

솔루엠 (248070. KS)

왼손엔 ESL, 오른손엔 파워모듈

투자의견
NR(신규)

현재주가
28,500 원(01/17)

시가총액
1,425(십억원)

IT/중소형주 허준서_02)368-6175_pos03066@eugenefn.com

- 삼성전기에서 분사한 전자부품 전문업체, 주요 사업부문은 파워모듈이 주력인 전자부품과 ESL이 주력인 ICT
- 파워모듈은 전류를 용도에 맞게 교류와 직류로 변환시켜주는 부품
- ESL(Electronic Shelf Label)은 오프라인 매장의 선반에 설치된 전자가격 표시기
- 2023년 3분기 누적 실적 기준 매출비중 전자부품(파워모듈) 55%, ICT(ESL) 45%
- 2024년 예상실적 기준 PER 9.4배 수준. ESL사업 경쟁사인 SES-imagotag(24.5배) 대비 저평가
- 2024년 연간 매출액 2.1조원, 영업이익 1,924 억원 전망.
- 투자포인트 1) 시장 성장을 상회하는 ESL사업 성장세, 글로벌 리딩업체 중 하나
- 투자포인트 2) 파워 모듈도 EV충전기 날개 달고 성장

주가(원,01/17)	28,500
시가총액(십억원)	1,425

발행주식수	50,006천주
52주 최고가	32,450원
최저가	19,800원
52주 일간 Beta	-0.33
60일 일평균거래대금	144억원
외국인 지분율	19.9%
배당수익률(2022A)	0.0%

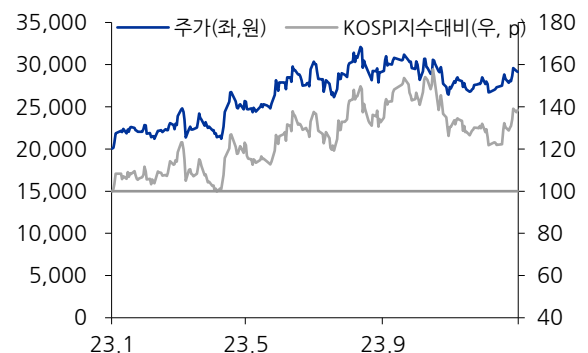
주주구성	
전성호 (외 20인)	15.6%
국민연금공단 (외 1인)	10.2%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	0.0	-6.1	42.1
절대기준	5.0	0.9	39.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	NR	-	-
목표주가	-	-	-
영업이익(23)	160.2	-	-
영업이익(24)	192.4	-	-

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,153.3	1,694.5	1,977.8	2,135.4
영업이익	26.5	75.6	160.2	192.4
세전손익	25.7	50.0	149.4	179.8
당기순이익	13.3	45.4	124.2	152.1
EPS(원)	266.4	908.8	2,483.5	3,041.3
증감률(%)	-65.8	241.1	173.3	22.5
PER(배)	107.0	31.4	11.5	9.4

자료: 유진투자증권



2024 년 예상실적 기준 PER 9.4 배, 경쟁사 대비 저평가

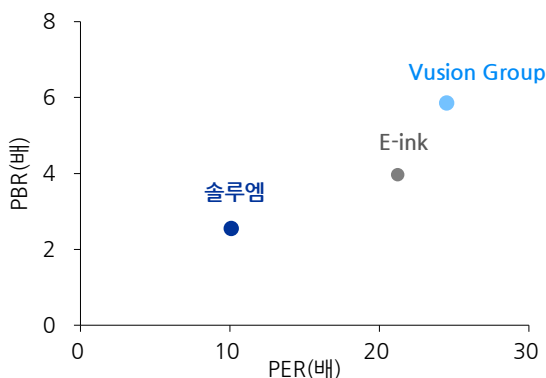
솔루엠의 현재주가는 2024 년 예상실적 기준 PER 9.4 배다. ESL 사업부문의 경쟁사인 SES-imagotag 의 2024 예상실적 기준 PER 은 24.5 배로 경쟁사 대비 2 배 이상 할인된 가격에 거래중이다.

