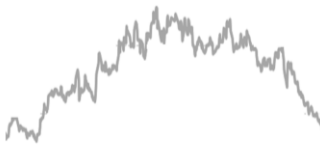
솔루엠 (248070 KOSPI)

Opinion

BUY

목표주가	30,910
현재주가	19,740
상승여력	56.6%

Price trend



Stock indicator

시가총액(원)	9,871억
발행주식수(주)	50,005,551
52주 최고(원)	30,900
52주 최저(원)	15,000
주요주주지분율(%)	21.98
23년 배당수익률(%)	N/A

Team 3

김경곤	김다경
김진형	유형탁
장성열	정서윤
정유림	황희준

- 전자부품 및 ESL(전자가격표시기) 제조 및 판매사업 영위
- '24년 3분기 매출액 4,713억원, 영업이익 263억원
- ESL 시장 성장 및 점유율 확대 기대
- 멕시코 공장을 통한 IRA 수혜
- 2024년 11월 07일 종가 19,740원, 56.6% Upside, 목표주가 30,910원 제시

Signal 1 : 글로벌 ESL 수주잔고 확대

ESL은 디지털화와 인건비 효율화를 해결할 수 있는 Key로 떠오르고 있다. 시장 성장률은 '30년까지 CAGR 28%에 이를 것으로 평가되며, 시장점유율 2위로 올라선 동사는 시장 확대의 수혜를 톡톡히 얻을 전망이다. '23년에 제품 보완 문제로 부진했던 실적은 기술 이슈가 해소되며 긍정적으로 반영될 일만 남았다. 현재 수주 잔고는 전년 동기 대비 18% 가량 증가한 1.9조원으로, 시장 성장과 함께 유럽, 북미, 아시아향 수주 잔고가 확대될 것으로 기대된다.

Signal 2 : 동남아시아 ESL 공급에 최적화

떠오르는 동남아시아 ESL 시장에서 동사는 기술적, 지리적으로 최적화되어 있다. 동남아에서는 ESL 침투율이 5%로 아직 초기 진입 단계이나, 당국 정부의 페이퍼리스 강조 및 인건비 상승세로 관심도가 급증하고 있다. 지리적 긴장에 따라 해상운임 우려가 고조되며 유럽 소재 경쟁사들은 공급과 솔루션 커스텀에 어려움을 겪고 있는 가운데, 동사는 근거리에서 기술적 강점을 가지고 어필이 가능할 것으로 보인다.

Signal 3 : 전기차 충전용 파워모듈 성장세

전기차의 장기적 성장세와 전기차 밸류체인의 탈중국화가 맞물려 동사에게는 기회가 되고 있다. '22년 기준 전기차 충전용 파워모듈 시장은 중국 기업이 90%를 점유하고 있다. 하지만 IRA에 따라 전기차 충전기 부품의 약 55% 이상을 북미에서 생산해야 지원을 받을 수 있는 강력한 조치가 진행되며, 해당 점유율을 노릴 수 있는 기회가 되었다. 동사는 국내 제조사 중 유일하게 북미, 유럽에서 판매가능한 UL 인증을 받았으며, 최근 북미 지역 공장을 완공해 생산능력도 갖추었다. 이제 실적으로 보답할 기대만 남았다.

CONTENTS

산업분석 3

기업분석 14

투자포인트 23

리스크 30

밸류에이션 31

Appendix 35

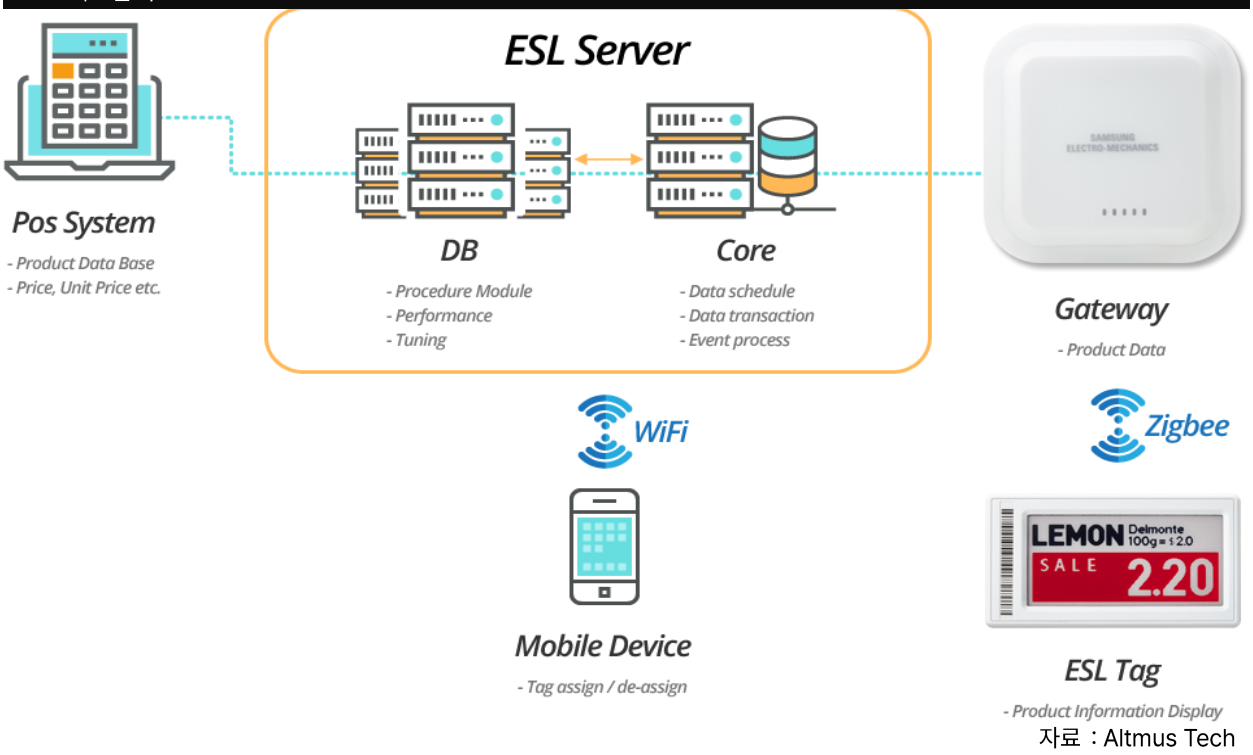
I. 산업분석

1) ESL 산업

1)-1 제품개요 및 도입배경

ESL(Electronic Shelf Label)은 '전자식 가격 표시기'를 의미하며, 종이 라벨 대신 디스플레이를 사용해 가격을 표시하는 라벨링 시스템이다. ESL 시스템은 상품 정보를 표시하는 태그 기기와 유·무선 통신을 담당하는 중계기(게이트웨이)로 구성되어 있다. 중앙 관리 서버에서 상품 정보를 게이트웨이로 전송하면, 게이트웨이는 무선 통신을 통해 ESL 태그에 문자, 바코드, 사진 등의 정보를 표시한다.

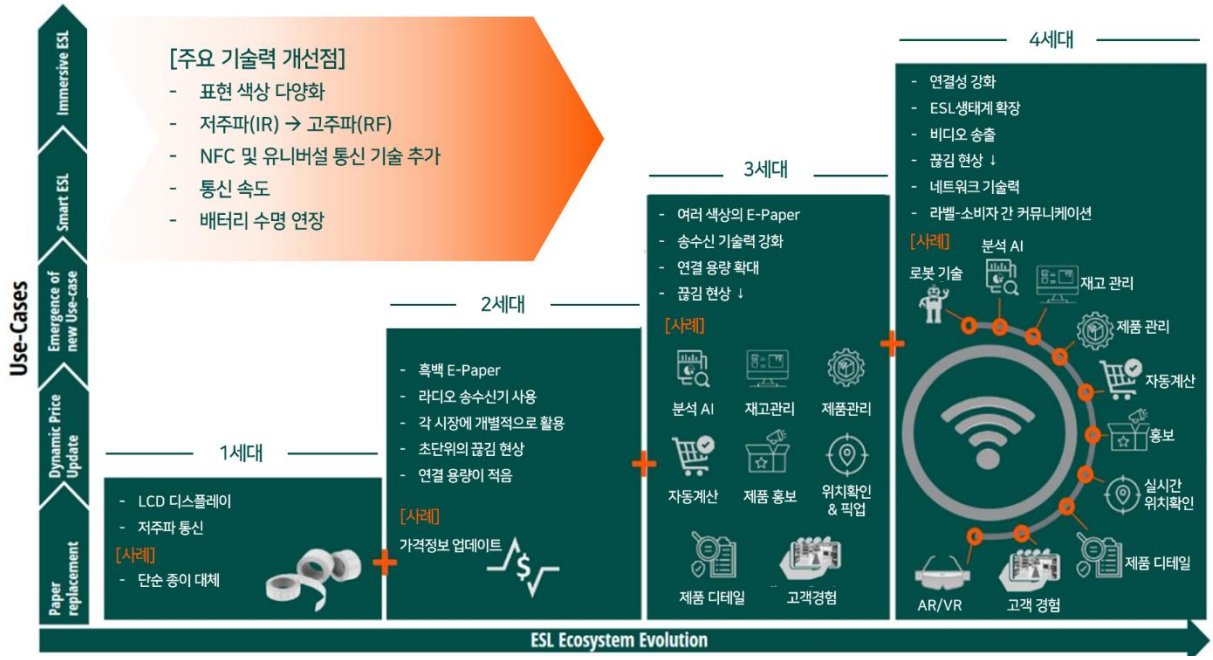
ESL 시스템 구조



자료 : Altmus Tech

ESL은 인건비 절감을 위해 유럽 리테일 시장에서 빠르게 도입되었고, 대형마트의 라벨 시스템으로 가장 널리 알려져 있다. 도입 초기에는 스웨덴의 Pricer와 프랑스의 Vusion Group 등 유럽 소재 기업이 시장을 주도했다. 이들 업체는 저주파(RF)와 고주파(IR)를 활용해 각각 매장 천장에 촘촘히 안테나를 부착하는 방식과 TV 리모컨과 같은 구조로 ESL을 공급하기 시작했다. 그러나 초기의 ESL 기술은 고비용과 제한된 안정성으로 인해 시장 확대에 한계가 있었다.

글로벌 ESL 시장 세대별 발전 과정



자료 : ABI Research, 바이시그널 3조

국내에서는 2007년에 삼성전기가 ESL 시장에 가장 먼저 진입했다. 삼성전기는 2.4GHz 통신 방식을 채택하고, 기존의 LCD 대신 E-Paper를 활용한 ESL 디스플레이를 개발해 자사 제품을 차별화했다.

현재 ESL은 유럽을 넘어 아시아와 중남미 등으로 시장이 확산되고 있으며, 통신을 활용하는 모든 디스플레이 분야에서 활용 가능성이 크다.

1)-2 산업 동력

ESL 시장은 인건비 절감, 매장의 디지털화, 실시간 제품 포지셔닝 등의 이점이 두드러진다. 특히 인건비 절감 효과가 크기 때문에 인플레이션이 지속되는 현 상황에서 수요가 급증했는데, OECD 국가의 명목 최저임금 상승률이 평균 3% 이상을 기록하며 인건비 부담이 커지자 ESL 설치를 통해 인건비 절감을 도모하는 업체들이 늘어났다. 이 덕에 ESL은 경제 불황 속에서도 상승세를 이어올 수 있었다. 실제로 ESL 시스템 구축에 따른 비용은 약 2년의 인건비만으로 상쇄되기에 그 장점을 더욱 부각한다.

또한, ESL은 종이 가격표를 대체한다는 점에서도 메리트가 있다. 종이의 주요 원재료인 펄프는 가격 변동성이 크고 각국의 자원 보호 정책에 따라 공급 불안정성이 증가했는데, ESL은 이를 대체함으로써 비용 효율성과 환경적 장점을 모두 제공한다.

최저임금 상승, 그리고 비대면 트렌드 확산으로 유통 및 소매업계는 무인화 시스템으로 빠르게 전환 중에 있다. 이커

머스의 확대로 리테일 업체들이 확장에 제약을 받는 가운데, 비용 절감을 통한 수익성 개선이 중요해지고 있다. ESL을 통한 스마트 쇼핑 환경 조성은 리테일 업체의 수익성을 높이는 데 기여하며, ESL은 옴니채널 전략과 다이나믹 프라이싱을 실현하기 위한 필수적인 제품으로 자리잡았다.

1)-3 ESL 밸류체인

ESL 밸류체인

자료 : Mordor Intelligence, Global ESL Market, 바이시그널 3조

ESL 시장의 밸류체인은 크게 구성요소, 원료 제공업체, 공급업체, 유통업체, 최종 사용자로 구성된다. 공급업체는 디스플레이, 배터리, 송수신기, 마이크로프로세서 등 핵심 부품을 제공하는 업체로, ESL 시스템의 기술력을 결정하는 중요한 역할을 맡고 있다. 특히 디스플레이 기술의 발전으로 인해 공급업체 간 차별화 수준이 시장 경쟁에서 중요한 요소로 작용할 것으로 예상된다.

그러나 디스플레이, 배터리와 같은 핵심 구성 요소의 경우 제조업체는 생산 지연 및 예기치 않은 중단을 방지하기 위해 단일 공급업체에 의존하지 않고 여러 업체로부터 공급을 받는 전략을 취하고 있다. 이로 인해 공급업체 간의 경쟁이 증가하여, 각 업체는 차별화된 기술력과 서비스로 경쟁 우위를 확보하기 위해 노력하고 있다.

