

# 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%   |

|        |       |
|--------|-------|
| 외국인지분율 | 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 2019 년

- 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 합체 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 우리나라는, 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 합체 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 합체(艦體) 매출 등이 반영되는 ‘기타’ 부문의 성장세가 뚜렷하게 나타날 전망이다. 먼저 글로벌 자동차 부품 업체(向) 부품 양산 모델수가 점점 늘고 있고, 늘어나는 속도도 점차 빨라지고 있다. 국내 주요 고객사를 통한 전기모터사이클 배터리 합체도 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 2019 년 예상 EPS 에 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 고객사(向) 자동차 부품의 양산이 시작되면서 기타 부문의 실적 성장이 크게 나타날 것으로 예상한다. 특히 통신장비 밸류체인 내에서 가장 핵심 적인 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 예상된다. 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 예상된다. 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 띄는 사업은 아니다. 올해는 지난해와 같은 분기별 변화는 없을 것으로 예상된다. 마진율도 최소한 작년과 비슷한 수준으로 유지하려고 노력할 계획이다.

주요 통신장비사 2018년 실적 비교

(단위: 억원 배)

| 종목코드                       | 종목명          | 시가총액<br>(4/5) | 2018년        |            | 12M fwd<br>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           |
| <b>A178320</b>             | <b>서진시스템</b> | <b>3,946</b>  | <b>3,246</b> | <b>369</b> | <b>9.05</b>    |
| <b>6개 사 12M fwd P/E 평균</b> |              |               |              |            | <b>12.09</b>   |

자료: Dataguide, 각 사 SK 증권

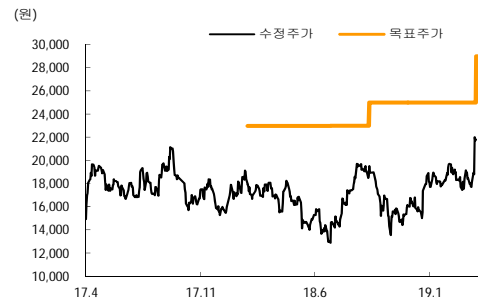
## 서진시스템 실적 전망

(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

| 일시         | 투자의견      | 목표주가    | 목표가격<br>대상시점 | 과리율     |                |
|------------|-----------|---------|--------------|---------|----------------|
|            |           |         |              | 평균주가대비  | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2019.04.08 | 매수        | 29,000원 | 6개월          |         |                |
| 2019.03.15 | 매수        | 25,000원 | 6개월          | -25.49% | -12.00%        |
| 2019.01.04 | 매수        | 25,000원 | 6개월          | -26.10% | -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 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 (2019 년 4 월 8 일 기준)

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

## 재무상태표

| 월 결산(억원)       | 2016  | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>    | 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 |
| <b>비유동자산</b>   | 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   |
| <b>자산총계</b>    | 1,461 | 2,592 | 4,378 | 5,282 | 6,193 |
| <b>유동부채</b>    | 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     |
| <b>비유동부채</b>   | 331   | 129   | 263   | 264   | 265   |
| 장기금융부채         | 309   | 108   | 212   | 212   | 212   |
| 장기매입채무 및 기타채무  |       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기충당부채         |       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>부채총계</b>    | 1,124 | 1,379 | 2,161 | 2,607 | 2,902 |
| <b>지배주주지분</b>  | 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    |
| 자기주식           |       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 이익잉여금          | 202   | 439   | 728   | 1,133 | 1,694 |
| 비지배주주지분        |       | 26    | 48    | 88    | 129   |
| <b>자본총계</b>    | 337   | 1,213 | 2,217 | 2,676 | 3,291 |
| <b>부채외자본총계</b> | 1,461 | 2,592 | 4,378 | 5,282 | 6,193 |

