

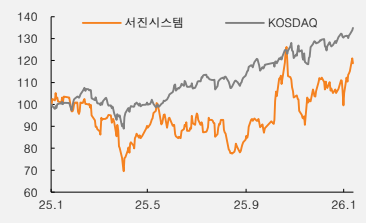
현재주가(25/01/20) Not Rated
28,550원

영업이익(25F,십억원) -
Consensus 영업이익(25F,십억원) -

EPS 성장률(25F,%) -
MKT EPS 성장률(25F,%) -
P/E(25F,x) -
MKT P/E(25F,x) -
KOSDAQ 976.37

시가총액(십억원) 1,595
발행주식수(백만주) 56
유동주식비율(%) 54.7
외국인 보유비중(%) 7.8
베타(12M) 일간수익률 1.31
52주 최저가(원) 16,730
52주 최고가(원) 30,350

(%)	1M	6M	12M
절대주가	10.4	36.0	17.5
상대주가	3.5	14.3	-12.4



[2차전지]

강민희

minhui.kang@miraesasset.com

서진시스템

2026, 동이 트고 있다

ESS·반도체 쌍두마차로 본격 매출 외형 성장 본격화

서진시스템은 글로벌 첨단산업 금속 장비 전문 생산 업체로, ESS 인클로저 및 구조물, 반도체 장비 부품, 전기차 배터리 하우징 등 고부가 메탈 플랫폼 제품을 공급한다. 핵심 사업인 ESS 부문에서는 글로벌 탑티어 ESS 업체의 핵심 솔벤더로서 견조한 시장 지위를 확보하고 있으며, 반도체 장비 부문에서도 글로벌 선두 고객사와의 장기 공급 관계를 기반으로 안정적인 매출 기반 성장을 이어가고 있다. 동사는 2020~2024년 매출액 기준 CAGR 84%를 기록하며 뚜렷한 성장 모멘텀을 이어가고 있다.

북미 유일 현지 최종 조립 공정 보유 중인 플레이어

동사는 북미 내 ESS 최종 조립 공장을 선제적으로 구축한 글로벌 유일한 업체로 판단한다. OBBBA 법안 발효 이후 북미 ESS 시장이 성장 국면에 진입한 가운데, 대 중국 규제 강화 기조에 따라 전방 고객사를 중심으로 공급망 재편이 본격화되고 있다. 동사는 기존 베트남 핵심 생산 거점을 기반으로, 올해 1분기부터 가동 예정인 북미 텍사스 조립 공장까지 더해 ‘베트남 생산→북미 최종 조립→현지 납품’으로 이어지는 운영 구조를 구축했다. 이에 따라 기존 북미 ESS 고객사 물량 대응뿐 아니라 북미 진출을 추진하는 국내 셀메이커까지 흡수할 수 있을 것으로 판단한다. 중장기적으로 동사는 수주 안정성을 확보하는 동시에 ESS 최종 조립 부문 내 시장 지위가 강화될 것으로 전망한다.

2026 Outlook: 북미 ESS 프로젝트 정상화 기반의 실적 성장 본격화

지난해 리스크 요인인 북미 정책 불확실성이 해소되었다. 대중 관세 및 공급망 규제 강화로 전방 고객사 프로젝트 가동이 일시 중단되어 일부 매출 차질이 발생했으나, 현재 주요 프로젝트가 정상 가동 국면에 진입했고 수주 재개 흐름도 확인되고 있는 것으로 판단한다. 이에 따라 올해부터 해당 수주에 대해 순차적으로 매출 인식될 전망이다. 국내 셀메이커향 신규 수주는 27년부터 유의미한 매출 기여 가능할 것으로 전망한다. 동사의 26년 선행 P/E는 컨센서스 기준 15배 수준이다. 현재 성장 추이에 현 주가 구간은 밸류에이션 측면에서 저평가되어 있다고 판단한다.

** 본 자료는 26년 1월 19일 탐방을 바탕으로 작성되었습니다.

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액 (십억원)	322	606	736	779	1,214
영업이익 (십억원)	5	58	60	49	109
영업이익률 (%)	1.6	9.6	8.2	6.3	9.0
순이익 (십억원)	-6	39	2	-23	84
EPS (원)	-152	1,045	43	-600	1,686
ROE (%)	-2.2	12.8	0.4	-4.3	12.3
P/E (배)	-166.5	20.7	408.2	-30.2	15.9
P/B (배)	3.8	2.3	1.2	1.3	1.7
배당수익률 (%)	0.0	1.4	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 서진시스템, 미래에셋증권 리서치센터

투자 포인트 1. 북미 ESS 매출 회복의 원년

북미 ESS 시장 개화에 따라 매출 개선 본격화

서진시스템 ESS 부문 매출은 북미 ESS 시장 확대에 따라 성장 국면에 진입할 것으로 판단한다. 당사는 2026년 북미 ESS 시장 규모를 전년 대비 67% 증가한 100GWh에 달할 것으로 추정된다. 북미 ESS 수요 풀인 효과 지속되는 가운데 시장의 고성장 기조가 유지되면서, 동사의 ESS 수주 모멘텀도 동반 강화될 것으로 기대한다.

북미 ESS 시장 성장은 1) OBBBA 법안에 따른 정책 변화, 2) AI 데이터센터 전력 수요 급증으로 ESS 설치 확대, 3) 재생에너지 확산에 따른 그리드 안정화용 ESS 수요 증가에 기인한다. 이러한 거시 환경 개선 속에서 전방 ESS 통합업체들의 북미 프로젝트 재개와 신규 발주가 본격화되고 있으며, 이에 따라 동사의 기존 파트너십 기반 매출 회복 역시 가시화될 전망이다.

