

서진시스템 (178320)

BUY(Initiate)

주가(7/30) 30,900원
목표주가 45,000원

2018. 7. 31

5G, ESS를 통한 고성장 전망

서진시스템의 주력 사업부문인 통신장비향 매출액은 동남아 4G 투자 지속되는 가운데 국내 5G향 투자 시작, 신성장 동력인 ESS향 매출액 역시 신재생에너지에 대한 정부 정책 및 글로벌 ESS 수요 증가로 중장기 고성장이 예상된다. 대규모 유상증자로 악화된 투자センチ먼트는 2Q18 호실적을 통해 해소되기 시작하면서 가장 저평가 된 5G 및 ESS 투자 수혜주로 인식될 것이다. 향후 전기차를 비롯한 자동차 부품으로의 영역 다변화 가능성 역시 열려있다.



성장기업분석팀

Analyst **한동희**

02) 3787-5292

donghee.han@kiwoom.com

키움증권

서진시스템 (178320)



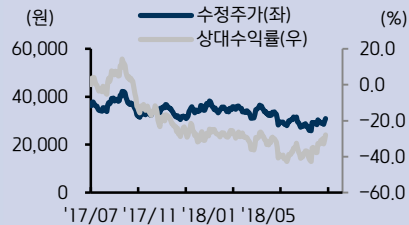
Stock Data

KOSDAQ (7/30)	769.80pt	
시가총액(억원, 완전희석)	2,797억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	42,296원	25,750원
최고/최저가 대비 등락율	-26.94%	20.00%
수익률	절대	상대
1M	7.3%	14.0%
6M	-15.7%	0.9%
1Y	-11.5%	-24.9%

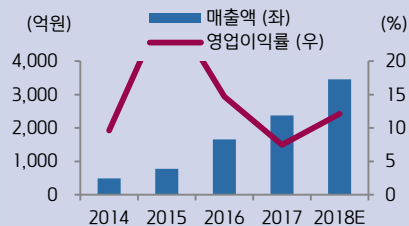
Company Data

발행주식수(천주, 완전희석)	9,050천주
일평균 거래(3M)	80천주
외국인 지분율	2.56%
배당수익률(18.E)	0.49%
BPS(18.E)	23,819원
주요 주주	전통규 외 43.82%

Price Trend



매출액, 영업이익률 추이 및 전망



Compliance Notice

- 당사는 7월 30일 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.

Contents

Summary

3

- > 목표주가 45,000원, 투자의견 Buy로 Coverage 개시 3
- > 2018년 영업이익 420억원 (+135% YoY) 예상 3
- > 대규모 유상증자로 악화된センチ먼트는 실적으로 회복 전망 3

I. 실적전망

4

- > 2018년 통신장비, ESS 고성장 및 이익률 정상화의 해 4

II. 투자포인트

6

- > 5G 투자 중장기 사이클에 대한 강한 수혜 전망 6
- > ESS, 성장세가 무섭다 8
- > 반도체 장비향 매출, 견조한 실적 전망 10
- > 향후 추가 성장동력이 될 자동차 부품 11

III. Peer Analysis

12

- > 비교대상 기업: 신원에스씨, 상신이디피 12

IV. Valuation

13

- > 투자의견 BUY, 목표주가 45,000원으로 커버리지 개시 13

V. 기업소개

14

- > 메탈 종합솔루션 전문 기업 14

이 보고서는 「코스닥
시장 활성화를 통한
자본시장 혁신방안」
의 일환으로 작성된
보고서입니다.

Summary

>>> 목표주가 45,000원, 투자의견 BUY로 Coverage 개시

키움증권은 종합 메탈솔루션 전문 업체인 서진시스템에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 45,000원으로 커버리지 개시. 동남아 4G 투자 지속과 향후 5G 투자, ESS 시장 성장에 따라 2018년부터 가파른 성장 예상되며, 해당 분야의 매출 비중은 2017년 46%에서 2018년 66%까지 높아질 것으로 전망. 2018년 하반기 국내 5G 투자 수혜 시작 및 중장기 자동차 부품에서의 추가 성장동력 기대

>>> 2018년 영업이익 420억원 (+135% YoY) 예상

2018년 실적은 매출액 3,461억원 (+45% YoY), 영업이익 420억원 (+135% YoY)의 고성장 예상. 주력 사업부인 통신장비향 매출액 성장과 신규 성장 동력인 ESS가 고성장을 견인할 것. 통신장비는 인도 릴라이언스 및 베트남 비에텔 등 동남아 4G 투자 등 수혜, ESS는 삼성SDI의 ESS 호조 영향. 매출액 성장 대비 영업이익 성장이 더 가파를 것. 2017년 상장 첫해 집행된 성과급, 스톡옵션 시가평가, 미국 연구소 설립 등 비경상비용의 발생 가능성 제한적인 가운데 외형의 고성장이 전망되기 때문

>>> 대규모 유상증자로 악화된 투자センチ먼트는 실적으로 회복될 것

서진시스템의 주가는 5월 대규모 유상증자 발표 (42% 희석)로 인한 투자センチ먼트 악화로 우하향. 다만 ① 유상증자의 목적이 전방시장 성장 대응을 위한 대형 CNC 등의 설비 투자 목적이었다는 점, ② 발행가액 확정 이후 구주주 초과청약으로 증자가 완료 (8월 13일 상장 예정)되었다는 점, ③ 2Q18 실적 (영업이익 115억 예상)을 통해 실적에 대한 우려를 불식시킬 것이라는 점, ④ 2018년 하반기 역시 견조한 실적 지속되는 가운데 국내 5G향 초도 매출 시작될 것이라는 점 고려하면 5G, ESS 수혜주 중 가장 저평가 (2018E 8.9X, 2019E 7.2X)받고 있다는 점이 부각될 것으로 전망

