

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**나승두**

nsdoo@sk.com  
02-3773-8891

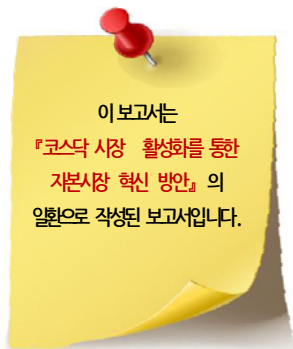
### Company Data

자본금	45 억원
발행주식수	1,810 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	3,204 억원
주요주주	
전동규(외18)	44.91%

외국인지분률	4.10%
배당수익률	0.60%

### Stock Data

주가(19/03/14)	17,550 원
KOSDAQ	755.42 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	19,700 원
52주 최저가	12,875 원
60일 평균 거래대금	46 억원



## 서진시스템 (178320/KQ | 매수(유지) | T.P 25,000 원(유지))

### 또 한번의 도약 구간 진입

- 5G 통신장비 및 모바일 사업부문 영향으로 지난해 큰 폭의 이익 성장 시현
- 공정 수직계열화를 통한 규모의 경제 시현에 성공한 유일한 기업
- 5G RRH 장비는 일체형, ASP 상승 요인, 5G 커버리지 확대는 Q 상승 요인
- 한국형 EMCS(위탁 생산 전문 기업)으로서의 성공 가능성 높아
- 글로벌 생산기지로 떠오르는 베트남, 동시에 다양한 기회 제공 중

### 이익률 개선에 앞장선 5G

서진시스템은 지난해 매출액 약 3,245 억원(YoY +36.4%), 영업이익 약 369 억원(YoY +106.6%), 순이익 약 323 억원(YoY +412.5%)의 잠정실적을 기록했다. 분기별 실적 변동에 따라 연간 실적에 대한 우려도 일부 있었지만, 지난해 4분기부터 본격적으로 생산된 5G 통신장비 및 모바일 사업부문의 영향으로 큰 폭의 이익 성장을 시현했다. 동사의 5G 통신장비 생산 기술은 경쟁사와 비교했을 때 압도적인 수준으로 평가 받는다. CNC 및 다이캐스팅 장비의 규모, 기술력 및 Know-how 등에서 큰 차이를 보이는 것으로 판단된다. 특히 공정 수직계열화를 통한 규모의 경제 시현에 성공한 유일한 기업이라는 점에서 당분간은 견고한 시장 지배력 유지가 가능할 전망이다. 동사가 주력으로 생산하는 RRH 합체의 경우 4G와 달리 5G는 안테나와 RRH가 함께 있는 일체형이기 때문에 ASP 상승이 기대된다. 더불어 이달 말부터 5G 통신서비스 상용화를 위한 본격적인 커버리지 확대 투자가 기대되는 만큼 Q의 동반 상승도 기대해 볼만 하다.

### 한국형 EMCS(Engineering Manufacturing Customer Services)

소니가 처음 도입한 것으로 알려진 EMCS는 설비투자에 대한 위험을 줄이기 위해 생산을 위탁 받아 전문적으로 개발/제조/서비스를 담당하는 생산 전담회사를 의미하는 개념이다. 특히 동사가 공정 수직계열화를 완성시킨 베트남은 중국에 이어 글로벌 생산기지로 떠오르고 있는 만큼, 동사에게 다양한 기회를 제공할 수 있을 것으로 판단된다. 자동차/중공업 등 금속 가공을 필요로 하는 글로벌 기업들의 관심이 이어지고 있으며, 실제로 관련 생산 제품 및 매출이 꾸준히 우상향 중이다. 향후 매출 비중 1위 사업분야인 통신장비 부문을 넘어설 가능성도 높다.

