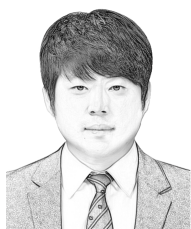


SK COMPANY Analysis



SK 중소성장기업분석팀



Analyst
나승두

nsdoo@sksec.co.kr
02-3773-8891

Company Data

자본금	91 억원
발행주식수	1,810 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	8,010 억원
주요주주	
전동규(외14)	32.87%

외국인지분률	7.10%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(21/02/17)	44,250 원
KOSDAQ	979.77 pt
52주 Beta	0.85
52주 최고가	54,900 원
52주 최저가	22,150 원
60일 평균 거래대금	208 억원

이 보고서는

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

서진시스템 (178320/KQ | 매수(유지) | T.P 51,000 원(상향))

전환사채 발행이 긍정적인 이유

- 2/17, 총 1,100 억원(시설자금 660 억원, 운영자금 440 억원) 전환사채 발행 공시
- 10% 할증된 전환가액 발행, 사업 성장성에 대한 강한 자신감으로 비춰져
- 코로나19 글로벌 확산 영향으로 지연됐었던 5G 통신서비스 투자 재개 수혜
- 반도체장비 및 ESS 부문의 외형성장 기대, 기타 부문 매출액 성장폭 가장 클 것
- 투자의견 매수 유지, 목표주가는 51,000 원으로 상향 조정

투자의견 매수 유지, 목표주가는 51,000 원으로 상향

서진시스템의 투자의견은 매수를 유지하고, 목표주가는 지난해 10 월 제시한 기존 46,000 원에서 51,000 원으로 상향 조정한다. 목표주가는 여타 사업 부문보다 상대적으로 영업이익률이 낮을 것으로 예상되는 기타 부문의 매출 성장 영향과 주식 전환 가능성에 따른 희석요인을 반영하여 2021 년도 예상 EPS 를 기존 4,591 원에서 3,429 원으로 조정했지만, Target P/E 15X 를 적용하여 산출했다. 국내 대표 통신장비 업체들의 평균 12m fwd P/E 가 약 22~23X 를 형성하고 있음을 감안한다면 여전히 저평가 국면이라는 판단이다. 지난해 9 월 국내 통신장비 업체의 해외 대규모 수주 소식과 함께 동사의 P/E 가 약 20X 까지 상승했던 경험이 있기에 부담 없는 수준이다. 코로나 19 글로벌 확산으로 지연(pending)됐었던 5G 통신서비스에 대한 투자 재개와 함께 통신장비 부문의 성장 추세는 정상궤도로 되돌아올 전망이다. 그리고 반도체 장비 수요 증가로 인한 반도체장비 부품 부문의 약진, ESS 업황 회복과 더불어 거래처 다변화에 따른 외형성장 등이 기대된다. 특히 기타 부문의 매출 성장폭이 클 것으로 예상하는데, 미중 무역분쟁으로 인한 제조업체들의 탈(脫)중국과 베트남의 반사이익 효과가 올해부터 두드러지게 나타날 전망이다.

전환사채 발행이 긍정적인 이유

서진시스템은 17 일 두 건의 공시를 통해 총 1,100 억원(시설자금 660 억원, 운영자금 440 억원) 조달 목적의 전환사채 발행 계획을 발표했다. 지난해 3 월과 5 월 총 1,100 억원(시설자금 550 억원, 운영자금 550 억원) 규모의 전환사채 발행 이후 대규모 발행은 두 번째다. 일반적으로 전환사채를 발행하는 경우 단기 재무건전성 악화 및 추후 전환 물량 출회에 따른 수급 부담 요인을 우려해 주가는 조정을 받는 경우가 많다. 하지만 지난해 3 월 24 일 900 억원 규모의 전환사채 발행 공시가 나온 날 동사는 +7.17% 상승 마감했다. 여타 전환사채 발행과의 차이점은 10% 이상 할증된 전환가액으로 발행되었다는 점, 그리고 전환가액의 하향 조정이 없었다는 점이였다. 이는 사업 성장성에 대한 강한 자신감으로 비춰졌다. 이번 전환사채 발행 관련 공시(2/17)도 지난해와 마찬가지로 전환가액 하향 조정 없는 10% 이상 할증된 전환가액 발행이다. 지난해 코로나 19 영향으로 전방 산업별 투자가 축소되거나 지연 됨에 따라 잠시 주춤했지만, 올해 코로나 19 를 극복해 가는 과정에서의 폭발적인 성장 가능성이 검증되었다는 판단이다. 실제로 지난해 전환사채 발행 이후 공장 설비 증설 등이 이뤄짐에 따라 비유동자산이 꾸준히 증가하는 모습을 보였다. 이제는 글로벌 경제 활동 정상화와 함께 과실(果實)을 맺을 차례다. 한편, 지난해 발행된 전환사채의 전환청구 기간(4/1)이 다가옴에 따라 단기 수급 부담 요인으로 작용할 가능성도 있다. 하지만 지난 1 년간 평균 일일 거래대금이 약 300 억원에 달하는 점을 감안했을 때, 매출 출회에 대한 충격은 생각보다 크지 않을 것으로 예상된다. 오히려 2021 년 실적 성장에 대한 기대감이 큰 만큼 투자 매력은 더욱 커질 전망이다.

서진시스템 주요 사업 부문별 실적 추정 및 전망

(단위: 억원)

구분	2018	2019	2020E	2021F	2022F
매출액	3,246	3,924	3,254	7,756	11,127
통신장비	1,611	2,022	897	2,841	4,563
무선	560	531	492	630	773
반도체장비	296	185	375	752	965
ESS	326	259	416	959	1,194
기타	453	927	1,075	2,573	3,631
영업이익	369	544	26	751	1,232

자료: 서진시스템, SK 증권 추정

서진시스템 주요 사업 부문별 실적 전망 변경 내용

(단위: 억원)

구분	2021F			2022F		
	기존	변경 후	차이	기존	변경 후	차이
매출액	6,906	7,756	850	9,380	11,127	1,747
통신장비	2,641	2,841	200	3,741	4,563	822
무선	826	630	(196)	850	773	(77)
반도체장비	621	752	131	760	965	205
ESS	747	959	212	812	1,194	382
기타	2,071	2,573	502	3,217	3,631	414
영업이익	877	751	(126)	1,229	1,232	3

자료: 서진시스템, SK 증권 추정

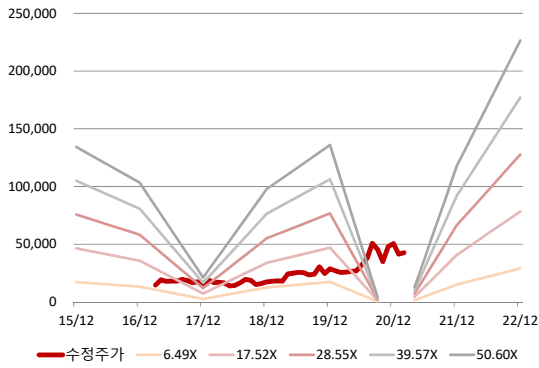
Peer Group 12m fwd P/E

(단위: 배)

케이엠더블유 (A032500)	에이스테크 (A088800)	오이솔루션 (A138080)	RFHIC (A218410)	솔리드 (A050890)	다산네트웍스 (A039560)	6개사 평균 P/E	적용 P/E
17.78	30.25	14.02	32.87	22.98	19.29	22.86	14.87

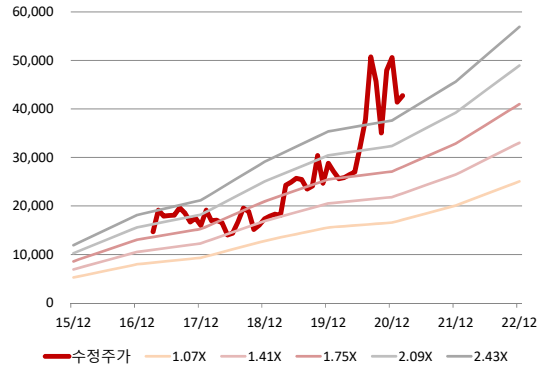
자료: Quantwise, SK 증권

서진시스템 P/E Band Chart



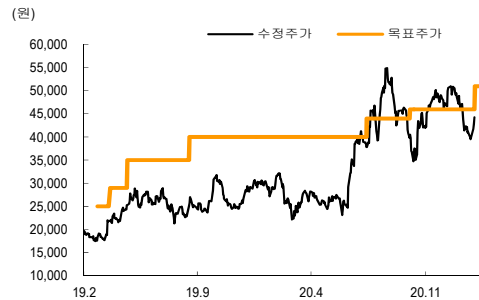
자료 : Quantwise, SK 증권

서진시스템 P/B Band Chart



자료 : Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.02.18	매수	51,000원	6개월		
2020.10.20	매수	46,000원	6개월	-2.28%	10.87%
2020.07.31	매수	44,000원	6개월	4.82%	24.77%
2020.01.02	매수	40,000원	6개월	-29.70%	3.13%
2019.09.03	매수	40,000원	6개월	-33.47%	-20.50%
2019.05.10	매수	35,000원	6개월	-26.59%	-17.43%
2019.04.08	매수	29,000원	6개월	-21.18%	-12.93%
2019.03.15	매수	25,000원	6개월	-23.75%	-12.00%



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 (2021년 2월 18일 기준)

매수	89.34%	중립	10.66%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,544	2,156	3,655	7,519	10,495
현금및현금성자산	250	262	2,087	3,785	5,139
매출채권및기타채권	396	404	335	798	1,145
재고자산	712	1,157	959	2,287	3,281
비유동자산	2,834	3,475	3,770	4,344	4,581
장기금융자산	0	0	1	1	1
유형자산	2,599	3,004	3,347	3,386	3,221
무형자산	160	9	12	17	22
자산총계	4,378	5,630	7,425	11,863	15,076
유동부채	1,898	2,138	2,415	3,969	5,166
단기금융부채	846	1,380	1,786	2,471	3,016
매입채무 및 기타채무	966	654	543	1,293	1,855
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	263	824	2,263	4,395	5,220
장기금융부채	212	787	2,127	4,201	5,015
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	3	1	1	3	4
부채총계	2,161	2,961	4,678	8,364	10,386
지배주주지분	2,169	2,635	2,747	3,494	4,681
자본금	91	91	91	91	91
자본잉여금	1,282	1,282	1,486	1,486	1,486
기타자본구성요소	65	58	21	21	21
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	728	1,188	968	1,719	2,910
비지배주주지분	48	34	0	5	10
자본총계	2,217	2,669	2,747	3,499	4,690
부채외자본총계	4,378	5,630	7,425	11,863	15,076

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	717	-89	1,007	-510	289
당기순이익(손실)	323	490	-161	752	1,192
비현금성항목등	268	449	826	586	501
유형자산감가상각비	162	340	607	548	514
무형자산상각비	5	1	3	0	0
기타	20	18	91	28	11
운전자본감소(증가)	138	-985	354	-1,825	-1,367
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-167	-204	134	-463	-347
재고자산감소(증가)	-186	-445	197	-1,327	-994
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	560	-311	-97	751	562
기타	-69	-25	120	-785	-588
법인세납부	-13	-43	-12	-24	-38
투자활동현금흐름	-1,442	-585	-996	-402	-21
금융자산감소(증가)	-6	2	3	0	0
유형자산감소(증가)	-1,443	-607	-1,004	-587	-349
무형자산감소(증가)	5	-5	-5	-5	-5
기타	2	25	10	190	333
재무활동현금흐름	779	695	1,814	2,610	1,086
단기금융부채증가(감소)	-76	366	308	685	546
장기금융부채증가(감소)	223	490	1,677	2,074	814
자본의증가(감소)	651	0	-99	0	0
배당금의 지급	-6	-36	-54	0	0
기타	-13	-124	-18	-149	-274
현금의 증가(감소)	53	13	1,825	1,698	1,354
기초현금	197	250	262	2,087	3,785
기말현금	250	262	2,087	3,785	5,139
FCF	-734	-1,064	-119	-1,103	-64

자료 : 서진시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	3,246	3,924	3,254	7,756	11,127
매출원가	2,613	3,003	2,747	5,902	8,401
매출총이익	632	921	508	1,854	2,726
매출총이익률 (%)	19.5	23.5	15.6	23.9	24.5
판매비와관리비	264	377	482	1,063	1,547
영업이익	369	544	26	791	1,179
영업이익률 (%)	11.4	13.9	0.8	10.2	10.6
비영업손익	-3	-16	-139	-15	51
순금융비용	36	59	65	-41	-60
외환관련손익	16	67	-68	-28	2
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	366	528	-113	776	1,230
세전계속사업이익률 (%)	11.3	13.5	-3.5	10.0	11.1
계속사업법인세	43	38	48	24	38
계속사업이익	323	490	-161	752	1,192
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세회과	0	0	0	0	0
당기순이익	323	490	-161	752	1,192
순이익률 (%)	10.0	12.5	-5.0	9.7	10.7
지배주주	301	486	-163	751	1,190
지배주주귀속 순이익률(%)	9.28	12.4	-4.99	9.68	10.7
비지배주주	22	3	2	2	2
총포괄이익	355	519	-161	752	1,191
지배주주	315	516	-166	747	1,187
비지배주주	40	3	5	5	5
EBITDA	536	885	637	1,339	1,693

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	36.4	20.9	-17.1	138.3	43.5
영업이익	106.6	47.5	-95.2	2,938.6	49.1
세전계속사업이익	394.4	44.2	적전	흑전	58.4
EBITDA	69.9	65.3	-28.1	110.3	26.5
EPS(계속사업)	361.8	39.3	적전	흑전	58.6
수익성 (%)					
ROE	18.0	20.3	-6.0	24.1	29.1
ROA	9.3	9.8	-2.5	7.8	8.9
EBITDA마진	16.5	22.6	19.6	17.3	15.2
안정성 (%)					
유동비율	81.4	100.8	151.4	189.5	203.2
부채비율	97.5	111.0	170.3	239.0	221.4
순차입금/자기자본	36.1	71.2	66.4	82.4	61.6
EBITDA/이자비용(배)	14.2	10.1	7.2	9.0	6.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,930	2,688	-898	3,429	5,437
BPS	11,982	14,558	15,177	15,959	21,379
CFPS	3,001	4,574	2,475	5,931	7,784
주당 현금배당금	200	300	0	0	0
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	10.2	11.8	N/A	14.9	9.4
PER(최저)	6.7	6.5	N/A	11.5	7.3
PBR(최고)	1.6	2.2	3.6	3.2	2.4
PBR(최저)	1.1	1.2	1.5	2.5	1.9
PCR	5.8	6.3	20.5	7.5	5.7
EV/EBITDA(최고)	8.3	8.7	18.5	9.1	7.2
EV/EBITDA(최저)	5.3	5.8	9.2	7.5	6.0