

서진시스템 (178320/KQ)

하나하나 찬찬히 다시 생각해보았습니다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 41,000 원(유지)

현재주가: 20,350 원

상승여력: 101.5%



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com
3773-8891

Company Data

발행주식수	5,625 만주
시가총액	11,446 억원
주요주주	
전통규(외11)	26.33%
네오솔루션즈(외2)	9.95%

Stock Data

주가(25/04/30)	20,350 원
KOSDAQ	717.24 pt
52주 최고가	34,450 원
52주 최저가	16,730 원
60일 평균 거래대금	84 억원

주가 및 상대수익률



연휴 동안 곱씹어 봐야 할 부분들

서진시스템은 다이캐스팅 공법을 중심으로 한 글로벌 메탈 플랫폼 전문 업체다. 다이캐스팅은 특수 금속을 녹인 후 금형에 고압으로 주입하며 제품을 만들어내는 주조 방식을 의미한다. Tesla 가 차체 생산을 위해 도입한 기가캐스팅이 바로 다이캐스팅 장비이다. 서진시스템은 세계 최고 수준(고압)의 다이캐스팅 장비와 가장 많은 수의 부품 가공 머신센터, 오랜 시간 금속 가공 노하우와 저렴한 인건비 등의 경쟁력을 바탕으로 2017 년 상장 이후 7 배 이상 외형 성장하며 매출액 1 조 클럽에 가입했다. 같은 기간 10 배 가까이 증가한 자산 규모는 적극적인 선제 투자를 통해 규모의 경제를 실현함으로써 막강한 진입 장벽을 구축했음을 의미한다. 과거 통신장비 합체(Case) 또는 스마트폰 메탈케이스를 만드는 회사에 불과한 것으로 알려졌으나, 현재는 ESS 완제품 및 반도체 장비 부품, 전기차 관련 부품 및 차체, AI 데이터센터, 지능형 로봇, 우주항공 부품 등 사업 영역이 다각화 되는 중이다. 핵심은 다양한 분야로 사업 영역을 넓혔지만 사업 방식에 대한 본질은 동일하다는 것이다. 그것이 바로 다이캐스팅 메탈 플랫폼 업체의 장점이다. 해마다 씹어 씹어 성장해 온 서진시스템의 발자취와 나아갈 길에 대해 판단하는데 도움이 될 수 있도록 각 사업부별 현황과 방향성에 대해 정리해보았다.

마지막 할인 기간이 끝나갑니다

투자 의견 매수, 목표주가 41,000 원을 유지한다. 연초 개장 이후 서진시스템의 주가는 상대적으로 부진한 흐름을 보인 것이 사실이다. 분기 실적 전환 및 대규모 유상증자 가능성에 대한 악성 루머, 글로벌 주요 고객사의 주가 부진, 우리나라 공매도의 전면 재개, 미국의 상호관세 부과 등이 악영향을 미쳤다. 하지만 다이캐스팅 관련 사업을 영위 중인 여타 국가의 기업들은 글로벌 공급망 재편 과정에서의 수혜 가능성에 더욱 높은 평가를 받고 있는 것이 사실이다. 올해 예상 EPS 기준 PER 8.4 배에 불과한 현재 주가 수준은 과도한 저평가 구간이라고 판단된다. 특히 가장 부정적인 영향을 미쳤던 악성 루머의 경우 모두 사실 무근임을 증명하고 있기에 더 이상의 주가 하방 압력은 크지 않을 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	억원	7,360	7,787	12,138	17,942	22,379
영업이익	억원	597	490	1,087	1,833	2,506
순이익(지배주주)	억원	16	-226	843	1,346	1,942
EPS	원	450	-55	1,498	2,393	3,452
PER	배	38.9	-327.5	17.9	8.5	5.9
PBR	배	1.2	1.3	1.7	1.1	0.9
EV/EBITDA	배	9.3	10.6	11.5	7.6	5.8
ROE	%	0.4	-4.3	12.3	14.1	17.1

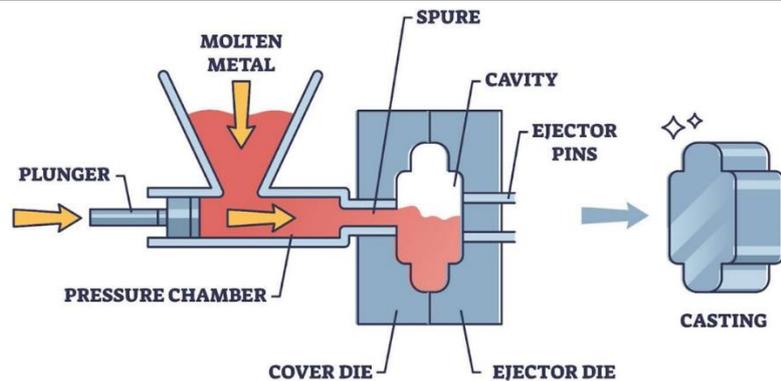
서진시스템, 무엇을 하는 곳인가

- 다이캐스팅 공법 글로벌 선두 주자

다이캐스팅 공법의 오랜 경험과 노하우를 바탕으로 다양한 품목 생산 중

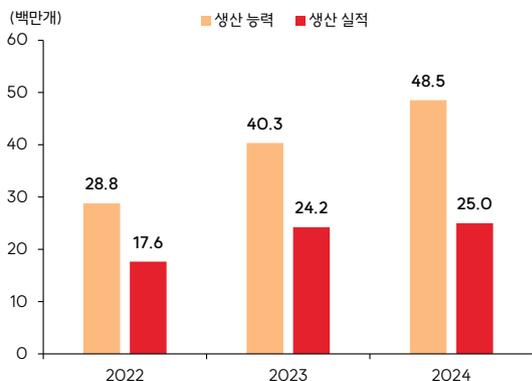
서진시스템은 글로벌 메탈 플랫폼 전문 업체이며, 그 중심에는 다이캐스팅(Die Casting) 공법이 자리하고 있다. 다이캐스팅이란 일반적인 금속 재료(알루미늄, 아연, 마스네슘 등)를 비롯한 특수 금속을 고온에서 녹인 후 금형(Die) 틀에 고압으로 주입하여 제품을 만들어내는 주조(Casting) 방식을 말한다. 정밀도, 내구성, 정확도 및 마감도 등이 높은 금속 부품류를 빠르게 생산할 수 있다는 장점이 있다. 서진시스템은 오랜 경험과 노하우, 규모의 경제를 달성한 설비 등을 바탕으로 과거 스마트폰 메탈케이스부터 오늘날 자동차 차체 및 부품까지 다양한 품목을 생산 중이다.

다이캐스팅(Die Casting) 공법 구조도



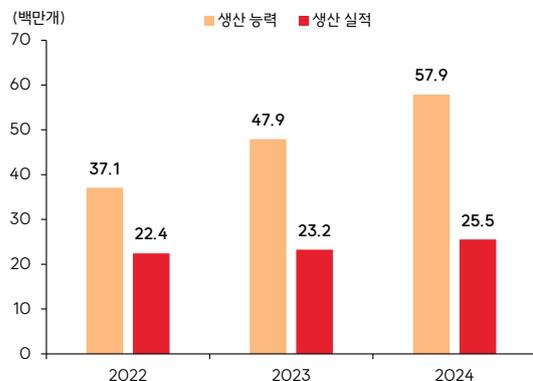
자료: Fictiv, SK 증권

서진시스템 다이캐스팅 공정 생산 능력 및 생산 실적 추이



자료: 서진시스템, SK 증권

서진시스템 CNC 공정 생산 능력 및 생산 실적 추이



자료: 서진시스템, SK 증권

서진시스템 글로벌 계열사 현황



자료: 서진시스템, SK 증권

서진시스템 계열사 베트남 박닌(Bac Ninh) 공장 현황



자료: Google Maps, SK 증권

서진시스템 계열사 베트남 박장(Bac Giang) 공장 현황



자료: Google Maps, SK 증권

향후 주목해야 할, 글로벌 사업 확장 전초기지 될 계열사 주요 사이트

법인명	설립일	사이트 소재지
Texon USA	2018.06.14.	48438 Milmont Drive Fremont, California 94538, USA
Seojin Global	2022.04.29.	8 Corporate Park, Suite 230, Irvine, California 92606, USA
RBR Machine	-	6327 North Sam Houston Pkwy W, Houston, TX 77086, USA
Custom Spring Manufacturing	-	6327 North Sam Houston Pkwy W, Houston, TX 77086, USA
SJT Co	2024.12.11.	Kim Dong Industrial Park, Hung Yen Province, Vietnam
TJT Co	2024.12.11.	Kim Dong Industrial Park, Hung Yen Province, Vietnam
Northbelt Industrial	2025.04.	500 N Sam Houston Pkwy W, Houston, TX 77067, USA

자료: 서진시스템, SK 증권

- Tesla 로 인해 주목받은 다이캐스팅 공법

Tesla 가 다이캐스팅에 주목하는 이유, 생산원가 및 인건비 효율 높은 것으로 나타나

단순히 금속류의 부품을 생산하는 한 가지 방식으로만 여겨졌던 다이캐스팅 공법이 오늘날 글로벌 전기차 1 위 기업인 Tesla 를 통해 다시금 부각되고 있다. 앞서 언급한 바와 같이 다이캐스팅으로 금속 부품을 생산할 경우 정밀도 및 내구성, 정확도 및 마감도 등이 뛰어나다는 장점이 있다. Tesla 는 이를 자동차 차체 생산으로 확대 적용하기 위한 시도를 했고, 현재는 순차적으로 자리를 잡아가는 모습이다. 기존 차체 생산 방식인 금속 스탬핑(Stamping) 기술의 경우 초기 투자 비용이나 생산 효율성 측면에서 아직까지 강점을 보이고 있는 것이 사실이다. 하지만 Tesla 가 추구하는 다이캐스팅(Tesla 는 이를 Giga Casting 또는 Mega Casting 이라고 지칭한다) 공법은 확실히 뛰어난 원가 및 인건비 효율을 보이는 것으로 나타났다.

Category	Sub-Category	Steel stamping and joining	Aluminum stamping and joining	Aluminum Megacasting
Production Efficiency	Yield	97%	92%	85%
	Doable jobs per hour	24.4	25.7	27.8
Investment Costs (USD)	Stamping machine	1.0 ~ 1.5 mil	1.4 ~ 1.8 mil	-
	Stamping tooling	0.7 ~ 1.1 mil	1.0 ~ 1.3 mil	
	Joining line	0.6 ~ 0.8 mil	1.2 ~ 1.6 mil	
	HPDC machine	-	-	6 mil
	HPDC tooling	-	-	1.2 ~ 1.5 mil
Variable Costs (USD)	Labor costs	28.3	31 ~ 37	11 ~ 23
	Indirect costs	47.2	42 ~ 52	9 ~ 14
	Raw material	75.6	264 ~ 377	151 ~ 226

자료: S&P Global Mobility, SK 증권 / 주: Producing 100,000 Units/year (16 hours/day, 22 days/month, 12 months)

Tesla Giga Factory 에 설치된 Giga Casting



자료: Tesla, SK 증권

불러(Buhler) 9,200t Mega Casting 도입한 서진시스템

Bühler Group and Sejin System achieve milestone with installation of two Carat 920 megacasting solutions

Uzwil (Switzerland), April 3, 2025 – Swiss technology company Bühler Group has supplied Sejin System with two Carat 920 megacasting solutions for its facility in Vietnam. The addition of these cells enables the Korean manufacturer to accelerate production and strengthen its role in the electric vehicle (EV) parts supply industry.

