

Meritz Research 2025. 4. 1

SPACE
WAR Meritz Future Intelligence
VOL. 5

SPACE X **INNOVATION**

meritz 메리츠증권

SPACE X INNOVATION



통신/우주/미디어

Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr



CONTENTS

Part I	Tech Innovation	09
Part II	Supply Chain Innovation	73
기업분석	서진시스템(178320)	105

Tech Innovation

I

- 2002년 설립된 SpaceX의 주력 사업은 발사 서비스(Launch Service), 위성 통신(Starlink), 심우주(Deep Space)로 구분
- 2011년 10월 일론 머스크는 우주의 무어의 법칙(Moore's Law of Space) 발견이 가장 중요한 과제라고 설명
- SpaceX 등장과 함께 시작된 New Space 시대부터 우주로 발사되는 인공물체 개체수가 2년마다 두 배씩 증가하기 시작 (2013년 210개에 불과하던 인공우주물체는 2024년 2,849개, 2025년 5,079개로 비약적으로 증가)
- 2024년 전세계 우주 발사 횟수에서 SpaceX가 차지하는 비중은 52.5%이며, 저궤도(LEO) 비중은 75.3%로 압도적인 상황
- 2024년 SpaceX의 총 발사 횟수는 역대 최대인 138회이며, 2025년에는 Falcon 9 175회, Starship 25회 등 총 202회 전망
- 총 42,000기의 Starlink 저궤도 군집위성 구축을 위한 Falcon 9 및 Starship 단독 발사 횟수는 2031년까지 꾸준히 증가 전망
- Falcon 9을 이용한 상업용 발사 횟수 역시 계속 증가 중이며, 2027년 1월까지 탑승 일정이 마감된 공급자 우위 시장 형성
- Starship은 Falcon 9 대비 탑재용량이 7배 이상 크며, 100% 재사용이 가능한 만큼 kg 당 운송비용이 \$100 이하로 하락 전망
- 옵티머스 로봇을 태운 Starship이 2026년 화성으로 출발하며, 향후 2년에 1,000~1,200대의 Starship을 화성으로 보낼 계획
- 2018년 미국 FCC 정식 승인을 받은 Starlink는 총 42,000기의 저궤도 군집위성으로 전세계를 인터넷으로 연결한다는 목표
- Starlink V1 저궤도 통신 위성 제작 비용은 초기 100만달러에서 2024년 기준 20만달러 수준까지 하락
- Starlink 저궤도 통신 위성의 월간 생산 CAPA는 2019년 60기에서 2020년 대량 생산 체계 구축 후 2024년 550기로 증가
- Starlink는 현재 전세계 130개국에서 정식서비스 중이며, 2025년 2월 기준 Starlink 글로벌 유료 가입자수는 500만명을 돌파
- Starlink 게이트웨이 사이트당 안테나 수는 4~9개 배치가 일반적이었으나, 최근 메가(Mega) 게이트웨이 사이트 구축이 확대
- Starlink 메가 게이트웨이 사이트의 경우 안테나 수가 40개까지 배치되며, 궁극적으로 60개까지 구축이 가능
- 2025년 2월 현재 가동되고 있는 Starlink 저궤도 위성 7,035기에 대응하기 위한 지상 게이트웨이 안테나 수는 6,422개로 데이터 처리량 증가로 지상 안테나 수는 위성 수와 비례하게 증가하고 있는 추이

Supply Chain Innovation

II

- 인코넬(Inconel)은 니켈(Ni), 크롬(Cr), 철(Fe) 및 기타 금속을 정밀 조합한 초합금(Superalloy)으로 내열성이 좋고, 900°C 이상의 산화기류 속에서도 신화하지 않고, 황을 함유한 대기에서도 침체되지 않는 합금. 우주항공 분야에서는 718계열 사용
- Starship은 기존 탄소 섬유(Carbon Fibre)에서 300계열 스테인리스강 기반으로 설계 및 제조 방식을 변경
- 탄소 섬유는 낮은 생산 효율에도 가격이 kg당 \$135인 반면, 동일한 양의 스테인리스강 가격은 kg당 \$3 수준에 불과
- 전세계에서 채굴된 니켈의 60~70%는 스테인리스강 제조에 사용. 304/304L 스테인리스강과 니켈 가격은 높은 상관성 입증
- 미국의 보편적 관세와 인도네시아 정부의 니켈 채굴 감축 계획 등으로 글로벌 니켈 가격은 중장기적으로 반등할 전망
- 글로벌 특수합금 시장은 2033년까지 연평균 +5.3% 성장하며, 특히 우주항공 분야는 연평균 +6.9%로 Outperform 전망
- SpaceX의 탈 중국화 및 공급망 다변화 전략으로 2020년대 초부터 대만과 한국 기업들이 SpaceX의 벤류체인으로 합류
- SpaceX는 2024년 대만 공급업체들에게 생산 라인을 베트남으로 이전할 것을 요구했고 대만 협력사들은 베트남 투자를 결정
- 베트남은 2025년 아시아 제조업 지수에서 2년 연속 종합 2위를 기록했으며, SpaceX는 베트남 현지 생산으로 비용 절감 계획
- 베트남 정부와 SpaceX의 협력 강화로, 베트남 현지에 생산 설비를 보유한 SpaceX 공급업체들의 사업 참여 기회 확대 전망

기업분석

서진시스템(178320)

III

- 동사는 1996년 설립된 알루미늄 제조가공 분야 국내 1위 업체로, 통신장비 핵심, 반도체 장비, ESS 등을 주력으로 생산
- 2024년 연결 매출액은 1조 2,138억원으로 전년 대비 +55.9% 성장했으며, 이 중 ESS 사업의 매출 비중은 52.4% 기록
- 우주 사업 확장을 위해 글로벌 최대 민간 우주기업과 거래 레퍼런스가 있는 미국 RBR Machine을 100% 자회사로 인수
- RBR Machine은 항공우주(Aerospace) 분야에서 로켓 제조에 필요한 정밀 기계 부품 제작 기술 및 기계를 보유
- 동사는 글로벌 최대 민간 우주기업이 추진하는 저궤도 위성 통신 사업에서 통신 위성에 탑재되는 부품과 게이트웨이 안테나 및 렉(Rack) 장비 부품, 그리고 차세대 발사체에 적용되는 알루미늄 합금을 납품하기 시작
- 2025년 연결 실적은 매출액 1조 6,567억원(+36.5% YoY), 영업이익 1,714억원(+57.6% YoY) 전망
- 최근 동사의 외형 성장을 주도했던 ESS 매출은 Fluence 사업이 정상화되는 2Q25부터 실적 개선이 나타날 전망
- 우주 관련 매출은 2024년 샘플 대응을 시작으로 2025년 약 1천억원, 2026년 약 3천억원 규모로 큰 폭의 성장 전망

