

# 심텍(222800)

## 매수(유지)

목표주가: 30,500원(상향)

### 하반기부터 이익 증가 cycle 진입

#### 매출 mix 꾸준히 개선 중, 이익률이 올라간다

목표주가를 30,500원(21년 PER 10배 적용)으로 11% 올린다. 21년 EPS 추정치를 11% 상향했다. 비우호적인 환율 영향과 지난해 일회성으로 나타난 코로나 19 반사 수혜(중화권 경쟁사들 부진)가 사라져 2021년 매출액은 전년대비 4.4% 증가에 그칠 전망이다. 그러나 고부가가치인 패키징기판 비중이 74%(전년도 71%)로 높아지고, 패키징기판에서도 수익성 좋은 FC-CSP 비중이 커진다. 이에 따라 전사 영업이익률은 10.2%로 2.7%p 상승할 것으로 추정된다. 최근 국내 기판 회사들은 모두 패키징기판을 늘리며 매출 mix를 개선 중이다. 이로 인해 국내 peer들의 주가 상승이 가팔랐는데, 심텍도 DDR5 매출 인식 및 패키징기판 비중이 확대되는 하반기부터 주가 상승에 탄력을 받을 것이다.

#### 4Q20 실적 review: 예상대로 맞맞, 상반기까지는 큰 기대감 없어

2020년 4분기 실적은 매출액 2,787억원, 영업이익 148억원이다. 회사의 기존 가이던스와 비교 시 매출액은 유사했지만, 영업이익은 약 100억원(성과급 지급) 적었다. 코로나19로 불확실한 경영환경에서 연초 예상 대비 큰 폭의 이익 증가를 기록한 것에 대한 보상 차원이다. 영업 측면에서는 당초 예상대로 HDI(서버모듈 PCB)가 고객사 재고조정이 있었고, 이에 따라 전사 매출액은 전년대비 5%, 전분기 대비 10% 감소했다. 큰 특이점 없는 실적이었다.

#### 하반기부터 DDR5, 패키징기판 cycle 진입

실적발표와 함께 400억원 규모의 MSAP 공법(기존 tenting을 대체, 패키징기판에 쓰임) 관련 기판 증설 계획을 공시했다. MSAP은 FC-CSP, MCP 등을 제조하는 공법인데, 관련 생산능력은 올해 4분기부터 연생산 기준 10% 이상 증가한다. 2022년에는 DDR5 관련 매출액(HDI중 모듈PCB, 패키징기판 중 BOC 등)이 본격적으로 발생해 ASP가 상승하고, 패키징기판도 늘어난 생산능력에 맞춰 생산량이 증가할 것이다. 결론적으로 영업이익은 올해 상반기까지는 전년과 유사하나 3~4분기를 시작으로 2022년 연간 지속적으로 늘어나는 cycle에 진입할 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	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	1,201	90	56	1,863	NM	164	12.8	5.5	2.6	24.4	1.3
2021F	1,254	128	101	3,036	62.9	202	7.9	4.3	2.0	29.5	1.3
2022F	1,413	159	128	3,838	26.4	235	6.2	3.3	1.5	28.7	1.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

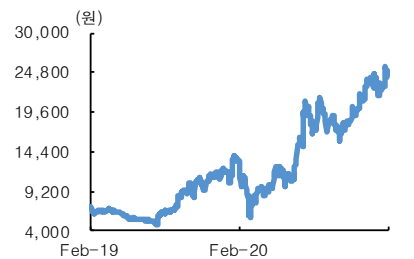
#### Stock Data

KOSPI(2/23)	3,070
주가(2/23)	23,900
시가총액(십억원)	761
발행주식수(백만)	32
52주 최고/최저가(원)	25,500/5,730
일평균거래대금(6개월, 백만원)	16,088
유동주식비율/외국인지분율(%)	59.0/4.1
주요주주(%)	심텍홀딩스 외 8인 35.7
	국민연금공단 6.2

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.8	40.6	82.7
KOSDAQ 대비(%p)	5.3	22.9	42.5

#### 주가추이



자료: FnGuide

#### 조철희

chulhee.cho@koreainvestment.com

<표 1> 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	293	290	322	311	279	(10.2)	(4.9)	280
영업이익	10	14	31	31	15	(52)	50	22
영업이익률(%)	3.4	4.7	9.5	9.9	5.3	(4.6)	1.9	8.0
세전이익	(4)	10	28	27	10	(63)	NM	-
순이익	0	8	23	23	3	(89)	3,500	-

