

2018년 3월 1일

스몰캡 Analyst 성현동  
02-6114-2912 hdsung@kbf.com

투자의견 Buy를 유지,  
목표주가 12,000원으로 12% 하향

심텍에 대하여 투자의견 Buy를 유지하지만, 목표주가를 12,000원으로 12% 하향한다. 목표주가는 2018년 예상 EPS 1,416원에 목표 PER 8.5배를 적용하여 산출하였다. 고정비 및 달러매출 비중이 높아 원화강세에 따른 부정적 영향을 감안하여 적용 PER을 하향한다. 다만, 고부가 제품 위주로 product mix 개선이 지속되고 있어 투자의견은 Buy를 유지한다.

4Q17 리뷰: 아쉬운 실적  
매출액 2,049억원, 영업이익 89억원 기록

심텍의 2017년 4분기 실적은 매출액 2,049억원 (Flat YoY, -5.3% QoQ), 영업이익 89억원 (-45.7% YoY, -23.5% QoQ, OPM 4.3%)를 기록하였다. 중국 신규 고객향 Flipchip CSP 매출이 증가하면서 Substrate 기반 부문이 매출액 1,390억원을 기록하며 전년동기 대비 4% 성장하였다. 그러나 전방산업인 PC 시장의 부진으로 모듈PCB 부문의 매출액이 659억원으로 전년동기 대비 8% 감소하였다. 매출액 성장이 미진한 가운데 환율 하락의 영향으로 영업이익률이 훼손된 것으로 분석된다.

2018년 전망:  
자회사 Eastern 실적 연결 반영 시작  
매출액 1.02조원, 영업이익 524억원 전망

심텍의 2018년 매출액은 1.02조원 (+26.4% YoY), 영업이익은 524억원 (+55.0% YoY)으로 전망한다. 1Q18부터 자회사 Eastern사의 실적이 연결로 반영되면서 매출액이 1,764억원 증가되는 효과가 발생할 전망이다. 다만, 현재 적자상태인 Eastern사의 턴어라운드 시점이 3Q18로 전망되어 상반기 이익에는 부정적 영향이 예상된다.

고부가제품으로의 Product Mix 개선이 지속될 것으로 전망된다. 1) Mobile DRAM, NAND 출하량 성장, 중화권 Application Processor 및 ASIC칩향 매출 증가로 MCP 및 Flipchip CSP 중심의 성장이 예상된다. 2) 하반기에는 ADAS 제품향 SLP 매출이 시작될 것으로 기대된다. 향후 원/달러 환율 추이, Eastern사의 실적 및 SLP 매출 성장 여부가 심텍 주가의 주요 변수가 될 것으로 판단된다.

### Buy 유지

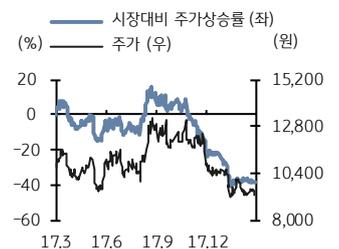
목표주가 (하향, 원)	12,000
Upside / Downside (%)	29.0
현재가 (2/28, 원)	9,300
Consensus Target Price (원)	16,200
시가총액 (억원)	2,116

Trading Data	
Free float (%)	58.4
거래대금 (3M, 십억원)	1.8
외국인 지분율 (%)	8.7
주요주주 지분율 (%)	심텍홀딩스 외 2인 41.6

Performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.0	-19.5	-26.5	-14.7
시장대비 상대수익률	-0.9	-27.4	-44.0	-39.1

