

BUY (reinstate)

KOSDAQ

심텍 (036710)

PCB 강자의 귀환

투자의견 BUY, 적정주가 15,700원으로 커버리지 개시

15,700	BUY	가 15,700		가
7.2	2011	EPS 2,181		2011
3	(2010 ~ 2012)	+13%	+25%	
	(KIKO)			PCB
	PER 7.2			

2010년 실적, 7년 연속 사상 최대치 경신 예상

2010	+20%, +61%	가 5,939	, 821
7		1)	
가	Module PCB	Substrate	
35%	, 2)	DDR3	
Flash	, 3)		
(, ,)	, 4)		

자사주 매각 효과로 재무 리스크 감소

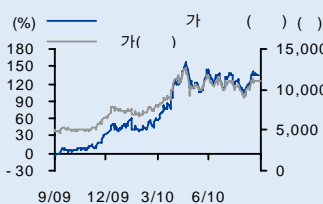
4	486	420	462	
		가	. 1) KIKO	
	, 2)			가,
3)				

저평가 탈피해야 한다

가 2011	PER 5.1	가	1) 2011
	, 2)	2010	가 2011

Analyst 박종운	
02 - 2003 - 2923 jongwoon.park@hdsr.com	
RA 김경민	
02 - 2003 - 2930 claire.kim@hdsr.com	
가(9/27)	11,150
적정주가	15,700원
/	/
NA	
가	3,033
()	27,200,000
	69.0%
KOSPI	1,860.83
KOSDAQ	486.29
60	358,698
60	38
	2.5%
EPS (10~12 CAGR)	1.7%
EPS (3yr CAGR)	43.6%
52 / 가 ()	13,100
	4,600
(12M,)	1.4
	29.6%

주가상승률	1개월	3개월	6개월
	22.7%	-3.0%	39.5%
	16.4%	-0.7%	50.6%



결산기말	12/08A	12/09A	12/10F	12/11F	12/12F
()	415.0	496.7	594.0	642.7	704.3
()	35.5	51.3	82.1	88.1	94.8
()	(195.3)	61.9	68.3	86.8	92.5
()	(151.0)	49.4	52.9	68.8	74.6
EPS ()	-5,712	2,211	1,984	2,181	2,366
EPS ()	-5,597	2,251	1,958	2,181	2,366
PER* ()	NA	3.0 - 0.9	5.7	5.1	4.7
PBR ()	NA	NA	4.4	2.2	1.4
EV/EBITDA ()	3.4	4.6	3.5	2.5	1.7
ROE (%)	NA	NA	95.6	52.5	36.8

Valuation

투자 의견 BUY와
적정주가 15,700원을
제시하며 커버리지 개시

15,700 BUY 가 15,700 가
2011 EPS 2,181 PER 7.2
PER 7.2 PER PER
1)
가 , 2) 3 (2010 ~2012)
+13% +25% , 3) 2011
PER 5.1 가 (KIKO)
PER 7.2
Re - rating 1)
(DDR2 DDR3)가
가 , 3) 2008
, 4) BOC (Board on Chip)
37%, 43% (2009) , 5)
KIKO
1) 2010 1,100
(250) 2) 2010 (600
) / 1,200 가 KIKO 142 (24%)

그림 1> 적정주가 15,700원, 현주가 대비 +41% 상승여력 보유

		PER ()		EPS		(%)		PBR ()		(%)		ROE (%)		(%)
		2010F	2011F	2010F	2011F	2010F	2011F	2010F	2011F	2010F	2011F	2010F	2011F	
	096640.KQ	5.7	5.1	(13.0)	11.4	4.4	2.2	13.8	13.7	95.6	52.5	(48)		
	-	11.4	9.2	68.5	22.2	1.5	1.3	10.4	11.6	14.9	15.8	(9)		
GDS	008060.KR	7.2	7.5	14.3	-3.9	1.1	1.0	9.4	9.0	16.6	14.1	(21.41)		
	004130.KR	6.6	5.9	-6.8	12.9	0.6	0.6	5.1	8.2	9.7	10.3	(27.11)		
	051370.KR	9.4	7.4	50.9	28.2	2.1	1.7	8.8	8.8	24.2	25.0	3.40		
Ibiden	4062.JP	14.3	12.1	87.2	19.0	1.1	1.0	11.7	12.6	8.5	9.3	(5.05)		
Nanya PCB	8046.TW	18.4	10.7	88.4	72.8	2.0	1.9	10.8	15.2	11.5	18.3	34.80		
Shinko	6967.JP	13.1	10.9	195.5	20.4	0.8	0.8	9.7	10.9	6.6	7.3	(13.12)		
Unimicron	3037.TW	10.7	9.4	61.9	13.3	1.8	1.7	13.5	13.9	17.5	17.9	(21.90)		
Tripod Tech	3044.TW	11.0	9.6	57.1	14.8	2.5	2.1	14.0	14.2	25.0	24.1	(19.36)		
	가	가	-	-										가
	PER (x)													9.2
	PER (,)													7.2
	2011 EPS ()													2,181
	가 ()													15,649

