

서진시스템 178320

ESS 올라오면 이렇게 잘 나온다

유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA 윤동준

02. 6454-4886
dongjun.yoon@meritz.co.kr

ESS 매출 비중 늘어났을 때 이익률을 보여준 한 분기

4Q23 연결 영업이익은 422억원(+59.5% YoY)을 기록하며 컨센서스(317억원)를 상회. 영업이익률 16.4%를 기록하며(+4.6%p) 마진 개선을 통해 역대 최고 실적 기록. 매출(2,580억원)은 컨센서스(2,907억원)를 하회했으나 ESS 매출 비중 증가로 인한 믹스 개선이 마진 상승을 이끌었음. ESS 매출은 1,297억원(+81.1%)을 기록하며 전사 매출의 약 절반(50.3%)를 차지. ESS 부문의 높은 이익률을 짐작할 수 있는 부분.

ESS 매출 상승의 배경에는 4분기 계절적 성수기 효과도 있겠으나, ESS용 배터리 가격 하락에 맞물려 지연이 됐던 Powin향 물량이 드디어 매출화되었던 것이 컸음. 상반기 Powin향 출하가 지속되면서 1Q24에도 ESS 매출이 1,000억원 이상을 유지할 것으로 예상하며, 2Q24에는 QoQ 매출 증가를 예상. 하반기에도 Fluence 향 매출 증가로 상반기와 비슷한 규모의 ESS 매출이 예상됨. 고객사별 마진 차이는 크지 않은 것으로 추정.

두 번째, 세 번째가 있다면 우연이 아니다

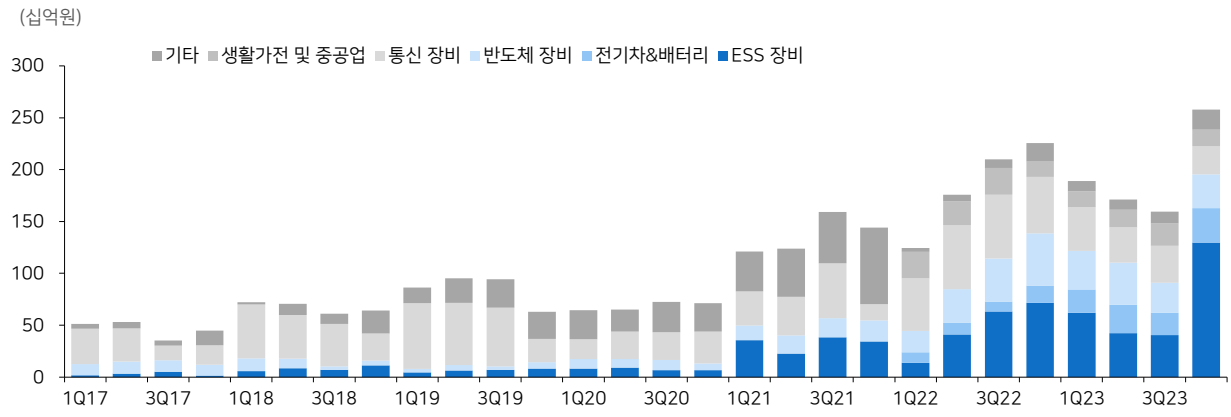
2024년 매출은 1.15조원(+48.3%), 영업이익은 1,486억원(+305.2% YoY)을 예상. 통신장비 부문 부진 등으로 탑라인 성장은 시장 예상을 다소 하회할 수 있으나 4Q23 실적을 통해 보여준 ESS 부문의 높은 수익성이 이를 압도.

