

서진시스템 (178320)

단기 악재 해소, 좋아질 일만 남았다

2Q26 Review: 비용 선반영 속 마진 악화, 상저하고 실적 전망

2Q26 동사는 매출액 4,102억원(+46.4% QoQ, +58.6% YoY), 영업이익 -194억원(적자지속 QoQ, YoY)을 기록하며 두 분기 연속 적자를 기록했다.

[Cost] 뚜렷한 매출 증가에도 불구하고 적자를 기록한 이유는 영업비용 증가에 기인한다. 2Q26 동사의 매출원가와 판관비를 합산한 영업비용은 4,296억원(+37.2% QoQ)을 기록했다. 이는 1)미국 내 ESS 조립공장 구축 과정에서의 일부 일회성 비용 인식 및 생산 인력 확충에 따른 인건비 증가에 기인한다. 2)또한 자동화 설비 셋업 지연으로 미국 공장 가동이 예상보다 늦어지면서 완제품 매출 인식은 지연된 반면, 반제품 관련 제조 비용이 선반영되며 원가 부담이 확대되었다.

[ESS] 2Q26 ESS 매출액은 1,270억원(+31.3% QoQ, +61% YoY)을 기록했다. 휴스턴 공장(Fluence Energy향)은 당초 4월 말 가동 예정이었으나 6월 말로 지연됐으며, 인디애나 공장(삼성SDI향) 역시 7월부터 가동이 시작되었다. 이에 따라 2분기 출하 예정이었던 ESS 물량 일부가 지연되며 실적은 기대치를 하회했으나, 작년 관세 이슈에 따른 기저효과 속 전년동기대비 (+) 성장을 기록했다.

[반도체장비] 2Q26 반도체장비 매출액은 1,958억원(+73.5% QoQ, +236% YoY)으로 고성장을 지속했다. 상반기 누적 매출액은 3,086억원으로 이미 '25년 연간 매출액 2,900억원을 넘어서었다. 1)베트남 생산능력 확대와 2)고객사 물량 증가, 3)부품·가공 공정의 내재화 확대 속 외형 성장과 수익성 개선이 나타나고 있다. 특히 국내 조립 대비 내재화를 및 수익성이 높은 베트남 Site의 매출 비중이 확대되는 상황이다.

3Q26 동사의 매출액 및 영업이익은 각각 5,590억원(+36.4% QoQ, +159.6% YoY), 880억원(흑자전환)으로 대폭 개선될 것이다. 2분기 지연된 ESS 물량과 예상보다 가파른 반도체장비 매출 증가를 반영했다. 이에 따라 '26년 연간 매출액 및 영업이익 전망치를 1조 8,170억원(+70.5% YoY), 1,320억원(흑자전환)으로 기존 대비 각각 17.2%, 112% 상향조정했다.

ESS 사업부문은 미국 공장 가동 본격화와 함께 3분기 매출액 2,450억원(+92% QoQ, +340% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 현재 동사는 약 1조원 규모의 수주잔고를 확보하고 있으며, 내년 2분기까지 납기 스케줄이 잡혀 있는 것으로 파악된다. 주요 고객사의 EV용 셀 ESS셀 전환에 따른 CAPA 증가 역시 긍정적이다.

반도체장비 확정 PO는 약 5,000억원 이상으로 파악되며, 이에 따라 3분기 반도체장비 매출액은 2,200억원(+12.4% QoQ, 220% YoY)으로 확대될 전망이다. 또한 동사는 고객사와의 LOI 체결을 기반으로 '30년까지 연 매출 1.5조 달성을 목표로 하고 있다.

밸류에이션 조정에 따른 목표주가 하향

동사 목표주가를 68,000원[기존 77,000원, -11.6%]으로 하향한다. 목표주가는 '27년 EBITDA에 글로벌 EMS 업체의 평균 EV/EBITDA를 적용해 산출했다. 증설자금 확보를 위한 추가 CB 발행[하반기 예정, 약 2,000억원]에 따른 순차입금 증가 및 최근 Peer Group(글로벌 EMS 업체: 폭스콘, Jabil 등)의 밸류에이션 조정을 반영했다.

