

강태신 02) 3777-8071
taeshini@kbsec.co.kr
한유정 02) 3777-9029
yujunghan@kbsec.co.kr

심텍 (222800)

기업 코멘트

투자의견 **BUY (Initiation)**

목표주가 14,000원 (Initiation)

Upside / Downside (%)	25.0
현재가 (11/25, 원)	11,200
Consensus target price (원)	n/a
Difference from consensus (%)	n/a

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2015	2016E	2017E
매출액 (십억원)	395	800	830
영업이익 (십억원)	19	37	47
순이익 (십억원)	10	27	31
EPS (원)	502	1,242	1,427
증감률 (%)	n/a	147.5	14.9
PER (X)	13.1	9.0	7.8
EV/EBITDA (X)	7.8	5.0	4.4
PBR (X)	1.1	1.7	1.5
ROE (%)	n/a	16.8	17.1
배당수익률 (%)	4.0	2.3	2.3

Performance



Trading Data

시가총액 (십억원)	246
유통주식수 (백만주)	12
Free Float (%)	56.9
52주 최고/최저 (원)	11,200 / 5,530
거래대금 (3M, 십억원)	4
외국인 소Initiation분율 (%)	11.4
주요주주 지분율 (%)	심텍홀딩스의 2인
	43.1

자료: Fnguide, KB투자증권

반도체 물량 증가 수혜, 낮은 PSR

- ✓ 반도체용 PCB 생산 업체, 텐어라운드 지속 중
- ✓ 중저가 포지셔닝을 통한 중국향 FC-CSP 매출에 주목
- ✓ 투자의견 매수, 목표주가 14,000원으로 커버리지 개시

▶ 반도체용 PCB 생산업체, 텐어라운드 지속 중

반도체용 PCB 특화 전문기업. 사업부는 크게 Module PCB와 Package Substrate로 나뉜다. Module PCB는 메인보드 개념으로 전자제품의 본체에 해당하는 PCB이며, 적용되는 어플리케이션의 형태에 따라 나누게 된다. Package Substrate은 각종 반도체 칩에 직접 부착되어 전자제품 본체와 연결되는 사업부이다. 2013년 화재 이후 모바일 성장 둔화를 포함하는 전방시장 악재로 인해 형성된 저점 구간을 탈피하는 중이다.

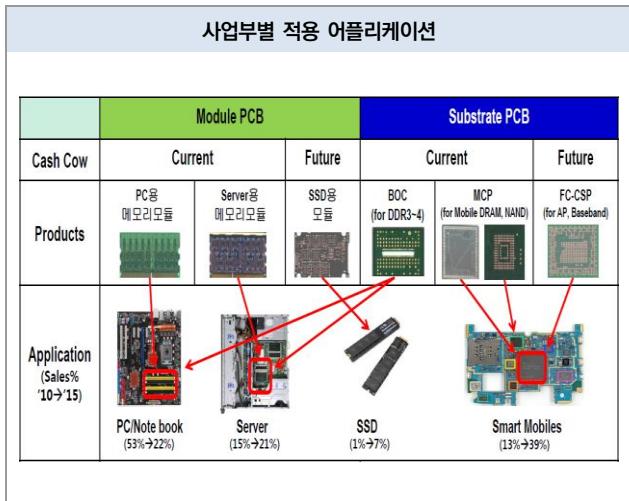
▶ 중저가 포지셔닝을 통한 중국향 FC-CSP 매출에 주목

중화권 모바일용 중저가 FC-CSP의 수요에 주목한다. 경쟁사 대비 중저가 포지션에 속하기에 중국 스마트폰 업체들의 스펙 경쟁 속에서 심텍 FC-CSP의 적용 비율은 구조적으로 상승할 것으로 예측된다. MCP 역시 동일한 이유로 지속 상승을 예상한다. 상위 스마트폰 업체의 M/S가 정체되는 구간 속에서 중화권 파트너쉽을 통한 성장은 텐어라운드를 가속화시킬 수 있을 것이다. 저PSR 주식임을 감안할 때 향후 안정적인 주가 상승 가능성이 높아 보인다.

