

Daishin Company Analysis

+

2011.04.07

심텍(036710)

Buy [매수, 신규]

박강호 769.3087 john_park@daishin.com / 김록호 769.3399 roko1999@daishin.com



밸류에이션으로 재평가를 받아야 한다.

투자 의견은 '매수(Buy)' 및 6개월 목표주가는 20,000원으로 커버리지 재개

심텍에 대한 커버리지를 재개하며, 투자 의견은 '매수(Buy)'와 6개월 목표주가 20,000원(Target P/E 8.9배 적용)을 제시한다. 이유는 1) 2011년 주당순이익(2,239 원)기준으로 현주가의 P/E 6.4배로 경쟁사대비 낮은 밸류에이션을 받고 있으며 2) Package Substrate 매출이 기존의 PC 영역에서 모바일 영역으로 확대되면서 2011년 영업이익률은 13.5% 이상을 유지할 것으로 추정되며 3) 삼성전자, 하이닉스, 마이크론, 도시바 등 다양한 반도체 공급선을 확보하고 있어 2001년 이후로 지속적인 매출 증가세를 기록하고 있으며 4) 2011년은 MCP(Multi Chip Package) 매출 증가, FC(Flip Chip) CSP(Chip Scale Package)에 대한 투자 진행으로 동사에 대한 프리미엄이 발생할 것으로 판단된다.

PCB 업체 가운데 견고한 매출 및 수익구조 보유

2011년 매출은 6,402억원, 영업이익은 862억원, 순이익 642억원으로 추정된다. 동사는 메모리모듈 및 Package Substrate로 구성된 매출 구조와 다양한 거래선을 바탕으로 지속적인 성장세를 시현할 전망이다. 2011년 이후로 모바일용 패키징 매출도 본격화되면서 반도체용 PCB 분야에서 차별화된 실적을 보여줄 것으로 판단된다.

영업실적 및 주요투자 지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
매출액	497	577	640	670	706
영업이익	51	85	86	90	92
세전순이익	62	79	80	83	87
총당기순이익	49	71	64	66	70
지배지분순이익	49	0	64	66	70
EPS	2,209	2,635	2,239	2,313	2,430
PER	3.7	5.4	6.4	6.2	5.9
BPS	515	4,696	6,741	8,860	11,093
PBR	13.0	3.0	2.1	1.6	1.3
ROE	-335.3	94.1	38.6	29.3	24.0

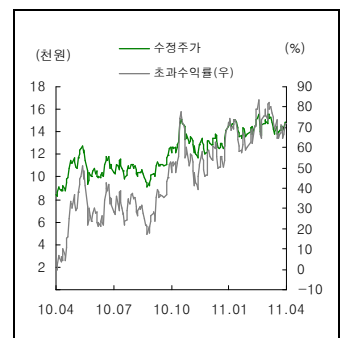
자료: 심텍, 대신증권 리서치센터

주: 영업이익은 회사발표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준

목표주가	20,000 원
현재가(2011.04.06)	14,400 원
예상주가상승률(6M)	38.9%
시가총액	4,183 억원
시가총액비중	0.4%
자본금(보통주)	15
액면가	500
52주 최고/최저	15,600 원 / 8,350 원
120일 평균거래대금	63 억원
KOSDAQ	533.98
발행주식수	27,200 천주
외국인지분율	4.3%
자사주	1.34%
주요주주	
전세호	27.73%
이민주	10.15%
배당수익률(10년)	1.20%

Performance

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	20.8	19.7
6개월	15.1	-2.7
12개월	17.8	-3.4



[Contents]

03	I . Summary
04	II . Valuation
06	III . PC용 및 모바일용 Package Substrate 수요 증가
08	IV . 강점은 다양한 반도체 업체를 대상으로 거래선을 확보
10	V . DDR3의 정점은 2013년, DDR4는 2014년 본격화될 전망
11	VI . 2014년 DDR4는 FC CSP 타입의 패키징이 적용될 전망
13	VII . 실적 전망
15	VIII . 재무제표

I . Summary

PCB 업종내 저평가,
‘매수(Buy)’, TP 20,000원
제시

심텍에 대한 투자의견은 ‘매수(Buy)’, 6개월 목표주가는 20,000원을 제시하며 커버리지를 재개한다. 2011년 주당순이익(2,239원)을 기준으로 현재가의 P/E는 6.4배로 PCB 업종의 경쟁사(국내외) 평균 P/E(8.4배)대비 저평가된 것으로 판단된다. 목표주가의 산정은 Target P/E 8.9배를 적용하여 산출하였다. 동사는 메모리 반도체에 적용되는 Package Substrate 인 BOC(Board On Chip)에서 시장점유율 1위를 유지하고 있다. 2010년 기준으로 매출 비중은 Package Substrate(BOC, MCP, Flash Memory Cards PCB 등) 55%, 메모리 모듈용 PCB가 42% 이다.

2011년 전체 외형은 11%,
영업이익률 13.5% 예상
MCP, FMC PCB 등 신성장
동력인 Package Substrate
매출 증가

2011년 스마트폰 및 스마트패드(태블릿PC) 등 모바일 시장 확대에 Package Substrate인 MCP(Multi Chip Package), FMC(Flash Memory Cards PCB) PCB 수요 증가로 PC용 Package Substrate와 더불어 2011년 전체 외형은 11% 이상의 증가세, 13.5%의 영업이익률이 예상된다. 일반적으로 메모리모듈 및 휴대폰 기판용(HDI) 대비 반도체용 PCB인 Package Substrate가 대규모 설비투자를 필요한 점을 감안하면 진입장벽이 존재하며 수익성도 상대적으로 높은 편이다.

동사는 지난 10년(2001년~2010년) 동안 역성장세를 기록한 해가 없으며, 연평균 28.8% 외형성장세를 기록하였다. 금융위기인 2008년 및 2009년에도 매출 증가율은 18.8%, 19.7%를 기록하였다. 메모리가 DDR2에서 DDR3로 전환, 신모바일 시장의 확대에 PCB 업체의 평균성장률을 상회한 것으로 분석된다. 2003년 이후로 영업이익은 증가세를 지속하고 있으며, 2008년 키코 관련한 평가손실의 반영으로 순손실을 기록하였지만, 2009년 흑자전환되었으며 2010년 키코관련한 파생상품의 정리로 불확실한 부분이 제거되었다.

반도체 시장에서 점유율
1위,2위인 삼성전자와
하이닉스를 중심으로
마이크론, 도시바,엘피다
등 다양한 거래선을 확보한
것이 경쟁력

동사는 지속적인 외형 및 이익 증가의 배경은 다양한 거래선을 확보하고 있다는 것이다. 메모리 시장에서 점유율 1위와 2위인 삼성전자, 하이닉스를 포함하여 마이크론, 도시바, 엘피다, 샌디스크를 대상으로 메모리 모듈, Package Substrate를 공급하고 있다. 반도체용 Package Substrate 중 BOC(Board On Chip)는 하이닉스에 대한 매출 비중이 높은 반면에 MCP(Multi Chip Package)는 삼성전자, FMC는 샌디스크 중심으로 특화되면서 다른 Package Substrate 업체대비 거래선 측면에서 경쟁력을 확보하고 있다.

