

2021년 11월 10일

심텍(222800)

Level UP

고부가 패키지기판 확대로 고수익성 시현

심텍의 21년 3분기 실적은 향후 실적을 전망함에 있어 중요한 기준이 되는 것으로 판단한다. 분기 영업이익이 500억원을 돌파했다는 것 자체도 유의미한데, MSAP 기판의 확대와 SiP 기판의 매출 본격화 등으로 영업이익률 14%를 시현했다. 모듈 PCB 및 일본 자회사의 수익성이 전사 영업이익률보다 낮은 것을 감안하면 패키지기판 부분의 수익성이 상당 부분 레벨업 되었음을 확인할 수 있다. 수익성 개선의 주요인인 MSAP 기판은 21년 3분기 4만㎡, 21년 4분기 4.5만㎡, 22년 1분기 5만㎡으로 운영될 예정이다. 즉, 매 분기 추가적인 수익성 개선도 가능할 것으로 추정된다. 수익성의 레벨업은 심텍의 밸류에이션 할인을 제거할 요인이기도 하다.

2022년 실적도 상향 여력 상존

심텍의 2022년 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 19%, 46% 증가한 1조 6,106억원, 2,271억원으로 전망한다. 패키지기판 호황 속에서 심텍 자체적으로 고부가 패키지기판의 확대를 통해 전사 영업이익률이 상향되었다. MSAP 기판은 전년대비 1만㎡ 증가한 CAPA로 운영되기 때문에 외형 성장은 물론 수익성 개선도 가능한 상황이다. 아울러 DDR5 관련 패키지기판과 모듈PCB가 본격화될 것으로 예상되는데, 현재 추정치에는 관련된 실적 반영을 최소화했다. 즉, DDR5 관련된 수요가 예상보다 강한 경우, 매출액은 물론 영업이익의 상향 여력이 상존한다.

대장주인데도 여전히 낮은 밸류에이션

심텍에 대한 투자의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 58,000원으로 상향한다. 추정 EPS를 2022년으로 변경했기 때문이다. 1) 기존 메모리향 패키지기판은 수급이 타이트하고, 2) 신규 고부가 패키지기판 및 SiP 매출액은 성장 가시성이 높다. 3) 선제적인 CAPA 증설로 외형 성장을 제한하는 요인도 없다. 4) 부채비율도 130% 수준으로 재무 안정성도 높아졌다. 그럼에도 불구하고 PER 7.7배에 불과해 밸류에이션 매력 높다는 판단이다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 58,000원(상향) | CP(11월9일): 38,700원

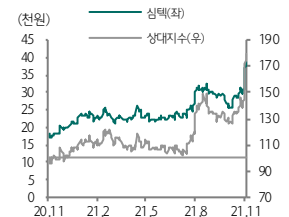
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	1,008.68
52주 최고/최저(원)	38,700/17,350
시가총액(십억원)	1,232.8
시가총액비중(%)	0.28
발행주식수(천주)	31,854.1
60일 평균 거래량(천주)	968.5
60일 평균 거래대금(십억원)	30.6
21년 배당금(예상, 원)	320
21년 배당수익률(예상, %)	1.03
외국인지분율(%)	11.05
주요주주 지분율(%)	
심텍홀딩스 외 8인	33.28
국민연금공단	5.08
주가상승률	1M 6M 12M
절대	49.7 62.9 123.1
상대	41.5 58.0 88.2

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	1,348.4	1,574.4
영업이익(십억원)	150.5	206.9
순이익(십억원)	111.0	143.6
EPS(원)	3,387	4,466
BPS(원)	12,108	16,238

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	1,000.2	1,201.4	1,355.1	1,610.6	1,771.7
영업이익	십억원	(17.9)	89.7	155.6	227.1	261.1
세전이익	십억원	(42.4)	74.9	129.3	209.2	243.7
순이익	십억원	(36.6)	56.6	115.5	155.1	190.0
EPS	원	(1,483)	1,943	3,564	4,870	5,966
증감율	%	적전	흑전	83.43	36.64	22.51
PER	배	(7.96)	11.76	10.51	7.69	6.28
PBR	배	1.77	2.58	3.03	2.21	1.66
EV/EBITDA	배	10.96	5.27	4.18	2.74	1.91
ROE	%	(19.50)	25.12	33.89	33.27	30.23
BPS	원	6,680	8,843	12,366	16,916	22,561
DPS	원	152	320	320	320	320



