Small-Cap
Network Equipment

서진시스템(178320.KQ)





미드스몰캡 박종선
Tel. 02)368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com
미드스몰캡 한상웅
Tel. 02)368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

시장 Consensus 대비(영업이익 기준)		
Above	In-line	Below
	O	

BUY(유지)

목표주가(12M, 하향)	47,000원
현재주가(05/15)	35,600원

Key Data	(기준일: 2018.05.15)
KOSPI(pt)	2,459
KOSDAQ(pt)	863
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	227
52주 최고/최저(원)	46,250 / 32,750
52주 일간 Beta	1.16
발행주식수(천주)	6,389
평균거래량(3M,천주)	67
평균거래대금(3M,백만원)	2,503
배당수익률(18F, %)	0.3
외국인 지분율(%)	2.2
주요주주 지분율(%)	
전동규 외 19인	45.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.8	-3.5	-2.2	-13.0
KOSPI 대비상대수익률	-2.6	-5.3	-14.6	-46.7

1Q18 Review: 컨센서스 부합한 큰 폭의 실적 성장 달성

- **1Q18 Review: 매출액 31.8%yoy, 영업이익 41.1%yoy 증가하며 큰 폭의 실적 성장 달성**

  전일(5/15) 발표한 1분기 실적(연결기준)은 매출액 833억원, 영업이익 96억원으로 전년동기대비 각각 31.8%, 41.1% 증가하면서 분기 최대 매출액을 달성함. 이는 당사 예상치(매출액 820억원, 영업이익 98억원)에 부합하는 실적임

  매출액이 전년동기대비 큰 폭의 실적성장을 기록한 것은 ① 지난 4분기 이연된 인도 릴라이언스향 통신장비 매출이 반영됨에 따라 통신장비 부품 매출이 51.5% 증가하였고, ② 반도체장비 부품 및 ESS 부품 등도 전년동기대비 각각 13.8%, 254.5% 증가했기 때문임

  영업이익이 매출액 증가대비 높은 성장을 기록한 것은 수익성이 좋은 통신장비 매출비중이 증가(1Q17 54.3% → 1Q18 62.4%)하면서 영업이익률 개선(1Q17 10.8% → 1Q18 11.5%)으로 이어졌기 때문임

- **2Q18 전망: 5G 투자 원년 + 사업다각화 등으로 안정적인 실적 성장 전망**

  당사추정 올해 2분기 예상실적(연결기준)은 매출액 805억원, 영업이익 83억원으로 전년동기대비 각각 26.1%, 329.6% 증가하며 높은 실적 성장세를 이어갈 것으로 전망함. 매출액이 크게 증가할 것으로 보는 이유는 매출비중이 큰 통신장비 부품 매출이 지난 1분기에 이어 2분기에도 큰 폭으로 증가할 것으로 예상하기 때문임

  매출액 증가는 ① 인도향 중심의 통신장비 부품 매출이 2분기에도 반영되며 높은 성장을 보일 것으로 예상되고, 하반기부터는 5G 관련 매출이 본격화될 것으로 예상됨. ② 또한, ESS(Energy Storage System) 사업의 성장 가속화, ③ 데이터센터, IoT 확대 등에 따른 반도체 전방산업 호조에 따라 반도체장비 부품 매출도 성장이 예상되기 때문임. 영업이익이 크게 개선되는 이유는 ① 지난해 상장비용 및 스톡옵션 등 일회성 비용이 일부 제거되고, ② 매출 성장에 따른 고정비중 감소로 수익성이 개선될 것으로 예상하기 때문임

- **목표주가 47,000원으로 하향, 투자의견 BUY 유지**

  목표주가를 기존 54,000원에서 13.0% 하향한 47,000원으로 조정하며, 32.0%의 상승여력을 보유하고 있어 투자의견 BUY를 유지함. 목표주가 하향근거는 ① 하반기 수익성 조정에 따른 EPS가 소폭 감소(기존 3,824원 → 3,587원)와 ② 국내 유사업체 평균 PER 하락 에 따른 Target Multiple을 하향(기존 14.1배 → 신규 13.1배)하여 반영한 것임

