

# 솔루엠 (248070)

## 2024년을 주목해야 하는 세가지 이유

### ESL 시장 확대

ESL 시장 성장에 따른 수혜가 기대된다. 1)적용처 확대되고 있다. 리테일 유통 기업 위주에서 최근에는 의료, 의류, 공장(스마트팩토리) 등 다양한 영역으로 확대되고 있다. 2)적용국가도 확대되고 있다. 시장 초기에는 유럽에서 인건비 절감 목적으로 시작되었다. 최근에는 북미, 아시아, 남미 등 다양한 지역으로 확대되고 있다. 3)자동화 트렌드이다. 효율적인 공간관리를 위해 다양한 방법들이 모색되고 있으며, 그 중 하나로 ESL이 선택되고 있다.

### 비교우위 ESL

ESL내 경쟁사 대비 비교우위의 강점들을 보유하고 있다. 첫째, 설계부터 생산까지 ESL 관련 모든 Supply Chain을 보유하고 있다. 고객사별 맞춤 서비스 제공에 유리하다. 둘째, 프 로토콜 자체 제작을 통해 경쟁사 대비 10배 이상의 빠른 속도로 구현이 가능하며, 수명에서도 비교우위를 보이고 있다. 셋째, 전문 디자인팀을 통해 다양한 고객환경 및 요구사항에 맞는 디자인을 제공할 수 있다.

### 2024년을 주목해야 하는 이유

첫째, ESL이 기존 본업(파워모듈 등)을 상회하는 첫번째 해가 될 것으로 기대된다. 2024년 에도 신규거래처 확보와 더불어 의류/의료 등 신규 산업으로 확장 기대된다. 둘째, 기존 주 력사업들의 사업 재편을 통해 이익률 개선이 기대된다. 파워모듈은 고부가가치 제품으로의 사업 개편, 3in1 Board는 글로벌 TV 업체로 진출할 예정이다. 셋째, 신규사업들의 초도 매 출이 확인되는 해이다. EV충전기 파워모듈은 국내외 인증을 취득한 상황으로 연내 초도 매 출이 시현되며, 근접센서 제품 역시 기 출시된 상황으로 초도 매출이 기대된다. 매출성장과 더불어 밸류에이션 상향 요인들로 작용될 것으로 기대된다.



권명준 스몰캡  
rmyoungchun.kwon@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가 -원 (I)

현재주가 (4/18) 25,300원

상승여력 -

시가총액	12,651억원
총발행주식수	50,005,551주
60일 평균 거래대금	102억원
60일 평균 거래량	370,699주
52주 고/저	32,100원 / 21,200원
외인지분율	21.51%
배당수익률	0.00%
주요주주	전성호 외 19 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.5)	(16.5)	13.7
상대	(4.7)	(22.7)	11.0
절대 (달러환산)	(9.1)	(18.5)	9.2

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	10,765	11,533	16,945	19,511
영업이익	564	265	756	1,545
지배순이익	389	133	473	1,204
PER	0.0	96.7	22.4	10.8
PBR	0.0	4.9	3.6	3.2
EV/EBITDA	1.0	28.1	11.6	7.2
ROE	43.3	6.9	16.9	34.8

자료: 유안타증권

## 2024년을 주목해야 하는 세가지 이유

### 사업개요

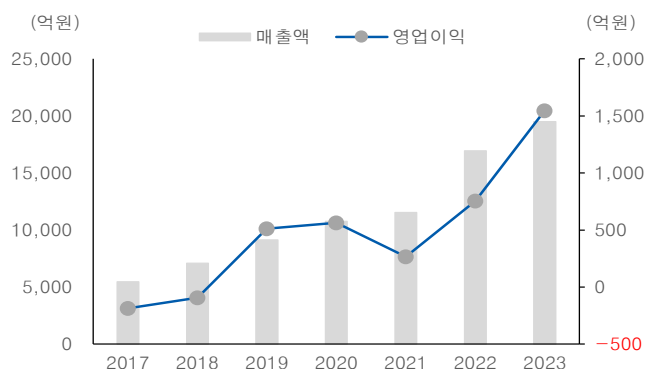
솔루엠은 파워모듈, 3in1보드 등을 생산/판매하는 전자부품 사업부와 ESL, IoT 등을 생산/판매하는 ICT 사업부로 구성되어 있다.

