

Analyst **안성호** | 02) 3772-7475
 shan@koreastock.co.kr
 RA **박유악** | 02) 3772-7404
 yuak.pak@koreastock.co.kr

심텍 (036710)

Buy(maintain)

목표주가: 20,000원

주가(05/27): 14,600원

Stock Data

KOSDAQ (05/27)	483.22pt
시가총액	4,241억원
발행주식수	29,050천주
52주 최고가/최저가	17,650 / 9,090원
90일 일평균거래대금	84.1억원
외국인 지분율	4.2%
배당수익률(11.12E)	1.4%
BPS(11.12E)	6,759원

KOSDAQ 상대수익률	1개월	-4.2%
	3개월	5.4%
	6개월	24.3%

주주구성

전세호	27.73 %
이민주	10.15 %

■ 잠정실적을 하회한 1분기 순이익: 12억원의 이연법인세 때문

동사의 1분기 실적은 매출액 1,482억원(-4.9%QoQ), 영업이익 167억원(-22.5% QoQ)을 기록하며 시장기대치를 소폭 하회했다. 1분기 영업일수 감소와 환율하락, 인건비 상승 등 여러 가지가 복합적으로 작용한 것으로 판단된다. 또한, 12억원의 이연법인세가 발생하면서 순이익도 110억원(-40%QoQ)에 그쳤다.

■ 1분기를 저점으로 우상향 실적 전망은 여전히 유효

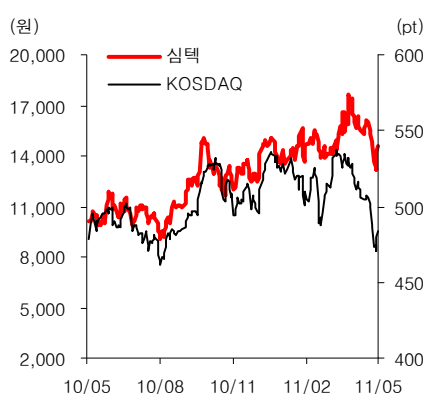
2011년 심텍의 실적개선 폭 둔화는 전혀 새롭지 않다. 2010년의 실적 호조를 주도했던 가동률 상승과 ASP 상승세가 정체국면에 진입할 것으로 예상하기 때문이다. 그러나 단기적인 실적 모멘텀 둔화보다는 동사의 저평가 매력도에 더 큰 것으로 판단한다. 동사의 2011년 예상 EPS기준 PER은 6.2배에 불과하여 Valuation 매리트가 매우 크다. 3분기부터 가동에정인 중국 신태전자(자회사)를 통해 중국시장에 진출함으로써 중장기 성장기반을 확보한다는 점도 긍정적이다.

■ 목표주가 20,000원, 투자 의견 'BUY' 유지

1분기 이연법인세를 반영, 2011년 순이익 전망치를 기존 651억원에서 637억원으로 2.2% 하향하나, 감소 폭이 작기 때문에 기존 목표주가 20,000원과 '매수' 투자 의견을 유지한다. 투자포인트는 다음과 같다.

- 1) 2010년 완전한 기업정상화, 더 이상 저평가될 이유가 없음.
- 2) 2011년 실적 모멘텀 둔화보다 저평가 매리트가 더 큼.
(KIKO전 5년간('03~'07) 평균 PER 10.9배 vs. '11E PER 6.2배)
- 3) 중국 신태전자 본격가동을 통해 2012년 이후 성장동력 확보 예상
(3Q11 본격가동을 통해 매출액 증가를 위한 탑 라인 확보)

Stock Price



Financial Data

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액(십억원)	497	577	636	712	782
영업이익(십억원)	51	85	83	99	114
세전계속사업손익(십억원)	62	79	79	97	117
순이익(십억원)	49	71	64	77	92
EPS(원)	1,814	2,597	2,340	2,819	3,401
증감률(%)	흑전	43.1	-10.0	20.5	20.6
PER(배)	3.7	5.4	6.2	5.2	4.3
PBR(배)	13.8	2.8	2.1	1.6	1.2
EV/EBITDA(배)	5.0	5.2	4.6	3.6	2.8
영업이익률(%)	10.3	14.8	13.1	13.9	14.6
EBITDA 마진(%)	15.0	19.4	18.4	18.8	19.2
ROE(%)	-335.3	94.1	38.3	33.0	29.6
순부채비율(%)	1,366.1	140.5	72.5	33.1	5.8

