

서진시스템 (178320. KQ)

수직계열화의 신(神)

투자의견

BUY(신규)

목표주가

33,000 원(신규)

현재주가

21,500 원(06/02)

시가총액

1,209(십억원)

미드/스몰캡 허준서_02)368-6175_pos03066@eugenefn.com

- 목표주가 33,000원 투자의견 BUY로 커버리지 개시(상승여력 47%), 목표주가는 2025년 예상 EPS에 Target PER 20배를 적용해 산출, Target PER은 글로벌 EMS 업체인 Jabil과 Sanmia의 동기간 PER을 20% 할증한 20배를 적용, 할증 근거는 Peer 대비 높은 실적 성장률
- 원재료부터 완제품까지 수직계열화가 완료된 글로벌 메탈 플랫폼 업체, 주요 제품은 ESS, 반도체/통신장비의 전자 부품과 외장재, 전기차 차체와 배터리 부품 등 알루미늄과 메탈 소재의 하드웨어 생산
- ESS부문 미국내 높은 ESS 수요로 인해 고성장 전망, 현재 최대 고객사인 Fluence Energy의 물량을 제외하더라도 국내 셀업체 및 해외 SI 업체들로 고객사 다변화되는 국면
- 2015년 인수한 Texon의 전자부품 생산 능력으로 기존 반도체 부문의 외형 성장뿐 아니라 수익성 개선까지 이뤄
- 현재 주가는 2025년 실적 기준 PER 13배로 글로벌 EMS 업체인 Jabil과 Sanmina의 동기간 평균(17배)보다 낮아
- 해당 업체들의 올해와 내년 성장세 둔화되는데 비해 서진시스템의 성장세 높아, 멀티플 할증근거 충분

주가(원,6/2)	21,500
시가총액(십억원)	1,209

발행주식수	56,248천주
52주 최고가	35,550원
최저가	16,490원
52주 일간 Beta	0.57
60일 일평균거래대금	66억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2025F)	0.0%

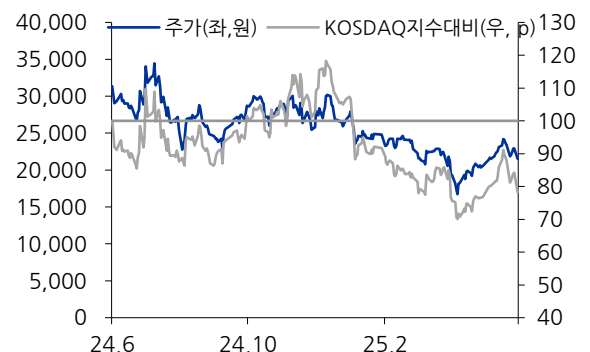
주주구성	
전통주 (외 18인)	45.3%
네오솔루션즈 (외 3인)	10.0%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	1.8	-26.2	-22.2
절대기준	4.4	-16.7	-34.0

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	신규
목표주가	33,000	-	신규
영업이익(25)	166.7	-	신규
영업이익(26)	265.4	-	신규

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	778.7	1,213.8	1,610.9	2,168.0
영업이익	49.0	108.7	166.7	265.4
세전손익	0.3	118.4	112.3	206.6
당기순이익	(22.7)	83.9	89.3	160.7
EPS(원)	(600)	1,498	1,606	2,887
증감률(%)	적전	흑전	7.2	79.7
PER(배)	-	17.9	13.4	7.4
ROE(%)	(4.3)	12.3	10.4	17.1
PBR(배)	1.4	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	10.6	11.5	7.1	5.4

자료: 유진투자증권



목표주가 33,000 원, 투자의견 BUY로 커버리지 개시

2025년 예상 EPS 1,606 원에 Target PER 20 배 적용

목표주가 30,000 원 투자의견 BUY로 서진시스템의 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 회사의 주력 사업부인 ESS 부문 성장이 회복되는 2025년의 예상 EPS에 글로벌 EMS 업체들의 평균 PER인 17 배를 20% 할증해서 산출했다.

현재 회사의 성장동력은 ESS 부문과 반도체 부문이다. ESS 부문은 재생에너지 설치량이 많고 피크시간대 초과 발전량이 전력망의 큰 문제인 미국 서부(CAISO)와 중남부(ERCOT)의 수요에 의해 성장할 전망이다. 반도체 부문은 주요 고객사들의 조립공정 및 부품제조 관련 탈 중국화의 수혜에 힘입어 고성장 할 전망이다.

높아진 유형자산 레벨에 주목하자, 조달한 자금은 전액 시설투자와 운전자본확충으로 사용됐고 지난 4 개년동안 연평균 매출액 성장률 40%를 기록하며 회사는 비전을 이미 증명했다. 작년 하반기부터 축소된 성장과 대외 변수 불확실성은 이미 주가에 반영됐고 이제는 하반기로 가며 회복될 실적에 주목할 시간이다.

도표 1. 서진시스템 목표주가 산출 로직

(단위: 십억원, 천주, 원, 배, %)	비고
매출액	1,610.9 2025년 연간 매출액
ESS	790.2 2025년 ESS 사업부문 매출액
반도체	427.7 2025년 반도체 사업부문 매출액
EV	102.4 2025년 EV 사업부문 매출액
통신	127.2 2025년 통신 사업부문 매출액
기타	163.4 2025년 기타 매출액
영업이익	166.7 2025년 영업이익
당기순이익	89.3 2025년 당기순이익
주식수	56,248 2025년 1분기 말 상장 주식 수
EPS	1,606 2025년 EPS
Target PER	20 Jabil, Sanmina 동기간 PER 평균(17 배) 20% 할증
적정주가	32,666
목표주가	33,000
현재주가	22,450
상승여력	47.0

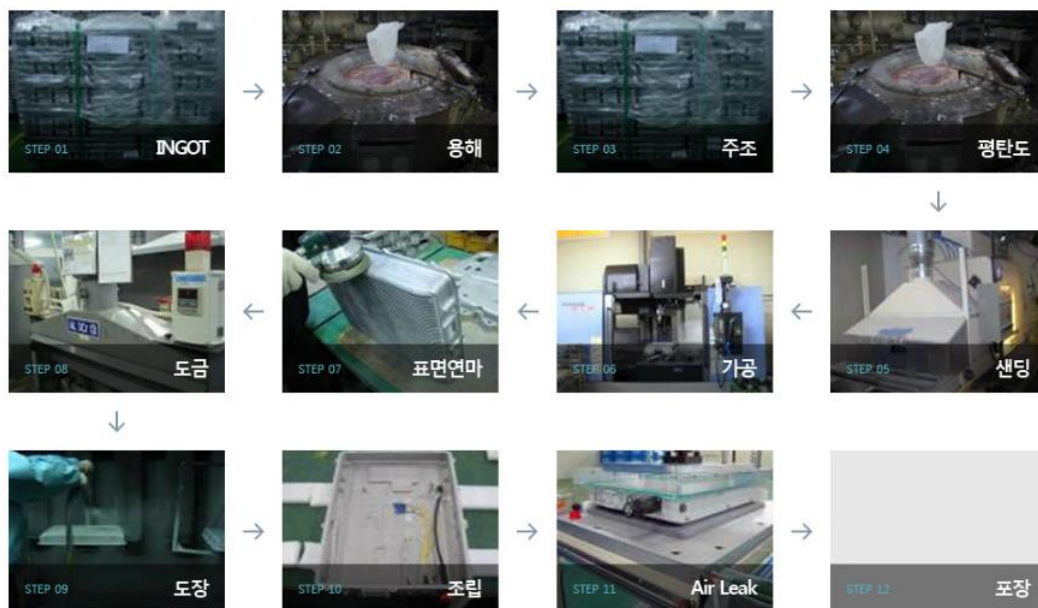
자료: 유진투자증권

서진은 수직계열화의 신이다

잉곳부터 EMS 제조 전과정 내재화

서진시스템의 가장 강력한 투자포인트는 수직계열화다. 메탈 스크랩으로 잉곳을 제조하고 잉곳을 다양한 성형 방식(주조, 압연, 압출, CNC 가공, 다이캐스팅)으로 가공해 고객사가 원하는 완제품을 만들어주는 EMS 밸류체인에서 **잉곳 제조과정부터 최종 완제품까지 전 공정을 내재화**하고 있다. 이로 인해 서진시스템은 베트남에 제조 공장을 보유하고 있는 점을 감안하더라도 1) 중국 경쟁사들과도 경쟁력 있는 마진률을 확보할 수 있으며, 2) 고객사가 원하는 납기 스케줄에 맞춰 제품을 인도할 수 있다.

