



▲ 통신/미디어  
Analyst 정지수  
02. 6454-4863  
jisoo.jeong@meritz.co.kr

## Not Rated

적정주가 (12개월)	-원
현재주가 (5.14)	40,850 원
상승여력	-
KOSDAQ	966.72pt
시가총액	7,394억원
발행주식수	1,810만주
유동주식비율	65.90%
외국인비중	7.68%
52주 최고/최저가	54,900원/23,100원
평균거래대금	160.3억원
주요주주(%)	
전동규 외 14 인	32.87

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.3	-2.9	60.8
상대주가	-10.0	-15.7	14.9



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	165.9	24.4	19.6	2,426	-12.5	7,418	0.0	0.0	2.0	36.9	213.5
2017	238.0	17.9	5.4	424	-79.5	8,657	37.7	1.8	9.3	5.6	113.7
2018	324.6	36.9	30.1	1,941	319.4	11,982	8.9	1.4	4.5	17.9	97.5
2019	392.4	54.4	48.7	2,688	29.8	14,558	10.7	2.0	8.1	20.3	111.0
2020	321.9	4.9	-5.5	-304	-111.9	13,364	-166.3	3.8	32.3	-2.2	186.1

# 서진시스템 178320

## 전 사업부에서 높은 성장세 지속

- ✓ 1Q21 연결 매출액 1,346억원(+76.6% YoY), 영업이익 92억원(+66.5% YoY) 기록
- ✓ 통신장비(+70.1% YoY), 반도체(+54.2%), ESS(+341.0%), 기타(+36.4%) 모두 고성장
- ✓ 설비투자 증설에 따른 고정비 부담과 원자재 가격 상승으로 수익성은 기대치 하회
- ✓ 2021년 매출액 7,153억원(+122.2% YoY), 영업이익 787억원(+1,504.4% YoY) 전망
- ✓ 계단식 실적 개선, 낮은 밸류에이션, 전기차 배터리 모멘텀까지 보유한 최선호주

### 1Q21 Review: 섹터 부진 속 홀로 빛난 실적

1Q21 연결 매출액과 영업이익은 1,346억원(+76.6% YoY), 영업이익 92억원(+66.5% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 137억원)를 하회했다. 전 사업부에서 높은 성장(통신장비 +70.1%, 핸드폰 +18.5%, 반도체 +54.2%, ESS +341.0%, 기타 +36.4% YoY)이 나타나며 분기 최대 매출액을 기록했다. 반면, 공격적인 설비투자 증설로 인한 고정비 부담과 원자재인 철판 및 알루미늄 가격 상승으로 수익성은 시장의 높은 기대치에는 다소 못 미쳤다.

### 2021년 영업이익 787억원(+1,504.4% YoY) 전망

2021년 연결 매출액은 7,153억원(+122.2% YoY), 영업이익 787억원(+1,504.4% YoY)을 전망한다. 주 고객사의 미주향 통신장비 공급이 3월부터 본격화되면서 통신장비 매출은 2Q21부터 높은 성장이 나타날 전망이다. ESS의 경우 1Q21 매출액이 2020년 연간 매출액을 뛰어 넘으며 고공행진 중이며, 하반기 이차전지 배터리 양산에 돌입할 경우 기타 사업 부문 역시 전년 대비 +82.6%의 높은 성장이 가능할 전망이다. 원자재 가격 상승에 대한 부담이 존재하나, 베트남에 자체 잉곳 생산 설비를 보유하고 있는 만큼 일정 부분 원가 부담이 경감될 전망이다.

### 실적으로 설명 가능한 유일한 5G 종목

5G 통신장비 업체들의 전반적인 실적 부진을 감안할 때 이번 1Q21 실적은 동사가 섹터 내 실적으로 펀더멘털을 증명할 수 있는 유일한 종목이라는 사실을 증명했다. 분기가 지날수록 개선되는 실적과 낮은 밸류에이션, 전기차 배터리라고 하는 새로운 모멘텀을 보유한 만큼 섹터 내 Top Pick을 유지한다.

