

# 서진시스템 (178320/KQ)

## ESS 가 실적 성장 주도하기 시작

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 25,500 원(유지)

현재주가: 18,210 원

상승여력: 40.0%

Analyst  
나승두nsdoo@sk.com  
3773-8891

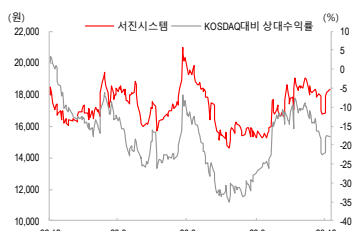
#### Company Data

발행주식수	3,758 만주
시가총액	6,881 억원
주요주주	
전통규(외9)	31.32%
자사주	1.25%

#### Stock Data

주가(24/01/03)	18,210 원
KOSDAQ	87157 pt
52주 최고가	21,000 원
52주 최저가	14,620 원
60일 평균 거래대금	84 억원

#### 주가 및 상대수익률



### 글로벌 ESS 업황 긍정적

ESS 부문의 업황 회복은 4Q23 실적부터 확인이 가능할 것으로 예상된다. 나아가 2024년에는 영위하는 사업들 중 가장 큰 매출 비중을 차지할 것으로 기대된다. 전기차 업황 둔화와 이차전지 가격 하락은 ESS 업체에게 새로운 기회로 작용할 것이다. 실제로 서진시스템의 주요 고객사인 글로벌 ESS 업체들은 ESS 완제품 제작의 핵심 원재료인 이차전지 셀 수급에 어려움을 겪었던 것이 사실이다. 하지만 2023년 하반기를 기점으로 셀 수급이 회복되기 시작했고, 동사가 ESS를 위탁 생산하는데 어려움이 사라졌다. 같은 기간 제품 납품 과정에 필요한 물류도 점진적으로 개선됨에 따라 4분기는 ESS 사업 부문이 주도하는 매출액의 성장, 그리고 이익률의 개선이 함께 나타날 가능성이 크다. 주요 고객사인 글로벌 ESS 업체들의 2024년 사업 목표가 상향 조정되고 있다는 점도 긍정적이다.

### 글로벌 밸류체인 확보 경쟁, 서진시스템이 가장 큰 수혜

코로나19 팬데믹과 지정학적 갈등 심화 현상을 겪으면서 글로벌 업체들은 보다 안전하고 저렴한 밸류체인 확보가 시급해졌다. 이에 서진시스템이 값싼 노동력과 생산 설비 규모의 경제 실현을 바탕으로 양질의 제품을 전세계에서 가장 저렴한 가격에 생산할 수 있다는 점은, 막강한 경쟁력이자 진입장벽으로 작용하고 있는 것이 사실이다. 비단 ESS뿐만 아니라 다양한 산업과 분야에서 글로벌 기업을 고객사로 확보해 나감에 따라 실적 성장 속도는 어느 한 순간 크게 도드라져 보일 수 있음을 유념해야 한다.

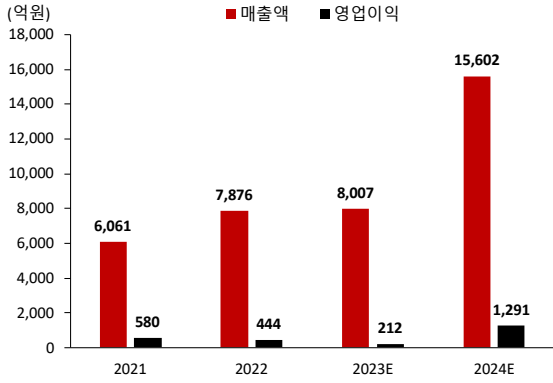
### 각 사업부문별 업황 회복 국면 진입 주목

한 때 애플단지 취급을 받았던 PCB 생산라인은 서진시스템과 만나 데이터센터로 꽃을 피우기 직전이다. 반도체 장비 부문은 전방 산업의 업황 회복과 더불어 본격적인 투자 사이클에 진입하면서 수주 물량 증가가 기대되고, 전기차 부문도 고객사와의 테스트가 마무리됨에 따라 조금씩 양산을 시작할 것으로 기대된다. 실적 반등에 대한 믿음을 가져도 좋을 시기다.

