서진시스템
(178320. KQ)

북미 AI 인프라 구축의 동반자

투자의견
BUY(유지)

목표주가
33,000 원(유지)

현재주가
22,900 원(11/17)

시가총액
1,289(십억원)

미드/스몰캡 허준서_ 02)368-6175_ pos03066@eugenefn.com

- **3Q25 매출액과 영업이익 각각 2,155억원(-31.6% yoy), -373억원(적자전환 yoy) 기록하며 추정치를 크게 하회, 어닝쇼크 기록**, 재개된 플루언스 물량이 유의미하게 반영되지 않아 ESS 사업부문 매출 부진했으며 이로 인한 적자폭 확대
- 매출액 비중 가장 높은 **ESS 부문은 2025년 단기저점 통과 후 2026년 성장 재개 예정, 4Q25부터 플루언스향 물량 회복되며 26년 하반기에는 국내 셀 업체향 북미 물량 증가 전망,** 고객사 포트폴리오 다변화 측면에서 긍정적이며 기 설치된 재생에너지의 간헐성 극복과 더불어 엔비디아의 800V DC 아키텍처가 ESS 수요 견인의 새로운 축으로 이어질 것
- **반도체 부문** 성장세 주목, AI 인프라 구축간 HBM 확대 및 낸드 단수 증가는 증착과 식각의 반복적 공정수행을 요구하고 해당 공정의 수율을 위해 고객사의 장비 업그레이드도 필요, **기존 단순 양산공정 수행에서 공정 개발단계 함께 참여하며 부품 내재화 중, 향후 신제품 양산 시 물량 확보로 높은 업사이드 기대 가능**
- **북미 AI인프라 구축의 핵심**은 칩과 전력, 해당 인프라를 구축하는 과정에서 공급망 내의 탈 중국화는 선택이 아닌 필수 옵션으로 부각되고 있으며 동사는 **칩(반도체 부문)과 전력(ESS 및 연료전지) 부문 모두에서 수혜 가능**
- 구조적 수혜가 확인되기 시작하는 **2026년 연간 EPS기준 현재 주가는 19.5배** 수준, **중장기적으로 설계/개발역량 확보하며 Jabil, Sanmina, Selestica 등 글로벌 EMS 업체로 성장 가능한점 고려**, 목표주가와 투자의견 모두 유지

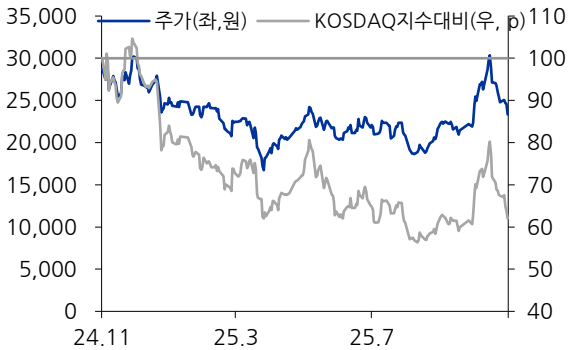
주가(원,11/17)	22,900
시가총액(십억원)	1,289
발행주식수	56,282천주
52주 최고가	31,200원
최저가	16,490원
52주 일간 Beta	1.06
60일 일평균거래대금	109억원
외국인 지분율	9.3%
배당수익률(2025F)	0.0%
주주구성	
전동규 (외 18인)	45.0%
네오솔루션즈 (외 3인)	10.0%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-13.2	-25.4	-52.0
절대기준	-8.2	-0.9	-20.3

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
목표주가	33,000	33,000	유지
영업이익(25)	-13.0	166.7	▼
영업이익(26)	146.9	265.4	▼

12 월 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	19.5
ROE(%)	(4.3)	12.3	(17.6)	9.8
PBR(배)	1.4	1.7	2.0	1.8
EV/EBITDA(배)	10.6	11.5	20.1	8.5

