

심텍 (222800.KQ)

개선 기대감이 충분히 반영된 밸류에이션

동사에 대한 투자의견 Hold와 목표주가 38,000원을 제시하면서 커버리지 개시. 전방산업 수요 개선으로 실적 회복세 전망하나 현재 주가는 개선 기대감이 충분히 반영된 주가 수준이라고 판단

Analyst 이규하
02)768-7248, kyuha.lee@nhqv.com

※ESG Index/Event는 66페이지 참조

현재 주가는 업황 개선에 대한 기대감이 충분히 반영된 주가

심텍에 대해 투자의견 Hold 및 목표주가 38,000원을 제시하면서 커버리지를 개시. 목표주가는 2024년 예상 주당순이익에 목표 PER 16배를 적용해 산출했으며 해당 밸류에이션은 글로벌 기관 1위 업체인 l Biden의 2024년 예상 PER 20배에 약 20%를 할인한 수준

주요 전방산업인 스마트폰과 PC, 서버 등 IT 세트 수요가 2024년 회복될 것으로 전망해 동사 실적은 점진적인 우상향 추세를 이어갈 것으로 예상. 하지만 메모리 업체들의 감산 영향이 2024년 상반기까지 이어질 것으로 전망되어 회복 속도는 당초 기대보다는 다소 늦어질 것으로 전망

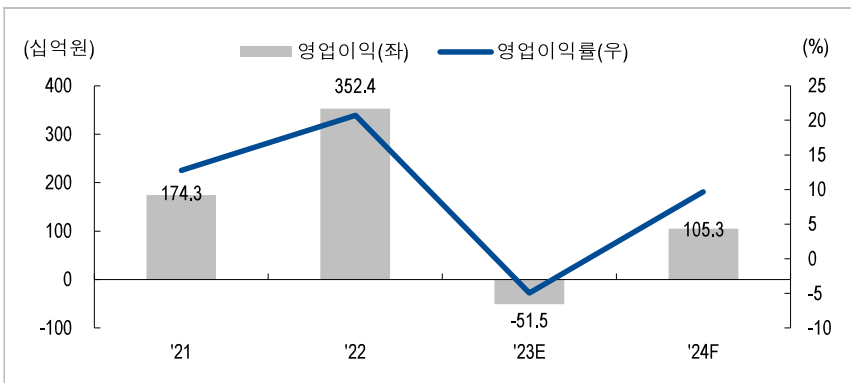
현재 동사 주가는 2024년 주당순이익 기준 PER 14.8배에서 거래되고 있어 이미 업황 개선에 대한 기대감이 충분히 반영된 주가라고 판단. 향후 예상보다 IT 수요가 가파르게 회복하고 기관 주문량이 빠르게 증가하는 경우 추가 업사이드 여력이 존재할 것으로 판단

실적 개선세 이어지나 기대치를 충족시키기는 쉽지 않을 것

동사는 2024년 매출액 1조853억원(+4.1% y-y), 영업이익 1,053억원(흑전 y-y, 영업이익률 9.7%)를 기록하며 대규모 이익 턴어라운드를 달성 전망. 2024년에도 IT세트 수요 개선 고려했을 때 향후 실적 개선세가 이어질 것으로 기대

하지만 높은 실적 기대치를 충족시키기는 쉽지 않을 것으로 판단

심텍 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 심텍, NH투자증권 리서치본부 전망

Hold (신규)

목표주가 38,000원 (신규)
현재가 (23/11/21) 35,700원

업종	전기전자
KOSPI / KOSDAQ	2510.42 / 817.01
시가총액(보통주)	1,137.2십억원
발행주식수(보통주)	31.9백만주
52주 최고가('23/10/18)	39,800원
최저가('23/01/02)	25,600원
평균거래대금(60일)	19,898백만원
배당수익률(2023E)	1.40%
외국인지분율	5.4%

