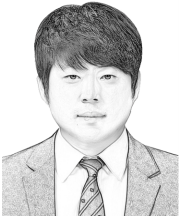


SK COMPANY Analysis



Analyst
나승두

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

Company Data

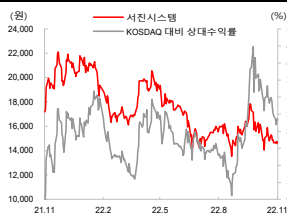
자본금	188 억원
발행주식수	1,879 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	5,355 억원
주요주주	
전동규(와11)	31.58%

외국인지분률	4.10%
배당수익률	1.00%

Stock Data

주가(22/11/04)	14,250 원
KOSDAQ	693.89 pt
52주 Beta	1.03
52주 최고가	22,103 원
52주 최저가	13,550 원
60일 평균 거래대금	78 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.1%	-9.0%
6개월	-24.3%	-1.0%
12개월	-14.8%	23.3%

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

세계의 공장 되어가는 베트남 속 핵심 기업

- 투자 의견 매수, 목표주가 25,000 원 유지, 3Q22 분기 매출액 최고치 갱신 예상
- 업황 회복과 이익률 개선 시차 있다는 점 감안하면 반등 신호 감지되고 있음
- 탈(脫)중국 이후 대안 찾기 나선 글로벌 기업들, 베트남 매력적인 대안으로 부상
- G2 갈등 심화, 정치적 불안정성 등 중국 벗어나고자 하는 기업들 명분 충분한 상황
- 전환가능 주식수 모두 감안한 현재 주가 수준도 충분히 매력적

외형 성장으로 증명하는 업황 회복

서진시스템에 대한 투자 의견 매수, 목표주가 25,000 원을 유지한다. 3Q22 매출액은 2,198 억원(YoY +26.6%, 영업이익 138 억원(YoY -44.8%))을 기록할 것으로 추정한다. 다시 한번 분기 사상 최고 매출을 갱신하는 흐름이다. 이익률 추이가 다소 어렵게 느껴질 수 있지만, 오히려 외형이 꾸준히 성장하고 있다는 점에 주목해야 한다. 베트남 최고의 위탁 생산 시설을 구축한 서진시스템을 찾는 글로벌 브랜드들이 증가하고 있고, 전 사업부문이 공통적으로 업황 회복 사이클 초기에 진입하면서 매출이 가장 먼저 반등하는 형태로 나타나고 있기 때문이다. 코로나19 여파로 증가했던 물류비, 전기차 관련 부품들에 대해 발생한 추가 개발비, 분기 최고 매출 흐름을 이끌고 있는 직원 상여금 지급 등으로 이익률 개선이 다소 더더 보일 수 있지만, 일반적으로 업황의 회복과 실적 개선이 다소 시차를 두고 이어진다는 점을 감안하면 이미 반등의 신호는 충분히 감지되고 있다는 판단이다.

