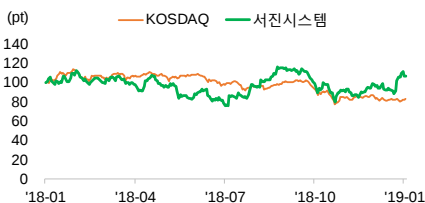


본격적인 5G 투자 사이클 수혜

BUY(신규)

목표주가	25,000 원
현재주가	17,700 원
목표수익률	41.2%
Key Data	2019년 01월 11일
산업분류	IT H/W
KOSDAQ (pt)	686.33
시가총액 (억원)	3,204
발행주식수 (백만주)	9
외국인 지분율 (%)	3.5
52 주 고가 (원)	19,700
저가 (원)	12,875
60 일 일평균거래대금 (십억원)	3.5
주요주주	(%)
전통금 외 18인	44.9
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	10.5 21.4 2.6
상대주가	6.4 42.4 27.5

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 정태원

twchung@leading.co.kr

+822-2009-7087

1. 투자 의견 및 목표주가 : BUY & 25,000원

투자 의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 25,000 원을 제시하며 커버리지를 개시. 목표주가 25,000 원은 12M Fwd EPS 2,029 원에 Target PER 12.4 배를 적용. Target Valuation 은 Peer Group Valuation 평균.

'19년부터 본격화되는 5G 투자 사이클에 따른 통신장비 부품 실적 개선 전망. '19년 상반기 국내 통신 3사의 투자를 시작으로 일본과 미국의 연이은 5G 투자가 예상. 동남아 시장의 4G 투자 역시 '19년까지 지속될 예정. 또한 자동차 부품 인증 제품 확대에 따른 매출 증가와 전기자동차 합체 공급 가능성을 감안하면 Peer Group Valuation 평균은 보수적인 수치라는 판단.

2. '19년 실적전망 및 투자포인트

동사의 '19년 실적은 매출액 4,246억원(YoY+25.7%), 영업이익 448억원(YoY+35.3%), 당기순이익 372억원(YoY+23.0%)으로 추정. 실적 성장은 '19년 5G 상용화에 따른 통신3사 向 장비 매출과 인도, 베트남 등 동남아 시장의 4G 투자에 기인. '19년 통신장비 부품 매출은 2,270억원(YoY+21.9%)에 달할 전망. 또한 '19년부터 자동차 부품의 매출액 기여가 본격화 될 것으로 예상.

1) 5G 시장 개화에 따른 통신장비 수요 증가 수혜 전망. 국내 최대 알루미늄 가공 CAPA 기반 원가경쟁력을 보유. 기존 4G 장비와 달리 5G 장비의 경우 하나의 합체로 통합 공급하여 ASP 상승 예상.

2) 인증 제품 확대에 따른 자동차 부품 사업 성장 기대. Valeo社 向 아 이템은 '18년 1분기 10종에서 '18년말 35종까지 확대. 기존 고객사의 양산 품목 확대와 더불어 신규 고객사에 대한 공급 본격화로 '19년 점진적인 매출 확대 전망.

Valuation Forecast

구분	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	억원	777	1,659	2,379	3,378	4,246
영업이익	억원	224	244	178	331	448
세전이익	억원	179	206	74	318	414
순이익	억원	182	196	63	303	372
지배순이익	억원	182	196	54	280	367
PER	배	-	-	40.36	11.21	8.73
PBR	배	-	-	1.83	1.49	1.30
EV/EBITDA	배	2.82	2.02	9.09	7.45	5.79

3. 5G 시장 개화기, 통신장비 부품 매출 확대

동사는 알루미늄을 주요 원재료로 하여 통신장비 케이스, 스마트폰, LED, 반도체장비, 자동차 관련 부품 및 제품을 제조하고 있다. '19 년 동사의 실적 견인차가 될 것으로 전망되는 부문은 통신장비 부품 사업이다. 5G 시장 개화에 따른 통신장비 수요 증가의 수혜가 기대된다.