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	1,659	2,379	3,461	4,343
보고영업이익(억원)	244	178	420	539
핵심영업이익(억원)	244	178	420	539
EBITDA(억원)	346	315	545	710
세전이익(억원)	206	74	415	511
순이익(억원)	196	63	353	431
지배주주지분순이익(억원)	196	54	317	386
EPS(원)	4,573	905	3,463	4,267
증감율(%YoY)	-24.0	-80.2	282.8	23.2
PER(배)	0.0	35.3	8.9	7.2
PBR(배)	0.0	1.7	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	2.0	10.3	6.3	4.7
보고영업이익률(%)	14.7	7.5	12.1	12.4
핵심영업이익률(%)	14.7	7.5	12.1	12.4
ROE(%)	36.9	6.5	21.0	18.4
순부채비율(%)	96.7	59.2	15.1	9.8

I. 실적전망

>>> 2018년은 통신장비, ESS 고성장과 이익률 정상화의 첫 해

2018년 매출액 3,461억원, 영업이익 420억원 (+135% YoY) 전망

서진시스템의 2018년 실적을 매출액 3,461억원 (+45% YoY), 영업이익 420억원 (+135% YoY)으로 전망한다. 주력사업부인 통신장비향 매출은 인도 릴라이언스, 베트남 비에텔 등 동남아 4G 투자 수혜와 더불어 하반기 국내 5G향 초도 매출 시작으로, 드라마틱한 성장이 예상되는 ESS는 주 고객사인 삼성SDI의 ESS 고성장에 따른 수혜가 예상되기 때문이다. 모바일은 삼성전자 스마트폰 출하량 부진, 반도체 장비는 램리서치의 하반기 국내향 매출 감소로 2017년 대비 역성장이 불가피해 보이지만 통신장비와 ESS향 매출액 고성장을 희석시키기에는 어려울 것으로 예상된다.

매출액 대비 영업이익 고성장을 예상하는 이유는 2017년 상장으로 ① 스톡옵션에 대한 평가 기준이 시가평가로 변경됨에 따른 차액 보상, ② 임직원 성과급 지급, ③ 램리서치 대응을 위한 미국 연구소 설립 등 비경상적 이익을 훼손 요인이 있었으나, 2018년은 비경상 비용 발생 가능성이 제한적인 가운데 매출액 고성장이 전망되기 때문이다.

2Q18 실적은 매출액 873억원 (+37% YoY), 영업이익 115억원 (+496% YoY)으로 예상된다. 호실적의 배경은 인도 릴라이언스 등 동남아 4G 및 ESS 고성장 수혜이다. 상반기 영업이익만으로 2017년 연간 영업이익을 상회할 것으로 예상되며, 하반기 역시 통신장비 및 ESS를 통한 호실적이 예상된다.

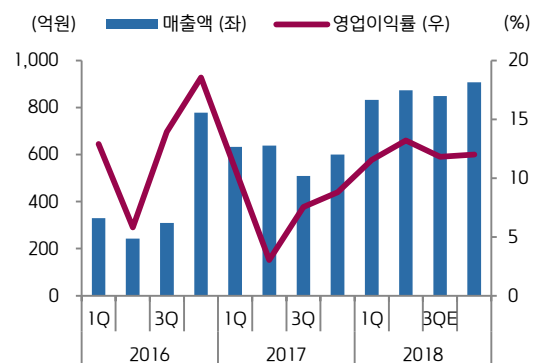
호실적이 지속되는 가운데 4Q18 국내 5G 통신장비향 초도 매출 시작과 통신장비 및 ESS 매출 비중이 2017년 46%에서 2018년 66%까지 증가할 것으로 예상된다는 점은 리레이팅 요소가 될 것이며, 5G, ESS라는 중장기 성장 가시성이 높은 전방과 자동차향 부품 신규 거래선 확보 및 인증 아이템 증가세를 고려하면 2019년 역시 전망이 밝다고 판단한다.

서진시스템 분기, 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	632	638	509	600	833	873	848	907	1,659	2,379	3,461	4,343
YoY %	92%	163%	65%	-23%	32%	37%	67%	51%	113%	43%	45%	26%
QoQ %	-19%	1%	-20%	18%	39%	5%	-3%	7%				
통신장비	343	319	141	186	520	488	440	444	918	988	1,892	2,554
모바일	116	109	156	153	107	123	111	100	401	534	441	397
반도체 장비	108	117	110	107	123	115	96	102	169	442	436	501
ESS	16	34	51	13	58	111	108	112	79	114	389	486
기타	49	60	51	143	25	36	94	148	91	302	304	406
영업이익	68	19	38	53	96	115	100	109	244	178	420	539
YoY %	60%	38%	-11%	-63%	41%	496%	161%	106%	9%	-27%	135%	28%
QoQ %	-53%	-72%	98%	38%	82%	20%	-13%	9%				
지배순이익	24	30	36	(37)	77	92	71	77	196	54	317	386
영업이익률	11%	3%	8%	9%	12%	13%	12%	12%	15%	8%	12%	12%
지배순이익률	4%	5%	7%	-6%	9%	11%	8%	8%	12%	2%	9%	9%

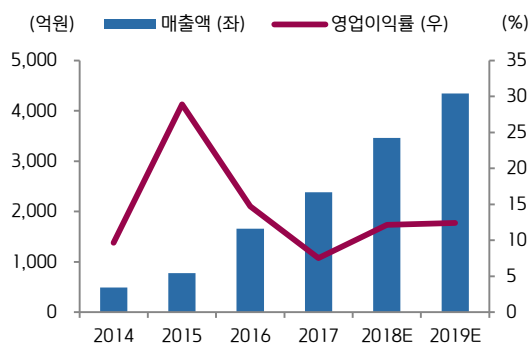
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



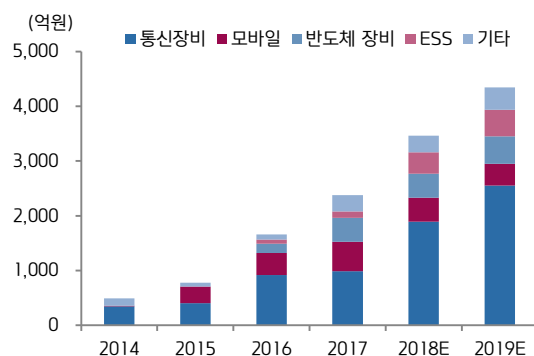
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



