

심텍 (036710.KQ)

Buy (신규)

목표주가 11,000원 (신규)

현재가 ('13/08/20) 8,360원

업종	반도체
KOSPI	1,887.85
KOSDAQ	537.57
시가총액(보통주)	269.2십억원
발행주식수(보통주)	32.2만주
52주 최고가('13/07/18)	12,950원
최저가('12/12/17)	7,510원
배당수익률(2012)	1.94%
외국인지분율	3.2%

Price Trend



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

RA 김수형
02)768-7034, soohyung.kim@wooriwm.com

중저가 스마트폰 시대를 맞이할 준비 완료

투자의견 Buy 및 목표주가 11,000원으로 커버리지 재개

- 심텍에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 11,000원으로 커버리지 재개
- 커버리지 재개의 이유는 전방시장의 수요 변화에 따라 라인 구조조정을 완료하였고, FC-CSP 매출이 시작됨에 따라 동사의 실적 성장성이 확대될 것으로 전망하는 데 있음
- 목표주가는 잔여이익모델(RIM, Market risk premium 7.0%, 베타 1.3, 자기자본 비용 13.1% 가정)을 이용하여 산출. 목표주가는 2014년 기준 PER 10.8배, 현주가(8월 20일)대비 32% 상승여력 보유

중저가 스마트폰 수혜 I. PC용 라인을 모바일용 라인으로 전환완료

- 동사는 지난 2분기 PC용 모듈PCB 생산라인 일부를 모바일용 패키지 substrate 라인으로 전환하는 작업을 완료하였음. 이에 따라 패키지 substrate 생산능력은 월 70,000m²에서 82,000m²으로 증가
- MCP는 스마트폰의 모바일 DRAM 및 임베디드 낸드에 적용되는 기관. 동사는 글로벌 MCP 점유율 25%를 기록하고 있음
- 스마트폰 출하량 성장에 따라 동사의 MCP매출액도 높은 성장세를 이어갈 전망 (2012년 성장률 45% 기록, 2013년 2014년 각각 47%, 50% 전망)

중저가 스마트폰 수혜 II. 중화권 스마트폰 칩 업체에 FC-CSP 매출 시작

- 동사는 중화권 AP업체에 FC-CSP 샘플을 공급하기 시작하였으며 4분기부터 매출이 본격화될 전망. 2013년 FC-CSP 매출액 140억원, 2014년 매출액 350억원 전망
- 중국의 중저가 스마트폰 수요가 급증할 전망임에 따라 중화권 AP업체들의 벤더 다변화 니즈는 커질 것. 이는 동사의 FC-CSP 매출 확대에 기회요인으로 작용

심텍 실적 전망 (IFRS 개별)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2012	2013E	2014F	2015F
매출액	631	550	631	725
영업이익	46	-4	48	61
EBITDA	79	31	82	97
순이익	25	-15	33	43
EPS	792	-471	1,022	1,340
PER	13.0	N/A	8.2	6.2
PBR	1.5	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	5.7	13.7	4.9	3.9
ROE	12.6	-7.4	15.9	18.1

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

1. RIM valuation에 의한 목표주가 11,000원

**목표주가는 2014년
PER 10.8배에 해당,
상승여력 32%**

심택에 대해 목표주가 11,000원 및 투자의견 Buy를 제시하면서 커버리지를 시작한다(현 주가 대비 32%의 상승여력 보유). 목표주가 11,000원은 RIM(잔여이익모델)을 이용하여 산출되었다. RIM을 위한 가정으로 Market Risk Premium 7.0%, Risk Free Rate 4.0%, 베타 1.3를 적용하였으며, 이로써 산출된 자기자본비용(Cost Of Equity) 13.1%를 사용하였다. 목표주가 11,000원은 2014년 예상 EPS, BPS 대비 각각 10.8배, 1.6배 수준이다

