

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 (24.4%)
현재주가	10,450원
Bloomberg code	036710 KS
시가총액	3,393.8억원
Shares (float)	32,477,007주 (74.0%)
52주 최저/최고	5,510원/10,450원
60일-평균거래대금	47.2억원
One-year performance	1M 6M 12M
심텍 (%)	+22.7 +53.5 +53.2
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	+25.1 +53.8 +44.7

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	13,000	13,000	+0%
2014E EPS	(125)	(125)	+0%
2015E EPS	1,251	1,251	+0%
2016E EPS	1,650	1,650	+0%

SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	5
Target price vs I/B/E/S mean	80.3%
Estimates up/down (4 weeks)	3/0
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	-48.8%
Estimates up/down (4 weeks)	1/3
I/B/E/S recommendation	Buy

심텍 (036710)

걱정되는 것들에 대한 점검

WHAT'S THE STORY?

Event: DDR4 migration과 심텍의 수혜 여부에 대한 관심이 높아지고 있다.

Impact: 투자 결정에 가장 중요한 판단은 수요가 둔화된 시점에서 DDR4 migration이 계획대로 현실화될 수 있을지와 심텍의 이익률 개선이 이번 사이클에도 나타날 수 있을지의 여부이다. 당사는 서버의 저전력 기술 필요에 기댄 DDR4 migration을 예상하며, 이 변화가 심텍의 제품 믹스 개선과 가동률 증가로 이어질 것으로 전망한다.

Action: 동사에 대한 BUY 투자의견과 목표주가 13,000원을 유지한다.

THE QUICK VIEW

DDR4 사이클에 대한 믿음: 동사에 대한 BUY 투자의견과 목표주가 13,000원을 유지한다. 2016년까지 DDR4 migration과 FC-CSP 매출 증가로 인한 영업이익률의 상승이 예상되며 이익률 상승 구간에서의 매집을 제안한다. 역사적으로 보면, 1) DDR2, DDR3 사이클에서 동사는 각각 6%pts의 이익률 상승을 경험한 바 있고, 2) 동사의 주식은 2011-12년의 모바일 사이클에서는 모바일 부품 멀티플(P/E 6-8배)을 받았지만, 2006-07년의 반도체 사이클에서는 반도체 부품에 합당한 10-12배의 P/E 배수에 거래되었다.

투자를 위한 점검 요소들

1) PC 수요 약세 속에서 DDR4 migration이 성공적일까: 수요가 정체된 PC와는 달리 서버는 여전히 DRAM 용량 확장의 수요가 높다. 특히 우리가 기대하는 서버나 노트북 수요는 전력 문제 해결이 우선 순위여서 전력 소비를 줄일 수 있는 DDR4 도입의 필요성은 확실해 보인다. Gartner에 따르면, 지난 3년간 DRAM bit growth는 노트북 포함 PC가 연평균 10%인 반면 서버는 32%에 이르렀으며, 향후 5년간 서버용 DRAM bit growth가 연평균 30%를 유지할 것으로 추정한다.

2) 심텍의 이익률 개선이 이번 업그레이드 사이클에도 나타날 수 있는가: 가격 프리미엄과 가동률 증가가 이익률 개선의 신호이며, 현 시점에도 이 신호가 감지된다. DDR4는 DDR3보다 선폭과 두께를 줄여 기술 난이도가 높고, Flip chip 등 새로운 기술이 접목될 가능성도 있어 가격 프리미엄이 필요하다. 또한 수요에서는 기술 변화에 따른 교체수요가 예상되는 반면, 공급에서는 패키지 업체들의 capacity 증설이 보이지 않고 공정 난이도 증가에 따른 자연 감소분도 있어 가동률이 상승할 개연성은 높다.

3) 심텍의 이익률은 언제까지 상승할 것인가: 제일 중요한 것은 2015년 기술 로드맵이 제 때에 실현될지의 판단이다. 2015년 상반기 서버, 하반기 PC와 모바일(LPDDR4) 수요가 차레로 나타나게 된다면 제품 믹스와 이익률 개선의 방향성이 유지될 것으로 보이며, 정점은 2016년이 될 것으로 예상된다. 2016년 이익률 추정치는 9%로, PC수요 정체를 반영해 이전 사이클 피크(15.4%)에 비해 낮지만, 이는 이익 가시성이 증가되며 조정될 수 있는 보수적인 수치이다.

