

# 서진시스템 (178320/KQ)

쉽게 따라잡지 못할 경쟁력

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 33,000 원(유지)

현재주가: 24,700 원

상승여력: 33.6%



Analyst  
나승두

nsdoo@sk.com  
3773-8891

### Company Data

발행주식수	3,758 만주
시가총액	9,733 억원
주요주주	
전통규(외9)	31.32%
자사주	1.25%

### Stock Data

주가(24/04/30)	24,700 원
KOSDAQ	868.93 pt
52주 최고가	26,050 원
52주 최저가	14,620 원
60일 평균 거래대금	160 억원

### 주가 및 상대수익률



## 1분기 기준 역대 최고 실적 달성할 것

서진시스템은 1Q24 매출액 2,650 억원(YoY +34%), 영업이익 315 억원(YoY +262%)의 실적을 달성할 것으로 추정된다. 이는 1Q 기준 역대 최고 매출액 및 영업이익을 경신한 수치다. 뚜렷한 계절성이 있다고 보기는 어렵지만 일반적으로 상저하고의 실적 흐름을 보였다는 점을 감안한다면 올해 연간 실적에 대한 기대감을 갖기에도 충분한 수치다. 지난해 서진시스템은 일회성 비용 및 개발비 증가 등의 영향으로 분기별 실적 편차가 나타났던 것도 사실이다. 하지만 4Q23 부터 ESS 를 필두로 한 실적 반등이 나타났고, 올해까지 안정적인 실적 기조는 이어질 것으로 예상된다.

## 글로벌 ESS 시장 전망치는 계속 상향 조정

글로벌 ESS 시장에 대한 전망은 상향 조정되고 있다. 특히 2030 년을 기점으로 신재생에너지+ESS 형태의 에너지 플랫폼은 기존 화석연료 에너지 규모를 넘어설 것으로 전망된다. 신재생에너지의 안정성을 높이기 위한 기본적인 수단으로써 ESS 가 활용되기 때문이다. ESS 시장은 크게 두 가지 측면에서의 기회 요인을 맞았다. 첫째, 이차전지 가격의 하락이다. 글로벌 ESS 업체들은 추후 이차전지 수요 증가로 인한 가격 상승을 대비해 낮은 가격일 때 공격적으로 ESS 보급을 확대하고자 하는 계획을 수립 중이다. 둘째, ESS는 탈세계화 기조 속 필수품으로 자리매김하고 있다는 점이다. 에너지 안보 확립을 위한 필수품인 ESS 는 미국 IRA 해외우려집단(FEOC)에서도 예외다. 서진시스템은 우리나라 기업 중에서도 가장 직접적인 수혜가 예상된다는 점에서 지속적인 관심이 필요하다.

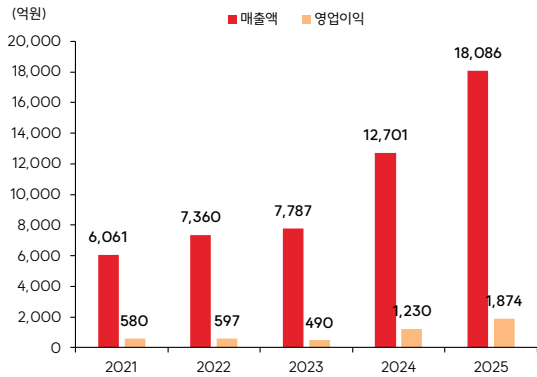
## 사업 영역, 고객사 추가 확장 기대

하지만 서진시스템의 진짜 경쟁력은 ESS 에만 국한되지 않는다. 우수한 품질의 제품을 가장 경쟁력 있는 가격으로 생산할 수 있는 기술력과 노하우는 단기간 공장 설비 투자와 임직원 수를 늘린다고 따라잡을 수 있는 것이 아니다. 서진시스템의 다이캐스팅 기술은 이미 통신장비 및 모바일 산업에서 검증되었고 ESS 를 넘어 데이터센터 및 반도체, 자동차 산업 등에서도 두각을 나타내는 중이다. 2024 년은 글로벌 공급사슬(Supply Chain)이 본격적으로 재편되는 해다. 사업 영역과 고객사 추가 확장도 전혀 무리가 아니다.