주요주주	비율
심텍홀딩스 외 8 인	33.3%
국민연금공단	7.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	2.3	19.6	6.9
상대수익률 (%p)	11.3	23.2	-6.0

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	1,697	1,043	1,085	1,119
증감률	24.3	-38.6	4.1	3.1
영업이익	352	-52	105	111
증감률	102.1	적전	흑전	5.4
영업이익률	20.8	-4.9	9.7	9.9
(지배지분)순이익	246	-43	77	82
EPS	7,717	-1,354	2,407	2,584
증감률	109.8	적전	흑전	7.3
PER	3.4	N/A	14.8	13.8
PBR	1.4	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	1.7	36.5	5.5	4.8
ROE	49.7	-7.4	13.2	12.8
부채비율	106.7	121.3	112.3	104.2
순차입금	-99	-16	-84	-163

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

심텍은 2015년 7월 1일 (주)심텍홀딩스로 부터 인적분할하여 신설된 법인으로 반도체 및 통신기기용 인쇄회로기판 생산 및 판매를 주사업으로 영위하고 있으며, 한국내 (주)심텍(본사)을 기준으로 6개의 공장 및 R&D 센터를 운영 중. 당사의 주요 제품군으로는 DRAM등의 메모리칩을 확장시켜주는 Module PCB와 각종 반도체칩을 조립할때 사용되는 Package Substrate 기판 등이 있음. 2022년 매출액은 1,697억원(+24.3% y-y) 이며 사업부문별 매출 비중은 Package Substrate 78%, Module PCB 22%로 구성

Share price drivers/Earnings Momentum

- AI, 자율주행, 데이터센터 등 전방 시장 확대로 고부가 가치 제품 수요 증가
- 메모리 반도체 수요 회복으로 고객사 주문량 증가
- 고객 다변화 및 점유율 확대

Downside Risk

- 중국 업체들의 기술력 향상으로 제조 기술 격차 축소
- 메모리 반도체 수요 회복 지연
- 수입의존도가 높은 원재료 가격 상승

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
Ibiden	14.1	26.7	1.8	2.3	13.3	8.6
Unimicron	21.7	14.3	2.8	2.5	13.0	17.5
Shinko	10.1	25.4	2.2	2.7	24.1	10.5
Nanya PCB	26.2	17.9	3.4	3.1	13.2	17.1
대덕전자	38.6	13.4	1.5	1.4	4.0	10.5

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023E	2024F	2025F
PER	12.4	3.4	N/A	14.8	13.8
PBR	3.8	1.4	2.1	1.9	1.7
PSR	1.1	0.5	1.1	1.0	1.0
ROE	35.1	49.7	-7.4	13.2	12.8
ROIC	25.6	51.6	-9.8	15.7	16.7

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	N/A	395	792	812	1,008	1,000	1,201	1,366	1,697
영업이익	N/A	19	40	34	31	-18	90	174	352
영업이익률(%)	N/A	4.9	5.1	4.2	3.1	-1.8	7.5	12.8	20.8
세전이익	N/A	12	35	19	10	-42	75	154	346
순이익	N/A	10	29	16	2	-39	56	118	246
지배지분순이익	N/A	10	29	16	5	-37	57	117	246
EBITDA	N/A	41	84	79	99	56	165	253	434
CAPEX	#VALUE!	21	39	52	98	75	86	77	159
Free Cash Flow	N/A	45	0	81	-8	-107	129	38	277
EPS(원)	N/A	950	1,260	649	197	-1,531	1,952	3,679	7,717
BPS(원)	N/A	6,696	7,609	8,187	8,332	6,676	8,840	11,907	19,166
DPS(원)	N/A	247	190	252	152	152	320	500	500
순차입금	N/A	175	182	176	197	321	132	103	-99
ROE(%)	N/A	6.7	17.5	8.2	2.4	-19.5	25.1	35.1	49.7
ROIC(%)	N/A	N/A	10.3	6.4	1.2	-5.2	14.1	25.6	51.6
배당성향(%)	N/A	54.8	15.3	37.9	73.0	-9.9	18.0	13.6	6.5
배당수익률(%)	N/A	4.0	1.7	2.5	2.4	1.3	1.4	1.1	1.9
순차입금 비율(%)	N/A	112.9	101.5	81.8	91.7	199.0	45.9	27.1	-16.2

