

솔루엠 (248070)

하반기 턴어라운드 시작

Q1. 현 시점은 과거 어느 시점과 유사한가?

2022년과 유사하다. 2024년 1분기와 2분기 매출액은 3,848억원, 3,939억원이다. 2022년 1분기(3,687억원)와 2022년 2분기(4,414억원)와 중간정도에 위치해 있다. 동사의 밸류에이션에 중요한 역할을 하는 사업은 ESL이다. 관련 매출액 추이를 살펴보면 2024년 1분기, 2분기 1,000억원을 상회했으며, 2022년 2분기 매출액과 유사하다. 반면 현재 주가는 2022년 하반기에 위치해 있다. 2022년과 유사한 실적임에도 불구하고 주가는 낮은 위치에 있다는 것이 확인된다. 하반기에 실적개선이 확인된다면 2022년 주가의 상단부로 상승할 가능성이 있다고 판단된다.

Q2. 왜 주가와 실적이 부진했을까?

2024년 상반기 ESL의 부진했던 실적 요인으로는 크게 3가지가 존재한다. 첫째, Delivery이다. 중동 분쟁으로 인해 ESL의 선적이 지연되었다. 동사의 ESL의 주력 매출처는 북미와 유럽이라는 점에서 영향을 받았다고 판단된다. 둘째, 물류비 상승이다. 상하이컨테이너 운임지수를 살펴보면 2023년 안정적으로 유지되었던 지수가 2024년 상반기에 큰 폭으로 상승했다. 셋째, 고객사의 수주의 지연이다. 동사는 신제품(4컬러 제품) 출시에 따른 영향으로 판단된다. 운임지수는 지난 7월 이후 조정 국면에 진입했으며, 신제품 매출 비중 확대시 실적개선이 기대된다는 점에서 우려감이 해소되는 국면이라고 판단된다.

Q3. 무엇이 기대되나?

아시아 지역으로의 ESL 확장이 기대된다. 지난 8월 태국 시암 마크로사의 ESL 공급사업자로 채택되었다. 태국의 낮은 GDP, ESL사업자 변경 이슈 등을 감안시 아시아 지역내 확장 가능성이 높으며, 경쟁사와의 비교우위 측면이 감지된다는 점에서 유럽/북미 위주에서 아시아 지역으로의 확장이 기대된다.



권명준 스몰캡
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

NOT RATED (M)

목표주가 **-원 (M)**

현재주가 (9/5) **20,100원**

상승여력 **-**

시가총액 10,051억원

총발행주식수 50,005,551주

60일 평균 거래대금 53억원

60일 평균 거래량 273,156주

52주 고/저 31,200원 / 15,650원

외인지분율 21.27%

배당수익률 0.00%

주요주주 전성호 외 19인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 28.4 (14.3) (30.2)

상대 21.8 (10.5) (30.0)

절대 (달러환산) 32.2 (11.9) (30.5)

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	16,945	19,511	15,999	19,199
영업이익	756	1,545	828	1,194
지배순이익	473	1,204	502	876
PER	22.4	10.8	20.0	11.5
PBR	3.6	3.2	2.2	1.9
EV/EBITDA	11.7	7.3	9.0	6.7
ROE	16.9	34.8	12.0	18.4

자료: 유안타증권

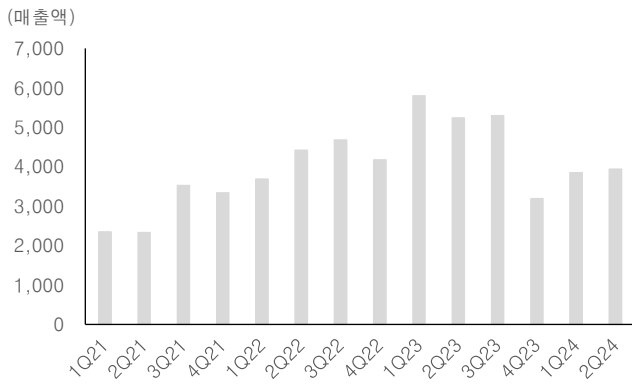
현 시점은 과거 어느 시점과 유사한가?

