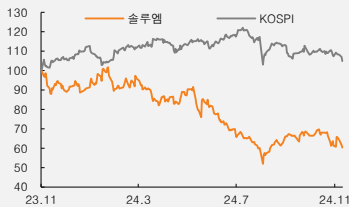


투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 29,000원
현재주가(24/11/12)	18,180원
상승여력	59.5%

영업이익(24F,십억원)	79
Consensus 영업이익(24F,십억원)	91
EPS 성장률(24F,%)	-54.4
MKT EPS 성장률(24F,%)	72.2
P/E(24F,x)	16.6
MKT P/E(24F,x)	10.2
KOSPI	2,482.57
시가총액(십억원)	909
발행주식수(백만주)	50
유동주식비율(%)	80.8
외국인 보유비중(%)	19.7
베타(12M) 일간수익률	-0.09
52주 최저가(원)	15,650
52주 최고가(원)	30,600

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-12.6	-34.0	-34.5
상대주가	-8.6	-27.5	-36.4



[전기/전자부품,배터리 장비]

박준서

park.junseo@miraeasset.com

## 솔루엠

## 마진 개선 확인. 업황 턴어라운드 주목

## 3Q24 리뷰: 마진 개선

3Q24 매출액 4,722억원(-10.8% YoY), 영업이익 270억원(-40.4% YoY, OPM 5.7%)으로 컨센서스에 부합하는 실적을 기록했다. 고객사의 ESL 도입 시기의 지연과 물류비 인상이 낮아진 컨센서스에 부합한 이유이다. 다만, ESL 마진은 1Q24 12.4%, 2Q24 11.0% → 3Q24 14.3%를 기록하면서 개선되고 있다. 물류비 인상을 최소화하고 4컬러 제품 비중 증가(40%↑)로 마진이 지속 개선될 것으로 전망한다.

실적의 V자 반등을 기대한다. 2025년 매출액 1조 8,663억원(+20.8% YoY)과 영업이익 1,325억원(+59.6% YoY)으로 추정한다. 높은 컨센서스 대비 실적은 낮을 것으로 보이나 올해 대비 높은 성장성이 지속될 것으로 기대된다.

수주도 커지고 있다. 동사의 3Q24 rolling 12M 수주 잔고는 1조 9,500억원(-8.0% QoQ, +9.1% YoY)을 기록했다. (Vs. 1Q24 1조 7,500억원, 2Q24 1조 8,500억원). 4Q24부터 5~6개의 대형 수주 건들의 비딩 결과가 순차적으로 나오며 그에 따른 수주 잔고 성장도 지속될 것으로 기대된다.

## 경쟁사들의 코멘트에서 보는 업황

25년 ESL 시장은 가속화 될것으로 보인다. 글로벌 업체들은 1) 확장성과, 2) 가속화되는 성장성을 언급했다. 최근 스포츠 리테일러, 여행, 약국 등 다양한 산업 부문에서 수요가 증가한다고 밝혔다. 또한 자동차, 스마트 화장실 등 여러 제품 군에서의 도입도 늘어나고 있다. E-ink는 전세계 25년 ESL 출하량이 3억대를 넘을 것으로 추정했는데, 근 7년간 10억대 설치와 비교하면 가파른 성장세이다. [표4 참고]

