



BUY (Maintain)

목표주가: 36,000원 (상향)

주가(08/12): 23,400원

시가총액: 4,236억원



스몰캡

Analyst **한동희**

02) 3787-5292

donghee.han@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (08/12)		594.17pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	28,900원	13,550원
등락률	-23.5%	42.1%
수익률	절대	상대
1M	-17.5%	-5.4%
6M	24.8%	53.5%
1Y	35.8%	79.4%

Company Data

발행주식수	18,101천주
일평균 거래량(3M)	726천주
외국인 지분율	6.1%
배당수익률(19E)	0.8%
BPS(19E)	15,643원
주요 주주	전동규 외 18인 39.9%

투자지표

(억원, IFRS)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,379	3,246	4,588	5,918
보고영업이익	178	369	713	879
핵심영업이익	178	369	713	879
EBITDA	315	536	995	1,133
세전이익	74	366	742	908
순이익	63	323	677	842
지배주주지분순이익	54	301	667	816
EPS(원)	919	1,941	3,685	4,510
증감률(%YoY)	-81.3	111.2	89.9	22.4
PER(배)	37.9	8.9	6.4	5.2
PBR(배)	1.85	1.45	1.51	1.17
EV/EBITDA(배)	9.3	4.5	4.4	3.0
보고영업이익률(%)	7.5	11.4	15.5	14.8
핵심영업이익률(%)	7.5	11.4	15.5	14.8

Price Trend



서진시스템 (178320)

고성장 지속 중



서진시스템의 2Q19 실적은 통신장비 수요 호조와 전방산업 다변화 효과에 따른 기타 매출 증가로 영업이익 165억원 (+7% QoQ)의 호실적을 기록했다. 3Q19 해외 5G 투자 수혜 시작 등으로 실적 모멘텀 구간에 진입할 것으로 예상된다. 높은 원가경쟁력과 생산능력을 기반으로 한 전방산업 다변화가 지속되고 있다는 점을 고려하면, 19E PER 6.4X 수준의 현 주가 수준에서의 주가 하락은 투자 매력도를 높일 것이다.

>>> 2Q19 165억원 (+7% QoQ)의 호실적 기록

서진시스템의 2Q19 연결실적은 매출액 1,072억원 (+6% QoQ), 영업이익 165억원 (+7% QoQ)으로 시장컨센서스에 부합하는 호실적을 기록했다. 통신장비 업황 호조에 따른 출하 병목 영향으로 통신장비향 매출액은 600억원 (-5% QoQ), 신규 폼팩터 플래그십 스마트폰 출시 지연 및 3월 출시 플래그십 모델 출시효과 둔화로 모바일향 매출액은 116억원 (-20% QoQ), ESS향 매출액은 내수 수요의 점진적 회복 효과로 64억원 (+47% QoQ)을 기록했다. 기타부문 매출액은 241억원 (+22% QoQ)으로 크게 성장했는데, 이는 발레오, 젠텍스, 보그워너 등 신규 자동차 부품향 인증 아이템 증가 효과로 추정된다.

>>> 3Q 해외 5G 투자수혜에 따른 실적 모멘텀 구간 진입 전망

3Q19 연결실적은 매출액 1,240억원 (+16% QoQ), 영업이익 205억원 (+24% QoQ)으로 실적 모멘텀 구간에 진입할 것으로 전망된다. 국내 5G 투자 수혜 지속과 해외 5G 투자 수혜가 시작될 것으로 예상하기 때문이다. 국내 5G 통신장비의 경우 32T 제품 위주로 진행되고 있지만, 해외의 경우 64T 제품의 투자가 예상된다는 점에서 통신장비향 ASP 증가 효과가 기대된다. ESS 수요는 점진적 회복이 예상되며, 모바일부문도 하반기 플래그십 모델 출시 수혜 시작, 기타 부문의 전방산업 다변화 효과도 지속될 것으로 전망한다.

