

# 심텍

## 222800

Jan 04, 2017

Buy

유지

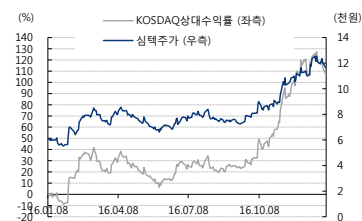
TP 15,000 원

상향

## Company Data

|                |           |
|----------------|-----------|
| 현재가(01/03)     | 12,000 원  |
| 액면가(원)         | 500 원     |
| 52 주 최고가(보통주)  | 12,550 원  |
| 52 주 최저가(보통주)  | 5,530 원   |
| KOSPI (01/03)  | 2,043.97p |
| KOSDAQ (01/03) | 636.57p   |
| 자본금            | 110 억원    |
| 시가총액           | 2,679 억원  |
| 발행주식수(보통주)     | 2,233 만주  |
| 발행주식수(우선주)     | 0 만주      |
| 평균거래량(60 일)    | 30.4 만주   |
| 평균거래대금(60 일)   | 36 억원     |
| 외국인자본(보통주)     | 16.57%    |
| 주요주주           |           |
| 심텍홀딩스 외 1 인    | 42.34%    |

## Price &amp; Relative Performance



| 주가수익률(%) | 1개월  | 6개월  | 12개월 |
|----------|------|------|------|
| 절대주가     | 3.6  | 49.4 | 77.9 |
| 상대주가     | -3.9 | 61.7 | 92.0 |



Mid-Small Cap 김갑호

3771-9734, kh1022@iprovest.com



## 5년 만에 분기 최대실적 예상

## 목표주가 30% 상향

심텍에 대한 목표주가를 15,000원으로 30% 상향, 투자의견 Buy 유지. 목표주가는 올해 예상 EPS대비 PER 10x 수준. 과거 실적추정에 대한 신뢰도가 높았던 시기 주가는 PER 10x 증반에서 거래됐던 것을 감안. 성수기 4/4분기 호실적에 대한 가시성이 높고, 외형이 고정비를 충분히 커버하는 수준까지 상승하면서 실적추정에 대한 신뢰도가 매우 높음

## 4Q16 실적, 2011년 이후 최대 분기 실적 전망

4/4분기 심텍의 연결기준 매출액은 2,153억원(+3.3%YoY), 영업이익은 150억원(+24.0%YoY, opm7.0%)을 전망. 이는 2011년 이후 분기 최대실적. FCCSP/MCP 등 수익성이 높은 모바일 substrate PCB 매출액이 전체 매출액의 절반수준까지 달할 것

2017년 연결 매출액은 8,583억원(+7.0%YoY), 영업이익은 489억원(+26.1%YoY, opm 5.8%) 전망. ① 고정비를 충분히 커버하는 수준까지 외형이 성장하면서 고정비 레버리지 효과 발생, ② 고수익성의 FCCSP/MCP/SSD 비중증가로 제품믹스 크게 개선. 지금부터는 소폭의 외형성장 만으로도 이익 증가율이 크게 나타나는 시기

FCCSP는 중화권의 저가 AP칩셋 수요가 여전히 강하고, MCP는 스마트폰 성장률이 둔화되어도 꾸준한 수요증가세가 이어지고 있음. 심텍의 모바일 매출 성장률이 시장 성장률보다 높아 M/S를 지속 확대해 나가고 있는 것을 알 수 있음. 올해는 낸드 수요가 폭발적으로 증가할 것으로 예상됨에 따라 SSD모듈 PCB의 가파른 성장세 예상

DDR3 BOC 및 모듈PCB는 이미 충분히 외형이 감소한 상태이고, DDR4제품군이 가세하면서 더 이상 하락할 것으로 보이지는 않음. 고정비 레버리지 효과와 제품믹스 개선으로 인한 수익성 증가효과가 겹쳐 나타나고 있기 때문에 올해 영업이익 500원 전후까지 증가하는 것은 어려움이 없어 보임

