

서진시스템 (178320. KQ)

투자의견

BUY(유지)

목표주가

26,000 원(유지)

현재주가

17,270 원(05/15)

시가총액

649(십억원)

1Q23 Review: 본격적인 ESS 매출 성장

Analyst 박중선_02)368-6076_jongsun.park@eugenefn.com

- 1분기 실적(연결기준)은 매출액 1,978억원, 영업이익 87억원으로 전년동기 대비 각각 41.2%, 208.4% 증가함.
- 시장 기대치(매출액 1,797억원, 영업이익 163억원) 대비 매출액은 10.1% 상회, 영업이익은 46.5% 하회.
- 수익성이 하락한 것은 신규 사업을 진행하고 있는 서진오토 내에 매출원가가 크게 증가하였기 때문으로 추정됨.
- 이번 실적에서 긍정적인 것은 ① 고객다변화가 지속되면서 ESS(Energy Storage System) 부품 매출이 전년동기 대비 347.3% 증가하며 본격적인 성장세에 진입하였다는 것임. ② 또한, 반도체장비 부품 매출이 전년동기 대비 83.3% 증가하였고, ③ 통신장비 부품 매출도 전년동기 대비 66.3% 증가한 것도 긍정적임.
- 2분기 예상실적(연결기준)은 매출액 2,841억원, 영업이익 205억원으로 높은 성장세 유지, 최대 매출 달성 예상.
- 목표주가 26,000원, 투자의견 BUY를 유지함.

| | |
|------------|--------|
| 주가(원, 5/9) | 17,270 |
| 시가총액(십억원) | 649 |

| | |
|--------------|----------|
| 발행주식수 | 37,581천주 |
| 52주 최고가 | 19,760원 |
| 최저가 | 13,450원 |
| 52주 일간 Beta | 0.57 |
| 60일 일평균거래대금 | 91억원 |
| 외국인 지분율 | 4.8% |
| 배당수익률(2020F) | 0.0% |

| | |
|---------------|-------|
| 주주구성 | |
| 전동규 (외 11인) | 31.4% |
| 국민연금공단 (외 1인) | 5.3% |

| | | | |
|------|-------|-------|-------|
| 주가상승 | 1M | 6M | 12M |
| 상대기준 | 5.7% | -2.7% | -1.1% |
| 절대기준 | -4.2% | 6.6% | -5.6% |

| | | | |
|----------|--------|--------|----|
| (십억원, 원) | 현재 | 직전 | 변동 |
| 투자의견 | BUY | BUY | - |
| 목표주가 | 26,000 | 26,000 | - |
| 영업이익(23) | 117.7 | 151.9 | ▼ |
| 영업이익(24) | 172.6 | 236.2 | ▼ |

| 12월 결산(십억원) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|---------|---------|
| 매출액 | 606.1 | 787.6 | 1,261.5 | 1,699.0 |
| 영업이익 | 58.0 | 44.4 | 117.7 | 172.6 |
| 세전손익 | 45.1 | 15.2 | 98.3 | 129.5 |
| 당기순이익 | 38.6 | 1.6 | 82.9 | 109.2 |
| EPS(원) | 1,027 | 43 | 2,207 | 2,910 |
| 증감률(%) | 흑전 | -95.8 | 5,048.7 | 31.8 |
| PER(배) | 21.1 | 408.2 | 7.8 | 5.9 |
| ROE(%) | 12.8 | 0.4 | 17.4 | 23.4 |
| PBR(배) | 1.1 | 1.2 | 1.6 | 1.2 |
| EV/EBITDA(배) | 11.8 | 10.6 | 6.3 | 4.8 |

자료: 유진투자증권



I. 1Q23 Review & 투자전략

1Q23 Review: 전일(5/15) 발표한 동사의 1분기 실적(연결기준)은 매출액 1,978억원, 영업이익 87 억원으로 전년동기 대비 각각 41.2%, 208.4% 증가하며, 높은 실적 성장세를 유지하고 있음. 시장 기대치(매출액 1,797 억원, 영업이익 163 억원) 대비 매출액은 10.1% 상회하였지만, 영업이익은 46.5% 하회하였음. 다만, 수익성이 하락한 것은 신규 사업을 진행하고 있는 서진오토 내에 비용이 증가하였기 때문.

고객다변화 및
제품 다양화로
높은 실적성장세
지속

이번 실적에서 긍정적인 것은 ① 고객다변화가 지속되면서 ESS(Energy Storage System) 부품 매출이 전년동기 대비 347.3% 증가하며 본격적인 성장세에 진입하였다는 것임. ② 또한, 램리서치의 투자 확대 및 제품 다변화로 반도체장비 부품 매출이 전년동기 대비 83.3% 증가하였고, ③ 고객 다변화 및 제품 다각화로 통신장비 부품 매출도 전년동기 대비 66.3% 증가한 것도 긍정적임.

2Q23 Preview: 당사 추정 2 분기 예상실적(연결기준)은 매출액 2,841 억원, 영업이익 205 억원으로 전년동기 대비 높은 성장세 유지하며 최대 매출 달성을 예상함.

투자전략: 목표주가 26,000 원, 투자의견 BUY 를 유지함. 현재 주가는 2023 년 예상실적 기준 PER 7.8 배 수준으로 국내 유사 및 동종 업체 평균 PER 11.5 배 대비 할인되어 거래 중임. 본격적인 매출 성장과 함께 수익성 개선이 예상되고 있어 주가는 상승세를 유지할 것으로 판단함.

도표 1. 1Q23 Review & 2Q23 Preview

| (단위: 십억원, (%,%p)) | 실적발표 | 1Q23P | | | | 2Q23E | | | 2022 | 2023E | | 2024E | |
|-------------------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|---------|---------|---------|------|
| | | 당사 예상치 | 차이 | 컨센서스 | 차이 | 예상치 | qoq | yoy | | 예상치 | yoy | 예상치 | yoy |
| 매출액 | 197.8 | 179.7 | 10.1 | 179.7 | 10.1 | 284.1 | 43.6 | 47.9 | 787.6 | 1,261.5 | 60.2 | 1,699.0 | 34.7 |
| 영업이익 | 8.7 | 16.3 | -46.4 | 16.3 | -46.5 | 20.5 | 134.7 | 흑전 | 44.4 | 117.7 | 165.2 | 172.6 | 46.6 |
| 세전이익 | 16.5 | 12.2 | 35.1 | 12.2 | 35.2 | 15.3 | -6.9 | 흑전 | 15.2 | 98.3 | 547.3 | 129.5 | 31.8 |
| 순이익 | 13.4 | 10.4 | 29.1 | 10.4 | 28.9 | 13.0 | -2.7 | 흑전 | 1.6 | 82.9 | 5,045.2 | 109.2 | 31.7 |
| 지배 순이익 | 13.4 | 10.4 | 29.1 | 10.4 | 28.9 | 13.1 | -2.6 | 흑전 | 1.6 | 83.0 | 5,048.7 | 109.3 | 31.8 |
| 영업이익률 | 4.4 | 9.1 | -4.7 | 9.1 | -4.7 | 7.2 | 2.8 | 8.4 | 5.6 | 9.3 | 3.7 | 10.2 | 0.8 |
| 순이익률 | 6.8 | 5.8 | 1.0 | 5.8 | 1.0 | 4.6 | -2.2 | 19.1 | 0.2 | 6.6 | 6.4 | 6.4 | -0.1 |
| EPS(원) | 1,427 | 1,105 | 29.1 | 1,107 | 28.9 | 1,389 | -2.6 | 흑전 | 43 | 2,207 | 5,048.7 | 2,910 | 31.8 |
| BPS(원) | 9,141 | 8,934 | 2.3 | 6,714 | 36.2 | 9,488 | 3.8 | -35.7 | 14,358 | 10,992 | -23.4 | 13,901 | 26.5 |
| ROE(%) | 15.6 | 12.4 | 3.2 | 16.5 | -0.9 | 14.6 | -1.0 | 34.8 | 0.4 | 17.4 | 17.1 | 23.4 | 6.0 |
| PER(X) | 12.1 | 15.6 | - | 15.6 | - | 12.4 | - | - | 408.2 | 7.8 | - | 5.9 | - |
| PBR(X) | 1.9 | 1.9 | - | 2.6 | - | 1.8 | - | - | 1.2 | 1.6 | - | 1.2 | - |