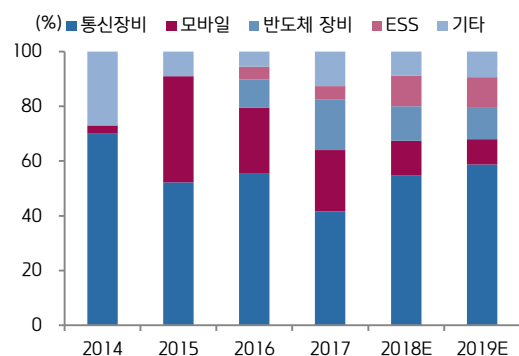
자료: 전자공시, 키움증권 추정

부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

부문별 매출액 비중 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

II. 투자포인트

>>> 5G 투자 중장기 사이클에 대한 강한 수혜 전망

5G 투자, 중장기 사이클의 초입

5G가 실생활에 미치는 영향은 4G와는 크게 차별화 될 것으로 예상

5G에서는 기존 대비 센티미터파 (3~30GHz)의 높은 주파수 대역에서 수백 MHz를 상회하는 광대역폭을 통해 데이터를 고속으로 전송할 수 있다는 점과 에너지 소비 절감, 단위 데이터 당 저비용 구조 등을 통해 AI, AR/VR, 자율주행차, IoT 등 4차 산업혁명을 가능케 핵심 인프라가 될 것으로 예상된다. 즉, 기존에 없던 새로운 서비스를 통해 삶을 크게 변화시킬 수 있는 기술이라는 점에서 4G 대비 생활에 미치는 영향력이 클 것으로 전망되며, 통신사들의 투자 규모 역시 4G 대비 최소 1.5배 수준 이상이 될 것으로 예상된다는 점에서 관련 서플라이체인에 미치는 영향 역시 클 것으로 기대된다. 가트너는 글로벌 5G 장비 관련 시장에 대해 2021년까지 연평균 76% 성장을 전망하고 있다.

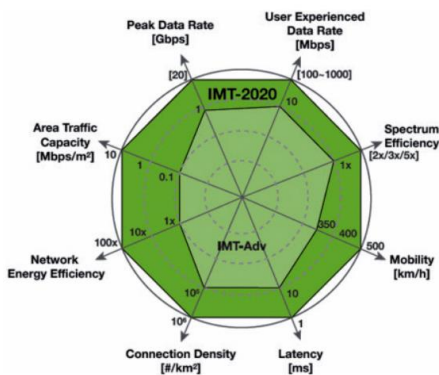
5G투자에 대한 관련 서플라이체인의 수혜 시기가 임박해오고 있다고 판단

이미 국내 5G 주파수 경매가 진행되었기 때문에 할당 받은 통신사는 연차별로 망 구축 의무가 있다는 점과 각 통신사들의 5G에 대한 의지를 고려하면 통신장비 공급업체의 선정 지연 가능성은 제한적이며, 이에 따른 2018년 하반기 통신장비 공급업체의 선정을 통한 수혜 시작이 예상되기 때문이다.

서플라이체인 중 서진시스템의 수혜가 가장 빠르고, 안정적인 것으로 전망

서진시스템은 통신장비를 구성하는 합체, 선반 등을 가공해 통신장비에 납품하고, 이를 부품으로 통신장비가 제작된다는 점에서 수혜 시기는 서플라이체인 내 가장 빠를 것이다. 또한 5G로의 기술 변화에 있어 장비업체는 희비가 엇갈릴 수 있지만, 베트남에 모든 공정을 내재화하고 있는 서진시스템의 높은 원가경쟁력과 5G에 따른 장비 대형화에 대응할 수 있는 대형 CNC 보유를 고려하면 기술변화에 따른 리스크는 매우 제한적인 구조라고 판단한다.

