Eugene Research
기업분석
2018.08.14

Small-Cap
Network Equipment

서진시스템(178320.KQ)





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

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

NR

현재주가(08/13)	34,300원

Key Data	(기준일: 2018.08.13)
KOSPI(pt)	2,248
KOSDAQ(pt)	756
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	310
52주 최고/최저(원)	46,250 / 24,750
52주 일간 Beta	1.35
발행주식수(천주)	9,050
평균거래량(3M,천주)	90
평균거래대금(3M,백만원)	2,818
배당수익률(18F, %)	0.3
외국인 지분율(%)	2.6
주요주주 지분율(%)	
전동규 외 19인	45.1

Company Performance				
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.9	1.8	2.9	0.3
KOSPI 대비상대수익률	26.6	14.5	11.8	-20.0

2Q18 Review: 컨센서스 상회한 큰 폭의 실적 성장 달성

- **2Q18 Review: 매출액 37.6%yoy, 영업이익 451.3%yoy 증가하며 큰 폭의 실적 성장 달성**

  전일(8/13) 발표한 2분기 실적(연결기준)은 매출액 878억원, 영업이익 107억원으로 전년동기대비 각각 37.6%, 451.3% 증가하면서 분기 최대 매출액을 달성함. 이는 당사 예상치(매출액 805억원, 영업이익 83억원)을 상회하는 실적임

  매출액이 전년동기대비 큰 폭의 실적성장을 기록한 것은 ① 2Q18 매출비중 48.0%를 차지하고 있는 통신장비 부품 매출이 32.0% 증가하였고, ② 모바일부품(매출비중 19.8%)이 59.6%, ③ ESS 부품이 151.9% 증가하였기 때문임

  영업이익이 매출액 증가대비 높은 성장을 기록한 것은 ① 지난해 2분기의 상대적으로 저조했던 실적(영업이익률 3.0%)의 기저효과와 함께, 매출액이 크게 증가하면서 ② 매출원가율이 하락(2Q17 매출원가율 87.8% → 2Q18 80.5%, 7.3%p↓)하고, ③ 판매관리비율이 감소(2Q17 9.2% → 2Q18 7.4%, 1.8%p↓)했기 때문임

- **하반기 전망: 사업다각화를 통한 안정적 성장 및 5G에 대한 하반기 실적 성장 기대감 보유**

  당사추정 올해 3분기 예상실적(연결기준)은 매출액 829억원, 영업이익 98억원으로 전년동기대비 각각 63.0%, 156.6% 증가하며 2분기에 이어 높은 실적 성장세를 이어갈 것으로 전망함. 또한 4분기는 5G관련 매출도 일부 반영되면서 실적 성장세를 이어 갈 것으로 전망함

  하반기에 매출액이 크게 증가할 것으로 보는 이유는 ① 인도향 중심의 통신장비 부품 매출이 3분기에도 일부 반영되며 높은 성장을 보일 것으로 예상되고, 4분기부터는 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 3분기가 비수기로 상대적으로 낮은 실적(매출액 509억원, 영업이익 38억원, 영업이익률 7.5%)에 대한 기저효과와, ② 매출 성장에 따른 고정비 비중 감소로 수익성이 개선될 것으로 예상하기 때문임

- **현재주가는 2018년 기준 PER 8.5배로 동종업체 대비 할인된 수준**

  현재주가는 2018년 예상실적 기준 PER 8.5배 수준으로 국내 동종업체(케이엠더블유, 인탑스, 뉴파워프라즈마, 신흥에스이씨 등) 평균 PER 17.4배 대비 할인되어 거래 중

