

Energy War Series #2 Energy

Robot War Drive GPT

Energy War ESS, 에너지도 테크다

Battery War Chemistry & Electricity Interaction

Metal War Electrify Your Portfolio



Energy War Series #2 Energy

#1 Robot War Drive GPT



자동차/타이어
Analyst 김준성
02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

#2 Energy War

ESS, 에너지도 테크다



유틸리티/건설
Analyst 문경원
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

#3 Battery War Chemistry & Electricity Interaction



이차전지/석유화학
Analyst 노우호
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

#4 Metal War Electrify Your Portfolio



철강/비철금속
Analyst 장재혁
02. 6454-4882
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Contents

Part I	Energy Storage에서 Energy Software로	7
Part II	단기 업황: 밀어주는 규제와 공급망 안정화	47
Part III	수혜 밸류체인 분석: Re-rating은 오지 않았다	79
기업분석	Fluence(FLNC US) 돈 벌기 시작하는 ESS Pure Player	118
	서진시스템 (178320) 5G로 지친 마음 ESS로 달랜다	126
	와이엠텍(273640) ESS 부품주로서의 희소성	136
	이랜텍(054210) 시작될 가정용 ESS의 매력발산	139
	아모그린텍(125210) ESS도 있다	142
	SK디앤디(210980) 발전에서 ESS로 또 한번의 확장	145

#2 Energy War ESS, 에너지도 테크다

Top Picks	투자판단	적정주가
Fluence(FLNC US)	Not Rated	-
서진시스템 (178320)	Not Rated	-
관심종목	투자판단	적정주가
와이엠텍(273640)	Not Rated	-
이랜텍(054210)	Not Rated	-
아모그린텍(125210)	Not Rated	-
SK디앤디(210980)	Not Rated	-

Summary

Energy Storage에서 Energy Software로

ESS는 설치가 아니라 운영이 핵심.
운영은 소프트웨어가 핵심

I

- ESS는 2020년대 드디어 개화. 재생에너지 발전 비중이 15~20%를 넘어가면서 전력 저장 및 거래에 대한 수요가 확대
- 전기차, 로봇, 데이터센터 등 기술적 혁신이 가속화될 수록 전력 수요 변동성도 증가. 이들이 만들어내는 전력 추가 수요는 시장이 예상하는 것보다 거대할 것이며, 특정 시간, 특정 지역대에 집중되며 전력 가격 변동성을 극대화시킬 전망
- ESS를 설치하더라도 소유자가 직접 전력 거래를 하는 것은 불가능. 결국 소프트웨어를 갖춘 SI(System Integrator)에게 의존. 결과적으로 테크 회사들이 SI, 머신러닝 기술을 기반으로 에너지 시장에 진입. Tesla, Fluence 등 ESS SI는 EPC 매출, 유지보수 서비스 매출, 월 소프트웨어 구독 매출 등 ESS Life Cycle 전반에 걸쳐 수익을 창출
- Tesla 등은 VPP(Virtual Power Plant, 가상발전소) 시장에 진출. 소프트웨어를 제공하는 것을 넘어 전력 자원에 대한 통제권 보유. 소비자들의 자원으로 거래하고, 소비자들과 수익을 쉐어. 테크 회사들이 에너지와 유틸리티 시장에 진입하는 것

단기 업황: 밀어주는 규제와 공급망 안정화

IRA 등 규제 혁신. 배터리 가격 하락이 호재

II

- 단기적인 ESS 업황은 미국 유틸리티급 시장에 주목. 재생에너지, 전기차 확대 및 IRA 효과에 힘입어 2021년부터 급격한 성장
- 계통 연계 문제는 리스크이나, Order 2023을 통해 해결 실마리 마련. 중장기적으로는 오히려 SATA 시장 성장 기회
- 2022년부터 배터리 공급 이슈가 ESS 업체의 화두로 부각. 자체적인 수급이 가능한 Tesla와 타 업체 간의 격차가 확대. 그러나 2023년 들어 배터리 수급이 완화되면서 Fluence, Stem 등도 시장 확대에 따른 성장 예상
- Fluence는 탑라인 성장과 함께 2023년 하반기 EBITDA BEP 달성. 차원이 다른 성장성에도 EV/Sales 멀티플은 Peer와 비슷
- 1)규제 변화에 따른 주택용 ESS 시장의 확대, 2)ESS Duration 증가에 따른 바나듐 레독스 흐름전지 시장 개화에도 주목

수혜 밸류체인 분석: Re-rating은 오지 않았다

해외 ESS SI들과 관련 밸류체인의
성장성 재평가 필요

III

- ESS 밸류체인은 1)System Integrator, 2)부품 공급 업체, 3)디벨로퍼 및 발전소 등으로 구분. 이 중 핵심은 SI
- Fluence는 30% 매출 성장 지속할 경우 2030년에 소프트웨어 매출 비중 20%. EBITDA 기준으로는 절반 이상 차지할 전망
- 국내에서는 이렇다 할 유틸리티급 SI가 보이지 않음. 내수 시장이 형성되지 않았고, 해외 시장 진출도 아직이기 때문. LG에너지솔루션의 북미 시장 진출에 주목. 이 전까지는 주택용 ESS 시장에서만 일부 SI의 약진을 기대 가능
- 유틸리티급 글로벌 SI(Fluence)에 납품하는 부품 밸류체인은 서진시스템이 유일. 배터리 공급 안정화로 4Q23부터 Fluence 향 공급 증가. Powin 등 신규 고객사 공급 개시를 기대 가능. 멀티플은 Peer 대비 저평가
- 2024년 에이스엔지니어링, 에이치투 등 ESS 관련 비상장사들이 상장하며 하나의 섹터 형성 예정

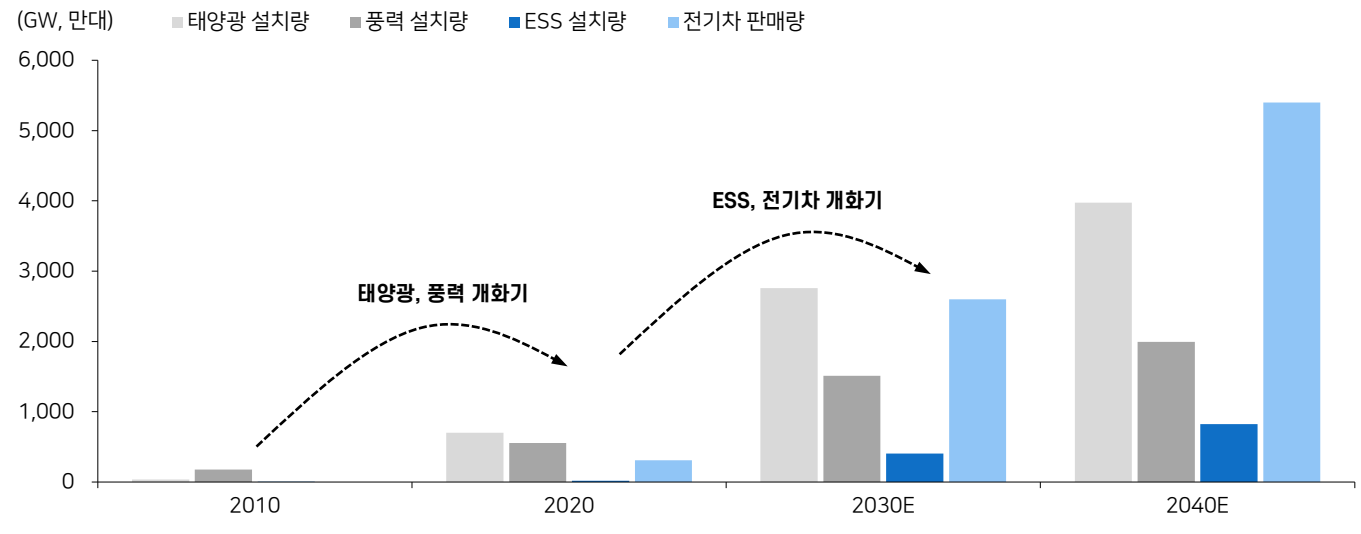
ESS, 이제 태동하는 시장

Energy War Series #2
Energy

ESS는 가장 최근에 개화한
에너지 기자재

- ESS(Energy Storage System)에 주목하는 이유는 재생에너지, 전기차를 포함하여 급변하는 에너지 시장 안에서도 성장 속도가 가장 가파르기 때문
- 2010년대가 태양광, 풍력 산업이 본격적으로 개화하기 시작하는 시대였다면, 2020년대는 전기차와 ESS가 본격적으로 급증하는 시기

각 산업별 시장 규모 성장률: ESS 시장은 태양광, 풍력과 비교하면 이제 시작하는 시장



자료: IEA, BloombergNEF, 메리츠증권 리서치센터

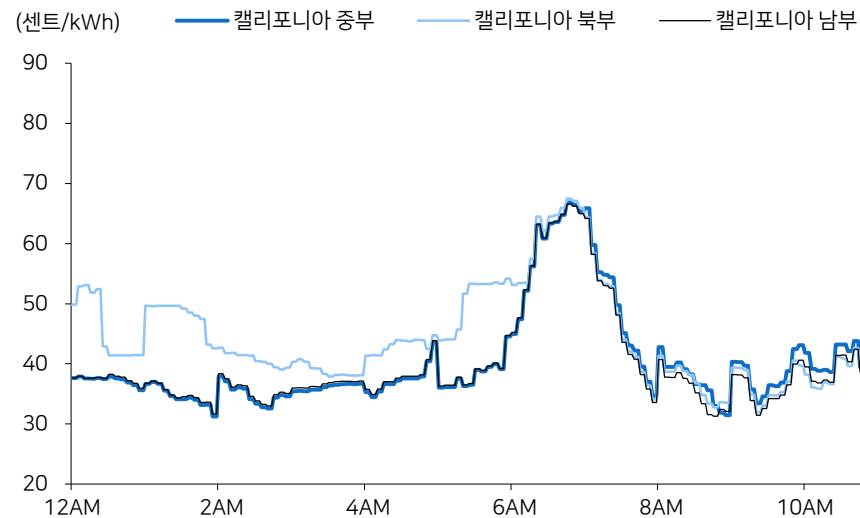
설치하면 끝나는 게 아니다. ESS는 운영이 핵심

Energy War Series #2
Energy

높은 가격 변동성 탓에 ESS 운영은 쉽지 않음

- 발전소 사업은 얼마나 싸게, 얼마나 빨리 설치하느냐가 핵심이라면, ESS는 설치 이후에 운영과 트레이딩을 얼마나 효율적으로 하느냐가 사업의 핵심
- 그런데 현실적으로 전력 도매 가격 변동성이 너무나 심해 인간이 직접 트레이딩하기 쉽지 않음(앞서 설명한 ToU 소매 요금과는 별개로 대부분의 국가에서 도매 요금은 15분~1시간 단위로 변동)
- 또한 제공할 수 있는 보조 서비스들의 종류가 워낙 많기 때문에 ESS 소유자가 직접 선택에 따른 기회 비용을 계산하기가 어려움

미국 캘리포니아 지역 전력 시장의 높은 전력 변동성: 인간의 매뉴얼한 트레이딩으로 접근하기 어려운 시장



주: 2023.9.11 시간별 장중 현물가 기준
자료: LGC Consulting, 메리츠증권 리서치센터

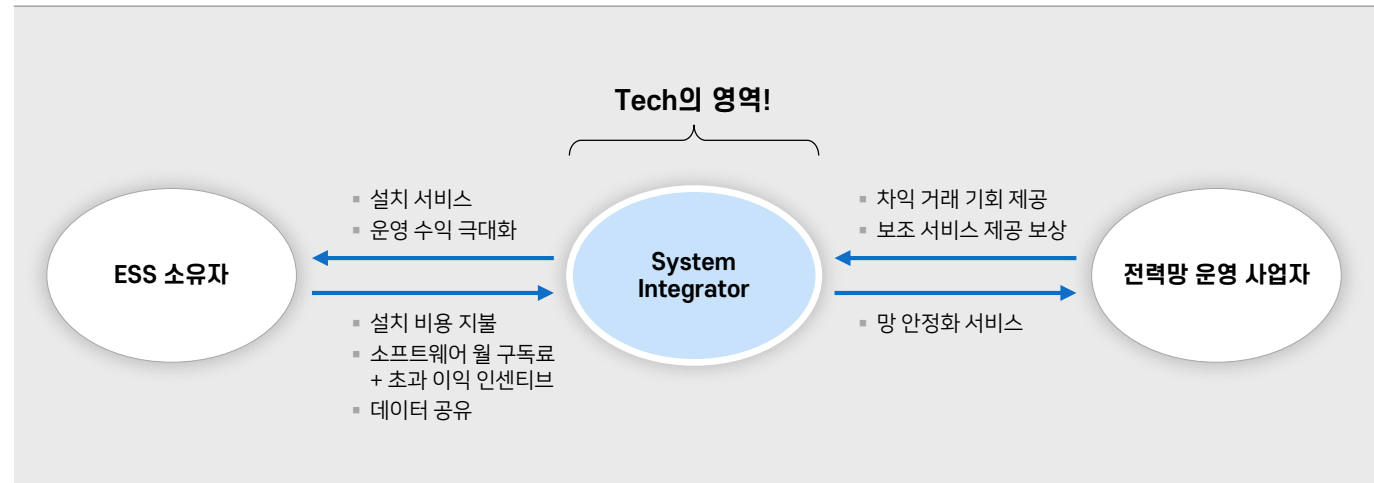
ESS SI의 등장 – 에너지의 Tech화!

Energy War Series #2
Energy

ESS 운영이 중요하고, 운영을
개선시키는 과정에서 테크
회사들이 에너지 시장에 진입

- ESS의 운영 상 어려움으로 인해 System Integrator(SI)들이 등장. Tesla, Fluence 등이 대표적
- 이들은 발전소들을 위해 설치, 유지보수 서비스를 제공해줄 뿐만 아니라 운영을 보조해주는 역할을 담당. 특히 운영 및 입찰을 위한 소프트웨어를 보유
- 전력 트레이딩으로 인한 초과이익을 ESS 소유자와 공유. ESS 소유자의 이익 확대 → ESS 설치 증가 → 거래 데이터 확보 및 운영 개선 → 소유자의 이익 증가로 이어지는 사이클. 이 순환에서 핵심 연결고리는 1) 소프트웨어의 성능과 2) 전력 자원 및 데이터 확보
- 이는 기존 에너지 유틸리티가 수행할 수 있는 영역이 아니며, Tech 회사가 에너지 시장에 진입하게 되는 계기

과거와 달리 전력 시장 내 중간 다리 역할을 할 Integrator들의 역할이 증대



자료: 메리츠증권 리서치센터

AI와 머신러닝의 영역으로 진입하는 전력 가격 예측

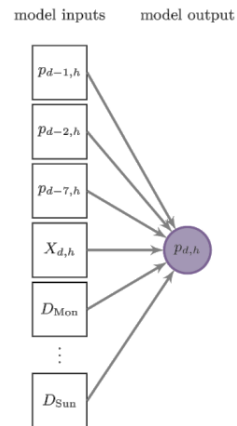
Energy War Series #2
Energy

머신러닝을 통해 좀 더
복잡하고 정확한 예측이
가능해짐

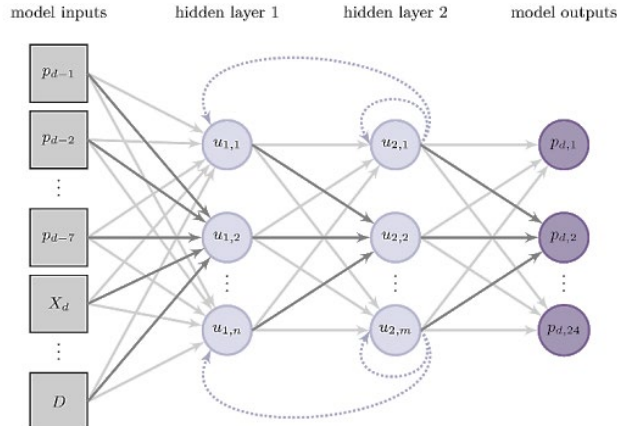
- 전력 가격 예측(Electricity price forecasting)은 과거 여러 변수를 활용한 다중 회귀분석에 의존. 그러나 변수와 결과값(전력 가격)의 관계가 선형을 띠지 않는 경우가 많았기에 한계가 있었음
- 그러나 GPU 등 하드웨어 발달과 예측 알고리즘의 개선으로 인해 DNN(Deep Neural Network) 등 머신러닝을 활용한 복잡한 예측 기술이 등장. 변수의 Layer 개수에 한계를 두지 않고 다수의 Neural Network 안에서의 상관 관계 분석을 통해 결과값을 예측
- 이러한 예측 기술은 지난 주의 결과값을 대입하는 단순한 방식에 비해 40~60% 정도 평균 오류값이 작음
- 머신러닝에 필요한 데이터를 확보하고 톨을 갖추는 것이 ESS 운영의 핵심

머신 러닝을 통해 달라진 전력 가격 예측 방식

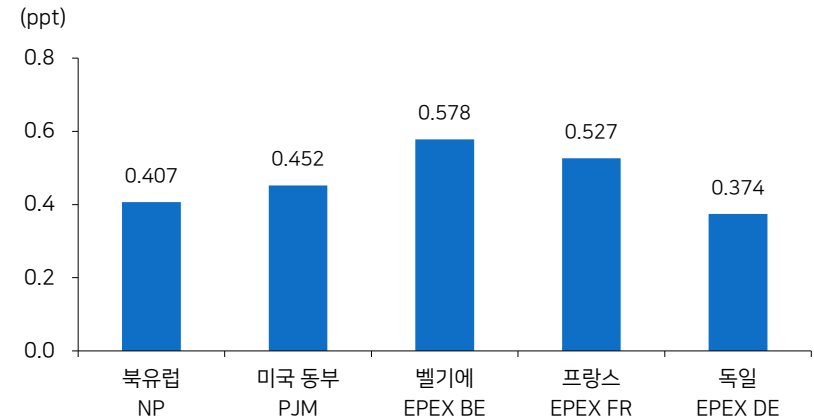
과거: 단순 회귀 분석 위주



머신 러닝 기반의 예측: 다양한 Layer를 거쳐 분석



머신러닝 분석의 평균 오류값(rMAE)은 기존 방식 대비 40~60% 적음



주: Naive Approach는 전주 가격을 단순 대입. 머신러닝은 Deep Neural Network 방식.
rMAE는 Naive Approach 대비 상대적인 Mean Absolute Error

