

서진시스템 (178320)

점점 더 커지는 덕커브 확대될 ESS시장 대장주



박장욱

jangwook.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

41,000

신규

현재주가

32,400

(24.05.29)

스몰캡업종

- 알루미늄 다이캐스팅 기반 제조사업 영위. 매출 60% ESS에서 발생
- 재생에너지 확대로 경제성이 확보되기 시작한 ESS 시장
- 목표주가 41,000원. 현재주가 대비 업사이드 26% 보유 추정

ESS용 알루미늄 다이캐스팅 사업을 주로 영위

서진시스템은 알루미늄 다이캐스팅을 기반으로 케이스 제조 및 PCB 등 조립 턴키 수행 후 납품하는 사업을 영위 중. 매출 구성은 1Q24 기준 ESS 60%, 전기자동차 및 배터리 부품 10%, 반도체 장비 10%, 기타 20%로 구성

신재생이 커지고 ESS도 커진다. 확대되는 ESS의 경제성

1) 첨두부하 대응에 사용되는 발전원은 ESS 혹은 가스발전소임. 재생에너지 확대로 낮 시간에 낭비되는 전기의 저장 필요성이 커짐. 미국 일부 지역의 경우, 30년간 첨두발전용 발전소 총 운영비용은 가스플랜트 100%가 \$ 2,706 Mill인 반면, 태양광 + BESS의 운영비는 \$ 2,547 Mill로 일부 지역에서 첨두부하 대응에서 태양광 + BESS의 경제성이 가스플랜트를 앞선 것으로 추정

2) 미국 내에서 캘리포니아 등 대규모 태양광이 설치된 지역들을 선두로 ESS시장의 본격적인 성장이 시작. 캘리포니아에 이어 텍사스, 버지니아 등에서 신재생에너지 시장이 확대됨에 따라 ESS 시장도 동반 확대될 것. S&P 글로벌에 따르면, 2023년 ESS의 연간 글로벌 설치량은 79GWh에서 2030년 400GWh ~ 500GWh로 5 ~ 7배 가량 성장할 것으로 전망

3) 전기차시장의 원가절감을 위한 초대형 다이캐스팅 공법의 적용 확대가 예상된다. 9,200톤 및 12,000톤 다이캐스팅 선제적 확보로 경쟁력 보유

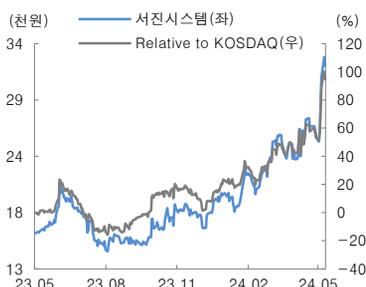
목표주가 41,000원. 현재 주가대비 업사이드 26% 보유

24년 예상 EPS 2,068 원에 목표 PER 20 배를 적용한 목표주가 41,000원(상승여력+26%) 제시. 목표 PER는 유사업종 평균 PER 14배에 ESS부문의 고속 성장에 따른 프리미엄을 부여한 PER 할증율 40%를 적용해서 산정

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	----------	----	---	---	---

KOSDAQ	851.01
시가총액	1,780십억원
시가총액비중	0.44%
자본금(보통주)	28십억원
52주 최고/최저	32,750원 / 14,620원
120일 평균거래대금	160억원
외국인지분율	10.87%
주요주주	전동규 외 10 인 26.37%
	샘플라워2022 홀딩스 유한회사 7.65%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	36.0	60.0	70.0	92.9
상대수익률	36.9	62.3	63.1	91.2



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

Contents

기업개요	3
투자포인트 1) 침투발전. 뚜렷한 ESS의 장점	6
투자포인트 2) 신재생과 함께 확대되는 ESS	9
투자포인트 3) 전기차. 초대형 다이캐스팅	14
이슈 - 전환사채 및 관련	15
실적추정 및 밸류에이션	16

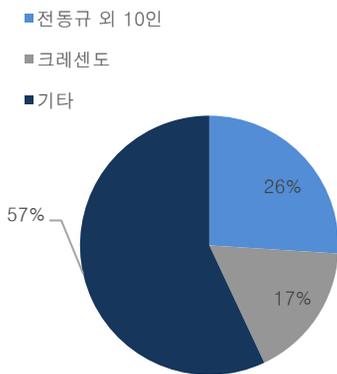
1. 기업개요

매출액 60% ESS에서 발생

서진시스템의 주요 주주는 최대주주 전동규 외 10인 26%, 크레센도 17% 그리고 기타 주주 57%로 구성되어 있다.

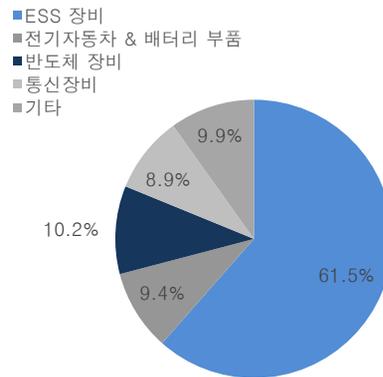
1Q24기준 매출의 60% 가량이 ESS부문에서 발생하고 있다. ESS부문의 매출액이 24년 7,114억원(+YoY159%), 25년 9,248억원(+YoY30%)으로 당분간의 실적 성장을 견인할 것으로 전망한다. ESS부문이 성장과 더불어 전기자동차 & 배터리부품 역시 24년 매출액 1,991억원(+YoY90%), 25년 2,224억원(+YoY12%) 으로 전기차 시장 성장과 함께 성장이 기대된다.