과거 1 세대 이동통신은 음성통화만 가능했다. 2 세대 이동통신에서부터 문자를 주고 받을 수 있게 되었으며 3 세대 이동통신 시대에 접어들며 비로소 사진, 동영상 등 멀티미디어 통신이 가능해졌다. '11 년부터 4 세대 이동통신 시대의 막이 올랐고, 이후 LTE-A, 광대역 LTE-A, 3band LTE-A 등 진보된 이동통신이 출시되며 데이터 통신 속도 향상과 함께 소비자의 편의성이 제고되었다.

이제 우리는 5 세대 이동통신, 즉 5G 시대를 맞이하고 있다. 5G 는 28GHz 대의 초고대역 주파수와 100Mbps~20Gbps 에 달하는 전송속도를 지원한다. 1~5ms 에 달하는 5G 의 응답속도는 4G 의 10~50ms(1/1,000 초) 대비 10 배에 달할 것으로 예상된다.

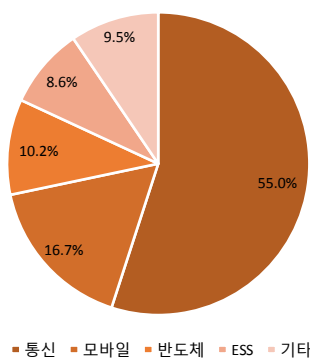
스마트폰에 국한되었던 4G 와 달리 5G 는 가상현실, 자율주행 차량, AI, 사물인터넷 등 다양한 산업의 융합을 통해 4 차 산업혁명 시대를 실현시킬 핵심 기술이다. 글로벌 5G 관련 서비스 시장규모는 '20 년 US\$378 억에서 '25 년 \$US7,914 억 규모로 급성장할 전망이다.

이러한 전송속도 및 응답속도 구현을 위해서는 과거와 달리 촘촘한 통신 망(網) 구축이 요구된다. 5G 서비스 시장 확대에 대비해 각국 통신사들은 과거 4G 대비 1.5 배 수준 이상의 5G 관련 투자가 이루어질 것으로 예상된다. 국내 통신 3 사의 경우 '19 년 1.3 조원 규모의 5G 관련 투자를 계획하고 있으며 '21 년 2.2 조원까지 확대될 전망이다.

동사는 RRH, RU, BBU, Cabinet 등 통신장비 케이스를 제조하여 판매하고 있다. '19 년 3 월 본격 5G 상용화를 앞두고 있는 국내 통신 3 사 向 5G 장비 매출과 인도, 베트남 등 동남아 시장의 4G 투자에 기인하여 '19 년 통신장비 부품 매출은 2,270 억원(YoY+21.9%)에 달할 전망이다.

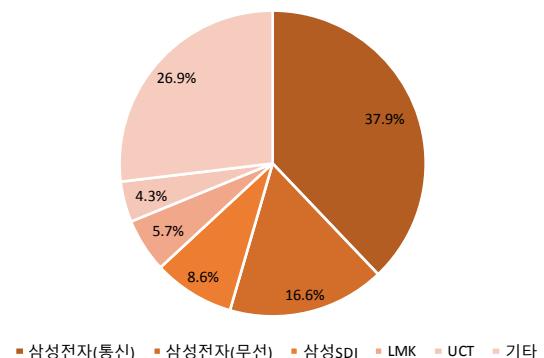
동사는 월 4,500 톤 규모 알루미늄 잉곳 생산라인, CNC Machine 2,000 여대, 3,500 톤 규모 Die-Casting 대형 장비 등 국내 최대 알루미늄 가공 CAPA 를 확보하고 있어 원가경쟁력이 우수하다. 또한 기존 안테나, 함체, 필터 등 개별 부품으로 공급되던 4G 장비와 달리 5G 장비의 경우 하나의 함체로 통합하여 공급되기 때문에 ASP 상승이 기대된다.