자료: 유진투자증권



진짜 진짜 최종 저점 확인

3Q25 매출액 2,155 억원, 영업적자 373 억원, 어닝쇼크 기록

어닝쇼크다. 당초 3분기부터 확대될 것으로 전망했던 플루언스향 ESS 물량이 유의미하게 반영되지 않으며 ESS 부문 매출액이 부진했고 이에 따른 전사 영업이익 축소가 부진한 실적의 원인이 됐다. 3 분기 ESS 부문 매출액은 552 억원으로 이 중 지난 8 월 공시된 플루언스 향 공급계약 금액 약 1,200 억원 중 인식된 매출은 230 억원 수준이다(환율 1,450 원 가정). 총 물량의 18%를 인식했으며 나머지는 국내 셀 업체 향이 대부분이었다. 해당 물량의 납기가 내년 1 분기 말 까지라 진행률 기준으로 향후 2 개분기 동안 해당 고객사 향으로만 최소 분기 500 억원 수준의 ESS 매출이 확보돼있는 상태고 국내 업체향 물량과 추가 수주를 고려하면 3 분기를 마지막으로 실적의 저점을 통과한 것이라 판단한다.

도표 1. **서진시스템 분기실적(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: 서진시스템, 유진투자증권

북미 AI 인프라 구축의 동반자

칩과 전력, 어느 쪽이든

북미 AI 인프라 구축의 핵심은 칩과 전력이다. 두가지가 데이터 센터 건설 과정의 핵심 병목이기 때문이다. 서진시스템은 두 가지 전방시장에서 모두 수혜를 볼 수 있는 기업이다.

반도체 부문의 고객사는 반도체 장비 회사들이다. 이들의 고객사인 반도체 제조회사들은 최종 고객사인 칩 설계사들의 요구에 맞춰 더 다층화된 메모리 제조와 복잡한 공정을 수행할 수 있어야 한다. 해당 과정에서 수율을 확보할 수 있는 고사양 장비의 수요가 발생하며 주요 팹들의 늘어난 CAPEX 와 고사양 장비 요구는 장비사들의 실적을 견인한다. 서진시스템은 이 수요에 올라탄다.

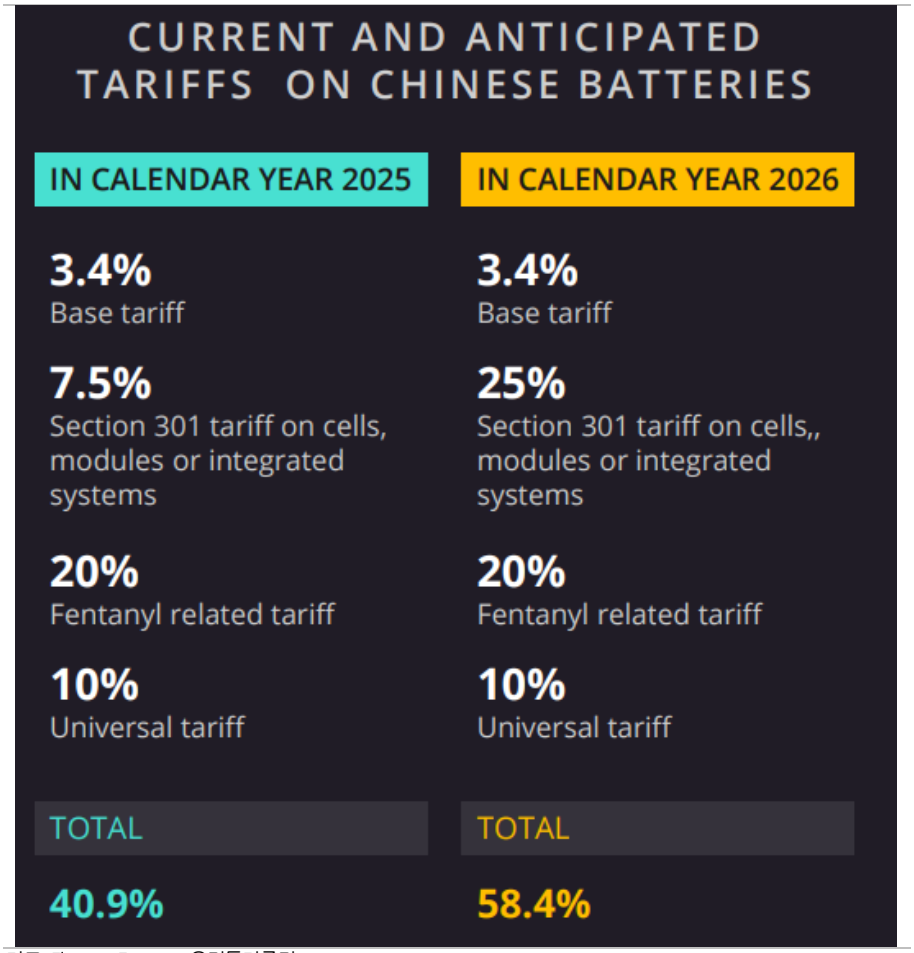
ESS부문의 고객사는 ESS시스템을 구축하는 SI업체와 배터리 셀 제조업체들이다. 이들은 빅테크를 필두로 한 데이터센터 업체들에게 전력원을 제공해준다. 데이터센터 업체들은 전력원의 부하 추종 능력과 온사이트(분산전원) 특성을 요구한다. ESS는 태양광 패널과 함께 설치돼 두가지 요건을 만족할 수 있는 전력원으로 집중 받고 있으며 최근 엔비디아의 800V DC 아키텍처 표준화와 북미에 선투자한 국내 셀업체들의 생산목표 확대 등 밸류체인 전반적으로 우호적인 환경이 조성중이다.