그림 1. 주주현황



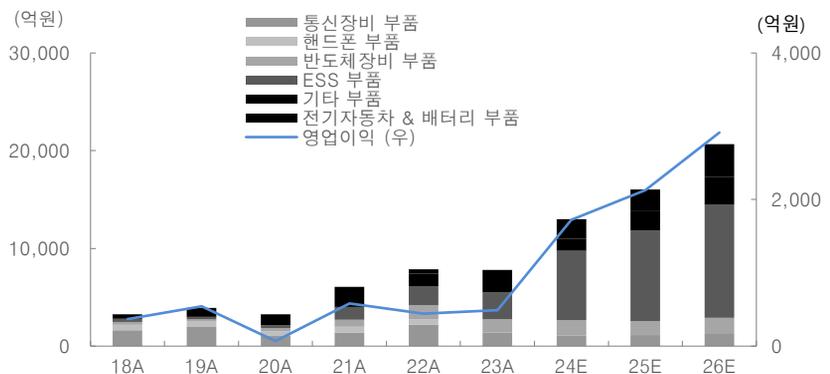
주: 24년 5월 29일 기준
자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

그림 2. 부문별 매출액 비중



주: 1Q24 기준
자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

그림 3. 서진시스템 연도별 부문별 실적 추정



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

서진시스템 – 부문별 영위 사업

ESS, 전기차 및 배터리, 반도체 장비, 기타 사업 영위

주요 사업은 크게 4부분으로 나눌 수 있다. 현재 매출의 60%를 차지하는 ESS부문은 배터리를 고객사로부터 받아와서 PCB 등 조립 및 납품하는 형태다. 배터리 가격은 고객사에서 부담하기 때문에 배터리 가격과 영업이익은 무관하다. 전기차 및 배터리 사업은 배터리팩 하우징 및 엔드플레이트 제조 및 납품 등을 영위하고 있다. 반도체 부문은 웨이퍼 이송장비, 기타부문은 데이터센터용 PCB 조립 및 셸프 조립 매출 등이 포함되어 있다.

산업별로 차이가 있으나, 공통적으로 알루미늄 다이캐스팅을 기반으로 부품의 제조 및 PCB 등 조립 후 턴키로 매출을 발생시키고 있다.

그림 4. ESS



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

그림 5. 전기차 및 배터리 부품



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

그림 6. 반도체 장비



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

그림 7. 데이터센터 및 기타



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

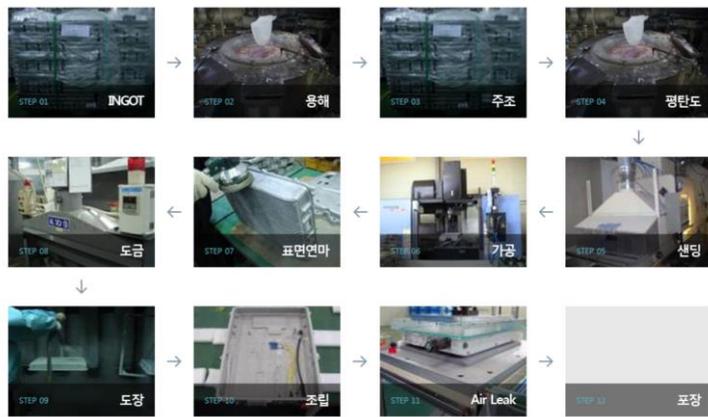
서진시스템의 강점

수직계열화 및 선제적인 확보를 통한 원가 및 납기 경쟁력 보유

서진시스템의 강점은 첫째, 수직계열화다. 원재료인 잉곳 조달부터 제품의 생산까지 일원화를 이뤄냈다. 이를 통해서 원가 경쟁력, 납기 대응력 등을 확보했다.

둘째는 대규모 투자를 통한 규모의 경제 확보다. 서진시스템은 베트남 박장 및 박린성에서 공장을 운영 중이다. 총 평수 기준으로 29만평으로 축구장 120개 정도의 규모로 대규모의 부지를 보유하고 있다. 현재 매출액 기준 2조원 이상의 매출액 캐파를 보유하고 있으며, 향후 추가적인 증설이 가능하다.

그림 8. 수직계열화



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

그림 9. 대규모 공장부지 확보

02

글로벌 공급 인프라 구축

OSEOJIN SYSTEM

■ 사업장 소재지 현황

- ✓ 국내 6개 사업장, 미국 사업장, 중국 2개 사업장
- 사업장 위치: 경기도 부천/의정부/화성/용인, 경북 구미, 미국 샌프란시스코, 중국 심천
- ✓ 베트남 5개 법인
- 해외 법인: 서진시스템베트남, 서진베트남, 서진오토, 서진베트남, 텍슨베트남
- 사업장 위치: 베트남 박린성 락옌선 공단 / 박장성

텍슨 USA

텍슨베트남 (박린 5공장)

텍슨베트남 (박린 2공장)

텍슨베트남 (박린 4공장, 6공장)

텍슨베트남 (박린 3공장)

텍슨베트남 (박린 1-5공장)

텍슨베트남 (박린 2공장)

텍슨베트남 (박린 3공장)

텍슨베트남 (박린 4공장)

텍슨베트남 (박린 5공장)

텍슨베트남 (박린 6공장)

텍슨베트남 (박린 1-5공장)

구분	서진시스템	텍슨 의정부	텍슨 구미	텍슨 화성	미국	중국	텍슨 USA
생산제품	통신케이블/주조소	반광 제품	통신케이블/반도체 장비/ESS 장비	반도체 장비	통신 케이블	반도체 장비(Aurubush)	반도체 장비
면적	7,095㎡	4,110㎡	7,982㎡	5,630㎡	3,500㎡	3,183㎡	1,416㎡
건설연월	2007년 10월	2001년 02월	2009년 06월	2020년 06월	2002년 05월	2009년 08월	2016년 03월

