

# SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sksec.co.kr

02-3773-8891

## Company Data

자본금	94 억원
발행주식수	1,879 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	6,464 억원
주요주주	
전동규(와14)	31.66%

외국인지분률	5.30%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(21/10/01)	34,400 원
KOSDAQ	983.2 pt
52주 Beta	1.36
52주 최고가	51,000 원
52주 최저가	34,400 원
60일 평균 거래대금	76 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.2%	-3.4%
6개월	-24.8%	-26.1%
12개월	-24.6%	-35.0%

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

### 분기 사상 최고 실적 갱신 및 이익률 점진적 회복 전망

- 3Q21 매출액 1,570 억원(YoY +32.3%), 영업이익 152 억원(흑자전환) 추정
- 베트남 코로나19 확산 여파 있음에도 분기 사상 최고 실적 갱신 예상
- 동사가 위탁 생산하는 품목들에 대한 수요, 전방 산업 회복과 함께 증가 증임을 의미
- 올해 실적 주도 중인 ESS, 글로벌 1 위 Energy Storage 업체와 동반 성장
- 통신장비, 해외 통신장비 업체로 거래처 다변화 시작, 4Q 부터 발주 기대감 고조

### 레벨업 되고 있음을 증명하다

2021 년 3 분기 매출액 1,570 억원(YoY +82.3%), 영업이익 152 억원(흑자전환)을 기록하며 분기 사상 최고 실적을 다시 한번 갱신할 것으로 추정한다. 주력 생산 설비가 집중되어 있는 베트남의 코로나19 확산 여파가 이어지면서 일부 생산 차질을 겪었음에도 불구하고 분기 사상 최고 실적을 갱신하고 있음에 주목해야 한다. 그만큼 동사가 위탁 생산하는 다양한 품목들에 대한 수요가 전방 산업 회복과 함께 증가하고 있음을 의미한다. 3 분기를 기점으로 베트남 내 코로나19 확산세도 빠르게 진정되는 모습을 보이면서 4 분기에는 생산 차질로 인해 발생한 이연(pending)된 실적의 반영도 기대해볼 만 하다.

### 사업 부문별 호재는 가득

글로벌 1 위 Energy Storage 업체로의 부품 납품이 시작되면서 올해 실적을 견인하고 있는 ESS 사업부문은 내년에도 성장세를 이어갈 전망이다. 주요 고객사가 IPO 등을 앞두고 공격적인 사업 영역을 확대하고 있기 때문이다. 지난해 인수한 반도체 부품/장비/리퍼비시 업체 효과는 4 분기부터 본격적으로 나타날 전망이다. 올해 새로운 인력 충원 및 증설을 위한 준비 기간이 다소 필요했지만, 글로벌 반도체 장비 수요 증가와 함께 핵심 거래처로 납품 품목 및 수량이 증가할 것으로 예상된다. 스마트폰 품팩터 변화에 따른 핵심 부품의 위탁 생산 가능성이 대두되고 있는 점, 글로벌 완성차 업체들의 전기차 집중 투자에 따른 전기차 배터리 케이스의 양산도 임박했다는 점, 친환경 에너지 발전 설비 부품 위탁 생산 가능성 등도 긍정적이다. 4 분기는 글로벌 통신사업자들의 5G 인프라 구축을 위한 통신장비 발주 재개 기대감이 높아지는 시점이다. 특히 동사는 해외 통신장비 업체로 거래처가 다변화되기 시작함에 따라 2022 년 통신장비 사업 부문 사상 최고 매출 달성 가능성도 높다