4G대비 5G에서 개선되는 8가지 포인트



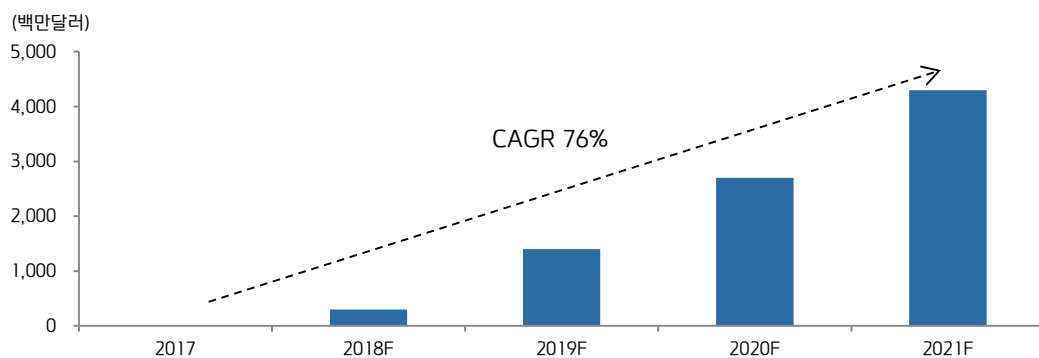
자료: 한국통신학회, 키움증권

5G에서 변화될 요소들



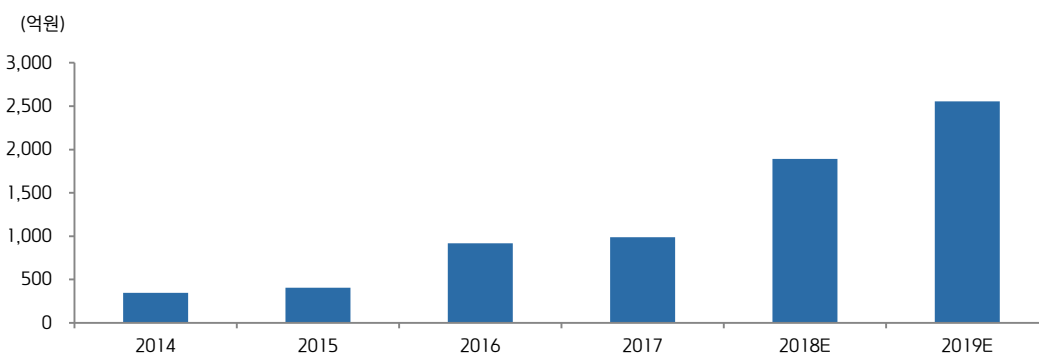
자료: 웨디자이테크놀로지, 키움증권

5G 장비 관련 시장 전망



자료: Gartner, 키움증권

서진시스템의 통신장비향 매출액 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권

>>> ESS, 성장세가 무섭다

삼성SDI의 ESS 성장과 함께

ESS (Energy Storage System)는 글로벌 트렌드

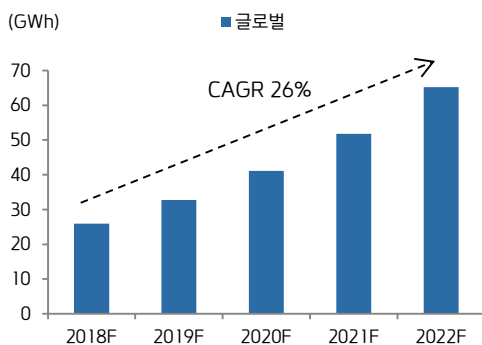
ESS는 발전소에서 과잉 생산된 전력을 저장, 이후 필요한 시기에 공급해 에너지 효율을 높이는 시스템이다. 즉, ESS를 통해 지리적 입지 및 날씨에 따라 차이가 발생하는 재생에너지의 공급패턴을 제어할 수 있어 전력수요에 대한 효율적 대응이 가능하다. 산업통상자원부에 따르면 국내 2018년 상반기 ESS 보급량은 1.8GWh로 2017년 상반기 89MWh 대비 20배 성장했다.

정부의 신재생에너지 정책 및 환경 오염 등의 이슈로 인해 향후 신재생에너지에 대한 관심이 높아질 것이라는 점과 발전 전력을 조절할 수 없는 신재생에너지의 특성을 고려하면 ESS 시장은 신재생에너지 발전 시장의 성장과 방향성을 같이 할 것으로 판단된다. 또한 전력 공급이 상대적으로 불안정하고, 에너지가 비싼 유럽 시장과 신재생에너지에 대한 수요가 높은 선진국 등을 고려하면 국내의 이슈가 아닌, 글로벌 트렌드라고 판단된다. SNE리서치는 글로벌 ESS 시장 규모가 2018년부터 2022년까지 연평균 26% 성장할 것으로 전망하고 있는데, 이는 국내 시장 성장률 전망과 같은 수치이다.

삼성SDI의 ESS 매출액 성장과 함께

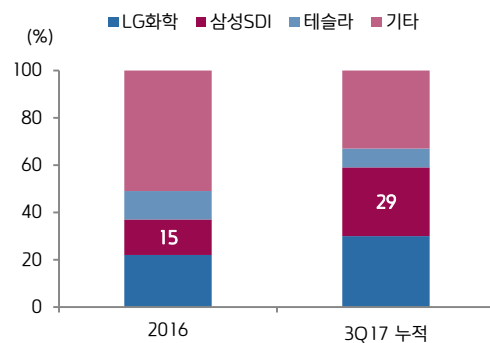
서진시스템은 ESS용 배터리 선반, UPS (무정전 전원장치), BCP (Battery control panel)의 합체 및 내부 구조물을 생산하며, 주력 고객사는 삼성SDI이다. 삼성SDI는 높은 내구성과 긴 수명에 장점을 가진 각형 폼팩터의 강점을 바탕으로 2016년 글로벌 시장 점유율 15%에서 3Q17 누적 기준 29%까지 상승하며 시장 지배력을 높여 나가고 있는 상황이다. 또한 삼성전자가 국내외 사업장에 2020년까지 3.1GWh급의 태양광 발전 구축 계획을 발표했는데, 발전 용량의 3배 수준의 ESS가 설치되어야 한다는 점을 고려하면 계열사 수요까지 추가 성장 동력이 될 것으로 예상돼 서진시스템의 수혜가 기대된다.

