

심텍
(036710.KQ)

이제는 정당한 프리미엄을 되찾아야 할 시점

Buy (신규)

목표주가 18,000원 (신규)

Analyst

김혜용

02)768-7630, sophia.kim@wooriwm.com

이승혁

02)768-7468, kevin.lee@wooriwm.com

투자의견 Buy 및 목표주가 18,000원 신규 제시

- 커버리지 시작 이유: 심텍은 키코로 인한 대규모 손실을 기록함에 따라 2009년 3월 관리종목으로 지정되었음. 그러나 원/달러 환율이 하락하고, 전방산업인 반도체 산업의 호황으로 실적이 개선되고 있어 지난 2월 관리종목에서 해제됨
- 최근 단기간의 높은 주가 상승에도 불구하고, 현재 주가는 2010년 기준 PER 4.8배로 저평가되어 있어 투자 매력도가 여전히 높은 것으로 판단됨
- 목표주가는 2010년 기준 PER 7.7배, 현주가(4월 30일)대비 61% 상승여력 보유

투자포인트 1: 2010년 역사상 최고치를 경신할 메모리 반도체 산업 수혜 전망

- 심텍은 삼성전자, 하이닉스, Elpida 등 글로벌 메이저 DRAM 업체들에 DRAM Module PCB와 패키지용 Substrate를 납품하고 있음. 동사의 DRAM Module PCB와 패키지용 Substrate 부문 글로벌 점유율은 35% 수준으로 추정
 - 1) DRAM Module PCB: 2010년 PC 출하량은 전년대비 20% 성장한 3.6억대로 예상됨. 이에 따라 동사의 DRAM Module PCB 출하량은 전년대비 22% 늘어날 전망
 - 2) DRAM 패키지용 Substrate: 2010년 DRAM 출하량은 전년대비 25% 늘어난 175억개로 예상되며 동사의 BOC의 출하량은 전년대비 38% 늘어날 전망

투자포인트 2: 키코 리스크로 PCB 업종 대비 저평가되어 있지만, 오히려 프리미엄을 받아야 정당

- 4월말 기준으로 동사가 보유한 키코 계약 잔액은 약 3.7억달러임. 그러나 최근 자사주 매각으로 462억원의 현금이 유입되었으며, 이는 키코 계약 잔액 중 최대 2.7억달리를 조기 청산할 수 있는 금액임. 이에 따라 키코로 인한 주가 저평가 요인은 점차 해소될 전망
- 동사는 현재 PCB 업종 평균인 7.2배 대비 33% 저평가되어 있으나, 오히려 프리미엄을 받아야 타당한 것으로 판단됨. 동사가 생산하는 반도체용 PCB는 휴대폰, LCD 등의 IT제품에 적용되는 PCB에 비해 기술적 진입장벽이 높기 때문

[기준일: 2010.4.30]

- 주가: 11,200 원(보통주)
- 시가총액: 304.6 십억원
- 자본금: 13.6 십억원
- 52 주 최고가: 11,400 원
- 최저가: 2,435 원
- 외국인지분율: 2.59%
- 배당수익률(09년): 0.0%

심텍 실적전망

(단위:십억원, 원, 배)

	2008	2009	2010E	2011F
매출액	415	497	591	702
영업이익	36	51	61	70
EBITDA	59	74	83	91
순이익	-151	49	64	58
EPS	-5,552	1,814	2,349	2,135
PER	na	3.7	4.8	5.2
PBR	na	13.8	3.3	2.0
EV/EBITDA	3.6	4.6	5.0	4.3
ROE	-384.6	-335.3	121.1	48.2

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당시는 자료 작성일 현재 '심텍'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 당시는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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.

투자의견 Buy 및 목표주가 18,000원 신규 제시

심텍에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 18,000원을 신규 제시한다. 목표주가는 잔여이익모델(RIM, Market risk premium 7.0%, 베타 1.1, 자기자본비용 11.9% 가정)을 이용하여 산출되었으며, 2010년 실적 기준 PER 7.7배, PBR 5.4배 수준이다. 현 주가 (4월 30일 기준) 대비 61%의 상승여력을 보유하고 있다.

단기간의 높은 주가 상승에도 불구하고 여전히 저평가 상태, 추가적인 상승이 가능할 전망

심텍의 주가는 지난 2월 관리종목에서 해제된 이후 50% 상승하며 시장 수익률을 크게 상회하였다. 하지만 단기간의 높은 주가 상승에도 불구하고 여전히 저평가되어 있어 투자 매력도가 높은 것으로 판단되는데, 그 이유는 다음과 같다.

