DS INVESTMENT & SECURITIES

Company Analysis

서진시스템 178320

노이즈 캔슬링

목표주가 52,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

서진시스템에 대해 투자의견 매수, 목표주가 52,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 예상 EBITDA에 EV/EBITDA 배율 9배를 적용 후 순차입금 제외해 산출했다. Target EV/EBITDA 배수는 글로벌 EMS(JBL, CLS, FLEX, SANM, UCTT)들의 평균 배수인 6.3배를 40% 할증했다. 할증의 이유는 최근 EPC Power 인수로 인해 일시적으로 증가한 FLEX의 순차입금이 기존 기업가치를 제대로 반영하지 않았음과 Peer 대비 높은 이익 성장률을 고려했다. 금속가공능력을 핵심기술로 하는 동사는 높은 수직계열화 강도를 특징으로 조립부품제조에 외주 공급망을 활용하는 타 EMS 기업 대비 이익 탄력성이 높다. 업사이클 국면에서 밸류에이션 프리미엄을 받는 이유다.

분기 흑자전환, 마진 레버리지는 지금부터 시작

3Q26 매출액은 5,621억원(+196% YoY, +42% QoQ), 영업이익은 387억원(OPM 6.9%)으로 분기 흑자전환 하며 레버리지 효과를 증명하기 시작했다. 감가상각비와 인건비 중심의 고정비가 분기 약 1,170억원이고 매출액의 약 28%가 공헌이익으로 남아, 손익분기 매출은 분기 4,200억원 수준이다. 한편 당기순손실 2,030억원을 기록하며 영업이익과의 괴리가 높아졌는데 중단사업 손실 1,035억원과 달리 대여금 환산손실이 만든 노이즈로 판단한다. 2027년은 매출액 3조 2,085억원(+70%)와 영업이익 4,099억원(OPM 12.8%)을 전망한다.

역대급 호조를 앞둔 전방, 노이즈는 캔슬링이 필요

동사는 강도 높은 수직계열화 시스템 구축을 위해 발행시장을 통한 조달을 해왔다. 해당 투자자들과의 소통 과정에서 노이즈가 발생한 것은 사실이다. 조달은 마무리됐고 회사는 현금을 확보했다. 상반기 실적은 연속 적자를 기록했지만 3분기까지 투자비 집행 후 마진 레버리지를 창출하고 있다고 판단한다. 뛰어난 제조역량을 바탕으로 Lam Research, Fluence Energy, Bloom Energy 등 주요 고객 내에서 높은 영향력을 가지고 있으며 고객사들의 높은 가이던스 및 추가 고객으로의 확장은 노이즈 보단 성장의 신호에 집중해야 함을 방증한다.

Financial Data

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,213.8	1,066.3	1,921.2	3,208.5	3,929.5
영업이익	108.7	1.1	53.3	409.9	599.2
영업이익률(%)	9.0	0.1	2.8	12.8	15.2
세전이익	118.4	-105.8	-116.9	296.3	499.2
지배주주지분순이익	84.3	-101.2	-230.4	233.6	393.6
EPS(원)	1,498	-1,812	-3,619	3,670	6,183
증감률(%)	흑전	적전	적지	흑전	68.5
ROE(%)	12.3	-12.6	-27.5	22.1	26.3
PER(배)	17.9	-14.0	-8.8	8.6	5.1
PBR(배)	1.7	1.9	2.1	1.7	1.1
EV/EBITDA(배)	11.5	23.9	17.7	5.5	3.5

자료: 서진시스템, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

허준서 에너지·AI인프라
02-709-2669
pos03066@ds-sec.co.kr

김현지 연구원
02-709-2663
guswl4461@ds-sec.co.kr

2026.11.17

매수

목표주가(신규)	52,000원
현재주가(11/16)	31,700원
상승여력	64.0%

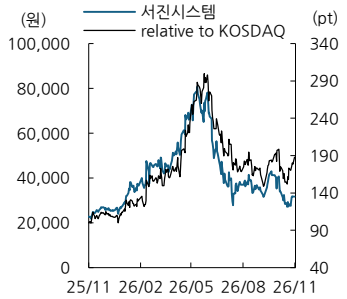
Stock Data

KOSDAQ	665.7pt
시가총액(보통주)	2,020십억원
발행주식수	63,723천주
액면가	500원
자본금	0십억원
60일 평균거래량	1,151천주
60일 평균거래대금	41,225백만원
외국인 지분율	12.1%
52주 최고가	83,300원
52주 최저가	21,750원
주요주주	
전동규(외 12인)	19.9%
네오솔루션즈(외 3인)	12.7%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-20.2	-3.9
3M	-14.2	8.8
6M	-52.7	-11.6