동사는 7월 국내 금융시장 급락 여파 속 주가 조정이 나타났으나, 주요 사업부문의 실적 성장 방향성에는 변화가 없다. 또한 상반기 실적 부진의 주요 원인이었던 미국 신공장 가동 지연과 초기 비용 부담과 같은 일회성 악재는 해소되는 국면이고, 하반기 개선될 실적을 감안할 때 현재 주가 수준은 매력적인 구간이라고 판단한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	68,000원(하향)
증가(2026.08.19)	38,250원
상승여력	77.8 %

Stock Indicator	
자본금	28십억원
발행주식수	6,365만주
시가총액	2,435십억원
외국인지분율	15.2%
52주 주가	18,650~80,800원
60일평균거래량	1,459,493주
60일평균거래대금	84.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.5	-41.8	1.3	104.5
상대수익률	-5.5	-19.8	29.9	98.5

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	1,066	1,817	2,294	2,869
영업이익(십억원)	1	132	275	445
순이익(십억원)	-101	35	142	279
EPS(원)	-1,800	618	2,544	4,997
BPS(원)	13,127	13,283	15,366	19,902
PER(배)		61.9	15.0	7.7
PBR(배)	1.9	2.9	2.5	1.9
ROE(%)	-12.6	4.7	17.8	28.3
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	21.4	14.0	8.2	5.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[통신/Mid-Small Cap]

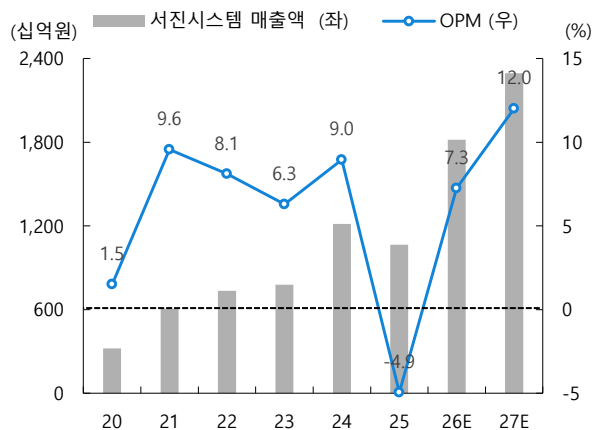
신희철 2122-9187 shc4235@imfnsec.com

표1. 서진시스템 2024~2027년 실적 전망 테이블

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	281	259	216	311	280	410	559	567	1,065	1,817	2,294
YoY (%)	-13.6	-16.3	-31.6	17.6	-0.4	58.6	159.6	82.2	-12.2	70.5	26.3
QoQ (%)	6.4	-8.1	-16.7	44.3	-9.9	46.4	36.4	1.3			
ESS	129	97	56	116	79	127	245	213	348	665	889
YoY (%)	-35.5	-39.8	-68.9	20.7	-38.7	31.3	341.4	83.6	-45.3	91.1	33.7
QoQ (%)	34.5	-24.9	-42.8	109.0	-31.7	61.0	92.2	-13.1			
반도체장비	76	58	69	89	113	196	220	230	329	759	1,001
YoY (%)	126.5	12.6	47.0	42.1	49.3	236.3	220.7	158.8	69.1	130.9	32.0
QoQ (%)		-23.0	17.9	29.6	26.9	73.5	12.4	4.5			
기타사업부(통신 등)	76	103	91	106	88	87	94	124	389	393	404
YoY (%)	-16.9	7.8	1.8	0.3	15.2	-15.8	3.3	16.6	1.4	1.1	2.7
QoQ (%)	-27.7	35.1	-11.5	16.1	-16.9	-1.3	8.6	31.0			
매출원가	233	241	228	253	278	388	432	432	1,947	2,385	2,938
매출원가율(%)	82.9	93.3	105.9	81.4	99.1	94.6	77.1	76.1	182.8	131.3	128.1
매출총이익	48	17	-13	58	2	22	128	135	65	288	418
GPM (%)	17.1	6.7	-5.9	18.6	0.9	5.4	22.9	23.9	6.1	15.8	18.2
YoY (%)	-31.5	-67.4	-120.6	103.9	-94.9	28.4	-1101.5	133.7	-69.6	344.1	45.3
QoQ (%)	69.7	-64.2	-174.0	-553.0	-95.8	803.9	477.5	5.7			
판매비	27	23	24	34	35	42	39	40	1,129	1,304	1,391
판매비율(%)	9.7	9.0	11.4	11.0	12.6	10.1	7.1	7.0	106.0	71.8	60.6
영업이익	21	-6	-37	24	-33	-19	88	96	-53	132	275
OPM (%)	7.4	-2.3	-17.3	7.6	-11.8	-4.7	15.8	16.9	-4.9	7.3	12.0
YoY (%)	-51.8	적전	적전	2251.0	적전	적지	흑전	307.0	적전	흑전	108.9
QoQ (%)	1987.0	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	8.2			
당기순이익	1	-81	-48	26	-20	-40	38	57	-124	35	144
NPM (%)	0.4	-31.4	-22.3	8.2	-7.3	-9.8	6.8	10.1	-11.6	1.9	6.3
YoY (%)	-97.0	적전	적전	223.7	적전	적지	흑전	123.8	적전	흑전	311.9
QoQ (%)	-85.7	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	50.1			

