



## Buy (유지)

목표주가 21,000원 (유지)  
현재가 ('11/04/18) 16,150원

## Analyst

김혜용

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

## 이승혁

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

## 업종

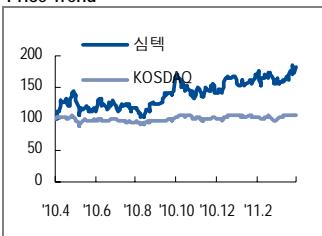
## 반도체

KOSPI	2,137.72
KOSDAQ	528.52
시가총액(보통주)	4,692십억원
발행주식수(보통주)	29.1백만주
52주 최고가('11/04/14)	16,600원
최저가('10/04/20)	8,800원
배당수익률(2010)	1.05%
외국인지분율	4.97%

## 주요주주

전세호	27.7%
알리안즈글로벌인베스터스	8.9%
주가상승률(%)	
1개월	27.7%
6개월	9.1
12개월	74.6
절대수익률	12.5
상대수익률	12.6
	6.7
	70.6

## Price Trend



## 반도체용 substrate 시장의 강자

## 반도체 수요는 메모리와 비메모리 부문 모두 견조하게 성장할 전망

- 글로벌 DRAM 컨텐츠는 2010년부터 2015년까지 연평균 52% 성장할 전망
- 이 중 핸드셋용 DRAM 컨텐츠는 67% 늘어날 전망이고, 특히 스마트폰용은 81% 성장하며 전체 성장률을 상회할 전망
- 또한, DRAM 외에 스마트폰에 적용되는 baseband 칩, 블루투스/GPS 등의 무선 연결 칩, RF 관련 칩, 어플리케이션/멀티미디어 프로세서 등의 수요는 2014년까지 연평균 25% 성장할 것으로 예상

## 동사는 메모리와 비메모리용 substrate 시장에서 모두 수혜를 받을 것

- 동사는 DRAM-용 substrate (BOC)와 메모리 모듈 시장에서 이미 글로벌 경쟁력을 인정받고 있음 (글로벌 점유율 30%, 경쟁사 대비 높은 원가 경쟁력)
- 또한 모바일 기기용 MCP, FMC, CSP 등의 매출액이 빠르게 성장하고 있음
- 단기적으로는 스마트폰의 확대로 인한 모바일 관련 제품군에서 수혜를 받고, 중장기적으로는 DDR4의 출시 이후 메모리 관련 제품군에서 다시 성장 동력을 찾을 수 있을 전망

## 투자의견 Buy 및 목표주가 21,000원 유지

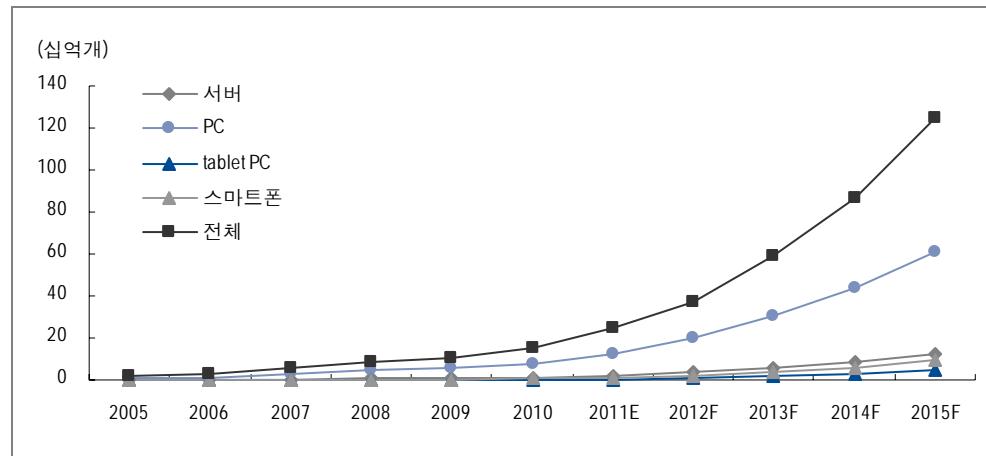
- 2011년 기준 P/E 8.1배로 여전히 저평가된 것으로 판단
- 2010년 12월에 키코 계약을 완전히 청산했고, 부채비율은 2010년 말 223%에서 2011년 말에는 120%로 떨어질 것으로 예상되는 등 재무적 안정성도 점차 개선될 전망

결산기 -12월	매출액 (십억원)	증감률 (%)	영업이익 (십억원)	세전순이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)	순차입금 (십억원)
2009	497	19.7	51	62	49	1,814	흑전	3.7	13.8	4.6	-335.3	2,695	162
2010	577	16.1	85	79	71	2,597	43.1	5.4	3.0	5.1	94.1	223	185
2011E	685	18.8	86	75	64	1,985	-23.6	8.1	2.5	5.1	36.8	120	130
2012F	861	25.7	104	93	79	2,466	24.2	6.5	1.8	4.0	32.2	89	66
2013F	998	15.9	114	108	92	2,848	15.5	5.7	1.4	3.2	28.1	71	-13

