

서진시스템 (178320. KQ)

결자해지 완료, 실적과 업황에 집중! - 주요 주주변경 및 지분공시 관련 Comment

투자의견	BUY (유지)
목표주가	41,000 원(상향)
현재주가	38,200 원(01/29)
시가총액	2,134 (십억원)

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

- 1/21~29 일주일간 최대주주 변경 수반 담보제공 공시와 주요주주 변경관련 공시 발표(도표 1 참고)
- 기존 풋옵션 행사가격인 32,000원대 오버행 이슈 해소(기계적 매도세 제거)와 매수평균단가 30,000원의 신규 투자자 진입이 결론, 신규투자자는 신한투자증권과 하나증권을 통해 3,200억원의 브릿지론(9개월)을 차입했으며 해당 자금으로 기존투자자인 크레센도와 SKS의 물량을 전량 매입, 추가적으로 전동규 대표 지분 209만주 매수 예정(26.01.26 공시)
- 매각예정인 지분 포함 전동규 대표의 지분 848만주(14.8%)에 담보권 설정, 시가와 기존 투자자 풋옵션 행사가격의 괴리를 고려한 담보, 해당 담보권 행사 시 전동규 대표의 지분 10.4%로 축소돼 최대주주 변경 가능성 보유(26.01.27 공시)
- 밸류에이션 디스카운트 요소인 투자자 신뢰 제고 위한 거래라 판단. 기존 투자자의 EXIT와 동시에 풋옵션 관련 오버행 이슈 해소됐으며 신규진입 투자자의 매도 가능성 있으나 보유지분의 규모(발행주식수의 18.1%)와 매수 평균단가, 투자자 성격(SPC) 등 고려했을 때 단기간 오버행으로 작용하기는 어렵다는 판단
- 최소 9개월(브릿지론 상환 기간)동안은 실적과 전방시장 업황에 주목할 수 있는 환경 마련. 4Q25 흑자전환 예상되며 주요 전방시장인 ESS와 반도체장비의 긍정적 업황 고려해 2026년 연간 매출액과 영업이익은 각각 전년 비 45.7%, 26,546% 성장을 전망(1/23 발간자료, 도표3, 4 참고)
- 동사의 디스카운트 요소는 발행시장과 관련된 노이즈로 인한 낮아진 투자자 신뢰, 이번 딜 통해 상당부분 해소됐거나 해소 의지를 보였다고 판단. Target P/E를 10% 상향조정해 목표주가를 41,000원으로 상향 제시, 주요 사업부문의 전방시장이 AI 인프라와 연관도 높고 실적과 수주로 증명되는 구간에서 Target P/E 추가 상향 가능

주가(원,01/29)	38,200
시가총액(십억원)	2,134
발행주식수	57,352천주
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)	40.1%
네오솔루션즈 (외 3인)	11.3%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	23.8	26.9	-6.4
절대기준	48.6	71.7	53.4

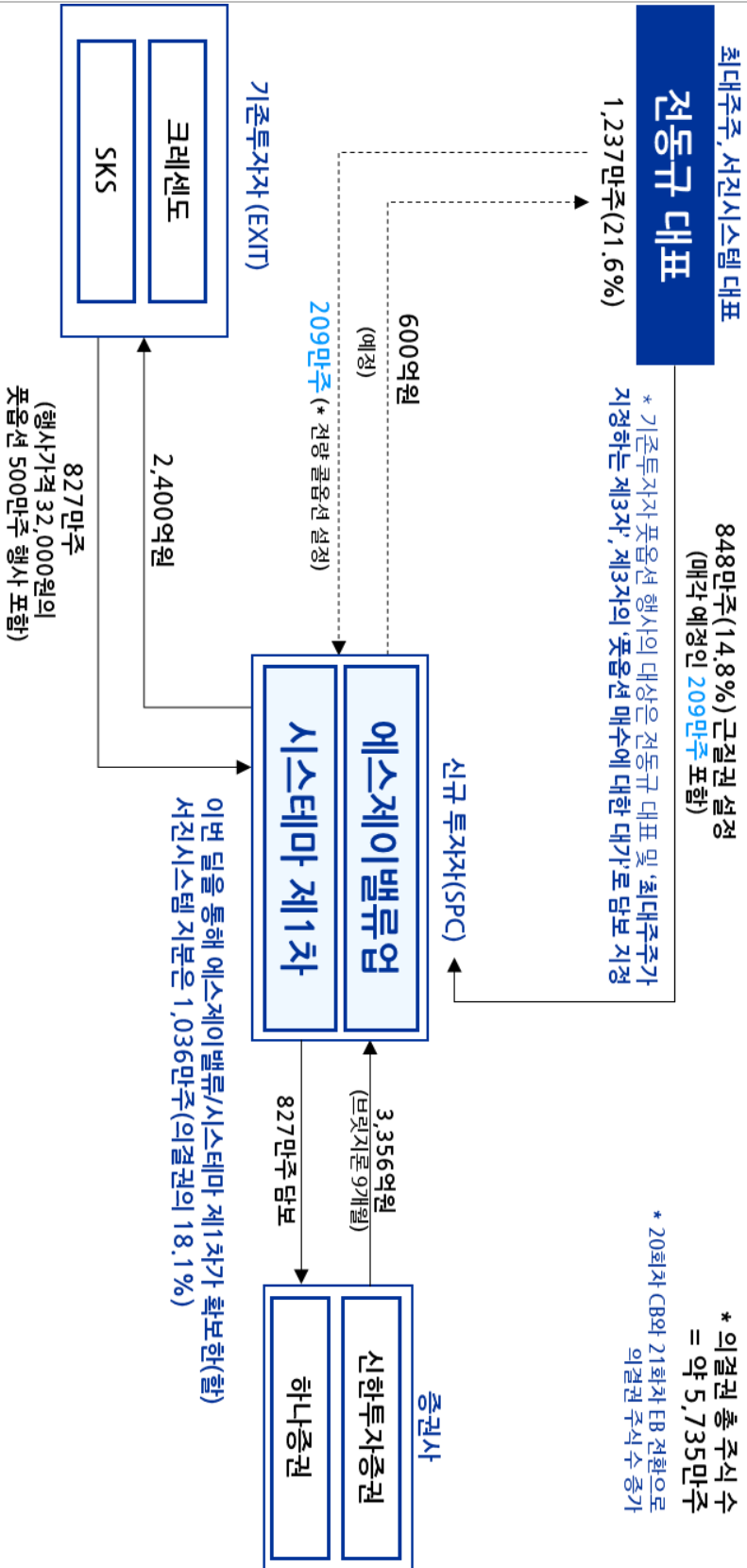
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	41,000	38,500	▲
영업이익(25)	0.7	0.7	-
영업이익(26)	196.1	196.1	-