내년부터 진짜 성장, ESS

단일 고객사 리스크 해소, 진짜 성장 시작

ESS부문이 겪은 지난 1분기와 2분기의 부진은 미국의 중국 배터리 대상 고율관세가 원인이었다. 고객사인 플루언스는 대부분 중화권 배터리를 사용했는데 고율관세로 중국 셀의 단가가 높아져 프로젝트의 수익성이 담보되지 않으니 이를 이연시키는 과정에서 인클로저를 제조하는 서진시스템의 실적이 부진했다.

도표 2. **합리적 수준으로 조정된 중국 배터리 관세 예측 가능성**

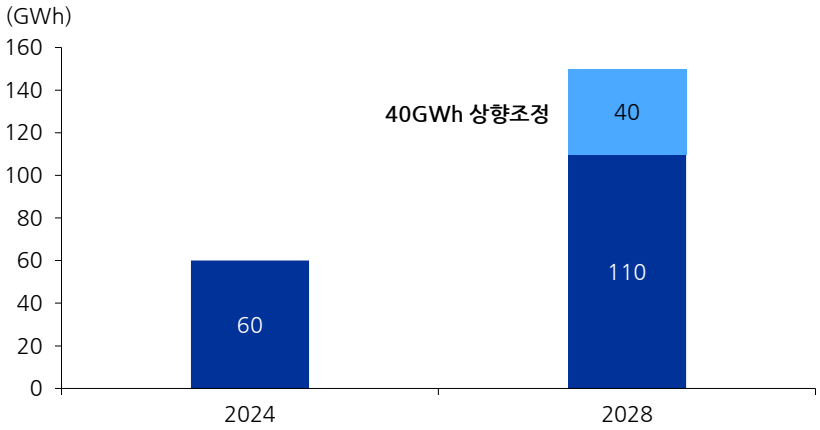


자료: Fluence Energy,, 유진투자증권

4 분기부터 플루언스향 물량이 유의미하게 인식될 예정이고 북미에 기 투자했던 국내 셀 업체들의 ESS 출하가 내년 하반기부터 시작된다. 동사는 국내 셀 업체의 SBB1.5 와 SBB1.7 등 NCM 기반의 ESS 시스템에 이미 인클로저를 납품한 이력이 있고 이를 바탕으로 내년 하반기부터 출하될 예정인 SBB 2.0(LFP ESS 제품)의 인클로저를 납품할 예정이다. 추가적인 셀 업체의 인클로저 생산도 전량 담당하게 됐다. 이미 구축해둔 높은 수준의 수직계열화 인프라가 사업기회의 확장을 이끌었다.

