

# 서진시스템 (178320/KQ)

## 세계적 파트너들로부터 검증받는 경쟁력

미래산업/미드스몰캡. 나승두 / nsdoo@sks.co.kr / 3773-8891

**Signal:** 글로벌 고객사가 먼저 찾는 기업으로 탈바꿈, 협력 확대 요청 증가  
**Key:** 4Q25 부터 분기 실적 개선세 이어질 것, 상대적 멀티플은 여전히 매력적  
**Step:** 1/29 공시 통해 풋옵션 관련 문제 완전 해소, 실적+멀티플 재평가 시점

### 매수(유지)

목표주가: 55,000 원(상향)  
 현재주가: 34,450 원  
 상승여력: 59.6%

### STOCK DATA

주가(26/02/10)	34,450 원
KOSDAQ	1,115.20 pt
52주 최고가	38,200 원
60일 평균 거래대금	213 억원

### COMPANY DATA

발행주식수	5,735 만주
시가총액	19,291 억원
주요주주	
전동규(외 11)	37.27%
네오솔루션즈(외 2)	11.00%
외국인 지분율	8.58%

### 주가 및 상대수익률



### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2025E	2026E	2027E
매출액	억원	10,825	18,638	25,273
영업이익	억원	108	1,987	2,739
순이익(지배주주)	억원	111	1,723	2,451
EPS	원	197	3,062	4,354
PER	배	128.2	11.0	7.8
PBR	배	1.6	1.8	1.5
EV/EBITDA	배	23.6	7.6	5.6
ROE	%	1.3	17.8	20.8
배당성향	%	0.0	0.0	0.0

### 투자의견 매수, 목표주가 55,000 원으로 상향

투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 기존 41,000 원에서 55,000 원으로 +34% 상향 조정한다. 목표주가는 올해 예상 EPS 에 글로벌 다이캐스팅 전문 업체들의 평균 PER 18 배를 적용하여 산출하였다. 지난 1/29(월) 공시를 통해 확인했 듯, 기존 투자자의 풋옵션권리행사 관련 문제를 모두 해소했다. 이제는 실적과 멀티플을 바탕으로 기업 가치 재평가가 필요한 시점이라는 판단이다.

### 고객사가 먼저 찾는 기업이 되다

서진시스템은 지난해 4 분기를 기점으로 완전한 분기 성장 국면에 진입했을 것으로 판단된다. 올해는 연간 매출액 1 조 8,638 억원, 영업이익 1,987 억원을 달성할 것으로 전망하는데, 그 중심에는 ESS 와 반도체가 있다. 글로벌 ESS 주요 고객사인 Fluence Energy 는 최근 실적발표를 통해 공격적인 외형성장을 하고 있음을 증명했다. 데이터 센터와 결합한 ESS 물량이 증가하면서 올해 하반기에는 수주 잔고도 큰 폭의 성장이 기대된다. 한가지 아쉬운 점은 수익성이었지만, 이는 결국 제품 생산 단가 관리가 중요함을 의미하기에 오히려 서진시스템에 대한 의존도는 더욱 커질 가능성이 높다. 그 외 올해 국내 배터리셀 제조 업체들의 ESS 생산 계획이 공격적이라는 점도 주목해야 할 포인트다. 미국 반도체장비 전문 기업 Lam Research 는 최근 한국에서의 반도체 부품 조달 규모가 연간 1 조원을 넘어섰다는 소식을 발표했다. 파워박스, 프레임 어셈블리, 공정 챔버 등을 납품하는 Texon(서진시스템 자회사)의 역할이 컸던 것으로 보인다. 올해 한국과 베트남 공장에서 대응하는 협력 품목 및 수량은 더욱 늘어날 것으로 예상됨에 따라 서진시스템 반도체 사업 부문의 2026 년 실적 성장률은 여타 사업 부문대비 가장 큰 폭의 성장률을 기록할 것으로 예상된다. 이 외에도 핵심 부품인 The Bloom Box 위탁생산을 의뢰 중인 Bloom Energy 도 Texon 과의 협력 확대를 추진 중이다. 미국 IMC 그룹 내 Ingersoll 과의 MOU 체결은 미 우주 산업 내에서도 Texon 의 영향력이 점진적으로 확대될 것임을 의미한다.

### 현재 주가는 여전히 싸다

글로벌 지정학적 갈등 확산으로 인한 제조업 공급망 재편 움직임은 다이캐스팅 및 EMS 업체들의 기업가치를 부각시키는 중이다. 글로벌 주요 다이캐스팅 업체들의 PER 멀티플은 최소 16 배에서 29 배 수준을 형성하고 있다는 점, 글로벌 주요 EMS 업체들의 PER 멀티플도 최소 16 배에서 40 배까지 형성하고 있다는 점을 감안한다면 현재 11 배 수준에 불과한 서진시스템 주가 수준은 여전히 저평가 국면이라는 판단이다. 세계적인 파트너사들의 눈높이에 맞춰 투자자들의 시선도 점점 높아질 것으로 판단한다.

