

서진시스템 178320

Jan 09, 2024

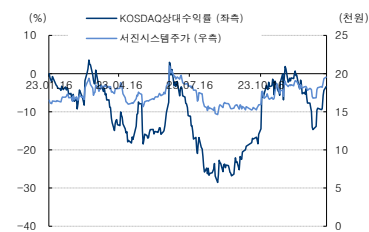
ESS 숫자 놀랍다! 회사 본질적인 경쟁력에 주목

Not Rated

Company Data

현재가(01/08)	19,550 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	21,000 원
52 주 최저가(보통주)	14,620 원
KOSPI (01/08)	2,567.82p
KOSDAQ (01/08)	879.34p
자본금	94 억원
시가총액	7,347 억원
발행주식수(보통주)	3,758 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	35.1 만주
평균거래대금(60 일)	63 억원
외국인지분(보통주)	5.51%
주요주주	
전동규 외 9 인	31.32%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.0	4.0	16.4
상대주가	2.0	2.6	-8.8



주주/신재생 박건영

3771-9465, kun.park@iprovest.com

수직계열화, CAPA, 고객 모두 확보

1996년에 설립, 2007년 법인전환, 2017년 코스닥시장에 상장. 상장 당시 알루미늄을 주요 원재료로 사용하는 통신장비, 스마트폰, 반도체 장비의 응용제품을 생산. 상장 이후 추가 자금 조달을 통해 생산시설 확장, 주요 생산 거점인 베트남 법인 25만평 이상 부지의 대규모 생산 시설과 제조 설비 보유. 설비 내재화, 전공정 수직계열화, 높은 생산성 구축함에 따라 서진시스템 응용제품 다양한 산업으로 확대. ESS, 전기차&배터리에서 매출 성장 중.

사업 현황 - ESS 사업 성장세에 주목

3Q23 분기보고서 기준 서진시스템의 매출은 총 5개 부문에서 발생, 3Q23 누적 기준 매출 비중은 ESS 27%, 통신 장비 21%, 반도체 장비 20%, 전기차&배터리 13%, 기타 19%. 글로벌 ESS 시장 빠르게 성장함과 동시에 'Fluence Energy', 'Powin' 등 주요 고객사를 확보하면서 서진시스템 ESS 매출 급격하게 성장 중. 서진시스템은 ESS 내 주요 구성품 제조 및 조립. '23년 공시된 ESS 관련 주요 수주 현황 고려하면 '24년 ESS 매출 5,000억원('23년 ESS 매출 2,200억원 수준 전망) 수준 발생할 것으로 판단. 전기차&배터리 부문 매출 또한 빠르게 성장 중.

투자포인트 및 우려 사항 점검

ESS 전방 사업자 Fluence Energy의 '신규 수주, Pipeline(24개월 이내 계약 체결 가능 프로젝트) 증가와 서진시스템 선수금 증가, 재생에너지 발전 증가에 따른 ESS 설치 수요 증가 등을 고려하면 현재 호황이라고 판단, 서진시스템 ESS 매출 성장 주목. 현재 경쟁력 보유하기 위해 전환사채 등을 통한 자금조달과 CAPA 증설 완료. 전환 시 희석에 대한 우려 존재하지만, 역으로 해당 자금조달을 통해 현재 경쟁력(가격, 기술, 생산 CAPA, 글로벌 고객 등)을 보유하게 되었다는 점을 간과하여서는 안됨. 실적 성장으로 현재 희석 관련 우려 해소할 수 있을 것으로 판

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2018.12	2019.12	2020.12	2021.12	2022.12
매출액 (십억원)	325	392	322	606	788
YoY(%)	36.4	20.9	-18.0	88.3	29.9
영업이익 (십억원)	37	54	5	58	44
OP 마진(%)	11.4	13.8	1.6	9.6	5.6
순이익 (십억원)	32	49	-6	39	2
EPS(원)	1,941	2,688	-304	2,091	43
YoY(%)	108.4	38.5	적전	흑전	-97.9
PER(배)	8.9	10.7	-166.3	20.7	408.2
PCR(배)	9.5	11.2	39.6	12.5	5.6
PBR(배)	1.4	2.0	3.8	2.3	1.2
EV/EBITDA(배)	4.5	8.1	32.3	11.8	10.5
ROE(%)	17.9	20.3	-2.2	12.8	0.4

