

# 서진시스템 (178320)

## 정상화되는 방향성에 집중하자

### 3Q26 Preview: 영업이익 흑자전환 전망

3Q26 동사의 매출액은 5,290억원(+36% QoQ, +160% YoY), 영업이익은 542억원(흑자전환, OPM 10.3%)으로 전망한다. 미국 ESS 공장 셋업 관련 비용 부담을 반영해 영업이익 추정치를 하향 조정하나, ESS 출하 회복에 따른 실적 정상화 방향성은 유효하다. 지연되었던 미국 ESS 조립공장 셋업이 완료되면서 3분기부터 ESS 출하가 정상적으로 진행되고 있는 것으로 파악되며, 반도체 장비 사업부문 매출액도 다섯 분기 연속 증가세를 보이며 실적 개선을 뒷받침할 전망이다. 이에 따라 동사의 '26년 매출액은 약 1조 8,170억원(+70.5% YoY)으로 역대 최대치를 기록할 전망이다. 영업이익은 680억원(흑자전환, OPM 3.8%)으로 예상된다.

[ESS] 3Q26 ESS 사업부문 매출액은 2,150억원(+69% QoQ, +287% YoY)으로 전망한다. 미국 Fluence Energy형 휴스턴 공장과 삼성SDI형 인디애나 공장의 가동이 시작되면서 본격적인 외형 성장이 기대된다. 특히 삼성SDI는 4분기부터 인디애나 공장의 EV 라인 일부를 ESS용 LFP 라인으로 전환하고, '27년 말 미국 내 ESS용 셀 생산능력을 최대 30GWh까지 확대할 전망이다. 동사는 삼성SDI ESS 완제품의 하드웨어 제작 및 조립을 담당하는 단독 공급업체로, 고객사의 생산능력 확대에 따른 직접적인 수혜가 기대된다. 최근 미국 SOFC 업체형 수주를 받은 점 역시 추가적인 잠재 성장 요인이다. 이에 따라 '26년, '27년 ESS 사업부문 매출액은 6,640억원(+67% YoY), 8,889억원(+34% YoY)으로 급격한 성장세를 보일 것으로 예상된다.

[반도체장비] 3Q26 반도체장비 매출액은 2,200억원(+12% QoQ, +220% YoY)을 기록하며 고성장을 지속할 전망이다. '23년부터 준비했던 베트남 라인 생산능력 확대와 2)북미 반도체 장비 고객사향 물량 증가, 3)부품·가공 공정의 내재화 확대 속 외형 성장이 지속되고 있다. AI 수요에 따른 국내외 IDM/메모리 업체들의 증설 사이클과 주요 고객사의 비중화권 공급망 다변화가 맞물리며 당초 동사가 제시했던 연간 가이드선 5,000억원을 3분기 중 상회할 예정이다. '26년 반도체 장비 사업부문 매출액은 7,587억원(+160.4% YoY)을 기록할 전망이다. '27년은 약 1조원까지 급증할 것으로 예상된다.

### 목표주가는 하향했으나, 정상화되는 사업 방향성에 집중하자

동사 목표주가를 65,000원[기존 68,000원, -4.4%]으로 하향한다. 목표주가는 '27년 EBITDA 4,285억원에 글로벌 EMS 업체의 평균 EV/EBITDA 12배를 적용해 산출했다. 미국 ESS 신규 조립 공장의 초기 비용 부담과 수익성 회복 속도를 반영해 이익 추정치 및 목표주가는 하향은 불가피했으나, 향후 정상화될 실적 및 전방 고객사의 증설에 기반한 중장기 성장 방향성은 유효하다.

