2026.03.16

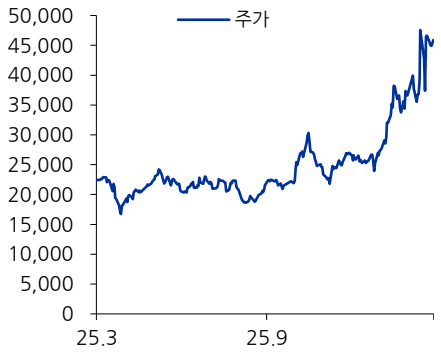
(178320. KQ)

서진시스템

전력기기/중소형주 허준서
6175 / pos03066@eugenefn.com

수직계열화의 신이 보여줄 Showtime

투자의견	BUY(유지)
목표주가	70,000 원(유지)
현재주가	45,900 원(3/13)



- 3/12 – 3/14 3일간 베트남 공장투어 진행, ESS, 반도체, 자동차, 중공업, 통신, PCB 등 전 사업부문의 제조 라인에 대한 투어를 통해 회사의 정체성이자 핵심 경쟁력인 수직계열화를 직접 확인. **1) 회사는 직접 제조를 통해 높은 수익성을 가질 수 있으며, 2) 고객사는 서진시스템의 납기 대응력을 통해 단기간에 다양한 솔루션을 확보할 수 있음**

- **본래 EMS(Electronic Manufacturing Services: 전자제품 위탁생산) 사업은 최종고객사의 완제품 제조에 필요한 부품을 공급사(벤더사)를 통해 조달**하고 설계일부와 총조립을 직접 수행하는 비즈니스모델, Jabil, Sanmina, Foxconn, Celestica 등이 이에 해당, 서진시스템은 잉곳 생산, 열연코일 소싱 후 후판 제조, 조관, CNC, 압출, 캐스팅 등 금속 공정과 PCB, SMT, 전장부품, 케이블 등 전장 공정 및 이 모든 부품을 총 조립하는 공정까지 수직계열화 시킨 비즈니스 모델

- **높은 수직계열화는 업황의 상승사이클에서 이익레버리지를 극대화**, 공급사 소싱을 통해 부품을 조달할 경우 협력업체들에게 마진을 쉐어링 당하지만 고정비 부담이 낮아 업황에 유연하게 대응 가능. 서진시스템은 협력업체에 쉐어링 할 마진이 없어 업황의 부진에 상대적으로 취약하지만 매출액 성장 구간에 이익레버리지가 극대화되는 비즈니스 모델

- 2026년부터 주요 사업부문인 ESS의 성장세가 정상궤도에 안착할 것으로 전망하며 지난해부터 재개된 플루언스에너지향 수주가 이를 증명, 반도체 부문도 베트남공장 가동에 따른 전사 가동률 상승이 확인됐으며 고부가가치 제품인 프로세스 모듈로의 제품군 확장도 공장 탐방을 통해 확인, 북미 인프라 구축에 필요한 다양한 하드웨어 제품(ESS, 반도체 장비, 변압기, PCB 등)내 중화권 밸류체인 배제 움직임이 가속화되고 있어 향후에도 독보적인 비중화권 밸류체인 대응력을 필두로 고객사들의 선호도 증가할 것으로 전망

- **4Q25 매출액과 영업이익 3,109억원(+17.6% yoy), 235억원(+2,247.5% yoy)을 기록하며 턴어라운드 성공**, 매출액과 영업이익 모두 예상치 대비 소폭 상회했으며 ESS 부문의 외형 회복과 반도체 부문 호조로 전사 영업이익률은 7.5%를 기록. 기타부문이 예상치 대비 높았을 것으로 예상하는데 이는 **B사향 SOFC 연료전지 모듈 및 A사향 데이터센터 랙과 PCB 등 양산계약 및 승인을 앞둔 프로젝트들이 증가한 것에 기인했을 것으로 추정**

