

심텍
(036710.KQ)

Product Mix 개선을 반영하여 목표주가 상향

Buy (유지)

목표주가 21,000원 (상향)

Analyst

김혜용

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

이승혁

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

업종	반도체		
현재가 ('11/1/10)	14,650원		
KOSPI	2,088.32		
KOSDAQ	533.67		
시가총액(보통주)	425.6십억원		
발행주식수(보통주)	29.1백만주		
액면가	500원		
120일 평균거래량	448,740주		
120일 평균주가	12,137원		
52주 최고가('10/10/20)	15,100원		
최저가('10/02/25)	6,730원		
배당수익률(2009)	0.0%		
외국인지분율	4.1%		
주요주주			
전세호	27.7%		
이민주외1	16.4%		
주가상승률(%)			
3개월	6개월	12개월	
절대수익률	15.8	31.4	92.3
상대수익률	8.4	23.0	93.5

목표주가 21,000원으로 상향 조정하며, 투자의견 Buy 유지

- 심텍에 대한 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 18,000원에서 21,000원으로 17% 상향 조정
- 목표주가 상향 조정 이유는 1) 2011년 이후에도 2010년과 같은 Product Mix 개선이 지속될 것으로 판단되고, 2) 기존 substrate 대비 단가가 2배 수준인 FC-CSP 매출이 2012년부터 본격화 될 것으로 전망됨에 따라 2011년, 2012년 영업이익 전망치를 각각 8%, 17% 상향 조정했기 때문
- 목표주가는 2011년 기준 PER 9.9배, 현 주가(1월 11일)대비 43% 상승 여력 보유

2011년에도 고수익성 제품군의 매출 비중 늘어날 전망

- 동사의 2010년 영업이익률은 전년대비 크게 상승한 15.2%로 추정. 이는 환율 상승 등의 외부적 요인이 아닌 Product Mix 개선에 의한 것으로 판단
- 1) DDR2 대비 ASP가 30% 이상 높은 DDR3 관련 제품의 매출 비중은 2009년 29%에서 2010년 52%, 2011년 55%로 상승할 전망
- 2) MCP, FMC, CSP, FC-CSP 매출 비중은 2009년 17%에서 2010년 24%, 2011년 29%로 상승할 전망
- 이에 따라 2011년 영업이익률 전망치를 기존 12.1%에서 13.3%로 상향

FC-CSP와 중국 공장의 메모리 모듈 PCB로 2012년 성장동력 확보

- FC-CSP는 휴대폰의 baseband 칩에 주로 사용되고 있으며 향후 스마트폰의 application processor, DDR4 등으로 적용처가 확대될 전망. 이에 따라 동사는 월 5,000 m²의 FC-CSP를 생산 가능한 설비를 갖추었고, 빠르면 2011년 하반기부터 삼성전자와 하이닉스 등에 공급을 시작할 전망
- 2011년, 2012년 FC-CSP 매출액은 각각 100억원, 460억원으로 예상
- 또한, 동사는 중국 시안공장을 신규 건설하고 월 15,000 m² 규모의 메모리 모듈 PCB 생산 설비를 갖추었음. 2011년 3분기부터 매출이 시작될 전망이며 2011년, 2012년 매출액은 각각 120억원 470억원으로 예상. 이는 지분법 이익으로 반영될 전망 (심텍 지분율 25%)

결산기	매출액	증감률	영업이익	세전 순이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2008	415	18.9	36	-195	-151	-5,552	적전	na	na	3.6	-384.6	-1,011	149
2009	497	19.7	51	62	49	1,814	흑전	3.7	13.8	4.6	-335.3	2,695	162
2010E	573	15.4	87	84	67	2,455	35	5.8	4.3	4.5	122.2	344	108
2011F	691	20.7	92	86	68	2,126	-13	6.9	2.6	4.3	49.1	167	63
2012F	868	25.5	104	100	80	2,484	17	5.9	1.8	3.6	35.9	106	22

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 '심텍'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 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.

