심텍 (222800)

이익률 개선은 숙제

2018년 10월 30일

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

연구원 이동현
02-6114-2920 donghyunlee@kbfg.com

투자의견 Buy
목표주가 12,000원 유지

심텍에 대하여 투자의견 Buy와 목표주가 12,000원을 유지한다. 매출액 증가와 Product Mix 개선에도 영업이익률 개선이 더디게 나타나는 점은 부담요인이지만, 향후 점진적 영업이익률 개선 여지가 아직 상존하는 것으로 판단되어 투자의견 Buy를 유지한다.

3Q18 리뷰:
매출액 2,632억원, 영업이익 111억원으로 컨센서스 하회

심텍의 2018년 3분기 실적은 매출액 2,632억원 (+21.7% YoY, +5.6% QoQ), 영업이익 111억원 (-4.2% YoY, +37.5% QoQ, OPM 4.2%)을 기록하였다. 매출액은 컨센서스 2,672억원에 부합하였으나 영업이익은 KB증권 추정치인 146억원과 컨센서스 138억원을 하회하였다. Product Mix 개선에도 불구하고 Eastern사의 실적이 매출액 479억원, 영업이익 1억원으로 손익분기점 (BEP) 수준에 머물고 있어 영업이익률이 희석되었기 때문으로 판단된다.

4분기부터 점진적 이익률 개선 나타날 전망

4분기부터 점진적 영업이익률 개선이 나타날 전망이다. 매출액 2,665억원 (+30.0% YoY, +1.2% QoQ), 영업이익 131억원 (+46.7% YoY, +17.2% QoQ)을 전망한다. 전반적인 출하물량 감소에도 불구하고 신규 아이템인 GDDR6 물량 확대 등에 따른 평균 판가 상승으로 이익률 개선이 가능할 것으로 전망된다.

장 종료 후 공시
1) 124억원 규모 신규 시설 투자
2) 심텍글로벌에 현물출자 방식 유상증자

10월 30일 장 마감 후 1) 124억원 규모 신규 시설 투자, 2) 심텍글로벌에 현물출자 방식 유상증자를 공시하였다. 신규 시설투자는 MSAP 공정 생산능력 확대를 통해 고부가 제품인 플립칩 CSP와 MCP 수요를 대응하기 위함이다. 매출액 기준 600억원 규모의 생산 능력이 추가된다. 현물 출자는 해외 생산법인들의 지분 통합관리를 위해 2018년 8월에 설립한 심텍글로벌에 보유 중인 심텍홍콩홀딩스와 STJ홀딩스 지분을 현물출자하고, 심텍글로벌의 신주를 취득하는 것으로 연결손익구조에는 변동이 없다.

Buy 유지

목표주가 (유지, 원)	12,000
Upside / Downside (%)	42.2
현재가 (10/30, 원)	8,440
Consensus Target Price (원)	16,200
시가총액 (억원)	1,920

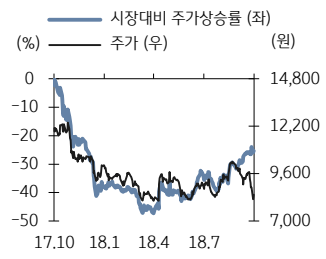
Trading Data	
Free float (%)	58.4
거래대금 (3M, 십억원)	1.2
외국인 지분율 (%)	6.8
주요주주 지분율 (%)	심텍홀딩스 외 4 인 41.6

Performance

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.4	-5.0	4.2	-30.2
시장대비 상대수익률	9.3	13.6	41.7	-25.3