도표 2. EMS 제조 공정과 서진시스템 수직계열화

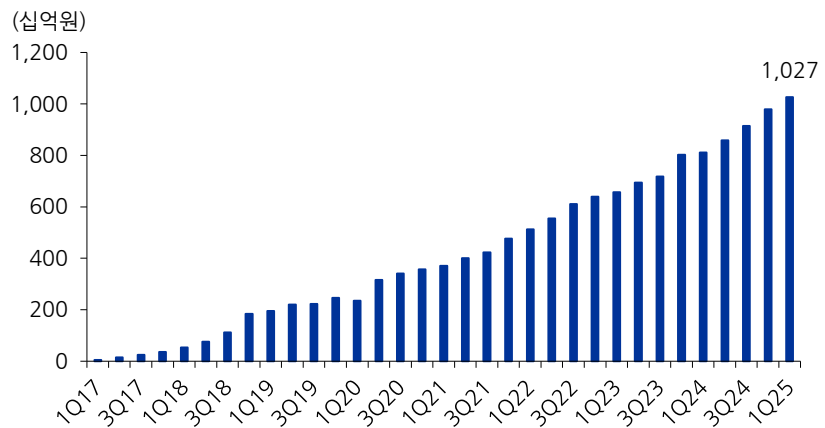


자료: 서진시스템, 유진투자증권

압도적 규모의 인프라가 진입장벽 그 자체

메탈 성형 자체가 역사가 오래된 2 차산업이라 ESS, 반도체 등 고부가가치 산업의 전방 고객사를 확보했음에도 서진시스템이 창출하는 부가가치가 작다고 생각할 수 있다. 그래서 진입장벽이 크지 않다는 오해까지 받는다. **하지만 장기간 투자를 통해 키워온 사업규모와 수직계열화 인프라 자체가 진입장벽이다.** 서진시스템은 베트남 박닌성과 박장성에 걸쳐 약 30 만평수준의 부지를 확보하고 있으며, 2017 년부터의 누적 유형자산 취득금액은 1 조원에 달한다. 신규업체가 진입하기 위해서 최소한 해당규모의 투자금이 필요하다는 뜻이다. 거기에 메이저 고객사들 향으로 가지고 있는 납품 레퍼런스는 서진시스템의 진입장벽을 더 공고히 한다.

도표 3. 서진시스템 누적 유형자산취득 금액



자료: 서진시스템, 유진투자증권

재생에너지와 미국시장을 먹고 자라는 ESS 부문

재생에너지 확대 = ESS 시장 성장

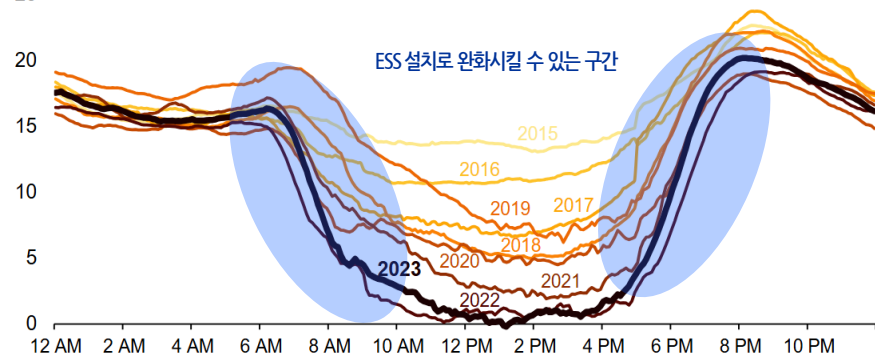
서진시스템의 ESS 부문 실적을 가늠할 수 있는 척도는 재생에너지의 성장을 먹고 자라는 ESS 시장의 성장세다. 재생에너지의 특성인 간헐성은 안정적인 전력망 운영에 부담을 주는데 ESS는 이를 해결하기 위한 최고의 선택지기 때문이다.

재생에너지, 특히 태양광 에너지의 발전량 비중이 높은 전력망에서는 덤커브가 발생한다. 덤커브는 일몰 후 전력의 수요가 꺾이기 전 태양광의 발전량이 급격하게 떨어지며 발생하는 전력공급의 순부하 상승을 말한다. 전력수요와 일치하지 않는 공급량은 주파수를 불안정하게 만든다. 이는 전력망의 내구성에 부정적인 영향을 미치고 블랙아웃등의 사고로 이어진다. ESS는 이를 해결하는데 효과적이다. 전력의 발전이 수요를 초과하는 피크시간대에 남는 전기를 저장하고, 순부하가 급감하는 일몰시간 이후에 공급할 수 있기 때문이다.

도표 4. 태양광 설치량 증가에 따라 심해지는 덤커브 현상

California's duck curve is getting deeper

CAISO lowest net load day each spring (March–May, 2015–2023), gigawatts



자료: CAISO, EIA 유진투자증권

그래서 재생에너지의 발전량이 높아지면 ESS는 필연적으로 함께 성장한다. 태양광과 풍력 등 재생에너지는 글로벌(미국, 유럽) 전력시장에서 이미 2015년 이후 전체 발전원 중 가장 낮은 LCOE(단위 전력당 발전단가)를 달성했다. 규모의 경제를 달성했기 때문이다. 생산단가는 곧 발전사업자가 부담하는 원가이기에 LCOE가 낮은 전력원을 선택하는 것은 발전사업자의 수익성 개선과 직결된다. 글로벌 재생에너지 설치량이 구조적으로 성장하는 이유다.

도표 5. 재생에너지 LCOE, 전체 발전원중 가장 낮아

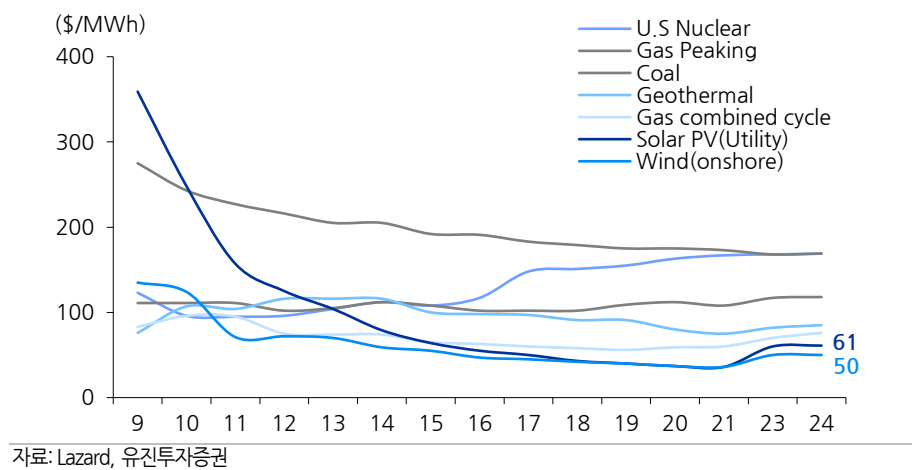


도표 6. 글로벌 재생에너지 신규설치량

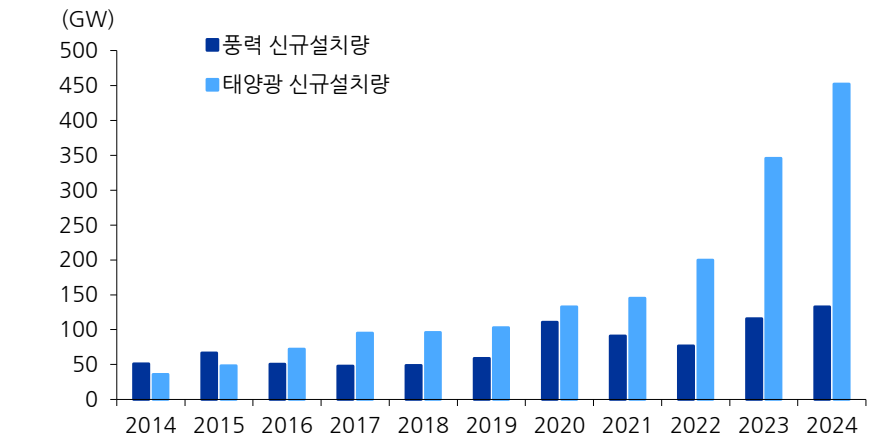


도표 7. 테슬라 ESS 출하량

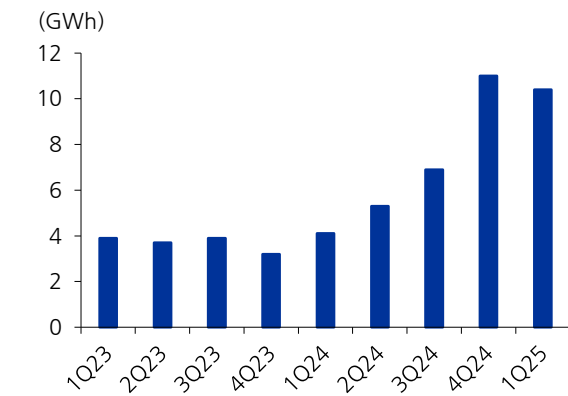
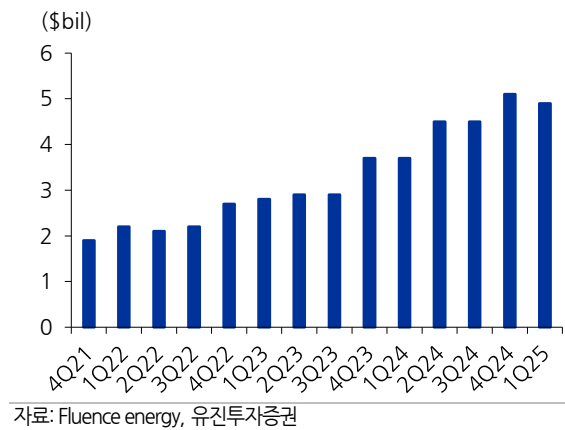