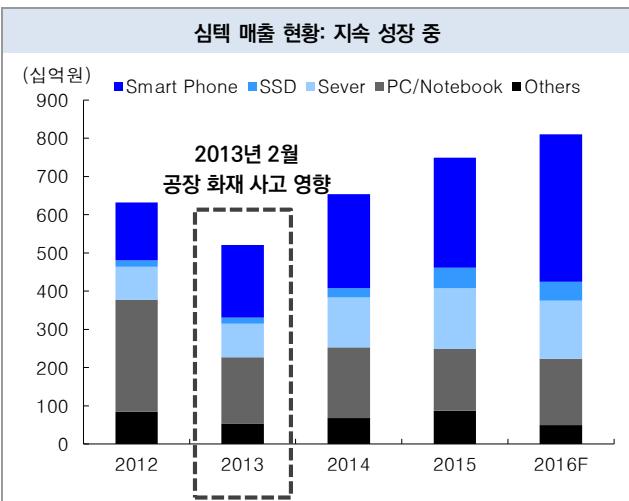
▶ 투자의견 매수, 목표주가 14,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 14,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 KB투자증권 추정 2017년 EPS 1,400원에 Target PER 10X를 적용하였다. 현재 좋은 포지셔닝으로 세일즈 믹스 개선을 통한 텐어라운드가 진행되고 있는 상황이라고 판단하기에 안정적이고 지속적인 실적 호조세를 예상한다.

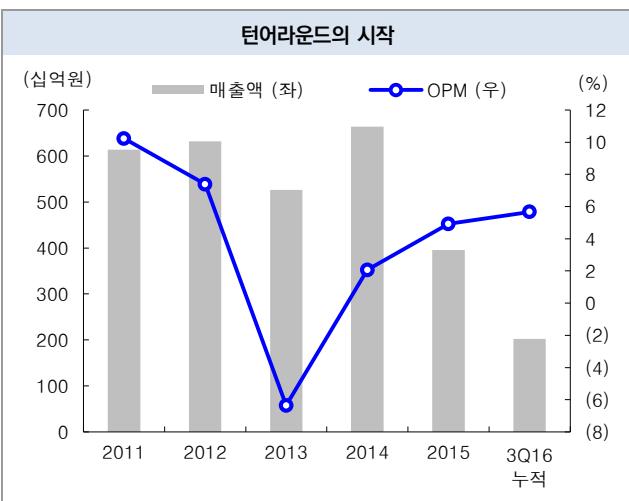
Focus Charts



자료: 심텍, KB투자증권



자료: 심텍, KB투자증권



자료: 심텍, KB투자증권

- 심텍의 주요 제품 구성
- 모듈 PCB는 일종의 마더보드 개념으로 디바이스 안에서 일정 부분의 칩들 (반도체를 메인으로 하는)의 모음판이 되는 PCB임. 반도체용 중 전통적인 의미의 PCB와 가까운 형태로 전방은 PC/서버/SSD 등임
- Substrate PCB는 반도체를 올리기 위한 발판으로 이해 할 수 있음. 칩의 전기적인 신호를 전자제품이 본체에 연결해 주는 역할을 함. 적용 어플리케이션은 모바일 DRAM, NAND/AP, 베이스밴드/DDR4 등으로 현재 심텍의 주요 사업부임

- 2013년 화재 이후 심텍은 지속적인 성장을 이어오고 있음
- FC-CSP는 중저가 중국 고객사와 손잡은 것이 성장의 포인트. 현재 고가 거래선인 삼성 및 애플의 경우 성장의 한계를 맞아 거래처들의 물량 정체기이나, 중국 로컬용 MCP를 공급하고 있는 심텍의 경우는 중화권 모바일 성장에 맞춰 중저가 시장 포지셔닝이 안전하게 이루어지는 모습임
- MCP의 경우 시장 성장의 과실을 수확하고 있는 모습임. 과점화된 시장 속에서 중저가에 포진해 있는 심텍의 가격경쟁력이 상대적인 고성장을 시현할 수 있는 원동력으로 보임

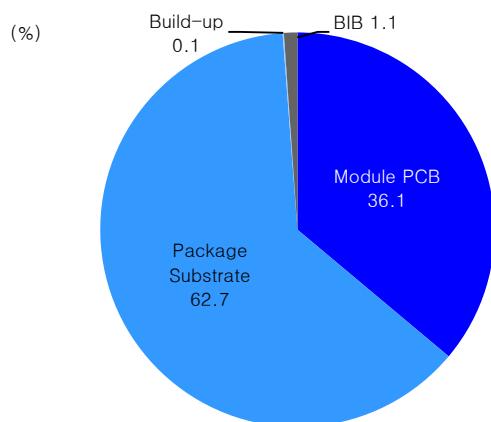
- 턴어라운드의 지속은 실적에서 찾을 수 있음
- 세일즈 믹스의 개선에 따른 매출 및 수익성의 증가는 마진율 추이를 통해 확인 가능함. 고성장이 끝난 상황에서 턴어라운드의 특징은 가동률의 상승과 함께 급격한 마진 스프레드의 상승을 동반함. 현재 저마진 상태인 심텍은 향후 정상마진 궤도에 오를 때 까지 시간이 남은 것으로 파악됨