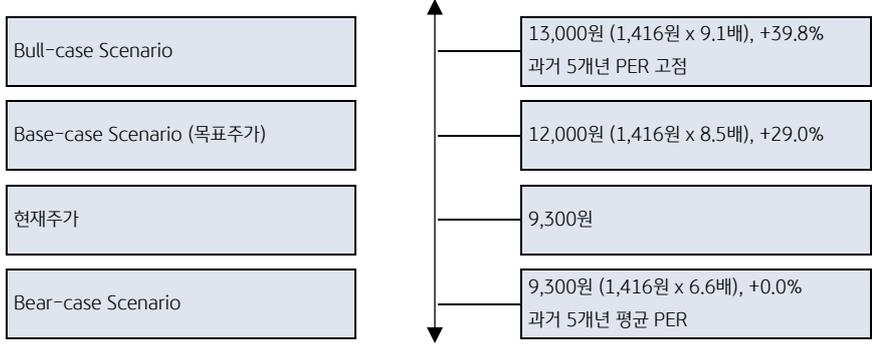
### Forecast earnings & valuation

결산기말	2016A	2017P	2018E	2019E
매출액 (십억원)	792	812	1,025	1,077
영업이익 (십억원)	40	34	52	57
순이익 (십억원)	29	19	35	40
EPS (원)	1,326	800	1,416	1,634
증감률 (%)	32.6	-39.7	77.0	15.4
PER (X)	9.1	13.2	6.6	5.7
EV/EBITDA (X)	5.4	4.4	3.1	2.7
PBR (X)	1.5	1.3	1.0	0.9
ROE (%)	17.5	10.0	16.4	16.4
배당수익률 (%)	1.7	1.9	2.2	2.2



자료: 심텍, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인

- 1) Product mix 개선 지속
- 2) 하반기 Eastern사 실적 턴어라운드

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 원/달러 환율 추세 반전
- 2) 예상보다 빠른 Eastern사 실적 턴어라운드

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 매출액 예상 하회에 따른 영업이익 훼손
- 2) Eastern사 적자 지속

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	837	883	1,025	1,077	22.5	22.0
영업이익	42	44	52	57	23.8	29.5
지배주주순이익	28	29	35	40	25.0	37.9

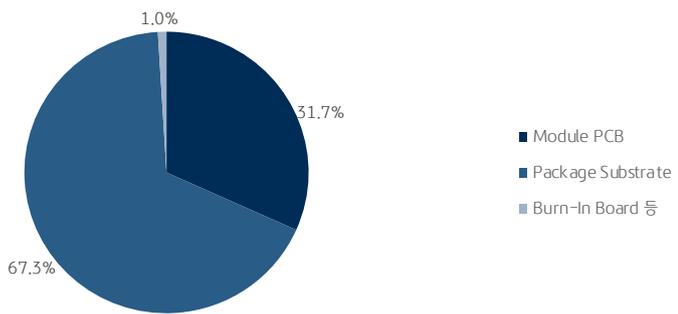
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	1,025	1,077	949	1,002	8.0	7.5
영업이익	52	57	53	59	-1.0	-4.0
지배주주순이익	35	40	35	46	-1.1	-12.1

자료: Fnguide, KB증권 추정

매출액 구성 (% , 2017년 기준)



자료: 심택, KB증권 정리

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	PER		PBR		ROA		ROE		배당수익률	
		2018E	2019E								
대덕전자	437	11.2	9.7	0.7	0.7	7.5	7.7	8.8	8.5	3.4	3.4
코리아써킷	273	12.3	9.5	0.8	0.7	13.0	11.7	7.0	8.4	0.9	0.9

자료: Quantwise, KB증권 정리

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법): PER Valuation

2) 목표주가 산정: 1,416원 x multiple 8.5배

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 13,000원 ~ 9,300원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: PER 8.5배