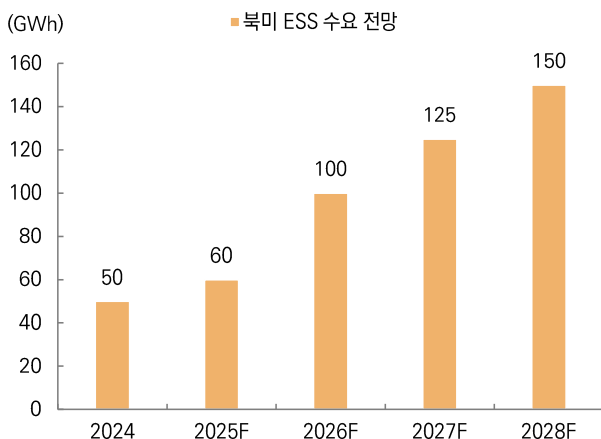
특히 OBBBA 정책 혜택 구간이 명확해질수록 인허가가 완료된 프로젝트를 중심으로 조기 자재 조달이 확대될 것으로 판단한다. ESS 프로젝트 특성상 착공 이전 단계에서 컨테이너·인클로저 등 하드웨어 발주가 먼저 집행되는 만큼, 북미 ESS 통합업체의 발주 재개는 동사의 출하 회복과 매출 인식 가속화로 직결될 것으로 판단한다.

표 1. OBBBA 중 북미 ESS 관련 주요 세제 혜택

섹션	이전 정책 (IRA)	OBBBA 발효 후 변경점
45Y 청정전력 PTC	재생에너지 생산 시 PTC 적용	태양광·풍력 단독 착공 기한 2026년 7월 4일로 조기 종료
48E 청정전력 ITC	ESS 투자 시 기본 30% + 국내 콘텐츠 보너스 10%	독립형 ESS 기본 30% + 보너스 10% 유지 착공 기한 2026년 7월 4일 이전
45X 첨단제조 생산공제	ESS용 셀·모듈 생산 시 10% 세액공제	유지 (2030년 이후 점진적 축소) FEOC 규제 강화 (중국산 배제)

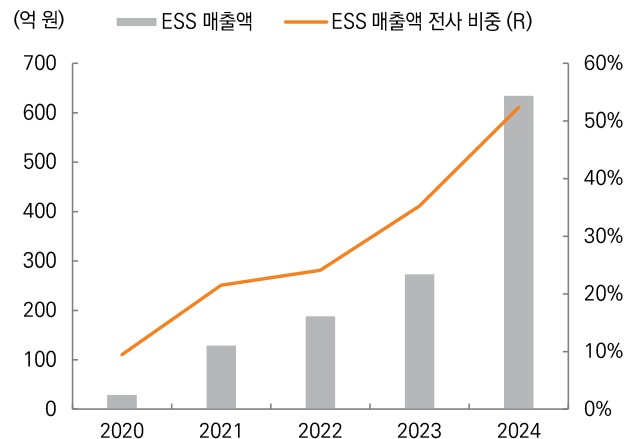
자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 북미 ESS 시장 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 서진시스템 ESS 매출액 추이



자료: 서진시스템, 미래에셋증권 리서치센터

투자 포인트 2. 북미 유일 현지 조립 공장을 구축한 플레이어

선제적 북미 투자로 차별적 경쟁 우위 확보

서진시스템은 북미 내 ESS 최종 조립 공장을 선제적으로 구축한 유일한 업체이다. 트럼프 행정부의 대중국 규제 강화에 따라 북미 ESS 시장에서의 공급망 재편이 가속화되고 있다. 이에 따라 동사는 직접적인 수혜 포지션에 위치해 있다고 판단한다.

OBBBA 발효 및 대중국 관세 인상 이후 중국산 배터리·부품에 대한 규제가 강화되면서, CATL 등 중국 밸류체인 기반으로 추진되던 일부 북미 ESS 프로젝트가 일시적으로 중단된 바 있다. 이 과정에서 동사의 핵심 고객사인 역시 2Q25부터 탈중국 전략을 본격화하였다. 고객사가 Non-PFE 공급망으로 전환하는 과정에서 동사에 대한 주문을 연기하였고 이에 동사는 3분기 매출 부진을 피하지 못하였다.

다만 이는 수요 둔화가 아닌 공급망 전환 과정에서 발생한 일회성 조정으로 해석된다. 핵심 고객사는 4Q25부터 일본계 배터리 업체 AESC의 공급 비중을 확대하기 시작했으며, AESC 역시 북미 생산 라인 가동을 본격화하는 단계에 진입한 것으로 파악된다. 동사는 올해 1분기부터 북미 텍사스 조립 공장 가동을 개시할 전망으로, ESS 핵심 부품 조달부터 최종 조립까지 이어지는 북미 현지 밸류체인 완성도가 한층 강화될 것으로 판단한다.

지난해 11월 공시된 수주를 통해 확인되듯, 동사의 베트남 생산 거점에서 주요 부품을 텍사스 공장으로 이송한 뒤 현지에서 최종 조립을 수행하고 북미 고객사에 납품하는 운영 구조가 본격화될 것으로 전망한다. 이에 따라 동사는 북미 현지 조립 역량과 납기 대응력을 이미 확보한 업체로서 프로젝트 재개 과정에서 차별적 우위를 보유하고 있으며, 북미 현지 생산·조립 모델을 선제적으로 구축한 점이 경쟁력으로 작용할 것으로 판단한다.

