

2017. 5. 11

# Company Update



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

## 심텍 (222800)

### ASP 상승이 동사의 경쟁력 강화를 암시

- 1Q17 매출액은 부합하나 물량이 기대에 미치지 못하며 당사의 이익률을 하회(-1%pt).
- 모듈 PCB의 기대감을 낮추고, 환율을 보수적으로 가정하며 2017년 영업이익 8% 하향.
- 비수기에도 불구하고 우리의 가장 중요한 투자포인트인 ASP 개선은 현재 진행형. 목표 멀티플(10배)을 유지.
- 목표주가 13,500원으로 하향하고 BUY의견 유지.

#### WHAT'S THE STORY

**투자 전략:** 새로운 시장 트렌드(중국 고객사의 성장, SSD와 서버 수요 증가, SIP의 어플리케이션 확대)에 발맞추어 동사의 경쟁력이 부각되는 과정이다. 콘텐츠 성장 중심의 현재 반도체 업황의 수혜와는 동떨어져 있으나, 이를 경쟁력 상승으로 인한 ASP와 이익률 개선으로 극복하고 있다. 오랜 기간에 걸쳐 믹스가 개선되고 있는 현 시점에서 분기 이익 변동성은 큰 리스크 요인이 아니다. 당사의 모듈 성장 기대감과 향후 환율을 조정하며 목표주가를 하향했으나, ASP 상승에 기대 투자 추천을 지속한다.

**1Q17 실적은 당사 기대를 하회:** 1Q17 매출액 1,909억원(-4% y-y, -7% q-q), 영업이익 53억원(-15% y-y, -67% q-q)을 기록하였다. 매출액은 기대에 부합하였으나 영업이익률이 3%를 기록하며 당사의 추정치(4%)를 하회하였다. Product mix가 꾸준히 개선되면서 ASP는 당초 기대와 같이 상승 방향성을 유지하였으나, 물량은 특히 HDI부분을 중심으로 기대에 미치지 못 했기 때문으로 생각된다. 근본적으로는 전방시장에서 출하량의 변화 없이 탑재량 증가가 지속되는 상황이 반영된 결과이다.

**바뀐 관점 - 모듈 PCB의 매출 조정:** 2017년 HDI사업부의 매출 증가에 대한 우리의 기대 수준을 조금 낮춰야 함을 느낀다. 서버와 SSD향 매출 증가 속도가 기대 대비 낮았고, PC의 DDR4 전환도 상당 부분 진행되었다. 이에 2017년 모듈 매출 가정을 2,884억원에서 2,714억원으로 하향하였다. 믹스 개선으로 인한 패키지기관 매출 상황 조정에도 불구하고, 전사 매출 하향과 보수적 환율 가정으로 인한 이익률 조정은 불가피해 보인다. 2017년 매출과 영업이익을 각각 1%, 8% 하향한 8,323억원과 523억원으로 추정한다.

**변하지 않은 관점 - 믹스 개선과 점유율 증가:** 업황에 상관 없이 패키지기관으로의 믹스 개선, 고사양 제품(FC-CSP, SIP 등)으로의 매출 확대가 지속되고 있다. 기술 catch-up과 시장점유율 확대를 원인으로 판단하며, 우리가 17년 2월 보고서에서 목표 멀티플을 10배로 상향했던 이유이기도 하다. 선도 업체와 동사와의 이익률 갭이 역전되는 방향성을 기대하며, 목표 멀티플은 여전히 정당한 수준으로 판단한다. 이에 목표주가를 이익 하향 수준에 맞춰 목표주가를 15,000원에서 13,500원으로 하향한다.

#### 분기 실적

(십억원)	1Q17	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 컨센서스 추정	컨센서스
매출액	191.0	(3.5)	(6.8)	(3.0)	(3.1)
영업이익	5.3	(15.9)	(67.7)	(31.4)	(25.4)
세전계속사업이익	3.7	(35.5)	(64.5)	9.4	(11.9)
순이익	2.5	(46.1)	(72.7)	(8.7)	(7.4)
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	2.8				
세전계속사업이익	1.9				
순이익	1.3				

자료: 심텍, 삼성증권 추정

#### Valuation summary

	2016	2017E	2018E
<b>Valuation (배)</b>			
P/E	8.0	7.7	5.9
P/B	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	5.1	3.9	3.2
Div yield (%)	1.9	2.4	2.8
EPS 증가율 (%)	32.6	3.5	32.0
ROE (%)	17.5	16.2	18.5
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS	1,326	1,372	1,811
BVPS	8,010	9,032	10,593
DPS	200	250	300

#### AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가 **13,500원** (27.4%)

현재주가	10,600 원
시가총액	2,411.8억원
Shares (float)	22,752,959주 (58.4%)
52주 최저/최고	6,610원/13,550원
60일-평균거래대금	27.2억원

#### ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
심텍 (%)	5.5	-2.3	43.6
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	1.7	-5.3	56.5

#### KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	13,500	15,000	-10.0%
2017E EPS	1,372	1,493	-8.1%
2018E EPS	1,811	2,003	-9.6%

#### SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	3
Target price	15,000
Recommendation	4.3

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

1분기 실적

(십억원)	1Q17	4Q16	1Q16	증감 (%)	
				전분기 대비	전년동기 대비
매출액	191.0	204.9	197.8	(6.8)	(3.5)
영업이익	5.3	16.4	6.3	(67.4)	(15.3)
세전사업계속이익	3.7	10.4	5.7	(64.1)	(34.8)
순이익	2.5	9.2	4.6	(72.5)	(45.7)
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	2.8	8.0	3.2		
세전사업계속이익	2.0	5.1	2.9		
순이익	1.3	4.5	2.3		

자료: 심텍, 삼성증권

연간 실적 추정 변경

(십억원)	Old		New		차이 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	841.4	860.5	832.3	858.2	(1.1)	(0.3)
영업이익	57.0	68.6	52.3	64.3	(8.4)	(6.3)
세전이익	41.3	55.4	39.2	51.0	(5.1)	(7.9)
순이익	33.4	44.9	31.2	41.3	(6.6)	(7.9)

자료: 삼성증권 추정

목표주가 산정

(원)	2017E
EPS	1,372
목표 PER (배)	10
적정 가치	13,720
<b>목표주가</b>	<b>13,500</b>
현주가	10,600
상승여력 (%)	27.4

자료: 삼성증권 추정

분기별 실적 전망

(십억원)	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	191.0	196.1	219.2	226.0	194.3	202.7	226.1	235.1	792.0	832.3	858.2
Module PCB	58.6	63.3	70.7	78.8	58.4	65.1	72.5	82.1	275.2	271.4	278.1
Package substrate	130.4	130.7	146.2	145.3	133.9	135.5	151.5	151.2	506.0	552.6	572.0
기타	2.0	2.1	2.2	1.9	2.0	2.1	2.2	1.9	10.7	8.3	8.1
<b>영업이익</b>	<b>5.3</b>	<b>8.1</b>	<b>18.2</b>	<b>20.6</b>	<b>10.7</b>	<b>10.8</b>	<b>20.1</b>	<b>22.6</b>	<b>40.2</b>	<b>52.3</b>	<b>64.3</b>
세전이익	3.7	4.1	14.3	17.0	7.2	7.5	16.9	19.5	34.7	39.2	51.0
순이익	2.5	3.3	11.6	13.8	5.8	6.0	13.7	15.8	29.3	31.2	41.3
<b>이익률 (%)</b>											
영업이익	2.8	4.1	8.3	9.1	5.5	5.3	8.9	9.6	5.1	6.3	7.5
세전이익	2.0	2.1	6.5	7.5	3.7	3.7	7.5	8.3	4.4	4.7	5.9
순이익	1.3	1.7	5.3	6.1	3.0	3.0	6.0	6.7	3.7	3.8	4.8

자료: 심텍, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	395	792	832	858	879
매출원가	350	694	717	730	749
매출총이익	45	98	115	128	130
(매출총이익률, %)	11.5	12.4	13.9	14.9	14.8
판매 및 일반관리비	26	58	63	63	64
영업이익	19	40	52	64	67
(영업이익률, %)	4.9	5.1	6.3	7.5	7.6
영업외손익	(7)	(5)	(13)	(13)	(12)
금융수익	10	18	12	12	12
금융비용	17	30	22	21	20
지분법손익	0	7	(6)	(4)	(4)
기타	(0)	(0)	2	(0)	(0)
세전이익	12	35	39	51	55
법인세	2	5	8	10	10
(법인세율, %)	14.2	15.7	20.3	19.0	19.0
계속사업이익	10	29	31	41	45
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	10	29	31	41	45
(순이익률, %)	2.6	3.7	3.8	4.8	5.1
지배주주순이익	10	29	31	41	44
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	41	84	96	107	109
(EBITDA 이익률, %)	10.4	10.6	11.5	12.5	12.5
EPS (지배주주)	1,000	1,326	1,372	1,811	1,951
EPS (연결기준)	1,003	1,333	1,376	1,817	1,957
수정 EPS (원)*	1,000	1,326	1,372	1,811	1,951

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동에서의 현금흐름	66	39	92	77	95
당기순이익	10	29	31	41	45
현금유출입이없는 비용 및 수익	32	65	67	66	64
유형자산 감가상각비	21	41	42	42	42
무형자산 상각비	1	2	2	1	1
기타	11	22	23	23	22
영업활동 자산부채 변동	27	(48)	9	(15)	1
투자활동에서의 현금흐름	(16)	(42)	(35)	(32)	(33)
유형자산 증감	(21)	(38)	(32)	(29)	(30)
장단기금융자산의 증감	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)
기타	7	(3)	(3)	(3)	(3)
재무활동에서의 현금흐름	(47)	0	(44)	(41)	(57)
차입금의 증가(감소)	65	6	(40)	(35)	(50)
자본금의 증가(감소)	117	(117)	0	0	0
배당금	0	(6)	(4)	(6)	(7)
기타	(229)	118	0	0	0
현금증감	3	(2)	7	(1)	1
기초현금	0	3	1	8	7
기말현금	3	1	8	7	9
Gross cash flow	43	94	98	107	109
Free cash flow	45	0	60	48	65

