

서진시스템 (178320. KQ)

NDR후기: 내년부터 두 배로 잘할게

투자의견

BUY(유지)

목표주가

33,000 원(유지)

현재주가

24,400 원(11/28)

시가총액

1,373(십억원)

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

- 11/27-11/28 양일간 진행, 주요 내용은 실적 반등 및 2026년 성장 전략과 주요 사업부문 현황 업데이트
- 2025년 ESS 사업부문 부진의 이유는 2위 고객사 파산과 미중 관세 갈등으로 인한 F사 발주 지연이 원인
- 12월 1일 현재 관세로 인한 배터리 수급 이슈 해소 됐으며, F사향 수주잔고 약 3천억원 수준(1,200억원 8/26 공시, 1,800억원 11/26 공시)으로 납기 고려했을 때 4분기부터 유의미한 물량 매출인식 전망
- 특히 11/26 공시한 1,800억원의 수주분은 내년 2분기 출하를 목표로 대응중인 미국 공장 수주분, F사향 중대형 제품이 며 F사 4분기 어닝콜 간 중요성 강조했던 데이터센터 전용 모델인 SmartStack 등 향후 수주 확대 가시성 높음
- 이외에도 국내 셀 업체들의 북미향 ESS 제조에 인클로저 공급업체로 선정돼 내년 실적성장 가시성 높은 상태
- 반도체 부문은 기존 생산 제품인 EFEM(웨이퍼운송장비)과 파워박스에 이어 추가 사업기회 확보 중, 세정 모듈 추가된 HBM 공정 장비 수주와 주요 고객사 향 프로세스모듈 양산 등 사업기회 확대되고 있으며 베트남 공장 가동으로 수익성 개선과 물량확대 동시에 일어날 전망
- 이외 전기차, 통신, PCB 등 타 사업부문은 물량과 수익성 개선에 다소 시간 소요될 것으로 추정하나 주요 사업부문인 ESS와 반도체의 성장으로 전사 실적은 개선될 것으로 전망
- 최근 최대주주 지분 매각 공시(11/25)는 기 투자자의 뜻옴션 행사와 관련된 매각 예정공시, 기투자자의 엑시트와 신규투자 자 유치에 소요되는 자금 확보 차원
- 현재주가는 2026년 실적기준 PER 21배 수준, 투자의견과 목표주가 모두 유지

주가(원,11/28)	24,400
시가총액(십억원)	1,373

발행주식수	56,282천주
52주 최고가	31,200원
최저가	16,490원
52주 일간 Beta	1.27
60일 일평균거래대금	115억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2025F)	0.0%

주주구성	
전동규 (외 18인)	45.0%
네오솔루션즈 (외 3인)	10.0%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-19.4	-16.5	-39.2
절대기준	-18.4	8.7	-7.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
목표주가	33,000	33,000	유지
영업이익(25)	-13.0	-13.0	유지
영업이익(26)	146.9	146.9	유지

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	778.7	1,213.8	1,046.9	1,485.1
영업이익	49.0	108.7	(13.0)	146.9
세전손익	0.3	118.4	(141.0)	84.1
당기순이익	(22.7)	83.9	(132.0)	65.4
EPS(원)	(600)	1,498	(2,370)	1,176
증감률(%)	적전	흑전	적전	흑전
PER(배)	n/a	17.9	n/a	20.8
ROE(%)	(4.3)	12.3	(17.6)	9.8
PBR(배)	1.4	1.7	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	10.6	11.5	21.0	8.8