표 2. 서진시스템 ESS 장비 수주 현황

계약시작일	계약종료일	수주금액 (억원)	최종고객사	생산 기지	공급 지역
2025-12-24	2026-06-09	665	F사	베트남	유럽 호주 등
2025-11-26	2026-08-14	1,852	F사	북미, 베트남	북미
2025-08-26	2026-03-31	1,224	F사	베트남	북미, 유럽 등
2025-04-01	2025-08-07	907	F사	베트남	북미, 유럽 등
2024-12-26	2025-09-26	910	F사/P사	베트남	북미, 유럽 등

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. F사 ESS 프로젝트 진행 현황

일자	국가	Name	Storage sector	Capacity(MWh)
2025-12-22	도미니카 공화국	Itabo Energy Storage Project	Grid-scale Storage	-
2025-12-08	영국	Varco Sizing John Energy Storage Project Phase I	Grid-scale Storage	137.5
2025-11-12	독일	Statkraft Zerbst Solar Energy Storage Project	Grid-scale Storage	57
2025-10-21	아일랜드	Statkraft Cushaling Wind Energy Storage Project	Grid-scale Storage	80
2025-09-05	호주	Tilt Renewables Latrobe Valley Energy Storage Project	Grid-scale Storage	200
2025-05-31	미국	AES Mcfarland C Energy Storage Project	Grid-scale Storage	740

자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

투자 포인트 3. 국내 고객사 북미 진출에 따른 중장기적 수주 확대

신규 업체들의 러브콜도 한 몸에

국내 배터리 셀 업체들의 북미 진출이 가속화되면서 ESS 밸류체인 내 최종 조립 단계의 현지화 수요가 구조적으로 확대되고 있다. 셀 메이커 입장에서 ESS 완제품의 제조·조립 전 공정을 자체 수행하기에는 기술·운영 측면의 제약이 존재한다. 특히 북미 현지 셀 생산시설 구축 이후 물류비 절감과 납기 대응력 확보를 위해 최종 조립의 현지화는 필수 과제로 부상하고 있다. 이에 따라 북미 현지 조립 역량을 이미 확보한 서진시스템의 공급망 경쟁력이 재차 부각될 것으로 판단한다.

중장기적으로 배터리 셀 업체들이 단순 ESS 배터리 셀 공급을 넘어 ESS 시스템 통합 (System Integration, SI) 영역으로 사업을 확장하면서, 최종 조립 단계의 경쟁 구도는 기존 ESS 장비 업체 중심에서 셀 메이커까지 포함하는 다극화 구조로 전환될 전망이다. 이에 따라 최종 조립단은 원가 구조와 공급 안정성을 좌우하는 핵심 경쟁 영역으로 부상할 것으로 보이며, 북미 현지 생산 기반과 국내외 고객 네트워크를 동시에 확보한 동사의 전략적 입지는 중장기적으로 강화될 것으로 기대된다.

그림 3. SK온 ESS 수주 보도



자료: 디일렉, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 삼성SDI ESS 수주 보도



자료: 글로벌이코노믹, 미래에셋증권 리서치센터

기업 개요

다이캐스팅 (Die casting)

용해된 금속을 금형에 고압으로 강제 주입하는 주조 방법 중 하나

글로벌 첨단 산업 금속 장비 전문 공급업체

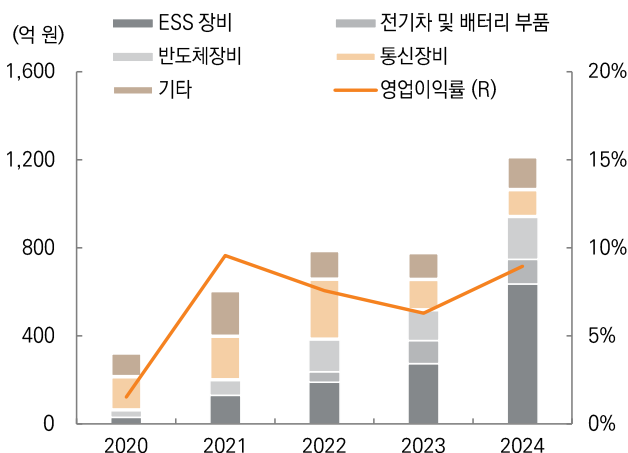
서진시스템은 2007년에 설립된 첨단 산업 금속 장비 전문 생산 업체이다. ESS(에너지저장 시스템) 인클로저 및 구조물, 반도체 장비 부품, 전기차 배터리 하우징 등 고부가 메탈 플랫폼을 전문으로 공급하는 기업이다. 이러한 첨단 제조 기술력을 바탕으로 2017년 코스닥 상장 이후 고성장 궤도에 진입하였으며, 최근 5년간 연평균 매출 성장률(CAGR) 약 84%를 기록하는 등 뚜렷한 성장 모멘텀을 이어가고 있다.

동사는 사업 운영 구조는 고객사의 요구 사양에 맞춰 원자재 또는 주요 부품을 사급 또는 외부 조달로 확보한 뒤, 이를 가공·조립해 완제품 형태로 납품하는 수직계열화 생산 모델을 기반으로 한다. 개발·설계, 금형 제작, 잉곳 생산, 다이캐스팅(주조), 정밀 가공, 조립·검사에 이르는 핵심 공정을 내재화해 리드타임을 단축하고 규모의 경제를 실현하였다.

구체적으로 ESS 사업에서는 인클로저/구조물 중심의 금속 부품 및 조립 부품, 반도체 장비 부문에서는 장비 프레임·모듈 등 고정밀 부품 공급 역량을 축적해왔으며, 이러한 생산 체계는 고부가 제품군 중심의 수주 확대와 공급 안정성을 뒷받침하는 기반으로 작용할 것으로 판단한다.

동사의 핵심 생산 기지는 베트남에 위치해 있으며, 약 29만 평 규모의 부지를 기반으로 대규모 생산 설비를 보유하고 있다. 베트남 박닌 공장에서는 주요 사업 부문의 생산을 전반적으로 진행하고 있으며, 북미 시장 대응을 위해 텍사스에 ESS 최종 조립 거점을 구축하여 글로벌 공급망을 강화하고 있다.

