

2020년 5월 18일

심텍(222800)

패키지기판 대장주

유상증자 감안해도 PER 6.35배에 불과

심텍에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 15,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 유상증자 통해 늘어나는 주식수를 감안한 2020년 EPS에 PER 10배를 적용해서 산출했다. 전기전자/휴대폰 업종 내에서 패키지기판 업황의 가시성이 높은 점을 감안하면, 실적 레벨업이 확인되는 구간에서는 멀티플 할증도 가능할 것으로 기대된다. 2020년 추정치 기준 PER 6.35배에 불과해 밸류에이션 매력 매우 높다는 판단이다.

패키지기판 호조로 본사는 물론 자회사 실적 턴어라운드

심텍의 매출에서 패키지기판의 비중은 70% 내외다. 패키지기판에서 메모리 반도체향 비중은 85%에 달한다. 즉, 심텍의 패키지기판 실적은 메모리 반도체의 업황에 연동된다. 20년 상반기 코로나19 영향에도 불구하고 서버 및 PC향 견조한 수요로 패키지기판의 매출액은 양호할 것으로 추정된다. 뿐만 아니라 2020년은 GDDR6 출하가 본격화될 전망이다. 자회사 심텍 그래픽스(구 이스턴)은 GDDR6 물량 증가로 20년 1분기 흑자전환에 성공했다. 심텍의 실적 추정에 있어 위험요소로 지목되었던 자회사의 턴어라운드는 향후 실적 가시성을 높여준다는 측면에서 유의미하다.

Module PCB도 양호

Module PCB는 전부 메모리향인데, 해당 업황도 양호하게 전개 중이다. 20년 1분기 Module PCB 매출액이 전년동기대비 58% 증가했다. 특히, 서버와 SSD 매출액이 490억원, 215억원으로 각각 전년동기대비 66%, 82% 증가해 전사 실적을 견인했다. 이는 서버향 수요가 양호했던 것도 있지만, 대만과 중국 경쟁업체의 생산 공장이 중국 Hubei성에 위치했던 반사 수혜로 파악된다. 향후 서버향 견조한 수요와 DDR5 등의 출하 본격화로 전사 실적에 기여할 것으로 기대된다. 뿐만 아니라 고객사들의 중국 의존도 축소 성향이 확인되고 있어 중국발 반사 수혜는 단발성으로 그치지 않을 것으로 판단된다.

Top Picks

BUY(신규)

TP(12M): 15,000원(신규) | CP(5월15일): 9,720원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	691.93
52주 최고/최저(원)	13,843/4,900
시가총액(십억원)	221.2
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	31,854.1
60일 평균 거래량(천주)	807.3
60일 평균 거래대금(십억원)	7.7
20년 배당금(예상, 원)	152
20년 배당수익률(예상, %)	1.56
외국인지분율(%)	3.35
주요주주 지분율(%)	
심텍홀딩스 외 9인	41.94
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.7 (7.1) 53.9
상대	(9.4) (10.3) 62.2

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,177.9	1,246.1
영업이익(십억원)	76.0	95.9
순이익(십억원)	52.7	68.5
EPS(원)	1,617	1,940
BPS(원)	6,506	8,430

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,007.5	1,000.2	1,195.6	1,296.2	1,384.3
영업이익	십억원	30.8	(17.9)	72.1	89.5	95.6
세전이익	십억원	10.4	(42.4)	61.1	82.5	88.1
순이익	십억원	5.0	(36.6)	48.8	65.8	70.1
EPS	원	195	(1,483)	1,677	2,066	2,202
증감률	%	(70.5)	적전	흑전	23.2	6.6
PER	배	33.10	N/A	5.80	4.71	4.41
PBR	배	0.77	1.77	1.14	0.93	0.78
EV/EBITDA	배	3.57	10.96	2.59	1.96	1.50
ROE	%	2.36	(19.50)	22.48	21.83	19.25
BPS	원	8,336	6,680	8,525	10,408	12,473
DPS	원	152	152	152	152	152