2011년 DDR3(DDR2 포함)
출하량은 25%(yoy) 증가,
2014년 DDR4 시장 형성

동사의 제품 구성 중 높은 마진을 기록하고 있는 제품은 BOC(Board On Chip)이다. BOC는 DDR3 메모리에 적용되고 있으며, DDR3 시장은 2013년까지 메모리 시장의 중심을 차지할 전망이다. DDR2 및 DDR3의 2011년 출하량은 전년 대비 25% 증가할 것으로 추정된다. DDR3 출하량 증가는 2013년까지 지속된 후, 2014년에 DDR4로 대체될 것으로 분석된다. 현재 심텍은 FC CSP에 대한 투자가 진행되고 있어, DDR4에 FC CSP가 적용되면 DDR 4 시장에서도 경쟁력을 확보할 것으로 전망된다.

II. Valuation : 저평가

2011년 EPS(2,239원)
기준으로 P/E 6.4배, 국내
PCB업종내 저평가

심텍의 가장 강점은 밸류에이션 측면에서 저평가되어 있다는 것이다. 반도체 시장에서 다양한 거래선을 확보하고 있는 동시에 글로벌 점유율 1위, 2위인 삼성전자와 하이닉스를 대상으로 Package Substrate 매출 증가세가 지속되면서 외형과 수익성은 경쟁사대비 견고한 수준이다. Thomson Reuters I/B/E/S의 실적추정 기준(2011년 실적)으로 심텍은 P/E 5.6배, P/B 1.6배, EV/EBITDA 3.6배로 PCB(국내외) 업체의 평균대비 밸류에이션 매력도는 높은 편이다.

투자의견은 ‘매수(Buy)’,
TP : 20,000원 제시

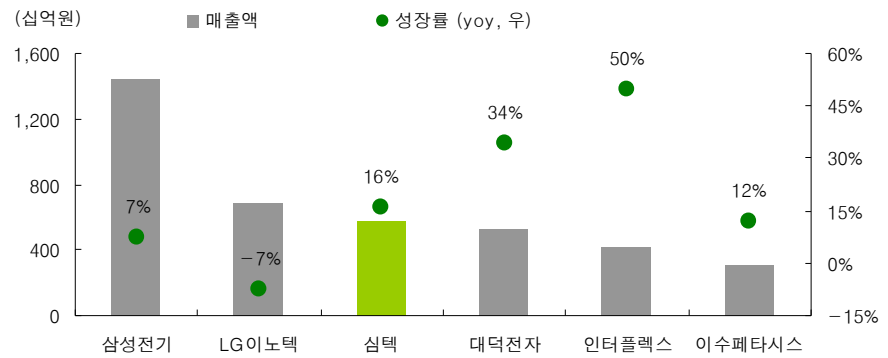
2011년 주당순이익(EPS) 기준으로 Target P/E 8.9배(PCB 업종평균)를 적용하여 목표주가 20,000원을 산출하였다. 지난 10년동안 연평균 28.8% 외형 성장세를 기록하였으며, 2011년 및 2012년에 모바일용 Package Substrate인 MCP 매출 증가로 지속적인 성장세를 시현할 전망이다. 또한 2014년 이후에 DDR4 도입으로 FC CSP 형태의 Package Substrate 시장 형성시에 동사가 경쟁력을 확보하면서, 다시한번 높은 성장세를 시현할 전망이다.

표 1 2011년 추정 영업실적 및 주요투자 지표

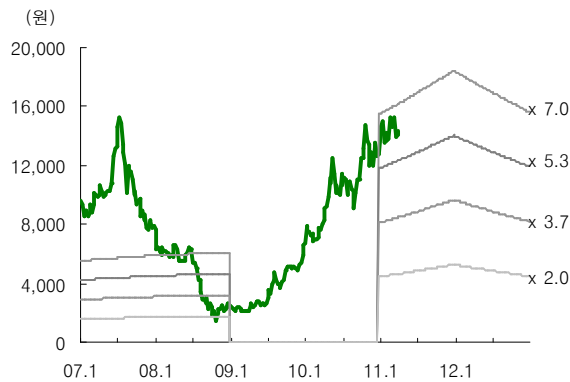
기업명	심텍	평균	대덕전자	인터플렉스	이수페타시스	이비덴	신코	난야	킨세스
기업코드	036710.KR		008060.KR	051370.KR	007660.KR	4062.JP	6967.JP	2408.TW	3189.TW
매출액 (백만USD)	703	1,490	689	620	367	3,941	1,750	2,257	802
EBITDA(백만USD)	121	331	83	81	40	1,035	340	535	204
EBITDA이익률(%)	17.3	18.7	12.0	13.0	10.8	26.3	19.5	23.7	25.4
영업이익(백만USD)	95	71	62	59	34	450	88	-321	124
영업이익률(%)	13.6	6.5	9.0	9.5	9.3	11.4	5.0	-14.2	15.5
순이익(백만USD)	75	61	64	54	36	288	56	-178	108
통화 단위	KRW		KRW	KRW	KRW	JPY	JPY	TWD	TWD
주가 (USD)	13.6	12.6	9.4	28.5	4.4	31.7	10.4	0.5	3.1
시총 (백만USD)	395	1,531	459	351	182	4,788	1,406	2,134	1,397
순차입금(백만USD)	40	262	-130	-51	6	-608	-519	3,424	-292
EPS(USD)	2.4	1.3	1.3	4.4	0.9	2.0	0.4	-0.0	0.2
BPS(USD)	8.5	10.1	8.0	19.0	4.8	24.3	12.3	0.3	1.7
EV/EBITDA(배)	3.6	5.0	4.0	3.7	4.8	4.0	2.6	10.4	5.4
PER(배)	5.6	8.4	7.1	6.5	4.9	16.1	24.6	-13.8	13.3
PBR(배)	1.6	1.3	1.2	1.5	0.9	1.3	0.8	1.8	1.8
ROE(%)	34.2	13.2	17.4	26.2	19.8	8.7	3.5	2.3	14.4

주: 2011년 4월 4일 종가 기준.

