

SK COMPANY Analysis



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com.kr
02-3773-8891

Company Data

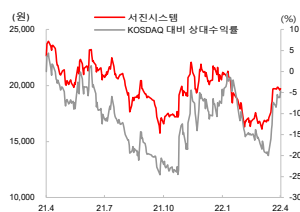
| | |
|-----------------|----------|
| 자본금 | 94 억원 |
| 발행주식수(신주교부 5/4) | 3,758 만주 |
| 자사주 | 0 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 7,413 억원 |
| 주요주주 | |
| 전동규(와14) | 31.66% |

| | |
|--------|-------|
| 외국인지분률 | 6.10% |
| 배당수익률 | 0.80% |

Stock Data

| | |
|--------------|-----------|
| 주가(22/04/14) | 19,100 원 |
| KOSDAQ | 928.01 pt |
| 52주 Beta | 1.05 |
| 52주 최고가 | 23,950 원 |
| 52주 최저가 | 15,750 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 78 억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|--------|-------|
| 1개월 | 17.8% | 14.9% |
| 6개월 | 19.0% | 22.4% |
| 12개월 | -12.9% | -4.6% |

서진시스템 (178320/KQ | 매수(유지) | T.P 25,500 원(유지))

글로벌 EMS 업체로의 완전한 도약

- 코로나19 여파에도 2021년 매출액 6,601억, 영업이익 580억 원 기록
- 주요 사업 부문별 고른 매출 비중 기록, 통신장비 생산 전문 기업 이미지 탈피
- 1Q22 북미 지역 물류난 영향으로 다소 주춤할 가능성, 연간 상저하고 실적 예상
- 반도체 장비 OEM 생산, 생활가전 품목 확대, 컨테이너 사업 부문 진출 등 주목
- 2022년 연간 매출 1조원, 영업이익 1천억원 상회하여 실적 Level UP 전망

글로벌 메탈 플랫폼 전문 기업

서진시스템은 금속 가공/시스템 설계/제품 및 부품 개발 기술 등을 기반으로 하는 EMS (Electronics Manufacturing Services) 전문 업체다. 지난해 매출액 6,061 억원(YoY +88.3%), 영업이익 580 억원(YoY +1,082.2%)을 기록하며 코로나19 확산 여파가 남아 있음에도 불구하고 의미 있는 실적 성장세를 시현했다. 주요 사업 부문별 매출 비중은 통신장비 23%, ESS 22%, 반도체 12%, 모바일 10%, 기타 33%를 기록했다. 2019년까지만 해도 통신장비 매출 비중이 52%에 달해 통신장비 전문 기업이라는 인식이 강하지만, 이제는 통신장비 외 품목들이 다양해짐에 따라 종합 메탈 플랫폼 제공 업체로써의 재평가가 필요한 시점이다.

진화하는 3가지 이유

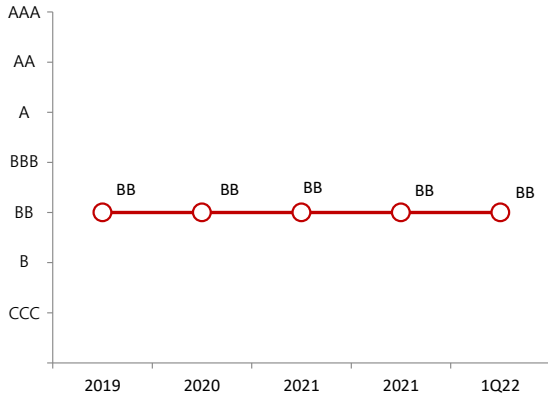
서진시스템의 고객사와 생산 제품이 다양해지는 이유는 크게 3가지를 꼽을 수 있다. 첫째, 글로벌 생산 거점의 변화다. 세계의 공장 역할을 하던 중국이 미국과 무역 분쟁을 빚으며 글로벌 업체들의 이탈이 시작됐고, 코로나 19 확산을 기점으로 탈(脫)중국 속도는 더욱 빨라졌다. 이 때 풍부한 노동력(많은 인구수 및 낮은 평균 연령)과 값싼 임금이 경쟁력으로 작용하는 베트남이 새로운 글로벌 생산 기지로 대두되면서 자연스럽게 서진 시스템에 대한 관심 증가로 이어졌다. 둘째, 규모의 경제 효과다. 서진시스템은 과감한 선제투자를 통해 세계 최고 수준의 대형 다이캐스팅 장비와 약 3,000여대에 달하는 공작기계, 자체 용해로, 압출라인, 주물설비 등을 모두 갖추고 있다. 위탁 생산에 필요한 전(全)공정을 내재화함으로써 생산 효율 및 원가 관리 측면에서의 강력한 경쟁력으로 작용 중이다. 셋째, 검증된 reference 다. 다국적 기업의 제품 위탁 생산 경험이 동종 산업 내 경쟁사 및 여타 산업의 신규 고객사 확보로 이어지는 중이다.