심택 잔여이익모델(RIM) (단위: 십억원, 원)												
	2013E	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Net profit	-15	33	43	51	59	69	80	91	105	121	139	160
Shareholder's equity	193	220	257	301	354	417	487	566	656	756	868	994
Forecast ROE (FROE)	-7.4%	15.9%	18.1%	18.2%	18.1%	17.9%	17.6%	17.4%	17.2%	17.1%	17.1%	17.2%
Spread (FROE-COE)	-20.5%	2.8%	5.0%	5.1%	5.0%	4.8%	4.5%	4.3%	4.1%	4.0%	4.0%	4.1%
Residual income	-42	6	12	14	16	19	20	22	25	28	33	38
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	215											
PV of forecast period RI	57											
PV of continuing value	42											
Equity value (C+P)	314											
No of shares (common, mn)	32,200											
	12m TP											
Fair price (C)	11,039											
Current price (C)	8,360											
Upside (-downside)	32.0%											
Implied P/B (x)	1.8											
Implied P/E (x)	21.0											

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

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

*** 잔여이익(RIt) = 당기순이익t - 자기자본t-1 * 자기자본비용(Cost of Equity)t = 자기자본t-1 * (ROEt - COEt)**

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)

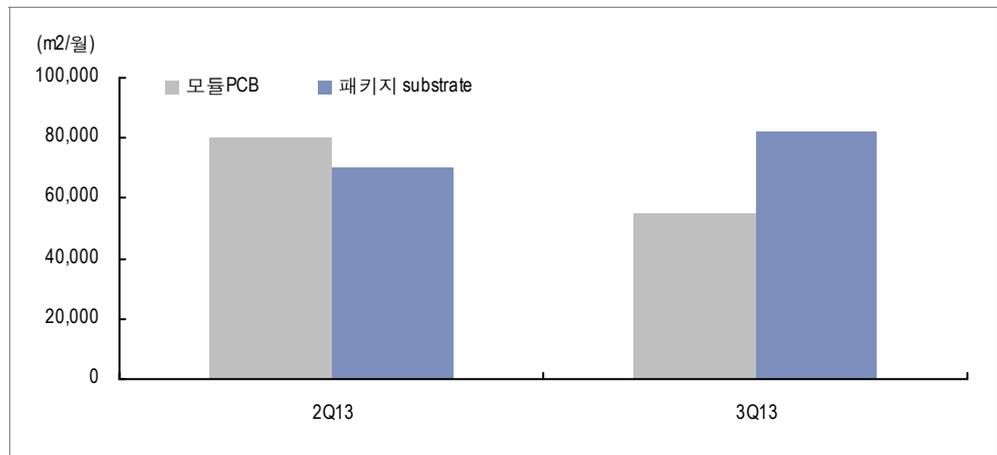
Line-shift가 완료됨에 따라 모바일 부문의 매출 성장성이 확대될 전망

동사는 2분기에 모듈PCB 라인 일부를 모바일용 패키지 substrate 라인으로 전화하는 작업을 완료하였다. 이에 따라 모듈PCB 생산 capa는 월 80,000m2에서 월 55,000m2로 줄어들었고, 패키지 substrate 생산 capa는 월 70,000m2에서 월 82,000m2로 증가하였다. 지난 2012년 3분기 이후 PC 수요가 급격히 둔화되고 있는 반면, 스마트폰 수요는 최근 프리미엄 수요가 둔화되고 있기는 하나, 여전히 다른 IT제품들에 비해 월등히 높은 수준의 성장을 지속할 것으로 전망된다. 그러므로 이번 라인 구조조정을 통해 동사의 모바일 관련 제품(MCP, FC-CSP, CSP 등)의 매출 성장성이 확대될 것으로 판단된다.