주: 유상증자 내용 반영 과정에서 재무제표 변경 예정



Analyst 김록호
02-3771-7523
roko.kim@hanafn.com

RA 이준민
02-3771-7743
joonmin.lee@hanafn.com

**유상증자 감안해도
매력적인 밸류에이션**

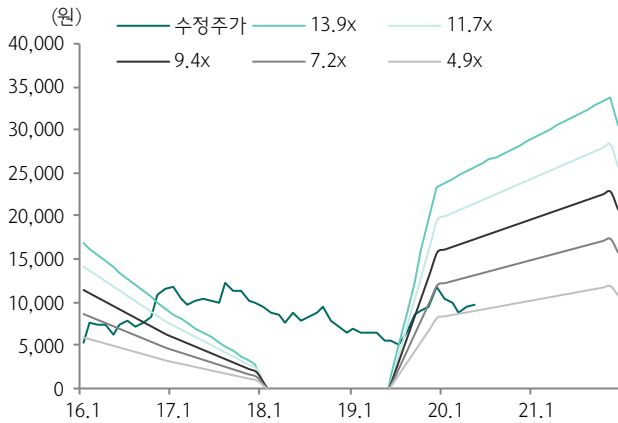
심택의 목표주가를 15,000원으로 제시한다. 2020년 추정 EPS에 IT부품 평균 PER 10배를 적용해서 산출한다. 2020년 EPS는 유상증자를 통한 주식수 증가를 감안한 추정치다. 현재 PER은 6.35배로 매력적이다. 향후 2~3년간 패키지기판의 호황을 감안하면 실적의 레벨업이 확인되는 구간에서 멀티플 할증 가능성도 상존한다. 심택 분할 이후 영업이익률이 가장 높았던 때는 16년 4분기로 8%를 시현했다. 이후 3년간 실적이 좋았을 때도 영업이익률은 5% 내외에 불과했는데, 20년 3분기 7% 이상의 영업이익률 시현이 가능할 것으로 추정된다. 해당 실적 가시성이 높아지는 시기에 주가의 한단계 레벨업이 가능할 것으로 예상된다.

표 1. 심택의 Valuation

		비교
EPS (원)	1,529	2020F EPS
비교 P/E (x)	10.0	IT부품 평균 PER 10배
할인율 (%)	0.0	
적정 P/E (x)	10.0	패키지기판 향후 2~3년 업황 가시성 확보
적정주가 (원)	15,290	
목표주가 (원)	15,000	
현재주가 (원)	9,720	2020.05.15 종가 기준
상승여력 (%)	54.3	

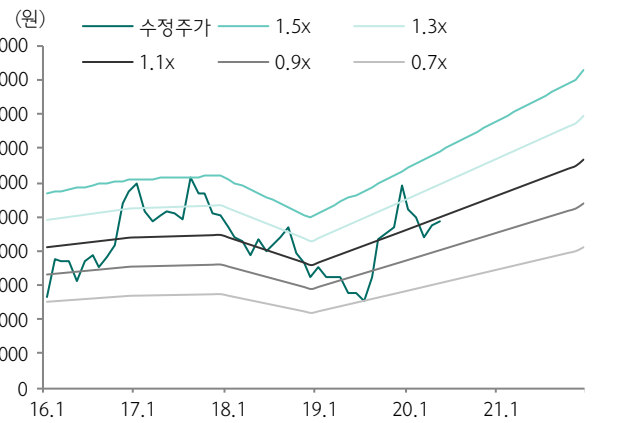
자료: 하나금융투자

그림 1. 심택의 PER 밴드



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2. 심택의 PBR 밴드



자료: WISEfn, 하나금융투자

표 2. 글로벌 주요 패키지기판 업체 실적 및 투자지표

(단위: 백만달러, 십억원)

