

서진시스템 (178320/KQ)

본질을 알면 마음이 편하다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 41,000 원(상향)

현재주가: 32,700 원

상승여력: 25.4%



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com.kr
3773-8891

Company Data

발행주식수	5,570 만주
시가총액	18,131 억원
주요주주	
전동규(와10)	26.37%
썬플라워2022 홀딩스	7.65%

Stock Data

주가(24/07/09)	32,700 원
KOSDAQ	860.42pt
52주 최고가	34,050 원
52주 최저가	14,620 원
60일 평균 거래대금	319 억원

주가 및 상대수익률



1분기부터 나타난 실적 성장, 올해 지속될 것

ESS 시장 성장의 직접적인 수혜가 이어지고 있다. 글로벌 ESS 업체 중 점유율 상위 업체 대부분이 서진시스템과 함께 양산을 진행 중이거나, 양산을 위한 테스트를 진행 중이다. 국내 이차전지 셀 업체들도 북미/유럽 시장 공략을 위한 중대형 ESS 개발/양산 준비를 함께 하는 중이다. 이런 시장 분위기는 이미 1 분기 실적부터 나타났다. 2 분기에도 비슷한 흐름은 이어질 것으로 추정된다. 지금과 같은 추세가 이어진다면 연간 매출액 1조원 달성과 더불어 사상 최고 실적을 기록할 것으로 예상된다.

본질을 알면 마음이 편하다

서진시스템은 과거 통신장비, 현재는 ESS 등 특정 산업에 편중된 평가를 받아왔다. 하지만 동사가 보유한 경쟁력은 절대 특정 산업에만 편중되는 것이 아니다. 통신장비를 만들던 기업이 ESS를 생산하고, 반도체 장비를 생산하고, 전기차 배터리 관련 핵심 부품을 생산하고, 로봇을 생산할 수 있었던 이유는 기술/가격/품질 등을 아우르는 제품 생산 경쟁력을 확보하고 있기 때문이다. 그리고 이런 경쟁력은 탈세계화 추세 속 공급망(Supply Chain) 재편에 속도를 내고 있는 국제정세 흐름과 더불어 두각을 나타내고 있는 것이라 해석하는 것이 맞다. 다시 말하면 기업의 실적 성장을 주도할 수 있는 새로운 전방 산업이 얼마든지 등장할 수 있다는 것이다. 최근 주가 단기 조정 시 저가 매수세가 꾸준히 유입되고 있는 이유도 기업의 방향성에 초점을 맞춘 투자자들이 등장하고 있기 때문으로 보인다.

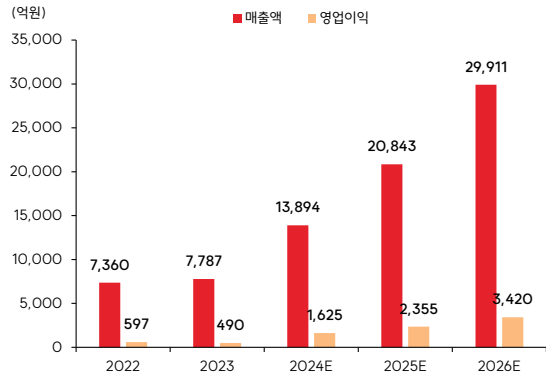
투자의견 매수, 목표주가 41,000 원 상향

서진시스템의 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 41,000 원으로 +24% 상향 조정(기존 33,000 원)한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS 3,441 원에 Target PER 12 배를 적용하여 산출했다. Target PER 은 국내 전기장비 업종 평균 PER 인 24 배를 50% 할인한 수준이다. 올해 분기별로 나타날 실적의 성장성, Multiple 의 추가 확대 적용 가능성을 감안한다면 추가 상승 여력도 충분하다. ESS 의 대형화, 저가형 전기차 보급 확대 추진, 반도체 장비 공급망 재편 및 투자 재개 등은 지속적인 주가 상승 모멘텀으로 작용할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

