

2024. 7. 9



▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA 윤동준

02. 6454-4886

dongjun.yoon@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월) -

현재주가 (7.9) 32,700 원

상승여력 -

KOSDAQ	860.42pt
시가총액	18,215억원
발행주식수	5,570만주
유동주식비율	48.84%
외국인비중	8.82%
52주 최고/최저가	34,050원/14,620원
평균거래대금	327.6억원

주요주주(%)

전동규 외 10 인	26.37
샘플라워2022 홀딩스 유한회사	7.65
네오솔루션즈 외 1 인	5.72

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.6	67.6	73.9
상대주가	12.4	72.3	75.3

주가그래프



서진시스템 178320

Everything Everywhere

- ✓ 강력한 내재화, 규모의 경제에 기반한 제조 경쟁력으로 다양한 어플리케이션 진출
- ✓ ESS 외에도 반도체, 전기차, 데이터센터 등 다양한 수요 창출 기대
- ✓ Tesla의 2Q24 ESS 설치량 급증이 증명하듯 2024년 ESS 시장은 전환점 맞이
- ✓ 고객사 다변화에 힘입어 ESS 매출 2024년 7천억원 → 2025년 1조원
- ✓ 급격한 탑라인 성장이 모든 잠재적 리스크를 덮고도 남음

수요처를 ESS로 한정할 수 없는 제조 경쟁력

나사부터 완제품까지 생산할 수 있는 강력한 내재화, 규모의 경제에 기반한 제조 경쟁력이 ESS 외에도 다양한 산업군에서 수요를 창출하고 있다. 우선 동사는 Lam Research, Mattson Technology, ASML 등과 증착장비 등 다양한 반도체 장비 제작에 협업하고 있는데 2025년을 기점으로 주문량이 크게 늘어날 전망이다. 전기차 부문에서는 초대형 다이캐스팅 공법을 통해 차체를 생산할 계획이다. 이를 위해 하반기부터 기가프레스를 도입한다. 데이터센터, 위성 통신 사업에도 주목해야한다.

2024년은 ESS 성장의 분기점. 고객사 확대에 대한 기대도 기대

Tesla의 2Q24 ESS 설치량 급증이 증명하듯 2024년 ESS 시장은 전환점을 맞고 있다. 재생에너지 확대, 전력 수요 급증, 배터리 가격 하락 등 성장 동인이 구조적으로 지속될 전망이다. 한편, 삼성SDI가 Nextera로부터 1조원 규모의 수주가 예상되는 등 Fluence, Powin 외에도 동사의 매출처 다변화가 예상되며 추가적으로 글로벌 기업 향으로도 공급을 논의 중이다. 탈중국과 수요 급증이라는 두 과제를 동시에 대응해야 하는 ESS SI 입장에서 동사 이외에 선택할 수 있는 옵션이 많지 않다. 2024년 7천억원 내외의 ESS 매출이 2025년 1.0조원 이상으로 증가할 전망이다.

무엇보다 탑라인 성장에 초점을 맞출 때

신제품 생산에 따른 생산 이슈, 고정비 부담, 자금 조달 등 잠재적인 리스크 요인이 없는 것은 아니다. 그러나 지금은 급격한 탑라인 성장이 모든 잠재적 리스크를 덮고도 남는다. 컨센서스 기준 12.4배의 2025E PER에 거래되고 있는데, 향후 성장의 기율기 대비 저평가되어있다는 판단이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	392.4	54.4	48.7	1,344	0.0	7,279	10.7	2.0	8.1	20.3	111.0
2020	321.9	4.9	-5.5	-152	적전	6,682	-166.5	3.8	32.3	-2.2	186.1
2021	606.2	58.0	38.6	1,045	흑전	9,584	20.7	2.3	11.8	12.8	191.5
2022	736.0	59.7	1.6	43	-95.9	14,358	407.9	1.2	9.3	0.4	156.7
2023	778.7	49.0	-22.6	-600	적전	13,257	-30.2	1.4	10.6	-4.3	205.2

베트남에서 확인한 강력한 제조 경쟁력

당사는 베트남 박장, 박닌 공장 탐방을 통해 동사의 제조 경쟁력을 눈으로 확인할 수 있었다. 동사의 내재화 경쟁력은 비교할 Peer를 찾기 어려울 정도로 다방면에 뻗쳐있었다. 알루미늄 용해부터 시작한 금속 제조 능력은 물론 PCB, 하네스를 자체 생산한다. 비슷한 비즈니스 모델을 갖추기 위해서는 대규모 토지 및 유형자산 투자가 필요하고, 숙련된 인력 조달 역시 중요하기 때문에 경쟁사에서 따라잡지 쉽지 않을 전망이다.

