



심텍 (222800)

Product Mix 개선 지속

2018년 8월 7일

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

투자 의견 Buy 및
목표주가 12,000원 유지

심텍에 대하여 투자 의견 Buy와 목표주가 12,000원을 유지한다. Eastern 인수를 통해 2018년 매출액 규모가 1조원을 상회할 것으로 전망되는 가운데, Product Mix 개선과 Eastern의 턴어라운드로 영업레버리지 창출이 가시화되기 시작하는 시점으로 판단된다.

2Q18 리뷰:
매출액 2,494억원, 영업이익 81억원 기록,
Eastern 영업적자 23억원을 제외하면
이익의 질은 양호

심텍의 2018년 2분기 실적은 매출액 2,494억원 (+25.0% YoY, +2.0% QoQ), 영업이익 81억원 (+2.0% YoY, +34.2% QoQ, 영업이익률 3.2%)을 기록하였다. 컨센서스 매출액 2,544억원, 영업이익 100억원을 하회하였으나, 자회사인 Eastern이 영업적자 23억원을 기록한 점을 제외하면 실적의 질은 양호하였던 것으로 판단된다. Substrate 기판 부문에서 1) ASIC 칩 수요 둔화에도 불구하고 중화권 신규 AP 매출처 확보가 이루어졌고, 2) GDDR6용 BOC 기판 매출이 시작되면서 신규 아이템 확보가 진행되고 있다. Module PCB 부문에서는 DDR4 및 SSD용 비중은 증가하고 저부가제품인 PC용 메모리모듈 PCB (인쇄회로기판)의 매출 비중이 지속 감소하면서 Product Mix 개선이 나타나고 있다.

2018년 매출액 1.03조원,
영업이익 452억원 전망
상저하고 실적 흐름 예상

심텍의 2018년 매출액은 1.03조원 (+27.3% YoY), 영업이익은 452억원 (+33.5% YoY)으로 전망한다. 고부가제품으로의 Product Mix 개선과 자회사 Eastern의 하반기 턴어라운드로 상저하고의 실적흐름을 나타낼 것으로 예상된다. 1) Mobile DRAM, NAND 출하량 성장, 중화권 Application Processor 신규 고객 확보, 신규 제품인 GDDR6 매출 시작 등으로 고부가 제품 중심으로 Product Mix 개선이 가속화될 것으로 전망한다. 2) 상반기 적자를 기록하였던 Eastern은 고부가 공정인 MSAP공정의 Capa up 등으로 현재 월 기준 손익분기점 수준에 도달, 하반기 흑자전환과 함께 심텍 실적에 본격적으로 기여할 것으로 전망된다.

Buy 유지

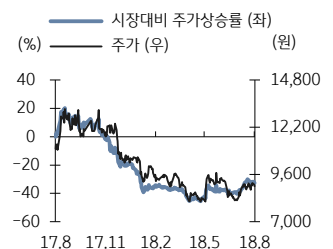
목표주가 (유지, 원)	12,000
Upside / Downside (%)	34.1
현재가 (8/7, 원)	8,950
Consensus Target Price (원)	12,667
시가총액 (억원)	2,036

Trading Data	
Free float (%)	58.4
거래대금 (3M, 십억원)	1.2
외국인 지분율 (%)	6.4
주요주주 지분율 (%)	심텍홀딩스 외 2인 41.6

Performance				
추가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.4	8.2	-3.1	-18.6
시장대비 상대수익률	12.8	18.1	2.4	-32.8

