

솔루엠 (248070)

[NDR 후기] 바닥 친 기대감

ICT 기대치 현실화와 거버넌스 개선에 대한 관심

투자자의견 Buy를 유지하고 목표주가를 기존 1.8만원에서 2.3만원으로 상향한다. SOTP 기준으로 전자부품, ICT 부문의 가치를 각각 620억원, 1.0조원 추산한다. 전자부품에 10배, ICT에 20배의 P/E배수를 목표로 한다. ICT 부문의 매출은 '24년의 4,460억원을 바탕으로 '27년 8,710억원으로 연평균 +20% 성장할 전망이다.

'23년 6월 이후 약 2년 8개월만에 목표주가 상향인데, 이번 NDR을 통해 동사 실적과 주가에 대한 투자 심리가 최악을 지나고 있음을 확인할 수 있었다.

① **ICT, 기대치의 현실화:** '23년 이후 동사 ICT 부문의 성장은 기대에 미치지 못했고 수익성도 부진했다. 이는 지난 2년간의 컨센서스 하향에서 확인된다[그림3]. 이로 인해 투자자들은 ESL의 방향성에 여전히 의구심을 지니고 있었다. 다만 동사 ESL 매출은 24년 4,500억원, 25년 5,300억원이었으며, 26년에는 6,700억원으로 전망된다. 비록 높았던 기대에 미치지 못했으나, '24년을 저점으로 성장을 지속하고 있는 것이다.

올해의 외형 성장은 미주를 중심으로 전개될 전망이다. 동 시장의 ESL 침투율은 10% 미만에 불과해(유럽 25~30%) 중장기 성장 여력이 충분하다. 물론 성숙 시장인 유럽의 회복이 지연되고 있는 점은 아쉽다. 이는 경쟁사인 Vusion에서도 확인된다.

수익성 회복 여부에 대한 질문도 많았다. 그동안 관세, 물류비 등 대외 요인과 신규 시장 개척을 위한 인력 확충 등 내부 요인으로 비용 통제에 어려움을 겪었다. 실제 OPM의 정점이었던 지난 '23년 대비 '25년의 GPM은 0.2%p 개선된 반면, 판관비율은 무려 5.3%p 악화됐다. 수익성 훼손의 대부분이 판관비 통제 실패로 설명되는 것이다 [그림4]. 다만 물류비 부담은 완화되었고, 멕시코 생산 체계 구축으로 관세 회피도 가능해졌다. 또한 최근 일본에서 신규 수주에 성공하며 인력 확충 효과도 시작됐다.

주가 촉매는 대형 글로벌 리테일러링 중대형 ESL 프로젝트다. 1Q26 PoC, 2Q~3Q26 볼륨 파일럿, 4Q26 본 수주를 기대한다. 해당 고객사는 글로벌 ESL 수요의 약 20%를 차지하므로, 26년 이후 실적 기여뿐 아니라 레퍼런스 측면에서도 중요도가 매우 높다.

② **전자부품, 구조적 어려움:** 한국 TV 세트사들의 점유율이 구조적으로 축소되고 있고, 공급망 내 경쟁도 심화되고 있어 구조 개편이 절실하다. 당사는 전자부품 사업의 외형 축소 및 수익성 훼손을 동사 실적의 잠재적 다운사이드 요인으로 판단하고 있다.

다만 이러한 환경 속에서 동사는 고객사 및 응용처 다변화를 시도 중이다. 특히 투자자들은 AI 서버 관련 응용처에 높은 관심을 보였다. 당사는 최근 하이퍼스케일러링 BBU용 DC-DC 컨버터 샘플을 납품했으며, 인증이 순조롭게 진행될 경우 연내 CapEx 집행 가능성이 있음을 설명했다.

③ **거버넌스 개선에 대한 관심:** 동사는 과거 특수관계인 거래, 비효율적인 자본배치, 주주친화적이지 않은 의사결정으로 인해 거버넌스 관련 투자자들의 우려가 지속돼 왔다. 앞서 언급한 비용 통제 실패도 이러한 맥락에서 해석할 수 있다.