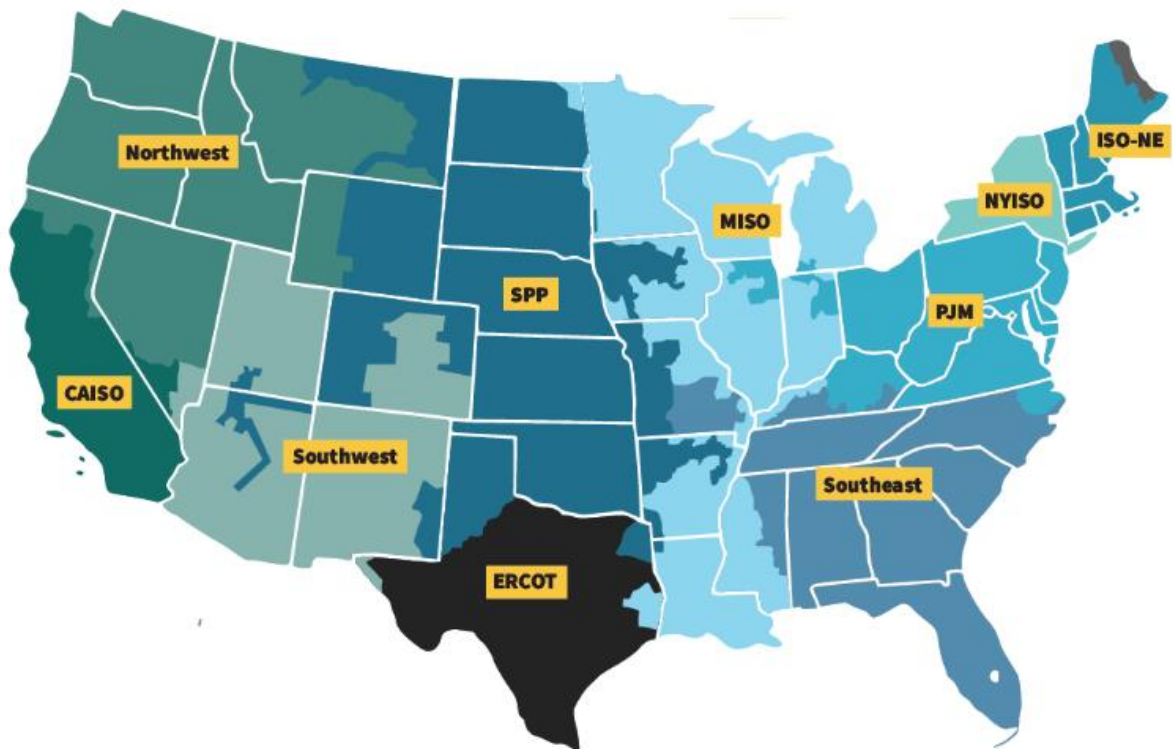
도표 8. 플루언스 에너지 수주잔고 추이



민영화된 미국 전력망, 주요 전력원도 망마다 가지각색

트럼프의 복귀로 재생에너지 시장의 성장성에 대한 우려가 높다. 석탄과 천연가스 등 전통에너지와 원전을 확대하려는 정책으로 인해 ESS 시장도 성장세를 의심받는다. 미국의 전력시장에 대한 낮은 이해도에서 나오는 명백한 기우다. 미국 전력시장은 CAISO, ERCOT, MISO, SPP, NYSIO, PJM, ISONE 7개로 나뉘져 있으며 각 전력망마다 발전믹스도 가지각색이다. 동부 대비 일조량이 압도적으로 큰 서부는 태양광이 유리하며, 농장과 여유 부지가 많고 풍력자원이 풍부한 중부는 풍력, 재생에너지 자원이 부족하지만 해안에 닿아 있는 동부는 원전, 가스가 유리한 환경이다. 미국의 전력망은 이를 확실하게 반영하고 있다.

도표 9. 민영화된 미국 전력망



자료: FERC, 유진투자증권

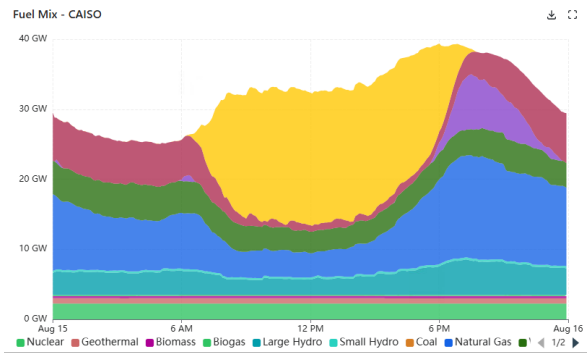
도표 10. 7 개 ISO/RTO 연간 누적 발전량과 재생에너지 비중

구분	주	연간 누적 발전량(*)	재생 에너지 비중	주요 재생에너지원	비고
CAISO	캘리포니아 네바다 일부	200	49%	태양광 풍력 수력 배터리	주 단위 ISO 미국내 가장 높은 태양광 발전 비중, 덕커브
NYISO	뉴욕	800	30%	수력 풍력 태양광	주 단위 ISO 수력 및 원자력 발전비중 높음 도시 밀집지역, 겨울철 천연가스 수급 이슈
ERCOT	텍사스	500	34%	풍력 태양광	주 단위 ISO 독립적 전력망(타 지역과 계통 연계 거의 없음) 풍력 태양광 성장세
ISO-NE	뉴잉글랜드 (코네티컷, 메인, 메사추세츠, 뉴햄프셔, 로드아일랜드, 버몬트)	116	15-20%	수력 풍력 태양광 바이오매스	복수 주 관할 ISO 퀘벡, NYISO 등에서 연간 에너지 수요 17% 수입 천연가스, 원자력, 수력 중심
PJM	델라웨어 일리노이 인디애나 켄터키 등 13 개 주	850	10%	풍력 태양광	복수 주 관할 RTO 미국 최대 전력시장 천연가스, 석탄, 원자력 등 발전원 다양
MISO	미시간 인디애나 루이지애나 몬테나 등 15 개 주	730	17%	풍력 태양광 수력	복수 주 관할 RTO 석탄, 천연가스, 풍력 등 에너지믹스 다양 농업, 제조업 중심 수요
SPP	아칸소, 아이오와 캔자스, 루이지애나 미주리 등 14 개 주	270	38%	풍력 태양광	복수 주 관할 RTO 높은 풍력발전 비중 송전망 확장 및 재생에너지 통합 이슈 존재

자료: FERC, 유진투자증권

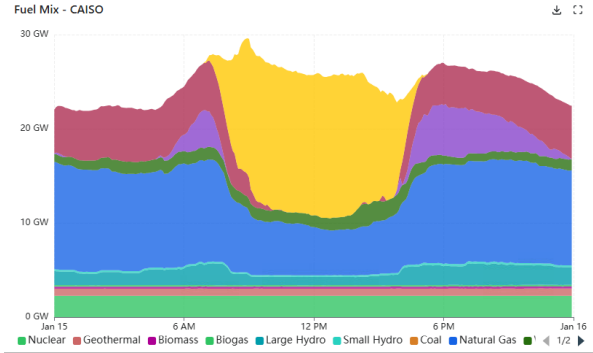
주) 연간 누적 발전량 기준 2024 년

도표 11. CAISO 발전 믹스(2024-08-15)



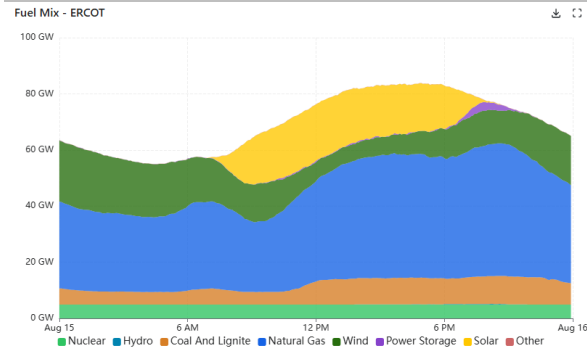
자료: Gridstatus, 유진투자증권

도표 12. CAISO 발전원 믹스(2025-01-15)



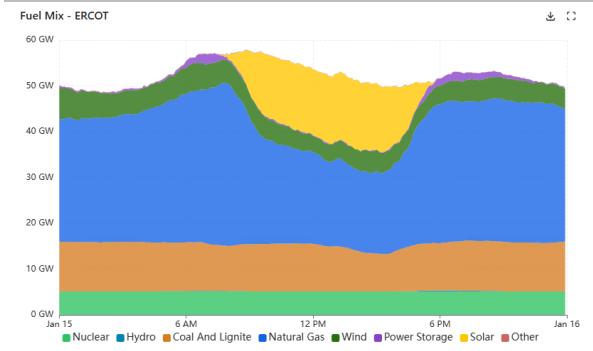
자료: Gridstatus, 유진투자증권

도표 13. ERCOT 발전 믹스(2024-08-15)



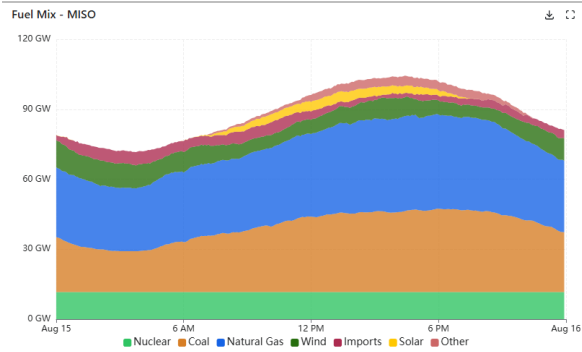
자료: Gridstatus, 유진투자증권

도표 14. ERCOT 발전원 믹스(2025-01-15)



