

SK COMPANY Analysis



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com
02-3773-8891

Company Data

자본금	32 억원
발행주식수	905 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	3,448 억원
주요주주	
전동규(외18)	45.06%

외국인지분률	4.60%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(18/09/18)	37,300 원
KOSDAQ	831.85 pt
52주 Beta	0.55
52주 최고가	42,067 원
52주 최저가	25,750 원
60일 평균 거래대금	34 억원

이 보고서는 『코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신 방안』의 일환으로 작성된 보고서입니다

서진시스템 (178320/KQ | 매수(유지) | T.P 50,000 원(상향))

모든 길은 서진시스템으로 통할 가능성이 크다

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 50,000 원으로 상향 조정
- 내년 3월 상용화 앞두고 있는 5G, 시기상 통신장비 발주 곧 진행될 가능성 높아
- 5G 통신장비 국산화 비중 높아질 것, 우리나라가 5G 속도 내는 가장 큰 이유
- 서진시스템은 베트남 내 규모의 경제 및 생산 공정 수직계열화 이룬 유일한 기업
- 다양한 사업군(群)의 성장성 감안하면 향후 실적 성장 속도 더 빨라질수도

통신장비의 국적 논란, 팔은 안으로 굽는다

내년 3월 세계 최초로 5G 상용화 서비스 제공을 목표로 하는 국내 통신사들의 장비 투자가 올 하반기부터 시작될 것으로 예상됨에 따라 서진시스템의 통신장비 사업 분야 매출 추가 성장이 기대된다. 5G 서비스가 개시된 이후에도 전국망 도입을 위해서는 향후 3~4년 간 꾸준한 투자가 필요하다는 점에서 서진시스템 통신장비 매출도 함께 우상향할 것으로 판단된다. 5G 상용화를 앞두고 어느 국적 어느 기업의 통신장비를 사용할 것인지에 대한 갑론을박이 진행 중이지만, 4G 도입 당시 터무니 없이 낮았던 국산 통신장비 비중을 높여야 한다는 점만큼은 모두가 공감대를 형성하는 분위기이다. 우리나라가 5G 상용화를 서두르고 있는 가장 큰 이유이기도 하다. 내년 3월 5G 상용화 서비스 제공을 위해서는 시기상 올해 4분기부터는 통신장비 발주에 대한 움직임이 나타나야 할 것으로 예상되며, 실제로 일부 통신장비/부품사들을 중심으로는 사전 준비 작업이 진행되는 중인 것으로 파악된다. 이 경우 베트남에서 규모의 경제 및 생산 공정 수직계열화를 이뤄낸 서진시스템이 가장 큰 수혜를 입을 것으로 판단된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 50,000 원으로 상향

서진시스템에 대한 투자의견을 매수로 유지하고 목표주가는 50,000 원으로 상향 조정한다. 목표주가 상향은 통신장비 사업 분야의 추가적인 매출 성장이 기대됨에 따라 올해 연간 실적을 비롯한 향후 실적을 상향 조정함에 기인한다. 목표주가 50,000 원은 내년도 예상 EPS 기준 P/E 9X에 불과하다. 현재 영위 중인 다양한 사업군(群)의 성장성을 함께 감안한다면, 향후 실적 성장 속도는 더 빨라질 가능성이 높다고 판단된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	777	1,659	2,379	3,389	4,408	5,375
yoy	%	58.2	113.4	43.5	42.4	30.1	21.9
영업이익	억원	224	244	178	423	562	680
yoy	%	373.5	8.7	-26.8	137.0	32.9	21.0
EBITDA	억원	288	346	315	564	685	792
세전이익	억원	179	206	74	395	523	647
순이익(지배주주)	억원	182	196	54	348	467	582
영업이익률%	%	28.9	14.7	7.5	12.5	12.8	12.7
EBITDA%	%	37.1	20.9	13.3	16.7	15.5	14.7
순이익률	%	23.5	11.8	2.7	10.8	11.0	11.1
EPS	원	5,474	4,275	905	4,657	6,250	7,785
PER	배	0.0	0.0	35.3	8.2	6.1	4.9
PBR	배	0.0	0.0	1.7	2.2	1.7	1.3
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	9.3	7.4	5.6	4.3
ROE	%	94.4	37.0	5.6	25.2	25.7	24.7
순차입금	억원	824	709	718	680	326	-138
부채비율	%	333.0	212.2	113.7	113.5	94.2	78.5

생산 공정 수직계열화를 통한 생산 효율 극대화



자료 : 서진시스템 SK 증권

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	방수핀(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	EGR벨브(람다3)	3Q18 금형 착수 예정	Borg-Warner
	Borg-Warner	EGR벨브(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