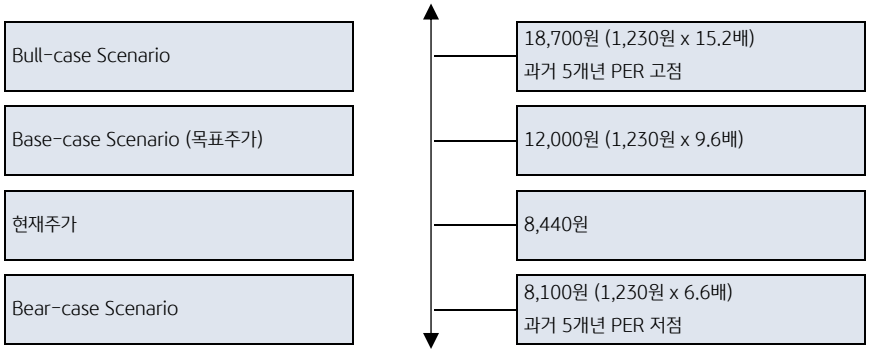
Forecast earnings & valuation

결산기말	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	812	1,023	1,071	1,131
영업이익 (십억원)	34	38	48	57
지배주주순이익 (십억원)	16	26	31	38
EPS (원)	696	1,072	1,262	1,568
증감률 (%)	-47.5	54.0	17.7	24.2
PER (X)	15.2	7.9	6.7	5.4
EV/EBITDA (X)	5.3	3.3	2.8	2.2
PBR (X)	1.2	0.9	0.8	0.7
ROE (%)	8.2	11.8	12.5	14.0
배당수익률 (%)	2.5	3.6	3.6	3.6



자료: 심텍, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인

1) Product mix 개선 지속
2) 영업이익률 개선

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 적자 전환

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	1032.8	1102.6	1023.5	1071.3	-0.9	-2.8
영업이익	45.1	56.2	38.3	48.2	-15.1	-14.2
지배주주순이익	30.4	36.5	26.1	30.7	-14.1	-15.9

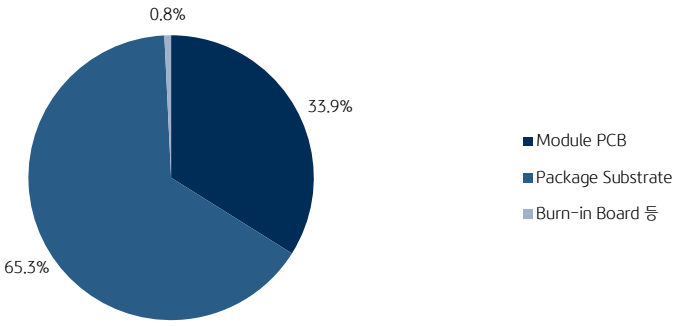
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	1023.5	1071.3	1034.5	1100.3	-1.1	-2.6
영업이익	38.3	48.2	44.4	56.7	-13.7	-15.0
지배주주순이익	26.1	30.7	30.2	40.5	-13.6	-24.2

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (%, 2018E 기준)



자료: 심텍, KB증권 정리

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
PER Valuation

2) 목표주가 산정:
12개월 선행 EPS 1,230원 x multiple 9.6배

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
18,700원 ~ 8,100원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
PER 9.6배

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	383.1	10.7	9.6	0.6	0.6	6.0	6.6	7.0	7.6	3.8	3.8
코리아써키트	114.7	-7.8	180.4	0.5	0.5	-3.1	0.2	-4.1	0.2	0.0	0.0

