



BUY(Reinitiate)

목표주가: 10,000원

주가(7/23): 6,640원

시가총액: 2,183억원



전기전자
Analyst 김지산
02) 3787-4862 jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (7/23)		563.14pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	9,400원	5,510원
등락률	-29.36%	20.51%
수익률	절대	상대
1M	-2.9%	-8.6%
6M	4.2%	-3.2%
1Y	-22.8%	-25.7%

Company Data

발행주식수	32,200천주
일평균 거래량(3M)	350천주
외국인 지분율	1.67%
배당수익률(13E)	0.00%
BPS(13E)	5,291원
주요 주주	전세호
	25.7%

투자지표

(억원, IFRS)	2012	2013	2014E	2015E
매출액	6,314	5,263	6,364	6,820
보고영업이익	467	-334	102	319
핵심영업이익	467	-334	102	319
EBITDA	799	37	526	732
세전이익	285	-357	-3	241
순이익	197	-276	-12	198
지배주주지분순이익	196	-276	-14	196
EPS(원)	634	-858	-42	608
증감률(%YoY)	-53.7	N/A	N/A	N/A
PER(배)	16.2	-7.6	-157.2	10.9
PBR(배)	1.6	1.2	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	5.7	116.5	7.7	5.1
보고영업이익률(%)	7.4	-6.4	1.6	4.7
핵심영업이익률(%)	7.4	-6.4	1.6	4.7
ROE(%)	10.3	-14.5	-0.7	10.9
순부채비율(%)	58.9	132.6	121.6	81.1

Price Trend


 커버리지 재개

심텍 (036710)

중저가 스마트폰 추세와 PC 시장 회복을 주목한다면



IT 산업의 주요 Trend 변화는 1) 스마트폰 수요의 중심축이 Premium에서 중저가로 빠르게 옮겨가고 있다는 것과 2) 소비 예산의 안분과 더불어 PC 수요가 빠르게 살아나고 있다는 것이다. 심텍이 이러한 Trend 변화의 가운데에 있다. FC-CSP가 중저가 스마트폰 AP 시장을 선도하고 있는 M사의 1st Vendor로 자리잡았고, PC 향 기판 매출 비중이 가장 높은 PCB 업체다. 2분기부터 텐어라운드가 시작됐다.

>>> 커버리지 재개, 중저가 스마트폰 확산 및 PC 시장 회복 수혜

심텍에 대해 투자의견 'BUY'와 목표주가 10,000원으로 커버리지를 재개한다. 지난해 자사 공장 화재와 주고객 공장 화재가 연이어 발생하며 극도로 불운했던 시절에서 벗어나 본격적인 텐어라운드가 전개될 것으로 기대된다. 투자포인트는 첫째, 성장 동력인 FC-CSP 매출이 본격적으로 확대되는 가운데, 중화권 AP 업체의 1st Vendor 지위를 확보함에 따라 중저가 스마트폰 확산에 따른 수혜가 클 것이고, 둘째, PC 수요가 장기간의 침체에서 벗어나 강세로 돌아서는 조짐이 구체화됨에 따라 BOC, 모듈 PCB 등 PC 관련 기판 수요도 회복 국면에 진입할 것이며, 셋째, 또 다른 전략 제품인 SSD 모듈 PCB는 글로벌 선두권의 지배력을 바탕으로 높은 성장세를 이어가고 있고, 넷째, 중국 시안 공장이 생산성 안정화 단계를 거쳐 가동률이 상승하며 이의 기여가 본격화되고 있다는 점이다.

주력인 MCP(CSP 포함)는 SK하이닉스와 삼성전자를 비롯해 해외 M사, S사, T사 등 글로벌 반도체 업체에 고르게 공급하고 있는 만큼, 최근 삼성전자 스마트폰 모멘텀 둔화와 별도로 스마트 모바일 단말기 시장과 함께 안정적인 성장세를 이어갈 것이다.