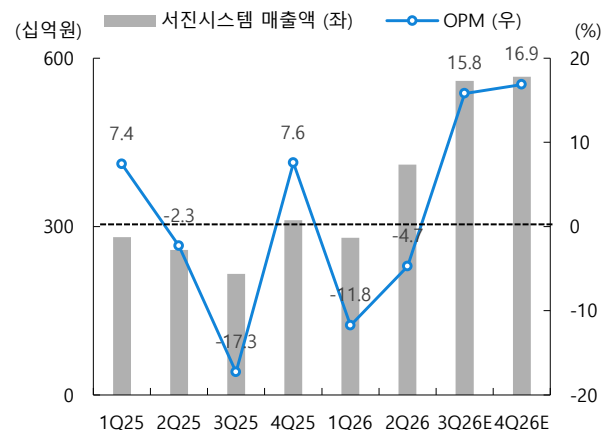
자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

그림1. 서진시스템 연간 매출액 및 OPM 전망



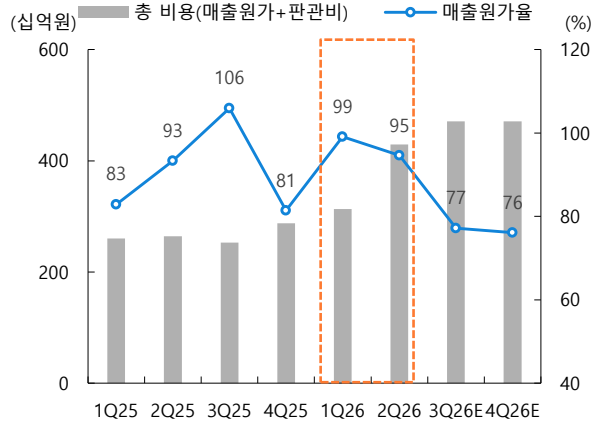
자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

그림2. 서진시스템 분기별 매출액 및 OPM 전망



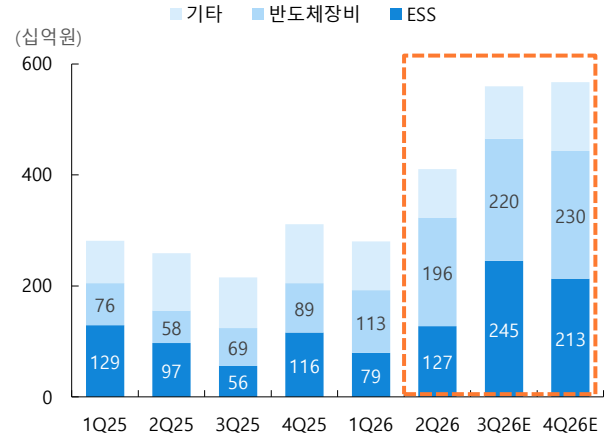
자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

그림3. 1) 신공장 증설 관련 일회성 비용, 2) 가동 지연에 따른 매출 지연 속 반제품 제조원가가 선반영. 이에 따라 매출 증가에도 불구하고 마진 악화 발생



