

2017. 2. 22

# Company Update



**이중욱**  
Analyst  
jwstar.lee@samsung.com  
02 2020 7793

## 심텍 (222800)

### 범용 기관의 시대

- 기술 catch-up을 통해 제품 믹스가 개선되며 수익성이 상승 기대.
- 다변화된 고객, SSD모듈 성장과 FC-CSP 믹스 개선을 통한 안정적인 이익이 리레이팅의 동력이 될 것으로 판단.
- 목표주가를 15,000원으로 상향 조정하고 BUY 투자의견 유지.

#### WHAT'S THE STORY

**투자 전략:** 목표 P/E를 10배로 올리고 목표주가를 15,000원으로 상향 조정하며 BUY 투자의견을 유지한다. 현재 동사의 주가를 견인하는 요소는 단순한 반도체 사이클이 아니라 1) 동사의 기술 catch-up을 통한 수익성 개선, 2) 안정적인 이익 구조에 대한 투자자들의 공감에 이끄는 리레이팅이라 판단한다. 이 관점에서 보면, 동사의 주식을 접근할 때 우리가 해야 할 적절한 질문은 '반도체 업황이 언제까지 지속될까'가 아니라 '경쟁사(삼성전기, LG이노텍, 이비덴 등)의 패키지 기관 실적이 부진한 가운데 왜 동사의 실적만 개선될까'일 것이다. 이에 대한 우리의 답변은 'ASP 방향성 차이 때문'이다.

**예상에 부합한 4Q16 실적:** 4Q16 매출액 2,049억원(-1.6% y-y, +1.2% q-q), 영업이익 164억(+36% y-y, +43% q-q)을 기록하였다. 매출액은 당초 예상을 하회했음에도 놀라운 수익성을 보여 주었다. SSD모듈 PCB와 FC-CSP의 매출이 우리의 기대를 상회하며 믹스가 개선되었기 때문이라고 판단한다.

**변함 없는 이익 성장의 근거:** 이익 성장은 기술 catch-up 때문으로 판단한다. FC-CSP를 생산하던 업체들은 패키지 기술의 정체 속에 판가가 낮은 SIP, RF-PCB, HDI 분야에서 새로운 성장 동력을 찾고 있으며 이 과정에서 ASP와 수익성 악화를 경험할 것으로 예상된다. 반면 심텍은 기술을 빠르게 catch-up하며 CSP(MCP)중심에서 SIP와 FC-CSP로 매출을 확대하고 있다. 이 과정에서 ASP와 수익성이 상승이 뒤따른다. 과거에는 고객사들이 공급업체의 기술 보유 여부를 중시했다면, 이제는 기술이 상향평준화된 상태에서 값싸고 안정적으로 공급할 업체를 찾기 시작했다.

**목표 멀티플 상향의 이유:** 동사의 이익 안정성이 투자자들의 공감대를 얻고 있다. 동사의 다변화된 고객, SSD모듈과 FC-CSP로의 확장, SIP모듈 진입 등이 이익 안정성을 강화시킨다. 목표 P/E 멀티플을 8배에서 10배로 상향하였는데, 동사가 지난 2012-13년 영업이익률 10%대에서 P/E 12배에 거래되었음을 상기하며 영업이익률 7% 이상이 예상되는 현재 P/E 10배 이상으로 리레이팅 되는 방향성을 기대하였기 때문이다.

#### AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	15,000원	(31.6%)
현재주가	11,400원	
시가총액	2,545.2억원	
Shares (float)	22,326,407주 (57.6%)	
52주 최저/최고	6,610원/13,550원	
60일-평균거래대금	36.2억원	

#### ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
심텍 (%)	-4.6	48.8	49.8
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-4.7	66.5	55.1

#### KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	15,000	12,000	25.0%
2016E EPS	1,327	1,221	8.7%
2017E EPS	1,493	1,519	-1.7%

#### SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	4
Target price	14,000
Recommendation	4.3

BUY\*\*\*: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL\*\*\*: 1

#### 4분기 실적

(십억원)	4Q16	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 컨센서스 추정	컨센서스
매출액	204.9	(1.6)	1.2	(3.5)	(4.2)
영업이익	16.4	35.8	42.9	1.2	17.1
세전계속사업이익	10.4	13.9	(41.1)	16.4	3.0
순이익	9.2	13.0	(36.7)	28.7	n/a
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	8.0				
세전계속사업이익	5.1				
순이익	4.5				

자료: 심텍, 삼성증권 추정

#### Valuation summary

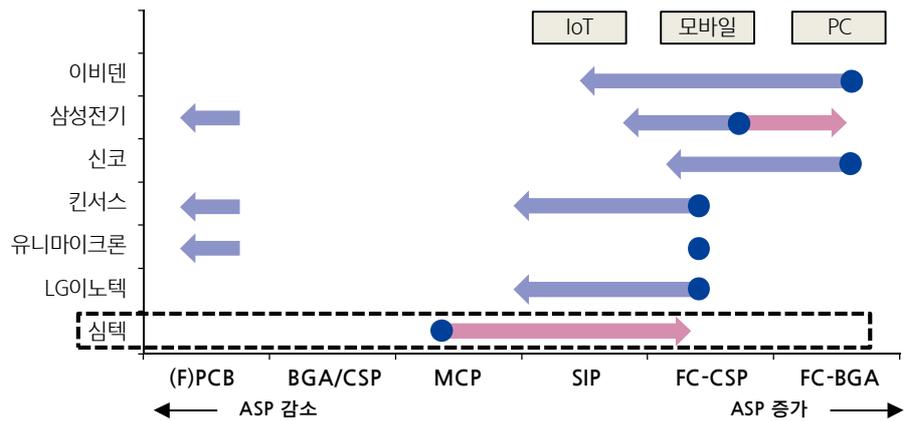
	2015	2016E	2017E
<b>Valuation (배)</b>			
P/E	11.4	8.6	7.6
P/B	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.5	4.9	3.8
Div yield (%)	2.3	1.8	2.2
EPS 증가율 (%)	n/a	32.7	12.5
ROE (%)	6.7	17.5	17.3
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS	1,000	1,327	1,493
BVPS	7,049	7,980	9,273
DPS	260	200	250

12개월 Fwd. P/E 추이



자료: WiseFn, 삼성증권

주요 업체별 Product mix 변화 요약



자료: 삼성증권

4분기 실적

(십억원)	4Q16	3Q16	4Q15	증감 (%)	
				전분기 대비	전년동기 대비
매출액	204.9	202.5	208.3	1.2	(1.6)
영업이익	16.4	11.5	12.1	42.9	35.8
세전사업계속이익	10.4	17.7	9.1	(41.0)	14.0
순이익	9.2	14.5	8.1	(36.9)	12.6
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	8.0	5.7	5.8		
세전사업계속이익	5.1	8.7	4.4		
순이익	4.5	7.2	3.9		

자료: 심텍, 삼성증권

연간 실적 추정 변경

(십억원)	Old		New		차이 (%)	
	2016	2017E	2016	2017E	2016	2017E
매출액	799.4	823.8	792.0	841.4	(0.9)	2.1
영업이익	40.0	59.0	40.2	57.0	0.5	(3.3)
세전이익	33.3	42.5	34.7	41.3	4.4	(2.9)
순이익	27.3	34.0	29.3	33.4	7.4	(1.7)

자료: 삼성증권 추정

목표주가 산정

(원)	2017E
EPS	1,493
목표 PER (배)	10
적정 가치	14,925
<b>목표주가</b>	<b>15,000</b>
현주가	11,400
상승여력 (%)	31.6

