

2021. 11. 5



▲ 통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월) -원

현재주가 (11.4) 34,700 원

상승여력 -

KOSDAQ 1,001.43pt

시가총액 6,520억원

발행주식수 1,879만주

유동주식비율 67.24%

외국인비중 4.71%

52주 최고/최저가 51,000원/31,500원

평균거래대금 56.5억원

주요주주(%)

전동규 외 12 인 31.57

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.9	-17.1	-20.1
상대주가	-1.0	-19.9	-34.1

상대주가

주가그래프



# 서진시스템 178320

## 시작된 영업 레버리지 효과

- ✓ 3Q21 연결 매출액 1,736억원(+101.6% YoY), 영업이익 250억원(흑전 YoY) 기록
- ✓ 통신장비(+98.2% YoY), 반도체(+86.5%), ESS(+486.0%), 기타(+66.8%) 모두 고성장
- ✓ 삼성전자의 글로벌 프로젝트 및 신규 기지국 장비에 모두 참여하며 5G 수혜 지속
- ✓ 2021년 매출액 6,442억원(+100.1% YoY), 영업이익 652억원(+1,229.9% YoY) 전망
- ✓ 삼성SDI와 협업하는 전기차 배터리 케이스 납품으로 밸류에이션 리레이팅 가능

### 3Q21 Review: 사상 최대 영업이익 기록

3Q21 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,736억원(+101.6% YoY), 250억원(흑전 YoY)으로 창사 이래 가장 좋은 매출액과 영업이익을 기록했다. 전 사업부에서 고른 성장(통신장비 +98.2%, 휴대폰 +9.7%, 반도체 +86.5%, ESS +486.0%, 기타 +66.8% YoY)이 나타났으며, 영업이익률도 두자릿수(14.4%)를 회복했다. 원자재 가격 상승과 코로나19로 인한 공장 가동 차질 등의 3Q21 어려운 영업 환경에도 호실적을 달성함에 따라 4Q21과 2022년 성장 잠재력은 더 높아졌다.

### 모두가 다 같은 5G 종목은 아니다

5G에 대한 시장 우려와 달리 동사의 통신장비 매출액은 1Q19부터 꾸준히 증가해 현재 2019년 수준을 회복했다. 섹터 특성상 삼성전자의 글로벌 프로젝트에 따라, 장비 종류에 따라 업체별 주주 상황이 상이하다. 삼성전자의 5G 기지국 함체를 독점적으로 납품하는 동사의 경우 프로젝트가 북미, 인도인지, 기지국이 2세대 장비인지 3세대 장비인지 여부와 관계없이 지속적인 수혜를 받고 있다. 통신장비 사업은 최근 Ericsson을 추가 고객사로 확보함에 따라 중장기 성장이 기대된다.

### 2021년 영업이익 652억원(+1,229.9% YoY) 전망

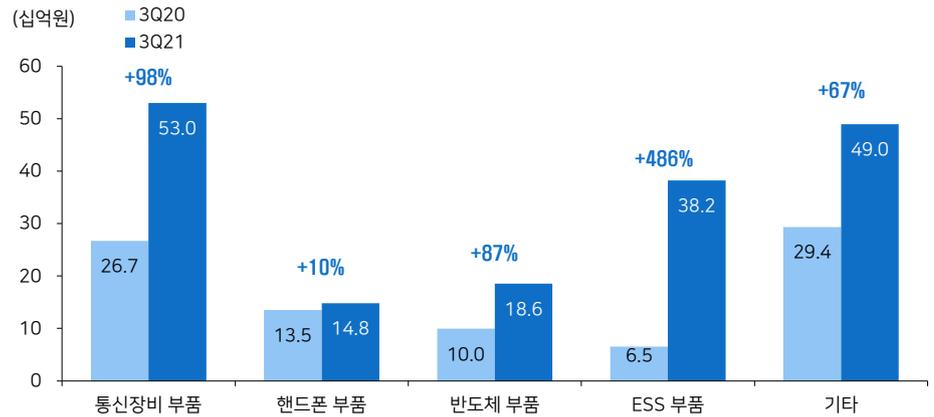
2021년 연결 매출액은 6,442억원(+100.1% YoY), 영업이익 652억원(+1,229.9% YoY)을 전망한다. Fluence향 ESS 공급 물량 확대로 사업 다각화에 성공했으며, 배터리 케이스 물량도 9월부터 납품이 시작되어 물량이 꾸준히 증가하고 있다. 삼성SDI향 전기차 배터리 케이스 물량이 본 궤도에 오르는 2022년에는 전기차 모멘텀에 따라 밸류에이션 리레이팅(Re-rating)이 가능할 전망이다.

