

2017. 10. 30

# Company Update

## 심텍 (222800)

### 양적 성장의 전조



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

**이경호**  
Research Associate  
dexter.lee@samsung.com  
02 2020 7807

- 기대 수준의 3Q17 실적 발표. SSD모듈, MCP 등 빅데이터 관련 제품 매출 성장에 주목
- 반도체 고객사들의 적극적인 생산 대응 전략에 기댄 2018년 이후 양적 성장 방향성 전망
- BUY 투자의견 유지하며 목표주가를 15,000원으로 상향

#### WHAT'S THE STORY

**투자 전략:** 우리는 반도체 고객사들이 보수적인 생산 전략에서 적극적인 생산 대응 전략으로 변화해갈 것임을 전망하며, 모든 반도체 종목 투자의 방향성을 양적 성장에 맞출 것을 제안하고 있다. 동사의 경우 콘텐츠 증가나 반도체 가격 상승의 수혜를 오롯이 받지 못했지만, 반도체의 개수가 상향되는 2018년 물량증가의 수혜를 받을 것으로 전망한다. 전망산업에 lagging되는 동사의 비즈니스 특성상 수혜는 뒤늦게 나타나나 방향성은 명확하다 생각된다. 멀티플이 낮고 배당수익률(2.5%)이 존재하는 동사 주식의 선점은 좋은 투자전략이라 판단한다. 동사의 BUY 투자의견을 유지하며 목표주가를 15,000원으로 상향 조정한다.

**기대 수준의 3Q17 실적:** 3Q17 매출액 2,163억원과 영업이익 116억원(OPM 5.4%)을 기록하였다. 동사의 공식 가이던스나 시장 컨센서스와 다른 없는 수치이다. 그러나 제품별로 보면, 우리의 성장포인트인 데이터센터 관련 제품들 (SSD모듈이나 MCP, FCCSP 등)의 매출이 예상을 뛰어넘게 성장하고 있다는 것이 긍정적이다. 반면, 수출 개선이나 고정비 절감이 나타나지 않은 면은 보수적인 손익 계산의 필요성을 느끼게 한다.

**이익 조정 및 목표주가 상향:** 2018년 매출액과 영업이익을 2%, 3% 상향한 8,260억원과 590억원으로 추정한다. 3Q17에서 우리는 SSD모듈용 PCB와 MCP패키지의 매출액이 상승의 변곡점을 지니고 있다고 판단했고 2018년 양적 성장의 수혜를 보다 긍정적으로 반영하였다. 반면 2017년 영업이익은 6% 하향한 421억원으로 추정했는데, 우리가 예상한 것보다 고정비의 증가 속도를 보수적으로 반영하였기 때문이다. 한편 빠르면 3Q18부터 일본 PCB자회사 이스턴의 연결기준 반영 가능성이 있으나 불확실성이 높아 아직 추정치에 반영하지 않았다. 목표주가는 2018년의 이익 상향과 성장에 무게를 두고, 2018년 EPS를 온반영하며 15,000원으로 11% 상향 조정하였다. Target P/E 7.5배는 산업 프리미엄 없이 동사가 달성 가능한 수준이다.

#### AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	15,000원	(24%)
현재주가	12,100원	
시가총액	2,753.1억원	
Shares (float)	22,752,959주	(58.4%)
52주 최저/최고	8,810원/13,550원	
60일-평균거래대금	57.7억원	

#### ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
심텍 (%)	3.4	12.6	33.1
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-2.7	3.0	25.1

#### KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	15,000	13,500	11.1%
2017E EPS	1,142	1,370	-16.6%
2018E EPS	1,978	1,921	3.0%

#### SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	5
Target price	15,820
Recommendation	4.2

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

#### 분기 실적

(십억원)	3Q17	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스 추정
매출액	216.3	6.8	8.5	3.5	2.3
영업이익	11.6	1.1	46.0	(5.9)	(8.3)
세전계속사업이익	5.7	(67.7)	(10.0)	(47.1)	(47.2)
순이익	4.1	(71.8)	(30.5)	(53.0)	(57.1)
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	5.4				
세전계속사업이익	2.6				
순이익	1.9				