Appendix: 국내&해외 우주 기업 Valuation Table

	시가 총액	매출액			영업이익			당기순이익			PER(배)			PBR(배)			EV/EBITDA(배)			ROE(%)		
		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
국내(십억원)																						
한화에어로스페이스	28,579.4	11,240.1	20,041.1	22,356.9	1,731.9	2,454.6	2,926.6	1,479.3	1,518.1	1,847.2	7.1	19.3	15.5	7.8	3.7	3.0	25.0	13.9	11.8	21.9	24.0	22.2
한국항공우주	7,310.6	3,633.7	4,239.5	5,386.8	240.7	332.5	474.6	185.1	273.7	387.2	31.1	26.8	18.8	4.1	3.7	3.2	20.8	17.6	13.4	13.0	14.4	18.3
한화시스템	6,064.3	2,803.7	3,464.7	3,921.6	219.3	245.9	317.7	174.1	211.6	285.5	8.7	28.8	21.1	2.7	2.3	2.1	18.2	15.8	13.3	6.0	8.8	10.7
씨트렉아이	484.0	257.8	355.1	445.4	-19.4	19.4	42.5	-8.5	20.2	36.9	N/A	19.1	10.5	1.5	1.4	1.2	76.9	10.5	7.0	-4.4	7.4	12.3
인텔리안테크	374.2	171.3	204.4	251.9	-3.1	10.5	17.9	8.4	13.5	21.5	55.5	28.3	22.6	2.2	2.1	1.9	67.9	16.3	11.3	2.3	7.5	8.9
HVM	231.6	58.6	N/A	N/A	7.3	N/A	N/A	10.4	N/A	N/A	17.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
AP위성	169.5	56.8	70.4	75.8	-2.2	3.0	4.9	-3.1	2.9	4.3	N/A	41.0	27.3	N/A	2.1	2.0	N/A	18.7	12.7	N/A	6.4	7.4
이노스페이스	159.4	86.2	N/A	N/A	-5.4	N/A	N/A	-5.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
루미르	152.9	69.0	98.3	121.1	-12.2	2.0	13.8	-17.7	2.6	11.7	N/A	N/A	13.3	1.7	1.7	1.5	N/A	25.1	8.5	-18.7	2.6	11.3
컨텍	149.3	0.0	45.7	95.6	-32.9	-6.0	17.8	-33.1	-13.0	16.3	N/A	N/A	10.3	3.7	9.6	5.9	N/A	N/A	10.9	-69.7	-42.8	38.7
켄코아에어로스페이스	146.4	14.3	N/A	N/A	-1.2	N/A	N/A	-1.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
제노코	115.5	45.1	68.5	88.5	-6.8	8.1	12.3	-7.3	6.0	10.0	N/A	40.8	23.8	N/A	N/A	N/A	30.1	20.1	17.5	5.8	7.3	9.3
해외(십억달러)																						
Raytheon Tech.	175.9	80.7	84.3	89.3	10.0	11.0	12.2	7.7	8.3	9.2	20.1	21.5	19.1	2.8	2.8	2.7	17.9	15.6	14.5	12.3	13.1	14.1
Boeing	130.4	66.5	84.6	98.2	-11.7	1.6	5.9	-13.1	-1.1	2.9	N/A	N/A	44.4	N/A	N/A	N/A	N/A	44.7	19.2	108.0	28.9	-50.9
Lockheed Martin	103.6	71.0	74.3	77.3	8.7	9.0	9.4	6.7	6.4	6.8	17.4	16.2	15.2	15.3	15.9	15.0	12.3	11.6	11.1	92.1	96.4	100.6
Northrop Grumman	74.1	41.0	42.4	44.3	4.4	4.8	4.8	3.8	4.0	4.1	18.0	18.2	18.2	5.0	4.7	4.5	15.0	14.0	13.6	25.5	25.7	25.0
L3 Harris Tech	39.0	21.3	22.1	23.0	2.4	3.4	3.6	1.9	2.0	2.3	21.3	19.4	17.0	2.1	2.0	1.9	12.5	12.8	11.9	12.2	10.5	12.1
Rocket Lab USA	8.4	0.4	0.6	0.9	-0.2	-0.1	0.0	-0.2	N/A	N/A	24.2	N/A	N/A	14.9	25.8	20.5	N/A	N/A	101.5	-32.1	-46.2	-12.9
AST Spacemobile	7.6	0.0	0.1	0.5	-0.2	-0.3	-0.1	-0.3	N/A	N/A	30.1	26.3	20.8	5.4	7.9	15.5	10.0	9.5	8.9	16.5	30.2	72.4
Iridium Comm.	3.0	0.8	0.9	0.9	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	N/A	193.5	119.1	6.9	7.9	7.5	20.6	20.8	16.2	10.5	N/A	N/A
Globalstar	2.7	0.3	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	N/A	N/A	N/A	0.7	0.6	0.6	7.1	6.9	6.4	-5.0	-12.5	-1.2
MDA	2.3	0.8	1.1	1.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	47.8	21.9	20.0	2.8	2.5	2.3	15.8	10.8	9.4	8.3	12.5	13.8
Eutelsat Comm.	2.1	1.3	1.3	1.4	-0.2	-0.4	0.0	-0.3	-0.6	-0.1	N/A	N/A	N/A	0.7	0.6	0.6	7.1	6.9	6.4	-5.0	-12.5	-1.2
Intuitive Machines	1.4	0.2	0.3	0.4	-0.1	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	N/A	N/A	244.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	83.3	-513.9	-48.3	-15.5
Viasat	1.4	4.3	4.5	4.6	0.2	0.2	0.3	-0.1	0.0	0.1	N/A	N/A	15.2	0.3	0.3	0.3	5.0	4.5	4.4	-18.9	-3.7	-2.0
Planet Labs Pbc	1.0	0.2	0.2	0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	N/A	N/A	N/A	1.9	2.2	2.7	N/A	N/A	N/A	-18.0	-9.4	-10.3
Telesat Comm.	1.0	0.4	0.3	0.3	N/A	0.0	0.0	0.1	-0.2	-0.3	N/A	N/A	N/A	0.5	N/A	N/A	14.2	25.4	31.4	N/A	N/A	N/A
redwire	0.7	0.3	0.4	0.6	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.0	N/A	N/A	49.0	N/A	N/A	N/A	139.4	35.2	14.8	N/A	N/A	N/A
IQPS	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	N/A	N/A	80.2	N/A	4.9	4.6	N/A	42.1	22.9	N/A	-19.4	7.2
Virgin Galactic	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	N/A	N/A	N/A	0.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-96.9	-184.3	397.6

