

서진시스템 (178320/KQ)

글로벌 AI 인프라 축을 담당한다

미래산업/미드스몰캡. 나승두 / nsdoo@sk.com / 3773-8891

Signal: 증시 조정 국면 벗어났고 불확실성도 해소, 사업부별 전망 매우 밝음**Key:** 3Q26 사상 최고 매출 갱신 가능성 + 수익성 회복 확인될 것**Step:** 주가 상승 폭발력 상반기에 검증 완료, 주가 회복할 수 있는 체력 충분

매수(유지)

목표주가: 70,000 원(상향)

현재주가: 32,150 원

상승여력: 117.7%

STOCK DATA

주가(26/09/23)	32,150 원
KOSDAQ	844.48 pt
52주 최고가	80,800 원
60일 평균 거래대금	400 억원

COMPANY DATA

발행주식수	6,372 만주
시가총액	20,487 억원
주요주주	
전통규(외 8)	15.98%
네오솔루션즈(외 2)	12.31%
외국인 지분율	13.80%

주가 및 상대수익률



투자의견 매수, 목표주가 70,000 원 상향

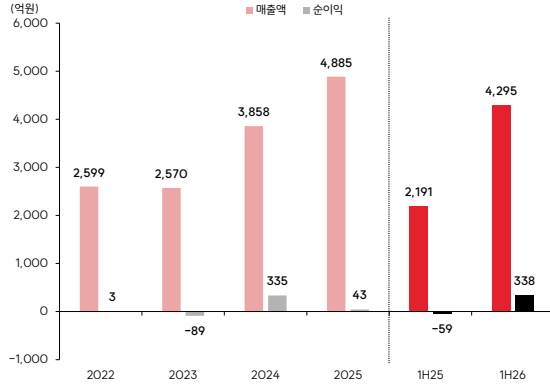
서진시스템의 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 55,000 원에서 70,000 원으로 27% 상향 조정한다. 밸류에이션 기준을 2026 년 EPS 에서 2027 년 EPS 로 변경하고, Target PER 은 글로벌 다이캐스팅 및 EMS 경쟁기업 4 사의 12m fwd PER 평균 30 배를 적용하여 목표주가를 산출했다. 이유는 크게 세 가지다. 첫째, 불확실성이 해소되었다. 공시 및 언론을 통해 공개된 베트남 법인의 불확실성은 모두 제거되었다. 오히려 우리나라와 베트남의 관계 강화 및 협력 확대에 따른 수혜 국면에 진입한 것으로 파악된다. 둘째, 반도체 장비 및 에너지 주변기기 사업 부문의 이익 창출 능력이다. 반도체 장비 사업을 담당하는 법인의 실적은 연평균 두 자리 수 이상 고공 성장하는 중이며, 올해 상반기 누적으로는 지난해 같은 기간 대비 YoY +96% 성장하는 모습을 보였다. 하반기에도 이와 같은 성장세는 계속될 것으로 예상되며, 연 수익성에도 큰 기여를 할 것으로 판단된다. 셋째, ESS 사업 부문의 회복이다. 상반기 기대에 미치지 못했던 실적은 사라지는 것이 아니라 하반기부터 내년까지 나누어 반영된다. 3 분기를 기점으로 글로벌 고객사 인도 물량을 회복하고, 미국 거점 라인에서의 출하도 시작됨에 따라 하반기는 뚜렷한 실적 회복세를 보일 것으로 예상된다.

증시 조정 벗어났고, 불확실성도 이제 끝

서진시스템은 글로벌 AI 인프라 공급망의 핵심 기업으로 완전히 자리 잡았다. 주요 고객사의 수주 및 실적 전망치가 계속 상향 조정됨에 따라 동사의 실적 전망치도 점진적인 상향 조정이 필요할 것으로 판단된다. AI 인프라 핵심 에너지원으로 떠오른 수소연료전지는 고객사의 수주가 급격히 증가하면서 위탁생산 장기공급계약에 대한 논의가 더욱 구체화되고 있다. 단기 공급 모듈 단위의 공시로 인해 일부 실망감이 표출된 것도 사실이지만, 장기공급계약을 포함한 전체적인 금액 수준은 확실히 시장 기대치를 상회할 것으로 추정된다. 미국 현지 공급 라인도 출하를 시작한 것으로 보이는 만큼 연말 실적 기여도는 클 것으로 판단된다. ESS 의 전방 수요도 여전히 흔들림 없다. 베트남 생산 기지와 미국 현지 조립 라인의 가동은 3분기부터 정상화 국면에 접어든 것으로 보이며, 글로벌 주요 고객사의 차세대 제품 생산도 큰 변화 없이 진행 중인 것으로 파악된다. 따라서 뚜렷한 상향하고의 실적 흐름이 나타날 것으로 판단한다. 주가 상승 폭발력은 이미 상반기에 충분히 검증되었다. 국내 증시가 전반적인 조정 국면을 벗어났고 개별 불확실성도 확실히 떨쳐낸 만큼 이제는 수익성 회복에 따른 주가 재평가가 필요한 시점이라는 판단이다. 목표주가의 상향 조정이 부담되지 않는 이유다.