- 현재주가는 2026년과 2027년의 이익 추정치 대비 각각 18배, 10배 수준. 수직계열화 수준이 높아 **고객사에게 제공할 수 있는 신제품의 개발부터 양산까지 걸리는 리드타임이 5개월 수준, 고객사는 연간 2.2개의 양산가능한 신제품을 제공받을 수 있으며 ESS 부문의 전방시장이 데이터센터로 확장되는 국면에서 다양한 재원에 빠르게 대응 가능한 경쟁력을 확보할 수 있음**. 투자의견 BUY와 목표주가 7만원 유지

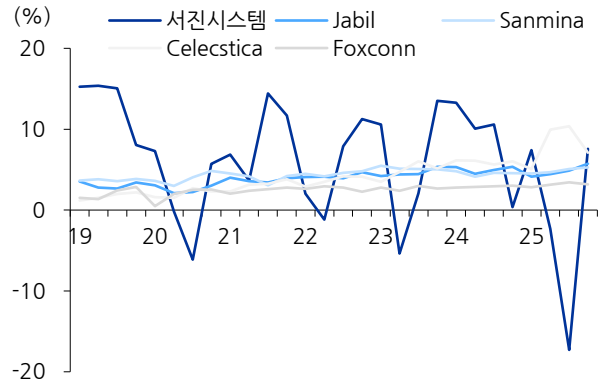
시가총액(십억원)	2,676
발행주식수(천주)	58,305
52 주 최고	49,450 원
최저	16,490 원
52 주 일단 Beta	1.29
60 일 평균 거래대금	561 억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
전동규 (외 13 인)	36.8%
네오솔루션즈 (외 3 인)	11.3%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	25.4	112.5	105.4
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	Buy	Buy	-
목표주가	70,000	70,000	-
영업이익(26E)	250	202	▲
영업이익(27E)	395	382	▲

12월 결산(십억원)	2025P	2026E	2027E
매출액	1,066.3	1,691.4	2,223.4
영업이익	1.1	250.0	395.3
세전손익	(105.7)	182.8	327.6
당기순이익	(102.4)	142.2	254.8
EPS(원)	(1,802.2)	2,554.8	4,577.9
증감률(%)	적전	흑전	79.2
PER(배)	n/a	18.0	10.0
ROE(%)	(13.1)	19.3	27.2
PBR(배)	3.8	3.2	2.4
EV/EBITDA(배)	31.7	9.8	6.9

