



2011.02.28 | 기업분석

Analyst **안성호** 02) 3772-7475  
shan@koreastock.co.kr

## 심텍 (036710)

### Buy(Initiate)

목 표 주 가: 20,000원  
주가(02/25): 14,600원

#### Stock Data

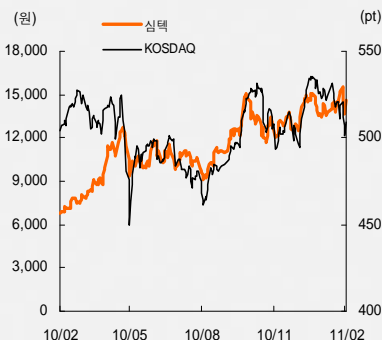
KOSDAQ(02/25)	509.33pt
시가총액	4,241억원
발행주식수	29,050천주
52주 최고가/최저가	15,600 / 6,920원
90일 일평균거래대금	62.5억원
외국인 지분율	4.0%
배당수익률(10.12E)	1.2%
BPS(11.12E)	6,769원

KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	11.0%
	3개월	16.1%
	6개월	40.1%

#### 주주구성

전세호	27.73%
이민주	10.15%

#### Stock Price



### 2011년 실적모멘텀 둔화보다 저평가 메리트가 더 크다

#### ● 금융위기의 허물을 벗은 2010년

2010년 심텍은 매출액 5,776억원(+16%YoY), 영업이익 882억원(+72%YoY)을 기록하여 사상최대 실적을 달성할 전망이다. 이는 가동률 상승을 통한 출하량 증가와 함께 서버용 RDIMM PCB, MCP용 Substrate 등 고가제품 판매 확대를 통한 평균판가 상승효과에 주로 기인한다.

#### ● 2011년은 다지는 시기

2009년과 2010년이 금융위기 악몽에서 벗어나는 기업정상화 시기였다면, 2011년은 미래성장을 위해 내부역량을 다지는 시기가 될 전망이다. 2011년 실적은 매출액 6,597억원(+14%YoY), 영업이익 899억원(+2%YoY)으로 실적 증가율이 다소 둔화될 것으로 추정한다. 한편, 동사는 2011년 3분기에 중국 생산법인(신태전자) 가동을 통해 2012년 이후 성장동력을 확보할 계획이다.

#### ● 2011년 실적모멘텀 둔화 vs. Valuation 메리트

2011년 심텍은 생산 Capa. 제한에 따른 출하증가율 둔화와 평균판가 상승률 둔화에 따라 실적개선 모멘텀 둔화가 불가피하다. 그러나 2011년 예상 실적 기준 PER 6.1X에 불과한 valuation 메리트가 동사의 주가상승 추세를 뒷받침할 것으로 판단한다. 우리는 현 주가수준에서 동사의 valuation 메리트가 2011년 모멘텀 둔화 우려보다 훨씬 큰 것으로 판단한다.

#### ● 목표주가 20,000원, 'BUY' 투자의견 제시

2011년 예상실적 기준 적정PER 8.9X, 적정PBR 2.7X를 평균한 20,000원을 목표주로 투자의견 'BUY'를 제시한다. 2011년 상반기에는 안정적인 상승 추세를 이어갈 전망이며, 하반기에 들어서면서 중국 생산법인(신태전자) 생산 가시화를 촉매로 보다 탄력적인 주가상승을 예상한다.

Financial Data(본사기준)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액(억원)	4,150	4,967	5,766	6,597	7,389
영업이익(억원)	355	513	882	899	1,071
세전계속사업손익(억원)	-1,953	619	824	850	1,033
순이익(억원)	-1,510	494	684	697	847
EPS(원)	-5,552	1,814	2,511	2,400	2,916
증감률(%)	적전	흑전	38.4	-4.4	21.5
PER(배)	-0.8	2.0	5.6	6.1	5.0
PBR(배)	-2.8	7.3	3.1	2.2	1.5
EV/EBITDA(배)	3.6	4.6	4.0	4.0	3.0
영업이익률(%)	8.6	10.3	15.3	13.6	14.5
EBITDA 마진(%)	14.1	15.0	19.2	17.1	17.7
ROE(%)	-384.6	-335.3	93.6	42.4	35.8
순부채비율(%)	-342.6	1,154.7	41.3	11.2	-11.2

# I. Investment Summary

## 1. 목표주가와 투자 의견

투자 의견 매수, 목표주가 20,000원 제시(상승여력 37%)

심텍에 대한 목표주가 20,000원으로 투자 의견 '매수'를 제시한다.

목표주가는 2011년 예상실적 기준 적정PER 8.9배, 적정PBR 2.7배를 적용하여 평균한 값이다. 2011년 심텍은 생산 Capa. 제한에 따른 출하증가율 둔화와 평균판가 상승률 둔화에 따라 실적개선 모멘텀 둔화가 불가피하다. 2011년 실적모멘텀 둔화가 단기적으로 동사의 주가 매력도를 경감시키는 요인이나, 2011년 예상실적기준 PER 6.1배에 불과한 valuation 메리트가 동사의 주가상승 추세를 뒷받침할 것으로 예상된다. 현재 주가수준에서는 동사의 valuation 메리트가 2011년 모멘텀 둔화 우려보다 훨씬 큰 것으로 판단한다.

