



더 많은 리포트 보기

# 심텍 (222800)

## 상저하고 실적 개선 기대

2024년 1월 11일

반도체 소재 / 부품 Analyst 유우형  
02-6114-2940  
Woohyung.yoo@kbf.com

투자의견 Buy,  
목표주가 49,000원으로 커버리지 개시

심텍에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 49,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF 방식으로 산출했다 (WACC 7.03%, 영구성장률 2.2%). 심텍은 하반기 고객사 메모리 가동률 회복에 따른 점진적 실적 상승이 전망됨에 따라, 미래가치를 반영하는 DCF 방식으로 목표주가를 산출했다. KB증권 추정치 기준 목표주가의 12개월 선행 Implied P/E는 35.2배이며, 1월 9일 종가 기준 상승여력은 21%다.

메모리향 반도체 패키징 기판 대표 업체

심텍은 스마트폰, PC 등 IT기기에 탑재되는 반도체 기판 공급 업체이다. 사업부문은 패키징 기판과 모듈 PCB로 나뉘어지며 패키징 기판은 크게 MCP, FC-CSP, SiP, GDDR6, BOC 등으로 이루어져 있다. 2023년 매출 비중은 패키징 기판 77%, 모듈 PCB 23%이다. 주요 제품은 MCP (매출 비중 46%)이며, 전체 매출의 약 85%가 메모리 반도체향 기판에서 발생하고 있다.

투자포인트:

- ① 고객사 메모리 가동률 회복
- ② 고부가 제품 매출비중 확대

24년 심텍은 매출액 1.3조원 (+26% YoY), 영업이익 607억원 (흑자전환 YoY, OPM 4.6%)을 달성할 것으로 예상된다. 메모리 공급사의 가동률 회복이 지연되며, 동사의 23년 3분기 실적은 컨센서스를 하회했다. 그러나 24년 ① 고객사 메모리 가동률 회복, ② 고부가 제품 매출비중 확대 등으로 상저하고의 실적 성장이 전망된다.

D램의 경우 HBM, DDR5 중심의 수요 확대로 1분기부터 메모리 가동률 회복이 전망된다. 낸드의 경우 여전히 높은 재고 수준을 유지하고 있으나, 24년 건조한 전방 수요와 공급사의 강도 높은 감산 정책 지속에 따른 수급 정상화로 2분기부터 가동률 회복이 기대된다. 매출 내 메모리 비중이 높은 심텍의 실적 개선이 두드러질 전망이다.

고부가 제품 (SiP, FC-CSP) 매출비중 확대에 따른 믹스 개선도 긍정적이다. 현재 웨어러블 기기에 탑재되고 있는 SiP는 24년 하반기 RF-SiP, 25년 AiP 등 매출처 확대가 전망된다. FC-CSP의 경우 대면적, 고집적 기판 제품들의 일부 수요를 점차 대체해 나갈 것으로 예상된다. 24년 SiP와 FC-CSP의 매출은 전년대비 +48% 확대될 전망이다.

## Buy 신규

목표주가 (원)	49,000
Dividend yield* (%)	1.2
Total return (%)	22.0
현재가 (1/9, 원)	40,550
Consensus target price (원)	43,214
시가총액 (조원)	1.3
※ Dividend Yield는 12개월 Forward	

### Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	1,697	1,045	1,312	1,450
영업이익 (십억원)	352	-56	61	73
지배주주순이익 (십억원)	246	-45	44	52
EPS (원)	7,717	-1,407	1,391	1,631
증감률 (%)	113.4	적전	흑전	17.3
P/E (x)	3.4	N/A	29.2	24.9
EV/EBITDA (x)	1.7	52.8	9.2	8.1
P/B (x)	1.4	2.2	2.2	2.1
ROE (%)	49.7	-7.7	7.9	8.7
배당수익률 (%)	1.9	1.3	1.2	1.2

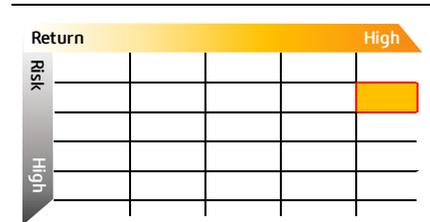
### Trading Data

Free float (%)	65.1
거래대금 (3m, 십억원)	21.0
외국인 지분율 (%)	5.6
주요주주 지분율 (%)	심텍홀딩스 외 8인 33.3
	국민연금공단 7.0