## Forecast earnings &amp; Valuation

| 12 결산(십억원)   | 2014.12 | 2015.12 | 2016.12E | 2017.12E | 2018.12E |
|--------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 매출액(십억원)     | 0       | 395     | 802      | 858      | 918      |
| YoY(%)       | NA      | NA      | 102.9    | 7.0      | 7.0      |
| 영업이익(십억원)    | 0       | 19      | 39       | 49       | 61       |
| OP 마진(%)     | 0.0     | 4.8     | 4.9      | 5.7      | 6.6      |
| 순이익(십억원)     | 0       | 10      | 28       | 35       | 46       |
| EPS(원)       | 0       | 1,000   | 1,249    | 1,580    | 2,054    |
| YoY(%)       | 0.0     | 0.0     | 24.9     | 26.5     | 30.0     |
| PER(배)       | 0.0     | 6.6     | 9.7      | 7.4      | 5.7      |
| PCR(배)       | 0.0     | 1.6     | 2.9      | 2.7      | 2.5      |
| PBR(배)       | 0.0     | 0.9     | 1.5      | 1.2      | 1.1      |
| EV/EBITDA(배) | 0.0     | 7.8     | 4.7      | 3.7      | 2.9      |
| ROE(%)       | 0.0     | 13.5    | 16.6     | 18.1     | 20.1     |

## 5년 만에 분기 최대실적 예상

### 목표주가 30% 상향

심택에 대한 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가를 15,000원으로 30% 상향한다. 목표주가는 올해 예상 EPS대비 PER 10x 수준이다. 과거 실적추정에 대한 신뢰도가 높았던 시기 동사의 주가는 PER 10x 중반에서 거래됐던 것을 감안할 필요가 있다. 성수기 4/4분기 호실적에 대한 가시성이 높고, 외형이 고정비를 충분히 커버하는 수준까지 상승하면서 실적추정에 대한 신뢰도가 매우 높다.

### 4Q16 실적, 2011년 이후 최대 분기 실적 전망

4/4분기 심택의 연결기준 매출액은 2,153억원(+3.3%YoY), 영업이익은 150억원(+24.0%YoY, opm7.0%)을 전망한다. 이는 2011년 이후 분기 최대실적이다. FCCSP/MCP 등 수익성이 높은 모바일 substrate PCB 매출액이 1,000억원을 넘어서면서 전체 매출액의 절반수준까지 달한 것으로 추정된다.

### 고정비 레버리지 효과, 제품믹스 개선

2017년 심택의 연결 매출액은 8,583억원(+7.0%YoY), 영업이익은 489억원(+26.1%YoY, opm5.8%)을 전망한다. 현재 동사의 실적은 매출액이 약 100억원 증가하면 영업이익은 약 20억원이 증가한다. 한계영업이익률이 20%에 이른다. 이는 ① 고정비를 충분히 커버하는 수준까지 외형이 성장하면서 고정비 레버리지 효과가 발생하고 있고, ② 고수익성의 FCCSP/MCP/SSD 비중이 높아지면서 제품믹스가 크게 개선되었기 때문이다. 지금부터는 소폭의 외형성장 만으로도 이익 증가율이 크게 나타나는 시기이다.

FCCSP는 중화권의 저가 AP칩셋 수요가 여전히 강하고, MCP는 스마트폰 성장률이 둔화되어도 꾸준한 수요증가세가 이어지고 있다. 특히 심택의 MCP 매출 성장률이 모바일D램 시장 성장률보다 높아 M/S를 지속 확대해 나가고 있는 것을 알 수 있다. 또한 올해는 낸드 수요가 폭발적으로 증가할 것으로 예상됨에 따라 동사의 SSD모듈 PCB의 가파른 성장세가 예상된다.

