

# 서진시스템 (178320)

## 박장욱

jangwook.park@daishin.com

## 투자 의견

BUY

매수, 유지

## 6개월 목표주가

41,000

유지

## 현재주가

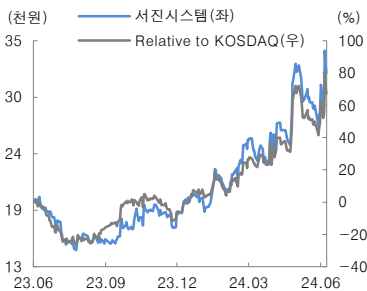
(24.07.08)

32,550

스몰캡업종

KOSDAQ	847.49
시가총액	1,774십억원
시가총액비중	0.43%
자본금(보통주)	28십억원
52주 최고/최저	34,050원 / 14,620원
120일 평균거래대금	222억원
외국인지분율	8.78%
주요주주	전동규 외 10 인 26.37% 썬플라워2022 홀딩스 유한회사 7.65%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.6	34.1	64.8	60.9
상대수익률	10.1	38.0	70.8	69.2



# 베트남 공장에서 다시 확인한 탈중국 수혜

- ESS, 7피트 모델에 이어 14피트, 20피트 모델 개발 및 양산 매출 준비
- 반도체 장비부문의 25년부터 큰 폭 성장 예상. 탈중국 수혜
- 엔지니어 수급 문제로 중국, 베트남외 국가의 매출 CAPA 증가 어려움

## 업황이 보여주는 ESS 시장 성장

ESS부문 호조 지속. 기존 고객사인 플루언스 에너지, 포원항 물량 증가로 24년 ESS 매출 7,114억원(+YoY 159.2%)를 예상함. 25년부터 기존 고객사인 플루언스에너지뿐 아니라 바르질라, 허니웰 등 신규 고객사향 매출 성장이 기대됨. 고객사 요청에 따라 기존에 납품하던 7피트 사이즈에서 14피트, 20피트 사이즈의 ESS의 양산 매출 준비 중.

## 커지기를 기다리고 있는 반도체 장비 사업

25년부터 반도체 장비 부문의 본격적인 성장이 예상됨. 반도체 장비 부문의 24년, 25년 매출액 각각 1,547억원, 매출 3,147억원을 예상함. 주요 장비사들의 중국 의존도를 줄이기 위한 노력이 진행 중. 반도체 장비 부문은 퀄리티 테스트 후 납품이 어렵지만, 들어가게 된다면, 통신장비 등과 같은 크기라면 매출액이 5 ~ 6배 가량 높게 나올 수 있음.

## 주요 Q&A

- 1) ESS는 주요 고객사에 솔 벤더로 납품 중. 현재는 ESS 산업 성장 초창기로 CR은 발생하지 않고 있음. 경쟁사대비 원가경쟁력 및 PCB 내재화 등 공급망 안정성에 우위가 원인으로 파악함
- 2) ESS부문의 매출액 성장에 이어 25년부터 반도체장비부문의 본격적인 매출 성장이 기대됨. 반도체 장비사들은 현재 탈 중국을 위해 하고 있는 상황으로 램서치뿐 아니라 ASML 등 다양한 장비사들향 수주가 기대됨
- 3) 현재 반도체 장비를 제조하는 주요 국가들 중에서 CAPA가 유의미하게 증가할 수 있는 국가는 중국과 베트남 정도. 가장 큰 병목은 인력에서 발생함. 반도체 장비 제조용 머신 센터를 다룰 엔지니어의 수급이 어려운 상황임

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	736	779	1,298	1,603	2,067
영업이익	60	49	172	213	291
세전순이익	30	0	174	214	293
총당기순이익	2	-23	115	147	208
지배지분순이익	2	-23	115	147	208
EPS	43	-608	2,336	2,656	3,762
PER	408.2	NA	13.2	11.6	8.2
BPS	14,358	13,257	12,419	13,658	17,327
PBR	1.2	1.4	2.6	2.3	1.8
ROE	0.4	-4.3	20.6	21.3	24.1

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

# I. 탐방후기

## 서진시스템 – ESS

서진시스템은 현재 박장과 박んに 공장을 보유하고 있다. 박장공장 13만평 자가, 3만평은 임대, 3만 5천평은 추가 증설 중이다. 박んに 자가 12만평, 임대 2만평이다. 두 공장을 합쳐서 30만 평의 자가 공장 5만평의 임대 공장을 보유 중이다. 현재의 매출 CAPA는 2 조원 수준으로 추가적인 공장 증설이 예정되어있다.

현재 동사가 납품하고 있는 ESS의 크기는 7피트 규모로 고객사와의 연구개발을 통해 20 피트 규모의 ESS를 내년부터 납품할 예정이다. 일반 컨테이너의 사이즈가 40피트로 현재 납품되고 있는 사이즈 대비 3배가 더 늘어나는 셈이다.