>>> 19년 영업이익 713억원 예상. 저평가 매력 부각 전망

서진시스템의 2019년 연결실적은 매출액 4,588억원 (+41% YoY), 영업이익 713억원 (+93% YoY)으로 전망한다. 2019년 고성장을 견인하는 주요 포인트인 5G 투자는 글로벌 트렌드라는 점과 국내 주요 고객사의 통신장비 점유율의 상승도 진행되고 있다는 점, 대용량 설비의 선제적 투자를 통한 5G 합체 시장 내 점유율 상승 및 ASP 제고 효과를 고려하면 통신장비향 매출액의 중장기 성장이 예상된다. 또한 높은 원가경쟁력과 생산능력을 기반으로 자동차 등 전방산업 다변화 역시 지속 진행되고 있다는 점은 다운사이클에서의 실적 안정성을 담보하는 요소가 될 것으로 판단된다. 2019년 기타 매출액은 908억원 (+100% YoY)으로 연결 매출액의 20%에 달할 것이다. 현 주가는 2019E EPS 기준 PER 6.4X 수준으로, 2년째 지속되고 있는 고성장과 하반기 실적 모멘텀 구간 진입 및 수익성 상승 등을 고려하면 저평가 되어있다고 판단한다. 2019년 연간 전망치 상승을 반영해 목표주가를 36,000원으로 상향한다.

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

투자지표	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	833	878	743	792	1,013	1,072	1,240	1,263	2,379	3,246	4,588
통신장비	520	421	409	261	634	600	720	727	988	1,611	2,680
모바일	107	174	129	150	146	116	128	132	534	560	522
반도체장비	123	91	36	46	36	52	57	56	442	296	201
ESS	58	86	68	113	43	64	82	87	114	326	277
기타	25	106	100	221	153	241	253	261	302	453	908
증감율(%YoY)	32%	38%	46%	32%	22%	22%	67%	59%	43%	36%	41%
증감율(%QoQ)	39%	5%	-15%	7%	28%	6%	16%	2%			
영업이익	96	107	65	101	155	165	205	188	178	369	713
증감율(%YoY)	41%	451%	70%	90%	61%	55%	213%	87%	-27%	107%	93%
증감율(%QoQ)	82%	11%	-39%	54%	54%	7%	24%	-8%			
지배순이익	77	146	12	66	163	160	180	165	54	301	667
영업이익률(%)	12%	12%	9%	13%	15%	15%	17%	15%	8%	11%	16%
지배순이익률(%)	9%	17%	2%	8%	16%	15%	14%	13%	2%	9%	15%

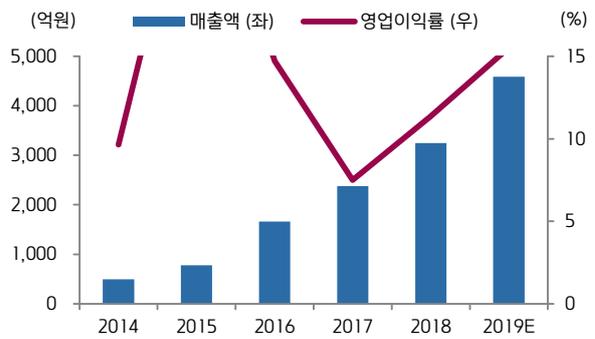
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



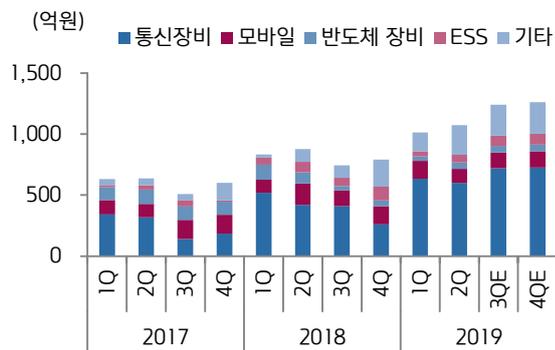
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