## 매수 의견 유지하나 목표주가 29,000원으로 하향 조정

목표 주가를 기존 38,000원에서 29,000원으로 하향 조정한다. 24년 BPS 11,524원 → 9,695원으로 하향 조정했고 Target P/B는 최근 1년 평균 P/B로 산출했다. 최근 1년 평균 P/B인 3배를 적용했다. 현재 동사의 25년 P/E는 8.8배로 글로벌 평균 18.1배 대비 -48.6% 낮은 위치이다. 최근 글로벌 ESL 업체들의 YTD 수익률은 솔루엠 -35%, Vusion +34%, E-ink +67%, Pricer +67%으로 동사의 이례적인 주가가 지속되고 있는 상황이다. 업황 반등에 따른 글로벌 피어 키밋추기로 솔루엠 비중 확대를 권고한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,695	1,951	1,546	1,866	2,165
영업이익 (십억원)	76	155	79	125	159
영업이익률 (%)	4.5	7.9	5.1	6.7	7.3
순이익 (십억원)	47	120	55	104	135
EPS (원)	946	2,407	1,098	2,077	2,699
ROE (%)	16.9	34.8	12.7	20.2	21.3
P/E (배)	18.4	11.3	16.6	8.8	6.7
P/B (배)	2.8	3.2	1.9	1.5	1.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 솔루엠, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 3Q24 리뷰 실적

(십억원, %, %p)

	3Q23	2Q24	3Q24			컨센서스	
			실제	QoQ	YoY	수치	차이
매출액	529.1	393.9	472.2	19.9	-10.8	472.7	-0.1
영업이익	45.3	20.6	27.0	31.2	-40.4	27.3	-1.1
영업이익률	8.6	5.2	5.7	0.5	-33.7	5.8	-0.1
세전이익	37.8	21.9	27.4	25.3	-27.5	25.9	6.1
지배주주 순이익	35.2	15.5	19.9	28.3	-43.5	18.8	6.0
지배주주순이익률	6.7	3.9	4.2	0.3	-37.3	4.0	0.2

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 당사 실적 추정치 및 컨센서스 비교표

(십억원, %, %p)

	미래에셋 추정치		컨센서스		차이		비고
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	1,544.6	1,866.3	1,628.1	2,005.5	-5.1	-6.9	회복의 방향성은 맞으나 과거 추정치 대비 속도는 늦을 것으로 전망
영업이익	83.0	132.5	90.9	145.4	-8.6	-8.9	
영업이익률	5.4	7.1	5.6	7.2	-0.2	-0.2	
세전이익	83.2	134.5	83.8	137.2	-0.7	-2.0	
지배주주 순이익	57.7	110.2	65.6	110.0	-11.9	0.2	

자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 솔루엠 분기 및 연간 실적 추정표

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	579.6	523.5	529.1	318.9	384.8	393.9	472.2	293.7	1,951.1	1,544.6	1,866.3
QoQ	39.0	-9.7	1.1	-39.7	20.7	2.4	19.9	-37.8			
YoY	57.2	18.6	13.2	-23.5	-33.6	-24.7	-10.8	-7.9	15.1	-20.8	20.8
전자부품	273	268	338	248	272	298	339	211	1,127.3	1,120.0	1,220.7
QoQ	-19.8	-2.0	26.4	-26.6	9.1	9.7	13.9	-37.7			
YoY	-10.9	-21.6	15.9	-27.1	-0.6	11.3	0.5	-15.2	-14.4	-0.7	9.0
ICT	306	256	158	104	113	96	133	82	823.8	424.7	645.5
QoQ	386.7	-16.5	-38.4	-34.1	25.9	-15.2	38.5	-38.0			
YoY	392.2	155.4	20.3	65.0	-63.0	-62.5	-22.5	-8.4	118.2	-48.4	52.0
연결 영업이익	50.2	44.2	45.3	14.9	20.3	20.6	27.0	15.2	154.5	83.0	132.5
QoQ	203.0	-12.1	2.5	-67.1	36.4	1.4	31.2	-43.7			
YoY	234.1	120.3	88.9	-10.3	-59.6	-53.4	-40.4	2.0	104.4	-46.3	59.6
연결 영업이익률	8.7	8.4	8.6	4.7	5.3	5.2	5.7	5.2	7.9	5.4	7.1
세전이익	53.4	43.6	37.8	8.1	18.5	21.9	27.4	15.3	142.9	83.2	134.5
지배주주 순이익	45.6	34.5	35.2	5.0	12.0	15.5	19.9	10.3	120.4	57.7	110.2
지배주주 순이익률	7.9	6.6	6.7	1.6	3.1	3.9	4.2	3.5	6.2	3.7	5.9