FC-CSP 매출은 지난해 83억원에서 올해 346억원으로 급증한 뒤, 내년에는 489억원(YoY 41%)에 도달할 전망이다. 수익성 측면에서도 내년부터는 양산성이 확보돼 손익분기점을 넘어설 수 있을 것이다. SSD 모듈 PCB 매출은 올해 77% 증가한 290억원에 이어 내년에는 37% 증가한 396억원으로 예측된다.

>>> 2분기 텐어라운드 성공 예상

당장 2분기 영업이익(연결 기준)은 41억원으로 6분기 만에 흑자 전환에 성공할 것이다. 모바일용 MCP와 FC-CSP, 서버 및 SSD 모듈 PCB의 매출 증가에 힘입어 전사 가동률이 85% 수준으로 상승하며 고정비 부담이 줄어드는 것이 흑자 전환의 주요인이다. 글로벌 스마트폰 업체 신모델향 MCP 출하도 본격적으로 이루어지고 있다.

3분기는 추가적으로 가동률이 상승하고 MCP 중심의 제품 Mix 개선 효과가 더해져 영업이익이 65억원으로 개선될 전망이다.

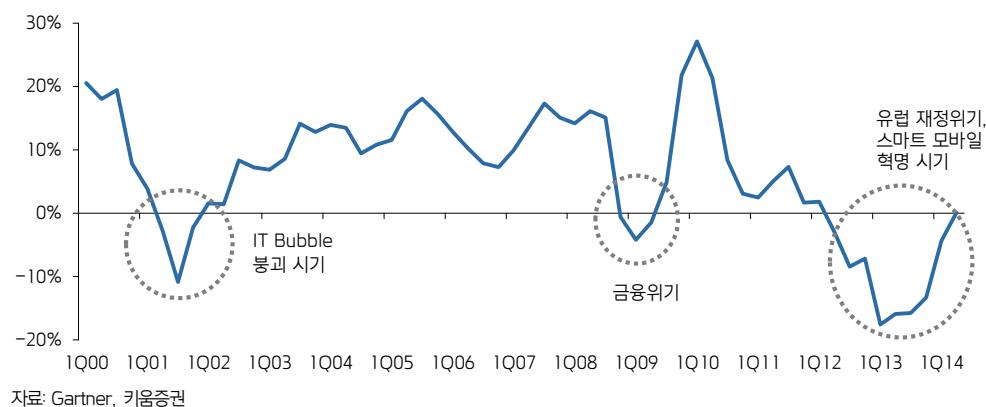
PC 수요 장기 침체에서 탈피

Intel의 실적 발표를 계기로 PC 시장이 재조명되고 있다. 2분기 세계 PC 시장은 9분기 만에 전년 동기 대비 소폭(0.1%) 성장세로 돌아섰거나 2012년 2분기 이후 가장 작은 폭인 1.7% 감소한 것으로 예측된다. IDC는 당초 2분기 PC 시장 하락폭을 7.1%로 예측했다. Microsoft가 Windows XP 운영체제에 대한 지원을 종료한 것을 계기로 기업들의 교체 수요가 살아나고 있고, 한동안 스마트 모바일 단말기에 집중됐던 개인들의 소비 예산이 다시 PC 등 전통 Set으로 안분되는 흐름이 감지되고 있다. Intel은 이미 보급된 PC 중 적어도 4년 이상 지난 제품이 6억대에 달해 기업 위주의 교체 수요가 증가할 것으로 전망하고 있다.