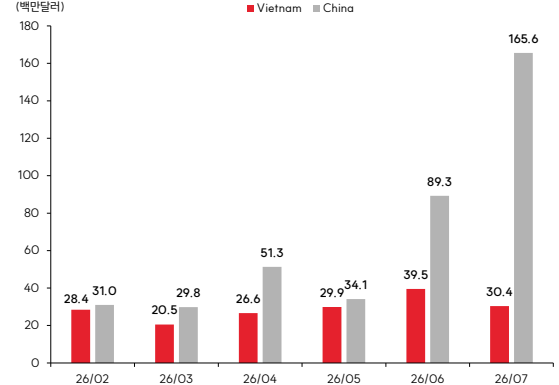


중속기업 텍스 실적 추이



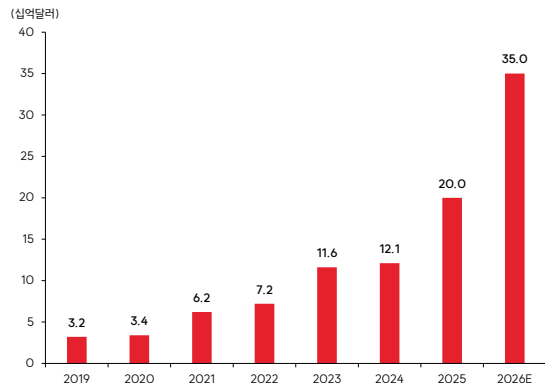
자료: 서진시스템, SK 증권

미국 월별 ESS 완제품 수입 금액 추이



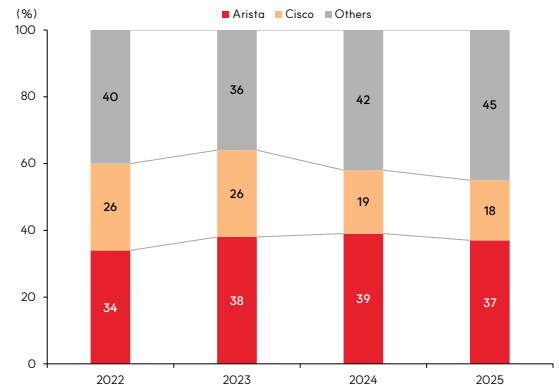
자료: US Census Bureau, SK 증권 / 주: 26/02 신설된 코드(0030) 기준

Bloom Energy 수주잔고(Backlog) 추이



자료: Bloom Energy, 언론종합, SK 증권

AI 데이터센터 고속 이더넷 시장 점유율



자료: Arista Networks, SK 증권

서진시스템 연간 실적 추이 및 전망

(억원)	2024	2025	2026E				2027E	2028E
			1Q	2Q	3QE	4QE		
매출액	12,138	10,663	18,130	2,802	4,102	5,015	6,212	22,657
ESS	6,360	3,978	5,571	792	1,275	1,544	1,960	8,773
반도체	1,943	2,913	8,212	1,128	1,957	2,417	2,709	9,831
통신	1,232	1,316	1,545	312	360	413	461	1,705
EV & Battery	1,122	718	945	235	233	237	240	1,093
기타	1,480	1,739	1,857	334	277	404	842	5,356
영업이익	1,087	11	107	-330	-194	236	394	1,969
(OPM, %)	(9.0)	(0.1)	(0.6)	(-11.8)	(-4.7)	(4.7)	(6.3)	(9.3)

자료: 서진시스템, SK 증권 추정

비교군(群) 주요 밸류에이션 지표(Peer Group Valuation)