자료: Lago, Jesus, et al. "Forecasting day-ahead electricity prices: A review of state-of-the-art algorithms, Applied Energy 293 (2021), 메리츠증권 리서치센터

자료: IEEE Power & Energy Magazine, 메리츠증권 리서치센터

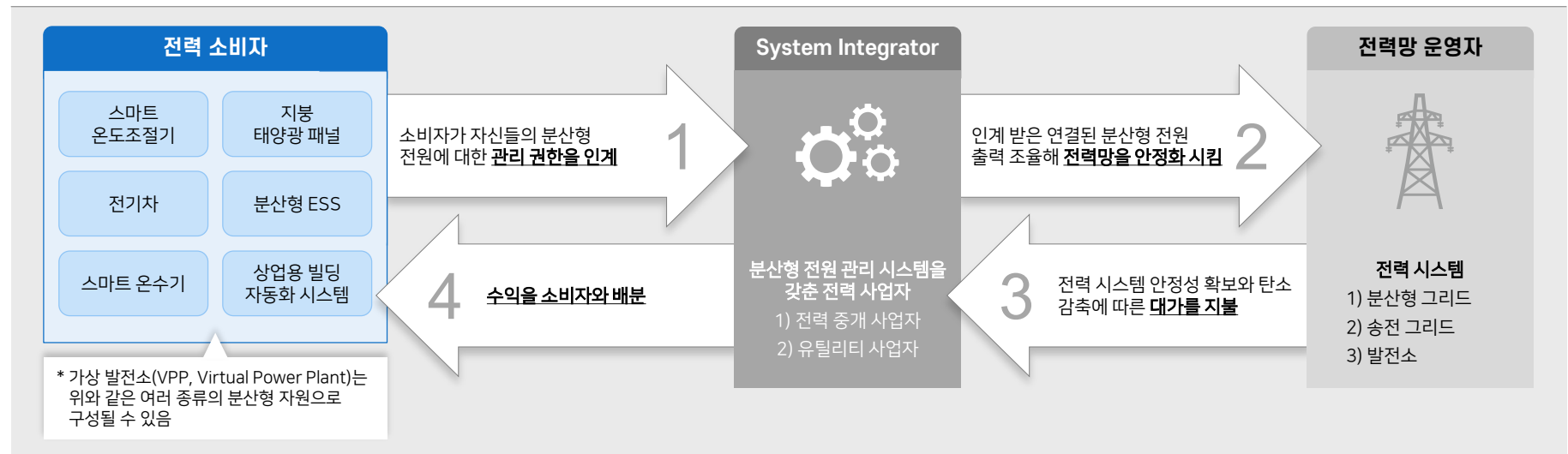
VPP, SI가 전력 자원의 통제권을 가지고 판매에 나서다

Energy War Series #2
Energy

전력 자원에 대한 통제권을 SI 업체가 보유하는 VPP 사업 모델 등장

- SI들이 유틸리티의 의사결정을 도와주는 것을 넘어, 전력 자원에 대한 통제권을 보유하는 것을 VPP(Virtual Power Plant, 가상발전소)라고 함. 특히 대규모 ESS보다 가정, 산업용에서 발달 중
- VPP는 소규모 전력 자원(ESS, 태양광, 가전 제품 등)을 모아 하나의 큰 전력 자원으로 활용. 참여 가정은 전력 자원 통제권을 넘기는 대가로 에너지 비용을 절감하고, SI(중개사업자)는 전력 자원으로 전력 시장에 참여함으로써 이익을 창출
- ESS SI뿐만 아니라 태양광, DR(Demand Response) 사업자들까지 VPP 시장에 진출 중. 시장 개화 초기에서 어떤 사업장이 우위를 가질지 판단은 아직 이르지만 ESS 사업자가 이점을 가진 것은 분명

VPP란 무엇인가?



자료: Brattle, 메리츠증권 리서치센터

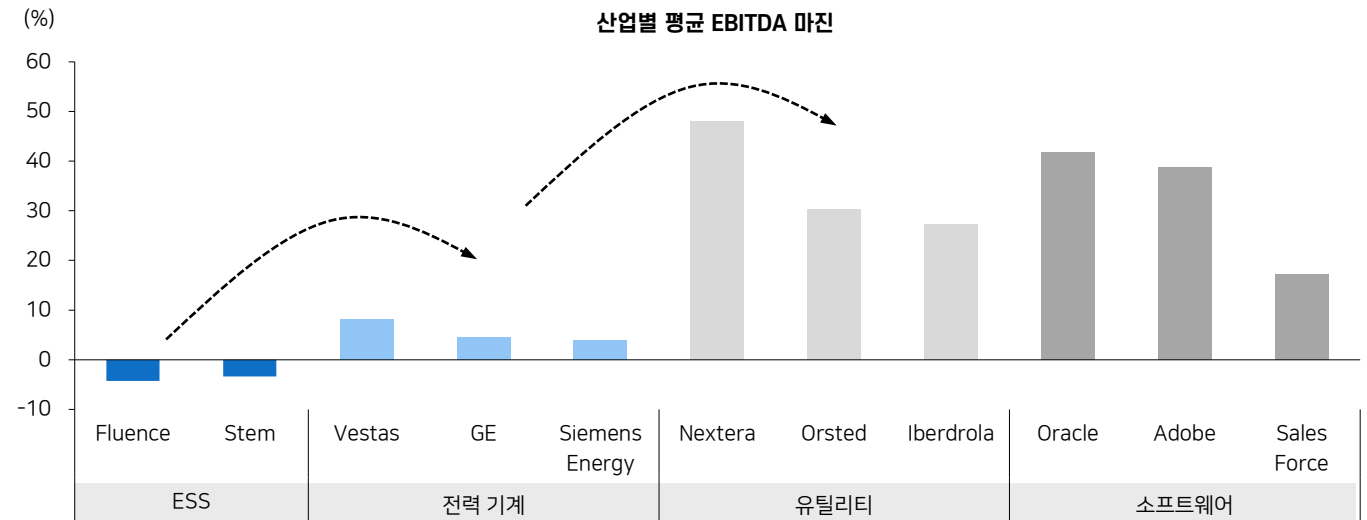
ESS SI들의 궁극적인 도달 지점은 플랫폼

Energy War Series #2
Energy

테크의 영역에 진입함으로써
한차원 개선될 ESS SI들의
수익성

- 알고리즘 트레이딩과 VPP의 Implication: 최근 개화하는 ESS 시장은 단순히 하나의 기자재 시장이 아님. ESS SI(Tesla, Fluence 등)가 기존 유틸리티의 영역, 전력 중개 시장에 진입하게 되는 발판. 이를 통해 전통 발전소의 역할은 축소되고, 테크 회사들의 영역이 커질 것으로 전망
- 성장 초기 단계에 있는 ESS SI들은 현재 적자를 기록 중이지만, 중장기적인 수익성은 기존 태양광, 풍력 기자재 업체들 대비 한 차원 높은 전망. 유틸리티 업체들의 이익률, 더 나아가 소프트웨어 기반 플랫폼 업체의 이익률이 타겟

ESS SI들의 중장기적인 수익성: 기계, 유틸리티, 소프트웨어 그 사이 어딘가



주: ESS는 2022년 EBITDA 마진, 나머지는 2018~2022년 EBITDA 마진율을 단순 평균
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

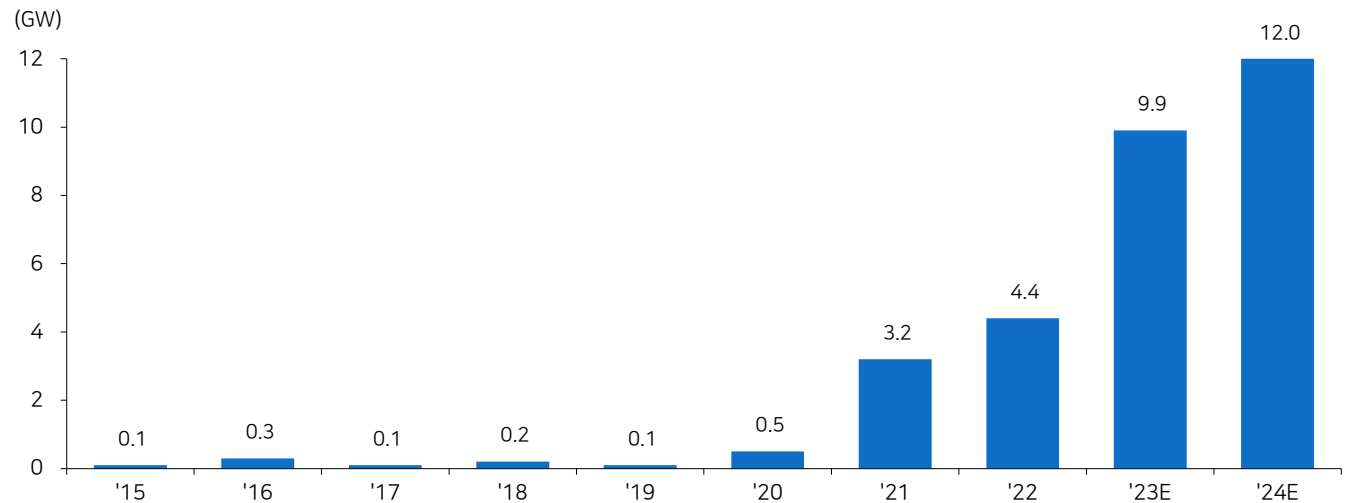
2023~2024년부터 본격화된 미국 ESS 시장 성장

Energy War Series #2
Energy

2021년부터 개화하여
2023년부터 본격 성장한 ESS
시장

- 미국 대용량(1MW 이상) ESS 시장은 2021년부터 본격적으로 개화. CoVID-19 이후 가파르게 오른 전력 가격과 재생에너지 비중 확대, 배터리 양산 능력 개선이 주요 요인
- EIA 따르면 2022년 4.4GW에 불과했던 설치량은 2023년 9.9GW, 2024년 12.0GW로 가파르게 성장할 전망. 2020년 0.5GW에 비교하면 놀라운 성장세
- 현재 설치량 중 대부분은 재생에너지 비중이 높은 캘리포니아와 텍사스 지역에서 설치

2024년까지 가파른 시장 성장이 예상. 그 중 대부분은 캘리포니아(CAISO)와 텍사스(ERCOT)에서 설치



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

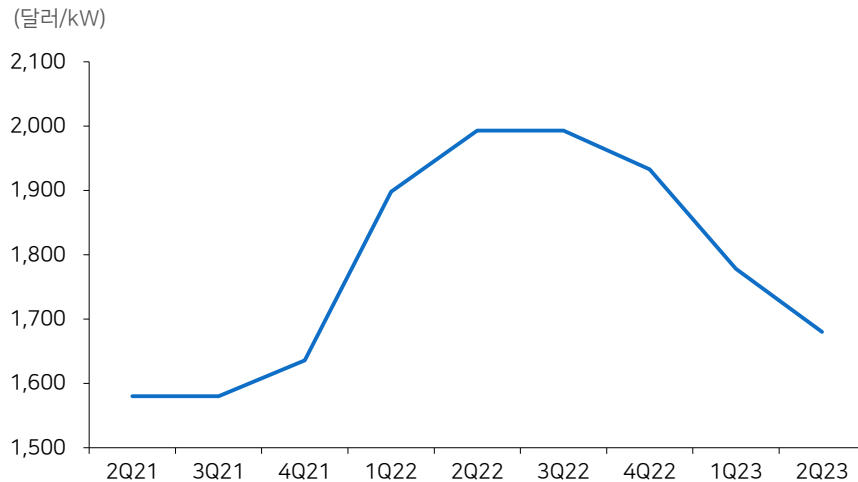
배터리 수급에 어려움을 겪었던 ESS SI들

Energy War Series #2
Energy

2022년 이후 배터리 수급 문제로 공급에 제약

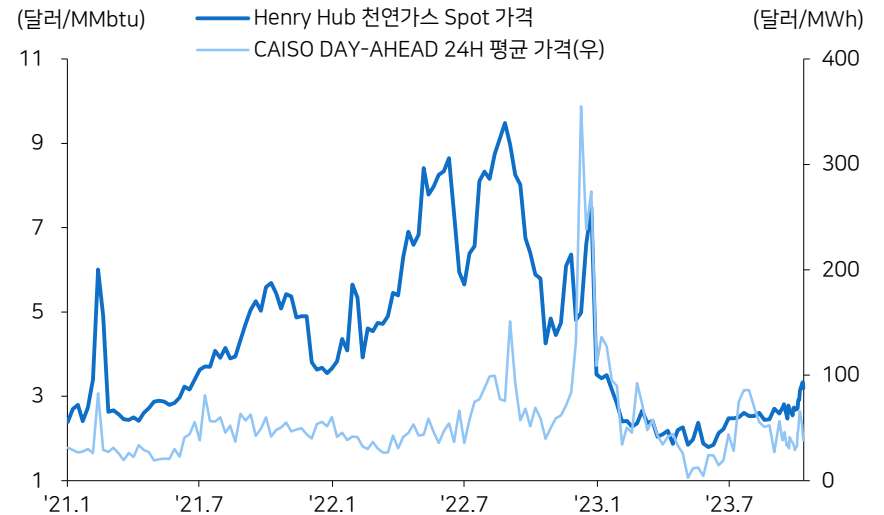
- ESS 설치 비용의 60%를 차지하는 배터리 가격의 급등으로 인해 2022년 ESS 설치 원가는 25% 이상 증가
- Fluence를 비롯한 ESS SI들은 단순히 가격 상승의 문제가 아닌 배터리 수급 자체가 어려움을 지적
- 반면 ESS 프로젝트의 판가인 전력 가격은 천연가스 가격 하락으로 인해 2023년 안정화되면서 상승한 설치 원가를 도급가에 전이시키기 어려웠을 것으로 판단
- Fluence는 CATL에 의존, Stem 역시 Tesla와 중국 업체들에게 배터리 수급을 의존해왔음. 자체 수급이 가능한 Tesla와 상대적으로 비교하면 배터리 공급 부족 사태에 더 취약한 구조

ESS 설치 원가: 2022년 급등 후 2023년 안정화



자료: Wood Mackenzie, 메리츠증권 리서치센터

ESS 프로젝트의 P: 2023년 하반기 가스 가격과 전력 가격 동반 상승



주: CAISO 전기 요금은 하루 전 시장 평균 도매단가
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

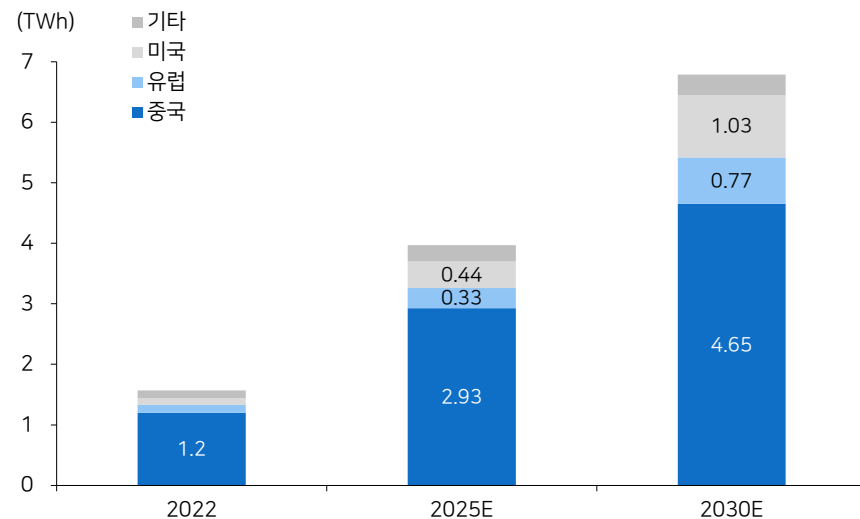
배터리 수급이 완화된다면 가장 큰 수혜 산업 될 것

Energy War Series #2
Energy

광물 가격 하락과 생산능력 증가로 배터리 공급 안정화 전망

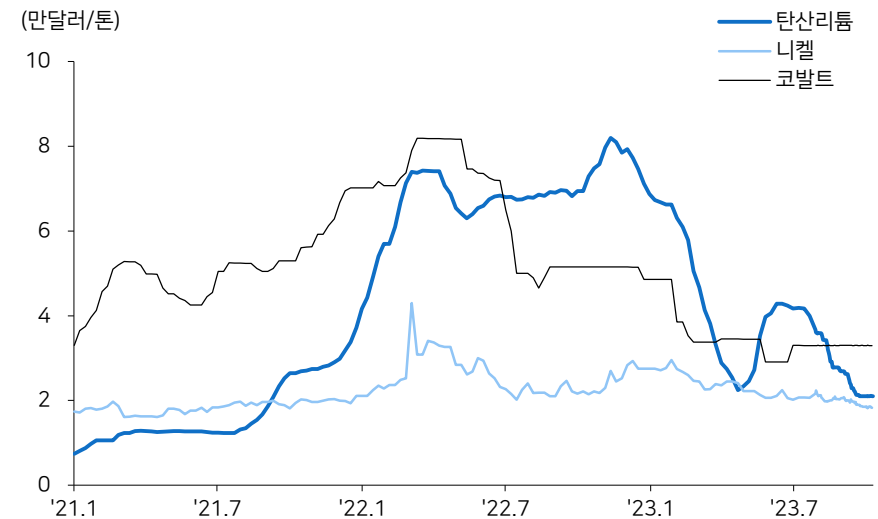
- 반가운 사실은 배터리 광물 가격이 2023년 초 이후 뚜렷한 하락세로 전환했다는 점. 수요 안정화 및 신규 광산 프로젝트의 본격적인 가동 등이 원인
- 향후 2025~2026년까지 중국을 중심으로 배터리 생산 능력이 확대되면서 셀 가격 하락도 기대. 이에 더해 미국 역시 IRA 효과로 인해 CAPA 확대가 기존보다 예상보다 빠르게 진행 중
- ESS 최대 시장이 미국이라는 점에서 미국 내에서의 생산능력 확대는 공급망 안정화로 직결되는 호재
- 전반적으로 ESS는 배터리 공급 안정화 수혜주로 이해