자료: 한국투자증권

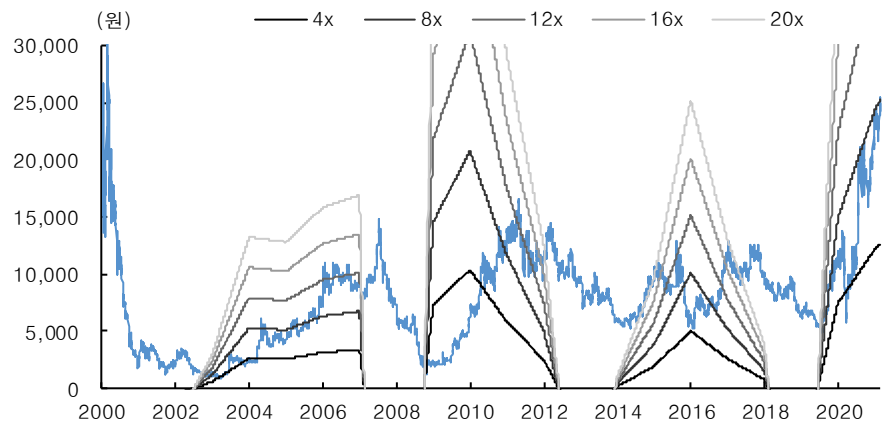
<표 2> 수익예상 변경

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후		변경률	
	2020F	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	1,199	1,303	1,464	1,254	1,413	(3.8)	(3.4)
영업이익	98	116	146	128	159	10.2	9.1
세전이익	79	109	140	121	154	11.0	9.8
순이익	66	91	116	101	128	11.0	9.8
EPS	2,188	2,728	3,490	3,036	3,838	11.3	10.0

자료: 한국투자증권

[그림 1] 심텍 12MF PER 밴드. DDR4 첫 해 평균 33.6배, 둘째 해 11.6배



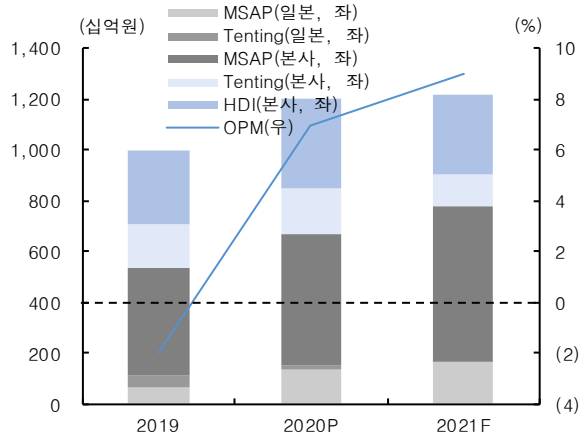
자료: 한국투자증권

<표 3> 심텍의 사업 구성도 - 잘 짜여진 포트폴리오

사업부	제품	사용처	2020년 매출 비중
HDI	서버 메모리 모듈 PCB	서버	16.3%
	PC 메모리 모듈 PCB	PC	5.2%
	SSD 모듈 PCB	-	6.5%
Substrate(패키징용)	MCP(모바일 디램, 낸드)	모바일용 반도체	36.1%
	FC-CSP(AP, SSD 컨트롤러)	모바일	9.1%
	BOC(PC, 서버, 그래픽 디램)	PC, 서버 디램	6.3%
	GDDR6	그래픽카드, 게임 콘솔	4.0%
	심텍그래픽(GDDR6 등)	그래픽카드, 게임 콘솔	12.8%

