

(178320.KQ)

서진시스템

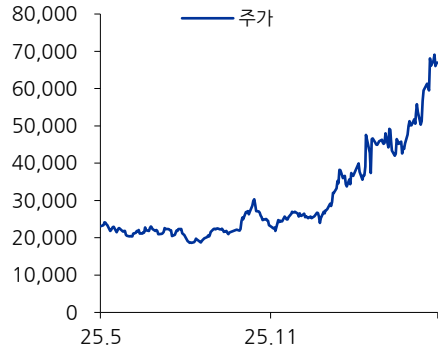
전력기기/중소형주 하준서
6175 / pos03066@eugenefn.com

왕관을 쓰려는 자, 고정비의 무게를 버텨라

- “ 1Q26 매출액은 2,802억원(-0.4% yoy)으로 추정치에 부합했으나 **영업이익은 -330억원(적자전환 yoy)을 기록하며 컨센서스와 추정치를 대폭 하회, 어닝쇼크 기록**, 플루언스 에너지 어닝콜에서도 확인할 수 있었던 매출액의 이연이 ESS 부문 매출액으로 공식 확인, 반도체 부문의 매출액 분기 **최소 1천억원 이상 기록하며 추정치 상회**, 가파른 성장세 증명
- “ 플루언스향 ESS 매출의 이연을 반영해 기존 추정치 대비 하향했던 매출액에 부합했음에도 이익이 크게 하회한 이유는 **고정비의 증분이 예상보다 높았기 때문**. 제한된 정보 제공으로 분기별 매출원가 단 인건비 추정 쉽지 않으나 지난해 총 매출원가 인건비를 산술평균한 분기 평균 인건비(매출원가)는 515억원, 일회성 비용 및 변동비 구조 고려했을 때 1Q26의 인건비 이와 유사하거나 좀더 높은 수준으로 예측. 상저하고의 인건비 특성 고려했을 때 인건비 상승 부담 높은 환경으로 해석하며 **원인은 중화권 EMS 업체들의 베트남 공장 이전으로 인한 전반적 급여 인플레이션으로 추측**.
- “ 극단적 계열화로 인한 고정비(유형자산 상각비 및 급여)중심 구조하 매출이연이 쇼크의 원인, 플루언스의 이연된 매출액 규모 8,000만 달러임을 고려하면 동사의 이연된 매출액 규모는 약 530억원으로 추정(1,480원/달러 가정), 이에 따라 2분기 ESS 매출액은 1,521억원을 예상하며 반도체 부문의 서프라이즈와 가동률 상승, 전방수요 고려해 **2Q26 매출액과 영업이익은 4,541억원(+75.6% yoy)과 373억원(흑자전환 yoy)을 예상**
- “ FY2Q26 플루언스 에너지 어닝콜 간 데이터센터향 MSA 계약 체결 확정, 데이터센터향 파이프라인 규모도 지난분기 9GW에서 12GW로 30% 상승했으며 기존 유틸리티 고객 보다 빠른 수주전환속도 따라 FY3Q26 내 수주 전환을 기대, **데이터센터용 제품군(SmartStack) 이미 2,700억원 수주했으나 리드타임 중시하는 최종 고객 특성상 추가 수주 가능성 상존**
- “ 현재 주가는 조정된 2026년과 2027년 2개년 EPS의 실적 추정치 평균 기준 13.7배 수준, Jabil과 Sanmina, Flex, Celestica 등 글로벌 EMS 업체들 동기간 평균 PER 25배며 해당 업체들의 최근 한달 평균 61%(JBL 28%, SANM 81%, FLEX 111%, CLS 27%)의 높은 주가 상승률은 하드웨어 제조역량이 미국 역대 인프라 구축의 병목임을 보증한다고 판단.
- “ 실적 쇼크에도 성장 청사진은 더욱 명확해지는 중, 데이터센터 밸류체인(ESS, 연료전지, 반도체 장비, 서버랙)내 다양한 사업기회 가시성 높아지는 국면임을 고려, **실적 쇼크로 인한 주가 하락시 적극적인 추가매수 기회로 삼을것을 제안, 투자의견 BUY, 목표주가 7만원 유지.**

