

2023.8.23



솔루엠 (248070)

숫자로 증명한 ESL 성장성과 수익성

Company Analysis |

Analyst **조은애**

02. 3779 8951 _ goodkid@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (상향)	40,000 원
현재주가	31,400 원
상승여력	27.4 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (08/21)	V	
시가총액	15,702 억원	
발행주식수	50,006 천주	
52 주 최고가/최저가	31,400 / 16,650 원	
90 일 일평균거래대금	240.78 억원	
외국인 지분율	18.6%	
배당수익률(23.12E)	n/a	
BPS(23.12E)	7,959 원	
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	14.6%
	6 개월	42.0%
	12 개월	47.4%
주주구성	전성호 (외 20인)	15.6%
	국민연금공단 (외 1인)	8.1%
	자사주 (외 1인)	1.3%

Stock Price



피크아웃 우려 보다는 성장 지속에 대한 기대감을 높여야 될 시점

1분기 큰 폭의 어닝서프라이즈 발표 이후 동사 주가는 ESL 부문 성장성을 반영한 주가 상승 보다는 상고하저 실적 피크아웃 우려로 큰 변동성을 보였다. 8/8일 2분기 실적도 시장 기대치를 상회하자 투자자들의 관심은 다시 ESL 부문 신규수주와 기존 수주잔고의 매출인식 속도에 집중되고 있다.

2Q23 실적은 매출액 5,235억원(+19% yoy), 영업이익 442억원(+120% yoy)을 기록했으며, ESL 수주잔고의 매출인식을 상승(2021년 14% → 2022년 18% → 1H23 28%)이 확인되었다. ESL 부문은 대형, 컬러 등 높은 ASP의 제품 매출 비중 상승으로 매출액 2,518억원(+155% yoy), 영업이익 412억원(+120% yoy), 영업이익률 16%(+10%p yoy)로 높은 수익성이 지속됐다.

솔루엠 ESL 사업부문의 수주잔고 매출인식률은 2022년 18% → 2023F 33% → 2024F 42%로 상승세가 지속될 것으로 전망한다. 1H23 기준 수주잔고 1.4조원 중 2024년 설치 확정 물량이 상당부분인 것으로 파악되어 2024년에는 ESL 매출 1조원 달성이 가능할 것으로 보인다. ESL 사업부 예상 실적은 2023F 매출액 7,909억원(+123% yoy), 영업이익 1,203억원(+319% yoy), 2024F 매출액 1.1조원(+36% yoy), 영업이익 1,654억원(+37% yoy) 이다.

ESL 영업가치를 충분히 반영하지 못한 현재 주가

솔루엠에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 예상 실적 상향을 반영하여 40,000원으로 상향했다. 동사 ESL 부문 수주잔고 매출인식 속도를 확인했고, 2024년 까지 동사 ESL 사업부는 기존 수주잔고의 매출인식을 상승이 지속되는 구간으로 보인다. 추가적인 실적 상향 조정은 ESL 사업부의 신규수주 규모, 자동차 충전기 파워모듈 등 관련 신사업 가시화에 따라 가능할 것으로 판단한다.

Financial Data

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	11,533	16,945	20,631	23,707	26,118
영업이익	265	756	1,365	1,813	2,086
순이익	133	454	1,035	1,286	1,505
EPS (원)	267	946	2,080	2,571	3,009
증감률 (%)	-75.2	254.5	119.8	23.6	17.0
PER (x)	84.1	18.4	15.1	12.2	10.4
PBR (x)	4.2	3.0	3.9	3.0	2.3
영업이익률 (%)	2.3	4.5	6.6	7.6	8.0
EBITDA 마진 (%)	4.7	6.6	8.6	9.6	9.6
ROE (%)	6.9	16.9	30.2	27.8	25.0

주: IFRS 연결 기준

자료: 솔루엠, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 솔루엠 예상 실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	20,592	23,199	20,631	23,707	+0%	+2%
영업이익	1,296	1,560	1,365	1,813	+5%	+16%
순이익	918	1,159	1,040	1,286	+13%	+11%

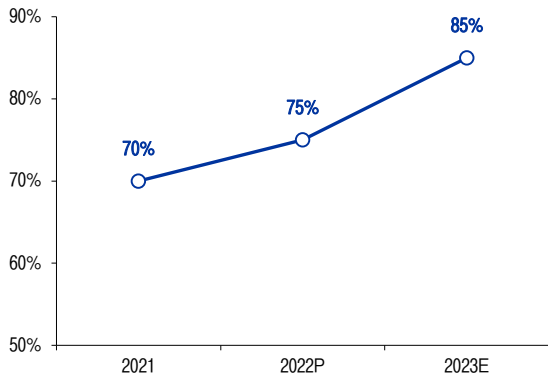
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표1 솔루엠 PER Valuation

	2020	2021	2022	2023E	2024E
지배주주순이익 (억원)	389	133	473	1,040	1,286
발행주식수(천주)				50,006	
Target PER(x)				19	
적정 시가총액 (억원)				20,000	
현재주가 (원)				31,400	
목표주가 (원)				40,000	
상승여력				27%	
영업이익	564	265	756	1,365	1,813
1. ESL	43	151	287	1,203	1,654
<i>이익기여도</i>		<i>8%</i>	<i>57%</i>	<i>88%</i>	<i>91%</i>
2. 전자부품 등 기타	521	114	469	162	160
<i>이익기여도</i>	<i>92%</i>	<i>43%</i>	<i>62%</i>	<i>12%</i>	<i>9%</i>

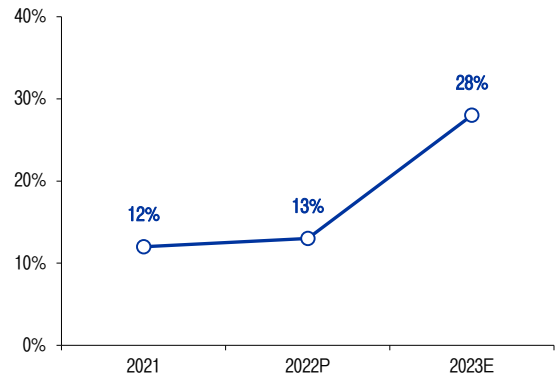
자료: 솔루엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 솔루엠 ESL 컬러 비중 추이



자료: 솔루엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 솔루엠 ESL 대형 비중 추이



자료: 솔루엠, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 **솔루엠 ESL 사업부 실적 전망테이블**

(억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	1,292	2,002	3,551	7,909	10,724
% yoy	3%	55%	77%	123%	36%
ASP % yoy		-5%	+11%	+19%	+8%
매출원가	1,059	1,672	2,936	5,943	8,037
% sales	82%	83%	83%	75.1%	74.9%
고정비		30	24	20	20
% sales		1%	1%	0%	0%
변동비		1,642	2,912	5,923	8,017
% sales		82%	82%	75%	75%
매출총이익	233	330	615	1,966	2,688
GPM	18%	17%	17%	25%	25%
판관비	190	179	328	763	1,034
% yoy		-5%	83%	132%	35%
% sales	15%	9%	9%	10%	10%
영업이익	43	151	287	1,203	1,654
% yoy		0%	90%	319%	37%
OPM	3%	8%	8%	15%	15%
세후순영업이익(NOPLAT)	34	118	224	938	1,290
% yoy		251%	90%	319%	37%

자료: 솔루엠, 이베스트투자증권 리서치센터
 주석: 과거 비용은 이베스트투자증권 리서치센터 추정치

표2 **솔루엠 ESL 부문 시나리오별 영업가치 추정**

(억원, 배)		2023F	2024F
세후순영업이익		938	1,290
적정 PER	15	14,100	19,000
	20	19,000	26,000
	24	23,000	31,000
	28	26,000	36,000
	32	35,000	47,000

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표1 솔루엠 예상 실적 테이블

(단위: 억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	2021	2022	2023E	2024E
매출액	3,687	4,414	4,674	4,170	5,796	5,235	11,533	16,945	20,631	23,707
% yoy	57%	89%	33%	25%	57%	19%	7%	47%	22%	15%
1. 파워모듈	1,034	1,273	1,151	444	891	836	2,927	3,902	3,942	4,021
% yoy	34%	98%	51%	-41%	-14%	-34%	-26%	33%	1%	2%
% sales	28%	29%	25%	11%	15%	16%	25%	23%	19%	17%
2. 3in1 보드	2,031	2,140	2,151	2,703	1,840	1,842	6,085	9,025	8,570	8,741
% yoy	83%	90%	13%	39%	-9%	-14%	12%	48%	-5%	2%
% sales	55%	48%	46%	65%	32%	35%	53%	53%	42%	37%
3. ESL	592	988	1,018	953	3,013	2,518	2,002	3,551	7,909	10,724
% yoy	79%	93%	82%	59%	409%	155%	55%	77%	123%	36%
% sales	16%	22%	22%	23%	52%	48%	11%	14%	25%	125%
매출총이익	458	528	580	522	808	801	1,345	2,088	2,761	3,403
GPM	12%	12%	12%	13%	14%	15%	12%	12%	13%	14%
판매비와관리비	308	327	340	356	306	360	1,080	1,332	1,396	1,590
% sales	8%	7%	7%	9%	5%	7%	9%	8%	7%	7%
고정비	165	155	171	195	165	158	517	686	723	786
% sales	4%	4%	4%	5%	0%	0%	4%	4%	4%	3%
변동비	143	172	169	162	141	201	563	646	673	804
% sales	4%	4%	4%	4%	2%	4%	5%	4%	3%	3%
영업이익	150	200	240	166	502	442	265	755	1,365	1,813
OPM	4%	5%	5%	4%	9%	8%	2%	4%	7%	8%
ESL	31	63	105	88	482	412	151	287	1,203	1,654
이익기여도	21%	31%	44%	53%	96%	93%	57%	38%	88%	91%