자료: 삼성증권 추정

분기별 실적 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	197.8	186.7	202.5	204.9	197.0	197.9	219.4	227.1	792.0	841.4	860.5
Module PCB	77.9	64.3	65.0	68.0	72.7	69.7	70.2	75.8	275.2	288.4	294.5
Package substrate	118.6	119.7	134.4	133.3	121.6	125.3	146.1	148.8	506.0	541.8	555.1
기타	1.3	2.7	3.1	3.6	2.7	2.9	3.0	2.5	10.7	11.2	10.9
영업이익	6.3	6.0	11.5	16.4	7.7	9.1	18.6	21.6	40.2	57.0	68.6
세전이익	5.7	0.9	17.7	10.4	3.4	5.1	14.8	18.0	34.7	41.3	55.4
순이익	4.6	1.0	14.5	9.2	2.7	4.1	12.0	14.6	29.3	33.4	44.9
<b>이익률 (%)</b>											
영업이익	3.2	3.2	5.7	8.0	3.9	4.6	8.5	9.5	5.1	6.8	8.0
세전이익	2.9	0.5	8.7	5.1	1.7	2.6	6.8	7.9	4.4	4.9	6.4
순이익	2.3	0.5	7.2	4.5	1.4	2.1	5.5	6.4	3.7	4.0	5.2

자료: 심텍, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	395	792	841	861
매출원가	350	694	725	732
매출총이익	45	98	116	128
(매출총이익률, %)	11.5	12.4	13.8	14.9
판매 및 일반관리비	26	58	59	60
영업이익	19	40	57	69
(영업이익률, %)	4.9	5.1	6.8	8.0
영업외손익	(7)	(5)	(16)	(13)
금융수익	10	20	15	15
금융비용	17	31	25	24
지분법손익	0	7	(6)	(4)
기타	(0)	(1)	(0)	(0)
세전이익	12	35	41	55
법인세	2	5	8	11
(법인세율, %)	14.2	15.7	19.0	19.0
계속사업이익	10	29	33	45
중단사업이익	0	0	0	0
순이익	10	29	33	45
(순이익률, %)	2.6	3.7	4.0	5.2
지배주주순이익	10	29	33	45
비지배주주순이익	0	0	0	0
EBITDA	41	85	101	112
(EBITDA 이익률, %)	10.4	10.7	12.0	13.0
EPS (지배주주)	1,000	1,327	1,493	2,003
EPS (연결기준)	1,003	1,333	1,497	2,010
수정 EPS (원)*	1,000	1,327	1,493	2,003

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동에서의 현금흐름	66	52	85	96
당기순이익	10	29	33	45
현금유출입이없는 비용 및 수익	32	54	67	67
유형자산 감가상각비	21	44	43	43
무형자산 상각비	1	1	1	1
기타	11	10	23	23
영업활동 자산부채 변동	27	(17)	(1)	1
투자활동에서의 현금흐름	(16)	(41)	(35)	(32)
유형자산 증감	(21)	(38)	(32)	(29)
장단기금융자산의 증감	(2)	(0)	(0)	(0)
기타	7	(3)	(3)	(3)
재무활동에서의 현금흐름	(47)	(16)	(44)	(59)
차입금의 증가(감소)	10	(10)	(40)	(53)
자본금의 증가(감소)	120	0	0	0
배당금	0	(6)	(4)	(6)
기타	(177)	0	(0)	0
현금증감	3	3	(0)	2
기초현금	0	3	6	6
기말현금	3	6	6	7
Gross cash flow	43	84	100	112
Free cash flow	45	14	53	67