2월 화재가 발생했던 라인도 복구 완료 3분기부터 정상화

동사가 전방시장의 수요 변화에 따라 라인 구조조정을 결정한 것은 지난 2012년 3분기였는데 거의 1년이 지난 올해 2분기가 되어서야 line-shift가 완료되었다. 이는 지난 2월 발생한 화재 때문이다. 청주 1공장 모듈PCB 라인 일부에서 사고로 화재가 발생하였는데 지난 6월 신규장비 셋업 및 고객사 승인이 완료된 것으로 파악된다. 1,2분기에는 외주생산비가 증가함에 따라 변동비 비중이 상승하였으나, 3분기부터 자체 라인에서 양산을 시작함에 따라 변동비 비중이 낮아질 것으로 예상된다. 이에 따라 3분기에는 영업이익이 흑자전환할 전망이다. 한편 화재와 관련한 회계처리로는 1분기에 20억원, 3분기에 추가로 30억원의 특별재해손실금이 반영될 예정이다.

모듈 PCB 용 라인 일부를 패키지 substrate 라인으로 구조조정 완료



자료: 심택

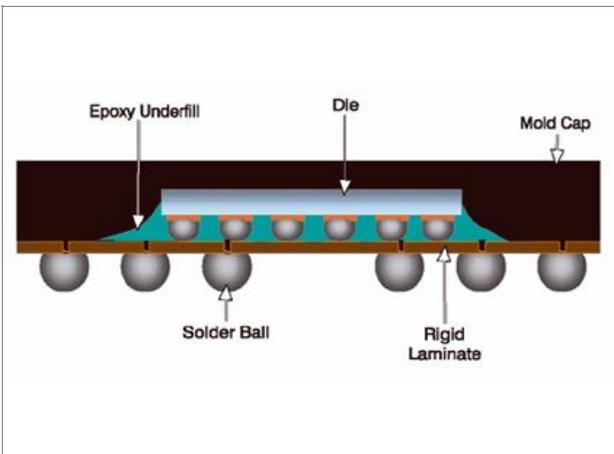
**중화권 중저가 AP칩
업체들에 FC-CSP 공급
시작**

FC-CSP는 모바일 기기의 AP나 베이스밴드 칩 등에 적용되는 패키징 기판으로 휴대폰 범용 칩에 적용되는 MCP 대비 단가가 2배에서 6배 수준에 이르는 고부가가치 제품이다. 동사는 작년까지 일부 샘플 정도만 공급해왔으나, 올해부터 본격적으로 양산을 진행하고 있다. 중화권 중저가 칩 업체들에게 듀얼코어 AP와 베이스밴드가 통합된 칩에 적용되는 FC-CSP를 공급 중에 있으며 쿼드코어 제품도 개발 중에 있다. 또한 쉐일링 제품도 현재 개발 중에 있으며 빠르면 연말에 양산승인을 받아 내년부터 공급을 시작할 것으로 예상된다.

**중저가 스마트폰 물량
급증은 동사의 FC-CSP
매출 기회 요인으로
작용할 것**

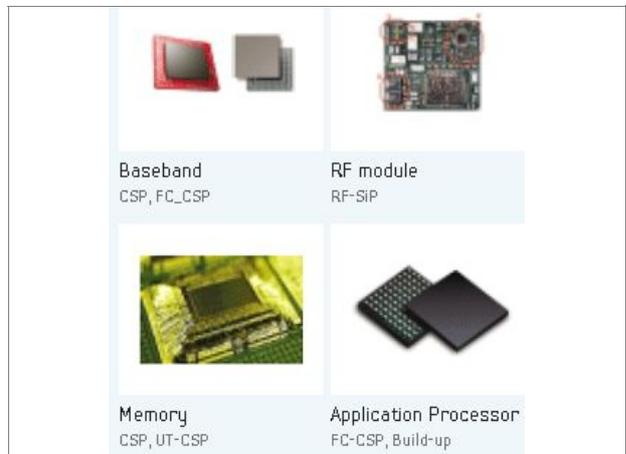
현재 FC-CSP 시장은 삼성전기와 Ibiden(일본), Unimicron, Kinsus(대만) 등 일부 업체들이 과점하고 있다. 하지만 중저가 스마트폰 물량이 확대됨 따라 AP 및 베이스밴드 칩 업체들의 중저가 FC-CSP에 대한 수요가 급증할 것으로 예상되며 기존 공급업체보다는 원가 경쟁력을 갖춘 신규업체로 다변화할 가능성이 높을 것으로 판단된다. 기존 FC-CSP업체들의 경우 하이엔드 제품 위주로 생산하고 있어 수익성을 훼손하면서까지 무리하게 중저가 부문으로 사업을 확대할 가능성은 낮을 것으로 보여지기 때문이다. 그러므로 기존 업체들에 비해 낮은 비용구조를 가지고 있고, 기술력까지 갖춘 동사에게 중저가 스마트폰의 성장은 충분한 기회요인으로 작용할 전망이다.

