

서진시스템 (178320. KQ)

흑자전환과 낙관적인 전망 그리고 오버행 해소

투자 의견	BUY (유지)
목표주가	38,500 원(상향)
현재주가	28,550 원(01/20)
시가총액	1,595 (십억원)

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

- 4Q25 매출액과 영업이익은 각각 2,991억원(+13.1% yoy), 231억원(+2,209.6% yoy)을 기록했을 것으로 예상, 우호적인 환율 및 믹스개선으로 기존 추정치 보다 양호한 이익 전망하며 지난 3분기 실적 저점으로 QoQ 기준 흑자전환에 성공 예상
- 재개된 플루언스향 수주 본격적으로 인식하며 ESS부문의 외형 지난 1Q25 수준으로 회복됨에 따라 전사 이익규모 정상궤도로 진입, 반도체 부문도 점진적 외형확대와 베트남 공장 생산으로 인한 이익기여도 확대됐을 것으로 추정
- 2026년 매출액과 영업이익은 1.5조원, 1,961억원을 전망(각각 +45.7%, 26,545% yoy)하며 분기별 흐름은 상저하고로 예상. 지난 11/26에 수주한 플루언스 물량(약 1,800억원)은 미국 현지 공장의 수주로 파악중인데 북미 공장의 셋업 시기와 납기를 고려했을 때 2분기부터 본격적으로 인식된다고 보는 것이 합리적이기 때문
- 하반기부터는 SDI의 SBB 2.0 제도가 시작되며 내년부터 시작될 SKon의 ESS 제품도 일부 생산 시작, 국내 셀업체의 북미 ESS 시장 공략에 따라 동사의 인클로저 생산 및 대응능력 부각될 전망
- TSMC, 4Q25 실적발표에서 향후 3년 CAPEX, 이전 3년 대비 2배 상향(\$101B → \$200B 수준)제시, 반도체 업황 호조 따른 파운드리 라인 장비 투자 활성화 기대되며 자회사 텍슨의 반도체장비 제조역량 고부가 가치 제품군으로 확대되고 있어 수혜 전망
- 현재 주가는 2026년 실적추정치 기준 PER 15배 수준, 밸류에이션 디스카운트의 핵심원인인 투자자 신뢰 제고 위해 보유중인 풋옵션 해소 절차 진행중에 있으며 실적 턴어라운드와 주요사업부의 전방시장 호조로 글로벌 EMS 업체들과 밸류에이션 갭 해소 전망. Jabil(21.7배)과 Sanmina(18.7배)의 동기간 평균 PER은 20배 수준이며 서버 ODM 사업 영위로 고부가 제품믹스 보완한 Celestica는 53배 수준, 이익추정치 상향을 반영해 목표주가 38,500원으로 상향하며 투자 의견 BUY유지

주가(원,01/20)	28,550
시가총액(십억원)	1,595

발행주식수	55,873천주
52주 최고가	31,050원
최저가	16,490원
52주 일간 Beta	1.19
60일 일평균거래대금	133억원
외국인 지분율	7.8%
배당수익률(2025F)	0.0%

주주구성	
전동규 (외 18인)	45.3%
네오솔루션즈 (외 3인)	11.3%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	3.8	17.0	-16.7
절대기준	10.4	36.0	17.5

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	-
목표주가	38,500	33,000	▲
영업이익(25)	0.7	-13.0	▲
영업이익(26)	196.1	146.9	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	778.7	1,213.8	1,054.4	1,536.3
영업이익	49.0	108.7	0.7	196.1
세전순익	0.3	118.4	(118.2)	138.0
당기순이익	(22.7)	83.9	(110.4)	107.3
EPS(원)	(600)	1,498	(1,945)	1,928
증감률(%)	적전	흑전	적전	흑전
PER(배)	n/a	17.9	n/a	14.8
ROE(%)	(4.3)	12.3	(14.3)	15.1
PBR(배)	1.4	1.7	2.4	2.1
EV/EBITDA(배)	10.6	11.5	22.1	8.1

자료: 유진투자증권

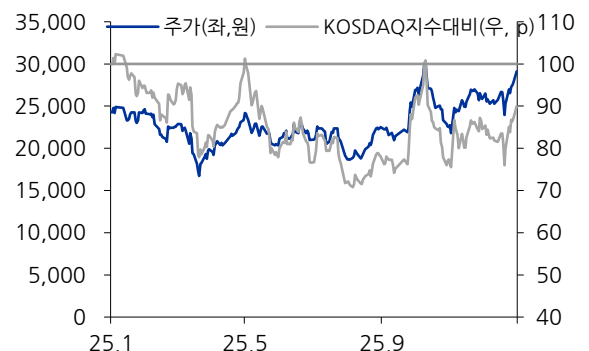


도표 1. 2026년 이익추정치 변경 따른 목표주가 상향

(십억원, 배, 원)	기존	변경	비고
매출액	1,485.1	1,536.3	ESS 부문 수주 가시와 및 반도체 부문 최종고객사 CAPEX 상향
영업이익	146.9	196.1	매출믹스 개선에 따른 마진 개선
당기순이익	65.4	107.3	
Target P/E	20	20	Jabil 과 Sanmina 의 동기간 평균 PER * Celestica 의 동기간 PER 는 53 배 수준 * 매출믹스의 SI 인프라 연관도를 경쟁사와 비교했을 때 20 배는 보수적인 Target P/E 판단
목표주가	33,000	38,500	기존 TP 대비 17% 상향