## 현금흐름표

| 월 결산(억원)            | 2016      | 2017 | 2018   | 2019E | 2020E |
|---------------------|-----------|------|--------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>     | 132       | -32  | 717    | 672   | 778   |
| 당기순이익(손실)           | 182       | 63   | 323    | 463   | 583   |
| 비현금성항목등             | 113       | 273  | 268    | 381   | 337   |
| 유형자산감가상각비           | 63        | 129  | 162    | 322   | 269   |
| 무형자산감가상각비           | 1         | 8    | 5      | 5     | 5     |
| 기타                  | 49        | 47   | 20     | -19   | -21   |
| 운전자본감소(증가)          | -134      | -339 | 138    | -110  | -74   |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가)   | -8        | -38  | -167   | -167  | -111  |
| 재고자산감소(증가)          | -83       | -74  | -186   | -301  | -200  |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -25       | -216 | 560    | 408   | 271   |
| 기타                  | -34       | -12  | -69    | -50   | -34   |
| 법인세납부               | -10       | -28  | -13    | -62   | -69   |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | -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     |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | 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   |
| <b>현금의 증가(감소)</b>   | -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 |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>            | 777   | 2,379 | 3,246 | 4,616 | 5,526 |
| <b>매출원가</b>           | 451   | 1,944 | 2,613 | 3,707 | 4,404 |
| <b>매출총이익</b>          | 327   | 435   | 632   | 909   | 1,122 |
| 매출총이익률 (%)            | 42.0  | 18.3  | 19.5  | 19.7  | 20.3  |
| <b>판매비와관리비</b>        | 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     |
| <b>순금융비용</b>          | 34    | 37    | 36    | 39    | 34    |
| 외환관련손익                | -5    | -65   | 16    | 28    | 18    |
| <b>관계기업투자등 관련손익</b>   |       | 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    |
| <b>계속사업이익</b>         | 182   | 63    | 323   | 463   | 583   |
| 중단사업이익                |       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| *법인세효과                |       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익                 | 182   | 63    | 323   | 463   | 583   |
| <b>순이익률 (%)</b>       | 23.5  | 2.7   | 10.0  | 10.0  | 10.6  |
| 지배주주                  | 182   | 54    | 301   | 441   | 561   |
| <b>지배주주귀속 순이익률(%)</b> | 23.47 | 2.26  | 9.28  | 9.55  | 10.15 |
| <b>비지배주주</b>          |       | 9     | 22    | 22    | 22    |
| <b>총포괄이익</b>          | 184   | 9     | 355   | 495   | 615   |
| <b>지배주주</b>           | 184   | 8     | 315   | 455   | 575   |
| <b>비지배주주</b>          |       | 1     | 40    | 40    | 40    |
| EBITDA                | 288   | 315   | 536   | 844   | 920   |

## 주요투자지표

| 월 결산(억원)               | 2016      | 2017  | 2018   | 2019E  | 2020E  |
|------------------------|-----------|-------|--------|--------|--------|
| <b>성장성 (%)</b>         |           |       |        |        |        |
| 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   |
| <b>수익성 (%)</b>         |           |       |        |        |        |
| 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   |
| <b>안정성 (%)</b>         |           |       |        |        |        |
| 유동비율                   | 60.5      | 88.2  | 81.4   | 114.9  | 144.1  |
| 부채비율                   | 333.0     | 113.7 | 97.5   | 97.4   | 88.2   |
| 순차입금/자기자본              | 244.3     | 59.2  | 36.1   | 7.5    | -16.7  |
| EBITDA/이자비용(배)         | 8.5       | 8.3   | 14.2   | 20.8   | 22.7   |
| <b>주당지표 (원)</b>        |           |       |        |        |        |
| 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      |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |           |       |        |        |        |
| PER(최고)                |           | 50.6  | 10.2   | 9.0    | 7.1    |
| PER(최저)                |           | 35.2  | 6.7    | 7.2    | 5.6    |
| PBR(최고)                |           | 24    | 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)          | 29        | 11.5  | 8.3    | 5.1    | 3.9    |
| EV/EBITDA(최저)          | 29        | 8.1   | 5.3    | 4.1    | 3.0    |