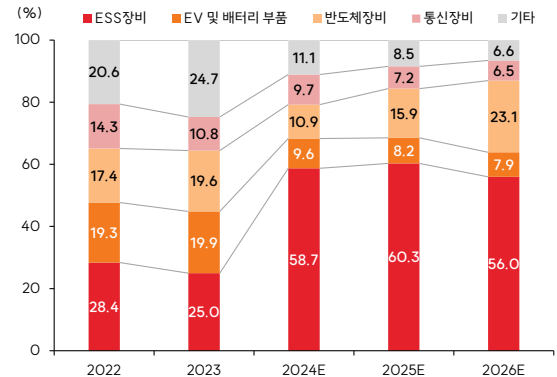
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	억원	6,061	7,360	7,787	13,894	20,843	29,911
영업이익	억원	580	597	490	1,625	2,355	3,420
순이익(지배주주)	억원	386	16	-226	1,272	1,917	2,861
EPS	원	1,027	450	-55	2,283	3,441	5,137
PER	배	21.1	38.9	-327.5	14.3	9.5	6.3
PBR	배	2.3	1.2	1.3	2.4	1.9	1.5
EV/EBITDA	배	11.8	9.3	10.6	9.5	7.1	4.9
ROE	%	12.8	0.4	-4.3	20.6	23.0	26.7

서진시스템 실적 추이 및 전망



자료: 서진시스템, SK 증권 추정

주요 사업 부문별 매출 비중 추이 및 전망



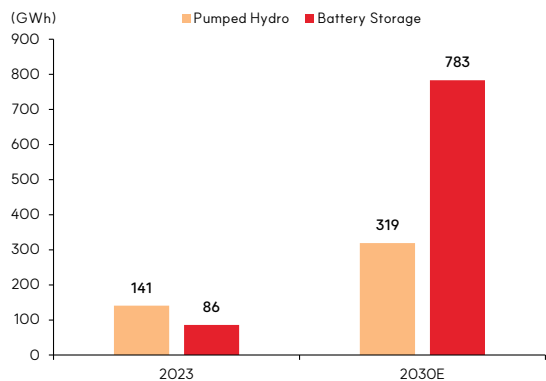
자료: 서진시스템, SK 증권 추정

서진시스템 사업 부문별 실적 전망

(억원)	2023	2024E	1Q	2QE	3QE	4QE	2025E	2026E
매출액	7,787	13,894	3,257	3,045	3,509	4,083	20,843	29,911
ESS 장비	2,744	8,161	2,002	1,830	2,033	2,296	12,566	16,740
EV 및 배터리 부품	1,048	1,331	307	254	330	440	1,714	2,361
반도체 장비	1,394	1,513	334	306	389	484	3,305	6,904
통신장비	1,385	1,350	291	278	356	425	1,495	1,940
기타	1,215	1,539	323	377	401	438	1,763	1,966
영업이익	490	1,625	433	321	405	466	2,355	3,420
(OPM, %)	(6.3)	(11.8)	(13.3)	(10.5)	(11.5)	(11.7)	(11.3)	(11.4)

