SHINHAN
미래를 함께하는 따뜻한 금융

심텍

COMPANY REPORT #19

Bloomberg Code (222800 KS) / Reuters Code (222800.KS)

매수 (신규)

휴대폰/전기전자

현재주가 (11 월 13 일)	11,350 원
목표주가	15,500 원 (신규)
상승여력	36.6%

[Analyst]
박형우 수석연구원 ☎ (02) 3772-2184 ✉ hyungwou@shinhan.com
김현욱 연구원 ☎ (02) 3772-1545 ✉ hyunwook.kim@shinhan.com

KOSPI		2,122.45p
KOSDAQ		661.85p
시가총액		258.2 십억원
액면가		500 원
발행주식수		22.8 백만주
유동주식수		12.5 백만주(54.9%)
52 주 최고가/최저가		11,350 원/5,150 원
일평균 거래량 (60 일)		346,025 주
일평균 거래액 (60 일)		3,235 백만원
외국인 지분율		7.27%
주요주주	심텍홀딩스 외 7 인	45.02%
절대수익률	3 개월	78.7%
	6 개월	76.0%
	12 개월	53.4%
KOSDAQ 대비 상대수익률	3 개월	59.5%
	6 개월	88.5%
	12 개월	55.5%

Big Cycle : 패키징 서브스트레이트

메모리용 패키징 서브스트레이트(기판) 대장주

PCB 공급사다. PCB 중에서도 반도체 패키징 공정에 사용되는 서브스트레이트(패키징 섭셋)가 주력(매출 비중 72%) 사업이다. 심텍의 핵심 경쟁력은 ① 반도체 제조사들과 30년 이상 지속해 온 협력 관계와 ② 메모리 분야에 집중된 PCB 제조 기술 역량이라 판단한다.

2020년 패키징 섭셋 Big Cycle

2020년 실적 반등이 전망된다. 투자포인트는 ① 패키징 서브스트레이트 산업의 구조적 개선이다. 일부 제품군에서는 공급이 수요 증가를 충족시키지 못하고 있다. 공급 부족 가능성도 존재한다. ② 메모리 업황 반등 시 심텍의 실적 개선이 동반될 전망이다. DDR5 기술 도입은 성장 기회로 작용할 수 있다. ③ 대규모 적자를 기록 중인 자회사의 턴어라운드 흐름은 실적 레버리지 효과를 확대시키는 요인이다.

신규편입: 목표주가 15,500원, 투자의견 '매수'

목표주가 15,500원, '매수' 의견으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 20F EPS에 과거 평균 PER 15.8배를 적용해 산출했다. 매출 증분에 따른 고정비 커버(수익성 레버리지)와 고부가 제품군 비중 상승에 따른 믹스 개선 효과가 발생할 경우 2020년과 2021년의 영업수익 전망치는 현재의 예상을 크게 상회할 수 있다.

12월 결산	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액 (십억원)	811.6	1,007.5	987.6	1,107.1	1,185.3
영업이익 (십억원)	33.8	30.8	(18.0)	43.3	68.8
순이익 (십억원)	15.9	5.0	(28.0)	23.2	45.8
EPS (원)	677	194	(1,193)	1,004	1,978
BPS (원)	8,586	8,739	7,106	7,952	9,773
영업이익률 (%)	4.2	3.1	(1.8)	3.9	5.8
순이익률 (%)	2.0	0.2	(2.9)	2.4	4.4
ROE (%)	8.2	2.4	(14.8)	13.3	22.3
PER (x)	15.6	35.0	(9.5)	11.3	5.7
PBR (x)	1.2	0.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA (x)	5.3	3.6	8.2	3.4	2.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

신한금융투자

Contents

03 I. Investment Summary

04 II. Valuation: 투자의견 및 목표주가

현 주가는 PSR 2.4배. 향후 가동률 상승에 따른 수익성 레버리지 효과 발생 주목

과거 주가 추이

Peer 그룹 분석: 국내외 동종 기업군

07 III. 기업 개요

PCB 기판

심텍의 연혁 및 핵심 경쟁력

제품별 비중, 고객사별 비중

11 IV. 투자포인트

1. 패키징 서브스트레이트 산업의 구조적 개선

2. 메모리 업황 반등

3. 자회사 개선 효과

20 V. 영업실적 전망

4Q19: 실적 개선 흐름 지속

2020년: 수익성 레버리지 효과 기대, 실적 서프라이즈 가능

I. Investment Summary

반도체 PCB(기판) 기업

심텍은 PCB 기판을 제조하는 반도체 소재 부품 공급사다. PCB 중에서도 반도체 패키징 공정에 사용되는 서브스트레이트(패키징 섭셋)가 주력 사업(매출 비중 72%)이다. 심텍의 핵심 경쟁력은 ① 반도체 제조사들과 30년 이상 지속해 온 협력 관계와 ② 메모리 분야에 집중된 PCB 제조 기술 역량이다.

투자포인트

투자포인트
1) 패키징 섭셋 수급
2) 메모리 업황 반등
3) 자회사 적자 축소

1) 패키징 서브스트레이트 산업의 구조적 개선: 패키징 서브스트레이트 산업은 공급은 줄고, 시스템 반도체의 다양화로 수요는 증가했다. 5G와 서버(데이터센터)로 인한 수혜가 예상된다. 선두 업체들이 고부가 제품에 집중하며 패키징 섭셋 산업 전반적으로 구조적 개선과 낙수효과가 확인된다.

2) 메모리 업황 반등: 2020년, 5G 스마트폰의 출시로 스마트폰 업황 반등을 예상한다. 심텍은 모바일 관련 매출 비중이 55%다. 전방 산업과 함께 실적 개선이 동반될 전망이다. DDR5 기술 도입도 성장 기회로 작용할 수 있다.

3) 자회사 개선 효과: 자회사(이스턴)의 고객사 다변화 전략을 주목한다. 4Q19부터 매출 회복이 전망된다. 본격적인 도약은 2020년이다. 자회사의 적자 축소와 본사의 가동률 상승 효과로 전사적 수익성 개선이 예상된다.

투자의견 및 목표주가, 주가흐름

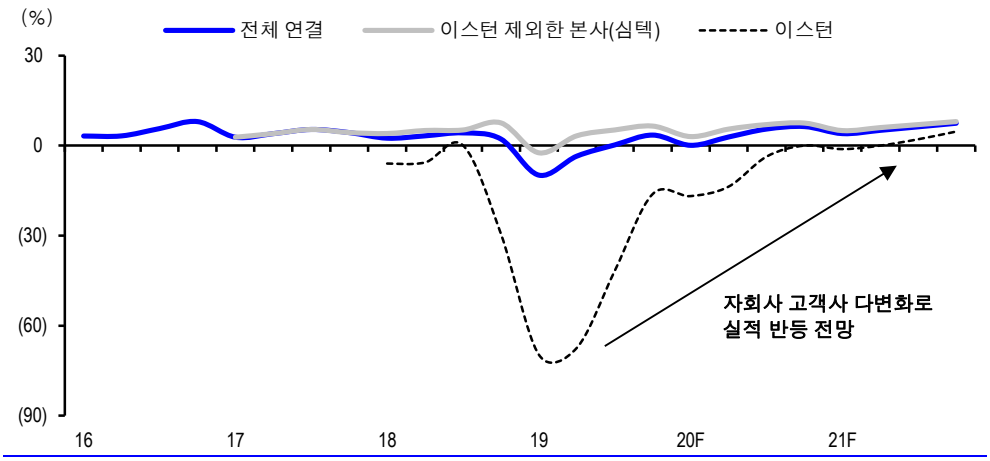
신규편입
목표주가 15,500원
'매수' 투자의견

목표주가 15,500원, 투자의견 '매수'로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 20F EPS에 글로벌 PER 15.8배를 적용해 산출했다. 매출 증가분에 따른 고정비 커버(수익성 레버리지)효과와 고부가 제품군 매출 비중 상승에 따른 믹스 개선 효과가 발생할 경우 2020년과 2021년의 영업이익 전망치는 현재의 예상을 크게 상회할 수 있다.

현재 주가의 12MF(12개월 선행) PSR은 0.24배다. 최근 주가가 급등했으나 여전히 과거 고점(지배구조 전환 전) PSR인 0.7배보다 현저히 낮다. 가동률 상승과 수익성 레버리지 효과 발생의 초입 국면인 점을 주목한다.

수익성 레버리지 효과:
OPM -70%인 자회사 실적 개선
→ 고정비 커버 효과 극대화

영업이익률: 본사 & 자회사



자료: Dart, 신한금융투자

II. Valuation: 투자의견 및 목표주가

현 주가는 PSR 0.24배. 향후 가동률 상승에 따른 수익성 레버리지 효과 발생 주목

목표주가 15,500원, 투자의견 '매수'로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 20F EPS에 과거 평균 PER 15.8배를 적용해 산출했다. 현재 주가는 20F PER 11.3배, 19F PBR 1.6배다. 실적 반등 초입 국면에서의 전망치를 기준으로 한 밸류에이션은 다소 높아보일 수 있다.

그러나 2020년 추정치(영업이익 433억원)은 자회사 실적 개선과 매출 증분 수준의 이익 개선폭만을 고려한 추정치다. 매출 증분에 따른 고정비 커버 효과와 고부가 제품군 매출 비중 상승 효과가 발생할 경우 2020~2021년의 이익 전망치는 현재의 예상을 크게 상회할 수 있다.

현재 주가의 12MF(12개월 선행) PSR은 0.24배에 불과하다. 최근 주가가 급등했으나 여전히 과거 고점(지배구조 전환 전) PSR인 0.7배보다 현저히 낮다. 가동률 상승과 수익성 레버리지 효과 발생의 초입 국면인 점을 주목한다.

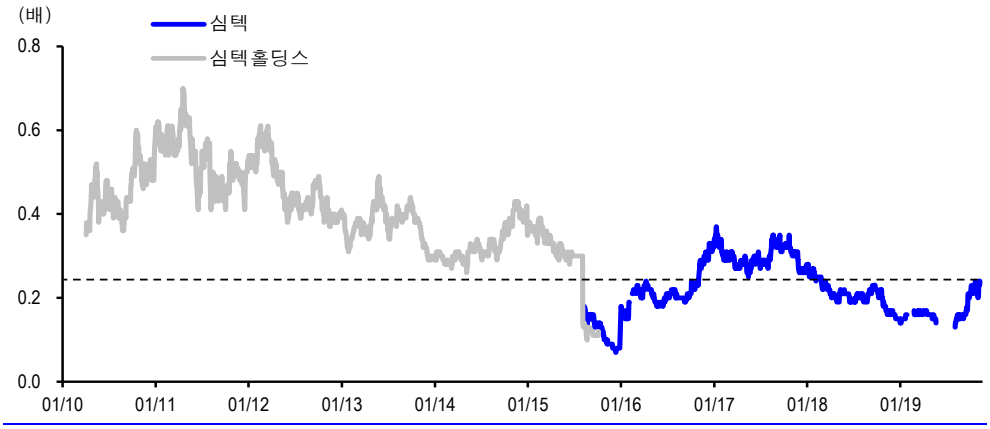
심텍 목표주가 밸류에이션 분석

(원, 배)	2020F	비고
목표주가	15,500	
EPS	1,004	2020년 EPS 기준
목표 PER	15.8	글로벌 기판 Peer 평균 PER 적용
주당가치	15,863	

