



# BUY (Maintain)

목표주가: 26,000원 (상향)

주가(02/27): 19,000원

시가총액: 3,439억원

## 스몰캡

Analyst **한동희**

02) 3787-5292

donghee.han@kiwoom.com

### Stock Data

KOSDAQ (02/27)		752.16pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	20,400원	12,375원
등락률	-6.9%	53.5%
수익률	절대	상대
1M	4.4%	9.4%
6M	-3.6%	2.7%
1Y	9.5%	27.2%

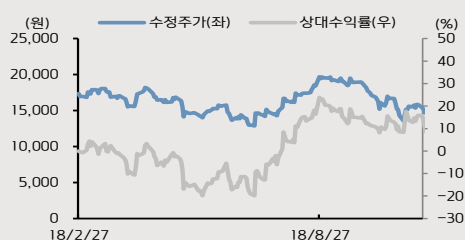
### Company Data

발행주식수	18,101천주
일평균 거래량(3M)	234천주
외국인 지분율	4.37%
배당수익률(19E)	0.56%
BPS(19E)	21,592원
주요 주주	전동규외 19인 43.8%

### 투자지표

(억원, IFRS)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,659	2,379	3,263	4,240
보고영업이익	244	178	355	472
핵심영업이익	244	178	355	472
EBITDA	346	315	480	643
세전이익	206	74	359	462
순이익	196	63	333	415
지배주주지분순이익	196	54	313	394
EPS(원)	4,573	905	1,692	2,108
증감률(%YoY)	-24.0	-80.2	189.9	28.4
PER(배)	0.0	35.3	11.2	9.0
PBR(배)	0.0	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA(배)	2.0	10.3	6.8	4.9
보고영업이익률(%)	14.7	7.5	10.9	11.1
핵심영업이익률(%)	14.7	7.5	10.9	11.1

### Price Trend



# 서진시스템 (178320)

## 2019년은 4G, 5G가 함께



서진시스템의 4Q18 영업이익은 87억원 (+33% QoQ)으로 예상된다. 동남아 4G 통신장비향 매출의 일시적 공백에도 불구하고, 5G향 초도 매출 시작이 성장을 견인했을 것으로 예상된다. 2019년은 동남아 4G향 수혜 재개와 더불어 5G 수혜 지속으로 통신장비향 사업에서 큰 성과가 기대된다. 5G 시장 내 삼성전자의 선전과 대형설비 및 가격 경쟁력을 기반으로 한 수혜강도 증가와 전방시장 다변화는 여전히 진행형이다.

### >>> 4Q18 영업이익 87억원 (+33% QoQ) 예상

서진시스템의 4Q18 연결 실적은 매출액 809억원 (+9% QoQ), 영업이익 87억원 (+33% QoQ)으로 예상된다. 동남아 4G 통신장비향 매출의 일시적 공백에도 불구하고, 5G 통신장비향 초도매출 시작으로 3Q18 대비 매출액 성장이 가능할 전망이다. 그 외 모바일, 반도체장비, ESS 등은 3Q18과 유사한 수준의 실적을 기록할 것으로 판단한다. 시장컨센서스 대비 높은 영업이익률 (10.8% vs. 7.6%)을 예상하는 이유는 성과급 등의 비용이 1Q19에 반영될 것으로 전망하기 때문이다.

### >>> 1Q19 5G 통신장비 수혜 지속 및 4G 수혜 재개 시작

서진시스템의 1Q19 연결 실적은 매출액 916억원 (+13% QoQ), 영업이익 74억원 (-15% QoQ)으로 사상 최대 매출액을 기록할 것으로 예상된다. 이는 4G 통신장비향 매출 재개와 더불어 5G 통신장비향 매출 인식 지속 전망에 기인한다. 통신장비, ESS향 매출액 비중은 69% 수준으로 예상된다. 최대 매출액에도 불구하고, 이익률의 일시적 하락을 예상하는 이유는 2018년 영업이익 97% 성장에 따른 성과급 등의 반영을 가정한 보수적 추정에 근거한다.

### >>> 메탈 종합솔루션 기업으로 순항 중. 목표주가 상향

서진시스템의 2019년 실적은 매출액 4,240억원 (+30% YoY), 영업이익 472억원 (+33% YoY)으로 전망된다. 핵심 사업인 통신장비 매출액은 동남아 4G 투자 수혜 지속과 더불어 5G향 매출 반영 본격화에 따라 2,569억원 (+43% YoY)의 고성장이 예상되며, 2019년 성장산업으로 판단하는 통신장비+ESS 매출액 비중은 68%에 달할 것으로 전망된다.

