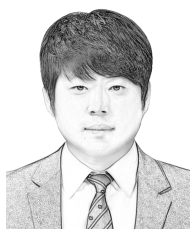


SK COMPANY Analysis



Analyst
나승두

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

Company Data

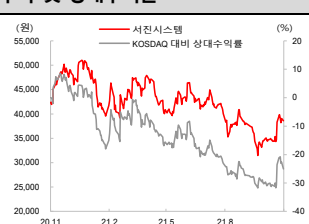
자본금	94 억원
발행주식수	1,879 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	7,253 억원
주요주주	
전동규(와14)	31.66%

외국인지분률	5.50%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/11/16)	38,200 원
KOSDAQ	1035.46 pt
52주 Beta	1.25
52주 최고가	51,000 원
52주 최저가	31,500 원
60일 평균 거래대금	69 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.7%	7.5%
6개월	-5.5%	-11.2%
12개월	-8.2%	-25.1%

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

서프라이즈 실적의 연속

- 3Q21 매출액 1,736 억원(YoY +101.7%), 영업이익 250 억원(흑자전환) 기록
- 당사 실적 추정치 상회, 영업이익률(3Q21 OPM 14.4%)의 회복에 주목
- 베트남 박장 공장 가동률 회복 + 사업 부문별 고른 성장으로 인한 이익률 Mix 개선
- 내년 실적 기대감도 높아, 글로벌 1 위 ESS 업체의 공격적 마케팅 수혜 기대
- 전기차 배터리 관련 부품의 양산 매출 발생 시점도 임박, 이익 레벨 달라지는 구간

예상 뛰어넘는 실적, 이익률 개선세 주목

서진시스템은 3 분기 매출액 1,736 억원(YoY +101.7%), 영업이익 250 억원(흑자전환)을 기록하며 당사 실적 추정치(매출액 1,570 억원, 영업이익 152 억원)를 크게 상회했다. 특히 영업이익률의 회복(3Q21 OPM 14.4%)이 눈에 띄는데, 크게 두 가지 요인이 작용한 것으로 보인다. 첫째, 베트남 공장 가동률의 회복이다. 2 분기까지는 베트남 코로나 19 확산 영향이 다소 있었지만, 베트남 내 백신 접종률 상승 및 사내 방역규칙 강화 등의 효과로 베트남 박장 공장의 가동률이 빠르게 회복했다. 둘째, 사업 부문별 고른 성장이다. ESS/생활가전/통신장비 등 각 분야별로 전방 산업의 회복과 함께 골고루 매출이 발생하면서 이익률 Mix 개선에 긍정적인 영향을 미치고 있다.

분기 사상최고 실적 갱신 지속 + 내년 연간 실적 기대감 상승

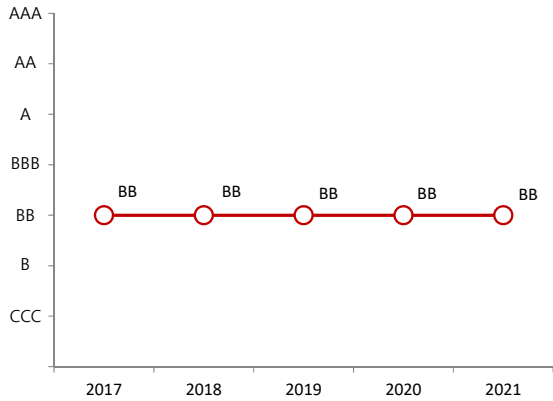
각각의 사업 부문을 살펴보면 내년 실적에 대한 기대감도 크게 상승할 전망이다. 글로벌 1 위 ESS 업체이자 동사의 핵심 거래처로 떠오른 '플루언스 에너지'는 글로벌 ESS 시장 성장에 발맞춰 공격적인 마케팅을 계획 중이다. 서진시스템 ESS 부문 매출이 또 한번 레벨업 할 수 있는 기회로 작용할 전망이다. 통신장비 부문은 글로벌 통신장비사로 거래처가 다변화되고 있음에 주목한다. 올해 하반기부터 에릭슨/후지쯔 등과의 신규 매출이 발생하면서 국내외 글로벌 통신장비 기업들의 핵심 위탁생산 파트너로 자리매김 중이다. 스마트폰 폼팩터 변화에 따른 핵심 부품 위탁 생산 가능성, 그리고 전기차 배터리 관련 부품의 양산 매출 발생 시점도 임박한 것으로 보인다. 각 사업 부문의 고른 성장과 더불어 이익 레벨이 본격적으로 달라지는 구간에 진입했다는 판단이다.