In February 2025, Bühler Group completed the installation of the first out of two state-of-the-art megacasting machines with locking force of 92,000 kilonewtons at Sejin System's factory in Vietnam. To mark this milestone, Sejin System hosted an inauguration ceremony attended by industry leaders and officials. This achievement represents a significant step in the partnership between the two companies and underscores their shared commitment to advancing production capabilities in the EV parts supply sector.

자료: Buhler, SK 증권 / 주: 2025년 4월 3일 발표 내용

알루미늄 주조 설비 - 다수의 전기로 보유



자료: SK 증권

다이캐스팅 활용한 전기차 배터리팩 생산 모습



자료: SK 증권

가공까지 마친 후 납품 대기 중인 전기차 배터리팩



자료: SK 증권

납품 대기 중인 통신장비 - 기지국 안테나류



자료: SK 증권

하네스 케이블 생산 현장 - 인건비 경쟁력 보유



자료: SK 증권

자체 생산 중인 하네스 케이블



자료: SK 증권

납품 대기 중인 주요 고객사 ESS ①



자료: SK 증권

배터리 셀 탑재 전 ESS 구조물



자료: SK 증권

납품 대기 중인 주요 고객사 ESS ②



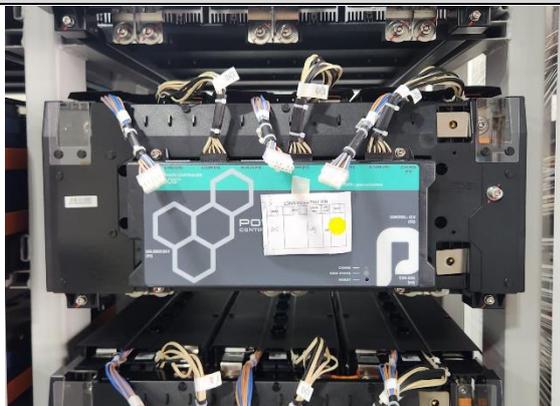
자료: SK 증권

중대형 ESS에 대한 개발/양산 논의 지속 - 시제품 생산 중



자료: SK 증권

ESS 배터리 셀 탑재 모습



자료: SK 증권

물류 이동을 위해 공장 대기 중인 컨테이너 트럭



자료: SK 증권

전력설비/변압기/모터케이스 등 위탁 생산



자료: SK 증권

반도체 장비 부품 중 챔버 프레임 개발 및 양산



자료: SK 증권

협동로봇 양산 및 자체 성능 테스트 후 납품



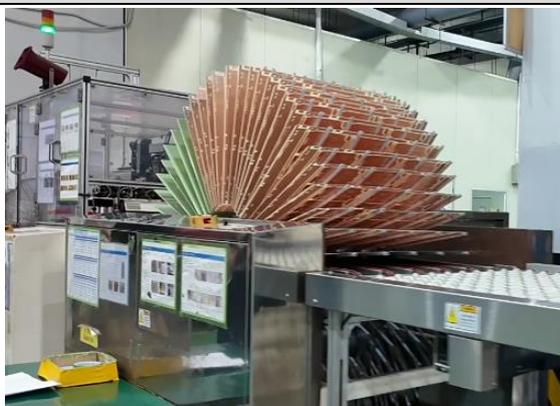
자료: SK 증권

자체 PCB 생산 라인 구축



자료: SK 증권

양산 중인 PCB ①



자료: SK 증권

양산 중인 PCB ②



자료: SK 증권

- 틀에 박힌 주력 생산 품목이란 없다

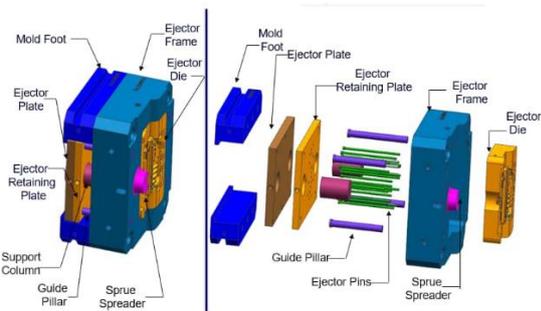
서진시스템이 구축한 대규모 공장 설비, 막강한 진입장벽으로 작용, 높은 확장성 바탕으로 생산 품목 다양화

일반적으로 다이캐스팅 장비가 일반 금속 스탬핑(Stamping) 장비보다 초기 도입 및 설치 비용이 높고 다루는 기술이 어렵다는 점에서 쉽게 선택받지 못하였다면, 이제는 막강한 원가 및 인건비 효율이라는 강점을 바탕으로 제조업의 중심으로 자리잡고 있다. Tesla가 기가캐스팅(Giga Casting) 공법을 선택한 것도, 우리나라 완성차 업체에서 하이퍼 캐스팅(Hyper Casting) 공법을 적용하기 위한 노력을 기울이는 것도 같은 이유다. 하지만 여기서 반드시 주목해야 할 점 두 가지가 있다.

첫째, 다이캐스팅 공법의 중요성과 필요성은 높아지지만, 여전히 초기 투자 비용은 상대적으로 크다는 점이다. 다시 말해 서진시스템과 같이 초기부터 다이캐스팅 공법 중심의 대규모 공장 설비를 구축했고 다양한 노하우가 축적된 기업을, 후속 경쟁 업체가 빠르게 따라잡는다는 것은 사실상 불가능에 가깝다는 것이다.

둘째, 다이캐스팅 공법의 확장성이다. 금형(Die)을 바탕으로 한 주조(Casting) 설비이기 때문에 다양한 형태의 금형이 갖춰진다면 생산할 수 있는 품목은 매우 다양하다. 서진시스템의 생산 품목이 너무 많고 사업부가 다양하여 이해하기 어렵다는 일부 의견도 있지만, 이는 다이캐스팅 산업에 대한 이해 차이에서 나타나는 견해일 뿐이다. 과거 스마트폰 메탈케이스를 비롯한 통신장비 함체를 주력으로 생산했었고, 오늘날 각종 반도체 장비 부품, ESS, 전기차 및 배터리 관련 부품, 자동차 차체, 우주항공 관련 부품까지 사업 영역이 확대되는 과정을 천천히 돌이켜보면 '일반 금속 및 특수 금속을 다루는 기술'이 중심에 공고하게 자리잡고 있음을 확인할 수 있다.

다이캐스팅 금형의 기본 구조



자료: Rapid Direct, SK 증권

현대차의 하이퍼캐스팅



자료: 현대자동차, SK 증권

ESS, Energy Storage System

- 에너지를 저장한다는 것의 의미

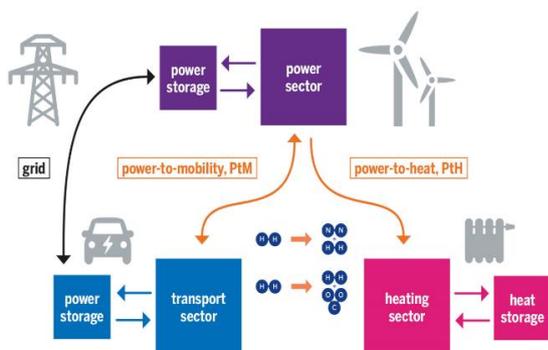
ESS는 에너지 안보 확립
과정에서의 필수품, 시장 전망치
상향 조정되는 중

지난해 가장 높은 매출 비중을 차지한 ESS 사업 부문부터 사업부별 현황과 앞으로의 방향성을 점검해보고자 한다. 서진시스템의 ESS 사업부는 2024년 6,360억원의 매출액을 기록했다. 이는 전체 매출액의 약 52%에 해당하는 수치다. 2020년 매출액이 303억에 불과했다는 점을 감안한다면 4년만에 약 20배 외형 성장했다.

ESS(Energy Storage System)는 에너지를 저장할 수 있는 그릇 모두를 의미하지만, 통상적으로 배터리셀(이차전지)을 활용한 에너지 저장 장치 BESS를 일컫는 의미로 사용된다. 때문에 ESS 산업을 이차전지 업황과 연계하여 평가하는 경우가 많지만 ESS는 에너지 독립과 안보 전쟁에 꼭 필요한 사실상 군수 물자 역할을 한다는 점, 그리고 이차전지는 ESS의 원재료에 불과하다는 점에 주목해야 한다. 직관적으로는 ESS 산업이 정치적/정책적 변화에 따라 크게 좌지우지될 것처럼 보이지만, 조용히 그리고 꾸준히 우상향하며 성장하고 있기 때문이다. 실제로 ESS를 활용한 글로벌 전력생산 규모는 향후 5년간 약 3배, 10년간 약 10배 성장할 것으로 예상되며 이러한 전망치조차 해마다 상향 조정되는 추세다.

미국은 탈세계화를 주도하는 과정에서의 에너지 독립 및 경쟁이 치열해지는 중이고, 유럽은 환경 변화에 따른 수력 발전 자원의 고갈 문제에 직면해 있다. 중동은 화석 연료의 고갈 및 도태와 새로운 에너지원에 대한 고민이 커지는 중이고, 우리나라는 경제성 있는 에너지를 확보해야 한다. ESS 산업이 지속적으로 성장할 수밖에 없는 이유다.

가장 적합한 Power to X를 찾는 과정



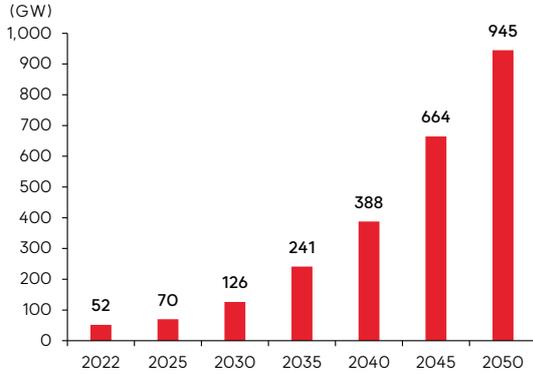
자료: Energy Atlas, Energy Supply, SK 증권

미국 가정집에 설치된 Tesla Powerwall



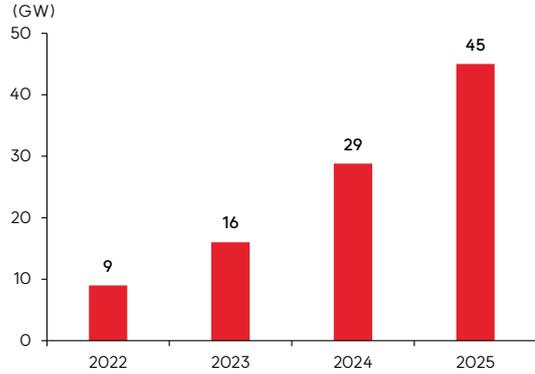
자료: Tesla, Google Search, SK 증권

배터리 저장장치를 활용한 글로벌 전력생산 규모 추이 및 전망



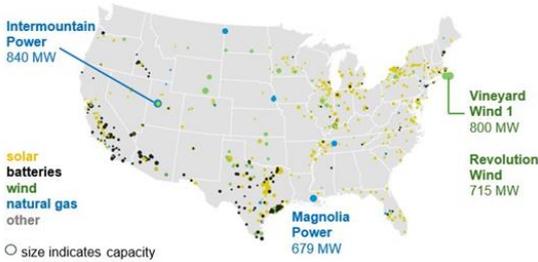
자료: EIA, SK 증권

미국 내 배터리 저장장치 용량 추이 및 전망



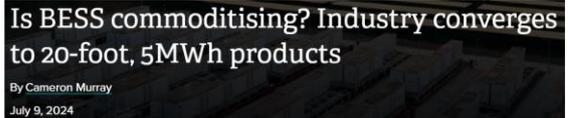
자료: EIA, SK 증권

2025년 미국 전력 설비 계획



자료: EIA, SK 증권

Battery ESS 사이즈 확대와 비용 절감



BNEF: Bigger cell sizes, 5MWh containers among major BESS cost reduction drivers

By Andy Colthorpe
January 30, 2025

자료: Energy Storage News, SK 증권

미국 내 주요 대형 BESS 프로젝트

Energy Storage Project	Capacity(MW)
Moss Landing Energy Storage Facility	750
Nova Power Bank	680
FPL Manatee Energy Storage Center	409
Gemini Solar Storage Project	380
Crimson Energy Storage Facility	350
Desert Peak Energy Storage 1	325
Rodeo Ranch Energy Storage	300
Eleven Mile Solar Center	300
Sonoran Solar Energy Center	260
DeCordova Energy Storage Facility	260

