서진시스템 (178320)

ESS·반도체 레벨업과 로봇파운드리 잠재력, 리레이팅 트리거!

Not Rated

현재주가(1.21) **29,600원**

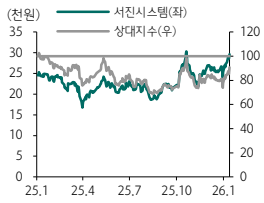
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	951.29
52주 최고/최저(원)	30,350/16,730
시가총액(십억원)	1,653.8
시가총액비중(%)	0.32
발행주식수(천주)	55,873.3
60일 평균 거래량(천주)	523.7
60일 평균 거래대금(십억원)	14.0
외국인지분율(%)	7.55
주요주주 지분율(%)	
전동규 외 10 인	35.32
네오솔루션즈 외 2 인	11.26

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	1,062	1,563
영업이익(십억원)	1	158
순이익(십억원)	(80)	116
EPS(원)	(1,086)	2,133
BPS(원)	13,655	15,788

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023	2024
매출액	606	736	779	1,214
영업이익	58	60	49	109
세전이익	45	30	0	118
순이익	39	2	(23)	84
EPS	1,045	43	(600)	1,686
증감률	흑전	(95.9)	적전	흑전
PER	20.7	407.0	(30.2)	15.9
PBR	2.3	1.2	1.3	1.7
EV/EBITDA	11.8	9.3	10.6	11.5
ROE	10.7	0.3	(4.5)	9.7
BPS	9,584	14,358	13,461	15,467
DPS	300	0	0	0

Analyst 권태우 tkwon@hanafn.com
RA 윤채리 yooncherry@hanafn.com

하나증권 리서치센터

파운드리 DNA를 내재한 EMS 전문 기업

서진시스템은 1996년 설립된 금속 가공 기반 EMS 전문 기업으로, 베트남을 중심으로 미국, 한국 등에 수직계열화된 생산 거점을 운영하고 있다. 통신 및 가전 하우징 중심의 단순 가공에서 출발해, ESS(배터리·SOFC)·반도체·EV·기판·우주항공·로봇 등 고부가 산업군으로 포트폴리오를 전환하고 있다. 주조·정밀가공·조립·도금·압출·사출 등 전 공정을 내재화한 체계를 기반으로 고객 맞춤 설계 대응력과 납기 경쟁력을 확보하고 있으며, '제조형 파운드리'로의 경쟁력을 점차 구체화해가고 있다.

ESS·반도체 실적 견인, 로봇 파운드리는 레퍼런스·생산 대응력 확보

① **ESS:** 글로벌 ESS 시장은 전력 인프라 고도화 흐름 속에서 대형화·시스템화 국면에 진입하고 있다. 기존 7~8ft뿐만 아니라 20ft 단위 컨테이너 중심으로 시장이 확대되며, 단가 역시 구조적으로 상승하는 추세다. 북미 ESS 시장에 대한 배터리 셀 업체들의 공급 전략이 강화되는 가운데, 서진시스템은 글로벌 ESS 시스템 고객사(F社), 배터리 셀(S社, K社), 연료전지(B社) 등과의 계약을 기반으로 엔드플레이트, 인클로저, 용접 조립물 등 주요 부품을 납기·품질·원가 측면에서 안정적으로 공급하고 있다. 올해부터 미국 중심의 중·대형 ESS 및 SOFC 프로젝트 출하가 본격 재개될 전망이다. ② **반도체:** 반도체 부문은 글로벌 장비 업황 회복과 함께 고도화된 공정 수요가 확대되고 있다. WFE(웨이퍼 팹 장비) 시장은 2026~27년 각각 9.0%, 7.3% 성장세가 예상되며, 글로벌 장비 L社의 FY26 시스템 부문 실적 컨센서스는 141억달러(+23.0% YoY)로 상향 조정되었다. 서진시스템은 EFEM·LPM 등 외부 구조를 구성하는 서브모듈 중심에서, 실제 공정이 수행되는 챔버·샤워헤드 등 PM(Process Module) 부품까지 공급 범위를 확대해 나가고 있다. 이는 기술적 위상을 확장하고 있음을 의미하며, 제품 믹스 개선과 Q&P(물량·가격) 상향이 동반되고 있는 구간으로 판단된다. ③ **로봇 파운드리:** 동사는 올해부터 로봇 사업을 추진한다. 로봇 산업은 설계 변경이 잦고, 개발 단계에서 양산 단계로의 전환 속도가 성패를 좌우하는 구조다. 동사는 국내 H社향 로봇 팔 양산·공급한 경험을 바탕으로 정밀 기구물 부품의 생산 및 어셈블리 대응력을 확보하고 있으며, 현재 국내 주요 기업들과의 MOU를 통해 휴머노이드 및 산업용 핵심 부품 개발을 위한 협업 체계를 구축해가고 있다. 고객사 저변 확장에 따라 로봇 제조 파운드리 사업의 외연 확대 가능성은 충분하며, 중장기 성장 옵션으로서의 전략적 의미가 부각되는 단계다.

2026년 고성장·고수익 구조 전환, 멀티플 재평가 필요

2026년 예상 실적은 매출액 1.63조원(+54.2% YoY), 영업이익 1,541억원(+3,688.9% YoY, OPM 9.5%)으로 추정된다. ESS 출하 정상화와 반도체 제품 믹스 개선이 실적 성장을 견인하고 있으며, SOFC 초도 물량 공급도 외형 확대를 뒷받침할 것으로 예상된다. 고정비 레버리지와 공정 내재화는 수익성 개선에 긍정적으로 작용하고 있고, 단순 EMS에서 고정밀 파운드리 중심으로의 구조 전환이 가시화되는 초기 국면에 있다. 유망 산업군 전반에서 동시다발적 확장이 이어지고 있는 만큼, 멀티플 재평가에 대한 검토도 필요한 시점이다(EMS Peer 26F 기준 PER 22배, EV/EBITDA 12.6배). 오버행 부담은 점진적으로 완화되고 있으며, 포트폴리오 고도화가 수급 안정성 제고에 기여할 것으로 보인다.

1. 기업 개요

1) 파운드리 DNA를 내재한 구조적 진화

단순 금속 가공에서 고부가 산업군으로 구조적 진화

서진시스템은 1996년 설립된 금속 가공 전문 EMS 기업으로, 베트남 법인을 축으로 한 글로벌 생산 체계를 구축하며 외형과 사업 영역을 확장해왔다. 초기 통신장비 및 가전 하우징 중심의 단순 가공 사업에서 출발했으나, ESS(배터리·SOFC)·반도체·EV·기판·우주항공 등 산업군으로 포트폴리오를 단계적으로 전환해온 점이 특징이다. 특히 2025년을 기점으로 베트남 공장에서 반도체 장비 부품의 정밀 가공과 모듈 생산 비중이 확대되고 있다.

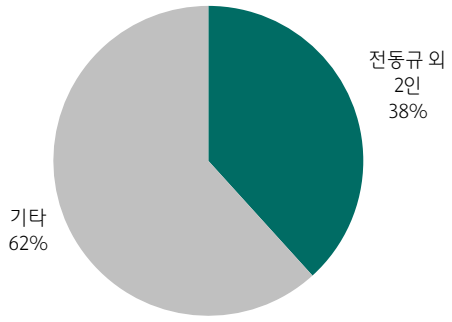
설계–양산을 연결하는 제조형 파운드리로의 전환

동사는 단순 금속 가공 업체를 넘어, 반도체·로봇·우주항공 등 고정밀 산업군의 핵심 부품을 양산하는 '제조형 파운드리'로의 진화를 진행 중이다. 고객 도면에 따른 단순 가공 수행에 그쳤던 기존 EMS 모델과 달리, 설계 수정 지원과 공정 최적화를 병행하며 이를 양산 가능한 형태로 구현하는 역할까지 수행하고 있다. 베트남 공장에서의 주조–정밀가공–조립 공정 일괄 내재화는 다품종 소량생산을 대규모로 운영할 수 있는 기반을 제공하고 있으며, 이는 글로벌 반도체 및 로봇 장비 고객사와의 초기 개발 협력부터 양산 공급으로 이어지는 구조적 파트너십으로 연결되고 있다. 이러한 제조형 파운드리 모델은 향후 고부가 산업군 중심의 외형 성장과 수익성 개선을 동시에 뒷받침할 기반으로 판단된다.