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, (%,%p)	2Q18A					3Q18F			2017	2018F		2019F	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	87.8	80.5	9.1	83.9	4.7	82.9	-5.6	63.0	237.9	345.1	45.0	413.0	19.7
영업이익	10.7	8.3	28.3	9.9	7.7	9.8	-7.8	156.6	17.8	40.8	128.5	47.6	16.7
세전이익	16.5	6.8	141.2	6.8	142.7	8.6	-47.8	147.4	7.4	43.5	487.8	44.1	1.4
순이익	15.4	6.4	142.4	6.4	140.5	7.1	-54.0	95.1	6.3	39.0	517.9	40.1	2.8
영업이익률	12.1	10.3	1.8	11.8	0.3	11.9	-0.3	4.3	7.5	11.8	4.3	11.5	-0.3
순이익률	17.5	7.9	9.6	7.6	9.9	8.5	-9.0	1.4	2.7	11.3	8.6	9.7	-1.6
EPS(원)	6,461	4,205	53.6	4,722	36.8	2,945	-54.4	38.0	801	4,012	400.9	4,112	2.5
BPS(원)	15,725	20,928	-24.9	15,079	4.3	16,507	5.0	-3.9	17,449	17,377	-0.4	21,706	24.9
ROE(%)	41.1	20.1	21.0	31.3	9.8	17.8	-23.2	5.4	6.6	28.3	21.7	22.7	-5.6
PER(X)	5.3	8.2	-	7.3	-	11.6	-	-	39.9	8.5	-	8.3	-
PBR(X)	2.2	1.6	-	2.3	-	2.1	-	-	1.8	2.0	-	1.6	-

자료: 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

실적 전망 및 Valuation

도표 1 **2Q18 실적: 매출액 +37.6%yoy, 영업이익 +451.3%yoy**

(십억원,%)	2Q18A			2Q17A	1Q18A
	실적	YoY (%,%p)	QoQ (%,%p)	실적	실적
매출액	**87.8**	**37.6**	**5.5**	**63.8**	**83.3**
수익					
영업이익	**10.7**	**451.3**	**11.0**	**1.9**	**9.6**
세전이익	**16.5**	**457.9**	**92.6**	**3.0**	**8.6**
당기순이익	**15.4**	**414.6**	**78.2**	**3.0**	**8.6**
지배기업 당기순이익	**14.6**	**388.6**	**89.0**	**3.0**	**7.7**
이익률(%)					
영업이익률	12.1	9.1	0.6	3.0	11.5
세전이익률	18.8	14.2	8.5	4.6	10.3
당기순이익률	17.5	12.8	7.2	4.7	10.4
지배기업 당기순이익률	16.6	12.0	7.4	4.7	9.3