그림 5. 서진시스템 주요 사업 매출액 추이



자료: 서진시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 서진시스템 생산기지 분포 현황

국내	
경기도 부천	통신장비/연구소
경기도 의정부	판금 제조
경기도 화성	반도체 장비
경북 구미	통신장비/반도체장비/ESS장비
베트남 박닌성	
박닌 1공장	통신장비 등 조립
박닌 2공장	통신장비 가공
박닌 3공장	용해/잉곳/통신, 전기차부품 주조 등
박닌 4공장	전기차, 자동차부품 가공, 조립/중공업/용해 등
박닌 5공장	통신장비, 반도체장비, ESS장비 가공/압출/사출/SMT
박닌 6공장	통신장비 등 주조
미국	
텍사스	ESS 조립

자료: 서진시스템, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 서진시스템 주요 연혁

일자	주요사항
1996.07	서진테크 설립(서울)
2003.05	본사 이전(인천)
2011.11	베트남 법인 설립(서진시스템 비나)
2012.01	베트남 공장 설립(베트남 박닌)
2013.08	삼성 1차 협력업체 등록
2015.12	텍슨(Texon) 인수
2017.03	코스닥 상장
2018.06	베트남 박닌성 신공장 가동
2020.09	텍슨 지분 100% 확보(추가 취득 완료)
2023.02	(주)에스제이로지스틱스 지분 취득(취득후 지분율: 100%)

자료: 서진시스템, 미래에셋증권 리서치센터

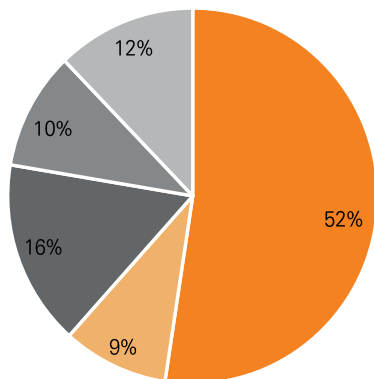
표 5. 서진시스템 주요 사업 현황

분류	주요 제품	주요 내용
ESS 장비	에너지저장장치 인클로저	글로벌 ESS 고객사를 대상으로 ESS 장비 제조 및 공급
전기차 및 배터리 부품	배터리 모듈 부품, 배터리 팩, 모터케이스, 인버터 부품	전기차 구동과 배터리 시스템에 적용되는 핵심 부품 양산 및 납품
반도체 장비	반도체 식각/증착 공정 웨이퍼, 이송장비, 전원구동장치	식각·증착 장비 프레임, 전원공급/분배장치, 웨이퍼 이송장치 등 반도체 공정 장비 및 리퍼비시 공급
통신 장비	이동통신(5G) 장비, 데이터센터, 인공위성 부품 및 안테나	5G 통신장비, 데이터센터 부품, 인공위성 안테나 등 통신 인프라용 부품·장비 공급
기타	다이캐스팅, 공작기계, 산업용 로봇, 그릴, 중공업, 전기변압기	산업기계·생활가전·중공업 영역에서 다이캐스팅/가공 기반의 금속 부품 및 설비 공급

자료: 서진시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 서진시스템 매출 구조

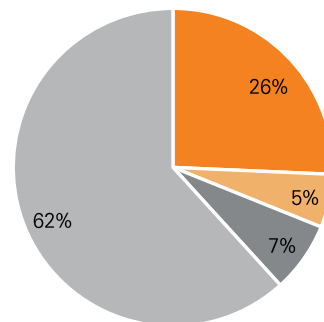
■ ESS 장비 ■ 전기차 및 배터리 부품 ■ 반도체장비 ■ 통신장비 ■ 기타



자료: 서진시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 서진시스템 주주현황 구성

■ 전동규 ■ 최규욱 ■ 썬플라워2022홀딩스유한회사 ■ 기타



자료: 서진시스템, 미래에셋증권 리서치센터

용융(Melting)
고체가 가열되어 액체가 되는
변화.

핵심 기술: 제품 고부가화를 구현하는 다이캐스팅 기술

서진시스템의 다이캐스팅 기술은 고압 주조(HPDC, High Pressure Die Casting) 공법을 기반으로, 알루미늄·아연·마그네슘 등 용융 금속을 고압으로 정밀 금형에 주입하여 복잡한 3차원 형상과 고정밀 치수 공차(±0.02mm 수준)를 구현하는 첨단 제조 방식이다. 동 공법은 단순 성형을 넘어 부품 일체화와 경량화 구현이 가능하며, 열관리 성능 강화 및 조립 공정 축소를 통해 제품 원가와 리드타임 측면에서 구조적 개선 효과를 제공한다.

특히 동사는 초대형 기가캐스팅 설비 도입을 통해 대형 구조물 생산 역량을 확보하고 있으며, ESS 장비를 비롯하여 반도체 장비 프레임, 전기차 및 배터리 부품 등 동사의 주요 사업 전반에 공통적으로 적용되는 기반 기술로, 전사 사업 확장과 수익성 개선을 뒷받침하는 핵심 기술 경쟁력으로 평가된다.

반면 중국 경쟁사들은 가격 경쟁력은 우수하나 품질 편차가 크고 납기 불안정성, 미국 관세 부담이 높아 북미 시장 진입에 어려움을 겪고 있으며, 다른 글로벌 업체들은 대형 다이캐스팅 역량 자체가 부족하거나 설비 규모가 작아 ESS 인클로저·구조물 같은 대형 일체형 부품 생산에서 경쟁력이 제한적이다. 이에 비해 동사는 초대형 기가캐스팅 설비와 완전 수직 계열화, 북미 현지 조립 인프라를 동시에 갖춰 ESS 인클로저·구조물 분야에서 현재 가장 압도적인 시장 지위를 확보하고 있는 것으로 판단된다.

그림 9. 서진시스템 주요 설비 및 공정



자료: 서진시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 서진시스템 주요 기술



자료: 서진시스템, 미래에셋증권 리서치센터

테슬라는 기가캐스팅 기술 도입을 최초로 추진함으로써 Model Y 생산에서 6,000톤급 다 이캐스팅 설비를 도입해 기존 70여 개의 부품으로 구성되던 리어 인더바디를 단일 일체형 캐스팅으로 대체한 바 있다. 이를 통해 차체 무게를 약 10% 경량화하는 동시에 생산 비용을 획기적으로 절감하였다.

ESS 인클로저 (Enclosure)
ESS의 배터리·PCS 등을 보호한
금속 외함.

