

# 서진시스템 (178320)

스몰캡



이수림

02 3770 2683

surim.lee@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (I)
목표주가	-원 (I)
현재주가 (6/21)	20,650원
상승여력	-

시가총액	7,760억원
총발행주식수	37,580,642주
60일 평균 거래대금	85억원
60일 평균 거래량	477,772주
52주 고	21,000원
52주 저	13,550원
외인지분율	8.63%
주요주주	전동규 외 10 인 31.41%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	26.7	16.9	35.0
상대	21.8	7.1	20.0
절대(달러환산)	30.1	18.6	35.1

## 글로벌 ESS의 고성장을 따라

### 장비/부품 제조 역량 기반 신사업 확장

모바일 다이캐스팅 및 통신장비 제조업체에서 2021년부터 ESS, 전기차 부품, 반도체장비 등 신사업 비중이 증가하며 매출 포트폴리오 다변화에 성공. ESS 사업부는 전방 시장의 급증하는 수요와 더불어 높은 마진율로 전사 실적을 견인하는 신성장동력으로 자리매김할 것

### ESS 수주 증가로 달라질 실적 레벨

ESS 사업부는 2023년 매출액 4,441억원(YoY+137%)을 기록하며 매출비중 41%까지 증가할 것. 이에 따른 전사 이익률 개선 (2022 OPM 6%→2023F OPM 9.1%) 전망. 베트남 내 대규모 생산시설을 구축 완료한 동사는 1) 최근 글로벌 공급망 다변화 트렌드에 따른 고객사들의 신규 생산기지로서 적합하고, 2) 원재료 및 전공정을 모두 내재화하고 있어 공정 효율성 및 원가경쟁력 측면에서도 우위 확보

### 글로벌 ESS 시장 CAGR 42% 성장 전망

글로벌 ESS(Energy Storage System) 시장은 2021년 110억달러에서 2030년 2,620억달러로 CAGR 42%로 성장할 전망. 가파른 성장이 전망되는 이유는 1) 신재생에너지의 기후 등 외부 요인에 따른 전력계통 불안정성을 해결할 대안으로 떠오르며, 2) LFP 배터리의 성능 개선과 함께 ESS 설치 효율이 증가하고 있으며 3) 주요국 정부의 정책적 지원이 이어지며 산업용·가정용 ESS 탑재가 증가하기 때문

### 실적 전망

2023년 매출액 1조 938억원(YoY+39%), 영업이익 990억원(YoY+123%, OPM 9.1%)을 전망하며 2024년 OPM 10.6%→2025년 OPM 12.2%로 ESS 매출 온기 반영에 따른 전사 마진을 개선을 기대. 현재 적자인 전기차부품 사업부 역시 매출액 성장에 따른 고정비 커버로 2025년 흑자전환이 전망됨

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	6,061	7,876	10,938	12,967
영업이익	580	444	990	1,378
지배순이익	386	16	617	957
PER	20.0	396.0	12.6	8.1
PBR	2.2	1.2	1.3	1.1
EV/EBITDA	11.4	10.1	7.9	6.1
ROE	12.8	0.4	10.6	14.1