기업 분석 및 투자 전략

1. 기업개요

반도체용 PCB 특화 전문기업. 사업부는 크게 Module PCB와 Package Substrate로 나뉜다. Module PCB는 메인보드 개념으로 전자제품의 본체에 해당하는 PCB로, 적용되는 어플리케이션의 형태에 따라 나뉘게 된다. Package Substrate는 각종 반도체 칩에 직접 부착되어 전자제품 본체와 연결되는 사업부이다. 매출액 비중은 3Q16 누적 기준 Module PCB 36.1%, Package Substrate 62.7%, 기타 1.2% 수준이다.

그림 9. 3Q16 누적 매출액 비중



자료: 심텍, KB투자증권

그림 10. 심텍 주주현황

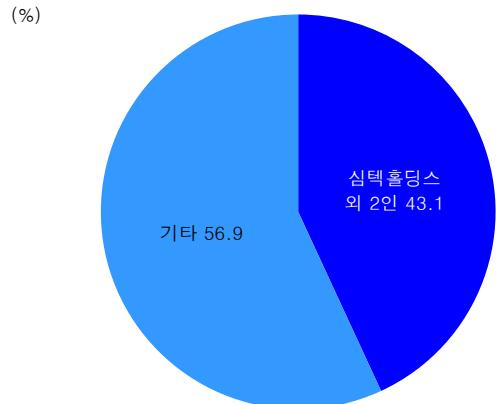
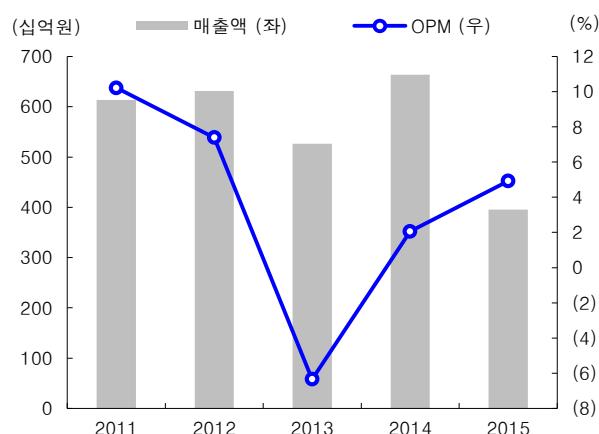
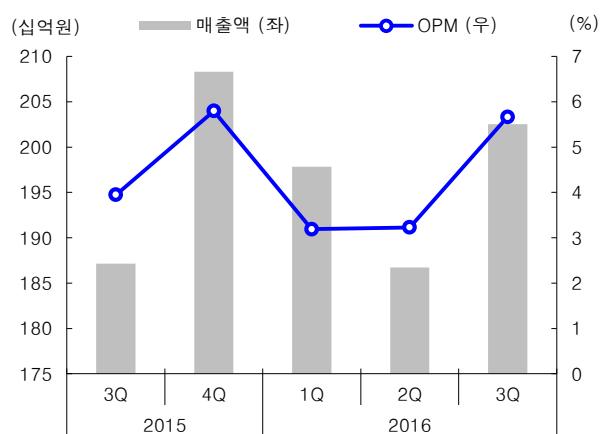
자료: 심텍, KB투자증권
주: 3분기 분기보고서 기준

그림 11. 연간 실적 추이



자료: 심텍, KB투자증권

그림 12. 분기 실적 추이



자료: 심텍, KB투자증권

2. 투자포인트

1) 반도체 호황기: 해당 PCB 물량 증가 수혜

다음은 사업부별 제품 구분이다.

- ① Module PCB: 기존 사업부로 현재 저마진 상태, PC Memory Module PCB, Server Memory Module PCB, SSD Module PCB, 기타로 나뉨
- ② Substrate: MCP (Mobile DRAM, Embedded NAND), FC-CSP (AP, B/B), 기타로 나뉨

사업부 구분에서 보여지듯, 현재 심텍의 이익을 책임지는 사업부는 Substrate이다. Module PCB에 해당하는 어플리케이션 시장의 성장 한계가 눈에 보이는 상황에서 심텍의 성장은 1) 중화권 고객향 매출 증가를 통한 FC-CSP의 M/S 증가와 2) 가동률 상승을 통한 정상 마진 회복에 있다. 업황의 저점을 지나 세일즈 믹스 개선을 통한 텐어라운드 스토리를 기대하는 것이다.