베트남 중심 수직계열화 생산 체계와 글로벌 제조 인프라 구축

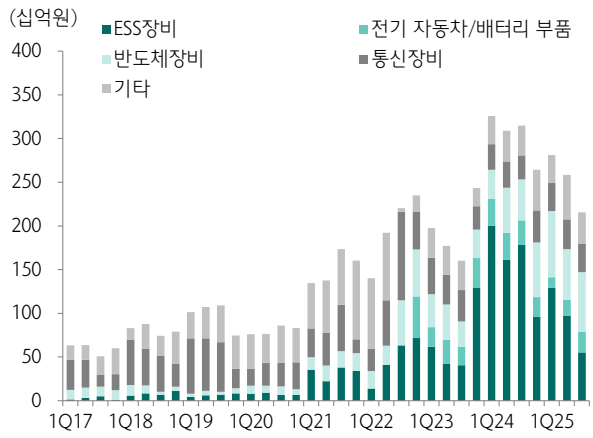
생산 거점은 미국·베트남·한국으로 구성되어 있으며, 베트남 박닌성 및 박장성에 대규모 제조 인프라를 운영 중이다. 주조, 정밀가공, 조립, 도금, 압출, 사출에 이르는 전 공정을 내재화한 수직계열형 생산 체계를 기반으로, 고객 설계 변경 대응과 납기 단축을 동시에 구현할 수 있는 구조를 확보했다. 이러한 통합 제조 역량은 유망 산업군에서 부품 내재화율을 높이는 방향으로 활용되고 있으며, 글로벌 고객사와의 장기 공급 계약 확대를 가능하게 하는 핵심 경쟁력으로 작용하고 있다.

도표 1. 주주구성 (2025년 3분기 기준)



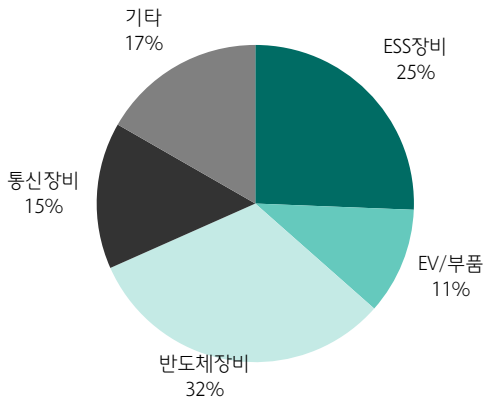
자료: 서진시스템, 하나증권

도표 2. 부문별 실적 추이



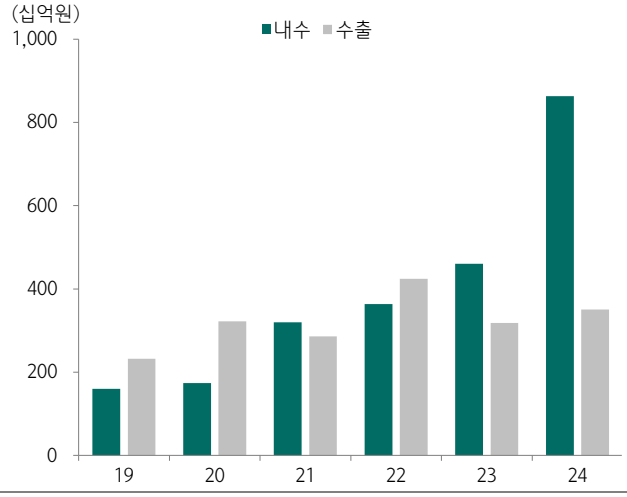
자료: 서진시스템, 하나증권

도표 3. 매출 비중 (2025년 3분기 기준)



자료: 서진시스템, 하나증권

도표 4. 내수/수출 추이



자료: 서진시스템, 하나증권

도표 5. 생산라인의 수직계열화

자료: 서진시스템, 하나증권

도표 6. 전공정 내재화

자료: 서진시스템, 하나증권

도표 7. 주요 제품 등의 현황

품목	주요 제품
ESS 장비	에너지저장장치
전기자동차 및 배터리부품	배터리 모듈 부품, 배터리 팩, 모터케이스, 인버터 부품 등
반도체장비	반도체 식각/증착 공정 웨이퍼 이송장비, 전원구동장치 등
통신장비	이동통신(5G) 장비, 데이터센터, 인공위성 부품 및 안테나 등
기 타	다이캐스팅, 공작기계, 산업용 로봇, 그릴, 중공업, 전기변압기 등

자료: 서진시스템, 하나증권

도표 8. 글로벌 공급망 구축(1)

자료: 서진시스템, 하나증권

도표 9. 글로벌 공급망 구축(2)

구 분	서진시스템	텍슨 의정부	텍슨 구미	텍슨 화성	비마	쌤빛	텍슨 USA
생산제품	통신장비/연구소	판금 제조	통신장비/반도체장비/ESS사업	반도체 장비	통신 케이블	반도체(Refurbish)	반도체 장비
건평(m²)	7,095	4,110	7,582	5,630	3,500	3,183	1,416
설립년월	2007년 10월	2001년 02월	2009년 06월	2020년 06월	2002년 05월	2009년 08월	2016년 03월
구 분	**서진비나 (박닌 1공장)**	**서진시스템 비나 (박닌 2공장)**	**서진비나 (박닌 3공장)**	**서진오토 (박닌 4공장)**	**텍슨베트남 (박닌 5공장)**	**서진시스템 비나 (박닌 6공장)**	**서진베트남**
생산제품	통신장비 등 조립	통신장비 가공	용해/잉곳/통신, 전기차 부품 주조 등	전기차 부품 가공, 조립/중공업/용해 등	통신, 반도체, ESS장비 가공/압출/사출/SMT	통신장비 등 주조	중공업/주물/중력주조/압출/프레스/가공/조립/SSC 등
건평(m²)	15,000	16,000	41,000	148,500	132,000	5,459	394,434
설립년월	2014년 10월	2014년 12월	2011년 10월	2016년 12월	2016년 12월	2018년 05월	2019년 01월

자료: 서진시스템, 하나증권

2) ESS·반도체 중심의 포트폴리오 고도화

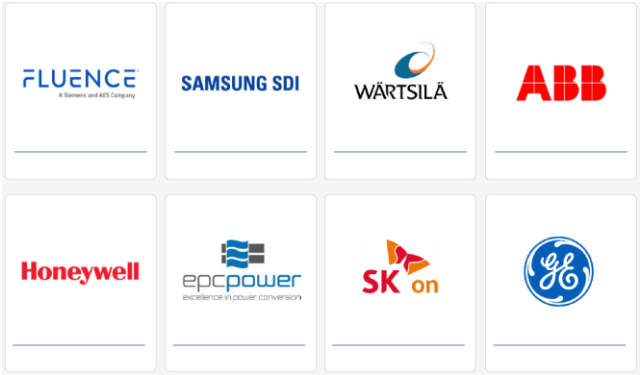
(1) ESS 장비

서진시스템의 주요 사업 부문은 ESS, 반도체 장비, 전기차 부품, 통신 및 기타로 구성된다. ESS 부문에서는 글로벌 ESS 시스템 업체 F社, 글로벌 배터리 셀 업체 S社, 글로벌 연료전지 기반 시스템 업체 B社 등을 주요 고객으로 확보하고 있으며, 인클로저와 엔드플레이트, 용수장치·탈황장치 등의 공급이 이뤄지고 있다. 단순 외주 가공이 아닌 구조물의 일괄 생산과 품질 관리 역량을 기반으로, 대형 ESS 및 SOFC 프로젝트에서 구조적으로 수주가 가능한 공급 포지션을 구축하였다.