(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

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	Meritz	(% diff.)
매출액	173.6	86.1	101.6	137.8	26.0	172.8	0.5	188.2	-7.8
영업이익	25.0	-5.3	흑전	5.0	398.5	18.7	33.9	22.8	9.8
세전이익	19.0	-7.3	흑전	1.4	1,267.8	18.2	4.2	21.0	-9.7
순이익	20.0	-12.9	흑전	-0.8	-2,576.6	18.0	11.2	19.9	0.5

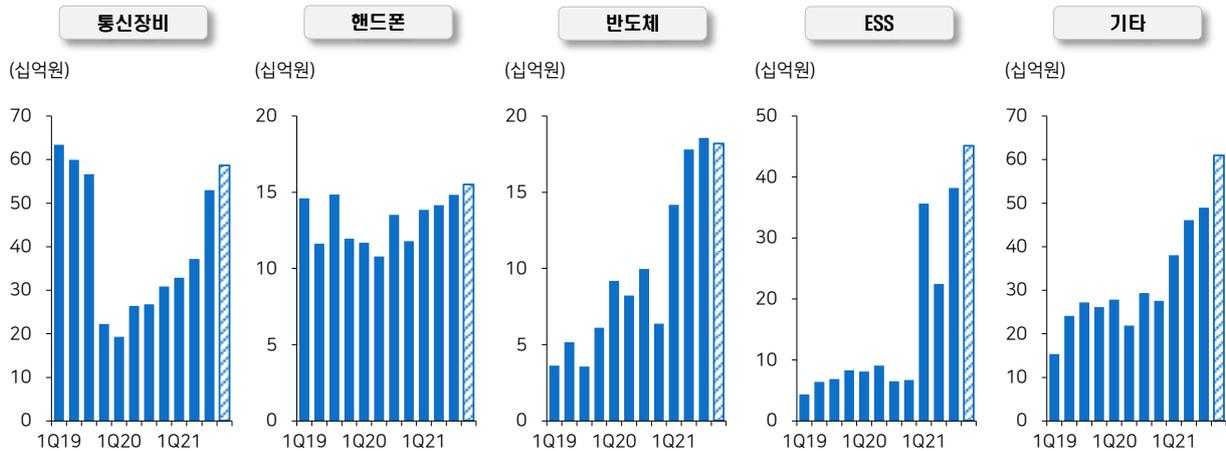
자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q21 사업부별 매출 성장



