

(178320.KQ)

서진시스템

전력기기/중소형주 하준서
6175 / pos03066@eugenefn.com

조금씩, 그러나 확실히 나아지고 있다

“ 2Q26 매출액 4,102억원(+58.6% yoy, +46.4% qoq), 영업이익 -194억 원(적자지속 yoy, qoq)으로 영업이익 추정치 대비 큰폭으로 하회하며 어닝 쇼크 기록. 다만 고정비 부담은 흡수되기 시작한 것으로 판단. 2분기에도 인 건비의 일부 증가 및 고정비 투하 있었을 것으로 파악하고 있으나 QoQ 기준 매출액 증분(+46.4%) 대비 매출원가의 증분(+39.7%) 낮은 것이 증거, 특히 재고자산의 증분 1,465억원 중 1,243억원이 원재료 및 재공품으로 3 분기부터 주요 고객향 매출 본격화 되며 분기 흑자전환 및 마진레버리지 확대 가능할 것으로 전망

“ 분기 실적 쇼크의 가장 큰 원인은 휴스턴 공장 지연에 따른 ESS 매출액 지연, 해당 공장은 플루언스용 ESS 전용 조립공장이며 텍사스 지역의 전력 부족현상으로 인해 공장의 망 연결 늦어진 것이 지연의 이유, ESS 제품 계약상 미국 자회사인 서진글로벌에 재공품 매출 후 최종 완제품 매출 일어날 때 연결기준 이익 발생하나 최종 완제품 매출 이전이라 고정비 부담 유지 및 이익 개선 제한적, 해당 구조는 주요 ESS 고객사와 협상을 통해 반제품 매출 시 이익 인식할 수 있도록 개선작업 중

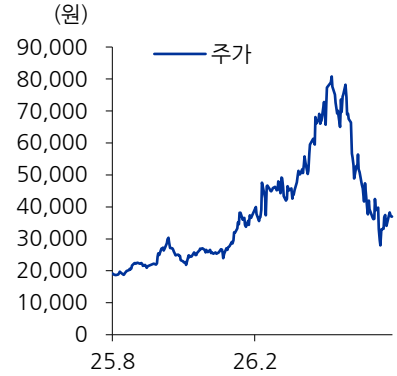
“ ESS 부문 핵심 고객사 Fluence Energy는 FY3Q26에 \$14.4억의 신규수주와 \$64억의 수주잔고 기록하며 역대 최대치 경신. FY26 매출 가이드를 \$29~31억으로 하향했으나 수요 부족보다 신규 생산거점의 건설·생산 램프업 지연이 원인. 해당 시설의 15GWh 생산 캐파는 올해 4분기를 기점으로 100% 가동률 달성을 목표로 하고 있으며 \$22억의 백로그가 FY27 매출로 전환될 예정. 따라서 동사의 실적도 3분기부터 점진적인 개선 기대하며 4Q26~2027년 ESS 물량에 대한 가시성은 오히려 강화

“ 반도체 매출액 1,958억원으로 +73.6% qoq 증가, 상반기 누적 매출액 3,086억원으로 작년 매출액 2,913억원을 상회. 생산시설 베트남 확대 및 물량 증가효과로 GP마진도 두자리 수로 개선 중. 핵심 고객사 램퍼서치의 NAND 관련 매출은 전분기 대비 약 2배 증가했으며 WFE 전망도 기존 \$1,400억에서 \$1,500억 초반으로 추가 상향, 2027년 WFE 환경을 'extraordinary setup'으로 설명하며 밴더 입장에서 높은 수요를 재확인. 반도체 부문의 호실적은 일회성 보다 2027년까지 이어질 구조적인 성장 속으로 판단.