자료: 신한금융투자 추정

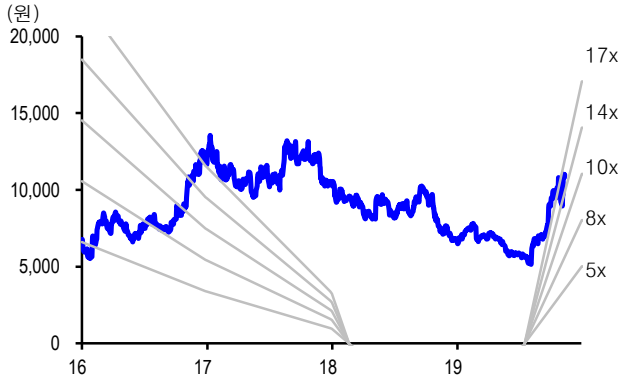
심텍 PSR
- 현재 0.24배
- 과거 고점 0.70배

심텍과 심텍홀딩스의 PSR 추이



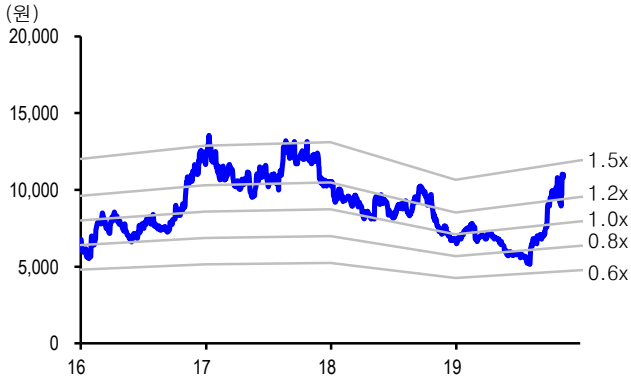
자료: QuantiWise, 신한금융투자

심텍의 12MF PER Band



자료: QuantiWise, 신한금융투자

심텍의 12MF PBR Band



자료: QuantiWise, 신한금융투자

과거 주가 추이

DDR 플랫폼 출시일
- DDR1: 2002년
- DDR2: 2004년
- DDR3: 2007년
- DDR4: 2014년
- DDR5: 2020~2021년 예상

심텍의 과거 실적과 주가 변동성의 핵심요소는 DRAM 업황 및 기술 변화였다. 2004년 DDR2 출시, 2007년 DDR3 출시, 2014년 DDR4 출시 이후에는 주가 상승 흐름이 나타났다.

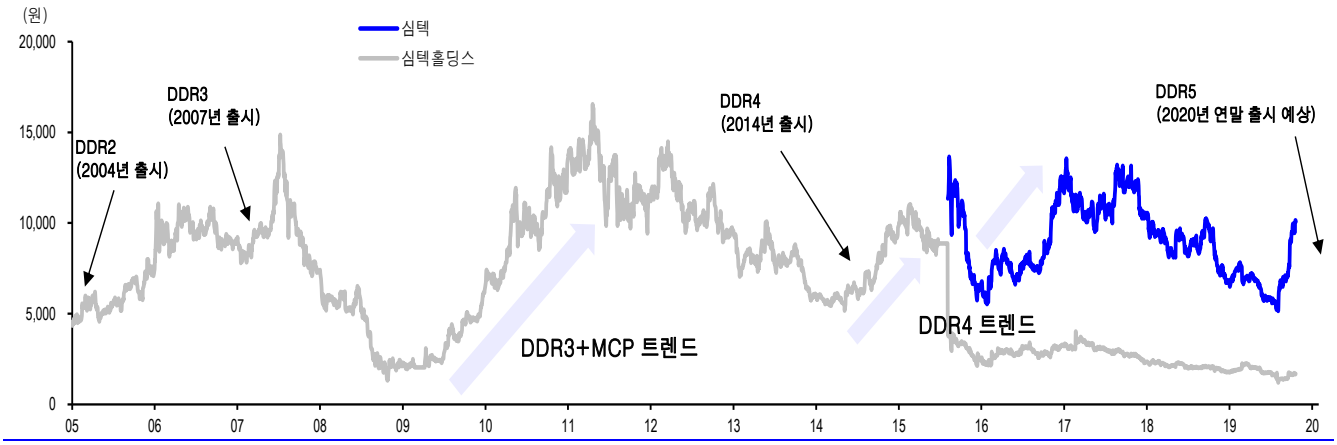
DDR3 출시(2007년) 직후에는 견조한 실적을 기록했다. 그러나 DRAM 산업의 업황부진과 2008년 연말에 키코(KIKO, 외환파생상품) 파생상품 평가손실(1,500억원)이 발생함에 따라 1년 동안 관리종목으로 지정됐다. 이후 키코 문제를 해결하고 2009~2011년까지는 DDR3 매출 비중과 모바일용 MCP 패키징 서브스트레이트(섭셋)의 비중이 상승함에 따라 견조한 실적 상승세를 이어갔다.

13년 2월에는 화재로 모듈 PCB 라인 전체가 2개월간 가동 중단되며 적자전환했다. 그러나 이후 공격적인 캐파전환과 DDR4 도입 효과로 턴어라운드에 성공했다.

18년 하반기부터는 전방 DRAM 산업의 부진이 심텍 실적의 발목을 잡았다. 2019년 상반기에는 인수한 자회사 이스턴이 가동률 하락에 따라 적자폭이 확대됐다. 연결 기준 영업이익은 적자전환했다.

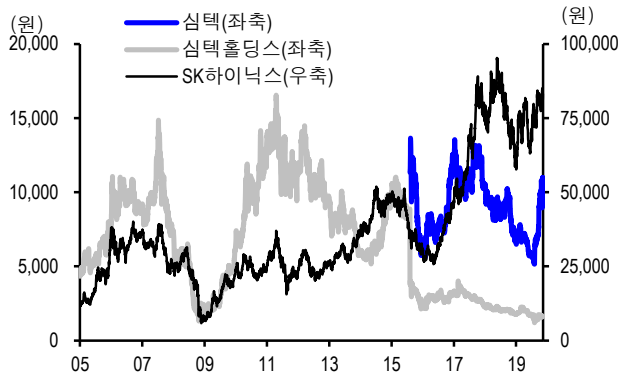
최근 주가 상승은 패키징 섭셋 산업의 구조적 개선과 가동률 상승에 따른 실적 개선 기대감이 반영된 결과다. 2020년은 메모리 업황 흐름과 DDR5 도입을 주목해야 한다. 또한 과거와는 다르게 이번 Cycle에는 패키징 섭셋 공급 증가분이 수요 증가분보다 적은 점도 산업 내 수급 개선에 긍정적이라 판단된다.

심텍과 심텍홀딩스의 주가 추이



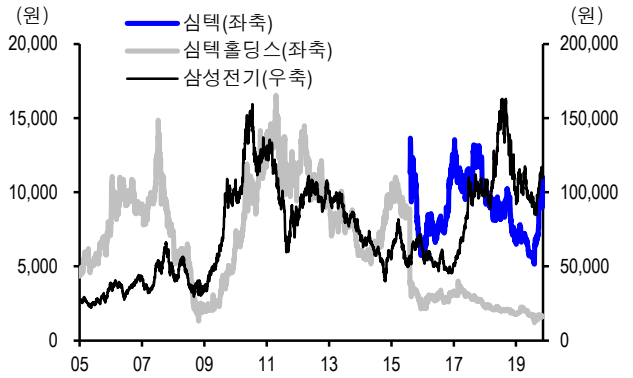
자료: QuantiWise, 신한금융투자

주가추이: 심텍(홀딩스) vs SK하이닉스



자료: QuantiWise, 신한금융투자

주가추이: 심텍(홀딩스) vs 삼성전기



자료: QuantiWise, 신한금융투자

Peer 그룹 분석: 국내외 동종 기업군

PCB(인쇄회로기판) 서플라이체인은 대만, 중국, 한국, 일본에 집중돼있다.

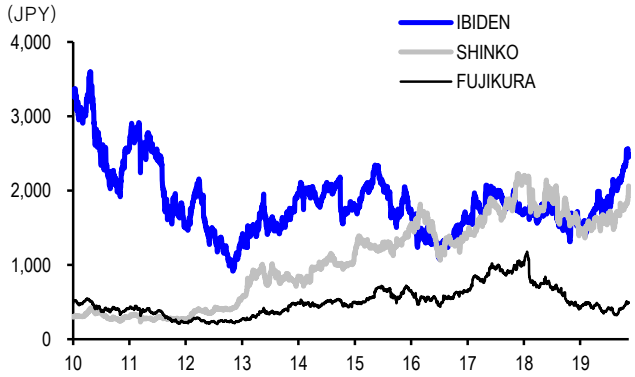
중화권 기업들의 점유율 상승, 애플 아이폰의 SLP(메인보드) 기판 채용, 시스템 반도체의 다양화 및 고부가화에 따른 패키징 섭셋 수요 증가로 일부 PCB 기업들의 주가는 반등흐름이 나타나고 있다.

Global Peer Group Valuation

(백만달러, 배, %)		2019F						2020F					
회사명	시가총액	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	OPM	NPM	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	OPM	NPM
심텍	221	(9.5)	1.6	8.2	(14.8)	(1.8)	(2.9)	11.3	1.4	3.4	13.3	3.9	2.4
삼성전기	7,034	14.3	1.6	6.2	11.6	8.1	7.1	16.2	1.4	5.7	9.6	8.6	5.8
LG이노텍	2,411	14.9	1.2	4.6	8.6	4.3	2.4	10.6	1.1	4.1	11.2	4.6	2.9
대덕전자	701	12.0	0.8	5.1	6.8	6.7	6.7	10.2	0.8	4.4	7.8	7.7	7.3
코리아써키트	218	490.9	0.9	9.5	0.5	0.2	0.4	32.7	0.9	6.9	2.9	2.0	1.8
IBIDEN	3,218	275.2	1.3	9.3	0.6	3.3	0.6	39.2	1.3	7.5	3.3	5.9	3.1
UNIMICRON	2,383	21.3	1.6	6.7	7.5	5.0	4.2	16.9	1.5	5.8	10.2	6.2	5.0
AT&S	722	8.3	1.1	4.2	13.6	11.8	7.7	10.9	1.0	4.5	9.8	-	7.4
SHINKO	1,349	35.0	1.1	4.6	2.9	4.1	2.9	85.6	1.1	5.5	1.0	1.8	1.2
MPLEX	4,503	23.2	3.2	10.9	14.0	7.2	5.5	16.6	2.7	8.6	16.8	8.0	6.6
SHENNAN CIRCUITS	7,494	46.0	10.6	30.8	24.6	12.5	11.0	33.7	8.3	23.2	25.7	13.1	11.4
KINWONG	3,797	27.3	4.4	21.6	17.9	16.6	15.2	21.3	3.6	15.4	19.3	17.2	15.1
SUNTAK	2,187	25.6	4.7	15.7	16.8	18.1	15.5	19.8	4.2	13.8	18.6	19.3	16.9
SHENZHEN FASTPRINT CIRCUIT	1,618	39.5	4.2	21.8	9.5	8.5	6.6	29.9	3.7	15.6	11.4	8.6	6.7
VICTORY GIANT	4,565	44.2	3.2	9.8	9.0	3.9	1.6	20.3	2.8	8.7	13.9	4.7	3.0
CCTC	4,384	27.6	3.9	25.6	13.5	39.1	35.3	21.6	3.4	19.2	15.4	40.6	36.5
ZHEN DING	4,112	13.6	1.8	5.3	13.8	12.9	7.4	12.1	1.6	4.7	13.7	13.6	7.5
TRIPOD	2,318	12.5	2.0	5.8	16.7	11.8	10.4	11.6	1.9	5.4	16.8	12.5	10.7
COMPEQ	1,989	17.0	2.4	7.3	13.9	9.8	6.3	13.6	2.1	6.2	16.1	11.4	7.2
HANNSTAR	725	11.2	1.2	-	-	6.1	4.8	-	-	-	-	-	-
TPK	748	37.7	0.6	2.5	1.5	0.7	0.4	44.2	0.6	2.6	1.4	0.5	0.4
KINSUS	710	-	0.8	7.4	-6.9	-7.0	-8.0	47.6	0.8	4.2	1.0	2.8	2.0
UNITECH	703	10.9	1.9	6.3	18.3	11.2	8.7	10.0	1.7	6.3	16.3	10.9	9.1
CHIN-POON	402	18.2	0.8	5.5	4.0	3.0	3.8	14.0	0.8	4.4	5.8	5.1	4.6

