

(178320.KQ)

서진시스템

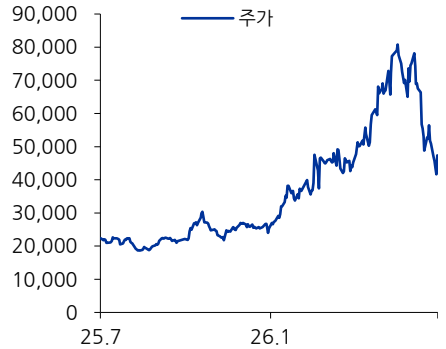
전력기기/중소형주 하준서
6175 / pos03066@eugenefn.com

그 때 그 가격과 또 한 번의 기회

- “ 7/11(금) 최대주주 변경을 수반하는 주식 담보제공 계약 체결 공시, 매각 예정이었던 전동규 대표 주식 250만주를 '스틱세콰이아홀딩스'에 장외거래로 매각, **매각 단가는 51,700원으로 전 거래일 종가 대비 9% 할증(전전 거래일 기준 24% 할증)**, 이번 거래로 전동규 대표는 1,295억원 확보, 확보된 현금엔 서진시스템에 운전자본 및 시설자금으로 대어 예정.
- “ 이번 거래로 최대주주 변경 가능성이 수반되는 이유는 매각 후 잔여 지분인 950만주 중 350만주를 담보설정했기 때문, 스틱세콰이아 홀딩스가 담보권 행사 시 최대주주는 현재 2대주주인 네오솔루션즈 등으로 변경
- “ 지난 1월 27일 유사한 성격의 최대주주 변경 수반하는 담보계약 체결, 기존 PE 투자자인 크레센도PE의 풋옵션 해소 위한 SPC 대상 딜이었으며 **풋 옵션 해소에 대한 대가로 800만주(최종 600만주) 근질권 설정**, 기술적인 상승여력 제한 압력 해소하며 회사의 사업과 업황의 개선 기대감으로 주가 상승, **결과론적 해석이지만 당시 최대주주의 해당 의사결정은 주가 상승에 대한 자신감이었던 것으로 해석**
- “ 1,295억원의 확보자금은 서진시스템에 대어 예정, 2026년 회사의 집행 예정 CAPEX는 약 2천억원 수준으로 플루언스에너지, 삼성SDI, SKon, 블루에너지 등 고객사 위한 조립공장 건설에 사용될 것으로 추정, 1분기 520억 원을 제외하고 시설투자에만 1,500억원의 추가 자금 필요하며 **이번 딜을 통해 조달과 관련된 리스크는 상당부분 해소됐다고 판단**
- “ 2Q26 매출액과 영업이익은 4,243억원(+64.1% yoy)과 181억원(흑자 전환 yoy)을 전망, 기존 추정치 대비 **영업이익 추정치를 하향조정**, 플루언스항복미 조립공장의 재원 변경으로 인한 램프업 지연이 포착됐기 때문, 7월 현재 정상 가동중인 것으로 파악, **3분기부터 베트남 공장에서 재공품 형식으로 미국법인에 선배송한 물량을 최종 조립 완료되며 ESS 물량 확대 본격화 전망**
- “ 최근 주가 조정의 원인은 3가지라고 판단, 1) 기대하던 연료전지 대규모 LTA 계약 지연, 2) 최대주주 지분 매각 우려, 3) 부가세 납부 관련 노이즈, **연료전지 대규모 LTA계약 순항중인 것으로 파악하며 그럼에도 당사는 보수적인 차원에서 이를 추정치에 전혀 반영하지 않음, 이번 블록딜을 통해 최대주주 지분 매각 우려는 불식됐으며 부가세 납부 관련 노이즈도 대표이사 출국금지 해제 및 국세청 공조와 고객사 협조등으로 핸들링 중인 이슈**
- “ 현재 주가는 2026년과 2027년의 평균 EPS 기준 17배 수준, 부가세 관련 노이즈는 보수적 수준에서 기 납부 세금의 절반을 비용인식, 절반을 자산화하는 시나리오 가정, 글로벌 EMS 업체들의 동기간 평균 멀티플은 25배 수준으로 **현재 회사의 주가는 ESS 및 반도체 부문의 실적 성장성도 반영하지 않은 저평가 상태**, 추정치 변경 반영해 목표주가를 67,500원으로 하향조정하지만 투자의견은 BUY를 유지.