도표 10. ESS (Energy Storage System) 사업

자료: 서진시스템, 하나증권

도표 11. ESS, 주요 고객사



자료: 서진시스템, 하나증권

(2) 반도체 장비

반도체 장비 부문은 글로벌 장비 업체와의 협력을 통해 프로세스 챔버, 샤워헤드 등 고난도·고정밀 부품 비중을 확대하고 있다. 국내 및 베트남 공장에서의 정밀 가공과 모듈 조립 내재화는 고객사의 개발 단계부터 양산까지 전 주기에 걸친 협업을 가능하게 하며, 해당 부문은 제품 믹스 개선과 함께 중장기 수익성 레벨업을 견인하는 핵심 사업으로 자리매김할 가능성이 높다.

도표 12. 반도체 장비 사업

자료: 서진시스템, 하나증권

도표 13. 반도체, 주요 고객사

자료: 서진시스템, 하나증권

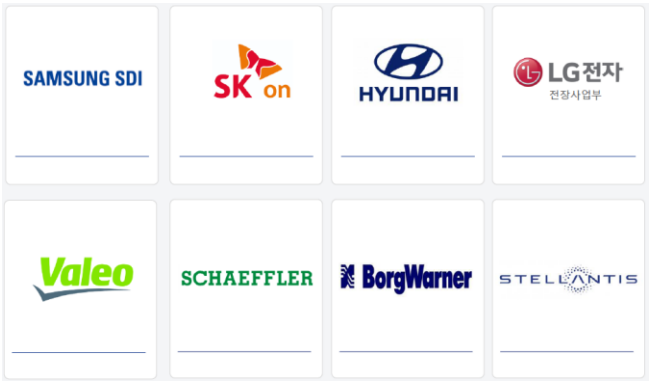
(3) EV 부품, 통신, PCB 등

EV 부품 부문은 배터리 프레임 가공을 중심으로 전개되고 있으며, 통신 및 우주항공 부문에서는 5G 하우징 및 필터, 데이터센터용 PCB, 위성 안테나, 중공업 부품 등을 공급 중이다. 각 사업 부문은 산업군은 상이하나, 고강성·고정밀 금속 구조물이라는 공통 기술 기반 위에서 생산 효율과 품질 경쟁력을 공유하고 있다는 점에서 단일 제조 플랫폼 내 포트폴리오로 기능하고 있다.

도표 14. EV 및 배터리(2차전지) 부품 사업

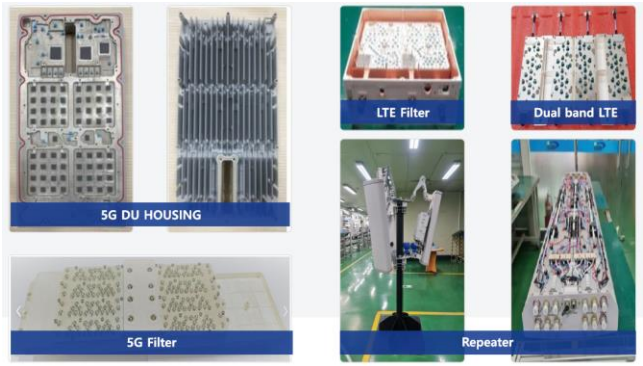
자료: 서진시스템, 하나증권

도표 15. EV 및 배터리 부품, 주요 고객사



자료: 서진시스템, 하나증권

도표 16. 통신 사업(1): 통신(5G)

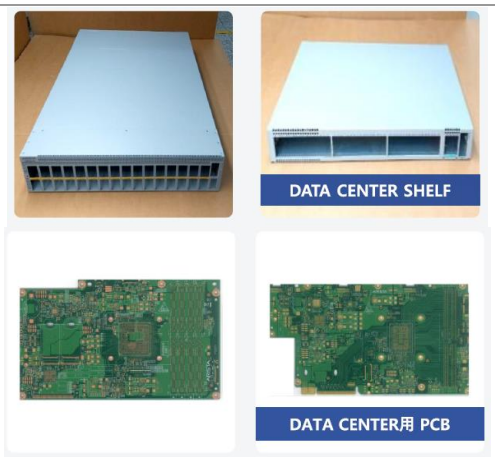


자료: 서진시스템, 하나증권

도표 17. 통신, 주요 고객사

자료: 서진시스템, 하나증권

도표 18. 통신 사업(2): Data Center용 SHELF/PCB



자료: 서진시스템, 하나증권

도표 19. 산업기계/생활가전/중공업 등 사업

자료: 서진시스템, 하나증권

2. 투자 포인트

1) ESS, 글로벌 전력 인프라 고도화 속 견조한 실적과 스케일업 국면

글로벌 전력 수요 구조 변화와 ESS의 기저 인프라 전환

글로벌 ESS 시장은 전력 인프라 고도화 흐름 속에서 대형화·시스템화 국면에 진입하고 있으며, 이는 관련 하드웨어 공급사의 중기 실적 가시성을 높이는 방향으로 작용하고 있다. AI 데이터센터 확산과 산업 전력 수요 증가는 전력 소비의 절대 규모 확대뿐 아니라 지역·시간대별 변동성 심화를 동반하고 있으며, 이에 따라 기존 발전 설비 중심의 전력 공급 구조만으로는 안정적인 대응에 한계가 나타나고 있다. 이러한 환경 변화 속에서 각국의 전력 정책과 에너지 전환 전략은 저장·제어 기능을 포함한 전력 시스템 고도화로 수렴하는 모습이다. 이 과정에서 ESS는 보조적 설비가 아닌 전력 안정성을 뒷받침하는 핵심 인프라로 기능하고 있다.

소형 설비에서 대형 시스템으로, ESS 폼팩터의 구조적 전환

이 흐름은 ESS 제품 구조와 공급 방식의 변화에서도 확인된다. 과거에는 약 7~8ft 내외, 탑재 용량 50~400kWh 수준의 소형 ESS 폼팩터가 주를 이뤘으나, 2024년을 전후로 20ft DC 컨테이너가 본격 적용되며 시장의 중심이 대형화·모듈화 방향으로 이동하고 있다. 프로젝트 단위당 설치 용량이 확대되면서 ESS 공급 규모 자체도 구조적으로 커지는 흐름이다. 전력망 안정화 수요가 개별 사이트 대응에서 대규모 인프라 투자로 전환되면서, ESS는 소형 설비의 누적이 아닌 대형 시스템 단위 확산 국면에 진입한 것으로 판단된다.

컨테이너형 ESS 확산, 서진시스템의 하드웨어 경쟁력

전력 인프라 고도화와 ESS 스케일업 국면에서 서진시스템은 핵심 하드웨어 밸류체인에 위치해 있다. 압출 기반 인클로저(보호 구조물), 엔드플레이트 캐스팅 전환, 로봇을 활용한 용접 등 기술 고도화가 진행되며, 대형 컨테이너형 ESS에 요구되는 구조 강성·정밀도·내구성 측면에서 고객사 기준을 상회하는 수준의 경쟁력을 확보한 것으로 판단된다. 주요 ESS 부품을 대부분 내재화한 생산 구조는 프로젝트 대형화 환경에서도 납기·품질·원가 측면에서 일관된 대응을 가능하게 하며, ESS 스케일업 국면에서 동사의 경쟁력을 강화시키는 요인으로 작용하고 있다.