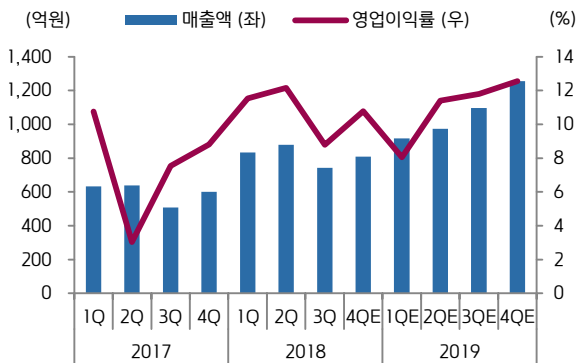
서진시스템에 대한 목표주가를 26,000원으로 상향한다. 2019년 EPS 2,108원에 Target multiple PER 12X를 적용했다. 1Q19 성과급 등 비용 이슈에도 불구하고 목표주가를 상향하는 근거는 ① 삼성전자의 5G 통신장비 시장에서의 선전은 대형 다이캐스팅 설비 등에 대한 경쟁력을 가진 서진시스템의 통신장비향 전망에 긍정적이며, ② ESS는 내수 시장의 둔화를 호주, 미국 중심의 해외 시장 성장이 보완할 것으로 예상되고, ③ 차별화된 생산능력과 원가구조로 자동차 부품 등을 비롯한 전방다변화 역시 지속될 것으로 전망되기 때문이다. 5G는 성장의 초입이며, ESS 성장과 전방다변화는 여전히 진행형이다.

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

투자지표	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>833</b>	<b>878</b>	<b>743</b>	<b>809</b>	<b>916</b>	<b>973</b>	<b>1,097</b>	<b>1,255</b>	<b>2,379</b>	<b>3,263</b>	<b>4,240</b>
통신장비	520	421	409	450	554	593	670	753	988	1,800	2,569
모바일	107	174	129	144	130	135	131	144	534	554	540
반도체장비	123	91	36	31	30	32	44	64	442	281	170
ESS	58	86	68	70	78	76	85	92	114	283	331
기타	25	106	100	113	124	137	167	203	302	345	630
증감율(%YoY)	32%	38%	46%	35%	10%	11%	48%	55%	43%	37%	30%
증감율(%QoQ)	39%	5%	-15%	9%	13%	6%	13%	14%			
<b>영업이익</b>	<b>96</b>	<b>107</b>	<b>65</b>	<b>87</b>	<b>74</b>	<b>111</b>	<b>129</b>	<b>158</b>	<b>178</b>	<b>355</b>	<b>472</b>
증감율(%YoY)	41%	451%	70%	65%	-23%	4%	98%	81%	-27%	99%	33%
증감율(%QoQ)	82%	11%	-39%	33%	-15%	50%	17%	22%			
<b>지배순이익</b>	<b>77</b>	<b>146</b>	<b>12</b>	<b>71</b>	<b>60</b>	<b>90</b>	<b>107</b>	<b>130</b>	<b>54</b>	<b>306</b>	<b>382</b>
영업이익률(%)	12%	12%	9%	11%	8%	11%	12%	13%	8%	11%	11%
지배순이익률(%)	9%	17%	2%	9%	7%	9%	10%	10%	2%	9%	9%

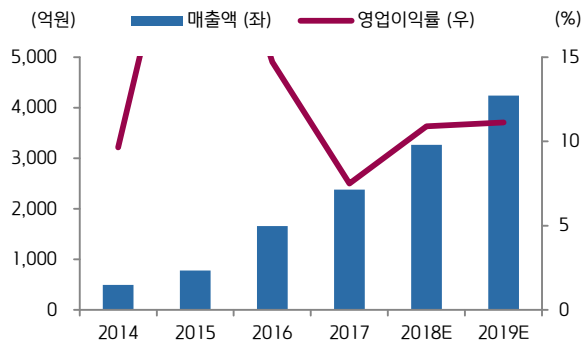
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



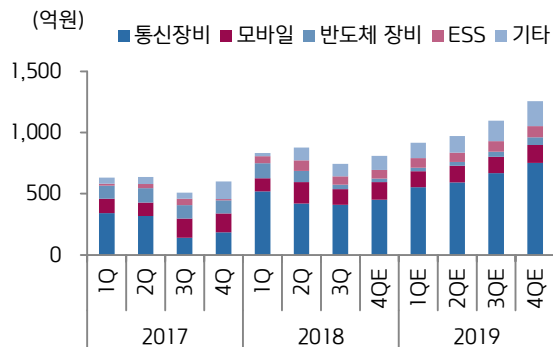
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



