

(178320. KQ)

서진시스템

전력기기/중소형주 허준서
6175 / pos03066@eugenefn.com

티끌이 눈앞을 가려도 시야는 더욱 선명해진다

“ 1분기 매출액과 영업이익은 2,786억원과 84억원을 전망하며 기준추정치를 하회할 것으로 예상. ESS 부문의 매출액 774억원으로 예상치를 크게 하회할 것으로 전망하는데 선적 및 인도 스케줄에 따른 분기실적 이연 이슈가 있는 것으로 추정. 시장 기대치를 큰 폭으로 하회할 영업이익의 원인도 고정비 중심 비용구조로 인한 높은 마진률 베타. 4분기 기준 미국 법인 및 베트남 공장 투자로 인해 전반적 상각비 상승한 상황이며 인건비도 소폭 증가한 상태. 당초 플루언스향 미국공장의 수주 납기 스케줄은 2분기에 집중돼 있는데 이번분기 이연된 물량과 더해 2분기 ESS 부문 매출액은 2,135억원으로 역대 최대 실적을 기록할 전망

“ 한편 반도체 부문의 성장세는 견조한 것으로 예상, 주요 고객사인 반도체 장비사의 업황은 IDM 업체들의 낸드팹 증설 등 수요 높은 상황, 단수가 높은 낸드의 증설 압박이 있는 업황은 식각능력이 뛰어난 고객사에게 우호적으로 작용. 지난 4분기 매출액 889억원에 이어 1분기 반도체 부문 매출액은 982억원을 예상. 지속적인 가동률 상승과 베트남 공장 생산 최적화 등이 원인, 하반기에는 퀴테스트 완료된 프로세스 모듈 생산 시작될 예정이며 고부가가치 완제품을 포함한 탑라인 성장과 믹스개선 본격화 예정

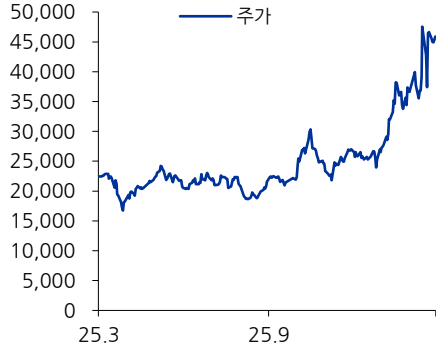
“ 2026년 매출액과 영업이익은 1.7조원(+55.5% yoy)과 2,076억원(+18,007% yoy)을 전망, ESS 사업부문의 분기 변동성은 프로젝트 인식시기에 따른 차이이며 전방시장의 업황 긍정적인만큼 최종 납기일이 연장되며 실적 가시성이 훼손될 우려는 낮다고 판단하기 때문, 국내 셀메이커들의 북미 ESS 시장 대응 위한 공급체인 청사진 구체화되고 있으며 **주파수 제어가 필요한 전력의 형태가 발전원(재생에너지)에서 수용가(데이터센터)로 확장되는 국면에서 ESS의 전력망 내 중요성은 어느때보다 높아져 있는 상태**

“ 기 수주받은 연료전지 물량도 일부 인식 중, 고객사에게 수직계열화를 통한 대응력을 입증하고 있고 시장에서 논의중인 SOFC 연료전지향 대규모 추가 수주 기대감도 상존, 최근 블룸에너지의 오라클향 2.8GW 추가 수주를 포함 현재 블룸에너지의 수주잔고는 4GW를 상회하는 것으로 추정, 리드타임이 강점이기 때문에 연간 생산능력을 상회하는 잔고는 높은 증설수요로 이어짐, 증설의 병목은 하드웨어 인프라 시스템 구축(델라웨어 공장), 빠른 대응력 위해 아웃소싱 수요 높은 상태라 동사의 경쟁력이 부각될 것으로 판단

