

서진시스템 (178320)

FS research

이 단 연구원

danlee@fsresearch.net

투자의견	Not Rated
목표주가	-
현재주가(5/9)	17,750원
상승여력	-

시가총액	6,614억원
총발행주식수	37,580,642주
60일 평균 거래량	239,632주
52주 고	23,655원
52주 저	15,745원
외인지분율	5.30%
신용비율	2.76%
자본금	94억원
액면가	500원

주요주주	
전통규 외	31.64%

행사기간	미전환된 주식수
23.02.04-52.01.04	11회차 2,553,190
23.02.04-52.01.04	10회차 4,680,850
22.12.23-26.11.23	9회차 765,956
22.03.25-26.02.25	8회차 1,702,126
22.03.22-26.02.22	7회차 2,978,722
21.04.02-25.03.02	5회차 4,137,930
21.04.01-25.02.28	4회차 2,068,964

주요 자회사	지분률
(주)텍슨	100%

FS리서치 텔레그램	FS리서치 홈페이지
------------	------------



바비큐 그릴에서 컨테이너박스 사업까지

메탈 가공 기술 기반 글로벌 첨단산업 장비 및 부품 공급사

동사는 1996년 7월 설립 이후 2007년 10월 법인 전환, 2017년 3월 27일 코스닥 상장했으며, 알루미늄을 주 소재로 통신장비, 핸드폰, 반도체 장비, ESS 등의 부품을 제조, 판매하는 기업이다. 2015년 (주)텍슨을 인수하며 시스템 설계 역량을 강화하며 제품의 개발부터 생산 전 공정을 수행하는 일괄생산체제를 갖추었으며 중국, 미국, 베트남에 위치한 종속회사를 운영하여 해외 유통망을 확대하고 있다.

본업 / 신사업 모두 순항

동사는 에릭슨을 신규 고객사로 확보한 통신장비 부품(통신장비 캐비닛 등) 그리고 휴대폰 부품(메탈 케이스 등), 반도체 장비 부품(반도체 장비 구조물 등), 2차 전지 ESS 장비 부품(전기차용 배터리 케이스 등)의 첨단산업 장비 및 부품 공급사이다. 다양한 기타 사업 부문에서 특히 탄탄한 매출을 기록하고 있는 바비큐 그릴 사업은 지난해 연간 550억원의 매출을 달성했다. 여러 분야에서 다양한 제품라인업을 통해 고객사를 대응하고 있으며, 올해는 사업부문 전체적으로 매출 상승이 기대된다. 신규 사업인 컨테이너박스 사업부문 매출이 하반기부터는 추가 될 것으로 예상된다. 지난해 컨테이너선 발주량은 전년대비 259.0% 급증했으며, 이는 조선업 초황기였던 07년 발주량보다 크게 웃도는 수치다. 따라서 컨테이너 박스의 수요는 23년부터 폭증할 것으로 판단된다.

2022년 에릭슨 / 후지쯔 / 램리서치 등 고객사 다변화

2022년 동사의 매출액은 1조1,171억원 (+84.3%,yoy), 영업이익 1,027억원 (+77.0%,yoy)를 기록할 전망이다. 동사는 전 사업영역에서 매출 증가가 전망되는 가운데, 특히 올해부터는 고객사들의 신제품 투자가 본격적으로 진행될 것으로 예상된다. 특히 에릭슨, 후지쯔 등 고객사 다변화, 미국의 5G사업 본격 투자, 글로벌 ESS시장 수요 확장에 따라 통신장비 부문과 ESS 부문 사업에서 매출 성장이 기대된다. 특히 마진율이 높은 반도체장비 부품 사업부문에서는 램리서치 반도체 장비 OEM 생산 및 리퍼비시 매출이 크게 늘어날 전망이다.