동사는 꾸준한 매출 성장세를 보이고 있다. 2019년 9,136억원에서 2023년 1.95조원으로 지난 5년간(2019~2023년) 연평균 20.9% 성장중이다.

사업부로 매출을 break down해보면 파워모듈은 2019년 7,460억원에서 2023년 1조 993억원으로 연평균 10.2% 성장했다. 반면, ESL은 동일기간 동안 연평균 60.9%의 성장세를 보였다. 동사의 매출 성장을 ESL이 견인하고 있다는 것을 알 수 있다.

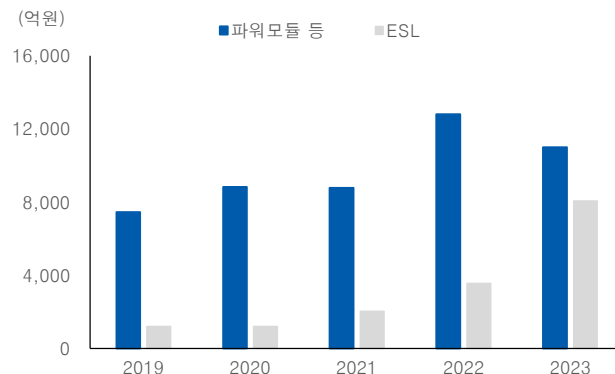
영업이익률도 2019년 5.6%, 2020년 5.2%였던 반면 2023년은 7.9%로 2%p 이상 개선되는 모습을 보이고 있다. 즉, ESL이 파워모듈 대비 높은 이익률을 보이고 있다는 것을 알 수 있다. 즉, ESL이 동사의 주력사업으로 전환 중이며, 이익률 개선에도 기여하고 있다.

[그림 1] 연도별 매출액 & 영업이익 추이



자료: 솔루엠, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 주력 사업 매출 추이



자료: 솔루엠, 유안타증권 리서치센터

ESL 을 통한 성장 요인 1. 시장 확대

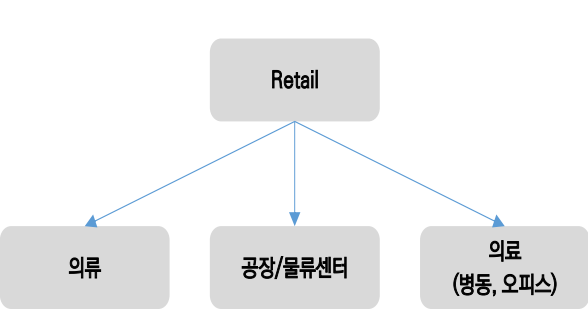
앞서 언급한 것처럼 동사의 매출액과 이익률 개선에 기여하는 사업부는 ESL 관련사업부이다. ESL(Electronic Shelf Label)은 전자가격표시기로 상품의 가격, 할인율, 재고 등의 정보를 실시간으로 표시하는 E-paper 단말기이다. ESL은 인건비 절감을 위해 유럽 리테일 시장에서 시작되었으며, 최근에는 국내에서도 대형마트 등에서 손쉽게 볼 수 있다.

글로벌 ESL 시장이 확장되는 국면일 경우 시장 성장에 따른 수혜를 받을 수 있다. 3가지 측면에서 ESL 시장이 성장하고 있어 매출 확대가 기대된다. 1)적용처 확대(Expanding application scope)이다. 리테일 유통 기업 위주에서 시장이 개화되었다. 최근에는 의료, 의류, 공장(스마트 팩토리) 등 다양한 영역으로 확대되고 있다. 글로벌 인건비 상승 및 고령화 트렌드로 인한 변화이다. ESL은 매장내 상품의 가격을 직접 직원이 작성하거나 인쇄해야 하는 번거로움, 가격 변화시 교체해야 하는 수고를 덜어준다. 반대로 ESL로 전환시 상시인력의 감소가 가능하다는 장점이 있다.

