

(Analyst) 박준서 park.junseo@miraeasset.com

248070 · 전자장비와 기기

솔루엠

대장이 될 상이오

(유지)

매수

목표주가

43,000원

상승여력

55.0%

현재주가(24/2/6)

27,750원

KOSPI	2,576.20	시가총액(십억원)	1,388	발행주식수(백만주)	50	외국인 보유비중(%)	19.7
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

글로벌 ESL 1위 Vusion Group과의 밸류 갭 축소

Vusion Group(SES-imagotag)은 24년 글로벌 ESL 업체들의 평균 P/E, 솔루엠의 24년 P/E 대비 각각 +42%, +185% 할증. 이는 23년 4월 Walmart 대규모 수주와 함께 장기 성장성을 확보했기 때문. 솔루엠의 12MF P/E는 9.3배. 이는 평균 대비 -48%, 1위 업체 대비 -64% 수준에 불과. 이러한 괴리는 1) 블록 버스터 급 수주 계약, 2) M/S 갭 축소로 해소될 전망

북미 시장 공략으로 ESL 성장성 확보

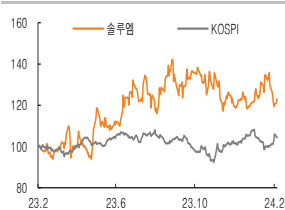
글로벌 ESL 침투율은 현재 10% 미만으로 추정되며, ESL은 선진국에서 높은 인건비를 대체하기 위한 수단으로 부각. ESL 시장은 초기 프랑스 → 향후 미국을 중심으로 빠른 침투율 기반 성장할 것으로 기대

4Q23 Preview: 영업이익 컨센서스 하회 추정

4Q23 매출액 3,273억원(-21.5% YoY), 영업이익 145억원(-12.2% YoY) 전망

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-1.9	6.1	23.3
상대주가	-1.9	7.2	16.7

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,153	1,695	1,959	2,118	2,363
영업이익 (십억원)	27	76	154	188	214
영업이익률 (%)	2.3	4.5	7.9	8.9	9.1
순이익 (십억원)	13	47	128	159	179
EPS (원)	273	946	2,559	3,182	3,576
ROE (%)	6.9	16.9	36.1	32.0	26.8
P/E (배)	82.3	18.4	10.7	8.7	7.8
P/B (배)	4.2	2.8	3.1	2.3	1.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 솔루엠, 미래에셋증권 리서치센터

ESL 대장이 될 상이오

동사는 24년에 글로벌 ESL 1위와의 밸류 갭 축소가 기대된다. Vusion Group(SES-imagotag)은 24년 글로벌 ESL 업체들의 평균 P/E, 솔루엠의 24년 P/E 대비 각각 +42%, +185% 할증됐다. 글로벌 1위 프리미엄과 23년 4월에 Walmart 대규모 수주와 함께 장기 성장성을 확보했기 때문이다. 동사의 12MF P/E는 반면 9.3배이며 평균 대비 -48%, 1위 업체 대비 -64% 수준이다. 이러한 괴리는 해소될 것으로 전망한다. 1) 블록버스터 급 수주 기대, 2) M/S의 갭이 축소될 것으로 추정되기 때문이다.

동사의 블록버스터 급의 계약으로 장기 성장이 가시화될 것으로 전망한다. 동사는 5개의 대규모 건을 포함한 30여 개의 비딩 결과를 앞두고 있다. 대규모 수주 모멘텀 확보 시의 예시로 Vusion Group은 Walmart US의 수주 건으로 장기적인 성장성 확보와 함께 주가는 +34% 성장했다. 이는 500개 이상의 점포에 6,000만 개 이상의 ESL이 설치될 것으로 전망되기 때문이다. 동사 또한 대규모 수주 체결로 추가적인 성장성이 확보될 것으로 기대된다.

