

# 솔루엠 (248070)

## 우려의 피크 아웃

### 블록딜 당시보다도 낮아진 주가

'24년과 '25년의 영업이익 추정치를 기존 대비 각각 -33%, -7% 하향하고 목표주가를 기존 40,000원에서 32,000원으로 하향한다. 주가는 YTD -31% 하락하며, 실적 부진 우려를 선반영하고 있는 것으로 판단한다. 밸류에이션은 '24년 기준 P/E 15배, 사업정상화를 가정한 '25년 기준 7배다. Vusion Group과 Pricer 등 Peer의 '25년 기준 P/E는 각각 21배, 14배다. 현재 주가는 삼성전기가 블록딜을 진행했던 2023년 3월의 주가보다도 낮아진 상태인데, 사실상 ESL의 성장성과 관련된 기대가 없는 수준까지 내려왔다.

다만, 당사가 생각하는 주가 부진의 요인들은 완화되는 분위기다. 상반기 동안 어려운 구간을 거쳤는데, 운임은 Peak-out했고, 4 Color ESL과 관련된 고객사 컴플레인은 해결되었으며, 상반기 수주활동도 우려 대비 좋았다.

### 상반기 부진의 원인을 되돌아보면...

상반기를 돌아보면 아쉬움이 컸는데, 크게 3가지 요인이 부진의 주된 원인이었다.

- ① 해상 운임이 급등했다. 당사는 베트남에서 ESL을 생산한다. 그리고 생산분의 50% 이상을 유럽으로 선적한다. SCFI 지수(유럽 선물 기준)는 연초 대비 2.4배 올랐으며, 전년 동기 대비 3.7배 올랐다. 절대적인 운임 레벨도 부담이지만, 희망봉으로 우회하다 보니 추가 비용 발생은 물론 2~4주 가량의 선적 지연이 있었다. 2분기 들어서는 컨테이너선을 확보하기 어렵다 보니, 운임이 비싼 비행기로 ESL을 보내는 실정이었다.
- ② 4 Color ESL에 대한 고객사 컴플레인이 있었다. 4 Color 제품은 올해 처음 도입되다 보니, 고객사들로부터 제품에 대한 보완 요청이 있었던 것으로 파악된다. 이는 설치 일정 지연으로 귀결되었다. 또한, 일부 유럽 고객사들은 기존 3 Color 제품 설치 계획을 4 Color 제품으로 변경해 줄 것으로 요청한 것으로 파악된다. 이 또한 당초 제시되었던 연간 목표 미달의 요인이다.
- ③ 대규모 수주전이 지연되었다. 당초 기대했던 수주 소식을 확인할 수 없었다. 다만, 올해 상반기 중 신규 수주 규모는 작년 상반기 이상이었던 것으로 보인다.

### 약재들이 피크아웃 하는 구간

- ① 운임은 여전히 실적에 영향을 미치고 있다. 따라서 2Q 영업이익 추정치를 기존 대비 9.8% 하향한 204억원(-53% YoY, 영업이익률 5.3%)으로 추정한다. 다만 최근 해상 운임이 피크아웃 조짐을 보이고 있다는 점은 긍정적이다
- ② 4 Color ESL에 대한 고객사 컴플레인은 상반기 중 해결된 것으로 파악된다. 3 Color 설치 계획이 4 Color로 바뀐 건에 대해서는 '25년으로 실적이 이연될 전망이다. 따라서 '24년 연간 ICT 매출은 전년 대비 -37% 역성장한 5,194억원, '25년은 +74% 성장한 9,041억원으로 전망된다. 당초 사업 계획이 약 1년 가량 이연되는 것으로 볼 수 있다.
- ③ 1H24 수주 실적은 우려 대비 견조했던 것으로 추정된다. 주로 북미를 중심으로 성과가 좋았던 것으로 보인다. 자세한 수치는 8월 실적 발표 이후 공유될 계획이다.