자료: 유진투자증권

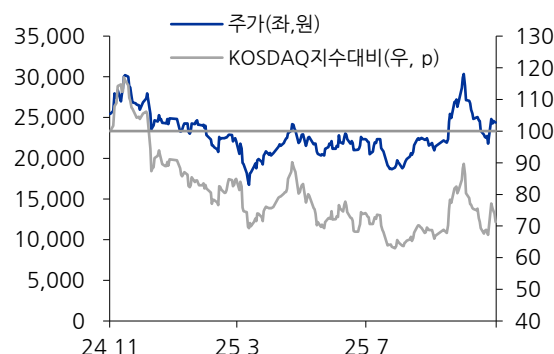


도표 1. 서진시스템 분기 실적(연결) 추정

(십억원)	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25F
매출액	325.7	308.9	314.8	264.4	281.3	258.6	215.5	291.5
YoY(%)	64.6	74.3	96.3	8.7	(13.6)	(16.3)	(31.6)	10.3
ESS	200.2	161.4	178.3	96.1	129.2	97.3	55.2	111.2
반도체	33.4	51.7	46.7	62.6	75.6	58.2	68.6	74.8
EV	30.7	30.7	28.1	22.7	12.2	18.0	23.5	25.1
통신장비	29.1	30.0	27.7	36.4	32.6	33.9	32.2	32.5
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	51.2	36.0	47.9
매출원가	255.4	256.0	252.9	236.0	233.1	241.3	228.3	251.6
매출총이익	70.2	52.8	62.0	28.4	48.1	17.2	(12.8)	40.0
판관비	27.0	21.7	28.7	27.4	27.3	23.2	24.5	30.6
영업이익	43.3	31.1	33.3	1.0	20.9	(6.0)	(37.3)	9.3
YoY(%)	396.3	(279.0)	957.9	(98.2)	(51.8)	(119.2)	(211.9)	827.8
OPM	13.3	10.1	10.6	0.4	7.4	(2.3)	(17.3)	3.2
영업외손익	(4.5)	0.5	(14.2)	27.8	(18.6)	(89.1)	(5.8)	(14.4)
세전이익	38.8	31.7	19.0	28.8	2.3	(95.0)	(43.1)	(5.1)
법인세비용	1.5	16.9	(4.8)	20.9	1.1	(13.8)	4.9	(1.1)
당기순이익	37.3	14.8	23.9	7.9	1.2	(81.2)	(48.0)	(4.0)

자료: 유진투자증권

도표 2. 서진시스템 연간 실적(연결) 추정

(십억원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	606.1	736.0	778.7	1,213.8	1,046.9	1,485.1
YoY(%)	88.3	21.4	5.8	55.9	(13.7)	41.9
ESS	130.5	189.8	315.3	636.0	393.0	615.4
반도체	70.9	147.8	144.9	194.3	277.2	456.3
EV	0.0	47.7	100.9	112.2	78.7	101.5
통신장비	139.0	221.3	152.5	123.2	131.2	132.3
핸드셋	58.7	51.9	26.4	0.0	0.0	0.0
기타	207.1	129.0	96.7	148.0	166.8	179.5
매출원가	488.6	607.2	640.7	1,000.3	954.3	1,205.8
매출총이익	117.6	128.8	137.9	213.4	92.6	279.3
판관비	59.6	69.1	88.9	104.7	105.6	132.5
영업이익	58.0	59.7	49.0	108.7	(13.0)	146.9
YoY(%)	140.1	2.9	(17.9)	121.8	(112.0)	(1,225.5)
OPM	9.6	8.1	6.3	9.0	(1.2)	9.9
영업외손익	(12.9)	(29.2)	(48.7)	9.7	(127.9)	(62.8)
세전이익	45.1	30.5	0.3	118.4	(140.9)	84.0
법인세비용	6.5	13.6	2.5	34.4	(8.9)	18.7
계속사업이익	38.6	16.9	(2.2)	83.9	(132.0)	65.4
중단사업이익	0.0	(15.3)	(20.5)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.0	1.6	(22.7)	83.9	(132.0)	65.4

자료: 유진투자증권

서진시스템(178320.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	1,520.1	2,103.2	1,898.9	2,120.4	2,423.7
유동자산	780.1	1,141.6	966.4	1,233.2	1,561.8
현금성자산	19.4	41.6	207.9	97.6	145.2
매출채권	119.5	272.5	159.7	245.3	309.0
재고자산	619.4	772.3	543.1	834.0	1,050.7
비유동자산	740.0	961.6	932.5	887.3	861.9
투자자산	87.2	122.5	126.3	131.5	136.8
유형자산	646.2	819.0	784.0	731.7	699.3
기타	6.6	20.1	22.2	24.1	25.9
부채총계	1,022.0	1,227.6	1,248.7	1,404.1	1,520.2
유동부채	920.0	884.8	1,006.4	1,160.7	1,275.7
매입채무	261.5	315.6	287.5	441.5	556.3
유동성이자부채	595.7	541.4	690.7	690.7	690.7
기타	62.8	27.8	28.1	28.4	28.7
비유동부채	102.0	342.8	242.3	243.4	244.6
비유동이자부채	94.9	315.6	214.4	214.4	214.4
기타	7.1	27.2	27.9	29.0	30.2
자본총계	498.1	875.6	650.2	716.4	903.5
지배지분	498.2	870.0	644.8	710.9	898.0
자본금	18.8	28.1	28.1	28.1	28.1
자본잉여금	171.2	554.6	554.6	554.6	554.6
이익잉여금	106.4	189.5	56.1	122.3	309.4
기타	201.8	97.8	5.9	5.9	5.9
비지배지분	(0.1)	5.6	5.5	5.5	5.5
자본총계	498.1	875.6	650.2	716.4	903.5
총차입금	690.7	857.0	905.1	905.1	905.1
순차입금	671.2	815.3	697.3	807.5	759.9