Exhibit 1. '18 년 3 분기 누적 사업부문별 매출비중



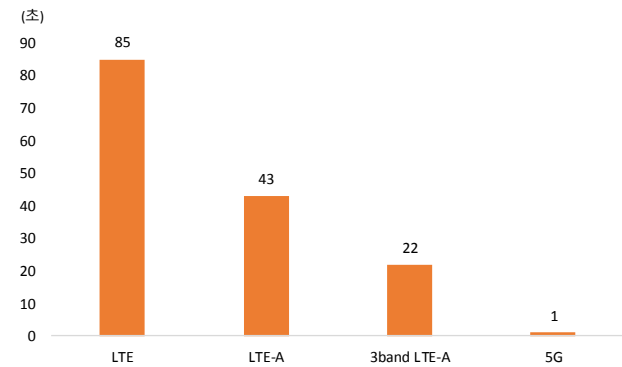
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 2. '18 년 3 분기 누적 주요 거래처별 매출비중



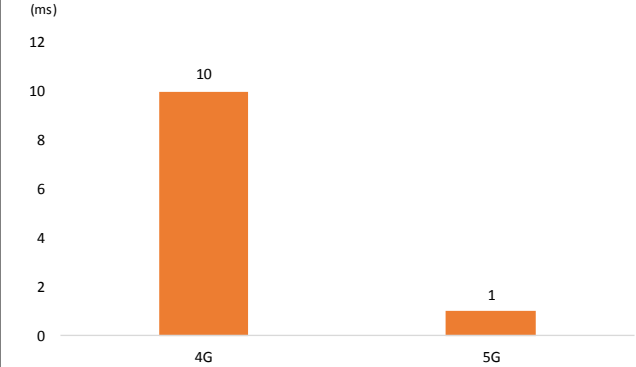
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 3. 4G, 5G 800MB 영화 다운로드 속도비교



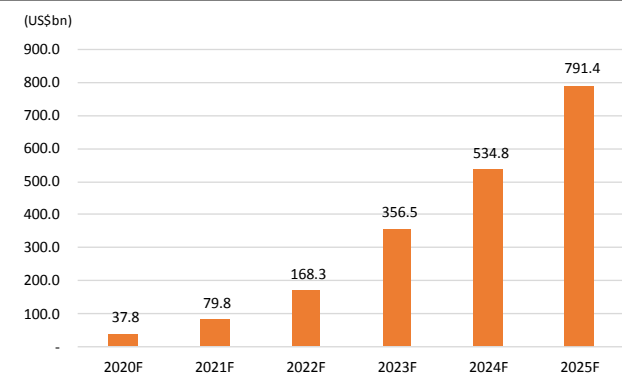
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 4. 4G, 5G 응답속도 비교



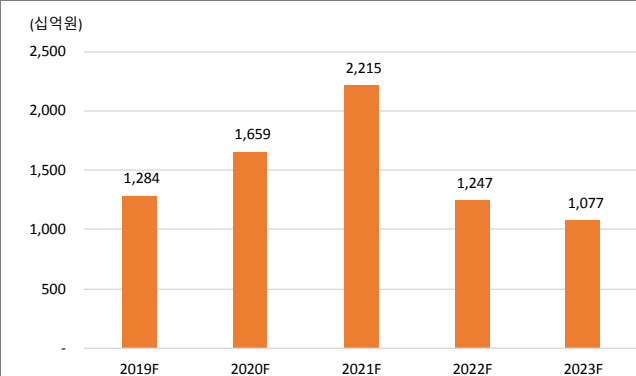
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 5. 글로벌 5G 서비스 시장규모 전망



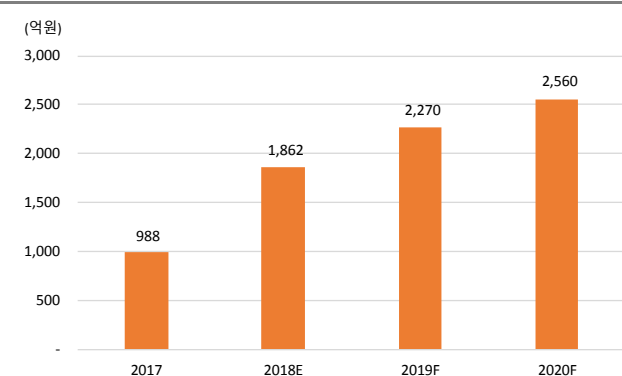
Source: 한국인터넷진흥원, Leading Research Center

