



BUY(Upgrade)

목표주가: 12,000원
주가(11/6): 9,630원
시가총액: 2,191억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (11/6)		669.68pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	10,800원	5,150원	
등락률	-10.8%	87.0%	
수익률	절대	상대	
	1M	1.5%	-5.8%
	6M	41.6%	61.1%
	1Y	19.6%	23.5%

Company Data

발행주식수	22,753천주
일평균 거래량(3M)	317천주
외국인 지분율	8.2%
배당수익률(19E)	0.0%
BPS(19E)	7,887원
주요 주주	심텍홀딩스 외 45.0%

투자지표

(억원, IFRS)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	8,116	10,075	9,899	11,056
영업이익	338	308	-174	367
EBITDA	789	989	557	1,102
세전이익	190	104	-307	250
순이익	161	23	-330	188
지배주주지분순이익	159	50	-310	182
EPS(원)	696	205	-1,319	788
증감률(%YoY)	-47.5	-70.6	적전	흑전
PER(배)	15.2	33.2	-7.3	12.2
PBR(배)	1.23	0.78	1.13	1.04
EV/EBITDA(배)	5.3	3.6	7.7	3.8
영업이익률(%)	4.2	3.1	-1.8	3.3
ROE(%)	8.2	2.4	-15.7	9.5
순부채비율(%)	81.8	91.7	122.3	107.4

자료: 키움증권

Price Trend



투자 아이디어

심텍 (222800)

체질 변화에 찾아 온 호황



3분기는 소폭이라도 흑자 전환에 성공한 것이 위안이다. 4분기는 고부가 MSAP 제품군 중심으로 일본 자회사의 적자폭이 크게 줄며 질적으로 도약할 것이다. 내년에는 LPDDR5, DDR5, GDDR6, 5G용 FC-CSP 등 Tech Migration이 예정돼 있고, 제품 Mix 개선 효과가 클 것이다. 패키지 기판 시장은 구조적 호황을 맞고 있다. 매출 1.1조원, 패키지 기판 글로벌 4위의 위상에 비해 PSR 0.2배는 낮아 보인다.

>>> 4분기 일본 자회사 손익 개선 본격화 예상

3분기는 미흡하지만 턴어라운드 성공했고, 4분기는 일본 자회사의 손익 개선 본격화와 더불어 104억원의 영업이익이 예상된다. 내년에는 LPDDR5, DDR5, GDDR6, 5G용 FC-CSP 등 Tech Migration 시기에 제품 Mix 개선 효과가 클 것이고, 매출 1.1조원의 외형에 비해 PSR 0.2배는 매우 낮은 수준이라고 판단된다. 목표주가 12,000원을 유지하되, 괴리도 확대에 따라 투자의견을 'BUY'로 상향한다.

기업 가치 할인 요인으로 작용하고 있는 일본 자회사는 4분기부터 그래픽 DRAM(GDDR6)용 MSAP BOC와 MCP 등 고부가 MSAP 제품군 매출이 확대되며 수익성이 본격적으로 향상될 것이다.

심텍은 3분기에 전방 수요 회복과 함께 정상 수익성에 회귀했고, 4분기에는 GDDR6용 MSAP BOC와 중화 스마트폰용 FC-CSP 매출이 증가할 것이다.

>>> 내년 Tech Migration 효과 기대

내년은 Tech Migration 효과가 충분히 긍정적일 것이다.

1) 모바일 DRAM의 LPDDR5 채용 효과가 가장 먼저 구체화될 것이고, Flagship 모델 채택과 함께 MCP의 판가가 상승할 것이다. 2) PC 및 서버 DRAM의 DDR5 채용에 따라 BOC도 MSAP BOC로 진화할 가능성이 높다. 과거 DDR4 때는 BOC의 기술 진화가 없었기 때문이라도 이번 사이클에 기대하는 바가 크며, 모듈PCB의 경우 동사가 늘 선제적 고객 대응을 통해 상당한 ASP 프리미엄을 누리 왔다. 3) 5G 확산에 따라 AP용 FC-CSP는 I/O수 증가와 함께 회로선폭이 더욱 미세해지며 판가가 상승할 것이다. 동사가 중화 AP 시장에서 중요한 역할을 담당할 것이다. 4) GDDR6는 전량 MSAP BOC를 채택하고 있고, 동사와 일본 자회사가 적극적으로 대응하고 있다.

일본 자회사도 동일하게 우호적인 환경에서 손익분기점에 도달할 것이다.