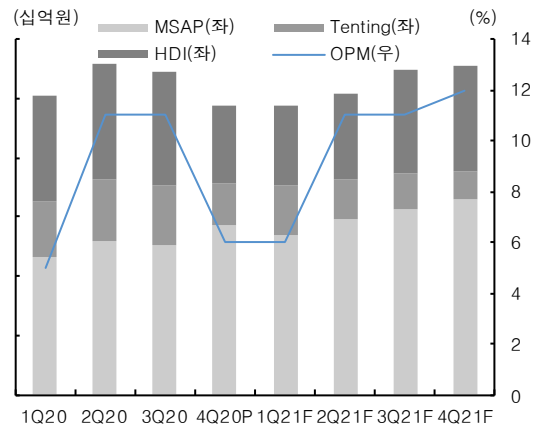
자료: 한국투자증권

[그림 2] 연간(연결) 가이던스 – MSAP 매출 크게 증가



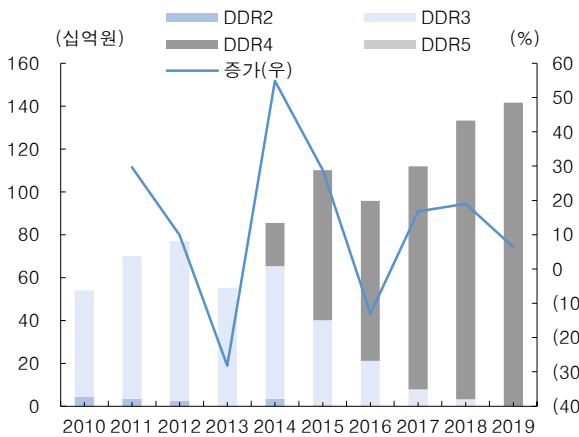
자료: 심텍, 한국투자증권

[그림 3] 분기(본사) 가이던스



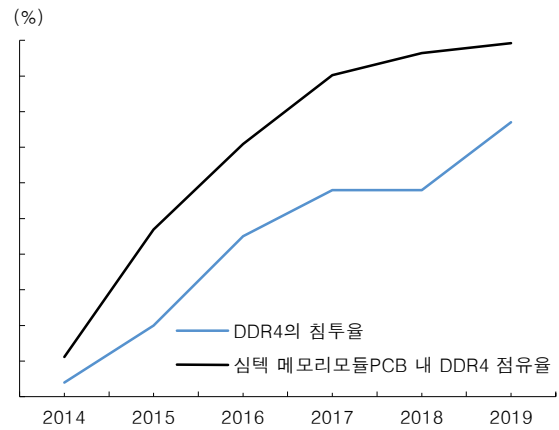
자료: 심텍, 한국투자증권

[그림 4] 심텍 서버 PCB모듈 매출액 – 초반 효과가 큼



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

[그림 5] 1위 사업자. 산업 변화보다 더 빠른 침투율



자료: 심텍, 한국투자증권

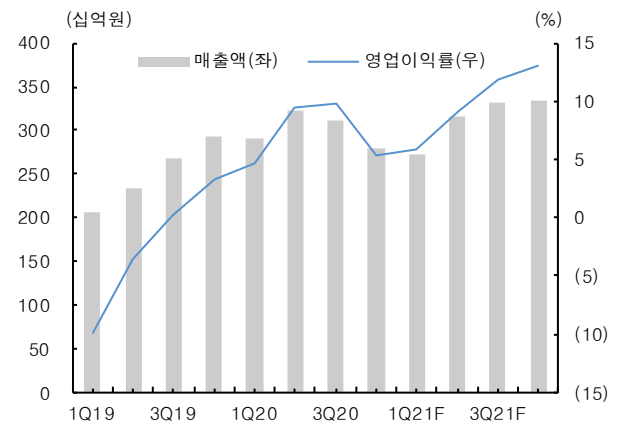
<표 4> 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020P	2021F
매출액	205	234	268	293	290	322	311	279	273	315	332	334	1,000	1,201	1,254
모듈PCB	56	68	72	87	87	95	93	64	63	92	80	77	282	339	312
Substrate	126	139	165	165	162	183	177	178	167	177	207	212	595	699	763
Burn-in board	1	4	3	3	3	2	2	2	3	3	2	2	112	154	169
Simmtech Graphics	23	22	29	38	38	42	38	35	40	44	42	43	11	9	9
영업이익	(20)	(8)	1	10	14	31	31	15	16	29	39	44	(18)	90	128
영업이익률	(9.9)	(3.5)	0.2	3.4	4.7	9.5	9.9	5.3	5.8	9.1	11.8	13.1	(1.8)	7.5	10.2