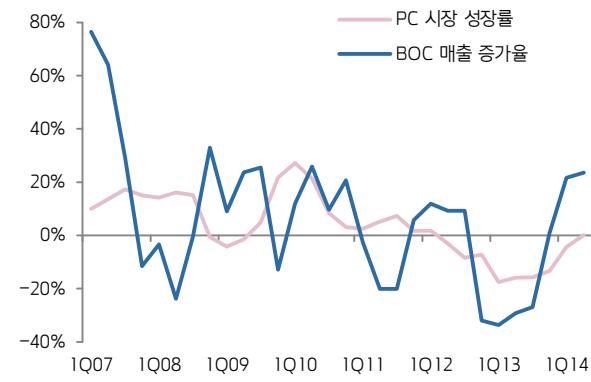
모듈 PCB, BOC 등 PC향 기판 수요 회복 예상

동사 제품 중에서 PC 및 Server를 전방으로 하는 제품은 PC용/Server용/SSD 모듈 PCB와 BOC로서 1분기 기준으로 전체 매출액의 58%를 차지한다. 중국 시안 공장도 모듈 PCB를 전담 생산하고 있다. 이들 제품의 출하량은 PC 수요와 연동될 수밖에 없고, 메모리 반도체 가격 강세와 관련해 우호적인 분위기가 조성될 수 있다. 특히 주요 고객인 SK하이닉스의 중국 공장 화재 여파가 해소되면서 올해 매출 증가율이 더욱 크게 나타나고 있다. 전사적으로 가동률이 상승하며 고정비 부담이 축소돼 수익성이 회복되는 국면에 진입했다.

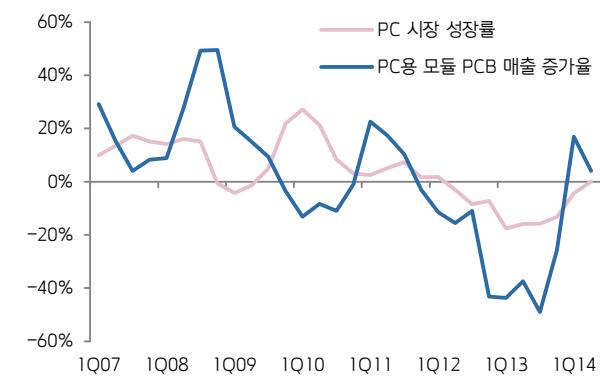
글로벌 PC 시장 성장률 추이



PC 시장 성장률과 심텍 BOC 매출 증가율 추이



PC 시장 성장률과 심텍 PC용 모듈 PCB 매출 증가율 추이



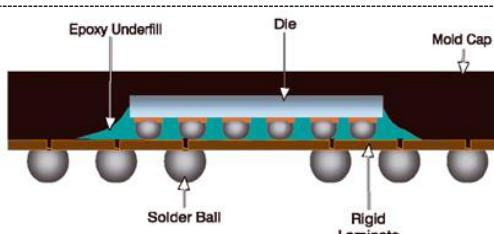
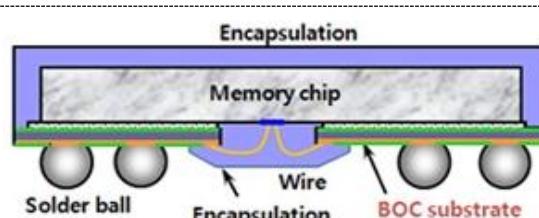
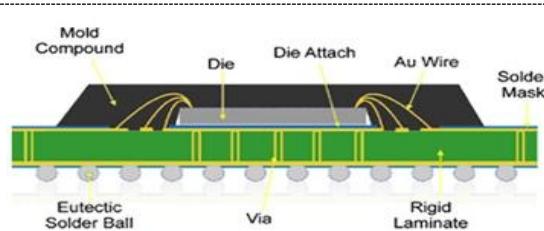
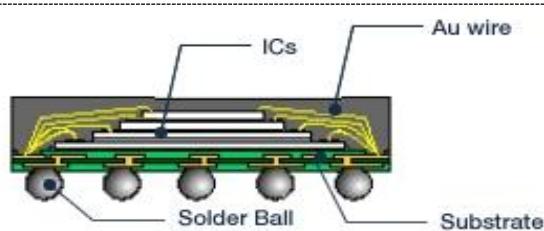
FC-CSP**중저가 AP 시장 입지 강화**

FC-CSP가 본격적인 성장 궤도에 올랐다.