동사는 이러한 성공 사례를 벤치마킹하여 EV 차체 부품뿐만 아니라 ESS 인클로저 생산에 초대형 기가캐스팅 설비를 본격 적용하였으며, 이는 글로벌 ESS 장비 업체 중 사실상 유일한 사례로, 대부분의 경쟁사가 스틸 기반 판금 용접 압출 방식을 고수하는 가운데 독보적인 차별화 포인트로 작용하고 있다. 이는 자사의 기술 경쟁력을 강화하는 동시에 ESS 시장 전체의 기술 장벽을 높이는 구조적 영향을 미치고 있는 것으로 평가된다.

그림 11. 테슬라 Model Y 기가캐스팅



자료: S. Munro, 미래에셋증권 리서치센터

핵심 사업 소개

ESS 장비 사업: 전사 외형 성장을 견인하는 핵심 축

ESS 사업은 서진시스템의 핵심 성장 동력으로, 글로벌 ESS 시장의 구조적 확대에 따라 동사의 ESS 매출도 동반 성장할 것으로 기대된다. 동사는 글로벌 ESS 시장 선두 업체의 핵심 솔벤더로서 사업을 확대해 왔으며, 고객사의 복미 프로젝트 재개 및 실적 턴어라운드 국면과 맞물려 동사의 ESS 부문의 실적 가시성 또한 점진적으로 개선될 것으로 기대된다.

제품 및 사업 구조 측면에서 동사는 ESS 구성 요소 중 배터리 셀을 제외한 인클로저(하우징), PCS(전력변환장치) 주변 구조물, 냉각 시스템 등 주요 하드웨어를 중심으로 완제품 조립·납품을 수행하고 있다. 특히 동사가 주력으로 생산하는 중대형 컨테이너형 ESS는 태양광 연계 발전소 및 전력망 안정화 목적의 프로젝트에 적용되며, 다수의 전력 요소가 통합된 고부가 장비라는 점에서 진입 장벽이 높은 영역으로 평가된다.

현재 동사는 핵심 고객사 외에도 Wärtsilä, ABB, Honeywell, GE Vernova 등 글로벌 주요 ESS 시스템 통합업체(SI)와 협력 관계를 유지하고 있다. 최근 복미 시장을 공략 중인 삼성 SDI 및 SK온 등 국내 배터리 셀 메이커와도 협업이 가시화되고 있어, 올해부터 본격적으로 공급 개시할 계획이다.

그림 12. 서진시스템 ESS 제품



자료: 서진시스템, 미래에셋증권 리서치센터

반도체 장비 사업: 실적 안정성을 뒷받침하는 핵심 축

서진시스템의 반도체 사업부문 ESS 사업부문과 함께 전사 매출의 상당 부분을 차지하는 핵심 축이다. 주요 생산 제품은 식각·증착 장비용 프레임, 파워박스(전력 제어 장치), EFEM(웨이퍼 이송장치), 공정 장비 모듈 등 고부가가치 부품으로 구성된다. 해당 제품군은 정밀 가공 및 고난도 품질 관리가 요구되는 영역으로, 동사의 기술 경쟁력이 집약된 사업 부문으로 평가된다.

동사의 반도체 장비 매출은 글로벌 탑티어 고객사인 L사를 통해 대부분 창출되고 있으며, 이외에도 ASML, Mattson Technology, KLA 등 미국 기업들과의 협력도 확대하면서 고객사 다변화 전략을 강화하고 있다. 이를 통해 단일 고객 의존도를 점진적으로 완화하는 동시에 중장기적으로 반도체 장비 부문에서 안정적인 외형 성장을 이어갈 것으로 전망한다.

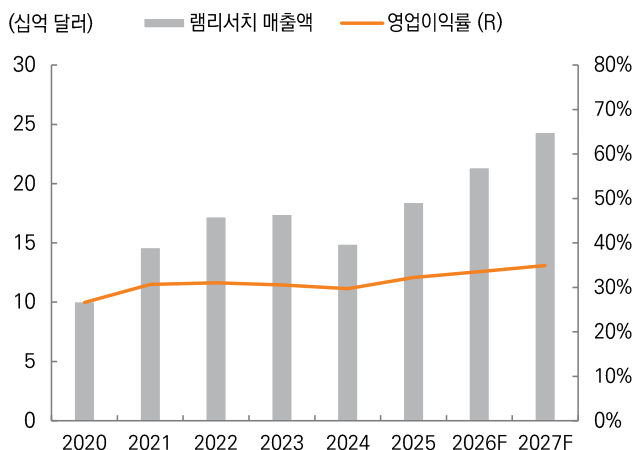
동사는 글로벌 공급망을 강화하기 위해 베트남 박닌 5공장에 반도체 장비 생산 능력을 구축했다. 박닌 5공장은 24년부터 단계적인 램프업을 거쳐 올해부터 본격 가동에 들어갈 예정이며, 향후 L사향 물량의 상당부분을 기존 화성 공장에서 박닌 5공장으로 이전함으로써 제조원가를 절감하는 동시에 수익성 개선에도 기여할 것으로 기대된다.

표 6. 서진시스템 반도체 생산기지 분포

구분	생산 제품	최종 고객사
텍스 구미	식각·증착 장비 프레임, 파워박스	L사
텍스 화성	식각·증착 장비 프레임, EFEM	L사
텍스 USA	식각·증착 장비 프레임	L사
텍스 베트남(박닌 5공장)	식각·증착 장비 프레임	L사

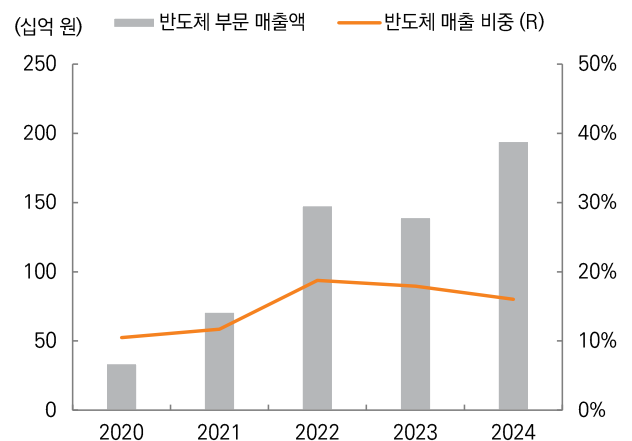
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 램리서치 매출액 및 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 서진시스템 반도체 부문 매출액 추이