패키지 기판 시장은 Intel의 10nm 기반 Ice Lake와 EMIB 기술이 FC-BGA의 기술 진화를 촉진하는 결정적 촉매가 되고, 일본 선두 업체들이 서버용 FC-BGA에 집중하기로 함에 따라 구조적 호황을 맞고 있다. 동사가 주력하고 있는 보급형 FC-CSP도 경쟁 완화에 따른 낙수효과가 기대되며, 인터포저, 버퍼 IC 등 Non-AP용 FC-CSP 매출이 확대되고 있는 점도 긍정적 변화다.

경쟁 환경 우호적 변화

이번 패키지 기판의 호황 사이클은 기술적 진화와 경쟁 환경의 변화에서 비롯한다. . Ibdien, Shinko 등 선두권 일본 업체들이 서버용 FC-BGA에 집중하기로 함에 따라 PC 용 FC-BGA와 모바일용 FC-CSP의 공급이 빠듯해졌고, 국내 업체들에게 우호적인 환경이 조성되고 있다. 이 과정에서 Ibdien은 FC-CSP 사업에서 철수했다. FC-CSP의 경우 High-end 영역에서 삼성전기와 LG이노텍의 점유율이 상승하고, 보급형 제품을 주력으로 하는 심택 등 2nd Tier 업체들에게도 낙수효과가 전해질 것이다.

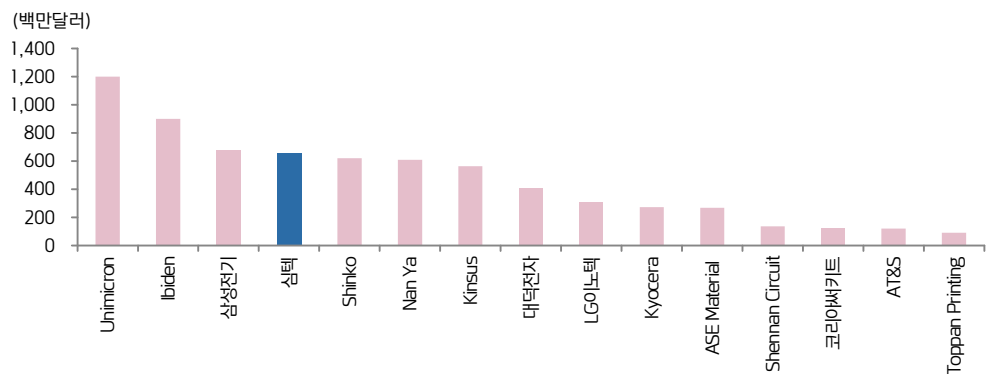
구조적 호황 한동안 지속 예상

패키지 기판 시장의 구조적 호황은 2~3년간 지속될 가능성이 높다. 10nm 공정 CPU의 본격 출시는 5년 만이다. 내년부터 서버용 Ice Lake 양산이 본격화되며 FC-BGA의 생산능력 잠식 효과가 클 것이다. EMIB 기술이 확산되며 FC-BGA의 기술적 난이도가 높아지고, 판가가 상승할 것이다. Ibdien과 Shinko 등이 내년부터 신규 라인을 가동하지만, 한동안 공급이 수요를 따라가는 국면이 예상된다. 이들 일본 업체들의 공격적인 증설은 주고객인 Intel과 교감을 전제로 할 것이다. 5G, AI, IoT 등 데이터 기반 수요 전망은 중장기적으로 밝다.

심택은 MCP와 보급형 FC-CSP 입지 강화

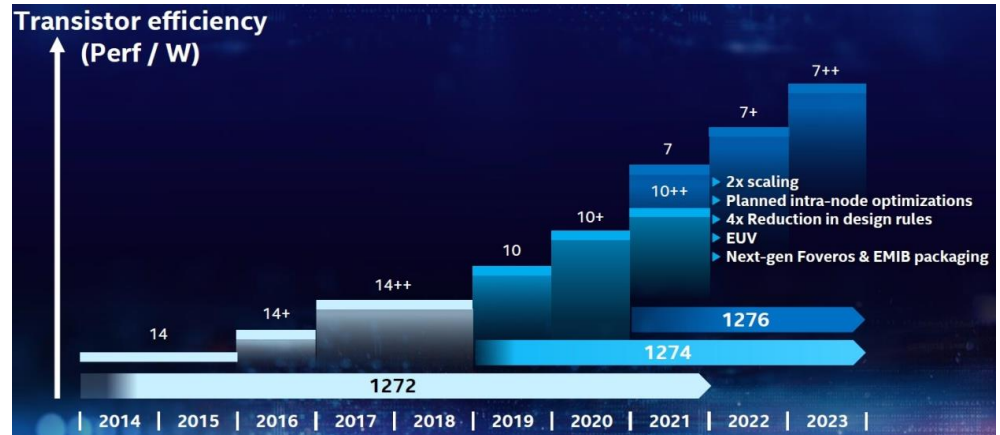
심택은 Eastern 인수를 계기로 패키지 기판 분야 글로벌 4위로 부상했다. 사업 규모에 비해 주식시장에서 지나치게 저평가된 측면이 있다. 동사는 MCP와 보급형 FC-CSP 시장에서 입지를 강화하고 있다. 올해 FC-CSP 매출은 1,230억원으로 추정되며, 2015년 445억원과 비교해 단기간에 괄목할만하게 성장했다. 주로 중화 보급형 AP 업체들을 지원한다. 인터포저, 서버 DRAM용 버퍼 IC, 각종 센서 칩 등 Non-AP 분야 매출이 큰 폭으로 증가하고 있다. 데이터 중심(Data-Centric) 환경에서 서버용 BOC와 모듈PCB의 고성장세가 예상된다.