표1 서진시스템 1Q21 실적 Review

(십억원)	1Q21	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	134.6	76.2	76.6	83.2	61.7	128.7	0.7	150.4	-1.6
영업이익	9.2	5.6	66.5	4.8	93.9	13.7	-5.1	15.8	-4.5
세전이익	4.9	6.1	-19.2	6.8	-27.1	12.9	7.0	12.2	10.3
순이익	4.6	6.1	-24.5	11.0	-57.9	12.7	12.0	12.2	13.9

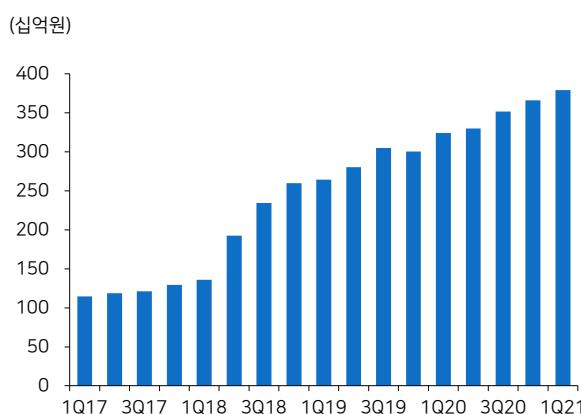
자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q21 사업부별 매출 성장



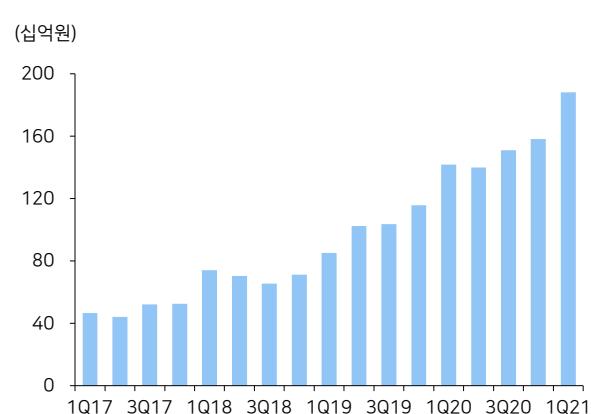
자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림2 서진시스템 유형자산 증가세 지속



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림3 쌓인 재고자산은 2Q21부터 소진될 전망



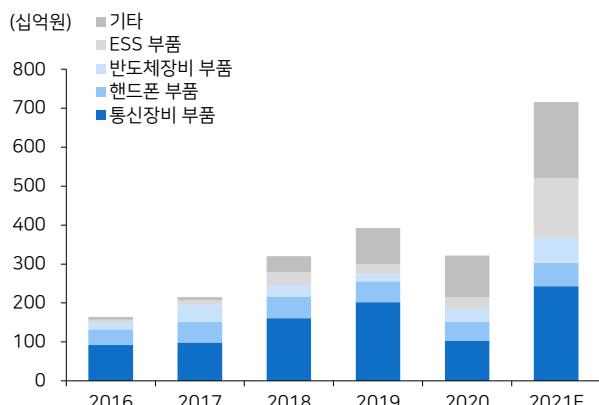
자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