Exhibit 6. 국내 통신 3사 5G 투자 계획



Source: 과학기술정보통신부, Leading Research Center

Exhibit 7. 통신장비 부품 매출액 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 8. 통신장비 케이스 및 부품



Source: Company Data, Leading Research Center

4. 안정적 포트폴리오, 그리고 성장성

동사는 국내 최대 알루미늄 가공 CAPA 를 보유하고 있다. 업계에서 유일하게 설계/개발, 금형부터 조립, 검사까지 내재화 및 수직계열화 한 업체로 경쟁사 대비 원가경쟁력을 확보하고 있다. 이러한 경쟁력을 바탕으로 자동차, 모바일, 2 차전지, 반도체 장비 등 다양한 산업 內 고객사에 대한 납품을 지속하고 있다. 특히 자동차 및 전기자동차 시장에서의 성장성이 기대된다.

Exhibit 9. 동사의 생산 공정 및 규모



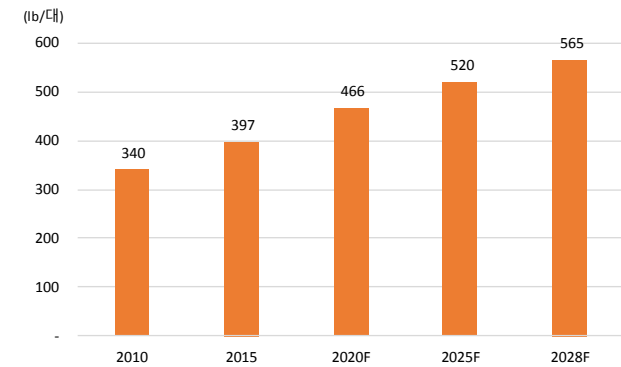
Source: Company Data, Leading Research Center

각국의 배출가스 및 연비 규제 강화, 친환경 자동차 수요 증가에 기인하여 자동차 업계의 차량 경량화 니즈가 확대되고 있다. '20 년까지 한국은 리터당 24km 의 연비규제 시행이 예정되어 있으며 유럽, 미국, 일본, 중국 등 주요 국가들 역시 마찬가지이다. 전기차의 경우 배터리 등 주요 부품의 높은 무게로 인해 차량 경량화를 통한 연비 상향은 필수적이다.

내연기관 차량의 경우 차량 경량화 10%에 약 5% 수준의 연비 개선이 이루어지며, 전기차의 경우 배터리 크기를 약 5% 줄일 수 있는 것으로 분석된다. 이에 따라 기존 철 무게의 1/3 수준에 불과한 알루미늄 부품에 대한 수요가 자동차 시장에서 확대되고 있다. 알루미늄의 경우 열처리 방법에 따라 철보다 단단하게 만들 수 있으며 성형성이 우수해 다양한 형태로 정밀 가공이 가능하다는 장점이 있다.

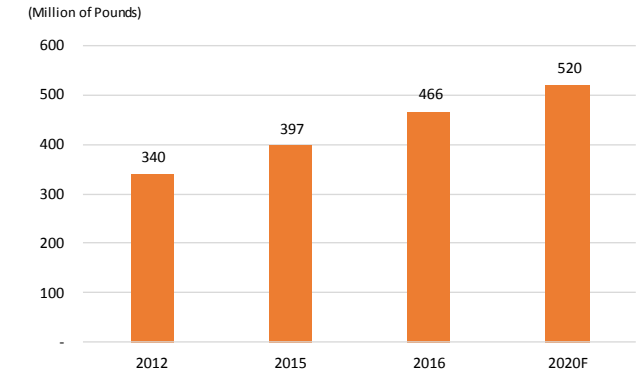
글로벌 최대 자동차 시장인 북미 지역의 차량 경량화에 따른 자동차 대당 알루미늄의 무게는 '15년 397lb(pound)에서 '20년 466lb, '28년 565lb로 증가할 것으로 예상된다. 이에 따른 북미 시장의 자동차용 알루미늄 수요는 '15년 69억lb에서 '20년 88억lb로 확대될 전망이다.