구매자는 주로 슈퍼마켓과 같은 소매업체 및 리테일 기업 등으로 구성된다. 대체로 온오프라인 연동 다이나믹 프라이싱 및 인건비 절감을 위해 ESL을 도입하고 있으며, 도입 시 공급업체의 브랜드 이미지 및 제품 평가를 고려한다. 이러한 요구는 ESL 시장에서 품질과 신뢰성을 확보한 동사와 같은 기업에 유리한 환경을 조성해주고 있다.

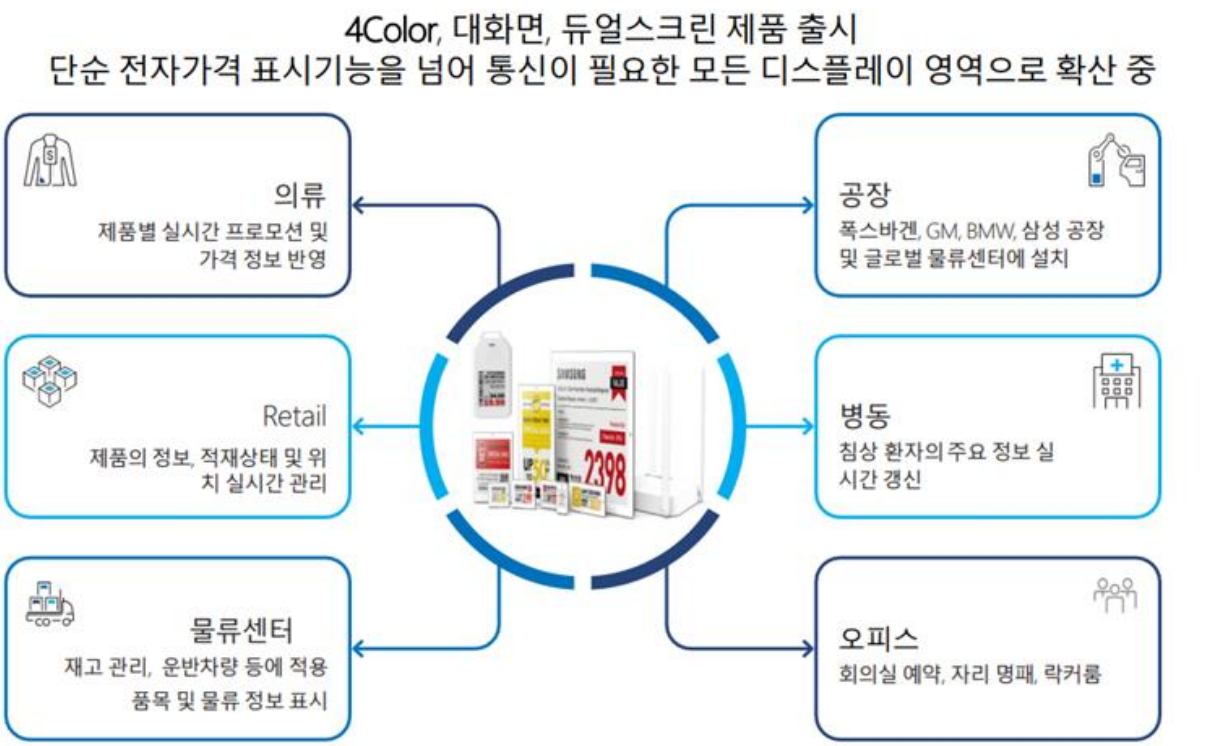
1)-4 산업 전망, 성장성

ESL 시장은 디지털화와 자동화가 빠르게 진행되는 유통업계의 대표적인 고성장 분야로, 연평균 30% 이상의 높은 CAGR로 성장하고 있다. 특히, 전술한 대로 리테일 업체들은 인건비 절감 및 매장 관리 효율화를 위해 ESL 도입을 적극적으로 추진하고 있다. 현재 ESL 시장은 약 100억 개 규모의 잠재 시장 속에서 침투율이 7% 남짓에 불과한

도입 초기 단계에 있다. 이에 따라 ESL 시장의 고성장세는 장기간 동안 유지될 것으로 보인다. 국내 시장만 하더라도 2021년 345억 원 규모에서 연평균 24% 성장해 2026년에는 981억 원에 이를 것으로 예상된다.

a. 산업별 현황 및 성장성

ESL 현황

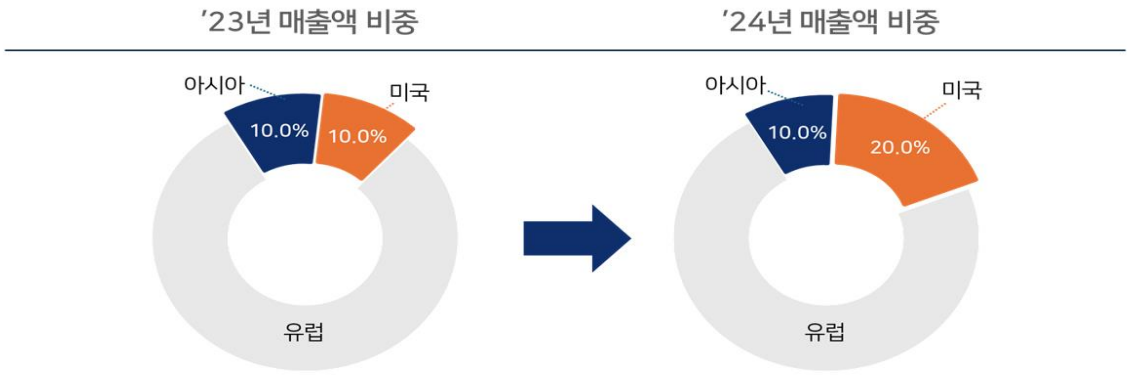


자료 : 동사 IR Book, 바이시그널 3조

현재 ESL 시장의 약 90%는 리테일에 집중되어 있지만, 비대면 문화 확산세와 함께 다양한 산업군으로 확장되어 왔다. 예를 들어, ESL은 스마트 팩토리 환경에서 창고의 진열 변경과 물품 적재 위치를 데이터화하여 효율성을 높이는 데 기여할 수 있다. 또한 의료 분야에서도 환자 및 의약품 관리 시스템으로 ESL이 활용되어 인명 사고의 위험을 줄이는 데 도움을 준다. 이외에도 스마트 오피스에서의 전자 명패, 병원과 물류센터의 재고 관리, 소비재 매장의 정보 표시 등 다양한 분야에서 ESL의 도입이 확대될 전망이다. 초기에는 단순한 가격 표시 기능에 그쳤던 ESL이 점차 다색화 및 대면적화되면서 광고 매체로 진화해 가고 있다.

b. 지역별 현황 및 성장성

연도별 ESL 매출액 비중



자료 : 미래에셋증권, 바이시그널 3조

ESL 시장은 현재 유럽과 북미 지역이 주도하고 있으나, 향후 아시아(특히 동아시아와 동남아시아)와 중남미 등으로 확산될 것으로 예상된다. 유럽에서는 이미 높은 ESL 도입률을 보이고 있으며, 북미 지역 또한 비대면 트렌드와 자동화의 영향을 받아 도입이 가속화되고 있다. 특히 아시아 지역에서는 ESL의 침투율이 낮지만, 향후 리테일 환경의 디지털화가 빠르게 진행될 것으로 보여 시장 성장 가능성이 크다.

유럽은 ESL 도입률이 약 20%로 높으며, 특히 독일이 가장 큰 점유율을 차지하고 있다. 독일은 다수의 대형 소매업체와 제조업체가 위치하며 Schwarz, Aldi, Metro와 같은 세계적인 소매기업이 시장의 주요 고객이다. 독일 시장에서는 특히 패션, 의류, 가전제품이 주요 도입 분야로 자리잡았으며, Pricer는 2023년 4월 독일에 새로운 생산 라인을 개설하여 생산 유연성과 공급 능력을 강화했다. 이처럼 다양한 소매업계의 ESL 도입 수요는 향후 지속적인 성장을 뒷받침할 것으로 예측되며, 유럽 현지 업체들의 견제가 강화될 전망이다.

동남아시아 ESL 시장의 침투율은 약 5%로, 초기 성장 단계에 있어 유망한 시장으로 평가받는다. 최근 동남아시아의 최저임금 인상과 페이퍼리스 트렌드는 ESL 도입을 촉진하고 있다. 베트남과 태국은 각각 최저임금을 인상하며 비용 절감을 위한 ESL의 수요를 확대했다. 동남아시아 리테일과 의료, 공장 등 다양한 서비스업계에서는 ESL 도입으로 종이라벨 관리, 유통기한 자동화, 재고 업데이트 등의 운영 효율성을 높이며 비용 절감 효과를 기대하고 있다. ESG 경영 강조 역시 동남아시아 ESL 시장 성장을 견인하고 있다. 태국의 시암 마크로는 정부의 ESG 경영 방침에 따라 종이 가격표를 ESL로 전환하고 있으며, 베트남 또한 상장 기업 및 외국인 투자기업이 ESG 투자에 중점을 두고 있다. 이러한 동향에 따라 현지 유통사들의 수요가 증가하고 있어 회사는 베트남 법인을 설립하고 현지 인력을 확충할 계획이다.

1)-5 경쟁사 분석

ESL 시장은 동사 포함 3개 기업이 글로벌 ESL 시장을 90% 이상 과점하고 있으며, 현재 동사는 점유율 2위를 차지하고 있다.

경쟁사 주요 제품 라인업 및 사양

	Pricer		SoluM		ImagoTag		
모델명	SmartTag Color	SmartTag HD 300	Newton Pro	Newton Pro	EdgeSense	V700 Full color	V300 Waterproof
크기	일반형 (S,M,L)	대형 (12.5")	일반형 (S,M,L)	대형 (12.2")	1.6 ~ 2.6	8.2	2.6", 4.2"
Colors	4컬러	3컬러	4컬러	4컬러	3컬러	풀컬러	4컬러
페이지수	-	3	7	7	-	-	-
LED	7 Colors	RGB	7 Colors	7 Colors	RGB	-	-
NFC	O	O	O	O	O	-	-
Waterproof	-	X	O (IP68)	O (IP68)	-	-	O
배터리 수명	10 Years	7 Years	10 Years	10 Years	-	-	-
Temperature	-	8-35	0-40	0-40	0-40	-	-
해상도	144dpi	131dpi	152dpi	102dpi	-	-	-
Summary	- 전반적인 기술력이 타사 대비 부족함 - 컬러 다양성이 부족함 - 연결성 부족 : NFC 기술이 제한적임 - 해상도,수명, 온도 등의 측면에서 열위		- 전체적으로 고른 기술력을 갖춤 - 방수, 컬러, 연결, 수명 모두 경쟁력 있음 - 기술, 사이즈옵션 결합된 다양한 선택지 - 두드러지는 경쟁력은 부족함		- 풀컬러 디스플레이 기술을 갖춤 - 그룹사 IoT 연결 가능한 SW부문 강점 - 일반제품에 방수, 풀컬러를 도입하지는 않음		

자료 : 각 사 홈페이지, 바이시그널 3조

Vusion Group의 제품은 프랑스 기반의 ESL 솔루션 기업으로, 풀컬러 디스플레이와 그룹사의 IoT 연결 소프트웨어를 통한 기술적 강점을 보유하고 있다. 풀컬러를 통한 다양한 색상 표현의 가능 여부는 제품 홍보 및 고객 경험을 개선하는 데 중요한 역할을 한다. 또한 그룹 차원의 IoT 연결을 통해 ESL 시스템을 종합적인 매장 관리 솔루션으로 활용할 수 있다는 장점이 있다. 그러나 작년 회계 부정 의혹이 제기되면서 기업 신뢰성에 타격을 입었고, BOE가 Vusion Group 대주주로 있는 상황에서 미중 갈등으로 인해 사업 확장에 어려움을 겪을 가능성이 커졌다.

Pricer는 ESL 시장에서 기술적 한계로 인해 경쟁력이 떨어지고 있다. 가장 큰 단점 중 하나는 컬러 다양성 부족으로, 4컬러 디스플레이를 일부 제품에만 적용하고 있다. 때문에 다양한 상품군을 다루는 리테일 매장에서 시각적 표현력이 떨어지고, 고객 경험 개선에 제약이 있다. 또한 연결성에서 IR(적외선) 방식을 사용하는데, 이는 장애물이 많은 리테일 환경에서 통신 품질이 크게 저하되는 단점이 있다. 방수 기능 또한 제공하지 않아, 습도가 높은 환경에서는 사용에 제약이 있다. 이러한 이유로 Pricer는 해상도, 배터리 수명, 온도 대응 측면에서도 경쟁사 대비 열위에 있는 상태이다.

동사는 전체적으로 고른 기술력을 갖춘 ESL 공급업체로, 컬러, 방수, 연결성, 배터리 수명 등 주요 기술 요건을 충족하며, 다양한 사이즈와 기술 옵션을 갖추고 있어 리테일 환경에 적합한 선택지를 제공한다. 특히 컬러 다양성에서 4가지 색상을 모든 제품 사이즈에 지원해 가독성을 높였으며, 다양한 상품군에 유연하게 적용할 수 있는 강점이 있다. 연결성에서도 RF(무선주파수) 방식을 사용하여 매장 내 장애물에 영향을 받지 않아 품질이 안정적이며, 방수 기능이 적용되어 다양한 환경에서 사용하기에 적합하다. 동사는 균형 잡힌 기술력을 통해 글로벌 ESL 시장에서 꾸준히 점유율을 확대하고 있다.

