

# 서진시스템 (178320)

## 美 ESS 시장 지각변동 속 적자생존

목표주가 30,000원, Target P/E 17.7배

동사의 목표주가를 30,000원으로 제시한다. 기업가치는 RIM(Residual Income Model)모델을 통해 산출했으며, 당사 2026년 EPS 추정치 1,720원 기준 Target P/E는 17.7배 수준이다. 동사는 3분기까지는 실적 악화가 진행되며 '25년 실적은 매출액 1조 992억원(-9.4% YoY)/영업이익 678억원(-37.6% YoY)의 역성장이 나타날 것으로 전망한다. 다만 '25년 이후 본격적인 실적 턴어라운드와 함께 '26년 매출액 1조 6,478억원 (+49.9% YoY), '27년 매출액 2조 2,290억원(+35.3% YoY)의 견조한 외형성장이 기대된다. 공격적인 실적 전망치의 근거는 다음과 같다: ①국내 대형 셀 업체 고객사가 추가되면서 '26년부터 ESS장비부문 실적이 개선될 것으로 전망되며, ②ESS 외 동사의 주력 사업부문인 반도체장비 역시 베트남 생산라인 가동과 함께 하반기부터 본격적인 성장이 기대되기 때문이다.

### '26년 美 ESS 시장 지각변동, 위기를 기회로

미국의 대중 배터리 관세 인상, OBBBA(One Big Beautiful Bill Act)법안 발의 이후 섹션 48E ITC(Investment Tax Credit: 청정에너지 투자 세액공제) 내 PFE(Prohibited Foreign Entity) 요건이 추가되며 미 ESS 시장 환경에 변화가 나타나고 있다. 이는 중국산 공급망 의존도가 큰 주요 고객사 Fluence Energy의 미국시장 내 경쟁력 약화 → 동사 실적 악화로 이어질 수 있는 리스크 요인이다.

다만 해당 리스크보다는 국내 셀 업체를 중심으로 한 고객사 다변화 효과가 더 클 것으로 판단한다. 동사는 '26년부터 기존 Fluence Energy 단일 고객사 체제에서 벗어나 삼성SDI, SK온의 ESS 완제품 하드웨어를 커버하며 매출 기반을 확장할 전망이다. 섹션 48E ITC 내 PFE 요건 추가는 배터리 자체 생산 역량을 보유한 국내 셀 업체에게는 상대적 우위로 작용한다. 국내 대형 이차전지 업체들은 이러한 강점을 통해 '26년부터 본격적으로 ESS 시장 진출을 시도 중이며, 기존 EV용 생산라인을 ESS용으로 전환하는 등 ESS CAPA 확충을 계획하고 있다.

국내 셀 업체들의 '25년 이후 ESS용 셀 CAPA 증설 및 이에 따른 출하 증가를 감안하면, 동사의 ESS 장비부문은 기존 고객사 Fluence Energy향 매출 둔화를 뛰어넘어 '26~'27년에도 외형 성장이 가능하다. 이에 따른 ESS 사업부문의 매출액은 '26년 7,535억원(+73.9% YoY), '27년 1조 1,692억원(+55.2% YoY)으로 전망한다.

### 베트남 생산라인 본격화, 반도체장비 역시 구조적 성장 기대

ESS 부문의 실적 개선 외에도 반도체 장비 부문의 구조적 성장 역시 기대된다. 이는 ①올해 베트남 신규 라인이 본격적으로 가동되며 하반기부터 매출이 인식, 주요 고객사인 램리서치향 Q증가가 나타날 것으로 전망되며, ②주요 납품 부품의 내재화율 확대(웨이퍼 이송장치 '25년 18% → '26년 40%, 파워박스 '25년 40% → '26년 60%)에 따른 수익성 개선이 기대되기 때문이다. '25년 반도체장비 매출액은 3,205억원(+64.9% YoY), '26년은 매출액 5,316억원(+65.9% YoY)의 가파른 증가세가 전망된다.

## Company Brief

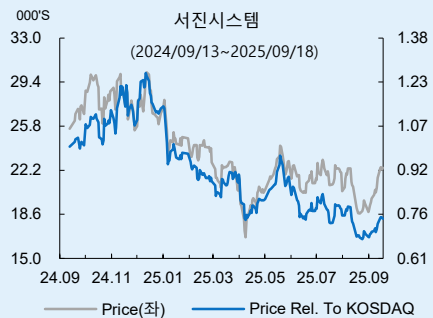
## Buy (Initiate)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 목표주가(12M)      | 30,000원(신규) |
| 증가(2025.09.18) | 22,400원     |
| 상승여력           | 33.9%       |

| Stock Indicator |                |
|-----------------|----------------|
| 자본금             | 28십억원          |
| 발행주식수           | 5,625만주        |
| 시가총액            | 1,260십억원       |
| 외국인지분율          | 7.9%           |
| 52주 주가          | 16,730~30,200원 |
| 60일평균거래량        | 263,913주       |
| 60일평균거래대금       | 5.6십억원         |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M    | 12M   |
|----------|------|------|-------|-------|
| 절대수익률    | 17.2 | 9.8  | -0.7  | -12.5 |
| 상대수익률    | 9.8  | -0.1 | -15.6 | -29.4 |

### Price Trend



| FY           | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원)     | 1,214  | 1,100  | 1,648  | 2,229  |
| 영업이익(십억원)    | 108    | 68     | 190    | 308    |
| 순이익(십억원)     | 84     | -25    | 97     | 182    |
| EPS(원)       | 1,686  | -443   | 1,723  | 3,221  |
| BPS(원)       | 15,467 | 15,014 | 16,596 | 19,807 |
| PER(배)       | 15.9   | -50.2  | 12.9   | 6.9    |
| PBR(배)       | 1.7    | 1.5    | 1.3    | 1.1    |
| ROE(%)       | 12.3   | -2.9   | 10.9   | 17.7   |
| 배당수익률(%)     | -      | -      | -      | -      |
| EV/EBITDA(배) | 11.4   | 12.7   | 6.9    | 4.9    |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[Mid-Small Cap]

신희철 2122-9187 shc4235@imfnsec.com

### Valuation: 적정주가 30,000원, 투자의견 Buy 제시

동사의 목표주가를 30,000원으로 제시한다. 기업의 적정가치는 RIM(Residual Income Model, 잔여이익모형)모델을 통해 산출했으며, 당사 추정치 2026년 EPS 1,720원 기준 Target P/E Valuation은 17.7배 수준이다. 동사의 주력 사업부문인 ESS장비는 본격적으로 매출이 인식된 기간이 아직 2년으로 짧고, 반도체 장비는 올해부터 외형성장이 시작되는 단계이다. 이에 과거 추이를 기반으로 한 밸류에이션 산출보다는 최근의 체질 변화와 향후 성장성에 초점을 맞춘 절대가치 평가모형이 적합하다고 판단했다.

RIM 모델로 산출된 기업가치는  $R_f$ (무위험수익률, 한국10년물) 2.8%, MRP(Market Risk Premium) 6.5%, 서진시스템  $\beta$  0.97, COE(Cost of Equity) 9.3%, ROE 13.4%를 통해 산출됐다. RI(Residual Income)의 경우 향후 3년은 당사 추정치를, 이후 값은  $g$ (영구 성장률) 1.5%를 기반으로 도출됐다.

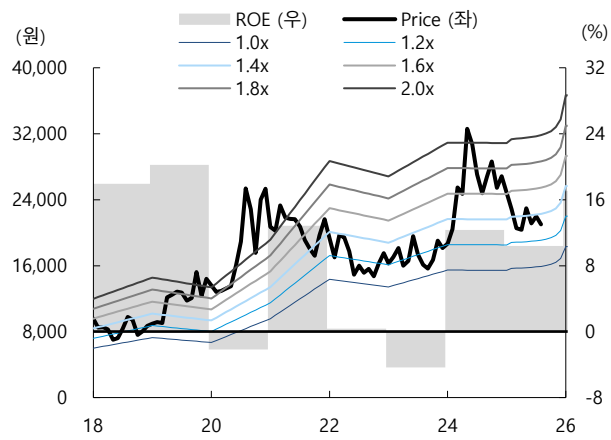
해당 변수들로 계산된 Target P/E는 17.7배로 동사의 Peer 그룹[글로벌 하드웨어 EMS 업체]의 2026년 P/E[Jabil 20.2배, Foxconn 21.3배, 그림4]와 비슷한 수준이다. 미 대중관세 이슈 및 '26년 OBBBA 감세법안에 따른 ESS 업황 불확실성을 감안하더라도, '26년부터 국내 셀 업체가 신규 고객사로 추가되며 ESS장비 이익 개선이 대폭 나타날 것으로 보이는 바, 동사의 현재 밸류에이션은 상방이 충분히 열려 있다고 판단한다. 동사의 현재 P/E는 2026년 EPS 기준 13배 수준으로, 목표주가까지 약 36%의 상승여력을 기대한다.

그림1. 서진시스템 Valuation Table

| 구분                  | 값           | 단위  | 비고                                                                     |
|---------------------|-------------|-----|------------------------------------------------------------------------|
| 적정시가총액              | 1,840       | 십억원 | '24 지배주주자본 + '25F~'27F RI의 PV + '27F RI * $g/(COE-g)$                  |
| RI(Residual Income) | -           | 십억원 | 지배주주자본 * (ROE-COE)                                                     |
| ROE                 | 13.4        | %   |                                                                        |
| COE                 | 9.3         | %   | CAPM 모델 활용 ( $COE = R_f + \beta * MRP$ )                               |
| 무위험수익률              | 2.80        | %   | 한국 10Y Treasury Yield                                                  |
| MRP(Market Premium) | 6.5         | %   | KOSPI 기대수익률: MSCI ACWI와 KOSPI, CAPM 모델을 통해 계산                          |
| $\beta$             | 0.97        |     | 18~'25 KOSPI 지수와 서진시스템 $\beta$                                         |
| 영구성장률               | 1.5         | %   |                                                                        |
| 잔여 CB/BW            | 2,166/2,076 | 천주  | CB: 468('22.12~'26.11), 1698('25.08~'28.07) / BW: 2,075('25.08~'28.07) |
| Diluted 발행주식 수      | 60,490      | 천주  | 25'년 발행주식 수 56,248 + 잔여 CB/BW 4,242 합산                                 |
| EPS                 | 1,720       | 원   | 2026년 순이익 추정치 기준 EPS                                                   |
| Target P/E          | 17.7        | 배   | (적정시가총액 / Diluted 발행주식수) / 12M Forward EPS                             |
| 적정주가                | 30,000      | 원   | 적정시가총액 / Diluted 발행주식수                                                 |
| 현재주가                | 22,350      | 원   |                                                                        |
| 상승여력                | 36.0        | %   |                                                                        |

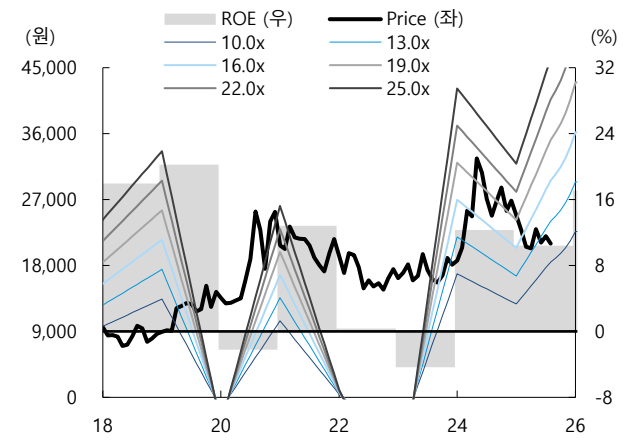
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림2. 서진시스템 12개월 Forward P/B Chart



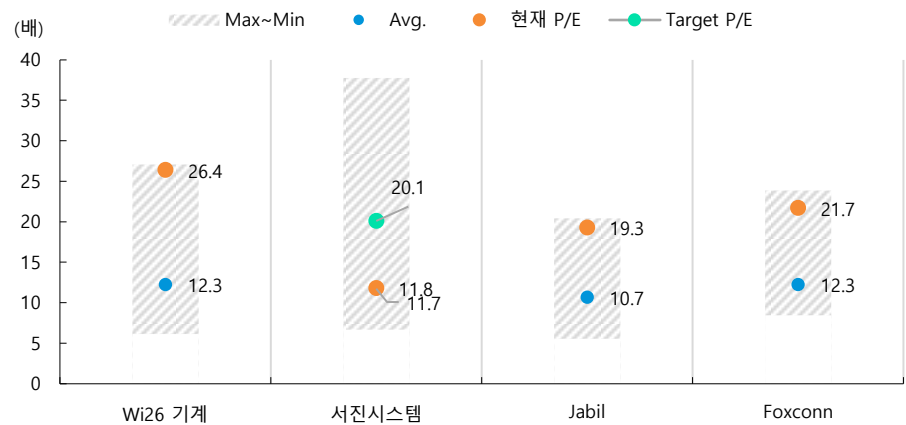
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림3. 서진시스템 12개월 Forward P/E Chart



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림4. Wi26 기계업종 및 서진시스템 PEER 기업 12개월 선행 P/E



자료: Refinitiv, Quantwise, iM증권 리서치본부

주1: 서진시스템의 경우 과거 추정치 값이 적어 12개월 TTM EPS를 기준으로 P/E 계산, Target P/E는 당사 추정치 기준

주2: 나머지 Wi26, Jabil, Foxconn은 IBES 12개월 선행 EPS 기준으로 P/E 계산

## 2026년부터 실적 개선 폭 확대될 전망

동사는 2분기 매출액 2,586억원(-8.1% QoQ)/영업이익 -59억원으로 적자를 기록했다. 상반기 미국의 상호관세 이슈 속 동사의 매출 내 가장 큰 비중을 차지하는 ESS 장비 실적은 3분기까지 부진할 것으로 예상하며, 이에 따라 2025년 동사의 실적은 전년 동기 대비 역성장할 것으로 전망된다[매출액 1조 992억원(-9.4% YoY)/영업이익 678억원(-37.6% YoY)]. 다만 동사의 현재 주가 레벨은 '24년 동사의 ESS 장비 실적 성장이 본격적으로 나타나기 이전 수준으로, 이미 현재의 실적부진과 미국의 상호관세 이슈에 따른 업황 불확실성은 대부분 반영되어 있다.

