

매수(신규)

목표주가: 21,000원

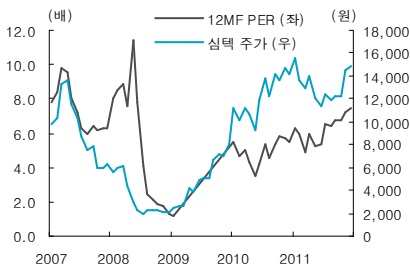
Stock Data

KOSPI(3/21)	2,027
주가(3/21)	14,850
시가총액(십억원)	440
발행주식수(백만)	31
52주 최고/최저가(원)	17,650/10,050
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,594
유동주식비율/외국인지분율(%)	70.9/11.6
주요주주(%)	전세호 27.2
	이민주 10.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.3	19.8	2.1
상대주가(%p)	5.2	10.4	0.9

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

2012년, 본연의 가치를 되찾는 한 해

투자 의견 '매수', 12개월 목표주가 21,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 '매수', 목표주가 21,000원(2012년 EPS에 목표 PER 11배 적용)으로 커버리지를 개시한다. 목표 PER 11배는 삼성전자 휴대폰 영업이익 점유율이 확대되었던 2003~2005년 휴대폰 부품 산업 평균이다. 투자포인트는 1) 모바일 기판(MCP)의 높은 매출 성장(+63% YoY)과 2) SSD 및 서버용 모듈(RDIMM) 등 고부가가치 제품 매출 비중 확대에 따른 안정적인 실적 성장이다. 올해 EPS 성장은 27%로 견조한 이익 성장이 시작될 것이다. 현 주가 대비 상승여력은 41%다.

모바일 기판(MCP) - 견조한 수요 지속 vs 과점화된 시장

모바일 기판(MCP) 매출 확대(+63% YoY)에 힘입어 2012년 예상 매출액은 7,301억원(+19.2% YoY), 영업이익은 754억원(+23.6% YoY)으로 사상 최대 실적을 이룰 것으로 전망한다. 1) 모바일 DRAM bit 성장률이 올해 97%에 달해 전체 DRAM bit 성장률 34%를 크게 상회하고, 2) 신규 글로벌 DRAM 고객사 공급이 4월부터 시작되어 견조한 수요가 예상되기 때문이다. 반면 공급의 증가는 제한적이다. 현재 MCP를 공급할 수 있는 국내 업체는 심텍을 포함하여 3곳에 불과하다.

PC용 PCB도 제품 mix 개선으로 안정적인 실적 성장 지속

심텍은 PC관련 PCB제품 매출 비중(2012년 매출 기준 48%)이 높지만 2004년부터 글로벌 PC 출하량과는 다른 성장궤도를 2004년부터 보여왔다[그림 4참조]. 단순히 사이클을 따라가는 것이 아니라, 기존 메모리 모듈 PCB 거래선을 기반으로 BOC 등 신규 제품을 포트폴리오에 추가해왔기 때문이다. 올해 PC 출하량 증가율은 4% YoY로 여전히 저조하지만, 고부가가치 제품(SSD 및 서버용 PCB) 매출 확대에 메모리 모듈 매출액은 전년 대비 19.8% 성장한 3,282억원으로 예상된다.

	2009A	2010A	2011P	2012F	2013F
매출액(십억원)	497	577	612	730	970
영업이익(십억원)	51	85	61	75	134
세전이익(십억원)	62	79	52	69	128
지배주주순이익(십억원)	49	71	43	55	97
EBITDA(십억원)	74	112	94	108	167
순차입금(십억원)	290	193	174	129	81
영업이익률(%)	10.3	14.8	10.0	10.3	13.9
ROE(%)	(335.3)	93.8	28.3	28.4	35.8
배당수익률(%)	0.0	1.2	1.4	1.1	1.1
EPS(원)	1,814	2,597	1,475	1,873	3,283
(EPS 증가율, %)	0.0	43.1	(43.2)	27.0	75.3
BPS(원)	1,298	4,770	5,711	7,537	10,821
DPS(원)	0	170	170	170	170
PER(x)	3.7	5.4	8.3	7.9	4.5
PBR(x)	5.2	3.0	2.1	2.0	1.4
EV/EBITDA(x)	6.1	5.1	5.7	5.3	3.1

