
| 전자부품부문 | 272   | 298   | 339   | 234   | 260   | 300   | 360   | 248   | 1,127 | 1,142 | 1,168 | 1,191 |
| YoY    | -0.5  | 11.3  | -5.1  | 2.1   | -4.3  | 0.7   | 6.1   | 6.0   | -14.4 | 1.3   | 2.2   | 2.0   |
| QoQ    | 18.6  | 9.7   | 13.9  | -31.1 | 11.2  | 15.4  | 20.0  | -31.2 |       |       |       |       |
| ICT부문  | 113   | 96    | 133   | 110   | 132   | 149   | 201   | 173   | 824   | 452   | 656   | 769   |
| YoY    | -63.1 | -62.5 | -22.5 | 21.9  | 17.0  | 55.3  | 51.3  | 57.7  | 118.2 | -45.1 | 45.1  | 17.3  |
| QoQ    | 25.9  | -15.2 | 38.5  | -17.5 | 20.8  | 12.6  | 34.9  | -14.0 |       |       |       |       |
| 영업이익   | 20.3  | 20.6  | 27.0  | 1.1   | 22.4  | 29.8  | 42.5  | 26.2  | 154.5 | 68.9  | 121.0 | 152.2 |
| YoY    | -59.6 | -53.4 | -40.4 | -92.8 | 10.6  | 44.8  | 57.7  | 2,348 | 104.4 | -55.4 | 75.6  | 25.8  |
| QoQ    | 36.4  | 1.4   | 31.2  | -96.0 | 1,994 | 32.7  | 42.9  | -38.3 |       |       |       |       |
| OPM    | 5.3   | 5.2   | 5.7   | 0.3   | 5.7   | 6.6   | 7.6   | 6.2   | 7.9   | 4.3   | 6.6   | 7.8   |
| 전자부품부문 | 6.3   | 10.0  | 8.0   | 0.4   | 5.5   | 8.5   | 10.7  | 4.3   | 24.9  | 24.7  | 29.0  | 32.2  |
| YoY    | 993.0 | 324.4 | -46.1 | -93.7 | -11.8 | -14.5 | 33.7  | 857.2 | -40.6 | -0.9  | 17.6  | 10.8  |
| QoQ    | -12.1 | 58.8  | -19.6 | -94.4 | 1,139 | 53.9  | 25.6  | -60.1 |       |       |       |       |
| OPM    | 2.3   | 3.3   | 2.4   | 0.2   | 2.1   | 2.8   | 3.0   | 1.7   | 2.2   | 2.2   | 2.5   | 2.7   |
| ICT부문  | 14.0  | 10.6  | 19.0  | 0.5   | 16.9  | 21.3  | 31.8  | 22.0  | 129.6 | 44.1  | 92.0  | 120.1 |
| YoY    | -71.8 | -74.6 | -37.6 | -93.3 | 20.6  | 100.4 | 67.9  | 4,135 | 285.2 | -66.0 | 108.5 | 30.6  |
| QoQ    | 81.2  | -24.3 | 78.9  | -97.3 | 3,161 | 25.7  | 49.8  | -31.0 |       |       |       |       |
| OPM    | 12.4  | 11.0  | 14.3  | 0.5   | 12.8  | 14.3  | 15.8  | 12.7  | 15.7  | 9.8   | 14.0  | 15.6  |

