

2022년 5월 17일

심텍 (222800)

오해와 편견. 절호의 기회

편견: FC-BGA 없기 때문에 저평가?

심텍에 대한 편견은 FC-BGA 투자를 안 했기 때문에 고부가 패키지가 없기 때문이라는 것이다. 심텍은 현재 FC-CSP와 SiP 등의 비메모리향 패키지의 매출비중이 확대되고 있다. 21년 1분기에 해당 매출비중은 10%에 불과했는데, 22년 1분기에는 14%로 확대되었다. 패키지가 없기 때문이라는 편견으로 보면, 21년 1분기 13%에서 22년 1분기 18%로 확대되었다. 심텍 입장에서 해당 패키지의 영업이익률은 글로벌 업체들과 비교해도 동등한 수준이다. 전사 영업이익률 20%를 상회하는 아이템이기 때문에 고부가 패키지가 없기 때문이라는 편견이 없다. FC-BGA가 아니라도 전사의 수익성을 개선시킬 수 있는 고부가 패키지를 확보했기 때문에 저평가 받을 이유가 없다는 판단이다.

오해: 모바일 매출비중이 70% 이상?

현재 중국 스마트폰의 침체는 IT 전반적인 투자심리를 위축시키고 있다. 심텍의 패키지가 매출에서 절반 이상을 담당하는 MCP는 대표적인 모바일용 기판이라는 이미지가 강하다. FC-CSP 역시 스마트폰용 AP라는 인식이 강하다. 심텍의 패키지가 매출에서 75%가 스마트폰에 노출되어 있다는 오해가 있다. 하지만, MCP 중에서는 5~60%, FC-CSP 중에서는 20%만 스마트폰향이다. MCP 중의 절반 가까이가 SSD용 NAND 매출액이고, FC-CSP 중에서는 SSD용 Controller IC와 서버용 DRAM에 필요한 Buffer IC 매출액이 각각 40%를 차지한다. 즉, 스마트폰향 매출비중은 33~36% 수준에 불과하다. 21년 하반기부터 중화권 스마트폰 업체들의 재고조정에도 불구하고 MCP와 FC-CSP 매출액이 매분기 증가할 수 있던 이유는 양호한 전방산업 수요가 뒷받침되었기 때문이다

고성장과 고수익성, 저평가 받을 이유 없다

심텍에 대한 투자의견 'BUY'와 목표주가 84,000원을 유지한다. 심텍은 편견과 오해로 인해 글로벌 동종업체는 물론 국내 패키지가 업체들보다도 저평가 받고 있다. 비메모리의 매출 비중 확대, 견조한 전방산업을 보유하고 있음에도 2022년 기준 PER 6.42배에 불과해 적극적인 비중확대를 추천한다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 84,000원 | CP(5월16일): 50,100원

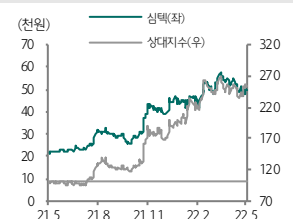
Key Data

| | |
|------------------|------------------|
| KOSDAQ 지수 (pt) | 856.25 |
| 52주 최고/최저(원) | 57,400/21,800 |
| 시가총액(십억원) | 1,595.9 |
| 시가총액비중(%) | 0.42 |
| 발행주식수(천주) | 31,854.1 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 788.0 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 40.6 |
| 22년 배당금(예상, 원) | 500 |
| 22년 배당수익률(예상, %) | 0.98 |
| 외국인지분율(%) | 10.20 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 심텍홀딩스 외 8인 | 33.27 |
| 국민연금공단 | 7.20 |
| 주가상승률 | 1M 6M 12M |
| 절대 | (5.1) 20.4 126.7 |
| 상대 | 2.4 45.6 155.9 |

Consensus Data

| | 2022 | 2023 |
|-----------|---------|---------|
| 매출액(십억원) | 1,746.9 | 1,998.0 |
| 영업이익(십억원) | 343.5 | 405.7 |
| 순이익(십억원) | 253.0 | 289.5 |
| EPS(원) | 7,556 | 8,995 |
| BPS(원) | 19,232 | 27,668 |