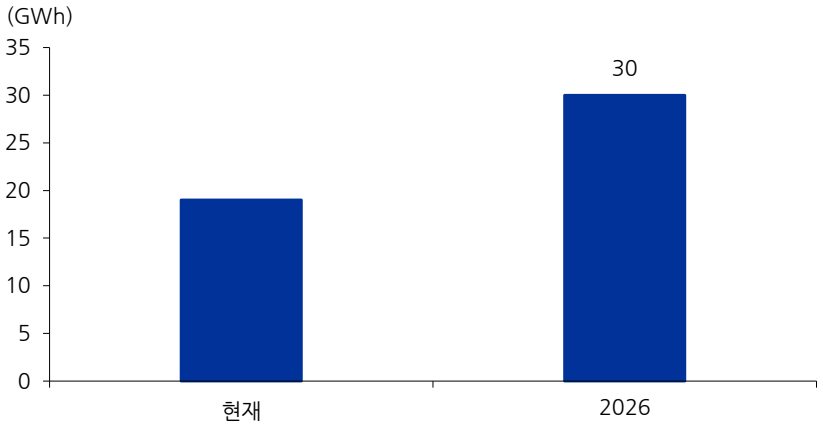
국내 셀 업체들의 내년 ESS 용 배터리 생산 목표가 확대되고 있어 기존에 납품하던 수준보다 물량도 늘어날 전망이다. 이에 맞춰 북미공장도 증설완료 후 장비 반입중이며 고객사의 요구 스케줄에 맞춰 내년 2 분기부터 대응할 예정이다. 베트남 공장과 함께 적절히 활용해 고객사의 요구사항에 맞는 공급망 설계가 가능해진다. 관세와 관련된 이슈는 이를 통해 헷지할 수 있다. 포윈의 파산으로 부각됐던 ESS 부문의 단일고객사 리스크가 해소되는 국면이라 판단한다.

도표 3. **LGES, 북미 ESS 수요 전망 상향 조정**



자료: LGES, 유진투자증권

도표 4. 삼성 SDI, 2026 년 말 ESS 용 CAPA 상향 조정(인디애나 공장)



자료: 삼성 SDI, 유진투자증권

도표 5. SKon, 2026 년부터 최대 7.2GWh 규모 ESS 공급 예정

SK온, 美서 ESS 대형 공급계약 체결... 해외 시장 진출 신호탄

2025.09.04 | SKinno News

■ 美 '플랫아이언'에 2026년부터 4년간 최대 7.2GWh 공급

■ 고전압 모듈 기반 고객 맞춤형 설계·열 확산 방지 기술로 안전성 확보

■ LFP 배터리 첫 양산·공급... 제품군·사업 포트폴리오 다각화로 성장 가속화

SK온이 대규모 ESS(에너지 저장 장치) 프로젝트를 수주하며 현지 생산 리튬인산철(LFP) 배터리로 북미 ESS 시장에 본격 진출한다.

SK온은 미국 콜로라도주에 본사를 둔 재생에너지 기업 '플랫아이언 에너지 개발(Flatiron Energy Development, 이하 플랫아이언)'과 1기가와트시(GWh) 규모의 ESS 공급 계약을 체결했다고 4일 밝혔다. 이번 계약으로 SK온은 플랫아이언이 추진하는 매사추세츠주 프로젝트에 LFP 배터리가 탑재된 컨테이너형 ESS 제품을 2026년에 공급한다.

추가로 플랫아이언이 2030년까지 매사추세츠주를 포함한 미국에서 추진하는 6.2GWh 규모의 프로젝트에 대한 '우선협상권(Right of First Offer)'도 확보했다. 따라서 양사 협의를 통해 2026년부터 4년간 최대 7.2GWh 규모의 ESS 제품을 공급하게 된다.