  현재주가는 2018년 예상실적 기준 PER 9.9배 수준으로 국내 유사업체(케이엠더블유, 오이솔루션, KH바텍, 뉴파워프라즈마, 신흥에스이씨 등) 평균 PER 15.6배 대비 할인 거래 중

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, (%,%p)	1Q18A					2Q18F			2017	2018F		2019F	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	83.3	82.0	1.6	82.0	1.6	80.5	-3.3	26.1	237.9	303.9	27.7	360.0	18.5
영업이익	9.6	9.8	-1.8	9.8	-2.0	8.3	-13.5	329.6	17.8	28.1	57.5	38.6	37.2
세전이익	8.6	7.8	9.4	7.0	23.3	6.8	-20.2	131.3	7.4	23.8	220.9	32.0	34.6
순이익	8.6	6.9	25.0	7.3	19.2	6.4	-26.5	112.3	6.3	22.8	261.5	29.8	30.5
영업이익률	11.5	11.9	-0.4	12.0	-0.5	10.3	-1.2	7.3	7.5	9.3	1.8	10.7	1.5
순이익률	10.4	8.4	1.9	8.8	1.5	7.9	-2.5	3.2	2.7	7.5	4.9	8.3	0.8
EPS(원)	4,842	4,424	9.5	4,161	16.4	4,205	-13.2	113.7	872	3,587	311.3	4,903	36.7
BPS(원)	19,934	19,294	3.3	21,473	-7.2	20,928	5.0	15.9	18,998	22,152	16.6	26,712	20.6
ROE(%)	24.3	22.9	1.4	19.4	4.9	20.1	-4.2	9.2	6.6	17.5	10.9	19.1	1.5
PER(X)	7.4	8.0	-	8.6	-	8.5	-	-	39.9	9.9	-	7.3	-
PBR(X)	1.8	1.8	-	1.7	-	1.7	-	-	1.8	1.6	-	1.3	-

자료: 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

실적 전망 및 Valuation

도표 1 1Q18 실적: 매출액 +31.8%yoy, 영업이익은 +41.4%yoy

(십억원,%)	1Q18A			1Q17A	4Q17A
	실적	YoY (%,%p)	QoQ (%,%p)	실적	실적
매출액	**83.3**	**31.8**	**38.7**	**63.2**	**60.0**
수익					
영업이익	**9.6**	**41.4**	**81.8**	**6.8**	**5.3**
세전이익	**8.6**	**251.2**	**흑자전환**	**2.4**	**-1.5**
당기순이익	**8.6**	**254.8**	**흑자전환**	**2.4**	**-2.7**
지배기업 당기순이익	**7.7**	**217.6**	**흑자전환**	**2.4**	**-3.7**
이익률(%)					
영업이익률	11.5	0.8	2.7	10.8	8.8
세전이익률	10.3	6.4	12.8	3.9	-2.5
당기순이익률	10.4	6.5	15.0	3.9	-4.6
지배기업 당기순이익률	9.3	5.4	15.4	3.9	-6.1

자료: 연결 기준, 유진투자증권

도표 2 실적 전망 (연결 기준)

