Eugene Research
기업분석
2019. 04.24

Network Equipment

서진시스템(178320.KQ)





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

NR

현재주가(4/23)	21,550원

Key Data	(기준일: 2019.04.23)
KOSPI(pt)	2,221
KOSDAQ(pt)	761
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	390
52주 최고/최저(원)	40,100 / 14,850
52주 일간 Beta	1.76
발행주식수(천주)	18,101
평균거래량(3M,천주)	470
평균거래대금(3M,백만원)	9,624
배당수익률(19F, %)	0.9
외국인 지분율(%)	5.5
주요주주 지분율(%)	
전동규 외 18인	42.9

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.8	20.1	34.5	23.0
KOSPI 대비상대수익률	14.5	10.6	28.6	36.4

Financial Data

결산기(12월)	2017A	2018A	2019F
매출액(십억원)	237.9	324.6	395.9
영업이익(십억원)	17.8	36.9	44.1
세전계속사업손익(십억원)	7.4	36.6	39.7
당기순이익(십억원)	6.3	32.3	36.5
EPS(원)	401	1,871	1,868
증감률(%)	-91.2	367.2	-0.2
PER(배)	39.9	9.3	11.5
ROE(%)	6.6	19.3	15.7
PBR(배)	1.8	1.4	1.6
EV/EBITDA(배)	9.3	7.4	5.5

자료: 유진투자증권

NDR 후기: 5G 투자에 따른 실적 반영 1분기부터 본격화 전망

- **NDR 후기(後記): 한국 세계 최초 5G 상용화 서비스. 5G 통신장비 매출 본격화 전망**

1) 5G 통신장비 관련 매출 본격적 발생 전망: 통신장비 부품의 매출은 올해에도 지속적으로 성장이 가능할 것으로 전망함. ① 4월 3일을 기점으로 상용화가 진행되고 있는 **국내 5G 서비스 관련 매출이 올해 본격적으로 발생하고 있고, 미국에서도 5G 상용화 서비스가 진행**되면서 주요 통신사인 **버라이존, AT&T, 스프린트 등에 장비를 공급 예정인 삼성전자에 동사의 제품이 공급될 것으로 추정**되기 때문임. 또한 2020년 도쿄올림픽을 앞두고 **일본에서도 올해 하반기에 5G 서비스 상용화가 예상**되어 수혜가 지속될 것으로 판단함. ② 이 외에도 **인도 릴라이언스향 4G 장비도 전년보다 큰 수주가 발생**했기 때문임

2) 자동차 부문 매출 본격화 전망: 지난해 약 453억원의 자동차부품을 포함한 기타 **매출액이 올해는 전년대비 2배를 넘어설 것으로 보고 있음**. 이는 베트남 서진오토 법인에 지난해 대규모 투자가 이루어진 후 올해는 관련 매출이 급성장할 것으로 판단하기 때문임. ① **발리 오향 승인 아이템이 38종이고 이 중 28종을 양산 중**이고, ② **GENTEX에 룸밀러 브라켓을 올해 4월부터 공급하기 시작**했으며, ③ **삼성SDI를 통해 전기모터사이클에 4월부터 배터리 함체를 공급** 중임. ④ 또한 보그워너에 EGR밸브를 충주공장은 올해 8월부터, 멕시코 공장은 내년부터 공급 예정임

3) 우려했던 ESS 매출도 전년 수준 이상 전망: 국내 화재로 인한 ESS 관련 매출이 급감할 것으로 우려했지만, 여전히 성장을 지속하고 있고, 연간 매출은 전년수준을 넘어설 것으로 예상함. 특히 **최근 정부에서는 ESS 사업 활성화를 위해 화재원인 조기 분석을 추진**하고 있어 관련 시장의 성장은 지속될 것으로 판단함

- **1Q19 Preview: 매출액은 전년동기대비 11.8% 증가하며 최대 매출액 달성 전망**

당사추정 올해 1분기 예상실적(연결기준)은 매출액 931억원, 영업이익 100억원으로 전년동기대비 각각 11.8%, 4.3% 증가했을 것으로 추정함. **5G 관련 통신장비 부품이 매출 성장을 견인하며 최대 매출액을 달성했을 것으로 예상함**

- **2019년 기준 PER 11.5배 수준, 동종업계 대비 할인되어 거래 중**

현재주가는 2019년 예상실적 기준(EPS 1,868원) PER 11.5배 수준으로 국내 동종업계(오이솔루션, 케이엠더블유, KH바텍, 신흥에스이씨, 인탑스 등)의 평균 PER 15.4배 대비 할인되어 거래 중임