Forecasts and Valuations (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2019A	2020A	2021E	2022F	2023F
매출액	3,924	3,219	6,061	11,171	18,941
영업이익	544	49	580	1,027	2,310
영업이익률	13.9%	1.50%	9.60%	9.20%	12.20%
세전이익	528	-22	451	999	2,282
지배주주순이익	486	-55	386	949	2,159
PER	10.73	N/A	21.05	7.08	3.06
PBR	1.98	3.79	2.26	1.21	1.21

자료: FS리서치, 텔레그램-<https://t.me/FSResearch> 홈페이지- <http://www.fsresearch.co.kr/>

I. 기업 개요

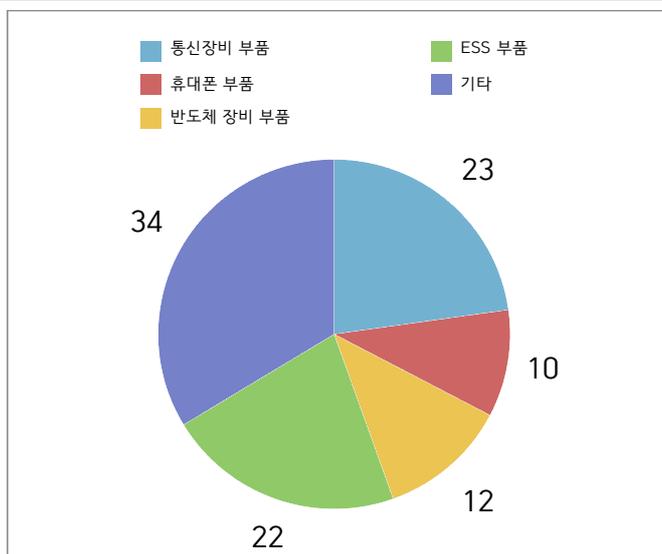
일괄생산체제를 갖춘 금속소재 부품 제조기업

동사는 1996년 설립된 이후 통신장비, 핸드폰, 반도체 장비, ESS 등의 부품을 알루미늄을 주 소재로 제조 판매하는 기업이다. 금속가공 기술을 기반으로 알루미늄과 철재류를 주원재료로 사용해 통신 장비, 반도체 장비, 휴대폰, ESS 장비 등의 부품을 제조, 판매하는 사업을 영위하고 있다. 또한, 2015년 12월 텍슨을 인수하여 동사의 금속가공에 대한 역량과 텍슨의 시스템 설계 기술을 융합해 각종 장비의 구동장치에 대한 제조를 수행하고 있으며, 이를 바탕으로 기존 사업 영역 뿐 아니라 자동차 부품, 가정용품, 로봇 부품, LED 부품 등의 시장으로 영역을 확장하고 있다. 동사는 글로벌 통신장비 기업 에릭슨과 ESS 기업 플루언스에너지를 신규 고객으로 확보하여 삼성 그룹에 집중되었던 매출처를 다변화하고 있으며, 본격적인 납품이 시작됨에 따라 매출실적을 견인하고 있다. 동사는 21년 전년대비 88.3% 증가한 6,061억원의 매출을 시현하였으며, 이는 설립 이후 최대 매출인 것으로 확인된다. 동사의 21년 사업부문별 매출비중은 통신장비 부문에서 22.9%, ESS부품이 21.5%, 반도체 장비 부문이 11.7%, 휴대폰 부품 9.6% 그리고 기타 사업 부문에서 34.1%로 파악된다. 동사의 매출에 가장 큰 비중을 차지하는 사업부문은 통신장비 부품 부문인 것으로 확인되나, 19년 51.5% 20년 32.1%로 점차 그 비중이 줄어들고 있다. ESS부문은 전 세계적인 신재생에너지 정책 확대를 배경으로 매출 비중이 꾸준히 증가하고 있으며, 반도체 장비 부문도 확대되는 추세이다.

올해는 기타 사업 부문에서 런닝머신 사업과 컨테이너박스 사업이 더해져 1조원 이상의 매출액을 충분히 달성할 것으로 예상된다.