오히려 동사의 실적은 2026년부터 큰 폭으로 개선되며 전사 기준 2026년 매출액 1조 6,478억원 (+50% YoY), 2027년 매출액 2조 2,290억원(+35.3% YoY)의 가파른 증가세가 나타날 전망이다. 이는 ①2026년 국내 대형 셀 업체 중심으로의 고객사 추가 속 ESS장비 출하량 증가, ②베트남 생산라인 가동에 따른 반도체장비 수주물량 증가에 기인한다.

고무적인 점은 매출 증가에 따라 동사의 실질적인 이익 개선폭은 더욱 두드러질 것이라는 점이다. 동사의 영업이익은 2026년 1,896억원, 2027년 3,077억원으로 전망되며, 이는 2024년 고점이었던 영업이익 1,087억원 대비 각각 1.8배, 3배 수준이다. 이는 동사의 자본집약적 사업특성상 고정비 비중이 큰 비용구조에 기인한다. 2025년 기준 동사의 고정비는 약 3,000억원, 변동비는 매출액 대비 70% 수준으로 추정된다. 해당 비용구조 감안 시 매출액이 약 1조원을 상회하는 기점부터 영업 레버리지 효과와 함께 이익 개선세가 가파르게 나타난다.

ESS 장비 부문 실적성장의 Key는 국내 셀 업체들의 ESS 시장 진출에 있다. 국내 대형 이차전지 기업들은 ESS 시장 진출 계획 속 기존 EV용 라인을 ESS용 셀 라인으로 전환하는 등 ESS용 셀 CAPA를 적극적으로 증설하고 있다. 이에 따라 동사가 2026년, 2027년 신규로 커버할 것으로 추정되는 국내 고객사向 ESS 용량은 각각 7.7GWh, 14.2GWh로 추정되며, 이는 동사의 ESS 실적이 고점을 찍었던 2024년의 Fluence Energy향 출하량 7.0GWh를 상회한다. 이를 감안했을 때 동사의 ESS 장비 매출액은 2026년 7,535억원(+74% YoY), 2027년 1조 1,692억원(+52.5% YoY)으로 가파른 증가세가 나타날 것으로 전망된다.

반도체장비 부문의 경우 베트남 생산라인 가동에 따른 CAPA 증가 속 고객사 램리서치(Lam Research)향 수주물량이 증가하고, 주요 납품 부품의 내재화율이 확대되며 수익성이 개선될 것으로 전망된다. 동사는 내재화율 증가에 따른 원가율 개선을 통해 판가를 낮추고, 가격경쟁력을 높여 수주물량을 확대시키는 전략을 사용할 계획이다. 이를 감안한 동사의 반도체장비 매출액은 2026년 3,205억원(+65% YoY), 2027년 5,316억원(+66% YoY)으로 전망된다.

그림5. 서진시스템 사업부문별 영업실적 전망

| (단위:10 억원) | 1Q24     | 2Q24     | 3Q24     | 4Q24     | 1Q25     | 2Q25     | 3Q25F    | 4Q25F    | 2024     | 2025F    | 2026F  |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|--------|
| 매출액        | 326      | 309      | 315      | 264      | 281      | 259      | 249      | 311      | 1,214    | 1,100    | 1,648  |
| QoQ Growth | 33.8%    | (-5.2%)  | 1.9%     | (-16.0%) | 6.4%     | (-8.1%)  | (-3.7%)  | 24.9%    |          |          |        |
| YoY Growth | 64.6%    | 74.3%    | 96.3%    | 8.7%     | (-13.6%) | (-16.3%) | (-20.9%) | 17.6%    | 55.9%    | (-9.4%)  | 43.6%  |
| ESS 장비     | 200      | 161      | 178      | 96       | 129      | 97       | 78       | 129      | 636      | 433      | 754    |
| YoY Growth | 223.5%   | 281.0%   | 339.9%   | (-25.9%) | (-35.5%) | (-39.8%) | (-56.3%) | 34.4%    | 131.8%   | (-31.9%) | 73.9%  |
| 반도체장비      | 33       | 52       | 47       | 63       | 76       | 58       | 85       | 102      | 194      | 320      | 532    |
| YoY Growth | (-10.7%) | 27.9%    | 61.8%    | 90.8%    | 126.5%   | 12.6%    | 81.9%    | 62.6%    | 39.4%    | 64.9%    | 65.9%  |
| 통신         | 33       | 34       | 32       | 31       | 34       | 34       | 34       | 34       | 129      | 136      | 143    |
| YoY Growth | (-30.6%) | (-12.2%) | (-22.5%) | 36.7%    | 11.9%    | 12.7%    | 15.4%    | (-14.7%) | (-11.1%) | 5.0%     | 5.0%   |
| 전기차부품      | 31       | 31       | 28       | 23       | 12       | 18       | 20       | 18       | 112      | 68       | 72     |
| YoY Growth | 36.5%    | 11.9%    | 31.4%    | (-32.3%) | (-60.3%) | (-41.6%) | (-28.9%) | (-20.7%) | 7.0%     | (-39.3%) | 5.0%   |
| 기타         | 32       | 35       | 34       | 47       | 32       | 51       | 34       | 31       | 148      | 148      | 155    |
| YoY Growth | 27.6%    | 31.1%    | 2.9%     | 28.2%    | (-1.7%)  | 45.9%    | 0.1%     | (-33.6%) | 21.8%    | (-0.1%)  | 5.0%   |
| 매출원가       | 255      | 256      | 253      | 236      | 233      | 241      | 211      | 248      | 1,000    | 934      | 1,324  |
| 매출원가율      | 78.4%    | 82.9%    | 80.3%    | 89.3%    | 82.9%    | 93.3%    | 84.9%    | 79.8%    | 82.4%    | 84.9%    | 80.4%  |
| 매출총이익      | 70       | 53       | 62       | 28       | 48       | 17       | 38       | 63       | 213      | 166      | 324    |
| 매출총이익률     | 21.6%    | 17.1%    | 19.7%    | 10.7%    | 17.1%    | 6.7%     | 15.1%    | 20.2%    | 17.6%    | 15.1%    | 19.6%  |
| 판관비        | 27       | 22       | 29       | 27       | 27       | 23       | 23       | 25       | 105      | 98       | 134    |
| 판관비율       | 8.3%     | 7.0%     | 9.1%     | 10.4%    | 9.7%     | 9.0%     | 9.1%     | 8.0%     | 8.6%     | 8.9%     | 8.1%   |
| 영업이익       | 43       | 31       | 33       | 1        | 21       | -6       | 15.1     | 38       | 109      | 68       | 190    |
| 영업이익률      | 13.3%    | 10.1%    | 10.6%    | 0.4%     | 7.4%     | (-2.3%)  | 6.1%     | 12.2%    | 9.0%     | 6.2%     | 11.5%  |
| QoQ Growth | (-20.6%) | (-28.0%) | 6.8%     | (-97.0%) | 1966.3%  | 적자전환     | 흑자전환     | 151.3%   |          |          |        |
| YoY Growth | 396.2%   | 흑자전환     | 956.5%   | (-98.1%) | (-51.8%) | 적자전환     | (-54.7%) | 3647.0%  | 121.8%   | (-37.6%) | 179.5% |
| 세전이익       | 39       | 32       | 19       | 29       | 2        | -95      | 36       | 21       | 118      | -35      | 137    |
| 당기순이익      | 37       | 15       | 24       | 8        | 1        | -81      | 35       | 20       | 84       | -25      | 97     |
| 당기순이익률     | 11.5%    | 4.8%     | 7.6%     | 3.0%     | 0.4%     | (-31.4%) | 14.1%    | 6.5%     | 6.9%     | (-2.3%)  | 5.9%   |
| QoQ Growth | 137.1%   | (-60.3%) | 61.1%    | (-66.8%) | (-85.7%) | 적자전환     | 흑자전환     | (-43.1%) |          |          |        |
| YoY Growth | 178.5%   | 흑자전환     | 흑자전환     | (-49.7%) | (-97.0%) | 적자전환     | 47.6%    | 153.2%   | 흑자전환     | 적자전환     | 흑자전환   |

자료: Quantilwise, iM증권 리서치본부

## 1. 美 ESS 시장 지각변동, 위기를 기회로

### 1-1. ESS 시장 규모는 중장기적으로 성장할 것으로 전망

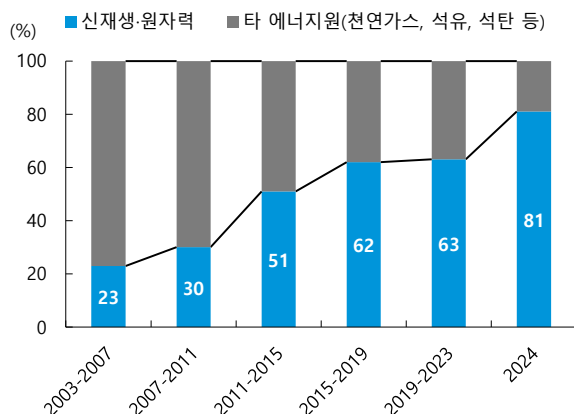
#### 신재생 에너지 확대와 함께 가파른 성장세를 보이는 ESS 시장

ESS(Energy Storage System) 시장은 전력 수요의 증가와 더불어 신재생 에너지의 확대와 함께 가파른 성장세를 보이고 있다. IEA(International Energy Agency: 국제에너지기구)에 따르면 2024년 글로벌 신규 전력 발전 설비 용량의 약 80%가 신재생 에너지였으며[그림6], 신재생 에너지는 전세계 전력 발전용량의 약 25%를 차지할 만큼 주력 전력 발전원으로 자리잡았다[그림7].

신재생 에너지의 확대는 필연적으로 ESS 시장의 성장으로 연결된다. 이는 신재생 에너지가 간헐성이라는 고질적인 문제점을 보유하고 있기 때문이다. 신재생 에너지의 전력 발전량은 날씨와 같은 통제 불가능한 외부요인에 의해 결정된다. 이는 화석연료 기반의 전통적 전력 발전원과 달리 신재생 에너지는 전력 수요에 따라 전력 공급을 탄력적으로 조절하는데 한계가 있음을 의미한다.

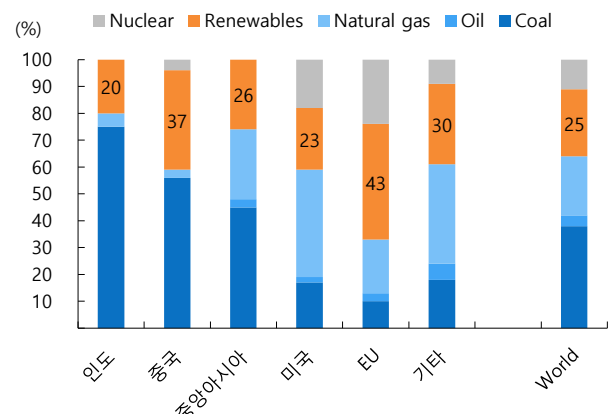
이에 따라 신재생 에너지는 전력이 과잉 공급일 때는 잉여 전력을 저장하고, 전력이 부족할 때는 비축한 전력을 공급할 수 있게 하는 보조 인프라 시설인 ESS를 필요로 한다. BloombergNEF, SNE리서치와 같은 시장조사기관들은 신재생 에너지 확대 속 글로벌 ESS 설치 용량 역시 향후 6년간 연평균 21%의 가파른 성장세를 보이며 2024년 169GWh에서 2030년 720GWh까지 증가할 것으로 전망하고 있다[그림9].