글로벌 ESL 시장은 상위 3 개사(SES-imagotag, 솔루엠, Pricer)가 과점(90%이상)하고 있다. 솔루엠의 ESL 시장 점유율은 2021 년 16%에서 2023 년 30%(잠정)까지 성장했다. 높은 기술력과 자체생산으로 인한 커스터마이징 수요 대응이 고객사의 선호도를 높였다. 반면 SES-imagotag 와 Pricer 의 2023 년 점유율은 각각 35%, 12%로 감소추세에 있다. 직접생산이 아닌 OEM 생산으로 수요에 대응하고 있기 때문에 고객사의 요청에 유연하게 대응하지 못하기 때문이다.

전체 시장의 1/3 을 점유하고 있지만 주가는 그렇지 못하다. 회사의 상장일인 2021 년 2 월 2 일 종가와 비슷한 수준인데, 동기간 SES-imagotag 의 주가는 3 배 가까이 상승한 것과 비교된다. 저평가 영역에 있다고 판단한다.

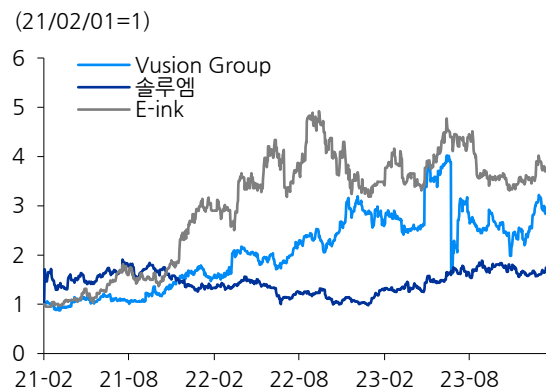
향후 주가는 과거 SES-imagotag 가 월마트 수주를 발표하며 폭등 했던것과 같이 대형 고객사의 수주 발표와 높은 실적 성장을 전제로 상승 할 수 있을 것이라 전망한다.

도표 1. ESL PeerGroup 밸류에이션 점도표



자료: Bloomberg, 유진투자증권
주) SES-imagotag 2024 년 1 월 10 일부로 VusionGroup 으로 티커 변경
주) 모두 블룸버그 컨센서스

도표 2. ESL PeerGroup 상대주가



자료: Bloomberg, 유진투자증권
주) SES-imagotag 2024 년 1 월 10 일부로 VusionGroup 으로 티커 변경

도표 3. 솔루엠 연간 실적 전망

		솔루엠	Vusion	E-ink
국가		KR	FR	TW
2024-01-17		28,500.0	176,918.6	7,766.2
시가총액(십억원)		1,425.2	2,823.4	8,862.0
PER (배)	FY22A	18.2	101.7	18.5
	FY23F	11.7	43.0	25.6
	FY24F	10.1	24.5	21.2
	FY25F	8.4	15.2	16.7
PBR (배)	FY22A	2.9	9.9	4.2
	FY23F	3.4	7.6	4.4
	FY24F	2.6	5.9	4.0
	FY25F	2.0	4.3	3.5
EV/EBITDA (배)	FY22A	9.8	33.6	18.0
	FY23F	8.4	19.9	22.4
	FY24F	6.8	13.2	17.4
	FY25F	5.5	8.7	13.3
매출액 (십억원)	FY22A	1,694.5	843.0	1,303.1
	FY23F	2,047.2	1,158.2	1,156.3
	FY24F	2,308.8	1,501.5	1,379.8
	FY25F	2,514.5	1,942.2	1,737.2
영업이익 (십억원)	FY22A	75.6	43.0	398.8
	FY23F	154.8	96.7	307.9
	FY24F	188.5	164.1	418.5
	FY25F	216.6	247.4	563.0
영업이익률 (%)	FY22A	4.5	5.1	30.6
	FY23F	7.6	8.4	26.6
	FY24F	8.2	10.9	30.3
	FY25F	8.6	12.7	32.4
순이익 (십억원)	FY22A	47.3	25.7	429.7
	FY23F	121.2	64.2	346.4
	FY24F	140.9	117.7	419.4
	FY25F	168.4	187.4	530.6
ROE (%)	FY22A	16.9	10.0	25.1
	FY23F	34.7	17.9	17.8
	FY24F	29.3	25.8	19.4
	FY25F	26.5	29.3	22.1

자료: Bloomberg, 유진투자증권

주) SES-imagotag 2024년 1월 10일부로 VusionGroup으로 티커 변경

주) 모두 블룸버그 컨센서스

2024 년 매출액 2.1 조원, 영업이익 1,924 억원 예상

솔루엠의 2024년 예상 실적을 매출액 2.1조원 영업이익 1,924억원으로 예상한다. 각각 전년 대비 8%, 20% 성장한다.

