

이상환, Analyst, 3774-2186, ethan.lee@miraearset.com
 김장열, Korea Tech Head, 3774-6949, jayjaykim@miraearset.com

What's New

악순환의 고리는 끊겼다!

PCB 업체 심텍은 2004년 이후 연평균 매출액 성장률 25% 기록하며 안정적 성장 실현했으나 KIKO 및 외환관련 손실로 장기간 저평가되어 왔음. 하지만 1) KIKO 청산으로 영업 외 부문의 불확실성 최소화, 2) 모바일 수요 확대에 따른 제품 Mix 최적화 통해 2011년 예상 실적은 매출액 YoY 17% 증가한 6,750억, 영업이익률 13.6%, 순이익률 11.1%를 기록함으로써 매출이 순이익으로 온전히 전달될 전망. 동사의 2011년 컨센서스 평균 EPS 기준 PER은 6.0배로, 2011년 성장성을 고려할 때 여전히 저평가되어 있는 것으로 판단됨.

» 추가 상승여력 有, 모바일과 서버향 매출에 주목

» 제품 Mix 최적화 전략 유효할 전망

» MCP 매출 확대와 Capa 전환을 통한 모바일 비중 확대

» 재무 안정성 확보, 2011년 밸류에이션 정상화 기대

추가 상승여력 有, 모바일과 서버향 매출에 주목

국내 대표 PCB(인쇄회로기판) 업체인 심텍은 메모리 모듈 PCB 및 패키지 Substrate 글로벌 시장에서 30% 이상의 시장점유율을 보유한 기업임. 동사 주가는 지난 1년간 2배 가량 상승했으나, 여전히 추가적 상승여력을 보유한 저평가 국면인 것으로 판단됨. 그 이유는 1) 2011년 컨센서스 EPS 기준 PER 6.0배의 매력적 밸류에이션, 2) KIKO 리스크 완전 해소, 3) 모바일 디바이스/서버 시장 수요 증가로 고부가가치 제품(MCP, RDIMM)의 비중 확대를 통한 제품 mix 최적화 전략이 유효할 것으로 판단되기 때문임. 2011년 예상실적은 매출액 YoY 17% 증가한 6,750억, 영업이익률 13.6%, 순이익률 11.1%를 기록할 전망함.

제품 Mix 최적화 전략 유효할 전망

동사의 기존 주력제품(DDR2, DDR3 Module PCB, BOC)의 2010년 기준 매출액 비중은 59%였으며, PC 시장을 비롯한 전방산업 부진으로 전년대비 매출액은 3% 증가에 그쳤음. 한편, 기존 주력제품 대비 ASP가 50% 이상 높은 모바일향 MCP(Multi Chip Package)와 서버향 RDIMM(DDR3 Server)의 매출액은 전년 대비 140% 증가한 987억을 기록했으며, 2011년 매출 비중을 17%에서 30% 이상으로 확대함으로써 제품 Mix를 최적화할 계획임. 2010년 동사의 제품 mix의 변화는 영업이익률 개선(10.3%, → 15.2%)을 주도했으며, 2011년 그 비중이 17.1% → 30%까지 확대되고 Blended ASP 하락율이 16.5% 미만일 경우 영업이익은 전년 대비 개선될 수 있음.

See the last page of this report for important disclosures

Not Rated

25 February 2011

Target price N/A
 Current price (24 February 2011) KRW13,700

Upside/downside N/A
 Consensus target price N/A
 Difference from consensus N/A

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-08A	Dec-09A	Dec-10E	Dec-11E
Revenue (KRWb)	415	497	577	675
Op EBIT (KRWb)	36	51	88	92
Net income (KRWb)	(151.0)	49.4	68.2	71.7
Norm profit (KRWb)	(151.0)	49.4	68.2	71.7
EPS (KRW)	(5,552)	1,814	2,483	2,279
EPS growth	N/A	N/A	36.9%	(8.2%)
Norm P/E (x)	N/A	7.5	5.5	6.0
EV/EBITDA (x)	3.6	5.0	N/A	N/A
Dividend yield	N/A	N/A	1.1%	1.6%
P/B (x)	N/A	13.0	3.3	2.2
ROE	(384.7%)	(335.3%)	94.7%	45.3%
Net debt/equity	(342.6%)	1366.8%	N/A	N/A
Cons EPS (KRW)	(5,552)	1,814	2,483	2,279