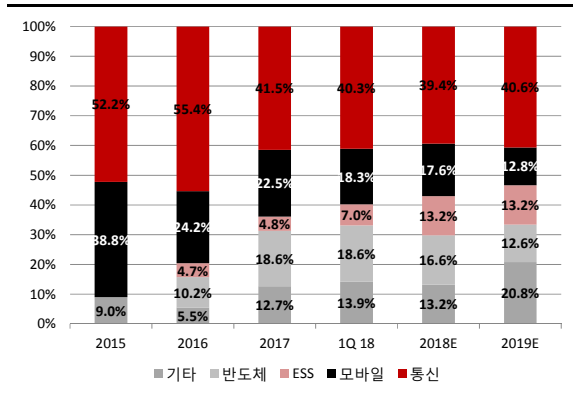
자료 : 서진시스템 SK 증권

서진시스템 실적 추정

구분	2017					2018E		2019E	2020E
	합계	1Q	2Q	3Q	4Q	합계	1H		
매출액	2,379.5	632.0	639.0	508.0	600.5	3,389.2	1,710.9	4,407.9	5,374.7
통신장비	988.2	343.0	319.0	140.0	186.2	1,529.0	940.82	2,045.5	2,618.4
모바일	534.3	116.0	110.0	156.0	152.3	540.6	281.01	508.7	493.9
반도체	441.7	108.0	117.0	110.0	106.7	507.9	214.02	502.4	546.2
ESS	113.6	16.0	34.0	51.0	12.6	405.7	143.73	523.6	675.7
기타(자동차 포함)	301.7	49.0	59.0	51.0	142.7	405.9	131.3	827.6	1,040.4
영업이익	178.0	68.0	19.0	38.0	53.5	417.7	202.7	562.0	673.8
(OPM)	(7.5%)	(10.8%)	(3.0%)	(7.5%)	(8.9%)	(12.3%)	(11.8%)	(12.7%)	(12.5%)

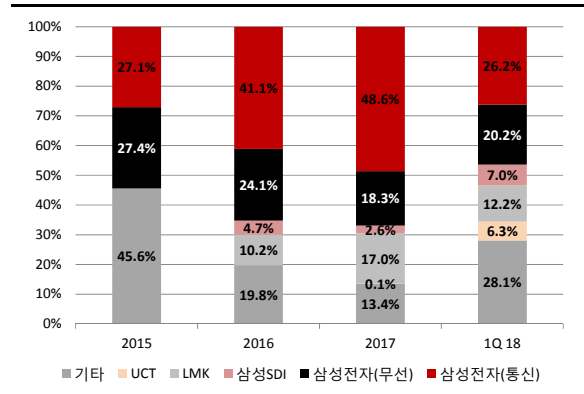
자료 : 서진시스템 SK 증권 추정

서진시스템 사업부문별 매출 비중 추이



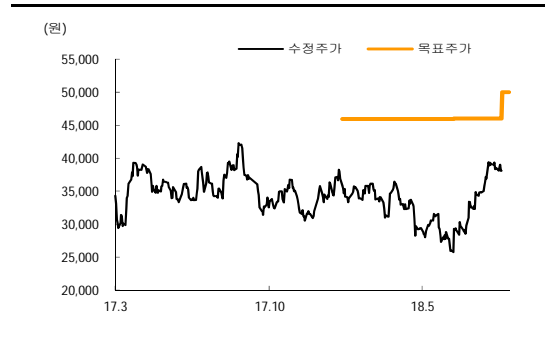
자료 : 서진시스템 SK 증권 추정

서진시스템 주요 거래처별 매출 비중



자료 : 서진시스템 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.09.18	매수	50,000원	6개월		
2018.07.10	매수	46,000원	6개월	-25.74%	-14.35%
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 기관투자가 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 9월 18일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	978	1,103	1,734	2,475	3,307
현금및현금성자산	133	197	444	797	1,261
매출채권및기타채권	358	278	395	514	627
재고자산	451	525	748	973	1,187
비유동자산	1,286	1,489	1,716	1,642	1,583
장기금융자산	1	0	0	0	0
유형자산	1,198	1,292	1,474	1,377	1,292
무형자산	61	165	200	217	232
자산총계	2,263	2,592	3,450	4,117	4,889
유동부채	1,296	1,250	1,392	1,582	1,762
단기금융부채	618	808	762	762	762
매입채무 및 기타채무	624	406	578	751	916
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	242	129	441	415	388
장기금융부채	226	108	362	362	362
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,538	1,379	1,834	1,997	2,150
지배주주지분	725	1,187	1,573	2,057	2,656
자본금	22	31	32	32	32
자본잉여금	288	660	710	710	710
기타자본구성요소	2	91	65	65	65
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	397	439	777	1,244	1,825
비지배주주지분	0	26	44	64	84
자본총계	725	1,213	1,616	2,121	2,740
부채외자본총계	2,263	2,592	3,450	4,117	4,889