ICT 부문(ESL)의 매출비중은 2023 년 42%에서 2024 년 48%로 증가할 전망이다. 이익률이 높은 ESL 이 포함된 ICT 사업부문의 매출비중 증가와 파워 모듈 사업 내 EV 충전기용 및 서버용 매출 증가로 전사 이익 체력이 지속해서 증가하고 있다.

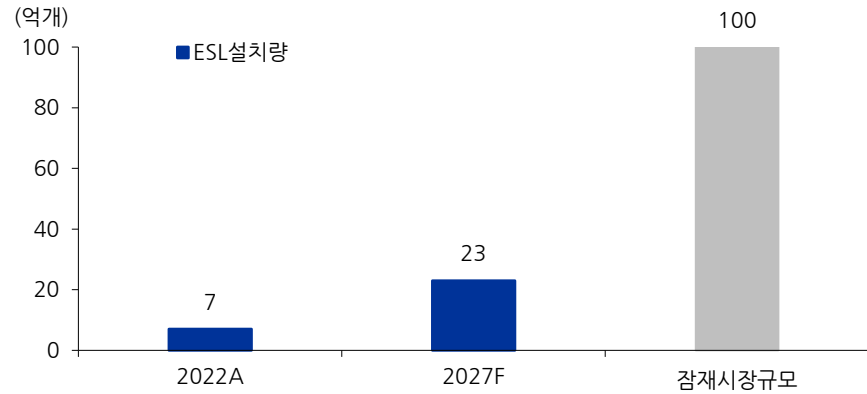
도표 4. 솔루엠 연간 실적 전망

(십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,076.5	1,153.3	1,694.5	1,977.8	2,135.4
YoY(%)	17.8	7.1	46.9	16.7	8.0
전자부품	940.6	911.1	1,317.0	1,148.3	1,113.0
ICT	135.9	242.1	377.6	829.5	1,022.4
매출원가	917.3	1,018.8	1,485.8	1,664.5	1,787.3
매출원가율(%)	85.2	88.3	87.7	84.2	83.7
매출총이익	159.1	134.5	208.8	313.2	348.1
판관비	102.7	108.0	133.2	153.0	155.7
판관비율(%)	9.5	9.4	7.9	7.7	7.3
영업이익	56.4	26.5	75.6	160.2	192.4
YoY(%)	10.0	(53.0)	185.1	111.9	20.1
OPM(%)	5.2	2.3	4.5	8.1	9.0
영업외손익	(14.4)	(0.8)	(25.6)	(10.8)	(12.6)
세전이익	42.0	25.7	50.0	149.4	179.8
법인세비용	3.1	12.4	4.6	25.2	27.7
당기순이익	38.9	13.3	45.4	124.2	152.1

자료: 솔루엠, 유진투자증권

2023 년 ICT 부문(ESL)이 큰 폭으로 성장했다(+119.7% yoy). 2024 년 ICT 사업 부문은 전년 대비 23.3% 상승을 예상한다. 여전히 성장하지만 성장세는 둔화되는 모습이다. 이 때문에 ESL사업과 관련한 피크아웃 우려가 있다. 하지만 피크아웃이라 판단하기엔 리테일 기준 ESL 시장의 침투율이 매우 낮다. 2022 년 기준 ESL 누적 설치량은 7 억개다. 1 위 업체인 SES-imagotag 는 ESL 의 잠재 설치량을 리테일 기준 100 억개로 추산해 현재 침투율을 7%로, 전자잉크 독점 공급업체 인 E-ink 는 ESL 의 리테일 기준 침투율을 10%내외로 언급한 바 있다.