### 영업실적 및 투자지표

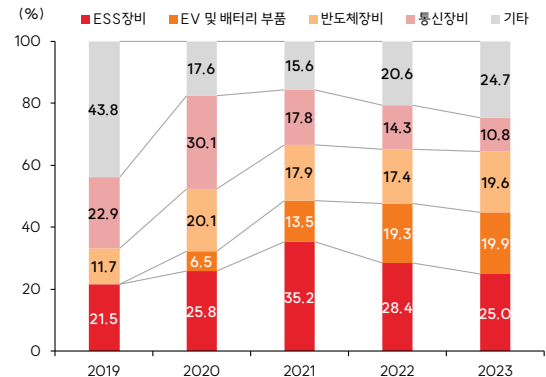
구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	억원	3,219	6,061	7,360	7,787	12,701	18,086
영업이익	억원	49	580	597	490	1,230	1,875
순이익(지배주주)	억원	-55	386	16	-226	959	1,539
EPS	원	-152	1,027	450	-55	2,552	4,096
PER	배	N/A	21.1	38.9	-327.5	10.1	6.3
PBR	배	3.8	2.3	1.2	1.3	1.6	1.3
EV/EBITDA	배	32.3	11.8	9.3	10.6	9.8	7.2
ROE	%	-2.2	12.8	0.4	-4.3	17.6	22.9

