

Company Update



이종욱
Analyst
jwstar.lee@samsung.com
02 2020 7793

이상경
Research Associate
sk87.lee@samsung.com
02 2020 7786

AT A GLANCE

SELL **HOLD** **BUY**

목표주가	17,000원(55.3%)	
현재주가	10,950원	
Bloomberg code	036710 KS	
시가총액	3,398.1억원	
Shares (float)	31,033,001주 (73.2%)	
52주 최저/최고	10,050원/15,450원	
60일-평균거래대금	32.0억원	
One-year performance	1M 6M 12M	
신택 (%)	+2.3 -25.0 -9.1	
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-7.8 -19.2 -12.8	

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY HOLD(M)		
목표주가	17,000	4,300	+295.3%
2012E EPS	1,429	0	0.0%
2013E EPS	1,835	0	0.0%
2014E EPS	1,996	0	0.0%

SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	14
Target price vs I/B/E/S mean	-2.8%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	-42.3%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
I/B/E/S recommendation	BUY(1.6)

신택 (036710)

구조적 수익성 개선

WHAT'S THE STORY?

Event: 스마트폰과 태블릿 PC 시장의 중저가화에 따른 모바일용 패키지 제품들과 FC-CSP 매출 증가 기대.

Impact: 모바일용 패키지의 매출 비중 증가는 높은 이익률을 동반하며 동사의 Product mix의 구조적 개선을 가져올 것. FC-CSP 사업 또한 우호적인 시장 환경 조성으로 매출 증가 가시성 증대.

Action: 2013년 EPS 1,835원에 Target P/E 9.2배를 적용, BUY 투자의견과 목표주가 17,000원으로 신규 커버리지를 개시.

THE QUICK VIEW

BUY 투자의견과 목표주가 17,000원으로 커버리지를 개시: 2013년 EPS 1,835원에 Target P/E 9.2배를 적용하여 산정한 목표주가 17,000원과 BUY 투자의견으로 커버리지를 개시 한다. BUY 투자의견의 근거는 모바일 어플리케이션용 패키지 출하량의 증가에 따른 Product mix의 구조적 개선과 FC-CSP 시장으로의 진입 가시성 상승이다.

시장 트렌드 변화의 수혜주: 2013년 스마트폰과 태블릿 PC 시장이 중저가 세그먼트로 확대되면서 모바일 어플리케이션용 패키지는 그 출하량과 이익률이 동반 상승, Product mix의 구조적 개선이 기대된다.

저가형 모바일 시장 확대로 인한 FC-CSP 매출 가능성 증가: 보급형 스마트폰 모델이 늘어나며 중저가형 칩 수요가 증가하고 이원화 제품들이 늘어날 것이다. 현재 경쟁사들은 High-end 시장에만 집중하고 있는 반면 2012년 이전부터 FC-CSP 시장의 진출을 모색해 왔으며 중저가 시장부터 공략하고 있는 동사에게 2013년은 좀더 우호적인 시장 환경으로 다가올 것이다.

2013년 DDR4 Migration의 시작: 전방 PC 산업의 부진 우려에도 동사 패키지 사업(BOC)의 이익률은 반도체 가격이나 고객사의 이익률에 비해 안정적인 편이며 2013년부터 DDR4의 양산이 시작되는 점도 긍정적이다. DDR4용 BOC 가격이 DDR3 대비 약 20% 상승할 것으로 보여 Migration으로 인한 ASP 뱅어 효과가 기대된다.

재무구조와 실적 전망: KIKO로 망가졌던 재무구조가 올해를 기점으로 최적화 될 전망이며 차입금 상환으로 부채비율도 낮아질 것이다. 3분기 실적은 매출액으로 전분기대비 7.6% 증가한 1,746억원, 영업이익은 전분기대비 16.8% 증가한 164억원을 예상한다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	612.3	686.2	784.1	822.3
순이익 (십억원)	41.9	43.8	57.0	62.0
EPS (adj) (원)	1,431	1,429	1,835	1,996
EPS (adj) growth (%)	(41.0)	(0.2)	28.4	8.8
EBITDA margin (%)	15.1	14.8	14.7	14.6
ROE (%)	27.1	22.7	24.0	21.3
P/E (adj) (배)	7.7	7.7	6.0	5.5
P/B (배)	1.9	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA (배)	5.2	4.5	3.7	3.6
Dividend yield (%)	1.8	1.8	1.8	1.8

자료: 삼성증권 추정

■ 목차

1. 밸류에이션	p2
2. 기업 개요	p4
3. 시장 트렌드 변화의 수혜주	p5
4. 재무구조와 실적 전망	p9

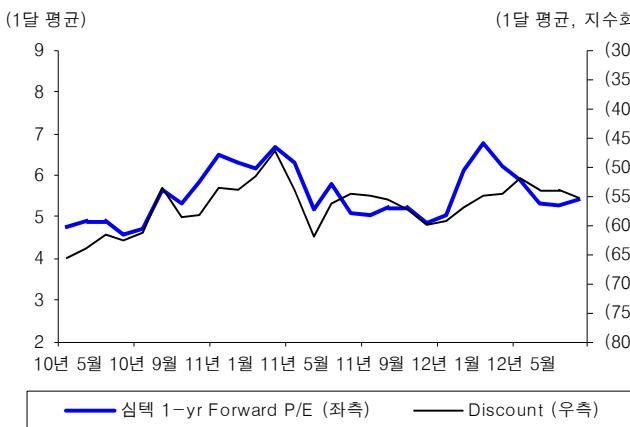
1. 밸류에이션

동사에 대해 BUY 투자의견과 목표주가 17,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2013년 EPS 1,835원에 Target P/E 9.2배를 적용하여 산정하였다. Target P/E는 글로벌 패키지 업체 평균 P/E에서 25% 디스카운트하였다. 현재 주가에는 PC용 메모리 매출 비중이 높다는 점과 2012년 하반기에 기대했던 FC-CSP (삼성향)으로의 매출이 올해에는 의미 있게 증가하지 않을 것이라는 점이 부정적으로 반영되고 있는 것으로 보인다. 그러나 2013년에 일어날 전방산업의 변화는 동사를 둘러싼 리스크들이 희석될 수 있는 기회 요인이라는 판단이다.

