

# Company Update



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

## AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가	16,000원 (36.8%)
현재주가	11,700원
Bloomberg code	036710 KS
시가총액	3,916.5억원
Shares (float)	33,474,236주 (75.1%)
52주 최저/최고	5,510원/11,700원
60일-평균거래대금	46.8억원
One-year performance	1M 6M 12M
심텍 (%)	+9.4 +50.6 +94.0
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	+3.9 +41.5 +77.3

## KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	16,000	13,000	+23.1%
2014E EPS	50	(125)	n/a
2015E EPS	1,320	1,251	+5.5%
2016E EPS	1,955	1,650	+18.5%

## 분기 실적

(십억원)	4Q14	증감 (%)		차이 (%)	
		전년 동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	188.4	40.4	12.3	4.0	4.7
영업이익	12.3	흑전	157.3	20.7	29.5
세전계속사업이익	11.1	흑전	459.3	26.7	75.3
순이익	12.7	흑전	1,556.5	81.2	182.2
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	6.5	15.1	3.7		
세전계속사업이익	5.9	15.4	4.7		
순이익	6.7	14.4	6.3		

자료: 심텍, 삼성증권 추정

## 심텍 (036710)

### 반도체 기판 upcycle 도래

#### WHAT'S THE STORY?

**Event:** 기대를 상회하는 4Q14 실적과 지주회사 전환을 목적으로 한 기업 분할을 공시

**Impact:** ASP 상승과 출하량 증가 구체화. 특히 DDR4 전환과 MCP ASP증가로 영업 이익률이 1Q15 2.6%에서 4Q15에는 10.7%까지 상승할 것으로 추정. 홀딩스 분할 사례에서 중요한 것은 분할 이후 합산 시가총액은 항상 증가하였다는 것.

**Action:** 2015년과 2016년 영업이익을 각각 10%, 22% 상향 조정하고 목표주가를 13,000원에서 16,000원으로 상향 조정. BUY투자의견 유지.

#### THE QUICK VIEW

**기대를 상회한 4Q14 실적:** 4Q14 매출액 1,884억원 (+12.3% q-q), 영업이익 123억원 (+157% q-q)을 공시하였다. 매출액은 당사 추정치와 유사한 수준(4% 상회)이었으나 영업이익은 당사 추정치를 21% 상회한 호실적이다. DDR4전환과 함께 서버용 RDIMM모듈 매출이 예상을 상회하였고, SSD모듈과 모바일용 MCP기판 부문도 이익 성장을 견인하였다. FC-CSP가 기대를 하회했으나 매출 기여는 5%에 불과하다.

**ASP 상승을 통한 수익성 개선:** 2015년은 Technology migration을 통한 ASP 상승이 핵심 투자포인트이다. 구체적으로는 DDR4로 모듈 ASP증가, 3D NAND의 확대로 SSD모듈과 MCP기판 ASP증가, 모바일 기기당 디램 채용량 확대로 인해 MCP기판 ASP증가가 전망된다. 이제껏 동사 주가가 반도체 업황을 반영하지 못한 이유는 이번 반도체 사이클이 물량보다는 가격 상승에서 비롯되었기 때문인데, 이제는 동사의 ASP가 상승하며 의미 있는 이익률 개선이 기대된다. 1Q15는 비수기로 영업이익률은 2.6%에 불과하나 4Q15에는 10.7%까지 상승할 것으로 추정한다.

**출하량 증가의 신호 발견:** 4Q14 실적에서 의미 있는 출하량 개선의 신호가 보였는데, 1) PC 수요가 부진해도 서버 모듈에서 DDR4 전환 수요가 나타나기 시작한 점, 2) 기대하지 않았던 MCP기판이 수출개선과 점유율 확대로 2015년에도 고성장을 유지한다는 점이다.

**이익 추정치와 목표주가 상향 조정하고 BUY 투자의견 유지:** 2015년과 2016년 영업이익을 각각 10%, 22% 상향 조정하여 612억원과 882억원으로 추정한다. ASP상승과 출하량 증가를 예상할만한 더욱 확실한 정황들이 나타나며, 그 효과도 당사의 기존 예상을 상회하기 때문이다. 또한 목표주가 역시 13,000원에서 16,000원으로 상향 조정한다. 2015-16년에 이르는 upcycle EPS의 평균과 목표 P/E 10배를 적용하였다. 2016년이 DDR4 전환 수혜의 정점으로 연간 이익률은 10.3%에 이를 것으로 추정한다.