1)-6 최신 트렌드

a. AI를 활용한 Dynamic Pricing에 따른 침투율 확대

동적 가격 정책(Dynamic Pricing)은 경쟁사의 가격 전략, 고객의 수요를 종합적으로 분석하여 실시간으로 제품 가격을 조정하는 것을 의미한다. 휴가 시즌 호텔 가격이 올라가고, 눈 오는 날 택시 어플의 옵션 가격이 비싸지는 것과 빗대어 볼 수 있다. 아마존은 실시간 데이터를 분석하여 10분마다 제품 가격을 바꾸며, 월마트, 까르푸, 이케아 등 글로벌 유통 업체들 역시 동적 가격 정책을 적극적으로 활용한다. 이 같은 작업은 AI 알고리즘이 발전함에 따라 더 정교해지고 있는데, AI가 수요, 재고, 리드타임, 경쟁사 동향 등 다양한 변수를 고려하여 최적의 이익을 창출할 수 있는 가격을 도출하는 것이다. 그 다음 차례는 이를 온-오프 채널에 실시간으로 일괄 적용하는 것인데, 여기서의 핵심 역할을 바로 ESL이 담당한다. 전자잉크 시장의 95%를 점유하는 대만의 E-ink는 '23년 기준 ESL의 글로벌 침투율이 10% 이하인 것으로 언급한 바 있다. AI 알고리즘 발전에 따라 동적 가격 정책의 효용이 높아짐에 따라, ESL의 침투율이 빠르게 확대될 것으로 보인다.

b. 구독형 ESL 확대

중소형 리테일 기업들은 ESL 관련 초기투자비용에 대한 고민이 큰데, 정보 보안 ESL을 구축하기 위해서는 서버를 구매해야 하기 때문이다. 반면 대형 리테일 기업들은 ESL을 사용함에 따라 인건비 절감 및 공간 효율성, 다양한 이벤트 활용 등의 효과를 직간접적으로 체험했을 가능성이 높다. 동사는 중소형 리테일 기업들을 위해 클라우드 기반의 구독형 ESL를 추진하고 있다. 구독 기업들은 서버 투자를 하지 않아 초기 비용을 줄일 수 있는 반면, 동사는 구독형 사업구조를 통해 안정적이고 지속적인 매출 및 이익 실현이 가능하다. 2023년 이와 관련 30억원대 매출액이 발생했으며, 2024년에는 50억원 이상의 매출 실현이 기대된다.

2)-1 파워모듈 산업분석

ESL과 같은 신사업의 순항 뒤에는 동사의 든든한 뒷배인 파워모듈 사업이 있었다. 전자제품의 전원을 공급하기 위한 장치인 파워모듈은 그 특성상 안전성과 전력 효율성이 중요하다.

2)-2 밸류체인

파워모듈 밸류체인

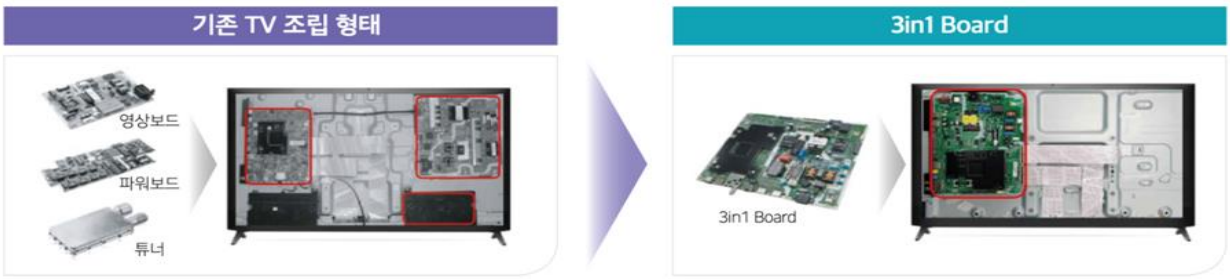
자료 : QYResearch Korea, 바이시그널 3조

동사는 후방산업인 원재료 및 부품 제조기업에 속하며 각 분야별로 필요한 파워모듈 부품을 생산한 뒤 EV 충전기, TV 등 전방산업 고객사에 판매한다. 차량 충전용 파워모듈부터 3in1 보드에 이르기까지 모든 부품들이 최종재 수요에 크게 연동되기에 전방산업 업황을 민감하게 파악할 필요가 있다.

2)-3 3in1 Board

많은 파워모듈 중에서도 3in1 보드는 단연 동사의 핵심 매출처라고 볼 수 있다. TV에는 3가지 필수 부품인 영상 보드, 파워 보드 및 튜너가 있다. 이 3가지 부품들은 TV 원가의 약 16%를 차지하는데, 3in1 보드는 이를 하나로 결합한 단일 부품이다. 3in1 보드를 탑재할 경우 3가지 부품을 따로 탑재하는 것에 대비하여 약 20%의 원가 절감이 가능하다. 또한, 각각의 부품을 생산하기 위해 3개 공정 라인 운영을 필요로 하던 것에 비해 단일 라인만 운영하면 되기 때문에 추가적인 비용 감소가 가능하다. 동사는 2017년 3in1 보드를 개발하여 현재는 삼성, LG 등에 납품하고 있다.

3in1 Board

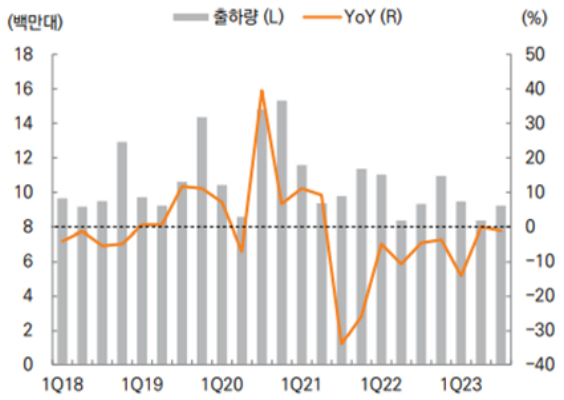


자료 : 동사 IR Book

특히 3가지 부품을 1개로 합친 3in1 보드 특성상 각각의 부품을 탑재하는 것에 비해 부피를 적게 차지한다. 이는 현재 TV 시장 트렌드인 대형화, 슬림화의 실현을 손쉽게 만들어 준다.

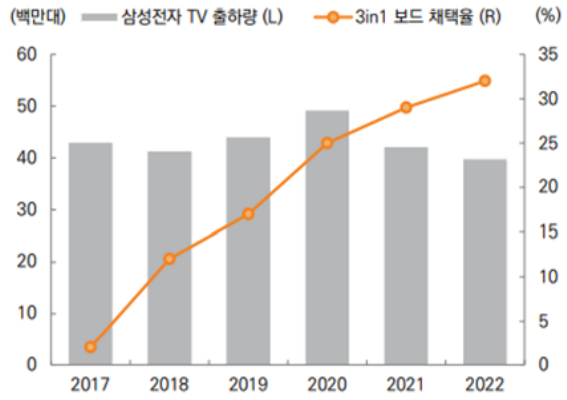
2)-4 경쟁현황

분기별 삼성전자 TV 출하량



자료 : Omdia, 미래에셋증권

연도별 3in1 보드 채택율 추이



자료 : 동사 IR Book, 미래에셋증권

동사는 3in1 보드에 대해 독보적인 기술력을 가지고 있고, 삼성 및 LG라는 대형 고객사를 선제 확보하여 점유율을 공격적으로 늘려왔다. 이에 3in1 보드 시장에서 사실상의 국내 독점 상태이며, 삼성에 공급되는 3in1 보드의 약 90% 정도를 동사에서 담당하고 있다.

다만 최근 공급처 다변화 요구에 따라 동양이엔피 등의 중소규모 기업이 진입하였다. 그럼에도 불구하고 TV 수요의 상당 부분을 차지하는 중상위 라인 TV(UHD 등)향 보드는 기술력을 가진 동사가 대부분 전담하고, 진입기업은 중저가 라인업향 보드만 공급할 것으로 전망되어 동사 매출의 감소폭은 크지 않을 것으로 보인다.

2)-5 서버용 파워모듈

서버용 파워 모듈은 입력되는 상용 교류 전원을 서버가 요구하는 직류 전원으로 변환하여 출력하는 장치로, 주로 데이터센터 등지에서 사용된다. 데이터센터는 제한된 공간에서 높은 온도를 견디며 24시간 가동되어야 하기에 높은 전력 변환 효율, 안전성 등이 보장되어야 비로소 경쟁력을 갖는다. 국내에서 서버용 파워모듈 사업을 영위하는 기업은 동사가 유일하며, 글로벌 IT 기업들에게서 기술력을 인정받고 있어 지속적인 매출 성장과 함께 고부가가치 사업이 될 것이라고 전망된다.

동사는 인텔 및 미국 IT 기업들에 서버 시스템 파워모듈을 생산, 공급하고 있다. 동사의 서버용 파워모듈은 기본적인 성능은 물론, 고효율 및 고밀도 전력 제품이라는 특징을 갖고 있기 때문이다. 실제 동사의 서버용 파워모듈 매출액은 2019년 2140만달러(약 250억원)에서 2021년 3000만달러(약 350억원)로 연평균 CAGR 20% 이상의 고성장을 하고 있다.

특히 인텔향 매출이 연평균 50% 이상의 두드러지는 증가세를 보였다. 올해 전 세계적인 반도체 IC의 수급난이 심각한 상황임에도 불구하고 9월 현재 수주 잔량이 약 3100만달러(360억원)로 지난해 9월과 비교해 두 배 이상 증가하였다.

a. MCRPS(Modular Common Redundant Power Supply)

MCRPS는 서버용 파워모듈을 국제 표준화한 것으로, 브랜드에 관계없이 표준화된 컨트롤 환경을 구현할 수 있고 표준 시스템에 연동된 통신 인터페이스를 제공하여 효율적인 전력 관리를 가능케 한다. MCRPS는 AI 서비스 확대에 따라 상용화에 박차를 가하고 있다. 자연스럽게 MCRPS로 더 빠르게 전환하는 기업이 향후 서버용 파워 시장에서의 높은 지위를 선점하게 된다.

동사는 작년 10월 'OCP Global Summit 2023'에서 MCRPS 데모를 선보이고, 3Q24부터 양산을 목표로 하고 있다고 발표했다. 특히 본 데모는 인텔과의 협업으로 만들어졌기에 기술력 면에서 더 주목해 볼 만하다. 동사는 이를 바탕으로 글로벌 서버 파워 시장에 진출할 계획이다.

2)-6 EV 충전용 파워모듈

현재 전기차 충전용 파워모듈 시장은 중국 기업이 주도하고 있다. 중국산 제품은 저렴한 가격 및 대규모 생산 능력을 바탕으로 시장 점유율을 높이고 있으며, 2022년 기준으로 대부분의 글로벌 및 국내 기업들이 중국산 파워모듈을 사용하고 있다.

그러나 중국산 제품에는 항상 품질에 대한 우려가 상존한다. 전기차 충전용 파워모듈은 안정적인 전원 공급 회로가 핵심이다. 중국산 제품들은 저품질 부품을 사용하는 경우가 많아 파워모듈의 성능과 안전성 면에서 문제가 자주 발생한다. 한편 동사는 30kW, 50kW급 고성능 파워모듈을 통해 이 문제들을 해결하고 있다. 동사 제품은 최대 60도의 고온에서도 높은 출력을 유지하고, 충전 모듈별로 하드웨어 ID 설정이 가능해 고장이 난 기기의 식별과 수리가 용이하다. 이러한 안전성 강화는 최근 전기차 화재 등의 사고 우려가 증가하는 가운데 주요한 경쟁요인이다.

한국, 중국 파워모듈 산업 경쟁력 비교

지표	중국	한국	대중 경쟁력 수준
가격 경쟁력	30 USD/KW	45~60 USD/KW	열위 ◔
개발 역량	고용량 (40KW~60KW)	고용량 (40KW~60KW)	대등 ◑
제품 신뢰성	저가경쟁, 품질불안	품질 보증, AS 용이	우위 ●
생산능력	연산 200만대	양산 전 단계	열위 ◔
부품 수급	안정적인 공급망, 원가우위	수입 의존, 원가열위	열위 ◔

자료 : QYResearch, 바이시그널 3조

II. 기업분석

1) 기업개요

동사는 2015년 9월 삼성전기의 파워모듈 사업부와 튜너 사업부, ESL(Electronic Shelf Label) 사업부를 분사해 설립된 전자기기 부품의 연구개발 및 제조 기업이다. 동사는 보유하고 있는 개발기술 및 지적재산권을 기반으로 하여 중국, 베트남, 멕시코, 인도 등 해외에 종속회사를 두고 각종 전자부품의 생산/판매를 영위하고 있다. 동사가 영위하고 있는 사업부문은 파워모듈, 3IN1보드 등을 생산/판매하는 전자부품 사업부문과 ESL, IoT 등을 생산/판매하는 ICT 사업부문으로 구성된다.