올해 실적 상저하고, 한 단계 레벨업 할 것

올해 1분기 매출액은 1,380 억원(YoY +2.5%), 영업이익은 83 억원(YoY -9.8%)을 기록할 것으로 예상된다. 아직 충분히 해소되지 않은 물류대란으로 인해 북미 지역 납품 비중이 높은 ESS와 생활가전 분야에서의 매출 이연 영향 때문이다. 하지만 이연된 매출은 2분기부터 회복세에 진입할 것으로 예상되고, 하반기부터는 본격적으로 컨테이너 사업 부문의 실적까지 더해질 전망이다. 올해 연간으로는 매출액 1조 1,250 억원(YoY +85.6%), 영업이익 1,036 억원(YoY +78.7%)을 기록하며 또 한 번의 실적 레벨업이 가능할 것으로 판단한다. 에릭슨/후지쯔 등 통신장비 고객사 다변화, 랩리서치 반도체 장비 OEM 생산 및 리퍼비시 사업 추진, ESS 주요 고객사인 플루언스 에너지의 고성장, 전기차 배터리 모듈 팩 양산 돌입과 글로벌 물류 대란 해소를 위한 컨테이너 사업 부문 진출까지 어느 것 하나 빼놓을 수 없는 알찬 실적 구성이 기대되는 2022년이다.

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) | 1237 | NA | NA |
| 사회(Social) | 47.79 | NA | NA |
| 지배구조(Governance) | 38.66 | NA | NA |

<비교업체 종합 등급>

| | | | |
|----|----|----|----|
| NA | NA | NA | NA |
|----|----|----|----|

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치센터의 서진시스템 ESG 평가

금속 가공부터 완제품 생산까지 필요한 공정을 수직 계열화하여 갖고 있다. 이를 활용하여 원재료 스크랩 재활용 등을 적극 추구한다.

친환경차 부품 사업 및 ESS 부품 사업 진출하며 친환경 관련 사업의 로의 영역을 점진적으로 확대 중이다.

주주 환원을 위한 배당 정책을 꾸준히 시행 중이며, 내부회계관리제도 등을 도입하여 운영 중이다.

자료: SK 증권

서진시스템 ESG 채권 발행 내역

(단위: 백만원, %)

| 발행일 | 세부 섹터 | 발행규모 | 표면금리 |
|-----|-------|------|------|
| NA | NA | NA | NA |