주: Outlier인 2025년 Globalstar과 2026년 Globalstar 및 Intuitive Machines PER은 평균에서 제외

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

기업분석

서진시스템(178320)

서진시스템(178320) ESS에 이은 우주 사업 성장

Analyst 정지수 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가(12개월)	-
현재주가(3.31)	20,550원
상승여력	-

KOSDAQ	672.85pt
시가총액	11,559억원
발행주식수	5,625만주
유동주식비율	54.71%
외국인비중	7.29%
52주 최고/최저가	34,450원/20,550원
평균거래대금	147.4억원

주요주주(%)	
전동구 외 11 인	26.3
네오솔루션즈 외 2 인	10.0
썬플라워2022 훌딩스 유한회사	7.2

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.1	-23.3	-19.4
상대주가	-0.6	-12.9	8.5



알루미늄 소재 가공 1위 업체

- 동사는 1996년 설립된 알루미늄 제조가공 분야 국내 1위 업체로, 통신장비 함체, 반도체 장비, ESS 등을 주력으로 생산
- 삼성전자, 에릭슨, Fluence, 삼성SDI 등 글로벌 IT 기업들이 주요 고객사이며, 최근 우주항공 분야로 사업 영역을 확장

2025년 영업이익 1,714억원(+57.6% YoY) 전망

- 2025년 연결 실적은 매출액 1조 6,567억원(+36.5% YoY), 영업이익 1,714억원(+57.6% YoY) 전망
- 사업부별 매출액은 통신장비 1,412억원, 반도체 3,209억원, ESS 7,735억원, 기타(우주 포함) 2,826억원 전망
- 최근 동사의 외형 성장을 주도했던 ESS 매출은 Fluence 사업이 정상화되는 2Q25부터 실적 개선이 나타날 전망
- 반도체 사업은 램리서치, ASML 등 주요 고객사의 높은 수요와 부품 내재화 전략으로 외형 성장 + 수익성 개선 동시 달성 전망

글로벌 최대 민간 우주기업의 메인 벤더로 부상

- 동사는 글로벌 최대 민간 우주항공 기업의 발사 서비스 및 위성 통신 사업에 알루미늄 합금과 전자기기 부품을 공급
- 베트남의 30만평 규모의 대규모 생산 설비를 기반으로 발사체 부품 및 게이트웨이 안테나, 저궤도 통신 위성 부품을 대규모로 공급
- 우주 관련 매출은 2024년 샘플 대응을 시작으로 2025년 약 1천억원, 2026년 약 3천억원 규모로 성장 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
	(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2020	321.9	4.9	-5.5	-152	적전	6,682	-166.5	3.8	32.3	-2.2	186.1
2021	606.2	58.0	38.6	1,045	흑전	9,584	20.7	2.3	11.8	12.8	191.5
2022	736.0	59.7	1.6	43	-95.9	14,358	407.9	1.2	9.3	0.4	156.7
2023	778.7	49.0	-22.6	-600	적전	13,257	-30.2	1.4	10.6	-4.3	205.2
2024	1,213.8	108.7	84.3	1,696	흑전	17,511	19.3	1.9	12.8	9.7	140.2

서진시스템 회사 소개

SPACE
WAR
VOL. 5

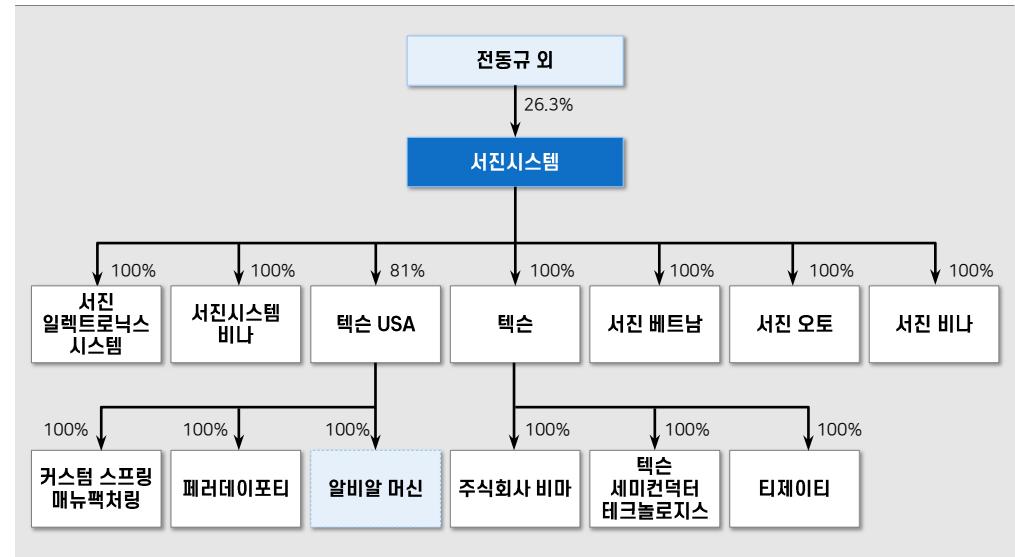
알루미늄 가공생산 1위 업체

- 동사는 1996년 설립된 알루미늄 제조가공 분야 국내 1위 업체로, 통신장비 함체, 반도체 장비, ESS 등을 주력으로 생산하며, 최근 우주항공 분야로 사업 영역을 확장
- 삼성전자, 에릭슨, 후지쯔, 램리서치, 히타치, Fluence, 삼성SDI 등 글로벌 IT 기업들이 주요 고객사
- 반도체 장비, ESS 전원구동장치를 생산하는 텍슨, 전기차 부품을 만드는 SEOJIN AUTO 등 10개 계열사 보유