Exhibit 10. 북미 지역 자동차 대당 알루미늄 무게 전망



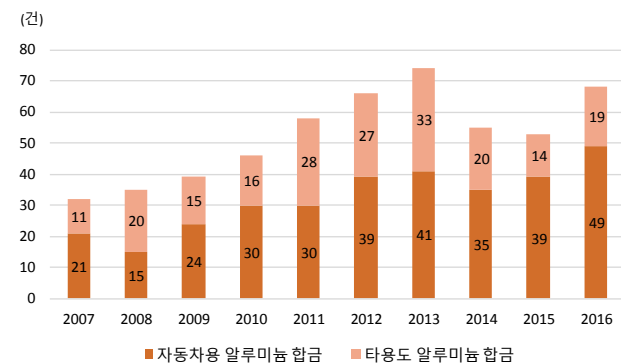
Source: Ducker Worldwide, Leading Research Center

Exhibit 11. 북미 시장의 자동차용 알루미늄 수요 전망



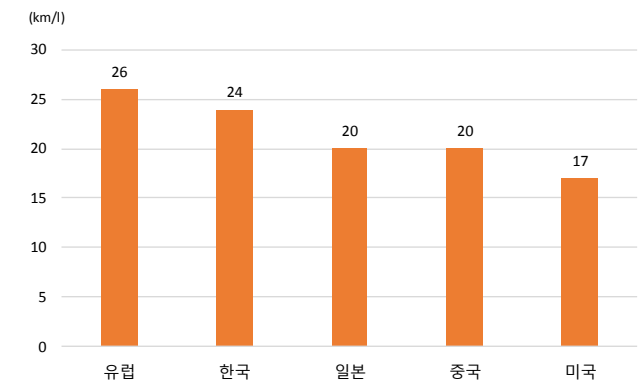
Source: Ducker Worldwide, Leading Research Center

Exhibit 12. 알루미늄 합금 관련 국내 특허출원 동향



Source: 특허청, Leading Research Center

Exhibit 13. '20년 각국 자동차 연비 규제 강화 추이



Source: 노벨리스, Leading Research Center

동사의 자동차 부품 사업은 인증 제품 확대에 따른 성장이 기대된다. 프랑스의 Valeo社에 대한 담당 아이템은 '18년 1분기 10종에서 '18년 2분기 27종, '18년말 35종까지 확대되었다. 기존 고객사에 대한 인증 제품 확대 및 신규 고객사 확보가 진행 중이다.

현재 양산 중인 품목은 15 종이며 나머지 품종에 대한 승인 대기 중인 상태이다. Valeo 社 외에도 젠텍스社 向 룸미러 브라켓, BorgWarner 社에 대한 EGR 밸브 공급으로 '19년부터 본격적인 매출액 기여가 예상되며 자동차 산업의 특성상 꾸준한 매출을 쌓아갈 것으로 기대되어 장기적인 실적 안정성을 확보하였다는 판단이다.

또한 전기자동차 배터리 합체 공급 가능성이 높아지고 있다. 동사의 알루미늄 소재의 열 방출 속도는 기존 알루미늄 소재 대비 약 80% 가량 높아 경쟁사 대비 경쟁력이 있다. 글로벌 자동차 업체와 Co-work 중인 것으로 추정되며 향후 전기자동차 배터리 합체 수주 시 Valuation Re-rating 가능성이 높다는 판단이다.

5. 실적전망 및 투자 의견

동사의 '19년 실적은 매출액 4,246억원(YoY+25.7%), 영업이익 448억원(YoY+35.3%), 당기순이익 372억원(YoY+23.0%)으로 추정한다. 실적 성장은 '19년 5G 상용화에 따른 통신3사 向 장비 매출과 인도, 베트남 등 동남아 시장의 4G 투자에 기인한다. '19년 통신장비 부품 매출은 2,270억원(YoY+21.9%)에 달할 전망이다. 또한 '19년부터 자동차 부품의 매출액 기여가 본격화 될 것으로 예상된다.