Stock Price



Financial Data

| 투자지표 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 십억원 | 1,201.4 | 1,365.8 | 1,768.2 | 2,127.2 | 2,332.1 |
| 영업이익 | 십억원 | 89.7 | 174.3 | 355.8 | 430.9 | 478.1 |
| 세전이익 | 십억원 | 74.9 | 154.0 | 338.0 | 415.9 | 463.1 |
| 순이익 | 십억원 | 56.6 | 117.2 | 248.7 | 308.8 | 343.8 |
| EPS | 원 | 1,943 | 3,616 | 7,809 | 9,694 | 10,794 |
| 증감율 | % | 흑전 | 86.10 | 115.96 | 24.14 | 11.35 |
| PER | 배 | 11.76 | 12.62 | 6.42 | 5.17 | 4.64 |
| PBR | 배 | 2.58 | 3.83 | 2.61 | 1.76 | 1.29 |
| EV/EBITDA | 배 | 5.27 | 6.33 | 3.74 | 2.64 | 1.84 |
| ROE | % | 25.12 | 35.13 | 50.18 | 40.71 | 32.17 |
| BPS | 원 | 8,843 | 11,910 | 19,219 | 28,413 | 38,707 |
| DPS | 원 | 320 | 500 | 500 | 500 | 500 |



Analyst 김록호
02-3771-7523
roko.kim@hanafn.com

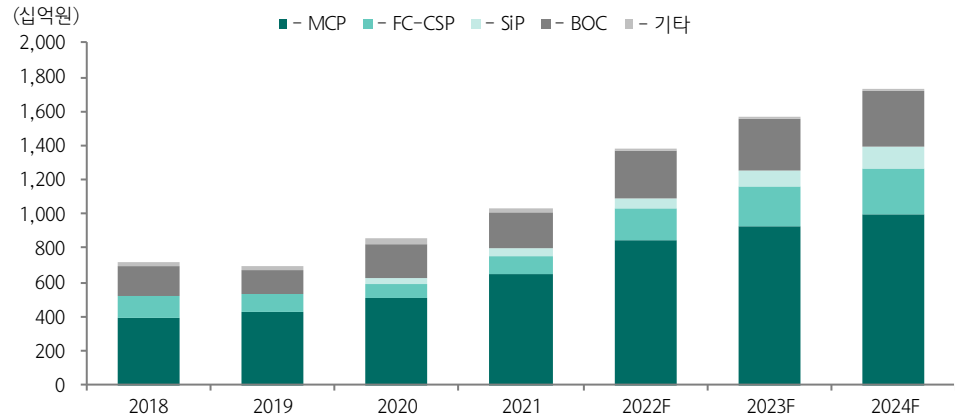
RA 김민경
02-3771-7594
minkyung.kim@hanafn.com

FC-CSP와 SiP 매출 확대중

심텍의 패키지기판 중에 고수익성 제품에 속하는 비메모리향 패키지기판의 매출비중이 확대되고 있다. 해당 매출비중은 2020년 13%에서 2022년 18%, 2023년 21%로 확대될 것으로 추정된다. 해당 패키지기판은 현재 전사 영업이익률인 20%를 상회하는 고수익성 아이টে므로 향후 전사의 외형 성장은 물론 전사 수익성을 개선시킬 것으로 기대된다.