2022년과 유사하다. 2024년 1분기와 2분기 매출액은 3,848억원, 3,939억원이다. 2022년 1분기(3,687억원)과 2022년 2분기(4,414억원)와 중간정도에 위치해 있다.

단순히 매출액이 유사하다고 동사의 가치가 유사하다고는 할 수 없다. 동사의 사업은 크게 파워 모듈과 ESL로 사업을 구분되며 동사의 밸류에이션을 결정하는 것이 높은 이익률과 성장률을 보인 ESL이라고 판단한다. ESL 관련 매출액 추이를 살펴보면 2024년 1분기, 2분기 1,000억원을 상회하는 수준으로 2022년 2분기와 유사한 것이 확인된다.

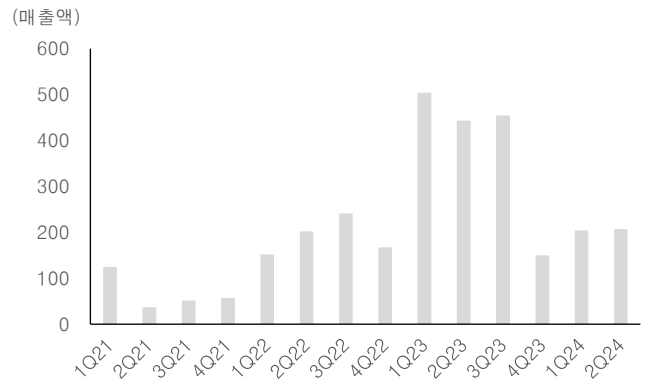
2022년 주가는 상고하자 흐름이었으며 16,550원(저가)~26,850원(고가)에서 움직였다. 현재 주가는 2022년 하단부에 위치해 있다. 2022년과 유사한 실적임에도 불구하고 주가는 낮은 위치에 있다는 것이 확인된다. 하반기에 실적개선이 확인된다면 2022년 주가의 상단부로 상승할 가능성이 있다고 판단된다.

[그림 1] 분기별 매출액 추이



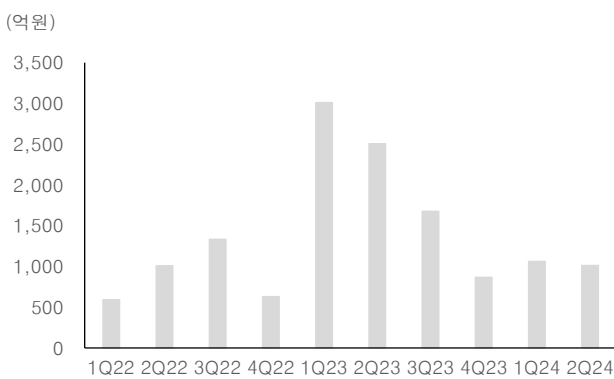
자료: 솔루엠, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 분기별 영업이익 추이



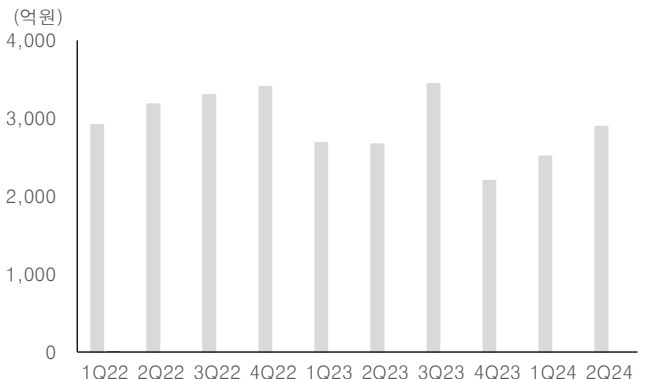
자료: 솔루엠, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] ESL 분기별 매출액 추이



자료: 솔루엠, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 파워모듈 분기별 매출액 추이



자료: 솔루엠, 유안타증권 리서치센터

왜 상반기 주가와 실적이 부진했을까?

