

(178320.KQ)

# 서진시스템

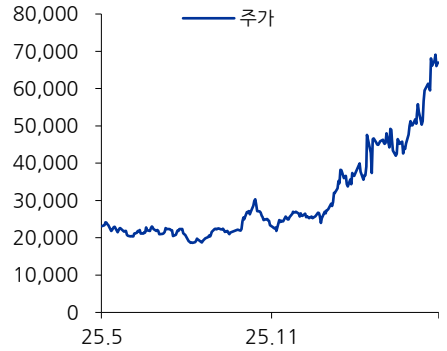
전력기기/중소형주 하준서  
6175 / pos03066@eugenefn.com

## 신호와 소음

- “ 지난주 목요일(6/4) 베트남 정부가 부과한 1천억원 상당 세금에 대한 공시 누락 주장 보도 확인, 보도의 주장과 동사의 공식입장 크로스체크 후 확인한 사항은 아래와 같음
- “ 1) 베트남 정부로부터 과거 3-4개년 간 ESS 시스템 조립에 사용된 배터리에 대한 부가가치세 1,082억원(17.09동/원 환율 적용) 납부를 요구 받았으나, 2) 해당 부가세의 경우 매입세액 공제(사업 관련성 증빙 시 제품 구매에 부과된 부가세를 면하는 제도)요건에 해당하는 고객 항 무상사입 분, 3) 동사는 해당 부과분에 대한 환급을 이유로 이의신청 제기중에 있으며 해당이슈를 처리하는 과정에서 대표이사의 출국금지 및 1분기 ESS 매출 선적이슈로 인한 매출액 이연 발생, 4) 해당이슈 해소를 위해 부과된 세금을 주거래 은행에 보증금 성격으로 1차 납부 후 보증서 발급, 매입세액 공제요건 확보하며 이의 신청 진행 중, 해당금액은 이달 말 이후 1년간 분납 시작
- “ 부가세 납부가 동사의 펀더멘탈에 미칠 영향은 세가지 케이스로 해석 가능, 1) Bull Case: 이달 내 제기한 이의신청 수용, 공탁금 성격으로 주거래 은행에 맡아둔 보증금이 전액 환급, 2) Base Case: 이의신청 수용시기 이달 말 이후로 이연, 주거래 은행이 맡아둔 보증금 월별 분납 시작, 분납 중 이의신청 수용되며 잔여 보증금 반환 및 기 납부세액은 이후 세액공제, 3) Bear Case: 이의 신청 거부, 주거래은행에 맡아둔 보증금 전액 향후 1년에 걸쳐 영업외 비용으로 인식
- “ 별개로 전방시장 업황은 창사 이래 최대 호조, 최근 지멘스는 엔비디아의 NVL72용 전력-쿨링 아키텍처를 공개, 해당 아키텍처는 DSX 플랫폼의 일환이며 플루언스 에너지의 ESS인 Smart Stack 제품 탑재 공식화, ESS가 BTM 시장 내 전력품질 컨트롤을 위해 채택된 사례로 BTM 시장으로의 ESS 침투 본격화 시그널로 판단
- “ 플루언스 에너지의 어닝콜에서도 강조됐던 데이터센터 고객들의 요구사항인 Power Quality 충족이 아키텍처 내 탑재를 결정 지은 핵심변수라고 분석, 칩당 소모전력 상승으로 인해 효율적 전력사용 필수적, 이를 위해 도입될 800V DC 아키텍처는 높은 버스바 전압으로 인해 소모전력의 변화에 따른 주파수 불안정 현상 발생(임피던스 값이 높기 때문), 플루언스 에너지의 제품 및 소프트웨어 솔루션은 불안정한 주파수를 안정화시켜 랙의 소모전력 예측가능성을 높이고 W당 토크비용을 낮추는데 효과적, 동사는 플루언스에 너지의 핵심 제조 파트너로서 직주혜가 가능
- “ 투자 의견 BUY를 유지하고 목표주가 79,000원으로 소폭 상향조정, 기존 산출방식과 동일한 2026년과 2027년의 평균 EPS에 Target P/E 22배를 적용, 목표주가 변경의 이유는 부가세 이슈(보수적 수준에서 Base Case 적용)와 ESS 사업부문 성장성 확대를 추정치에 반영했기 때문, 플루언스향 ESS 매출액 추정치는 NVL72 랙 출하량 기반 BTM ESS 시장 성장성 반영