“ 현재 주가는 26년과 27년 평균 EPS 기준 17배 수준, 부진한 분기 실적은 이미 고점대비 50% 이상 하락한 주가가 충분히 반영하고 있으며 회사는 긍정적인 업황을 반영할 수 있는 구조적인 개선을 이루고 있다고 판단, 기타부문 매출액 평소보다 하회했는데 비주력 사업부문의 고객관계 줄어든 것으로 파악 중이며 주력사업 부문 CAPEX 투하 동시에 이뤄지고 있어 전력, 반도체 등 AI인프라 핵심 사업에 집중하는 포트폴리오 구축을 기대, 투자의견 BUY와 목표주가 67,500원 유지

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
67,500 원(유지)
36,950 원(8/14)



시가총액(십억원)	2,352
발행주식수(천주)	63,651
52 주 최고	83,300 원
최저	18,410 원
52 주 일간 Beta	1.04
60 일 평균 거래대금	949 억원
외국인 지분율	14.9%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
전동규 (외 13 인)	19.9%
네오솔루션즈 (외 3 인)	12.3%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-20	1.0	77.2
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	67,500	67,500	-
영업이익(26E)	47.7	102	▼
영업이익(27E)	399.3	437	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	1,066.3	1,892.0	2,743.0
영업이익	1.1	47.7	399.3
세전손익	(105.8)	17.4	331.7
당기순이익	(102.4)	(11.1)	258.1
EPS(원)	(1,811.9)	(201.3)	4,690.5
증감률(%)	적전	적지	흑전
PER(배)	-	-	7.9
ROE(%)	(12.6)	(1.6)	33.3
PBR(배)	1.9	3.1	2.2
EV/EBITDA(배)	23.9	30.1	7.1

서진시스템 분기 실적(연결) 추정(수정 후)

(십억원)	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25P	1Q26A	2Q26A	3Q26F	4Q26F
매출액	281.3	258.6	215.5	311.0	280.2	410.2	575.0	626.6
YoY(%)	(13.6)	(16.3)	(31.6)	17.6	(0.4)	58.6	166.8	101.5
ESS	129.2	97.3	55.2	116.0	79.2	127.5	155.0	211.9
반도체	75.6	58.2	68.6	88.9	112.8	195.7	279.6	287.8
EV	12.2	18.0	23.5	18.1	23.5	23.3	21.2	20.3
통신장비	32.6	33.9	32.2	32.9	31.2	36.0	32.9	33.5
기타	31.7	51.2	36.0	55.0	33.4	27.7	86.3	73.2
매출원가	233.1	241.3	228.3	253.1	277.7	388.0	486.1	499.0
매출총이익	48.1	17.3	(12.8)	57.8	2.4	22.2	88.8	127.6
판관비	27.3	23.2	24.5	34.3	35.4	41.5	55.6	60.8
영업이익	20.9	(6.0)	(37.3)	23.5	(33.0)	(19.4)	33.2	66.8
YoY(%)	(51.8)	(119.2)	(212.0)	2,250.6	(257.9)	224.4	(189.2)	184.0
OPM	7.4	(2.3)	(17.3)	7.6	(11.8)	(4.7)	5.8	10.7
영업외손익	(18.6)	(89.1)	(5.8)	6.6	20.0	(14.1)	(18.9)	(17.3)
세전이익	2.2	(95.1)	(43.1)	30.1	(12.9)	(33.5)	14.4	49.5
법인세비용	1.1	(13.8)	4.9	4.5	7.6	6.7	3.2	11.0
당기순이익	1.1	(81.2)	(48.0)	25.6	(20.5)	(40.2)	11.2	38.5

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	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 연간 실적(연결) 추정(수정 후)

(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	736.0	778.7	1,213.8	1,066.3	1,892.0	2,743.0
YoY(%)	21.4	5.8	55.9	(12.1)	77.4	45.0
ESS	189.8	274.4	636.0	397.8	573.6	1,124.9
반도체	144.4	139.4	194.3	291.3	876.0	1,240.0
EV	47.7	104.8	112.2	71.8	88.2	83.4
통신장비	228.6	138.5	123.2	131.6	133.6	132.7
기타	125.5	121.5	148.0	173.9	220.6	161.9
매출원가	607.2	640.8	1,000.3	955.9	1,650.9	2,092.4
매출총이익	128.8	138.0	213.4	110.5	241.0	650.6
판관비	69.2	89.0	104.7	109.3	193.4	251.3
영업이익	59.7	49.0	108.7	1.1	47.7	399.3
YoY(%)	2.9	(17.9)	121.8	(98.9)	4,058.1	737.6
OPM	8.1	6.3	9.0	0.1	2.5	14.6
영업외손익	0.0	0.0	9.7	(106.9)	(30.2)	(67.6)
세전이익	59.7	49.0	118.4	(105.8)	17.5	331.7
법인세비용	0.0	2.5	34.4	(3.4)	28.5	73.6
당기순이익	59.7	(2.2)	83.9	(102.4)	(11.0)	258.1