자료: EIA, SK 증권 / 주: 2025년 1월 기준

2025년 현재 미국 내 계획 중인 대형 BESS 프로젝트

Energy Storage Project	Region	Capacity(MW)
Hop Hill Solar Generation	WA	1,400
Sunstone Solar	OR	1,200
Tualatin Battery ESS	OR	1,200
Robinson Solar	NV	1,000
Lunis Creek Solar and BESS	TX	620
Clear Fork Creek Solar	TX	600
McGraw Ford Battery Storage	GA	530
Bellefield Solar ES Farm	CA	500
Bellefield 2 Solar ES Farm	CA	500
Hecate Energy Ramsey Storage	TX	500

자료: EIA, SK 증권

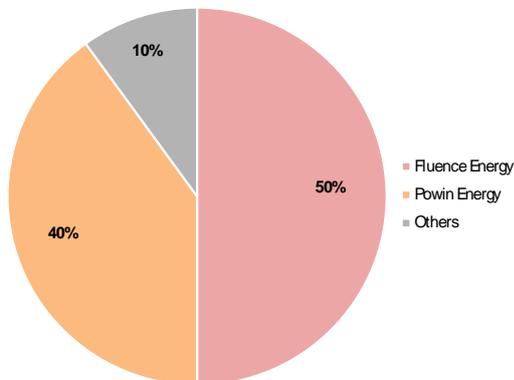
- 글로벌 ESS 업체들이 서진시스템을 찾는 이유

배터리셀 제외한 대부분 자체
생산 가능, 굳이 다른 위탁생산
업체를 찾아갈 필요가 없음

서진시스템은 고객사의 요청에 따라 ESS 완제품을 생산한다. ESS 내부에 탑재되는 배터리셀과 온도 관리에 필요한 공조시스템을 제외한 나머지 구성품 대부분을 자체 생산하여 완제품을 만든다. ESS 의 기본 뼈대라고 할 수 있는 철골 구조물, 각 배터리셀로 전기가 오가는 통로인 케이블 하네스(Harness), ESS 구동을 위해 필요한 기본적인 전자기판 PCB 등을 자체 생산하여 적용한다.

일반적으로 어떠한 제품에 대한 위탁 생산을 의뢰하는 경우 기초 단위 부품부터 완제품의 생산, 완제품 점검 및 출하까지 공급망 체계를 일원화하는 것은 쉽지 않다. 특히 금속 구조물 등을 기반으로 하는 중대형 사이즈의 제품들의 경우 이를 생산하기 위한 충분한 공장 부지 및 설비의 확보, 숙련된 노동자 섭외 및 경쟁력 있는 인건비 구조 등 다양한 조건을 한 번에 충족시키기 매우 어렵다. 하지만 서진시스템은 베트남이라는 국가의 지역적 환경을 바탕으로 규모의 경제를 달성했고, 강력한 인건비 경쟁력을 바탕으로 10 년 이상 금속 가공 제품 생산 경험치를 쌓아오면서 고객사가 원하는 모든 조건을 충족하는 기업으로 발전했다. 때문에 글로벌 고객사들이 서진시스템이라는 기업을 아직 몰라서 협력하지 못하는 경우는 있어도, 서진시스템을 둘러싼 환경과 기술력을 접한 이후에는 점진적으로 의존도가 높아지는 경향을 대체로 보인다. 글로벌 Top 10 이자 중국을 제외한 미국 내 Top 3 에 해당하는 글로벌 기업들이 서진시스템의 생산 플랫폼 활용 비중을 높이는 이유다. 2024 년에도 다양한 국내외 ESS 기업(Integrator)들과의 시제품 생산 및 테스트가 진행되었던 만큼 2025년에는 제품 양산으로 범위가 확대되는 기업이 늘어날 전망이다.

2024년 ESS 사업부 주요 고객사별 매출 비중



자료: 서진시스템, SK 증권

서진시스템 베트남 공장에서 고객사 ESS 완제품 생산



자료: 서진시스템, SK 증권

- ESS 산업의 방향

이제는 중대형 사이즈 ESS 선호, 위탁 생산자 입장에서는 더 높은 단가로 추가 이익 확보 가능

2025년 글로벌 ESS 산업은 1세대 캐비닛형에서 2세대 이후 고밀도 컨테이너형으로의 본격적인 전환기를 맞이할 전망이다. 기존에는 약 7~8ft 내외의 크기, 탑재용량 약 50~400kWh 수준의 ESS 폼팩터(Form Factor)가 주로 활용되었지만, 2024년 미국 내 ESS 평균 가격을 평가하는 지표로서 20ft DC 컨테이너를 활용하기 시작했다. 기존 1세대 7ft 모델 대비 20ft 컨테이너형은 단위 면적당 에너지 밀도도 증가할 뿐만 아니라 제품 생산 공정에서의 단순화 및 효율화를 통해 상대적으로 높은 경제성을 확보할 수 있다는 점이 강점으로 꼽힌다. 20ft 컨테이너형은 최소 2MWh 부터 5MWh 이상의 용량 탑재가 가능하며, 이후 40ft/8MWh 수준까지 크기가 커질 것으로 예상된다. 위탁 생산자 입장에서는 더 높은 단가를 기반으로 한 추가 이익을 확보가 가능해질 것으로 판단된다.

2024년 글로벌 ESS 기업 순위 - BESS Integrators(AC)

순위	기업명	국가	비고
1	Tesla Energy	미국	2024년 출하량 1위
2	Sungrow	중국	Tesla와 출하량 경쟁
3	CRRC	중국	중국 내 대형 프로젝트
4	Fluence Energy	미국	글로벌 프로젝트 다수
5	HyperStrong	중국	유럽 및 아시아 시장 공략
6	Envision Energy	중국	중국 내 대형 프로젝트
7	Powin Energy	미국	북미 및 호주 시장 공략
8	NextEra Energy	미국	대규모 유틸리티 프로젝트
9	Canadian Solar	캐나다	태양광+ESS 통합
10	SCETL	중국	중국 내 프로젝트 중심

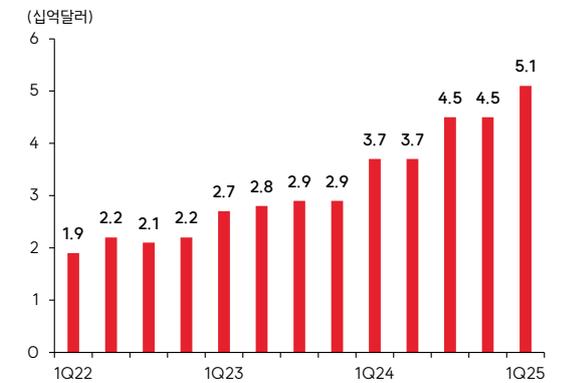
자료: Woodmac, Infolink, Energy Storage News, SK 증권

글로벌 ESS 시장의 새로운 트렌드로 자리매김 중인 20ft ESS



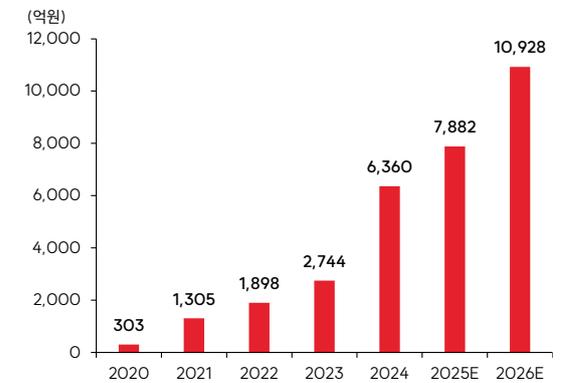
자료: Fluence Energy, 삼성 SDI, SK 증권 / 주: 20ft, 5MWh

Fluence Energy 분기별 수주 잔고 추이



자료: Fluence Energy, SK 증권

서진시스템 ESS 사업부 매출액 추이 및 전망



자료: 서진시스템, SK 증권 추정

2025년 주목해야 할 반도체 장비

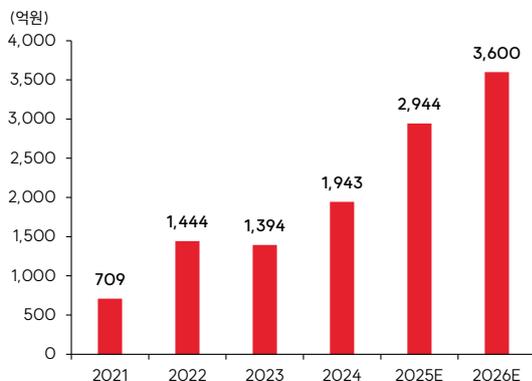
- 누구와 무엇을 만드는가

반도체 식각/증착 장비 기본
구조물 프레임, 파워박스, 웨이퍼
이송 모듈 등 생산

서진시스템은 반도체 전공정에 해당하는 식각 및 증착 장비 관련 부품을 생산한다. 식각 및 증착 장비의 기본 구조물인 프레임, 장비 구동을 전반적으로 관리하는 컨트롤/파워박스를 비롯하여 반도체 제조 공정 내 웨이퍼의 원활한 이송을 위한 모듈인 EFEM ATM 및 VTM 모듈까지 생산한다. 2020년 인수하여 현재는 흡수합병 완료한 쌤빛을 통해 반도체 장비 리퍼비시(Refurbish) 사업도 함께 영위 중이다.

반도체 장비 사업부의 주요 매출처는 Lam Research 다. 현재 매출 비중의 대부분을 차지하고 있는 것으로 추정된다. 기본적으로 국내 화성/구미/용인 사업장에서 웨이퍼 이송장치, 식각/증착 장비 부품 및 컨트롤/파워박스 등을 생산하여 고객사의 한국 생산법인 L.M.K.(Lam Research Manufacturing Korea)로 납품하는 구조다. 하지만 2024년 한 해 동안 베트남 공장에서의 부품 생산 및 조달/조립을 통해 원가를 절감할 수 있는 방안을 마련함과 동시에 관련 품질 점검도 꾸준히 받았다. 이를 기반으로 올해는 생산 품목, 생산 수량, 내재화율 등이 함께 높아지면서 폭발적인 외형 성장세가 나타날 것으로 기대된다. 이미 지난해 분기별 반도체 사업부 매출 추이를 살펴보면 계단식으로 우상향하고 있음을 확인할 수 있다. 올해는 1분기부터 큰 폭의 YoY 실적 성장을 확인할 수 있을 것으로 추정된다.

