2021. 12. 9

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

RA 양승수
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

서진시스템 178320

Quantity & Quality Growth

- ✓ 전 사업 영역 고성장으로 3Q21 누적 매출액 4,459억원 기록하며 2020년 실적 상회
- ✓ 4Q21 연결 매출액 1,983억원(+138.3% YoY), 영업이익 259억원(+444.1% YoY) 전망
- ✓ 2022년 매출액 9,431억원(+46.4% YoY), 영업이익 1,022억원(+56.6% YoY) 전망
- ✓ 통신장비 사업은 추가적인 글로벌 고객사 확보로 전사 실적 성장을 견인할 전망
- ✓ 2022년 전기차 배터리 케이스 물동량 증가로 밸류에이션 디레이팅 요인 해소

Not Rated

적정주가 (12 개월)	-원
현재주가 (12.8)	42,600 원
상승여력	-
KOSDAQ	1,006.04pt
시가총액	8,005억원
발행주식수	1,879만주
유동주식비율	67.24%
외국인비중	5.02%
52주 최고/최저가	51,000원/31,500원
평균거래대금	108.7억원
주요주주(%)	
전동규 외 12 인	31.57

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.7	-0.9	-12.4
상대주가	7.3	-2.9	-21.1

주가그래프

실적에서 드러난 영업 레버리지 효과

3Q21 누적 기준 연결 매출액은 4,459억원(+86.8% YoY)으로 2020년 연간 매출액(2,387억원)을 상회했으며, 동기간 영업이익도 1억원에서 393억원으로 크게 개선됐다. 전 사업 영역에서 높은 성장이 나타났으며, 특히 ESS와 기타 사업 성장이 두드러졌다. 선제적인 설비투자 확대에 따른 레버지리 효과로 4Q21 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,983억원(+138.3% YoY), 259억원(+444.1% YoY)을 전망한다.

양적, 질적 성장이 기대되는 2022년

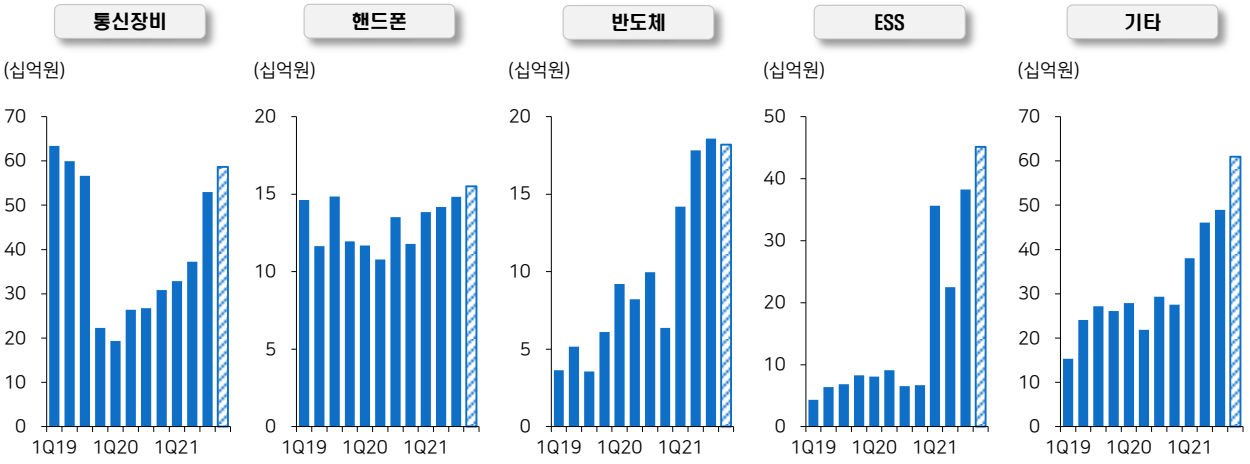
2022년 연결 매출액은 9,431억원(+46.4% YoY), 영업이익 1,022억원(+56.6% YoY)을 전망한다. 다소 아쉬웠던 통신장비 분야는 2022년 전방위적인 투자 회복이 기대되며, 삼성전자 외 글로벌 고객사 추가 시 큰 폭의 외형 성장을 전망한다. 반도체 사업은 사업장 전환배치와 추가 증축을 준비 중이며, 쌤빛 흡수합병을 통한 비용 효율화가 기대된다. 노트북 케이스로 제품 라인업을 확대한 핸드폰 사업의 성장세가 유지되는 한편, ESS 역시 글로벌 1위사인 플루언스(Fluence)와 사업 확대를 추진 중이다. 지난 달 체결된 컨테이너 사업 MOU를 통해 2022년 사업이 본격화될 경우 기타 부문 매출도 크게 성장할 전망이다.

기대감이 현실이 되는 배터리 케이스 사업

지난 9월부터 서서히 매출이 증가하고 있는 전기차 배터리 케이스 사업 역시 중장기적인 물동량 증가가 기대된다. 삼성SDI와 진행하는 배터리 케이스 제품은 물론 베트남 VinFast 신형 전기차 부품 공급이 기대되는 만큼 상대적으로 디레이팅되었던 밸류에이션의 아쉬움도 해소될 전망이다.