구분	서진베트남 (박린 1-5공장)	서진시스템베트남 (박린 2공장)	서진베트남 (박린 3공장)	서진오토 (박린 4공장)	텍슨베트남 (박린 5공장)	서진시스템 베트남 (박린 6공장)	서진베트남 (박린 1-5공장)
생산제품	코어케이블 조립	통신케이블 가공	용역/장교/통신 장비/자동차 부품 전자/에너지 자동차 부품	전자/에너지 자동차 부품 코어/일부 부품	통신케이블/반도체 장비/ESS 장비	통신케이블 등 주조	중공/주조/통신/반도체/코어/케이블/프레스/가공/소도/도/도/도
면적	15,000㎡	16,000㎡	41,000㎡	148,500㎡	132,000㎡	5,459㎡	394,434㎡
건설연월	2014년 10월	2014년 12월	2011년 10월	2016년 12월	2016년 12월	2018년 05월	2019년 01월

자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

II. 투자포인트 1 – 첨두부하대응. ESS의 장점

첨두부하에서 가지는 ESS의 뚜렷한 장점

재생에너지 확대로 전력망 순부하가 마이너스가 되는 현상이 나타나기 시작함

가스발전소의 주된 역할 중 하나는 첨두발전에 있다. 첨두발전은 기저발전 이외에 순간적으로 증가하는 전기의 수요를 대응하기 위한 발전이다. 보통 총부하의 10% 미만은 Simple - Cycle로, 20% 이상은 Combined - Cycle을 통해서 대응한다.

시간대별로 전기수요가 다르기 때문에 첨두발전의 필요성은 항상 존재 해왔다. 다만, 재생에너지의 비중이 커지면서, 전체 전력망 *순부하가 낮에만 큰 폭으로 낮아지는 현상이 발생했는데, 이를 덕커브라고 한다.

* 순부하(Net Load)

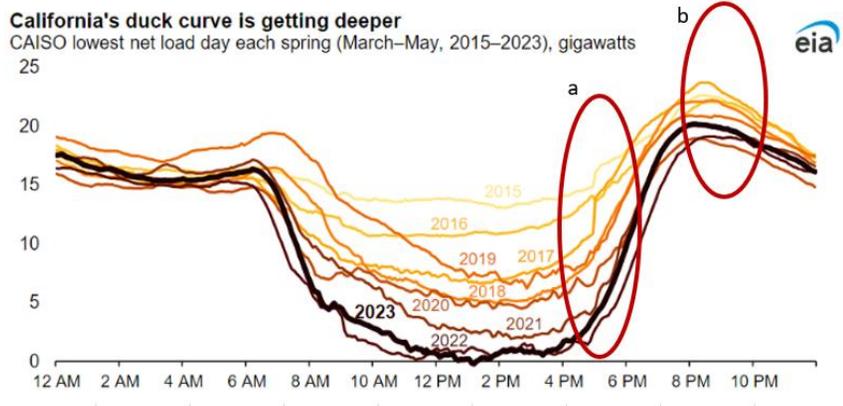
총 전기수요 - 기저발전 전기량

ESS는 첨두부하 대응에서 뚜렷한 장점을 가지고 있는데, 첫째, 덕커브에서의 첨두부하(Peak-Load)문제를 가스발전으로 전부 해소할 수 없기 때문이다. [그림 10.] 덕커브에서 b구간은 기존처럼 추가 발전을 통해서 해소할 수 있더라도 a구간의 남은 전기는 가스발전으로 저장할 수 없기 때문이다. 지속적인 태양광, 풍력 에너지 투자로 인해서 이제 일부 지역에서는 전력망의 순부하가 마이너스가 나타나고 있다. 낮에는 전기가 흘러넘쳐서 이를 저장해야 하는 수요가 커지고 있는 셈이다. 이는 ESS로 해결할 수 있고, ESS 중에서는 현재 BESS(Battery Energy Storage System)가 가장 적합한 성격을 지니고 있다.

둘째, BESS의 경제성이 점차 확보되고 있다는 점이다. 기존발전소는 24시간 동안 순부하가 마이너스가 되는 구간에 온 적이 없었기 때문에 언제든지 전기를 생산해서 쓸 수 있는 가스플랜트의 첨두부하대응에서의 경제성은 ESS대비 월등히 높았다.

하지만, 전력부하가 낮시간에 마이너스에 이르는 a구간이 발생하면서, BESS의 경제성이 확보되기 시작하였다. 낮에 전기 생산량이 필요량을 초과하면서 잉여전기를 저장해서 판매할 유인이 생겼기 때문이다.

그림 10. 캘리포니아 덕커브



자료: California Independent System Operator, EIA, 대신증권 Research Center

점차 확보되는 ESS의 경제성

30년 운영 가정 시,

총 운영비

가스플랜트

\$ 2,706 Mill

태양광 + BESS

\$ 2,547 Mill

로 태양광 + BESS 단

지가 약 10% 더 저렴

같은 500MW의 발전단지를 비교했을 때, 가스플랜트는 1시간에 500MW의 에너지를 24시간 생산할 수 있는 개념이고, ESS는 1시간에 500MW의 에너지를 몇 시간 용량만큼 저장할 수 있느냐에 따라서 다르다. 에너지의 총 에너지량은 MWh로 표현되는데, 500MW/1000MWh를 가정하면, 시킨당 500MW의 방출할 수 있으며, 2시간동안 저장 해서 방출할 수 있다는 뜻이다.

하루 중 1,000MW의 부하를 4시간 견디기 위한 첨두부하 대응 발전소를 가정하면, 1) 가스플랜트 1,000MW 혹은 2) 태양광 700MW + BESS 2,000MW의 발전소가 필요하다.

1) 가스플랜트의 총비용은 \$ 2,706 Mill이며, 2) 태양광700MW + BESS 2,000MW의 총 비용은 \$ 2,547 Mill로 첨두부하발전용으로 태양광 + BESS 단지가 약 10% 가량 더 저렴하다는 계산이다.

