

솔루엠 (248070)

시작된 실적 턴어라운드

실적부진? 실적 턴어라운드 주목 필요

2024년 분기별 실적기준 매출액과 영업이익 모두 1Q<2Q<3Q의 흐름이다. 특히 3분기는 매출액과 영업이익이 전분기대비 각각 19.9%, 31.1% 증가했다. 동사의 밸류에이션에 영향을 주는 ICT 사업부(ESL)의 3분기 실적 역시 성장했다. 컨센서스 기준 4분기 매출액과 영업이익은 1개월전대비 각각 7.7%, 23.7% 하향 조정되었다. 하지만, 2024년 4분기는 매출액 기준으로 실적추정치의 하락폭 대비 전년대비 성장률(+15.3%)이 더 높다. 4분기 실적 전망 하회의 영향보다 실적 턴어라운드에 주목해야 하는 시점이다.

전방산업 부진? 판단하기에 시기상조

조사기관들에 따르면 ESL의 글로벌 시장 규모는 연평균 10% 이상의 성장을 전망한다. 글로벌 경기둔화 우려감이 전방산업에 악영향을 줄 수 있다고 생각할 수 있다. 하지만, 글로벌 경기둔화 → 소비 축소 → 기업들 간의 경쟁 확대 → 차별화를 위한 ESL 투자 집행으로 이어질 수 있다. 경쟁사들은 한정적인 지역내 매출 비중이 높은 반면, 동사는 유럽, 북미, 아시아 등 다양한 지역내 고객사를 확보하고 있다는 강점이 있어 글로벌 경기둔화의 영향력이 제한적이라고 판단된다.

경쟁력 약화? 오히려 회복 중

ESL 글로벌 Top3는 동사와 Vusiongroup(SES Imagotag)과 Pricer이다. 2024년 분기별 매출추이를 살펴보면 Vusiongroup은 전년대비 상승하는 모습을 보이고 있다. 반면 Pricer는 올해 2분기와 3분기가 전년대비 역성장하는 모습을 보이고 있다. 동사의 ESL 매출액 추이는 4Q23 868억원 → 1Q24 1,063억원 → 2Q24 1,012억원 → 3Q24 1,326억원으로 꾸준한 상승세를 보이고 있다. 경쟁력 약화보다는 오히려 회복되고 있는 국면이라고 판단된다.



권명준 스몰캡
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

NOT RATED (M)

목표주가 원 (M)

현재주가 (11/19) **18,690원**

상승여력 -

시가총액	9,346억원
총발행주식수	50,005,551주
60일 평균 거래대금	42억원
60일 평균 거래량	213,890주
52주 고/저	30,600원 / 15,650원
외인지분율	19.12%
배당수익률	0.00%
주요주주	전성호 외 19인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.8)	0.3	(31.2)
상대	(4.3)	8.5	(31.2)
절대 (달러환산)	(10.2)	(3.8)	(35.8)

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	16,945	19,511	15,999	19,199
영업이익	756	1,545	828	1,194
지배순이익	473	1,204	502	876
PER	22.4	10.8	18.6	10.7
PBR	3.6	3.2	2.1	1.8
EV/EBITDA	11.7	7.3	8.3	6.2
ROE	16.9	34.8	12.0	18.4

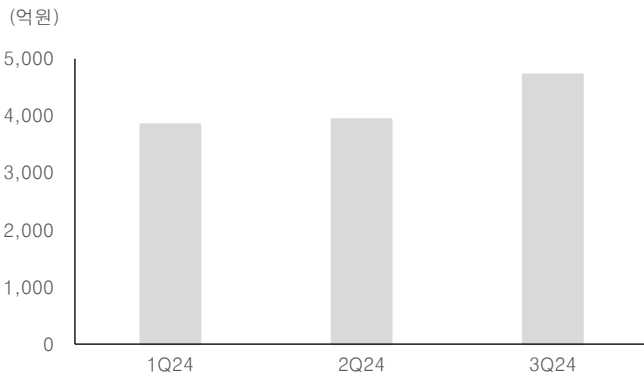
자료: 유안타증권

실적부진?