“ 현재주가는 2026년과 2027년의 이익 추정치 대비 각각 30배, 12배 수준. 직전 자료를 통해 동사의 높은 계열화 수준은 두가지 효과를 지님을 설명, 1) 마진 레버리지 구조의 극대화와 2) 고객사의 다양한 설계 요구에 대한 높은 대응력, 특히 두번째 특징으로 인해 **단일 사업부문에서의 고객사 확장 뿐 아니라 신규 사업으로의 진출에도 용이**, 다년간 회사가 구축한 생산시설과 레퍼런스는 높은 운전자본과 비용부담을 수반. 하지만 이는 역설적으로 진입장벽을 설명하며, **인프라 확충 경쟁이 지속되고 있는 시대정신에 부합한 사업구조라 판단.** 목표주가 7만원과 투자의견 BUY 유지

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
70,000 원(유지)
51,800 원(4/20)



시가총액(십억원)	3,069
발행주식수(천주)	59,240
52 주 최고	53,700 원
최저	18,410 원
52 주 일단 Beta	1.13
60 일 평균 거래대금	986 억원
외국인 지분율	128%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
전동규 (외 13인)	36.1%
네오솔루션즈 (외 3인)	128%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	79	926	160.2
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	Buy	Buy	-
목표주가	70,000	70,000	-
영업이익(26E)	208	250	▼
영업이익(27E)	382	395	▼

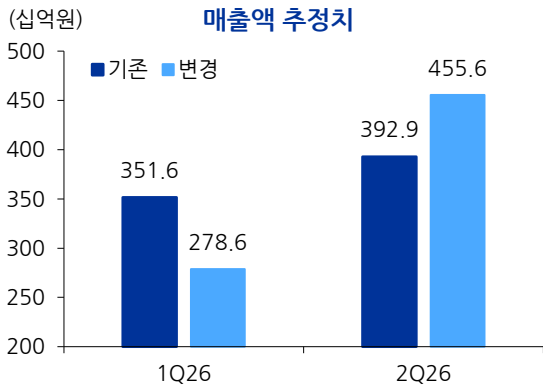
12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	1,066.3	1,711.5	2,269.8
영업이익	1.1	207.6	381.9
세전손익	(105.8)	123.5	314.2
당기순이익	(102.4)	96.1	244.4
EPS(원)	(1,811.9)	1,746.6	4,442.8
증감률(%)	적전	흑전	154.4
PER(배)	n/a	29.7	11.7
ROE(%)	(12.6)	13.0	27.9
PBR(배)	1.9	3.8	2.9
EV/EBITDA(배)	23.9	15.0	9.1

서진시스템 분기 실적(연결) 추정

(십억원)	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	281.3	258.6	215.5	311.0	278.6	455.6	473.2	504.2
YoY(%)	(13.6)	(16.3)	(31.6)	17.6	(0.9)	76.2	119.6	62.1
ESS	129.2	97.3	55.2	116.0	77.4	213.5	203.6	250.3
반도체	75.6	58.2	68.6	88.9	98.2	116.3	130.7	148.5
EV	12.2	18.0	23.5	18.1	18.6	21.5	20.3	19.4
통신장비	32.6	33.9	32.2	32.9	30.1	32.0	32.2	32.8
기타	31.7	51.2	36.0	55.0	54.3	72.3	86.3	53.2
매출원가	233.1	241.3	228.3	253.1	244.3	349.8	361.8	382.8
매출총이익	48.1	17.3	(12.8)	57.8	34.3	105.8	111.3	121.4
판관비	27.3	23.2	24.5	34.3	25.9	45.1	45.7	48.5
영업이익	20.9	(6.0)	(37.3)	23.5	8.4	60.6	65.7	72.9
YoY(%)	(51.8)	(119.2)	(212.0)	2,250.6	(59.7)	(1,115.2)	(276.2)	210.1
OPM	7.4	(2.3)	(17.3)	7.6	3.0	13.3	13.9	14.5
영업외손익	(18.6)	(89.1)	(5.8)	6.6	(26.0)	(22.3)	(18.8)	(17.3)
세전이익	2.2	(95.1)	(43.1)	30.1	(17.5)	38.4	46.9	55.7
법인세비용	1.1	(13.8)	4.9	4.5	(3.9)	8.5	10.4	12.4
당기순이익	1.1	(81.2)	(48.0)	25.6	(13.6)	29.8	36.5	43.3

