기업브리프

키움증권

커버리지 개시

2023. 6. 19

솔루엠 (248070)

ESL, 작지만 큰 변화

BUY(Initiate)

목표주가: 37,000원

주가(6/16): 27,900원

시가총액: 13,952억원

스몰캡 Analyst 오현진

ohj2956@kiwoom.com

투자의견 Buy, 목표주가 37,000원으로 커버리지를 개시. 동사는 기존 전자부품 부문 내 성장 산업 제품 비중 확대(서버, EV 등)를 통한 구조 변화와 ESL를 통한 ICT 부문 가파른 성장에 주목. 특히 ESL 시장 성장 속 기술 경쟁력을 바탕으로 시장 점유율을 빠르게 증가시킴에 따라 23년 ICT 부문 영업이익 기여도는 83%를 전망

Stock Data

KOSPI (6/16)		2,625.79pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	28,150원	16,650원
등락률	-0.9%	67.6%
수익률	절대	상대
1M	8.6%	2.5%
6M	58.1%	42.1%
1Y	40.6%	31.2%

Company Data

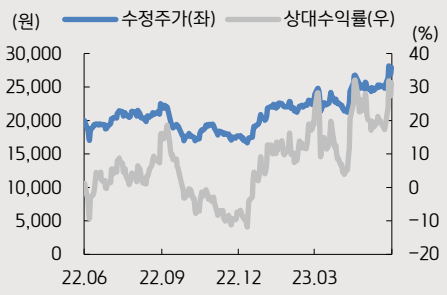
발행주식수		50,006 천주
일평균 거래량(3M)		984 천주
외국인 지분율		14.3%
배당수익률(23E)		0.0%
BPS(23E)		7,516원
주요 주주	전성호 외 19 인	15.6%

투자지표

(십억원, IFRS)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,153.3	1,694.5	2,063.3	2,280.5
영업이익	26.5	75.6	129.5	167.5
EBITDA	53.8	112.6	165.6	204.9
세전이익	25.7	50.0	103.4	141.8
순이익	13.3	45.4	88.4	121.2
지배주주지분순이익	13.3	47.3	88.4	121.2
EPS(원)	273	946	1,768	2,424
증감률(%YoY	-72.2	246.9	86.9	37.1
PER(배)	82.3	18.4	15.8	11.5
PBR(배)	4.19	2.99	3.71	2.83
EV/EBITDA(배)	24.7	10.0	9.2	7.2
영업이익률(%)	2.3	4.5	6.3	7.3
ROE(%)	6.9	16.9	26.5	27.9
순차입금비율(%)	76.3	87.1	74.4	46.4

자료: 키움증권

Price Trend



>>> 사업 구조 변화 본격화

동사는 2015년 삼성전기에서 분사 설립된 전자부품 전문 업체로, 파워모듈 및 3IN1 보드 등을 제조하는 전자부품 사업과 ESL(Electronic Shelf Label) 등을 제조하는 ICT 사업을 영위하고 있다.

파워모듈의 경우 기존의 휴대전화 어답터 대비 서버용 및 EV 충전기 파워모듈 등 성장 산업 비중을 높이고 있으며, 3IN1 보드는 고객사의 TV 제조 비용 절감 수요에 따라 제품 다변화 등을 추진 중이다.

최근 ESL 중심의 ICT 부문 성장이 주목된다. 리테일 중심의 전자가격표시기 시장 성장 및 동사의 시장 내 입지 강화가 원인이다. 동사 매출 내 ICT 부문 비중도 22년 22%에서 23년 40%로 증가할 것으로 전망한다.

>>> ESL 사업부문의 높은 성장성 주목

유럽 리테일 업체 중심으로 인건비 절감을 위해 도입되고 있는 ESL 시장은 2020년 시장 규모 약 1조원에 도달 이후 매년 20% 이상 성장이 예상되는 시장이다. 최근에는 리테일 매장의 무인 및 자동화 트렌드와 맞물려, 로봇 등과 연계해 상품 추적 강화 및 적재 오류 방지 등에도 쓰임이 가능할 것으로 전망된다. 동사는 ESL 1위 SES 이마고태그에 이어 점유율 2위 업체이며 23년 기준 시장 점유율 30%를 넘을 것으로 전망한다.