삼성전기, Ibiden, LG이노텍, Kinsus 등 선두권 업체들이 주로 Qualcomm, 삼성전자, Apple 대상 모바일용 High-end급 Application Processor 시장에 집중하고 있다면, 후발 주자로서 가장 먼저 양산에 성공한 동사는 M사, S사 등 중화권 중저가 AP 업체들 내에서 입지를 강화해가고 있다. 특히 중저가 AP 시장을 선도하는 M사 내에서 동사가 1st Vendor 지위를 확보함에 따라 중저가 스마트폰 확산 추세와 더불어 고성장세를 이어갈 것으로 기대된다. M사는 모바일 AP 시장에서 지난해 9.7%의 점유율을 기록해 삼성전자를 제치고, Qualcomm, Apple에 이어 3위에 올라섰다. 이 외에 일부 SSD 컨트롤러 칩에도 동사 제품이 채용되고 있다. 수익성 면에서 현재는 양산성을 확보해가는 과정이고, 내년 상반기에 수율이 패키지 기판 평균 수준으로 향상돼, 하반기부터는 이익이 더해질 것으로 전망된다.

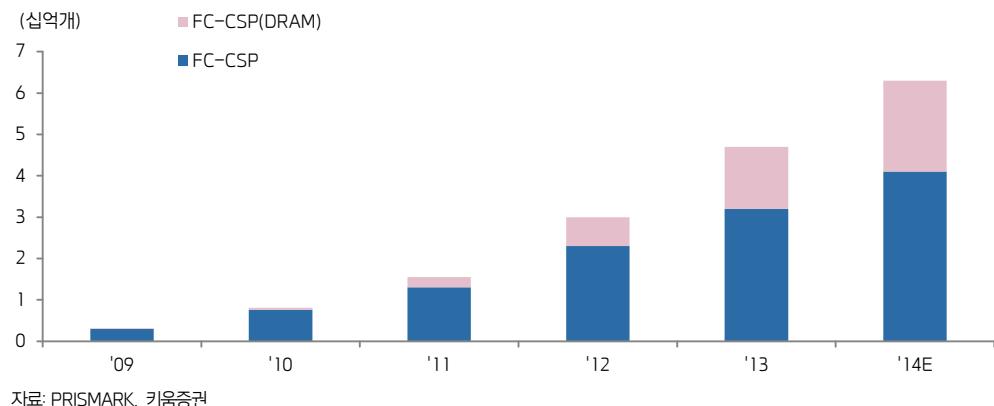
Flip Chip 기술 적용 영역 확대

패키지 기판 분야에서 FC-CSP 시장 진입이 중요한 것은 반도체의 다기능, 저전력, 고집적화 Trend에 따라 Flip Chip 기술의 적용 영역이 확대되고 있기 때문이다. 즉, 칩의 기능이 많아지면 Input/Output 수가 많아져야 하는데, 기존 Wire Bonding 패키지 방식에서는 패키지 크기가 커지고, Wire Bonding 길이가 길어져 Inductance(유도계수)가 증가하는 문제점이 발생해 전기적 성능이 저하된다. 이에 대한 대안으로서 Flip Chip 기판이 채택되고 있고, 모바일 분야에서 Application Processor와 Baseband 칩 등 핵심 반도체에 FC-CSP가 채용되고 있으며, BOC 기판이 주류를 이루었던 메모리 반도체도 DDR4부터는 FC-CSP가 병행되는 움직임이 나타나고 있다.

심텍 주력 패키지 기판 구조도**▶FC-CSP****▶BOC****▶CSP****▶MCP**

자료: 심텍, 삼성전기

FC-CSP 시장 전망



**중국 시안 공장,
가동률 상승과 함께
흑자 전환**

중국 시안(Xian) 공장은 2012년 4월부터 가동되기 시작해 PC 업황 악화, 주요 고객 공장 화재 등으로 인해 한동안 저조한 가동률을 벗어나지 못하며 어려움을 겪었다. 가동 첫해 110억원의 영업손실을 기록했고, 지난해에도 영업손실이 줄긴 했지만 50억원이었다. 이에 대해 1분기부터 흑자 전환에 성공해 올해 37억원의 영업이익을 보탤 전망이다.