FC-CSP 의 구조



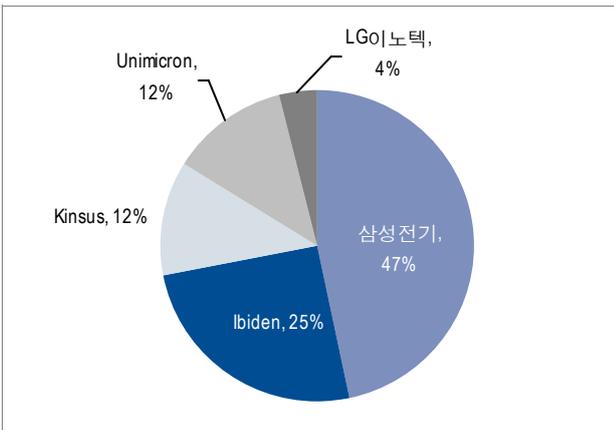
자료: 심택

스마트폰 부품별 적용 기판 종류



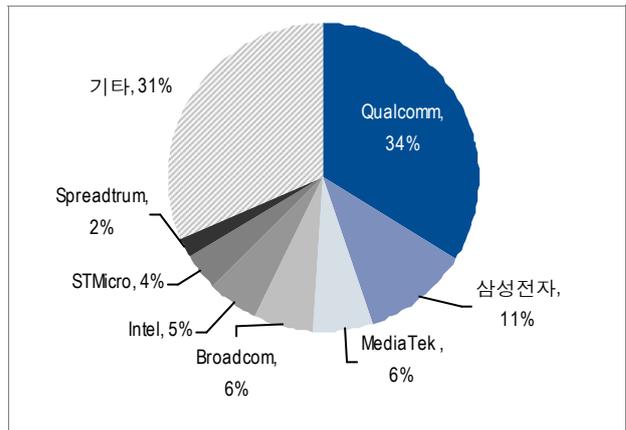
자료: 삼성전기

FC-CSP 업체별 점유율 현황



자료: 우리투자증권 리서치센터

휴대폰용 칩 업체별 점유율 현황

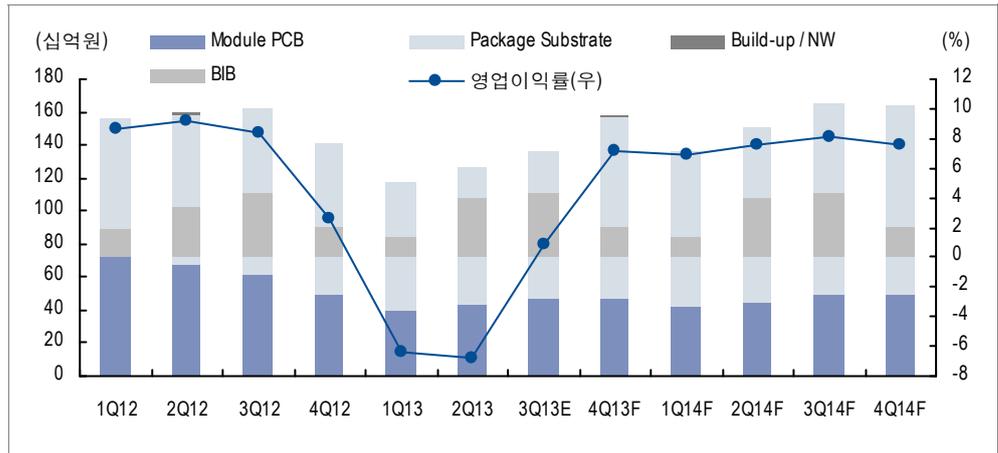


주: 베이스밴드, RF, AP, 멀티미디어 칩 등 휴대폰 관련 모든 칩 포함
자료: 가트너

**7월부터 모든 라인
정상화. 3분기 흑자전환
전망**

동사는 지난 5년간 꾸준히 두 자릿수 영업이익률을 기록하며 안정적인 실적을 보여왔으나 지난 4분기 영업이익률이 2.6%로 급락한 이후 1, 2분기에는 연속으로 적자를 기록하였다. 지난 4분기에는 PC수요가 예상보다 크게 감소함에 따라 모듈PCB 라인의 가동률 하락으로 고정비 부담이 증가하였다. 그리고 올해 1, 2분기에는 2월에 발생한 화재사고로 인해 외주생산비용이 발생하였고 고객사로부터의 주문물량도 감소할 수밖에 없었다. 하지만 7월부터 화재라인 복구 및 라인 구조조정 작업이 완료됨에 따라 3분기부터는 매출이 정상화될 것으로 예상된다. 이에 따라 3분기 매출액은 1,408억원 (+8% q-q), 영업이익은 12억원으로 흑자전환할 전망이다.

분기별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 심텍, 우리투자증권 리서치센터 전망

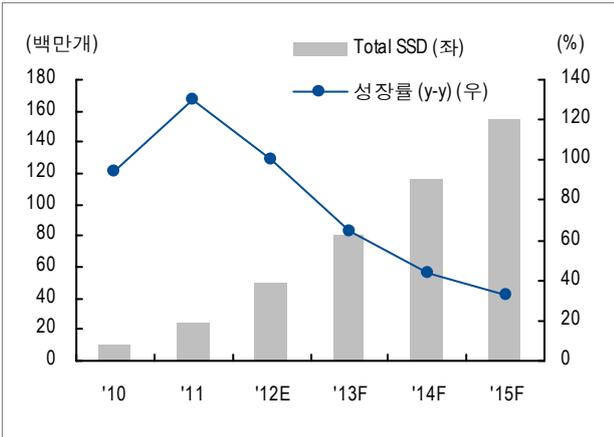
심텍 분기별, 제품군별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13F	2012	2013E	2014F