자료: Quantiwise, KB증권 정리

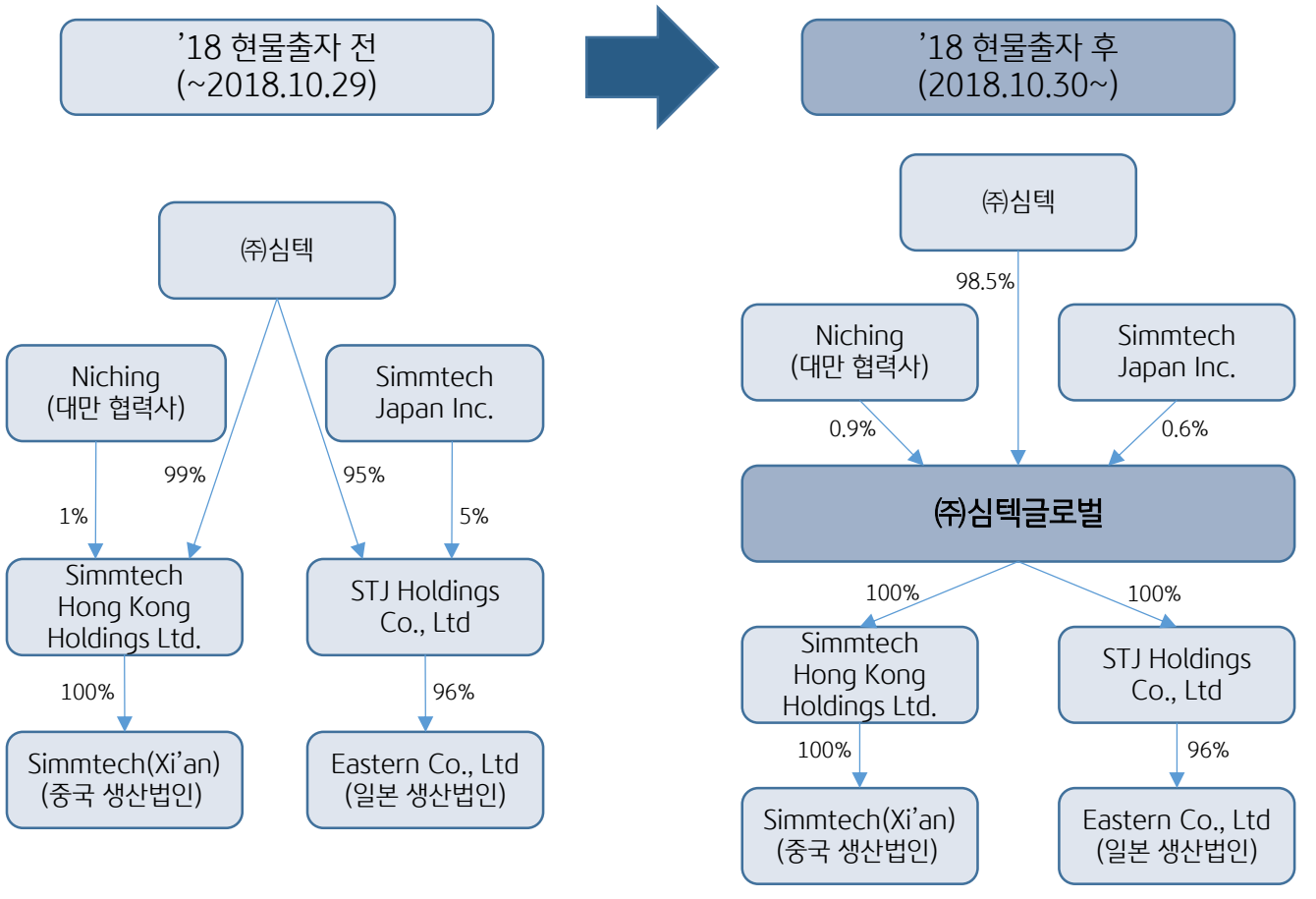
표 1. 실적 전망

(십억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	**197.7**	**186.7**	**202.5**	**204.9**	**191.0**	**199.4**	**216.3**	**204.9**	**244.5**	**249.4**	**263.2**	**266.5**	**811.6**	**1023.6**	**1071.3**
심텍	**197.7**	**186.7**	**202.5**	**204.9**	**191.0**	**199.4**	**216.3**	**204.9**	**206.3**	**206.7**	**215.3**	**217.8**	**811.6**	**846.1**	**867.9**
Module PCB	77.9	64.3	65.0	68.0	58.6	65.4	70.9	62.2	63.1	71.3	76.6	76.0	257.1	287.0	286.2
PC Memory Module	*32.8*	*17.0*	*25.3*	*29.0*	*23.0*	*20.0*	*19.2*	*14.8*	*18.5*	*16.5*	*18.0*	*17.3*	*77.0*	*70.3*	*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*	*35.2*	*34.5*	*111.8*	*130.8*	*126.8*
SSD Module	*11.6*	*14.0*	*14.7*	*14.1*	*11.8*	*12.7*	*17.1*	*15.9*	*14.6*	*21.6*	*23.3*	*22.2*	*57.5*	*81.7*	*83.2*
Other	*6.9*	*9.6*	*4.0*	*0.4*	*3.2*	*4.8*	*0.1*	*2.7*	*1.5*	*0.6*	*0.2*	*2.0*	*10.8*	*4.3*	*7.7*
Substrate	118.5	119.7	134.4	133.3	130.4	134.0	143.2	139.0	141.2	134.8	136.9	139.8	546.6	552.7	573.2
MCP(Mobile DRAM, NAND)	*59.2*	*61.8*	*71.2*	*79.1*	*75.2*	*79.3*	*88.8*	*82.3*	*80.3*	*77.0*	*79.8*	*81.4*	*325.6*	*318.5*	*332.1*
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*	*25.7*	*26.0*	*86.8*	*112.6*	*130.6*
BOC (PC/Server DRAM)	*29.7*	*32.0*	*30.8*	*30.0*	*33.0*	*28.2*	*25.8*	*22.3*	*18.9*	*25.1*	*25.6*	*26.0*	*109.3*	*95.6*	*85.5*
