서진시스템 (178320/KQ | 매수(유지) | T.P 25,000 원(유지))

또 한 번의 도약 구간 진입
- 5G 통신장비 및 모바일 사업부문 영향으로 지난해 큰 폭의 이익 성장 시현
- 공정 수직계열화를 통한 규모의 경제 사고에 성공한 유일한 기업
- 5G RRH 장비는 일체형, ASP 상승 요인, 5G 커버리지 확대는 Q 상승 요인
- 한국형 EMCS(위탁 생산 전문 기업)로서의 성공 가능성이 높아
- 글로벌 생산기지로 떠오르는 베트남, 동사에 다양한 기회 제공 중

이익률 개선에 앞장선 5G
서진시스템은 지난해 매출액 약 3,245 억원(YoY +36.4%), 영업이익 약 369 억원(YoY +106.6%), 순이익 약 323 억원(YoY +412.5%)의 잠정실적을 기록했다. 분기별 실적 변동에 따라 연간 실적에 대한 우려도 일부 있었지만, 지난해 4분기부터 본격적으로 생산된 5G 통신장비 및 모바일 사업부문 영향으로 큰 폭의 이익 성장을 시현했다. 동사의 5G 통신장비 생산 기술은 경쟁사와 비교했을 때 압도적인 수준으로 평가 받는다. CNC 및 다이캐스팅 장비의 규모, 기술력 및 Know-how 등에서 큰 차이를 보이는 것으로 판단된다. 특히 공정 수직계열화를 통한 규모의 경제 사고에 성공한 유일한 기업이라는 점에서 당분간은 견고한 시장 지배력 유지가 가능할 전망이다. 동사가 주력으로 생산하는 RRH 함체의 경우 4G와 달리 5G는 안테나와 RRH가 함께 있는 일체형이기 때문에 ASP 상승이 기대된다. 더불어 이달 말부터 5G 통신서비스 상용화를 위한 본격적인 커버리지 확대 투자가 기대되는 만큼 Q의 동반 상승도 기대해 볼만 하다.

한국형 EMCS(Engineering Manufacturing Customer Services)
소니가 처음 도입한 것으로 알려진 EMCS는 설비투자에 대한 위험을 줄이기 위해 생산을 위탁 받아 전문적으로 개발/제조/서비스를 담당하는 생산 전담회사를 의미하는 개념이다. 특히 동사가 공정 수직계열화를 완성시킨 베트남은 중국에 이어 글로벌 생산지로 떠오르고 있는 만큼, 동사에게 다양한 기회를 제공할 수 있을 것으로 판단된다. 자동차/중공업 등 금속 가공을 필요로 하는 글로벌 기업들의 관심이 이어지고 있으며, 실재로 관련 생산 제품 및 매출이 꾸준히 우상향 중이다. 향후 매출 비중 1위 사업분야인 통신장비 부문을 넘어설 가능성도 높다.