서진시스템의 ESS는 고객사가 선택한 배터리를 박장 및 박んに 공장에 가져와서 PCB 및 하네스 조립 등을 끝판춘 뒤, 고객사가 지정한 발전단지로 배송하고 있다. PCB의 경우, 내재화가 꾸준히 진행되고 있다. 주요 부품의 내재화를 통해서 원가경쟁력 및 공급망 안정성을 확보할 수 있을 예정이다.

그림 1. 서진시스템 개발 중인 허니웰향 대형 ESS



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

그림 2. 서진시스템 제조 – PCB



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

그림 3. 서진시스템 제조 ESS – 내부



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

## 서진시스템 – 전기자동차 및 배터리 부문

서진시스템은 현재 배터리팩에 들어가는 모듈을 감싸주는 엔드 플레이트 및 배터리 모터에 들어가는 케이스 등에서 매출이 발생하고 있다. 주로 규모가 다이캐스팅을 하고 있지만, 실제로 정밀한 가공품의 제조까지 가능하다. 전기자동차의 경우, 기존대비 부품이 단 순해짐에 따라서 언더바디, 프론트바디, 니어언더바디 등 11개 정도의 알루미늄 다이캐스팅을 통해서 자동차를 제조할 수 있다. 테슬라는 알루미늄 다이캐스팅을 통해 기존 대비 40%의 원가절감이 이루어진 것으로 알려져 있다.

동사는 6,800톤 알루미늄 다이캐스팅을 19년도에 테슬라보다 먼저 도입한 상황이다. 연내 9,200톤 및 12,000톤 장비의 도시바 OEM 생산이 이루어질 예정이다. 12,000톤 장비를 통해서 제조되는 부품은 160톤 규모가 넘어갈 예정인데, 일본의 경우 80톤 이상의 크기를 도로에서 수송하지 못 하도록 되어있다. 구조상 일본에서는 더 큰 규모의 알루미늄 다이캐스팅 장비의 도입 및 제조가 어려운 상황이다.

알루미늄다이캐스팅의 경우, 대당 600 ~ 700만원의 매출이 발생가능하다. 연간 출하대는 1억대의 차량 중 10%만 알루미늄 다이캐스팅을 채택한다고 해도 발생가능한 매출 규모는 60조원에 달한다.

그림 4. 서진시스템 제조 – 배터리 모터 케이스



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

그림 5. 서진시스템 정밀 제조 가공품



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

그림 6. 서진시스템 알루미늄 다이캐스팅



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

그림 7. 서진시스템 알루미늄 다이캐스팅



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

서진시스템 – 반도체장비 및 통신장비 부문

서진시스템의 전자사업부문은 비슷한 구조를 띄고 있다. 뼈대가 되는 큰 틀을 제조해서 PCB 및 전선 등을 조립해서 최종완성품을 고객사에 납품하는 것이다. 베어링 및 배터리 등을 제외한 주요 부분은 모두 제조 및 납품하는 셈이다. 반도체 장비부문은 탈중국에 대한 필요성이 커짐에 따라 주요 반도체 장비사인 ASML,KLA,MATSON 등으로부터 문의가 많은 상황이다.

올해는 ESS가 본격적인 매출 성장을 보였다면, 내년 ~ 내후년 중에는 반도체 장비부문의 매출이 본격적인 성장을 견인할 수 있을 것으로 기대된다.

데이터센터는 아리스타향 매출이 기대된다. 기존 데이터센터용 랙뿐 아니라 PCB의 내재화를 통해서 원판, PCB, SMT, 테스트까지해서 납품이 진행될 것으로 기대된다.

인공위성 사업에서의 매출도 발생이 기대된다. 인공위성 사업은 인텔리안테크의 안테나 부품 사업 뿐아니라 글로벌 로켓회사와의 협력도 진행될 예정이다. 관련 매출은 수백억 원에 달할 것으로 기대된다.

그림 8. 서진시스템 반도체 장비 사업 부문



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

그림 9. 서진시스템 제조 – 데이터센터향 랙



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

그림 10.서진시스템 조립 – 하네스 등



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center



## II. 주요 Q&A

### Q&A -1)

Q. 올해 가이던스를 포함해 대략적인 실적 목표가 있는가?

A. ESS 7,000억원을 포함해서 올해 13,000억원 ~14,000억원을 가이던스로 드리고 있다. 올해 ~ 내년 ESS부문의 성장이 빠른 가운데, 반도체 장비부문의 본격적인 성장이 내년 ~ 내후년부터는 나타날 것으로 기대하고 있다. 내년 ~ 내후년사이에 반도체장비부문의 매출이 ESS부문의 매출을 추월할 것으로 기대 중이다.