자료: 심텍, 삼성증권 추정

#### Valuation summary

	2016	2017E	2018E
<b>Valuation (배)</b>			
P/E	9.1	10.6	6.1
P/B	1.5	1.4	1.1
EV/EBITDA	5.5	4.5	3.3
Div yield (%)	1.7	2.1	2.5
EPS 증가율 (%)	32.6	(13.9)	73.2
ROE (%)	17.5	13.7	20.5
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS	1,326	1,142	1,978
BVPS	8,010	8,802	10,531
DPS	200	250	300

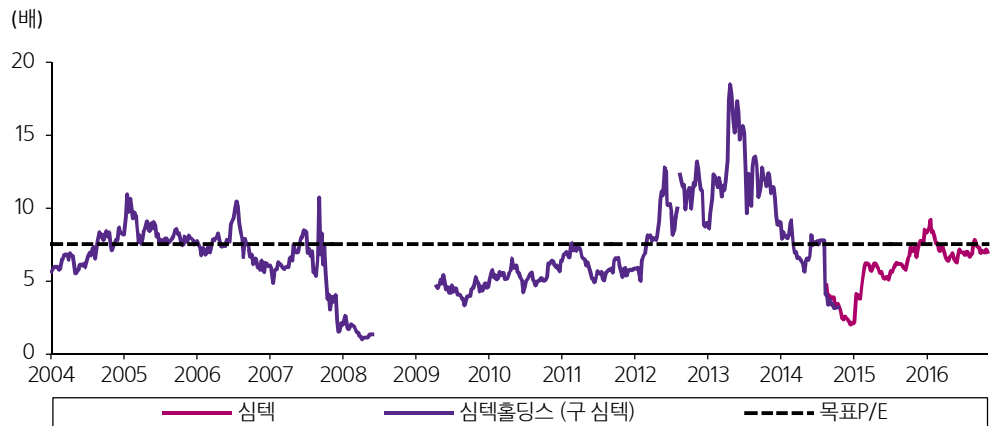
**생산시설 인수를 위한 자금 조달 집행:** 심텍은 모회사인 심텍홀딩스를 대상으로 200억원의 비상장 상환우선주(RPS)를 발행하고, 심텍홀딩스는 기관투자자 대상으로 전환우선주(CPS) 100억원과 전환사채(CB) 100억원을 발행하였다. 세 가지 의미를 찾는다.

첫째, 동사의 일본 PCB 자회사의 인수를 위한 것으로 인수 자체는 비교적 저렴하게 고객과 생산 시설을 확보했다는 면에서 긍정적이다. 우리는 생산 시설 확보 문제가 동사의 내부 계획보다 더 일찍 나타날 것이라 생각했다.

둘째, 심텍의 경우 200억원을 심텍 홀딩스의 자본으로 부채비율의 부담 없이 조달했다는 점, 심텍홀딩스의 경우 심텍의 추가적인 배당 이익과 상환이자수익을 얻을 수 있다는 점이 장점이다.

셋째, 리스크를 고려해야 한다. 심텍의 경우 상환우선주의 상환이 지체되어 10년을 경과할 경우 상환 권리가 종료되며 지분이 희석될 리스크가 있고, 심텍홀딩스의 경우 심텍의 RPS 상환이 이뤄지지 않았을 때 배당수익률이 기대했던 수준을 하회할 리스크가 있다. 물론 심텍이 연간 1,000억원 수준의 EBITDA를 창출하여 200억원 상환에 큰 무리가 없기 때문에 해당 리스크가 현실화 될 가능성은 매우 낮다고 판단한다.

**역사적 P/E 추이**



자료: WiseFn, 삼성증권 추정

3분기 실적

(십억원)	3Q17	2Q17	3Q16	증감 (%)	
				전분기 대비	전년동기 대비
매출액	216.3	199.4	202.5	8.5	6.8
영업이익	11.6	7.9	11.5	46.3	1.3
세전사업계속이익	5.7	6.3	17.7	(10.7)	(68.0)
순이익	4.1	5.9	14.5	(29.9)	(71.5)
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	5.4	4.0	5.7		
세전사업계속이익	2.6	3.2	8.7		
순이익	1.9	3.0	7.2		

자료: 심텍, 삼성증권

연간 실적 추정 변경

(십억원)	Old		New		차이 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	820.7	842.6	829.4	861.9	1.1	2.3
영업이익	44.8	57.0	42.1	59.0	(6.0)	3.4
세전이익	38.6	54.1	32.8	55.7	(15.1)	2.9
순이익	31.2	43.9	26.0	45.2	(16.6)	2.9