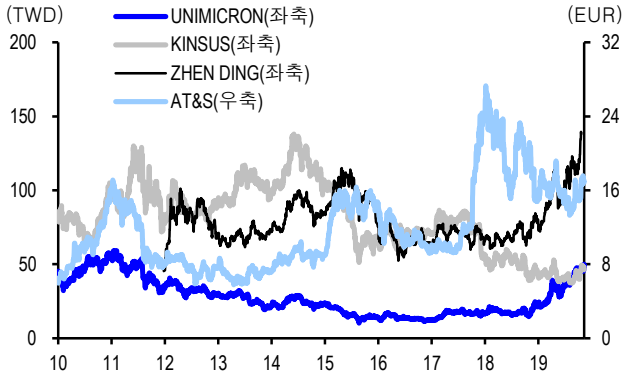
자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

일본 PCB 기업, 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

대만/오스트리아 PCB 기업, 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

III. 기업 개요

PCB 기판과 패키징 서브스트레이트

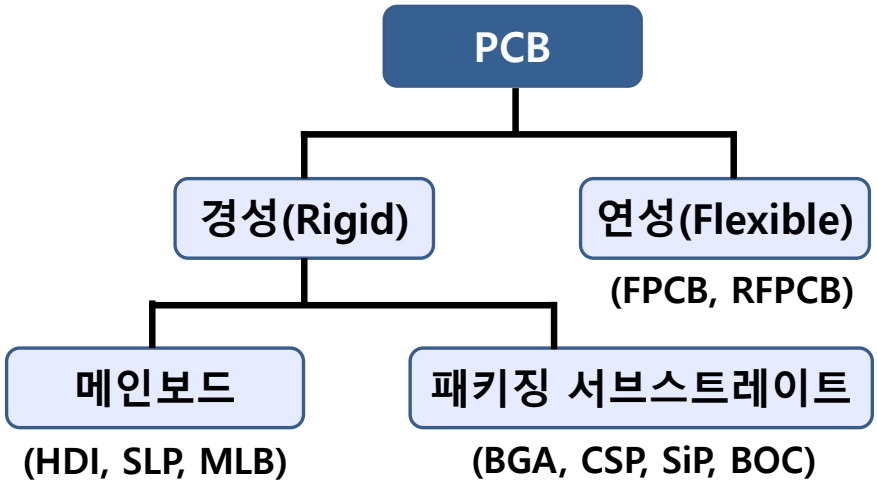
심텍은 IT 핵심 부품인 PCB 기판을 제조하는 반도체 소재 부품 공급사다.

PCB(Printed Circuit Board, 인쇄회로기판)는 다수의 IT 부품을 연결하고 고정하기 위한 전자 기판이다. 기판에는 IT 부품들이 작동할 수 있게 회로(전자 배선)가 패터닝(형성)돼 있다. PCB는 형태에 따라 Rigid(경성회로기판)와 Flexible(연성회로기판)로 구분된다. 그리고 Rigid PCB는 용도에 따라 메인보드 PCB와 서브스트레이트로 분류된다.

메인보드 PCB는 부품을 실장하기 위한 기판이다. IT 세트가 요구하는 성능에 따라 HDI(High Density Interconnect), SLP(Substrate like PCB), MLB(Multi Layer Board)등이 채택된다.

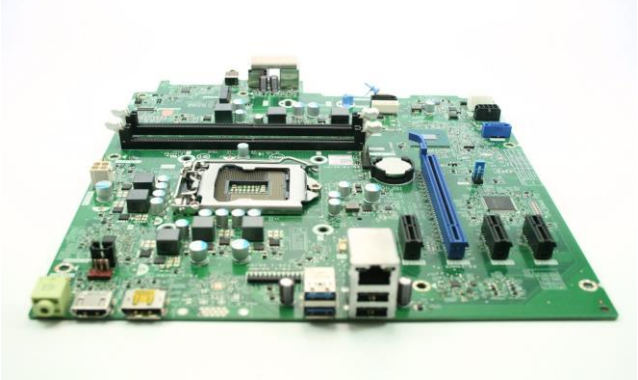
서브스트레이트는 반도체를 생산할 때 패키징 공정에서 필요한 소재다. 반도체 칩을 메인보드 PCB에 실장할 때 중간에서 연결하는 역할을 수행한다. 일반적으로 패키징 기판 또는 패키징 서브스트레이트(패키징 섭셋)라는 명칭이 사용된다.

기판의 분류



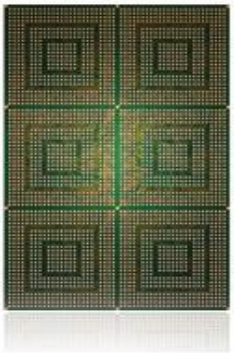
자료: 신한금융투자

메인보드 기판



자료: Dell, 신한금융투자

패키징 서브스트레이트 (패키징 섭셋)



자료: 심텍, 신한금융투자 / 주: 사진은 FC-CSP

심텍의 연혁 및 핵심 경쟁력

핵심 경쟁력
- 반도체 기업들과의 협력관계
- 메모리 PCB 제조 기술 역량

메모리 기판 분야에서의 심텍의 경쟁력을 주목한다.

심텍은 1987년에 메모리 모듈 PCB 제조사로 설립됐다. 1996년부터는 패키징 서브스트레이트(패키징 섭셋, BGA)의 생산을 시작했다.

글로벌 반도체 기업인 삼성전자, SK하이닉스와 설립 초기부터 협력 관계를 이어왔다. 중화권 반도체 기업들에도 2012년부터 시스템 반도체용 기판을 공급 중이다.

2015년에는 모회사 심텍홀딩스로부터 인적분할됐고, 지주회사 체제로 전환해 현재 지배구조를 갖췄다. 2016년에는 일본의 PCB 제조사인 Eastern사의 지분 투자를 위해 STJ Holdings를 설립했다. 이후 생산능력 확대 및 신규 고객사 확보를 위해 Eastern을 자회사로 편입했다.

설립 이후 반도체용 PCB(패키징 섭셋, 메모리 모듈)의 개발 및 양산에 매진해왔다. 심텍의 핵심 경쟁력은 ① 반도체 제조사들과 30년 이상 지속해 온 협력 관계와 ② 메모리 분야에 집중된 PCB 제조 기술 역량이라 판단한다.

심텍의 2019년 매출 내 반도체 관련 비중은 99%, 메모리 관련 비중은 85%다.

심텍의 주요 연혁

일자	주요 내용
1987. 08	충북전자(現. 심텍)설립
1988. 09	PCB공장 완공
1990. 11	제27회 무역의 날 5백만불 수출의 탑 수상
1995. 02	회사명 주식회사 심텍(SIMMTECH. Co, Ltd.)으로 변경
1996. 09	국내 최초 BGA(Ball Grid Array) 전용 생산라인 완공
1997. 11	제34회 무역의날 5천만불 수출의 탑 수상
1999. 08	제2공장 완공(청주)
2000. 01	KOSDAQ 증권시장 등록
2002. 05	일본 CMK社와 Build-up Flip Chip BGA 공동개발 완료
2004. 04	삼성테크윈社와 CSP 공급계약 체결
2004. 11	제41회 무역의날 1억불 수출의 탑 수상, 철탑산업훈장 수훈
2006. 11	제43회 무역의날 2억불 수출의 탑 수상, 동탑산업훈장 수훈
2008. 06	일본 TOSHIBA社에 대량공급 개시
2009. 12	국내기관투자자 대상 300억원 BW발행
2010. 07	심텍홍콩홀딩스 및 중국 생산법인 신태전자 설립
2010. 11	제47회 무역의 날 4억불 수출의 탑 수상
2011. 12	제48회 무역의 날 5억불 수출의 탑 수상
2015. 07	(주)심텍홀딩스로부터 인적분할
2015. 08	(주)심텍 코스닥시장 재상장(매매개시일 2015년 8월 7일)
2015. 09	제3자배정 유상증자 (Simmtech Hong Kong Holdings Limited 매입)
2016. 05	일본 내 STJ Holdings 설립
2016. 07	STJ Holdings의 유상증자 참여
2016. 12	산업통상자원부 주관 세계일류상품(패턴매립형기판) 선정 및 생산기업 지정
2017. 01	제3자배정 상환우선주 발행(심텍홀딩스 대상)
2017. 12	STJ가 Eastern의 지분 추가 획득, 총 68.98% 보유
2017. 12	STJ Holdings 및 Eastern사를 (주)심텍의 종속회사로 편입
2018. 02	(주)심텍글로벌 설립(설립자본금 투자)
2018. 06	STJ가 Eastern의 지분 96.08% 보유(Eastern 출자전환)
2018. 11	㈜심텍이 ㈜심텍글로벌에 현물출자 완료
2018. 12	제55회 무역의 날 6억불 수출의 탑 수상

자료: 심텍, Dart, 신한금융투자

제품별 비중, 고객사별 비중

고객사 비중:
- 국내 고객사 65%
- 해외 고객사 35%

제품별 비중:
- 패키징 섭셋 72%
- 모듈 PCB 28%

국내 PCB 서플라이 체인(Supply Chain, 부품 공급 산업)에는 다수의 기업들이 존재한다. 그 중 심텍은 메모리 반도체용 PCB 비중이 가장 높은 부품사다.

다각화된 사업 제품 라인업과 다변화된 고객사 포트폴리오를 주목한다.

심텍의 매출(2019년) 내 패키징 서브스트레이트(패키징 섭셋) 비중은 72%, 모듈 PCB는 28%다. 패키징 섭셋에서는 MCP가 60%, BOC가 20%, FCCSP 등 시스템 반도체용 비중이 17%다.

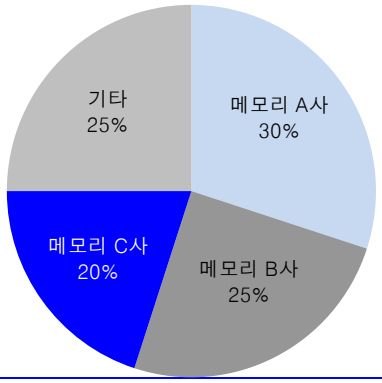
메모리 관련 매출 비중은 85%다. 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론(Micron)과 돈독한 협력 관계를 유지하고 있다. 국내외의 반도체 패키징 하우스들에도 공급 중이다.

고객사별 매출 비중은 국내 고객사 65%, 해외고객사 35%다.(신한 테크팀 추정)

국내에서 패키징 섭셋 매출 비중(72%)이 가장 높은 PCB 기업이다. 국내 동종 업계 기업들의 매출 내 패키징 섭셋 비중은 대덕전자 45%, 코리아써키트 30%, 해성디에스 26%, 삼성전기 12%, LG이노텍 4%로 추산된다.