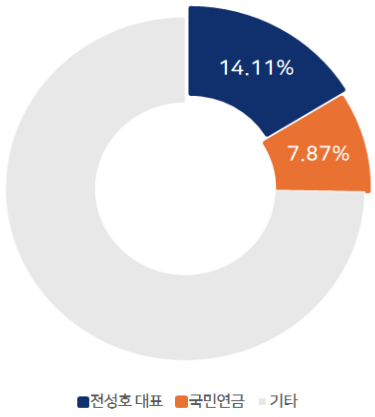
전자부품 부문에서는 파워모듈과 VS(Visual Solution)를 중심으로 제품을 생산 및 판매하고 있다. 파워모듈은 TV용 파워(SMPS), 휴대전화 및 노트북 아답터, 서버용 파워, 조명용 파워모듈, 전기차 충전기용 파워모듈까지 다양한 제품 라인업을 보유하고 있으며, 트랜스포머 부품 제조의 핵심 특허를 바탕으로 저와트 제품부터 고와트 제품까지 생산하고 있다. 이는 전자기기의 필수 부품인 파워모듈의 시장 적용 가능성을 더욱 확대할 것으로 기대된다.

VS 부문은 3IN1보드를 포함한 영상 관련 기술을 활용한 제품으로, 특히 TV 시장의 경쟁이 치열해지면서 SMPS, TUNER, 영상보드를 통합한 3IN1보드를 개발하여 주요 거래처에 제공하고 있다. 이 제품은 재료비 및 제조비용 절감이 가능해져 보급형에서 중고가형 TV로 채택이 확대되고 있다.

ESL 사업은 유럽 리테일 시장에서 빠르게 도입되었으며, 동사의 ESL 제품은 2.4GHz 방식을 적용하여 기존의 기술적 한계를 극복하고 시장에서 큰 호평을 받았다. 이후 Tesco, REWE, Metro 등의 대형 유통 체인에 제품을 공급하며 ESL 시장에서 자리 잡았고, 현재 연평균 20~30% 성장률을 기록하며 의료, 산업 등 다양한 분야로 확장되고 있다. 시장은 유럽 및 북미를 넘어 동아시아, 동남아시아, 중남미 등지로 빠르게 확대되고 있다.

2) 주주현황

동사 주주 현황



자료 : DART 공시자료, 바이시그널 3조

동사는 전성호 대표가 14.11%를 보유 중으로 낮은 지배구조 안정성을 보인다. 또한 국민연금이 7.87%의 지분을 보유한 2대주주다. 과거 2대 주주였던 삼성전기가 갖고 있던 지분 9.3%를 모두 매각하며 삼성과의 지분 관계가 완전히 청산되었다. 현재 소액주주 지분율은 69.06%로 지분이 소액주주에 크게 분산되어 있어 안정적인 경영 체제 구축을 위해서는 추가적인 보완이 필요해 보인다. 다만 동사는 2015년 삼성전기에서 분사될 당시 파워모듈, 튜너, ESL 사 임직원들이 주주로 참여하는 종업원 지주회사 형태로 설립됐기 때문에 대주주 우호지분이 많을 수 있다는 점은 긍정적이다.

3) 사업부문 분석

2022년까지만 해도 전자부품 내 매출비중이 78%로 ICT(22%) 대비 압도적으로 컸으나 2023년에는 그 격차가 크게 줄었다. 또한 올해 상반기 기준 전자부품 부문의 영업이익은 162억 원인 것에 반해 ICT 부문의 영업이익은 246억 원으로 전자부품 사업 대비 높은 영업이익률을 보인다.

사업부문별 매출액 및 배출비중 (단위 : 원)

		2022	2023	2024 1H
부문별 비중	전자부품 (파워모듈, 3in1 보드)	1,316,951,000,000	1,127,286,000,000	569,500,000,000
	영업손익	41,963,000,000	24,913,000,000	16,235,000,000
	비중	*77.72%*	*57.78%*	*73.13%*
	ICT (ESL, IoT 제품)	377,593,000,000	823,802,000,000	209,277,000,000
	영업손익	33,642,000,000	129,602,000,000	24,621,000,000
	비중	*22.28%*	*42.22%*	*26.87%*
	합계	1,694,544,000,000	1,951,088,000,000	778,777,000,000
	영업손익	75,605,000,000	154,515,000,000	40,856,000,000

자료 : DART 공시자료, 바이시그널 3조

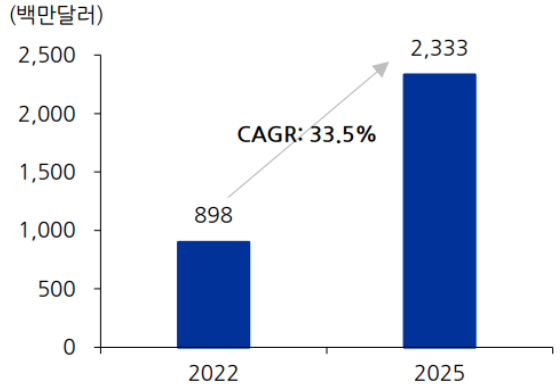
동사는 ESL 성장에만 기대지 않고 지속적으로 신사업을 키워왔다. 특히 국내 제조사 중 처음으로 30kW급 파워모듈에 대해 CE 인증을 획득, 유럽에 진출했다. 전략모델인 50kW급 파워모듈은 내년 상반기 중 양산 예정이다. 올해 진행된 CES(The International Comsumer Electronics Show)에서도 이에 대한 해외 기업들의 긍정적인 피드백을 받았다.

또한 올해 1월부터 멕시코 신공장 가동을 시작했다. 기존 중국과 베트남, 인도 등으로 구성된 생산거점에 멕시코까지 확대된 것이다. 미국 국경과 인접한 티후아나 지역에 위치한 약 2만9000평 규모의 신공장에서는 북미 지역으로 공급되는 TV용 3in1 보드, ESL, 전기차 충전기용 파워모듈, 전기차용 파워 유닛 등이 생산된다.

3)-1. 파워모듈

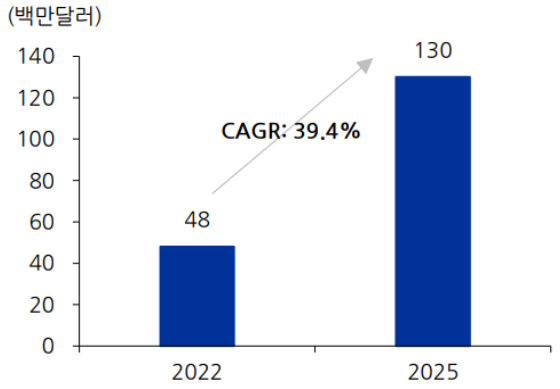
동사의 파워모듈 사업은 TV용 파워모듈인 SMPS(Switching Mode Power Supply)에서부터 시작하였다. 전방시장의 수요가 부진함에 따라 TV, 컴퓨터, 모니터향 SMPS 매출은 둔화되고 있으나 북미 IT 업체들을 고객사로 둔 서버향 매출과 베트남 정부와 협업한 B2G 가로등 프로젝트 등 매출처를 다각화하며 이를 상쇄하고 있다.

EV 충전기용 파워모듈 시장 전망(글로벌)



자료 : QIY, 유진투자증권

EV 충전기용 파워모듈 시장 전망(국내)



자료 : QIY, 유진투자증권

a. 전기차 시장 진출

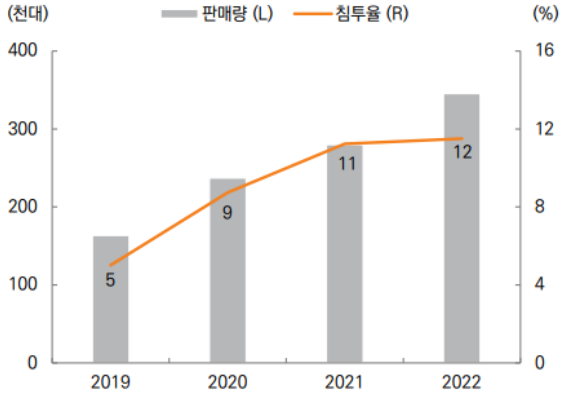
또한 동사는 TV에 탑재되던 파워모듈 관련 기술력을 기반으로 신성장 동력을 발굴하고 있다. 현재 세계적으로 전기차 보급률이 높아짐에 따라 국내외 정부는 충전기 인프라 확충에 초점을 맞추고 있다. EV 충전기용 파워모듈 시장은 2025년 23억 달러 규모로 3개년 평균 성장률 33.5%의 고성장 시장이다. 파워모듈은 급속충전기 제조원가의 40~50%를 차지할 정도로 비중이 높다.

현재 중국산 제품들의 점유율이 90%를 넘지만, 최근 중국산 파워 모듈들의 기술적인 문제가 불거지고 있다. 국산 파워모듈은 국산화 측면에서도 중요하지만 글로벌 시장에서 중국제품보다 신뢰도가 높기 때문에 기술적인 측면에서도 주목받고 있다. 현재 동사는 30KW 파워모듈을 양산 중이며 50KW의 대용량 모듈도 출시 예정이다. 작년부터 국내 1 개 고객사에 납품 중에 있는데 올해는 국내 고객사 3개가 추가로 확보됐다.

또한 동사는 미국 인플레이션 감축법(IRA)에 따른 북미 전기차 시장 확대 가능성에 주목해 멕시코 공장을 증설하고 있다. 올 하반기 완공되며, 내년 가동이 목표다. 해당 공장에서는 전기차 충전기용 파워모듈이 주로 생산될 예정이다. 동사는 국내와 유럽통합인증인 KR, CE 인증을 받은데 이어 미국 통합 인증인 UL 인증까지 상반기 중 취득하였다.

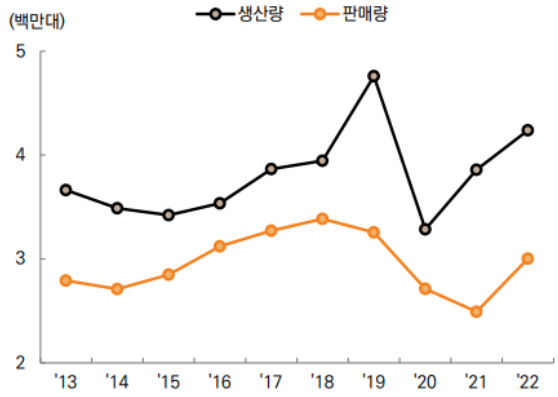
UL 인증이 완료되고 멕시코 공장이 본격 양산에 들어가게 되면 미국의 EV 충전기 시장으로도 매출 성장이 가능하다. 미국은 정부 차원에서 2030년 전기차 충전소 50만 개를 목표로 하고 있다. 인프라 부양 법안을 통해 총 75억 달러를 지원하며 이중 7,500개의 충전소 설치를 위해 6억 2,300만 달러가 이미 집행됐다. 추가적으로 전기차 충전기도 바이 아메리카(Buy America) 규정이 적용되기 때문에 충전기 제작에 사용되는 모든 부품의 최소 55%를 미국산 제품을 사용해야 보조금을 받을 수 있다.

베트남 전기모터사이클 판매량 및 침투율



자료 : Marklines, ICCT, 미래에셋증권

베트남 모터사이클 연간 판매량



자료 : FAMI, VAMM, 미래에셋증권

동사는 전기차 충전기 시장에도 직접 뛰어든다. 베트남 국책과제를 통해 충전기 사업에 진출했고 국내외 2개의 급속 충전기 제조사를 고객으로 확보한 것으로 파악된다. 특히 내년부터 유럽과 북미, 베트남의 전기차 충전 인프라 구축 프로젝트에 공격적인 수주에 나설 계획이다. 올해는 베트남 국영기업인 페트로베트남 전력공사와 업무협약을 체결하고, 에너지저장장치(ESS)를 함께 개발 중이다.