동사의 경쟁력은 Capex 집약적인 대규모 생산설비와 공정 내재화를 기반으로 고객사의 요구 물량을 안정적으로 공급하는 데 있다. 글로벌리 비중국 업체를 제외하고 대규모 설비투자를 감당하며 고객사 증설에 대응할 수 있는 EMS 업체는 제한적이다. 그간 생산능력 확대를 위한 선제적 투자와 고객사 생산 일정 지연으로 실적 개선이 늦어졌으나, 3분기는 투자 성과가 매출로 전환되는 초입 구간이라고 판단한다. 현재 반도체 장비 수요 호조와 국내 주요 배터리 업체의 ESS 사업 확대가 동시에 진행되는 만큼, 외형성장에 따른 레버리지 효과가 가시화되기 시작하면 본격적인 주가 상승을 기대할 수 있다고 판단한다.

## Company Brief

## Buy (Maintain)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 목표주가(12M)      | 65,000원(하향) |
| 증가(2026.10.23) | 33,200원     |
| 상승여력           | 95.8%       |

### Stock Indicator

|           |                |
|-----------|----------------|
| 자본금       | 28십억원          |
| 발행주식수     | 6,372만주        |
| 시가총액      | 2,278십억원       |
| 외국인지분율    | 12.1%          |
| 52주 주가    | 21,800~80,800원 |
| 60일평균거래량  | 1,104,234주     |
| 60일평균거래대금 | 41.4십억원        |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M    | 12M  |
|----------|------|------|-------|------|
| 절대수익률    | 11.2 | -8.3 | -33.6 | 32.7 |
| 상대수익률    | 22.2 | -8.8 | 4.0   | 47.5 |

### Price Trend



| FY           | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원)     | 1,066  | 1,817  | 2,294  | 2,869  |
| 영업이익(십억원)    | 1      | 68     | 273    | 432    |
| 순이익(십억원)     | -101   | -1     | 138    | 266    |
| EPS(₩)       | -1,800 | -15    | 2,468  | 4,758  |
| BPS(₩)       | 13,127 | 12,651 | 14,657 | 18,954 |
| PER(배)       |        |        | 14.5   | 7.5    |
| PBR(배)       | 1.9    | 2.8    | 2.4    | 1.9    |
| ROE(%)       | -12.6  | -0.1   | 18.1   | 28.3   |
| 배당수익률(%)     |        |        |        |        |
| EV/EBITDA(배) | 21.4   | 19.1   | 8.3    | 5.9    |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[통신/Mid-Small Cap]