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
70,000 원(유지)
67,000 원(5/15)



시가총액(십억원)	3,990
발행주식수(천주)	59,551
52 주 최고	71,700 원
최저	18,410 원
52 주 일단 Beta	1.07
60 일 평균 거래대금	1,353 억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
전통규 (외 13인)	36.1%
네오솔루션즈 (외 3인)	12.8%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	30.6	186.9	197.8
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	Buy	Buy	-
목표주가	70,000	70,000	-
영업이익(26E)	164	208	▼
영업이익(27E)	432	382	▲

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	1,066.3	1,844.1	2,412.3
영업이익	1.1	163.9	432.4
세전손익	(105.8)	128.9	364.7
당기순이익	(102.4)	89.8	283.7
EPS(원)	(1,811.9)	1,632.9	5,157.2
증감률(%)	적전	흑전	215.8
PER(배)	n/a	41.0	13.0
ROE(%)	(12.6)	12.2	31.9
PBR(배)	1.9	4.9	3.6
EV/EBITDA(배)	23.9	22.5	10.0

유진투자증권

서진시스템 분기 실적(연결) 추정(수정 후)

(십억원)	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25P	1Q26A	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	281.3	258.6	215.5	311.0	280.2	454.1	513.8	596.0
YoY(%)	(13.6)	(16.3)	(31.6)	17.6	(0.4)	75.6	138.4	91.7
ESS	129.2	97.3	55.2	116.0	79.2	152.1	173.5	244.2
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	369.8	396.0	443.6
매출총이익	48.1	17.3	(12.8)	57.8	2.4	84.3	117.8	152.5
판관비	27.3	23.2	24.5	34.3	35.4	47.0	52.0	58.7
영업이익	20.9	(6.0)	(37.3)	23.5	(33.0)	37.3	65.7	93.7
YoY(%)	(51.8)	(119.2)	(212.0)	2,250.6	(257.9)	(725.3)	(276.4)	298.8
OPM	7.4	(2.3)	(17.3)	7.6	(11.8)	8.2	12.8	15.7
영업외손익	(18.6)	(89.1)	(5.8)	6.6	20.0	(19.1)	(18.8)	(17.3)
세전이익	2.2	(95.1)	(43.1)	30.1	(12.9)	18.3	47.0	76.5
법인세비용	1.1	(13.8)	4.9	4.5	7.6	4.1	10.4	17.0
당기순이익	1.1	(81.2)	(48.0)	25.6	(20.5)	14.2	36.6	59.5

자료: 유진투자증권

서진시스템 분기 실적(연결) 추정(수정 전)

(십억원)	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	281.3	258.6	215.5	311.0	278.6	455.6	473.2	504.2
YoY(%)	(13.6)	(16.3)	(31.6)	17.6	(0.9)	76.2	119.6	62.1
ESS	129.2	97.3	55.2	116.0	77.4	213.5	203.6	250.3
반도체	75.6	58.2	68.6	88.9	98.2	116.3	130.7	148.5
EV	12.2	18.0	23.5	18.1	18.6	21.5	20.3	19.4
통신장비	32.6	33.9	32.2	32.9	30.1	32.0	32.2	32.8
기타	31.7	51.2	36.0	55.0	54.3	72.3	86.3	53.2
매출원가	233.1	241.3	228.3	253.1	244.3	349.8	361.8	382.8
매출총이익	48.1	17.3	(12.8)	57.8	34.3	105.8	111.3	121.4
판관비	27.3	23.2	24.5	34.3	25.9	45.1	45.7	48.5
영업이익	20.9	(6.0)	(37.3)	23.5	8.4	60.6	65.7	72.9
YoY(%)	(51.8)	(119.2)	(212.0)	2,250.6	(59.7)	(1,115.2)	(276.2)	210.1
OPM	7.4	(2.3)	(17.3)	7.6	3.0	13.3	13.9	14.5
영업외손익	(18.6)	(89.1)	(5.8)	6.6	(26.0)	(22.3)	(18.8)	(17.3)
세전이익	2.2	(95.1)	(43.1)	30.1	(17.5)	38.4	46.9	55.7
법인세비용	1.1	(13.8)	4.9	4.5	(3.9)	8.5	10.4	12.4
당기순이익	1.1	(81.2)	(48.0)	25.6	(13.6)	29.8	36.5	43.3