그림6. 2024년 신규 설치된 발전원 중 원자력과 신재생을 합친 비율은 80%에 달하는 수준



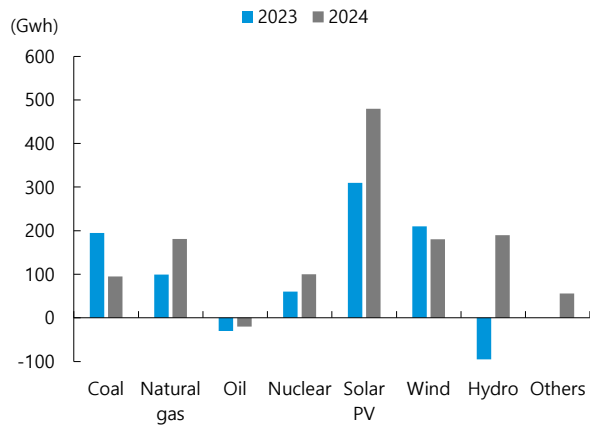
자료: IEA, iM증권 리서치본부

그림7. '24년 기준 신재생 에너지는 전세계 전력 발전용량의 약 25%를 차지



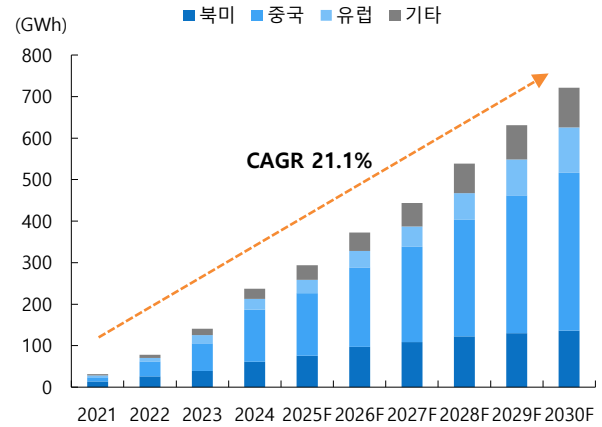
자료: IEA, iM증권 리서치본부

그림8. 신규 설치된 신재생 발전원 내에서는 태양광 및 풍력 용량이 압도적



자료: IEA, iM증권 리서치본부

그림9. SNE리서치, BNEF에 따르면 전세계 BESS 용량은 매년 약 20%씩 성장, 2030년 기준 700GWh에 달할 것으로 전망



자료: BNEF, SNE리서치, iM증권 리서치본부

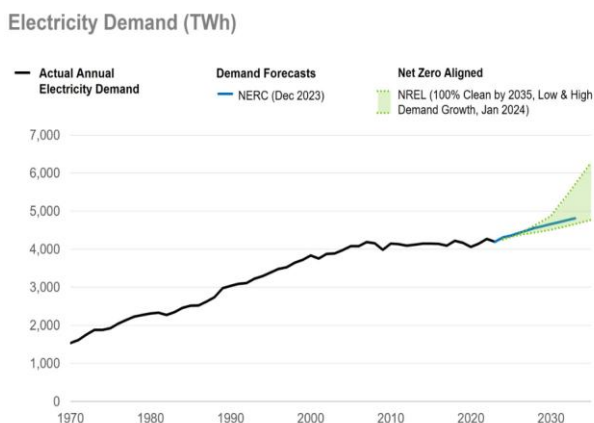
### AI기술 경쟁에 따른 전력 수요 증가 → ESS 시장 확대로 연결

여러 발전원 중 신재생 에너지가 채택되는 핵심 배경 중 하나는 최근 전력 수요 증가가 AI 기술 확산에 따른 데이터센터 증설에서 비롯된다는 점이다. IEA는 데이터센터, AI, 암호화폐 마이닝에 의한 전력 소비가 2022년 460TWh에서 2026년 1,000TWh 이상으로 두 배 이상 증가할 것으로 전망[그림11]하며, 미 전력연구소(EPRI)는 2030년까지 미국 전체 전력 생산량의 약 9%가 데이터센터에 의해 소비될 것으로 예상하고 있다. 미국 주요 빅테크 기업들도 AI 관련 CAPEX를 지속 확대하고 있으며, 2027년 기준 이들의 투자 규모가 약 5,000억 달러에 이를 것으로 전망된다.

전력 수요의 주체인 빅테크 기업들이 신재생 에너지를 전력 발전원으로 채택하는 이유는 ①짧은 상용화 기간, ②비교적 낮은 정책 리스크이다. 일반적으로 태양광, 풍력과 같은 신재생 에너지는 상업성을 띄우기까지 약 6~24개월이라는 짧은 기간이 소요된다. 이에 반해 최근 부각되는 원자력 발전의 경우, 대형 원전은 계획부터 가동까지 10년 이상의 기간이 소요된다. 대안으로 건설기간이 약 3년으로 비교적 짧은 SMR(소형원자로)이 떠오르고 있으나, SMR 기술은 아직 상용화 단계 이전으로 곧바로 주력 발전원으로 채택되기에는 한계가 존재한다. AI 기술을 선점하기 위해 기업, 국가 간 경쟁이 심화되고 있는 상황에서 급한 전력 수요의 대응책으로는 신재생 에너지가 적합할 수 있다.

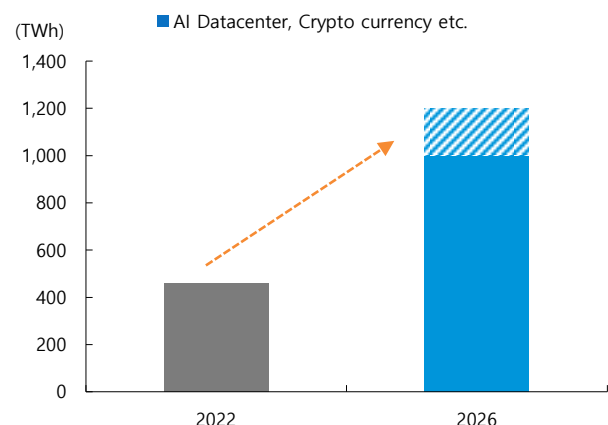
원자력 발전이 신재생 대비 정책 리스크가 높다는 점도 무시할 수 없다. 현재 트럼프 정권을 포함한 글로벌 국가들이 친원전 성향을 띄고 있는 있으나, 원자력 발전원은 건설기간이 7~10년가량 소요되는 긴 프로젝트라는 점에서 정권 교체에 따른 정책 변경이 발생할 수 있고, 이에 대한 유연한 대응이 어렵다. 결국 전력 수요의 주체인 빅테크 기업들은 신재생과 원자력 중 하나를 양자택일하는 것이 아닌, 적절한 Mix 전략을 구사할 가능성이 크다.

그림10. 미국 총 에너지 수요는 향후 10년간 약 10~15% 성장할 것으로 전망



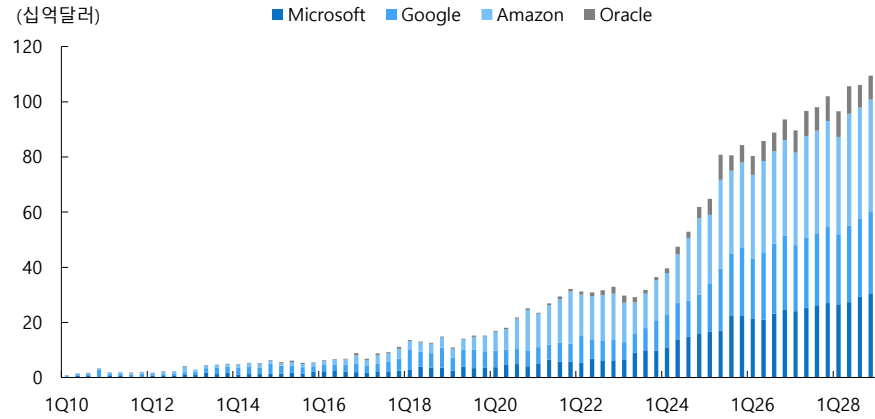
자료: U.S. Department of Energy, iM증권 리서치본부

그림11. AI 데이터센터, 암호화폐 마이닝에 따른 전력 수요는 22년 460TWh에서 30년 1,000TWh 이상으로 증가할 전망



자료: IEA, iM증권 리서치본부

그림12. 주요 AI 빅테크들의 CAPEX 전망치는 상승, 이에 따라 데이터센터 증설 역시 지속될 전망



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. 미국, 중국 주요 AI 기업별 CAPEX 투자액 전망

| (단위: 십억달러) |            | 18   | 19   | 20   | 21   | 22   | 23   | 24   | 25E   | 26E   | 27E   |
|------------|------------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 미국         | Google     | 25.1 | 23.5 | 22.3 | 24.6 | 31.5 | 32.3 | 52.5 | 83.6  | 92.9  | 97.2  |
|            | Apple      | 13.9 | 9.2  | 8.7  | 19.7 | 11.7 | 9.6  | 10.0 | 14.0  | 15.9  | 17.1  |
|            | Meta       | 13.9 | 15.1 | 15.2 | 18.7 | 31.4 | 27.3 | 37.3 | 68.9  | 96.3  | 105.9 |
|            | Amazon     | 13.4 | 16.9 | 40.1 | 61.1 | 63.6 | 52.7 | 83.0 | 114.1 | 123.4 | 128.7 |
|            | Microsoft  | 13.6 | 15.8 | 18.0 | 22.5 | 25.2 | 33.8 | 52.4 | 78.6  | 89.9  | 102.6 |
|            | IBM        | 3.4  | 2.3  | 3.0  | 2.4  | 1.9  | 1.5  | 1.1  | 1.5   | 1.6   | 1.7   |
|            | Oracle     | 1.5  | 1.6  | 1.8  | 3.1  | 6.7  | 6.9  | 10.7 | 26.9  | 28.5  | 34.5  |
|            | Paypal     | 0.8  | 0.7  | 0.9  | 0.9  | 0.7  | 0.6  | 0.7  | 0.9   | 1.0   | 1.0   |
|            | Ebay       | 0.7  | 0.5  | 0.5  | 0.4  | 0.4  | 0.5  | 0.5  | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
|            | Salesforce | 0.6  | 0.6  | 0.7  | 0.7  | 0.8  | 0.7  | 0.7  | 0.7   | 0.8   | 0.9   |
|            | Twitter    | 0.5  | 0.5  | 0.9  | 1.0  | 0.8  | 0.8  | 0.8  | 0.8   | 0.9   | 0.9   |
| 중국         | Alibaba    | 4.6  | 6.3  | 5.7  | 6.6  | 7.0  | 3.7  | 5.7  | 20.1  | 20.1  | 17.3  |
|            | Tencent    | 2.7  | 2.5  | 4.1  | 4.3  | 4.8  | 5.1  | 5.4  | 11.7  | 11.8  | 12.4  |
|            | Baidu      | 1.3  | 0.9  | 0.7  | 1.7  | 1.2  | 1.6  | 1.1  | 1.5   | 1.5   | 1.5   |
| Total      |            | 96   | 97   | 123  | 168  | 188  | 177  | 262  | 421   | 483   | 522   |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

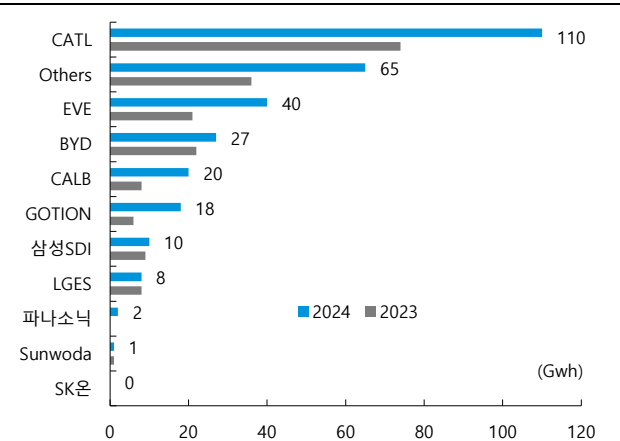
## 1-2. 미국 내 ESS 시장은 '26년 이전과 이후로 나뉜다

### 중국산 배터리가 지배적이었던 기존 미국 ESS 시장

기존 ESS 시장은 중국산 LFP 배터리의 지배력이 매우 강했다. 대규모 고정 설비인 ESS의 경우 잦은 충방전 운영구조, 까다로운 인허가, 소방규정을 맞추기 위해 배터리의 높은 안정성을 요구하고, 자본집약적 프로젝트 특성상 저렴한 원가구조를 필요로 하기 때문이다. LFP 배터리의 경우 삼원계(니켈, 코발트, 망간) 배터리 대비 에너지 밀도는 낮으나, 열폭주 임계치가 높다. 이에 고온 운전에 내성이 강하고 화재 리스크가 낮아 안정성과 내구성 측면에서 장점을 가지고 있다. 또한 삼원계 배터리의 핵심 소재인 니켈, 코발트 대비 비교적 저렴한 철, 인이 들어가는 LFP 배터리는 원가 구조에서도 가격 경쟁력을保有한다.

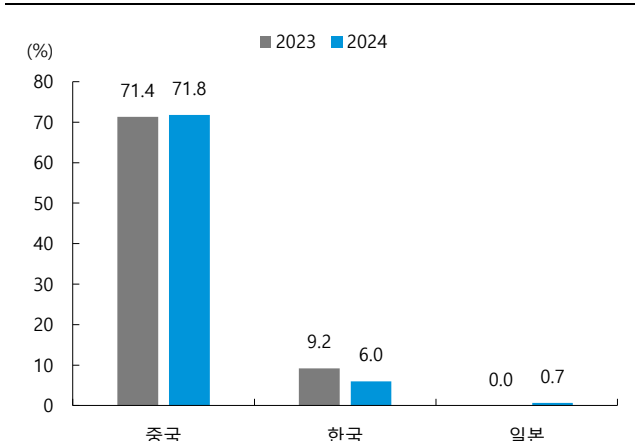
이러한 이유로 일찍이 LFP 배터리 시장에서 양산 체계를 갖춰 규모의 경제를 이뤄낸 중국산 배터리는 글로벌 ESS 시장 내에서 지배력을 갖출 수 있었다. 2024년 기준 ESS 시장에서 중국 상위 6개 배터리기업(CATL, EVE, BYD, CALB, Gotion, Sunwoda)의 시장점유율은 약 72%에 달했으며[그림15], 기타 중국 업체들을 합산하면 점유율은 더 높을 것으로 추정된다. 실제로 미국 ESS SI 업체인 Fluence Energy는 CATL LFP 배터리를 주력 자사 ESS 제품 GridStack에 탑재했으며, 테슬라의 ESS 제품인 Megapack 역시 중국산 LFP 배터리 기반이다.

