

서진시스템 (178320)

2Q18 예상치 부합. 더 기대되는 하반기

시가총액 (08/13)	3,104 억원
자기자본 (2018)	1,492 억원
현재가 (18/08/13)	34,300 원

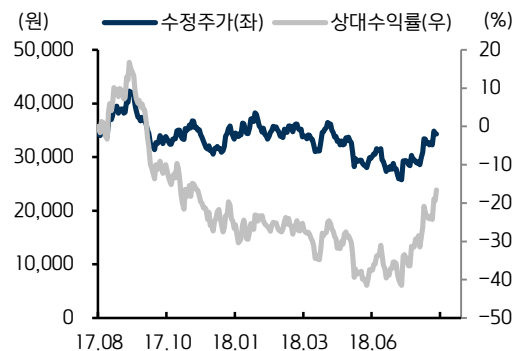
KEY Word

- 2Q18 영업이익 106억원 (+451% YoY) 기록. 순이익 서프라이즈
- 2018년 영업이익 424억원 (+138% YoY) 예상
- 전방 다변화, 성장성에도 불구하고 2018E PER 7.9X의 저평가

BUY (Maintain)

목표주가: 45,000원 (유지)

52주 최고가	42,296원
52주 최저가	25,750원
수익률 (절대/상대)	
1개월	17.9% 29.1%
6개월	2.9% 12.9%
12개월	0.3% -16.6%
발행주식수	9,050천주
일평균거래량(3M)	86천주
외국인 지분율	1.85%
주당배당금(18E)	150원



IFRS연결(억원)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,659	2,379	3,534	4,569
영업이익	244	178	424	567
증감율(%)	8.6	(26.8)	137.8	33.5
순이익(지배)	196	54	395	432
영업이익률(%)	14.7	7.5	12.0	12.4
ROE(%)	36.9	6.5	24.4	18.6
PER(배)	n/a	35.3	7.9	7.2
PBR(배)	n/a	1.7	1.4	1.2

투자포인트

2Q18 영업이익 107억원 (+451% YoY) 기록, 예상치 부합. 지배순이익 59% 상회

- 서진시스템의 2Q18 실적은 매출액 878억원, 영업이익 107억원 (+451% YoY). 예상치 부합한 호실적
- 통신장비, 반도체장비향 매출액은 각각 421억원, 88억원으로 전분기대비 19%, 25% 하락
- => 인도 릴라이언스 4G 통신장비향 납품 완료 시기 연말 지연 및 전방 반도체 투자 QoQ 하락 영향. 반도체의 경우 UCT향 매출액 50억원으로 해외 투자 수혜 본격화 진행 중이라는 점은 긍정적
- 모바일, ESS향 매출액은 각각 174억원, 86억원으로 전분기대비 63%, 47% 증가
- => 주력고객사 중저가 스마트폰 및 갤럭시노트, ESS 출하량 증가 영향 추정
- 지배순이익은 146억원 (+388% YoY)으로 기존 예상치대비 59% 상회. 2016년 베트남 투자금 (달러, 대어금)의 반기 환율 평가 등에 따른 외화환산이익 79억원 등 반영 영향

2018년 영업이익 424억원 (+138% YoY) 예상. 2018E PER 7.9X의 저평가 상태

- 2018년 매출액 3,534억원 (+49% YoY), 영업이익 424억원 (+138% YoY) 예상
- 2018년 상반기 통신장비, ESS 비중 63% (2017년 46%). 4Q18부터 국내 5G향 매출 본격화 시작, ESS의 경우 국내 주력고객사의 Captive 물량 및 해외 ESS 투자에 따른 견조한 성장 전망
- 2018년 하반기 영업이익 222억원 (상반기 203억원)으로 상저하고의 실적 예상
- 반도체는 UCT를 통한 해외 반도체 투자 수혜로 펀더멘탈 강화 진행 중이며, 모바일 역시 견조한 실적 전망
- 거래선 및 인증 아이템 증가 진행 중인 자동차는 2019년 성장 동력 중 하나가 될 것으로 예상
- 2018년 유상증자 등 대규모 투자에 따른 시장의 우려 존재하지만, 4G/5G 통신장비, ESS 등 주요 전방의 업사이클과 자동차 등 전방 다변화 동시에 진행되고 있다는 점에 주목할 것을 권고
- 현 주가는 2018E PER 7.9X 수준으로, 5G 및 이차전지 서플라이체인 중 가장 저평가되어 있는 상태
- 투자의견 BUY와 목표주가 45,000원 유지