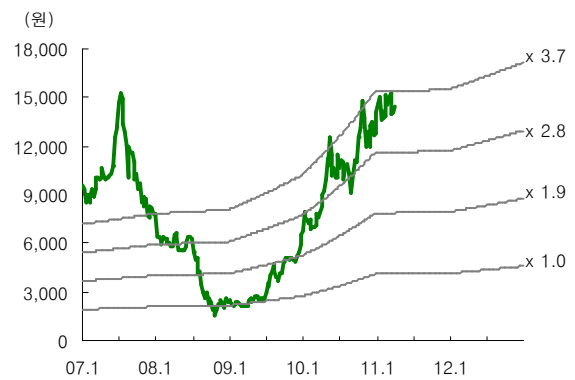
자료: Thomson Reuters I/B/E/S, 대신증권 리서치센터

그림 1 국내 PCB관련 업체 2010년 매출액 및 성장률(yoy)


주: 삼성전기는 기판사업부, LG이노텍은 PCB 부문 실적
 자료: 각사, 대신증권 리서치센터

그림 2 PER 밴드


자료: 대신증권 리서치센터

그림 3 PBR 밴드


자료: 대신증권 리서치센터

III. PC 용(BOC) 및 모바일용(MCP, FMC) Package Substrate 수요 증가

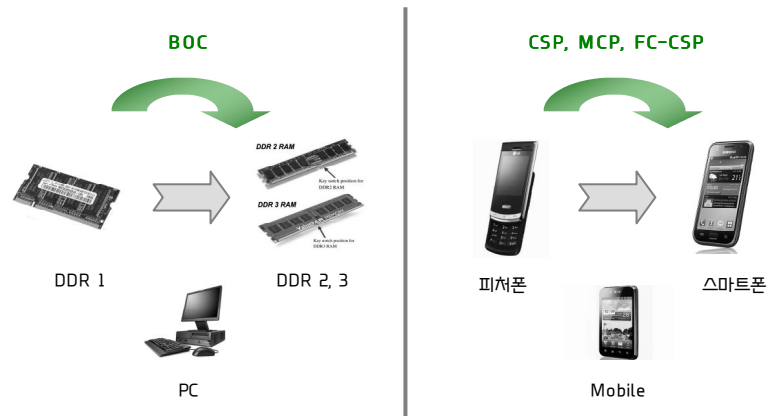
지난 10년동안 연평균 매출
성장률은 32.9%

2011년 PC 및 모바일 영역
에서 Package Substrate
매출 증가 지속

심택은 메모리인 DDR2 및 DDR3에 BOC(Board On Chip)인 반도체용 PCB(Package Substrate)가 적용되면서 2005년 이후로 고성장세를 시현하고 있다. 또한 최근에 모바일 기기에 적용되는 Package Substrate인 MCP(Multi Chip Package), FMC(Flash Memory Card)용 Substrate 매출이 증가하면서 2011년 이후에도 견조한 성장세를 보일 것으로 분석된다. 2011년 스마트폰 및 스마트 패드(태블릿PC)의 수요 증가로 모바일용 Package Substrate (MCP, FMC) 수요 증가하면서 PC(BOC)용 Package Substrate와 더불어 2011년 매출 증가세(11% yoy) 유지 및 13.5%의 영업이익률을 시현할 것으로 전망된다. 일반적으로 메모리모듈 및 휴대폰 기판용 PCB 대비 반도체용 PCB인 Package Substrate가 높은 기술을 요구하는 관계로 수익성도 높은 편이다.

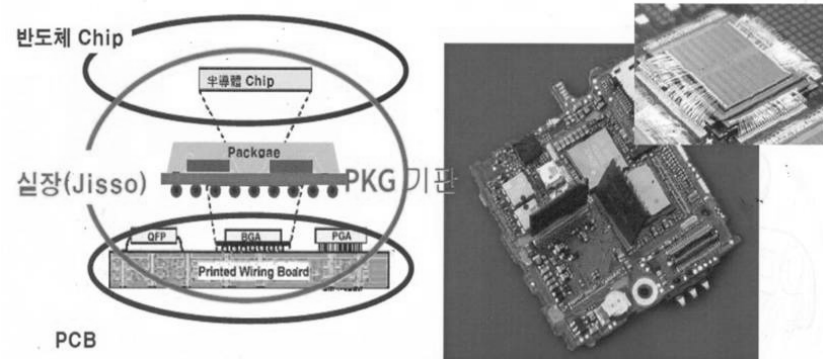
동사는 2001년 이후로 역성장세를 기록한 해가 없으며, 2010년까지 연평균 28.8% 성장세를 시현하였다. 금융위기인 2008년 및 2009년에도 매출 증가율은 19.7%, 16.1%를 시현하였다. 메모리가 DDR2에서 DDR3 전환에 따른 BOC 시장 형성 및 신모바일 시장의 확대로 Package Substrate 매출이 증가하면서 국내 PCB 업체의 평균성장률을 상회한 것으로 분석된다. 2003년 이후로 동사의 영업이익은 증가세를 지속하고 있으며, 2008년 키코 관련한 평가손실의 반영으로 순손실을 기록하였지만, 2009년에 흑자전환되었으며 2010년 키코관련한 파생상품의 정리로 불확실한 부분이 없어진 부분도 긍정적으로 평가된다.

그림 4 IT 제품 변화에 따른 Package Substrate 변화



주: 대신증권 리서치센터

그림 5 Package Substrate 개념



주: 대신증권 리서치센터

그림 6 Package Substrate 구조 비교

BOC	CSP	FC-CSP	MCP
DDR3	Mobile	Mobile	Mobile

주: 대신증권 리서치센터

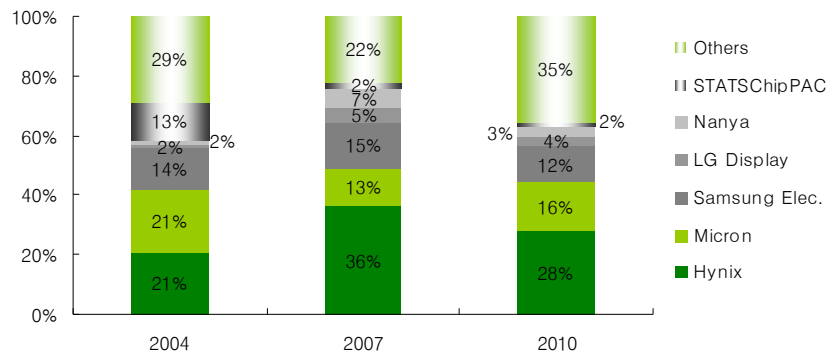
Ⅳ. 강점은 다양한 반도체 업체를 대상으로 거래선을 확보하고 있다.

다양한 반도체 업체와
거래 유지로 견고한 매출
및 이익 성장세 시현

심텍이 메모리 모듈에서 시작하여 반도체용 Package Substrate 영역까지 매출 구조를 다변화하면서 지난 10년(2001년~2010년)동안 연평균 28.8% 이상의 매출 성장세를 기록하였으며, 이는 반도체 시장에서 다양한 거래선 확보하고 있었기 때문에 가능하였다. 메모리 시장에서 점유율 1위와 2위인 삼성전자, 하이닉스 중심으로 마이크론, 도시바, 엘피다, 샌디스크와 거래를 유지하고 있다. 심텍은 메모리 모듈용 PCB와 반도체용 Package Substrate 를 동시에 공급하고 있다. 동사의 제품 및 가격경쟁력을 보여주는 것으로 판단된다. 반도체용 Package Substrate 중 BOC(Board On Chip)는 하이닉스에 대한 매출 비중이 높은 반면에 MCP(Multi Chip Package)는 삼성전자, FMC는 샌디스크 중심으로 특화되면서 다른 Package Substrate 업체대비 거래선 측면에서 경쟁력을 확보하고 있다.