### 서진시스템 실적 추이 및 전망



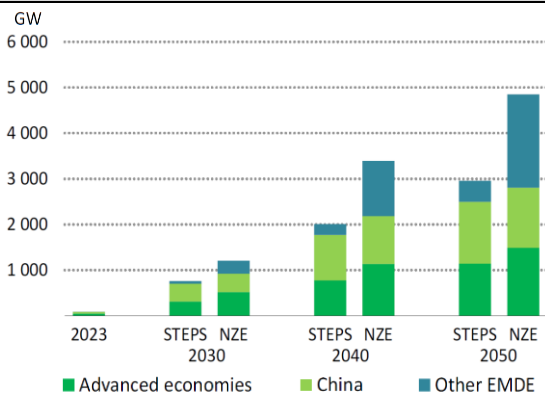
자료: 서진시스템, SK 증권 추정

### 주요 사업 부문별 매출 비중 추이 및 전망



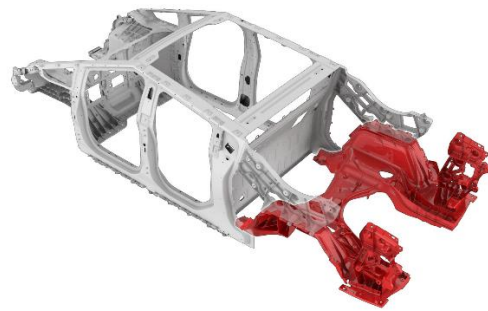
자료: 서진시스템, SK 증권 추정

### 글로벌 Battery Storage Capacity 시나리오



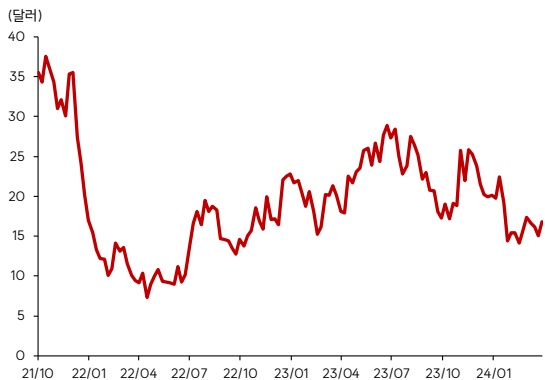
자료: IEA, SK 증권

### Tesla 전기차 차체 구조 예시(Rear Under Body)



자료: Tesla, SK 증권

### 지역별 매출 비중 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

### 글로벌 매트리스 시장 추이 및 전망



자료: Bloomberg, SK 증권

## 재무상태표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	5,310	7,288	7,801	10,791	15,966
현금및현금성자산	241	188	161	86	1,234
매출채권 및 기타채권	1,115	1,572	1,195	2,727	4,860
재고자산	3,436	5,269	6,194	7,178	8,561
<b>비유동자산</b>	5,191	6,560	7,400	6,952	6,611
장기금융자산	3	8	3	12	17
유형자산	4,660	5,756	6,462	6,115	5,756
무형자산	47	55	66	66	66
<b>자산총계</b>	10,500	13,848	15,201	17,743	22,577
<b>유동부채</b>	4,384	6,631	9,200	9,939	12,968
단기금융부채	2,258	3,417	5,957	5,896	6,396
매입채무 및 기타채무	1,922	2,814	2,451	3,436	5,731
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	2,514	1,821	1,020	1,864	2,130
장기금융부채	2,435	1,747	949	1,749	1,966
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1	2	6	9	13
<b>부채총계</b>	6,898	8,452	10,220	11,803	15,098
<b>지배주주지분</b>	3,602	5,396	4,981	5,940	7,479
자본금	94	188	188	188	188
자본잉여금	1,802	1,712	1,712	1,712	1,712
기타자본구성요소	30	1,733	1,675	1,675	1,675
자기주식	0	0	-77	-77	-77
이익잉여금	1,466	1,368	1,064	2,023	3,563
비지배주주지분	0	0	-1	-1	-1
<b>자본총계</b>	3,602	5,396	4,981	5,940	7,479
<b>부채와자본총계</b>	10,500	13,848	15,201	17,743	22,577

## 현금흐름표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	-53	242	426	-541	612
당기순이익(손실)	386	16	-227	959	1,539
비현금성항목등	894	1,151	1,381	781	791
유형자산감가상각비	482	639	775	506	452
무형자산감각비	3	5	8	4	4
기타	409	507	598	271	336
운전자본감소(증가)	-1,310	-621	-346	-1,953	-1,321
매출채권및기타채권의감소(증가)	-299	-12	431	-1,532	-2,133
재고자산의감소(증가)	-1,951	-1,866	-846	-984	-1,383
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,050	932	-354	985	2,295
기타	-23	-419	-463	-362	-593
법인세납부	0	-114	-82	-34	-196
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,185	-2,143	-1,624	70	-16
금융자산의감소(증가)	0	-601	-18	4	-13
유형자산의감소(증가)	-1,173	-1,534	-1,573	-159	-93
무형자산의감소(증가)	-2	-8	-16	-4	-4
기타	-10	0	-18	229	94
<b>재무활동현금흐름</b>	1,260	1,844	1,170	668	666
단기금융부채의증가(감소)	107	191	299	-61	500
장기금융부채의증가(감소)	1,153	72	1,059	800	217
자본의증가(감소)	364	4	0	0	0
배당금지급	0	-56	0	0	0
기타	-364	1,634	-189	-70	-51
<b>현금의 증가(감소)</b>	23	-53	-28	-74	1,148
기초현금	218	241	188	161	86
기말현금	241	188	161	86	1,234
FCF	-1,226	-1,292	-1,147	-700	519

