

# 서진시스템 (178320)

한경래 이사  
kyungrae.han@daishin.com saerom.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **41,000**  
유지

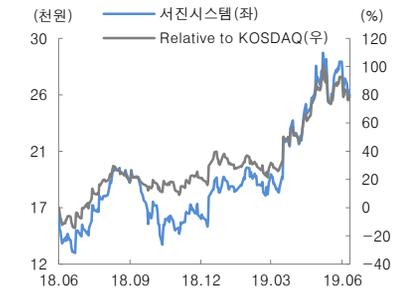
현재주가 **25,450**  
(19.06.27)

통신장비업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

|             |                   |
|-------------|-------------------|
| KOSDAQ      | 698.21            |
| 시가총액        | 461십억원            |
| 시가총액비중      | 0.19%             |
| 자본금(보통주)    | 9십억원              |
| 52주 최고/최저   | 28,850원 / 12,875원 |
| 120일 평균거래대금 | 144억원             |
| 외국인지분율      | 5.95%             |
| 주요주주        | 전동규 외 18 인 33.49% |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M   | 12M   |
|----------|------|------|------|-------|
| 절대수익률    | -5.6 | 43.4 | 64.2 | 79.9  |
| 상대수익률    | -6.7 | 49.6 | 57.1 | 113.0 |



## 앞으로 보여줄 게 더 많다

투자 의견 매수, 목표주가 41,000원 유지

- 2019년 예상 EPS 3,749원에 Target PER 11배 적용. Target PER는 2019년 예상 국내 5G 통신 장비 업체들의 평균 PER 14배에 20% 할인. 할인의 이유는 통신 장비 외 반도체, 모바일 등 사업 부문도 영위하고 있기 때문

2분기 영업이익 170억원(+59% YoY) 전망

- 2분기 매출액 1,121억원(+28% YoY), 영업이익 170억원(+59% YoY) 전망  
- 통신장비 부문은 1분기와 비슷한 수준의 5G 통신장비 매출과 더불어 2월부터 공급 시작된 인도 릴라이언스향 매출이 운기 반영됨. 2분기 매출액 730억원(+15% QoQ) 예상  
- ESS, 기타 부문 매출액은 각각 49억원(+14% QoQ), 166억원(+8% QoQ) 예상. 기타 부문은 프랑스 발레오향 적용 아이템 확대, 할리데이비슨 배터리 합체 신규 매출 등 기대

상반기에 이어 하반기에도 성장세는 지속될 예정

- 전 사업 부문이 상반기 대비 하반기가 나은 흐름. 2019년 매출액 4,796억원(+48% YoY), 영업이익 704억원(+91% YoY)의 고성장 전망  
- 통신장비 부문은 국내 5G 투자 지속, 하반기 일본, 미국 등 해외 신규 매출 기대  
- 상반기 부진했던 ESS 매출액은 3분기부터 큰 폭의 개선 기대 (2Q19 49억원, 3Q19 117억원, 4Q19 139억원 전망)  
- 기타 부문에서는 자동차 적용 아이템 증가, 신규 고객사 확보 기대. 하반기 기타 매출액은 511억원으로 상반기 대비 60% 증가할 예정

(단위: 십억원, %)

| 구분   | 2Q18 | 1Q19 | 2Q19(F) |      |      |     | 3Q19(F)   |      |         |      |
|------|------|------|---------|------|------|-----|-----------|------|---------|------|
|      |      |      | 직전추정    | 당사추정 | YoY  | QoQ | Consensus | 당사추정 | YoY     | QoQ  |
| 매출액  | 88   | 110  | 101     | 112  | 27.7 | 2.2 | 107       | 126  | 70.1    | 12.8 |
| 영업이익 | 11   | 16   | 16      | 17   | 59.4 | 9.7 | 15        | 19   | 183.1   | 8.8  |
| 순이익  | 15   | 16   | 16      | 17   | 19.0 | 6.1 | 15        | 17   | 1,324.2 | -1.2 |

| 구분   | 2017 | 2018 | 2019(F) |      |      | Growth    |       |         |
|------|------|------|---------|------|------|-----------|-------|---------|
|      |      |      | 직전추정    | 당사추정 | 조정비율 | Consensus | 2018  | 2019(F) |
| 매출액  | 238  | 325  | 477     | 480  | 0.4  | 451       | 36.4  | 47.7    |
| 영업이익 | 18   | 37   | 68      | 70   | 3.6  | 61        | 106.6 | 90.9    |
| 순이익  | 5    | 30   | 68      | 70   | 3.3  | 54        | 458.8 | 132.7   |