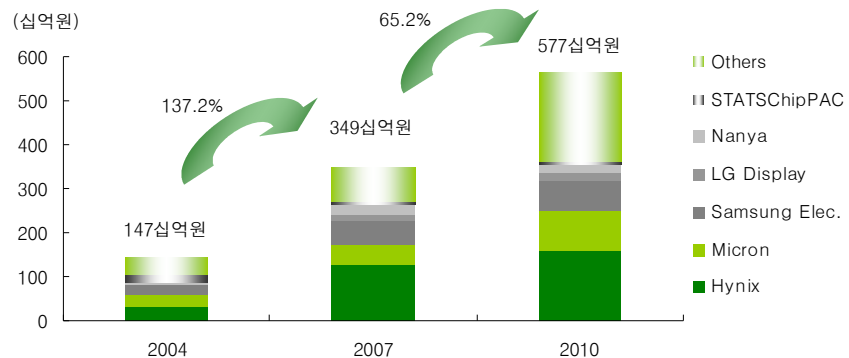
2010년 기준으로 동사의 매출 비중은 하이닉스 28.3%, 마이크론 16%, 삼성전자 12.1%, 일본 반도체 업체(엘피다, 도시바 등) 8.1%이며, 다양한 공급 거래선을 바탕으로 메모리모듈 및 반도체용 Package Substrate 를 동시에 공급하고 있다. 하이닉스에 대한 매출 비중도 2007년 36%에서 점차 감소하고 있는 반면에 Sandisk, 엘피다, 도시바, StartshipPAC, Sandisk 등 다양한 반도체 업체 중심으로 매출 비중이 확대되고 있다.

그림 7 하이닉스, 삼성전자 이외의 거래선 다변화에 주력

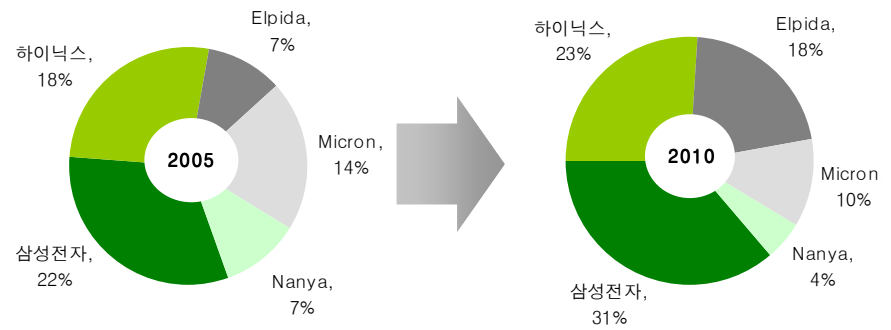


자료: 심텍, 대신증권 리서치센터

그림 8 지속적인 외형성장과 더불어 거래선 다변화에 성공



자료: 심텍, 대신증권 리서치센터

그림 9 2005년 vs. 2010년 메모리 시장 점유율 추이

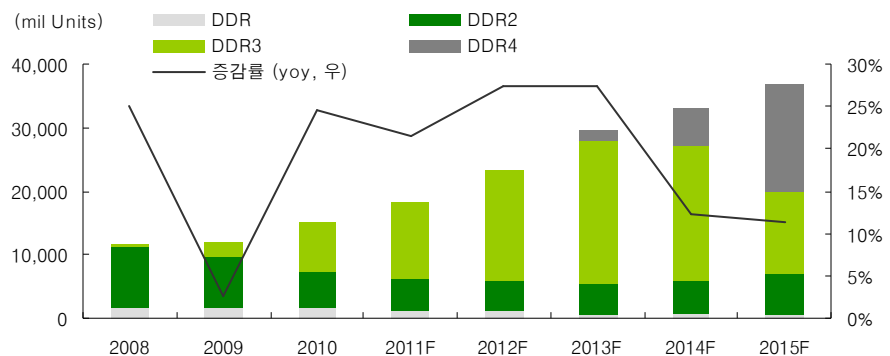
자료: Gartner, 대신증권 리서치센터

V. DDR3 의 정점은 2013 년, DDR4 는 2014 년 출시될 전망

DDR2 + DDR3 출하량의
증가율은 2011년 25%,
2012년 29.5% 예상

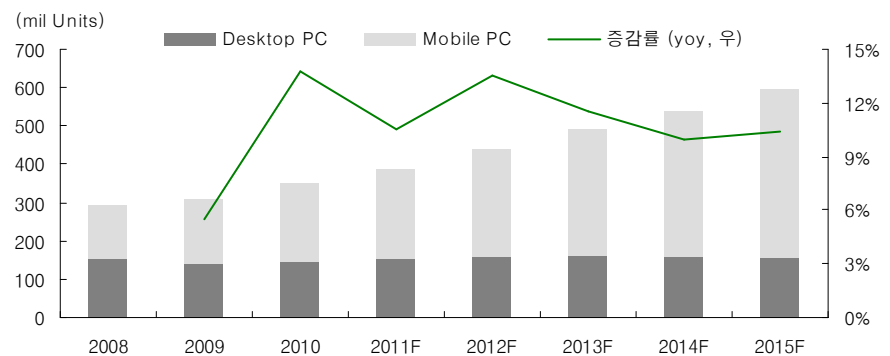
DDR3 시장은 2007년 형성되면서 2013년까지 메모리 시장의 중심을 차지할 전망이다. DDR2는 2005년 시장에 출시되면서 출하량은 2009년에 정점을 기록하여 2010년 DDR3으로 본격적으로 대체되는 모습을 보였다. 2010년 DDR2 메모리의 출하량(57억개) 수준이 2013년의 출하량이 46억개로 추정되는 등 DDR2 및 DDR3 출하량은 향후 3년(2011년~2013년) 동안 18.9%의 연평균 성장률을 기록할 것으로 예상된다. 이는 DDR2 및 DDR3에 적용되는 Package Substrate인 BOC(Board On Chip) 매출이 동시에 반영되는 것이며, 대규모의 생산능력과 안정적인 수율을 바탕으로 원가경쟁력을 보유하고 있기 때문에 DDR3의 수요 증가세와 밀접한 관계가 있다고 판단된다. DDR2 및 DDR3 메모리 출하량은 전년대비 각각 2011년 25%, 2012년 29.5%, 2013년 23.4%씩 증가할 전망이다. 2014년 DDR4가 도입되면 2014년 및 2015년에 DDR4, DDR3가 동시에 매출이 발생하면서 다시한번 고성장세를 보일 것으로 예상된다.