### 영업실적 및 투자지표

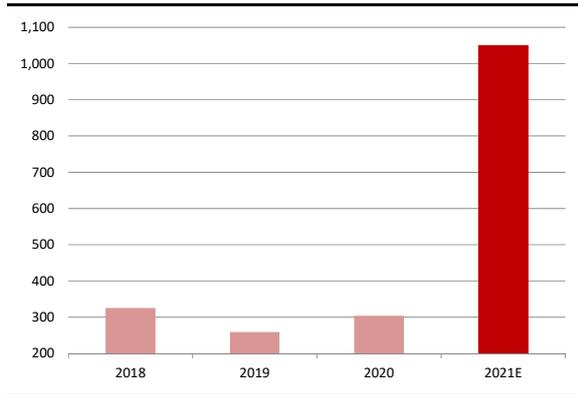
구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	억원	3,246	3,924	3,219	6,258	11,127
yoy	%	36.4	20.9	-18.0	94.4	77.8
영업이익	억원	369	544	49	483	1,146
yoy	%	106.6	47.5	-91.0	884.1	137.4
EBITDA	억원	536	885	385	893	1,683
세전이익	억원	366	528	-22	502	1,141
순이익(지배주주)	억원	301	486	-55	476	1,075
영업이익률%	%	11.4	13.9	1.5	7.7	10.3
EBITDA%	%	16.5	22.6	12.0	14.3	15.1
순이익률	%	10.0	12.5	-1.8	7.5	9.6
EPS(계속사업)	원	1,930	2,688	-304	2,533	5,722
PER	배	9.0	10.7	N/A	13.6	6.0
PBR	배	1.5	2.0	3.8	2.2	1.7
EV/EBITDA	배	7.5	8.1	32.4	14.1	9.9
ROE	%	18.0	20.3	-2.2	17.9	32.4
순차입금	억원	801	1,899	3,281	6,038	10,089
부채비율	%	97.5	111.0	186.1	334.2	456.9

## ESS, 올해보다 내년이 더 밝음

**Energy Storage 글로벌 1위 기업으로의 남품과 함께 ESS 사업부문 실적 성장, 내년에도 높은 매출 성장률 유지 가능성 높음**

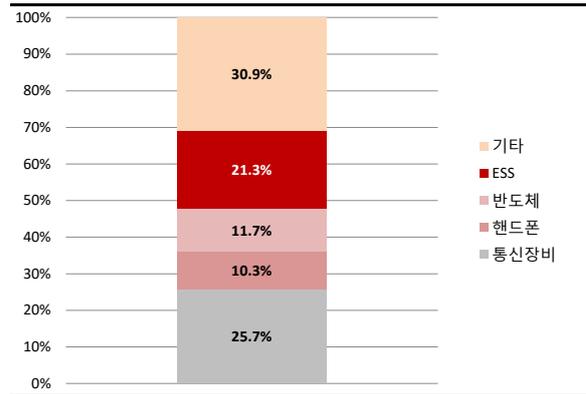
글로벌 최고 수준의 Energy Storage 전문 업체로 평가 받는 해외 고객사로의 본격적인 납품과 동시에 올해 실적을 견인하고 있는 ESS 사업 부문은 내년에도 성장세를 이어갈 가능성이 크다는 판단이다. 동사의 주요 거래처로 자리매김한 해외 고객사는 영국/호주 등을 중심으로 Energy Storage 사업을 영위해왔으나, 최근 미국/아시아 등으로 사업 영역을 확대 중이다. 미국 에너지저장협회(ESA)에 따르면 2020년 1.5GW 수준이었던 미국 Energy Storage 용량은 2030년 100GW 까지 성장할 것으로 전망되는 등 Energy Storage 시장 성장의 직접적인 수혜가 예상된다. 이에 발맞춰 서진시스템은 올해 ESS 사업부문에서만 상반기 581억원의 매출을 기록했는데, 연간 1,000억원 이상 매출 달성은 무난할 것으로 예상하며, 글로벌 Energy Storage 시장 성장률이 가팔라지고 있는 시점인 만큼 내년에도 높은 매출 성장률을 유지할 가능성이 높다는 판단이다.

서진시스템 ESS 사업부문 매출 추이 및 전망 (단위: 억원)