**인적분할 공시 - 재상장 후 합산 시가총액은 상승:** 동사는 지주회사 전환을 목적으로 회사의 인적 분할을 공시하였다. 7월 1일을 기일로 분할준속회사는 심텍홀딩스로 상호를 변경하고 PCB사업부문을 분할신설회사를 설립하여 재상장을 추진할 예정이다. 분할준속회사와 분할신설회사는 46:54의 비율로 분할되며 6월 29일 거래가 정지되어 8월 7일 두 종목으로 거래가 재개되는 일정이다. 두 법인의 목표주가는 향후 재산정할 예정이다. 중요한 것은 지난 2년간 홀딩스 분할한 사례 중에서 법인별 투자전략은 있었지만, 재상장 이후 합산 시가총액은 상승한다는 점이다. (표 6 참조)

## Valuation summary

	2013	2014E	2015E
<b>Valuation (배)</b>			
P/E	(13.6)	232.7	8.9
P/B	2.7	2.8	2.1
EV/EBITDA	61.8	11.1	5.4
Div yield (%)	0.0	0.0	1.7
EPS 증가율 (%)	적전	흑전	2,525.0
ROE (%)	(14.5)	0.9	22.5
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS	(863)	50	1,320
BVPS	4,263	4,173	5,508
DPS	0	0	200

표 1. 4Q14 실적

(십억원)	4Q14	3Q14	4Q13	증감 (%)	
				q-q	y-y
매출액	188.4	167.9	134.2	12.3	40.4
영업이익	12.3	4.8	(11.5)	157.3	nm
세전사업계속이익	11.1	2.0	(12.8)	459.3	nm
순이익	12.7	0.8	(10.4)	1,556.5	nm
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	6.5	2.9	(8.6)		
세전사업계속이익	5.9	1.2	(9.6)		
순이익	6.7	0.5	(7.7)		

참고: K-IFRS 연결기준  
 자료: 심텍, 삼성증권

표 2. 연간 실적 추정 변경

(십억원)	Old		New		차이 (%)	
	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
매출액	656.6	757.6	663.8	782.3	1.1	3.3
영업이익	11.6	55.8	13.7	61.2	18.4	9.6
세전이익	(1.4)	50.2	1.0	55.1	n/a	9.7
순이익	(4.0)	40.2	1.6	44.1	n/a	9.7

참고: K-IFRS 연결기준  
 자료: 삼성증권 추정

표 3. 목표주가 산정

(원)	2015-16E
평균 EPS	1,637
Target P/E (배)	10
적정 가치	16,372
목표주가	16,000
현 주가	11,700
상승 여력 (%)	36.8%

자료: 삼성증권 추정

표 4. 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2013E	2014E	2015E
매출액	145.2	162.4	167.9	188.4	170.2	192.1	206.3	213.7	526.3	663.8	782.3
Module PCB	49.4	55.4	56.3	69.2	62.5	65.4	66.8	68.3	166.3	230.3	263.0
Package substrate	89.4	99.8	106.4	112.6	102.9	120.2	132.3	139.8	340.0	408.2	495.2
Build-up / NX	2.7	4.4	3.0	5.1	3.1	4.3	5.1	3.7	13.7	15.2	16.2
영업이익	(7.1)	3.6	4.8	12.3	4.4	14.1	19.8	22.9	(33.4)	13.7	61.2
세전이익	(10.7)	(1.4)	2.0	11.1	2.8	12.5	18.3	21.5	(34.4)	1.0	55.1
순이익	(9.7)	(2.1)	0.8	12.7	2.2	10.0	14.6	17.2	(34.9)	1.6	44.1
<b>이익률 (%)</b>											
영업이익	(4.9)	2.2	2.9	6.5	2.6	7.3	9.6	10.7	(6.4)	2.1	7.8
세전이익	(7.4)	(0.9)	1.2	5.9	1.6	6.5	8.9	10.1	(6.5)	0.1	7.0
순이익	(6.7)	(1.3)	0.5	6.7	1.3	5.2	7.1	8.0	(6.6)	0.2	5.6

참고: K-IFRS 연결기준  
 자료: 심텍, 삼성증권 추정

표 5. 기업분할 결정 개요

항목	내용 및 일정
분할 종류	물적 분할 (분할신설회사가 사업부문 역할)
분할 비율	분할준속회사 : 분할신설회사 = 46 : 54
이사회 결의일	2015년 2월 23일
분할기일	2015년 7월 1일
매매거래정지 예정기간	2015년 6월 29일 - 8월 6일
신주의 상장예정일	2015년 8월 7일

자료: 심텍, 삼성증권

표 6. 주요 기업 분할 공시일 기준 시가총액 수익률 추이(2013년~)