주: 4월 18일 종가 기준

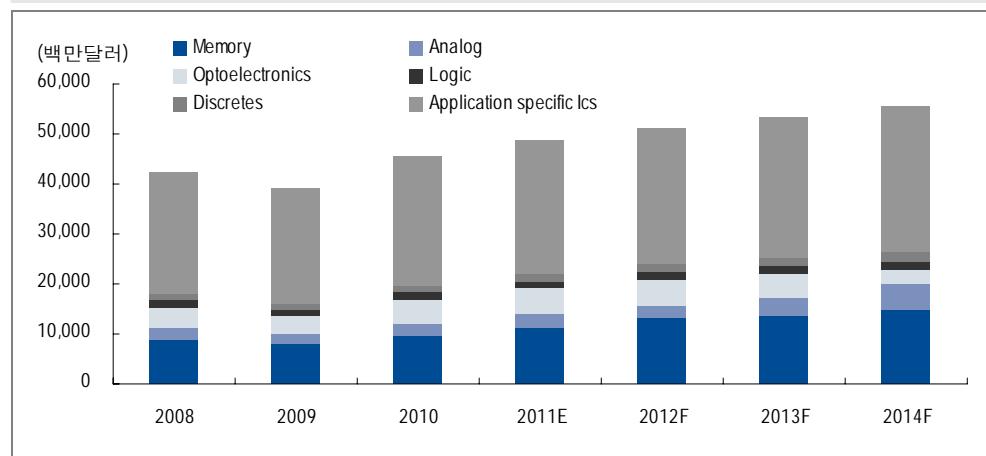
자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

## 적용 제품별 DRAM 소모량 추이 및 전망 (1Gb 기준)



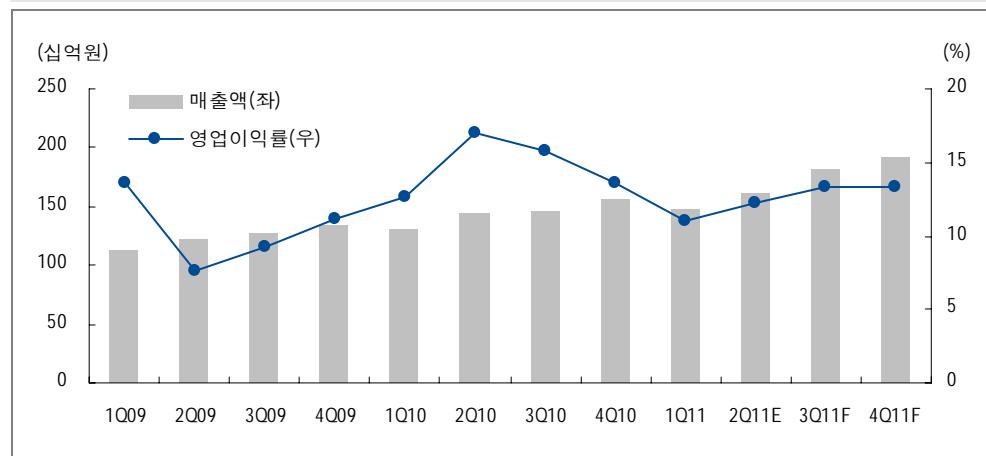
자료: 가트너

## 모바일용 반도체 수요 추이 및 전망



자료: 가트너

## 신택의 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 신택, 우리투자증권 리서치센터 전망

## 신택 분기별, 제품군별 실적 추이 및 전망 (수정 후)

(단위: 십억원, %)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11E	3Q11F	4Q11F	2010	2011E	2012F
<b>매출액</b>	131	144	146	156	148	162	183	192	577	685	861
Module PCB	59	60	57	68	64	65	67	77	244	273	302
Package Substrate	68	80	84	83	80	93	109	110	315	392	537
Build-up/NW	1	2	1	1	1	2	1	1	5	5	6
BIB	2	3	5	3	3	3	5	4	13	15	17
<b>매출액 비중</b>											
Module PCB	45	41	39	44	43	40	37	40	42	40	35
Package Substrate	52	56	57	53	54	57	60	57	55	57	62
Build-up/NW	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
BIB	2	2	3	2	2	2	3	2	2	2	2
<b>영업이익</b>	16	24	23	21	16	20	24	26	85	86	104
영업이익률	12.6	17.0	15.8	13.5	11.0	12.2	13.3	13.3	14.8	12.6	12.0
<b>세전순이익</b>	28	0	36	15	14	17	21	22	79	75	93
세전순이익률	21.2	0.1	24.8	9.8	9.6	10.6	11.6	11.7	13.8	10.9	10.8
<b>순이익</b>	21	0	31	19	12	15	18	19	71	64	79
순이익률	16.0	0.2	21.1	11.9	8.3	9.1	10.0	9.6	12.3	9.3	9.2