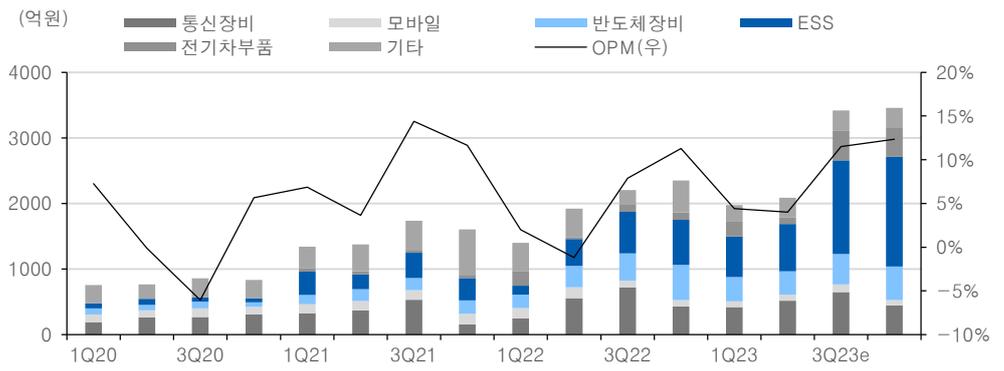
자료: 유안타증권

## 기업개요

서진시스템은 1996년 설립되어 2017년 코스닥 상장한 업체로 금형, 사출, 조립, 다이캐스팅 등의 제조 기술을 기반으로 장비 및 부품 등의 제조 사업을 영위하고 있다. 국내(6개), 미국, 중국(2개), 베트남(5개) 등지에 장비 및 부품 제조 사업장을 보유하고 있으며 특히 베트남에 위치한 박닌1~6공장, 박장1~5공장을 합친 규모는 25만평에 달하는 규모이다.

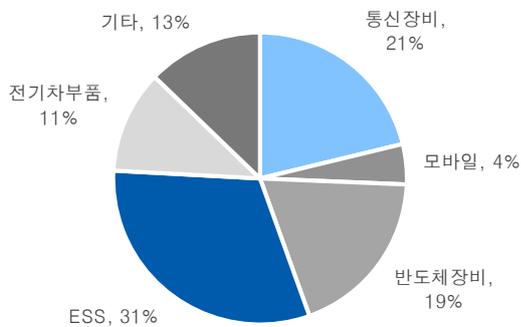
과거 모바일 다이캐스팅 및 통신장비 제조 업체로서의 인식이 강했으나, 2021년부터 ESS, 전기차 부품, 반도체장비 등 신사업 비중이 증가하며 매출 포트폴리오 다변화에 성공했다. ESS는 2023년 매출비중 41%→2024년 48%→2025년 54%까지 증가하며, 높은 마진율로 전사 실적을 견인하는 신성장동력으로 자리매김할 전망이다.

서진시스템 분기별 실적 추이 및 전망



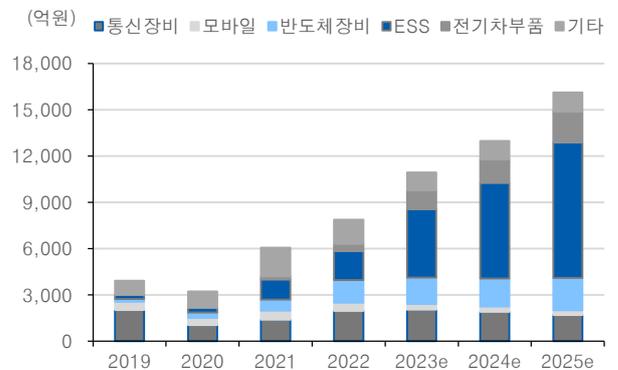
자료: 서진시스템, 유안타증권 리서치센터

서진시스템 사업부별 매출비중(1Q23)



자료: 서진시스템, 유안타증권 리서치센터

서진시스템 연간 매출액 추이 및 전망



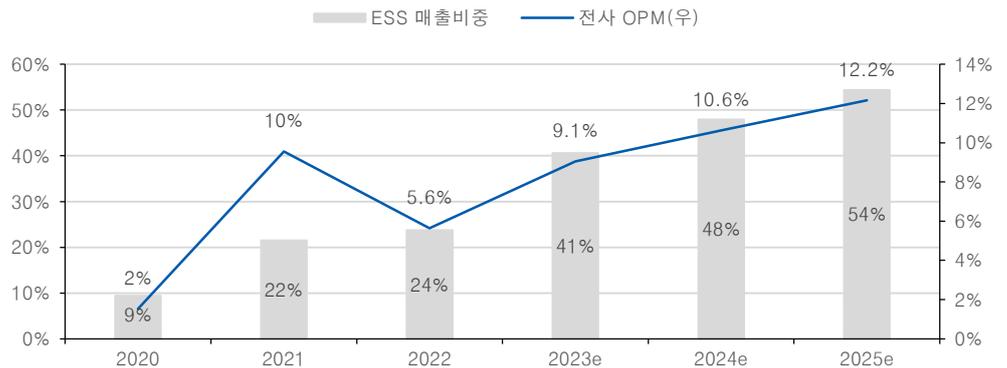
자료: 서진시스템, 유안타증권 리서치센터

## ESS 수주 증가로 달라질 실적 레벨

동사 ESS 사업부는 2023년 매출액 4,441억원(YoY+137%)을 기록하며 매출비중 41%에 달하는 핵심 성장동력으로 자리매김할 전망이며, 이에 따른 전사 이익률 개선(2022 OPM 6%→2023F OPM 9.1%)이 전망된다.