자료: 서진시스템, FnGuide, 대신증권 Research&Strategy본부

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

|         | 2017A | 2018A  | 2019F  | 2020F  | 2021F  |
|---------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액     | 238   | 325    | 480    | 626    | 775    |
| 영업이익    | 18    | 37     | 70     | 94     | 120    |
| 세전순이익   | 7     | 37     | 72     | 91     | 119    |
| 총당기순이익  | 6     | 32     | 68     | 84     | 109    |
| 지배지분순이익 | 5     | 30     | 68     | 83     | 109    |
| EPS     | 422   | 1,941  | 3,749  | 4,608  | 6,005  |
| PER     | 37.9  | 8.9    | 6.8    | 5.5    | 4.2    |
| BPS     | 9,292 | 13,979 | 15,512 | 19,922 | 25,727 |
| PBR     | 1.7   | 1.2    | 1.6    | 1.2    | 1.0    |
| ROE     | 5.6   | 17.9   | 27.3   | 26.0   | 26.3   |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 서진시스템, 대신증권 Research&Strategy본부

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

|              | 수정전   |       | 수정후   |       | 변동률   |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|              | 2019F | 2020F | 2019F | 2020F | 2019F | 2020F |
| 매출액          | 477   | 622   | 480   | 626   | 0.4   | 0.6   |
| 판매비와 관리비     | 38    | 49    | 38    | 49    | 0.1   | 0.0   |
| 영업이익         | 68    | 90    | 70    | 94    | 3.6   | 3.8   |
| 영업이익률        | 14.2  | 14.5  | 14.7  | 15.0  | 0.4   | 0.5   |
| 영업외손익        | 4     | 0     | 2     | -3    | 0.0   | 적자유지  |
| 세전순이익        | 72    | 90    | 72    | 91    | 0.1   | 1.1   |
| 지배지분순이익      | 68    | 82    | 68    | 83    | 0.1   | 1.1   |
| 순이익률         | 14.2  | 13.3  | 14.2  | 13.3  | -0.4  | 0.5   |
| EPS(지배지분순이익) | 3,747 | 4,556 | 3,749 | 4,608 | 0.1   | 1.1   |

자료: 서진시스템, 대신증권 Research&Strategy본부

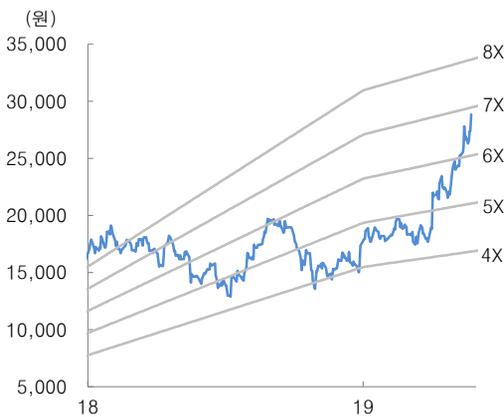
표 1. 서진시스템 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

|            |        | 비고                               |
|------------|--------|----------------------------------|
| EPS        | 3,749  | 2019년 예상 EPS                     |
| Target PER | 11     | 국내 5G 장비 업체 19년 예상 평균 PER 20% 할인 |
| 목표주가       | 41,000 |                                  |
| 현재주가       | 25,450 |                                  |
| 상승여력(%)    | 61.1   |                                  |