자료: 솔루엠, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 솔루엠 목표주가 산출

항목	2024F	비고
BPS (원)	9,695	실적 하향 조정으로 24F BPS 11,524원 → 9,695원으로 조정
적정배수 (배)	3.0	최근 1년 평균 P/B
적정가치 (원)	29,085	
적정주가(원)	29,000	
현재주가(원)	18,180	11월 12일 종가 기준
상승여력	59.5%	

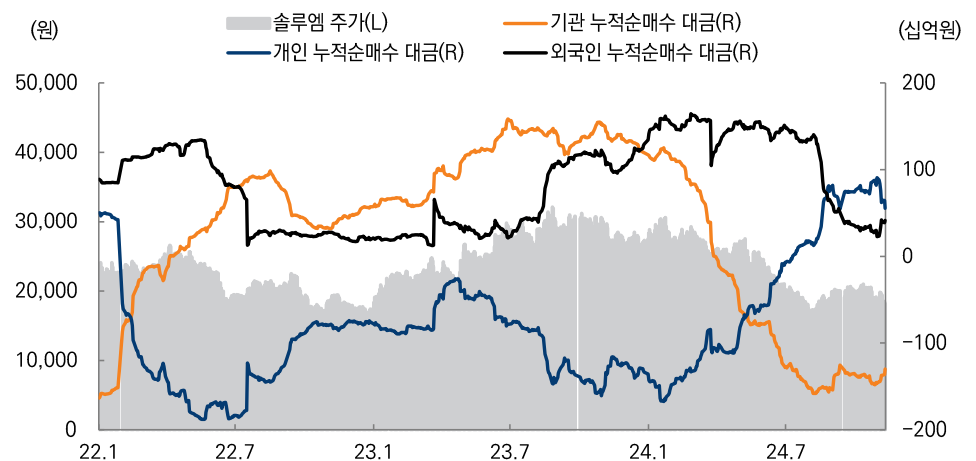
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 글로벌 ESL 업체 산업 코멘트

	최근 업황 코멘트
Vusion Group	- 4Q24 수주 견조하고 2025년 전개 속도 가속화 - (확장성) 스포츠 리테일러, 여행, 약국에서 ESL 도입이 빠르게 성장하고 있음
E-ink	- 가변 컬러 전자 종이는 상용화가 임박했으며, 대형 광고판은 2025년까지 급성장할 것으로 예상 (가변 컬러 전자 종이는 자동차, 스마트 화장실, 로봇, 노트북, 스마트폰, 핸드백 등에 적용) - 최근 대규모 소매업체의 도입이 가속화되면서 시장은 급속한 확장기에 접어들 - (성장성) 2025년 ESL 출하량이 3억대를 넘어설 것으로 예상(7년간 전세계 10억대 설치)
Pricer	- (보급률) 리테일러 보급률은 현재 기준 10% - 최근 영국 1티어, 2티어 리테일러 대부분이 ESL 검토하거나 계획 중 - 4컬러 중심으로 뉴질랜드, 호주에서도 도입. 북미와 영국 시장에 미래 성장 가능성 큼

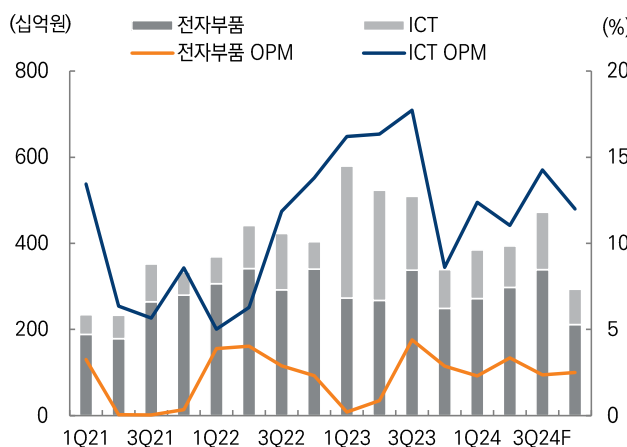
자료: Vusion, Pricer, E-ink, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 솔루엠 주가 및 투자자 비중 추이