- 1) 동사는 최근 자사주 매각을 통해 키코를 조기 청산할 수 있는 자금을 확보함에 따라 주가 저평가 요인이었던 키코 리스크가 해소될 전망이다.
- 2) 2010년 메모리 반도체 수요는 사상 최고치를 달성할 것으로 전망됨에 따라 DRAM Module PCB와 패키지용 Substrate를 생산하는 동사가 수혜를 입을 전망이다.

심텍 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2010E	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Net Profit	64	58	65	72	84	98	113	129	149	171	197	226
Shareholder's equity	92	150	215	286	370	468	578	703	843	1,000	1,177	1,376
Forecast ROE (FROE)	121.1%	48.2%	35.7%	28.7%	25.6%	23.4%	21.5%	20.2%	19.3%	18.6%	18.1%	17.7%
Spread (FROE-COE)	109.2%	36.3%	23.8%	16.8%	13.7%	11.5%	9.6%	8.3%	7.4%	6.7%	6.2%	5.9%
Residual Income	58	44	43	42	45	48	50	53	57	62	68	75
Cost of equity (COE)		11.9%										
Beta		1.1										
Market risk premium (Rm-Rf)		7.0%										
Risk-free rate (Rf)		4.0%										
Beginning shareholder's equity	14.0											
PV of forecast period RI	331.0											
PV of continuing value	96.3											
Equity value (C+P)	441.3											
No of shares (common, mn)	27.2											
Fair price (C)		12m TP										
		18,151										
Current price (C)		11,200										
Upside (-downside)		61.0%										
Implied P/B (x)		5.4										
Implied P/E (x)		7.7										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름 할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

* 잔여이익(RI) = 당기순이익t - 자기자본t-1 * 자기자본비용(Cost of Equity)t = 자기자본t-1 * (ROEt - COEt)

RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1조~10조원 + 'A0'이상	M-cap 2천억원~1조원+'BBB+'이상	M-cap 2천억원 미만+'BBB-'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

키코 리스크는 오히려 동사의 우수한 펤더멘털을 검증하는 계기로 작용

동사가 안정적인 영업활동을 기반으로 키코 리스크에서 벗어남에 따라, 동사의 우수한 펨더멘털이 검증된 것으로 판단된다. 동사는 키코로 인한 대규모 손실을 기록하며 자본잠식 상태가 되었던 2008년과 2009년에도 각각 19%, 20%의 매출액 성장률과 8.6%, 10.3%의 영업이익률을 달성하였다. 동사가 이와 같은 견조한 영업현금 창출능력 가질 수 있었던 요인은 다음과 같은 것으로 판단한다.

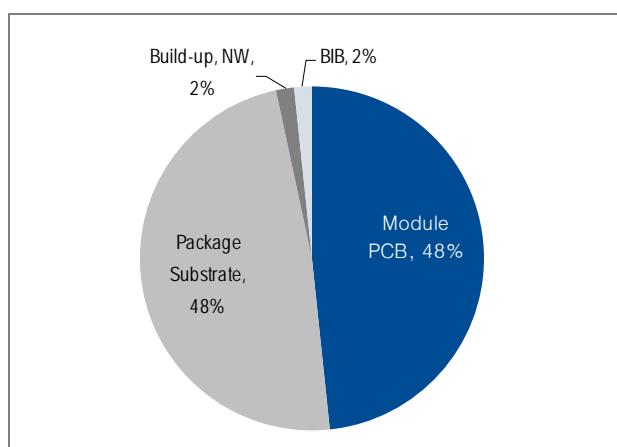
- 1) 전방 산업인 반도체 출하량의 지속적인 성장: 메모리 반도체 및 다양한 IT 제품에 적용되는 반도체 칩의 출하량이 지속적인 성장세에 있으며, 이에 따라 DRAM Module PCB 및 패키지용 Substrate 부문의 글로벌 점유율을 35% 차지하고 있는 동사의 매출액 성장이 이어지고 있다.
- 2) 반도체 산업의 기술적인 진화: DRAM이 DDR 1에서 DDR 2, DDR 3로 진화하는 등 반도체 산업 전반에 걸쳐 기술적인 발전이 계속해서 이루어지고 있다. 이와 함께 동사의 product mix가 개선됨에 따라 수익성 유지가 가능하다.
- 3) 글로벌 메이저 업체들로 다변화된 거래처 확보: 동사는 삼성전자, 하이닉스, 마이크론, 엘피디 등 글로벌 메이저 반도체 제조업체들을 주요 고객으로 확보하고 있으며, 각 거래선별 매출 비중이 고르게 분포되어 있다.