시장 내 높은 경쟁력의 이유는 기술력과 생산성이다. 동사는 핵심 부품 등을 내재화해 경쟁사 대비 비용 절감이 가능하며, RF통신 기술 노하우를 바탕으로 가격 표시 변경 속도 등에서 높은 경쟁력을 가진 것으로 파악된다. 이는 진입장벽으로 작용해 시장의 우려와 달리 경쟁 업체의 진입도 제한될 것으로 예상한다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 37,000원으로 커버리지 개시

동사의 23년 실적은 매출액 2조 633억원(YoY 22%), 영업이익 1,295억원(YoY 71%)으로, ESL 부문이 성장을 이끌 전망이다. 이연 수요 등의 영향으로 상저하고가 예상되나, 기존 고객사들이 투자를 지속하고 있다는 점과 신규 고객사 확대도 기대됨에 따라 연간 성장세(23년 ICT부문 매출 YoY 117%) 지속을 전망한다. 목표주가는 전자부품 부문과 ICT 부문 영업가치(각 부문에 따른 EV/EBITDA 배수 적용)에 순차입금을 차감하여 산출하였다.

기업 개요: 탄탄한 전자부품 부문과 신규 사업 통한 ICT 부문 성장

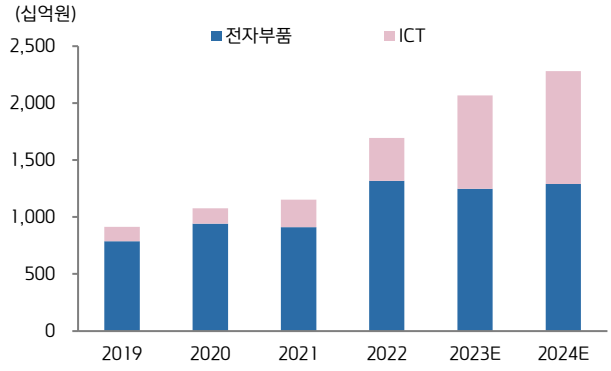
동사는 2015년 삼성전기에서 분사 설립된 전자부품 전문 업체로, 파워모듈 및 3IN1 보드 등을 제조하는 전자부품 사업과 ESL(Electronic Shelf Label) 등을 제조하는 ICT 사업을 영위하고 있다. 22년 매출 기준 전자부품 부문이 78%, ICT 부문이 22%를 차지한다.

기존 동사의 주력 제품이었던 파워모듈은 전자제품 내 안정적인 전원 공급을 가능케 하며, 최근 기존의 휴대전화 어답터 대비 서버용 및 EV 충전기 파워모듈 등 성장 산업 비중을 높이고 있다. 동사는 원익피앤이와 전기차 충전기용 파워 모듈 개발 MOU 체결에 이어 베트남 전기차 충전기 국책사업도 참여가 예상된다. 3IN1 보드는 영상보드, 파워보드, 튜너를 통합한 제품으로 TV 제조 비용 절감을 위한 수요가 증가 중이며, 동사는 제품 다변화 및 고객사 확대를 통해 성장을 이어갈 전망이다.

동사는 신규 사업도 적극적으로 추진 중이다. 최근 ESL 중심의 ICT 부문 성장이 가장 주목된다. 리테일 중심의 전자가격표시기 시장 성장 및 동사의 시장 내 입지 강화가 원인이다. 동사 매출 내 ICT 부문 비중도 22년 22%에서 23년 40%로 증가할 것으로 전망한다. ESL 사업 외에 센서반도체 개발을 통한 웨어러블 부품 제조 및 이차전지 팩 제조업체 에스아이셀 인수를 통한 배터리 재사용 부문 진출 등도 준비 중인 것으로 파악된다.