자료: 신택, 우리투자증권 리서치센터 전망

## 신택 분기별, 제품군별 실적 추이 및 전망 (수정 전)

(단위: 십억원, %)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11E	3Q11F	4Q11F	2010	2011E	2012F
<b>매출액</b>	131	144	146	156	152	162	183	192	577	689	866
Module PCB	59	60	57	68	62	65	67	77	244	271	307
Package Substrate	68	80	84	83	86	93	109	110	315	397	535
Build-up/NW	1	2	1	1	1	2	1	1	5	6	6
BIB	2	3	5	3	3	3	5	4	13	15	17
<b>매출액 비중</b>											
Module PCB	45	41	39	44	41	40	37	40	42	39	35
Package Substrate	52	56	57	53	56	57	60	57	55	58	62
Build-up/NW	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
BIB	2	2	3	2	2	2	3	2	2	2	2
<b>영업이익</b>	16	24	23	21	19	21	25	25	85	89	104
영업이익률	12.6	17.0	15.8	13.5	12.2	12.7	13.5	13.3	14.8	13.0	12.0
<b>세전순이익</b>	28	0	36	15	16	18	22	22	79	78	94
세전순이익률	21.2	0.1	24.8	9.8	10.6	11.1	11.9	11.7	13.8	11.4	10.8
<b>순이익</b>	21	0	31	19	14	15	19	19	71	67	80
순이익률	16.0	0.2	21.1	11.9	8.9	9.4	10.2	10.0	12.3	9.7	9.2

자료: 신택, 우리투자증권 리서치센터 전망

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2010/12A	2011/12E	2012/12F	2013/12F		2010/12A	2011/12E	2012/12F	2013/12F
<b>매출액</b>	576.6	685.2	861.4	998.0	EV/ EBITDA (X)	5.1	5.1	4.0	3.2
증가율 (%)	16.1	18.8	25.7	15.9	EV/ EBIT (X)	6.7	7.0	5.2	4.0
<b>매출원가</b>	459.5	561.5	710.7	829.5	PER (X)	5.4	8.1	6.5	5.7
<b>매출총이익</b>	117.1	123.7	150.7	168.6	조정PER (X)	5.5	8.1	6.5	5.7
Gross 마진 (%)	20.3	18.1	17.5	16.9	PCR (X)	3.8	5.2	5.0	4.3
판매비와 일반관리비	32.0	37.7	47.0	54.3	PBR (X)	3.0	2.5	1.8	1.4
<b>EBITDA</b>	111.8	118.6	134.4	143.9	PSR (X)	0.7	0.8	0.6	0.5
EBITDA 마진 (%)	19.4	17.3	15.6	14.4	PEG (X)	1.7	0.5	0.5	0.5
감가상각비 & 무형자산상각비	26.7	32.6	30.7	29.6	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	1.3	0.6	0.7	0.6
<b>영업이익</b>	85.1	86.0	103.7	114.3	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	1.9	0.9	0.9	0.7
OP 마진 (%)	14.8	12.6	12.0	11.5	Enterprise Value	570.1	599.2	535.6	456.1
영업외수익	24.1	0.8	1.5	3.1	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	3.1	17.3	13.3	11.9
영업외비용	29.8	11.9	11.8	9.5	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	4.3	13.4	10.0	9.8
순이자수익(비용)	-11.9	-11.0	-8.3	-6.4	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	2.9	9.2	7.6	8.1
<b>세전계속사업이익</b>	79.4	75.0	93.4	107.9	주당EBIT (FD) (W)	3,125	2,679	3,220	3,549
Pretax 마진 (%)	13.8	10.9	10.8	10.8	주당EBITDA (FD) (W)	4,105	3,694	4,173	4,468
<b>법인세비용</b>	8.7	11.2	14.0	16.2	EPS (FD) (W)	2,597	1,985	2,466	2,848
계속사업이익	70.7	63.7	79.4	91.7	조정EPS (FD) (W)	2,578	1,985	2,466	2,848
<b>순이익</b>	70.7	63.7	79.4	91.7	CFPS (W)	3,748	3,125	3,253	3,745
Net 마진 (%)	12.3	9.3	9.2	9.2	BPS (W)	4,679	6,508	8,810	11,492
<b>조정순이익</b>	70.2	63.7	79.4	91.7	주당매출액 (W)	21,167	21,344	26,750	30,995

