

디스플레이/IT
이익진
 02)739-5932
 ujlee@heungkuksec.co.kr

(248070)

솔루엠

BUY(유지)

놀라운 ESL 성장성

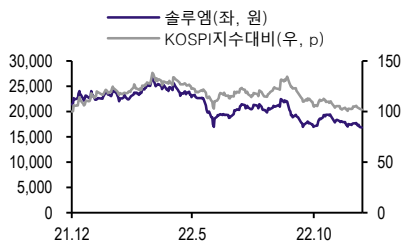
목표주가	26,000원(하향)
현재주가(12/26)	16,850원
상승여력	54.3%
시가총액	843십억원
발행주식수	50,006천주
52주 최고가 / 최저가	26,600 / 16,850원
3개월 일평균거래대금	2십억원
외국인 지분율	10.1%
주요주주	
전성호 (외 16인)	15.4%
국민연금공단 (외 1인)	5.0%
솔루엠우리스주 (외 1인)	2.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.2	-17.2	-9.4	-23.8
상대수익률(KOSPI)	-3.2	-21.5	-7.3	-0.7

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,076	1,153	1,697	2,086
영업이익	56	27	81	113
EBITDA	82	54	118	149
지배주주순이익	39	13	57	81
EPS	1,078	267	1,150	1,624
순차입금	83	205	125	123
PER	-	84.1	14.6	10.4
PBR	-	4.2	2.8	2.2
EV/EBITDA	1.0	24.7	8.2	6.5
배당수익률	-	-	-	-
ROE	43.3	6.9	20.1	23.5
컨센서스 영업이	56	27	80	96
컨센서스 EPS	1,078	267	1,120	1,431

주가지수



3Q22 Review : 매출액 4,674억원, 영업이익 240억원

3분기 매출액은 4,674억원(+5.9% QoQ, +32.8% YoY), 영업이익은 240억원(+19.6% QoQ, +375.4% YoY, OPM 5.1%)을 기록함. 상반기 기록했던 영업이익률(4.3%) 대비 마진이 개선되었음. 이는 FPL 필름과 EPD 모듈 공급 상황이 안정화 되며 원재료비가 감소했으며, 유로결제를 달러로 전환한 것이 주요 원인으로 파악됨. 반면 Power Module은 B2B향 매출이 크게 감소하였으며, 단가 조정의 영향으로 마진이 소폭 감소한 것으로 추정됨. 3in1보드는 올해 채택률이 30%대를 상회하며 부정적인 전방 영업환경 대비 견조한 실적을 달성함.

내년에도 기대되는 ESL 성장

2022년 매출액은 1조 6,972억원(+47.2% YoY), 영업이익은 814억원(+206.8% YoY, OPM 4.8%)을 기록할 것으로 전망됨. ESL 매출은 작년 대비 증가(+85.8% YoY)할 것으로 예상되며, 원재료비 감소와 달러 결제 전환으로 작년대비 영업이익률 개선될 것으로 예상됨. 3in1보드 또한 부정적인 전방 환경 상황 속에서도 고객사 내부 채택률 증가하며 양호한 실적을 기록할 것임.

2023년 매출액은 2조 864억원(+22.9% YoY), 영업이익은 1,130억원(+38.8% YoY, OPM 5.4%)을 기록할 것으로 추정됨. ESL 매출은 대형고객사 추가 확보를 통해 내년에도 높은 매출액 성장률을 보일 것으로 예상됨. 2023년 ESL 매출비중은 32.6%('21년 17.7%, '22년 22.4%)로 증가할 것으로 전망됨. 또한 내년에는 EV 충전기 사업이 본격적으로 진행될 것으로 예상되며, 특히 센서부문에서는 팹리스 역할을 수행하며 초박형 센서를 개발하였는데 내년부터 국내 및 해외 세트사향 매출이 발생할 것으로 추정됨.