글로벌 ESS 시장 규모 전망



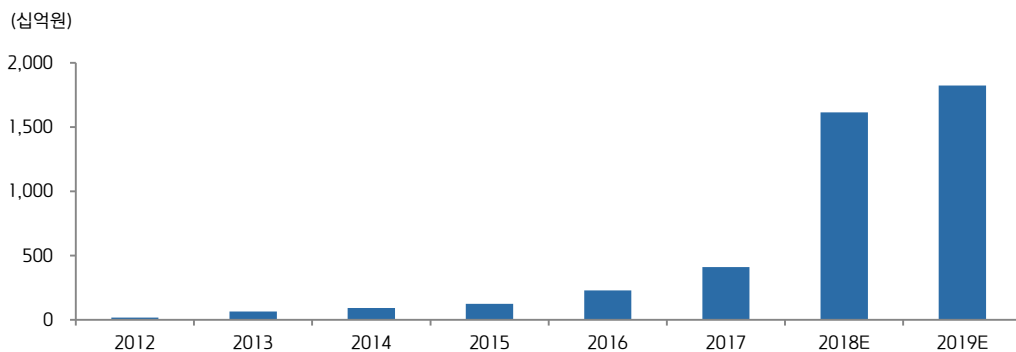
자료: SNE Research, 키움증권

글로벌 ESS 시장 업체별 점유율



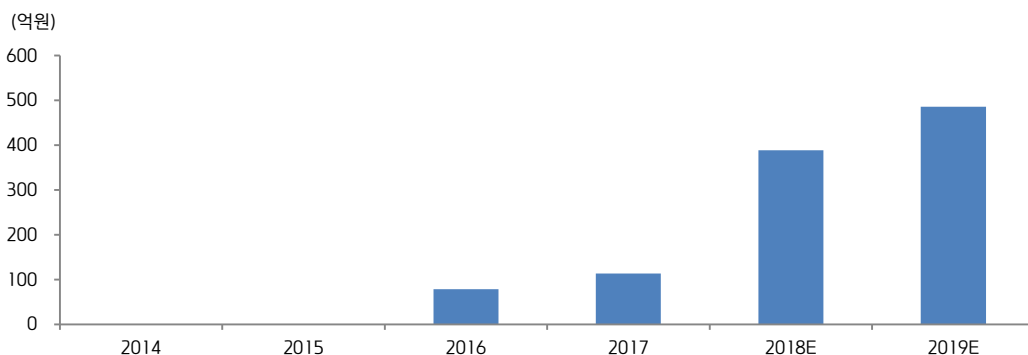
자료: SNE Research, 키움증권

삼성SDI ESS 매출액 추이 및 전망



자료: 키움증권 추정

서진시스템의 ESS향 매출액 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

>>> 반도체 장비향 매출, 견조한 실적 전망

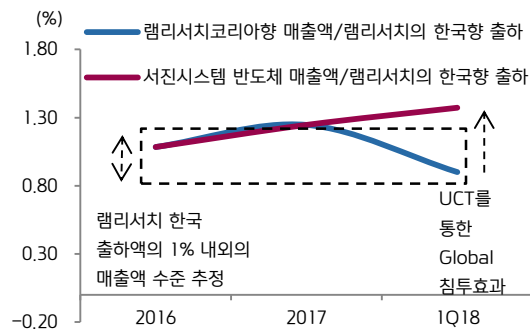
반도체 장비향 매출액은 견조한 실적 유지 전망

반도체 시장의 투자 우려에도 불구하고, 서진시스템의 반도체향 매출액은 견조한 실적이 지속될 것으로 예상된다. 기존 램리서치코리아 담당에서 UCT (램리서치의 지역 밸류체인 아웃소싱)까지 거래선이 확대되었기 때문이다. 램리서치의 한국향 출하액 비중은 2017년 35%, 2018년 상반기 33% 수준으로 단일 국가로는 가장 높은 비중을 차지하고 있다는 점에서 국내 반도체 투자 하락기에는 부정적 영향이 불가피하지만, UCT를 통한 해외 매출 시작 및 미국 연구소를 통한 램리서치와의 협업을 감안하면, 향후 램리서치 내 점유율은 우상향 할 수 있을 것으로 기대된다.

다만 최근 램리서치의 3Q18 실적 가이드스 하향을 감안하면, 서진시스템에 대한 발주량은 3Q까지 분기별 우하향이 불가피하다고 판단된다. 다만 UCT를 통한 램리서치코리아 실적에 대한 연동 수준을 낮추고 있다는 점을 고려하면 그 우하향 폭과 전사 실적에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 예상된다.

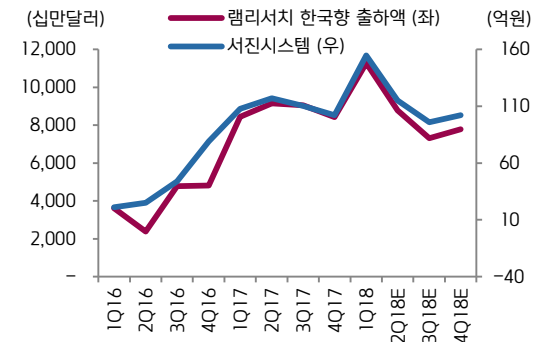
반도체 투자의 성격이 과거 급감, 급증의 반복이었다면, 향후 반도체 투자의 성격은 DRAM은 중장기 전망 수요는 명확한 가운데 가운데 공정 전환에 따른 제한적 bit growth로 인한 꾸준한 투자, NAND는 수익성 제고와 경쟁력 확보를 위한 3D NAND 적층단수 증가 투자 지속이 예상된다. 이는 서진시스템의 반도체 장비향 매출액이 향후에도 견조한 실적을 유지할 수 있을 것이라고 판단하는 이유이다.

