

# 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	4,525 억원
주요주주	
전동규(외18)	33.48%
외국인지분률	4.80%
배당수익률	0.90%

## Stock Data

주가(19/09/02)	25,000 원
KOSDAQ	619.81 pt
52주 Beta	1.14
52주 최고가	28,900 원
52주 최저가	13,550 원
60일 평균 거래대금	147 억원

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

## 서진시스템 (178320/KQ | 매수(유지) | T.P 40,000 원(상향))

### 글로벌 위탁생산 전문업체로의 진화

- 2019년 상반기 통신장비 사업부문, 전반적인 실적 상승 견인
- 하반기에는 사업 부문별 고른 성장세 나타날 것으로 예상
- 글로벌 통신장비 수요 견조한 상황에서 ESS 업황 회복 기대
- 기타 사업부문, 자동차 부품 중심으로 사업 품목 다양해지는 상황
- 미중 무역분쟁 최대 수혜국으로 떠오른 베트남 안에서 동사의 경쟁력은 월등

### 하반기는 사업 부문별 고른 성장 예상

서진시스템은 2019년 상반기 누적 매출액 2,085 억원(+21.9% YoY), 영업이익 319 억 원(+57.6% YoY)을 기록했다. 2019년 상반기는 주요 고객사의 인도 통신사업자(向) 4G 통신장비 매출이 꾸준히 발생하는 가운데, 국내 5G 통신장비 관련 매출이 더해지면서 ‘통신장비 사업부문’이 전반적인 실적 상승을 견인했다. 하반기에는 사업 부문별로 고른 성장세가 나타날 것으로 예상한다. 첫째, 글로벌 통신장비 수요는 견조하다. 4G 추가/보완 투자에 따른 4G 통신장비에 대한 수요도 하반기 꾸준히 이어질 것으로 예상하며, 특히 5G 통신장비는 주요 고객사의 글로벌 시장 진출과 함께 추가적인 수혜가 가능할 전망이다. 둘째, ESS 업황 회복이 예상된다. 지난해 화재 발생 등으로 인해 잠시 주춤했던 ESS 관련 시장이 올해 하반기부터는 텐아라운드 국면에 진입했다. 나아가 전기차 배터리 방열함체(放熱艦體) 등에 대한 수요도 점점 가시권에 접어들고 있다. 셋째, 기타 부문의 사업 품목이 다양해지고 있다. 2019년 상반기 기타 부문 매출은 394 억원으로 전년동기 대비 +294%의 성장세를 기록했다. 현재 자동차 부품 매출 등이 포함되어 있는 기타 사업부문은 앞으로도 가장 큰 매출 상승률을 기록할 가능성이 크다는 판단이다. 미중 무역분쟁의 최대 수혜국으로 떠오르고 있는 베트남에서, 서진시스템이 만들어낸 기술 및 규모의 격차는 매우 월등하기 때문이다. 글로벌 위탁생산 전문업체로의 성장이 기대된다. 투자의견 매수를 유지하고, 예상 실적 추정치를 상향 조정함에 따라 목표주가도 40,000 원으로 상향 조정한다. 환율도 우호적인 움직임이 지속되면서 동사는 올해 사상 최대 규모의 순이익 달성이 가능할 전망이다. 내년 예상 순이익 기준 현재 주가 수준은 P/E 5X 수준에 불과하다. 기업의 진면목에 주목하자.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	1,659	2,379	3,246	4,812	6,556	8,819
yoY	%	113.4	43.5	36.4	48.3	36.2	34.5
영업이익	억원	244	178	369	693	872	1,111
yoY	%	8.7	-26.8	106.6	87.9	25.8	27.5
EBITDA	억원	346	315	536	1,020	1,269	1,436
세전이익	억원	206	74	366	736	881	1,130
순이익(자배주주)	억원	196	54	301	704	843	1,082
영업이익률%	%	14.7	7.5	11.4	14.4	13.3	12.6
EBITDA%	%	20.9	13.3	16.5	21.2	19.4	16.3
순이익률	%	11.8	2.7	10.0	14.7	12.9	12.3
EPS(계속사업)	원	2,041	418	1,930	3,887	4,655	5,978
PER	배	0.0	38.2	9.0	5.9	4.9	3.8
PBR	배	0.0	1.8	1.5	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA	배	0.0	9.3	7.5	4.1	2.6	1.5
ROE	%	37.0	5.6	18.0	28.0	26.0	26.3
순차입금	억원	709	718	801	-14	-999	-2,098
부채비율	%	212.2	113.7	97.5	107.9	99.9	93.7