그림 1. 심텍의 패키지기판 매출액 전망

비메모리 패키지기판 매출비중 확대

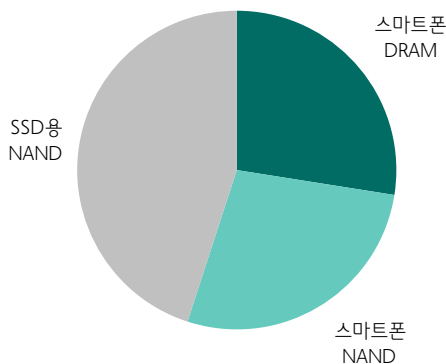


자료: 심텍, 하나금융투자

MCP 중 절반은 SSD
FC-CSP 중 80%가 SSD 및 서버향

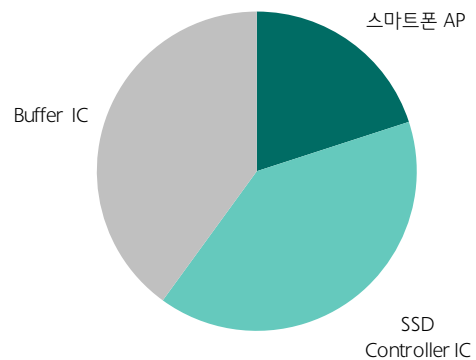
심텍의 주력 패키지기판인 MCP 중에서 스마트폰용 DRAM과 NAND가 각각 25~30% 수준으로 추정된다. 나머지 4~50%는 SSD용 NAND향 기판이다. 스마트폰 수요에도 불구하고 MCP 매출액이 21년 4분기 1,821억원에서 22년 1분기 2,008억원으로 증가할 수 있던 것은 SSD 수요가 견조했기 때문이다. FC-CSP는 스마트폰용 AP라는 인식이 강한데, 정작 해당 매출비중은 20% 수준에 불과하다. 심텍의 FC-CSP는 SSD의 Controller IC향, 서버용 DRAM에 필요한 Buffer IC향으로 각각 40%씩 매출이 일어나고 있다. 이 역시 최근 견조한 수요로 인해 기존 분기 매출액 300억원 미만대에서 22년 1분기 446억원으로 레벨업되었다. 향후 해당 매출비중이 지속 확대될 것으로 추정되는데, 견조한 전방 산업 수요 덕분이다.

그림 2. MCP 매출액 구분



자료: 심텍, 하나금융투자

그림 3. FC-CSP 매출액 구분



자료: 심텍, 하나금융투자

2022년 영업이익 3,558억원 전망

심텍의 2022년 매출액은 1조 7,682억원, 영업이익은 3,558억원으로 전년대비 각각 30%, 104% 증가할 전망이다. 패키지기판이 실적을 견인하는데, 주력인 MCP와 BoC 등의 메모리 용 기판은 타이트한 수급 상황으로 인해 가격 상황이 양호하다. 또한 수익성이 좋은 비메모리 기판은 매년 매출비중을 확대중인데, 서버 및 SSD 등의 견조한 전방산업을 확보했다. 그럼에도 불구하고 시가총액이 1조 5,959억원에 불과해 극심한 저평가 영역이라는 판단이다. 2023년 이후부터는 DDR5에 따른 수혜도 본격화될 것으로 추정되어 중장기 성장 가시성도 확보했다.

