

# 서진시스템 (178320)

박장욱

jangwook.park@daishin.com

투자의견

6개월 목표주가

41,000

현재주가

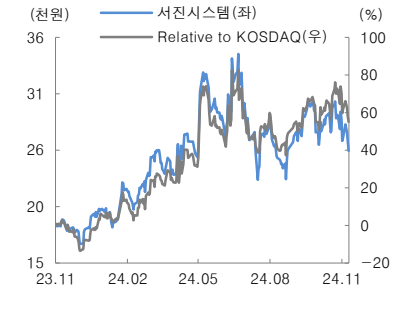
(24.11.29)

25,450

스몰캡업종

KOSDAQ	678.19
시가총액	14,315억원
시가총액비중	0.38%
자본금(보통주)	281억원
52주 최고/최저	34,450원 / 16,780원
120일 평균거래대금	240억원
외국인지분율	6.82%
주요주주	전동규 외 11 인 26.32% 네오솔루션즈 외 2 인 8.80%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.2	2.2	-21.5	33.5
상대수익률	-1.5	13.9	-2.9	61.9



## ESS가 이끌고 반도체 장비가 더해질 것

- 일부 일회성 비용 인식으로 3Q24 추정치 당사 추정치 대비 하회
- 접속 대기 중인 발전 용을 고려 시, ESS시장의 성장 지속 전망
- 25년은 ESS부문에 더해 반도체 부문이 실적 성장 견인할 것

3Q24 매출액 3,148억원(YoY +96.3%) , 영업이익: 333억원 (YoY +957%)

3Q24 매출액 및 영업이익 각각 당사 추정치 대비 2.9%, 22.7% 하회함. ESS부문 실적 견조했으나, 일부 일회성 비용 인식에 따라 3Q24 영업이익 추정치 하회함. 주요 전방 고객사인 플루언스 에너지 등에서 ESS에 대한 수요가 견조한 가운데, 4Q24에도 ESS 부문이 동사의 실적 성장을 견인할 것

### 계속될 ESS 시장의 성장

글로벌 ESS 시장의 가파른 성장세가 지속될 것으로 예상됨. 에너지인사이드에 따르면, 미국 9개 지역 중 8개 지역에서 접속 대기 중인 발전 및 저장 용량이 현재 운영 중인 용량을 초과하고 있음. 특히 캘리포니아에서는 대기 중 설비 용량이 실제 운영 중인 용량의 6.5배에 달하며, 서부 지역은 3.3배, 뉴욕은 2.8배로 나타남. 대기 중인 용량 대부분은 태양광 및 풍력 발전 설비로 재생에너지 비중의 확대에 따라 저장 용량의 확충이 필수적인 상황

### 투자의견 매수, 목표주가 41,000원 유지 (+61%)

25년 매출액 19,096억원, 영업이익 2,136억원으로 매출액은 직전 대비 19% 상향 조정한 반면, 영업이익은 기존 추정치와 유사한 수준으로 추정함. 이는 반도체 장비 등 신규 부문 진출로 인한 일부 추가 비용 발생 가능성을 반영한 것. 2025년에는 ESS 부문에 더해 탈중국 흐름의 수혜를 받은 반도체 장비 부문이 동사의 실적 성장을 주도할 것으로 기대함. 목표주가는 41,000원을 유지하며, 현재 주가 대비 61%의 상승 여력을 보유한 것으로 판단

(단위: 억원, %)

구분	3Q23	2Q24	직전추정	잠정치	3Q24			4Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,604	3,089	3,242	3,148	96.3	1.9	#VALUE!	3,741	53.8	18.8
영업이익	31	311	431	333	957.9	6.9	#VALUE!	395	27.5	18.8
순이익	-179	149	282	240	흑전	60.9	#VALUE!	362	129.0	51.1

