

서진시스템 (178320/KQ)

주가는 저평가, 사업은 탄탄대로

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 41,000 원(유지)

현재주가: 24,900 원

상승여력: 64.7%



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com
3773-8891

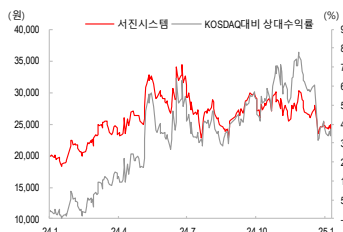
Company Data

발행주식수	5,625 만주
시가총액	14,006 억원
주요주주	
전통규(외11)	26.32%
네오솔루션즈(외2)	9.95%

Stock Data

주가(25/01/24)	24,900 원
KOSDAQ	728.74 pt
52주 최고가	34,450 원
52주 최저가	18,330 원
60일 평균 거래대금	230 억원

주가 및 상대수익률



매출 1조 클럽 가입 눈 앞, 사상 최고 실적 경신

지난해 연간 매출액 1 조 2,301 억원(YoY +58.0%), 영업이익 1,266 억원(YoY 158.5%)을 기록하며 **사상 최고 실적을 경신했을 것으로 추정**된다. 2024 년이 연간 매출액 1 조원을 넘어선 원년이 되는 것이다. 올해 실적에 대한 전망도 밝다. **사업부별 고른 성장 예상**되며, 올해도 두 자리 수 이상의 실적 성장률은 무난하게 기록할 것으로 전망된다.

주요 사업부별 고른 성장 예상

▶ **ESS**: 글로벌 ESS 시장에 대한 전망은 여전히 긍정적이다. 트럼프 대통령 취임 이후 전기차 보조금 제한 등 이차전지 시장에 대한 전반적인 부정적 여론이 있는 것은 사실이다. 하지만 인공지능의 발달 등과 맞물려 전력 수요는 지속적으로 증가 중이고, 전력의 효율적 활용을 위한 ESS 수요 증가에는 이견이 없다. 2025년에는 20 피트 이상 크기의 **중대형 ESS**에 대한 수요가 확대될 것으로 예상되며, 실제로 **주요 고객사의 제품 전환 움직임이 지난해 4 분기부터 시작**되었다. 따라서 **올해는 기존 ESS 양산 제품 + 중대형 신규 ESS 양산 제품 + 신규 고객사 양산 제품이 더해지는 모습**이 나타날 것으로 예상된다.

▶ **반도체**: 인공지능 경쟁 심화는 반도체 수요 증가로 이어질 가능성이 크고, 실제로 **글로벌 반도체 장비 기업들의 수주 금액은 반등**하고 있다. 글로벌 기업들의 기존 중국 생산 부품 대체 및 전환이 속도를 더해감에 따라 올해 반도체 장비 부품 관련 동사의 매출 비중은 크게 증가할 것으로 기대된다.

▶ **통신**: 5G-A 및 특화망(Local 5G) 구축, 저궤도 위성 통신, 6G 선행 개발, 양자암호통신까지 통신 장비에 대한 수요도 조금씩 회복 중이다. 마찬가지로 글로벌 통신장비 기업들의 중국 부품 생산 물량이 베트남으로 빠르게 이전되고 있는 점도 긍정적이다.

▶ **우주항공**: **올해부터 유의미한 실적을 확인할 수 있을 것으로 예상**된다. 저궤도 통신 위성의 발사 속도가 빨라질수록 지상 통신을 위한 게이트웨이/안테나 등의 수요가 증가할 개연성이 높고, 탑재체 통신 모듈 등 **양산 품목이 다양해질 가능성**도 높다.