양정훈 3276-6174
matthew.yang@truefriend.com

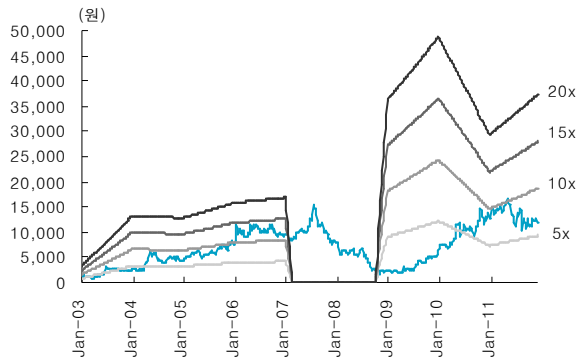
이승혁 3276-4589
kevin.lee@truefriend.com

‘매수’로 커버리지 개시

투자자의견 ‘매수’, 목표주가 21,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2012F EPS에 PER 11배를 적용해 산출하였다. 목표 PER 11배는 삼성전자의 휴대폰 영업이익의 점유율이 확대되었던 2003~2005년 휴대폰 부품 산업 평균이다.

투자포인트는 1) 모바일 D램 출하량 확대 및 신규 고객 확보에 따른 모바일 기판(MCP)의 높은 매출 성장(+63% YoY)과 2) 신규 제품 매출 확대(SSD, RDIMM) 기존 모듈 PCB 사업부에서도 안정적인 실적 성장이 기대된다는 점이다. 2012년 추정 EPS 성장률은 27%로 견조한 이익 성장이 시작될 것이다. 현 주가는 2012년 기준 PER 7.9배로 상승여력은 41%다.

[그림 1] 심택 12MF PER 밴드



자료: Datastream, 한국투자증권

<표 1> Peer valuation

회사명	시가총액	P/E		P/B		ROE(%)		EPS 성장률 (%)	
	(US\$mn)	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
국내									
삼성전기	6,649.6	20.5	24.3	1.7	2.1	8.4	8.7	(47.2)	9.0
LG이노텍	1,901.4	NA	22.6	1.0	1.6	(10.5)	7.1	0.0	0.0
대덕전자	527.3	11.7	9.0	1.4	1.2	13.1	15.7	21.5	29.9
이수페타시스	201.1	9.1	8.0	1.4	1.2	16.4	15.5	0.0	13.0
인터플렉스	665.0	17.0	13.1	2.2	2.6	15.3	22.3	(15.3)	93.9
플렉스컴	125.2	18.4	9.3	1.9	NA	12.6	21.7	(41.4)	97.8
대덕GDS	236.9	11.4	8.4	0.7	0.8	7.0	9.0	(22.7)	36.7
심택	389.4	8.3	7.9	2.1	2.0	28.3	28.4	(43.2)	27.0
해외									
IBIDEN	3,691.2	14.9	NA	1.1	1.1	7.4	1.6	67.7	(78.9)
SHINKO	1,338.8	46.6	NA	0.8	0.9	1.8	(3.3)	(24.6)	NA
KINSUS	1,433.4	15.1	12.8	2.1	1.8	12.7	14.7	14.2	18.3
TRIPOD	1,664.3	11.7	10.9	2.5	NA	27.1	18.2	(17.2)	7.2
NANYA	1,493.6	NA	NA	0.4	1.0	(43.2)	(158.5)	(49.9)	82.1
평균		16.8	12.6	1.5	1.5	7.4	0.1	(12.2)	29.7

자료: 각사, Bloomberg, 한국투자증권

<표 2> 분기별 수익 추정

(단위: 십억원)