투자의견  
목표주가  
현재주가

BUY(유지)  
79,000 원(상향)  
67,000 원(5/15)



시가총액(십억원)	4,461
발행주식수(천주)	63,632
52 주 최고	83,300 원
최저	18,410 원
52 주 일간 Beta	1.11
60 일 평균 거래대금	1,468 억원
외국인 지분율	13.5%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
전통규 (외 13인)	23.1%
네오솔루션즈 (외 3인)	12.3%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	30.6	186.9	197.8
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	Buy	-
목표주가	79,000	70,000	▲
영업이익(26E)	164	164	-
영업이익(27E)	520	432	▲

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	1,066.3	1,844.1	2,595.4
영업이익	1.1	163.9	519.7
세전손익	(105.8)	63.7	452.0
당기순이익	(102.4)	24.6	371.0
EPS(원)	(1,811.9)	447.9	6,742.7
증감률(%)	적전	흑전	1,405.4
PER(배)	n/a	156.5	10.4
ROE(%)	(12.6)	3.5	42.8
PBR(배)	1.9	5.7	3.7
EV/EBITDA(배)	23.9	24.6	9.4

서진시스템 분기 실적(연결) 추정(수정 후)

(십억원)	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25P	1Q26A	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	281.3	258.6	215.5	311.0	280.2	454.1	513.8	596.0
YoY(%)	(13.6)	(16.3)	(31.6)	17.6	(0.4)	75.6	138.4	91.7
ESS	129.2	97.3	55.2	116.0	79.2	152.1	173.5	244.2
반도체	75.6	58.2	68.6	88.9	112.8	175.5	200.6	245.6
EV	12.2	18.0	23.5	18.1	23.5	22.1	21.0	20.1
통신장비	32.6	33.9	32.2	32.9	31.2	32.1	32.4	33.0
기타	31.7	51.2	36.0	55.0	33.4	72.3	86.3	53.2
매출원가	233.1	241.3	228.3	253.1	277.7	369.8	396.0	443.6
매출총이익	48.1	17.3	(12.8)	57.8	2.4	84.3	117.8	152.5
판관비	27.3	23.2	24.5	34.3	35.4	47.0	52.0	58.7
영업이익	20.9	(6.0)	(37.3)	23.5	(33.0)	37.3	65.7	93.7
YoY(%)	(51.8)	(119.2)	(212.0)	2,250.6	(257.9)	(725.3)	(276.4)	298.8
OPM	7.4	(2.3)	(17.3)	7.6	(11.8)	8.2	12.8	15.7
영업외손익	(18.6)	(89.1)	(5.8)	6.6	20.0	(31.5)	(45.2)	(43.7)
세전이익	2.2	(95.1)	(43.1)	30.1	(12.9)	5.9	20.6	50.1
법인세비용	1.1	(13.8)	4.9	4.5	7.6	1.3	4.6	11.1
당기순이익	1.1	(81.2)	(48.0)	25.6	(20.5)	4.6	16.0	39.0

자료: 유진투자증권

서진시스템 분기 실적(연결) 추정(수정 전)