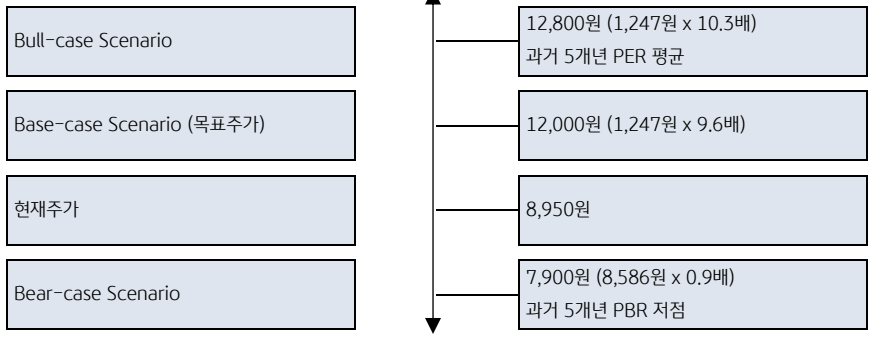
Forecast earnings & valuation

결산기말	2016A	2017A	2018E	2019E
매출액 (십억원)	792	812	1,053	1,105
영업이익 (십억원)	40	34	45	56
지배주주순이익 (십억원)	29	16	30	36
EPS (원)	1,326	696	1,247	1,498
증감률 (%)	32.6	-47.5	79.2	20.1
PER (X)	9.1	15.2	7.2	6.0
EV/EBITDA (X)	5.4	5.3	3.3	2.6
PBR (X)	1.5	1.2	0.9	0.8
ROE (%)	17.5	8.2	13.7	14.5
배당수익률 (%)	1.7	2.5	3.4	3.4



자료: 심텍, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인

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

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 원/달러 환율 추세 반전
- 2) 예상보다 가파른 영업이익률 상승

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 매출액 예상 하회에 따른 영업이익 훼손
- 2) Eastern사의 턴어라운드 지연

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	1037.7	1102.6	1032.8	1102.6	-0.5	0.0
영업이익	50.5	58.6	45.1	56.2	-10.7	4.2
지배주주순이익	35.1	41.5	30.4	36.5	-13.5	13.8

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	1032.8	1102.6	1,034.6	1,083.0	-0.2	1.8
영업이익	45.1	56.2	50.7	59.0	-11.0	-4.7
지배주주순이익	30.4	36.5	30.9	39.9	-1.6	-8.5

자료: Quantwise, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

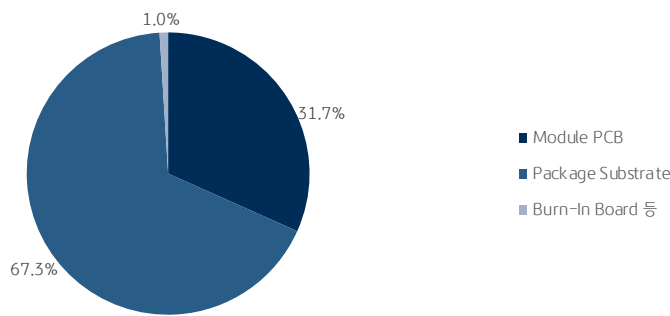
1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
PER Valuation

2) 목표주가 산정:
1,247원 x multiple 9.6배

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
12,800원 ~ 7,900원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
PER 9.6배

매출액 구성 (% , 2017년 기준)



자료: 심택, KB증권 정리

실적민감도 분석

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

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	PER		PBR		ROA		ROE		배당수익률	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
대덕전자	410	11.1	9.5	0.6	0.6	5.9	6.5	6.9	7.7	3.6	3.6
코리아씨키트	208	26.8	12.0	0.6	0.6	2.3	4.5	3.0	6.0	0.0	0.0