□ 지분구성

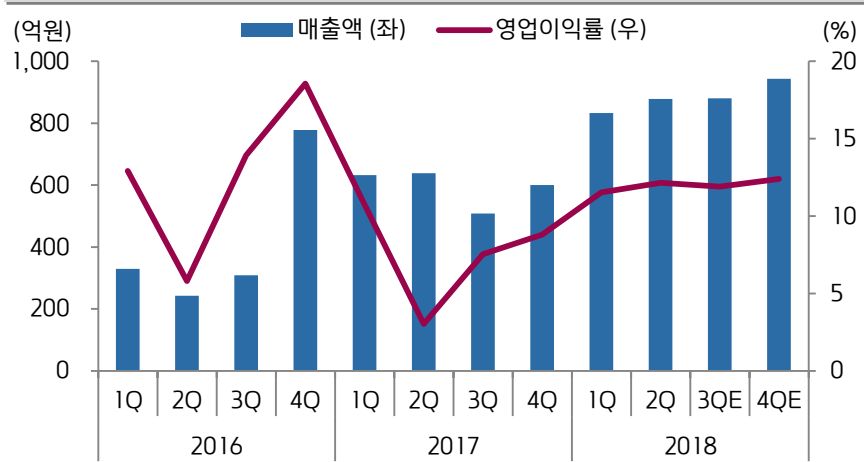
· 전동규 외 45.07%

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	632	638	509	600	833	878	880	943	1,659	2,379	3,534	4,569
YoY %	92%	163%	65%	-23%	32%	38%	73%	57%	113%	43%	49%	29%
QoQ %	-19%	1%	-20%	18%	39%	5%	0%	7%				
통신장비	343	319	141	186	520	421	430	507	918	988	1,877	2,534
모바일	116	109	156	153	107	174	160	152	401	534	593	534
반도체 장비	108	117	110	107	123	91	88	94	169	442	396	456
ESS	16	34	51	13	58	86	84	87	79	114	314	393
기타	49	60	51	143	25	106	119	103	91	302	353	652
영업이익	68	19	38	53	96	107	105	117	244	178	424	567
YoY %	60%	38%	-11%	-63%	41%	451%	173%	121%	9%	-27%	138%	33%
QoQ %	-53%	-72%	98%	38%	82%	11%	-2%	12%				
지배순이익	24	30	36	(37)	77	146	81	90	196	54	395	432
영업이익률	11%	3%	8%	9%	12%	12%	12%	12%	15%	8%	12%	12%
지배순이익률	4%	5%	7%	-6%	9%	17%	9%	10%	12%	2%	11%	9%

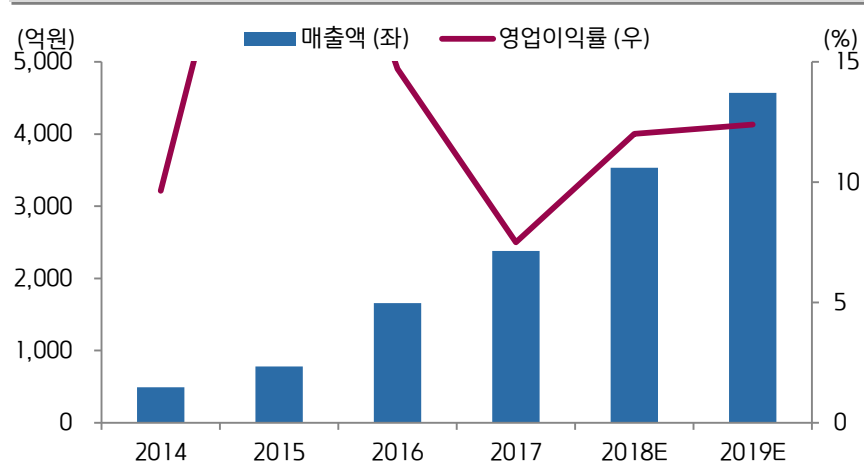
출처: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