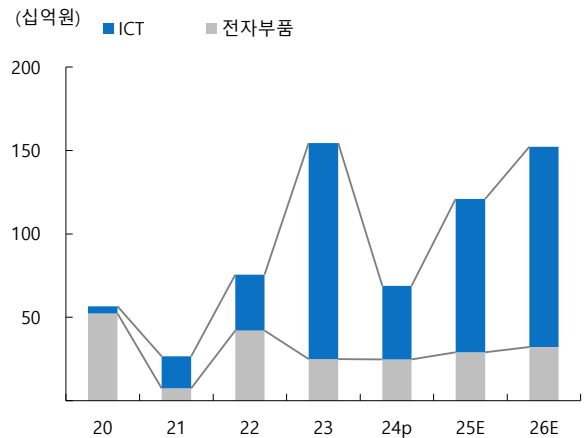
자료: 솔루엠, iM증권

그림1. 솔루엠 부문별 매출 추이 및 전망



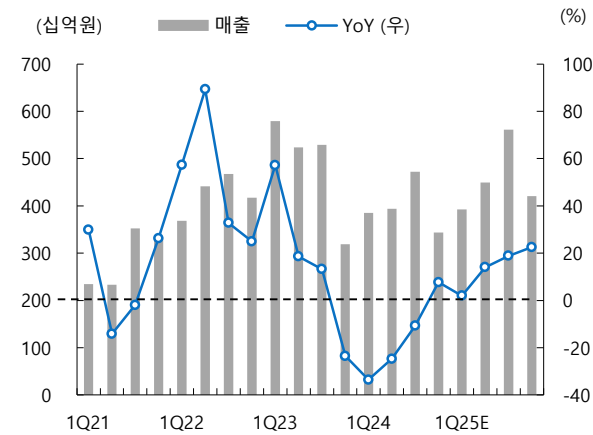
자료: 솔루엠, iM증권 리서치본부

그림2. 솔루엠 부문별 영업이익 추이 및 전망



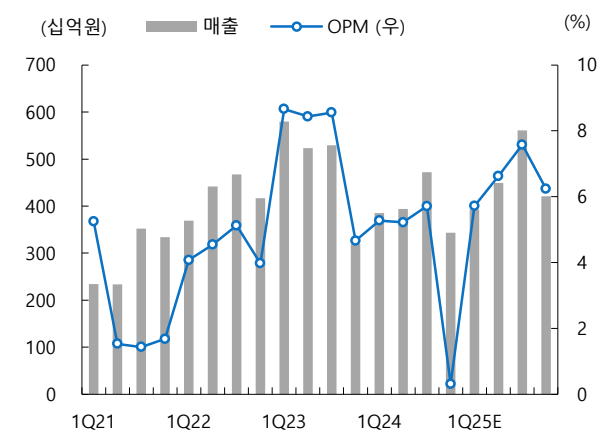
자료: 솔루엠, iM증권 리서치본부

그림 3. 솔루엠 분기 매출 및 YoY 성장률



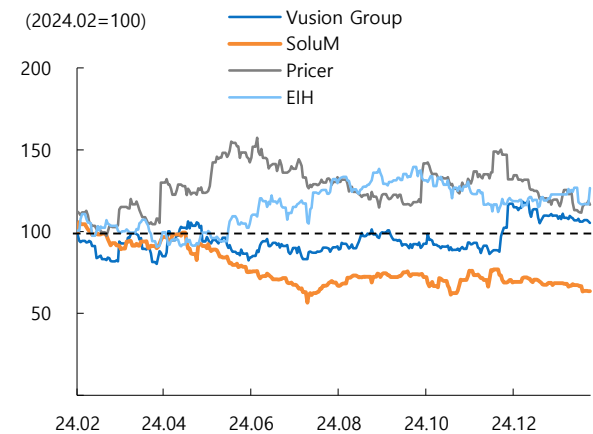
자료: 솔루엠, iM증권 리서치본부

그림 4. 솔루엠 분기 매출 및 OPM



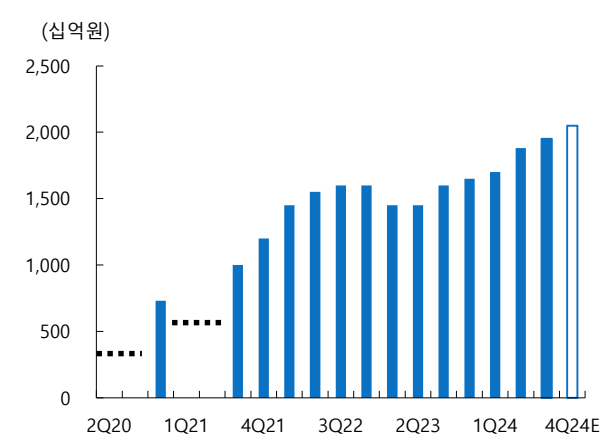
자료: 솔루엠, iM증권 리서치본부

그림 5. 주요 ESL 업체의 상대 주가 추이: 1년간 가장 부진했음



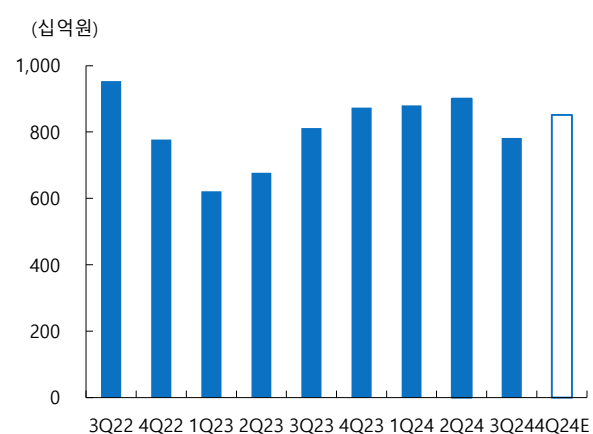
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림 6. 솔루엠 ESL 분기 수주잔고 추이