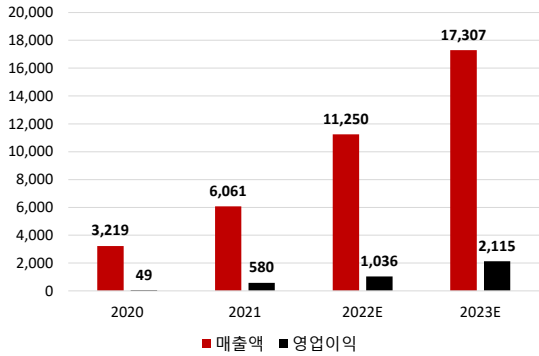
자료: KRX, SK 증권

서진시스템 ESG 관련 뉴스 Flow

| 일자 | 세부 섹터 | 내용 |
|----|-------|----|
| NA | NA | NA |

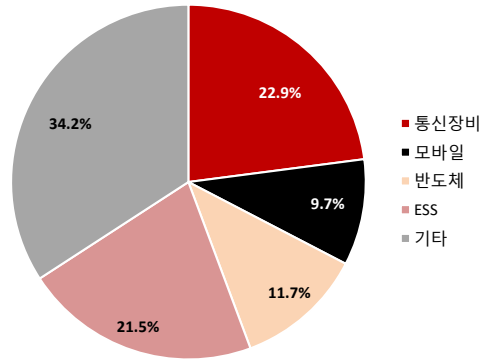
자료: 주요 언론사, SK 증권

서진시스템 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)



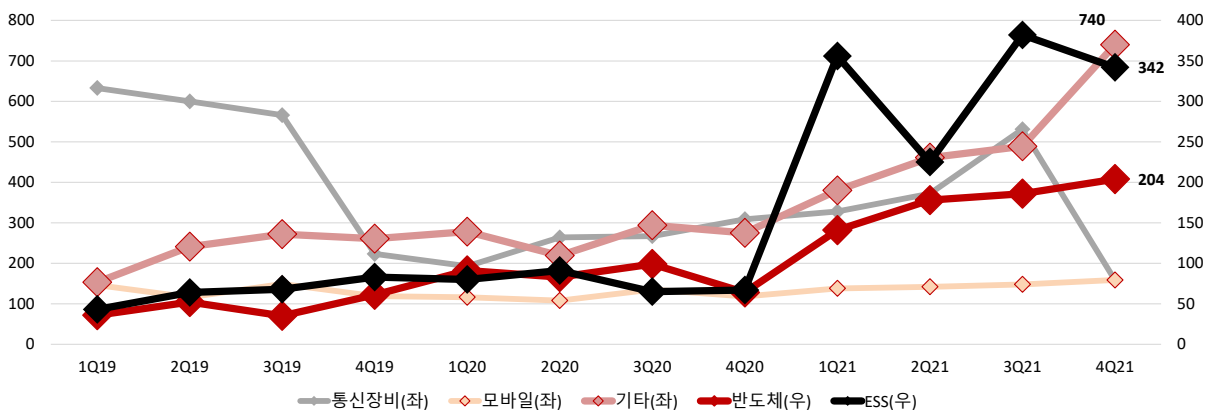
자료: 서진시스템 SK 증권 추정

서진시스템 주요 사업 부문별 매출 비중(2021년 기준)



자료: 서진시스템 SK 증권

주요 사업 부문별 분기 매출 추이 (단위: 억원)



자료: 서진시스템 SK 증권

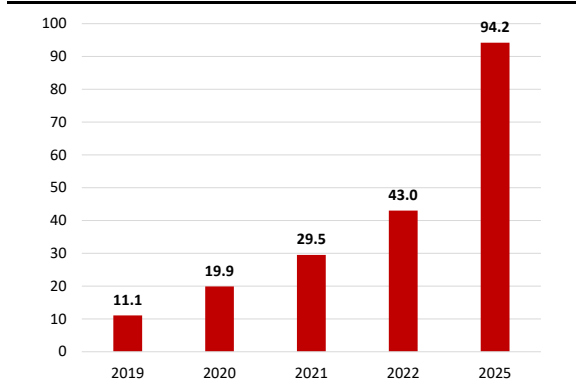
서진시스템 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