**시안 공장 원가 경쟁력
우위**

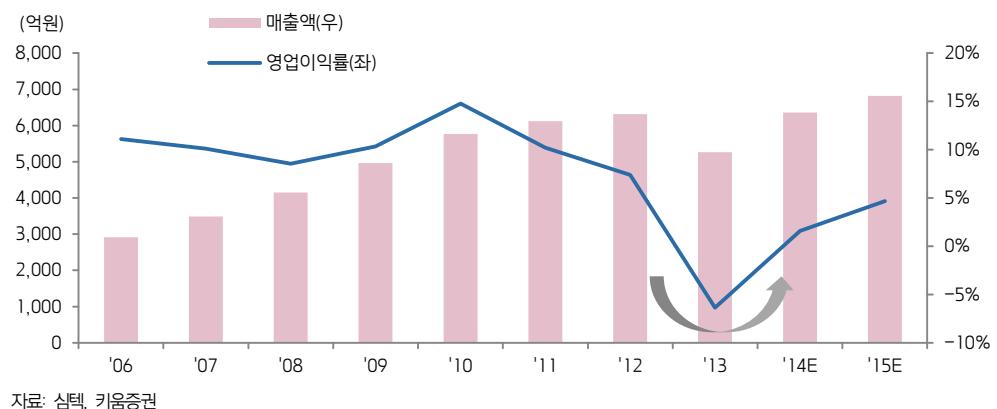
시안 공장은 SSD 모듈 PCB까지 포함한 모든 모듈 PCB를 생산하며, 생산능력은 25,000m²로 한국 공장의 70% 수준이다. 2분기 가동률은 85% 수준에 도달했다. 향후 추세적인 가동률 상승과 함께 영업이익률도 5% 수준까지 개선될 여지가 있어 보인다. 인건비의 장점을 내세워 원가 경쟁력은 한국 공장을 넘어서고 있다.

**내년 영업이익
319억원으로 개선 전망**

앞서 언급한 대로 실적은 2분기부터 턴어라운드에 성공해 실적 개선 추세가 이어질 전망이다. 지난해 친재지변에 따른 극단적인 부진에서 벗어나 올해 메모리 모듈 PCB 매출이 정상적으로 회복되고, MCP와 FC-CSP, SSD 모듈 PCB가 성장을 주도할 것이다. 내년에는 전사 가동률이 90%를 회복하고, FC-CSP가 손익분기점에 도달할 것이다. 이에 따라 수익성 개선폭이 더욱 클 것이다. 영업이익은 올해 102억원에서 내년에 319억원으로 증가할 전망이다.

턴어라운드 스토리를 감안해 목표주가 10,000원은 12개월 Forward EBITDA 681억원에 PCB업종 평균 EV/EBITDA 6.5배를 적용해 산출했다.

심텍 실적 추이 및 전망



심텍 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2013	YoY	2014E	YoY	2015E	YoY
매출액	1,452	1,568	1,648	1,696	1,569	1,723	1,768	1,760	5,263	-16.7%	6,364	20.9%	6,820	7.2%
메모리 모듈	494	517	499	558	504	536	531	545	1,714	-32.6%	2,068	20.7%	2,116	2.3%
PC	266	258	215	207	221	227	197	186	860	-40.0%	946	10.0%	831	-12.2%
서버	140	156	166	178	173	180	179	184	551	-28.3%	642	16.3%	716	11.7%
SSD	41	53	70	126	69	86	111	131	164	-0.5%	290	76.7%	396	36.7%
기타	47	50	47	47	41	43	43	45	138	-21.1%	191	38.2%	172	-9.7%
패키지 기판	894	983	1,066	1,077	1,001	1,106	1,149	1,145	3,383	-6.8%	4,021	18.8%	4,401	9.5%
BOC	364	371	326	288	323	343	349	364	1,196	-24.2%	1,349	12.8%	1,380	2.3%
MCP	395	470	579	621	520	583	604	582	1,819	23.2%	2,065	13.5%	2,290	10.9%
FC-CSP	76	82	91	96	97	122	134	137	83	185.5%	346	314.2%	489	41.5%
기타	59	60	70	71	60	59	62	62	285	-47.9%	260	-8.5%	243	-6.7%
Build-up/BIB	26	41	54	30	33	48	53	32	119	-11.1%	151	27.1%	167	10.8%
영업이익	-71	41	65	66	48	80	95	96	-334	적전	102	흑전	319	213.8%
영업이익률	-4.9%	2.6%	3.9%	3.9%	3.1%	4.6%	5.4%	5.5%	-6.4%	-13.7%p	1.6%	7.9%p	4.7%	3.1%p
순이익	-98	15	34	36	23	49	61	63	-276	적전	-14	적자	196	흑전

자료: 심텍, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	6,314	5,263	6,364	6,820	7,234
매출원가	5,415	5,198	5,829	6,051	6,378
매출총이익	899	65	534	769	856
판매비및일반관리비	432	399	433	451	471
영업이익(보고)	467	-334	102	319	385
영업이익(핵심)	467	-334	102	319	385
영업외손익	-182	-23	-105	-78	-78
이자수익	4	1	1	1	1
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	149	184	48	24	0
이자비용	71	86	96	79	79
외환손실	133	134	55	24	0
관계기지분법손익	-44	85	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-13	-2	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-10	-12	-3	0	0
기타	-63	-57	-1	0	0
법인세차감전이익	285	-357	-3	241	308
법인세비용	88	-81	9	43	65
유효법인세율 (%)	30.8%	22.8%	-262.3%	18.0%	21.0%
당기순이익	197	-276	-12	198	243
지배주주지분순이익(억원)	196	-276	-14	196	241
EBITDA	799	37	526	732	753
현금순이익(Cash Earnings)	530	96	412	611	611
수정당기순이익	214	-264	-3	198	243
증감율(%), YoY					
매출액	2.9	-16.7	20.9	7.2	6.1
영업이익(보고)	-25.6	N/A	-130.4	213.8	20.8
영업이익(핵심)	-25.6	N/A	-130.4	213.8	20.8
EBITDA	-16.2	-95.3	1,304.8	39.1	2.8
지배주주지분 당기순이익	-53.9	N/A	-95.1	N/A	22.9
EPS	-56.5	N/A	-95.1	N/A	22.9
수정순이익	-47.7	N/A	-99.0	N/A	22.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동현금흐름	729	102	168	618	623
당기순이익	197	-276	-12	198	243
감가상각비	324	361	413	402	357
무형자산상각비	9	11	11	11	11
외환손익	-5	-16	7	0	0
자산처분손익	43	17	0	0	0
지분법손익	44	6	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-73	-205	41	7	12
기타	190	204	-292	0	0
투자활동현금흐름	-683	-1,082	-369	-116	-130
투자자산의 처분	-52	-451	-18	-3	-5
유형자산의 처분	4	78	0	0	0
유형자산의 취득	-624	-767	-306	-120	-108
무형자산의 처분	-7	-7	0	0	0
기타	-4	65	-44	7	-16
재무활동현금흐름	294	461	374	-130	28
단기차입금의 증가	-671	-233	327	-160	0
장기차입금의 증가	830	757	0	0	0
자본의 증가	170	0	0	0	0
배당금지급	-58	-64	0	0	0
기타	22	2	47	30	28
현금및현금성자산의순증가	345	-520	174	372	521
기초현금및현금성자산	213	559	39	213	585
기말현금및현금성자산	559	39	213	585	1,106
Gross Cash Flow	802	307	127	611	611
Op Free Cash Flow	-48	-865	528	562	576