: Bloomberg, Thomson Financial,

2분기 영업이익
비수기임에도
분기 최대 실적

2 +18%, +165% 가 1,438 , 244 ,
1 3
1) PC 가 DRAM Module PCB
BOC 가 , 2) DDR3 가 ASP가
, 2) package substrate (MCP, FMC)
가 1 13% 2 17%
가 (DDR3 , FMC,
MCP) 가 . DDR3 FMC, MCP 1
39%, 20% 2 45% , 22% KIKO
- 100%, -99% 1 , 3 . KIKO

2 / (1130.8) 80 1,210.3
270 (가 257 , 13) 가 . ,

**하반기
메모리 수량증대로 인한
본격적인 실적증가 예상**

+101% 가 1,611 237 3 3 +26%,
가 가 , 1) PC 가
가, 2) (FMC MCP) 가
가 1) 가가 DDR3가
가 , 2) 가가 (FMC, MCP)
가 , 3) FMC, MCP
가 가 가 가
가 3 2
1,180 3
100 가 가

**2010년
매출액과 영업이익
최대 실적 경신 전망**

2010 +20%, +61% 가 5,939 , 821
DDR3 가 가 , 1) DDR3
DDR2 20~30% 가 , 2) 4Q09 DDR3 BOC
31% 2010 45% , 3) module
RDIMM DDR3 가 . 2010
1) 2009 140 2010 765 +424% 가
KIKO 가 , 2) 1 142
가 , 3) 2 3.3 KIKO 2.1
140 , 2 40 가 +10% 684 ,
529 2010

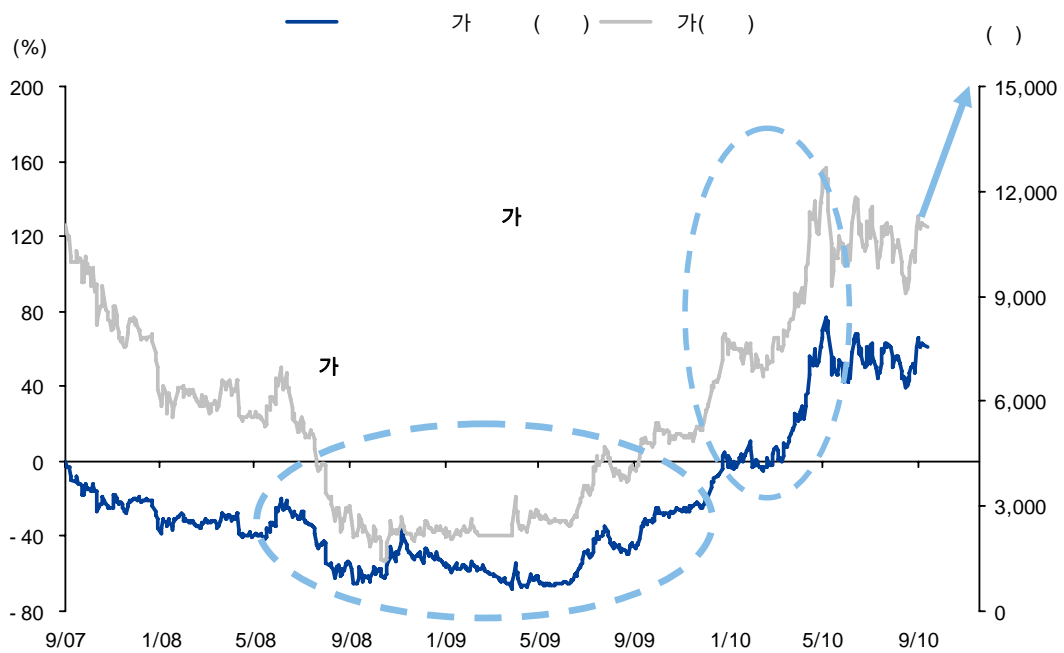
그림 2> 실적전망

()	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10F	4Q10F	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2009	2010F	2011F	2012F
	112.2	122.1	128.0	134.3	130.5	143.7	161.1	158.6	136.2	154.3	173.7	178.5	496.7	593.9	642.7	704.3
Module PCB	61.1	59.6	56.8	62.3	58.9	59.5	70.2	68.6	61.5	69.3	76.9	75.0	239.7	257.2	282.6	300.3
Package Substrate	49.5	58.3	67.0	65.1	68.0	80.1	86.4	85.0	70.4	80.1	91.1	97.1	240.0	319.5	338.7	381.7
Build up/BIB	1.6	4.2	4.2	7.0	3.7	4.1	4.5	5.0	4.4	4.9	5.7	6.4	17.0	17.3	21.4	22.3
	15.2	9.2	11.8	14.9	16.5	24.4	23.7	17.5	17.1	21.3	25.8	23.9	51.2	82.1	88.1	94.8
	(51.9)	43.7	38.4	19.2	21.0	0.4	19.1	12.4	13.0	16.1	19.4	20.3	49.5	53.0	68.7	74.6
(%)																
	13.6	7.5	9.2	11.1	12.7	17.0	14.7	11.0	12.6	13.8	14.8	13.4	10.3	13.8	13.7	13.5
	(46.2)	35.8	30.0	14.3	16.1	0.3	11.9	7.8	9.5	10.4	11.2	11.4	10.0	8.9	10.7	10.6