심텍의 주요 제품군 현황

제품군	주요 제품	납품처	최종 적용 기기
Module PCB	DDR1/2/3 Module PCB	삼성전자, 하이닉스, Elpida, Nanya 등	PC, 노트북
	FBDIMM, RDIMM	Nanya 등	서버
	LCD Module PCB	LG디스플레이	LCD 디스플레이
Package Substrate	DDR2/3 BOC	삼성전자, 하이닉스, Elpida, Nanya 등	PC, 노트북
	FMC, MCP, CSP, PBGA	Toshiba, Sandisk 등	휴대폰, 카메라, 등
Build-up/NW	Build-up, Network Board	Motorola	휴대폰, 네트워크 장비

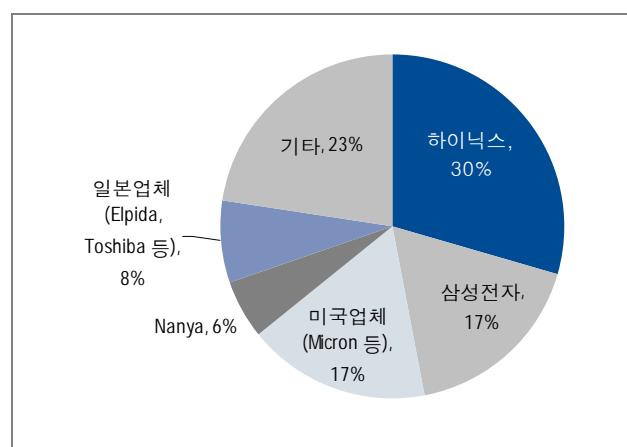
자료: 심텍

심텍의 제품별 매출 비중 (2009년 기준)



자료: 심텍

심텍의 고객별 매출 비중 (2009년 기준)



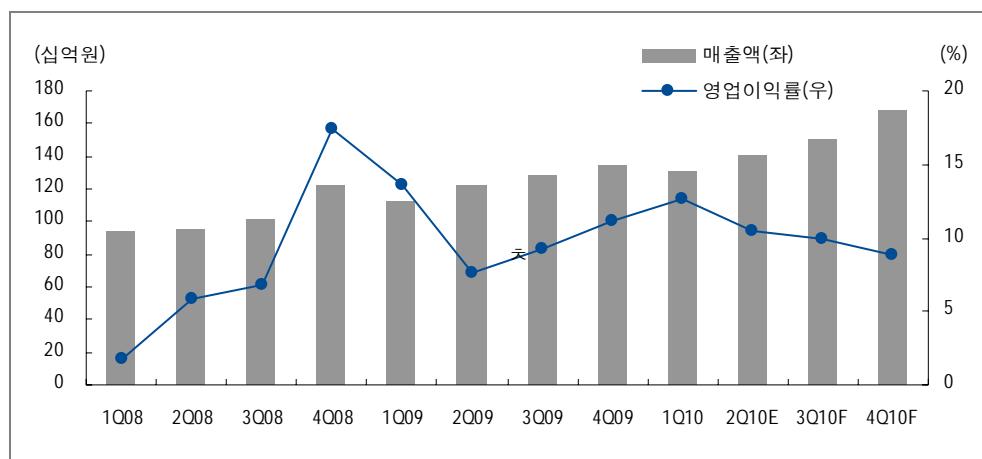
자료: 심텍

반도체 출하량이 지속적으로 늘어날 전망에 따라 동사의 매출액 성장도 이어질 전망

반도체용 PCB의 전방 산업인 반도체 칩의 출하량이 지속적으로 늘어날 전망이어서 동사의 매출 성장도 이어질 것으로 예상된다. 동사의 주요 제품군별 전망은 다음과 같다.