자료: 서진시스템, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,360	7,787	13,235	19,096	24,825
영업이익	597	490	1,472	2,136	2,855
세전순이익	305	3	1,442	2,015	2,557
총당기순이익	16	-227	1,124	1,572	1,995
지배지분순이익	16	-226	1,124	1,572	1,995
EPS	43	-608	2,250	2,795	3,546
PER	408.2	NA	12.9	10.4	8.2
BPS	14,358	13,257	12,316	13,669	17,154
PBR	1.2	1.4	2.1	1.9	1.5
ROE	0.4	-4.3	20.2	22.7	23.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	12,983	16,032	13,235	19,096	1.9	19.1
판매비와 관리비	1,075	1,327	1,115	1,623	3.7	22.3
영업이익	1,725	2,130	1,472	2,136	-14.6	0.3
영업이익률	13.3	13.3	11.1	11.2	-2.2	-2.1
영업외손익	14	13	-31	-121	적자조정	적자조정
세전순이익	1,739	2,143	1,442	2,015	-17.1	-6.0
지배지분순이익	1,152	1,467	1,124	1,572	-2.4	7.2
순이익률	8.9	9.2	8.5	8.2	-0.4	-0.9
EPS(지배지분순이익)	2,336	2,656	2,250	2,795	-3.7	5.2

자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

표 1. 서진시스템 분기 및 연도별 실적추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,978	1,772	1,604	2,433	3,257	3,089	3,148	3,741	7,787	13,235	19,096	24,825
YoY(%)	41.2%	-7.8%	-27.2%	32.6%	64.6%	74.3%	96.3%	53.8%	5.8%	70.0%	44.3%	30.0%
ESS	619	424	405	1,296	2,002	1,614	1,783	2,237	2,744	7,636	9,114	12,111
반도체장비	374	404	289	328	334	517	467	533	1,395	1,851	6,060	8,014
전자자동차 및 배터리	225	274	214	336	307	307	281	337	1,049	1,232	1,334	2,032
통신장비	420	342	358	266	291	300	277	301	1,386	1,169	1,176	1,334
기타	253	416	338	207	323	351	340	333	1,214	1,347	1,414	1,334
휴대폰 부품	88	0	0	0	0	0	0	0	88	0	0	0
매출총이익	269	70	279	761	702	528	620	737	1,379	2,587	3,760	4,965
YoY(%)	31.1%	-61.9%	-11.8%	30.7%	160.6%	652.5%	122.2%	-3.2%	7.1%	87.5%	45.3%	32.1%
총이익률(%)	13.6%	4.0%	17.4%	31.3%	21.6%	17.1%	19.7%	19.7%	17.7%	19.5%	19.7%	20.0%
영업이익	87	-174	31	545	433	311	333	395	490	1,472	2,136	2,855
YoY(%)	208.4%	658.2%	-81.9%	30.6%	396.3%	-	957.9%	-27.5%	-17.9%	200.5%	45.1%	33.6%
영업이익률(%)	4.4%	-9.8%	2.0%	22.4%	13.3%	10.1%	10.6%	10.6%	6.3%	11.1%	11.2%	11.5%
세전이익	165	-346	-172	355	388	317	190	546	3	1,442	2,015	2,557
YoY(%)	41.2%	52.1%	-	8.8%	135.3%	-	-	53.7%	-99.1%	54282.8%	39.8%	26.9%
세전이익률(%)	8.3%	-19.5%	-10.7%	14.6%	11.9%	10.3%	6.0%	14.6%	0.0%	10.9%	10.6%	10.3%
당기순이익	134	-339	-179	157	373	148	239	364	-227	1,124	1,572	1,995
YoY(%)	56.7%	21.6%	-	37.2%	178.5%	-	-	131.6%	1509.5%	-	39.8%	26.9%
당기순이익률(%)	6.8%	-19.1%	-11.2%	6.5%	11.5%	4.8%	7.6%	9.7%	-2.9%	8.5%	8.2%	8.0%

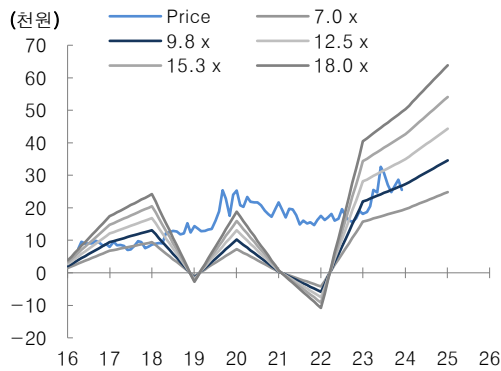
자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center 추정

표 1. 서진시스템 밸류에이션 (단위: 단위)