기존회사	공시일	거래정지전 영업일	거래재개일	공시 3개월 전	분할공시일	마지막 거래일*	거래재개일**	거래재개후 3개월**
대한항공	2012년 12월 21일	2012년 12월 21일	2013년 12월 16일	7.9	0.0	(31.6)	(17.0)	(32.0)
아세아시멘트	2013년 2월 5일	2013년 2월 5일	2014년 2월 5일	(13.0)	0.0	31.1	27.5	41.8
종근당	2013년 4월 1일	2013년 4월 1일	2014년 3월 7일	(2.5)	0.0	40.1	14.8	19.5
한일이화	2013년 7월 1일	2013년 7월 1일	2014년 11월 7일	(27.1)	0.0	15.9	22.0	(8.4)
코스맥스	2013년 7월 24일	2013년 7월 24일	2014년 7월 7일	0.2	0.0	25.4	30.0	70.6
만도	2014년 1월 6일	2014년 1월 6일	2015년 1월 5일	(8.9)	0.0	1.5	(3.5)	1.3
동양기전	2014년 4월 4일	2014년 4월 4일	2015년 2월 23일	1.0	0.0	(25.5)	(22.2)	(17.1)
한솔제지	2014년 5월 8일	2014년 5월 8일	2015년 2월 23일	(18.3)	0.0	(20.5)	(19.1)	(5.2)
덕산하이메탈	2014년 5월 30일	2014년 5월 30일	2015년 2월 23일	3.1	0.0	(30.3)	(1.5)	(14.4)
골프존	2014년 7월 17일	2014년 7월 17일		(19.0)	0.0			
엑토스소프트	2014년 10월 16일	2014년 10월 16일		(3.9)	0.0			

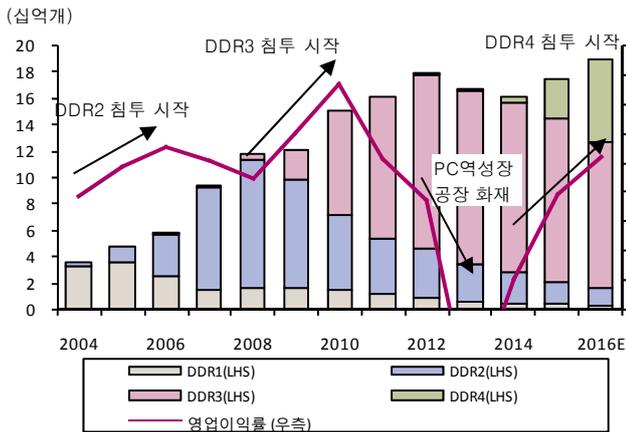
참고: \*기존회사

\*\*지주회사+사업회사 시가총액 합산

\*\*\*3개월이 안될시 15년 2월 23일 시가총액 합산(동양기전/디와이, 한솔제지, 덕산하이메탈)