[표1] 심텍 6개월 목표주가 20,000원 제시

		2011E	2012E	비 고
1. PER	EPS	2,401	2,920	11~15 평균 ROE 29.9% CoE 11.3% - risk free 4.0% - 3개년 주 베타 1.2 - Risk premium 6.0%
	적정 PER	8.9	8.9	
	적정 주가	21,341	25,958	
2. PBR	BPS	6,937	9,861	
	ROE	41.8	34.7	
	적정 PBR	2.7	2.7	
	적정 주가	18,406	26,166	
목표주가		19,873	26,062	

자료: 한화증권 리서치본부

### 투자포인트 1. 2010년 기업정상화. 더 이상 저평가될 이유가 없다

심텍은 2008년말 대규모 KIKO 손실에 따른 자본잠식으로 관리종목에 편입되는 어려움을 겪은 바 있다. 그러나 심텍은 지난 2002년 이후 지금까지 한 해도 거르지 않고 영업이익 증가세를 지속한 업체이다. 이러한 저력은 2009년, 2010년 대규모 실적호전(영업이익 증가율 각각 +44.4%YoY, +72.1%YoY)을 통한 기업정상화의 토대가 되었다. 2010년 심텍은 대규모 실적호전을 통한 현금흐름 개선과 함께 자사주매각, BW발행 등 자본확충을 통해 재무구조를 크게 개선했는데, 이를 통해 동사 부채비율은 2008년 자본잠식에서 2010년 269%, 2011년에는 177%로 크게 개선될 것으로 추정한다. 영업손익뿐만 아니라 재무구조 측면에서도 완전 정상화에 성공한 것이다. 2011년 심텍은 정상화된 기업으로서 더 이상 할인 거래될 이유가 없다.

### 투자포인트 2. 2011년 실적모멘텀 둔화보다 저평가 메리트가 더 크다

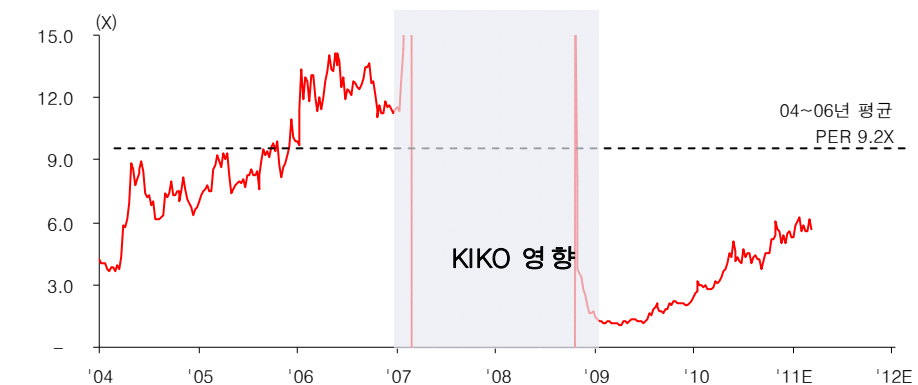
그러나 현 주가는 PER 6.1배 수준에 불과하여 KIKO 발생 전 5년간(03~07년) 평균 PER 10.9배에 크게 못 미치고 있다. 따라서 현 주가수준에서는 이익증가율 둔화와 같은 단기적인 이익모멘텀이 아니라 정상기업으로서 적정 valuation을 찾아가는 과정이라는 점에 초점을 맞추는 투자전략이 바람직하다. 2010년에 이어 2011년에도 심택은 여전히 정상기업으로서 적정 valuation을 회복하는 과정에 있다.

### 투자포인트 3. 중국 생산법인(신태전자) 본격가동을 통해 2012년 이후 성장동력 확보 예상

2011년 상반기에 Full Capa. 가동율에 진입할 것으로 예상됨에 따라 2012년 이후 Top 라인 매출개선이 한계에 이를 전망이다. 2011년 Top 라인 정체에 따른 성장성 둔화 우려가 주가상승 탄력을 경감시키는 요인으로 작용하는 것이다. 이에 대해 심택은 2011년 3분기부터 중국 생산법인(신태전자) 가동을 통해 2012년 이후 성장동력 확보에 주력할 계획이다. 심택의 중국 생산법인, 신태전자는 해외 대형업체의 주력 공급업체로써 해외시장 신규진출에 따른 불확실성을 최소화하고 있다.

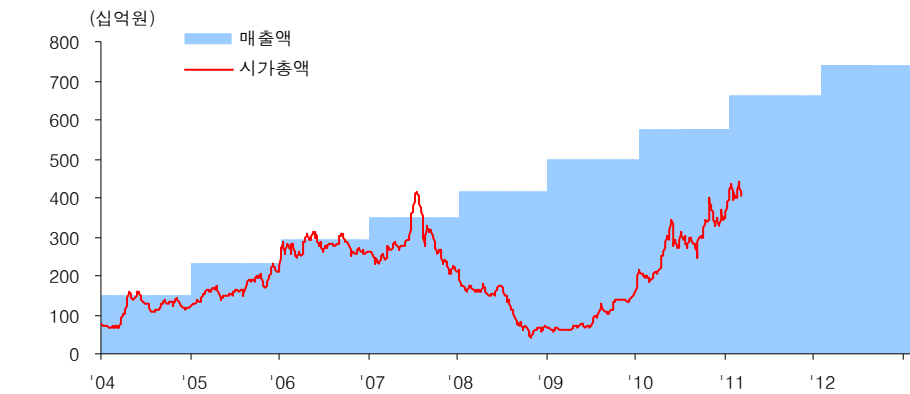
당사는 2011년 심택이 상반기에는 저평가 메리트에 근거한 안정적 주가상승 추세를 이어갈 것으로 예상한다. 또한, 하반기에는 중국 생산법인(신태전자) 생산 가시화를 촉매로 보다 탄력적인 주가상승세를 나타낼 것으로 예상한다.