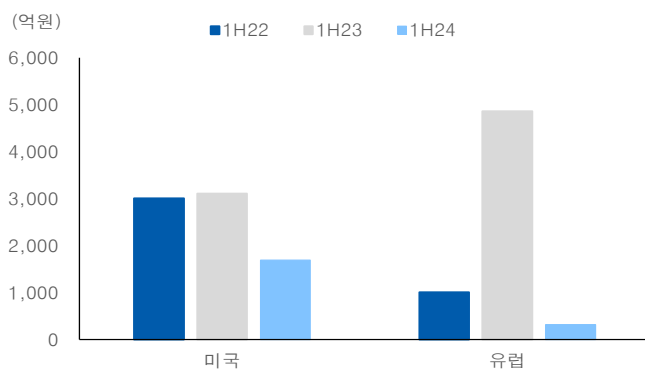
2024년 상반기 ESL의 부진했던 실적 요인으로는 크게 3가지가 존재한다. 첫째, Delivery이다. 중동 분쟁으로 인해 ESL의 선적이 지연되었다. 동사의 ESL의 주력 매출처는 북미와 유럽이다. 2024년 상반기 매출액 중 미국과 유럽의 매출액은 2023년 상반기과 비교해보면 45.7%, 93.5% 감소되었다. 2022년 상반기와 비교해도 43.8%, 68.5% 낮은 수치이다.

북미와 유럽을 주요 시장으로 매출하는 경쟁사인 Vusion Group(프랑스)과 Pricer(스웨덴)은 2023년 29.2%, 18.2%의 매출성장을 보였다. 2024년 상반기 매출액도 전년 대비 성장하는 모습을 보이고 있다. 경쟁사들은 유럽에 위치하며, 미국 수출시에도 중동을 경유하는 노선이 아니다. 중동 분쟁으로 인한 영향은 동사에게만 해당된다는 것이 확인된다.

둘째, 국제 유가 상승 등에 따른 물류비 상승이다. 상하이컨테이너 운임지수를 살펴보면 2023년 안정적으로 유지되었던 지수가 2024년 상반기에 큰 폭으로 상승했던 것을 확인할 수 있다. 지난 7월 5일 이후 현재 조정국면에 진입했으며 조정국면에 진입하고 있다는 것이 확인된다. 운송 기간 고려해볼 때 3분기에는 상반기 대비 물류비가 감소되는 것이 확인될 것으로 기대된다. 운송비 증가는 가격경쟁력에 영향을 준다는 점에서 수주 및 실적에 부정적인 영향을 준 것으로 판단되며, 최근 조정은 동사의 경쟁력이 개선될 수 있다는 것을 의미한다.

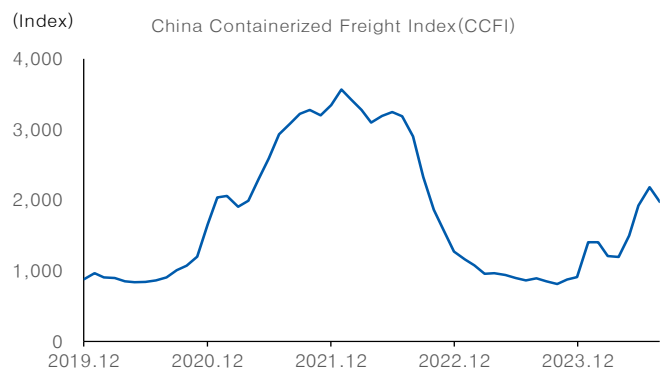
셋째, 고객사의 수주가 일부 지연되었다. 동사는 4컬러 ESL 제품을 개발, 제품 홍보가 진행되고 있다. 국가별로 선호하는 색상이 다르다는 점에서 색상의 수의 증가는 고객사 입장에서는 마케팅 포인트가 될 수 있다. 즉, 기존 3컬러 ESL을 기획하던 고객사에서 4컬러 ESL 제품으로의 전환을 일부 요청한 것으로 판단된다. 일시적인 현상이라고 판단되며, ASP가 개선된다는 점에서 부정적으로 볼 수 없다고 판단된다.