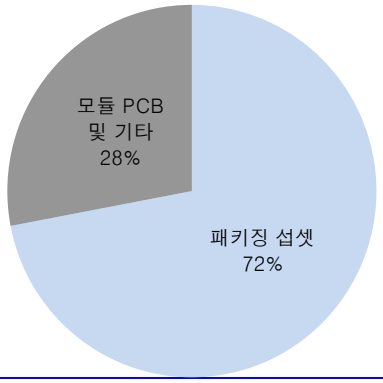
향후 ① 패키징 기판 산업의 구조적인 개선(시스템 반도체 다양화 및 고도화의 낙수효과) ② 2020년 메모리(DRAM, NAND) 업황 반등, ③ 반도체 기술 변화(미세회로화, DDR5)가 전망된다. 심텍은 이러한 흐름에서 최대 수혜가 예상되는 기판 기업이다.

심텍의 고객사별 매출 비중



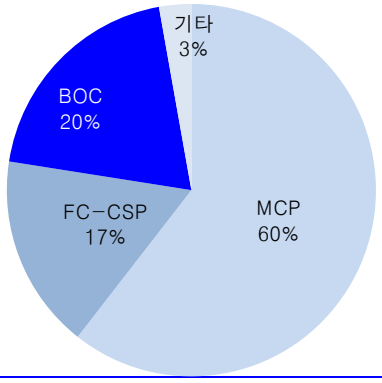
자료: Dart, 신한금융투자 추정 / 주: 2019년 기준

심텍의 사업부문별 매출 비중



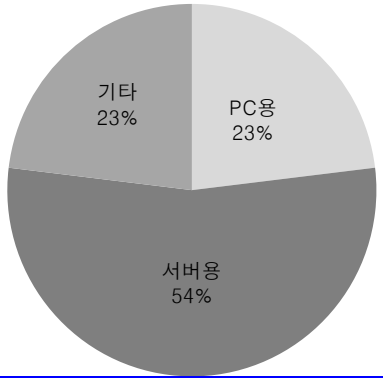
자료: Dart, 신한금융투자 추정 / 주: 2019년 기준

심텍의 패키징 섭셋 매출 내 제품별 비중



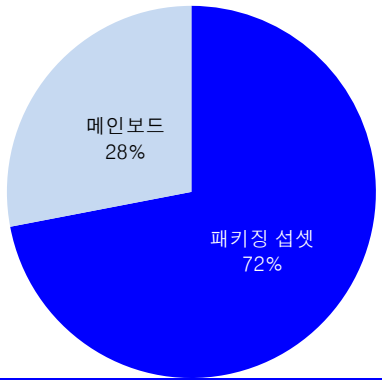
자료: Dart, 신한금융투자 추정 / 주: 2019년 기준

심텍의 모듈 PCB 매출 내 제품별 비중



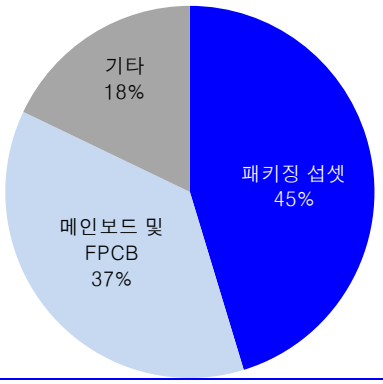
자료: Dart, 신한금융투자 추정 / 주: 2019년 기준

심텍의 제품별 매출 비중



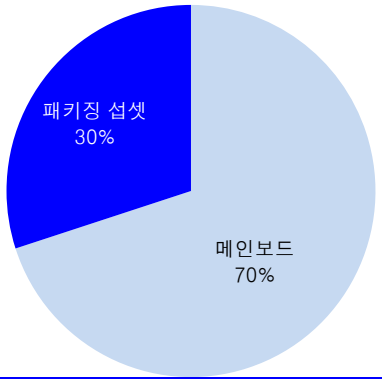
자료: Dart, 신한금융투자 추정 / 주: 2019년 기준

대덕전자의 제품별 매출 비중



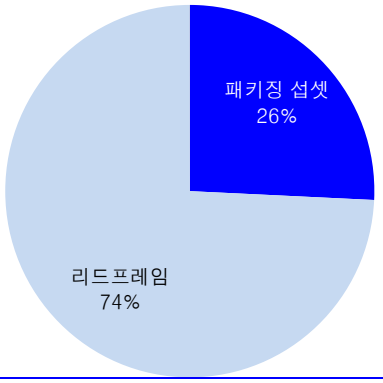
자료: Dart, 신한금융투자 추정 / 주: 2019년 기준

코리아써키트의 제품별 매출 비중



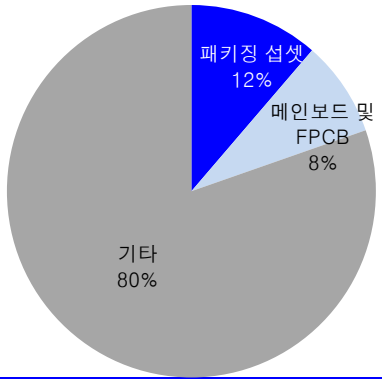
자료: Dart, 신한금융투자 추정 / 주: 2019년 기준

해성디에스의 제품별 매출 비중



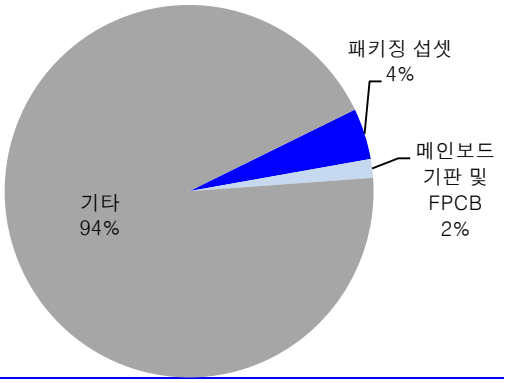
자료: Dart, 신한금융투자 추정 / 주: 19년 상반기 기준

삼성전기의 제품별 매출 비중



자료: Dart, 신한금융투자 추정 / 주: 2019년 기준

LG이노텍의 제품별 매출 비중



자료: Dart, 신한금융투자 추정 / 주: 2019년 기준

Ⅳ. 투자포인트

1. 패키징 서브스트레이트 산업의 구조적 개선

공급은 줄고, 시스템 반도체의 다양화로 수요는 증가했다. 선두 업체들이 고부가 패키징 섭셋 제품에 집중하며 산업 전반적인 구조적 개선과 낙수효과가 확인된다.

1) 글로벌 패키징 섭셋 산업 투자 축소

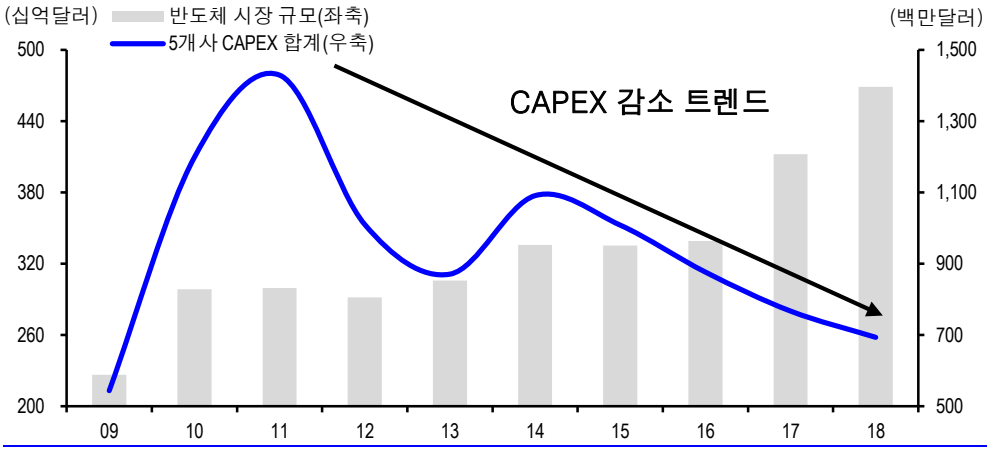
패키징 섭셋 5개사의 CAPEX 총액은
- 2011년 14억달러에서
- 2018년 7억달러로 감소

전방의 팽창하는 반도체 시장 환경에도 불구하고 패키징 섭셋 제조사들은 최근 수년간 투자를 줄여왔다. 제한적인 공급으로 향후 수요가 공급을 초과할 가능성이 존재한다.

PCB 제조사들은 2007년 첫 아이폰 출시, 2010년 본격적인 스마트폰 시장 팽창과 맞물려 CAPEX를 늘려왔다. 주요 패키징 섭셋 5개 기업의 투자규모는 2009년 5.4억 → 2011년 14.3억달러로 증가했다. 그러나 이후 스마트폰 판매 둔화와 패키징 섭셋을 필요로 하지 않는 Fan-Out WLP방식의 도입으로 패키징 섭셋 수요는 예상을 하회했다. CAPEX는 최근 5개년에도 지속적으로 감소해 2018년에는 6.9억달러를 기록했다.

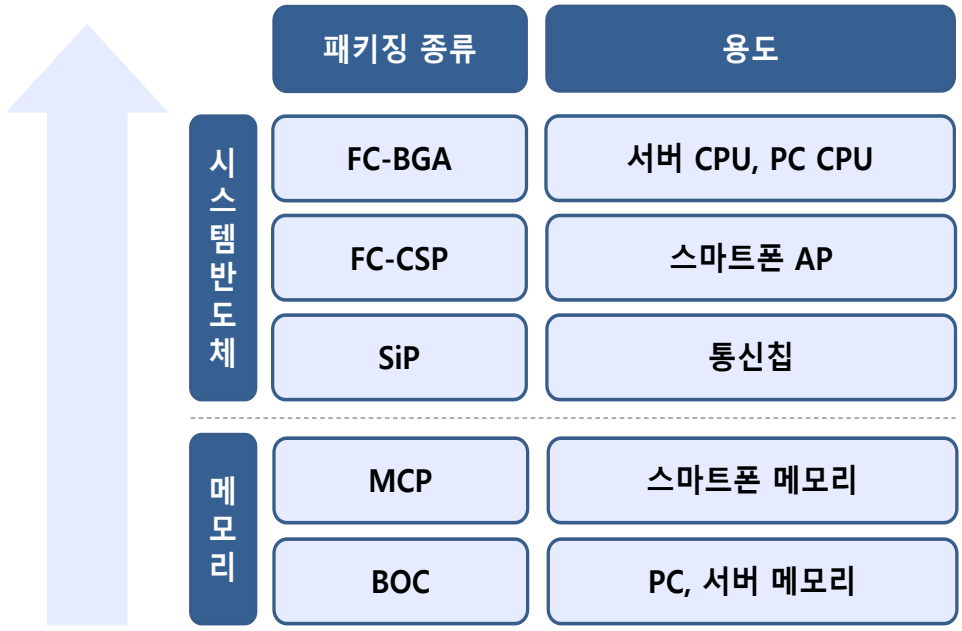
IT 세트의 부진에도 반도체 시장 규모는 팽창하고 있다. 과거에는 시장규모가 크지 않았던 통신장비/서버장비/채굴장비 관련 반도체와 센서, 통신 반도체 시장이 확대되고 있다. 패키징 섭셋 수요도 동반 증가가 예상된다.

반도체 시장 규모와 패키징 섭셋 5개사 투자 총액 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자 / 주: 5개사는 Ibiden, AT&S, Nanya PCB, Shinko, Kinsus

기판 제품별 낙수효과 구조



자료: 신한금융투자

2) 5G 수요: 2020년 모바일 업황 반등 & 2021년 mmWave

2020년 스마트폰 출하량 성장으로 AP, RFIC, 모바일 DRAM, NAND 수요 증가 예상. 패키징 섭셋 업황에 긍정적 요인

2020년, 5G 스마트폰의 출시로 모바일 업황 반등을 전망한다.

