

Company Update



이종욱
Analyst
jwstar.lee@samsung.com
02 2020 7793

허윤수
Research Associate
yoon.heu@samsung.com
02 2020 7783

AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가	13,000원 (38%)
현재주가	9,400원
Bloomberg code	036710 KS
시가총액	3,027억원
Shares (float)	32,199,999주 (73.8%)
52주 최저/최고	5,510원/9,360원
60일-평균거래대금	45.2억원
One-year performance	1M 6M 12M
심텍 (%)	+9.9 +58.0 +18.7
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	+15.1 +61.3 +16.5

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	13,000	10,000	+30.0%
2014E EPS	(125)	(145)	n/a
2015E EPS	1,251	962	+30.1%
2016E EPS	1,650	1,207	+36.6%

분기 실적

(십억원)	3Q14	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	167.8	17.9	3.4	(3.4)	(3.0)
영업이익	4.7	흑전	30.8	(30.4)	(19.0)
세전계속사업이익	2.0	흑전		(55.6)	n/a
순이익	0.8	흑전	흑전	(77.8)	n/a
이익률 (%)					
영업이익	2.8	5.6	0.6		
세전계속사업이익	1.2	6.1	2.1		
순이익	0.5	4.4	1.7		

자료: 심텍, 삼성증권 추정

심텍 (036710)

이익률 상승 구간 시작

WHAT'S THE STORY?

Event: 3Q14의 실적과 4Q14 가이드스에서 이익 개선 트렌드를 확인

Impact: 1) DDR4로의 기술 이동으로 인한 동사의 product mix 개선과 2) 2013년 생산시설 재배치 이후 꾸준한 가동률 증가는 이익률 상승에 기여. 2015년 이익률 상승은 주가에 지속 반영될 전망.

Action: BUY 투자의견 유지하고 목표주가를 13,000원으로 30% 상향 조정.

Valuation summary

	2013	2014E	2015E
Valuation (배)			
P/E	(10.9)	(74.9)	7.5
P/B	2.2	2.3	1.7
EV/EBITDA	52.9	10.1	5.0
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	적전	적지	흑전
ROE (%)	(14.5)	(2.4)	21.4
주당지표 (원)			
EPS	(863)	(125)	1,251
BVPS	4,263	4,153	5,423
DPS	0	0	0

THE QUICK VIEW

BUY 투자의견 유지하고 목표주가 13,000원으로 **상향 조정**: 메모리 업황 호조에도 불구하고 동사의 주가가 정체되었던 이유는 메모리 가격은 상승했던 반면, 동사의 가격 상승 요소인 기술 진화가 없었기 때문이었다. 1Q13 동사 공장의 화재 사고 역시 이익 성장을 지연시킨 요소였다. 그러나 1) DDR4기술 이동으로 인한 제품 믹스 개선과 2) 2013년 생산 시설의 재배치 이후 가동률 상승으로 영업이익률의 지속적 개선을 예상하며, 주가에 반영될 것으로 전망한다. 이익 개선 가시성을 반영하여 2015년 순이익을 30% 상향 조정하고, 목표주가를 10,000원에서 13,000원으로 상향 조정하고 BUY를 유지한다.

DDR4 기술 이동의 초입 단계: DRAM 기술에서 DDR2와 DDR3가 적용되기 시작한 2004년과 2008년부터 3년간 심텍의 영업이익률은 각각 6.3%pt와 6.2%pt 상승하였다. 그리고 동기간 주가는 각각 260%와 80%(리먼 사태 이후 상승률 529%) 상승하였다. Gartner에 따르면, DDR4 기술은 2014년 기준 전체 DRAM 출하량의 2%에 불과하지만, 2015년부터 서버용으로 채용되기 시작해 2015년과 2016에는 각각 17%와 33%로 상승할 것으로 예상된다. DDR4 모듈용 패키지 판가는 DDR3 모듈에 비해 높아 product mix 개선과 이익률 상승에 기여할 것으로 본다. 장기적으로는 메모리의 density 증가, TSV(Through via hole)기술 도입 등이 판가에 긍정적인 변화이다.