- 1) MCP와 CSP 등 모바일 어플리케이션용 패키지 출하량이 의미 있게 증가하기 시작하면서 Product mix가 구조적으로 개선되고 있다. 모바일용 부품에서 창출되는 매출은 1Q12에 12.4%에서 4Q12에는 29% 수준까지 확대될 것으로 전망한다.
- 2) 패키지 제품 이원화가 요구되는 환경 변화가 예상됨에 따라 FC-CSP 시장으로의 진입 가시성이 높아질 것으로 예상된다.

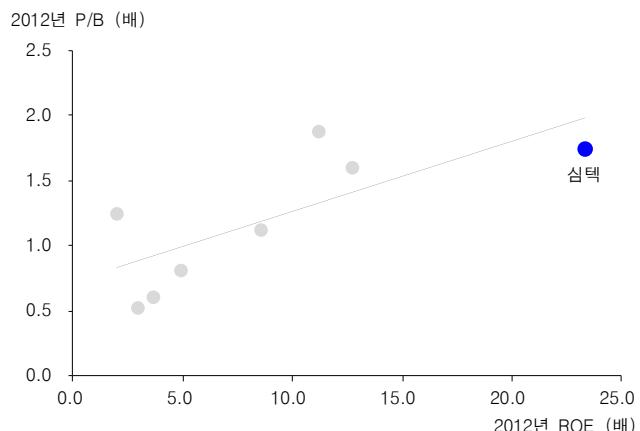
결론적으로 2013년 리스크 요인 희석으로 인한 밸류에이션 정상화 가능성성이 크다는 판단이다. 또한 FC-CSP 패키지 공급 업체는 하이엔드 제품 공급 업체로서의 프리미엄을 받고 있기 때문에 동사가 본격적으로 공급하기 시작하는 단계에서는 리레이팅이 일어날 가능성도 있다.

그림 1. 2010년 이후 주요 패키지 부품 업체와 신택의 1yr forward P/E 추이



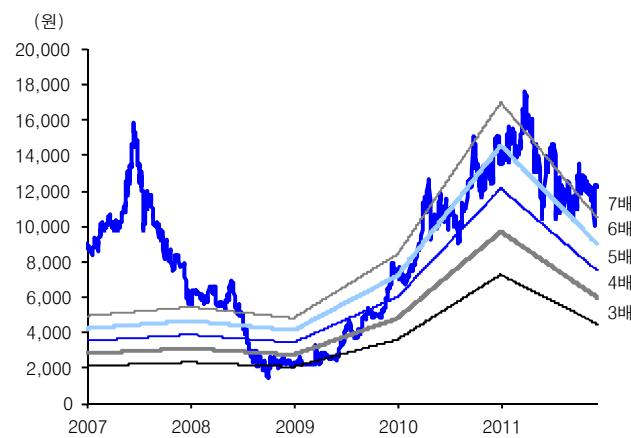
자료: Datastream, 삼성증권

그림 2. Peer Valuation: ROE vs P/B



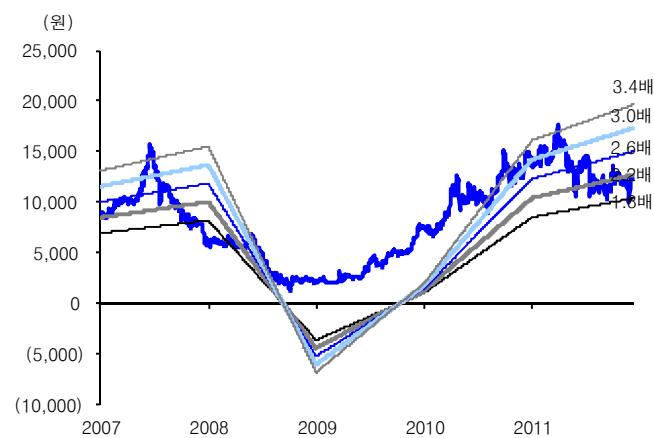
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 3. P/E band chart



자료: 삼성증권

그림 4. P/B band chart



자료: 삼성증권

표 1. 주요 패키지 업체 peer valuation

Company	시가총액 (USDm)	P/E (배)		P/B (배)		EV/EBITDA (배)		ROE (%)		OPM (%)		EPS growth (%)	
		2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E
심텍	346	8.0	6.5	1.7	1.4	4.9	3.9	23.4	23.6	9.4	10.3	23.4	15.6
삼성전기	6,375	17.0	15.0	1.9	1.7	6.7	5.9	11.2	11.5	7.4	7.6	13.3	9.2
LG이노텍	1,476	51.5	13.9	1.2	1.1	6.1	5.0	2.0	8.1	2.4	3.9	271.5	40.0
Ibiden	2,208	16.6	11.3	0.6	0.6	2.3	2.1	3.7	5.0	6.0	6.9	47.1	9.8
Shinko	868	17.9	17.5	0.5	0.5	1.0	1.0	3.0	2.8	4.3	4.5	2.3	9.5
Kinsus	1,303	12.7	11.2	1.6	1.5	5.5	4.7	12.8	14.0	14.6	16.4	13.7	11.7
Unimicron	1,825	13.0	10.1	1.1	1.0	4.4	3.8	8.6	10.3	7.5	8.3	28.9	12.8
Kyocera	16,500	16.5	13.0	0.8	0.8	4.7	3.8	4.9	5.9	7.7	9.8	27.1	8.7
패키지 업체 평균		19.2	12.3	1.2	1.1	4.5	3.8	8.7	10.2	7.4	8.5	53.4	14.7