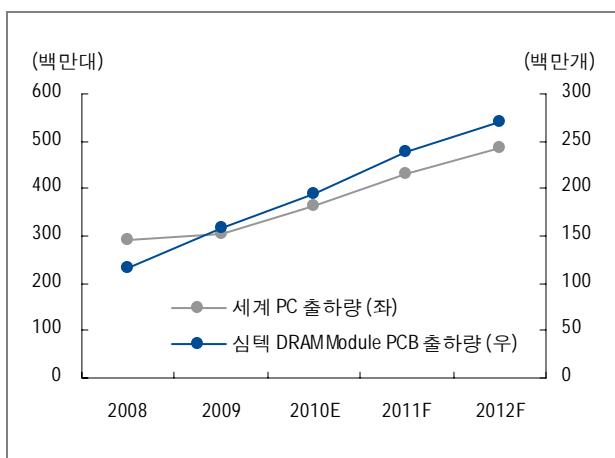
- 1) DRAM Module PCB: 일반적으로 1개의 PC에 1~2개의 DRAM Module PCB가 사용되고 있다. 2010년 PC출하량은 전년대비 19% 성장한 3.6억대로 예상됨에 따라 동사의 DRAM Module PCB 출하량은 전년대비 22% 늘어날 것으로 전망된다.
- 2) DRAM 패키지용 Substrate: 2010년 DRAM 출하량은 전년대비 25% 늘어난 175억개로 예상된다. 이에 따라 동사가 생산하는 DRAM (DDR1,2,3) 패키지용 Substrate인 BOC(Board on chip)의 출하량은 전년대비 38% 늘어날 것으로 전망된다.
- 3) CSP, MCP, FMC: 스마트폰 등 모바일 기기가 확대됨에 따라 CSP(Chip scale package), MCP(Multi chip package), FMC(Flash memory card) 등의 출하량도 지속적으로 증가할 전망이다. 이러한 제품군의 매출 비중은 2009년 17%에서 2010년에는 24%까지 확대될 것으로 예상된다.