심택 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2010E	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Net Profit	67	68	80	90	100	112	129	148	170	195	225	259
Shareholder's equity	95	183	263	352	453	565	691	832	992	1,172	1,374	1,602
Forecast ROE (FROE)	122.2%	49.1%	35.9%	29.2%	24.9%	22.0%	20.5%	19.4%	18.6%	18.1%	17.7%	17.4%
Spread (FROE-COE)	110.5%	37.4%	24.2%	17.5%	13.2%	10.3%	8.8%	7.7%	6.9%	6.4%	6.0%	5.7%
Residual Income	60	52	54	54	53	52	55	59	63	69	76	84
Cost of Equity(COE)	11.7%											
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	411.6											
PV of continuing value	120.8											
Equity value (C+P)	546.4											
No of shares (common, mn)	29.1											
		12m TP										
Fair price (C)		21,009										
Current price (C)		14,650										
Upside (-downside)		43.4%										
Implied P/B (x) 2011 년 기준		3.7										
Implied P/E (x) 2011 년 기준		9.9										

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

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

* 잔여이익(RI)_t = 당기순이익_t - 자기자본_{t-1} * 자기자본비용(Cost of Equity)_t = 자기자본_{t-1} * (ROE_t - COE_t)

RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨

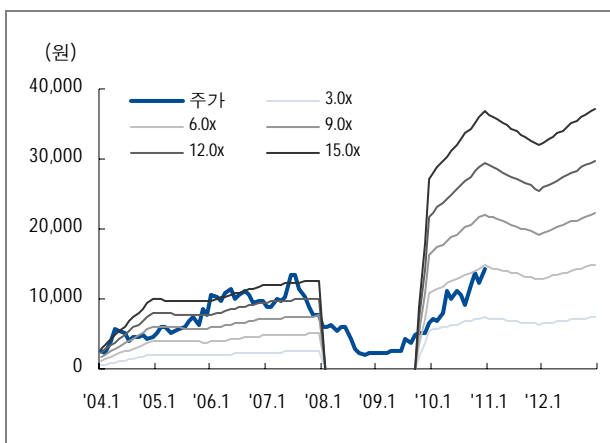
객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

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

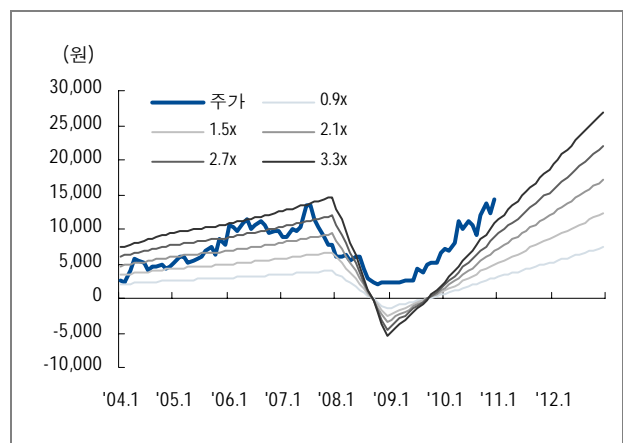
* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