참고: 9월 28일 종가 기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

■ 목차

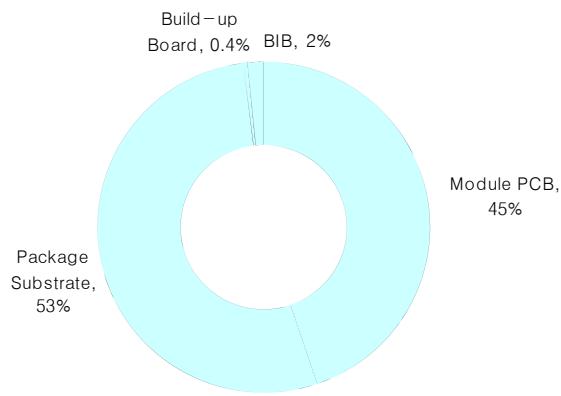
1. 벌류에이션	p2
2. 기업 개요	p4
3. 시장 트렌드 변화의 수혜주	p5
4. 재무구조와 실적 전망	p9

2. 기업 개요

메모리 PCB 전문 업체

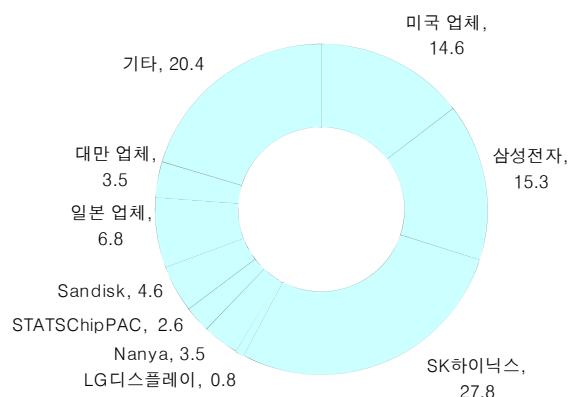
동사는 1987년에 설립된 이후 반도체 및 통신기기용 PCB를 전문적으로 생산하는 PCB업체이다. 반도체용 PCB 제조에 특화되어 2000년대 이후 메모리 모듈 PCB와 반도체 칩 조립에 필요한 Substrate PCB를 중심으로 성장을 지속하여 왔다. 메모리 모듈 PCB 국산화에 성공한 이후 삼성전자, 하이닉스의 메모리반도체 사업 성장과 궤를 같이 했으며, 현재는 반도체용 PCB의 글로벌 점유율 1위 업체로서 미국, 일본, 대만 업체들을 포함한 세계 주요 반도체 생산 업체들에게 PCB를 공급하고 있다.

그림 5. 제품별 매출 비중 (2011년 기준)



자료: 심텍, 삼성증권

그림 6. 고객별 매출 비중 (2011년 기준)



자료: 심텍, 삼성증권

표 2. PCB 제품 라인업

라인	제품명	적용 칩	최종 어플리케이션	설명
Module PCB	Memory Module PCB	DRAM	PC	다수의 메모리반도체 패키지를 실장하여 모듈화한 PCB
	RDIMM (Dual Inline Memory Module)	DRAM	서버	서버용 모듈 PCB
	SSD PCB (Solid State Drive PCB)	NAND	서버, 울트라북	반도체 메모리를 이용한 저장매체(SSD)용 모듈 PCB
Package Substrate	BOC (Board on Chip)	DRAM	PC	본딩면과 기판을 접착하고 와이어본딩을 통해 메인보드와 칩을 연결해주는 기판
	CSP (Chip Scale Package)	비메모리 칩	모바일	슬더볼 array를 통해 메인보드에 실장하기 위한 기판
	MCP (Multi Chip Package)	모바일DRAM, Embedded NAND	모바일	여러 개의 Chip을 하나에 패키징하기 위한 기판
	FC-CSP (Flipchip CSP)	AP, Baseband chip	모바일	와이어본딩 대신 플립칩 범핑 기술을 이용한 CSP으로 전력소모와 부피 측면에서 개선
	FMC (Flash Memory Card)	플래시메모리	플래시카드	플래시메모리카드용 기판

자료: 삼성증권

■ 목차

1. 벨류에이션	p2
2. 기업 개요	p4
3. 시장 트렌드 변화의 수혜주	p5
4. 재무구조와 실적 전망	p9

3. 시장 트렌드 변화의 수혜주

모바일용 패키지 매출 증가로 인한 수익 구조 변화

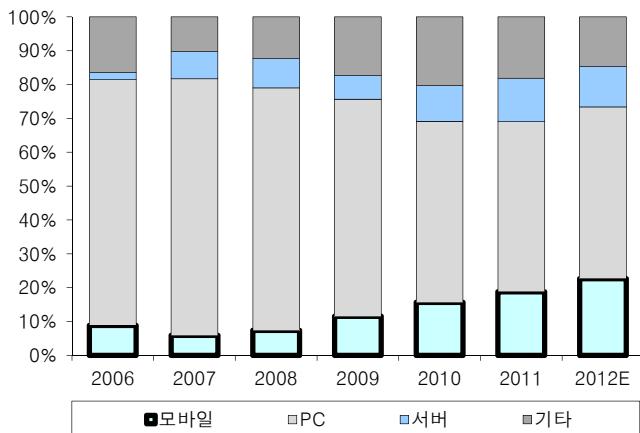
모바일용 패키지 매출 비중이 높아지고 있다. 3분기에는 삼성전자로의 납품이 확대되면서 모바일용 패키지 매출이 전분기 대비 29% 증가한 450억을 기록할 것으로 예상된다. 4분기에도 이러한 성장세는 이어져 전분기 대비 33% 증가한 600억 원의 매출이 가능할 전망이다. 이에 따라 모바일용 패키지 매출 비중은 4분기 기준 전체 매출의 31.4% 수준으로 확대될 것으로 기대한다.

2013년은 스마트폰과 태블릿 PC 시장이 중저가 세그먼트로 확대되면서 출하량 기준 성장이 지속될 것으로 전망된다. 당사는 스마트폰과 태블릿 PC 출하량이 2013년에도 각각 19%와 98% 성장할 것으로 예상한다. 이러한 시장의 변화는 동사의 입장에서 긍정적이라는 판단인데, 그 이유는 중저가 시장에서 낸드와 디램의 사양의 하향 조정이 패키지 단가 하락에 미치는 영향보다는 출하량 증가로 인한 패키지 물동량 확대가 주는 긍정적인 영향이 더욱 크기 때문이다.