3)-2 ESL

동사는 ESL 업계 후발 주자임에도 불구하고 빠르게 성장해왔다. 빠른 시간 내에 점유율 2위까지 도달할 수 있었던 이유는 다음과 같은 경쟁력을 가지고 있기 때문이다.

a. 통신 방식의 우수성

우선 ESL 통신방식 차이로 Pricer를 제치고 2위가 될 수 있었다. ESL 송수신 방식에는 크게 무선주파수를 이용하는 RF 방식과 적외선을 이용하는 IR 방식이 있다. 동사는 SES-imagotag와 마찬가지로 RF 방식을 사용하는 반면, Pricer는 IR 방식을 채택하고 있다. RF 방식은 통신 가능 범위가 넓어 설치가 자유롭고, 동시다발적으로 안정적인 데이터 송수신이 가능하다. 이와 달리 IR 방식은 적은 전력을 사용하여 사용 시간은 길지만, 리모컨으로 작동이 되는 만큼 통신 범위가 한정적이다. 또한 양방향 통신이 가능한 RF 방식과 다르게 IR 방식은 단방향으로만 통신이 가능하기 때문에 RF 방식이 IR 방식에 비해 우위를 점하고 있다고 할 수 있다.

b. 우수한 배터리 수명

또한 동사는 RF 기술력을 바탕으로 자체 시스템을 개발하여 사용하고 있으나, 기존 RF 방식과 다르게 배터리 수명이 길다는 점에서 상당한 장점을 가지고 있다. 기존 제품 및 경쟁사 배터리의 기대수명이 최대 5년인 것 대비 동사의 최근 개발제품은 기대수명이 최대 10년이다. 이와 더불어 다른 경쟁사와 다르게 고객 맞춤형 컬러를 구현할 수 있는 기술과 자체 생산을 진행하면서 고객사의 요구에 보다 빠르게 대응할 수 있기 때문에 기술 경쟁력이 있다고 판단된다.

c. 자체 공정을 통한 제조원가 우위

그리고 동사는 전 세계 ESL 업체 중 유일하게 자체 생산공장을 운영하면서 제조 원가 우위를 점하고 있다. 경쟁사들이 OEM 생산을 통하여 시장 대응을 할 때, 자사 노하우를 강화하기 위하여 유일하게 직접 생산 라인을 운영하고 있으며 설계 개발, 디자인, 제조, 유통 등 ESL 관련된 모든 공급망을 보유하고 있다. SES-imagotag와 유럽 시장을 비교해 볼 때, 현재 동사와 SES-imagotag의 판매단가는 비슷한 수준이나 동사의 제조원가가 낮기 때문에 상대적으로 더 많은 이익을 남길 수 있고 그 결과 가장 높은 매출총이익률을 보여주고 있다. 또한, 자체 생산라인 덕분에 경쟁사 대비 빠른 고객사 요청 대응이 가능하여 높은 고객 만족도를 나타내는 것도 큰 장점이다. ESL은 패널 기술, 센서 기술을 위시한 여러 기술이 합쳐져서 만들어지는 제품이기 때문에 전방위 기술력들을 필요로 하게 된다. 이러한 기술적 장벽 때문에 동사를 제외한 다른 두 경쟁사는 외주를 맡기는 방식으로 진행하고 있어 동사에게 유리한 상황이고 신규 참여자의 진입도 제한적일 것이라 예상한다.

자체 생산라인과 비용 대비 가파른 매출 증가로 인한 영업레버리지 효과에 더해 ASP 상승효과도 또한 눈여겨볼 만한 포인트이다. ASP가 높은 대형 및 컬러 제품에 대한 수요가 증가하고 있어 이에 따라 2022년부터 두 자릿수의 ASP 상승률이 이어지고 있다. 2021년 70%였던 컬러 제품 비중은 23년 85%, 2021년 12%였던 대형 제품 비중은 2023년 약 28% 달성이 예상되며 이와 같은 ASP 상승도 동사의 외형 성장에 큰 기여를 할 것이라 판단한다.

이를 종합했을 때, 동사는 ESL 공정 과정 내재화에 따라 경쟁사 대비 영업이익률이 높으며(솔루엠 16%, Vusion 7%, Pricer 2%), 올해부터 4컬러 ESL 제품 (3컬러 대비 ASP 10% 증가 예상) 확대 및 중장기적 원재료 FPL 생산 벤더 다변화가 예상됨에 따라 영업이익률 상승 여지는 충분하다.

d. 소프트웨어 구독 서비스 런칭

동사는 자사 ESL과 연계되는 부가 소프트웨어 서비스를 시작하며 구독 서비스 외에도 다양한 산업으로 진출을 확대하고 있다(구독형 비즈니스 + 부가 소프트웨어). 소프트웨어 매출은 마진율이 높다는 특징을 갖는다. ESL 구독 서비스의 경우 2022년 말부터 매출이 나오기 시작하여 2023년에는 약 30억을 달성했으며 올해는 약 50억을 예상하고 있다. 초기에 하드웨어 솔루션을 설치하고, 운용 과정에서 클라우드를 제공하는데, 이 클라우드에서 ESL을 사용하고 월 구독료를 내는 컨셉이다. 이는 고객사의 초기 투자비용 부담을 줄여주면서 동사 입장에서는 월별로 돈이 들어와 현금흐름에 긍정적이고, 결국 하드웨어 매출이 늘어난 만큼 구독도 비례하여 계속 늘어날 것으로 판단된다.

e. ESL 커스터마이징 사례

북미, 유럽 시장에서는 실제로 ESL을 단순 가격 표시 이상의 용도로 활발히 사용하고 있다. 유럽의 올리브영이라고 불리는 더글라스 뷰티스토어에서는 진열된 상품 아래 선반에 홍보 영상이 재생되도록 세팅하고 있는데, 고객이 영상을 터치하면 홍보 영상이 상품 가격표로 전환되게끔 하는 커스터마이징을 제공한 바 있다. 북미의 자동차 부품 판매 체인에서는 너무 다양한 부품 종류와 넓은 매장 때문에 고객이 원하는 부품을 찾기 어려운 단점이 있었다. 이에 매장 입구에 키오스크를 두고, 원하는 조건과 LED 색상을 선택하도록 하였다. 키오스크에서 안내된 섹션으로 이동하면 선택했던 LED 색상으로 제품 위치를 알려주는 커스터마이징을 제공하여 효율적인 쇼핑을 가능케 하였다.

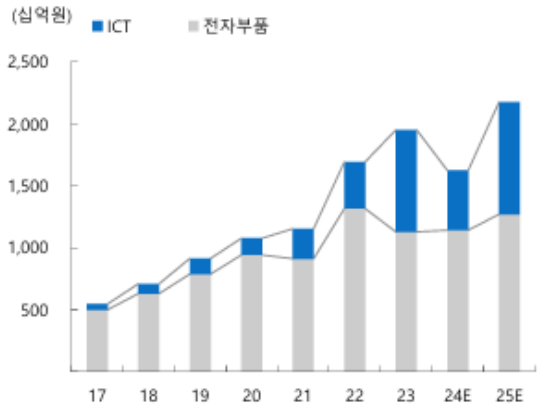
3)-3 삼성 의존도 감소

IPO 당시 지적되던 삼성전자 및 관련 계열사에 대한 의존도는 점차 낮아지는 추세다. 회사 설립 첫해 90%를 차지했던 삼성그룹에 대한 매출의존도는 작년 기준 62%로 줄었다. 반면 ESL, 사물인터넷(IoT) 등 정보통신기술(ICT) 부문 매출 비중은 2015년 14%에서 78%로 늘었다. 더 많은 고객사 확보를 통한 수익 경로 안정화 차원에서 긍정적으로 볼 수 있다.

4) 재무분석

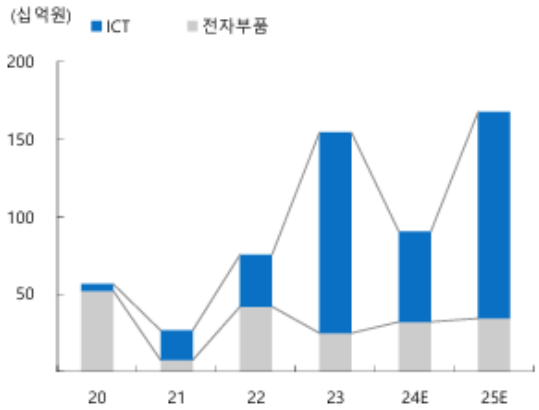
4)-1 최근 매출 및 영업이익 추이

동사 부문별 매출 추이 및 전망



자료 : DART 공시자료, iM증권

동사 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료 : DART 공시자료, iM증권

올해 3분기 매출액은 4,713억원(+19.6% QoQ, -10.9% YoY), 영업이익은 263억원(+27.7% QoQ, -42.1% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합할 전망이다. 지난 2분기 일시적으로 부진했던 ESL사업부 매출액은 1,453억원(+51.3% QoQ, -15.3% YoY)을 기록할 것으로 보인다. 전사 영업이익의 경우 분기당 30~40억 원가량 운임비용 발생에도 불구하고, 우호적인 환율효과 반영으로 영업이익률 5.6%(+0.4%p QoQ)로 추정된다. 전자부품은 계절적 성수 기와 맞물려 VS를 중심으로 견조한 실적을 시현할 것이며, ESL 역시 지난 2분기를 바닥으로 월별로 개선되는 흐름인 것으로 파악된다. 부문별 영업이익은 전자부품 117억원, ICT 144억원으로, ESL의 기여도는 50%를 넘어설 것으로 전망된다.

ICT 비중 확대는 영업이익률 증가를 가져왔다. 동사의 매출액과 영업이익은 '23년까지 우상향하는 추이이다. 영업이익률은 지속적으로 상승하여 '23년에는 7.9%를 기록했는데, 이는 ICT 부문의 영향이 컸다. 해당 기간에 전자부품의 영업이익률은 2.8%인 것에 반해, ICT 영업이익률은 11.7%에 달했다.

4)-2 24년도 상반기 실적 부진

동사 실적은 '24년 들어 2분기 매출액 3,939억원(YoY -25%), 영업이익 206억원(YoY -53%)을 기록했다. 전년도 대비 큰 폭의 하락세이지만, 부진의 원인을 고려하면 장기적인 문제는 아니다.

a. 생산지와 고객 사이 거리 → 해상운임 상승

동사는 베트남에서 ESL을 생산한다. 그리고 생산분의 50% 이상을 유럽으로 선적한다. SCFI 지수(유럽 선물 기준)는 연초 대비 2.4배 올랐으며, 전년 동기 대비 3.7배 올랐다. 절대적인 운임 레벨도 부담이지만, 희망봉으로 우회하다 보니 추가 비용 발생은 물론 2~4주 가량의 선적 지연이 있었다. 2분기 들어서는 컨테이너선을 확보하기 어렵다 보니, 운임이 비싼 비행기로 ESL을 보내는 실정이었다.

b. 3컬러 → 4컬러 과도기

동사는 4컬러 ESL 제품을 개발하였으며, 제품 홍보가 진행되고 있다. 관련하여 상반기에는 4컬러 ESL에 대한 고객사 컴플레인이 있었다. 4컬러 제품은 올해 처음 도입되다 보니, 고객사들로부터 제품에 대한 보완 요청이 있었던 것으로 파악된다. 이는 설치 일정 지연으로 귀결되었으나 이는 상반기 중 해결된 것으로 파악된다.

또한, 일부 유럽 고객사들은 기존 3컬러 제품 설치 계획을 4컬러 제품으로 변경해 줄 것으로 요청한 것으로 파악된다. 이 또한 당초 제시되었던 연간 목표 미달의 요인이다. 동 고객사는 당초 3컬러 ESL을 설치하기로 했으나, 이제는 4컬러 제품을 설치하는 방향으로 선회하였다. 제품의 설계, 원재료 소싱 관련 협의가 다시 되어야 하기 때문에 매출 인식이 사실상 내년으로 밀렸다.

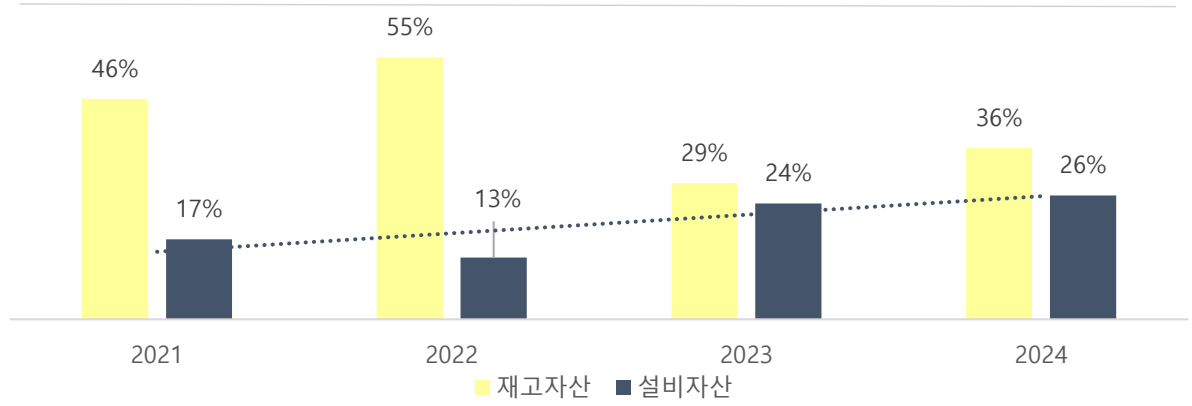
동사는 '24년 연내 발생한 신규 수주분과, 지연된 설치 계획을 바탕으로 '25년의 실적 반등을 이끌 계획이다. '25년의 ICT부문 매출은 9,041억원(+88% YoY)로 전망되는데, 당초 올해의 계획이었던 9,000억원 달성 시점이 1년 밀린 것으로 볼 수 있다.

c. 수주 타임라인 지연

당초 예상했던 대규모 수주전이 지연되며 수주 소식을 확인할 수 없었다. 다만, 올해 상반기 중 신규 수주 규모는 작년 상반기 이상이었던 것으로 보인다.

4)-3 재고자산 vs 공장설비

주요 자산 항목 : 재고자산, 설비자산



자료 : DART 공시자료, 바이시그널 3조

동사는 최근 재고자산 규모를 축소하고, 공장 및 설비자산을 늘려왔다. 동사는 '23년에 전년대비 15% 증가했음에도 생산실적은 오히려 축소했다. 반면 멕시코에 신규 공장을 설립하며 설비자산은 증가세를 보이고 있다. 이에 따라 전체 자산구조에서 재고자산을 줄여 재고자산회전율을 높이고 설비 투자 여력을 성공적으로 확보하였다. 전술한 바와 같이 현재 동사가 멕시코에 건설하고 있는 공장은 ESL과 전기차 부품 사업을 위한 발판으로 평가된다. 동사는 미국 정부의 친환경차 정책에 맞추어 중남미, 미주 시장을 공략하고 있는데 신규 공장은 미 샌디에이고 인접 지역으로 완성차 회사 및 부품업체들이 포진해 이들과의 협업이 기대된다. 동사는 3년간 해당 공장에 투자해왔는데, 이러한 투자가 결과로 돌아올 차례인 것이다.