투자의견 BUY, 목표주가 26,000원 하향

동사는 올해 FPL 필름의 공급 안정화를 통해 작년 대비 개선된 영업이익률을 시현하였음. 특히 ESL 매출은 내년에도 올해 수준의 YoY 성장률을 달성할 것으로 예상됨. 현재 2023년 예상 P/E는 10.4배 수준인데, 동사의 높은 성장률과 신규사업(2차전지 재사용, 센서, IoT)에서의 추가적인 성장가능성을 고려했을 때 동사의 중장기 성장성은 유효하다고 판단됨.

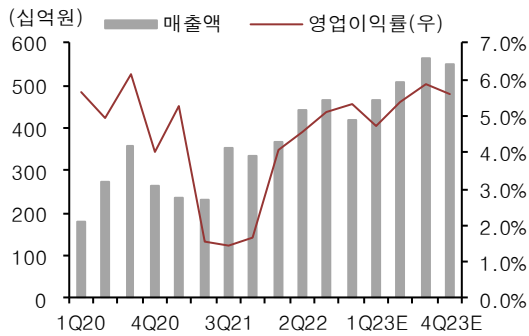
표 1 솔루엠 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	234	233	352	334	369	441	467	420	1,153	1,697	2,086
전자부품	189	179	264	280	306	341	330	292	911	1,270	1,352
ICT	46	55	88	54	62	100	137	127	427	735	915
매출총이익	36	37	27	34	46	53	58	66	134	222	307
매출총이익률	15.4	15.8	7.7	10.3	12.4	12.0	12.4	15.7	11.7	13.1	14.7
영업이익	12	4	5	6	15	20	24	22	27	81	113
영업이익률	5.3	1.5	1.4	1.7	4.1%	4.5	5.1	5.3	2.3	4.8	5.4
당기순이익	12	0	8	-7	10	9	23	14	13	57	81
당기순이익률	4.9	0.1	2.3	-2.0	2.8	2.1	4.9	3.4	1.2	3.3	3.9