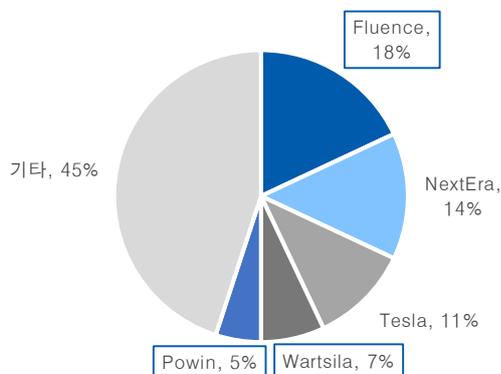
글로벌 산업용 ESS 시장 점유율 1위, 4위, 5위 등 대규모 고객사 향으로 ESS 캐비닛 등의 수주 증가가 지속되고 있다. 특히 글로벌 1위 업체인 Fluence Energy 향으로 독점 OEM을 진행하고 있다. 수주 증가의 이유는 1) 베트남 내 대규모 생산시설을 구축 완료한 동사는 최근 글로벌 공급망 다변화 트렌드에 따른 고객사들의 신규 생산기지로서 적합하다는 판단이며, 2) PCB, SMT 등 원재료 및 전공정을 모두 내재화하고 있어 공정 효율성 및 원가경쟁력 측면에서도 우위를 점하고 있다.

ESS 매출비중 증가에 따른 전사 이익률 개선효과 추정



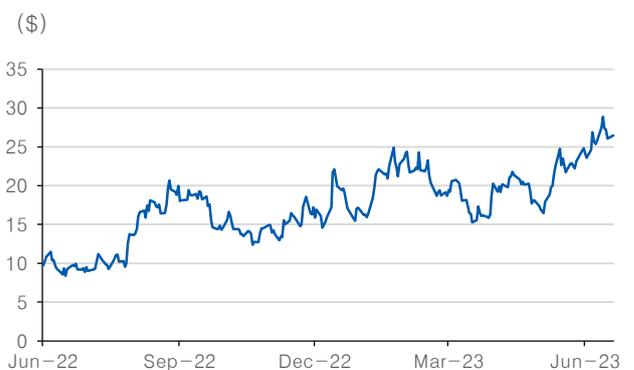
자료: 서진시스템, 유안타증권 리서치센터

글로벌 산업용 ESS 시장 점유율 (2021)



자료: IHS, 유안타증권 리서치센터, 주) 서진시스템 공급처를 윤곽선 표시

Fluence Energy (FLNC US) 주가 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

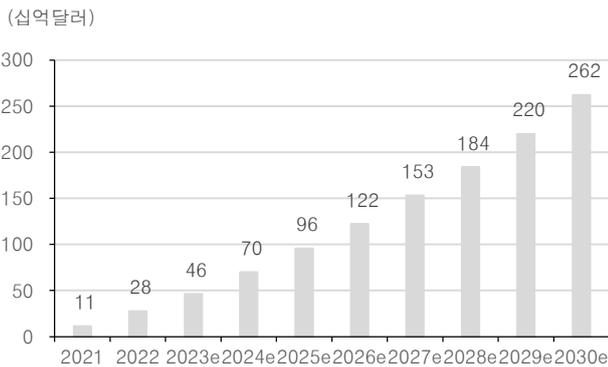
## 글로벌 ESS 시장 CAGR 42% 성장 전망

글로벌 ESS(Energy Storage System) 시장은 2021년 110억달러에서 2030년 2,620억달러로 CAGR 42%로 성장할 전망이다. 가장 높은 성장세가 기대되는 시장은 지역별로 미국, 유럽, 중국, 호주 등이며 그 중에서도 미국 시장은 2021년 대비 2030년 설치 규모가 약 10배 이상 증가할 것으로 전망된다. (ESS 설치 규모 기준 2021년 9GWh→2031년 95GWh)