		Ibiden	Shinko	Unimicron	심택	대덕전자	해성디에스
시가총액		3,910	1,709	2,266	221	640	275
매출액	18	2,729	1,319	2,514	1,008	592	363
	19	2,692	1,306	2,672	1,000	1,072	381
	20F	2,726	1,408	2,954	1,196	974	421
영업이익	18	118	57	46	31	35	27
	19	149	3	113	-18	46	27
	20F	181	65	166	72	57	39
PER	18	156.4	55.7	39.4	33.1	1.8	10.6
	19	34.6	N/A	20.8	N/A	13.2	14.7
	20F	29.6	30.6	16.5	5.8	13.8	9.4
PBR	18	1.6	1.4	1.5	0.8	0.7	1.1
	19	1.6	1.3	1.5	1.8	0.8	1.3
	20F	1.5	1.3	1.5	1.1	0.6	1.2

자료: Bloomberg, 각사, 하나금융투자

투자포인트 1) 메모리 패키지기판 호황에 따른 수혜

메모리향 비중은 88%,
서버/PC향 비중은 60% 근접 추정

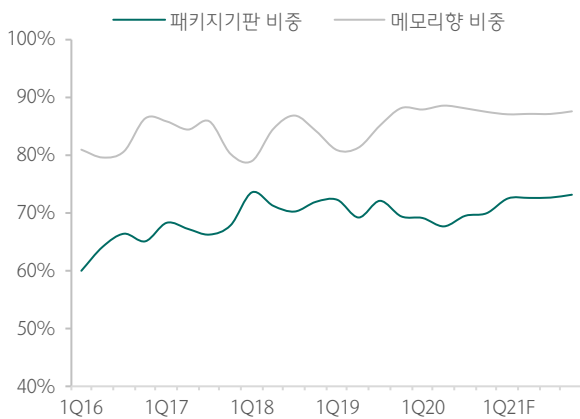
심텍의 매출에서 70% 이상을 차지하는 패키지기판의 호황이 예상된다. 심텍의 패키지기판에서 메모리향 비중은 85% 내외로 절대적이다. 패키지기판에서는 FC-CSP가 주로 스마트폰 AP향으로 사용되며, 비메모리향에 속한다. Module PCB도 대부분 메모리향인 점을 감안하면 심텍 전사에서 메모리향 비중은 88%에 달한다.

메모리와 비메모리 구분 외에 전방산업별로 심텍의 매출비중을 구분하면 전방산업의 업황에 따른 실적 추정 역시 가능해진다. Module PCB는 PC/서버향이 주력이고, 패키지기판의 전방산업을 상세하게 구분할 필요가 있다. MCP는 모바일 DRAM과 NAND에 채용되는데, 모바일 DRAM의 비중은 40% 내외로 파악된다. 낸드에서 일반적으로 스마트폰이 차지하는 비중이 40% 내외인 점을 감안하면 MCP에서 모바일에 노출되는 것은 65% 내외로 추정된다. BoC는 DRAM향 패키지기판으로 GDDR6를 포함하고 있어 서버/PC는 물론 게임기향으로 매출이 발생중에 있다. 심텍의 패키지기판에서 모바일이 차지하는 비중은 54%, 전사 기준으로는 37% 수준으로 PC/서버 업황에 보다 밀접하게 연동된 것을 확인할 수 있다.

패키지기판 호황에 동승

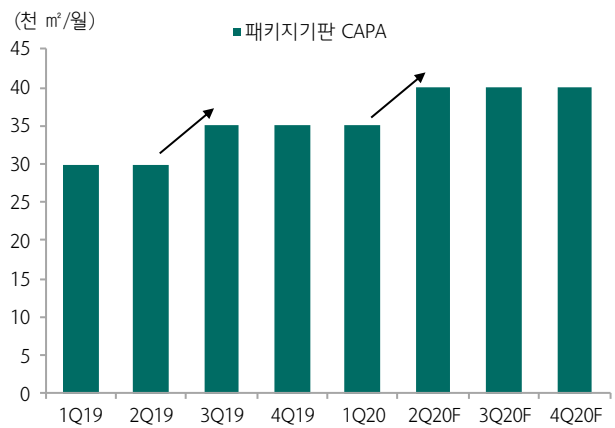
패키지기판 업황 호조는 2019년부터 포착되기 시작했고, 심텍도 19년 하반기부터 이에 동승하기 시작했다. PC/서버향 출하량 증가 시기와 유사한데, 심텍의 MCP 매출액이 전년동기대비 성장세를 보인 시기와의 같다. NAND향 MCP 기판이 양호했을 것으로 추정되면, 동기간 GDDR6도 물량이 본격화되기 시작해 수익성에 기여한 것으로 추정된다. 2021년에도 패키지기판 호황은 지속될 것으로 예상되며, CAPA 증설 완료와 GDDR6, LPDDR5, DDR5의 출하 본격화가 전망되어 BoC 매출액은 전년대비 30% 증가할 것으로 추정된다.

