

# 서진시스템 (178320)

2026.05.11

## ESS, AIDC 핵심 밸류체인으로 진입 중

[Mid-Small Cap] 신희철  
2122-9187 shc4235@imfnscc.com

### 1Q Preview: ESS 매출 이연에 따른 실적 부진, 반도체장비는 우상향

동사는 1분기 매출액 2,979억원(-4.2% QoQ, +5.9% YoY), 영업이익 99억원(-52.3% YoY)을 기록하며 가이드스 대비 부진할 전망이다. 실적 부진의 가장 큰 이유는 ESS 사업부문의 매출 지연이다. 주요 고객사향 ESS 제품 조립이 기존 베트남공장에서 미국 내 조립공장으로 이동됨에 따라, 1분기 인식될 약 500억원 규모 매출액이 2분기로 이연된 점이 일시적 실적 악화 요인으로 작용할 전망이다. 다만 반도체장비 사업부문은 1분기 매출액 1,249억원 (+40.5% QoQ, +65.3% YoY)를 기록하며 고성장 시현을 지속할 전망이다.

1분기 실적 부진에도 불구하고 동사는 '26년 매출액 1조 6,676억원(+56.4% YoY), '27년 매출액 2조 1,496억원(+28.9%)을 기록하며 탑라인 성장이 지속될 전망이다. 핵심 포인트는 ①ESS의 AIDC 핵심 인프라 진입, ②고객사와의 LOI 기반 반도체장비 사업부문의 지속적인 성장이다.

### ESS, 신재생 에너지 보조수단에서 AI 핵심 인프라 밸류체인으로 진입

동사의 ESS 사업부문 매출액은 '26년 7,398억원(+86% YoY), '27년 1조 546억원(+49.1% YoY)을 기록할 전망이다. ESS가 기존 신재생 에너지의 보조 인프라 수단에서 AIDC의 전력 품질을 관리하는 핵심 인프라로 전환되면서, 주 고객사 Fluence Energy의 수주잔고 및 Pipeline은 지속적으로 증가하고 있다. Fluence Energy는 1분기 실적 어닝 콜에서 2개의 하이퍼스케일러와 AIDC향 MSA를 체결했다고 밝혔으며, DC향 Pipeline은 전분기 대비 30% 성장했다고 밝혔다. 이와 더불어 삼성SDI 역시 인디애나주의 기존 EV용 셀 라인을 ESS용 셀라인으로 전환하면서 급증하는 ESS 수요에 대응 중이다. 동사는 Fluence Energy, 삼성SDI의 ESS 인클로저 및 조립 공정의 솔벤더로서 이에 대한 직접적인 수혜를 받을 전망이다.

**Fluence Energy, AIDC향 ESS 수주 언급:** 주 고객사 Fluence Energy는 CY1Q26 어닝콜에서 2개의 대형 하이퍼스케일러와 데이터센터향 ESS MSA를 체결했으며, 첫 PO는 2분기 중으로 예상된다고 언급했다. 해당 ESS는 AIDC의 전력 품질을 관리하는 인프라로서의 역할을 할 전망이다. 이는 ESS가 신재생 에너지의 보조 인프라에서 본격적으로 데이터센터 핵심 인프라로 진입하고 있음을 의미한다.

### 베트남 신공장 램프업 이후 본격적 고성장 구간 진입

반도체 장비 매출액은 '26년 5,316억원(+82.5% YoY), '27년 6,790억원(+27.7% YoY)으로 전망하며 탑라인 성장이 지속될 전망이다. 작년 하반기 베트남 신공장 램프업 이후 반도체장비 사업부문의 본격적인 성장 구간 진입에 있다. 주 고객사 Lam Research와의 5년 간 약 35억달러 규모 LOI를 기반으로 납품 품목이 증가하고 있으며, 기존 납품 품목에 단순 조립 공정을 넘어 가공 공정이 추가됨에 따라 마진 역시 지속적으로 개선될 전망이다.

