

# SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

## Company Data

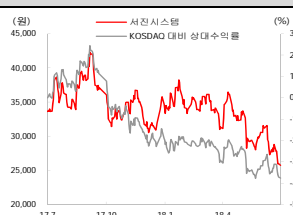
|          |          |
|----------|----------|
| 자본금      | 31 억원    |
| 발행주식수    | 639 만주   |
| 자사주      | 0 만주     |
| 액면가      | 500 원    |
| 시가총액     | 1,645 억원 |
| 주요주주     |          |
| 전동규(외18) | 44.93%   |

|        |       |
|--------|-------|
| 외국인지분률 | 150%  |
| 배당수익률  | 0.40% |

## Stock Data

|              |           |
|--------------|-----------|
| 주가(18/07/09) | 25,750 원  |
| KOSDAQ       | 808.28 pt |
| 52주 Beta     | 0.63      |
| 52주 최고가      | 42,296 원  |
| 52주 최저가      | 25,750 원  |
| 60일 평균 거래대금  | 25 억원     |

## 주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가   | 상대주가   |
|-------|--------|--------|
| 1개월   | -15.8% | -8.5%  |
| 6개월   | -24.4% | -22.4% |
| 12개월  | -24.2% | -37.8% |

## 서진시스템 (178320/KQ | 매수(유지) | T.P 46,000 원(유지하향))

### 오늘보다 내일, 내일보다 모레가 기대되는 기업

- 각 사업 부문별 전방 산업의 고른 성장으로 사상 최대 실적 향해 순항 중
- 통신장비 부문은 5G 주파수 경매 끝나고 올해 말부터 본격적인 발주 기대
- ESS 합체는 정부 ESS REC 가중치 부여 연장 등으로 수요 증가 수혜 예상
- 글로벌 전기차 관련 업체 중심 고객 다변화 이뤄지며 새로운 성장 동력 마련
- 올해 예상 EPS 기준 P/E 5.4 배, 성장주 + 밸류에이션 매력 부각 시점 판단

### 최고실적을 향해 순항 중

서진시스템은 각 사업 부문별 전방 산업의 고른 성장과 생산 공정 수직계열화 효과에 힘입어 올해 사상 최대 실적을 달성 할 수 있을 것으로 판단된다. ① 스몰셀 합체/안테나 등을 제작하는 통신장비 부문에서만 올해 1,200 억원 이상의 매출 달성이 가능할 전망이다. 특히 5G 주파수 경매가 끝나고 올해 말부터 본격적인 통신장비 발주가 기대되는 만큼 매출 성장률은 더욱 가팔라질 것으로 예상된다. ② ESS 부문은 가장 높은 매출 성장률을 기록할 것으로 예상된다. 지난해 약 113 억원의 매출을 기록했던 ESS 부문은 정부의 ESS REC 가중치 부여 연장 등으로 인한 수요 증가에 힘입어 약 400 억원(YoY +254%)의 매출 달성이 가능할 전망이다. ③ 자동차 부문의 성장도 기대된다. 전기차 및 차량 경량화 부품을 납품 중인 'Valeo(프랑스)'를 비롯하여 미국 최대 자동차 부품회사인 'Borg-Warner', 일본 'Honda' 등으로 고객사를 확대 중이다. 글로벌 전기차 관련 업체들을 중심으로 고객 다변화가 이뤄지고 있는 만큼 향후 새로운 성장 동력으로 자리매김하기에 충분하다는 판단이다.

### 단기 주가 하락으로 인한 밸류에이션 매력도 부각

무엇보다 올해는 생산 공정의 수직계열화를 통한 이익률 회복이 가능해 보인다는 점이 가장 고무적이다. 올해 CNC 장비 추가 확충 등이 완료되면 규모의 경제 효과는 더욱 크게 나타날 전망이다. 지난 5 월 유상증자 결정 이후 단기 하락한 주가는 올해 예상 EPS 기준 P/E 5.4 배에 불과하다. 성장주의 매력과 더불어 밸류에이션 매력도 함께 부각되는 시점이다. 증자로 인한 권리락(6/19)을 반영한 목표주가 46,000 원을 유지한다.