항목명	단위	비고
EPS	원	2,612 (a): 25년 예상 CB 및 BW 회석(1,000억원) 감안 예상 EPS
비교 EPS	배	20 (b): 신흥에이씨, 피에스케이,비나텍 등 국내 주요 반도체, 2 차전자, ESS 관련 업체 평균
할인율	%	20 (c):추가자금 조달 불확실성 등을 고려한 할인율 적용
적정 PER	배	16 (d) = (b) / 1 + (c)
목표주가	원	41,000 (e):(a) * (d)
현재주가	원	25,450
상승여력	%	61.1%

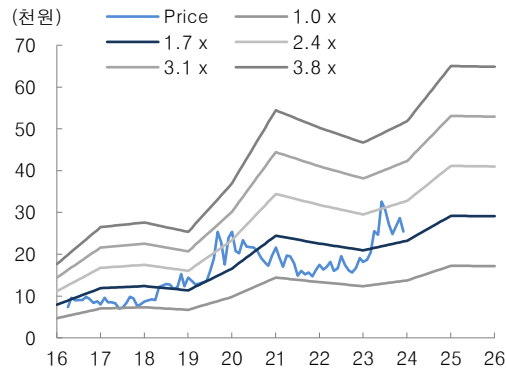
자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center 추정

그림 1. 서진시스템 P/E 밴드



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

그림 2. 서진시스템 P/B 밴드



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

그림 3. 서진시스템 주가추이



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,360	7,787	13,235	19,096	24,825
매출원가	6,072	6,407	10,648	15,336	19,860
매출총이익	1,288	1,379	2,587	3,760	4,965
판매비와관리비	691	889	1,115	1,623	2,110
영업이익	597	490	1,472	2,136	2,855
영업이익률	8.1	6.3	11.1	11.2	11.5
EBITDA	1,240	1,273	2,266	3,017	3,812
영업외손익	-292	-487	-31	-121	-298
관계기업손익	9	2	2	2	2
금융수익	220	407	282	284	285
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-531	-906	-324	-416	-595
외환관련손실	214	410	227	227	227
기타	10	10	10	10	10
법인세비용차감전순손익	305	3	1,442	2,015	2,557
법인세비용	-136	-25	-317	-443	-563
계속사업순손익	169	-22	1,124	1,572	1,995
중단사업순손익	-153	-205	0	0	0
당기순이익	16	-227	1,124	1,572	1,995
당기순이익률	0.2	-2.9	8.5	8.2	8.0
비재배분순이익	0	-1	0	0	0
재배분순이익	16	-226	1,124	1,572	1,995
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	192	-57	17	-5	2
포괄순이익	208	-284	1,142	1,567	1,996
비재배분포괄이익	0	-1	0	0	0
재배분포괄이익	208	-283	1,142	1,567	1,996

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	43	-608	2,250	2,795	3,546
PER	408.2	NA	12.9	10.4	8.2
BPS	14,358	13,257	12,316	13,669	17,154
PBR	1.2	1.4	2.1	1.9	1.5
EBITDAPS	3,300	3,388	4,535	5,363	6,777
EV/EBITDA	9.3	10.6	10.0	8.0	6.8
SPS	19,584	20,721	26,481	33,950	44,135
PSR	0.9	0.9	1.0	0.7	0.6
CFPS	3,105	3,070	4,631	5,289	6,388
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	21.4	5.8	70.0	44.3	30.0
영업이익 증가율	2.9	-17.9	200.5	45.1	33.6
순이익 증가율	-95.8	적전	흑전	39.8	26.9
수익성					
ROIC	3.8	-39.0	9.0	10.6	11.8
ROA	4.9	3.4	8.5	9.7	10.4
ROE	0.4	-4.3	20.2	22.7	23.0
안정성					
부채비율	156.7	205.2	218.1	220.5	212.0
순차입금비율	91.9	134.8	134.8	128.4	118.5
이자보상배율	2.1	1.1	0.0	0.0	0.0