지난 11월 12일 3분기 실적이 컨센서스에 부합하는 실적에도 불구하고 주가는 소폭 반등에 그치고 있다. 최근 주가 하락은 3분기 실적 때문이었을까?

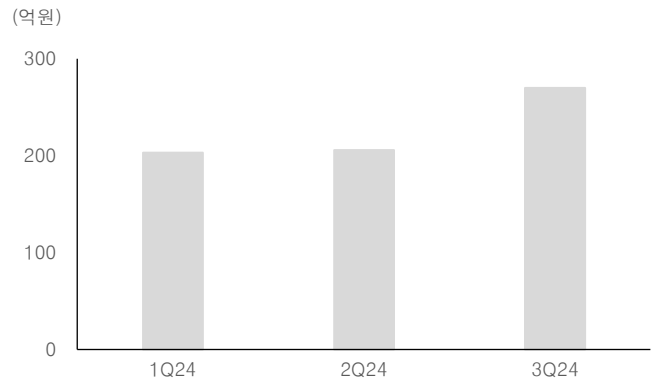
2024년 분기별 실적기준 매출액과 영업이익 모두 1Q<2Q<3Q의 흐름이다. 특히, 2024년 3분기 매출액은 전분기대비 19.9%, 영업이익은 31.1% 성장했다. 동사의 밸류에이션에 주요한 영향을 주는 ESL이 포함된 ICT 사업부의 매출액도 살펴보았다. 2Q<1Q<3Q의 흐름이었다. 특히 3분기는 전분기대비 매출액 38.5%, 영업이익 78.9%의 성장률을 보였다. 실적 발표 이후 주가하락은 3분기 실적과 연관성이 높다고 할 수 없다.

[그림 1] 2024년 분기별 매출액 추이



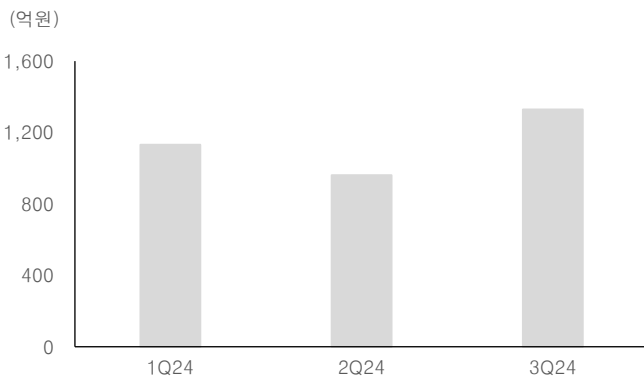
자료: 솔루엠, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2024년 분기별 영업이익 추이



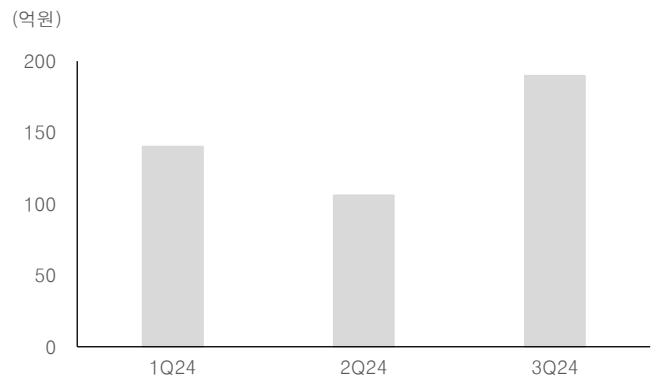
자료: 솔루엠, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 2024년 ICT 사업부(ESL) 분기별 매출액 추이



자료: 솔루엠, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 2024년 ICT 사업부(ESL) 분기별 영업이익 추이