도표 2. 서진시스템 분기 실적(연결) 추정

(십억원)	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	281.3	258.6	215.5	299.1	325.5	372.2	401.9	436.7
YoY(%)	(13.6)	(16.3)	(31.6)	13.1	15.7	43.9	86.5	46.0
ESS	129.2	97.3	55.2	111.2	133.4	170.1	197.3	220.4
반도체	75.6	58.2	68.6	98.7	99.1	105.2	107.6	118.2
EV	12.2	18.0	23.5	25.1	23.9	23.0	22.1	21.3
통신장비	32.6	33.9	32.2	32.5	31.8	32.1	32.4	33.0
핸드셋	31.7	51.2	36.0	31.6	37.3	41.7	42.7	43.8
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	233.1	241.3	228.3	246.0	265.5	298.2	313.2	334.9
매출총이익	48.1	17.3	(12.8)	53.1	60.0	74.0	88.8	101.9
판관비	27.3	23.2	24.5	30.0	29.6	31.4	32.9	34.7
영업이익	20.9	(6.0)	(37.3)	23.1	30.4	42.6	55.9	67.2
YoY(%)	(51.8)	(119.2)	(212.0)	2,209.6	45.6	(813.2)	(250.0)	191.0
OPM	7.4	(2.3)	(17.3)	7.7	9.3	11.4	13.9	15.4
영업외손익	(18.6)	(89.1)	(5.8)	(5.5)	(14.5)	(14.5)	(14.2)	(14.7)
세전이익	2.2	(95.1)	(43.1)	17.6	15.9	28.1	41.7	52.6
법인세비용	1.1	(13.8)	4.9	0.0	3.5	6.2	9.3	11.7
당기순이익	1.1	(81.2)	(48.0)	17.6	12.4	21.9	32.5	40.9

자료: 유진투자증권

도표 3. 서진시스템 연간 실적(연결) 추정

(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	736.0	778.7	1,213.8	1,054.5	1,536.3
YoY(%)	21.4	5.8	55.9	(13.1)	45.7
ESS	189.8	274.4	636.0	392.9	721.2
반도체	144.4	139.4	194.3	301.1	430.1
EV	47.7	104.8	112.2	78.7	90.2
통신장비	228.6	138.5	123.2	131.2	129.3
기타	125.5	121.5	148.0	150.5	165.6
핸드셋(~3Q23)	51.6	15.7	0.0	0.0	0.0
매출원가	607.2	640.8	1,000.3	948.7	1,211.7
매출총이익	128.8	138.0	213.4	105.8	324.7
판관비	69.2	89.0	104.7	105.0	128.6
영업이익	59.7	49.0	108.7	0.7	196.1
YoY(%)	2.9	(17.9)	121.8	(99.3)	26,545.8
OPM	8.1	6.3	9.0	0.1	12.8
영업외손익	0.0	0.0	9.7	(119.0)	(57.7)
세전이익	59.7	49.0	118.4	(118.2)	138.4
법인세비용	0.0	2.5	34.4	(7.8)	30.7
당기순이익	59.7	(2.2)	83.9	(110.4)	107.6