자료: 코원테크, 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

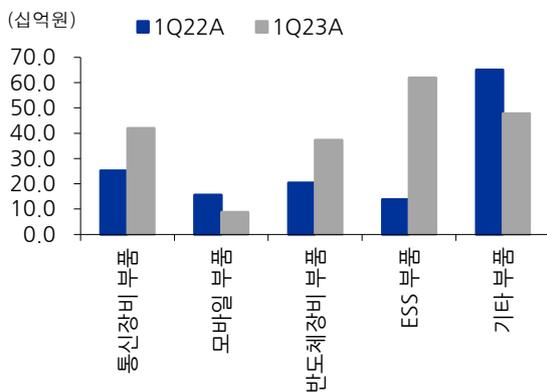
II. 실적 추이 및 전망

도표 2. 1Q22 실적: 매출액 +41.2%yoy, 영업이익 +208.4%yoy

| (십억원,%) | 1Q23A | | | 1Q22A | 4Q22A |
|----------------|------------|--------------|--------------|------------|-------------|
| | 실적 | YoY(% , %p) | QoQ(% , %p) | 실적 | 실적 |
| 영업수익 | 197.8 | 41.2 | -15.9 | 140.1 | 235.1 |
| 제품별 영업수익(십억원) | | | | | |
| 통신장비 부품 | 42.0 | 66.3 | -2.4 | 25.2 | 43.0 |
| 모바일 부품 | 8.8 | -43.4 | -8.6 | 15.5 | 9.6 |
| 반도체장비 부품 | 37.4 | 83.3 | -30.3 | 20.4 | 53.6 |
| ESS 부품 | 61.9 | 347.3 | -13.6 | 13.8 | 71.6 |
| 기타 부품 | 47.8 | -26.6 | -16.5 | 65.1 | 57.2 |
| 제품별 비중(%) | | | | | |
| 통신장비 부품 | 21.2 | 3.2 | 2.9 | 18.0 | 18.3 |
| 모바일 부품 | 4.4 | -6.6 | 0.4 | 11.1 | 4.1 |
| 반도체장비 부품 | 18.9 | 4.3 | -3.9 | 14.5 | 22.8 |
| ESS 부품 | 31.3 | 21.4 | 0.8 | 9.9 | 30.5 |
| 기타 부품 | 24.2 | -22.3 | -0.2 | 46.5 | 24.3 |
| 수익(십억원) | | | | | |
| 매출원가 | 170.9 | 42.9 | -10.5 | 119.5 | 191.0 |
| 매출총이익 | 26.9 | 31.1 | -38.9 | 20.5 | 44.1 |
| 판매관리비 | 18.2 | 2.9 | 3.2 | 17.7 | 17.7 |
| 영업이익 | 8.7 | 208.4 | -67.0 | 2.8 | 26.5 |
| 세전이익 | 16.5 | 41.2 | -5.1 | 11.7 | 17.4 |
| 당기순이익 | 13.4 | 56.7 | 16.8 | 8.6 | 11.5 |
| 지배주주 당기순이익 | 13.4 | 56.7 | 16.2 | 8.6 | 11.5 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출원가율 | 86.4 | 1.0 | 5.1 | 85.3 | 81.2 |
| 매출총이익률 | 13.6 | -1.0 | -5.1 | 14.7 | 18.8 |
| 판매관리비율 | 9.2 | -3.4 | 1.7 | 12.7 | 7.5 |
| 영업이익률 | 4.4 | 2.4 | -6.8 | 2.0 | 11.3 |
| 세전이익률 | 8.3 | 0.0 | 0.9 | 8.3 | 7.4 |
| 당기순이익률 | 6.8 | 0.7 | 1.9 | 6.1 | 4.9 |
| 지배주주 당기순이익률 | 6.8 | 0.7 | 1.9 | 6.1 | 4.9 |

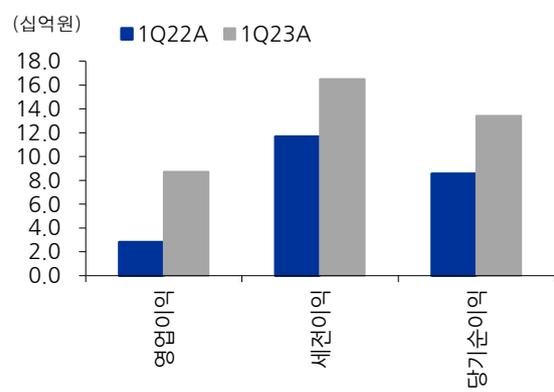
자료: 유진투자증권

도표 3. 제품별 매출액 증감 현황



자료: 유진투자증권

도표 4. 수익성 증감 현황



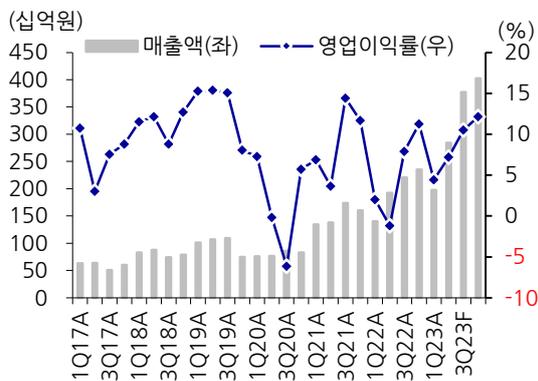
자료: 유진투자증권

도표 5. 분기 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

| (십억원,%) | 1Q21A | 2Q21A | 3Q21A | 4Q21A | 1Q22A | 2Q22A | 3Q22A | 4Q22A | 1Q23A | 2Q23F | 3Q23F | 4Q23F |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 134.6 | 137.8 | 173.6 | 160.2 | 140.1 | 192.1 | 220.3 | 235.1 | 197.8 | 284.1 | 377.4 | 402.2 |
| 증가율(% _{yoY}) | 76.6 | 80.3 | 101.6 | 92.5 | 4.1 | 39.4 | 26.9 | 46.7 | 41.2 | 47.9 | 71.3 | 71.1 |
| 증가율(% _{qoq}) | 61.7 | 2.4 | 26.0 | -7.7 | -12.6 | 37.1 | 14.7 | 6.7 | -15.9 | 43.6 | 32.8 | 6.6 |
| 제품별 매출액(십억원) | | | | | | | | | | | | |
| 통신장비 부품 | 32.9 | 37.2 | 53.0 | 15.9 | 25.2 | 55.8 | 97.3 | 43.0 | 42.0 | 61.4 | 107.0 | 53.8 |
| 모바일 부품 | 13.8 | 14.2 | 14.8 | 15.9 | 15.5 | 15.8 | 10.9 | 9.6 | 8.8 | 17.4 | 12.0 | 10.6 |
| 반도체장비 부품 | 14.2 | 17.8 | 18.6 | 20.3 | 20.4 | 32.5 | 41.3 | 53.6 | 37.4 | 48.8 | 55.7 | 72.4 |
| ESS 부품 | 35.6 | 22.5 | 38.2 | 34.2 | 13.8 | 59.9 | 44.5 | 71.6 | 61.9 | 97.6 | 115.6 | 150.4 |
| 기타 부품 | 38.0 | 46.1 | 49.0 | 74.0 | 65.1 | 28.1 | 26.4 | 57.2 | 47.8 | 58.9 | 87.1 | 115.0 |
| 제품별 비중(%) | | | | | | | | | | | | |
| 통신장비 부품 | 24.4 | 27.0 | 30.5 | 9.9 | 18.0 | 29.1 | 44.1 | 18.3 | 21.2 | 21.6 | 28.3 | 13.4 |
| 모바일 부품 | 10.3 | 10.3 | 8.5 | 9.9 | 11.1 | 8.2 | 5.0 | 4.1 | 4.4 | 6.1 | 3.2 | 2.6 |
| 반도체장비 부품 | 10.5 | 12.9 | 10.7 | 12.7 | 14.5 | 16.9 | 18.7 | 22.8 | 18.9 | 17.2 | 14.8 | 18.0 |
| ESS 부품 | 26.5 | 16.3 | 22.0 | 21.3 | 9.9 | 31.2 | 20.2 | 30.5 | 31.3 | 34.4 | 30.6 | 37.4 |
| 기타 부품 | 28.3 | 33.5 | 28.2 | 46.2 | 46.5 | 14.6 | 12.0 | 24.3 | 24.2 | 20.7 | 23.1 | 28.6 |
| 수익 | | | | | | | | | | | | |
| 매출원가 | 111.5 | 118.1 | 134.9 | 124.0 | 119.5 | 173.7 | 188.7 | 191.0 | 170.9 | 243.4 | 311.0 | 324.5 |
| 매출총이익 | 23.0 | 19.7 | 38.7 | 36.2 | 20.5 | 18.4 | 31.6 | 44.1 | 26.9 | 40.7 | 66.4 | 77.7 |
| 판매관리비 | 13.8 | 14.6 | 13.7 | 17.5 | 17.7 | 20.7 | 14.2 | 17.7 | 18.2 | 20.3 | 26.7 | 28.9 |
| 영업이익 | 9.2 | 5.0 | 25.0 | 18.7 | 2.8 | -2.3 | 17.4 | 26.5 | 8.7 | 20.5 | 39.7 | 48.8 |
| 세전이익 | 4.9 | 1.4 | 19.0 | 19.8 | 11.7 | -22.7 | 8.9 | 17.4 | 16.5 | 15.3 | 29.8 | 36.6 |
| 당기순이익 | 4.6 | -0.8 | 20.0 | 14.8 | 8.6 | -27.9 | 9.5 | 11.5 | 13.4 | 13.0 | 25.3 | 31.1 |
| 지배기업 순이익 | 4.6 | -0.8 | 20.0 | 14.8 | 8.6 | -27.9 | 9.5 | 11.5 | 13.4 | 13.1 | 25.3 | 31.2 |
| 이익률(%) | | | | | | | | | | | | |
| 매출원가율 | 82.9 | 85.7 | 77.7 | 77.4 | 85.3 | 90.4 | 85.6 | 81.2 | 86.4 | 85.7 | 82.4 | 80.7 |
| 매출총이익률 | 17.1 | 14.3 | 22.3 | 22.6 | 14.7 | 9.6 | 14.4 | 18.8 | 13.6 | 14.3 | 17.6 | 19.3 |
| 판매관리비율 | 10.2 | 10.6 | 7.9 | 10.9 | 12.7 | 10.8 | 6.5 | 7.5 | 9.2 | 7.1 | 7.1 | 7.2 |
| 영업이익률 | 6.9 | 3.6 | 14.4 | 11.7 | 2.0 | -1.2 | 7.9 | 11.3 | 4.4 | 7.2 | 10.5 | 12.1 |
| 세전이익률 | 3.7 | 1.0 | 10.9 | 12.3 | 8.3 | -11.8 | 4.0 | 7.4 | 8.3 | 5.4 | 7.9 | 9.1 |
| 당기순이익률 | 3.4 | -0.6 | 11.5 | 9.2 | 6.1 | -14.5 | 4.3 | 4.9 | 6.8 | 4.6 | 6.7 | 7.7 |
| 지배기업 순이익률 | 3.4 | -0.6 | 11.5 | 9.2 | 6.1 | -14.5 | 4.3 | 4.9 | 6.8 | 4.6 | 6.7 | 7.7 |