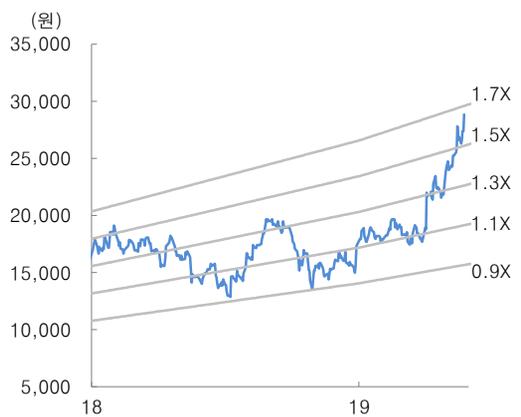
자료: 서진시스템, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 1. 서진시스템 Forward PER 밴드



자료: 서진시스템, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 서진시스템 Forward PBR 밴드



자료: 서진시스템, 대신증권 Research&Strategy본부

표 2. 서진시스템의 영업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

|         | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18  | 1Q19  | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F | 2018  | 2019F | 2020F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액     | 83.3  | 87.8  | 74.3  | 79.2  | 101.3 | 112.1 | 126.4 | 139.7 | 324.6 | 479.6 | 625.5 |
| 통신장비    | 52.0  | 42.1  | 40.9  | 26.1  | 63.4  | 73.0  | 74.4  | 75.9  | 161.1 | 286.7 | 396.3 |
| 핸드폰     | 10.7  | 17.4  | 12.9  | 15.0  | 14.6  | 13.9  | 14.6  | 14.4  | 56.0  | 57.5  | 58.8  |
| 반도체장비   | 12.3  | 9.1   | 3.6   | 4.6   | 3.6   | 3.7   | 4.2   | 6.0   | 29.6  | 17.5  | 23.6  |
| ESS     | 5.8   | 8.6   | 6.8   | 11.3  | 4.3   | 4.9   | 11.7  | 13.9  | 32.6  | 34.8  | 42.7  |
| 기타      | 2.6   | 10.6  | 10.0  | 22.1  | 15.3  | 16.6  | 21.5  | 29.6  | 45.3  | 83.0  | 104.2 |
| 증감률 YoY |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액     | 31.8  | 37.6  | 46.1  | 31.9  | 21.6  | 27.7  | 70.1  | 76.5  | 36.4  | 47.7  | 30.4  |
| 통신장비    | 51.5  | 32.1  | 191.0 | 40.2  | 21.9  | 73.4  | 81.8  | 191.1 | 63.0  | 78.0  | 38.2  |
| 핸드폰     | -7.9  | 59.2  | -17.5 | -1.8  | 36.5  | -20.2 | 13.1  | -3.7  | 4.8   | 2.7   | 2.2   |
| 반도체장비   | 13.8  | -21.9 | -67.3 | -56.5 | -70.3 | -59.5 | 17.4  | 28.5  | -32.9 | -40.9 | 34.5  |
| ESS     | 254.5 | 154.6 | 34.0  | 806.6 | -25.4 | -42.5 | 71.2  | 22.2  | 186.7 | 7.0   | 22.5  |
| 기타      | -46.7 | 77.8  | 98.1  | 55.0  | 490.3 | 56.3  | 114.9 | 33.6  | 50.3  | 83.0  | 25.6  |
| 영업이익    | 9.6   | 10.7  | 6.5   | 10.1  | 15.5  | 17.0  | 18.5  | 19.4  | 36.9  | 70.4  | 93.7  |
| 당기순이익   | 7.7   | 14.5  | 1.2   | 6.6   | 16.3  | 17.3  | 17.1  | 17.2  | 30.1  | 67.9  | 83.4  |
| 영업이익률   | 11.5  | 12.1  | 8.8   | 12.7  | 15.3  | 15.2  | 14.7  | 13.9  | 11.4  | 14.7  | 15.0  |
| 당기순이익률  | 9.3   | 16.6  | 1.6   | 8.4   | 16.1  | 15.4  | 13.5  | 12.3  | 9.3   | 14.2  | 13.3  |