## Buy (Maintain)

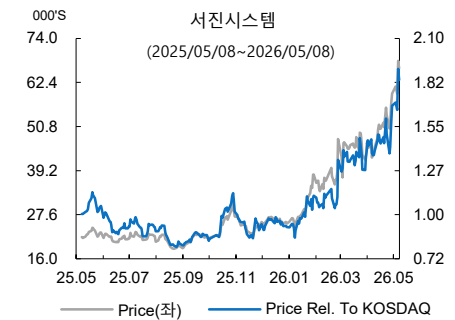
목표주가(12M)	77,000원(상향)
증가(2026.05.08)	66,100원
상승여력	16.5%

### Stock Indicator

자본금	28십억원
발행주식수	5,955만주
시가총액	3,936십억원
외국인지분율	12.4%
52주 주가	18,650~68,100원
60일평균거래량	2,659,085주
60일평균거래대금	128.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	46.1	92.2	164.4	207.4
상대수익률	35.6	83.9	128.4	140.3

### Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	1,066	1,668	2,150	2,221
영업이익(십억원)	1	196	283	285
순이익(십억원)	-101	92	150	154
EPS(원)	-1,800	1,645	2,690	2,755
BPS(원)	13,127	14,310	16,539	18,833
PER(배)		40.2	24.6	24.0
PBR(배)	1.9	4.6	4.0	3.5
ROE(%)	-12.6	12.0	17.4	15.6
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	21.8	14.5	10.8	10.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

**매수 투자 의견 유지, 목표주가 77,000원으로 상향**

당사의 목표주가를 77,000원으로 상향한다. 현재 주가 66,000원 기준 추가 상승 여력은 16%이다. 해당 목표 주가는 동사의 '27년 EBITDA 4,220억원에 글로벌 Peer EMS 업체 평균 EV/Ebitda 13배를 적용했다.

기존 글로벌 EMS 업체의 경우 EV/EBITDA가 과거 5~10배 수준에서 형성되었으나, 최근 AI 인프라 밸류체인에 진입한 기업들 중심으로 밸류에이션 상승이 나타나고 있다. Fluence Energy의 배터리 모듈 등을 담당하는 Jabil의 EV/Ebitda가 13.2배 수준이며, AI 서버 ODM, Cloud/Power 인프라를 담당하는 Quanta Computer, Flex 등은 각각 11.3배, 15배의 밸류에이션을 부여받고 있다.

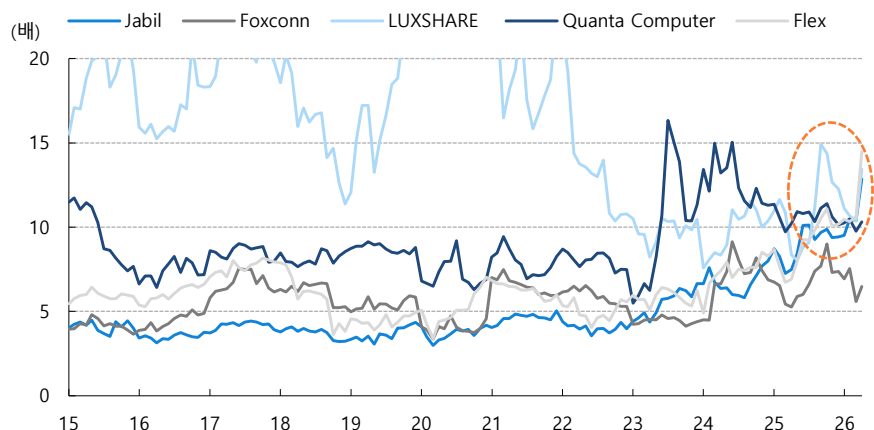
동사는 AIDC 전력 품질 관리의 핵심 밸류체인으로 진입한 ESS의 글로벌 SI 업체들의 솔벤더로서 주요 EMS 역할을 하고 있으며, 글로벌 Top-Tier 반도체장비 업체 램리서치와의 5년 간 LOI를 기반으로 반도체장비 사업부문의 지속적인 매출 증가가 나타나고 있다, 이에 따라 AI 밸류체인 내 진입한 글로벌 EMS 업체들의 평균 밸류에이션 적용이 합리적이라고 판단한다.