(십억원)	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25P	1Q26A	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	281.3	258.6	215.5	311.0	280.2	454.1	513.8	596.0
YoY(%)	(13.6)	(16.3)	(31.6)	17.6	(0.4)	75.6	138.4	91.7
ESS	129.2	97.3	55.2	116.0	79.2	152.1	173.5	244.2
반도체	75.6	58.2	68.6	88.9	112.8	175.5	200.6	245.6
EV	12.2	18.0	23.5	18.1	23.5	22.1	21.0	20.1
통신장비	32.6	33.9	32.2	32.9	31.2	32.1	32.4	33.0
기타	31.7	51.2	36.0	55.0	33.4	72.3	86.3	53.2
매출원가	233.1	241.3	228.3	253.1	277.7	369.8	396.0	443.6
매출총이익	48.1	17.3	(12.8)	57.8	2.4	84.3	117.8	152.5
판관비	27.3	23.2	24.5	34.3	35.4	47.0	52.0	58.7
영업이익	20.9	(6.0)	(37.3)	23.5	(33.0)	37.3	65.7	93.7
YoY(%)	(51.8)	(119.2)	(212.0)	2,250.6	(257.9)	(725.3)	(276.4)	298.8
OPM	7.4	(2.3)	(17.3)	7.6	(11.8)	8.2	12.8	15.7
영업외손익	(18.6)	(89.1)	(5.8)	6.6	20.0	(19.1)	(18.8)	(17.3)
세전이익	2.2	(95.1)	(43.1)	30.1	(12.9)	18.3	47.0	76.5
법인세비용	1.1	(13.8)	4.9	4.5	7.6	4.1	10.4	17.0
당기순이익	1.1	(81.2)	(48.0)	25.6	(20.5)	14.2	36.6	59.5

자료: 유진투자증권

## 서진시스템 연간 실적(연결) 추정(수정 후)

(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	736.0	778.7	1,213.8	1,066.3	1,844.1	2,595.4
YoY(%)	21.4	5.8	55.9	(12.1)	72.9	40.7
ESS	189.8	274.4	636.0	397.8	649.0	1,177.2
반도체	144.4	139.4	194.3	291.3	734.5	985.2
EV	47.7	104.8	112.2	71.8	86.8	82.5
통신장비	228.6	138.5	123.2	131.6	128.6	129.8
기타	125.5	121.5	148.0	173.9	245.2	220.7
매출원가	607.2	640.8	1,000.3	955.9	1,487.1	1,886.6
매출총이익	128.8	138.0	213.4	110.5	357.0	708.8
판관비	69.2	89.0	104.7	109.3	193.2	189.1
영업이익	59.7	49.0	108.7	1.1	163.9	519.7
YoY(%)	2.9	(17.9)	121.8	(98.9)	14,192.9	217.1
OPM	8.1	6.3	9.0	0.1	8.9	20.0
영업외손익	0.0	0.0	9.7	(106.9)	(100.2)	(67.6)
세전이익	59.7	49.0	118.4	(105.8)	63.7	452.1
법인세비용	0.0	2.5	34.4	(3.4)	24.6	100.4
당기순이익	59.7	(2.2)	83.9	(102.4)	39.1	351.7

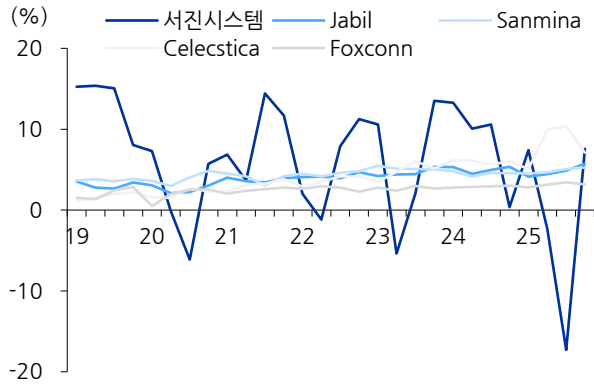
자료: 유진투자증권

## 서진시스템 연간 실적(연결) 추정(수정 전)

(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	736.0	778.7	1,213.8	1,066.3	1,844.1	2,412.3
YoY(%)	21.4	5.8	55.9	(12.1)	72.9	30.8
ESS	189.8	274.4	636.0	397.8	649.0	994.1
반도체	144.4	139.4	194.3	291.3	734.5	985.2
EV	47.7	104.8	112.2	71.8	86.8	82.5
통신장비	228.6	138.5	123.2	131.6	128.6	129.8
기타	125.5	121.5	148.0	173.9	245.2	220.7
매출원가	607.2	640.8	1,000.3	955.9	1,487.1	1,800.2
매출총이익	128.8	138.0	213.4	110.5	357.0	612.1
판관비	69.2	89.0	104.7	109.3	193.2	179.7
영업이익	59.7	49.0	108.7	1.1	163.9	432.4
YoY(%)	2.9	(17.9)	121.8	(98.9)	14,192.9	163.9
OPM	8.1	6.3	9.0	0.1	8.9	17.9
영업외손익	0.0	0.0	9.7	(106.9)	(35.0)	(67.7)
세전이익	59.7	49.0	118.4	(105.8)	128.9	364.7
법인세비용	0.0	2.5	34.4	(3.4)	39.1	81.0
당기순이익	59.7	(2.2)	83.9	(102.4)	89.8	283.7