[그림1] 심택 12개월 Forward PBR 밴드: 아직 정상화되지 못한 주가수준



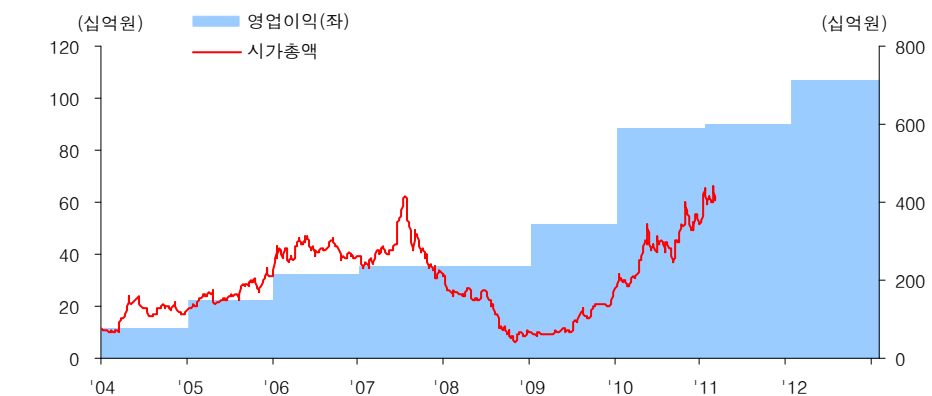
자료: 한화증권 리서치본부

[그림2] 심텍 매출액과 시가총액 추이  
: KIKO에서 완전히 벗어났으나, 아직 과거 주가수준을 회복하지 못하고 있음



자료: 한화증권 리서치본부

[그림3] 심텍 영업이익과 시가총액 추이  
: KIKO에서 완전히 벗어났으나, 아직 과거 주가수준을 회복하지 못하고 있음



자료: 한화증권 리서치본부

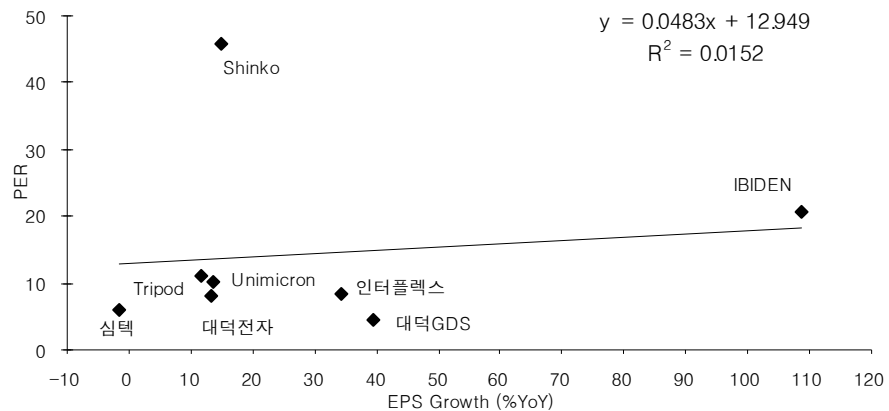
[표2] 심텍 글로벌 동종업체 Valuation 비교

(단위: 십억원)

기업	시가총액	매출액		영업이익		PER		PBR		ROE(%)		EPS Growth[%]
	(11.2/25)	10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E	2011E(YoY)
심텍	424	577	659	88	90	5.6	6.1	3.1	2.2	94	42	-2
대덕전자	441	511	594	38	47	9.1	8.0	1.3	1.2	16	16	13
대덕GDS	168	363	373	18	36	6.5	4.5	0.6	0.5	9	11	39
인터플렉스	383	404	554	34	47	11.2	8.5	2.4	1.9	25	26	34
IBIDEN(일본)	5,669	3,244	4,163	240	460	42.6	20.8	1.7	1.5	4	7	109
Shinko(일본)	1,784	1,560	1,951	63	83	54.2	45.7	1.1	1.0	2	2	15
Tripod(대만)	2,367	1,655	1,873	225	250	12.2	11.1	2.8	2.5	26	26	12
Unimicron(대만)	3,222	2,495	2,877	307	367	11.5	10.3	1.8	1.6	16	16	14

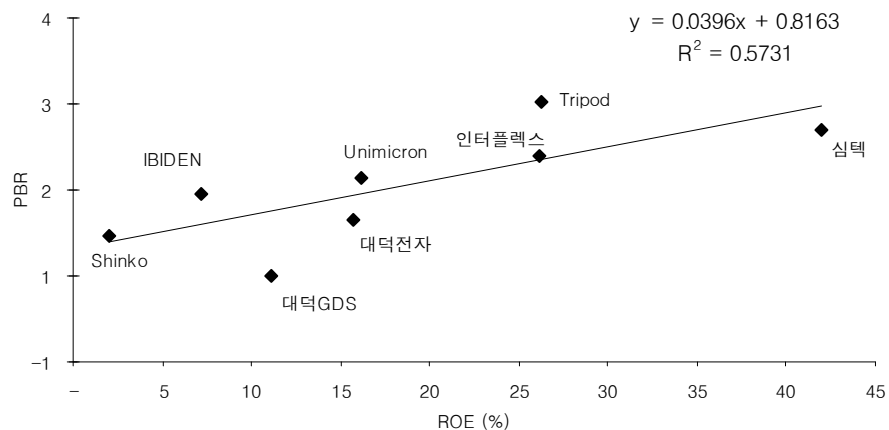
자료: Bloomberg 컨센서스, 한화증권 리서치본부(11.2/25 환율 적용)