자료: 유진투자증권

서진시스템 연간 실적(연결) 추정(수정 후)

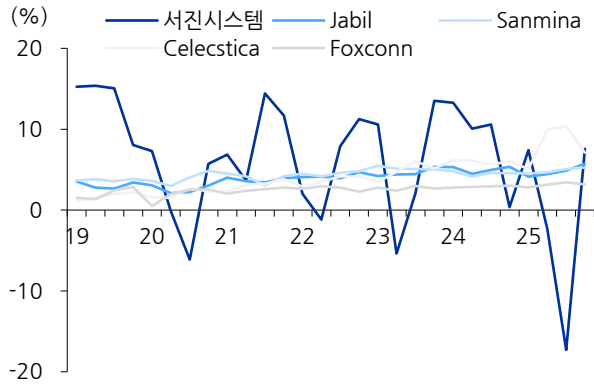
(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	736.0	778.7	1,213.8	1,066.3	1,844.1	2,412.3
YoY(%)	21.4	5.8	55.9	(12.1)	72.9	30.8
ESS	189.8	274.4	636.0	397.8	649.0	994.1
반도체	144.4	139.4	194.3	291.3	734.5	985.2
EV	47.7	104.8	112.2	71.8	86.8	82.5
통신장비	228.6	138.5	123.2	131.6	128.6	129.8
기타	125.5	121.5	148.0	173.9	245.2	220.7
매출원가	607.2	640.8	1,000.3	955.9	1,487.1	1,800.2
매출총이익	128.8	138.0	213.4	110.5	357.0	612.1
판관비	69.2	89.0	104.7	109.3	193.2	179.7
영업이익	59.7	49.0	108.7	1.1	163.9	432.4
YoY(%)	2.9	(17.9)	121.8	(98.9)	14,192.9	163.9
OPM	8.1	6.3	9.0	0.1	8.9	17.9
영업외손익	0.0	0.0	9.7	(106.9)	(35.0)	(67.7)
세전이익	59.7	49.0	118.4	(105.8)	128.9	364.7
법인세비용	0.0	2.5	34.4	(3.4)	39.1	81.0
당기순이익	59.7	(2.2)	83.9	(102.4)	89.8	283.7

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	1,711.5	2,269.8
YoY(%)	21.4	5.8	55.9	(12.1)	60.5	32.6
ESS	189.8	274.4	636.0	397.8	744.9	1,141.1
반도체	144.4	139.4	194.3	291.3	493.7	688.3
EV	47.7	104.8	112.2	71.8	79.8	78.3
통신장비	228.6	138.5	123.2	131.6	127.1	128.8
기타	125.5	121.5	148.0	173.9	266.1	233.3
매출원가	607.2	640.8	1,000.3	955.9	1,338.8	1,715.5
매출총이익	128.8	138.0	213.4	110.5	372.8	554.3
판관비	69.2	89.0	104.7	109.3	165.2	172.4
영업이익	59.7	49.0	108.7	1.1	207.6	381.9
YoY(%)	2.9	(17.9)	121.8	(98.9)	18,006.7	84.0
OPM	8.1	6.3	9.0	0.1	12.1	16.8
영업외손익	0.0	0.0	9.7	(106.9)	(84.2)	(67.7)
세전이익	59.7	49.0	118.4	(105.8)	123.4	314.2
법인세비용	0.0	2.5	34.4	(3.4)	27.4	69.8
당기순이익	59.7	(2.2)	83.9	(102.4)	96.0	244.4

