COMPANY UPDATE

2026. 4. 10

EV/모빌리티팀

조현렬 Senior Analyst
hyunryul.cho@samsung.com

김원영 Research Associate
wonyoung10.kim@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

서진시스템 (178320)

본질적인 경쟁력에 주목할 때

- 글로벌 AI 투자 확대 기조에 따라 동사의 ESS 및 반도체 부문 매출 비중 확대 국면 진입
- 2026~2027년 ESS 고객사용 북미 공장 3개 가동 개시 통해 비중국 반사 수혜 가능
- 반도체 사업 내 제품 및 고객사 다변화 진행 중이며, 이 외 SOFC, 우주항공 등 다양한 첨단 산업으로의 확장성에 주목

▶ 종목 정보

Not Rated

목표주가	n/a
현재주가	43,800원
시가총액	2.6조원
주식수 (유동주식 비중)	59,240,429주 (63.7%)
52주 최저/최고	16,730원/49,200원
60일-평균거래대금	860.6억원

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
서진시스템 (%)	-3.8	104.2	161.8
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-1.5	62.1	56.5

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	2
목표주가	62,500
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

WHAT'S THE STORY?

Company overview: 동사는 글로벌 금속 장비 제조 업체로 전 공정 내재화 통해 다양한 전방 고객사 수요에 대응 가능. 2025년 기준 사업부문별 매출비중은 ESS 37% / 반도체 장비 27% / 통신 장비 12% / EV 및 배터리 부품 7% / 기타 16% 순. 2025년 매출액 1조 663억원(-12.1%YoY), 영업이익 11억원(-99%YoY) 기록.

동사는 [원재료 조달 → 금속 가공 → 완제품 조립]까지 전 공정을 내재화하여 수직계열화 달성. 2015년 자회사 텍슨 인수하며 단순 부품 가공에서 전자장비 완제품 조립 능력을 확보. 현재 한국/베트남/미국에 생산 공장을 두고 있음. 주요 생산 거점인 베트남 공장은 대규모 생산 능력(약 30만평)과 압도적인 원가 경쟁력을 보유. 또한 최근의 탈 중국 공급망 구축 니즈에 맞추어 고객사별 북미 전용 공장을 확보. 이러한 경쟁력을 기반으로 ESS, 반도체, 로봇과 우주 산업 등 다양한 전방 산업의 수요에 즉각 대응할 수 있는 높은 확장성이 핵심.

(다음 페이지에 계속)

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023	2024	2025
매출액 (십억원)	736	779	1,214	1,066
영업이익 (십억원)	60	49	109	1
순이익 (십억원)	2	(23)	84	(102)
EPS (adj) (원)	4,834	n/a	252,768	n/a
EPS (adj) growth (%)	(95.8)	n/a	n/a	n/a
EBITDA margin (%)	16.9	16.4	16.7	10.1
ROE (%)	0.4	(4.3)	12.3	(12.6)
P/E (adj) (배)	n/a	n/a	n/a	n/a
P/B (배)	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA (배)	4.0	5.3	4.1	10.9
Dividend yield (%)	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 서진시스템, 삼성증권