특히 모바일용 패키지의 경우 이익률은 동사의 기준 제품 대비 이익률이 높아 Product mix 개선 효과로 인한 이익률 개선이 가능할 것으로 보인다. 이에 따라 전사 매출액 중에 모바일용 비중은 1Q12 12.4% 수준에서 4Q12에는 29% 수준까지 확대될 것으로 전망된다.

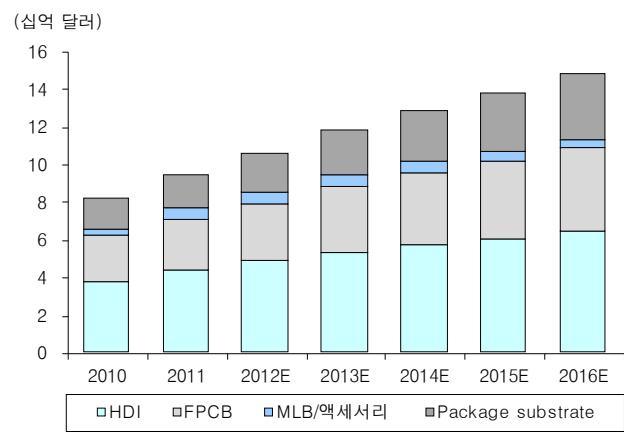
결론적으로 모바일용 패키지 매출 성장률은 다른 제품의 성장률을 상회할 것으로 기대되며 2013년 연간 기준으로 전사 매출의 34%를 담당하게 될 것으로 전망한다. 전통적인 PC 부품 (메모리모듈, BOC 등)의 매출 비중이 55% 수준으로 하락할 것으로 보인다. 이는 전방산업의 트렌드 변화에 따른 구조적인 비즈니스 모델 변화이며 1) 동사가 PC 시장의 정체에 따른 성장 둔화 리스크에서 탈피하고, 2) 수익성이 구조적으로 개선될 수 있음을 시사한다.

그림 7. 어플리케이션별 매출액 비중 추이



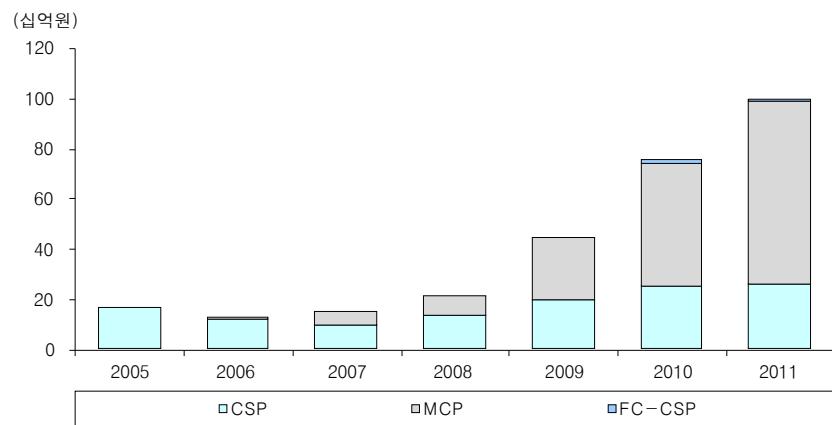
자료: 신택, 삼성증권

그림 8. 모바일 기판 종류별 시장 전망



자료: Prismark, 삼성증권

그림 9. 모바일 Package Substrate 매출의 제품별 세분 비중 추이

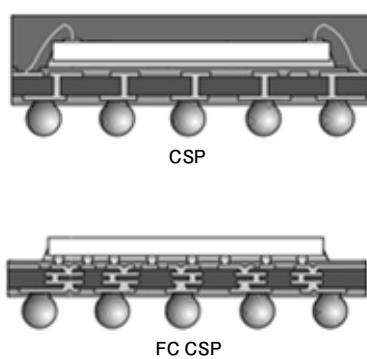


자료: 신택, 삼성증권

저가형 모바일 시장 확대: FC-CSP 매출 가능성 증가

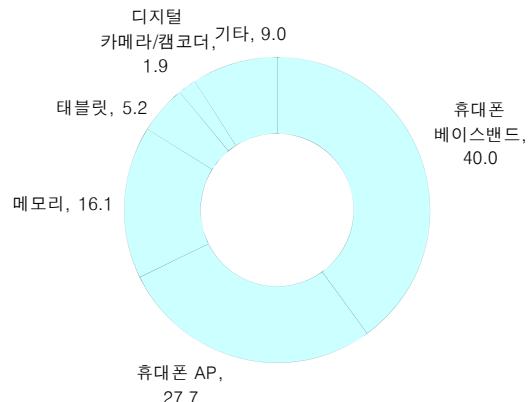
FC-CSP 역시 업체에 따라서는 모바일 시장의 트렌드 변화 수혜를 받을 수 있을 것으로 생각된다. 스마트폰이 중저가형 모델로 재편된다면 BOM cost 축소의 압박이 칩 부품 업체들에게도 직접적인 영향을 미치게 될 것이다. 이에 따라 중저가형 칩 수요가 증가하고, 이원화 제품들이 늘어날 것으로 예상된다. FC-CSP 시장은 2011년 수량 기준 모바일 AP 와 베이스밴드 칩이 전체 FC-CSP 시장의 약 64%를 차지하고 있으며, 삼성전기, 이비엔, 신코, 킨서스 등이 High-end 시장을 점유하고 있다. 이들은 기술 로드맵 상 신제품을 가장 빨리 양산하여 높은 이익률을 얻는 업체들이다. 2012년 Top-tier 업체들이 퀄드코어 AP 제품 양산이 본격화된 시기였다면, 2013년 퀄드코어가 양산되는 시점에서 싱글코어나 듀얼코어 프로세서는 이원화될 개연성이 커졌다는 것을 의미한다. 또한 이익률에 대한 부담 속에서 블루투스나 와이파이 모듈의 외주 가능성 역시 커질 것으로 기대된다. 결국 2012년 이전부터 FC-CSP 시장의 진출을 모색해온 동사는 2013년에 좀더 좋은 진입 환경에 놓일 것으로 예상한다.