그림14. 2023년, 2024년 글로벌 ESS용 배터리 업체별 출하량: 상위 6개 중국계 배터리 업체 다수 위치



자료: SNE리서치, iM증권 리서치본부

그림15. 글로벌 ESS 배터리 출하량 국가별 점유율: 중국산 배터리 비중이 70% 상회, 한국은 6%에 불과



자료: SNE리서치, iM증권 리서치본부

### 美 ESS 시장 지각변동: 대중배터리 관세와 섹션 48E 세액공제 요건 변화

‘26년부터 미국 내 ESS 시장에서의 중국산 배터리 경쟁력은 점차 약화될 것으로 전망된다. 트럼프 정부 출범 이후 미국은 ESS를 포함한 신재생 인프라의 대중 의존도를 낮추기 위해 정책 개입을 강화하고 있고, 이에 따라 미 ESS 시장 내 지각변동이 발생하고 있기 때문이다. 미국 내 ESS 시장 환경 변화의 주요 원인은 크게 ① 대중 배터리 관세 인상, ② OBBBA 법안 발의 속 ‘26년 이후 섹션 48E 세액공제에 PFE 요건 추가로 나뉜다.

#### ① 대중 배터리 관세율은 ‘26년 58.4%까지 상승할 전망

미 트럼프 정부의 대중 배터리 관세 정책에 따라 기존 중국산 배터리의 가장 큰 강점 중 하나인 가격 경쟁력은 점차 약화될 것으로 전망된다. 트럼프 2기 행정부는 미국의 막대한 무역적자에 대한 대응과 제조업 리쇼어링을 위해 관세 정책을 시행 중이며, ‘25년 8월 1일 관세율 확정 이후 중국산 배터리에는 여러 명목의 관세가 부과되고 있다.

현재 대중국 배터리는 일반관세 3.4%, 무역법 307조 7.5%, 상호관세 10%, IEEA 페타닐 보복관세 20%가 더해져 총 40.9%의 관세율이 적용되고 있다[그림16]. ‘26년부터는 무역법 301조에 따른 관세율이 7.5%에서 25%로 상승, 중국산 배터리에는 총 58.4%의 고율 관세가 부과될 예정이다.

그림16. ESS 시장 지각변동: 대중 배터리 관세와 OBBBA(One Big Beautiful Bill Act) 법안 내 PFE(Prohibited Foreign Entity) 요건 추가

| 요건           | Step1                                                                | Step2 (현재~2025년)                                                                 | Step3 2026년 ~ 2030년 이후                                                                                                                                                                                                                         |
|--------------|----------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|              |                                                                      |                                                                                  | 대중국 배터리 관세                                                                                                                                                                                                                                     |
|              |                                                                      |                                                                                  | 48E ITC 요건 내 PFE 요건 추가                                                                                                                                                                                                                         |
| 대중국 배터리 관세   | 일반관세 3.4%<br>무역법 301 조 7.5%<br>IEEA 페타닐 보복관세 20%<br><b>총합: 30.9%</b> | 일반관세 3.4%<br>무역법 301 조 7.5%<br>상호관세 10%<br>IEEA 페타닐 보복관세 20%<br><b>총합: 40.9%</b> | 일반관세 3.4%<br>무역법 301 조 25%<br>상호관세 10%<br>IEEA 페타닐 보복관세 20%<br><b>총합: 58.4%</b>                                                                                                                                                                |
| 48E ITC 세액공제 | -                                                                    | -                                                                                | BEES 생산원가 중 非 PFE 공급망 비중<br>26년 55%~30년 75%를 상회<br><br>[PFE 공급망 비중 세부 요건]<br>26년: 제조원가 내 非 PFE 원가비율 55% 이상<br>27년: 제조원가 내 非 PFE 원가비율 60% 이상<br>28년: 제조원가 내 非 PFE 원가비율 65% 이상<br>29년: 제조원가 내 非 PFE 원가비율 70% 이상<br>30년: 제조원가 내 非 PFE 원가비율 75% 이상 |

자료: 미 국세청, iM증권 리서치본부

② OBBBA 법안에 따른 섹션 48E ITC 세액공제 내 非PFE 공급망 요건 추가  
 ‘26년부터는 ESS 원가 내 중국산 부품 비중이 일정 수준을 넘으면 ESS 프로젝트 소유주는 섹션 48E ITC(Investment Tax Credit) 자격요건을 상실한다. 기존 미국 정부는 ESS 프로젝트 소유주에 한해, 일정 수준의 노동요건(일자리 창출)을 충족하기만 하면 최대 30%의 세액공제 혜택을 제공했다. 그러나 ‘25년 7월 OBBBA(One Big Beautiful Bill Act) 법안이 발의되면서, ‘26년부터는 ITC 세액공제 자격에 ESS 생산원가의 非PFE(Prohibited Foreign Entity: 금지된 외국 기관) 원가 비중이 일정 수준을 상회해야 하는 요건이 추가되었다. 세부 기준은 ‘26년 55%, ‘27년 60%, ‘28년 65%, 최종 ‘30년 75%로 단계적으로 강화되며, 해당 요건은 당장 ‘26년 착공되는 ESS 프로젝트부터 적용될 예정이다[그림16].

PFE(Prohibited Foreign Entity: 금지된 외국 기관)는 SFE(Specified Foreign Entity: 특정 외국 기관) 또는 FIE(Foreign Influenced Entity: 외국 유관 기관)에 해당하는 기업을 의미한다[그림17]. 이는 미국 국가안보에 잠재적 위협이 될 수 있는 국가(중국, 북한, 이란, 러시아)의 기업이거나, 이들로부터 지배적 영향을 받는 기업을 포함한다. 특히 SFE 요건을 규정하는 세부 내용 중 국방수권법(NDAA)에서는 중국 배터리 주요 기업(CATL, BYD, Envision Energy, EVE Energy, Gotion High-Tech, Hithium)을 직접적으로 열거해 PFE로 지정하고 있다.

미 국세청이 제시한 BoM(Bill of Materials)에 따르면 BESS 원가 내 배터리 관련 부품의 비중은 셀 52%, 패키징 5.6%, 생산공정 8%, BMS 7.4%로 총 73%에 달한다[그림18]. ESS 원가 내에서 배터리 관련 원가 비중이 지배적으로, 기존 중국산 배터리에 의존하던 ESS SI 업체들은 ‘26년부터 섹션 48E ITC 요건을 맞추기 위해 배터리 공급망을 우선적으로 非PFE로 전환해야 한다.

만약 ESS SI 업체가 ‘26년 섹션 48E ITC 세액공제 자격요건 내 非PFE 원가 비중을 충족하지 못한다면, ESS 구매자[ESS 프로젝트 소유주]는 기존의 30%의 세액공제를 받지 못해 실질적인 비용 부담 증가에 직면한다. ESS SI 업체는 구매자의 비용 부담을 상쇄하기 위해 동일 제품에 더 낮은 가격을 제시할 수밖에 없어 마진이 훼손되는 등 경쟁력 약화로 이어질 여지가 크다.

그림17. PFE(Prohibited Foreign Entity: 금지된 외국기관) 규정 세부 요건

| PFE(Prohibited Foreign Entity: 금지된 외국기관)                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                  |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| SFE(Specified Foreign Entity: 특정외국기관)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | FIE(Foreign Influenced Entity: 해외로부터 영향받은 기관)                                                                                                                                                    |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• 국무부 지정 해외 테러리스트 집단</li> <li>• 해외자산통제국(OFAC)이 관리하는 대상자</li> <li>• 법률 위반으로 유죄판결이 내려진 기관</li> <li>• 美 국가안보, 외교정책에 해를 끼치는 활동에 관여하고 있는 기관</li> <li>• 미국에서 활동중인 중국군사기업</li> <li>• 위구르강제노동방지법 목록에 등재된 기관</li> <li>• 특정 중국 배터리, 에너지 업체(CATL, BYD, Envision Energy, EVE Energy, Gotion High tech, Hithium)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• SFE가 이사, 임원 등을 임명할 권한 보유</li> <li>• 단일 SFE가 지분 25% 이상 소유</li> <li>• 하나 이상의 SFE들의 지분 총합이 40%를 초과</li> <li>• 하나 이상의 SFE들이 해당 기관의 부채를 15% 이상 보유</li> </ul> |

자료: 미 상무부, 외교부, iM증권 리서치본부

그림18. BESS(Battery Energy Storage System) 생산공정 및 세부부품 별 원가비중

| ESS Bill of Materials (단위: %) |                                | Grid-scale ESS(유틸리티형) | Distributed-scale(분산형) |
|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------|------------------------|
| 배터리 팩                         | 셀                              | 52                    | 26.9                   |
|                               | 패키징                            | 5.6                   | 13.4                   |
|                               | 생산 공정 비용                       | 8                     | 2.9                    |
| 인버터                           | 인쇄회로기판(PCB) 조립체                | 1.4                   | 5.4                    |
|                               | 전기 부품                          | 0.5                   | -                      |
|                               | 공조 장치                          | 0.4                   | -                      |
|                               | 인버터 케이스                        | 0.4                   | 1.0                    |
|                               | 생산 공정                          | 1.9                   | 4.3                    |
| 배터리 컨테이너/하우징                  | 랙 및 메탈 인클로저                    | 14.8                  | 22.8                   |
|                               | Battery Management System(BMS) | 7.4                   | 10.1                   |
|                               | ESS 냉각장치                       | 5.6                   | 10.1                   |
|                               | 생산 공정 비용                       | 2                     | 3.1                    |
| ESS 내 배터리 관련 원가 비중(%)         |                                | 73.2%                 | 53.3%                  |

자료: 미 국제청, iM증권 리서치본부

주1: 주황색 강조된 부분은 ESS 원가 내 배터리 관련 원가 항목

### 기존 서진시스템 고객사의 높은 중국산 공급망 비중은 리스크 요인

ESS장비 부문의 주요 고객사 Fluence Energy와 Powin Energy의 높은 중국 공급망 의존도, 그리고 '25년 이후 섹션 48E ITC 요건 충족 여부 불확실성은 동사의 리스크 요인이다. 이는 최근 동사의 실적 부진의 주요 원인이었으며, 이에 따라 동사의 주가는 이미 '24년 ESS장비 실적 성장이 나타나기 이전 수준까지 하락했다[그림19].

동사의 올해 ESS부문 실적은 매출액 기준 1Q 1,292억원(-39% YoY), 2Q 971억원(-55.5% YoY)으로 부진했다. 주 원인은 트럼프 정부의 '25년 4월 관세정책 언급 이후, 8월 관세율이 확정되기까지 미국 내 다수의 ESS 프로젝트들이 지연되었기 때문이다. 실제로 올해 상반기 Fluence Energy의 신규수주액은 7억달러로 작년 상반기 20억달러 대비 -26% 급감했고[그림20], Powin Energy는 관세에 따른 원가 부담과 프로젝트 지연 속 재무상태가 악화되며 6월 파산보호를 신청했다.

'25년 이후 고객사의 섹션 48E ITC 세액공제 요건 충족 여부도 불분명하다. Fluence Energy는 테네시주 AESC 합작 공장을 통한 배터리 셀, 유타주 Jabil 합작 공장을 통한 배터리 모듈 등 미국 내 공급망을 확보함으로써 관세 측면에서의 대응은 일정 부분 진척이 있다. 다만 섹션 48E ITC 요건 충족 여부는 불확실하다. 원인은 Fluence Energy의 배터리 셀 수급처인 AESC의 지배구조에 있다. AESC는 일본계 기업이나, 중국계 배터리 기업 Envision Energy가 약 80%의 지분을 보유하고 있어 PFE 기업으로 간주되기 때문이다.

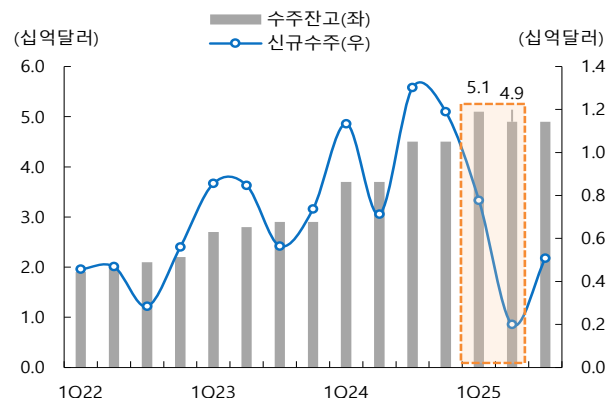
현재 Fluence Energy의 非PFE 원가 비중은 보수적으로 약 35% 수준으로 추정되며[그림24], '26년 요건(55%)을 맞추기 위해서는 20%포인트의 원가 전환이 필요하다. '26년까지 약 4개월밖에 남지 않은 현 시점에서 당장 신규 공급망 확보를 통해 섹션 48E ITC 요건을 충족할 가능성은 낮다고 판단한다.