Analyst 김록호

02-3771-7523

lroko.kim@hanafn.com

RA 김정연

02-3771-7056

Jungghyun.kim@hanafn.com

고수익성 시현

저평가 받을 이유 없다

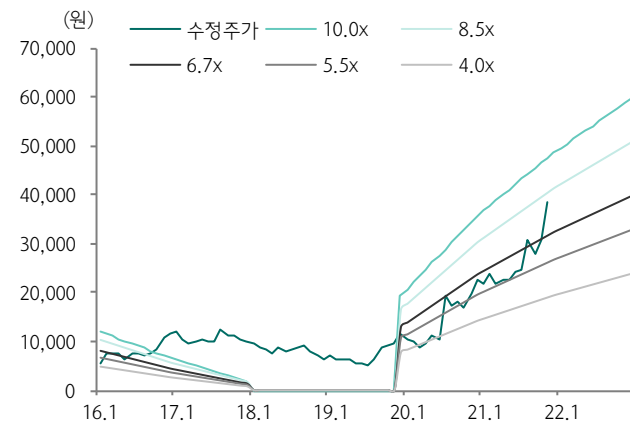
심텍의 MASP 부문 매출액 증가 속도가 빠르다. 21년 3분기에는 1,847억원을 달성해 전년 동기대비 29% 증가했다. 전사 매출액 성장률인 18%를 상회한다. 고부가 제품인 MSAP 기판의 비중확대는 전사 영업이익률 개선으로 연결된다. 21년 3분기 전사 영업이익률은 14%에 달한다. 선순환 구조로 진입하며 수익성이 향상된 것인데, 고무적인 것은 MSAP 기판의 선제적인 증설로 21년 4분기와 22년 1분기에 각각 5,000㎡가 증가된다는 점이다. 2022년 연간으로 전년대비 MASP 기판이 증가해 외형은 물론 수익성 개선에도 기여할 것으로 판단된다. 심텍은 영업이익률 14%를 시현했음에도 불구하고 여전히 PER이 낮다. FC-BGA라는 제품이 없고, 얼마 전까지 재무 건전성이 위태로웠기 때문이다. 다만, 이제는 FC-BGA 없이도 고수익성 시현이 가능하다는 것을 입증했고, 부채비율도 130%로 낮아졌다. 저평가 받을 이유가 없다는 판단이다.

표 1. 심텍의 Valuation

		비고
EPS (원)	4,870	12개월 선행 EPS
비교 P/E (x)	12.0	IT부품 평균 PER 10배
할인율 (%)	0.0	
적정 P/E (x)	12.0	패키지기판 향후 2~3년 업황 가시성 확보, 모듈 PCB 구조적 개선
적정주가 (원)	58,439	
목표주가 (원)	58,000	
현재주가 (원)	38,700	2021.11.9 종가 기준
상승여력 (%)	49.9	