주가차트



목표주가 52,000원, 투자의견 매수 제시

2027년 EV/EBITDA 9배 적용

EBITDA가 더 잘 보여주는 영업가치

목표주가 52,000원, 상승여력 64.0%

목표주가는 2027년 예상 EBITDA 5,663억원에 목표 EV/EBITDA 9배를 적용해 산정했다. 동사의 EPS는 연 1,000억원이 넘는 이자비용과 환율에 따른 평가손익 때문에 변동성이 크다. 영업가치를 온전히 보여주지 못한다고 판단, EBITDA를 목표주가 산출에 적용했다. 목표 배수 9배는 글로벌 EMS·반도체 부품 피어 5개사(Jabil, Sanmina, Flex, Celestica, Ultra Clean)의 2027년 EV/EBITDA 평균 6.3배에 약 40%를 할증한 수치다. 할증의 근거는 이익 성장 속도다. 동사의 EBITDA는 2026~28년 연평균 94% 늘어나는 반면 피어 컨센서스의 평균은 35% 수준이다.

영업가치 5조 969억원에서 3분기말 순차입금 1조 2,640억원을 빼고, 보수적인 수준에서 전환사채가 모두 전환된다고 가정한 완전 희석 주식수 7,402만주를 나눠 주당 적정가치 51,782원을 산출했다. 목표주가는 2027년 예상 EPS 기준 P/E 14.5배, 2028년 기준 8.6배다. 2027년 기준으로는 피어의 2027년 P/E 평균(약 9.5배)보다 높지만, 이익 성장이 이어지는 2028년 기준으로는 크게 낮다. 현재 주가는 2027년 EV/EBITDA 5.5배로 피어 평균(6.3배)보다도 낮게 거래되고 있다.

표1 목표주가 산정

항목	값
2027F EBITDA (십억원)	566.3
목표 EV/EBITDA (배)	9.0
영업가치 (십억원)	5,096.9
순차입금, 3Q26말 (십억원)	1,264.0
주주가치 (십억원)	3,832.9
완전희석 주식수 (백만주)	74.0
주당가치 (원)	51,782
목표주가 (원)	**52,000**
현재주가, 11/16 (원)	31,700
상승여력 (%)	64.0

주: 목표 배수는 피어 5개사 2027F EV/EBITDA 평균 6.3배 대비 약 40% 할증
자료: 서진시스템, DS투자증권 리서치센터

레버리지를 쌓는 동안의 조달, 그리고 노이즈

조달과 선투자로 쌓아올린 높은 고정비가 확대시킨 레버리지

고정비 기반 레버리지 구조, 레버리지를 쌓는 기간에는 조달이 필요

서진시스템은 알루미늄 소재부터 가공, 조립까지 베트남과 미국에서 직접 수행하는 수직계열화 구조를 갖췄다. 설비와 인력을 먼저 갖추고 물량이 따라오면 이익이 급격히 늘어나는 구조로, 감가상각비와 인건비가 비용의 중심인 높은 고정비가 특징이다. 이 구조는 레버리지가 작동하기 전까지 설비투자와 운전자본을 선투입해야 한다는 단점이 있다. 미국 Houston 공장 가동과 ESS·반도체 물량 확대를 준비한 2026년이 해당 기간이었다.

서진은 이 기간의 자금을 발행시장에서 조달했다. 26년 4월 제3자배정 유상증자 1,800억원, 9월 전환사채와 영구전환사채 2,000억원, 11월 전환사채와 영구전환사채 1,200억원 등 모두 5,000억원을 조달했다. 이번 발행은 기존 일반 전환사채가 아닌 영구채 중심으로 희석 우려는 축소시켰으나 조달과정에서 투자자들과의 소통과정에서 일부 노이즈가 발생해왔다.