표 1. 심텍의 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

| | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22F | 3Q22F | 4Q22F | 2021 | 2022F | 2023F |
|------------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 283.1 | 324.7 | 365.9 | 392.1 | 417.7 | 438.1 | 461.0 | 451.4 | 1,363.8 | 1,768.2 | 2,127.2 |
| YoY | -2.5% | 0.9% | 17.8% | 40.7% | 47.5% | 34.9% | 26.0% | 15.1% | 13.5% | 29.5% | 20.3% |
| QoQ | 1.6% | 14.7% | 12.7% | 7.2% | 6.5% | 4.9% | 5.2% | -2.1% | | | |
| Module PCB | 62.4 | 81.1 | 87.5 | 95.9 | 88.2 | 97.1 | 99.9 | 90.5 | 325.6 | 375.6 | 394.2 |
| - PC | 12.4 | 19.2 | 20.9 | 23.0 | 20.4 | 19.6 | 21.2 | 20.2 | 75.1 | 81.4 | 85.5 |
| - Server | 30.3 | 43.8 | 43.7 | 49.1 | 45.0 | 50.2 | 51.9 | 44.2 | 166.6 | 191.3 | 200.9 |
| - SSD | 13.9 | 17.8 | 22.5 | 23.5 | 22.6 | 25.3 | 26.1 | 25.3 | 77.0 | 99.3 | 104.2 |
| - 기타 | 5.9 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 1.9 | 0.7 | 0.7 | 6.9 | 3.6 | 3.6 |
| Substrate | 219.3 | 240.2 | 275.6 | 293.2 | 326.6 | 338.1 | 358.1 | 358.0 | 1,027.7 | 1,380.9 | 1,720.7 |
| - MCP | 141.1 | 154.3 | 168.6 | 182.1 | 200.8 | 206.8 | 217.2 | 217.2 | 645.8 | 842.0 | 900.9 |
| - FC-CSP | 25.7 | 24.5 | 31.0 | 29.4 | 44.6 | 46.8 | 49.2 | 49.2 | 112.0 | 189.8 | 214.4 |
| - SiP | 3.9 | 6.7 | 14.8 | 14.2 | 13.0 | 14.3 | 16.7 | 16.7 | 39.6 | 60.8 | 72.9 |
| - BOC | 46.7 | 48.4 | 54.6 | 64.7 | 66.3 | 68.3 | 73.1 | 73.1 | 212.5 | 280.7 | 300.4 |
| - 기타 | 2.0 | 6.3 | 6.7 | 2.8 | 1.9 | 1.9 | 2.0 | 1.9 | 17.7 | 7.7 | 8.1 |
| 본사 | 243.2 | 280.6 | 312.7 | 331.2 | 353.3 | 370.2 | 388.3 | 377.9 | 1,166.1 | 1,489.7 | 1,786.8 |
| 자회사 | 41.3 | 47.4 | 56.1 | 60.9 | 64.4 | 67.9 | 72.7 | 73.5 | 204.9 | 278.5 | 340.3 |
| 영업이익 | 15.3 | 31.2 | 50.4 | 77.5 | 83.9 | 88.1 | 93.0 | 90.8 | 170.1 | 355.8 | 430.9 |
| YoY | 12.3% | 1.6% | 63.7% | 426.7% | 447.2% | 182.7% | 84.4% | 17.1% | 89.3% | 103.9% | 21.1% |
| QoQ | 4.2% | 103.2% | 61.8% | 53.7% | 8.3% | 5.0% | 5.5% | -2.4% | | | |
| 본사 | 13.7 | 28.6 | 46.1 | 59.8 | 74.4 | 80.7 | 85.2 | 81.5 | 147.9 | 321.8 | 348.4 |
| 자회사 | 1.6 | 2.6 | 4.3 | 17.8 | 9.5 | 7.4 | 7.8 | 9.2 | 22.2 | 34.0 | 47.6 |
| 영업이익률 | 5.4% | 9.6% | 13.8% | 19.8% | 20.1% | 20.1% | 20.2% | 20.1% | 12.5% | 20.1% | 20.3% |
| 본사 | 5.6% | 10.2% | 14.7% | 18.0% | 21.1% | 21.8% | 21.9% | 21.6% | 12.7% | 21.6% | 19.5% |
| 자회사 | 4.0% | 5.5% | 7.7% | 29.2% | 14.8% | 10.9% | 10.7% | 12.6% | 10.8% | 12.2% | 14.0% |
| 매출비중 | | | | | | | | | | | |
| 본사 | 86% | 86% | 85% | 84% | 85% | 84% | 84% | 84% | 86% | 84% | 84% |
| 자회사 | 15% | 15% | 15% | 16% | 15% | 16% | 16% | 16% | 15% | 16% | 16% |