현재 ESS 사업부가 동사의 주력 사업이지만 향후 반도체, 전기차 부문에서의 성장에도 주목해야할 것으로 보인다. 우선 반도체 사업에서는 Lam Research, ASML, Mattson Technology 식각장비, 증착장비 등 다양한 반도체 장비 제작에 협업하고 있는데 2025년을 기점으로 고객사들에서의 주문량이 크게 늘어날 것으로 보인다. 미-중 무역분쟁, 대만-중국 간의 갈등이 고객사들로 하여금 중국보다는 베트남 생산기지를 찾도록 강요하고 있다.

전기차 부문에서는 초대형 다이캐스팅 공법을 통해 차체를 생산할 예정인데 (Tesla의 기가캐스팅, 현대차의 하이퍼캐스팅에 적용되는 공법), 이를 위해 9,200톤급 프레스를 2024년 하반기 중 설치, 향후 12,000톤급 프레스를 도시바와 협력하에 자체 생산할 계획이다. 통신 산업에서는 Arista Network에 데이터센터 랙에 들어가는 Shelf를 공급하며, 위성 통신 산업에도 부품을 납품한다.

그림1 동사의 주력 제품: Fluence의 '큐브'



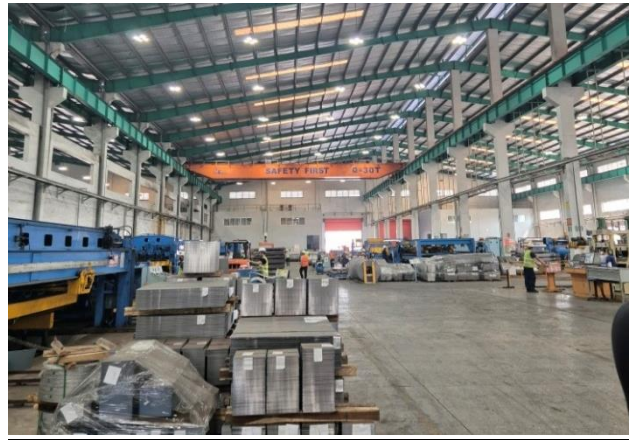
자료: 뉴스타운

그림2 알루미늄 용해 공정



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림3 잉곳부터 빌렛 등 반제품을 자체 생산



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림4 PCB 전공정, 후공정을 모두 자체 수행



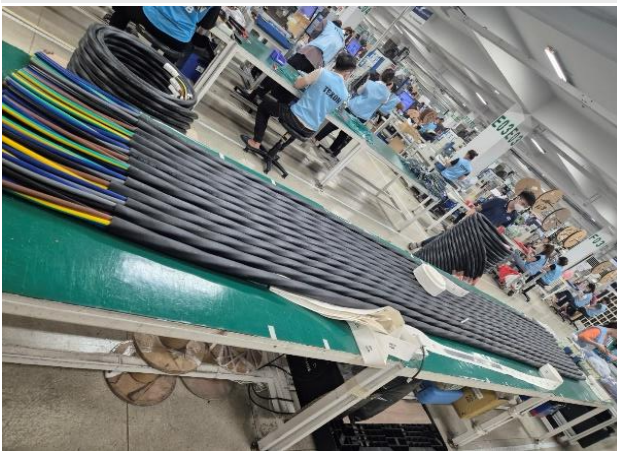
자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림5 자체 생산 PCB