그림 10. FC-CSP 개요



자료: 삼성증권

그림 11. FC-CSP 어플리케이션 비중 (2011년 기준)



자료: 신택, 삼성증권

표 3. 프리미엄과 중저가형 스마트폰 모델 스펙 비교

	프리미엄 모델	중저가형 모델
클럭 속도	1.4~2GHz	600MHz~1GHz
디스플레이 크기	4~5.5inch	2.8~4inch
디스플레이 해상도	256~342	125~316
후면 카메라	8~13MP	2~5MP
전면 카메라	VGA~2.1MP	No or VGA
배터리 용량	1,440~3,100mAh	1,100~1,750mAh
저장용량	8~64GB	512MB~4GB
RAM	1~2GB	256MB~1GB

자료: 삼성증권

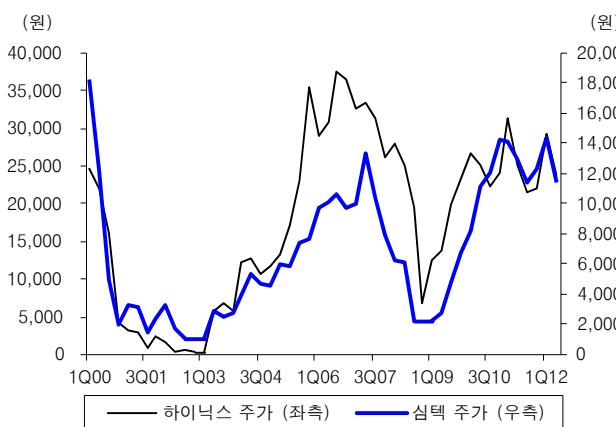
동사는 올해 말 RF chip과 관련된 FC-CSP 진출을 시작으로 단계적으로 어플리케이션을 늘려간다는 전략이다. RF chip용 FC-CSP는 현재 승인 이후 3분기부터 매출에 일부 반영되기 시작하며 2013년에 본격적으로 반영될 수 있을 것으로 예상된다. 또한 내년 1분기부터는 Baseband chip용 FC-CSP, 하반기에는 AP용 FC-CSP로 단계적으로 시장에 진입한다는 계획이다. 이에 따라 2013년 FC-CSP 관련 매출액은 약 114억원을 기록할 수 있을 것으로 전망한다. 매출 비중은 1.7%에 불과하지만 1) 제품 라인업의 다변화, 2) 하이엔드 제품의 생산으로 선도업체와의 격차 감소, 3) Product mix 개선으로 인한 이익률 증가 효과를 기대할 수 있다는 점에서 의미 있는 변화라는 판단이다.

2013년 DDR4 Migration의 시작

동사 매출의 약 51%를 차지하는 메모리 관련 제품 (메모리모듈, BOC substrate)의 경우 전방산업인 PC 수요는 2012년 8.5% 역성장으로 여전히 부진함에도 불구하고 안정적인 매출을 유지할 수 있을 것으로 기대한다. 이유는 크게 두 가지이다. 먼저, 패키지 사업 (BOC)의 이익률이 반도체 가격이나 고객사의 이익률에 비해 안정적이다. 패키지 가격이 전방산업의 업황에 영향을 받는 것은 사실이나 동사의 상대적인 가격 경쟁력과 중저가 시장에서의 제한된 경쟁은 동사에게 안정적인 매출을 가져다 줄 것이다.

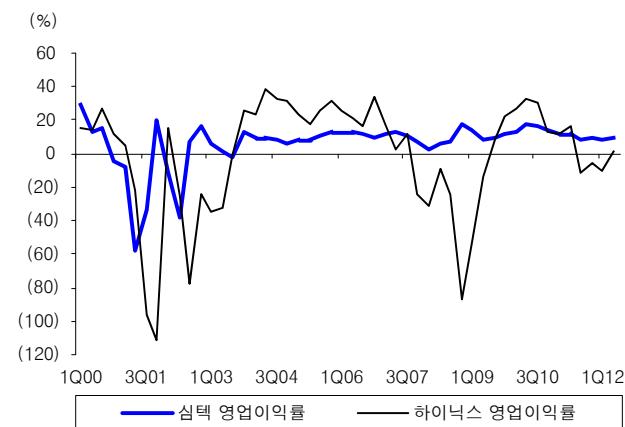
또한, 2013년부터 DDR4의 양산이 시작되는 점도 주목할 만 하다. 비록 2013년 DDR4 비중은 약 6.3%로 매우 미미하지만, DDR4용 BOC 가격이 DDR3 대비 약 20% 상승할 것으로 보여 Migration으로 인한 ASP 방어 효과가 기대된다. DDR4로의 Product mix 변화에 따른 수혜는 2014년에 더욱 클 것으로 전망된다. DDR2나 DDR3에 비해 제품 전환에 대한 수요가 미진할 우려가 있지만, 그럼에도 전환 2~3년차의 전환 속도가 가장 빠르기 때문이다.