2) 전략의 성공: 가동률 상승을 통한 정상화

심텍 Substrate의 약점은 글로벌 양대 스마트폰 회사로의 FC-CSP 진입이 되지 않았다는 것 이었다. 이는 현재 모바일 기기 성장 정체상황, 특히 갤럭시 노트 7 단종 상태에서 두드러진다. 타 부품사들의 저조한 실적 속에서 심텍은 다시 한 번 시장 기대치를 넘어서는 호실적을 보이고 있다. 이유는 중저가 포지션 내에서의 전략의 성공으로 보여진다. 중화권 업체와의 코 웍을 통한 지속적인 물량 상승은 현재 중국 모바일 시장의 구조적인 스토리이기에 상당기간 지속될 가능성이 높아 보인다.

여기서 MCP의 경우 모바일 모델 증가를 통해 지속적인 상승세를 이어가고 있는 것 역시 고무적이다. 과점 시장, 크지 않은 제품 간 성능차이 등을 고려할 때, 현재 시장은 중저가 포지션인 심텍에게 유리한 상황임이 확실하다.

심텍의 투자 포인트는 이러한 텐어라운드 성장 스토리 속에서 PSR에 있다. 가동률 상승을 통한 정상화가 진행 될 경우, 낮은 PSR은 매력적인 투자 포인트로 다가올 것이다.

3. 실적추정 & 벨류에이션

KB투자증권 추정 2016년 연결기준 매출액 8,000억원, 영업이익 370억원을 제시한다. 2017년의 경우는 연결기준 매출액 8,300억원 (+3.8% YoY), 영업이익 470억원 (+27.0% YoY)을 제시한다.

표 3. 심텍 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
매출액 (연결)	187	208	198	187	203	213	200	200	210	220	395	800	830
Module PCB	63	76	78	64	65	70	68	65	73	78		277	284
Substrate	119	128	119	120	134	140	129	132	134	139		513	534
기타	5	4	1	3	3	3	3	3	3	3		10	12
영업이익	7	12	6	6	11	13	10	11	12	14		37	47
OPM (%)	3.9	5.8	3.2	3.2	5.7	6.1	5.0	5.5	5.7	6.4		4.6	5.7
순이익 (지배주주)	2	8	5	1	14	7	7	7	8	9		27	31
NPM (%)	1.2	3.9	2.3	0.5	7.1	3.3	3.5	3.5	3.8	4.1		3.4	3.7
성장률 (YoY, %)													
매출액 (연결)					8.2	2.3	1.1	7.1	3.7	3.3		102.4	3.8
영업이익					55.3	7.7	58.6	81.9	4.6	7.7			27.0
순이익 (지배주주)					531.5	(13.7)	51.7	644.5	(44.7)	28.6			14.7

자료: FnGuide, KB투자증권 추정

표 4. 심텍 목표주가 산정

항목	적정 가치 계산	비고
2017년 예상 EPS (원)	1,400	
적용 Multiple (X)	10.0	
목표주가 (원)	14,000	
현재주가 (원)	11200	2016년 11월 25일 종가 기준
상승여력 (%)	25.0	

자료: FnGuide, KB투자증권 추정

4. 전망 & 투자방향

심텍을 찾게 된 계기는 저PSR이었다. 여기에 반도체 물량이 증가되면서 일반 소재 중에서 물량에 비례할 수 있는 종목군 중 초기 상황에서 레버리지가 가장 높은 업체를 찾는 작업을 병행하였다. 그 교집합이 바로 심텍인 것이다. 텐어라운드 스토리가 진행되는 속에서 업황 및 전략적인 판단이 동시에 맞아 떨어질 경우 낮은 PSR은 좋은 투자포인트가 될 수 있다는 판단이다. 업종의 특성상 가동률에 따라 이익률의 변동 폭을 맞추기 힘들 수 있으나, 업황을 고려할 때 현재 정상화를 향해 가고 있는 마진률이 단기에 꺾이기는 어려울 것으로 보인다. 향후 안정적인 성장이 가능할 것이라 예측하며, KB투자증권 추정 2017년 EPS 1,400원을 기반으로 목표가 14,000원으로 커버리지를 개시한다.