| 구분 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 비고 |
|-------|---------|--------|--------|--------|---------|--|
| 매출액 | 3,924 | 3,219 | 6,061 | 11,250 | 17,307 | 4/14 기준 상장주식수 1,879만주 |
| 통신장비 | 2,022 | 1,033 | 1,390 | 1,832 | 2,627 | 3/30, 1:1 비율 무상증자 결정 공시 4/13 권리락 발생 |
| 모바일 | 531 | 478 | 587 | 773 | 814 | |
| 반도체 | 185 | 338 | 709 | 1,892 | 2,461 | |
| ESS | 259 | 304 | 1,305 | 1,706 | 2,444 | 신주권교부예정일 5/4, 이후 상장주식수 3,758만주 |
| 컨테이너 | - | - | - | 1,845 | 5,456 | |
| 기타 | 927 | 1,066 | 2,071 | 3,202 | 3,505 | 전환사채 발행으로 인한 전환가능 주식수 583만주 |
| 영업이익 | 544 | 49 | 580 | 1,036 | 2,115 | (무상증자 반영 시 1,165만주) |
| (OPM) | (13.9%) | (1.5%) | (9.6%) | (9.2%) | (12.2%) | |

자료: 서진시스템 SK 증권 추정

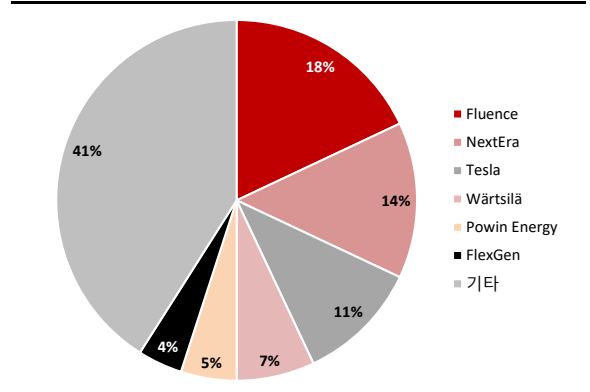
글로벌 ESS 시장 규모 추이 및 전망

(단위: GWh)



자료: SNE 리서치, SK 증권

글로벌 Energy Storage System 시장점유율(2021년 기준)



자료: IHS Markit, SK 증권

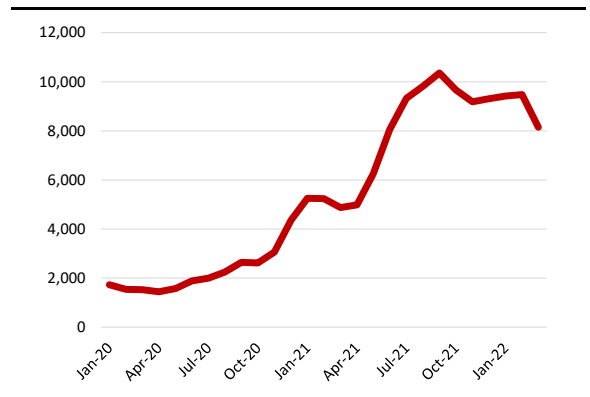
컨테이너박스 공급처 다변화 협력 업무협약



자료: 한국해양진흥공사, SK 증권

글로벌 컨테이너 운임지수

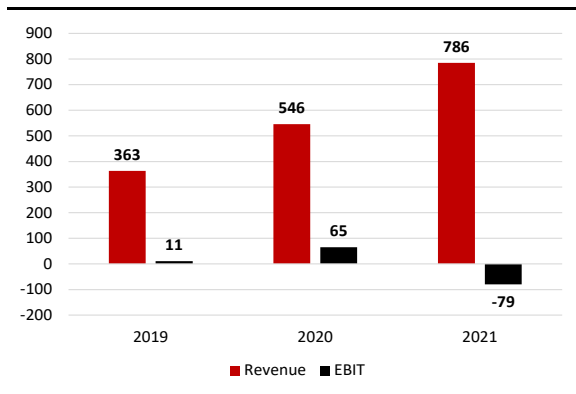
(단위: 달러/40ft)