그림 12. 주가 비교: 하이닉스 vs 심텍



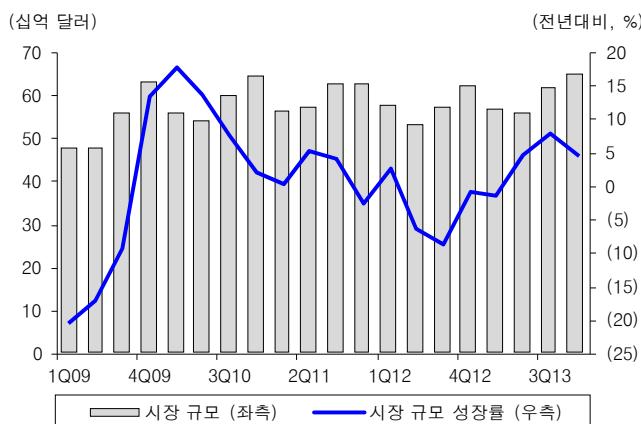
자료: 하이닉스, 심텍, 삼성증권

그림 13. 영업이익률 비교: 하이닉스 vs 심텍



자료: 하이닉스, 심텍, 삼성증권

그림 14. 세계 PC 시장 전망



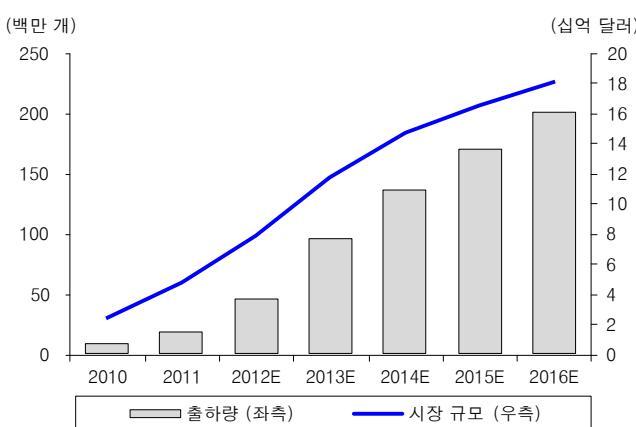
자료: IDC, 삼성증권

그림 16. 심텍 주가와 필라델피아 반도체 지수 추이



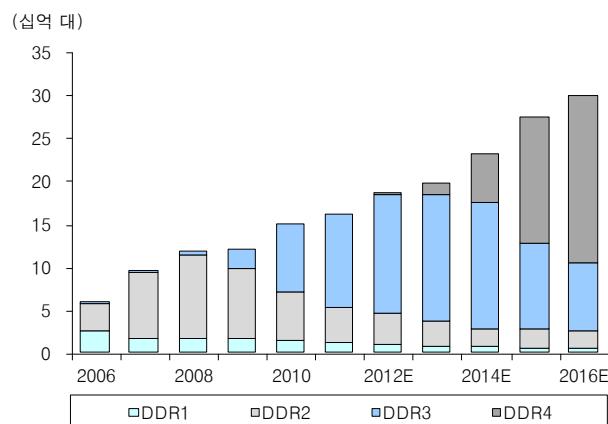
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 18. 세계 SSD 시장 전망



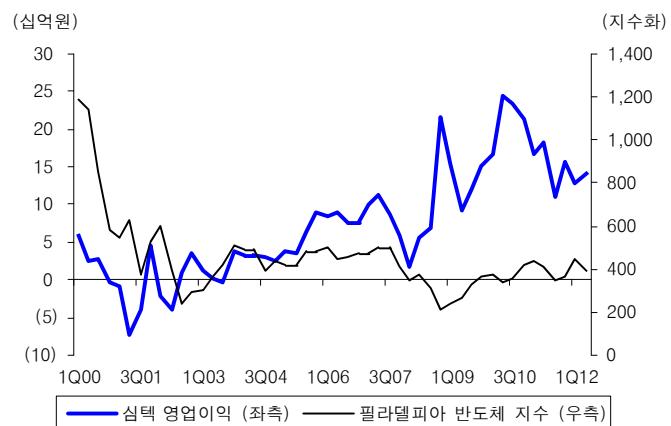
자료: Gartner, 삼성증권

그림 15. DDR 기술별 DRAM 출하량 전망



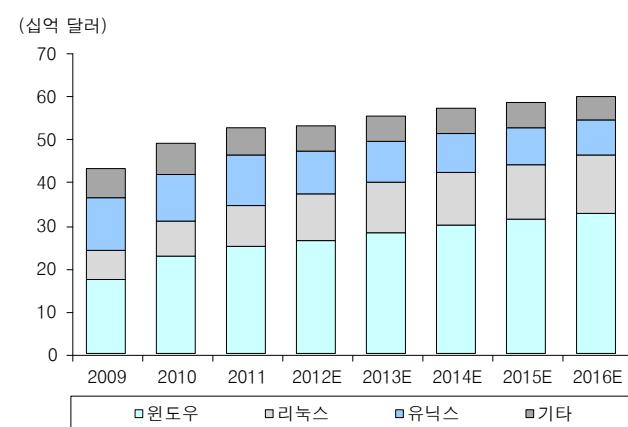
자료: Gartner, 삼성증권

그림 17. 심텍 영업이익과 필라델피아 반도체 지수 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 19. OS별 세계 서버 시장 전망



자료: Gartner, 삼성증권

■ 목차

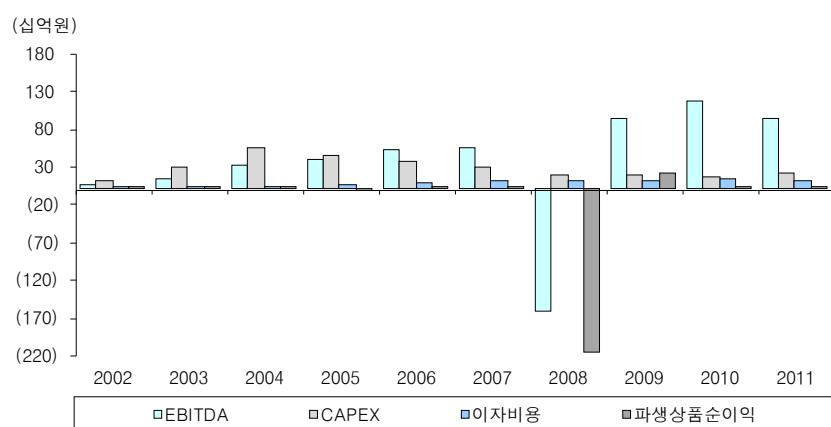
1. 벌류에이션	p2
2. 기업 개요	p4
3. 시장 트렌드 변화의 수혜주	p5
4. 재무구조와 실적 전망	p9

4. 재무구조와 실적 전망

재무구조 최적화

KIKO로 망가졌던 재무구조가 올해를 기점으로 최적화될 전망이다. 올해 부채의 일부를 상환하고 나면 연말 차입금은 1,200억원 수준으로 하락할 것으로 보인다. 순부채 비율은 50% 수준이다. 내년부터는 추가 상환 없이 재무 구조를 유지할 계획이며, 연간 Capex가 EBITDA의 22% 수준임을 감안할 때 현금이 본격적으로 축적되기 시작할 것으로 전망된다.