Other	*12.2*	*9.2*	*12.0*	*3.9*	*3.3*	*8.3*	*8.6*	*4.7*	*6.7*	*7.1*	*5.8*	*6.4*	*24.9*	*26.0*	*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	1.8	2.0	7.9	6.4	8.5
Eastern									**38.2**	**42.7**	**47.9**	**48.7**		**177.5**	**203.4**
영업이익	**6.3**	**6.0**	**11.5**	**16.4**	**5.3**	**7.9**	**11.6**	**8.9**	**6.0**	**8.1**	**11.1**	**13.1**	**33.8**	**38.3**	**48.2**
영업이익률	*3.2*	*3.2*	*5.7*	*8.0*	*2.8*	*4.0*	*5.4*	*4.3*	*2.5*	*3.2*	*4.2*	*4.9*	*4.2*	*3.7*	*4.5*

자료: 심텍, KB증권 추정

주: Eastern은 2018년 1분기부터 연결 반영

표 2. ㈜심텍글로벌에 현물출자 및 신주 취득



자료: 심텍, KB증권 정리

포괄손익계산서

(십억원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	792	812	1,023	1,071	1,131
매출원가	694	710	891	928	977
매출총이익	98	102	132	144	154
판매비와관리비	58	68	94	95	97
영업이익	40	34	38	48	57
EBITDA	84	79	102	112	120
영업외손익	-5	-15	-9	-9	-8
이자수익	0	0	0	0	0
이자비용	8	8	10	9	8
지분법손익	7	-9	0	0	0
기타영업외손익	0	-1	-1	0	0
세전이익	35	19	29	39	49
법인세비용	5	3	5	9	11
당기순이익	29	16	24	31	38
지배주주순이익	29	16	26	31	38
수정순이익	29	16	26	31	38

성장성 및 수익성 비율

(%)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 성장률	100.3	2.5	26.1	4.7	5.6
영업이익 성장률	106.7	-16.0	13.2	26.0	17.3
EBITDA 성장률	103.9	-5.7	29.1	9.8	7.5
지배기업순이익 성장률	180.2	-45.4	64.1	17.7	24.3
매출총이익률	12.4	12.5	12.9	13.4	13.6
영업이익률	5.1	4.2	3.7	4.5	5.0
EBITDA이익률	10.6	9.7	10.0	10.4	10.6
세전이익률	4.4	2.3	2.9	3.7	4.3
당기순이익률	3.7	2.0	2.4	2.9	3.4