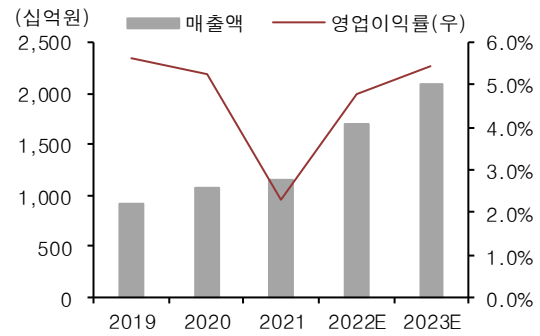
자료: 솔루엠, 흥국증권 리서치센터

그림 1 솔루엠 분기 실적 추이



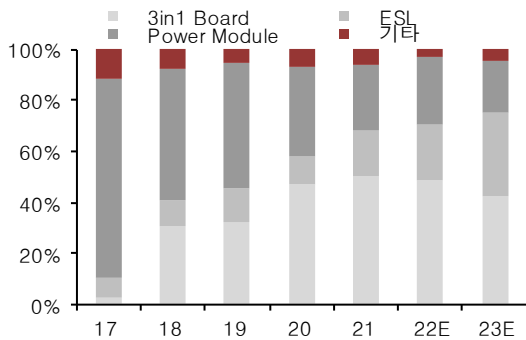
자료: 솔루엠, 흥국증권 리서치센터

그림 2 솔루엠 연간 실적 추이



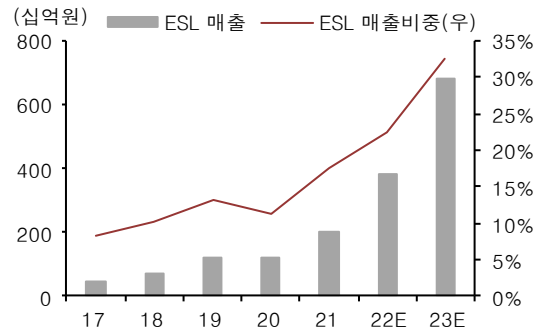
자료: 솔루엠, 흥국증권 리서치센터

그림 3 제품별 매출비중 추이



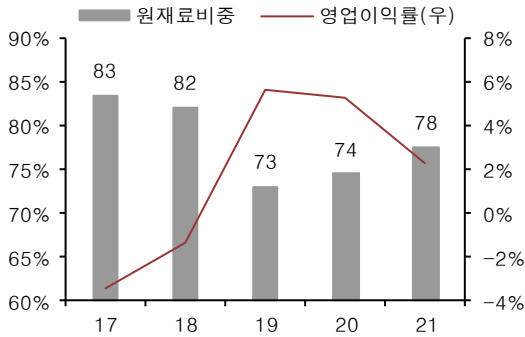
자료: 솔루엠, 흥국증권 리서치센터

그림 4 ESL 매출액 및 비중 추이



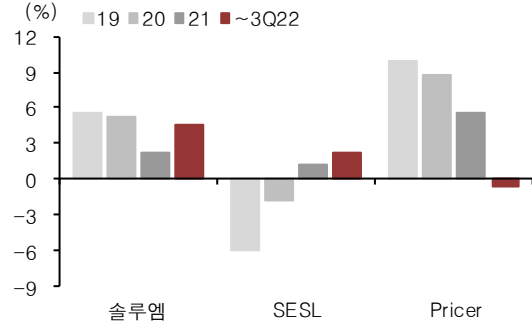
자료: 솔루엠, 흥국증권 리서치센터

그림 5 매출액 대비 원재료비중과 영업이익률 관계



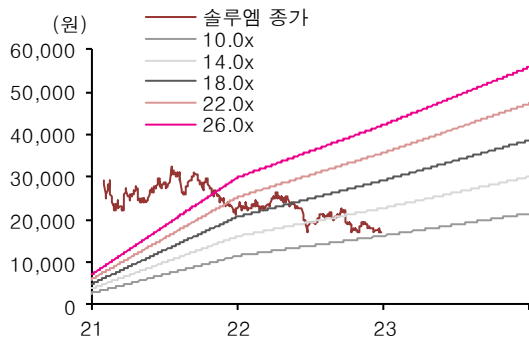
자료: 솔루엠, 흥국증권 리서치센터

그림 6 ESL 경쟁사 영업이익률



자료: 각사, 흥국증권 리서치센터

그림 7 12M Fwd P/E Band



자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

그림 8 12M Fwd P/B Band



자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,076	1,153	1,697	2,086	2,405
증가율 (Y-Y,%)	17.8	7.1	47.2	22.9	15.3
영업이익	56	27	81	113	141
증가율 (Y-Y,%)	10.0	(53.0)	206.9	38.8	24.9
EBITDA	82	54	118	149	177
영업외손익	(14)	(1)	(12)	(12)	(8)
순이자수익	(6)	(4)	(11)	(13)	(10)
외화관련손익	(6)	4	1	0	(1)
지분법손익	0	1	0	0	0
세전계속사업손익	42	26	69	101	133
당기순이익	39	13	57	81	107
지배기업당기순이익	39	13	57	81	107
증가율 (Y-Y,%)	1.1	(65.7)	330.4	41.2	32.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	25.3	17.6	22.9	24.7	27.8
영업이익증가율(3Yr)	-	-	16.6	26.0	74.6
EBITDA증가율(3Yr)	-	64.0	15.8	21.9	48.7
순이익증가율(3Yr)	-	-	13.8	27.7	100.5
영업이익률(%)	5.2	2.3	4.8	5.4	5.9
EBITDA마진(%)	7.7	4.7	7.0	7.2	7.4
순이익률 (%)	3.6	1.2	3.3	3.9	4.5
NOPLAT	52	14	67	91	114
(+) Dep	26	27	37	36	36
(-) 운전자본투자	49	228	(49)	80	50
(-) Capex	49	58	24	31	34
OpFCF	(20)	(245)	129	16	65