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2010/12A	2011/12E	2012/12F	2013/12F		2010/12A	2011/12E	2012/12F	2013/12F
<b>영업활동 현금흐름</b>	92.6	90.3	88.4	107.9	<b>RIM</b>				
당기순이익	70.7	63.7	79.4	91.9	Spread (FROE-COE) (%)	82.1	25.1	20.5	16.4
감가상각비 & 무형자산상각비	26.7	32.6	30.7	29.6	Residual Income	61.7	43.5	50.5	53.5
+ 지분법손실 (- 이익)	-0.1	0.0	0.0	0.0	12M RIM-based Target Price(W)	22,242			
+ 외화환산손실(-이익)	0.1	0.0	0.0	0.0	<b>경제적 부가가치 (EVA)</b>				
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	-0.6	0.0	0.0	0.0	투하자본	256.9	276.0	288.1	296.1
Gross Cash Flow	102.1	100.3	104.7	120.6	세후영업이익	75.8	73.1	88.1	97.1
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	-9.5	-10.1	-16.3	-12.7	투하자본이익률 (%)	34.5	27.4	31.2	33.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	-109.1	-30.0	-20.0	-23.2	투하자본이익률 - WACC (%)	25.6	18.8	22.3	24.3
+ 유형자산감소	0.6	0.0	0.0	0.0	EVA	65.6	51.8	64.3	72.0
- 유형자산증가(CAPEX)	-15.2	-30.0	-20.0	-23.2	<b>Discounted Cash Flow</b>				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	-12.5	0.0	0.0	0.0	EBIT	85.1	86.0	103.7	114.3
Free Cash Flow	77.4	60.3	68.4	84.7	+ 감가상각비	26.7	32.6	30.7	29.6
Net Cash Flow	-16.5	60.3	68.4	84.7	- CAPEX	15.2	30.0	20.0	23.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	21.0	-56.6	-15.5	-5.4	Free cash flow for DCF valuation	57.7	55.4	78.4	90.9
자기자본 증감	57.3	0.0	0.0	0.0	<b>기준평균 자본비용 (WACC) (%)</b>				
부채 증감	-36.3	-56.6	-15.5	-5.4	부채비용 (COD)	5.9	5.7	5.7	5.7
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	4.4	3.7	53.0	79.3	자기자본비용 (COE)	12.0	11.7	12.2	12.2
기말 순부채 (순현금)	185.3	130.0	66.4	-13.1	WACC	9.0	8.7	8.9	8.9

BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2010/12A	2011/12E	2012/12F	2013/12F		2010/12A	2011/12E	2012/12F	2013/12F
현금 및 단기금융상품	18.7	22.2	75.7	155.2	자기자본이익률 (ROE) (%)	94.1	36.8	32.2	28.1
매출채권	45.9	54.6	68.6	79.5	총자산이익률 (ROA) (%)	17.0	14.1	15.9	15.7
<b>유동자산</b>	130.9	152.2	234.5	336.4	투하자본이익률 (ROIC) (%)	34.5	27.4	31.2	33.3
유형자산	226.3	224.0	213.4	207.1	EBITDA/ 자기자본 (%)	82.0	56.5	47.4	38.9
투자자산	71.9	72.6	73.9	74.9	EBITDA/ 총자산 (%)	25.4	25.7	25.1	22.8
<b>비유동자산</b>	310.1	308.9	300.6	296.0	배당수익률 (%)	1.2	1.1	1.1	1.1
<b>자산총계</b>	441.0	461.1	535.1	632.4	총현금배당금(십억원)	4.9	5.4	5.4	5.4
단기성부채	167.3	115.5	105.5	105.5	보통주 주당현금배당금(중간+기말)	170	170	170	170
매입채무	40.9	48.6	61.1	70.8	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	135.8	62.0	23.4	-3.5
<b>유동부채</b>	259.2	204.9	203.3	213.0	총부채/ 자기자본 (%)	223.2	120	89	70.9
장기성부채	36.6	36.6	36.6	36.6	순이자비용/ 매출액 (%)	2.1	1.6	1.0	0.6
장기성충당금	5.4	6.4	8.0	9.3	EBIT/ 순이자비용 (X)	7.2	7.8	12.5	17.9
<b>비유동부채</b>	45.4	46.4	48.0	49.3	유동비율 (%)	50.5	74.2	115.3	157.9
<b>부채총계</b>	304.6	251.3	251.3	262.3	당좌비율 (%)	31.8	46.2	79.7	118.6
자본금	14.5	16.1	16.1	16.1	총발행주식수 (mn)	29.1	32.2	32.2	32.2
자본잉여금	78.8	96.1	96.1	96.1	액면가 (W)	500	500	500	500
이익잉여금	31.4	90.3	164.3	250.6	주가 (W)	14,150	16,150	16,150	16,150
<b>자본총계</b>	136.4	209.8	283.8	370.1	시가총액 (십억원)	385	469	469	469