유진투자증권

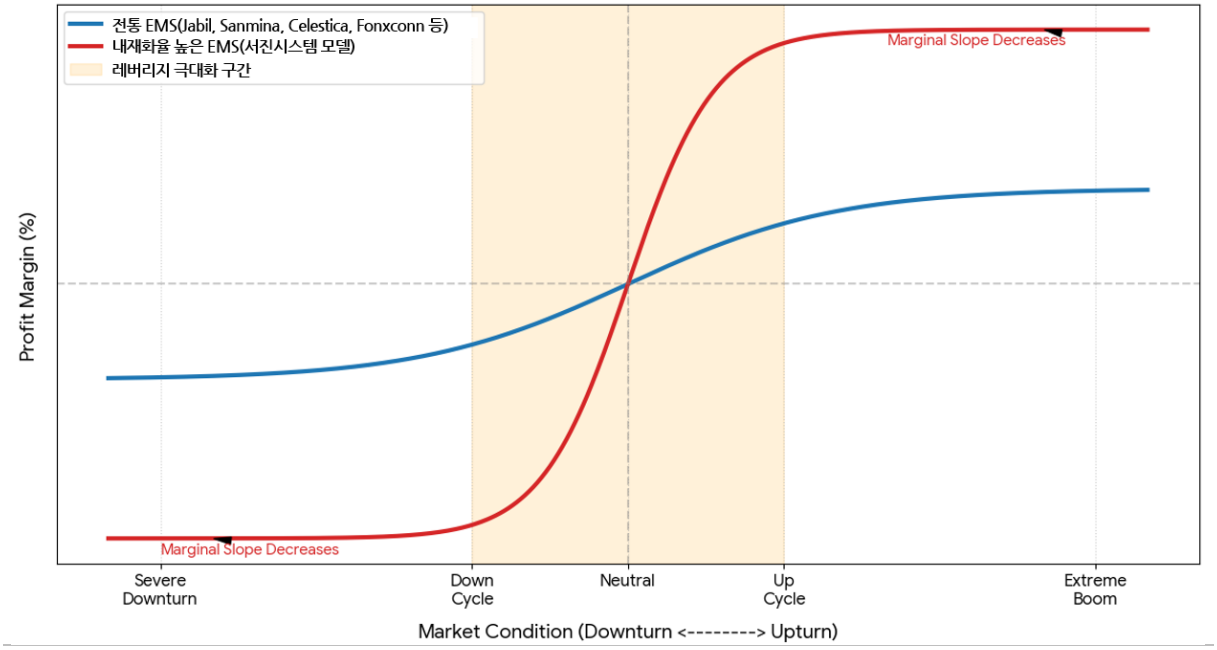
주요 글로벌 EMS 업체들 분기별 영업이익률 추이



- Jabil, Sanmina, Celestica, Foxconn 등의 전통 EMS 업체들은 **총 조립에 필요한 부품등을 공급사를 통해서 확보**
- 업황과 상관없이 **안정적인 이익률을 확보할 수 있다는 장점**이 있지만 **낮은 내재화율로 인해 상승 사이클에서 이익률 상승이 제한적**(마진 레버리지 낮음)
- 금속 및 전장부품 모두에서 내재화율이 극단적으로 높은 서진시스템은 **총 조립 공정 수행은 물론, 조립에 필요한 부품도 원재료 제작 단계에서부터 자체제작**
- 해당 비즈니스모델은 업황에 따른 부침은 큰 편이나 **긍정적 업황 혹은 구조적 상승 사이클에서 이익률 상승이 폭발적**(마진 레버리지 극대화)

자료: Bloomberg, 유진투자증권

EMS 업체들의 수직계열화 수준별 업황에 따른 이익률 곡선 Matrix



자료: 유진투자증권

서진시스템 분기 실적(연결) 추정

(십억원)	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	281.3	258.6	215.5	299.1	328.6	376.3	407.1	443.2
YoY(%)	(13.6)	(16.3)	(31.6)	13.1	16.8	45.5	88.9	48.2
ESS	129.2	97.3	55.2	111.2	133.4	170.1	197.3	220.4
반도체	75.6	58.2	68.6	98.7	102.2	109.3	112.7	124.7
EV	12.2	18.0	23.5	25.1	23.9	23.0	22.1	21.3
통신장비	32.6	33.9	32.2	32.5	31.8	32.1	32.4	33.0
기타	31.7	51.2	36.0	31.6	37.3	41.7	42.7	43.8
핸드셋(~3Q23)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	233.1	241.3	228.3	246.0	267.4	300.6	316.2	338.7
매출총이익	48.1	17.3	(12.8)	53.1	61.2	75.6	90.9	104.5
판관비	27.3	23.2	24.5	30.0	29.8	31.6	33.2	35.0
영업이익	20.9	(6.0)	(37.3)	23.1	31.4	44.0	57.7	69.5
YoY(%)	(51.8)	(119.2)	(212.0)	2,209.6	50.5	(836.7)	(254.9)	200.9
OPM	7.4	(2.3)	(17.3)	7.7	9.6	11.7	14.2	15.7
영업외손익	(18.6)	(89.1)	(5.8)	(5.5)	(16.7)	(16.8)	(16.6)	(17.3)
세전이익	2.2	(95.1)	(43.1)	17.6	14.8	27.2	41.2	52.2
법인세비용	1.1	(13.8)	4.9	0.0	3.3	6.0	9.1	11.6
당기순이익	1.1	(81.2)	(48.0)	17.6	11.5	21.2	32.0	40.6