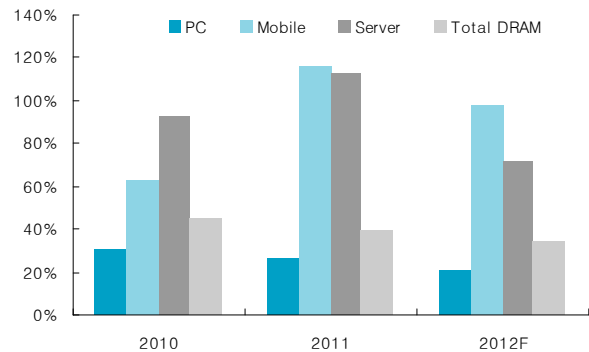
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2011	2012F
매출액	148.2	154.6	143.7	165.7	155.9	172.5	193.5	208.1	612.3	730.1
모듈PCB	63.9	69.9	64.0	76.1	74.8	81.1	84.3	87.9	274.0	328.2
PC DRAM	45.6	46.8	41.6	46.4	41.8	45.7	47.6	49.4	180.4	184.5
Server DRAM	12.6	17.3	17.3	22.8	25.9	25.9	27.1	28.5	70.0	107.4
SSD	0.8	1.2	0.7	2.2	2.2	4.4	6.7	8.7	4.9	22.0
LCD	5.0	4.6	4.4	4.6	5.0	5.1	2.9	1.4	18.6	14.4
패키지 기판	80.5	81.9	76.6	87.0	78.6	89.1	107.1	118.1	326.0	393.0
BOC	40.4	38.8	36.9	44.0	39.7	42.2	43.1	40.9	160.1	165.9
CSP	4.4	6.9	7.7	6.9	7.5	8.3	9.1	10.0	25.8	35.0
MCP	19.2	21.2	16.2	16.9	15.2	8.3	36.2	54.3	73.5	127.0
FC-CSP	0.0	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	2.0	2.0	0.6	4.2
Flash Card PCB	16.4	14.8	15.5	19.1	16.1	17.2	16.7	10.8	65.8	60.8
기타	2.8	3.1	2.5	12.1	2.5	2.3	2.1	2.1	12.1	8.9
매출비중(%)										
모듈PCB	43.1%	45.2%	44.5%	45.9%	48.0%	47.0%	43.6%	42.2%	44.7%	45.0%
패키지 기판	54.3%	53.0%	53.3%	52.5%	50.4%	51.7%	55.3%	56.8%	53.2%	53.8%
기타	1.9%	2.0%	1.7%	7.3%	1.6%	1.3%	1.1%	1.0%	2.0%	1.2%
영업이익	16.7	18.0	10.9	15.4	12.8	16.2	21.3	25.2	61.0	75.4
영업이익률(%)	11.3%	11.7%	7.6%	9.3%	8.2%	9.4%	11.0%	12.1%	10.0%	10.3%
세전이익	14.3	15.3	9.1	12.9	11.2	14.7	19.8	23.6	51.5	69.3
세전이익률(%)	9.6%	9.9%	6.4%	7.8%	7.2%	8.5%	10.2%	11.3%	8.4%	9.5%
순이익	11.0	11.6	7.8	12.7	8.9	11.7	15.9	18.9	43.1	55.4
순이익률(%)	7.4%	7.5%	5.4%	7.7%	5.7%	6.8%	8.2%	9.1%	7.0%	7.6%

자료: 한국투자증권

모바일 기판: 견조한 수요 지속 vs 과점화 시장

모바일 기판(MCP) 매출 확대에 힘입어 심택의 2012년 예상 매출액은 7,301억원(+19.2% YoY), 영업이익은 754억원(+23.6% YoY)으로 사상 최대 실적을 이어갈 것으로 전망한다. 1) 모바일 DRAM bit 성장률이 올해 97%에 달해 전체 DRAM bit 성장률 34%를 크게 상회하고, 2) 신규 글로벌 DRAM 고객사 공급이 4월부터 시작되어 견조한 수요가 예상되기 때문이다.