도표 5. 2022년 ESL 누적설치량 기준 침투율은 7%에 불과



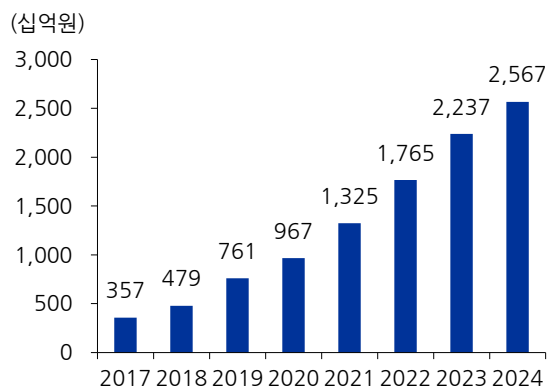
자료: Vusion Group, 유진투자증권

투자포인트

1) 전체 시장 성장률을 상회하는 ESL 사업부문의 성장

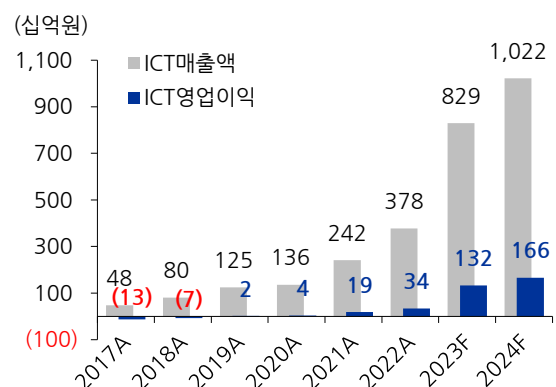
ESL(Electronic Shelf Label: 전자가격표시기)시장은 연 평균 28%로 고성장 하는 시장이다(2020년 ~ 2024년). 리테일 업체들의 선호도가 높기 때문에 인플레이션으로 높아진 인건비에 대응할 수 있고 매장을 효율적으로 관리할 수 있기 때문이다. 솔루엠의 ICT 부문(ESL) 매출 성장률은 2020년에서 2024년까지의 4개년 평균 65.6%다.

도표 6. ESL 시장 성장 전망



자료: 솔루엠, 유진투자증권

도표 7. 솔루엠 ICT 부문(ESL) 매출과 이익 추이



자료: 솔루엠, 유진투자증권

ESL 기술의 핵심은 '오류없이', '빠른' 통신속도다. 고객사에 납품할 때 ESL과 안테나(매장의 천장에 설치, 각각의 ESL 과 통신), 전체 ESL 을 컨트롤 하는 서버(SaaS 형과 구독형은 제외)의 구성으로 설치된다. 각각의 ESL 은 물론 매장을 이용하는 고객들의 다양한 전자기기(스마트폰 등)들과 혼선없이 안정적으로 가격을 표시해야한다. 가격표시정보는 소비자의 신뢰도와 직결되기 때문이다.

솔루엠은 경쟁사대비 안정적이고 10 배이상 빠른 통신 속도를 제공한다. RF(무선주파수)기술의 업력이 삼성전기시절을 포함해 20 년이 넘고 50 개 이상의 자동채널 변환으로 ESL 통신에 최적화 된 통신 환경을 구축하는 노하우가 있다. 빠르고 안정적인 통신환경은 고객의 수요와 경쟁사의 가격등을 실시간으로 가격에 반영하는 동적가격정책(Dynamic Pricing)의 필수요건이다. 리테일 업체는 이를 통해 시장환경에 더 유연하게 대처가 가능하고 온라인과 오프라인 매장을 동시에 운영하는 옴니채널 판매를 할 수 있다.

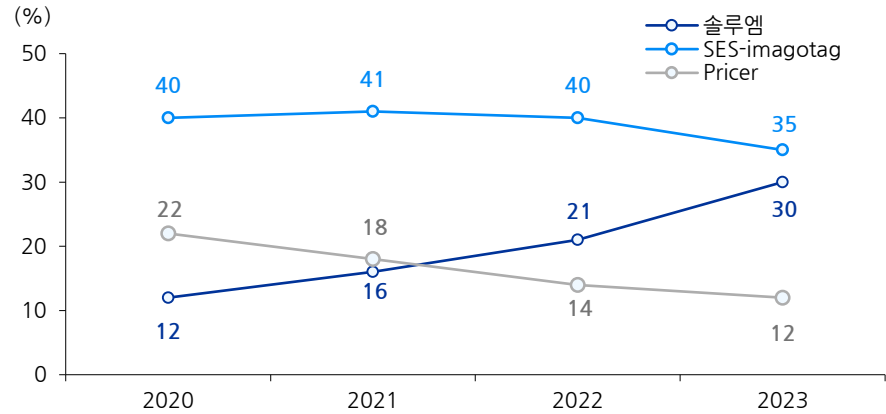
높은 기술력과 시장의 선호도는 전체 시장내 점유율의 상승이 증명한다. 2020 년 12%에 불과했던 솔루엠의 ESL 시장 점유율은 2022 년 21%로 성장했다. 작년 점유율은 30%로 전체시장의 1/3을 차지하며 1위 업체인 SES-imagotag(35%)와의 격차를 좁혔다.