2020년 글로벌 제조사 간의 5G 스마트폰 경쟁 심화로 보조금 증가가 예상된다. 보조금 확대는 스마트폰 가격 하락으로 이어지고, 이에 따른 수요 반등이 예상된다. 2020년 5G 스마트폰 출하량 전망치는 3,500만대 → 1.2억대 → 2.0억대 이상으로 상향 조정되고 있다. 실제로 화웨이, 삼성전자, 애플 등은 2020년에 출시 계획중인 5G 스마트폰 라인업을 확대 하고 있다. 5G 스마트폰 침투율 상승속도는 당초 예상 및 과거 4G 침투율 상승 속도보다 빠를 전망이다.

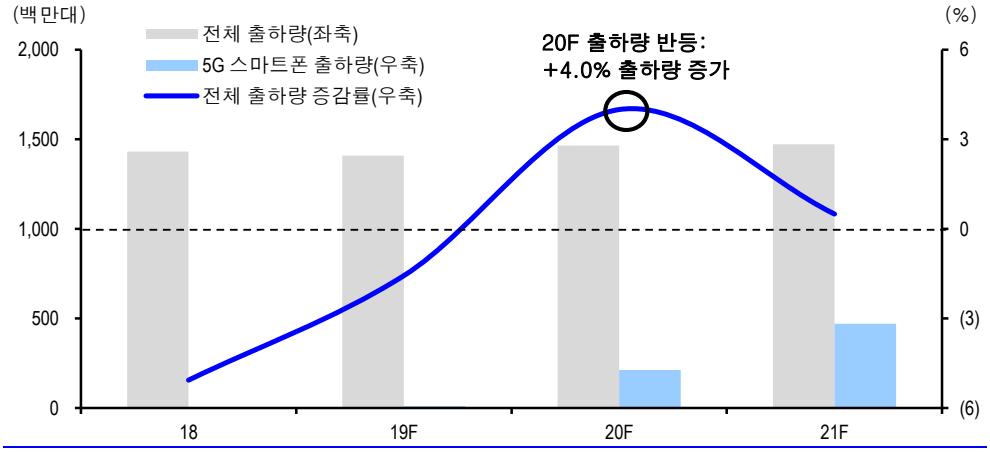
지난 2~3년 간 감소해왔던 스마트폰 판매량의 증가가 전망된다.

2019년 삼성전자는 이미 공격적인 중저가 스마트폰 마케팅 전략으로 출하량 반등(+5% 예상, YoY, 신한 추정치)에 성공했다. 삼성 스마트폰 출하량 증가 효과로 19년 상반기에 다수의 부품 협력사들의 실적도 개선됐다. (카메라, 케이스, 전자부품 등)

2020년 스마트폰 출하량 성장률의 플러스 전환을 예상한다. 2019년 삼성 밸류체인 사례와 2016~2017년의 모바일 산업 환경을 고려하면 향후 IT 부품 수급도 개선될 가능성이 높다. AP, 통신칩(RFIC), 모바일 DRAM과 NAND 수요 증가는 패키징 섭셋 산업에도 긍정적이다..

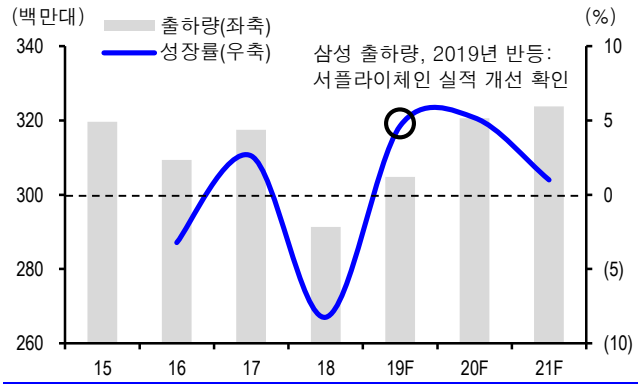
심텍은 매출내 모바일 관련 비중이 55%다. 스마트폰 업황 반등에 따른 낙수효과가 기대된다.

5G 스마트폰 출하량 전망



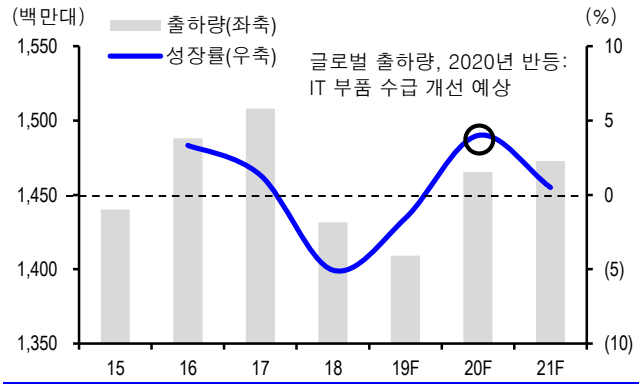
자료: SA, 신한금융투자 추정

삼성전자의 스마트폰 출하량 추이 및 전망



자료: SA, 신한금융투자 추정

글로벌 스마트폰 출하량 추이 및 전망



자료: SA, 신한금융투자 추정

2021년에는 모바일 기기의 기술 변화에 따른 패키징 섭셋의 업그레이드를 전망한다.

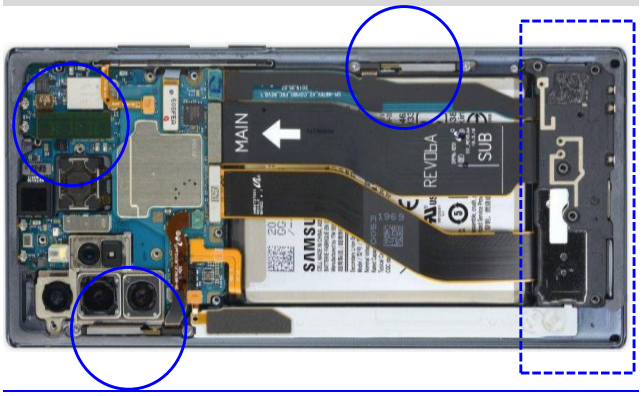
5G 수혜 패키징 섭셋
- FCCSP: 5G용 AP
- MCP: 메모리
- SiP: 안테나 통신 모듈

2020년에 출시될 대다수의 5G 스마트폰은 6 GHz(Sub-6, 서브식스) 이하의 주파수 대역을 사용한다. 반면, 2021년에 개화될 5G 스마트폰은 mmWave(밀리미터파, 28/39 GHz)는 고대역 주파수를 활용할 전망이다. mmWave 5G에서는 부품의 본격적인 업그레이드가 예상된다. 특히, 통신 부품과 범용 부품이 유망하다.

패키징 섭셋 수요에도 긍정적이다. ① 진일보한 AP와 베이스밴드 모뎀이 채용된다. FCCSP 패키징 섭셋의 고도화가 필요하다. ② DRAM, NAND의 채용량 증가가 유력하다. MCP 패키징 섭셋의 수요 증가가 예상된다. ③ 고대역 주파수에서의 송/수신을 위한 안테나 통신 모듈(AiP)가 채용된다. AiP 안테나 모듈은 스마트폰 한 대당 3개가 1세트로 채택되는 방안이 검토되고 있다. SiP 패키징 섭셋 수요의 폭증을 유발할 수 있다.

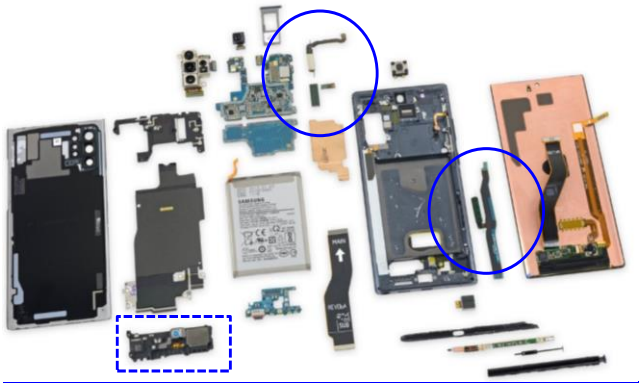
반도체 관련 기판 매출 비중이 높은 심텍에게 성장 기회라 판단한다.

갤럭시 노트 10, mmWave 5G 스마트폰



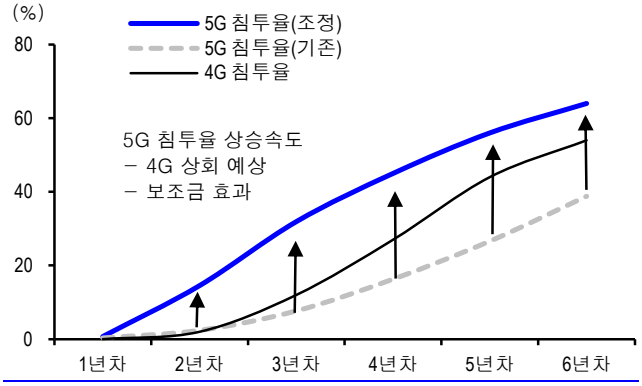
자료: IFIXIT, 삼성전자, 신한금융투자

mmWave 5G, 안테나 모듈



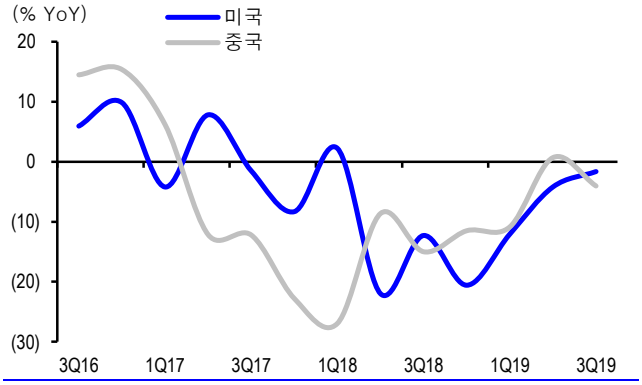
자료: IFIXIT, 삼성전자, 신한금융투자

스마트폰 침투율: 4G vs 5G



자료:SA, 업계자료, 신한금융투자 추정 / 주: 도입 연차별 침투율

스마트폰 출하량 성장률: 중국 vs 미국



자료: SA, 신한금융투자

3) 서버 수요: 인텔 아이스레이크 출시

서버용 CPU 출시에 대한 인텔의 기대는 패키징 섭셋 제조사들의 CAPEX에서 확인 가능

2020년 인텔의 신규 서버용 CPU의 출시에 따라 패키징 섭셋의 수요 증가가 예상된다.

인텔은 과거 2년마다 공정기술과 설계를 번갈아 개선해왔다. 그러나 공정기술의 한계로 2014년 14nm를 적용한 브로드웰 이후 10nm 공정 적용에 고전해왔다. 그 사이 AMD는 파운드리 업체들의 첨단 기술을 적극 활용해 빠르게 점유율을 상승시켰다. 인텔은 지난 8월 1일에 10nm 공정이 적용된 노트북용 아이스레이크를 공개했다. 2020년에는 데스크탑용과 서버용 아이스레이크의 출시를 계획 중이다.

① 2020년 신규 공정이 적용된 아이스레이크 출시로 데이터센터 업체들의 투자 재개가 예상된다. 그리고 ② 2019년에 둔화됐던 데이터센터 CAPEX 증가율은 기저효과로 작용할 전망이다.