Q. 반도체 장비 부문의 큰 폭의 매출 성장을 기대하는 이유가 있는가?

A. 반도체 장비의 중국에 대한 의존도를 줄이기 위한 필요성이 높아진 상황이다. MATSON, LAM 이외에도 다양한 반도체 장비사들이 동사와 접촉하고 있는데, 이는 원가 절감의 차원보다는 안정적인 공급망 확보 측면으로 판단하고 있다.

Q. 다른 회사들과 비교한 동사만의 강점이 있다면?

A. 현재 반도체 장비를 제조하는 주요 국가들 중에서 CAPA가 유의미한 증가가 가능한 국가는 중국과 베트남 정도밖에 없다. 가장 큰 문제는 엔지니어가 부족하기 때문이다. 당장 한국만 하더라도 4축, 5축 머신센터 장비를 다룰 숙련공을 구하기 어렵다. 중국이 가지고 있는 강점 중 한 가지는 최종 조립에 앞서서 필요한 다양한 부품들의 제조가 가능하다는 점인데, 동사의 PCB 내재화는 그런 맥락에 있다.

Q. 전기차 및 알루미늄 다이캐스팅 부문의 준비사항이 궁금하다.

전기 자동차의 원가 비중에서 배터리를 제외한다면 알루미늄 다이캐스팅이 가장 큰 규모가 들어간다. 알루미늄다이캐스팅의 경우, 대당 600 ~ 700만원의 매출이 발생가능하다. 연간 출하대는 1억대의 차량 중 10%만 알루미늄 다이캐스팅을 채택한다고 해도 발생가능한 매출 규모는 60조원에 달한다.

Q. ESS의 경우는 CR에 대한 우려는 없는가?

A. 현재까지는 주요 고객사에 솔벤더로 납품 중에 있다. 주요 고객사가 영업적자인 측면이 있으나, 현재는 산업의 성장 초창기로 통상 성장기에는 CR이 이루어지지 않는다.

Q. ESS사업부문만을 따로 떼어서 인적분할하고자 했던 이유가 무엇인가?

A. 인적분할을 시도했던 당시 시가총액이 ESS사업만으로도 설명이 가능할 정도로 저평가 구간이었다고 판단했다. 동사의 경우, 산업군별 매출비중이 다양하다는 점이 저평가의 한 이유라고 판단했었고, 각 사업부문별로 재평가를 받고 싶었다.

## Q&A -2)

Q. 최근 운송비 급등이 있었는데, 회사에서 부담하는 비용이 있는지?

A. 운송비의 경우, 고객사에서 부담하고 있다.

Q. 향후 추가적인 투자계획이 있는가?

A. 현재 추가적인 추가적인 투자계획이 있다. ESS 및 반도체 장비의 경우, 늘어나는 매출을 대응하기 측면이 있다. 또, 각 사별로 전용라인을 필요로 한다.

Q. 최근 네오솔루션즈 지분 공시 이유는 ?

A. 네오솔루션즈의 최규옥 회장과 친분이 있다. 최근에 공장까지 직접 탐방을 오셨었고, 이후 본인이 투자까지 의사결정을 내리셨다.

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	736	779	1,298	1,603	2,067
매출원가	607	641	1,018	1,257	1,621
매출총이익	129	138	280	346	446
판매비와관리비	69	89	107	133	154
영업이익	60	49	172	213	291
영업이익률	8.1	6.3	13.3	13.3	14.1
EBITDA	124	127	252	301	387
영업외손익	-29	-49	1	1	1
관계기업손익	1	0	0	0	0
금융수익	22	41	28	28	28
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-53	-91	-28	-28	-28
외환관련손실	21	41	23	23	23
기타	1	1	1	1	1
법인세비용차감전순손익	30	0	174	214	293
법인세비용	-14	-2	-38	-47	-64
계속사업순손익	17	-2	136	167	228
중단사업순손익	-15	-20	-20	-20	-20
당기순이익	2	-23	115	147	208
당기순이익률	0.2	-2.9	8.9	9.2	10.1
비배지분순이익	0	0	0	0	0
자배지분순이익	2	-23	115	147	208
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	19	-6	2	-1	0
포괄순이익	21	-28	117	146	208
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
자배지분포괄이익	21	-28	117	146	208