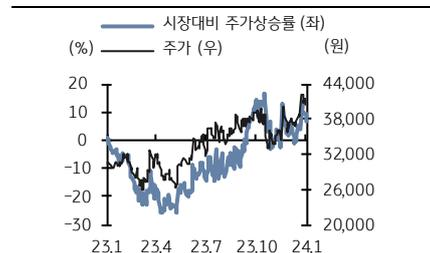
### Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.0	5.2	25.6	35.6
시장대비 상대수익률	3.7	-3.4	22.5	6.9

### Risk & Total Return (annualized over three years)

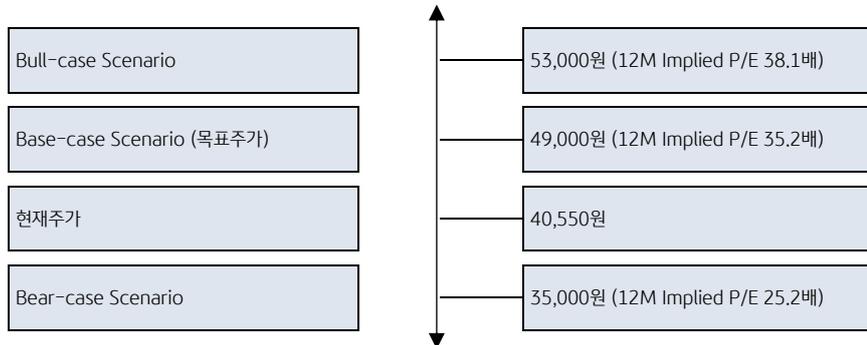


### Stock Price & Relative Performance



자료: 심텍, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 메모리 가동률 회복
- 2) SiP, FC-CSP 등 고부가 제품 매출비중 확대

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 메모리 가동률 조기 회복
- 2) SiP, FC-CSP 등 고부가 제품 판매 호조

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 메모리 가동률 회복시기 지연
- 2) SiP, FC-CSP 등 고부가 제품 판매 부진

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	-	-	1,045	1,312	-	-
영업이익	-	-	-56	61	-	-
지배주주순이익	-	-	-45	44	-	-

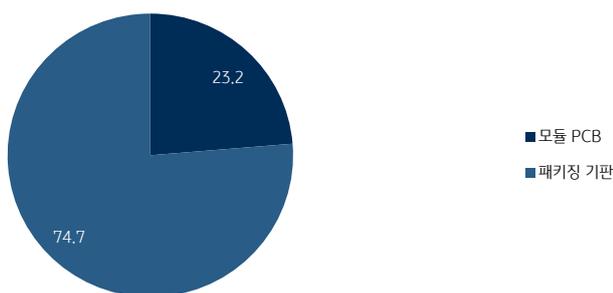
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	1,045	1,312	1,057	1,286	-1.1	2.0
영업이익	-56	61	-49	118	13.8	-48.6
지배주주순이익	-45	44	-40	88	11.8	-49.8

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (2023E, %)



자료: 심텍, KB증권 추정

PEER 그룹 비교

(십억USD, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
심텍	1.0	N/A	29.2	2.2	2.2	52.8	9.2	-7.7	7.9	1.3	1.2
대덕전자	1.1	47.0	18.5	1.6	1.6	8.2	6.0	3.5	8.8	1.5	1.4
티엘비	0.2	48.6	15.8	2.6	2.3	4.9	14.8	22.3	10.3	1.0	1.0
해성디에스	0.7	10.6	8.8	1.9	1.6	19.0	19.4	5.8	4.6	1.5	1.5

자료: Bloomberg Consensus, 심텍/대덕전자는 KB증권 추정치

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법): DCF Valuation
- 2) 목표주가 산정: WACC 7.03%, 영구성장률 2.2% 가정
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 53,000원 ~ 35,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: 24E P/E 35.2배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2023E	2024E
환율 1% 상승 시	+0.3	+0.3
금리 1%p 상승 시	+2.6	+4.1