도표 20. 서진시스템, 중소형 폼펙터 ESS 생산

자료: 서진시스템, 하나증권

도표 21. 서진시스템, 대형 컨테이터 폼펙터 ESS 생산

자료: 서진시스템, 하나증권

도표 22. 서진시스템, 로봇 용접을 활용한 ESS 생산(1)

자료: 서진시스템, 하나증권

도표 23. 서진시스템, 로봇 용접을 활용한 ESS 생산(2)

자료: 서진시스템, 하나증권

대형 프로젝트 발주 확대와 ESS 실적 가시성 회수

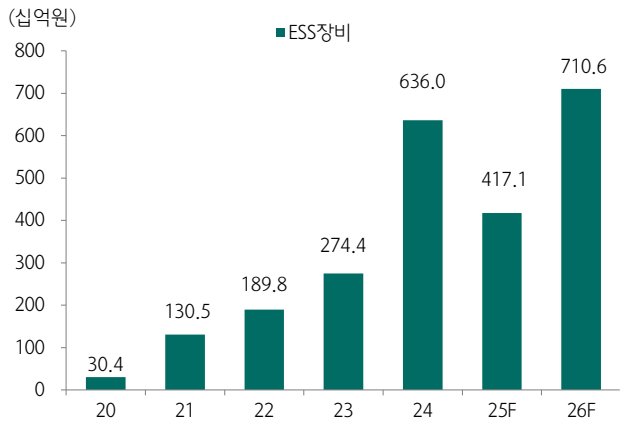
ESS 부문은 이 같은 구조 변화가 실적으로 연결되고 있음을 보여준다. 2024년까지는 미국 IRA 세제 관련 불확실성으로 출하 지연이 발생했으나, 2025년 하반기부터 주요 고객사 발주가 재개되며 출하 정상화 국면에 진입하고 있다. 수요 확대는 글로벌 ESS 시스템 업체 F社를 중심으로 한 대형 프로젝트 발주 증가로 구체화되고 있다. 배터리 업체 역시 북미 ESS 시장 대응을 본격화하는 국면이다. 글로벌 배터리 셀 업체 S社는 고에너지밀도(NCA 기반 SBB 1.7)와 가격 경쟁력(LFP 기반 SBB 2.0)을 겸비한 제품 포트폴리오를 바탕으로 시장 공략을 강화하고 있고, 글로벌 배터리 업체 K社 역시 북미 ESS 시장 진입과 함께 고객 포트폴리오 다변화를 추진 중이다. 동사는 주요 고객사들의 대형 프로젝트 수요에 대응 가능한 공급 역량을 이미 확보한 상태로, 글로벌 ESS 시장의 스케일업 흐름이 중기 실적 가시성으로 전환되고 있음을 시사한다.

도표 24. ESS 수주내역 (공시진행 건)

공시일	계약시작일	계약종료일	계약금액(억원)
2023-03-07	2023-03-07	2024-04-01	1,291
2023-05-03	2023-07-10	2024-03-29	485
2023-09-22	2023-09-22	2024-01-20	485
2023-08-17	2023-08-24	2024-05-11	564
2023-09-19	2023-09-19	2024-06-24	801
2023-12-27	2023-12-27	2024-06-01	400
2024-01-31	2024-01-31	2024-09-01	455
2024-02-14	2024-02-14	2025-09-19	432
2024-02-23	2024-02-23	2025-02-10	426
2024-05-20	2024-07-12	2024-12-13	684
2024-08-19	2024-08-19	2024-12-23	715
2024-12-26	2024-12-26	2025-09-26	910
2025-04-01	2025-04-01	2025-08-07	907
2025-08-26	2025-08-26	2026-03-31	1,224
2025-11-26	2025-11-26	2026-08-14	1,853
2025-12-24	2025-12-24	2026-06-09	665
누적			12,297

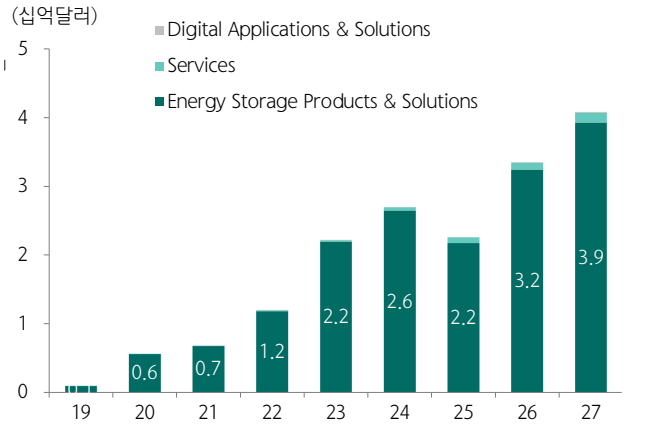
주: 이외공시 대상이 아닌 수주 다수 확보
자료: 서진시스템, 하나증권

도표 25. 서진시스템 ESS 장비 매출액 추이 및 전망



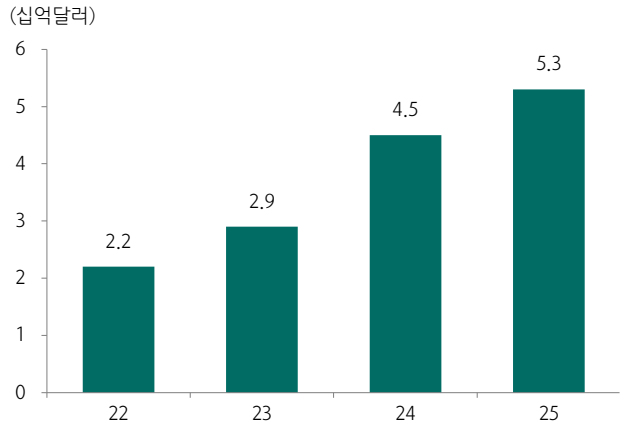
자료: 서진시스템, 하나증권 추정

도표 26. 글로벌 ESS 시스템 업체 F社 매출액 추이 및 전망



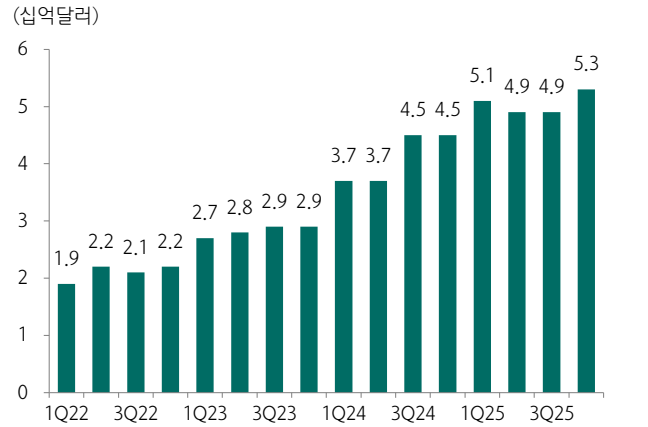
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 27. 글로벌 ESS 시스템 업체 F社 수주잔고 추이(연간)



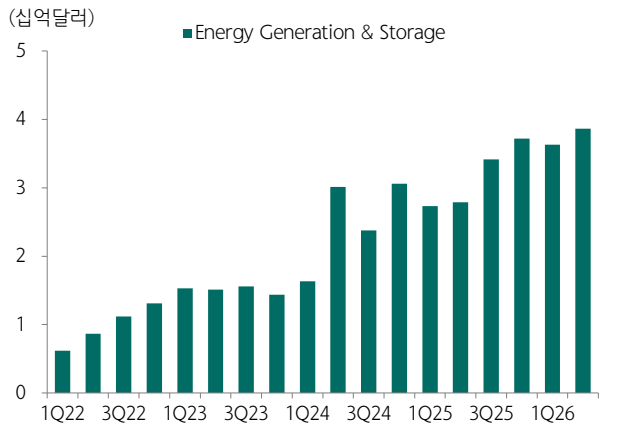
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 28. 글로벌 ESS 시스템 업체 F社 수주잔고 추이(분기)