Performance



Trading data

Market cap (Wbn/USDm)	398.0/350.7		
Shares outstanding	29.0m		
Free float	62.12%		
52-week price high/low	KRW11,764 - 23,341		
Daily average turnover (3M)	KRW6,166m		
Performance	1M 6M 12M		
Absolute	2.94%	40.58%	98.58%
Relative to KOSDAQ Index	8.17%	29.31%	78.15%
Major shareholders			
Se-Ho Chun	27.73%		
Min-Ju Lee	10.15%		

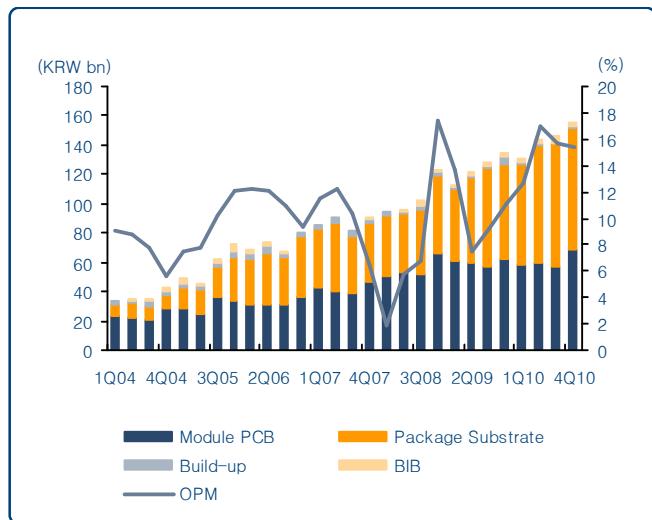
Source for data: Company, Thomson Reuters, Mirae Research estimates
 Note: 2010E, 2011E Forecast earnings & valuation numbers are market consensus figures

MCP 매출 확대와 Capa 전환을 통한 모바일 비중 확대

동사의 2010년 애플리케이션별 비중은 PC(59%), 서버(10%), 모바일 디바이스(14%), Flash Card(11%), SSD 및 기타(6%)로, PC 시장에 대한 의존도가 높음. 올해 괄목할만한 성장이 예상되는 제품은 2010년 YoY 96% 성장률을 기록한 MCP임. 2011년 모바일 디바이스의 시스템당 메모리 용량은 핸드폰의 경우 DRAM YoY 115%, Flash YoY 104%, 태블릿 PC의 경우 DRAM YoY 117%, Flash YoY 30%로 폭증할 것으로 전망됨에 따라 동 제품 매출액은 지난해에 이어 성장세를 지속할 것으로 예상됨. MCP 매출액이 2010년의 성장세를 지속할 경우, 전체 매출액에서 차지하는 비중은 9%에서 14%까지 확대되는 것으로 분석됨. 한편, 동사는 모바일형 FC-CSP 출시를 앞두고 있으며, 2011년 3/4분기부터 양산에 들어갈 계획임.