[이전 당사 솔루엠 보고서 보기 1, 2]



### Company Brief

Buy (Maintain)

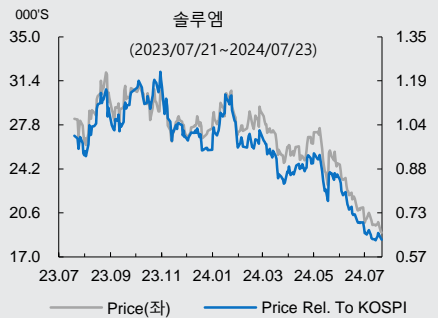
목표주가(12M)	32,000원(하향)
증가(2024.07.23)	18,980원
상승여력	68.6%

#### Stock Indicator

자본금	25십억원
발행주식수	5,001만주
시가총액	949십억원
외국인지분율	21.9%
52주 주가	18,980~32,100원
60일평균거래량	427,288주
60일평균거래대금	10.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.7	-24.4	-36.4	-32.9
상대수익률	-12.4	-30.1	-48.3	-39.2

#### Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	1,951	1,607	2,103	2,261
영업이익(십억원)	155	91	173	212
순이익(십억원)	120	62	134	171
EPS(원)	2,407	1,246	2,674	3,413
BPS(원)	8,003	9,017	11,264	14,250
PER(배)	11.3	15.2	7.1	5.6
PBR(배)	3.4	2.1	1.7	1.3
ROE(%)	34.8	14.6	26.4	26.8
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	7.5	7.7	4.4	3.2

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자]

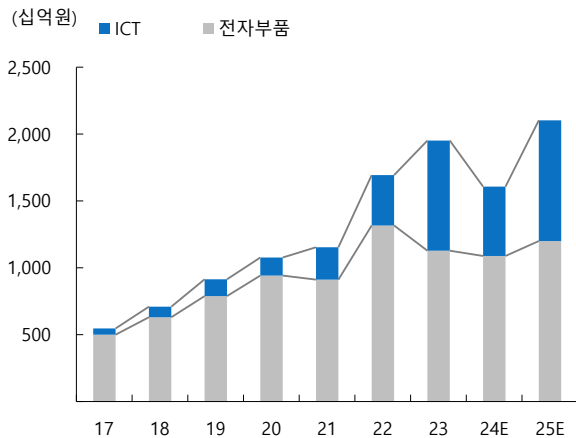
고의영 2122-9179 ey.ko@hi-ib.com

표1. 솔루엠 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출	580	523	529	319	385	384	459	379	1,695	1,951	1,607	2,103
YoY	57.2	18.6	13.2	-23.5	-33.6	-26.6	-13.3	18.7	46.9	15.1	-17.7	30.9
QoQ	39.0	-9.7	1.1	-39.7	20.7	-0.1	19.3	-17.5				
전자부품 부문	273	268	357	229	272	266	329	221	1,317	1,127	1,087	1,199
YoY	-10.9	-21.5	8.3	-32.5	-0.5	-0.7	-8.1	-3.4	44.5	-14.4	-3.6	10.3
QoQ	-19.4	-2.0	33.5	-35.9	18.6	-2.1	23.6	-32.7				
ICT 부문	306	256	172	90	113	119	130	157	378	824	519	904
YoY	392.2	155.4	25.1	15.3	-63.1	-53.6	-24.1	74.9	56.0	118.2	-37.0	74.1
QoQ	292.8	-16.5	-32.9	-47.6	25.9	4.8	9.7	20.8				
영업이익	50.2	44.2	45.3	14.9	20.3	20.4	25.8	24.8	75.6	154.5	91.3	173.4
YoY	234.1	120.3	88.9	-10.3	-59.6	-53.8	-43.0	66.7	185.1	104.4	-40.9	90.0
QoQ	203.0	-12.1	2.5	-67.2	36.5	0.6	26.4	-4.0				
OPM	8.7	8.4	8.6	4.7	5.3	5.3	5.6	6.5	4.5	7.9	5.7	8.2
전자부품 부문	0.6	2.3	14.9	7.1	6.3	5.7	8.8	5.2	42.0	24.9	26.0	30.6
YoY	-95.2	-82.9	76.3	-9.5	993.0	143.5	-40.8	-27.1	475.2	-40.6	4.3	17.9
QoQ	-92.7	308.9	533.0	-52.0	-12.1	-8.9	54.0	-40.9				
OPM	0.2	0.9	4.2	3.1	2.3	2.1	2.7	2.4	3.2	2.2	2.4	2.6
ICT 부문	49.6	41.8	30.4	7.7	14.0	14.7	17.0	19.6	33.6	129.6	65.3	142.8
YoY	1,488.0	564.6	95.8	-11.0	-71.8	-64.8	-44.1	153.0	75.0	285.2	-49.6	118.7
QoQ	471.2	-15.8	-27.3	-74.6	81.2	4.9	15.6	15.1				
OPM	16.2	16.3	17.7	8.6	12.4	12.4	13.1	12.4	8.9	15.7	12.6	15.8