[그림4] 심텍 Global Peers 비교(11E PER vs. EPS growth)



자료: 한화증권 리서치본부

[그림5] 심텍 Global Peers 비교(11E PBR vs. ROE)



자료: 한화증권 리서치본부

## II. 2011년 실적전망

### 1. 2010년 실적호조 배경

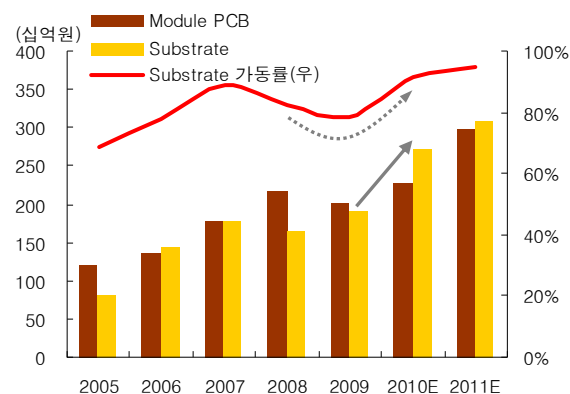
#### 1. 가동률 상승을 통한 출하량 증가

심텍의 2010년 실적은 매출액 5,776억원(+16%YoY), 영업이익 882억원(+72%YoY)을 기록하여 사상최대 실적을 달성한 것으로 추정한다. 또한, 2010년 4분기 실적은 매출액 1,559억원(+6.5%QoQ), 영업이익 242억원(+4.4%QoQ)으로써 안정적인 분기별 실적개선 추세를 지속한 것으로 추정한다. 이와 같은 급격한 실적개선은 동사가 2008년 글로벌 금융위기 시기의 KIKO 악몽으로부터 조기에 벗어날 수 있는 원동력이 되었다. 그렇다면, 동사가 지난 2년간 급격한 실적개선을 달성할 수 있었던 원동력은 무엇인가? 이는 2011년에도 계속 이어질 수 있는 것인가?

2009년의 +44%YoY 영업이익 증가율에 이어 2010년에 +72%YoY라는 놀라운 영업이익 증가율을 기록할 수 있었던 가장 큰 원동력은 ‘가동률 상승을 통한 출하량 증가’이다. 특히 Module PCB대비 평균판가가 10~13% 높은 Substrate 생산라인 가동률이 2009년 79%에서 2010년에 91%로 빠르게 상승했다. 이는 고부가가치 제품 생산비중 확대에 따른 판가상승, 즉 매출증가로 직결되었으며, 가동률 상승을 통해 단위당 고정비용을 낮춤으로써 전체적인 수익성 개선에도 크게 기여했다.

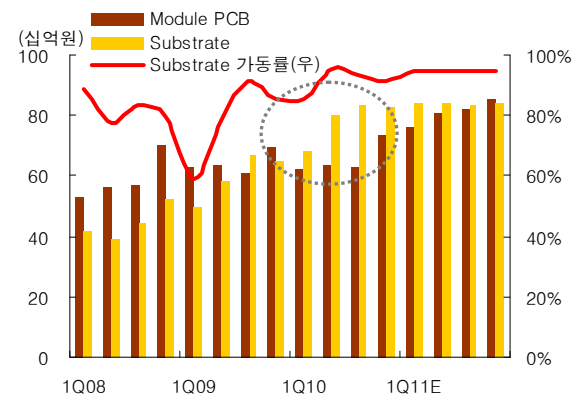
아래 [그림 6,7]은 2009년 1분기를 기점으로 Substrate 생산라인 가동률이 높아지면서 2010년부터 Substrate 매출비중이 Module PCB 매출비중을 상회하여 동사의 주력제품으로 자리잡고 있음을 보여준다.