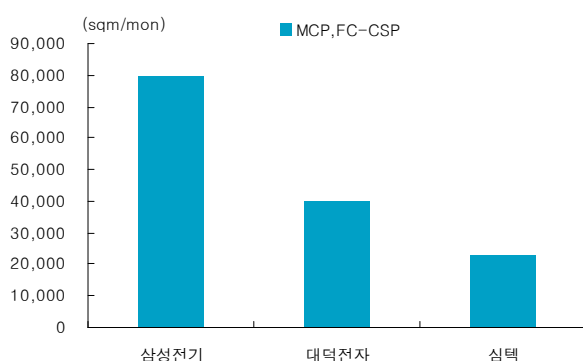
[그림 2] DRAM 제품별 bit 성장률 비교



자료: 한국투자증권

반면 모바일 기판 공급의 증가는 제한적이다. 현재 MCP를 공급할 수 있는 국내 업체는 삼성전기, 대덕전자, 심택 등 3곳에 불과하다. 기본적으로 월 25,000sqm을 확보하기 위해서는 500억원 규모의 Capex가 소요되는 등 막대한 설비투자 비용이 진입장벽으로 작용하기 때문에, 단기간 내에 경쟁업체 진입은 어려울 전망이다. 따라서 동사가 영위하는 모바일 기판 (MCP)의 경우 다른 스마트폰 부품에 비해 보다 안정적인 성장이 가능하다. 우리는 동사의 2012년 모바일 기판 매출액이 1,620억원으로 전년 대비 63% 성장할 것으로 예상된다.

[그림 3] 주요 모바일 기판 업체별 Capacity

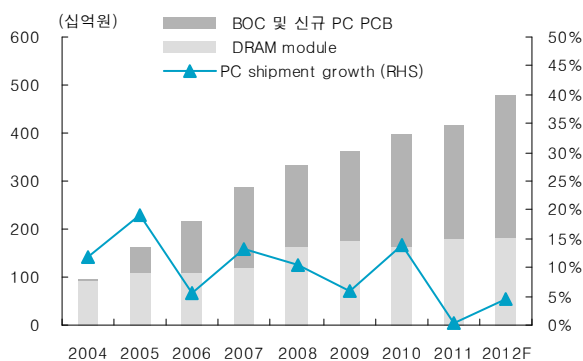


자료: 각 사, 한국투자증권

PC용 PCB: 신규 제품 추가로 점진적 회복

심택은 PC관련 PCB제품 매출 비중이 2012년 기준 48%로 다른 국내 PCB 업체 대비 높지만 2004년부터 글로벌 PC 출하량과는 다른 성장궤도를 보여왔다. 단순히 PC 수요 사이클을 따라가는 것이 아니라, 기존 메모리 모듈 거래선을 기반으로 BOC 등 신규 제품을 포트폴리오에 추가해왔기 때문이다.

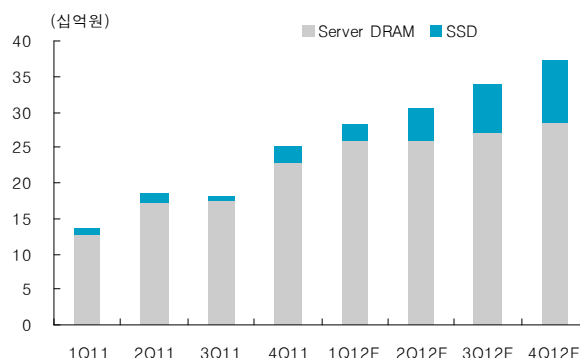
[그림 4] PC용 PCB 매출액 합산 및 글로벌 PC 출하량 추이 비교



자료: 심택, Gartner, 한국투자증권

올해 PC 출하량 증가율은 4% YoY로 여전히 저조하지만, 신규 제품 매출 확대로 메모리 모듈 매출액은 전년 대비 19.8% 성장한 3,282억원으로 예상된다. 특히 하드 드라이브 대응으로 사용되는 SSD와 서버용 DRAM 기판으로 사용되는 RDIMM이 높은 성장을 보일 것으로 판단한다. SSD의 경우 아직 초기 시장 국면이라 매출 기여도는 크지 않지만, 차세대 성장 동력으로 자리 잡을 가능성이 높다고 판단된다.

[그림 5] Server DRAM 및 SSD용 기판 매출액 추이



자료: 각 사, 한국투자증권

주요 리스크 요인

1) IT 경기 및 수요 약세 장기화, 2) 금 가격 폭등에 따른 원자재 부담 비용 상승, 3) 원/달러 환율 하락 등이다. 특히 원/달러 환율의 경우, 심택 전체 매출액의 60% 정도가 환율 변동에 노출되어 있다. 물량과 ASP가 동일하다는 가정 아래 원/달러 환율이 10% 변동될 때, 영업이익이익률은 2~3%p 변동하는 것으로 추정된다.