잠정실적을 하회한 1분기 순이익: 12억원의 이연법인세 때문

동사의 1분기 실적은 매출액 1,482억원(-4.9%QoQ), 영업이익 167억원(-22.5%QoQ)을 기록하며 시장기대치를 소폭 하회했다. 그러나 영업상 특별한 이슈가 있었다기 보다는 1분기 영업일수 감소, 환율하락 등에 따른 매출액 감소와 정기적인 인건비 상승 등 여러 요인이 복합적으로 작용한 데 따른 것이다. 또한, 12억원의 이연법인세가 발생하면서 순이익도 110억원(-40%QoQ)에 그쳐 잠정실적을 하회했다.

투자 포인트 1. 1분기를 저점으로 우상향하는 실적흐름 유효

1분기 실적은 전체적으로 기대치를 하회했으나, '1분기를 저점으로 한 분기별 우상향 실적개선 흐름'은 여전히 유효하다. 2분기 실적은 매출액 1,558억원(5.1%QoQ), 영업이익 197억원(14.5%QoQ)으로 뚜렷한 실적개선을 보일 것으로 예상된다. 이는 1)고부가 제품인 서버용 RDIMM과 Mobile MCP 제품비중 확대로 평균판가가 상승하고, 2)1분기에 82%에 머물렀던 가동률도 2분기부터 90%대를 회복할 것으로 추정하기 때문이다. 한편, 중국 생산공장(신태전자)이 3분기부터 본격적인 가동에 들어갈 것이라는 점에서 동사의 실적개선 추세는 2012년까지 계속 이어질 것으로 예상된다. 중국 생산공장은 월평균 15,000m²의 PCB 생산 Capa를 보유하고 있는데, 연간 700억원 매출액 증가가 가능할 것으로 추정한다.

투자 포인트 2. Valuation 메리트가 크다

2011년 심택의 실적개선 폭 둔화는 전혀 새롭지 않다. 2010년의 실적호조를 주도했던 가동률 상승과 ASP 상승세가 정체국면에 진입할 것으로 예상하기 때문이다. 그러나 단기적인 실적 모멘텀 둔화보다는 동사의 저평가 메리트에 더 큰 것으로 판단한다. 동사의 2011년 예상 EPS기준 PER은 6.2배에 불과하여 Valuation 메리트가 매우 크다. 3분기부터 가동예정인 중국 신태전자(자회사)를 통해 중국시장에 진출함으로써 중장기 성장기반을 확보한다는 점도 긍정적이다. 비록, 1분기 실적이 기대치를 하회했으나, 2011년 심택을 바라보는 투자포인트는 여전히 유효하다. 2011년 심택 투자포인트는 다음과 같다.

1. 2010년 완전한 기업정상화, 더 이상 저평가될 이유가 없다.
2. 2011년 실적 모멘텀 둔화보다 저평가 메리트가 더 크다.
(KIKO 전 5년간('03~'07) 평균 PER 10.9배 vs. '11E 현주가 PER 6.2배)
3. 중국 생산법인(신태전자) 본격가동을 통해 2012년 이후 성장동력 확보 예상
(3Q11 본격가동을 통해 매출액 증가를 위한 탑 라인 확보)

[표17] 심텍 영업손익 Update

(단위: 십억원)

	4Q10	1Q11		2Q11(E)		2011(E)		수정 전후 증감률	
		수정 전	수정 후	수정 전	수정 후	수정 전	수정 후	1Q11	2011(E)
매출액	155.9	148.2	148.2	155.5	155.8	636.0	636.1	0%	0%
영업이익	21.1	16.4	16.7	19.0	19.7	81.6	83.4	1.8%	0.2%
순이익	18.6	12.2	11.0	15.3	14.9	65.1	63.7	-2.6%	-2.2%