늘어나는 거래처, 탈중국 기조 이어질 것

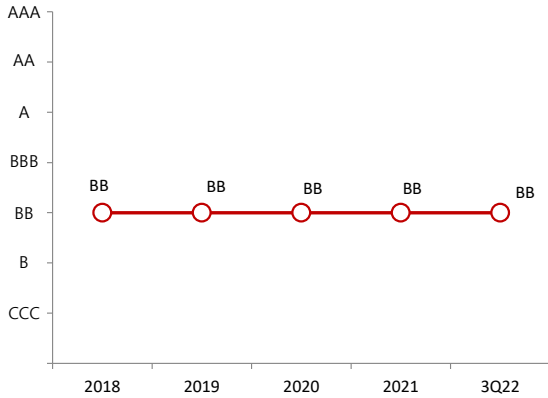
세계의 공장 역할을 하던 중국을 벗어나기 위한 글로벌 움직임은 더욱 가속화되고 있다. 급격한 인건비 상승, 정치적 불확실성 강화, 제로 코로나 정책으로 인한 폐쇄 지속, G2 갈등 심화 등 중국을 벗어나고자 하는 기업들의 명분은 충분하다. 반면 탈(脫)중국 이후 뚜렷한 대안을 마련하기 어려운 글로벌 기업들의 입장에서 베트남과 서진시스템이 매력적인 대안으로 떠오르고 있고, 이는 서진시스템의 증가하는 거래처 숫자와 그들의 네임밸류에서 확인할 수 있다. 전환가능 주식수를 모두 반영한 내년도 예상 EPS(1,260 원) 대비 현재 주가는 P/E 11X 수준에 불과하다는 점도 매력적이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	억원	3,924	3,219	6,061	8,550	15,887
yoy	%	20.9	-18.0	88.3	41.1	85.8
영업이익	억원	544	49	580	387	1,177
yoy	%	47.5	-91.0	1,082.2	-33.3	204.1
EBITDA	억원	885	385	1,065	905	1,656
세전이익	억원	528	-22	451	231	1,060
순이익(지배주주)	억원	486	-55	386	226	1,003
영업이익률%	%	13.9	1.5	9.6	4.5	7.4
EBITDA%	%	22.6	12.0	17.6	10.6	10.4
순이익률	%	12.5	-1.8	6.4	2.6	6.3
EPS(계속사업)	원	1,344	-152	1,027	601	2,669
PER	배	10.7	N/A	21.1	24.4	5.5
PBR	배	2.0	3.8	2.3	0.9	0.7
EV/EBITDA	배	8.1	32.4	11.8	9.2	5.2
ROE	%	20.3	-2.2	12.8	4.7	15.0
순차입금	억원	1,899	3,281	4,438	2,767	2,993
부채비율	%	111.0	186.1	191.5	117.1	97.9

ESG 하이라이트

서진시스템 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

SK 증권 리서치센터의 서진시스템 ESG 평가

서진시스템은 친환경/경량화의 주 원재료인 알루미늄을 활용한 금속 가공/제품 생산 전문 기업. 생산 공정 수직 계열화를 통해 원재료 스크랩 재활용 등에 적극적. 무공해 자동차 부품 및 친환경 에너지 연계 ESS 등 친환경 인프라 확산에 반드시 필요한 요소들 관련 사업 영위. 품질경영 시스템 인증(ISO 9001) 취득하여 품질관리 시스템을 독자 구축하였으며, 내부회계관리제도 등 도입하여 운영 중

자료: SK 증권

서진시스템 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
N/A	N/A	N/A

자료: 주요 언론사, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
서진시스템 종합 등급	BB	N/A	N/A
환경(Environment)	13.83	N/A	N/A
사회(Social)	44.59	N/A	N/A
지배구조(Governance)	38.64	N/A	N/A
<비교업체 종합 등급>			
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

서진시스템 ESG 채권 발행 내역

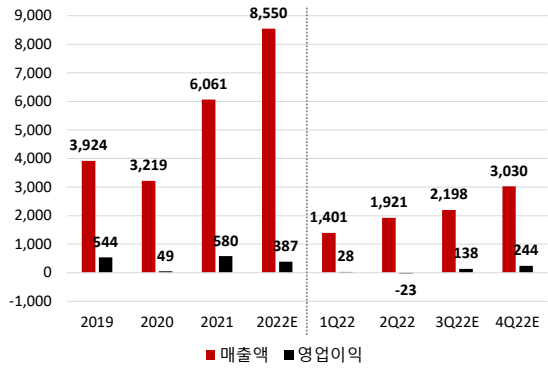
(단위: 백만원, %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: KRX, SK 증권