현재 주가, 확실한 저평가 구간

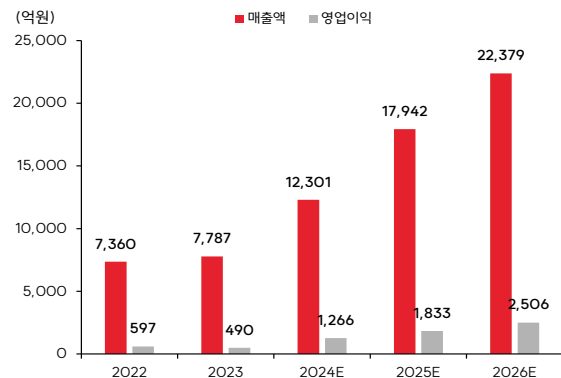
현재 주가는 연초 이후 한동안 부정적 루머(부진한 실적+공격적 추가 자금 조달)에 시달린 상황이다. 하지만 전방 산업의 성장성, 고객사 동향 등 주요 사업부 모두 순항 중인 것으로 파악된다. 올해 예상 EPS 기준 현재 주가는 PER 10배 수준에 불과하다. 동사가 달성하고 기록 중인 실적 성장성을 감안한다면 확실한 저평가 구간으로 판단된다. 지난해 12 월 주주가치 제고를 위한 자기주식 취득 및 소각 계획도 공시한 바 있으며, 배당도 다시 재개될 가능성이 높다. 주주가치 제고를 위한 적극적 움직임은 주가 하방 경직성을 더하는 역할을 할 것으로 기대된다.

[표 1] 서진시스템 연간 실적 추이

구분 (억원)	2024E					2025E					2026E
	Total	1Q	2Q	3Q	4QE	Total	1Q	2Q	3Q	4QE	
매출액	12,301	3,257	3,089	3,148	2,807	17,942	3,320	4,058	5,253	5,312	22,379
ESS	6,414	2,002	1,614	1,783	1,015	8,183	1,291	1,785	2,697	2,410	10,928
EV & Battery	1,235	307	307	281	340	1,603	330	345	425	503	2,444
반도체	1,862	334	517	467	544	2,944	653	718	761	812	3,600
통신	1,293	291	300	277	425	1,603	366	385	404	448	1,819
기타	1,437	323	351	340	483	3,609	680	825	966	1,139	3,588
영업이익	1,266	433	311	333	189	1,833	217	367	649	601	2,506
(OPM, %)	(10.3)	(13.3)	(10.1)	(10.6)	(6.7)	(10.2)	(6.5)	(9.0)	(12.4)	(11.3)	(11.2)

