

심텍 (036710.KQ)

Comment

2011. 12. 1



Buy (유지)

목표주가 19,000원 (하향)
현재가 ('11/11/30) 11,800원

Analyst

김혜용

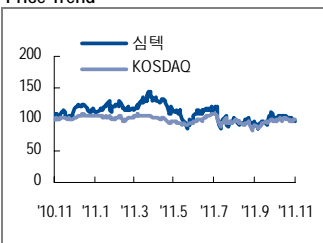
02)768-7630, sophia.kim@wooriwm.com

업종

전기전자 부품

KOSPI	1,847.51
KOSDAQ	492.81
시가총액(보통주)	346.5십억원
발행주식수(보통주)	29.4백만주
52주 최고가('11/04/21)	17,650원
최저가('11/10/05)	10,350원
배당수익률(2010)	1.20%
외국인지분율	7.5%

Price Trend



감춰진 실력을 발휘할 수 있는 기회가 필요

동사의 매출액과 영업이익은 10월 이후 회복세에 있는 것으로 파악

- 4분기 글로벌 PC수요와 DRAM 출하량이 전분기대비 각각 8% 늘어날 전망. 이에 따라 동사의 DRAM 메모리모듈 기판과 BOC 물량이 소폭 늘어나며 4분기 매출액은 1,554억원(+ 8% q-q)을 달성할 것으로 예상
- 모바일 기기의 Multi chip packaging에 사용되는 MCP 기판 매출은 고객사의 재고조정으로 9월까지 부진했으나 10월부터 서서히 개선되고 있는 것으로 파악
- 물량 증가와 원/달러 환율상승에 따른 수혜로 4분기 영업이익률은 전분기대비 3%p 개선된 10.6%로 전망

2012년 모바일 칩 기판 부문의 성장성에 대한 기대치를 낮추며 실적 전망치 하향 조정

- 심텍에 대한 목표주가를 21,000원에서 19,000원으로 10% 하향 조정함. 그 이유는 MCP 등 모바일 관련 package substrate의 성장성이 기존 예상보다 낮게 나타날 전망임에 따라 동사의 2012년 연간 매출액과 EPS 예상치를 각각 11%, 18% 하향 조정하였기 때문
- 현재 동사의 MCP 최대 고객은 하이닉스인데, 추가적인 성장성 확보를 위해서는 삼성전자 내에서의 점유율 확대가 관건이 될 것. 내년 상반기 이후 FC-CSP 매출이 본격화되거나, Slate PC의 확대에 따라 SSD 시장이 본격적으로 성장하기 시작할 경우 SSD 모듈 PCB를 생산하는 동사의 주가에 catalyst로 작용할 전망

심텍 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배,%)

	2009	2010	2011E	2012F
매출액	497	577	602	680
- 수정 후				
- 수정 전			638	761
- 변동률			-6	-11
영업이익	49	87	62	73
- 수정 후				
- 수정 전			74	92
- 변동률			-17	-20
EBITDA	74	112	93	103
순이익	49	71	42	52
EPS	1,814	2,597	1,422	1,762
- 수정 후				
- 수정 전			1,736	2,140
- 변동률			-18	-18
PER	3.7	5.4	8.5	6.8
PBR	13.0	3.0	1.9	1.5
EV/EBITDA	5.0	5.2	5.3	4.4
ROE	-335.3	94.1	25.5	24.2

주: K-IFRS 개별 기준

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

심택 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2011E	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Net Profit	51	54	68	86	106	131	140	160	182	207	236	269
Shareholder's equity	200	249	312	393	494	620	752	899	1,063	1,246	1,450	1,677
Forecast ROE (FROE)	30.4%	24.1%	24.4%	24.3%	23.9%	23.5%	20.4%	19.3%	18.5%	17.9%	17.5%	17.2%
Spread (FROE-COE)	17.3%	11.0%	11.3%	11.2%	10.8%	10.4%	7.3%	6.2%	5.4%	4.8%	4.4%	4.1%
Residual Income	29	25	32	39	48	58	50	51	53	56	60	65
Cost of equity (COE)	13.1%											
Beta	1.3											
Market risk premium (Rm-Rf)	7.0%											
Risk-free rate (Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity	136											
PV of forecast period RI	279											
PV of continuing value	74											
Equity value (C+P)	489											
No of shares (common, mn)	29,367											
		12m TP										
Fair price (C)		18,839										
Current price (C)		11,800										
Upside (-downside)		59.7%										
Implied P/B (x)		2.8										
Implied P/E (x)		10.3										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

$$\text{자기자본가치} = \text{자기자본} + \text{미래 잔여이익의 현재가치 합}$$

$$* \text{잔여이익(RI)}_t = \text{당기순이익}_t - \text{자기자본}_{t-1} * \text{자기자본비용(Cost of Equity)}_t = \text{자기자본}_{t-1} * (\text{ROE}_t - \text{COE}_t)$$