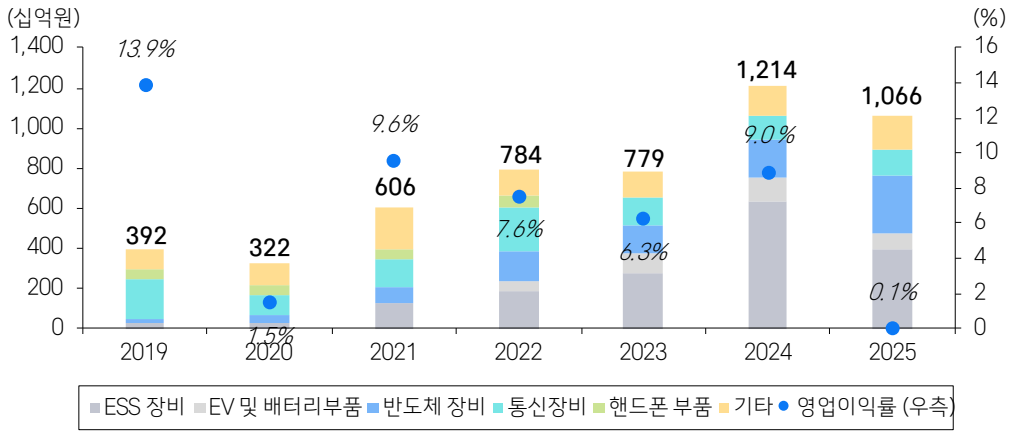
Point (1) ESS, 비중국 반사 수혜 가능: 동사는 F사, 국내 셀 업체 1 및 국내 셀 업체 2 등에 ESS 완제품을 납품. 배터리 셀 및 냉각 시스템을 제외한 모든 부품을 직접 생산하는데, 통상 '인클로저(외함)+DC 블럭'의 형태로 판매. 24년 대비 25년 ESS 매출액은 -37.5%YoY 감소. 이는 미국 발 관세 불확실성에 따른 최종 고객사 프로젝트 지연에 기인하는데, 11월 재개하며 우려 해소. 오히려 미국의 대중국 관세 장벽 강화로 북미 현지 거점 확보한 동사의 반사 수혜 기대.
2026년 기대되는 점은 고객사 3사 전용 북미 조립공장 3개가 순차적으로 가동 개시하는 것. 이에 북미 수주 물량 점증적 확대 예상. 기존 "SBB 1.5" 납품에 이어, 국내 셀 업체 1의 첫 북미 생산 제품인 "SBB 1.7"과 "SBB 2.0"부터는 현지 공장에서 대응 예정. 외형 성장 뿐만 아니라 고부가 향으로 제품군을 넓혀 나가는 점도 긍정적. 2026년 3월부터 F사의 차세대 신제품 "Smartstack"을 납품하는데, 이는 기존 대비 에너지 밀도가 30% 향상된 제품으로 믹스 개선에 따른 수익성 제고가 기대.

Point (2) 반도체, 사업 고도화 통한 성장 국면: 기존에는 주요 고객사 L사(매출비중 95%)의 부품을 받아 화성 공장에서 조립 후 납품. 2025년 하반기부터는 베트남 공장 일부 라인에서 주요 부품 생산+조립을 시작. 부가가치 상승에 따른 수익성 향상 및 수주 물량 확대 국면으로 생각.
제품 포트폴리오 및 고객사 다변화도 진행 중. 기존 L사 향 공급은 부속 장비 위주였으나, 2025년 9월을 기점으로 베트남 공장을 통해 핵심 장비("프로세스 모듈")도 생산 및 공급 개시. 향후 고부가가치 제품군으로의 외형 확장 지속될 것으로 기대. 동사는 글로벌 고객사 저변 확대 노력도 병행 중인데, 현재 A사와 퀄 테스트 완료했으며 올해 안에 신규 수주 가시화 기대.

Point (3) SOFC, 고마진 신규 사업으로 확장 중: 동사는 이 외에도 로봇, 우주 등 유망한 첨단 산업 분야에 진출하고 있음. 이 가운데 SOFC 연료전지 사업 진출에 주목. 2022년 블룸SK퓨얼셀 (SK에코플랜트+미국 Bloom Energy JV)은 텍슨을 국내 부품 공급업체로 선정하며, 제품 설계 및 시생산 레퍼런스 확보. 이를 기반으로 올해 "셀 스틱 인클로저" 초도 물량 납품을 개시. 하반기 추가 계약도 계획. SOFC용 제품은 타 사업부 대비 고마진이라는 점에서 긍정적.