자료: 대신증권 Research&amp;Strategy 본부

재무제표

|             | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 238   | 325   | 480   | 626   | 775   |
| 매출원가        | 194   | 261   | 371   | 483   | 597   |
| 매출총이익       | 44    | 63    | 109   | 143   | 178   |
| 판매비외관리비     | 26    | 26    | 38    | 49    | 58    |
| 영업이익        | 18    | 37    | 70    | 94    | 120   |
| 영업이익률       | 7.5   | 11.4  | 14.7  | 15.0  | 15.5  |
| EBITDA      | 32    | 54    | 82    | 106   | 133   |
| 영업외손익       | -10   | 0     | 2     | -3    | -2    |
| 관계기업손익      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 금융수익        | 3     | 8     | 10    | 6     | 6     |
| 외환관련이익      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 금융비용        | -13   | -10   | -10   | -10   | -8    |
| 외환관련손실      | 9     | 6     | 7     | 8     | 6     |
| 기타          | 0     | 2     | 2     | 1     | 1     |
| 법인세비용차감전순이익 | 7     | 37    | 72    | 91    | 119   |
| 법인세비용       | -1    | -4    | -4    | -7    | -9    |
| 계속사업순이익     | 6     | 32    | 68    | 84    | 109   |
| 중단사업순이익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익       | 6     | 32    | 68    | 84    | 109   |
| 당기순이익률      | 2.7   | 10.0  | 14.2  | 13.4  | 14.1  |
| 비지배지분순이익    | 1     | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 지배지분순이익     | 5     | 30    | 68    | 83    | 109   |
| 매도가능금융자산평가  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익      | -1    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 포괄순이익       | 1     | 36    | 66    | 85    | 108   |
| 비지배지분포괄이익   | 0     | 4     | 0     | 0     | 0     |
| 지배지분포괄이익    | 1     | 31    | 66    | 85    | 108   |

|           | 2017A  | 2018A  | 2019F  | 2020F  | 2021F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS       | 422    | 1,941  | 3,749  | 4,608  | 6,005  |
| PER       | 37.9   | 8.9    | 6.8    | 5.5    | 4.2    |
| BPS       | 9,292  | 13,979 | 15,512 | 19,922 | 25,727 |
| PBR       | 1.7    | 1.2    | 1.6    | 1.2    | 1.0    |
| EBITDAPS  | 2,469  | 3,454  | 4,519  | 5,850  | 7,366  |
| EV/EBITDA | 9.3    | 4.5    | 6.3    | 4.4    | 3.1    |
| SPS       | 18,624 | 20,920 | 26,494 | 34,558 | 42,820 |
| PSR       | 0.9    | 0.8    | 1.0    | 0.7    | 0.6    |
| CFPS      | 2,627  | 3,812  | 4,768  | 6,056  | 7,547  |
| DPS       | 46     | 200    | 200    | 200    | 200    |

|          | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성      |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율  | 43.5  | 36.4  | 47.7  | 30.4  | 23.9  |
| 영업이익 증가율 | -26.8 | 106.6 | 90.9  | 33.1  | 28.5  |
| 순이익 증가율  | -67.8 | 412.5 | 110.4 | 22.9  | 30.3  |
| 수익성      |       |       |       |       |       |
| ROIC     | 8.7   | 13.0  | 20.6  | 24.4  | 28.3  |
| ROA      | 7.4   | 10.6  | 14.7  | 16.5  | 18.1  |
| ROE      | 5.6   | 17.9  | 27.3  | 26.0  | 26.3  |
| 안정성      |       |       |       |       |       |
| 부채비율     | 113.7 | 97.5  | 81.7  | 66.3  | 51.4  |
| 순차입금비율   | 59.2  | 36.1  | 16.8  | -1.0  | -13.3 |
| 이자보상배율   | 4.7   | 9.7   | 29.4  | 39.1  | 50.3  |