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림2 서진시스템 사업부별 매출액 추이 및 전망



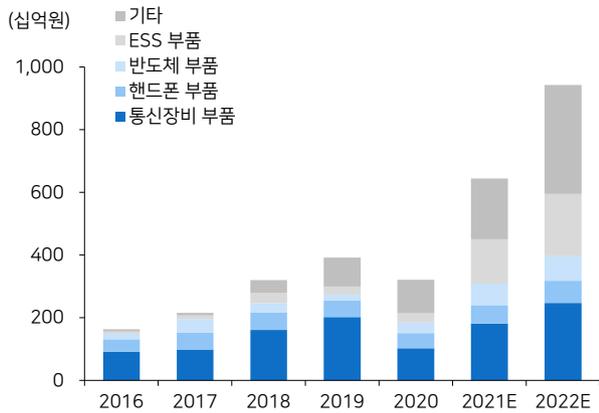
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 서진시스템 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2019	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>76.2</b>	<b>76.4</b>	<b>86.1</b>	<b>83.2</b>	<b>134.6</b>	<b>137.8</b>	<b>173.6</b>	<b>198.3</b>	<b>321.9</b>	<b>644.2</b>	<b>943.1</b>
% YoY	-24.8%	-28.8%	-21.1%	11.5%	76.6%	80.3%	101.6%	138.3%	-17.9%	100.1%	46.4%
통신장비 부품	19.3	26.4	26.7	30.9	32.9	37.2	53.0	58.6	103.3	181.7	248.1
핸드폰 부품	11.7	10.8	13.5	11.8	13.8	14.2	14.8	15.5	47.8	58.3	70.1
반도체장비 부품	9.2	8.2	10.0	6.4	14.2	17.8	18.6	18.2	33.8	68.8	77.6
ESS 부품	8.1	9.1	6.5	6.7	35.6	22.5	38.2	45.1	30.4	141.4	199.2
기타	27.9	21.9	29.4	27.5	38.0	46.1	49.0	60.9	106.6	194.0	348.1
판관비	59.5	65.8	78.8	65.5	111.5	118.1	134.9	157.9	269.6	522.4	770.5
매출원가율	78.2%	86.1%	91.5%	78.7%	82.9%	85.7%	77.7%	79.6%	83.7%	81.1%	81.7%
판관비	11.1	10.7	12.6	13.0	13.8	14.6	13.7	14.5	47.4	56.6	70.5
판관비율	14.6%	14.1%	14.6%	15.6%	10.2%	10.6%	7.9%	7.3%	14.7%	8.8%	7.5%
<b>영업이익</b>	<b>5.6</b>	<b>-0.1</b>	<b>-5.3</b>	<b>4.8</b>	<b>9.2</b>	<b>5.0</b>	<b>25.0</b>	<b>25.9</b>	<b>4.9</b>	<b>65.2</b>	<b>102.2</b>
% YoY	-64.1%	적전	적전	-20.9%	66.5%	흑전	흑전	444.1%	-91.0%	1229.9%	56.6%
영업이익률	7.3%	-0.2%	-6.1%	5.7%	6.9%	3.6%	14.4%	13.1%	1.5%	10.1%	10.8%
법인세차감전순이익	6.1	-7.8	-7.3	6.8	4.9	1.4	19.0	23.9	-2.2	49.1	94.8
법인세비용	0.0	2.2	5.6	-4.2	0.3	2.2	-1.0	0.0	3.6	2.7	4.7
<b>당기순이익</b>	<b>6.1</b>	<b>-10.0</b>	<b>-12.9</b>	<b>11.0</b>	<b>4.6</b>	<b>-0.8</b>	<b>20.0</b>	<b>22.7</b>	<b>-5.8</b>	<b>46.5</b>	<b>90.1</b>
당기순이익률	8.0%	-13.1%	-15.0%	13.2%	3.4%	-0.6%	11.5%	11.4%	-1.8%	7.2%	9.6%

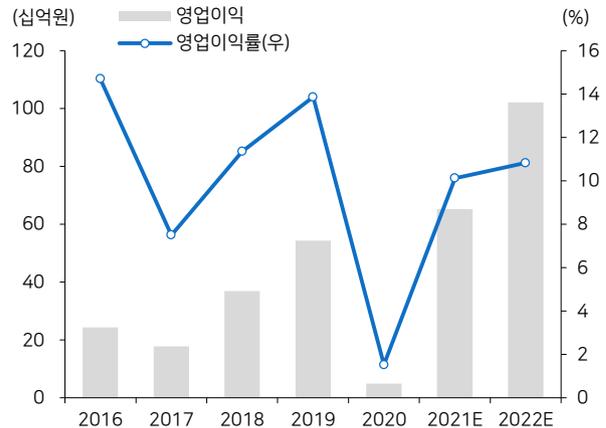
자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림3 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림4 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
중속/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 손이익	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>
<b>자본금</b>	<b>2.2</b>	<b>3.1</b>	<b>9.1</b>	<b>9.1</b>	<b>9.1</b>
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 간섭 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p><b>Buy</b>      추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b>     추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b>      추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율