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS	2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	2,021	1,347	1,865	2,300	2,924
현금및현금성자산	553	39	213	585	1,106
유동금융자산	2	0	0	0	0
매출채권및유동채권	638	512	647	671	712
재고자산	759	796	1,006	1,044	1,107
기타유동금융자산	69	0	0	0	0
비유동자산	3,018	4,318	4,210	3,914	3,678
장기매출채권및기타비유동채권	189	26	33	34	36
투자자산	180	83	100	104	109
유형자산	2,483	3,630	3,460	3,178	2,929
무형자산	53	345	338	327	316
기타비유동자산	112	234	278	271	288
자산총계	5,040	5,665	6,075	6,213	6,602
유동부채	1,687	2,924	3,702	3,693	3,811
매입채무및기타유동채무	994	1,483	1,874	1,944	2,062
단기차입금	647	1,437	1,764	1,604	1,604
유동성장기차입금	0	0	60	140	140
기타유동부채	46	3	4	4	5
비유동부채	1,265	1,022	660	610	638
장기매입채무및비유동채무	19	4	5	5	5
사채및장기차입금	1,138	880	470	390	390
기타비유동부채	108	138	186	215	243
부채총계	2,952	3,946	4,363	4,303	4,449
자본금	161	161	161	161	161
주식발행초과금	776	776	776	776	776
이익잉여금	933	595	582	777	1,018
기타자본	214	179	185	185	185
지배주주지분자본총계	2,083	1,711	1,704	1,899	2,140
비지배주주지분자본총계	4	7	9	11	13
자본총계	2,087	1,719	1,712	1,910	2,153
순차입금	1,230	2,279	2,081	1,549	1,028
총차입금	1,785	2,317	2,294	2,134	2,134

투자지표

(단위: 원, 배, %)

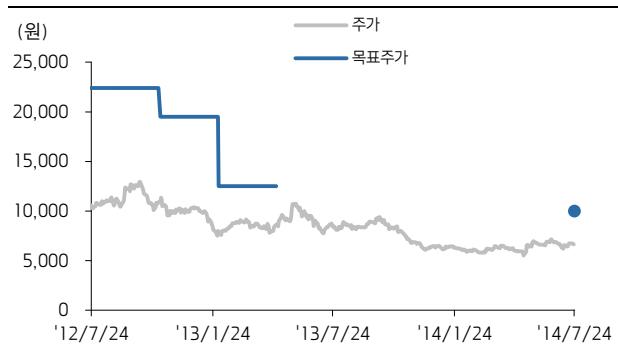
12월 결산, IFRS	2012	2013	2014E	2015E	2016E
주당지표(원)					
EPS	634	-858	-42	608	747
BPS	6,470	5,315	5,291	5,899	6,646
주당EBITDA	2,581	116	1,635	2,274	2,338
CFPS	1,711	299	1,281	1,898	1,897
DPS	200	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	16.2	-7.6	-157.2	10.9	8.9
PBR	1.6	1.2	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.7	116.5	7.7	5.1	4.2
PCFR	6.0	21.8	5.2	3.5	3.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.4	-6.4	1.6	4.7	5.3
영업이익률(핵심)	7.4	-6.4	1.6	4.7	5.3
EBITDA margin	12.7	0.7	8.3	10.7	10.4
순이익률	3.1	-5.2	-0.2	2.9	3.4
자기자본이익률(ROE)	10.3	-14.5	-0.7	10.9	12.0
투하자본이익률(ROIC)	10.6	-7.7	10.3	7.6	9.6
안정성(%)					
부채비율	141.4	229.6	254.8	225.3	206.6
순차입금비율	58.9	132.6	121.6	81.1	47.8
이자보상배율(배)	6.6	N/A	1.1	4.0	4.9
활동성(배)					
매출채권회전율	9.6	9.2	11.0	10.4	10.5
재고자산회전율	8.8	6.8	7.1	6.7	6.7
매입채무회전율	6.4	4.2	3.8	3.6	3.6

- 당사는 7월 23일 현재 '심텍' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
심텍 (036710)	2012/02/07	BUY(Maintain)	22,400원
	2012/04/27	BUY(Maintain)	22,400원
	2012/07/31	BUY(Maintain)	22,400원
	2012/11/06	BUY(Maintain)	19,500원
	2013/02/01	BUY(Maintain)	12,500원
	2013/04/29	BUY(Maintain)	12,500원
	2014/07/24	BUY(Reinitiate)	10,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종 적용기준(6개월)

Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상