자료: 심텍, 하나금융투자

추정 재무제표

| 손익계산서 | (단위:십억원) | | | | |
|--------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
| 매출액 | 1,201.4 | 1,365.8 | 1,768.2 | 2,127.2 | 2,332.1 |
| 매출원가 | 1,005.0 | 1,081.7 | 1,273.4 | 1,528.1 | 1,670.2 |
| 매출총이익 | 196.4 | 284.1 | 494.8 | 599.1 | 661.9 |
| 판매비 | 106.7 | 109.8 | 139.0 | 168.1 | 183.8 |
| 영업이익 | 89.7 | 174.3 | 355.8 | 430.9 | 478.1 |
| 금융손익 | (15.1) | (17.5) | (17.7) | (23.7) | (31.7) |
| 종속/관계기업손익 | 0.0 | 0.0 | (0.1) | 8.7 | 16.7 |
| 기타영업외손익 | 0.3 | (2.8) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 세전이익 | 74.9 | 154.0 | 338.0 | 415.9 | 463.1 |
| 법인세 | 18.4 | 35.7 | 84.2 | 104.0 | 115.8 |
| 계속사업이익 | 56.5 | 118.3 | 253.8 | 311.9 | 347.3 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 56.5 | 118.3 | 253.8 | 311.9 | 347.3 |
| 비배주주지분 순이익 | (0.1) | 1.1 | 5.1 | 3.1 | 3.5 |
| 지배주주순이익 | 56.6 | 117.2 | 248.7 | 308.8 | 343.8 |
| 지배주주지분포괄이익 | 60.6 | 124.0 | 249.8 | 307.0 | 341.9 |
| NOPAT | 67.7 | 133.9 | 267.2 | 323.2 | 358.5 |
| EBITDA | 165.4 | 253.2 | 431.9 | 512.4 | 561.8 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | 20.12 | 13.68 | 29.46 | 20.30 | 9.63 |
| NOPAT증가율 | 흑전 | 97.78 | 99.55 | 20.96 | 10.92 |
| EBITDA증가율 | 193.78 | 53.08 | 70.58 | 18.64 | 9.64 |
| 영업이익증가율 | 흑전 | 94.31 | 104.13 | 21.11 | 10.95 |
| (지배주주)순이익증가율 | 흑전 | 107.07 | 112.20 | 24.17 | 11.33 |
| EPS증가율 | 흑전 | 86.10 | 115.96 | 24.14 | 11.35 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 16.35 | 20.80 | 27.98 | 28.16 | 28.38 |
| EBITDA이익률 | 13.77 | 18.54 | 24.43 | 24.09 | 24.09 |
| 영업이익률 | 7.47 | 12.76 | 20.12 | 20.26 | 20.50 |
| 계속사업이익률 | 4.70 | 8.66 | 14.35 | 14.66 | 14.89 |

| 대차대조표 | (단위:십억원) | | | | |
|-----------|----------|-------|---------|---------|---------|
| | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
| 유동자산 | 198.8 | 245.1 | 451.6 | 767.1 | 1,119.9 |
| 금융자산 | 17.1 | 19.2 | 192.8 | 461.9 | 788.2 |
| 현금성자산 | 17.1 | 16.7 | 189.9 | 458.4 | 784.4 |
| 매출채권 | 47.4 | 60.3 | 69.4 | 83.5 | 91.5 |
| 재고자산 | 123.8 | 144.5 | 166.3 | 200.1 | 219.4 |
| 기타유동자산 | 10.5 | 21.1 | 23.1 | 21.6 | 20.8 |
| 비유동자산 | 581.0 | 612.4 | 691.7 | 738.5 | 759.5 |
| 투자자산 | 4.5 | 35.7 | 41.0 | 49.3 | 54.1 |
| 금융자산 | 4.5 | 35.7 | 41.0 | 49.3 | 54.1 |
| 유형자산 | 512.5 | 501.3 | 575.9 | 614.9 | 631.4 |
| 무형자산 | 22.1 | 23.5 | 22.8 | 22.3 | 22.1 |
| 기타비유동자산 | 41.9 | 51.9 | 52.0 | 52.0 | 51.9 |
| 자산총계 | 779.8 | 857.4 | 1,143.3 | 1,505.6 | 1,879.4 |
| 유동부채 | 350.1 | 342.0 | 377.9 | 425.6 | 457.3 |
| 금융부채 | 117.8 | 111.4 | 117.1 | 118.2 | 123.3 |
| 매입채무 | 70.5 | 45.6 | 52.4 | 63.1 | 69.2 |
| 기타유동부채 | 161.8 | 185.0 | 208.4 | 244.3 | 264.8 |
| 비유동부채 | 141.4 | 134.2 | 146.2 | 164.9 | 175.5 |
| 금융부채 | 42.8 | 54.4 | 54.4 | 54.4 | 54.4 |
| 기타비유동부채 | 98.6 | 79.8 | 91.8 | 110.5 | 121.1 |
| 부채총계 | 491.5 | 476.2 | 524.1 | 590.5 | 632.8 |
| 지배주주지분 | 287.9 | 379.3 | 612.1 | 904.9 | 1,232.8 |
| 자본금 | 17.1 | 17.1 | 17.1 | 17.1 | 17.1 |
| 자본잉여금 | 118.4 | 110.6 | 110.6 | 110.6 | 110.6 |
| 자본조정 | (0.1) | (0.3) | (0.3) | (0.3) | (0.3) |
| 기타포괄이익누계액 | (2.0) | 7.4 | 7.4 | 7.4 | 7.4 |
| 이익잉여금 | 154.5 | 244.4 | 477.2 | 770.1 | 1,098.0 |
| 비지배주주지분 | 0.4 | 2.0 | 7.1 | 10.2 | 13.7 |
| 자본총계 | 288.3 | 381.3 | 619.2 | 915.1 | 1,246.5 |
| 순금융부채 | 143.5 | 146.6 | (21.2) | (289.3) | (610.5) |