자료: 유진투자증권

도표 6. 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 7. 분기별 제품별 매출 추이 및 전망



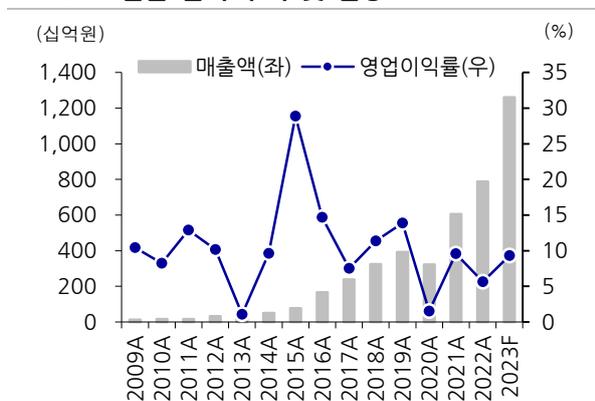
자료: 유진투자증권

도표 8. 연간 실적 추이 및 전망

| (십억원,%) | 2012A | 2013A | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 매출액 | 32.9 | 34.8 | 49.2 | 77.7 | 165.9 | 237.9 | 324.6 | 392.3 | 321.9 | 606.1 | 787.6 | 1,261.5 |
| 증가율(%_yoy) | 106.8 | 5.6 | 41.3 | 58.2 | 113.4 | 43.5 | 36.4 | 20.9 | -17.9 | 88.3 | 29.9 | 60.2 |
| 제품별 매출액(십억) | | | | | | | | | | | | |
| 통신장비 부품 | - | 26.0 | 34.5 | 40.6 | 91.8 | 98.8 | 161.1 | 202.2 | 103.3 | 139.0 | 221.3 | 264.1 |
| 모바일 부품 | - | - | 1.4 | 30.1 | 40.1 | 53.4 | 56.0 | 53.1 | 47.8 | 58.7 | 51.9 | 48.8 |
| 반도체장비 부품 | - | - | - | - | 16.9 | 45.2 | 29.6 | 18.5 | 33.8 | 70.9 | 147.8 | 214.3 |
| ESS 부품 | - | - | - | - | 7.9 | 14.3 | 32.6 | 25.9 | 30.4 | 130.5 | 189.8 | 425.5 |
| 기타 부품 | - | 8.8 | 13.3 | 7.0 | 9.1 | 27.3 | 45.3 | 92.7 | 106.6 | 207.1 | 176.7 | 308.8 |
| 제품별 비중(%) | | | | | | | | | | | | |
| 통신장비 부품 | - | 74.7 | 70.2 | 52.2 | 55.4 | 41.4 | 49.6 | 51.5 | 32.1 | 22.9 | 28.1 | 20.9 |
| 모바일 부품 | - | 0.0 | 2.8 | 38.8 | 24.2 | 22.4 | 17.2 | 13.5 | 14.8 | 9.7 | 6.6 | 3.9 |
| 반도체장비 부품 | - | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 10.2 | 18.9 | 9.1 | 4.7 | 10.5 | 11.7 | 18.8 | 17.0 |
| ESS 부품 | - | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 4.7 | 6.0 | 10.0 | 6.6 | 9.4 | 21.5 | 24.1 | 33.7 |
| 기타 부품 | - | 25.3 | 27.0 | 9.0 | 5.5 | 11.4 | 14.0 | 23.6 | 33.1 | 34.2 | 22.4 | 24.5 |
| 수익 | | | | | | | | | | | | |
| 매출원가 | 26.0 | 30.9 | 37.9 | 45.1 | 123.3 | 194.4 | 261.3 | 300.3 | 269.6 | 489.2 | 672.9 | 1,049.7 |
| 매출총이익 | 7.0 | 3.9 | 11.3 | 32.7 | 42.6 | 43.5 | 63.2 | 92.1 | 52.3 | 117.0 | 114.7 | 211.8 |
| 판매관리비 | 3.6 | 3.5 | 6.5 | 10.2 | 18.2 | 25.7 | 26.4 | 37.7 | 47.4 | 59.0 | 70.3 | 94.0 |
| 영업이익 | 3.4 | 0.4 | 4.7 | 22.4 | 24.4 | 17.8 | 36.9 | 54.4 | 4.9 | 58.0 | 44.4 | 117.7 |
| 세전이익 | 2.8 | -0.3 | 1.6 | 17.9 | 20.6 | 7.4 | 36.6 | 52.8 | -2.2 | 45.1 | 15.2 | 98.3 |
| 당기순이익 | 2.3 | -0.3 | 1.0 | 18.2 | 19.6 | 6.3 | 32.3 | 49.0 | -5.8 | 38.7 | 1.6 | 82.9 |
| 지배기업 순이익 | - | - | 1.0 | 18.2 | 19.6 | 5.4 | 30.1 | 48.6 | -5.5 | 38.9 | 1.7 | 83.0 |
| 이익률(%) | | | | | | | | | | | | |
| 매출원가율 | 78.9 | 88.8 | 77.1 | 58.0 | 74.3 | 81.7 | 80.5 | 76.6 | 83.7 | 80.7 | 85.4 | 83.2 |
| 매출총이익률 | 21.1 | 11.2 | 22.9 | 42.0 | 25.7 | 18.3 | 19.5 | 23.5 | 16.3 | 19.3 | 14.6 | 16.8 |
| 판매관리비율 | 11.0 | 10.1 | 13.3 | 13.2 | 11.0 | 10.8 | 8.1 | 9.6 | 14.7 | 9.7 | 8.9 | 7.5 |
| 영업이익률 | 10.2 | 1.1 | 9.6 | 28.9 | 14.7 | 7.5 | 11.4 | 13.9 | 1.5 | 9.6 | 5.6 | 9.3 |
| 세전이익률 | 8.4 | -0.8 | 3.3 | 23.0 | 12.4 | 3.1 | 11.3 | 13.5 | -0.7 | 7.4 | 1.9 | 7.8 |
| 당기순이익률 | 6.9 | -0.9 | 2.0 | 23.5 | 11.8 | 2.7 | 10.0 | 12.5 | -1.8 | 6.4 | 0.2 | 6.6 |
| 지배기업 순이익률 | - | - | 2.0 | 23.5 | 11.8 | 2.3 | 9.3 | 12.4 | -1.7 | 6.4 | 0.2 | 6.6 |