그림 3. 패키지기판 및 메모리향 매출비중 추이



자료: 심텍, 하나금융투자

그림 4. 심텍의 패키지기판 생산능력 전망



자료: 심텍, 하나금융투자

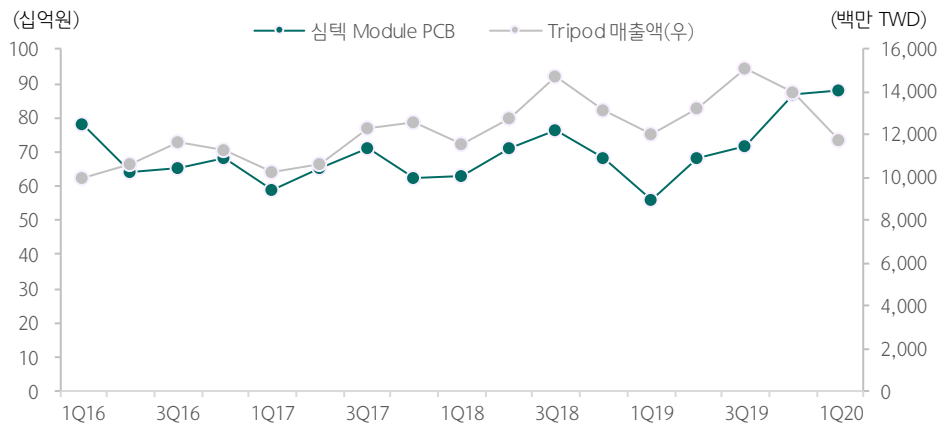
투자포인트 2) Module PCB 반사 수혜는 단발성으로 끝나지 않을 전망

중국 의존도 축소에 따른 반사 수혜

20년 1분기 Module PCB 실적이 양호했던 이유는 서버향 매출액이 양호했기 때문이다. 20년 1분기 서버향 Module PCB 매출액은 490억원으로 전년동기대비 66%, 전분기대비 19% 증가했다. 이는 서버향 수요가 양호했던 것도 있지만, 대만과 중국 경쟁업체의 생산 공장이 중국 Hubei성에 위치했던 반사 수혜로 파악된다. 중국에 대한 의존도 축소 차원에서 관련 수혜는 단발성으로 그치지 않을 것으로 판단된다.