3Q14 - 이익 개선 확인: 동사의 3Q14 매출액과 영업이익은 전분기대비 각각 3.4%, 29.5% 상승한 1,678억원과 48억원을 기록하였다. 매출액은 당사 예상과 유사한 수준이었으며, 영업이익률 2.9%는 당사 예상치보다 1%pt 낮았으나 전분기대비 0.7%pt 개선된 호실적이다. 무엇보다도 제품 믹스 개선과 가동률 상승으로 영업이익률이 상승하는 트렌드를 2개 분기째 보여주었다는 점과, 4Q14 가이드를 5-7% 영업이익률을 제시하며 이익 추가 개선의 가시성을 높였다는 점이 가장 큰 수확이다.

FC-CSP는 잠재 성장 동력: 모바일 기기에 사용되는 MCP기판은 고객사가 다변화되어 있고 글로벌 점유율 30% 수준으로 안정화된 시장 구도를 형성하고 있다. 따라서 스마트폰 산업의 성장률의 둔화에도 불구하고, 동사는 이제 증설 없이 가동률 증가만으로 이익률 개선을 향유할 것으로 예상된다. FC-CSP의 경우 동사는 초기 시장에 진입하지 못하였으나, 중저가 수요가 증가하며 중화권 고객사를 중심으로 중저가용 FC-CSP 납품 기회가 열린 것으로 보인다. 동사에겐 이익 전망에 반영되지 않은 추가적인 성장 동력이다.

표 1. 3Q14 실적

(십억원)	3Q14	2Q14	3Q13	증감 (%)	
				q-q	y-y
매출액	167.8	162.4	142.3	3.4	17.9
영업이익	4.8	3.6	(4.0)	31.9	nm
세전사업계속이익	2.0	(1.4)	(6.9)	nm	nm
순이익	0.8	(2.1)	(5.7)	nm	nm
이익률 (%)					
영업이익	2.9	2.2	(2.8)		
세전사업계속이익	1.2	(0.9)	(4.9)		
순이익	0.5	(1.3)	(4.0)		

참고: K-IFRS 연결기준

자료: 심텍, 삼성증권

표 2. 연간 실적 추정 변경

(십억원)	Old		New		차이 (%)	
	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
매출액	644.7	715.1	656.6	757.6	1.8	5.9
영업이익	9.9	46.8	11.6	55.8	16.8	19.2
세전이익	(3.2)	38.6	(1.4)	50.2	n/a	30.1
순이익	(4.7)	30.9	(4.0)	40.2	n/a	30.1

참고: K-IFRS 연결기준

자료: 삼성증권 추정

표 3. 목표주가 산정

(원)	2015E
EPS	1,251
Target P/E (배)	10
적정 가치	12,513
목표주가	13,000
현 주가	9,400
상승 여력 (%)	38.3

자료: 삼성증권 추정

표 4. 분기별 실적 전망

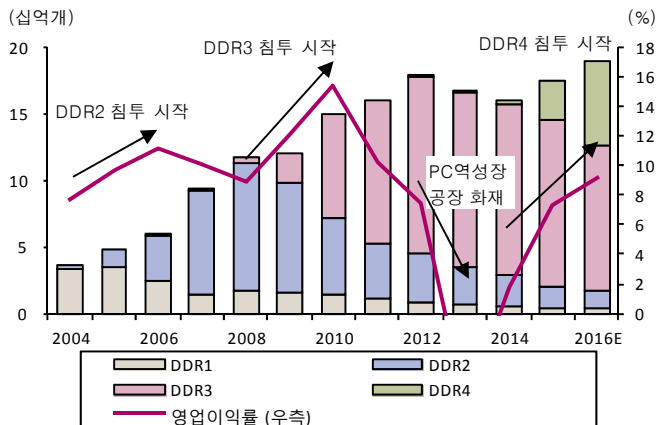
(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2013E	2014E	2015E
매출액	145.2	162.4	167.8	181.2	176.6	184.3	197.0	199.8	526.3	656.6	757.6
Module PCB	49.4	55.4	56.5	62.3	63.1	66.1	68.7	65.2	166.3	223.6	263.1
Package substrate	89.4	99.8	106.5	115.5	110.6	114.1	123.6	131.1	340.0	411.2	479.3
Build-up / NX	2.7	4.4	4.8	3.4	2.9	4.1	4.8	3.5	13.7	15.3	15.2
영업이익	(7.1)	3.6	4.8	10.2	9.8	12.1	16.5	17.5	(33.4)	11.6	55.8
세전이익	(10.7)	(1.4)	2.0	8.8	8.4	10.7	15.1	16.1	(34.4)	(1.4)	50.2
순이익	(9.7)	(2.1)	0.8	7.0	6.7	8.5	12.1	12.9	(34.9)	(4.0)	40.2
이익률 (%)											
영업이익	(4.9)	2.2	2.9	5.6	5.5	6.6	8.4	8.8	(6.4)	1.8	7.4
세전이익	(7.4)	(0.9)	1.2	4.8	4.7	5.8	7.7	8.1	(6.5)	(0.2)	6.6
순이익	(6.7)	(1.3)	0.5	3.9	3.8	4.6	6.1	6.5	(6.6)	(0.6)	5.3