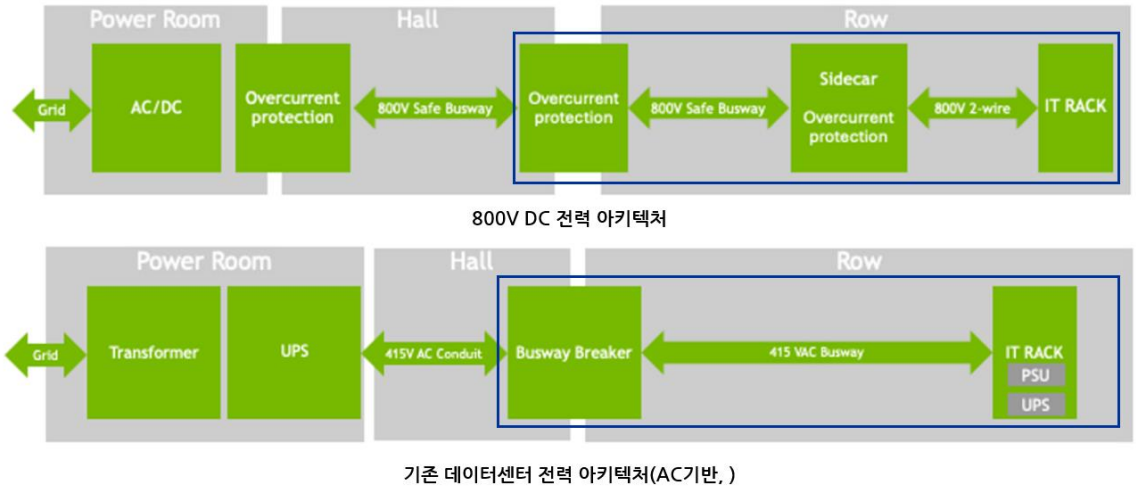
자료: SKon, 유진투자증권

ESS 수요를 견인할 또 하나의 축, 800V DC 아키텍쳐

지난번 보고서에서 언급한 북미 ESS수요의 파라미터는 그리드에 설치된 태양광/풍력 발전기 등 기 설치된 재생에너지의 간헐성 조절이었다. 여기에 더해 최종고객사인 데이터센터 사업자들의 온사이트 발전에 이은 **DC 전력 선호가** 추가적인 수요를 견인하고 있다.

엔비디아의 800V DC 아키텍처는 데이터센터 내 랙이 소모하는 전력이 MW 급 단위로 늘어나면서 **발전원에서 데이터센터까지의 효율적인 전송을 위해 더 높은 전압으로 전력망을 구성하는 엔비디아의 솔루션이다**. 기존 전력망에서 공급되는 전기는 고압 AC(13.2~34.5kV) -> 저압 AC(480 Vac) -> 랙 PSU 에서 48/12V DC 로 변압의 과정을 거친다. 800V DC 는 배전단계에서 800V 전압의 DC 전력을 구성해 파원 선반에서 바로 48/12V DC 로 변환하는 구조다.