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	42.6	(113.5)	211.3	(55.0)	111.6
당기순이익	(22.7)	83.9	(132.0)	65.4	185.2
자산상각비	78.3	93.5	111.7	100.2	89.1
기타비현금성손익	59.8	21.9	(113.5)	4.5	5.8
운전자본증감	(34.6)	(266.2)	314.4	(222.7)	(166.0)
매출채권감소(증가)	43.1	(98.7)	111.6	(85.5)	(63.7)
재고자산감소(증가)	(84.6)	(98.5)	225.4	(290.9)	(216.7)
매입채무증가(감소)	(35.4)	11.0	(27.0)	154.0	114.7
기타	42.3	(80.0)	4.4	(0.3)	(0.3)
투자현금	(162.4)	(211.8)	(85.1)	(55.3)	(64.1)
단기투자자산감소	(0.9)	(23.6)	0.0	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	1.3	2.1	(0.9)	(1.3)	(1.3)
설비투자	(162.6)	(177.1)	(78.5)	(47.0)	(55.0)
유형자산처분	5.4	3.9	0.5	0.5	0.0
무형자산처분	(1.6)	(1.0)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
재무현금	117.0	349.0	38.4	0.0	0.0
차입금증가	135.9	335.6	41.8	0.0	0.0
자본증가	(7.7)	12.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(2.8)	25.1	165.2	(110.3)	47.5
기초현금	18.8	16.1	41.1	206.3	95.9
기말현금	16.1	41.1	206.3	95.9	143.5
Gross Cash flow	115.4	199.3	(89.9)	167.7	277.6
Gross Investment	196.2	454.4	(229.3)	278.0	230.0
Free Cash Flow	(80.8)	(255.1)	139.4	(110.3)	47.6

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	778.7	1,213.8	1,046.9	1,485.1	1,979.0
증가율(%)	5.8	55.9	(13.7)	41.9	33.3
매출원가	640.7	1,000.3	954.3	1,205.8	1,519.7
매출총이익	137.9	213.4	92.6	279.3	459.3
판매 및 일반관리비	88.9	104.7	105.6	132.5	160.2
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	49.0	108.7	(13.0)	146.9	299.1
증가율(%)	(17.9)	121.8	적전	흑전	103.7
EBITDA	127.3	202.2	98.6	247.1	388.2
증가율(%)	2.6	58.8	(51.2)	150.5	57.1
영업외손익	(48.7)	9.7	(127.9)	(62.8)	(61.2)
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)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타영업외손익	(5.0)	58.8	(65.5)	(8.5)	(9.0)
세전순이익	0.3	118.4	(141.0)	84.1	238.0
증가율(%)	(99.1)	44,551	적전	흑전	183.0
법인세비용	2.5	34.4	(8.9)	18.7	52.8
당기순이익	(22.7)	83.9	(132.0)	65.4	185.2
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	182.9
지배주주지분	(22.6)	84.3	(133.3)	66.1	187.1
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	182.9
비지배지분	(0.1)	(0.3)	1.3	(0.7)	(1.9)
EPS(원)	(600)	1,498	(2,370)	1,176	3,326
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	182.9
수정EPS(원)	(600)	1,498	(2,370)	1,176	3,326
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	182.9

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(600)	1,498	(2,370)	1,176	3,326
BPS	13,257	15,467	11,463	12,638	15,965
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	17.9	n/a	20.8	7.3
PBR	1.4	1.7	2.1	1.9	1.5
EV/ EBITDA	10.6	11.5	21.0	8.8	5.5
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	5.9	7.6	n/a	8.2	4.9
수익성(%)					
영업이익율	6.3	9.0	(1.2)	9.9	15.1
EBITDA이익율	16.4	16.7	9.4	16.6	19.6
순이익율	(2.9)	6.9	(12.6)	4.4	9.4
ROE	(4.3)	12.3	(17.6)	9.8	23.3
ROIC	(37.5)	5.4	(0.6)	8.1	14.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	134.8	93.1	107.2	112.7	84.1
유동비율	84.8	129.0	96.0	106.2	122.4
이자보상배율	1.1	2.2	(0.2)	2.7	5.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.7	0.5	0.7	0.9
매출채권회전율	5.6	6.2	4.8	7.3	7.1
재고자산회전율	1.4	1.7	1.6	2.2	2.1
매입채무회전율	2.8	4.2	3.5	4.1	4.0

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 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 3 자에게 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: 12 개월 (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	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)