주가, 현시점은
재도약 초입 시기

3 (2007 ~2009) +20% KIKO
2007 16,000 가
2008 1,270 가 , 2010 2
KIKO 9 가
1) 2 KIKO
2010 530 , 2)
가 (3
+12%, +22%) , 3) Valuation (2011 PER 5.1
) 4) KIKO 462
가 가

그림 3> 주가 재도약 기대



: Datastream,

반도체 모듈용 PCB와 Package Substrate 전문 제조업체

반도체 모듈PCB와 Package Substrate 전문 제조업체

1987	PCB	Package Substrate	1	(09
DRAM Module PCB	DRAM Substrate	PCB		
35%, 가	50%)	가		
2	Module PCB가 42%,	Substrate가 56%, Build - up		2010
(Burn in Board)가 3%		가		BIB
2010 2	(13%),	(27%)		
(15%),	(8%),	(5%)		2008
KIKO		가		
2010 2				

그림 4> 반도체 모듈용 PCB와 패키지 Substrate 전문 제조업체

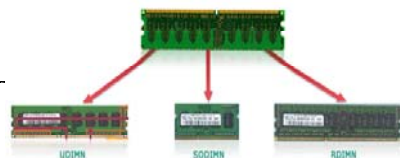
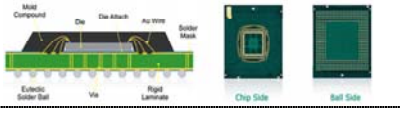
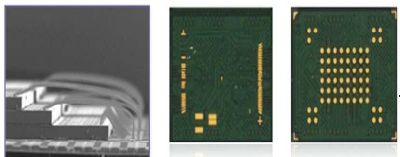
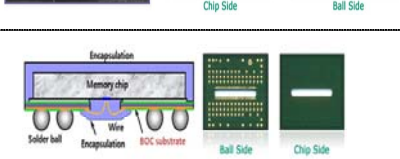
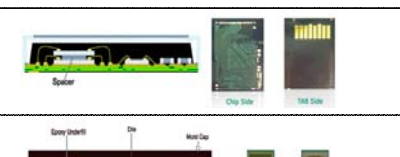
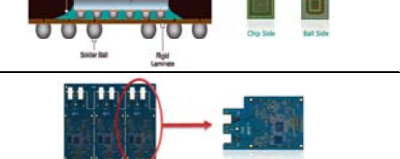
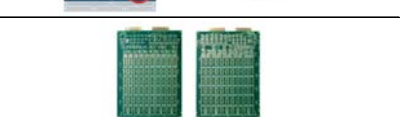
PCB	DRAM PCB	가	DIMM (Dual Inline Memory Module)	DRAM			
			SO-DIMM (Small Outline DIMM)	DIMM			
Package Substrate			PBGA (Plastic Ball Grid Array)	가	2~4		
			CSP (Chip Size Package),	가	가		
			MCP (Multi-chip Package)	CSP	가		
		가	BOC (Board on Chip)		DDR2,DDR3		
			FMC (Flash memory card)	가	가	USB	
			FC-CSP (Flip Chip CSP)	Package Substrate	CSP	CSP.	
Build-up	(6~10) Laser Drill , Micro Via Hole					가	
BIB (Burn-in Board)					Device		

그림 5> 제품별 매출 비중 (2010년 2분기 기준)

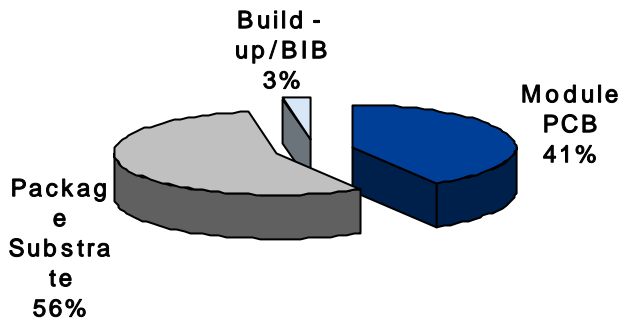
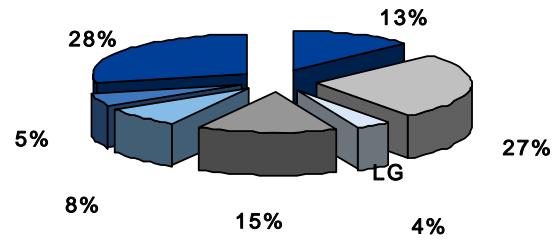


그림 6> 고객사별 매출 비중 (2010년 2분기 기준)



전방산업 (메모리 반도체) 성장의 직접적인 수혜

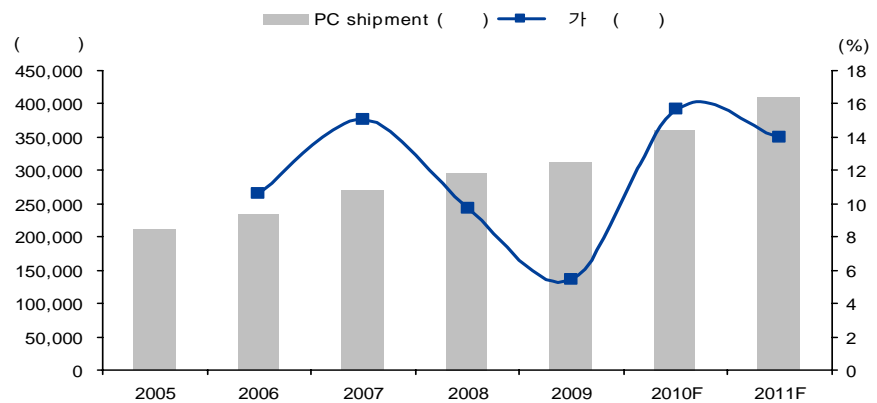
메모리 반도체 시장
성장의 수혜 전망

PCB Substrate PC , 가
DRAM , 가
가
DRAM 1) PC 가
, 2) 2009~2010 DRAM 가
가 2010 .