자료 : 서진시스템, SK증권 추정

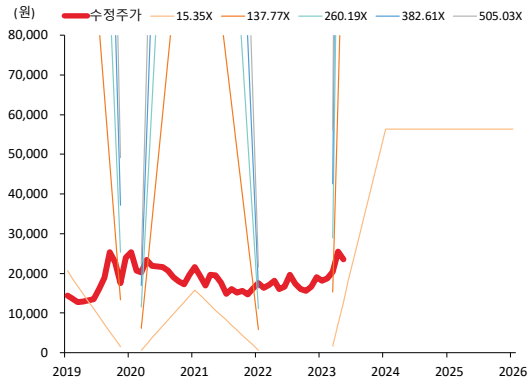
## 포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	6,061	7,360	7,787	12,701	18,086
<b>매출원가</b>	4,886	6,072	6,407	10,385	14,839
<b>매출총이익</b>	1,176	1,288	1,379	2,316	3,247
매출총이익률(%)	19.4	17.5	17.7	18.2	18.0
<b>판매비와 관리비</b>	596	691	889	1,086	1,372
<b>영업이익</b>	580	597	490	1,230	1,875
영업이익률(%)	9.6	8.1	6.3	9.7	10.4
<b>비영업손익</b>	-129	-292	-487	-237	-140
순금융손익	-206	-284	-439	-364	-252
외환관련손익	78	-4	-51	127	112
관계기업등 투자손익	0	9	2	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	451	305	3	993	1,735
세전계속사업이익률(%)	7.4	4.1	0.0	7.8	9.6
<b>계속사업법인세</b>	65	136	25	34	196
<b>계속사업이익</b>	386	169	-22	959	1,539
<b>중단사업이익</b>	0	-153	-205	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	386	16	-227	959	1,539
순이익률(%)	6.4	0.2	-2.9	7.6	8.5
<b>지배주주</b>	386	16	-226	959	1,539
지배주주귀속 순이익률(%)	6.4	0.2	-2.9	7.6	8.5
<b>비지배주주</b>	0	0	-1	0	0
<b>총포괄이익</b>	839	208	-284	959	1,539
<b>지배주주</b>	839	208	-283	954	1,531
<b>비지배주주</b>	0	0	-1	5	8
<b>EBITDA</b>	1,065	1,240	1,273	1,740	2,331

## 주요투자지표

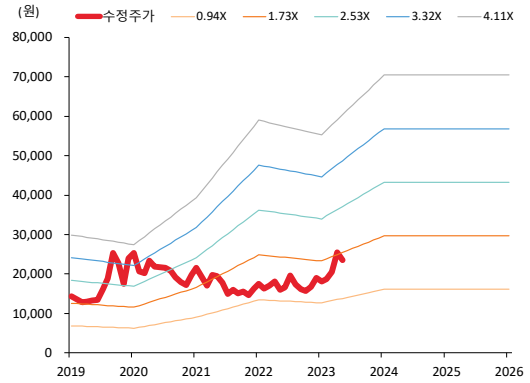
12월 결산(억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	88.3	21.4	5.8	63.1	42.4
영업이익	1,082.2	2.9	-17.9	151.0	52.4
세전계속사업이익	흑전	-32.4	-99.1	37,359.8	74.7
EBITDA	176.4	16.4	2.6	36.7	34.0
EPS	흑전	-56.2	적전	흑전	60.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	4.4	0.1	-1.6	5.8	7.6
ROE	12.8	0.4	-4.3	17.6	22.9
EBITDA마진	17.6	16.9	16.4	13.7	12.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	121.1	109.9	84.8	108.6	123.1
부채비율	191.5	156.7	205.2	198.7	201.9
순차입금/자기자본	123.2	91.9	134.8	126.7	94.7
EBITDA/이자비용(배)	5.1	4.3	2.9	4.7	8.8
배당성향	14.6	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,027	450	-55	2,552	4,096
BPS	9,584	14,358	13,461	16,013	20,109
CFPS	2,318	1,755	1,484	3,909	5,308
주당 현금배당금	150	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	21.1	38.9	-327.5	10.1	6.3
PBR	2.3	1.2	1.3	1.6	1.3
PCR	9.3	10.0	12.2	6.6	4.9
EV/EBITDA	11.8	9.3	10.6	9.8	7.2
배당수익률	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0

서진시스템 PER 밴드 차트



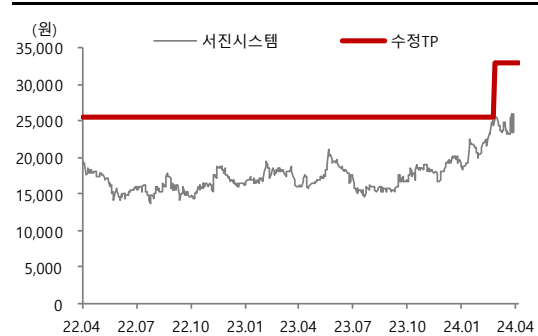
자료: Quantiwise, SK 증권

서진시스템 PBR 밴드 차트



자료: Quantiwise, SK 증권

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



## Compliance Notice

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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 02일 기준)

매수	95.98%	중립	4.02%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------