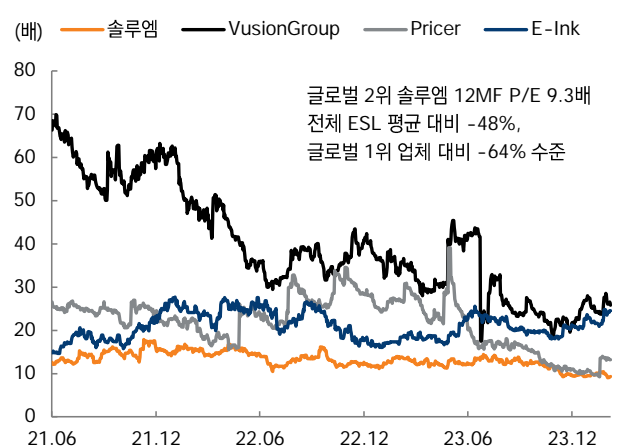
24년 동사는 1위와의 M/S 갭을 축소할 것으로 전망한다. 동사의 23년 기준 M/S는 30%로 추정되며 글로벌 2위이다. 갭 축소의 근거는 2021년부터 동사의 수주 잔고는 1위로 글로벌 경쟁사 대비 높은 수준으로 유지되고 있기 때문이다. 3Q23 기준 동사의 수주 잔고는 1.6조원으로 추정되며 지속적인 M/S의 확장이 기대된다. <그림4 참조>

그림 1. 글로벌 ESL 1위 업체 Vusion Group 주가 추이



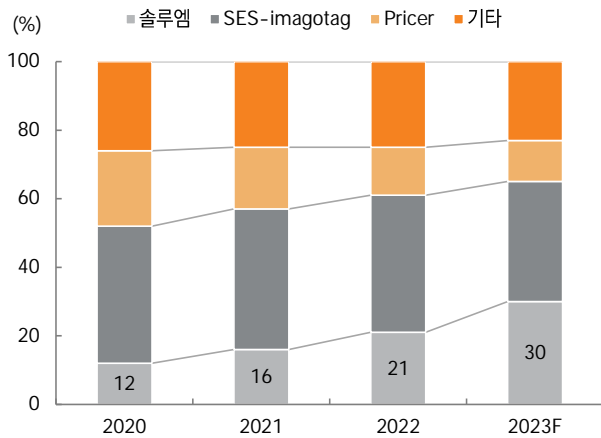
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 주요 ESL 업체 12MF P/E 추이



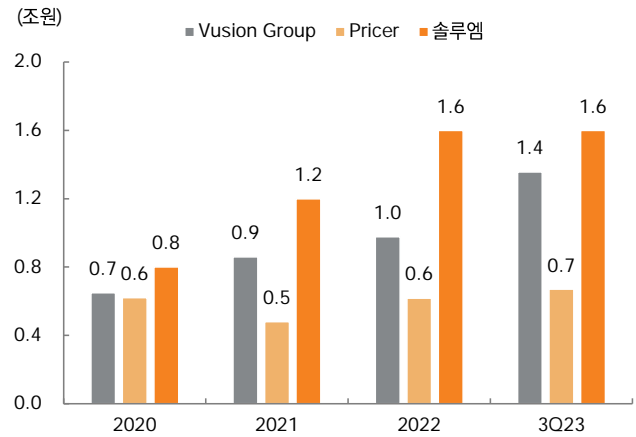
자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 솔루엠의 지속적인 글로벌 M/S 상승 기대



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

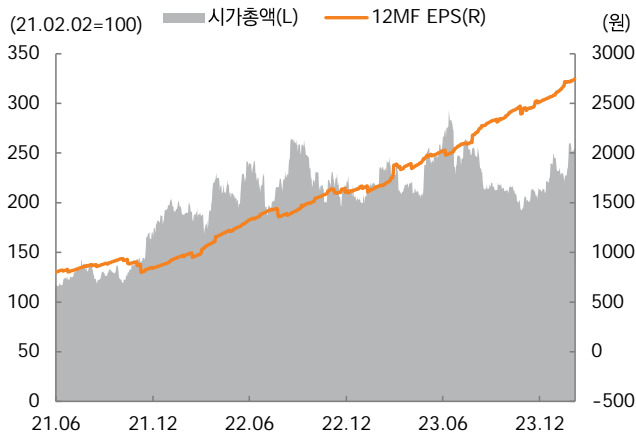
그림 4. 글로벌 주요 ESL 업체 수주 잔고 추이



주: 1SER=125.5, 1EUR=1427.89

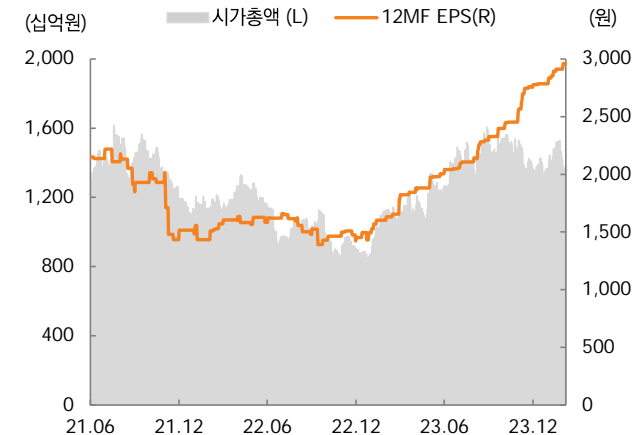
자료: Vusion Group, Pricer, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 ESL 업체 시가총액-EPS 추이