#### 영업실적 및 투자지표

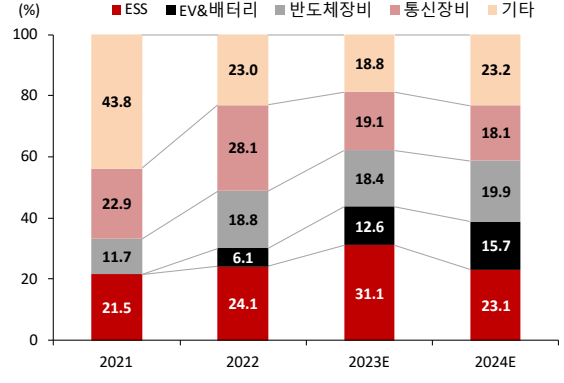
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	억원	3,219	6,061	7,876	8,007	15,602	19,612
영업이익	억원	49	580	444	212	1,291	1,957
순이익(지배주주)	억원	-55	386	16	74	896	1,399
EPS	원	-152	1,027	43	197	2,384	3,723
PER	배	-166.5	21.1	408.2	92.1	7.7	4.9
PBR	배	3.8	2.3	1.2	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	배	32.3	11.8	10.6	14.7	5.9	3.6
ROE	%	-2.2	12.8	0.4	1.4	15.1	19.8

서진시스템 실적 추이 및 전망



자료: 서진시스템, SK 증권 추정

주요 사업 부문별 매출 비중 추이 및 전망



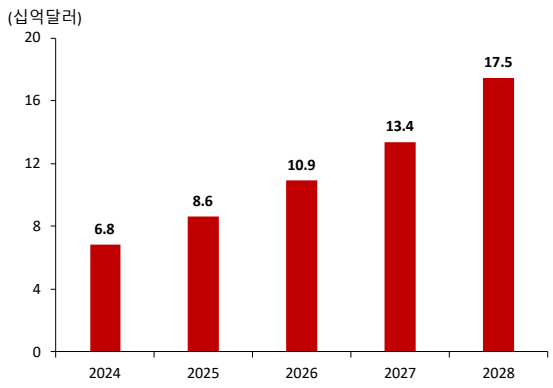
자료: 서진시스템, SK 증권 추정

사업 부문별 매출 추이 및 전망

구분 (억원)	2021	2022	2023E	2023E				2024E
				1Q	2Q	3Q	4QE	
매출액	6,062	7,875	8,007	1,980	1,770	1,604	2,653	15,602
ESS	1,305	1,898	2,492	619	424	405	1,044	3,604
EV&배터리	0	477	1,009	226	272	214	296	2,451
반도체장비	709	1,478	1,470	374	404	289	404	3,109
통신장비	1,390	2,213	1,529	420	342	358	410	2,817
기타	2,658	1,809	1,507	341	328	339	499	3,621
영업이익	580	444	212	87	-174	31	268	1,291
(OPM, %)	9.6	5.6	2.7	4.4	-9.8	2.0	10.1	8.3