도표 8. 솔루엠의 ESL 과 타사의 기존 ESL 통신 속도 차이



자료: KBS(중견만리), 유진투자증권

도표 9. ESL 상위 3 개사 점유율 추이

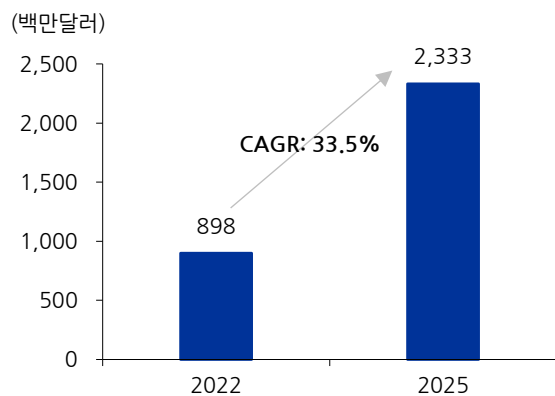


자료: 솔루엠, 유진투자증권

2) 파워모듈 사업도 EV 충전기 날개달고 성장

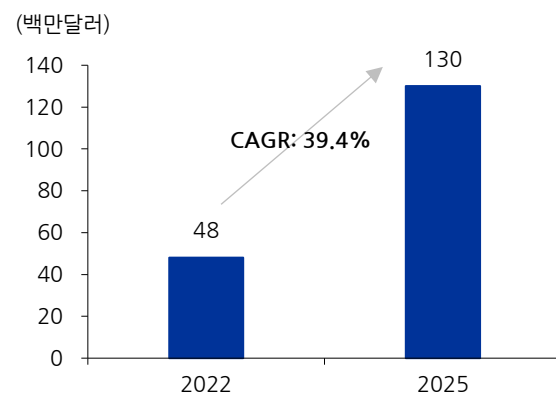
전자부품 사업부의 파워모듈도 신규 사업인 EV 충전기향으로 성장한다. EV 충전기용 파워모듈시장은 2025 년 23 억달러 규모로 3 개년 평균 성장률 33.5%의 고성장하는 시장이다(도표 7, 도표 8 참고).

도표 10. EV 충전기용 파워모듈 시장 전망(글로벌)



자료: QY, 유진투자증권

도표 11. EV 충전기용 파워모듈 시장 전망(국내)



자료: QY, 유진투자증권

파워모듈은 급속충전기 제조원가의 40~50%를 차지할 정도로 비중이 높지만 중국산 제품들의 점유율이 90%를 넘는다. 최근 중국산 파워 모듈들의 기술적인 문제가 불거지고 있다. 국산 파워모듈은 파워모듈의 국산화 측면에서도 중요하지만 글로벌 시장에서 중국제품보다 신뢰도가 높기 때문에 기술적인 측면에서도 주목받고 있다. 솔루엠은 30KW 파워모듈을 양산중이고 50KW의 대용량 모듈도

올해 상반기 중으로 출시 예정이다. 작년부터 국내 1 개 고객사에 납품중에 있는데 올해는 국내 고객사 3 개가 추가로 확보됐다.

도표 12. 중국과 한국의 파워모듈 산업 경쟁력 비교

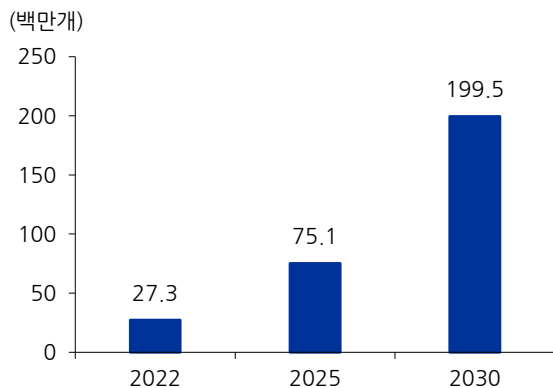
구분	중국	한국
가격경쟁력	\$30/Kw	\$45~60/Kw
개발역량	고용량(40KW~60KW)	
제품 신뢰성	저가경쟁, 품질불안	품질 보증, AS 용이
생산능력	연산 200 만대	양산 전 단계
부품수급	안정적인 공급망, 원가우위	수입 의존, 원가 열위

자료: QY, 유진투자증권

국내와 유럽통합인증인 KR, CE 인증을 받는데 이어 올해 하반기를 목표로 미국 통합 인증인 UL 인증을 준비중이다. UL 인증이 완료되고 멕시코 공장이 본격 양산에 들어가게 되면 미국의 EV 충전기 시장으로도 매출 성장이 가능하다.