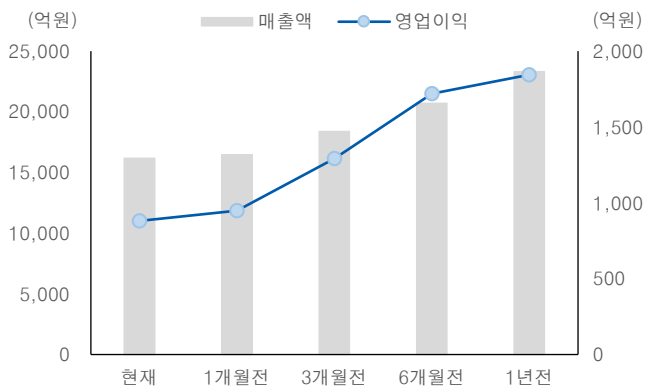


자료: 솔루엠, 유안타증권 리서치센터

4분기 실적 전망 하향. 실적발표 익일 11월 13일 컨센서스 변화를 확인해보았다. 컨센서스 기준 4분기 매출액은 1개월전대비 7.7%, 영업이익은 23.7% 하향 조정되었다. 실적 발표 이후 3분기 실적이 아닌 4분기 실적추정치 하향에 따른 주가 하락이 합리적인 추정이라고 생각될 수 있다.

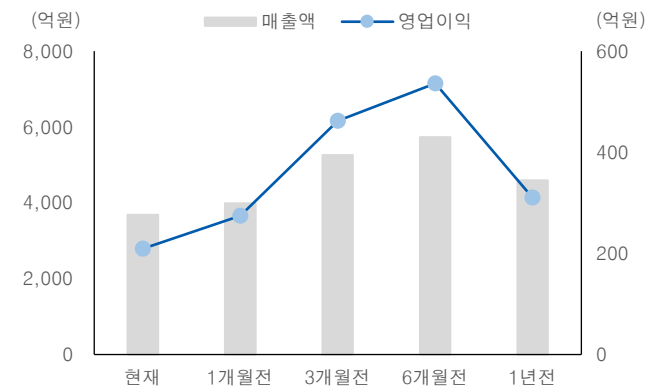
하지만, 2024년 4분기는 5개분기만에 전년대비 플러스 성장하는 시점이다. 2023년 4분기 실적은 매출액 3,189억원, 영업이익 149억원이었다. 컨센서스 기준 2024년 4분기 실적 추정치는 매출액 3,678억원, 영업이익 209억원이다. 2024년 4분기 실적은 컨센서스가 낮아졌지만, 전년 대비 성장한다는 것을 알 수 있다. 동사의 분기실적 기준 매출액은 2023년 4분기부터 2024년 3분기까지 전년대비 역성장이 이어졌다. 컨센서스 기준이지만 다가오는 2024년 4분기는 5개 분기만에 전년대비 플러스 성장이 기대되는 시점이다. 2024년 4분기는 매출액 기준으로 실적추정치 하락폭(-7.7%) 대비 전년대비 성장률(+15.3%)이 더 높다는 점에서 4분기 실적 전망 하회의 영향보다 실적 턴어라운드 기대되는 시점이다.

[그림 5] 시기별 2024년 컨센서스 변화



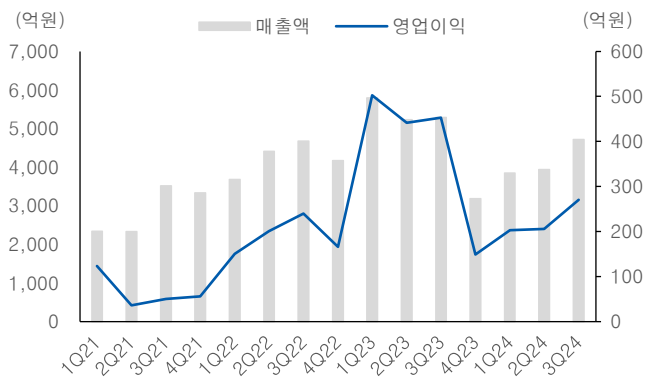
자료: FnGuide(11/13 일 기준), 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 시기별 4Q24 컨센서스 변화



자료: FnGuide(11/13 일 기준), 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 2021~3Q24 분기별 매출액과 영업이익 추이



자료: 솔루엠, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 주가 추이



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

전방산업 부진?