PC출하량 증가

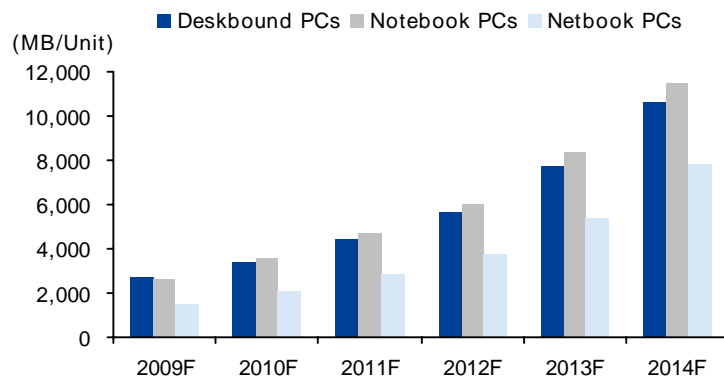
PC DRAM PC 가 PC DRAM
가 . PC 가
가
2010 +16% 3 6 가 . 1) PC
가 2) 7 , 3) PC PC 가가
PC DRAM
CPU .

그림 7> PC출하량 전망



: IDC,

그림 8> PC당 DRAM 채용량 증가세 전망

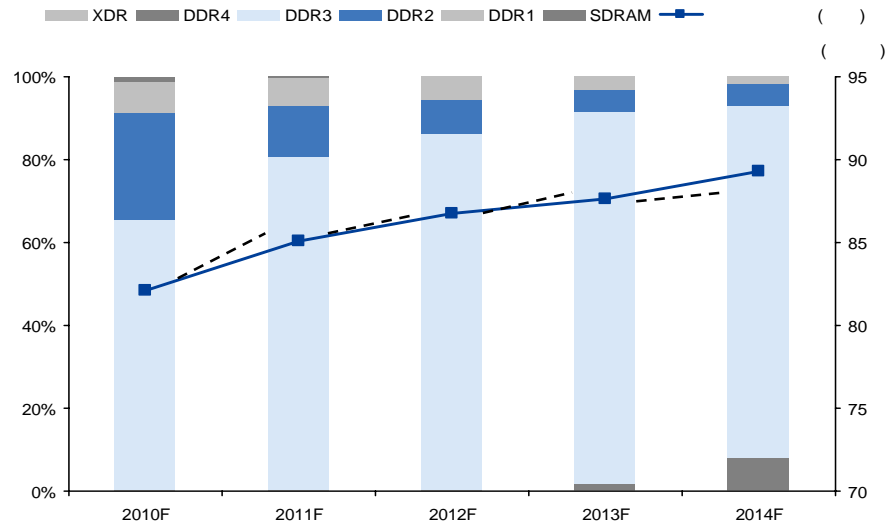


: IDC,

이익률 높은 제품의 비중
증가로 이익 성장 지속
전망

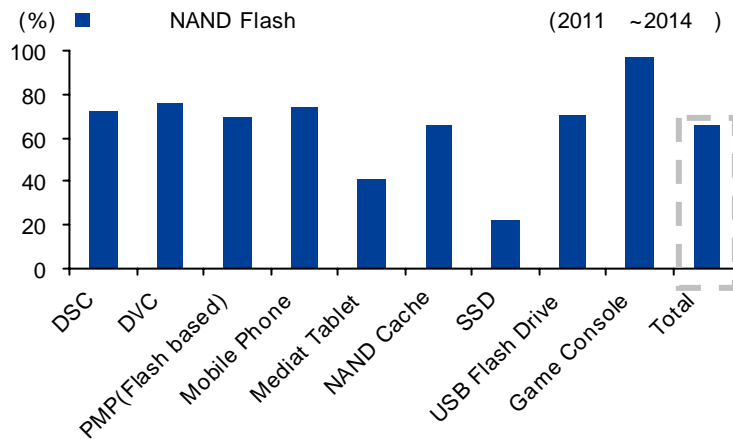
DDR2 (2010 ~ 2012) +25% 가가 . 1) DRAM
DDR3 , 2) DRAM FMC/MCP
Nand Flash 가 .