램리서치 한국 출하액에서 서진시스템 매출액 비중



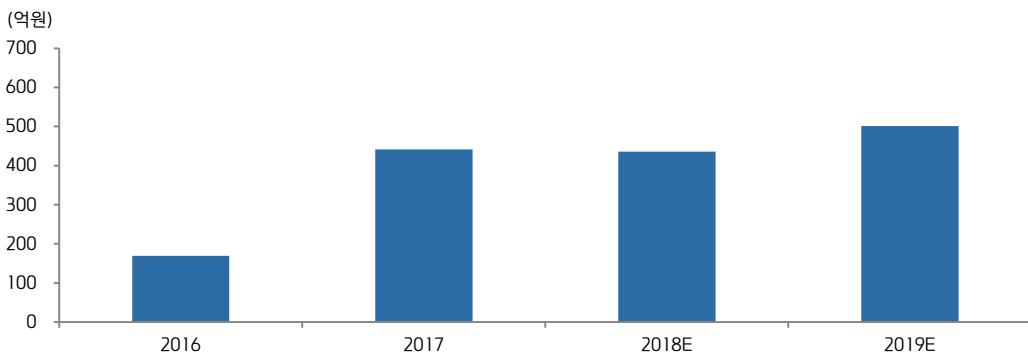
자료: Lam research, 전자공시, 키움증권

램리서치 한국 출하액, 서진시스템 매출 추이 및 전망



자료: Lam research, 전자공시, 키움증권

서진시스템의 반도체 장비향 매출액 추이 및 전망



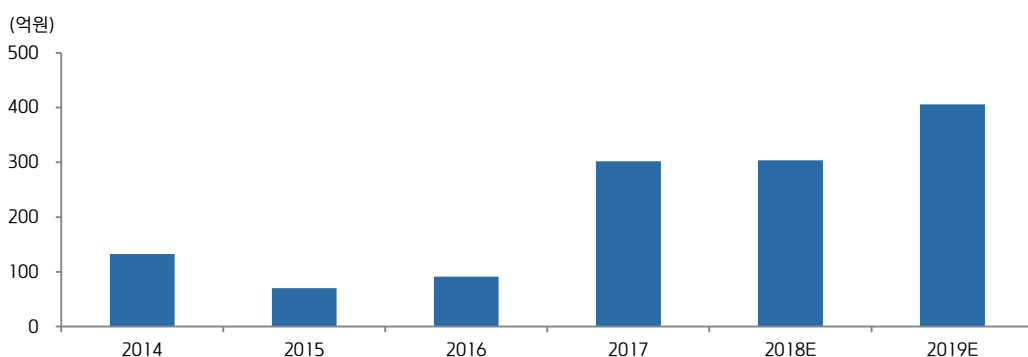
자료: 전자공시, 키움증권 추정

>>> 향후 추가 성장동력이 될 자동차 부품

자동차 부품 신규고객사 및 인증제품 확대 진행 중

향후 자동차 부품은 서진시스템의 추가 성장동력이 될 것으로 예상된다. 프랑스 Valeo향 담당 아이템은 기존 10여종에서 27종으로 증가했고, 최근에는 미국 젠텍스향 룸미러 브라켓 시제품 양산을 시작했다. 오랜 업력을 통한 메탈 가공 노하우와 공정 내재화를 통한 높은 원가경쟁력을 기반으로 전방시장이 지속적으로 다변화되고 있어 긍정적이다. 자동차 부품향 신규고객사 및 인증 제품의 확대가 진행되고 있다는 점과 텍스 인수 전 서진시스템의 강점이 알루미늄 가공이었다는 점을 고려하면, 향후 일반 자동차 부품 뿐 아니라 자동차 경량화 부품까지 확대가 기대된다.

서진시스템의 기타부문 (자동차 포함) 매출액 추이 및 전망



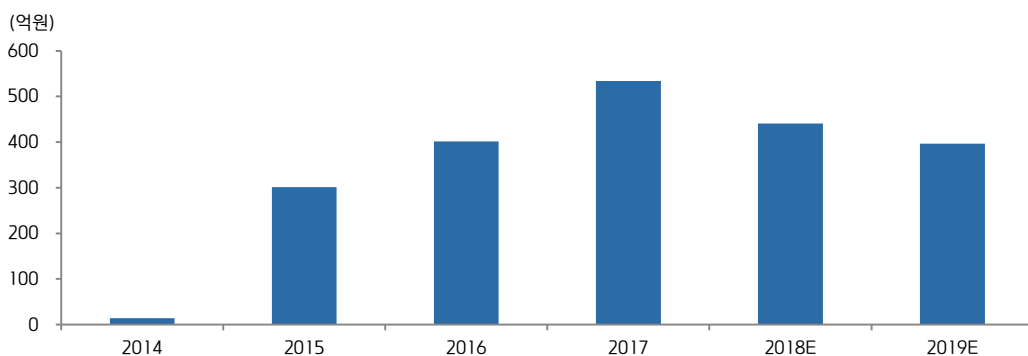
자료: 전자공시, 키움증권 추정

>>> 모바일은 스마트폰 출하량 둔화 영향 불가피

스마트폰 출하량 둔화 영향 불가피

서진시스템의 사업부문 중 모바일 메탈케이스 임가공, 아노다이징, TRI 공정 등은 주력 고객사 스마트폰 출하량 둔화의 영향이 불가피하다고 판단된다. 플래그십 모델의 흥행 실패 및 중저가 모델에서의 시장경쟁 강도 심화에 따라 서진시스템의 모바일 부문 실적 역시 2018년 역성장이 예상되며, 2019년 역시 폴더블폰 출시가 예상되지만 출하량 기준의 비중은 미미할 것으로 예상되기 때문에 큰 폭의 성장은 쉽지 않을 것으로 전망한다.

서진시스템의 모바일부문 매출액 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

III. Peer Analysis

>>> 비교대상 기업: 신홍에스이씨, 상신이디피

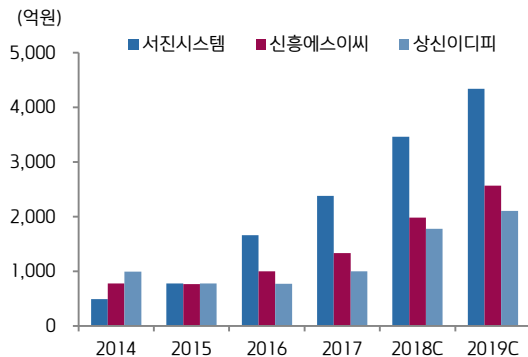
신홍에스이씨(243840), 상신이디피 (091580)와의 비교

서진시스템의 Target multiple을 위한 비교대상 기업으로 신홍에스이씨 (243840)와 상신이디피 (091580)을 선정한다. 선정의 근거는 서진시스템의 성장 동력이 될 5G, 이차전지 수혜주 중 메탈 가공에 대한 기술력 및 노하우를 통해 의미있는 점유율을 보유하고 있는 업체이기 때문이다.

서진시스템의 경우 2018년 예상 매출액 기준 통신장비 55%, 이차전지 11%로 두 업체와 달리 이차전지에 대한 노출도가 낮다는 차이가 있지만, ① 5G 역시 중장기 성장이 기대되는 산업이고, ② ESS를 필두로 한 이차전지가 서진시스템의 성장의 중요한 요소라는 점, ③ 다양화 된 전방을 보유하고 있어 실적에 대한 안정성 차별화가 가능하다는 점, ④ 외형이나 이익률 측면에서 두 업체를 상회하는 실적 이 예상된다는 점에서 비교대상이 될 수 있다고 판단한다.

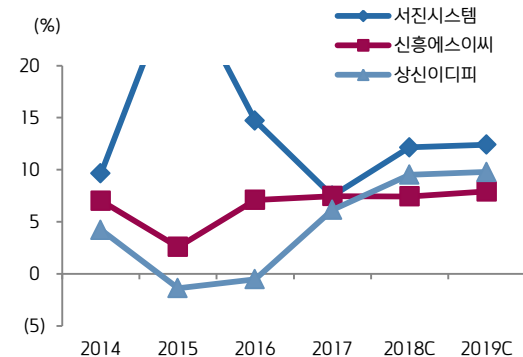
2018년 서진시스템의 예상 실적과 두 업체의 시장컨센서스에 기반해 Valuation을 비교해 보면, 2018년 PER 기준 서진시스템 8.9X, 신홍에스이씨 25.4X, 상신이디피 14.6X 수준으로 서진시스템의 주가에는 성장성이 반영되어 있지 않다고 판단된다.