그림 20. 연간 EBITDA, CAPEX, 이자비용, 파생상품순이익의 추이



자료: 신텍, 삼성증권

표 4. 연간 DPS, 배당성향, 시가배당률 추이

	DPS (원/주)	배당성향 (%)	시가배당률 (%)
2004	186	27.3	4.1
2005	186	28.3	2.4
2006	140	17.3	1.4
2007	150	17.3	1.9
2008	0	0.0	0.0
2009	0	0.0	0.0
2010	170	6.9	1.2
2011	200	13.5	1.6

자료: 신텍, 삼성증권

한편, 동사가 보유한 BW 잔여분은 약 117만주로 대표이사가 보유하고 있는 것으로 파악된다. 발행주식대비 3.8% 수준으로 당해 11월 22일까지 행사해야 할 물량이다.

표 5. BW 발행 현황

주식 종류	행사 가능 기간	권면총액 (억원)	행사비율 (%)	미행사 주식수
기명식 보통주	2010.12.22~2012.11.22	300	100	1,166,998

자료: 신텍, 삼성증권

분기별 실적 전망

3분기 매출액은 전분기대비 7.6% 증가한 1,746억원, 영업이익은 전분기대비 16.8% 증가한 164억원을 기록할 것으로 예상된다. 이는 시장 컨센서스와 유사한 수준이다. 3분기 MCP 매출액은 전분기대비 30% 상승한 291억원으로 예상되어 여전히 동사의 성장을 견인할 것으로 기대된다. SSD PCB 매출 역시 전분기 대비 39.6% 증가할 전망이다. 4분기에는 MCP 매출액이 393억으로 확대되고 SSD 매출이 소폭 증가하면서 전사 매출은 전분기대비 9.3% 증가한 1,909억원, 영업이익은 전분기대비 16.6% 증가한 191억원을 기록할 것으로 예상된다. FC-CSP 제품은 3분기부터 매출에 반영되기 시작하나 본격적인 매출은 2013년에 발생할 것으로 기대한다.

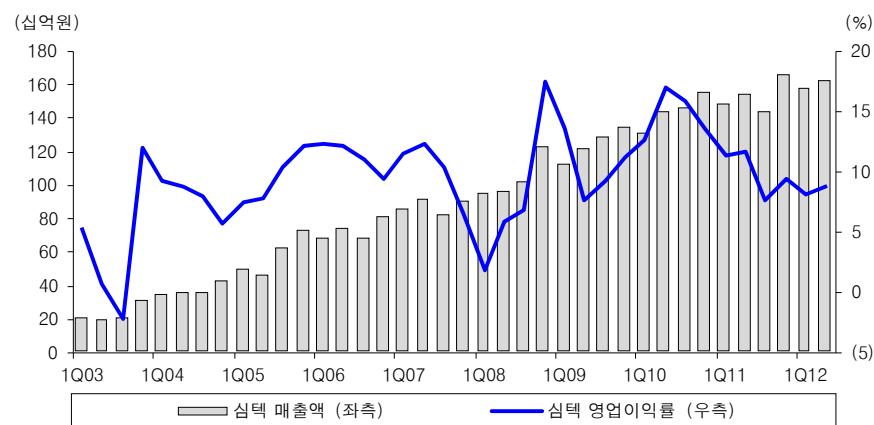
표 6. 3분기 실적 전망

(십억원)	3Q12E	2Q12	3Q11	증감 (%)		
				전분기	대비	전년동기
매출액	174.6	162.4	143.7	7.6	21.5	
영업이익	16.4	14.1	10.9	16.8	51.0	
세전사업계속이익	15.1	12.8	9.1	18.0	64.8	
순이익	11.7	9.9	7.8	18.8	50.5	
이익률 (%)						
영업이익	9.4	8.7	7.6			
세전사업계속이익	8.6	7.9	6.4			
순이익	6.7	6.1	5.4			

참고: K-IFRS 연결기준

자료: 심텍, 삼성증권

그림 21. 분기별 매출액과 영업이익률 추이



자료: 심텍, 삼성증권

표 7. 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12E	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012E	2013E
매출액	158.3	162.4	174.6	190.9	190.9	192.7	197.2	203.3	612.3	686.2	784.1
Module PCB	75.3	67.8	68.5	70.4	69.8	70.7	73.8	73.7	274.2	282.0	288.0
Package substrate	80.7	90.8	102.4	116.8	117.5	118.5	119.7	126.0	326.0	390.7	481.6
Burn-in Board (BIB)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	2.6	1.3	1.5
Build-up Board	1.9	3.4	3.4	3.4	3.2	3.2	3.2	3.2	9.6	12.2	13.0
영업이익	12.8	14.1	16.4	19.1	19.1	18.8	18.9	21.2	61.1	62.4	78.0
영업이익률 (%)	8.1	8.7	9.4	10.0	10.0	9.8	9.6	10.4	10.0	9.1	10.0

참고: K-IFRS 연결기준

자료: 심텍, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	577	612	686	784	822
매출원가	460	514	578	657	687
매출총이익	117	98	108	127	135
(매출총이익률, %)	20.3	16.1	15.8	16.2	16.4
판매 및 일반관리비	32	36	44	49	51
영업이익	86	61	62	78	84
(영업이익률, %)	14.9	10.0	9.1	10.0	10.2
순금융이익	(12)	(9)	(7)	(7)	(7)
순외화이익	1	0	(1)	0	0
순지분법이익	0	0	1	1	0
기타	6	(1)	2	2	2
세전이익	80	52	57	73	80
법인세	9	10	13	16	18
(법인세율, %)	10.8	18.6	22.6	22.3	22.3
순이익	71	42	44	57	62
(순이익률, %)	12.3	6.8	6.4	7.3	7.5
영업순이익*	66	42	44	57	62
(영업순이익률, %)	11.5	6.8	6.4	7.3	7.5
EBITDA	119	92	101	115	120
(EBITDA 이익률, %)	20.6	15.1	14.8	14.7	14.6
EPS (원)	2,597	1,435	1,426	1,837	1,998
수정 EPS (원)**	2,428	1,431	1,429	1,835	1,996
주당배당금 (보통, 원)	170	200	200	200	200
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	6.9	13.7	14.1	10.8	9.9