자료: 심텍, NH투자증권 리서치본부

본격적인 업황 턴어라운드는 2024년 하반기 이후 전망

심택에 대해 투자의견 Hold 및 목표주가 38,000원을 제시하면서 커버리지를 개시한다. 목표주가는 PER Valuation을 통해 산출했으며 현재 주가 대비 6.4% 수준의 상승 여력이 존재한다.

심택의 목표주가는 2024년 예상 주당순이익에 목표 PER 16배를 적용해 산출했으며 해당 밸류에이션은 글로벌 기판 탑티어인 Ibiden의 2024년 예상 PER 20배에 약 20%를 할인한 수준이다.

최근 주가 회복세, 하지만 이미 업황 개선이 주가에 선반영

동사 주가는 연초 저점을 다진 후 반도체 업황 회복에 대한 기대감으로 최근 꾸준히 상승세를 기록하고 있다. 하지만 3분기 실적과 4분기 전망, 글로벌 기판 업체들의 톤다운 등을 고려했을 때, 현재 주가는 이미 합리적인 수준에서 거래되고 있다고 판단한다.

주요 전방산업인 스마트폰과 PC, 서버 등 IT 세트 수요가 2024년 회복될 것으로 전망해 동사 실적은 점진적인 우상향 추세를 이어갈 것으로 예상된다. 하지만 메모리 업체들의 감산 영향이 2024년 상반기까지 이어질 것으로 전망되어 회복 속도는 당초 기대보다는 다소 늦어질 것으로 전망한다.

향후 IT세트 수요가 예상보다 강력하고 메모리 양산 시점이 당겨지는 경우 주가 상승세가 본격화될 것으로 기대된다.

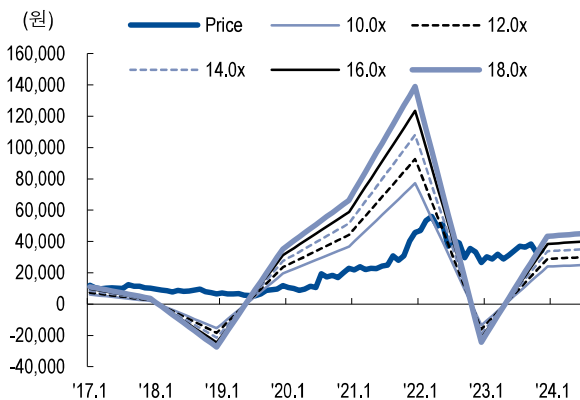
표1. 심택 PER 밸류에이션

(단위: 배, 원)

항 목	비 고	
Target PER	Ibiden 24F PER에서 20% 할인	16
EPS	Expectation 2024	2,407
Fair Value Per Share	Target PER * EPS	38,000

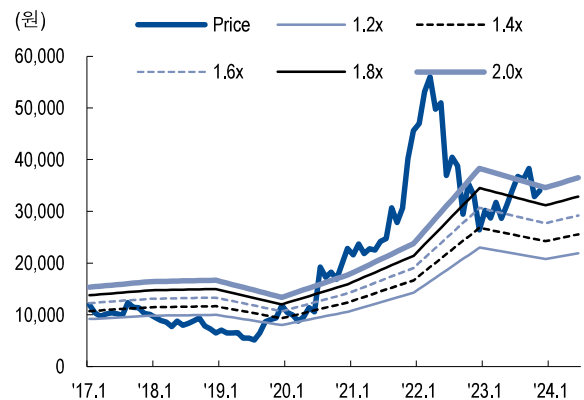
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. Forward PER Band