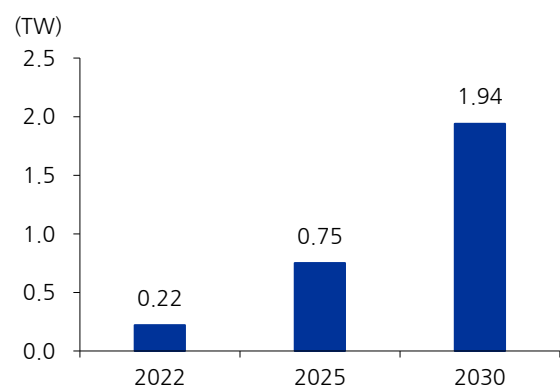
미국은 2030 년 전기차 충전소 50 만개를 목표로 하는 시장이다. 인프라 부양법안을 통해 총 75 억달러를 지원하며 이중 7,500 개의 충전소 설치를 위해 6 억 2,300만달러가 이미 집행됐다. 추가적으로 전기차 충전기도 바이 아메리카 규정이 적용되기 때문에 충전기 제작에 사용되는 모든 부품의 최소 55%를 미국산 제품을 사용해야 보조금을 받을 수 있다.

도표 13. EV 충전기 시장 전망(설치 대수 기준)



자료: IEA, 유진투자증권
주) 2025 년과 2040 년의 추정치는 발표된 공약 시나리오와 명시된 정책 시나리오의 평균값

도표 14. EV 충전기 시장 전망(설치 용량 기준)



자료: IEA, 유진투자증권
주) 2025 년과 2040 년의 추정치는 발표된 공약 시나리오와 명시된 정책 시나리오의 평균값

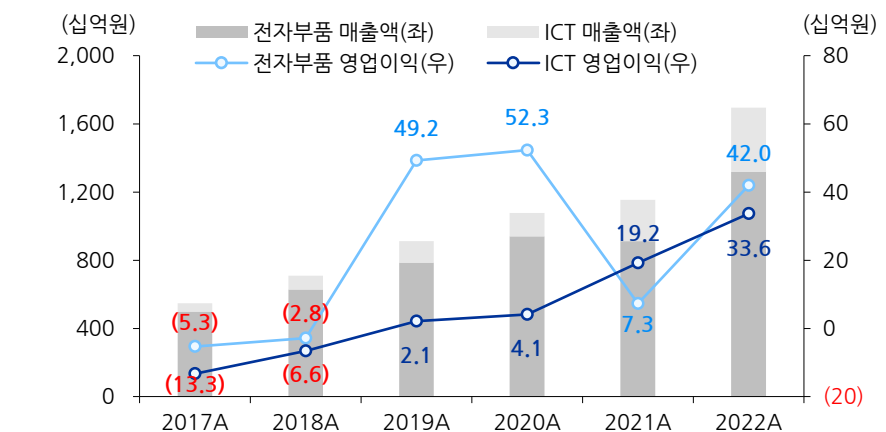
삼성전기에서 분사한 전자부품 전문 업체

솔루엠은 2015 년 삼성전기의 디지털모듈(DB)사업부에서 파워모듈, 튜너, ESL 사업부문이 분사하며 설립됐다. 당시 수익성이 낮았던 사업들이었지만 TV 용 3in1 보드를 국내 최초로 사업화 하면서 캐시카우를 창출했다.

삼성전기에서 수익성이 낮다고 판단해 분사한 ESL 사업부문은 현재 솔루엠 성장의 핵심 축이다. 2023년 3분기 누적 실적 기준 매출비중은 ESL 이 포함된 ICT 사업부문 45%, 파워모듈, 3in1 보드가 포함된 전자부품 사업부문 55%다.

회사는 대한민국 용인에 본사를 두고 있으며 중국과 베트남, 인도, 멕시코 등 현지에 생산법인을, 미국과 유럽에 각각 판매법인을 두고 있다.