자료: 연결 기준, 유진투자증권

도표 2 **실적 전망 (연결 기준)**

(십억원,%)	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18F	4Q18F	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	**63.2**	**63.8**	**50.9**	**60.0**	**83.3**	**87.8**	**82.9**	**91.1**	**165.9**	**237.9**	**345.1**	**413.0**
증가율(%,yoy)	*91.6*	*163.4*	*64.7*	*-22.8*	*31.8*	*37.6*	*63.0*	*51.8*	*113.4*	*43.5*	*45.0*	*19.7*
제품별 매출액(십억원)												
통신장비 부품	34.3	31.9	14.1	18.5	52.0	42.1	40.9	42.6	91.8	98.8	177.6	216.7
모바일 부품	11.6	10.9	15.6	15.3	10.7	17.4	17.2	16.1	40.1	53.4	61.3	67.5
반도체장비 부품	10.8	11.7	11.0	10.7	12.3	9.1	12.7	12.3	16.9	44.2	46.4	55.6
ESS 부품	1.6	3.4	5.1	1.2	5.8	8.6	6.6	1.6	7.9	11.4	22.6	24.8
기타	4.9	5.9	5.1	14.3	2.5	10.6	5.6	18.6	9.1	30.2	37.3	48.5
제품별 비중(%)												
통신장비 부품	54.3	50.0	27.7	30.9	62.4	48.0	49.3	46.8	55.4	41.5	51.5	52.5
모바일 부품	18.4	17.1	30.7	25.5	12.9	19.8	20.7	17.6	24.2	22.5	17.8	16.3
반도체장비 부품	17.0	18.3	21.6	17.8	14.7	10.4	15.3	13.5	10.2	18.6	13.4	13.5
ESS 부품	2.6	5.3	10.0	2.0	7.0	9.8	8.0	1.7	4.7	4.8	6.5	6.0
기타	7.7	9.3	10.0	23.8	3.1	12.1	6.7	20.4	5.5	12.7	10.8	11.7
수익												
영업이익	**6.8**	**1.9**	**3.8**	**5.3**	**9.6**	**10.7**	**9.8**	**10.7**	**24.4**	**17.8**	**40.8**	**47.6**
세전이익	**2.4**	**3.0**	**3.5**	**-1.5**	**8.6**	**16.5**	**8.6**	**9.8**	**20.6**	**7.4**	**43.5**	**44.1**
당기순이익	**2.4**	**3.0**	**3.6**	**-2.7**	**8.6**	**15.4**	**7.1**	**7.9**	**19.6**	**6.3**	**39.0**	**40.1**
지배기업 순이익	**2.4**	**3.0**	**3.6**	**-3.7**	**7.7**	**14.6**	**6.7**	**7.3**	**19.6**	**5.4**	**36.3**	**37.2**
이익률(%)												
영업이익률	10.8	3.0	7.5	8.8	11.5	12.1	11.9	11.7	14.7	7.5	11.8	11.5
세전이익률	3.9	4.6	6.8	-2.5	10.3	18.8	10.4	10.8	12.4	3.1	12.6	10.7
당기순이익률	3.9	4.7	7.1	-4.6	10.4	17.5	8.5	8.6	11.8	2.7	11.3	9.7
지배기업 순이익률	3.9	4.7	7.1	-6.1	9.3	16.6	8.0	8.0	11.8	2.3	10.5	9.0

자료: 연결 기준, 유진투자증권

도표 3 국내 유사기업 Valuation 비교

	평균	케이엠더블유 032500	인탑스 049070	뉴파워프라즈마 144960	신흥에스이씨 243840
주력분야 (2017년 기준)		필터류 54.66%, 안테나류 32.13%, LED 10.36%, RRH류 2.85% 등	휴대폰 ASSY 72.87%, 자동차 부품 14.1%, 기타 8.85%, 가전제품 ASSY 4.18% 등	클리닝 시스템 77.29%, 수리매출 16.22%, RF System 6.49% 등	중대형 각형 Cap Assy 71.59%, 소형 원형 N-CID 23.38%, 중대형 각형 CAN 3.78% 등
매출액(십억원)	312.4	289.7	634.9	127.1	197.9
영업이익(십억원)	21.5	22.0	21.8	27.5	14.7
영업이익률(%)	**10.0**	**7.6**	**3.4**	**21.6**	**7.4**
순이익(십억원)	18.3	14.4	24.4	23.5	10.8
순이익률(%)	8.2	5.0	3.8	18.5	5.5
PER(배)	**17.4**	**29.4**	**11.9**	**5.6**	**22.7**
시가총액(십억원)		421.8	151.7	129.9	249.0