실적민감도 분석

(% )	EPS 변동률	
	2018E	2019E
환율 1% 하락	-4.5	-4.6
금리 1%p 상승	-2.2	-2.0

그림 1. 환율 vs. 심택주가



자료: Bloomberg, KB증권 정리

그림 2. 외국인 지분을 vs. 심택주가



자료: Quantwise, KB증권 정리

표 1. 매출 추정

(십억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017P	2018E
<b>심택 매출액</b>	197.8	186.7	202.5	204.9	190.9	199.4	216.3	204.9	200.3	205.7	222.5	221.5	792.0	811.5	850.0
Module PCB	77.9	64.3	65.0	68.0	58.6	65.4	70.9	62.2	57.5	58.8	60.5	63.0	275.2	257.1	239.9
PC Memory Module	32.8	17.0	25.3	29.0	23.0	20.0	19.2	14.8	13.8	13.7	13.4	13.3	104.1	77.0	54.3
Server Memory Modul	26.6	23.6	21.1	24.5	20.6	27.9	34.5	28.8	27.6	28.5	29.9	31.7	95.8	111.8	117.7
SSD Module	11.6	14.0	14.7	14.1	11.8	12.7	17.1	15.9	15.1	15.6	16.2	17.0	54.4	57.5	63.8
Other	6.9	9.6	4.0	0.4	3.2	4.8	0.1	2.7	2.0	3.0	3.5	2.0	20.9	10.8	10.5
Substrate	118.6	119.7	134.4	133.3	130.3	134.0	143.2	139.0	140.8	144.9	159.9	156.5	506.0	546.5	602.1
MCP(Mobile DRAM, N.	59.2	61.8	71.2	79.1	75.2	79.3	88.8	82.3	85.6	89.0	102.4	97.2	271.3	325.6	374.2
FC-CSP(AP, B/B)	17.4	16.7	20.4	20.3	18.9	18.2	20.0	29.7	30.0	30.9	33.1	34.4	74.9	86.8	128.3
BOC(PC/Server DRAM	29.7	32.0	30.8	30.0	33.0	28.2	25.8	22.3	20.5	20.1	19.7	19.5	122.5	109.3	79.9
Other	12.2	9.2	12.0	3.9	3.3	8.3	8.6	4.7	4.7	4.9	4.8	5.3	37.3	24.9	19.6
Burn-in Board, etc	1.3	2.7	3.1	3.6	2.0	0.0	2.2	3.7	2.0	2.0	2.0	2.0	10.8	7.9	8.0
<b>Eastern 매출액</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	40.4	43.3	46.1	45.6	-	-	175.4
<b>매출액 합계</b>	197.8	186.7	202.5	204.9	190.9	199.4	216.3	204.9	240.7	249.0	268.6	267.1	792.0	811.5	1025.4
<b>영업이익</b>	6.3	6.0	11.5	16.4	5.3	7.9	11.6	8.9	7.2	12.0	18.8	14.4	40.2	33.8	52.4
<b>영업이익률</b>	3.2	3.2	5.7	8.0	2.8	4.0	5.4	4.3	3.0	4.8	7.0	5.4	5.1	4.2	5.1

자료: 심택, KB증권 추정

주: 2018년 1분기부터 Eastern 연결 실적 반영

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017E (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
매출액	792	812	1,025	1,077	1,137
매출원가	694	712	907	952	1,006
매출총이익	99	99	118	124	131
판매비와관리비	58	65	66	67	69
영업이익	40	34	52	57	62
EBITDA	84	79	99	104	109
영업외손익	-6	-11	-8	-6	-6
이자수익	0	1	1	1	1
이자비용	8	8	7	7	7
지분법손익	7	-4	0	0	0
기타영업외손익	-1	0	-2	0	0
세전이익	35	23	44	51	56
법인세비용	5	4	9	11	12
당기순이익	29	19	35	40	44
지배기업순이익	29	19	35	40	44
수정순이익	29	19	35	40	44

성장성 및 수익성 비율 (%)	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액 성장률	100.3	2.5	26.4	5.0	5.6
영업이익 성장률	106.2	-15.9	55.0	9.4	8.7
EBITDA 성장률	104.1	-5.1	24.6	5.0	4.8
지배기업순이익 성장률	179.8	-35.4	83.5	15.4	9.8
매출총이익률	12.4	12.2	11.5	11.5	11.5
영업이익률	5.1	4.2	5.1	5.3	5.5
EBITDA이익률	10.6	9.8	9.6	9.6	9.6
세전이익률	4.4	2.9	4.3	4.7	4.9
당기순이익률	3.7	2.3	3.4	3.8	3.9