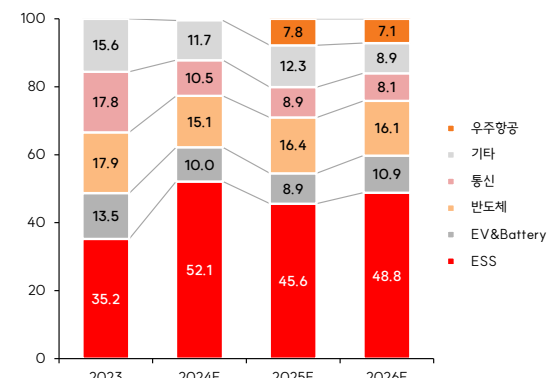
자료: 서진시스템, SK 증권 추정

[그림 1] 서진시스템 연간 실적 추이 및 전망



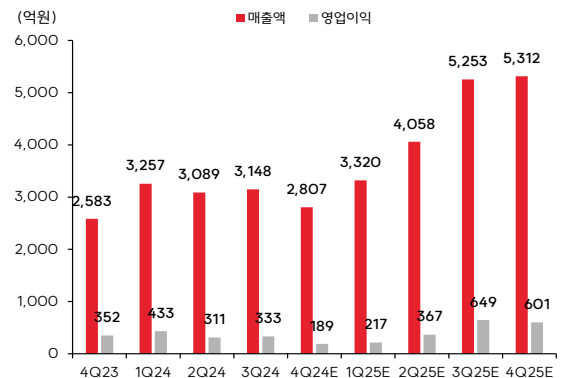
자료: 서진시스템, SK 증권 추정

[그림 2] 주요 사업 부문별 매출 비중 추이 전망



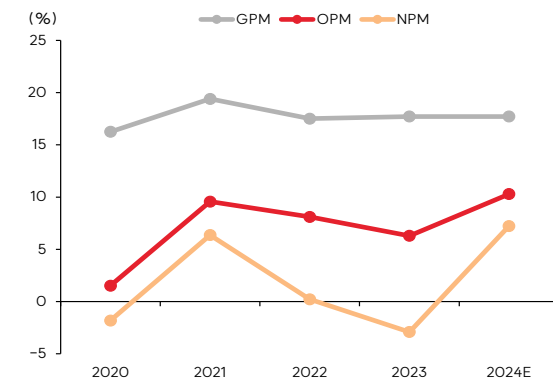
자료: 서진시스템, SK 증권 추정

[그림 3] 서진시스템 분기별 실적 추이



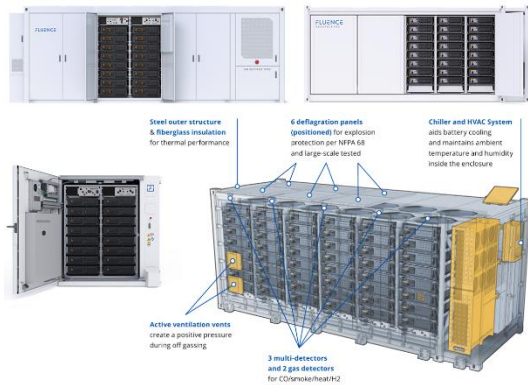
자료: 서진시스템, SK 증권 추정

[그림 4] 연간 수익성 추이



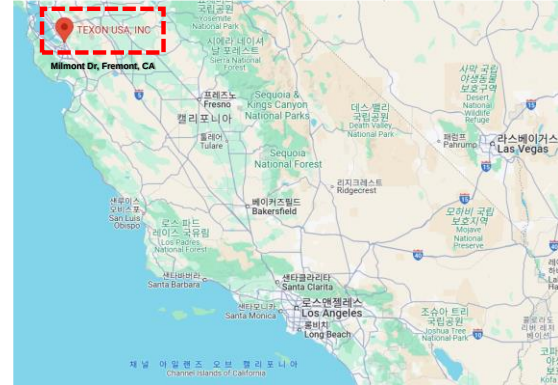
자료: 서진시스템, SK 증권 추정

[그림 5] ESS 주요 고객사의 제품 규모 확대



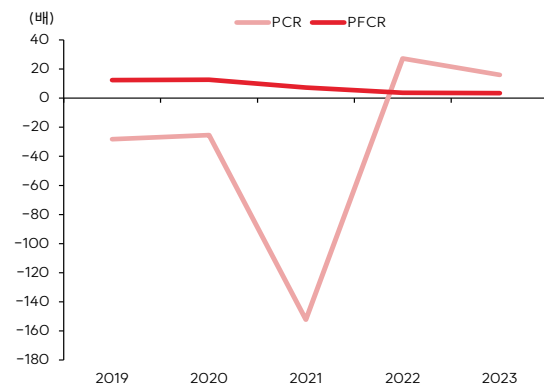
자료: Fluence, SK 증권

[그림 6] 미국 현지 주요 사업 전초기지 Texon USA



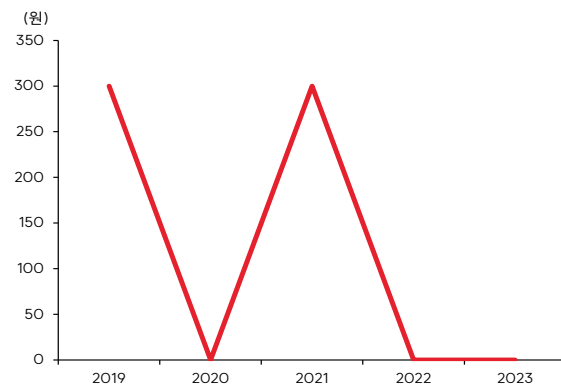
자료: Google Maps, Texon, SK 증권

[그림 7] 현금흐름 지표 추이



자료: 서진시스템, SK 증권

[그림 8] 주당 배당금(DPS) 추이



자료: 서진시스템, SK 증권

[표 2] 최근 자본 변동사항

변동일	주식구분	종류	변동 주식수 (주)	변동 후 자본금 (억원)	총 상장 주식수 (주)	상장일	공시일
24/09/25	보통주	CB 전환(국내)	13	281	5,625	24/10/15	24/10/10
24/08/14	보통주	스탁옵션행사	12	281	5,612	24/09/03	24/08/29
24/07/15	보통주	CB 전환(국내)	30	280	5,600	24/07/31	24/07/26
24/05/02	보통주	CB 전환(국내)	43	279	5,570	24/05/20	24/05/14
24/04/30	보통주	CB 전환(국내)	170	240	4,804	24/05/14	24/04/30
24/04/30	보통주	CB 전환(국내)	255	232	4,634	24/05/14	24/04/30
