

## MOMENTUM CALL

# 서진시스템 (178320/KQ)

## 더 큰 기회와 가능성의 다가온다

미래산업/미드스몰캡. 나승두 / nsdo@skc.co.kr / 3773-8891

**Signal:** 글로벌 업체와의 ESS 장기공급계약, 확실한 공급망으로의 인정**Key:** 경쟁력 있는 EMS의 중요성, 이제는 로봇 산업에서도 나타나**Step:** 4Q25 기점 실적 턴어라운드 예상, 2026년 미리 준비해야 할 시점**매수(유지)**

목표주가: 41,000 원(유지)

현재주가: 26,800 원

상승여력: 53.0%

**STOCK DATA**

주가(25/12/10)	26,800 원
KOSDAQ	935.00 pt
52주 최고가	30,350 원
60일 평균 거래대금	127 억원

**COMPANY DATA**

발행주식수	5,628 만주
시가총액	15,084 억원
주요주주	
전동규(외 10)	26.18%
네오솔루션즈(외 2)	9.95%
외국인 지분율	7.68%

**주가 및 상대수익률****영업실적 및 투자지표**

구분	단위	2025E	2026E	2027E
매출액	억원	10,825	18,638	25,273
영업이익	억원	108	1,987	2,739
순이익(자본주주)	억원	111	1,723	2,451
EPS	원	197	3,062	4,354
PER	배	135.8	8.8	6.2
PBR	배	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	배	23.6	7.6	5.6
ROE	%	1.3	17.8	20.8
배당성향	%	0.0	0.0	0.0

**ESS, 이제는 미국에서 만듭니다**

지난달 약 1,850 억원 규모의 ESS 장비 공급계약 공시에 이어 10 일에는 글로벌 고객사의 ESS 장기(5 년) 우선 공급자 계약 선정 소식이 언론을 통해 알려졌다. 지난달 공시는 서진시스템의 미국 현지 공장에서 ESS 완제품 생산 및 공급을 개시한다는 점에서, 우선 공급자 계약 소식은 글로벌 고객사로부터 중장기적 확실한 공급망이자 핵심 EMS 업체로 인정받았다는 의미가 담겨있다는 점에서 주목할 만하다. 글로벌 ESS 시장은 각 국가별 정치적/정책적 불확실성에도 불구하고 AI 데이터센터 확충 및 전력 인프라 개선 중심의 구조적 성장 국면에 진입했다는 판단이다. 특히 고사양 중대형 ESS 인클로저 및 메탈 플랫폼을 안정적으로 공급할 수 있는 업체가 제한적인 상황에서 서진시스템의 ESS 완제품 생산 경험과 노하우는 큰 경쟁력으로 작용할 전망이다.

**자동화, 스마트팩토리 전환 속도**

또 지난달에는 국내 핵심 기업들과 함께 AI 로봇 융합 기반 스마트 자율제조 글로벌 얼라이언스 협력 체휴를 맺은 바 있다. 초고하중 자율이동로봇(H-AMR) 및 지능형 로봇 기술을 적극 도입해 동사의 미국/베트남 등 글로벌 생산기지의 스마트팩토리 전환에 더욱 속도를 낸다는 것이 핵심 내용이다. 이미 산업/협동 로봇 위탁 생산 경험이 풍부하고, ESS 생산 라인 자동화를 통해 기술력과 가능성을 충분히 검증받았다는 점에서 스마트팩토리 종합 솔루션 구축 분야에서의 빠른 성장도 기대된다.

**로봇 파운드리, 가능할 것인가?**

한가지 더 눈 여겨 볼 점은 로봇 파운드리 업체로의 진화 가능성이다. 글로벌 공급망 재편 과정에서 오늘날 뜨거운 감자는 누가 로봇을 대량으로+안정적으로 만들어줄 것인가에 대한 부분이다. 서진시스템은 ① 이미 ESS, EV, 반도체 장비 등 다양한 산업용 부품 생산 및 제품 하우징 경험을 보유 중이고, ② 글로벌 EMS 분야는 로봇 및 자동화 장비 등으로 제조 범위를 넓혀가고 있으며, ③ PCB 와 같은 핵심 부품에 대한 내재화를 모두 갖춘 상황이라는 점에서 로봇/자동화 장비용 메탈 부품/프레임/조립을 담당하는 로봇 파운드리 분야로의 사업 영역 확장을 충분히 기대해볼 수 있는 상황이다.

**4Q25 기점으로 실적 회복 나타날 것**

4 분기부터는 글로벌 고객사의 중대형 ESS 양산 회복과 반도체 장비 부문 성장에 힘입어 올해 가장 높은 수준의 분기 실적을 달성할 것으로 예상된다. 내년에는 ESS 와 반도체 장비, 데이터센터 및 PCB 등 고른 분야에서의 성장세가 나타날 것으로 전망한다. 특히 한국, 베트남, 미국을 잇는 3 각 글로벌 제조/공급망을 보유했다는 점에서 로봇을 비롯한 다양한 산업 분야와의 접점이 늘어날 것으로 기대된다.