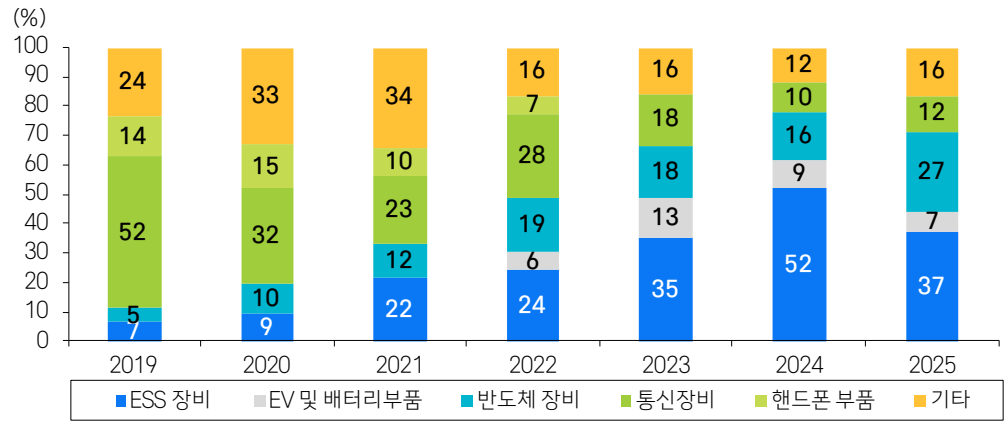
View, 본질적인 경쟁력에 주목할 때: 2026년 비중국 공급망 핵심 벤더로서 수혜를 누릴 것. 동사는 현재 AI 투자 확대의 직접적인 수혜 기업들을 고객사로 보유 중. 향후 (1) 전 공정 내재화 역량, (2) 대규모 생산능력과 높은 원가 경쟁력, (3) 글로벌 업체들과의 생산 레퍼런스를 바탕으로 전방 산업 성장에 따른 추가적인 업사이드가 기대. 2024년 4월 이후 밸류에이션 디스카운트 요소로 작용해온 오버행 우려 (발행주식수 47.1%에 대한 32,000원 풋옵션)도 2026년 1월 해소 완료.

서진시스템: 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 서진시스템, 삼성증권

서진시스템: 사업부문별 매출 비중 추이



자료: 서진시스템, 삼성증권

서진시스템: 북미 공장별 가동 시점 및 계약 디테일

전용 고객사	공장 위치	가동 시점	계약 현황
F사	휴스턴	2Q26	• 5년간 마스터 제조 계약 (MMA) 체결. • 이에 따라 고객사가 생산하는 물량의 대부분을 동사에 우선 배정
국내 셀 업체 1	인디애나	3Q26	• 7년 장기 공급 계약 체결 • 현지 공장에서 SBB 1.7 / SBB 2.0 용 물량 대응
국내 셀 업체 2	조지아	1Q27	• 10년 장기 공급 계약 체결 • 계약금은 2027~2030년 공급 물량 24GWh에 한해 1조 9천억원으로 확정