11월 영구CB를 끝으로 올해 조달은 마무리

2026년 조달 5,000억원, 11/16 제44·45회차 발행으로 마무리

11월 16일 제44회 전환사채(600억원)와 제45회 영구전환사채(600억원) 납입으로 올해 조달은 마무리됐다. 영구전환사채 1,600억원은 자본으로 인정돼 부채비율 부담을 덜고, 9월 발행분 가운데 1,000억원은 기존 차입금 상환에 쓰였다. 조달이 끝나면 발행시장에서 비롯된 노이즈도 줄어든다. 이제 주가는 조달이 아니라 실적에 반응할 차례다.

표2 2026년 자금 조달 내역 (단위: 억원)

일자	구분	금액	비고
2026.04.30	제3자배정 유상증자	1,800	발행가 44,700원, 시설 1,400·운영 400
2026.09.01	제39회 영구CB	375	자본 인정, 전환가 33,255원
2026.09.01	제40회 CB	675	채무상환, 전환가 36,950원
2026.09.04	제41회 영구CB	625	자본 인정, 전환가 33,255원
2026.09.04	제42회 CB	325	채무상환, 전환가 36,950원
2026.11.16	제44회 CB	600	전환가 33,430원
2026.11.16	제45회 영구CB	600	자본 인정, 전환가 30,391원
합계		**5,000**	**영구CB 1,600 · CB 1,600 · 유상증자 1,800**

자료: 서진시스템, KIND, DS투자증권 리서치센터

레버리지는 증명되기 시작했고, 전방은 호조를 앞두고 있다

3분기 흑자전환으로 레버리지 효과 확인

3Q26 영업이익 387억원, 분기 흑자전환

3분기 매출액은 5,621억원으로 전분기 대비 42% 늘었고, 영업이익은 387억원으로 흑자전환했다. 분기 고정비가 1,165억원으로 전분기와 비슷했던 반면 매출이 1,660억원 늘면서 영업이익이 517억원 개선됐다. 늘어난 매출의 31%가 영업이익으로 남은 셈이다. 선투자한 고정비 위로 매출이 쌓이기 시작하면서 레버리지 효과가 숫자로 확인됐다.

주요 고객의 전방시장은 역대급 호조

Lam 12월 분기 가이던스 86억달러, Bloom 2027 컨센서스 2026 가이던스 대비 +50%↑

주요 고객의 사업 환경도 우호적이다. Lam Research는 12월 분기 매출 가이던스로 사상 최대인 86억달러를 제시했고, 2027년 반도체 장비(WFE) 시장이 2,000억달러를 넘을 것이라는 초기 전망을 내놓았다. Bloom Energy는 데이터센터 전력 수요를 바탕으로 2027년 매출 컨센서스가 2026년 가이던스(44억~46억달러)보다 50% 이상 높은 70억달러 수준이다. Fluence Energy의 미국 ESS 수요와 SK온·삼성SDI의 미국 ESS 라인 가동도 2027년 물량을 뒷받침한다.

노이즈 캔슬링 후 마진 레버리지에 집중할 때

조달 노이즈 축소 + 레버리지 증명 + 전방 호조

조달 노이즈는 줄어들고, 레버리지는 증명되기 시작했으며, 전방은 역대급 호조를 앞두고 있다. 3분기 순손실을 만든 중단사업 손실과 환산손실 역시 영업과 무관한 노이즈다. 노이즈를 걷어낸 지금은 수직계열화가 만들어낼 마진 레버리지에 집중해야 할 때다. 당사는 2027년 영업이익 4,099억원(OPM 12.8%), 2028년 5,992억원(OPM 15.2%)을 전망한다.

3Q26 Review: 영업은 흑자, 순손실은 노이즈

매출액 5,621억원, 영업이익 387억원

중단사업 반영 기준 영업이익 흑자전환

3Q26 매출액 5,621억원, 영업이익 387억원으로 흑자전환

3Q26 매출액은 5,621억원(+196% YoY, +42% QoQ), 영업이익은 387억원(YoY 흑자전환, OPM 6.9%)을 기록했다. 이번 분기의 가장 큰 특징은 베트남 생활가전·공작기계·중공업·휠 사업의 중단사업으로 분류다.