심텍의 매출액 및 영업이익률 추이



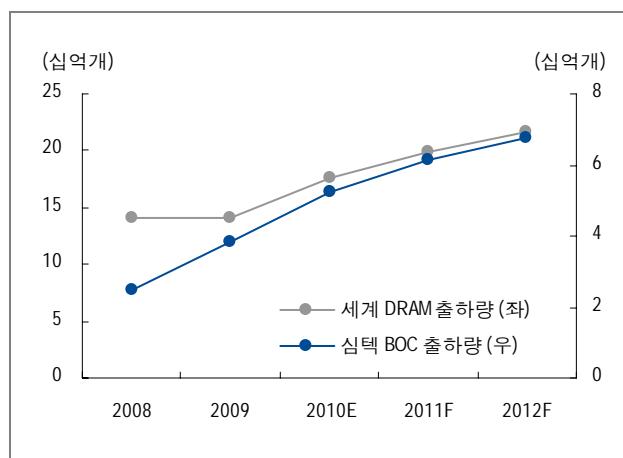
자료: 심텍, 우리투자증권 리서치센터 전망

PC 출하량 및 심텍의 DRAM Module PCB 출하량



자료: 심텍, 가트너, 우리투자증권 리서치센터 전망

DRAM 출하량 및 심텍의 BOC 출하량

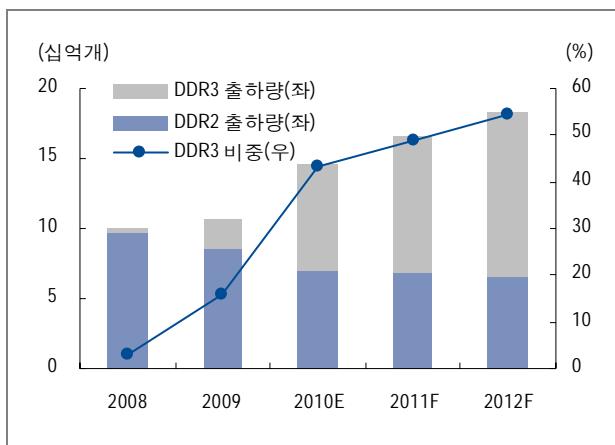


자료: 심텍, 가트너, 우리투자증권 리서치센터 전망

반도체 칩의 지속적인 기술진화에 따른 Product Mix 개선으로 10% 수준의 영업이익률을 유지할 수 있을 것으로 판단

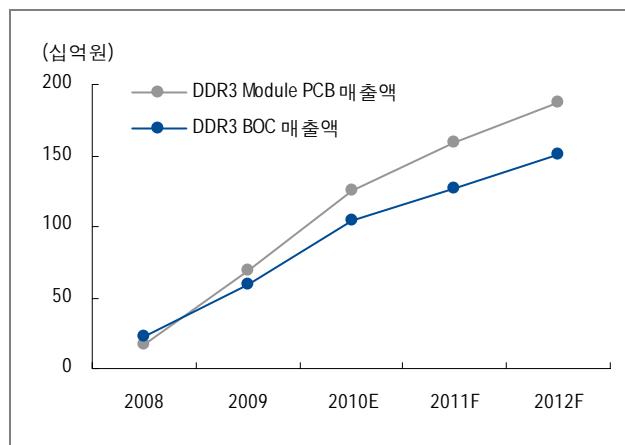
소비자들이 IT 기기의 소형화, 고도화, 다양화를 지속적으로 요구함에 따라 반도체 칩의 기술적인 발전이 계속해서 이루어지고 있으며, 동사의 PCB 제품 역시 이에 맞추어 진화하고 있다. DRAM의 경우, DDR 3의 비중이 2009년 16%에서 2010년에는 43%로 늘어날 것으로 전망된다. 이에 따라 동사의 DDR 3 Module PCB 매출액은 전년대비 80% 성장할 것으로 예상되고, DDR3 BOC는 75% 늘어날 전망이다. DDR3 제품군은 DDR2 대비 ASP가 25% 정도 높은 것으로 알려져 있어, DDR3 제품군의 매출 비중이 확대될수록 동사의 수익성이 개선될 수 있을 것이다. 그러므로 동사는 단가 인하에도 불구하고 연간 10% 수준의 영업이익률을 유지할 수 있을 것으로 판단된다.

세계 DRAM 출하량 비중 추이 및 전망



자료: 가트너

심텍의 DDR3 Module PCB 및 DDR3 BOC 매출액



자료: 심텍, 우리투자증권 리서치센터 전망

심텍 분기별, 제품군별 실적 추이 및 전망

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10E	3Q10F	4Q10F	2009	2010E	2011F
매출액	112	122	128	134	131	141	151	168	497	591	702
Module PCB	61	60	57	62	59	62	62	74	240	256	294
Package Substrate	50	58	67	65	68	74	84	87	240	313	383
Build-up/NW	1	1	2	5	1	2	2	5	9	11	12
BIB	0	3	3	2	2	3	3	2	8	11	12
매출액 비중											
Module PCB	54	49	44	46	45	44	41	44	48	43	42
Package Substrate	44	48	52	48	52	52	56	52	48	53	55
Build-up/NW	1	1	1	4	1	1	2	3	2	2	2
BIB	0	2	2	2	2	2	2	1	2	2	2
영업이익률	15	9	12	15	16	15	15	15	51	61	70
영업이익률	13.6	7.6	9.2	11.1	12.6	10.5	9.9	8.9	10.3	10.4	10.0
세전순이익률	-62	51	50	23	28	17	18	18	62	80	73
세전순이익률	NA	41.8	38.7	17.4	21.2	11.9	11.8	10.5	12.5	13.5	10.4
순이익률	-52	44	38	19	21	13	14	15	49	64	58
순이익률	NA	35.7	29.9	14.3	16.4	9.5	9.5	8.7	9.9	10.8	8.3

자료: 심텍, 우리투자증권 리서치센터 전망

420만주의 자기주식 매각으로 키코 계약을 조기 청산할 수 있는 수준의 현금 확보

동사는 지난 4월 28일 자기주식 420만주를 11,000원에 시간외 장내 매매로 처분하여 462 억원의 현금을 확보하였다. 이를 통해 키코 계약을 조기 청산할 수 있는 수준의 현금을 확보 하였으며, 자기자본이 증가하여 재무구조가 개선되는 효과가 있을 것으로 예상된다.

- 1) 동사가 이번에 자기주식을 매각한 금액인 462억원은 현재 동사가 보유하는 있는 총 3.7 억달러(4월말 기준)의 키코 물량 중 2.7억달러의 물량을 조기에 청산할 수 있는 금액이다. (자기주식 매각에 대한 범인세 비용 61억원임. 키코 약정 환율은 950원/달러이며 조기 청 산 시 기준 환율을 1,100원/달러로 가정하여 계산)
- 2) 이번 매각으로 동사의 자기자본이 463억원 증가하게 되어 재무구조가 개선되는 효과도 예상된다. (자기주식처분이익 278억원)