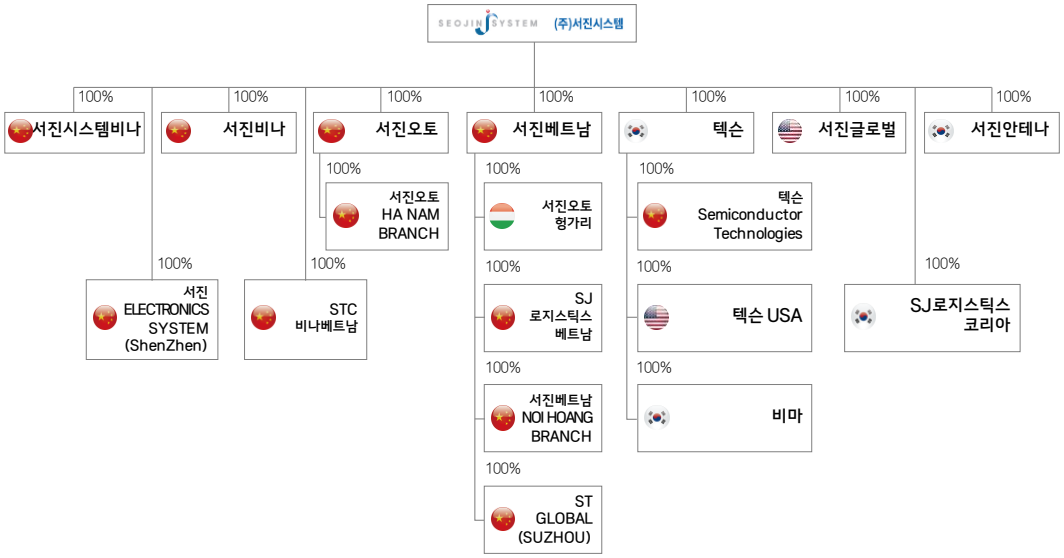
자료: 서진시스템, 삼성증권

서진시스템: F사 에너지 향 ESS 장비 수주 공시 현황

계약시작일	계약종료일	수주금액 (십억원)	최종고객사	생산기지	공급지역
2026-03-17	2027-12-31	270	F사	미국/베트남	미국
2025-12-24	2026-06-09	66	F사	베트남	미국, 유럽
2025-11-26	2026-08-14	185	F사	미국 / 베트남	미국
2025-08-26	2026-03-31	122	F사	베트남	미국, 유럽 등
2025-04-01	2025-08-07	91	F사	베트남	미국, 유럽 등
2024-12-26	2025-09-26	91	F사	베트남	미국, 유럽 등

참고: 파란 음영 수주는 미국 휴스턴 공장에서 최종 조립
자료: 서진시스템, 삼성증권

서진시스템: 지배 구조



자료: 서진시스템, 삼성증권

서진시스템: 지배구조 개편 및 풋옵션 해소 타임라인

Issue	Date	Detail
기존 FI 진입	크레센도 (2015년~) SKS PE (2021년~)	**(크레센도)** 2015년부터 총 4차례 이상 지속 투자 **(SKS PE)** 2021~2022년 CB/BW 방식으로 투자
CB → 주식 전환	2024년 04월 30일	**(전환 규모)** 크레센도와 SKS PE의 약 3,600억 원 규모 CB가 주식으로 전환 **(발행 주식)** 1,770만주 (당시 발행주식 총수의 약 47%) **(영향)** 신주 발행으로 지분 희석 및 오버행 우려 대두
풋옵션 계약 체결	2024년 5월	**(계약 주체)** 서진시스템 전동규 대표 ↔ 크레센도 및 SKS PE **(계약 목적)** CB 주식으로 전환 직후 FI 물량 장내 출회 보류 **(행사 가격)** 주당 32,000원 **(행사 시점)** 당초 2025년 6월 26일 이후 → 2025년 연말로 연장 **(대상 물량)** 약 1,063만 주 (약 3,400억 원 규모)
지분 매각 및 리스크 해소	2026년 01월 29일	**(인수 주체)** 네오솔루션즈 주도 SPC **(인수 규모)** 크레센도와 SKS PE 보유 잔여 주식 전량 인수 (발행주식 총수의 약 18.1%) **(인수 가격)** 주당 약 30,000원 **(자금 조달)** 약 3,200억 원 규모의 브릿지론 (신한-하나증권 주관) **(계약 효과)** 2대 주주가 사모펀드에서 장기 투자자로 교체되며 브릿지론 상환 이전 동안 대규모 매각 제한