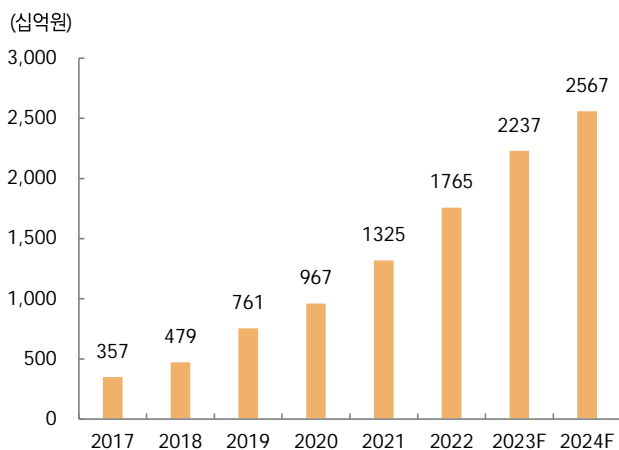
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 솔루엠 시가총액-EPS 추이



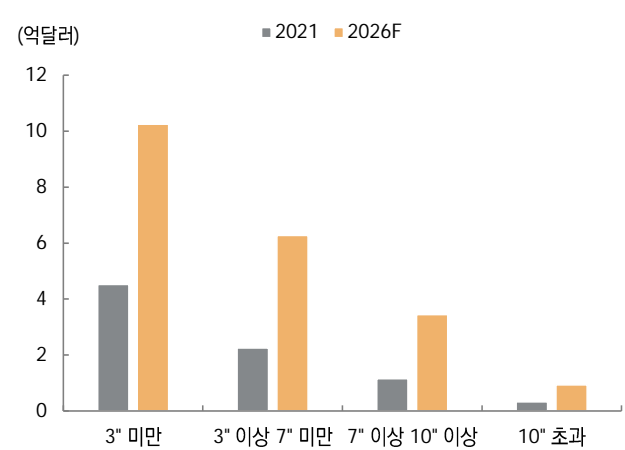
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. ESL 시장 전망



자료: 솔루엠, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. ESL 시장 디스플레이 크기별 전망



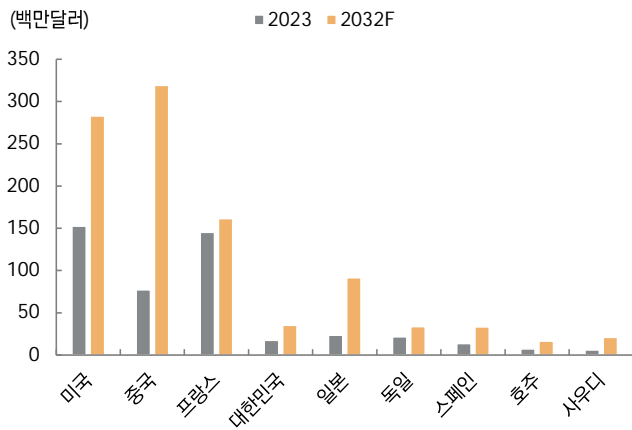
자료: MarketsandMarkets, 미래에셋증권 리서치센터

북미 시장 공략으로 성장성 확보

ESL의 성장성은 확고하다. 글로벌 ESL 침투율은 현재 10% 미만으로 추정되고 높은 인건비를 대체하기 위한 수단으로 선진국에서 부각되고 있기 때문이다. ESL 초기 시장은 프랑스 위주의 성장이 이루어졌으나 향후 ESL 시장은 미국을 중심으로 커질 것으로 전망한다. 따라서 동사의 북미 시장 공략이 향후 성장 동력이 될 것이다. 미국은 높은 인건비 대체로 ESL의 빠른 침투율이 예상되고 소비 패턴이 대형 마트 위주로 형성되어 있어서 ESL 침투율이 가파르게 일어날 것으로 전망한다.