투자 의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 25,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 25,000 원은 12M Fwd EPS 2,029 원에 Target PER 12.4 배를 적용하였다. Target Valuation 은 Peer Group Valuation 평균 값이다.

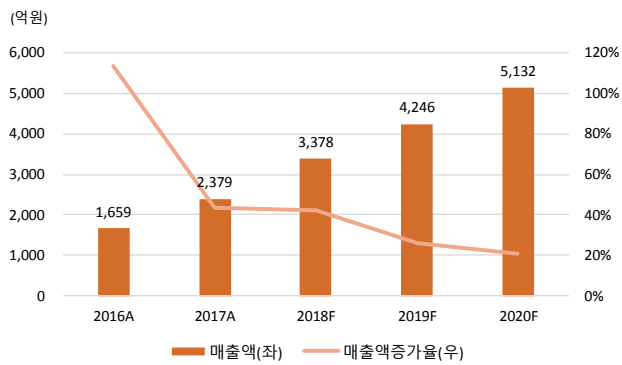
'19년부터 본격화되는 5G 투자 사이클에 따른 통신장비 부품 실적 개선이 전망된다. '19년 상반기 국내 통신 3사의 투자를 시작으로 일본과 미국의 연이은 5G 투자가 예상된다. 동남아 시장의 4G 투자 역시 '19년까지 지속될 예정이다. 또한 자동차 부품 인증 제품 확대에 따른 매출 증가와 전기자동차 합체 공급 가능성을 감안하면 Peer Group Valuation 평균은 보수적인 수치라는 판단이다.

Exhibit 14. 사업부별 실적 전망

(억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	632	638	509	600	833	878	743	923	2,379	3,378	4,246
YoY	91.6%	163.4%	64.7%	-22.8%	31.8%	37.6%	46.1%	53.8%	43.5%	41.9%	25.7%
통신장비 부품	343	319	141	185	520	421	409	512	988	1,862	2,270
모바일 부품	116	109	156	153	107	174	129	136	534	546	579
반도체장비 부품	108	117	110	107	123	91	36	33	442	283	177
ESS 부품	16	34	51	12	58	86	68	71	113	283	343
기타	49	59	51	143	25	106	101	170	302	402	877
매출비중(%)											
통신장비 부품	54.3%	50.0%	27.7%	30.8%	62.4%	47.9%	55.0%	55.5%	41.5%	55.1%	53.5%
모바일 부품	18.4%	17.1%	30.7%	25.5%	12.8%	19.8%	17.4%	14.8%	22.4%	16.2%	13.6%
반도체장비 부품	17.1%	18.3%	21.6%	17.8%	14.8%	10.4%	4.8%	3.6%	18.6%	8.4%	4.2%
ESS 부품	2.5%	5.3%	10.0%	2.0%	7.0%	9.8%	9.2%	7.7%	4.7%	8.4%	8.1%
기타	7.8%	9.3%	10.0%	23.9%	3.0%	12.1%	13.6%	18.4%	12.7%	11.9%	20.6%
영업이익	68	19	38	53	96	107	65	63	178	331	448
YoY	59.6%	37.7%	-10.8%	-63.4%	41.4%	451.3%	70.5%	18.9%	-26.8%	85.4%	35.3%
영업이익률	10.8%	3.0%	7.5%	8.8%	11.5%	12.1%	8.8%	6.8%	7.5%	9.8%	10.5%

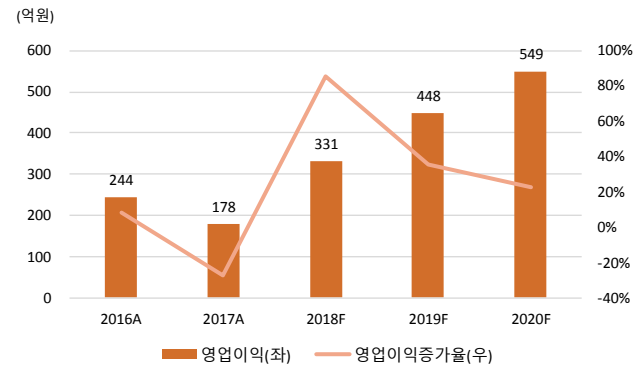
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 15. 매출액 및 매출액성장률