그림1. 매출비중

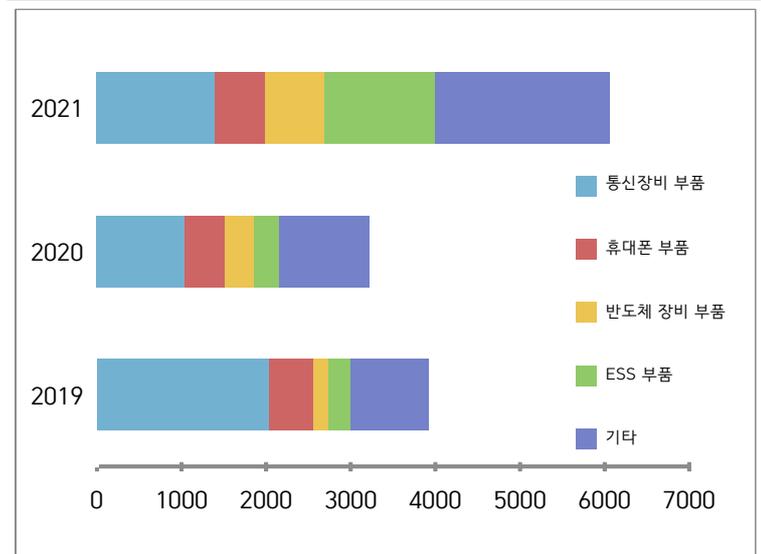
(단위: %)



자료:전자공시시스템

그림2. 사업별 매출 비중 추이

(단위: 억원)



자료:전자공시시스템

II. 투자포인트

1) 눈에 띄는 체질 개선

지난해 서진시스템의 21년 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 88.3%, 1082.2% 증가한 6,061억원과 580억원을 기록했다. 21년 4분기에 삼성전자에 공급하기로 한 통신장비 매출 인식이 올해 1분기로 이연된 데다 플루언스향 ESS 관련 OEM제품들이 베트남 코로나19 확산으로 차질을 빚으면서 연간 실적이 시장 기대치에 미달했던 것이다. 2021년 연간 실적에 대한 증권가의 컨센서스는 매출액 6,313억원, 영업이익 632억원이었다. 이처럼 지난해 실적이 시장 기대치에 미치지 못했지만, 올해 서진시스템의 실적은 당초 예상보다 더욱 개선될 것으로 예상된다. 회사측은 통신장비 사업부문에서 삼성전자향 신규 발주가 늘어나고, 에릭슨향 신규 부품이 개발되면서 지난해 1,390억원이었던 매출액은 올해 대폭 증가해 3,000억원 이상을 기록할 것으로 내다보고 있다. 또한 두 번째로 매출비중이 높은 ESS부품 사업 부문에서도 크게 성장할 것으로 회사측은 기대하고 있다. 지난해 1,100억원의 매출을 기록한 플루언스향의 수주는 올해 1.5배 이상 늘어나 있는 상황이다. 지난해 ESS 화재 사고로 국내 수요가 급감했던 삼성SDI향 매출도 20년 수준으로 회복할 것으로 예측한다. 플루언스에너지는 태양광 설계와 전체 운영 프로그램을 제공하는 통합솔루션 사업을 영위하고 있으며, 이는 설계 단계에서 용량이 설정되는 것을 의미한다. 향후 설계변경으로 발전소의 용량이 변경되지 않는 한 확정적으로 인식할 수 있는 매출이다. 따라서 올해 ESS부품 사업부문에서 플루언스향 1,600억원과 삼성SDI향 300억원을 합친 1,900억원을 기록할 것으로 예상된다.