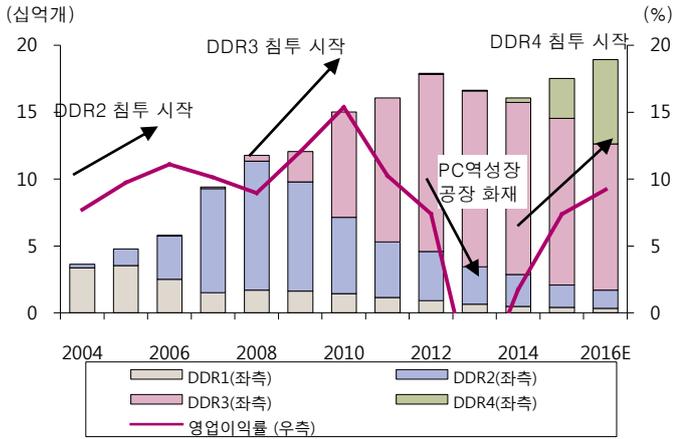
SUMMARY FINANCIAL DATA

	2013	2014E	2015E	2016E
매출액 (십억원)	526.3	656.6	757.6	809.8
순이익 (십억원)	(27.6)	(4.0)	40.2	53.0
EPS (adj) (원)	(863)	(125)	1,251	1,650
EPS (adj) growth (%)	적전	적지	흑전	31.8
EBITDA margin (%)	1.9	8.1	13.8	14.9
ROE (%)	(14.5)	(2.4)	21.4	22.6
P/E (adj) (배)	(10.9)	(83.3)	8.4	6.3
P/B (배)	2.2	2.5	1.9	1.5
EV/EBITDA (배)	52.9	10.7	5.3	4.2
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