(십억원,%)	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	**63.2**	**63.8**	**50.9**	**60.0**	**83.3**	**80.5**	**61.0**	**79.1**	**165.9**	**237.9**	**303.9**	**360.0**
증가율(%,yoy)	*91.6*	*163.4*	*64.7*	*-22.8*	*31.8*	*26.1*	*20.0*	*31.7*	*113.4*	*43.5*	*27.7*	*18.5*
제품별 매출액(십억원)												
통신장비 부품	34.3	31.9	14.1	18.5	52.0	41.5	19.0	28.7	91.8	98.8	141.2	169.0
모바일 부품	11.6	10.9	15.6	15.3	10.7	12.8	17.2	17.9	40.1	53.4	58.5	64.4
반도체장비 부품	10.8	11.7	11.0	10.7	12.3	13.5	12.7	12.3	16.9	44.2	50.7	60.8
ESS 부품	1.6	3.4	5.1	1.2	5.8	5.1	6.6	1.6	7.9	11.4	19.1	21.0
기타	4.9	5.9	5.1	14.3	2.5	7.7	5.6	18.6	9.1	30.2	34.4	44.7
제품별 비중(%)												
통신장비 부품	54.3	50.0	27.7	30.9	62.4	51.5	31.2	36.3	55.4	41.5	46.5	47.0
모바일 부품	18.4	17.1	30.7	25.5	12.9	15.8	28.1	22.6	24.2	22.5	19.3	17.9
반도체장비 부품	17.0	18.3	21.6	17.8	14.7	16.7	20.7	15.6	10.2	18.6	16.7	16.9
ESS 부품	2.6	5.3	10.0	2.0	7.0	6.3	10.9	2.0	4.7	4.8	6.3	5.8
기타	7.7	9.3	10.0	23.8	3.1	9.6	9.1	23.5	5.5	12.7	11.3	12.4
수익												
영업이익	**6.8**	**1.9**	**3.8**	**5.3**	**9.6**	**8.3**	**4.4**	**5.8**	**24.4**	**17.8**	**28.1**	**38.6**
세전이익	**2.4**	**3.0**	**3.5**	**-1.5**	**8.6**	**6.8**	**3.6**	**4.7**	**20.6**	**7.4**	**23.8**	**32.0**
당기순이익	**2.4**	**3.0**	**3.6**	**-2.7**	**8.6**	**6.4**	**3.4**	**4.5**	**19.6**	**6.3**	**22.8**	**29.8**
지배기업 순이익	**2.4**	**3.0**	**3.6**	**-3.7**	**7.7**	**6.7**	**3.6**	**4.9**	**19.6**	**5.4**	**22.9**	**31.3**
이익률(%)												
영업이익률	10.8	3.0	7.5	8.8	11.5	10.3	7.2	7.3	14.7	7.5	9.3	10.7
세전이익률	3.9	4.6	6.8	-2.5	10.3	8.5	5.9	6.0	12.4	3.1	7.8	8.9
당기순이익률	3.9	4.7	7.1	-4.6	10.4	7.9	5.5	5.6	11.8	2.7	7.5	8.3
지배기업 순이익률	3.9	4.7	7.1	-6.1	9.3	8.3	5.9	6.1	11.8	2.3	7.5	8.7

자료: 연결 기준, 유진투자증권

도표 3 국내 유사기업 Valuation 비교

	케이엠더블유 032500	오이솔루션 138080	KH바텍 060720	뉴파워프라즈마 144960	신흥에스이씨 243840
주력분야 (2016년 기준)	필터류 46.48%, 안테나류 25.45%, RRH류 16.04%, LED 12.03%	광통신모듈 94.98%, 광통신소자 5.01%	알루미늄 71.55%, FPCB 10.5%, 기타IT제품, 상품 7.23%, MG내외장품 6.26%, 아연내외장품 4.21%, LED 0.24%	클리닝시스템 56.98%. RF시스템 32.93%, 수리매출 10.9%	중대형각형 68.29%, 소형 원형 20.92%, 기타 10.7%
매출액(십억원)	298.0	86.9	427.7	148.2	193.7
영업이익(십억원)	22.5	5.2	26.6	32.4	14.7
영업이익률(%)	**7.6**	**6.0**	**6.2**	**21.9**	**7.6**
순이익(십억원)	16.8	5.1	19.0	26.6	10.9
순이익률(%)	5.6	5.9	4.4	17.9	5.6
PER(배)	**24.0**	**15.7**	**10.1**	**7.6**	**20.5**
시가총액(십억원)	402.5	80.1	243.0	200.9	223.4