영업실적 및 투자지표

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>매출액</td>
<td>억원</td>
<td>777</td>
<td>1,659</td>
<td>2,379</td>
<td>3,246</td>
<td>4,415</td>
<td>5,375</td>
</tr>
<tr>
<td>영업이익</td>
<td>억원</td>
<td>582</td>
<td>1,134</td>
<td>435</td>
<td>364</td>
<td>360</td>
<td>217</td>
</tr>
<tr>
<td>순이익</td>
<td>억원</td>
<td>373</td>
<td>87</td>
<td>-268</td>
<td>1067</td>
<td>353</td>
<td>199</td>
</tr>
<tr>
<td>EBITDA</td>
<td>억원</td>
<td>288</td>
<td>346</td>
<td>315</td>
<td>505</td>
<td>623</td>
<td>709</td>
</tr>
<tr>
<td>EBITDA</td>
<td>억원</td>
<td>179</td>
<td>206</td>
<td>74</td>
<td>355</td>
<td>501</td>
<td>601</td>
</tr>
<tr>
<td>순이익(지배주주)</td>
<td>억원</td>
<td>182</td>
<td>196</td>
<td>54</td>
<td>301</td>
<td>434</td>
<td>526</td>
</tr>
<tr>
<td>영업이익률%</td>
<td>%</td>
<td>289</td>
<td>147</td>
<td>7.5</td>
<td>11.4</td>
<td>11.3</td>
<td>11.1</td>
</tr>
<tr>
<td>EBITDA률%</td>
<td>%</td>
<td>371</td>
<td>209</td>
<td>13.3</td>
<td>15.6</td>
<td>141</td>
<td>132</td>
</tr>
<tr>
<td>순이익률%</td>
<td>%</td>
<td>235</td>
<td>11.8</td>
<td>27</td>
<td>100</td>
<td>103</td>
<td>102</td>
</tr>
<tr>
<td>EPS</td>
<td>원</td>
<td>2654</td>
<td>2041</td>
<td>418</td>
<td>1392</td>
<td>2399</td>
<td>2307</td>
</tr>
<tr>
<td>PER</td>
<td>배</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>38.2</td>
<td>90</td>
<td>7.4</td>
<td>6.1</td>
</tr>
<tr>
<td>PBR</td>
<td>배</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>18.1</td>
<td>15</td>
<td>1.3</td>
<td>1.0</td>
</tr>
<tr>
<td>EV/EBITDA</td>
<td>배</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>93</td>
<td>68.8</td>
<td>5.2</td>
<td>41</td>
</tr>
<tr>
<td>ROE</td>
<td>%</td>
<td>944</td>
<td>370</td>
<td>56</td>
<td>182</td>
<td>185</td>
<td>186</td>
</tr>
<tr>
<td>순자산비율</td>
<td>%</td>
<td>824</td>
<td>709</td>
<td>718</td>
<td>252</td>
<td>-39</td>
<td>-494</td>
</tr>
<tr>
<td>부채비율</td>
<td>%</td>
<td>3330</td>
<td>2122</td>
<td>1137</td>
<td>733</td>
<td>682</td>
<td>620</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Company Data
자본금 45 억원
발행주식수 1,810 만주
자주주 0 만주
역량가 500 원
시가총액 3,200 억원
주요주 주 전등급(매매) 44.91%
외국인지분율 410%
배당수익률 0.60%

Stock Data
주가(2020/03/14) 17,550 원
KOSDAQ 755.42 pt
52주 Beta 21.7
52주 최고가 17,900 원
52주 최저가 12,875 원
60일 평균 거래대금 46 억원

Analyst
나승두
nsdoo@sk.com
02-3773-8891

이 보고서는 『코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신 방안』의 일환으로 작성된 보고서입니다.
서진시스템 통신장비 주요 제품

자료: 서진시스템 SK 증권

서진시스템 자동차부품 주요 제품

자료: 서진시스템 SK 증권

생산 공정 수직계열화를 통한 생산 효율 극대화

자료: 서진시스템 SK 증권

사업부문별 매출 비중(3Q 18 누적기준)

자료: 서진시스템 SK 증권

글로벌 5G 시장 규모 전망 (단위: 억 달러)

자료: 한국인터넷진흥원, 서진시스템, SK 증권
서진시스템(178320/KQ)

<table>
<thead>
<tr>
<th>일시</th>
<th>투자의견</th>
<th>목표주가</th>
<th>목표가격대</th>
<th>대상시점</th>
<th>과리율</th>
<th>평균주가대비</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2019.03.15</td>
<td>매수</td>
<td>25,000원</td>
<td>6개월</td>
<td>10,000</td>
<td>-26.02% -21.20%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2018.11.15</td>
<td>매수</td>
<td>25,000원</td>
<td>6개월</td>
<td>12,000</td>
<td>-35.57% -22.00%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2018.09.19</td>
<td>매수</td>
<td>25,000원</td>
<td>6개월</td>
<td>14,000</td>
<td>-34.76% -22.00%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2018.07.10</td>
<td>매수</td>
<td>23,000원</td>
<td>6개월</td>
<td>16,000</td>
<td>-25.48% -14.35%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2018.01.05</td>
<td>매수</td>
<td>22,962원</td>
<td>6개월</td>
<td>18,000</td>
<td>-28.55% -20.60%</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Compliance Notice

* 작성자-승우는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
* 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당시 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
* 본 보고서는 기관투자자와 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
* 당사는 자료공표일 현재 투자기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
* 종목별 투자여부는 다음과 같습니다.
* 투자관念 3 단계 6개월 기준 15%이상 → 매수 / 15%~15% → 중립 / 15%이하 → 매도.