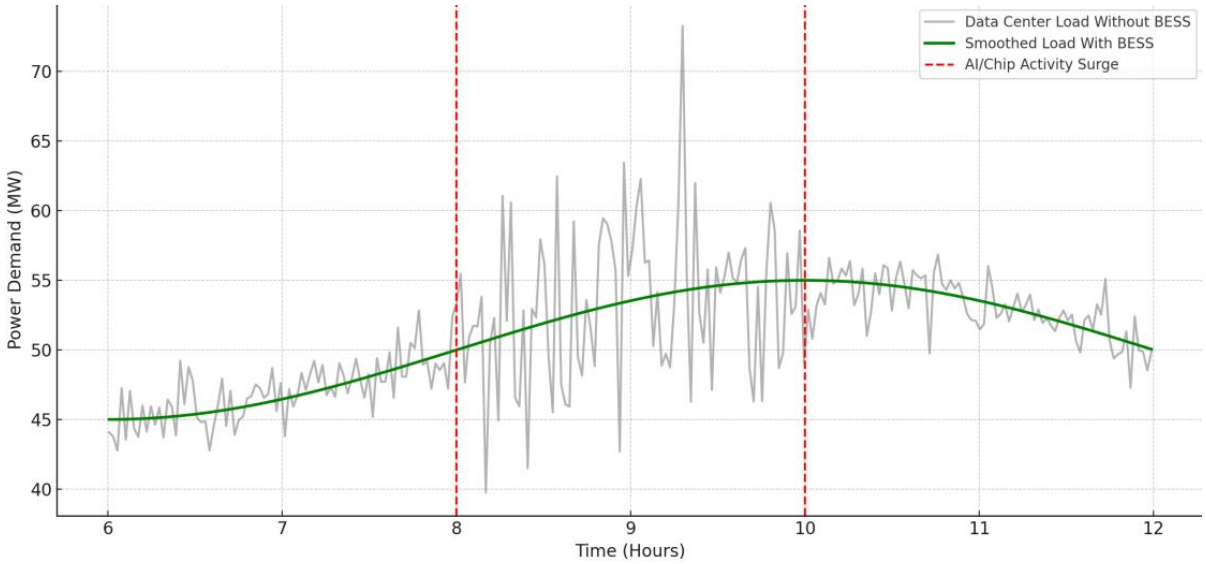
도표 6. **800V DC 구조(기존 구조와 비교)**



자료: NVIDIA, 유진투자증권

800V 의 높은 전압을 사용하기 때문에 같은 전력을 더 적은 전류로 효율적으로 전송할 수 있다(발열, 손실 등 문제 해결). **대신 낮아진 전류 값은 순간적인 전력 소모량 증가를 견디는 능력(임피던스)도 낮춘다. 데이터센터의 작동방식은 데이터 사용량 증가에 따라 순간적으로 전기를 끌어오게 되는데 이로 인한 피크를 보정하기위해 ESS 와 슈퍼커패시터 같은 피크 대응용 전원이 필요성이 증가하는 구조다.** ESS 가 충/방전에 사용하는 전력은 DC 기 때문에 800V 아키텍처의 DC 버스에 직접 연결할 수 있다는 점도 장점이다. DC 전력원인 블룸에너지의 SOFC 연료전지도 온사이트에 더해 이와 같은 호환성을 이유로 수혜가 기대되는 만큼 향후 데이터센터 구축간 최종고객사들의 DC 전력원 선호는 지속적으로 이어질 전망이다.