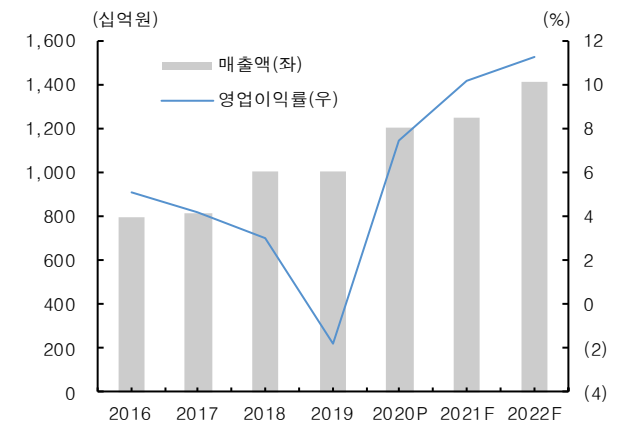
자료: 심텍, 한국투자증권

[그림 6] 분기 실적 추이 및 전망



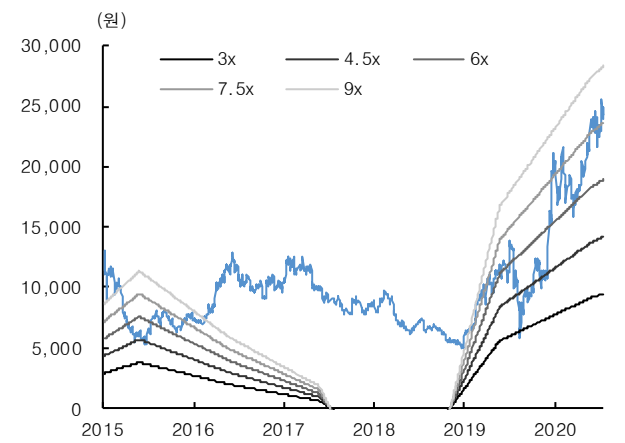
자료: 심택, 한국투자증권

[그림 7] 연간 실적 추이 및 전망



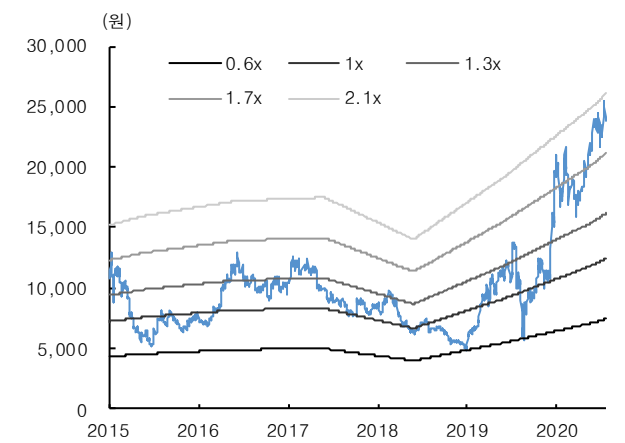
자료: 심택, 한국투자증권

[그림 8] 12MF PER 밴드



자료: 한국투자증권

[그림 9] 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	199	341	483
현금성자산	27	10	17	50	127
매출채권및기타채권	66	93	58	100	127
재고자산	156	147	123	188	226
비유동자산	561	586	580	589	604
투자자산	4	2	4	4	5
유형자산	507	514	512	517	523
무형자산	26	25	22	23	25
자산총계	813	840	780	929	1,087
유동부채	521	552	338	405	435
매입채무및기타채무	305	259	198	282	304
단기차입금및단기사채	151	172	106	105	104
유동성장기부채	53	116	0	0	0
비유동부채	78	127	145	136	145
사채	5	24	3	3	3
장기차입금및금융부채	15	35	43	38	35
부채총계	599	678	484	541	580
지배주주지분	213	162	297	387	505
자본금	12	12	17	17	17
자본잉여금	44	50	120	120	120
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	163	104	150	240	358
비지배주주지분	2	(1)	(0)	1	2
자본총계	215	162	296	388	507