글로벌 배터리 생산능력 전망



자료: IEA(2023.05), 메리츠증권 리서치센터

주요 배터리 광물 가격 추이



주: 탄산리튬 - 순도 99% 기준, 코발트 - 순도 99.3% 기준
자료: Bloomberg, KOMIS, 메리츠증권 리서치센터

Energy War Series #2 Energy

기업분석

종목	투자판단	적정주가
Fluence(FLNC US)	Not Rated	-
서진시스템 (178320)	Not Rated	-
와이엠텍(273640)	Not Rated	-
이랜텍(054210)	Not Rated	-
아모그린텍(125210)	Not Rated	-
SK디앤디(210980)	Not Rated	-

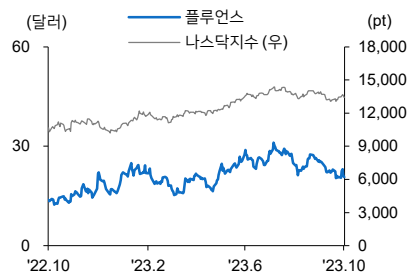


Fluence(FLNC US) 돈 벌기 시작하는 ESS Pure Player

Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (10. 16)	20.70달러
상승여력	-
NASDAQ	13,407.23pt
시가총액	3,666백만달러
발행주식수	11,851만주
유동주식비율	34.71%
외국인비중	
52주 최고/최저가	31.32달러/11.895달러
평균거래대금	0.3억달러
주요주주(%)	
Siemens Ag	33.53
Siemens Pension Trust E.V.	15.91
Qatar Investment Authority	15.61
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-18.0 -3.0 53.7
상대주가	-15.8 -13.6 23.8
주가그래프	



ESS Pure Player이자 글로벌 선두 업체

- Siemens와 미국 유틸리티 AES의 합작 법인으로 2018년 1월 설립. ESS를 설치하고, 유지보수하고, 운영을 도와주는 System Integrator로서 역할을 수행. Tesla와 함께 글로벌 1~2위의 선두권을 형성
- 설치, 유지보수 뿐만 아니라 소프트웨어 Fluence IQ를 통해 월 구독 수익 및 성과 공유 수익도 창출
- 현재는 서비스, 소프트웨어 매출 비중 1% 내외에 불과하나 2030년까지 20% 내외로 성장 전망. 서비스와 소프트웨어 매출은 각각 약 30%, 80%의 GPM이 예상되는 고마진 사업이므로 믹스 개선도 기대

이미 눈 앞에 다가온 손익 분기. 2024년부터는 돈 벌기 시작(EBITDA 흑자 전환)

- 사측은 3Q23 EBITDA 손익 분기를 예고. 2024년부터는 본격적으로 EBITDA 흑자전환 구간에 접어들 것
- 2022년 하반기부터 상승한 주주 기준 ASP와 2023년부터 하락하는 배터리 설치원가가 이를 뒷받침
- CATL이외에 Northvolt, AESC 등 공급망 다변화 진행. 2024년 여름부터 미국 내에서 자체 제조 시설 가동. AMPC 통한 추가 이익 개선도 기대. 향후 미국 내 배터리 생산 능력 확대되면서 공급망 추가적인 안정화 예상

차별화되는 성장성에도 불구하고 태양광, 풍력과 비슷한 EV/Sales 밸류에이션. 수익성 개선 통해 Re-rating 기대

- 2024년 기준 EV/Sales는 1.3배로 태양광, 풍력 업체들과 비슷. ESS가 상대적으로 초기 시장이라는 점, 소프트웨어 매출을 통한 중장기 마진 개선 등을 고려하면 Re-rating이 필요

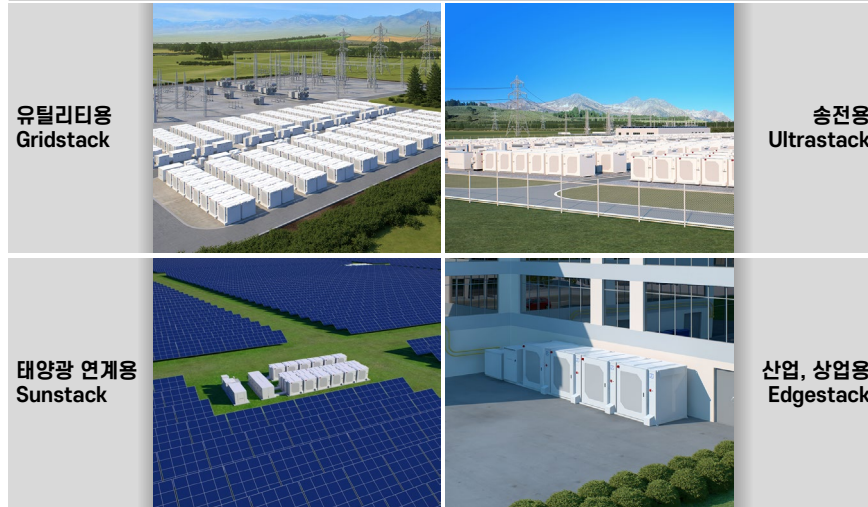
	매출액	영업이익	순이익	EPS (달러)	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(백만달러)			(지배주주)	(지배주주)	(%)	(달러)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2021	681	-159	-162	-1.38	적자지속	-0.48	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0
2022	1,199	-286	-104	-1.50	적자지속	2.51	N/A	5.81	N/A	N/A	0.4
2023E	2,051	-134	-94	-0.58	적자지속	2.08	-35.8	9.95	N/A	-13.9	0.4
2024E	2,781	41	40	0.21	흑자전환	2.42	96.7	8.55	51.2	7.7	0.4
2025E	3,755	221	192	0.97	353.7	3.54	21.3	5.84	13.7	33.8	0.4

기업 개요: ESS Pure Player이자 글로벌 선두 업체

Energy War Series #2
Energy

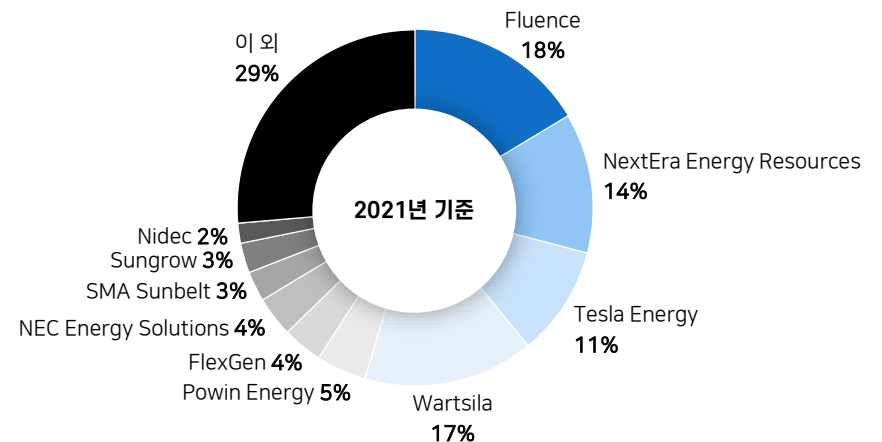
- Fluence는 독일 전력기기 업체 Siemens와 미국 유틸리티 AES의 합작 법인으로 2018년 1월 설립. ESS를 설치하고, 유지보수하고, 운영을 도와주는 System Integrator로서 역할. ESS 외에 다른 사업 영역 비중이 미미하여 ESS Pure Player로 볼 수 있음
- ESS 제품의 기본적인 단위인 Fluence Cube를 기반으로 용도에 맞춰 네 종류의 제품군(Gridstack, Ultrastack, Sunstack, Edgestack)를 판매 중이며. 2021년 기준 유틸리티 ESS 시장에서 18%의 점유율을 차지하며 1위를 기록(2022년은 Tesla가 1위로 올라선 것으로 추정)
- ESS의 설계를 직접하고 있으나 대부분의 제작을 에이스엔지니어링, 서진시스템에 외주. 배터리는 CATL 등에서 조달. 최근 미국 유타주에서 자체 제조 시설을 건설 중(2024년 여름 가동)

Fluence 주요 하드웨어 제품



자료: Fluence, 메리츠증권 리서치센터

유틸리티급 ESS SI 시장 점유율

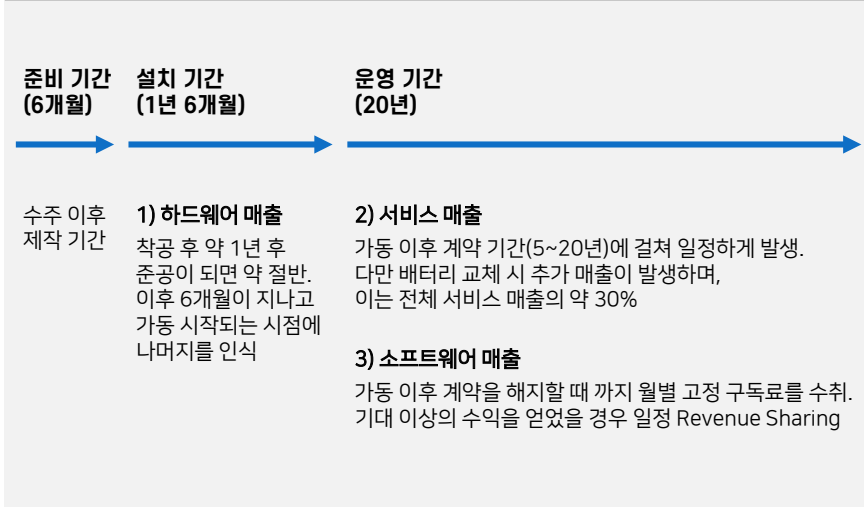


자료: IHS Markit(2021), 메리츠증권 리서치센터

하드웨어에서 소프트웨어로 이어지는 매출 구조

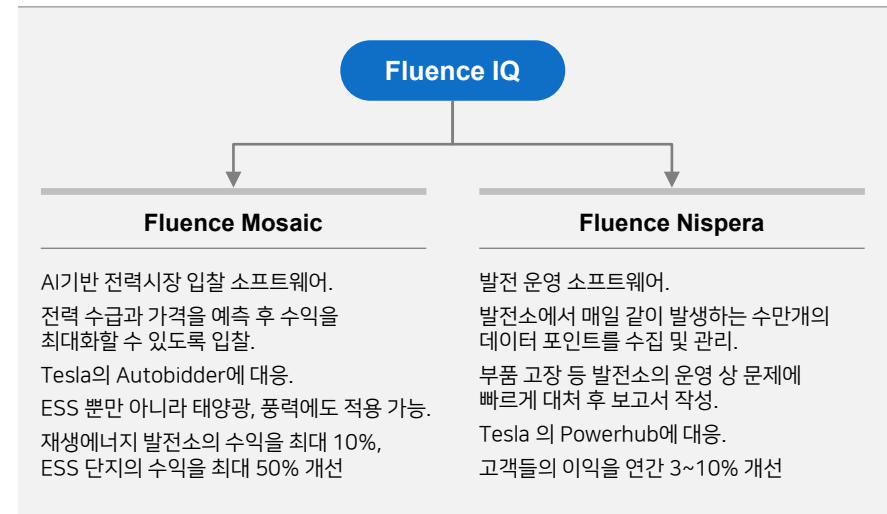
- Fluence의 매출은 하드웨어, 서비스(O&M), 소프트웨어 매출로 구성
 - 1) 하드웨어 매출: 배터리 EPC를 제공하며 원가에 10~15%의 마진(GPM)을 붙여 판매
 - 2) 서비스 매출: 설치된 ESS를 유지보수하는 대가로 5~20년 동안 장기계약을 통해 판매. 예상 GPM 약 30%
 - 3) 소프트웨어 매출: ESS 수익을 극대화시켜줄 수 있는 소프트웨어 제공 대가로 구독료, 성취 보상 등을 수취. 예상 GPM 약 80%
- Fluence의 소프트웨어는 ESS의 고장에 빠르게 대응하고 운영 효율성을 개선시켜주는 Nispera와, 알고리즘 트레이딩을 통해 전력 가격을 예측하고 입찰하는 Mosaic로 나뉨. 해당 소프트웨어는 ESS 뿐만 아니라 태양광, 풍력에도 적용이 가능하여 ESS를 기반으로 향후 더 넓은 시장을 타겟할 전망

Fluence 매출 인식 구조



자료: Fluence, 메리츠증권 리서치센터

Fluence 소프트웨어 체계



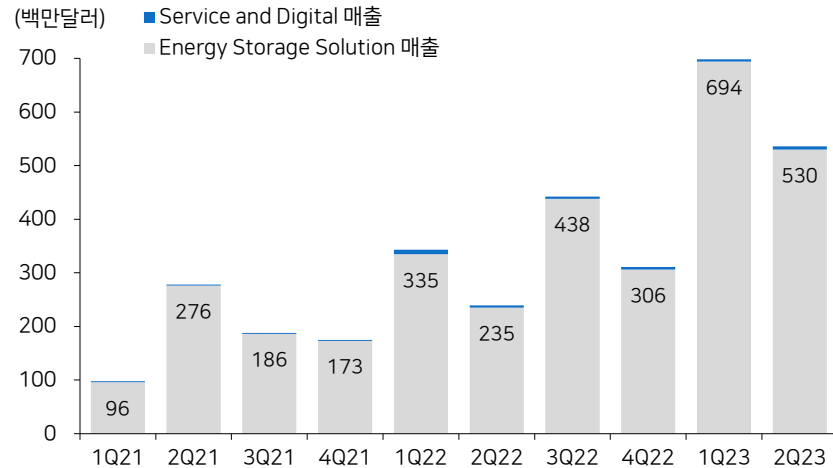
자료: Fluence, 메리츠증권 리서치센터

중장기적인 서비스 매출 성장과 공급 지역 확대에 주목

Energy War Series #2
Energy

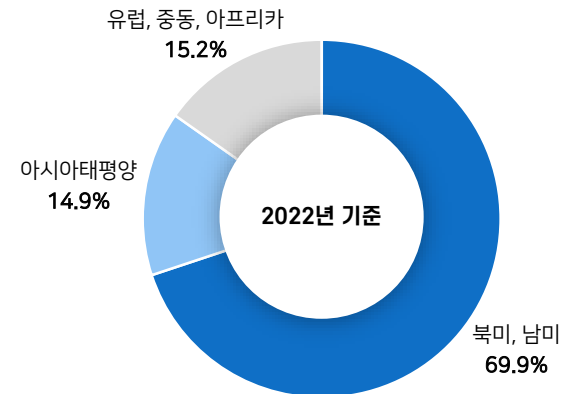
- 2023년 현재까지는 하드웨어 매출이 전사 매출 중 99%를 차지하며 압도적인 비중을 차지. 이는 2020년 이후 본격적으로 태동하기 시작한 ESS 시장의 특성 상 누적 설치량이 부족하기 때문. 그러나 향후 누적 설치량이 쌓이면서 서비스 및 소프트웨어 매출 비중 확대 전망
- 연간 설치량 성장률 30%를 가정하면, 2030년 경 서비스 및 소프트웨어 매출 비중은 20% 예상(자세한 내용은 Full Version 보고서의 86 Page 참고). 이를 통한 믹스 개선과 마진 상승이 중장기 성장 스토리
- 2022년 기준 북미, 남미에서의 매출 비중이 70%. 특히 미국 매출 비중이 약 50%를 차지. 이는 2023년 더 상승할 것으로 추정