자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

그림4. 2분기 이연된 ESS 물량의 경우 3분기부터 정상적으로 출하되며 상반기 ESS 매출액 큰 폭으로 증가 전망



자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

표2. 서진시스템 2Q26 Review

(십억원)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a/b-1)
매출액	258.6	215.5	311.0	280.2	410.2	58.6%	46.4%	424.3	-3.3%
영업이익	-6.0	-37.3	23.5	-33.0	-19.4	적자지속	적자지속	18.1	적자전환
세전이익	-95.0	-43.1	30.1	-12.9	-33.5	적자지속	적자지속	-44.1	적자지속
지배주주순이익	-81.2	-48.0	25.6	-20.5	-40.2	적자지속	적자지속	-34.3	적자지속
영업이익률	-2.3%	-17.3%	7.6%	-11.8%	-4.7%			4.3%	-9.0%p
세전이익률	-36.8%	-20.0%	9.7%	-4.6%	-8.2%			-10.4%	2.2%p
순이익률	-31.4%	-22.3%	8.2%	-7.3%	-9.8%			-8.1%	-1.7%p

자료: iM증권 리서치본부

표3. 서진시스템 수익 추정 변경 요약

단위: (십억원)	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP (a/b-1)	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	1,816.5	2,294.0	1,549.8	2,157.0	17.2%	6.4%
영업이익	131.8	275.4	62.1	251.0	112.2%	9.7%
세전이익	45.1	185.6	-23.7	132.1	흑자전환	40.5%
지배주주순이익	34.5	142.2	-6.9	63.8	흑자전환	122.7%
영업이익률	7.3%	12.0%	4.0%	11.6%	3.2%p	0.4%p
세전이익률	2.5%	8.1%	-1.5%	6.1%	4.0%p	2.0%p
지배주주순이익률	1.9%	6.2%	-0.4%	3.0%	2.3%p	3.2%p

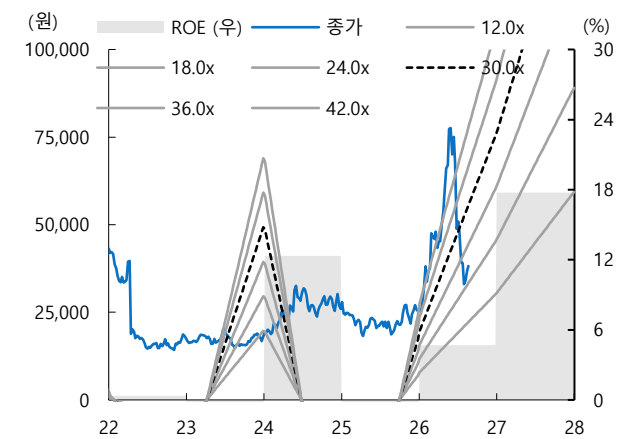
자료: iM증권 리서치본부

표4. 서진시스템 목표주가 산출

구분	내용	비고
EBITDA (십억원)	431.3	27E EBITDA
Target EV/EBITDA	12.0	Jabil, 폭스콘, Flex, Luxshare 등 글로벌 AI 밸류체인에 진입한 EMS 업체들의 평균 EV/EBITDA
Target EV (십억원)	5,176	27E EBITDA x Target EV/EBITDA
순차입금 (십억원)	1,356	27E 순차입금
Equity Value (십억원)	3,820	Target EV - 순차입금
발행주식수 (천주)	55,873	
적정주가	68,376	Equity Value / 발행주식수
목표주가	68,000	
전일종가	38,250	
상승여력	77.8%	

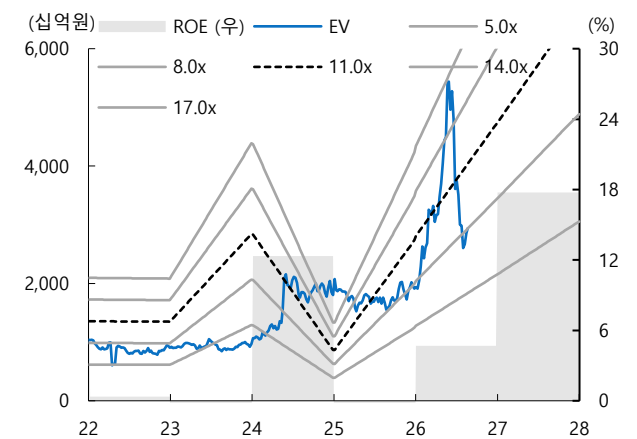
자료: iM증권 리서치본부

그림5. 서진시스템 '22~26 12개월 선행 P/E 밴드



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림6. 서진시스템 '22~26 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