반도체 사업부 매출액 추이 및 전망



자료: 서진시스템, SK 증권 추정

반도체 장비 사업부 주요 제품



자료: 서진시스템, SK 증권

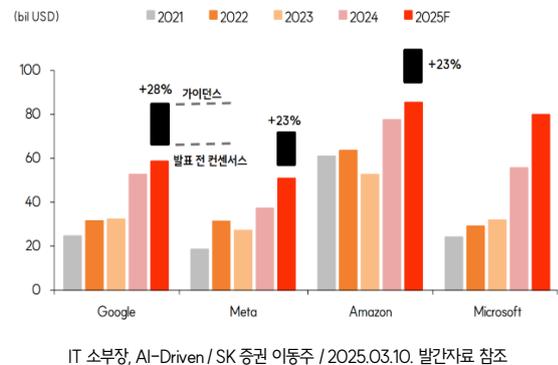
- 반도체 장비 산업을 둘러싼 환경

생성형 AI 등장 이후 기초
인프라에 대한 관심 고조, 글로벌
반도체 전공정 장비 투자 올해도
내년에도 긍정적

생성형 AI 의 등장 이후 AI 학습을 위한 데이터센터, 반도체, 전력 등 관련 인프라 구축에 대한 관심이 고조되고 선제적 투자가 집중되었다. 그러나 2025 년에 접어들면서 막대한 투자 비용의 소모보다 AI 를 활용한 수익화 전략을 찾는 움직임이 조금씩 나타났다. 때문에 투자 감소로 인한 반도체 업황 둔화 목소리가 커진 것도 사실이다. 더구나 중국 AI DeepSeek 등 ChatGPT 의 뒤를 잇는 후속 모델 개발 과정에서 상대적으로 비용 절감이 크게 이뤄졌다는 점이 부각되면서 투자 축소 우려가 더욱 커졌다. 하지만 이러한 우려는 기우에 그칠 가능성이 높다. 글로벌 빅테크 기업들의 CAPEX 전망 축소는 전혀 없었고, 오히려 기존 컨센서스 대비 올해 발표한 CAPEX 가이드언스는 더욱 높게 나타났다. 컴퓨팅 파워가 높으면 높을수록 AI 모델의 정확도는 더 개선되기 때문이다. 오히려 일반 CSP 업체뿐만 아니라 Telco 기업들까지 AI 데이터센터 구축을 위한 GPU 확보에 나서는 움직임이 나타나고 있다는 점도 고무적이다. 중국 이구환신 영향으로 DRAM 및 NAND 의 재고 소진까지 확인되면서 AI 후공정 뿐만 아니라 반도체 전공정까지 강한 반등을 기대해볼 시점이다. (IT 소부장, AI-Driven / SK 증권 이동주 / 2025.03.10. 발간자료 참조)

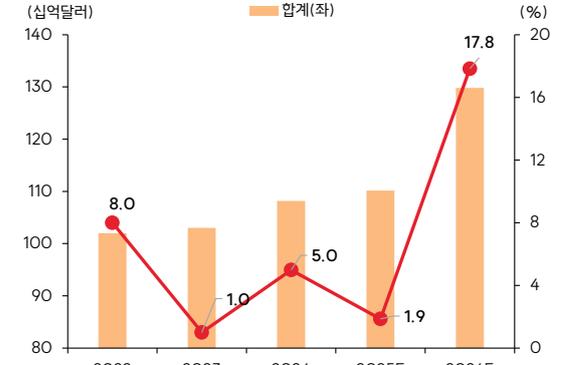
올해 글로벌 반도체 전공정 장비투자는 올해 전년동기 대비 약 2% 증가한 1,100억 달러를 상회할 것으로 전망되며, 내년에는 투자 규모가 더 가파르게 늘어날 것으로 보인다. 그 배경에는 여전히 고성능 컴퓨팅의 수요, 데이터센터 확장, 메모리 부문 수요 증가 등이 자리하고 있다. 즉, 서진시스템의 주요 고객사 및 전방 산업의 업황은 최소 내년까지 초록불이 켜진 상태다.

북미 CSP 업체 2025년 설비투자 가이드언스 예상 상회



자료: Bloomberg, SK 증권

글로벌 반도체 전공정 장비 투자 추이 및 전망



자료: SEMI, SK 증권

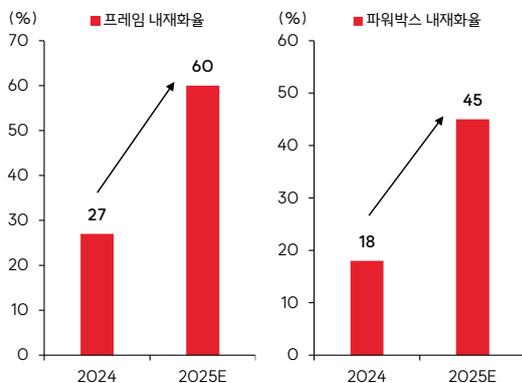
- 양산 늘어나고, 침투율 증가하고

반도체 장비 분기 실적 우상향
하는 이유, 양산 품목 늘어나고
내재율도 높아지는 중

앞서 지난 한해 주요 고객사와 원가 절감 및 생산 효율성 확대를 위한 품질 점검이 진행되었음을 언급한 바 있다. 이러한 움직임이 나타났던 이유는 현재 서진시스템이 보유한 국내 공장 및 생산 설비로도 고객사의 요청을 충분히 대응 가능하지만 동사의 주력 생산 설비가 상대적으로 인건비 등이 저렴한 베트남에 집중되어 있고, 고객사도 품질만 확실히 검증된다면 원가를 절감하고 싶은 바람이 컸기 때문이다. 올해 부터는 국내 공장을 비롯하여 베트남 공장에서도 본격적으로 관련 부품의 생산/조립/검사 등의 작업이 진행될 전망이다. 전반적인 품질 점검 과정을 거치면서 생산/조립하는 품목도 늘어날 것으로 예상되며, 특히 부품 내재화율이 빠르게 증가할 것으로 기대된다. 프레임 및 파워박스, 그리고 EFEM ATM 및 VTM 모듈 등 전반적인 내재화율이 작년 대비 올해 두 배 이상 높아질 전망이다. 이는 원활한 부품 수급, 기술 유출 우려 및 외부 간섭 영향 감소 등의 장점으로 작용할 전망이며, 무엇보다도 서진시스템의 반도체 사업부 전반의 이익률 개선에 큰 도움이 될 것으로 판단된다.

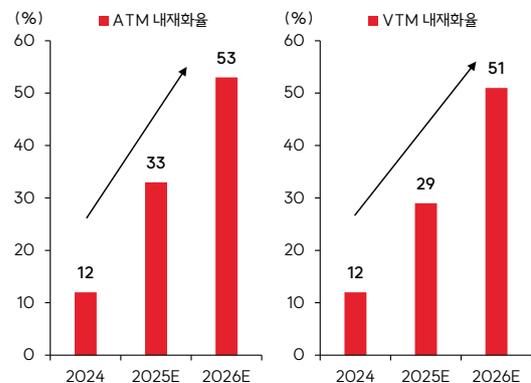
올해는 미국 캘리포니아주 프리몬트(Fremont, CA) 지역에 본사를 두고 있는 웨이퍼 가공 장비 전문 업체 Mattson Technology 가 또 다른 주요 고객사로 자리매김할 가능성이 높다. 독보적인 기술력을 바탕으로 반도체 노광 장비 시장을 장악하고 있는 글로벌 A 社도 품질 검증이 한창이고, 여타 업체들의 시제품 문의도 계속되는 것으로 파악된다. 서진시스템 주요 사업부 중 가장 높은 매출 비중을 차지할 시점이 머지않았다.

프레임 및 파워박스의 내재화 비율 증가



자료: 서진시스템, SK 증권

EFEM ATM 및 VTM 내재화 비율 증가



자료: 서진시스템, SK 증권

모두가 기억하는 통신장비

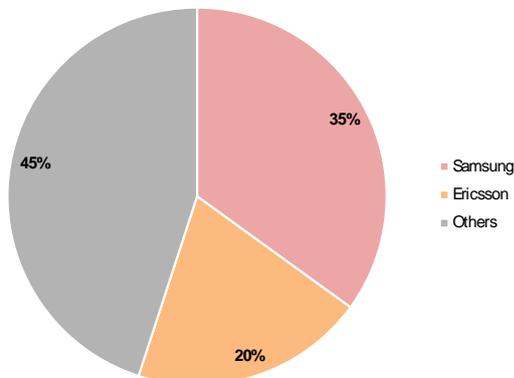
- 이제는 5G Advanced, 6G 의 시대

5G-A 시대 돌입, LTE 보급 확산
과정 생각하면 5G 모멘텀 다시 올
가능성 높음

지금은 사업 분야가 다양해졌지만 서진시스템의 상장 초기만 하더라도 통신장비 합체 전문 업체라는 시장의 인식이 컸었다. 다이캐스팅 공법의 확장 가능성을 생각치 못했고, 실제로 상장 초기에는 통신장비 관련 사업부의 매출 비중이 가장 높았기 때문이다. 오히려 최근에는 ESS, 반도체, 전기차, 우주항공 등 사업부에 가려 통신장비 사업부가 두각을 나타내지 못하는 듯한 모습이지만, 2025년 통신장비 사업부도 절대 빼놓을 수 없다. 6세대 통신(6G)을 준비하는 과정에서 5G Advanced가 개화하고 있기 때문이다. 6G 기술 개발이 시작 단계인만큼, AI 기술발전으로 인해 증가한 트래픽을 감당하고 보탬이 되기 위해서는 당장의 통신 인프라 개선 및 업그레이드도 분명 필요하다.

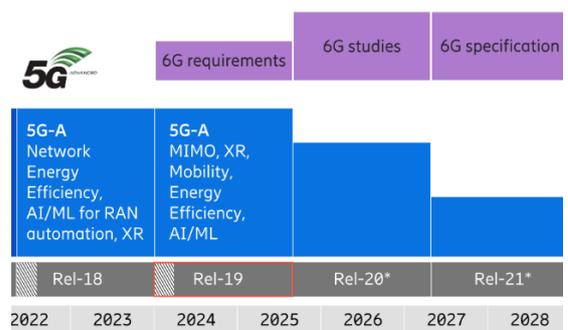
5G Advanced는 지난해 3월 3GPP 기술총회에서 표준이 승인되었다. AI, XR, 머신러닝, 엣지컴퓨팅 등 미래 기술을 지원하는 이동통신 기술로 정의된다. 6G 통신 기술 개발에 앞서 보다 빠른 전송속도 구현 및 저지연(Latency) 문제 개선 등 무선 네트워크 효율성 제고를 목표로 한다. 특히 주목해야 할 부분은 전력 소비량 감축 등 효율성 개선, 비지상통신(NTN, Non Terrestrial Network) 기술 개발 등의 움직임이 본격적으로 나타났다는 점이다. 과거 3G에서 4G로의 전환 과정에서 LTE Advanced의 등장과 함께 LTE 보급속도가 더욱 빨라졌다는 것을 생각해보면, 5G Advanced의 등장은 통신장비 시장에 새로운 모멘텀이 될 것으로 보인다.