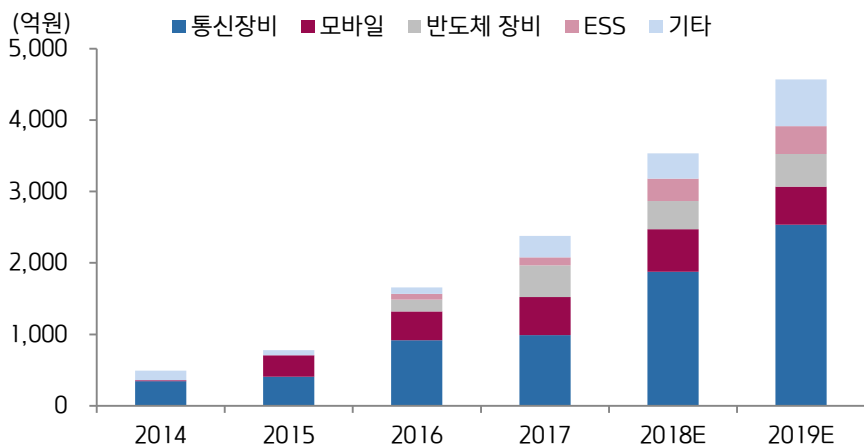
출처: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



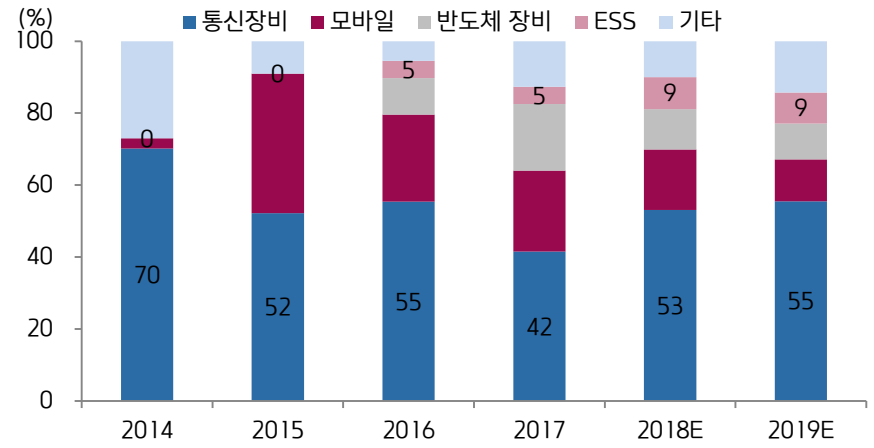
출처: 전자공시, 키움증권 추정

부문별 매출액 추이 및 전망



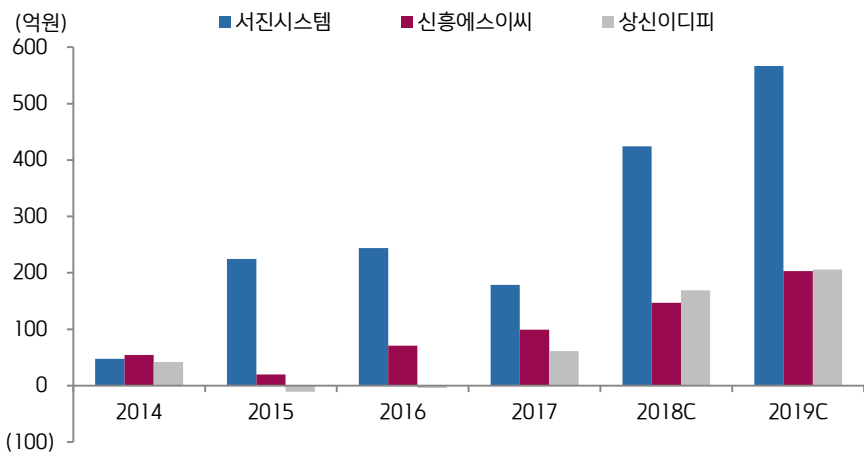
출처: 전자공시, 키움증권 추정

부문별 매출액 비중 추이 및 전망



출처: 전자공시, 키움증권 추정

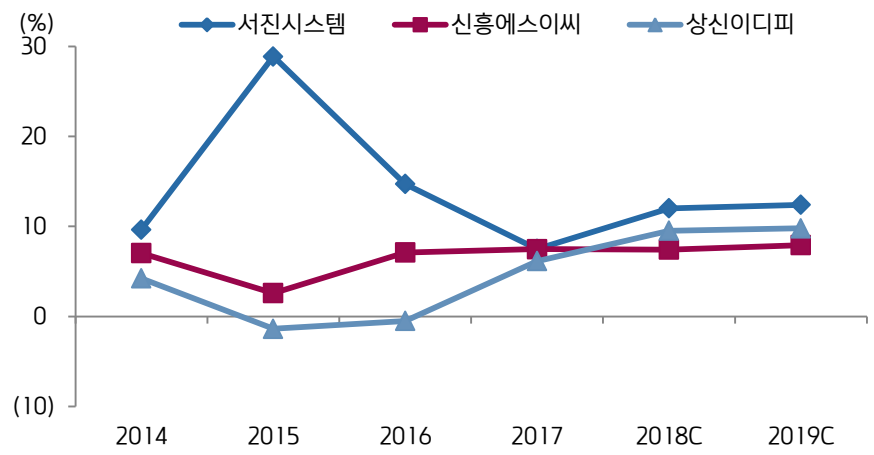
비교기업들의 실적 추이 및 시장 컨센서스



출처: FnGuide, 키움증권 추정

주: 서진시스템은 키움증권 추정치, 그 외 FnGuide 컨센서스 기준

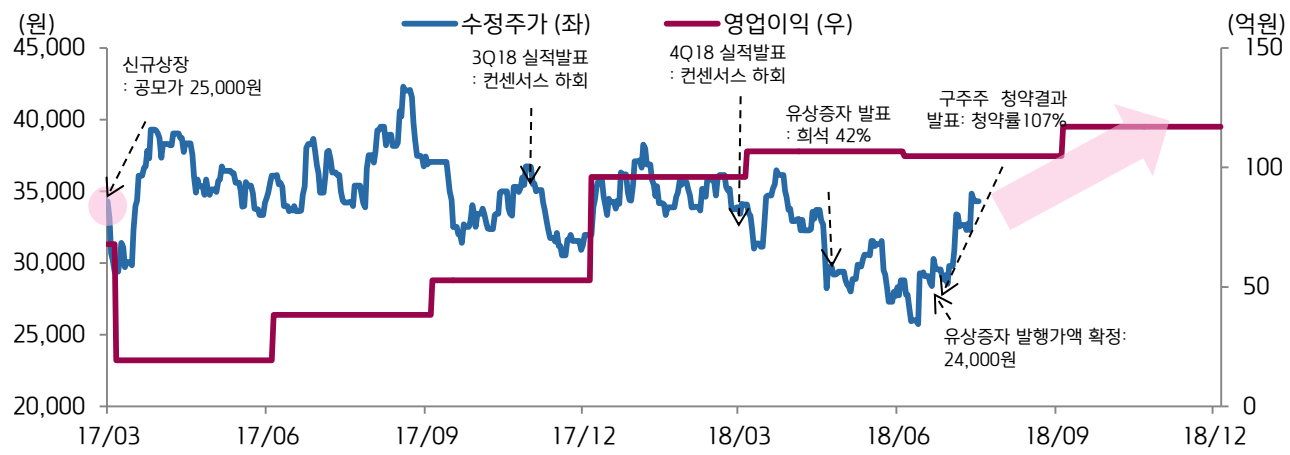
비교기업들의 영업이익률 추이 및 시장 컨센서스



출처: 전자공시, 키움증권 추정

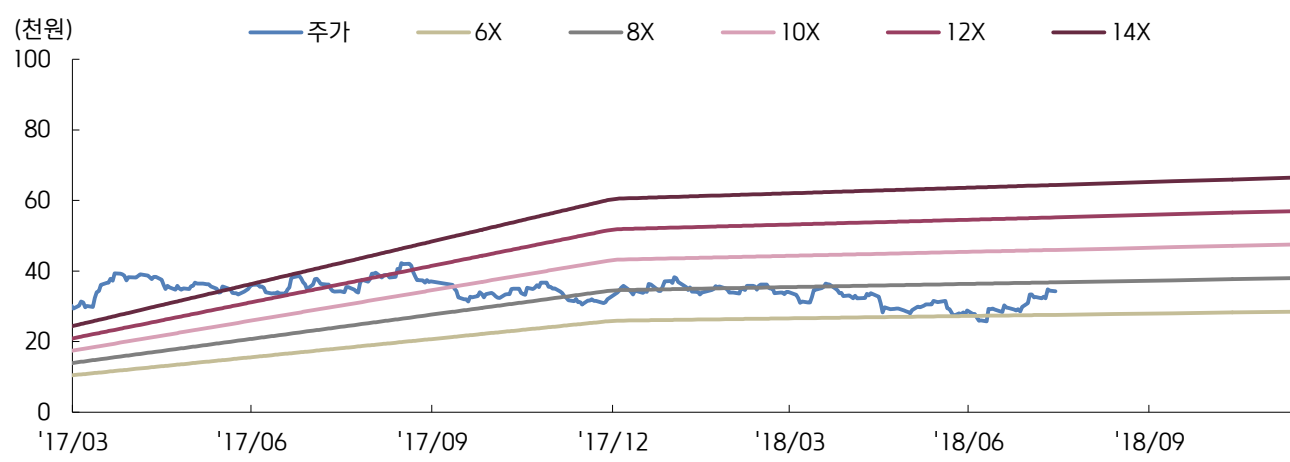
주: 서진시스템은 키움증권 추정치, 그 외 FnGuide 컨센서스 기준

서진시스템 주가 추이 및 이벤트, 영업이익 전망



출처: 서진시스템, 키움증권 추정

서진시스템 12M Fwd PER Band Chart



출처: FnGuide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	777	1,659	2,379	3,534	4,569
매출원가	451	1,233	1,944	2,831	3,601
매출총이익	327	426	435	703	969
판매비및일반관리비	102	182	257	279	402