클린 에너지 캐나다 역시, 온타리오와 앨버타의 첨두발전에 들어가는 비용이 천연가스는 23cent/kWh 인 반면, 태양광 + BESS의 경우, 21Cent/KWh로 태양광 + BESS 발전이 첨두발전에 들어가는 비용보다 더 저렴해졌다고 분석한 바 있다.

BESS의 경제성 확보는 재생에너지의 확대에 있다. 재생에너지의 확대가 지속된다면, 첨두부하대응에서 ESS가 더 경제성을 나타내는 지역이 더 많이 나타날 것으로 전망한다.

그림 11. 가스플랜트 VS. 태양광 + BESS 플랜트의 총비용 비교

(단위: Mill \$)

	총비용*	a) 총 공사비	b) 전기생산비	c) 유지보수비	필요 MW	단지 조성 공사비
플랜트 1	가스	2,706	1,087	1,511	109	1,000
플랜트 2	태양광	2,413	447	0	45	700
	BESS		1,117	0	804	2,000

주: 총비용: a) + b) + c)

주 c): 유지보수비는 단지 조성비의 10%를 가정. ESS의 경우.

30년 운영기간 중 10년 단위로 BESS 전체 교체 가정. 배터리 가격은 10년, 20년 뒤 각각 63%, 73% 하락 가정(BNEF 추정)

주: 발전소에서 리튬이온전지가 차지하는 비중 60%, 교체 설치비용은 신규설치비용대비 각 9%p, 7%p 하락 가정

자료: EIA, 대신증권 Research Center 추정

그림 12. 플랜트별 경제성 추정 주요 가정

항목	주요가정
가스	천연가스 가격 3\$/MMBTU, 첨두부하에 필요한 가스는 11.5MMBTU/MWh로 가정
태양광	태양광 이용률 25% 가정. 미국 태양광 평균 이용률 적용
BESS	LFP 배터리 사용연한 10년, 10년뒤 교체시, 배터리 가격은 현재 대비 63% 하락(BNEF 추정) BESS 단지는 500MW/1000Wh로 단지로 가정

자료: 대신증권 Research Center

그림 13. 플랜트별 운영기간별 소요 비용 추이



주: 배터리 10년 단위로 교체. 교체 비용은 10년 감가상각 가정.
 이외 전체 비용의 10%의 교체비는 30년간 감가상각 가정
 자료: EIA 대신증권 Research Center 추정

그림 14. 각 에너지 단지별 설치용량 및 설치비용

(단위: MW, \$ Mill)

	풍력	태양광	천연가스	BESS
총 설치용량	12,872	12,643	7,280	3,072
총 설치비용	18,700	19,800	6,700	5,500
MW 당 설치비용	0.7	0.6	1.1	0.6

주: 2021년 기준
 자료: EIA, 대신증권 Research Center

Ⅲ. 투자포인트 2 – 신재생과 함께 확대되는 ESS

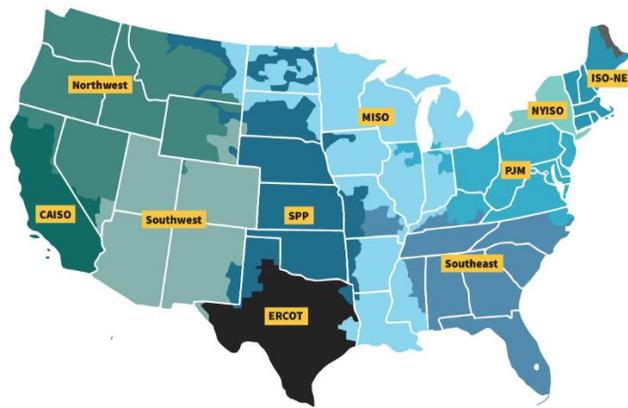
은퇴하는 석탄, 떠오르는 신재생에너지

미국전역에서 감소중인 석탄발전소.
그 자리를 대체하는 재생에너지

한국의 전력시장은 한국전력에서 일괄적으로 관리하는 반면, 미국의 전력망 시장은 여러 개의 독립 시스템 운영회사(ISO)와 지역 전송 기관(RTO)로 구성되어 있다. 각 시장들 별로 신재생에너지 도입률 등에 따라서 차별적으로 운영되고 있다. 캘리포니아가 위치한 CAISO와 텍사스가 위치한 ERCOT가 신재생에너지에 도입에 적극적인 편이다.

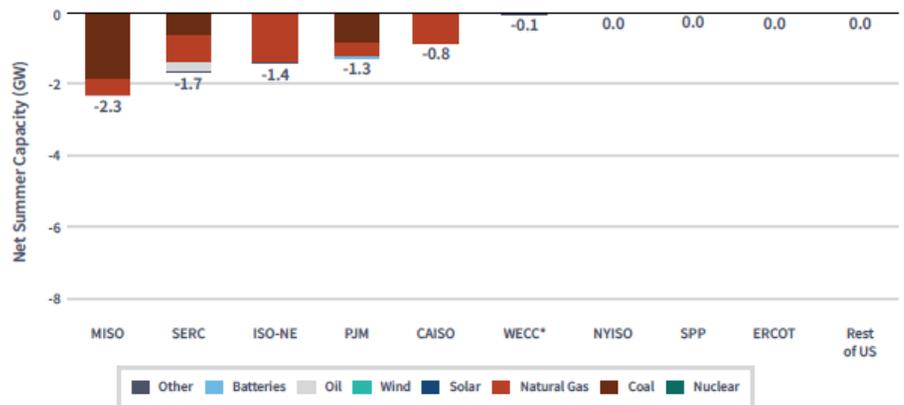
미국 연방 에너지청 (Federal Energy Regulatory Commission)의 2024년 여름 에너지 시장 보고서에 따르면, 미국 전역으로 노후 석탄 및 가스발전소의 폐쇄가 나타나고 있는 중이다. 그 자리는 재생에너지와 ESS 그리고 피크발전용 가스발전소가 채워나가고 있다.