자료: 유진투자증권

서진시스템(178320.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	1,520.1	2,103.2	2,116.9	2,287.7	2,619.2
유동자산	780.1	1,141.6	1,131.8	1,352.3	1,712.8
현금성자산	19.4	41.6	355.0	243.1	280.5
매출채권	119.5	272.5	163.9	239.3	312.6
재고자산	619.4	772.3	557.2	813.7	1,062.9
비유동자산	740.0	961.6	985.1	935.4	906.4
투자자산	87.2	122.5	113.2	117.8	122.6
유형자산	646.2	819.0	850.8	794.0	757.9
기타	6.6	20.1	21.1	23.6	26.0
부채총계	1,022.0	1,227.6	1,447.3	1,509.7	1,596.3
유동부채	920.0	884.8	1,154.8	1,290.9	1,423.1
매입채무	261.5	315.6	295.0	430.8	562.7
유동성이자부채	595.7	541.4	831.7	831.7	831.7
기타	62.8	27.8	28.1	28.4	28.7
비유동부채	102.0	342.8	292.5	218.8	173.2
비유동이자부채	94.9	315.6	283.2	209.2	163.2
기타	7.1	27.2	9.3	9.6	10.0
자본총계	498.1	875.6	669.6	778.0	1,022.9
지배지분	498.2	870.0	664.8	773.3	1,018.2
자본금	18.8	28.1	28.1	28.1	28.1
자본잉여금	171.2	554.6	552.2	552.2	552.2
이익잉여금	106.4	189.5	80.0	188.5	433.4
기타	201.8	97.8	4.5	4.5	4.5
비지배지분	(0.1)	5.6	4.8	4.8	4.8
자본총계	498.1	875.6	669.6	778.0	1,022.9
총차입금	690.7	857.0	1,114.9	1,040.9	994.9
순차입금	671.2	815.3	760.0	797.9	714.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	42.6	(113.5)	243.6	17.9	147.8
당기순이익	(22.7)	83.9	(110.4)	107.3	242.4
자산상각비	78.3	93.5	107.1	104.7	92.7
기타비현금성손익	59.8	21.9	(9.7)	(5.8)	(2.8)
운전자본증감	(34.6)	(266.2)	255.2	(196.4)	(190.8)
매출채권감소(증가)	43.1	(98.7)	84.6	(75.4)	(73.3)
재고자산감소(증가)	(84.6)	(98.5)	161.1	(256.4)	(249.2)
매입채무증가(감소)	(35.4)	11.0	12.0	135.8	131.9
기타	42.3	(80.0)	(2.4)	(0.3)	(0.3)
투자현금	(162.4)	(211.8)	(204.0)	(56.0)	(64.7)
단기투자자산감소	(0.9)	(23.6)	22.7	(0.2)	(0.2)
장기투자증권감소	1.3	2.1	(0.2)	(0.8)	(0.8)
설비투자	(162.6)	(177.1)	(188.2)	(47.0)	(55.0)
유형자산처분	5.4	3.9	0.4	0.5	0.0
무형자산처분	(1.6)	(1.0)	(3.1)	(3.9)	(3.9)
재무현금	117.0	349.0	266.9	(74.0)	(46.0)
차입금증가	135.9	335.6	268.0	(74.0)	(46.0)
자본증가	(7.7)	12.9	(2.2)	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(2.8)	25.1	308.6	(112.1)	37.2
기초현금	18.8	16.1	41.1	349.7	237.6
기말현금	16.1	41.1	349.7	237.6	274.8
Gross Cash flow	115.4	199.3	36.4	214.2	338.7
Gross Investment	196.2	454.4	(28.6)	252.1	255.3
Free Cash Flow	(80.8)	(255.1)	65.0	(37.9)	83.4

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	778.7	1,213.8	1,054.4	1,536.3	2,098.1
증가율(%)	5.8	55.9	(13.1)	45.7	36.6
매출원가	640.7	1,000.3	948.7	1,211.7	1,570.7
매출총이익	137.9	213.4	105.8	324.7	527.3
판매 및 일반관리비	88.9	104.7	105.0	128.6	158.5
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	49.0	108.7	0.7	196.1	368.8
증가율(%)	(17.9)	121.8	(99.3)	26,770	88.1
EBITDA	127.3	202.2	107.8	300.8	461.5
증가율(%)	2.6	58.8	(46.7)	179.0	53.5
영업외손익	(48.7)	9.7	(118.9)	(58.0)	(57.2)
이자수익	0.7	0.5	0.8	0.9	1.0
이자비용	44.6	49.4	63.0	54.9	52.9
지분법손익	0.2	(0.1)	(0.5)	(0.7)	(0.7)
기타영업외손익	(5.0)	58.8	(56.2)	(3.3)	(4.6)
세전순이익	0.3	118.4	(118.2)	138.0	311.6
증가율(%)	(99.1)	44,551	적전	흑전	125.8
법인세비용	2.5	34.4	(7.8)	30.7	69.3
당기순이익	(22.7)	83.9	(110.4)	107.3	242.4
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	125.8
지배주주지분	(22.6)	84.3	(109.4)	108.4	244.9
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	125.8
비지배지분	(0.1)	(0.3)	(1.0)	(1.1)	(2.5)
EPS(원)	(600)	1,498	(1,945)	1,928	4,354
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	125.8
수정EPS(원)	(600)	1,498	(1,945)	1,928	4,354
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	125.8

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(600)	1,498	(1,945)	1,928	4,354
BPS	13,257	15,467	11,819	13,747	18,101
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	17.9	n/a	14.8	6.6
PBR	1.4	1.7	2.4	2.1	1.6
EV/ EBITDA	10.6	11.5	22.1	8.1	5.1
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	5.9	7.6	44.1	7.5	4.7
수익성(%)					
영업이익률	6.3	9.0	0.1	12.8	17.6
EBITDA이익률	16.4	16.7	10.2	19.6	22.0
순이익률	(2.9)	6.9	(10.5)	7.0	11.6
ROE	(4.3)	12.3	(14.3)	15.1	27.3
ROIC	(37.5)	5.4	0.0	10.2	17.3
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	134.8	93.1	113.5	102.5	69.8
유동비율	84.8	129.0	98.0	104.8	120.4
이자보상배율	1.1	2.2	0.0	3.6	7.0
활동성(회)					
총자산회전율	0.5	0.7	0.5	0.7	0.9
매출채권회전율	5.6	6.2	4.8	7.6	7.6
재고자산회전율	1.4	1.7	1.6	2.2	2.2
매입채무회전율	2.8	4.2	3.5	4.2	4.2

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 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2025.12.31 기준)