영업이익(보고)	224	244	178	424	567
영업이익(핵심)	224	244	178	424	567
영업외손익	-46	-38	-104	44	-28
이자수익	0	0	1	0	0
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	12	56	29	87	20
이자비용	34	50	38	33	33
외환손실	17	42	94	9	15
관계기업지분손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-9	-3	0	-2	0
기타	2	-1	-2	1	0
법인세차감전이익	179	206	74	468	539
법인세비용	-4	10	11	47	84
유효법인세율 (%)	-2.1%	4.6%	14.8%	10.1%	15.6%
당기순이익	182	196	63	421	455
지배주주지분순이익(억원)	182	196	54	395	432
EBITDA	288	346	315	549	738
현금순이익(Cash Earnings)	246	299	200	546	626
수정당기순이익	192	198	64	423	455
증감율(% YoY)					
매출액	58.2	113.4	43.5	48.5	29.3
영업이익(보고)	373.5	8.6	-26.8	137.8	33.5
영업이익(핵심)	373.5	8.6	-26.8	137.8	33.5
EBITDA	271.8	20.2	-8.9	74.1	34.3
지배주주지분 당기순이익	1,779.0	7.6	-72.5	632.9	9.4
EPS	1,779.0	-24.0	-80.2	377.6	10.5
수정순이익	716.0	3.2	-67.8	564.4	7.6

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	479	978	1,103	1,610	1,777