Fortune Business Insights에 따르면 ESL의 글로벌 시장 규모는 2018년 2.5억\$, 2019년 3.0억 \$에서 2027년 28.6억\$로 연평균 20.8% 성장할 것으로 전망했다. Global Information에 따르면 ESL 시장규모는 2022년 22억\$에서 2030년 83.7억\$로 연평균 18.2% 성장을 전망한다. 두 기관 모두 연평균 18% 이상의 높은 성장률을 기대한다는 의미이다.

ESL의 주력시장은 유럽이다. 유럽에서 업무 효율성 및 인건비 절감 목적으로 ESL이 적용되었다. 현재 침투율은 20% 수준으로 업계에서 전망되고 있다. 유럽에서 북미, 최근에는 상대적으로 인건비가 낮은 아시아 지역에서도 ESL도입이 확대되고 있다. 북미 내 침투율은 5%, 아시아 지역은 3%로 추정된다. 북미와 아시아 지역에서 ESL의 침투율이 낮다는 점에서 성장이 이어질 가능성이 높다고 판단된다. 경쟁사들은 한정적인 지역내 매출 비중이 높다. 하지만 동사는 유럽, 북미, 아시아 등 다양한 지역내 고객사를 확보하고 있다는 강점이 있다.

글로벌 경기둔화 우려감이 전방산업에 악영향을 줄 수 있다고 생각할 수 있다. 하지만 ESL의 특성을 생각해보면 우려할 상황이 아니라고 판단된다. 글로벌 경기 호황 → 소비 확대 → 기업들의 ESL 투자 확대로 이어질 수 있다. 글로벌 경기 둔화 → 소비 축소 → 기업들 간의 경쟁 확대 → 차별화를 위한 ESL 투자 집행으로 이어질 수 있다. ESL 기업 입장에서는 동일한 매출이라고 해도 소규모 투자 & 다수기업 보다 대규모 투자 & 소수기업이 유리하다. 기술개발 이후에는 동일한 제품을 제조 및 판매한다는 점에서 이익률이 개선될 가능성이 높기 때문이다. 코로나19 사태와 같은 글로벌 쇼크 상황이 아니면 글로벌 경기 불황이 ESL 업계에게는 부정적인 요인이 확대된다고 하기 어렵다.

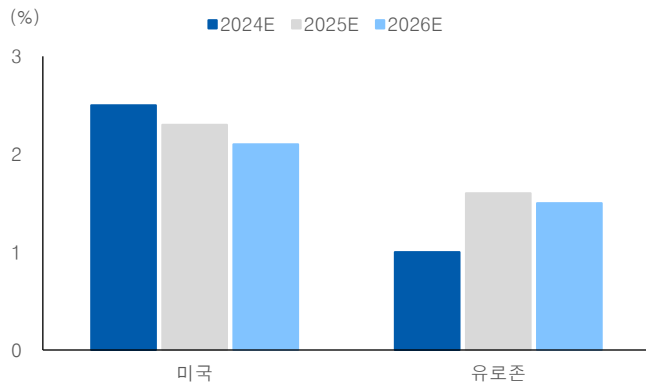
결론적으로 북미와 유럽의 경제성장률과 글로벌 경기 둔화에 따른 우려감으로 주가가 하락할 것으로 제기된 의문은 현재 시점으로는 시기상조라고 판단된다.