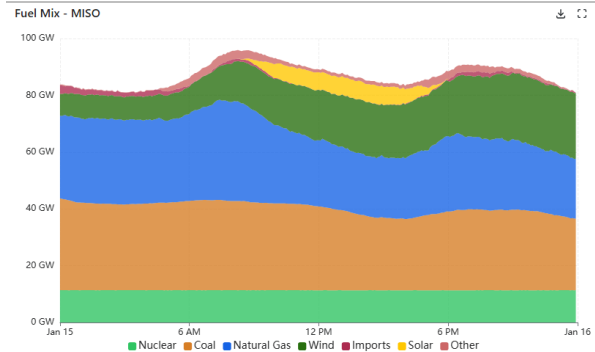
자료: Gridstatus, 유진투자증권

도표 15. MISO 발전 믹스(2024-08-15)



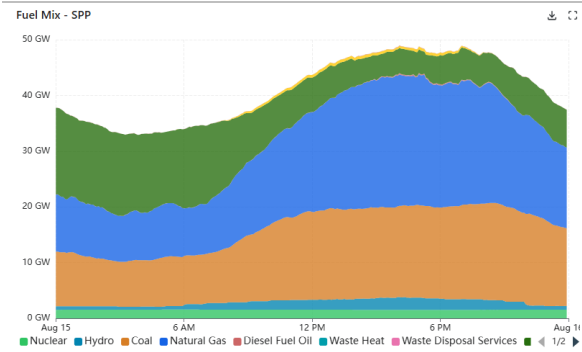
자료: Gridstatus, 유진투자증권

도표 16. MISO 발전원 믹스(2025-01-15)



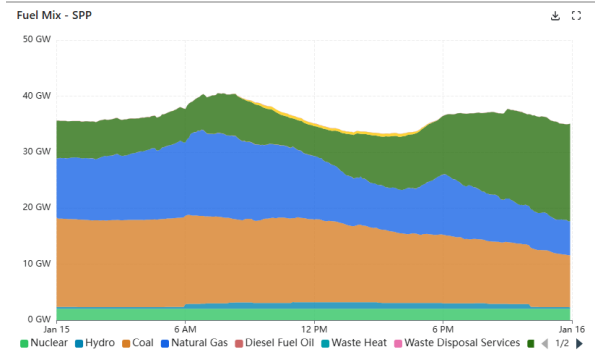
자료: Gridstatus, 유진투자증권

도표 17. SPP 발전 믹스(2024-08-15)



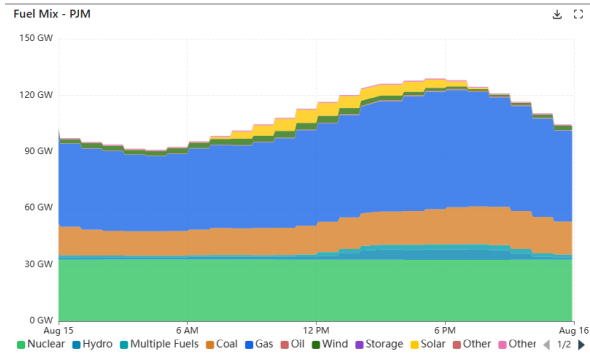
자료: Gridstatus, 유진투자증권

도표 18. SPP 발전원 믹스(2025-01-15)



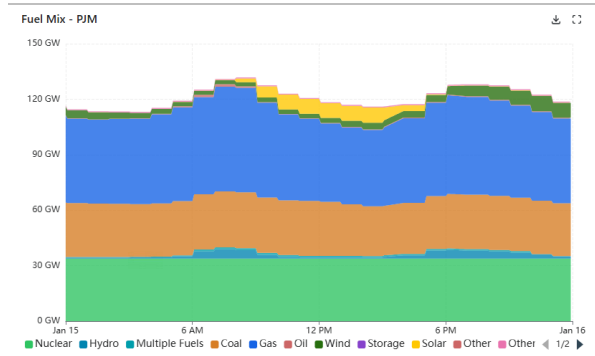
자료: Gridstatus, 유진투자증권

도표 19. PJM 발전 믹스(2024-08-15)



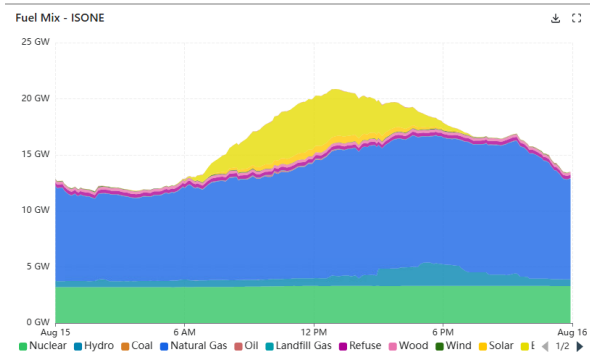
자료: Gridstatus, 유진투자증권

도표 20. PJM 발전원 믹스(2025-01-15)



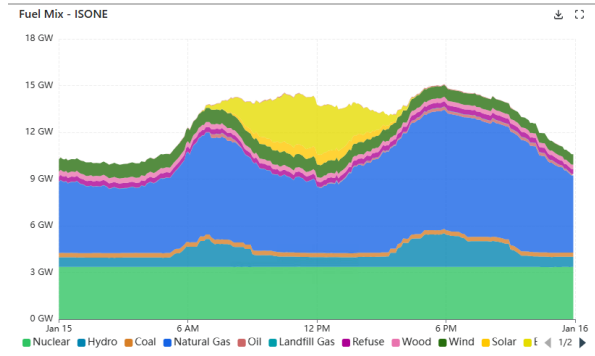
자료: Gridstatus, 유진투자증권

도표 21. ISO-NE 발전 믹스(2024-08-15)



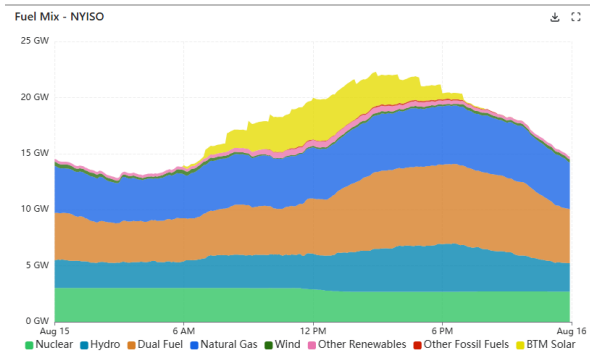
자료: Gridstatus, 유진투자증권

도표 22. ISO-NE 발전원 믹스(2025-01-15)



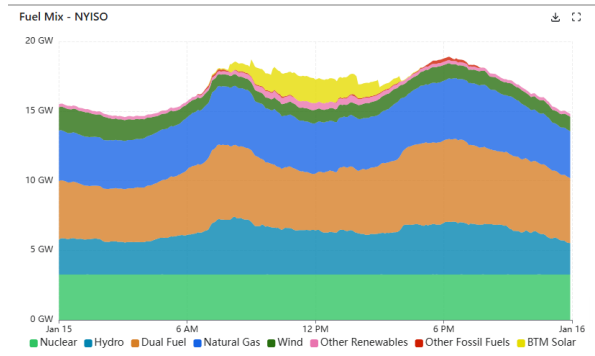
자료: Gridstatus, 유진투자증권

도표 23. NYISO 발전 믹스(2024-08-15)



자료: Gridstatus, 유진투자증권

도표 24. NYISO 발전원 믹스(2025-01-15)



자료: Gridstatus, 유진투자증권

각 전력망 별로 다른 발전원 믹스를 고려한다면 전통에너지(가스, 석탄)와 원전의 확대가 재생에너지의 성장을 잡아먹는 방식으로 이뤄지지 않는다는 것을 알 수 있다. 각 권역의 상황(재생에너지 자원 규모)과 발전단가 등 고려해 최적화된 발전 믹스를 가지기 때문이다. ESS 는 재생에너지 발전량 비중이 높은 서부(CAISO)와 중부(ERCOT)를 중심으로 확대될 전망이다.