자료: 삼성증권 추정

목표주가 산정

(원)	2018E
EPS	1,978
목표 PER (배)	7.5
적정 가치	14,835
<b>목표주가</b>	<b>15,000</b>
현주가	12,100
상승여력 (%)	24.0%

자료: 삼성증권 추정

분기별 실적 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	190.9	199.4	216.3	222.8	194.9	206.7	227.7	232.7	792.0	829.4	861.9
Module PCB	58.6	65.4	70.9	73.5	58.2	66.8	77.1	78.9	275.2	268.4	281.0
Package substrate	130.4	134.0	143.2	147.5	134.9	137.8	148.4	152.1	506.0	555.1	573.2
기타	2.0	0.0	2.2	1.8	1.8	2.0	2.1	1.7	10.7	6.0	7.7
<b>영업이익</b>	<b>5.3</b>	<b>7.9</b>	<b>11.6</b>	<b>17.2</b>	<b>9.4</b>	<b>10.9</b>	<b>18.5</b>	<b>20.2</b>	<b>40.2</b>	<b>42.1</b>	<b>59.0</b>
세전이익	3.7	6.3	5.7	17.0	8.5	10.1	17.7	19.5	34.7	32.8	55.7
순이익	2.5	5.9	4.1	13.5	6.9	8.1	14.3	15.8	29.3	26.0	45.2
<b>이익률 (%)</b>											
영업이익	2.8	4.0	5.4	7.7	4.8	5.3	8.1	8.7	5.1	5.1	6.8
세전이익	2.0	3.2	2.6	7.7	4.3	4.9	7.8	8.4	4.4	4.0	6.5
순이익	1.3	3.0	1.9	6.0	3.5	3.9	6.3	6.8	3.7	3.1	5.2

자료: 심텍, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	395	792	829	862	883
매출원가	350	694	722	737	755
매출총이익	45	98	108	124	128
(매출총이익률, %)	11.5	12.4	13.0	14.4	14.5
판매 및 일반관리비	26	58	66	65	66
영업이익	19	40	42	59	63
(영업이익률, %)	4.9	5.1	5.1	6.8	7.1
영업외손익	(7)	(5)	(9)	(3)	(2)
금융수익	10	18	15	7	7
금융비용	17	30	20	12	11
지분법손익	0	7	(3)	2	2
기타	(0)	(0)	(2)	(0)	(0)
세전이익	12	35	33	56	60
법인세	2	5	7	11	11
(법인세율, %)	14.2	15.7	20.6	19.0	19.0
계속사업이익	10	29	26	45	49
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	10	29	26	45	49
(순이익률, %)	2.6	3.7	3.1	5.2	5.5
지배주주순이익	10	29	26	45	49
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	41	84	88	105	108
(EBITDA 이익률, %)	10.4	10.6	10.6	12.1	12.2
EPS (지배주주)	1,000	1,326	1,142	1,978	2,143
EPS (연결기준)	1,003	1,333	1,146	1,984	2,150
수정 EPS (원)*	1,000	1,326	1,142	1,978	2,143

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동에서의 현금흐름	66	39	93	73	92
당기순이익	10	29	26	45	49
현금유출입이없는 비용 및 수익	32	65	61	59	59
유형자산 감가상각비	21	41	44	44	44
무형자산 상각비	1	2	2	1	1
기타	11	22	15	14	14
영업활동 자산부채 변동	27	(48)	21	(14)	1
투자활동에서의 현금흐름	(16)	(42)	(25)	(22)	(23)
유형자산 증감	(21)	(38)	(28)	(24)	(25)
장단기금융자산의 증감	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)
기타	7	(3)	3	2	2
재무활동에서의 현금흐름	(47)	0	(59)	(41)	(37)
차입금의 증가(감소)	38	6	(55)	(35)	(30)
자본금의 증가(감소)	114	(117)	0	0	0
배당금	0	(6)	(4)	(6)	(7)
기타	(199)	118	0	0	0
현금증감	3	(2)	7	11	33
기초현금	0	3	1	8	20
기말현금	3	1	8	20	53
Gross cash flow	43	94	87	105	108
Free cash flow	45	0	65	49	67