자료: 유진투자증권

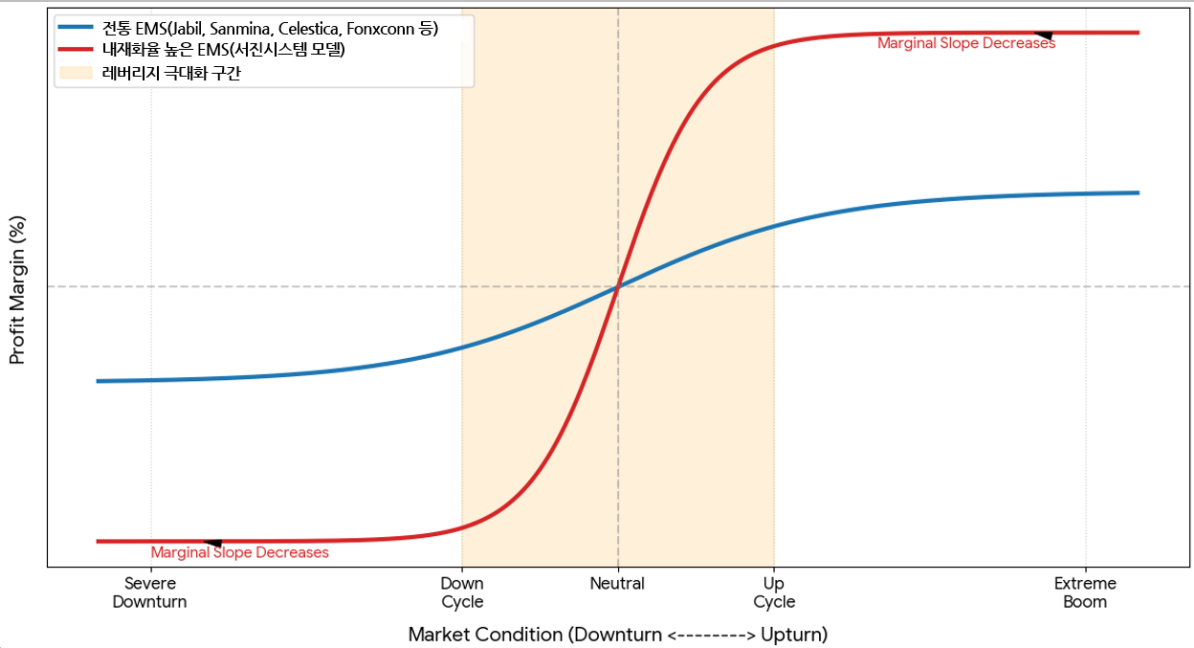
주요 글로벌 EMS 업체들 분기별 영업이익률 추이



- 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 전자부품 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