도표 7. **데이터센터 부하 그래프와 ESS 사용 시 효과**



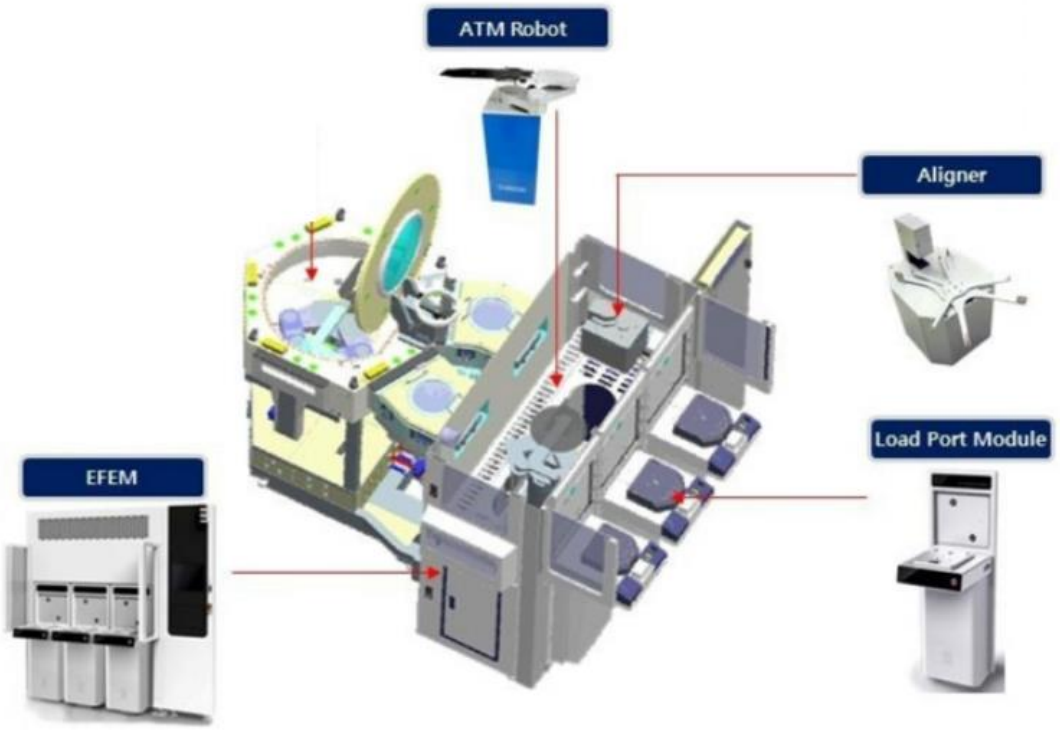
자료: Fluence Energy, 유진투자증권

베트남 반도체 공장 준비완료, 물량도 수익성도 딱 대

개발 역량 확보하며 퍼스트 티어 진입 예정

2025년 4분기부터 자회사 텍슨의 베트남 공장이 본격적으로 가동된다. 현재 텍슨이 생산하고 있는 제품은 EFEM(웨이퍼 운송장비), 파워박스, 프로세스 모듈 부품(받침대)인데 국내의 화성, 구미, 용인에서 주로 생산하고 있다. 베트남 공장은 고객사의 제조시설 인증 완료로 하반기부터 본격 생산에 진입하며 PCB, 케이블, 아노다이징 등 핵심공정과 부품의 수직계열화가 완료된 상태로 베트남의 낮은 인건비와 더해 수익성 개선이 기대된다.

도표 8. **텍슨 기존 제조 제품들 라인업(EFEM, 파워박스) 확장 중**



자료: 산업 자료, 유진투자증권

기존 텍슨 제품들은 고객사의 별도 설계 요청이 있지 않은 모듈화된 제품들의 리커링 매출이 대부분이다. 신제품 개발이 활발히 진행중이다. 개발단계에서 함께 참여한 제품들은 기존에 판매하던 제품들과 달리 물량확대 측면에서 유리하다.

TSV 공정 후 도금공정으로 이어지는 웨이퍼 운송 및 세정장비와 드라이스트리퍼(감광액 세척 장비)등 고객사의 양산 요구에 따라 신규 장비들이 개발 완료 후 양산 준비중이다. 증착/식각 장비를 만드는 고객사들은 세트업체들의 메모리 다층화와 수율 안정화 요구에 대응하기위해 장비 연구개발을 활발히 진행중이며 주요 증착/식각 장비 업체인 램리서치의 FY1Q26 실적 발표에서도 이를 확인할 수 있다. 줄어드는 중국향 매출에도 불구 AI 향 수요로 인한 낸드의 고다층화 수요가 호실적을 견인했다는게 주요 내용이었다. 동사는 수직계열화 및 설계 역량을 바탕으로 장비 금형제조 단계부터 개발에 참여하기 시작했으며 단순 조립 양산만 담당하던 세컨티어 업체에서 퍼스트티어로 선정될 경우 물량확대도 기대할 수 있다.

단기 실적은 아쉬우나 증명할 내년

반도체가 먼저 달리고 ESS 가 뒤따라 출발

4 분기부터 플루언스 물량 재개 및 텍슨 베트남 공장의 가동에 힘입어 실적성장 흐름으로 전환할 예정이다. 플루언스의 3Q25FY 수주잔고는 $4.9bil로 지난분기와 동일했지만 5.1 억달러의 신규수주와 1 분기 저점 기록 후 꾸준한 매출 증가세에 있다. 이를 고려했을 때 현재 영업환경이 점진적으로 개선되고 있다고 판단하며 텍슨의 베트남 공장 캐파 가동 및 고객사 물량확대 등을 고려했을 때 2026년의 실적 성장세는 가시성이 높다고 판단한다.