PER band



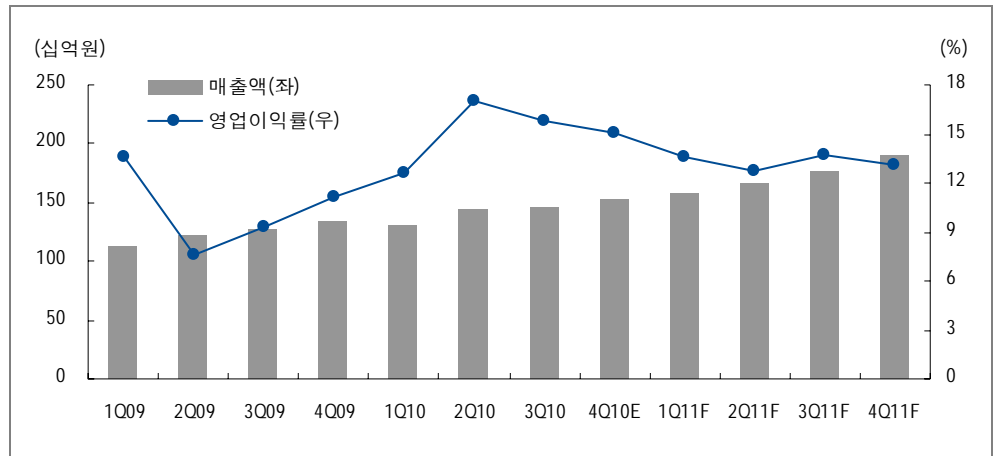
자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

PBR band



자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

심텍의 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 심텍, 우리투자증권 리서치센터 전망

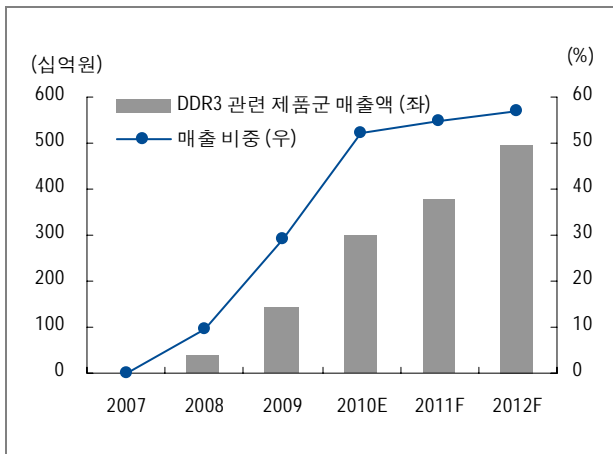
심텍 분기별, 제품군별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10E	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2010E	2011F	2012F
매출액	131	144	146	152	158	167	176	191	573	691	868
Module PCB	59	60	57	60	67	69	75	78	235	274	315
Package Substrate	68	80	84	86	83	97	103	102	317	394	527
Build-up/NW	1	2	1	5	1	2	1	5	9	10	11
BIB	2	3	5	2	3	3	5	2	12	14	16
매출액 비중											
Module PCB	45	41	39	39	42	41	42	41	41	40	36
Package Substrate	52	56	57	56	52	58	59	54	55	57	61
Build-up/NW	1	1	1	3	1	1	1	3	1	1	1
BIB	2	2	3	1	2	2	3	1	2	2	2
영업이익	16	24	23	23	21	21	24	25	87	92	104
영업이익률	12.6	17.0	15.8	15.1	13.6	12.8	13.7	13.1	15.2	13.3	11.9
세전순이익	28	0	36	19	21	21	24	20	84	86	100
세전순이익률	21.2	0.1	24.8	12.7	13.4	12.6	13.5	10.3	14.6	12.4	11.6
순이익	21	0	31	14	17	17	19	16	67	68	80
순이익률	16.0	0.2	21.1	9.5	10.7	10.0	10.8	8.2	11.7	9.9	9.2