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
67,500 원(하향)
47,350 원(7/10)

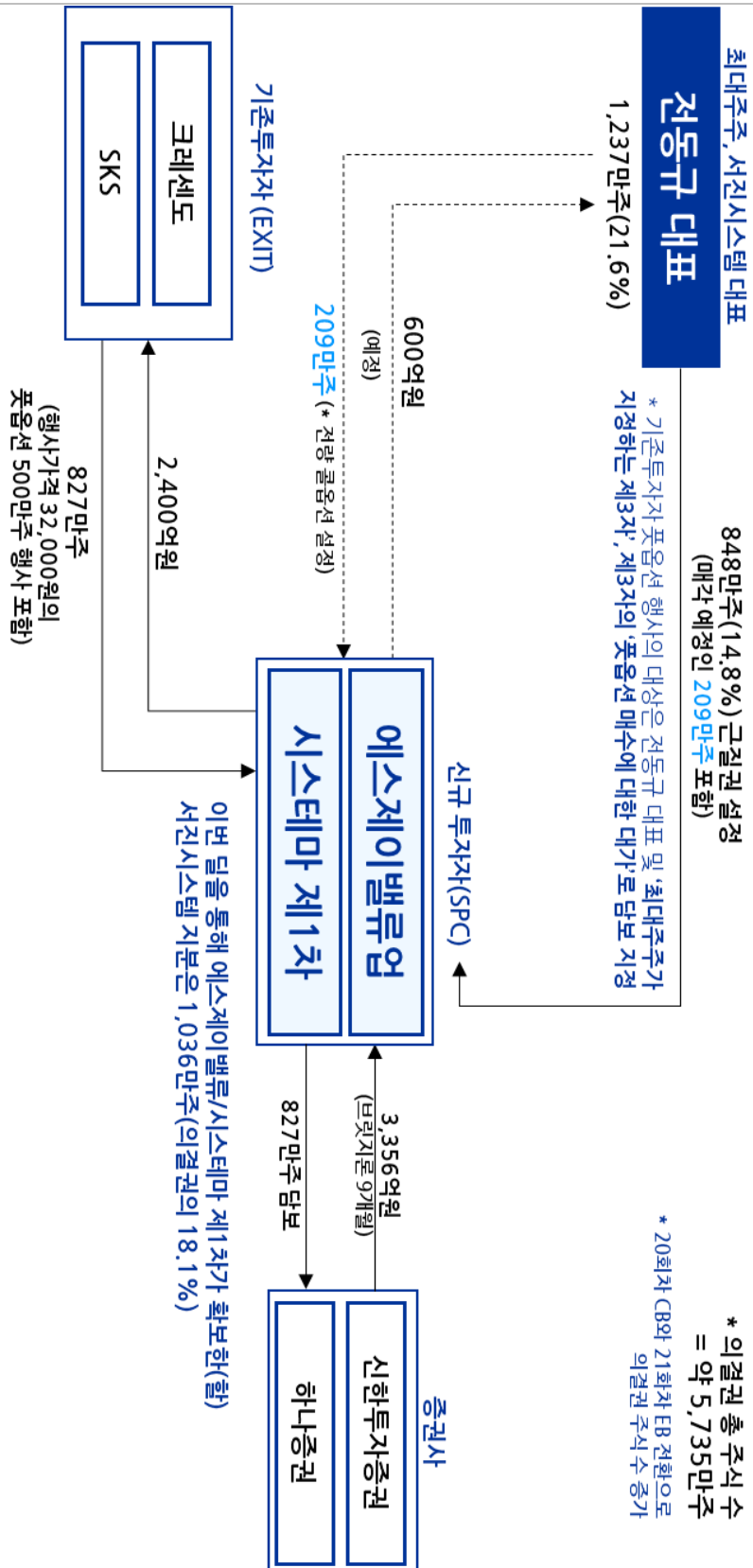


시가총액(십억원)	3,014
발행주식수(천주)	63,651
52 주 최고	83,300 원
최저	18,410 원
52 주 일간 Beta	1.04
60 일 평균 거래대금	1,471 억원
외국인 지분율	18.8%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
전동규 (외 13 인)	16.5%
네오솔루션즈 (외 3 인)	12.3%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-32.1	87.2	106.8
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	67,500	79,000	▼
영업이익(26E)	102	164	▼
영업이익(27E)	437	520	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	1,066.3	1,752.8	2,595.4
영업이익	1.1	102.3	437.4
세전손익	(105.8)	242	369.8
당기순이익	(102.4)	84	287.7
EPS(원)	(1,811.9)	152.6	5,228.8
증감률(%)	적전	흑전	3,327.6
PER(배)	n/a	310.4	9.1
ROE(%)	(12.6)	1.2	35.6
PBR(배)	1.9	3.9	2.7
EV/EBITDA(배)	23.9	24.8	8.2