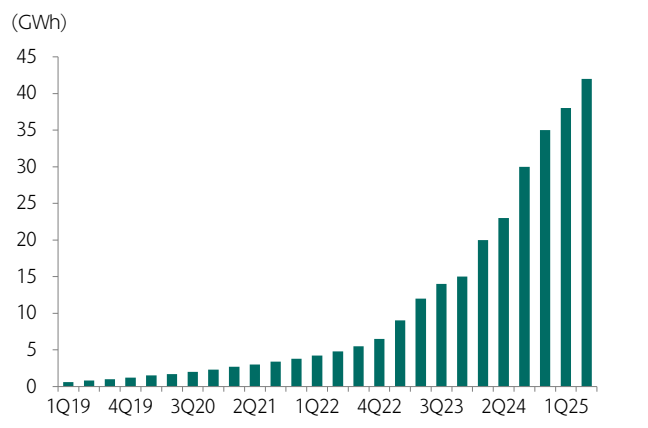
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 29. 테슬라 에너지 & 스토리지 매출액 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 30. 테슬라 ESS 출하량 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

2) 반도체, Q & P 동반 성장 국면 진입

WFE 업황 반등, 반도체 장비 수요의 구조적 전환

서진시스템(텍슨)의 반도체 부문은 장비 업황 회복에 따른 단순 물량 수혜를 넘어서는 국면에 진입했다. AI 인프라 확산과 함께 선단 공정·고층 적층 전환이 동시에 진행되면서, 장비 구조 고도화와 모듈 단위 매출 확장이 동사의 사업 영역 확대와 직접적으로 연결되고 있기 때문이다. 글로벌 반도체 장비 업황 지표 역시 이러한 흐름을 뒷받침한다. SEMI에 따르면 웨이퍼 팹 장비(WFE) 시장은 2024년 약 1,010억달러 수준에서 바닥을 형성한 뒤, 2025년 1,157억달러까지 회복될 전망이다. 이는 기존 전망치 대비 상향 조정된 수치로, AI 컴퓨팅 수요 확대 국면에서 DRAM 및 HBM 중심의 메모리 투자가 예상보다 빠르게 현실화되고 있음을 반영한 결과로 해석된다. 이후에도 WFE 시장은 2026~2027년 동안 각각 9.0%, 7.3%의 성장 흐름을 유지하며, 2027년 시장 규모는 1,352억달러에 이를 전망이다.

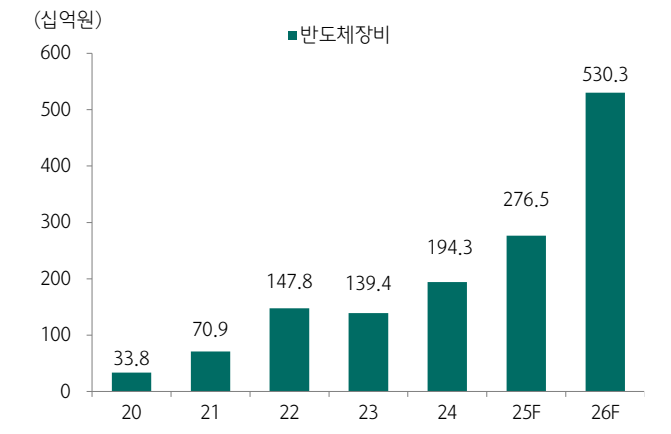
장비 업체 실적이 확인하는 공정 전환 사이클

주요 고객사인 글로벌 장비 업체 L社는 공정 고도화 흐름이 장비 공급망 전반으로 확산되고 있음을 실적으로 확인시키고 있다. L社는 AI-driven inflections를 언급하며, 식각·증착 공정을 중심으로 장비 구조와 공정 구성이 반복적으로 상향되는 중기 제조 사이클에 진입했음을 설명하고 있다. FY2026년 기준 연간 매출액은 214억달러(+16.3% YoY), 시스템 부문은 141억달러(+23.0% YoY) 수준으로 컨센서스가 형성돼 있다. 공정 전환을 동반한 우상향 수요가 전제된 수치다. 이러한 환경에서 검증된 공급망 파트너의 물량 가시성과 단가 안정성이 동시에 강화되는 흐름으로 이어진다.

핵심 모듈 내재화 확대, 장비 대당 매출·수익성 레벨업

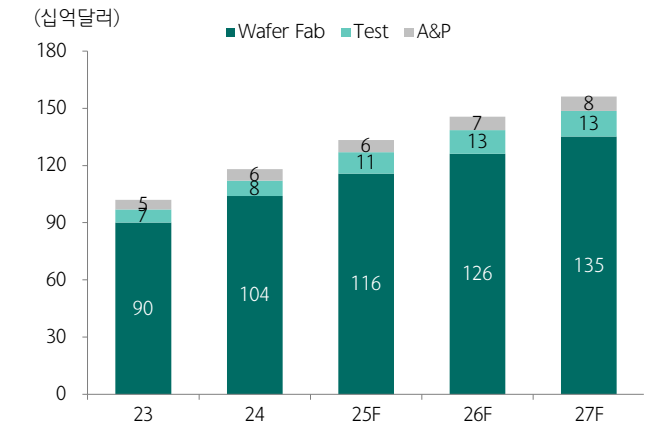
서진시스템의 반도체 부문은 L社향 식각·증착 장비에서 공급 범위 확장을 통해 사업 구조가 상향되고 있다. 프레임 및 파워박스에 더해 EFEM(웨이퍼 이송 및 청정 환경 유지), Major Module(EFEM을 구성하는 핵심 서브모듈), Process Module(실제 웨이퍼에 공정을 가하는 핵심 영역)까지 공급 범위가 확대될 것으로 전망되며, 장비 핵심 모듈을 내재화하는 전략적 공급 파트너로 포지션이 이동하고 있다. 이에 따라 장비 내 담당 영역이 넓어지면서 장비 1대당 매출 기여도와 공급 단가가 구조적으로 상승하고 있다. 동사의 반도체 부문은 장비 투자 사이클에 연동된 일회성 물량 증가가 아니라, 선단 공정 고도화와 AI 기반 제조 전환이 지속되는 환경에서 매출과 수익성이 함께 확장되는 사업 구조로 판단된다.