참고: 2018.08.13 종가기준, 2018년 컨센서스 적용
자료: 유진투자증권

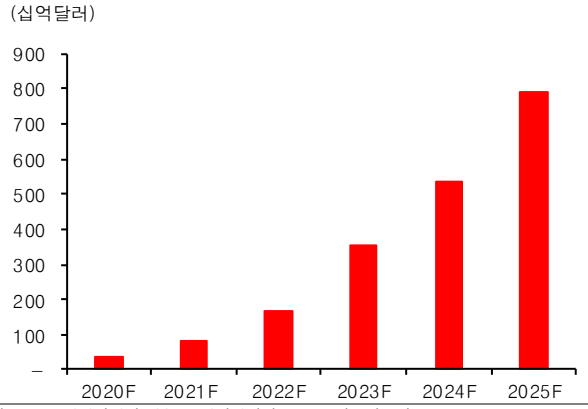
통신장비 부품: 5G 투자 수혜 기대

도표 4 통신장비 부품 글로벌 고객사 Target 현황



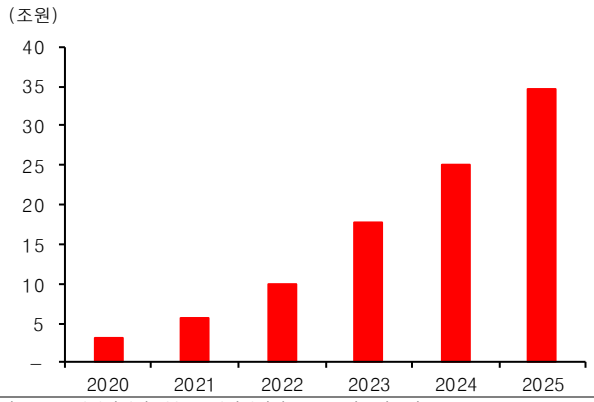
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 5 세계 5G 시장 규모 추이



