

# 서진시스템 (178320)

**박장욱**

jangwook.park@daishin.com

**투자의견**

**N.R**

**6개월 목표주가**

**N.R**

**현재주가**  
(24.01.09)

**19,510**

스몰캡업종

# ESS가 만들 성장 스토리

- ESS 부문 실적 개선에 따라 4Q23 실적 개선 전망
- 주요 고객사 플루언스향 매출 성장 + 신규 고객사향 매출 수혜 예상
- ESS 외 전기차 및 반도체 장비향 매출 성장도 기대됨

### ESS가 이끌 실적

동사는 알루미늄 다이캐스팅 업체. ESS, 반도체 장비, 통신장비, 반도체 장비향 등으로 매출이 발생함.

플루언스향 ESS 매출 성장 및 신규 고객사인 포인 물량 10월부터 매출 발생함에 따라 4Q23 턴어라운드 기대됨. ESS 부문 실적 개선에 힘입어 턴어라운드 전망. 4Q23 매출액 : 2,257억원, 영업이익 226억원 전망

### 지속되는 북미 ESS 시장 성장

동사 주요 고객사인 플루언스 에너지 4Q23 EBITDA 기준 흑자전환 달성. Fluence Energy 신규 수주 21A : 1,187 Mill \$ → 22A : 1,770 Mill \$ → 23A : 3,005 Mill \$ 기록. 수주 잔고, 22A : 2.2 Bill \$ → 23A : 2.9 Bill \$로 성장

ESS 시황에 힘입어 플루언스 에너지, 24 ~ 25년 매년 20 ~ 30%의 매출 성장 확산. 25년 기준 EBITDA 마진 10 ~ 15% 달성이 목표.

동사의 경우, ESS 부문내 기존 고객사 플루언스뿐 아니라 포인향 물량 추가. 이외에도 글로벌사향 양산매출 협의 중에 있는 중. ESS향 수혜 지속 전망

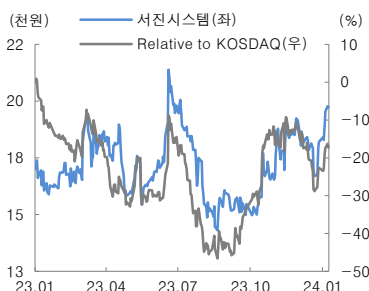
### 점차 더해질 배터리 및 반도체 장비향 매출

동사는 중국 업체 제외시, 테슬라 포함 유일한 전기차 기가 프레스 양산 경험 보유. 현재 전기차 시장의 주요 이슈는 단가 하락으로 전기차 부문의 Q 성장에 따른 수혜가 기대됨.

또, 반도체 장비의 경우, 주요 고객사인 램 리서치외 신규 고객사향 제품 개발 진행 중. 탈중국에 따른 수혜 기대됨.

KOSDAQ	884.64
시가총액	733십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	21,000원 / 14,620원
120일 평균거래대금	82억원
외국인지분율	5.65%
주요주주	전동규 외 9 인 31.32%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.8	25.4	3.8	14.8
상대수익률	1.2	15.7	1.7	-9.0



### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
매출액	392	322	606	788	761
영업이익	54	5	58	44	17
세전순이익	53	-2	45	15	14
총당기순이익	49	-6	39	2	11
지배지분순이익	49	-6	39	2	11
EPS	2,688	-304	2,091	43	287
PER	10.7	NA	20.7	408.2	63.2
BPS	7,279	6,682	9,753	14,358	15,559
PBR	2.0	3.8	2.0	1.4	1.3
ROE	20.3	-2.2	12.8	0.4	1.9