글로벌 패키지 기판 업체 매출 순위(2018년 기준 상위 15개사)



자료: Prismark, 키움증권

Intel 프로세서 공정 기술 Roadmap



자료: Intel

이러한 Die 통합 방식

Die 통합 방식	구조도	특징
Multi-Chip 패키지		<ul style="list-style-type: none"> 싼 원가, 성숙한 기술, 높은 신뢰도 KGD 검출 용이 Die-패키지간 낮은 연결 밀도 Die-Die간 낮은 상호연결 밀도 높은 소비 전력
실리콘 인터포저		<ul style="list-style-type: none"> Die-인터포저간 양호한 연결 밀도 Die-Die간 양호한 상호연결 밀도 낮은 소비 전력 넓은 인터포저와 TSV 공정에 따른 높은 원가 KGD 검출 어려움
EMIB		<ul style="list-style-type: none"> Die-브리지간 양호한 연결 밀도 Die-Die간 양호한 상호연결 밀도 좁은 실리콘 브리지의 낮은 원가 낮은 소비 전력 KGD 검출 어려움 라우팅 길이 제한

자료: Intel, 키움증권

FC-CSP Supply Chain

반도체	OSAT	기판
삼성전자	Amkor	삼성전기
Apple	ASE	LG이노텍
Broadcom	Huatian	심택
Intel	JCET/STATS	lbiden
Media Tek	PTI	Kinsus
NXP	SPIL	Kyocera
Qualcomm	Tongfu	NanYa
Renesas		Shinko
Spreadtrum		Unimicron

자료: Prismark, 키움증권

주: DRAM, RF 모듈 제외

FC-CSP 기술 Trend

(단위: μm)

	2015	2018	2021
Layer Count	2-2-2	2-3L ETS	2-3L ETS
Thickness	310	155(3L)	140(3L)
Min L/S	15	9-15	6-9
Microvia Diameter	75	55	50
Microvia Pad Size	120	110	80
Build-Up Dielectric Thickness	15-35	25-30	25-30
Copper Thickness	15-20	18-20	15-20
Bump Pitch Capability	130	100	80

자료: Prismark, 키움증권

심텍 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	YoY	2019E	YoY	2020E	YoY
매출액	2,055	2,333	2,681	2,830	2,653	2,722	2,876	2,805	10,075	24.1%	9,899	-1.8%	11,056	11.7%
메모리 모듈	558	639	718	714	650	687	755	740	2,789	8.5%	2,629	-5.7%	2,832	7.7%
PC	142	142	165	165	166	145	178	174	675	-12.3%	614	-9.0%	663	7.9%
서버	296	339	371	371	339	372	391	387	1,332	19.1%	1,377	3.4%	1,488	8.1%
SSD	118	155	165	155	134	159	173	153	757	31.7%	593	-21.6%	618	4.2%
기타	2	3	17	22	11	11	14	26	25	-76.9%	44	77.3%	62	40.6%
패키지 기판	1,483	1,654	1,932	2,086	1,983	2,015	2,098	2,043	7,218	32.1%	7,155	-0.9%	8,138	13.7%
BOC	284	334	360	443	437	460	458	419	1,746	59.7%	1,421	-18.6%	1,774	24.8%
MCP	843	969	1,218	1,258	1,146	1,157	1,234	1,218	3,912	20.1%	4,288	9.6%	4,755	10.9%
FC-CSP	301	304	289	340	347	328	333	365	1,279	47.4%	1,234	-3.5%	1,374	11.3%
기타	55	47	65	46	54	69	73	41	281	13.3%	213	-24.3%	236	11.1%
영업이익	-202	-82	7	104	50	65	111	141	308	-9.0%	-174	적전	367	흑전
영업이익률	-9.9%	-3.5%	0.2%	3.7%	1.9%	2.4%	3.9%	5.0%	3.1%	-1.1%p	-1.8%	-4.8%p	3.3%	5.1%p
순이익	-223	-103	-40	57	16	26	60	81	50	-68.7%	-310	적전	182	흑전