그림 1. 지역별 사업을 영위중인 미국



자료: EIA, 대신증권 Research Center

그림 2. 미국 주요 전력망업체 순감소 전력원 현황 및 전망 (23년 10월 ~ 24년 9월)



자료: Federal Energy Regulatory Commission, 대신증권 Research Center

다가오는 재생에너지의 시대

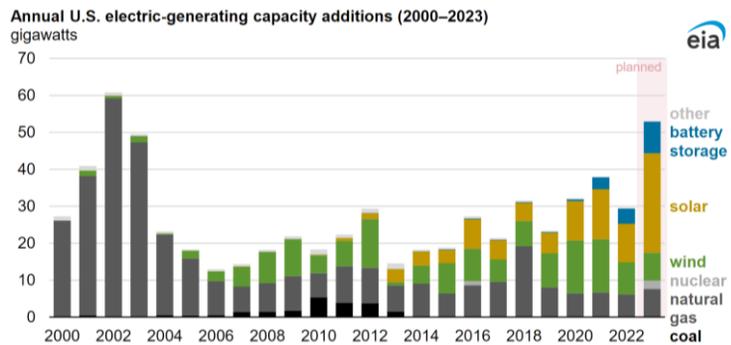
2013년부터 태양광
2021년부터 BESS가
미국에서 본격적으로
성장

EIA의 연도별 에너지원별 증설 용량을 보자면, 2013년부터 점차 확대되기 시작한 태양광 시적이 2023년 큰 폭으로 성장했음을 확인할 수 있다. 또, 21년부터 BESS가 점차적으로 성장하면서 태양광과 마찬가지로 BESS도 2023년에 상당 폭 성장하였다.

미국 에너지청의 합산에 따르면, 23년 10월 ~24년 9월까지의 기설치 용량 및 전망을 보면, 캘리포니아가 포함된 CAISO는 신규 발전설비 용량의 절반 이상의 BESS이며, 텍사스가 포함된 ERCOT지역의 BESS 설치용량이 전체용량의 20% 가까이 됨을 확인할 수 있다.

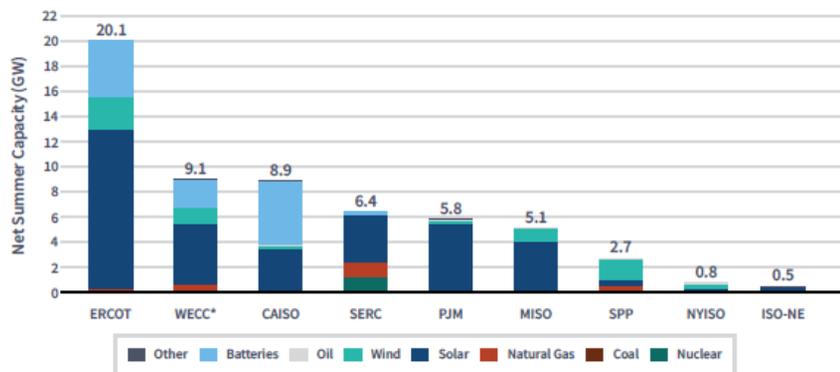
그림 3. 미국 주요 전력망업체 전력원별 순증가 현황 및 전망

Wind, solar, and batteries increasingly account for more new U.S. power capacity additions



자료: EIA, 대신증권 Research Center

그림 4. 미국 주요 전력망업체 전력원별 순증가 현황 및 전망 (23년 10월 ~ 24년 9월)



자료: Federal Energy Regulatory Commission, 대신증권 Research Center

덕커브도 커지고, ESS도 커지고

- 신재생 증가
- = 덕커브 증가
- = ESS 필요성 증가

주요 전력망 업체 중 BESS의 성장이 두드러진 CAISO와 ERCOT는 모두 태양광의 설치량이 타 지역보다 높은 지역이라는 공통점이 있다.

신재생에너지인 태양광발전은 낮에는 전기생산량이 많고, 전기수요가 증가하는 밤에는 전기를 생산하지 못 하는 성격으로 인해서 덕커브 [그림6]가 발생한다.

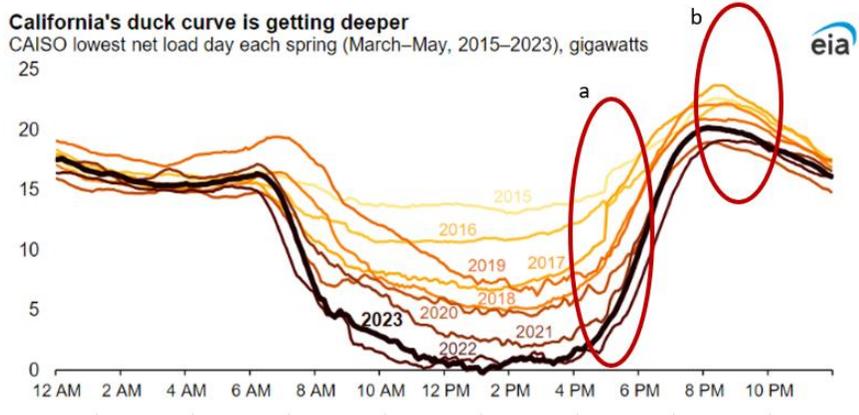
이는 투자포인트1에서 다루었듯이 덕커브가 발생하고 전력의 순부하가 마이너스에 다가오는 지역일수록 ESS의 경제성이 확보되며, 필요성이 확대된다는 점과 일맥상통하는 결과다. 기존에 태양광에 적극적이었던 CAISO 및 ERCOT에 이어서 PJM, MISO 등의 지역에서도 태양광 등 설치량의 증가가 나타나고 있다는 점에서 점차 ESS 시장의 성장여력은 확대될 것으로 전망한다.