2)적용국가 확대(Expanding to new countries)이다. 시장 초기에는 유럽에서 인건비 절감 목적으로 시작되었다. 북미뿐 아니라 아시아, 남미 등으로 시장이 확대가 진행되고 있다.

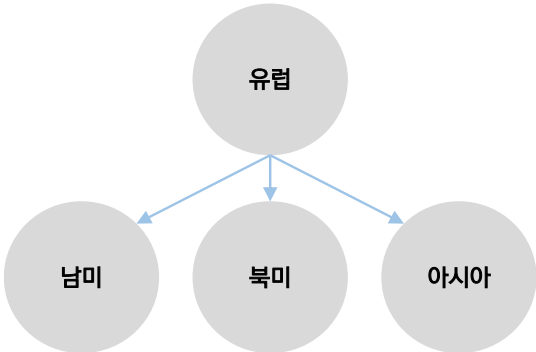
3)자동화 트렌드(Automation Trend)이다. 효율적인 공간관리를 위해 다양한 방법들이 모색되고 있다. 그 중 하나로 ESL이 선택되고 있다.

[그림 3] ESL 시장 성장 요인: 적용산업 확대



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] ESL 시장 성장 요인: 적용지역 확대



자료: 유안타증권 리서치센터

## ESL 을 통한 성장 요인 2. 비교우위

동사는 ESL내 경쟁사 대비 비교우위의 강점을 보유하고 있으며, 점유율 개선에 따른 매출성장 및 이익률 개선이 기대된다. 동사의 ESL 관련 장점은 다음과 같다.

첫째, 설계부터 생산까지 ESL 관련 모든 Supply Chain을 보유하고 있다. 반면, 경쟁사는 대부분 OEM을 통한 외주생산을 하고 있다. ESL은 고객사에 맞는 솔루션이 필요한 제품이다. 서플라이 체인을 모두 보유하고 있어 고객사별 맞춤 서비스 제공에 유리하다. 대형 고객사 확보시 규모의 경제에 따른 이익률 개선도 가능하다.

둘째, 기술력이다. 1)속도 측면에서 비교우위에 있다. 초기 선두업체인 Pricer와 SES는 매장 천장에 안테나를 부착해야 하는 13MHz 저주파 방식과 TV리모콘과 같은 IR방식으로 ESL를 제조 판매하고 있다. 동사는 LCD디스플레이에서 E-Book에 사용했던 2.4GHz방식을 적용했다. 또한 프로토콜을 자체 제작함에 따라 효율성을 개선했다. 이를 기반으로 타사대비 10배 이상의 화면 전환 속도를 구현하고 있다. 빠른 처리속도는 특히 재고처리 혹은 홍보 목적 등 다양한 이벤트를 원활하게 진행할 수 있도록 도와준다. 유럽의 경우 실재가격과 표시가격이 동일하지 않으면 벌금이 부과되는 규제가 존재한다. 처리속도가 중요한 이유이다. 2)수명도 비교우위에 있다. 저전력 운영시스템 기술을 통해 동사는 경쟁사 대비 2배 이상의 수명이 길게 사용이 가능이 가능하다.

셋째, 디자인이다. 동사는 경쟁사와 차별적으로 전문 디자인팀을 운영하고 있다. 고객사 매장 내 조명 위치에 따른 조도가 상이하며, 국가별로 선호하는 색상 등이 상이하다. 전문 디자인팀을 통해 다양한 고객환경 및 요구사항에 맞는 디자인을 제공할 수 있다.