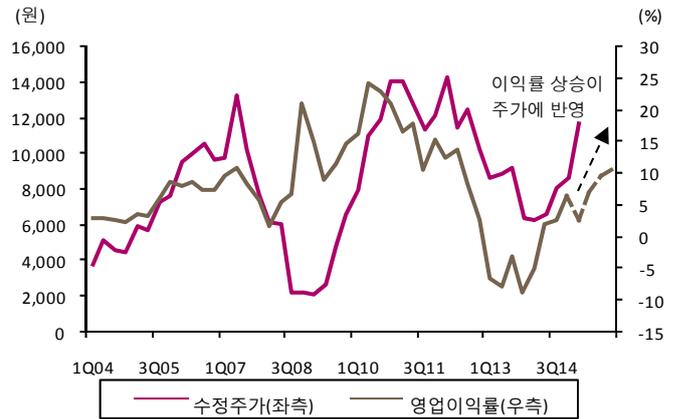
자료: 삼성증권

그림 7. DRAM 기술 이동과 심텍의 영업이익률 비교



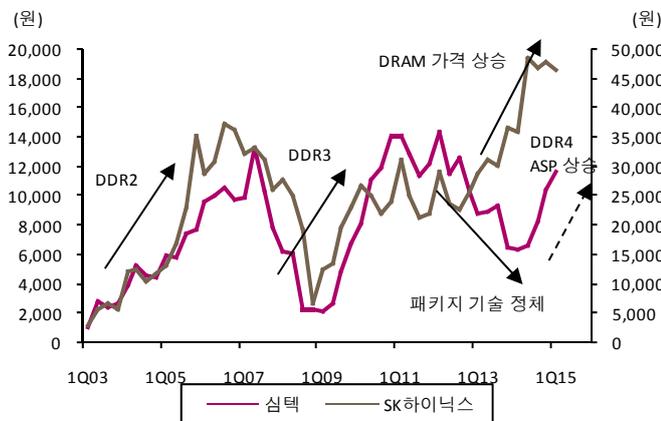
자료: 삼성증권

그림 8. 심텍 주가와 영업이익률 비교



자료: 삼성증권

그림 9. 심텍과 하이닉스의 주가 비교



자료: 심텍, 삼성증권

그림 10. 주가와 12개월 forward P/E 비교



자료: WiseFn, 삼성증권

**포괄손익계산서**

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>매출액</b>	<b>631</b>	<b>526</b>	<b>664</b>	<b>782</b>	<b>852</b>
매출원가	542	520	606	670	709
<b>매출총이익</b>	<b>90</b>	<b>6</b>	<b>58</b>	<b>112</b>	<b>143</b>
(매출총이익률, %)	14.2	1.2	8.7	14.3	16.8
판매 및 일반관리비	43	40	44	51	55
<b>영업이익</b>	<b>47</b>	<b>(33)</b>	<b>14</b>	<b>61</b>	<b>88</b>
(영업이익률, %)	7.4	(6.4)	2.1	7.8	10.3
순금융이익	(7)	(9)	(11)	(10)	(10)
순외환이익	0	0	4	4	4
순지분법이익	(4)	(1)	0	0	0
기타	(7)	7	(6)	0	(1)
<b>세전이익</b>	<b>29</b>	<b>(36)</b>	<b>1</b>	<b>55</b>	<b>82</b>
법인세	9	(8)	(1)	11	16
(법인세율, %)	30.8	22.8	(66.9)	20.0	20.0
순이익	20	(28)	2	44	65
(순이익률, %)	3.1	(5.2)	0.2	5.6	7.7
<b>영업순이익*</b>	<b>21</b>	<b>(28)</b>	<b>2</b>	<b>44</b>	<b>65</b>
(영업순이익률, %)	3.3	(5.3)	0.2	5.6	7.7
EBITDA	68	10	56	107	133
(EBITDA 이익률, %)	10.8	1.9	8.4	13.7	15.6
EPS (원)	634	(858)	50	1,320	1,955
수정 EPS (원)**	664	(863)	50	1,320	1,955
주당배당금 (보통, 원)	200	0	0	200	300
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	32.6	0.0	0.0	15.1	15.3

**현금흐름표**

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>73</b>	<b>10</b>	<b>40</b>	<b>78</b>	<b>106</b>
순이익	20	(28)	2	44	65
유·무형자산 상각비	33	37	44	42	42
순외환관련손실 (이익)	(0)	(2)	(4)	(4)	(4)
지분법평가손실 (이익)	4	1	0	0	0
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>87</b>	<b>41</b>	<b>54</b>	<b>108</b>	<b>110</b>
순운전자본감소 (증가)	(7)	(20)	(18)	(14)	(7)
기타	0	(5)	(0)	(0)	0
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(68)</b>	<b>(108)</b>	<b>(24)</b>	<b>(28)</b>	<b>(47)</b>
설비투자	(62)	(69)	(30)	(30)	(50)
Free cash flow	11	(59)	10	48	56
투자자산의 감소(증가)	(6)	(45)	1	(0)	(1)
(배당금***)					
기타	(0)	6	5	3	4
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>29</b>	<b>46</b>	<b>(9)</b>	<b>(18)</b>	<b>(28)</b>
차입금의 증가(감소)	16	52	7	(8)	(7)
자본금의 증가(감소)	17	0	1	0	0
배당금	(6)	(6)	0	0	(7)
기타	2	0	(17)	(10)	(14)
<b>현금증감</b>	<b>35</b>	<b>(52)</b>	<b>6</b>	<b>32</b>	<b>31</b>
기말현금	21	56	4	10	42
기말현금	56	4	10	42	73