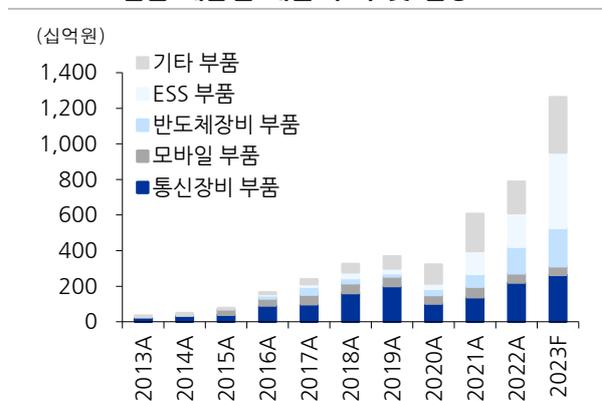
자료: 유진투자증권

도표 9. 연간 실적 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 10. 연간 제품별 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

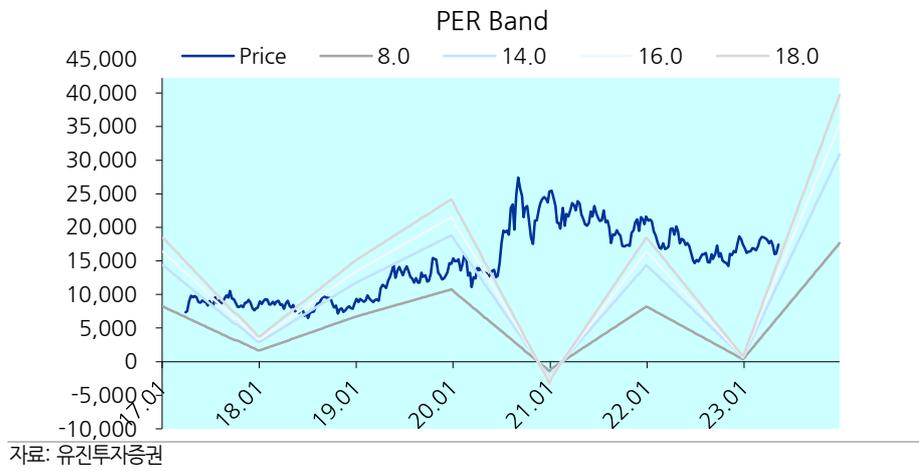
II. Valuation

도표 11. 국내 동종 및 유사업체 Peer Group 비교

| | 서진시스템 | 평균 | 에치에프알 | KH 바텍 | 에스에프에이 | 신흥에스이씨 | 한온시스템 |
|--------------|---------|------|--------|--------|---------|--------|---------|
| 주가(원) | 17,270 | | 22,750 | 17,660 | 37,800 | 45,300 | 9,520 |
| 시가총액(십억원) | 649.0 | | 306.9 | 418.1 | 1,357.4 | 351.7 | 5,081.8 |
| PER(배) | | | | | | | |
| FY21A | 21.1 | 18.9 | 23.1 | 18.9 | 11.1 | 18.0 | 23.3 |
| FY22A | 408.2 | 53.6 | 7.2 | 13.3 | 16.9 | 19.2 | 211.3 |
| FY23F | 7.8 | 11.5 | 4.8 | 11.2 | 11.7 | 9.2 | 20.8 |
| FY24F | 6.0 | 8.9 | 3.6 | 8.8 | 8.9 | 7.8 | 15.6 |
| PBR(배) | | | | | | | |
| FY21A | 1.1 | 2.7 | 4.6 | 2.8 | 1.2 | 2.0 | 3.1 |
| FY22A | 1.2 | 1.7 | 2.8 | 1.4 | 1.1 | 1.2 | 1.9 |
| FY23F | 1.6 | 1.7 | 3.1 | 1.9 | 1.2 | 0.0 | 2.3 |
| FY24F | 1.3 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.1 | 1.3 | 2.2 |
| 매출액(십억원) | | | | | | | |
| FY21A | 606.1 | | 206.4 | 339.8 | 1,564.9 | 366.3 | 7,351.4 |
| FY22A | 787.6 | | 366.3 | 363.9 | 1,684.4 | 477.8 | 8,627.7 |
| FY23F | 1,261.5 | | 194.6 | 343.3 | 1,565.5 | 0.0 | 7,327.8 |
| FY24F | 1,699.0 | | 383.7 | 361.7 | 1,719.2 | 477.5 | 8,527.6 |
| 영업이익(십억원) | | | | | | | |
| FY21A | 58.0 | | 21.8 | 26.9 | 188.9 | 31.1 | 325.8 |
| FY22A | 44.4 | | 90.2 | 32.5 | 160.9 | 31.0 | 256.6 |
| FY23F | 117.7 | | 21.1 | 27.3 | 183.6 | 0.0 | 359.9 |
| FY24F | 172.6 | | 106.2 | 33.2 | 194.8 | 31.5 | 259.2 |
| 영업이익률(%) | | | | | | | |
| FY21A | 9.6 | 8.7 | 10.6 | 7.9 | 12.1 | 8.5 | 4.4 |
| FY22A | 5.6 | 10.5 | 24.6 | 8.9 | 9.6 | 6.5 | 3.0 |
| FY23F | 9.3 | 7.1 | 10.8 | 8.0 | 11.7 | 0.0 | 4.9 |
| FY24F | 10.2 | 11.6 | 27.7 | 9.2 | 11.3 | 6.6 | 3.0 |
| 순이익(십억원) | | | | | | | |
| FY21A | 38.6 | | 18.6 | 33.1 | 148.3 | 26.7 | 310.7 |
| FY22A | 1.6 | | 68.6 | 25.0 | 106.0 | 19.6 | 26.7 |
| FY23F | 82.9 | | 19.3 | 28.8 | 133.0 | 0.0 | 267.3 |
| FY24F | 109.2 | | 89.5 | 41.1 | 128.1 | 33.3 | 139.8 |
| EV/EBITDA(배) | | | | | | | |
| FY21A | 11.8 | 10.0 | 15.5 | 10.6 | 4.4 | 9.3 | 10.1 |
| FY22A | 10.6 | 6.3 | 4.3 | 4.7 | 5.3 | 7.6 | 9.6 |
| FY23F | 6.3 | 7.9 | 14.5 | 11.7 | 3.7 | 0.0 | 9.5 |
| FY24F | 4.9 | 5.8 | 3.0 | 5.7 | 4.2 | 7.0 | 9.0 |
| ROE(%) | | | | | | | |
| FY21A | 12.8 | 15.2 | 22.4 | 16.9 | 11.1 | 12.7 | 13.2 |
| FY22A | 0.4 | 15.4 | 50.7 | 11.2 | 7.5 | 6.6 | 1.1 |
| FY23F | 17.4 | 11.9 | 23.0 | 14.8 | 10.1 | 0.0 | 11.5 |
| FY24F | 23.4 | 20.7 | 60.3 | 17.6 | 8.9 | 10.9 | 5.6 |