매출액	어플리케이션	158.3	162.4	166.3	143.7	118.5	130.9	140.8	160.1	630.7	550.3	630.6
Module PCB		76.0	67.8	62.0	49.0	40.4	43.0	46.7	46.9	254.8	177.0	186.1
DDR3 Module	PC	37.6	37.9	35.5	24.5	21.1	22.9	26.5	25.5	135.5	95.9	89.8
RDIMM	Server	26.5	18.3	15.6	14.1	11.9	13.3	12.5	12.7	74.5	50.4	58.0
Package Substrate		80.1	90.9	99.6	92.1	76.2	83.6	89.5	110.6	362.7	359.8	431.0
DDR3 BOC	PC/Server	36.0	33.6	33.8	22.1	21.9	22.9	26.1	23.4	125.5	94.3	76.1
FMC	Moblie	15.9	13.8	12.3	12.6	6.6	7.7	8.6	12.0	54.6	34.9	31.4
MCP	Moblie	14.9	22.4	30.7	38.4	31.0	35.1	38.4	51.8	106.4	156.3	233.8
FC-CSP	Moblie	0.4	0.6	1.2	0.8	0.8	2.0	3.8	7.6	3.0	14.2	35.4
Build-up/NW	Moblie	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5	0.4	0.3	0.5	1.4	1.7	1.7
BIB	DRAM test	1.9	3.4	4.4	2.1	1.4	3.9	4.4	2.1	11.8	11.8	11.8
영업이익		13.6	15.0	13.9	3.8	-7.6	-8.8	1.2	11.4	46.3	-3.9	47.9
영업이익률		8.6	9.2	8.4	2.6	-6.4	-6.7	0.8	7.1	7.3	-0.7	7.6