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 심텍, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	143	163	172	178
현금 및 현금등가물	3	6	6	7
매출채권	46	53	56	57
재고자산	84	88	93	96
기타	10	16	17	18
비유동자산	405	399	387	373
투자자산	2	2	2	2
유형자산	354	348	337	323
무형자산	28	28	27	26
기타	21	21	21	21
자산총계	548	561	560	551
유동부채	290	297	285	270
매입채무	81	79	84	86
단기차입금	104	94	74	54
기타 유동부채	105	124	126	129
비유동부채	104	85	67	34
사채 및 장기차입금	74	54	34	0
기타 비유동부채	30	32	34	34
부채총계	393	383	352	304
지배주주지분	155	178	207	246
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	137	137	137	137
이익잉여금	7	31	60	99
기타	(1)	(1)	(1)	(1)
비지배주주지분	0	0	1	1
자본총계	155	178	207	247
순부채	175	162	122	68

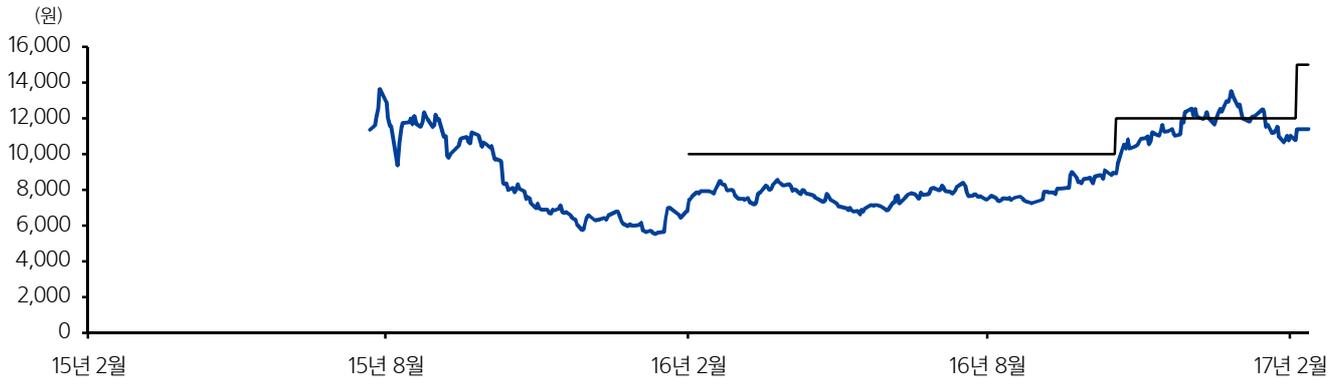
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2015	2016E	2017E	2018E
증감률 (%)				
매출액	n/a	100.3	6.2	2.3
영업이익	n/a	106.6	41.8	20.2
순이익	n/a	180.9	14.1	34.2
수정 EPS**	n/a	32.7	12.5	34.2
주당지표				
EPS (지배주주)	1,000	1,327	1,493	2,003
EPS (연결기준)	1,003	1,333	1,497	2,010
수정 EPS**	1,000	1,327	1,493	2,003
BPS	7,049	7,980	9,273	11,027
DPS (보통주)	260	200	250	300
Valuations (배)				
P/E***	11.4	8.6	7.6	5.7
P/B***	1.6	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	10.5	4.9	3.8	2.9
비율				
ROE (%)	6.7	17.5	17.3	19.7
ROA (%)	1.9	5.3	6.0	8.1
ROIC (%)	4.9	9.9	13.4	16.6
배당성향 (%)	54.8	15.3	16.7	15.0
배당수익률 (보통주, %)	2.3	1.8	2.2	2.6
순부채비율 (%)	112.9	91.0	59.0	27.4
이자보상배율 (배)	4.5	4.8	8.0	11.4

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2월 20일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2월 21일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자이전 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2016/2/17	11/3	2017/2/21
투자이전	BUY	BUY	BUY
TP (원)	10,000	12,000	15,000

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업	산업
<b>BUY (매수)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	<b>OVERWEIGHT(비중확대)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
<b>HOLD (중립)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외	<b>NEUTRAL(중립)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
<b>SELL (매도)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	<b>UNDERWEIGHT(비중축소)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2016년 12월 31일 기준

매수 (82%) | 중립 (18%) | 매도 (0%)