[그림 9] 경기 호황/불황에도 성장 가능한 ESL



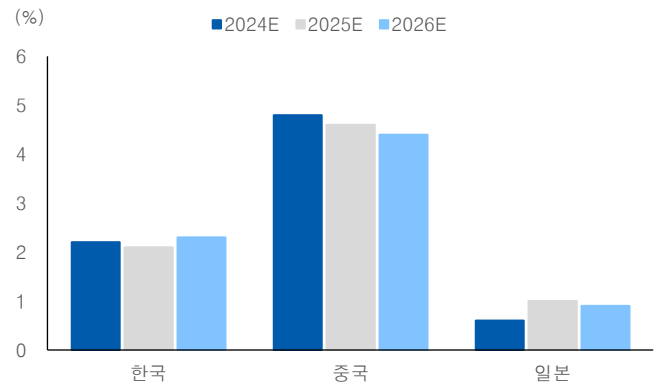
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 미국과 유럽 경제성장률 전망



자료: 유안타증권 리서치센터 추정

[그림 11] 한국, 중국, 일본 경제성장률 전망



자료: 유안타증권 리서치센터 추정

경쟁력 약화?

동사의 주가의 방향성을 ESL이 중요한 역할을 하고 있다. ESL 글로벌 Top3는 동사를 포함한 1위 Vusiongroup(SES Imagotag)과 Pricer이다. 주가 흐름을 살펴보면 2023년도에는 상위 3개사의 주가가 유사한 추이(상고하저)를 보였다. 반면, 2024년도 주가는 Vusiongroup과 Pricer는 박스권에서 횡보하는 반면, 동사는 지속적으로 하락하고 있다.

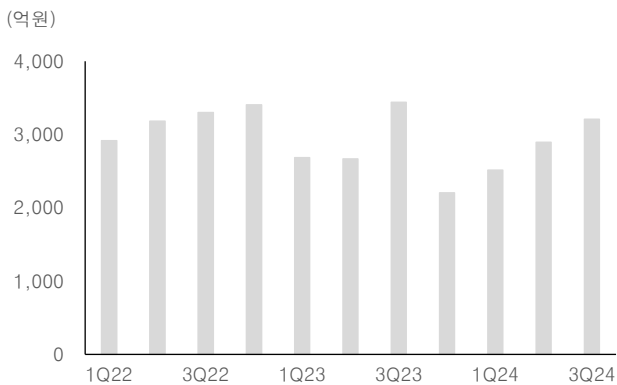
2024년 분기별 매출추이를 살펴보면 Vusiongroup(SES Imagotag)는 전년대비 상승하는 모습을 보이고 있다. 반면 Pricer는 올해 2분기와 3분기가 전년대비 역성장하는 모습을 보이고 있다. 실적 추이를 보면 전년대비 역성장한 시점이 2개분기 늦지만 Pricer가 유사하다고 할 수 있다. 이런 점들을 감안해 보면 동사의 주가가 경쟁사 대비 하락폭이 크다는 것을 알 수 있다.

ESL을 분리해서 보면 더욱 명확하다. 동사의 ESL 매출액이 1Q23(3,012억원)과 비교하면 실적이 저조하지만, 4Q23 868억원 → 1Q24 1,063억원 → 2Q24 1,012억원 → 3Q24 1,326억원으로 꾸준한 상승세를 보이고 있다. Pricer의 매출액이 3개분기 연속으로 둔화되고 있다는 점을 고려하면 동사의 경쟁력은 회복되고 있다고 해석하는 것이 합리적이다.

올해 하반기 동사는 동남아향 수주가 이어지고 있다. 8월에는 태국 대형 유통 체인인 「마크로」사와, 10월에는 말레이시아 최대 통신사인 「셀콤디지」와 ESL 공급계약을 체결했다. 인건비가 낮은 동남아에서 ESL의 수요가 이어진다는 점과 낮은 침투율을 고려할 때 북미, 유럽 대비 빠른 성장이 기대되는 시장이다.