자료: ETRI산업전략연구부, KT경제경영연구소, 유진투자증권

도표 6 국내 5G 시장 규모 추이



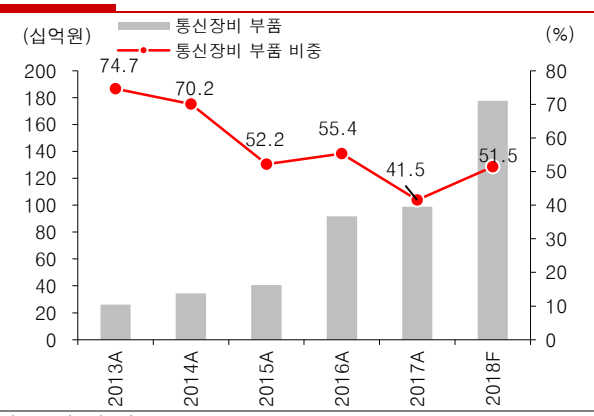
자료: ETRI산업전략연구부, KT경제경영연구소, 유진투자증권

도표 7 통신장비 주요 고객



자료: IR Book, 유진투자증권

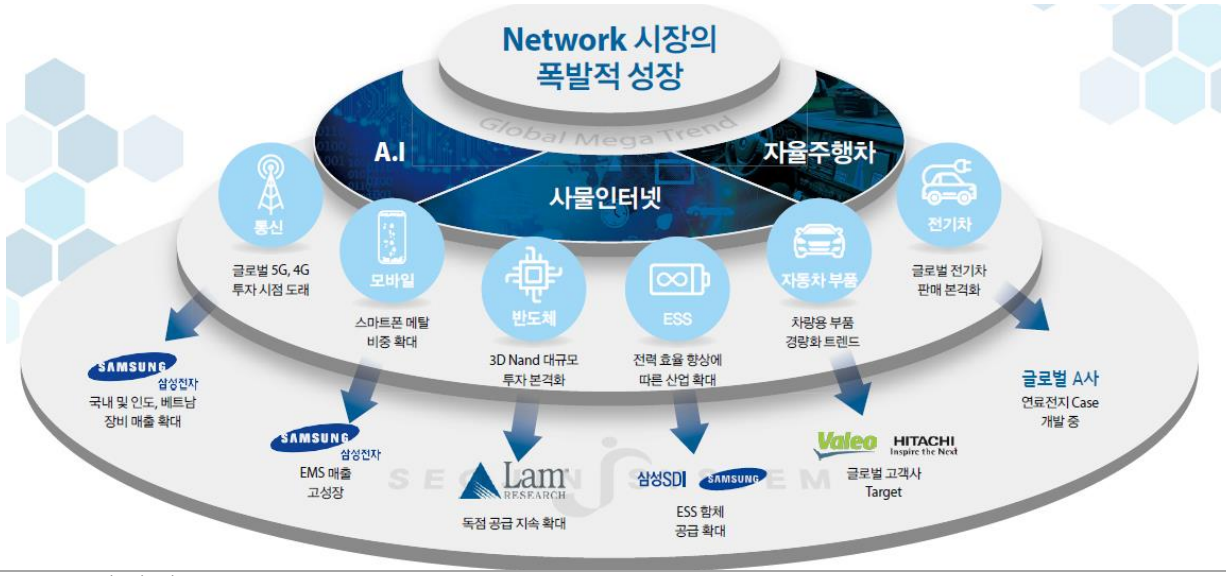
도표 8 통신장비 매출액 및 매출비중 추이



자료: 유진투자증권

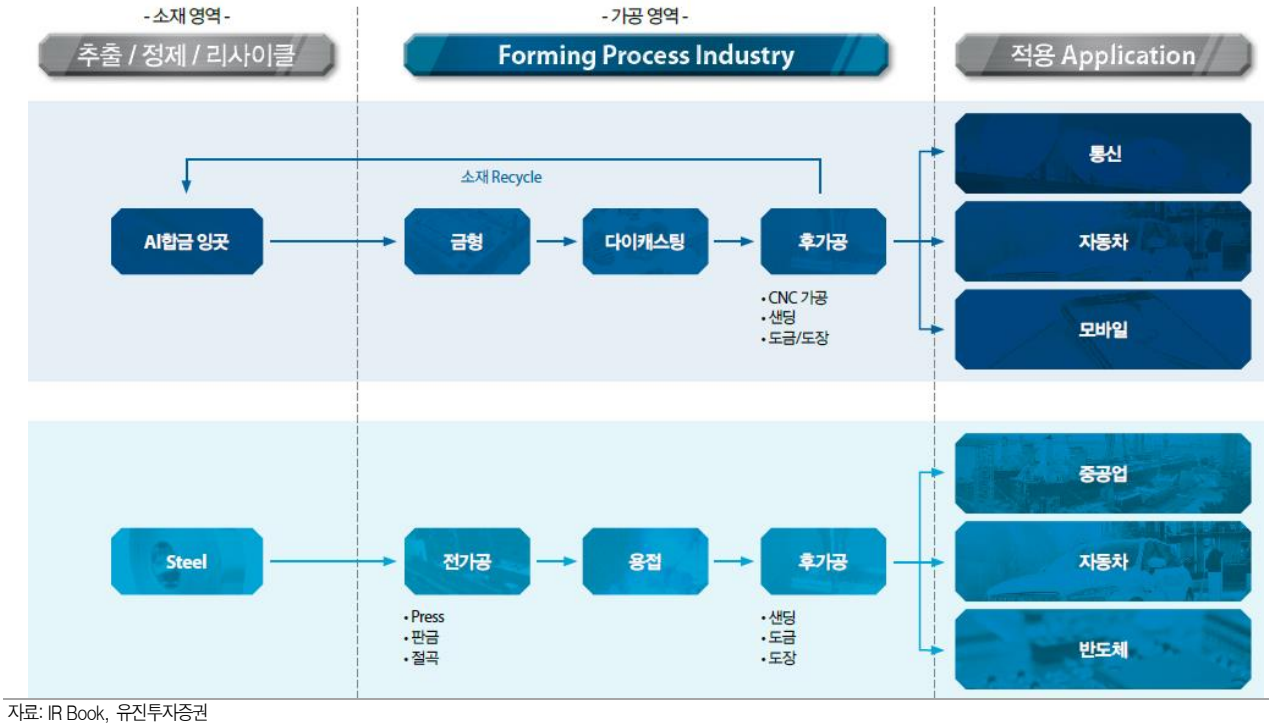