가파른 성장이 전망되는 이유는 1) 신재생에너지의 기후 등 외부 요인에 따른 전력계통 불안정성을 해결할 대안으로 떠오르며, 2) LFP 배터리의 성능 개선과 함께 ESS 설치 효율이 증가하고 있기 때문이다. 3) 마지막으로 주요국 정부의 정책적 지원이 이어지며 산업용·가정용 ESS 탑재가 증가하고 있다. 신재생에너지(태양광, 풍력)는 기후 등에 따른 출력 변동성 때문에 안정된 전력 공급이 어렵다는 한계가 명확하다. '에너지 저장 시스템'이라는 이름 그대로 수백 kWh 이상의 에너지를 저장하는 ESS가 저장한 에너지를 바탕으로 전력 수급 불균형을 해결할 수 있는 대안으로 떠오르고 있다.

정책적 측면에서 보면, 미국 내 IRA 법안 시행에 따라 2023년 하반기부터 세액공제를 겨냥한 ESS 프로젝트 발주가 기존 대비 20% 이상 증가할 것으로 전망한다. 뿐만 아니라 2023년 4월부터 캘리포니아주에서 시행되고 있는 NEM(Net Energy Meeting) 3.0 개정안으로 9억달러 규모의 ESS 보조금이 조성되었다.

글로벌 ESS 시장 전망



자료: BNEF, 유안타증권 리서치센터

미국 IRA 법안에 따른 미국 내 산업용 ESS 수요 증대 효과



자료: BNEF, Fluence Energy, 유안타증권 리서치센터

서진시스템 (178320) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	6,061	7,876	10,938	12,967	16,117
매출원가	4,886	6,729	8,969	10,478	12,764
매출총이익	1,176	1,147	1,969	2,490	3,352
판매비	596	703	979	1,111	1,391
영업이익	580	444	990	1,378	1,961
EBITDA	1,065	1,087	1,535	1,863	2,392
영업외손익	-129	-292	-285	-286	-284
외환관련손익	78	-4	8	5	9
이자손익	-206	-284	-287	-285	-286
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-1	-4	-6	-6	-6
법인세비용차감전순손익	451	152	705	1,092	1,678
법인세비용	65	136	87	135	208
계속사업순손익	386	16	617	957	1,470
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	386	16	617	957	1,470
지배지분순이익	386	16	617	957	1,470
포괄순이익	839	208	809	1,149	1,662
지배지분포괄이익	839	208	809	1,149	1,662

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-53	242	762	906	815
당기순이익	386	16	617	957	1,470
감가상각비	482	639	541	481	427
외환손익	-37	-26	-8	-5	-9
중속, 관계기업관련손익	-8	-9	0	0	0
자산부채의 증감	-1,310	-621	-487	-625	-1,171
기타현금흐름	434	242	99	99	98
투자활동 현금흐름	-1,185	-2,151	-8	-8	-8
투자자산	-10	-601	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,203	-1,630	0	0	0
유형자산 감소	30	96	0	0	0
기타현금흐름	-2	-16	-8	-8	-8
재무활동 현금흐름	1,260	1,852	2,295	2,295	2,295
단기차입금	422	479	479	479	479
사채 및 장기차입금	838	-216	170	170	170
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	-56	0	0	0
기타현금흐름	0	1,646	1,646	1,646	1,646
연결범위변동 등 기타	2	4	-1,858	-1,861	-1,857
현금의 증감	23	-53	1,191	1,332	1,245
기초 현금	218	241	188	1,379	2,711
기말 현금	241	188	1,379	2,711	3,956
NOPLAT	580	444	990	1,378	1,961
FCF	-1,256	-1,388	762	906	815