## 서진시스템 연간 실적 추이 및 전망

(억원)	2023	2024	2025				2026E	2027E	
			1Q	2Q	3Q	4QE			
매출액	7,787	12,138	10,825	2,813	2,586	2,155	3,272	18,638	25,273
ESS	2,744	6,360	4,397	1,292	973	552	1,580	7,630	9,915
EV & Battery	1,048	1,122	764	122	180	235	228	1,186	1,400
반도체	1,394	1,943	2,755	756	582	686	731	5,855	8,760
통신	1,385	1,232	1,340	326	339	322	353	1,650	1,842
기타	1,215	1,480	1,569	317	512	360	380	2,317	3,356
영업이익	490	1,087	108	209	-60	-373	332	1,987	2,739
(OPM, %)	(6.30)	(9.0)	(1.0)	(7.4)	(-2.3)	(-17.3)	(10.1)	(10.7)	(10.8)

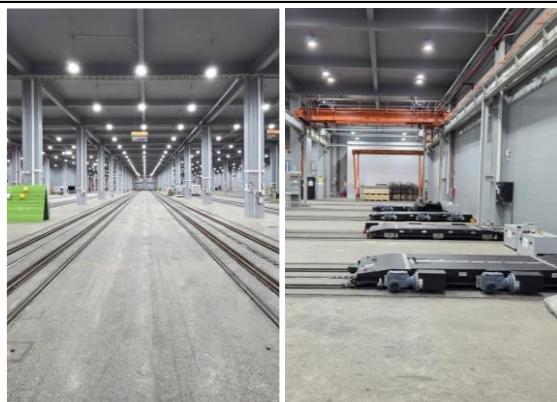
자료: 서진시스템, SK 증권 추정

## 글로벌 ESS 고객사向 베트남 자동화 생산 라인



자료: 서진시스템, SK 증권

## 속도내는 신규 ESS 자동화 생산 라인



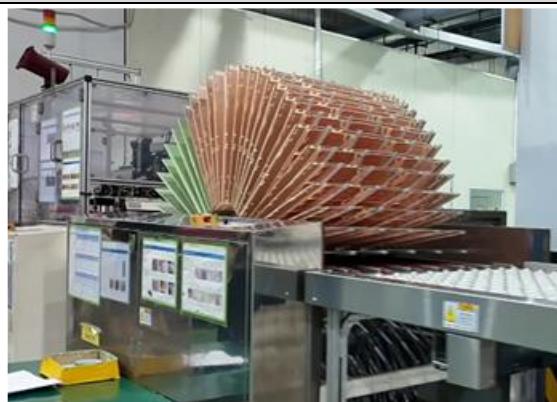
자료: SK 증권

## 협동로봇 EMS 확대



자료: SK 증권

## PCB 생산라인 내재화



자료: SK 증권

## 재무상태표

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	7,801	11,416	12,109	16,560	22,437
현금및현금성자산	161	411	1,286	3,942	7,588
매출채권 및 기타채권	1,195	2,725	2,718	3,453	4,157
재고자산	6,194	7,723	7,337	8,144	9,417
<b>비유동자산</b>	7,400	9,616	9,044	9,181	9,575
장기금융자산	3	342	329	401	463
유형자산	6,462	8,190	7,639	7,705	8,034
무형자산	66	201	191	183	175
<b>자산총계</b>	15,201	21,032	21,153	25,741	32,012
<b>유동부채</b>	9,200	8,848	8,752	11,294	14,816
단기금융부채	5,957	5,414	5,143	6,588	8,657
매입채무 및 기타채무	2,451	2,979	3,187	4,083	5,365
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1,020	3,428	3,534	3,864	4,172
장기금융부채	949	3,156	3,294	3,450	3,611
장기매입채무 및 기타채무	0	3	3	3	3
장기충당부채	6	1	1	1	2
<b>부채총계</b>	10,220	12,276	12,286	15,158	18,988
<b>지배주주지분</b>	4,982	8,700	8,811	10,534	12,985
자본금	188	281	281	281	281
자본잉여금	1,712	5,546	5,546	5,546	5,546
기타자본구성요소	1,675	52	52	52	52
자기주식	-77	0	0	0	0
이익잉여금	1,064	1,895	2,006	3,729	6,180
비지배주주지분	-1	56	56	49	39
<b>자본총계</b>	4,981	8,756	8,866	10,583	13,024
<b>부채와자본총계</b>	15,201	21,032	21,153	25,741	32,012