자료: Drewry, SK 증권

Traeger 실적 추이

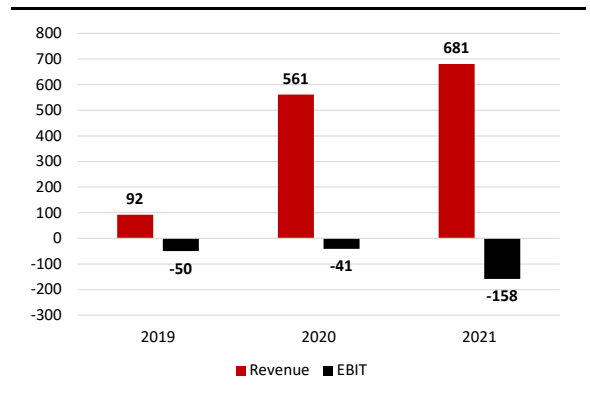
(단위: 백만달러)



자료: Bloomberg, SK 증권

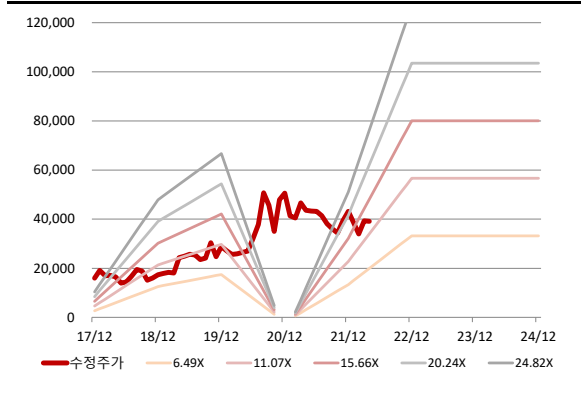
Fluence Energy 실적 추이

(단위: 백만달러)



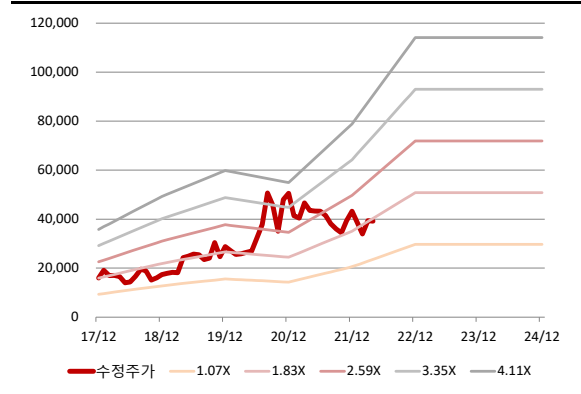
자료: Bloomberg, SK 증권

서진시스템 P/E Band Chart



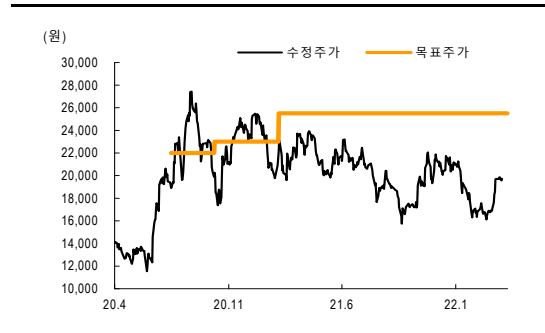
자료: Quantwise, SK 증권

서진시스템 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 괴리율 | |
|------------|------|---------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2022.04.15 | 매수 | 25,500원 | 6개월 | | |
| 2021.11.17 | 매수 | 25,500원 | 6개월 | -21.14% | -6.08% |
| 2021.10.05 | 매수 | 25,500원 | 6개월 | -19.36% | -6.08% |
| 2021.06.03 | 매수 | 25,500원 | 6개월 | -17.23% | -6.08% |
| 2021.02.18 | 매수 | 25,500원 | 6개월 | -14.41% | -6.08% |
| 2020.10.20 | 매수 | 23,000원 | 6개월 | -2.28% | 10.87% |
| 2020.07.31 | 매수 | 22,000원 | 6개월 | 4.82% | 24.77% |