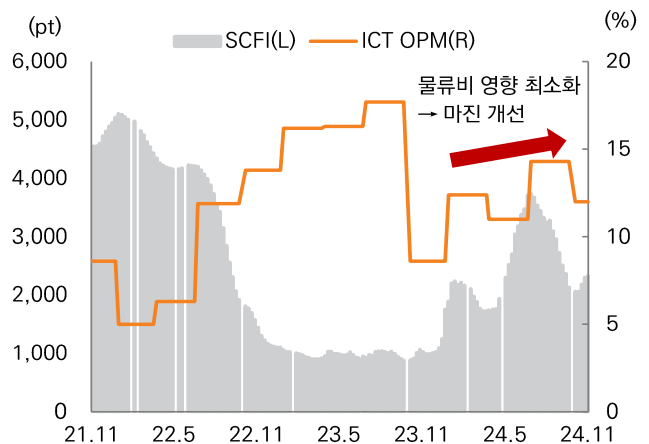
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 솔루엠 사업부별 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 물류 영향을 줄이면서 ICT(ESL) 마진 개선세 지속



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 글로벌 ESL 업체 실적 관련 지표

(십억원, %)

	회사명	시가총액	매출액			YoY		영업이익			YoY		순이익			YoY	
			23	24F	25F	24F	25F	23	24F	25F	24F	25F	23	24F	25F	24F	25F
한국	솔루엠	909	1,951	1,628	2,006	-16.6	23.2	155	91	145	-41.2	60.0	120	65	110	-46.1	69.0
	Vusion	3,203	867	1,109	1,464	27.8	32.0	56	81	147	45.9	81.0	86	55	93	-36.2	68.1
해외	Pricer	249	253	253	295	-0.1	16.7	1	18	20	1,172.6	12.2	-5	13	14	흑전	10.1
	E-ink	14,400	870	1,002	1,339	15.2	33.6	234	243	415	3.9	71.1	271	271	395	-0.2	45.8
평균		-	985	998	1,276	6.6	26.4	111	108	182	295.3	56.1	118	101	153	(27.5)	48.3

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 글로벌 업체 밸류에이션 관련 지표

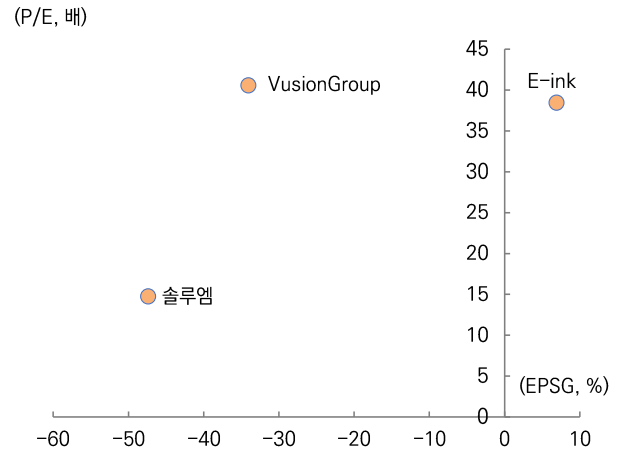
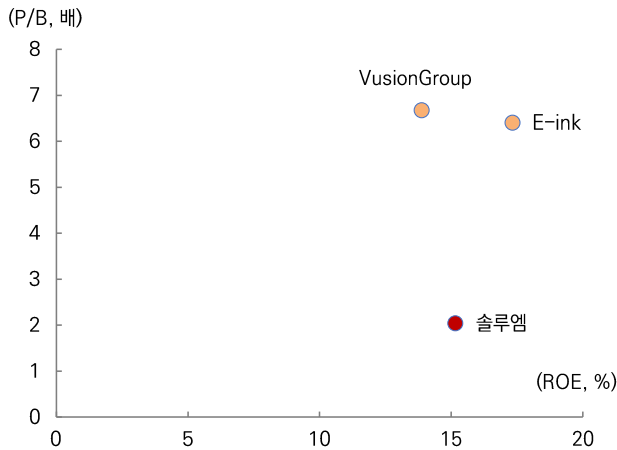
(%, 배)