5G 상용화 서비스의 글로벌 확대로 동사의 본격적인 성장 시작



자료: IR Book, 유진투자증권

실적 전망 및 Valuation

도표 1 **1Q19 예상실적: 매출액 +11.8%yoy, 영업이익 +4.3%yoy**

(십억원,%)	1Q19F			1Q18A	4Q18A
	실적	YoY (%,%p)	QoQ (%,%p)	실적	실적
매출액	**93.1**	**11.8**	**17.6**	**83.3**	**79.2**
수익					
영업이익	**10.0**	**4.3**	**-0.4**	**9.6**	**10.1**
세전이익	**9.7**	**12.8**	**-1.9**	**8.6**	**9.9**
당기순이익	**8.7**	**0.3**	**31.2**	**8.6**	**6.6**
지배기업 당기순이익	**7.9**	**2.3**	**20.7**	**7.7**	**6.6**
이익률(%)					
영업이익률	10.8	-0.8	-1.9	11.5	12.7
세전이익률	10.4	0.1	-2.1	10.3	12.4
당기순이익률	9.3	-1.1	1.0	10.4	8.3
지배기업 당기순이익률	8.5	-0.8	0.2	9.3	8.3

자료: 연결 기준, 유진투자증권

도표 2 **실적 전망 (연결 기준)**

(십억원,%)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	**83.3**	**87.8**	**74.3**	**79.2**	**93.1**	**99.5**	**102.2**	**101.1**	**237.9**	**324.6**	**395.9**	**482.2**
증가율(%,yoy)	*31.8*	*37.6*	*46.1*	*31.9*	*11.8*	*13.3*	*37.5*	*27.7*	*43.5*	*36.4*	*22.0*	*21.8*
제품별 매출액(십억원)												
통신장비 부품	52.0	42.1	40.9	26.1	61.8	52.6	61.4	37.8	98.8	161.1	213.7	267.1
모바일 부품	10.7	17.4	12.9	15.0	11.8	19.1	14.2	16.5	53.4	56.0	61.6	67.7
반도체장비 부품	12.3	9.1	3.6	4.6	4.9	3.7	4.3	5.6	45.2	29.6	18.5	21.6
ESS 부품	5.8	8.6	6.8	11.3	7.0	10.3	8.2	13.6	14.3	32.6	39.1	46.9
기타	2.5	10.6	10.0	22.1	7.6	13.8	14.1	27.7	27.3	45.3	63.1	78.9
제품별 비중(%)												
통신장비 부품	62.4	48.0	55.1	32.9	66.4	52.9	60.1	37.4	41.4	49.6	54.0	55.4
모바일 부품	12.9	19.8	17.3	18.9	12.6	19.2	13.9	16.3	22.4	17.2	15.6	14.0
반도체장비 부품	14.7	10.4	4.9	5.9	5.3	3.7	4.2	5.5	18.9	9.1	4.7	4.5
ESS 부품	7.0	9.8	9.2	14.3	7.5	10.3	8.0	13.5	6.0	10.0	9.9	9.7
기타	3.1	12.1	13.5	28.0	8.2	13.8	13.8	27.4	11.4	14.0	15.9	16.4
수익												
영업이익	**9.6**	**10.7**	**6.5**	**10.1**	**10.0**	**11.0**	**10.8**	**12.3**	**17.8**	**36.9**	**44.1**	**54.4**
세전이익	**8.6**	**16.5**	**1.7**	**9.9**	**9.7**	**10.2**	**9.3**	**10.5**	**7.4**	**36.6**	**39.7**	**48.2**
당기순이익	**8.6**	**15.4**	**1.7**	**6.6**	**8.7**	**9.9**	**8.7**	**9.3**	**6.3**	**32.3**	**36.5**	**43.6**
지배기업 순이익	**7.7**	**14.6**	**1.2**	**6.6**	**7.9**	**9.1**	**7.9**	**8.9**	**5.4**	**30.1**	**33.8**	**40.6**
이익률(%)												
영업이익률	11.5	12.1	8.8	12.7	10.8	11.1	10.6	12.1	7.5	11.4	11.2	11.3
세전이익률	10.3	18.8	2.3	12.4	10.4	10.3	9.1	10.4	3.1	11.3	10.0	10.0
당기순이익률	10.4	17.5	2.3	8.3	9.3	10.0	8.5	9.2	2.7	10.0	9.2	9.0
지배기업 순이익률	9.3	16.6	1.6	8.3	8.5	9.1	7.7	8.8	2.3	9.3	8.5	8.4