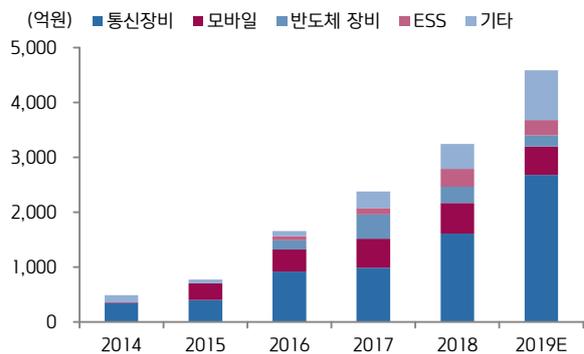
자료: 전자공시, 키움증권 추정

전방산업별 분기 매출액 추이 및 전망



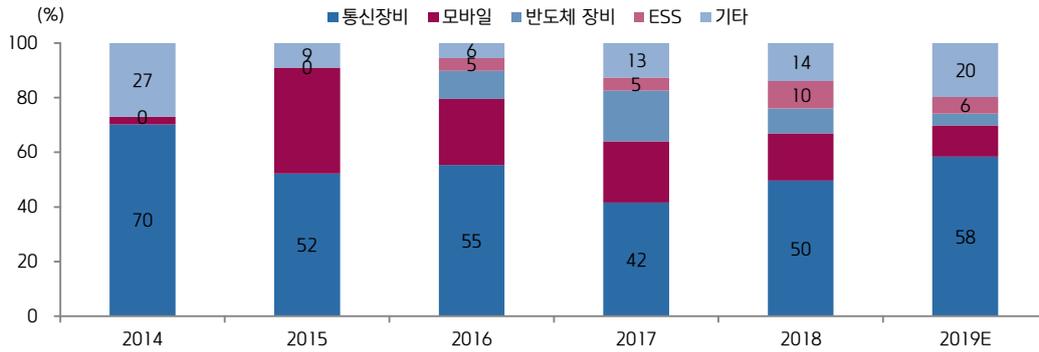
자료: 전자공시, 키움증권 추정

전방산업별 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

서진시스템의 전방산업별 매출액 비중 추이 및 전망



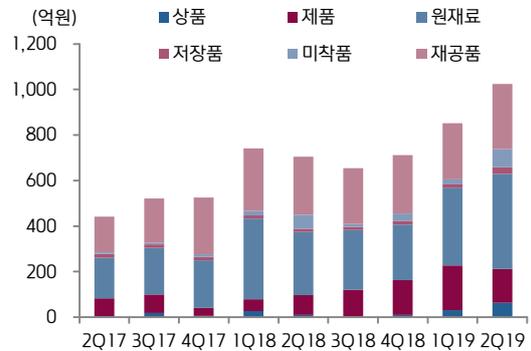
자료: 전자공시, 키움증권 추정

기타 매출액 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

재고자산 추이



자료: 전자공시, 키움증권 추정

서진시스템의 사업영역



자료: 서진시스템, 키움증권

전방산업별 제품군

통신장비 케이스 및 부품

서진시스템

- RRH장비
- 필터하우징
- 셋톱박스하우징
- 중계기
- 셋톱박스
- Cabinet
- 실프, 팬, PCB

모바일 메탈케이스, EMS 서비스

- TRH
- Sub-Assembly
- 아노다이징
- Back Glass
- Metal Rear
- Kitting

반도체 장비 및 부품

- 식각장비
- 중착장비
- 컨트롤박스

ESS 장비

- Battery Rack
- BCP
- UPS

※ BCP(Battery Control Panel)
 ※ UPS(Uninterruptible Power Supply) 무정전 전원 장치

자동차 부품

자료: 서진시스템, 키움증권

서진시스템의 메탈가공 일괄공정 순서



자료: 서진시스템, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,659	2,379	3,246	4,588	5,918
매출원가	1,233	1,944	2,613	3,455	4,516
매출총이익	426	435	632	1,133	1,403
판관비	182	257	264	420	524
영업이익	244	178	369	713	879
EBITDA	346	315	536	995	1,161
영업외손익	-38	-104	-3	29	29
이자수익	0	1	2	7	10
이자비용	50	38	38	31	25
외환관련이익	56	29	79	36	39
외환관련손실	42	94	63	39	44
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-2	-3	17	56	50
법인세차감전이익	206	74	366	742	908
법인세비용	10	11	43	65	66
계속사업순손익	196	63	323	677	842
당기순이익	196	63	323	677	842
지배주주순이익	196	54	301	667	816
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	113.4	43.5	36.4	41.3	29.0
영업이익 증감율	8.6	-26.8	106.6	93.3	23.3
EBITDA 증감율	20.2	-8.9	69.9	85.6	16.7
지배주주순이익 증감율	7.6	-72.5	458.8	121.5	22.4
EPS 증감율	-11.2	-82.0	360.2	89.9	22.4
매출총이익율(%)	25.7	18.3	19.5	24.7	23.7
영업이익률(%)	14.7	7.5	11.4	15.5	14.8
EBITDA Margin(%)	20.9	13.3	16.5	21.7	19.6
지배주주순이익률(%)	11.8	2.3	9.3	14.5	13.8