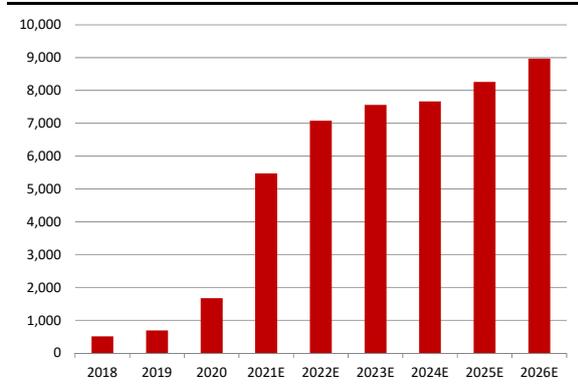
자료: 서진시스템 SK 증권 추정

1H21 기준 사업부문별 매출 비중



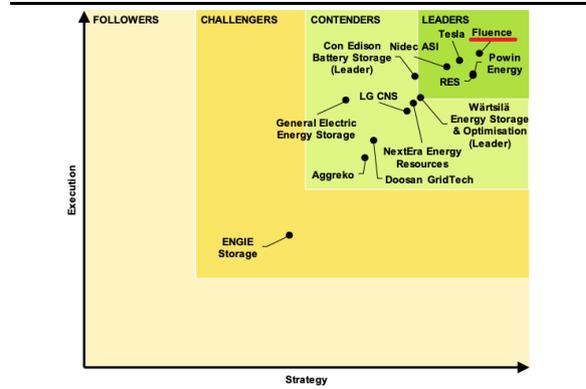
자료: 서진시스템 SK 증권

미국 Energy Storage 시장 규모 추이 및 전망 (단위: 백만달러)



자료: US Energy Storage Association, Wood Mackenzie, SK 증권

글로벌 Energy Storage 업체 리더보드



자료: Guidehouse Insights, SK 증권

### 기업 인수 효과 나타날 반도체 사업부문

**반도체 Fab 증설은 반도체 장비 업체들에 호재, 글로벌 반도체 장비 Vendor 들 중장기적 수혜 예상**

자회사 텍슨을 통해 인수한 ‘비마(지분율 100%)’와 ‘썸빛(지분율 100%)’의 효과는 2022년부터 본격적으로 나타날 전망이다. ‘비마’는 저손실/반유연(Semi Flexible) 케이 블 등을 주력으로 생산하고 ‘썸빛’은 반도체/LCD 장비의 리퍼비시(Refurbish) 사업을 영위한다. 두 회사 모두 서진시스템이 기존에 영위 중이던 글로벌 반도체장비 부품 사업과의 시너지가 기대된다. 올해는 새로운 인력 충원 및 증설을 위한 추가적인 비용 지출이 이뤄졌다면 내년에는 본격적인 실적 발생이 가능할 전망이다. 특히 미국이 자국 내 반도체 산업 경쟁력 강화를 위해 자국 내 반도체 Fab 증설을 정책적으로 추진 중인 데, 반도체 장비 업체들에게는 아주 강력한 호재로 작용할 가능성이 높다. 서진시스템은 글로벌 반도체 핵심 장비 생산 업체를 주요 고객사로 확보하고 있는 만큼 이에 따른 수혜는 중장기적으로 나타날 것으로 예상된다.