램리서치 우수 협력 업체로 다수 선정된 Texon

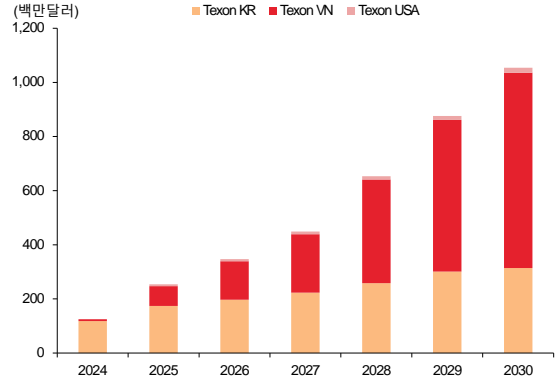
Lam Supplier Excellence Award Winners

Lam engages with thousands of suppliers around the world to responsibly source the specialized materials and components needed for its semiconductor manufacturing equipment. Lam's 2024 Supplier Excellence Awards were presented in a ceremony last week to select supply chain partners in five key categories.

- Recipients of the **Excellence in Operational Execution (No Demand Unmet) Award** demonstrated proactive and adaptable delivery, strong investments in inventory strategies and localized manufacturing, and outstanding customer support. The two companies awarded were **Celestica Electronics SDN. BHD** and **Texon Co. Ltd.**
- **TOTO Ltd.** was honored with the **Environmental, Social and Governance (ESG) Excellence Award** for their demonstrated commitment to ESG principles, including advocating for human rights across the supply chain.
- **Easys s.r.o.** received Lam's **Excellence in Quality Award** for high-yield performance, consistency of quality standards, methodologies and processes, as well as for their installation and warranty support.
- **CryoWest, Inc.** and **Venture Corporation Limited** were recognized with a **Rapid Prototype Materials Performance Award** for exceptional support, responsiveness, and on-time delivery, which enabled Lam to provide solutions faster to meet customer needs.
- The **New Product Introduction Performance Award** honorees demonstrated outstanding agility, operating responsibly in Lam's dynamic development environment. These suppliers delivered speed to solutions through their value chain for Lam to meet customer requirements. The three companies who received this honor were **INFICON AG, TOKAI CARBON KOREA**, and **Times Microwave Systems, Inc.**, an **Amphenol Company**.

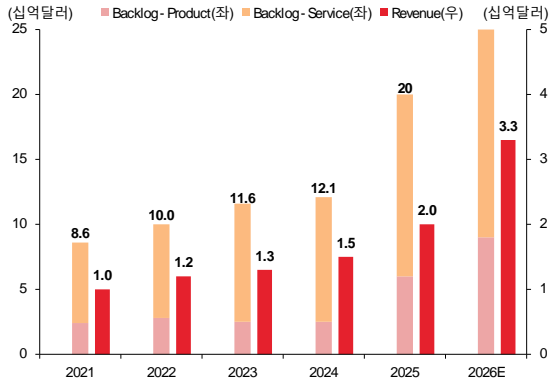
자료: Lam Research, SK 증권 / 주: 2024 Excellence Awards

반도체 부문 매출 추이 및 전망



자료: 서진시스템, TEXON, SK 증권

Bloom Energy 수주잔고+실적 추이 및 전망



자료: BloomEnergy, SK 증권

IMC 그룹 산하 잉거솔과 협력으로 미 우주항공 분야 본격 진출



자료: 서진시스템, SK 증권

서진시스템 연간 실적 추이 및 전망

(억원)	2023	2024	2025				2026E	2027E	
			1Q	2Q	3Q	4QE			
매출액	7,787	12,138	10,825	2,813	2,586	2,155	3,272	18,638	25,273
ESS	2,744	6,360	4,397	1,292	973	552	1,580	7,630	9,915
EV & Battery	1,048	1,122	764	122	180	235	228	1,186	1,400
반도체	1,394	1,943	2,755	756	582	686	731	5,855	8,760
통신	1,385	1,232	1,340	326	339	322	353	1,650	1,842
기타	1,215	1,480	1,569	317	512	360	380	2,317	3,356
영업이익	490	1,087	108	209	-60	-373	332	1,987	2,739
(OPM, %)	(6.30)	(9.0)	(1.0)	(7.4)	(-2.3)	(-17.3)	(10.1)	(10.7)	(10.8)