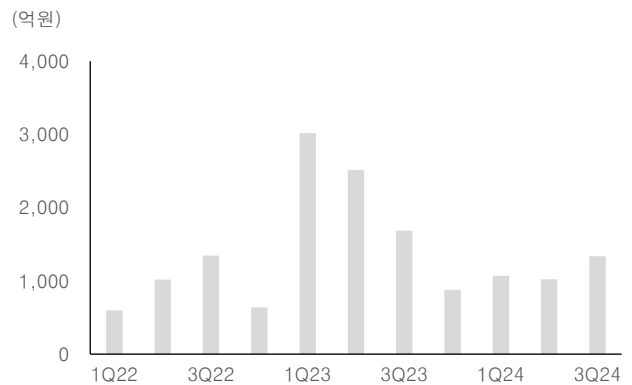
또한 운송비 상승과 중동전쟁에 따른 이송시기 지연 등이 동사의 상반기 실적 둔화 요인으로 추정된다. 유럽경쟁사들이 동남아로의 진출을 시도할 경우 가격경쟁력 및 적시대응력이 떨어질 가능성이 높다는 것을 의미한다. 아시아지역내 Vusiongroup 과 Pricer 대비 비교우위에 있다고 판단된다. 즉, 경쟁력이 강화될 여지가 확대되고 있는 상황이다.

[그림 12] 솔루엠의 파워모듈사업부 매출액 추이



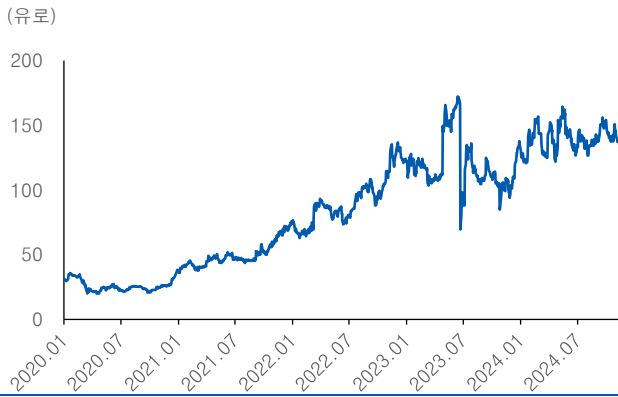
자료: 솔루엠, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 솔루엠의 ESL 매출액 추이



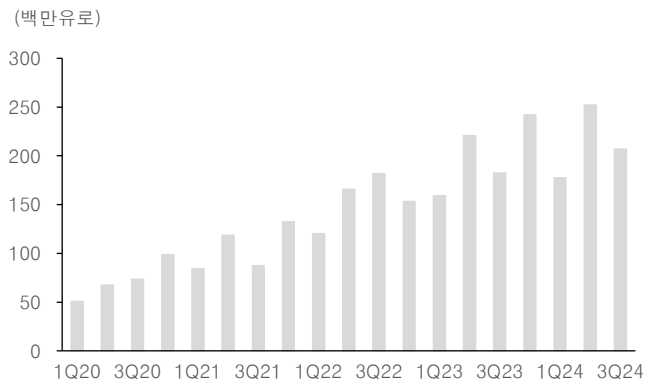
자료: 솔루엠, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] Vusiongroup 주가 추이



자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] Vusiongroup 분기별 매출액 추이



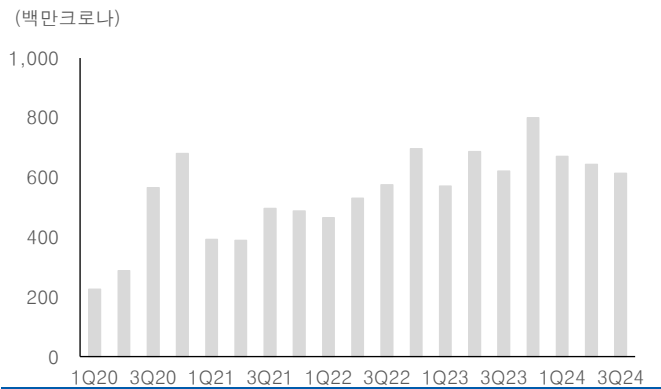
자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