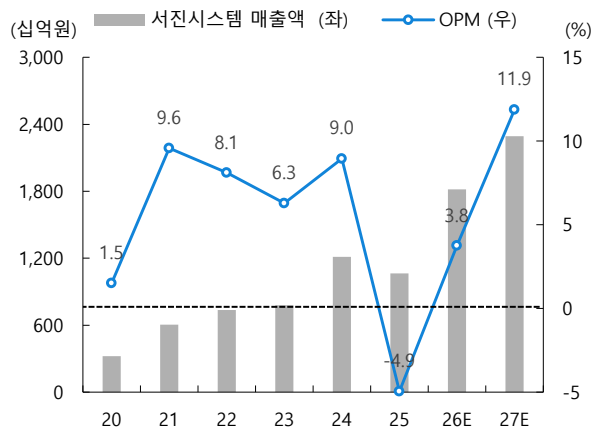
신희철 2122-9187 shc4235@imfnsec.com

표1. 서진시스템 실적 전망 테이블

|                 | 1Q25   | 2Q25  | 3Q25   | 4Q25   | 1Q26  | 2Q26  | 3Q26E  | 4Q26E | 2025  | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액             | 281    | 259   | 216    | 311    | 280   | 410   | 529    | 597   | 1,065 | 1,817 | 2,294 |
| YoY (%)         | -13.6  | -16.3 | -31.6  | 17.6   | -0.4  | 58.6  | 145.7  | 91.9  | -12.2 | 70.5  | 26.3  |
| QoQ (%)         | 6.4    | -8.1  | -16.7  | 44.3   | -9.9  | 46.4  | 29.1   | 12.7  |       |       |       |
| ESS             | 129    | 97    | 56     | 116    | 79    | 127   | 215    | 243   | 348   | 665   | 889   |
| YoY (%)         | -35.5  | -39.8 | -68.9  | 20.7   | -38.7 | 31.3  | 287.4  | 109.4 | -45.3 | 91.1  | 33.7  |
| QoQ (%)         | 34.5   | -24.9 | -42.8  | 109.0  | -31.7 | 61.0  | 68.6   | 13.0  |       |       |       |
| 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<br>(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   | 436    | 491   | 1,000 | 1,592 | 1,864 |
| 매출원가율<br>(%)    | 82.9   | 93.3  | 105.9  | 81.4   | 99.1  | 94.6  | 82.3   | 82.3  | 93.9  | 87.7  | 81.3  |
| 매출총이익           | 48     | 17    | -13    | 58     | 2     | 22    | 94     | 106   | 65    | 224   | 430   |
| GPM (%)         | 17.1   | 6.7   | -5.9   | 18.6   | 0.9   | 5.4   | 17.7   | 17.7  | 6.1   | 12.3  | 18.7  |
| YoY (%)         | -31.5  | -67.4 | -120.6 | 103.9  | -94.9 | 28.4  | -834.6 | 82.8  | -69.6 | 246.0 | 91.6  |
| QoQ (%)         | 69.7   | -64.2 | -174.0 | -553.0 | -95.8 | 804.9 | 323.6  | 12.7  |       |       |       |
| 판매비             | 27     | 23    | 24     | 34     | 35    | 42    | 39     | 40    | 117   | 156   | 157   |
| 판매비율 (%)        | 9.7    | 9.0   | 11.4   | 11.0   | 12.6  | 10.1  | 7.5    | 6.6   | 11.0  | 8.6   | 6.8   |
| 영업이익            | 21     | -6    | -37    | 24     | -33   | -19   | 54     | 66    | -53   | 68    | 273   |
| OPM (%)         | 7.4    | -2.3  | -17.3  | 7.6    | -11.8 | -4.7  | 10.3   | 11.1  | -4.9  | 3.8   | 11.9  |
| YoY (%)         | -51.8  | 적전    | 적전     | 2251.0 | 적전    | 적지    | 흑전     | 181.6 | 적전    | 흑전    | 299.5 |
| QoQ (%)         | 1987.0 | 적전    | 적지     | 흑전     | 적전    | 적지    | 흑전     | 21.8  |       |       |       |
| 당기순이익           | 1      | -81   | -48    | 26     | -20   | -40   | 10     | 50    | -124  | -1    | 140   |
| NPM (%)         | 0.4    | -31.4 | -22.3  | 8.2    | -7.3  | -9.8  | 1.9    | 8.3   | -11.6 | 0.0   | 6.1   |
| YoY (%)         | -97.0  | 적전    | 적전     | 223.7  | 적전    | 적지    | 흑전     | 93.8  | 적전    | 적지    | 흑전    |
| QoQ (%)         | -85.7  | 적전    | 적지     | 흑전     | 적전    | 적지    | 흑전     | 390.4 |       |       |       |

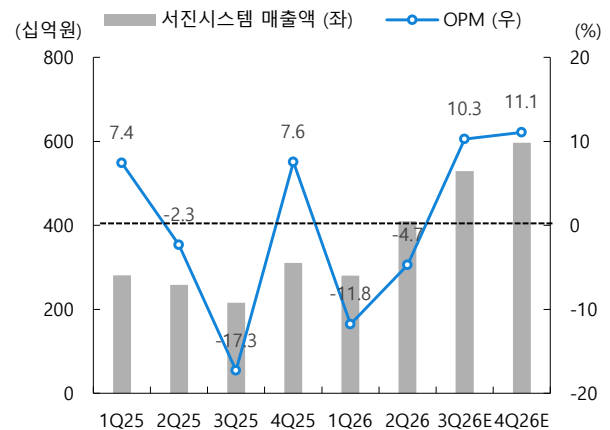
자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