[그림6] 서버용 RDIMM PCB 매출비중 급증



자료: Bloomberg

[그림7] Mobile용 MCP Substrate 매출비중 급증

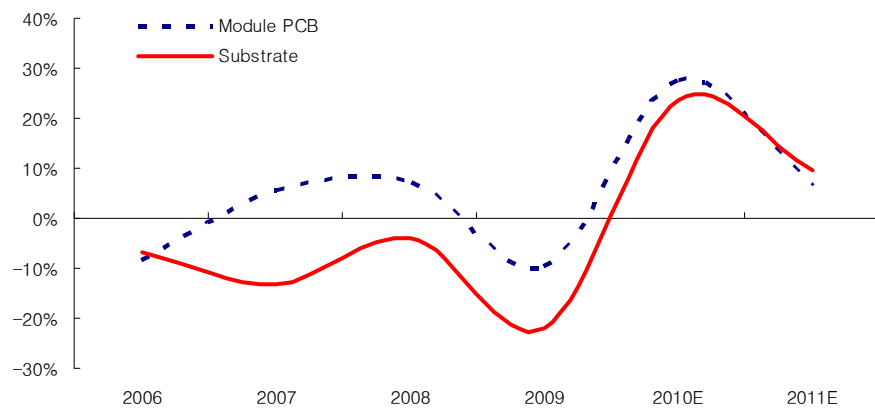


자료: Bloomberg

## 2. 고부가가치 제품 비중확대를 통한 평균판가 상승

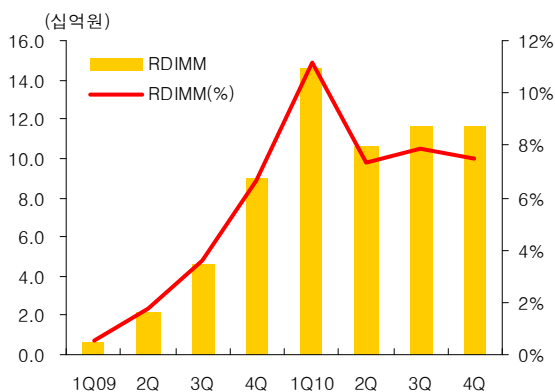
‘가동률 상승에 따른 출하량 증가’와 더불어 ‘고부가가치 제품 생산비중 확대에 따른 평균판가 상승’이 2010년 실적개선에 크게 기여했다. 동사의 매출액을 세부 제품별로 살펴보면, Module PCB에서는 서버용 RDIMM PCB 매출비중 확대, Substrate에서는 Mobile용 MCP 매출비중이 크게 증가했다. 즉, 특정 제품에 한정된 평균판가 상승이 아니라 동사 전체적으로 Product mix. 개선에 따른 평균판가 상승효과가 나타났다.

[그림8] 연도별 심텍 주력 제품 평균판가(ASP) 증감률 추이 및 전망(US\$ 기준)



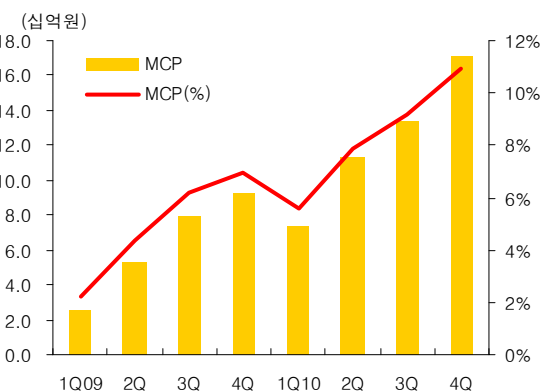
자료: 한화증권 리서치본부

[그림9] 서버용 RDIMM PCB 매출비중 급증



자료: 심텍

[그림10] Mobile용 MCP Substrate 매출비중 급증



자료: 심텍R

[표3] 고가제품 매출비중 확대는 평균판가 상승으로 직결

(단위: 십억원)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
RDIMM	0.6	2.1	4.6	8.9	14.6	10.6	11.6	11.6
MCP	2.5	5.3	7.9	9.3	7.3	11.3	13.4	17.1
매출액	112.2	122.1	128.0	134.3	130.6	143.8	146.4	155.9
RDIMM(%)	0.5%	1.7%	3.6%	6.7%	11.2%	7.4%	7.9%	7.5%
MCP(%)	2.2%	4.4%	6.2%	6.9%	5.6%	7.9%	9.2%	10.9%

자료: 심텍

## 2. 2011년 실적전망

2011년 전체적인 분기별 실적흐름은 2010년과 비슷한 형태로 진행될 것으로 예상된다. 즉, 1분기를 저점으로 우상향하는 실적흐름을 예상하는데, 다만 실적개선 폭은 2010년에 비해 완만한 형태로 진행될 것으로 예상된다. 2010년 실적개선이 1)가동률 상승에 따른 출하량 증가, 2)고가제품 생산확대에 따른 평균판가 상승효과에 힘입은 바 크기 때문에 이에 따른 기저효과로 2011년에는 실적개선 폭이 완만하게 진행될 수 밖에 없다.

따라서 동사의 2011년 영업실적은 매출액 6,597억원(+14.4%YoY), 영업이익 899억원(+2.0%YoY)으로 실적증가율이 다소 둔화될 것으로 추정한다. 3분기부터는 중국 생산 법인(신태전자)에서 월 15K m<sup>2</sup> 생산 Capa.로 신규라인을 가동할 예정이나, 신규라인 가동 초기비용을 감안하면 2011년 실적에 특별히 기여하지는 못할 것으로 판단한다. 신규라인 가동 초기에는 실제 실적기여도보다 해외시장 진출이라는 상징적 의미에 초점을 맞추는 것이 바람직하다.

[표4] 심텍 분기별 실적전망

(단위: 십억원)

