

2015. 11. 11

# Company Update



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

## 심텍 (222800)

### 산업 환경 악화가 주가에 반영되는 중

- \* 3Q15의 영업이익률은 3.9%로 분사 전 2Q15 3.4%에 비해 상승했으나, product mix 악화로 인해당초 가이던스(7%)를 하회.
- \* 4Q15의 이익 상승 추세 지속되나 성장 모멘텀 제한적 예상.
- \* 업황은 부진하나 경쟁사 대비 낮은 밸류에이션에 관심.

#### WHAT'S THE STORY

**3Q15 review- 제품 믹스 악화로 인한 이익률 기대 하회:** 동사의 3Q15 매출액과 영업이익은 각각 1,872억원과 74억원을 기록하였다. 매출액은 예상에 부합하나 영업이익률은 기대를 하회하였다. 가장 큰 이유는 product mix 악화 때문이다. 동사의 주력 성장 동력인 서버와 SSD용 모듈 PCB, MCP와 FC-CSP는 감소한 반면 PC향 모듈 PCB와 BOC 매출이 회복하였다. 이에 따라 ASP는 하락한 것으로 보인다.

**4Q15 실적 전망- 이익 상승 추세 지속되나 성장 모멘텀 제한적:** 동사는 4Q15 전망을 매출 2,000억원과 영업이익률 7%로 공시하였다. 3Q15의 재고 조정으로 인한 매출 감소는 정상화되나 성장 모멘텀은 제한적인 것으로 판단된다. 다만 product mix가 개선되면서 영업이익률은 추가 상승할 것으로 판단된다.

**시장 성장 둔화로 인한センチメント 악화:** 스마트폰의 성장이 둔화되고, PC와 서버의 전망이 하향 조정되는 상황 속에서 투자자들은 패키지 셋업 업체들의 경쟁 격화를 우려하고 있다. 동사 역시 이러한 산업センチメント에서 자유롭지는 못할 것으로 보인다.

**낮은 밸류에이션에 관심:** 2016년 P/E 컨센서스는 4.3배에 불과하며, 이는 동종 peer 멀티플 12.5배에 비해 크게 할인되어 있는 상황이다. 경쟁사와 실적 방향성이 차별화될 때 낮은 P/E 멀티플이 부각될 가능성이 있다. 모바일과 PC에서 DDR4 빌드업이 시작되는 1Q16가 좋은 기회이다.

#### 3분기 실적 요약

(십억원)	3Q15	2Q15	3Q14	q-q	y-y
매출액	187.2	186.0	167.9	0.6	11.5
영업이익	7.4	6.3	4.8	17.0	54.6
세전이익	3.0	n/a	2.0	n/a	51.9
순이익	2.3	n/a	0.8	n/a	200.0
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	4.0	3.4	2.9		
세전이익	1.6	n/a	1.2		
순이익	1.2	n/a	0.5		

참고: 2Q15와 3Q14의 매출과 이익은 비교 편의를 위해 인적분할 이전 사업부 실적 차용.

자료: 삼성증권

#### AT A GLANCE

NOT RATED

목표주가	n/a
현재주가	7,470원
시가총액	1,639.3억원
Shares (100)	21,945,415주 (61.9%)
52 주 최저/최고	7,470원/13,650원
60 일-평균거래대금	46.8억원

#### ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
심텍 (%)	-33.3	0.0	0.0
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-31.4	0.0	0.0

#### KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	0	0	
목표주가	n/a	n/a	n/a
2015E EPS	0	n/a	n/a
2016E EPS	0	n/a	n/a

#### SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	16,500
Recommendation	4.5

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

**3Q review: 제품 믹스 악화로 인한 이익률 기대 하회**

동사의 3Q15 매출액과 영업이익은 각각 1,872억원과 74억원을 기록하였다. 매출액은 예상에 부합하나 영업이익률은 기대를 하회하였다. 가장 큰 이유는 product mix 악화 때문이다. 동사의 주력 성장 동력인 서버와 SSD용 모듈 PCB, MCP와 FC-CSP는 감소한 반면 PC용 모듈 PCB와 BOC 매출이 회복하였다. 이에 따라 ASP는 하락한 것으로 보인다.