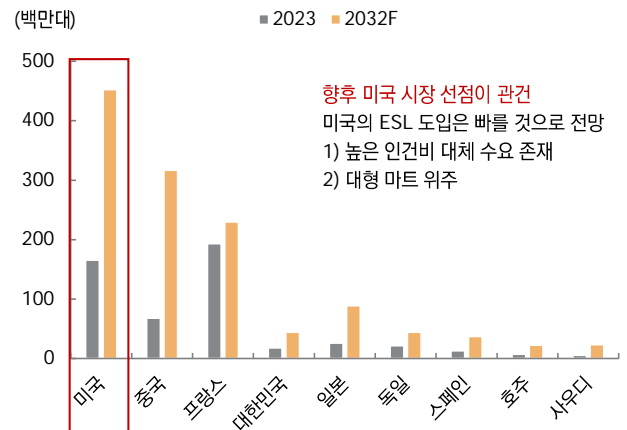
동사의 매출액 비중은 23년 북미 10% → 24년 20%까지 성장할 것으로 추정하며 향후 지속적인 M/S를 늘려갈 것으로 판단한다. 동사는 올해 1분기 멕시코에 공장 증설을 완료했다. 멕시코 공장에서는 파워 모듈과 함께 ESL 생산 거점으로 북미 시장 공략을 위한 전초기지 역할을 할 것이다.

그림 9. 주요국 ESL 시장 규모 전망(금액 기준)



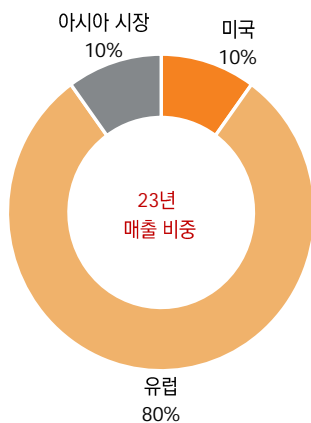
자료: Gartner, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 주요국 ESL 시장 규모 전망(설치 대수 기준)



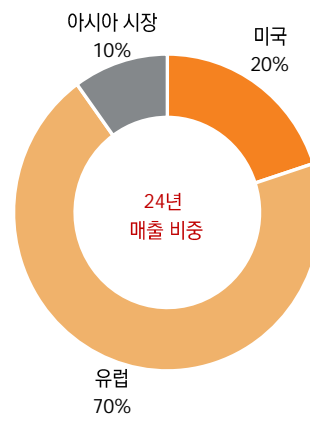
자료: Gartner, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 2023년 매출액 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 12. 2024년 매출액 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 1. 글로벌 ESL 업체 실적 관련 지표

(십억원, %)

	회사명	시가총액	매출액			YoY		영업이익			YoY		순이익			YoY	
			22	23F	24F	23F	24F	22	23F	24F	23F	24F	22	23F	24F	23F	24F
한국	솔루엠	1,388	1,695	2,050	2,286	21.0	11.5	76	161	192	112.7	19.5	47	126	143	166.8	13.6
	Vusion	3,039	843	1,169	1,504	38.6	28.7	43	98	164	127.2	68.2	26	127	114	392.5	-10.0
해외	Pricer	144	290	330	369	14.0	11.6	3	-7	-4	-	적지	1	-9	10	-	흑전
	E-ink	10,504	1,303	1,168	1,398	-10.4	19.7	399	309	420	-22.4	35.7	430	348	419	-19.1	20.6
평균		1,388	1,695	2,050	2,286	21.0	11.5	76	161	192	112.7	19.5	47	126	143	166.8	13.6

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 글로벌 업체 밸류에이션 관련 지표

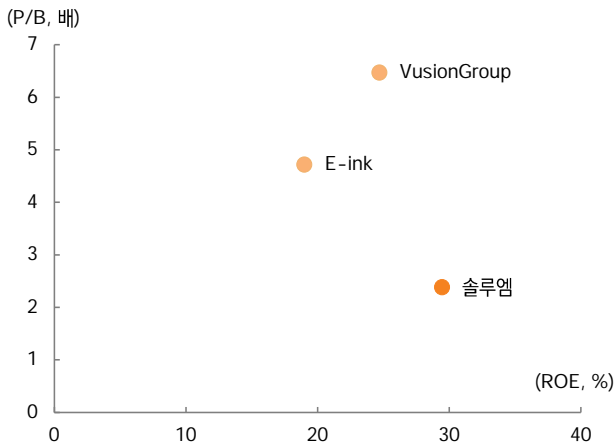
(%, 배)