서버용 아이스레이크 출시 효과에 대한 인텔의 기대는 패키징 섭셋 제조사들의 CAPEX 증가에서 확인된다. 연초부터 패키징 섭셋 제조사들(이비덴, 유니마이크론, 신코, AT&S, 난야 PCB)는 순차적으로 캐파(생산능력) 증설에 돌입했다. 해당 업체들은 FCCSP, SiP 등의 패키징 섭셋 캐파를 축소시키고 고부가 기판인 CPU용 FCBGA 생산 능력 확대에 초점을 맞추고 있다.

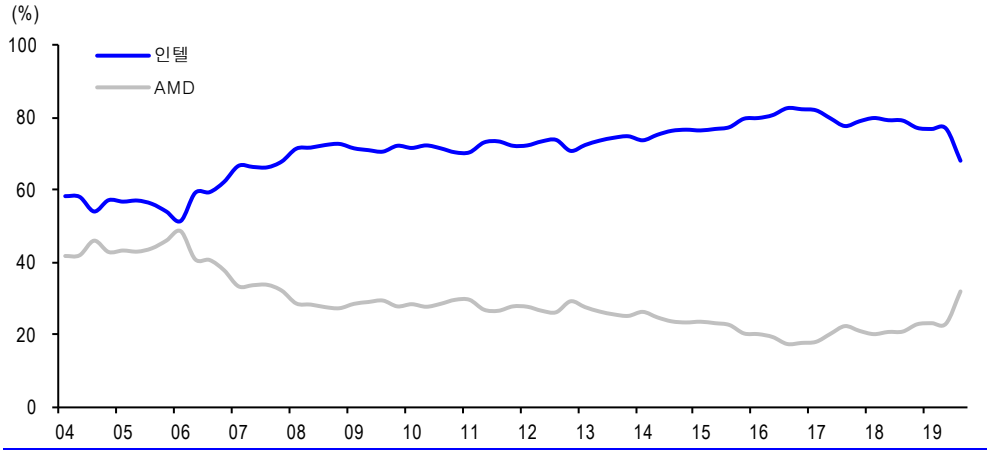
이에 따른 낙수효과로 LG이노텍, 삼성전기 등은 이미 18년 3분기부터 FCCSP와 SiP 관련 매출이 증가하며 실적 개선에 성공했다. 모바일 수요가 부진했지만 해외 패키징 섭셋 경쟁사들이 FCBGA 제품군에 집중함에 따른 반사이익으로 점유율이 상승했기 때문이다. 2020년에는 해당 업체들이 메모리 비중을 줄이고 시스템 반도체 패키징 섭셋 공급에 집중할 전망이다. 낙수효과는 심텍에게도 확대될 수 있다.

인텔 CPU 마이크로아키텍처 목록 및 출시 일정

	마이크로아키텍처	max. Clock	Tech Process
1993	P5 (Pentium)	300 MHz	600 nm
1995	P6 (Pentium Pro)	450 MHz	350 nm
1999	P6 (Pentium III)	1400 MHz	250 nm
2000	NetBurst (Pentium 4)	2000 MHz	180 nm
2002	NetBurst (Pentium 4)	3466 MHz	130 nm
2003	Pentium M	2133 MHz	130 nm
2004	NetBurst (Pentium 4)	3800 MHz	90 nm
2006	Intel Core	3000 MHz	65 nm
2007	Penryn	3333 MHz	45 nm
2010	Westmere	3730 MHz	32 nm
2011	Sandy Bridge	4000 MHz	32 nm
2012	Ivy Bridge	4100 MHz	22 nm
2013	Haswell	4400 MHz	22 nm
2014	Broadwell	3700 MHz	14 nm
2015	Skylake	4200 MHz	14 nm
2016	Kaby Lake	4500 MHz	14 nm
2017	Coffee Lake	5000 MHz	14 nm
2018	Cannon Lake	3200 MHz	10 nm
2018	Whiskey Lake	4600 MHz	14 nm
2018	Amber Lake	4200 MHz	14 nm
2019	Cascade Lake	4400 MHz	14 nm
2019	Cooper Lake		14 nm
2019	Comet Lake		14 nm
2019	Ice Lake		10 nm
2019	Lakefield		10 nm
2020	Tiger Lake		10 nm
2021	Alder Lake		10 nm
2022	Meteor Lake		7 nm

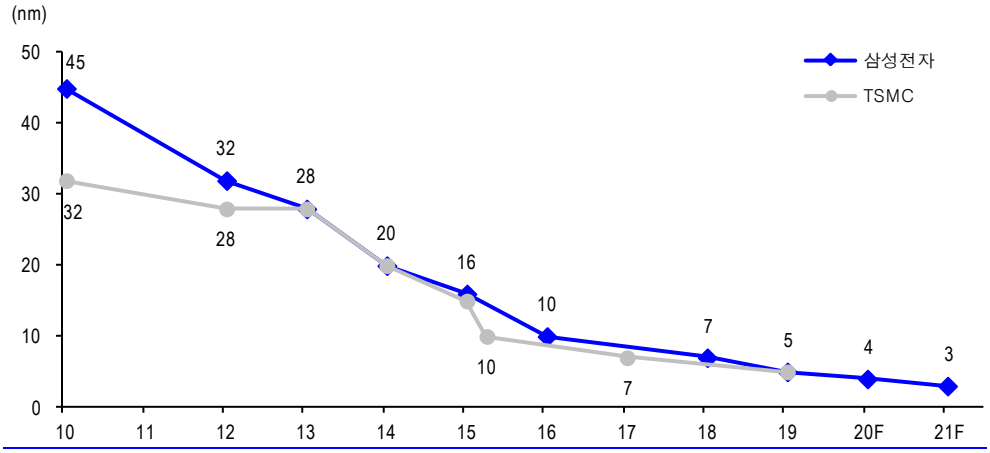
자료: 인텔, 신한금융투자

인텔 AMD CPU 시장 점유율 추이



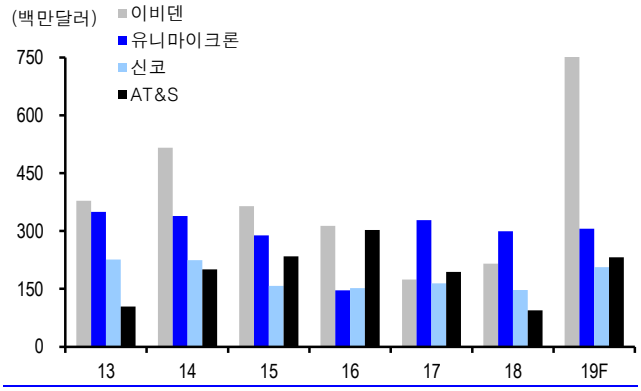
자료: PassMark, 신한금융투자

TSMC, 삼성전자 기술 로드맵 추이 및 전망



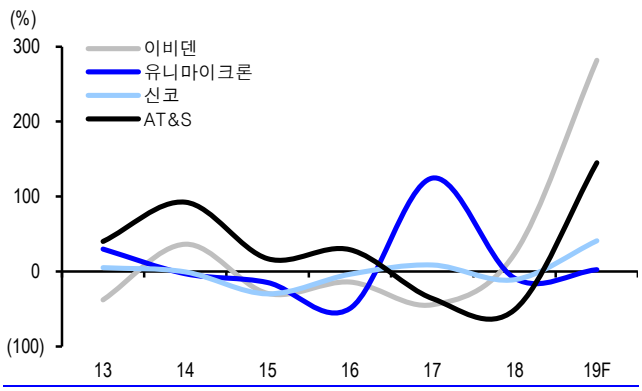
자료: PassMark, 신한금융투자

주요 패키징 기판 제조사 CAPEX 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한금융투자

주요 패키징 기판 제조사 CAPEX YoY 변화율 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한금융투자

2. 메모리 업황 반등

과거 주가 변동성의 핵심 요소
- 메모리 업황 반등
- DDR 플랫폼 전환

2020년 메모리 업황 반등으로 심텍의 출하량 증가가 예상된다.

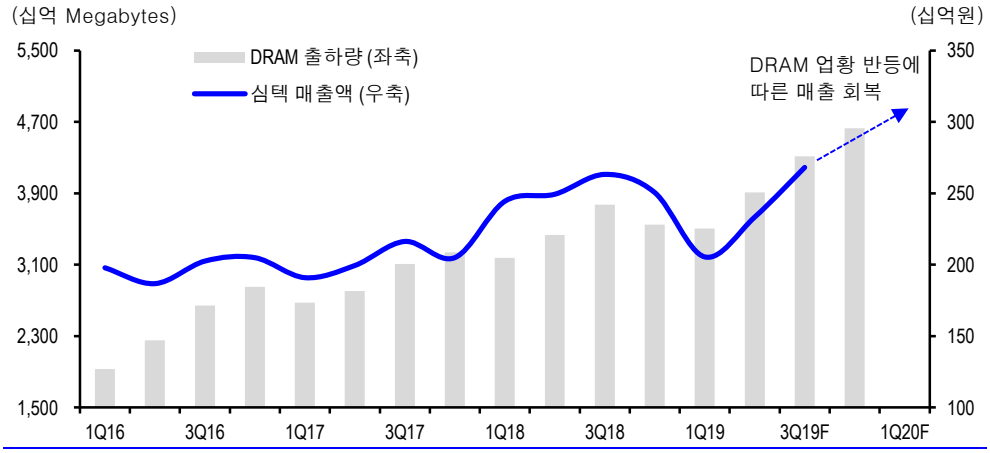
2018년 하반기 데이터센터 업체들의 CAPEX 지출이 둔화되고 미중 무역 갈등에 따른 IT 소비 수요 우려가 확대되며 DRAM의 출하량은 감소하기 시작했다. 19년 1분기의 DRAM Bit Growth는 -6% 하락했다.

반도체 패키징 섭셋 제조사인 심텍도 메모리 업황 부진 영향에서 예외가 될 수 없었다. 18년 하반기 80% 중후반이었던 가동률은 1Q19에 75%로 하락했다. 19년 1분기의 매출액은 전 년 동기 대비 -16%, 전 분기 대비 -18% 감소했다. 영업이익은 13개 분기만에 적자전환했다.

① 2020년에는 메모리 업황의 반등이 기대된다. DRAM 생산 업체들의 공급 제한은 지속되고 있다. 반면, 5G에 따른 스마트폰 교체주기 회복과 데이터센터 투자 재개로 수요 회복이 예상된다. 메모리 수급 개선과 함께 패키징 섭셋의 출하 증가가 동반될 전망이다. 메모리 관련 매출 비중이 85%인 심텍의 실적 개선을 전망한다.

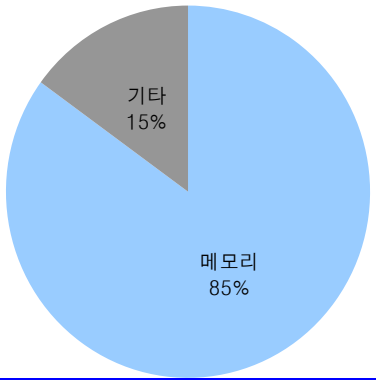
② 기술변화 흐름도 긍정적이다. 20년 상반기에 출시되는 프리미엄 스마트폰들 일부에는 LPDDR5 기반의 DRAM을 채택 계획이다. 빠르면 20년 하반기에는 DDR5 도입가능성도 점쳐진다. 패키징 섭셋의 공급 단가(ASP, 평균판매가격) 상승이 전망된다. 1x nm 공정 DRAM 등 미세회로화가 진행되는 경우에도 ASP가 높은 패키징 섭셋이 채용된다.