그림3. 서진시스템이 제조하는 주요 통신장비



자료:홈페이지

그림4. 플루언스에 공급하는 신규 ESS 제품



자료:서진시스템 사진 제공

II. 투자포인트

2) 반도체 장비 사업, 드디어 빛을 볼 때

서진시스템이 지난해 상반기 화성사업장의 반도체 장비 생산 시설을 증설하고 지난 3분기 1000평 규모 건물의 추가 증축을 완료했다. 이는 서진시스템의 주 고객사인 램리서치에서 지난해 공급물량 대비 올해는 2~3배 이상의 물량을 공급할 수 있도록 라인 증설을 제안한 데서 비롯됐다. 지난 1월 램리서치의 직원은 구미 사업장을 방문해 라인투어를 마치고, 만족스러운 평가를 내렸다고 회사측은 밝혔다. 따라서 올해 2분기부터는 본격적인 수주가 나올 것으로 판단된다. 지난해 반도체 장비분야의 매출액은 709억원을 기록했으며, 올해는 2,000억원 정도의 매출이 늘어날 것으로 회사측은 예상하고 있다. 또한 텍슨의 화성사업장은 웨이퍼 핸들러 장비인 EFEM장비부터 식각·증착 공정을 담당하는 챔버까지 제작하고 있어, 향후 반도체 장비분야의 혁신 성장이 기대된다. 모바일·테블릿·노트북·케이스 임가공 사업은 올해도 지난해와 비슷한 600억원 정도로 회사측은 추정하고 있다. 지난해 기타 사업부문에서는 2,070억원을 기록했으며, 주요 매출액은 바비큐 그릴에서 550억원, 각 사업부문별 신규아이템 개발에 필요한 샘플에서 480억원, 제품을 공급하기 위한 금형 제작이 70억원, 전기자동차 및 내연기관 자동차 부품이 260억원의 매출을 기록했다. 종합해보면, 통신장비 사업부문에서 3,000억원, ESS부품 사업부문에서 1,900억원, 반도체 장비 사업부문에서 2,000억원, 모바일 임가공 사업부문에서 600억원, 기타 사업부문에서 2,000억원 모두를 합쳐 9,500억원을 기록할 것으로 판단된다. 여기에 하반기부터 가시화될 컨터이너박스 사업부문과 런닝머신 사업에서의 실적을 더하면 1조원 이상의 매출액은 충분히 달성할 것으로 예상된다.