자료: 서진시스템, 삼성증권

서진시스템: 실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2022	2023	2024	2025
원/달러 (평균)	1,329	1,371	1,358	1,400	1,453	1,401	1,387	1,449	1,292	1,306	1,365	1,422
매출액	**326**	**309**	**315**	**264**	**281**	**259**	**216**	**311**	**736**	**779**	**1,214**	**1,066**
성장률 (%q-q)	26.1	-5.2	1.9	-16.0	6.4	-8.1	-16.7	44.3				
성장률 (%y-y)	72.3	80.5	96.5	2.4	-13.6	-16.3	-31.6	17.6	29.3	-0.6	55.9	-12.1
ESS 장비	200	161	178	96	129	97	55	116	190	274	636	398
EV 및 배터리부품	31	31	28	23	12	18	23	18	48	105	112	72
반도체 장비	33	52	47	63	76	58	69	89	148	139	194	291
통신장비	29	30	28	36	33	34	32	33	221	139	123	132
기타	32	35	34	47	32	51	36	55	129	122	148	174
EBITDA	**64**	**52**	**55**	**26**	**47**	**22**	**-12**	**52**	**124**	**125**	**197**	**108**
성장률 (%q-q)	12.5	-19.3	5.9	-53.2	81.9	-53.8	BR	RB				
성장률 (%y-y)	75.0	479.2	148.7	-55.0	-27.2	-58.4	BR	101.7	16.4	0.8	57.5	-45.2
영업이익	**43**	**31**	**33**	**1**	**21**	**-6**	**-37**	**24**	**60**	**49**	**109**	**1**
성장률 (%q-q)	23.9	-28.0	6.9	-97.0	1,977.5	BR	RR	RB				
성장률 (%y-y)	116.7	RB	903.0	-97.1	-51.8	BR	BR	2,241.0	2.9	-17.9	121.8	-98.9
세전이익	39	32	19	29	2	-95	-43	30	30	0	118	-106
성장률 (%q-q)	143.2	-18.3	-39.9	51.5	-92.2	BR	RR	RB				
성장률 (%y-y)	39.9	RB	RB	80.8	-94.2	BR	BR	4.4	-32.4	-99.1	44,551.6	BR
순이익	**37**	**15**	**24**	**8**	**1**	**-81**	**-48**	**26**	**2**	**-23**	**84**	**-102**
성장률 (%q-q)	137.1	-60.3	61.1	-66.8	RR	RR	RR	RR				
성장률 (%y-y)	178.5	RB	RB	-49.7	-97.0	BR	BR	223.7	-95.8	BR	RB	BR
지배주주 순이익	**37**	**15**	**24**	**8**	**1**	**-81**	**-48**	**26**	**2**	**-23**	**84**	**-101**
Margins (%)												
EBITDA	13.3	10.1	10.6	0.4	7.4	-2.3	-17.3	7.8	15.8	16.1	16.2	0.2
영업이익	13.3	10.1	10.6	0.4	7.4	-2.3	-17.3	7.6	8.1	6.3	9.0	0.1
세전이익	11.9	10.3	6.0	10.9	0.8	-36.8	-20.0	9.7	3.9	0.0	9.8	-9.9
순이익	11.5	4.8	7.6	3.0	0.4	-31.4	-22.3	8.2	0.2	-2.9	6.9	-9.6

자료: 서진시스템, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	**606**	**736**	**779**	**1,214**	**1,066**
매출원가	489	607	641	1,000	956
매출총이익	**118**	**129**	**138**	**213**	**110**
(매출총이익률, %)	19.4	17.5	17.7	17.6	10.4
판매 및 일반관리비	60	69	89	105	109
영업이익	**58**	**60**	**49**	**109**	**1**
(영업이익률, %)	9.6	8.1	6.3	9.0	0.1
영업외손익	**(13)**	**(29)**	**(49)**	**10**	**(107)**
금융수익	13	22	41	146	68
금융비용	28	53	91	137	174
지분법손익	0	1	0	(0)	(0)
기타	2	1	1	0	(0)
세전이익	**45**	**30**	**0**	**118**	**(106)**
법인세	6	14	2	34	(3)
(법인세율, %)	14.3	44.5	941.4	29.1	3.2
계속사업이익	39	17	(2)	84	(102)
중단사업이익	0	(15)	(20)	0	0
순이익	**39**	**2**	**(23)**	**84**	**(102)**
(순이익률, %)	6.4	0.2	(2.9)	6.9	(9.6)
지배주주순이익	39	2	(23)	84	(101)
비지배주주순이익	0	0	(0)	(0)	(1)
EBITDA	107	124	127	202	108
(EBITDA 이익률, %)	17.6	16.9	16.4	16.7	10.1
EPS (지배주주)	115,826	4,834	n/a	252,768	n/a
EPS (연결기준)	115,826	4,834	n/a	251,764	n/a
수정 EPS (원)*	115,826	4,834	n/a	252,768	n/a