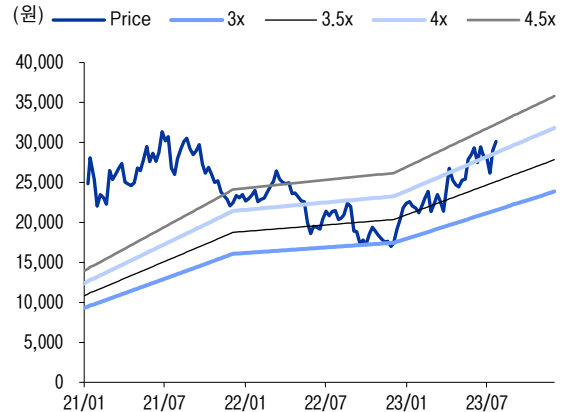
자료: 솔루엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 솔루엠 12M Forward PER 밴드 차트



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 솔루엠 12M Forward PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

슬루엠 (248070)

재무상태표

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,474	8,557	7,970	9,202	10,534
현금 및 현금성자산	527	1,069	2,635	3,258	4,449
매출채권 및 기타채권	1,567	1,659	1,750	1,851	1,946
재고자산	3,278	5,675	3,398	3,897	3,936
기타유동자산	101	154	188	196	204
비유동자산	1,635	1,786	2,010	1,989	1,845
관계기업투자등	0	0	59	62	64
유형자산	1,189	1,340	1,582	1,539	1,373
무형자산	150	127	134	144	153
자산총계	7,109	10,343	9,980	11,191	12,379
유동부채	4,016	6,790	5,861	5,785	5,468
매입채무 및 기타채무	1,712	2,696	1,670	1,884	1,932
단기금융부채	2,229	3,052	3,844	3,540	3,160
기타유동부채	74	1,042	347	361	376
비유동부채	411	653	154	155	156
장기금융부채	392	620	129	129	129
기타비유동부채	18	33	25	26	27
부채총계	4,426	7,443	6,015	5,940	5,624
지배주주지분	2,680	2,910	3,980	5,266	6,770
자본금	250	250	250	250	250
자본잉여금	762	762	762	762	762
이익잉여금	1,704	2,169	3,209	4,495	5,999
비지배주주지분(연결)	3	-10	-15	-15	-15
자본총계	2,683	2,900	3,965	5,251	6,755

현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-1,789	409	731	1,445	1,873
당기순이익(손실)	133	454	1,035	1,286	1,505
비현금수익비용가감	544	705	468	462	424
유형자산감가상각비	268	361	410	456	418
무형자산상각비	5	10	7	4	5
기타현금수익비용	271	109	-69	1	1
영업활동 자산부채변동	-2,435	-687	-772	-302	-55
매출채권 감소(증가)	-218	-131	-115	-101	-95
재고자산 감소(증가)	-2,003	-2,500	-184	-134	121
매입채무 증가(감소)	-64	1,158	6	-79	-94
기타자산, 부채변동	-150	786	-479	12	13
투자활동 현금흐름	-636	-459	-605	-446	-284
유형자산처분(취득)	-572	-445	-578	-414	-252
무형자산 감소(증가)	-11	-3	-13	-14	-14
투자자산 감소(증가)	16	-14	-98	-8	-8
기타투자활동	-69	2	84	-10	-10
재무활동 현금흐름	2,190	582	133	-304	-380
차입금의 증가(감소)	1,077	901	131	-304	-380
자본의 증가(감소)	1,153	-205	2	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-39	-113	0	0	0
현금의 증가	-146	542	260	695	1,209
기초현금	673	527	1,069	1,329	2,024
기말현금	527	1,069	1,329	2,024	3,233