지난 3월 기존 2대 주주 삼성전기가 보유 지분(9.3%)를 전량 매각하였다. 주력 사업 집중 투자를 위한 것으로 판단되며, 같은 기간 국민연금 등이 동사 지분율을 확대하면서 수급 안정성은 더해질 전망이다.

솔루엠 부문별 매출액 추이 및 전망

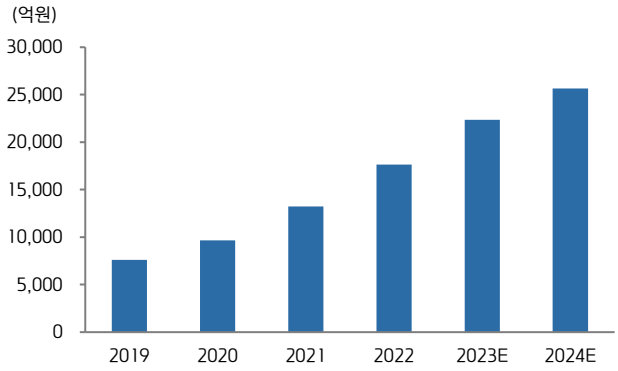


자료: 솔루엠, 키움증권

솔루엠 전자부품 내 주요 제품

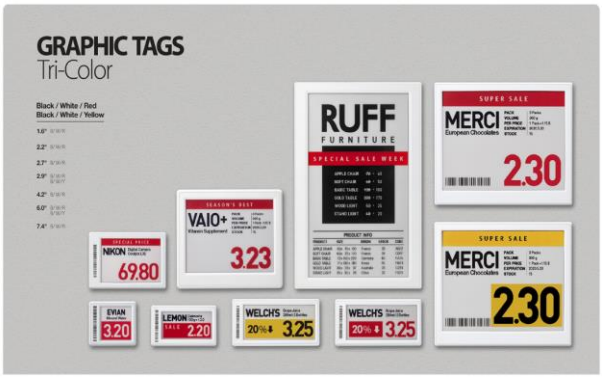
자료: 솔루엠, 키움증권

ESL 시장 추이 및 전망



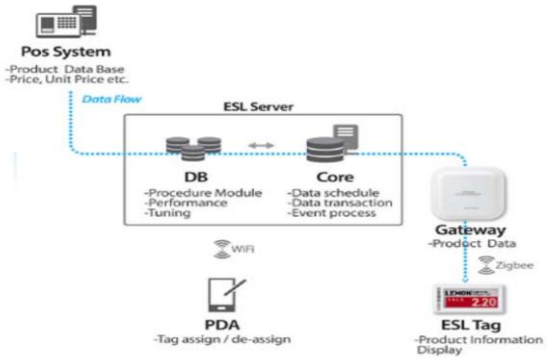
자료: 솔루엠, 키움증권

솔루엠 ESL 제품 라인업



자료: 솔루엠, 키움증권

ESL 작동 원리



자료: 솔루엠, 키움증권

ESL 확장

자료: 솔루엠, 키움증권

ESL 성장: 리테일 Future innovation

ESL 시장의 성장은 인건비 절감을 위한 유럽 리테일 업체 중심으로 성장 중이다. 코로나 이후 해당 수요가 북미 및 아시아로 확장되면서 최근 성장 속도가 빨라진 것으로 파악된다. Modor Intelligence에 따르면, ESL 시장은 2020년 7억 7,910만달러에서 2025년 20억 3,680만달러까지 성장이 예상된다. 업체 자체 조사 등을 종합해도 25년까지 연평균 20% 이상 성장이 가능하다.

최근에는 리테일 매장의 무인 및 자동화 트렌드와 맞물려, ESL을 로봇 등과 연계해 상품 추적 강화 및 적재 오류 방지 등에도 쓰임이 가능할 것으로 전망된다. 동사는 ESL 1위 SES 이마고태그에(프랑스) 이어 점유율 2위 업체이며 23년 기준 시장 점유율 30%를 넘을 것으로 전망한다. 그 외에 Pricer(스웨덴) 및 Hanshow(중국) 등이 ESL 사업을 영위하고 있다.