2024년 통신장비 사업부 주요 고객사별 매출 비중



자료: 서진시스템, SK 증권

5G Advanced의 확장과 6G의 준비



자료: Ericsson, SK 증권

- 통신장비 생산도 탈중국

글로벌 통신장비 업체들의 탈중국 러쉬, 동남아 시장 본격 진입 중

5G Advanced의 확장과 함께 통신장비 산업에 대한 관심이 조금씩 제고될 것으로 기대되는 가운데, 글로벌 통신장비 핵심 업체들의 생산 기지가 중국을 벗어나 베트남으로 이전하고 있다는 점도 서진시스템에게는 매우 고무적인 부분이다. 지난해 1,232억원의 매출을 기록한 통신장비 사업부에는 우리가 기억하고 있는 5G 기지국 안테나, 필터, RRH 합체뿐만 아니라 일부 인공위성 안테나와 데이터센터 관련 매출이 포함되어 있다. 하지만 여전히 절반 이상이 글로벌 메이저 통신장비 업체로부터 매출이 발생 중이다.

베트남은 크게 두 가지 측면에서 글로벌 메이저 통신장비 업체들에 매력적이다. 첫째는 베트남 통신 장비 시장 자체의 성장이다. 스마트폰 보급 증가, 디지털 서비스 수요 확대 등으로 인해 베트남 통신 산업은 빠르게 성장하고 있다. 정부에서도 디지털 전환을 국가 전략으로 추진 중이며, 5G 인프라 구축 및 ICT 산업 육성 등에 집중하고 있다. 글로벌 통신장비 업체들에게 기회의 장이 열리는 것이다. 둘째는 통신장비 생산 거점으로써의 매력이다. 글로벌 기업 E社는 베트남 내 R&D 센터를 설립했으며, 현지에서의 기술 개발 및 인재 채용, 장비 생산을 늘리고 있다. 서진시스템에 가장 직접적인 수혜로 연결되는 부분이다. 경쟁사인 N社의 경우 박장에서 F社와의 생산 협력을 확대 중이다. 두 기업 모두 베트남 외 인도 생산 확대 및 미국 현지 공장 투자 확대 등의 움직임도 나타나고 있지만, 탈중국 움직임 기조에는 흔들림 없고 베트남이 탈중국 전초기지 역할을 수행 중이라는 점에서 서진시스템의 수혜는 당분간 이어질 전망이다.

글로벌 통신장비 업체들의 탈중국 움직임 지속

The 'made-in-China' tariff quagmire for Cisco, Ericsson and Nokia
Ericsson and MobiFone collaborate on plans for 5G Innovation Hub in Vietnam to drive advanced use cases

Nokia and Foxconn to make 5G products in northern Vietnam

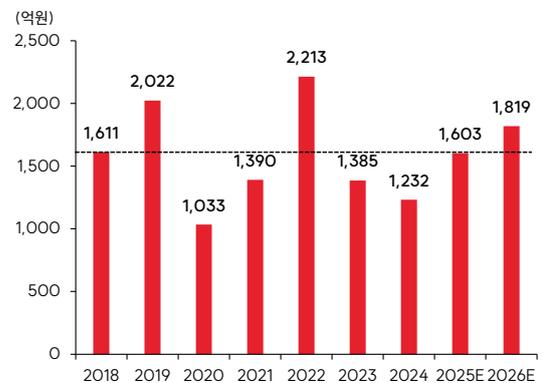
Nokia wants share in Vietnam's 5G commercialization
Foxconn to manufacture Nokia's 5G AirScale products in Vietnam

As US-China tariff war escalates, DoT makes a 'Chinese request' to Airtel, Reliance Jio and Vodafone-Idea

FPT, Ericsson Partner to Accelerate 5G and AI Advancements in Vietnam

자료: Google Search(외신 뉴스 제목 발췌), SK 증권

통신장비 사업부 매출액 추이 및 전망



자료: 서진시스템, SK 증권 추정

- 지상부터 우주까지

지상 통신장비를 넘어 인공위성 안테나, AI 데이터센터 장비까지 영역 확장

통신장비 사업부에서 한 가지 눈여겨볼 점은 통신장비 산업의 업황 변동 및 고객사 투자 사이클에 맞춰 매출액의 변화가 보인다는 점이다. 2019년 세계 최초 5G 상용화 타이틀 확보를 위한 5G 인프라 확장 경쟁이 있던 시기 서진시스템 통신장비 사업부는 연 2 천억원 이상의 매출액을 달성했다. 이후 코로나 19 팬데믹 등을 겪었고 3년 뒤인 2022년 다시금 매출액 연 2 천억원을 넘어섰다. 2022년은 국내 메이저 통신장비 업체의 인도 4G 및 5G 인프라 구축 장비 수주, 미국/일본 통신사向 5G 장비 수주의 결과였다. 이후 다시 3년의 시간이 지난 2025년, 이제는 5G Advanced 로 명명된 5G 인프라 고도화 수혜 사이클을 맞이하고 있다. 다시금 연 2 천억원 이상의 매출액 달성 가능성이 높다. 과거와 다른 점이라면 2022년까지는 메이저 통신장비 업체들의 매출 비중이 높았다면, 앞으로는 다양한 통신장비 기업들의 매출 비중이 높아질 것이라는 점이다. 오픈랜(Open RAN)의 확장 때문이다.

그 외에도 서진시스템은 국내 1위 인공위성 통신 안테나 기업의 파라볼릭 안테나 위탁생산, 미국 데이터센터 및 클라우드 네트워킹 솔루션 전문 기업 A 사의 데이터센터 선반 위탁생산 등을 담당하며 이는 현재까지 통신장비 사업부의 매출액에 포함되어 있다. 올해에는 6G 통신 기술 개발과 함께 지속적으로 언급되는 저궤도 인공위성 통신의 확장, 그리고 인공지능 전용 데이터센터 구축 물량 양산 등이 예정되어 있다는 점에서 동사의 통신장비 사업부가 다시금 두각을 나타낼 가능성도 높다. 베트남 현지를 비롯한 동남아시아 주변 국가로의 통신장비 및 주변 설비 대규모 수주 가능성도 있다.

통신장비 사업부 주요 제품



자료: 서진시스템, SK 증권

저궤도 위성통신 시대 준비하는 베트남



Starlink is doing procedures to enter Vietnam

April 2, 2025 15:20
The Department of Telecommunications said it is coordinating with SpaceX to complete procedures and infrastructure before the Starlink satellite Internet network can operate domestically.

자료: Bao Hai Duong 뉴스 발취, 인텔리안테크, SK 증권

전기차, 가격 낮추고 경쟁력 갖기 위해서는

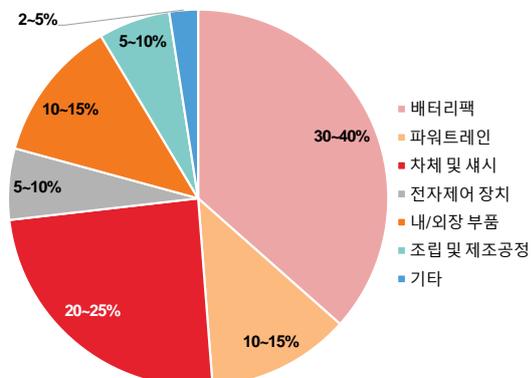
- 오랜 시간 참여한 전기차 산업

오랜시간 배터리셀/모듈/팩 관련 부품 개발 및 생산 참여

서진시스템이 전기차 및 배터리 관련 부품 사업부를 별도로 분류하여 실적 발표한 것은 그리 오래지 않았지만, 사실 관련 사업의 역사는 꽤 길다. 국내 배터리셀 제조업체와의 협력을 통해 건물용 소형 ESS 및 UPS 관련 부품 및 완제품 생산을 이미 오랜 시간 해왔고, 전기차 배터리 관련 부품으로 협력 범위를 조금씩 넓혀왔기 때문이다. 뿐만 아니라 현재 기타 사업부로 분류되는 매출액 중 높은 비중을 글로벌 자동차 부품 업체向 매출이 차지하고 있을 정도로 자동차 부품 개발 및 생산 경험도 풍부하다. 이러한 경험과 노하우들이 쌓여 이제는 전기차의 핵심 부품인 배터리셀/모듈/팩 관련 부품, 인버터/컨버터/모터 하우징 등을 담당하고 있다.

전기차 생산에 필요한 원가 구조를 살펴보면, 배터리팩은 전체 생산 원가의 30~40%를 차지하는 매우 중요한 부분이다. 배터리셀 자체의 성능도 중요하지만, 안전성을 높이기 위해서는 주변 부품의 역할도 매우 중요하다. 서진시스템은 배터리셀부터 모듈, 팩 단위에 적용되는 다양한 부품을 개발하고 생산한다. 특히 배터리 온도 상승을 억제할 수 있는 수냉식관이 내재된 배터리팩, 플라스틱 및 금속 소재가 결합된 형태의 앤드플레이트 등의 개발 및 생산은 경쟁사가 쉽게 도전하기 힘든 분야이다. 배터리셀 제조사를 비롯하여 미국/프랑스 등 글로벌 자동차 부품 업체와의 오랜 협력 관계를 유지하고 있는 만큼 서진시스템이 생산한 관련 부품을 도입하는 글로벌 완성차 업체가 늘어나는 것은 시간 문제다.

전기차 생산 원가 구조



자료: BloombergNEF, IEA, SK 증권

전기차 및 배터리 부품 사업부 주요 제품



자료: 서진시스템, SK 증권

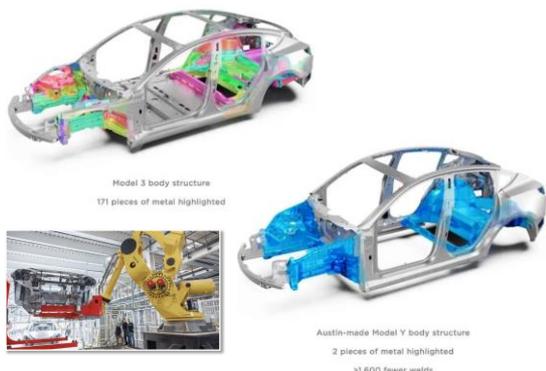
- 가시권에 들어온 차체 생산 feat. Tesla

전기차 생산 원가 중 높은 비중 차지하는 차체, 이제는 다이캐스팅으로 생산 가능

전기차 생산 원가에 큰 비중을 차지하는 또 다른 분야는 바로 차체다. 전체 생산 원가의 약 20~25%를 차지하며, 배터리팩에 이어 가장 큰 원가 비중을 차지하는 부분이기도 하다. 서진시스템의 차체 생산 가능성이 대두된 것은 Tesla 가 기가캐스팅 장비를 활용하여 자동차 차체 및 프레임을 생산하겠다고 선언한 이후다. 기존 자동차 차체는 차체 바닥, 사이드/프런트/루프 등 수백개의 패널을 소조립하고 용접/접착하는 방식으로 생산해왔다. 각 부분별로 전용 금형이 별도로 필요했고, 로봇이든 사람이든 품이 많이 드는 과정이다. Tesla 는 보다 저렴한 전기차를 생산한다는 일념으로 이러한 차체 생산 과정을 과감히 축소했고, 최소 6 천톤 이상의 고압 다이캐스팅 방식을 활용해 차체를 생산하겠다고 선언했다. 이후 실제로 후면(Rear) 언더바디(Underbody)는 70 여개 이상의 부품을 접합하여 만드는 방식에서 단일 다이캐스팅 공정을 거쳐 1 개의 부품으로 생산하는데 성공했다. 다이캐스팅 방법을 활용하여 차체를 생산하면 기존 차체 생산에 필요한 부품을 약 70~90%까지 축소할 수 있는 것으로 알려졌으며, 차체 무게 절감이나 안정성 확보에도 큰 도움이 되는 것으로 나타났다.