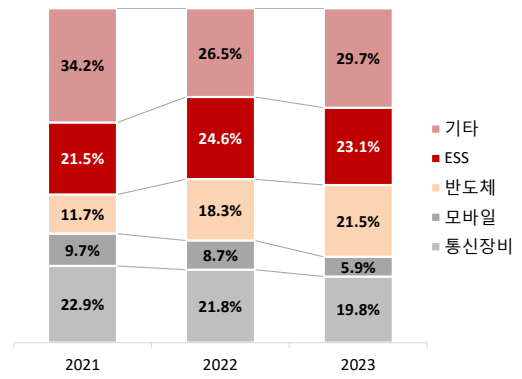
서진시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)



자료: 서진시스템 SK 증권 추정

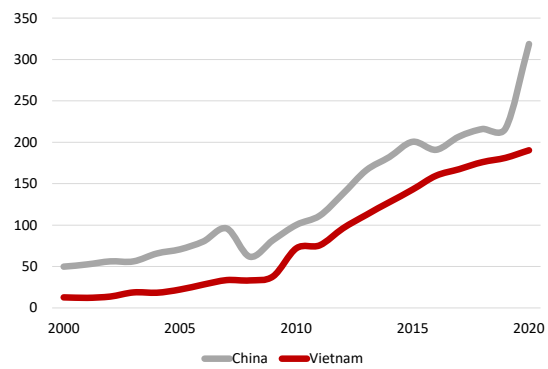
주요 사업 부문별 매출 비중



자료: 서진시스템 SK 증권 추정

중국 및 베트남 최저임금 변화 추이

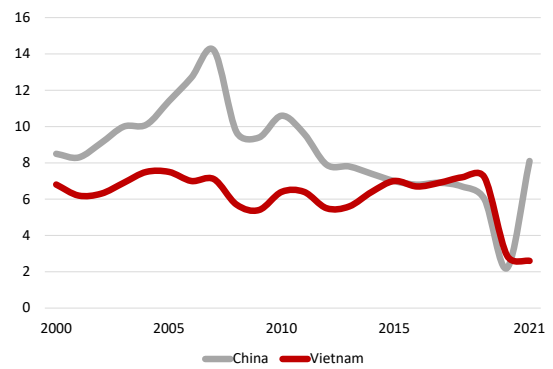
(단위: 달러)



자료: World Bank, SK 증권

중국 및 베트남 GDP 성장률 추이

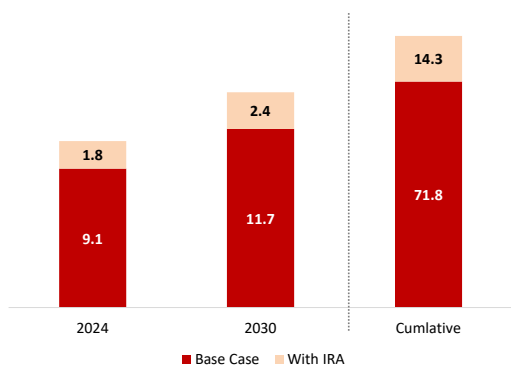
(단위: %)



자료: World Bank, SK 증권

미국 Energy Storage Capacity 전망

(단위: GW)