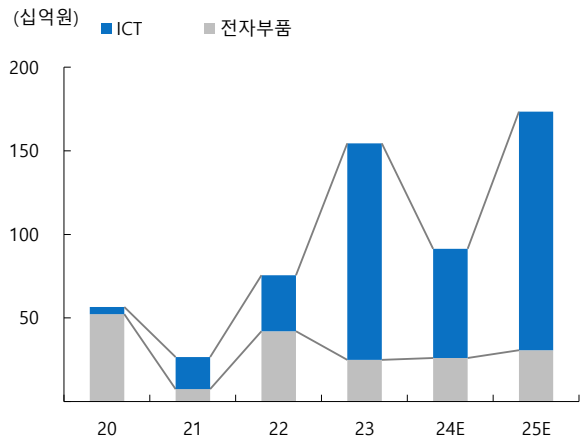
자료: 솔루엠, 하이투자증권

그림1. 솔루엠 부문별 매출 추이 및 전망



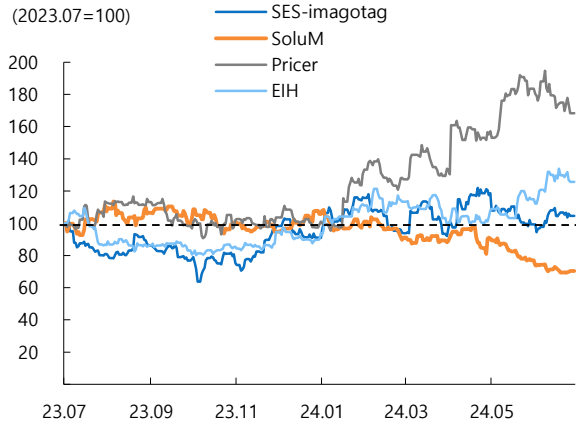
자료: 솔루엠, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 솔루엠 부문별 영업이익 추이 및 전망



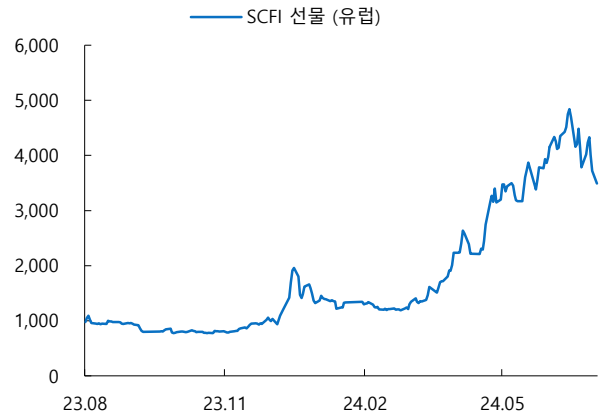
자료: 솔루엠, 하이투자증권 리서치본부

그림1. 주요 ESL 업체의 상대 주가 추이



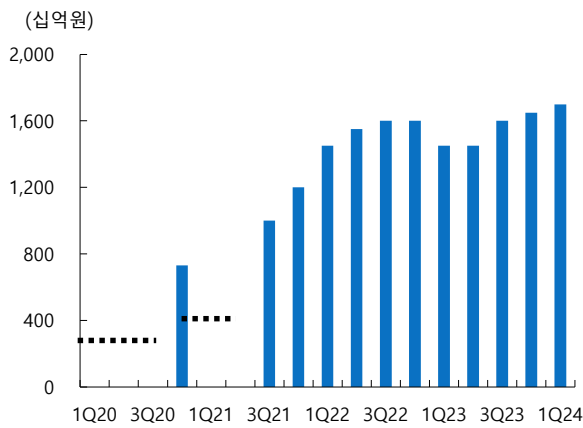
자료: 솔루엠, 하이투자증권 리서치본부

그림2. SCFI(유럽) 선물 지수 추이



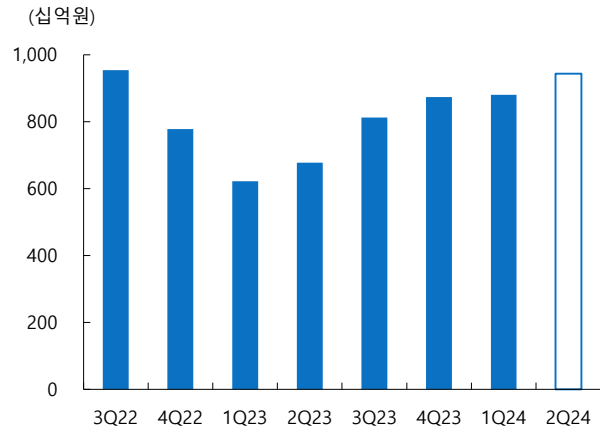
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 솔루엠 ESL 분기 수주잔고 추이