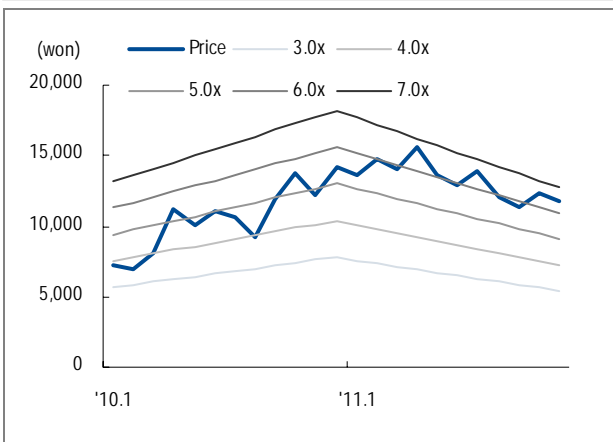
RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1 조-10 조원 + 'A0'이상	M-cap 2 천억-1 조원+'BBB+'이상	M-cap 2 천억원 미만+'BBB+'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

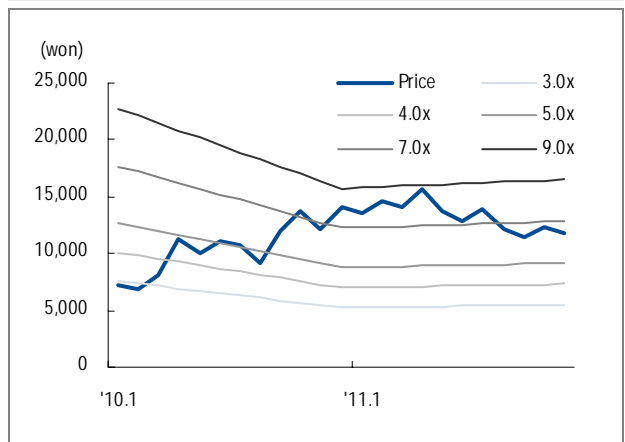
* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