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	595	1,146
yoy	%	106.6	47.5	-91.0	1,112.8	92.6
EBITDA	억원	536	885	385	1,016	1,587
세전이익	억원	366	528	-22	560	996
순이익(지배주주)	억원	301	486	-55	547	949
영업이익률%	%	11.4	13.9	1.5	9.5	10.3
EBITDA%	%	16.5	22.6	12.0	16.2	14.3
순이익률	%	10.0	12.5	-1.8	8.7	8.5
EPS(계속사업)	원	1,930	2,688	-304	2,914	5,050
PER	배	9.0	10.7	N/A	13.3	7.6
PBR	배	1.5	2.0	3.8	2.2	1.7
EV/EBITDA	배	7.5	8.1	32.4	11.5	9.0
ROE	%	18.0	20.3	-2.2	18.9	24.4
순차입금	억원	801	1,899	3,281	4,344	7,004
부채비율	%	97.5	111.0	186.1	212.4	309.6

ESG 하이라이트

서진시스템 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
서진시스템 종합 등급	BB	NA	NA
환경(Environment)	10.37	NA	NA
사회(Social)	43.12	NA	NA
지배구조(Governance)	36.06	NA	NA
<비교업체 종합 등급>			
케이엠더블유	BBB	D	22.31
에이스테크	NA	NA	NA
테스나	BBB	NA	NA
한미반도체	BBB	NA	15.70

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치센터의 서진시스템 ESG 평가

금속 가공부터 완제품 생산까지 필요한 공정을 수직 계열화하여 갖추고 있다. 이를 활용하여 원재료 스크랩 재활용 등을 적극 추진 중이다.

자료: SK 증권

서진시스템 ESG 채권 발행 내역

(단위: 백만원, %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
NA	NA	NA	NA

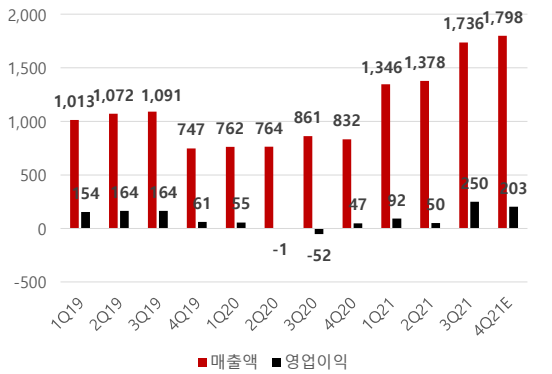
자료: KRX, SK 증권

서진시스템 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
NA	NA	NA

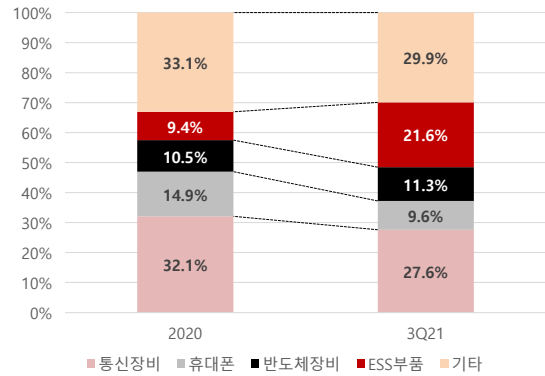
자료: 주요 언론사, SK 증권

서진시스템 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)