자료: 연결 기준, 유진투자증권

도표 3 Peer Group 비교

		평균	오이솔루션	케이엠더블유	KH바텍	신흥에스이씨	인탑스
국가			한국	한국	한국	한국	한국
2019-04-23			31,200	37,600	8,440	35,450	15,100
통화			KRW	KRW	KRW	KRW	KRW
시가총액(십억원)			241.5	707.3	174.0	232.3	259.7
PER(배)							
	FY17A	17.6	-	-	-	23.4	11.9
	FY18A	28.0	50.9	-	-	24.5	8.8
	FY19F	**15.4**	**16.6**	**18.2**	**17.2**	**-**	**9.7**
	FY20F	**11.2**	**12.7**	**15.1**	**7.8**	**-**	**9.1**
PBR(배)							
	FY17A	2.6	1.3	7.8	1.3	2.2	0.5
	FY18A	2.2	1.9	4.8	0.9	2.8	0.5
	FY19F	2.7	2.9	6.2	0.8	-	0.6
	FY20F	2.0	2.4	4.4	0.8	-	0.6
매출액(십억원)							
	FY17A		76.6	203.7	351.1	133.1	687.5
	FY18A		81.5	296.3	204.0	215.4	715.6
	FY19F		157.8	401.1	259.0	-	801.8
	FY20F		192.2	476.0	424.0	-	844.0
영업이익(십억원)							
	FY17A		-1.9	-3.0	-31.5	9.9	28.8
	FY18A		0.2	-26.2	-18.4	14.1	34.2
	FY19F		16.0	41.8	12.0	-	48.0
	FY20F		20.8	55.1	28.0	-	51.0
영업이익률(%)							
	FY17A		-2.5	-1.5	-9.0	7.5	4.2
	FY18A		0.3	-8.9	-9.0	6.6	4.8
	FY19F		10.1	10.4	4.6	-	6.0
	FY20F		10.8	11.6	6.6	-	6.0
순이익(십억원)							
	FY17A		-1.8	-8.7	-37.5	5.8	16.6
	FY18A		2.6	-31.3	-39.0	9.6	22.6
	FY19F		14.6	34.2	10.0	-	26.8
	FY20F		19.0	46.9	22.0	-	28.6
EV/EBITDA(배)							
	FY17A		32.6	65.1	-	10.1	1.8
	FY18A		26.7	-	-	13.1	1.6
	FY19F		11.3	13.0	-	-	2.2
	FY20F		9.1	11.1	-	-	2.1
ROE(%)							
	FY17A		-2.9	-17.9	-16.3	9.9	4.4
	FY18A		3.8	-45.5	-20.3	12.5	5.8
	FY19F		19.3	41.0	5.2	14.7	6.5
	FY20F		20.9	34.4	10.2	20.8	6.5

참고: 2019.04.23 종가기준
자료: 유진투자증권

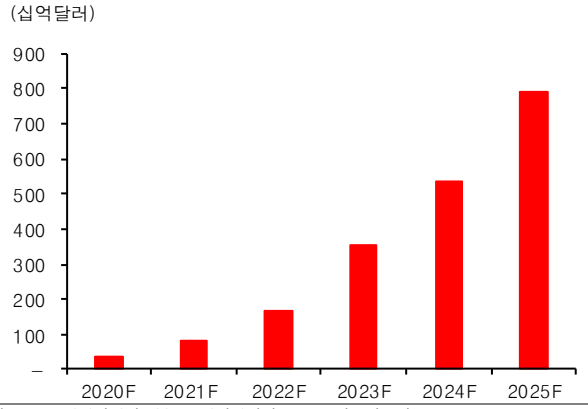
통신장비 부품: 5G 투자 확대 본격 수혜

도표 4 Value Chain: 엔드유저는 각 국의 주요 통신사



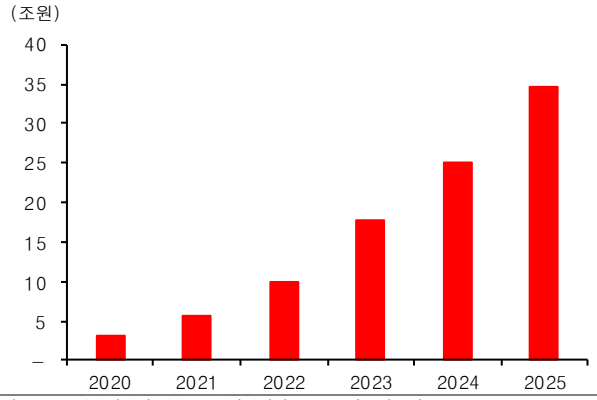
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 5 세계 5G 시장 규모 추이