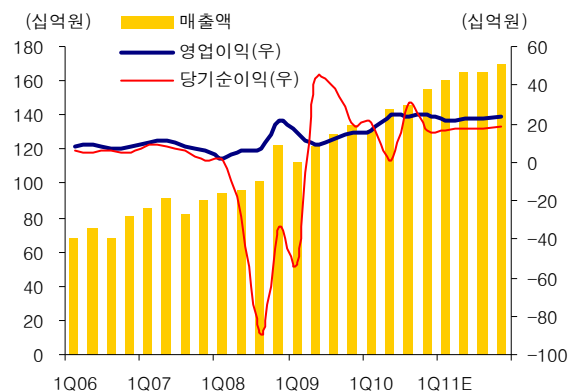
	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10E	1Q11E	2Q11E	3Q11E	4Q11E	2008	2009	2010E	2011E
<b>매출액</b>	<b>130.6</b>	<b>143.8</b>	<b>146.4</b>	<b>155.9</b>	<b>160.0</b>	<b>164.8</b>	<b>165.2</b>	<b>169.7</b>	<b>415.0</b>	<b>496.7</b>	<b>576.6</b>	<b>659.7</b>
Module PCB	62.5	63.3	62.7	73.4	76.1	80.7	81.8	85.4	237.0	256.7	261.9	324.0
Substrate	68.0	80.5	83.7	82.5	83.9	84.1	83.4	84.3	178.0	240.0	314.7	335.7
<b>매출총이익</b>	<b>24.2</b>	<b>31.5</b>	<b>30.3</b>	<b>32.4</b>	<b>29.9</b>	<b>31.4</b>	<b>31.9</b>	<b>33.1</b>	<b>60.5</b>	<b>75.3</b>	<b>118.4</b>	<b>126.2</b>
GP margin(%)	18.5%	21.9%	20.7%	20.8%	18.7%	19.0%	19.3%	19.5%	14.6%	15.2%	20.5%	19.1%
<b>판관비</b>	<b>7.8</b>	<b>7.1</b>	<b>7.1</b>	<b>8.2</b>	<b>8.8</b>	<b>9.1</b>	<b>9.1</b>	<b>9.3</b>	<b>25.0</b>	<b>24.1</b>	<b>30.2</b>	<b>36.3</b>
매출액비중(%)	5.9%	5.0%	4.9%	5.3%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	6.0%	4.8%	5.2%	5.5%
<b>영업손익</b>	<b>16.5</b>	<b>24.4</b>	<b>23.2</b>	<b>24.2</b>	<b>21.1</b>	<b>22.3</b>	<b>22.8</b>	<b>23.8</b>	<b>35.5</b>	<b>51.3</b>	<b>88.2</b>	<b>89.9</b>
OP margin(%)	12.6%	17.0%	15.8%	15.5%	13.2%	13.5%	13.8%	14.0%	8.6%	10.3%	15.3%	13.6%
<b>영업외수지</b>	<b>11.2</b>	<b>-24.3</b>	<b>13.1</b>	<b>-5.8</b>	<b>-1.2</b>	<b>-1.2</b>	<b>-1.2</b>	<b>-1.3</b>	<b>-230.8</b>	<b>10.6</b>	<b>-5.8</b>	<b>-4.9</b>
세전이익	27.6	0.1	36.3	18.3	19.9	21.1	21.6	22.4	-195.3	61.9	82.4	85.0
법인세	6.7	-0.2	5.5	2.1	3.6	3.8	3.9	4.0	-44.3	12.5	14.0	15.3
법인세율(%)	24%	-154%	15%	11%	18%	18%	18%	18%	23%	20%	17%	18%
<b>당기순이익</b>	<b>20.9</b>	<b>0.3</b>	<b>30.8</b>	<b>16.3</b>	<b>16.3</b>	<b>17.3</b>	<b>17.7</b>	<b>18.4</b>	<b>-151.0</b>	<b>49.4</b>	<b>68.4</b>	<b>69.7</b>
NP margin(%)	16.0%	0.2%	21.1%	10.4%	10.2%	10.5%	10.7%	10.8%	-36.4%	9.9%	11.9%	10.6%
<b>매출비중</b>												
Module PCB	48%	44%	43%	47%	48%	49%	50%	50%	57%	52%	45%	49%
Substrate	52%	56%	57%	53%	52%	51%	50%	50%	43%	48%	55%	51%
<b>생산 Capa.(K m<sup>2</sup>)</b>												
Module PCB	240	240	240	240	240	240	240	240	960	960	960	960
Substrate	210	210	210	210	210	210	210	210	540	840	840	840
<b>가동률</b>												
Module PCB	69%	76%	67%	80%	85%	90%	92%	95%	81%	83%	73%	91%
Substrate	86%	95%	93%	91%	95%	95%	95%	95%	82%	79%	91%	95%
<b>출하량(K m<sup>2</sup>)</b>												
Module PCB	166	181	161	192	204	216	221	228	777	797	700	869
Substrate	180	200	196	191	200	200	200	200	444	660	767	798

자료: 한화증권 리서치본부



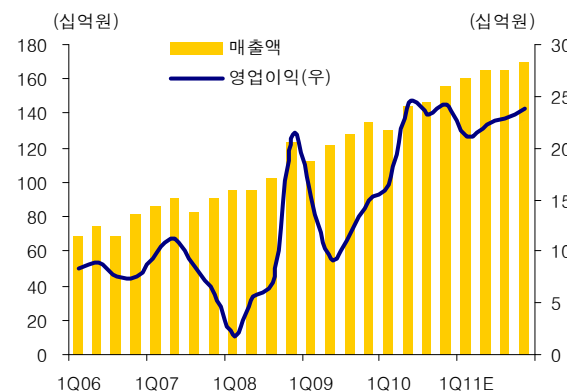
2011년 실적모멘텀 둔화될 것으로 예상됨에도 불구하고 동사의 주가상승 여력이 높은 것으로 판단하는 이유는, 현 주가수준이 일시적인 대규모 KIKO 순손실 기억에서 완전히 벗어나지 못했기 때문이다. 아래 그림에 나타난 바와 같이 동사의 영업실적은 안정적인 증가세를 지속하고 있으며, 향후에도 당기손익이 영업손익 흐름과 큰 차이 없는 안정적인 흐름을 지속할 것으로 예상된다. 적어도 과거 평균수준의 valuation 회복전망에 무리가 없다.