성장은 ESS와 반도체장비가 이끌었다. ESS 매출은 2,335억원으로 전분기 대비 83% 증가했는데 Fluence향 물량 증가와 Bloom Energy향 연료전지(SOFC) 부품 매출의 포함이 원인이다. 반도체장비 매출은 2,547억원(+30% QoQ)으로 Lam Research의 분기 매출 증가(67억 달러 → 82억 달러)에 기인했다.

표3 서진시스템 3Q26 실적 요약

(단위: 억원, %)	3Q25	2Q26	3Q26	YoY	QoQ
매출액	**1,902**	**3,961**	**5,621**	**195.6**	**41.9**
ESS 장비	552	1,275	2,335	322.8	83.1
반도체장비	686	1,957	2,547	271.3	30.1
통신장비	322	360	341	6.0	-5.2
전기차·배터리부품	235	233	203	-13.4	-12.6
기타	107	136	195	82.3	43.1
영업이익	**-351**	**-130**	**387**	**흑전**	**흑전**
영업이익률(%)	-18.5	-3.3	6.9	25.4%p	10.2%p
세전이익	-404	-271	-1,137	적지	적지
중단영업손익	-26	-64	-1,035	적지	적지
지배주주순이익	**-478**	**-406**	**-2,030**	**적지**	**적지**

주: 중단사업 반영 재작성 기준, 3Q25는 재작성 수치
자료: 서진시스템, DS투자증권 리서치센터

순이익 쇼크는 중단사업손실과 환율효과가 원인

중단사업 정리 손실 1,035억원

중단영업손실 1,035억원에 재고평가손실과 설비 손상 포함

3분기 지배주주순손실은 2,030억원이다. 영업이익 387억원이 순손실로 바뀐 이유는 중단영업손실 1,035억원과 외환 관련 순손실 1,260억원이다. 중단영업손실에는 정리 대상 사업의 재고평가손실과 유형자산 손상이 포함됐다(3Q26 누계 각각 601억원, 219억원). 사업 정리에 따른 일회성 손실이다. 4분기에 잔여 손실이 일부 추가될 수 있으나, 2027년부터는 계속사업 실적만 남는다.

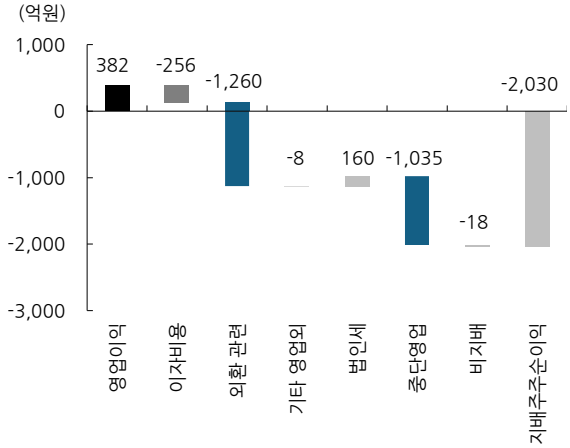
달러 대여금 환산손실

모회사 달러 순노출 5.6억달러, 원/달러 10원 당 세전이익 ±56억원

외환 관련 순손실은 모회사가 해외 종속기업에 빌려준 달러 대여금에서 발생한다. 3Q26 별도 기준 달러 자산은 6.71억달러로, 대부분 서진베트남(5,496억원)과 서진 글로벌(1,203억원)에 대한 대여금이다. 달러 부채 1.12억달러를 빼면 순노출은 5.59억달러다. 분기말 원/달러가 1,549원에서 1,356원으로 193원 내리면서 계산상 약 1,080억원의 환산손실이 발생했고, 이는 실제 별도 외화환산손실(1,026억원)과 거의 일치한다.

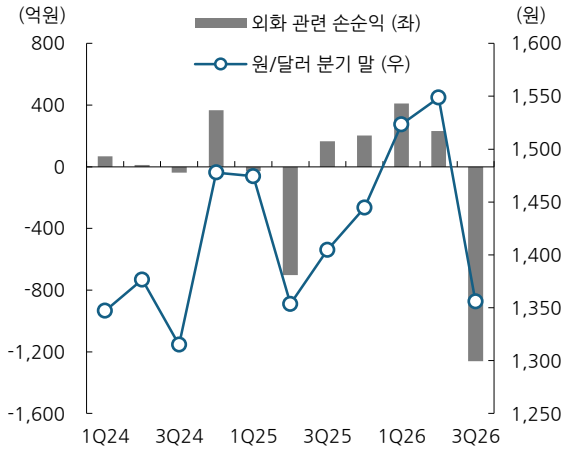
현금 유출이 없는 평가손실이고, 원/달러가 오르면 반대로 이익이 난다. 다만 현재 재무구조 기준으로 원/달러가 10원 움직일 때마다 세전이익이 약 56억원, EPS가 약 68원 변하는 구조에는 유의할 필요가 있다.