- 심텍홀딩스와 심텍 신설회사의 인적 분할을 고려하지 않고 사업부 실적만으로 비교한다면, 3Q15의 심텍 청주공장과 중국 시안공장 (신태전자) 연결 매출액과 영업이익은 전분기대비 각각 2%, 45% 상승한 1,900억원과 90억원 수준이다. 이익률의 상승은 반갑지만, 상승폭은 8월 7일 회사의 전망 공시 (매출 약 2,000 억원과 영업이익 약 140억원)에는 미치지 못한다. 이에 따라 4Q15에 대한 회사의 공식 전망도 매출액 2,100 억원과 영업이익률 11%에서 2,000억원과 7% 영업이익률로 하향 조정하였다.
- 서버와 SSD용 모듈 PCB의 매출 하락은 고객사의 재고 조정 때문이다. Gartner의 11월 SSD 전망을 보면, 8월 추정 대비 2015년 SSD 출하량과 서버 출하량 추정치를 각각 4.5%, 1.7% 하향하였다. 결국 PC와 서버 시장의 3Q15 부진이 고객사의 눈높이를 낮추며 재고 조정을 일으켰다고 판단한다. 다만, 2015년 SSD침투율 가정을 8월 23%에서 11월 25%로 상향 조정할 것을 보면 migration 속도는 오히려 빨라지고 있다. 따라서 재고조정 이후 4Q15부터 모듈 PCB 매출은 정상화될 수 있을 것으로 전망한다.
- MCP의 매출 부진은 수요 부진과 고객사의 일시적인 제품 로드맵 지연, 경쟁 격화가 복합적으로 작용한 것으로 판단한다. 특히 최근 SK하이닉스의 CSP 시장에서 경쟁사의 공격적인 마케팅이 감지되고 있다는 점은 동사에게 부정적이다. 다만 모바일디램 시장에서 동사의 제품 경쟁력이 높은 LPDDR4 기술 채용이 본격적으로 시작되며 2016년 상반기에는 동사에 유리한 환경이 전개될 가능성이 높다고 생각된다.
- FC-CSP 매출 부진은 중화 고객사의 재고 조정에 의한 것으로 추정된다. 그러나 당사는 중화 고객사 물동량 회복의 폭이 당분간 제한적일 것으로 판단된다.
- 서버와 모바일에 이어서 PC 어플리케이션에서 DDR4의 도입이 시작되었다. 아직 비중은 크지 않지만 1Q16부터 본격화될 것이다.
- 심텍홀딩스와 심텍 사업 회사의 인적 분할 이후 심텍홀딩스와 대주주의 지분 변동은 일단락되었다. 심텍 홀딩스 체제 이전 대주주 지분율 25.7%에서 향후에는 대주주가 심텍홀딩스를 56% 소유하고, 심텍홀딩스가 심텍을 43% 소유하는 구조가 완성되었다. 이제 지분 변동으로 인한 투자자의 혼란은 없을 것으로 보인다.

**4Q15 실적 전망: 이익 상승 추세 지속되나 성장 모멘텀 제한적**

동사는 4Q15 전망을 매출 2,000억원과 영업이익률 7%로 공시하였다. 3Q15의 재고 조정으로 인한 매출 감소는 정상화되나 성장 모멘텀은 제한적인 것으로 판단된다. 다만 product mix가 개선되면서 영업이익률은 추가 상승할 것으로 판단된다.

- 매출 부진의 주요 이유는 수요 부진 때문이며, 4분기에도 상황은 크게 달라지지 않을 것이다. 연초의 계절적 매출 정체로 인해 이익 모멘텀이 단기적으로 부각될 가능성은 낮아 보인다.
- 9월에 나타난 고객사들의 재고 조정은 일시적인 것으로 4Q에는 수요가 정상적으로 회복될 수 있다. 이는 2Q16에 이르기까지 단계적인 이익 회복의 가능성이 높아짐을 의미한다. 회복의 폭은 제한적이지만 연속적인 이익 증가의 방향성은 위안거리이다.

**업황: 업황은 부진하나 동사의 포지션은 차별화**

스마트폰의 성장이 둔화되고, PC와 서버의 전망이 하향 조정되는 상황 속에서 투자자들은 패키지 셋업 업체들의 경쟁 격화를 우려하고 있다. 동사 역시 이러한 산업センチメント에서 자유롭지는 못할 것으로 보인다.