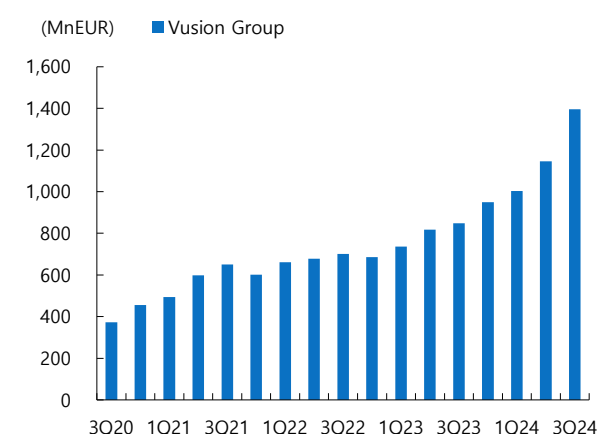
자료: 솔루엠, iM증권 리서치본부

그림 7. 솔루엠 12개월 누적 신규수주 추이



자료: 솔루엠, iM 증권 리서치본부

그림 8. Vusion의 12개월 누적 신규수주: WMT 수주 효과



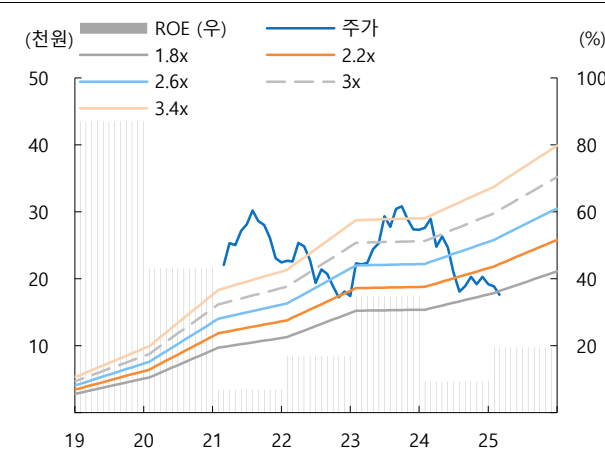
자료: Vusion Group, iM 증권 리서치본부

표 2. 솔루엠 SOTP 밸류에이션

|            | '25NP | 26NP | 12MF | P/E | 사업가치   | 비고                                                 |
|------------|-------|------|------|-----|--------|----------------------------------------------------|
| ① 전자부품 사업부 | 21    | 25   | 22   | 6   | 132    | Vusion Group의 12MF P/E 27 배, Pricer의 9배 평균의 10% 할인 |
| ② ICT 사업부  | 68    | 94   | 72   | 16  | 1,157  |                                                    |
| A. 적정 시가총액 |       |      |      |     | 1,289  |                                                    |
| B. 발행주식수   |       |      |      |     | 50     |                                                    |
| 적정 주가      |       |      |      |     | 25,783 |                                                    |
| 목표 주가      |       |      |      |     | 26,000 |                                                    |
| 현재 주가      |       |      |      |     | 17,610 |                                                    |
| 업사이드       |       |      |      |     | 47.6%  |                                                    |

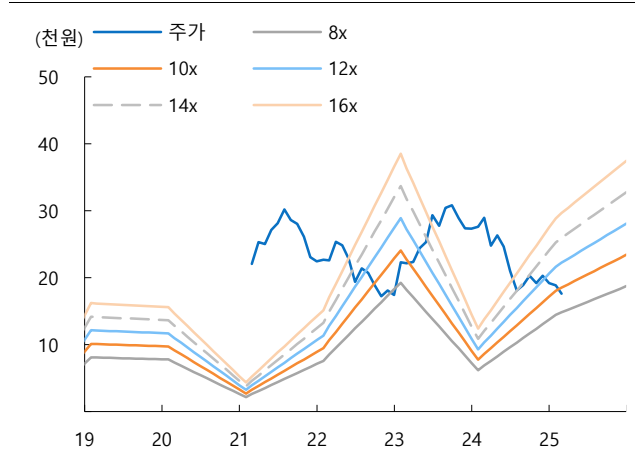
자료: 솔루엠, iM 증권 리서치본부

그림 9. 솔루엠 12개월 선행 PER 밴드



자료: Dataguide, iM 증권 리서치본부

그림 10. 솔루엠 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Dataguide, iM 증권 리서치본부