따라서, 이번 NDR에서도 투자자들은 이에 대한 개선 의지에 높은 관심을 보였다. 최근 행동주의 펀드가 주주제안을 제기한 점도 이러한 문제의식이 반영된 결과다[링크]. 향후 회사가 거버넌스 개선을 통해 주주환원을 포함한 합리적 자본배치와 내부통제 체계를 확립할 경우, 현재 주가에 반영된 거버넌스 할인 요인도 점진적으로 해소될 수 있을 것으로 판단한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

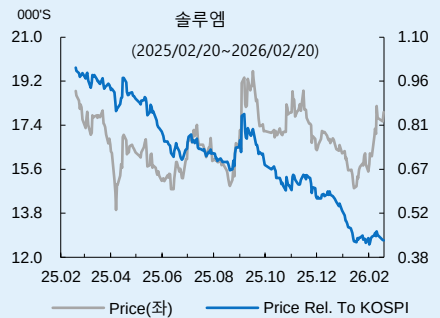
목표주가(12M)	23,000원(상향)
증가(2026.02.20)	17,930원
상승여력	28.3 %

Stock Indicator

자본금	25십억원
발행주식수	4,782만주
시가총액	857십억원
외국인지분율	23.1%
52주 주가	13,940~19,610원
60일평균거래량	158,731주
60일평균거래대금	2.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.1	1.3	20.3	-3.7
상대수익률	-2.2	-49.4	-63.1	-122.5

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,594	1,700	1,886	1,984
영업이익(십억원)	69	46	72	113
순이익(십억원)	40	21	48	81
EPS(원)	790	421	959	1,624
BPS(원)	8,673	9,309	10,387	12,083
PER(배)	24.3	42.6	18.7	11.0
PBR(배)	2.2	1.9	1.7	1.5
ROE(%)	9.5	4.7	9.7	14.5
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	10.5	10.4	7.4	5.4

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자]