	회사명	주가상승률			P/E			P/B			ROE			EPS(원, USD)			EV/EBITDA		
		1M	3M	YTD	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
한국	솔루엠	-1.9	-5.0	23.3	29.6	10.7	9.5	4.7	3.2	2.4	16.9	35.8	29.5	954.0	2525.0	2867.0	13.2	8.0	6.4
	Vusion	6.9	25.8	9.9	112.5	47.7	27.1	10.8	8.4	6.5	10.0	18.3	24.7	1.2	4.8	4.8	43.7	22.4	14.9
해외	Pricer	-3.6	-4.0	-56.2	197.2	-	14.0	1.2	1.2	1.1	0.6	-8.6	8.3	0.0	-0.4	0.5	24.1	21.1	5.6
	E-ink	14.5	25.4	13.3	24.5	30.5	25.3	5.7	5.3	4.7	25.1	17.4	19.0	8.7	7.1	8.4	21.7	26.9	20.7
평균					91.0	29.7	19.0	5.6	4.5	3.7	13.2	15.7	20.4				25.7	19.6	11.9

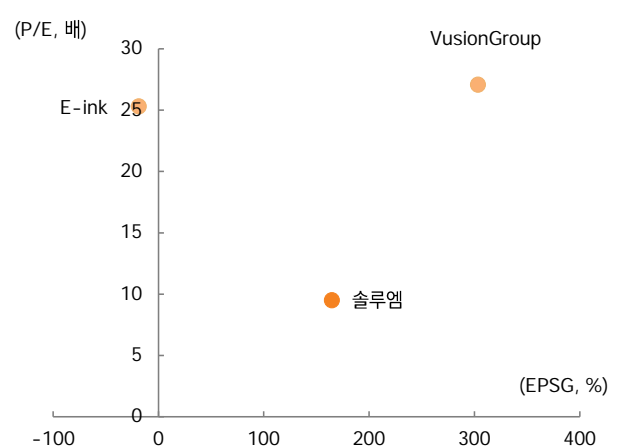
자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 24년 ESL 업체 P/B-ROE

그림 14. 24년 ESL 업체 P/E-EPG



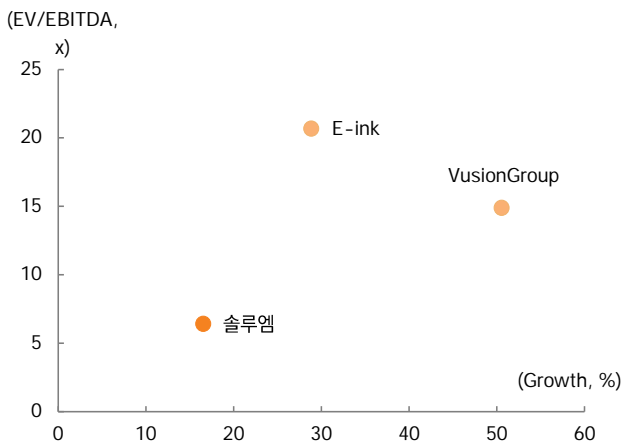
자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 24년 ESL 업체 EV/EBITDA-EBITDAG

그림 16. 글로벌 ESL 업체 상대 주가 추이



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

4분기 프리뷰: 일회성 비용 반영

동사의 4Q23 영업이익은 145억원으로 컨센서스 대비 -33% 하회할 것으로 전망한다. 1) 연말 임직원 성과 보상 집행, 2) 일부 충당금 발생이 추정되기 때문이다. 당사의 기존 4Q23 영업이익 추정치인 153억원에서 5% 하향 조정했다.

표 3. 솔루엠: 4Q23 Preview

(십억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23F			비교	
			추정치	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	417.0	523.5	327.3	-37.5	-21.5	415.6	-21.2
영업이익	16.6	44.2	14.5	-67.1	-12.2	21.8	-33.2
영업이익률	4.0	8.4	4.4			5.2	
세전이익	1.0	43.6	15.4	-64.7	1504.4	13.5	13.8
지배주주 순이익	4.0	34.5	12.6	-63.4	216.2	18.5	-31.7
지배주주순이익률	1.0	6.6	3.9			4.4	