그림5. 증착장비 리퍼비시



자료:서진시스템

그림6. 텍슨 반도체 구미공장 확장 증축 모형도



자료:서진시스템

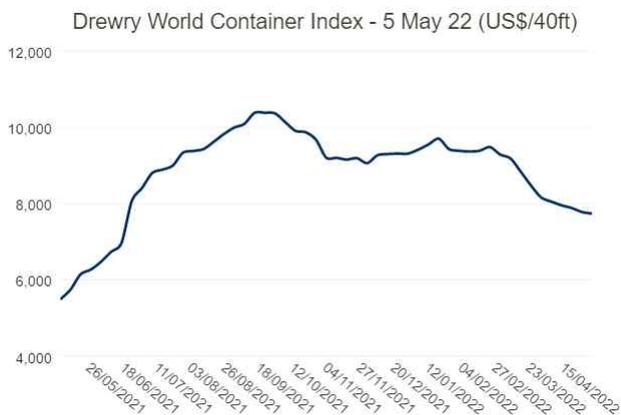
II. 투자포인트

3) 성장 조건을 다 갖춘 컨테이너박스

영국의 조선해운시황 전문기관인 클락슨 리서치에 따르면, 해상운임 급등과 운송량 증가에 힘입어 올해 1분기도 전 세계 대형 컨테이너선(1만 2,000TEU급 이상) 219만CGT(38척)의 꾸준한 수주를 이어오고 있다. 21년 컨테이너선 누계 발주량은 1,120만CGT(188척)으로 20년 312만CGT(44척)에 비해 259.0% 대폭 증가했다. 지난해 폭발적인 발주로 인해 2023,24년 컨테이너선 연간 인도량은 최근 5년 평균 연간 인도량의 2배 이상을 기록할 것으로 예상된다. 올해부터 24년까지 인도될 물량만 565만TEU 이상으로 40ft 기준으로는 약 282만 대의 컨테이너박스가 신규로 필요한 상황이다. 현재 전 세계 컨테이너박스 제작업체가 모두 중국에 밀집해 있다. 대표적으로 지난해 말 기준 CIMC(42%), Dongfang(27%), CXIC(15%), FUWA(7%) 등 상위 4개 업체의 과점체제를 이루고 있다. 특히 이 중 CIMC와 Dongfang은 중국 정부의 소유 회사로 이들이 중국 컨테이너 협회를 통해 타 업체에도 강한 영향력을 끼친다. 현재 중국 업체들은 생산량 담합을 통해 컨테이너 공급량을 고의로 축소시키고 있다. 이처럼 업체 자체적인 공급량 조절과 신조 수요 증가 여기에 컨테이너 제작에 사용되는 철판가격마저 20년에 비해 4배 가량 증가해 올해 들어 컨테이너박스의 가격이 급격히 상승했다. 19년 2,000달러(40ft 기준)를 하회하던 컨테이너박스 가격이 지난해 9월 중순 1만 달러를 넘어섰고, 현재 8,000달러(1,000만원)를 유지하며 코로나 이전 대비 5배 이상 상승해있다. 이러한 배경 가운데 국내에서도 컨테이너박스를 제작해 안정적으로 공급하기 위해 지난해 11월 서진시스템과 에이스엔지니어링, HMM, 한국해양진흥공사가 협력해 베트남 하이퐁에 컨테이너박스 생산 공장을 건설하기 시작했다.

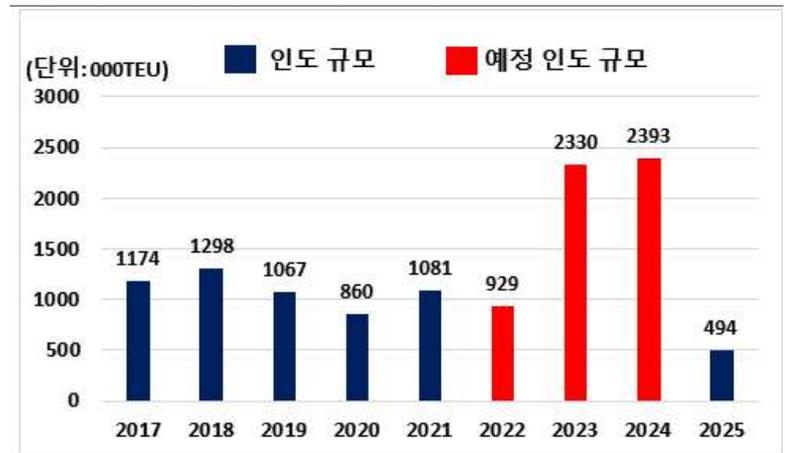
참고 : 1TEU = 20ft 컨테이너 1대 / CGT = CGT계수 X GT(총톤수)