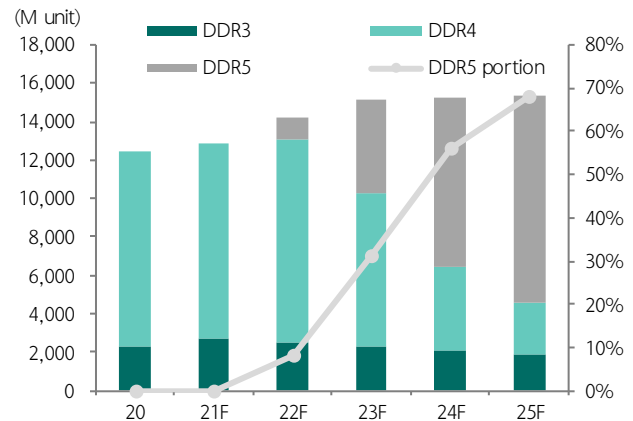
자료: 하나금융투자

그림 1. 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. DDR5 출하 전망



자료: 하나금융투자

표 2. 심텍의 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q21F	2Q21	3Q21	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021F	2022F
매출액	283.1	324.7	365.9	381.3	367.1	396.6	419.2	427.7	1,201.5	1,355.1	1,610.6
YoY	-2.5%	0.9%	17.8%	36.8%	29.7%	22.2%	14.5%	12.2%	20.1%	12.8%	18.9%
QoQ	1.6%	14.7%	12.7%	4.2%	-3.7%	8.0%	5.7%	2.0%			
Module PCB	62.4	81.1	87.5	84.3	78.0	87.1	88.6	80.7	339.2	315.3	334.4
- PC	12.4	19.2	20.9	16.8	16.6	17.5	17.5	16.6	62.2	69.3	68.2
- Server	30.3	43.8	43.7	44.2	36.9	44.0	45.5	39.6	196.2	162.0	166.0
- SSD	13.9	17.8	22.5	22.5	22.5	23.6	24.8	23.6	78.0	76.7	94.6
- 기타	5.9	0.3	0.4	0.8	2.1	1.9	0.7	0.9	2.8	7.3	5.6
Substrate	219.3	240.2	275.6	294.4	286.4	306.9	327.8	344.4	852.5	1,029.6	1,265.5
- MCP	141.1	154.3	168.6	182.1	182.1	196.6	208.4	218.9	510.0	646.1	806.0
- FC-CSP	25.7	24.5	31.0	34.1	34.1	35.8	37.6	37.6	83.2	115.3	145.1
- SiP	3.9	6.7	14.8	14.6	14.6	16.1	18.8	20.7	26.9	40.0	70.3
- BOC	46.7	48.4	54.6	57.3	54.4	57.1	61.7	66.0	200.0	206.9	239.3
- 기타	2.0	6.3	6.7	6.3	1.2	1.2	1.3	1.2	32.3	21.3	4.9
Burn-in-board	1.4	3.3	2.8	2.7	2.7	2.7	2.8	2.7	9.7	10.1	10.8
본사	243.2	280.6	312.7	326.1	313.2	338.4	356.3	360.1	1,057.7	1,162.6	1,368.1
자회사	41.3	47.4	56.1	57.9	56.5	60.9	65.7	70.2	153.3	202.6	253.3
영업이익	15.3	31.2	50.4	58.6	48.8	55.7	61.3	61.2	89.9	155.6	227.1
YoY	12.3%	1.6%	63.7%	298.4%	218.0%	78.7%	21.6%	4.4%	-601.6%	73.1%	45.9%
QoQ	4.2%	103.2%	61.8%	16.3%	-16.8%	14.2%	10.1%	-0.1%			
본사	13.7	28.6	46.1	53.3	44.0	50.4	54.9	54.2	87.9	141.7	203.5
자회사	1.6	2.6	4.3	5.3	4.8	5.3	6.4	7.0	2.0	13.9	23.6
영업이익률	5.4%	9.6%	13.8%	15.4%	13.3%	14.0%	14.6%	14.3%	7.5%	11.5%	14.1%
본사	5.6%	10.2%	14.7%	16.3%	14.0%	14.9%	15.4%	15.1%	8.3%	12.2%	14.9%
자회사	4.0%	5.5%	7.7%	9.2%	8.4%	8.8%	9.8%	10.0%	1.3%	6.9%	9.3%
매출비중											
본사	86%	86%	85%	86%	85%	85%	85%	84%	88%	86%	85%
자회사	15%	15%	15%	15%	15%	15%	16%	16%	13%	15%	16%

자료: 심텍, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,000.2	1,201.4	1,355.1	1,610.6	1,771.7
매출원가	912.2	1,005.0	1,081.1	1,239.2	1,363.1
매출총이익	88.0	196.4	274.0	371.4	408.6
판매비	105.9	106.7	118.4	144.4	147.5
영업이익	(17.9)	89.7	155.6	227.1	261.1
금융손익	(13.9)	(15.1)	(14.2)	(9.0)	(17.4)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	(11.5)	(8.8)	0.0
기타영업외손익	(10.6)	0.3	(0.6)	0.0	0.0
세전이익	(42.4)	74.9	129.3	209.2	243.7
법인세	(3.0)	18.4	50.0	79.5	66.4
계속사업이익	(39.4)	56.5	79.3	129.7	177.3
중단사업이익	0.0	0.0	37.7	28.6	16.6
당기순이익	(39.4)	56.5	117.0	158.3	193.9
비배주주지분 순이익	(2.8)	(0.1)	1.5	3.2	3.9
지배주주순이익	(36.6)	56.6	115.5	155.1	190.0
지배주주지분포괄이익	(37.2)	60.6	122.9	156.7	191.9
NOPAT	(16.7)	67.7	95.4	140.8	190.0
EBITDA	56.3	165.4	243.5	318.0	353.5
성장성(%)					
매출액증가율	(0.72)	20.12	12.79	18.85	10.00
NOPAT증가율	적전	흑전	40.92	47.59	34.94
EBITDA증가율	(43.07)	193.78	47.22	30.60	11.16
영업이익증가율	적전	흑전	73.47	45.95	14.97
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	104.06	34.29	22.50
EPS증가율	적전	흑전	83.43	36.64	22.51
수익성(%)					
매출총이익률	8.80	16.35	20.22	23.06	23.06
EBITDA이익률	5.63	13.77	17.97	19.74	19.95
영업이익률	(1.79)	7.47	11.48	14.10	14.74
계속사업이익률	(3.94)	4.70	5.85	8.05	10.01

