

SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com
02-3773-8891

Company Data

자본금	91 억원
발행주식수	1,810 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	3,946 억원
주요주주	
전동규(외18)	44.91%
외국인지분률	5.90%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(19/04/05)	21,800 원
KOSDAQ	751.71 pt
52주 Beta	0.97
52주 최고가	22,000 원
52주 최저가	12,875 원
60일 평균 거래대금	72 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	19.5%	18.9%
6개월	27.5%	31.2%
12개월	40.7%	62.6%

서진시스템 (178320/KQ | 매수(유지) | T.P 29,000 원(상향))

기업의 진가가 드러날 2019년

- 글로벌 5G 통신서비스 상용화 속도전(戰), 서진시스템 가장 큰 수혜 전망
- 커버리지 확대에 필요한 기자국 + 5G 디바이스 모두 생산하는 기업
- 올해 자동차 부품/전기차(전기모터사이클) 배터리 함체 등 기타 부문 매출 성장 기대
- 통신장비 밸류체인 내 가장 핵심적인 역할 수행에도 낮은 밸류에이션은 매력적
- 투자의견 매수 유지, 목표주가는 29,000 원으로 상향 조정

5G 속도전(戰)의 최대 수혜기업

글로벌 5G 통신서비스 상용화 속도전(戰)이 점점 치열해지는 양상이다. 진통을 겪던 5G 통신서비스 요금제가 확정된 우리나라, 지난 3 일 저녁 11 시를 기점으로 5G 상용서비스를 세계 최초로 시작했다. 만 하루만인 5 일에는 5G 요금제 가입 고객이 약 6 만여명을 넘어선 것으로 나타났을 뿐만 아니라 5G 전용 스마트폰 재고 부족 현상도 발생한 것으로 알려진다. 미국도 우리나라 시간으로 4 일 새벽 5G 상용서비스를 개시했으며, 5G 상용화 서비스 제공 지역을 점차 확대해갈 계획이다. ‘서진시스템’은 이러한 5G 속도전 속에서 가장 큰 수혜를 입을 것으로 판단한다. 5G 커버리지 확대에 필요한 기자국 장비는 물론 5G 서비스 이용을 위한 디바이스까지 모두 생산하는 기업이기 때문이다. 특히 주요 고객사의 5G 신규 투자와 더불어 4G 통신장비 추가/보완투자도 지속됨에 따라 통신장비 매출의 꾸준한 우상향을 기대한다.

기타(자동차 부품/전기 배터리 함체 등) 부문의 성장에 주목

현재 서진시스템의 사업부문은 크게 다섯 가지 부문(통신장비/모바일/반도체/ESS/기타)으로 분류된다. 특히 올해는 자동차 부품/전기차(전기모터사이클) 배터리 함체(艦體) 매출 등이 반영되는 ‘기타’ 부문의 성장세가 또렷하게 나타날 전망이다. 먼저 글로벌 자동차 부품 업체향(向) 부품 양산 모델수가 점점 늘고 있고, 늘어나는 속도도 점차 빨라지고 있다. 국내 주요 고객사를 통한 전기모터사이클 배터리 함체도 2 분기부터 본격적인 납품이 시작될 예정이다. 동사의 제품은 전기 배터리 성능을 좌우하는 요소 중 하나인 방열(放熱) 기능이 우수한 것으로 알려져 있어 향후 전기 배터리를 활용하는 다양한 분야/산업으로의 제품 확장이 가능할 전망이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 29,000 원으로 상향