**현금흐름표**

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동현금흐름	90	(32)	163	135	175
당기순이익	2	(39)	57	102	129
유형자산감가상각비	64	72	72	72	73
무형자산상각비	5	2	2	2	2
자산부채변동	(3)	(75)	30	(42)	(39)
기타	22	8	2	1	10
투자활동현금흐름	(99)	(74)	(27)	(86)	(84)
유형자산투자	(98)	(75)	(70)	(78)	(79)
유형자산매각	1	2	0	0	0
투자자산순증	(2)	(0)	11	(0)	(1)
무형자산순증	(1)	(1)	1	(3)	(5)
기타	1	0	31	(5)	1
재무활동현금흐름	23	87	(129)	(16)	(14)
자본의증가	0	0	75	0	0
차입금의순증	30	106	(193)	(5)	(3)
배당금지급	(6)	(4)	(4)	(10)	(10)
기타	(1)	(15)	(7)	(1)	(1)
기타현금흐름	1	1	0	0	0
현금의증가	15	(18)	7	33	77

주: K-IFRS (연결) 기준

**손익계산서**

(단위: 십억원)

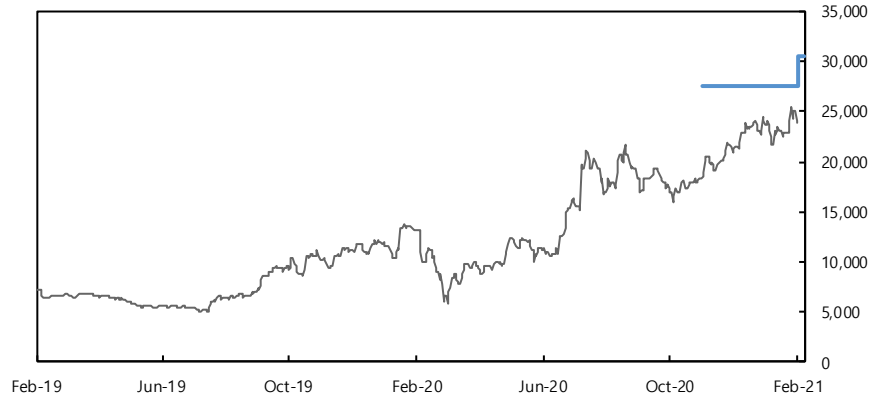
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,008	1,000	1,201	1,254	1,413
매출원가	876	912	980	988	1,099
매출총이익	132	88	222	265	314
판매관리비	101	106	132	137	155
영업이익	31	(18)	90	128	159
금융수익	27	23	40	0	1
이자수익	0	0	0	0	1
금융비용	40	36	55	7	6
이자비용	11	13	11	7	6
기타영업외손익	(6)	(11)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	10	(42)	75	121	154
법인세비용	8	(3)	19	19	25
연결당기순이익	2	(39)	57	102	129
지배주주지분순이익	5	(37)	56	101	128
기타포괄이익	4	(1)	13	0	0
총포괄이익	6	(40)	70	102	129
지배주주지분포괄이익	9	(37)	69	101	128
EBITDA	99	56	164	202	235

**주요투자지표**

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	198	(1,531)	1,863	3,036	3,838
BPS	8,336	6,680	9,108	11,897	15,509
DPS	152	152	320	320	320
성장성(%, YoY)					
매출증가율	24.1	(0.7)	20.1	4.3	12.7
영업이익증가율	(9.0)	NM	NM	42.2	24.8
순이익증가율	(68.7)	NM	NM	80.5	26.6
EPS증가율	(69.5)	NM	NM	62.9	26.4
EBITDA증가율	25.3	(43.1)	190.4	23.4	16.2
수익성(%)					
영업이익률	3.1	(1.8)	7.5	10.2	11.3
순이익률	0.5	(3.7)	4.7	8.1	9.0
EBITDA Margin	9.8	5.6	13.6	16.1	16.6
ROA	0.3	(4.8)	7.0	11.9	12.8
ROE	2.4	(19.5)	24.4	29.5	28.7
배당수익률	2.4	1.3	1.3	1.3	1.3
배당성향	78.1	NM	18.2	10.1	8.0
안정성					
순차입금(십억원)	197	336	138	100	20
차입금/자본총계비율(%)	104.4	215.3	52.1	38.6	29.0
Valuation(X)					
PER	32.6	NM	12.8	7.9	6.2
PBR	0.8	1.8	2.6	2.0	1.5
EV/EBITDA	3.6	11.0	5.5	4.3	3.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
심택 (222800)	2020.11.24	매수	27,500원	-18.9	-7.3
	2021.02.24	매수	30,500원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2021년 2월 24일 현재 심택 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2020. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
85.5%	14.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.