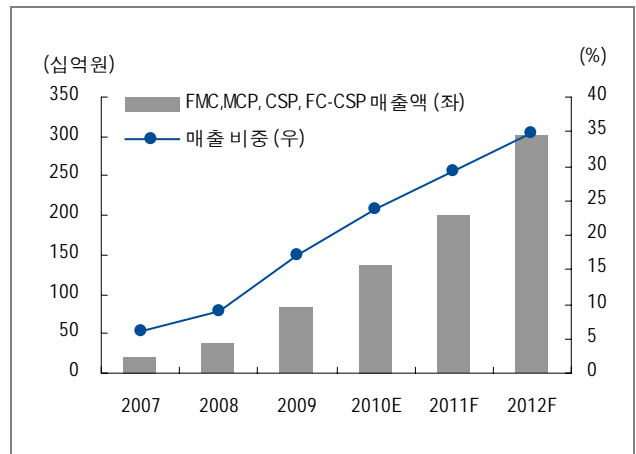
자료: 심텍, 우리투자증권 리서치센터 전망

DDR3 관련 매출액 추이 및 전망



자료: 심텍, 우리투자증권 리서치센터 전망

모바일 기기 관련 매출액 추이 및 전망



자료: 심텍, 우리투자증권 리서치센터 전망

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2008/12A	2009/12A	2010/12E	2011/12F		2008/12A	2009/12A	2010/12E	2011/12F
매출액	496.7	573.1	691.5	867.8	EV/ EBITDA (X)	4.6	4.5	4.3	3.6
증가율 (%)	19.7	15.4	20.7	25.5	EV/ EBIT (X)	6.7	5.7	5.3	4.3
매출원가	421.3	458.6	566.7	723.3	PER (X)	3.7	5.8	6.9	5.9
매출총이익	75.3	114.5	124.8	144.6	조정PER (X)	3.6	5.8	6.9	6.0
Gross 마진 (%)	15.2	20.0	18.1	16.7	PCR (X)	3.2	4.7	5.1	5.9
판매비와 일반관리비	24.1	27.5	32.9	41.0	PBR (X)	13.8	4.3	2.6	1.8
EBITDA	74.3	109.8	114.9	124.7	PSR (X)	0.4	0.7	0.7	0.5
EBITDA 마진 (%)	15.0	19.2	16.6	14.4	PEG (X)	0.3	1.3	0.5	0.5
감가상각비 & 무형자산상각비	23.0	22.7	23.0	21.1	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	0.2	1.6	0.6	0.6
영업이익	51.3	87.0	91.9	103.6	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	0.3	5.4	0.9	0.8
OP 마진 (%)	10.3	15.2	13.3	11.9	Enterprise Value	344.2	492.7	489.0	447.5
영업외수익	49.8	5.7	1.2	3.2	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	11.0	4.4	13.6	11.8
영업외비용	39.2	9.0	7.6	6.5	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	19.5	3.6	10.9	10.1
순이자수익/(비용)	-9.5	-8.2	-6.4	-4.8	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	12.4	1.1	7.8	7.8
세전계속사업이익	61.9	83.8	85.6	100.3	주당EBIT (FD) (W)	1,885	3,195	2,864	3,217
Pretax 마진 (%)	12.5	14.6	12.4	11.6	주당EBITDA (FD) (W)	2,730	4,030	3,579	3,872
법인세비용	12.5	16.9	17.3	20.3	EPS (FD) (W)	1,814	2,455	2,126	2,484
계속사업이익	49.4	66.9	68.3	80.0	조정EPS (FD) (W)	1,838	2,455	2,126	2,447
순이익	49.4	66.9	68.3	80.0	CFPS (W)	2,116	3,040	2,852	2,488
Net 마진 (%)	9.9	11.7	9.9	9.2	BPS (W)	485	3,268	5,661	8,149
조정순이익	50.0	66.9	68.3	78.8	주당매출액 (W)	18,260	21,038	21,538	26,952