자료: 유진투자증권

서진시스템 연간 실적(연결) 추정

(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액	736.0	778.7	1,213.8	1,066.3	1,691.4	2,223.4
YoY(%)	21.4	5.8	55.9	(12.1)	58.6	31.5
ESS	189.8	274.4	636.0	397.8	733.0	1,122.9
반도체	144.4	139.4	194.3	291.3	433.6	628.8
EV	47.7	104.8	112.2	71.8	86.0	82.1
통신장비	228.6	138.5	123.2	131.6	129.6	130.3
기타	125.5	121.5	148.0	173.9	309.2	259.2
핸드셋(~3Q23)	51.6	15.7	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	607.2	640.8	1,000.3	959.0	1,304.7	1,663.2
매출총이익	128.8	138.0	213.4	107.3	386.7	560.2
판관비	69.2	89.0	104.7	106.2	136.7	164.9
영업이익	59.7	49.0	108.7	1.1	250.0	395.3
YoY(%)	2.9	(17.9)	121.8	(99.0)	22,323.8	58.1
OPM	8.1	6.3	9.0	0.1	14.8	17.8
영업외손익	0.0	0.0	9.7	(106.9)	(67.2)	(67.7)
세전이익	59.7	49.0	118.4	(105.8)	182.8	327.6
법인세비용	0.0	2.5	34.4	(3.3)	40.6	72.7
당기순이익	59.7	(2.2)	83.9	(102.4)	142.2	254.8

자료: 유진투자증권

알루미늄 스크랩(공정 중 부산물 및 소싱)

자료: 서진시스템, 유진투자증권

고로에서 잉곳과 빌렛 직접 생산

자료: 서진시스템, 유진투자증권

열연코일부터 직접 소싱

자료: 서진시스템, 유진투자증권

후판 제조 공장

자료: 서진시스템, 유진투자증권

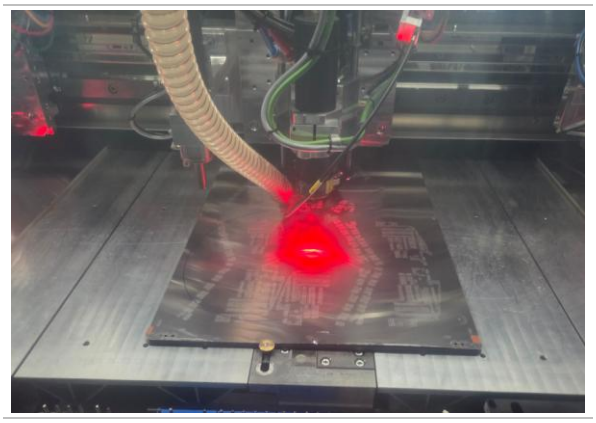
조관(파이프 제조) 공정

자료: 서진시스템, 유진투자증권

알루미늄 압출 공정에 사용되는 빌렛

자료: 서진시스템, 유진투자증권

PCB 원판 직접 제조



자료: 서진시스템, 유진투자증권

통신 및 각종 케이블 직접 제조

자료: 서진시스템, 유진투자증권

금속 정밀가공에 사용되는 공작기계

자료: 서진시스템, 유진투자증권

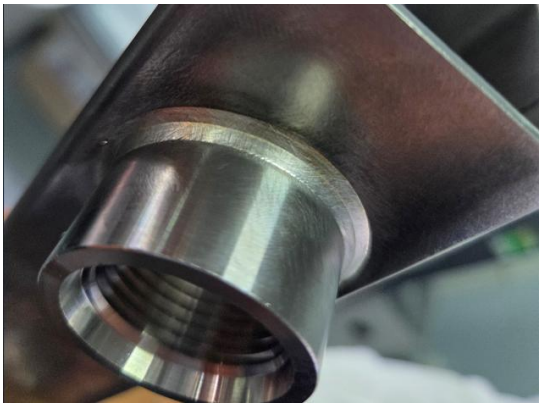
의 소모품인 텅스텐 드릴비트 직접 제조

자료: 서진시스템, 유진투자증권

서버랙용 액침 냉각 모듈(기존)