도표 9. **서진시스템 연간실적(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: 서진시스템, 유진투자증권

남겨진 숙제

글로벌 EMS 업체들과의 밸류에이션 갭 축소와 투자자 신뢰 회복

현재 주가는 2026 년 EPS 기준 PER 19.5 배 수준이다. 글로벌 Peer 기업들의 평균 멀티플은 29.5 배다(Jabil, Sanmina, Celestica). AI 데이터 센터가 촉발한 인프라 투자의 수혜는 자빌과 산미나, 셀레스티카 등 글로벌 EMS 업체들의 실적과 주가 상승으로 이미 증명되고 있는 스토리다. 지금까지의 동사와 해당 업체들 간의 **차별점은 AI 인프라 투자의 수혜를 받는 1) 다양한 포트폴리오와 2) 설계/개발역량이다.**

서진시스템은 두 부분 모두를 착실하게 풀어가고 있다. 단일사업부문(ESS)의 비중이 높았던 포트폴리오는 반도체 부문의 성장으로 AI 인프라 구축 관련 전방시장을 확장하는 국면에 있고 PCB 와 데이터센터 통신부문의 성장도 앞두고 있다. EMS 와 관련된 높은 수요와 탈 중국화로 인한 한정된 공급으로 동사에게 설계와 개발 기회가 주어지고 있다는 점도 기존의 디스카운트 요소를 해소할 수 있는 긍정적인 변화 흐름이다.

ESS 사업에 국한되지 않는 이런 기대감에도 불구하고 동사의 주가는 국내 경쟁사 대비 섹터의 기대감을 소극적으로 반영한다. ESS 사업부문의 Peer 기업인 국내 상장사는 신성에스티와 한중엔시에스인데 각각 LG 에너지솔루션과 삼성 SDI 를 핵심 고객으로 하고 있다. 서진시스템을 포함한 3 사 모두 ESS 의 배터리를 제외한 인클로저를 생산한다는 공통점이 있지만 동사는 제조역량과 고객사 다변화 등에서 우위에 있음에도 유독 상승 베타가 낮다. 세 기업 중 내년의 성장 모멘텀을 실적으로 증명한 회사는 아직 없다는 점을 고려하면 낮아진 투자자 신뢰도가 또 하나의 원인이라고 판단한다.

높은 꿈을 이야기하는 회사에는 그만한 멀티플이 부여된다. 투자자들의 기대가 반영되기 때문이다. 기업의 성장에 대한 투자자들의 기대는 회사가 벌어들일 수익의 활용과 향후 사업계획이 기존주주들의 이해관계를 해치지 않는다는 신뢰에 기반할 때 더 극대화된다. 그런 측면에서 서진시스템은 과거 CB 발행과 시가총액의 절반에 육박하는 규모의 유상증자 등 (불가피했지만) 앞으로 신뢰회복을 위해 증명해야 하는 숙제가 하나 더 있는 셈이다. 적절한 주주 친화적인 행보가 동반된다면 더 높은 상승 베타를 부여 받을 수 있을 것이라 전망한다. 투자의견 BUY 와 목표주가 33,000 원을 유지한다.

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

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)
기타영업손익	(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

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

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	19.5	6.9
PBR	1.4	1.7	2.0	1.8	1.4
EV/ EBITDA	10.6	11.5	20.1	8.5	5.3
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	5.9	7.6	n/a	7.7	4.6
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

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

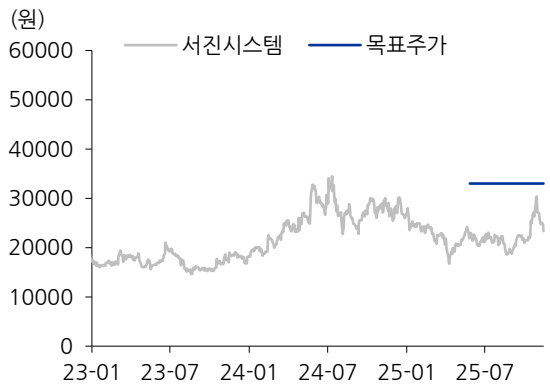
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
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)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2025-06-04	Buy	33,000	1년	-32.4	-8.0
2025-11-17	Buy	33,000	1년		

서진시스템(178320.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 허준서