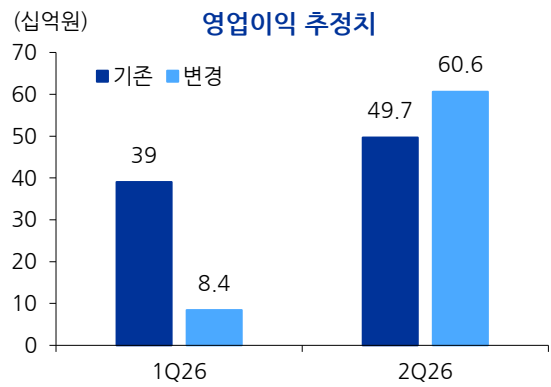
자료: 유진투자증권

매출액 분기이연 예상에 따른



자료: 유진투자증권

영업이익 추정치 변경



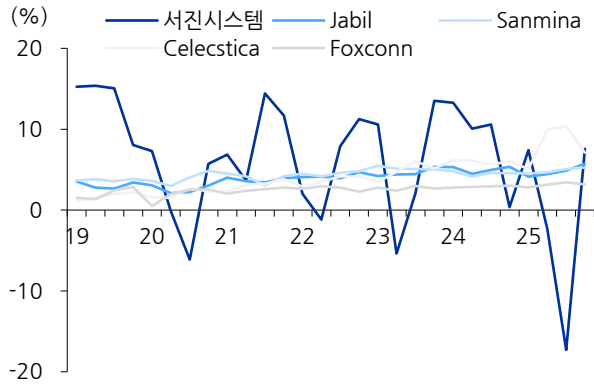
자료: 유진투자증권

서진시스템 연간 실적(연결) 추정

(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	736.0	778.7	1,213.8	1,066.3	1,711.5	2,269.8
YoY(%)	21.4	5.8	55.9	(12.1)	60.5	32.6
ESS	189.8	274.4	636.0	397.8	744.9	1,141.1
반도체	144.4	139.4	194.3	291.3	493.7	688.3
EV	47.7	104.8	112.2	71.8	79.8	78.3
통신장비	228.6	138.5	123.2	131.6	127.1	128.8
기타	125.5	121.5	148.0	173.9	266.1	233.3
핸드셋(~3Q23)	51.6	15.7	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	607.2	640.8	1,000.3	955.9	1,338.8	1,715.5
매출총이익	128.8	138.0	213.4	110.5	372.8	554.3
판매비	69.2	89.0	104.7	109.3	165.2	172.4
영업이익	59.7	49.0	108.7	1.1	207.6	381.9
YoY(%)	2.9	(17.9)	121.8	(98.9)	18,006.7	84.0
OPM	8.1	6.3	9.0	0.1	12.1	16.8
영업외손익	0.0	0.0	9.7	(106.9)	(84.2)	(67.7)
세전이익	59.7	49.0	118.4	(105.8)	123.4	314.2
법인세비용	0.0	2.5	34.4	(3.4)	27.4	69.8
당기순이익	59.7	(2.2)	83.9	(102.4)	96.0	244.4