서진시스템 주요 고객사

자료: 서진시스템

서진시스템 계열사 현황



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

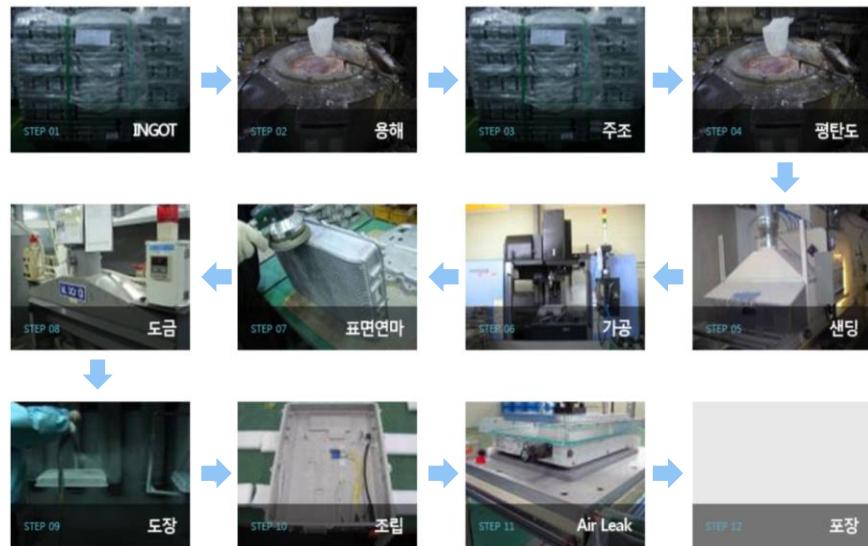
서진시스템 제조 공정 및 사업 영역

SPACE
WAR
Vol. 5

전공정 내재화로
생산효율 극대화

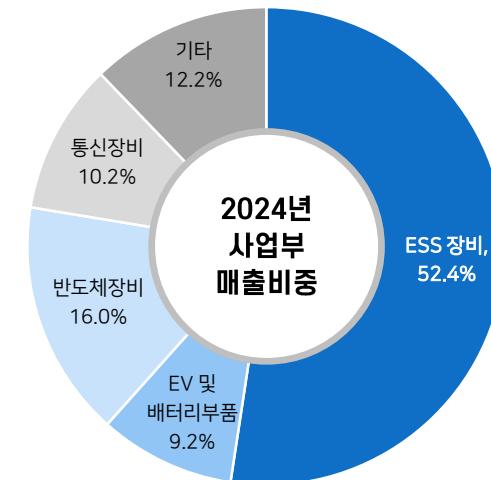
- 동사는 제품 설계부터 금형, 다이캐스팅, 조립, 검사까지 생산라인의 수직 계열화를 통한 전공정 내재화로 생산효율을 극대화하여 규모의 경제를 달성
- 특히, 자체적인 알루미늄 잉곳(ingot) 생산 라인을 보유해 경쟁사 대비 원가 측면에서 우수

서진시스템 제조 공정도



자료: 서진시스템

2024년 기준 사업부별 매출 구성



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

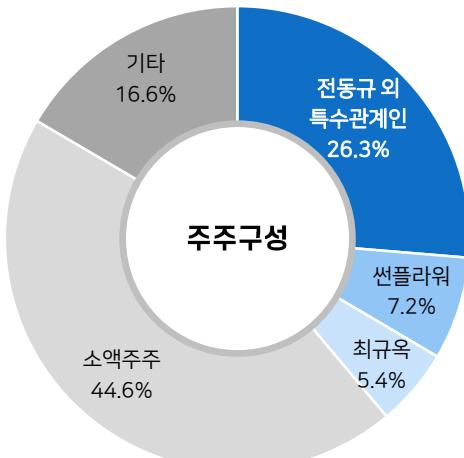
서진시스템 주주구성 및 자금조달 현황

SPACE
WAR
VOL. 5

주주구성 및 자금조달 내역

- 주주구성은 대표이사 외 특수관계인이 26.3%, 썬플라워 7.2%, 최규옥 5.4%, 소액주주 44.6%로 구성
- 2024년 10월 자회사 텍슨의 제2회 전환사채 발행 포함 장치산업에 필요한 인프라 구축을 위해 여러 차례 자금조달을 완료
- 현재 미전환 사채는 서진시스템 1,080억원, 자회사 텍슨 900억원 등 약 1,980억원으로 파악

서진시스템 주주구성



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

서진시스템 CB/BW 발행 내역 및 미상환 잔액

구분	종류	발행일	만기일	권면총액	전환청구가능기간	전환가액	미상환사채
제4회	CB	2020.03.31	2025.03.31	300억원	2021.04.01~2025.02.28	14,500원	-
제5회	CB	2020.04.02	2025.04.02	600억원	2021.04.03~2025.03.02	14,500원	-
제7회	CB	2021.03.22	2026.03.22	700억원	2022.03.22~2026.02.22	23,500원	-
제8회	CB	2021.03.25	2026.03.25	400억원	2022.03.25~2026.02.25	23,500원	-
제9회	CB	2021.12.23	2026.12.23	180억원	2022.12.23~2026.11.23	23,500원	80억원
제 10회	CB	2022.02.04	2052.02.04	1,100억원	2023.02.04~2052.01.04	23,500원	-
제 11회	CB	2022.02.04	2052.02.04	600억원	2023.02.04~2052.01.04	23,500원	-
제 20회	CB	2024.08.08	2028.08.08	450억원	2025.08.08~2028.07.08	26,494원	450억원
제 21회	BW	2024.08.08	2028.08.08	550억원	2027.03.29~2039.03.29	23,583원	550억원