그림 5. 미국 태양광 발전 용량 상위 10개 지역



자료: Consumer Affairs, EA, 대신증권 Research Center

그림 6. 캘리포니아 덕커브



자료: California Independent System Operator, EA, 대신증권 Research Center

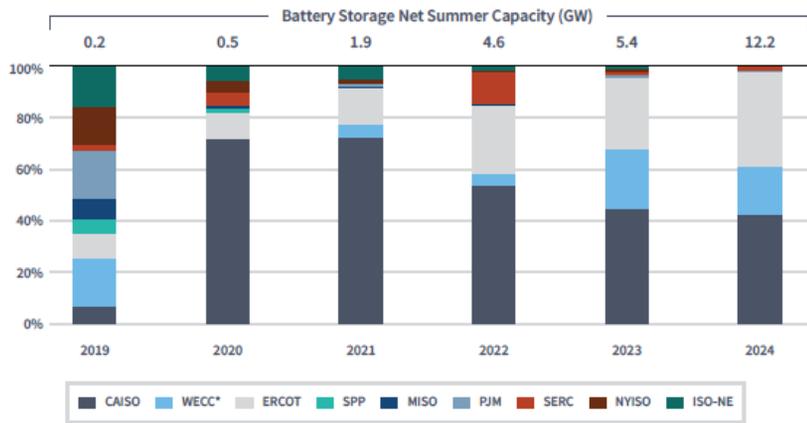
초고속 성장하는 BESS

연간 ESS 순용량 증가는 23년 5.4GW에서 24년 12.2GW로 초고속 성장 이어가는 중

실제 미국의 연도별 ESS 순용량 증가는 20년 0.5GW에서 24년 12.2GW로 초고속 성장을 이어가고 있다. 특히 22년 이후 성장폭이 가파르게 늘어나고 있는데, 이는 태양광을 적극적으로 늘려왔던 CAISO에서 낮 시간에 턱커브가 마이너스에 이른 것과 연관이 있는 것으로 추정된다.

S&P 글로벌은 23년 BESS의 연간 설치량이 79GWh로 22년 대비 2배 이상 증가하였으며, 2030년에는 연간 신규설치량이 400~500GWh에 이를 것으로 전망하고 있다. 현재 기준으로 연간 신규설치량 기준 5~7배에 이르는 성장을 전망하고 있는 셈이다.

그림 7. 미국 전력사업자별 ESS 순설치량 증가 추이



자료: Federal Energy Regulatory Commission, Research Center

주요 고객사의 파이프라인 증가 + 계속되는 턴어라운드

플루언스 에너지 연간
파이프라인 QoQ 22%
증가.

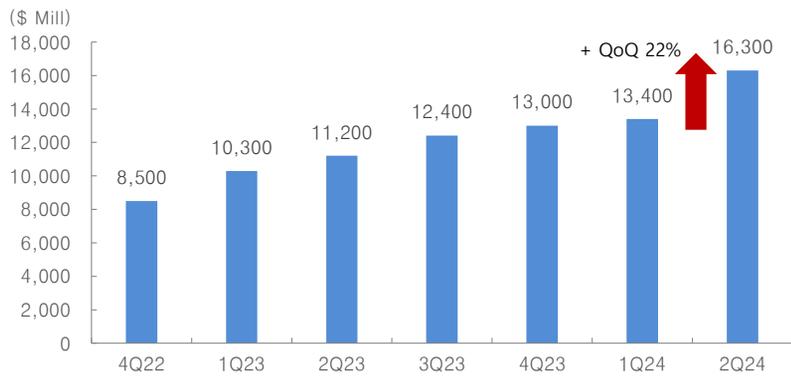
플루언스 에너지는 글로벌 BESS업체 내 점유율 1위 사업자다. 현재 서진시스템은 글로벌 1위 업체인 플루언스 에너지와 7위인 포원에너지를 고객사로 두고있으며, 이외에도 글로벌업체인 H사 및 W사에 BESS 납품을 위해 준비중에 있다.

계속되는 FCFF 분기
턴어라운드

주요 고객사인 플루언스에너지는 2년내에 수주가 가능한 물량을 파이프라인이라고 해서 제시하는데, 2Q24에 제시한 파이프라인은 \$ 16.3B로 1Q24대비 QoQ 22% 대폭 증가하였다. 또, FCFF가 1Q24 \$18Mill 에 이어서 2Q24에도 \$88Mill로 흑자 전환된 상황이다.

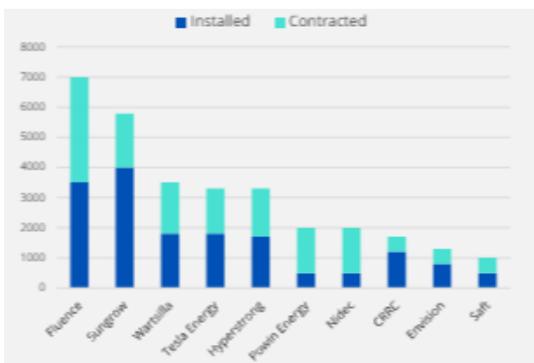
전방고객사의 수주가능한 물량 증가, FCFF의 턴어라운드 성공은 서진시스템에 긍정적인 신호다. 전방고객사의 수주 증가 및 이익 증가에 따라서 서진시스템으로의 수주 증가 및 실적증가로 이어질 것으로 기대된다.