4)-4 수익성 지표

주요 수익성 지표

	2019	2020	2021	2022	2023
ROA	11%	9%	2%	4%	13%
ROE	61%	33%	5%	16%	30%
순이익률	4%	4%	1%	3%	6%
자산회전율	265%	270%	198%	194%	198%
재무레버리지	778%	443%	303%	313%	286%

자료 : DART 공시자료, 바이시그널 3조

동사의 수익성을 살펴보면, 최근 ROA와 ROE가 각각 13%, 30%로 상승한 것을 확인할 수 있다. 이는 2019년과 2020년의 수치와 비슷한 수준이나, 당시와 비교해 자산과 부채 구조에 차이가 있다. 당시에는 약 7배의 레버리지를 활용하여 자기자본과 자산 규모를 줄이고 효율성을 높였다. 하지만 2021년 이후 설비자산 확충과 자본잉여금의 증

가로 ROA와 ROE는 각각 약 4분의 1, 10분의 1 수준으로 감소했다.

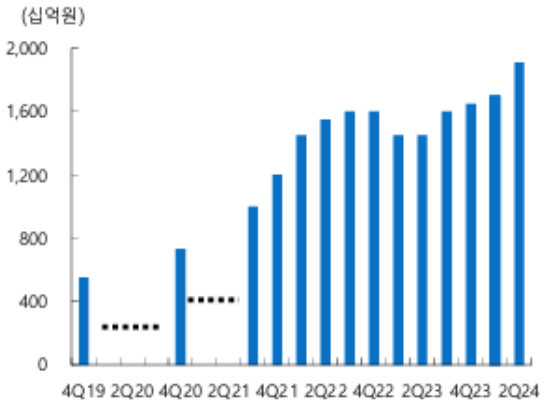
최근 ROA와 ROE가 회복된 것은 동사가 레버리지 의존도를 낮추면서도 재무구조를 효율화한 덕분이다. 이는 동사의 자산 운용 및 비용 관리 전략이 성공적이었음을 보여주며, 더 적은 부채로도 높은 수익성을 유지하는 데 성공했다는 점에서 재무적 강점을 나타낸다.

III. 투자 포인트

1) ESL 부문 글로벌 수주 잔고 증대

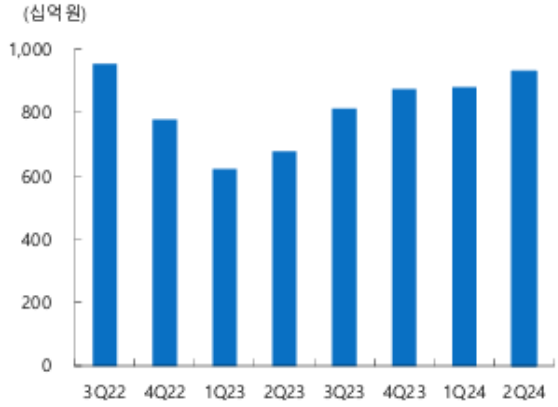
글로벌 ESL 시장은 신규 도입 수요와 기존 구형 ESL 교체시기를 맞아 큰 폭으로의 성장세를 보이고 있다. 동사를 비롯한 소수의 시장 참여자가 ESL 시장을 양분하는 구도로 흘러가고 있다는 점에서 동사는 시장의 성장세에 온전한 수혜를 받을 전망이다. 특히 2025 년, 동사의 실적은 ESL 부문의 성장과 함께 반등할 수 있을 것으로 보인다. 동사 ESL 부문 수주 잔고는 상반기말 기준 1.9조원으로 23년 연말 기준 1.65조원 대비 높아졌다. 현재 수주 잔고만으로 향후 3 년간 안정적인 실적이 가능하며, 지연된 대형 수주 건들의 성과가 이어질 것으로 예상됨에 따라 ESL 부문 성장 가시성은 높다고 판단한다.

동사 ESL 분기별 수주잔고 추이



자료 : 동사 IR, iM증권

동사 12개월 누적 신규수주



자료 : 동사 IR, iM증권

동사 ESL 부문 수주 잔고는 상반기 말 기준 1 조 9,000 억원으로 지난해 연말 기준 1 조 6,500 억원 대비 증가하였다. 또, 유럽 및 북미 대형 리테일의 수주 건들에 대한 매출 인식 및 결과도 추후 확인할 수 있을 것으로 보인다. 현재 30 여 건의 비딩을 기다리고 있는 상황이며 대형 프로젝트 5 건이 포함된 것으로 파악된다. 경쟁사의 생산 능력에 대한 우려가 지속되며 동사에게 유리한 결과가 기대된다. 경쟁사인 이마고태그는 외주 생산을 하는 데에 반해 모든 공급망을 수직 계열화하여 고객사의 커스터마이징 요구에 빠르게 대응할 수 있다는 장점이 긍정적으로 작용할 것으로 보인다. 커스터마이징하는 과정에서 색상 추가 시 추가 비용이 발생하므로 이 또한 실적에 호재가 될 것이다.

또한, 일본을 비롯한 아시아 지역에서도 ESL을 도입하고자 하는 수요가 확인되고 있다. 지난 3월 동사는 일본 최대 슈퍼마켓 체인인 라이프코퍼레이션에 ESL 을 추가 공급했다. 라이프코퍼레이션은 2020 년부터 매장에 동사의 ESL을 도입해 도쿄 지역 전 점포에 ESL 도입을 마쳤는데, 오사카 지역의 166개 매장에 ESL을 추가로 설치하기로 하였고 추후 일본 내 다른 지역에도 확대할 계획이다. 버튼을 눌러 매장관리자를 호출하거나, LED 불빛으로 고객이 제품을 찾는 과정을 간소화하는데 도움을 줄 수 있는 점이 긍정적으로 평가되었다.

동사는 아시아 내 경쟁사인 중국 Hanshow Tech 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.

2) 동남아 시장 ESL 매출 확대

동사는 24 년 8 월 태국 시암 마크로사의 ESL 공급사업자로 채택됐다. 1 인당 GDP(2022)가 6,909 달러로 한국(32,410 달러) 대비 21.3% 수준이며 최저임금 역시 2024 년 기준으로 하루 330~370 바트(한화 12,926 원~14,492 원)에 해당하는 태국이 ESL 을 도입했다는 것은 인력 대체효과가 확인될 시 다른 기업으로의 확장 혹은 1인당 GDP나 최저임금이 유사한 아시아 타 국가로 확대 도입을 기대해볼 수 있다는 점에서 의미가 있다.

태국 시암 마크로는 대형 창고형 할인점인 마크로와 슈퍼마켓 체인 로터스를 운영하고 있고 마크로는 태국에 150 여개 지점, 캄보디아, 미얀마, 인도 등지에 매장을 보유하고 있다. 이번 입찰은 대형 창고형 할인점인 마크로에 한정되어 있는데, 마크로에서의 ESL 효율성이 확인된다면 매장수가 더 많은 로터스로의 확장 역시 기대해볼 수 있다.

동사의 동남아 내 확장은 기술과 지리적 측면에서 최적이다. 동사의 ESL 은 경쟁사 제품에 비해 온습도에 강점을 가져 동남아의 고온다습한 기후에서도 견딜 수 있다. 태국 시암 마크로 ESL 공급 계약을 살펴보면 동사의 강점이 크게 두드러진다. 시암 마크로는 2020 년 중국 Hanshow 의 ESL 을 채택하여 '마크로 디지털 스토어'로 개편을 이룬 바 있다. 하지만 Hanshow 의 ESL 은 태국 기후에 취약해 불량이 잦았고, 대체제를 물색하던 중 동사의 '뉴튼'으로 눈을 돌리게 됐다. Hanshow 의 네뷸라와 동사의 뉴튼프로의 기술 스펙을 비교하면 작동가능한 온도와 방진, 방수 기능은 동일한 수준이다. 하지만 실제 환경에서는 동사 제품이 우수하다고 평가된 것이다.

기술적 이점에 더하여 Hanshow 이외의 주요 경쟁사들이 스웨덴, 프랑스에 본사를 두는 것과 달리 동남아 유력 국가들과 지리적으로 근접한 동사는 납기와 관리 역량이 충분하다. 경쟁사들은 ESL 을 위탁 생산해 제품 불량 시 즉각적인 유지 보수가 어려우나, 동사는 베트남 등지에 생산 공장을 두고 있다. 태국과 같은 주요 거점에는 현지 판매 사무소도 두고 있다.

동남아 시장 ESL 역량

자료 : 각 사 홈페이지, 바이시그널 3조

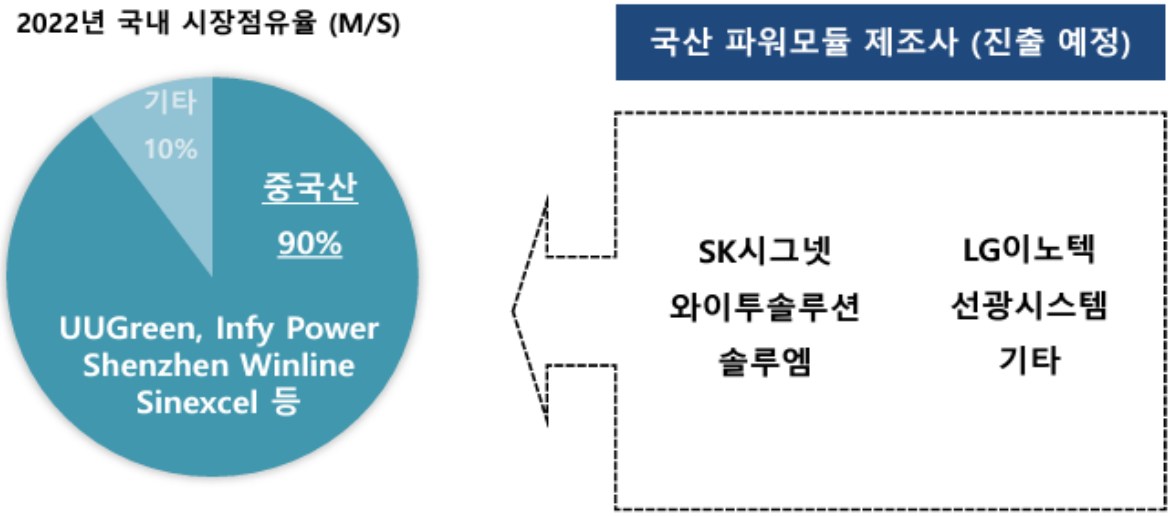
이에 기반하여 정리한 동사의 강점은 위 그림과 같다. 일반적인 2.6 인치 제품을 기준으로 제품력을 비교했을 때, 동사의 Newton Pro 는 4 컬러로 방수가 가능하며, NFC, 해상도 등에서 강점을 보인다. 반면 Price 는 방수기능, 최고 온도, NFC 에서 단점이 있다. Vusion Group 의 제품은 방수, 냉동창고용, 풀컬러 등으로 세분화 되어있으나 각 기능을 모두 가진 제품이 없다는 한계가 있다. Hanshow 의 Nebula 는 제시된 기능상으로는 동사와 가장 비슷하나 3 컬러 제품에 한정되어 있으며, 시암 마크로사의 교체원인을 고려하면 방수 등 실제 기능은 제시된 스펙에 미치지 못하는 것으로 보인다. 관리역량을 볼 때, 지리적으로 근접한 것은 동사와 중국에 위치한 Hanshow 이며, Vusion Group 을 제외한 세 기업은 모두 동남아시아에 지사를 두고 있다. 다만 Hanshow 는 시암 마크로 사와의 계약을 고려했을 때, 불량품 대응 역량이 부족한 것으로 평가하였다.

결론적으로, 동남아시아에서는 향후 동사가 M/S 를 가져올 것이 유력하다고 판단 가능하다. 실제로 동사는 최근 동남아에서 잇따른 수주 성과를 보이고 있으며, 24 년 상반기에 싱가포르, 호주에 새 판매 법인을 설립하고 베트남 법인 개소도 예정되어 있다.

3) 전기차 충전용 파워모듈 부문의 안정적 성장

3)-1 공급 측면

국내 파워모듈 시장 점유율(2022) 및 국산화 진출 예정 기업



자료 : QYResearch Korea, 바이시그널 3조

현재 전기차 충전용 파워모듈 시장은 중국산 제품이 주도하고 있다. 중국산 제품은 저렴한 가격과 안정적인 공급망, 연간 200 만 대에 이르는 대규모 생산 능력을 바탕으로 시장 점유율을 높이고 있으며, 2022 년 기준으로 대부분의 글로벌 및 국내 기업들이 중국산 파워모듈을 사용하고 있다. 주요 공급업체로는 UUGreen, Infy Power 등이 있다.