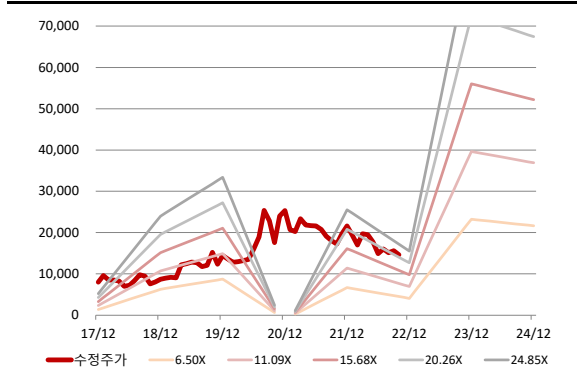
자료: Fluence Energy, SK 증권

Stellantis 신규 BEV 출시 계획



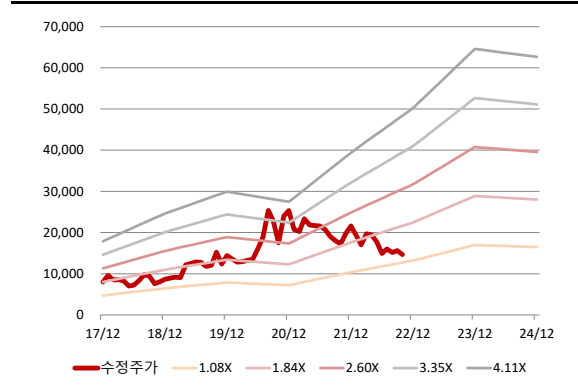
자료: Stellantis, SK 증권

서진시스템 P/E Band Chart



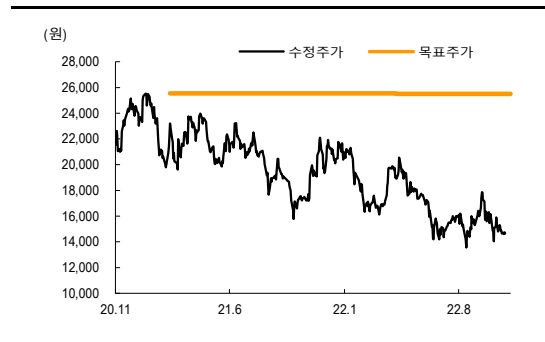
자료: Quantwise, SK 증권

서진시스템 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.07	매수	25,500원	6개월		
2022.08.17	매수	25,500원	6개월	-36.26%	-19.41%
2022.04.15	매수	25,500원	6개월	-34.29%	-19.41%
2021.11.17	매수	25,532원	6개월	-21.17%	-6.08%
2021.10.05	매수	25,532원	6개월	-19.36%	-6.08%
2021.06.03	매수	25,532원	6개월	-17.23%	-6.08%
2021.02.18	매수	25,532원	6개월	-14.41%	-6.08%



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 (2022년 11월 7일 기준)

매수	95.76%	중립	4.24%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	2,156	2,816	5,310	7,386	7,792
현금및현금성자산	262	218	241	2,088	2,122
매출채권및기타채권	404	551	1,082	1,334	1,414
재고자산	1,157	1,581	3,436	3,506	3,559
비유동자산	3,475	4,105	5,191	5,559	6,851
장기금융자산	0	4	3	3	307
유형자산	3,004	3,659	4,660	4,596	4,313
무형자산	9	45	47	49	49
자산총계	5,630	6,921	10,500	12,945	14,643
유동부채	2,138	2,608	4,384	5,634	5,706
단기금융부채	1,380	1,656	2,258	3,617	3,673
매입채무 및 기타채무	654	825	1,922	1,838	1,748
단기충당부채		0	0	0	0
비유동부채	824	1,894	2,514	1,346	1,539
장기금융부채	787	1,847	2,435	1,252	1,457
장기매입채무 및 기타채무		0	0	0	0
장기충당부채	1	2	1	2	4
부채총계	2,961	4,501	6,898	6,981	7,245
지배주주지분	2,635	2,419	3,602	5,964	7,398
자본금	91	91	94	188	188
자본잉여금	1,282	1,441	1,802	1,712	1,712
기타자본구성요소	58	19	30	29	29
자기주식		0	0	0	0
이익잉여금	1,188	1,077	1,466	1,606	2,553
비지배주주지분	34	0	0	0	0
자본총계	2,669	2,419	3,602	5,964	7,398
부채외자본총계	5,630	6,921	10,500	12,945	14,643