자료: 서진시스템, 미래에셋증권 리서치센터

실적 분석 및 Valuation

실적: 앞으로 좋아질 일만 남았다

동사의 2025년 연간 실적은 상반기까지 전방 고객사 영향으로 전년 대비 역성장이 불가피할 것으로 전망한다. 이는 1) 미국의 대중국 관세 인상에 따른 공급망 불확실성 확대, 2) 핵심 고객사의 북미 ESS 프로젝트 가동 중단 및 발주 지연, 3) 주요 고객사의 파산 등 일회성 요인들에 기인한다.

다만 25년 11월과 12월에 각각 공시된 핵심 고객사향 2건의 약 2,500억원 규모의 신규 수주는 프로젝트 납기 일정을 감안할 때 올해 1분기부터 유의미한 출하가 시작될 것으로 예상하며, 이에 따라 전사 실적은 하반기를 기점으로 회복 국면에 진입할 것으로 예상된다.

매출 회복과 함께 ESS 제품 믹스 개선에 따른 수익성 제고도 가시화되고 있다. 4Q25부터 기존 7피트 대비 대형화된 20피트 ESS 신제품 납품이 개시될 예정으로, ASP 상승에 따른 수익성 제고가 기대된다. 데이터센터 수요 확대에 따라 대형·장주기 프로젝트 비중이 빠르게 증가하고 있으며, 20피트 신제품 판가가 기존 제품 대비 50% 이상 높은 점을 감안할 때, 수익성 개선에 유의미한 기여가 가능할 것으로 판단한다.

한편 반도체 사업 부문 역시 북미 AI 인프라 투자 확대에 따른 실적 개선 모멘텀이 유효하다. 지난해 9월 확보한 글로벌 주요 장비사향 약 500억 원 규모 수주가 실적에 단계적으로 반영될 전망이다. 반도체 장비 부품의 특성상 고객사 장비 제작·납품 일정에 맞춰 분기별로 분할 출하되기 때문이다. 특히 이번 수주는 동사가 최초로 셀 모듈까지 공급 영역을 확대한 첫 사례로 의미가 크다. 이는 단순 부품 공급에서 모듈 단위 공급으로 사업성이 확장되는 전환점으로, 향후 고객사 내 공급 범위 확대 및 신규 수주 기회로 연결될 것으로 판단한다.

표 7. 서진시스템 분기 및 연간 실적 전망

(십억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	2021	2022	2023	2024
매출액	326	309	315	264	281	259	216	606	788	779	1,214
ESS 장비	200	161	178	96	129	97	55	130	190	274	636
EV/배터리 부품	31	31	28	23	12	18	23	0	48	105	112
반도체 장비	33	52	47	63	76	58	69	71	148	139	194
통신장비	29	30	28	36	33	34	32	198	273	139	123
기타	32	35	34	47	32	51	36	207	129	122	148
영업이익	43	31	33	1	21	-6	-37	58	60	49	109
영업이익률	13	10	11	0	7	-2	-17	10	8	6	9
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	34	-5	2	-16	6	-8	-17	88	30	-1	56
영업이익	54	-19	11	-46	34	-25	-43	0	3	-18	122

자료: 서진시스템, 미래에셋증권 리서치센터

리스크 및 밸류에이션

동사의 26년 선행 P/B 및 P/E는 컨센서스 기준 각각 1.6배, 14.6배 수준이다. 국내 유사 피어가 제한적이라는 점을 감안하더라도 동사 밸류에이션은 글로벌 ESS 밸류체인 피어 대비 보수적으로 형성되어 있는 것으로 판단한다.

특히 동사는 북미 ESS 프로젝트의 매출 인식이 올해부터 본격화되는 구간에 진입함에 따라 전사 실적 가시성이 동종 업체 대비 높은 편이다. 수주 기반의 실적 가시성과 북미 현지 생산 역량을 보유한 업체가 제한적인 점을 고려하면, 현 주가 구간은 밸류에이션 측면에서 저평가되어 있다고 판단한다.

단, 단기적으로 단일 고객사 의존도가 여전히 높은 상황이다. 북미 ESS 프로젝트의 착공 지연 또는 핵심 고객사 물량 조정 등에 따라 실적 변동성이 확대될 수 있으며, 동사의 북미 공장 램프업 과정에서 초기 고정비 부담이 증가할 가능성은 점검이 필요할 것으로 판단한다.

표 8. ESS 밸류체인 Peer Valuation

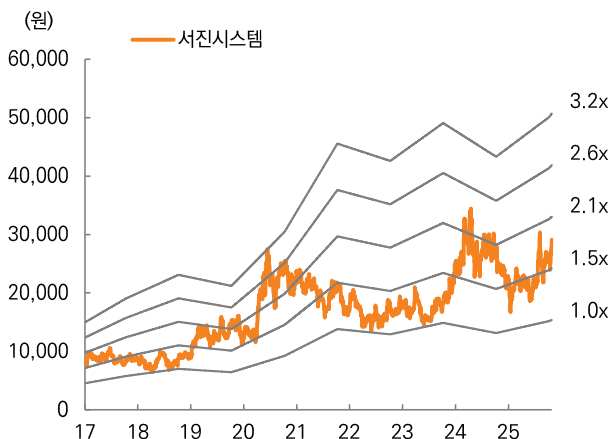
(십억 원, 배)