그림 5. 심택 Module PCB 매출액 vs Tripod 매출액

20년 1분기 매출액이 극명하게 대비



자료: 각사, 하나금융투자

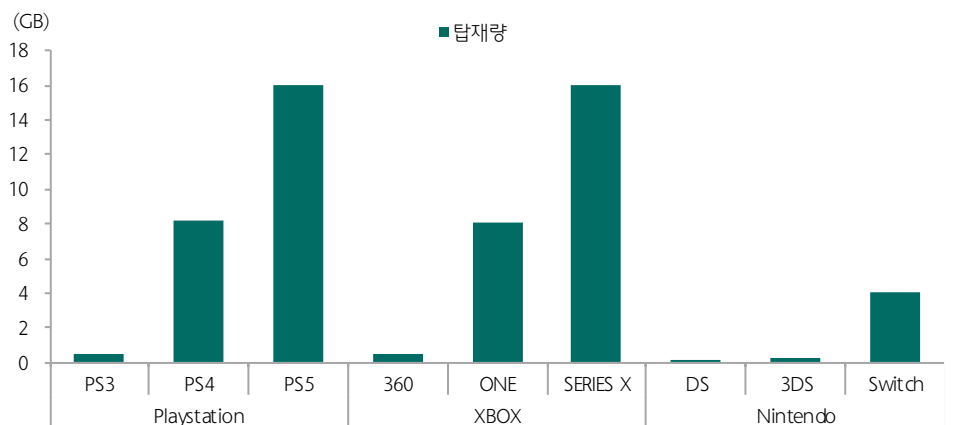
투자포인트 3) 자회사 턴어라운드로 실적 가시성 확보

GDDR6 본격화에 따른 수혜

심택 그래픽스(구 이스턴)로 사명을 변경한 연결 자회사는 사명 그대로 그래픽 DDR의 수혜로 인해 실적 턴어라운드에 성공했다. 18년 3분기부터 잡히기 시작한 GDDR6향 매출액은 19년 3분기 본사, 19년 4분기 자회사 실적에 유의미하게 기여했다. 2021년 GDDR6는 콘솔 게임기를 필두로 물량이 본격화될 것으로 예상된다. 체질 개선의 마무리 단계와 GDDR6 물량 본격화에 힘입어 심택 그래픽스는 2020년 연간으로 흑자 기조를 유지할 전망이다.

그림 6. 주요 게임기 세대별 RAM 탑재량

주요 콘솔 게임기 GDDR6 탑재 예정



주: PS5, SERIES X는 스펙 미정(언론 보도 참조)

자료: 각사, 하나금융투자

2020년 영업이익 720억원 vs 현재 시가총액 2,212억원

패키지기판 업황에 힘입어
2020년 실적 드라마틱하게 개선

심텍의 2020년 매출액은 전년대비 20% 증가한 1.2조원으로 전망한다. 영업이익은 전년대비 흑자전환한 720억원으로 추정되는데, 19년 3분기에 흑자전전화에 성공한 이후 견조한 실적 흐름이 유지되고 있다. 사실 본사 기준으로는 19년 1분기 외에는 2018년부터 양호한 실적을 기록했었다. 패키지기판 업황의 호조와 심텍의 실적이 동일한 흐름으로 지속되고 있고, 자회사 체질 개선의 마무리 단계에 GDDR6 출하 본격화가 맞물리며 연결 기준 실적 레벨업이 확인되고 있다.

코로나19로 인해 IT업계 전반적으로 20년 2분기 실적은 전분기 및 전년동기대비 감소가 불가피할 것으로 추정된다. 심텍은 양호한 패키지기판 업황과 Module PCB 반사 수혜가 지속되며 20년 2분기에도 견조한 실적이 예상된다. 20년 2분기 매출액은 2,945억원, 영업이익은 161억원으로 각각 전분기대비 2%, 18% 증가할 전망이다.