그림1 3Q26 영업이익에서 지배주주순이익까지



자료: 서진시스템, DS투자증권 리서치센터

그림2 분기말 원/달러와 외환 관련 순손익



자료: 서진시스템, FRB, DS투자증권 리서치센터

본격적으로 성장이 시작될 2027년

뛰어난 제조역량이 만든 고객사 내 영향력

반도체: Lam Research의 핵심 제조 파트너

서진 반도체 매출은 Lam 분기 매출과 동행

서진은 소재 가공부터 모듈 조립까지 한 번에 처리하는 제조역량을 바탕으로 Lam Research의 핵심 제조 파트너 자리를 굳혔다. 반도체장비 매출은 2024년 1,943억원에서 2026년 8,525억원으로 4배 이상 늘어날 전망이며, Lam의 분기 매출과 같은 방향으로 움직인다. Lam이 12월 분기 매출 가이던스로 사상 최대인 86억달러를 제시했고 Lam 내 서진의 공급 비중도 커지고 있어, 2027년 반도체장비 매출은 1조 4,886억원(+75%)으로 늘어날 것으로 본다.

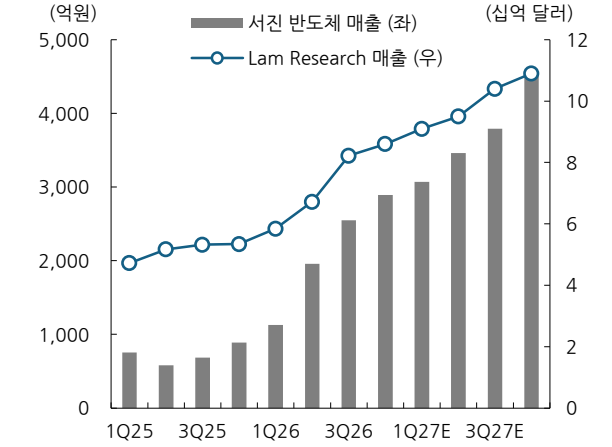
ESS: 장기 공급계약으로 묶인 핵심 고객

Fluence 5년, SK온 10년, 삼성SDI 5년 계약

동사는 2025년 말 Fluence Energy와 5년 공급 계약을 맺었고, 2026년 2월에는 SK 온과 10년 1조 9,400억원 규모의 장기 공급 계약을, 6월에는 삼성SDI 아메리카와 북미 ESS 배터리 인클로저 임가공 계약(5년)을 체결했다. 고객사의 지근거리인 미국 휴스턴과 인디애나, 조지아 공장에서 인클로저를 생산·조립하는 구조로, 고객사 입장에서 대체하기 어려운 생산 파트너다. 9월말 기준 공시된 ESS 공급계약의 미인식 잔고는 4.8억달러(약 6,500억원)로 대부분 2027년 말까지 매출로 인식된다.

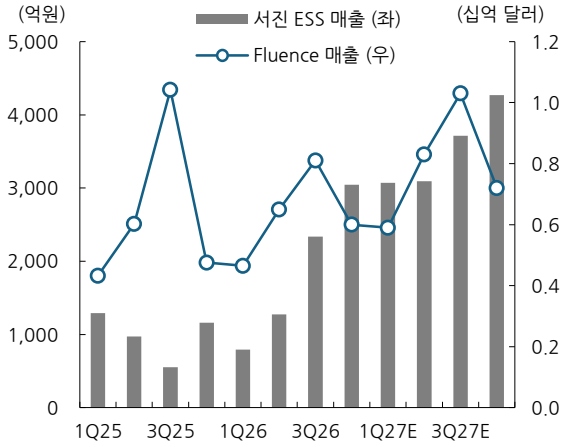
Bloom Energy와는 2026년 7월 이후 1,850억원 규모의 직접 공급 계약을 맺어 연료전지(SOFC) 부품으로 고객군을 넓혔다. 수주 잔고와 고객사의 증설 일정을 감안하면 2027년 ESS 매출은 1조 4,148억원(+90%)을 기록할 전망이다.