그림 10 DDR2, DDR3 출하량 증가 지속



자료: Gartner, 대신증권 리서치센터

그림 11 PC 출하량 추이



주: Mobile PC는 노트북과 넷북 등의 합산

자료: Gartner, 대신증권 리서치센터

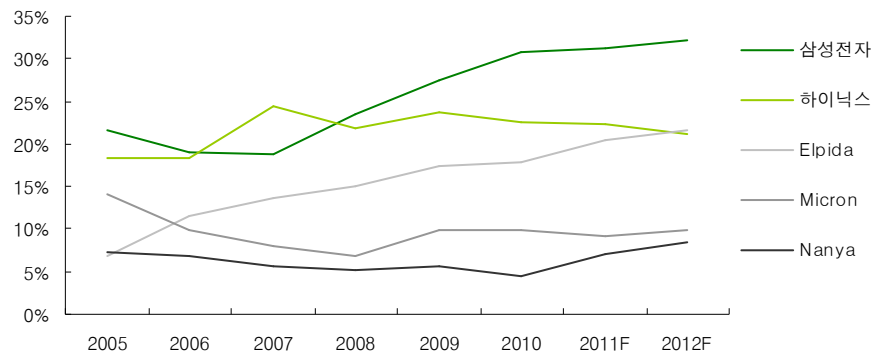
VI. 메모리 시장에서 삼성전자, 하이닉스의 점유율 확대 지속

PC 및 모바일 시장 변화에
적극적인 대응 : BOC(PC)
및 MCP(모바일) 수요 증가
에 따른 매출 발생

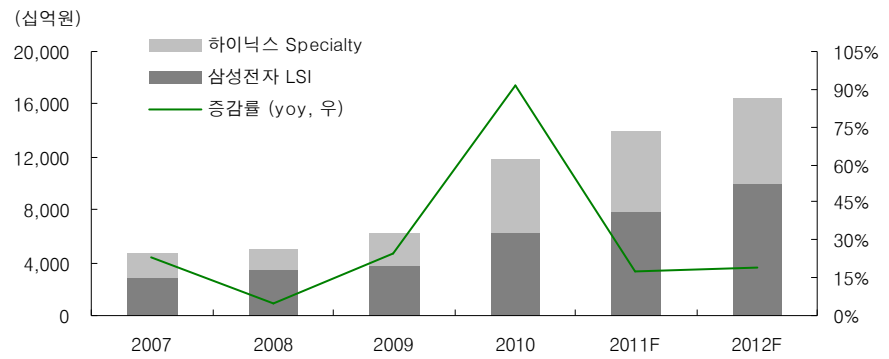
심택이 지난 10년(2001년~2010년)동안 연평균(CAGR) 28.8%의 높은 매출 증가세 시현, 10% 이상의 영업이익률을 달성할 수 있었던 것은 글로벌 메모리 시장에서 점유율 1위와 2위인 삼성전자와 하이닉스인 거래선을 갖고 있다는 것이다. 메모리 시장 변화(기술변화)에 적극적으로 대응하였기 때문이다. 대표적인 것이 메모리가 DDR1에서 DDR2로 대체되는 과정에 BOC(Board On Chip)인 Package Substrate가 적용되면서, PCB 업계 처음으로 반도체용 Package Substrate에 대한 투자 집행과 기술 확보, 안정적인 수율을 유지하면서 BOC 분야에서 점유율 1위를 유지하고 있다. 2010년 모바일 시장에서 여러 개의 칩을 하나로 패키징하는 기술이 선보이면서 동사의 MCP(Multi Chip Package) 매출도 본격화되고 있다. 삼성전자와 하이닉스에 대한 거래는 메모리 시장에서 기술력을 인정받는 동시에 도시바, 마이크론 등 다양한 반도체 업체까지 공급선이 확대되는 결과를 초래하였다. 2010년 MCP 매출비중은 8.5%이며, 전년대비 3.5%p 확대되었다. 2011년 MCP 매출은 66.3% 증가한 817억원으로 추정되며, 비중은 12.8%로 전년대비 4.3%p 증가할 전망이다.

삼성전자와 하이닉스는 D램시장에서 지속적인 설비투자를 통하여 후발업체와 기술 격차가 벌어지고 있으며, 원가경쟁력도 높아지고 있는 점을 감안하면 향후 메모리 시장에서의 점유율은 높아질 것으로 판단된다. 따라서 동사는 2013년 DDR4 시장에 대비한 준비도 진행되고 있어 메모리 모듈 및 반도체용 Package Substrate 분야에서 경쟁력은 지속될 전망이다.

그림 12 삼성전자와 하이닉스의 M/S 추이



자료: Gartner, 대신증권 리서치센터

그림 13 삼성전자 LSI와 하이닉스의 Specialty 제품 매출액 추이 및 전망

자료: 삼성전자, 하이닉스, 대신증권 리서치센터

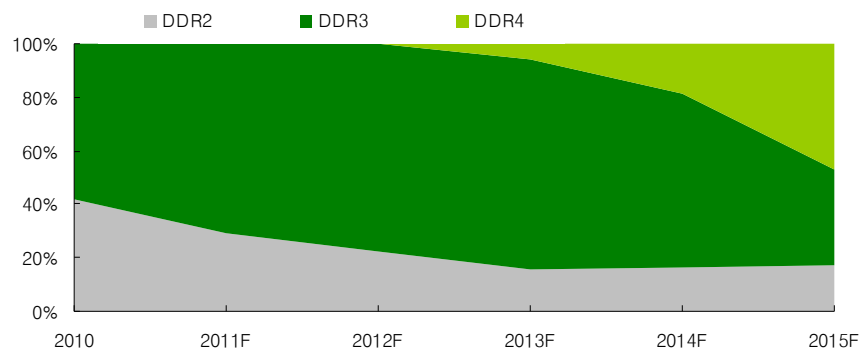
Ⅶ. 2014 년 DDR4 는 FC CSP 타입의 패키징이 적용될 전망

FC CSP는 대규모
설비투자과 높은 기술을
요구하므로 진입장벽 존재,
동사는 2010년에 설비투자
진행

메모리 시장에서 DDR3는 2014년에 DDR4로 전환될 전망이다. 현재시점에서 보면 DDR4에 적용되는 Package Substrate는 BOC에서 FC CSP(Flip Chip Chip Scale Package)로 대체될 가능성이 높다고 판단된다. DDR4는 데이터 처리 용량과 속도가 증가하기 때문에 Input/Output 비율이 DDR3대비 각각 24% 이상 확대될 것으로 추정된다. DDR3에 적용되고 있는 BOC로는 한계가 있기 때문에 골드와이어 대신 범핑 기술을 접목한 FC CSP가 적합하기 때문이다. 따라서 동사도 FC CSP 분야에 대한 투자가 진행되고 있으며, 2014년 DDR4 시장 형성시에도 대응이 가능한 기술력을 확보할 것으로 판단된다.