표1. 서진시스템 Valuation Table

구분(단위: 십억원, 배, 천주, 원)		비고
27E EBITDA (십억원)	422	
Target EV/Ebitda (배)	13	Jabil(12.8x), Quanta Computer(10.3x), Flex(14.5x), Luxshare(13.4x) 등 글로벌 AI 밸류체인에 진입한 EMS 업체들의 평균 EV/EBITDA
Target EV (십억원)	5,473	27E EBITDA x Target EV/EBITDA 13배
순차입금 (십억원)	908	
Equity Value (십억원)	4,565	Target EV - 순차입금
발행주식수 (천주)	59,550	
목표주가 (원)	77,000	Equity Value / 발행주식수
현재주가 (원)	66,100	
상승여력 (%)	16.5%	

자료: iM증권 리서치본부

그림1. 글로벌 주요 EMS 업체들의 EV/EBITDA는 현재 12~15배 사이에 형성. AI 밸류체인보다는 Apple향 비중이 큰 Foxconn의 경우 상대적으로 낮은 밸류에이션을 부여받는 상황



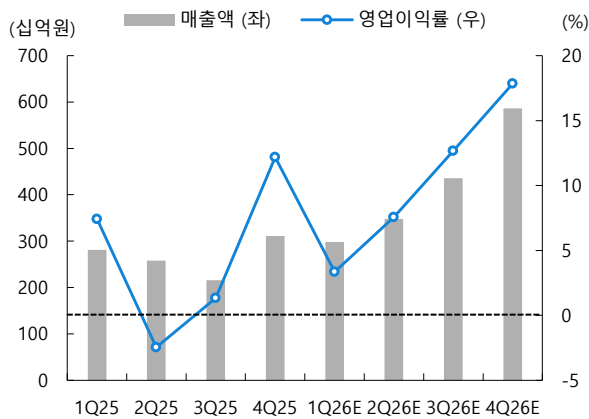
자료: Refinitiv Eikon, iM증권 리서치본부

그림2. 2025~2027년 서진시스템 실적테이블 전망치

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	281	258	216	311	298	348	435	586	1,066	1,668	2,150
QoQ Growth	6.4%	-8.2%	-16.4%	44.0%	-4.2%	16.7%	25.2%	34.7%			
YoY Growth	-13.6%	-16.4%	-31.4%	17.6%	5.9%	34.7%	101.7%	88.6%	-12.1%	56.4%	28.9%
ESS 장비	129	97	56	116	74	118	200	348	398	740	1,055
반도체장비	76	58	69	89	125	130	137	140	291	532	679
통신	33	34	32	33	35	35	35	35	132	138	145
전기차부품	12	18	24	18	19	19	19	19	72	75	79
기타	32	51	36	55	46	46	46	46	174	183	192
매출원가	233	241	192	248	260	291	346	441	914	1,337	1,708
매출원가율	82.9%	93.5%	88.7%	79.8%	87.1%	83.6%	79.4%	75.1%	85.7%	80.2%	79.5%
매출총이익	48	17	24	63	38	57	90	146	152	331	441
매출총이익률	17.1%	6.5%	11.3%	20.2%	12.9%	16.4%	20.6%	24.9%	14.3%	19.8%	20.5%
판매비	27	23	21	25	28	31	35	41	97	135	159
판매비율	9.7%	9.0%	9.9%	8.0%	9.6%	8.8%	7.9%	7.0%	9.1%	8.1%	7.4%
영업이익	21	-6	3	38	10	26	55	105	55	196	283
영업이익률	7.4%	-2.5%	1.3%	12.2%	3.3%	7.6%	12.7%	17.9%	5.2%	11.8%	13.2%
QoQ Growth		적전	흑전	1211%	-74%	164%	110%	90%			
YoY Growth	-52%	-120%	-91%	3652%	-52%	흑전	1807%	176%	-49%	255%	44%
EBITDA	47	22	-12	52	42	58	87	137	108	324	422
EBITDA Margin	16.7%	8.4%	-5.8%	16.7%	14.1%	16.7%	20.0%	23.3%	10%	19%	20%
당기순이익	1	-81	-48	26	-7	6	28	66	-102	94	158
당기순이익률	0.4%	-31.5%	-22.2%	8.2%	-2.2%	1.7%	6.5%	11.3%	-9.6%	5.6%	7.4%
QoQ Growth		적전	적지	흑전	적전	흑전	367.6%	135.2%			
YoY Growth	-97.0%	적전	적전	223.7%	적전	흑전	흑전	158.7%	적전	흑전	68.2%