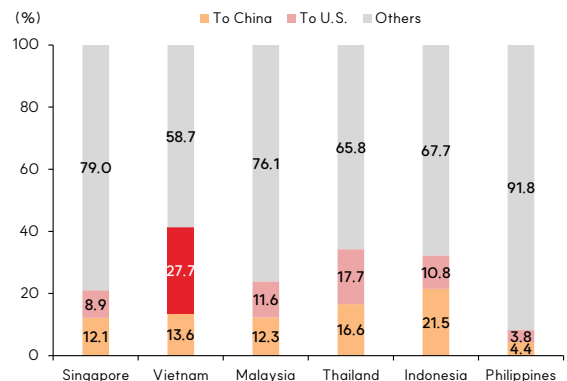
자료: 서진시스템, SK 증권 추정

글로벌 에너지 저장 시스템 용량 전망



자료: IRENA, BloombergNEF, SK 증권

동남아시아 주요국 대미 수출 비중 - 2024년 1분기 기준



자료: ASEAN Stats Data, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	7,288	7,801	9,523	13,404	19,988
현금및현금성자산	188	161	196	1,852	5,498
매출채권 및 기타채권	1,572	1,195	1,517	1,988	2,664
재고자산	5,269	6,194	7,309	8,917	10,968
비유동자산	6,560	7,400	7,910	8,629	8,792
장기금융자산	8	3	3	4	6
유형자산	5,756	6,462	6,962	7,663	7,800
무형자산	55	66	70	78	91
자산총계	13,848	15,201	17,433	22,033	28,781
유동부채	6,631	9,200	8,112	10,610	14,199
단기금융부채	3,417	5,957	3,813	4,994	6,693
매입채무 및 기타채무	2,814	2,451	3,308	4,334	5,807
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,821	1,020	1,940	2,113	2,390
장기금융부채	1,747	949	1,850	1,995	2,233
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2	6	7	9	13
부채총계	8,452	10,220	10,052	12,723	16,590
지배주주지분	5,396	4,982	7,374	9,290	12,152
자본금	188	188	277	277	277
자본잉여금	1,712	1,712	2,743	2,743	2,743
기타자본구성요소	1,733	1,675	1,675	1,675	1,675
자기주식	0	-77	-77	-77	-77
이익잉여금	1,368	1,064	2,336	4,253	7,114
비지배주주지분	0	-1	7	20	39
자본총계	5,396	4,981	7,381	9,310	12,191
부채와자본총계	13,848	15,201	17,433	22,033	28,781

현금흐름표

12월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	432	725	1,680	2,030	2,902
당기순이익(손실)	16	-227	1,280	1,929	2,880
비현금성항목등	1,151	1,381	1,223	1,399	1,528
유형자산감가상각비	639	775	840	929	938
무형자산상각비	5	8	8	9	11
기타	507	598	375	461	579
운전자본감소(증가)	-621	-346	-413	-810	-904
매출채권및기타채권의감소(증가)	-12	431	-323	-470	-676
재고자산의감소(증가)	-1,866	-846	-1,115	-1,608	-2,051
매입채무및기타채무의증가(감소)	932	-354	858	1,026	1,474
기타	325	423	167	242	349
법인세납부	-114	-82	-166	-266	-385
투자활동현금흐름	-2,137	-1,620	-1,304	-1,615	-1,063
금융자산의감소(증가)	-601	-18	6	-3	-19
유형자산의감소(증가)	-1,534	-1,573	-1,340	-1,630	-1,075
무형자산의감소(증가)	-8	-16	-12	-18	-23
기타	6	-13	42	36	54
재무활동현금흐름	15	1,290	-183	1,269	1,866
단기금융부채의증가(감소)	191	299	-2,145	1,182	1,698
장기금융부채의증가(감소)	131	1,367	901	145	238
자본의증가(감소)	4	0	1,120	0	0
배당금지급	-56	0	0	0	0
기타	-255	-376	-59	-58	-70
현금의 증가(감소)	-53	-28	35	1,656	3,646
기초현금	241	188	161	196	1,852
기말현금	188	161	196	1,852	5,498
FCF	-1,102	-847	340	400	1,827

자료 : 서진시스템, SK증권 추정

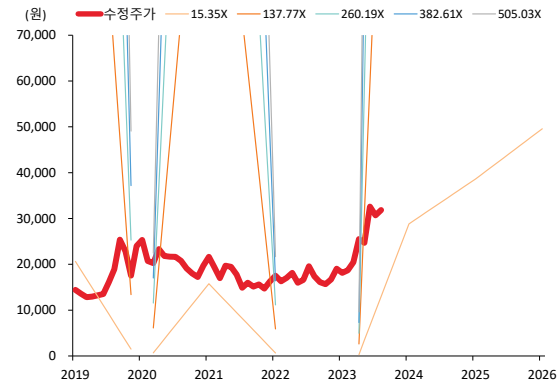
포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	7,360	7,787	13,894	20,843	29,911
매출원가	6,072	6,407	10,708	16,162	23,166
매출총이익	1,288	1,379	3,186	4,681	6,745
매출총이익률(%)	17.5	17.7	22.9	22.5	22.6
판매비와 관리비	691	889	1,561	2,326	3,325
영업이익	597	490	1,625	2,355	3,420
영업이익률(%)	8.1	6.3	11.7	11.3	11.4
비영업손익	-292	-487	-178	-160	-154
순금융손익	-284	-439	-303	-281	-287
외환관련손익	-4	-51	47	44	66
관계기업등 투자손익	9	2	2	2	2
세전계속사업이익	305	3	1,447	2,195	3,266
세전계속사업이익률(%)	4.1	0.0	10.4	10.5	10.9
계속사업법인세	136	25	166	266	385
계속사업이익	169	-22	1,280	1,929	2,880
중단사업이익	-153	-205	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	16	-227	1,280	1,929	2,880
순이익률(%)	0.2	-2.9	9.2	9.3	9.6
지배주주	16	-226	1,272	1,917	2,861
지배주주귀속 순이익률(%)	0.2	-2.9	9.2	9.2	9.6
비지배주주	0	-1	8	13	19
총포괄이익	208	-284	1,280	1,929	2,880
지배주주	208	-283	1,274	1,919	2,865
비지배주주	0	-1	7	10	15
EBITDA	1,240	1,273	2,474	3,293	4,369