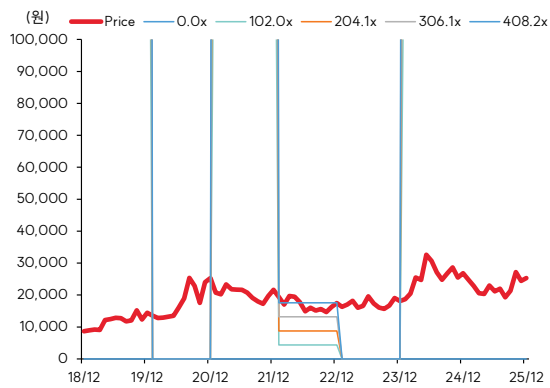
자료: 서진시스템, SK 증권 추정

글로벌 Peer 현황

구분	기업명	티커	시가총액 (억달러)	PER	주요 사업
다이캐스팅	Magna Int'l	MGA	153	15.7	대형 다이캐스팅 및 EV 하우징
	Georg Fischer	GF	52	17.5	산업용 부품 및 배관 시스템, 정밀 캐스팅 솔루션
	Linamar	LNR	38	19.3	엔진/변속기 및 EV 복합 다이캐스팅
	Endurance Tech	ENDURANCE	41	28.9	인도 최대 알루미늄 다이캐스팅 업체
	Ryobi	5851	6	8.7	자동차 및 산업용 알루미늄 다이캐스팅
EMS	Foxconn	2317	950	15.8	세계 1위 EMS 업체, AI 서버/EV/각종 디바이스 등
	Wistron	3231	125	15.7	네트워크 장비, 서버, AI 인프라 등 위탁생산
	Jabil	JBL	250	40.1	AI 데이터센터, 헬스케어 등 고부가가치 EMS 솔루션

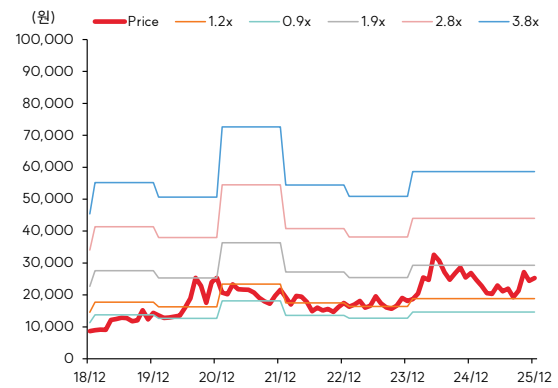
자료: Bloomberg, 각 사, SK 증권 / 주: Trailing PER

서진시스템 PER 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

서진시스템 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	7,801	11,416	12,109	16,560	22,437
현금및현금성자산	161	411	1,286	3,942	7,588
매출채권 및 기타채권	1,195	2,725	2,718	3,453	4,157
재고자산	6,194	7,723	7,337	8,144	9,417
<b>비유동자산</b>	7,400	9,616	9,044	9,181	9,575
장기금융자산	3	342	329	401	463
유형자산	6,462	8,190	7,639	7,705	8,034
무형자산	66	201	191	183	175
<b>자산총계</b>	15,201	21,032	21,153	25,741	32,012
<b>유동부채</b>	9,200	8,848	8,752	11,294	14,816
단기금융부채	5,957	5,414	5,143	6,588	8,657
매입채무 및 기타채무	2,451	2,979	3,187	4,083	5,365
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1,020	3,428	3,534	3,864	4,172
장기금융부채	949	3,156	3,294	3,450	3,611
장기매입채무 및 기타채무	0	3	3	3	3
장기충당부채	6	1	1	1	2
<b>부채총계</b>	10,220	12,276	12,286	15,158	18,988
<b>지배주주지분</b>	4,982	8,700	8,811	10,534	12,985
자본금	188	281	281	281	281
자본잉여금	1,712	5,546	5,546	5,546	5,546
기타자본구성요소	1,675	52	52	52	52
자기주식	-77	0	0	0	0
이익잉여금	1,064	1,895	2,006	3,729	6,180
비지배주주지분	-1	56	56	49	39
<b>자본총계</b>	4,981	8,756	8,866	10,583	13,024
<b>부채외자본총계</b>	15,201	21,032	21,153	25,741	32,012