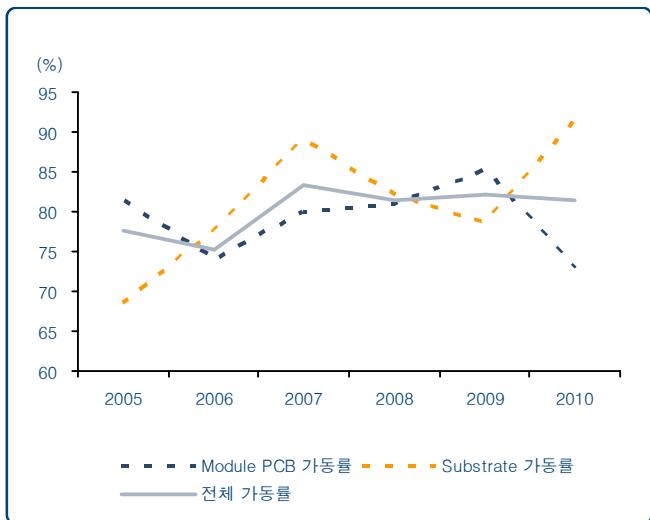
아울러 동사의 현재 Capa는 모듈 PCB(Build-up 포함) 월 80,000 m² / Substrate 월 70,000 m²로 2011년 추가 Capa 증설 계획은 없으나, 모바일형 제품 수요에 대비해 Substrate Capa 중 월 5,000 m²를 FC-CSP로 할당하는 것을 계획하고 있음.

Figure 1-1 안정적 매출 성장 vs. 영업이익 변동성



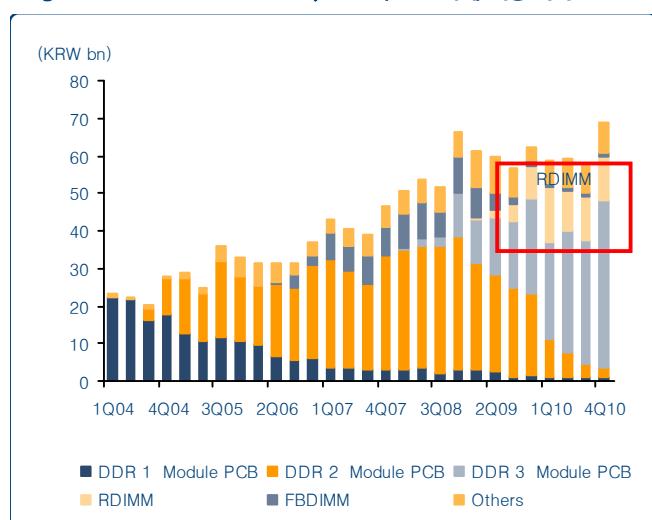
자료: 신택, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 1-2 Hedging 효과: 안정적 가동률 유지



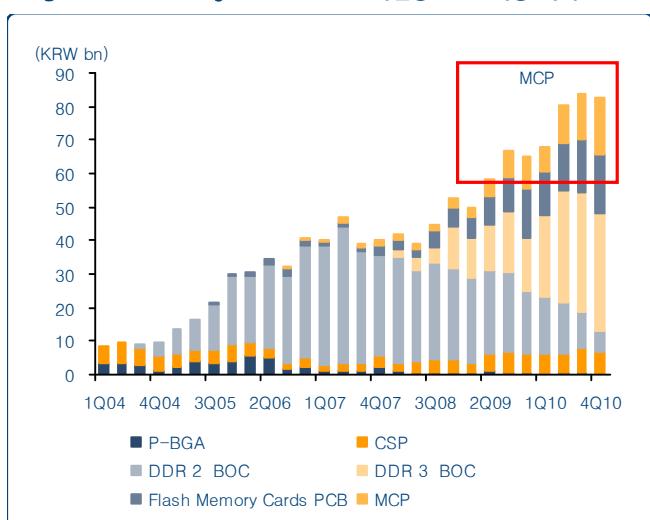
자료: 신택, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2-1 Module PCB: DDR3, RDIMM(DDR3 서버) 비중 확대