그림 8. 플루언스 에너지 파이프라인



자료: Fluence Energy, 대신증권 Research Center

그림 9. 전 세계 10위 BESS 업체 Capacity



자료: S&P Global, 대신증권 Research Center

그림 10. 플루언스 에너지 분기별 실적 추이 (\$ Mill)

	4Q23	23A	1Q24	2Q24
신규 수주액	737	3,005	1,100	713
수주잔고	2,900	2,900	3,700	3,700
매출액	673	2,218	364	623
조정 EBITDA	20	-61	-18	-6
FCFF	-165	-115	18	88

자료: 플루언스에너지, 대신증권 Research Center

Ⅲ. 투자포인트 3 – 전기차. 초대형 다이캐스팅

전기차 원가절감과 초대형 다이캐스팅. 결국 가야할 길

선제적인 투자로 앞서 가고 있는 서진시스템

전기차 시장의 주된 화두 중 하나는 원가절감이다. 원가절감의 한 방법은 테슬라가 기가프레스라고 명명한 초대형 다이캐스팅 공법이 있다. 초대형 다이캐스팅 공법은 기존에 여러 개의 부품들을 조립하고 용접하던 것을 대폭 축소시켜 12 ~ 14개의 제품으로 제작 및 조립하는 방식이다. 현재 전기차 내 초대형 다이캐스팅 공법의 사용율은 10% 미만으로 알려져 있다.

초대형 다이캐스팅의 경우, 대규모 장비를 보유할수록 기공이 적어지고, 더 많은 종류의 장비를 만들어 낼 수 있다는 장점이 있다.

대부분의 장비사들은 3,500톤 규모를 보유하고 있었고, 현재 6,000 ~ 9,000톤 규모의 용량으로 다이캐스팅 장비들이 설치되고 있는 상황이다. 현재 서진시스템은 6,850톤 장비를 보유하고 있고, 1H24 중 9,200톤 장비의 설치가 될 계획이다. 2H24부터는 도시바와 OEM을 통해 12,000톤 규모의 다이캐스팅 장비 제작 및 판매를 시작할 예정이다.

지금의 9,200톤 장비 완성차 업체들이 보유한 규모로는 가장 큰 용량 규모로 알려져 있다. 12,000톤 규모는 알루미늄다이캐스팅 규모 중 전 세계에서 가장 큰 규모다.

대규모 다이캐스팅 장비를 보유함에 따라 글로벌 전기차 업체들로부터의 초대형 다이캐스팅 부분의 수주 확대가 기대된다.

그림 11. 서진시스템 대형 다이캐스팅



자료: 디일렉, 대신증권 Research Center

VI. 이슈

전환사채 전환 및 인적분할

전환사채 전환에 따른
일부 오버행 이슈 존
재

24년 4월 1,769만주의 전환사채 전액이 전환이 되었다. 전환사채는 발행주식총수 대비 47%에 달하는 물량이다. 전환된 물량 중 280만주는 대표이사의 물량이다. 이외 전환사채 물량 중 1,063만주는 내년 6월까지 32,000원에 대표이사가 재매수해주는 풋옵션 계약이 체결되어 있다.

주가가 32,000원 이상으로 상승시에 오버행 우려가 일부 존재한다.

인적분할과 관련된 이
슈 당분간 없을 전망

또, 24년 5월 ESS부문 및 이외부문으로 인적분할 이슈가 있었으나, 상정적격성 실질심사 대상 제외가 되었다. 향후 1년간은 인적분할이 어려운 상황으로 당분간 분할과 관련한 이슈는 없을 전망이다.

V. 실적추정 및 밸류에이션

ESS가 보여줄 24년. 한번 더 도약할 25년

ESS의 매출 성장이
당분간 도드라질 것

ESS시장의 가파른 성장에 따른 수혜가 기대된다. ESS부문의 매출액은 24년 7,114억원(+YoY159%), 25년 9,248억원(+YoY30%)으로 실적 성장 견인을 전망한다. ESS부문 성장과 더불어 전기자동차 & 배터리부품 역시 24년 매출액 1,991억원(+YoY90%), 25년 2,224억원(+YoY12%)으로 전기차 시장 성장과 함께 성장이 기대된다.

초대형 다이캐스팅의 고객사 확보시, 전기자동차 및 배터리 부품의 성장은 기존 추정대비 더 가파르게 나타날 수 있을 것으로 전망한다.

그림 12. 서진시스템 연도별 실적 추정

(단위: 억원)

	18A	19A	20A	21A	22A	23A	24E	25E	26E
매출액	3,246	3,924	3,239	6,062	7,875	7,786	12,985	16,032	20,669
YoY		20.9%	-17.5%	87.2%	29.9%	-1.1%	66.8%	23.5%	28.9%
- 통신장비 부품	1,611	2,022	1,033	1,390	2,213	1,385	1,114	1,116	1,334
- 핸드폰 부품	560	531	478	587	519	-	-	-	-
- 반도체장비 부품	296	185	338	709	1,478	1,394	1,544	1,445	1,554
- ESS 부품	326	259	304	1,305	1,898	2,744	7,114	9,248	11,560
- 기타 부품	453	927	1,086	2,071	1,290	1,215	1,222	1,999	2,887
- 전기자동차 & 배터리 부품	-	-	-	-	477	1,048	1,991	2,224	3,334
매출원가	2,613	3,003	2,696	4,886	6,729	6,407	10,183	12,575	16,212
매출총이익	633	921	543	1,176	1,146	1,379	2,802	3,457	4,458
- 매출총이익률	19.5%	23.5%	16.8%	19.4%	14.6%	17.7%	21.6%	21.6%	21.6%
판매비와관리비	264	377	474	596	703	889	1,075	1,327	1,543
영업이익	369	544	69	580	443	490	1,725	2,130	2,914
- 영업이익률	11.4%	13.9%	2.1%	9.6%	5.6%	6.3%	13.3%	13.3%	14.1%
세전이익	366	528	-22	451	152	3	1,739	2,143	2,926
법인세비용	43	38	36	65	136	25	383	472	644
당기순이익	323	490	-58	386	16	-227	1,152	1,467	2,078
지배주주순이익	648	1,003	-383	1,225	16	-509	1,152	1,467	2,078