현금흐름표

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>영업활동현금흐름</b>	426	-1,135	1,037	1,648	2,045
당기순이익(손실)	-227	839	111	1,716	2,441
비현금성항목등	1,381	1,154	803	1,038	1,040
유형자산감가상각비	775	923	816	781	755
무형자산상각비	8	13	10	9	7
기타	598	219	-24	248	278
운전자본감소(증가)	-346	-2,662	599	-325	-461
매출채권및기타채권의감소(증가)	431	-987	6	-734	-704
재고자산의감소(증가)	-846	-985	386	-807	-1,273
매입채무및기타채무의증가(감소)	-354	110	209	896	1,282
기타	-463	-550	-535	-1,142	-1,489
법인세납부	-82	-84	-61	-361	-514
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,624	-2,118	243	-399	-464
금융자산의감소(증가)	-18	-215	1	-3	-3
유형자산의감소(증가)	-1,573	-1,731	-265	-846	-1,085
무형자산의감소(증가)	-16	-10	0	0	0
기타	-18	-161	507	450	624
<b>재무활동현금흐름</b>	1,170	3,490	-140	1,593	2,220
단기금융부채의증가(감소)	299	530	-271	1,445	2,069
장기금융부채의증가(감소)	1,059	2,826	138	156	161
자본의증가(감소)	0	3,927	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-189	-3,793	-7	-8	-10
<b>현금의 증가(감소)</b>	-28	251	875	2,657	3,646
기초현금	188	161	411	1,286	3,942
기말현금	161	411	1,286	3,942	7,588
FCF	-1,147	-2,866	772	802	960

자료 : 서진시스템, SK증권 추정

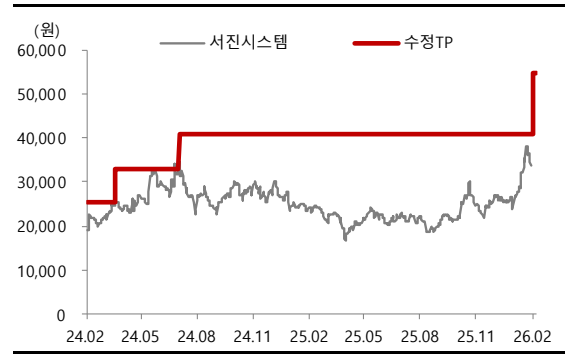
포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>매출액</b>	7,787	12,138	10,825	18,638	25,273
<b>매출원가</b>	6,407	10,003	8,922	14,804	20,294
<b>매출총이익</b>	1,379	2,134	1,903	3,834	4,979
매출총이익률(%)	17.7	17.6	17.6	20.6	19.7
<b>판매비와 관리비</b>	889	1,047	1,795	1,847	2,240
<b>영업이익</b>	490	1,087	108	1,987	2,739
영업이익률(%)	6.3	9.0	1.0	10.7	10.8
<b>비영업손익</b>	-487	97	63	91	216
순금융손익	-439	-489	-422	-428	-471
외환관련손익	-51	410	496	530	695
관계기업등 투자손익	2	-1	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	3	1,184	171	2,077	2,955
세전계속사업이익률(%)	0.0	9.8	1.6	11.1	11.7
<b>계속사업법인세</b>	25	344	61	361	514
<b>계속사업이익</b>	-22	839	111	1,716	2,441
<b>중단사업이익</b>	-205	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-227	839	111	1,716	2,441
순이익률(%)	-2.9	6.9	1.0	9.2	9.7
<b>지배주주</b>	-226	843	111	1,723	2,451
지배주주귀속 순이익률(%)	-2.9	6.9	1.0	9.2	9.7
<b>비지배주주</b>	-1	-3	-0	-7	-10
<b>총포괄이익</b>	-284	1,416	111	1,716	2,441
<b>지배주주</b>	-283	1,420	111	1,720	2,447
<b>비지배주주</b>	-1	-3	-0	-4	-6
<b>EBITDA</b>	1,273	2,022	934	2,776	3,501

주요투자지표

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	5.8	55.9	-10.8	72.2	35.6
영업이익	-17.9	121.8	-90.1	1,739.7	37.8
세전계속사업이익	-99.1	44,551.7	-85.5	1,113.8	42.2
EBITDA	2.6	58.8	-53.8	197.1	26.1
EPS	적전	흑전	-86.8	1,452.0	42.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	-1.6	4.6	0.5	7.3	8.5
ROE	-4.3	12.3	1.3	17.8	20.8
EBITDA마진	16.4	16.7	8.6	14.9	13.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	84.8	129.0	138.4	146.6	151.4
부채비율	205.2	140.2	138.6	143.2	145.8
순차입금/자기자본	134.8	93.1	80.6	57.5	35.9
EBITDA/이자비용(배)	2.9	4.1	2.1	5.8	6.1
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-55	1,498	197	3,062	4,354
BPS	13,461	15,467	15,655	18,717	23,071
CFPS	1,484	3,161	1,666	4,464	5,709
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	-327.5	17.9	128.2	11.0	7.8
PBR	1.3	1.7	1.6	1.8	1.5
PCR	12.2	8.5	15.2	7.6	5.9
EV/EBITDA	10.6	11.5	23.6	7.6	5.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.02.11	매수	55,000원	6개월		
2024.07.10	매수	41,000원	6개월	-39.78%	-6.83%
2024.03.27	매수	33,000원	6개월	-16.66%	3.18%



**COMPLIANCE NOTICE**

작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 02 월 11 일 기준)	매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0.00%
--	----	--------	----	-------	----	-------