참고: 2018.05.15 종가기준, 2018년 컨센서스 적용
자료: 유진투자증권

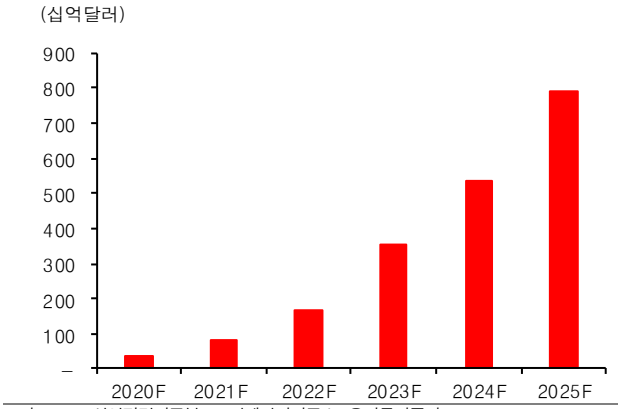
통신장비 부품: 5G 투자 수혜 기대

도표 4 통신장비 부품 글로벌 고객사 Target 현황



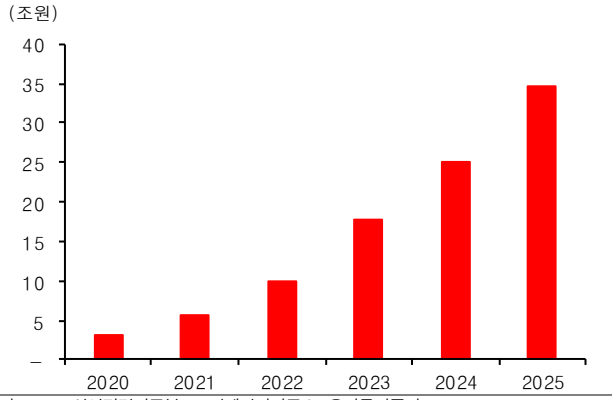
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 5 세계 5G 시장 규모 추이