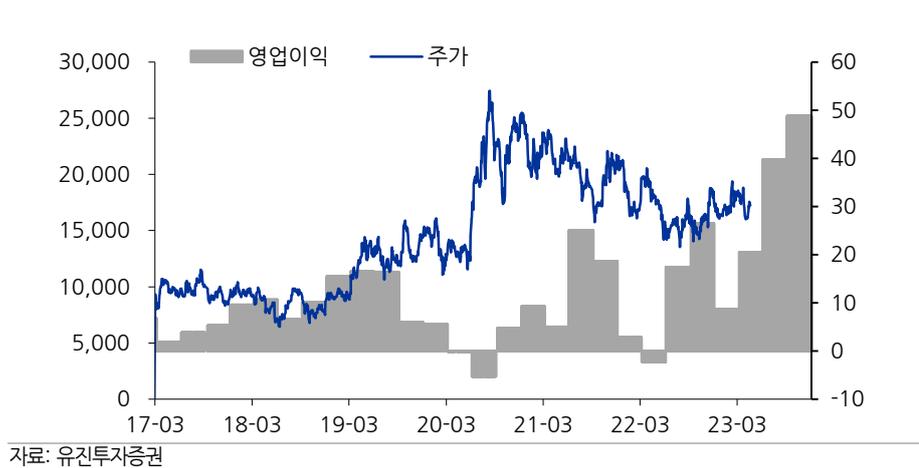
참고: 2023.05.15. 종가 기준, 컨센서스 적용. 서진시스템은 당사 추정
자료: QuantWise, 유진투자증권

도표 12. PER Historical Band Chart



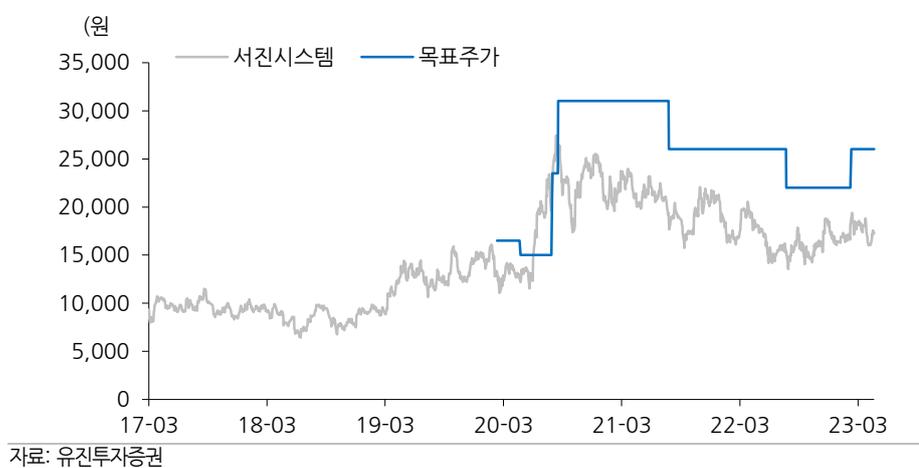
자료: 유진투자증권

도표 13. 분기 영업이익 추이 및 주가 차트



자료: 유진투자증권

도표 14. 당사 목표주가 및 주가 차트

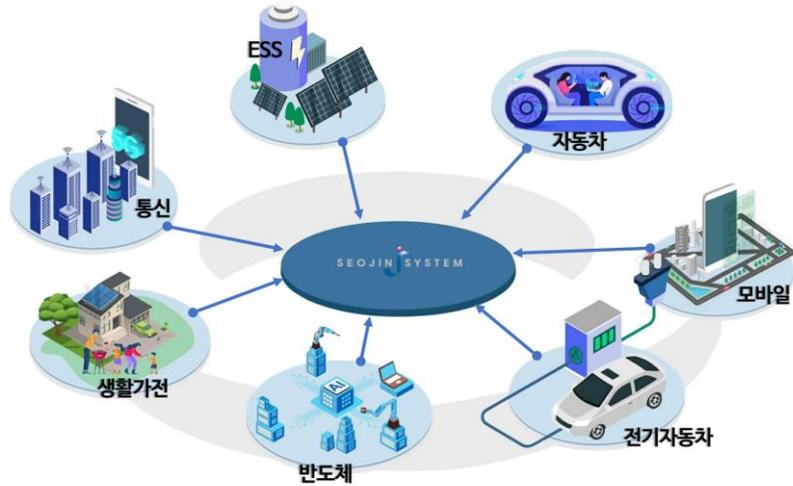


자료: 유진투자증권

III. 회사 소개

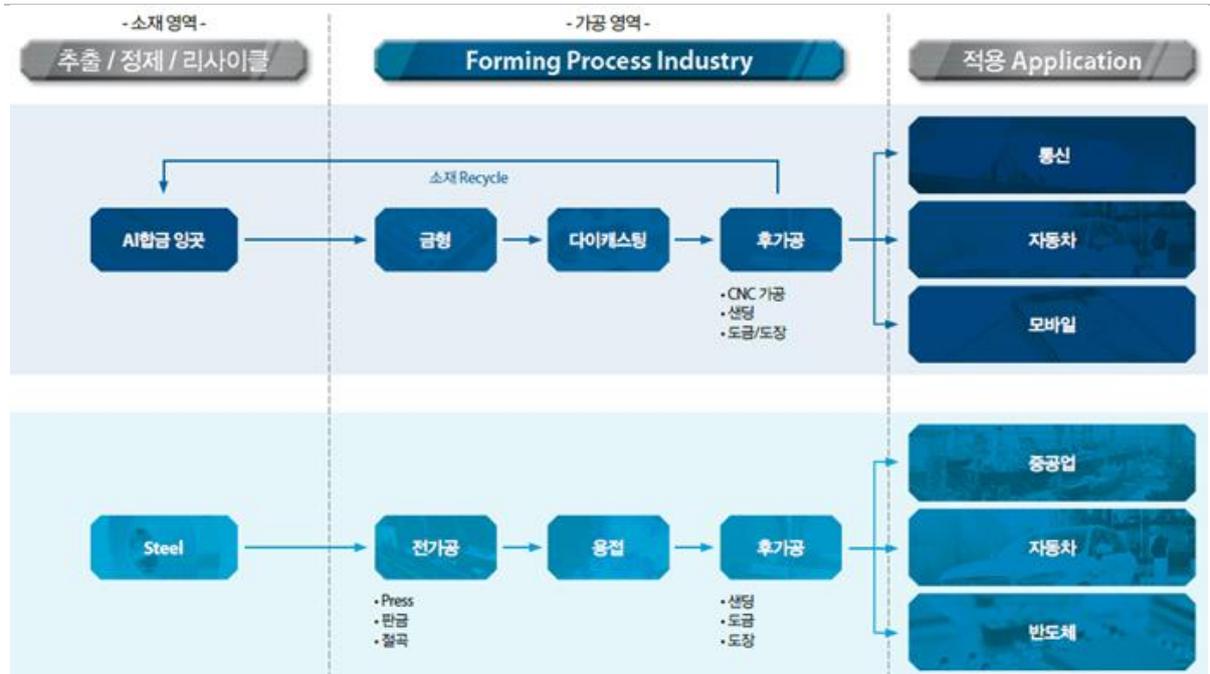
다양한 산업에서 메탈 소재 가공 전문기업

도표 15. 사업다각화에 성공



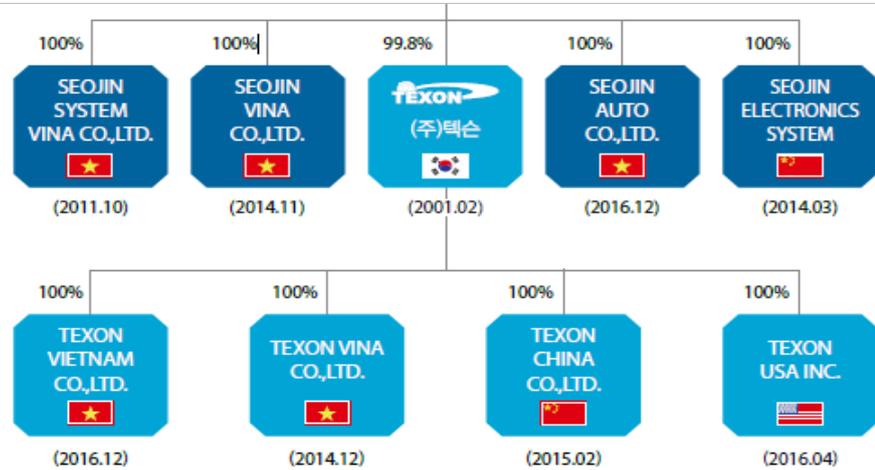
자료: 서진시스템, 유진투자증권

도표 16. 메탈 소재부터 가공까지 토탈솔루션 제공



자료: 서진시스템, 유진투자증권

도표 17. 자회사 현황 및 지분 내역



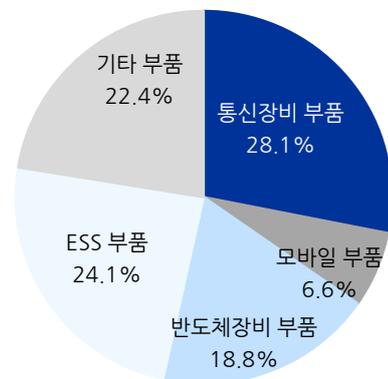
자료: 서진시스템, 유진투자증권

도표 18. 주요 연혁

| 연도 | 내용 |
|---------|------------------------------------|
| 1996.07 | 서진테크 설립 |
| 2007.10 | 법인전환 서진시스템 |
| 2008.06 | GM 대우자동차 협력업체 등록(FA 부문) |
| 2011.11 | 베트남 현지법인 설립(서진시스템베나) |
| 2013.08 | 삼성전자 협력업체 등록(베트남 현지법인) |
| 2014.05 | 중국 심천 현지법인 설립(서진 ELECTRONICS) |
| 2014.10 | 삼성전자베트남 무선사업부 납품 개시(갤럭시 A5, A7 공급) |
| 2015.12 | 주식회사 텍슨 인수 |
| 2016.11 | 전기차 배터리 케이스 제조 관련 특허 등록 |
| 2017.03 | 코스닥 상장(3.27) |