	회사명	주가상승률			P/E			P/B			ROE			EPS(원, USD)			EV/EBITDA		
		1M	3M	YTD	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F
한국	솔루엠	-12.6	4.1	-34.5	7.4	14.8	8.8	2.2	2.0	1.7	34.8	15.2	21.5	2,464	1,297	2,192	7.4	7.9	5.2
	Vusion	-5.1	-0.4	33.7	-	40.6	25.2	8.2	6.7	5.2	-13.0	13.9	20.5	5.4	3.6	5.8	24.4	24.6	14.1
해외	Pricer	13.3	3.0	67.3	-	13.8	12.6	1.8	1.8	1.5	10.1	13.6	13.0	-0.0	0.1	0.1	8.7	9.9	8.0
	E-ink	-6.1	2.8	67.1	50.4	38.5	26.2	6.1	6.4	5.8	16.9	17.3	23.8	0.2	0.2	0.3	-	43.0	24.2
평균		-	-	-	28.9	26.9	18.2	4.6	4.2	3.6	12.2	15.0	19.7	-	-	-	13.5	21.3	12.9

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 24년 ESL 업체 P/B-ROE

그림 5. 24년 ESL 업체 P/E-EPG

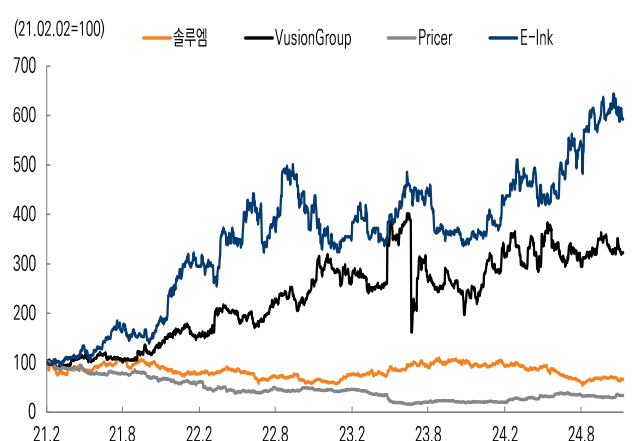
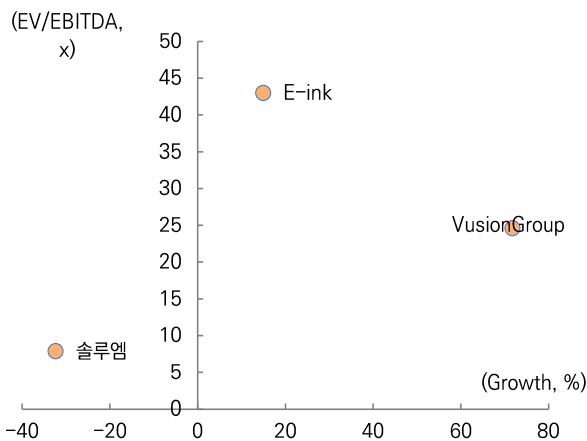


\*\*자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 24년 ESL 업체 EV/EBITDA-EBITDAG