[그림 5] 미국/유럽 상반기 매출액 추이



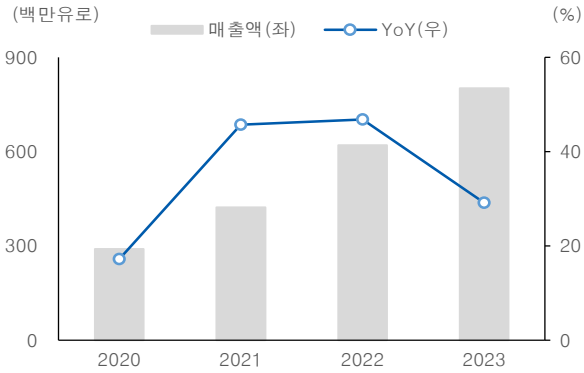
자료: 솔루엠, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 상하이운임지수 추이



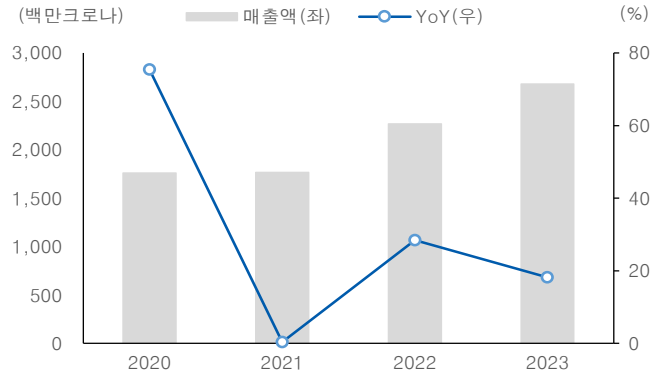
자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] Vusion Group(SES Imagotag) 매출액 추이



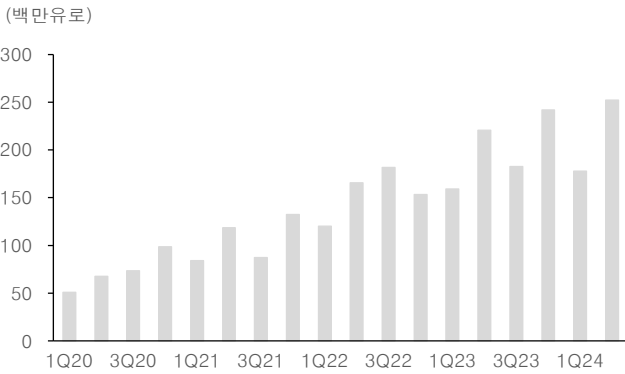
자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] Pricer 매출액 추이



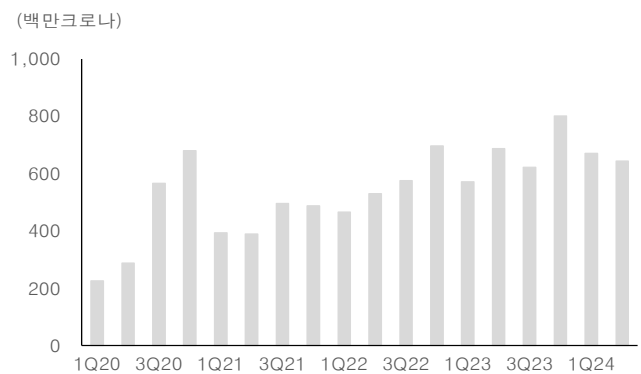
자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] Vusion Group(SES Imagotag) 분기 매출액 추이