표 3. 심텍의 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	205.5	233.4	268.1	293.3	290.2	294.5	308.4	302.5	1,000.2	1,195.6	1,296.2
YoY	-15.9%	-6.4%	1.9%	17.1%	41.3%	26.2%	15.0%	3.2%	-0.7%	19.5%	8.4%
QoQ	-18.0%	13.6%	14.9%	9.4%	-1.0%	1.5%	4.7%	-1.9%			
Module PCB	55.8	67.9	71.8	86.9	87.8	92.8	91.5	88.5	282.5	360.6	343.2
- PC	14.2	14.2	16.5	21.5	16.4	14.9	15.1	14.9	66.5	61.2	56.6
- Server	29.6	33.9	37.1	41.1	49.0	54.8	52.6	52.1	141.7	208.6	195.4
- SSD	11.8	15.5	16.5	23.8	21.5	22.1	22.8	20.5	67.6	87.0	87.3
- 기타	0.1	4.4	1.7	0.5	0.9	0.9	1.0	1.0	6.7	3.8	3.8
Substrate	148.4	161.4	193.2	203.4	200.5	199.2	214.2	211.5	706.4	825.4	942.2
- MCP	83.7	92.5	121.8	128.9	126.5	124.0	133.9	129.9	426.8	514.2	580.2
- FC-CSP	30.8	30.8	28.9	28.3	26.3	26.9	29.6	31.1	118.8	113.8	136.9
- BOC	26.6	33.4	36.0	42.8	41.3	44.6	46.8	46.8	138.6	179.6	209.2
- 기타	7.3	4.8	6.6	3.4	3.8	3.7	3.9	3.7	22.0	15.1	15.8
Burn-in-board	1.3	4.0	3.1	3.0	2.6	2.5	2.7	2.5	6.8	11.4	10.4
본사	182.8	210.9	239.6	255.2	252.7	256.9	268.2	262.9	888.5	1,040.8	1,118.8
자회사	22.7	22.4	28.5	38.0	38.2	40.2	42.8	42.1	111.7	163.3	188.1
영업이익	-20.3	-8.2	0.7	9.9	13.7	16.1	22.4	19.9	-17.9	72.0	89.5
YoY	적전	적전	-94.1%	80.4%	흑전	흑전	3295.9%	101.9%	적전	흑전	24.2%
QoQ	적전	적자 지속	흑전	1395.5%	38.3%	17.6%	39.6%	-11.1%			
본사	-4.4	6.9	12.5	13.1	13.1	15.2	21.0	18.8	28.1	68.1	83.2
자회사	-15.9	-15.1	-11.8	-3.2	0.6	0.9	1.4	1.1	-46.0	3.9	6.3
영업이익률	-9.9%	-3.5%	0.2%	3.4%	4.7%	5.5%	7.3%	6.6%	-1.8%	6.0%	6.9%
본사	-2.4%	3.3%	5.2%	5.1%	5.2%	5.9%	7.8%	7.2%	3.2%	6.5%	7.4%
자회사	-69.8%	-67.4%	-41.5%	-8.5%	1.5%	2.1%	3.3%	2.7%	-41.2%	2.4%	3.3%
매출비중											
본사	89%	90%	89%	87%	87%	87%	87%	87%	89%	87%	86%
자회사	11%	10%	11%	13%	13%	14%	14%	14%	11%	14%	15%

자료: 심텍, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,007.5	1,000.2	1,195.6	1,296.2	1,384.3
매출원가	875.8	912.2	1,004.7	1,072.8	1,145.7
매출총이익	131.7	88.0	190.9	223.4	238.6
판매비	100.9	105.9	118.9	133.9	143.0
영업이익	30.8	(17.9)	72.1	89.5	95.6
금융손익	(13.9)	(13.9)	(3.4)	(0.5)	(1.1)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(6.4)	(10.6)	(7.6)	(6.5)	(6.3)
세전이익	10.4	(42.4)	61.1	82.5	88.1
법인세	8.1	(3.0)	12.3	16.5	17.6
계속사업이익	2.3	(39.4)	48.7	66.0	70.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2.3	(39.4)	48.7	66.0	70.5
비지배주주지분 손익	(2.7)	(2.8)	(0.1)	0.2	0.4
지배주주순이익	5.0	(36.6)	48.8	65.8	70.1
지배주주지분포괄이익	8.6	(37.2)	41.8	53.6	58.5
NOPAT	6.8	(16.7)	57.5	71.6	76.5
EBITDA	98.9	56.3	169.6	184.5	189.5
성장성(%)					
매출액증가율	24.1	(0.7)	19.5	8.4	6.8
NOPAT증가율	(76.2)	적전	흑전	24.5	6.8
EBITDA증가율	25.3	(43.1)	201.2	8.8	2.7
영업이익증가율	(8.9)	적전	흑전	24.1	6.8
(지배주주)순이익증가율	(68.6)	적전	흑전	34.8	6.5
EPS증가율	(70.5)	적전	흑전	23.2	6.6
수익성(%)					
매출총이익률	13.1	8.8	16.0	17.2	17.2
EBITDA이익률	9.8	5.6	14.2	14.2	13.7
영업이익률	3.1	(1.8)	6.0	6.9	6.9
계속사업이익률	0.2	(3.9)	4.1	5.1	5.1