메탈 가공기술을 기반으로 한 4차산업혁명 패러다임의 변화에 적합한 기업

도표 9 글로벌 산업의 패러다임 변화: 서진시스템 성장의 새로운 기회



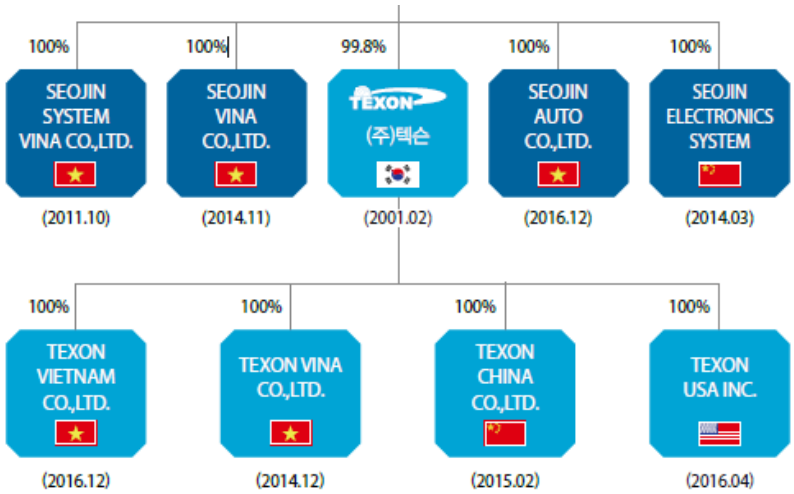
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 10 메탈 소재부터 가공까지 토탈솔루션 제공



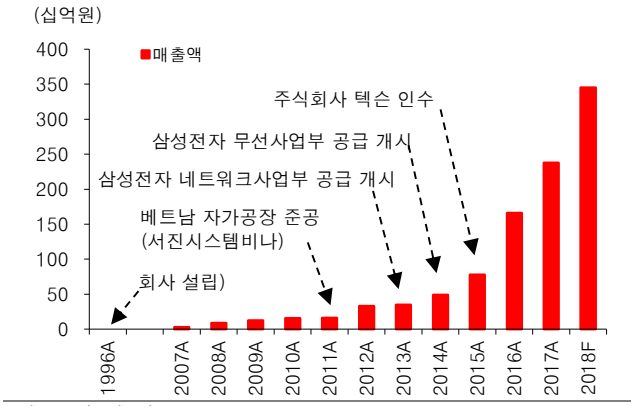
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 11 자회사 현황 및 지분 내역