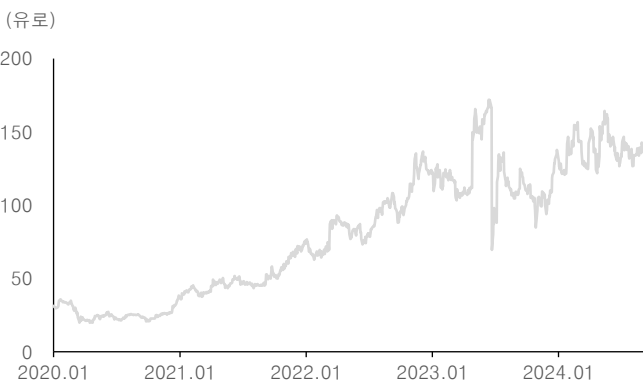
자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] Pricer 분기 매출액 추이



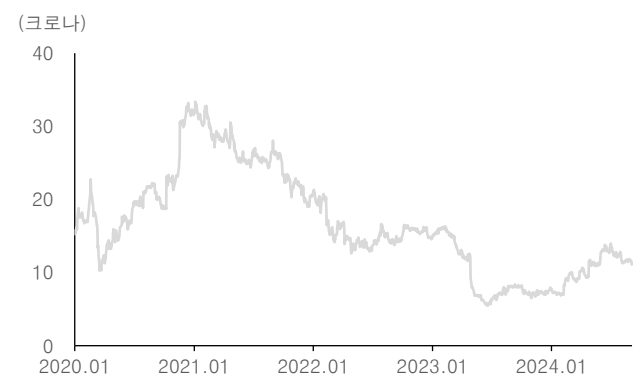
자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] Vusion Group(SES Imagotag) 주가 추이



자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] Pricer 주가 추이



자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

호재는 없는가?

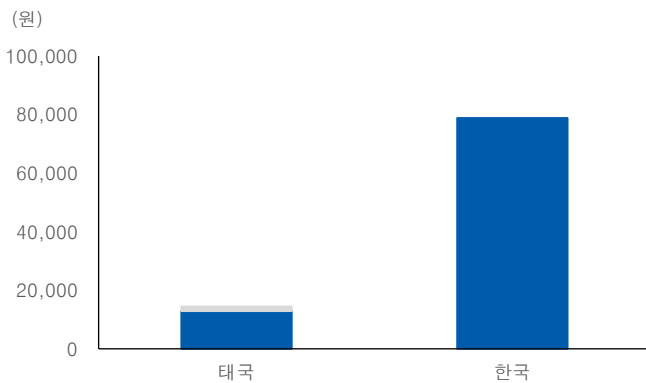
지난 8월 태국 시암 마크로사의 ESL 공급사업자로 채택되었다. 다음과 같은 의미를 가지고 있다고 판단된다.

첫째, 태국이라는 국가라는 점에서 의미가 있다. 태국의 1인당 GDP(2022년)는 6,909달러로 한국(32,410달러) 대비 21.3%수준이다. 태국은 지역에 따라 다르지만 2024년 기준 최저임금은 1일 기준 330~370바트(12,926원~14,492원, 1바트 39.2원 기준)이다. 2024년 한국의 최저임금은 9,860원으로 1일 8시간 근무시간으로 계산해보면 한국 대비 1/5 이하 수준이다. 낮은 임금에도 불구하고 태국에서 ESL를 도입한다는 사실은 시사하는 바가 크다. 인력 대체효과가 확인된다면 다른 기업으로의 확장이 가능하며 1인당 GDP or 최저임금이 유사한 Asia지역내 다른 국가에서의 도입이 확대될 것으로 기대된다.