그림3 Lam Research 매출과 서진 반도체 매출



자료: Lam Research, 서진시스템, DS투자증권 리서치센터

그림4 Fluence 매출과 서진 ESS 매출



주: Fluence 3Q26(FY4Q26)은 추정치
자료: Fluence Energy, 서진시스템, DS투자증권 리서치센터

4Q26 영업이익 669억원, 2027년 4,099억원 전망

4Q26: ESS·반도체 동반 성장

4Q26F 매출액 6,687억원, 영업이익 669억원

4Q26 매출액은 6,687억원(+135% YoY, +19% QoQ), 영업이익은 669억원(OPM 10.0%)으로 전망한다. 공시 수주잔고 인식과 Bloom향 물량 증가로 ESS 매출은 3,046억원(+30% QoQ), 반도체장비 매출은 Lam 가이던스를 반영해 2,892억원(+14% QoQ)으로 늘어난다. 원/달러가 9월말 수준(1,356원)에서 크게 움직이지 않는다고 가정해 외환 관련 손익은 소폭 이익(23억원)으로 두었다. 중단사업 잔여 손실은 반영하지 않았다.

2027년: 매출 +70%, 영업이익률 13%

2027F 매출액 3.21조원, 영업이익 4,099억원, EPS 3,596원

2027년 매출액은 3조 2,085억원(+70%), 영업이익은 4,099억원(OPM 12.8%), 지배주주순이익은 2,291억원(EPS 3,596원)으로 전망한다. 고정비는 분기 1,170억~1,200억원으로 큰 변화가 없는 반면 분기 매출이 6,900억원에서 9,600억원으로 늘면서 영업이익률이 1Q27 10.5%에서 4Q27 15.0%로 높아진다.

이자비용(연 1,080억원)과 법인세를 빼고도 2027년 지배주주순이익은 2,291억원으로 흑자전환한다. 2028년에는 Lam향 공급 비중 확대로 반도체장비 매출이 2조 932억원으로 늘면서 매출액 3조 9,295억원, 영업이익 5,992억원(OPM 15.2%), EPS 6,079원으로 이익 체력이 본격적으로 드러날 것이다.

표4 서진시스템 분기 실적 전망

(십억원)	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26A	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
매출액	258.7	238.1	190.2	285.1	261.7	396.1	562.1	668.7	688.1	730.4	828.6	961.3
ESS 장비	129.2	97.3	55.2	116.0	79.2	127.5	233.5	304.6	307.0	309.1	371.5	427.2
반도체장비	75.6	58.2	68.6	88.9	112.8	195.7	254.7	289.2	307.1	346.3	379.1	456.2
통신장비	32.6	33.9	32.2	32.9	31.2	36.0	34.1	34.0	33.0	34.0	35.0	35.0
전기차·배터리부품	12.2	18.0	23.5	18.1	23.5	23.3	20.3	21.0	21.0	21.0	22.0	22.0
기타	9.1	30.7	10.7	29.1	15.0	13.6	19.5	20.0	20.0	20.0	21.0	21.0
매출원가	215.9	216.8	202.3	197.7	249.5	368.4	472.0	542.6	554.9	583.1	649.6	739.0
매출총이익	42.8	21.3	-12.1	87.4	12.1	27.7	90.1	126.1	133.2	147.3	179.0	222.3
판관비	26.0	22.1	23.0	32.9	34.4	40.7	51.4	59.2	60.9	63.4	69.8	77.8
영업이익	16.8	-0.7	-35.1	54.5	-22.2	-13.0	38.7	66.9	72.3	83.9	109.2	144.6
EBITDA	42.3	26.4	-10.8	82.4	6.8	18.6	74.2	103.5	109.9	122.5	148.8	185.2
영업외손익	-18.6	-89.1	-5.3	6.6	20.0	-14.1	-152.4	-23.7	-32.6	-27.0	-27.0	-27.0
당기순이익	1.1	-81.2	-48.0	26.0	-20.5	-40.2	-201.2	33.7	31.0	44.3	64.1	91.7