그림7. 40ft 컨테이너 가격



자료:World Container Index(Drewry) 40ft 컨테이너 가격

그림8. 컨테이너선 인도 규모 / 예정 인도 규모



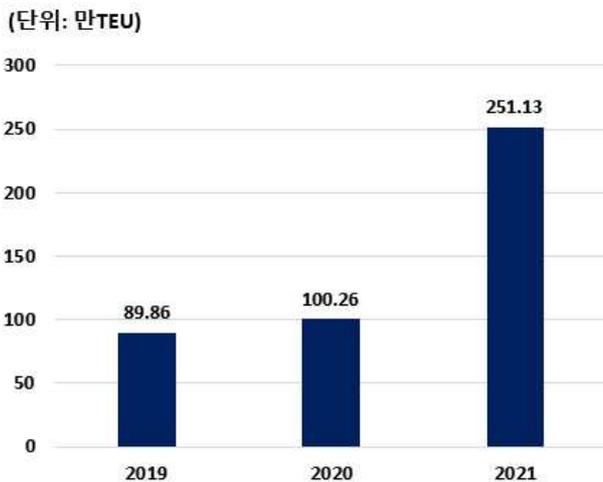
자료:Clarkson, SF리서치본부

II. 투자포인트

4) 컨테이너박스 의미있는 성장

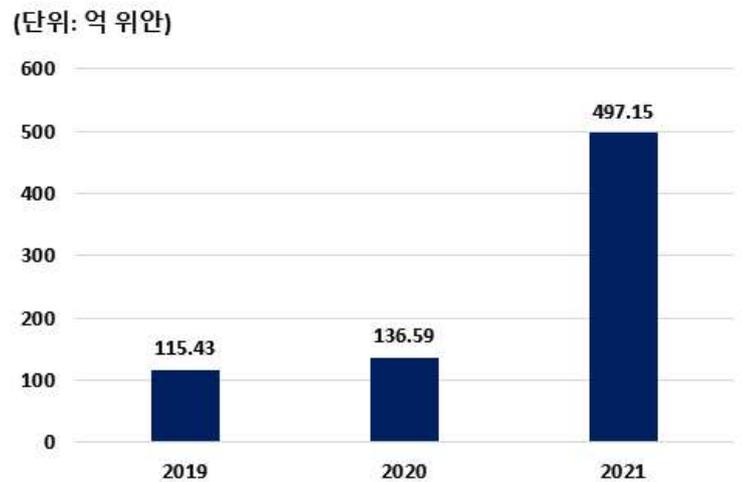
컨테이너 제조 부문 세계 1위를 고수하는 CMIC의 21년 사업보고서를 분석해본 결과 건조 컨테이너박스 누적 판매량은 2,511,300TEU였다. 20년 1,002,600TEU에 비해 150.5%가 증가했다. 건조 컨테이너박스 매출은 497억 1,500만 위안(9조 4000억원)이며 20년 136억 5,900억 위안(2조6000억원) 대비 263.9% 성장했다. 이미 지난해 CMIC는 컨테이너박스 사업부문에서 괄목할 만한 성과를 이루었으며, 최근 컨테이너선 발주량을 미루어 보아 이러한 기조는 최소 25년까지 이어질 것으로 판단된다. 서진시스템은 올해까지 총 3개 라인을 목표로 증설할 계획이며, 지난 3월에 첫 번째 라인을 셋업했다. 1개 라인 당 연간 35,000대의 컨테이너박스를 제작가능하고 만약 3개 라인이 모두 셋업 될 경우 연간 10만5000대의 컨테이너박스를 생산할 수 있다. 현재 서진시스템과 한국해양진흥공사, HMM, 에이스엔지니어링은 4자간 업무협약을 맺고 합작법인 설립 등 당사자 간의 이해관계를 조율 중에 있다. 해양진흥공사와 HMM은 컨테이너 물동량을 관리하고, 컨테이너박스 제작에 전문 기술을 보유한 에이스엔지니어링은 생산라인 가동에 있어 기술지원을 담당한다. 컨테이너박스 생산, 판매를 전담하는 서진시스템은 고객사에 직접 판매 및 임대 사업까지 포괄할 것으로 회사측은 밝히고 있다. 현재 40ft 기준 컨테이너박스 가격은 8,000달러(1,000만원)를 유지하고 있으며, 이는 사장가격으로 고객사 판매가격은 20~30% 할인된 5,600~6,400불(700~800만원) 선에 책정될 것으로 예상된다. 23년부터 연간 컨테이너박스 10만5,000대를 생산한다고 가정하면, 7,000~8,400억원의 매출액이 더해질 것으로 판단된다. 보수적으로 올해 1개의 라인만 하반기에 가동한다고 가정했을 때, 1,200~1,400억원의 매출이 더해질 것으로 보인다.