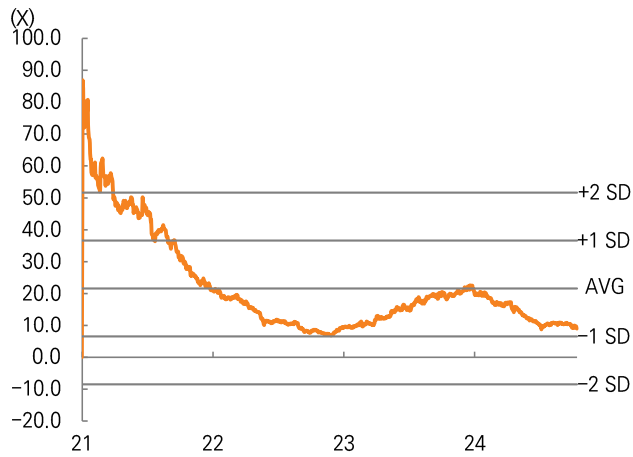
그림 7. 글로벌 ESL 업체 상대 주가 추이



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 솔루엠 P/E 변동 추이



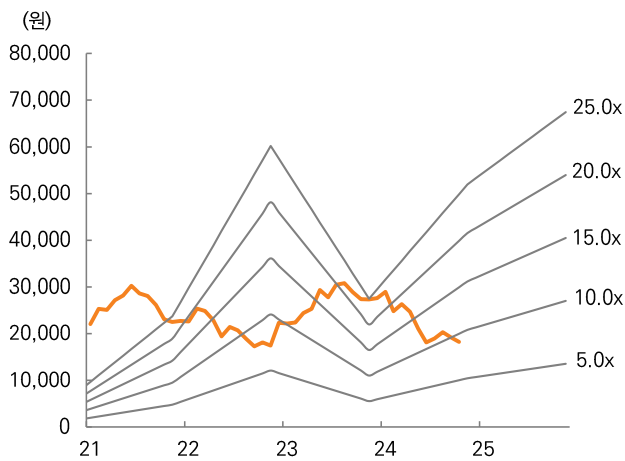
주: 컨센서스 데이터  
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 솔루엠 P/B 변동 추이



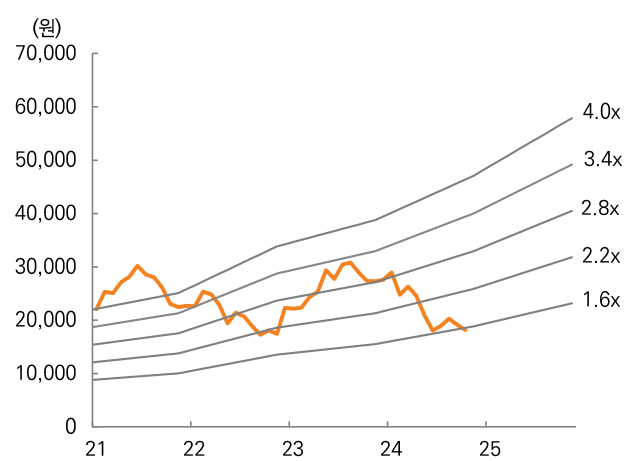
주: 컨센서스 데이터  
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 솔루엠 12MF P/E 추이



자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 솔루엠 12MF P/B 추이



자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

## 솔루엠 (248070)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,951	1,546	1,866	2,165
매출원가	1,637	1,302	1,592	1,834
매출총이익	314	244	274	331
판매비와관리비	160	165	150	172
조정영업이익	155	79	125	159
영업이익	155	79	125	159
비영업손익	-12	0	2	5
금융손익	-19	-7	-7	-5
관계기업등 투자손익	0	-1	0	0
세전계속사업손익	143	79	127	164
계속사업법인세비용	24	25	25	32
계속사업이익	119	54	101	132
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	119	54	101	132
지배주주	120	55	104	135
비지배주주	-1	-1	-2	-3
총포괄이익	108	60	101	132
지배주주	109	62	104	135
비지배주주	-1	-2	-3	-3
EBITDA	193	122	162	205
FCF	213	-29	57	101
EBITDA 마진율 (%)	9.9	7.9	8.7	9.5
영업이익률 (%)	7.9	5.1	6.7	7.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.2	3.6	5.6	6.2