둘째, 태국 시암 마크로는 대형 창고형 할인점인 마크로와 슈퍼마켓 체인 로터스를 운영하고 있는 기업이다. 이번 입찰은 대형 창고형 할인점인 마크로에 한정되어 있다. 마크로는 태국에 150여개 지점, 캄보디아/미얀마/인도 등에 매장을 보유하고 있다. 마크로에서 ESL의 효율성이 확인된다면 매장수가 더 많을 것으로 추정되는 로터스로의 확장도 기대해볼 수 있다. 시암 마크로사가 매장내 ESL을 도입한 것이 처음이 아니며, 태국 정부에서 ESG 경영을 강조하고 있다고 알려져 있어서 가능성이 높다고 판단된다.

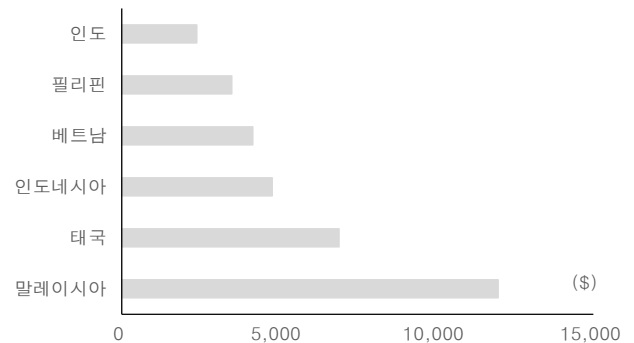
셋째, 기존 ESL 공급사에서 동사의 제품으로 변경되었다. 매장내 ESL 설치에 단순히 E-Paper를 제작하여 판매하는 것이 아니라 S/W를 동반한다. 특별한 이슈가 발생하거나, 가격적으로 크게 매력적이지 않아 ESL 공급사 변경이 쉽게 발생되지 않는다. 또한, 태국은 고온 다습한 기후 환경을 가지고 있으며, 창고형 할인점의 특성상 먼지가 많다는 특징도 있다. 1st Tier 경쟁사는 북미/유럽에 위치해 아시아 지역내 A/S 대응이 쉽지 않았을 것이다. 아시아내 경쟁사인 중국 한쇼 등과는 ESL 대응속도 뿐만 아니라 온도/습도 측면에서 기술적 우위에 있다. 아시아 지역내 ESL 시장 규모 확대는 동사에게 가장 큰 기회요인으로 작용될 수 있다고 판단한다.

[그림 13] 태국 VS. 한국 GDP & 최저시급(1일기준)



자료: AIF, 최저임금위원회, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] Asia 지역 1인당 GDP



자료: 세계은행, 유안타증권 리서치센터

하반기 ESL 기대해도 되나?

하반기 경기 둔화 우려감이 시장에 존재하지만, 2024년 상반기를 기점으로 실적 턴어라운드 예상된다. 북미, 유럽, 아시아 지역내 ESL 관련 수주가 이어질 것으로 기대된다. 국가별 주요 리테일러 기업들과 현재 테스트 및 R&D를 진행 중이며, 준비 시작 시점을 고려해볼 때 하반기에 수주가 나올 시점이라고 판단된다.

북미와 유럽 관련 운송비와 납품시기가 장기화되는 이슈가 잔존하지만 운송비는 조정국면에 진입하고 있다는 점에서 우려감이 점차 둔화되고 있다는 점을 주목할 필요가 있다.

특히, 일본을 비롯한 아시아 지역에서의 성장이 기대된다. 태국 시암 마크로사를 통해서 동남아시아 지역에서도 ESL을 도입하고자 하는 수요가 확인되고 있다. 아시아 지역내 경쟁사인 Hanshow Tech(중국)의 기술력에 대한 불확실성이 존재한다는 점에서 동사의 경쟁력이 더욱 부각될 전망이다.