현금및현금성자산	36	133	197	662	797
유동금융자산	4	1	1	1	2
매출채권및유동채권	226	392	379	388	402
재고자산	213	451	525	557	577
기타유동비금융자산	2	0	1	1	1
비유동자산	981	1,286	1,489	2,044	2,327
장기매출채권및기타비유동채권	17	21	14	21	28
투자자산	2	1	0	1	1
유형자산	917	1,198	1,292	1,800	2,011
무형자산	45	61	165	169	173
기타비유동자산	0	5	18	52	114
자산총계	1,461	2,263	2,592	3,653	4,104
유동부채	792	1,296	1,250	1,281	1,306
매입채무및기타유동채무	225	666	433	460	481
단기차입금	462	529	685	685	685
유동성장기차입금	81	80	123	123	123
기타유동부채	25	21	9	14	18
비유동부채	331	242	129	138	145
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	303	219	108	113	116
기타비유동부채	28	23	21	25	30
부채총계	1,124	1,538	1,379	1,419	1,452
자본금	15	22	31	45	45
주식발행초과금	0	237	660	1,304	1,304
이익잉여금	202	397	439	828	1,247
기타자본	121	70	57	57	57
지배주주지분자본총계	337	725	1,187	2,234	2,653
비지배주주지분자본총계	0	0	26	0	0
자본총계	337	725	1,213	2,234	2,653
순차입금	813	701	718	258	126
총차입금	852	835	916	921	924