### 영업실적 및 투자지표

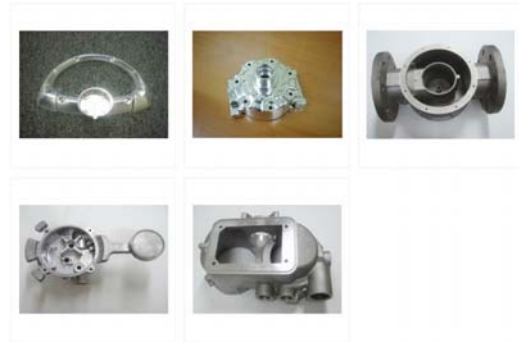
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	777	1,659	2,379	3,246	4,415	5,375
yoy	%	58.2	113.4	43.5	36.4	36.0	21.7
영업이익	억원	224	244	178	369	499	598
yoy	%	373.5	8.7	-26.8	106.7	35.3	19.9
EBITDA	억원	288	346	315	505	623	709
세전이익	억원	179	206	74	355	501	601
순이익(지배주주)	억원	182	196	54	301	434	526
영업이익률%	%	28.9	14.7	7.5	11.4	11.3	11.1
EBITDA%	%	37.1	20.9	13.3	15.6	14.1	13.2
순이익률	%	23.5	11.8	2.7	10.0	10.3	10.2
EPS	원	2,654	2,041	418	1,932	2,399	2,907
PER	배	0.0	0.0	38.2	9.0	7.4	6.1
PBR	배	0.0	0.0	1.8	1.5	1.3	1.0
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	9.3	6.8	5.2	4.1
ROE	%	94.4	37.0	5.6	18.2	18.5	18.6
순차입금	억원	824	709	718	252	-39	-434
부채비율	%	333.0	212.2	113.7	73.3	68.2	62.0

서진시스템 통신장비 주요 제품



자료 : 서진시스템 SK 증권

서진시스템 자동차부품 주요 제품



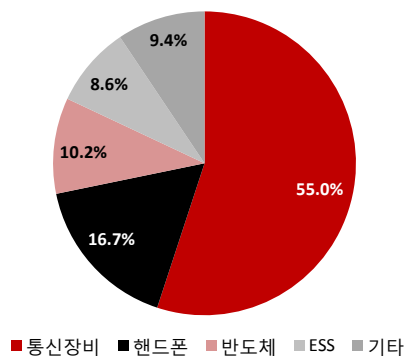
자료 : 서진시스템 SK 증권

생산 공정 수직계열화를 통한 생산 효율 극대화



자료 : 서진시스템 SK 증권

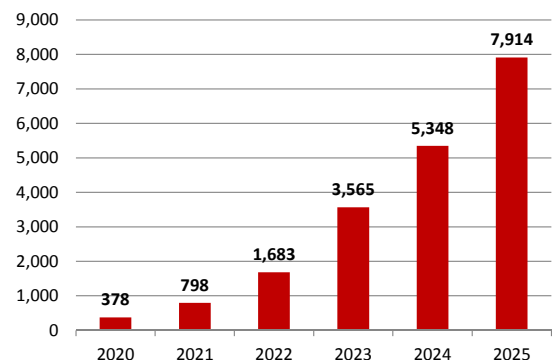
사업부문별 매출 비중(3Q 18 누적기준)



자료 : 서진시스템 SK 증권

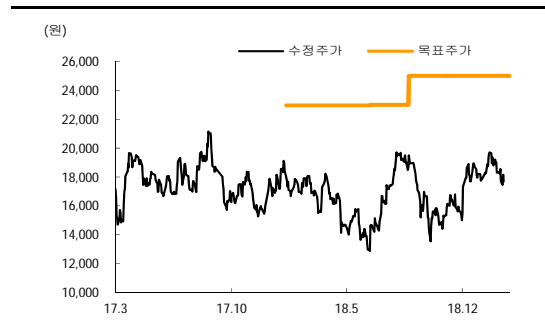
글로벌 5G 시장 규모 전망

(단위 : 억 달러)



자료 : 한국인터넷진흥원, 서진시스템 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.03.15	매수	25,000원	6개월		
2019.01.04	매수	25,000원	6개월	-26.02%	-21.20%
2018.11.15	매수	25,000원	6개월	-35.57%	-22.00%
2018.09.19	매수	25,000원	6개월	-34.74%	-22.00%
2018.07.10	매수	23,000원	6개월	-25.48%	-14.35%
2018.02.05	매수	22,962원	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 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 3 월 15 일 기준)

매수	89.76%	중립	10.24%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	978	1,103	1,957	2,651	3,403
현금및현금성자산	133	197	455	746	1,142
매출채권및기타채권	358	278	379	502	612
재고자산	451	525	717	951	1,158
<b>비유동자산</b>	1,286	1,489	1,828	1,785	1,754
장기금융자산	1	0	0	0	0
유형자산	1,198	1,292	1,584	1,471	1,373
무형자산	61	165	206	238	267
<b>자산총계</b>	2,263	2,592	3,785	4,436	5,157
<b>유동부채</b>	1,296	1,250	1,305	1,503	1,677
단기금융부채	618	808	702	702	702
매입채무 및 기타채무	624	406	553	734	894
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	242	129	296	296	297
장기금융부채	226	108	272	272	272
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,538	1,379	1,601	1,799	1,974
<b>지배주주지분</b>	725	1,187	2,135	2,570	3,096
자본금	22	31	45	45	45
자본잉여금	288	660	1,328	1,328	1,328
기타자본구성요소	2	91	65	65	65
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	397	439	729	1,164	1,690
비지배주주지분	0	26	48	68	88
<b>자본총계</b>	725	1,213	2,183	2,638	3,184
<b>부채외자본총계</b>	2,263	2,592	3,785	4,436	5,157