그림1. 서진시스템 연간 매출액 및 OPM 전망



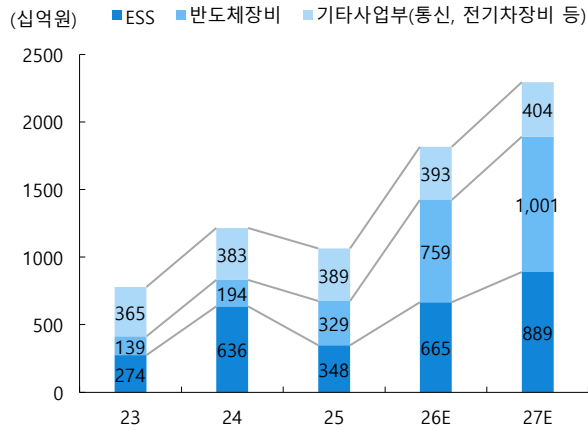
자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

그림2. 서진시스템 분기별 매출액 및 OPM 전망



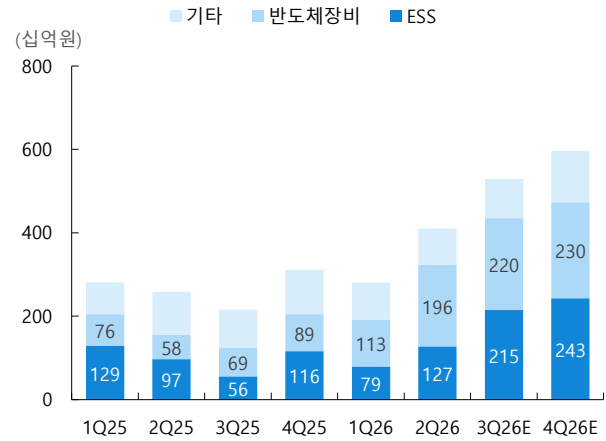
자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

그림3. 사업부문별 연간 매출액 전망: ESS, 반도체장비 사업부문의 급격한 외형성장 기대



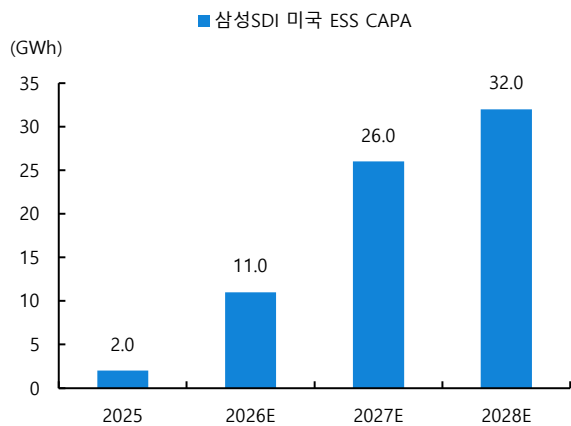
자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