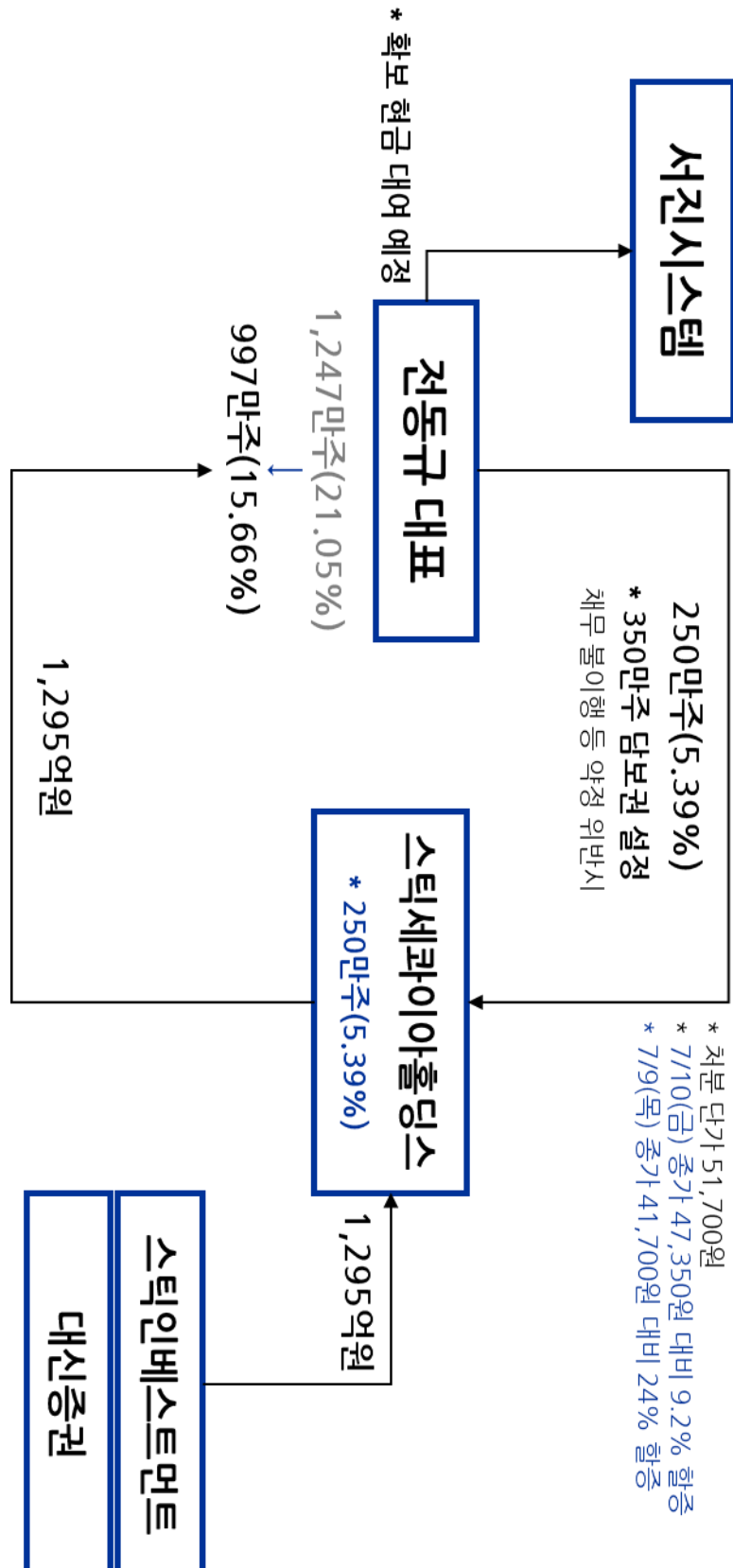
자료: 유진투자증권

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	1,752.8	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