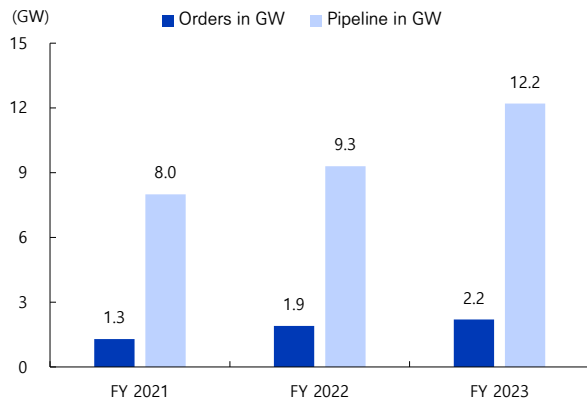
[도표 92] 서진시스템 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	2021	2022	3Q23(누적)
매출액	140.1	192.1	220.3	235.1	197.8	177.2	160.4	606.1	787.6	535.4
YoY	4.1%	39.4%	26.9%	46.7%	41.2%	-7.8%	-27.2%	88.3%	29.9%	-3.1%
통신장비 부품	25.2	55.8	97.3	43.0	42.0	34.2	35.8	139	221.3	111.9
핸드폰 부품	15.6	16.3	10.4	9.6	8.8	-	-	58.7	51.9	-
반도체장비 부품	20.4	32.5	41.3	53.6	37.4	40.4	28.9	70.9	147.8	106.6
ESS 부품	13.8	59.9	44.5	71.6	61.9	42.4	40.5	130.5	189.8	144.8
전기자동차&배터리부품	-	-	-	47.7	22.5	27.4	21.4	-	47.7	71.3
기타	65.1	27.6	26.9	9.5	25.3	32.8	33.8	207.1	129.0	100.8
영업이익	2.8	-2.3	17.4	26.5	8.7	-17.4	3.1	58	44.4	-5.5
YoY	-69.4%	적전	-30.5%	41.5%	208.4%	적확	-81.9%	1082.2%	-23.5%	-1.3
영업이익률(%)	2.0%	-1.2%	7.9%	11.3%	4.4%	-9.8%	2.0%	9.6%	5.6%	-1.0%
법인세차감전순이익	11.7	-22.7	8.9	17.4	16.5	-34.6	-17.2	45.1	15.2	-35.3
법인세비용	3.1	5.2	-0.6	5.9	3.1	-0.7	0.7	6.5	13.6	3.2
당기순이익	8.6	-27.9	9.5	11.5	13.4	-33.9	-17.9	38.6	1.6	-38.4
당기순이익률(%)	6.1%	-14.5%	4.3%	4.9%	6.8%	-19.1%	-11.2%	6.4%	0.2%	-7.2%

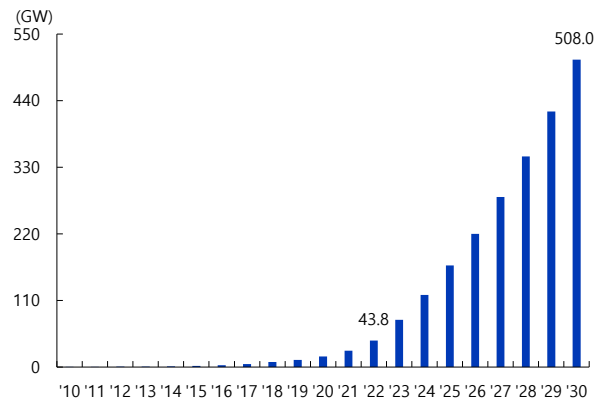
자료: 서진시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 93] Fluence Energy Storage Solutions Orders & Pipeline