[도표 1] 한계 영업이익률 20%에 육박

(단위: 억원)

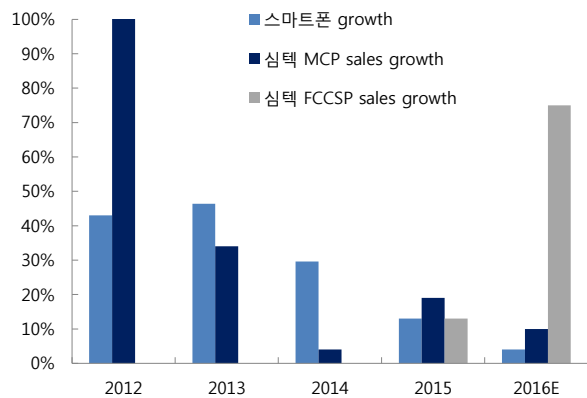
|                | 2013   | 2014  | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|----------------|--------|-------|------|------|-------|-------|
| Sales increase | -1,052 | 1,376 | 848  | 536  | 561   | 601   |
| OP increase    | -768   | 471   | 152  | 100  | 101   | 117   |
| Marginal OPM   | 73%    | 34%   | 18%  | 19%  | 18%   | 19%   |
| EBITDA         | 37     | 578   | 410  | 852  | 915   | 1,000 |
| Depreciation   | 361    | 429   | 371  | 441  | 410   | 382   |

자료: 교보증권 리서치센터

### 올해 영업이익 500억원 수준 충분

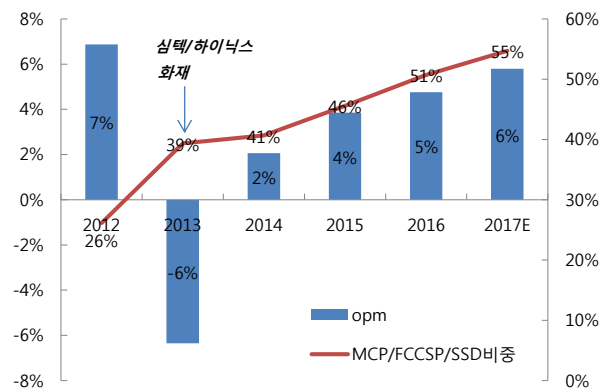
감소하고 있는 제품군은 DDR3관련 BOC 및 모듈PCB 인데, 이미 충분히 외형이 감소한 상태이고, DDR4제품군이 가세하면서 더 이상 큰 폭으로 하락할 것으로 보이지는 않는다. 따라서 당사에서 추정한 전년대비 올해 500억원 가량 증가하는 수준의 매출추정은 신뢰도가 높다. 상기한 대로 고정비 레버리지효과와 제품믹스 개선으로 인한 수익성 증가효과가 겹쳐 나타나고 있기 때문에 올해 영업이익이 500원 전후까지 증가하는 것은 어려움이 없어 보인다.

[도표 2] M/S 지속 gain



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 고부가 비중 확대로 수익성 지속 개선 중



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 매출액 Breakdown 및 요약 손익계산서

(단위: 억원)