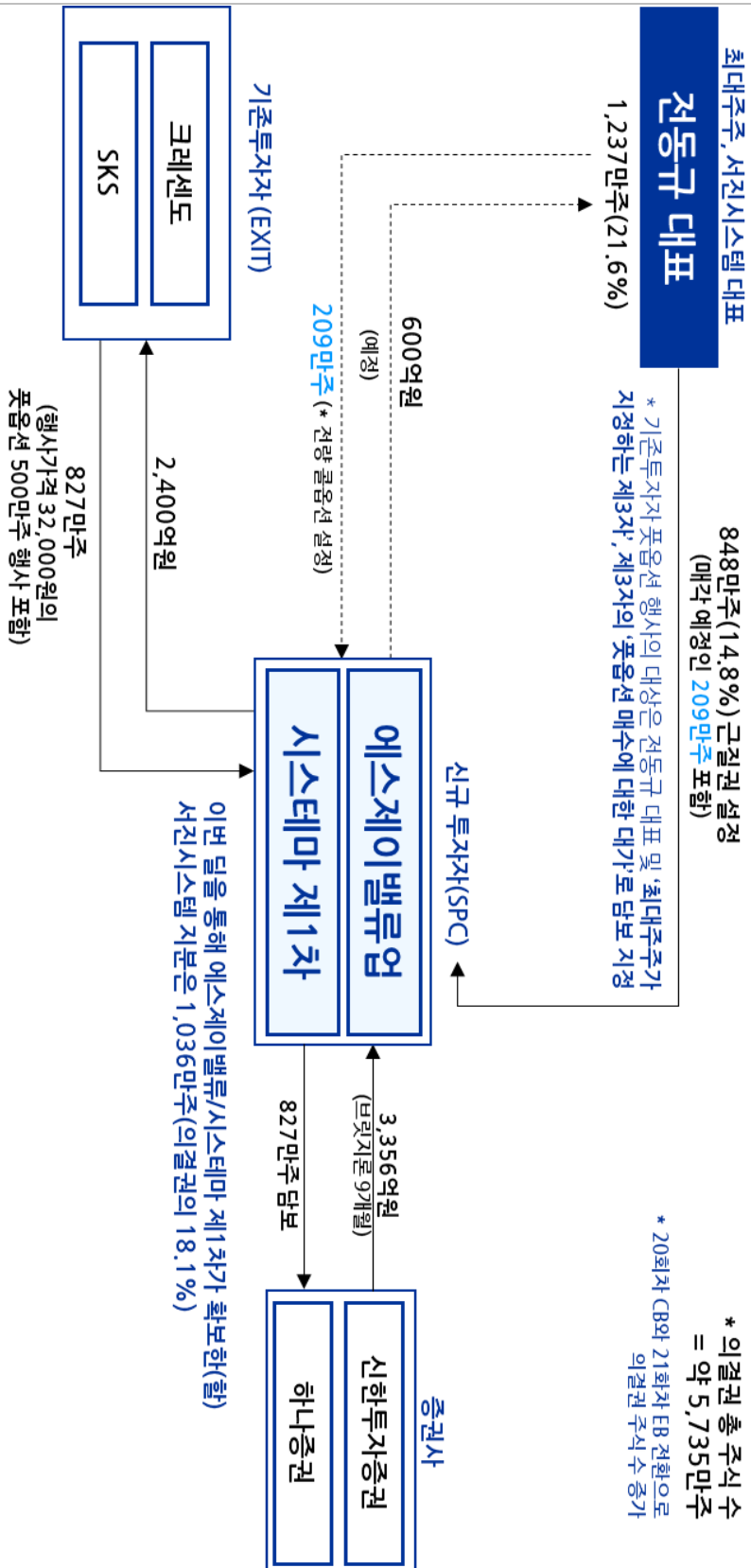
자료: 유진투자증권

스틱세과이아홀딩스 대상 지분매각 딜 구조도(26.07.10)