24/04/30	보통주	CB 전환(국내)	414	219	4,379	24/05/14	24/04/30

자료: 서진시스템, Dataguide, SK 증권

[표 3] Peer Group Valuation

구 분		A475150	A416180	A107640	A126340	A273640
		SK 이터닉스	신성에스티	한중엔시에스	비나텍	와이엠텍
시가총액 (억원)		4,269	2,911	2,678	1,774	1,302
직전 사업연도	매출액 (억원)	-	1,247	1,216	550	349
	영업이익 (억원)	-	84	-127	30	60
PER (배)	2021	-	-	-	33.0	28.8
	2022	-	-	-	18.7	16.9
	2023	-	19.8	-	135.9	24.8
	2024E	-	25.1	35.2	-	9.6
	2025E	-	-	13.9	80.6	9.3
PBR (배)	2021	-	-	3.3	4.8	4.2
	2022	-	-	2.8	3.4	3.6
	2023	-	2.2	9.5	3.9	2.8
	2024E	-	-	4.0	2.2	2.3
	2025E	-	-	3.1	2.1	2.2
PSR (배)	2021	-	-	0.7	5.1	6.2
	2022	-	-	0.7	3.1	4.4
	2023	-	1.5	1.1	4.9	4.7
	2024E	-	2.4	1.5	2.8	2.5
	2025E	-	-	0.9	2.0	2.3
EV/EBITDA (배)	2021	-	2.2	14.6	33.7	26.5
	2022	-	2.0	-	19.0	13.6
	2023	-	18.3	-	37.5	22.6
	2024E	12.5	-	16.8	67.5	-
	2025E	8.9	-	8.9	20.9	-
ROE (%)	2021	-	N/A(IFRS)	-10.3	16.0	17.3
	2022	-	28.9	-87.5	21.0	23.5
	2023	-	13.6	-89.2	3.2	11.3
	2024E	-	-	19.3	-6.5	26.8
	2025E	-	-	25.4	2.7	26.6
ROA (%)	2021	-	N/A(IFRS)	-2.0	8.4	16.0
	2022	-	12.1	-19.2	10.1	22.0
	2023	-	8.2	-15.5	1.5	10.7
	2024E	-	9.9	4.3	-2.9	23.5
	2025E	-	-	9.2	1.1	24.0