구 분		A240810	A160980	A126340	A107640	A416180
		원익 IPS	싸이맥스	비나텍	한중엔시세스	산성에스티
시가총액 (억원)		65,625	2,933	6,233	3,649	2,278
직전 사업연도 (Annual, 억원)	매출액	9,098	1,644	822	1,753	1,169
	영업이익	738	233	18	40	23
PER (배)	2023	-123.4	14.3	135.9	-7.8	19.8
	2024	52.9	6.1	-19.1	11.1	36.4
	2025	39.7	10.7	-78.8	105.9	530.6
	2026E	30.1	10.3	-35.4	-	-
	2027E	27.4	8.2	31.2	63.8	-
PBR (배)	2023	1.9	0.9	4.1	9.5	2.3
	2024	1.2	0.5	1.9	2.6	2.5
	2025	3.4	0.8	5.9	4.6	2.8
	2026E	5.5	1.4	10.3	3.6	-
	2027E	4.6	1.2	7.8	3.2	-
PSR (배)	2023	2.4	1.0	4.9	1.1	1.5
	2024	1.5	0.6	2.9	1.1	2.0
	2025	3.7	1.0	5.6	2.5	2.5
	2026E	5.3	1.3	4.5	1.7	-
	2027E	4.1	1.1	2.7	1.0	-
EV/EBITDA (배)	2023	58.3	10.7	37.7	-	-
	2024	18.5	2.2	-215.9	15.5	17.6
	2025	26.9	2.5	48.8	46.4	41.2
	2026E	28.2	4.9	43.7	104.1	-
	2027E	19.2	3.4	17.5	17.4	-
ROE (%)	2023	-1.6	7.5	3.2	-	-
	2024	2.4	9.2	-13.1	32.7	7.1
	2025	9.1	8.1	-8.6	5.4	0.5
	2026E	20.0	13.8	-25.0	-	-
	2027E	17.9	15.5	28.5	5.3	-
ROA (%)	2023	-1.2	5.4	1.5	-	-
	2024	1.9	7.0	-6.3	10.6	5.1
	2025	7.3	6.6	-3.7	2.3	0.3
	2026E	16.4	11.8	-8.3	0.3	-
	2027E	15.0	13.0	6.9	2.8	-

자료: Data Guide, DART, 각 사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	11,416	11,916	16,620	20,255	23,347
현금및현금성자산	411	321	1,180	3,873	5,635
매출채권 및 기타채권	2,725	2,721	3,510	3,724	4,026
재고자산	7,723	8,497	10,959	11,627	12,572
비유동자산	9,616	11,149	11,031	11,238	11,550
장기금융자산	342	7	8	9	9
유형자산	8,190	9,762	9,649	9,867	10,186
무형자산	201	217	201	189	180
자산총계	21,032	23,064	27,650	31,493	34,897
유동부채	8,848	13,773	16,462	17,006	17,813
단기금융부채	5,414	10,322	12,280	12,661	13,230
매입채무 및 기타채무	2,979	2,890	3,482	3,608	3,792
단기충당부채	0	1	2	2	3
비유동부채	3,428	1,914	2,040	2,873	3,342
장기금융부채	3,156	1,754	1,774	2,540	2,941
장기매입채무 및 기타채무	3	3	3	3	3
장기충당부채	1	0	0	0	0
부채총계	12,276	15,687	18,502	19,878	21,155
지배주주지분	8,700	7,335	9,109	11,559	13,662
자본금	281	281	281	281	281
자본잉여금	5,546	5,529	7,648	8,648	8,648
기타자본구성요소	52	77	77	77	77
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,895	780	435	1,885	3,988
비지배주주지분	56	43	39	56	81
자본총계	8,756	7,378	9,148	11,615	13,742
부채와자본총계	21,032	23,064	27,650	31,493	34,897

현금흐름표

12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	-1,135	-398	-2,382	1,164	1,318
당기순이익(손실)	839	-1,024	-349	1,467	2,128
비현금성항목등	1,154	2,261	1,248	1,174	1,026
유형자산감가상각비	923	1,048	948	893	851
무형자산감각비	13	20	16	12	9
기타	219	1,193	285	269	165
운전자본감소(증가)	-2,662	-943	-2,500	-678	-975
매출채권및기타채권의감소(증가)	-987	-144	-788	-214	-302
재고자산의감소(증가)	-985	-1,291	-2,462	-668	-944
매입채무및기타채무의증가(감소)	110	149	593	125	184
기타	-550	-847	-905	-984	-1,160
법인세납부	-84	-156	-124	-185	-299
투자활동현금흐름	-2,118	-3,056	-367	-588	-484
금융자산의감소(증가)	-215	222	-18	-5	-7
유형자산의감소(증가)	-1,731	-2,877	-835	-1,111	-1,170
무형자산의감소(증가)	-10	-32	0	0	0
기타	-161	-369	486	528	692
재무활동현금흐름	3,490	3,338	4,097	2,147	971
단기금융부채의증가(감소)	366	1,295	1,958	381	570
장기금융부채의증가(감소)	2,990	2,133	20	766	401
자본의증가(감소)	3,927	-17	2,120	1,000	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-3,793	-73	-0	-0	0
현금의 증가(감소)	251	-90	859	2,693	1,762
기초현금	161	411	321	1,180	3,873
기말현금	411	321	1,180	3,873	5,635
FCF	-2,866	-3,274	-3,217	53	148