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	254.2	198.8	248.9	499.5	827.3
금융자산	11.7	17.1	1.7	222.3	522.7
현금성자산	9.7	17.1	1.7	222.3	522.7
매출채권	78.9	47.4	64.9	72.8	80.1
재고자산	147.1	123.8	169.4	190.0	209.0
기타유동자산	16.5	10.5	12.9	14.4	15.5
비유동자산	585.8	581.0	600.7	620.4	628.8
투자자산	2.1	4.5	6.1	6.8	7.5
금융자산	2.1	4.5	6.1	6.8	7.5
유형자산	513.6	512.5	529.6	549.5	558.0
무형자산	24.7	22.1	21.8	20.9	20.0
기타비유동자산	45.4	41.9	43.2	43.2	43.3
자산총계	839.9	779.8	849.6	1,119.9	1,456.1
유동부채	551.7	350.1	268.8	374.6	511.9
금융부채	288.9	117.8	(23.9)	47.4	147.6
매입채무	79.9	70.5	91.2	102.3	114.6
기타유동부채	182.9	161.8	201.5	224.9	249.7
비유동부채	126.7	141.4	184.7	201.1	216.2
금융부채	58.8	42.8	49.8	49.8	49.8
기타비유동부채	67.9	98.6	134.9	151.3	166.4
부채총계	678.4	491.5	453.5	575.8	728.2
지배주주지분	162.5	287.9	393.8	538.8	718.6
자본금	12.2	17.1	17.1	17.1	17.1
자본잉여금	49.7	118.4	112.4	112.4	112.4
자본조정	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타포괄이익누계액	(3.1)	(2.0)	5.1	5.1	5.1
이익잉여금	103.9	154.5	259.6	404.5	584.3
비지배주주지분	(1.0)	0.4	2.3	5.4	9.3
자본총계	161.5	288.3	396.1	544.2	727.9
순금융부채	336.0	143.5	24.2	(125.1)	(325.2)

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	(1,483)	1,943	3,564	4,870	5,966
BPS	6,680	8,843	12,366	16,916	22,561
CFPS	2,557	6,144	9,388	11,152	11,811
EBITDAPS	2,284	5,680	7,514	9,984	11,096
SPS	40,559	41,249	41,812	50,562	55,618
DPS	152	320	320	320	320
주가지표(배)					
PER	(7.96)	11.76	10.51	7.69	6.28
PBR	1.77	2.58	3.03	2.21	1.66
PCFR	4.61	3.72	3.99	3.36	3.17
EV/EBITDA	10.96	5.27	4.18	2.74	1.91
PSR	0.29	0.55	0.90	0.74	0.67
재무비율(%)					
ROE	(19.50)	25.12	33.89	33.27	30.23
ROA	(4.42)	6.99	14.18	15.75	14.75
ROIC	(3.44)	12.67	17.61	25.10	33.20
부채비율	420.02	170.48	114.50	105.80	100.04
순부채비율	208.02	49.79	6.12	(22.99)	(44.68)
이자보상배율(배)	(1.35)	8.30	28.64	77.42	37.24

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	(31.6)	215.5	248.2	267.0	306.0
당기순이익	(39.4)	56.5	117.0	158.3	193.9
조정	8	11	10	9	9
감가상각비	74.3	75.7	87.9	91.0	92.3
외환거래손익	(3.3)	(0.1)	4.7	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(63.0)	(64.6)	(82.6)	(82.0)	(83.3)
영업활동 자산부채변동	(74.5)	50.5	29.3	17.8	19.8
투자활동 현금흐름	(73.7)	(82.9)	(99.6)	(110.7)	(100.7)
투자자산감소(증가)	1.7	(2.4)	(1.6)	(0.7)	(0.7)
자본증가(감소)	(72.8)	(82.1)	(97.6)	(110.0)	(100.0)
기타	(2.6)	1.6	(0.4)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	87.1	(124.9)	(156.6)	61.1	90.0
금융부채증가(감소)	123.8	(187.1)	(134.7)	71.3	100.2
자본증가(감소)	6.0	73.6	(6.0)	0.0	0.0
기타재무활동	(38.8)	(7.7)	(5.5)	0.0	(0.0)
배당지급	(3.9)	(3.7)	(10.4)	(10.2)	(10.2)
현금의 증감	(17.5)	7.4	(16.2)	220.7	300.3
Unlevered CFO	63.0	178.9	304.3	355.2	376.2
Free Cash Flow	(106.7)	129.5	147.1	157.0	206.0