| 구 분           |               | 1Q16  | 2Q16  | 3Q16  | 4Q16E | 1Q17E | 2Q17E | 3Q17E | 4Q17E | 2016E | 2017E |
|---------------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액           |               | 1,978 | 1,867 | 2,025 | 2,153 | 2,014 | 2,075 | 2,164 | 2,330 | 8,023 | 8,583 |
| Module PCB    | Memory Module | 328   | 170   | 253   | 242   | 295   | 221   | 256   | 245   | 993   | 1,017 |
|               | Server        | 266   | 236   | 211   | 215   | 266   | 260   | 222   | 226   | 928   | 973   |
|               | SSD           | 116   | 140   | 147   | 157   | 139   | 168   | 176   | 188   | 560   | 672   |
|               | sub total     | 779   | 642   | 650   | 708   | 769   | 745   | 692   | 752   | 2,779 | 2,959 |
| PKG Substrate | Memory BOC    | 297   | 320   | 308   | 273   | 300   | 323   | 311   | 275   | 1,198 | 1,210 |
|               | MCP/FC-CSP    | 766   | 785   | 916   | 1,038 | 835   | 883   | 1,032 | 1,163 | 3,505 | 3,913 |
|               | sub total     | 1,186 | 1,198 | 1,344 | 1,405 | 1,232 | 1,304 | 1,440 | 1,537 | 5,133 | 5,514 |
| 기타            |               | 10    | 27    | 45    | 41    | 10    | 27    | 45    | 41    | 123   | 120   |
| 영업이익          |               | 63    | 60    | 115   | 150   | 71    | 95    | 139   | 184   | 388   | 489   |
| 영업이익률(%)      |               | 3%    | 3%    | 6%    | 7%    | 4%    | 5%    | 6%    | 8%    | 5%    | 6%    |
| 세전순이익         |               | 57    | 9     | 177   | 101   | 39    | 136   | 179   | 119   | 344   | 437   |
| 세전순이익률(%)     |               | 3%    | 0%    | 9%    | 5%    | 2%    | 7%    | 8%    | 5%    | 4%    | 5%    |
| 지배순이익         |               | 46    | 9     | 145   | 74    | 40    | 96    | 143   | 97    | 274   | 349   |
| 순이익률(%)       |               | 2%    | 1%    | 7%    | 3%    | 2%    | 5%    | 7%    | 4%    | 3%    | 4%    |
| EPS(원)        |               | 210   | 43    | 660   | 336   | 177   | 432   | 640   | 435   | 1,249 | 1,580 |

자료: 교보증권 리서치센터

[심택 222800]

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12 결산(십억원)        | 2014A | 2015A | 2016F | 2017F | 2018F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액               | 0     | 395   | 802   | 858   | 918   |
| 매출원가              | 0     | 350   | 704   | 747   | 791   |
| 매출총이익             | 0     | 45    | 98    | 111   | 127   |
| 매출총이익률 (%)        | na    | 11.5  | 12.2  | 13.0  | 13.8  |
| 판매비와관리비           | 0     | 26    | 59    | 63    | 66    |
| 영업이익              | 0     | 19    | 39    | 49    | 61    |
| 영업이익률 (%)         | na    | 4.9   | 4.8   | 5.7   | 6.6   |
| EBITDA            | 0     | 41    | 85    | 91    | 100   |
| EBITDA Margin (%) | na    | 10.4  | 10.6  | 10.7  | 10.9  |
| 영업외손익             | 0     | -7    | -4    | -5    | -2    |
| 관계기업손익            | 0     | 0     | 0     | -3    | -1    |
| 금융수익              | 0     | 10    | 15    | 15    | 15    |
| 금융비용              | 0     | -17   | -21   | -17   | -16   |
| 기타                | 0     | 0     | 2     | 0     | 0     |
| 법인세비용차감전순이익       | 0     | 12    | 34    | 44    | 59    |
| 법인세비용             | 0     | 2     | 7     | 9     | 13    |
| 계속사업순손익           | 0     | 10    | 28    | 35    | 46    |
| 중단사업순손익           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익             | 0     | 10    | 28    | 35    | 46    |
| 당기순이익률 (%)        | na    | 2.6   | 3.4   | 4.1   | 5.0   |
| 비지배지분순이익          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 지배지분순이익           | 0     | 10    | 27    | 35    | 46    |
| 지배순이익률 (%)        | na    | 2.6   | 3.4   | 4.1   | 5.0   |
| 매도가능금융자산평가        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익            | 0     | -4    | -4    | -4    | -4    |
| 포괄순이익             | 0     | 6     | 23    | 31    | 42    |
| 비지배지분포괄이익         | 0     | 0     | 0     | 1     | 1     |
| 지배지분포괄이익          | 0     | 6     | 23    | 30    | 41    |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