현재 FC CSP 시장은 모바일 중심으로 형성되어 있으며, 삼성전기와 대만의 킨세스, 일본의 이비덴이 기술을 보유하고 있다. FC CSP 분야가 2014년 DDR4에 적용되면 모바일용에서 PC분야까지 확대되는 등 PCB 분야에서 가장 높은 성장세를 보일 것으로 전망된다. FC CSP는 초기투자가 최소한 500억원 이상이 집행되고 있으며, 동사와 대덕전자, LG이노텍의 투자가 진행되고 있다.

그림 14 DDR4 시장 형성 시기 및 기술 방향



자료: Gartner, 대신증권 리서치센터

Ⅷ. 실적 전망 : 2011년 매출은 11% 증가, 영업이익률은 13.5%

전년동기대비 2011년 1분기
매출은 13.5%, 영업이익은
9.4% 증가할 전망

증가보다는 질적인 변화에
주목

심텍의 2011년 연간 매출과 영업이익은 6,402억원, 862억원으로 추정된다. 매출은 전년대비 11.0% 증가한 것이며, MCP(Multi Chip Package) 및 BOC(Board On Chip) 중심의 반도체용 Package Substrate 매출(3,493억원)이 10.9% 증가할 전망이다. 2013년 DDR3 시장이 정점인 점을 감안하면 DDR3 제품인 메모리 모듈 및 BOC 매출은 2011년, 2012년에 높은 성장세를 보일 전망이다. 또한 삼성전자와 하이닉스의 합산 시장점유율이 53.5%인 점을 감안하면 모바일용 MCP 매출 증가로 반도체용 Package Substrate 비중은 2011년에 55%로 예상된다. 2011년 영업이익은 전년대비 1.2% 증가하는 데 그칠 전망이지만 13.5%의 높은 영업이익률은 유지될 것으로 분석된다. 순이익은 642억원으로 추정된다.

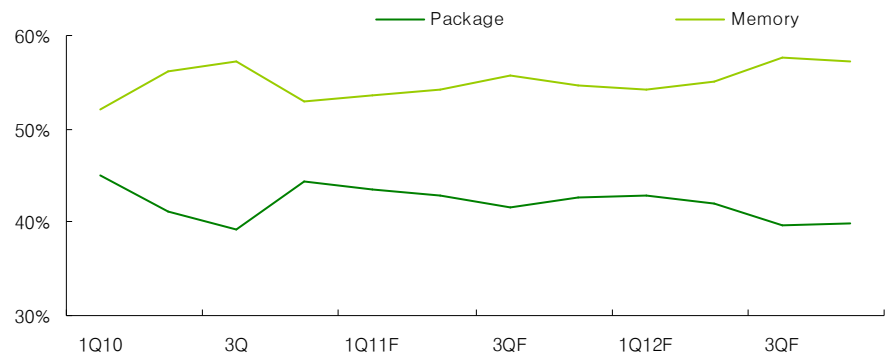
2011년 1분기 매출은 1,482억원으로 전분기대비 4.9% 감소하나 전년동기대비 13.5% 증가할 전망이다. MCP 매출은 174억원으로 2010년 1분기 73억원대비 138.9% 증가, BOC(DDR3) 매출도 32.4% 증가하는 등 PC 및 모바일용 Package Substrate 매출 증가가 예상된다. 영업이익은 180억원으로 전분기대비 14.3% 감소, 전년동기대비 9.4% 증가할 전망이다. 영업이익률은 12.2%로 추정된다.

표 2 심텍의 분기별 실적 추정

(십억원)

	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2010	2011F	2012F
매출액	148.2	157.3	166.8	168.0	159.8	168.3	174.9	167.3	576.7	640.2	670.3
Memory Module	64.5	67.5	69.3	71.6	68.4	70.8	69.3	66.8	244.3	273.0	275.2
Package Substrate	79.3	85.3	92.9	91.7	86.7	92.7	100.7	95.6	314.9	349.3	375.7
Build-up/NW	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	4.6	4.2	4.6
BIB	3.3	3.4	3.5	3.5	3.6	3.7	3.8	3.8	12.9	13.7	14.9
매출비중 (%)											
Memory Module	43.5	42.9	41.6	42.6	42.8	42.1	39.6	39.9	42.4	42.6	41.1
Package Substrate	53.5	54.2	55.7	54.6	54.3	55.1	57.6	57.1	54.6	54.6	56.0
Build-up/NW	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
BIB	2.2	2.2	2.1	2.1	2.3	2.2	2.1	2.3	2.2	2.1	2.2
영업이익	18.0	22.1	23.7	22.3	20.7	23.1	24.3	21.7	85.1	86.2	89.8
영업이익률	12.2%	14.1%	14.2%	13.3%	13.0%	13.7%	13.9%	13.0%	14.8%	13.5%	13.4%
세전이익	16.6	20.7	22.1	20.8	19.1	21.4	22.5	19.9	79.4	80.2	82.9
세전이익률	11.2%	13.2%	13.3%	12.4%	11.9%	12.7%	12.9%	11.9%	13.8%	12.5%	12.4%
순이익	13.3	16.6	17.7	16.6	15.3	17.1	18.0	15.9	70.7	64.2	66.3
순이익률	9.0%	10.5%	10.6%	9.9%	9.6%	10.2%	10.3%	9.5%	12.3%	10.0%	9.9%

자료: 심텍, 대신증권 리서치센터

그림 15 사업부문별 매출비중 추이 및 전망

자료: 심텍, 대신증권 리서치센터

[대차대조표 1]

(단위: 십억원)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
유동자산	174	131	182	251	305
현금및현금성자산	8	13	62	130	181
매출채권 및 기타채권	102	50	52	54	56
재고자산	36	48	54	56	59
기타유동자산	28	19	14	10	8
비유동자산	218	310	297	288	282
유형자산	173	226	202	180	161
관계기업투자금	17	67	81	95	109
기타금융자산	10	5	2	1	1
기타비유동자산	17	12	12	12	11
자산총계	391	441	479	538	587
유동부채	215	259	251	244	225
매입채무 및 기타채무	69	84	87	89	92
차입금	2	152	143	134	116
유동성채무	45	15	13	12	9
기타유동부채	99	8	8	8	8
비유동부채	162	45	32	37	39
차입금	130	37	28	33	35
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	32	9	4	4	4
부채총계	377	305	283	281	265
지배지분	14	136	196	257	322
자본금	14	15	15	15	15
자본잉여금	50	79	79	79	79
이익잉여금	-39	31	91	152	217
기타자본변동	-11	12	12	12	12
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	14	136	196	257	322
총차입금	204	211	191	187	168
순차입금	190	192	124	52	-18

Return on Capital

(단위: %)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
ROA	13.0	20.5	18.7	17.7	16.4
ROIC	15.5	26.3	24.5	27.8	30.9
ROE	-335.3	94.1	38.6	29.3	24.0