## 영업실적 및 투자지표

| 구분        | 단위 | 2015  | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 억원 | 777   | 1,659 | 2,379 | 3,068 | 3,978 | 4,825 |
| yoy       | %  | 58.2  | 113.4 | 43.5  | 28.9  | 29.7  | 21.3  |
| 영업이익      | 억원 | 224   | 244   | 178   | 384   | 506   | 610   |
| yoy       | %  | 373.5 | 8.7   | -26.8 | 115.2 | 31.8  | 20.6  |
| EBITDA    | 억원 | 288   | 346   | 315   | 530   | 630   | 723   |
| 세전이익      | 억원 | 179   | 206   | 74    | 358   | 477   | 587   |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 182   | 196   | 54    | 301   | 405   | 500   |
| 영업이익률%    | %  | 28.9  | 14.7  | 7.5   | 12.5  | 12.7  | 12.6  |
| EBITDA%   | %  | 37.1  | 20.9  | 13.3  | 17.3  | 15.8  | 15.0  |
| 순이익률      | %  | 23.5  | 11.8  | 2.7   | 10.1  | 10.4  | 10.6  |
| EPS       | 원  | 5,474 | 4,275 | 905   | 4,741 | 6,370 | 7,870 |
| PER       | 배  | 0.0   | 0.0   | 38.5  | 5.4   | 4.0   | 3.3   |
| PBR       | 배  | 0.0   | 0.0   | 1.8   | 1.1   | 0.9   | 0.7   |
| EV/EBITDA | 배  | 0.0   | 0.0   | 9.3   | 5.4   | 4.0   | 3.0   |
| ROE       | %  | 94.4  | 37.0  | 5.6   | 22.5  | 23.8  | 23.2  |
| 순차입금      | 억원 | 824   | 709   | 718   | 465   | 160   | -238  |
| 부채비율      | %  | 333.0 | 212.2 | 113.7 | 101.3 | 88.6  | 76.7  |

서진시스템 사업부문별 현황 및 예정 사항

| 구분  | 고객사                | 공급장비            | 사업현황 및 예정              | End-User         |
|-----|--------------------|-----------------|------------------------|------------------|
| 통신  | KMW                | 안테나             | 공급 진행 중                | Sprint           |
|     | 삼성전자               | 통신장비합체          | 공급 진행 중(4Q17 ~ 4Q18)   | Reliance         |
|     | 삼성전자               | 5G 통신장비합체(3.5G) | 금형 제작중, 4Q18 공급 진행 예정  | 국내 통신사           |
|     | 삼성전자               | 5G 통신장비합체(3.5G) | 금형 제작예정, 4Q18 공급 진행 예정 | KDDI(일본)         |
|     | Viettel            | 하우징, 필터, RU, DU | 공급 진행 중                | Viettel          |
| 모바일 | 삼성전자               | 방수폰(TRI공정)      | 공급 진행 중                | 삼성전자             |
|     | 삼성전자               | 탭(아노다이징)        | 공급 진행 중                | 삼성전자             |
|     | 삼성전자               | SUB-A'SSY       | 공급 진행 중                | 삼성전자             |
|     | 삼성전자               | 갤럭시노트9          | 공급 진행 중                | 삼성전자             |
| 반도체 | Lam Research KOREA | 하네스 등 부품        | 공급 및 개발 중              | Lam Research(미국) |
|     | Lam Research KOREA | 증착/식각 장비        | 공급 진행 중                | Lam Research(미국) |
|     | UCT                | 증착/식각 장비        | 공급 진행 중                | Lam Research(미국) |
| ESS | 삼성SDI              | ESS 합체          | 공급 진행 중                | 삼성SDI            |
| 기타  | LS산전               | 고압안전 차단기        | 2019년 양산예정             | LS산전             |
|     | LS산전(Vina 공장)      | 고압 배전반 부품       | 2018년 하반기 양산예정         | LS산전(베트남)        |
| 중공업 | 효성                 | 발전기, 전동기 프레임    | 공급 진행 중                | 효성               |
|     | General Electric   | 발전기, 전동기 프레임    | 승인 완료 후 양산 예정          | General Electric |
|     | Hitachi            | 발전기, 전동기 프레임    | 공급 진행 중                | Hitachi          |
| 자동차 | Valeo              | 모터케이스 외 26종     | 공급 진행 중                | Valeo            |
|     | Valeo              | EPS 하우징         | 개발 진행 중, 연내 양산 예정      | Valeo            |
|     | Hitachi sanki      | 인버터 시스템         | 시제품 공급 완료              | Honda            |
|     | Borg-Warner        | EGR밸브(람다3)      | 3Q18 금형 착수 예정          | Borg-Warner      |
|     | Borg-Warner        | EGR밸브(카파)       | 3Q18 금형 착수 예정          | Borg-Warner      |
|     | Gentex             | 룸밀러 브라켓         | 금형 제작 완료, 4Q18 양산 예정   | Gentex           |
|     | Mito               | 트럭용 범퍼          | 공급 진행 중                | Mitsubishi fuso  |
|     | Hitachi            | 신칸센 고속철 모터케이스   | 공급 진행 중                | Hitachi          |