표2 서진시스템 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
<b>매출액</b>	<b>76.2</b>	<b>76.4</b>	<b>86.1</b>	<b>83.2</b>	<b>134.6</b>	<b>167.3</b>	<b>196.6</b>	<b>216.8</b>	<b>392.3</b>	<b>321.9</b>	<b>715.3</b>
% YoY	-24.8%	-28.8%	-21.1%	11.5%	76.6%	119.0%	128.4%	160.5%	20.9%	-17.9%	122.2%
통신장비 부품	19.3	26.4	26.7	30.9	32.9	60.8	70.6	79.1	202.2	103.3	243.4
핸드폰 부품	11.7	10.8	13.5	11.8	13.8	14.5	15.3	16.0	53.1	47.8	59.7
반도체장비 부품	9.2	8.2	10.0	6.4	14.2	14.8	17.9	18.2	18.5	33.8	65.1
ESS 부품	8.1	9.1	6.5	6.7	35.6	36.7	38.5	41.6	25.9	30.4	152.4
기타	27.9	21.9	29.4	27.5	38.0	40.5	54.3	61.9	92.7	106.6	194.8
판관비	59.5	65.8	78.8	65.5	111.5	137.9	159.6	169.5	300.3	269.6	578.6
매출원가율	78.2%	86.1%	91.5%	78.7%	82.9%	82.4%	81.2%	78.2%	76.6%	83.7%	80.9%
판관비	11.1	10.7	12.6	13.0	13.8	13.5	13.8	14.2	37.7	47.4	55.2
판관비율	14.6%	14.1%	14.6%	15.6%	10.2%	8.1%	7.0%	6.5%	9.6%	14.7%	7.7%
<b>영업이익</b>	<b>5.6</b>	<b>-0.1</b>	<b>-5.3</b>	<b>4.8</b>	<b>9.2</b>	<b>16.0</b>	<b>23.2</b>	<b>33.1</b>	<b>54.4</b>	<b>4.9</b>	<b>81.5</b>
% YoY	-64.1%	적전	적전	-20.9%	66.5%	흑전	흑전	594.1%	47.5%	-91.0%	1561.6%
영업이익률	7.3%	-0.2%	-6.1%	5.7%	6.9%	9.5%	11.8%	15.3%	13.9%	1.5%	11.4%
법인세차감전순이익	6.1	-7.8	-7.3	6.8	4.9	14.7	21.6	31.1	54.8	-2.2	72.3
법인세비용	0.0	2.2	5.6	-4.2	0.3	0.0	0.0	0.0	5.8	3.6	3.7
<b>당기순이익</b>	<b>6.1</b>	<b>-10.0</b>	<b>-12.9</b>	<b>11.0</b>	<b>4.6</b>	<b>14.0</b>	<b>20.5</b>	<b>29.6</b>	<b>49.0</b>	<b>-5.8</b>	<b>68.6</b>
당기순이익률	8.0%	-13.1%	-15.0%	13.2%	3.4%	8.3%	10.4%	13.6%	12.5%	-1.8%	9.6%

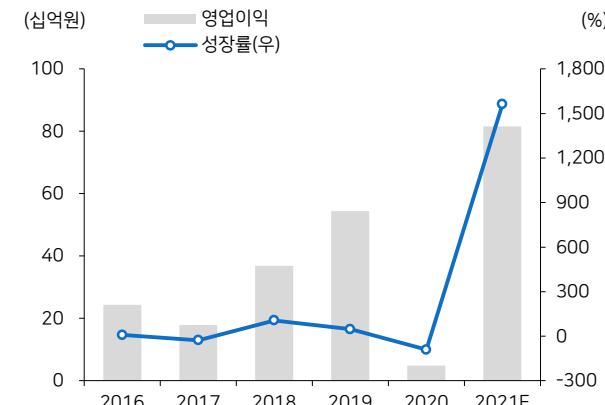
자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림4 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림5 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

## 서진시스템 (178320)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
<b>매출액</b>	<b>165.9</b>	<b>238.0</b>	<b>324.6</b>	<b>392.4</b>	<b>321.9</b>
매출액증가율 (%)	113.4	43.5	36.4	20.9	-18.0
매출원가	123.3	194.4	261.3	300.3	269.6
매출총이익	42.6	43.6	63.2	92.1	52.3
판매관리비	18.2	25.7	26.4	37.7	47.4
<b>영업이익</b>	<b>24.4</b>	<b>17.9</b>	<b>36.9</b>	<b>54.4</b>	<b>4.9</b>
영업이익률	14.7	7.5	11.4	13.9	1.5
금융손익	-3.8	-10.2	-2.0	0.8	-8.5
증속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.0	-0.3	1.8	-2.4	1.4
세전계속사업이익	20.6	7.4	36.6	52.8	-2.2
법인세비용	1.0	1.1	4.3	3.8	3.6
<b>당기순이익</b>	<b>19.6</b>	<b>6.3</b>	<b>32.3</b>	<b>49.0</b>	<b>-5.8</b>
지배주주지분 순이익	19.6	5.4	30.1	48.7	-5.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>38.4</b>	<b>-8.0</b>	<b>70.5</b>	<b>-18.5</b>	<b>-36.1</b>
당기순이익(손실)	19.6	6.3	32.3	49.0	-5.8
유형자산상각비	10.0	12.9	16.2	34.0	33.4
무형자산상각비	0.2	0.8	0.5	0.2	0.2
운전자본의 증감	4.9	-33.9	13.8	-98.4	-62.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-40.7</b>	<b>-35.6</b>	<b>-144.4</b>	<b>-61.3</b>	<b>-110.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-38.8	-36.2	-147.3	-62.4	-110.5
투자자산의감소(증가)	0.2	0.0	0.0	-0.3	-0.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>11.9</b>	<b>50.0</b>	<b>79.1</b>	<b>81.0</b>	<b>142.4</b>
차입금의 증감	-2.0	7.3	14.2	110.9	133.6
자본의 증가	19.0	38.2	68.2	0.0	15.9
현금의 증가(감소)	9.8	6.4	5.3	1.3	-4.5
기초현금	3.6	13.3	19.7	25.0	26.2
기말현금	13.3	19.7	25.0	26.2	21.8