자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

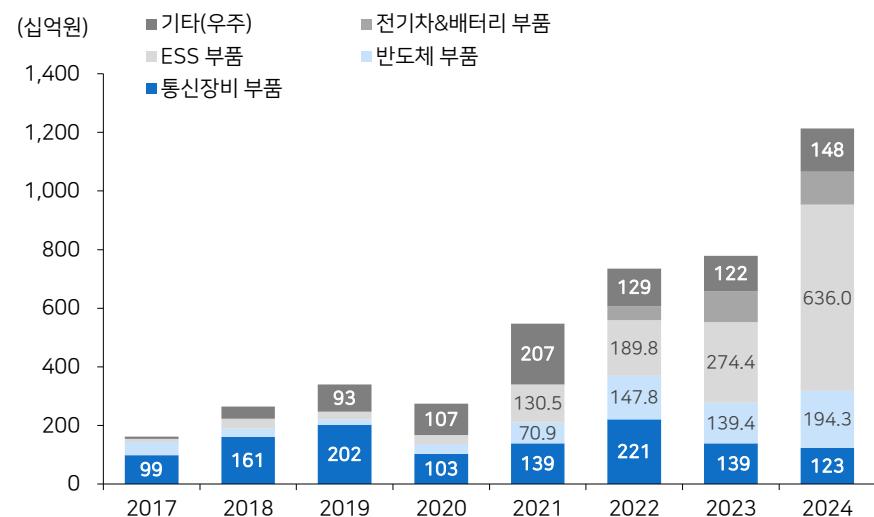
서진시스템 사업부별 실적 추이 및 전망

SPACE
WAR
Vol. 5

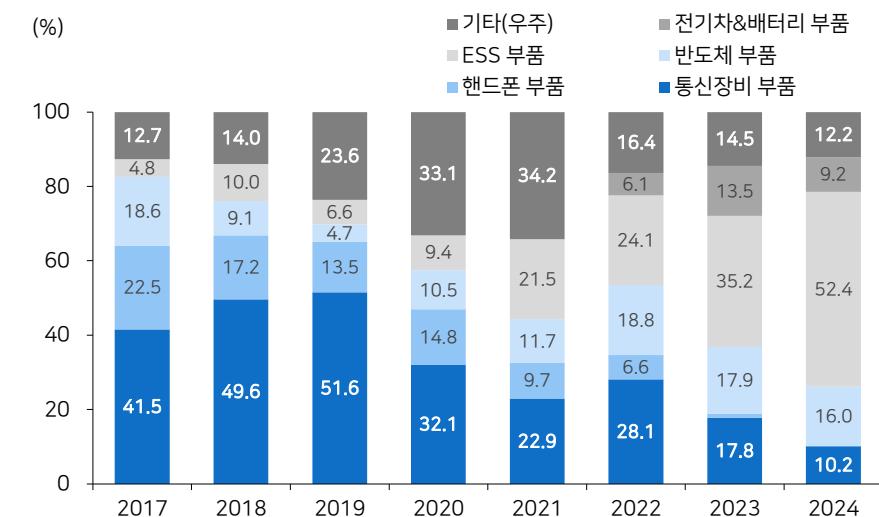
사업부별 매출 및 비중

- 동사의 2024년 연결 매출액은 1조 2,138억원으로 전년 대비 +55.9% 성장
- 사업부별 매출액 및 비중은 통신장비 1,232억원(10.2%), 반도체 1,943억원(16.0%), ESS 6,360억원(52.4%), 전기차 배터리 1,122억원(9.2%), 기타 1,480억원(12.2%)
- 특히, 전체 매출액에서 ESS 부품이 차지하는 비중은 2022년 24%에서 2023년 35%, 2024년 52%로 확대

사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



사업부별 연간 매출액 비중 추이 및 전망



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

우주 사업 확장을 준비 중인 서진시스템



우주 사업 확장을 위한 RBR Machine 인수

- 서진시스템은 우주 사업 확장을 위해 2024년 말 미국 RBR Machine을 100% 자회사로 인수 완료
- RBR Machine은 항공우주, 석유/가스, 자동차, 태양광 등 다양한 산업에 적용되는 맞춤 기계 부품을 생산
- 특히, 항공우주(Aerospace) 분야는 로켓 제조에 필요한 정밀 기계 부품 제작 기술 및 기계를 보유
- RBR Machine은 북미 최대 민간 우주항공 기업과 7~8년 거래한 레퍼런스를 보유

2024년 서진시스템 연결 자회사로 편입된 RBR Machine

SEOJIN ELECTRONICS SYSTEM CO., LTD.	도 · 소매업 및 제조업	중국	12월	100.00	100.00
(주)에스제이로지스틱스코리아	운수 및 창고업	한국	12월	100.00	100.00
SEOJIN GLOBAL INC.	도소매업	미국	12월	100.00	100.00
(주)서진안테나	제조업	한국	12월	60.00	60.00
텍슨유동화제일차 유한회사	특수목적기업	한국	12월	-	-
우리지서진이에스에스 유한회사(*8)	특수목적기업	한국	12월	-	-
서진유동화제일차 유한회사(*5)	특수목적기업	한국	12월	-	-
(주)페리데이포티(*5)(*6)	제조업	한국	12월	100.00	-
RBR Machine(*6)(*7)	제조업	미국	12월	100.00	-
Custom Spring Manufacturing(*6)(*7)	제조업	미국	12월	100.00	-
SJT CO., LTD.(*5)	제조업	베트남	12월	100.00	-
TJT CO., LTD.(*4)(*5)	제조업	베트남	12월	100.00	-

(*1) 지배기업과 종속기업이 보유한 지분율의 합계입니다.

(*2) SEOJIN AUTO CO., LTD.가 지분의 100%를 소유하고 있습니다.

(*3) SEOJIN VIETNAM CO., LTD.가 지분의 100%를 소유하고 있습니다.

(*4) (주)텍슨이 지분의 100%를 소유하고 있습니다.

(*5) 담기 중 신규로 설립되었습니다.

(*6) TEXON USA INC.가 지분의 100%를 소유하고 있습니다.

(*7) 담기 중 신규로 인수하였습니다.

자료: Dart

서진시스템이 인수한 RBR Machine의 우주 사업부



AEROSPACE PRECISION MANUFACTURING

Every year, more than 4 billion people book travel on a commercial flight, and millions more fly in small aircraft, helicopters and military aircraft, or on rockets designed to orbit the Earth. All these people rely on the aerospace industry to build safe, reliable equipment that can transport people hundreds or thousands of miles to where they need to go.

Aerospace manufacturers must have reliable partners to help get the parts required to build these complex, high-performance machines. Every piece that goes into the production of precision instruments and machines – from engines and flight hardware to the outer shell of a jet – must meet the most exacting standards for quality, functionality, and durability under stress.

MEETING YOUR AEROSPACE MANUFACTURING CHALLENGES

RBR Machine has the skills, tools, and machinery to create the most precise, innovative and highly specialized machine parts you need for aerospace manufacturing. We are ISO 9001 certified and AS9100 registered to meet the most stringent quality standards and requirements from the DOD, NASA and the FAA. Every part we make is designed to match the most precise tolerances to ensure the safety of passengers, crew and others on an aircraft.

More than 95% of our machines were purchased in the last two years. We use the latest in automated CNC machining for the highest level of accuracy and consistency in all our products. This state-of-the-art equipment allows us to create a wide range of specialized equipment to meet even the most extreme machining standards in a cost-effective way. Let us know how we can assist you!

자료: RBR Machine

글로벌 Top-tier 저궤도 위성 통신 사업자와의 협력

SPACE
WAR
VOL. 5

글로벌 최대 민간 우주기업의 저궤도 위성 통신 사업과 협력

- 동사는 글로벌 최대 민간 우주항공 기업이 추진하는 저궤도 위성 통신 사업에서 저궤도 통신 위성에 탑재되는 부품과 게이트웨이 안테나 및 렙(Rack) 장비의 부품을 공급
- 5G 기지국 장비 제조 역량을 바탕으로 저궤도 통신 위성에 들어가는 부품 공급 예정
- 게이트웨이 안테나의 경우 안테나 하부를 지지하는 알루미늄 합금에서 안테나 제조 부품까지 공급 가능

저궤도 위성 통신 사업 관련 부품 공급

게이트웨이 안테나



게이트웨이 랙(Rack)