그림 12> DRAM 시장 DDR3 비중 빠르게 증가로 이익 개선



: IDC,

그림 13> Nand Flash 적용 제품 수, 적용 용량 증가로 동사 FMC/MCP 매출 성장 수혜



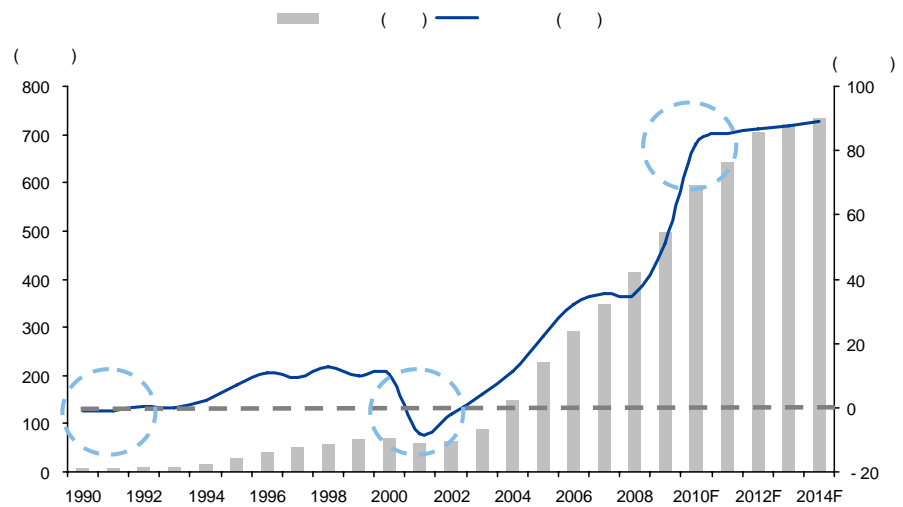
: IDC,

높은 경쟁력으로 독점적 지위 보유

독점적인 시장 지위를
보유

10 10 1990 2001 2010
10 10
2010 2020 10
가 가 1) , 2)
Product Mix , 3) 가

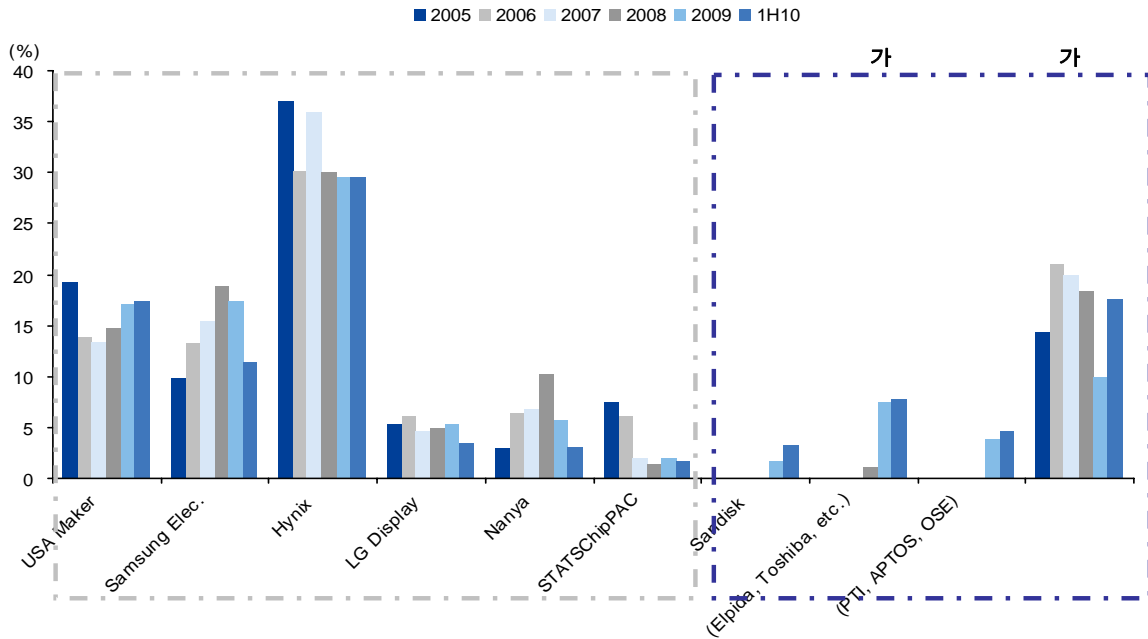
그림 14> 10년 주기 성장 Cycle의 초입



1) 고객다변화는
전방산업 호황 시
상대적인 수혜폭 크고,
불황 시 리스크 분산
가능

29% 가 , , , 2010
36% 2010 29% , BOC
(IBIDEN, Shinko) 2
가 1)
, 2)
2007 25%
2009 BOC 37%, 43% 가
1) 2010
, 2) (,) 50%
가
PCB
PCB 1) BOC Rigid PCB
one-stop 가 가 , 2) 25 PCB
가
FMC MCP ,

그림 15> 신규거래선 확대로 고객다변화 진행 중



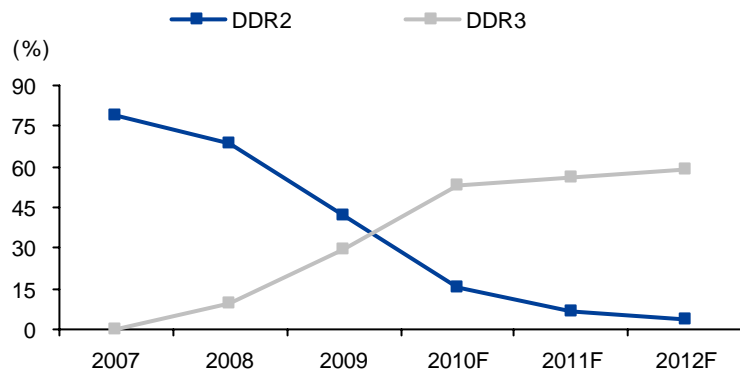
2) 성공적 product mix 개선

DDR3로의 변화에 빠르게 대처하여 성장

IT , , PCB , ,
 1) DRAM , DDR3
 2) Flash memory 가 .