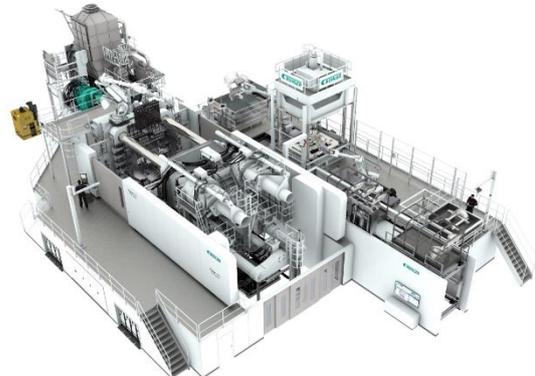
Tesla 의 다이캐스팅 공법 적용 성공 이후 글로벌 완성차 업체들의 다이캐스팅 공법 도입이 급물살을 타고 있다. 우리나라 완성차 업체들도 하이퍼캐스팅이라는 이름으로 고압 다이캐스팅 공법을 활용한 차체 생산을 시도 중이다. 중요한 점은 고압 다이캐스팅 장비를 구축하는데 많은 비용과 오랜 시간이 걸린다는 점이다. 즉, 과감한 선제 투자 효과가 가장 극명하게 나타나는 분야 중 한 곳이고, 서진시스템은 세계적으로도 최고 수준의 장비와 노하우를 보유하고 있다는 점에 주목해야 한다.

Tesla 차량 구조 변화



자료: Tesla, SK 증권

올해 4월 구축 완료한 9,200t 다이캐스팅



자료: Buhler, SK 증권

이제는 우주로 나갑니다

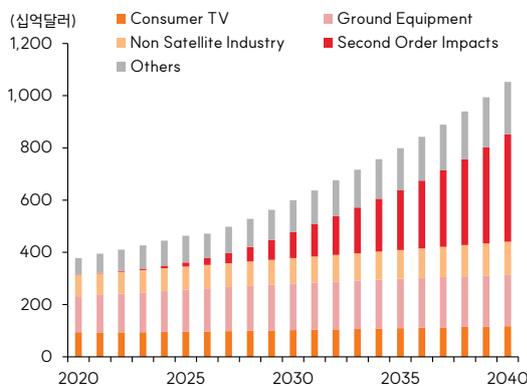
- 지상체와 발사체, 탑재체도 노린다

우주 산업 내 지상체 안테나 및 거점 게이트웨이 구조물 등 생산, 위성체 및 발사체 등으로 영역 확대 가능

서진시스템의 사업 분야가 이제는 우주로 확대되고 있다. 우주 산업은 우주로 물체를 쏘아 올리기 위한 '발사체', 발사체 상부에 얹혀 우주로 나간 뒤 다양한 임무 수행을 하는 '위성체(탑재체)', 그리고 위성으로부터 전달되는 각종 데이터들을 지상에서 수신하는 '지상체(수신체)', 그렇게 종합한 데이터를 활용하는 '지상 서비스' 등 크게 네 분야로 구분할 수 있다. 과거 우주 산업은 그저 막대한 비용이 발생하기 때문에 쉽게 접근하기 힘든 영역이라고만 치부해왔지만, Space X를 비롯한 글로벌 민간 우주 기업들이 등장하며 발사체 회수 및 재활용에 성공하면서 이제는 우주라는 영역이 경제성 있는 새로운 기회의 공간으로 다가오고 있다.

서진시스템은 글로벌 우주 기업들과 협력을 통해 지상체 안테나 및 거점 게이트웨이 구조물 등을 생산한다. 더불어 올해부터는 발사체에 적용되는 특수합금 가공 관련 매출도 더해질 전망이다. 아직 별도의 사업부로 분류하여 관리할 정도의 매출 규모는 아니지만, 글로벌 기업과의 협력이 유의미하게 시작되었다는 점, 저궤도 위성통신 외 위성 데이터를 활용한 지상 서비스 관련 분야 성장 속도가 가파르다는 점, 통신장비 및 모바일 디바이스 개발/생산 경험을 토대로 위성체 등 다양한 분야로 추가 진출도 용이하다는 점을 감안한다면 2025년 가장 높은 실적 성장률을 보여줄 가능성도 분명 있다.

우주 경제(Space Economy) 분야별 매출 비중 및 전망



자료: Morgan Stanley, SK 증권

Starship 적용 특수 금속 개요

부위	활용 금속	특성
기체 외피 구조재	스테인리스강 301 (Stainless Steel)	고온 및 저온에 모두 강함 탁월한 내구성
엔진 내부 고온 부품	인코넬 718 (Inconel 718)	수천 도 수준의 고온 내구성 Raptor 연소실/터보펌프 등
엔진 노즐 라이너	니오븀 합금 (Niobium-C103)	우수한 고온 산화 저항성 고열 방지 열 차폐 활용
기타	티타늄 합금 텅스텐 등	중량 최적화 기타 부품 내구성 강화 목적

자료: BSSA, Imdea, SK 증권

PCB, 탈중국 최대 수혜로 떠오르다

- 모두가 외면했던 PCB

황금알을 낳는 거위 될 것으로 보이는 PCB, 올해 중요한 사업 분야로 자리매김 전망

PCB(Printed Circuit Board, 인쇄회로기판)는 각종 전자제품에 반드시 들어있는 핵심 부품 중 하나로, 제품 구동에 필요한 각종 반도체 칩 등을 고정하고 전기적 연결을 해주는 역할을 한다. 최근 AI 서버용 고기능성 다층 PCB의 중요성이 부각되고 수요가 증가하면서 PCB 산업이 새롭게 대두되는 중이다. 5G 등 고주파수 통신, 방산 및 자동차 전장 등에서도 고기능성 PCB의 수요가 늘고 있다.

하지만 과거 PCB는 낮은 마진에도 불구하고 가격 경쟁이 치열해지면서 대부분의 생산이 중국으로 집중된 바 있다. 우리나라 대기업 계열사들도 중국으로 생산 기지를 옮기고, 국내 PCB 생산 라인은 단계별로 철수하였다. 이때 서진시스템은 반대로 PCB 생산 라인을 도입하는 결정을 내렸다. 우리나라에서 철수하는 장비를 인수하여 베트남 공장에 도입함으로써 생산 라인 구축 비용을 획기적으로 절감할 수 있었다. 결과적으로 PCB 생산 라인 도입은 신의 한 수였다고 판단된다. 고객의 위탁생산 의뢰 제품을 PCB까지 탑재한 완제품 형태까지 제작하고자 하는 의지에서 시작된 움직임이었지만, 오늘날 글로벌 공급망 재편 과정에서의 직간접적 수혜가 나타나고 있기 때문이다. 서진시스템은 PCB의 자체 생산 설비부터 각종 반도체칩을 기판에 실장하는 SMT 자동화 라인까지 모두 보유하고 있다. PCB 그 자체에 대한 위탁생산 의뢰도 늘고 있는 만큼 올해부터 중요한 사업 분야의 한 축으로 자리매김할 전망이다.

2019년 PCB 사업 종료료를 결정했던 LG 이노텍

< 승인 사항 >

제5호 의안 : PCB 사업 종료 승인 의 건

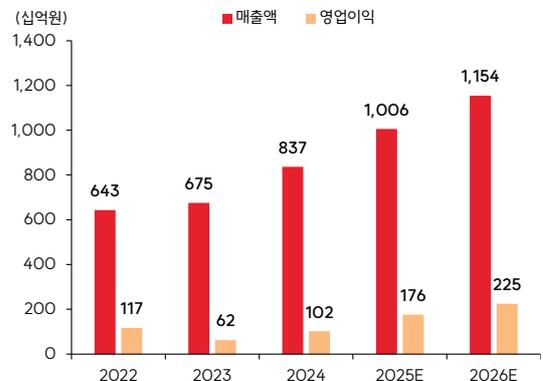
의장은 승인 사항 제5호 의안을 상정하고, 보고자는 안전에 대하여 보고함.

이사들은 PCB 사업의 현황 및 종료 사유, 향후 추진 일정 등에 관하여 질의하였고, 보고자는 이에 대하여 상세히 보고함.

이에 이사들은 상호 질의 및 논의 후 자사의 시장 경쟁력 강화 및 성과/수익 창출을 위한 사업 포트폴리오 개선 노력을 당부하여 다음과 같이 원안대로 승인함.

자료: LG 이노텍 공시 발췌(2019.11.28.), SK 증권

이수페타시스 실적 추이 및 전망



자료: 이수페타시스, SK 증권 추정 / 주: SK 증권 박형우, 2025.04.18. 참조

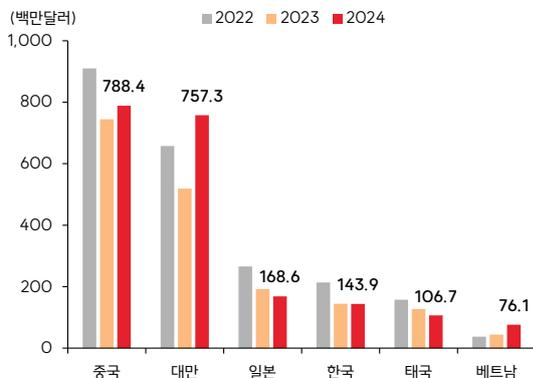
- 중국과의 경쟁에서 앞설 수 있다

글로벌 PCB 생산기지 중국에서 동남아로 대거 이전, 위탁생산 물량도 늘어날 것

실제로 PCB 산업 내 변화는 눈에 띄게 나타난다. 중국은 가격 경쟁력을 바탕으로 전세계에서 가장 많은 PCB 를 생산하고 소비하는 국가다. 스마트폰, PC, 자동차 전자부품 등 다양한 산업 내 공급망이 중국으로 집중되어 왔기 때문이다. 하지만 미중 무역갈등을 비롯하여 본격적인 탈세계화 움직임이 시작된 이후 PCB 공급망 재편에 더욱 속도가 붙고 있다. 중국산 PCB 의 수요가 줄어들고 있는 것이다. 특히 미국은 중국산 PCB 의 수입을 줄이고, 대만 및 베트남 등에서의 수입을 확연히 늘리는 추세다. 심지어 중국 PCB 생산 기업들조차 동남아시아 공장 확보를 서두르는 움직임이다. 작년에는 중국 내 상위 10 대 PCB 생산 업체 중 7 곳이 태국과 베트남 등에 공장을 신설하고 있다는 소식이 언론을 통해 전달되기도 했다. 이러한 움직임으로 인해 중국의 PCB 산업 내 점유율은 곧 50% 미만으로 하락할 가능성이 높다는 의견이 지배적이다.

서진시스템은 ① 중국 대비 낮은 임금 수준을 유지하는 중이고, ② 첨단 기술 기업에 대한 법인세 우대세율이 적용되며, ③ IT/반도체 등 정책적 지원이 이어지는 베트남에서 검증된 PCB 장비를 활용한 생산 라인 구축을 선제적으로 완료했고, 이를 통한 양산이 활발하게 진행 중이라는 점에서 PCB 산업 내 다크호스로 떠오르는 중이다. 물론 생성형 AI 등장과 함께 수요가 급증하고 있는 고다층/고부가기판 양산까지 도달하기에는 시간과 기술력 확보가 조금 더 필요할 것으로 보이지만, 당장의 탈중국 수요를 흡수하기에는 전혀 무리 없는 수준이다.