표 21. DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
<b>매출액</b>	1,045	1,312	1,450	1,515	1,591	1,671	1,838	2,022	2,224	2,413	2,618	2,840	3,082
영업이익	-56	61	73	77	80	84	93	102	112	122	132	143	156
<b>NOPLAT</b>	-45	49	57	54	57	60	66	72	80	87	94	102	111
감가상각비	79	75	76	94	97	98	97	98	100	102	105	108	112
<b>총 현금흐름</b>	34	123	133	149	154	158	163	171	180	189	199	210	223
운전자본 증감	64	-12	-8	-4	-5	-5	-10	-11	-12	-11	-12	-13	-14
Capex	111	81	95	105	116	114	103	108	113	119	125	131	137
총 투자	176	69	87	100	111	109	93	97	101	108	113	118	123
FCFF	-142	54	46	48	43	49	70	74	79	81	87	93	100
Terminal Value													2,141
현금흐름의 현재 가치													
WACC		7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	6.9	6.9	6.9	6.9
PV of FCFF		54	43	42	35	37	50	49	49	47	47	47	47
Total PV of FCFF		549											
영구성장률 (%)		2.2								World Bank 2030년 글로벌 경제 성장률			
PV of terminal value		953											
<b>Valuation</b>													
<b>영업가치</b>		1,502											
현금 및 현금성자산		192.7											
단기금융자산		89.3											
총금융부채		238.0											
비지배주주지분		1.8											
<b>적정 기업가치</b>		1,544.2											
주당 적정 가치		48,476											
<b>목표주가</b>		<b>49,000</b>											
현재주가 (24.1.9)		<b>40,550</b>											
<b>Upside</b>		20.8%											

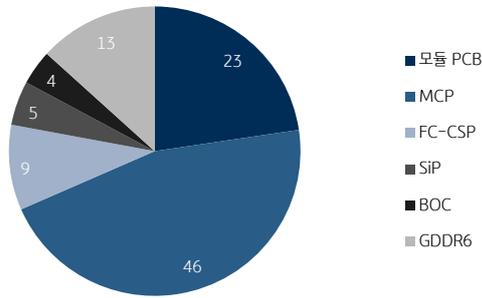
자료: 심택, KB증권 추정

표 22. WACC 산출 과정

(십억원, %)	값	비고
COE (A) = a+b x c	<b>10.27</b>	
Risk free rate (a)	3.68	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 Beta (b)	1.08	52W Adjusted Beta
Risk premium ( c = d-e)	6.10	
Market (d)	9.75	2001년 ~ 2023년 WMI500 연평균 Total Return
Risk free rate (e)	3.65	2001년 ~ 2023년 통안채 1년물 연평균 Total Return
COD (B)	<b>4.60</b>	동일 신용등급 회사의 회사채 이자율
자기자본 가중치 (j)	42.8	
순차입금 가중치 (k)	57.2	
WACC (A x j + B x k)	<b>7.03</b>	

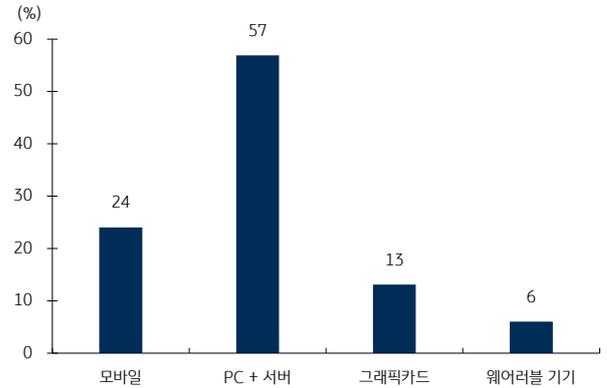
자료: KB증권 추정

그림 171. 제품별 매출 비중 (2023E 기준)



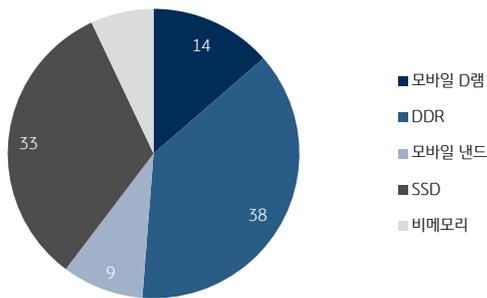
자료: KB증권 추정

그림 172. 응용처별 매출 비중 (2023E 기준)