ESL은 리테일 외에 물류센터 등의 공장 및 병동, 오피스에서도 신규 수요가 늘어나고 있으며 의류 시장으로의 확장도 가능할 전망이다.

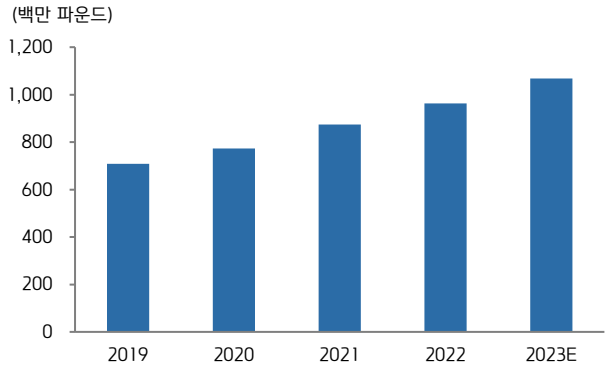
솔루엠 ESL 경쟁력

시장 내 높은 경쟁력의 이유는 기술력과 생산성이다. ESL은 ESL 태그 외에 Pos 시스템 등의 데이터를 처리하는 서버와 이를 ESL 태그와 연결해주는 게이트웨이(안테나)로 이뤄진다. 동사는 통신 IC 직접 설계 등 핵심 부품 내재화 및 자체 생산 시설도 보유함에 따라 경쟁사 대비 비용 절감이 가능하며, 다양한 유통 형태별 커스터마이징 납품도 용이하다.

RF통신 기술 노하우를 바탕으로 가격 표시 변경 속도 등에서 높은 경쟁력을 가진 것으로 파악된다. 특히 안정적인 통신 시스템 구축이 어려워 동사의 자체 통신 프로토콜 안정화에도 오랜 시간이 걸린 것으로 파악된다. 이는 진입 장벽으로 작용해 시장의 우려와 달리 경쟁 업체의 진입도 제한될 것으로 예상한다.

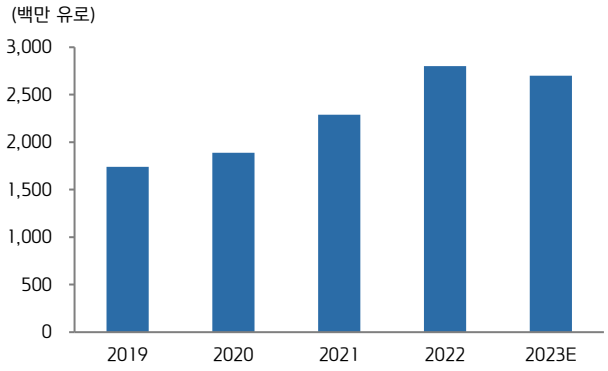
최근 신규 수요는 다양한 색과 큰 화면을 요구함에 따라 동사 제품의 ASP 상승을 이끌 전망이다. 동사는 7가지 색 구현 및 긴 디스플레이 수명을 통한 대화면 구현에도 장점이 있는 것으로 파악된다.