산업	기업명	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
배터리 셀	LG에너지솔루션	100,217	26,599	34,034	2,578	4,864	5.2	10.0	98.0	42.1	4.4	3.9	16.6	11.9
	삼성SDI	24,040	15,340	19,635	47	1,507	1.5	6.4	107.2	18.0	1.1	1.0	14.1	8.6
	SK이노베이션	19,364	78,949	85,149	1,763	2,829	0.2	2.1	1053.7	28.1	0.8	0.7	10.1	8.4
	CATL	343,705	111,651	134,289	21,775	26,521	24.6	25.3	18.4	15.2	4.3	3.6	10.9	8.7
ESS 장비	서진시스템	1,451	1,615	2,204	177	298	11.7	19.8	14.6	7.4	1.6	1.3	8.3	5.6
	한중엔시에스	434	253	331	23	35	20.4	22.6	41.0	41.1	4.5	4.4	15.9	10.1
	신성에스티	340	238	314	15	22	-	-	27.5	18.6	-	-	-	-
ESS 부품 및 장비	효성중공업	18,629	6,855	7,813	956	1,250	25.2	26.7	26.9	19.9	6.3	4.9	17.9	13.5
	피엔티	969	1,167	1,414	128	134	13.9	12.4	10.5	10.4	1.4	1.2	-	-
	SK이터닉스	685	584	365	75	84	15.7	15.9	14.6	12.3	2.1	1.8	9.2	9.6
ESS 통합업체	Tesla	2,149,045	156,976	185,096	9,971	14,858	7.2	8.5	201.2	150.3	16.8	15.3	96.5	73.4
	Sungrow	71,567	24,727	28,910	4,779	5,419	29.8	26.9	18.7	16.2	5.1	4.0	14.3	12.2
	CRRC	40,327	60,881	64,077	4,401	4,717	8.7	8.9	12.4	11.5	1.0	1.0	-	-
	Fluence Energy	7,314	4,920	5,900	-15	93	-2.7	7.4	-	85.0	9.8	8.5	83.7	32.0
	HyperStrong	9,687	5,247	7,251	498	720	30.9	33.0	24.1	15.8	6.7	4.7	-	-

주: 서진시스템의 밸류에이션은 Quantwise 컨센서스 기준

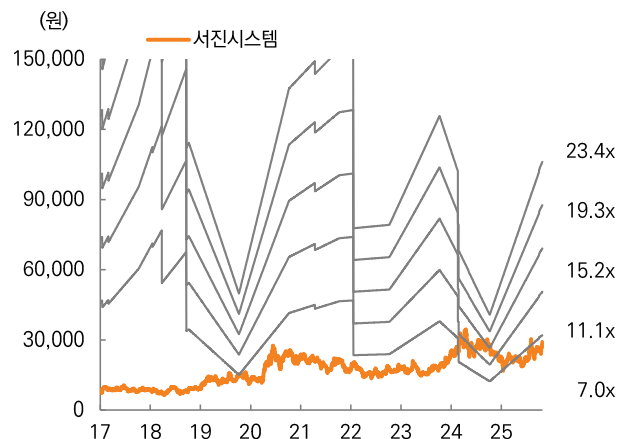
자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 서진시스템 12MF P/B 밴드



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 서진시스템 12MF EV/EBITDA 밴드



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

탐방 Q&A

Q) 베트남 생산기지 및 북미 신규 공장 향후 활용 전략

A. 베트남에서 완제품 또는 주요 부품을 생산해 미국·유럽·호주·아시아 등 글로벌 시장으로 납품하는 구조. 북미 외 지역은 베트남에서 생산과 조립까지 완료하며, 북미는 베트남 생산 후 북미 생산기지로 운송 후 현지 조립 방식.

Q) 북미 공장 가동 시점

A. 북미 텍사스 공장은 2026년 상반기 중 가동을 목표로 하며, 고객사의 발주 요청에 따라 점진적으로 램프업에 진행할 계획.

Q) 관세 부담 주체 및 동사 매출 영향

A. 관세는 완제품 수령 시점에 고객사가 부담하는 구조이기 때문에 동사에 직접적인 영향은 없음.

Q) 3Q25 매출 부진 원인

A. 3Q25 매출 부진은 핵심 고객사의 북미 프로젝트 중단 영향으로 미주향 납품이 제한된 데서 발생. 해당 중단은 CATL 밸류체인 훼손 및 OBBBA 이슈와 연결되며, 서진시스템의 개별 생산 이슈와는 구분되는 성격.

Q) 4Q25 수요 지역(호주/유럽)과 베트남 가동 변화

A. 호주·유럽향 가동 증가 흐름이 일부 관찰되며 12월 생산은 미국 제외, 유럽·호주 중심으로 파악. 고객사 설치 위치는 공개 제한으로 시장조사 기반 추정 필요.

Q) 고객사 P사 파산 영향

A. P사는 파산 이후 F사로부터 인수됐으나 동사와의 기존 공급 계약은 기종료된 상태로 재고 및 미수금 이슈는 없음. 해당 고객 관련 매출은 과거 실적 및 향후 추정치 모두에서 제외하는 방향.

Q) 20피트 신제품 출하 시점 및 기존 제품 활용 계획

A. 올해부터는 20피트 신제품 중심 납품 구조로 전환되며, 기존 소형 제품은 여전히 고객사의 수요가 있기 때문에 단종되지 않고 소량 비중으로 유지. 과거 신형 70%·구형 30% 구조에서 점진적으로 구형 제품을 축소하는 방향.

Q) 글로벌 Top3 반도체 장비사 500억원 수주 인식 시점

A. 해당 수주는 글로벌 Top3 반도체 장비사와 10년 이상 지속된 장기 거래 관계를 기반으로, 양사 ERP 시스템을 통해 연간 생산·납품 스케줄을 사전에 공유하는 구조. 고객사는 연간 수요 계획을 제시하고, 이에 따라 개별 공정장비 모듈 단위로 제작 리드타임을 거쳐 납품·매출 인식이 이루어짐. 따라서 500억원 규모 수주는 단일 시점에 일괄 인식되는 성격이 아니라, 연간 스케줄에 따라 분산적으로 매출에 반영되는 구조.