자료: Quantwise, KB증권 정리

표 1. 실적 전망

(십억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	197.8	186.7	202.5	204.9	190.9	199.4	216.3	204.9	244.5	249.4	265.1	273.9	811.5	1032.8	1102.6
심텍	197.8	186.7	202.5	204.9	190.9	199.4	216.3	204.9	206.3	206.6	215.0	218.3	811.5	846.2	899.2
Module PCB	77.9	64.3	65.0	68.0	58.6	65.4	70.9	62.2	65.1	71.3	76.0	77.1	257.1	287.5	267.5
PC Memory Module	32.8	17.0	25.3	29.0	23.0	20.0	19.2	14.8	18.5	16.5	15.8	15.2	77.0	66.0	68.5
Server Memory Module	26.6	23.6	21.1	24.5	20.6	27.9	34.5	28.8	28.5	32.6	34.2	36.3	111.8	131.6	126.8
SSD Module	11.6	14.0	14.7	14.1	11.8	12.7	17.1	15.9	14.6	21.6	22.5	23.6	57.5	82.3	63.2
Other	6.9	9.6	4.0	0.4	3.2	4.8	0.1	2.7	1.5	0.6	3.5	2.0	10.8	7.6	9.0
Substrate	118.6	119.7	134.4	133.3	130.3	134.0	143.2	139.0	141.2	134.8	137.0	139.2	546.5	552.2	623.2
MCP(Mobile DRAM, NAND)	59.2	61.8	71.2	79.1	75.2	79.3	88.8	82.3	80.3	77.0	78.5	80.1	325.6	316.0	352.1
FC-CSP(AP, B/B)	17.4	16.7	20.4	20.3	18.9	18.2	20.0	29.7	35.3	25.6	27.4	28.5	86.8	116.8	180.6
BOC (PC/Server DRAM)	29.7	32.0	30.8	30.0	33.0	28.2	25.8	22.3	18.9	25.1	24.1	22.9	109.3	91.0	65.5
Other	12.2	9.2	12.0	3.9	3.3	8.3	8.6	4.7	6.7	7.1	7.0	7.7	24.9	28.5	25.0
Burn-in Board, etc	1.3	2.7	3.1	3.6	2.0	0.0	2.2	3.7	2.0	0.6	2.0	2.0	7.9	6.6	8.5
Eastern									38.2	42.7	50.1	55.6		186.6	203.4
영업이익	6.3	6.0	11.5	16.4	5.3	7.9	11.6	8.9	6.0	8.1	14.6	16.4	33.8	45.2	56.2
영업이익률	3.2	3.2	5.7	8.0	2.8	4.0	5.4	4.3	2.5	3.2	5.5	6.0	4.2	4.4	5.1

자료: 심텍, KB증권 추정

주: Eastern은 2018년 1분기부터 연결 반영

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2015A (IFRS-C)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)
매출액	395	792	812	1,033	1,103
매출원가	350	694	710	901	954
매출총이익	45	98	102	132	149
판매비와관리비	26	58	68	87	93
영업이익	19	40	34	45	56
EBITDA	41	84	79	108	119
영업외손익	-7	-5	-15	-9	-9
이자수익	0	0	0	0	0
이자비용	4	8	8	8	8
지분법손익	0	7	-9	0	0
기타영업외손익	0	0	-1	0	0
세전이익	12	35	19	36	47
법인세비용	2	5	3	8	10
당기순이익	10	29	16	28	36
지배주주순이익	10	29	16	30	36
수정순이익	10	29	16	30	36

성장성 및 수익성 비율 (%)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
매출액 성장률	NA	100.3	2.5	27.3	6.8
영업이익 성장률	NA	106.7	-16.0	33.4	24.7
EBITDA 성장률	NA	103.9	-5.7	37.1	10.3
지배기업순이익 성장률	NA	180.2	-45.4	90.8	20.1
매출총이익률	11.5	12.4	12.5	12.8	13.5
영업이익률	4.9	5.1	4.2	4.4	5.1
EBITDA이익률	10.4	10.6	9.7	10.5	10.8
세전이익률	3.1	4.4	2.3	3.5	4.2
당기순이익률	2.6	3.7	2.0	2.7	3.3