DRAM 출하량과 심텍 매출액 추이 및 전망



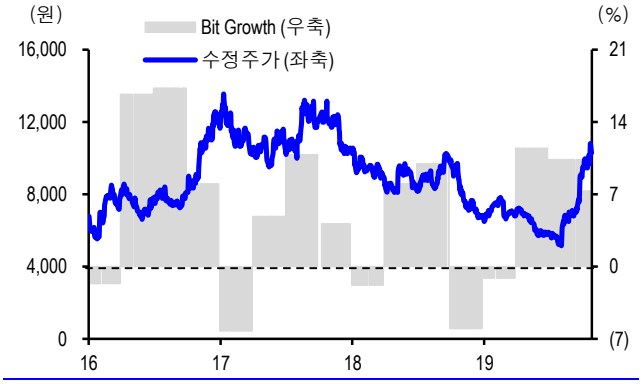
자료: 신한금융투자

심텍의 메모리 관련 매출비중



자료: Dart, 신한금융투자 추정

DRAM Bit Growth와 심텍 주가 추이



자료: Dart, 신한금융투자 추정

3. 자회사 개선 효과

자회사 이스턴, 메모리 업황 반등과 고객사 다변화가 맞물리며 실적 개선 전망

자회사의 고객사 다변화 전략을 주목한다.

이스턴은 2016년에 생산능력(캐파) 증설과 시스템 반도체 신규 고객사 확보를 목표로 인수됐다. 그러나 해당 자회사의 적자 확대로 2019년 연결 기준 수익성은 크게 악화됐었다. 이스턴의 영업손실은 18년 -154억원 → 19년(F) -488억원으로 부진한 상황이다. 가상화폐 채굴장비 반도체 수요 감소와 메모리 업황 부진 영향이다.

이스턴은 적자 확대에 따른 현금 유출로 현재 자본잠식 상태다.

그러나 향후 매출 성장과 재무구조 개선이 전망된다. 고객사 다변화에 따른 출하량 증가 영향이다. 과거 이스턴의 고객사별 매출 비중은 일본 고객사(40%), 해외 고객사(40%)가 대부분을 차지했다. 그러나 2020년에는 메모리 업황 반등이 맞물리며 메모리 반도체 고객사로의 매출 증가가 전망된다. 4Q19부터 매출 회복이 전망된다. 본격적인 도약은 2020년이다.

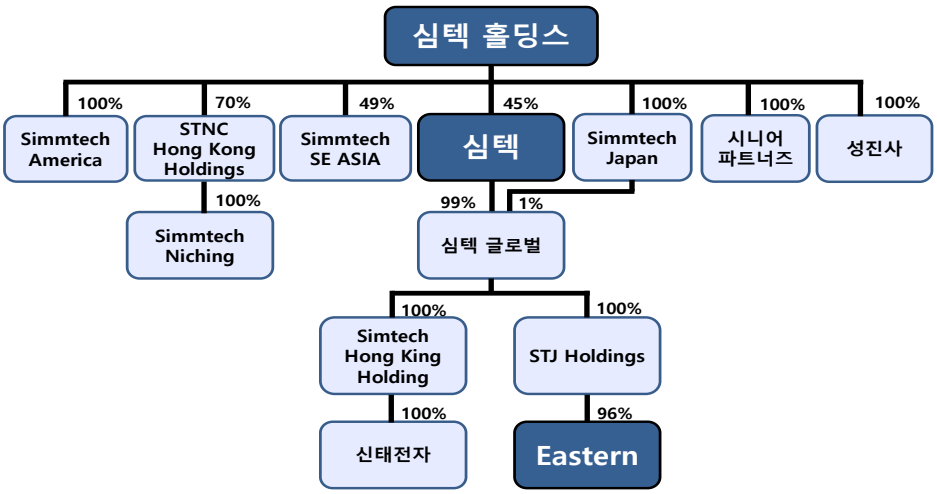
이스턴의 분기별 영업이익(손실)은 2Q19 -151억원 → 3Q -119억원 → 4Q(F) -60억원으로 추산한다. 연간 영업이익은 19년 -488억원 → 20년(F) -125억원을 전망한다. 매출 증가폭이 예상(1,597억원)보다 크거나 고부가 패키징 셉셋 비중이 높을 경우 적자폭은 더 줄어들 수 있다.

이스턴(자회사) 인수 과정 요약

일자	주요 내용
2016. 05	일본 내 STJ Holdings 설립
2016. 07	STJ Holdings의 유상증자 참여
2017. 12	STJ가 Eastern의 지분 추가 획득, 총 68.98% 보유
2017. 12	STJ Holdings 및 Eastern사를 (주)심텍의 종속회사로 편입
2018. 02	(주)심텍글로벌 설립(설립자본금 투자)
2018. 06	STJ가 Eastern의 지분 96.08% 보유(Eastern 출자전환)
2018. 11	㈜심텍이 ㈜심텍글로벌에 현물출자 완료

자료: 심텍, Dart, 신한금융투자

심텍의 지배구조



자료: Dart, 신한금융투자

LG이노텍과 삼성전기의 패키징 섭셋 사업 영업이익률은 이미 10%p 이상 개선

심텍도 가동률 상승효과와 자회사 정상화 시 2020년 실적 추정치 상회 예상

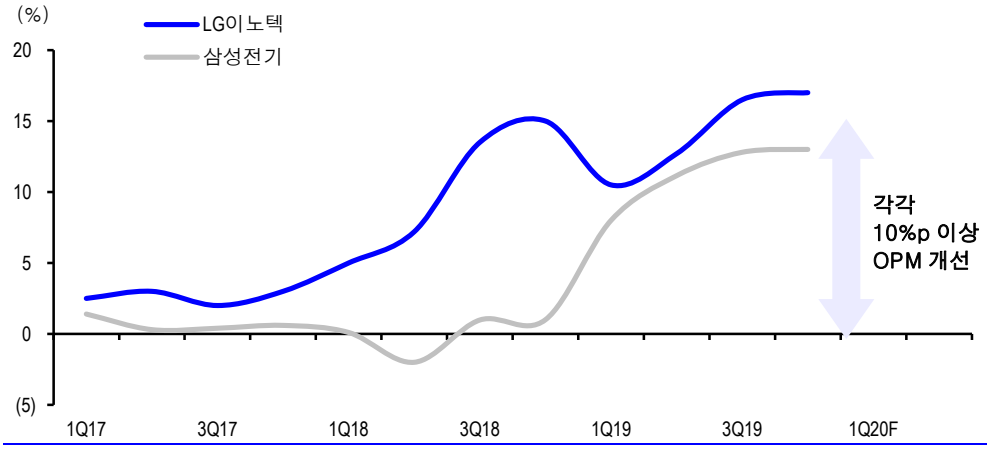
자회사의 적자 축소와 본사의 가동률 상승 효과로 전사의 수익성 개선을 예상한다.

2019년 연결 기준 영업이익은 -180억원으로 예상된다. 2020년에는 자회사에서 300~400억원의 적자 축소와 본사에서 200억원 이상의 이익 개선이 기대된다.

패키징 섭셋 사업의 높은 수익성 레버리지(고정비 커버) 효과도 주목한다. LG이노텍과 삼성전기는 패키징 섭셋 산업의 구조적인 개선(낙수효과)으로 각각 18년 3분기, 19년 1분기부터 실적 반등이 나타났다. 두 회사의 영업이익률은 18년 초 대비 대비 약 10%p 향상됐다. (신한 테크팀 추정치)

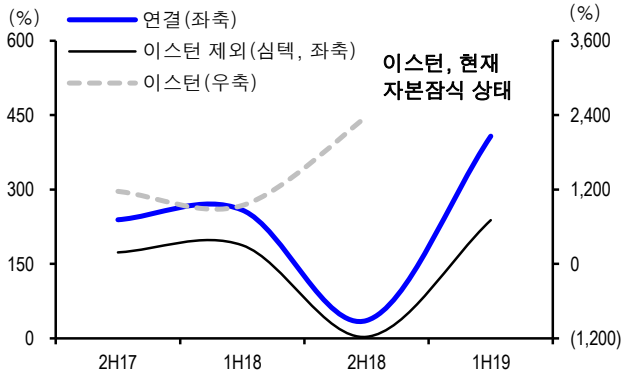
심텍도 가동률 상승과 고정비 커버 효과의 발생이 예상된다. 이스턴을 제외한 심텍의 영업이익률은 19년(F) 3.5% → 20년(F) 5.9%로 추정했다. 2020년 이익 규모는 추정치를 상회할 가능성이 높다.

LG이노텍과 삼성전기 패키징 섭셋 사업 수익성 개선 추이 및 전망



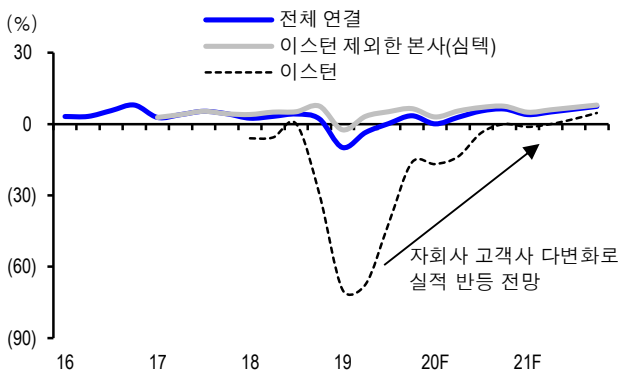
자료: 신한금융투자 추정

부채비율: 본사 & 자회사



자료: Dart, 신한금융투자 추정

영업이익률: 본사 & 자회사



자료: Dart, 신한금융투자 추정

V. 영업실적 전망

4Q19: 실적 개선 흐름 지속

4Q19 실적은 매출액 2,807억원(+12%, 이하 YoY), 영업이익 +98(+80%)억원이 전망된다. 실적 개선 흐름이 지속된다. 이는 ① 이스턴의 출하 증가로 적자폭이 줄어 들고(3Q19 -119억원 → 4Q(F) -60억원), ② 고부가 DRAM 용 BOC 매출이 증가하며, ③ 중화권 고객사로부터의 FCCSP(AP용) 신규 수요가 견조하기 때문이다.

이스턴의 매출액은 3Q19 285억원 → 4Q(F) 372억원으로 전망된다. 메모리 업황 개선의 낙수효과가 전사적으로 확인되고 있다.

2020년: 수익성 레버리지 효과 기대, 실적 서프라이즈 가능

영업이익 전망:
- 19년 -180억원
- 20년 433억원 예상
- 2020년 실적 추정치는 업사이드 여력 큼

2019년은 매출액 9,876억원(-2%), 영업이익(손실) -180억원(적전)이 전망된다. 2020년은 매출액 1.1조원(+12%), 영업이익 433억원(흑전)이 예상된다.

① 패키징 산업의 구조적인 개선, ② 메모리 업황 반등, ③ 자회사 턴어라운드 영향이다.

실적 턴어라운드 시점의 고정비 커버 효과는 보수적으로 추정했다. 2019년 80%대의 가동률이 2020년에 90% 수준으로 상승할 경우 본사와 이스턴의 영업이익률을 전망치를 상회할 가능성이 존재한다. IT 세트 및 반도체 수요 변화와 패키징 섭셋 산업의 수급 상황이 중장기 실적 방향의 핵심 변수라 판단한다.