| 12 결산(십억원) | 2014A | 2015A | 2016F | 2017F | 2018F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름  | 0     | 66    | 48    | 69    | 73    |
| 당기순이익      | 0     | 10    | 28    | 35    | 46    |
| 비현금항목의 가감  | 0     | 32    | 65    | 62    | 59    |
| 감가상각비      | 0     | 21    | 44    | 41    | 38    |
| 외환손익       | 0     | -1    | 0     | -1    | -1    |
| 지분법평가손익    | 0     | 0     | 0     | 3     | 1     |
| 기타         | 0     | 12    | 20    | 19    | 21    |
| 자산부채의 증감   | 0     | 27    | -32   | -16   | -18   |
| 기타현금흐름     | 0     | -4    | -13   | -12   | -15   |
| 투자활동 현금흐름  | 0     | -16   | -18   | -21   | -17   |
| 투자자산       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산       | 0     | -21   | -20   | -20   | -20   |
| 기타         | 0     | 5     | 2     | -1    | 3     |
| 재무활동 현금흐름  | 0     | -47   | -166  | -51   | -48   |
| 단기차입금      | 0     | -9    | -45   | -15   | -20   |
| 사채         | 0     | 0     | -2    | -11   | -10   |
| 장기차입금      | 0     | 45    | -25   | -15   | -10   |
| 자본의 증가(감소) | 0     | 0     | -120  | 4     | 0     |
| 현금배당       | 0     | 0     | -6    | -7    | -8    |
| 기타         | 0     | -83   | 31    | -6    | 0     |
| 현금의 증감     | 0     | 3     | 2     | 0     | 10    |
| 기초 현금      | 0     | 0     | 3     | 5     | 4     |
| 기말 현금      | 0     | 3     | 5     | 4     | 15    |
| NOPLAT     | 0     | 17    | 31    | 39    | 47    |
| FCF        | 0     | 45    | 26    | 46    | 49    |

주: 2014년 이전은 K-GAAP 기준, 자료: 심택, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

| 12 결산(십억원)  | 2014A | 2015A | 2016F | 2017F | 2018F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 0     | 143   | 167   | 186   | 215   |
| 현금및현금성자산    | 0     | 3     | 5     | 4     | 15    |
| 매출채권 및 기타채권 | 0     | 55    | 69    | 78    | 90    |
| 재고자산        | 0     | 84    | 91    | 98    | 104   |
| 기타유동자산      | 0     | 1     | 2     | 6     | 6     |
| 비유동자산       | 0     | 405   | 359   | 330   | 307   |
| 유형자산        | 0     | 354   | 313   | 292   | 274   |
| 관계기업투자금     | 0     | 0     | 0     | -3    | -4    |
| 기타금융자산      | 0     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 기타비유동자산     | 0     | 50    | 44    | 40    | 35    |
| 자산총계        | 0     | 548   | 526   | 517   | 522   |
| 유동부채        | 0     | 290   | 270   | 254   | 240   |
| 매입채무 및 기타채무 | 0     | 184   | 178   | 184   | 189   |
| 차입금         | 0     | 104   | 59    | 44    | 24    |
| 유동성채무       | 0     | 0     | 31    | 25    | 25    |
| 기타유동부채      | 0     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 비유동부채       | 0     | 104   | 79    | 54    | 35    |
| 차입금         | 0     | 51    | 26    | 11    | 1     |
| 사채          | 0     | 23    | 21    | 10    | 0     |
| 기타비유동부채     | 0     | 30    | 31    | 33    | 35    |
| 부채총계        | 0     | 393   | 349   | 308   | 275   |
| 지배지분        | 0     | 155   | 177   | 209   | 247   |
| 자본금         | 0     | 11    | 11    | 11    | 11    |
| 자본잉여금       | 0     | 137   | 18    | 21    | 21    |
| 이익잉여금       | 0     | 7     | 149   | 177   | 215   |
| 기타자본변동      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비지배지분       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계        | 0     | 155   | 177   | 209   | 247   |
| 총차입금        | 0     | 178   | 138   | 90    | 50    |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12 결산(십억원) | 2014A | 2015A  | 2016F  | 2017F  | 2018F  |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| EPS        | 0     | 1,000  | 1,249  | 1,580  | 2,054  |
| PER        | 0.0   | 6.6    | 9.7    | 7.4    | 5.7    |
| BPS        | 0     | 7,046  | 7,911  | 9,347  | 11,051 |
| PBR        | 0.0   | 0.9    | 1.5    | 1.2    | 1.1    |
| EBITDAPS   | 0     | 3,943  | 3,876  | 4,144  | 4,477  |
| EV/EBITDA  | 0.0   | 7.8    | 4.7    | 3.7    | 2.9    |
| SPS        | 0     | 38,008 | 36,502 | 39,053 | 41,135 |
| PSR        | 0.0   | 0.2    | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
| CFPS       | 0     | 4,282  | 1,177  | 2,093  | 2,200  |
| DPS        | 0     | 260    | 300    | 350    | 450    |

