Small-Cap
Network Equipment

서진시스템(178320.KQ)





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

NR

현재주가(11/19)	29,800원

Key Data	(기준일: 2018.11.19)
KOSPI(pt)	2,101
KOSDAQ(pt)	702
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	270
52주 최고/최저(원)	41,800 / 24,750
52주 일간 Beta	1.95
발행주식수(천주)	9,050
평균거래량(3M,천주)	101
평균거래대금(3M,백만원)	3,497
배당수익률(18F, %)	0.3
외국인 지분율(%)	4.7
주요주주 지분율(%)	
전동규 외 18인	45.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.8	-14.4	0.3	-15.6
KOSPI 대비상대수익률	-5.6	-5.3	19.5	-6.1

Financial Data

결산기(12월)	2017A	2018F	2019F
매출액(십억원)	237.9	342.5	418.5
영업이익(십억원)	17.8	36.8	48.0
세전계속사업손익(십억원)	7.4	33.5	36.9
당기순이익(십억원)	6.3	31.3	36.0
EPS(원)	801	3,142	3,349
증감률(%)	-82.4	292.3	6.6
PER(배)	39.9	9.5	8.9
ROE(%)	6.6	23.1	21.2
PBR(배)	1.8	1.8	1.4
EV/EBITDA(배)	9.3	6.2	4.5

자료: 유진투자증권

NDR 후기: 4분기부터 5G 관련 실적 본격 반영 시작

■ **NDR 후기(後記): 2019년 통신장비 부문은 물론, 자동차부품 부문 매출 급증 전망**

지난 이틀간(11/15~16) 당사 주관으로 국내 주요기관을 대상으로 NDR(Non-Deal Roadshow)을 진행하였음. 주요 관심사는 ① 3분기 실적 세부내용 및 4분기 전망, ② 5G 관련 매출 여부 및 전망, ③ 2019년 실적 성장 요인, ④ 향후 배당 정책 등 이었음

1) 3분기 실적 분석 및 4분기 전망: 3분기 실적(연결기준)은 매출액 743억원, 영업이익 65억원으로 전년동기대비 각각 46.1%, 70.5% 증가함. 이는 당사 예상치(매출액 805억원, 영업이익 83억원)을 상회하는 실적임. 시장 컨센서스(매출액 854억원, 영업이익 102억원) 대비 하회했지만, 이는 일부 예상되었던 5G관련 매출이 4분기에 발생할 것으로 예상하기 때문임. 4분기 예상실적은 전년동기대비 큰 폭으로 상승할 것으로 전망

2) 5G 관련 매출 발생 여부 및 전망: 당초 3분기말부터 예상되었던 5G 관련 매출이 9월말에 공급이 시작되어 4분기에 본격적으로 발생할 것으로 예상함. 기존 4G는 함체, 필터, 안테나로 별도 구분하여 제작하였으나, 5G는 함체 하나로 통합하여 공급하는 추세로 단가가 높고, 경쟁이 치열하지 않아서 동사의 매출 성장에 크게 기여할 것으로 예상됨

3) 2019년 실적 성장 요인: ① 5G 관련 통신장비 부문은 본격적으로 생산을 시작한 올해 4분기를 시작으로 향후 수년간은 큰 폭의 실적 성장을 지속할 전망. 국내는 물론 해외에서 삼성전자 통신장비사업부의 시장점유율이 확대되면서 동사의 성장을 견인할 것임. ② 자동차 부품 매출이 급성장 예상. 2018년은 260억원 수준이나 2019년은 2배 이상도 가능할 것으로 예상함. 발리오에 약 35종이 승인된 후 현재 15종이 양산 중이고, 나머지는 양산대기 중임. 젠텍스향 룸밀러 브라켓은 4분기부터 공급이 예상되며 공급량의 급증이 예상됨. 보그워너에 공급할 예정인 EGR밸브(Exhaust Gas Recirculation, 디젤엔진의 배기가스 재순환 장치)는 충주공장은 올해 시제품을 공급, 멕시코공장은 내년 1분기 중순경 납품 예정임

4) 향후 배당정책: 지난해 주당 100원을 배당, 배당수익률 0.3%를 보임. 동사는 향후 영업이익 기준 배당성향 10% 수준을 유지할 예정임. 올해는 영업이익률과 순이익률의 갭이 크지 않아 순이익 기준 배당성향은 10% 초반을 유지할 것으로 판단함