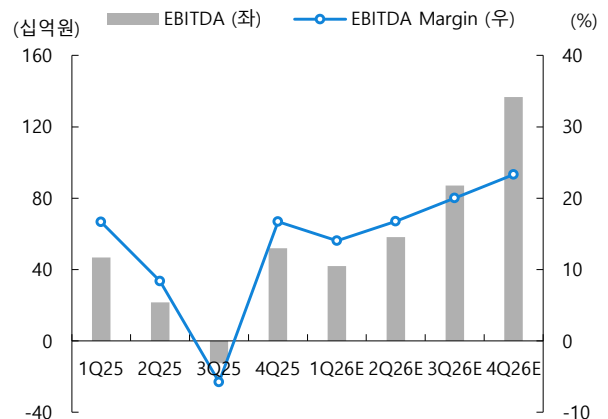
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 서진시스템 연도별 매출액, 영업이익률 전망치



자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

그림4. 서진시스템 분기별 EBITDA, EBITDA Margin 전망치



자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

그림5. 현재 주요 고객사 Fluence Energy의 Pipeline 잔고는 315억달러 수준, 미국 비중이 61%



자료: Fluence Energy, iM증권 리서치본부

그림6. Fluence Energy는 1분기 2개의 하이퍼스케일러와 AIDC형 ESS MSA를 체결. 첫 발주는 FY3Q26(26년 2분기) 중 발생할 예정. 데이터센터형 Pipeline은 전분기 대비 30% 증가

## Significant Progress with Data Center Customers

### Key Updates

- 1 Master supply agreements (MSA) executed with 2 major hyperscalers
  - Fluence chosen from a process involving multiple participants
  - Initial order expected during Q3'26
  - Expanding multi-year revenue growth opportunity
- 2 Overall data center pipeline +30% compared to Q1 earnings call
- 3 Proprietary solution for quality of power requirements now featured in our advanced controls



자료: Fluence Energy, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,192	1,136	1,503	1,870
현금 및 현금성자산	32	1	143	233
단기금융자산	1	0	0	0
매출채권	276	337	391	403
재고자산	850	746	917	1,182
비유동자산	1,115	998	902	823
유형자산	976	862	768	690
무형자산	22	19	18	17
자산총계	2,306	2,134	2,405	2,693
유동부채	1,377	1,175	1,336	1,519
매입채무	314	298	446	622
단기차입금	623	623	623	623
유동성장기부채	197	10	24	31
비유동부채	191	149	125	94
사채	100	70	46	15
장기차입금	56	56	56	56
부채총계	1,569	1,323	1,461	1,613
차배주주지분	733	805	936	1,071
자본금	28	28	28	28
자본잉여금	553	553	553	553
이익잉여금	78	176	332	493
기타자본항목	74	49	23	-3
비지배주주지분	4	5	7	9
자본총계	738	811	943	1,080