한국, 중국 파워모듈 산업 경쟁력 비교

지표	중국	한국	대중 경쟁력 수준
가격 경쟁력	30 USD/KW	45~60 USD/KW	열위 ◔
개발 역량	고용량 (40KW~60KW)	고용량 (40KW~60KW)	대등 ◑
제품 신뢰성	저가경쟁, 품질불안	품질 보증, AS 용이	우위 ●
생산능력	연산 200만대	양산 전 단계	열위 ◔
부품 수급	안정적인 공급망, 원가우위	수입 의존, 원가열위	열위 ◔

자료 : QYResearch Korea, 바이시그널 3조

그러나 중국산 제품에는 여전히 한계가 있다. 가장 큰 약점은 제품 신뢰성이다. 전기차 충전용 파워모듈은 단순한 전력 공급을 넘어 전류 변환을 포함하며, 안정적인 전원 공급 회로가 핵심이다. 중국산 제품들은 저품질 부품을 사용하는 경우가 많아 파워 모듈의 성능과 안전성에서 문제가 자주 발생한다. 내열성이 부족해 고온에서 출력이 떨어지는 점 또한 문제로 지적된다. 반면 동사는 30kW 급 고성능 파워모듈을 개발해 이 문제들을 해결하고 있다.

동사의 30kW 급 파워모듈은 외부 온도가 높아지면 출력 효율이 떨어지는 타사 제품과 달리 내열성이 우수해 최대 60 도의 고온에서도 높은 출력을 유지하고, 충전 모듈별로 하드웨어 ID 설정이 가능해 고장이 난 기기의 식별과 수리가 용이하다는 것이 장점이다. 이러한 안전성 강화는 최근 전기차 화재에 대한 우려가 증가하는 가운데 더욱 중요한 장점으로 평가된다.

또한, 동사는 국내 최초로 30kW 급 전기차 충전기용 파워모듈에 대해 CE(유럽 판매 인증) 취득한 데 이어 지난 5 월 UL(판매 인증)을 추가로 확보했다. UL 은 미국의 대표적인 인증 기관으로, 전기·전자 제품의 안전성을 평가해 국가별 규격을 충족한 제품에만 판매 인증을 부여한다. 요구사항이 엄격할 뿐만 아니라 인증 절차가 복잡하기로 유명하며, 인증 후에도 철저한 사후 관리를 제공해 미국 내 신뢰도가 높다. UL 인증 취득을 위해 수차례의 스펙 관련 상호 협의 및 성능테스트를 거쳐야 해서 취득이 예상보다 늦어졌으나, 품질 안정성과 더불어 기술력을 입증한 사례가 되었다. 이에 따라 UL 인증 취득 전부터 중남미 전역에 그룹사를 둔 글로벌 기업으로부터 파워모듈을 공급해달라는 대규모 오퍼도 있었다. 이 밖에도 파워모듈을 전기차 충전기 외의 초대형 파워 용량이 필요한 제품에 동사의 파워모듈을 적용해보려는 협업 제의도 많아 추가적인 제품 포트폴리오 확장이 전망된다.

3)-2 수요 측면

수요 측면에서는 미중 갈등으로 인한 중국 제품 수요 감소와 이에 따른 대체재의 필요성이 커지고 있다. 특히, 미국의 인플레이션 감축법(IRA)과 인프라 투자법이 수요 진작에 밀접한 영향을 미치고 있다.

a. 미국의 인플레이션 감축법(IRA)

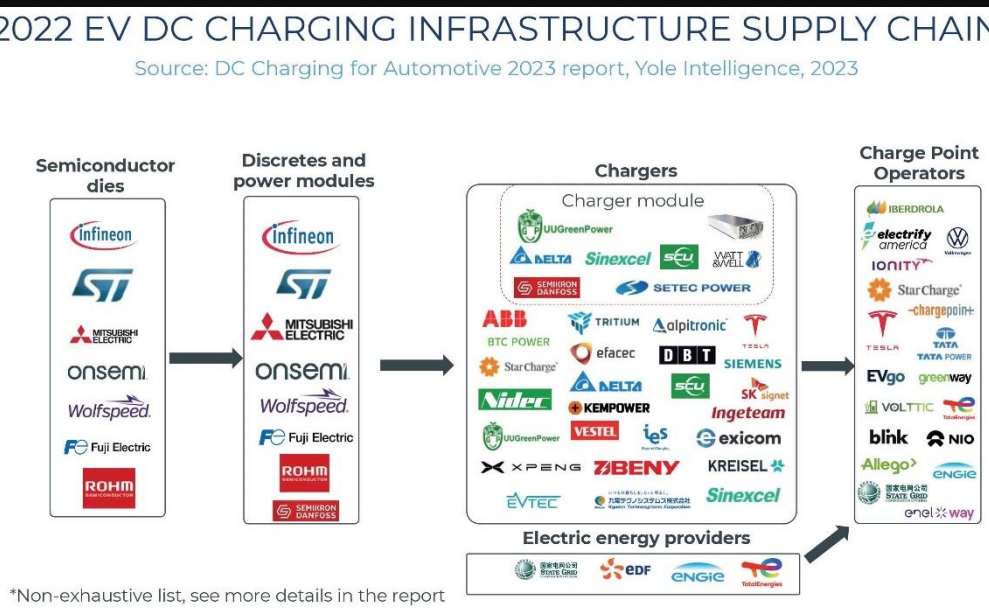
미국의 인플레이션 감축법(IRA)은 탈중국을 목표로, 북미에서 조립된 전기차에 한해 최대 7,500 달러의 보조금을 지급하고 있다. 2025 년부터는 전기차 배터리의 핵심 광물이 중국산일 경우 보조금 대상에서 제외된다. 이러한 기조에 따라 전기차 충전기 또한 미국산 충전기에만 보조금을 지급하는 규정이 2024 년 7 월부터 적용되며, 충전기 부품의 55% 이상을 미국 현지에서 조달해야 한다. 노골적인 미국의 탈중국화 시도는 한국 기업인 동사에게는 미국 시장에 원활히 침투할 수 있는 기회로 보인다.

한편 미국은 2020 년 멕시코, 캐나다와 함께 NAFTA(북미자유무역협정)를 대체하는 협정인 USMCA(미국·멕시코·캐나다 협정)을 발효했다. 본 협정에 따라, 캐나다 및 미국에서 생산하더라도 미국 현지에서 생산한 것으로 인정받을 수 있게 되었다. 또한 멕시코는 다른 두 국가에 대비해서 인건비가 현저히 절감된다는 장점이 있다. 올해 책정된 멕시코 최저임금은 248.9 메소로 이는 미국 최저임금의 30% 수준에 불과하다. 멕시코가 생산거점으로 급부상하는 이유다.

동사는 북미 시장 진출을 위해 올해 1 월 멕시코 티후아나에 공장을 설립하고 가동을 시작했다. 기존 멕시코 공장 부지 대비 4 배 가까이 넓은 면적으로, 해당 공장에서는 3in1 보드, ESL, EV 충전용 파워모듈 등 미래 동사의 주요 매출처가 될 제품들을 생산할 예정이다. 특히 EV 충전기 시장은 파워모듈 및 충전기 제조업체와 충전소 운영업체(CPO)가 분리되어 있는 형태를 띠고 있다. 이에 충전기 제조업체는 IRA 요건을 충족할 수 있는 파워모듈을 찾을 가능성이 크고 그 가운데 동사가 있다. 현재 동사는 국내에서 유일하게 미국과 유럽 인증을 모두

획득하며, 중국산 대체재로서 주목받고 있다. 현재 글로벌 톱 티어 완성차 브랜드 및 전기차 충전기 제조사와 파워모듈 공동 개발을 진행 중이며, 중남미 기반 글로벌 기업으로부터 파워모듈 공급 요청을 받는 등 북미 시장에서 성공적으로 입지를 다지고 있다.

전기차 충전 인프라 공급망



자료 : YOLE Intelligence, 바이시그널 3조

결론적으로, 동사는 전기차 충전용 파워모듈 시장에서 안정적인 공급망을 기반으로 안전성을 확보한 고성능 제품을 제공하며, IRA 요건을 충족하는 국내 제조사로서 앞으로 전기차 충전 인프라 확장에 따른 수혜를 직접적으로 누릴 가능성이 크다.

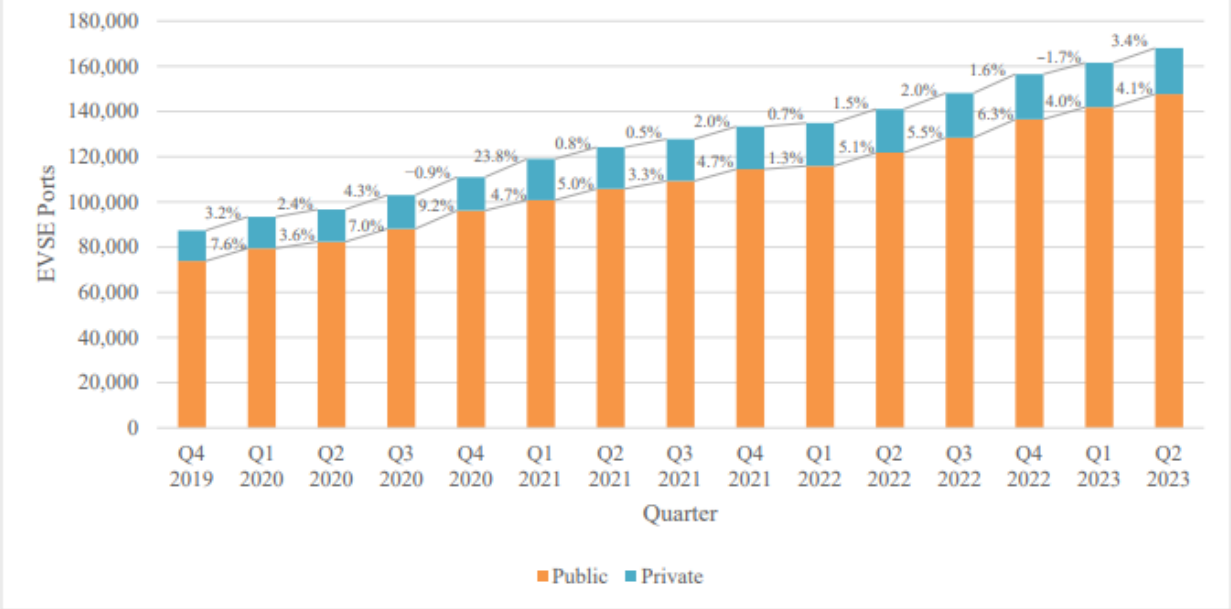
b. 인프라투자법

2021년 11월 바이든 정부는 약 8년에 걸쳐 미국 내 인프라 재건에 총 1.2조 달러 규모의 투자를 진행하는 초당적 인프라 프레임워크(Bipartisan Infrastructure Framework) 법안을 통과시켰다. 본 법안의 내용 중에는 미국 내 전기자동차 충전 네트워크를 구축하는 데에 75억 달러를 투자하는 내용도 포함되어 있다. 실제로 2019년 4분기 공립, 사립 충전소는 도합 8만 개 초반대였던 것에 비해 2023년 2분기에는 도합 16만 개 초반대로 약 70% 가까이 증가하였다.

이에 더해, IRA 세부 지침을 개정하여 개인이나 기업이 전기차 충전소를 설치하면 세액 공제를 청구할 수 있도록 하여 충전소 증가세는 더욱 두드러질 전망이다. 미국 교통부 및 에너지부에서도 인프라법을 기반으로 한 Ride and Drive Electric이라는 전기차 충전 네트워크 보급 프로그램을 신설했다. 이를 통해 노후된 시설을 교체하거나 지역별 전기차 충전 인프라를 확충하려는 노력을 다방면에서 기울이고 있다. 동사는 IRA를 충족시키는 동시에 기술력도 겸비한 파워모듈 공급업체로 미국 내에서의 인프라 확충 및 전기차 대전환 흐름의 수혜를 온전히 받을 수 있다.

한편 전기차 보급의 둔화와 하이브리드차의 급성장세를 지켜볼 필요가 있다. 앞서 언급한 전기차 충전소의 70% 증가량 또한 당초 바이든 대통령의 목표치였던 50만 개의 3분의 1 수준이다. 넓은 국토면적을 고려했을 때는 여전히 충전 인프라 확충이 더딘 것이다. 이에 소비자들은 연비 감축을 실현하면서 전기차보다 가격이 싼 하이브리드차에 관심을 갖기 시작했다. 다만, 궁극적으로 전기차로의 대전환의 과도기에 있는 점, 지속적인 충전 인프라 확충에 따라 전기차의 수요가 점진적으로 증가가 예상되는 점으로 미루어 볼 때 중장기적으로는 큰 문제가 되지 않을 것으로 보인다.