자료: 유진투자증권

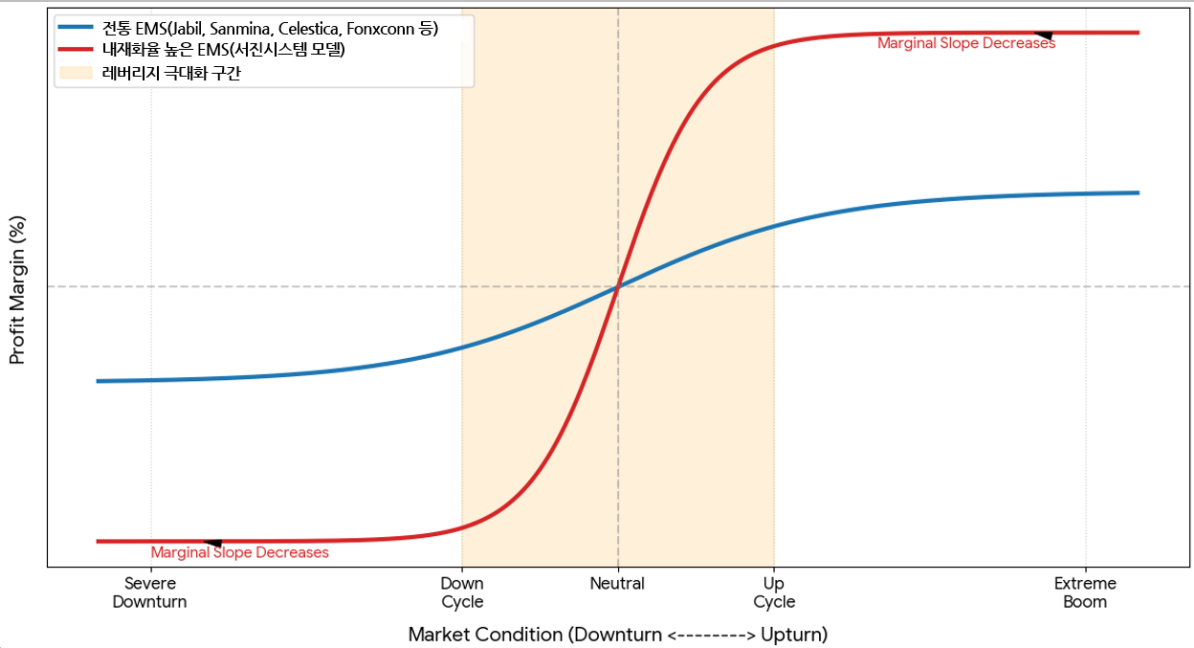
### 주요 글로벌 EMS 업체들 분기별 영업이익률 추이



- Jabil, Sanmina, Celestica, Foxconn 등의 전통 EMS 업체들은 총 조립에 필요한 부품등을 공급사를 통해서 확보
- 업황과 상관없이 안정적인 이익률을 확보할 수 있다는 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