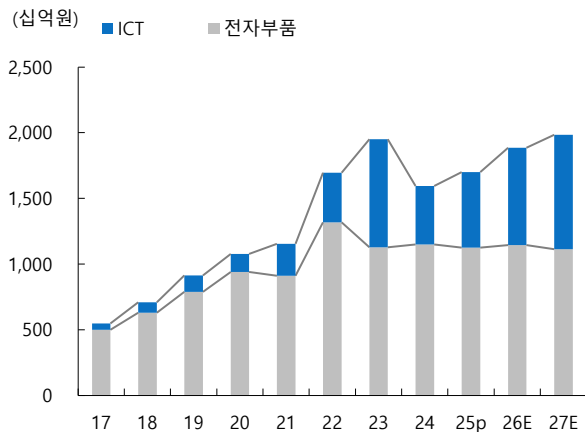
고의영 2122-9179 ey.ko@imfnsec.com

표1. 솔루엠 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25p	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025p	2026E	2027E
매출	397.4	402.6	472.6	427.7	429.7	449.9	508.7	497.3	1,594.4	1,700.3	1,885.6	1,983.6
YoY	3.3	2.2	0.1	24.5	8.1	11.8	7.6	16.3	-18.3	6.6	10.9	5.2
QoQ	15.7	1.3	17.4	-9.5	0.5	4.7	13.1	-2.2				
전자부품부문	283.9	258.6	308.5	274.7	277.2	270.3	303.7	293.6	1,148.7	1,125.8	1,144.7	1,112.4
YoY	4.5	-13.2	-9.0	14.5	-2.4	4.5	-1.6	6.9	1.9	-2.0	1.7	-2.8
QoQ	18.3	-8.9	19.3	-11.0	0.9	-2.5	12.4	-3.3				
ICT부문	113.5	144.0	164.1	153.0	152.5	179.7	205.0	203.8	445.8	574.5	740.9	871.2
YoY	0.2	49.9	23.4	47.8	34.4	24.8	25.0	33.2	-45.9	28.9	29.0	17.6
QoQ	9.6	26.9	14.0	-6.7	-0.4	17.9	14.1	-0.6				
영업이익	11.5	12.2	14.8	8.0	11.6	18.0	26.7	15.8	69.1	46.4	72.0	113.3
YoY	-43.5	-40.6	-45.3	535.4	1.2	47.1	80.6	97.1	-55.3	-32.8	55.0	57.4
QoQ	811.2	6.5	20.7	-45.8	45.1	54.8	48.3	-40.8				
OPM	2.9	3.0	3.1	1.9	2.7	4.0	5.2	3.2	4.3	2.7	3.8	5.7
전자부품부문	5.7	0.4	5.0	-2.9	0.9	2.7	4.9	-3.2	24.4	8.2	5.3	19.2
YoY	-9.8	-95.6	-37.7	적전	-84.5	504.9	-1.2	적지	-1.9	-66.4	-35.4	261.4
QoQ	2,634.3	-92.2	1,027.4	적전	흑전	203.8	84.2	적전				
OPM	2.0	0.2	1.6	-1.0	0.3	1.0	1.6	-1.1	2.1	0.7	0.5	1.7
ICT부문	5.8	11.8	9.8	10.9	10.7	15.3	21.7	18.9	44.6	38.2	66.7	94.2
YoY	-58.5	11.1	-48.5	934.7	84.6	29.9	122.4	74.1	-65.6	-14.3	74.4	41.2
QoQ	452.4	102.7	-17.0	11.4	-1.5	42.6	42.0	-12.8				
OPM	5.1	8.2	6.0	7.1	7.0	8.5	10.6	9.3	10.0	6.7	9.0	10.8