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

# I. ESS가 만들 턴어라운드

## 기대되는 북미향 ESS 시장

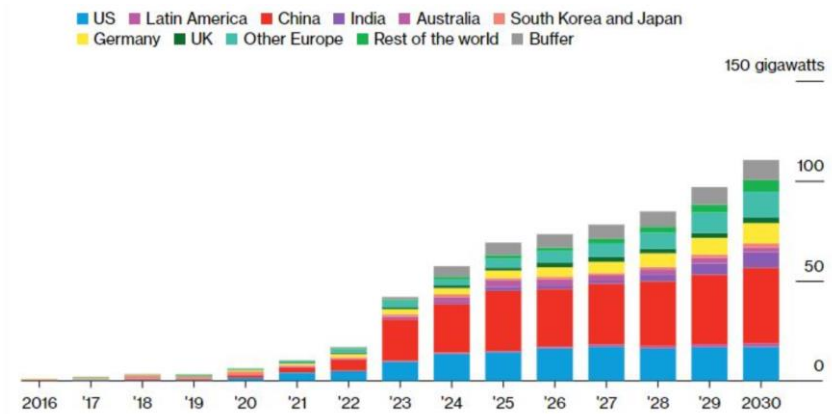
### 성장하는 글로벌 ESS 시장

속도조절론이 부각되고 있는 전기차 시장과 다르게 ESS 시장의 성장은 지속될 것으로 예상된다. ESS 설치 비용의 주된 부분을 차지하는 배터리 가격이 리튬 가격 하락과 동반하여 하향 안정화되고 있다. 동사의 경우, 배터리 가격을 고객사가 부담함에 따라 배터리 가격이 이익률에 미치는 영향은 없다. 다만, ESS 업체들 입장에서 주요 원재료 가격의 하향 안정화 됨에 따른 Q 상승 효과는 볼 수 있을 것으로 기대된다.

ESS 시장의 경우, 북미 및 중국의 시장 성장이 눈에 띌 것으로 기대된다. 전체 에너지원에서 신재생에너지의 비중이 확대됨에 따른 ESS의 수요는 지속될 전망이다.

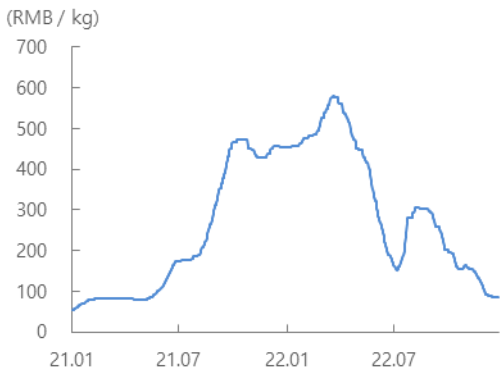
동사 ESS의 주요 고객사인 플루언스 에너지의 경우, 장기 수주 물량을 기반으로 봤을 때, 24 ~ 25년 매년 20 ~ 30%의 매출 성장을 자신하고 있는 상황이다.

그림 1. 글로벌 ESS 시장 증가 전망



자료: BloombergNEF, 대신증권 Research Center

그림 2. 하향안정화된 리튬 가격



자료: KOMS, 대신증권 Research Center

그림 3. Fluence Energy IR 내용 중

We -- what we can say is that we feel very, very comfortable about our '24 and '25 guidance and with what -- when we see how our converting pipeline into backlog. And we are in discussions with our customers, we feel that we're going to be able to meet very, very comfortably the '24 and '25 volume guidance that we just mentioned.

자료: Fluence Energy, 대신증권 Research Center

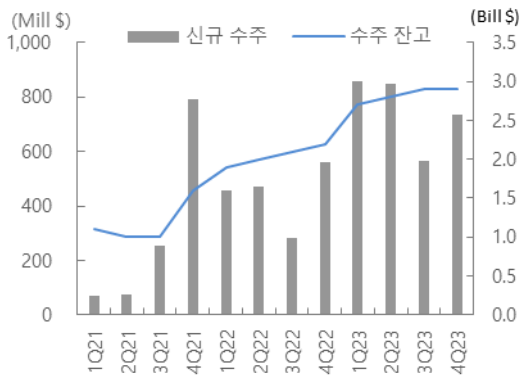
## 북미 ESS 업체 실적 현황

### 주요 ESS 업체 실적 성장 기록

북미의 대표적인 ESS 업체는 플루언스 에너지와 테슬라를 꼽을 수 있다. 플루언스 에너지의 경우는 동사의 주요 고객사이다. ESS 시장의 호조에 따라 플루언스 에너지와 테슬라 모두 신규 수주 및 매출액 그리고 이익률이 개선되는 흐름을 계속해서 나타내고 있다.