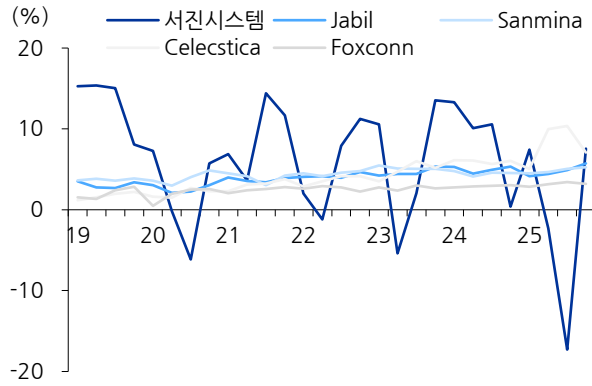
자료: 유진투자증권

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



자료: 유진투자증권

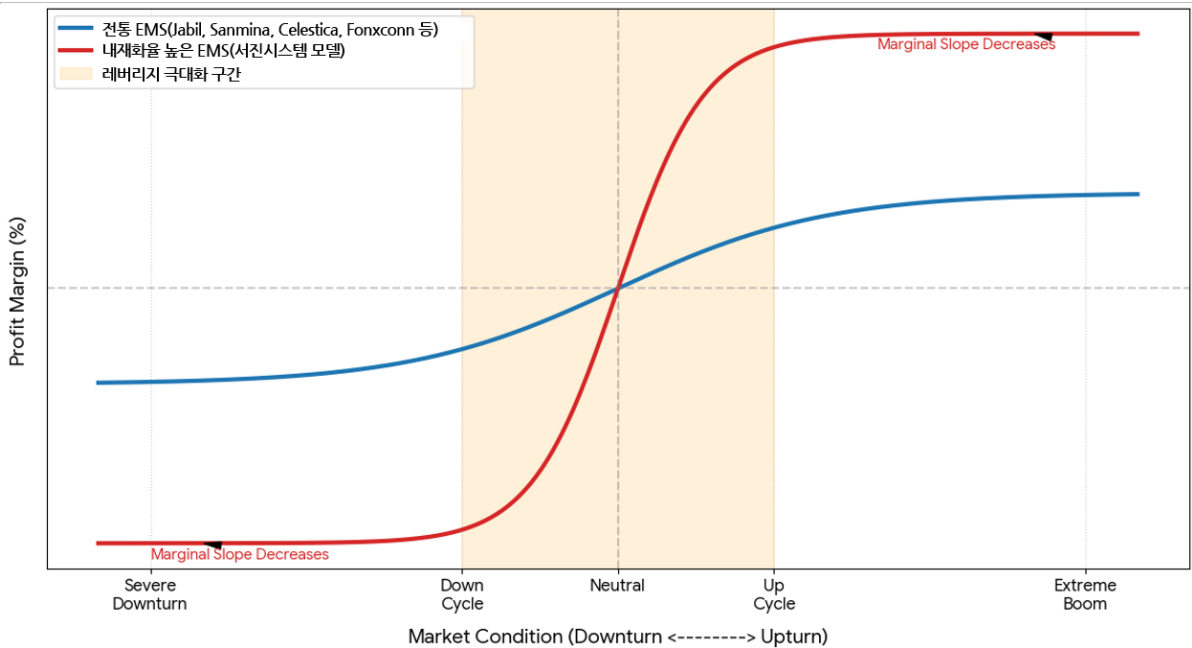
주요 글로벌 EMS 업체들 분기별 영업이익률 추이



- 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 전장부품 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