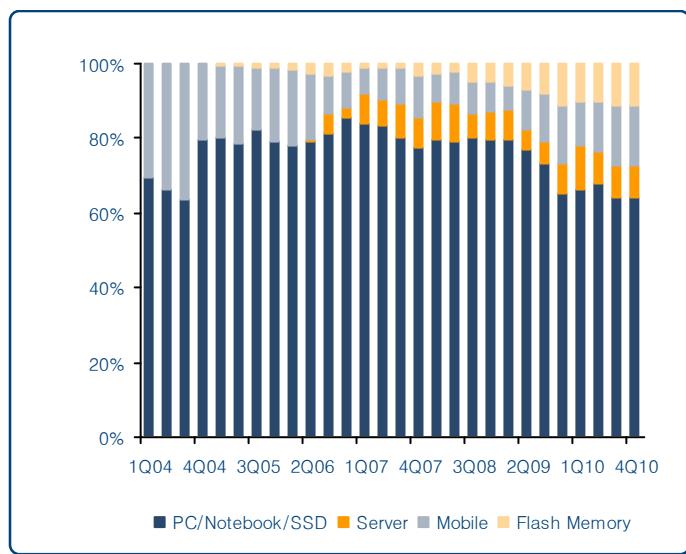
자료: 신택, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2-2 Package Substrate: 모바일형 MCP 비중 확대



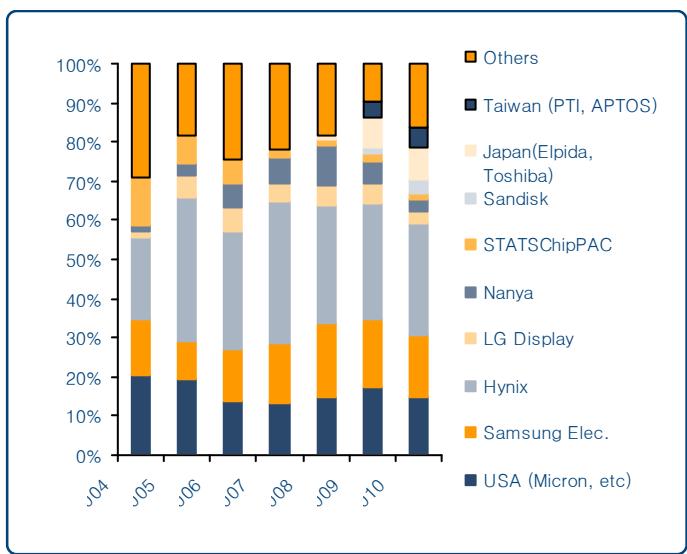
자료: 신택, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3-1 애플리케이션별 매출액 Breakdown



자료: 신택, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3-2 다각화된 고객선



자료: 신택, 미래에셋증권 리서치센터

재무 안정성 확보, 2011년 밸류에이션 정상화 기대

동사는 2008년 이후 주가의 최대 압박 요인인 KIKO 관련손실을 2010년 기말부로 489억원에 전액 청산하였음. BW 과연 이슈 역시 행사 잔량 310만주 중 250만주를 대표이사가 보유하고 있어, 주가 희석 리스크는 2% 수준으로 제한적일 전망임.

동사는 전방산업의 높은 변동성에도 불구하고 2004년부터 2010년까지 연평균 매출액 성장률 25%를 기록하며 안정적 Top line 성장을 실현했지만, 외환관련 손실과 파생상품 관련 손실로 성장성이 순이익까지 이어지는데 난항을 겪어 왔으며, 그로 인해 낮은 밸류에이션에 거래되어 왔음. 하지만 재무안정성이 회복국면에 접어들에 따라 밸류에이션 역시 정상화되어야 함에도 불구하고 동사의 2011년 컨센서스 추정 EPS 기준 PER은 6.0 배로 Peer Group 대비(2011 PER 평균: 국내 7.8 배/ 해외 13.8 배) 디스카운트 받고 있음. 아울러 동사는 수익구조 및 제품의 기술적 난이도(미세 Patterning 등) 측면에서도 국내 경쟁사 대비 경쟁력 있는 것으로 분석되기 때문에 KIKO 손실 이전의 밸류에이션 하단인 PER 8배 이상은 받아야 할 것으로 판단됨.