그림19. 동사의 ESS 실적 부진은 주가 하락 원인으로 작용



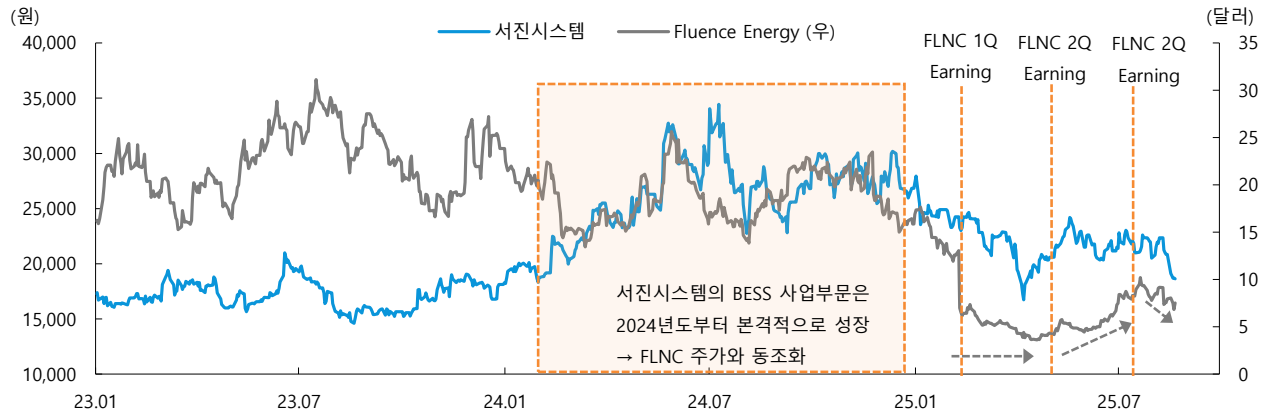
자료: Fluence Energy, iM증권 리서치본부

그림20. 상반기 관세 이슈에 따른 ESS 프로젝트 지연 속 Fluence Energy의 신규수주는 급감



자료: Fluence Energy, iM증권 리서치본부

그림21. 서진시스템 주가는 ESS 사업부문이 성장하며 Fluence Energy와 주가가 동조화되기 시작한 '24년 초 수준까지 하락하며 이미 악재를 충분히 반영



자료: Refinitiv Datastream, iM증권 리서치본부

그림22. 플루언스, Jabil 합작 미 Utah주 배터리 모듈공장



자료: Fluence Energy, iM증권 리서치본부

그림23. 플루언스, AESC 합작 미 테네시 주 배터리 셀 공장



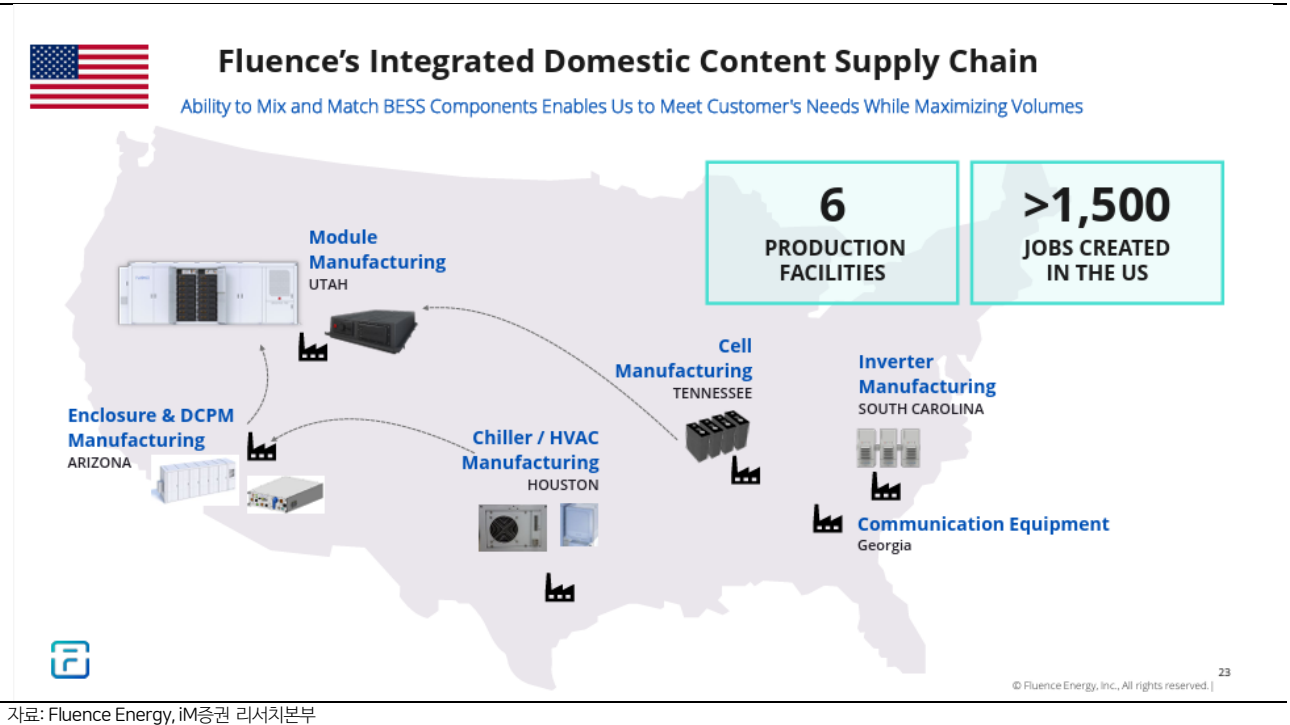
자료: Fluence Energy, iM증권 리서치본부

그림24. 시나리오별 48E ITC 세액공제 요건 충족을 위한 연도별 Fluence Energy 非PFE 공급망 전환 필요 비율

|                                        |                    | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|----------------------------------------|--------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 非 PFE 비율 요건                            |                    | -    | -     | 55.0  | 60.0  | 65.0  | 70.0  | 75.0  |
| 긍정적 시나리오<br>(배터리 셀만 PFE<br>공급망)        | 현재 非 PFE 원가 비율     | 48.0 | 48.0  | 48.0  | 48.0  | 48.0  | 48.0  | 48.0  |
|                                        | 非 PFE 전환 필요 비율 (%) |      |       | 7.0   | 12.0  | 17.0  | 22.0  | 27.0  |
|                                        | 충족여부               |      |       | X     | X     | X     | X     | X     |
| 보수적 시나리오<br>(BMS/냉각장치/배터리셀<br>PFE 공급망) | 현재 非 PFE 원가 비율     | 35.0 | 35.0  | 35.0  | 35.0  | 35.0  | 35.0  | 35.0  |
|                                        | 非 PFE 전환 필요 비율 (%) |      |       | 20.0  | 25.0  | 30.0  | 35.0  | 40.0  |
|                                        | 충족여부               |      |       | X     | X     | X     | X     | X     |

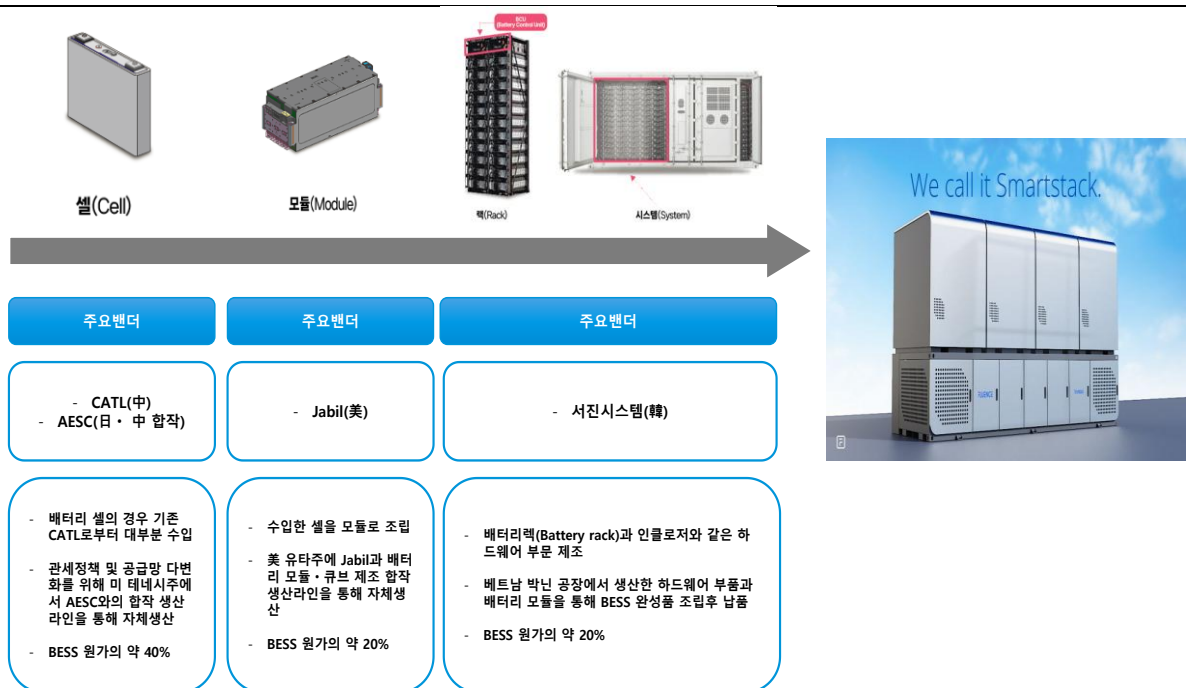
자료: iM증권 리서치본부

그림25. Fluence Energy의 미국 내 ESS 공급망



자료: Fluence Energy, iM증권 리서치본부

그림26. Fluence Energy의 BESS 제품 밸류체인 및 서진시스템의 역할



자료: Fluence Energy, 언론기사 취합, iM증권 리서치본부

### 1-3. '26년도부터는 국내 셀 업체가 ESS 사업부문의 주요 성장 동력

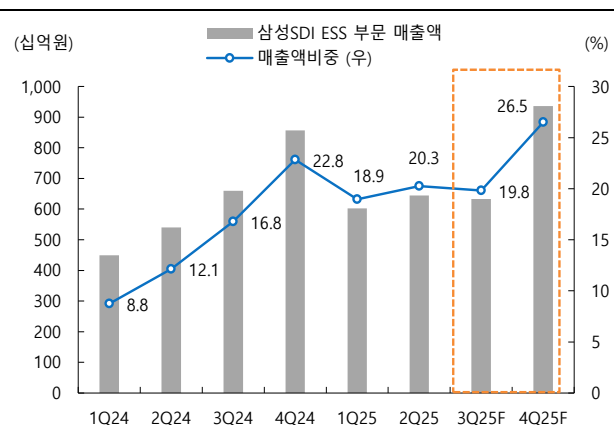
동사는 '26년부터 국내 셀 업체를 중심으로 한 고객사 다변화를 계획 중이며, 이 효과는 앞서 언급한 동사의 리스크 요인을 충분히 상쇄할 것으로 전망한다. 현 주가는 이미 기존 약재를 충분히 반영한 레벨로 호재에 더 민감하게 반응할 수 있는 구간이다. 동사는 '26년부터 기존 Fluence Energy 단일 체제에서 벗어나 삼성SDI, SK온의 ESS 완제품 하드웨어 공정을 커버하며 매출 기반을 확장할 전망이다. 신규 고객사로 추가될 국내 이차전지 업체들의 ESS용 셀 CAPA를 고려했을 때 동사의 ESS장비 실적은 매출액 기준 '26년 7,535억원(+74% YoY), '27년 1조 1,692억원(+55% YoY)의 가파른 양적 성장을 달성할 수 있다.

#### 美 ESS시장 환경변화는 국내 이차전지 업체에게는 기회

미국 내 ESS 시장 관련 변화된 규제 환경은 국내 셀 업체에게는 기회 요인으로 작용할 것으로 보인다. 중국 의존도가 높은 기존 ESS SI업체들에 반해 자체 셀 생산 역량을 보유한 국내 이차전지 기업들은 섹션 48E ITC 요건 충족에 유리하기 때문이다. 이에 따라 국내 대형 배터리 기업들은 현재의 전기차 수요 둔화 국면에 대한 대응으로 ESS 시장 진출을 시도하고 있으며, 일부는 기존 EV용 셀 라인을 ESS용 셀 라인으로 전환하는 등 적극적인 행보를 보이고 있다.

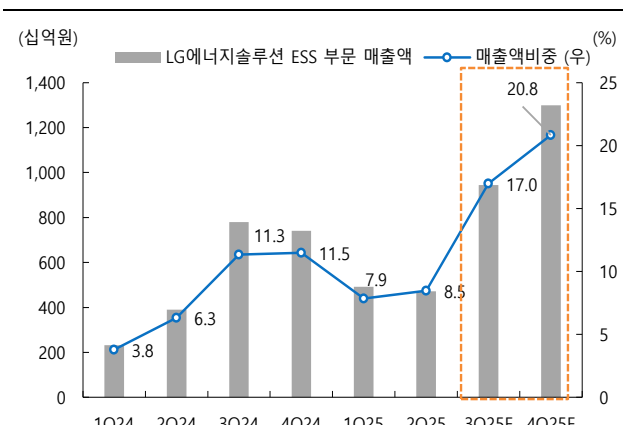
'25년 2분기 기준 삼성SDI의 ESS 매출 비중은 20.3%, LG에너지솔루션의 ESS 매출비중은 8.5%를 기록했으며, 향후 국내 대형 이차전지 기업들의 ESS 부문 매출 비중은 큰 폭으로 상승할 전망이다[그림27, 28]. 중요한 점은 국내 이차전지 업체들이 단순 ESS용 배터리 셀이 아닌 ESS 완제품 시장 진출을 추진 중이라는 점이다. 실제로 삼성SDI는 3월 미 전력기업 넥스트라에너지(NextEra Energy)와 4,300억원 규모의 ESS 배터리 공급 계약을, SK온은 '26년부터 '30년까지 미 플랫폼아이언과 6.2GWh 규모의 ESS 수주 계약을 체결했다. 두 건 모두 ESS 완제품 공급 계약으로, 인클로저와 배터리 랙 등 하드웨어 제작 및 최종 조립을 수행할 하위 밴더를 필요로 한다.

그림27. 삼성SDI ESS 매출비중 전망



자료: 삼성SDI, iM증권 리서치본부

그림28. LG에너지솔루션 ESS 매출비중 전망



자료: LG에너지솔루션, iM증권 리서치본부

### Fluence Energy 단일 고객사에서 삼성SDI, SK온이 추가된다

동사는 국내 배터리 셀 업체들의 ESS 완제품의 하드웨어 및 최종 조립 공정 부문을 담당할 계획이다. 과거 대형 ESS SI 업체들과의 레퍼런스를 보유한 서진시스템은 이미 현재 삼성SDI의 ESS 완제품 SBB 1.5의 인클로저 생산 및 최종조립을 담당하고 있으며, 향후 신제품 SBB 2.0 역시 맡을 예정이다. 또한 '26년부터는 삼성SDI 뿐만 아니라 SK온의 ESS 제품 생산에도 참여할 것으로 전망된다.