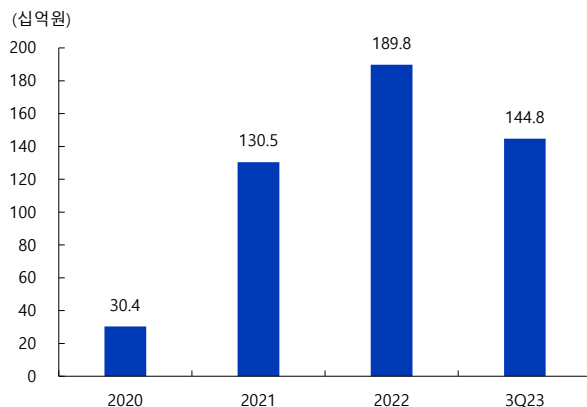
자료: Fluence, 교보증권 리서치센터

[도표 94] 글로벌 에너지 누적 저장 용량 추이



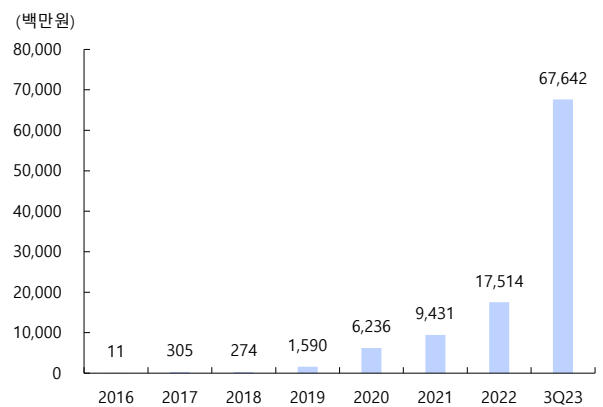
자료: BNEF, 교보증권 리서치센터

[도표 95] 서진시스템 ESS 매출 증가 추이



자료: 서진시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 96] 서진시스템 선수금 추이



자료: 서진시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 97] 서진시스템 베트남 생산시설 관련 사항

구분	생산제품	건평	설립년월
서진비나(박닌 1 공장)	모바일폰 조립	15,000 m ²	2014 년 10 월
서진시스템비나(박닌 2 공장)	통신장비 가공	16,000 m ²	2014 년 12 월
서진비나(박닌 3 공장)	용해/잉곳/통신,전기자동차부품 주조 등	41,000 m ²	2011 년 10 월
서진오토(박닌 4 공장)	전기자동차, 자동차부품, 모바일부품 가공, 조립/중공업/용해 등	148,500 m ²	2016 년 12 월
텍슨베트남(박닌 5 공장)	통신장비, 반도체장비, ESS 장비 가공/압출/사출/SMT	132,000 m ²	2016 년 12 월
서진시스템 비나(박닌 6 공장)	통신장비 등 주조	5,459 m ²	2018 년 05 월
서진베트남(박장 1~5 공장)	중공업/주물/중력주조/압출/프로세스/가공/조립/SSC 등	394,434 m ²	2019 년 01 월

자료: 서진시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 98] 서진시스템 전환사채 관련 사항(2023 년 3 분기 분기보고서)

구분	제 4 차	제 5 차	제 7 차	제 8 차	제 9 차
사채의 종류	기명식 전환사채				
사채의 발행가액	30,000,000,000	60,000,000,000	70,000,000,000	40,000,000,000	18,000,000,000
사채의 발행일	2020.03.31	2020.04.02	2021.03.22	2021.03.25	2021.12.23
사채의 만기일	2025.03.31	2025.04.02	2026.03.22	2026.03.25	2026.12.23
사채의 표면금리	연 단리 2.5%				
사채의 만기보장수익률	연 단리 2.5%				
사채의 상환방법	사채권자가 전환청구기간 동안 전환청구를 하지 않은 경우 발행일로부터 5 년이 되는 날에 사채의 원금과 연 단리 2.5%에 해당하는 금액을 일시 상환				
사채권자의 조기상환청구권	사채 발행일로부터 3 년이 경과한 날로부터 만기전까지 사채의 전부 또는 일부에 대해 만기 전 조기상환 청구 가능				
사채권자의 전환권	사채권자의 전환청구에 의하여 액면금액의 100%에 해당하는 금액으로부터 발행회사의 기명식 보통주식으로 전환				
전환권의 전환비율	사채 액면금액의 100%				
전환권의 주당 전환가액(*)	14,500 원	14,500 원	23,500 원	23,500 원	23,500 원
전환권의 전환청구기간	사채 발행일로부터 1 년이 경과한 날로부터 사채 만기일의 1 개월 전				
전환으로 발행할 주식	기명식 보통주				

(*) 2022 년 중 무상증자로 인하여 제 4~5 차 주당 전환가액이 29,000 원에서 14,500 원으로 7~9 차 전환사채의 주당 전환가액이 47,000 원에서 23,500 원으로 변경되었습니다.