투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 올해 예상 실적 성장을 반영하여 29,000 원으로 상향(기존 목표주가 25,000 원 대비 약 16% 상향) 조정한다. 목표주가 29,000 원은 2019년 예상 EPS에 주요 통신장비 업체들의 평균 P/E(12M fwd) 약 12 배를 적용하여 산출했다. 올해는 ① 전방산업의 공격적인 투자 확대에 힘입어 연간 매출의 약 50%를 차지하는 통신장비 부문의 실적 상승을 기대하고, ② 올 하반기부터 반도체/ESS 분야의 업황 회복을 기대하며, ③ 주요 고객사향(向) 자동차 부품의 양산이 시작되면서 기타 부문의 실적 성장이 크게 나타날 것으로 예상한다. 특히 통신장비 밸류체인 내에서 가장 핵심적인 역할을 수행하고 있음에도 상대적으로 낮은 밸류에이션을 적용 받고 있다는 점에서 주가 상승여력은 크다고 판단한다. 또 올해 기타 부문 매출의 본격적인 성장으로, 한국형 EMCS(Engineering Manufacturing Customer Service) 기업으로의 가치 재평가도 충분히 고려해 볼만한 시점이다.

서진시스템 NDR 주요 내용 정리

Q. 통신장비의 추가적인 수주, 또는 납품 일정은 어떻게 되는가

A. 주요 고객사향 4G 통신장비는 해외 국가 중심으로 수요가 탄탄해 지난해보다 더 많은 양을 생산하고 있다. 올해 중순쯤 하반기 추가 주문이 있을 것으로 예상한다. 5G 통신장비는 지난해 4분기부터 꾸준히 생산 중이다. 하반기에 국내 5G 통신장비 투자가 감소하는 것이 아니냐는 우려도 있지만, 하반기부터는 미국/일본 등 해외 국가들을 중심으로 투자가 늘어날 것으로 예상된다.

Q. 반도체/ESS 부문의 연간 계획은 어떻게 되는가

A. 작년과 큰 변동은 없을 것으로 예상한다. 단 고객사의 투자 시점과 맞물려 분기별 차이는 있을 수 있다. 하지만 연간으로는 작년과 큰 변동은 없을 것이다.

Q. 기타 부문의 매출 발생 시점은 언제인가

A. 양산 품목이 늘어나는 데 주목할 필요가 있다. 오랜 기간 테스트를 충분히 거쳤고, 이제 양산에 진입하고 있다. 본격적으로 기타 부문의 매출 성장이 발생 할 수 있는 시기이다. 자동차 부품은 양산 모델이 지속적으로 증가 중이며, 대부분 올해 안에 양산에 진입한다. 사업 부문 중 가장 큰 매출 성장률을 보여줄 것으로 기대한다.

Q. 작년에는 분기별로 실적의 등락이 좀 있었는데, 올해 전망은 어떠한가

A. 특별히 분기별로 실적 등락이 있어야 하는 요소는 없다. 시기적으로 우연히 일부 매출 변동이 있을만한 이벤트가 있었기 때문에 그랬을 뿐, 기본적으로 계절성을 띠는 사업은 아니다. 올해는 지난해와 같은 분기별 변화는 없을 것으로 예상한다. 마진율도 최소한 작년과 비슷한 수준으로 유지하려고 노력할 계획이다.

주요 통신장비사 2018년 실적 비교

(단위 : 억원, 배)

종목코드	종목명	시가총액 (4/5)	2018년		12M fwd P/E
			매출액	영업이익	
A088800	에이스테크	1,966	3,773	132	6.94
A032500	케이엠더블유	5,596	2,963	-262	19.09
A039560	다산네트웍스	2,160	3,569	102	12.50
A138080	오이솔루션	2,051	815	2	15.00
A230240	에치에프알	1,894	1,350	29	9.96
<u>A178320</u>	<u>서진시스템</u>	<u>3,946</u>	<u>3,246</u>	<u>369</u>	<u>9.05</u>
<u>6개 사 12M fwd P/E 평균</u>					<u>12.09</u>