도표 15. 과거 6 개년 사업부문별 매출액과 영업이익 추이



자료: 솔루엠, 유진투자증권

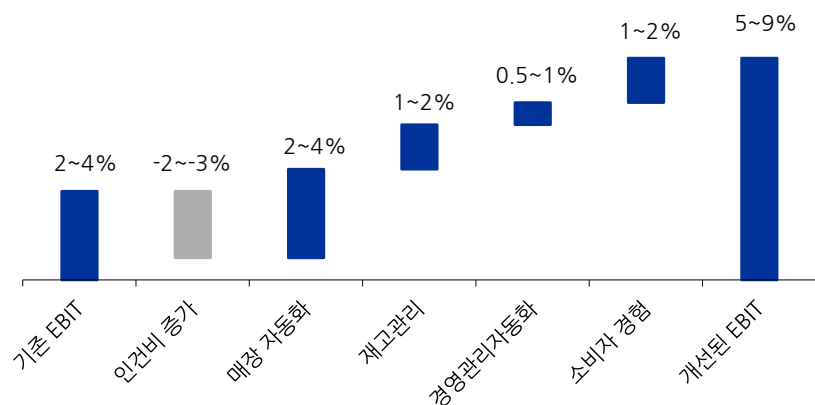
ESL 과 파워모듈

ESL(Electronic Shelf Label)은 전자가격 표시기다. 기존의 대형마트등 리테일 매장의 선반에 붙어 가격정보를 표시하는 종이라벨을 대체한다. 종이라벨은 상품 가격 변경 시 사람이 직접 교체해야한다. ESL 을 사용하면 인건비 부담을 줄이면서 효율적으로 가격정보를 변경할 수 있다. 선반에 설치된 가격표시기가 매장의 천장에 설치된 안테나와 통신해 실시간으로 가격을 수정할 수 있기 때문이다. 리테일 업체들은 이를 통해 매장의 재고현황을 실시간으로 가격에 반영하거나 프로모션을 효과적으로 진행할 수 있다.

인건비가 높은 유럽에서 20 여년전에 먼저 시작했다. 1 위 업체인 SES-imagotag 와 3 위 업체인 Pricer 는 각각 프랑스, 스웨덴 업체들이다. 인플레이션으로 인해 인건비가 상승 추세에 있어 기존 리테일 업체들을 중심으로 채택이 늘어날 전망이다.

온라인 쇼핑의 활성화로 리테일 사업의 성장세는 둔화되고 있다. 리테일 업체들은 확장성이 제한된 환경에서 수익성을 개선하기 위해 비용의 효율적 사용에 대한 니즈가 높다. 쇼핑환경을 스마트화 시키는 것은 리테일 업체들의 수익성을 제고하는데 도움이 된다. 이외에도 ESL 은 옴니채널, 다이نام믹프라이싱 전략등을 실현하기 위해서도 필수적인 제품이다. 현재는 리테일 매장 뿐만 아니라 실시간으로 변동하는 정보를 표시해야하는 병원, 공단, 물류센터등으로 적용처가 확대 중이다.

도표 16. 리테일 매장의 스마트화는 수익성 개선에 기여



자료: McKinsey&Company, VisionGroup, 유진투자증권

도표 17. 솔루엠의 ESL 주력 제품 뉴튼



자료: 솔루엠, 유진투자증권

도표 18. 다양한 크기와 기능의 뉴튼 제품들



자료: 솔루엠, 유진투자증권

파워모듈은 전류를 용도에 맞게 교류와 직류로 변환하는 부품이다. 고전압의 교류전기를 용도에 맞는 직류 전기로 변환하는 컨버터와 직류전기를 교류전기로 변환하는 인버터가 포함되어있다. 충전기, 어댑터, 전자기기 등 교류와 직류변환이 필요한 모든 곳에 사용이 가능하다. 솔루엠의 파워모듈 사업은 TV 용 파워모듈인 SMPS(Switching Mode Power Supply)에서부터 시작해 긴 업력을 바탕으로 높은 기술력을 자랑한다.

전방시장의 수요가 부진함에 따라 TV, 컴퓨터, 모니터 향 SMPS 매출은 둔화되고 있으나 북미 IT 업체들을 고객사로 둔 서버향 매출과 베트남 정부와 함께하는 B2G 가로등 프로젝트, 상술한 EV 충전기용 등 매출처를 다각화 하며 이를 상쇄하고 있다.

도표 19. 솔루엠의 EV 충전기용 파워모듈



자료: 언론종합, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.12.31 기준)