자료: 한화증권 리서치센터

[표18] 심텍 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11E	3Q11E	4Q11E	2008	2009	2010	2011E
매출액	130.6	143.8	146.4	155.9	148.2	155.8	163.2	168.9	415.0	496.7	576.7	636.1
Module PCB	62.5	63.3	62.7	73.4	67.7	71.5	72.7	72.7	237.0	256.7	261.9	284.7
Substrate	68.0	80.5	83.7	82.5	80.5	84.3	90.5	96.1	178.0	240.0	314.7	351.4
매출총이익	24.2	31.6	30.3	31.1	25.3	28.1	32.7	33.1	60.5	75.3	117.2	119.1
GP margin(%)	18.5%	21.9%	20.7%	20.0%	17.1%	18.0%	20.0%	19.6%	14.6%	15.2%	20.3%	18.7%
판관비	7.8	7.1	7.2	9.8	8.6	8.4	9.0	9.7	25.0	24.1	32.0	35.7
매출액비중(%)	5.9%	5.0%	4.9%	6.3%	5.8%	5.4%	5.5%	5.7%	6.0%	4.8%	5.5%	5.6%
영업손익	16.5	24.4	23.0	21.3	16.7	19.7	23.7	23.4	35.5	51.3	85.2	83.4
OP margin(%)	12.6%	17.0%	15.7%	13.6%	11.3%	12.6%	14.5%	13.9%	8.6%	10.3%	14.8%	13.1%
영업외수지	11.2	-24.3	13.3	-5.9	-0.9	-1.2	-1.1	-0.7	-230.8	10.6	-5.7	-3.9
세전이익	27.6	0.1	36.3	15.3	15.8	18.4	20.9	24.2	-195.3	61.9	79.4	79.3
법인세	6.7	-0.2	5.5	-3.3	3.6	3.5	4.0	4.6	-44.3	12.5	8.7	15.7
법인세율(%)	24%	-154%	15%	-21%	23%	19%	19%	19%	23%	20%	11%	20%
당기순이익	20.9	0.3	30.8	18.6	12.2	14.9	17.0	19.6	-151.0	49.4	70.7	63.7
NP margin(%)	16.0%	0.2%	21.1%	11.9%	8.2%	9.6%	10.4%	11.6%	-36.4%	9.9%	12.3%	10.0%
매출비중												
Module PCB	48%	44%	43%	47%	46%	46%	45%	43%	57%	52%	45%	45%
Substrate	52%	56%	57%	53%	54%	54%	55%	57%	43%	48%	55%	55%
생산 Capa.(K m²)												
Module PCB	240	240	240	240	240	240	240	240	960	960	960	960
Substrate	210	210	210	210	210	210	255	255	540	840	840	930
가동률												
Module PCB	69%	76%	67%	80%	78%	83%	85%	85%	81%	83%	73%	83%
Substrate	86%	95%	93%	91%	87%	92%	82%	87%	82%	79%	91%	87%
출하량(K m²)												
Module PCB	166	181	161	192	186	199	204	204	777	797	700	793
Substrate	180	200	196	191	182	193	209	222	444	660	767	806