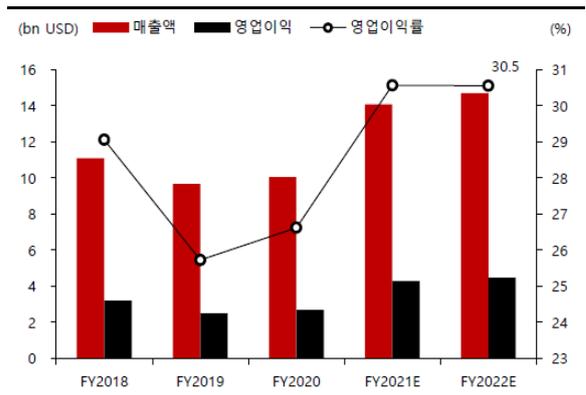
#### 미국 내 반도체 생산 촉진을 위한 연방정부 지원책

지원 분야	지원 내용	
투자세액공제	- 2024년까지 기존에 설치된 반도체 장비 또는 반도체 제조설비 투자 비용에 대해 40%까지 환불가능한 투자세액공제 프로그램을 지원 - 해당 프로그램은 2025년 30%로 하향, 2026년에는 20%를 거쳐 최종적으로 2027년에 폐지될 예정	
파운드리 구축	- 미국 내 첨단 파운드리 공장 건설을 지원하기 위해 총 150억 달러 규모의 연방기금 조성하여 10년 간 운용하는 방안 고려 중 - 양원 확정 일안에 따르면 반도체 공장 및 연구시설 건설에 건당 최대 30억 달러의 연방 보조금을 지급	
R&D 확대	- 반도체 기술 리더십 확보를 위해 총 120억 달러 지원	
	내용	지원규모
	• 미 방위고등연구계획국(DARPA)의 전자 기술 부흥 이니셔티브 지원	20억 달러
	• 미 국립과학재단(NSF)의 반도체 기초연구 프로그램 지원	30억 달러
	• 미 에너지부(DOE)의 반도체 기초연구 프로그램 지원	20억 달러
• 미 상무부 산하 국립 첨단 패키징 제조 연구소 설립 및 인력양성	50억 달러	
펀드 조성	- 반도체 관련 정책의 일관성 유지, 해외 정부와의 합의 도출 등을 위해 향후 10년간 7.5억 달러 규모의 신탁펀드 조성	

자료: SIA(CHIPS for America Act), SK 증권 정리  
주: 미국 반도체 굴기 Part 3 (SK 증권 김영우, 20210323 참고)

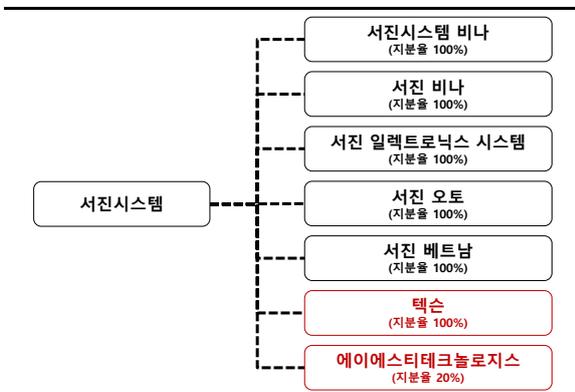
#### Lam Research 실적 추이 및 전망

(단위 십억달러, %)



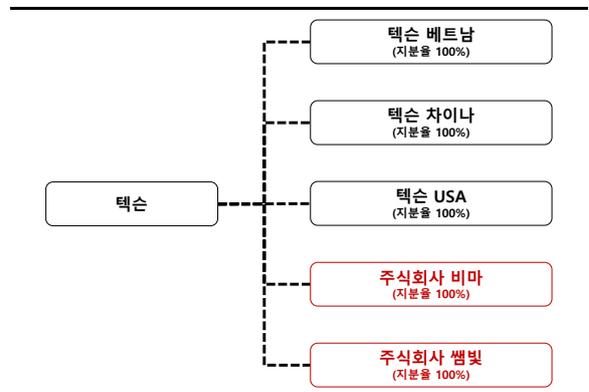
자료: Bloomberg, SK 증권  
주: 미국 반도체 굴기 Part 3 (SK 증권 김영우, 20210323 참고)