자료: ETRI산업전략연구부, KT경제경영연구소, 유진투자증권

도표 6 국내 5G 시장 규모 추이



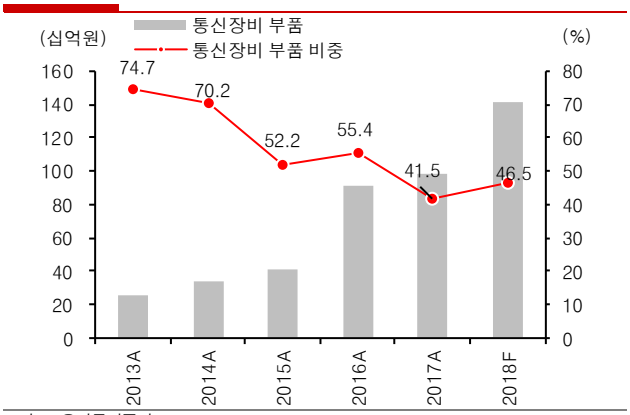
자료: ETRI산업전략연구부, KT경제경영연구소, 유진투자증권

도표 7 통신장비 주요 고객



자료: IR Book, 유진투자증권

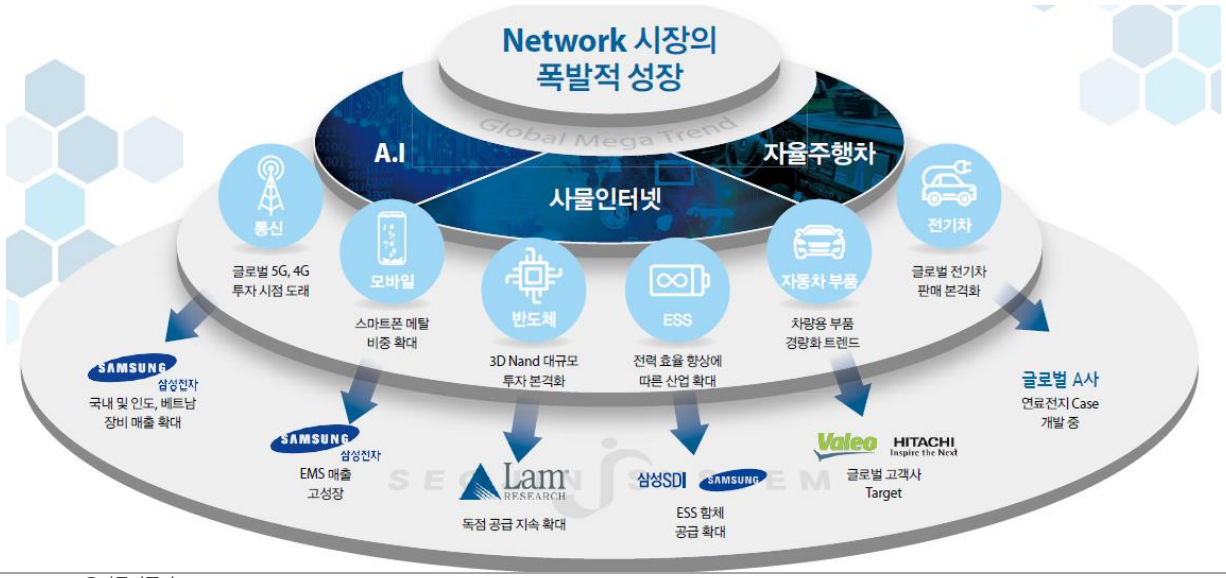
도표 8 통신장비 매출액 및 매출비중 추이



자료: 유진투자증권

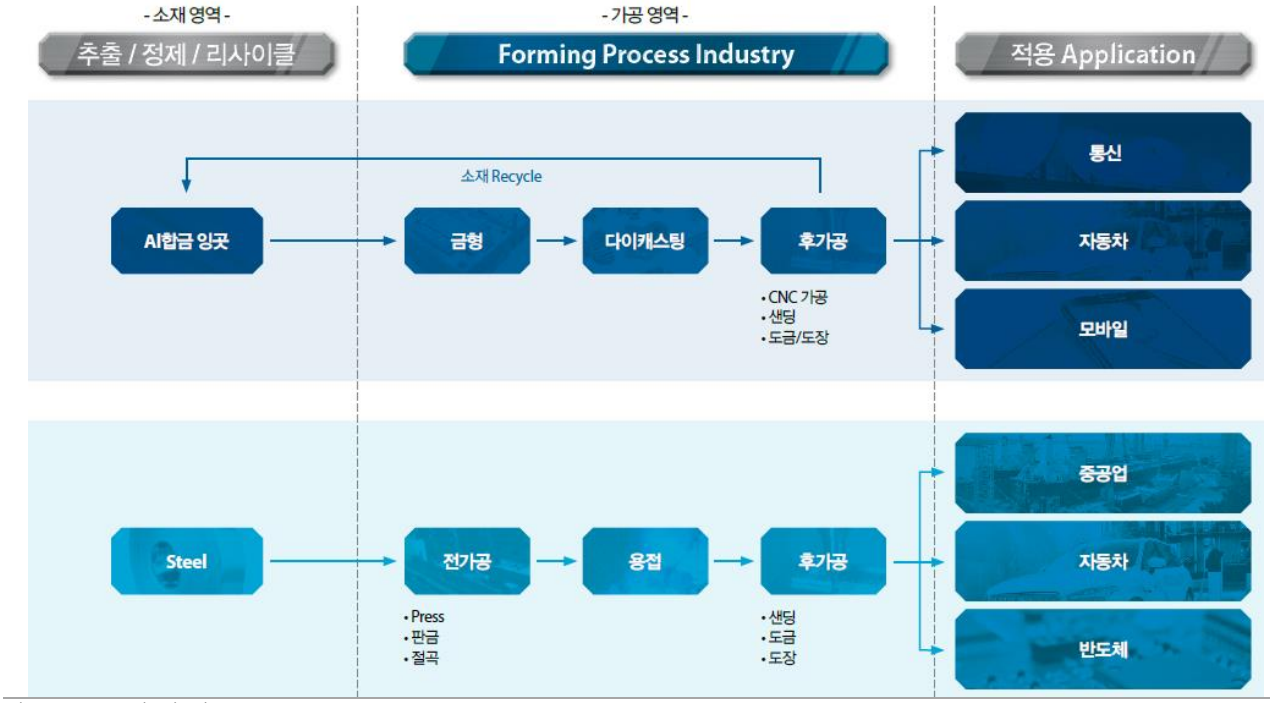