투자지표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	195	(1,483)	1,677	2,066	2,202
BPS	8,336	6,680	8,525	10,408	12,473
CFPS	4,365	2,557	6,213	6,330	6,458
EBITDAPS	3,873	2,284	5,829	5,793	5,948
SPS	39,457	40,559	41,088	40,690	43,457
DPS	152	152	152	152	152
주가지표(배)					
PER	33.1	N/A	5.8	4.7	4.4
PBR	0.8	1.8	1.1	0.9	0.8
PCFR	1.5	4.6	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	3.6	11.0	2.6	2.0	1.5
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	2.4	(19.5)	22.5	21.8	19.3
ROA	0.6	(4.4)	5.7	7.2	7.3
ROIC	1.6	(3.4)	10.8	13.7	14.9
부채비율	279.1	420.0	227.0	182.2	148.0
순부채비율	91.7	208.0	81.3	42.6	15.8
이자보상배율(배)	2.7	(1.3)	4.2	6.4	8.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	252.4	254.2	302.9	363.0	419.6
금융자산	27.3	11.7	52.9	92.0	130.2
현금성자산	27.3	9.7	50.8	89.7	127.8
매출채권 등	65.6	92.7	95.6	103.6	110.7
재고자산	155.9	147.1	151.8	164.5	175.7
기타유동자산	3.6	2.7	2.6	2.9	3.0
비유동자산	561.0	585.8	581.3	569.9	564.4
투자자산	3.8	2.1	2.2	2.4	2.5
금융자산	3.7	1.9	2.0	2.2	2.3
유형자산	506.7	513.6	507.9	496.9	490.9
무형자산	25.5	24.7	25.9	25.4	25.7
기타비유동자산	25.0	45.4	45.3	45.2	45.3
자산총계	813.3	839.9	884.2	932.9	984.0
유동부채	520.7	551.7	490.0	472.6	455.5
금융부채	204.5	288.9	218.9	179.1	142.2
매입채무 등	304.5	259.4	267.6	290.1	309.8
기타유동부채	11.7	3.4	3.5	3.4	3.5
비유동부채	78.1	126.7	123.8	129.7	131.9
금융부채	19.5	58.8	53.8	53.8	50.8
기타비유동부채	58.6	67.9	70.0	75.9	81.1
부채총계	598.8	678.4	613.8	602.3	587.3
지배주주지분	212.8	162.5	271.5	331.5	397.2
자본금	12.2	12.2	16.7	16.7	16.7
자본잉여금	43.7	49.7	107.0	107.0	107.0
자본조정	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	(5.5)	(3.1)	(1.1)	(2.1)	(1.6)
이익잉여금	162.6	103.9	149.0	209.9	275.2
비지배주주지분	1.8	(1.0)	(1.1)	(0.9)	(0.5)
자본총계	214.6	161.5	270.4	330.6	396.7
순금융부채	196.7	336.0	219.9	140.9	62.8

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	90.5	(31.6)	152.2	174.8	177.1
당기순이익	2.3	(39.4)	48.7	66.0	70.5
조정	91.4	82.3	100.8	101.4	100.1
감가상각비	68.1	74.3	97.6	95.0	93.9
외환거래손익	(0.2)	(3.3)	0.0	2.9	2.8
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	23.5	11.3	3.2	3.5	3.4
영업활동 자산부채 변동	(3.2)	(74.5)	2.7	7.4	6.5
투자활동 현금흐름	(99.5)	(73.7)	(91.1)	(87.8)	(90.9)
투자자산감소(증가)	(1.7)	1.7	(0.1)	(0.2)	(0.1)
유형자산감소(증가)	(96.9)	(72.8)	(90.0)	(82.5)	(86.3)
기타	(0.9)	(2.6)	(1.0)	(5.1)	(4.5)
재무활동 현금흐름	23.3	87.1	(16.8)	(44.7)	(44.7)
금융부채증가(감소)	36.1	123.8	(75.0)	(39.9)	(39.9)
자본증가(감소)	1.5	6.0	61.9	0.0	0.0
기타재무활동	(7.9)	(38.8)	0.0	(0.0)	(0.0)
배당지급	(6.4)	(3.9)	(3.7)	(4.8)	(4.8)
현금의 증감	15.1	(17.5)	41.1	38.9	38.1
Unlevered CFO	111.5	63.0	180.8	201.6	205.7
Free Cash Flow	(7.5)	(106.7)	62.2	92.3	90.8