Q) ESS 수주 인식 시점

A. ESS 사업은 개별 프로젝트 단발성 수주가 아니라, 고객사와 공급 계약을 먼저 체결한 이후 세부 물량을 구매주문서(PO) 형태로 순차 발행하는 구조로 운영. PO는 통상 4~6개월 주기로 발생하며, 이에 맞춰 원자재 수급·제작·조립·납품이 체계화된 생산 시스템이 구축되어 있음. 이러한 구조는 수주 가시성과 생산 계획 안정성을 높여주며, 단일 프로젝트 중심 사업 대비 매출 인식의 연속성과 운영 효율성이 높은 장기 프레임 기반 사업 특성을 형성.

Q) 로봇 사업 진행 상황

A. 로봇 사업은 올해 하반기부터 양산이 시작되는 일정으로, 국내 로봇 개발사들이 설계와 사양을 제시하면 서진시스템이 정밀 부품 제작과 조립을 수행하는 위탁생산 형태로 전개. 기존에는 완제품 하나를 만들기 위해 수십 개 협력사로부터 부품을 조달해야 했으나, 서진시스템이 정밀 가공·조립을 원스톱으로 제공하면서 개발사 입장에서 리드타임 단축과 품질 관리 측면의 효율성이 크게 개선되는 구조. 이로 인해 초기 양산 단계임에도 불구하고 로봇 개발사들로부터 수요가 빠르게 확대되는 흐름.

서진시스템 (178320)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
매출액	606	736	779	1,214
매출원가	489	607	641	1,000
매출총이익	117	129	138	214
판매비와관리비	60	69	89	105
조정영업이익	58	60	49	109
영업이익	58	60	49	109
비영업손익	-13	-30	-49	9
금융손익	-21	-28	-44	-49
관계기업등 투자손익	0	1	0	0
세전계속사업손익	45	30	0	118
계속사업법인세비용	6	14	2	34
계속사업이익	39	17	-2	84
중단사업이익	0	-15	-20	0
당기순이익	39	2	-23	84
지배주주	39	2	-23	84
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	84	21	-28	142
지배주주	84	21	-28	142
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	107	124	127	202
FCF	-126	-139	-120	-291
EBITDA 마진율 (%)	17.7	16.8	16.3	16.6
영업이익률 (%)	9.6	8.2	6.3	9.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.4	0.3	-3.0	6.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
유동자산	531	729	780	1,142
현금 및 현금성자산	24	19	16	41
매출채권 및 기타채권	108	153	116	267
재고자산	344	527	619	772
기타유동자산	55	30	29	62
비유동자산	519	656	740	962
관계기업투자등	1	2	2	2
유형자산	466	576	646	819
무형자산	5	6	7	20
자산총계	1,050	1,385	1,520	2,103
유동부채	438	663	920	885
매입채무 및 기타채무	192	281	245	298
단기금융부채	226	342	596	541
기타유동부채	20	40	79	46
비유동부채	251	182	102	343
장기금융부채	243	175	95	316
기타비유동부채	8	7	7	27
부채총계	690	845	1,022	1,228
지배주주지분	360	540	498	870
자본금	9	19	19	28
자본잉여금	180	171	171	555
이익잉여금	147	137	106	189
비지배주주지분	0	0	0	6
자본총계	360	540	498	876

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
영업활동으로 인한 현금흐름	-5	24	43	-113
당기순이익	39	2	-23	84
비현금수익비용가감	89	115	138	115
유형자산감가상각비	48	64	78	92
무형자산상각비	0	0	1	1
기타	41	51	59	22
영업활동으로인한자산및부채의변동	-131	-62	-35	-266
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-30	-1	43	-99
재고자산 감소(증가)	-195	-187	-85	-99
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	105	93	-35	11
법인세납부	0	-11	-8	-8
투자활동으로 인한 현금흐름	-119	-214	-162	-212
유형자산처분(취득)	-117	-153	-157	-173
무형자산감소(증가)	0	-1	-2	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	0	-2	-8
기타투자활동	-1	-60	-1	-30
재무활동으로 인한 현금흐름	126	184	117	349
장단기금융부채의 증가(감소)	119	-28	53	356
자본의 증가(감소)	36	0	0	393
배당금의 지급	0	-6	0	0
기타재무활동	-29	218	64	-400
현금의 증가	2	-5	-3	25
기초현금	22	24	19	16
기말현금	24	19	16	41

자료: 서진시스템, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023	2024
P/E (x)	20.7	408.2	-30.2	15.9
P/CF (x)	6.2	5.6	5.9	6.7
P/B (x)	2.3	1.2	1.3	1.7
EV/EBITDA (x)	11.8	9.3	10.6	11.5
EPS (원)	1,045	43	-600	1,686
CFPS (원)	3,467	3,105	3,070	3,988
BPS (원)	9,584	14,358	13,461	15,467
DPS (원)	300	0	0	0
배당성향 (%)	14.6	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	1.4	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	88.3	21.4	5.8	55.9
EBITDA증가율 (%)	176.4	16.4	2.6	58.8
조정영업이익증가율 (%)	1,082.2	2.9	-17.9	121.8
EPS증가율 (%)	흑전	-95.9	적전	흑전
매출채권 회전율 (회)	7.5	5.9	6.3	7.0
재고자산 회전율 (회)	2.4	1.7	1.4	1.7
매입채무 회전율 (회)	4.0	2.7	2.7	4.5
ROA (%)	4.4	0.1	-1.6	4.6
ROE (%)	12.8	0.4	-4.3	12.3
ROIC (%)	7.2	3.6	-37.4	5.4
부채비율 (%)	191.5	156.7	205.2	140.2
유동비율 (%)	121.1	109.9	84.8	129.0
순차입금/자기자본 (%)	123.2	91.9	134.8	93.1
조정영업이익/금융비용 (x)	2.8	2.1	1.1	2.2

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.