26.01.27 체결된 최대주주 변경 수반하는 담보계약 및 구조(6월 말 해소 완료)



자료: 유진투자증권

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	424.3	491.4	556.9
YoY(%)	(13.6)	(16.3)	(31.6)	17.6	(0.4)	64.1	128.0	79.1
ESS	129.2	97.3	55.2	116.0	79.2	122.3	151.1	205.1
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	361.4	391.9	432.8
매출총이익	48.1	17.3	(12.8)	57.8	2.4	62.9	99.5	124.2
판관비	27.3	23.2	24.5	34.3	35.4	44.9	50.5	56.0
영업이익	20.9	(6.0)	(37.3)	23.5	(33.0)	18.1	49.0	68.1
YoY(%)	(51.8)	(119.2)	(212.0)	2,250.6	(257.9)	(402.5)	(231.6)	189.9
OPM	7.4	(2.3)	(17.3)	7.6	(11.8)	4.3	10.0	12.2
영업외손익	(18.6)	(89.1)	(5.8)	6.6	20.0	(62.2)	(18.8)	(17.3)
세전이익	2.2	(95.1)	(43.1)	30.1	(12.9)	(44.1)	30.3	50.9
법인세비용	1.1	(13.8)	4.9	4.5	7.6	(9.8)	6.7	11.3
당기순이익	1.1	(81.2)	(48.0)	25.6	(20.5)	(34.3)	23.6	39.6

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	(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 연간 실적(연결) 추정(수정 후)

(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	736.0	778.7	1,213.8	1,066.3	1,752.8	2,595.4
YoY(%)	21.4	5.8	55.9	(12.1)	64.4	48.1
ESS	189.8	274.4	636.0	397.8	557.7	1,093.8
반도체	144.4	139.4	194.3	291.3	734.5	1,068.7
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	1,463.8	1,951.9
매출총이익	128.8	138.0	213.4	110.5	289.1	643.5
판관비	69.2	89.0	104.7	109.3	186.8	206.1
영업이익	59.7	49.0	108.7	1.1	102.3	437.4
YoY(%)	2.9	(17.9)	121.8	(98.9)	8,820.7	327.7
OPM	8.1	6.3	9.0	0.1	5.8	16.9
영업외손익	0.0	0.0	9.7	(106.9)	(78.1)	(67.6)
세전이익	59.7	49.0	118.4	(105.8)	24.2	369.8
법인세비용	0.0	2.5	34.4	(3.4)	15.8	82.1
당기순이익	59.7	(2.2)	83.9	(102.4)	8.4	287.7

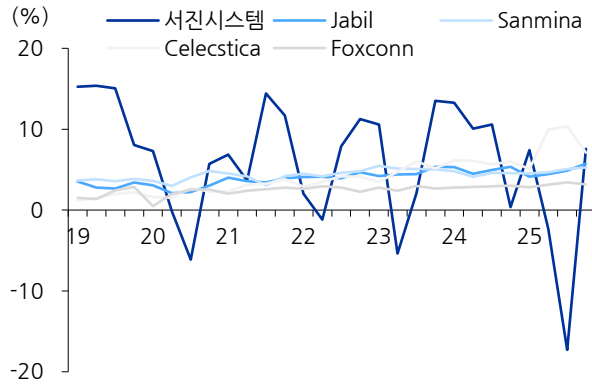
자료: 유진투자증권

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	2,595.4
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