심텍 사업부문별 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
매출액	**205.5**	**233.3**	**268.1**	**280.7**	**243.3**	**266.6**	**293.6**	**303.6**	**1,007.5**	**987.6**	**1,107.1**
본사	182.8	210.9	239.6	243.5	207.6	230.1	252.8	256.9	842.1	876.9	947.4
자회사	22.7	22.4	28.5	37.2	35.6	36.5	40.7	46.7	165.5	110.8	159.7
Module PCB	55.8	63.9	71.8	70.4	57.9	66.1	72.9	72.5	278.9	261.9	269.4
Substrate	148.3	165.4	193.2	207.6	182.6	197.3	217.7	228.2	722.1	714.5	825.9
YoY	**(15.9)**	**(6.4)**	**1.9**	**12.0**	**18.4**	**14.3**	**9.5**	**8.2**	**24.1**	**(2.0)**	**12.1**
본사	(11.2)	2.1	11.3	13.7	13.6	9.1	5.5	5.5	3.8	4.1	8.0
자회사	(41.1)	(47.6)	(40.5)	2.3	57.3	63.1	42.8	25.7	-	(33.1)	44.1
Module PCB	(11.5)	(10.3)	(6.3)	3.5	3.8	3.4	1.6	3.0	8.5	(6.1)	2.9
Substrate	(17.4)	(6.8)	4.5	15.3	23.1	19.3	12.7	10.0	32.1	(1.0)	15.6
매출 비중	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
본사	89.0	90.4	89.4	86.8	85.3	86.3	86.1	84.6	83.6	88.8	85.6
자회사	11.0	9.6	10.6	13.2	14.7	13.7	13.9	15.4	16.4	11.2	14.4
Module PCB	27.1	27.4	26.8	25.1	23.8	24.8	24.8	23.9	27.7	26.5	24.3
Substrate	72.2	70.9	72.1	73.9	75.1	74.0	74.2	75.2	71.7	72.3	74.6
영업이익	**-20.2**	**-8.2**	**0.6**	**9.8**	**0.2**	**7.7**	**16.2**	**19.3**	**30.8**	**-18.0**	**43.3**
opm	(9.9)	(3.5)	0.2	3.5	0.1	2.9	5.5	6.3	3.1	(1.8)	3.9
본사	(4.4)	6.9	12.5	15.8	6.2	12.7	17.7	19.3	46.1	30.8	55.8
자회사	(15.8)	(15.1)	(11.9)	(6.0)	(6.0)	(5.0)	(1.5)	0.0	(15.4)	(48.8)	(12.5)

자료: 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자산총계	**728.2**	**813.3**	**877.5**	**914.6**	**964.0**
유동자산	210.2	252.4	338.6	424.2	510.5
현금및현금성자산	12.2	27.3	86.4	151.3	219.0
매출채권	56.8	57.0	63.9	69.1	73.8
재고자산	130.6	155.9	174.7	189.0	201.8
비유동자산	517.9	561.0	538.9	490.4	453.5
유형자산	459.4	506.7	470.2	423.4	387.9
무형자산	33.1	25.5	24.3	22.4	20.6
투자자산	2.2	3.8	4.3	4.6	4.9
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**513.4**	**598.8**	**712.0**	**726.3**	**727.3**
유동부채	393.2	520.7	569.8	578.7	574.9
단기차입금	72.3	151.0	185.8	165.8	135.8
매입채무	117.5	38.9	43.5	47.1	50.3
유동성장기부채	52.5	53.5	0.0	0.0	0.0
비유동부채	120.2	78.1	142.2	147.6	152.4
사채	0.0	0.0	30.0	30.0	30.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	63.0	19.5	46.5	46.5	46.5
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**214.7**	**214.6**	**165.5**	**188.2**	**236.7**
자본금	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2
자본잉여금	42.1	43.7	43.7	43.7	43.7
기타자본	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	(6.6)	(5.5)	(3.1)	(3.1)	(3.1)
이익잉여금	161.4	162.6	111.9	131.5	173.6
지배주주지분	**209.0**	**212.8**	**164.5**	**184.1**	**226.3**
비지배주주지분	5.7	1.8	1.0	4.1	10.4
*총차입금	187.8	223.9	292.0	272.0	242.0
*순차입금(순현금)	175.6	196.7	205.7	120.7	23.0

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	**811.6**	**1,007.5**	**987.6**	**1,107.1**	**1,185.3**
증가율 (%)	2.5	24.1	(2.0)	12.1	7.1
매출원가	**710.1**	**875.8**	**901.0**	**968.3**	**1,036.7**
매출총이익	**101.5**	**131.7**	**86.7**	**138.8**	**148.6**
매출총이익률 (%)	12.5	13.1	8.8	12.5	12.5
판매관리비	**67.7**	**100.9**	**104.6**	**95.5**	**79.8**
영업이익	**33.8**	**30.8**	**(18.0)**	**43.3**	**68.8**
증가율 (%)	(15.9)	(9.0)	N/A	N/A	58.7
영업이익률 (%)	4.2	3.1	(1.8)	3.9	5.8
영업외손익	**(14.8)**	**(20.3)**	**(14.0)**	**(14.0)**	**(12.0)**
금융손익	(5.5)	(13.9)	(13.2)	(13.0)	(11.0)
기타영업외손익	(0.7)	(6.4)	(0.8)	(1.0)	(1.0)
종속 및 관계기업관련손익	(8.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**19.0**	**10.4**	**(32.0)**	**29.3**	**56.8**
법인세비용	2.9	8.1	(3.2)	2.9	4.7
계속사업이익	16.1	2.3	(28.8)	26.4	52.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**16.1**	**2.3**	**(28.8)**	**26.4**	**52.0**
증가율 (%)	(45.1)	(85.6)	N/A	N/A	97.1
순이익률 (%)	2.0	0.2	(2.9)	2.4	4.4
(지배주주)당기순이익	15.9	5.0	(28.0)	23.2	45.8
(비지배주주)당기순이익	0.2	(2.7)	(0.8)	3.2	6.2
총포괄이익	11.8	6.3	(26.4)	26.4	52.0
(지배주주)총포괄이익	11.7	8.6	(25.2)	24.9	49.0
(비지배주주)총포괄이익	0.2	(2.3)	(1.2)	1.5	3.0
EBITDA	78.9	98.9	56.5	112.1	131.0
증가율 (%)	(5.6)	25.3	(42.9)	98.4	16.8
EBITDA 이익률 (%)	9.7	9.8	5.7	10.1	11.1

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	**133.0**	**90.5**	**54.8**	**108.9**	**126.6**
당기순이익	16.1	2.3	(28.8)	26.4	52.0
유형자산상각비	43.2	63.6	72.4	66.9	60.5
무형자산상각비	1.9	4.6	2.1	1.9	1.8
외화환산손실(이익)	0.2	(0.2)	(2.4)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.9)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	8.8	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	47.4	(3.2)	11.2	13.7	12.4
(법인세납부)	(3.1)	(6.5)	(8.2)	(2.9)	(4.7)
기타	19.4	30.5	8.5	2.9	4.6
투자활동으로인한현금흐름	**(60.9)**	**(99.5)**	**(25.6)**	**(20.3)**	**(25.3)**
유형자산의증가(CAPEX)	(52.0)	(98.0)	(27.8)	(20.0)	(25.0)
유형자산의감소	0.3	1.1	3.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(2.6)	(0.9)	(0.2)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(18.2)	0.0	(2.4)	(0.3)	(0.3)
기타	11.6	(1.7)	1.8	(0.0)	(0.0)
FCF	**93.5**	**(2.3)**	**41.4**	**96.2**	**107.8**
재무활동으로인한현금흐름	**(61.4)**	**23.3**	**29.1**	**(23.6)**	**(33.6)**
차입금의 증가(감소)	(80.0)	29.8	51.6	(20.0)	(30.0)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(4.5)	(6.4)	(3.9)	(3.6)	(3.6)
기타	23.1	(0.1)	(18.6)	(0.0)	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	0.7	0.8	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**10.7**	**15.1**	**59.2**	**64.9**	**67.7**
기초현금	1.5	12.2	27.3	86.4	151.3
기말현금	12.2	27.3	86.4	151.3	219.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

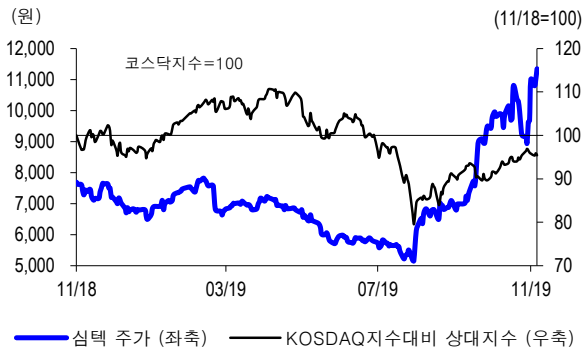
주요 투자지표

12월 결산	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS (당기순이익, 원)	686	85	(1,228)	1,140	2,248
EPS (지배순이익, 원)	677	194	(1,193)	1,004	1,978
BPS (자본총계, 원)	8,820	8,813	7,148	8,131	10,222
BPS (지배지분, 원)	8,586	8,739	7,106	7,952	9,773
DPS (원)	265	160	160	160	160
PER (당기순이익, 배)	15.4	80.2	(9.2)	10.0	5.0
PER (지배순이익, 배)	15.6	35.0	(9.5)	11.3	5.7
PBR (자본총계, 배)	1.2	0.8	1.6	1.4	1.1
PBR (지배지분, 배)	1.2	0.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA (배)	5.3	3.6	8.2	3.4	2.2
배당성향 (%)	40.5	78.1	(13.0)	15.7	7.9
배당수익률 (%)	2.5	2.4	1.4	1.4	1.4
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	9.7	9.8	5.7	10.1	11.1
영업이익률 (%)	4.2	3.1	(1.8)	3.9	5.8
순이익률 (%)	2.0	0.2	(2.9)	2.4	4.4
ROA (%)	2.4	0.3	(3.4)	2.9	5.5
ROE (지배순이익, %)	8.2	2.4	(14.8)	13.3	22.3
ROIC (%)	6.2	1.2	(4.6)	10.7	20.2
안정성					
부채비율 (%)	239.1	279.1	430.2	385.8	307.3
순차입금비율 (%)	81.8	91.7	124.3	64.1	9.7
현금비율 (%)	3.1	5.2	15.2	26.1	38.1
이자보상배율 (배)	4.2	2.7	(1.3)	3.0	5.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(23.5)	(12.5)	(10.2)	(10.4)	(10.4)
재고자산회수기간 (일)	50.9	51.9	61.1	59.9	60.2
매출채권회수기간 (일)	31.1	20.6	22.3	21.9	22.0

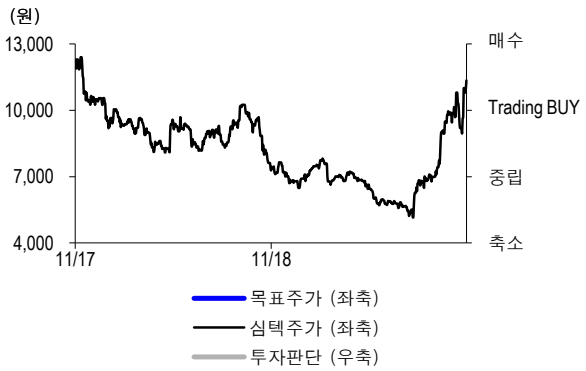
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

심텍 (222800)

주가차트



투자의견 및 목표주가 추이



Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 박형우, 김현욱)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목

- **매수** : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상
- **Trading BUY** : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%
- **중립** : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%
- **축소** : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하

섹터

- **비중확대** : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
- **중립** : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
- **축소** : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2019년 11월 12일 기준)

매수 (매수)	96.12%	Trading BUY (중립)	0.97%	중립 (중립)	2.91%	축소 (매도)	0%

신한금융투자 영업망

고객지원센터: 1588-0365 / 서울특별시 영등포구 여의대로 70

신한금융투자