자료: ETRI산업전략연구부, KT경제경영연구소, 유진투자증권

도표 6 국내 5G 시장 규모 추이



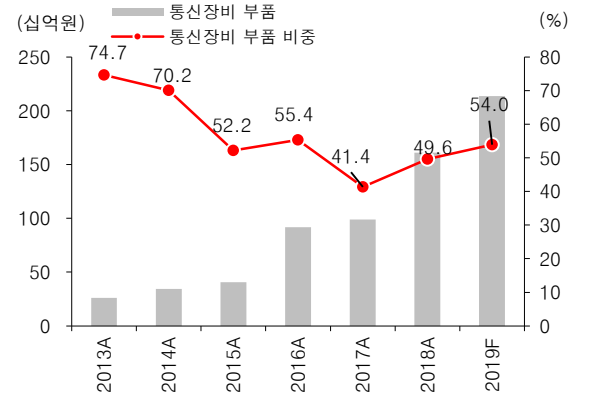
자료: ETRI산업전략연구부, KT경제경영연구소, 유진투자증권

도표 7 통신장비 부문 주요 제품 현황



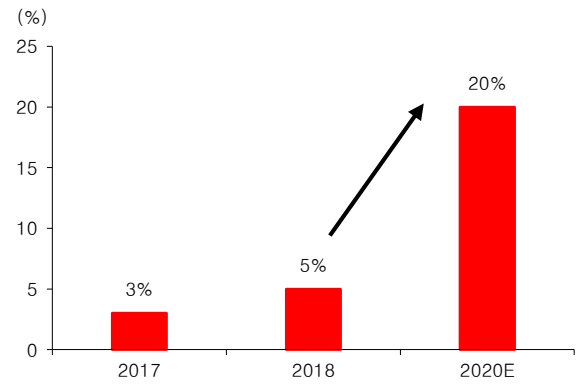
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 8 통신장비 매출액 및 매출비중 추이



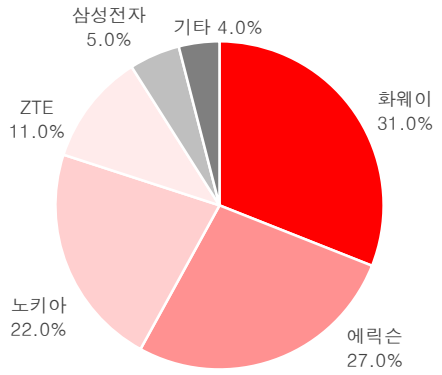
자료: 유진투자증권

도표 9 삼성전자 글로벌 통신장비시장 점유율 확대



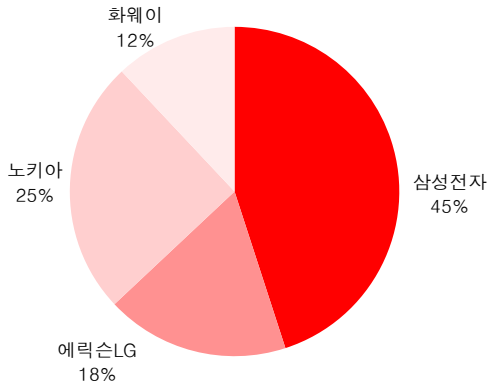
자료: 삼성전자, 유진투자증권

도표 10 2018년 기준 글로벌 통신장비시장 점유율



자료: HIS Market, 유진투자증권

도표 11 국내 4G LTE 통신장비 시장점유율



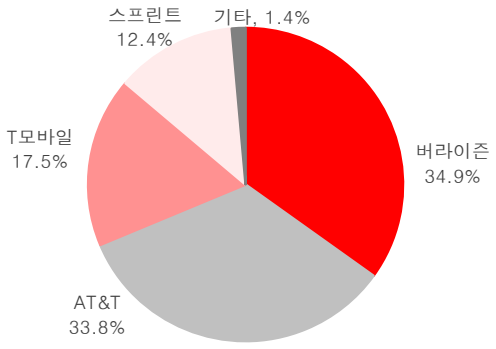
자료: 국회, 유진투자증권

도표 12 국내 통신사 장비 공급업체 선정

통신사	통신장비 공급업체
SK텔레콤	삼성전자, 노키아코리아, 에릭슨LG
KT	삼성전자, 노키아코리아, 에릭슨LG
LG유플러스	삼성전자, 노키아코리아, 에릭슨LG, 화웨이(잠정)