메탈 가공기술을 기반으로 한 4차산업혁명 패러다임의 변화에 적합한 기업

도표 9 글로벌 산업의 패러다임 변화: 서진시스템 성장의 새로운 기회



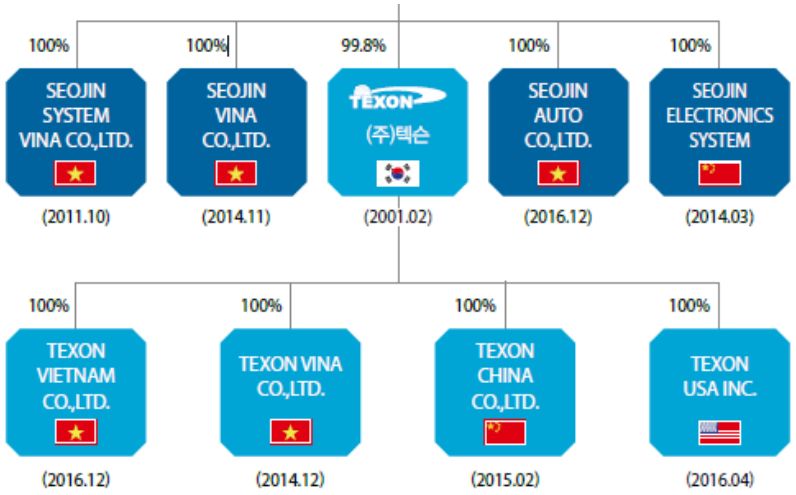
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 10 메탈 소재부터 가공까지 토탈솔루션 제공



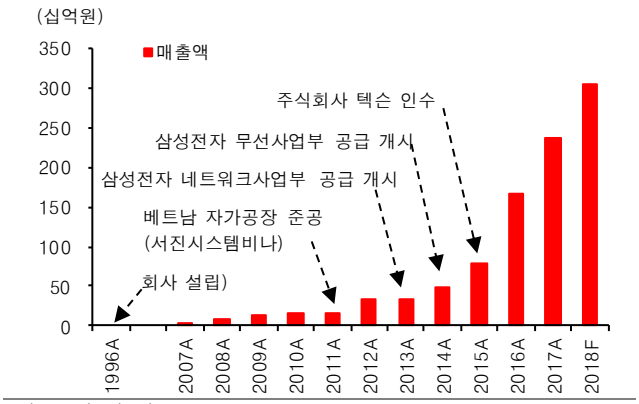
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 11 자회사 현황 및 지분 내역