DRAM , DDR2 , DDR3 , 가
 DDR3 , PCB , Package Substrate (BOC) , 가
 , DDR3 , Module PCB , BOC ,
 +80%, +75% , DDR3 (, PCB, BOC)
 ASP (DDR2 25%)
 1) DDR3 , DDR2 , 2) Drill Hole 가 25%
 , 3) BOC , DDR3가 DDR2 20%
 , 2009 , DDR2 (2,086 , DDR2) , DDR3 (1,453 ,
 DDR3) , 60:40 , DDR3 가
 가 , DDR3 +116% 가 3,145 , DDR2
 -56% 911 , DDR2 , DDR3 23: 77
 . PC , DDR3가 ,
 DDR3 2 , DRAM 50% ,
 2Gb , 4GB , PC , 가
 가 , DDR3 ,
 Product Mix , 가
 10% .

그림 16> DDR3 관련제품 2010년 전체매출의 53%



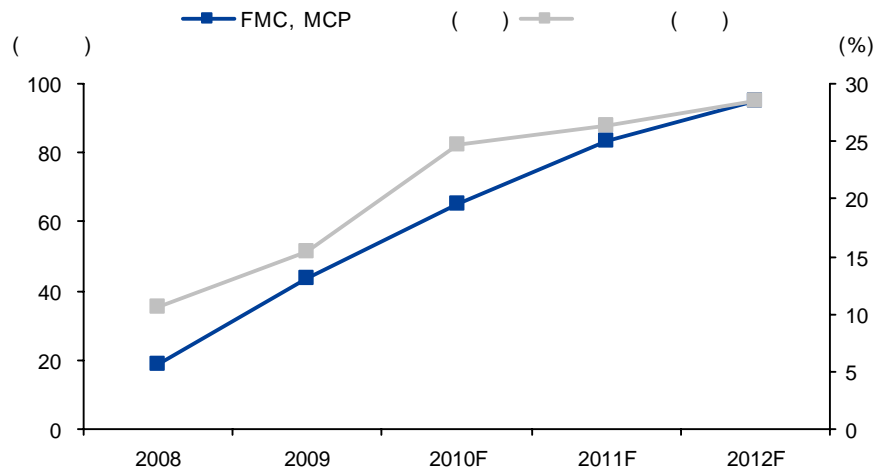
: DDR2/DDR3

신규제품의 비중 확대로
이익 기여도 높아 짐

FMC, MCP
13% (651) 2010
, FMC MCP
가
가 . 2009 FMC, MCP
+78% 가 1,158 20%

가
가

그림 17> FMC, MCP 매출비중 확대로 영업이익 기여도 높아짐



3) 투자 가속화로
중장기적 성장동력 마련

홍콩지주회사를 통한 중국
진출

FC - CSP
(Simmtch Hong Kong Holdings Limited)
Xian Module PCB
DRAM
Capa 15,000 (m²/)
8
. 2011
4 가
(80,000 m²/) 20%

Flip Chip CSP
설비투자

			Module PCB		가		
			Substrate	(70,000m ² /)	
			Substrate	FC - CSP (Flip Chip Chip Scale Package)			
2011	7	148		5,000m ²	FC - CSP		
			FC - CSP	Baseband chip			
		LG		가	FC - CSP	1)	
가		가	, 2)	DDR4	BOC가	FC - CSP	
				Module PCB	FC - CSP	2011	
							2011

자사주 매각 효과: 재무구조 개선 +합병 시너지 +재무리스크 해소

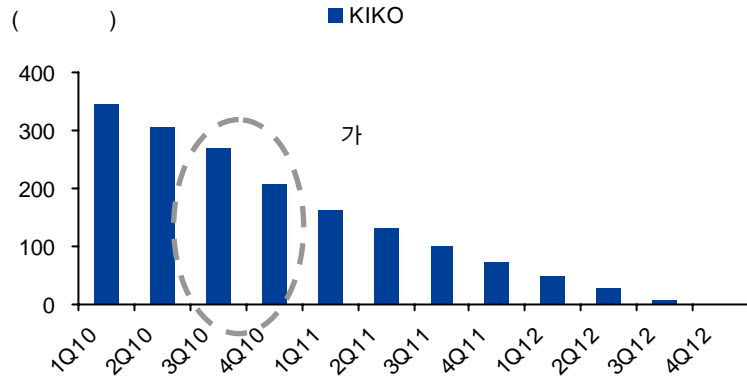
자사주 매각 효과 기대

	4	486	420	462
			가	.
1) KIKO				
2)				가
3)				