Fluence 부문별 매출액 추이



자료: Fluence, 메리츠증권 리서치센터

Fluence 지역별 매출액 구성



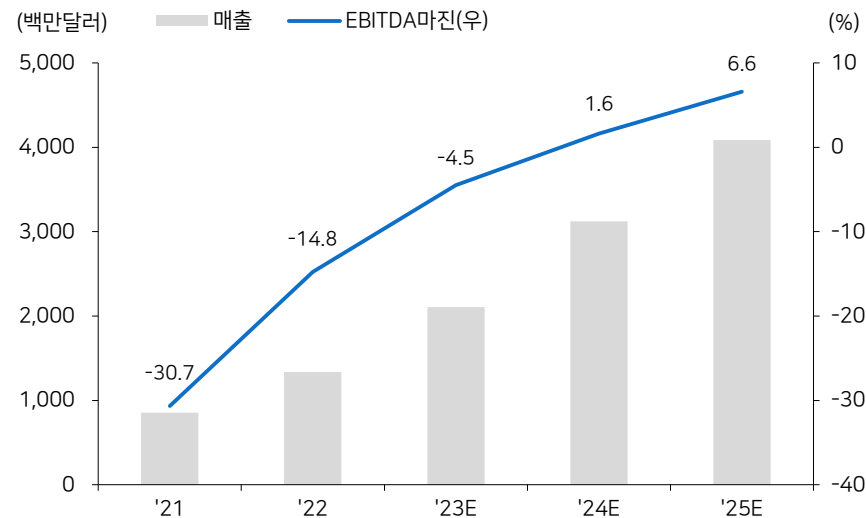
자료: Fluence, 메리츠증권 리서치센터

수주 상승이 뒷받침하는 매출 성장, 관건은 수익성 개선

Energy War Series #2
Energy

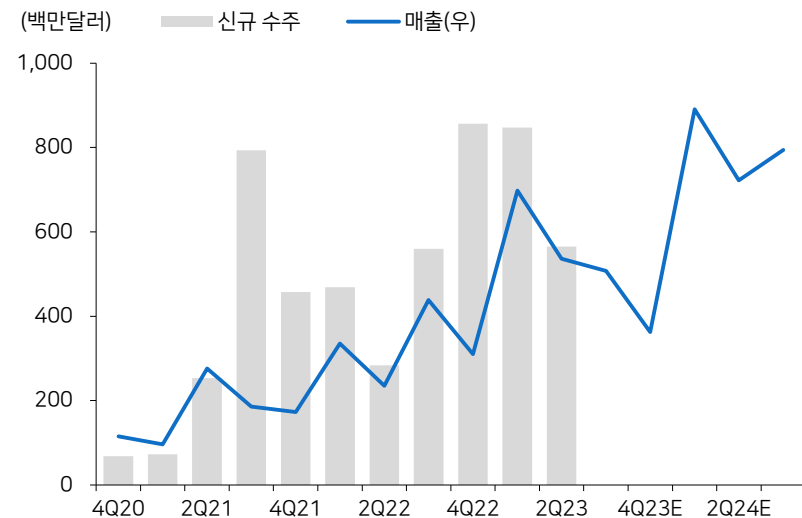
- 컨센서스 상 2023년 매출 +85% 성장, +2024년 35% 성장(9월말 결산 회계 년도 기준). 2024년 회사 측의 매출 성장 가이드라인 역시 35~40%하며 고성장을 예고. 2023년 두 차례에 걸쳐 매출액 가이드라인을 상향한 바 있음. 2022년 하반기부터 급증한 신규 수주가 이를 뒷받침
- 주가 상승을 위해서는 EBITDA 마진 개선이 필요. 사측은 3Q23(Calendar Year 기준) EBITDA 기준 손익 분기 달성을 예고한 바 있으며, Bloomberg 컨센서스는 4Q23년부터 EBITDA 흑자전환을 전망

Fluence 연간 매출 및 EBITDA 마진 추이 및 전망



주: Calendar Year 기준(회계연도는 9월말 결산). 3Q23 이후 매출액은 Bloomberg 컨센서스
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Fluence 분기별 신규 수주 추이 및 매출액 전망



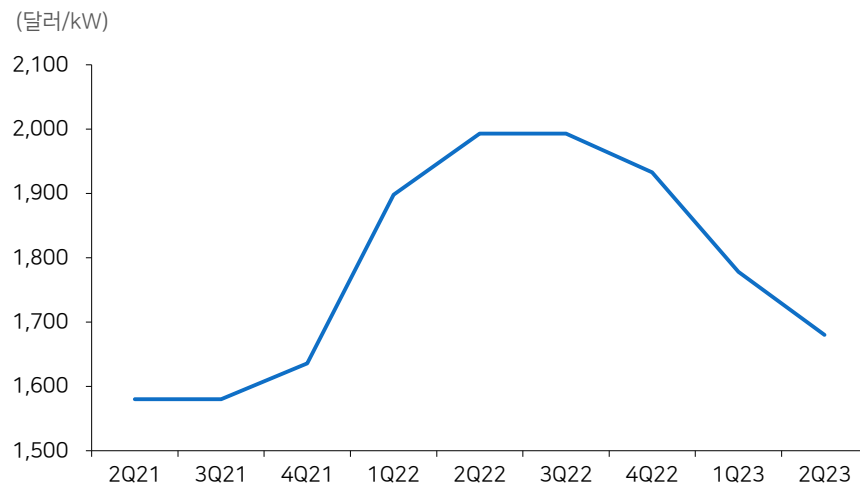
주: Calendar Year 기준(회계연도는 9월말 결산). 3Q23 이후 매출액은 Bloomberg 컨센서스
자료: Bloomberg, Fluence, 메리츠증권 리서치센터

배터리 원가 하락은 매출 성장과 수익성 개선에 모두 도움

Energy War Series #2
Energy

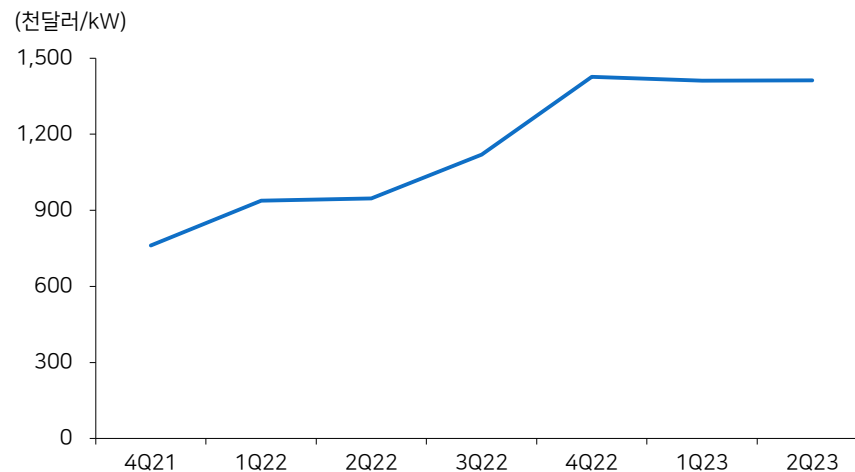
- Fluence는 2022년 배터리를 비롯한 원자재 가격 상승을 판가에 반영. 2022년 3분기부터 수주 기준 ASP가 유의미한 상승을 보여줬던 점과 1년~1년 반의 래깅을 생각하면 2024년에 본격적인 수익성 개선이 기대. 2023년 상반기 GPM은 4.5%이지만 지금 맺는 계약은 10~15% GPM을 목표로 체결 중
- Wood Mackenzie가 추정하는 ESS 설치 원가는 2023년 1분기부터 안정화되었으나, 실질적으로 사업자들이 원가 안정화를 언급하기 시작한 것은 하반기 이후. 배터리 설치 원가 하락에 따라 고객사들의 발주 증가와 마진 개선이 기대
- CATL이외에 Northvolt, AESC와 배터리 공급 계약을 체결하는 등 공급원을 다변화하고 있고, 2025년 이후 미국 내 배터리 생산 시설이 급증하는 점을 고려 시 중장기로 공급망이 점차 더 안정화될 전망

ESS 설치 원가 추이



자료: Wood Mackenzie, 메리츠증권 리서치센터

Fluence 수주 기준 ASP 추이



주: Calendar Year 기준(회계연도는 9월말 결산). 3Q23 이후 매출액은 Bloomberg 컨센서스
자료: Fluence, 메리츠증권 리서치센터

에너지 산업 내 차별화되는 성장성에도 불구하고 EV/Sales는 비슷

Energy War Series #2
Energy

글로벌 친환경 산업 Valuation Table

구분 (배)	회사명	PER				PBR				ROE (%)				EV/EBITDA				EV/Sales			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
ESS	Tesla	71	76.4	54.6	42.5	15.6	15.2	11.9	9.6	27.9	20.6	23	22.5	20.4	47.6	35.2	25.1	4.6	7.9	6.3	5
	Fluence	N/A	N/A	96.7	21.3	8.2	10	8.6	5.8	N/A	-13.9	7.7	33.8	N/A	N/A	52	14.2	1.9	1.7	1.3	1
	Stem	N/A	N/A	N/A	95.8	1.2	1.3	1.5	1.4	-17	-17.2	-18.7	4	N/A	N/A	40.7	10.7	4.6	1.8	1.3	1
태양광	Enphase	31	24.8	19.6	15.3	17.3	14.7	8.9	5.6	80.4	60.1	52.1	48	69.1	19.3	15.5	12.1	15.4	6.2	5.4	4.3
	Solaredge	25.3	13.1	11.1	9.3	2.7	2.6	2.1	1.7	13.3	20.3	19.9	20.1	64.6	8.9	7.2	5.7	4.8	1.6	1.4	1.2
	First Solar	62	19.3	11.4	7.5	2.6	2.4	2	1.6	2.6	12	15.7	20.2	97.3	12.4	7.4	4.8	5.2	4.1	3.1	2.5
풍력	Vestas	N/A	1,420.3	30.2	17	7.1	6.4	5.3	4.3	-24.3	0.8	17.8	25.6	N/A	21.8	11.9	8.4	1.9	1.4	1.2	1.1
	씨에스윈드	82.4	25.1	12.7	9	2.4	2.3	2.1	1.7	2.9	9.6	16.6	20.6	29.6	11.9	7.7	5.9	2.3	1.6	1.2	1
수소	Plug Power	N/A	N/A	N/A	N/A	1.2	1.3	1.3	1.2	-20.7	-18.8	-11.1	-5.3	N/A	N/A	N/A	10.5	8.3	3.2	2.1	1.4
	Bloom Energy	N/A	N/A	37.4	11.9	7.8	7.3	0	0	N/A	-15.9	24.2	53.5	N/A	53.4	15.6	8.2	3.5	2.3	1.7	1.3

주: 2023.10.16 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	681	1,199	2,051	2,781	3,755
매출액증가율(%)	21.3	76.1	71.1	35.6	35.0
매출원가	750	1,261	1,933	2,478	3,223
매출총이익	-69	-62	118	303	532
판매비와관리비	90	223	252	262	310
영업이익	-159	-286	-134	41	221
영업이익률(%)	-23.3	-23.8	-6.5	1.5	5.9
금융손익	1	0	N/A	N/A	N/A
종속/관계기업관련손익	0	0	N/A	N/A	N/A
기타영업외손익	0	2	N/A	N/A	N/A
세전계속사업이익	-160	-288	-116	40	219
법인세비용	2	1	2	-20	-55
당기순이익	-162	-289	-115	20	164
지배주주지분 순이익	-162	-104	-94	40	192

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	662	1,602	N/A	N/A	N/A
현금및현금성자산	37	468	N/A	N/A	N/A
매출채권	80	199	N/A	N/A	N/A
재고자산	400	653	N/A	N/A	N/A
비유동자산	56	144	N/A	N/A	N/A
유형자산	8	16	N/A	N/A	N/A
무형자산	45	77	N/A	N/A	N/A
투자자산	0	0	N/A	N/A	N/A
자산총계	718	1,746	N/A	N/A	N/A
유동부채	771	1,109	N/A	N/A	N/A
매입채무	359	500	N/A	N/A	N/A
단기차입금	0	0	N/A	N/A	N/A
유동성장기부채	412	610	N/A	N/A	N/A
비유동부채	2	7	N/A	N/A	N/A
사채	2	7	N/A	N/A	N/A
장기차입금	0	0	N/A	N/A	N/A
부채총계	774	1,116	N/A	N/A	N/A
자본금	106	0	N/A	N/A	N/A
자본잉여금	N/A	543	N/A	N/A	N/A
기타포괄이익누계액	117	3	N/A	N/A	N/A
이익잉여금	-279	-105	N/A	N/A	N/A
비지배주주지분	0	193	N/A	N/A	N/A
자본총계	-56	629	N/A	N/A	N/A

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-265	-282	N/A	N/A	N/A
당기순이익(손실)	-162	-104	N/A	N/A	N/A
유형자산감가상각비	5	7	N/A	N/A	N/A
무형자산상각비	60	-168	N/A	N/A	N/A
운전자본의 증감	-168	-17	N/A	N/A	N/A
투자활동 현금흐름	-22	-148	N/A	N/A	N/A
유형자산의 증가(CAPEX)	-4	-8	N/A	N/A	N/A
투자자산의 감소(증가)	0	0	N/A	N/A	N/A
재무활동 현금흐름	231	817	N/A	N/A	N/A
차입금증감	47	-50	N/A	N/A	N/A
자본의증가	3	-2	N/A	N/A	N/A
현금의증가(감소)	-57	392	N/A	N/A	N/A
기초현금	37	468	N/A	N/A	N/A
기말현금	37	468	N/A	N/A	N/A

Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	5.8	17.2	N/A	N/A	N/A
EPS(지배주주)	-1.4	-1.5	-0.58	0.21	0.97
CFPS	-2.3	-4.1	N/A	N/A	N/A
EBITDAPS	-1.3	-4.0	-0.5	0.4	1.4
BPS	-0.5	2.5	2.1	2.4	3.5
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	N/A	N/A	-35.8	96.7	21.3
PCR	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PSR	N/A	0.8	N/A	N/A	N/A
PBR	N/A	5.8	9.95	8.55	5.84
EBITDA	-153.6	-278.7	-89.5	68.6	252.0
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	N/A	N/A	-13.9	7.7	33.8
EBITDA이익률	-22.6	-23.3	-22.9	40.5	14.9
부채비율	N/A	0.4	0.4	0.4	0.4
금융비용부담률	474.4	594.0	N/A	N/A	N/A
이자보상배율(x)	-110.6	-141.6	N/A	N/A	N/A
매출채권회전율(x)	8.3	8.6	N/A	N/A	N/A
재고자산회전율(x)	3.4	2.4	N/A	N/A	N/A

서진시스템 (178320) 5G로 지친 마음 ESS로 달랜다

Analyst 정지수 02. 6454-4863
Jisoo.jeong@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (10. 16)	15,950원
상승여력	-
KOSDAQ	810.54pt
시가총액	5,994억원
발행주식수	3,758만주
유동주식비율	68.20%
외국인비중	3.44%
52주 최고/최저가	21,000원/14,250원
평균거래대금	73.7억원
주요주주(%)	
전동규 외 9 인	31.32

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.2	-11.5	6.0
상대주가	11.1	-1.3	-11.3

주가그래프



첨단산업 장비의 A부터 Z까지

- 1996년 설립된 서진시스템은 알루미늄 제조가공 분야 국내 1위 업체로, 통신장비 합체, 반도체 장비, 에너지저장시스템(ESS), 전기차 부품 등을 주력으로 생산
- 삼성전자, Ericsson, Lam Research, Fluence 등 글로벌 IT 기업들이 주요 고객사이며, 반도체 장비와 ESS 전원구동장치를 생산하는 텍스, 전기차 부품을 생산하는 SEOJIN AUTO 등 10여개의 계열사를 보유

글로벌 ESS 시장 확대 수혜 예상

- 동사는 ESS 분야에서 Fluence, Powin 등 글로벌 Top 10에 위치한 대다수 업체들과 거래 및 계약 논의 중
- Fluence, Powin 등 고객사로부터 2023년 5월부터 2024년 6월까지 수주한 ESS 계약금액만 3,614억원
- ESS 매출 비중은 2020년 9.4%에서 2022년 24.1%로 증가했으며, 2024년에는 46.9%로 확대 전망

2024년 연결 영업이익 1,150억원(+281.3% YoY) 전망

- 3Q23 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,944억원(-11.8% YoY), 136억원(-21.8% YoY) 전망
- 2024년 연결 매출액 1조 2,361억원(+47.6% YoY), 영업이익 1,150억원(+281.3% YoY) 전망
- 핸드폰 부품 사업 중단에도 ESS 매출은 2024년 5,800억원(+147.3% YoY)으로 크게 증가할 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	324.6	36.9	30.1	970	0.0	5,991	9.0	1.4	4.5	17.9	97.5
2019	392.4	54.4	48.7	1,344	29.8	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	787.6	44.4	1.6	43	-95.9	14,358	407.9	1.2	10.6	0.4	156.7

서진시스템 회사 소개

Energy War Series #2
Energy

회사 개요

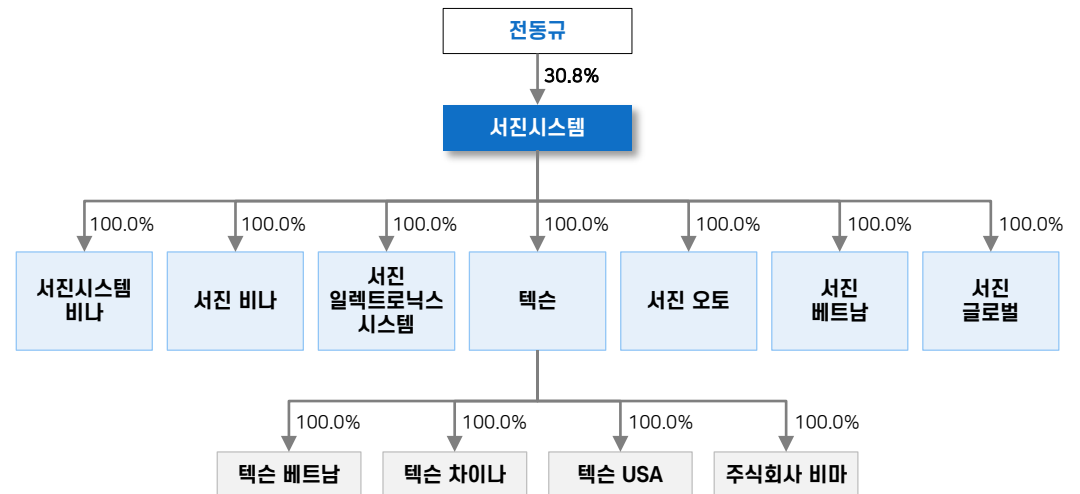
- 1996년 설립된 서진시스템은 알루미늄 제조가공 분야 국내 1위 업체로, 통신장비 함체, 반도체 장비, 에너지저장시스템(ESS), 전기차 부품 등을 주력으로 생산
- 삼성전자, 에릭슨, 램리서치, 플루언스 등 글로벌 IT 기업들이 주요 고객사이며, 반도체 장비와 ESS 전원구동장치를 생산하는 텍슨, 전기차 부품을 생산하는 SEOJIN AUTO 등 10여개의 계열사를 보유
- 국내 6개, 미국과 중국에 2개의 사업장을 보유하고 있으며, 베트남 5개 사업장 면적은 20만평 이상 규모