자료: 업계 자료, 유진투자증권

도표 13 미국 통신사 시장점유율



자료: IDC Korea, 유진투자증권

도표 14 미국 주요 통신사 장비 공급업체 선정

통신사	통신장비 공급업체
AT&T	삼성전자, 노키아, 에릭슨
Verizon	삼성전자, 노키아, 에릭슨
Sprint	삼성전자, 노키아, 에릭슨

자료: 업계 자료, 유진투자증권

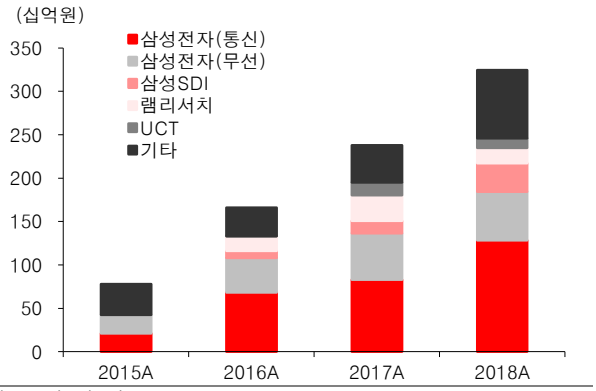
2019년은 통신장비, 자동차 등으로 모멘텀 확대

도표 15 2019년부터 통신, ESS, 자동차 등으로 모멘텀 확대



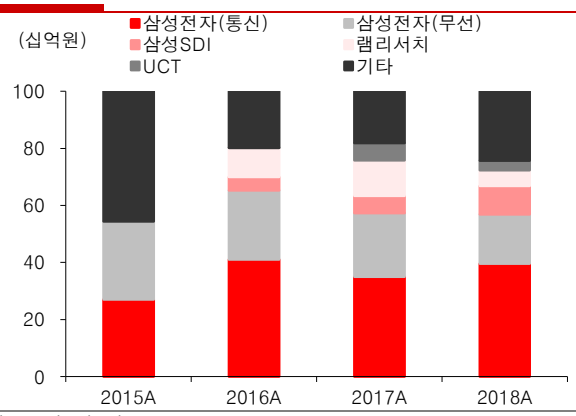
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 16 주요 고객별 매출액 추이