KIKO 미결제 잔액 상환 자금 마련으로 잠재적 재무 리스크 해소

		KIKO			
		KIKO			.
1)					
6		KIKO	3	3	(1,180 3,894) ,
	1,500	(6%, 2		1,210	182)
	(933.5~965.0)		가	.
	2010	KIKO	2	6	,
	(462)	,		/	1,173
	(2011	KIKO)	가	.
				가	
				가	1) 가
				가	가 ,
2)				cash - flow	
		KIKO		2012 10	가
		, cash - flow			.
2)					
		KIKO			,
		. 1)	KIKO		가
	KIKO			96%가	
	가	36%			KIKO
		1,250		1250	
	. 2) 2010	/	1,100~1,200		,
KIKO	200	(2010	24%)		
, 3) 2010	2	6	, 2011	720	
1,500	가		가		, 3)
	가	, 4)		2012	()
	50%	9,830		()	,
5) /		, 440		(490 ,	2.7
가)	, 6)		가	.	KIKO
	2008	2009		+19%, +20%	가
8.6%, 10.3%			3	(2010 ~2012)	
	+13%	+25%			.

그림 18> 현재 동사의 KIKO잔액 수준은 환율을 고려해도 조기청산이 가능한 범위



서스티오 합병으로 세가지 시너지 효과 발휘 전망

7 (42% , 54)
가 71 , 11,450 36
(42%, CEO 42%, 16%)
2,720 (42%)
2005 8 BOC (Board on Chip) Substrate FMC (Flash
Memory Card) MCP (Multi Chip Packaging)
가 1) , 2) 가, 3)

1) 영업이익 상승

가 2008 2009 777 ,
88 , 110 . 2009
30 100 가 238 EPS 가
가 1 206 , 16
2010 가 (2010
100)가 1) (,) 2)
substrate (BOC, MCP,
FMC) , 가 가

2) 생산력 증가

Substrate BOC, FMC, MCP,
25,000m² Capa가 Substrate Capa (45,000m²)
+56% 가 Capa
Main Board 80,000m², Substrate 70,000m² 150,000m² 가
가 가가

3) 재무 리스크 감소

가 65 KIKO 가
가 , (5) 500

그림 19> 서스티오 2009년부터 순이익 발생

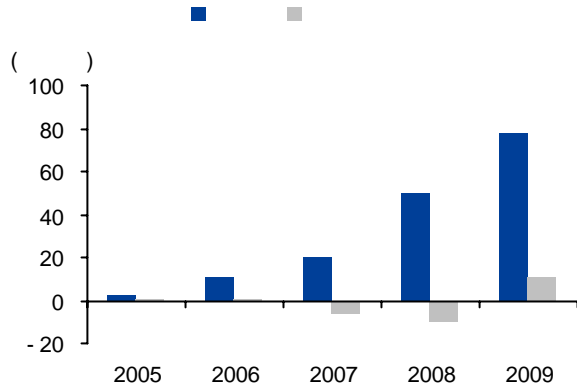
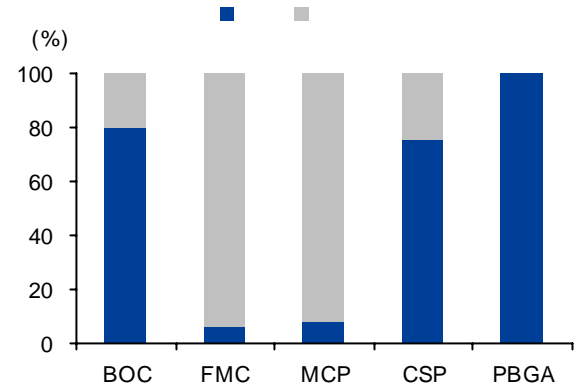


그림 20> 합병으로 생산력 증가 효과



자본확충에 의한
재무구조 개선 기대

가 . (280) 가
- 213 - 29 가
가 가 가
가 481
KIKO .

추정 손익계산서					
()	12/08A	12/09A	12/10F	12/11F	12/12F
	415.0	496.7	594.0	642.7	704.3
(%)	94.5	93.9	93.9	94.6	96.9
가	(354.5)	(421.3)	(478.4)	(517.0)	(568.5)
	60.5	75.3	115.7	125.7	135.8
	(25.0)	(24.1)	(33.6)	(37.6)	(41.0)
	35.5	51.3	82.1	88.1	94.8
EBITDA	58.6	74.3	106.1	112.5	119.2
	(230.8)	10.6	(13.7)	(1.3)	(2.4)
	(10.4)	(9.5)	(11.6)	(7.2)	(5.2)
	9.3	(3.1)	3.3	0.0	0.0
	(0.1)	0.3	0.8	0.0	0.0
	0.2	0.0	(0.2)	0.0	0.0
	(195.3)	61.9	68.3	86.8	92.5
	44.3	(12.5)	(15.4)	(18.1)	(17.9)
	(151.0)	49.4	52.9	68.8	74.6
	(4.2)	(1.2)	0.9	0.0	0.0
	(148.0)	50.2	52.2	68.8	74.6