[그림 16] Pricer 주가 추이



자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

[그림 17] Pricer 분기별 매출액 추이



자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

솔루엠 (248070) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	11,533	16,945	19,511	15,999	19,199
매출원가	10,188	14,858	16,367	13,421	16,105
매출충이익	1,345	2,088	3,144	2,578	3,094
판매비	1,080	1,332	1,599	1,750	1,900
영업이익	265	756	1,545	828	1,194
EBITDA	538	1,126	1,931	1,110	1,400
영업외손익	-8	-256	-116	-168	-149
외환관련손익	41	-131	85	0	0
이자손익	-37	-110	-185	-153	-134
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-12	-14	-15	-15	-15
법인세비용차감전순손익	257	500	1,429	660	1,044
법인세비용	124	46	235	163	175
계속사업순손익	133	454	1,194	498	869
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	133	454	1,194	498	869
지배지분순이익	133	473	1,204	502	876
포괄순이익	183	419	1,078	382	753
지배지분포괄이익	184	437	1,088	385	760

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-1,789	409	3,369	946	432
당기순이익	133	454	1,194	498	869
감가상각비	268	361	376	274	200
외환손익	-19	25	42	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-2,435	-687	1,131	-340	-1,151
기타현금흐름	264	256	626	515	513
투자활동 현금흐름	-636	-459	-2,770	247	-225
투자자산	-26	2	-135	27	-25
유형자산 증가 (CAPEX)	-578	-452	-1,239	0	0
유형자산 감소	6	7	5	0	0
기타현금흐름	-38	-16	-1,401	220	-200
재무활동 현금흐름	2,190	582	-965	-790	-781
단기차입금	1,048	697	46	-5	4
사채 및 장기차입금	27	353	-221	0	0
자본	343	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	773	-468	-791	-785	-785
연결범위변동 등 기타	88	9	0	1,486	966
현금의 증감	-146	542	-367	1,889	392
기초 현금	673	527	1,069	702	2,591
기말 현금	527	1,069	702	2,591	2,983
NOPLAT	265	756	1,545	828	1,194
FCF	-2,367	-43	2,130	946	432

자료: 유안타증권

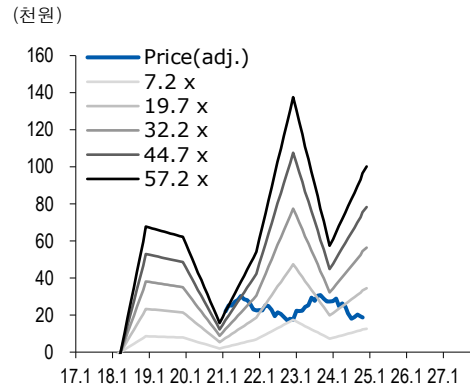
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
유동자산	5,474	8,557	6,531	6,877	8,126
현금및현금성자산	527	1,069	1,319	2,591	2,983
매출채권 및 기타채권	1,567	1,659	1,258	1,044	1,252
재고자산	3,278	5,675	2,679	2,197	2,637
비유동자산	1,635	1,786	2,856	2,547	2,365
유형자산	1,189	1,340	2,273	1,999	1,799
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	129	106	127
기타투자자산	33	17	80	76	79
자산총계	7,109	10,343	9,386	9,423	10,491
유동부채	4,016	6,790	5,052	4,713	5,022
매입채무 및 기타채무	1,712	2,696	1,571	1,288	1,546
단기차입금	2,052	2,740	2,796	2,796	2,796
유동성장기부채	150	275	376	376	376
비유동부채	411	653	335	329	335
장기차입금	341	571	253	253	253
사채	0	0	0	0	0
부채총계	4,426	7,443	5,387	5,042	5,356
지배지분	2,680	2,910	4,002	4,388	5,148
자본금	250	250	250	250	250
자본잉여금	762	762	762	762	762
이익잉여금	1,704	2,169	3,369	3,870	4,747
비지배지분	3	-10	-3	-7	-14
자본총계	2,683	2,900	3,999	4,381	5,135
순차입금	2,047	2,526	959	-99	-686
총차입금	2,622	3,672	3,497	3,493	3,497