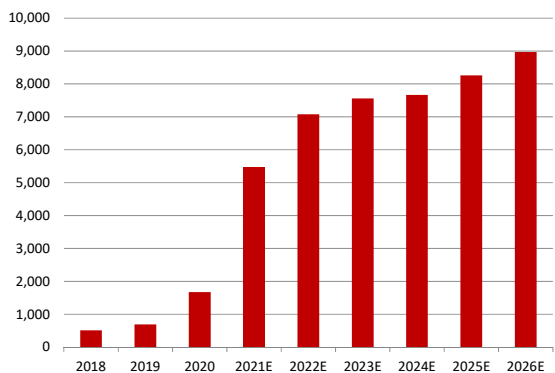
자료: 서진시스템 SK 증권 추정

사업 부문별 비중 추이



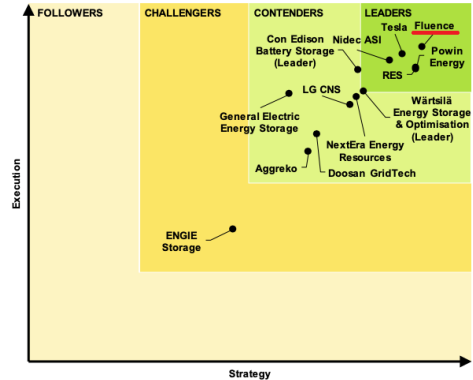
자료: 서진시스템 SK 증권

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



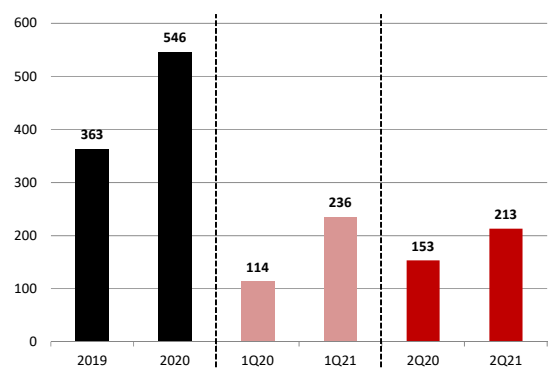
자료: US Energy Storage Association, Wood Mackenzie, SK 증권

글로벌 Energy Storage 업체 리더보드



자료: Guidehouse Insights, SK 증권

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	6,258	11,127
통신장비	1,611	2,022	1,033	1,611	3,838
핸드폰부품	560	531	478	644	784
반도체장비	296	185	338	735	980
ESS	326	259	304	1,335	1,694
기타	453	927	1,066	1,933	3,831
영업이익	369	544	49	595	1,146
(OPM)	(11.4%)	(13.9%)	(1.5%)	(9.5%)	(10.3%)

자료 : 서진시스템 SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.11.17	매수	51,000원	6개월		
2021.10.05	매수	51,000원	6개월	-19.33%	-6.08%
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 내용이 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 11월 17일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	1,544	2,156	2,816	5,662	12,875
현금및현금성자산	250	262	218	615	2,561
매출채권및기타채권	396	404	551	1,071	2,190
재고자산	712	1,157	1,581	3,074	6,284
비유동자산	2,834	3,475	4,105	4,876	5,074
장기금융자산	0	0	4	3	3
유형자산	2,599	3,004	3,659	3,989	3,553
무형자산	160	9	45	57	64
자산총계	4,378	5,630	6,921	10,538	17,949
유동부채	1,898	2,138	2,608	4,109	6,189
단기금융부채	846	1,380	1,656	2,259	2,406
매입채무 및 기타채무	966	654	825	1,603	3,277
단기충당부채		0	0	0	0
비유동부채	263	824	1,894	3,055	7,379
장기금융부채	212	787	1,847	2,704	7,162
장기매입채무 및 기타채무		0	0	0	0
장기충당부채	3	1	2	3	6
부채총계	2,161	2,961	4,501	7,164	13,567
지배주주지분	2,169	2,635	2,419	3,379	4,392
자본금	91	91	91	94	94
자본잉여금	1,282	1,282	1,441	1,775	1,775
기타자본구성요소	65	58	19	27	27
자기주식		0	0	0	0
이익잉여금	728	1,188	1,077	1,623	2,572
비지배주주지분	48	34	0	-5	-10
자본총계	2,217	2,669	2,419	3,374	4,382
부채외자본총계	4,378	5,630	6,921	10,538	17,949