이와 같은 강점들을 기반으로 경쟁사 대비 시장에 늦게 진입했음에도 불구하고 글로벌 시장 성장과 비교우위 강점들이 부각되며 빠른 성장세가 이어지고 있다.

### ESL을 통한 성장 요인 3. 구독형 ESL로의 진화 중

중소형 리테일 기업들은 ESL 관련 초기 투자비용에 대한 고민이 존재할 수 있다. Private한 ESL을 구축하기 위해서는 서버를 구매해야 하기 때문이다. 반면, 대형 리테일 기업들은 ESL를 사용함에 따라 인건비 절감 및 공간효율성, 다양한 이벤트 활용 등의 효과를 직간접적으로 체험했을 가능성이 높다.

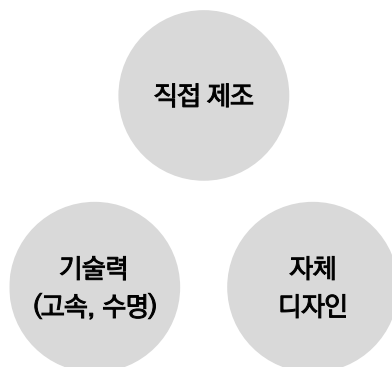
동사는 중소형 리테일 기업들을 위해 클라우드 기반의 구독형 ESL를 추진하고 있다. 구독 기업들은 서버투자를 하지 않아 초기 비용을 줄일 수 있는 반면, 동사는 구독형 사업구조를 통해 안정적이고 지속적인 매출 및 이익 실현이 가능하다. 2023년 30억원대 매출액이 발생했으며, 2024년에는 50억원 이상의 매출 시현이 기대된다.

### 신규사업

동사의 2가지 신사업을 통한 새로운 성장동력을 구축하고 있다. 첫째, 센서이다. 동사는 칩 자체 설계기술을 보유하고 있다. 근접센서 제품을 출시(2023년)했으며, 향후 체온센서, 피부감지센서, 심박센서 등으로 확대할 예정이다.

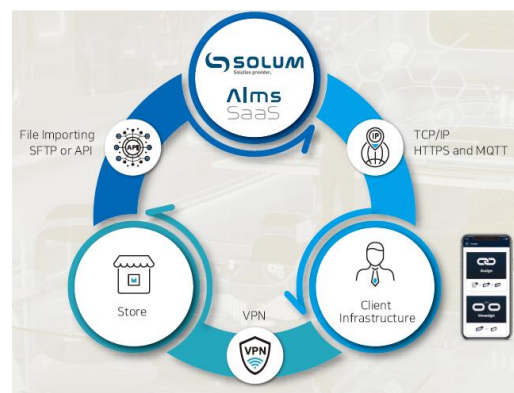
둘째, EV충전기용 파워모듈이다. 기존 주력 매출품목인 파워모듈을 전장용으로 확대한다는 방침이다. 30kW급은 한국과 유럽에서 이미 승인을 취득했으며, 북미는 연내 인증을 취득할 예정이다. 거래처를 구축 및 확대하고 있으며 연내 초도 매출이 발생될 것으로 기대된다. 50kW급은 2024년 하반기 인증절차를 진행할 예정이며, 2025~2026년 이후에는 50kW급에서의 매출도 시작될 것으로 기대된다.

[그림 5] 경쟁사 대비 비교우위 요소



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 구독형 ESL



자료: 솔루엠, 유안타증권 리서치센터

## 2024년을 주목해야 하는 이유

첫째, ESL이 기존 본업(파워모듈 등)을 상회하는 첫번째 해가 될 것으로 기대된다. ESL은 최근 5년간(2019~2023) 동안 파워모듈 대비 빠른 성장세를 보이고 있다. 2024년에도 신규거래처 확보와 더불어 의류/의료 등 신규 산업으로 확장될 것으로 기대된다. 이를 통해 2024년에는 ESL이 동사의 주력사업으로 부각되는 첫번째 해가 될 것이다. ESL은 파워모듈 등 기존 주력사업 대비 높은 이익률이 유지되고 있다는 점에서 밸류에이션 눈높이를 상향시킬 필요가 있다.