■ **4Q18 Preview: 매출액 61.7%yoy, 영업이익 69.1%yoy 전망, 5G 관련 본격 시작**

당사추정 올해 4분기 예상실적(연결기준)은 매출액 971억원, 영업이익 100억원으로 전년동기대비 각각 61.7%, 69.1% 증가하며 3분기에 이어 높은 실적 성장세를 이어갈 것으로 전망함. 5G관련 매출도 일부 반영되면서 실적 성장세를 이어 갈 것으로 전망함

■ **4분기부터 5G 관련 매출 본격 반영 시작, 2019년 최대실적 갱신 전망**

당사추정 동사의 2018년 예상EPS 기준, PER은 9.5배로 국내 유사업체 평균 PER 14.4배 대비 저평가되어 거래되고 있음

매출비중이 가장 높은 통신장비 부문에서의 본격적인 5G 투자로 매출이 급증할 것으로 예상되며, 최근 공격적으로 진행하고 있는 자동차부품 부문 관련 매출도 급증할 것으로 예상하고 있어 주가 상승세는 지속될 것으로 판단함

실적 전망 및 Valuation

도표 1 **3Q18 실적: 매출액 +46.1%yoy, 영업이익 +70.5%yoy**

(십억원,%)	3Q18A			3Q17A	2Q18A
	실적	YoY (%,%p)	QoQ (%,%p)	실적	실적
매출액	**74.3**	**46.1**	**-15.4**	**50.9**	**87.8**
수익					
영업이익	**6.5**	**70.5**	**-38.7**	**3.8**	**10.7**
세전이익	**1.7**	**-51.9**	**-89.9**	**3.5**	**16.5**
당기순이익	**1.7**	**-53.3**	**-89.0**	**3.6**	**15.4**
지배기업 당기순이익	**1.2**	**-66.9**	**-91.8**	**3.6**	**14.6**
이익률(%)					
영업이익률	8.8	1.3	-3.4	7.5	12.1
세전이익률	2.3	-4.6	-16.5	6.8	18.8
당기순이익률	2.3	-4.9	-15.2	7.1	17.5
지배기업 당기순이익률	1.6	-5.5	-15.0	7.1	16.6

자료: 연결 기준, 유진투자증권

도표 2 **실적 전망 (연결 기준)**

(십억원,%)	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18F	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	**63.2**	**63.8**	**50.9**	**60.0**	**83.3**	**87.8**	**74.3**	**97.1**	**165.9**	**237.9**	**342.5**	**418.5**
증가율(%,yoy)	*91.6*	*163.4*	*64.7*	*-22.8*	*31.8*	*37.6*	*46.1*	*61.7*	*113.4*	*43.5*	*43.9*	*22.2*
제품별 매출액(십억원)												
통신장비 부품	34.3	31.9	14.1	18.5	52.0	42.1	40.9	51.9	91.8	98.8	186.9	237.8
모바일 부품	11.6	10.9	15.6	15.3	10.7	17.4	12.9	16.1	40.1	53.4	57.1	64.9
반도체장비 부품	10.8	11.7	11.0	10.7	12.3	9.1	3.6	3.7	16.9	44.2	28.8	17.4
ESS 부품	1.6	3.4	5.1	1.2	5.8	8.6	6.8	8.3	7.9	11.4	29.5	35.4
기타	4.9	5.9	5.1	14.3	2.5	10.6	10.0	17.1	9.1	30.2	40.3	63.0
제품별 비중(%)												
통신장비 부품	54.3	50.0	27.7	30.9	62.4	48.0	55.1	53.4	55.4	41.5	54.6	56.8
모바일 부품	18.4	17.1	30.7	25.5	12.9	19.8	17.3	16.5	24.2	22.5	16.7	15.5
반도체장비 부품	17.0	18.3	21.6	17.8	14.7	10.4	4.9	3.9	10.2	18.6	8.4	4.2
ESS 부품	2.6	5.3	10.0	2.0	7.0	9.8	9.2	8.5	4.7	4.8	8.6	8.5
기타	7.7	9.3	10.0	23.8	3.1	12.1	13.5	17.7	5.5	12.7	11.8	15.1
수익												
영업이익	**6.8**	**1.9**	**3.8**	**5.3**	**9.6**	**10.7**	**6.5**	**10.0**	**24.4**	**17.8**	**36.8**	**48.0**
세전이익	**2.4**	**3.0**	**3.5**	**-1.5**	**8.6**	**16.5**	**1.7**	**6.8**	**20.6**	**7.4**	**33.5**	**36.9**
당기순이익	**2.4**	**3.0**	**3.6**	**-2.7**	**8.6**	**15.4**	**1.7**	**5.6**	**19.6**	**6.3**	**31.3**	**36.0**
지배기업 순이익	**2.4**	**3.0**	**3.6**	**-3.7**	**7.7**	**14.6**	**1.2**	**4.9**	**19.6**	**5.4**	**28.4**	**30.3**
이익률(%)												
영업이익률	10.8	3.0	7.5	8.8	11.5	12.1	8.8	10.3	14.7	7.5	10.7	11.5
세전이익률	3.9	4.6	6.8	-2.5	10.3	18.8	2.3	7.0	12.4	3.1	9.8	8.8
당기순이익률	3.9	4.7	7.1	-4.6	10.4	17.5	2.3	5.8	11.8	2.7	9.1	8.6
지배기업 순이익률	3.9	4.7	7.1	-6.1	9.3	16.6	1.6	5.0	11.8	2.3	8.3	7.2