|             | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 110   | 154   | 223   | 294   | 383   |
| 현금및현금성자산    | 20    | 25    | 47    | 97    | 156   |
| 매출채권 및 기타채권 | 28    | 41    | 79    | 82    | 99    |
| 재고자산        | 53    | 71    | 80    | 88    | 95    |
| 기타유동자산      | 10    | 17    | 17    | 28    | 33    |
| 비유동자산       | 149   | 283   | 299   | 319   | 338   |
| 유형자산        | 129   | 260   | 276   | 296   | 316   |
| 관계기업투자금     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비유동자산     | 20    | 24    | 23    | 23    | 22    |
| 자산총계        | 259   | 438   | 521   | 613   | 720   |
| 유동부채        | 125   | 190   | 208   | 218   | 218   |
| 매입채무 및 기타채무 | 43    | 101   | 129   | 139   | 139   |
| 차입금         | 69    | 74    | 74    | 74    | 74    |
| 유동성채무       | 12    | 11    | 1     | 1     | 1     |
| 기타유동부채      | 1     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 비유동부채       | 13    | 26    | 26    | 26    | 26    |
| 차입금         | 11    | 21    | 21    | 21    | 21    |
| 전환증권        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비유동부채     | 2     | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 부채총계        | 138   | 216   | 234   | 244   | 244   |
| 자배지분        | 119   | 217   | 281   | 361   | 466   |
| 자본금         | 3     | 9     | 9     | 9     | 9     |
| 자본잉여금       | 66    | 128   | 128   | 128   | 128   |
| 이익잉여금       | 44    | 73    | 137   | 217   | 322   |
| 기타지분변동      | 6     | 7     | 6     | 7     | 7     |
| 비지배지분       | 3     | 5     | 6     | 8     | 10    |
| 자본총계        | 121   | 222   | 287   | 369   | 476   |
| 순차입금        | 72    | 80    | 48    | -4    | -63   |

|           | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | -8    | 71    | 53    | 92    | 94    |
| 당기순이익     | 6     | 32    | 68    | 84    | 109   |
| 비현금항목의 가감 | 27    | 27    | 18    | 26    | 28    |
| 감가상각비     | 14    | 17    | 11    | 12    | 13    |
| 외환손익      | 4     | 0     | -3    | 1     | 0     |
| 지분법평가손익   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타        | 9     | 10    | 9     | 12    | 15    |
| 자산부채의 증감  | -34   | 14    | -27   | -8    | -31   |
| 기타현금흐름    | -8    | -2    | -7    | -10   | -12   |
| 투자활동 현금흐름 | -36   | -144  | -27   | -34   | -32   |
| 투자자산      | 0     | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산      | -31   | -144  | -27   | -32   | -32   |
| 기타        | -4    | 0     | 0     | -2    | 0     |
| 재무활동 현금흐름 | 50    | 79    | -14   | -4    | -4    |
| 단기차입금     | 11    | 6     | 0     | 0     | 0     |
| 사채        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금     | 7     | 22    | 0     | 0     | 0     |
| 유상증자      | 41    | 65    | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당      | -2    | -1    | -4    | -4    | -4    |
| 기타        | -8    | -13   | -10   | 0     | 0     |
| 현금의 증감    | 6     | 5     | 22    | 50    | 59    |
| 기초 현금     | 13    | 20    | 25    | 47    | 97    |
| 기말 현금     | 20    | 25    | 47    | 97    | 156   |
| NOPLAT    | 15    | 33    | 66    | 86    | 111   |
| FCF       | -11   | -98   | 48    | 63    | 89    |

자료: 서진시스템, 대신증권 Research&Strategy 본부

## 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

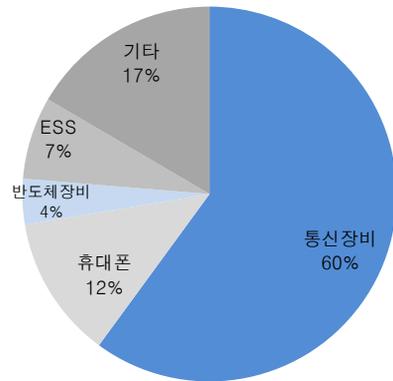
- 1996년 설립, 2017년 3월 코스닥 상장
- 주요 제품은 통신장비, 휴대폰 부문, 반도체 장비로 1Q19 기준 통신장비 매출 비중은 60% 수준
- 주요 고객사는 삼성전자, 삼성SDI, KMM, 글로벌 반도체 장비사
- 자산 4,877억원, 부채 2,502억원, 자본 2,375억원(1Q19 기준)  
(발행주식수: 18,100,666주 자기주식수: 없음, 1Q19 기준)