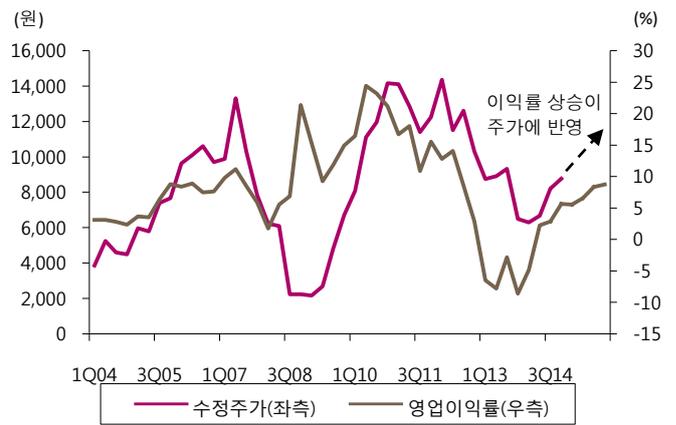
심텍

그림 1. DRAM 기술 이동과 심텍의 영업이익률 비교



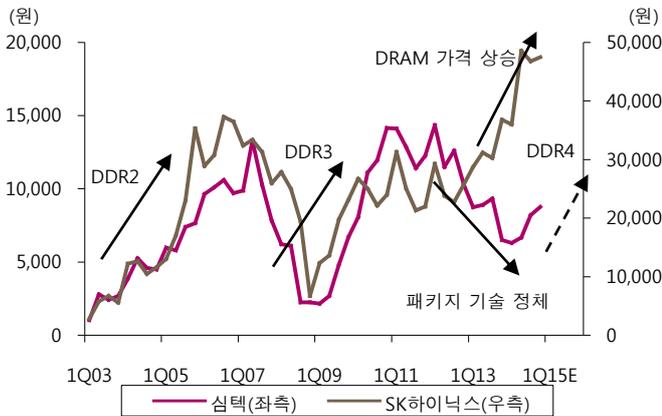
자료: 삼성증권

그림 2. 심텍 주가와 영업이익률 비교



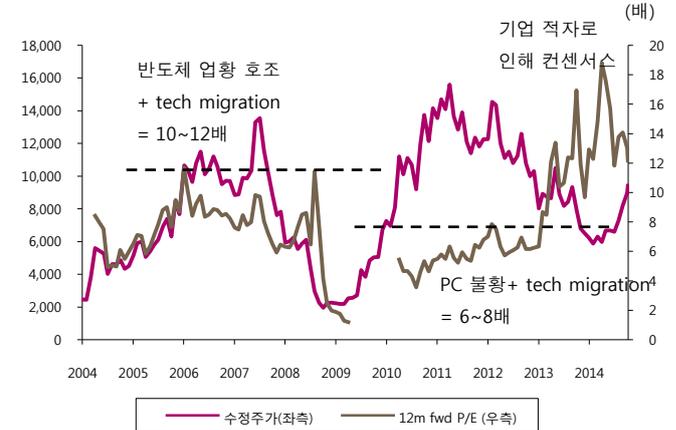
자료: 삼성증권

그림 3. 심텍과 하이닉스의 주가 비교



자료: 심텍, 삼성증권

그림 4. 주가와 12개월 forward P/E 비교



자료: WiseFn, 삼성증권

심텍

표 1. 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

표 2. 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*	301	n/a	8.4	2.5	1.9	10.7	5.3	1.8	7.4	(2.4)	21.4	n/a	n/a
대덕전자	414	15.7	12.2	0.9	0.8	3.9	2.8	2.2	5.3	6.7	8.2	187.9	28.4
삼성전기	3,691	36.4	47.1	1.0	1.0	7.8	5.7	(0.3)	1.9	2.8	2.2	(64.5)	(22.8)
LG이노텍	2,173	15.5	12.0	1.4	1.3	4.4	4.1	4.9	5.2	9.7	11.0	756.4	28.8
Ibiden	2,224	19.4	15.1	0.7	0.7	4.5	3.9	6.1	7.4	3.9	4.9	(40.0)	28.8
Shinko	905	21.5	18.0	0.8	0.8	2.9	2.5	4.3	5.8	3.6	4.0	(54.8)	19.6
Kinsus	1,595	11.8	10.6	1.8	1.6	5.2	4.5	18.3	18.6	15.7	16.1	25.7	10.8
Unimicron	1,140	30.4	22.0	0.8	0.8	5.2	4.5	2.1	2.8	2.4	3.4	(2.3)	36.0
패키지 업체 평균		21.5	19.6	1.1	1.0	4.8	4.0	5.4	6.7	6.4	7.1	115.5	18.5

참고: 2014년 11월 21일 기준;
 자료: WiseFn, Bloomberg, 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
기초현금	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

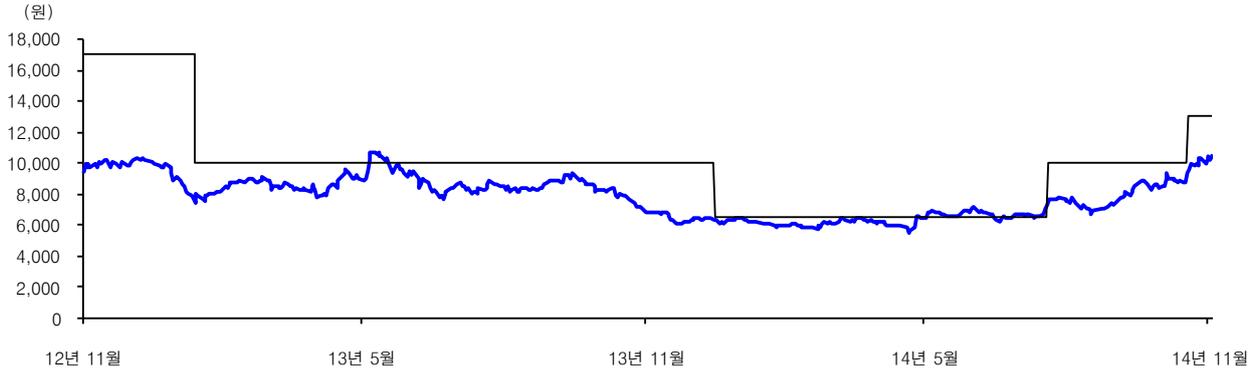
12월 31일 기준	2012	2013	2014E	2015E	2016E
증감률 (%)					
매출액	2.9	(16.7)	24.8	15.4	6.9
영업이익	(25.6)	적전	흑전	383.0	29.9
세전이익	(45.7)	적전	적지	흑전	31.8
순이익	(53.7)	적전	적지	흑전	31.8
영업순이익*	(50.5)	적전	적지	흑전	31.8
EBITDA	(28.1)	적전	432.6	95.1	15.8
수정 EPS**	(53)	적전	적지	흑전	32
비율 및 회전					
ROE (%)	10.3	(14.5)	(2.4)	21.4	22.6
ROA (%)	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)	(83.3)	8.4	6.3
P/B	1.9	2.2	2.5	1.9	1.5
EV/EBITDA	7.2	52.9	10.7	5.3	4.2
EV/EBIT	13.9	(19.5)	57.8	9.0	6.7
배당수익률 (보통, %)	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0

심텍

■ Compliance Notice

- 당사는 11월 21일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 11월 21일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 21일 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	11/6
투자 의견	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY
TP (₩)	13,500	10,000	6,500	10,000	13,000

• 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