자료: 한화증권 리서치센터

Financial Sheets

손익계산서						대차대조표					
(단위: 십억원)						(단위: 십억원)					
12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E	12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액	497	577	636	712	782	유동자산	174	131	151	165	190
매출원가	421	460	517	572	624	현금및 현금성자산	14	19	21	23	39
매출총이익	75	117	119	139	159	단기금융상품	6	6	1	1	1
판매비 및 관리비	24	32	36	40	44	단기투자자산	0	0	0	0	0
영업이익	51	85	83	99	114	매출채권	88	46	66	73	78
영업외손익	11	-6	-4	-2	3	재고자산	36	48	46	52	55
이자수익	1	1	1	1	1	비유동자산	218	310	305	318	332
이자비용	10	13	11	11	7	투자자산	43	83	65	72	77
외환손익	-3	1	-2	-3	-3	유형자산	173	226	229	225	224
지분법평가손익	0	0	-2	-2	-2	무형자산	1	0	11	21	32
자산처분손익	0	1	0	0	0	자산총계	391	441	455	483	522
기타	23	5	11	13	15	유동부채	215	259	249	203	153
세전계속사업손익	62	79	79	97	117	매입채무	35	41	41	46	49
계속사업법인세비용	13	9	16	19	23	단기차입금	31	159	153	103	53
계속사업이익	49	71	61	73	88	유동성장기부채	45	15	10	8	6
중단사업손익	0	0	0	0	0	비유동부채	162	45	10	12	12
당기순이익	49	71	64	77	92	사채	12	0	0	0	0
(포괄손익)	49	71	64	77	92	장기차입금	118	37	1	1	1
EBITDA	74	112	117	134	150	부채총계	377	305	259	214	165
매출총이익률(%)	15.2	20.3	18.7	19.6	20.3	자본금	14	15	15	15	15
EBITDA마진율(%)	15.0	19.4	18.4	18.8	19.2	자본잉여금	50	79	79	79	79
영업이익률(%)	10.3	14.8	13.1	13.9	14.6	자본조정	-11	12	12	14	14
세전계속사업이익률(%)	12.5	13.8	12.5	13.6	15.0	기타포괄손익누계액	12	12	12	12	12
ROA(%)	12.5	17.0	14.2	16.3	18.4	이익잉여금	-39	31	90	162	249
ROE(%)	-335.3	94.1	38.3	33.0	29.6	자본총계	14	136	196	269	357
수정ROE*(%)	-351.8	94.1	38.3	33.0	29.6	순차입금	191	192	142	89	21

주요지표						현금흐름표					
(단위: 십억원)						(단위: 십억원)					
12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E	12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
투자지표						영업활동으로 인한 현금흐름	52	93	74	105	123
PER(배)	3.7	5.4	6.2	5.2	4.3	당기순이익	49	71	64	77	92
수정 PER(배)*	3.6	5.5	5.7	4.7	3.9	비현금수익비용가감	8	31	26	35	37
PBR(배)	13.8	2.8	2.1	1.6	1.2	유형자산감가상각비	22	26	33	33	33
Dividend Yield(%)	0.0	1.2	1.4	1.4	1.4	무형자산상각비	1	0	1	2	3
EV/EBITDA(배)	5.0	5.2	4.6	3.6	2.8	기타비현금수익비용	-11	9	1	9	10
성장성 (%YoY)						영업활동으로인한자산및부채의변동	-5	-9	-16	-7	-6
매출액	19.7	16.1	10.3	11.9	9.9	매출채권 감소(증가)	-31	42	-20	-7	-5
영업이익	44.4	66.1	-2.2	18.7	15.6	재고자산 감소(증가)	-4	-13	2	-5	-3
세전계속사업손익	-131.7	28.4	-0.1	22.3	20.6	매입채무 증가(감소)	12	6	0	5	3
포괄손익	-132.7	43.3	-10.0	20.5	20.6	기타자산,부채변동	17	-45	1	1	-1
EPS	-132.7	43.3	-10.0	20.5	20.6	투자활동으로 인한 현금흐름	-94	-108	-15	-48	-50
안정성(%)						유형자산처분(취득)	-18	-15	-36	-29	-32
유동비율	80.8	50.5	60.6	81.3	124.0	무형자산감소(증가)	0	0	-11	-12	-13
부채비율	2,694.8	223.2	132.4	79.8	46.3	투자자산감소(증가)	7	-10	32	-6	-5
이자보상배율	5.4	7.2	7.9	9.9	17.8	기타투자활동	-83	-84	0	0	0
순차입금/자기자본	1,366.1	140.5	72.5	33.1	5.8	재무활동 현금흐름	22	21	-52	-56	-56
주당지표(원)						사채및차입금의증(감소)	21.7	-36.9	-47.8	-51.9	-51.9
EPS	1,814	2,597	2,340	2,819	3,401	자본의증가(감소)	0.0	57.3	-4.1	-4.0	-4.5
수정EPS*	1,904	2,559	2,347	2,826	3,408	배당금의지급	0.0	0.0	4.9	5.1	5.2
BPS	485	4,998	6,812	9,100	11,948	기타재무활동	0	1	0	0	0
EBITDA/Share	2,730	4,111	4,300	4,928	5,523	현금의증가	-20	5	7	1	16
CFPS	2,116	3,754	3,298	4,112	4,745	기초현금	29	8	13	20	22
DPS	0	170	190	190	190	기말현금	8	13	20	22	38