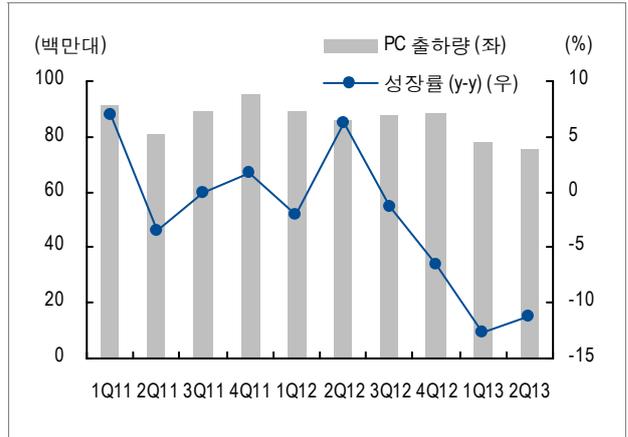
자료: 심텍, 우리투자증권 리서치센터 전망

글로벌 SSD 수요 추이 및 전망



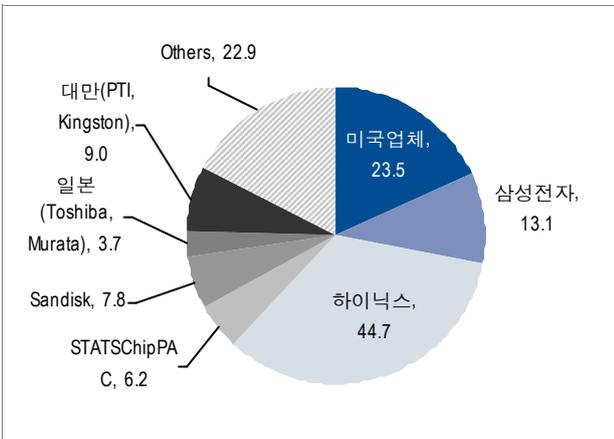
자료: Gartner

분기별 PC 출하량 추이 및 전망



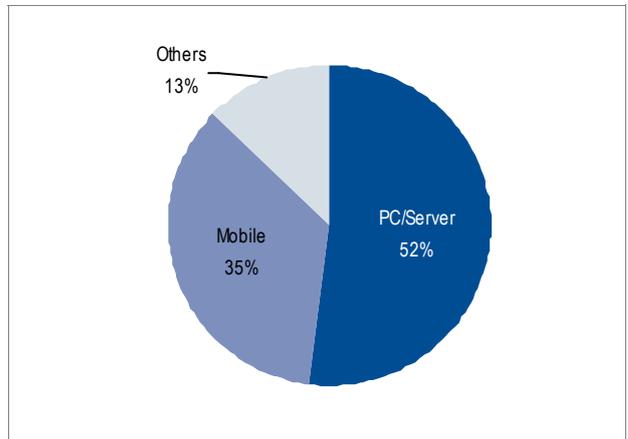
자료: Gartner

고객사별 매출액 비중 (2Q13 기준)



자료: Gartner, 우리투자증권 리서치센터 전망

Application 별 매출액 비중 (2Q13 기준)