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	393	-32	-69	367	470
당기순이익(손실)	196	63	323	456	548
비현금성항목등	166	273	201	167	161
유형자산감가상각비	100	129	128	113	98
무형자산감가상각비	2	8	9	11	13
기타	13	47	5	-20	-20
운전자본감소(증가)	49	-339	-552	-212	-186
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-141	-38	-57	-124	-109
재고자산감소(증가)	-239	-74	-191	-234	-207
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	448	-216	-267	181	160
기타	-19	-12	-35	-35	-30
법인세납부	-18	-28	-41	-44	-53
<b>투자활동현금흐름</b>	-406	-355	-308	-38	-36
금융자산감소(증가)	3	0	-265	0	0
유형자산감소(증가)	-357	-314	-1	0	0
무형자산감소(증가)	-16	-42	-42	-42	-42
기타	-37	1	0	5	6
<b>재무활동현금흐름</b>	110	451	635	-38	-38
단기금융부채증가(감소)	-89	31	-211	0	0
장기금융부채증가(감소)	190	72	242	0	0
자본의증가(감소)	18	414	651	0	0
배당금의 지급	0	-17	-6	0	0
기타	-9	-49	-40	-38	-38
<b>현금의 증가(감소)</b>	98	63	259	291	396
기초현금	36	133	197	455	746
기말현금	133	197	455	746	1,142
FCF	-5	-354	257	325	428

자료 : 서진시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	1,659	2,379	3,246	4,415	5,375
<b>매출원가</b>	1,233	1,944	2,600	3,585	4,370
<b>매출총이익</b>	426	435	646	830	1,005
매출총이익률 (%)	25.7	18.3	19.9	18.8	18.7
<b>판매비와관리비</b>	182	257	277	331	407
영업이익	244	178	369	499	598
영업이익률 (%)	14.7	7.5	11.4	11.3	11.1
<b>비영업손익</b>	-38	-104	-14	2	3
<b>순금융비용</b>	50	37	38	34	32
외환관련손익	14	-65	7	15	15
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	206	74	355	501	601
세전계속사업이익률 (%)	12.4	3.1	10.9	11.3	11.2
계속사업법인세	10	11	32	44	53
<b>계속사업이익</b>	196	63	323	456	548
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	196	63	323	456	548
<b>순이익률 (%)</b>	11.8	2.7	10.0	10.3	10.2
지배주주	196	54	301	434	526
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	11.83	2.26	9.29	9.84	9.79
비지배주주	0	9	22	22	22
<b>총포괄이익</b>	195	9	321	454	546
지배주주	195	0	302	435	527
비지배주주	0	10	20	20	20
EBITDA	346	315	505	623	709

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	113.4	43.5	36.4	36.0	21.7
영업이익	8.7	-26.8	106.7	35.3	19.9
세전계속사업이익	15.1	-64.0	379.2	41.1	20.2
EBITDA	20.2	-9.0	60.3	23.3	13.8
EPS(계속사업)	-23.1	-79.5	362.2	24.2	21.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	37.0	5.6	18.2	18.5	18.6
ROA	10.5	2.6	10.1	11.1	11.4
EBITDA마진	20.9	13.3	15.6	14.1	13.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	75.4	88.2	149.9	176.4	202.9
부채비율	212.2	113.7	73.3	68.2	62.0
순차입금/자기자본	97.8	59.2	11.5	-1.5	-13.6
EBITDA/이자비용(배)	6.9	8.3	12.8	16.2	18.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,041	418	1,932	2,399	2,907
BPS	7,464	8,713	11,794	14,196	17,106
CFPS	3,106	1,480	2,807	3,085	3,521
주당 현금배당금	0	100	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	0.0	50.6	10.2	8.2	6.8
PER(최저)	0.0	35.2	6.7	7.3	6.0
PBR(최고)	0.0	2.4	1.7	1.4	1.2
PBR(최저)	0.0	1.7	1.1	1.2	1.0
PCR	0.0	10.8	6.2	5.7	5.0
EV/EBITDA(최고)	0.0	11.5	7.7	5.8	4.6
EV/EBITDA(최저)	0.0	8.1	4.5	5.1	4.0