### 주가 변동요인

- 5G 투자 사이클에 따른 통신장비 및 부품 매출 증가
- 동남아 시장(인도, 베트남)의 4G 투자 지속
- 자동차 부품 매출액 기여 가시화

자료: 서진시스템, 대신증권 Research&Strategy본부

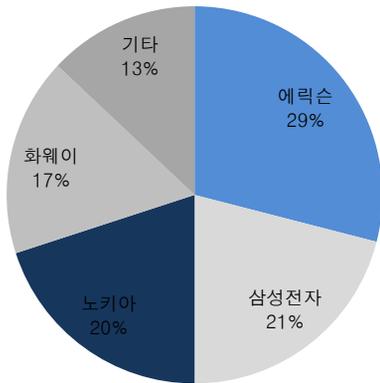
### 서진시스템 사업부문별 매출 비중



주: 2019년 예상 매출액기준  
자료: 서진시스템, 대신증권 Research&Strategy본부

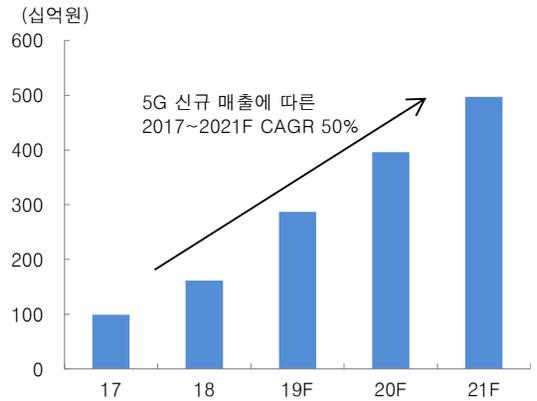
## Earnings Driver

### 5G 장비 시장점유율 추정



자료: 서진시스템, 대신증권 Research&Strategy본부

### 5G 신규 매출에 따른 통신 장비 매출액 증가



자료: 서진시스템, 대신증권 Research&Strategy본부

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 부부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

|                |                    |               |
|----------------|--------------------|---------------|
| Dark Gray (하림) | Neutral Green (보통) | Sky Blue (맑음) |
|----------------|--------------------|---------------|

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한경래)

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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

**서진시스템(178320) 투자의견 및 목표주가 변경 내용**

|              |          |          |
|--------------|----------|----------|
| 제시일자         | 19.06.28 | 19.05.27 |
| 투자의견         | Buy      | Buy      |
| 목표주가         | 41,000   | 41,000   |
| 과리율(평균.%)    |          | (35.18)  |
| 과리율(최대/최소.%) |          | (30.85)  |

**투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190625)**

|    |         |                   |                  |
|----|---------|-------------------|------------------|
| 구분 | Buy(매수) | Marketperform(중립) | Underperform(매도) |
| 비율 | 87.2%   | 11.8%             | 0.0%             |

**산업 투자의견**

- Overweigh(비중확대) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

- Buy(매수) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

|              |          |          |
|--------------|----------|----------|
| 제시일자         | 19.06.28 | 19.05.27 |
| 투자의견         | Buy      | Buy      |
| 목표주가         | 41,000   | 41,000   |
| 과리율(평균.%)    |          | (35.18)  |
| 과리율(최대/최소.%) |          | (30.85)  |

|              |          |          |
|--------------|----------|----------|
| 제시일자         | 19.06.28 | 19.05.27 |
| 투자의견         | Buy      | Buy      |
| 목표주가         | 41,000   | 41,000   |
| 과리율(평균.%)    |          | (35.18)  |
| 과리율(최대/최소.%) |          | (30.85)  |