둘째, 기존 주력사업들의 사업 재편을 통해 이익률 개선이 기대된다. 파워모듈은 고부가가치 제품으로의 사업 개편, 3in1 Board는 글로벌 TV 업체의 진출을 통해 이익률이 개선될 것으로 기대된다.

셋째, 신규사업들의 초도 매출이 확인되는 첫번째 해이다. EV충전기 파워모듈은 국내외 인증을 취득한 상황으로 연내 초도 매출이 시현될 것이며, 근접센서 제품 역시 기 출시된 상황으로 초도 매출이 가시적이다. 신규 사업들의 매출 시현은 동사의 새로운 성장동력으로 작용, 밸류에이션 상향요인으로 작용될 것으로 기대된다.

## 솔루엠 (248070) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	9,136	10,765	11,533	16,945	19,511
매출원가	7,644	9,173	10,188	14,858	16,367
매출총이익	1,492	1,591	1,345	2,088	3,144
판매비	979	1,027	1,080	1,332	1,599
영업이익	513	564	265	756	1,545
EBITDA	760	824	538	1,126	1,931
영업외손익	-111	-144	-8	-256	-116
외환관련손익	15	-64	41	-131	85
이자손익	-110	-64	-37	-110	-185
관계기업관련손익	-7	0	0	0	0
기타	-8	-16	-12	-14	-15
법인세비용차감전순이익	403	420	257	500	1,429
법인세비용	18	31	124	46	235
계속사업순이익	385	389	133	454	1,194
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	385	389	133	454	1,194
지배지분순이익	385	389	133	473	1,204
포괄순이익	377	347	183	419	1,078
지배지분포괄이익	377	347	184	437	1,088

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동 현금흐름	907	420	-1,789	409	3,369
당기순이익	385	389	133	454	1,194
감가상각비	228	250	268	361	376
외환손익	-9	39	-19	25	42
중속, 관계기업관련손익	7	0	0	0	0
자산부채의 증감	-3	-461	-2,435	-687	1,131
기타현금흐름	300	204	264	256	626
투자활동 현금흐름	-217	-574	-636	-459	-2,770
투자자산	0	-8	-26	2	-135
유형자산 증가 (CAPEX)	-178	-487	-578	-452	-1,239
유형자산 감소	1	6	6	7	5
기타현금흐름	-40	-85	-38	-16	-1,401
재무활동 현금흐름	-375	261	2,190	582	-428
단기차입금	68	450	927	617	42
사채 및 장기차입금	-401	-101	205	330	-222
자본	0	0	1,168	6	16
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-42	-88	-110	-371	-265
연결범위변동 등 기타	-13	-26	88	9	79
현금의 증감	302	81	-146	542	249
기초 현금	290	592	673	527	1,069
기말 현금	592	673	527	1,069	1,319
NOPLAT	513	564	265	756	1,545
FCF	579	-124	-2,475	-13	1,823