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	**531**	**729**	**780**	**1,142**	**1,192**
현금 및 현금등가물	24	19	16	41	32
매출채권	107	141	105	242	234
재고자산	344	527	619	772	850
기타	56	42	40	86	75
비유동자산	**519**	**656**	**740**	**962**	**1,115**
투자자산	1	2	2	36	2
유형자산	466	576	646	819	976
무형자산	5	6	7	20	22
기타	47	73	85	86	115
자산총계	**1,050**	**1,385**	**1,520**	**2,103**	**2,306**
유동부채	**438**	**663**	**920**	**885**	**1,377**
매입채무	180	271	198	250	244
단기차입금	189	226	300	413	623
기타 유동부채	70	166	422	222	510
비유동부채	**251**	**182**	**102**	**343**	**191**
사채 및 장기차입금	206	148	79	271	155
기타 비유동부채	45	34	23	72	36
부채총계	**690**	**845**	**1,022**	**1,228**	**1,569**
지배주주지분	**360**	**540**	**498**	**870**	**733**
자본금	9	19	19	28	28
자본잉여금	180	171	171	555	553
이익잉여금	147	137	106	189	78
기타	24	213	202	98	74
비지배주주지분	**0**	**0**	**(0)**	**6**	**4**
자본총계	**360**	**540**	**498**	**876**	**738**
순부채	444	496	671	815	1,169

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동에서의 현금흐름	**(5)**	**24**	**43**	**(113)**	**(40)**
당기순이익	39	2	(23)	84	(102)
현금유출이없는 비용 및 수익	89	115	138	115	226
유형자산 감가상각비	48	64	78	92	105
무형자산 상각비	0	0	1	1	2
기타	41	51	60	22	119
영업활동 자산부채 변동	(131)	(62)	(35)	(266)	(94)
투자활동에서의 현금흐름	**(119)**	**(214)**	**(162)**	**(212)**	**(306)**
유형자산 증감	(117)	(153)	(157)	(173)	(288)
장단기금융자산의 증감	(1)	(0)	(2)	(8)	5
기타	(0)	(60)	(4)	(31)	(23)
재무활동에서의 현금흐름	**126**	**184**	**117**	**349**	**334**
차입금의 증가(감소)	119	47	174	166	351
자본금의 증가(감소)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당금	0	(6)	0	0	0
기타	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
현금증감	2	(5)	(3)	25	(9)
기초현금	22	24	19	16	41
기말현금	24	19	16	41	32
Gross cash flow	**128**	**117**	**115**	**199**	**124**
Free cash flow	**(126)**	**(139)**	**(120)**	**(291)**	**(332)**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023	2024	2025
증감률 (%)					
매출액	88.3	21.4	5.8	55.9	(12.1)
영업이익	1,082.2	2.9	(17.9)	121.8	(98.9)
순이익	흑전	(95.8)	적전	흑전	적전
수정 EPS**	n/a	(95.8)	n/a	n/a	n/a
주당지표					
EPS (지배주주)	115,826	4,834	n/a	252,768	n/a
EPS (연결기준)	115,826	4,834	n/a	251,764	n/a
수정 EPS**	115,826	4,834	n/a	252,768	n/a
BPS	26,680	39,968	36,904	64,443	54,330
DPS (보통주)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
P/B***	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA	4.2	4.0	5.3	4.1	10.9
비율					
ROE (%)	12.8	0.4	(4.3)	12.3	(12.6)
ROA (%)	4.4	0.1	(1.6)	4.6	(4.6)
ROIC (%)	7.2	3.6	(37.4)	5.4	0.1
배당성향 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률 (보통주, %)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순부채비율 (%)	123.2	91.9	134.8	93.1	158.5
이자보상배율 (배)	2.8	2.1	1.1	2.2	0.0

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 서진시스템, 삼성증권

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 4월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 4월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2026/4/10
투자의견	Not Rated
TP (원)	n/a
괴리율 (평균)	
괴리율 (최대or최소)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.
*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2026.03.31 기준
매수(85.2%)·중립(14.8%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA