

심텍(222800)

매수(신규) / TP : 27,500원

주가(11/24, 원)	18,450
시가총액(십억원)	588
발행주식수(백만)	32
52주 최고/최저가(원)	21,600/5,730
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	18,679
유동주식비율(%)	59.0
외국인지분율(%)	2.0
주요주주(%)	심텍홀딩스 외 8인 35.7
	국민연금공단 6.2

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2018A	1,008	31	5	198	(69.5)	99	32.6	3.6	0.8	2.4	2.4
2019A	1,000	(18)	(37)	(1,531)	NM	56	NM	11.0	1.8	(19.5)	1.3
2020F	1,206	99	67	2,211	NM	174	8.3	4.2	2.0	28.7	0.8
2021F	1,311	116	91	2,740	23.9	193	6.7	3.5	1.5	26.4	0.8
2022F	1,472	147	117	3,515	28.3	224	5.2	2.8	1.2	26.3	0.8

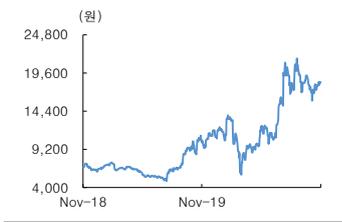
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이번에 놓치면 오래 기다려야 할 것

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.5	49.4	81.2
상대주가(%p)	0.6	26.3	43.7

주가추이



멀티플 상향 구간: 목표주가 27,500원(2021F PER 10배, 표10)으로 분석을 시작한다. 7년만의 디램 세대변화로 멀티플 상향 구간에 진입할 것이다. 2019년 매출 비중은 HDI가 29.4%, substrate가 60.6%다. HDI는 디램(PC, 서버), SSD용 모듈PCB를 생산한다. 메모리모듈 PCB 글로벌 점유율 1위이며, 반도체용 제품은 단가 인하 압력이 적고, DDR5로 세대 변화로 ASP가 상승할 것이다. Substrate는 패키징에 사용된다. 메모리칩용 substrate는 제품 세대가 DDR5, LPDDR5(모바일), GDDR6(그래픽)로 변하면서 고수익성의 MSAP 공정 비중이 확대돼 mix가 개선되고 있다. 전사 영업이익은 2021년, 2022년에 각각 17.9%, 26.3% 늘어날 것이다. DDR5가 내년 하반기부터 탑재되기 시작하면서 빠른 이익 증가 구간에 진입할 것이다. DDR4 진입 첫 해 PER 평균이 33.6배, 둘째 해가 11.6배였던 점을 감안하면 목표 PER 10배는 보수적이다.

DDR5로 맞이하는 기회: 2019년 전사 매출액에서 PC, 서버향 비중은 27%다. DDR5로 세대가 전환되면서 모듈PCB(HDI)와 BOC(substrate)의 가격 상승이 예상된다. 과거 DDR4로 전환기에는 모듈PCB에서만 가격이 올랐다. 그러나 이번에는 BOC의 스펙이 상향되고 모듈당 탑재되는 칩 크기도 많아져 DDR4 대비 심텍의 수혜는 더 클 것이다. DDR5를 지원하는 고객사의 서버 CPU 출시 시기를 고려하면 2021년부터 관련 매출액이 늘어나기 시작하고, 2022년에 본격적으로 수혜가 나타날 것이다. 특히 1위 벤더로서 DDR5 도입 초반에 상대적으로 높은 점유율을 점할 가능성이 높아 2021년 하반기부터 DDR5 모델템이 기대된다.

Substrate는 다 좋다: MCP(멀티칩패키지), FC-CSP, BOC 등이 substrate 사업에 속한다. Substrate는 MSAP 공법을 필두로 매출액을 늘리고 있다. MSAP는 기존 tenting 공법 대비 미세화로 공정에 유리하다. LPDDR5(모바일), DDR5 등으로의 세대 변화로 ASP가 높은 MSAP 매출 비중이 확대되고 있다. MSAP 공법을 활용한 매출액은 2020년 약 20% 늘어나며 회사의 매출액 증가를 견인하고 있다. 올해 3분기부터 설비 능력도 기존 3.5만m²에서 4만m²으로 늘어났다. 내년에는 Substrate에서 비중이 가장 큰 MCP의 전방 산업인 스마트폰 출하량도 4년만에 증가세(+7%)로 전환될 것이어서 수혜가 지속될 것이다.

조철희

chulhee.cho@koreainvestment.com

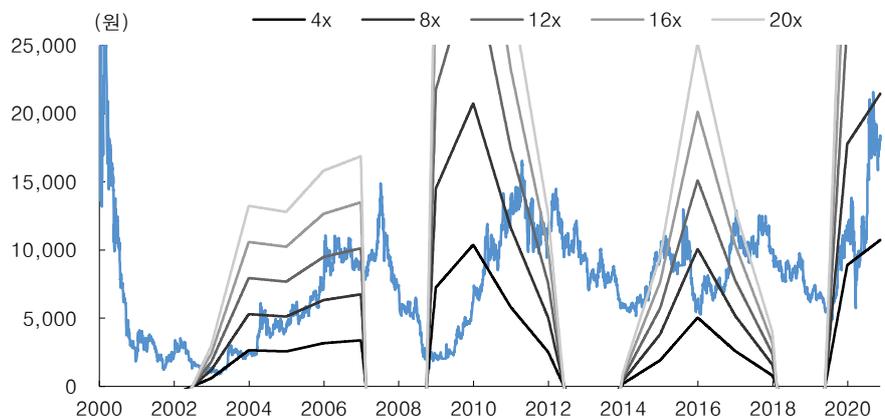
목표주가는 27,500원이다. 2021년 EPS에 목표 PER 10배(국내 peer 대덕전자, 해성디에스, 코리아씨키트 평균 8.5배를 15% 할증)를 적용했다. 심택의 제품은 주로 반도체향으로 스마트폰 비중이 상대적으로 높은 경쟁사대비 가격 인하 위험이 적다. 또한 DDR5향으로 모듈PCB와 substrate 모두 납품해, DDR5 도입의 최대 수혜업체여서 peer 대비 목표 PER을 할증한다. 2014년 DDR4가 도입됐던 시기를 보면 심택은 2014년에 12MF PER 평균 33.6배, 2015년은 11.6배에 거래됐다. 새로운 디램 세대 도입 직전에는 6개월~1년이 아닌 좀 더 먼 미래를 목표로 거래가 되어 단기 multiple은 빠르게 상승한다. 목표주가 27,500원의 내재 PBR은 2.2배다. 다만, 세대 변화에 따른 수주/매출/이익 증가 기대감이 발생하는 시기에는 PBR 보다는 PER valuation을 활용한 목표주가 산정이 합리적이라는 판단이다.

<표 10> 목표가 산정 - 2021년 PER 10배 적용에도 큰 주가 상승 여력

	2020F	2021F	2022F	비고
EPS	2,211	2,740	3,515	
목표 PER	-	10.0	-	21년 국내 Peer(대덕전자, 해성, 코리아씨키트) 평균 8.5배를 15% 할증 적용 * 해외 peer 평균은 19.9배, 국내/외 peer 평균은 14배
목표가	-	27,500원	-	2021년 PBR 2.2배에 해당. 2022년 EPS 기준 PER 7.8배
Upside	-	50%	-	2020년 11월 23일 기준

자료: 한국투자증권

[그림 39] 심택 12MF PER 밴드. DDR4 첫 해 평균 33.6배, 둘째 해 11.6배



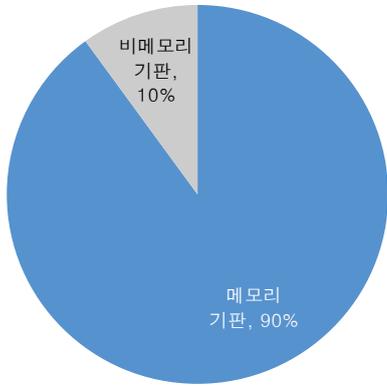
자료: 한국투자증권

<표 11> 심택의 사업 구성도 - 잘 짜여진 포트폴리오

사업부	제품	사용처	2019년 매출 비중
HDI	서버 메모리 모듈 PCB	서버	14.2%
	PC 메모리 모듈 PCB	PC	6.6%
	SSD 모듈 PCB	-	6.8%
Substrate(패키징용)	MCP(모바일 디램, 낸드)	모바일용 반도체	34.7%
	FC-CSP(AP, SSD 컨트롤러)	모바일	11.9%
	BOC(PC, 서버, 그래픽 디램)	PC, 서버 디램	6.5%
	GDDR6	그래픽카드, 게임 콘솔	4.4%
	심택그래픽(GDDR6 등)	그래픽카드, 게임 콘솔	11.2%

자료: 한국투자증권

[그림 40] 메모리 관련 HDI, substrate 가 주요 제품군



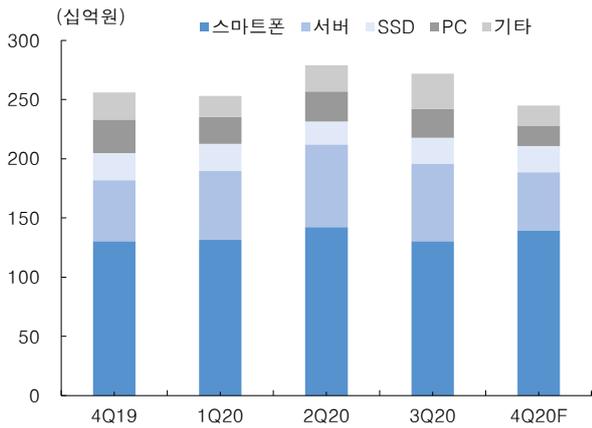
자료: 심텍, 한국투자증권

[그림 41] 1H20 기준 고객사 비중



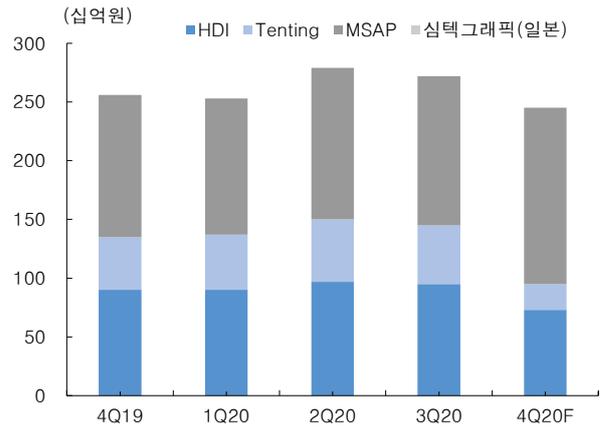
자료: 심텍, 한국투자증권

[그림 42] 어플리케이션별 매출액 - 스마트폰, 서버 위주



자료: 심텍, 한국투자증권

[그림 43] 제조 공정별 매출액 - MSAP이 더 많아진다



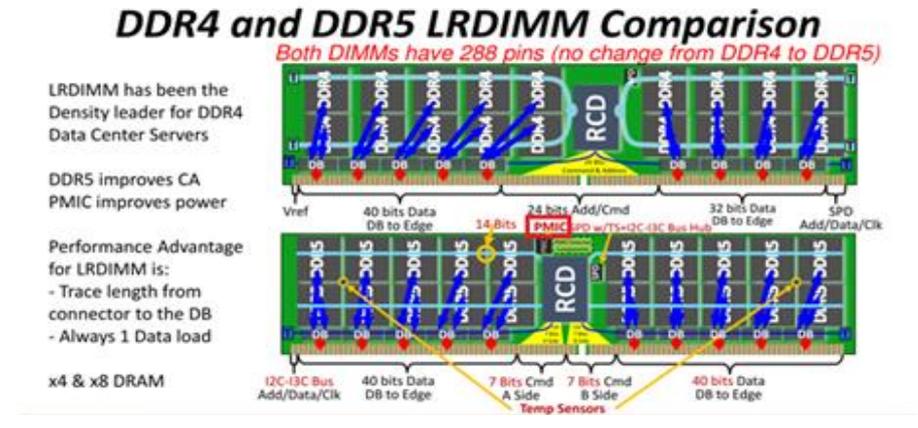
자료: 심텍, 한국투자증권

**DDR5로 전환되면
메모리모듈 PCB와
Substrate(BOC)
모두 좋아진다**

DDR5로 회사의 새로운 도약이 예상된다. 심텍은 PC/서버 메모리와 관련해 메모리모듈 PCB와 BOC(메모리용 substrate)를 생산하고 있다. DDR3에서 DDR4 전환기에는 메모리모듈 PCB에서 ASP 상승이 이뤄졌지만, 금번 DDR5로의 전환에는 메모리모듈 PCB는 물론 BOC의 ASP도 상승할 전망이다. 또한 모듈 안에 탑재되는 칩의 수도 늘어나 BOC의 수요량도 늘어 DDR4로의 전환기보다 더 큰 수혜가 예상된다.

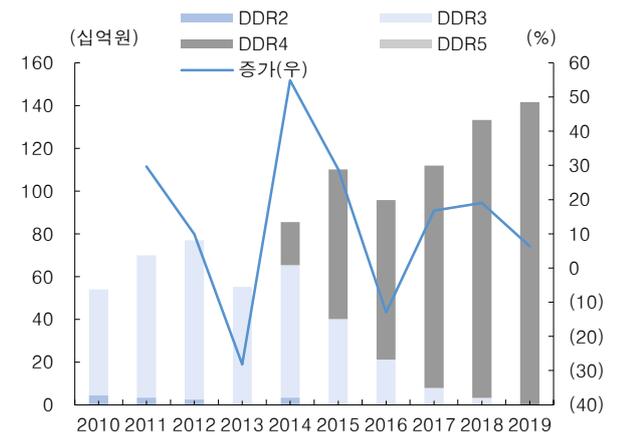
JEDEC에 따르면 DDR5에서는 PMIC가 디램 모듈 안으로 들어오고, 온도 센서도 추가된다. ECC(오류정정회로)까지 모듈 내에 처음으로 탑재된다. 따라서 심텍이 생산하는 메모리모듈 PCB(HDI)도 보다 더 고도화되면서 ASP 상승으로 이어질 것이다. 또한 BOC의 경우 사양이 좋아지고, 모듈PCB에 탑재되는 메모리칩 수도 기존 9개에서 10개로 늘어날 가능성도 있어 BOC의 수요도 증가할 것이다.

[그림 44] 메모리모듈 PCB – PMIC와 온도센서 탑재, 메모리칩도 늘어난다



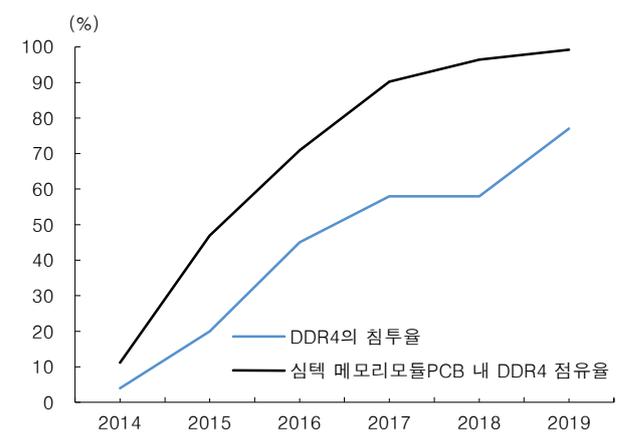
자료: JEDEC, 한국투자증권

[그림 45] 심택 서버 PCB모듈 매출액 – 초반 효과가 큼



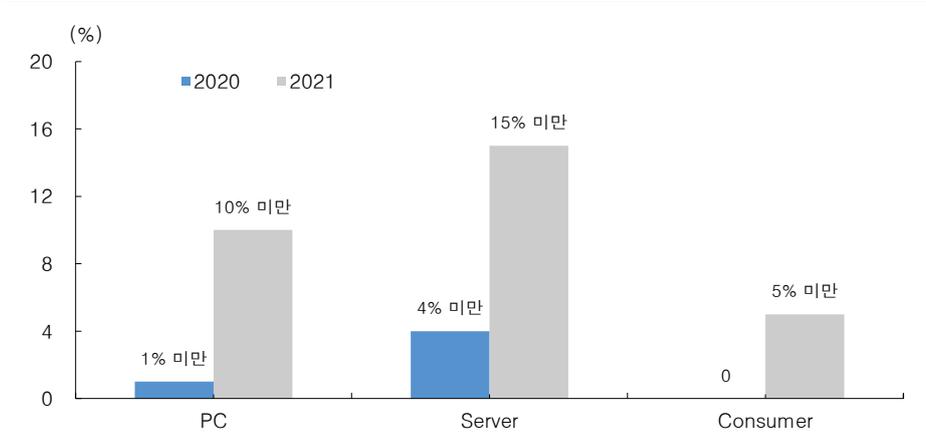
주: 2013년은 회재로 매출액 일시 부진. 1차 벤더로 경쟁자보다 초반 DDR4 비중 높음
자료: 한국투자증권

[그림 46] 1위 사업자. 산업 변화보다 더 빠른 침투율



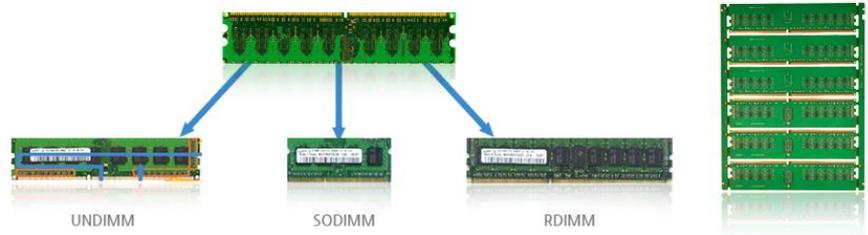
자료: 심택, 한국투자증권

[그림 47] DDR5 전환 스케줄 – 조사기관의 전망이 공격적이나 2021년부터 시작



자료: Trendforce, 한국투자증권

[그림 48] 심택의 HDI(메모리모듈 PCB) 제품



자료: 한국투자증권

Substrate는
MSAP 공정 비중 커지며
매출액 늘 것

Substrate의 매출 mix는 ASP 높은 MSAP 공법 비중이 커지면서 개선되고 있다. 기존 Tenting 공법은 원판을 구리로 도금한 후 화학 약품으로 식각을 해 회로를 구현하는 방법이다. 회로가 남을 부분만 코팅하고 나머지를 날려내는 것이다. MSAP 공법은 회로가 아닌 부분을 코팅하고 빈 부분을 도금해 회로를 형성한다. 이후 표면을 살짝 에칭하면 깔끔하게 회로만 남는다. MSAP가 Tenting보다 고도화된 공법인 이유는 회로 구현력 때문이다. Tenting은 에칭될 부분을 미리 고려해 설계해야 하나, MSAP 공법을 활용하면 그런 걱정이 적고 더 미세한 회로를 구현할 수 있다.

[그림 49] 도금을 하고



자료: 삼성전기, 한국투자증권

[그림 50] 나머지를 날리는



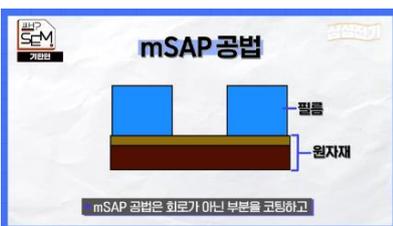
자료: 삼성전기, 한국투자증권

[그림 51] Tenting 공법



자료: 삼성전기, 한국투자증권

[그림 52] 필름벽을 쌓은 후



자료: 삼성전기, 한국투자증권

[그림 53] 도금을 입힌 후



자료: 삼성전기, 한국투자증권

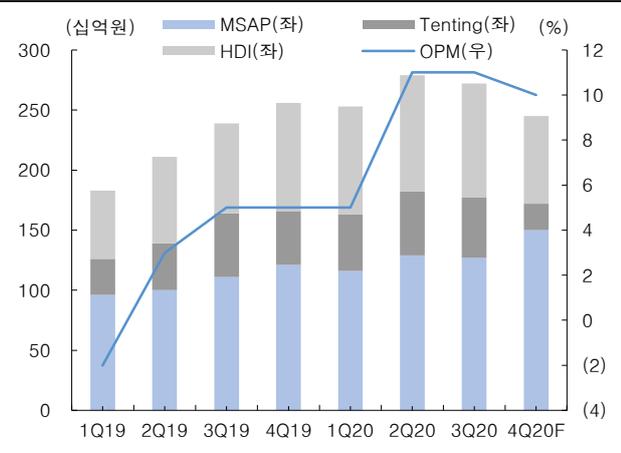
[그림 54] 필름을 날리는 MSAP 공법



자료: 삼성전기, 한국투자증권

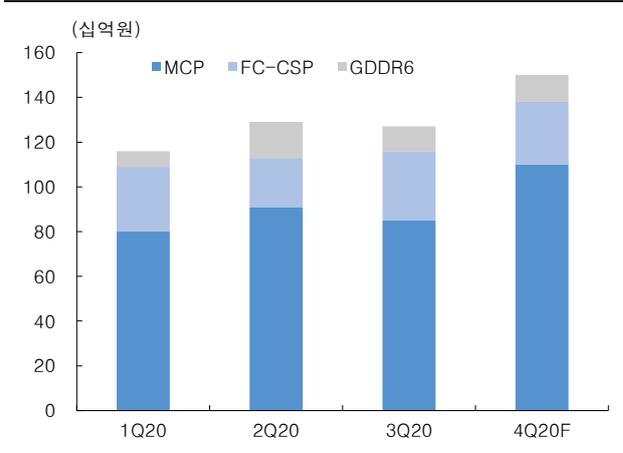
MSAP공법의 최대 사용처는 MCP(모바일 디램, 낸드)다. MSAP로의 공법 변화로 ASP가 상승했는데, 내년부터는 물량도 증가할 것이다. 2020년 3분기 누적 MSAP의 제품별 비중을 보면 모바일에 가장 많이 쓰이는 MCP가 70%를 차지한다. 스마트폰 출하량이 2020년을 바닥으로 2021년에는 4년 만에 빠르게 (+7% YoY) 증가할 것이다. Substrate 사업부는 올해 상반기 중화권 회사들의 공급 차질에 따른 반사 수혜가 있었음에도 불구하고 내년에도 매출액은 7.3% 증가하며 양호한 실적을 기록할 것이다.

[그림 55] 공정별 매출액 breakdown



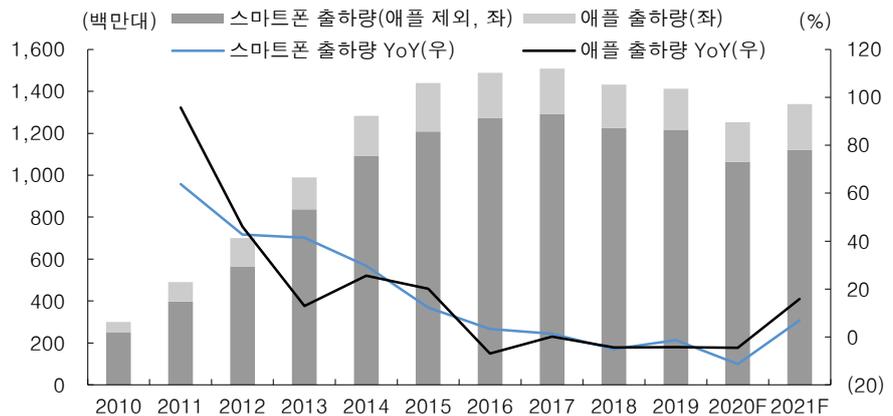
자료: 심텍, 한국투자증권

[그림 56] MSAP 공정의 매출액 breakdown



자료: 심텍, 한국투자증권

[그림 57] 스마트폰 출하량도 2021년에 7% 증가할 것



자료: SA, 한국투자증권

4분기 실적은 고객사들의 연말 재고조정과 원달러 환율 하락으로 매출액이 소폭 줄어들 것이다. 올해 내내 좋았던 서버향 모듈PCB 부분의 재고조정이 두드러질 것이고, Substrate는 전분기와 비슷할 실적을 낼 전망이다. 2021년과 2022년에는 영업이익이 각각 17.9%, 26.3% 늘어날 것이다. 올해 상반기에는 코로나19로 중국 경쟁사들이 공급차질이 발생해 반사 수혜를 입었는데, 내년에는 그 효과가 사라져 상반기 보다는 하반기에 뚜렷한 매출액 증가가 예상된다. 특히 DDR5 관련 모듈PCB 납품이 내년 상반기부터 발생할 것이어서, 내년 하반기가 장기 매출액/이익 증가 cycle의 초입이다.

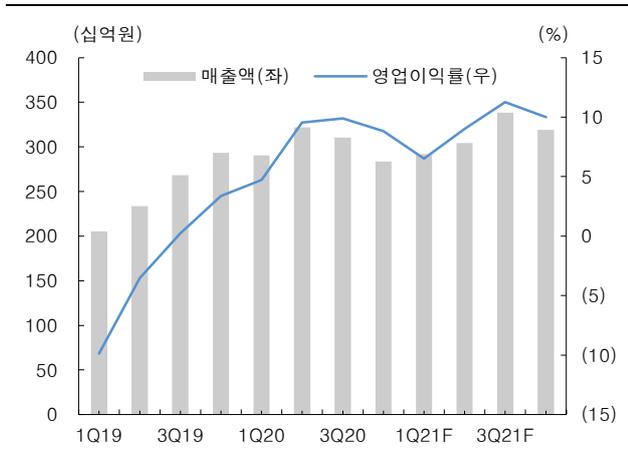
〈표 12〉 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
매출액	205	234	268	293	290	322	311	284	292	304	338	319	1,000	1,206	1,311
모듈PCB	56	68	72	87	87	95	93	71	79	92	105	94	282	346	369
Substrate	126	139	165	165	162	183	177	170	168	164	189	179	595	691	742
Burn-in board	1	4	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	11	63	74
Simmtech Graphics	23	22	29	38	38	42	38	40	42	46	42	44	112	159	190
영업이익	(20)	(8)	1	10	14	31	31	25.0	19	27	38	32	(18)	99	116
영업이익률	(9.9)	(3.5)	0.2	3.4	4.7	9.5	9.9	8.8	6.5	9.0	11.3	10.0	(1.8)	8.2	8.9

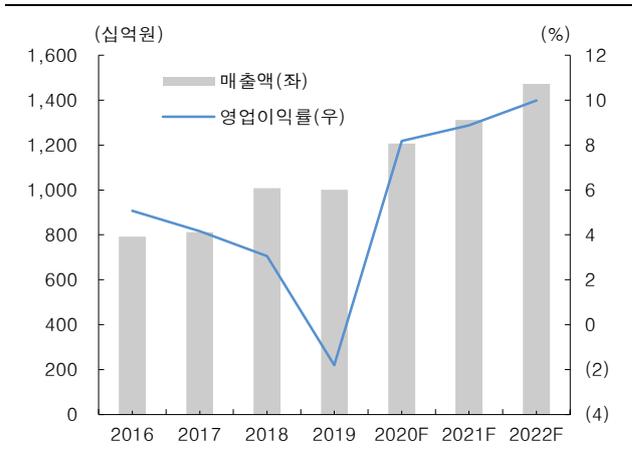
자료: 심텍, 한국투자증권

[그림 58] 분기 실적 추이 및 전망



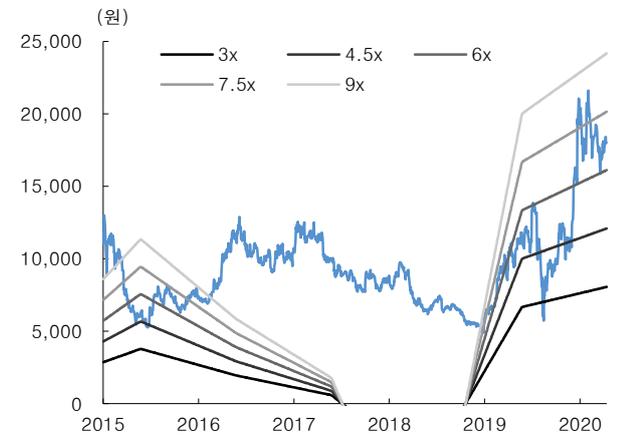
자료: 심텍, 한국투자증권

[그림 59] 연간 실적 추이 및 전망



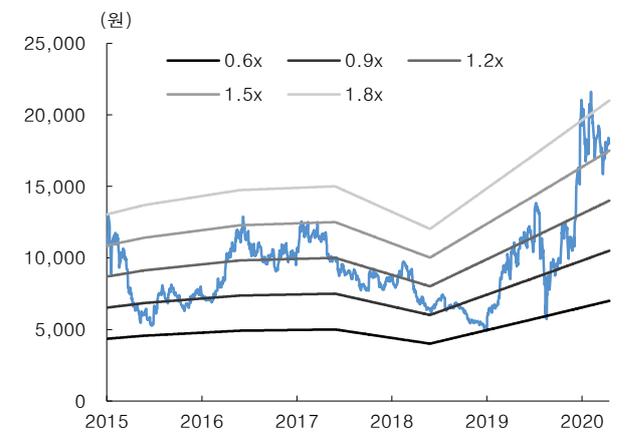
자료: 심텍, 한국투자증권

[그림 60] 12MF PER 밴드



자료: 한국투자증권

[그림 61] 12MF PBR 밴드



자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1987년 설립 이래 반도체용 PCB 개발 및 양산에 선택과 집중을 해 온 기업. 축적된 제조 경쟁력을 바탕으로 최첨단 PCB제품을 글로벌 주요 반도체 기업들에게 공급. 주요 제품군은 디램등의 메모리칩을 확장 시켜주는 모듈PCB와 각종 반도체칩을 조립할때 사용되는 substrate 기판 등이 있음.

- 메모리모듈 PCB: 반도체 패키지가 실장되는 기판
- BOC(Board On Chip): 기판에 메모리칩의 본딩면이 부착된 형태. 칩의 본딩패드와 기판의 본딩패드를 중앙에 형성된 슬롯을 통하여 와이어본딩으로 기판에 연결하는 구조
- FC-CSP(Flip-Chip Chip Scale Packaging): 반도체 칩과 메인보드를 연결해주는 substrate의 일종. 칩과 substrate, substrate와 PCB 모두 범프로 연결

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	252	254	237	308	434
현금성자산	27	10	12	52	103
매출채권및기타채권	66	93	78	92	132
재고자산	156	147	141	157	191
비유동자산	561	586	608	623	643
투자자산	4	2	3	3	3
유형자산	507	514	527	535	544
무형자산	26	25	24	26	29
자산총계	813	840	845	931	1,077
유동부채	521	552	395	403	426
매입채무및기타채무	305	259	283	295	317
단기차입금및단기사채	151	172	102	101	100
유동성장기부채	53	116	0	0	0
비유동부채	78	127	147	138	147
사채	5	24	1	1	1
장기차입금및금융부채	15	35	43	38	35
부채총계	599	678	543	541	574
지배주주지분	213	162	303	389	502
자본금	12	12	17	17	17
자본잉여금	44	50	120	120	120
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	163	104	166	252	365
비지배주주지분	2	(1)	(0)	1	2
자본총계	215	162	302	390	503

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동현금흐름	90	(32)	190	143	149
당기순이익	2	(39)	67	92	118
유형자산감가상각비	64	72	73	74	75
무형자산상각비	5	2	2	2	2
자산부채변동	(3)	(75)	41	(26)	(57)
기타	22	8	7	1	11
투자활동현금흐름	(99)	(74)	(58)	(92)	(89)
유형자산투자	(98)	(75)	(88)	(85)	(86)
유형자산매각	1	2	2	2	2
투자자산순증	(2)	(0)	3	(0)	(0)
무형자산순증	(1)	(1)	(1)	(4)	(6)
기타	1	0	26	(5)	1
재무활동현금흐름	23	87	(130)	(10)	(9)
자본의증가	0	0	75	0	0
차입금의순증	30	106	(199)	(5)	(3)
배당금지급	(6)	(4)	(4)	(5)	(5)
기타	(1)	(15)	(2)	0	(1)
기타현금흐름	1	1	0	0	0
현금의증가	15	(18)	2	41	51

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,008	1,000	1,206	1,311	1,472
매출원가	876	912	980	1,056	1,169
매출총이익	132	88	226	255	303
판매관리비	101	106	128	139	156
영업이익	31	(18)	99	116	147
금융수익	27	23	23	0	1
이자수익	0	0	0	0	1
금융비용	40	36	34	7	7
이자비용	11	13	12	7	7
기타영업외손익	(6)	(11)	(7)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	10	(42)	80	110	141
법인세비용	8	(3)	13	18	23
연결당기순이익	2	(39)	67	92	118
지배주주지분순이익	5	(37)	67	91	117
기타포괄이익	4	(1)	3	0	0
총포괄이익	6	(40)	70	92	118
지배주주지분포괄이익	9	(37)	70	91	117
EBITDA	99	56	174	193	224

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	198	(1,531)	2,211	2,740	3,515
BPS	8,336	6,680	9,297	11,954	15,407
DPS	152	152	152	152	152
성장성(% YoY)					
매출증가율	24.1	(0.7)	20.6	8.7	12.3
영업이익증가율	(9.0)	NM	NM	17.9	26.3
순이익증가율	(68.7)	NM	NM	36.9	28.4
EPS증가율	(69.5)	NM	NM	23.9	28.3
EBITDA증가율	25.3	(43.1)	208.4	10.9	16.5
수익성(%)					
영업이익률	3.1	(1.8)	8.2	8.9	10.0
순이익률	0.5	(3.7)	5.5	7.0	8.0
EBITDA Margin	9.8	5.6	14.4	14.7	15.2
ROA	0.3	(4.8)	8.0	10.4	11.8
ROE	2.4	(19.5)	28.7	26.4	26.3
배당수익률	2.4	1.3	0.8	0.8	0.8
배당성향	78.1	NM	7.3	5.3	4.1
안정성					
순차입금(십억원)	197	336	134	89	35
차입금/자본총계비율(%)	104.4	215.3	49.1	36.9	28.0
Valuation(X)					
PER	32.6	NM	8.3	6.7	5.2
PBR	0.8	1.8	2.0	1.5	1.2
EV/EBITDA	3.6	11.0	4.2	3.5	2.8