TESCO 영국 내 Capex 추이



자료: 각 사, 키움증권

REWE Capex 추이



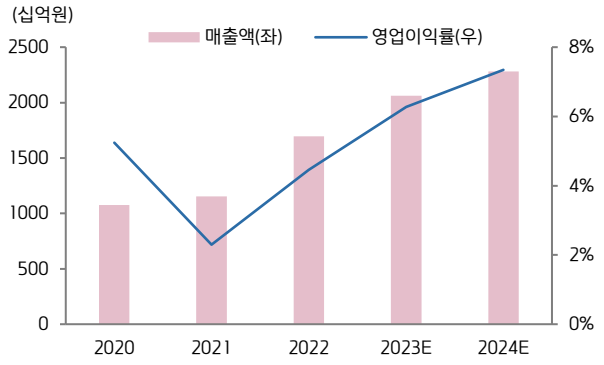
자료: 각 사, 키움증권

실적 전망 및 Valuation

동사의 23년 실적은 매출액 2조 633억원(YoY 22%), 영업이익 1,295억원(YoY 71%)으로, ESL 부문이 성장을 이끌 전망이다. 이연 수요 등의 영향으로 상저하고가 예상되나, 기존 고객사들이 투자를 지속하고 있다는 점과 신규 고객사 확대도 기대됨에 따라 연간 성장세(23년 ICT부문 매출 YoY 117%) 지속을 전망한다.

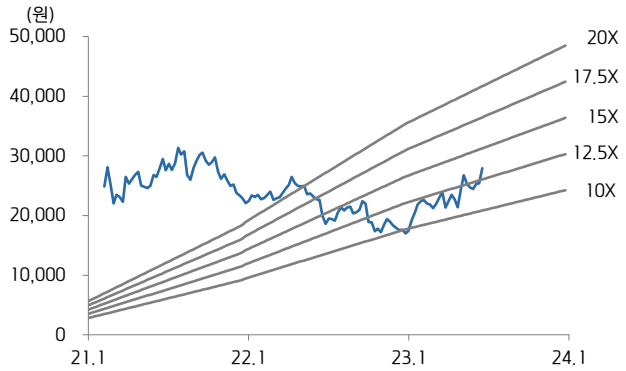
기존 동사는 전자부품 부문의 높은 매출 비중 영향으로 낮은 기업가치를 적용 받았다. 다만 최근 ESL 중심의 ICT 성장이 본격화되면서 ESL 부문 가치를 반영할 필요가 있다고 판단한다(23년 영업이익 내 ICT 비중 83% 전망). 이에 목표주가는 전자부품 부문과 ICT 부문 영업가치(각 부문에 따른 EV/EBITDA 적용)에 순차입금을 차감하여 산출하였다. 산출된 목표주가 37,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

솔루엠 실적 추이 및 전망



자료: 솔루엠, 키움증권

솔루엠 12mf PER 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

솔루엠 실적전망

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	**368.7**	**441.4**	**467.4**	**417.0**	**579.6**	**510.2**	**482.6**	**490.9**	**1,694.5**	**2,063.3**	**2,280.5**
%YoY	57.4	89.3	32.8	25.0	57.2	15.6	3.3	17.7	46.9	21.8	10.5
전자부품	306.4	341.3	330.2	339.0	273.1	302.8	330.9	341.3	1,317.0	1,248.2	1,289.5
ICT	62.3	100.1	137.2	78.0	306.5	207.4	151.7	149.6	377.6	815.1	991.0
영업이익	**15.0**	**20.0**	**24.0**	**16.6**	**50.2**	**32.7**	**23.1**	**23.5**	**75.6**	**129.5**	**167.5**
%YoY	22.2	462.0	375.0	195.8	234.1	63.1	-3.6	41.6	185.1	71.2	29.4
영업이익률(%)	4.1	4.5	5.1	4.0	8.7	6.4	4.8	4.8	4.5	6.3	7.3
세전이익	13.5	14.4	21.2	1.0	53.4	22.9	13.3	13.9	50.0	103.4	141.8
당기순이익	10.3	9.3	23.1	2.8	45.6	19.5	11.4	11.9	45.4	88.4	121.2

자료: 키움증권

솔루엠 Valuation(SOTP)

(십억원)		비고
영업가치	**2,124.8**	
1.전자부품	**260.2**	
EBITDA	52.0	12mf 실적 기준
적정 EV/EBITDA(배)	5	국내 IT 업종 평균
2. ICT	**1,864.6**	
EBITDA	133.2	12mf 실적 기준
적정 EV/EBITDA(배)	14	Peer 평균 10% 할인 적용
순차입금	**278.7**	
주주가치	**1,846.1**	
발행주식수(천주)	50,006	
목표주가(원)	**36,917**	