자료 : 서진시스템 SK 증권

서진시스템 베트남 현지 법인 및 공장 현황

| 구분                  | 서진시스템 비나       | 서진 비나    | 서진 오토        | 텍스 베트남         | 텍스 비나      |
|---------------------|----------------|----------|--------------|----------------|------------|
| 사업장 위치              | 베트남 박닌성 띠엔선 공단 |          |              |                | 박장성 반트롱 공단 |
| 생산제품                | 통신 / 가전        | 잉곳 / 모바일 | 자동차 / 신규사업 등 | 통신 / ESS / 반도체 | 통신 / ESS   |
| 대지(m <sup>2</sup> ) | 32,825         | 42,200   | 80,682       | 49,865         | 10,000     |
| 건평(m <sup>2</sup> ) | 46,200         | 53,240   | 134,055      | 120,543        | 5,290      |
| 생산인력(명)             | 2,212          | 4,917    | 802          | 483            | 122        |
| 설립연월                | 2011.10        | 2014.11  | 2016.12      | 2016.12        | 2014.12    |

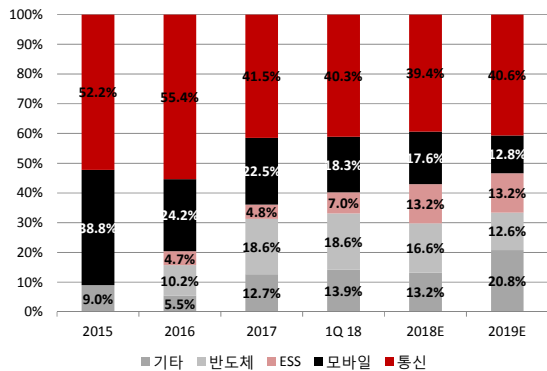
자료 : 서진시스템 SK 증권

## 서진시스템 실적 추정

| 구분         | 2017    |         |        |        |        | 2018E   |         | 2019E   | 2020E   |
|------------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
|            | 합계      | 1Q      | 2Q     | 3Q     | 4Q     | 합계      | 1Q      |         |         |
| 매출액        | 2,379.5 | 632.0   | 639.0  | 508.0  | 600.5  | 3,068.0 | 832.8   | 3,978.2 | 4,824.7 |
| 통신장비       | 988.2   | 343.0   | 319.0  | 140.0  | 186.2  | 1,207.8 | 335.6   | 1,615.9 | 2,068.4 |
| 모바일        | 534.3   | 116.0   | 110.0  | 156.0  | 152.3  | 540.6   | 152.4   | 508.7   | 493.9   |
| 반도체        | 441.7   | 108.0   | 117.0  | 110.0  | 106.7  | 507.9   | 154.9   | 502.4   | 546.2   |
| ESS        | 113.6   | 16.0    | 34.0   | 51.0   | 12.6   | 405.7   | 58.3    | 523.6   | 675.7   |
| 기타(자동차 포함) | 301.7   | 49.0    | 59.0   | 51.0   | 142.7  | 405.9   | 131.6   | 827.6   | 1,040.4 |
| 영업이익       | 178.0   | 68.0    | 19.0   | 38.0   | 53.5   | 384.0   | 96.1    | 506.0   | 610.0   |
| (OPM)      | (7.5%)  | (10.8%) | (3.0%) | (7.5%) | (8.9%) | (12.5%) | (11.5%) | (12.7%) | (12.6%) |