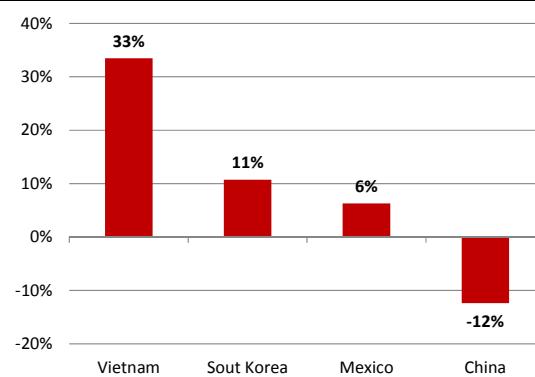
## 서진시스템 실적 전망

(단위 : 억원)

구분	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,379	3,246	4,812	6,556	8,819
통신장비	988	1,611	2,584	3,771	4,983
모바일	534	560	622	676	703
반도체	442	296	352	394	471
ESS	143	326	336	382	450
기타	273	453	918	1,333	2,212
영업이익	178	369	693	872	1,111
(OPM)	(7.5%)	(11.4%)	(14.4%)	(13.3%)	(12.6%)

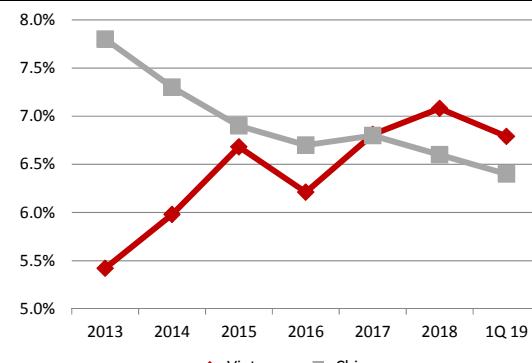
자료 : 서진시스템 SK 증권 추정

## 2019년 상반기 미국 수입 증감율(국가별)



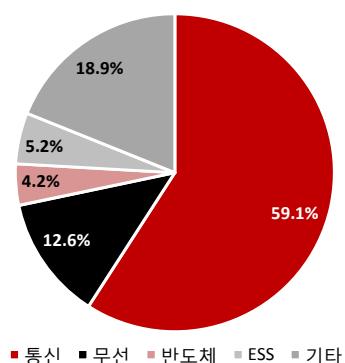
자료 : 미국 국제무역위원회, SK 증권

## 중국 vs 베트남 GDP 성장률 추이



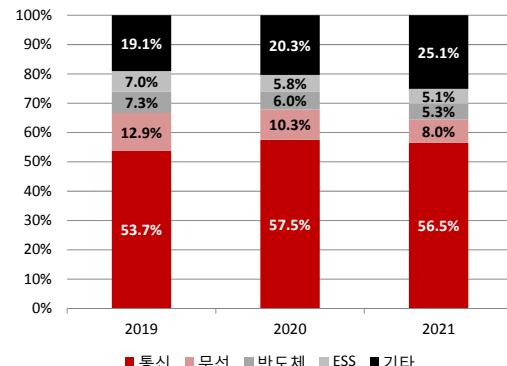
자료 : 중국 국가통계국, 베트남 통계청, SK 증권

## 2019년 상반기 사업부문별 매출 비중



자료 : 서진시스템 SK 증권

## 사업부문별 매출 비중 전망

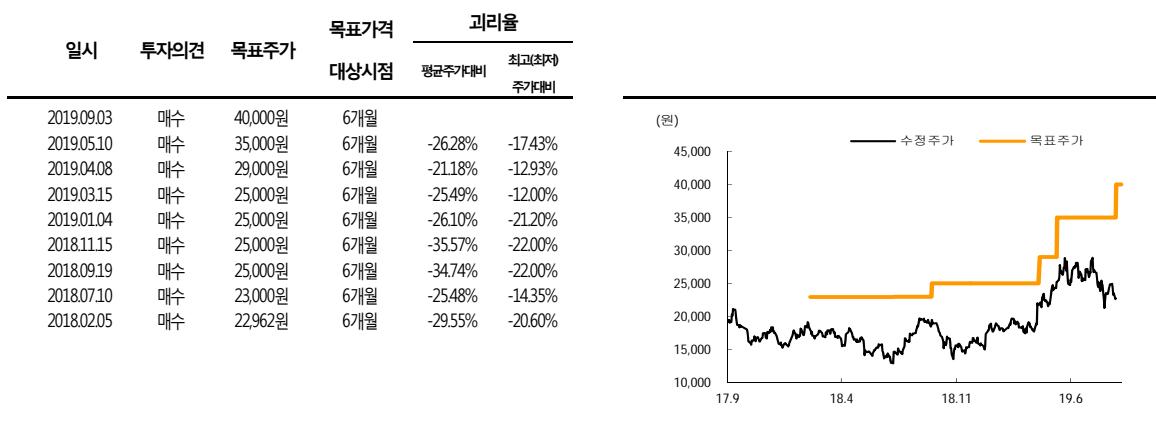


자료 : 서진시스템 SK 증권 추정

## 서진시스템 핵심 경쟁력



자료 : 서진시스템 SK증권



## Compliance Notice

- 작성자(나승우)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 3 자에게 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 9월 3일 기준)

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