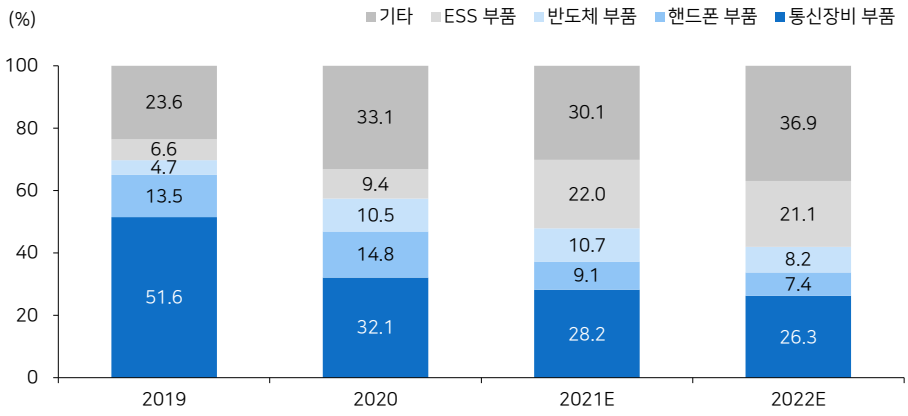
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	165.9	24.4	19.6	2,426	-12.5	7,418	0.0	0.0	2.0	36.9	213.5
2017	238.0	17.9	5.4	424	-79.5	8,657	37.7	1.8	9.3	5.6	113.7
2018	324.6	36.9	30.1	1,941	319.4	11,982	8.9	1.4	4.5	17.9	97.5
2019	392.4	54.4	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

그림1 서진시스템 사업부별 매출액 추이 및 전망



자료: 서진시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 서진시스템 사업부별 매출 비중 추이 및 전망



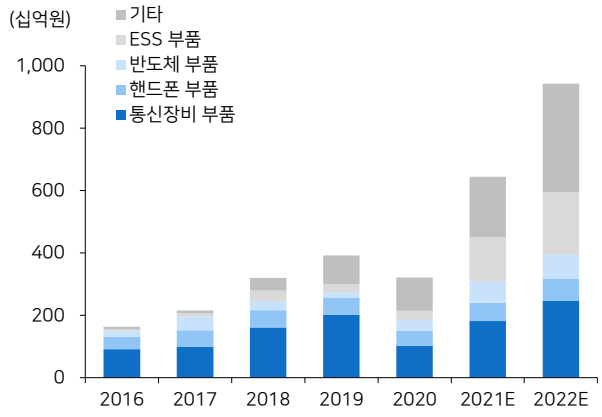
자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

표1 서진시스템 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	**76.2**	**76.4**	**86.1**	**83.2**	**134.6**	**137.8**	**173.6**	**198.3**	**321.9**	**644.2**	**943.1**
% 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%*
영업이익	**5.6**	**-0.1**	**-5.3**	**4.8**	**9.2**	**5.0**	**25.0**	**25.9**	**4.9**	**65.2**	**102.2**
% 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
당기순이익	**6.1**	**-10.0**	**-12.9**	**11.0**	**4.6**	**-0.8**	**20.0**	**22.7**	**-5.8**	**46.5**	**90.1**
당기순이익률	8.0%	-13.1%	-15.0%	13.2%	3.4%	-0.6%	11.5%	11.4%	-1.8%	7.2%	9.6%

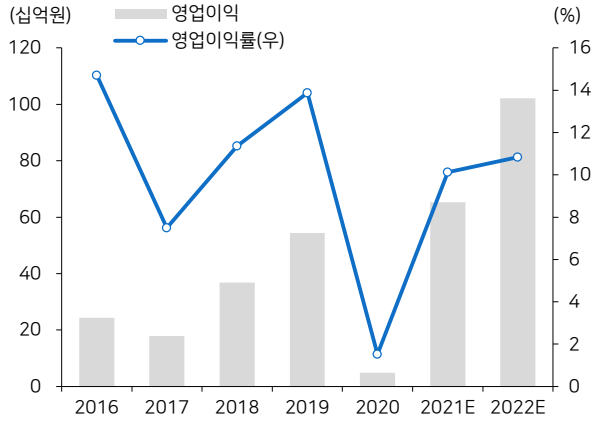
자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림2 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 서진시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 서진시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

서진시스템 (178320)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	**165.9**	**238.0**	**324.6**	**392.4**	**321.9**
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
영업이익	**24.4**	**17.9**	**36.9**	**54.4**	**4.9**
영업이익률	14.7	7.5	11.4	13.9	1.5
금융손익	-3.8	-10.2	-2.0	0.8	-8.5
종속/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
당기순이익	**19.6**	**6.3**	**32.3**	**49.0**	**-5.8**
지배주주지분 순이익	19.6	5.4	30.1	48.7	-5.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동 현금흐름	**38.4**	**-8.0**	**70.5**	**-18.5**	**-36.1**
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
투자활동 현금흐름	**-40.7**	**-35.6**	**-144.4**	**-61.3**	**-110.7**
유형자산의증가(CAPEX)	-38.8	-36.2	-147.3	-62.4	-110.5
투자자산의감소(증가)	0.2	0.0	0.0	-0.3	-0.2
재무활동 현금흐름	**11.9**	**50.0**	**79.1**	**81.0**	**142.4**
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
유동자산	98.2	110.3	154.4	215.6	281.6
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
비유동자산	129.2	148.9	283.4	347.5	410.5
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
자산총계	**227.3**	**259.2**	**437.8**	**563.0**	**692.1**
유동부채	130.0	125.0	189.8	213.8	260.8
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
비유동부채	24.8	12.9	26.3	82.4	189.4
사채	5.6	0.0	1.2	0.0	79.1
장기차입금	15.3	10.8	17.9	75.4	86.0
부채총계	**154.8**	**137.9**	**216.1**	**296.2**	**450.2**
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
자본총계	**72.5**	**121.3**	**221.7**	**266.9**	**241.9**

Key Financial Data

	2016	2017	2018	2019	2020
주당데이터(원)					
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
Valuation(Multiple)					
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
Key Financial Ratio(%)					
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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)
	Neutral (중립)
	Underweight (비중축소)

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