키코 리스크 해소로 적정 수준의 밸류에이션을 회복할 것, PCB 업종 대비 프리미엄을 받아야 정당

동사의 주가 저평가 요인이었던 키코 리스크가 해소됨에 따라 적정 수준의 밸류에이션을 회 복할 것으로 예상된다. 동사의 현재 주가는 2010년 실적 기준으로 PER 4.8배 수준에 불과하 고, 국내 PCB 업종 평균인 7.2배보다 33% 저평가된 수준이다. 그러나 오히려 동사는 프리 미엄을 받아야 정당한 것으로 판단된다. 왜냐하면 동사가 생산하는 반도체용 PCB는 휴대폰 이나 LCD TV 등 IT 제품에 적용되는 PCB에 비해 기술적인 진입장벽이 높기 때문이다. 그 러므로 당사가 제시한 target PER 7.7배는 무리한 수준이 아닌 것으로 판단된다.

국내 주요 PCB 업체들 비교

(단위: 십억원, %, 배)

업체명	주요 제품군						'09 매출액	'09 영업이익률	시가총액	PER
	Package Substrate	Memory Module	Build-up	MLB	FPCB	단면/ 양면				
삼성전기	●	●	●				1,343	8.6	10,569	22.6
LG이노텍	●	●	●				680	6.0	2,993	19.0
심텍	●	●	●				497	10.3	305	5.6
이수페파시스			●	●			180	4.3	126	5.8
다덕전자	●	●	●	●			396	5.8	291	7.9
대덕GDS				●	●	●	365	11.5	229	6.8
인터플렉스					●		280	5.8	224	7.5
코리아씨كي트	●	●	●	●			214	-1.5	100	na

주1: 삼성전기와 LG이노텍은 PCB 부문의 매출액과 영업이익률임

주2: 시가총액은 2010년 4월 30일 종가 기준, PER은 2010년 컨센서스 실적 기준임

자료: FnGuide(컨센서스 데이터), 우리투자증권 리서치센터

[Appendix]

Company Profile

심텍은 1987년 설립되었으며 반도체용 PCB를 전문으로 생산하는 기업이다. 동사는 글로벌 메이저 반도체 업체인 삼성전자, 하이닉스, Micron, Elpida 등을 주요 거래선으로 확보하고 있으며, DRAM Module PCB와 DRAM 패키지용 Substrate 부문에서는 글로벌 점유율 35%로 1위를 차지하고 있다. 2009년 기준으로 심텍의 전체 매출액 중 Module PCB가 48%를 차지하고 있고, 패키지용 Substrate가 48%, 빌드업 PCB 및 BIB(Burn in Board)가 4%를 차지하고 있다. 생산기지는 청주와 오창에 위치하고 있다.

연혁

일자	연혁
1987.08	충북전자(현, 심텍) 설립
1990.11	제 27회 무역의 날 5백만불 수출의 탑 수상
1995.02	회사명 주식회사 심텍(Simmtech.Co.Ltd.)으로 변경
1996.09	국내 최초 BGA(Ball Grid Array) 전용 생산라인 완공
1997.11	제 34회 무역원라 5천만불 수출의 탑 수상
1998.08	제2공장 완공(청주)
1999.12	노사협력 우량기업으로 선정
2000.01	KOSDAQ 등록
2002.05	일본 CMK사와 Build-up Flip Chip BGA 공동개발 완료
2003.07	제3공장준공
2003.09	대만 Nanya사에 품질 승인 및 공급권 확보
2004.04	삼성테크원사와 CSP 공급계약 체결
2005.08	제4공장 완공(오창)
2006.07	제5회 Technology Fast 50 Korea 2006, 우수상 수상
2007.06	일본 Elpida사에 장기공급 시작
2007.10	하이닉스 'Partner's DAY' 우수협력업체상 수상
2007.11	제44회 무역의날 3억불 수출의 탑 수상
2007.11	한국IR서비스 주최 IR 우수기업 2년연속 선정(2006-2007년)
2008.06	일본 Toshiba사에 대량공급 개시