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,153.3	1,694.5	2,063.3	2,280.5	2,508.4
매출원가	1,018.8	1,485.8	1,825.1	1,992.8	2,179.6
매출총이익	134.5	208.8	238.2	287.7	328.8
판관비	108.0	133.2	108.8	120.2	132.2
영업이익	26.5	75.6	129.5	167.5	196.5
EBITDA	53.8	112.6	165.6	204.9	234.7
영업외손익	-0.8	-25.6	-26.0	-25.7	-25.6
이자수익	0.3	0.7	0.5	0.8	1.3
이자비용	4.1	11.7	11.4	11.4	11.7
외환관련이익	26.2	63.4	52.2	52.2	52.2
외환관련손실	22.1	76.5	62.7	62.7	62.7
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-1.1	-1.5	-4.6	-4.6	-4.7
법인세차감전이익	25.7	50.0	103.4	141.8	170.9
법인세비용	12.4	4.6	15.0	20.6	24.8
계속사업순손익	13.3	45.4	88.4	121.2	146.2
당기순이익	13.3	45.4	88.4	121.2	146.2
지배주주순이익	13.3	47.3	88.4	121.2	146.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	7.1	46.9	21.8	10.5	10.0
영업이익 증감율	-53.0	185.3	71.3	29.3	17.3
EBITDA 증감율	-34.7	109.3	47.1	23.7	14.5
지배주주순이익 증감율	-65.8	255.6	86.9	37.1	20.6
EPS 증감율	-72.2	246.9	86.9	37.1	20.6
매출총이익율(%)	11.7	12.3	11.5	12.6	13.1
영업이익률(%)	2.3	4.5	6.3	7.3	7.8
EBITDA Margin(%)	4.7	6.6	8.0	9.0	9.4
지배주주순이익률(%)	1.2	2.8	4.3	5.3	5.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	547.4	855.7	981.5	1,128.8	1,313.6
현금 및 현금성자산	52.7	106.9	70.0	119.5	200.8
단기금융자산	4.8	7.7	8.4	9.3	10.2
매출채권 및 기타채권	156.7	165.9	202.0	223.3	245.6
재고자산	327.8	567.5	691.0	763.7	840.0
기타유동자산	5.4	7.7	10.1	13.0	17.0
비유동자산	163.5	178.6	182.5	185.1	186.9
투자자산	3.3	1.7	1.7	1.7	1.7
유형자산	118.9	134.0	138.7	141.9	144.1
무형자산	15.0	12.7	11.9	11.4	10.9
기타비유동자산	26.3	30.2	30.2	30.1	30.2
자산총계	710.9	1,034.3	1,164.0	1,313.9	1,500.5
유동부채	401.6	679.0	703.9	716.2	740.2
매입채무 및 기타채무	171.2	269.6	324.5	356.8	390.8
단기금융부채	222.9	305.2	275.2	255.2	245.2
기타유동부채	7.5	104.2	104.2	104.2	104.2
비유동부채	41.1	65.3	85.3	105.3	125.3
장기금융부채	39.2	62.0	82.0	102.0	122.0
기타비유동부채	1.9	3.3	3.3	3.3	3.3
부채총계	442.6	744.3	789.2	821.5	865.5
지배지분	268.0	291.0	375.8	493.5	636.0
자본금	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
자본잉여금	76.2	76.2	76.2	76.2	76.2
기타자본	-1.3	-22.1	-22.1	-22.1	-22.1
기타포괄손익누계액	-2.2	-5.0	-8.5	-12.1	-15.7
이익잉여금	170.4	216.9	305.3	426.5	572.7
비지배지분	0.3	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
자본총계	268.3	290.0	374.8	492.5	635.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-178.9	40.9	31.5	107.9	129.7
당기순이익	13.3	45.4	88.4	121.2	146.2
비현금항목의 가감	54.4	70.5	76.0	82.5	87.4
유형자산감가상각비	26.8	36.1	35.3	36.8	37.8
무형자산감가상각비	0.5	1.0	0.8	0.6	0.4
지분법평가손익	-0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	28.0	33.4	39.9	45.1	49.2
영업활동자산부채증감	-243.5	-68.7	-107.0	-64.7	-68.6
매출채권및기타채권의감소	-21.8	-13.1	-36.1	-21.3	-22.3
재고자산의감소	-200.3	-250.0	-123.5	-72.7	-76.3
매입채무및기타채무의증가	-6.4	115.8	54.9	32.3	33.9
기타	-15.0	78.6	-2.3	-3.0	-3.9
기타현금흐름	-3.1	-6.3	-25.9	-31.1	-35.3
투자활동 현금흐름	-63.6	-45.9	-40.6	-40.7	-40.8
유형자산의 취득	-57.8	-45.2	-40.0	-40.0	-40.0
유형자산의 처분	0.6	0.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.1	-0.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.9	1.6	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-0.2	-2.9	-0.8	-0.8	-0.9
기타	-3.2	0.2	0.2	0.1	0.1
재무활동 현금흐름	219.0	58.2	-25.9	-15.9	-5.9
차입금의 증가(감소)	113.2	94.7	-10.0	0.0	10.0
자본금, 자본잉여금의 증감	116.8	0.6	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-1.6	-21.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-9.4	-16.0	-15.9	-15.9	-15.9
기타현금흐름	8.8	0.9	-1.7	-1.7	-1.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-14.6	54.2	-36.8	49.5	81.3
기초현금 및 현금성자산	67.3	52.7	106.9	70.1	119.6
기말현금 및 현금성자산	52.7	106.9	70.1	119.6	200.8