자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 솔루엠 분기 및 연간 실적 추정표

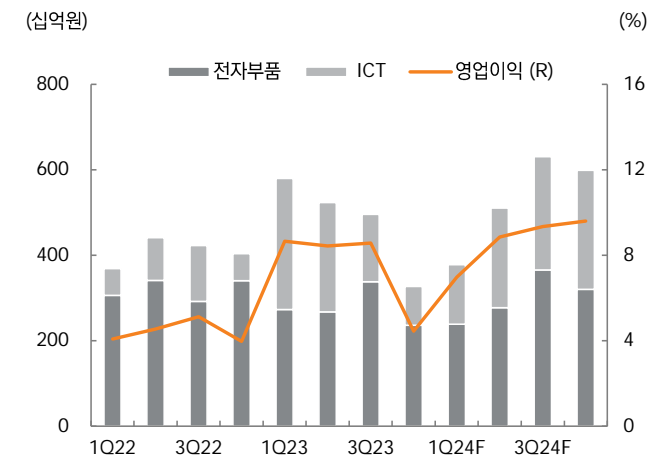
(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F	2025F
매출액	579.6	523.5	529.1	327.3	378.2	510.5	630.8	598.6	1,959.5	2,118.1	2,363.3
QoQ	39.0	-9.7	1.1	-38.1	15.6	35.0	23.6	-5.1			
YoY	57.2	18.6	13.2	-21.5	-34.7	-2.5	19.2	82.9	15.6	8.1	11.6
전자부품	273	268	338	236	238	277	366	320	1,115.3	1,201.3	1,217.3
QoQ	-19.8	-2.0	26.4	-30.2	0.9	16.2	32.0	-12.5			
YoY	-10.9	-21.6	15.9	-30.6	-12.7	3.5	8.1	35.5	-15.3	7.7	1.3
ICT	306	256	158	91	140	233	265	279	811.0	916.8	1,146.0
QoQ	386.7	-16.5	-38.4	-42.2	53.5	67.0	13.6	5.1			
YoY	392.2	155.4	20.3	44.7	-54.4	-8.8	68.1	205.8	114.8	13.0	25.0
연결 영업이익	50.2	44.2	45.4	14.5	26.4	45.2	58.9	57.5	154.3	187.9	214.3
QoQ	203.0	-12.1	2.7	-67.9	81.2	71.4	30.4	-2.4			
YoY	234.1	120.3	89.3	-12.2	-47.5	2.3	29.9	295.1	104.1	21.8	14.0
연결 영업이익률	8.7	8.4	8.6	4.4	7.0	8.9	9.3	9.6	7.9	8.9	9.1
세전이익	53.4	43.6	37.8	15.4	31.1	37.5	61.0	58.1	150.2	187.8	220.5
지배주주 순이익	45.6	34.5	35.2	12.6	26.3	31.6	52.4	48.9	128.0	159.1	178.8
지배주주순이익률	7.9	6.6	6.7	3.9	6.9	6.2	8.3	8.2	6.5	7.5	7.6

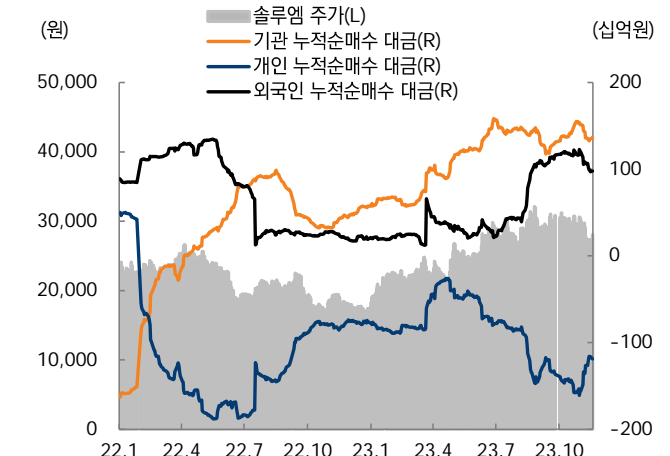
자료: 솔루엠, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 분기별 매출액 및 영업이익률 추이

그림 18. 솔루엠 주가 추이



자료: 솔루엠, 미래에셋증권 리서치센터



자료: 솔루엠, 미래에셋증권 리서치센터

24년 전망: 비딩 결과에 따라 추가적인 성장 여력 존재

24년 동사의 영업이익은 1,879억원(+21.8% YoY)으로 전망한다. 현재 진행되고 있는 대규모 수주의 비딩 결과에 따른 추가적인 상승 여력도 존재한다고 판단한다. 마진도 개선되고 있다. ICT 사업부는 1) ESL 대면적 상품 판매 호조, 2) 맞춤형 ESL 제품 요청으로 영업마진이 개선되고 있다. 전자부품 사업부는 3in1 Board, 어답터와 같은 저부가가치의 제품 비중이 축소되고 파워모듈, 전기차 충전기 등 비중이 증가하면서 전체 믹스마진이 개선되기 때문이다.