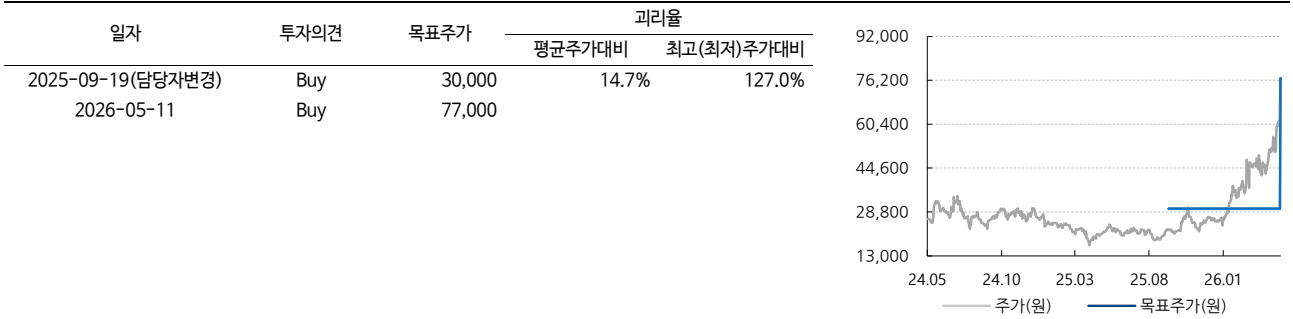
현금흐름표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-40	236	234	212
당기순이익	-102	99	158	162
유형자산감가상각비	105	125	137	137
무형자산상각비	2	2	2	1
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-306	-204	-145	-148
유형자산의 처분(취득)	-288	-167	-107	-111
무형자산의 처분(취득)	-3	-	-	-
금융상품의 증감	23	-	-	-
재무활동 현금흐름	334	-231	-24	-38
단기금융부채의증감	130	-187	14	7
장기금융부채의증감	228	-30	-24	-31
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-9	-31	142	90
기초현금및현금성자산	41	32	1	143
기말현금및현금성자산	32	1	143	233

포괄손익계산서				
(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,066	1,668	2,150	2,221
증가율(%)	-12.1	56.4	28.9	3.3
매출원가	956	1,337	1,708	1,767
매출총이익	110	331	441	455
판매비와관리비	109	135	159	170
연구개발비	6	10	13	13
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1	196	283	285
증가율(%)	-98.9	17,010.7	44.2	0.8
영업이익률(%)	0.1	11.8	13.2	12.8
이자수익	1	0	4	6
이자비용	75	61	61	59
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-1	-1	-1
세전계속사업이익	-106	132	223	229
법인세비용	-3	33	65	67
세전계속이익률(%)	-9.9	7.9	10.4	10.3
당기순이익	-102	99	158	162
순이익률(%)	-9.6	5.9	7.4	7.3
지배주주귀속 순이익	-101	98	156	161
기타포괄이익	-26	-26	-26	-26
총포괄이익	-129	73	132	137
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표				
	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)				
EPS	-1,800	1,750	2,796	2,875
BPS	13,127	14,415	16,750	19,163
CFPS	99	4,035	5,283	5,344
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER		37.8	23.6	23.0
PBR	1.9	4.6	3.9	3.4
PCR	255.6	16.4	12.5	12.4
EV/EBITDA	21.8	14.5	10.8	10.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-12.6	12.7	17.9	16.0
EBITDA이익률	10.1	19.4	19.6	19.0
부채비율	212.6	163.2	154.9	149.4
순부채비율	127.7	93.4	64.1	45.5
매출채권회전율(x)	3.9	5.4	5.9	5.6
재고자산회전율(x)	1.3	2.1	2.6	2.1

자료 : 서진시스템, iM증권 리서치본부

서진시스템 투자이건 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이건]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-