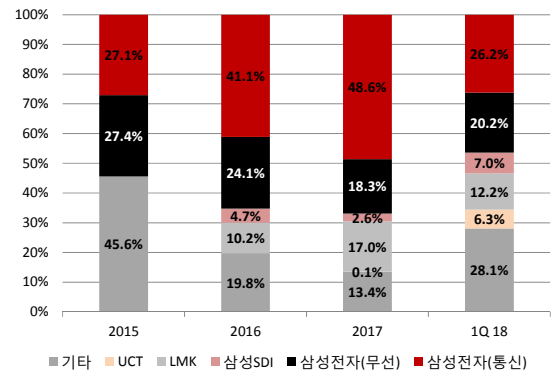
자료 : 서진시스템 SK 증권 추정

## 서진시스템 사업부문별 매출 비중 추이



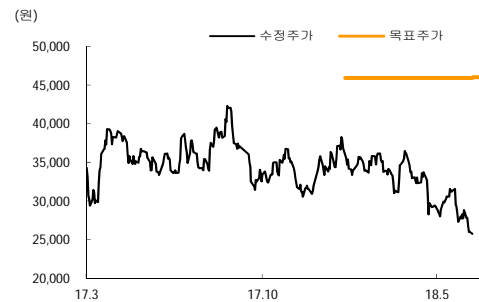
자료 : 서진시스템 SK 증권 추정

## 서진시스템 주요 거래처별 매출 비중



자료 : 서진시스템 SK 증권

| 일시         | 투자의견      | 목표주가    | 목표가격<br>대상시점 | 과리율     |                |
|------------|-----------|---------|--------------|---------|----------------|
|            |           |         |              | 평균주가대비  | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2018.07.10 | 매수        | 46,000원 | 6개월          |         |                |
| 2018.02.05 | 매수        | 45,924원 | 6개월          | -29.55% | -20.60%        |
| 2017.07.26 | Not Rated |         |              |         |                |



### Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 7월 10일 기준)

|    |       |    |      |    |    |
|----|-------|----|------|----|----|
| 매수 | 91.6% | 중립 | 8.4% | 매도 | 0% |
|----|-------|----|------|----|----|

## 재무상태표

| 월 결산(억원)       | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>    | 978   | 1,103 | 1,654 | 2,306 | 3,026 |
| 현금및현금성자산       | 133   | 197   | 481   | 786   | 1,185 |
| 매출채권및기타채권      | 358   | 278   | 358   | 464   | 563   |
| 재고자산           | 451   | 525   | 677   | 878   | 1,065 |
| <b>비유동자산</b>   | 1,286 | 1,489 | 1,415 | 1,345 | 1,289 |
| 장기금융자산         | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산           | 1,198 | 1,292 | 1,176 | 1,076 | 989   |
| 무형자산           | 61    | 165   | 188   | 206   | 222   |
| <b>자산총계</b>    | 2,263 | 2,592 | 3,069 | 3,651 | 4,315 |
| <b>유동부채</b>    | 1,296 | 1,250 | 1,375 | 1,544 | 1,701 |
| 단기금융부채         | 618   | 808   | 804   | 804   | 804   |
| 매입채무 및 기타채무    | 624   | 406   | 523   | 678   | 822   |
| 단기충당부채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>비유동부채</b>   | 242   | 129   | 170   | 171   | 172   |
| 장기금융부채         | 226   | 108   | 148   | 148   | 148   |
| 장기매입채무 및 기타채무  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기충당부채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>부채총계</b>    | 1,538 | 1,379 | 1,545 | 1,715 | 1,874 |
| <b>지배주주지분</b>  | 725   | 1,187 | 1,493 | 1,904 | 2,410 |
| 자본금            | 22    | 31    | 31    | 31    | 31    |
| 자본잉여금          | 288   | 660   | 660   | 660   | 660   |
| 기타자본구성요소       | 2     | 91    | 92    | 92    | 92    |
| 자기주식           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 이익잉여금          | 397   | 439   | 746   | 1,151 | 1,651 |
| 비지배주주지분        | 0     | 26    | 32    | 32    | 32    |
| <b>자본총계</b>    | 725   | 1,213 | 1,525 | 1,936 | 2,442 |
| <b>부채외자본총계</b> | 2,263 | 2,592 | 3,069 | 3,651 | 4,315 |