LEO 위성 부품



자료: 서진시스템, Google

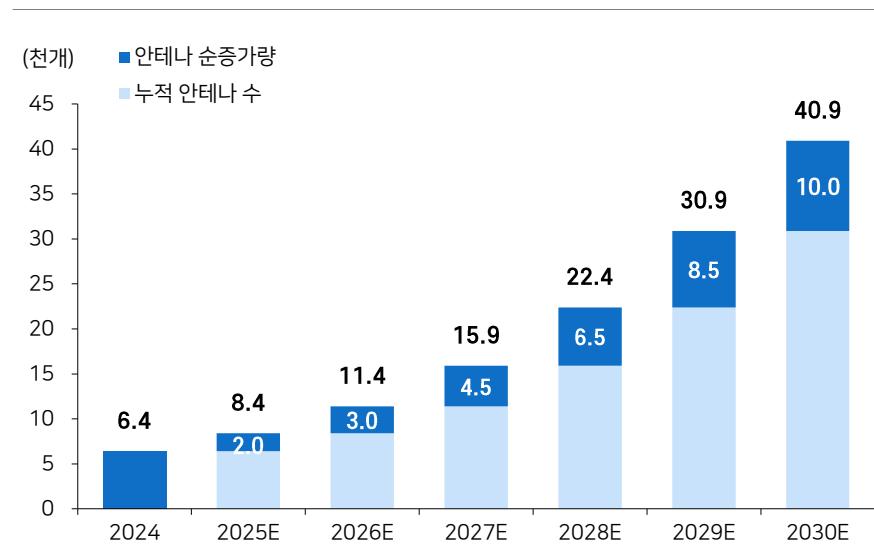
글로벌 Top-tier 저궤도 위성 통신 사업자와의 협력

SPACE
WAR
Vol. 5

글로벌 최대 민간 우주기업의 저궤도 위성 통신 사업과 협력

- 고객사인 글로벌 최대 민간 우주기업의 저궤도 통신 위성과 게이트웨이 안테나 수는 비례하게 증가
- 기 기축된 게이트웨이 안테나 수를 제외한 약 35,000개의 안테나는 2030년까지 꾸준히 증가할 전망
- 게이트웨이 안테나 제조원가를 약 50만불로 가정했을 때, 동사가 납품하는 품목은 순차적으로 증가 예상

글로벌 저궤도 위성 통신사의 게이트웨이 안테나 수 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

게이트웨이 안테나 구축에 따른 매출액 민감도 분석

(십억원)	안테나 (개)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
		2,000	3,000	4,500	6,500	8,500	10,000
단가 (달러)	10,000	29.0	43.5	65.3	94.3	123.3	145.0
	20,000	58.0	87.0	130.5	188.5	246.5	290.0
	30,000	87.0	130.5	195.8	282.8	369.8	435.0
	50,000	145.0	217.5	326.3	471.3	616.3	725.0
	80,000	232.0	348.0	522.0	754.0	986.0	1,160.0
	100,000	290.0	435.0	652.5	942.5	1,232.5	1,450.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

글로벌 최대 민간 우주기업의 발사체 제작을 위한 특수합금 납품

SPACE
WAR
VOL. 5

자회사 텍슨을 통해
우주 발사체 사업까지 협업

- 동사는 다양한 알루미늄 합금 제조 경험을 바탕으로 글로벌 최대 민간 우주기업의 차세대 발사체 분야와 협업
- 자회사 텍슨을 통해 발사체 제작에 필요한 알루미늄 합금을 납품 중이며,
2024년에는 샘플 물량만 대응한 반면, 2025년 1월부터 양산 물량을 공급하기 시작