자료: 대신증권 Research Center

표 1. 서진시스템 부문별 분기 실적추이

(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
매출액	1,401	1,921	2,203	2,351	1,978	1,772	1,604	2,433	3,257
YoY	4.1%	39.4%	26.9%	46.8%	41.2%	-7.8%	-27.2%	3.5%	64.7%
영업이익	28	-23	174	265	87	-174	31	545	433
- 영업이익률	2.0%	-1.2%	7.9%	11.3%	4.4%	-9.8%	1.9%	22.4%	13.3%
세전이익	117	-227	89	174	165	-346	-172	355	388
당기순이익	86	-279	95	115	134	-339	-179	157	373
지배주주순이익	285	9	769	-1,047	435	-667	-409	132	844

자료: 대신증권 Research Center

목표주가 41,000 원 현재 주가대비 26% 업사이드 보유 전망

목표주가 41,000원

목표주가는 24년 예상 EPS 2,068원에 적정 PER 20배를 적용하여 산정하였다. 목표주가 41,000원 현재주가 대비 26%의 업사이드를 보유한 것으로 추정한다.

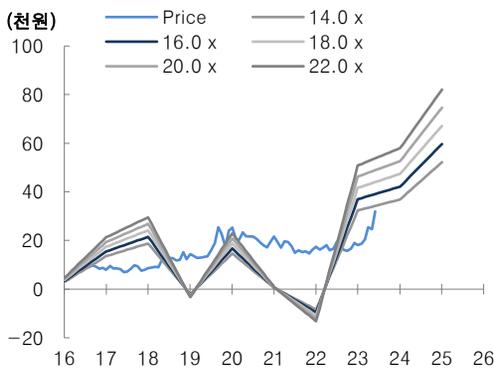
적정 PER은 국내 상장 알루미늄 관련업체인 에치에프알, KH바텍, 에스에프에이, 신홍에스이씨, 한온시스템 업체인 에치에프알의 24년 평균 PER 14배에 40%를 할증하여 적용하였다. 할증의 이유는 ESS 부문의 고속 성장에 따른 할증 프리미엄을 부여하였다.

그림 13. 서진시스템 P/E 밸류에이션

항목명	단위	비고
EPS	원	2,068 (a): 24년 예상 EPS
비교 EPS	배	14 (b): 국내 상장 장비 가공 업체
할증율	%	40 (c): ESS 시장 성장에 대한 할증 프리미엄
적정 PER	배	20 (d): (b) * (1+ (c))
목표주가	원	41,000
현재주가	원	32,400 2024년 5월 29일 종가 기준
상승여력	%	26%

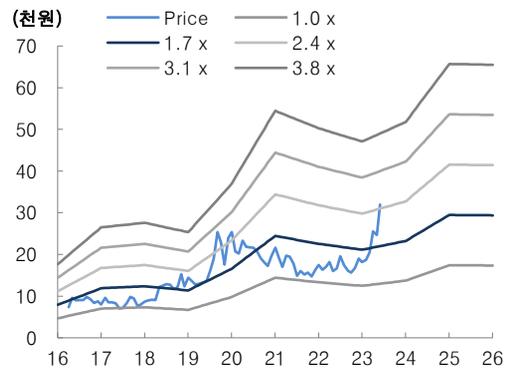
자료: 대신증권 Research Center

그림 14. 서진시스템 P/E 밴드



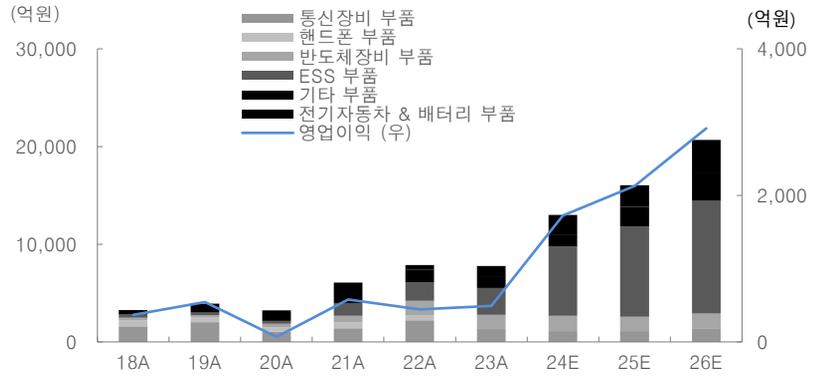
자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

그림 15. 서진시스템 P/B 밴드



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

그림 16. 서진시스템 연도별 부문별 실적 추정



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

그림 17. 서진시스템 주가추이 및 이벤트



자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

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
비재배분순이익	0	0	0	0	0
재배분순이익	2	-23	115	147	208
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	19	-6	2	-1	0
포괄순이익	21	-28	117	146	208
비재배분포괄이익	0	0	0	0	0
재배분포괄이익	21	-28	117	146	208

Valuation 지표 (단위: 원 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	43	-608	2,336	2,656	3,762
PER	4082	NA	132	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					
ROC	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

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
유동성채무	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
비재배지분	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
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

자료: 서진시스템, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

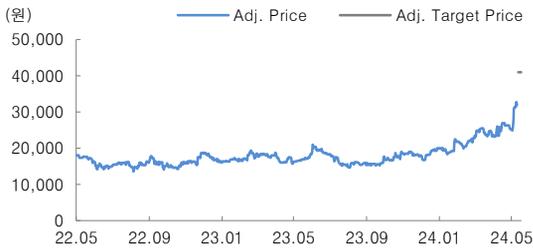
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

서진시스템(178320) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.05.31
투자의견	Buy
목표주가	41,000
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:20240526)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	95.5%	4.5%	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 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상