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 3 월 15 일 기준)

| 매수 | 89.76% | 중립 | 10.24% | 매도 | 0% |

SK Securities
## 재무상태표

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>유동자산</td>
<td>978</td>
<td>1,013</td>
<td>1,957</td>
<td>2,651</td>
<td>3,403</td>
</tr>
<tr>
<td>현금및현금성자산</td>
<td>133</td>
<td>197</td>
<td>455</td>
<td>746</td>
<td>1,142</td>
</tr>
<tr>
<td>매출채권및기타채권</td>
<td>358</td>
<td>278</td>
<td>379</td>
<td>502</td>
<td>612</td>
</tr>
<tr>
<td>재고자산</td>
<td>451</td>
<td>525</td>
<td>717</td>
<td>951</td>
<td>1,158</td>
</tr>
<tr>
<td>비유동자산</td>
<td>1,286</td>
<td>1,489</td>
<td>1,828</td>
<td>1,785</td>
<td>1,754</td>
</tr>
<tr>
<td>장기금융자산</td>
<td>1</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>유형자산</td>
<td>1,198</td>
<td>1,292</td>
<td>1,584</td>
<td>1,471</td>
<td>1,373</td>
</tr>
<tr>
<td>무형자산</td>
<td>61</td>
<td>165</td>
<td>206</td>
<td>238</td>
<td>267</td>
</tr>
<tr>
<td>자산총계</td>
<td>2,263</td>
<td>2,592</td>
<td>3,785</td>
<td>4,436</td>
<td>5,157</td>
</tr>
<tr>
<td>유동부채</td>
<td>1,296</td>
<td>1,250</td>
<td>1,305</td>
<td>1,563</td>
<td>1,677</td>
</tr>
<tr>
<td>단기융자금부채</td>
<td>618</td>
<td>808</td>
<td>702</td>
<td>702</td>
<td>702</td>
</tr>
<tr>
<td>기타유동부채</td>
<td>624</td>
<td>406</td>
<td>553</td>
<td>794</td>
<td>894</td>
</tr>
<tr>
<td>단기담보부채</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>비유동부채</td>
<td>242</td>
<td>129</td>
<td>296</td>
<td>296</td>
<td>297</td>
</tr>
<tr>
<td>장기융자금부채</td>
<td>226</td>
<td>108</td>
<td>272</td>
<td>272</td>
<td>272</td>
</tr>
<tr>
<td>장기미절충금부채 및 기타제무</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>장기담보부채</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>부채총계</td>
<td>1,538</td>
<td>1,379</td>
<td>1,601</td>
<td>1,799</td>
<td>1,974</td>
</tr>
<tr>
<td>자본부채비분</td>
<td>725</td>
<td>1,187</td>
<td>2,125</td>
<td>2,570</td>
<td>3,056</td>
</tr>
<tr>
<td>자본금</td>
<td>22</td>
<td>31</td>
<td>45</td>
<td>45</td>
<td>45</td>
</tr>
<tr>
<td>자본잉여금</td>
<td>288</td>
<td>660</td>
<td>1,328</td>
<td>1,328</td>
<td>1,328</td>
</tr>
<tr>
<td>기타자본성유소</td>
<td>2</td>
<td>91</td>
<td>65</td>
<td>65</td>
<td>65</td>
</tr>
<tr>
<td>자기주식</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>이익잉여금</td>
<td>397</td>
<td>439</td>
<td>729</td>
<td>1,164</td>
<td>1,690</td>
</tr>
<tr>
<td>비유동부채</td>
<td>0</td>
<td>26</td>
<td>48</td>
<td>68</td>
<td>88</td>
</tr>
<tr>
<td>자본총계</td>
<td>725</td>
<td>1,213</td>
<td>2,183</td>
<td>2,638</td>
<td>3,184</td>
</tr>
<tr>
<td>부채자본총계</td>
<td>2,263</td>
<td>2,592</td>
<td>3,785</td>
<td>4,436</td>
<td>5,157</td>
</tr>
</tbody>
</table>