서진시스템 사업 분야



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

서진시스템 지배구조



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

수직계열화를 통한 전공정 내재화로 생산효율 극대화

- 동사는 생산라인의 수직계열화를 통한 전공정 내재화로 생산효율을 극대화하여 가격 및 품질 경쟁력 확보
- 제품 개발 및 설계부터 금형, 다이캐스팅, 연마 후 검사 단계까지 내재화했으며, 다양한 제품 설계를 통해 축적한 노하우로 고객 요구사항에 신속한 대응이 가능

서진시스템 공정별 주요 설비 및 기술



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

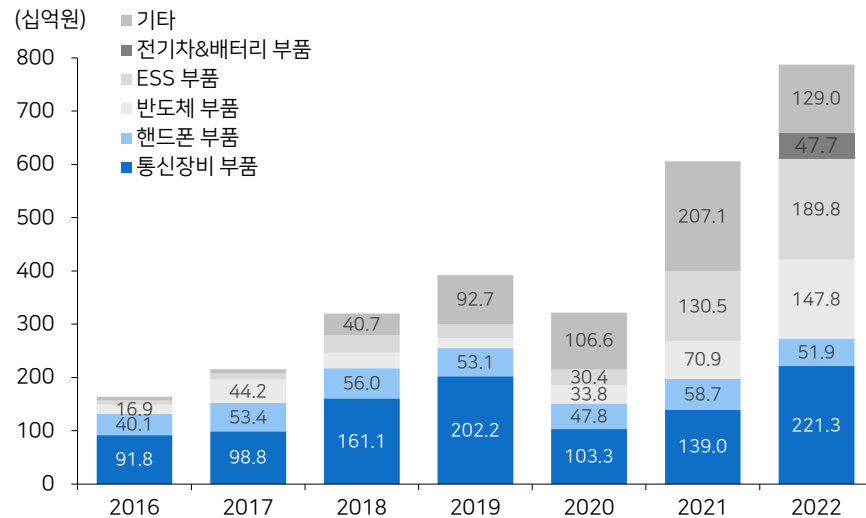
서진시스템 사업부별 실적 추이

Energy War Series #2
Energy

사업부별 매출액 및 비중

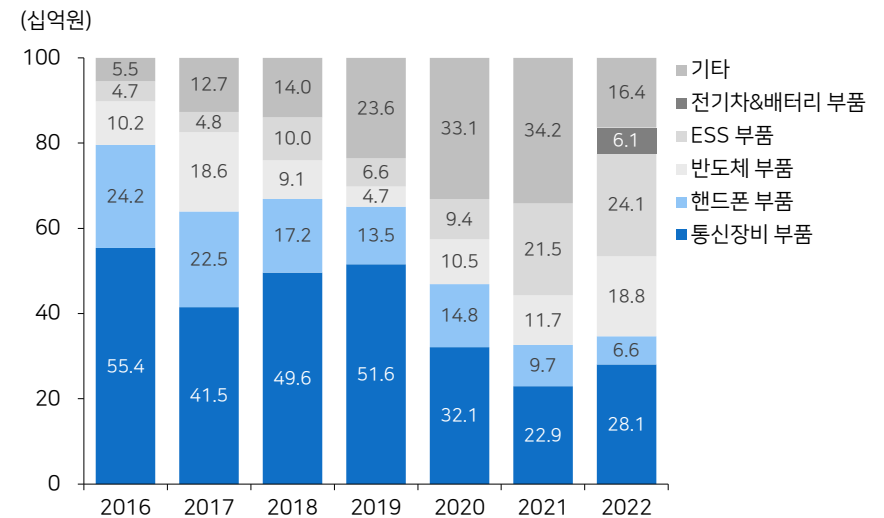
- 전사 매출액은 2016년 1,659억원에 불과했으나 2022년 7,876억원을 기록하며 약 5배 증가
- 통신장비 매출 비중은 2016년 55.4%를 차지했으나, 2022년에는 28.1%로 축소
- 반면, ESS 부품 매출액은 2016년 79억원(비중 4.7%)에서 2022년 1,898억원(24.1%)으로 증가

서진시스템 사업부별 매출 추이



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

서진시스템 사업부별 매출 비중



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

서진시스템 - 긍정적인 ESS 시장 전망

Energy War Series #2
Energy

제조 분야의 탈중국 현상 강화

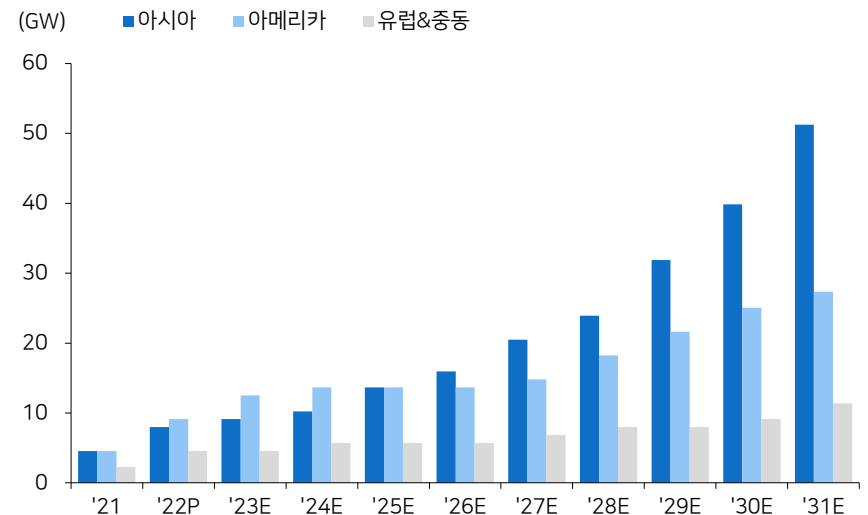
- 미중 무역분쟁으로 제조 분야에서 탈중국 현상이 강화되면서 베트남이 그 대안으로 부상
- IRA 법안 통과로 자국 중심으로 공급망이 재편되고 중국 배제 현상이 강화되면서, 대량생산 체계를 구축하고 전공정 내재화로 가격 경쟁력을 확보한 서진시스템이 부각
- 기존 통신장비 및 반도체 장비 사업에서뿐만 아니라 신규 ESS 시장에서도 관련 수혜가 부각되는 중

우호적인 대외 환경 변화



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 ESS 시장 전망



자료: WoodMackenzie, 메리츠증권 리서치센터

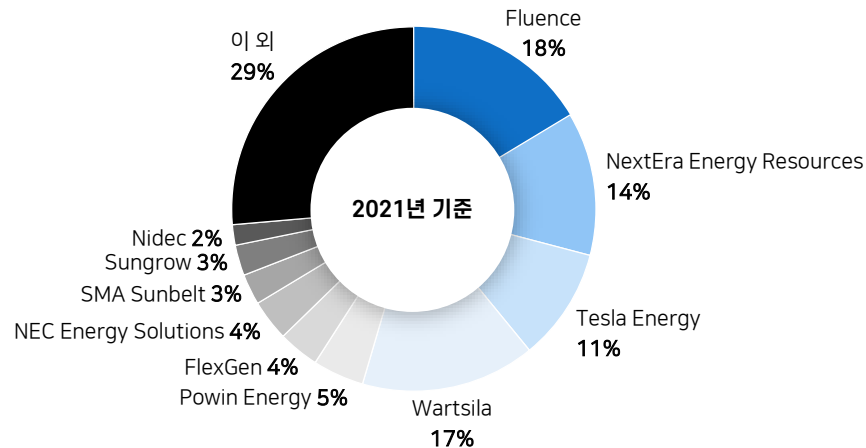
서진시스템 - 글로벌 ESS 장비 공급의 침범

Energy War Series #2
Energy

글로벌 Top Tier ESS 고객사들 확보

- 서진시스템은 글로벌 ESS 시장 Top 10 내 대부분의 고객사에 장비를 공급 중이거나 공급을 논의 중
- 기존 고객사인 삼성SDI 외에도 글로벌 ESS 1위 업체 Fluence, 3위 업체 Powin 등과 공급 계약 체결
- Fluence, Powin 등 고객사로부터 2023년 5월부터 2024년 6월까지 수주한 ESS 계약금액만 3,614억원

미국 유틸리티 스케일 ESS 시장 점유율



자료: IHS Markit, 메리츠증권 리서치센터

서진시스템 ESS 관련 수주 내역

구분	고객사	계약 금액	계약기간		공급 지역
			시작일	종료일	
내용	AST Technologies	2,417억원	2022-06-22	2023-03-31	유럽
	(주)에이스엔지니어링	1,291억원	2023-05-29	2024-04-01	유럽
	(주)에이스엔지니어링	486억원	2023-07-10	2024-03-29	미국
	(주)에이스엔지니어링	550억원	2023-08-24	2024-06-11	미국 외
	(주)에이스엔지니어링	802억원	2023-09-19	2024-06-24	미국 외
	(주)에이스엔지니어링	485억원	2023-09-22	2024-01-20	미국 외
총 금액	6,032억원				

자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

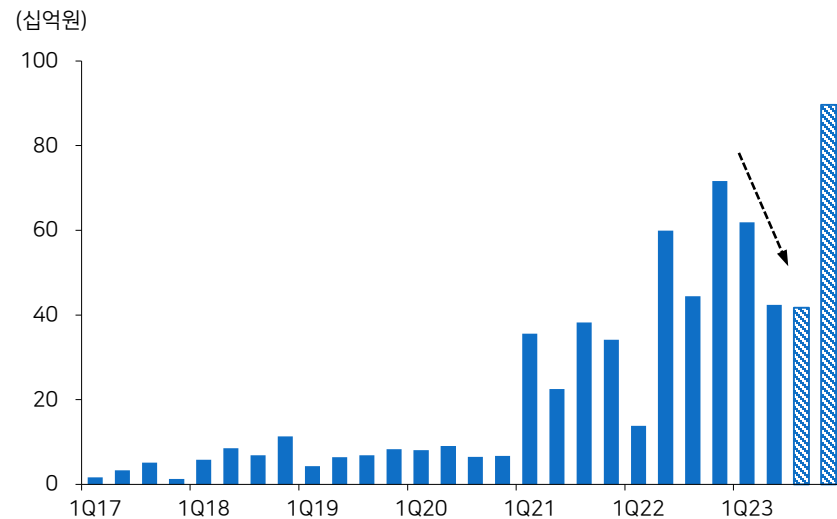
서진시스템 - 실망하기에는 이른 ESS 실적

Energy War Series #2
Energy

배터리 가격과 함께 다소 부진했던 ESS 공급

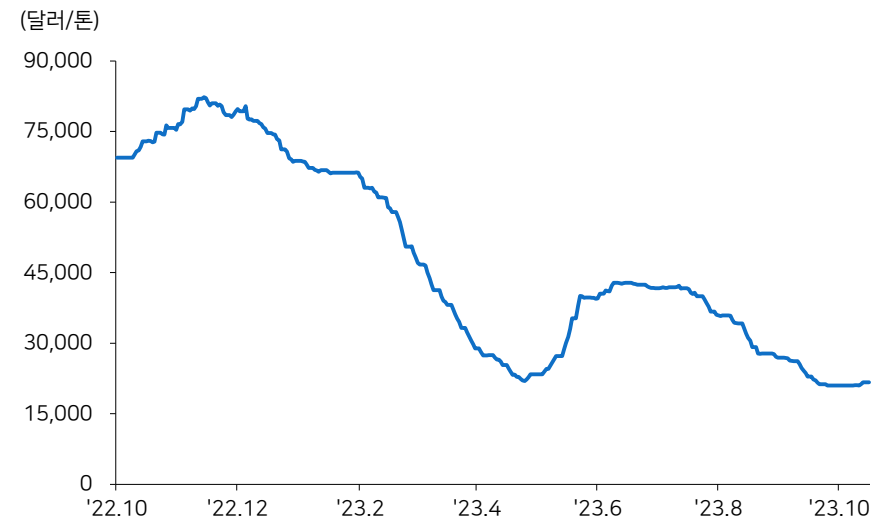
- 2022년 1,898억원을 기록한 ESS 매출은 2023년 상반기까지 누적 1,043억원으로 기대 대비 다소 부진
- 시장 기대와 달리 전방 고객사의 ESS 발주가 지연되고 있는 가장 큰 이유는 배터리 가격의 하락
⇒ 고객사가 직접 배터리를 구매하는 사업의 특성상 배터리 가격의 하락은 제조원가 하락으로 이어지기 때문
- 리튬 가격은 22년 11월 톤 당 82,261달러를 고점으로 현재 21,695달러까지 하락한 상황
- 현재 시점에서 추가적인 가격 하락이 나타나더라도 계약기간 내 합의된 물량 납품은 이루어질 전망

서진시스템 ESS 분기 매출액 추이



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

리튬 가격 추이



주: 탄산리튬(China lithium carbonate 99.5% DEL 기준)
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

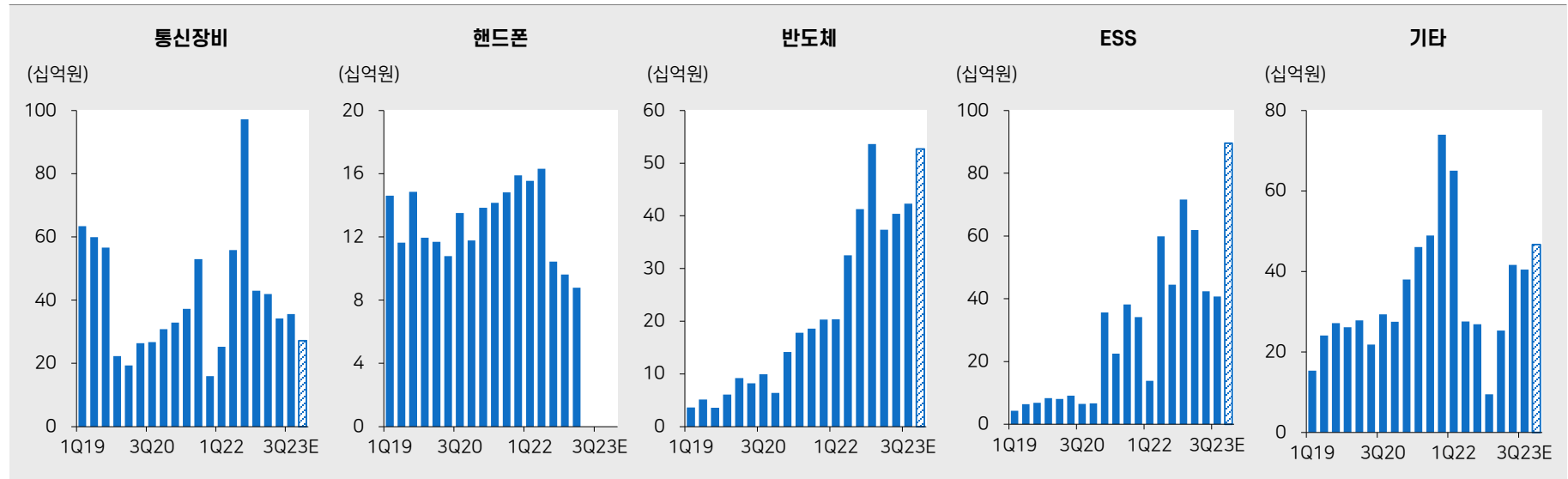
서진시스템 주요 사업부별 실적 전망

Energy War Series #2
Energy

핸드폰 부품 사업 중단에도 ESS 매출이 큰 폭으로 증가

- 수익성이 낮은 핸드폰 사업 중단에도 불구하고 2023년과 2024년 의미 있는 외형 성장 가능
- 3Q23 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,944억원(-11.8% YoY), 136억원(-21.8% YoY) 전망
- 2023년 연결 매출액과 영업이익은 각각 8,377억원(+6.4% YoY), 301억원(-32.1% YoY) 전망
- 2024년 연결 매출액 1조 2,361억원(+47.6% YoY), 영업이익 1,150억원(+281.3% YoY) 전망
- ESS 매출은 2023년 2,346억원(+23.6% YoY)에서 2024년 5,800억원(+147.3% YoY)으로 크게 증가 전망