참고: K-IFRS 연결기준

자료: 심텍, 삼성증권 추정

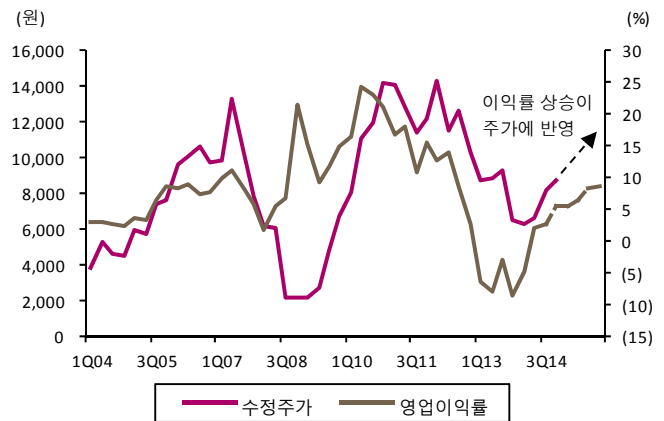
심텍

그림 1. DRAM 기술 이동과 심텍의 영업이익률 비교



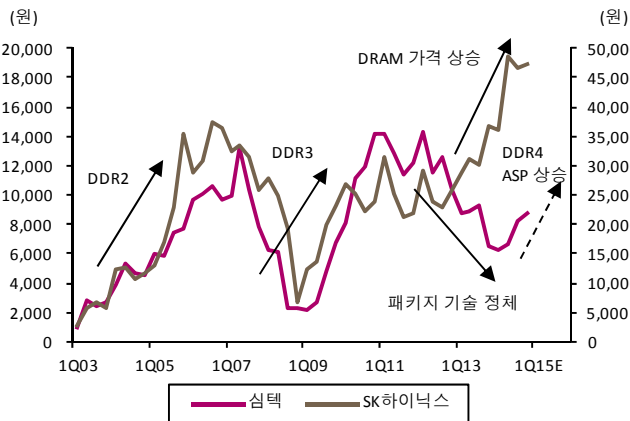
자료: 삼성증권

그림 2. 심텍 주가와 영업이익률 비교



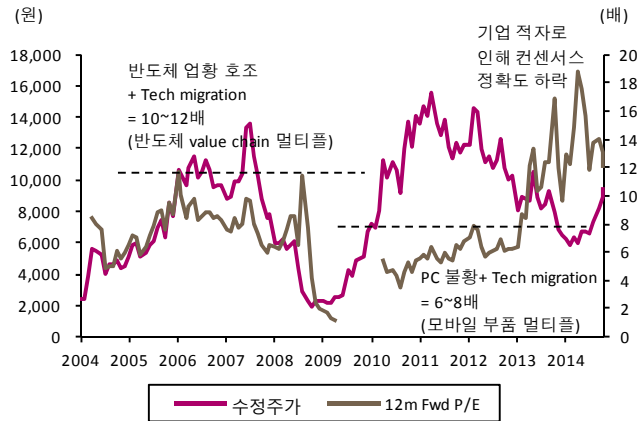
자료: 삼성증권

그림 3. 심텍과 하이닉스의 주가 비교



자료: 심텍, 삼성증권

그림 4. 주가와 12개월 Forward P/E 비교



자료: WiseFn, 삼성증권

표 5. 주요 반도체패키지 업체 peer valuation

Company	시가총액 (USDm)	P/E (배)		P/B (배)		EV/EBITDA (배)		OPM (%)		ROE (%)		EPS growth (%)	
		2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
심텍*	281	n/a	7.5	2.3	1.7	10.1	5.0	1.8	7.4	(2.4)	21.4	n/a	n/a
대덕전자	426	18.0	14.2	0.9	0.8	4.0	2.9	1.9	4.6	5.9	7.1	150.1	26.9
삼성전기	3,171	41.2	40.1	0.9	0.8	6.4	5.1	(0.3)	1.9	2.1	2.1	(73.9)	2.7
LG이노텍	1,855	12.6	9.7	1.2	1.0	3.9	3.6	5.0	5.2	9.9	11.2	769.4	29.7
Ibiden	2,282	20.6	16.2	0.8	0.8	3.9	3.4	6.2	7.5	3.9	4.8	(34.1)	27.3
Shinko	810	19.5	16.4	0.7	0.7	2.5	2.2	4.1	5.5	3.5	4.1	(49.4)	19.2
Kinsus	1,653	12.0	10.7	1.8	1.6	5.0	4.2	18.2	18.9	15.6	15.9	30.2	12.6
Unimicron	1,115	30.5	22.2	0.7	0.7	4.5	3.9	2.0	2.8	2.4	3.2	(4.8)	37.8
패키지 업체 평균		22.0	18.5	1.0	0.9	4.3	3.6	5.3	6.6	6.2	6.9	112.5	22.3

참고: 2014년 11월 4일 기준; *삼성증권 추정치

자료: WiseFn, 삼성증권 추정

심텍

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	631	526	657	758	810
매출원가	542	520	600	650	679