자료: 연결 기준, 유진투자증권

도표 3 Peer Group 비교

	평균	대한광통신	인탑스	뉴파워프리즈마	신흥에스이씨	와이솔
국가		한국	한국	한국	한국	한국
2018-11-19		4,760	10,500	13,350	42,950	16,650
통화		KRW	KRW	KRW	KRW	KRW
시가총액(백만달러, 십억원)		311.6	160.3	97.8	249.8	356.8
PER(배)						
FY17A	15.7	24.6	11.9	11.6	23.4	7.2
FY18F	**14.4**	**12.4**	**10.2**	**8.7**	**32.3**	**8.4**
FY19F	**10.6**	**9.5**	**9.0**	**7.8**	**19.2**	**7.3**
PBR(배)						
FY17A	2.0	4.1	0.5	1.8	2.2	1.5
FY18F	1.6	1.8	0.5	0.8	3.6	1.5
FY19F	1.4	1.5	0.4	0.8	3.1	1.3
매출액(백만달러)						
FY17A	267.4	123.6	608.3	92.5	117.8	394.7
FY18F	278.1	148.8	583.0	66.5	191.4	400.6
FY19F	330.6	204.1	644.4	75.6	268.6	460.3
영업이익(백만달러)						
FY17A	22.8	13.3	25.5	20.1	8.8	46.5
FY18F	23.5	18.9	23.0	13.4	12.0	50.1
FY19F	30.7	33.3	28.4	14.9	18.7	58.1
영업이익률(%)						
FY17A	11.2	10.8	4.2	21.8	7.5	11.8
FY18F	11.1	12.7	3.9	20.1	6.2	12.5
FY19F	12.0	16.3	4.4	19.7	7.0	12.6
순이익(백만달러)						
FY17A	17.5	11.8	14.7	16.4	5.1	39.5
FY18F	20.0	23.4	15.8	11.1	7.6	41.9
FY19F	24.5	30.5	18.0	12.5	12.9	48.4
EV/EBITDA(배)						
FY17A	8.2	19.6	1.8	6.0	10.1	3.6
FY18F	6.5	11.4	1.5	2.5	12.9	4.1
FY19F	4.7	7.6	1.3	2.4	8.9	3.4
ROE(%)						
FY17A	14.3	16.9	4.4	16.9	9.9	23.6
FY18F	12.8	18.0	4.6	10.1	11.8	19.7
FY19F	13.5	16.1	4.9	10.3	17.2	19.1