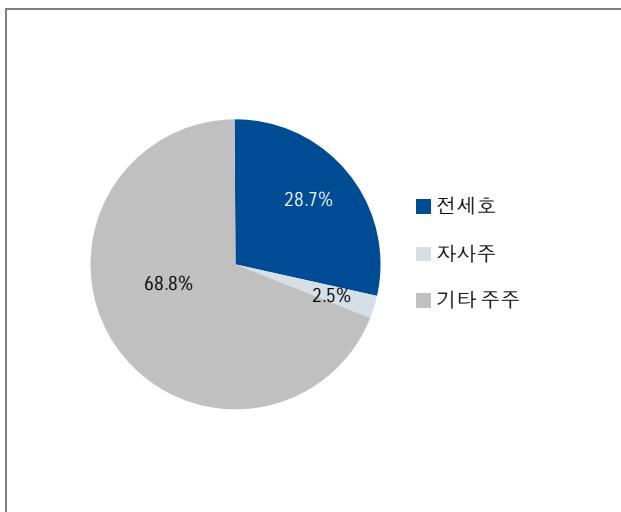
자료: 심텍

주요 경영진

대표이사	전세호	- 고려대 문과대학 - (미)FDU 경영대학원 - (주)심텍 설립, 현 대표이사
부사장	오춘환	- 서울대 금속공학과 - 한국과학기술원 재료공학과 - 대덕전자 - (주)심텍 제조본부장(COO)
전무	김효웅	- 성균관대 영문과 - 삼성물산 필리핀법인 대표 - (주)심텍 해외영업본부장(CMO)
전무	전창보	- 한양대학교 금속공학과 - LG금속 기술연구소 - 아남반도체 기술연구소 - (주)심텍 CTO