자료: 심택, 우리투자증권 리서치센터 전망

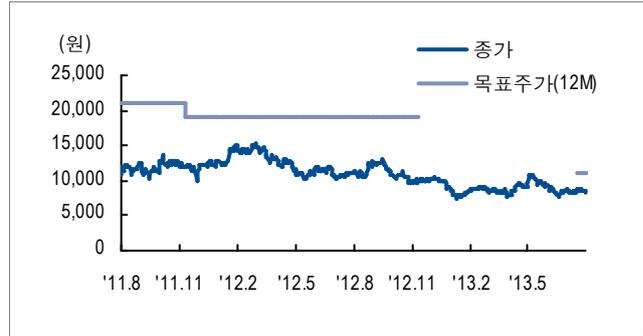
STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					VALUATION INDEX				
(십억원)	2012/12A	2013/12E	2014/12F	2015/12F		2012/12A	2013/12E	2014/12F	2015/12F
매출액	631	550	631	725	PER (X)	13.0	N/A	8.2	6.2
증감률 (%)	3.0	-12.7	14.6	15.0	PER (High,X)	19.7	N/A	10.9	8.3
매출원가	544	519	543	619	PER (Low,X)	11.8	N/A	7.2	5.5
매출총이익	86	31	88	106	PBR (X)	1.5	1.4	1.2	1.0
Gross 마진 (%)	13.7	5.7	13.9	14.7	PBR (High,X)	2.3	1.8	1.6	1.4
판매비와 일반관리비	40	35	40	46	PBR (Low,X)	1.4	1.2	1.1	0.9
영업이익 (GP-SG&A)	46	-4	48	61	PCR (X)	3.7	10.4	3.3	2.8
증감률 (%)	-26.0	적전	흑전	26.9	PSR (X)	0.5	0.5	0.4	0.4
OP 마진 (%)	7.3	-0.7	7.6	8.4	PEG (X)	0.7	N/A	0.4	0.4
EBITDA	79	31	82	97	PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	1.6	N/A	0.4	0.4
영업외손익	-13	-11	-6	-6	PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	2.3	N/A	0.7	0.6
금융수익(비용)	-5	-6	-6	-6	EV/EBITDA (X)	5.7	13.7	4.9	3.9
기타영업외손익	-6	-5	0	0	EV/EBIT (X)	9.8	N/A	8.3	6.3
종속 및 관계기업관련손익	-3	0	0	0	Enterprise Value	451	424	399	381
세전계속사업이익	33	-15	42	55	EPS CAGR (3년) (%)	19.1	-249.5	21.7	17.0
법인세비용	8	0	9	11	EBITPS CAGR (3년) (%)	8.2	-362.7	19.1	15.3
계속사업이익	25	-15	33	43	EBITDAPS CAGR (3년) (%)	5.7	50.7	12.2	11.1
당기순이익	25	-15	33	43	주당EBIT (W)	1,494	-121	1,491	1,892
증감률 (%)	-41.5	적전	흑전	31.0	주당EBITDA (W)	2,558	959	2,548	3,022
Net 마진 (%)	3.9	-2.8	5.2	5.9	EPS (W)	792	-471	1,022	1,340
지배주주지분 순이익	25	-15	33	43	BPS (W)	6,676	6,006	6,829	7,970
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	CFPS (W)	2,776	804	2,548	3,022
기타포괄이익	0	0	0	0	SPS (W)	20,361	17,091	19,583	22,520
총포괄이익	25	-15	33	43	DPS (W)	200	200	200	200