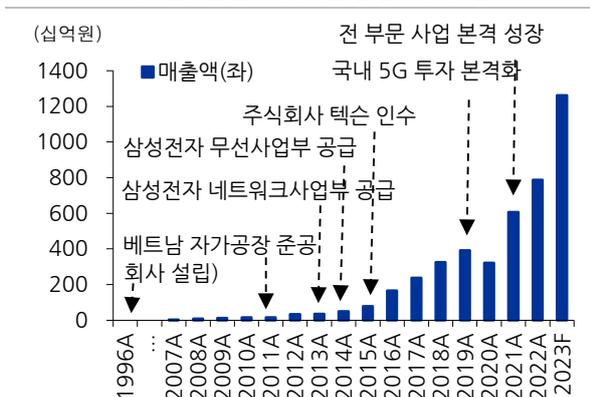
자료: 유진투자증권

도표 19. 제품별 매출 비중 (2022년 기준)



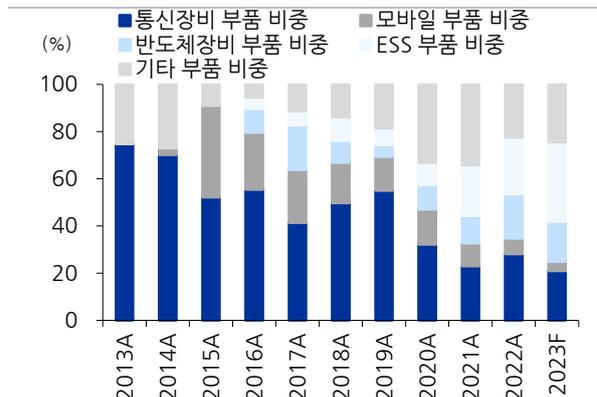
자료: 유진투자증권

도표 20. 베트남 진출 이후 급성장 지속 중



자료: 유진투자증권

도표 21. 사업 다각화로 안정적인 포트폴리오



자료: 유진투자증권

도표 22. 원재료 가공부터 주요 생산공정별 다양한 설비 보유



자료: 서진시스템, 유진투자증권

도표 23. 국내 6 개 사업장은 물론 베트남 5 개 법인, 미국 사업장, 중국 사업장 등을 통한 글로벌 공급 인프라 구축



자료: 서진시스템, 유진투자증권

VI. 투자포인트

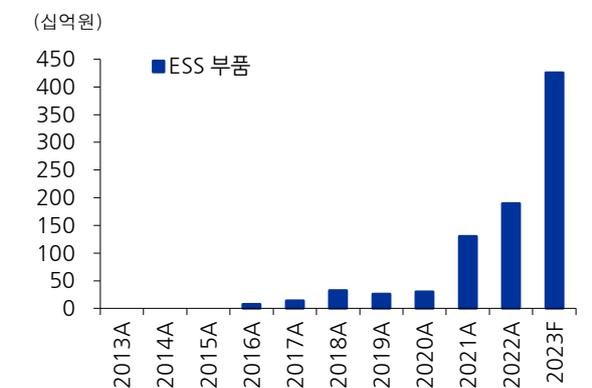
1) ESS 부품 사업: 글로벌 고객 다변화 성공

도표 24. 우호적인 시장 환경과 ESS 글로벌 선두 기업 중심으로 본격적인 외형 성장 기대



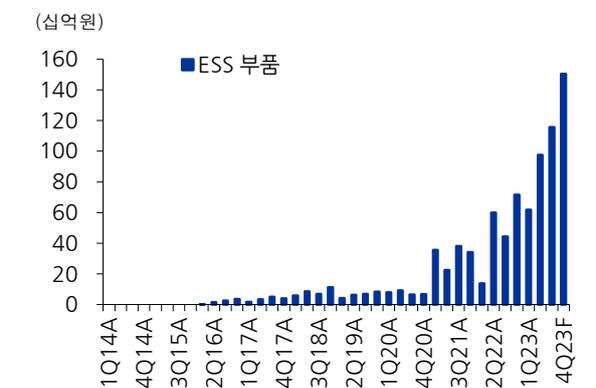
자료: 서진시스템, 유진투자증권

도표 25. 연간 ESS 부품 사업 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 26. 분기별 ESS 부품 사업 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

2) 통신장비 사업: 고객 다변화를 추진 중

도표 27. 글로벌 5G 인프라 구축과 함께 통신 장비 중심 외형 성장 기대

공급 Value Chain

주요 고객사向 통신장비 부품 선행개발 및 제품생산

❖ 기자국,필터,중계기

RRH KOREA 3.5G MMU 필터하우징 셋톱박스 셋톱박스 하우징 중계기

❖ 캐비넷

MMBS LTE OUTDOOR MMBS LTE INDOOR WCDMA OUTDOOR LGU+ LTE OUTDOOR

❖ Shelf, Fan, PCB

4U DU SHELF 2U DU SHELF INDOOR FAN OUTDOOR FAN BPA PDP

자료: 서진시스템, 유진투자증권

도표 28. 연간 통신장비 부품 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

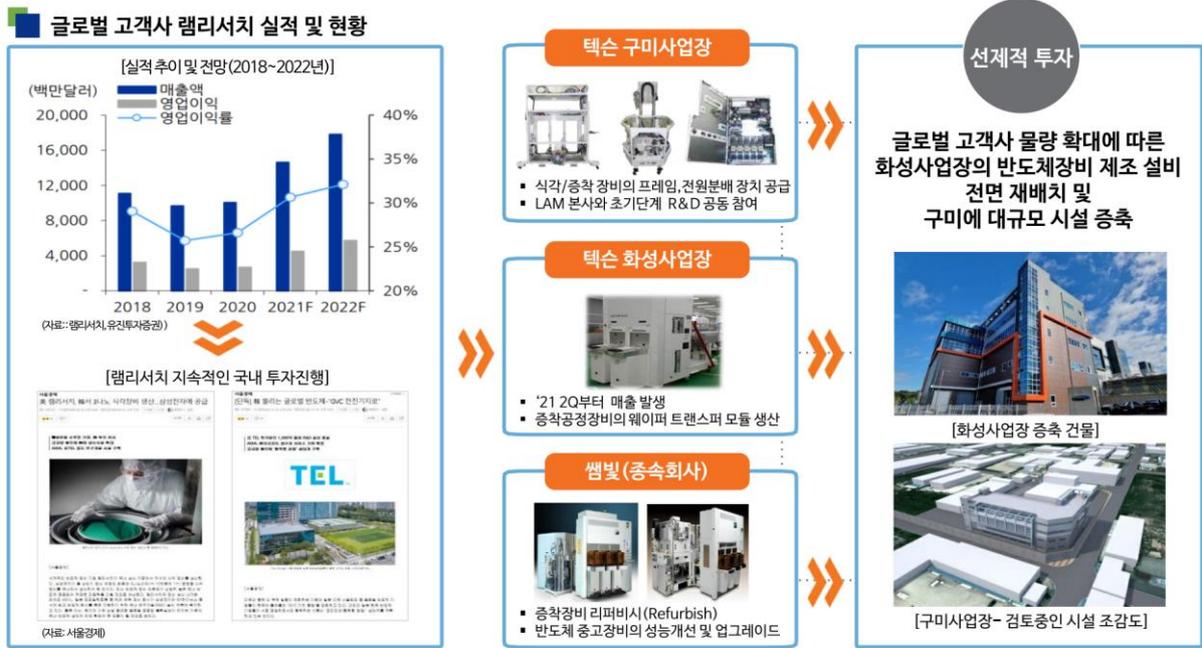
도표 29. 분기별 통신장비 부품 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