## 현금흐름표

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>영업활동현금흐름</td>
<td>393</td>
<td>-32</td>
<td>-69</td>
<td>367</td>
<td>470</td>
</tr>
<tr>
<td>단기매매상환금전임금</td>
<td>196</td>
<td>63</td>
<td>323</td>
<td>456</td>
<td>548</td>
</tr>
<tr>
<td>비상정상경영활동</td>
<td>166</td>
<td>273</td>
<td>201</td>
<td>167</td>
<td>161</td>
</tr>
<tr>
<td>유형자산감소해상가</td>
<td>100</td>
<td>129</td>
<td>128</td>
<td>113</td>
<td>98</td>
</tr>
<tr>
<td>무형자산감소해상가</td>
<td>2</td>
<td>8</td>
<td>9</td>
<td>11</td>
<td>13</td>
</tr>
<tr>
<td>기타</td>
<td>13</td>
<td>47</td>
<td>5</td>
<td>-20</td>
<td>-20</td>
</tr>
<tr>
<td>운전자산감소전임금</td>
<td>49</td>
<td>-339</td>
<td>-552</td>
<td>-212</td>
<td>-186</td>
</tr>
<tr>
<td>매출채권태어연전임금 변동된</td>
<td>-141</td>
<td>-38</td>
<td>-57</td>
<td>-124</td>
<td>-109</td>
</tr>
<tr>
<td>재고자산감소전임금</td>
<td>-291</td>
<td>-74</td>
<td>-191</td>
<td>-234</td>
<td>-207</td>
</tr>
<tr>
<td>매출채권 및 기타부채증가전임금 변동된</td>
<td>448</td>
<td>-216</td>
<td>-267</td>
<td>181</td>
<td>160</td>
</tr>
<tr>
<td>기타</td>
<td>-19</td>
<td>-12</td>
<td>-35</td>
<td>-35</td>
<td>-30</td>
</tr>
<tr>
<td>법인세납부</td>
<td>-18</td>
<td>-28</td>
<td>-41</td>
<td>-44</td>
<td>-53</td>
</tr>
<tr>
<td>투자활동현금흐름</td>
<td>-406</td>
<td>-355</td>
<td>-308</td>
<td>-38</td>
<td>-36</td>
</tr>
<tr>
<td>금융자산담보취득변동</td>
<td>3</td>
<td>0</td>
<td>265</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>유형자산증가취득변동</td>
<td>-357</td>
<td>-314</td>
<td>-1</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>매출채권태어연전임금 변동된</td>
<td>-36</td>
<td>-42</td>
<td>-42</td>
<td>-42</td>
<td>-42</td>
</tr>
<tr>
<td>기타</td>
<td>-37</td>
<td>1</td>
<td>0</td>
<td>5</td>
<td>6</td>
</tr>
<tr>
<td>재무활동현금흐름</td>
<td>110</td>
<td>-451</td>
<td>635</td>
<td>-38</td>
<td>-38</td>
</tr>
<tr>
<td>단기금융채권취득변동(감소)</td>
<td>-89</td>
<td>31</td>
<td>-211</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>장기금융채권취득변동(감소)</td>
<td>190</td>
<td>72</td>
<td>242</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>자본자산취득변동(감소)</td>
<td>18</td>
<td>414</td>
<td>651</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>배당이 지급</td>
<td>0</td>
<td>-17</td>
<td>6</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>기타</td>
<td>-9</td>
<td>-49</td>
<td>-40</td>
<td>-38</td>
<td>-38</td>
</tr>
<tr>
<td>흑자증가취득변동(감소)</td>
<td>98</td>
<td>-63</td>
<td>259</td>
<td>291</td>
<td>323</td>
</tr>
<tr>
<td>기말취득금</td>
<td>36</td>
<td>133</td>
<td>197</td>
<td>455</td>
<td>746</td>
</tr>
<tr>
<td>기말감언</td>
<td>133</td>
<td>197</td>
<td>455</td>
<td>746</td>
<td>1,142</td>
</tr>
<tr>
<td>RCF</td>
<td>-5</td>
<td>-354</td>
<td>-257</td>
<td>325</td>
<td>428</td>
</tr>
</tbody>
</table>