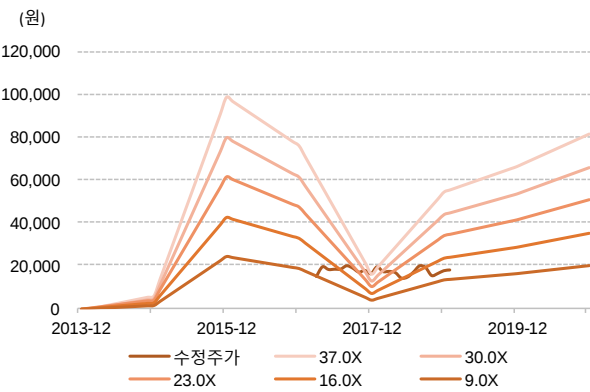
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 16. 영업이익 및 영업이익성장률



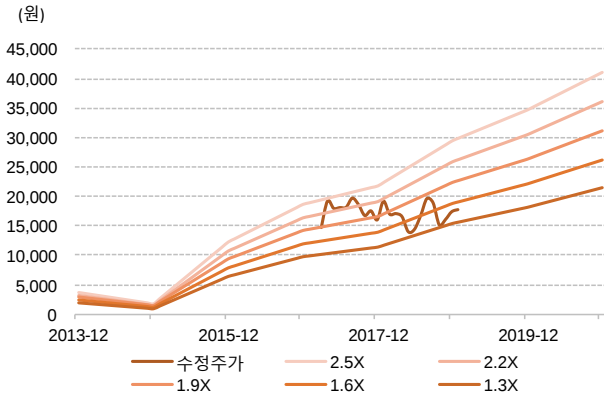
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 17. PER band



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 18. PBR band



Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	2,263	2,592	4,222	5,131	5,887
유동자산	978	1,103	1,873	2,348	2,920
현금및현금성자산	133	197	169	282	412
단기금융자산	1	1	277	337	353
매출채권및기타채권	359	278	549	667	824
재고자산	451	525	802	975	1,236
비유동자산	1,286	1,489	2,348	2,782	2,967
장기금융자산	1	0	0	1	1
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	1,198	1,292	2,322	2,463	2,649
무형자산	61	165	169	149	118
부채총계	1,538	1,379	2,061	2,612	2,926
유동부채	1,296	1,250	1,777	2,260	2,567
단기차입부채	610	808	760	770	800
기타단기금융부채	8	0	0	0	0
매입채무및기타채무	666	430	1,013	1,488	1,766
비유동부채	242	129	283	352	359
장기차입부채	226	108	253	308	412
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	725	1,213	2,161	2,518	2,961
지배주주지분*	725	1,187	2,113	2,467	2,907
비지배주주지분	0	26	48	51	54

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	384	-80	301	419	425
당기순이익	196	63	303	372	459
현금유입(유출)이없는수익	166	273	203	253	335
자산상각비	103	137	161	176	244
영업자산부채변동	49	-339	-151	-128	-276
매출채권및기타채권	-141	-38	-221	-118	-157
재고자산감소(증가)	-239	-74	-277	-173	-261
매입채무및기타채무	448	-216	169	475	278
투자활동현금흐름	-406	-356	-1,042	-357	-416
투자활동현금유입액	42	51	7	19	49
유형자산	32	48	6	0	0
무형자산	0	2	0	19	29
투자활동현금유출액	449	406	1,049	375	464
유형자산	388	362	770	313	427
무형자산	16	44	2	2	1
재무활동현금흐름	119	500	713	49	119
재무활동현금유입액	667	1,665	2,047	162	165
단기차입부채	423	1,175	1,140	46	60
장기차입부채	225	76	256	117	104
재무활동현금유출액	548	1,148	1,328	105	38
단기차입부채	513	1,144	1,293	36	30
장기차입부채	36	4	33	62	0
기타현금흐름	0	0	0	1	1
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	1	-1	0	0	0
현금변동	98	63	-28	113	130
기초현금	36	133	197	169	282
기말현금	133	197	169	282	412