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2008/12A	2009/12A	2010/12E	2011/12F		2008/12A	2009/12A	2010/12E	2011/12F
영업활동 현금흐름	52.2	69.2	70.4	48.6	RIM				
당기순이익	49.4	66.9	68.3	80.0	Spread (FROE-COE) (%)	-347.7	110.5	37.4	24.2
감가상각비 & 무형자산상각비	23.0	22.7	23.0	21.1	Residual Income	51.2	60.5	52.0	54.0
+ 지분법손실 (- 이익)	-0.3	0.0	0.0	-1.5	12M RIM-based Target Price(W)	21,009			
+ 외화환산손실(-이익)	-0.9	0.0	0.0	0.0	경제적 부가가치 (EVA)				
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	투하자본	182.5	210.3	253.3	292.4
Gross Cash Flow	57.6	82.8	91.6	80.1	세후영업이익	40.9	69.4	73.4	82.6
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	-5.4	-13.7	-21.2	-31.5	투하자본이익률 (%)	22.4	35.4	31.6	30.3
투자활동 현금흐름	-95.6	-15.0	-25.0	-10.0	투하자본이익률 - WACC (%)	13.9	27.3	23.4	21.9
+ 유형자산감소	0.2	0.0	0.0	0.0	EVA	25.5	57.3	59.4	64.1
- 유형자산증가(CAPEX)	-17.9	-15.0	-25.0	-10.0	Discounted Cash Flow				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	4.6	0.0	0.0	0.0	EBIT	51.3	87.0	91.9	103.6
Free Cash Flow	34.2	54.2	45.4	38.6	+ 감가상각비	23.0	22.7	23.0	21.1
Net Cash Flow	-43.4	54.2	45.4	38.6	- CAPEX	17.9	15.0	25.0	10.0
재무활동 현금흐름	21.7	-34.2	-14.6	-24.5	Free cash flow for DCF valuation	18.9	43.4	33.1	47.7
자기자본 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채 증감	21.7	-34.2	-14.6	-24.5	부채비용 (COD)	4.5	4.5	4.5	4.5
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	-21.6	20.0	30.8	14.1	자기자본비용 (COE)	12.3	11.7	11.9	12.2
기말 순부채 (순현금)	161.7	107.9	63.4	21.9	WACC	8.4	8.1	8.2	8.4

BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2008/12A	2009/12A	2010/12E	2011/12F		2008/12A	2009/12A	2010/12E	2011/12F
현금 및 단기금융상품	14.2	33.9	63.7	80.8	자기자본이익률 (ROE) (%)	-335.3	122.2	49.1	35.9
매출채권	87.9	101.5	122.4	153.7	총자산이익률 (ROA) (%)	12.5	16.4	15.0	15.5
유동자산	173.8	212.5	271.8	332.7	투하자본이익률 (ROIC) (%)	22.4	35.4	31.6	30.3
유형자산	173.4	166.0	168.2	157.2	EBITDA/ 자기자본 (%)	530.3	115.1	62.9	47.5
투자자산	27.4	28.6	30.6	33.5	EBITDA/ 총자산 (%)	19.0	25.9	23.5	23.0
비유동자산	217.5	211.5	216.3	209.2	배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	391.4	424.0	488.1	541.9	총현금배당금(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0
단기성부채	46.2	37.6	34.1	28.3	보통주주당현금배당금(중간+기말)	0	0	0	0
매입채무	34.8	40.1	48.4	60.8	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	1,154.7	113.0	34.7	8.3
유동부채	215.1	191.8	179.5	171.4	총부채/ 자기자본 (%)	2,694.8	344.4	167.3	106.4
장기성부채	129.8	104.2	93.0	74.4	순이자비용/ 매출액 (%)	1.9	1.4	0.9	0.6
장기성총당금	1.4	1.6	2.0	2.5	EBIT/ 순이자비용 (X)	5.4	10.6	14.4	21.5
비유동부채	162.2	136.8	126.0	107.9	유동비율 (%)	80.8	110.8	151.4	194.1
부채총계	377.4	328.6	305.5	279.4	당좌비율 (%)	64.3	89.4	123.8	157.8
자본금	13.6	14.5	16.1	16.1	총발행주식수 (mn)	27.2	29.1	32.2	32.2
자본잉여금	50.4	50.4	67.7	67.7	액면가 (W)	500	500	500	500
이익잉여금	-39.3	27.5	95.8	175.8	주가 (W)	6,710	14,150	14,650	14,650
자본총계	14.0	95.4	182.6	262.6	시가총액 (십억원)	183	385	426	426