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	982	1,103	1,544	2,472	3,494
현금 및 현금성자산	133	197	250	706	1,228
단기금융자산	1	1	7	19	69
매출채권 및 기타채권	363	278	412	605	727
재고자산	451	525	712	911	1,171
기타유동자산	34	103	170	250	368
비유동자산	1,292	1,489	2,834	2,867	2,941
투자자산	1	0	0	0	0
유형자산	1,198	1,292	2,599	2,659	2,763
무형자산	61	165	160	133	104
기타비유동자산	32	32	74	74	74
자산총계	2,273	2,592	4,378	5,340	6,434
유동부채	1,300	1,250	1,898	2,225	2,529
매입채무 및 기타채무	666	430	1,009	1,399	1,786
단기금융부채	618	808	846	766	666
기타유동부채	17	12	43	60	78
비유동부채	248	129	263	243	223
장기금융부채	226	108	212	192	172
기타비유동부채	22	21	52	52	52
부채총계	1,548	1,379	2,161	2,468	2,752
지배지분	725	1,187	2,169	2,813	3,598
자본금	22	31	91	91	91
자본잉여금	288	660	1,282	1,282	1,282
기타자본	2	91	65	65	65
기타포괄손익누계액	17	-34	3	35	67
이익잉여금	397	439	728	1,340	2,093
비지배지분	0	26	48	58	83
자본총계	725	1,213	2,217	2,872	3,682

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	384	-80	705	905	1,086
당기순이익	196	63	323	677	842
비현금항목의 가감	166	273	268	386	380
유형자산감가상각비	100	129	162	271	273
무형자산감가상각비	2	8	5	11	10
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	63	136	101	104	98
영업활동자산부채증감	49	-339	138	-71	-54
매출채권및기타채권의감소	-141	-38	-167	-193	-122
재고자산의감소	-239	-74	-186	-199	-261
매입채무및기타채무의증가	448	-216	560	389	387
기타	-19	-12	-69	-68	-59
기타현금흐름	-27	-76	-24	-88	-82
투자활동 현금흐름	-406	-356	-1,444	-328	-406
유형자산의 취득	-388	-362	-1,473	-354	-408
유형자산의 처분	32	48	30	22	32
무형자산의 순취득	-16	-42	5	16	20
투자자산의감소(증가)	2	0	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	3	0	-6	-12	-50
기타	-39	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	119	500	791	-136	-174
차입금의 증가(감소)	101	103	147	-100	-120
자본금, 자본잉여금의증가(감소)	18	414	651	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-17	-6	-36	-54
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1	-1	0	16	16
현금 및 현금성자산의 순증가	98	63	53	457	521
기초현금 및 현금성자산	36	133	197	250	706
기말현금 및 현금성자산	133	197	250	706	1,228

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,344	422	1,941	3,685	4,510
BPS	7,418	8,657	11,982	15,543	19,879
CFPS	4,321	2,627	3,812	5,875	6,751
DPS	370	100	200	300	350
주기배수(배)					
PER	0.0	37.9	8.9	6.4	5.2
PER(최고)	0.0	50.4	10.3		
PER(최저)	0.0	34.5	6.4		
PBR	0.00	1.85	1.45	1.52	1.18
PBR(최고)	0.00	2.45	1.67		
PBR(최저)	0.00	1.68	1.03		
PSR	0.00	0.86	0.83	0.93	0.72
PCFR	0.0	6.1	4.6	4.0	3.5
EV/EBITDA		9.3	4.5	4.6	3.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	8.1	9.9	11.2	8.0	7.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)		0.3	1.2	1.3	1.5
ROA	10.5	2.6	9.3	13.9	14.3
ROE	36.9	5.6	17.9	26.8	25.5
ROIC	16.9	8.2	13.1	21.2	25.7
매출채권회전율	5.9	7.4	9.4	9.0	8.9
재고자산회전율	5.0	4.9	5.2	5.7	5.7
부채비율	213.5	113.7	97.5	85.9	74.8
순차입금비율	97.8	59.2	36.1	8.1	-12.5
이자보상배율	4.9	4.7	9.7	23.3	35.0
총차입금	843	916	1,058	958	838
순차입금	709	718	801	232	-459
NOPLAT	346	315	536	995	1,161
FCF	1	-420	-808	546	687

Compliance Notice

- 당사는 8월 12일 현재 '서진시스템 (178320)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%