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2012/12A	2013/12E	2014/12F	2015/12F		2012/12A	2013/12E	2014/12F	2015/12F
영업활동 현금흐름	70	20	67	79	RIM				
당기순이익	25	-15	33	43	Spread (FROE-COE) (%)	-0.4	-21.3	2.8	5.0
+ 유무형자산상각비	33	35	34	36	Residual Income	-0.9	-41.9	5.8	11.9
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	0	0	0	0	12M RIM Target Price (W)	11,039			
+ 외환환산손실(이익)	0	0	0	0	EVA				
+ 자산처분손실(이익)	1	0	0	0	투자자본	279.3	294.4	292.1	307.7
Gross Cash Flow	86	26	82	97	세후영업이익	39.1	-5.9	37.9	48.1
- 운전자본의증가(감소)	-6	0	0	0	투자자본이익률 (%)	14.3	-2.0	12.9	16.1
투자활동 현금흐름	-64	-49	-35	-56	투자자본이익률 - WACC (%)	7.3	-9.9	5.7	8.7
+ 유형자산의감소	0	0	0	0	EVA	20.2	-29.2	16.7	26.6
- 유형자산의증가(CAPEX)	-62	-30	-30	-50	DCF				
+ 투자자산의매각(취득)	2	5	-5	-6	EBIT	46.3	-3.9	48.0	60.9
Free Cash Flow	8	-10	37	29	+ 유무형자산상각비	33	35	34	36
Net Cash Flow	6	-29	32	24	- CAPEX	-62.2	-30.0	-30.0	-50.0
재무활동 현금흐름	31	-14	2	3	- 운전자본증가(감소)	1.0	1.7	-1.7	-2.0
자기자본 증가	21	0	0	0	Free Cash Flow for Firm	4.3	-0.8	43.7	36.5
부채증감	10	-14	2	3	WACC				
현금의증가	37	-44	34	27	타인자본비용 (COD)	2.5	3.5	2.7	2.8
기말현금 및 현금성자산	52	9	42	69	자기자본비용 (COE)	13.1	13.9	13.1	13.1
기말 순부채(순현금)	120	155	129	112	WACC(%)	7.0	7.9	7.2	7.4

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2012/12A	2013/12E	2014/12F	2015/12F		2012/12A	2013/12E	2014/12F	2015/12F
현금및현금성자산	52	9	42	69	자기자본이익률 (ROE) (%)	12.6	-7.4	15.9	18.1
매출채권	43	38	43	50	총자산이익률 (ROA) (%)	5.2	-3.2	6.8	8.0
유동자산	191	133	182	226	투자자본이익률 (ROIC) (%)	14.3	-2.0	12.9	16.1
유형자산	239	235	232	246	EBITDA/ 자기자본 (%)	36.9	16.0	37.3	37.9
투자자산	38	33	38	43	EBITDA/ 총자산 (%)	15.7	6.7	16.1	17.0
비유동자산	312	326	327	346	배당수익률 (%)	1.9	2.4	2.4	2.4
자산총계	503	459	508	572	배당성향 (%)	26.1	-42.2	19.5	14.8
단기성부채	64	55	64	73	총현금배당금 (십억원)	6	6	6	6
매입채무	46	40	46	53	보통주 주당현금배당금(W)	200	200	200	200
유동부채	168	146	168	193	순부채(현금) 자기자본 (%)	55.7	80.2	58.8	43.7
장기성부채	108	108	108	108	순부채/ 자기자본 (%)	134.1	137.4	131.2	123.0
장기충당부채	11	9	11	12	순이자비용/ 매출액 (%)	1.0	1.2	1.1	1.0
비유동부채	121	119	121	123	EBIT/ 순이자비용 (X)	7.0	-0.6	7.2	8.7
부채총계	288	266	289	316	유동비율 (%)	114.1	90.9	108.4	117.3
자본금	16	16	16	16	당좌비율 (%)	69.8	46.7	64.1	73.0
자본잉여금	102	102	102	102	총발행주식수 (mn)	32	32	32	32
이익잉여금	98	76	102	139	액면가 (W)	500	500	500	500
비지배주주지분	0	0	0	0	주가 (W)	10,300	8,360	8,360	8,360
자본총계	215	193	220	257	시가총액 (십억원)	332	269	269	269

투자이건 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
심택	036710.KQ	2013.08.21	Buy	11,000원(12개월)
		2013.08.21		Coverage 재개
		2011.12.01	Buy	19,000원(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 배우자는 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.