다만, 선도 업체들과 상황은 다르다.

- 경쟁사들은 FC-CSP 위주에서 CSP와 MCP로 확대되며 product mix가 악화되고 있으나 동사는 FC-CSP와 DDR4 관련 제품들로 mix가 개선되고 있다.
- FC-CSP의 고객이 미주 고객사보다는 중화권 고객사 위주로 구성되어 있어 장기적으로 유리한 위치이다.
- 글로벌 3대 메모리 업체에 고르게 매출이 발생하여 매출 변동성이 낮다. 특히 마이크론 내 높은 점유율은 다른 한국 반도체 부품 업체들과 차별되는 점이다.

**기술의 변화 업데이트**

당초 패키지 셋업 업체들의 부가가치 창출이 예상되었던 TSV 기술은 원가 문제로 인하여 도입이 지연되는 한편, 대만 파운드리 업체 TSMC의 Integrated Fan Out (InFO) 기술이 관심을 받고 있다. 이 기술은 패키지의 부가가치가 크지 않은 것으로 알려져 있다. 이 기술 자체는 도입까지의 시간도 오래 걸리고 비중도 크지 않을 것으로 예상되지만, 투자자들의 과도한 우려는 관련 주식들의 멀티플 하락으로 이어지고 있다.

반면 두께나 편의성을 위해 HDI기판이 SIP로 대체되는 기술 변화는 HDI는 생산하지 않고 SIP를 생산하는 동사에게 유리한 기술 변화이다. 이 역시 변화 속도 자체는 빠르지 않을 것으로 예상된다.

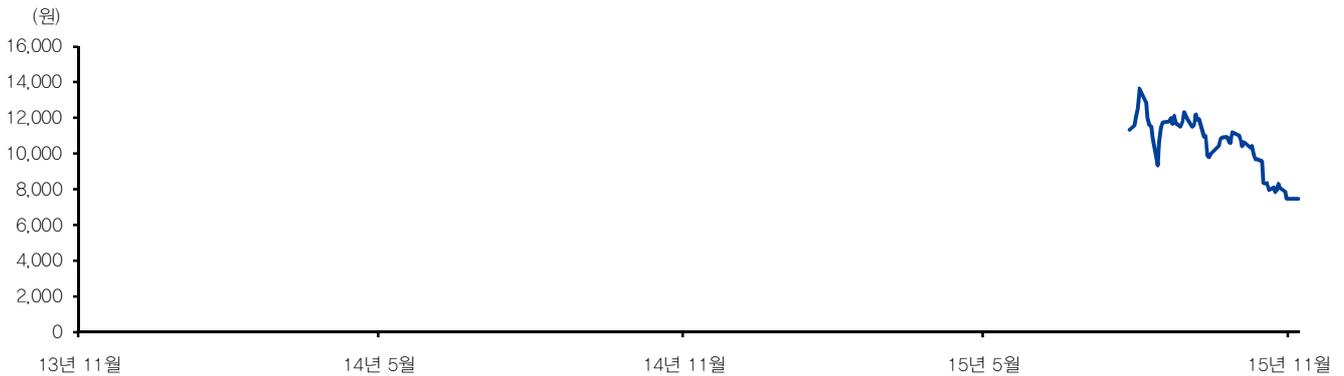
**낮은 밸류에이션에 관심**

2016년 P/E 컨센서스는 4.3배에 불과하며, 이는 동종 peer 멀티플 12.5배에 비해 크게 할인되어 있는 상황이다. 경쟁사와 실적 방향성이 차별화될 때 낮은 P/E 멀티플이 부각될 수 있을 것이다. 모바일과 PC에서 DDR4 빌드업이 시작되는 1Q16가 좋은 기회이다.

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 11월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 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.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자 2015/11/11  
 투자의견 Not Rated  
 TP (원) n/a

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

기업	산업
<b>BUY★★★★ (매수★★★★)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준 <b>BUY (매수)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30% <b>HOLD (중립)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외 <b>SELL (매도)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30% <b>SELL★★★★ (매도★★★★)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하	<b>OVERWEIGHT(비중확대)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 <b>NEUTRAL(중립)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상 <b>UNDERWEIGHT(비중축소)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2015년 9월 30일 기준

매수 (71.8%) | 중립 (28.2%) | 매도 (0%)