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	188	207	245
현금 및 현금등가물	3	1	8	20	53
매출채권	46	81	69	72	74
재고자산	84	96	98	101	104
기타	10	13	13	14	14
비유동자산	405	410	391	370	350
투자자산	2	18	17	18	18
유형자산	354	344	327	307	288
무형자산	28	29	27	26	25
기타	21	20	20	20	20
자산총계	548	601	579	577	595
유동부채	290	317	271	247	257
매입채무	81	73	80	83	86
단기차입금	39	54	74	49	29
기타 유동부채	170	190	117	115	142
비유동부채	104	105	108	90	56
사채 및 장기차입금	74	55	55	35	0
기타 비유동부채	30	50	52	54	56
부채총계	393	422	379	337	313
지배주주지분	155	179	200	240	281
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	137	20	20	20	20
이익잉여금	7	149	170	209	251
기타	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
비지배주주지분	0	0	1	1	1
자본총계	155	179	201	240	282
순부채	175	182	120	74	11

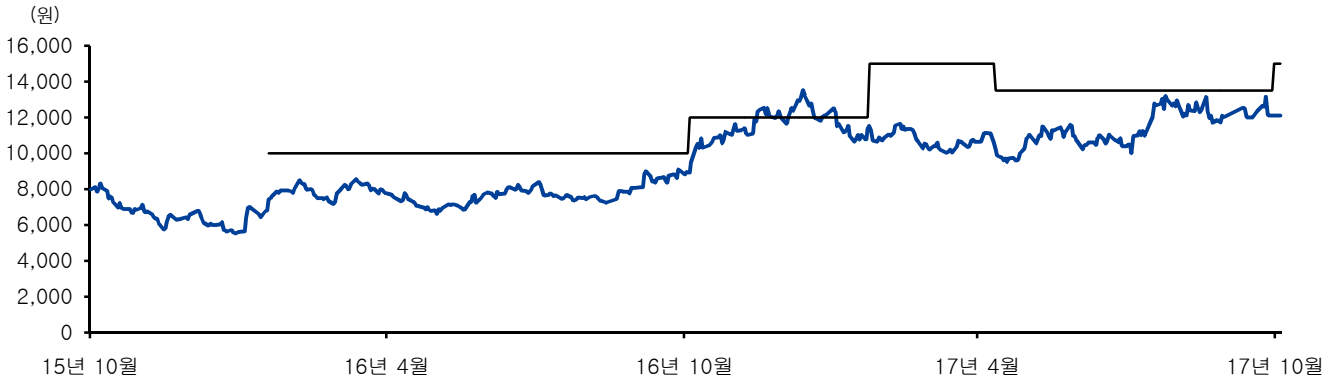
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2015	2016	2017E	2018E	2019E
증감률 (%)					
매출액	n/a	100.3	4.7	3.9	2.5
영업이익	n/a	106.6	4.6	40.2	6.5
순이익	n/a	180.9	(11.3)	73.7	8.3
수정 EPS**	n/a	32.6	(13.9)	73.2	8.3
주당지표					
EPS (지배주주)	1,000	1,326	1,142	1,978	2,143
EPS (연결기준)	1,003	1,333	1,146	1,984	2,150
수정 EPS**	1,000	1,326	1,142	1,978	2,143
BPS	7,049	8,010	8,802	10,531	12,374
DPS (보통주)	260	200	250	300	350
Valuations (배)					
P/E***	12.1	9.1	10.6	6.1	5.6
P/B***	1.7	1.5	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.0	5.5	4.5	3.3	2.7
비율					
ROE (%)	6.7	17.5	13.7	20.5	18.7
ROA (%)	1.9	5.1	4.4	7.8	8.3
ROIC (%)	4.9	9.5	9.4	14.3	15.8
배당성향 (%)	54.8	15.3	21.9	15.2	16.3
배당수익률 (보통주, %)	2.1	1.7	2.1	2.5	2.9
순부채비율 (%)	112.9	101.5	60.0	30.8	3.8
이자보상배율 (배)	4.5	4.9	5.2	8.4	10.5

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 27일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 10월 27일 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 투자이전 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2016/2/17	11/3	2017/2/22	5/11	10/30
투자이전	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	10,000	12,000	15,000	13,500	15,000
과리율 (평균)	(22.21)	(3.57)	(28.46)	(15.62)	
과리율 (최대or최소)	(9.10)	12.92	(22.33)	(2.22)	

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 9월 30일 기준

매수 (82.2%) | 중립 (17.8%) | 매도 (0%)