## 포괄손익계산서

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>매출액</td>
<td>1,659</td>
<td>2,379</td>
<td>2,466</td>
<td>4,415</td>
<td>5,735</td>
</tr>
<tr>
<td>매출원가</td>
<td>1,233</td>
<td>1,944</td>
<td>2,000</td>
<td>3,585</td>
<td>4,370</td>
</tr>
<tr>
<td>매출총이익</td>
<td>426</td>
<td>485</td>
<td>646</td>
<td>830</td>
<td>1,005</td>
</tr>
<tr>
<td>매출총이익률(%)</td>
<td>25.7</td>
<td>18.3</td>
<td>19.9</td>
<td>18.8</td>
<td>18.7</td>
</tr>
<tr>
<td>전반비영업외비</td>
<td>182</td>
<td>257</td>
<td>277</td>
<td>331</td>
<td>407</td>
</tr>
<tr>
<td>영업이익</td>
<td>244</td>
<td>178</td>
<td>369</td>
<td>499</td>
<td>598</td>
</tr>
<tr>
<td>영업이익률(%)</td>
<td>14.7</td>
<td>5.6</td>
<td>5.9</td>
<td>11.1</td>
<td>11.1</td>
</tr>
<tr>
<td>비영업손익</td>
<td>-35</td>
<td>-104</td>
<td>-14</td>
<td>2</td>
<td>3</td>
</tr>
<tr>
<td>순손익</td>
<td>50</td>
<td>37</td>
<td>34</td>
<td>32</td>
<td>32</td>
</tr>
<tr>
<td>외환변동손익</td>
<td>-14</td>
<td>45</td>
<td>7</td>
<td>5</td>
<td>15</td>
</tr>
<tr>
<td>관리업무관련손익</td>
<td>98</td>
<td>63</td>
<td>323</td>
<td>456</td>
<td>548</td>
</tr>
<tr>
<td>세전계속사업이익</td>
<td>118</td>
<td>27</td>
<td>160</td>
<td>164</td>
<td>164</td>
</tr>
<tr>
<td>자본주주</td>
<td>196</td>
<td>54</td>
<td>301</td>
<td>494</td>
<td>526</td>
</tr>
<tr>
<td>지배주주가속손익(손실)(%)</td>
<td>-118</td>
<td>226</td>
<td>929</td>
<td>984</td>
<td>979</td>
</tr>
<tr>
<td>지배주주</td>
<td>0</td>
<td>9</td>
<td>22</td>
<td>22</td>
<td>22</td>
</tr>
<tr>
<td>종합이익</td>
<td>195</td>
<td>9</td>
<td>321</td>
<td>454</td>
<td>546</td>
</tr>
<tr>
<td>지배주주</td>
<td>195</td>
<td>0</td>
<td>302</td>
<td>435</td>
<td>527</td>
</tr>
<tr>
<td>비지배주주</td>
<td>0</td>
<td>10</td>
<td>20</td>
<td>20</td>
<td>20</td>
</tr>
<tr>
<td>EBITDA</td>
<td>346</td>
<td>315</td>
<td>505</td>
<td>623</td>
<td>709</td>
</tr>
</tbody>
</table>

## 주요자본교표

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>영업활동자본부채</td>
<td>1,264</td>
<td>1,957</td>
<td>2,651</td>
<td>3,403</td>
<td>4,157</td>
</tr>
<tr>
<td>금융자산취득변동</td>
<td>133</td>
<td>197</td>
<td>455</td>
<td>746</td>
<td>1,142</td>
</tr>
<tr>
<td>금융자산취득변동</td>
<td>190</td>
<td>72</td>
<td>242</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>자본자산취득변동</td>
<td>18</td>
<td>414</td>
<td>651</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>기말장자산</td>
<td>133</td>
<td>197</td>
<td>455</td>
<td>746</td>
<td>1,142</td>
</tr>
</tbody>
</table>

## 자료: 자산세계, SK증권 추정