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동에서의 현금흐름	93	63	75	84	95
순이익	71	42	44	57	62
유·무형자산 상각비	27	32	37	35	33
순외환관련손실 (이익)	0	4	1	0	0
지분법평가손실 (이익)	(0)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	102	105	85	921	96
순운전자본감소 (증가)	(9)	(33)	(14)	(13)	(5)
기타	(8)	(9)	4	(825)	3
투자활동에서의 현금흐름	(108)	(15)	(50)	(61)	(101)
설비투자	(15)	(20)	(31)	(25)	(30)
Free cash flow	78	42	44	59	65
투자자산의 감소(증가)	(6)	(2)	(3)	(9)	(28)
(배당금***)					
기타	(88)	6	(17)	(27)	(43)
재무활동에서의 현금흐름	21	(45)	16	25	16
차입금의 증가(감소)	(37)	(40)	15	20	8
자본금의 증가 (감소)	11	2	1	0	0
배당금	0	(5)	(6)	(6)	(6)
기타	47	(2)	6	11	15
현금증감	5	2	41	48	10
기초현금	8	13	16	57	105
기말현금	13	16	57	105	115

참고: * 일회성 항목 제외

** 원전 회석, 일회성 항목 제외

*** 지분법증권으로부터의 배당

자료: 신택, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	131	153	210	281	299
현금 및 현금등가물	13	16	57	105	115
매출채권	46	56	63	72	75
재고자산	48	66	74	84	88
기타	24	15	17	20	21
비유동자산	310	294	305	328	395
투자자산	72	39	42	51	79
(지분법증권)	67	34	34	34	34
유형자산	226	231	227	218	215
무형자산	0	5	2	1	0
기타	11	19	34	58	100
자산총계	441	447	515	609	694
유동부채	259	226	259	301	330
매입채무	41	38	43	49	51
단기차입금	152	126	142	162	170
기타 유동부채	66	62	75	90	109
비유동부채	45	48	44	45	45
사채 및 장기차입금	37	35	35	35	35
기타 장기부채	9	13	9	10	10
부채총계	305	274	303	346	375
자본금	15	15	16	16	16
자본잉여금	79	82	82	82	82
이익잉여금	31	78	116	167	223
기타	12	(2)	(2)	(2)	(2)
자본총계	136	173	212	263	319
순부채	185	145	119	91	89
주당장부가치 (원)	4,743	5,847	6,814	8,503	10,335

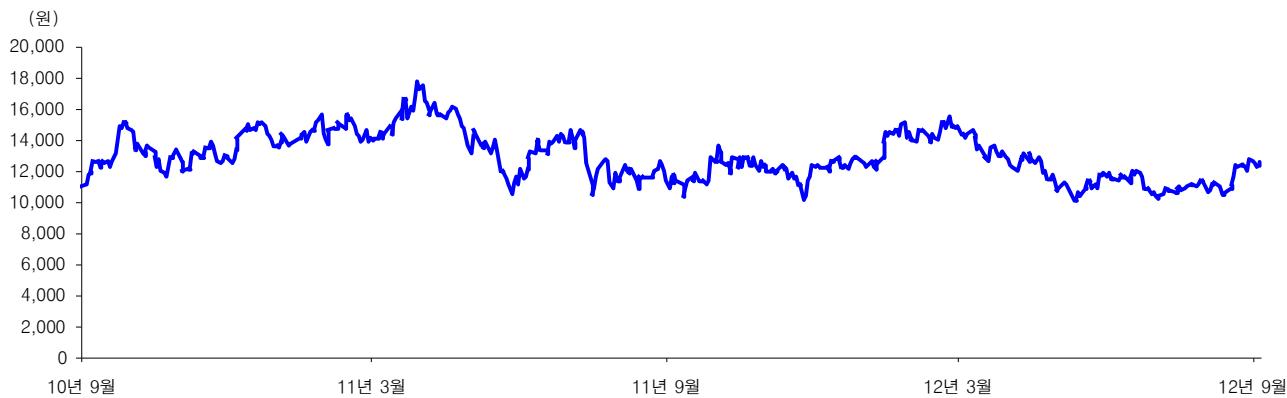
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2010	2011	2012E	2013E	2014E
증감률 (%)					
매출액	16.1	6.2	12.1	14.3	4.9
영업이익	68.1	(29.1)	2.1	25.1	7.7
세전이익	30.1	(36.0)	9.8	29.7	8.8
순이익	43.3	(40.7)	4.4	30.2	8.8
영업순이익*	102.0	(36.7)	4.9	29.8	8.8
EBITDA	26.2	(35.3)	9.7	13.7	3.9
수정 EPS**	101.7	(41.0)	(0.2)	28.4	8.8
비율 및 회전					
ROE (%)	94.1	27.1	22.7	24.0	21.3
ROA (%)	17.0	9.4	9.1	10.1	9.5
ROIC (%)	23.9	15.6	14.6	17.1	16.0
순부채비율 (%)	135.8	83.8	56.2	34.6	27.9
이자보상배율 (배)	7.3	6.6	8.2	11.0	12.5
매출채권 회수기간 (일)	42.4	30.4	31.6	31.3	32.6
매입채무 결제기간 (일)	24.0	23.6	21.5	21.3	22.2
재고자산 보유기간 (일)	26.6	34.1	37.1	36.8	38.3
Valuations (배)					
P/E	4.3	7.7	7.7	6.0	5.5
P/B	2.2	1.9	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	3.9	5.2	4.5	3.7	3.6
EV/EBIT	5.1	8.0	7.2	5.4	5.0
배당수익률 (보통, %)	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8

■ Compliance Notice

- 당사는 10월 2일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 10월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간접없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일자 2012/10/4

투자의견 BUY

TP (원) 17,000

- **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY★★★ (매수★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%

HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외

SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%

SELL★★★ (매도★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

※ 2010년 10월 21일부터 당사 투자등급이 (BUY★★★, BUY★★☆, BUY★☆☆, HOLD, SELL)에서 (BUY★★★, BUY, HOLD, SELL, SELL★★★)로 변경되었습니다.

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상

UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상