#### 서진시스템 계열회사 현황(1H21 기준)



자료: 서진시스템 SK 증권

#### 자회사 텍슨 종속기업 현황(1H21 기준)



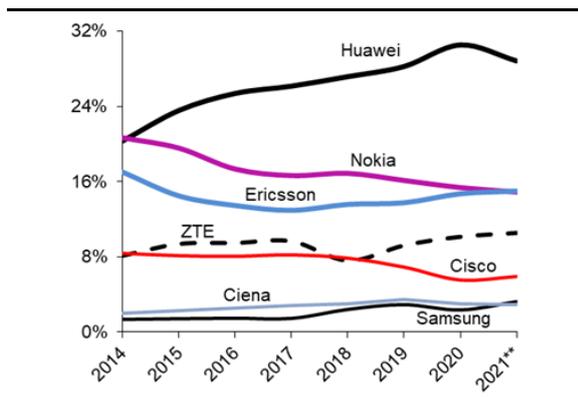
자료: 텍슨 SK 증권

### 해외 주요 통신장비 사업자로 거래처 다변화

해외 주요 통신장비 사업자로  
거래처 다변화, 2022년 5G 인프라  
확대 위한 글로벌 통신사업자별  
발주 움직임 4Q부터 기대

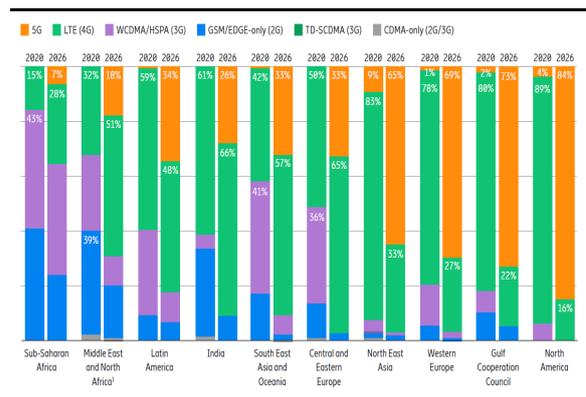
서진시스템에게 4Q21은 크게 두 가지 기회요인이 있을 전망이다. 첫째, 글로벌 통신 장비 업황의 회복 및 반등이다. 세계 최대 시장인 미국의 경우 2020년 코로나19 확산 여파로 잠시 주춤한 모습을 보였지만, 2021년에 접어들며 예년 수준으로 CAPEX 비용이 회복되어가는 모습을 보였다. 2022년에는 본격적인 5G 인프라 확대를 위한 CAPEX 집행이 기대되며, 이는 4분기부터 통신사업자별 발주 움직임으로 나타날 전망이다. 둘째, 거래처의 다변화다. 국내 통신장비 사업자를 넘어 해외 주요 통신장비 사업자까지 거래처가 다변화되었으며, 이는 4분기부터 실적으로 나타날 가능성이 높다. 이는 동사의 통신장비 위탁생산 기술 및 Know-how가 글로벌 최고 수준임을 입증함과 동시에 2022년 통신장비 사업부문의 사상 최고 매출액 달성 가능성을 높여주는 요인으로 작용할 전망이다.

글로벌 통신장비 시장점유율 추이



자료: Dell'Oro, SK 증권 / 주: 통신장비 매출 기준, 2021은 1H21 기준

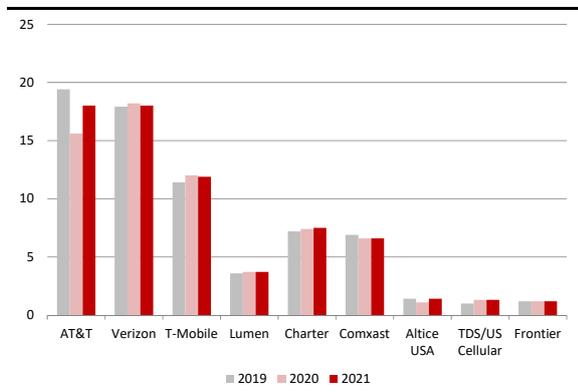
지역별 통신서비스 비중 전망



자료: Ericsson, SK 증권

미국 통신사업자별 CAPEX 추이

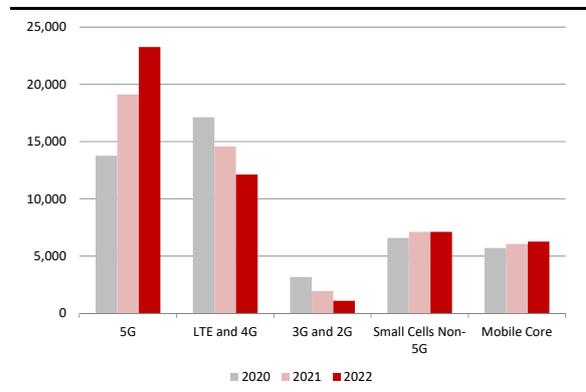
(단위: 십억달러)



자료: Global Data, SK 증권

글로벌 통신서비스별 매출 추이 및 전망

(단위: 백만달러)