재무비율

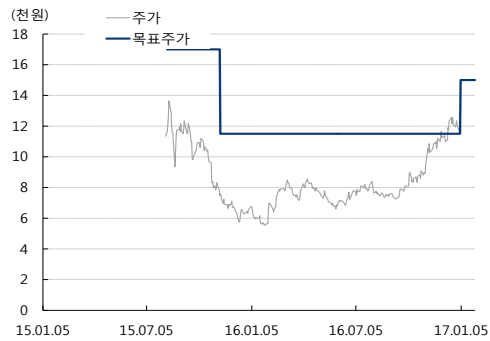
단위: 원, 배, %

| 12 결산(십억원) | 2014A | 2015A | 2016F | 2017F | 2018F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성        |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율    | NA    | NA    | 102.9 | 7.0   | 7.0   |
| 영업이익 증가율   | NA    | NA    | 99.3  | 26.1  | 23.9  |
| 순이익 증가율    | NA    | NA    | 163.8 | 27.1  | 31.5  |
| 수익성        |       |       |       |       |       |
| ROIC       | 0.0   | 9.9   | 9.4   | 12.4  | 15.5  |
| ROA        | 0.0   | 3.8   | 5.1   | 6.7   | 8.8   |
| ROE        | 0.0   | 13.5  | 16.6  | 18.1  | 20.1  |
| 안정성        |       |       |       |       |       |
| 부채비율       | 0.0   | 254.0 | 197.2 | 147.3 | 111.3 |
| 순차입금비율     | 0.0   | 32.5  | 26.2  | 17.4  | 9.6   |
| 이자보상배율     | 0.0   | 4.5   | 6.5   | 15.1  | 33.6  |

## 심택 [222800]

5년 만에 분기 최대실적 예상

### 심택 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

### 최근 2년간 목표주가 변동추이

| 일자         | 투자의견 | 목표가(원) | 일자 | 투자의견 | 목표가(원) |
|------------|------|--------|----|------|--------|
| 2015.08.10 | 매수   | 17,000 |    |      |        |
| 2015.11.11 | 매수   | 11,500 |    |      |        |
| 2016.02.17 | 매수   | 11,500 |    |      |        |
| 2016.04.04 | 매수   | 11,500 |    |      |        |
| 2016.05.11 | 매수   | 11,500 |    |      |        |
| 2016.07.22 | 매수   | 11,500 |    |      |        |
| 2016.09.13 | 매수   | 11,500 |    |      |        |
| 2016.11.03 | 매수   | 11,500 |    |      |        |
| 2017.01.04 | 매수   | 15,000 |    |      |        |

## Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 저작권산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

## 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2016.12.31

| 구분 | Buy(매수) | Trading Buy(매수) | Hold(보유) | Sell(매도) |
|----|---------|-----------------|----------|----------|
| 비율 | 92.9    | 5.5             | 1.6      | 0.0      |

### [업종 투자의견]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

**Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

### [기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과이익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하