매출총이익	90	6	56	108	130
(매출총이익률, %)	14.2	1.2	8.6	14.2	16.1
판매 및 일반관리비	43	40	45	52	58
영업이익	47	(33)	12	56	73
(영업이익률, %)	7.4	(6.4)	1.8	7.4	9.0
순금융이익	(7)	(9)	(11)	(11)	(10)
순외환이익	0	0	4	4	4
순지분법이익	(4)	(1)	0	0	0
기타	(7)	7	(6)	1	(0)
세전이익	29	(36)	(1)	50	66
법인세	9	(8)	3	10	13
(법인세율, %)	30.8	22.8	(191.2)	20.0	20.0
순이익	20	(28)	(4)	40	53
(순이익률, %)	3.1	(5.2)	(0.6)	5.3	6.5
영업순이익*	21	(28)	(4)	40	53
(영업순이익률, %)	3.3	(5.3)	(0.6)	5.3	6.6
EBITDA	68	10	53	104	121
(EBITDA 이익률, %)	10.8	1.9	8.1	13.8	14.9
EPS (원)	634	(858)	(125)	1,251	1,650
수정 EPS (원)**	664	(863)	(125)	1,251	1,650
주당배당금 (보통, 원)	200	0	0	0	0
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	32.6	0.0	0.0	0.0	0.0

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동에서의 현금흐름	73	10	35	77	98
순이익	20	(28)	(4)	40	53
유·무형자산 상각비	33	37	44	43	44
순외환관련손실 (이익)	(0)	(2)	(4)	(4)	(4)
지분법평가손실 (이익)	4	1	0	0	0
Gross Cash Flow	87	41	48	106	99
순운전자본감소 (증가)	(7)	(20)	(17)	(12)	(5)
기타	0	(5)	0	0	0
투자활동에서의 현금흐름	(68)	(108)	(24)	(47)	(47)
설비투자	(62)	(69)	(30)	(50)	(50)
Free cash flow	11	(59)	5	27	48
투자자산의 감소(증가)	(6)	(45)	1	(0)	(1)
(배당금***)					
기타	(0)	6	5	3	4
재무활동에서의 현금흐름	29	46	(10)	(17)	(18)
차입금의 증가(감소)	16	52	7	(8)	(7)
자본금의 증가 (감소)	17	0	0	0	0
배당금	(6)	(6)	0	0	0
기타	2	0	(17)	(10)	(11)
현금증감	35	(52)	1	12	33
기말현금	21	56	4	5	17
기말현금	56	4	5	17	50