[그림11] 일시적인 KIKO 순손실에서 완전 탈피



자료: Bloomberg

[그림12] 2002년 이후 영업이익 증가추세 지속 中



자료: Bloomberg

## 2011년 1분기 실적전망

2011년 1분기 실적은 매출액 1,600억원(+2.6%QoQ), 영업이익 211억원(-13.0%QoQ)을 기록할 것으로 예상된다. 전분기대비 영업이익 감소를 예상하는 이유는 1)원/달러 환율하락, 2)단기인하, 3)원재료비 상승 등을 고려했기 때문이다. 그러나 주가흐름에는 특별히 부정적 영향이 없을 것으로 예상하는데, 이는 1)1분기를 기점으로 DRAM 시장이 회복국면에 돌입할 것이고, 2)동사 실적도 1분기를 저점으로 분기별 우상향하는 실적흐름을 나타낼 것으로 추정하기 때문이다. 또한, PER 6배 수준의 저평가 메리트도 동사 주가가 하방경직성을 확보하는 주요 이유이다.

## 투자時 고려사항(BW 행사 현황)

단기적으로는 2010년 BW 발행에 따른 물량부담이 있다. 동사가 2010년 발행한 BW는 300억원이며 행사가는 6,000원이다. 전체 500만주 워런트 중에서 250만주는 대표이사가 소유하여 시장에 출회될 가능성이 낮으며, 나머지 250만주는 W저축은행 125만주, 대우증권, 키움증권, 이민주 회장이 각각 41.6만주씩 보유하고 있다. 현재까지 185만주가 행사되었는데, 대우증권, 키움증권, 이민주 회장이 전량 행사했고, W저축은행은 60만주를 행사했다. 따라서 아직 행사되지 않은 워런트는 대주주 250만주, W저축은행 65만주를 합친 315만주이며, 워런트 행사기간은 2012년 12월 22일까지이다. 참고로 당사의 목표주가는 BW가 전부 행사될 것으로 가정하여 완전 희석하여 산출했다.

## Financial Sheets

손익계산서 (단위: 억원)						대차대조표 (단위: 억원)					
12월결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E	12월결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	4,150	4,967	5,766	6,597	7,389	유동자산	1,490	1,738	2,688	3,028	3,665
매출원가	3,545	4,213	4,582	5,335	5,911	현금및 현금성자산	282	82	834	936	1,362
매출총이익	605	753	1,184	1,262	1,478	단기금융상품	77	61	63	66	68
판매비 및 관리비	250	241	302	363	406	단기투자자산	5	0	0	0	0
영업이익	355	513	882	899	1,071	매출채권	588	879	980	1,145	1,269
영업외손익	-2,308	106	-58	-49	-38	재고자산	319	356	432	484	548
이자수익	13	7	11	18	23	비유동자산	2,467	2,175	2,185	2,439	2,622
이자비용	118	102	112	93	82	투자자산	361	274	291	513	645
외환손익	93	-31	-28	-20	-19	유형자산	1,679	1,734	1,725	1,755	1,803
지분법평가손익	-1	3	10	15	24	무형자산	12	8	6	4	2
자산처분손익	2	0	0	0	0	자산총계	3,957	3,914	4,873	5,467	6,287
기타	-2,298	228	62	31	15	유동부채	2,802	2,151	3,184	3,111	3,123
세전계속사업손익	-1,953	619	824	850	1,033	매입채무	227	348	360	437	475
계속사업법인세비용	-443	125	140	153	186	단기차입금	1,148	15	1,295	1,195	1,095
계속사업이익	-1,510	494	684	697	847	유동성장기부채	158	447	120	0	0
중단사업손익	0	0	0	0	0	비유동부채	1,590	1,622	369	386	403
당기순이익	-1,510	494	684	697	847	사채	0	120	0	0	0
(포괄손익)	-1,461	563	684	697	847	장기차입금	540	1,178	28	28	28
EBITDA	586	743	1,107	1,129	1,308	부채총계	4,392	3,774	3,552	3,497	3,527
매출총이익률(%)	14.6	15.2	20.5	19.1	20.0	자본금	136	136	145	145	145
EBITDAMargin(%)	14.1	15.0	19.2	17.1	17.7	자본잉여금	489	504	779	779	779
영업이익률(%)	8.6	10.3	15.3	13.6	14.5	자본조정	-226	-230	-18	-18	-18
세전계속사업이익률(%)	-47.1	12.5	14.3	12.9	14.0	기타포괄손익누계액	54	124	124	124	124
ROA(%)	-40.5	12.5	15.6	13.5	14.4	이익잉여금	-887	-393	291	940	1,730
ROE(%)	-384.6	-335.3	93.6	42.4	35.8	자본총계	-434	140	1,321	1,970	2,761
수정ROE*(%)	-403.4	-351.8	96.8	43.3	36.5	순차입금	1,488	1,617	546	221	-308