참고: 2018.11.19 종가기준, 2018년 컨센서스 적용
자료: 유진투자증권

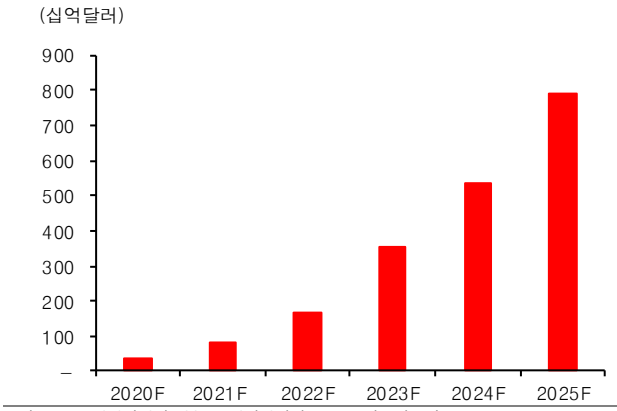
통신장비 부품: 5G 투자 수혜 기대

도표 4 통신장비 부품 글로벌 고객사 Target 현황



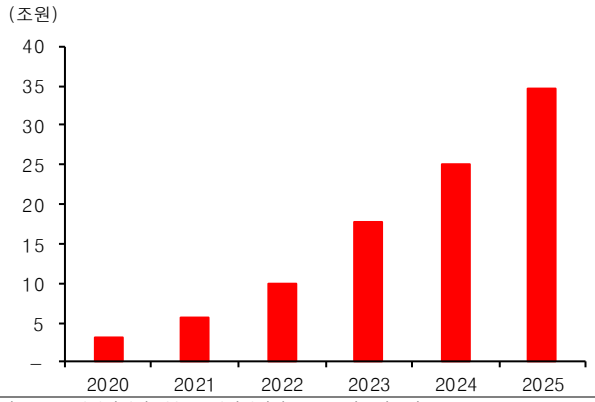
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 5 세계 5G 시장 규모 추이



자료: ETRI산업전략연구부, KT경제경영연구소, 유진투자증권

도표 6 국내 5G 시장 규모 추이



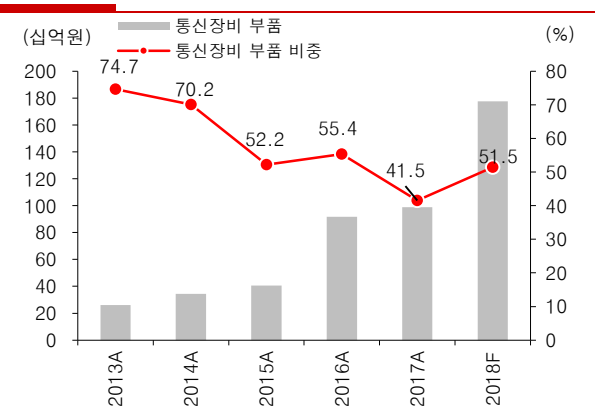
자료: ETRI산업전략연구부, KT경제경영연구소, 유진투자증권

도표 7 통신장비 주요 고객



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 8 통신장비 매출액 및 매출비중 추이



자료: 유진투자증권

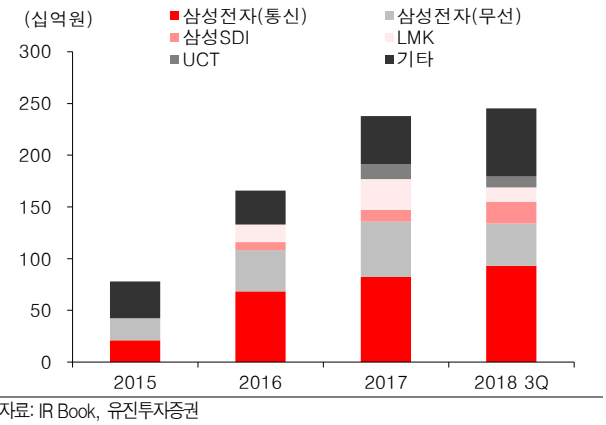
2019년은 통신, 자동차 등으로 모멘텀 확대

도표 9 하반기부터 통신, ESS, 자동차 등으로 모멘텀 확대



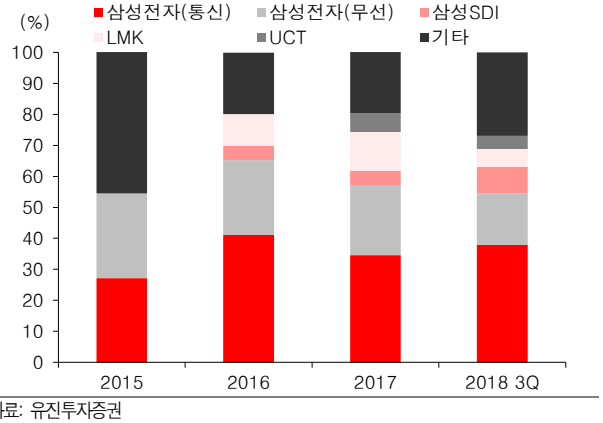
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 10 통신장비 주요 고객별 매출추이