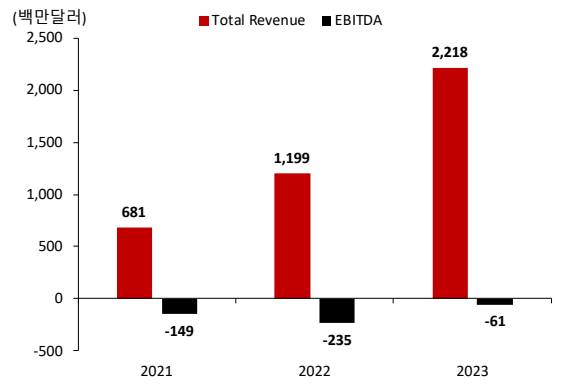
자료: 서진시스템, SK 증권 추정

글로벌 BESS 시장 전망



자료: Research and Markets, SK 증권

Fluence Energy 실적 추이



자료: Fluence Energy, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	5,310	7,288	9,383	18,484	24,423
현금및현금성자산	241	188	672	6,881	11,217
매출채권 및 기타채권	1,115	1,574	1,581	3,118	3,919
재고자산	3,436	5,269	6,711	7,657	8,247
<b>비유동자산</b>	5,191	6,560	6,138	5,794	5,483
장기금융자산	3	8	8	15	18
유형자산	4,660	5,756	5,334	4,967	4,646
무형자산	47	55	51	47	44
<b>자산총계</b>	10,500	13,848	15,521	24,278	29,906
<b>유동부채</b>	4,384	6,631	8,002	15,722	19,746
단기금융부채	2,258	3,417	4,660	9,194	11,557
매입채무 및 기타채무	1,922	2,814	2,826	5,575	7,007
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	2,514	1,821	2,050	2,190	2,396
장기금융부채	2,435	1,747	1,976	2,044	2,212
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1	2	2	4	5
<b>부채총계</b>	6,898	8,452	10,052	17,912	22,142
<b>지배주주지분</b>	3,602	5,396	5,470	6,366	7,765
자본금	94	188	188	188	188
자본잉여금	1,802	1,712	1,712	1,712	1,712
기타자본구성요소	30	1,733	1,733	1,733	1,733
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,466	1,368	1,442	2,338	3,737
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	3,602	5,396	5,470	6,366	7,765
<b>부채외자본총계</b>	10,500	13,848	15,521	24,278	29,906

현금흐름표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	58	432	-795	1,930	2,056
당기순이익(손실)	386	16	74	896	1,399
비현금성항목등	894	1,151	728	929	1,044
유형자산감가상각비	482	639	577	523	474
무형자산감각비	3	5	4	4	3
기타	409	507	147	402	567
운전자본감소(증가)	-1,310	-621	-1,323	541	185
매출채권및기타채권의감소(증가)	-299	-12	-6	-1,538	-801
재고자산의감소(증가)	-1,951	-1,866	-1,443	-946	-590
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,050	932	12	2,749	1,433
기타	-110	325	114	276	144
법인세납부	0	-114	-7	-93	-162
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,181	-2,145	-32	-166	-170
금융자산의감소(증가)	0	0	-0	-17	-9
유형자산의감소(증가)	-1,173	-1,534	-155	-156	-152
무형자산의감소(증가)	-2	-8	0	0	0
기타	-6	-603	123	7	-9
<b>재무활동현금흐름</b>	1,627	69	1,416	4,546	2,475
단기금융부채의증가(감소)	107	93	1,244	4,534	2,363
장기금융부채의증가(감소)	1,635	229	229	68	168
자본의증가(감소)	364	4	0	0	0
배당금지급	0	-56	-56	-56	-56
기타	-480	-200	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	23	-53	484	6,209	4,336
기초현금	218	241	188	672	6,881
기말현금	241	188	672	6,881	11,217
FCF	-1,115	-1,102	-950	1,774	1,904