서진시스템 주요 사업부 매출액 추이



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

서진시스템 실적 추이 및 전망

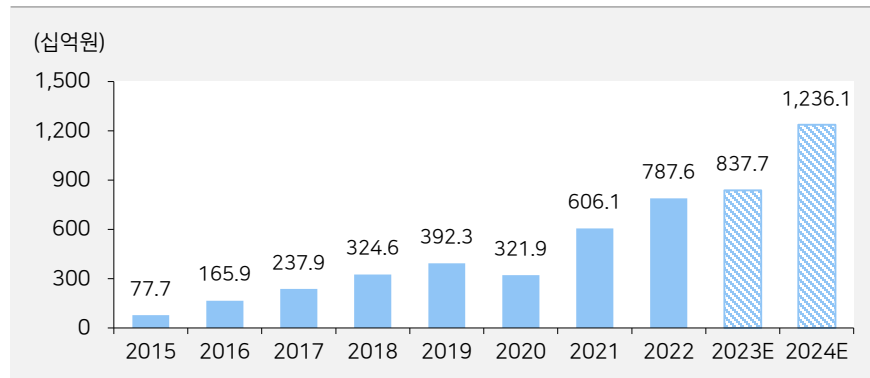
Energy War Series #2
Energy

서진시스템 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	140.1	192.1	220.3	235.1	197.8	177.2	194.4	268.3	321.9	606.1	787.6	837.7	1,236.1
% YoY	4.1%	39.4%	26.9%	46.7%	41.2%	-7.8%	-11.8%	14.1%	-17.9%	88.3%	29.9%	6.4%	47.6%
통신장비 부품	25.2	55.8	97.3	43.0	42.0	34.2	35.6	27.2	103.3	139.0	221.3	138.9	134.8
핸드폰 부품	15.6	16.3	10.4	9.6	8.8	0.0	0.0	0.0	47.8	58.7	51.9	8.8	0.0
반도체장비 부품	20.4	32.5	41.3	53.6	37.4	40.4	42.3	52.7	33.8	70.9	147.8	172.8	177.9
ESS 부품	13.8	59.9	44.5	71.6	61.9	42.4	40.7	89.6	30.4	130.5	189.8	234.6	580.0
기타	65.1	27.6	26.9	9.5	25.3	41.6	40.5	46.7	106.6	207.1	129.0	154.2	158.0
영업이익	2.8	-2.3	17.4	26.5	8.7	-17.4	13.6	25.2	4.9	58.0	44.4	30.1	115.0
% YoY	-69.4%	적전	-30.5%	41.5%	208.4%	적확	-21.8%	-4.7%	-91.0%	1082.2%	-23.5%	-32.1%	281.3%
영업이익률 (%)	2.0%	-1.2%	7.9%	11.3%	4.4%	-9.8%	7.0%	9.4%	1.5%	9.6%	5.6%	3.6%	9.3%
법인세차감전순이익	11.7	-22.7	8.9	17.4	16.5	-34.6	6.8	19.3	-2.2	45.1	15.2	8.0	104.6
법인세비용	3.1	5.2	-0.6	5.9	3.1	-0.7	-1.0	1.9	3.6	6.5	13.6	3.3	21.1
당기순이익	8.6	-27.9	9.5	11.5	13.4	-33.9	7.8	17.4	-5.8	38.6	1.6	4.7	83.5
당기순이익률 (%)	6.1%	-14.5%	4.3%	4.9%	6.8%	-19.1%	4.0%	6.5%	-1.8%	6.4%	0.2%	0.6%	6.8%

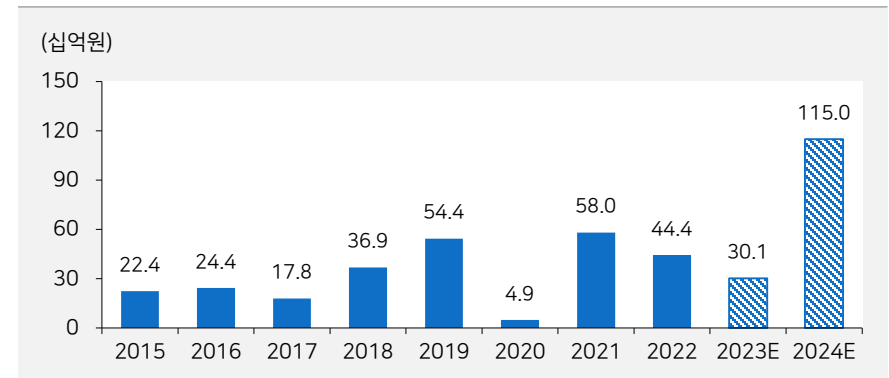
자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

서진시스템 연결 매출액 추이 및 전망



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

서진시스템 연결 영업이익 추이 및 전망



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

서진시스템 (178320)

Energy War Series #2

Energy

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	324.6	392.4	321.9	606.2	787.6
매출액증가율(%)	36.4	20.9	-18.0	88.3	29.9
매출원가	261.3	300.3	269.6	488.6	672.9
매출총이익	63.2	92.1	52.3	117.6	114.7
판매비와관리비	26.4	37.7	47.4	59.6	70.3
영업이익	36.9	54.4	4.9	58.0	44.4
영업이익률(%)	11.4	13.9	1.5	9.6	5.6
금융손익	-2.0	0.8	-8.5	-15.0	-31.1
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.8	-2.4	1.4	2.1	1.9
세전계속사업이익	36.6	52.8	-2.2	45.1	15.2
법인세비용	4.3	3.8	3.6	6.5	13.6
당기순이익	32.3	49.0	-5.8	38.6	1.6
지배주주지분 순이익	30.1	48.7	-5.5	38.6	1.6
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	154.4	215.6	281.6	531.0	728.8
현금및현금성자산	25.0	26.2	21.8	24.1	18.8
매출채권	35.9	38.7	54.3	107.0	141.4
재고자산	71.2	115.7	158.1	343.7	526.9
비유동자산	283.4	347.5	410.5	519.1	656.0
유형자산	259.9	300.4	365.9	466.0	575.6
무형자산	16.0	0.9	4.5	4.7	5.5
투자자산	0.1	0.4	0.6	1.4	2.3
자산총계	437.8	563.0	692.1	1,050.0	1,384.8
유동부채	189.8	213.8	260.8	438.4	663.1
매입채무	91.7	60.5	66.7	179.6	271.2
단기차입금	73.6	128.1	116.8	188.6	226.4
유동성장기부채	11.0	9.9	48.8	37.2	27.5
비유동부채	26.3	82.4	189.4	251.4	182.1
사채	1.2	0.0	79.1	163.3	100.1
장기차입금	17.9	75.4	86.0	42.9	47.9
부채총계	216.1	296.2	450.2	689.8	845.2
자본금	9.1	9.1	9.1	9.4	18.8
자본잉여금	128.2	128.2	144.1	180.2	171.2
기타포괄이익누계액	0.3	1.7	-20.9	21.1	39.5
이익잉여금	72.8	118.8	107.7	146.6	136.8
비지배주주지분	4.8	3.4	0.0	0.0	0.0
자본총계	221.7	266.9	241.9	360.2	539.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동현금흐름	70.5	-18.5	-36.1	-5.3	24.2
당기순이익(손실)	32.3	49.0	-5.8	38.6	1.6
유형자산감가상각비	16.2	34.0	33.4	48.2	63.9
무형자산상각비	0.5	0.2	0.2	0.3	0.5
운전자본의 증감	13.8	-98.4	-62.5	-131.0	-62.1
투자활동 현금흐름	-144.4	-61.3	-110.7	-118.5	-215.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-147.3	-62.4	-110.5	-120.3	-163.0
투자자산의 감소(증가)	0.0	-0.3	-0.2	-0.8	-0.9
재무활동 현금흐름	79.1	81.0	142.4	126.0	185.2
차입금증감	14.2	110.9	133.6	119.0	47.1
자본의증가	68.2	0.0	15.9	36.4	0.4
현금의증가(감소)	5.3	1.3	-4.5	2.3	-5.3
기초현금	19.7	25.0	26.2	21.8	24.1
기말현금	25.0	26.2	21.8	24.1	18.8
Key Financial Data					
	2018	2019	2020	2021	2022
주당데이터(원)					
SPS	10,460	10,838	8,892	16,413	20,958
EPS(지배주주)	970	1,344	-152	1,045	43
CFPS	1,906	2,589	1,270	3,467	3,105
EBITDAPS	1,727	2,446	1,064	2,884	2,894
BPS	5,991	7,279	6,682	9,584	14,358
DPS	100	150	0	150	0
배당수익률(%)	1.2	1.0	0.0	0.7	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	9.0	10.7	-166.5	20.7	407.9
PCR	4.6	5.6	20.0	6.2	5.6
PSR	0.8	1.3	2.8	1.3	0.8
PBR	1.4	2.0	3.8	2.3	1.2
EBITDA	53.6	88.6	38.5	106.5	108.8
EV/EBITDA	4.5	8.1	32.3	11.8	10.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.9	20.3	-2.2	12.8	0.4
EBITDA이익률	16.5	22.6	12.0	17.6	13.8
부채비율	97.5	111.0	186.1	191.5	156.7
금융비용부담률	1.2	2.2	3.9	3.5	3.7
이자보상배율(x)	9.7	6.2	0.4	2.8	1.5
매출채권회전율(x)	10.3	10.5	6.9	7.5	6.3
재고자산회전율(x)	5.2	4.2	2.4	2.4	1.8

와이엠텍(273640) ESS 부품주로서의 희소성

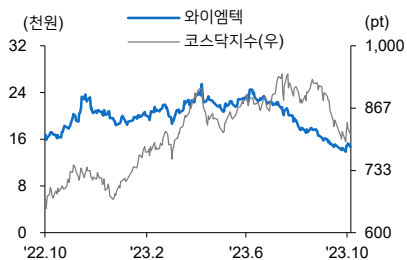
Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (10. 16)	14,720원
상승여력	-
KOSDAQ	810.54pt
시가총액	1,614억원
발행주식수	1,097만주
유동주식비율	42.83%
외국인비중	0.65%
52주 최고/최저가	25,500원/13,900원
평균거래대금	12.4억원
주요주주(%)	
김흥기 외 5 인	55.06

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.0	-37.5	-9.7
상대주가	0.9	-30.3	-24.4

주가그래프



현 시점에서 ESS 매출 비중 가장 높은 부품주

- 1998년 설립된 와이엠텍은 EV릴레이 부품 제작 업체. EV릴레이는 인버터로 전류를 전달하고 비상 시에는 차단하는 스위치 역할을 수행하는 부품. 유틸리티급, 산업용, 주택용 등 대부분의 ESS에 사용.
- 전기차용(세라믹 타입)이 높은 타사와는 달리 동사는 ESS를 비롯한 산업용(에폭시 타입)을 위주로 개발

중국 시장에서의 부진을 유럽과 내수에서 만회

- 2013년 중국 CCC인증을 득한 이후 중국 법인항 매출 비중이 31%까지 성장했으나 최근 로컬 업체와의 경쟁이 심화되며 매출 성장이 주춤. 2H23까지 매출 부진 예상되면서 연초 이후 주가 하락의 빌미를 제공
- 다만 스페인 등 유럽 항 매출이 증가하고 있고, 내수 매출도 회복하면서 전사 매출액 성장에 기여 중. 폴란드를 비롯한 공급처 확대, 한전 중심의 ESS 발주 확대로 인해 2024년은 매출액이 재차 성장세로 전환할 가능성이 높음

본인과 고객사 모두 증설 중

- 2024년 말 2공장 준공 이후의 성장에 주목. 2공장은 1공장 대비 면적인 2배 이상 큼. 준공 시점에 맞추어 완성차량 릴레이 제품 공급이 2025년부터 본격 시작. 전기차용은 마진은 다소 낮지만 탑라인 성장에 크게 기여
- 국내 셀 업체들의 ESS 시장 진출이 본격화된다면 장기적으로 북미 ESS 시장 진출도 기대해볼 수 있음. LG에너지솔루션은 애리조나 LFP 전용 공장을 2025년 말부터 준공하는 등 ESS 시장 진출을 추진 중

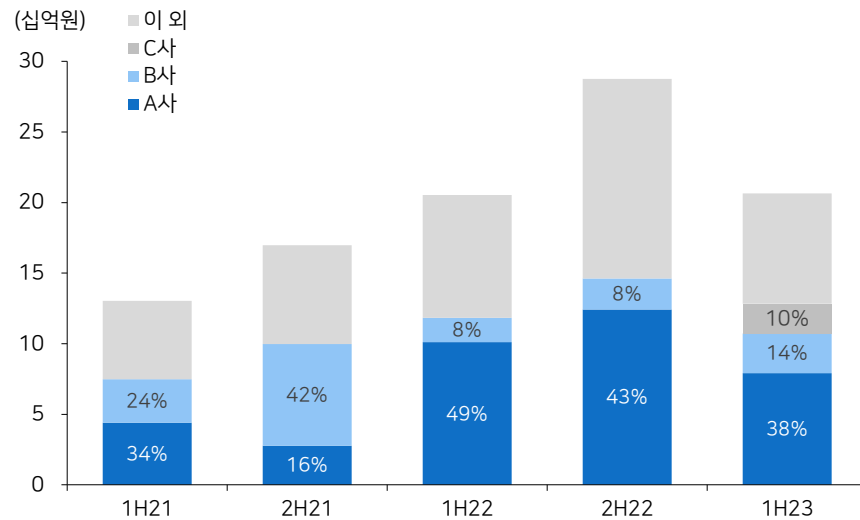
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	17.7	5.3	4.4	475	0.0	2,056	0.0	0.0	-1.9	26.7	11.6
2019	12.3	1.0	1.5	158	-66.7	2,300	0.0	0.0	-5.4	7.3	9.3
2020	17.0	4.5	3.9	407	157.5	2,680	0.0	0.0	-2.1	16.3	10.6
2021	30.0	7.0	6.5	645	58.4	4,461	28.9	4.2	22.4	17.3	6.5
2022	49.3	14.9	12.7	1,161	80.0	5,419	16.9	3.6	11.4	23.5	7.2

와이엠텍, 셀 업체들의 ESS 시장 진출 본격화될 경우 수혜

Energy War Series #2
Energy

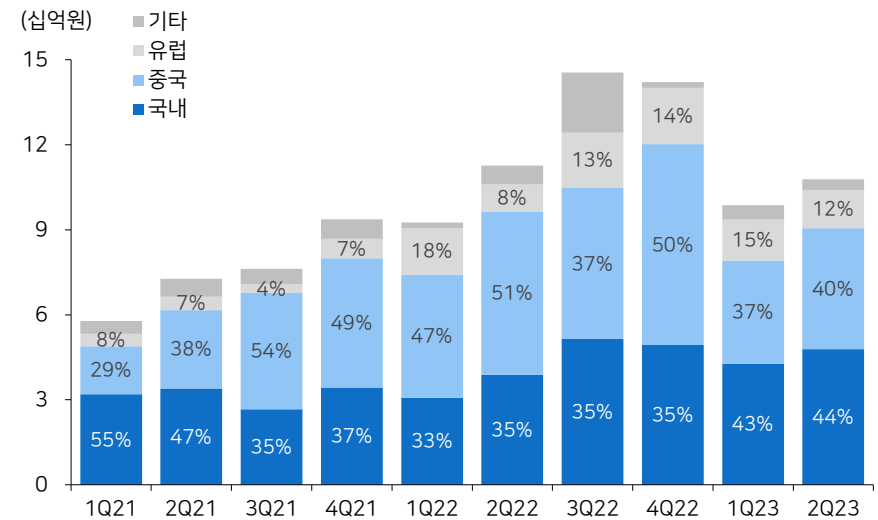
- 와이엠텍은 찾아보기 힘든 LG에너지솔루션, 삼성SDI 향 ESS 부품 업체
- 중국 향 비중이 현재로서는 가장 많으나, LG에너지솔루션, 삼성SDI(합산 매출 비중 20% 내외) 통해 선진국향으로도 공급 중. 배터리사들의 ESS 사업 진출이 본격화될 경우 수혜 가능
- 최근 들어 중국 시장 내 경쟁 심화로 중국 매출 감소세이나, 유럽 매출 증가로 이를 만회 중. 유럽에서는 국내 배터리를 통해서가 아닌 독자적인 영업을 통해 판매 루트를 창출

와이엠텍 고객사별 매출액 추이



주: 분기별 매출의 10% 이상을 차지하는 주요 고객사만을 분류, 나머지 고객사는 “이 외”에 해당
A사는 중국 유통 법인, B, C사는 국내 메이저 배터리 셀 업체로 추정
자료: 와이엠텍, 메리츠증권 리서치센터

와이엠텍 지역별 매출액 추이



자료: 와이엠텍, 메리츠증권 리서치센터

와이엠텍(273640)

Energy War Series #2

Energy

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	17.7	12.3	17.0	30.0	49.3
매출액증가율(%)	19.1	-30.6	38.4	76.3	64.1
매출원가	8.2	7.1	9.2	18.8	29.5
매출총이익	9.6	5.3	7.9	11.2	19.8
판매비와관리비	4.3	4.2	3.4	4.2	4.9
영업이익	5.3	1.0	4.5	7.0	14.9
영업이익률(%)	30.1	8.4	26.3	23.2	30.2
금융손익	-0.0	0.3	-0.2	0.5	0.4
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.3	0.1	0.0	0.1
세전계속사업이익	5.6	1.6	4.4	7.4	15.4
법인세비용	1.2	0.1	0.5	1.0	2.6
당기순이익	4.4	1.5	3.9	6.5	12.7
지배주주지분 순이익	4.4	1.5	3.9	6.5	12.7
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	14.3	12.0	16.0	39.4	47.1
현금및현금성자산	4.0	3.9	2.6	4.0	11.2
매출채권	1.3	2.0	3.1	3.8	7.0
재고자산	1.5	1.2	2.1	4.1	5.1
비유동자산	7.5	11.9	12.3	12.7	16.6
유형자산	7.2	11.3	11.7	12.4	16.3
무형자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
투자자산	0.3	0.2	0.2	0.0	0.0
자산총계	21.8	23.9	28.3	52.1	63.7
유동부채	1.7	1.6	2.2	2.8	4.3
매입채무	0.3	0.6	1.0	0.9	1.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.6	0.4	0.5	0.4	0.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2.3	2.0	2.7	3.2	4.3
자본금	2.4	2.4	2.4	2.7	5.5
자본잉여금	3.6	4.4	4.5	21.0	18.3
기타포괄이익누계액	0.2	0.6	0.4	0.4	0.3
이익잉여금	12.7	14.5	18.3	24.8	35.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	19.5	21.8	25.6	48.9	59.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동현금흐름	5.9	1.3	4.0	4.7	10.7
당기순이익(손실)	4.4	1.5	3.9	6.5	12.7
유형자산감가상각비	0.3	0.4	0.6	0.7	0.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-0.1	-0.3	-1.9	-3.2	-5.3
투자활동 현금흐름	-4.6	-1.4	-5.4	-20.1	-0.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.4	-4.4	-1.2	-1.2	-4.8
투자자산의 감소(증가)	-0.3	0.0	0.1	0.2	0.0
재무활동 현금흐름	0.4	0.0	0.1	16.9	-2.2
차입금증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가	3.6	0.8	0.1	16.9	0.0
현금의증가(감소)	1.7	-0.1	-1.3	1.4	7.2
기초현금	2.3	4.0	3.9	2.6	4.0
기말현금	4.0	3.9	2.6	4.0	11.2
Key Financial Data					
	2018	2019	2020	2021	2022
주당데이터(원)					
SPS	1,907	1,297	1,794	3,004	4,495
EPS(지배주주)	475	158	407	645	1,161
CFPS	781	280	574	842	1,536
EBITDAPS	606	148	539	770	1,442
BPS	2,056	2,300	2,680	4,461	5,419
DPS	0	0	0	200	380
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	1.1	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	0.0	28.9	16.9
PCR	0.0	0.0	0.0	22.1	12.8
PSR	0.0	0.0	0.0	6.2	4.4
PBR	0.0	0.0	0.0	4.2	3.6
EBITDA	5.6	1.4	5.1	7.7	15.8
EV/EBITDA	-1.9	-5.4	-2.1	22.4	11.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.7	7.3	16.3	17.3	23.5
EBITDA이익률	31.7	11.4	30.1	25.6	32.1
부채비율	11.6	9.3	10.6	6.5	7.2
금융비용부담률	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	213.0				
매출채권회전율(x)	8.4	7.4	6.6	8.7	9.1
재고자산회전율(x)	16.0	9.2	10.4	9.7	10.7