## 현금흐름표

| 월 결산(억원)            | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>     | 393  | -32  | 357   | 385   | 477   |
| 당기순이익(손실)           | 196  | 63   | 310   | 414   | 509   |
| 비현금성항목등             | 166  | 273  | 228   | 216   | 214   |
| 유형자산감가상각비           | 100  | 129  | 128   | 100   | 87    |
| 무형자산감가상각비           | 2    | 8    | 18    | 24    | 26    |
| 기타                  | 13   | 47   | 9     | -4    | -4    |
| 운전자본감소(증가)          | 49   | -339 | -134  | -181  | -169  |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가)   | -141 | -38  | -135  | -106  | -99   |
| 재고자산감소(증가)          | -239 | -74  | -152  | -201  | -187  |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 448  | -216 | 116   | 155   | 144   |
| 기타                  | -19  | -12  | 37    | -29   | -27   |
| 법인세납부               | -18  | -28  | -48   | -63   | -78   |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | -406 | -355 | -49   | -39   | -37   |
| 금융자산감소(증가)          | 3    | 0    | -5    | 0     | 0     |
| 유형자산감소(증가)          | -357 | -314 | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산감소(증가)          | -16  | -42  | -42   | -42   | -42   |
| 기타                  | -37  | 1    | -1    | 3     | 5     |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | 110  | 451  | -24   | -41   | -41   |
| 단기금융부채증가(감소)        | -89  | 31   | -29   | 0     | 0     |
| 장기금융부채증가(감소)        | 190  | 72   | 52    | 0     | 0     |
| 자본의증가(감소)           | 18   | 414  | 0     | 0     | 0     |
| 배당금의 지급             | 0    | -17  | -6    | 0     | 0     |
| 기타                  | -9   | -49  | -44   | -41   | -41   |
| <b>현금의 증가(감소)</b>   | 98   | 63   | 284   | 305   | 398   |
| 기초현금                | 36   | 133  | 197   | 481   | 786   |
| 기말현금                | 133  | 197  | 481   | 786   | 1,185 |
| FCF                 | -5   | -354 | 300   | 339   | 431   |