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. Trailing PBR Band



자료: NH투자증권 리서치본부

본격적인 실적 개선은 2024년 하반기부터 나타날 것

**코로나 19 이후
실적 급증세, 이후
최근까지 적자 시현**

스마트폰과 PC, 서버 시장이 주된 전방산업인 동사는 다른 기판 업체들과 마찬가지로 코로나19 시대에 IT기기 수요 확대와 기판 공급 부족 영향으로 2022년 3분기까지 실적이 빠르게 증가했다. 하지만 2022년 4분기부터 전방 수요 둔화와 소티지가 완화되면서 마진이 낮아지기 시작했고 2023년 3분기까지 적자를 시현했다.

**4분기 실적
턴어라운드 전망**

하지만 4분기부터는 메모리 업체들의 재고조정 강도가 조금씩 약해지고 스마트폰과 PC 시장의 수요 개선이 나타나면서 실적 턴어라운드를 할 것으로 예상된다. 하지만 본격적인 업황 개선은 메모리 업체들이 물량을 본격적으로 확대하는 2024년 하반기가 될 것으로 전망한다.

**2024년 하반기 이후
본격적인 실적 개선
가능할 것**

연간 실적 측면에서 동사는 2024년 매출액 1조853억원(+4.1% y-y), 영업이익 1,053억원(흑전 y-y, 영업이익률 9.7%)를 기록하며 대규모 이익 턴어라운드를 달성할 것으로 기대된다. 동사의 주된 전방산업이 2024년 하반기부터 본격적인 수요 개선이 기대된다는 점을 고려했을 때 향후 실적 개선세가 이어질 것으로 기대된다.

하지만 여전히 동사의 실적 개선에 대한 기대감이 실제 메모리 모듈 기판의 회복 속도보다는 높다고 판단하며 예상보다 수요 개선이 강력하거나 메모리 업체들의 물량 확대 시점이 빨라지는 경우 추가 실적 향상이 가능할 것으로 판단한다.

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	1,697.5	1,042.9	1,085.3	1,118.9
영업이익	352.4	-51.5	105.3	111.0
영업이익률(수정 후)	20.8	-4.9	9.7	9.9
EBITDA	434.3	30.8	191.7	201.7
(지배지분)순이익	245.8	-43.1	76.7	82.3
EPS	7,717	-1,354	2,407	2,584
PER	3.4	N/A	14.8	13.8
PBR	1.4	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	1.7	36.5	5.5	4.8
ROE	49.7	-7.4	13.2	12.8

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	1,697.5	1,042.9	1,085.3	1,118.9
Module PCB	360.7	230.1	240.9	252.7
Substrate	1,320.9	802.2	833.5	855.0
Burn-in-board etc	15.9	10.5	10.9	11.2
영업이익	352.4	-51.5	105.3	111.0
영업이익률(%)	20.8	-4.9	9.7	9.9
세전이익	346.3	-54.2	97.2	104.3
지배지분순이익	245.8	-43.1	76.7	82.3

자료: 심텍, NH투자증권 리서치본부 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
매출액	417.7	477.4	474.3	328.0	203.9	253.7	287.2	298.0
Module PCB	88.1	103.3	102.5	66.8	51.2	53.6	61.8	63.5
Substrate	326.7	369.7	367.1	257.4	150.7	195.3	223.6	232.6
Burn-in-board etc	2.9	4.4	4.7	3.8	2.0	4.8	1.8	1.9
영업이익	84.8	114.7	116.6	36.2	-32.2	-21.6	-5.6	7.8
영업이익률(%)	20.3	24.0	24.6	11.0	-15.8	-8.5	-1.9	2.6
세전이익	80.3	114.9	134.8	16.3	-28.4	-24.4	-5.2	3.8
지배지분순이익	60.6	84.7	99.1	1.4	-22.1	-17.8	-6.1	3.0