자료: 유진투자증권

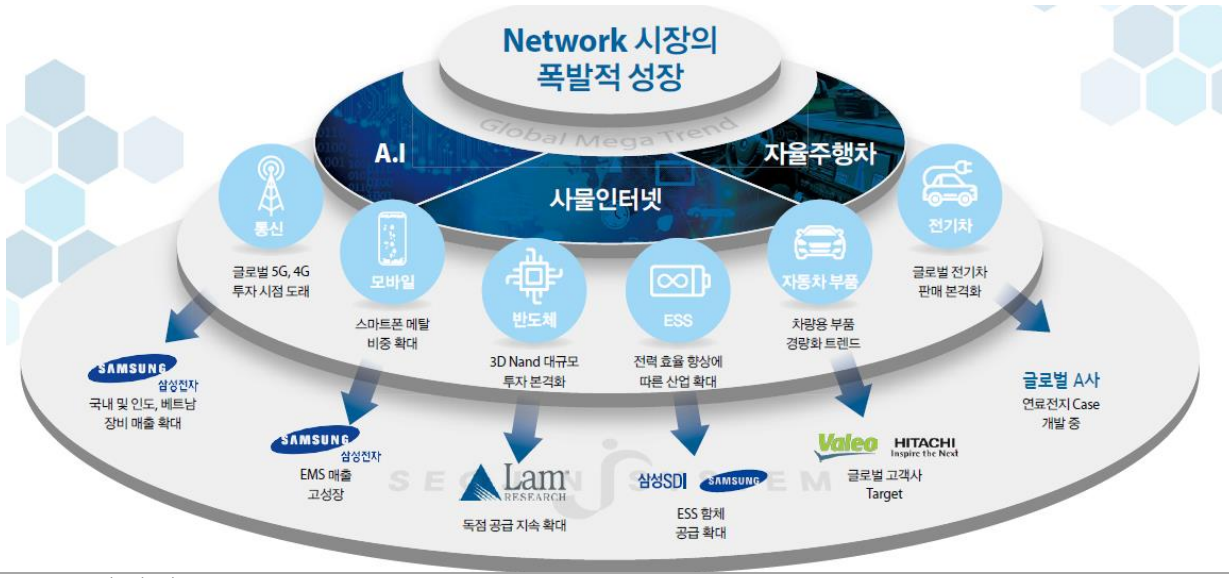
도표 17 주요 거래처별 매출 비중 추이



자료: 유진투자증권

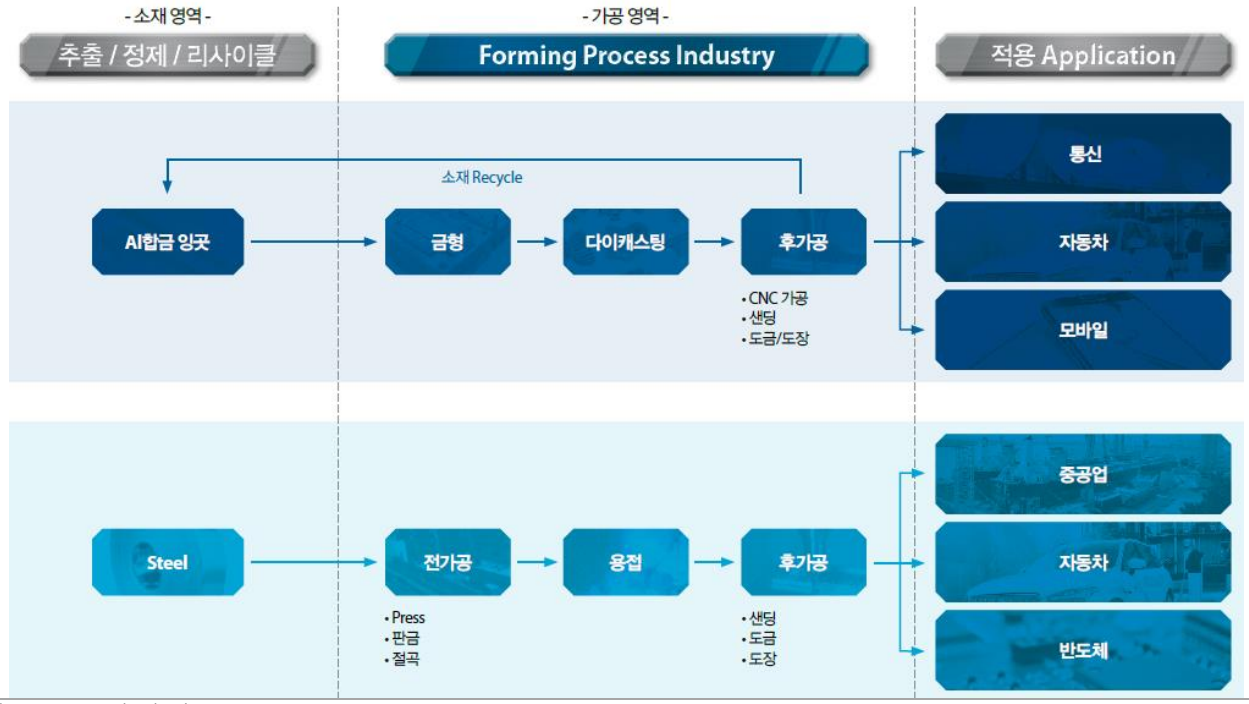
메탈 가공기술을 기반으로 한 4차산업혁명 패러다임의 변화에 적합한 기업

도표 18 글로벌 산업의 패러다임 변화: 서진시스템 성장의 새로운 기회



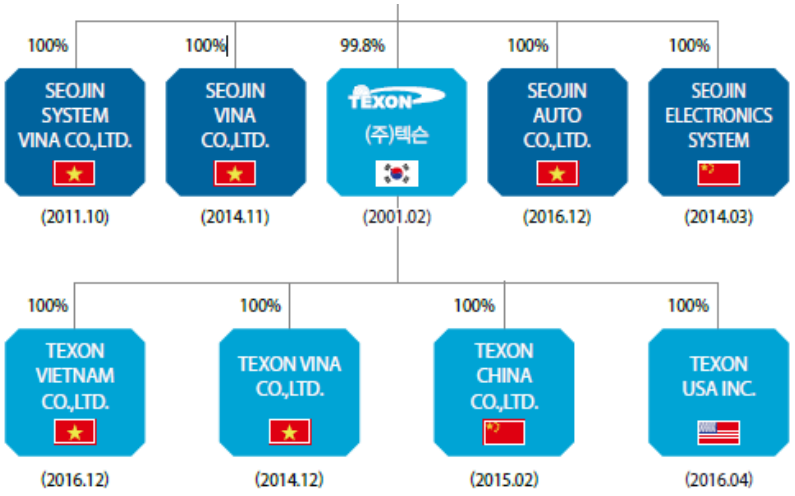
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 19 메탈 소재부터 가공까지 토탈솔루션 제공



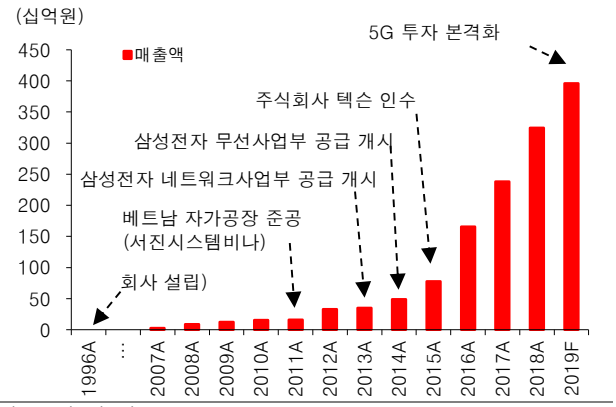
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 20 자회사 현황 및 지분 내역