도표 25. 미국 내 ESS 신규 설치량 추이

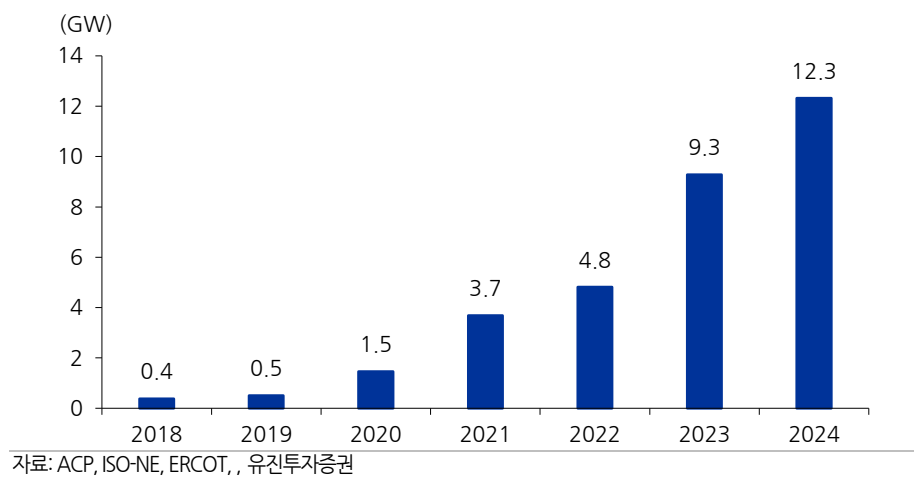
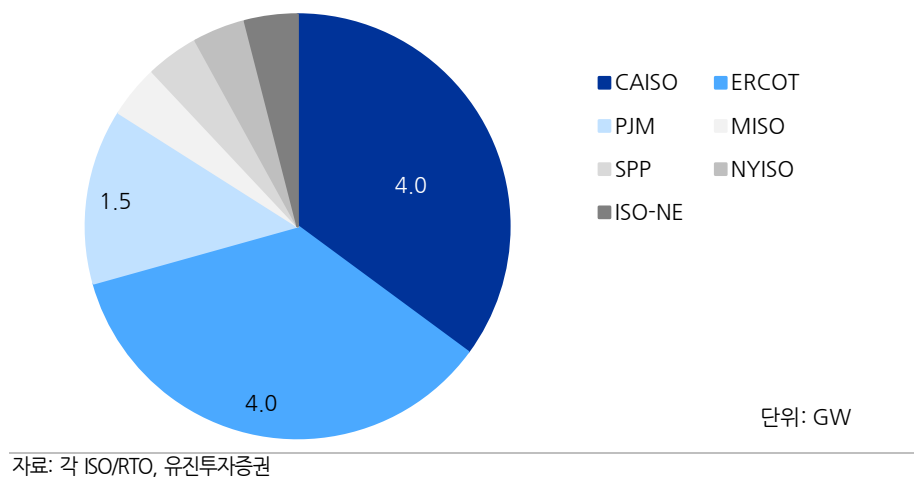


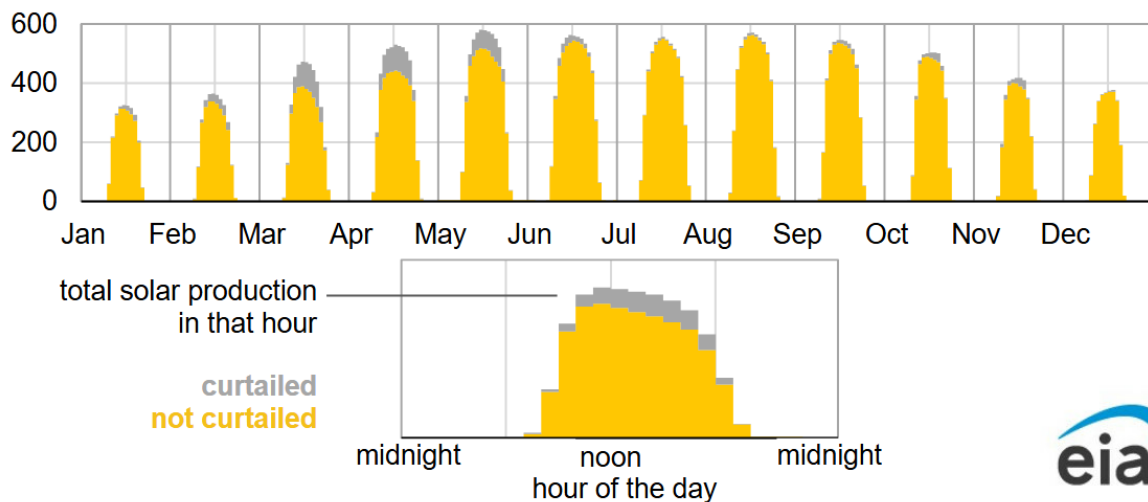
도표 26. 2024 년 망 사업자 별 ESS 신규 설치량



특히 CAISO의 경우 기 설치된 재생에너지의 초과발전이 큰 문제로 대두되고 있으며 이를 해결하기 위해 감축발전을 적용하고 있다. 2024년 연간 CAISO에서 감축 발전한 태양광&풍력 발전량은 340만 MWh이며 이 중 93%를 태양광이 차지했다. CAISO는 이를 해결하기 위해 잉여전력을 인근 망사업자에 판매하거나, ESS의 계통 적용 확대 및 송전 계획 확충 등을 제시하고 있으며 특히 에너지 저장 장치의 경우 ESS의 확대와 수소 생산 및 장주기 에너지 저장 등을 고려하고 있어 미국 서부와 중부의 ESS 시장은 구조적으로 성장할 것으로 전망한다.

도표 27. CAISO, 피크시간대에 수요보다 초과 생산되는 태양광 전력 감축 발전

Solar production and curtailments by the California Independent System Operator, average hourly values by month, January 2024–December 2024
thousand megawatthours



자료: EIA, 유진투자증권

전방 고객사가 서진시스템을 주목하는 이유

현재 서진시스템 ESS 부문의 주요 매출처는 Fluence Energy 다. 서진시스템이 셀과 냉각기를 제외한 케이스와 부품을 독점으로 공급하고 있다. 주요 ESS 사업자 중 하나인 Fluence 가 서진시스템을 단독 공급사로 지정한 것에서 앞서 언급한 수직계열화의 힘을 엿볼 수 있다. 서진시스템은 고객사의 납기를 준수하고 우호적인 판매가격을 제시할 수 있다.

다른 선택지는 중화권 EMS 업체들이다. 이 경우 각 공정별 업체들을 개별적으로 지정해 필요 부품을 주문해야 하고 각 업체들의 유통마진까지 고려했을 때 최종고객사는 이에 상응하는 비용을 부담해야한다. 이를 제외하고도 공정별로 업체가 다를 경우 품질관리에 어려움이 있다. 모두 서진시스템을 고객사로 선택하면 지지 않아도 되는 문제다.

도표 28. 수직계열화는 마진과 QC 모든 측면에서 우월한 전략(예시)



자료: 유진투자증권

이런 장점으로 인해 서진시스템의 고객사도 다변화되고 있다. 현재 주력 매출처인 Fluence Energy를 제외하고도 P사와 H사 등 다수의 ESS 사업자들에게 공급을 하거나 논의중에 있다. 뿐만 아니라 미국 시장의 높아지는 ESS 사업 기회로 셀 제조 업체들도 직진출을 하는 상황인데 국내 셀 업체들에게도 공급논의가 오가는 상황이다. 고객사가 다변화되는 국면에 전방시장의 경쟁강도가 높아지는 것은 공급사의 경쟁력을 부각시킬 수 있는 이벤트다.

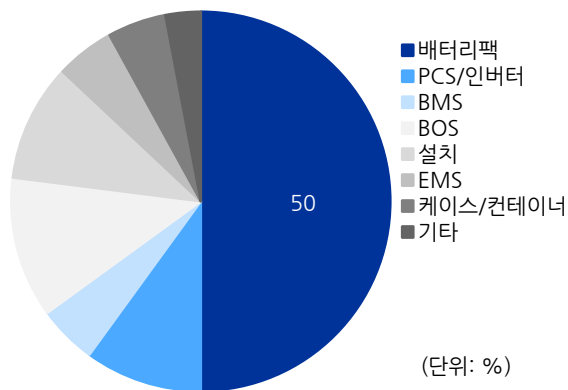
회사는 이미 성공적인 납품 레퍼런스와 높은 납기 준수율, 우호적인 가격, 커스터마이징 니즈등 고객사가 원하는 요구사항을 모두 충족할 수 있는 인프라를 갖췄다.

ESS 설치 비용 관련 노이즈 해소는 스케줄 정상화의 신호탄

ESS 사업자의 특성 상 설치 비용을 고정비로 상각하기 때문에 설치비용이 낮을 때 프로젝트의 진행 속도가 빨라진다. ESS 설치비용의 60%를 차지하는 셀가격이 중요한 이유다. 미국과 관세 갈등을 가장 많이 겪고 있는 중국의 직간접적 밸류체인 장악도가 매우 높고, 매크로 이슈가 고조될 때 셀 가격도 영향을 받는다. 최근 ESS 실적이 부진한 이유도 여기에 있다.

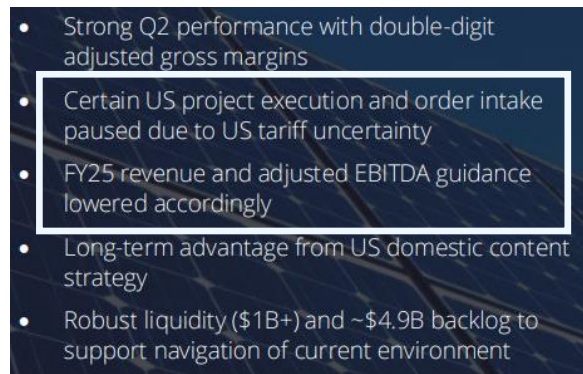
소형에서 중대형으로의 폼팩터 변경으로 인해 일부 물량이 지연된 것도 있지만 관세 불확실성을 이유로 Fluence Energy의 일부 프로젝트가 취소/지연된 것이 원인이다. Fluence Energy는 상반기 실적 컨퍼런스 콜을 통해 가이드언스를 하향했는데 호주 프로젝트 취소나 관세 불확실성으로 인한 프로젝트 지연 우려를 원인으로 들었다. 폼팩터 변경은 마무리 국면으로 파악하고 있지만 관세와 관련한 불확실성을 점검할 필요가 있다.