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	43	-608	2,336	2,656	3,762
PBR	408.2	NA	13.2	11.6	8.2
BPS	14,358	13,257	12,419	13,658	17,327
PBR	1.2	1.4	2.6	2.3	1.8
EBITDAPS	3,300	3,388	5,062	5,405	6,950
EV/EBITDA	9.3	10.6	10.6	8.5	5.3
SPS	19,584	20,721	26,091	28,782	37,106
PSR	0.9	0.9	1.2	1.1	0.9
CFPS	3,105	3,070	4,837	5,202	6,746
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	21.4	5.8	66.7	23.5	28.9
영업이익 증가율	2.9	-17.9	252.0	23.5	36.8
순이익 증가율	-95.8	적전	흑전	27.4	41.6
수익성					
ROIC	3.8	-39.0	10.3	11.3	17.2
ROA	4.9	3.4	9.5	8.5	7.9
ROE	0.4	-4.3	20.6	21.3	24.1
안정성					
부채비율	156.7	205.2	240.2	283.6	362.8
순차입금비율	91.9	134.8	143.9	101.3	28.0
이자보상배율	2.1	1.1	0.0	0.0	0.0

자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	729	780	1,274	2,009	3,482
현금및현금성자산	19	16	25	471	1,502
매출채권 및 기타채권	157	119	188	228	290
재고자산	527	619	1,033	1,275	1,644
기타유동자산	26	25	28	34	46
비유동자산	656	740	828	909	984
유형자산	576	646	725	794	856
관계기업투자금	2	2	2	3	3
기타비유동자산	78	92	101	112	124
자산총계	1,385	1,520	2,102	2,918	4,465
유동부채	663	920	1,266	1,822	3,049
매입채무 및 기타채무	297	262	394	471	589
차입금	226	300	370	440	510
유동상채무	28	53	31	31	31
기타유동부채	112	306	471	880	1,919
비유동부채	182	102	219	335	452
차입금	48	79	196	313	430
전환증권	100	0	0	0	0
기타비유동부채	34	23	23	22	22
부채총계	845	1,022	1,484	2,157	3,501
자배지분	540	498	618	761	965
자본금	19	19	28	28	28
자본잉여금	171	171	171	171	171
이익잉여금	137	106	222	368	576
기타자본변동	213	202	197	193	190
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	540	498	618	761	965
순차입금	496	671	889	770	271

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	24	43	-106	79	41
당기순이익	2	-23	115	147	208
비현금항목의 가감	115	138	126	143	168
감가상각비	64	78	79	88	96
외환손익	-3	6	-1	-1	-1
지분법평가손익	-1	0	0	0	0
기타	54	54	48	56	74
자산부채의 증감	-62	-35	-308	-164	-271
기타현금흐름	-30	-38	-38	-47	-64
투자활동 현금흐름	-214	-162	-162	-165	-171
투자자산	-60	-2	0	0	0
유형자산	-153	-157	-157	-157	-157
기타	-1	-3	-5	-8	-13
재무활동 현금흐름	184	117	165	179	179
단기차입금	48	70	70	70	70
사채	0	51	51	51	51
장기차입금	17	79	79	79	79
유상증자	0	0	9	0	0
현금배당	-6	0	0	0	0
기타	125	-84	-45	-22	-22
현금의 증감	-5	-3	9	446	1,031
기초 현금	24	19	16	25	471
기말 현금	19	16	25	471	1,502
NOPLAT	33	-412	135	166	227
FCF	-66	-498	51	92	160

[Compliance Notice]

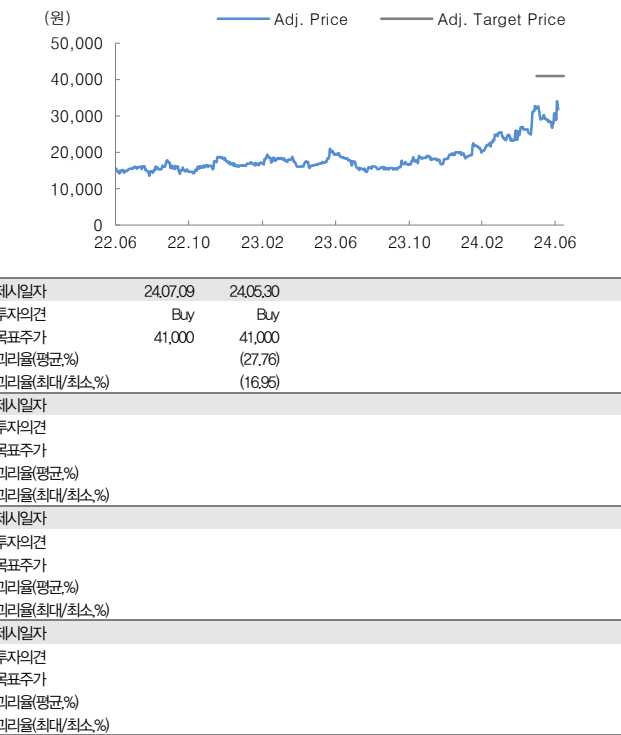
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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:20240706)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	94.9%	5.1%	0.0%

- 산업 투자의견
- 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

- 기업 투자의견
- 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