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림6 전선, 하네스도 자체 생산



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림7 랙 제조 공정



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

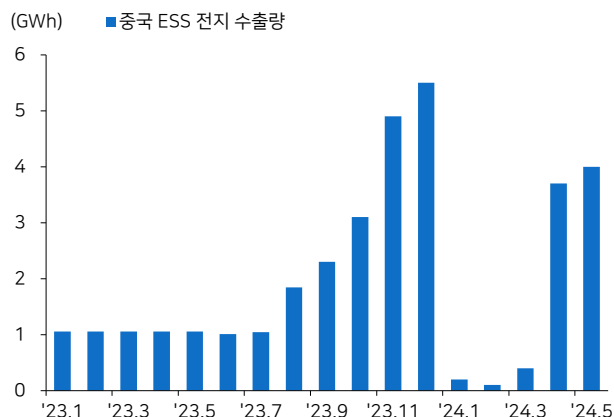
분기점을 맞은 ESS

동사의 제품이 적용되는 다양한 산업군 중 2024년, 2025년까지 ESS가 단연 돋보일 전망이다. Tesla의 2Q24 ESS 설치량 급증이 증명하듯 2024년 ESS 시장은 전환점을 맞고 있다. 재생에너지 확대, 전력 수요 급증, 송변전 혼잡, 배터리 가격 급락 등이 겹쳐진 결과다. EIA에서는 2024년 ESS 설치량을 15.2GW(124% YoY), 2025년에는 10.0GW로 예상하고 있다. 조금 더 현실적인 Wood Mackenzie는 2024년 ESS 설치량을 35.8GWh(+33% YoY)로 예상하고 있다(유틸리티급 뿐만 아니라 상업용, 주택용도 포함).

미국 ESS 시장이 비교적 최근인 2021년부터 형성되었다는 점, SATA(Storage As a Transmission Asset) 등 신규 어플리케이션도 남아있다는 점을 감안했을 때 ESS 시장은 아직도 성장 구간의 초입에 있다는 판단이다.

동사는 글로벌 선도권 SI인 Fluence, Powin향으로 공급 중이며 하반기 이후 대형 글로벌 고객을 발굴하기 위해 노력할 예정이다. 국내 고객사의 시장 진출에도 주목해야한다. 언론에 따르면 동사의 고객사인 삼성SDI는 ESS 제품인 'SBB'를 미국 유틸리티 Nextera Energy에 공급할 예정이며 규모는 6.3GWh(약 1조원) 수준이다.

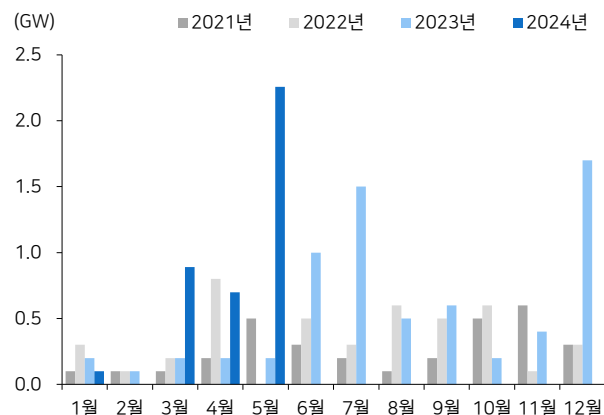
그림8 중국 ESS 수출 데이터:
계절적으로 1Q 급감. 2Q부터 성장 재개



주: 통계 기업 범위는 BYD, Honeycomb Energy, Guoxuan Hi-Tech, CATL, Ruipu Lanjun, Yiwei Tineng, Xinwangda 등