손익계산서			(십억원)			재무상태표			(십억원)		
	2015	2016E	2017E		2015	2016E	2017E		2015	2016E	2017E
매출액	395	800	830	자산총계	548	578	611	유동자산	143	177	205
증감률 (YoY %)	적지	102.2	3.8	현금성자산	3	7	30	매출채권	55	69	72
매출원가	350	708	735	재고자산	84	99	102	기타	1	1	1
판매 및 일반관리비	26	55	49	비유동자산	405	401	407				
기타	(0)	(0)	0	투자자산	23	37	38				
영업이익	19	37	47	유형자산	354	338	341				
증감률 (YoY %)	적지	90.3	25.7	무형자산	28	26	27				
EBITDA	41	82	88	부채총계	393	407	415				
증감률 (YoY %)	적지	99.1	8.1	유동부채	290	294	300				
이자수익	0	0	0	매입채무	180	187	194				
이자비용	4	8	8	유동성이자부채	104	101	101				
지분법손익	0	15	29	기타	6	6	6				
기타	(3)	(11)	(31)	비유동부채	104	113	114				
세전계속사업손익	12	33	37	비유동이자부채	74	67	67				
증감률 (YoY %)	적지	170.9	11.5	기타	30	46	47				
법인세비용	2	6	5	자본총계	155	171	196				
당기순이익	10	27	31	자본금	11	11	11				
증감률 (YoY %)	적지	162.2	14.5	자본잉여금	137	18	18				
순손익의 귀속				이익잉여금	7	149	174				
지배주주	10	27	31	자본조정	(1)	(7)	(7)				
비지배주주	0	0	0	지배주주지분	155	171	196				
이익률 (%)				순차입금	175	161	139				
영업이익률	4.9	4.6	5.6	이자지급성부채	178	168	168				
EBITDA마진	10.4	10.2	10.6								
세전이익률	3.1	4.1	4.4								
순이익률	2.6	3.4	3.8								

현금흐름표			(십억원)			주요 투자지표					
	2015	2016E	2017E		2015	2016E	2017E		2015	2016E	2017E
영업현금	66	49	46	Multiples (X, %, 원)							
당기순이익	10	27	31	PER	13.1	9.0	7.8				
자산상각비	22	45	42	PBR	1.1	1.7	1.5				
기타비현금성손익	11	5	(28)	PSR	0.3	0.3	0.3				
운전자본증감	23	(28)	1	EV/EBITDA	7.8	5.0	4.4				
매출채권감소 (증가)	9	(21)	(2)	배당수익률	4.0	2.3	2.3				
재고자산감소 (증가)	9	(16)	(3)	EPS	502	1,242	1,427				
매입채무증가 (감소)	14	16	6	BPS	5,753	6,577	7,704				
기타	(9)	(7)	0	SPS	19,075	36,443	37,836				
투자현금	(16)	(33)	(18)	DPS	260	260	260				
단기투자자산감소 (증가)	3	(0)	(0)	수익성지표 (%)							
장기투자증권감소 (증가)	0	7	29	ROA	n/a	4.9	5.3				
설비투자	(21)	(36)	(44)	ROE	n/a	16.8	17.1				
유무형자산감소 (증가)	(1)	(1)	(2)	ROIC	n/a	9.3	11.9				
재무현금	(47)	(12)	(6)	안정성지표 (% X)							
차입금증가 (감소)	(47)	(6)	0	부채비율	254.0	238.1	211.1				
자본증가 (감소)	0	(6)	(6)	순차입비율	112.9	94.2	70.6				
배당금지급	0	6	6	유동비율	49.5	60.1	68.1				
현금 증감	3	4	22	이자보상배율	4.6	4.5	6.0				
총현금흐름 (Gross CF)	43	77	45	활동성지표 (회)							
(-) 운전자본증가 (감소)	(45)	22	(1)	총자산회전율	n/a	1.4	1.4				
(-) 설비투자	21	36	44	매출채권회전율	n/a	12.9	11.8				
(+) 자산매각	(1)	(1)	(2)	재고자산회전율	n/a	8.8	8.3				
Free Cash Flow	66	17	0	자산/자본구조 (%)							
(-) 기타투자	0	(7)	(29)	투하자본	92.6	88.2	83.1				
영여현금	66	25	29	차입금	53.5	49.6	46.2				

자료: Fnguide, KB투자증권

주: EPS는 완전회식 EPS