투자지표

(단위: 원, 십억원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	273	946	1,768	2,424	2,923
BPS	5,360	5,819	7,516	9,868	12,719
CFPS	1,384	2,319	3,288	4,074	4,671
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	82.3	18.4	15.8	11.5	9.5
PER(최고)	145.9	28.4	16.0		
PER(최저)	76.1	17.5	9.5		
PBR	4.19	2.99	3.71	2.83	2.19
PBR(최고)	7.43	4.61	3.76		
PBR(최저)	3.87	2.84	2.24		
PSR	0.95	0.51	0.68	0.61	0.56
PCFR	16.2	7.5	8.5	6.8	6.0
EV/EBITDA	24.7	10.0	9.2	7.2	5.9
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	2.3	5.2	8.0	9.8	10.4
ROE	6.9	16.9	26.5	27.9	25.9
ROIC	5.9	13.2	19.0	21.3	22.7
매출채권회전율	8.2	10.5	11.2	10.7	10.7
재고자산회전율	5.0	3.8	3.3	3.1	3.1
부채비율	165.0	256.7	210.5	166.8	136.3
순차입금비율	76.3	87.1	74.4	46.4	24.6
이자보상배율	6.5	6.5	11.4	14.7	16.8
총차입금	262.2	367.2	357.2	357.2	367.2
순차입금	204.7	252.6	278.7	228.4	156.1
NOPLAT	53.8	112.6	165.6	204.9	234.7
FCF	-255.5	-11.1	-0.2	75.9	97.6

자료: 키움증권

Compliance Notice

- 당사는 6월 16일 현재 '솔루엠(248070)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

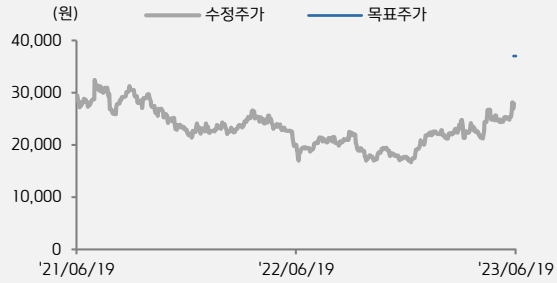
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
솔루엠 (248070)	2023-06-19	BUY(Initiate)	37,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2022/04/01~2023/03/31)

매수	중립	매도
95.43%	4.57%	0.00%