자료: KB증권 추정

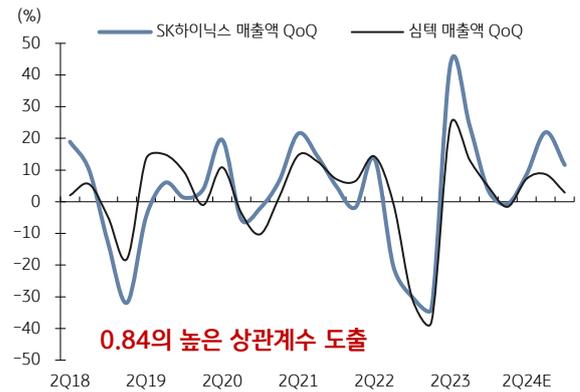
그림 173. 매출 내 메모리항 비중 (2023E 기준)



메모리항 매출 비중, 전체 약 90% 차지

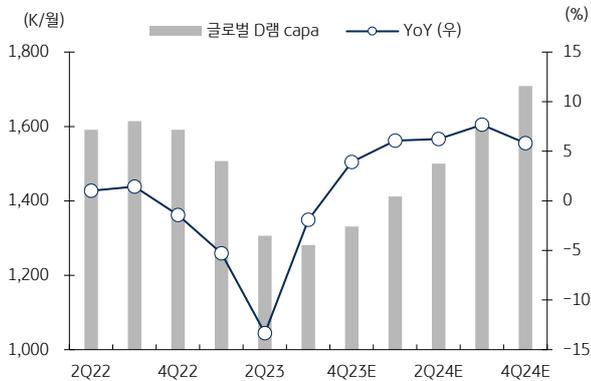
자료: KB증권 추정

그림 174. 심택 & 메모리 공급사 추가 추이 비교



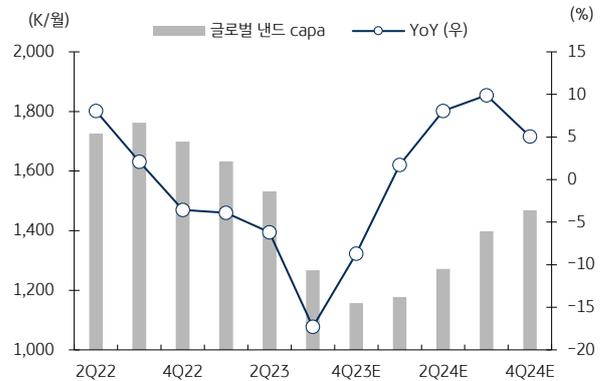
자료: KB증권 추정

그림 175. 글로벌 D램 가동률 변화



자료: Trendforce, KB증권 추정

그림 176. 글로벌 낸드 가동률 변화



자료: Trendforce, KB증권 추정

그림 177. 심텍 고부가 제품 (FC-CSP, SiP) 매출 추이



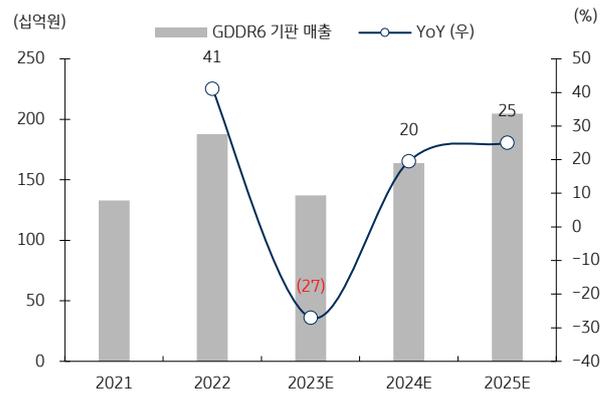
자료: 심텍, KB증권 추정

그림 178. GDDR 응용처 분석



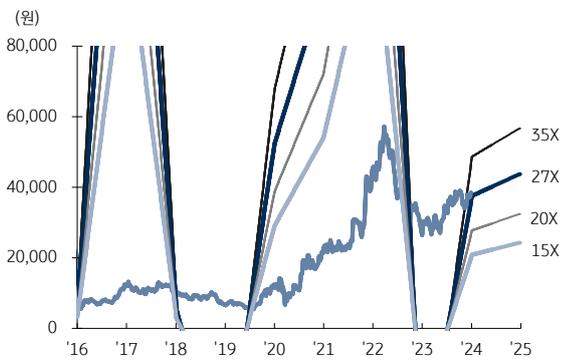
자료: 삼성전자, KB증권

그림 179. 심텍 GDDR6 기판 매출 추이



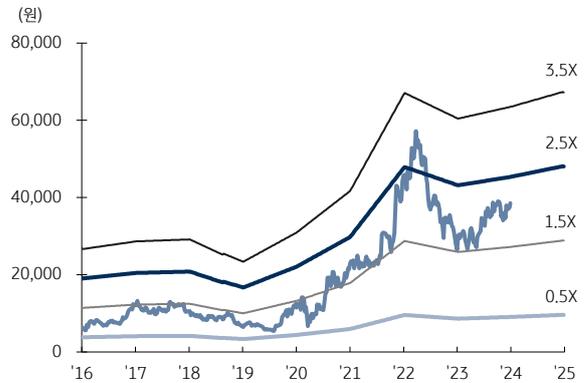
자료: KB증권 추정

그림 180. 심텍 12개월 선행 P/E 밴드차트



자료: Quantwise, KB증권 추정

그림 181. 심텍 12개월 선행 P/B 밴드차트



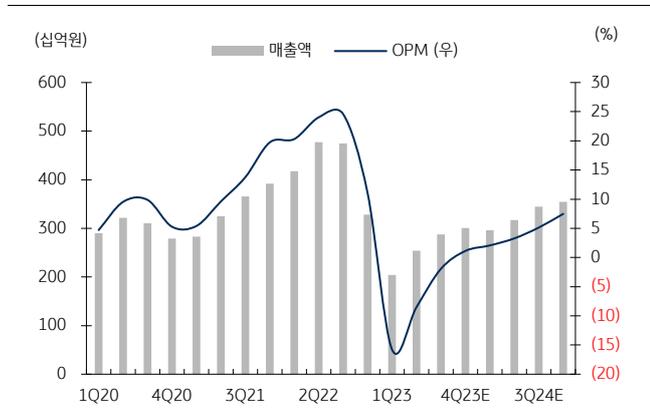
자료: Quantwise, KB증권 추정

표 23. 분기 / 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>203.9</b>	<b>253.7</b>	<b>287.2</b>	<b>300.5</b>	<b>295.7</b>	<b>317.2</b>	<b>344.6</b>	<b>354.6</b>	<b>1,697.5</b>	<b>1,045.4</b>	<b>1,312.1</b>
YoY	(51.2)	(46.9)	(39.5)	(8.4)	45.0	25.0	20.0	18.0	24.3	(38.4)	25.5
<b>Module PCB</b>	<b>51.2</b>	<b>53.7</b>	<b>61.8</b>	<b>67.4</b>	<b>70.4</b>	<b>73.6</b>	<b>78.1</b>	<b>82.9</b>	<b>361.2</b>	<b>234.1</b>	<b>305.0</b>
PC	10.7	12.9	18.5	20.4	21.4	22.4	23.6	24.7	78.4	62.5	92.1
Server	27.8	24.1	27.3	30.6	32.1	33.7	35.4	37.2	190.1	109.8	138.4
SSD	12.6	16.6	15.9	16.2	16.7	17.2	18.9	20.8	91.6	61.3	73.7