자료: CABIA, 메리츠증권 리서치센터

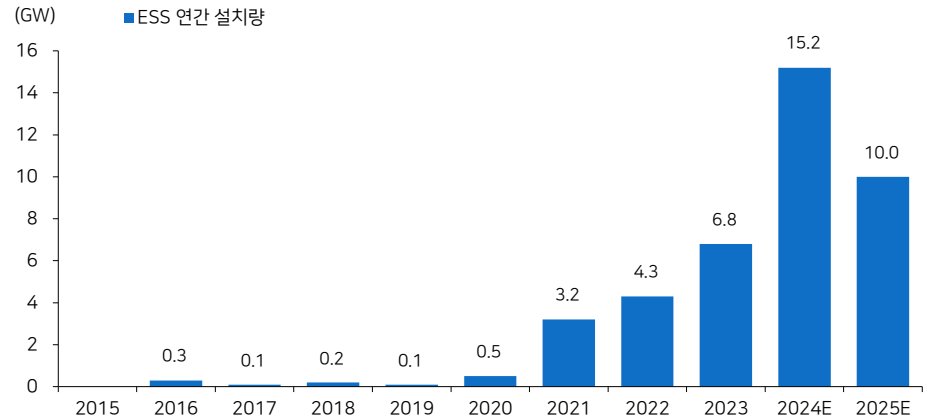
그림9 미국 ESS 월별 설치량 추이



주: 2024년 5월은 전망치

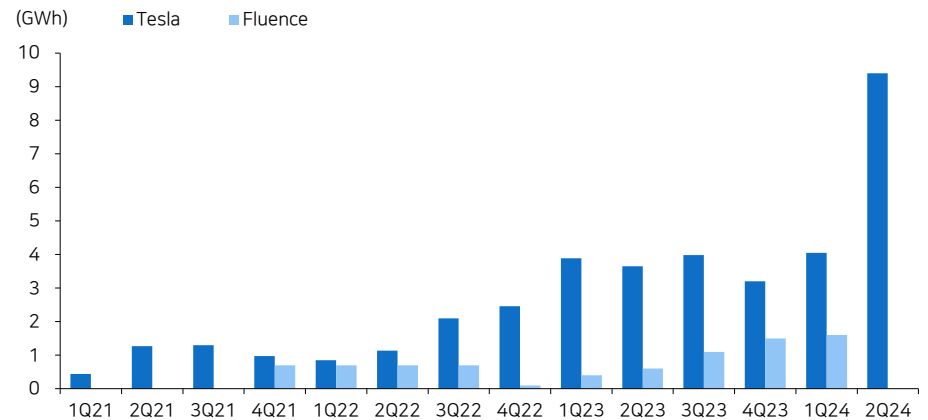
자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림10 EIA의 ESS 설치량 전망



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

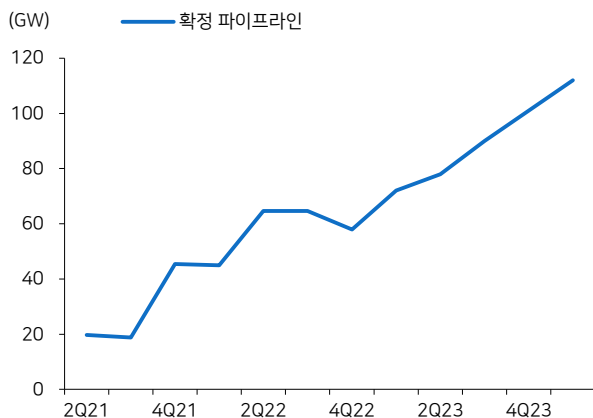
그림11 주요 SI들의 ESS 설치량 추이



주: Fluence는 3Q21 이전의 데이터 부재

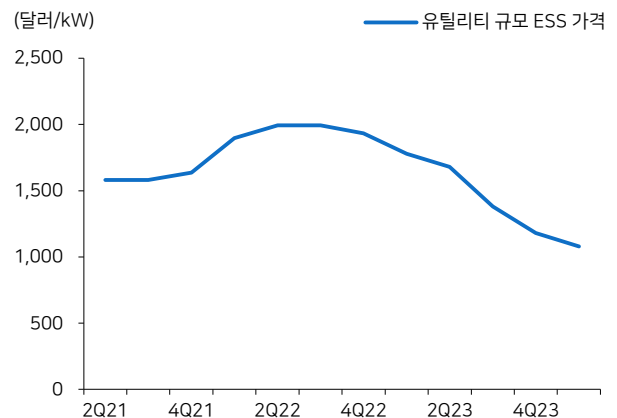
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국 유틸리티급 ESS 파이프라인 용량



자료: Wood Mackenzie, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 유틸리티급 ESS 설치 비용



자료: Wood Mackenzie, 메리츠증권 리서치센터

표1 서진시스템 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출	189.0	171.1	159.6	243.3	325.7	312.5	315.6	355.5	736.0	763.0	1,309.2	1,748.1
매출 성장률(% YoY)	51.8	-2.7	-24.0	7.8	72.3	82.6	97.7	46.1	34.2	3.7	71.6	33.5
ESS 장비	61.9	42.4	40.5	129.6	200.2	177.9	154.1	200.9	189.8	274.4	733.1	1,055.7
전기차&배터리	22.5	27.4	21.4	33.5	30.7	37.0	47.1	50.3	47.7	104.8	165.1	189.8
반도체 장비	37.4	40.4	28.9	32.8	33.4	38.4	43.3	49.2	144.4	139.4	164.2	246.3
통신장비, 기타	67.3	60.9	68.8	47.3	61.4	59.2	71.2	55.0	354.1	244.3	246.8	256.2
영업이익	8.7	-17.4	3.1	54.5	43.3	35.9	34.7	46.2	44.4	49.0	160.1	202.2
영업이익률(%)	4.6	-10.2	2.0	21.1	13.3	11.5	11.0	13.0	6.0	6.4	12.2	11.6