앞서 언급한 것처럼 2024년 실적은 2022년과 유사한 매출액 1.6조원, 영업이익 900억원이 기대된다. 2024년 하반기 북미, 유럽과 더불어 아시아 지역에서의 수주가 기대된다는 점에서는 2025년에는 2023년과 유사한 실적을 기대해 볼 수 있다고 판단된다.

솔루엠 (248070) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	
매출액	11,533	16,945	19,511	15,999	19,199	
매출원가	10,188	14,858	16,367	13,421	16,105	
매출충이익	1,345	2,088	3,144	2,578	3,094	
판매비	1,080	1,332	1,599	1,750	1,900	
영업이익	265	756	1,545	828	1,194	
EBITDA	538	1,126	1,931	1,110	1,400	
영업외손익	-8	-256	-116	-168	-149	
외환관련손익	41	-131	85	0	0	
이자손익	-37	-110	-185	-153	-134	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	-12	-14	-15	-15	-15	
법인세비용차감전순손익	257	500	1,429	660	1,044	
법인세비용	124	46	235	163	175	
계속사업순손익	133	454	1,194	498	869	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	133	454	1,194	498	869	
지배지분순이익	133	473	1,204	502	876	
포괄순이익	183	419	1,078	382	753	
지배지분포괄이익	184	437	1,088	385	760	

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

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	
영업활동 현금흐름	-1,789	409	3,369	946	432	
당기순이익	133	454	1,194	498	869	
감가상각비	268	361	376	274	200	
외환손익	-19	25	42	0	0	
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-2,435	-687	1,131	-340	-1,151	
기타현금흐름	264	256	626	515	513	
투자활동 현금흐름	-636	-459	-2,770	247	-225	
투자자산	-26	2	-135	27	-25	
유형자산 증가 (CAPEX)	-578	-452	-1,239	0	0	
유형자산 감소	6	7	5	0	0	
기타현금흐름	-38	-16	-1,401	220	-200	
재무활동 현금흐름	2,190	582	-965	-790	-781	
단기차입금	1,048	697	46	-5	4	
사채 및 장기차입금	27	353	-221	0	0	
자본	343	0	0	0	0	
현금배당	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	773	-468	-791	-785	-785	
연결범위변동 등 기타	88	9	0	1,486	966	
현금의 증감	-146	542	-367	1,889	392	
기초 현금	673	527	1,069	702	2,591	
기말 현금	527	1,069	702	2,591	2,983	
NOPLAT	265	756	1,545	828	1,194	
FCF	-2,367	-43	2,130	946	432	

자료: 유안타증권

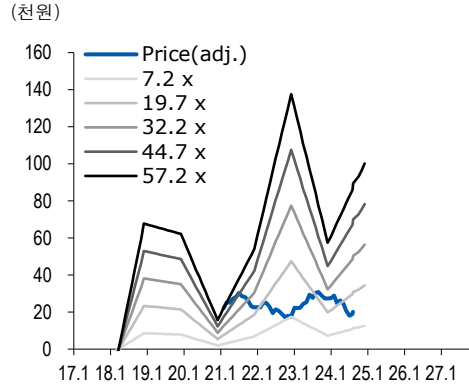
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	
유동자산	5,474	8,557	6,531	6,877	8,126	
현금및현금성자산	527	1,069	1,319	2,591	2,983	
매출채권 및 기타채권	1,567	1,659	1,258	1,044	1,252	
재고자산	3,278	5,675	2,679	2,197	2,637	
비유동자산	1,635	1,786	2,856	2,547	2,365	
유형자산	1,189	1,340	2,273	1,999	1,799	
관계기업 등 지분관련자산	0	0	129	106	127	
기타투자자산	33	17	80	76	79	
자산총계	7,109	10,343	9,386	9,423	10,491	
유동부채	4,016	6,790	5,052	4,713	5,022	
매입채무 및 기타채무	1,712	2,696	1,571	1,288	1,546	
단기차입금	2,052	2,740	2,796	2,796	2,796	
유동성장기부채	150	275	376	376	376	
비유동부채	411	653	335	329	335	
장기차입금	341	571	253	253	253	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	4,426	7,443	5,387	5,042	5,356	
지배지분	2,680	2,910	4,002	4,388	5,148	
자본금	250	250	250	250	250	
자본잉여금	762	762	762	762	762	
이익잉여금	1,704	2,169	3,369	3,870	4,747	
비지배지분	3	-10	-3	-7	-14	
자본총계	2,683	2,900	3,999	4,381	5,135	
순차입금	2,047	2,526	959	-99	-686	
총차입금	2,622	3,672	3,497	3,493	3,497	