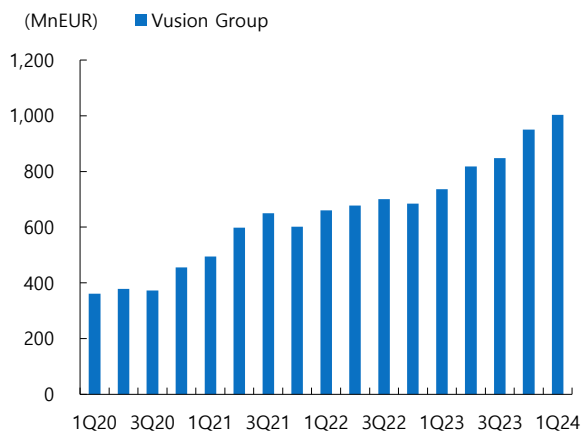
자료: 솔루엠, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 솔루엠의 12개월 누적 신규수주 (2Q24는 당사 추정)



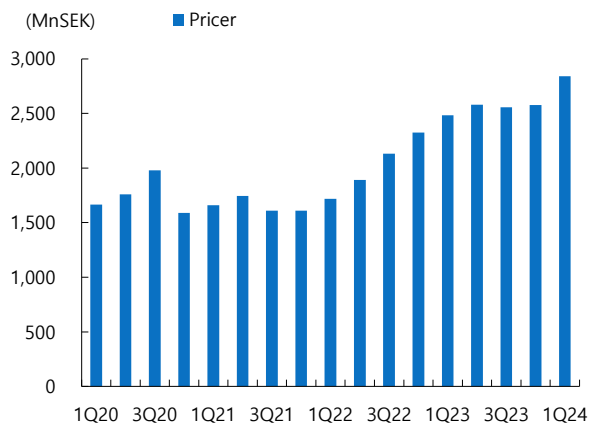
자료: 솔루엠, 하이투자증권 리서치본부

그림5. Vusion Group의 12개월 누적 신규수주 추이



자료: Vusion Gorup, 하이투자증권 리서치본부

그림6. Pricer의 12개월 누적 신규수주 추이



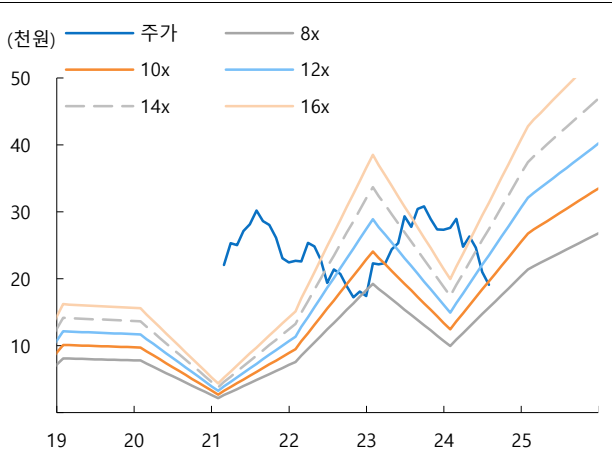
자료: Pricer, 하이투자증권 리서치본부

표 2. 솔루엠 SOTP 밸류에이션

	'24 NP	'25 NP	12MF	P/E	사업가치	비고
① 전자부품 사업부	16	23	21	6	123	Vusion Group의 12MF P/E 27배, Pricer의 15배 평균의 10% 할인
② ICT 사업부	44	109	82	18	1,479	
A. 적정 시가총액					1,602	
B. 발행주식수(희석가능포함)					50	
적정 주가					32,028	
목표 주가					32,000	
현재 주가					18,980	
업사이드					68.6%	

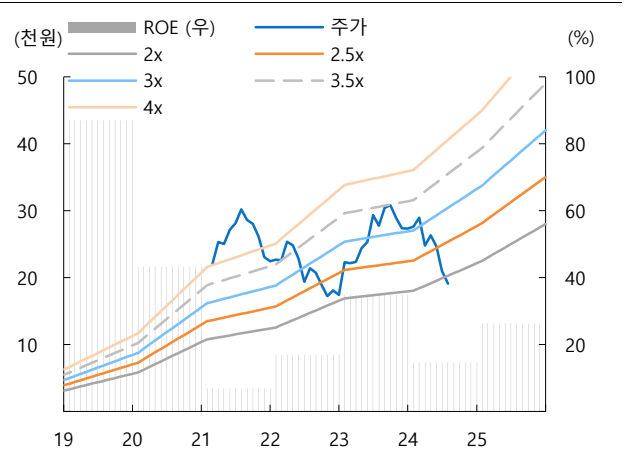
자료: 솔루엠, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 솔루엠 12개월 선행 PER 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 솔루엠 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치본부