목표주가 43,000원 및 매수 의견 유지

목표주가 43,000원 및 매수 의견을 유지한다. 올해 ESL의 고성장과 전자부품 사업부의 믹스 마진 개선으로 지속적인 성장이 전망되기 때문이다. 또한 상반기부터 추가적인 모멘텀 존재하고 글로벌 경쟁사 대비 할인 요인들이 상쇄될 것이다.

표 5. 연간 추정치 변동 사항

(십억원)

	신규			기존			변동률		
	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
매출액	1,959.5	2,118.1	2,363.3	2,090.0	2,199.1	2,369.0	-6.2	-3.7	-0.2
영업이익	154.3	187.9	214.3	155	183	225.5	-0.5	2.7	-5.0
세전이익	150.2	187.8	220.5	147.5	183.9	225.5	1.9	2.1	-2.2
순이익	128.0	159.1	178.8	125.6	138.8	170.2	1.9	14.6	5.1

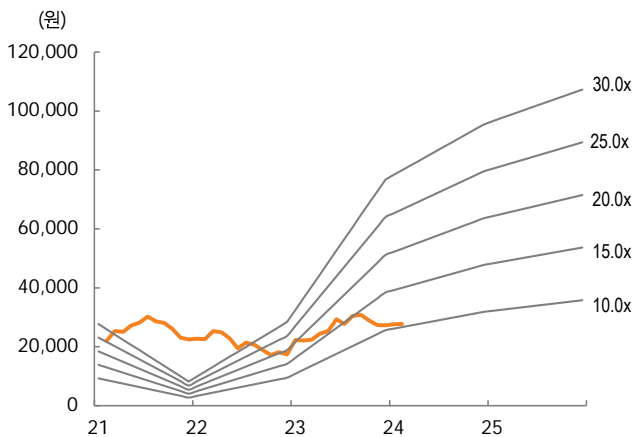
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 부분별 매출 및 영업이익률 변동 추정 근거

	2023년	2024년	비고
전자부품	817.8	690.9	고마진 제품 확장에 따른 저부가 가치 제품 전체 볼륨 감소
파워모듈	297.5	510.4	고객사 확장, B2G 사업 수주, 충전기 판매 호조로 매출 성장
ICT	811.0	916.8	ESL 시장 성장 및 비딩 우위 지속
OPM	7.9	8.9	ESL 면적 확대 및 커스터마이징, 전자부품 → 파워 모듈로 믹스마진 개선

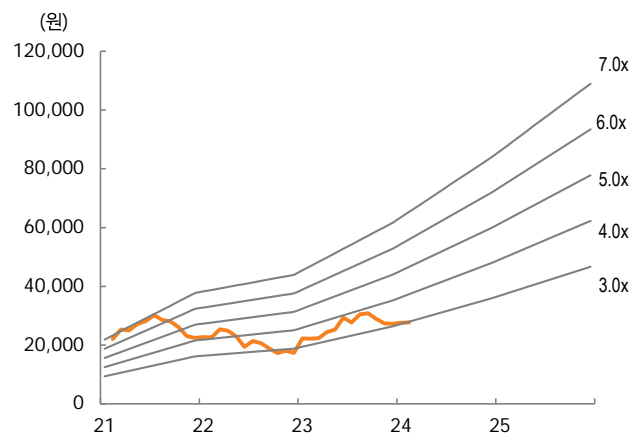
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 솔루엠 12MF P/E 추이