그림9. CMIC 건조 컨테이너 판매량



자료:CMIC, FS리서치

그림10. CMIC 건조 컨테이너 매출액



자료:CMIC, FS리서치

III. 실적 전망

올해 보다는 내년에 더 큰 성장

22년 동사의 매출액과 영업이익은 각각 1조 1,171.0억원(+84.3%,yoy), 1,027.0억원(+77.0%,yoy)을 기록할 전망이다. 동사는 전 사업영역에서 매출 증가가 전망되는 가운데, 올해부터는 고객사들의 신제품 투자가 본격적으로 진행될 것으로 예상된다. 미국의 5G사업부문과 글로벌 ESS시장 수요 확장에 따라 통신장비 부문과 ESS 부문 사업에서 매출 성장이 기대된다. 마진율이 높은 반도체장비 부품 사업부문에서는 램리서치의 물량 확대에 따라 텍슨의 구미사업장의 전환배치가 완료되었으며, 기존 반도체 장비 부품 매출 외에 화성사업장을 통한 장비 OEM사업도 본격화될 것으로 예상된다. 반도체 장비부품 사업부문에서는 분기를 더해갈수록 큰 폭의 성장이 기대된다. 컨테이너박스 사업부문에서는 올 하반기부터 본격적인 확대 양산이 이뤄질 경우 대규모 매출이 발생할 수 있을 것으로 전망하며, 23년부터는 큰 폭의 성장이 예상된다. 동사의 영업이익률은 지난해 대비 소폭 낮게 추정하였는데, 이는 반도체 사업부문 구미사업장 증설과 컨테이너박스 생산시설 확대에 따른 수익성 하락이며, 전방산업의 견조한 수요로 외형 및 이익이 증가할 것으로 판단된다.

시장과 차이가 있는 부분은 내년 실적이다. 23년 매출액 컨센서스는 1조 3,000억원 인데 당사는 1조 8,941억원을 추정하고 있으며, 이는 22년 시장 추정치 대비 77.0% 증가하는 수치이다. 이유는 컨테이너박스 사업부문에서 3개 라인이 본격 가동될 경우 10만5,000대의 컨테이너가 생산될 것이며, 인도 예정인 컨테이너선의 용량을 감안하면 향후 2~3년간 컨테이너박스 소티지 상황이 이어질 것으로 예상하기 때문이다. 신규로 진행하는 런닝머신 사업부문에서도 하반기부터 본격적인 매출이 발생하게 된다면 당사가 추정하는 컨센서스는 더 높게 조정될 수 있다. 22년 순이익 기준 PER 7배, 내년 기준 PER 3.06배 수준으로 저평가 구간이다. 리스크 요인은 4자간 업무협약의 이해관계로 컨테이너박스 사업이 지연될 경우 컨센서스가 크게 훼손될 수 있으며, 현재까지 발행된 전환사채(CB) 3,980억원으로 시가총액의 60.0% 수준이다. 향후 주가 희석이나 오버행 이슈가 있을 수 있다.

구분	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	3,924	3,219	6,061	11,171	18,941
통신장비	2,022	1,033	1,390	3,000	3,300
성장률	-	-49%	35%	116%	10%
모바일	531	478	587	600	770
성장률	-	-10%	23%	2%	28%
반도체	185	338	709	2,000	2,400
성장률	-	83%	110%	182%	20%
ESS	259	304	1,305	1,900	2,150
성장률	-	17%	329%	46%	13%
컨테이너	-	-	-	1,300	7,700
성장률	-	-	-	-	492%
기타	927	1,066	2,071	2,371	2,621
성장률	-	15%	94%	14%	11%
영업이익	544	49	580	1,027	2,310
영업이익률	13.9%	1.50%	9.60%	9.20%	12.20%

▶ Compliance Note

- 동 자료는 투자에 대한 참고자료일뿐, 투자로 인한 손실이 발생했을시에 FS리서치에서 책임지지 않습니다.
 - 동 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다.
 - 동 자료에 언급된 내용은 신의성실하게 작성하였지만, 모든 내용이 100% 정확하다고 할 수 없습니다.
-