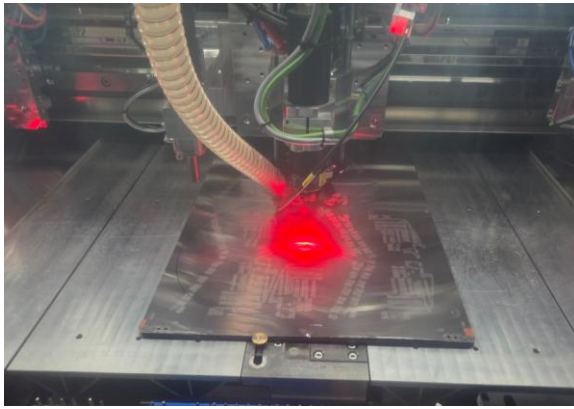
자료: 서진시스템, 유진투자증권

알루미늄 압출 공정에 사용되는 빌렛



자료: 서진시스템, 유진투자증권

PCB 원판 직접 제조



자료: 서진시스템, 유진투자증권

통신 및 각종 케이블 직접 제조



자료: 서진시스템, 유진투자증권

고속 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



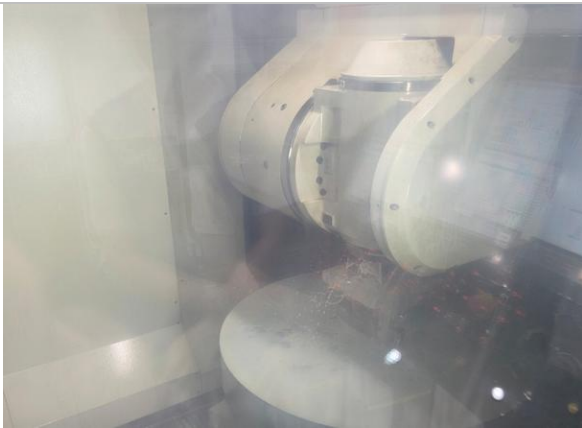
자료: 서진시스템, 유진투자증권

출하 대기중인 ESS 완제품



자료: 서진시스템, 유진투자증권

정밀가공에 사용되는 5축가공 장비(반도체 모듈용)



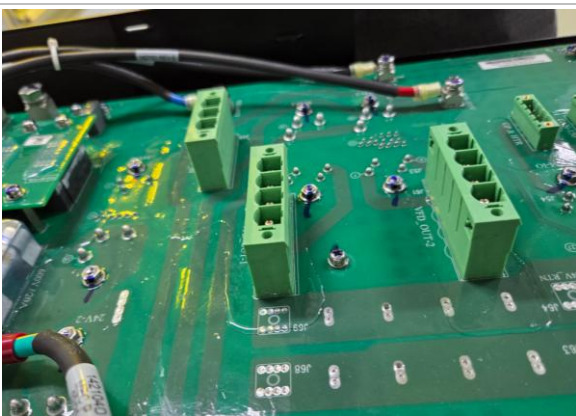
자료: 서진시스템, 유진투자증권

EFEM 장비 제조 클린룸



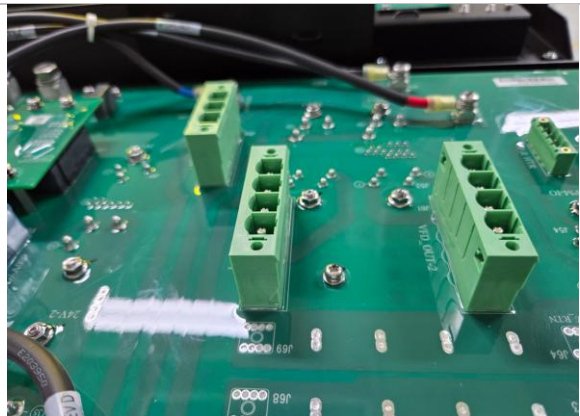
자료: 서진시스템, 유진투자증권

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	2,605.7	2,870.2
유동자산	780.1	1,141.6	1,191.6	1,506.6	1,775.7
현금성자산	19.4	41.6	38.2	37.8	185.9
매출채권	119.5	272.5	272.1	326.6	354.0
재고자산	619.4	772.3	849.7	1,110.4	1,203.7
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	1,843.4	1,819.8
유동부채	920.0	884.8	1,377.3	1,651.4	1,701.1
매입채무	261.5	315.6	314.1	587.9	637.2
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	762.3	1,050.4
지배지분	498.2	870.0	733.5	758.0	1,046.1
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	169.3	457.4
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	762.3	1,050.4
충차입금	690.7	857.0	1,207.6	1,207.6	1,133.6
순차입금	671.2	815.3	1,169.4	1,169.8	947.7