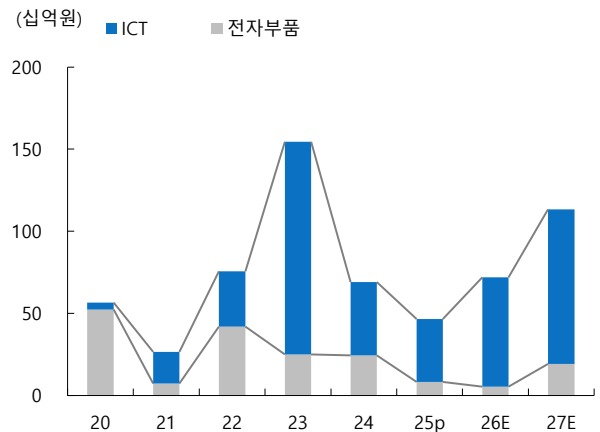
자료: 솔루엠, iM증권

그림1. 솔루엠 부문별 매출 추이 및 전망



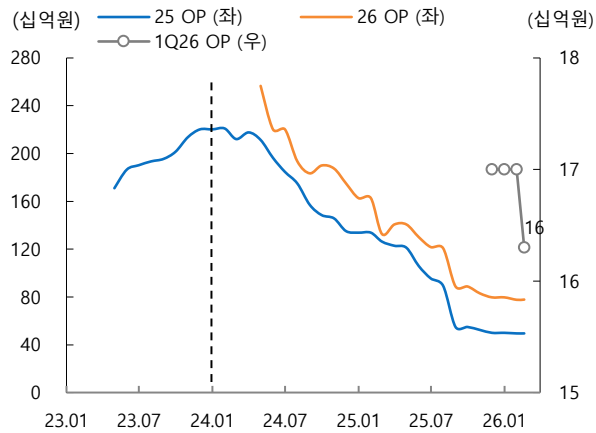
자료: 솔루엠, iM증권 리서치본부

그림2. 솔루엠 부문별 영업이익 추이 및 전망



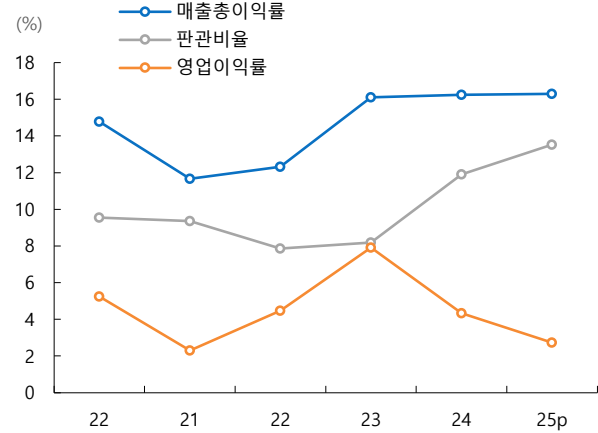
자료: 솔루엠, iM증권 리서치본부

그림 3. 솔루엠 영업이익 추정치 추이: '24 년초 이후 지속 하락



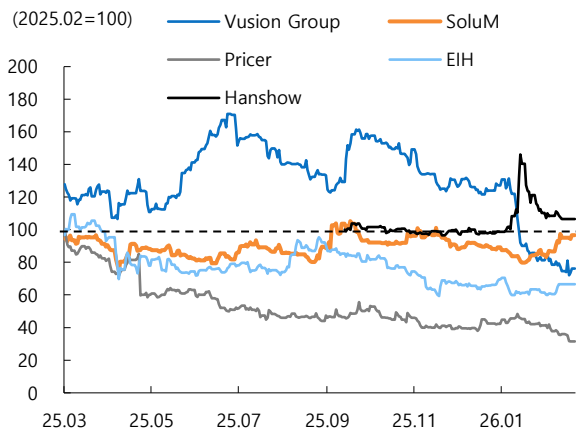
자료: 솔루엠, iM증권 리서치본부

그림 4. 판관비 통제 실패가 영업이익률 훼손을 설명



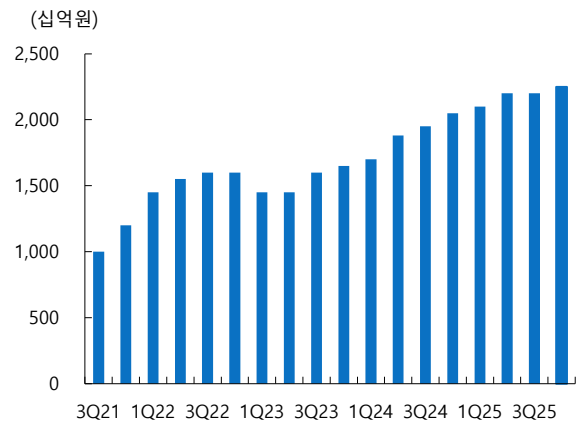
자료: 솔루엠, iM증권 리서치본부

그림 5. 주요 ESL 업체의 상대 추가 추이



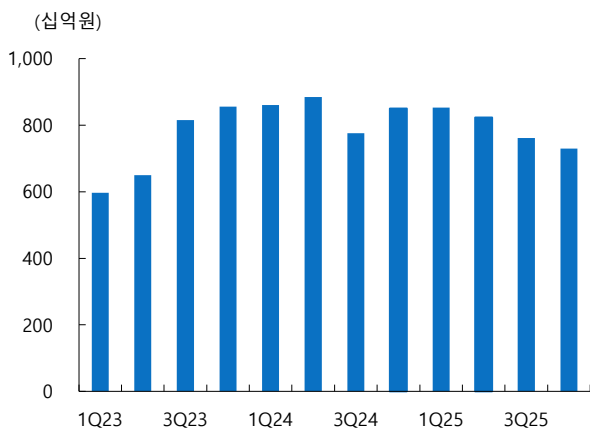
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림 6. 솔루엠의 수주 잔고 추이