자료: 유안타증권

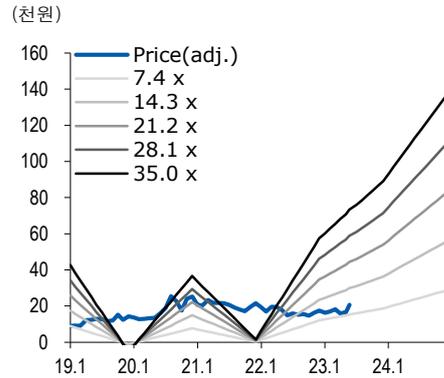
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	5,310	7,288	10,194	13,084	16,747
현금및현금성자산	241	188	1,379	2,711	3,956
매출채권 및 기타채권	1,115	1,574	2,086	2,451	3,016
재고자산	3,436	5,269	6,434	7,628	9,480
비유동자산	5,191	6,560	6,016	5,531	5,101
유형자산	4,660	5,756	5,215	4,734	4,307
관계기업 등 지분관련 자산	11	20	20	20	20
기타투자자산	3	4	4	4	4
자산총계	10,500	13,848	16,210	18,615	21,848
유동부채	4,384	6,631	8,013	9,100	10,500
매입채무 및 기타채무	1,961	2,974	3,877	4,484	5,406
단기차입금	1,886	2,264	2,742	3,221	3,700
유동성장기부채	372	275	275	275	275
비유동부채	2,514	1,821	1,991	2,161	2,332
장기차입금	429	479	649	819	990
사채	1,633	1,001	1,001	1,001	1,001
부채총계	6,898	8,452	10,004	11,261	12,832
지배지분	3,602	5,396	6,205	7,354	9,016
자본금	94	188	188	188	188
자본잉여금	1,802	1,712	1,712	1,712	1,712
이익잉여금	1,466	1,368	1,986	2,942	4,412
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,602	5,396	6,205	7,354	9,016
순차입금	4,438	4,834	4,292	3,609	3,013
총차입금	4,693	5,040	5,689	6,338	6,987

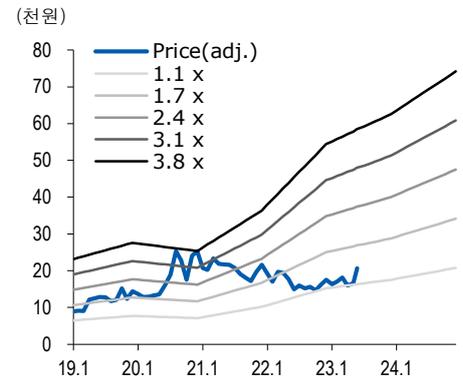
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,045	43	1,643	2,545	3,911
BPS	9,584	14,358	16,512	19,568	23,990
EBITDAPS	5,769	2,894	4,084	4,956	6,365
SPS	16,413	20,958	29,105	34,506	42,885
DPS	150	0	0	0	0
PER	20.0	396.0	12.6	8.1	5.3
PBR	2.2	1.2	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	11.4	10.1	7.9	6.1	4.5
PSR	1.3	0.8	0.7	0.6	0.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	88.3	29.9	38.9	18.6	24.3
영업이익 증가율 (%)	1,082.2	-23.5	123.0	39.3	42.3
지배순이익 증가율 (%)	흑전	-95.8	3,732.4	54.9	53.7
매출총이익률 (%)	19.4	14.6	18.0	19.2	20.8
영업이익률 (%)	9.6	5.6	9.1	10.6	12.2
지배순이익률 (%)	6.4	0.2	5.6	7.4	9.1
EBITDA 마진 (%)	17.6	13.8	14.0	14.4	14.8
ROIC	7.7	0.5	8.8	11.9	15.7
ROA	4.4	0.1	4.1	5.5	7.3
ROE	12.8	0.4	10.6	14.1	18.0
부채비율 (%)	191.5	156.7	161.2	153.1	142.3
순차입금/자기자본 (%)	123.2	89.6	69.2	49.1	33.4
영업이익/금융비용 (배)	2.8	1.5	3.0	3.7	4.8

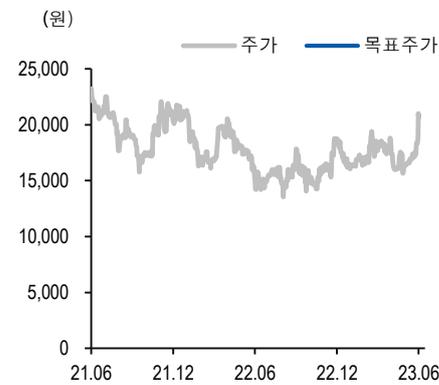
P/E band chart



P/B band chart



서진시스템 (178320) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-06-22	Not Rated	-	1년		

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)	0.0
Buy(매수)	90.8
Hold(중립)	9.2
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-06-19

※ 해외 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: 이수림)
- 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: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%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 투자사결정은 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.