그림4. 미국 공장 가동 속 3분기 ESS 사업부문 정상화 기대



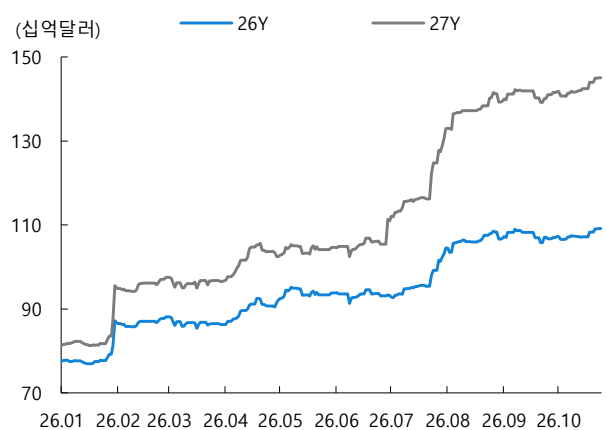
자료: 서진시스템, iM증권 리서치본부

그림5. 삼성SDI 미국 ESS CAPA 확대는 하드웨어/조립 단독 공급업체인 동사의 중장기 성장동력



자료: iM증권 리서치본부

그림6. AI 수요에 따른 글로벌 파운드리/IDM/메모리 기업들의 증설 사이클 속 반도체장비 수요 호조세 지속



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표2. 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 | 1816.5   | 2294.0 | 0.0%        | 0.0%   |
| 영업이익      | 68.2     | 272.6   | 131.8    | 275.4  | -48.2%      | -1.0%  |
| 세전이익      | -1.1     | 180.0   | 45.1     | 185.6  | 특자전환        | -3.0%  |
| 지배주주순이익   | -0.8     | 137.9   | 34.5     | 142.2  | 특자전환        | -3.0%  |
| 영업이익률     | 3.8%     | 11.9%   | 7.3%     | 12.0%  | -3.5%p      | -0.1%p |
| 세전이익률     | -0.1%    | 7.8%    | 2.5%     | 8.1%   | -2.5%p      | -0.2%p |
| 지배주주순이익률  | 0.0%     | 6.0%    | 1.9%     | 6.2%   | -1.9%p      | -0.2%p |

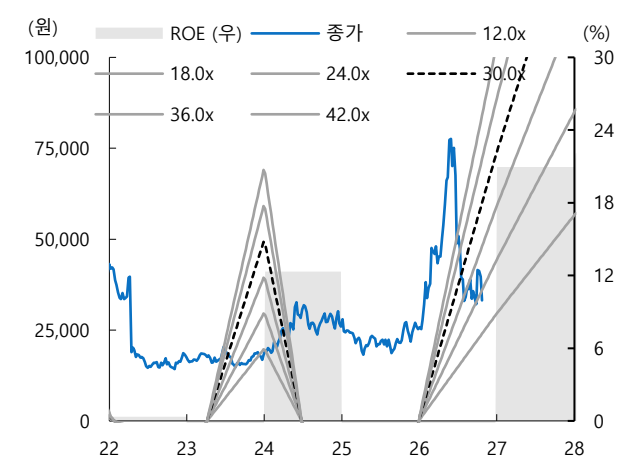
자료: iM증권 리서치본부

표3. 서진시스템 목표주가 산출

| 구분                 | 내용     | 비고                                                                  |
|--------------------|--------|---------------------------------------------------------------------|
| EBITDA (십억원)       | 428.5  | 27E EBITDA                                                          |
| Target EV/EBITDA   | 12.0   | Jabil, 폭스콘, Flex, Luxshare 등 글로벌 AI 밸류체인에 진입한 EMS 업체들의 평균 EV/EBITDA |
| Target EV(십억원)     | 5,142  | 27E EBITDA x Target EV/EBITDA                                       |
| 순차입금 (십억원)         | 1,511  | 27E 순차입금                                                            |
| Equity Value (십억원) | 3,632  | Target EV - 순차입금                                                    |
| 발행주식수 (천주)         | 55,873 |                                                                     |
| 적정주가               | 65,002 | Equity Value / 발행주식수                                                |
| 목표주가               | 65,000 |                                                                     |
| 전일종가               | 33,200 |                                                                     |
| 상승여력               | 95.8%  |                                                                     |

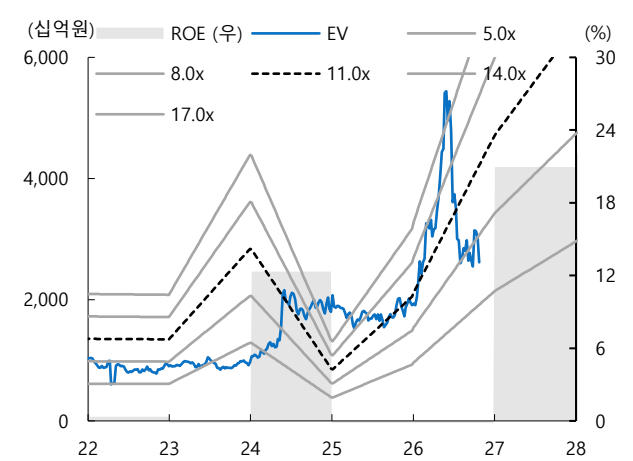
자료: iM증권 리서치본부

그림7. 서진시스템 '22~26 12개월 선행 P/E 밴드



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림8. 서진시스템 '22~26 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