동사는 삼성SDI의 미국 ESS 셀 공장에서 생산되는 ESS 제품의 하드웨어 공정을 담당할 것으로 예상된다. 삼성SDI는 현재 미국 인디애나주의 스텔란티스 합작 1공장(33GWh) 중 약 8GWh의 라인을 ESS용 셀 라인으로 전환 진행중이며, 이는 올해 4분기부터 가동될 전망이다. 더 나아가 '26년 하반기부터는 24GWh 라인 추가 전환을 통해 1공장의 EV용 라인을 전면 ESS용 라인으로 전환할 계획이다. 이를 감안한 '27년 삼성 SDI의 ESS CAPA는 약 32GWh로, 기존 고객사 Fluence Energy의 '24년 ESS 출하 용량 7GWh의 4배 이상의 규모다. 이는 동사의 ESS 사업부문의 유의미한 Q 성장의 마중물로 작용할 가능성이 높다.

동사는 SK온과도 ESS 완제품의 하드웨어 생산 및 최종 조립 공정을 협업할 예정이다. 구체적인 용량은 공시되지 않았으나 SK온 역시 미 조지아주에 위치한 SK배터리아메리카 공장의 EV 배터리 생산라인 일부를 ESS 라인으로 전환 계획에 있으며, 이는 내년 하반기부터 가동이 시작될 것으로 전망된다.

그림29. 삼성SDI ESS 완제품 SBB 1.5



자료: 삼성SDI, iM증권 리서치본부

그림30. SK온, 델타엑스, 서진시스템과의 ESS 완제품 예상도



자료: SK온, iM증권 리서치본부

### Fluence Energy향 매출 하락은 불가피하나 일정수준은 유지될 것

'26년부터 섹션 48E 세액공제 요건을 맞추기 어려울 것으로 보이는 Fluence Energy이지만, 동사의 Fluence Energy향 매출이 일정 수준 유지될 가능성은 있다. Fluence Energy는 관세 측면의 대응책을 갖추어 최소한의 미국 매출은 확보할 수 있고, 정책 리스크와 무관한 미국 외 지역(APAC, EMEA) 프로젝트는 정상 진행될 가능성이 높기 때문이다.

'26년 전망치 기준 Fluence Energy의 지역별 매출 비중은 미국 70%, APAC(아시아태평양) 12%, EMEA(유럽,중동,아프리카) 17%로 비미국 비중이 약 30%로 추정된다. '24년 Fluence Energy의 매출액과 ESS 출하 용량을 감안하면 '26년 Fluence Energy의 비미국향 ESS 출하량은 약 3GWh로 추정된다. 한편 '24년 동사의 Fluence Energy향 매출 3,600억 원과 같은 해 Fluence Energy의 ESS 출하량 7GWh를 고려했을 때 1GWh당 동사의 ESS부문 매출 기여는 약 500억 원으로 계산된다. 해당 가정 하, Fluence Energy의 '26년 비미국 물량 3GWh에 따른 동사의 Fluence Energy향 매출은 1,500억원 수준으로 예상된다.

섹션 48E ITC 요건을 충족하지 못한다면 Fluence Energy의 '26년 이후 미국향 매출액은 하향 조정이 불가피하다. ESS 구매자(ESS 프로젝트 소유자) 입장에서는 30%의 세액공제를 포기해야 하는 불이익이 발생해 기존 계약을 지연하거나 취소할 가능성이 있기 때문이다. 다만 급한 프로젝트들은 진행될 여지가 있어 최소한의 물량은 유지될 것으로 전망된다. 이를 감안해 Fluence Energy의 미국향 매출액 전망치를 50% 하향 가정한다면, '26년 미국향 ESS 출하량은 3.5GWh 수준으로 동사의 약 1,750억원의 매출 기여를 할 것으로 전망된다.

그림31. 주요 고객사 Fluence Energy 연도별 매출액 및 ESS 출하량 추정치

| Fluence energy                  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ESS 매출액 추정치<br>(미국 부분 discount) | 2,699 | 2,468 | 2,472 | 2,911 | 3,537 | 4,402 |
| ESS 매출액 추정                      | 2,699 | 2,631 | 3,443 | 3,600 | 4,400 | 5,500 |
| 미국                              | 1,593 | 1,627 | 2,427 | 2,296 | 2,876 | 3,660 |
| APAC                            | 580   | 341   | 422   | 652   | 762   | 920   |
| EMEA                            | 526   | 663   | 594   | 652   | 762   | 920   |
| 지역별 매출액 비중 (%)                  |       |       |       |       |       |       |
| 미국                              | 59%   | 62%   | 70%   | 64%   | 65%   | 67%   |
| APAC                            | 21%   | 13%   | 12%   | 18%   | 17%   | 17%   |
| EMEA                            | 19%   | 25%   | 17%   | 18%   | 17%   | 17%   |
| 지역별 출하 용량(GWh)                  | 7.7   | 7.4   | 7.1   | 8.3   | 10.1  | 12.6  |
| 미국                              | 4.5   | 4.4   | 3.5   | 4.6   | 5.8   | 7.3   |
| APAC                            | 1.7   | 1.0   | 1.2   | 1.9   | 2.2   | 2.6   |
| EMEA                            | 1.5   | 2.0   | 1.7   | 1.9   | 2.2   | 2.6   |

자료: Fluence Energy, Bloomberg, iM증권 리서치본부

### 2026년 ~ 2027년 서진시스템 ESS사업부문 실적 세부 추정 로직

국내 셀 업체 중심으로의 신규 고객사 확보와 함께 동사는 '26년 ESS장비부문 매출액 7,535억원(+74% YoY)을 기록하며 과거 고점인 '24년 매출액 [6,360억원]을 뛰어 넘을 수 있을 것으로 전망한다. 이는 非PFE 요건 미충족에 따른 Fluence Energy향 매출 하락과 Powin Energy의 파산 영향을 반영한 수치이다. 국내 배터리 셀 업체들의 '26~'27년 ESS 셀 라인 증설 계획을 감안하면 기존 고객사의 매출 하락분은 충분히 상쇄 가능하다. 또한 '26년 하반기에 증설될 삼성SDI 24GWh 규모 CAPA를 고려시, 동사의 '27년 ESS 부문 매출액 역시 1조 1,692억원(+55.2% YoY)의 가파른 증가세가 기대된다.

해당 추정치의 기본 가정은 다음과 같다[그림32]

- ① Fluence Energy의 '26년 실적 전망치에서 미국 매출분을 보수적으로 50% 하향조정했다. '26년 48E ITC 내 PFE 요건을 충족하지 못할 시, 미국 시장 내에서 경쟁력이 약화될 수 있음을 감안했다. 다만 미국 외 지역향 매출액 추정치는 정상 반영했다. 이를 고려한 '26년 Fluence Energy의 ESS 출하용량은 6.4GWh로 전망된다.
- ② '26년 삼성SDI의 물량은 약 7.4GWh로 추정된다. 가동률은 초기 50%에서 점진적으로 80%까지 상향, 전체 셀 출하량 중 ESS 완제품 비중은 50%로 가정했다. '26년 하반기 계획된 추가적인 24GWh 용량의 ESS CAPA가 본격적으로 반영될 '27년도부터는 삼성SDI용 ESS 제품 출하량은 14.4GWh까지 상승할 것으로 전망된다[그림33].
- ③ '26년부터는 SK온과의 협업도 이루어질 것으로 전망되나, SK온의 경우 아직까지는 ESS용 셀 관련 구체적인 생산량 및 출하량 계획이 미비해 보수적으로 기본 출하량은 가정을 제외했다. 다만 '26년~'30년까지 미 '플랫아이언'과의 6.2GWh 규모의 공개된 계약 체결 건은 실적 추정에 반영했다.
- ④ 기존 '24년 Fluence Energy 출하량[7GWh]과 동사의 Fluence Energy 향 매출액을 감안하면 ESS 용량 1GWh당 서진시스템의 ASP는 대략 500억원 수준으로 추정된다. 다만 장기적으로 일반적인 20ft. 규격 ESS 제품 당 상승할 에너지 용량 효율성을 감안하여 1GWh당 ASP를 점진적으로 낮아지는 것으로 가정했다.

그림32. 서진시스템 연도별 ESS Q(GWh) 및 매출액 추정치

|                              | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 서진시스템 출하량 (Q, GWh)           | 12.4 | 8.4   | 15.1  | 24.5  | 26.5  | 29    |
| Fluence Energy 向             | 7.0  | 6.9   | 6.4   | 8.3   | 10.1  | 12.6  |
| Powin Energy 向               | 2.7  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 삼성 SDI 向                     | 0.6  | 1.5   | 7.7   | 14.2  | 14.4  | 14.4  |
| SK on 向                      | 0.0  | 0.0   | 1     | 2     | 2     | 2     |
| 서진시스템 ESS 장비 ASP (10 억원/GWh) | 51.4 | 51.4  | 50.0  | 49.0  | 48.0  | 47.0  |
| 서진시스템 매출액 (10 억원)            | 636  | 433   | 754   | 1,201 | 1,272 | 1,362 |
| Fluence Energy 向             | 360  | 355   | 319   | 408   | 485   | 591   |
| Powin Energy 向               | 140  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 삼성 SDI 向                     | 35   | 78    | 385   | 696   | 691   | 677   |
| SK on 向                      | 0    | 0     | 50    | 98    | 96    | 94    |

자료: iM증권 리서치본부

그림33. 삼성 SDI 연도별 매출액 및 ESS 출하량 추정치

| 삼성 SDI          | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CAPA (GWh)      | 12.9 | 14.9  | 33.1  | 45.1  | 45.1  | 45.1  |
| 한국/중국           | 12.9 | 12.9  | 13.1  | 13.1  | 13.1  | 13.1  |
| 미국              | 0.0  | 2.0   | 20.0  | 32.0  | 32.0  | 32.0  |
| 가동률 (%)         | 73%  | 68%   | 70%   | 80%   | 81%   | 81%   |
| 한국/중국           | 73%  | 70%   | 59%   | 59%   | 59%   | 59%   |
| 미국              |      | 50%   | 77%   | 89%   | 90%   | 90%   |
| 출하량 (GWh)       | 9.5  | 10.1  | 23.2  | 36.2  | 36.6  | 36.6  |
| 한국/중국           | 9.5  | 9.1   | 7.8   | 7.8   | 7.8   | 7.8   |
| 미국              | 0.0  | 1.0   | 15.4  | 28.4  | 28.8  | 28.8  |
| SBB 완제품 비중 (%)  | 30%  | 30%   | 50%   | 50%   | 50%   | 50%   |
| Total (GWh)     | 2.9  | 3.0   | 11.6  | 18.1  | 18.3  | 18.3  |
| 한국/중국           | 2.9  | 2.7   | 3.9   | 3.9   | 3.9   | 3.9   |
| 미국              | 0.0  | 0.3   | 7.7   | 14.2  | 14.4  | 14.4  |
| 서진시스템 출하량 (GWh) | 1.4  | 1.5   | 7.7   | 14.2  | 14.4  | 14.4  |

자료: 삼성SDI, iM증권 리서치본부

## 2. 베트남 생산라인 본격화, 반도체장비 역시 구조적 성장 기대

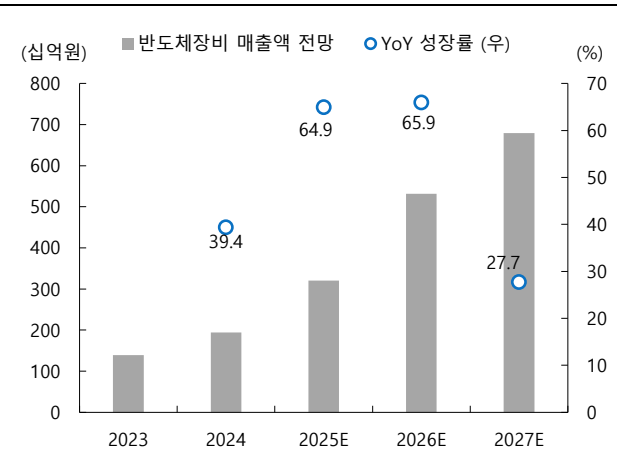
### 2-1. 램리서치향 수주물량 증가와 주요 부품 내재화율 확대

2023~2024년 동안 ESS 사업부문의 고성장이 두드러졌다면, 2025년 이후에는 반도체 장비 사업부문의 역시 급격한 성장 역시 기대된다. 2025년 2분기 반도체 장비 부문 매출은 582억원(+12.6% YoY, -23% QoQ)으로 전분기 대비 감소하였으나, 하반기부터는 베트남 생산 물량이 매출에 인식되며 본격적인 실적 성장세가 기대된다. 이에 따른 동사의 반도체장비 매출액은 '25년 3,205억원(+65% YoY)/'26년 5,316억(+66% YoY)으로 전망된다.

이러한 성장은 ①주요 고객사인 램리서치(Lam Research)로부터의 수주 물량 증가, ②주요 납품 부품의 내재화율 확대에 기인한다. 현재 램리서치향으로 납품되는 대표적인 부품으로는 웨이퍼 운송장치(EFEM ATM/VTM 모듈) 및 파워박스가 있다. 동사의 현재 웨이퍼 운송장치 내재화율은 18%로 내년 하반기 50%대를 목표로 하고 있다. 파워박스는 불과 작년 10%였던 내재화율이 40%까지 상승했으며, 내년 하반기 60%대를 달성할 것으로 전망된다. 최종적으로는 납품되는 부품의 내재화율을 80%대까지 상승시키는 것이 동사의 목표이다.