도표 31. 서진시스템 반도체 장비 매출액 추이 및 전망



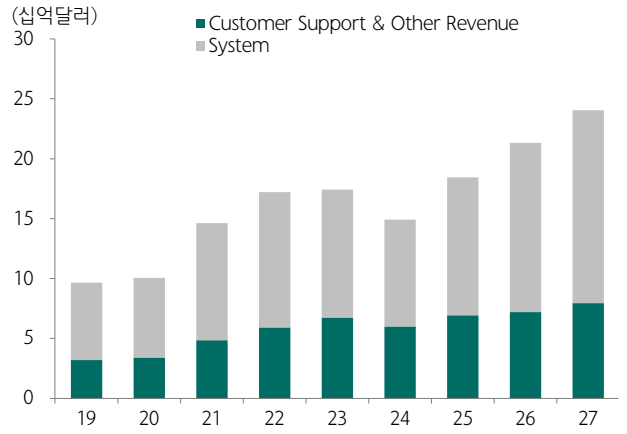
자료: 서진시스템, 하나증권 추정

도표 32. 반도체 장비 시장 규모 추이 및 전망



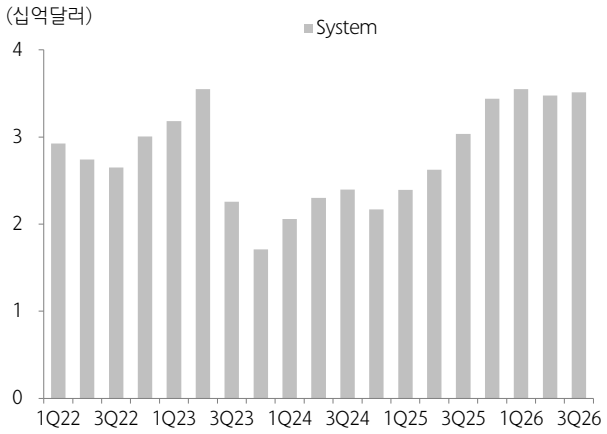
자료: SEMI, 하나증권

도표 33. 글로벌 장비 업체 L社 매출액 추이 및 전망



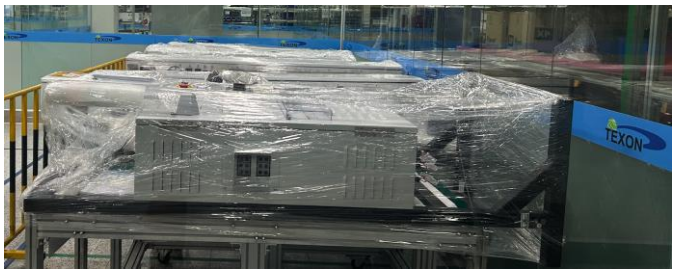
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 34. 글로벌 장비 업체 L社 시스템 매출액 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 35. 서진시스템, 반도체 부품 생산(1)



자료: 서진시스템, 하나증권

도표 36. 서진시스템, 반도체 부품 생산(2)

자료: 서진시스템, 하나증권

도표 37. 서진시스템, 반도체 부품 생산(3)

자료: 서진시스템, 하나증권

도표 38. 서진시스템, 반도체 부품 생산(4)

자료: 서진시스템, 하나증권

3) 로봇 파운드리, 차세대 성장기반 확보

시장 확대와 설계–양산 분리 구조의 고착화

서진시스템은 AI·휴머노이드 기반 로봇 산업의 구조적 성장 국면에서, 단순 수요 수혜가 아닌 로봇 양산 병목을 해소하는 제조 파운드리로서의 포지셔닝을 신규 성장 축으로 설정했다. 시장조사기관 카운터포인트에 따르면, 글로벌 휴머노이드 로봇 설치 대수는 2025년 약 1.6만대 수준에서 2027년 누적 10만대 이상으로 확대될 가능성이 제시되고 있다. 초기 로봇 시장에서는 기술기업이 설계·제어·AI 알고리즘을 주도하는 반면, 실제 양산과 원가·품질 관리는 외부 제조 파트너에 의존하는 구조가 형성되고 있다. 국내 역시 휴머노이드 및 AI 로봇 산업을 전략 산업으로 육성하려는 정책적 흐름이 이어지며, 제조 역량을 보유한 파트너의 전략적 가치가 상대적으로 빠르게 부각되는 환경이다.

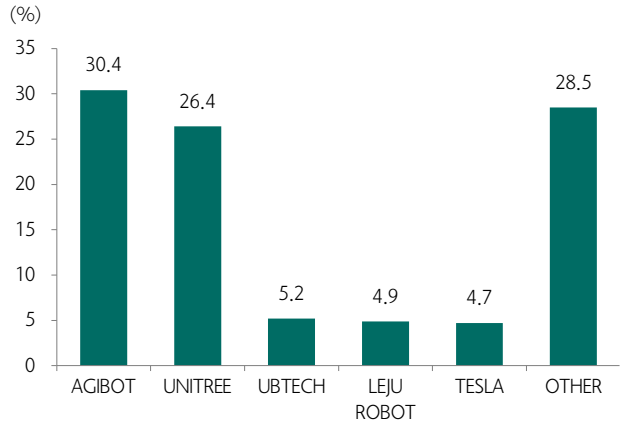
협업 기반 로봇 파운드리 모델 구축과 제한적 공급자 구조

이러한 산업 구조 속에서 동사는 로봇 사업을 단순 부품 가공이 아닌 로봇 파운드리 모델로 설계하고 있다. 최근 서진시스템은 로봇 양산을 단독으로 추진하기보다, 핵심 모듈·액추에이터·자동화·관제 및 자율주행 기술을 보유한 업체들과의 MOU를 통해 밸류체인 확장을 진행하고 있다. 제닉스로보틱스와의 AI 자율주행·관제 협력, 케이엔알시스템과의 AI 로봇 및 첨단 자동화 협업, 코윈테크와의 로봇 파운드리 공동 추진 등은 기술 파트너의 설계 역량과 동사의 제조 인프라를 결합하려는 전략으로 해석된다. 특히 초기 적용처를 산업 현장 중심으로 설정하며 실사용 레퍼런스를 축적하려는 접근은 상용화 가능성을 높이는 요소로 작용한다. 다만 로봇 파운드리는 단순 가공 역량만으로는 성립하기 어렵다. 다품종·저물량 환경에서도 글로벌 고객 기준의 품질·납기·원가를 동시에 충족할 수 있는 제조 플랫폼이 전제돼야 한다는 점에서, 현실적으로 대응 가능한 업체는 제한적이다.

양산 전환 국면에서의 중장기 성장 옵션 평가

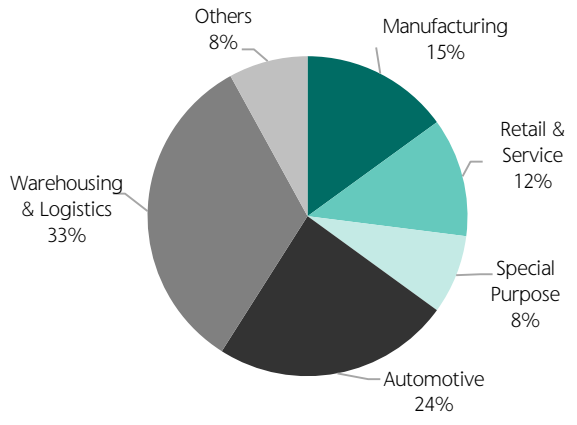
중장기 성장성은 동사의 생산 플랫폼이 로봇 양산의 필수 조건을 충족하느냐에 달려 있다. 로봇 산업은 정밀 기구물과 액추에이터·구동 모듈을 중심으로 설계 변경이 잦고, 개발 단계에서 양산 단계로의 전환 속도가 성패를 좌우한다. 동사는 이미 제조용 로봇 팔을 국내 H社向으로 양산·공급한 이력이 있어, 로봇 기구물의 양산 대응 경험을 일정 부분 축적한 상태다. 이러한 전개를 감안할 때, 로봇 파운드리 사업은 단기 실적 기여보다는 중장기 성장 옵션으로서의 성격이 보다 뚜렷하다. 휴머노이드 및 산업용 로봇의 양산 전환 국면이 본격화될 경우, 동사의 글로벌 제조 인프라는 차세대 주력 사업으로 확장될 수 있는 구조적 레버리지를 내포하고 있다는 점에서 전략적 의미는 충분하다고 판단한다.

도표 39. 2025년 제조사별 연간 휴머노이드 로봇 설치 점유율 추이



자료: Counterpoint, 하나증권

도표 40. 2027년 분야별 글로벌 휴머노이드 로봇 시장 점유율 전망



자료: Counterpoint, 하나증권

도표 41. 로봇 파운드리, 핵심 제조 역량

자료: 서진시스템, 하나증권

도표 42. 서진시스템, 로봇 암 어셈블리 및 생산 (1)

자료: 서진시스템, 하나증권

도표 43. 서진시스템, 로봇 암 어셈블리 및 생산 (2)

자료: 서진시스템, 하나증권

도표 44. 서진시스템, 제닉스로보틱스 MOU

자료: 언론보도, 하나증권

도표 45. 서진시스템, 코윈테크 MOU

자료: 언론보도, 하나증권

3. 실적 전망

ESS 회복·반도체 고사양 확대

2026년 예상 실적은 매출액 1.63조원(+54.2% YoY), 영업이익 1,541억원(+3,688.9% YoY, OPM 9.5%)으로 추정된다. ESS 부문은 2024년까지 미국 IRA 세제 관련 불확실성으로 출하 지연이 발생했으나, 2025년 하반기 이후 주요 고객사 발주가 재개되며 출하 정상화 국면에 진입하고 있다. 이에 따라 ESS 매출액은 2025년 4,171억원(-34.4% YoY)에서 2026년 7,106억원(+70.4% YoY)으로 확대될 가능성이 높다. 반도체 부문은 글로벌 L社향 고사양 부품 공급이 본격화되며, 매출액은 2025년 2,765억원(+42.3% YoY)에서 2026년 5,303억원(+91.8% YoY) 수준으로 성장할 것으로 예상된다.