자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

서진시스템 (178320)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	392.4	321.9	606.2	736.0	778.7
매출액증가율(%)	20.9	-18.0	88.3	21.4	5.8
매출원가	300.3	269.6	488.6	607.2	640.8
매출총이익	92.1	52.3	117.6	128.8	138.0
판매관리비	37.7	47.4	59.6	69.2	89.0
영업이익	54.4	4.9	58.0	59.7	49.0
영업이익률(%)	13.9	1.5	9.6	8.1	6.3
금융손익	0.8	-8.5	-15.0	-31.1	-49.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.9	0.2
기타영업외손익	-2.4	1.4	2.1	1.0	1.0
세전계속사업이익	52.8	-2.2	45.1	30.5	0.3
법인세비용	3.8	3.6	6.5	13.6	2.5
당기순이익	49.0	-5.8	38.6	1.6	-22.7
지배주주지분 순이익	48.7	-5.5	38.6	1.6	-22.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	-18.5	-36.1	-5.3	24.2	42.6
당기순이익(손실)	49.0	-5.8	38.6	1.6	-22.7
유형자산상각비	34.0	33.4	48.2	63.9	77.5
무형자산상각비	0.2	0.2	0.3	0.5	0.8
운전자본의 증감	-98.4	-62.5	-131.0	-62.1	-34.7
투자활동 현금흐름	-61.3	-110.7	-118.5	-214.3	-162.4
유형자산의증가(CAPEX)	-62.4	-110.5	-120.3	-163.0	-162.6
투자자산의감소(증가)	-0.3	-0.2	-0.8	-0.1	0.1
재무활동 현금흐름	81.0	142.4	126.0	184.4	117.0
차입금의 증감	110.9	133.6	119.0	47.1	174.3
자본의 증가	0.0	15.9	36.4	0.4	0.0
현금의 증가(감소)	1.3	-4.5	2.3	-5.3	-2.8
기초현금	25.0	26.2	21.8	24.1	18.8
기말현금	26.2	21.8	24.1	18.8	16.1

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	215.6	281.6	531.0	728.8	780.1
현금및현금성자산	26.2	21.8	24.1	18.8	16.1
매출채권	38.7	54.3	107.0	141.4	104.6
재고자산	115.7	158.1	343.7	526.9	619.4
비유동자산	347.5	410.5	519.1	656.0	740.0
유형자산	300.4	365.9	466.0	575.6	646.2
무형자산	0.9	4.5	4.7	5.5	6.6
투자자산	0.4	0.6	1.4	2.3	2.4
자산총계	563.0	692.1	1,050.0	1,384.8	1,520.1
유동부채	213.8	260.8	438.4	663.1	920.0
매입채무	60.5	66.7	179.6	271.2	198.2
단기차입금	128.1	116.8	188.6	226.4	299.7
유동성장기부채	9.9	48.8	37.2	27.5	53.3
비유동부채	82.4	189.4	251.4	182.1	102.0
사채	0.0	79.1	163.3	100.1	30.0
장기차입금	75.4	86.0	42.9	47.9	49.0
부채총계	296.2	450.2	689.8	845.2	1,022.0
자본금	9.1	9.1	9.4	18.8	18.8
자본잉여금	128.2	144.1	180.2	171.2	171.2
기타포괄이익누계액	1.7	-20.9	21.1	39.5	34.3
이익잉여금	118.8	107.7	146.6	136.8	106.4
비지배주주지분	3.4	0.0	0.0	0.0	-0.1
자본총계	266.9	241.9	360.2	539.6	498.1

Key Financial Data

	2019	2020	2021	2022	2023
주당데이터(원)					
SPS	10,838	8,892	16,413	19,584	20,721
EPS(지배주주)	1,344	-152	1,045	43	-600
CFPS	2,589	1,270	3,467	3,105	3,070
EBITDAPS	2,446	1,064	2,884	3,301	3,388
BPS	7,279	6,682	9,584	14,358	13,257
DPS	150	0	150	0	0
배당수익률(%)	1.0	0.0	0.7	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	10.7	-166.5	20.7	407.9	-30.2
PCR	5.6	20.0	6.2	5.6	5.9
PSR	1.3	2.8	1.3	0.9	0.9
PBR	2.0	3.8	2.3	1.2	1.4
EBITDA(십억원)	88.6	38.5	106.5	124.0	127.3
EV/EBITDA	8.1	32.3	11.8	9.3	10.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.3	-2.2	12.8	0.4	-4.3
EBITDA 이익률	22.6	12.0	17.6	16.9	16.4
부채비율	111.0	186.1	191.5	156.7	205.2
금융비용부담률	2.2	3.9	3.5	3.9	5.7
이자보상배율(x)	6.2	0.4	2.8	2.1	1.1
매출채권회전율(x)	10.5	6.9	7.5	5.9	6.3
재고자산회전율(x)	4.2	2.4	2.4	1.7	1.4

Compliance Notice

본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 문경원은(는) 의 서진시스템 기업설명회에 서진시스템의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다. 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.