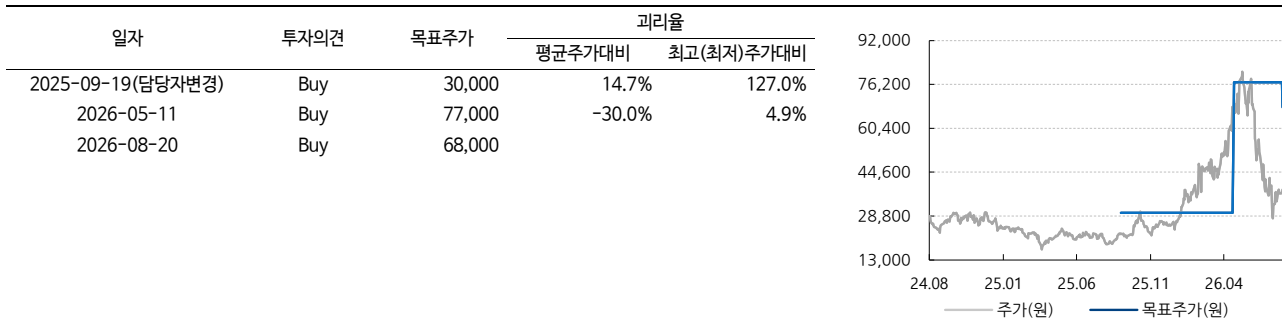
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,192	1,743	1,897	2,091	매출액	1,066	1,817	2,294	2,869
현금 및 현금성자산	32	343	254	46	증가율(%)	-12.1	70.4	26.3	25.0
단기금융자산	1	1	1	1	매출원가	956	1,529	1,876	2,285
매출채권	276	367	462	577	매출총이익	110	288	418	584
재고자산	850	999	1,147	1,434	판매비와관리비	109	156	143	139
비유동자산	1,115	1,344	1,418	1,402	연구개발비	6	11	14	17
유형자산	976	1,208	1,284	1,269	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	22	19	18	17	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,306	3,087	3,315	3,493	영업이익	1	132	275	445
유동부채	1,377	1,948	2,058	2,186	증가율(%)	-98.9	11,403.3	108.9	61.5
매입채무	314	583	768	945	영업이익률(%)	0.1	7.3	12.0	15.5
단기차입금	623	925	850	800	이자수익	1	9	7	1
유동성장기부채	155	155	155	155	이자비용	75	93	93	79
비유동부채	191	392	392	186	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	100	300	300	150	기타영업외손익	0	-1	-1	-1
장기차입금	56	56	56	-	세전계속사업이익	-106	45	186	364
부채총계	1,569	2,340	2,450	2,372	법인세비용	-3	10	42	82
지배주주지분	733	742	859	1,112	세전계속이익률(%)	-9.9	2.5	8.1	12.7
자본금	28	28	28	28	당기순이익	-102	35	144	282
자본잉여금	553	553	553	553	순이익률(%)	-9.6	1.9	6.3	9.8
이익잉여금	78	113	255	534	지배주주귀속 순이익	-101	35	142	279
기타자본항목	74	49	23	-3	기타포괄이익	-26	-26	-26	-26
비지배주주지분	4	5	6	10	총포괄이익	-129	9	118	257
자본총계	738	747	865	1,122	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-40	197	254	241	주당지표 (원)				
당기순이익	-102	35	144	282	EPS	-1,800	618	2,544	4,997
유형자산감가상각비	105	118	154	169	BPS	13,127	13,283	15,366	19,902
무형자산상각비	2	2	2	1	CFPS	99	2,772	5,336	8,034
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-306	-387	-267	-192	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-288	-350	-230	-154	PER		61.9	15.0	7.7
무형자산의 처분(취득)	-3	-	-	-	PBR	1.9	2.9	2.5	1.9
금융상품의 증감	23	-	-	-	PCR	255.6	13.8	7.2	4.8
재무활동 현금흐름	334	489	-89	-270	EV/EBITDA	21.4	14.0	8.2	5.7
단기금융부채의증감	130	302	-75	-50	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	228	200	-	-206	ROE	-12.6	4.7	17.8	28.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	10.1	13.9	18.8	21.4
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	212.6	313.3	283.2	211.4
현금및현금성자산의증감	-9	311	-89	-208	순부채비율	122.0	146.2	127.9	94.4
기초현금및현금성자산	41	32	343	254	매출채권회전율(x)	3.9	5.7	5.5	5.5
기말현금및현금성자산	32	343	254	46	재고자산회전율(x)	1.3	2.0	2.1	2.2

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-