<b>패키징 기판</b>	<b>150.7</b>	<b>195.2</b>	<b>223.6</b>	<b>233.1</b>	<b>219.7</b>	<b>237.5</b>	<b>256.9</b>	<b>266.1</b>	<b>1,320.9</b>	<b>802.6</b>	<b>980.3</b>
MCP	96.2	112.5	129.0	135.5	128.7	139.0	144.5	147.4	752.6	473.2	559.6
FC-CSP	20.2	22.1	25.5	30.6	32.1	35.3	38.9	42.8	173.2	98.4	149.1
SIP	6.1	12.3	17.2	15.5	15.9	17.2	18.9	19.9	83.8	51.1	72.0
BOC	9.3	14.2	7.5	9.0	8.6	8.4	8.0	7.2	116.5	40.0	32.1
GDDR6	18.1	33.5	43.8	41.6	33.3	36.6	45.8	48.1	187.7	137.0	163.7
<b>매출 비중</b>											
<b>Module PCB</b>	<b>25.1</b>	<b>21.2</b>	<b>21.5</b>	<b>22.4</b>	<b>23.8</b>	<b>23.2</b>	<b>22.7</b>	<b>23.4</b>	<b>21.3</b>	<b>22.4</b>	<b>23.2</b>
PC	5.2	5.1	6.4	6.8	7.2	7.1	6.8	7.0	4.6	6.0	7.0
Server	13.6	9.5	9.5	10.2	10.9	10.6	10.3	10.5	11.2	10.5	10.5
SSD	6.2	6.5	5.5	5.4	5.6	5.4	5.5	5.9	5.4	5.9	5.6
<b>패키징 기판</b>	<b>73.9</b>	<b>76.9</b>	<b>77.9</b>	<b>77.6</b>	<b>74.3</b>	<b>74.9</b>	<b>74.6</b>	<b>75.1</b>	<b>77.8</b>	<b>76.8</b>	<b>74.7</b>
MCP	47.2	44.3	44.9	45.1	43.5	43.8	41.9	41.6	44.3	45.3	42.6
FC-CSP	9.9	8.7	8.9	10.2	10.9	11.1	11.3	12.1	10.2	9.4	11.4
SIP	3.0	4.8	6.0	5.2	5.4	5.4	5.5	5.6	4.9	4.9	5.5
BOC	4.6	5.6	2.6	3.0	2.9	2.6	2.3	2.0	6.9	3.8	2.4
GDDR6	8.9	13.2	15.3	13.8	11.3	11.5	13.3	13.6	11.1	13.1	12.5
<b>영업이익</b>	<b>(32.2)</b>	<b>(21.6)</b>	<b>(5.6)</b>	<b>3.4</b>	<b>6.1</b>	<b>10.4</b>	<b>17.7</b>	<b>26.5</b>	<b>352.4</b>	<b>(55.9)</b>	<b>60.7</b>
YoY	적전	적전	적전	(90.6)	흑전	흑전	흑전	680.3	102.1	적전	흑전
OPM	(15.8)	(8.5)	(1.9)	1.1	2.1	3.3	5.1	7.5	20.8	(5.4)	4.6