재무제표

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	132	384	-80	477	590
당기순이익	182	196	63	421	455
감가상각비	63	100	129	118	164
무형자산상각비	1	2	8	7	7
외환손익	8	-10	41	-78	-5
자산처분손익	0	1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-134	49	-339	-18	-14
기타	12	45	18	27	-18
투자활동현금흐름	-567	-406	-356	-672	-449
투자자산의 처분	-1	3	0	-1	-1
유형자산의 처분	6	32	48	0	0
유형자산의 취득	-463	-388	-362	-625	-375
무형자산의 처분	-37	-16	-42	-12	-11
기타	-72	-38	0	-35	-62
재무활동현금흐름	416	119	500	660	-6
단기차입금의 증가	62	-89	31	0	0
장기차입금의 증가	354	190	72	5	3
자본의 증가	0	18	414	657	0
배당금지급	0	0	-17	-6	-14
기타	0	0	0	4	4
현금및현금성자산의순증가	-19	98	63	465	135
기초현금및현금성자산	55	36	133	197	662
기말현금및현금성자산	36	133	197	662	797
Gross Cash Flow	266	335	259	495	603
Op Free Cash Flow	-341	-20	-454	-148	250

투자지표

(단위: 원, 배, %)

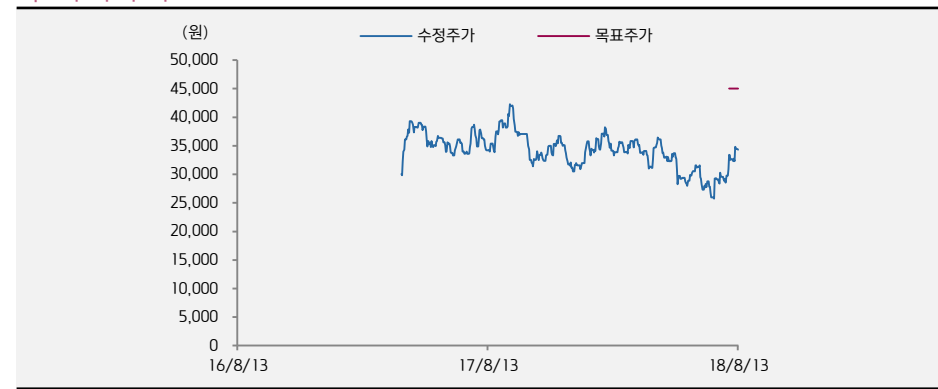
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	6,016	4,573	905	4,321	4,774
BPS	11,123	15,641	18,998	24,685	29,309
주당EBITDA	9,505	8,072	5,297	6,010	8,152
CFPS	8,119	6,962	3,359	5,973	6,917
DPS	0	0	100	150	200
주가배수(배)					
PER	0.0	0.0	35.3	7.9	7.2
PBR	0.0	0.0	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	2.8	2.0	10.3	5.9	4.2
PCFR	0.0	0.0	9.5	5.7	5.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.9	14.7	7.5	12.0	12.4
영업이익률(핵심)	28.9	14.7	7.5	12.0	12.4
EBITDA margin	37.1	20.9	13.3	15.5	16.1
순이익률	23.5	11.8	2.7	11.9	10.0
자기자본이익률(ROE)	94.4	36.9	6.5	24.4	18.6
투자자본이익률(ROIC)	29.5	17.8	9.0	17.4	18.5
안정성(%)					
부채비율	333.0	212.2	113.7	63.5	54.7
순차입금비율	240.8	96.7	59.2	11.5	4.7
이자보상배율(배)	6.6	4.9	4.7	13.0	17.3
활동성(배)					
매출채권회전율	3.9	5.4	6.2	9.2	11.6
재고자산회전율	5.8	5.0	4.9	6.5	8.1
매입채무회전율	3.7	3.7	4.3	7.9	9.7

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
서진시스템 (140860)	2018-07-31	BUY(Initiate)	45,000원	6개월	-26.02	-22.56
	2018-08-13	BUY(Maintain)	45,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이



Compliance Notice

- 당사는 8월 13일 현재 '서진시스템' 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.

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 (2017/07/01~2018/06/30)

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