자료: IR Book, 유진투자증권

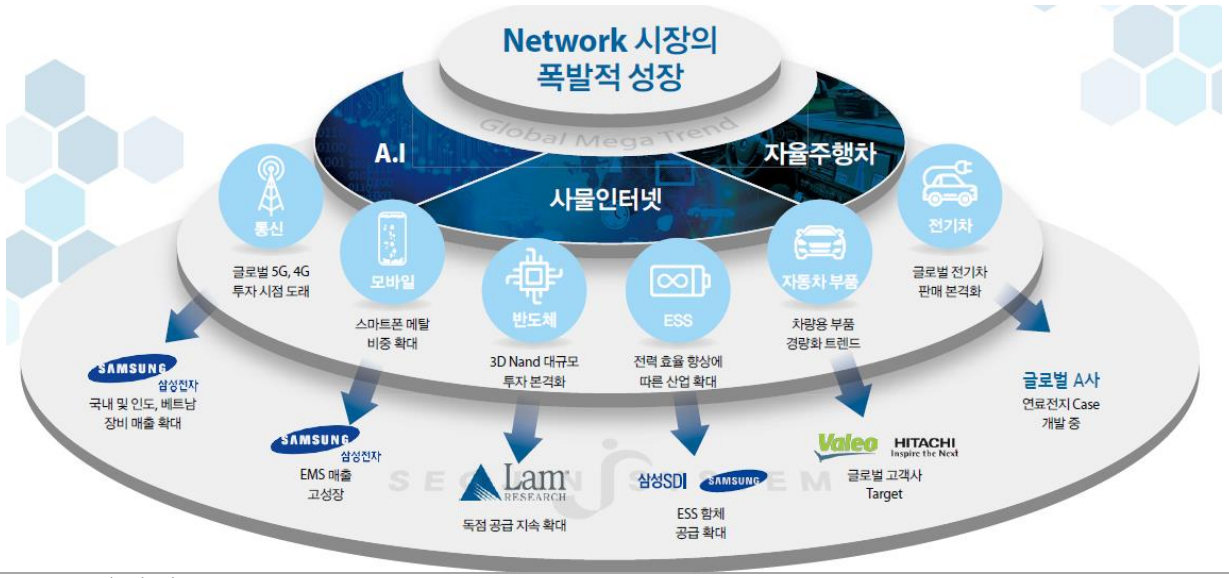
도표 11 주요 거래처별 비중



자료: 유진투자증권

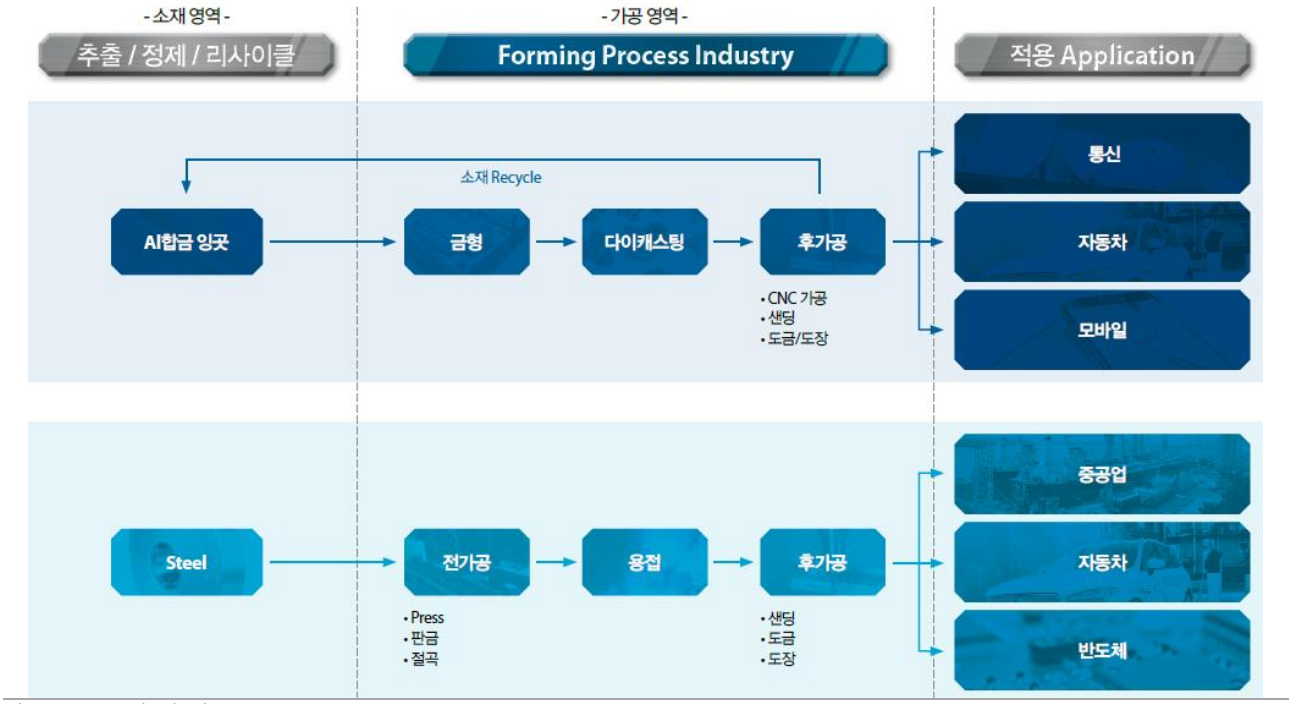
메탈 가공기술을 기반으로 한 4차산업혁명 패러다임의 변화에 적합한 기업

도표 12 글로벌 산업의 패러다임 변화: 서진시스템 성장의 새로운 기회