자료: 솔루엠, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 솔루엠 12MF P/B 추이



자료: 솔루엠, 미래에셋증권 리서치센터

솔루엠 (248070)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,695	1,959	2,118	2,363
매출원가	1,486	1,676	1,798	2,005
매출총이익	209	283	320	358
판매비와관리비	133	130	132	144
조정영업이익	76	154	188	214
영업이익	76	154	188	214
비영업손익	-26	-4	0	7
금융손익	-11	-20	-25	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	50	150	188	221
계속사업법인세비용	5	23	29	42
계속사업이익	45	127	159	179
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	45	127	159	179
지배주주	47	128	159	179
비지배주주	-2	-1	0	0
총포괄이익	42	126	159	179
지배주주	44	127	160	180
비지배주주	-2	-1	-1	-1
EBITDA	113	191	225	257
FCF	-4	-26	150	61
EBITDA 마진율 (%)	6.7	9.7	10.6	10.9
영업이익률 (%)	4.5	7.9	8.9	9.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.8	6.5	7.5	7.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	856	943	1,251	1,481
현금 및 현금성자산	107	68	252	311
매출채권 및 기타채권	166	256	307	366
재고자산	567	596	655	760
기타유동자산	16	23	37	44
비유동자산	179	262	272	300
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	134	219	227	254
무형자산	13	15	15	16
자산총계	1,034	1,204	1,523	1,781
유동부채	679	717	845	924
매입채무 및 기타채무	254	266	327	392
단기금융부채	305	357	405	405
기타유동부채	120	94	113	127
비유동부채	65	71	103	104
장기금융부채	62	68	98	98
기타비유동부채	3	3	5	6
부채총계	744	788	948	1,027
지배주주지분	291	418	577	756
자본금	25	25	25	25
자본잉여금	76	76	76	76
이익잉여금	217	345	504	683
비지배주주지분	-1	-2	-2	-2
자본총계	290	416	575	754

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	41	87	195	129
당기순이익	45	127	159	179
비현금수익비용가감	70	115	93	77
유형자산감가상각비	36	36	36	42
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	33	78	56	34
영업활동으로인한자산및부채의변동	-69	-145	-30	-86
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-13	-91	-47	-50
재고자산 감소(증가)	-250	-51	-60	-105
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	116	0	53	64
법인세납부	-7	-13	-29	-42
투자활동으로 인한 현금흐름	-46	-149	-62	-70
유형자산처분(취득)	-45	-112	-45	-68
무형자산감소(증가)	0	-3	-1	-2
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	-7	-14	-6
기타투자활동	0	-27	-2	6
재무활동으로 인한 현금흐름	58	49	51	0
장단기금융부채의 증가(감소)	105	58	78	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-47	-9	-27	0
현금의 증가	54	-39	184	59
기초현금	53	107	68	252
기말현금	107	68	252	311

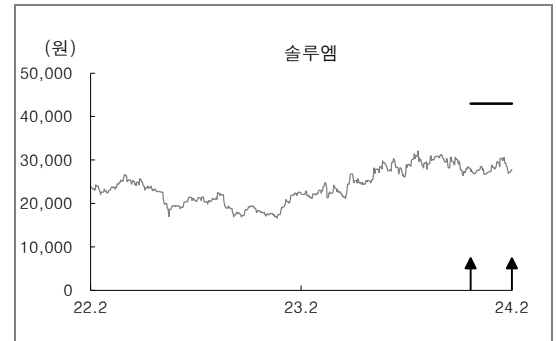
자료: 솔루엠, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	18.4	10.7	8.7	7.8
P/CF (x)	7.5	5.6	5.5	5.4
P/B (x)	2.8	3.1	2.3	1.8
EV/EBITDA (x)	10.0	8.9	7.2	6.0
EPS (원)	946	2,559	3,182	3,576
CFPS (원)	2,319	4,845	5,039	5,110
BPS (원)	6,273	8,809	11,991	15,567
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	46.9	15.6	8.1	11.6
EBITDA증가율 (%)	109.4	69.5	17.8	14.1
조정영업이익증가율 (%)	185.1	103.9	21.9	14.0
EPS증가율 (%)	246.9	170.5	24.3	12.4
매출채권 회전율 (회)	12.4	10.6	8.3	7.8
재고자산 회전율 (회)	3.8	3.4	3.4	3.3
매입채무 회전율 (회)	7.4	6.5	6.2	5.7
ROA (%)	5.2	11.4	11.7	10.8
ROE (%)	16.9	36.1	32.0	26.8
ROIC (%)	13.9	21.5	20.8	20.6
부채비율 (%)	256.7	189.4	164.8	136.2
유동비율 (%)	126.0	131.4	148.1	160.4
순차입금/자기자본 (%)	87.1	82.2	38.8	21.0
조정영업이익/금융비용 (x)	6.5	7.2	7.0	0.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
솔루엠 (248070)				
2023.11.28	매수	43,000	-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.