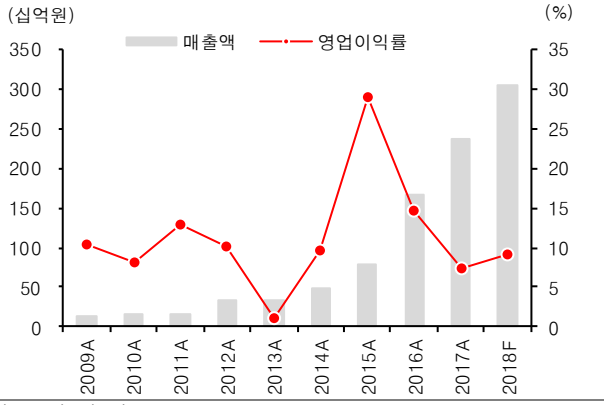
자료: 유진투자증권

도표 12 최근 급속한 매출 성장 전망



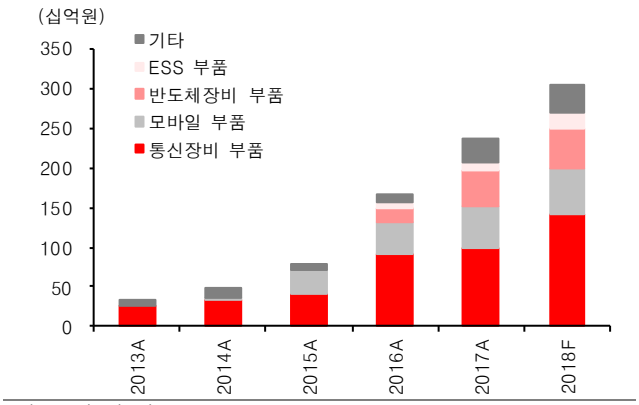
자료: 유진투자증권

도표 13 실적 성장과 함께 수익성 안정적



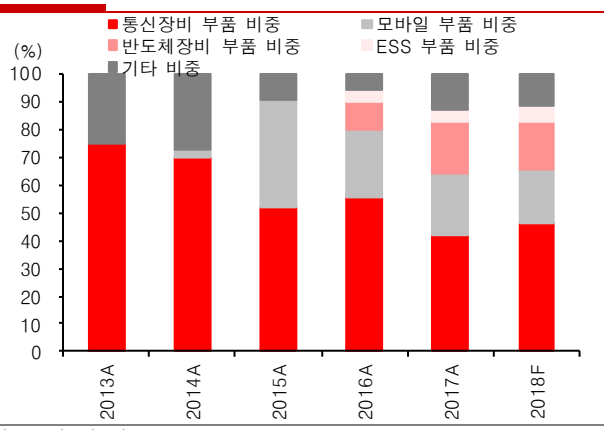
자료: 유진투자증권

도표 14 제품별 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 15 제품별 매출비중 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

서진시스템(178320.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	**226.3**	**259.2**	**294.3**	**334.9**	**379.8**
유동자산	97.8	110.3	127.9	147.7	167.9
현금성자산	13.4	19.8	32.1	33.2	34.8
매출채권	35.8	27.8	29.7	36.1	42.5
재고자산	45.1	52.5	55.8	67.9	80.0
비유동자산	128.6	148.9	166.4	187.2	212.0
투자자산	2.7	3.2	3.4	3.5	3.7
유형자산	119.8	129.2	140.7	156.0	175.3
기타	6.1	16.5	22.3	27.8	33.0
부채총계	**153.8**	**137.9**	**150.2**	**161.7**	**173.2**
유동부채	129.6	125.0	137.2	148.6	160.1
매입채무	62.4	40.6	52.7	64.1	75.5
유동성이자부채	61.8	80.8	80.8	80.8	80.8
기타	5.5	3.7	3.7	3.8	3.8
비유동부채	24.2	12.9	13.0	13.1	13.2
비유동기타부채	22.6	10.8	10.8	10.8	10.8
기타	1.6	2.1	2.2	2.3	2.4
자본총계	**72.5**	**121.3**	**144.1**	**173.2**	**206.6**
지배지분	72.5	118.7	141.5	170.7	204.0
자본금	2.2	3.1	3.1	3.1	3.1
자본잉여금	28.8	66.0	66.0	66.0	66.0
이익잉여금	39.7	43.9	66.7	95.9	129.3
기타	1.9	5.7	5.7	5.7	5.7
비지배지분	0.0	2.6	2.6	2.6	2.6
자본총계	**72.5**	**121.3**	**144.1**	**173.2**	**206.6**
총차입금	84.3	91.6	91.6	91.6	91.6
순차입금	70.9	71.8	59.5	58.3	56.8

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**165.9**	**237.9**	**303.9**	**360.0**	**425.3**
증가율(%)	113.4	43.5	27.7	18.5	18.2
매출원가	123.3	194.4	246.7	284.7	335.8
매출총이익	42.6	43.5	57.2	75.3	89.5
판매 및 일반관리비	18.2	25.7	29.0	36.7	44.5
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**24.4**	**17.8**	**28.1**	**38.6**	**45.0**
증가율(%)	8.6	(26.8)	57.5	37.2	16.6
EBITDA	34.6	31.5	47.9	60.5	69.6
증가율(%)	20.2	(8.9)	52.0	26.3	15.0
영업외손익	(3.8)	(10.4)	(4.4)	(6.6)	(7.8)
이자수익	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
이자비용	5.0	3.8	4.0	4.0	4.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	1.2	(6.8)	(0.5)	(2.8)	(4.0)
세전순이익	20.6	7.4	23.8	32.0	37.2
증가율(%)	15.1	(64.0)	220.9	34.6	16.3
법인세비용	1.0	1.1	0.9	2.2	3.2
당기순이익	**19.6**	**6.3**	**22.8**	**29.8**	**34.0**
증가율 (%)	7.6	(67.8)	261.5	30.5	14.3
지배주주지분	19.6	5.4	22.9	31.3	36.0
증가율(%)	7.6	(72.5)	325.2	36.7	14.9
비지배지분	0.0	0.9	(0.1)	(1.6)	(2.0)
EPS	**4,562**	**872**	**3,587**	**4,903**	**5,633**
증가율 (%)	-	(80.9)	311.3	36.7	14.9
수정EPS	4,562	872	3,587	4,903	5,633
증가율 (%)	-	(80.9)	311.3	36.7	14.9