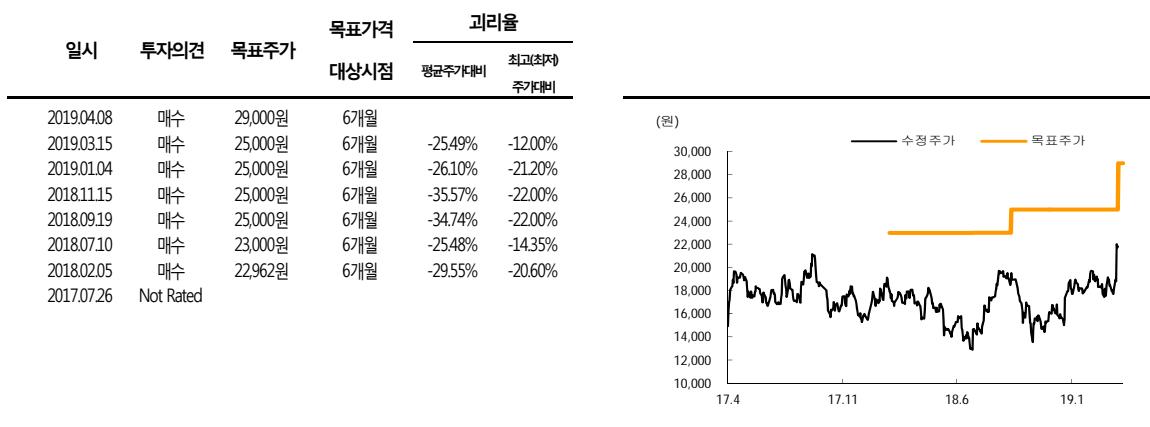
자료 : Dataguide, 각 사, SK증권

서진시스템 실적 전망

(단위 : 억원)

구분	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,658.7	2,379.5	3,245.8	4,616.2	5,526.1
통신장비	918.4	988.2	1,610.8	2,490.0	3,289.0
모바일	401.4	534.2	559.7	621.7	643.0
반도체	169.1	441.7	296.5	312.4	377.1
ESS	78.5	142.7	325.5	285.7	306.0
기타	91.3	272.6	453.2	906.4	911.1
영업이익	243.9	178.5	368.7	517.8	645.5
(OPM)	(14.7%)	(7.5%)	(11.4%)	(11.2%)	(12.5%)

자료 : 서진시스템 SK 증권 추정



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 4월 8일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	479	1,103	1,544	2,690	3,800
현금및현금성자산	36	197	250	852	1,601
매출채권및기타채권	195	278	396	563	673
재고자산	213	525	712	1,012	1,212
비유동자산	981	1,489	2,834	2,592	2,393
장기금융자산	2	0	0	0	0
유형자산	917	1,292	2,599	2,276	2,007
무형자산	45	165	160	150	141
자산총계	1,461	2,592	4,378	5,282	6,193
유동부채	792	1,250	1,898	2,342	2,637
단기금융부채	555	808	846	846	846
매입채무 및 기타채무	207	406	966	1,374	1,645
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	331	129	263	264	265
장기금융부채	309	108	212	212	212
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,124	1,379	2,161	2,607	2,902
지배주주지분	337	1,187	2,169	2,587	3,162
자본금	15	31	91	91	91
자본잉여금	104	660	1,282	1,282	1,282
기타자본구성요소	91	65	65	65	65
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	202	439	728	1,133	1,694
비자본주주지분	26	48	88	88	129
자본총계	337	1,213	2,217	2,676	3,291
부채와자본총계	1,461	2,592	4,378	5,282	6,193