이랜텍(054210) 시작될 가정용 ESS의 매력발산

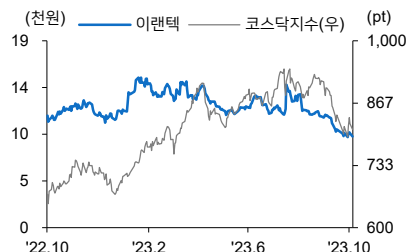
Analyst 양승수 02. 6454-4875
Seungsoo.yang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (10. 16)	9,370원
상승여력	-
KOSDAQ	810.54pt
시가총액	2,370억원
발행주식수	2,529만주
유통주식비율	59.74%
외국인비중	3.94%
52주 최고/최저가	15,440원/9,310원
평균거래대금	45.0억원
주요주주(%)	
이세용 외 11 인	38.66
정호원	5.64

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-18.7	-33.9	-15.6
상대주가	-9.9	-26.3	-29.4

주가그래프



모바일에서 ESS 사업자로 변신 중

- 동사의 주력 제품은 스마트폰용 케이스, 충전기, 배터리팩 등 모바일 부품이었으나 2020년 전자담배를 시작으로 가정용 ESS, 모빌리티용 배터리팩 등 고마진의 신규 사업 확대를 진행 중
- 이 중 ESS는 LG전자와 가정용 ESS 공동 개발을 진행했으며 2022년 UL 9540A(열폭주 화재 전이 안전성 시험), UL 1973(고정식 및 동력보조전원용 배터리 표준) 인증을 취득.
- 해당 인증을 통해 동사는 NCM 배터리로 LFP급의 화재방지 테스트 인증을 받은 유일한 사업자로 등극

북미로의 가정용 ESS 공급 시작

- 동사의 ESS 매출은 2022년 5월부터 유럽 중심으로만 매출이 발생했으나 고객사의 북미 진출과 함께 본격적인 북미 지역의 매출이 반영될 예정
- 3분기는 고객사의 인허가 이슈로 미미한 매출이 예상되나 전력 인프라의 교체주기 도래 + 미국 태양광 시장 확대와 함께 2024년부터 큰 폭의 매출 성장 기대

수요 대응을 위한 본격적인 증설 시작

- 동사는 내년 상반기 완공을 목표로 용인에 ESS용 신공장을 건설 중. 용인 공장은 기존 동탄 2개 라인의 이전과 함께 라인 기준 최대 4개의 운영이 가능한 규모. 1개 라인에서 기대되는 최대 매출은 800억원 전후
- 가정용 ESS 확대 + ESS 고객사 확대 가능성까지 감안했을 때, 증설과 동행하는 매출 성장이 이뤄질 전망

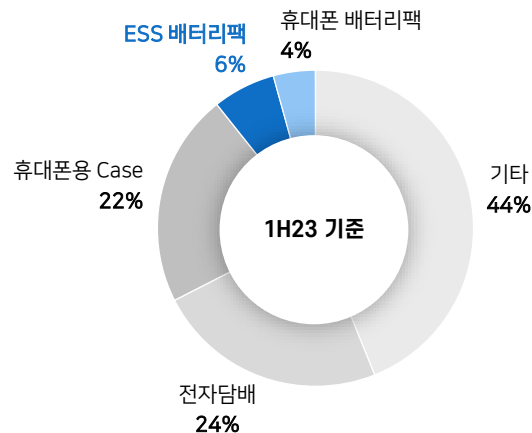
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	451.8	1.3	-10.9	-531	적지	6,884	-6.5	0.5	9.5	-7.7	197.1
2019	729.0	36.3	12.1	571	흑전	7,484	9.7	0.7	3.8	7.4	155.6
2020	625.7	15.0	-16.0	-698	적전	6,077	-12.9	1.5	8.5	-11.0	170.6
2021	761.9	35.5	33.9	1,336	흑전	7,406	9.3	1.7	6.7	15.7	145.5
2022	997.9	79.8	54.7	2,141	60.3	8,934	5.3	1.3	3.9	21.0	133.4

이랜텍, 가정용 ESS에서의 경쟁력에 주목

Energy War Series #2
Energy

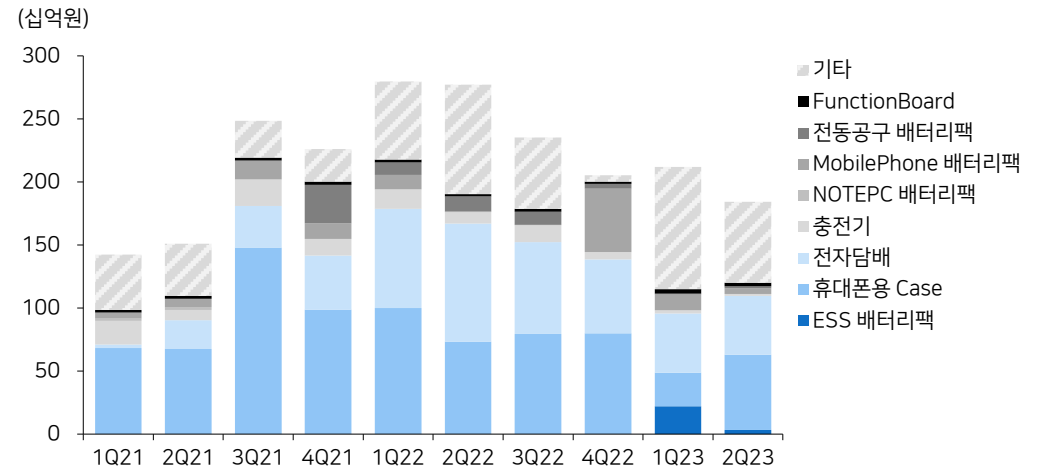
- ESS는 LG전자와 가정용 ESS 공동 개발을 진행했으며 2022년 UL 9540A(열폭주 화재 전이 안전성 시험), UL 1973(고정식 및 동력보조전원용 배터리 표준) 인증을 취득.
→ 인증을 통해 NCM 배터리로 LFP급의 화재방지 테스트 인증을 받은 유일한 사업자로 등극
- 2022년 5월부터 유럽 가정용 ESS 공급 시작, 올해 8월부터 북미 가정용 ESS로 공급 확대 시작
- 북미와 유럽의 전력 인프라 교체주기 도래 + 미국 태양광 시장 확대와 함께 2024년부터 큰 폭의 ESS 매출 성장 예상 (2023E 700억원 → 2024E 1,500억원 이상)
- 용인에 증설중인 신공장은 향후 4개 라인으로 운영할 계획이며 1개 라인당 기대되는 매출은 800억원 전후

이랜텍 제품별 매출액 비중



자료: 이랜텍, 메리츠증권 리서치센터

이랜텍 제품별 매출액 추이



자료: 이랜텍, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	451.8	729.0	625.7	761.9	997.9
매출액증가율(%)	-22.9	61.4	-14.2	21.8	31.0
매출원가	410.5	646.4	564.7	676.9	855.2
매출총이익	41.3	82.6	61.0	85.0	142.7
판매비와관리비	40.1	46.3	46.0	49.5	62.9
영업이익	1.3	36.3	15.0	35.5	79.8
영업이익률(%)	0.3	5.0	2.4	4.7	8.0
금융손익	-7.0	-3.0	-13.8	2.2	-11.5
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	1.4	1.0
기타영업외손익	-5.3	-8.6	-14.3	0.8	-2.6
세전계속사업이익	-11.0	24.7	-13.2	39.9	66.6
법인세비용	-1.1	9.0	2.8	0.9	10.3
당기순이익	-10.9	12.1	-16.0	33.9	54.7
지배주주지분 순이익	-10.9	12.1	-16.0	33.9	54.7
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	230.6	224.8	210.4	323.0	335.3
현금및현금성자산	28.7	41.6	54.9	63.0	98.9
매출채권	73.3	75.0	58.8	97.7	104.7
재고자산	84.5	61.8	56.6	111.1	105.2
비유동자산	188.3	195.6	185.0	206.3	271.7
유형자산	152.2	162.4	154.2	173.0	209.4
무형자산	7.3	7.4	6.8	6.9	5.7
투자자산	12.8	14.1	14.1	14.6	16.9
자산총계	418.9	420.5	395.3	529.3	607.1
유동부채	251.8	217.3	225.8	289.1	306.4
매입채무	93.1	82.8	89.5	145.4	106.0
단기차입금	153.6	130.3	127.6	134.7	194.5
유동성장기부채	1.0	3.1	3.3	4.8	3.1
비유동부채	26.1	38.6	23.5	24.6	40.6
사채	0.0	8.8	0.0	0.0	0.0
장기차입금	17.7	17.0	11.9	15.3	23.1
부채총계	277.9	255.9	249.2	313.7	347.0
자본금	10.2	11.0	12.0	14.6	14.6
자본잉여금	51.7	60.6	66.1	97.4	97.8
기타포괄이익누계액	-12.9	-12.9	-16.7	-12.1	-18.3
이익잉여금	91.9	105.9	86.3	117.2	167.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	141.0	164.5	146.1	215.6	260.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동현금흐름	-0.4	47.1	51.4	10.7	50.1
당기순이익(손실)	-10.9	12.1	-16.0	33.9	54.7
유형자산감가상각비	19.3	22.4	20.4	23.4	25.3
무형자산상각비	0.7	0.6	0.2	0.2	0.5
운전자본의 증감	-16.3	-11.6	24.2	-52.4	-46.7
투자활동 현금흐름	-10.1	-19.6	-23.0	-37.1	-64.9
유형자산의 증가(CAPEX)	58.2	21.1	28.7	42.7	69.4
투자자산의 감소(증가)	-17.6	1.4	-0.0	1.8	3.3
재무활동 현금흐름	0.0	-14.7	-14.2	34.8	51.3
차입금증감	-3.8	2.2	0.9	4.0	-3.2
자본의증가	2.7	12.5	-15.1	1.1	16.1
현금의증가(감소)	-9.6	12.9	13.2	8.2	35.9
기초현금	38.4	28.7	41.6	54.9	63.0
기말현금	28.7	41.6	54.9	63.0	98.9
Key Financial Data					
	2018	2019	2020	2021	2022
주당데이터(원)					
SPS	22,063	34,383	27,279	30,328	39,458
EPS(지배주주)	-531	571	-698	1,336	2,141
CFPS	2,972	3,719	2,048	3,261	4,840
EBITDAPS	1,036	2,797	1,552	2,351	4,173
BPS	6,884	7,484	6,077	7,406	8,934
DPS	0	100	50	100	150
배당수익률(%)	0.0	1.8	0.6	0.8	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	-6.5	9.7	-12.9	9.3	5.3
PCR	1.2	1.5	4.4	3.8	2.3
PSR	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3
PBR	0.5	0.7	1.5	1.7	1.3
EBITDA	21.2	59.3	35.6	59.1	105.6
EV/EBITDA	9.5	3.8	8.5	6.7	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-7.7	7.4	-11.0	15.7	21.0
EBITDA이익률	4.7	8.1	5.7	7.8	10.6
부채비율	197.1	155.6	170.6	145.5	133.4
금융비용부담률	1.7	1.2	1.0	0.6	0.6
이자보상배율(x)	0.2	4.0	2.4	7.7	12.9
매출채권회전율(x)	6.4	9.8	9.4	9.7	9.9
재고자산회전율(x)	5.9	10.0	10.6	9.1	9.2

아모그린텍(125210) ESS도 있다

Analyst 양승수 02. 6454-4875
Seungsoo.yang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (10. 16)	12,530원
상승여력	-
KOSDAQ	810.54pt
시가총액	2,067억원
발행주식수	1,650만주
유동주식비율	52.91%
외국인비중	2.47%
52주 최고/최저가	20,250원/11,420원
평균거래대금	38.1억원
주요주주(%)	
김병규 외 10 인	47.09

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.6	-30.6	-11.1
상대주가	4.7	-22.6	-25.6

주가그래프



에너지 전환의 핵심 기업 아모그린텍

- 동사는 2004년 설립된 전기차 및 스마트 그리드 핵심 부품 제조 기업. 대표 부품인 동사의 고효율자성소재는 교류→직류, 직류→교류의 전환 과정에서 에너지 변환효율을 높이는 역할을 하며 북미 최대 전기차 업체에 공급 중
- ESS는 중국에서 리튬인산철 배터리(LFP)셀을 가져와 BMS와 냉각시스템, 고전압 차단기를 포함한 Total Solution을 제조해 공급 중

고효율 자성소재에 플러스되는 ESS, 어플리케이션 확장에 주목

- 기존 동사의 ESS 매출은 국내 통신사향 비상전원시스템 위주로 발생했으나 올해를 원년으로 본격적인 해외 고객사향 매출 확대를 기대. 글로벌 비상전원시스템 표준이 납축전지에서 리튬이온배터리로 변환되고 있기 때문
- 전기기관차는 Progress Rail과의 기존 프로젝트(14.5MWh급)에 더해 대년 미국 하이브리드 전기기관차향 신규 프로젝트 진입이 예상. 신재생 에너지향 매출도 전방 시장 확대에 따른 점진적인 매출 성장 시현 중
- 신규 어플리케이션으로 글로벌 기지국 장비업체와 태양광 업체와도 비상전원시스템 공급 논의 중. 해당 부분은 2024년 매출에 업사이드로 작용할 전망

고효율자성소재, ESS 매출 확대 본격화로 2024년 실적 성장 전망

- 고효율자성소재 고객사 및 제품 다변화, ESS 매출 확대의 원년인 2024년 매출액 2,015억원(+34.3% YoY), 영업이익 242억원 (+79.1% YoY, OPM: 12.0%) 전망

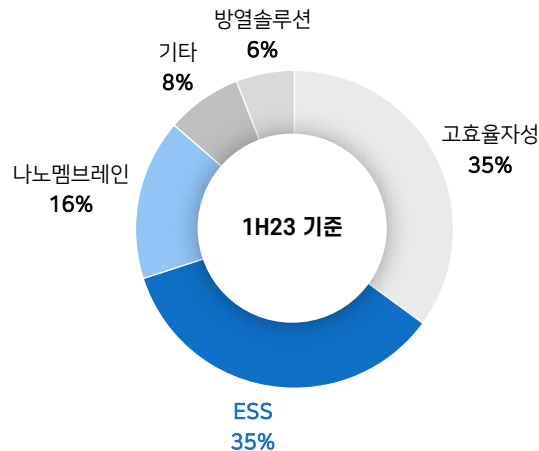
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	85.0	-3.1	-3.9	-301	0.0	125	0.0	0.0	-59.3	-106.2	3,185.5
2019	93.4	2.6	1.7	109	흑전	2,318	118.3	5.6	38.1	8.6	132.3
2020	111.8	1.6	1.1	66	-39.2	2,392	236.0	6.5	44.3	2.8	167.8
2021	122.1	1.8	2.7	163	145.6	2,548	73.1	4.7	30.1	6.6	171.9
2022	142.1	8.8	11.4	692	325.1	3,388	17.1	3.5	15.7	23.3	156.1

아모그린텍, ESS 비상전력시스템 다변화의 수혜

Energy War Series #2
Energy

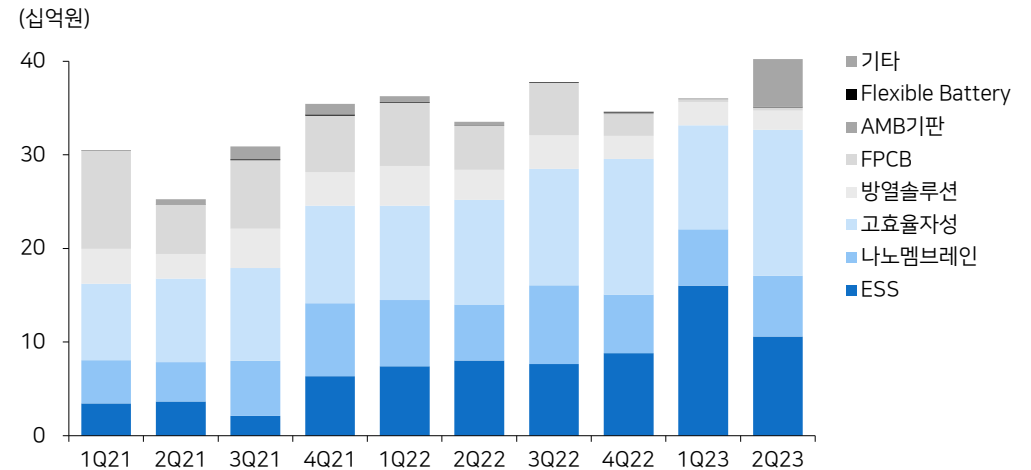
- 아모그린텍은 LFP 기반의 BMS와 냉각시스템, 고전압 차단기를 포함한 Total Solution을 제조해 공급 중
- LFP 배터리 셀은 자체 셀 구성 가이드라인을 외주로 줘서 생산. 배터리 셀의 설계, 공정 기술에 대한 이해도가 필요
- 글로벌 비상전환시스템 표준이 납축전지에서 리튬이온 배터리로 변환됨에 따라 동사 제품의 어플리케이션 다변화를 기대
- 기존 국내 통신사, 해외 신재생에너지 향에 더해서 미국 하이브리드 기관차, 글로벌 통신 장비업체, 미국 태양광 업체 등 신규 프로젝트를 통한 ESS 매출확대에 주목할 시점