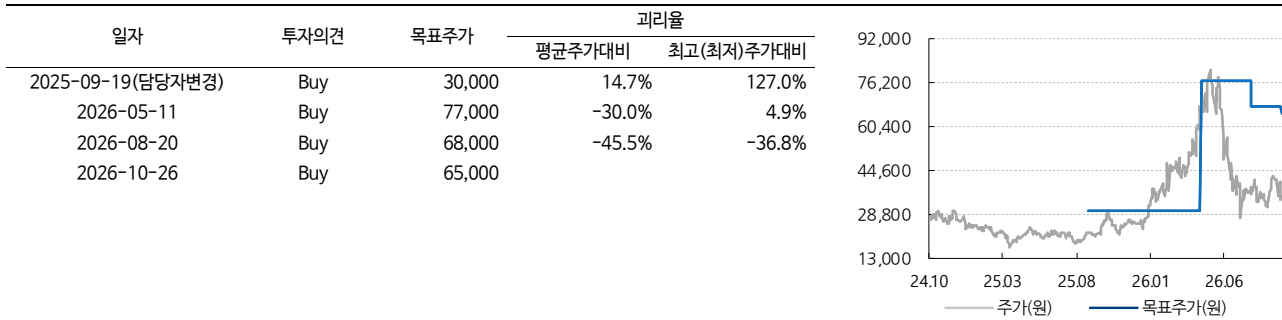
| 재무상태표      |       |       |       |       | 포괄손익계산서     |       |         |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|---------|-------|-------|
| (십억원)      | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E | (십억원, %)    | 2025  | 2026E   | 2027E | 2028E |
| 유동자산       | 1,192 | 1,562 | 1,702 | 2,093 | 매출액         | 1,066 | 1,817   | 2,294 | 2,869 |
| 현금 및 현금성자산 | 32    | 53    | 58    | 105   | 증가율(%)      | -12.1 | 70.4    | 26.3  | 25.0  |
| 단기금융자산     | 1     | 1     | 1     | 1     | 매출원가        | 956   | 1,592   | 1,864 | 2,278 |
| 매출채권       | 276   | 385   | 462   | 577   | 매출충이익       | 110   | 224     | 430   | 591   |
| 재고자산       | 850   | 1,090 | 1,147 | 1,377 | 판매비와관리비     | 109   | 156     | 157   | 159   |
| 비유동자산      | 1,115 | 1,344 | 1,418 | 1,418 | 연구개발비       | 6     | 11      | 14    | 17    |
| 유형자산       | 976   | 1,208 | 1,284 | 1,286 | 기타영업수익      | -     | -       | -     | -     |
| 무형자산       | 22    | 19    | 18    | 17    | 기타영업비용      | -     | -       | -     | -     |
| 자산총계       | 2,306 | 2,906 | 3,119 | 3,511 | 영업이익        | 1     | 68      | 273   | 432   |
| 유동부채       | 1,377 | 1,759 | 1,859 | 2,008 | 증가율(%)      | -98.9 | 5,853.9 | 299.5 | 58.6  |
| 매입채무       | 314   | 529   | 653   | 802   | 영업이익률(%)    | 0.1   | 3.8     | 11.9  | 15.1  |
| 단기차입금      | 623   | 825   | 800   | 800   | 이자수익        | 1     | 1       | 2     | 3     |
| 유동성장기부채    | 155   | 155   | 155   | 155   | 이자비용        | 75    | 88      | 91    | 91    |
| 비유동부채      | 191   | 436   | 436   | 436   | 지분법이익(손실)   | 0     | 0       | 0     | 0     |
| 사채         | 100   | 400   | 400   | 400   | 기타영업외손익     | 0     | -1      | -1    | -1    |
| 장기차입금      | 56    | -     | -     | -     | 세전계속사업이익    | -106  | -1      | 180   | 347   |
| 부채총계       | 1,569 | 2,195 | 2,295 | 2,444 | 법인세비용       | -3    | 0       | 41    | 78    |
| 지배주주지분     | 733   | 707   | 819   | 1,059 | 세전계속이익률(%)  | -9.9  | -0.1    | 7.8   | 12.1  |
| 자본금        | 28    | 28    | 28    | 28    | 당기순이익       | -102  | -1      | 140   | 269   |
| 자본잉여금      | 553   | 553   | 553   | 553   | 순이익률(%)     | -9.6  | 0.0     | 6.1   | 9.4   |
| 이익잉여금      | 78    | 77    | 215   | 481   | 지배주주귀속 순이익  | -101  | -1      | 138   | 266   |
| 기타자본항목     | 74    | 49    | 23    | -3    | 기타포괄이익      | -26   | -26     | -26   | -26   |
| 비지배주주지분    | 4     | 4     | 6     | 9     | 총포괄이익       | -129  | -27     | 114   | 243   |
| 자본총계       | 738   | 711   | 825   | 1,068 | 지배주주귀속총포괄이익 | -     | -       | -     | -     |