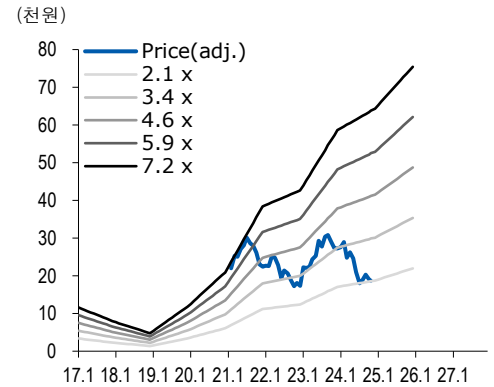
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
EPS	275	946	2,407	1,003	1,752
BPS	5,368	5,958	8,195	8,985	10,542
EBITDAPS	1,099	2,252	3,861	2,220	2,799
SPS	23,567	33,887	39,017	31,994	38,393
DPS	0	0	0	0	0
PER	96.7	22.4	10.8	18.6	10.7
PBR	4.9	3.6	3.2	2.1	1.8
EV/EBITDA	28.2	11.7	7.3	8.3	6.2
PSR	1.1	0.6	0.7	0.6	0.5

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	7.1	46.9	15.1	-18.0	20.0
영업이익 증가율 (%)	-53.0	185.1	104.4	-46.4	44.2
지배순이익 증가율 (%)	-65.7	254.5	154.4	-58.3	74.6
매출총이익률 (%)	11.7	12.3	16.1	16.1	16.1
영업이익률 (%)	2.3	4.5	7.9	5.2	6.2
지배순이익률 (%)	1.2	2.8	6.2	3.1	4.6
EBITDA 마진 (%)	4.7	6.6	9.9	6.9	7.3
ROIC	4.5	14.3	26.7	14.8	25.1
ROA	2.3	5.4	12.2	5.3	8.8
ROE	6.9	16.9	34.8	12.0	18.4
부채비율 (%)	165.0	256.7	134.7	115.1	104.3
순차입금/자기자본 (%)	76.4	86.8	24.0	-2.3	-13.3
영업이익/금융비용 (배)	6.5	6.5	6.8	3.8	5.4

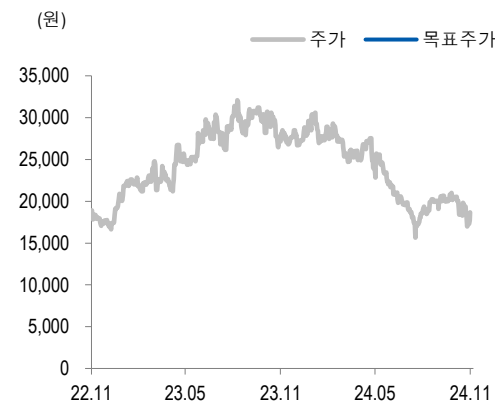
P/E band chart



P/B band chart



솔루엠 (248070) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-11-20	Not Rated	-	1년		
2024-04-19	Not Rated 담당자변경	-	1년		
2023-05-10	Not Rated 담당자변경	-	1년		
2022-04-05	BUY	33,000	1년	-21.69	-19.39

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-11-19

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 권명준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.