도표 29. ESS 설치 비용 Breakdown



자료: NREL, 유진투자증권
* 100MWh 대규모 프로젝트 기준

도표 30. 플루언스 에너지 실적요약



자료: Fluence Energy, 유진투자증권

서진시스템은 이미 미국 내 조립공장을 준비하고 있다. 셀 조립 단계의 이전까지 완성한 제품을 베트남에서 북미로 보내고, 미국 현지에서 Fluence Energy가 소싱한 셀을 조립하는 방식이다. 셀 비용이 100% 확률로 관세에 노출되는 이슈를 해결할 수 있는 방안이라 해당 영향을 상당부분 해소했다고 판단한다.

하지만 배터리 밸류체인 내 중국의 장악도가 매우 높은 상황에서 미국과 중국의 관세 전쟁이 지속될 경우 전반적인 배터리 가격에 영향을 미칠 수밖에 없고 높아진 배터리 가격은 프로젝트의 진행속도에 영향을 미치기 때문에 관련 이슈는 지속 점검해야한다. 현재 베트남의 상호관세는 7 월 9 일까지 유예되었고 비상식적인 수준으로 높아져 있던 중국과의 상호관세율도 5/13 협상으로 합리적인 수준으로 낮아졌다.

과거 2023 년 높은 셀가격을 이유로 Fluence 의 프로젝트 지연이 있었고 서진시스템의 ESS 부문 실적도 함께 지연된 적 있었지만 결국 정상화되며 압도적인 성장세를 기록한 바 있다. 단기적인 부침은 있을 수 있다. 하지만 매크로 이슈가 해결될 때 가장 크게 추진력을 얻을 수 있는 업체가 서진이라는 점은 변함없는 사실이다.

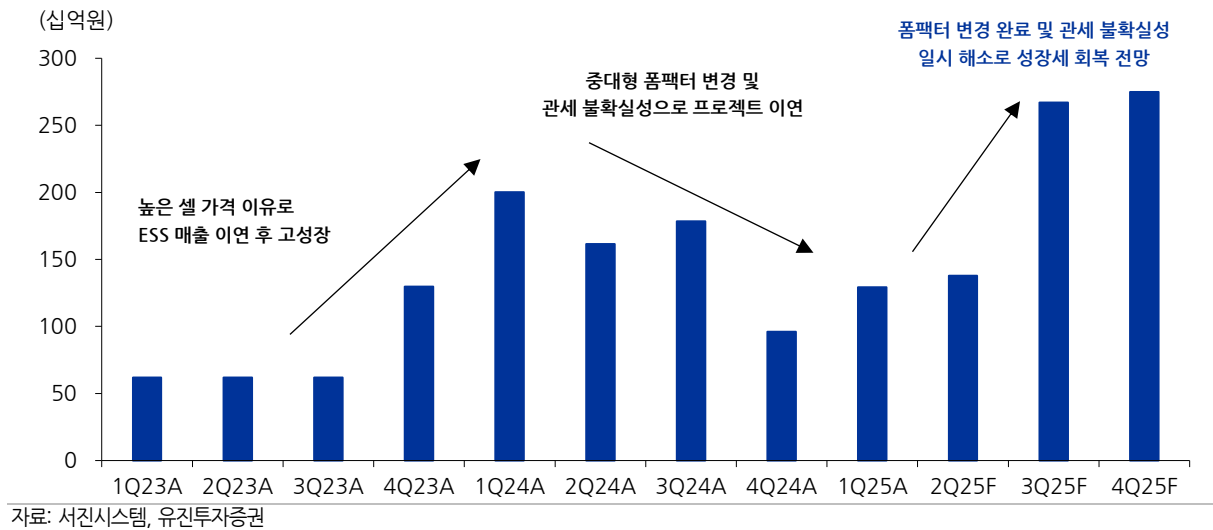
도표 31. 미-중, 미-베트남 관세 현황

베트남		중국	
상호관세	46%	상호관세	145% -> 30%
* 90일 유예 적용 중(~25.07)		* 90일간 적용 후 협상 불발 시 54%로 상승	
철강, 알루미늄	25% (HS코드 확인 필요)	철강, 알루미늄	25% (254개 파생상품)
* 50%로 인상예정 (06/05~)		* 50%로 인상예정 (06/05~)	

자료: 언론 종합, 유진투자증권

주) 진한 파란색 테두리: 현재 적용중인 관세율

도표 32. 서진시스템 ESS 사업부문 매출액 추이 및 전망



수직계열화의 은혜가 반도체 부문에도 내리네

전장부품 내재화로 수익성 개선과 고객사 확대 두마리 토끼 잡아

2015 년 전장기업 텍슨을 인수했다. 메탈케이스만 만들던 서진시스템의 사업영역이 PCB 제조 및 전자부품제조 등으로 확장되며 수직계열화가 이뤄졌고 ESS, 반도체 장비등의 사업기회로 이어졌다. 텍슨은 서진시스템에 인수되기 이전에도 램리서치의 공급사였으나 서진시스템 인수 후 부품 내재화를 꾸준히 진행했고 이를 통해 기존의 단순 조립보다 더 높은 부가가치를 창출 할 수 있게 됐다.

도표 33. 자회사 텍슨 사업 영역



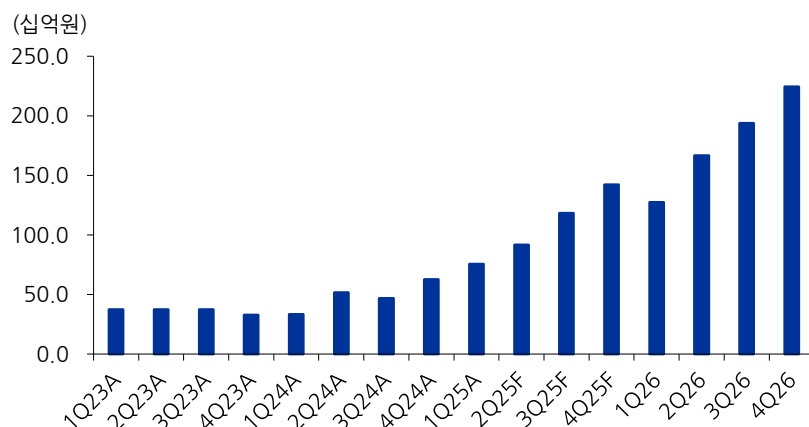
자료: 서진시스템, 유진투자증권

올해부터 높은 성장세를 보일 반도체 사업부문의 실적이 이를 증명할 예정이다. 반도체 부문은 2022 년과 2023 년 동안 연간 1,500 억원 수준의 매출을 기록하다 2024 년 1,900 억원대로 상승했다. 높아지는 전방 고객사의 수요에 맞춰 성장했고 지난 4 분기 626 억원에 이어 올해 1 분기에는 756 억을 기록했다.

서진시스템은 금형의 개발비등을 무형자산으로 인식 후 상각하지 않고 당기의 비용으로 인식하는 경우가 있다(2Q22, 2Q23 부진한 영업이익 참고). 지난 4 분기 반도체 부문 매출의 높은 성장세에도 부진했던 마진은 반도체 부문의 관련 비용을 인식했기 때문인 것으로 추정한다. 올해는 반도체 부문의 공정최적화와 금형제조 관련 등 비용이 제거돼 레버리지를 일으켜 반도체 부문이 높은 성장세 및 이익 기여도가 높을 전망이다.

반도체 부문의 가장 큰 성장 트리거는 서구권 반도체 장비 회사들의 탈중국 수요다. 이미 램리서치와 ASML, AMAT 등 반도체 장비 제조사는 조립과 비핵심 부품 제조 등에서 중국 공급사를 대체하려 하고 있고, 주요 팹이 위치한 한국과 대만의 지근 거리인 베트남에 수직계열화된 인프라를 갖추고 있는 당사의 경쟁력이 부각될 것이다.

도표 34. 서진시스템 반도체 부문 매출액 추이와 전망



자료: 서진시스템, 유진투자증권

2025 년도 고성장 전망

매출액 1 조 6,109 억원, 영업이익 1,667 억원 예상

서진시스템의 2025년 매출액은 1 조 6,109 억원, 영업이익은 1,667 억원으로 각각 전년 비 32.7%, 53.3% 성장할 전망이다. 지난해 1 조 이상 매출을 달성한데 이어 올해도 고성장을 전망한다. 부문별로는 ESS 7,902 억원, 반도체 4,277 억원으로 두 사업부문이 실적 성장을 견인할 것으로 예상된다.

2025년 1분기 매출액은 2,813 억원(-13.6% yoy), 영업이익 209 억원(-51.8% yoy)을 기록했다. 부진했던 지난 4 분기 보다는 양호한 실적이지만 ESS 매출이 확대됐던 전년 동기의 높은 기저로 역성장했다. 하지만 소형에서 중대형으로의 폼팩터 전환도 이뤄졌고 고객사인 Fluence energy의 가이던스 축소 주원인인 미 중 관세 갈등도 합리적인 수준으로 조정되어 하반기로 가며 성장세를 회복할 전망이다.