재무상태표	(단위: 억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,288	7,801	11,364	15,704	20,514
현금및현금성자산	188	161	371	819	1,287
매출채권 및 기타채권	1,572	1,195	1,917	2,696	3,458
재고자산	5,269	6,194	8,823	11,935	15,516
기타유동자산	259	252	253	254	255
비유동자산	6,560	7,400	8,210	8,934	9,583
유형자산	5,756	6,462	7,247	7,945	8,565
관계기업투자금	20	22	24	26	28
기타비유동자산	785	916	939	964	991
자산총계	13,848	15,201	19,574	24,638	30,098
유동부채	6,631	9,200	11,234	13,599	15,931
매입채무 및 기타채무	2,974	2,615	4,002	5,494	6,952
차입금	2,264	2,997	3,697	4,397	5,097
유동성채무	275	533	308	308	308
기타유동부채	1,119	3,055	3,227	3,400	3,574
비유동부채	1,821	1,020	2,187	3,353	4,520
차입금	479	790	1,959	3,129	4,298
전환증권	1,001	0	0	0	0
기타비유동부채	341	230	227	225	222
부채총계	8,452	10,220	13,420	16,952	20,451
자배지분	5,396	4,982	6,155	7,688	9,649
자본금	188	188	281	281	281
자본잉여금	1,712	1,712	1,712	1,712	1,712
이익잉여금	1,368	1,064	2,189	3,761	5,755
기타지분변동	2,128	2,018	1,973	1,934	1,900
비재배지분	0	-1	-1	-2	-2
자본총계	5,396	4,981	6,154	7,687	9,647
순차입금	4,958	6,712	8,298	9,872	11,427

현금흐름표	(단위: 억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	242	426	446	547	562
당기순이익	16	-227	1,124	1,572	1,995
비현금항목의 가감	1,151	1,381	1,190	1,403	1,599
감가상각비	643	783	794	880	957
외환손익	-26	63	-12	-12	-12
자본법평가손익	-9	-2	-2	-2	-2
기타	541	536	410	537	656
자산부채의 증감	-621	-346	-1,551	-1,984	-2,469
기타현금흐름	-304	-381	-317	-443	-563
투자활동 현금흐름	-2,143	-1,624	-1,593	-1,593	-1,593
투자자산	-601	-18	-1	-1	-2
유형자산	-1,534	-1,573	-1,573	-1,573	-1,573
기타	-8	-34	-19	-19	-19
재무활동 현금흐름	1,844	1,170	1,656	1,787	1,787
단기차입금	476	700	700	700	700
사채	0	515	515	515	515
장기차입금	173	795	795	795	795
유상증자	0	0	93	0	0
현금배당	-56	0	0	0	0
기타	1,252	-840	-447	-222	-222
현금의 증감	-53	-28	211	448	467
기초 현금	241	188	161	371	819
기말 현금	188	161	371	819	1,287
NOPLAT	331	-4,123	1,149	1,666	2,227
FCF	-664	-4,982	316	921	1,558

자료: 서진시스템, 대산증권 Research Center

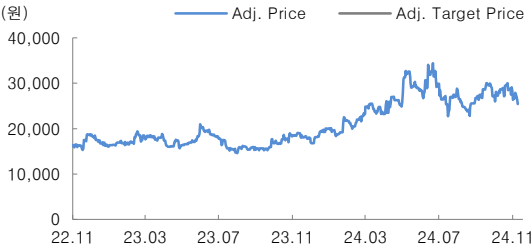
[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박장욱)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

서진시스템(178320) 투자의견 및 목표주가 변경 내용					투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20160814)			
<div><div><div>(원)</div><div><div></div><div>Adj. Price</div><div>Adj. Target Price</div></div><div></div></div></div>					구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
					비율	91.4%	8.6%	0.0%
					<b>산업 투자의견</b>			
					- Overweigh(비중확대)			
					: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상			
					- Neutral(중립)			
					: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상			
					- Underweigh(비중축소)			
					: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상			
					<b>기업 투자의견</b>			
					- Buy(매수)			
					: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상			
					- Marketperform(시장수익률)			
					: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상			
					- Underperform(시장수익률 하회)			
					: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상			
제시일자	24.12.02	24.11.30	24.07.08	24.05.30				
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy				
목표주가	41,000	41,000	41,000	41,000				
과리율(평균%)			(31.79)	(27.49)				
과리율(최대/최소%)			(15.98)	(16.95)				
제시일자								
투자의견								
목표주가								
과리율(평균%)								
과리율(최대/최소%)								
제시일자								
투자의견								
목표주가								
과리율(평균%)								
과리율(최대/최소%)								
제시일자								
투자의견								
목표주가								
과리율(평균%)								
과리율(최대/최소%)								