자료: 유안타증권

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

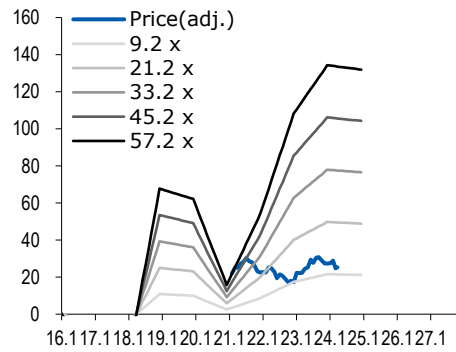
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	2,328	3,373	5,474	8,557	6,531
현금및현금성자산	592	673	527	1,069	1,319
매출채권 및 기타채권	834	1,256	1,567	1,659	1,258
재고자산	860	1,356	3,278	5,675	2,679
비유동자산	1,088	1,171	1,635	1,786	2,856
유형자산	710	774	1,189	1,340	2,273
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	129
기타투자자산	10	13	33	17	80
자산총계	3,417	4,544	7,109	10,343	9,386
유동부채	2,626	3,210	4,016	6,790	5,052
매입채무 및 기타채무	1,303	1,758	1,712	2,696	1,571
단기차입금	512	1,032	2,052	2,740	2,796
유동성장기부채	145	180	150	275	376
비유동부채	159	167	411	653	335
장기차입금	119	141	341	571	253
사채	0	0	0	0	0
부채총계	2,785	3,377	4,426	7,443	5,387
지배지분	632	1,167	2,683	2,910	4,002
자본금	189	200	250	250	250
자본잉여금	291	469	762	762	762
이익잉여금	177	566	1,704	2,169	3,369
비지배지분	0	0	3	-10	-3
자본총계	632	1,167	2,683	2,900	3,999
순차입금	674	828	2,020	2,490	932
총차입금	1,288	1,547	2,595	3,636	3,471

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
EPS	1,184	1,088	275	946	2,407
BPS	1,655	2,922	5,368	5,958	8,195
EBITDAPS	2,000	2,080	1,099	2,252	3,861
SPS	24,046	27,169	23,567	33,887	39,017
DPS	0	0	0	0	0
PER	0.0	0.0	96.7	22.4	10.8
PBR	0.0	0.0	4.9	3.6	3.2
EV/EBITDA	0.9	1.0	28.1	11.6	7.2
PSR	0.0	0.0	1.1	0.6	0.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액 증가율 (%)	28.8	17.8	7.1	46.9	15.1
영업이익 증가율 (%)	흑전	10.0	-53.0	185.1	104.4
지배순이익 증가율 (%)	흑전	1.1	-65.7	254.5	154.4
매출총이익률 (%)	16.3	14.8	11.7	12.3	16.1
영업이익률 (%)	5.6	5.2	2.3	4.5	7.9
지배순이익률 (%)	4.2	3.6	1.2	2.8	6.2
EBITDA 마진 (%)	8.3	7.7	4.7	6.6	9.9
ROIC	36.8	39.2	8.6	15.8	31.9
ROA	11.2	9.8	2.3	5.4	12.2
ROE	87.0	43.3	6.9	16.9	34.8
부채비율 (%)	440.9	289.4	165.0	256.7	134.7
순차입금/자기자본 (%)	106.7	71.0	75.3	85.9	23.3
영업이익/금융비용 (배)	4.5	8.5	6.5	6.5	6.8

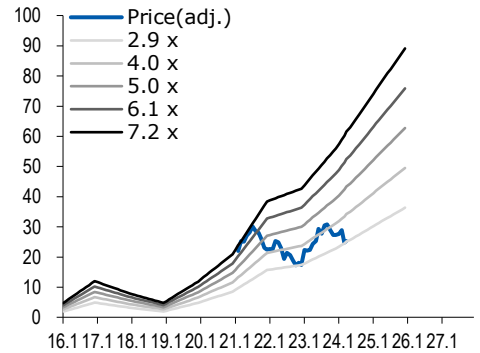
P/E band chart

(천원)



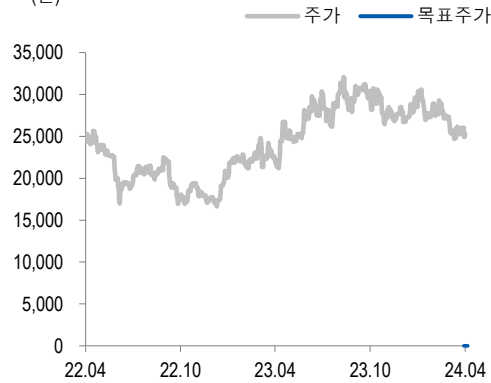
P/B band chart

(천원)



솔루엠 (248070) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
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)	84.5
Hold(중립)	15.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-04-18

※ 해외 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: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%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 투자사결정은 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.