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동현금흐름	-185	-276	58	765	510
당기순이익(손실)	490	-58	386	226	1,003
비현금성항목등	447	518	894	747	653
유형자산감가상각비	340	334	482	515	476
무형자산감가상각비	1	2	3	4	3
기타	106	39	183	55	-28
운전자본감소(증가)	-984	-625	-1,310	-230	-1,088
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-202	-433	-299	364	-80
재고자산감소(증가)	-445	-383	-1,951	-103	-53
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-311	188	1,050	-71	-91
기타	-429	3	-110	-420	-864
법인세납부	-43	-110	88	22	-57
투자활동현금흐름	-613	-1,104	-1,181	-725	-480
금융자산감소(증가)	2	-1	-9	-601	-304
유형자산감소(증가)	-607	-1,083	-1,173	-120	-193
무형자산감소(증가)	-5	-24	-2	-2	-2
기타		3	3	-3	19
재무활동현금흐름	810	1,436	1,144	1,802	5
단기금융부채증가(감소)	366	-128	107	323	56
장기금융부채증가(감소)	490	1,705	1,153	-52	205
자본의증가(감소)		0	0	0	0
배당금의 지급	36	-54	0	-56	-56
기타		-87	-116	1,587	-200
현금의 증가(감소)	13	-45	23	1,847	35
기초현금	250	262	218	241	2,088
기말현금	262	218	241	2,088	2,122
FCF	-1,048	-1,098	-1,530	10	309

자료 : 서진시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	3,924	3,219	6,061	8,550	15,887
매출원가	3,003	2,696	4,886	7,256	13,411
매출총이익	921	523	1,176	1,294	2,476
매출총이익률 (%)	23.5	16.3	19.4	15.1	15.6
판매비와관리비	377	474	596	907	1,299
영업이익	544	49	580	387	1,177
영업이익률 (%)	13.9	1.5	9.6	4.5	7.4
비영업손익	-16	-71	-129	-156	-117
순금융비용	59	122	206	150	181
외환관련손익	67	42	78	-23	36
관계기업투자등 관련손익	0	-1	8	2	0
세전계속사업이익	528	-22	451	231	1,060
세전계속사업이익률 (%)	13.5	-0.7	7.4	2.7	6.7
계속사업법인세	38	36	65	5	57
계속사업이익	490	-58	386	226	1,003
중단사업이익		0	0	0	0
*법인세효과		0	0	0	0
당기순이익	490	-58	386	226	1,003
순이익률 (%)	12.5	-1.8	6.4	2.6	6.3
지배주주	486	-55	386	226	1,003
지배주주귀속 순이익률(%)	12.4	-1.71	6.37	2.64	6.31
비지배주주	3	-3	0	0	0
총포괄이익	519	-328	839	714	1,491
지배주주	516	-328	839	714	1,491
비지배주주	3	0	0	0	0
EBITDA	885	385	1,065	905	1,656

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	20.9	-18.0	88.3	41.1	85.8
영업이익	47.5	-91.0	1,082.2	-33.3	204.1
세전계속사업이익	44.2	적전	흑전	-48.7	358.5
EBITDA	65.3	-56.5	176.4	-15.0	82.9
EPS(계속사업)	39.3	적전	흑전	-41.5	343.9
수익성 (%)					
ROE	20.3	-2.2	12.8	4.7	15.0
ROA	9.8	-0.9	4.4	1.9	7.3
EBITDA마진	22.6	12.0	17.6	10.6	10.4
안정성 (%)					
유동비율	100.8	108.0	121.1	131.1	136.6
부채비율	111.0	186.1	191.5	117.1	97.9
순차입금/자기자본	71.2	135.7	123.2	46.4	40.5
EBITDA/이자비용(배)	10.1	3.1	5.1	5.9	8.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,344	-152	1,027	601	2,669
BPS	7,279	6,682	9,584	15,869	19,686
CFPS	2,287	777	2,318	1,981	3,944
주당 현금배당금	300	0	150	0	150
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	11.9	N/A	24.9	36.0	8.1
PER(최저)	6.5	N/A	15.4	22.5	5.1
PBR(최고)	2.2	4.1	2.7	1.4	1.1
PBR(최저)	1.2	1.7	1.7	0.9	0.7
PCR	6.3	32.6	9.3	7.4	3.7
EV/EBITDA(최고)	8.7	34.4	12.9	12.1	6.7
EV/EBITDA(최저)	5.8	19.0	9.8	7.0	4.0