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
매출액	1,697	1,043	1,085	1,119
증감률 (%)	24.3	-38.6	4.1	3.1
매출원가	1,216	974	862	884
매출총이익	481	69	223	235
Gross 마진 (%)	28.3	6.6	20.6	21.0
판매비와 일반관리비	129	120	118	124
영업이익	352	-52	105	111
증감률 (%)	102.1	적전	흑전	5.4
OP 마진 (%)	20.8	-4.9	9.7	9.9
EBITDA	434	31	192	202
영업외손익	-6	-3	-8	-7
금융수익(비용)	-6	4	-8	-6
기타영업외손익	0	-7	-1	-1
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	346	-54	97	104
법인세비용	100	-11	20	22
계속사업이익	246	-43	77	82
당기순이익	246	-43	77	82
증감률 (%)	108.0	적전	흑전	7.3
Net 마진 (%)	14.5	-4.1	7.1	7.4
지배주주지분 순이익	246	-43	77	82
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	1	0	0	0
총포괄이익	247	-43	77	82

Valuations/profitability/stability				
	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
PER(X)	3.4	N/A	14.8	13.8
PBR(X)	1.4	2.1	1.9	1.7
PCR(X)	1.9	30.3	6.0	5.7
PSR(X)	0.5	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA(X)	1.7	36.5	5.5	4.8
EV/EBIT(X)	2.1	N/A	10.0	8.8
EPS(W)	7,717	-1,354	2,407	2,584
BPS(W)	19,166	17,312	19,219	21,303
SPS(W)	53,288	32,740	34,071	35,126
자기자본이익률(ROE, %)	49.7	-7.4	13.2	12.8
총자산이익률(ROA, %)	23.2	-3.5	6.1	6.1
투자자본이익률(ROIC, %)	51.6	-9.8	15.7	16.7
배당수익률(%)	1.9	1.4	1.4	1.4
배당성향(%)	6.5	-36.9	20.8	19.3
총현금배당금(십억원)	16	16	16	16
보통주 주당배당금(W)	500	500	500	500
순부채(현금)/자기자본(%)	-16.2	-2.8	-13.7	-24.0
총부채/자기자본(%)	106.7	121.3	112.3	104.2
이자발생부채	123	125	127	129
유동비율(%)	106.4	88.5	101.8	116.3
총발행주식수(mn)	32	32	32	32
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	26,450	35,700	35,700	35,700
시가총액(십억원)	843	1,137	1,137	1,137

Statement of financial position				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
현금및현금성자산	120	36	104	182
매출채권	102	105	108	112
유동자산	505	432	512	602
유형자산	587	631	630	625
투자자산	33	34	35	36
비유동자산	762	793	792	788
자산총계	1,266	1,225	1,304	1,390
단기성부채	81	83	85	88
매입채무	87	89	92	95
유동부채	474	488	503	518
장기성부채	42	42	42	42
장기충당부채	64	65	67	69
비유동부채	179	183	187	192
부채총계	654	671	690	709
자본금	17	17	17	17
자본잉여금	110	110	110	110
이익잉여금	479	420	481	547
비지배주주지분	2	2	2	2
자본총계	613	554	614	681

Cash flow statement				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
영업활동 현금흐름	435	51	173	184
당기순이익	246	-43	77	82
+ 유/무형자산상각비	82	82	86	91
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	5	0	0	0
Gross Cash Flow	454	37	191	201
- 운전자본의증가(감소)	36	7	7	7
투자활동 현금흐름	-269	-116	-88	-88
+ 유형자산 감소	5	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-159	-127	-85	-85
+ 투자자산의매각(취득)	2	-1	-1	-1
Free Cash Flow	277	-76	88	99
Net Cash Flow	167	-64	85	95
재무활동현금흐름	-63	-14	-14	-14
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-63	-14	-14	-14
현금의증가	103	-84	68	78
기말현금 및 현금성자산	120	36	104	182
기말 순부채(순현금)	-99	-16	-84	-163