자료: 심텍, 키움증권

심텍 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	4Q19E	2019E	2020E	4Q19E	2019E	2020E	4Q19E	2019E	2020E
매출액	2,676	9,628	10,528	2,830	9,899	11,056	5.7%	2.8%	5.0%
영업이익	108	-128	278	104	-174	367	-3.0%	적지	32.3%
세전이익	95	-243	162	77	-307	250	-19.1%	적지	54.8%
순이익	70	-237	118	57	-310	182	-19.1%	적지	54.7%
EPS(원)		-1,041	518		-1,319	788		적지	52.1%
영업이익률	4.0%	-1.3%	2.6%	3.7%	-1.8%	3.3%	-0.3%p	-0.4%p	0.7%p
세전이익률	3.5%	-2.5%	1.5%	2.7%	-3.1%	2.3%	-0.8%p	-0.6%p	0.7%p
순이익률	2.6%	-2.5%	1.1%	2.0%	-3.1%	1.7%	-0.6%p	-0.7%p	0.5%p

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	8,116	10,075	9,899	11,056	11,801
매출원가	7,101	8,758	9,065	9,616	10,252
매출총이익	1,015	1,317	835	1,440	1,549
판매비	677	1,009	1,008	1,072	1,128
영업이익	338	308	-174	367	421
EBITDA	789	989	557	1,102	1,149
영업외손익	-148	-203	-134	-117	-108
이자수익	0	3	1	2	11
이자비용	81	115	116	119	119
외환관련이익	212	262	119	119	119
외환관련손실	186	290	119	119	119
종속 및 관계기업손익	-86	0	0	0	0
기타	-7	-63	-19	0	0
법인세차감전이익	190	104	-307	250	313
법인세비용	29	81	23	63	78
계속사업손익	161	23	-330	188	234
당기순이익	161	23	-330	188	234
지배주주순이익	159	50	-310	182	505
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	2.5	24.1	-1.7	11.7	6.7
영업이익 증감율	-16.0	-8.9	-156.5	-310.9	14.7
EBITDA 증감율	-5.7	25.3	-43.7	97.8	4.3
지배주주순이익 증감율	-45.4	-68.6	-720.0	-158.7	177.5
EPS 증감율	-47.5	-70.6	적전	흑전	176.7
매출총이익율(%)	12.5	13.1	8.4	13.0	13.1
영업이익률(%)	4.2	3.1	-1.8	3.3	3.6
EBITDA Margin(%)	9.7	9.8	5.6	10.0	9.7
지배주주순이익률(%)	2.0	0.5	-3.1	1.6	4.3

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,102	2,524	2,292	2,697	3,759
현금 및 현금성자산	122	273	78	228	1,125
단기금융자산	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	658	656	644	720	768
재고자산	1,306	1,559	1,532	1,711	1,826
기타유동자산	16	36	38	38	40
비유동자산	5,179	5,610	5,663	5,634	4,906
투자자산	22	38	38	38	38
유형자산	4,594	5,067	5,139	5,122	4,402
무형자산	331	255	236	224	216
기타비유동자산	232	250	250	250	250
자산총계	7,282	8,133	7,955	8,330	8,665
유동부채	3,932	5,207	5,329	5,506	5,619
매입채무 및 기타채무	2,626	3,045	3,118	3,245	3,358
단기금융부채	1,248	2,045	2,095	2,145	2,145
기타유동부채	58	117	116	116	116
비유동부채	1,202	781	801	821	821
장기금융부채	630	195	215	235	235
기타비유동부채	572	586	586	586	586
부채총계	5,134	5,988	6,131	6,327	6,441
지배지분	2,090	2,128	1,826	2,000	2,491
자본금	122	122	116	116	116
자본잉여금	421	437	437	437	437
기타자본	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄손익누계액	-66	-55	-41	-27	-13
이익잉여금	1,614	1,626	1,316	1,476	1,953
비지배지분	57	18	-2	3	-267
자본총계	2,147	2,146	1,824	2,003	2,224