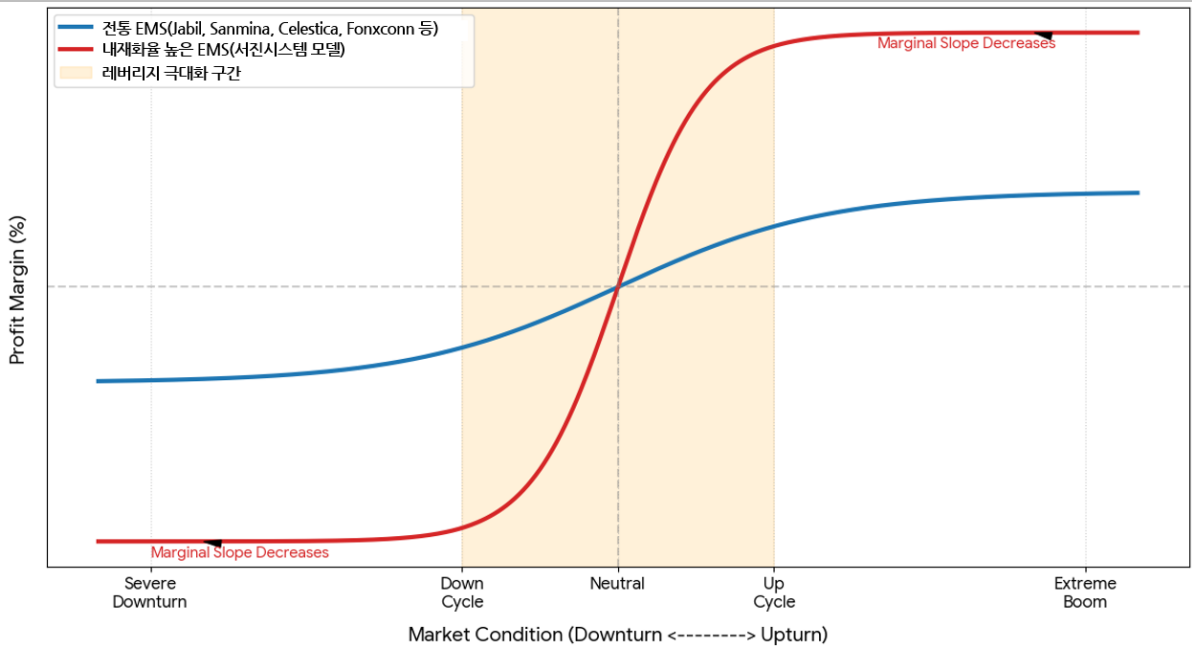
주요 글로벌 EMS 업체들 분기별 영업이익률 추이



- 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



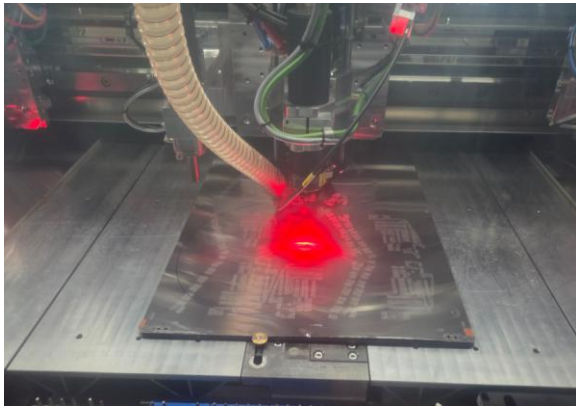
자료: 서진시스템, 유진투자증권

알루미늄 압출 공정에 사용되는 빌렛



자료: 서진시스템, 유진투자증권

PCB 원판 직접 제조



자료: 서진시스템, 유진투자증권

통신 및 각종 케이블 직접 제조



자료: 서진시스템, 유진투자증권

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)