자료: 심텍

주주 현황



주: 2010년 4월 30일 기준

자료: 심텍

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2009/12A	2010/12E	2011/12F	2012/12F		2009/12A	2010/12E	2011/12F	2012/12F
매출액	496.7	591.3	702.0	820.4	EV/ EBITDA (X)	4.6	5.0	4.3	3.5
증가율 (%)	19.7	19.1	18.7	16.9	EV/ EBIT (X)	6.7	6.8	5.5	4.3
매출원가	421.3	501.8	598.5	700.0	PER (X)	3.7	4.8	5.2	4.7
매출총이익	75.3	89.5	103.6	120.4	조정PER (X)	3.6	4.8	5.2	4.7
Gross 마진 (%)	15.2	15.1	14.8	14.7	PCR (X)	3.2	4.0	5.1	4.6
판매비와 일반관리비	24.1	28.3	33.3	38.8	PBR (X)	13.8	3.3	2.0	1.4
EBITDA	74.3	83.2	90.6	100.9	PSR (X)	0.4	0.5	0.4	0.4
EBITDA 마진 (%)	15.0	14.1	12.9	12.3	PEG (X)	0.4	1.2	0.4	0.3
감가상각비 & 무형자산상각비	23.0	21.9	20.3	19.3	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	0.2	0.3	0.3	0.3
영업이익	51.3	61.2	70.2	81.7	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	0.3	0.4	0.4	0.4
OP 마진 (%)	10.3	10.4	10.0	10.0	Enterprise Value	344.2	415.2	387.0	353.9
영업외수익	49.8	27.8	10.1	6.2	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	9.6	4.0	13.0	14.7
영업외비용	39.2	9.0	7.6	6.5	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	16.8	15.4	15.5	15.1
순이자수익/ (비용)	-9.5	-8.2	-6.6	-5.2	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	10.8	10.7	11.8	12.3
세전계속사업이익	61.9	80.1	72.8	81.4	주당EBIT (FD) (W)	1,885	2,251	2,582	3,003
Pretax 마진 (%)	12.5	13.5	10.4	9.9	주당EBITDA (FD) (W)	2,730	3,058	3,330	3,711
법인세비용	12.5	16.2	14.7	16.5	EPS (FD) (W)	1,814	2,349	2,135	2,387
계속사업이익	49.4	63.9	58.1	64.9	조정EPS (FD) (W)	1,838	2,349	2,135	2,387
순이익	49.4	63.9	58.1	64.9	CFPS (W)	2,116	2,835	2,196	2,446
Net 마진 (%)	9.9	10.8	8.3	7.9	BPS (W)	485	3,346	5,488	7,880
조정순이익	50.0	63.9	58.1	64.9	주당매출액 (W)	18,260	21,739	25,810	30,163
CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2009/12A	2010/12E	2011/12F	2012/12F	RIM	2009/12A	2010/12E	2011/12F	2012/12F
영업활동 현금흐름	52.2	60.2	39.9	45.4	Spread (FROE-COE) (%)	-347.9	109.2	36.2	23.7
당기순이익	49.4	63.9	58.1	64.9	Residual Income	51.2	57.6	43.7	43.2
감가상각비 & 무형자산상각비	23.0	21.9	20.3	19.3	12M RIM-based Target Price(W)	18,025			
+ 지분법손실 (- 이익)	-0.3	0.0	0.0	0.0	경제적 부가가치 (EVA)				
+ 외화환산손실(-이익)	-0.9	0.0	0.0	0.0	투하자본	182.5	209.1	239.3	271.5
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	세후영업이익	40.9	48.8	56.0	65.2
Gross Cash Flow	57.6	77.1	59.7	66.5	투하자본이익률 (%)	22.4	24.9	25.0	25.5
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	-5.4	-16.9	-19.8	-21.2	투하자본이익률 - WACC (%)	13.8	16.7	16.4	16.9
투자활동 현금흐름	-95.6	-9.3	-11.1	-13.0	EVA	25.2	35.0	39.3	45.9
+ 유형자산감소	0.2	0.0	0.0	0.0	Discounted Cash Flow				
- 유형자산증가(CAPEX)	-17.9	-9.3	-11.1	-13.0	EBIT	51.3	61.2	70.2	81.7
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	4.6	0.0	0.0	0.0	+ 감가상각비	23.0	21.9	20.3	19.3
Free Cash Flow	34.2	50.8	28.8	32.4	- CAPEX	17.9	9.3	11.1	13.0
Net Cash Flow	-43.4	50.8	28.8	32.4	Free cash flow for DCF valuation	18.9	24.4	28.4	35.8
재무활동 현금흐름	21.7	-34.1	-14.7	-24.6	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
자기자본 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	부채비용 (COD)	4.5	4.5	4.5	4.5
부채 증감	21.7	-34.1	-14.7	-24.6	자기자본비용 (COE)	12.6	11.9	12.6	12.7
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	-21.6	16.7	14.2	7.8	WACC	8.5	8.2	8.6	8.6
기말 순부채 (순현금)	161.7	110.5	82.4	49.2					
BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2009/12A	2010/12E	2011/12F	2012/12F		2009/12A	2010/12E	2011/12F	2012/12F
현금 및 단기금융상품	14.2	31.3	44.8	53.3	자기자본이익률 (ROE) (%)	-335.3	121.1	48.2	35.7
매출채권	87.9	104.7	124.3	145.3	총자산이익률 (ROA) (%)	12.5	15.7	13.2	13.7
유동자산	173.8	214.4	255.5	293.4	투하자본이익률 (ROIC) (%)	22.4	24.9	25.0	25.5
유형자산	173.4	161.1	152.0	145.9	EBITDA/ 자기자본 (%)	530.3	90.9	60.6	47.1
투자자산	27.4	28.9	30.7	32.7	EBITDA/ 총자산 (%)	19.0	19.7	19.9	20.6
비유동자산	217.5	207.1	200.4	196.8	배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	391.4	421.5	455.9	490.3	총현금배당금(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0
단기성부채	46.2	37.6	34.1	28.1	보통주	0	0	0	0
매입채무	34.8	41.4	49.2	57.5	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	1,154.7	120.8	55.1	22.9
유동부채	215.1	193.1	180.3	168.0	총부채/ 자기자본 (%)	2,694.8	360.6	204.8	128.6
장기성부채	129.8	104.2	93.0	74.4	순이자비용/ 매출액 (%)	1.9	1.4	0.9	0.6
장기성충당금	1.4	1.7	2.0	2.3	EBIT/ 순이자비용 (X)	5.4	7.4	10.7	15.7
비유동부채	162.2	136.9	126.0	107.8	유동비율 (%)	80.8	111.0	141.7	174.7
부채총계	377.4	330.0	306.3	275.8	당좌비율 (%)	64.3	89.1	113.8	139.7
자본금	13.6	13.6	13.6	13.6	총발행주식수 (mn)	27	27	27	27
자본잉여금	50.4	50.4	50.4	50.4	액면가 (W)	500	500	500	500
이익잉여금	-39.3	24.6	82.6	147.6	주가 (W)	6,710	11,200	11,200	11,200
자본총계	14.0	91.5	149.6	214.5	시가총액 (십억원)	183	305	305	305

<투자등급 및 목표주가 변경 내역>



종목 투자등급 (Stock Ratings) 가이드

1. 대상기간: 12개 월

2. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준 종목의 목표수익률이

- Strong Buy : Buy 등급 중 High Conviction 종목
- Buy : 15% 초과
- Hold : 0% ~ 15%
- Reduce : 0% 미만

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.wooriwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.