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	653	721	912	1,123
현금 및 현금성자산	132	66	124	209
매출채권 및 기타채권	125	167	201	233
재고자산	268	322	388	450
기타유동자산	128	166	199	231
비유동자산	286	306	299	278
관계기업투자등	13	12	14	17
유형자산	227	246	237	214
무형자산	13	13	12	12
자산총계	939	1,026	1,211	1,402
유동부채	505	509	587	635
매입채무 및 기타채무	141	158	191	221
단기금융부채	320	302	337	348
기타유동부채	44	49	59	66
비유동부채	34	57	63	73
장기금융부채	30	54	59	69
기타비유동부채	4	3	4	4
부채총계	539	566	650	708
지배주주지분	400	462	566	701
자본금	25	25	25	25
자본잉여금	76	76	76	76
이익잉여금	337	392	496	631
비지배주주지분	0	-2	-4	-7
자본총계	400	460	562	694

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	337	31	85	123
당기순이익	119	54	101	132
비현금수익비용가감	114	66	59	71
유형자산감가상각비	38	42	37	45
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	75	23	21	25
영업활동으로인한자산및부채의변동	113	-69	-58	-58
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	34	-37	-29	-27
재고자산 감소(증가)	275	-55	-67	-62
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-120	11	30	28
법인세납부	-13	-27	-25	-32
투자활동으로 인한 현금흐름	-277	-95	-50	-41
유형자산처분(취득)	-123	-59	-28	-22
무형자산감소(증가)	-1	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-115	-36	-33	-31
기타투자활동	-38	1	11	12
재무활동으로 인한 현금흐름	-43	-20	25	6
장단기금융부채의 증가(감소)	-17	6	40	21
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-26	-26	-15	-15
현금의 증가	25	-66	58	85
기초현금	107	132	66	124
기말현금	132	66	124	209

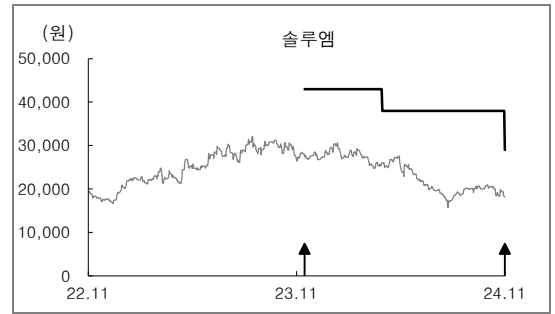
자료: 솔루엠, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	11.3	16.6	8.8	6.7
P/CF (x)	5.9	7.6	5.7	4.5
P/B (x)	3.2	1.9	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	7.6	8.5	6.1	4.3
EPS (원)	2,407	1,098	2,077	2,699
CFPS (원)	4,660	2,382	3,208	4,050
BPS (원)	8,457	9,695	11,772	14,471
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 (%)	15.1	-20.8	20.7	16.0
EBITDA증가율 (%)	71.4	-36.7	32.8	26.1
조정영업이익증가율 (%)	104.4	-49.0	58.3	27.7
EPS증가율 (%)	154.4	-54.4	89.1	29.9
매출채권 회전율 (회)	16.5	12.9	12.1	11.9
재고자산 회전율 (회)	4.7	5.2	5.3	5.2
매입채무 회전율 (회)	8.5	9.4	9.9	9.7
ROA (%)	12.1	5.5	9.1	10.1
ROE (%)	34.8	12.7	20.2	21.3
ROIC (%)	25.8	10.9	17.0	20.4
부채비율 (%)	134.7	122.9	115.6	102.1
유동비율 (%)	129.3	141.5	155.4	176.9
순차입금/자기자본 (%)	24.0	28.4	14.3	-2.0
조정영업이익/금융비용 (x)	6.8	5.7	8.5	10.0

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
솔루엠 (248070)				
2024.11.13	매수	29,000	-	-
2024.04.12	매수	38,000	-44.28	-27.50
2023.11.28	매수	43,000	-35.87	-28.84



\* 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(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

\* 2024년 09월 30일 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.