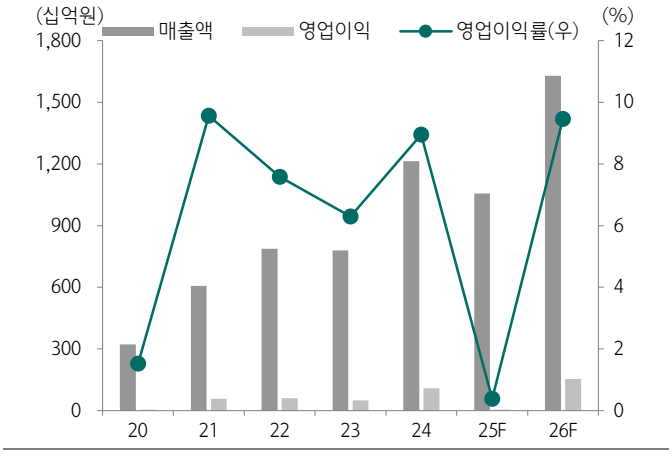
SOFC 옵션 가시화, 초도물량 생산 전망

여기에 더해 SOFC(고체산화물연료전지) 부품은 중기 성장 옵션으로 주목된다. 글로벌 B社향 공급을 위해 용수·탈황장치 등 기능별 핵심 모듈에 대한 승인이 단계적으로 진행돼 왔으며, 전체 승인 과정에만 3~4년이 소요된 것으로 파악된다. 초기 단계에서는 약 700억원 내외의 납품이 예상된다. 현재 B社의 SOFC 생산 규모는 연간 1GWh 수준이나, 중장기적으로 2GWh까지 증설 가능성이 거론되고 있다. 기존 중국·인도 중심의 공급 구조가 다변화될 경우 동사의 추가 수주 기회도 확대될 수 있다. 기타 사업 부문에서는 기판·우주 등 산업용 고정밀 부품 매출이 점진적으로 확대되고 있으며, 베트남 생산기지 기반의 수직계열화 효과와 매출 볼륨 확대가 이익 구조 개선에 기여할 것으로 전망된다.

확장 초기 국면, 멀티플 재평가 여지

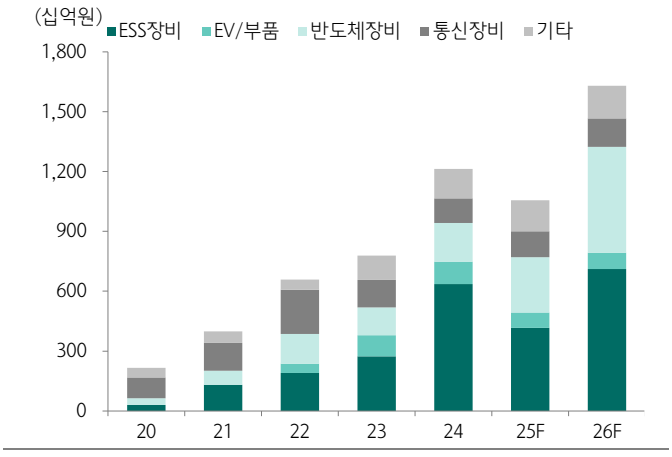
서진시스템의 밸류에이션은 비교 기준상 글로벌 EMS 업체들과의 상대 비교가 불가피하나, 사업 확장 국면을 감안한 해석이 필요한 시점이다. 글로벌 EMS 업체들은 사업 구조에 따라 차이가 있으나, 이미 성숙 단계에 진입한 업체들의 경우 26F 기준 평균 PER 22배, EV/EBITDA 12.6배 수준에서 멀티플이 형성돼 있다(도표 49). 반면 서진시스템은 ESS 인클로저, 반도체 고사양 부품, 로봇·에너지 등 유망 산업 전반으로 사업 기회가 빠르게 확장되고 있는 초기 국면에 위치해 있다. 특히 고객 맞춤형 설계 대응과 양산 연계 역량을 기반으로 고부가 영역 진입이 본격화되고 있다는 점에서, 기존 EMS 업체와는 성장 궤적 자체가 상이하다. 2026년은 이러한 성장 잠재력이 실적으로 구체화되는 시점으로 판단되며, 사업 확장이 본격화되는 초기 국면에서는 평균 대비 멀티플 프리미엄을 검토할 여지도 존재한다.

도표 46. 서진시스템 실적 추이 및 전망



자료: 서진시스템, 하나증권 추정

도표 47. 부문별 실적 추이 및 전망



자료: 서진시스템, 하나증권 추정

도표 48. 서진시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	24	25F	26F
매출액	**325.7**	**308.9**	**314.8**	**264.4**	**281.3**	**258.6**	**215.5**	**301.3**	**1,213.8**	**1,056.7**	**1,629.4**
YoY	*64.6*	*74.3*	*96.3*	*8.7*	*-13.6*	*-16.3*	*-31.6*	*14.0*	*55.9*	*-12.9*	*54.2*
ESS 장비	200.2	161.4	178.3	96.1	129.2	97.3	55.2	135.3	636.0	417.1	710.6
EV/부품	30.7	30.7	28.1	22.7	12.2	18.0	23.5	22.9	112.2	76.5	82.3
반도체장비	33.4	51.7	46.7	62.6	75.6	58.2	68.6	74.1	194.3	276.5	530.3
통신장비	29.1	30.0	27.7	36.4	32.6	33.9	32.2	31.6	123.2	130.2	144.0
기타	32.3	35.1	34.0	46.7	31.7	51.2	36.0	37.4	148.0	156.3	162.3
매출비중											
ESS 장비	61.5	52.2	56.6	36.3	45.9	37.6	25.6	44.9	52.4	39.5	43.6
EV/부품	9.4	9.9	8.9	8.6	4.3	7.0	10.9	7.6	9.2	7.2	5.1
반도체장비	10.2	16.7	14.8	23.7	26.9	22.5	31.8	24.6	16.0	26.2	32.5
통신장비	8.9	9.7	8.8	13.7	11.6	13.1	14.9	10.5	10.2	12.3	8.8
기타	9.9	11.4	10.8	17.7	11.3	19.8	16.7	12.4	12.2	14.8	10.0
매출원가	**255.4**	**256.0**	**252.9**	**236.0**	**233.1**	**241.3**	**228.3**	**251.3**	**1,000.3**	**954.1**	**1,352.4**
매출원가율	*78.4*	*82.9*	*80.3*	*89.3*	*82.9*	*93.3*	*105.9*	*83.4*	*82.4*	*90.3*	*83.0*
매출총이익	**70.2**	**52.8**	**62.0**	**28.4**	**48.1**	**17.2**	**-12.8**	**50.0**	**213.4**	**102.6**	**277.0**
매출총이익률	*21.6*	*17.1*	*19.7*	*10.7*	*17.1*	*6.7*	*-5.9*	*16.6*	*17.6*	*9.7*	*17.0*
판관비	**27.0**	**21.7**	**28.7**	**27.4**	**27.3**	**23.2**	**24.5**	**23.6**	**104.7**	**98.5**	**122.9**
판관비율	*8.3*	*7.0*	*9.1*	*9.3*	*9.7*	*9.0*	*11.4*	*7.8*	*8.6*	*9.3*	*7.5*
영업이익	**43.3**	**31.1**	**33.3**	**1.0**	**20.9**	**-6.0**	**-37.3**	**26.4**	**108.7**	**4.1**	**154.1**
YoY	*116.7*	*흑전*	*903.0*	*-97.1*	*-51.8*	*적전*	*적전*	*2,532.0*	*121.8*	*-96.3*	*3,688.9*
영업이익률	*13.3*	*10.1*	*10.6*	*0.4*	*7.4*	*-2.3*	*-17.3*	*8.8*	*9.0*	*0.4*	*9.5*
EBITDA	**64.3**	**52.2**	**54.8**	**25.7**	**45.0**	**20.0**	**-14.4**	**47.2**	**197.0**	**97.8**	**237.5**
마진율	*19.7*	*16.9*	*17.4*	*9.7*	*16.0*	*7.7*	*-6.7*	*15.7*	*16.2*	*9.3*	*14.6*