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	337	547	846	955	1,063
현금성자산	72	57	313	261	268
매출채권	126	157	203	265	304
재고자산	136	328	322	420	482
비유동자산	117	164	171	168	170
투자자산	29	30	30	31	33
유형자산	77	119	126	121	120
무형자산	11	15	15	15	17
자산총계	454	711	1,017	1,123	1,233
유동부채	321	402	631	655	656
매입채무	176	171	262	342	393
유동성이자부채	139	223	359	303	253
비유동부채	17	41	81	82	84
비유동이자부채	16	39	78	81	82
부채총계	338	443	712	737	739
자본금	20	25	25	25	25
자본잉여금	47	76	76	76	76
이익잉여금	57	170	228	309	416
자본조정	(7)	(4)	(24)	(24)	(24)
자기주식	0	(2)	(11)	(11)	(11)
자본총계	117	268	305	386	493
투하자본	200	473	429	509	561
순차입금	83	205	125	123	67
ROA(%)	9.8	2.3	6.6	7.6	9.1
ROE(%)	43.3	6.9	20.1	23.5	24.4
ROIC(%)	30.8	4.1	14.8	19.4	21.2

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data (원)					
EPS	1,078	267	1,150	1,624	2,149
BPS	2,922	5,360	6,094	7,716	9,862
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	-	84.1	14.6	10.4	7.8
PBR	-	4.2	2.8	2.2	1.7
EV/ EBITDA	1.0	24.7	8.2	6.5	5.1
배당수익율(%)	-	-	-	-	-
PCR	-	16.6	9.8	7.3	5.9
PSR	-	1.0	0.5	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	289.4	165.0	233.5	190.9	149.8
Net debt/Equity	71.0	76.3	40.8	31.8	13.7
Net debt/EBITDA	100.5	380.6	105.4	82.2	38.1
유동비율	105.1	136.3	134.1	145.8	162.1
이자보상배율	8.8	7.2	7.5	8.4	14.5
이자비용/매출액	0.6	0.4	0.7	0.7	0.4
자산구조 (%)					
투하자본	66.4	84.4	55.6	63.5	65.1
현금+투자자산	33.6	15.6	44.4	36.5	34.9
자본구조 (%)					
차입금	57.0	49.4	58.9	49.8	40.5
자기자본	43.0	50.6	41.1	50.2	59.5

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	42	(179)	126	35	93
당기순이익	39	13	57	81	107
자산상각비	26	27	37	36	36
운전자본증감	(46)	(244)	45	(80)	(50)
매출채권감소(증가)	(40)	(22)	(35)	(62)	(39)
재고자산감소(증가)	(57)	(200)	1	(98)	(62)
매입채무증가(감소)	64	(6)	56	80	50
투자현금	(57)	(64)	(22)	(34)	(38)
단기투자자산감소	(0)	1	0	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	1	0	0	0
설비투자	(49)	(58)	(24)	(31)	(34)
유무형자산감소	0	(1)	0	(1)	(2)
재무현금	26	219	97	(54)	(48)
차입금증가	30	108	113	(54)	(48)
자본금증가	0	115	(9)	0	0
배당금	0	0	0	0	0
현금 증감	8	(15)	256	(52)	7
총현금흐름(Gross CF)	91	68	86	116	143
(-) 운전자본증가(감소)	49	228	(49)	80	50
(-) 설비투자	49	58	24	31	34
(+) 자산매각	0	(1)	0	(1)	(2)
Free Cash Flow	(6)	(219)	112	3	57
(-) 기타투자	0	(1)	0	0	0
잉여현금	(6)	(218)	112	3	57

솔루엠 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-11-19	Buy	33,000	(28.4)	(19.4)
2022-04-28	Buy	32,000	(37.2)	(19.8)
2022-09-13	Buy	32,000	(36.1)	(17.5)
2022-12-27	담당자 변경			
2022-12-27	Buy	26,000		

투자 의견 (향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2022년 09월 30일 기준)

Buy (95.5%)	Hold (4.5%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02)739-6286