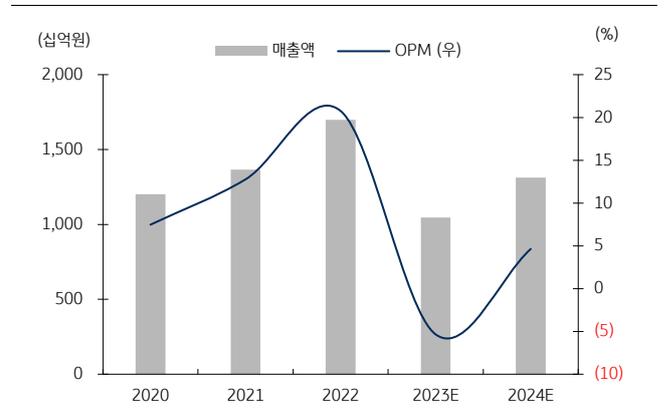
자료: 심택, KB증권 추정

그림 182. 분기 실적



자료: 심택, KB증권 추정

그림 183. 연간 실적



자료: 심택, KB증권 추정

**포괄손익계산서**

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	1,366	1,697	1,045	1,312	1,450
매출원가	1,082	1,216	985	1,128	1,246
매출총이익	284	481	60	184	204
판매비와관리비	110	129	116	124	130
영업이익	174	352	-56	61	73
EBITDA	253	434	23	136	150
영업외손익	-20	-6	-1	-6	-7
이자수익	1	2	8	5	6
이자비용	10	8	13	11	12
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-11	0	5	1	-1
세전이익	154	346	-56	55	66
법인세비용	36	100	-11	11	15
당기순이익	118	246	-45	44	52
지배주주순이익	117	246	-45	44	52
수정순이익	117	246	-45	44	52

**성장성 및 수익성 비율**

(%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 성장률	13.7	24.3	-38.4	25.5	10.5
영업이익 성장률	94.3	102.1	적전	흑전	20.8
EBITDA 성장률	53.1	71.6	-94.6	483.9	10.2
지배기업순이익 성장률	107.1	109.8	적전	흑전	17.3
매출총이익률	20.8	28.3	5.8	14.1	14.1
영업이익률	12.8	20.8	-5.4	4.6	5.1
EBITDA이익률	18.5	25.6	2.2	10.4	10.4
세전이익률	11.3	20.4	-5.4	4.2	4.6
지배기업순이익률	8.6	14.5	-4.3	3.4	3.6