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 (2022년 4월 15일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 94.31% | 중립 | 5.69% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 2,156 | 2,816 | 5,310 | 6,509 | 8,966 |
| 현금및현금성자산 | 262 | 218 | 241 | 207 | 541 |
| 매출채권및기타채권 | 404 | 551 | 1,082 | 1,755 | 2,319 |
| 재고자산 | 1,157 | 1,581 | 3,436 | 3,949 | 5,348 |
| 비유동자산 | 3,475 | 4,105 | 5,191 | 6,116 | 7,076 |
| 장기금융자산 | 0 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| 유형자산 | 3,004 | 3,659 | 4,660 | 4,264 | 4,021 |
| 무형자산 | 9 | 45 | 47 | 46 | 46 |
| 자산총계 | 5,630 | 6,921 | 10,500 | 12,625 | 16,043 |
| 유동부채 | 2,138 | 2,608 | 4,384 | 5,050 | 5,947 |
| 단기금융부채 | 1,380 | 1,656 | 2,258 | 2,395 | 2,451 |
| 매입채무 및 기타채무 | 654 | 825 | 1,922 | 2,419 | 3,184 |
| 단기충당부채 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 824 | 1,894 | 2,514 | 2,619 | 2,826 |
| 장기금융부채 | 787 | 1,847 | 2,435 | 2,538 | 2,743 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 1 | 2 | 1 | 3 | 5 |
| 부채총계 | 2,961 | 4,501 | 6,898 | 7,669 | 8,773 |
| 지배주주지분 | 2,635 | 2,419 | 3,602 | 4,956 | 7,270 |
| 자본금 | 91 | 91 | 94 | 94 | 94 |
| 자본잉여금 | 1,282 | 1,441 | 1,802 | 1,802 | 1,802 |
| 기타자본구성요소 | 58 | 19 | 30 | 30 | 30 |
| 자기주식 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 1,188 | 1,077 | 1,466 | 2,367 | 4,228 |
| 비지배주주지분 | 34 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 2,669 | 2,419 | 3,602 | 4,956 | 7,270 |
| 부채외자본총계 | 5,630 | 6,921 | 10,500 | 12,625 | 16,043 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | -185 | -276 | 58 | 52 | 530 |
| 당기순이익(손실) | 490 | -58 | 386 | 957 | 1,974 |
| 비현금성항목등 | 447 | 518 | 894 | 597 | 580 |
| 유형자산감가상각비 | 340 | 334 | 482 | 515 | 437 |
| 무형자산감가상각비 | 1 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| 기타 | 106 | 39 | 183 | -15 | -28 |
| 운전자본감소(증가) | -984 | -625 | -1,310 | -1,450 | -1,912 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | -202 | -433 | -299 | -673 | -564 |
| 재고자산감소(증가) | -445 | -383 | -1,951 | -512 | -1,399 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -311 | 188 | 1,050 | 497 | 766 |
| 기타 | -429 | 3 | -110 | -762 | -715 |
| 법인세납부 | -43 | -110 | 88 | -51 | -113 |
| 투자활동현금흐름 | -613 | -1,104 | -1,181 | -116 | -190 |
| 금융자산감소(증가) | 2 | -1 | -9 | 0 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | -607 | -1,083 | -1,173 | -119 | -193 |
| 무형자산감소(증가) | -5 | -24 | -2 | -2 | -2 |
| 기타 | | 3 | 3 | 5 | 6 |
| 재무활동현금흐름 | 810 | 1,436 | 1,144 | 29 | -5 |
| 단기금융부채증가(감소) | 366 | -128 | 107 | 137 | 56 |
| 장기금융부채증가(감소) | 490 | 1,705 | 1,153 | 103 | 205 |
| 자본의증가(감소) | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 36 | -54 | 0 | -56 | -113 |
| 기타 | | -87 | -116 | -155 | -153 |
| 현금의 증가(감소) | 13 | -45 | 23 | -34 | 335 |
| 기초현금 | 250 | 262 | 218 | 241 | 207 |
| 기말현금 | 262 | 218 | 241 | 207 | 541 |
| FCF | -1,048 | -1,098 | -1,530 | -70 | 333 |