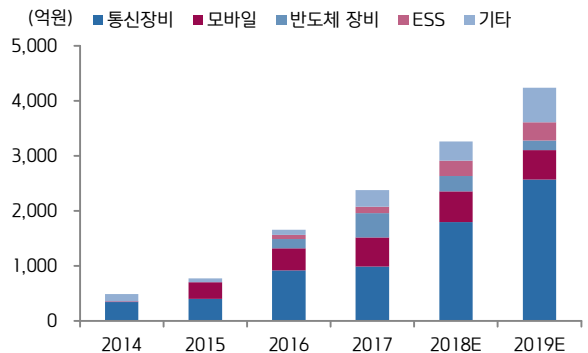
자료: 전자공시, 키움증권 추정

전방산업별 분기 매출액 추이 및 전망



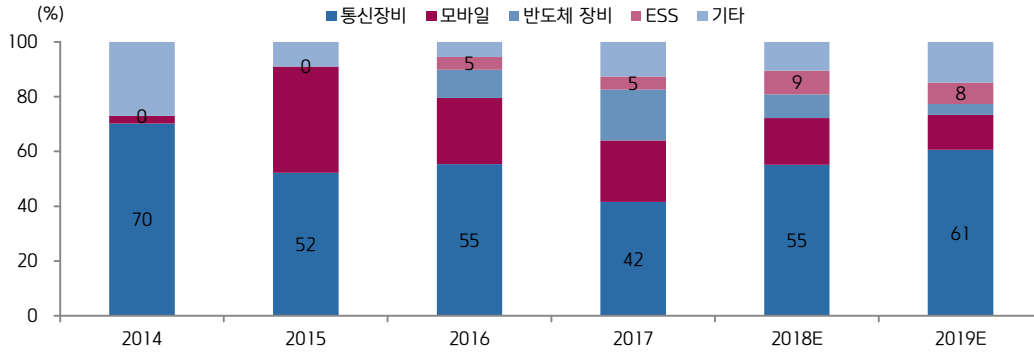
자료: 전자공시, 키움증권 추정

전방산업별 연간 매출액 추이 및 전망



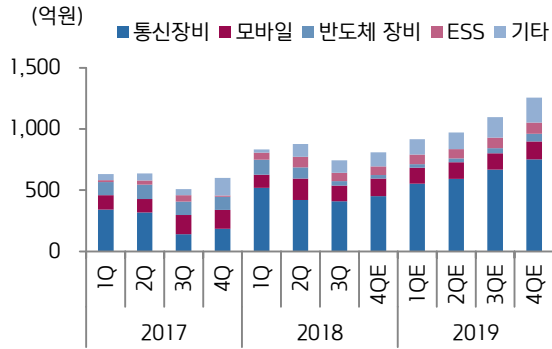
자료: 전자공시, 키움증권 추정

서진시스템의 전방산업별 매출액 비중 추이 및 전망



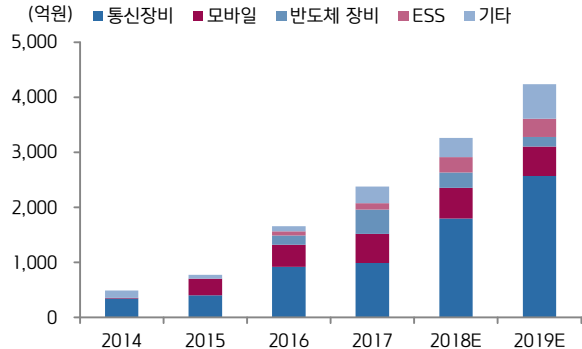
자료: 전자공시, 키움증권 추정

전방산업별 분기 매출액 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

전방산업별 연간 매출액 추이 및 전망



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	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	777	1,659	2,379	3,263	4,240
매출원가	451	1,233	1,944	2,655	3,414
매출총이익	327	426	435	608	826
판매비및일반관리비	102	182	257	253	355
영업이익(보고)	224	244	178	355	472
영업이익(핵심)	224	244	178	355	472
영업외손익	-46	-38	-104	4	-9
이자수익	0	0	1	0	0
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	12	56	29	145	126
이자비용	34	50	38	38	38
외환손실	17	42	94	109	97
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	1	0	4	0
금융상품평가및기타금융이익	-9	-3	0	0	0
기타	2	-1	-2	3	0
법인세차감전이익	179	206	74	359	462
법인세비용	-4	10	11	26	47
유효법인세율 (%)	-2.1%	4.6%	14.8%	7.2%	10.2%
당기순이익	182	196	63	333	415
지배주주지분순이익(억원)	182	196	54	313	394
EBITDA	288	346	315	480	643
현금순이익(Cash Earnings)	246	299	200	458	586
수정당기순이익	192	198	64	330	415
증감율(% YoY)					
매출액	58.2	113.4	43.5	37.1	30.0
영업이익(보고)	373.5	8.6	-26.8	99.0	32.8
영업이익(핵심)	373.5	8.6	-26.8	99.0	32.8
EBITDA	271.8	20.2	-8.9	52.2	33.9
지배주주지분 당기순이익	1,779.0	7.6	-72.5	480.5	26.1
EPS	1,779.0	-24.0	-80.2	189.9	28.4
수정순이익	716.0	3.2	-67.8	419.1	25.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	132	384	-80	429	551
당기순이익	182	196	63	333	415
감가상각비	63	100	129	118	164
무형자산상각비	1	2	8	7	7
외환손익	8	-10	41	-36	-29
자산처분손익	0	1	0	-4	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-134	49	-339	20	-15
기타	12	45	18	-10	8
투자활동현금흐름	-567	-406	-356	-668	-449
투자자산의 처분	-1	3	0	0	-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	-31	-62
재무활동현금흐름	416	119	500	660	-10
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	-18
기타	0	0	0	4	4
현금및현금성자산의순증가	-19	98	63	421	92
기초현금및현금성자산	55	36	133	197	618
기말현금및현금성자산	36	133	197	618	709
Gross Cash Flow	266	335	259	409	566
Op Free Cash Flow	-341	-20	-454	-162	194