현금흐름표 (십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	40	108	40	61	64
당기순이익	29	19	35	40	44
유형자산상각비	43	46	47	47	47
기타비현금손익 조정	22	25	9	11	12
운전자본증감	-48	27	-41	-26	-27
매출채권감소 (증가)	0	33	-41	-9	-10
재고자산감소 (증가)	-12	-16	-26	-6	-8
매입채무증가 (감소)	4	14	26	6	7
기타영업현금흐름	-7	-8	-9	-11	-12
투자활동 현금흐름	-42	-35	-30	-30	-30
유형자산투자감소 (증가)	-39	-34	-30	-30	-30
무형자산투자감소 (증가)	-1	-2	0	0	0
투자자산감소 (증가)	-2	0	0	0	0
기타투자현금흐름	0	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	0	-66	-11	-22	-21
금융부채 증감	3	-62	-21	-20	-20
자본의 증감	3	3	0	0	0
배당금 당기지급액	-6	-5	-5	-5	-5
기타재무현금흐름	0	-3	14	3	4
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-2	7	-1	10	13
기말현금	2	9	8	18	31
잉여현금흐름 (FCF)	1	74	10	31	34
순현금흐름	-7	69	20	30	33
순현금 (순차입금)	-182	-113	-92	-63	-30

자료: 심텍, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017E (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
자산총계	601	590	640	649	664
유동자산	192	182	248	274	306
현금 및 현금성자산	2	9	8	18	31
단기금융자산	0	0	0	0	0
매출채권	81	48	89	98	108
재고자산	96	103	129	135	143
기타유동자산	12	22	22	24	25
비유동자산	410	408	391	375	358
투자자산	18	24	24	24	24
유형자산	344	332	317	302	288
무형자산	29	27	25	24	22
기타비유동자산	1	7	7	7	7
부채총계	422	394	413	387	362
유동부채	317	291	297	267	239
매입채무	73	86	112	117	124
단기금융부채	128	66	45	25	5
기타유동부채	116	140	140	125	110
비유동부채	105	102	117	120	123
장기금융부채	55	55	55	55	55
기타비유동부채	8	0	0	0	0
자본총계	179	196	226	262	302
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	20	23	23	23	23
기타자본항목	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	-1	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	149	163	193	228	267
지배자본 계	179	195	225	260	300
비지배자본	0	1	1	2	2

주요투자지표 (X, %, 원)	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
Multiples					
PER	9.1	13.2	6.6	5.7	5.2
PBR	1.5	1.3	1.0	0.9	0.8
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	5.4	4.4	3.1	2.7	2.2
EV/EBIT	11.2	10.4	5.8	4.8	3.9
배당수익률	1.7	1.9	2.2	2.2	2.2
EPS	1,326	800	1,416	1,634	1,793
BPS	8,007	8,018	9,247	10,695	12,301
SPS (주당매출액)	36,036	34,562	42,117	44,223	46,699
DPS (주당배당금)	200	200	200	200	200
배당성향 (%)	15.3	24.2	13.2	11.4	10.4
수익성지표					
ROE	17.5	10.0	16.4	16.4	15.6
ROA	5.1	3.2	5.7	6.3	6.7
ROIC	9.5	7.9	12.6	13.2	13.9
안정성지표					
부채비율	235.5	201.0	182.7	147.7	120.1
순차입비율	101.4	57.4	40.8	23.9	9.9
유동비율	0.6	0.6	0.8	1.0	1.3
이자보상배율 (배)	4.9	4.2	7.3	8.0	8.7
활동성지표					
총자산회전율	1.4	1.4	1.7	1.7	1.7
매출채권회전율	12.4	12.5	14.9	11.5	11.1
재고자산회전율	8.8	8.2	8.9	8.2	8.2

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



심택 (222800)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
17-05-29	Buy	14,000	-16.73	-5.71
17-11-29	6개월 경과 이후	14,000	-28.86	-22.50
18-03-01	Buy	12,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자증권 비율 (2017. 12. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
71.8	28.2	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (6개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (6개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.