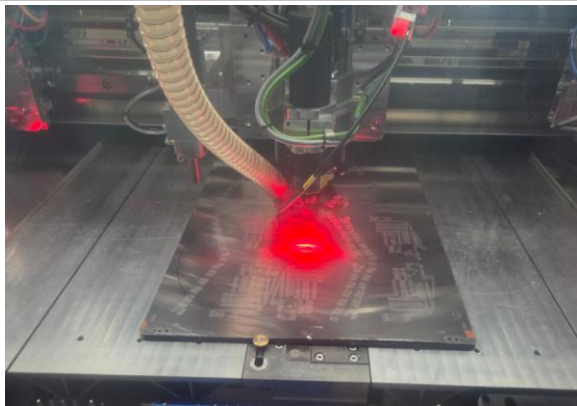
자료: 서진시스템, 유진투자증권

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



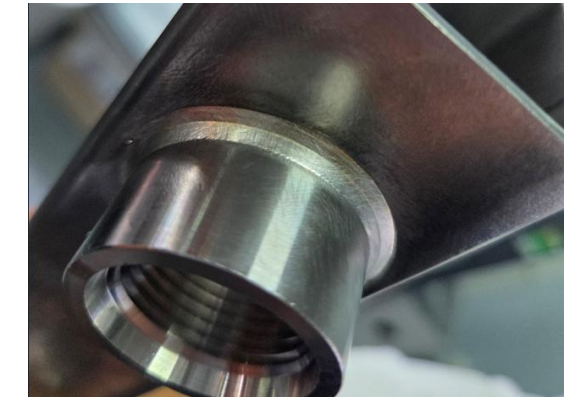
자료: 서진시스템, 유진투자증권

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 5축가공 장비(반도체 모듈용)



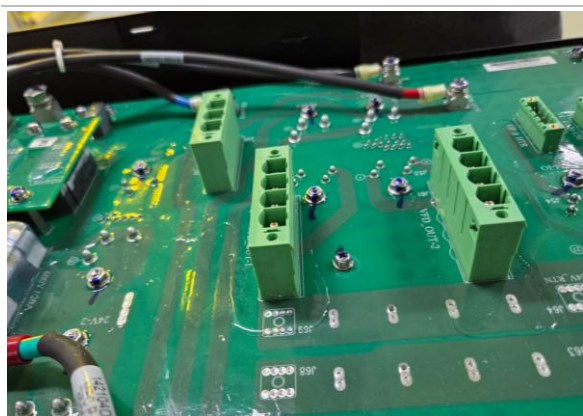
자료: 서진시스템, 유진투자증권

EFEM 장비 제조 클린룸



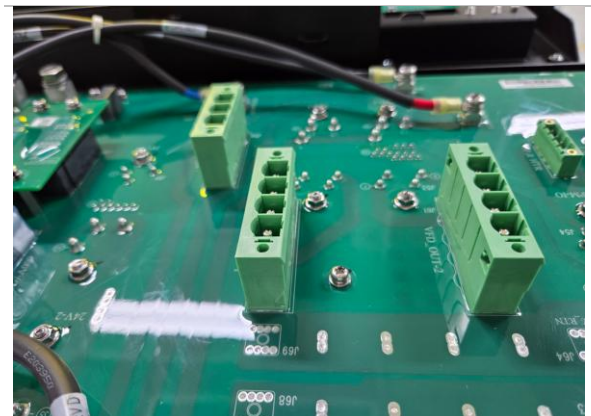
자료: 서진시스템, 유진투자증권

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	2,533.4	2,843.9
유동자산	780.1	1,141.6	1,191.6	1,434.3	1,749.4
현금성자산	19.4	41.6	38.2	166.4	238.3
매출채권	119.5	272.5	272.1	618.1	739.5
재고자산	619.4	772.3	849.7	618.1	739.5
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	1,873.6	1,922.1
유동부채	920.0	884.8	1,377.3	1,681.6	1,803.4
매입채무	261.5	315.6	314.1	618.1	739.5
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	659.8	921.9
지배지분	498.2	870.0	733.5	655.5	917.6
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	66.8	328.8
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	659.8	921.9
총차입금	690.7	857.0	1,207.6	1,207.6	1,133.6
순차입금	671.2	815.3	1,169.4	1,041.2	895.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
영업현금	42.6	(113.5)	(39.8)	178.1	201.9
당기순이익	(22.7)	83.9	(102.4)	(11.1)	258.1
자산상각비	78.3	93.5	106.8	65.2	60.3
기타비현금성손익	59.8	21.9	119.3	(205.6)	(0.5)
운전자본증감	(34.6)	(266.2)	(94.3)	189.7	(121.5)
매출채권감소(증가)	43.1	(98.7)	(14.4)	(345.9)	(121.5)
재고자산감소(증가)	(84.6)	(98.5)	(129.1)	231.7	(121.5)
매입채무증가(감소)	(35.4)	11.0	14.9	304.0	121.5
기타	42.3	(80.0)	34.2	(0.0)	(0.0)
투자현금	(162.4)	(211.8)	(305.6)	(50.2)	(56.4)
단기투자자산감소	(0.9)	(23.6)	22.2	(0.3)	(0.3)
장기투자증권감소	1.3	2.1	0.0	(0.6)	(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)	127.9	71.6
기초현금	18.8	16.1	41.1	32.1	160.0
기말현금	16.1	41.1	32.1	160.0	231.6
Gross Cash flow	115.4	199.3	123.7	(11.6)	323.4
Gross Investment	196.2	454.4	422.1	(139.8)	177.6
Free Cash Flow	(80.8)	(255.1)	(298.4)	128.2	145.8