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	479	978	1,103	1,493	1,620
현금및현금성자산	36	133	197	618	709
유동금융자산	4	1	1	1	2
매출채권및유동채권	226	392	379	358	373
채고자산	213	451	525	515	535
기타유동비금융자산	2	0	1	1	1
비유동자산	981	1,286	1,489	2,042	2,325
장기매출채권및기타비유동채권	17	21	14	20	26
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	3,535	3,944
유동부채	792	1,296	1,250	1,245	1,270
매입채무및기타유동채무	225	666	433	424	446
단기차입금	462	529	685	685	685
유동성장기차입금	81	80	123	123	123
기타유동부채	25	21	9	13	16
비유동부채	331	242	129	138	145
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	303	219	108	113	116
기타비유동부채	28	23	21	25	29
부채총계	1,124	1,538	1,379	1,383	1,415
자본금	15	22	31	59	59
주식발행초과금	0	237	660	1,290	1,290
이익잉여금	202	397	439	746	1,123
기타자본	121	70	57	57	57
자본총계	337	725	1,187	2,152	2,529
자본법적용자본총계	0	0	26	0	0
자본총계	337	725	1,213	2,152	2,529
순차입금	813	701	718	302	213
총차입금	852	835	916	921	924

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	6,016	4,573	905	1,692	2,108
BPS	11,123	15,641	18,998	18,374	21,592
주당EBITDA	9,505	8,072	5,297	4,026	5,489
CFPS	8,119	6,962	3,359	3,843	5,007
DPS	0	0	100	150	200
주가배수(배)					
PER	0.0	0.0	35.3	11.2	9.0
PBR	0.0	0.0	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	2.8	2.0	10.3	6.8	4.9
PCFR	0.0	0.0	9.5	4.9	3.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.9	14.7	7.5	10.9	11.1
영업이익률(핵심)	28.9	14.7	7.5	10.9	11.1
EBITDA margin	37.1	20.9	13.3	14.7	15.2
순이익률	23.5	11.8	2.7	10.2	9.8
자기자본이익률(ROE)	94.4	36.9	6.5	19.8	17.7
투하자본이익률(ROIC)	29.5	17.8	9.0	15.1	16.7
안정성(%)					
부채비율	333.0	212.2	113.7	64.2	56.0
순차입금비율	240.8	96.7	59.2	14.0	8.4
이자보상배율(배)	6.6	4.9	4.7	9.2	12.3
활동성(배)					
매출채권회전율	3.9	5.4	6.2	8.8	11.6
채고자산회전율	5.8	5.0	4.9	6.3	8.1
매입채무회전율	3.7	3.7	4.3	7.6	9.7

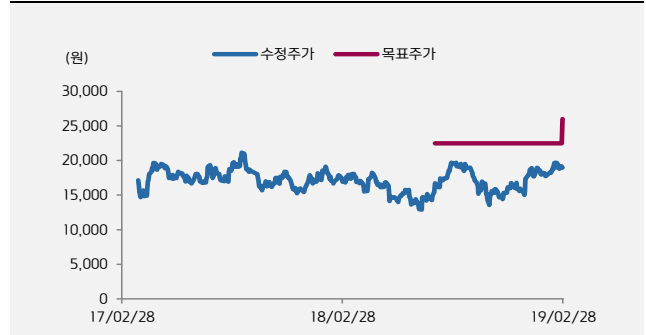
- 당사는 2월 27일 현재 '서진시스템 (178320)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
서진시스템 (178320)	2018/07/31	BUY (Initiate)	22,500원	6개월	-25.86	-22.56
	2018/08/14	BUY (Maintain)	22,500원	6개월	-24.00	-12.44
	2019/02/28	BUY (Maintain)	26,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%