표 3. 솔루엠 실적추정 변경

| (단위: 십억원, %) | 신규추정  |       | 기준추정  |       | 변동률   |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|              | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E |
| 매출액          | 1,824 | 1,961 | 2,025 | 2,176 | -9.9  | -9.9  |
| 영업이익         | 121   | 152   | 131   | 176   | -7.6  | -13.5 |
| 영업이익률        | 6.6   | 7.8   | 6.5   | 8.1   |       |       |
| 세전이익         | 112   | 148   | 122   | 173   | -8.3  | -14.3 |
| 세전이익률        | 6.1   | 7.6   | 6.0   | 8.0   |       |       |
| 지배주주순이익      | 90    | 120   | 98    | 140   | -7.9  | -14.6 |
| 지배주주순이익률     | 4.9   | 6.1   | 4.8   | 6.4   |       |       |
| EPS          | 1,805 | 2,392 | 1,970 | 2,792 | -8.4  | -14.3 |

자료: 솔루엠, iM 증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

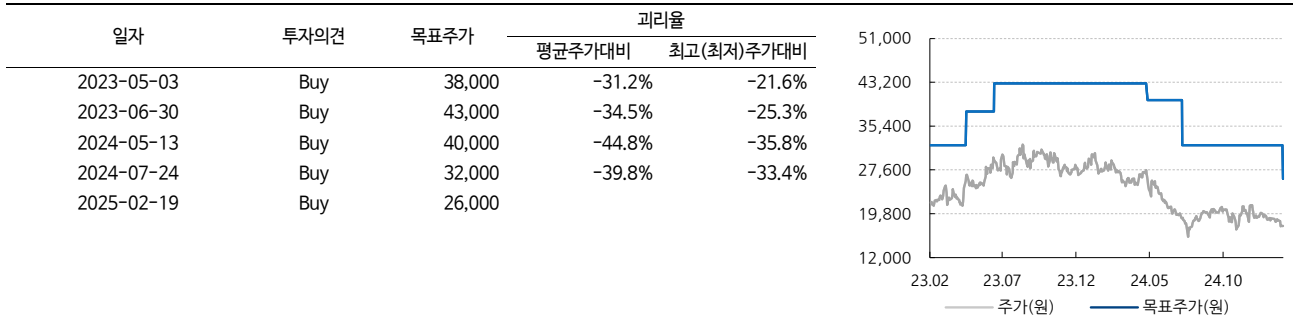
| 재무상태표      |      |       |       |       | 포괄손익계산서     |       |       |       |       |
|------------|------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)      | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | (십억원,%)     | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
| 유동자산       | 653  | 617   | 641   | 633   | 매출액         | 1,951 | 1,594 | 1,824 | 1,961 |
| 현금 및 현금성자산 | 132  | 71    | 87    | 43    | 증가율(%)      | 15.1  | -18.3 | 14.4  | 7.5   |
| 단기금융자산     | 122  | 126   | 129   | 133   | 매출원가        | 1,637 | 1,343 | 1,502 | 1,593 |
| 매출채권       | 126  | 128   | 182   | 196   | 매출총이익       | 314   | 251   | 321   | 368   |
| 재고자산       | 268  | 287   | 237   | 255   | 판매비와관리비     | 160   | 182   | 200   | 216   |
| 비유동자산      | 286  | 353   | 372   | 389   | 연구개발비       | 11    | 9     | 10    | 11    |
| 유형자산       | 227  | 283   | 290   | 295   | 기타영업수익      | -     | -     | -     | -     |
| 무형자산       | 13   | 12    | 11    | 11    | 기타영업비용      | -     | -     | -     | -     |
| 자산총계       | 939  | 970   | 1,013 | 1,022 | 영업이익        | 155   | 69    | 121   | 152   |
| 유동부채       | 505  | 509   | 485   | 421   | 증가율(%)      | 104.4 | -55.4 | 75.6  | 25.8  |
| 매입채무       | 132  | 191   | 219   | 235   | 영업이익률(%)    | 7.9   | 4.3   | 6.6   | 7.8   |
| 단기차입금      | 280  | 252   | 201   | 121   | 이자수익        | 4     | 6     | 6     | 5     |
| 유동성장기부채    | 38   | 13    | 13    | 13    | 이자비용        | 23    | 18    | 15    | 8     |
| 비유동부채      | 34   | 34    | 34    | 8     | 지분법이익(손실)   | -     | -     | -     | -     |
| 사채         | -    | -     | -     | -     | 기타영업외손익     | 8     | -4    | 0     | 0     |
| 장기차입금      | 25   | 25    | 25    | -     | 세전계속사업이익    | 143   | 59    | 112   | 148   |
| 부채총계       | 539  | 543   | 518   | 430   | 법인세비용       | 24    | 21    | 22    | 30    |
| 지배주주지분     | 400  | 427   | 496   | 595   | 세전계속이익률(%)  | 7.3   | 3.7   | 6.1   | 7.6   |
| 자본금        | 25   | 25    | 25    | 25    | 당기순이익       | 119   | 38    | 90    | 119   |
| 자본잉여금      | 76   | 76    | 76    | 76    | 순이익률(%)     | 6.1   | 2.4   | 4.9   | 6.1   |
| 이익잉여금      | 337  | 376   | 456   | 566   | 지배주주귀속 순이익  | 120   | 39    | 90    | 120   |
| 기타자본항목     | -38  | -49   | -61   | -73   | 기타포괄이익      | -12   | -12   | -12   | -12   |
| 비지배주주지분    | 0    | -1    | -1    | -2    | 총포괄이익       | 108   | 27    | 78    | 107   |
| 자본총계       | 400  | 427   | 495   | 593   | 지배주주귀속총포괄이익 | -     | -     | -     | -     |