자료: 서진시스템, 하나증권 추정

오버행 이슈 점검, 메자닌 부담 완화 국면

서진시스템의 메자닌 관련 오버행 이슈는 2024년 기존 CB의 대규모 전환이 완료되며 정점을 통과한 것으로 판단된다. 당시 약 1,769만 주의 신주가 상장됐으나, 이는 구조적으로 예정돼 있던 전환 물량이었다. 이후 2024년 5월 PE의 블록딜(약 174만 주 매각)이 인수금융 상환 목적으로 진행되며, 잔여 보유 지분은 약 980만 주 수준으로 축소된 이후 장기 보유 국면으로 전환됐다. 2025년 연말에는 전동규 대표 지분 일부 매도와 신규 투자자 인수를 통해 풋옵션 관련 리스크가 해소되며, 오버행과 관련된 주요 불확실성도 제거된 것으로 판단된다. 올해 초 기준 잔존 전환 가능 물량은 약 800만 주 수준으로, 과거 피크 대비 수급 부담은 상당 부분 완화된 상태다. 단기적으로 주가 급등 시 일부 차익 실현 압력은 존재할 수 있으나, 실적 개선 속도와 사업 포트폴리오 고도화가 수급 부담을 충분히 상쇄해 나갈 것으로 보인다.

4. Peer Valuation Table

도표 49. Peer Valuation Table

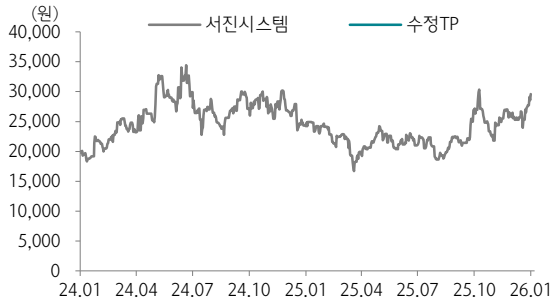
(단위 백만달러, 배, %)

구분		EMS					Die Casting					
		HON HAI PRECISION	CELESTICA	JABIL	FLEX	SANMINA	MAGNA INTERNATIONAL INC	FISCHER (GEORG)-REG	ENDURANCE TECHNOLOGIES	LINAMAR	RYOBI	NEMAK SAB DE CV
Code		2317 TT	CLS US	JBL US	FLEX US	SANM US	MGA US	GF SW	ENDU IN	LNR CN	5851 JT	NEMAKA MM
시가총액		98,731.6	35,665.0	26,055.6	23,816.3	9,533.9	15,076.5	5,246.9	3,822.4	3,766.4	569.3	559.6
매출액	24	213,554.0	9,646.0	29,802.0	25,813.0	8,128.4	42,836.0	5,424.8	1,367.7	7,725.3	1,937.9	4,906.7
	25F	251,516.0	12,219.4	29,193.3	25,647.9	8,088.7	41,663.1	4,923.0	1,368.4	7,314.0	1,953.1	5,020.8
	26F	317,397.3	16,230.7	32,452.6	27,117.1	13,900.0	42,031.7	4,205.6	1,550.3	8,082.5	2,045.0	5,576.4
영업이익	24	6,245.3	617.7	1,444.0	1,264.0	396.7	2,743.0	428.2	119.8	813.3	62.7	247.7
	25F	7,949.9	910.8	1,570.4	1,444.9	459.0	2,284.9	416.3	121.1	665.9	75.0	187.3
	26F	10,116.1	1,285.8	1,840.3	1,686.5	817.0	2,453.6	447.5	138.8	742.2	81.0	235.9
순이익	24	4,776.5	445.5	948.5	771.7	279.5	1,504.3	231.5	100.2	531.8	42.5	96.7
	25F	6,470.8	683.4	1,042.4	1,043.6	327.0	1,487.9	276.1	95.3	431.6	57.3	(13.5)
	26F	7,856.7	985.2	1,239.7	1,190.1	537.0	1,631.6	284.9	108.6	480.4	61.9	77.0
영업이익률 (%)	24	2.9	6.4	4.8	4.9	4.9	6.4	7.9	8.8	10.5	3.2	5.0
	25F	3.2	7.5	5.4	5.6	5.7	5.5	8.5	8.9	9.1	3.8	3.7
	26F	3.2	7.9	5.7	6.2	5.9	5.8	10.6	9.0	9.2	4.0	4.2
순이익률 (%)	24	2.2	4.6	3.2	3.0	3.4	3.5	4.3	7.3	6.9	2.2	2.0
	25F	2.6	5.6	3.6	4.1	4.0	3.6	5.6	7.0	5.9	2.9	(0.3)
	26F	2.5	6.1	3.8	4.4	3.9	3.9	6.8	7.0	5.9	3.0	1.4
P/E (배)	24	16.3	52.5	27.5	25.1	34.1	11.7	14.9	41.6	7.5	12.7	-
	25F	15.2	52.5	26.2	24.6	29.4	10.1	22.0	42.7	8.7	10.1	-
	26F	12.6	37.1	21.3	20.4	18.4	9.0	17.2	35.6	7.7	9.4	8.5
P/B (배)	24	1.9	17.6	19.6	4.7	4.0	1.2	23.3	6.1	0.9	0.5	0.3
	25F	1.8	15.9	18.4	5.1	4.0	1.2	12.4	6.2	0.9	0.5	0.3
	26F	1.7	11.3	18.7	4.8	3.6	1.1	9.3	5.3	0.8	0.5	0.3
EV/EBITDA (배)	24	9.3	26.5	12.0	12.7	11.6	5.0	10.9	17.3	4.5	4.9	4.4
	25F	9.4	34.5	11.6	13.1	15.4	5.1	11.8	22.6	4.0	4.6	3.5
	26F	7.6	24.9	10.1	11.5	9.0	4.8	12.0	18.3	3.7	4.3	3.0
ROE (%)	24	10.6	35.8	66.8	19.8	12.4	10.4	285.3	15.8	12.1	4.2	0.8
	25F	11.7	32.2	63.2	21.3	13.6	12.0	110.7	15.0	10.3	5.3	(0.7)
	26F	10.6	35.8	66.8	19.8	12.4	10.4	285.3	15.8	12.1	4.2	0.8

자료 Bloomberg, 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

서진시스템



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.3.11	Not Rated	-		
24.3.10	담당자 변경			
23.6.16	Not Rated	-	-	-

Compliance Notice

- 당사는 2026년 1월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(권태우)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(권태우)는 2026년 1월 21일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 거래제한목록 관련 업무위탁 의사표시 또는 미공개 주요정보 제공법인
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 권태우는 서진시스템㈜의 기업설명회에 서진시스템㈜의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.75%	4.25%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 01월 18일