현금흐름표					
()	12/08A	12/09A	12/10F	12/11F	12/12F
	56.0	52.2	43.3	94.7	91.5
	(151.0)	49.4	52.9	68.8	74.6
	23.1	23.0	24.0	24.4	24.4
	248.2	17.2	3.7	1.6	2.0
	(4.3)	(32.0)	(2.8)	0.0	0.0
	(59.9)	(5.4)	(34.6)	(0.1)	(9.5)
	(24.3)	(93.9)	(9.2)	(4.2)	(7.2)
	(20.1)	(17.8)	(10.0)	(5.0)	(8.0)
	(0.1)	(0.1)	0.4	0.4	0.4
	(10.7)	1.9	0.0	0.0	0.0
	6.6	(77.9)	0.4	0.4	0.4
	(8.8)	21.7	6.6	0.0	0.0
	10.4	21.7	(23.4)	0.0	0.0
/ ()	(15.3)	0.0	30.0	0.0	0.0
	(4.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
가()	22.9	(20.0)	40.7	90.5	84.3
	5.3	28.2	8.2	48.9	139.4
	28.2	8.2	48.9	139.4	223.7
	(7.7)	79.1	92.6	94.2	100.9
	177.4	(64.3)	43.5	94.0	86.2
	(11.8)	(41.7)	63.3	90.5	84.3
()	(148.4)	(190.1)	(126.8)	(36.3)	48.0

주주가치 및 재무구조					
(%)	12/08A	12/09A	12/10F	12/11F	12/12F
ROE	NA	NA	95.6	52.5	36.8
ROA	(40.5)	12.5	12.8	14.2	13.0
ROIC	(24.1)	66.7	44.8	44.3	54.4
WACC	6.6	9.9	7.6	6.8	6.6
ROIC/WACC ()	(3.7)	6.8	5.9	6.5	8.2
(EP,)	(46.1)	53.8	59.3	58.2	66.9
	(1,011.0)	2,694.8	353.4	220.7	155.4
	(341.5)	1,357.4	131.1	21.9	
()	5.0	7.3	8.7	14.1	20.0

$$EPS = \frac{Net\ Income}{Weighted\ Average\ Shares\ Outstanding} = \frac{Net\ Income}{(Shares\ at\ 12/08A + \frac{Shares\ at\ 12/09A - Shares\ at\ 12/08A}{2} + \frac{Shares\ at\ 12/10F - Shares\ at\ 12/09A}{2} + \frac{Shares\ at\ 12/11F - Shares\ at\ 12/10F}{2} + \frac{Shares\ at\ 12/12F - Shares\ at\ 12/11F}{2})}$$

다차대조표					
()	12/08A	12/09A	12/10F	12/11F	12/12F
	28.2	8.2	48.9	139.4	223.7
	8.2	6.1	5.3	5.3	5.3
	58.8	87.9	100.0	115.0	125.0
	31.9	35.6	43.0	50.0	55.5
	21.9	36.1	35.6	35.6	35.6
	149.0	173.8	232.7	345.2	445.0
	36.1	27.4	29.3	29.3	29.3
	167.9	173.4	159.9	140.9	124.9
	1.2	0.8	(0.1)	(0.9)	(1.7)
	41.5	15.9	16.5	16.1	15.7
	246.7	217.5	205.7	185.5	168.3
	395.7	391.4	438.4	530.7	613.3
	22.7	34.8	42.0	48.0	51.0
	114.8	1.5	81.8	81.8	81.8
	15.8	73.0	86.8	86.8	86.8
	126.8	105.8	85.0	105.0	110.0
	280.2	215.1	295.5	321.5	329.5
	0.0	12.0	0.0	0.0	0.0
	54.0	117.8	12.4	12.4	12.4
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	104.9	32.5	33.8	31.3	31.3
	159.0	162.2	46.2	43.7	43.7
	439.2	377.4	341.7	365.2	373.2
	13.6	13.6	16.1	16.1	16.1
	48.9	50.4	77.9	77.9	77.9
	(22.6)	(23.0)	(23.0)	(23.0)	(23.0)
	5.4	12.4	12.2	12.2	12.2
	(88.7)	(39.3)	13.6	82.3	157.0
	(43.4)	14.0	96.7	165.5	240.1
	395.7	391.4	438.4	530.7	613.3

주당지표					
()	12/08A	12/09A	12/10F	12/11F	12/12F
EPS	(5,712)	2,211	1,984	2,181	2,366
EPS	(5,597)	2,251	1,958	2,181	2,366
(BPS)	(4,177)	(923)	2,545	5,090	7,849
(SPS)	15,696	22,251	22,278	20,376	22,331
EBITDA	2,627	3,324	3,880	4,114	4,361
(GCFPS)	(292)	3,544	3,472	2,985	3,198
	0	0	0	0	0
EPS (3 CAGR, %)	31.2	NA	1.7	9.9	8.6

성장성 및 수익성 비율					
(%)	12/08A	12/09A	12/10F	12/11F	12/12F
(%YoY)	18.9	19.7	19.6	8.2	9.6
(%YoY)	0.5	44.4	60.1	7.3	7.7
EBITDA (%YoY)	3.0	26.6	42.8	6.1	6.0
(%YoY)	NA	NA	7.2	30.0	8.5
(%YoY)	NA	NA	3.9	31.7	8.5
	8.6	10.3	13.8	13.7	13.5
EBITDA	14.1	15.0	17.9	17.5	16.9
	(36.4)	9.9	8.9	10.7	10.6
	(35.7)	10.1	8.8	10.7	10.6