자료 : 서진시스템, SK증권 추정

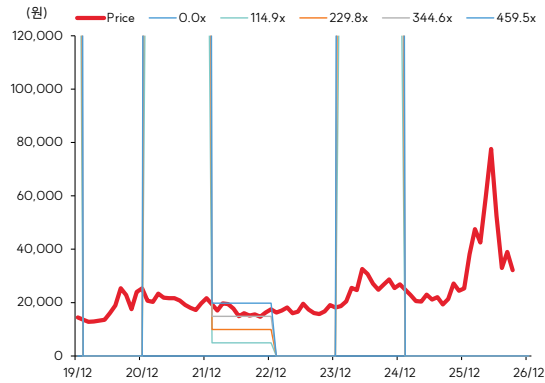
포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	12,138	10,663	18,130	22,657	27,322
매출원가	10,003	9,559	16,502	19,365	23,472
매출총이익	2,134	1,105	1,628	3,292	3,850
매출총이익률(%)	17.6	10.4	9.0	14.5	14.1
판매비와 관리비	1,047	1,093	1,521	1,323	1,317
영업이익	1,087	11	107	1,969	2,533
영업이익률(%)	9.0	0.1	0.6	8.7	9.3
비영업손익	97	-1,069	-332	-318	-106
순금융손익	-489	-741	-657	-614	-561
외환관련손익	410	-361	496	530	695
관계기업등 투자손익	-1	-4	0	0	0
세전계속사업이익	1,184	-1,058	-225	1,652	2,427
세전계속사업이익률(%)	9.8	-9.9	-1.2	7.3	8.9
계속사업법인세	344	-33	124	185	299
계속사업이익	839	-1,024	-349	1,467	2,128
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	839	-1,024	-349	1,467	2,128
순이익률(%)	6.9	-9.6	-1.9	6.5	7.8
지배주주	843	-1,012	-345	1,450	2,103
지배주주귀속 순이익률(%)	6.9	-9.5	-1.9	6.4	7.7
비지배주주	-3	-12	-4	17	25
총포괄이익	1,416	-1,286	-349	1,467	2,128
지배주주	1,420	-1,273	-345	1,451	2,106
비지배주주	-3	-13	-4	15	22
EBITDA	2,022	1,079	1,070	2,874	3,393

주요투자지표

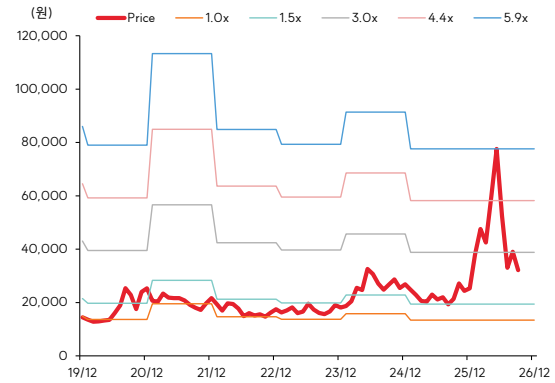
12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	55.9	-12.1	70.0	25.0	20.6
영업이익	121.8	-98.9	831.5	1,745.1	28.6
세전계속사업이익	44,551.7	적전	적지	흑전	46.9
EBITDA	58.8	-46.6	-0.9	168.6	18.1
EPS	흑전	적전	적지	흑전	45.1
수익성 (%)					
ROA	4.6	-4.6	-1.4	5.0	6.4
ROE	12.3	-12.6	-4.2	14.0	16.7
EBITDA마진	16.7	10.1	5.9	12.7	12.4
안정성 (%)					
유동비율	129.0	86.5	101.0	119.1	131.1
부채비율	140.2	212.6	202.3	171.1	153.9
순차입금/자기자본	93.1	158.5	139.9	96.8	76.0
EBITDA/이자비용(배)	4.1	1.4	1.6	4.4	5.3
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,498	-1,812	-542	2,277	3,304
BPS	15,467	13,127	14,311	18,160	21,463
CFPS	3,161	100	971	3,699	4,656
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	17.9	-14.0	-59.3	14.1	9.7
PBR	1.7	1.9	2.2	1.8	1.5
PCR	8.5	254.0	33.1	8.7	6.9
EV/EBITDA	11.5	24.0	34.7	12.4	10.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

서진시스템 PER 밴드 차트



자료: Quantiwise, SK 증권

서진시스템 PBR 밴드 차트



자료: Quantiwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.09.28	매수	70,000원	6개월		
2026.02.11	매수	55,000원	6개월	-11.86%	46.91%
2024.10.02	매수	41,000원	6개월	-40.48%	-6.83%



COMPLIANCE NOTICE

작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 09월 28일 기준)

매수	96.32%	중립	3.68%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------