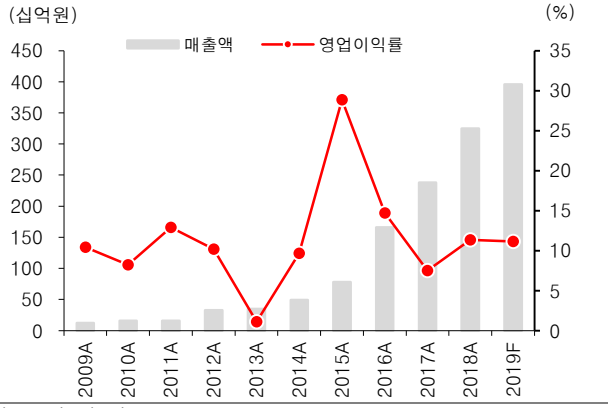
자료: 유진투자증권

도표 21 최근 급속한 매출 성장 전망



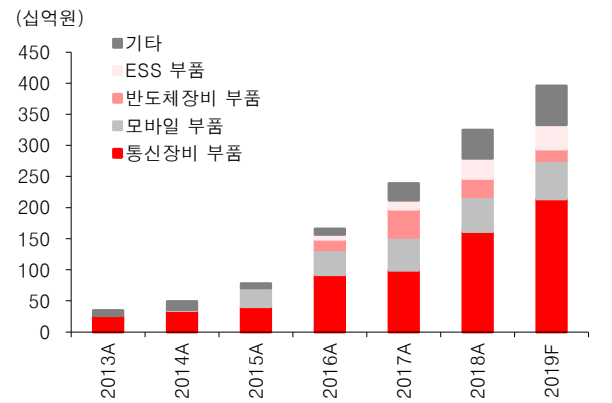
자료: 유진투자증권

도표 22 실적 성장과 함께 수익성 안정적



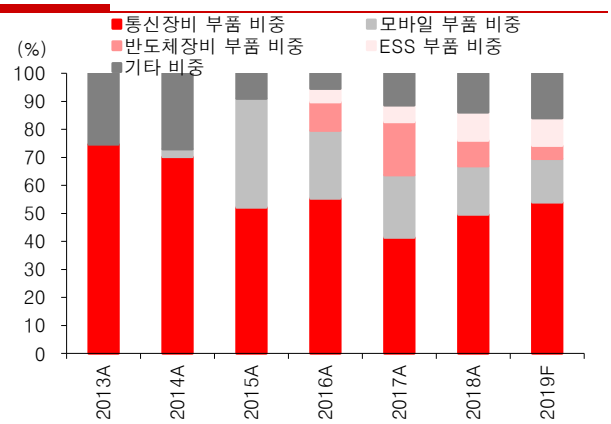
자료: 유진투자증권

도표 23 제품별 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 24 제품별 매출비중 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

서진시스템(178320.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**259.2**	**437.8**	**494.7**	**560.8**	**637.1**
유동자산	110.3	154.4	208.0	263.2	321.4
현금성자산	19.8	25.6	53.8	79.7	105.5
매출채권	27.8	39.6	48.7	59.1	70.6
재고자산	52.5	71.2	87.2	106.0	126.7
비유동자산	148.9	283.4	286.7	297.6	315.7
투자자산	3.2	7.5	7.8	8.1	8.4
유형자산	129.2	259.9	263.3	274.3	292.4
기타	16.5	16.1	15.6	15.2	14.9
부채총계	**137.9**	**216.1**	**240.1**	**266.2**	**295.1**
유동부채	125.0	189.8	213.6	239.5	268.1
매입채무	40.6	96.6	120.3	146.1	174.6
유동성이자부채	80.8	84.6	84.6	84.6	84.6
기타	3.7	8.6	8.7	8.8	8.8
비유동부채	12.9	26.3	26.5	26.7	27.0
비유동기타부채	10.8	21.2	21.2	21.2	21.2
기타	2.1	5.2	5.4	5.6	5.8
자본총계	**121.3**	**221.7**	**254.6**	**294.6**	**342.0**
지배지분	118.7	216.9	249.8	289.8	337.2
자본금	3.1	9.1	9.1	9.1	9.1
자본잉여금	66.0	128.2	128.2	128.2	128.2
이익잉여금	43.9	72.8	105.7	145.7	193.1
기타	5.7	6.8	6.8	6.8	6.8
비지배지분	2.6	4.8	4.8	4.8	4.8
자본총계	**121.3**	**221.7**	**254.6**	**294.6**	**342.0**
총차입금	91.6	105.8	105.8	105.8	105.8
순차입금	71.8	80.1	51.9	26.1	0.2