주: K-IFRS 연결, 중단사업 반영 재작성 기준. EPS는 기본 주식수 기준
자료: 서진시스템, DS투자증권 리서치센터

표5 서진시스템 연간 실적 전망

(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	736.0	778.7	1213.8	972.1	1888.7	3208.5	3929.5
ESS 장비	189.8	274.4	636.0	397.8	744.7	1414.8	1521.3
반도체장비	144.4	139.4	194.3	291.3	852.5	1488.6	2093.2
통신장비	228.6	138.5	123.2	131.6	135.3	137.0	140.0
전기차·배터리부품	47.7	104.8	112.2	71.8	88.1	86.0	90.0
기타	125.5	121.5	148.0	79.6	68.1	82.0	85.0
매출원가	624.2	640.7	1000.3	832.6	1632.6	2526.6	3019.2
매출총이익	111.8	138.0	213.4	139.4	256.1	681.8	910.3
판관비	67.4	89.0	104.7	103.9	185.7	271.9	311.1
영업이익	44.4	49.0	108.7	35.5	70.5	409.9	599.2
EBITDA	108.3	126.5	201.0	140.3	203.1	566.3	766.4
영업외손익	-29.2	-48.9	9.6	-106.4	-170.2	-113.6	-100.0
당기순이익	1.6	-22.7	83.9	-102.0	-228.2	231.1	389.4

주: K-IFRS 연결, 중단사업 반영 재작성 기준. EPS는 기본 주식수 기준
자료: 서진시스템, DS투자증권 리서치센터

[서진시스템 178320]

재무상태표 (십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,141.6	1,191.6	1,982.1	2,619.4	3,528.1
현금 및 현금성자산	41.1	32.1	41.5	314.2	760.8
매출채권 및 기타채권	272.5	272.1	439.7	632.1	774.1
재고자산	772.3	849.7	1,209.2	1,369.5	1,677.3
기타	55.7	37.6	291.7	303.5	315.8
비유동자산	961.6	1,114.9	1,411.3	1,429.8	1,480.8
관계기업투자등	25.0	1.7	1.5	1.5	1.6
유형자산	819.0	976.2	1,236.0	1,247.6	1,291.5
무형자산	20.1	21.7	23.0	23.7	24.4
자산총계	2,103.2	2,306.4	3,393.4	4,049.1	5,008.9
유동부채	884.8	1,377.3	2,178.0	2,599.0	2,911.1
매입채무 및 기타채무	315.6	314.1	952.7	1,369.5	1,677.3
단기금융부채	541.4	1,032.2	1,122.5	1,122.5	1,122.5
기타유동부채	27.8	31.0	102.8	107.0	111.3
비유동부채	342.8	191.4	268.6	269.7	270.9
장기금융부채	315.6	175.4	240.9	240.9	240.9
기타비유동부채	27.2	15.9	27.7	28.8	30.0
부채총계	1,227.6	1,568.7	2,446.6	2,868.7	3,182.0
지배주주지분	870.0	733.5	941.8	1,175.4	1,821.9
자본금	28.1	28.1	32.0	32.0	32.0
자본잉여금	554.6	552.9	828.4	828.4	828.4
이익잉여금	189.5	78.0	-152.4	81.2	474.8
비지배주주지분(연결)	5.6	4.3	5.0	5.0	5.0
자본총계	875.6	737.8	946.8	1,180.5	1,826.9