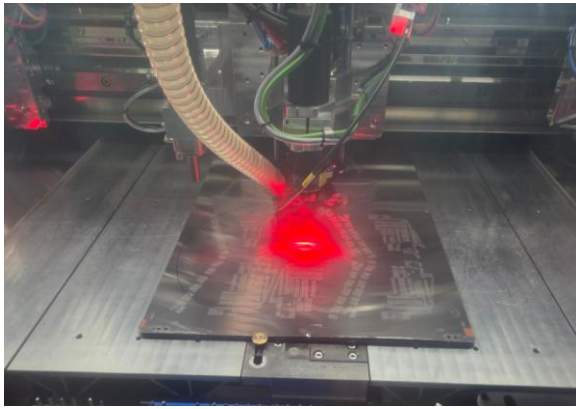
자료: 서진시스템, 유진투자증권

### 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



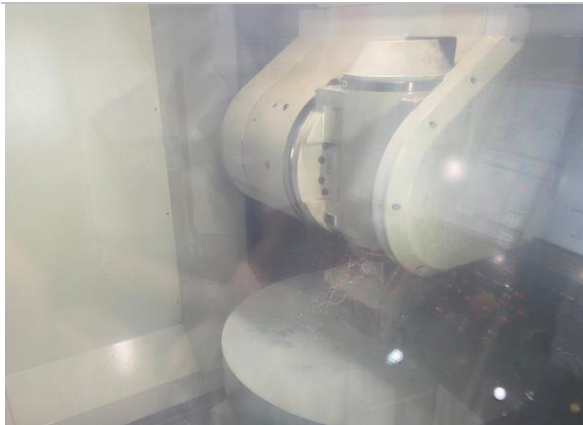
자료: 서진시스템, 유진투자증권

출하 대기중인 ESS 완제품



자료: 서진시스템, 유진투자증권

정밀가공에 사용되는 5축가공 장비(반도체 모듈용)



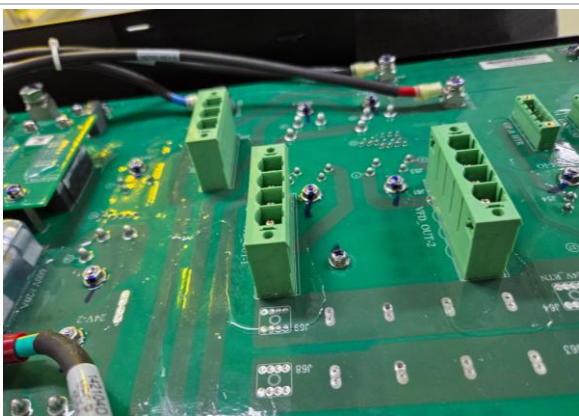
자료: 서진시스템, 유진투자증권

EFEM 장비 제조 클린룸



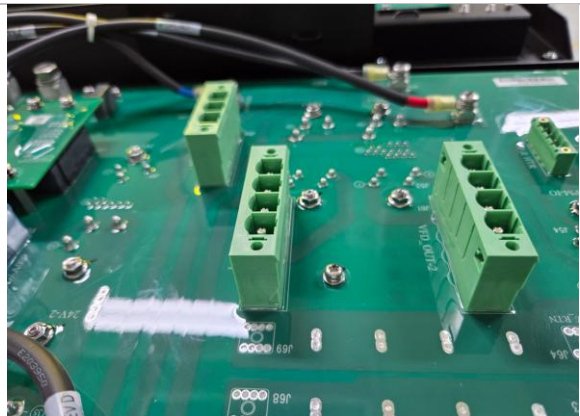
자료: 서진시스템, 유진투자증권

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
<b>자산총계</b>	1,520.1	2,103.2	2,306.4	2,539.5	2,982.5
유동자산	780.1	1,141.6	1,191.6	1,440.4	1,888.0
현금성자산	19.4	41.6	38.2	36.9	159.2
매출채권	119.5	272.5	272.1	261.3	323.2
재고자산	619.4	772.3	849.7	1,110.4	1,373.6
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
<b>부채총계</b>	1,022.0	1,227.6	1,568.7	1,843.4	1,909.7
유동부채	920.0	884.8	1,377.3	1,651.4	1,791.0
매입채무	261.5	315.6	314.1	587.9	727.2
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
<b>자본총계</b>	498.1	875.6	737.8	696.1	1,072.8
지배지분	498.2	870.0	733.5	691.8	1,068.5
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	103.0	479.8
기타	201.8	97.8	74.4	7.7	7.7
비지배지분	(0.1)	5.6	4.3	4.3	4.3
<b>자본총계</b>	498.1	875.6	737.8	696.1	1,072.8
충차입금	690.7	857.0	1,207.6	1,207.6	1,133.6
순차입금	671.2	815.3	1,169.4	1,170.7	974.4