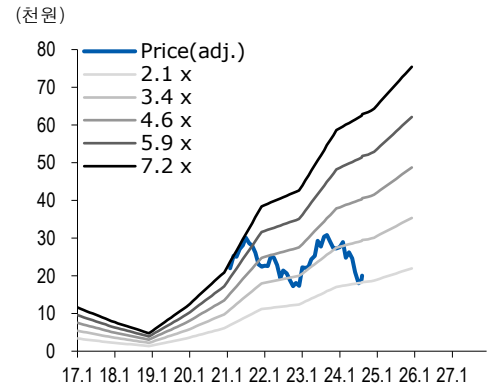
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	
EPS	275	946	2,407	1,003	1,752	
BPS	5,368	5,958	8,195	8,985	10,542	
EBITDAPS	1,099	2,252	3,861	2,220	2,799	
SPS	23,567	33,887	39,017	31,994	38,393	
DPS	0	0	0	0	0	
PER	96.7	22.4	10.8	20.0	11.5	
PBR	4.9	3.6	3.2	2.2	1.9	
EV/EBITDA	28.2	11.7	7.3	9.0	6.7	
PSR	1.1	0.6	0.7	0.6	0.5	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	
매출액 증가율 (%)	7.1	46.9	15.1	-18.0	20.0	
영업이익 증가율 (%)	-53.0	185.1	104.4	-46.4	44.2	
지배순이익 증가율 (%)	-65.7	254.5	154.4	-58.3	74.6	
매출총이익률 (%)	11.7	12.3	16.1	16.1	16.1	
영업이익률 (%)	2.3	4.5	7.9	5.2	6.2	
지배순이익률 (%)	1.2	2.8	6.2	3.1	4.6	
EBITDA 마진 (%)	4.7	6.6	9.9	6.9	7.3	
ROIC	4.5	14.3	26.7	14.8	25.1	
ROA	2.3	5.4	12.2	5.3	8.8	
ROE	6.9	16.9	34.8	12.0	18.4	
부채비율 (%)	165.0	256.7	134.7	115.1	104.3	
순차입금/자기자본 (%)	76.4	86.8	24.0	-2.3	-13.3	
영업이익/금융비용 (배)	6.5	6.5	6.8	3.8	5.4	

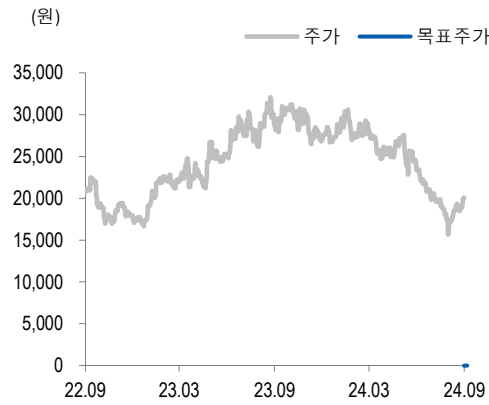
P/E band chart



P/B band chart



솔루엠 (248070) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-09-06	Not Rated	-	1년		
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)	86.4
Hold(중립)	13.6
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-09-05

※해의 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: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%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 투자의사결정은 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.