자료: Gartner, SK 증권

### 황금알을 낳는 거위 될 기타 사업부문

스마트폰 폼팩터 변화에 따른 핵심 부품 위탁 생산 가능성, 노트북/태블릿 PC 까지 영역 확대

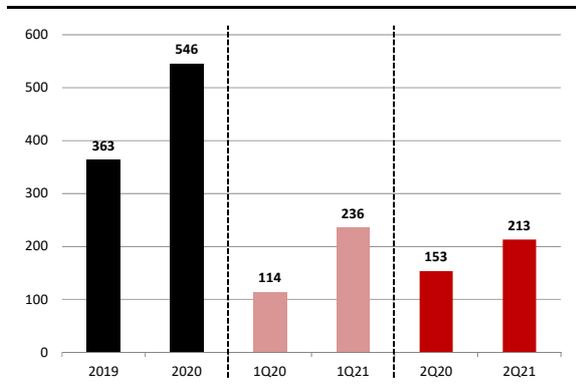
핸드폰 및 기타 사업부문의 전망도 탄탄하다. 주요 고객사의 하이엔드(High-end)급 모델부터 보급형 모델까지 부품 생산 및 가공/조립/검사 등을 담당하는 핸드폰 사업부문은 폴더블폰의 인기와 함께 다시금 부각될 전망이다. 스마트폰 폼팩터 변화에 따라 반드시 필요한 핵심 부품의 위탁 생산 가능성이 대두될 것으로 예상하기 때문이다. 스마트폰 가공/조립/검사 등의 Know-how 를 바탕으로 노트북 및 태블릿 PC 까지 사업 영역이 확대되고 있는 점도 고무적이다.

생활용품 매출 확대, 전기차 배터리 케이스 양산+친환경 에너지 발전 설비 부품 위탁 생산 기대감까지 더해질 기타 사업부문

기타 사업부문은 황금알을 낳는 거위가 되어가는 중이다. 기존 자동차 부품 생산뿐만 아니라 공작기계/로봇/생활용품/중공업 등 성장 모멘텀이 강하게 나타날 가능성이 높은 분야로 저변이 넓어지고 있기 때문이다. 주목하는 분야는 크게 세 분야다. 첫째, 생활용품 매출의 확대다. 코로나 19 이후 일상생활 회복 움직임이 빠르게 나타나는 가운데 미국/유럽 등을 중심으로 동사가 위탁 생산하는 생활용품의 수요가 증가 중이고, 이는 실제로 고객사의 매출 증가로 확인되는 중이다. 둘째, 전기차 배터리 케이스 분야다. 2021 년 전기차 시장은 2019~2020 년과 비교하여 큰 폭의 성장세를 보이고 있다. 특히 유럽 국가들의 경우 넷제로(Net-Zero)의 실현을 위해 2025 년부터 내연기관 차량 판매를 금지하는 정책을 발표했는데, 여기에 발맞춰 완성차 업체들이 2025 년까지 다양한 모델의 전기차를 출시/양산할 가능성이 높아지는 중이다. 서진시스템은 주요 완성차 업체들과 전기차 배터리 케이스에 대한 연구/개발을 함께 해 왔는데, 양산 시점도 임박한 것으로 추정된다. 셋째, 친환경 에너지 발전 설비에 필요한 주요 부품 위탁 생산 가능성이다. 전세계적으로 친환경 에너지 사용 비중이 점진적으로 높아질 것으로 예상되는 가운데, 관련 글로벌 기업들이 추진하는 생산 채널의 다변화 수혜가 기대된다.

Traeger 실적 추이

(단위: 백만달러)



자료: Traeger, SK 증권

EV Battery Pack



자료: IDTeckEx, SK 증권

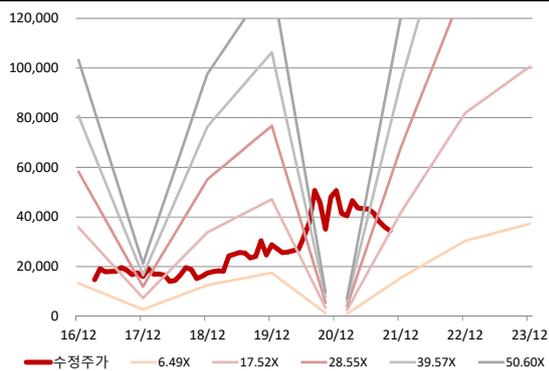
서진시스템 주요 사업 부문별 실적 추정 및 전망

(단위: 억원)

구분	2018	2019	2020	2021E	2022F
매출액	3,246	3,924	3,219	6,257	11,127
통신장비	1,611	2,022	1,033	1,611	4,563
- 핸드폰부품	560	531	478	644	773
반도체장비	296	185	338	735	965
ESS	326	259	304	1,335	1,194
기타	453	927	1,066	1,933	3,631
영업이익	369	544	49	483	1,146
(OPM)	(11.4%)	(13.9%)	(1.5%)	(7.7%)	(10.3%)