3사 매출액 추이 및 전망



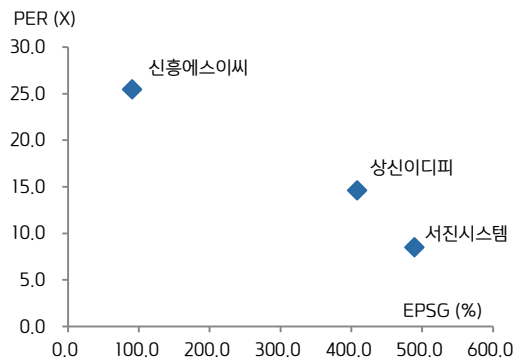
자료: FnGuide, 키움증권 추정
주: 서진시스템은 키움증권 추정, 그 외 시장컨센서스

3사 영업이익률 추이 및 전망



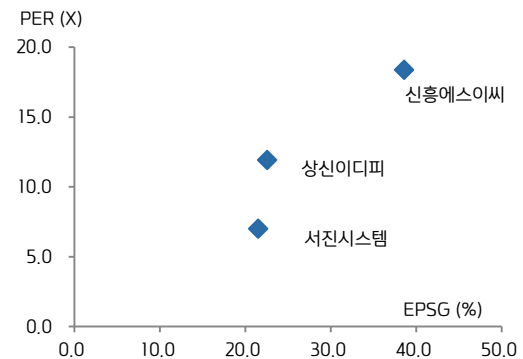
자료: FnGuide, 키움증권 추정
주: 서진시스템은 키움증권 추정, 그 외 시장컨센서스

2018E PER vs. EPS 성장률



자료: FnGuide, 키움증권 추정
주: 서진시스템은 키움증권 추정, 그 외 시장컨센서스

2019E PER vs. EPS 성장률



자료: FnGuide, 키움증권 추정
주: 서진시스템은 키움증권 추정, 그 외 시장컨센서스

IV. Valuation

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 45,000원으로 커버리지 개시

키움증권은 서진시스템에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 45,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 서진시스템의 2018E EPS 3,463원 (유상증자 반영)에 Target multiple PER 13X를 적용했다.

Target multiple PER 13X는 비교대상 기업인 신홍에스이씨, 상신이디피의 2018년 시장컨센서스 기준 PER 20X에 35% 할인 적용한 수치이다. 35% 할인의 이유는 전기차 등 시장 성장에 따른 실적 성장을 시현하고 있는 이차전지 서플라이체인 대비 5G의 경우 아직 초입이라는 점과 서진시스템의 낮은 ESS 매출 비중 (2018E 11%)를 감안했다.

다만 5G 투자는 아직 시작되지 않았을 뿐, 중장기적으로 진행될 것이라는 점과 비교대상 기업 대비 높은 외형 및 이익률, ESS의 성장성을 고려했을 때 5G 투자에 대한 수혜 시작 및 메탈 가공 경쟁력을 통한 전방 시장 다변화의 시기에는 multiple의 상향도 충분하다고 판단된다.

목표주가 산정 요약 (단위: 억원, X)

	2018E	비고
지배순이익	317	
현재주식수	6,388,737	
Dilution materials	2,661,596	주주배정 유상증자 기반영 (상장일 2018년 8월 13일)
발행주식수 (완전희석)	9,050,333	
EPS (완전희석)	3,463	
Target multiple (X)	13.0	신홍에스이씨, 상신이디피의 2018년 시장컨센서스 기준 PER 20X에 35% 할인
적정주가 (원)	45,019	
목표주가 (원)	45,000	
현재주가	30,900	2018년 7월 30일 종가 기준
Upside (%)	45.6	

자료: 키움증권 추정

서진시스템 주가 추이 및 이벤트, 영업이익 전망



자료: FnGuide, 키움증권

V. 기업소개

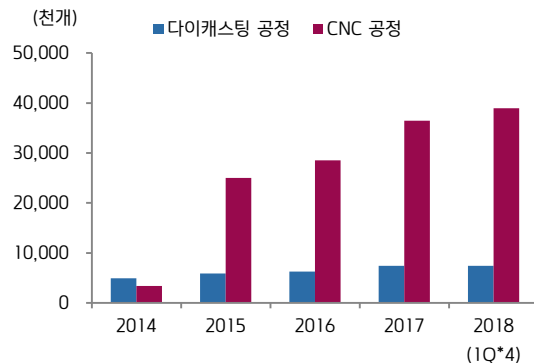
>>> 메탈 종합솔루션 전문 기업

2017년 매출액: 통신장비 42%, 모바일 22%, 반도체장비 19%, ESS 5%

서진시스템은 메탈 종합 솔루션 전문기업으로, 금형 및 잉곳부터 조립, 검사까지 모든 공정 수직계열화를 통해 차별화된 원가경쟁력을 보유하고 있다. 2017년 기준 매출 비중은 통신장비 42%, 모바일 22%, 반도체 장비 19%, ESS 5% 등으로 구성되어 있으며, 전방 시장 성장에 대응해 CNC 및 다이캐스팅 생산능력을 꾸준히 증가시키고 있음에도 가동률은 꾸준히 우상향했다는 점은 전방 다양화 및 시장 지배력 확대가 진행되고 있음을 반증한다.

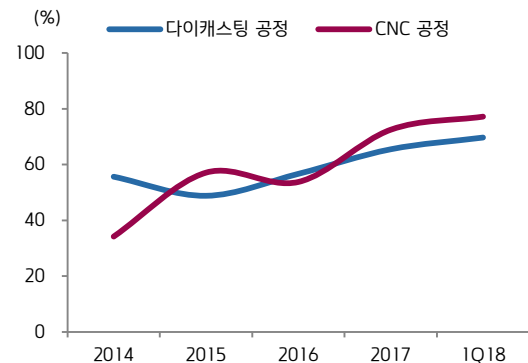
2018년 두산공작기계로부터의 머시닝 센터 양수, 유상증자를 통한 설비투자를 감안하면 생산능력은 순차적으로 증가할 것으로 예상되지만, 5G 투자 본격화 및 ESS 호황 전망, 자동차 부품 등 신규 아이템 추가 등을 감안하면 가동률은 안정적으로 우상향 할 것으로 예상된다.