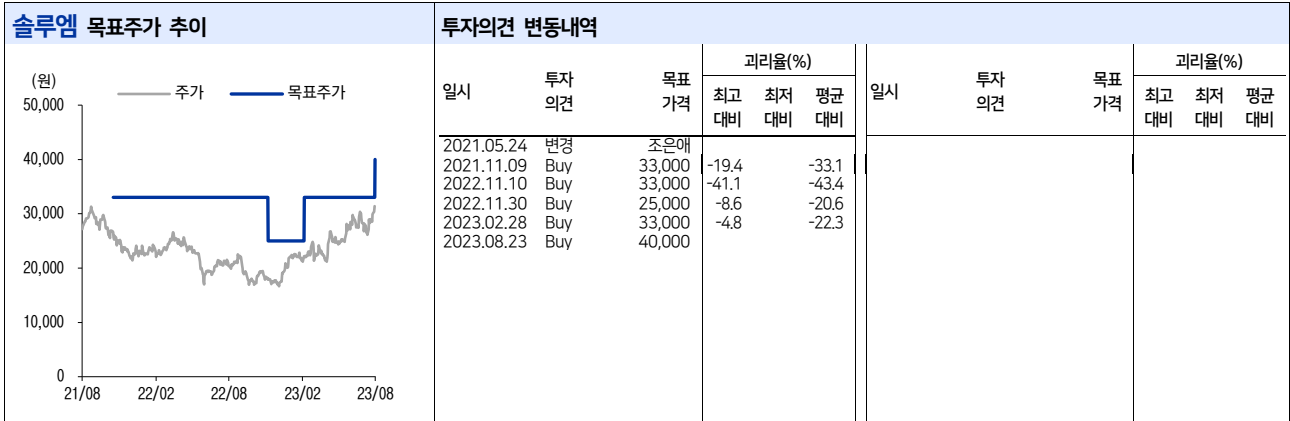
자료: 슬루엠, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	11,533	16,945	20,631	23,707	26,118
매출원가	10,188	14,858	17,870	20,304	22,324
매출총이익	1,345	2,088	2,761	3,403	3,794
판매비 및 관리비	1,080	1,332	1,396	1,590	1,708
영업이익	265	756	1,365	1,813	2,086
(EBITDA)	538	1,126	1,782	2,274	2,509
금융손익	4	-241	-72	-196	-180
이자비용	41	117	228	200	184
관계기업등 투자손익	9	0	0	0	0
기타영업외손익	-21	-14	-17	-30	-49
세전계속사업이익	257	500	1,276	1,587	1,857
계속사업법인세비용	124	46	241	302	353
계속사업이익	133	454	1,035	1,286	1,505
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	133	454	1,035	1,286	1,505
지배주주	133	473	1,040	1,286	1,505
총포괄이익	179	454	1,035	1,286	1,505
매출총이익률 (%)	11.7	12.3	13.4	14.4	14.5
영업이익률 (%)	2.3	4.5	6.6	7.6	8.0
EBITDA 마진률 (%)	4.7	6.6	8.6	9.6	9.6
당기순이익률 (%)	1.2	2.7	5.0	5.4	5.8
ROA (%)	2.3	5.4	10.2	12.1	12.8
ROE (%)	6.9	16.9	30.2	27.8	25.0
ROIC (%)	4.1	13.5	21.0	27.8	31.2

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	84.1	18.4	15.1	12.2	10.4
P/B	4.2	3.0	3.9	3.0	2.3
EV/EBITDA	24.7	10.0	9.5	7.0	5.7
P/CF	16.6	7.5	10.4	9.0	8.1
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	7.1	46.9	21.8	14.9	10.2
영업이익	-53.0	185.1	80.6	32.8	15.0
세전이익	-38.7	94.5	155.1	24.4	17.0
당기순이익	-65.8	241.1	127.8	24.2	17.0
EPS	-75.2	254.5	119.8	23.6	17.0
안정성 (%)					
부채비율	165.0	256.7	151.7	113.1	83.3
유동비율	136.3	126.0	136.0	159.1	192.7
순차입금/자기자본(x)	76.3	87.1	30.3	5.1	-19.4
영업이익/금융비용(x)	6.5	6.5	6.0	9.1	11.3
총차입금 (억원)	2,622	3,672	3,972	3,668	3,288
순차입금 (억원)	2,047	2,526	1,200	267	-1,310
주당지표(원)					
EPS	267	946	2,080	2,571	3,009
BPS	5,360	5,819	7,959	10,530	13,539
CFPS	1,354	2,319	3,006	3,494	3,856
DPS	0	0	0	0	0



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조은애).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.0% 6.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
				100.0%	투자 의견 비율은 2022.7.1 ~ 2023.6.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)