표 3. 솔루엠 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	1,607	2,103	1,833	2,119	-12.4	-0.7
영업이익	91	173	137	186	-33.5	-6.7
영업이익률	5.7	8.2	7.5	8.8		
세전이익	77	166	123	179	-37.2	-7.4
세전이익률	4.8	7.9	6.7	8.4		
지배주주순이익	62	134	99	145	-37.1	-7.8
지배주주순이익률	3.9	6.4	5.4	6.8		
EPS	1,246	2,674	1,988	2,894	-37.3	-7.6

자료: 솔루엠, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	653	655	723	752	매출액	1,951	1,607	2,103	2,261
현금 및 현금성자산	132	122	62	47	증가율(%)	15.1	-17.7	30.9	7.5
단기금융자산	122	126	129	133	매출원가	1,637	1,330	1,725	1,864
매출채권	126	161	210	226	매출총이익	314	277	378	397
재고자산	268	241	315	339	판매비와관리비	160	186	204	185
비유동자산	286	328	346	361	연구개발비	11	9	11	12
유형자산	227	258	263	267	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13	12	11	11	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	939	983	1,069	1,113	영업이익	155	91	173	212
유동부채	505	507	487	383	증가율(%)	104.4	-40.9	90.0	22.3
매입채무	132	193	252	271	영업이익률(%)	7.9	5.7	8.2	9.4
단기차입금	280	252	176	53	이자수익	4	7	6	5
유동성장기부채	38	9	6	6	이자비용	23	17	12	5
비유동부채	34	26	21	21	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	8	-4	0	0
장기차입금	25	18	12	12	세전계속사업이익	143	77	166	212
부채총계	539	533	507	404	법인세비용	24	15	33	42
지배주주지분	400	451	563	713	세전계속이익률(%)	7.3	4.8	7.9	9.4
자본금	25	25	25	25	당기순이익	119	62	133	169
자본잉여금	76	76	76	76	순이익률(%)	6.1	3.8	6.3	7.5
이익잉여금	337	399	523	684	지배주주귀속 순이익	120	62	134	171
기타자본항목	-38	-49	-61	-73	기타포괄이익	-12	-12	-12	-12
비지배주주지분	0	-1	-2	-3	총포괄이익	108	50	121	158
자본총계	400	450	561	709	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

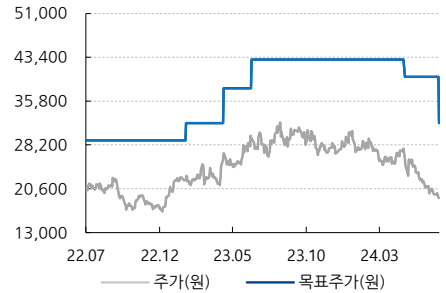
  

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	337	168	132	217	주당지표(원)				
당기순이익	119	62	133	169	EPS	2,407	1,246	2,674	3,413
유형자산감가상각비	38	34	45	46	BPS	8,003	9,017	11,264	14,250
무형자산상각비	1	1	1	1	CFPS	3,178	1,955	3,582	4,352
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-277	-100	-85	-85	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-123	-65	-50	-50	PER	11.3	15.2	7.1	5.6
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	3.4	2.1	1.7	1.3
금융상품의 증감	-19	-13	-13	-13	PCR	8.6	9.7	5.3	4.4
재무활동 현금흐름	-43	-91	-110	-160	EV/EBITDA	7.5	7.7	4.4	3.2
단기금융부채의증감	-51	-57	-78	-123	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	33	-8	-5	-	ROE	34.8	14.6	26.4	26.8
자본의증감	2	-	-	-	EBITDA이익률	9.9	7.9	10.4	11.5
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	134.7	118.4	90.3	56.9
현금및현금성자산의증감	25	-10	-60	-15	순부채비율	22.2	6.8	0.6	-15.4
기초현금및현금성자산	107	132	122	62	매출채권회전율(x)	13.4	11.2	11.3	10.4
기말현금및현금성자산	132	122	62	47	재고자산회전율(x)	4.7	6.3	7.6	6.9

자료 : 솔루엠, 하이투자증권 리서치본부

솔루엠 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	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 기관투자자 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 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%