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
<b>유동자산</b>	<b>98.2</b>	<b>110.3</b>	<b>154.4</b>	<b>215.6</b>	<b>281.6</b>
현금및현금성자산	13.3	19.7	25.0	26.2	21.8
매출채권	34.5	27.1	35.9	38.7	54.3
재고자산	45.1	52.5	71.2	115.7	158.1
<b>비유동자산</b>	<b>129.2</b>	<b>148.9</b>	<b>283.4</b>	<b>347.5</b>	<b>410.5</b>
유형자산	119.8	129.2	259.9	300.4	365.9
무형자산	6.2	16.5	16.0	0.9	4.5
투자자산	0.1	0.1	0.1	0.4	0.6
<b>자산총계</b>	<b>227.3</b>	<b>259.2</b>	<b>437.8</b>	<b>563.0</b>	<b>692.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>130.0</b>	<b>125.0</b>	<b>189.8</b>	<b>213.8</b>	<b>260.8</b>
매입채무	59.3	34.7	91.7	60.5	66.7
단기차입금	52.9	68.5	73.6	128.1	116.8
유동성장기부채	8.0	12.3	11.0	9.9	48.8
<b>비유동부채</b>	<b>24.8</b>	<b>12.9</b>	<b>26.3</b>	<b>82.4</b>	<b>189.4</b>
사채	5.6	0.0	1.2	0.0	79.1
장기차입금	15.3	10.8	17.9	75.4	86.0
<b>부채총계</b>	<b>154.8</b>	<b>137.9</b>	<b>216.1</b>	<b>296.2</b>	<b>450.2</b>
자본금	2.2	3.1	9.1	9.1	9.1
자본잉여금	28.8	66.0	128.2	128.2	144.1
기타포괄이익누계액	1.7	-3.4	0.3	1.7	-20.9
이익잉여금	39.7	43.9	72.8	118.8	107.7
비지배주주지분	0.0	2.6	4.8	3.4	0.0
<b>자본총계</b>	<b>72.5</b>	<b>121.3</b>	<b>221.7</b>	<b>266.9</b>	<b>241.9</b>

## Key Financial Data

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	20,630	18,740	20,920	21,677	17,784
EPS(지배주주)	2,426	424	1,941	2,688	-304
CFPS	4,500	2,643	3,812	5,178	2,539
EBITDAPS	4,308	2,484	3,454	4,892	2,129
BPS	7,418	8,657	11,982	14,558	13,364
DPS	169	46	200	300	0
배당수익률(%)	0.0	0.3	1.2	1.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	0.0	37.7	8.9	10.7	-166.3
PCR	0.0	6.0	4.6	5.6	19.9
PSR	0.0	0.9	0.8	1.3	2.8
PBR	0.0	1.8	1.4	2.0	3.8
EBITDA	34.6	31.5	53.6	88.6	38.5
EV/EBITDA	2.0	9.3	4.5	8.1	32.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	36.9	5.6	17.9	20.3	-2.2
EBITDA 이익률	20.9	13.3	16.5	22.6	12.0
부채비율	213.5	113.7	97.5	111.0	186.1
금융비용부담률	3.0	1.6	1.2	2.2	3.9
이자보상배율(x)	4.9	4.7	9.7	6.2	0.4
매출채권회전율(x)	6.4	7.7	10.3	10.5	6.9
재고자산회전율(x)	5.0	4.9	5.2	4.2	2.4

### 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 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 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.

### 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p><a href="#">Buy</a> 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><a href="#">Hold</a> 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><a href="#">Sell</a> 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><a href="#">Overweight</a> (비중확대)</p> <p><a href="#">Neutral</a> (중립)</p> <p><a href="#">Underweight</a> (비중축소)</p>

### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율