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

자료: 심텍, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	143	192	202	207	213
현금 및 현금등가물	3	1	8	7	9
매출채권	46	81	83	86	88
재고자산	84	96	97	100	102
기타	10	13	13	14	14
비유동자산	405	410	399	385	373
투자자산	2	18	19	19	20
유형자산	354	344	334	321	309
무형자산	28	29	27	26	25
기타	21	20	20	20	20
자산총계	548	601	600	592	586
유동부채	290	317	287	261	251
매입채무	81	73	81	83	85
단기차입금	39	54	39	14	24
기타 유동부채	170	190	167	164	142
비유동부채	104	105	108	90	56
사채 및 장기차입금	74	55	55	35	0
기타 비유동부채	30	50	53	54	55
부채총계	393	422	394	351	306
지배주주지분	155	179	205	241	279
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	137	20	20	20	20
이익잉여금	7	149	175	211	248
기타	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
비지배주주지분	0	0	1	1	1
자본총계	155	179	206	242	279
순부채	175	182	136	101	50

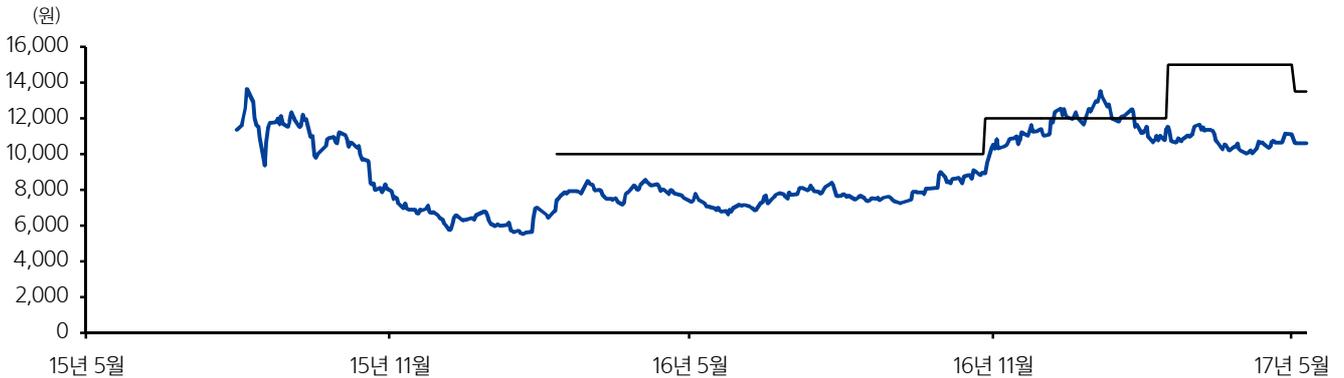
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2015	2016	2017E	2018E	2019E
증감률 (%)					
매출액	n/a	100.3	5.1	3.1	2.4
영업이익	n/a	106.6	29.9	23.0	3.5
순이익	n/a	180.9	6.6	32.4	7.7
수정 EPS**	n/a	32.6	3.5	32.0	7.7
주당지표					
EPS (지배주주)	1,000	1,326	1,372	1,811	1,951
EPS (연결기준)	1,003	1,333	1,376	1,817	1,957
수정 EPS**	1,000	1,326	1,372	1,811	1,951
BPS	7,049	8,010	9,032	10,593	12,245
DPS (보통주)	260	200	250	300	300
Valuations (배)					
P/E***	10.6	8.0	7.7	5.9	5.4
P/B***	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.1	5.1	3.9	3.2	2.7
비율					
ROE (%)	6.7	17.5	16.2	18.5	17.1
ROA (%)	1.9	5.1	5.2	6.9	7.6
ROIC (%)	4.9	9.5	11.4	14.5	15.3
배당성향 (%)	54.8	15.3	18.3	16.6	15.4
배당수익률 (보통주, %)	2.5	1.9	2.4	2.8	2.8
순부채비율 (%)	112.9	101.5	65.9	41.9	17.9
이자보상배율 (배)	4.5	4.9	7.6	11.2	13.6

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 5월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 5월 10일 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 리서치센터가 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 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2016/2/17	11/3	2017/2/22	5/10
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	10,000	12,000	15,000	13,500

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 2017년 3월 31일 기준

매수 (82%) | 중립 (18%) | 매도 (0%)