자료: 유진투자증권

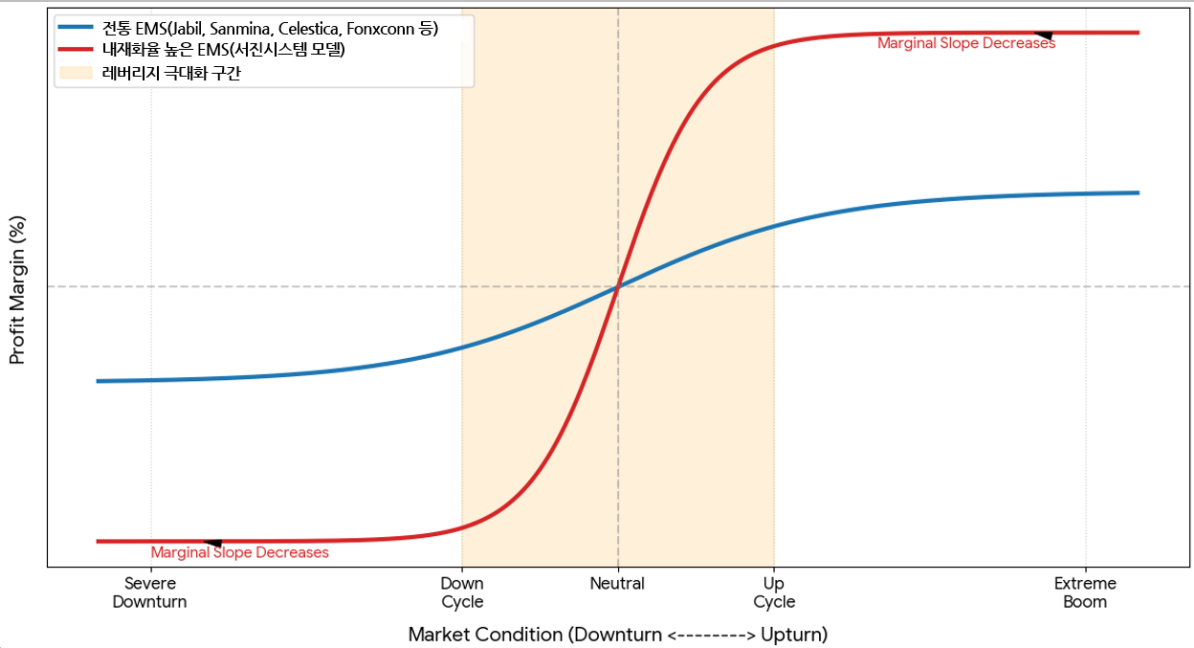
주요 글로벌 EMS 업체들 분기별 영업이익률 추이



- Jabil, Sanmina, Celestica, Foxconn 등의 전통 EMS 업체들은 총 조립에 필요한 부품들을 공급사를 통해서 확보
- 업황과 상관없이 안정적인 이익률을 확보할 수 있다는 장점이 있지만 낮은 내재화율로 인해 상승 사이클에서 이익률 상승이 제한적(마진 레버리지 낮음)
- 금속 및 전자부품 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

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



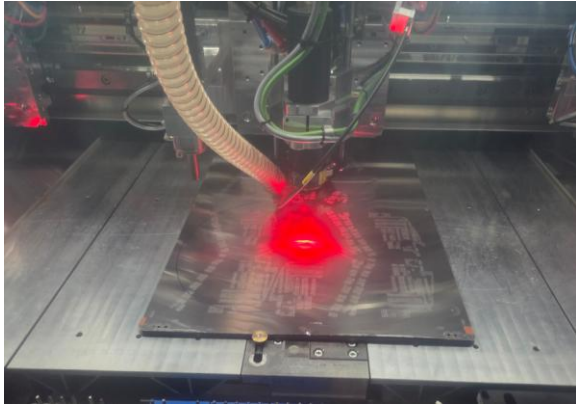
자료: 서진시스템, 유진투자증권

알루미늄 압출 공정에 사용되는 빌렛



자료: 서진시스템, 유진투자증권

PCB 원판 직접 제조



자료: 서진시스템, 유진투자증권

통신 및 각종 케이블 직접 제조



자료: 서진시스템, 유진투자증권

고속 정밀가공에 사용되는 공작기계



자료: 서진시스템, 유진투자증권

의 소모품인 텅스텐 드릴비트 직접 제조



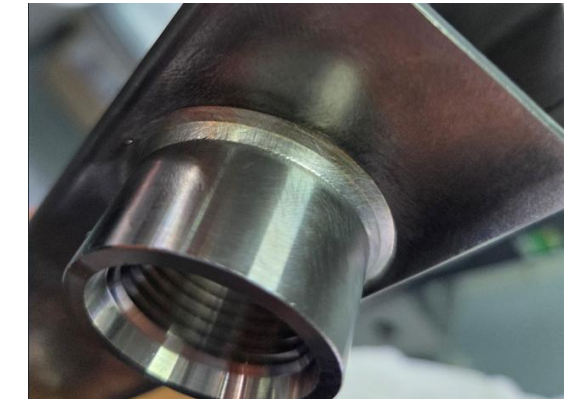
자료: 서진시스템, 유진투자증권

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 5축가공 장비(반도체 모듈용)