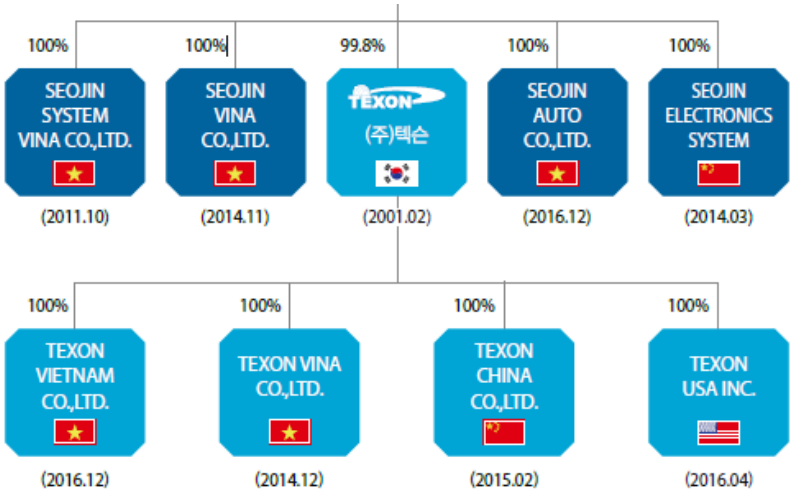
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 13 메탈 소재부터 가공까지 토탈솔루션 제공



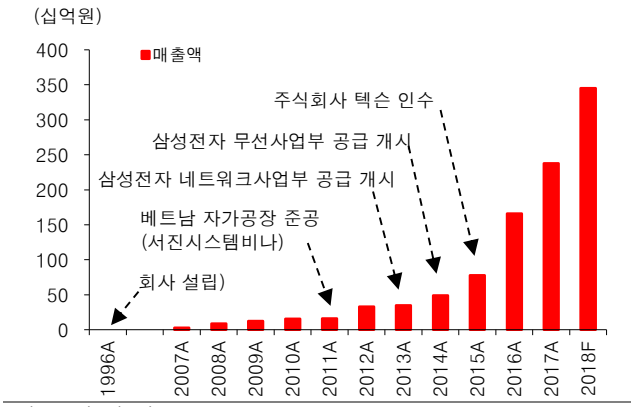
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 14 자회사 현황 및 지분 내역