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업활동현금흐름	705	-89	-276	-673	-2,424
당기순이익(손실)	323	490	-58	542	944
비현금성항목등	268	447	518	514	643
유형자산감가상각비	162	340	334	417	436
무형자산상각비	5	1	2	4	5
기타	101	16	39	37	-7
운전자본감소(증가)	138	-984	-625	-1,786	-3,965
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-167	-202	-433	-419	-1,119
재고자산감소(증가)	-186	-445	-383	-1,493	-3,211
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	560	-311	188	720	1,674
기타	-402	-25	3	-595	-1,310
법인세납부	-13	-43	-110	56	-46
투자활동현금흐름	-1,444	-585	-1,104	-421	28
금융자산감소(증가)	-6	2	-1	1	0
유형자산감소(증가)	-1,443	-607	-1,083	-422	0
무형자산감소(증가)	5	-5	-24	-12	-12
기타		25	3	12	40
재무활동현금흐름	791	695	1,436	1,490	4,342
단기금융부채증가(감소)	-76	366	-128	289	147
장기금융부채증가(감소)	223	490	1,705	1,238	4,458
자본의증가(감소)	651	0	0	0	0
배당금의 지급	6	-36	-54	0	0
기타		-124	-87	-37	-264
현금의 증가(감소)	53	13	-45	397	1,946
기초현금	197	250	262	218	615
기말현금	250	262	218	615	2,561
FCF	-765	-1,064	-1,098	-1,421	-2,450

자료 : 서진시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	3,246	3,924	3,219	6,258	11,127
매출원가	2,613	3,003	2,696	4,961	8,679
매출총이익	632	921	523	1,297	2,448
매출총이익률 (%)	19.5	23.5	16.3	20.7	22.0
판매비와관리비	264	377	474	702	1,302
영업이익	369	544	49	595	1,146
영업이익률 (%)	11.4	13.9	1.5	9.5	10.3
비영업손익	-3	-16	-71	-35	-150
순금융비용	36	59	122	93	224
외환관련손익	16	67	42	51	67
관계기업투자등 관련손익		0	-1	0	0
세전계속사업이익	366	528	-22	560	996
세전계속사업이익률 (%)	11.3	13.5	-0.7	9.0	9.0
계속사업법인세	43	38	36	18	52
계속사업이익	323	490	-58	542	944
중단사업이익		0	0	0	0
*법인세효과		0	0	0	0
당기순이익	323	490	-58	542	944
순이익률 (%)	10.0	12.5	-1.8	8.7	8.5
지배주주	301	486	-55	547	949
지배주주귀속 순이익률(%)	9.28	12.4	-1.71	8.75	8.53
비지배주주	22	3	-3	-5	-5
총포괄이익	355	519	-328	606	1,008
지배주주	315	516	-328	611	1,013
비지배주주	40	3	0	-5	-5
EBITDA	536	885	385	1,016	1,587

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	36.4	20.9	-18.0	94.4	77.8
영업이익	106.6	47.5	-91.0	1,112.8	92.6
세전계속사업이익	394.4	44.2	적전	흑전	77.8
EBITDA	69.9	65.3	-56.5	163.6	56.2
EPS(계속사업)	361.8	39.3	적전	흑전	73.3
수익성 (%)					
ROE	18.0	20.3	-2.2	18.9	24.4
ROA	9.3	9.8	-0.9	6.2	6.6
EBITDA마진	16.5	22.6	12.0	16.2	14.3
안정성 (%)					
유동비율	81.4	100.8	108.0	137.8	208.0
부채비율	97.5	111.0	186.1	212.4	309.6
순차입금/자기자본	36.1	71.2	135.7	128.8	159.8
EBITDA/이자비용(배)	14.2	10.1	3.1	9.7	6.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,930	2,688	-304	2,914	5,050
BPS	11,982	14,558	13,364	17,982	23,373
CFPS	3,001	4,574	1,554	5,152	7,395
주당 현금배당금	200	300	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.2	11.8	N/A	17.5	10.1
PER(최저)	6.7	6.5	N/A	10.8	6.2
PBR(최고)	1.6	2.2	4.1	2.8	2.2
PBR(최저)	1.1	1.2	1.7	1.8	1.4
PCR	5.8	6.3	32.6	7.5	5.2
EV/EBITDA(최고)	8.3	8.7	34.4	13.4	10.3
EV/EBITDA(최저)	5.3	5.8	19.0	10.1	8.2