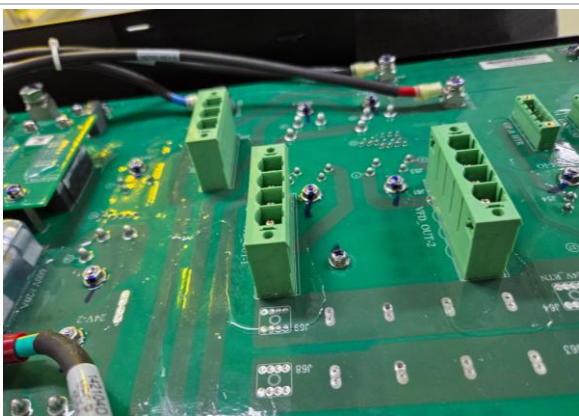
자료: 서진시스템, 유진투자증권

EFEM 장비 제조 클린룸



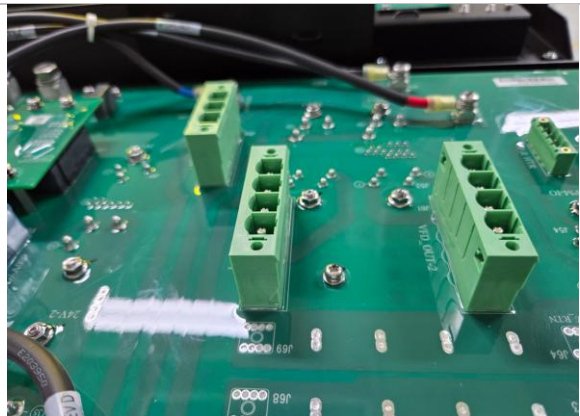
자료: 서진시스템, 유진투자증권

경쟁사 PCB 표면처리 상태



자료: 서진시스템, 유진투자증권

텍스 PCB 표면처리 상태



자료: 서진시스템, 유진투자증권

서진시스템(178320.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
자산총계	1,520.1	2,103.2	2,306.4	2,521.5	2,809.8
유동자산	780.1	1,141.6	1,191.6	1,422.4	1,715.3
현금성자산	19.4	41.6	38.2	175.0	191.2
매출채권	119.5	272.5	272.1	276.3	339.1
재고자산	619.4	772.3	849.7	939.3	1,152.9
비유동자산	740.0	961.6	1,114.9	1,099.1	1,094.5
투자자산	87.2	122.5	117.0	121.7	126.7
유형자산	646.2	819.0	976.2	953.6	942.1
기타	6.6	20.1	21.7	23.8	25.7
부채총계	1,022.0	1,227.6	1,568.7	1,752.8	1,792.9
유동부채	920.0	884.8	1,377.3	1,560.8	1,674.2
매입채무	261.5	315.6	314.1	497.3	610.4
유동성이자부채	595.7	541.4	1,032.2	1,032.2	1,032.2
기타	62.8	27.8	31.0	31.3	31.7
비유동부채	102.0	342.8	191.4	192.0	118.7
비유동이자부채	94.9	315.6	175.4	175.4	101.4
기타	7.1	27.2	15.9	16.6	17.2
자본총계	498.1	875.6	737.8	768.7	1,016.9
지배지분	498.2	870.0	733.5	764.3	1,012.6
자본금	18.8	28.1	28.1	28.1	28.1
자본잉여금	171.2	554.6	552.9	552.9	552.9
이익잉여금	106.4	189.5	78.0	175.6	423.8
기타	201.8	97.8	74.4	7.7	7.7
비지배지분	(0.1)	5.6	4.3	4.3	4.3
자본총계	498.1	875.6	737.8	768.7	1,016.9
총차입금	690.7	857.0	1,207.6	1,207.6	1,133.6
순차입금	671.2	815.3	1,169.4	1,032.6	942.5