참고: * 일회성 항목 제외

** 완전 회석, 일회성 항목 제외

*** 지분법증권으로부터의 배당

자료: 심텍, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	202	135	161	195	239
현금 및 현금등가물	55	4	5	17	50
매출채권	42	42	52	60	65
재고자산	76	80	94	107	112
기타	29	9	10	11	12
비유동자산	302	432	416	423	429
투자자산	19	10	9	9	10
(지분법증권)	8	1	1	1	1
유형자산	248	363	351	359	366
무형자산	5	35	34	34	33
기타	29	25	22	21	20
자산총계	504	566	576	618	668
유동부채	169	292	307	308	306
매입채무	46	52	60	69	74
단기차입금	65	144	151	143	136
기타 유동부채	58	96	96	96	96
비유동부채	127	102	102	101	101
사채 및 장기차입금	114	88	88	88	88
기타 장기부채	13	14	14	13	13
부채총계	295	395	409	410	407
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	101	101	101	101	101
이익잉여금	93	60	55	96	149
기타	(2)	(6)	(6)	(6)	(6)
자본총계	209	172	168	208	261
순부채	123	228	234	214	174
주당장부가치 (원)	6,341	4,263	4,153	5,423	7,091

재무비율 및 주당지표

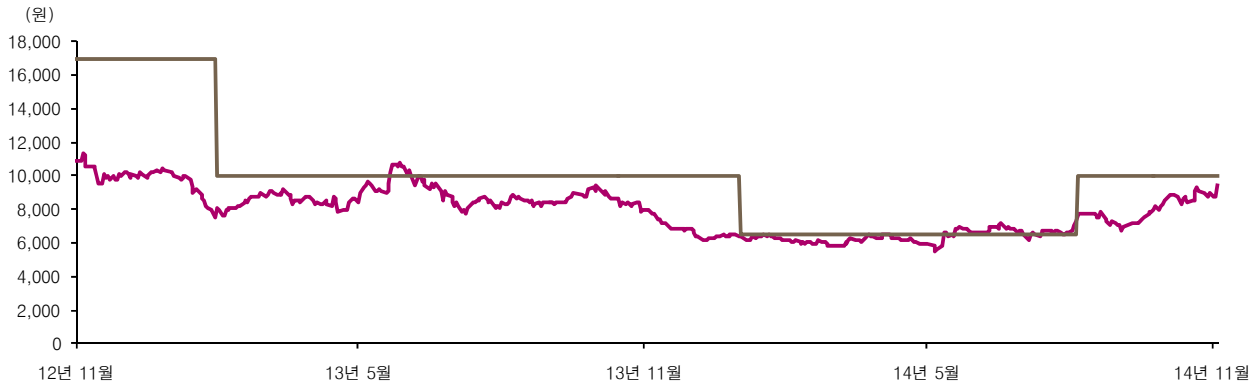
12월 31일 기준	2012	2013	2014E	2015E	2016E
증감률 (%)					
매출액	2.9	(16.7)	24.8	15.4	6.9
영업이익	(25.6)	적전	흑전	383.0	29.9
세전이익	(45.7)	적전	적지	흑전	31.8
순이익	(53.7)	적전	적지	흑전	31.8
영업순이익*	(50.5)	적전	적지	흑전	31.8
EBITDA	(28.1)	적전	432.6	95.1	15.8
수정 EPS**	(53)	적전	적지	흑전	32
비율 및 회전					
ROE (%)	10.3	(14.5)	(2.4)	21.4	22.6
ROA (%)	4.1	(5.1)	(0.7)	6.7	8.2
ROIC (%)	9.7	(6.5)	8.4	10.6	13.3
순부채비율 (%)	59.0	132.6	139.6	103.1	66.6
이자보상배율 (배)	5.0	(3.1)	0.9	5.6	7.4
매출채권 회수기간 (일)	27.3	29.1	26.3	27.1	28.1
매입채무 결제기간 (일)	24.4	34.0	31.2	31.0	32.1
재고자산 보유기간 (일)	41.3	53.9	48.2	48.3	49.4
Valuations (배)					
P/E	18.0	(10.9)	(74.9)	7.5	5.7
P/B	1.9	2.2	2.3	1.7	1.3
EV/EBITDA	7.2	52.9	10.1	5.0	4.0
EV/EBIT	13.9	(19.5)	54.3	8.5	6.2
배당수익률 (보통, %)	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0

심택

■ Compliance Notice

- 당사는 11월 5일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 11월 5일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 5일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자 의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2012/12/14	2013/2/1	2014/1/2	8/7
투자 의견	BUY	BUY	HOLD	BUY
TP (원)	13,500	10,000	6,500	10,000

- **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY★★★★ (매수★★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%
SELL★★★★ (매도★★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상