현금흐름표 (십억원)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	66	39	133	49	81
당기순이익	10	29	16	28	36
유무형자산상각비	22	43	45	63	63
기타비현금손익 조정	11	22	34	13	10
운전자본증감	27	-48	47	-46	-18
매출채권감소 (증가)	9	0	43	-9	-5
재고자산감소 (증가)	9	-12	-13	-21	2
매입채무증가 (감소)	14	4	20	2	0
기타영업현금흐름	-4	-7	-10	-10	-10
투자활동 현금흐름	-16	-42	-61	-29	-30
유형자산투자감소 (증가)	-21	-39	-52	-25	-30
무형자산투자감소 (증가)	-1	-1	-3	-3	0
투자자산감소 (증가)	1	-3	-18	-2	0
기타투자현금흐름	2	1	11	0	0
재무활동 현금흐름	-47	0	-61	-12	-27
금융부채 증감	-47	3	-60	-18	-25
자본의 증감	0	3	3	0	0
배당금 당기지급액	0	-6	-4	-6	-7
기타재무현금흐름	0	0	0	12	4
기타현금흐름	0	0	0	1	0
현금의 증가 (감소)	3	-2	11	8	24
기말현금	3	1	12	20	44
잉여현금흐름 (FCF)	45	1	81	24	51
순현금흐름	0	-7	6	22	49
순현금 (순차입금)	-175	-182	-176	-154	-105

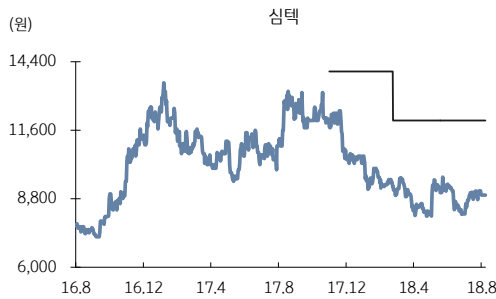
자료: 심택, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2015A (IFRS-C)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)
자산총계	548	601	728	748	742
유동자산	143	192	210	253	280
현금 및 현금성자산	3	1	12	20	44
단기금융자산	0	0	0	0	0
매출채권	46	81	57	71	76
재고자산	84	96	131	153	151
기타유동자산	10	12	11	8	8
비유동자산	405	410	518	495	462
투자자산	2	18	2	4	4
유형자산	354	344	459	438	410
무형자산	28	29	33	30	25
기타비유동자산	1	1	1	1	1
부채총계	393	422	513	508	473
유동부채	290	317	393	379	344
매입채무	81	73	118	134	134
단기금융부채	104	128	125	110	90
기타유동부채	105	116	151	135	120
비유동부채	104	105	120	129	129
장기금융부채	74	55	63	64	59
기타비유동부채	0	8	7	7	7
자본총계	155	179	215	240	269
자본금	11	11	12	12	12
자본잉여금	137	20	42	42	42
기타자본항목	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	-1	-1	-7	-4	-4
이익잉여금	7	149	161	185	215
지배자본 계	155	179	209	236	266
비지배자본	0	0	6	4	4

주요투자지표 (X, %, 원)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
Multiples					
PER	6.6	9.1	15.2	7.2	6.0
PBR	0.9	1.5	1.2	0.9	0.8
PSR	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	7.8	5.4	5.3	3.3	2.6
EV/EBIT	16.4	11.2	12.5	8.0	5.6
배당수익률	4.0	1.7	2.5	3.4	3.4
EPS	1,000	1,326	696	1,247	1,498
BPS	7,046	8,007	8,586	9,691	10,908
SPS (주당매출액)	38,008	36,036	35,486	42,421	45,288
DPS (주당배당금)	260	200	265	300	300
배당성향 (%)	54.8	15.3	40.5	22.5	20.0
수익성지표					
ROE	6.7	17.5	8.2	13.7	14.5
ROA	1.9	5.1	2.4	3.8	4.9
ROIC	9.5	9.5	7.0	8.3	10.5
안정성지표					
부채비율	254.0	235.5	239.1	212.1	175.7
순차입비율	112.9	101.5	81.8	64.2	39.0
유동비율	0.5	0.6	0.5	0.7	0.8
이자보상배율 (배)	4.5	4.9	4.2	5.6	7.0
활동성지표					
총자산회전율	0.0	1.4	1.2	1.4	1.5
매출채권회전율	0.0	12.4	11.8	16.1	15.0
재고자산회전율	0.0	8.8	7.2	7.3	7.3

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 (2018. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
74.2	25.8	-

투자의견 분류 및 기준

중목 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.