자료: 서진시스템, 유진투자증권

서버랙용 액침 냉각 모듈(자동화 공정 통해 개선)



자료: 서진시스템, 유진투자증권

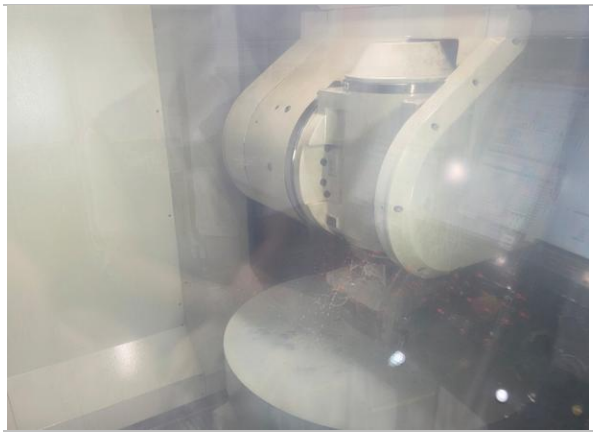
ESS 자동화 라인

자료: 서진시스템, 유진투자증권

출하 대기중인 ESS 완제품

자료: 서진시스템, 유진투자증권

정밀가공에 사용되는 5 축가공 장비(반도체 모듈용)