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
심택(036710)	2012.03.21	매수	21,000 원



재무상태표

(단위: 십억원)

	2009A	2010A	2011P	2012F	2013F
유동자산	174	131	160	177	236
현금성자산	8	13	36	33	51
매출채권및기타채권	102	50	53	63	84
재고자산	36	48	51	61	81
비유동자산	218	310	342	367	417
투자자산	27	72	72	72	72
유형자산	173	226	262	287	337
무형자산	1	0	0	0	0
자산총계	391	441	502	544	653
유동부채	215	259	317	303	305
매입채무및기타채무	71	84	95	112	145
단기차입금및단기사채	30	159	199	167	137
유동성장기부채	45	15	0	0	0
비유동부채	162	45	17	9	9
사채	12	0	9	0	0
장기차입금및금융부채	149	37	9	0	0
부채총계	377	305	334	311	314
자본금	14	15	15	15	15
자본잉여금	50	79	79	79	79
자본조정	(23)	(1)	0	0	0
이익잉여금	(39)	31	75	130	227
자본총계	14	136	168	223	320
조정자본총계	14	137	168	223	320

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2009A	2010A	2011P	2012F	2013F
영업활동현금흐름	52	93	87	85	121
당기순이익	49	71	43	55	97
유형자산감가상각비	22	26	33	33	33
무형자산상각비	1	0	0	0	0
자산부채변동	(5)	(9)	5	(3)	(9)
기타	(15)	5	6	0	0
투자활동현금흐름	(94)	(108)	(36)	(48)	(73)
유형자산투자	(18)	(15)	(36)	(25)	(50)
유형자산매각	0	1	0	0	0
투자자산순증	(77)	(93)	(0)	(23)	(28)
무형자산순증	(0)	0	0	0	0
기타	1	(1)	0	0	5
재무활동현금흐름	22	21	(28)	(40)	(30)
자본의증가	0	57	0	0	0
차입금의순증	22	(37)	(28)	(40)	(30)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	1	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(20)	5	23	(3)	18

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 자본법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

	2009A	2010A	2011P	2012F	2013F
매출액	497	577	612	730	970
매출총이익	75	117	91	116	179
판매관리비	24	32	31	40	44
기타영업손익	0	0	(0)	0	0
영업이익	51	85	61	75	134
금융수익	31	6	34	66	62
이자수익	1	1	0	0	0
금융비용	18	14	43	73	69
이자비용	10	13	9	8	8
기타영업외손익	(2)	2	1	(0)	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	62	79	52	69	128
법인세비용	13	9	8	14	31
당기순이익	49	71	43	55	97
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	49	71	43	55	97
EBITDA	74	112	94	108	167
조정당기순이익	49	71	43	55	97

주요 투자지표

	2009A	2010A	2011P	2012F	2013F
주당지표(원)					
EPS	1,814	2,597	1,475	1,873	3,283
BPS	1,298	4,770	5,711	7,537	10,821
DPS	0	170	170	170	170
성장성(% YoY)					
매출증가율	19.7	16.1	6.2	19.2	32.9
영업이익증가율	44.4	66.1	(28.4)	23.6	78.3
순이익증가율	0.0	43.3	(39.1)	28.5	75.4
EPS증가율	0.0	43.1	(43.2)	27.0	75.3
EBITDA증가율	26.6	50.6	(15.5)	14.7	54.5
주익성(%)					
영업이익률	10.3	14.8	10.0	10.3	13.9
순이익률	9.9	12.3	7.0	7.6	10.0
EBITDA Margin	15.0	19.4	15.4	14.8	17.3
ROA	12.5	17.0	9.1	10.6	16.2
ROE	(335.3)	93.8	28.3	28.4	35.8
배당수익률	0.0	1.2	1.4	1.1	1.1
안정성					
순차입금(십억원)	290	193	174	129	81
차입금/자본총계비율(%)	2,175.8	154.9	128.9	75.0	42.9
Valuation(X)					
PER	3.7	5.4	8.3	7.9	4.5
PBR	5.2	3.0	2.1	2.0	1.4
PSR	0.4	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.1	5.1	5.7	5.3	3.1

Compliance notice

- 당사는 2012년 3월 21일 현재 심택 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

기업 투자자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상

업종 투자자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.