도표 35. 서진시스템 연간실적(연결) 추정

(십억원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	606.1	736.0	778.7	1,213.8	1,610.9	2,168.0
YoY(%)	88.3	21.4	5.8	55.9	32.7	34.6
ESS	130.5	189.8	315.3	636.0	790.2	1017.7
반도체	70.9	147.8	144.9	194.3	427.7	712.3
EV	0.0	47.7	100.9	112.2	102.4	131.2
통신장비	139.0	221.3	152.5	123.2	127.2	128.5
핸드셋	58.7	51.9	26.4	0.0	0.0	0.0
기타	207.1	129.0	96.7	148.0	163.4	178.4
매출원가	488.6	607.2	640.7	1,000.3	1,315.2	1,744.1
매출총이익	117.6	128.8	137.9	213.4	295.7	423.9
판관비	59.6	69.1	88.9	104.7	129.0	158.6
영업이익	58.0	59.7	49.0	108.7	166.7	265.4
YoY(%)	140.1	2.9	(17.9)	121.8	53.3	59.2
OPM	9.6	8.1	6.3	9.0	10.3	12.2
영업외손익	(12.9)	(29.2)	(48.7)	9.7	(54.4)	(58.8)
세전이익	45.1	30.5	0.3	118.4	112.3	206.6
법인세비용	6.5	13.6	2.5	34.4	23.0	45.9
계속사업이익	38.6	16.9	(2.2)	83.9	89.3	160.7
중단사업이익	0.0	(15.3)	(20.5)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.0	1.6	(22.7)	83.9	89.3	160.7

자료: 서진시스템, 유진투자증권

도표 36. 서진시스템 분기실적(연결) 추정

(십억원)	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	325.7	308.9	314.8	264.4	281.3	330.2	497.1	502.3
YoY(%)	64.6	74.3	96.3	8.7	(13.6)	6.9	57.9	90.0
ESS	200.2	161.4	178.3	96.1	129.2	145.4	269.9	245.7
반도체	33.4	51.7	46.7	62.6	75.6	91.8	118.2	142.1
EV	30.7	30.7	28.1	22.7	12.2	22.4	32.5	35.4
통신장비	29.1	30.0	27.7	36.4	32.6	31.2	31.6	31.9
핸드셋	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	32.3	35.1	34.0	46.7	31.7	39.6	44.9	47.2
매출원가	255.4	256.0	252.9	236.0	233.1	278.1	399.4	404.6
매출총이익	70.2	52.8	62.0	28.4	48.1	52.2	97.6	97.7
판관비	27.0	21.7	28.7	27.4	27.3	28.3	35.2	38.2
영업이익	43.3	31.1	33.3	1.0	20.9	23.9	62.4	59.5
YoY(%)	396.3	(279.0)	957.9	(98.2)	(51.8)	(23.3)	87.6	5822.8
OPM	13.3	10.1	10.6	0.4	7.4	7.2	12.6	11.8
영업외손익	(4.5)	0.5	(14.2)	27.8	(18.6)	(9.4)	(12.9)	(13.5)
세전이익	38.8	31.7	19.0	28.8	2.3	14.5	49.5	46.0
법인세비용	1.5	16.9	(4.8)	20.9	1.1	1.1	10.5	10.2
당기순이익	37.3	14.8	23.9	7.9	1.2	13.4	39.0	35.8

자료: 서진시스템, 유진투자증권

단기 불확실성 노이즈를 과도하게 반영한 주가

성장구간 진입에도 이를 반영하지 못한 멀티플

현재 주가는 2025년 예상실적 기준 PER 13.4배, 2026년의 EPS를 기준으로 7.4 배 수준이다. 시간이 흐름에 따라 급격하게 떨어지는 멀티플은 회사의 성장성을 반증한다. 작년부터 시작된 ESS 부문의 높은 성장세에 반도체 부문의 성장까지 더해지기 때문이다.

사업영역이 100% 일치하진 않지만 비중국 글로벌 EMS 업체들의 동기간 PER은 17 배, 14 배 수준이다(Jabil FY2025, 18.9 배, FY2026 16.5 배, Sanmina FY2025 15 배, FY2026 12 배). 해당업체들의 동기간 매출과 이익 성장률을 고려했을 때 서진시스템의 밸류에이션은 저평가 국면이라고 판단한다.

베트남 관세 불확실성, 신규 CB 조달 루머등의 노이즈로 급락했던 주가는 이제 막 회복 국면에 들어섰다. 글로벌 시장에서 서진시스템만큼 EMS 공정 내 수직 계열화를 이룬 업체는 전무후무하며 꾸준한 매출액 성장에도 수익성이 부진했던 구간들이 있었음은 회사가 성장을 위한 투자를 아끼지 않았음을 증명한다. 본격적인 성장 구간으로의 진입이다.

도표 37. 서진시스템 및 글로벌 PEER 밸류에이션

(단위: 배, 십억원)		서진시스템	평균	Jabil	Sanmina
per	2023	-	12.2	14.4	10.0
	2024	17.9	14.9	14.2	15.5
	2025	13.4	17.1	18.8	15.3
	2026	7.4	14.7	16.5	13.0
pbr	2023	1.4	3.3	5.2	1.4
	2024	1.7	4.4	7.2	1.7
	2025	1.4	7.5	12.9	2.0
	2026	1.2	7.4	12.9	1.9
매출액	2023	778.7		45,854.4	11,759.3
	2024	1,213.8		38,842.9	10,177.3
	2025	1,610.9		39,561.0	11,108.5
	2026	2,168.0		41,205.3	11,933.5
영업이익	2023	49.0		2,031.0	599.7
	2024	108.7		2,707.2	451.1
	2025	166.7		2,124.4	588.3
	2026	265.4		2,321.1	665.5
당기순이익	2023	(22.7)		1,080.9	507.2
	2024	83.9		1,866.6	388.5
	2025	89.3		1,404.4	444.3
	2026	160.7		1,515.2	513.5

자료: Bloomberg, 유진투자증권

Appendix: 조달 관련 리스크 점검

과도한 CB 발행으로 꾸준히 오버행 이슈를 가지고 있었고 이로 인해 투자 심리 가위축된 경향이 있다. 하지만 2020 년에서 2024 년까지 연평균 매출액 성장률이 40%에 달할 정도로 높은 성장률을 기록한 점에 주목해야 한다. 제조업에서 높은 실적 성장을 위해 운전자본의 확충과 유형자산 투자는 필수적이다. 거기에 수직계열화까지 동시에 이뤄졌기 때문에 고정비가 크게 늘어나는 구간이 있었으며 이로 인해 발생한 적자는 은행권 차입을 어렵게 만들었다. 전동규 대표이사의 상대적으로 낮은 지분율이 대규모 유상증자를 어렵게 만든 것도 조달수단이 메자닌으로 한정된 원인이었다고 판단한다.

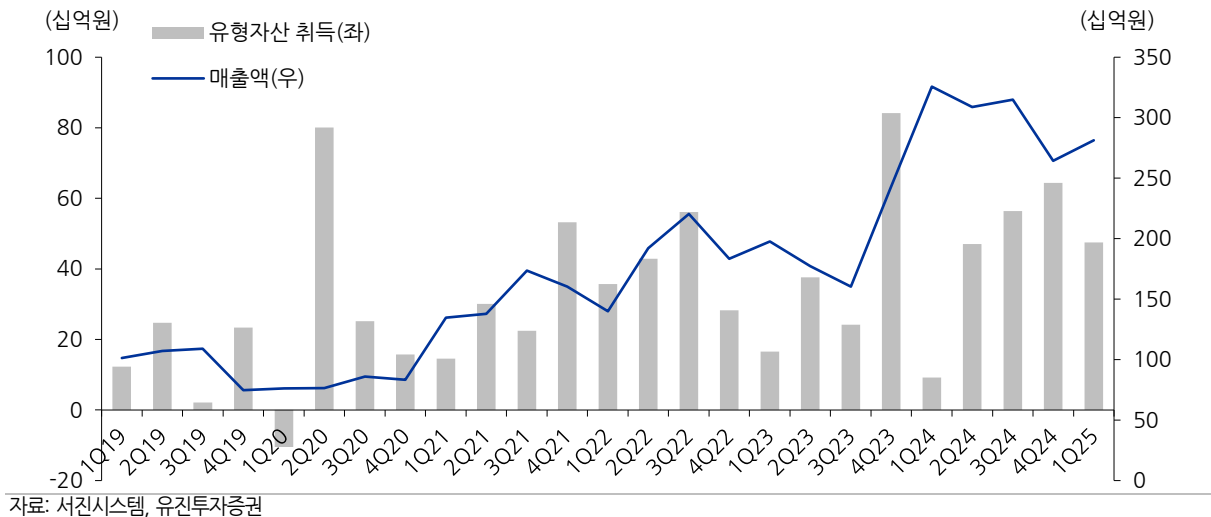
조달한 자금이 어디에 사용됐는지를 주목해야한다. 서진시스템은 2020 년부터 총 11 차례의 CB 발행을 통해 약 4,530 억원을 조달했다. 해당자금은 전액 운전자본과 시설투자로 사용됐으며 이후 증가한 유형자산에 후행해서 매출은 꾸준히 성장했다. 현재 서진시스템은 높은 성장국면을 앞두고 있으며 조달한 자본 이상의 이익을 창출 할 수 있는 회사임을 이미 증명했다.