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,330	905	513	795	912
당기순이익	161	23	-330	188	234
비현금항목의 가감	790	1,091	868	914	914
유형자산감가상각비	432	636	712	723	720
무형자산감가상각비	19	46	19	12	8
지분법평가손익	-88	0	0	0	0
기타	427	409	137	179	186
영업활동자산부채증감	474	-32	112	-128	-51
매출채권및기타채권의감소	428	-7	11	-75	-49
재고자산의감소	-126	-237	27	-179	-115
매입채무및기타채무의증가	198	227	73	127	113
기타	-26	-15	1	-1	0
기타현금흐름	-95	-177	-137	-179	-185
투자활동 현금흐름	-609	-995	-784	-706	0
유형자산의 취득	-520	-980	-784	-706	0
유형자산의 처분	3	11	0	0	0
무형자산의 순취득	-26	-9	0	0	0
투자자산의감소(증가)	71	-17	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	4	0	0	0	0
기타	-141	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	-614	233	25	70	-23
차입금의 증가(감소)	-800	298	70	70	0
자본금, 자본잉여금의 증감	31	0	-6	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-45	-64	-39	0	-23
기타	200	-1	0	0	0
기타현금흐름	0	7	52	-10	8
현금 및 현금성자산의 순증가	107	151	-194	149	897
기초현금 및 현금성자산	15	122	273	78	228
기말현금 및 현금성자산	122	273	78	228	1,125

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	696	205	-1,319	788	2,180
BPS	8,586	8,739	7,887	8,638	10,761
CFPS	4,158	4,578	2,295	4,761	4,962
DPS	265	160	0	100	120
주가배수(배)					
PER	15.2	33.2	-7.3	12.2	4.4
PER(최고)	19.8	52.5	-8.8		
PER(최저)	13.6	32.0	-3.7		
PBR	1.23	0.78	1.13	1.04	0.83
PBR(최고)	1.60	1.23	1.47		
PBR(최저)	1.10	0.75	0.61		
PSR	0.30	0.16	0.21	0.19	0.18
PCFR	2.5	1.5	3.9	1.9	1.8
EV/EBITDA	5.3	3.6	7.7	3.8	2.6
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	37.4	157.2	0.0	12.1	11.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.5	2.4	0.0	1.1	1.3
ROA	2.4	0.3	-4.1	2.3	2.8
ROE	8.2	2.4	-15.7	9.5	22.5
ROIC	6.2	1.2	-4.0	6.2	7.7
매출채권회전율	10.2	15.3	15.2	16.2	15.9
재고자산회전율	7.2	7.0	6.4	6.8	6.7
부채비율	239.1	279.1	336.1	315.9	289.6
순차입금비율	81.8	91.7	122.3	107.4	56.4
이자보상배율	4.2	2.7	-1.5	3.1	3.5
총차입금	1,878	2,239	2,309	2,379	2,379
순차입금	1,756	1,967	2,231	2,152	1,254
NOPLAT	789	989	557	1,102	1,149
FCF	631	-276	-115	177	993

Compliance Notice

- 당사는 11월 6일 현재 '심택 (22280)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

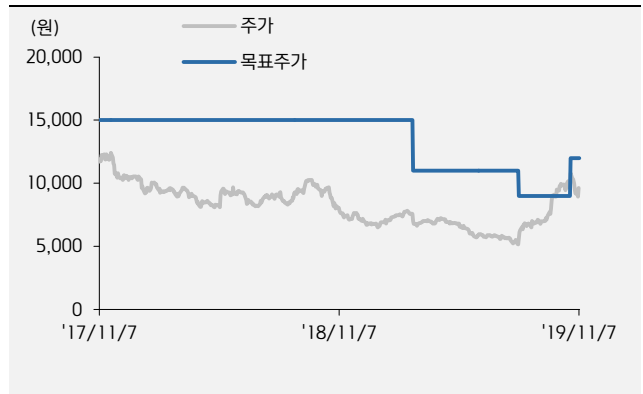
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
심택 (222800)	2017/10/30	BUY(Maintain)	15,000원	6개월	-22.68	-12.00
	2018/01/19	BUY(Maintain)	15,000원	6개월	-23.72	-12.00
	2018/05/10	BUY(Maintain)	15,000원	6개월	-40.37	-35.40
	2018/08/10	BUY(Maintain)	15,000원	6개월	-39.26	-31.67
	2018/10/31	BUY(Maintain)	15,000원	6개월	-39.66	-31.67
	2019/02/27	BUY(Maintain)	11,000원	6개월	-42.43	-34.27
	2019/08/07	BUY(Maintain)	9,000원	6개월	-12.66	12.78
	2019/10/25	Outperform (Downgrade)	12,000원	6개월	-18.04	-10.00
	2019/11/07	BUY(Upgrade)	12,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%