주요투자지표

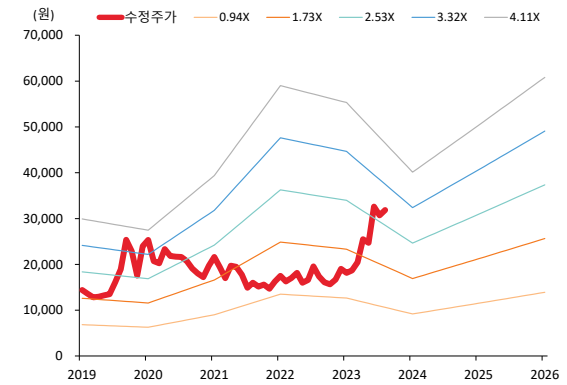
12월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	21.4	5.8	78.4	50.0	43.5
영업이익	2.9	-17.9	231.6	44.9	45.2
세전계속사업이익	-32.4	-99.1	54,469.5	51.7	48.8
EBITDA	16.4	2.6	94.3	33.1	32.6
EPS	-56.2	적전	흑전	50.7	49.3
수익성 (%)					
ROA	0.1	-1.6	7.8	9.8	11.3
ROE	0.4	-4.3	20.6	23.0	26.7
EBITDA마진	16.9	16.4	17.8	15.8	14.6
안정성 (%)					
유동비율	109.9	84.8	117.4	126.3	140.8
부채비율	156.7	205.2	136.2	136.7	136.1
순차입금/자기자본	91.9	134.8	73.5	54.6	27.5
EBITDA/이자비용(배)	4.3	2.9	8.0	10.8	11.9
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	450	-55	2,283	3,441	5,137
BPS	14,358	13,461	13,376	16,817	21,953
CFPS	1,755	1,484	3,807	5,125	6,840
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	38.9	-327.5	14.3	9.5	6.3
PBR	1.2	1.3	2.4	1.9	1.5
PCR	10.0	12.2	8.6	6.4	4.8
EV/EBITDA	9.3	10.6	9.5	7.1	4.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

서진시스템 PER 밴드 차트



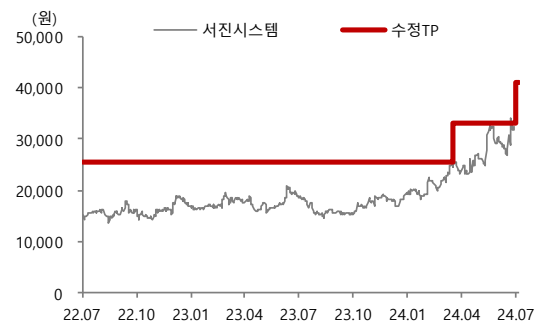
자료: Quantwise, SK 증권

서진시스템 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.07.10	매수	41,000원	6개월		
2024.03.27	매수	33,000원	6개월	-16.90%	3.18%
2022.04.15	매수	25,500원	6개월	-32.03%	-1.96%



Compliance Notice

당사의 애널리스트는 자료 작성일 기준으로 1 개월 이내에 서진시스템의 기업설명회 등에 해당 법인의 비용으로 참석한 사실이 있습니다.

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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024 년 07 월 10 일 기준)

매수	96.34%	중립	3.66%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------