Financial Leverage

(단위: %, 배)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
부채비율	2,694.8	223.2	144.5	109.1	82.1
단기차입금비율	10.8	111.6	73.0	52.2	36.1
차입금비율	1,459.0	154.9	97.7	72.6	52.1
순차입금비율	1,356.6	140.8	63.5	20.1	-5.6
이자보상배율	5.0	6.7	8.2	7.9	9.0
차입금/시가총액	104.1	49.9	29.7	12.4	-4.3
차입금/매출액	38.2	33.3	19.4	7.7	-2.6
차입금/EBITDA	255.8	171.8	112.6	46.1	-16.4

Turnover

(단위: %)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
매출채권회전율	5.6	12.6	12.6	12.6	12.6
매입채무회전율	14.3	14.1	14.1	14.1	14.1
재고자산회전율	13.9	11.9	11.9	11.9	11.9
유형자산회전율	291.1	288.5	298.6	350.3	413.3
총자산회전율	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3

자료: 심텍, 대신증권 리서치센터

[대차대조표 2]

(단위: 십억원)

	11/1QA	11/2QA	11/3QA	11/4QA	2011F
유동자산	144	156	169	182	182
현금및현금성자산	25	37	50	62	62
매출채권 및 기타채권	51	51	52	52	52
재고자산	50	51	52	54	54
기타유동자산	18	17	15	14	14
비유동자산	307	304	301	297	297
유형자산	220	214	208	202	202
관계기업투자금	70	74	77	81	81
기타금융자산	4	4	3	2	2
기타비유동자산	12	12	12	12	12
자산총계	450	460	469	479	479
유동부채	257	255	253	251	251
매입채무 및 기타채무	85	86	86	87	87
차입금	150	148	145	143	143
유동성채무	15	14	14	13	13
기타유동부채	8	8	8	8	8
비유동부채	42	39	35	32	32
차입금	34	32	30	28	28
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	6	5	4	4
부채총계	299	294	288	283	283
지배지분	151	166	181	196	196
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	79	79	79	79	79
이익잉여금	46	61	76	91	91
기타자본변동	12	12	12	12	12
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	151	166	181	196	196
총차입금	206	201	196	191	191
순차입금	176	158	141	124	124

Return on Capital

(단위: %)

	11/1QA	11/2QA	11/3QA	11/4QA	2011F
ROA	4.1	4.8	5.1	4.8	18.7
ROIC	5.5	7.2	8.1	7.9	24.5
ROE	8.8	10.3	10.4	9.1	38.6

Financial Leverage

(단위: %, 배)

	11/1QA	11/2QA	11/3QA	11/4QA	2011F
부채비율	197.8	176.9	159.4	144.5	144.5
단기차입금비율	99.1	88.8	80.3	73.0	73.0
차입금비율	136.4	121.2	108.5	97.7	97.7
순차입금비율	116.1	95.4	78.1	63.5	63.5
이자보상배율	6.9	8.3	9.0	8.6	8.2
차입금/시가총액	45.6	41.2	36.7	32.3	29.7
차입금/매출액	118.5	100.8	84.8	74.0	19.4
차입금/EBITDA	725.6	568.1	476.7	434.4	112.6

Turnover

(단위: %)

	11/1QA	11/2QA	11/3QA	11/4QA	2011F
매출채권회전율	3.1	3.2	3.4	3.3	12.6
매입채무회전율	1.7	1.8	1.9	1.9	14.1
재고자산회전율	3.0	3.1	3.2	3.1	11.9
유형자산회전율	66.3	72.4	78.9	81.8	298.6
총자산회전율	0.3	0.3	0.4	0.4	1.4

자료: 심택, 대신증권 리서치센터

[손익계산서 1]

(단위: 십억원)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
매출액	497	577	640	670	706
매출원가	421	460	515	540	565
매출총이익	75	117	125	130	141
기타영업손익	24	32	39	40	49
판관비	24	32	39	40	49
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	0	0	0	0
영업이익	51	85	86	90	92
조정영업이익	51	85	86	90	92
EBITDA	74	112	110	112	111
영업외손익	11	-6	-6	-7	-5
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	31	6	2	1	1
금융비용	-18	-14	-12	-13	-12
기타	-2	2	4	4	5
법인세비용차감전순손익	62	79	80	83	87
법인세비용	-13	-9	-16	-17	-17
계속사업순손익	49	71	64	66	70
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	49	71	64	66	70
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	49	0	64	66	70
매도가능금융자산	0	0	0	0	0
기타포괄순이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	0	0	64	66	70
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	0	0	0	0	0

Growth Rate

(단위 : %)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
매출액증가율	19.7	16.1	11.0	4.7	5.3
영업이익증가율	44.4	66.1	1.3	4.3	2.3
세전계속사업이익증가율	-131.7	28.4	1.0	3.3	5.0
순이익증가율	-132.7	43.3	-9.3	3.3	5.0
EBITDA증가율	26.6	50.6	-1.3	1.7	-1.0
EPS증가율	-132.7	43.1	-14.9	3.3	5.0

Profitability

(단위 : %)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
매출총이익률	15.2	20.3	19.6	19.4	20.0
영업이익률	10.3	14.8	13.5	13.4	13.0
순이익률	9.9	12.3	10.0	9.9	9.9
EBITDA 이익률	15.0	19.4	17.2	16.7	15.7

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액입니다.

자료: 심택, 대신증권 리서치센터

[손익계산서 2]

(단위: 십억원)

	11/1QA	11/2QA	11/3QA	11/4QA	2011F
매출액	148	157	167	168	640
매출원가	121	126	133	135	515
매출총이익	27	31	34	33	125
기타영업손익	9	9	10	10	39
판관비	9	9	10	10	39
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	0	0	0	0
영업이익	18	22	24	23	86
조정영업이익					
EBITDA	24	28	30	29	110
영업외손익	3	3	3	3	14
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	0	0	0	2
금융비용	3	3	3	3	12
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	17	20	22	21	80
법인세비용	4	4	4	4	16
계속사업순손익	13	16	18	17	64
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	13	16	18	17	64
비지배지분순이익	-3	0	2	1	0
지배지분순이익	16	16	16	16	64
매도가능금융자산	0	0	0	0	0
기타포괄순이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	13	16	18	17	64
비지배지분포괄이익	13	16	18	17	0
지배지분포괄이익	0	0	0	0	0

Growth Rate

(단위: %)

	11/1QA	11/2QA	11/3QA	11/4QA	2011F
매출액증가율	-4.9	6.1	6.0	0.7	6.1
영업이익증가율	-14.0	20.4	8.1	-4.4	20.4
세전계속사업이익증가율	8.6	22.2	8.7	-4.7	22.2
순이익증가율	-32.1	29.3	10.8	-5.8	29.3
EBITDA증가율	-15.8	15.3	6.3	-3.5	15.3
EPS증가율	-18.9	0.0	0.0	0.0	0.0
수정EPS증가율	-4.9	6.1	6.0	0.7	6.1

Profitability

(단위: %)

	11/1QA	11/2QA	11/3QA	11/4QA	2011F
매출총이익률	18.4	19.9	20.3	19.6	19.9
영업이익률	12.3	13.9	14.2	13.4	13.9
순이익률	8.5	10.4	10.9	10.2	10.4
수정순이익률	16.3	17.7	17.8	17.0	17.7
EBITDA 이익률	18.4	19.9	20.3	19.6	19.9

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액입니다.