| 현금흐름표        |      |       |       |       | 주요투자지표                 |       |       |       |        |
|--------------|------|-------|-------|-------|------------------------|-------|-------|-------|--------|
| (십억원)        | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |                        | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E  |
| 영업활동 현금흐름    | 337  | 131   | 185   | 181   | 주당지표 (원)               |       |       |       |        |
| 당기순이익        | 119  | 38    | 90    | 119   | EPS                    | 2,407 | 775   | 1,805 | 2,392  |
| 유형자산감가상각비    | 38   | 34    | 53    | 55    | BPS                    | 8,003 | 8,546 | 9,927 | 11,896 |
| 무형자산상각비      | 1    | 1     | 1     | 1     | CFPS                   | 3,178 | 1,484 | 2,881 | 3,509  |
| 지분법관련손실(이익)  | -    | -     | -     | -     | DPS                    | -     | -     | -     | -      |
| 투자활동 현금흐름    | -277 | -125  | -95   | -95   | Valuation(배)           |       |       |       |        |
| 유형자산의 처분(취득) | -123 | -90   | -60   | -60   | PER                    | 11.3  | 22.7  | 9.8   | 7.4    |
| 무형자산의 처분(취득) | -    | -     | -     | -     | PBR                    | 3.4   | 2.1   | 1.8   | 1.5    |
| 금융상품의 증감     | -19  | -13   | -13   | -13   | PCR                    | 8.6   | 11.9  | 6.1   | 5.0    |
| 재무활동 현금흐름    | -43  | -79   | -77   | -142  | EV/EBITDA              | 7.5   | 9.3   | 5.2   | 4.0    |
| 단기금융부채의증감    | -51  | -53   | -50   | -81   | Key Financial Ratio(%) |       |       |       |        |
| 장기금융부채의증감    | 33   | -     | -     | -25   | ROE                    | 34.8  | 9.4   | 19.5  | 21.9   |
| 자본의증감        | 2    | -     | -     | -     | EBITDA이익률              | 9.9   | 6.5   | 9.6   | 10.6   |
| 배당금지급        | -    | -     | -     | -     | 부채비율                   | 134.7 | 127.2 | 104.6 | 72.5   |
| 현금및현금성자산의증감  | 25   | -61   | 16    | -44   | 순부채비율                  | 22.2  | 21.8  | 4.7   | -7.2   |
| 기초현금및현금성자산   | 107  | 132   | 71    | 87    | 매출채권회전율(x)             | 13.4  | 12.6  | 11.8  | 10.4   |
| 기말현금및현금성자산   | 132  | 71    | 87    | 43    | 재고자산회전율(x)             | 4.7   | 5.7   | 7.0   | 8.0    |

자료 : 솔루엠, iM증권 리서치본부

솔루엠 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



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 주권사로 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.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 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 2024-12-31 기준]

| 매수    | 중립(보유) | 매도   |
|-------|--------|------|
| 92.4% | 6.9%   | 0.7% |