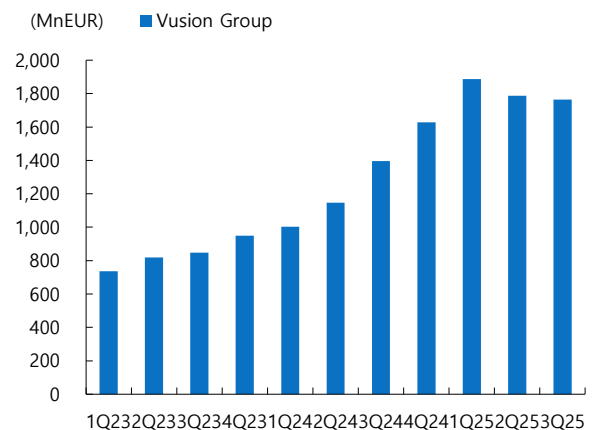
자료: 솔루엠, iM증권 리서치본부

그림 7. 솔루엠의 12개월 누적 신규수주 추이



자료: 솔루엠, iM 증권 리서치본부

그림 8. Vusion의 12개월 누적 신규수주: 월마트 효과 피크아웃



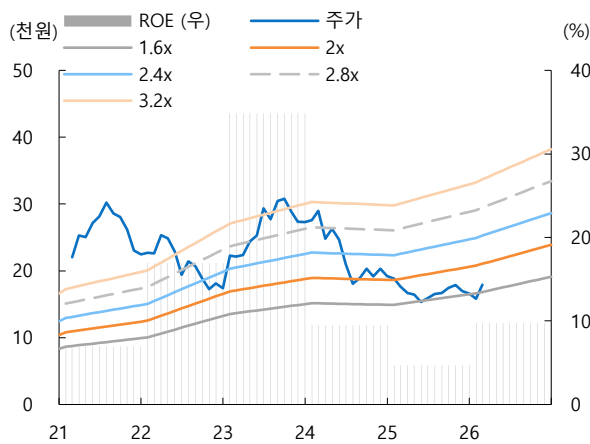
자료: Vusion Group, iM 증권 리서치본부

표 2. 솔루엠 SOTP 밸류에이션

	'26NP	'27NP	12MF	P/E	사업가치	비고
① 전자부품 사업부	4	14	6	10	62	부문별 NP는 당사 추정치
② ICT 사업부	45	68	51	20	1,019	부문별 NP는 당사 추정치
A. 적정 시가총액					1,081	
B. 발행주식수					48	
적정 주가					22,608	
목표 주가					23,000	
현재 주가					17,560	
업사이드					31.0%	

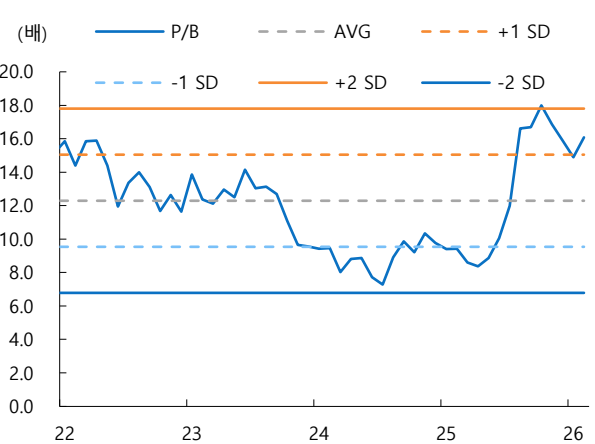
자료: 솔루엠, iM 증권 리서치본부

그림 9. 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Dataguide, iM 증권 리서치본부