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,659	2,379	3,378	4,246	5,132
매출원가	1,233	1,944	2,775	3,441	4,167
매출총이익	426	435	603	805	964
판매비와관리비	182	257	272	357	416
영업이익	244	178	331	448	549
EBITDA	346	315	491	624	793
비영업손익	-38	-104	-13	-34	-33
이자수익	0	1	1	2	2
이자비용	50	38	38	38	38
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	14	-65	18	1	1
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	-2	-3	5	1	1
세전계속사업이익	206	74	318	414	515
법인세비용	10	11	15	41	57
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	196	63	303	372	459
지배주주순이익*	196	54	280	367	452
비지배주주순이익	0	9	23	5	7
기타포괄손익	-1	-54	-3	-4	-4
총포괄손익	195	9	300	368	455

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

투자지표

(단위: 원,배,%)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	2,114	421	1,795	2,029	2,497
BPS*	7,809	9,265	13,540	13,631	16,061
CFPS	4,134	-625	1,930	2,317	2,350
SPS	17,865	18,570	21,648	23,458	28,350
EBITDAPS	3,731	2,462	3,150	3,447	4,379
DPS (보통,현금)	0	46	53	46	46
배당수익률 (보통,현금)	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
배당성향 (보통,현금)	0.0	11.6	3.0	2.3	1.8
PER*	0.0	40.4	11.2	8.7	7.1
PBR*	0.0	1.8	1.5	1.3	1.1
PCFR	0.0	-	10.4	7.6	7.5
PSR	0.0	0.9	0.9	0.8	0.6
EV/EBITDA	2.0	9.1	7.4	5.8	4.5
재무비율					
매출액증가율	113.4	43.5	41.9	25.7	20.9
영업이익증가율	8.6	-26.8	85.4	35.3	22.5
지배주주순이익증가율*	7.6	-67.8	379.7	23.0	23.1
매출총이익률	25.7	18.3	17.8	18.9	18.8
영업이익률	14.7	7.5	9.8	10.5	10.7
EBITDA이익률	20.9	13.3	14.5	14.7	15.4
지배주주순이익률*	11.8	2.7	9.0	8.8	8.9
ROA	13.1	7.4	9.7	9.6	10.0
ROE	36.9	5.6	17.0	16.0	16.8
ROIC	17.9	9.0	14.0	14.2	14.6
부채비율	212.2	113.7	95.4	103.7	98.8
차입금비율	115.2	75.5	46.9	42.8	40.9
순차입금비율	96.7	59.2	26.2	18.2	15.1

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

Source: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

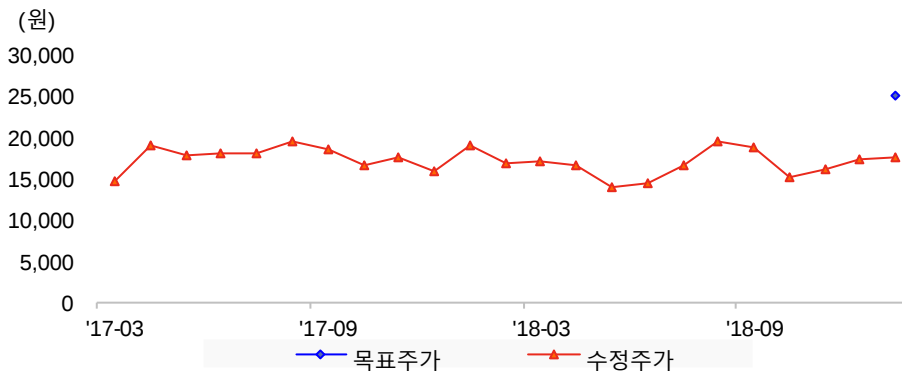
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

서진시스템(178320)

일자	2019-01-14
투자의견	BUY(신규)
목표주가	25,000 원
과리율(%)	
평균주가대비	-
최고(최저)주가대비	-

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2018.12.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%