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	393	-32	94	441	550
당기순이익(손실)	196	63	365	484	598
비현금성항목등	166	273	211	201	194
유형자산감가상각비	100	129	128	97	85
무형자산감가상각비	2	8	14	25	27
기타	13	47	14	-2	-2
운전자본감소(증가)	49	-339	-444	-204	-193
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-141	-38	-139	-119	-113
재고자산감소(증가)	-239	-74	-223	-225	-214
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	448	-216	-135	174	165
기타	-19	-12	54	-33	-32
법인세납부	-18	-28	-38	-40	-49
투자활동현금흐름	-406	-355	-41	-39	-37
금융자산감소(증가)	3	0	0	0	0
유형자산감소(증가)	-357	-314	0	0	0
무형자산감소(증가)	-16	-42	-42	-42	-42
기타	-37	1	1	3	5
재무활동현금흐름	110	451	193	-48	-48
단기금융부채증가(감소)	-89	31	-63	0	0
장기금융부채증가(감소)	190	72	274	0	0
자본의증가(감소)	18	414	20	0	0
배당금의 지급	0	-17	-6	0	0
기타	-9	-49	-32	-48	-48
현금의 증가(감소)	98	63	247	353	464
기초현금	36	133	197	444	797
기말현금	133	197	444	797	1,261
FCF	-5	-354	287	396	505

자료 : 서진시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,659	2,379	3,389	4,408	5,375
매출원가	1,233	1,944	2,593	3,357	4,109
매출총이익	426	435	796	1,051	1,266
매출총이익률 (%)	25.7	18.3	23.5	23.8	23.6
판매비와관리비	182	257	373	489	586
영업이익	244	178	423	562	680
영업이익률 (%)	14.7	7.5	12.5	12.8	12.7
비영업손익	-38	-104	-28	-39	-33
순금융비용	50	37	38	46	44
외환관련손익	14	-65	8	5	9
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	206	74	395	523	647
세전계속사업이익률 (%)	12.4	3.1	11.6	11.9	12.0
계속사업법인세	10	11	30	40	49
계속사업이익	196	63	365	484	598
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	196	63	365	484	598
순이익률 (%)	11.8	2.7	10.8	11.0	11.1
지배주주	196	54	348	467	582
지배주주귀속 순이익률(%)	11.83	2.26	10.27	10.59	10.82
비지배주주	0	9	17	17	17
총포괄이익	195	9	386	505	619
지배주주	195	0	365	484	599
비지배주주	0	10	20	20	20
EBITDA	346	315	564	685	792

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	113.4	43.5	42.4	30.1	21.9
영업이익	8.7	-26.8	137.0	32.9	21.0
세전계속사업이익	15.1	-64.0	433.0	32.6	23.7
EBITDA	20.2	-9.0	78.9	21.3	15.7
EPS(계속사업)	-21.9	-78.8	414.7	34.2	24.6
수익성 (%)					
ROE	37.0	5.6	25.2	25.7	24.7
ROA	10.5	2.6	12.1	12.8	13.3
EBITDA마진	20.9	13.3	16.7	15.5	14.7
안정성 (%)					
유동비율	75.4	88.2	124.5	156.5	187.7
부채비율	212.2	113.7	113.5	94.2	78.5
순차입금/자기자본	97.8	59.2	42.1	15.4	-5.0
EBITDA/이자비용(배)	6.9	8.3	14.3	14.1	16.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,275	905	4,657	6,250	7,785
BPS	15,641	18,998	17,376	22,727	29,346
CFPS	6,507	3,205	6,548	7,891	9,285
주당 현금배당금	0	100	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	0.0	46.7	8.5	6.3	5.1
PER(최저)	0.0	32.5	5.5	4.1	3.3
PBR(최고)	0.0	2.2	2.3	1.7	1.3
PBR(최저)	0.0	1.6	1.5	1.1	0.9
PCR	0.0	10.0	5.8	4.8	4.1
EV/EBITDA(최고)	0.0	11.5	7.6	5.8	4.5
EV/EBITDA(최저)	0.0	8.1	4.8	3.4	2.4