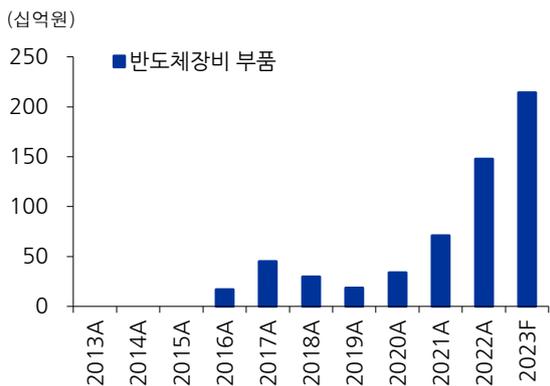
3) 반도체장비 사업: 주요 고객의 투자 확대 수혜 기대

도표 30. 반도체 호황 사이클 진입과 주요 고객사 투자 확대 수혜 전망



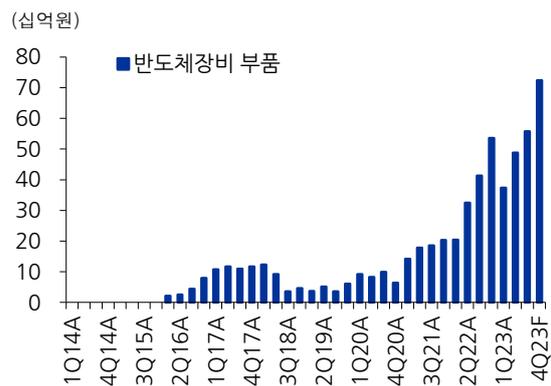
자료: 서진시스템, 유진투자증권

도표 31. 연간 반도체장비 부품 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 32. 분기별 반도체장비 부품 매출 추이



자료: 유진투자증권

4) 기타 부품 사업: 전방 시장 다각화 및 고객 다변화를 추진 중

도표 33. 검증된 기술력과 설비 능력을 통해 우수 글로벌 고객사에 다양한 제품 공급



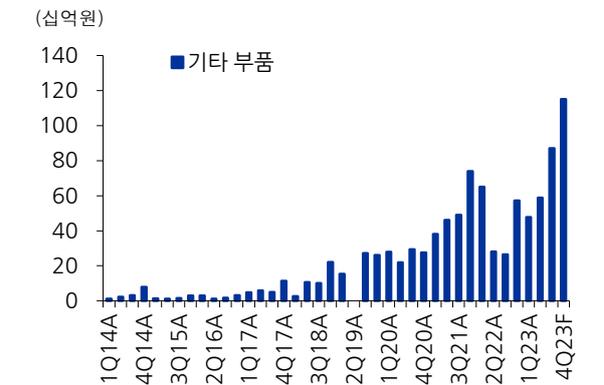
자료: 서진시스템, 유진투자증권

도표 34. 연간 기타 부품 매출 추이 및 전망



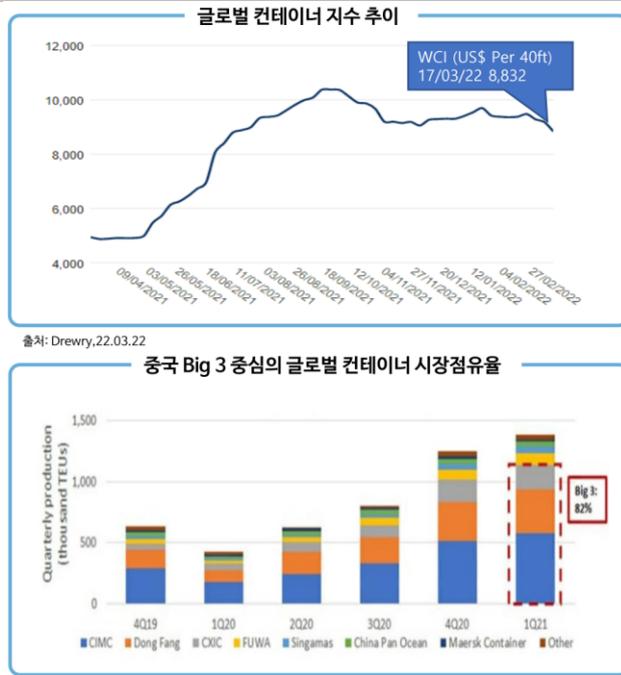
자료: 유진투자증권

도표 35. 분기별 기타 부품 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 36. 컨테이너 사업 진출



자료: 서진시스템, 유진투자증권

신조 컨테이너 수급 불균형, 공급처 다변화 필요성 증대

국적 선사의 경쟁력 강화 및 지원

22년 하반기 3개 라인 구축 목표 (40ft, 연35,000 BOX/line)
→ 1개 라인 구축 완료 및 생산개시(3월~)

도표 37. 기타 사업부문 다양화 지속

케이블하네스

반도체케이블, 통신케이블, 설치공사 케이블, CUBE 케이블

반도체 케이블, 제어기 케이블, 공장기계 케이블, ESS 케이블

RF커넥터, RF케이블, RF 콤포넌트

PCB

- 고객요구사항에 따라 단면/양면 및 고다층 PCB 설계 및 제작
- 전자제품의 다변화로 인한 고밀도, 고기능화된 기술 집약적인 제품을 확대 생산

SMT

- POWER PCB
- TELECOM PCB
- LED PCB

- 인쇄회로기판(PCB) 위에 반도체나 다이오드, 칩 등을 다수의 장비로 실장하고 이를 경화시켜 생산

자료: 서진시스템, 유진투자증권

5) 모바일 부문 사업: 메탈 케이스 확대는 긍정적

도표 38. 글로벌 스마트폰 출하 및 신규아이템을 통한 사업 영역 확장

모바일 부문 사업 내용 및 공급 모델



갤럭시 Z폴더 갤럭시 Z플립 갤럭시 S22 시리즈 TabS8/8+ / 8 Ultra 갤럭시 A51

→ 휴대폰 프레임 가공부터 아노다이징 후처리 및 조립



→ 압출 원소재부터 공정 설계, 가공, 아노다이징 후처리 및 Ass'y

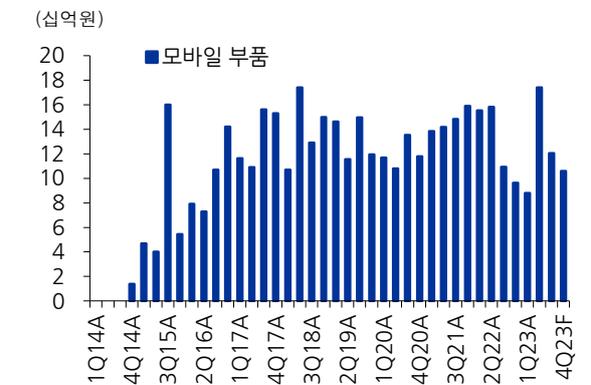
자료: 서진시스템, 유진투자증권

도표 39. 연간 모바일 부품 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 40. 분기별 모바일 부품 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