생산능력 추이



자료: 전자공시, 키움증권

가동률 추이



자료: 전자공시, 키움증권

부문별 제품



자료: 서진시스템, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,659	2,379	3,461	4,343
매출원가	1,233	1,944	2,769	3,423
매출총이익	426	435	691	921
판매비및일반관리비	182	257	271	382
영업이익(보고)	244	178	420	539
영업이익(핵심)	244	178	420	539
영업외손익	-38	-104	-5	-28
이자수익	0	1	0	0
배당금수익	0	0	0	0
외환이익	56	29	51	20
이자비용	50	38	33	33
외환손실	42	94	22	15
관계기업지분법손익	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-3	0	-2	0
기타	-1	-2	1	0
법인세차감전이익	206	74	415	511
법인세비용	10	11	62	80
유효법인세율 (%)	4.6%	14.8%	14.9%	15.6%
당기순이익	196	63	353	431
지배주주지분순이익(억원)	196	54	317	386
EBITDA	346	315	545	710
현금순이익(Cash Earnings)	299	200	478	602
수정당기순이익	198	64	355	431
증감율(% YoY)				
매출액	113.4	43.5	45.4	25.5
영업이익(보고)	8.6	-26.8	135.4	28.2
영업이익(핵심)	8.6	-26.8	135.4	28.2
EBITDA	20.2	-8.9	72.8	30.2
지배주주지분 당기순이익	7.6	-72.5	487.4	22.0
EPS	-24.0	-80.2	282.8	23.2
수정순이익	3.2	-67.8	457.6	21.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	384	-80	409	536
당기순이익	196	63	353	431
감가상각비	100	129	118	164
무형자산상각비	2	8	7	7
외환손익	-10	41	-29	-5
자산처분손익	1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	49	-339	-7	-21
기타	45	18	-33	-40
투자활동현금흐름	-406	-356	-672	-449
투자자산의 처분	3	0	-1	0
유형자산의 처분	32	48	0	0
유형자산의 취득	-388	-362	-625	-375
무형자산의 처분	-16	-42	-12	-11
기타	-38	0	-35	-62
재무활동현금흐름	119	500	660	-6
단기차입금의 증가	-89	31	0	0
장기차입금의 증가	190	72	5	3
자본의 증가	18	414	657	0
배당금지급	0	-17	-6	-14
기타	0	0	4	4
현금및현금성자산의순증가	98	63	397	81
기초현금및현금성자산	36	133	197	594
기말현금및현금성자산	133	197	594	675
Gross Cash Flow	335	259	416	557
Op Free Cash Flow	-20	-454	-162	218

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	978	1,103	1,522	1,607
현금및현금성자산	133	197	594	675
유동금융자산	1	1	1	2
매출채권및유동채권	392	379	380	382
재고자산	451	525	546	548
기타유동비금융자산	0	1	1	1
비유동자산	1,286	1,489	2,043	2,325
장기매출채권및기타비유동채권	21	14	21	26
투자자산	1	0	1	1
유형자산	1,198	1,292	1,800	2,011
무형자산	61	165	169	173
기타비유동자산	5	18	52	114
자산총계	2,263	2,592	3,565	3,933
유동부채	1,296	1,250	1,271	1,259
매입채무및기타유동채무	666	433	450	435
단기차입금	529	685	685	685
유동성장기차입금	80	123	123	123
기타유동부채	21	9	13	17
비유동부채	242	129	138	145
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0
사채및장기차입금	219	108	113	116
기타비유동부채	23	21	25	29
부채총계	1,538	1,379	1,409	1,404
자본금	22	31	45	45
주식발행초과금	237	660	1,304	1,304
이익잉여금	397	439	750	1,122
기타자본	70	57	57	57
지배주주지분자본총계	725	1,187	2,156	2,528
비지배주주지분자본총계	0	26	0	0
자본총계	725	1,213	2,156	2,528
순차입금	701	718	326	247
총차입금	835	916	921	924

투자지표

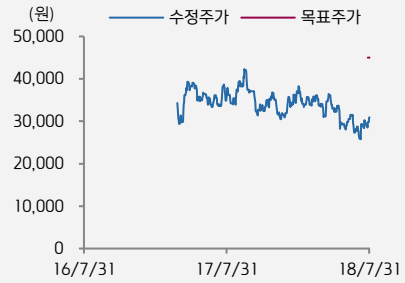
(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	4,573	905	3,463	4,267
BPS	15,641	18,998	23,819	27,935
주당EBITDA	8,072	5,297	5,964	7,843
CFPS	6,962	3,359	5,231	6,656
DPS	0	100	150	200
주가배수(배)				
PER	n/a	35.3	8.9	7.2
PBR	n/a	1.7	1.3	1.1
EV/EBITDA	2.0	10.3	6.3	4.7
PCFR	0.0	9.5	5.9	4.6
수익성(%)				
영업이익률(보고)	14.7	7.5	12.1	12.4
영업이익률(핵심)	14.7	7.5	12.1	12.4
EBITDA margin	20.9	13.3	15.7	16.3
순이익률	11.8	2.7	10.2	9.9
자기자본이익률(ROE)	36.9	6.5	21.0	18.4
투자자본이익률(ROIC)	17.8	9.0	16.3	17.7
안정성(%)				
부채비율	212.2	113.7	65.4	55.5
순차입금비율	96.7	59.2	15.1	9.8
이자보상배율(배)	4.9	4.7	12.8	16.5
활동성(배)				
매출채권회전율	5.4	6.2	9.1	11.4
재고자산회전율	5.0	4.9	6.5	7.9
매입채무회전율	3.7	4.3	7.8	9.8

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
서진시스템 (178320)	2018/07/31	BUY(Initiate)	45,000원

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%