자료 : 서진시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

| 월 결산(억원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액 | 3,924 | 3,219 | 6,061 | 11,250 | 17,307 |
| 매출원가 | 3,003 | 2,696 | 4,886 | 9,012 | 13,712 |
| 매출총이익 | 921 | 523 | 1,176 | 2,238 | 3,595 |
| 매출총이익률 (%) | 23.5 | 16.3 | 19.4 | 19.9 | 20.8 |
| 판매비와관리비 | 377 | 474 | 596 | 1,202 | 1,480 |
| 영업이익 | 544 | 49 | 580 | 1,036 | 2,115 |
| 영업이익률 (%) | 13.9 | 1.5 | 9.6 | 9.2 | 12.2 |
| 비영업손익 | -16 | -71 | -129 | -28 | -28 |
| 순금융비용 | 59 | 122 | 206 | 150 | 147 |
| 외환관련손익 | 67 | 42 | 78 | 107 | 91 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 0 | -1 | 8 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 528 | -22 | 451 | 1,008 | 2,087 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 13.5 | -0.7 | 7.4 | 9.0 | 12.1 |
| 계속사업법인세 | 38 | 36 | 65 | 51 | 113 |
| 계속사업이익 | 490 | -58 | 386 | 957 | 1,974 |
| 중단사업이익 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 490 | -58 | 386 | 957 | 1,974 |
| 순이익률 (%) | 12.5 | -1.8 | 6.4 | 8.5 | 11.4 |
| 지배주주 | 486 | -55 | 386 | 957 | 1,974 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 12.4 | -1.71 | 6.37 | 8.51 | 11.41 |
| 비지배주주 | 3 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 519 | -328 | 839 | 1,410 | 2,427 |
| 지배주주 | 516 | -328 | 839 | 1,410 | 2,427 |
| 비지배주주 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 885 | 385 | 1,065 | 1,554 | 2,554 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|------------------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 20.9 | -18.0 | 88.3 | 85.6 | 53.8 |
| 영업이익 | 47.5 | -91.0 | 1,082.2 | 78.6 | 104.2 |
| 세전계속사업이익 | 44.2 | 적전 | 흑전 | 123.8 | 106.9 |
| EBITDA | 65.3 | -56.5 | 176.4 | 45.9 | 64.4 |
| EPS(계속사업) | 39.3 | 적전 | 흑전 | 24.0 | 106.3 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 20.3 | -2.2 | 12.8 | 22.4 | 32.3 |
| ROA | 9.8 | -0.9 | 4.4 | 8.3 | 13.8 |
| EBITDA마진 | 22.6 | 12.0 | 17.6 | 13.8 | 14.8 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 100.8 | 108.0 | 121.1 | 128.9 | 150.8 |
| 부채비율 | 111.0 | 186.1 | 191.5 | 154.8 | 120.7 |
| 순차입금/자기자본 | 71.2 | 135.7 | 123.2 | 95.1 | 63.8 |
| EBITDA/이자비용(배) | 10.1 | 3.1 | 5.1 | 10.0 | 16.7 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 2,688 | -304 | 2,055 | 2,547 | 5,253 |
| BPS | 14,558 | 13,364 | 19,169 | 13,187 | 19,345 |
| CFPS | 4,574 | 1,554 | 4,637 | 3,924 | 6,421 |
| 주당 현금배당금 | 300 | 0 | 300 | 300 | 300 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER(최고) | 11.8 | N/A | 24.8 | 17.0 | 8.2 |
| PER(최저) | 6.5 | N/A | 15.3 | 12.6 | 6.1 |
| PBR(최고) | 2.2 | 4.1 | 2.7 | 3.3 | 2.2 |
| PBR(최저) | 1.2 | 1.7 | 1.6 | 2.4 | 1.7 |
| PCR | 6.3 | 32.6 | 9.3 | 10.1 | 6.1 |
| EV/EBITDA(최고) | 8.7 | 34.4 | 12.9 | 8.3 | 5.0 |
| EV/EBITDA(최저) | 5.8 | 19.0 | 9.8 | 7.0 | 4.2 |