| 투자지표 | (단위:십억원) | | | | |
|-----------|----------|--------|--------|---------|---------|
| | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 1,943 | 3,616 | 7,809 | 9,694 | 10,794 |
| BPS | 8,843 | 11,910 | 19,219 | 28,413 | 38,707 |
| CFPS | 6,144 | 8,129 | 13,555 | 16,359 | 18,161 |
| EBITDAPS | 5,680 | 7,812 | 13,558 | 16,085 | 17,636 |
| SPS | 41,249 | 42,144 | 55,510 | 66,778 | 73,211 |
| DPS | 320 | 500 | 500 | 500 | 500 |
| 주기지표(배) | | | | | |
| PER | 11.76 | 12.62 | 6.42 | 5.17 | 4.64 |
| PBR | 2.58 | 3.83 | 2.61 | 1.76 | 1.29 |
| PCFR | 3.72 | 5.62 | 3.70 | 3.06 | 2.76 |
| EV/EBITDA | 5.27 | 6.33 | 3.74 | 2.64 | 1.84 |
| PSR | 0.55 | 1.08 | 0.90 | 0.75 | 0.68 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | 25.12 | 35.13 | 50.18 | 40.71 | 32.17 |
| ROA | 6.99 | 14.32 | 24.86 | 23.31 | 20.32 |
| ROIC | 12.67 | 24.83 | 46.79 | 52.60 | 56.12 |
| 부채비율 | 170.48 | 124.89 | 84.65 | 64.52 | 50.76 |
| 순부채비율 | 49.79 | 38.44 | (3.43) | (31.61) | (48.98) |
| 이자보상배율(배) | 8.30 | 18.27 | 23.69 | 28.12 | 30.65 |

| 현금흐름표 | (단위:십억원) | | | | |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
| 영업활동 현금흐름 | 215.5 | 114.6 | 341.3 | 415.7 | 443.8 |
| 당기순이익 | 56.5 | 118.3 | 253.8 | 311.9 | 347.3 |
| 조정 | 108.5 | 115.3 | 76.0 | 81.5 | 83.8 |
| 감가상각비 | 75.7 | 78.9 | 76.1 | 81.5 | 83.7 |
| 외환거래손익 | (0.1) | 2.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 32.9 | 34.1 | (0.1) | 0.0 | 0.1 |
| 영업활동 자산부채변동 | 50.5 | (119.0) | 11.5 | 22.3 | 12.7 |
| 투자활동 현금흐름 | (82.9) | (80.5) | (155.8) | (128.9) | (105.1) |
| 투자자산감소(증가) | (2.4) | (31.2) | (5.4) | (8.3) | (4.7) |
| 자본증가(감소) | (82.1) | (44.2) | (150.0) | (120.0) | (100.0) |
| 기타 | 1.6 | (5.1) | (0.4) | (0.6) | (0.4) |
| 재무활동 현금흐름 | (124.9) | (34.6) | (10.2) | (14.9) | (10.9) |
| 금융부채증가(감소) | (187.1) | 5.1 | 5.7 | 1.1 | 5.1 |
| 자본증가(감소) | 73.6 | (7.8) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | (7.7) | (21.5) | 0.0 | (0.1) | (0.1) |
| 배당지급 | (3.7) | (10.4) | (15.9) | (15.9) | (15.9) |
| 현금의 증감 | 7.4 | (0.4) | 172.4 | 268.5 | 325.9 |
| Unlevered CFO | 178.9 | 263.5 | 431.8 | 521.1 | 578.5 |
| Free Cash Flow | 129.5 | 38.0 | 191.3 | 295.7 | 343.8 |

자료: 하나금융투자