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**237.9**	**324.6**	**395.9**	**482.2**	**574.3**
증가율(%)	43.5	36.4	22.0	21.8	19.1
매출원가	194.4	261.3	314.5	382.2	454.9
매출총이익	43.5	63.2	81.4	100.1	119.4
판매 및 일반관리비	25.7	26.4	37.3	45.7	54.4
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**17.8**	**36.9**	**44.1**	**54.4**	**65.0**
증가율(%)	(26.8)	106.6	19.7	23.2	19.5
EBITDA	31.5	53.6	80.8	92.1	104.8
증가율(%)	(8.9)	69.9	50.7	14.1	13.8
영업외손익	(10.4)	(0.3)	(4.4)	(6.2)	(7.6)
이자수익	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
이자비용	3.8	3.8	4.0	4.0	4.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	(6.8)	3.3	(0.6)	(2.5)	(3.9)
세전순이익	7.4	36.6	39.7	48.2	57.4
증가율(%)	(64.0)	394.4	8.6	21.4	19.1
법인세비용	1.1	4.3	3.2	4.6	6.4
당기순이익	**6.3**	**32.3**	**36.5**	**43.6**	**51.1**
증가율 (%)	(67.8)	412.5	13.0	19.4	17.1
지배주주지분	5.4	30.1	33.8	40.6	47.6
증가율(%)	(72.5)	458.8	12.3	20.0	17.2
비지배지분	0.9	2.2	2.7	3.0	3.5
EPS	**401**	**1,871**	**1,868**	**2,241**	**2,628**
증가율 (%)	(91.2)	367.2	(0.2)	20.0	17.2
수정EPS	401	1,871	1,868	2,241	2,628
증가율 (%)	(91.2)	367.2	(0.2)	20.0	17.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	**(8.0)**	**70.5**	**71.8**	**78.1**	**87.3**
당기순이익	6.3	32.3	36.5	43.6	51.1
자산상각비	13.7	16.7	36.6	37.7	39.8
기타비현금성손익	4.1	(0.5)	0.3	0.2	0.2
운전자본증감	(33.9)	13.8	(1.6)	(3.4)	(3.8)
매출채권감소(증가)	(3.8)	(16.7)	(9.1)	(10.4)	(11.5)
재고자산감소(증가)	(7.4)	(18.6)	(16.1)	(18.7)	(20.7)
매입채무증가(감소)	(21.6)	56.0	23.7	25.8	28.5
기타	(1.2)	(6.9)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
투자활동현금흐름	**(35.6)**	**(144.4)**	**(40.0)**	**(48.7)**	**(57.9)**
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(36.2)	(147.3)	(39.6)	(48.2)	(57.4)
유형자산처분	4.8	3.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(4.2)	0.5	(0.1)	(0.1)	(0.1)
재무활동현금흐름	**50.0**	**79.1**	**(3.6)**	**(3.6)**	**(3.6)**
차입금증가	10.3	14.7	0.0	0.0	0.0
자본증가	39.7	64.4	(3.6)	(3.6)	(3.6)
배당금지급	1.7	0.6	3.6	3.6	3.6
현금 증감	**6.3**	**5.3**	**28.2**	**25.8**	**25.8**
기초현금	13.3	19.7	25.0	53.1	79.0
기말현금	19.7	25.0	53.1	79.0	104.8
Gross cash flow	33.6	59.1	73.4	81.6	91.1
Gross investment	69.5	130.6	41.6	52.1	61.7
Free cash flow	**(35.9)**	**(71.4)**	**31.8**	**29.5**	**29.5**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	401	1,871	1,868	2,241	2,628
BPS	8,725	11,982	13,801	16,011	18,631
DPS	100	200	200	200	200
밸류에이션(배,%)					
PER	39.9	9.3	11.5	9.6	8.2
PBR	1.8	1.4	1.6	1.3	1.2
EV/ EBITDA	9.3	7.4	5.5	4.6	3.8
배당수익율	0.6	1.2	0.9	0.9	0.9
PCR	6.4	4.7	5.3	4.8	4.3
수익성 (%)					
영업이익율	7.5	11.4	11.2	11.3	11.3
EBITDA이익율	13.3	16.5	20.4	19.1	18.3
순이익율	2.7	10.0	9.2	9.0	8.9
ROE	6.6	19.3	15.7	16.2	16.3
ROIC	9.0	13.2	13.3	15.7	17.4
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	59.2	36.1	20.4	8.9	0.1
유동비율	88.2	81.4	97.4	109.9	119.9
이자보상배율	4.8	10.2	11.7	14.7	17.9
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.9	0.8	0.9	1.0
매출채권회전율	7.5	9.6	9.0	8.9	8.9
재고자산회전율	4.9	5.2	5.0	5.0	4.9
매입채무회전율	4.6	4.7	3.7	3.6	3.6

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	87%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	13%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.03.31 기준)