PER Band



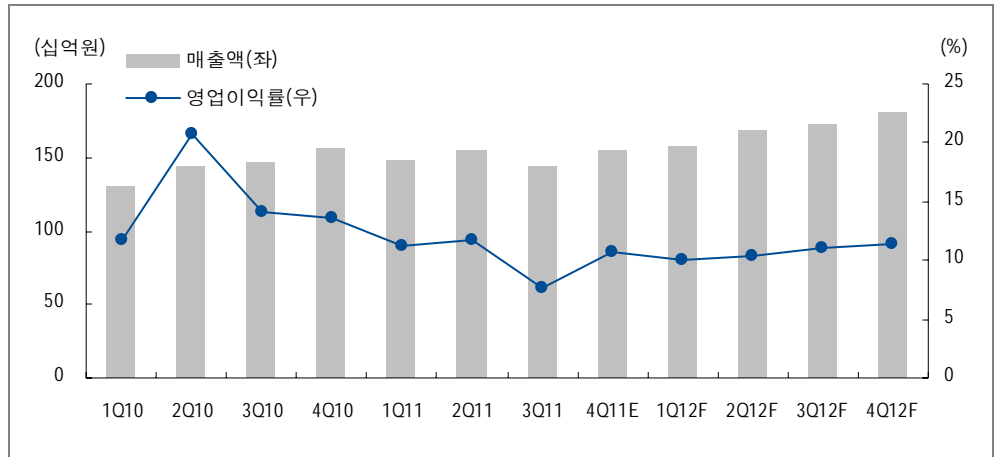
자료: 우리투자증권 리서치센터

PBR Band



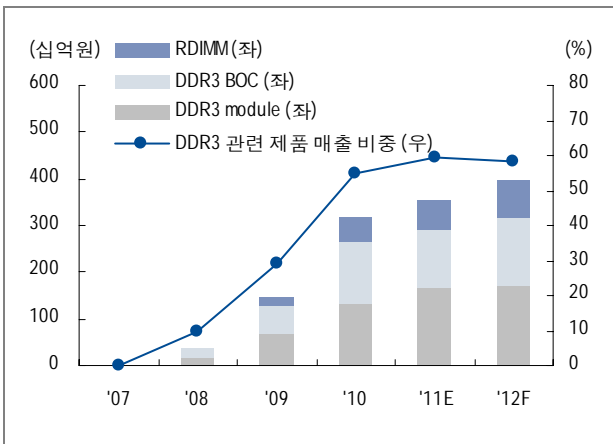
자료: 우리투자증권 리서치센터

심택의 매출액 및 영업이익률 추이



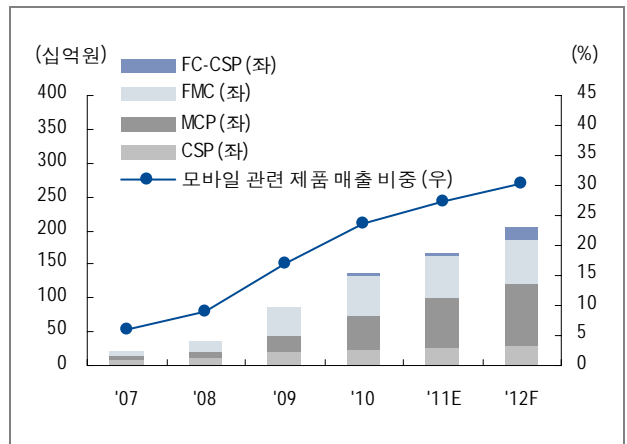
자료: 심택, 우리투자증권 리서치센터 전망

DDR3 매출액 추이 및 전망



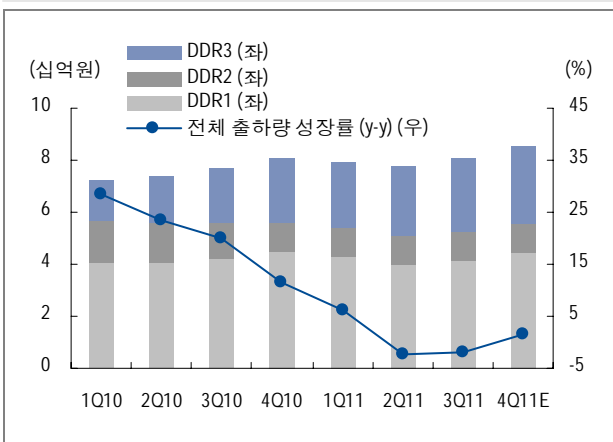
자료: 심택, 우리투자증권 리서치센터 전망

모바일 기기 관련 매출액 추이 및 전망



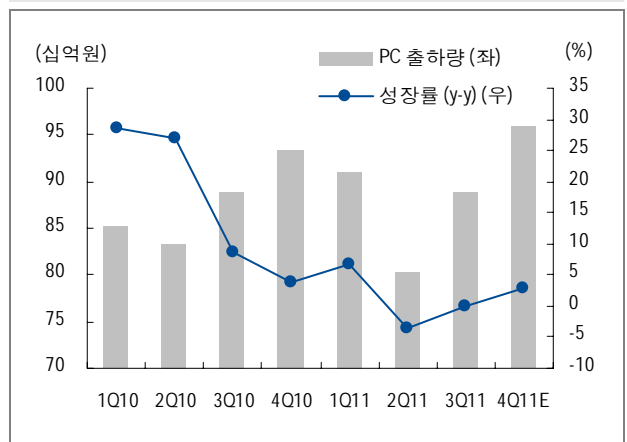
자료: 심택, 우리투자증권 리서치센터 전망

분기별 DRAM 출하량 추이 및 전망



자료: 심택, 우리투자증권 리서치센터 전망

분기별 PC 출하량 추이 및 전망



자료: 심택, 우리투자증권 리서치센터 전망

		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11E	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2010	2011E	2012F
매출액	어플리케이션	148	155	144	155	157	169	173	180	577	602	680
Module PCB		64	70	64	72	68	77	74	78	244	270	297
DDR3 Module	PC	41	43	40	43	40	46	42	44	134	166	172
RDIMM	Server	11	16	17	19	17	19	21	21	50	64	79
Package Substrate		80	82	77	80	86	90	96	99	315	319	371
DDR3 BOC	PC/Server	32	30	31	32	36	36	37	37	134	127	146
FMC	Moblie	16	15	16	16	17	16	16	17	60	63	66
MCP	Moblie	19	21	16	17	21	24	22	23	49	74	91
FC-CSP	Moblie	0	0	0	1	1	2	8	9	1	2	19
Build-up/NW	Moblie	1	1	0	1	1	1	0	1	5	3	3
BIB	DRAM test	3	2	3	2	3	2	3	2	13	10	10
영업이익		17	18	11	17	16	18	19	20	87	62	73
영업이익률		11.3	11.7	7.6	10.6	10.1	10.4	11.1	11.3	14.7	10.3	10.8
세전순이익		14	15	9	13	14	15	17	19	79	52	65
세전순이익률		9.5	9.7	6.3	8.4	8.9	8.9	9.8	10.6	13.7	8.6	9.6
순이익		11	12	8	21	11	12	14	16	71	42	52
순이익률		7.4	7.7	5.6	13.5	6.8	7.1	7.8	8.6	12.3	6.9	7.6

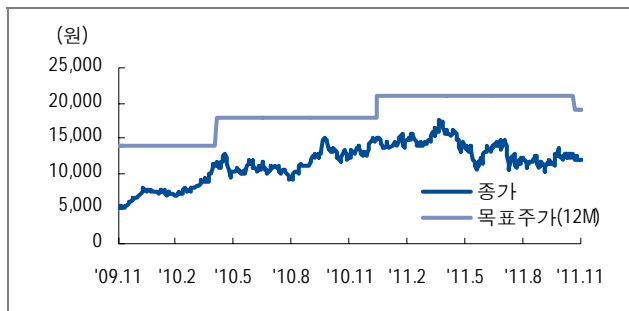