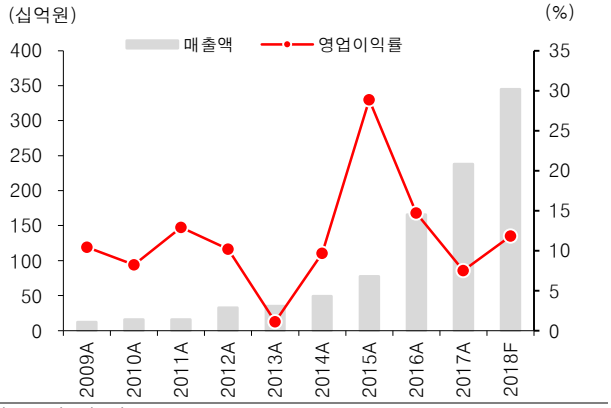
자료: 유진투자증권

도표 15 최근 급속한 매출 성장 전망



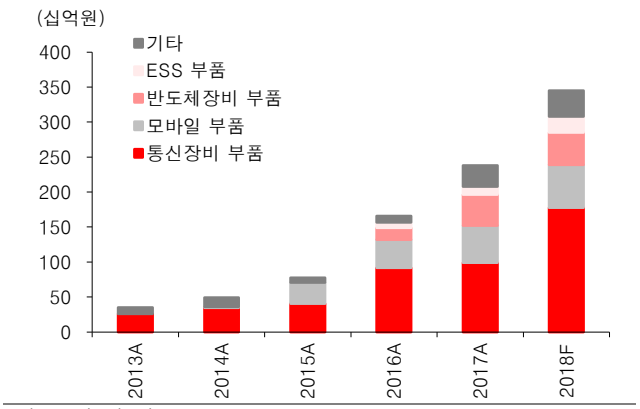
자료: 유진투자증권

도표 16 실적 성장과 함께 수익성 안정적



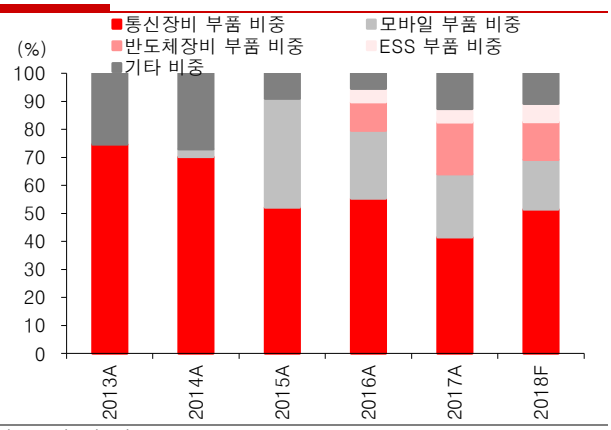
자료: 유진투자증권

도표 17 제품별 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 18 제품별 매출비중 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

서진시스템(178320.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	**226.3**	**259.2**	**378.6**	**436.5**	**509.1**
유동자산	97.8	110.3	163.1	207.8	259.9
현금성자산	13.4	19.8	19.7	35.2	49.0
매출채권	35.8	27.8	53.1	64.7	79.9
재고자산	45.1	52.5	80.0	97.5	120.5
비유동자산	128.6	148.9	215.5	228.7	249.2
투자자산	2.7	3.2	2.1	2.2	2.2
유형자산	119.8	129.2	196.2	209.8	230.8
기타	6.1	16.5	17.2	16.7	16.2
부채총계	**153.8**	**137.9**	**222.1**	**244.9**	**274.8**
유동부채	129.6	125.0	183.4	206.1	235.9
매입채무	62.4	40.6	103.5	126.2	155.9
유동성이자부채	61.8	80.8	76.2	76.2	76.2
기타	5.5	3.7	3.7	3.8	3.8
비유동부채	24.2	12.9	38.7	38.8	38.9
비유동기타부채	22.6	10.8	36.2	36.2	36.2
기타	1.6	2.1	2.5	2.6	2.7
자본총계	**72.5**	**121.3**	**156.5**	**191.6**	**234.4**
지배지분	72.5	118.7	152.1	187.2	230.0
자본금	2.2	3.1	3.2	3.2	3.2
자본잉여금	28.8	66.0	71.0	71.0	71.0
이익잉여금	39.7	43.9	72.5	107.6	150.4
기타	1.9	5.7	5.4	5.4	5.4
비지배지분	0.0	2.6	4.4	4.4	4.4
자본총계	**72.5**	**121.3**	**156.5**	**191.6**	**234.4**
총차입금	84.3	91.6	112.4	112.4	112.4
순차입금	70.9	71.8	92.7	77.3	63.5