미국 PCB 수입 동향



자료: KOTRA, SK 증권

서진시스템에서 자체 양산 중인 PCB



자료: SK 증권

기타 등등, 이라고 하기에는

공작기계, 변압기 및 발전설비, 지능형 협동 로봇 등 다양한 품목 위탁 생산

지난해 기준 약 1,500 억원의 매출액을 기록한 기타 부문에는 아직 별도의 사업부로 분류하기에는 조금 부족하지만 언제든지 큰 폭의 실적 성장을 이끌 수 있는 매력적인 제품군이 다수 포함되어 있다. 글로벌 공급망 재편 과정에서 다양한 수요가 발생 중인 공작기계류, 국내외 메이저 변압기 및 중공업 설비, 글로벌 1 위 풍력 발전 업체向 풍력 발전 설비, 앞서 자세히 언급한 PCB, 글로벌 Top 3 고객사향 그릴 (Grill), 우주 발사체 특수금속 가공 및 지상체 부품, 산업용 지능형 협동 로봇 등이다. 각 분야 모두 기타 사업부라고 치부하기에는 성장 잠재력이 큰 분야들이다. 이렇게 다양한 분야를 섭렵할 수 있는 가장 큰 이유는 결국 다이캐스팅부터 PCB 까지 고객이 원하는 제품을 원스탑 솔루션(One-Stop Solution)으로 생산할 수 있는 플랫폼을 보유하고 있기 때문이다. 여기에 오랜 경험과 노하우, 다양한 글로벌 기업과의 협업 사례(Reference), 상대적으로 저렴한 인건비 등이 결합하면서 마땅한 경쟁사를 찾기 힘든 정도의 진입 장벽을 공고히 다졌다.

세계 최고 수준의 다이캐스팅 장비 개발하고 생산하는데 참여

여기에 올하는 다이캐스팅 개발 및 생산 사업에 본격적으로 뛰어들다. 도시바의 핵심 협력업체인 시바우라(Shibaura Machine)과 12,000t 다이캐스팅 장비의 개발 및 제작/도입을 함께하기로 결정했다. 글로벌 다이캐스팅 위탁생산 최고 기업의 자리를 유지하기 위한 현명한 선택이라고 판단된다.

기타 사업부 - 공작기계



자료: 각 사, SK 증권

12,000t 다이캐스팅 개발부터 도입, 생산까지

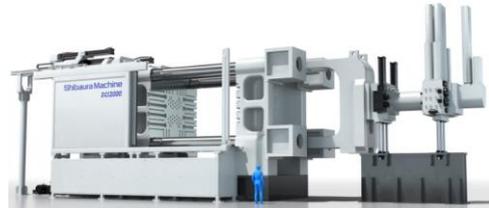
世界最大級・型締力12,000トンの
(新製品) 超大型ダイカストマシンを受注
(ギガキャストに対応)

Shibaura Machine
100-8188-0001

2025年4月16日

芝浦機械株式会社(本社:東京都千代田区)代表取締役社長(坂元 寛史)は、韓国上場企業SEQUIN SYSTEM CO., LTD. (CEO: Jun Dong Kyu) のグループ会社であるベトナム工場より12,000トンの型締力を持つ、「ギガキャスト」に対応した超大型ダイカストマシン DC12000GSを2台、正式に受注いたしました。

◆開発の背景と狙い
近年、電動化や軽量化の進展により、自動車業界構造部品もアルミニウム合金などの軽合金で大型一体構造(ギガキャスト)するニーズが急増しています。この「ギガキャスト」技術は、複数の部品を一体化することで部品点数や製造工程の削減、更なる軽量化や強度向上を可能にし、自動車の高燃費削減と自重軽減にも大きく向上させます。当社は、異なったダイカストマシンの開発実績と技術力を活かして、「ギガキャスト」に対応した超大型ダイカストマシンをラインアップ化することで、お客様が抱えるニーズに対応いたします。



자료: Shibaura Machine, SK 증권

2025년, 사상 최고 실적 또 경신 예상

올해도 연간 사상 최고 실적 또 경신할 것

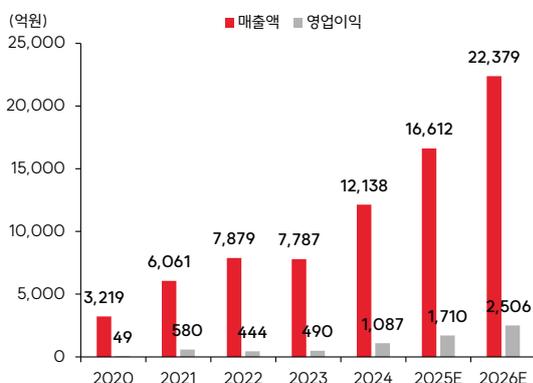
2016년 연간 매출액 1,659억원의 실적을 바탕으로 2017년 국내 증시에 상장한 서진시스템은 지난해 매출액 1조 2,138억원을 달성하였다. 지난 8년간 7배 이상의 외형 성장을 기록한 것이다. 코로나19 팬데믹이 있었던 2020년, 중단 사업부 관련 실적이 반영된 2022년을 제외하면 매출액은 한 해도 빠짐없이 꾸준히 성장했다. 같은 기간 자산도 2,263억원에서 2조 1,033억원으로 10배 가까이 증가했다. 규모의 경제 시현이 막강한 경쟁력이자 진입 장벽으로 작용함을 증명한 것이다. 올해는 연간 사상 최고 실적을 다시 경신할 것으로 예상된다. 특히 1분기 사업부별 실적을 통해 반도체, 우주항공 분야 등이 새로운 라이징 스타(Rising Star)로 진화 중임을 확인할 수 있을 것으로 추정한다.

서진시스템 연간 실적 추이 및 전망

구분 (억원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E					2026E
						Total	1Q	2Q	3Q	4Q	
매출액	3,219	6,061	7,879	7,787	12,138	16,612	2,869	3,670	5,027	5,046	22,379
ESS	304	1,305	1,898	2,744	6,360	7,882	1,190	1,585	2,697	2,410	10,928
EV & Battery	-	-	477	1,048	1,122	1,548	275	345	425	503	2,444
반도체	338	709	1,478	1,394	1,943	2,944	653	718	761	812	3,600
통신	1,033	1,390	2,213	1,385	1,232	1,553	316	385	404	448	1,819
기타	1,544	2,658	1,812	1,215	1,480	2,685	435	637	740	873	3,588
영업이익	49	580	444	490	1,087	1,710	186	330	623	570	2,506
(OPM, %)	(1.5)	(9.6)	(5.6)	(6.3)	(9.0)	(10.3)	(6.5)	(9.0)	(12.4)	(11.3)	(11.2)

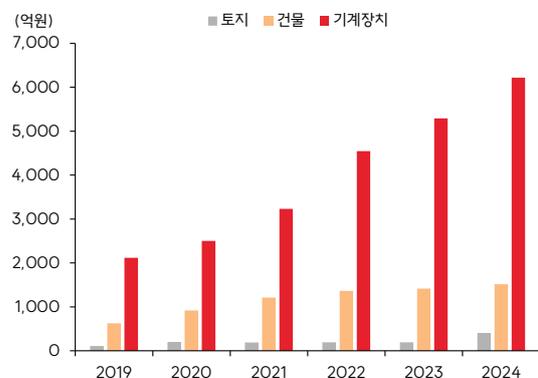
자료: 서진시스템, SK 증권 추정

서진시스템 연간 실적 추이 및 전망



자료: 서진시스템, SK 증권 추정

유형자산의 증가가 의미하는 것



자료: 서진시스템, SK 증권

연초 이후 주가 흐름, 이제는 되돌릴 순간

글로벌 다이캐스팅 전문 업체과 비교했을 때 과도한 저평가 구간

지난해 7월 목표주가를 기존 33,000 원에서 41,000 원으로 상향 조정한 이후 투자자의견과 목표주가를 줄곧 유지 중이다. 올해 예상 EPS 2,393 원 대비 현재 주가는 PER 8.4 배에 불과하며, 목표주가는 PER 1.7 배에 해당한다. 현재 주가 수준은 해마다 최고 실적을 경신 중인 성장 기업에 어울리지 않는 수준이라 판단된다. 서진시스템과 같이 다이캐스팅 공법을 바탕으로 위탁 생산 사업을 영위 중인 글로벌 기업들의 평균 TTM PER 이 17.3 배 수준이다. 특히 새로운 세계의 공장으로서 대두되는 인도의 Endurance Technologies 사는 30 배가 넘는 PER 을 적용 받고 있다는 점에서 서진시스템은 확실한 저평가 구간이라고 판단된다.

루머로 힘들었던 1분기, 더이상 주가 하방 압력 없을 것

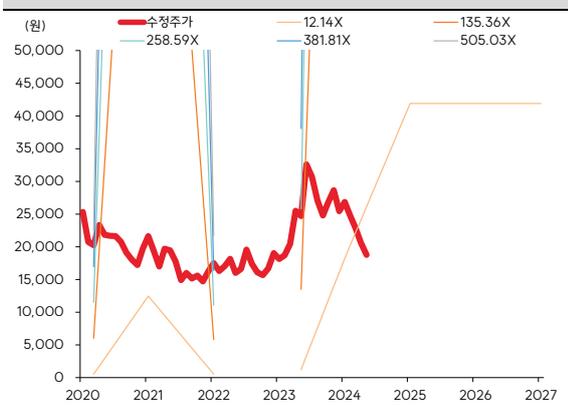
연초 개장 이후 서진시스템의 주가는 상대적으로 부진한 흐름을 보였다. 분기 실적 적자 전환 및 유상증자 가능성 등 악성 루머, 글로벌 주요 고객사의 주가 부진, 우리나라 공매도 전면 재개, 상호관세 부과 등이 악영향을 미쳤다. 특히 가장 부정적인 영향을 미쳤던 악성 루머의 경우 모두 사실 무근임을 증명하고 있기에 더 이상의 주가 하방 압력은 크지 않을 것으로 예상된다.