현금흐름표

(십억원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	39	133	82	60	80
당기순이익	29	16	24	31	38
유무형자산상각비	43	45	64	64	64
기타비현금손익 조정	22	34	18	9	11
운전자본증감	-48	47	-9	-34	-22
매출채권감소 (증가)	0	43	-8	-4	-6
재고자산감소 (증가)	-12	-13	7	-9	-7
매입채무증가 (감소)	4	20	-4	-7	8
기타영업현금흐름	-7	-10	-16	-9	-11
투자활동 현금흐름	-42	-61	-44	-30	-30
유형자산투자감소 (증가)	-39	-52	-39	-30	-30
무형자산투자감소 (증가)	-1	-3	-3	0	0
투자자산감소 (증가)	-3	-18	-2	0	0
기타투자현금흐름	1	11	0	0	0
재무활동 현금흐름	0	-61	-24	-29	-32
금융부채 증감	3	-60	-22	-25	-28
자본의 증감	3	3	0	0	0
배당금 당기지급액	-6	-4	-6	-7	-7
기타재무현금흐름	0	0	4	3	4
기타현금흐름	0	0	1	0	0
현금의 증가 (감소)	-2	11	15	1	19
기말현금	1	12	27	28	47
잉여현금흐름 (FCF)	1	81	43	30	50
순현금흐름	-7	6	30	26	47
순현금 (순차입금)	-182	-176	-146	-120	-73

자료: 심텍, KB증권 추정

재무상태표

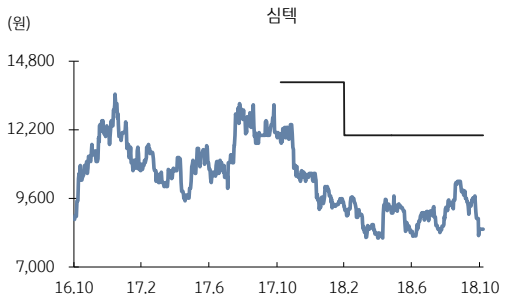
(십억원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	601	728	752	731	731
유동자산	192	210	235	248	281
현금 및 현금성자산	1	12	27	28	47
단기금융자산	0	0	0	0	0
매출채권	81	57	76	80	86
재고자산	96	131	125	134	141
기타유동자산	12	11	6	6	7
비유동자산	410	518	517	483	450
투자자산	18	2	4	4	4
유형자산	344	459	457	428	400
무형자산	29	33	33	27	22
기타비유동자산	1	1	1	1	1
부채총계	422	513	514	470	439
유동부채	317	393	389	347	319
매입채무	73	118	144	137	144
단기금융부채	128	125	110	90	70
기타유동부채	116	151	135	120	105
비유동부채	105	120	126	124	119
장기금융부채	55	63	63	58	50
기타비유동부채	8	7	5	5	5
자본총계	179	215	237	261	292
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	20	42	44	44	44
기타자본항목	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	-1	-7	-2	-2	-2
이익잉여금	149	161	181	205	236
지배지분 계	179	209	234	258	289
비지배지분	0	6	3	3	3

주요투자지표

(X, %, 원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Multiples					
PER	9.1	15.2	7.9	6.7	5.4
PBR	1.5	1.2	0.9	0.8	0.7
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	5.4	5.3	3.3	2.8	2.2
EV/EBIT	11.2	12.5	8.9	6.5	4.7
배당수익률	1.7	2.5	3.6	3.6	3.6
EPS	1,326	696	1,072	1,262	1,568
BPS	8,007	8,586	9,630	10,612	11,882
SPS (주당매출액)	36,036	35,486	42,037	44,002	46,466
DPS (주당배당금)	200	265	300	300	300
배당성향 (%)	15.3	40.5	26.1	23.7	19.1
수익성지표					
ROE	17.5	8.2	11.8	12.5	14.0
ROA	5.1	2.4	3.3	4.1	5.2
ROIC	9.5	7.0	7.5	9.0	10.7
안정성지표					
부채비율	235.5	239.1	216.9	180.2	150.3
순차입비율	101.5	81.8	61.6	46.0	25.1
유동비율	0.6	0.5	0.6	0.7	0.9
이자보상배율 (배)	4.9	4.2	4.0	5.4	7.3
활동성지표					
총자산회전율	1.4	1.2	1.4	1.4	1.6
매출채권회전율	12.4	11.8	15.4	13.7	13.6
재고자산회전율	8.8	7.2	8.0	8.3	8.2

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 ┅)



심텍 (222800)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 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 기관투자가 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.

투자등급 비율 (2018. 09. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
75.2	24.8	-

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.