## 재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	1,103	1,544	3,453	5,131	7,127
현금및현금성자산	197	250	1,538	2,524	3,622
매출채권및기타채권	278	396	586	799	1,075
재고자산	525	712	1,055	1,438	1,934
<b>비유동자산</b>	1,489	2,834	2,607	2,299	2,073
장기금융자산	0	0	0	0	0
유형자산	1,292	2,599	2,308	1,915	1,594
무형자산	165	160	155	145	136
<b>자산총계</b>	2,592	4,378	6,060	7,430	9,200
<b>유동부채</b>	1,250	1,898	2,723	3,288	4,022
단기금융부채	808	846	1,164	1,164	1,164
매입채무 및 기타채무	406	966	1,432	1,951	2,625
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	129	263	422	424	427
장기금융부채	108	212	367	367	367
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,379	2,161	3,145	3,713	4,450
<b>지배주주지분</b>	1,187	2,169	2,864	3,626	4,619
자본금	31	91	91	91	91
자본잉여금	660	1,282	1,282	1,282	1,282
기타자본구성요소	91	65	65	65	65
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	439	728	1,393	2,163	3,163
비자본주주지분	26	48	51	91	132
<b>자본총계</b>	1,213	2,217	2,915	3,717	4,751
<b>부채와자본총계</b>	2,592	4,378	6,060	7,430	9,200