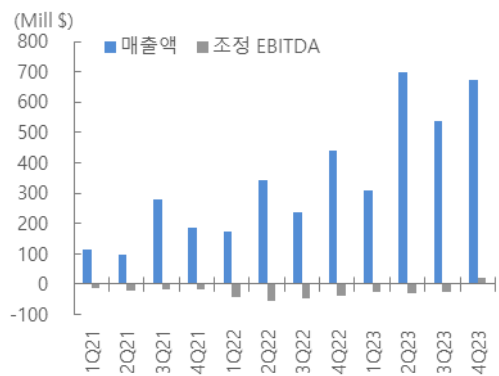
미국 대선을 앞두고 일부 노이즈가 있으나 공화당, 민주당의 당선 여부와 상관없이 신재생에 대한 투자가 규모있게 지속될 것으로 기대된다. 이에 따라 북미향 ESS 시장의 시황도 상당기간 유지될 것으로 기대된다.

그림 4. 플루언스 에너지 수주 추이



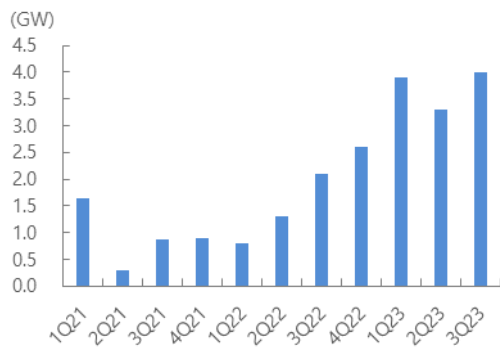
자료: Fluence Energy, 대신증권 Research Center

그림 5. 플루언스 에너지 매출액 및 EBITDA 추이



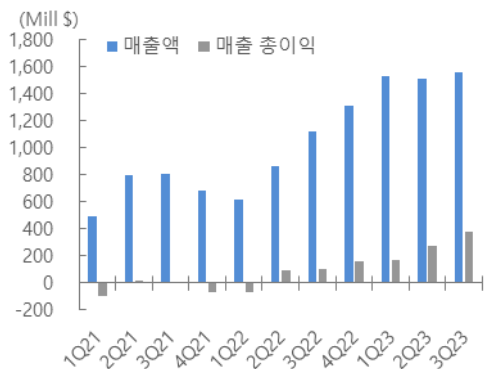
자료: Fluence Energy, 대신증권 Research Center