글로벌 다이캐스팅 전문 업체

종목명	티커	국가	시가총액	2024년 매출액	TTM PER	비고
Nemak	NEMAKA	멕시코	0.4 bn USD	4.9 bn USD	17.0	HPDC 파워트레인, EV 하우징
Ryobi	5851	일본	66.4 bn JPY	293.3 bn JPY	9.6	엔진/새시 HPDC 부품
Georg Fischer	GF	스위스	5.9 bn USD	4.8 bn CHF	22.7	메가캐스팅 EV 구조물
Endurance Tech	ENDURANCE	인도	263.7 bn INR	102.4 bn INR	32.9	글로벌 HPDC 공장 보유
Magna International	MGA	캐나다	9.8 bn USD	42.8 bn USD	9.2	기가프레스, 메가캐스팅
Linamar	LNR	캐나다	2.2 bn USD	10.9 bn USD	12.1	HPDC 차체 기가캐스팅

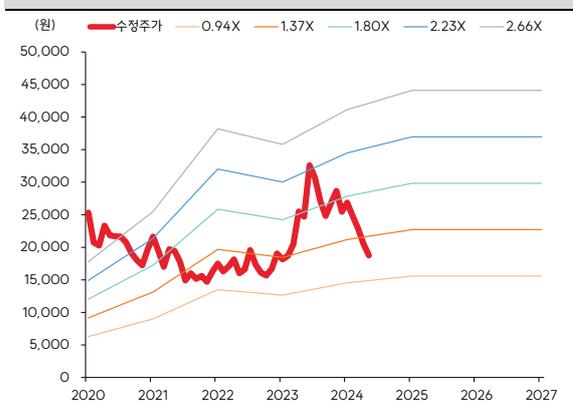
자료: 각 사, Yahoo Finance, SK 증권

서진시스템 PER 밴드차트



자료: Quantwise, SK 증권

서진시스템 PBR 밴드차트



자료: Quantwise, SK 증권

Appendix. 관세는 어떤 영향을 미칠 것인가

미국 직접 노출도 크지 않아 관세 영향 미미할 듯, 베트남 생산 시설이 경쟁력 있는 것은 사실

서진시스템의 주력 공장이 집중되어 있는 베트남 상호관세가 예상보다 크게 발표되면서 동사의 주가도 52 주 신저가를 기록하는 모습을 보인 바 있다. 하지만 베트남 정부가 적극적 협상 의지를 보였고 상호관세 유예 등의 조치가 이어지면서 곧바로 외국인 순매수 중심의 반등세가 나타났다. 중요한 점은 설령 상호관세가 그대로 부과된다고 하더라도 서진시스템에 미치는 영향은 생각보다 미미할 것으로 예상되는 점이다.

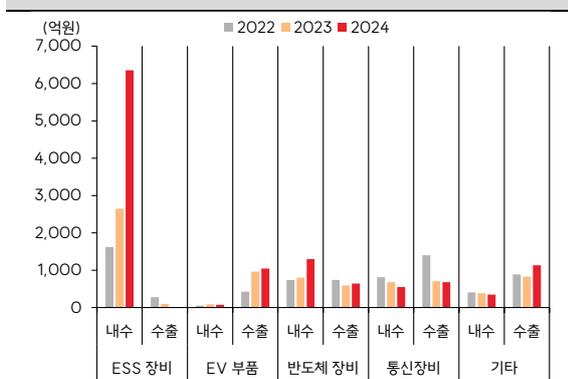
작년 매출액 절반 정도를 차지했던 ESS 사업부는 미국 시장 노출도가 약 50% 수준이다. 분기 실적 성장성이 나타나기 시작한 반도체 장비 사업부는 대만 및 일본 고객사 비중이 대부분이기 때문에 상호관세 영향은 사실상 전무하다. 통신장비 사업부도 우리나라 및 유럽, 베트남 현지 비중이 크다. 따라서 궁극적인 상호관세 노출도는 크지 않을 것으로 보인다. 물론 여전히 중국 대비 베트남의 생산 효율성이 경쟁 우위에 있다는 점도 변하지 않는 사실이다.

글로벌 사업 확장 전초기지 될 계열사 주요 사이트

법인명	설립일	사이트 소재지	주요 목적
Texon USA	2018.06.14.	Milmont Drive Fremont, California	현지 사업 총괄
Seojin Global	2022.04.29.	Irvine, California	현지 사업 총괄
RBR Machine	2024.10.23.	Houston, Texas	미국 현지 가공
Custom Spring Manufacturing	2024.10.23.	Houston, Texas	미국 현지 가공
SJT Co	2024.12.11.	Hung Yen Province, Vietnam	반도체 사업 확장
TJT Co	2024.12.11.	Hung Yen Province, Vietnam	반도체 사업 확장
Northbelt Industrial	2025.04.	Houston, Texas	ESS 현지 생산

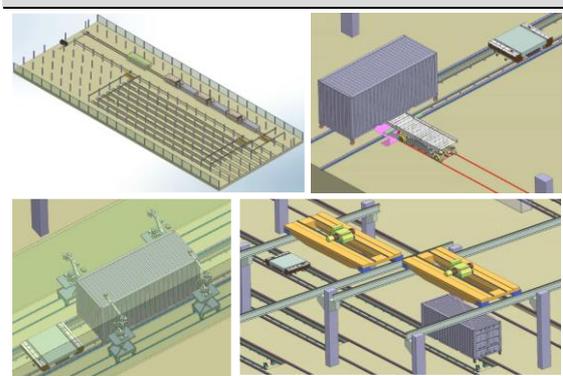
자료: 서진시스템, SK 증권

사업 분야별 내수/수출 매출 비중 추이



자료: 서진시스템, SK 증권

베트남/미국 공장 자동화 전환 작업 진행 중



자료: 서진시스템, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	7,288	7,801	11,416	15,274	18,701
현금및현금성자산	188	161	411	2,675	4,847
매출채권 및 기타채권	1,572	1,195	2,725	3,469	4,294
재고자산	5,269	6,194	7,723	8,134	8,411
비유동자산	6,560	7,400	9,616	9,406	9,107
장기금융자산	8	3	342	395	436
유형자산	5,756	6,462	8,190	7,929	7,590
무형자산	55	66	201	196	192
자산총계	13,848	15,201	21,032	24,680	27,809
유동부채	6,631	9,200	8,848	10,025	10,950
단기금융부채	3,417	5,957	5,414	5,928	6,367
매입채무 및 기타채무	2,814	2,451	2,979	3,576	3,998
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,821	1,020	3,428	4,239	4,509
장기금융부채	1,747	949	3,156	3,841	4,012
장기매입채무 및 기타채무	0	0	3	3	3
장기충당부채	2	6	1	1	2
부채총계	8,452	10,220	12,276	14,264	15,459
지배주주지분	5,396	4,982	8,700	10,365	12,307
자본금	188	188	281	281	281
자본잉여금	1,712	1,712	5,546	5,865	5,865
기타자본구성요소	1,733	1,675	52	52	52
자기주식	0	-77	0	0	0
이익잉여금	1,368	1,064	1,895	3,241	5,183
비지배주주지분	0	-1	56	51	43
자본총계	5,396	4,981	8,756	10,416	12,350
부채외자본총계	13,848	15,201	21,032	24,680	27,809

현금흐름표

12월 결산(억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동현금흐름	242	426	-1,135	1,753	2,123
당기순이익(손실)	16	-227	839	1,341	1,934
비현금성항목등	1,151	1,381	1,154	1,390	1,412
유형자산상각비	639	775	923	873	814
무형자산상각비	5	8	13	11	9
기타	507	598	219	506	589
운전자본감소(증가)	-621	-346	-2,662	-448	-615
매출채권및기타채권의감소(증가)	-12	431	-987	-744	-825
재고자산의감소(증가)	-1,866	-846	-985	-411	-277
매입채무및기타채무의증가(감소)	932	-354	110	597	422
기타	-419	-463	-550	-718	-943
법인세납부	-114	-82	-84	-189	-335
투자활동현금흐름	-2,143	-1,624	-2,118	-646	-500
금융자산의감소(증가)	-601	-18	-215	-3	-2
유형자산의감소(증가)	-1,534	-1,573	-1,731	-612	-475
무형자산의감소(증가)	-8	-16	-10	-5	-5
기타	0	-18	-161	-27	-18
재무활동현금흐름	1,844	1,170	3,490	1,452	543
단기금융부채의증가(감소)	191	299	530	514	439
장기금융부채의증가(감소)	72	1,059	2,826	685	171
자본의증가(감소)	4	0	3,927	319	0
배당금지급	-56	0	0	-60	-60
기타	1,634	-189	-3,793	-7	-6
현금의 증가(감소)	-53	-28	251	2,264	2,172
기초현금	241	188	161	411	2,675
기말현금	188	161	411	2,675	4,847
FCF	-1,292	-1,147	-2,866	1,141	1,648

자료 : 서진시스템, SK증권 추정

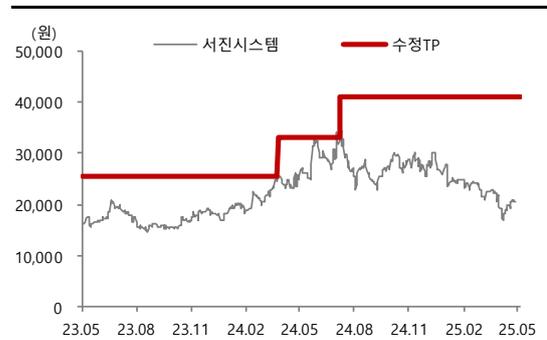
포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	7,360	7,787	12,138	17,942	22,379
매출원가	6,072	6,407	10,003	15,026	18,778
매출총이익	1,288	1,379	2,134	2,916	3,601
매출총이익률(%)	17.5	17.7	17.6	16.3	16.1
판매비와 관리비	691	889	1,047	1,082	1,095
영업이익	597	490	1,087	1,833	2,506
영업이익률(%)	8.1	6.3	9.0	10.2	11.2
비영업손익	-292	-487	97	-304	-237
순금융손익	-284	-439	-489	-347	-280
외환관련손익	-4	-51	410	30	26
관계기업등 투자손익	9	2	-1	0	0
세전계속사업이익	305	3	1,184	1,529	2,269
세전계속사업이익률(%)	4.1	0.0	9.8	8.5	10.1
계속사업법인세	136	25	344	189	335
계속사업이익	169	-22	839	1,341	1,934
중단사업이익	-153	-205	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	16	-227	839	1,341	1,934
순이익률(%)	0.2	-2.9	6.9	7.5	8.6
지배주주	16	-226	843	1,346	1,942
지배주주귀속 순이익률(%)	0.2	-2.9	6.9	7.5	8.7
비지배주주	0	-1	-3	-5	-8
총포괄이익	208	-284	1,416	1,341	1,934
지배주주	208	-283	1,420	1,344	1,939
비지배주주	0	-1	-3	-3	-5
EBITDA	1,240	1,273	2,022	2,717	3,329

주요투자지표

12월 결산(억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	21.4	5.8	55.9	47.8	24.7
영업이익	2.9	-17.9	121.8	68.7	36.7
세전계속사업이익	-32.4	-99.1	44,551.7	29.2	48.4
EBITDA	16.4	2.6	58.8	34.4	22.5
EPS	-56.2	적전	흑전	59.7	44.3
수익성 (%)					
ROA	0.1	-1.6	4.6	5.9	7.4
ROE	0.4	-4.3	12.3	14.1	17.1
EBITDA마진	16.9	16.4	16.7	15.1	14.9
안정성 (%)					
유동비율	109.9	84.8	129.0	152.4	170.8
부채비율	156.7	205.2	140.2	137.0	125.2
순차입금/자기자본	91.9	134.8	93.1	68.0	44.7
EBITDA/이자비용(배)	4.3	2.9	4.1	7.2	8.8
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	450	-55	1,498	2,393	3,452
BPS	14,358	13,461	15,467	18,427	21,880
CFPS	1,755	1,484	3,161	3,964	4,916
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	38.9	-327.5	17.9	8.5	5.9
PBR	1.2	1.3	1.7	1.1	0.9
PCR	10.0	12.2	8.5	5.1	4.1
EV/EBITDA	9.3	10.6	11.5	7.6	5.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.07.10	매수	41,000원	6개월		
2024.03.27	매수	33,000원	6개월	-16.66%	3.18%
2023.06.14	매수	25,500원	6개월	-28.11%	-1.96%



Compliance Notice

작성자(나승두)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(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 05월 02일 기준)

매수	97.52%	중립	2.48%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------