미국 내 전기차 충전소 보급 현황



자료 : 미국 에너지부, Kotra, 바이시그널 3조

IV. 리스크

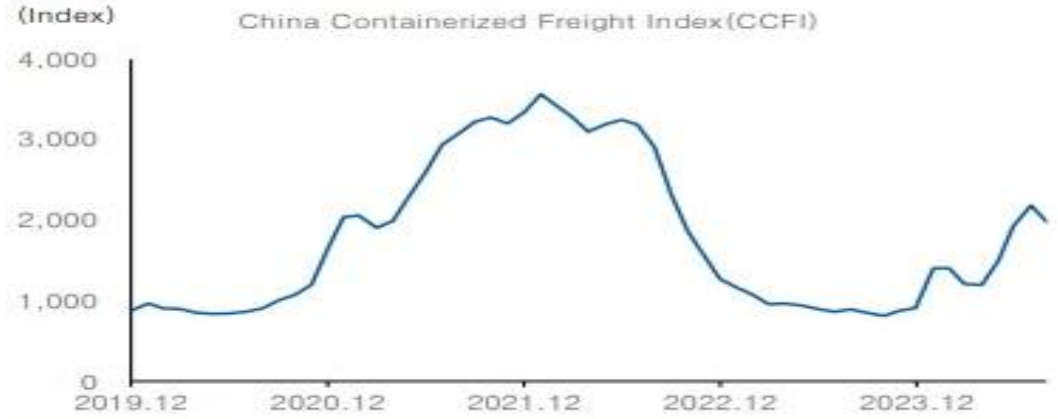
1) ESL 부문 실적 부진

24 년 상반기, 동사는 ESL 부문의 실적 부진을 겪었다. 동사의 2 분기 매출액은 전년 동기 대비 25% 감소한 3,939 억원, 영업이익은 53% 줄어든 206 억원을 기록했다. 상반기 실적이 전년 대비 부진한 이유는 ESL 판매 부진의 영향이다. ESL 이 포함된 ICT 부문 상반기 매출액은 2,093 억원으로 5,622 억원을 기록한 전년 동기 대비 대폭 감소했다. 상반기 대비 반등이 예상되는 하반기 전망을 포함한 ICT 부문 연간 추정치도 4,609 억원으로 전년 대비 40% 이상 감소할 것으로 보인다.

이러한 부진의 주요 원인으로는 대형 리테일 향 수주 및 매출 인식의 지연 문제가 꼽힌다. 특히 기존 주력 제품이었던 3 컬러 제품 대신 4 컬러 제품으로의 스펙 변경과 이로 인한 설계 변경 및 품질 안정화에 시간이 걸린 것으로 추정된다. 하지만 이러한 동사의 올해 부진이 ESL 시장 성장 둔화로 연결짓기에는 아직 무리가 있다. 여전히 글로벌 수요가 높고 침투율이 낮은만큼 내년 동사의 실적은 ESL 부문 반등과 함께 재차 성장할 것으로 보이며 이미 동사의 ESL 부문 상반기 말 수주 잔고 또한 작년 연말대비 2,500 억원 높아진 1 조 9,000 억원을 기록하고 있다.

2) 해상운임비 상승

상하이운임지수 추이



자료 : 블룸버그, 유안타증권, 바이시그널 3조

국제 유가 상승 등에 따른 물류비 상승이 리스크 요인이 될 수 있다. 상하이컨테이너 운임지수를 살펴보면 2023 년 안정적으로 유지되던 지수가 2024 년 상반기에 큰 폭으로 상승했던 것을 확인할 수 있다. 24 년 7 월 5 일 이후 현재 조정국면에 진입했으며 조정국면에 진입하고 있다는 것이 확인된다. 운송 기간 고려해볼 때 3 분기에는 상반기 대비 물류비가 감소되는 것이 확인될 것으로 기대된다. 운송비 증가는 가격경쟁력에 영향을 준다는 점에서 수주 및 실적에 부정적인 영향을 준 것으로 판단된다. 그러나 그럼에도, 이러한 단기적 조정국면은 추후 동사의 경쟁력이 개선될 수 있다는 점에서, 현재 동사의 주가가 저평가되어 있다는 가시적인 근거로 판단될 수 있다.

V. 밸류에이션

1. EPS 추정

1)-1 ICT 부문

동사의 '24년도 말 EPS는 사업부문별 특성을 고려하여 전자부품 부문은 전년동기 대비 증감률을 고려하였고, ICT부문은 2022년 실적과의 유사성과 상반기 실적 추이를 비교하여 추정하였다. ICT부문의 ESL의 경우 수주 산업임을 고려하여 신규 수주 잔고와 같은 실적에 영향을 미칠 만한 2Q24 실적은 ICT부문은 매출 960억 원(-62% YoY, -15% QoQ)로 부진했다.

동사가 '23년의 매출 성장세를 이어가지 못한 이유는 올해 주요 매출원이 될 것으로 기대했던 고객사가 변심했기 때문이다. 동 고객사는 당초 3컬러 ESL을 설치하기로 했으나, 이제는 4컬러 제품을 설치하는 방향으로 선회하였다. 제품의 설계, 원재료 소싱 관련 협의가 다시 되어야 하기 때문에 매출 인식이 사실상 내년으로 밀렸다.

동사 매출액

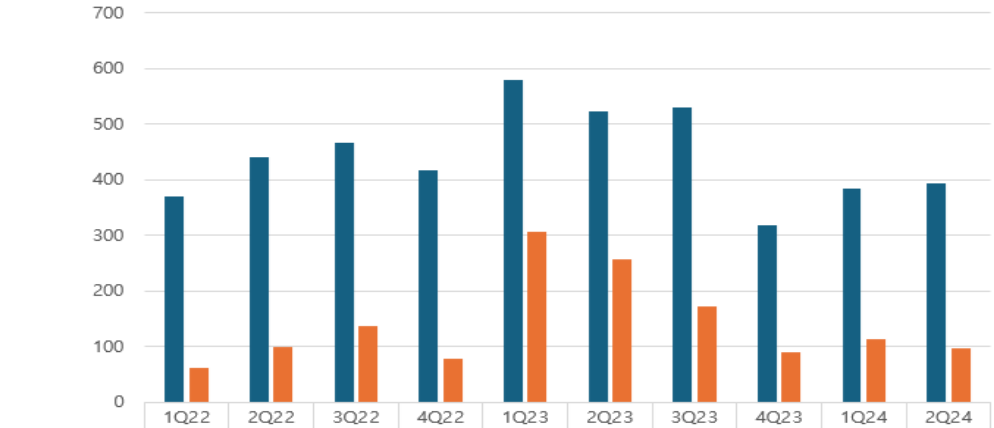
		2022	2023	2024 1H
제품	파워모듈 등	1,280,082,000,000	1,099,384,000,000	540,837,000,000
	ESL	356,419,000,000	806,708,000,000	207,545,000,000
	기타제품 (IoT, Digital Signage, Tuner, CE-WiFi)	40,973,000,000	25,677,000,000	19,416,000,000
기타매출	원자재 등 (원자재, 완제품 조립 가능한 원자재 키트)	17,070,000,000	19,319,000,000	10,979,000,000
합계		1,694,544,000,000	1,951,088,000,000	778,777,000,000

자료 : DART 공시자료, 바이시그널 3조

'24년 상반기 동사의 ICT 부문을 비롯한 매출 실적은 '22년 상반기와 유사하다. '24년 1분기와 2분기 매출액은 3,848억 원, 3,939억 원이다. 이는 '22년 1분기(3,687억 원)과 '22년 2분기(4,414억 원)와 중간정도에 위치해 있다. 동사의 밸류에이션에 중요한 역할을 하는 사업은 ESL이다. 관련 매출액 추이를 살펴보면 '24년 상반기 2,000억 원을 상회했으며, '22년 상반기 매출액보다는 비교적 좋은 실적을 보였다.

따라서 동사의 **'24년 ICT 부문의 연간 매출**을 2022년 ICT 부문 매출(3,780억 원)에서 '24년 상반기 매출 추이와 하반기 매출 회복 부분을 보수적으로 감안하여 25% 가산한 **4,725억 원**으로 추정한다.

동사 영업실적 추이 (단위 : 10억 원)



	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
매출	369	441	467	417	580	523	529	319	385	394
ICT부문 매출	62	100	137	78	306	256	172	90	113	96

자료 : DART 공시자료, 바이시그널 3조

2Q24 ESL 신규 수주는 3,000억 원 (+20% YoY, +90% QoQ), 6월말 기준 수주잔고는 1.9조원대(+32% YoY, +12% QoQ)로 북미 시장을 중심으로 좋은 성과를 낸 것으로 파악된다. 동사는 '24년 연내 발생한 신규 수주분과, 지연된 설치 계획을 바탕으로 '25년의 실적 반등을 이끌 계획이다. 따라서 **'25년 ICT 부문 매출**은 '23년 성장세를 이어 나갈 것으로 보고, '23년 ICT 부문 매출(8,240억 원)에 수주잔고 증가율 12%를 가산하여 **9,230억 원**으로 추정한다.

1)-2 전자부품 부문

전자부품 부문 매출액은 '24년도 2분기 기준 2,980억 원으로, 전년동기대비 11.3% 증가하였다. 매출액이 전년동기 대비 24.7% 감소하였음에도 저수익성의 3in1 보드 매출이 기대 이상으로 높았고, 서버용 수요 증가에 따른 파워모듈 수익이 상승했기 때문이다. 전자부품 부문은 전방시장의 수요가 부진함에 따라 TV, 컴퓨터, 모니터향 SMPS 매출은 둔화되고 있으나, 북미 IT 업체들을 고객사로 둔 서버향 매출이 지속적으로 증가하고 있고 EV충전기, 베트남 정부와 협력중인 B2G가로등 프로젝트 등 제품 포트폴리오 다각화를 통하여 매출액의 57% 이상을 차지하고 있다.

3년 간('21~'24) CAGR인 약 12%로 추정한 24년도 예상 매출액은 약 1조 2,304억원이고, 25년도 예상매출액은 약 1조 3771억원이다.

동사 실적 전망치 및 EPS (단위 : 백만원)

	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,694,544	1,951,088	1,702,900	2,300,100
영업이익	75,605	154,516	87,737	143,882
당기순이익	45,444	119,407	83,442	112,705
유통주식수			41,054,557	41,054,557
EPS (원)			**2,032**	**2,745**

자료 : DART 공시자료, 바이시그널 3조

영업이익의 경우 '22년 1분기부터 '24년 2분기까지의 평균 영업이익률을 각 사업부문 별로 계산하여 '24년 영업이익을 추정하였다. 전자부품 부문의 경우 2.68%, ICT 부문은 11.59%로 계산하여 '24년 말 전자부품 부문 영업이익은 330억 원, ICT 부문은 547억 원이 발생할 것으로 추정된다. '24년 말 당기순이익의 경우 '23년 1분기부터 '24년 2분기까지의 평균 순이익률 4.9%로 계산하여 추정하였다.

위 실적 전망치를 '24년도 유통주식수로 나누어 구한 동사의 **'24년도 말 EPS**는 **2,032원**이다.

2) Peer 그룹 선정

2)-1 선정 논리

Peer 그룹으로는 동사가 주력하고 있는 ESL 사업의 업계 1,3위인 프랑스의 Vusion group과 스웨덴의 Pricer를 꼽았다. ESL 시장은 진입장벽이 높아 독과점 구조를 이루고 있으며, Vusion Group과 Pricer는 유럽 시장을 대표하는 경쟁사로서 글로벌 ESL 시장에서 독보적인 시장 점유율과 기술력을 보유하고 있다. 이들 기업은 동사와 동일하게 소매 자동화와 매장 관리 효율화를 위한 ESL 솔루션을 제공하고 있어, Target P/E를 설정하는 데 있어 적합한 비교 대상으로 사료된다. Vusion Group은 월마트와 같은 미국 대형 유통업체와 협업하며 글로벌 입지를 강화해왔으며, 광범위한 매장 디지털화 솔루션과 클라우드 기반의 가격 관리 시스템을 제공한다. Pricer는 실시간 가격 업데이트와 위치 기반 솔루션으로 경쟁력을 유지하고 있으나, 일부 기술적 측면에서 1,2위 기업들에 비해서는 다소 열위에 있는 것으로 평가된다. ESL 산업은 스마트 매장 수요 증가와 전자상거래 확산으로 빠르게 성장하고 있어, 동사의 성장성과 글로벌 경쟁력을 반영하기 위해 이들 선도 기업의 PER을 참고하였다. 각 기업의 PER은 '24년 7월 14일 발행된 미래에셋증권 리서치센터 보고서에서 제시한 '24F PER을 활용하였다.

2)-2 Target P/E 선정

해당 Peer 그룹의 Target P/E를 계산한 결과, 15.22(배)의 PER이 도출되었다. 이는 Peer그룹의 ESL 시장 점유율로 가중치를 두어 '24년 말 예상 PER을 가중 평균하여 산출한 값이다.

2)-3 목표주가

Peer 그룹의 ESL 시장 점유율에 따른 Target P/E					
2024	**ESL 시장 점유율**	**PER (배)**	**PER X 시장 점유율**		**Target P/E**
SoluM	17%	8.6	1.46		15.22
Vusion group	36%	33	11.92		**목표 주가**
Pricer	11%	17	1.84		**30,910**

추정 EPS와 산정한 Target P/E를 바탕으로 목표주가는 **2,032*15.22 = 30,910(원, 10원 미만 절사)이고**, 이는 2024년 11월 6일 종가 기준 19.740원에서 **약 57%의 Upside**가 있다고 판단한다. 이에 최종 의견 **BUY를 제시**한다.

XXXV. Appendix

동남아 수주 강점 점수화 환산				
각 1pt	Pricer	SoluM	Vusion Group	Hanshow
Color	1	1	1	0
고온	0	1	1	1
습도	0	1	1	1
다양성	0	1	0	1
지리적 근접성 (조달비용 1pt, 시간 1pt)	0	2	0	2
불량품 대응	1	1	1	0
사무소	1	1	0	1

자료 : 각 사 홈페이지, 바이시그널 3조