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	-32	717	914	1,088	1,202
당기순이익(순실)	63	323	707	846	1,086
비현금성항목등	273	268	361	423	351
유형자산감가상각비	129	162	322	393	321
무형자산상각비	8	5	5	5	4
기타	47	20	-8	-16	-17
운전자본감소(증가)	-339	138	-97	-146	-190
매출채권및기타채권의 감소증가)	-38	-167	-238	-212	-276
재고자산감소(증가)	-74	-186	-343	-382	-496
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-216	560	396	519	674
기타	-12	-69	88	-70	-92
법인세납부	-28	-13	-56	-35	-45
<b>투자활동현금흐름</b>	-355	-1,442	8	17	25
금융자산감소(증가)	0	-6	1	0	0
유형자산감소(증가)	-314	-1,443	0	0	0
무형자산감소(증가)	-42	5	5	5	5
기타	1	2	2	12	20
<b>재무활동현금흐름</b>	451	779	367	-120	-129
단기금융부채증가(감소)	31	-76	294	0	0
장기금융부채증가(감소)	72	223	163	0	0
자본의증가(감소)	414	651	0	0	0
배당금의 지급	-17	-6	-36	-72	-81
기타	-49	-13	-54	-47	-47
<b>현금의 증가(감소)</b>	63	53	1,289	986	1,098
<b>기초현금</b>	133	197	250	1,538	2,524
<b>기말현금</b>	197	250	1,538	2,524	3,622
<b>FCF</b>	-354	-734	857	1,094	1,207

자료 : 서진시스템 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	2,379	3,246	4,812	6,556	8,819
<b>매출원가</b>	1,944	2,613	3,672	5,087	6,914
<b>매출총이익</b>	435	632	1,140	1,468	1,905
매출총이익률 (%)	18.3	19.5	23.7	22.4	21.6
<b>판매비와관리비</b>	257	264	448	597	794
영업이익	178	369	693	872	1,111
영업이익률 (%)	7.5	11.4	14.4	13.3	12.6
비영업손익	-104	-3	43	9	19
<b>순금융비용</b>	37	36	33	35	27
외환관련손익	-65	16	57	28	29
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	74	366	736	881	1,130
세전계속사업이익률 (%)	3.1	11.3	15.3	13.4	12.8
계속사업법인세	11	43	29	35	45
<b>계속사업이익</b>	63	323	707	846	1,086
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	63	323	707	846	1,086
순이익률 (%)	2.7	10.0	14.7	12.9	12.3
지배주주	54	301	704	843	1,082
<b>지배주주구속 순이익률(%)</b>	22.6	9.28	14.62	12.85	12.27
<b>비지배주주</b>	9	22	4	4	4
<b>총포괄이익</b>	9	355	736	875	1,115
<b>지배주주</b>	8	315	696	835	1,074
<b>비지배주주</b>	1	40	40	40	40
EBITDA	315	536	1,020	1,269	1,436

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	43.5	36.4	48.3	36.2	34.5
영업이익	-26.8	106.6	87.9	25.8	27.5
세전계속사업이익	-64.0	394.4	101.1	19.7	28.3
EBITDA	-9.0	69.9	90.4	24.4	13.1
EPS(계속사업)	-79.5	361.8	101.4	19.8	28.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	5.6	18.0	28.0	26.0	26.3
ROA	2.6	9.3	13.6	12.5	13.1
EBITDA/마진	13.3	16.5	21.2	19.4	16.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	88.2	81.4	126.8	156.0	177.2
부채비율	113.7	97.5	107.9	99.9	93.7
순자금/자기자본	59.2	36.1	-0.5	-26.9	-44.2
EBITDA/이자비용(배)	8.3	14.2	29.2	26.8	30.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	418	1,930	3,887	4,655	5,978
BPS	8,713	11,982	15,822	20,033	25,517
CFPS	1,480	3,001	5,696	6,852	7,773
주당 현금배당금	100	200	400	450	500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	50.6	102	7.4	6.2	4.8
PER(최저)	35.2	6.7	4.5	3.8	2.9
PBR(최고)	2.4	1.6	1.8	1.4	1.1
PBR(최저)	1.7	1.1	1.1	0.9	0.7
PCR	10.8	5.8	4.0	3.3	2.9
EV/EBITDA(최고)	11.5	8.3	5.2	3.4	2.3
EV/EBITDA(최저)	8.1	5.3	3.2	1.8	0.9