그림 10. 12개월 선행 PER 밴드: 이익추정치 하향에 따른 상승



자료: Bloomberg, iM 증권 리서치본부

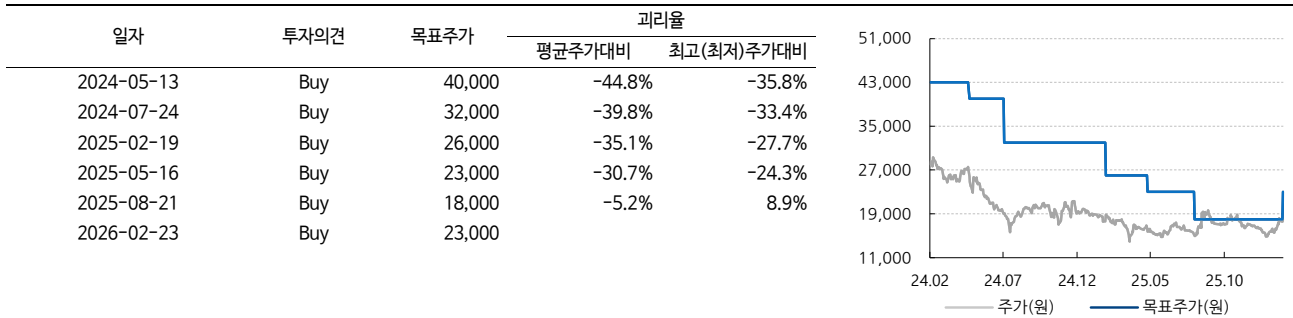
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	605	583	635	693	매출액	1,594	1,700	1,886	1,984
현금 및 현금성자산	86	57	53	81	증가율(%)	-18.3	6.6	10.9	5.2
단기금융자산	7	7	8	8	매출원가	1,335	1,423	1,576	1,609
매출채권	174	170	189	199	매출총이익	259	277	310	375
재고자산	329	340	377	397	판매비와관리비	190	230	238	262
비유동자산	378	412	416	423	연구개발비	17	18	20	21
유형자산	314	351	357	365	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	15	14	13	12	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	983	996	1,052	1,116	영업이익	69	46	72	113
유동부채	529	510	513	493	증가율(%)	-55.3	-32.8	55.0	57.4
매입채무	164	175	194	204	영업이익률(%)	4.3	2.7	3.8	5.7
단기차입금	303	303	287	259	이자수익	5	2	2	3
유동성장기부채	28	0	0	0	이자비용	12	11	10	9
비유동부채	19	19	19	19	자본법이익(손실)	-1	-1	-1	-1
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	3	1	1	1
장기차입금	1	1	-	-	세전계속사업이익	59	36	62	105
부채총계	548	529	531	512	법인세비용	21	15	14	24
지배주주지분	434	466	519	604	세전계속이익률(%)	3.7	2.1	3.3	5.3
자본금	25	25	25	25	당기순이익	38	21	48	81
자본잉여금	76	76	76	76	순이익률(%)	2.4	1.2	2.5	4.1
이익잉여금	375	396	439	513	지배주주귀속 순이익	40	21	48	81
기타자본항목	-42	-31	-20	-10	기타포괄이익	11	11	11	11
비지배주주지분	1	1	1	1	총포괄이익	48	32	59	92
자본총계	434	466	520	605	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-5	91	94	147	주당지표(원)				
당기순이익	38	21	48	81	EPS	790	421	959	1,624
유형자산감가상각비	44	58	74	77	BPS	8,673	9,309	10,387	12,083
무형자산상각비	1	1	1	1	CFPS	1,702	1,608	2,459	3,169
지분법관련손실(이익)	-1	-1	-1	-1	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-21	-100	-85	-90	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-123	-95	-80	-85	PER	24.3	42.6	18.7	11.0
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	2.2	1.9	1.7	1.5
금융상품의 증감	-5	-	-	-	PCR	11.3	11.2	7.3	5.7
재무활동 현금흐름	-58	-38	-26	-43	EV/EBITDA	10.5	10.4	7.4	5.4
단기금융부채의증감	-31	-28	-15	-29	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-1	-	ROE	9.5	4.7	9.7	14.5
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	7.2	6.2	7.8	9.6
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	126.3	113.6	102.2	84.6
현금및현금성자산의증감	-46	-29	-4	28	순부채비율	54.7	51.3	43.7	28.1
기초현금및현금성자산	132	86	57	53	매출채권회전율(x)	10.6	9.9	10.5	10.2
기말현금및현금성자산	86	57	53	81	재고자산회전율(x)	5.3	5.1	5.3	5.1

자료 : 솔루엠, iM증권 리서치본부

솔루엠 투자이전 및 목표주가 변동추이



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.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 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 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-