손익계산서 (십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,213.8	1,066.3	1,888.7	3,208.5	3,929.5
매출원가	1,000.3	955.9	1,632.6	2,526.6	3,019.2
매출총이익	213.4	110.5	256.1	681.8	910.3
판매비 및 관리비	104.7	109.3	185.7	271.9	311.1
영업이익	108.7	1.1	70.5	409.9	599.2
(EBITDA)	202.2	107.9	203.1	566.3	766.4
금융손익	-8.0	-110.2	-154.5	-113.6	-100.0
이자비용	49.4	74.9	221.1	113.6	100.0
관계기업등 투자손익	-0.1	-0.4	-0.3	0.0	0.0
기타영업외손익	17.8	3.7	-15.4	0.0	0.0
세전계속사업이익	118.4	-105.8	-116.9	296.3	499.2
계속사업법인세비용	34.4	-3.3	7.8	65.2	109.8
계속사업이익	83.9	-102.4	-124.7	231.1	389.4
중단사업이익	0.0	0.0	-103.5	0.0	0.0
당기순이익	83.9	-102.4	-228.2	231.1	389.4
지배주주	84.3	-101.2	-230.4	233.6	393.6
총포괄이익	142.2	-128.3	-228.2	231.1	389.4
매출총이익률 (%)	17.6	10.4	12.5	21.3	23.2
영업이익률 (%)	9.0	0.1	2.8	12.8	15.2
EBITDA마진률 (%)	16.7	10.1	9.8	17.5	19.2
당기순이익률 (%)	6.9	-9.6	-11.9	7.2	9.9
ROA (%)	4.7	-4.6	-8.1	6.3	8.7
ROE (%)	12.3	-12.6	-27.5	22.1	26.3
ROIC (%)	5.4	0.0	1.9	14.2	20.1

현금흐름표 (십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	-113.5	-39.8	-196.3	442.4	399.6
당기순이익(손실)	83.9	-102.4	-228.2	231.1	389.4
비현금수익비용가감	115.4	226.1	116.9	154.7	160.2
유형자산감가상각비	92.3	104.8	132.7	148.9	152.6
무형자산상각비	1.3	2.0	2.2	2.2	2.3
기타현금수익비용	21.9	119.3	-154.9	3.6	5.4
영업활동 자산부채변동	-266.2	-94.3	-47.3	56.5	-149.9
매출채권 감소(증가)	-98.7	-14.4	-128.8	-192.4	-142.0
재고자산 감소(증가)	-98.5	-129.1	-303.3	-160.3	-307.8
매입채무 증가(감소)	11.0	14.9	580.0	416.8	307.8
기타자산, 부채변동	-80.0	34.2	-195.3	-7.6	-7.9
투자활동 현금	-211.8	-305.6	-328.1	-169.6	-205.9
유형자산처분(취득)	-173.1	-287.7	-327.1	-160.4	-196.5
무형자산 감소(증가)	-1.0	-3.2	-2.3	-2.9	-2.9
투자자산 감소(증가)	-21.5	22.2	-1.1	-0.1	-0.2
기타투자활동	-16.1	-36.9	2.3	-6.1	-6.4
재무활동 현금	349.0	333.8	530.9	0.0	252.9
차입금의 증가(감소)	335.6	342.8	181.7	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	12.9	-10.0	349.1	0.0	252.9
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.5	1.1	0.1	0.0	0.0
현금의 증가	25.1	-9.0	9.4	272.7	446.6
기초현금	16.1	41.1	32.1	41.5	314.2
기말현금	41.1	32.1	41.5	314.2	760.8

주요투자지표 (원, 배)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
투자지표					
P/E	17.9	-14.0	-8.8	8.6	5.1
P/B	1.7	1.9	2.1	1.7	1.1
EV/EBITDA(배)	11.5	23.9	17.7	5.5	3.5
P/CF	7.6	11.4	#VALUE!	5.2	3.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성(%)					
매출액	55.9	-12.1	80.2	67.0	22.5
영업이익	121.8	-98.9	4,552.9	668.9	46.2
세전이익	44,551.6	적전	적지	흑전	68.5
당기순이익	흑전	적전	적지	흑전	68.5
EPS	흑전	적전	적지	흑전	68.5
안정성(%, 십억원)					
부채비율	140.2	212.6	258.4	243.0	174.2
유동비율	129.0	86.5	91.0	100.8	121.2
순차입금/자기자본	93.1	158.5	139.4	88.7	32.9
영업이익/금융비용	2.2	0.0	0.2	3.6	6.0
총차입금	857.0	1,207.6	1,363.3	1,363.3	1,363.3
순차입금	815.3	1,169.4	1,319.8	1,046.9	600.3
주당지표(원)					
EPS	1,498	-1,812	-3,619	3,670	6,183
BPS	15,467	13,127	14,796	18,467	28,623
CFPS	3,544	2,214	n/a	6,062	8,634
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 서진시스템, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

서진시스템 (178320) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가대비
2026-11-17	담당자변경			
2026-11-17	매수	52,000		



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2026.09.30

매수	중립	매도
98.7%	0.0%	1.3%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.