자료 : 서진시스템, SK증권 추정

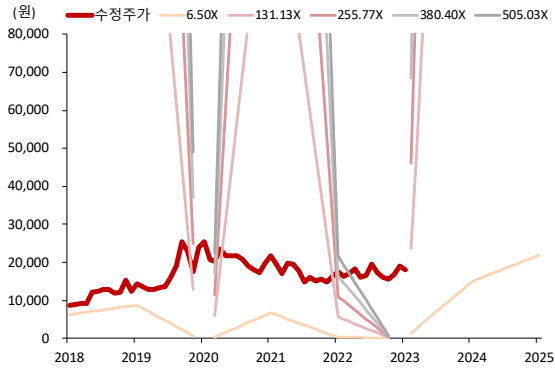
포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	6,061	7,876	8,007	15,602	19,612
<b>매출원가</b>	4,886	6,729	6,952	13,355	16,493
<b>매출총이익</b>	1,176	1,147	1,055	2,247	3,118
매출총이익률(%)	19.4	14.6	13.3	14.4	15.9
<b>판매비와 관리비</b>	596	703	844	956	1,162
<b>영업이익</b>	580	444	212	1,291	1,957
영업이익률(%)	9.6	5.6	2.7	8.3	10.0
<b>비영업손익</b>	-129	-292	-131	-302	-395
순금융손익	-206	-284	-267	-342	-409
외환관련손익	78	-4	127	33	5
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	451	152	81	989	1,561
세전계속사업이익률(%)	7.4	1.9	1.0	6.3	8.0
<b>계속사업법인세</b>	65	136	7	93	162
<b>계속사업이익</b>	386	16	74	896	1,399
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	386	16	74	896	1,399
순이익률(%)	6.4	0.2	0.9	5.7	7.1
<b>지배주주</b>	386	16	74	896	1,399
지배주주귀속 순이익률(%)	6.4	0.2	0.9	5.7	7.1
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	839	208	74	896	1,399
<b>지배주주</b>	839	208	74	896	1,399
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	1,065	1,087	793	1,817	2,434

주요투자지표

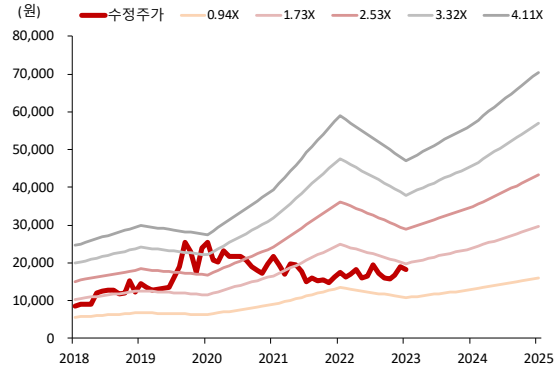
12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	88.3	29.9	0.4	97.3	25.7
영업이익	1,082.2	-23.5	-52.3	509.2	51.6
세전계속사업이익	흑전	-66.3	-46.6	1,119.6	57.9
EBITDA	176.4	2.1	-27.1	1,292	33.9
EPS	흑전	-95.8	359.4	1,110.2	56.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	4.4	0.1	0.5	4.5	5.2
ROE	12.8	0.4	1.4	15.1	19.8
EBITDA마진	17.6	13.8	10.0	11.6	12.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	121.1	109.9	117.3	117.6	123.7
부채비율	191.5	156.7	183.8	281.4	285.2
순차입금/자기자본	123.2	91.9	96.6	67.9	32.3
EBITDA/이자비용(배)	5.1	3.7	2.8	4.2	4.1
배당성향	14.6	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,027	43	197	2,384	3,723
BPS	9,584	14,358	14,555	16,938	20,661
CFPS	2,318	1,755	1,743	3,784	4,992
주당 현금배당금	150	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	21.1	408.2	92.1	7.7	4.9
PBR	2.3	1.2	1.2	1.1	0.9
PCR	9.3	10.0	10.4	4.8	3.7
EV/EBITDA	11.8	10.6	14.7	5.9	3.6
배당수익률	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0

서진시스템 PER Band 차트



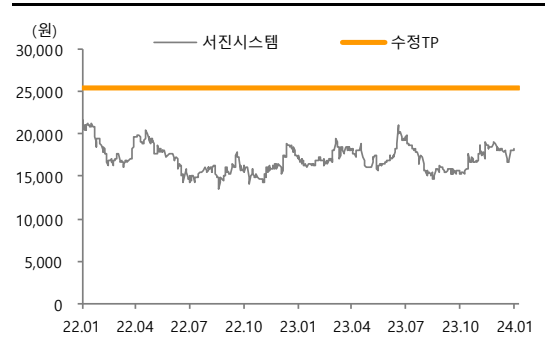
자료: Quantwise, SK 증권

서진시스템 PBR Band 차트



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.04.15	매수	25,500원	6개월		
2021.02.18	매수	25,532원	6개월	-21.21%	-6.08%



Compliance Notice

작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 04일 기준)

매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------