자료: 심택, 대신증권 리서치센터

[현금흐름표]

(단위: 십억원)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
영업활동 현금흐름	52	93	103	113	109
당기순이익	49	71	64	66	70
비현금항목의 가감	8	31	47	47	42
감가상각비	45	52	48	44	38
외환손익	-1	0	-2	-2	-3
지분법평가손익	1	2	0	0	0
기타	-36	-23	1	4	7
자산부채의 증감	-5	-9	-4	4	3
매출채권	-30	-7	-5	-2	-3
재고자산	-4	-13	-5	-3	-3
매입채무	28	0	-5	-2	-3
기타	1	11	11	11	11
기타현금흐름	0	0	-5	-4	-6
투자활동 현금흐름	-94	-108	-11	-13	-13
투자자산	-79	-96	-11	-13	-13
유형자산	-18	-15	0	0	0
기타	3	2	0	0	0
재무활동 현금흐름	22	21	-24	-9	-23
단기차입금	-113	77	-9	-9	-18
사채	42	-36	0	0	0
장기차입금	163	-33	-9	5	2
유상증자	0	11	0	0	0
현금배당	0	0	-5	-5	-5
기타	-69	2	-2	0	-3
현금의 증감	-20	5	48	68	51
기초 현금	28	8	13	62	130
기말 현금	8	13	62	130	181
NOPLAT	41	76	69	72	74
FCF	46	87	93	94	93

(단위: 십억원)

	11/1QA	11/2QA	11/3QA	11/4QA	2011F
영업활동 현금흐름	25	29	31	18	103
당기순이익	13	16	18	17	64
비현금항목의 가감	12	12	12	12	47
감가상각비	12	12	12	12	48
외환손익	0	0	0	0	-2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	1
자산부채의 증감	1	1	1	-7	-4
매출채권	-1	-1	-1	-1	-5
재고자산	-1	-1	-1	-1	-5
매입채무	1	1	1	-7	-5
기타	3	3	3	3	11
기타현금흐름	0	0	0	-5	-5
투자활동 현금흐름	-3	-3	-3	-3	-11
투자자산	-3	-3	-3	-3	-11
유형자산	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	-5	-5	-5	-10	-24
단기차입금	-2	-2	-2	-2	-9
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-2	-2	-2	-2	-9
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	-5	-5
기타	0	0	0	0	-2
현금의 증감	12	12	12	12	48
기초 현금	13	25	37	50	13
기말 현금	25	37	50	62	62
NOPLAT	14	18	19	18	69
FCF	26	30	31	30	117

자료: 심텍, 대신증권 리서치센터

[Valuation]

R I M		(단위: 십억원)				
		2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
I	순이익	49	71	64	66	70
II	기초자기자본	122	-43	14	136	196
III	필요수익률			6.0%	12.1%	11.0%
IV	필요수익			1	17	22
V	잔여이익(I - IV)			48	45	41
VI	현가계수			0.92	0.82	0.73
VII	잔여이익의 현가			44	37	30
VIII	잔여이익의 합계			1,602		
	추정기간이후 잔여이익의 현가			2,804		
	기초자기자본			14		
	주주지분가치			4,420		
IX	총주식수(천주)			282,447		
X	적정주당가치(원)			15,651		
XI	현재가치(원)			14,400		
	Potential (%)			8.7%		

D C F		(단위: 십억원)				
		2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
I	FCF	30	69	85	98	100
II	현가계수			0.94	0.87	0.80
III	FCF의 현가			80	85	80
IV	FCF의 합계			391		
V	추정기간이후 잔여가치의 현가			598		
VI	기업가치(IV+V)			989		
VII	순금융부채 시장가치			411		
VIII	주주지분가치(VI. - VII.)			577		
	총주식수(천주)			17,699		
	적정주당가치(원)			32,612		
	현재가치(원)			14,400		
	Potential(%)			126.5%		

E V A		(단위: 십억원)				
		2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
I	Economic Value Added	13	44	37	41	45
II	현가계수			0.94	0.87	0.80
III	EVA의 현가			36	39	36
IV	EVA의 합계			1,823		
V	추정기간이후 EVA의 현가			4,620		
VI	기업가치(IV+V)			6,443		
VII	순금융부채 시장가치			411		
VIII	주주지분가치(VI. - VII.)			6,032		
	총주식수(천주)			290,500		
	적정주당가치(원)			20,764		
	현재가치(원)			14,400		
	Potential(%)			44.2%		

Multiple		(단위: 십억원, 원, 배, %)				
		2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
1. PER	EPS	2,209	2,635	2,239	2,313	2,430
	PER	3.7	5.4	6.4	6.2	5.9
2. PBR	BPS	515	4,696	6,741	8,860	11,093
	PBR	13.0	3.0	2.1	1.6	1.3
3. PCR	CPS	2,116	3,748	3,838	3,884	3,851
	PCR	3.2	3.8	3.8	3.7	3.7
4. EV/EBITDA	EBITDA	74	112	110	112	111
	EBITDA CAGR(%)	26.6%	50.6%	-1.3%	1.7%	-1.0%
	EV/EBITDA	5.0	5.2	4.9	4.2	3.6
5. Dividend	Payout Ratio (%)	0.0%	6.9%	7.6%	7.3%	7.0%
	Dividend Yield (%)	0.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다 (작성자: 박강호).

▶ 투자등급관련사항

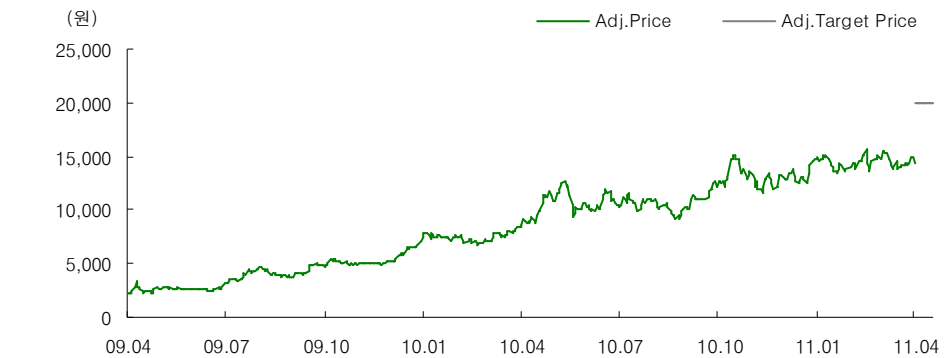
산업 투자의견

- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

심택(036710) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	11.04.07		
투자의견	Buy		
목표주가	20,000		
제시일자			
투자의견			
목표주가			
제시일자			
투자의견			
목표주가			

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.