그림 6. 테슬라 분기별 ESS 설치량 추이



자료: Tesla, 대신증권 Research Center

그림 7. 테슬라 ESS 부문 매출액 및 매출총이익 추이



자료: Tesla, 대신증권 Research Center

### ESS가 이끌고 전기차, 반도체 장비 부문이 더해지고

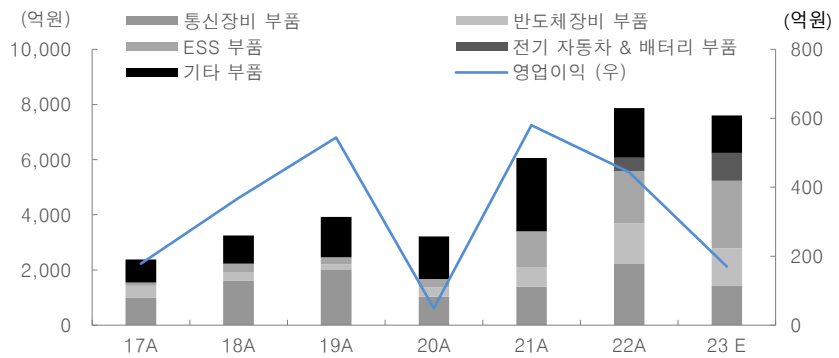
ESS 이외 전기차 부문 및 반도체 장비 부문 실적도 개선 전망

ESS 부문의 실적 성장에 힘입어 4Q23 분기 영업이익 턴어라운드를 예상된다. ESS의 경우, 기존 고객사인 플루언스 에너지에 더해 포원항 물량이 더해짐에 따른 효과가 기대된다. 또, 글로벌 고객사향 시제품 매출이 발생한 상황으로 향후, 양산 매출 발생에 따른 수혜도 기대되는 상황이다.

ESS 부문 이외에도 배터리 부문의 삼성 SDI 및 SK-on향 매출의 본격 발생에 따른 실적 성장이 기대된다. 또, 중국을 제외한 국가에서 테슬라와 더불어 유일한 기가프레스 양산 경험을 보유한 관계로 전기차 시장의 Q 성장에 따른 수혜가 기대된다.

반도체 장비항의 경우에도 주요 고객사인 램 리서치 이외의 신규 고객사향으로 제품을 개발하고 있다.

그림 8. 부문별 연도별 실적 전망



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

그림 9. 동사 배터리항 매출 부문



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

## II. 주요 QnA

### 주요 QNA

Q1. 24년도 실적 가이드스가 있다면 ?

- A. 아직 사업계획 수립 중. 23년 대비 24년 성장을 목표로 하고 있다. ESS부문의 본격적인 실적 성장이 기대된다.

Q2. 플루언스 및 포윈 이외 추가될 ESS 고객사가 있는지 ?

- A. 글로벌 업체 W와 H사향으로 현재 시제품이 나간 상황이고, 양산 매출에 대해서 협의 중에 있다.

Q3. 주요 고객사인 플루언스의 경우, 이제 분기 기준 EBITDA 흑자전환을 달성했고, 25년 타겟 EBITDA 마진이 10 ~ 15% 수준인데, 동사의 ESS 부문이 높은 영업이익률을 달성할 수 있는 것인지 ?

- A. 동사의 주요 경쟁사인 중국 업체들과 비교했을 때, 동사가 가격 경쟁력이 있는 상황이다. 동사의 수직 계열화를 통해서 원가 우위를 보유하고 있다.
- A. 경쟁사 대비 원가 우위에 있음에 따른 것으로 높은 마진을 유지할 수 있을 것으로 기대하고 있다.

Q4. ESS 부문의 기대해볼만한 부문이 또 있다면 ?

- A. 배터리향과 관련해 삼성 SDI 및 SK-on향 매출 발생에 따른 실적 성장이 기대된다. 또, 기가 프레스 양산 경험도 중국 업체를 제외하고는 동사와 테슬라 정도밖에 없는 상황이다. 전기차 시장의 경우, 가격 인하가 중요한 상황으로 기가 프레스 방식의 채택을 상승에 따른 수혜가 예상된다.

이외에도 반도체 장비의 경우에도 기존 고객사인 램 리서치 이외에 신규 고객사향 모델을 개발 중에 있다.

재무제표

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
매출액	392	322	606	788	761
매출원가	300	270	489	673	657
매출총이익	92	52	118	115	105
판매비와관리비	38	47	60	70	88
영업이익	54	5	58	44	17
영업이익률	13.9	1.5	9.6	5.6	2.2
EBITDA	89	39	107	109	89
영업외손익	-2	-7	-13	-29	-3
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	15	10	13	22	15
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-14	-18	-28	-53	-20
외환관련손실	5	5	5	21	17
기타	-2	1	2	2	2
법인세비용차감전순손익	53	-2	45	15	14
법인세비용	-4	-4	-6	-14	-3
계속사업순손익	49	-6	39	2	11
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	49	-6	39	2	11
당기순이익률	12.5	-1.8	6.4	0.2	1.4
비재배분순이익	0	0	0	0	0
재배분순이익	49	-6	39	2	11
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-3	5	2	2
포괄순이익	52	-33	84	21	30
비재배분포괄이익	0	0	0	0	0
재배분포괄이익	52	-33	84	21	30