다양한 알루미늄 합금 제품



자료: 언론

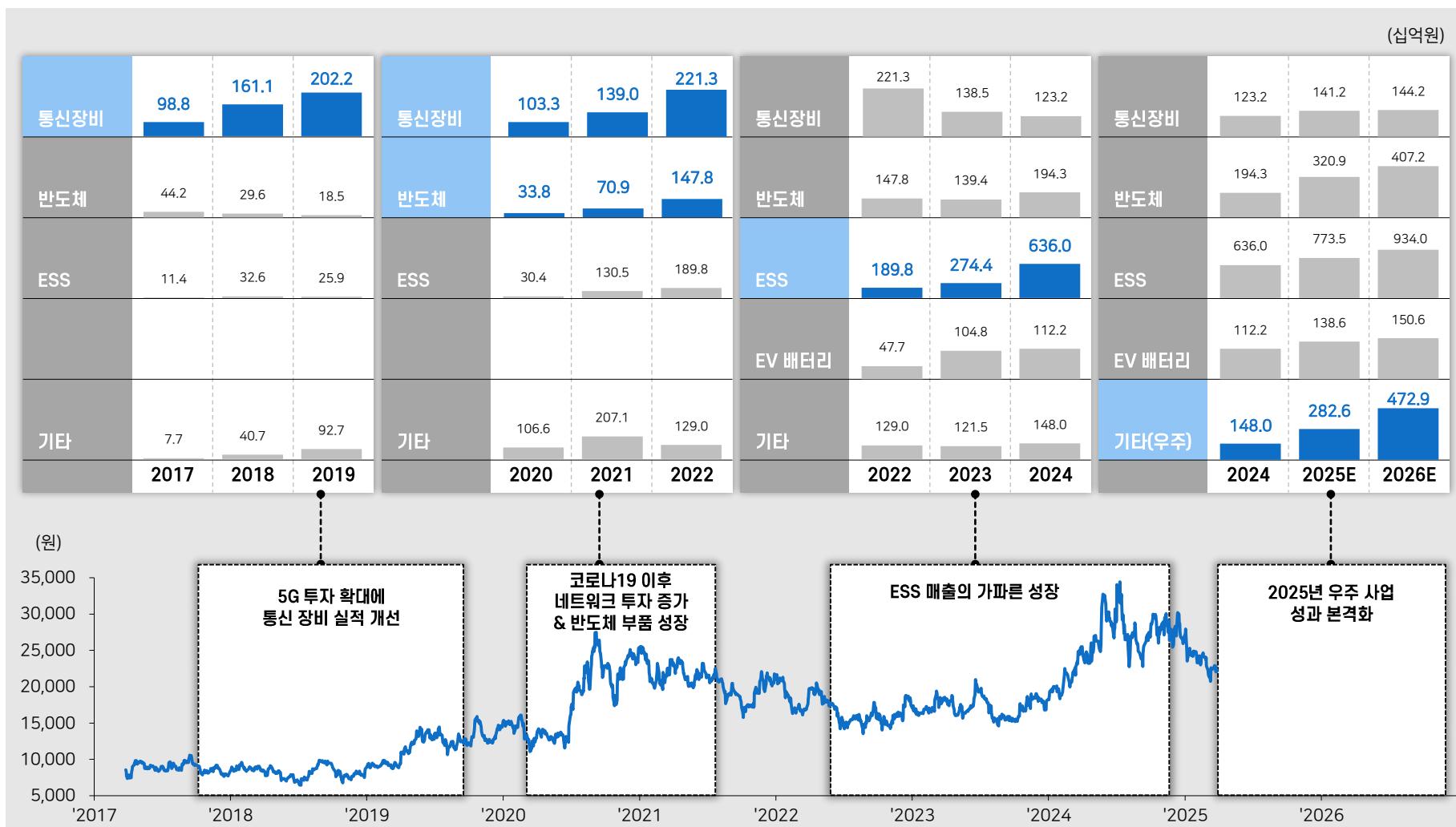
자회사 텍슨을 통해 글로벌 우주기업에 발사체 부품 납품

Bill of Lading Overview	
Weight	22870 KG
Weight in KG	22,870 KG
Quantity	9 PKG
Volume	45 CM
Record Status	New Record
In-bond Entry Type	
Transportation Mode	Vessel, containerized
Containers	SMCU1198735 SMCU1158678 SELU040802126
Commodity Description	OTHER ARTICLES OF IRON OR STEEL HTS: 732690 OTHER ARTICLES OF IRON OR STEEL HTS: 732699 OTHER ARTICLES OF IRON OR STEEL HTS: 732599
Shipper / Consignee / No	
Available shippers, consignees, and no	
Shipper	Consignee
Shipper Name	TEXON CO LTD
Address Line 1	24, SANDAN-RO 98BEON-GIL,
Address Line 2	UIJEONGBU-SI, GYEONGGI-DO, REPUBLIC
Address Line 3	GYEONGGI-DO PROVINCE 11781 KR
Consignee	Space Exploration Technologies Corp
Consignee Name	Space Exploration Technologies Corp
Address Line 1	1 ROCKET RD
Address Line 2	HAWTHORNE CA 92648 USA US

자료: 업계 자료, 메리츠증권 리서치센터

사업부별 성장에 따른 서진시스템 주가 추이

SPACE
WAR VOL. 5



자료: FnGuide, 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

Meritz Research 115

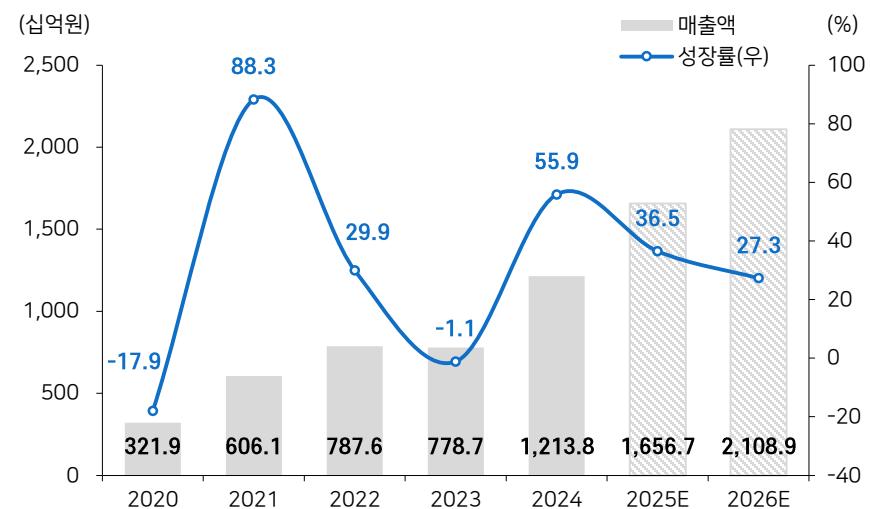
서진시스템 연결 실적 추이 및 전망

SPACE
WAR
Meritz Research Vol. 5

2025년 영업이익 1,714억원
(+57.6% YoY) 전망

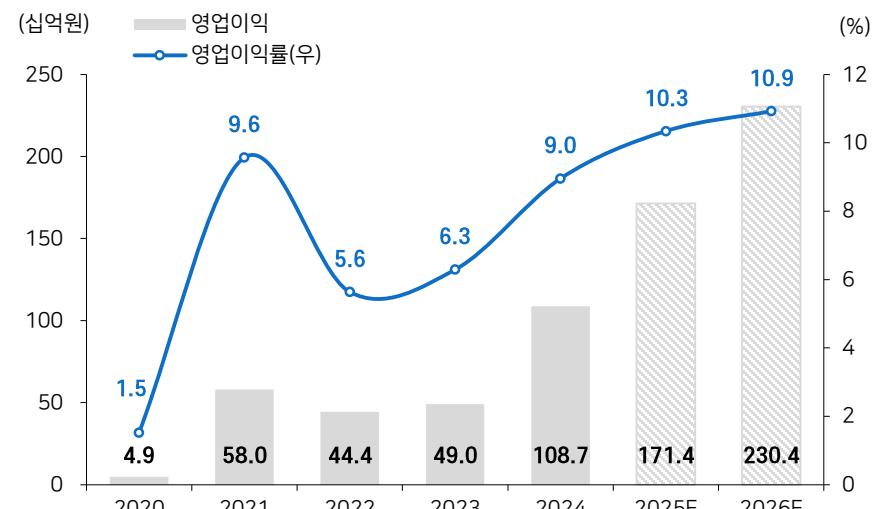
- 2025년 연결 실적은 매출액 1조 6,567억원(+36.5%YoY), 영업이익 1,714억원(+57.6% YoY) 전망
- 사업부별 매출액은 통신장비 1,412억원, 반도체 3,209억원, ESS 7,735억원, 기타(우주 포함) 2,826억원 예상
- 최근 외형 성장을 주도했던 ESS 매출은 Fluence 사업이 정상화되는 2Q25부터 실적 개선이 나타날 전망
- 반도체 사업은 주요 고객사의 높은 수요를 바탕으로 부품 내재화를 진행해 외형 성장과 수익성 개선 기대