자료: 심택, 우리투자증권 리서치센터 전망

		1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11E	2010	2011E	2012F
매출액	어플리케이션	131	144	146	156	148	155	144	175	577	638	761
Module PCB		59	60	57	68	64	70	64	73	244	273	284
DDR3 Module	PC	26	32	33	43	41	43	40	42	134	164	157
RDIMM	Server	15	11	12	13	11	16	17	19	50	64	86
Package Substrate		68	80	84	83	81	82	77	98	315	349	459
DDR3 BOC	PC/Server	25	33	35	40	32	30	31	32	134	127	152
FMC	Moblie	13	14	16	17	16	15	16	17	60	62	81
MCP	Moblie	7	11	13	17	19	21	16	28	49	91	132
FC-CSP	Moblie				1	0	0	0	6	1	9	44
Build-up/NW	Moblie	1	2	1	1	1	1	0	1	5	4	5
BIB	DRAM test	2	3	5	3	3	2	3	3	13	11	13
영업이익		15	30	21	21	17	18	11	22	87	74	92
영업이익률		11.5	20.9	14.3	13.5	11.5	11.6	7.6	12.6	15.1	11.7	12.1
세전순이익		28	0	36	15	14	15	9	19	79	64	83
세전순이익률		21.2	0.1	24.8	9.8	9.6	9.9	6.3	10.7	13.8	10.1	10.9
순이익		21	0	31	19	11	12	8	16	71	52	69
순이익률		16.0	0.2	21.1	11.9	7.4	7.5	5.6	9.3	12.3	8.2	9.1

자료: 심택, 우리투자증권 리서치센터 전망

투자이건 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
심택	036710.KO	2011.12.01	Buy	19,000원(12개월)
		2011.01.12	Buy	21,000원(12개월)
		2010.05.03	Buy	18,000원(12개월)



종목 투자등급 (Stock Ratings)

- 대상기간: 12개월
- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준 종목의 목표수익률이
 - Strong Buy : Buy 등급 중 High Conviction 종목
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : 0% ~ 15%
 - Reduce : 0% 미만

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '심택'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.wooriwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.