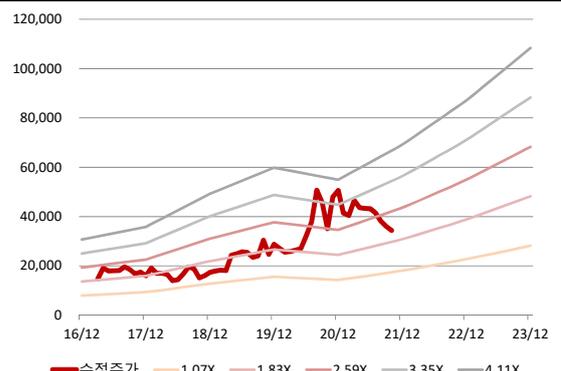
자료: 서진시스템 SK 증권 추정

서진시스템 P/E Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

서진시스템 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

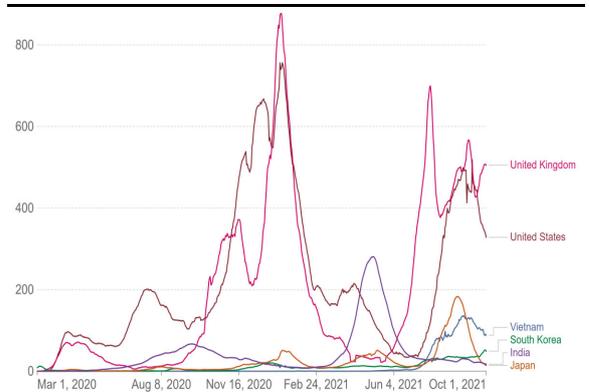
서진시스템 베트남 법인 현황



자료: 서진시스템 SK 증권

코로나 19 확진자 추이

(단위: 확진자/백만명)



자료: Our World in Data, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.10.05	매수	51,000원	6개월		
2021.06.03	매수	51,000원	6개월	-17.23%	-6.08%
2021.02.18	매수	51,000원	6개월	-14.41%	-6.08%
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	-27.62%	3.13%



### 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 (2021년 10월 5일 기준)

매수	87.6%	중립	12.4%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	1,544	2,156	2,816	7,170	13,378
현금및현금성자산	250	262	218	644	2,088
매출채권및기타채권	396	404	551	1,300	2,312
재고자산	712	1,157	1,581	3,731	6,635
<b>비유동자산</b>	2,834	3,475	4,105	5,389	7,388
장기금융자산	0	0	4	2	2
유형자산	2,599	3,004	3,659	4,434	5,330
무형자산	160	9	45	55	61
<b>자산총계</b>	4,378	5,630	6,921	12,559	20,766
<b>유동부채</b>	1,898	2,138	2,608	4,633	6,528
단기금융부채	846	1,380	1,656	2,387	2,534
매입채무 및 기타채무	966	654	825	1,946	3,460
단기충당부채		0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	263	824	1,894	5,033	10,509
장기금융부채	212	787	1,847	4,699	10,048
장기매입채무 및 기타채무		0	0	0	0
장기충당부채	3	1	2	4	8
<b>부채총계</b>	2,161	2,961	4,501	9,666	17,037
<b>지배주주지분</b>	2,169	2,635	2,419	2,898	3,739
자본금	91	91	91	94	94
자본잉여금	1,282	1,282	1,441	1,775	1,775
기타자본구성요소	65	58	19	24	24
자기주식		0	0	0	0
이익잉여금	728	1,188	1,077	1,552	2,627
비지배주주지분	48	34	0	-5	-10
<b>자본총계</b>	2,217	2,669	2,419	2,893	3,729
<b>부채외자본총계</b>	4,378	5,630	6,921	12,559	20,766