자료: DataGuide, DART, 각 사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	7,288	7,801	10,054	13,515	17,536
현금및현금성자산	188	161	535	2,015	4,037
매출채권 및 기타채권	1,572	1,195	1,824	2,609	3,235
재고자산	5,269	6,194	7,222	8,334	9,618
비유동자산	6,560	7,400	7,642	7,624	7,424
장기금융자산	8	3	4	6	7
유형자산	5,756	6,462	6,704	6,681	6,476
무형자산	55	66	62	60	60
자산총계	13,848	15,201	17,696	21,139	24,960
유동부채	6,631	9,200	10,512	12,231	13,725
단기금융부채	3,417	5,957	6,559	7,182	7,713
매입채무 및 기타채무	2,814	2,451	2,932	3,825	4,589
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,821	1,020	1,217	1,514	1,886
장기금융부채	1,747	949	1,105	1,351	1,683
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2	6	9	13	16
부채총계	8,452	10,220	11,729	13,745	15,611
지배주주지분	5,396	4,982	5,962	7,380	9,322
자본금	188	188	188	188	188
자본잉여금	1,712	1,712	1,808	1,859	1,859
기타자본구성요소	1,733	1,675	1,675	1,675	1,675
자기주식	0	-77	-77	-77	-77
이익잉여금	1,368	1,064	1,949	3,315	5,257
비지배주주지분	0	-1	5	14	27
자본총계	5,396	4,981	5,967	7,394	9,349
부채와자본총계	13,848	15,201	17,696	21,139	24,960

현금흐름표

12월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	242	426	766	1,418	1,802
당기순이익(손실)	16	-227	890	1,376	1,955
비현금성항목등	1,151	1,381	1,195	1,262	1,323
유형자산감가상각비	639	775	797	785	750
무형자산상각비	5	8	7	6	6
기타	507	598	391	471	568
운전자본감소(증가)	-621	-346	-935	-783	-947
매출채권및기타채권의감소(증가)	-12	431	-629	-784	-627
재고자산의감소(증가)	-1,866	-846	-1,028	-1,112	-1,283
매입채무및기타채무의증가(감소)	932	-354	482	893	764
기타	-419	-463	-501	-630	-868
법인세납부	-114	-82	-117	-194	-339
투자활동현금흐름	-2,143	-1,624	-1,007	-767	-549
금융자산의감소(증가)	-601	-18	-20	-25	-19
유형자산의감소(증가)	-1,534	-1,573	-1,038	-762	-545
무형자산의감소(증가)	-8	-16	-3	-5	-5
기타	0	-18	53	24	20
재무활동현금흐름	1,844	1,170	788	796	739
단기금융부채의증가(감소)	191	299	602	623	531
장기금융부채의증가(감소)	72	1,059	156	246	332
자본의증가(감소)	4	0	96	51	0
배당금지급	-56	0	0	-60	-60
기타	1,634	-189	-65	-64	-65
현금의 증가(감소)	-53	-28	375	1,480	2,022
기초현금	241	188	161	535	2,015
기말현금	188	161	535	2,015	4,037
FCF	-1,292	-1,147	-272	656	1,257

자료 : 서진시스템, SK증권 추정

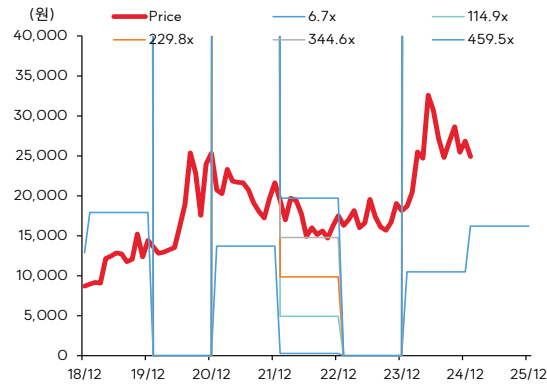
포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	7,360	7,787	12,301	17,942	22,379
매출원가	6,072	6,407	10,122	15,026	18,778
매출총이익	1,288	1,379	2,179	2,916	3,601
매출총이익률(%)	17.5	17.7	17.7	16.3	16.1
판매비와 관리비	691	889	913	1,082	1,095
영업이익	597	490	1,266	1,833	2,506
영업이익률(%)	8.1	6.3	10.3	10.2	11.2
비영업손익	-292	-487	-259	-264	-212
순금융손익	-284	-439	-332	-307	-255
외환관련손익	-4	-51	58	30	26
관계기업등 투자손익	9	2	0	0	0
세전계속사업이익	305	3	1,008	1,569	2,294
세전계속사업이익률(%)	4.1	0.0	8.2	8.7	10.2
계속사업법인세	136	25	117	194	339
계속사업이익	169	-22	890	1,376	1,955
중단사업이익	-153	-205	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	16	-227	890	1,376	1,955
순이익률(%)	0.2	-2.9	7.2	7.7	8.7
지배주주	16	-226	884	1,367	1,942
지배주주귀속 순이익률(%)	0.2	-2.9	7.2	7.6	8.7
비지배주주	0	-1	6	9	13
총포괄이익	208	-284	890	1,376	1,955
지배주주	208	-283	886	1,368	1,945
비지배주주	0	-1	5	7	10
EBITDA	1,240	1,273	2,070	2,625	3,261