## 현금흐름표

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>영업활동현금흐름</b>	426	-1,135	1,037	1,648	2,045
당기순이익(손실)	-227	839	111	1,716	2,441
비현금성항목등	1,381	1,154	803	1,038	1,040
유형자산감가상각비	775	923	816	781	755
무형자산상각비	8	13	10	9	7
기타	598	219	-24	248	278
운전자본감소(증가)	-346	-2,662	599	-325	-461
매출채권및기타채권의감소(증가)	431	-987	6	-734	-704
재고자산의감소(증가)	-846	-985	386	-807	-1,273
매입채무및기타채무의증가(감소)	-354	110	209	896	1,282
기타	-463	-550	-535	-1,142	-1,489
법인세납부	-82	-84	-61	-361	-514
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,624	-2,118	243	-399	-464
금융자산의감소(증가)	-18	-215	1	-3	-3
유형자산의감소(증가)	-1,573	-1,731	-265	-846	-1,085
무형자산의감소(증가)	-16	-10	0	0	0
기타	-18	-161	507	450	624
<b>재무활동현금흐름</b>	1,170	3,490	-140	1,593	2,220
단기금융부채의증가(감소)	299	530	-271	1,445	2,069
장기금융부채의증가(감소)	1,059	2,826	138	156	161
자본의증가(감소)	0	3,927	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-189	-3,793	-7	-8	-10
<b>현금의 증가(감소)</b>	-28	251	875	2,657	3,646
<b>기초현금</b>	188	161	411	1,286	3,942
<b>기밀현금</b>	161	411	1,286	3,942	7,588
<b>FCF</b>	-1,147	-2,866	772	802	960

자료 : 서진시스템, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>매출액</b>	7,787	12,138	10,825	18,638	25,273
<b>매출원가</b>	6,407	10,003	8,922	14,804	20,294
<b>매출총이익</b>	1,379	2,134	1,903	3,834	4,979
매출총이익률(%)	17.7	17.6	17.6	20.6	19.7
<b>판매비과 관리비</b>	889	1,047	1,795	1,847	2,240
<b>영업이익</b>	490	1,087	108	1,987	2,739
영업이익률(%)	6.3	9.0	1.0	10.7	10.8
<b>비영업손익</b>	-487	97	63	91	216
순금융손익	-439	-489	-422	-428	-471
외환관련손익	-51	410	496	530	695
관계기업등 투자손익	2	-1	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	3	1,184	171	2,077	2,955
세전계속사업이익률(%)	0.0	9.8	1.6	11.1	11.7
<b>계속사업법인세</b>	25	344	61	361	514
<b>계속사업이익</b>	-22	839	111	1,716	2,441
<b>중단사업이익</b>	-205	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-227	839	111	1,716	2,441
순이익률(%)	-2.9	6.9	1.0	9.2	9.7
지배주주	-226	843	111	1,723	2,451
지배주주귀속 순이익률(%)	-2.9	6.9	1.0	9.2	9.7
비지배주주	-1	-3	-0	-7	-10
총포괄이익	-284	1,416	111	1,716	2,441
지배주주	-283	1,420	111	1,720	2,447
비지배주주	-1	-3	-0	-4	-6
<b>EBITDA</b>	1,273	2,022	934	2,776	3,501

## 주요투자지표

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	5.8	55.9	-10.8	72.2	35.6
영업이익	-17.9	121.8	-90.1	1,739.7	37.8
세전계속사업이익	-99.1	44,551.7	-85.5	1,113.8	42.2
EBITDA	2.6	58.8	-53.8	197.1	26.1
EPS	직전	후전	-86.8	1,452.0	42.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	-1.6	4.6	0.5	7.3	8.5
ROE	-4.3	12.3	1.3	17.8	20.8
EBITDA마진	16.4	16.7	8.6	14.9	13.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	84.8	129.0	138.4	146.6	151.4
부채비율	205.2	140.2	138.6	143.2	145.8
순차입금/자기자본	134.8	93.1	80.6	57.5	35.9
EBITDA/이자비용(배)	2.9	4.1	2.1	5.8	6.1
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-55	1,498	197	3,062	4,354
BPS	13,461	15,467	15,655	18,717	23,071
CFPS	1,484	3,161	1,666	4,464	5,709
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	-327.5	17.9	135.8	8.8	6.2
PBR	1.3	1.7	1.7	1.4	1.2
PCR	12.2	85	16.1	6.0	4.7
EV/EBITDA	10.6	11.5	23.6	7.6	5.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

## 서진시스템 PER 밴드 차트



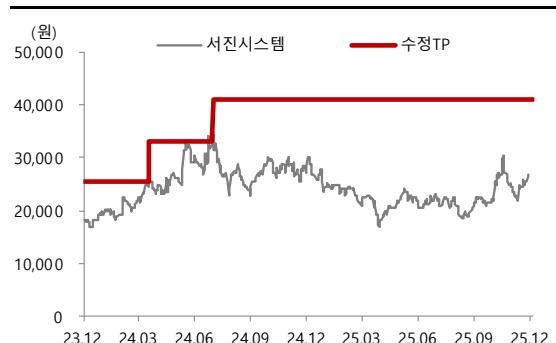
자료: Quantewise, SK 증권

## 서진시스템 PBR 밴드 차트



자료: Quantewise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격		괴리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저)	주가대비
2024.07.10	매수	41,000원	6개월			
2024.03.27	매수	33,000원	6개월	-16.66%	318%	
2023.12.15	매수	25,500원	6개월	-19.96%	-1.96%	



## COMPLIANCE NOTICE

작성자(나승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 12월 11일 기준)	매수	93.45%	중립	6.55%	매도	0.00%
--------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------