**현금흐름표**

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	115	435	69	132	137
당기순이익	118	246	-45	44	52
유형자산상각비	79	82	79	76	77
기타비현금손익 조정	69	126	21	11	15
운전자본증감	-122	36	92	12	8
매출채권감소 (증가)	-10	-97	-25	-17	-12
재고자산감소 (증가)	-27	-2	-7	-24	-16
매입채무증가 (감소)	-52	97	37	23	16
기타운전자본증감	-33	37	87	30	21
기타영업현금흐름	-30	-54	-78	-11	-14
투자활동 현금흐름	-80	-269	-130	-102	-109
유형자산투자감소 (증가)	-44	-154	-108	-81	-95
무형자산투자감소 (증가)	-1	-1	-2	-2	-1
투자자산감소 (증가)	-32	-8	9	-6	-4
기타투자현금흐름	-4	-105	-29	-14	-9
재무활동 현금흐름	-35	-63	73	30	16
금융부채 증감	-10	-47	90	24	16
자본의 증감	-14	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-10	-16	-16	-16	-16
기타재무현금흐름	0	0	-1	22	15
기타현금흐름	0	-1	0	0	0
현금의 증가 (감소)	0	103	13	60	44
기말현금	17	120	132	193	237
잉여현금흐름 (FCF)	70	281	-39	51	42
순현금흐름	27	213	-111	50	37
순현금 (순차입금)	-109	105	-6	44	81

자료: 심텍, KB증권 추정

**재무상태표**

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	857	1,266	1,222	1,356	1,465
유동자산	245	505	472	594	681
현금 및 현금성자산	17	120	132	193	237
단기금융자산	3	83	76	89	99
매출채권	60	102	94	110	122
재고자산	144	145	133	156	173
기타유동자산	21	56	38	45	50
비유동자산	612	762	750	762	785
투자자산	36	33	31	36	40
유형자산	501	587	591	597	616
무형자산	23	26	28	29	29
기타비유동자산	52	115	101	101	101
부채총계	476	654	670	776	849
유동부채	342	474	463	546	603
매입채무	46	87	126	148	164
단기금융부채	73	55	132	156	172
기타유동부채	223	332	205	242	267
비유동부채	134	179	208	230	246
장기금융부채	54	42	82	82	82
기타비유동부채	80	137	126	148	164
자본총계	381	613	552	580	616
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	110	110	110	110	110
기타자본항목	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	7	4	4	4	4
이익잉여금	244	479	419	447	483
지배지분 계	379	611	550	578	614
비지배지분	2	2	2	2	2

**주요투자지표**

(X, %, 원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Multiples					
P/E	12.6	3.4	N/A	29.2	24.9
P/B	3.8	1.4	2.2	2.2	2.1
P/S	1.1	0.5	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.2	1.7	52.8	9.2	8.1
EV/EBIT	9.0	2.1	N/A	20.6	16.5
배당수익률	1.1	1.9	1.3	1.2	1.2
EPS	3,616	7,717	-1,407	1,391	1,631
BVPS	11,907	19,166	17,265	18,156	19,288
SPS (주당매출액)	42,144	53,288	32,817	41,191	45,516
DPS (주당배당금)	500	500	500	500	500
배당성향 (%)	13.6	6.5	0.0	35.9	30.6
수익성지표					
ROE	35.1	49.7	-7.7	7.9	8.7
ROA	14.5	23.2	-3.6	3.4	3.7
ROIC	26.7	41.8	-4.3	7.0	7.6
안정성지표					
부채비율	124.9	106.7	121.5	133.8	137.9
순차입비율	28.5	순현금	1.1	순현금	순현금
유동비율	0.7	1.1	1.0	1.1	1.1
이자보상배율 (배)	18.3	43.6	-4.3	5.6	6.3
활동성지표					
총자산회전율	1.7	1.6	0.8	1.0	1.0
매출채권회전율	25.4	20.9	10.7	12.9	12.5
매입채무회전율	23.5	25.7	9.9	9.6	9.3
재고자산회전율	10.2	11.7	7.5	9.1	8.8