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	778.7	1,213.8	1,066.3	1,892.0	2,743.0
증가율(%)	5.8	55.9	(12.1)	77.4	45.0
매출원가	640.7	1,000.3	955.9	1,650.9	2,092.4
매출총이익	137.9	213.4	110.5	241.0	650.6
판매 및 일반관리비	88.9	104.7	109.3	193.4	251.3
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	49.0	108.7	1.1	47.7	399.3
증가율(%)	(17.9)	121.8	(98.9)	4,060.7	737.6
EBITDA	127.3	202.2	107.9	112.9	459.6
증가율(%)	2.6	58.8	(46.6)	4.5	307.3
영업외손익	(48.7)	9.7	(106.9)	(30.3)	(67.6)
이자수익	0.7	0.5	0.9	0.7	1.0
이자비용	44.6	49.4	74.9	77.9	63.7
지분법손익	0.2	(0.1)	(0.4)	(0.6)	(0.4)
기타영업외손익	(5.0)	58.8	(32.5)	47.6	(4.5)
세전순이익	0.3	118.4	(105.8)	17.4	331.7
증가율(%)	(99.1)	44,551	적전	흑전	1,803.9
법인세비용	2.5	34.4	(3.3)	28.5	73.6
당기순이익	(22.7)	83.9	(102.4)	(11.1)	258.1
증가율(%)	적전	흑전	적전	적지	흑전
지배주주지분	(22.6)	84.3	(101.2)	(11.2)	262.1
증가율(%)	적전	흑전	적전	적지	흑전
비지배지분	(0.1)	(0.3)	(1.2)	0.2	(4.0)
EPS(원)	(600)	1,498	(1,812)	(201)	4,690
증가율(%)	적전	흑전	적전	적지	흑전
수정EPS(원)	(600)	1,498	(1,812)	(201)	4,690
증가율(%)	적전	흑전	적전	적지	흑전

주요투자지표

	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(600)	1,498	(1,812)	(201)	4,690
BPS	13,257	15,467	13,127	11,732	16,422
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	-	17.9	-	n/a	7.9
PBR	1.4	1.7	1.9	3.1	2.2
EV/ EBITDA	10.6	11.5	23.9	30.1	7.1
배당수익율	0.0	0.0	0.0	n/a	n/a
PCR	5.9	7.6	11.4	n/a	6.4
수익성(%)					
영업이익율	6.3	9.0	0.1	2.5	14.6
EBITDA이익율	16.4	16.7	10.1	6.0	16.8
순이익율	(2.9)	6.9	(9.6)	(0.6)	9.4
ROE	(4.3)	12.3	(12.6)	(1.6)	33.3
ROIC	(37.5)	5.4	0.0	(1.7)	17.7
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	134.8	93.1	158.5	157.8	97.1
유동비율	84.8	129.0	86.5	85.3	97.0
이자보상배율	1.1	2.2	0.0	0.6	6.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.7	0.5	0.8	1.0
매출채권회전율	5.6	6.2	3.9	4.3	4.0
재고자산회전율	1.4	1.7	1.3	2.6	4.0
매입채무회전율	2.8	4.2	3.4	4.1	4.0

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 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 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)