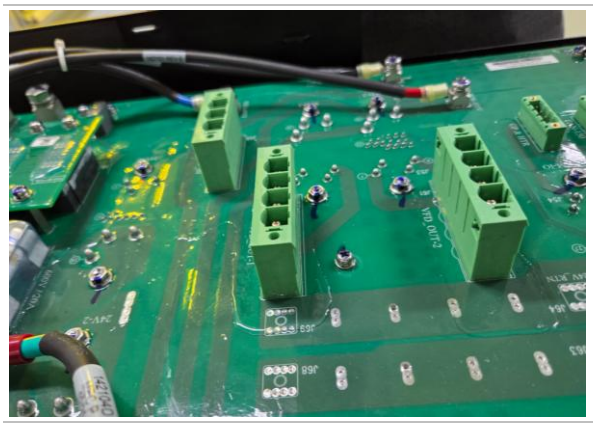


자료: 서진시스템, 유진투자증권

EFEM 장비 제조 클린룸

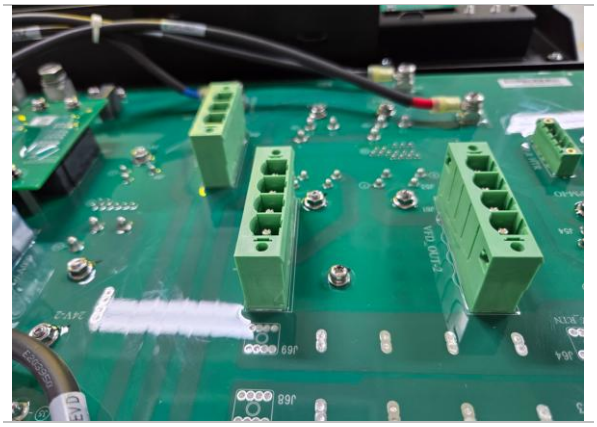
자료: 서진시스템, 유진투자증권

경쟁사 PCB 표면처리 상태



o자료: 서진시스템, 유진투자증권

텍슨 PCB 표면처리 상태



자료: 서진시스템, 유진투자증권

서진시스템(178320.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
자산총계	1,520.1	2,103.2	2,136.6	2,383.0	2,708.5
유동자산	780.1	1,141.6	1,151.5	1,447.6	1,802.1
현금성자산	19.4	41.6	346.1	211.3	288.2
매출채권	119.5	272.5	170.4	268.2	331.1
재고자산	619.4	772.3	579.4	911.9	1,125.9
비유동자산	740.0	961.6	985.1	935.4	906.4
투자자산	87.2	122.5	113.2	117.8	122.6
유형자산	646.2	819.0	850.8	794.0	757.9
기타	6.6	20.1	21.1	23.6	26.0
부채총계	1,022.0	1,227.6	1,459.0	1,561.7	1,629.7
유동부채	920.0	884.8	1,166.6	1,342.9	1,456.5
매입채무	261.5	315.6	306.7	482.8	596.1
유동성이자부채	595.7	541.4	831.7	831.7	831.7
기타	62.8	27.8	28.1	28.4	28.7
비유동부채	102.0	342.8	292.5	218.8	173.2
비유동이자부채	94.9	315.6	283.2	209.2	163.2
기타	7.1	27.2	9.3	9.6	10.0
자본총계	498.1	875.6	677.6	821.3	1,078.8
지배지분	498.2	870.0	672.9	816.6	1,074.1
자본금	18.8	28.1	28.1	28.1	28.1
자본잉여금	171.2	554.6	552.2	552.2	552.2
이익잉여금	106.4	189.5	88.1	231.8	489.3
기타	201.8	97.8	4.5	4.5	4.5
비지배지분	(0.1)	5.6	4.8	4.8	4.8
자본총계	498.1	875.6	677.6	821.3	1,078.8
총차입금	690.7	857.0	1,114.9	1,040.9	994.9
순차입금	671.2	815.3	768.8	829.6	706.7

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액	778.7	1,213.8	1,066.3	1,691.4	2,223.4
증가율(%)	5.8	55.9	(12.1)	58.6	31.5
매출원가	640.7	1,000.3	959.0	1,304.7	1,663.2
매출총이익	137.9	213.4	107.3	386.7	560.2
판매 및 일반관리비	88.9	104.7	106.2	136.7	164.9
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	49.0	108.7	1.1	250.0	395.3
증가율(%)	(17.9)	121.8	(99.0)	22,448	58.1
EBITDA	127.3	202.2	108.2	354.7	487.9
증가율(%)	2.6	58.8	(46.5)	227.9	37.6
영업외손익	(48.7)	9.7	(106.9)	(67.2)	(67.7)
이자수익	0.7	0.5	0.8	0.9	1.0
이자비용	44.6	49.4	64.3	64.4	63.7
지분법손익	0.2	(0.1)	(0.6)	(0.4)	(0.4)
기타영업손익	(5.0)	58.8	(42.8)	(3.3)	(4.6)
세전순이익	0.3	118.4	(105.7)	182.8	327.6
증가율(%)	(99.1)	44,551	적전	흑전	79.2
법인세비용	2.5	34.4	(3.3)	40.6	72.7
당기순이익	(22.7)	83.9	(102.4)	142.2	254.8
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	79.2
지배주주지분	(22.6)	84.3	(101.4)	143.7	257.5
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	79.2
비지배지분	(0.1)	(0.3)	(1.1)	(1.5)	(2.7)
EPS(원)	(600)	1,498	(1,802)	2,555	4,578
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	79.2
수정EPS(원)	(600)	1,498	(1,802)	2,555	4,578
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	79.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
영업현금	42.6	(113.5)	234.7	(5.4)	187.0
당기순이익	(22.7)	83.9	(102.4)	142.2	254.8
자산상각비	78.3	93.5	107.1	104.7	92.7
기타비현금성손익	59.8	21.9	(12.6)	(5.0)	(2.2)
운전자본증감	(34.6)	(266.2)	238.3	(254.5)	(164.0)
매출채권감소(증가)	43.1	(98.7)	78.1	(97.8)	(63.0)
재고자산감소(증가)	(84.6)	(98.5)	138.9	(332.5)	(214.0)
매입채무증가(감소)	(35.4)	11.0	23.7	176.0	113.3
기타	42.3	(80.0)	(2.4)	(0.3)	(0.3)
투자현금	(162.4)	(211.8)	(204.0)	(55.6)	(64.3)
단기투자자산감소	(0.9)	(23.6)	22.7	(0.2)	(0.2)
장기투자증권감소	1.3	2.1	(0.2)	(0.5)	(0.5)
설비투자	(162.6)	(177.1)	(188.2)	(47.0)	(55.0)
유형자산처분	5.4	3.9	0.4	0.5	0.0
무형자산처분	(1.6)	(1.0)	(3.1)	(3.9)	(3.9)
재무현금	117.0	349.0	266.9	(74.0)	(46.0)
차입금증가	135.9	335.6	268.0	(74.0)	(46.0)
자본증가	(7.7)	12.9	(2.2)	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(2.8)	25.1	299.7	(135.0)	76.7
기초현금	18.8	16.1	41.1	340.8	205.8
기말현금	16.1	41.1	340.8	205.8	282.5
Gross Cash flow	115.4	199.3	44.5	249.2	351.0
Gross Investment	196.2	454.4	(11.6)	310.0	228.1
Free Cash Flow	(80.8)	(255.1)	56.1	(60.8)	122.9