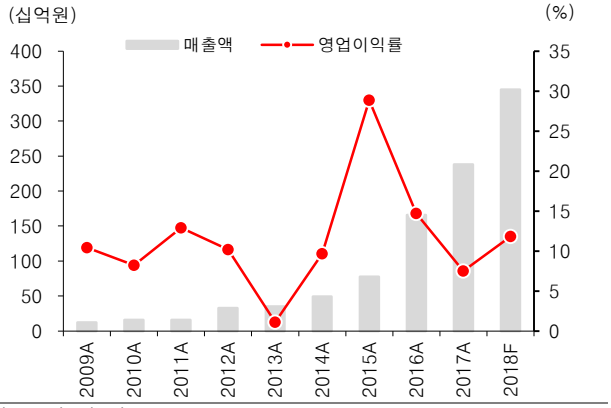
자료: 유진투자증권

도표 12 최근 급속한 매출 성장 전망



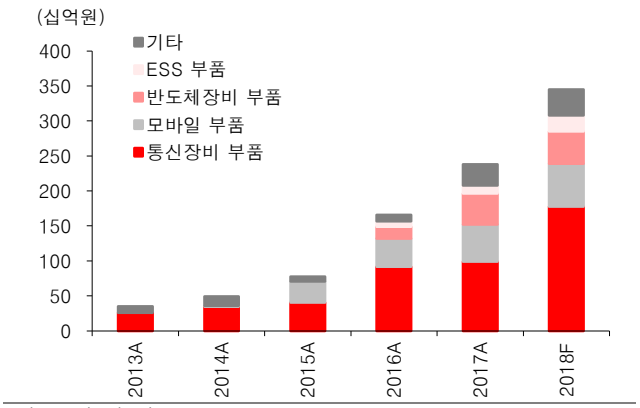
자료: 유진투자증권

도표 13 실적 성장과 함께 수익성 안정적



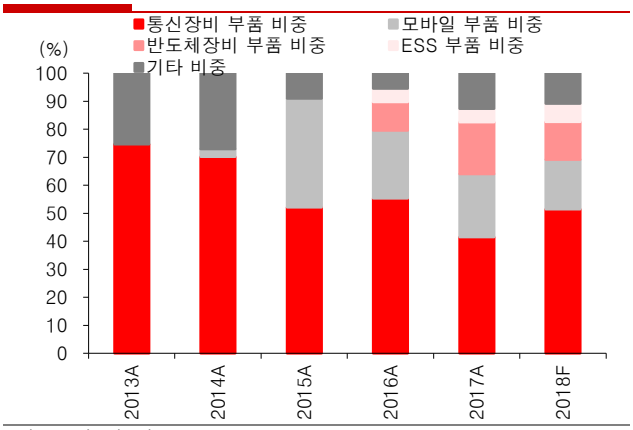
자료: 유진투자증권

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**	**322.5**	**375.4**	**434.9**
유동자산	97.8	110.3	153.4	185.6	219.7
현금성자산	13.4	19.8	53.2	65.1	80.1
매출채권	35.8	27.8	33.8	41.3	48.5
재고자산	45.1	52.5	56.2	68.8	80.6
비유동자산	128.6	148.9	169.0	189.8	215.2
투자자산	2.7	3.2	3.9	4.1	4.2
유형자산	119.8	129.2	147.4	166.7	190.7
기타	6.1	16.5	17.7	19.0	20.2
부채총계	**153.8**	**137.9**	**162.0**	**175.8**	**188.8**
유동부채	129.6	125.0	144.8	158.5	171.4
매입채무	62.4	40.6	60.7	74.3	87.1
유동성이자부채	61.8	80.8	80.4	80.4	80.4
기타	5.5	3.7	3.7	3.8	3.8
비유동부채	24.2	12.9	17.2	17.3	17.4
비유동기타부채	22.6	10.8	14.8	14.8	14.8
기타	1.6	2.1	2.4	2.5	2.6
자본총계	**72.5**	**121.3**	**160.4**	**199.6**	**246.1**
지배지분	72.5	118.7	157.3	196.4	243.0
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	82.6	121.8	168.3
기타	1.9	5.7	5.6	5.6	5.6
비지배지분	0.0	2.6	3.2	3.2	3.2
자본총계	**72.5**	**121.3**	**160.4**	**199.6**	**246.1**
총차입금	84.3	91.6	95.2	95.2	95.2
순차입금	70.9	71.8	42.0	30.2	15.2