| 현금흐름표        |      |       |       |       | 주요투자지표                 |        |        |        |        |
|--------------|------|-------|-------|-------|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원)        | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |                        | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
| 영업활동 현금흐름    | -40  | -22   | 299   | 250   | 주당지표(원)                |        |        |        |        |
| 당기순이익        | -102 | -1    | 140   | 269   | EPS                    | -1,800 | -15    | 2,468  | 4,758  |
| 유형자산감가상각비    | 105  | 118   | 154   | 162   | BPS                    | 13,127 | 12,651 | 14,657 | 18,954 |
| 무형자산상각비      | 2    | 2     | 2     | 1     | CFPS                   | 99     | 2,139  | 5,260  | 7,674  |
| 지분법관련손실(이익)  | 0    | 0     | 0     | 0     | DPS                    | -      | -      | -      | -      |
| 투자활동 현금흐름    | -306 | -387  | -267  | -201  | Valuation(배)           |        |        |        |        |
| 유형자산의 처분(취득) | -288 | -350  | -230  | -164  | PER                    |        |        | 14.5   | 7.5    |
| 무형자산의 처분(취득) | -3   | -     | -     | -     | PBR                    | 1.9    | 2.8    | 2.4    | 1.9    |
| 금융상품의 증감     | 23   | -     | -     | -     | PCR                    | 255.6  | 16.7   | 6.8    | 4.7    |
| 재무활동 현금흐름    | 334  | 398   | -39   | -14   | EV/EBITDA              | 21.4   | 19.1   | 8.3    | 5.9    |
| 단기금융부채의증감    | 130  | 167   | -25   | -     | Key Financial Ratio(%) |        |        |        |        |
| 장기금융부채의증감    | 228  | 245   | -     | -     | ROE                    | -12.6  | -0.1   | 18.1   | 28.3   |
| 자본의증감        | -    | -     | -     | -     | EBITDA이익률              | 10.1   | 10.4   | 18.7   | 20.7   |
| 배당금지급        | -    | -     | -     | -     | 부채비율                   | 212.6  | 308.7  | 278.2  | 228.8  |
| 현금및현금성자산의증감  | -9   | 21    | 5     | 47    | 순부채비율                  | 122.0  | 186.5  | 157.1  | 117.0  |
| 기초현금및현금성자산   | 41   | 32    | 53    | 58    | 매출채권회전율(x)             | 3.9    | 5.5    | 5.4    | 5.5    |
| 기말현금및현금성자산   | 32   | 53    | 58    | 105   | 재고자산회전율(x)             | 1.3    | 1.9    | 2.1    | 2.3    |

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.

## [투자의견]

## 종목추천 투자등급

종목투자의견은 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 2026-09-30 기준]

| 매수  | 중립(보유) | 매도 |
|-----|--------|----|
| 92% | 8%     | -  |