주요투자지표

	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(600)	1,498	(1,802)	2,555	4,578
BPS	13,257	15,467	11,963	14,517	19,095
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	n/a	17.9	n/a	18.0	10.0
PBR	1.4	1.7	3.8	3.2	2.4
EV/ EBITDA	10.6	11.5	31.7	9.8	6.9
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	5.9	7.6	58.0	10.4	7.4
수익성(%)					
영업이익율	6.3	9.0	0.1	14.8	17.8
EBITDA이익율	16.4	16.7	10.1	21.0	21.9
순이익율	(2.9)	6.9	(9.6)	8.4	11.5
ROE	(4.3)	12.3	(13.1)	19.3	27.2
ROIC	(37.5)	5.4	0.1	12.6	17.9
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	134.8	93.1	113.5	101.0	65.5
유동비율	84.8	129.0	98.7	107.8	123.7
이자보상배율	1.1	2.2	0.0	3.9	6.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.7	0.5	0.7	0.9
매출채권회전율	5.6	6.2	4.8	7.7	7.4
재고자산회전율	1.4	1.7	1.6	2.3	2.2
매입채무회전율	2.8	4.2	3.4	4.3	4.1

자료: 유진투자증권

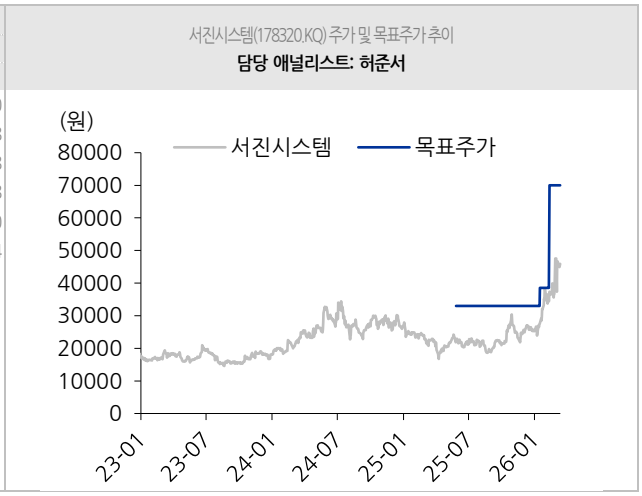
Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 26.03.12 - 26.03.14 3 일간 조사분석대상회사의 경비를 제공받아 베트남 박닌성과 박장성 소재의 공장탐방을 진행했습니다.
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.12.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2025-06-04	Buy	33,000	1년	-29.5	-8.0
2025-11-18	Buy	33,000	1년	-21.9	-11.8
2025-12-01	Buy	33,000	1년	-20.4	-11.8
2026-01-21	Buy	38,500	1년	-11.1	-0.8
2026-01-30	Buy	41,000	1년	-9.4	16.0
2026-03-03	Buy	70,000	1년	-36.2	-33.4
2026-03-15	Buy	70,000	1년