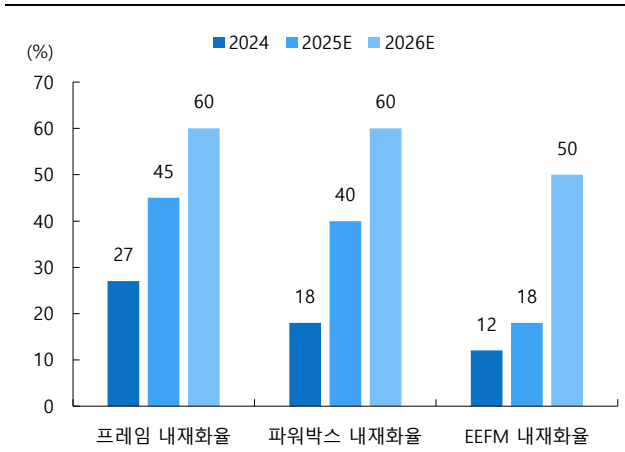
주요 부품의 내재화율이 상승하면서 동사가 납품하는 반도체장비 부품의 원가율은 지속적으로 낮아지고 있다. 동사는 낮아진 원가율을 통해 적정 마진을 유지하는 선에서 납품가를 낮추고, 유리한 가격조건을 통해 판매량을 늘리는 전략을 계획하고 있다.

그림34. 반도체장비 사업부문은 25년, 26년 모두 고성장을 이어갈 전망



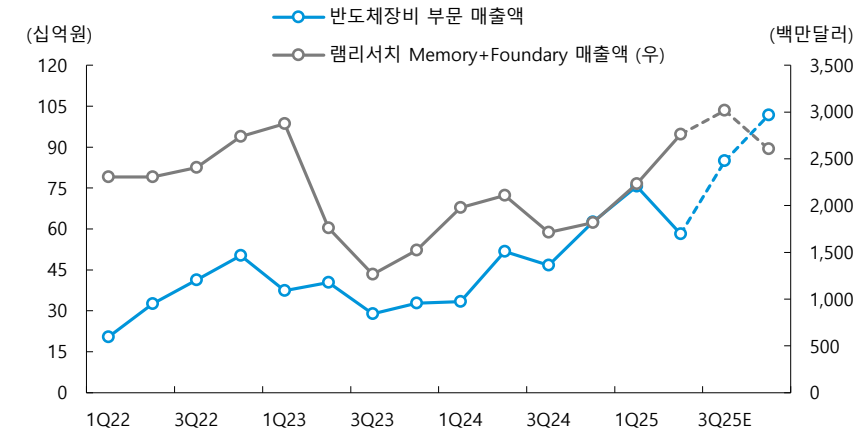
자료: iM증권 리서치본부

그림35. 동사의 램리서치향 주요 납품 부품 내재화율은 지속 증가 전망



자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

그림36. 동사의 반도체장비 실적은 램리서치 실적과 높은 상관관계



자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

그림37. 램리서치형 식각 장비 철강 구조물



자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

그림38. 램리서치형 파워박스



자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

그림39. 웨이퍼 운송장치(EFEM) ATM 모듈



자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

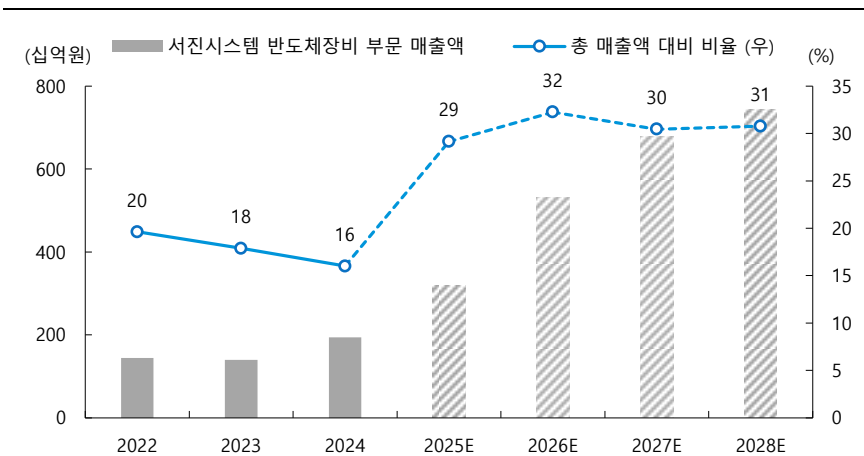
## 2-2. 하반기부터 가동될 베트남 반도체장비 생산라인

또 하나 실적 성장의 주요 배경으로는 베트남 생산라인의 본격적인 가동에 있다. 기존에는 화성과 구미 공장이 대부분의 생산을 담당했으나, 올해 초 베트남 현지에 반도체 장비 전용 생산 설비[텍슨베트남, 박닌5공장]가 구축되며 가동이 준비되었다. 베트남 생산시설이 본격적으로 가동되며 램퍼치향 Q 증가를 견인할 것으로 전망되며, 해당 매출분은 하반기부터 인식이 시작될 전망이다. 이는 Q성장 뿐만 아니라 수익성 개선에도 긍정적인데, 국내 대비 상대적으로 저렴한 인건비, 간접비용 등 생산비용 절감이 강점으로 작용할 것으로 보인다.

베트남에 준비된 생산시설의 CAPA는 연간 약 4,000억원 규모로 추정되며, 이는 기존 한국의 화성, 구미, 용인 생산시설의 합산과 비슷한 수준이다. 이는 하반기부터 베트남 생산시설 가동과 함께 동사의 반도체장비 CAPA가 2배가량 늘어남을 의미한다. 베트남 신규 설비를 통한 생산품의 품질검사는 올해 상반기 마쳤고, 램프업 기간 고려 시 본격적인 가동률 상승은 '26년부터 나타날 것으로 전망된다.

고객사 입장에서는 품질이 동등하다면 베트남 라인에서 생산된 부품 조달이 유리하다. 한국 대비 인건비와 생산비용이 낮아 매입단가 절감 효과가 기대되기 때문이다. 결과적으로 베트남 라인의 가동률은 중장기적으로 상승할 가능성이 높고, 이는 동사 반도체 장비 사업의 양적 성장을 견인할 것으로 전망된다.

그림40. 동사의 반도체장비 매출비중은 지속 증가할 전망



자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

## Appendix: 기업개요

### 기업 개요 및 주요 사업부문

동사는 글로벌 메탈 플랫폼 업체로, 철, 알루미늄 기반 소재의 정밀 가공과 금속 제품 생산을 주요 사업으로 영위한다. 동사는 주조, 사출, CNC, 프레스, 압출 등 수직계열화된 생산 설비를 통해 제품 생산의 전 공정을 일괄 대응할 수 있는 프로세스를 갖추고 있다. 이를 통해 제품 설계 초기부터 양산까지의 리드타임을 단축하고, 고객사 요구에 따라 맞춤형 모듈로 신속 대응할 수 있다는 점에서 글로벌 ODM 파트너로서의 경쟁력을 보유하고 있다.

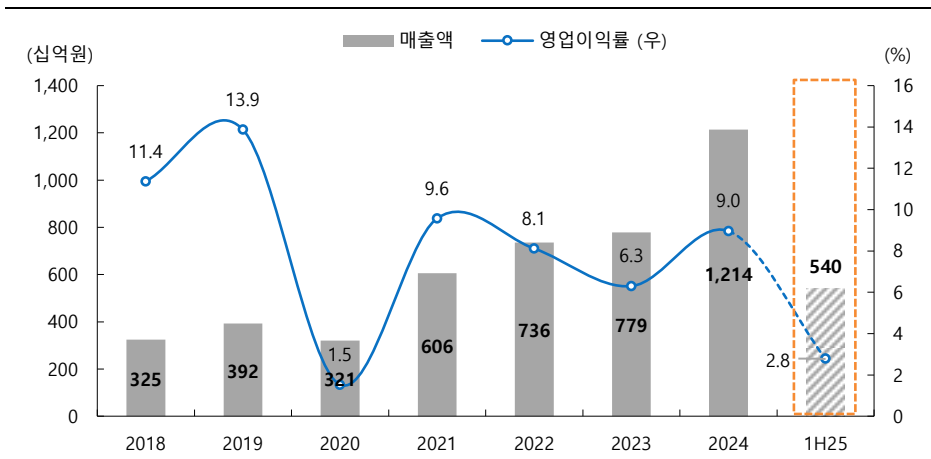
동사의 주요 사업부문은 ① ESS 장비, ② 반도체 장비, ③ 전기차 부품, ④ 통신장비, ⑤ 기타로 나뉜다. 외형상 사업은 다각화되어 있으나, 전 사업부문 모두 공통적으로 각 산업의 요구 사양에 맞춘 금속 기반의 하드웨어 부품(인클로저, 프레임, 하우징 등)을 턴키로 공급하는 구조라는 점에서 사업의 본질은 동일하다. 사업부문별 매출액 비중은 '25년 하반기 기준 ESS 장비가 42%, 반도체장비 25%, 통신장비 12%, 전기차부품 6%, 기타 15%이다.

그림41. 서진시스템이 보유한 수직계열화된 생산설비



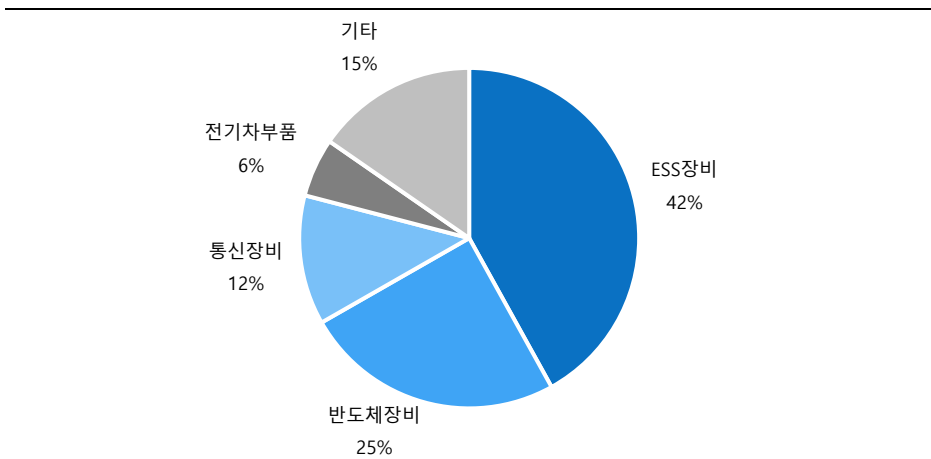
자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

그림42. 서진시스템 연간 매출액 및 영업이익률 추이



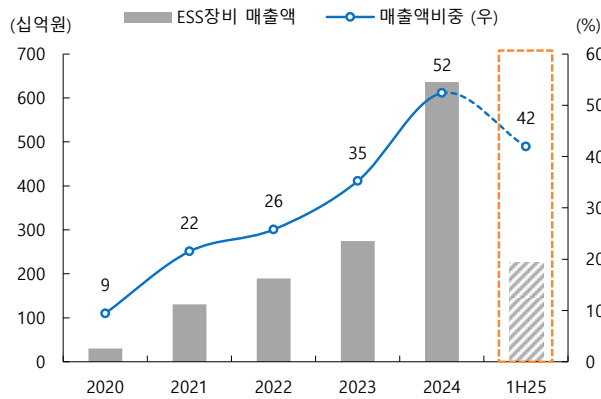
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림43. 서진시스템 사업부문별 매출액 비중 (2025년도 상반기 기준)



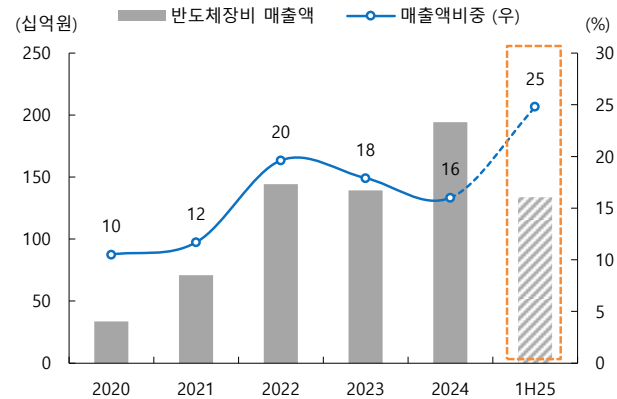
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림44. BESS 사업부문 연도별 매출액 및 매출액 비중



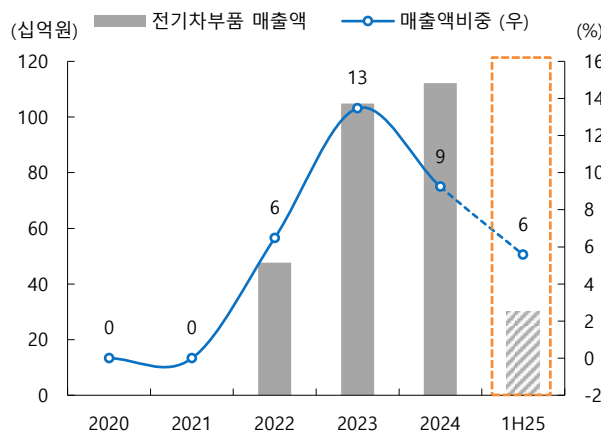
자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

그림45. 반도체장비 사업부문 연도별 매출액 및 매출액 비중



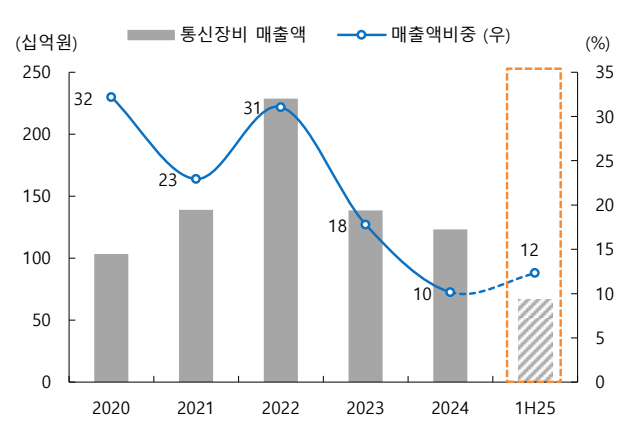
자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

그림46. 전기차부품 사업부문 연도별 매출액 및 매출액 비중



자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

그림47. 통신장비 사업부문 연도별 매출액 및 매출액 비중



자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

### 사업부문 별 주요 제품 및 고객사

#### ESS장비

동사의 ESS장비 부문은 글로벌 ESS SI 업체 Fluence Energy와 Powin Energy 등 대형 고객사를 중심으로 '23년부터 가파르게 성장, '24년 6,360억원의 매출액을 달성하며 주력 사업부문으로 자리잡고 있다. 미국의 상호관세 이슈 및 청정에너지 세액공제 요건 변화 속 '25년 실적은 역성장할 전망이다, '26년부터는 국내 셀 업체(삼성SDI, SK온) 중심으로의 고객사 확대 속 큰 폭의 실적 개선이 기대된다. 동사는 ESS 공정 내에서 ESS 내부 배터리 팩을 적재하는 철재 프레임인 배터리 랙(Battery Rack), 컨테이너 형식의 ESS 외부 케이스(인클로저)를 생산 후 최종 조립하는 역할을 수행한다.