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
<b>유동자산</b>	<b>202</b>	<b>135</b>	<b>167</b>	<b>226</b>	<b>272</b>
현금 및 현금등가물	55	4	10	42	73
매출채권	42	42	53	62	68
재고자산	76	80	95	110	118
기타	29	9	10	12	13
<b>비유동자산</b>	<b>302</b>	<b>432</b>	<b>416</b>	<b>404</b>	<b>413</b>
투자자산	19	10	9	9	10
(지분법증권)	8	1	1	1	1
유형자산	248	363	351	340	349
무형자산	5	35	34	34	33
기타	29	25	22	21	20
<b>자산총계</b>	<b>504</b>	<b>566</b>	<b>583</b>	<b>630</b>	<b>685</b>
<b>유동부채</b>	<b>169</b>	<b>292</b>	<b>307</b>	<b>311</b>	<b>310</b>
매입채무	46	52	60	71	77
단기차입금	65	144	151	143	136
기타 유동부채	58	96	96	96	96
<b>비유동부채</b>	<b>127</b>	<b>102</b>	<b>102</b>	<b>101</b>	<b>101</b>
사채 및 장기차입금	114	88	88	88	88
기타 장기부채	13	14	14	13	13
<b>부채총계</b>	<b>295</b>	<b>395</b>	<b>409</b>	<b>412</b>	<b>411</b>
자본금	16	16	17	17	17
자본잉여금	101	101	101	101	101
이익잉여금	93	60	61	105	161
기타	(2)	(6)	(6)	(6)	(6)
<b>자본총계</b>	<b>209</b>	<b>172</b>	<b>174</b>	<b>218</b>	<b>273</b>
순부채	123	228	229	189	151
주당장부가치 (원)	6,341	4,263	4,173	5,508	7,176

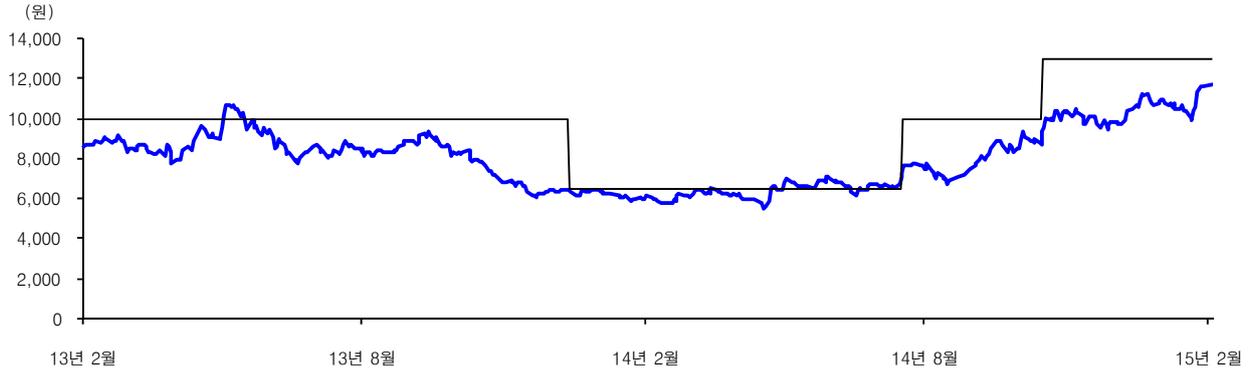
**재무비율 및 주당지표**

12월 31일 기준	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	2.9	(16.7)	26.1	17.8	9.0
영업이익	(25.6)	적전	흑전	347.1	44.2
세전이익	(45.7)	적전	흑전	5,567.5	48.1
순이익	(53.7)	적전	흑전	2,616.8	48.1
영업순이익*	(50.5)	적전	흑전	2,616.8	48.1
EBITDA	(28.1)	적전	흑전	455.5	92.9
수정 EPS**	(53)	적전	흑전	2,525	48
<b>비율 및 회전</b>					
ROE (%)	10.3	(14.5)	0.9	22.5	26.5
ROA (%)	4.1	(5.1)	0.3	7.3	9.9
ROIC (%)	9.7	(6.5)	5.7	12.0	16.6
순부채비율 (%)	59.0	132.6	131.5	86.6	55.2
이자보상배율 (배)	5.0	(3.1)	1.1	6.2	9.3
매출채권 회수기간 (일)	27.3	29.1	26.2	26.9	27.9
매입채무 결제기간 (일)	24.4	34.0	31.0	30.7	31.8
재고자산 보유기간 (일)	41.3	53.9	48.0	47.8	48.9
<b>Valuations (배)</b>					
P/E	18.0	(13.6)	232.7	8.9	6.0
P/B	1.9	2.7	2.8	2.1	1.6
EV/EBITDA	7.2	61.8	11.1	5.4	4.1
EV/EBIT	13.9	(22.8)	51.0	8.9	5.9
배당수익률 (보통, %)	1.7	0.0	0.0	1.7	2.6

■ Compliance Notice

- 당사는 2월 23일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 2월 23일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2월 23일 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	2013/3/6	2014/1/2	8/7	11/6	2015/2/24
투자 의견	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY
TP (원)	10,000	6,500	10,000	13,000	16,000

• 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