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**165.9**	**237.9**	**345.1**	**413.0**	**489.9**
증가율(%)	113.4	43.5	45.0	19.7	18.6
매출원가	123.3	194.4	278.0	325.7	385.4
매출총이익	42.6	43.5	67.1	87.4	104.5
판매 및 일반관리비	18.2	25.7	26.3	39.8	47.5
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**24.4**	**17.8**	**40.8**	**47.6**	**57.0**
증가율(%)	8.6	(26.8)	128.5	16.7	19.7
EBITDA	34.6	31.5	59.4	70.4	82.9
증가율(%)	20.2	(8.9)	88.3	18.5	17.8
영업외손익	(3.8)	(10.4)	2.7	(3.5)	(4.1)
이자수익	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
이자비용	5.0	3.8	3.3	3.3	3.3
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	1.2	(6.8)	5.9	(0.3)	(1.0)
세전순이익	20.6	7.4	43.5	44.1	52.9
증가율(%)	15.1	(64.0)	487.8	1.4	19.9
법인세비용	1.0	1.1	4.5	4.0	5.5
당기순이익	**19.6**	**6.3**	**39.0**	**40.1**	**47.4**
증가율 (%)	7.6	(67.8)	517.9	2.8	18.3
지배주주지분	19.6	5.4	36.3	37.2	44.1
증가율(%)	7.6	(72.5)	573.9	2.5	18.4
비지배지분	0.0	0.9	2.7	2.9	3.4
EPS	**4,562**	**801**	**4,012**	**4,112**	**4,867**
증가율 (%)	(92.5)	(82.4)	400.9	2.5	18.4
수정EPS	4,562	801	4,012	4,112	4,867
증가율 (%)	(92.5)	(82.4)	400.9	2.5	18.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	**38.4**	**(8.0)**	**68.6**	**56.4**	**67.2**
당기순이익	19.6	6.3	39.0	40.1	47.4
자산상각비	10.3	13.7	18.6	22.8	25.9
기타비현금성손익	(1.1)	4.1	1.9	0.1	0.1
운전자본증감	4.9	(33.9)	10.5	(6.6)	(6.3)
매출채권감소(증가)	(14.1)	(3.8)	(11.5)	(7.6)	(7.1)
재고자산감소(증가)	(23.9)	(7.4)	(3.6)	(12.6)	(11.9)
매입채무증가(감소)	44.8	(21.6)	20.0	13.6	12.8
기타	(1.9)	(1.2)	5.6	(0.1)	(0.1)
투자활동현금흐름	**(40.6)**	**(35.6)**	**(37.8)**	**(43.6)**	**(51.3)**
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)	(44.0)	(41.3)	(49.0)
유형자산처분	3.2	4.8	9.2	0.0	0.0
무형자산처분	(1.6)	(4.2)	(2.1)	(2.1)	(2.1)
재무활동현금흐름	**11.9**	**50.0**	**2.0**	**(0.9)**	**(0.9)**
차입금증가	10.1	10.3	2.3	0.0	0.0
자본증가	1.8	39.7	(0.3)	(0.9)	(0.9)
배당금지급	0.0	1.7	0.3	0.9	0.9
현금 증감	**9.8**	**6.3**	**32.9**	**11.8**	**15.0**
기초현금	3.6	13.3	19.7	52.6	64.4
기말현금	13.3	19.7	52.6	64.4	79.4
Gross cash flow	36.2	33.6	59.5	63.0	73.4
Gross investment	35.8	69.5	27.3	50.2	57.5
Free cash flow	**0.4**	**(35.9)**	**32.2**	**12.8**	**15.9**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,562	801	4,012	4,112	4,867
BPS	16,853	17,449	17,377	21,706	26,848
DPS	0	100	100	100	100
밸류에이션(배,%)					
PER	-	39.9	8.5	8.3	7.0
PBR	-	1.8	2.0	1.6	1.3
EV/ EBITDA	2.0	9.3	6.0	4.9	4.0
배당수익율	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	-	6.4	5.2	4.9	4.2
수익성 (%)					
영업이익율	14.7	7.5	11.8	11.5	11.6
EBITDA이익율	20.9	13.3	17.2	17.0	16.9
순이익율	11.8	2.7	11.3	9.7	9.7
ROE	36.9	6.6	28.3	22.7	21.6
ROIC	17.9	9.0	18.5	20.0	20.8
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	97.8	59.2	26.2	15.1	6.2
유동비율	75.4	88.2	105.9	117.1	128.2
이자보상배율	4.9	4.8	12.8	15.2	18.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	1.0	1.2	1.2	1.2
매출채권회전율	6.0	7.5	11.2	11.0	10.9
재고자산회전율	5.0	4.9	6.3	6.6	6.6
매입채무회전율	4.0	4.6	6.8	6.1	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%

(2018.06.30 기준)