서진시스템 매출액 추이 및 전망



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

서진시스템 영업이익 추이 및 전망



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

서진시스템 연결 실적 추이 및 전망



(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
영업수익	325.7	308.9	314.8	264.4	296.0	411.6	450.0	499.1	1,213.8	1,656.7	2,108.9
YoY	64.6%	74.3%	96.3%	8.7%	-9.1%	33.3%	42.9%	88.8%	55.9%	36.5%	27.3%
통신장비 부품	29.1	30.0	27.7	36.4	30.8	32.9	34.2	43.4	123.2	141.2	144.2
반도체장비 부품	33.4	51.7	46.7	62.6	65.6	79.2	83.7	92.4	194.3	320.9	407.2
ESS 부품	200.2	161.4	178.3	96.1	114.5	197.5	222.7	238.7	636.0	773.5	934.0
전기차&배터리 부품	30.7	30.7	28.1	22.7	35.5	36.3	34.2	32.6	112.2	138.6	150.6
기타(우주)	32.3	35.1	34.0	46.7	49.6	65.7	75.2	92.1	148.0	282.6	472.9
매출원가	255.4	256.0	252.9	236.0	259.9	346.5	365.4	400.8	1,000.3	1,372.6	1,752.1
매출원가율	78.4%	82.9%	80.3%	89.3%	87.8%	84.2%	81.2%	80.3%	82.4%	82.9%	83.1%
판관비	27.0	21.7	28.7	27.4	28.4	25.6	29.9	28.8	104.7	112.7	126.3
판관비율	8.3%	7.0%	9.1%	10.4%	9.6%	6.2%	6.7%	5.8%	8.6%	6.8%	6.0%
영업이익	43.3	31.1	33.3	1.0	7.8	39.4	54.7	69.6	108.7	171.4	230.4
YoY	396.3%	흑전	958.0%	-98.2%	-82.1%	26.5%	64.2%	6822.1%	121.8%	57.6%	34.5%
영업이익률	13.3%	10.1%	10.6%	0.4%	2.6%	9.6%	12.1%	13.9%	9.0%	10.3%	10.9%
법인세차감전순이익	38.8	31.7	19.0	28.8	13.7	35.9	40.5	78.8	118.4	168.8	239.9
법인세비용	1.5	16.9	-4.8	20.9	0.9	5.7	8.5	22.1	34.4	37.2	59.6
당기순이익	37.3	14.8	23.9	7.9	12.7	30.2	32.0	56.7	83.9	131.6	180.3
당기순이익률	11.5%	4.8%	7.6%	3.0%	4.3%	7.3%	7.1%	11.4%	6.9%	7.9%	8.6%

자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

서진시스템(178320)



Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	321.9	606.2	736.0	778.7	1,213.8
매출액증가율(%)	-18.0	88.3	21.4	5.8	19.2
매출원가	269.6	488.6	607.2	640.8	1,000.3
매출총이익	52.3	117.6	128.8	138.0	213.4
판매비와관리비	47.4	59.6	69.2	89.0	104.7
영업이익	4.9	58.0	59.7	49.0	108.7
영업이익률(%)	1.5	9.6	8.1	6.3	9.0
금융손익	-8.5	-15.0	-31.1	-49.9	9.5
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.9	0.2	-0.1
기타영업외손익	1.4	2.1	1.0	1.0	0.6
세전계속사업이익	-2.2	45.1	30.5	0.3	118.4
법인세비용	3.6	6.5	13.6	2.5	34.5
당기순이익	-5.8	38.6	1.6	-22.7	83.9
지배주주지분 순이익	-5.5	38.6	1.6	-22.6	84.3

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	281.6	531.0	728.8	780.1	1,141.6
현금및현금성자산	21.8	24.1	18.8	16.1	11.1
매출채권	54.3	107.0	141.4	104.6	138.7
재고자산	158.1	343.7	526.9	619.4	772.3
비유동자산	410.5	519.1	656.0	740.0	964.7
유형자산	365.9	466.0	575.6	646.2	819.0
무형자산	4.5	4.7	5.5	6.6	20.2
투자자산	0.6	1.4	2.3	2.4	3.2
자산총계	692.1	1,050.0	1,384.8	1,520.1	2,103.2
유동부채	260.8	438.4	663.1	920.0	884.8
매입채무	66.7	179.6	271.2	198.2	297.9
단기차입금	116.8	188.6	226.4	299.7	322.1
유동성장기부채	48.8	37.2	27.5	53.3	251.6
비유동부채	189.4	251.4	182.1	102.0	342.8
사채	79.1	163.3	100.1	30.0	30.0
장기차입금	86.0	42.9	47.9	49.0	28.6
부채총계	450.2	689.8	845.2	1,022.0	1,227.6
자본금	9.1	9.4	18.8	18.8	28.1
자본잉여금	144.1	180.2	171.2	171.2	544.1
기타포괄이익누계액	-20.9	21.1	39.5	34.3	43.9
이익잉여금	107.7	146.6	136.8	106.4	165.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	-0.1	5.6
자본총계	241.9	360.2	539.6	498.1	875.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동현금흐름	-36.1	-5.3	24.2	42.6	-113.5
당기순이익(손실)	-5.8	38.6	1.6	-22.7	83.8
유형자산감가상각비	33.4	48.2	63.9	77.5	92.3
무형자산상각비	0.2	0.3	0.5	0.8	1.3
운전자본의 증감	-62.5	-131.0	-62.1	-34.7	-266.2
투자활동 현금흐름	-110.7	-118.5	-214.3	-162.4	-211.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-110.5	-120.3	-163.0	-162.6	-173.1
투자자산의 감소(증가)	-0.2	-0.8	-0.1	0.1	-0.9
재무활동 현금흐름	142.4	126.0	184.4	117.0	349.0
차입금증감	133.6	119.0	47.1	174.3	14.2
자본의증가	15.9	36.4	0.4	0.0	0.0
현금증가(감소)	-4.5	2.3	-5.3	-2.8	23.8
기초현금	26.2	21.8	24.1	18.8	16.1
기말현금	21.8	24.1	18.8	16.1	41.1

Key Financial Data

	2020	2021	2022	2023	2024
주당데이터(원)					
SPS	8,892	16,413	19,584	20,721	18,673
EPS(지배주주)	-152	1,045	43	-600	1,696
CFPS	1,270	3,467	3,105	3,070	3,718
EBITDAPS	1,064	2,884	3,301	3,388	3,799
BPS	6,682	9,584	14,358	13,257	17,511
DPS	0	150	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-166.5	20.7	407.9	-30.2	19.3
PCR	20.0	6.2	5.6	5.9	8.8
PSR	2.8	1.3	0.9	0.9	1.8
PBR	3.8	2.3	1.2	1.4	1.9
EBITDA(십억원)	38.5	106.5	124.0	127.3	196.6
EV/EBITDA	32.3	11.8	9.3	10.6	12.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.2	12.8	0.4	-4.3	9.7
EBITDA/EPS	12.0	17.6	16.9	16.4	20.3
부채비율	186.1	191.5	156.7	205.2	140.2
금융비용부담률	3.9	3.5	3.9	5.7	5.2
이자보상배율(x)	0.4	2.8	2.1	1.1	2.1
매출채권회전율(x)	6.9	7.5	5.9	6.3	7.6
재고자산회전율(x)	2.4	2.4	1.7	1.4	1.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.