주가 상승 트리거는 1)상반기 실적. 계절적 성수기가 아닌 1Q24, 2Q24에도 높은 마진을 재확인시켜준다면 과거 실적 쇼크의 기억을 지울 수 있을 전망. 2)주요 고객사 Fluence의 수익성 회복. Fluence는 4Q23 37억 달러(+68% YoY)의 수주잔고를 기록하는 등 강한 수요를 증명 중. 2Q24(6월 말 마감) 실적을 통해 흑자 기조로 다시 전환하는 모습을 보여준다면 ESS 시장의 가파른 성장이 재조명될 전망. 늘어난 수주잔고와는 달리 Fluence의 재고자산은 오히려 전년 대비 감소한 상황으로, 향후 가파른 주문 확대가 필요한 것으로 보임.

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023P	2024E
매출	124.5	175.8	209.9	225.8	189.0	171.1	159.6	258.0	243.5	269.2	288.2	352.3	548.3	736.0	777.7	1,153.2
매출 성장률(% YoY)	2.8	42.0	31.9	56.7	51.8	-2.7	-24.0	14.3	28.8	57.3	80.6	36.6	100.7	34.2	5.7	48.3
ESS 장비	13.8	41.2	63.2	71.6	61.9	42.4	40.5	129.7	109.6	125.0	115.5	168.6	130.5	189.8	274.5	518.7
전기차&배터리	10.1	11.2	9.7	16.7	22.5	27.4	21.4	33.1	39.8	48.3	52.0	56.2	0.0	47.7	104.4	196.2
반도체 장비	20.4	32.5	41.3	50.2	37.4	40.4	28.9	32.7	34.7	37.6	50.5	55.6	70.9	144.4	139.3	178.4
통신 장비	50.8	61.6	61.6	54.6	42.0	34.2	35.8	27.1	33.6	31.1	36.5	35.8	139.0	228.6	139.0	136.9
생활가전&중공업	25.6	22.9	25.9	14.9	15.5	16.9	21.5	16.0	15.9	17.2	22.0	16.3	0.0	89.4	70.0	71.4
기타	3.7	6.4	8.2	17.8	9.8	9.8	11.5	19.4	10.0	10.0	11.7	19.8	207.9	36.1	50.5	51.5
영업이익	2.8	-2.3	17.4	26.5	8.7	-17.4	3.1	42.2	29.2	37.7	28.8	52.8	58.0	44.4	36.7	148.6
영업이익률(%)	2.3	-1.3	8.3	11.7	4.6	-10.2	2.0	16.4	12.0	14.0	10.0	15.0	10.6	6.0	4.7	12.9

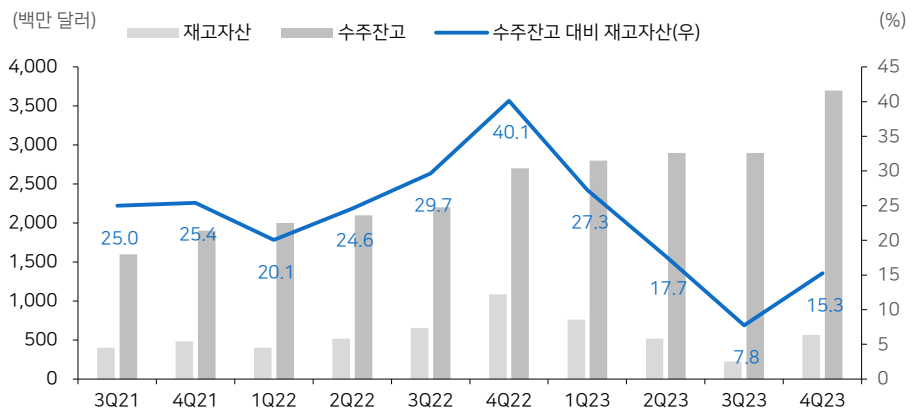
주: 2022년부터 생활가전&중공업 부문 별도 분류. 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 부문별 매출 추이: 이번 분기부터 ESS 업체로 평가 필요



주: 2022년부터 생활가전&중공업 부문 별도 분류. 자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림2 Fluence 재고자산 추이: 올라온 수주잔고, 매출 대비 재고는 오히려 전년 대비 감소



자료: Fluence, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료 공표일 현재 서진시스템의 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.