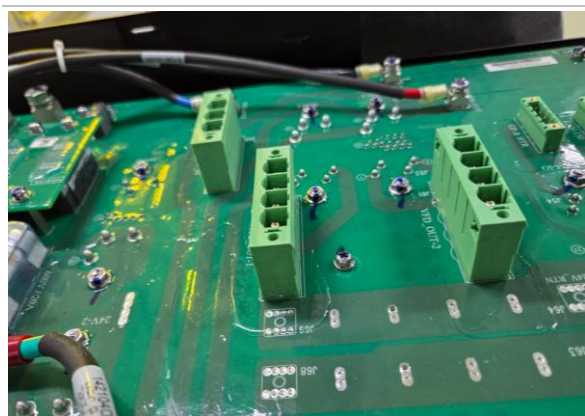
자료: 서진시스템, 유진투자증권

EFEM 장비 제조 클린룸



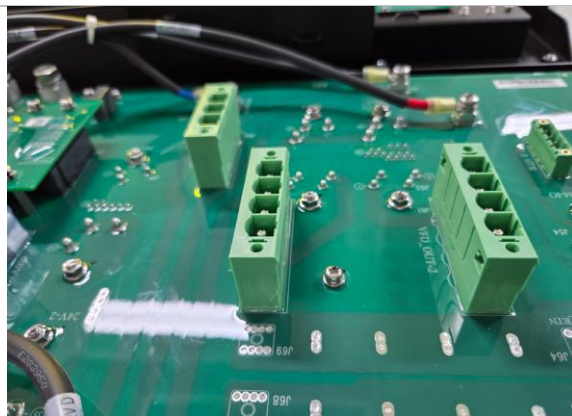
자료: 서진시스템, 유진투자증권

경쟁사 PCB 표면처리 상태



○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	2,484.4	2,860.0
유동자산	780.1	1,141.6	1,191.6	1,385.3	1,765.5
현금성자산	19.4	41.6	38.2	71.8	86.6
매출채권	119.5	272.5	272.1	244.1	313.7
재고자산	619.4	772.3	849.7	1,037.6	1,333.1
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	1,804.8	1,888.3
유동부채	920.0	884.8	1,377.3	1,612.8	1,769.6
매입채무	261.5	315.6	314.1	549.3	705.8
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	679.6	971.7
지배지분	498.2	870.0	733.5	675.3	967.4
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	86.5	378.7
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	679.6	971.7
총차입금	690.7	857.0	1,207.6	1,207.6	1,133.6
순차입금	671.2	815.3	1,169.4	1,135.8	1,047.0

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
영업현금	42.6	(113.5)	(39.8)	83.3	144.9
당기순이익	(22.7)	83.9	(102.4)	8.4	287.7
자산상각비	78.3	93.5	106.8	65.2	60.3
기타비현금성손익	59.8	21.9	119.3	(244.1)	(0.1)
운전자본증감	(34.6)	(266.2)	(94.3)	75.4	(208.6)
매출채권감소(증가)	43.1	(98.7)	(14.4)	28.0	(69.5)
재고자산감소(증가)	(84.6)	(98.5)	(129.1)	(187.8)	(295.5)
매입채무증가(감소)	(35.4)	11.0	14.9	235.2	156.5
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)	33.4	14.5
기초현금	18.8	16.1	41.1	32.1	65.4
기말현금	16.1	41.1	32.1	65.4	80.0
Gross Cash flow	115.4	199.3	123.7	7.9	353.5
Gross Investment	196.2	454.4	422.1	(25.7)	264.7
Free Cash Flow	(80.8)	(255.1)	(298.4)	33.6	88.8

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	778.7	1,213.8	1,066.3	1,752.8	2,595.4
증가율(%)	5.8	55.9	(12.1)	64.4	48.1
매출원가	640.7	1,000.3	955.9	1,463.8	1,951.9
매출총이익	137.9	213.4	110.5	289.1	643.5
판매 및 일반관리비	88.9	104.7	109.3	186.8	206.1
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	49.0	108.7	1.1	102.3	437.4
증가율(%)	(17.9)	121.8	(98.9)	8,826.2	327.7
EBITDA	127.3	202.2	107.9	167.5	497.7
증가율(%)	2.6	58.8	(46.6)	55.1	197.2
영업외손익	(48.7)	9.7	(106.9)	(78.1)	(67.6)
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)	(6.3)	(4.5)
세전순이익	0.3	118.4	(105.8)	24.2	369.8
증가율(%)	(99.1)	44,551	적전	흑전	1,427.8
법인세비용	2.5	34.4	(3.3)	15.8	82.1
당기순이익	(22.7)	83.9	(102.4)	8.4	287.7
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	3,327.6
지배주주지분	(22.6)	84.3	(101.2)	8.5	292.2
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	3,327.6
비지배지분	(0.1)	(0.3)	(1.2)	(0.1)	(4.5)
EPS(원)	(600)	1,498	(1,812)	153	5,229
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	3,327.6
수정EPS(원)	(600)	1,498	(1,812)	153	5,229
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	3,327.6

주요투자지표

	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(600)	1,498	(1,812)	153	5,229
BPS	13,257	15,467	13,127	12,086	17,315
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	-	17.9	-	310.4	9.1
PBR	1.4	1.7	1.9	3.9	2.7
EV/ EBITDA	10.6	11.5	23.9	24.8	8.2
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	5.9	7.6	11.4	333.6	7.5
수익성(%)					
영업이익율	6.3	9.0	0.1	5.8	16.9
EBITDA이익율	16.4	16.7	10.1	9.6	19.2
순이익율	(2.9)	6.9	(9.6)	0.5	11.1
ROE	(4.3)	12.3	(12.6)	1.2	35.6
ROIC	(37.5)	5.4	0.0	1.9	17.8
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	134.8	93.1	158.5	167.1	107.7
유동비율	84.8	129.0	86.5	85.9	99.8
이자보상배율	1.1	2.2	0.0	1.4	6.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.7	0.5	0.7	1.0
매출채권회전율	5.6	6.2	3.9	6.8	9.3
재고자산회전율	1.4	1.7	1.3	1.9	2.2
매입채무회전율	2.8	4.2	3.4	4.1	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/투자 의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자 의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.06.30 기준)