Figure 4 Peer Group 밸류에이션 비교 (2011년 2월 24일 기준)

기업 (단위:십억원, 배)	국가	시가총액	PER		PBR		EV/EBITDA		ROE	
			2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E
대덕전자	한국	419.6	8.2	7.3	1.4	1.1	5.8	4.7	15.9	15.8
인터플렉스	한국	377.5	11.1	8.3	2.4	1.9	7.4	5.2	25.2	26.1
국내평균		399	9.7	7.8	1.9	1.5	6.6	5.0	20.5	20.9
IBIDEN	일본	5,637	36.7	20.5	1.5	1.4	5.9	4.7	4.3	7.2
Unimicron	대만	3,184	11.5	10.2	1.8	1.7	6.2	5.4	15.7	10.2
Tripod Tech.	대만	2,309	12.2	10.8	2.8	2.4	5.8	5.3	25.8	26.3
해외평균		3,710	20.1	13.8	2.0	1.8	6.0	5.1	15.3	14.6

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 PER 벤드차트



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 신택 주요 재무비율

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
매출액	(억원)	1,472	2,292	2,912	3,492	4,150	4,967	5,749
영업이익	(억원)	114	223	323	353	355	513	875
EPS	(KRW)	662	640	791	844	(5,552)	1,814	2,483
EPS증가율	(%)	342.5	(3.3)	23.5	6.8	적전	흑전	36.9
EV/EBITDA	(%)	7.81	8.16	7.37	6.16	3.58	5.04	-
EBITDA	(%)	233.64	391.16	520.34	569.14	586.35	742.57	-
EBITDA마진	(%)	15.9	17.1	17.9	16.3	14.1	15.0	-
영업이익률	(%)	7.7	9.7	11.1	10.1	8.6	10.3	15.2
매출액증가율	(%)	65.6	55.6	27.1	19.9	18.9	19.7	17.3
ROE	(%)	26.4	21.0	22.3	20.3	(384.7)	(335.3)	94.7
순차입비율	(%)	77.6	125.4	115.2	113.0	(342.6)	1,366.8	-

자료: FnGuide 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

Recommendation

종목별 투자의견 (12개월 기준)

- BUY: 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
- Hold: 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
- Reduce: 현주가 대비 목표주가 -10% 초과
- 단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

- Overweight: 현 업종지수대비 +10% 초과
- Neutral: 현 업종지수대비 ±10% 이내
- Underweight: 현 업종지수 대비 -10% 초과

Earnings Quality Score

Earnings Quality Score = 0.70*(Earnings Stability) + 0.15*(Earnings Certainty) + 0.15*(Earnings Forecast Accuracy)

1. Historical Earnings Stability

- 최근 5년간 분기 순이익 성장률(YoY)의 변동성을 100분위 지표로 환산.
- 변동성은 outlier에 의한 왜곡현상을 최소화하기 위해 표준편차(SD) 대신 MAD(Median Absolute Deviation)로 산정.
- 순이익 분기 성장률(YoY) 변동성이 낮을수록 동 지표값이 높음.

2. Consensus Forecast Certainty

- 12개월 예상 EPS(컨센서스 기준) 추정치에 대한 애널리스트간 견해차를 100분위 지표로 환산.
- 견해차는 12개월 예상 EPS의 '표준편차/평균'으로 산정.
- 견해차가 작을수록 동 지표값이 높음.

3. Consensus Forecast Accuracy

- 최근 3년간 EPS surprise 절대값의 평균(median)을 100분위 지표로 환산.
- EPS surprise는 '(연말 실제치 - 연초 추정치)/연초 추정치'로 산정.
- Surprise의 절대크기가 낮을수록 동 지표값이 높음.

* 참고사항

- 1) Consensus Forecast Certainty 및 Consensus Forecast Accuracy는 예상 EPS 컨센서스 추정치 수가 5개 이상인 기업만을 대상으로 하였음.
- 2) 각 지표를 산정할 수 없을 경우에는 평균인 50을 부여하였음.

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다.
 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 미래에셋증권은 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 이상환, 김장열

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수	1%이상 보유여부	유기증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
종목	담당자	종류	수량	취득가	취득일		
해당사항없음							