서진시스템(178320.KQ) 재무제표

대차대조표

| (단위:십억원) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 자산총계 | 1,050.0 | 1,384.8 | 1,514.2 | 1,811.7 | 2,051.4 |
| 유동자산 | 531.0 | 728.8 | 917.1 | 1,263.0 | 1,542.7 |
| 현금성자산 | 25.5 | 20.6 | 84.3 | 128.3 | 222.6 |
| 매출채권 | 111.5 | 157.4 | 190.9 | 262.1 | 305.8 |
| 재고자산 | 343.6 | 526.9 | 617.7 | 848.2 | 989.7 |
| 비유동자산 | 519.1 | 656.0 | 597.1 | 548.7 | 508.7 |
| 투자자산 | 48.4 | 74.9 | 78.0 | 81.2 | 84.5 |
| 유형자산 | 466.0 | 575.6 | 513.5 | 461.8 | 418.3 |
| 기타 | 4.7 | 5.5 | 5.6 | 5.8 | 5.9 |
| 부채총계 | 689.8 | 845.2 | 1,101.1 | 1,289.3 | 1,405.0 |
| 유동부채 | 438.4 | 663.1 | 918.7 | 1,106.6 | 1,221.9 |
| 매입채무 | 196.1 | 297.4 | 502.7 | 690.3 | 805.4 |
| 유동성이자부채 | 225.8 | 341.7 | 391.7 | 391.7 | 391.7 |
| 기타 | 16.5 | 24.1 | 24.3 | 24.6 | 24.8 |
| 비유동부채 | 251.4 | 182.1 | 182.4 | 182.7 | 183.0 |
| 비유동이자부채 | 243.5 | 174.7 | 174.7 | 174.7 | 174.7 |
| 기타 | 7.9 | 7.4 | 7.7 | 8.0 | 8.3 |
| 자본총계 | 360.2 | 539.6 | 413.1 | 522.4 | 646.4 |
| 지배지분 | 360.2 | 539.6 | 413.1 | 522.4 | 646.4 |
| 자본금 | 9.4 | 18.8 | 18.8 | 18.8 | 18.8 |
| 자본잉여금 | 180.2 | 171.2 | 171.2 | 171.2 | 171.2 |
| 이익잉여금 | 146.6 | 136.8 | 219.8 | 329.1 | 453.1 |
| 기타 | 24.0 | 212.8 | 3.3 | 3.3 | 3.3 |
| 비지배지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 360.2 | 539.6 | 413.1 | 522.4 | 646.4 |
| 총차입금 | 469.3 | 516.4 | 566.4 | 566.4 | 566.4 |
| 순차입금 | 443.8 | 495.8 | 482.1 | 438.1 | 343.8 |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 영업현금 | (5.3) | 24.2 | 16.9 | 47.2 | 97.7 |
| 당기순이익 | 38.6 | 1.6 | 82.9 | 109.2 | 123.9 |
| 자산상각비 | 48.5 | 64.3 | 62.6 | 52.2 | 43.9 |
| 기타비현금성손익 | 40.9 | 50.7 | (210.7) | (1.1) | (1.1) |
| 운전자본증감 | (131.0) | (62.1) | 81.0 | (114.1) | (70.0) |
| 매출채권감소(증가) | (29.9) | (1.2) | (33.4) | (71.2) | (43.7) |
| 재고자산감소(증가) | (195.1) | (186.6) | (90.9) | (230.5) | (141.5) |
| 매입채무증가(감소) | 105.0 | 93.2 | 205.4 | 187.6 | 115.1 |
| 기타 | (11.0) | 32.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 투자현금 | (118.5) | (215.1) | (3.2) | (3.3) | (3.5) |
| 단기투자자산감소 | 0.0 | 0.0 | (0.1) | (0.1) | (0.1) |
| 장기투자증권감소 | (0.1) | 0.0 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 설비투자 | (120.3) | (163.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유형자산처분 | 3.0 | 9.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산처분 | (0.2) | (0.8) | (0.6) | (0.6) | (0.6) |
| 재무현금 | 126.0 | 185.2 | 50.0 | 0.0 | 0.0 |
| 차입금증가 | 126.0 | 26.3 | 50.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본증가 | 0.0 | (5.6) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금지급 | 0.0 | 5.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금 증감 | 2.3 | (5.3) | 63.7 | 43.9 | 94.2 |
| 기초현금 | 21.8 | 24.1 | 18.8 | 82.5 | 126.4 |
| 기말현금 | 24.1 | 18.8 | 82.5 | 126.4 | 220.6 |
| Gross Cash flow | 128.1 | 116.7 | (64.1) | 161.4 | 167.7 |
| Gross Investment | 249.5 | 277.2 | (77.9) | 117.4 | 73.4 |
| Free Cash Flow | (121.5) | (160.5) | 13.8 | 44.0 | 94.3 |

자료: 유진투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 606.1 | 787.6 | 1,261.5 | 1,699.0 | 1,973.0 |
| 증가율(%) | 88.3 | 29.9 | 60.2 | 34.7 | 16.1 |
| 매출원가 | 488.6 | 672.9 | 1,049.7 | 1,394.0 | 1,614.2 |
| 매출총이익 | 117.6 | 114.7 | 211.8 | 305.0 | 358.8 |
| 판매 및 일반관리비 | 59.6 | 70.3 | 94.0 | 132.4 | 149.4 |
| 기타영업손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 영업이익 | 58.0 | 44.4 | 117.7 | 172.6 | 209.4 |
| 증가율(%) | 1,082.2 | (23.5) | 165.2 | 46.6 | 21.3 |
| EBITDA | 106.5 | 108.7 | 180.3 | 224.8 | 253.3 |
| 증가율(%) | 176.4 | 2.1 | 65.8 | 24.7 | 12.7 |
| 영업외손익 | (12.9) | (29.2) | (19.5) | (43.2) | (62.6) |
| 이자수익 | 0.4 | 0.6 | 0.8 | 1.2 | 1.4 |
| 이자비용 | 21.1 | 29.1 | 35.4 | 35.7 | 35.7 |
| 지분법손익 | 0.8 | 0.9 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 기타영업외손익 | 6.9 | (1.7) | 14.6 | (9.1) | (28.8) |
| 세전순이익 | 45.1 | 15.2 | 98.3 | 129.5 | 146.8 |
| 증가율(%) | 흑전 | (66.3) | 547.3 | 31.8 | 13.4 |
| 법인세비용 | 6.5 | 13.6 | 15.4 | 20.3 | 22.9 |
| 당기순이익 | 38.6 | 1.6 | 82.9 | 109.2 | 123.9 |
| 증가율(%) | 흑전 | (95.8) | 5,045.2 | 31.7 | 13.4 |
| 지배주주지분 | 38.6 | 1.6 | 83.0 | 109.3 | 124.0 |
| 증가율(%) | 흑전 | (95.8) | 5,048.7 | 31.8 | 13.4 |
| 비지배지분 | 0.0 | 0.0 | (0.1) | (0.1) | (0.1) |
| EPS(원) | 1,027 | 43 | 2,207 | 2,910 | 3,300 |
| 증가율(%) | 흑전 | (95.8) | 5,048.7 | 31.8 | 13.4 |
| 수경EPS(원) | 1,027 | 43 | 2,207 | 2,910 | 3,300 |
| 증가율(%) | 흑전 | (95.8) | 5,048.7 | 31.8 | 13.4 |

주요투자지표

| | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 1,027 | 43 | 2,207 | 2,910 | 3,300 |
| BPS | 19,169 | 14,358 | 10,992 | 13,901 | 17,201 |
| DPS | 150 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 밸류에이션(배, %) | | | | | |
| PER | 21.1 | 408.2 | 7.9 | 6.0 | 5.3 |
| PBR | 1.1 | 1.2 | 1.6 | 1.3 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 11.8 | 10.6 | 6.3 | 4.9 | 3.9 |
| 배당수익률 | 0.7 | 0.0 | n/a | n/a | n/a |
| PCR | 6.3 | 5.6 | n/a | 4.1 | 3.9 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 9.6 | 5.6 | 9.3 | 10.2 | 10.6 |
| EBITDA이익률 | 17.6 | 13.8 | 14.3 | 13.2 | 12.8 |
| 순이익률 | 6.4 | 0.2 | 6.6 | 6.4 | 6.3 |
| ROE | 12.8 | 0.4 | 17.4 | 23.4 | 21.2 |
| ROIC | 7.2 | 0.5 | 10.3 | 15.7 | 18.2 |
| 안정성(배, %) | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | 123.2 | 91.9 | 116.7 | 83.9 | 53.2 |
| 유동비율 | 121.1 | 109.9 | 99.8 | 114.1 | 126.3 |
| 이자보상배율 | 2.8 | 1.5 | 3.3 | 4.8 | 5.9 |
| 활동성(회) | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.7 | 0.6 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |
| 매출채권회전율 | 7.2 | 5.9 | 7.2 | 7.5 | 6.9 |
| 재고자산회전율 | 2.4 | 1.8 | 2.2 | 2.3 | 2.1 |
| 매입채무회전율 | 4.3 | 3.2 | 3.2 | 2.8 | 2.6 |

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 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

| | | |
|------------------|----------------------------|-----|
| · STRONG BUY(매수) | 추천기준일 증가대비 +50%이상 | 0% |
| · BUY(매수) | 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 94% |
| · HOLD(중립) | 추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 5% |
| · REDUCE(매도) | 추천기준일 증가대비 -10%미만 | 1% |

(2023.03.31 기준)