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
영업현금	42.6	(113.5)	(39.8)	49.3	278.2
당기순이익	(22.7)	83.9	(102.4)	89.8	283.7
자산상각비	78.3	93.5	106.8	65.2	60.3
기타비현금성손익	59.8	21.9	119.3	(220.2)	(0.1)
운전자본증감	(34.6)	(266.2)	(94.3)	(41.4)	(71.3)
매출채권감소(증가)	43.1	(98.7)	(14.4)	(54.5)	(27.4)
재고자산감소(증가)	(84.6)	(98.5)	(129.1)	(260.7)	(93.2)
매입채무증가(감소)	(35.4)	11.0	14.9	273.8	49.4
기타	42.3	(80.0)	34.2	(0.0)	(0.0)
투자현금	(162.4)	(211.8)	(305.6)	(49.9)	(56.4)
단기투자자산감소	(0.9)	(23.6)	22.2	(0.3)	(0.3)
장기투자증권감소	1.3	2.1	0.0	(0.4)	(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)	(0.7)	147.9
기초현금	18.8	16.1	41.1	32.1	31.4
기말현금	16.1	41.1	32.1	31.4	179.3
Gross Cash flow	115.4	199.3	123.7	90.6	349.5
Gross Investment	196.2	454.4	422.1	91.1	127.4
Free Cash Flow	(80.8)	(255.1)	(298.4)	(0.4)	222.1

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	778.7	1,213.8	1,066.3	1,844.1	2,412.3
증가율(%)	5.8	55.9	(12.1)	72.9	30.8
매출원가	640.7	1,000.3	955.9	1,487.1	1,800.2
매출총이익	137.9	213.4	110.5	357.0	612.1
판매 및 일반관리비	88.9	104.7	109.3	193.2	179.7
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	49.0	108.7	1.1	163.9	432.4
증가율(%)	(17.9)	121.8	(98.9)	14,202	163.9
EBITDA	127.3	202.2	107.9	229.0	492.7
증가율(%)	2.6	58.8	(46.6)	112.2	115.1
영업외손익	(48.7)	9.7	(106.9)	(35.0)	(67.7)
이자수익	0.7	0.5	0.9	0.8	1.0
이자비용	44.6	49.4	74.9	72.3	63.7
지분법손익	0.2	(0.1)	(0.4)	(0.3)	(0.4)
기타영업외손익	(5.0)	58.8	(32.5)	36.8	(4.6)
세전순이익	0.3	118.4	(105.8)	128.9	364.7
증가율(%)	(99.1)	44,551	적전	흑전	183.0
법인세비용	2.5	34.4	(3.3)	39.1	81.0
당기순이익	(22.7)	83.9	(102.4)	89.8	283.7
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	215.8
지배주주지분	(22.6)	84.3	(101.2)	91.2	288.1
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	215.8
비지배지분	(0.1)	(0.3)	(1.2)	(1.4)	(4.4)
EPS(원)	(600)	1,498	(1,812)	1,633	5,157
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	215.8
수정EPS(원)	(600)	1,498	(1,812)	1,633	5,157
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	215.8

주요투자지표

	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(600)	1,498	(1,812)	1,633	5,157
BPS	13,257	15,467	13,127	13,566	18,723
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	17.9	n/a	41.0	13.0
PBR	1.4	1.7	1.9	4.9	3.6
EV/ EBITDA	10.6	11.5	23.9	22.5	10.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	n/a	n/a
PCR	5.9	7.6	11.4	41.3	10.7
수익성(%)					
영업이익률	6.3	9.0	0.1	8.9	17.9
EBITDA이익률	16.4	16.7	10.1	12.4	20.4
순이익률	(2.9)	6.9	(9.6)	4.9	11.8
ROE	(4.3)	12.3	(12.6)	12.2	31.9
ROIC	(37.5)	5.4	0.0	6.0	17.1
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	134.8	93.1	158.5	153.5	90.2
유동비율	84.8	129.0	86.5	91.2	104.4
이자보상배율	1.1	2.2	0.0	2.3	6.8
활동성(회)					
총자산회전율	0.5	0.7	0.5	0.8	0.9
매출채권회전율	5.6	6.2	3.9	6.2	7.1
재고자산회전율	1.4	1.7	1.3	1.9	2.1
매입채무회전율	2.8	4.2	3.4	4.1	3.9

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 26.03.12 - 26.03.14 3일간 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: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)