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	705	-89	-276	-1,640	-2,497
당기순이익(손실)	323	490	-58	471	1,070
비현금성항목등	268	447	518	459	612
유형자산감가상각비	162	340	334	405	530
무형자산상각비	5	1	2	5	7
기타	101	16	39	-22	-44
운전자본감소(증가)	138	-984	-625	-2,633	-4,109
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-167	-202	-433	-707	-1,012
재고자산감소(증가)	-186	-445	-383	-2,150	-2,904
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	560	-311	188	1,139	1,514
기타	-402	-25	3	-915	-1,708
법인세납부	-13	-43	-110	63	-71
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,444	-585	-1,104	-1,462	-1,406
금융자산감소(증가)	-6	2	-1	-397	0
유형자산감소(증가)	-1,443	-607	-1,083	-1,063	-1,426
무형자산감소(증가)	5	-5	-24	-12	-12
기타		25	3	12	33
<b>재무활동현금흐름</b>	791	695	1,436	3,527	5,347
단기금융부채증가(감소)	-76	366	-128	424	147
장기금융부채증가(감소)	223	490	1,705	3,166	5,349
자본의증가(감소)	651	0	0	0	0
배당금의 지급	6	-36	-54	0	0
기타		-124	-87	-62	-149
<b>현금의 증가(감소)</b>	53	13	-45	427	1,444
기초현금	197	250	262	218	644
기말현금	250	262	218	644	2,088
FCF	-765	-1,064	-1,098	-3,018	-3,936

자료 : 서진시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	3,246	3,924	3,219	6,258	11,127
<b>매출원가</b>	2,613	3,003	2,696	5,066	8,679
<b>매출총이익</b>	632	921	523	1,191	2,448
매출총이익률 (%)	19.5	23.5	16.3	19.0	22.0
<b>판매비와관리비</b>	264	377	474	709	1,302
<b>영업이익</b>	369	544	49	483	1,146
영업이익률 (%)	11.4	13.9	1.5	7.7	10.3
<b>비영업손익</b>	-3	-16	-71	19	-5
순금융비용	36	59	122	92	116
외환관련손익	16	67	42	56	67
관계기업투자등 관련손익		0	-1	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	366	528	-22	502	1,141
세전계속사업이익률 (%)	11.3	13.5	-0.7	8.0	10.3
<b>계속사업법인세</b>	43	38	36	31	71
<b>계속사업이익</b>	323	490	-58	471	1,070
<b>중단사업이익</b>		0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>		0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	323	490	-58	471	1,070
순이익률 (%)	10.0	12.5	-1.8	7.5	9.6
<b>지배주주</b>	301	486	-55	476	1,075
지배주주귀속 순이익률(%)	9.28	12.4	-1.71	7.6	9.66
<b>비지배주주</b>	22	3	-3	-5	-5
<b>총포괄이익</b>	355	519	-328	237	836
<b>지배주주</b>	315	516	-328	242	842
<b>비지배주주</b>	40	3	0	-5	-5
<b>EBITDA</b>	536	885	385	893	1,683

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	36.4	20.9	-18.0	94.4	77.8
영업이익	106.6	47.5	-91.0	884.1	137.4
세전계속사업이익	394.4	44.2	적전	흑전	127.3
EBITDA	69.9	65.3	-56.5	131.6	88.5
EPS(계속사업)	361.8	39.3	적전	흑전	125.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	18.0	20.3	-2.2	17.9	32.4
ROA	9.3	9.8	-0.9	4.8	6.4
EBITDA마진	16.5	22.6	12.0	14.3	15.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	81.4	100.8	108.0	154.8	204.9
부채비율	97.5	111.0	186.1	334.2	456.9
순차입금/자기자본	36.1	71.2	135.7	208.7	270.6
EBITDA/이자비용(배)	14.2	10.1	3.1	8.5	11.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,930	2,688	-304	2,533	5,722
BPS	11,982	14,558	13,364	15,421	19,899
CFPS	3,001	4,574	1,554	4,713	8,577
주당 현금배당금	200	300	0	0	0
<b>Valuation 지표 (배)</b>					
PER(최고)	10.2	11.8	N/A	20.1	8.9
PER(최저)	6.7	6.5	N/A	13.6	6.0
PBR(최고)	1.6	2.2	4.1	3.3	2.6
PBR(최저)	1.1	1.2	1.7	2.2	1.7
PCR	5.8	6.3	32.6	7.3	4.0
EV/EBITDA(최고)	8.3	8.7	34.4	17.2	11.5
EV/EBITDA(최저)	5.3	5.8	19.0	14.1	9.9