자료 : 서진시스템 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

| 월 결산(억원)              | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>            | 1,659 | 2,379 | 3,068 | 3,978 | 4,825 |
| <b>매출원가</b>           | 1,233 | 1,944 | 2,347 | 3,030 | 3,689 |
| <b>매출총이익</b>          | 426   | 435   | 721   | 948   | 1,136 |
| 매출총이익률 (%)            | 25.7  | 18.3  | 23.5  | 23.8  | 23.5  |
| <b>판매비와관리비</b>        | 182   | 257   | 337   | 442   | 526   |
| 영업이익                  | 244   | 178   | 384   | 506   | 610   |
| 영업이익률 (%)             | 14.7  | 7.5   | 12.5  | 12.7  | 12.6  |
| <b>비영업손익</b>          | -38   | -104  | -26   | -29   | -23   |
| <b>순금융비용</b>          | 50    | 37    | 38    | 38    | 36    |
| 외환관련손익                | 14    | -65   | 8     | 5     | 9     |
| <b>관계기업투자등 관련손익</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 세전계속사업이익              | 206   | 74    | 358   | 477   | 587   |
| 세전계속사업이익률 (%)         | 12.4  | 3.1   | 11.7  | 12.0  | 12.2  |
| 계속사업법인세               | 10    | 11    | 47    | 63    | 78    |
| <b>계속사업이익</b>         | 196   | 63    | 310   | 414   | 509   |
| 중단사업이익                | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| *법인세효과                | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익                 | 196   | 63    | 310   | 414   | 509   |
| <b>순이익률 (%)</b>       | 11.8  | 2.7   | 10.1  | 10.4  | 10.6  |
| <b>지배주주</b>           | 196   | 54    | 301   | 405   | 500   |
| <b>지배주주귀속 순이익률(%)</b> | 11.83 | 2.26  | 9.82  | 10.17 | 10.36 |
| <b>비지배주주</b>          | 0     | 9     | 9     | 9     | 9     |
| <b>총포괄이익</b>          | 195   | 9     | 307   | 411   | 506   |
| <b>지배주주</b>           | 195   | 0     | 307   | 411   | 506   |
| <b>비지배주주</b>          | 0     | 10    | 0     | 0     | 0     |
| <b>EBITDA</b>         | 346   | 315   | 530   | 630   | 723   |

## 주요투자지표

| 월 결산(억원)               | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>성장성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 매출액                    | 113.4  | 43.5   | 28.9   | 29.7   | 21.3   |
| 영업이익                   | 8.7    | -26.8  | 115.2  | 31.8   | 20.6   |
| 세전계속사업이익               | 15.1   | -64.0  | 383.3  | 33.4   | 23.0   |
| EBITDA                 | 20.2   | -9.0   | 68.0   | 18.9   | 14.8   |
| EPS(계속사업)              | -21.9  | -78.8  | 424.0  | 34.4   | 23.5   |
| <b>수익성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| ROE                    | 37.0   | 5.6    | 22.5   | 23.8   | 23.2   |
| ROA                    | 10.5   | 2.6    | 11.0   | 12.3   | 12.8   |
| EBITDA마진               | 20.9   | 13.3   | 17.3   | 15.8   | 15.0   |
| <b>안정성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 유동비율                   | 75.4   | 88.2   | 120.3  | 149.3  | 177.9  |
| 부채비율                   | 212.2  | 113.7  | 101.3  | 88.6   | 76.7   |
| 순차입금/자기자본              | 97.8   | 59.2   | 30.5   | 8.3    | -9.8   |
| EBITDA/이자비용(배)         | 6.9    | 8.3    | 13.4   | 15.4   | 17.6   |
| <b>주당지표 (원)</b>        |        |        |        |        |        |
| EPS(계속사업)              | 4,275  | 905    | 4,741  | 6,370  | 7,870  |
| BPS                    | 15,641 | 18,998 | 23,370 | 29,803 | 37,726 |
| CFPS                   | 6,507  | 3,205  | 7,036  | 8,321  | 9,651  |
| 주당 현금배당금               | 0      | 100    | 0      | 0      | 0      |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |        |        |        |        |        |
| PER(최고)                | 0.0    | 50.9   | 8.8    | 6.5    | 5.3    |
| PER(최저)                | 0.0    | 35.4   | 5.4    | 4.0    | 3.3    |
| PBR(최고)                | 0.0    | 2.4    | 1.8    | 1.4    | 1.1    |
| PBR(최저)                | 0.0    | 1.7    | 1.1    | 0.9    | 0.7    |
| PCR                    | 0.0    | 10.9   | 3.7    | 3.1    | 2.7    |
| EV/EBITDA(최고)          | 0.0    | 11.5   | 6.0    | 4.6    | 3.4    |
| EV/EBITDA(최저)          | 0.0    | 8.1    | 4.7    | 3.4    | 2.4    |