#### 반도체장비

'25년 2분기 기준 매출비중이 25%까지 상승하며 동사의 두번째 주력 사업부문으로 자리잡고 있다. ①주요 고객사향 수주물량 증가와 ②납품 부품의 내재화를 상승 속 '26년부터 본격적으로 매출 증가가 가시화될 것으로 전망된다. 주요 고객사는 미국의 램리서치(Lam research)로, 반도체 장비 내 철재 프레임이나 파워박스, EFEM(Equipment Front End Module: 웨이퍼 이송장치) 등의 모듈을 생산한다. 기존 생산시설은 용인, 화성, 구미 등 국내에 위치했으나, 올해 상반기 베트남 현지[텍스베트남, 박닌5공장]에 신규 설비를 구축하면서 하반기부터 CAPA가 확충될 전망이다.

#### 전기차부품

동사는 전기차 배터리의 부속품인 배터리 모듈 케이스 및 배터리 팩 하우징을 주력 부품으로 생산하며, 주요 고객사로는 삼성SDI, SK온이 있다. 그 외 하이퍼캐스팅(Hypercasting) 공정을 통한 현대자동차와의 협업을 계획 중이다.

#### 통신장비

5G통신장비의 DU 하우징, Repeater 등을 주로 생산 및 납품하며, 나아가 최근에는 데이터센터향으로 들어가는 셸프(Shelf) 등을 생산한다. 통신장비 내 PCB 역시 일부 생산 및 납품한다. 주요 고객사로는 아리스타 네트워크(Arista Networks), 인텔리안(Intellian) 등이 있다.

#### 기타

현대중공업, 효성중공업과 더불어 제너럴 일렉트릭(GE), 베스타스(VESTAS) 등 국내외 여러 중공업, 산업재 기업들을 고객사로 두고 있다. 제품군은 매우 다양하나 일반적으로 변압기 컨테이너, 모터 스테이터(Stator) 프레임 등의 금속 하드웨어 부품을 설계 및 생산한다.

그림48. 서진시스템 사업부문별 성과 및 주요 고객사

| 사업부문 (단위: 억원) |        | 매출액   | 영업이익  | OPM    | 주요 고객사                                     | 주요 생산 제품                                     |
|---------------|--------|-------|-------|--------|--------------------------------------------|----------------------------------------------|
| EMS 사업부문      | ESS 장비 | 6,360 | 1,232 | 14.1%  | Fluence Energy, Powin Energy, 삼성 SDI, SK 온 | 배터리 랙, ESS 인클로저, 인버터 등                       |
|               | 전기차부품  | 1,121 |       |        | 삼성 SDI, SK 온, 현대자동차 등                      | 배터리 모듈 케이스, 배터리 팩 하우징                        |
|               | 통신장비   | 1,232 |       |        | 삼성전자, Arista Networks, Intellian 등         | 랙 캐비닛(Cabinet), Shelf, 5G DU 하우징, Repeater 등 |
| 반도체장비         |        | 1,943 | 115   | 5.9%   | Lam Research                               | 파워박스, EFEM(웨이퍼 이송장치), 식각, 증착장비 철강 프레임 등      |
| 기타            |        | 1,480 | -284  | -19.2% | 현대중공업, LS, ABB, VESTAS, GE 등 산업재, 중공업 다수   | 기타 공작기계 세부 철강 부품(모터, 발전기 프레임 등)              |

자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

그림49. 서진시스템 사업부문별 주요 제품

| 사업부문별 주요 제품                                                                         |                                                                                     |                                                                                     |                                                                                      |                                                                                       |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| ESS장비                                                                               | 반도체장비                                                                               | 전기차부품                                                                               | 통신장비                                                                                 | 기타                                                                                    |
|  |  |  |  |  |
| 배터리 랙(Rack)                                                                         | Power Box                                                                           | 배터리 팩 하우징                                                                           | 5G DU 하우징                                                                            | 발전기 Stator 프레임                                                                        |
|  |  |  |  |  |
| ESS 인클로저(enclosure)                                                                 | 장비 내부 프레임                                                                           | 배터리 모듈 Side Body                                                                    | Repeater                                                                             | 발전기 하우징                                                                               |
|  |  |  |  |  |
| ESS 인버터(inverter)                                                                   | EFEM (웨이퍼 이송장치)                                                                     | 현대차 Rear Under Body                                                                 | 데이터센터 선반(Shelf)                                                                      | 변압기 컨테이너                                                                              |

자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

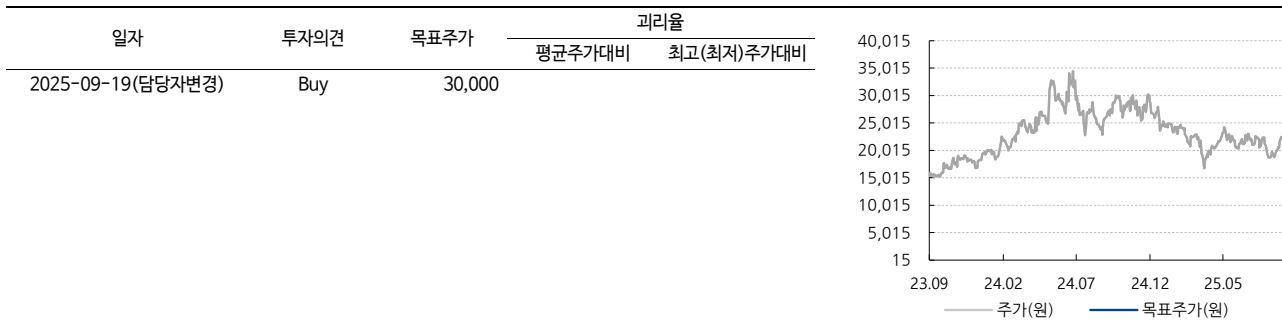
| 재무상태표      |       |       |       |       | 포괄손익계산서     |       |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)      | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E | (십억원, %)    | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
| 유동자산       | 1,142 | 1,171 | 1,336 | 1,694 | 매출액         | 1,214 | 1,100 | 1,648 | 2,229 |
| 현금 및 현금성자산 | 41    | 92    | 63    | 25    | 증가율(%)      | 55.9  | -9.4  | 49.9  | 35.3  |
| 단기금융자산     | 1     | 0     | 0     | 0     | 매출원가        | 1,000 | 934   | 1,324 | 1,759 |
| 매출채권       | 278   | 280   | 335   | 407   | 매출총이익       | 213   | 166   | 324   | 470   |
| 재고자산       | 772   | 770   | 906   | 1,226 | 판매비와관리비     | 105   | 98    | 134   | 162   |
| 비유동자산      | 962   | 1,059 | 1,097 | 1,071 | 연구개발비       | 5     | 5     | 7     | 9     |
| 유형자산       | 819   | 918   | 958   | 932   | 기타영업수익      | -     | -     | -     | -     |
| 무형자산       | 20    | 19    | 18    | 17    | 기타영업비용      | -     | -     | -     | -     |
| 자산총계       | 2,103 | 2,230 | 2,433 | 2,765 | 영업이익        | 109   | 68    | 190   | 308   |
| 유동부채       | 885   | 1,109 | 1,225 | 1,412 | 증가율(%)      | 121.8 | -37.6 | 179.5 | 62.3  |
| 매입채무       | 250   | 275   | 379   | 535   | 영업이익률(%)    | 9.0   | 6.2   | 11.5  | 13.8  |
| 단기차입금      | 413   | 505   | 505   | 505   | 이자수익        | 0     | 1     | 1     | 0     |
| 유동성장기부채    | 121   | 233   | 243   | 255   | 이자비용        | 49    | 70    | 69    | 67    |
| 비유동부채      | 343   | 271   | 261   | 225   | 지분법이익(손실)   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채         | 223   | 176   | 176   | 152   | 기타영업외손익     | 0     | -2    | -2    | -2    |
| 장기차입금      | 48    | 66    | 56    | 44    | 세전계속사업이익    | 118   | -35   | 136   | 257   |
| 부채총계       | 1,228 | 1,380 | 1,486 | 1,637 | 법인세비용       | 34    | -10   | 40    | 75    |
| 지배주주지분     | 870   | 845   | 941   | 1,123 | 세전계속이익률(%)  | 9.8   | -3.2  | 8.3   | 11.5  |
| 자본금        | 28    | 28    | 28    | 28    | 당기순이익       | 84    | -25   | 97    | 182   |
| 자본잉여금      | 555   | 555   | 555   | 555   | 순이익률(%)     | 4.1   | -1.2  | 4.8   | 9.0   |
| 이익잉여금      | 189   | 165   | 262   | 444   | 지배주주귀속 순이익  | 84    | -25   | 97    | 183   |
| 기타자본항목     | 98    | 97    | 97    | 96    | 기타포괄이익      | 58    | -1    | -1    | -1    |
| 비지배주주지분    | 6     | 6     | 5     | 5     | 총포괄이익       | 142   | -25   | 96    | 181   |
| 자본총계       | 876   | 850   | 947   | 1,128 | 지배주주귀속총포괄이익 | 1,214 | 1,100 | 1,648 | 2,229 |

| 현금흐름표        |      |       |       |       | 주요투자지표                 |        |        |        |        |
|--------------|------|-------|-------|-------|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원)        | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |                        | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 영업활동 현금흐름    | -113 | 121   | 119   | 82    | 주당지표(원)                |        |        |        |        |
| 당기순이익        | 84   | -25   | 97    | 182   | EPS                    | 1,686  | -443   | 1,723  | 3,221  |
| 유형자산감가상각비    | 92   | 101   | 125   | 137   | BPS                    | 15,467 | 15,014 | 16,596 | 19,807 |
| 무형자산상각비      | 1    | 2     | 1     | 1     | CFPS                   | 3,988  | 3,014  | 5,605  | 7,848  |
| 지분법관련손실(이익)  | 0    | 0     | 0     | 0     | DPS                    | -      | -      | -      | -      |
| 투자활동 현금흐름    | -212 | -200  | -165  | -111  | Valuation(배)           |        |        |        |        |
| 유형자산의 처분(취득) | -173 | -200  | -165  | -111  | PER                    | 15.9   |        | 12.9   | 6.9    |
| 무형자산의 처분(취득) | -1   | -     | -     | -     | PBR                    | 1.7    | 1.5    | 1.3    | 1.1    |
| 금융상품의 증감     | -23  | 0     | 0     | 0     | PCR                    | 6.7    | 7.4    | 4.0    | 2.8    |
| 재무활동 현금흐름    | 349  | 167   | 0     | -25   | EV/EBITDA              | 11.4   | 12.7   | 6.9    | 4.9    |
| 단기금융부채의증감    | 53   | 197   | 10    | 12    | Key Financial Ratio(%) |        |        |        |        |
| 장기금융부채의증감    | 297  | -29   | -10   | -36   | ROE                    | 12.3   | -2.9   | 10.9   | 17.7   |
| 자본의증감        | -    | -     | 0     | -     | EBITDA이익률              | 16.7   | 15.5   | 19.2   | 20.0   |
| 배당금지급        | -    | -     | -     | -     | 부채비율                   | 140.2  | 162.3  | 157.0  | 145.1  |
| 현금및현금성자산의증감  | 25   | 51    | -30   | -38   | 순부채비율                  | 89.9   | 105.8  | 98.2   | 83.6   |
| 기초현금및현금성자산   | 16   | 41    | 92    | 63    | 매출채권회전율(x)             | 6.2    | 4.0    | 5.5    | 6.1    |
| 기말현금및현금성자산   | 41   | 92    | 63    | 25    | 재고자산회전율(x)             | 1.7    | 1.4    | 2.0    | 2.1    |

자료 : 서진시스템, iM증권 리서치본부

## 서진시스템 투자이전 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. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자이전]

## 종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

## 종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

## [투자등급 비율 2025-06-30 기준]

| 매수    | 중립(보유) | 매도   |
|-------|--------|------|
| 92.5% | 6.8%   | 0.7% |