주요투자지표

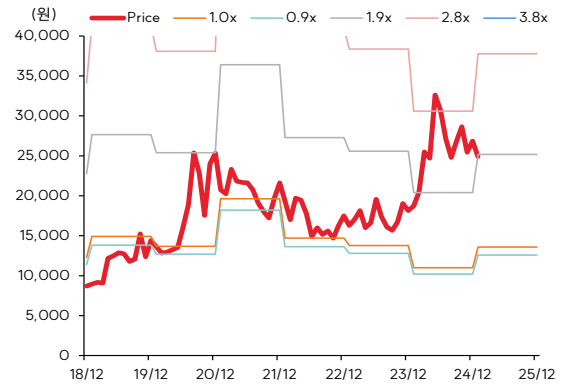
12월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	21.4	5.8	58.0	45.9	24.7
영업이익	2.9	-17.9	158.5	44.8	36.7
세전계속사업이익	-32.4	-99.1	37,905.9	55.8	46.1
EBITDA	16.4	2.6	62.6	26.8	24.3
EPS	-56.2	적전	흑전	54.5	42.1
수익성 (%)					
ROA	0.1	-1.6	5.4	7.1	8.5
ROE	0.4	-4.3	16.2	20.5	23.3
EBITDA마진	16.9	16.4	16.8	14.6	14.6
안정성 (%)					
유동비율	109.9	84.8	95.6	110.5	127.8
부채비율	156.7	205.2	196.6	185.9	167.0
순차입금/자기자본	91.9	134.8	118.6	87.1	56.3
EBITDA/이자비용(배)	4.3	2.9	6.1	7.8	9.7
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	450	-55	1,572	2,429	3,453
BPS	14,358	13,461	10,736	13,257	16,710
CFPS	1,755	1,484	3,001	3,836	4,796
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	38.9	-327.5	17.1	10.2	7.2
PBR	1.2	1.3	2.5	1.9	1.5
PCR	10.0	12.2	8.9	6.5	5.2
EV/EBITDA	9.3	10.6	10.7	7.6	5.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

[그림 9] 서진시스템 PER 밴드 차트



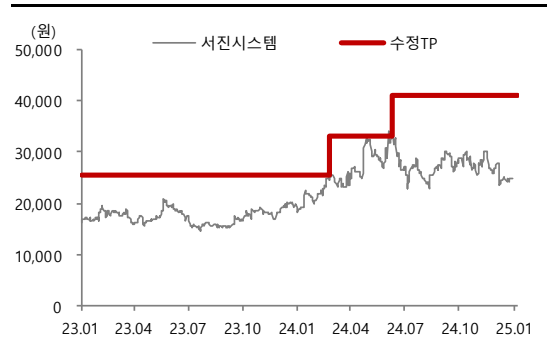
자료: DataGuide, SK 증권

[그림 10] 서진시스템 PBR 밴드 차트



자료: DataGuide, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.07.10	매수	41,000원	6개월		
2024.03.27	매수	33,000원	6개월	-16.66%	3.18%
2023.03.14	매수	25,500원	6개월	-29.09%	-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 (2025년 01월 31일 기준)

매수	97.47%	중립	2.53%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------