주요지표						현금흐름표 (단위: 억원)					
12월결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E	12월결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E
투자지표						영업활동으로 인한 현금흐름	560	522	635	1,005	1,242
PER(배)	-0.8	2.0	5.6	6.1	5.0	당기순이익	-1,510	494	684	697	847
수정 PER(배)*	-0.8	1.9	5.4	5.9	4.9	비현금수익비용가감	2,670	82	-51	279	377
PBR(배)	-2.8	7.3	3.1	2.2	1.5	유형자산감가상각비	227	225	224	228	236
Dividend Yield(%)	0.0	0.0	1.2	1.4	1.4	무형자산상각비	5	5	2	1	1
EV/EBITDA(배)	3.6	4.6	4.0	4.0	3.0	기타비현금수익비용	2,438	-148	-276	50	141
성장성 (%YoY)						영업활동으로인한자산및부채의변동	-599	-54	2	29	17
매출액	18.9	19.7	16.1	14.4	12.0	매출채권 감소(증가)	-223	-306	-101	-165	-124
영업이익	0.5	44.4	72.1	2.0	19.1	재고자산 감소(증가)	279	-37	-76	-51	-64
세전계속사업손익	-842.4	-131.7	33.3	3.1	21.5	매입채무 증가(감소)	-1	121	12	77	38
포괄손익	-726.3	-138.6	21.4	1.9	21.5	기타자산,부채변동	-653	168	168	168	168
EPS	-758.0	-132.7	38.4	-4.4	21.5	투자활동으로 인한 현금흐름	-243	-939	-226	-270	-296
안정성(%)						유형자산처분(취득)	-201	-178	-215	-258	-284
유동비율	53.2	80.8	84.4	97.3	117.4	무형자산감소(증가)	-1	-1	1	1	0
부채비율	-1,011.0	2,694.8	268.8	177.5	127.7	투자자산감소(증가)	111	42	-10	-10	-10
이자보상배율	3.0	5.0	7.9	9.6	13.1	기타투자활동	-152	-803	-2	-3	-3
순차입금/자기자본	-342.6	1,154.7	41.3	11.2	-11.2	재무활동 현금흐름	-88	217	343	-633	-519
주당지표(원)						사채및차입금의증(감소)	104	217	-317	-220	-100
EPS	-5,552	1,814	2,511	2,400	2,916	자본의증가(감소)	0	0	284	0	0
수정EPS*	-5,823	1,904	2,597	2,456	2,971	배당금의지급	-40	0	0	-48	-57
BPS	-1,642	485	4,530	6,769	9,495	기타재무활동	-152	0	375	-365	-363
EBITDA/Share	2,156	2,730	4,064	3,885	4,502	현금의증가	229	-200	752	102	426
CFPS	-4,702	2,660	3,338	3,189	3,731	기초현금	53	282	82	834	936
DPS	0	0	170	200	200	기말현금	282	82	834	936	1,362

\* 수정 ROE, EPS, PER은 포괄손익을 기준으로 계산한 금액임.

**Compliance Notice**

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 안성호)  
 상기종목에 대하여 2011년 02월 28일 기준 당사 및 조사분석 담당자는 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없습니다.  
 당사는 본 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.  
 당사는 2011년 02월 28일 기준으로 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.  
 당사는 2011년 02월 28일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 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, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

**심택 주가 및 목표주가 추이****투자 의견 변동내역 (심택)**

일 시	2011.02.01	2011.02.28
투자 의견	담당자 변경	Buy
목표가액	안성호	20,000

**투자 등급 예시 (6개월 기준)****기 업**

Buy(매수)	시장대비 초과수익률 20% 이상 기대
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 초과수익률 10% ~ 20% 기대
Marketperform(시장수익률)	시장대비 초과수익률 -10% ~ 10% 기대
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 초과수익률 -10% 이하 기대
N/R(Not Rated)	투자 의견 없음

**산 업**

Overweight	비중 확대
Neutral	중립
Underweight	비중 축소

## 한화증권 본·지점망

### 강남

강 남	(02) 6207-2000
경 기 광 주	(031) 764-7233
갤 러 리 아	(02) 3445-8700
대 치	(02) 553-0008
르 네 상 스	(02) 6003-6300
반 포	(02) 534-4041
분 당	(031) 703-0233
서 초 G-five	(02) 3482-3500
성 남 브랜치	(031) 753-5871
송 파	(02) 449-3677
신 갈	(031) 285-7233
잠실트리움	(02) 2203-2222
금웅프라자서초지점	(02) 3474-0233
평 촌	(031) 381-6004

### 중부

광 주	(062) 269-5000
공 주	(041) 856-7233
김 제	(063) 546-7233
동천안브랜치	(041) 523-3051
대전브랜치	(042) 256-2964
순 천	(061) 724-6400
안 성	(031) 677-0233
예 산	(041) 331-1900
전주브랜치	(063) 274-1651
천 안	(041) 563-2001
청 주	(043) 224-3300
타 임 월 드	(042) 488-7233
경 택	(031) 652-8668
홍 성	(041) 631-2200

### 강북

강 서	(02) 2658-1800
금웅프라자서청	(02) 2201-6900
동 대 문	(02) 2278-7666
명 동	(02) 755-2344
석 계	(02) 942-7233
송 도 I F E Z	(032) 851-7233
안 산 브랜치	(031) 475-0019
금웅프라자63	(02) 308-6363
은 평	(02) 382-7100
일 산	(031) 929-1313
부 평	(032) 510-2800
의정부브랜치	(031) 826-6781
중 계	(02) 931-7233
중 앙	(02) 778-1811
포 천	(031) 539-5500
영 업 부	(02) 3772-7000

### 영남

거 창	(055) 943-3000
대 구	(053) 768-6700
대 구 중 부	(053) 253-1802
마 산 브랜치	(055) 252-4731
문 경	(054) 555-0233
부 산	(051) 465-7533
부 산 동 래	(051) 554-3004
부산서면브랜치	(051) 669-7400
사 하	(051) 208-3033
언 양	(052) 262-9300
영 주	(054) 633-8811
영 천	(054) 331-5000
울 산	(052) 265-0505
포항브랜치	(054) 273-0871

### 해외 사무소

상하이 사무소 8621-5049-0666~7

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 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, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙 자료로 사용할 수 없습니다.



본사: 서울시 영등포구 여의도동 23-5/(02)3772-7000(대)

고객지원센터: 1544-8282(대), 1544-1234(ARS)