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
영업현금	42.6	(113.5)	(39.8)	186.5	146.2
당기순이익	(22.7)	83.9	(102.4)	96.1	244.4
자산상각비	78.3	93.5	106.8	65.2	60.3
기타비현금성손익	59.8	21.9	119.3	(71.9)	(0.7)
운전자본증감	(34.6)	(266.2)	(94.3)	89.5	(163.4)
매출채권감소(증가)	43.1	(98.7)	(14.4)	(4.1)	(62.8)
재고자산감소(증가)	(84.6)	(98.5)	(129.1)	(89.6)	(213.6)
매입채무증가(감소)	(35.4)	11.0	14.9	183.2	113.1
기타	42.3	(80.0)	34.2	(0.0)	(0.0)
투자현금	(162.4)	(211.8)	(305.6)	(49.9)	(56.4)
단기투자자산감소	(0.9)	(23.6)	22.2	(0.3)	(0.3)
장기투자증권감소	1.3	2.1	0.0	(0.4)	(0.5)
설비투자	(162.6)	(177.1)	(292.7)	(41.0)	(47.0)
유형자산처분	5.4	3.9	5.0	0.6	0.5
무형자산처분	(1.6)	(1.0)	(3.2)	(4.2)	(4.2)
재무현금	117.0	349.0	333.8	0.0	(74.0)
차입금증가	135.9	335.6	342.8	0.0	(74.0)
자본증가	(7.7)	12.9	(10.0)	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(2.8)	25.1	(9.0)	136.5	15.9
기초현금	18.8	16.1	41.1	32.1	168.6
기말현금	16.1	41.1	32.1	168.6	184.5
Gross Cash flow	115.4	199.3	123.7	97.0	309.6
Gross Investment	196.2	454.4	422.1	(39.8)	219.5
Free Cash Flow	(80.8)	(255.1)	(298.4)	136.8	90.1

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	778.7	1,213.8	1,066.3	1,711.5	2,269.8
증가율(%)	5.8	55.9	(12.1)	60.5	32.6
매출원가	640.7	1,000.3	955.9	1,338.8	1,715.5
매출총이익	137.9	213.4	110.5	372.8	554.3
판매 및 일반관리비	88.9	104.7	109.3	165.2	172.4
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	49.0	108.7	1.1	207.6	381.9
증가율(%)	(17.9)	121.8	(98.9)	18,017.9	84.0
EBITDA	127.3	202.2	107.9	272.8	442.2
증가율(%)	2.6	58.8	(46.6)	152.7	62.1
영업외손익	(48.7)	9.7	(106.9)	(84.1)	(67.7)
이자수익	0.7	0.5	0.9	0.9	1.0
이자비용	44.6	49.4	74.9	81.4	63.7
지분법손익	0.2	(0.1)	(0.4)	(0.3)	(0.4)
기타영업외손익	(5.0)	58.8	(32.5)	(3.3)	(4.6)
세전순이익	0.3	118.4	(105.8)	123.5	314.2
증가율(%)	(99.1)	44,551	적전	흑전	154.4
법인세비용	2.5	34.4	(3.3)	27.4	69.8
당기순이익	(22.7)	83.9	(102.4)	96.1	244.4
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	154.4
지배주주지분	(22.6)	84.3	(101.2)	97.6	248.2
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	154.4
비지배지분	(0.1)	(0.3)	(1.2)	(1.5)	(3.8)
EPS(원)	(600)	1,498	(1,812)	1,747	4,443
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	154.4
수정EPS(원)	(600)	1,498	(1,812)	1,747	4,443
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	154.4

주요투자지표

	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(600)	1,498	(1,812)	1,747	4,443
BPS	13,257	15,467	13,127	13,680	18,123
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	17.9	n/a	29.7	11.7
PBR	1.4	1.7	1.9	3.8	2.9
EV/ EBITDA	10.6	11.5	23.9	15.0	9.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	n/a	n/a
PCR	5.9	7.6	11.4	29.8	9.3
수익성(%)					
영업이익률	6.3	9.0	0.1	12.1	16.8
EBITDA이익률	16.4	16.7	10.1	15.9	19.5
순이익률	(2.9)	6.9	(9.6)	5.6	10.8
ROE	(4.3)	12.3	(12.6)	13.0	27.9
ROIC	(37.5)	5.4	0.0	8.7	15.8
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	134.8	93.1	158.5	134.3	92.7
유동비율	84.8	129.0	86.5	91.1	102.5
이자보상배율	1.1	2.2	0.0	2.6	6.0
활동성(회)					
총자산회전율	0.5	0.7	0.5	0.7	0.9
매출채권회전율	5.6	6.2	3.9	6.2	7.4
재고자산회전율	1.4	1.7	1.3	1.9	2.2
매입채무회전율	2.8	4.2	3.4	4.2	4.1

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 기관투자자 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 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)