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
EPS	2,688	-304	2,091	43	287
PER	10.7	NA	20.7	408.2	63.2
BPS	7,279	6,682	9,753	14,358	15,559
PBR	2.0	3.8	2.0	1.4	1.3
EBITDAPS	2,446	1,064	2,884	2,894	2,357
EV/EBITDA	8.1	32.3	11.0	11.3	14.0
SPS	10,838	8,892	16,413	20,958	20,260
PSR	1.3	2.8	1.2	0.9	1.0
CFPS	2,589	1,269	3,467	3,105	2,575
DPS	150	0	150	0	0

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
성장성					
매출액 증가율	20.9	-18.0	88.3	29.9	-3.3
영업이익 증가율	47.5	-91.0	1,082.2	-23.5	-61.6
순이익 증가율	51.5	적전	흑전	-95.8	561.1
수익성					
ROC	13.9	2.6	7.5	0.5	1.3
ROA	10.9	0.8	6.7	3.6	1.2
ROE	20.3	-2.2	12.8	0.4	1.9
안정성					
부채비율	111.0	186.1	191.5	156.7	151.8
순차입금비율	71.2	135.6	123.2	91.9	87.2
이자보상배율	6.2	0.4	2.8	1.5	0.0

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
유동자산	216	282	531	729	734
현금및현금성자산	26	22	24	19	45
매출채권 및 기타채권	41	57	112	157	153
재고자산	116	158	344	527	509
기타유동자산	33	44	52	26	26
비유동자산	347	410	519	656	739
유형자산	300	366	466	576	658
관계기업투자금	0	0	1	2	2
기타비유동자산	47	44	52	78	79
자산총계	563	692	1,050	1,385	1,472
유동부채	214	261	438	663	689
매입채무 및 기타채무	70	88	196	297	288
차입금	128	117	189	226	272
유동성채무	10	49	37	28	6
기타유동부채	6	7	17	112	123
비유동부채	82	189	251	182	199
차입금	75	86	43	48	65
전환증권	0	79	163	100	100
기타비유동부채	7	24	45	34	34
부채총계	296	450	690	845	888
자배지분	264	242	360	540	585
자본금	9	9	9	19	19
자본잉여금	128	144	180	171	171
이익잉여금	119	108	147	137	147
기타지분변동	7	-19	24	213	247
비재배지분	3	0	0	0	0
자본총계	267	242	360	540	585
순차입금	190	328	444	496	510

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
영업활동 현금흐름	-18	-36	-5	24	139
당기순이익	49	-6	39	2	11
비현금항목의 가감	45	52	89	115	86
감가상각비	34	34	49	64	72
외환손익	-1	-2	-4	-3	3
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	11	20	45	53	12
자산부채의 증감	-98	-63	-131	-62	46
기타현금흐름	-14	-19	-2	-30	-3
투자활동 현금흐름	-61	-111	-119	-215	-155
투자자산	0	0	-1	-60	0
유형자산	-61	-108	-117	-153	-153
기타	-1	-2	0	-2	-1
재무활동 현금흐름	81	142	126	185	205
단기차입금	52	9	42	48	45
사채	0	110	128	0	0
장기차입금	49	60	-13	17	17
유상증자	0	16	36	0	0
현금배당	-4	-5	0	-6	0
기타	-16	-47	-68	126	143
현금의 증감	1	-4	2	-5	26
기초 현금	25	26	22	24	19
기말 현금	26	22	24	19	45
NOPLAT	51	13	50	5	13
FCF	22	-66	-22	-95	-78

자료: 서진시스템, 대신증권 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 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### 서진시스템(178320) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	24.01.10
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	00.06.29
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240107)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	91.0%	9.0%	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