아모그린텍 제품별 매출액 비중



자료: 아모그린텍, 메리츠증권 리서치센터

아모그린텍 제품별 매출액 추이



자료: 아모그린텍, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	85.0	93.4	111.8	122.1	142.1
매출액증가율(%)	-23.6	9.9	19.7	9.2	16.4
매출원가	72.3	73.7	92.1	102.6	112.8
매출총이익	12.7	19.7	19.6	19.5	29.4
판매비와관리비	15.8	17.1	18.1	17.7	20.6
영업이익	-3.1	2.6	1.6	1.8	8.8
영업이익률(%)	-3.7	2.8	1.4	1.4	6.2
금융손익	-1.1	-1.5	-1.5	-0.9	-1.7
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.6	-0.1	0.7	0.6
세전계속사업이익	-3.9	1.7	0.1	1.6	7.8
법인세비용	0.0	0.0	-1.0	-1.1	-3.7
당기순이익	-3.9	1.7	1.1	2.7	11.4
지배주주지분 순이익	-3.9	1.7	1.1	2.7	11.4
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	29.7	49.5	64.2	61.5	62.8
현금및현금성자산	2.5	5.1	16.3	10.8	6.9
매출채권	13.7	16.6	23.6	29.4	29.1
재고자산	9.6	16.4	15.1	17.6	19.2
비유동자산	23.9	39.3	41.5	52.8	80.3
유형자산	20.9	30.6	31.6	40.3	63.4
무형자산	2.8	5.1	6.6	7.8	8.8
투자자산	0.1	1.2	0.9	1.4	1.4
자산총계	53.6	88.8	105.7	114.3	143.2
유동부채	42.4	37.3	48.4	54.2	59.1
매입채무	11.3	12.0	16.6	16.8	15.0
단기차입금	22.7	12.4	21.0	24.6	28.7
유동성장기부채	4.2	6.0	5.7	6.7	6.5
비유동부채	9.6	13.3	17.8	18.1	28.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	4.7	7.2	10.0	10.0	21.4
부채총계	52.0	50.6	66.2	72.3	87.3
자본금	6.6	8.3	8.3	8.3	8.3
자본잉여금	16.4	48.0	48.0	48.0	48.0
기타포괄이익누계액	2.1	3.9	3.9	3.9	5.9
이익잉여금	-23.4	-22.0	-20.7	-18.2	-6.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1.6	38.2	39.5	42.0	55.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동현금흐름	-4.4	-3.0	4.3	0.5	12.9
당기순이익(손실)	-3.9	1.7	1.1	2.7	11.4
유형자산감가상각비	1.9	2.3	3.2	3.8	4.3
무형자산상각비	0.7	1.0	1.4	2.0	2.2
운전자본의 증감	-5.4	-9.9	-2.8	-10.0	-6.4
투자활동 현금흐름	-3.1	-21.5	-4.1	-11.3	-32.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-3.0	-8.7	-3.3	-13.2	-25.7
투자자산의 감소(증가)	1.1	-1.1	0.3	-0.4	-0.0
재무활동 현금흐름	2.1	27.2	11.1	5.1	15.9
차입금증감	2.3	-5.6	13.0	4.1	14.3
자본의증가	-0.0	33.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-5.4	2.6	11.2	-5.5	-3.9
기초현금	7.9	2.5	5.1	16.3	10.8
기말현금	2.5	5.1	16.3	10.8	6.9
Key Financial Data					
	2018	2019	2020	2021	2022
주당데이터(원)					
SPS	6,492	5,929	6,776	7,400	8,616
EPS(지배주주)	-301	109	66	163	692
CFPS	171	495	486	695	1,276
EBITDAPS	-36	373	374	456	930
BPS	125	2,318	2,392	2,548	3,388
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	118.3	236.0	73.1	17.1
PCR	0.0	26.0	32.2	17.1	9.3
PSR	0.0	2.2	2.3	1.6	1.4
PBR	0.0	5.6	6.5	4.7	3.5
EBITDA	-0.5	5.9	6.2	7.5	15.3
EV/EBITDA	-59.3	38.1	44.3	30.1	15.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-106.2	8.6	2.8	6.6	23.3
EBITDA이익률	-0.6	6.3	5.5	6.2	10.8
부채비율	3,185.5	132.3	167.8	171.9	156.1
금융비용부담률	1.5	1.1	0.9	0.9	1.4
이자보상배율(x)	-2.5	2.4	1.6	1.6	4.6
매출채권회전율(x)	4.9	6.2	5.6	4.6	4.9
재고자산회전율(x)	9.1	7.2	7.1	7.5	7.7

SK디앤디(210980) 발전에서 ESS로 또 한번의 확장

Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월) -

현재주가 (10. 16) 26,300원

상승여력 -

KOSPI	2,436.24pt
시가총액	5,836억원
발행주식수	2,219만주
유통주식비율	40.75%
외국인비중	5.45%
52주 최고/최저가	30,650원/17,710원
평균거래대금	110.2억원

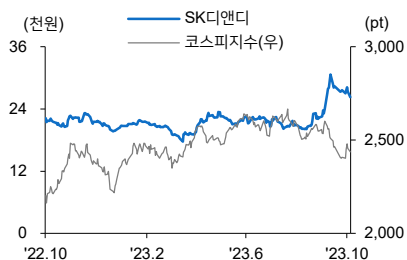
주요주주(%)

SK디스커버리 외 1 인	34.12
한앤코개발홀딩스유한회사	25.08

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가	9.6	26.1	21.2
상대주가	17.0	33.1	10.1

주가그래프



ESS 개발에 가장 적극적인 디벨로퍼

- SK디앤디는 재생에너지 디벨로퍼일 뿐만 아니라 국내 최대 ESS 운영 사업자. ESS 특례요금제를 활용하여 770MWh 규모의 산업용(C&I) ESS를 운영 중이며 연간 400억원 내외의 매출을 창출.
- 미국 텍사스 지역의 FTM(Front-the-Meter, 유틸리티용) ESS 사업에 2023년말~2024년 초 지분 투자 예정. 미국 지역에서의 경험을 바탕으로 삼아 2027년 이후 개화될 국내 시장을 선점한다는 계획
- 제주도 ESS 입찰 시장(260MWh)에도 참여. 11월 말 우선협 발표. 이를 통해 ESS 파이프라인 추가 확대 가능성

인적 분할을 통해 숨겨진 가치 재발견

- 그동안 부동산 개발과 뒤섞여있는 복잡한 사업구조로 인해 에너지 개발 사업의 가치는 제대로 평가 받지 못함. 그러나 인적분할(분할기일 2024년 3월 1일)을 통해 에너지 사업 Re-rating 필요
- 신설 법인(가칭 에코그린)의 자본총계 1,930억원에 2.0배의 PBR 적용 시 적정가치는 약 3,900억원(해외 디벨로퍼 Nextera 등은 2.5배 내외의 PBR에 거래). 보수적인 가정에서도 약 7,000억원의 합산 시가총액 정당화 가능

풍력, 연료전지 2024년 기성 본격화되며 실적 성장 전망

- 군위 풍력(75MW) 2024년 기성 본격화. 황학산 풍력(99MW), 칠곡 연료전지(20MW), 약목 연료전지(9MW)가 연말에 착공. 신안우이 해상풍력(400MW) 역시 8월 말 환경영향평가를 득하며 순항 중. 2024년말 착공 예정

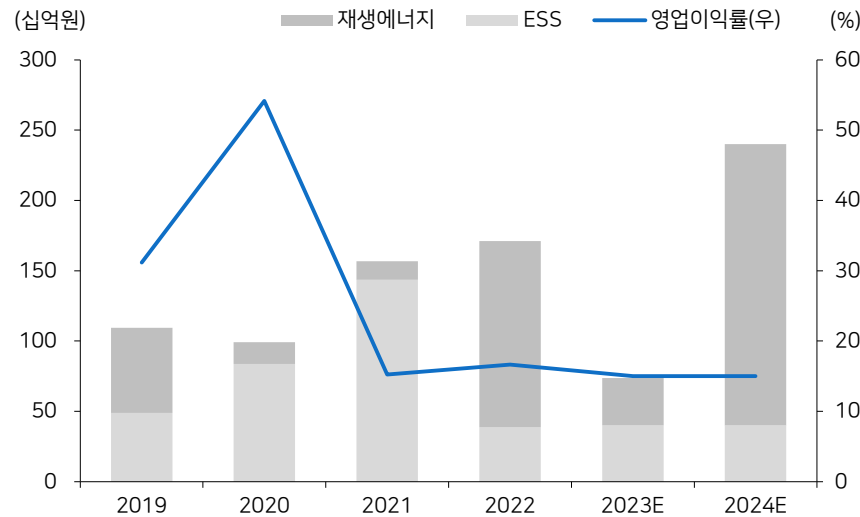
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	562.8	85.1	52.4	3,235	-19.6	18,315	8.3	1.5	12.5	15.1	328.4
2019	454.7	82.3	44.9	2,364	-26.9	19,032	12.3	1.5	10.5	12.4	286.5
2020	699.8	139.8	65.9	3,191	35.4	21,678	13.5	2.0	9.8	12.6	222.2
2021	881.8	209.9	133.3	6,426	101.2	26,426	4.9	1.2	7.1	20.8	210.3
2022	563.4	64.4	76.7	3,362	-48.1	28,816	6.0	0.7	15.1	11.0	214.4

에너지 부문 2024년부터 본격 확장기

Energy War Series #2
Energy

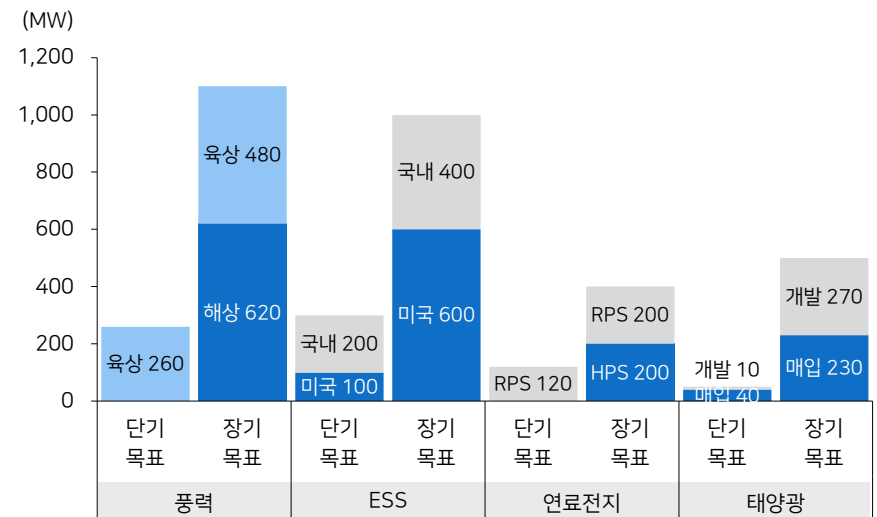
- 군위 풍백(75MW)의 진행이 본격화되고, 황학산 풍력(99MW), 칠곡 연료전지(20MW), 약목 연료전지(9MW)가 연말에 착공에 들어가면서 2024년 에너지 매출은 2,500억 내외로 가파르게 성장 전망
- 2024년 4분기 신안우이 해상풍력(400MW)이 착공된다면 2025년 후의 성장이 더 가파를 것. 해당 프로젝트 전체 EPC 규모는 2조원 이상. 동사의 몫 역시 수천억원대 기대 가능
- 이외에 ESS, 연료전지, 태양광 등에서 공격적인 파이프라인 확장을 꾀하고 있음

에너지 부문 실적 추이 및 전망



자료: SK디앤디, 메리츠증권 리서치센터

파이프라인 단기 vs 장기 목표: 장기 목표는 2027년 전후



자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	562.8	454.7	699.8	881.8	563.4
매출액증가율(%)	70.1	-19.2	53.9	26.0	-36.1
매출원가	421.4	322.7	474.4	0.0	0.0
매출총이익	141.4	132.0	225.3	881.8	563.4
판매비와관리비	56.3	49.7	85.5	672.0	499.1
영업이익	85.1	82.3	139.8	209.9	64.4
영업이익률(%)	15.1	18.1	20.0	23.8	11.4
금융손익	-13.0	-29.8	-33.3	-27.9	-18.3
종속/관계기업관련손익	-3.6	-3.0	-28.6	-4.9	5.9
기타영업외손익	0.7	9.8	15.3	4.6	61.8
세전계속사업이익	69.1	59.3	93.2	181.6	113.7
법인세비용	16.7	14.4	27.1	48.0	37.5
당기순이익	52.4	44.9	66.1	133.6	76.2
지배주주지분 순이익	52.4	44.9	65.9	133.3	76.7
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	914.3	818.2	1,005.8	1,179.7	1,280.0
현금및현금성자산	106.5	135.1	58.1	70.9	208.4
매출채권	81.5	27.2	27.5	30.1	36.5
재고자산	470.4	437.7	624.6	850.4	848.1
비유동자산	575.8	578.7	706.6	803.7	911.6
유형자산	303.6	345.2	328.4	356.6	359.9
무형자산	9.3	14.0	17.3	18.8	17.9
투자자산	140.5	179.4	254.1	314.4	404.4
자산총계	1,490.1	1,396.9	1,712.4	1,983.4	2,191.6
유동부채	732.7	567.4	705.3	465.6	476.0
매입채무	90.7	84.1	70.2	53.9	61.6
단기차입금	69.0	131.0	27.0	46.0	8.0
유동성장기부채	449.1	194.3	463.5	318.2	333.5
비유동부채	409.6	468.1	475.7	878.6	1,018.5
사채	21.9	237.1	147.0	251.6	250.1
장기차입금	370.4	190.0	280.4	518.2	631.0
부채총계	1,142.3	1,035.5	1,181.0	1,344.2	1,494.5
자본금	19.0	19.0	24.2	24.2	24.2
자본잉여금	163.2	163.2	290.8	290.8	290.8
기타포괄이익누계액	-0.0	0.6	-11.0	-10.2	-0.7
이익잉여금	160.0	172.3	214.0	328.1	375.4
비지배주주지분	0.0	0.0	7.1	0.0	0.0
자본총계	347.8	361.4	531.5	639.3	697.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동현금흐름	-134.5	277.1	-186.1	-19.7	-38.3
당기순이익(손실)	52.4	44.9	66.1	133.6	76.2
유형자산감가상각비	12.2	26.7	31.9	29.9	31.6
무형자산상각비	0.2	0.5	1.3	2.0	2.6
운전자본의 증감	-211.5	180.5	-330.9	-181.5	-36.8
투자활동 현금흐름	-266.4	-73.2	-228.4	-106.1	57.5
유형자산의 증가(CAPEX)	209.4	88.1	11.2	50.1	87.8
투자자산의 감소(증가)	54.1	41.9	103.3	65.3	95.9
재무활동 현금흐름	442.0	-174.4	337.6	142.4	118.2
차입금증감	455.9	-158.7	151.8	-223.4	2.7
자본의증가	35.4	58.1	7.5	401.9	140.1
현금의증가(감소)	41.1	28.6	-77.0	12.8	137.5
기초현금	65.4	106.5	135.1	58.1	70.9
기말현금	106.5	135.1	58.1	70.9	208.4
Key Financial Data					
	2018	2019	2020	2021	2022
주당데이터(원)					
SPS	34,736	23,945	36,848	43,180	25,391
EPS(지배주주)	3,235	2,364	3,191	6,426	3,362
CFPS	7,287	8,688	13,511	19,396	15,663
EBITDAPS	6,018	5,768	9,105	11,837	4,443
BPS	18,315	19,032	21,678	26,426	28,816
DPS	600	600	600	800	800
배당수익률(%)	2.2	2.1	1.4	2.5	4.0
Valuation(Multiple)					
PER	8.3	12.3	13.5	4.9	6.0
PCR	3.7	3.3	3.2	1.6	1.3
PSR	0.8	1.2	1.2	0.7	0.8
PBR	1.5	1.5	2.0	1.2	0.7
EBITDA	97.5	109.5	172.9	241.7	98.6
EV/EBITDA	12.5	10.5	9.8	7.1	15.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.1	12.4	12.6	20.8	11.0
EBITDA이익률	17.3	24.1	24.7	27.4	17.5
부채비율	328.4	286.5	222.2	210.3	214.4
금융비용부담률	2.6	7.5	6.9	3.6	4.8
이자보상배율(x)	5.7	2.4	2.9	6.6	2.4
매출채권회전율(x)	10.1	8.4	25.6	30.6	16.9
재고자산회전율(x)	1.4	1.0	1.3	1.2	0.7

Compliance Notice

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.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월 (20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월 (20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월 (20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율