자료: 서진시스템, 교보증권 리서치센터

[서진시스템 178320]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
매출액	325	392	322	606	788
매출원가	261	300	270	489	673
매출총이익	63	92	52	118	115
매출총이익률 (%)	19.5	23.5	16.3	19.4	14.6
판매비	26	38	47	60	70
영업이익	37	54	5	58	44
영업이익률 (%)	11.4	13.9	1.5	9.6	5.6
EBITDA	54	89	39	107	109
EBITDA Margin (%)	16.5	22.6	12.0	17.6	13.8
영업외손익	0	-2	-7	-13	-29
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	8	15	10	13	22
금융비용	-10	-14	-18	-28	-53
기타	2	-2	1	2	2
법인세비용차감전순이익	37	53	-2	45	15
법인세비용	4	4	4	6	14
계속사업순이익	32	49	-6	39	2
종단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	32	49	-6	39	2
당기순이익률 (%)	10.0	12.5	-1.8	6.4	0.2
비배지분순이익	2	0	0	0	0
지배지분순이익	30	49	-6	39	2
지배순이익률 (%)	9.3	12.4	-1.7	6.4	0.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	3	-27	45	19
포괄순이익	36	52	-33	84	21
비배지분포괄이익	4	0	0	0	0
지배지분포괄이익	31	52	-33	84	21

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
영업활동 현금흐름	71	-18	-36	-5	24
당기순이익	32	49	-6	39	2
비현금항목의 가감	27	45	52	89	115
감가상각비	16	34	33	48	64
외환손익	0	-1	-2	-4	-3
지분법평가손익	0	0	0	-1	-1
기타	10	12	20	46	55
자산부채의 증감	14	-98	-63	-131	-62
기타현금흐름	-2	-14	-19	-2	-30
투자활동 현금흐름	-144	-61	-111	-119	-215
투자자산	1	0	0	1	60
유형자산	147	62	110	120	163
기타	-292	-124	-221	-240	-438
재무활동 현금흐름	79	81	142	126	185
단기차입금	6	52	9	42	48
사채	0	0	110	128	0
장기차입금	22	49	60	-13	17
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-1	-4	-5	0	-6
기타	52	-16	-31	-31	126
현금의 증감	5	1	-4	2	-5
기초 현금	20	25	26	22	24
기말 현금	25	26	22	24	19
NOPLAT	33	51	13	50	5
FCF	210	49	94	87	170

자료: 서진시스템, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
유동자산	154	216	282	531	729
현금및현금성자산	25	26	22	24	19
매출채권 및 기타채권	41	41	57	112	157
재고자산	71	116	158	344	527
기타유동자산	17	33	44	52	26
비유동자산	283	347	410	519	656
유형자산	260	300	366	466	576
관계기업투자금	0	0	0	1	2
기타금융자산	0	0	0	0	0
기타비유동자산	23	47	44	52	78
자산총계	438	563	692	1,050	1,385
유동부채	190	214	261	438	663
매입채무 및 기타채무	101	70	88	196	297
차입금	74	128	117	189	226
유동상채무	11	10	49	37	28
기타유동부채	4	6	7	17	112
비유동부채	26	82	189	251	182
차입금	18	75	86	43	48
사채	1	0	79	163	100
기타비유동부채	7	7	24	45	34
부채총계	216	296	450	690	845
지배지분	217	264	242	360	540
자본금	9	9	9	9	19
자본잉여금	128	128	144	180	171
이익잉여금	73	119	108	147	137
기타자본변동	7	6	2	3	3
비배지분	5	3	0	0	0
자본총계	222	267	242	360	540
총차입금	106	217	350	469	504

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
EPS	1,941	2,688	-304	2,091	43
PER	8.9	10.7	-166.3	20.7	408.2
BPS	11,982	14,558	13,364	19,169	14,358
PBR	1.4	2.0	3.8	2.3	1.2
EBITDAPS	2,376	3,005	271	3,141	1,181
EV/EBITDA	4.5	8.1	32.3	11.8	10.5
SPS	10,460	10,838	8,892	16,413	20,958
PSR	1.7	2.7	5.7	2.6	0.8
CFPS	13,561	2,692	5,212	4,737	4,524
DPS	200	300	0	300	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
성장성					
매출액 증가율	36.4	20.9	-18.0	88.3	29.9
영업이익 증가율	106.6	47.5	-91.0	1,082.2	-23.5
순이익 증가율	412.5	51.5	적전	흑전	-95.8
수익성					
ROIC	12.2	13.2	2.6	7.4	0.5
ROA	8.6	9.7	-0.9	4.4	0.1
ROE	17.9	20.3	-2.2	12.8	0.4
안정성					
부채비율	97.5	111.0	186.1	191.5	156.7
순차입금비용	24.2	38.5	50.6	44.7	36.4
이자보상배율	9.7	6.2	0.4	2.8	1.5