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**165.9**	**237.9**	**342.5**	**418.5**	**516.7**
증가율(%)	113.4	43.5	43.9	22.2	23.5
매출원가	123.3	194.4	278.0	330.8	408.0
매출총이익	42.6	43.5	64.5	87.7	108.7
판매 및 일반관리비	18.2	25.7	27.7	39.6	49.5
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**24.4**	**17.8**	**36.8**	**48.0**	**59.2**
증가율(%)	8.6	(26.8)	106.1	30.6	23.3
EBITDA	34.6	31.5	58.1	77.0	90.7
증가율(%)	20.2	(8.9)	84.3	32.5	17.8
영업외손익	(3.8)	(10.4)	(3.3)	(11.1)	(14.0)
이자수익	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3
이자비용	5.0	3.8	4.0	4.3	4.3
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	1.2	(6.8)	0.6	(7.0)	(10.0)
세전순이익	20.6	7.4	33.5	36.9	45.2
증가율(%)	15.1	(64.0)	352.9	10.1	22.5
법인세비용	1.0	1.1	2.2	0.9	1.5
당기순이익	**19.6**	**6.3**	**31.3**	**36.0**	**43.7**
증가율 (%)	7.6	(67.8)	396.3	15.0	21.5
지배주주지분	19.6	5.4	28.4	30.3	36.7
증가율(%)	7.6	(72.5)	427.8	6.6	21.0
비지배지분	0.0	0.9	2.9	5.7	7.1
EPS	**4,562**	**801**	**3,142**	**3,349**	**4,051**
증가율 (%)	(92.5)	(82.4)	292.3	6.6	21.0
수정EPS	4,562	801	3,142	3,349	4,051
증가율 (%)	(92.5)	(82.4)	292.3	6.6	21.0

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	**38.4**	**(8.0)**	**34.8**	**58.5**	**66.7**
당기순이익	19.6	6.3	31.3	36.0	43.7
자산상각비	10.3	13.7	21.3	29.0	31.5
기타비현금성손익	(1.1)	4.1	(2.6)	0.1	0.1
운전자본증감	4.9	(33.9)	(13.4)	(6.5)	(8.6)
매출채권감소(증가)	(14.1)	(3.8)	(27.5)	(11.6)	(15.2)
재고자산감소(증가)	(23.9)	(7.4)	(27.5)	(17.5)	(22.9)
매입채무증가(감소)	44.8	(21.6)	32.2	22.7	29.7
기타	(1.9)	(1.2)	9.4	(0.1)	(0.1)
투자활동현금흐름	**(40.6)**	**(35.6)**	**(57.4)**	**(42.2)**	**(52.0)**
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)	(56.7)	(41.8)	(51.7)
유형자산처분	3.2	4.8	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(1.6)	(4.2)	(0.7)	(0.3)	(0.3)
재무활동현금흐름	**11.9**	**50.0**	**22.5**	**(0.9)**	**(0.9)**
차입금증가	10.1	10.3	21.2	0.0	0.0
자본증가	1.8	39.7	1.3	(0.9)	(0.9)
배당금지급	0.0	1.7	0.6	0.9	0.9
현금 증감	**9.8**	**6.3**	**(0.1)**	**15.4**	**13.8**
기초현금	3.6	13.3	19.7	19.6	35.1
기말현금	13.3	19.7	19.6	35.1	48.9
Gross cash flow	36.2	33.6	50.1	65.1	75.3
Gross investment	35.8	69.5	70.8	48.7	60.6
Free cash flow	**0.4**	**(35.9)**	**(20.7)**	**16.3**	**14.7**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,562	801	3,142	3,349	4,051
BPS	16,853	17,449	16,806	20,684	25,416
DPS	0	100	100	100	100
밸류에이션(배,%)					
PER	-	39.9	9.5	8.9	7.4
PBR	-	1.8	1.8	1.4	1.2
EV/ EBITDA	2.0	9.3	6.2	4.5	3.7
배당수익율	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	-	6.4	5.4	4.1	3.6
수익성 (%)					
영업이익율	14.7	7.5	10.7	11.5	11.5
EBITDA이익율	20.9	13.3	17.0	18.4	17.6
순이익율	11.8	2.7	9.1	8.6	8.5
ROE	36.9	6.6	23.1	21.2	21.0
ROIC	17.9	9.0	15.5	18.1	20.2
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	97.8	59.2	59.3	40.3	27.1
유동비율	75.4	88.2	88.9	100.8	110.2
이자보상배율	4.9	4.7	9.3	11.2	13.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	1.0	1.1	1.0	1.1
매출채권회전율	6.0	7.5	8.5	7.1	7.1
재고자산회전율	5.0	4.9	5.2	4.7	4.7
매입채무회전율	4.0	4.6	4.8	3.6	3.7

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	90%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	10%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2018.09.30 기준)