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	**38.4**	**(8.0)**	**49.5**	**44.6**	**51.6**
당기순이익	19.6	6.3	22.8	29.8	34.0
자산상각비	10.3	13.7	19.8	22.0	24.7
기타비현금성손익	(1.1)	4.1	0.1	0.1	0.1
운전자본증감	4.9	(33.9)	6.8	(7.2)	(7.2)
매출채권감소(증가)	(14.1)	(3.8)	(1.9)	(6.4)	(6.4)
재고자산감소(증가)	(23.9)	(7.4)	(3.3)	(12.1)	(12.1)
매입채무증가(감소)	44.8	(21.6)	12.1	11.4	11.4
기타	(1.9)	(1.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
투자활동현금흐름	**(40.6)**	**(35.6)**	**(37.2)**	**(42.9)**	**(49.4)**
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(38.8)	(36.2)	(30.4)	(36.0)	(42.5)
유형자산처분	3.2	4.8	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(1.6)	(4.2)	(6.7)	(6.7)	(6.7)
재무활동현금흐름	**11.9**	**50.0**	**0.0**	**(0.6)**	**(0.6)**
차입금증가	10.1	10.3	0.0	0.0	0.0
자본증가	1.8	39.7	0.0	(0.6)	(0.6)
배당금지급	0.0	1.7	0.0	0.6	0.6
현금 증감	**9.8**	**6.3**	**12.3**	**1.1**	**1.6**
기초현금	3.6	13.3	19.7	32.0	33.1
기말현금	13.3	19.7	32.0	33.1	34.7
Gross cash flow	36.2	33.6	42.7	51.8	58.8
Gross investment	35.8	69.5	30.4	50.0	56.6
Free cash flow	**0.4**	**(35.9)**	**12.3**	**1.8**	**2.2**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,562	872	3,587	4,903	5,633
BPS	16,853	18,998	22,152	26,712	31,937
DPS	0	100	100	100	100
밸류에이션(배,%)					
PER	n/a	39.9	9.9	7.3	6.3
PBR	n/a	1.8	1.6	1.3	1.1
EV/ EBITDA	2.0	9.3	6.0	4.8	4.1
배당수익율	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	n/a	6.4	5.3	4.4	3.9
수익성 (%)					
영업이익율	14.7	7.5	9.3	10.7	10.6
EBITDA이익율	20.9	13.3	15.8	16.8	16.4
순이익율	11.8	2.7	7.5	8.3	8.0
ROE	36.9	6.6	17.5	19.1	18.2
ROIC	17.9	9.0	13.6	16.5	16.6
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	97.8	59.2	41.3	33.7	27.5
유동비율	75.4	88.2	93.2	99.4	104.9
이자보상배율	4.9	4.8	7.2	10.0	11.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
매출채권회전율	6.0	7.5	10.6	10.9	10.8
재고자산회전율	5.0	4.9	5.6	5.8	5.8
매입채무회전율	4.0	4.6	6.5	6.2	6.1

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2018.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2018-02-06	Buy	54,000	1년	-31.1	-26.5
2018-02-20	Buy	54,000	1년	-31.1	-26.5
2018-03-06	Buy	54,000	1년	-31.4	-26.5
2018-03-16	Buy	54,000	1년	-31.9	-26.5
2018-05-16	Buy	47,000	1년		

서진시스템(178320.KQ) 주가 및 목표주가 추이