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
<b>영업현금</b>	42.6	(113.5)	(39.8)	48.4	252.4
당기순이익	(22.7)	83.9	(102.4)	24.6	371.0
자산상각비	78.3	93.5	106.8	65.2	60.3
기타비현금성손익	59.8	21.9	119.3	(221.2)	1.2
운전자본증감	(34.6)	(266.2)	(94.3)	23.9	(185.7)
매출채권감소(증가)	43.1	(98.7)	(14.4)	10.9	(61.9)
재고자산감소(증가)	(84.6)	(98.5)	(129.1)	(260.7)	(263.1)
매입채무증가(감소)	(35.4)	11.0	14.9	273.8	139.3
기타	42.3	(80.0)	34.2	(0.0)	(0.0)
<b>투자현금</b>	(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)
<b>재무현금</b>	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
<b>현금 증감</b>	(2.8)	25.1	(9.0)	(1.6)	122.0
기초현금	18.8	16.1	41.1	32.1	30.5
기말현금	16.1	41.1	32.1	30.5	152.5
Gross Cash flow	115.4	199.3	123.7	24.4	438.1
Gross Investment	196.2	454.4	422.1	25.8	241.8
<b>Free Cash Flow</b>	(80.8)	(255.1)	(298.4)	(1.3)	196.3

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
<b>매출액</b>	778.7	1,213.8	1,066.3	1,844.1	2,595.4
증가율(%)	5.8	55.9	(12.1)	72.9	40.7
매출원가	640.7	1,000.3	955.9	1,487.1	1,886.6
<b>매출총이익</b>	137.9	213.4	110.5	357.0	708.8
판매 및 일반관리비	88.9	104.7	109.3	193.2	189.1
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>영업이익</b>	49.0	108.7	1.1	163.9	519.7
증가율(%)	(17.9)	121.8	(98.9)	14,201	217.1
<b>EBITDA</b>	127.3	202.2	107.9	229.0	580.0
증가율(%)	2.6	58.8	(46.6)	112.2	153.2
<b>영업외손익</b>	(48.7)	9.7	(106.9)	(100.2)	(67.7)
이자수익	0.7	0.5	0.9	0.8	1.0
이자비용	44.6	49.4	74.9	72.3	63.7
지분법손익	0.2	(0.1)	(0.4)	(0.3)	(0.4)
기타영업외손익	(5.0)	58.8	(32.5)	(28.4)	(4.6)
<b>세전순이익</b>	0.3	118.4	(105.8)	63.7	452.0
증가율(%)	(99.1)	44,551	적전	흑전	609.6
법인세비용	2.5	34.4	(3.3)	39.1	81.0
<b>당기순이익</b>	(22.7)	83.9	(102.4)	24.6	371.0
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	1,405.4
지배주주지분	(22.6)	84.3	(101.2)	25.0	376.7
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	1,405.4
비지배지분	(0.1)	(0.3)	(1.2)	(0.4)	(5.8)
<b>EPS(원)</b>	(600)	1,498	(1,812)	448	6,743
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	1,405.4
수정EPS(원)	(600)	1,498	(1,812)	448	6,743
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	1,405.4

### 주요투자지표

	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(600)	1,498	(1,812)	448	6,743
BPS	13,257	15,467	13,127	12,381	19,124
DPS	0	0	0	0	0
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	n/a	17.9	n/a	156.5	10.4
PBR	1.4	1.7	1.9	5.7	3.7
EV/ EBITDA	10.6	11.5	23.9	24.6	9.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	n/a	n/a
PCR	5.9	7.6	11.4	160.3	8.9
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	6.3	9.0	0.1	8.9	20.0
EBITDA이익률	16.4	16.7	10.1	12.4	22.3
순이익률	(2.9)	6.9	(9.6)	1.3	14.3
ROE	(4.3)	12.3	(12.6)	3.5	42.8
ROIC	(37.5)	5.4	0.0	3.4	21.8
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	134.8	93.1	158.5	168.2	90.8
유동비율	84.8	129.0	86.5	87.2	105.4
이자보상배율	1.1	2.2	0.0	2.3	8.2
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.5	0.7	0.5	0.8	0.9
매출채권회전율	5.6	6.2	3.9	6.9	8.9
재고자산회전율	1.4	1.7	1.3	1.9	2.1
매입채무회전율	2.8	4.2	3.4	4.1	3.9

**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 저작물로서 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)