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
세전손익	0.3	118.4	(118.2)	138.0
당기순이익	(22.7)	83.9	(110.4)	107.3
EPS(원)	(600)	1,498	(1,945)	1,881
증감률(%)	적전	흑전	적전	흑전
PER(배)	n/a	17.9	n/a	20.3
ROE(%)	(4.3)	12.3	(14.3)	14.7
PBR(배)	1.4	1.7	3.2	2.7
EV/EBITDA(배)	10.6	11.5	27.4	9.8

자료: 유진투자증권



도표 1. 밑 구조



자료: 유진투자증권

도표 2. 주식 등 대량보유 상황(최신, 26.01.29)

(주, %)	의결권	비율	전환사채	기타	합	비율	기타 설명
전동규	12,366,161	21.6	102,127	2,087,826	14,556,114	24.3	콜옵션(에스제이+시스템마)
임원	267,460	0.5		437,000	704,460	1.2	주식매수선택권(스타옵션)
에스제이밸류업	5,177,737	9.0			5,177,737	8.6	
시스템마제일차	5,177,737	9.0			5,177,737	8.6	
합	22,989,095	40.1	102,127	2,524,826	25,616,048	42.7	
총 발행	57,351,898				59,978,851		

자료: 서진시스템, 유진투자증권

도표 3. 주식 등 대량보유 상황(이전, 25.12.19)

(주, %)	의결권	비율	전환사채	기타	합	비율	기타 설명
전동규	14,453,987	25.9	102,127	2,170,211	16,726,325	28.6	콜옵션(크레센도+썬플라워)
임원	281,960	0.5		437,000	718,960	1.2	주식매수선택권(스타옵션)
썬플라워홀딩스	1,467,968	2.6			1,467,968		
Rivendell	177,739	0.3			177,739		
썬플라워제 3 호	1,998,055	3.6			1,998,055		
썬플라워 2022	4,026,542	7.2			4,026,542		
크레센도제 3 의디호	380,648	0.7			380,648		
SKS	2,524,691	4.5			2,524,691		
합	25,311,590	45.3	102,127	2,607,211	28,020,928		
총발행	55,873,279				58,582,617		

자료: 서진시스템, 유진투자증권

도표 4. 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
기타	31.7	51.2	36.0	31.6	37.3	41.7	42.7	43.8
핸드셋(~3Q23)	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 5. 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)	1,881	4,242
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	125.5
수정EPS(원)	(600)	1,498	(1,945)	1,881	4,242
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	125.5

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(600)	1,498	(1,945)	1,881	4,242
BPS	13,257	15,467	11,819	14,074	18,316
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	17.9	n/a	20.3	9.0
PBR	1.4	1.7	3.2	2.7	2.1
EV/ EBITDA	10.6	11.5	27.4	9.8	6.2
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	5.9	7.6	59.0	11.2	6.5
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)	14.7	26.2
ROIC	(37.5)	5.4	0.0	10.2	17.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	134.8	93.1	113.5	92.8	63.6
유동비율	84.8	129.0	98.0	106.4	121.8
이자보상배율	1.1	2.2	0.0	3.6	7.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.7	0.5	0.7	0.8
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)