도표 38. 서진시스템 CB 발행 내역

발행일	전환청구 시작일	만기일	금액 (십억원)	전환가액 (원)	주식수	시총 대비	투자자	현황
20.03.24	21.04.01	25.02.28	30	29,000	1,034,482	5.4	썬플라워	전환완료(24.04.30)
20.03.24	21.04.03	25.03.02	60	29,000	2,068,965	10.3	썬플라워, 전동규	전환완료(24.04.30)
20.05.22	21.06.01	25.06.01	20	29,000	689,655	3.7	SKS	전환완료(21.06.22)
21.03.18	22.03.22	26.03.22	70	47,000	1,489,361	8.2	썬플라워, SKS	전환완료(24.05.02)
21.03.18	22.03.25	26.03.25	40	47,000	851,063	4.7	썬플라워, 전동규	전환완료(24.04.30)
21.12.16	22.12.23	26.11.23	18	47,000	382,978	2.0	중소기업은행	
21.12.16	23.02.04	52.01.04	60	47,000	1,276,595	6.8	SKS	전환완료(24.04.30)
22.01.10	23.02.04	52.01.04	110	47,000	2,340,425	12.5	크레센도, 썬플라워	전환완료(24.04.30)
22.04.14 무상증자(100%)로 전환가액 조정(기존전환가액의 절반가격 + 주식수는 2 배 적용)								
24.08.08	25.08.08	28.07.08	45	26,494	1,698,488	3.3	BNK 조합	풋옵션, 콜옵션(26%) 보유

자료: 서진시스템, 유진투자증권

도표 39. 서진시스템 유형자산 취득금액과 매출액 추이



오버행 이슈도 크지 않다고 판단한다. 기 발행된 전환사채 중 4 천억원에 달하는 물량이 작년 4월 30일에 전환 완료됐으며, 현재 CB와 BW를 합친 잔액은 1천억원 수준이다. 당시 대규모 물량의 출회에도 호실적과 높은 성장세 등에 힘입어 주가는 견조하게 유지됐다. 높은 성장세로 신뢰에 보답한 만큼 투자자들은 단기적인 오버행 이슈보다 회사의 청사진에 집중했기 때문이다. 사업확장으로 확보한 자회사들도 서진시스템이 100% 지배하고 있다. 지배구조와 관련된 리스크도 낮다고 판단한다.

도표 40. 서진시스템 미전환 CB + BW 현황

발행일	전환청구 시작일	만기일	금액 (십억원)	전환가액 (원)	주식 수	시총 대비	투자자	현황
21.12.16	22.12.23	26.11.23	8	23,500	765,956	1.4	중소기업은행	
24.08.13	25.08.08	28.07.08	45	26,494	1,698,488	3.0	BNK 조합	풋옵션, 콜옵션(26%) 보유

자료: 서진시스템, 유진투자증권

“서진시스템은 수직계열화의 ‘신’이고 성장에 ‘진심’이다”

서진시스템(178320.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	1,384.8	1,520.1	2,103.2	2,330.5	2,631.5
유동자산	728.8	780.1	1,141.6	1,425.6	1,807.3
현금성자산	20.6	19.4	41.6	158.9	204.5
매출채권	157.2	119.5	272.5	275.2	351.5
재고자산	526.9	619.4	772.3	935.8	1,195.0
비유동자산	656.0	740.0	961.6	904.9	824.2
투자자산	74.9	87.2	122.5	126.3	131.5
유형자산	575.6	646.2	819.0	756.4	668.7
기타	5.5	6.6	20.1	22.2	24.1
부채총계	845.2	1,022.0	1,227.6	1,456.5	1,595.2
유동부채	663.1	920.0	884.8	1,214.3	1,351.8
매입채무	297.4	261.5	315.6	495.4	632.7
유동성이자부채	341.7	595.7	541.4	690.7	690.7
기타	24.1	62.8	27.8	28.1	28.4
비유동부채	182.1	102.0	342.8	242.3	243.4
비유동이자부채	174.7	94.9	315.6	214.4	214.4
기타	7.4	7.1	27.2	27.9	29.0
자본총계	539.6	498.1	875.6	873.9	1,036.3
지배지분	539.6	498.2	870.0	868.4	1,030.8
자본금	18.8	18.8	28.1	28.1	28.1
자본잉여금	171.2	171.2	554.6	554.6	554.6
이익잉여금	136.8	106.4	189.5	279.8	442.2
기타	212.8	201.8	97.8	5.9	5.9
비지배지분	0.0	(0.1)	5.6	5.5	5.5
자본총계	539.6	498.1	875.6	873.9	1,036.3
총차입금	516.4	690.7	857.0	905.1	905.1
순차입금	495.8	671.2	815.3	746.2	700.6

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업현금	24.2	42.6	(113.5)	134.7	65.4
당기순이익	1.6	(22.7)	83.9	89.3	160.7
자산상각비	64.3	78.3	93.5	111.7	100.2
기타비현금성손익	50.7	59.8	21.9	(31.3)	5.5
운전자본증감	(62.1)	(34.6)	(266.2)	14.2	(198.5)
매출채권감소(증가)	(1.2)	43.1	(98.7)	(3.9)	(76.3)
재고자산감소(증가)	(186.6)	(84.6)	(98.5)	(167.2)	(259.3)
매입채무증가(감소)	93.2	(35.4)	11.0	180.9	137.3
기타	32.5	42.3	(80.0)	4.4	(0.3)
투자현금	(214.3)	(162.4)	(211.8)	(85.1)	(55.3)
단기투자자산감소	0.0	(0.9)	(23.6)	0.0	(0.1)
장기투자증권감소	0.0	1.3	2.1	(0.9)	(1.3)
설비투자	(163.0)	(162.6)	(177.1)	(78.5)	(47.0)
유형자산처분	9.6	5.4	3.9	0.5	0.5
무형자산처분	(0.8)	(1.6)	(1.0)	(3.4)	(3.4)
재무현금	184.4	117.0	349.0	38.4	0.0
차입금증가	26.3	135.9	335.6	41.8	0.0
자본증가	(5.6)	(7.7)	12.9	0.0	0.0
배당금지급	5.6	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(5.3)	(2.8)	25.1	88.6	10.1
기초현금	24.1	18.8	16.1	41.1	129.7
기말현금	18.8	16.1	41.1	129.7	139.8
Gross Cash flow	116.7	115.4	199.3	133.8	264.0
Gross Investment	276.4	196.2	454.4	70.9	253.8
Free Cash Flow	(159.7)	(80.8)	(255.1)	62.9	10.2

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	736.0	778.7	1,213.8	1,610.9	2,168.0
증가율(%)		5.8	55.9	32.7	34.6
매출원가	607.2	640.7	1,000.3	1,315.2	1,744.1
매출총이익	128.8	137.9	213.4	295.7	423.9
판매 및 일반관리비	69.1	88.9	104.7	129.0	158.6
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	59.7	49.0	108.7	166.7	265.4
증가율(%)		(17.9)	121.8	53.3	59.2
EBITDA	124.0	127.3	202.2	278.4	365.6
증가율(%)		2.6	58.8	37.7	31.3
영업외손익	(29.2)	(48.7)	9.7	(54.4)	(58.8)
이자수익	0.6	0.7	0.5	0.7	0.6
이자비용	29.1	44.6	49.4	57.3	54.9
지분법손익	0.9	0.2	(0.1)	(0.3)	(0.3)
기타영업외손익	(1.7)	(5.0)	58.8	2.5	(4.2)
세전순이익	30.5	0.3	118.4	112.3	206.6
증가율(%)		(99.1)	44,551	(5.1)	83.9
법인세비용	13.6	2.5	34.4	23.0	45.9
당기순이익	1.6	(22.7)	83.9	89.3	160.7
증가율(%)		적전	흑전	6.5	79.9
지배주주지분	1.6	(22.6)	84.3	90.4	162.4
증가율(%)		적전	흑전	7.2	79.7
비지배지분	0.0	(0.1)	(0.3)	(1.0)	(1.7)
EPS(원)	43	(600)	1,498	1,606	2,887
증가율(%)		적전	흑전	7.2	79.7
수정EPS(원)	43	(600)	1,498	1,606	2,887
증가율(%)		적전	흑전	7.2	79.7

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	43	(600)	1,498	1,606	2,887
BPS	14,358	13,257	15,467	15,440	18,326
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	408.2	n/a	17.9	13.4	7.4
PBR	1.2	1.4	1.7	1.4	1.2
EV/ EBITDA	9.3	10.6	11.5	7.1	5.4
배당수익율	0.0	0.0	0.0	-	-
PCR	5.6	5.9	7.6	9.0	4.6
수익성(%)					
영업이익율	8.1	6.3	9.0	10.3	12.2
EBITDA이익율	16.9	16.4	16.7	17.3	16.9
순이익율	0.2	(2.9)	6.9	5.5	7.4
ROE	0.4	(4.3)	12.3	10.4	17.1
ROIC	3.6	(37.5)	5.4	8.1	12.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	91.9	134.8	93.1	88.5	73.7
유동비율	109.9	84.8	129.0	115.1	129.0
이자보상배율	2.1	1.1	2.2	2.9	4.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.5	0.7	0.7	0.9
매출채권회전율	5.5	5.6	6.2	5.9	6.9
재고자산회전율	1.7	1.4	1.7	1.9	2.0
매입채무회전율	3.0	2.8	4.2	4.0	3.8

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 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 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

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: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.03.31 기준)