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업활동현금흐름	132	-32	717	672	778
당기순이익(순실)	182	63	323	463	583
비현금성항목등	113	273	268	381	337
유형자산감가상각비	63	129	162	322	269
무형자산상각비	1	8	5	5	5
기타	49	47	20	-19	-21
운전자본감소(증가)	-134	-339	138	-110	-74
매출채권및기타채권의 감소증가)	-8	-38	-167	-167	-111
재고자산감소(증가)	-83	-74	-186	-301	-200
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-25	-216	560	408	271
기타	-34	-12	-69	-50	-34
법인세납부	-10	-28	-13	-62	-69
투자활동현금흐름	-567	-355	-1,442	7	12
금융자산감소(증가)	-1	0	-6	0	0
유형자산감소(증가)	-457	-314	-1,443	0	0
무형자산감소(증가)	-37	-42	5	5	5
기타	75	1	2	2	7
재무활동현금흐름	416	451	779	-77	-41
단기금융부채증가(감소)	62	31	-76	0	0
장기금융부채증가(감소)	354	72	223	0	0
자본의증가(감소)		414	651	0	0
배당금의 지급		-17	-6	-36	0
기타	-49	-13	-41	-41	
현금의 증가(감소)	-19	63	53	602	750
기초현금	55	133	197	250	852
기말현금	36	197	250	852	1,601
FCF	N/A(IFRS)	-354	-734	678	784

자료 : 서진시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	777	2,379	3,246	4,616	5,526
매출원가	451	1,944	2,613	3,707	4,404
매출총이익	327	435	632	909	1,122
매출총이익률 (%)	42.0	18.3	19.5	19.7	20.3
판매비와관리비	102	257	264	392	475
영업이익	224	178	369	517	647
영업이익률 (%)	28.9	7.5	11.4	11.2	11.7
비영업손익	-46	-104	-3	9	5
순금융비용	34	37	36	39	34
외환관련손익	-5	-65	16	28	18
관계기업투자등 관련손익		0	0	0	0
세전계속사업이익	179	74	366	526	652
세전계속사업이익률 (%)	23.0	3.1	11.3	11.4	11.8
계속사업법인세	-4	11	43	62	69
계속사업이익	182	63	323	463	583
중단사업이익		0	0	0	0
*법인세효과		0	0	0	0
당기순이익	182	63	323	463	583
순이익률 (%)	23.5	2.7	10.0	10.0	10.6
지배주주	182	54	301	441	561
지배주주구속 순이익률 (%)	23.47	2.26	9.28	9.55	10.15
비지배주주		9	22	22	22
총포괄이익	184	9	355	495	615
지배주주	184	8	315	455	575
비지배주주		1	40	40	40
EBITDA	288	315	536	844	920

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	N/A(IFRS)	43.5	36.4	42.2	19.7
영업이익	N/A(IFRS)	-26.8	106.6	40.2	25.1
세전계속사업이익	N/A(IFRS)	-64.0	394.4	43.6	24.1
EBITDA	N/A(IFRS)	-9.0	69.9	57.5	9.1
EPS(계속사업)	N/A(IFRS)	-79.5	361.8	26.2	27.2
수익성 (%)					
ROE	N/A(IFRS)	5.6	18.0	18.5	19.5
ROA	N/A(IFRS)	2.6	9.3	9.6	10.2
EBITDA마진	37.1	13.3	16.5	18.3	16.7
안정성 (%)					
유동비율	60.5	88.2	81.4	114.9	144.1
부채비율	333.0	113.7	97.5	97.4	88.2
순자본/자기자본	244.3	59.2	36.1	7.5	-16.7
EBITDA/이자비용(배)	8.5	8.3	14.2	20.8	22.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,654	418	1,930	2,436	3,100
BPS	4,908	8,713	11,982	14,294	17,470
CFPS	3,583	1,480	3,001	4,243	4,613
주당 현금배당금	100	200	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)		50.6	10.2	9.0	7.1
PER(최저)		35.2	6.7	7.2	5.6
PBR(최고)		2.4	1.6	1.5	1.3
PBR(최저)		1.7	1.1	1.2	1.0
PCR		10.8	5.8	5.1	4.7
EV/EBITDA(최고)		2.9	11.5	8.3	3.9
EV/EBITDA(최저)		2.9	8.1	5.3	3.0