

2010.11.04

기업분석팀 IT H/W 파트



동양자산증권

심텍 (036710)

Buy(M)

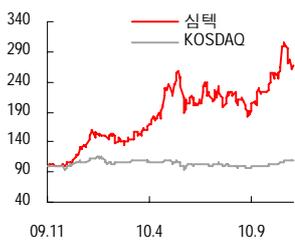
TP: 18,000원 (M)

이제 영업이 실세다

전자/부품

Analyst 최현재
3770-3541
hjchoi@myasset.com

주가	13,200원
자본금	136억원
시가총액	3,590억원
주당순자산	1,268원
부채비율	2694.80%
총발행주식수	27,200,000주
60일 평균 거래대금	59억원
60일 평균 거래량	480,886주
52주 고	15,100원
52주 저	4,885원
주요주주	전세호 28.7%
외인지분율	2.50%



고부가 제품 매출 비중 증가에 따라 수익성 호조 지속

심텍의 2010년 3분기 실적은 매출액 1,464억원(+1.8% QoQ, +14.4% YoY), 영업이익 230억원(-5.6% QoQ, +94.6% YoY), 세전이익 363억원(-26.7% YoY), 당기순이익 308억원(-19.4% YoY)을 기록. 전자부품업체들의 3분기 실적이 예상치 못미치고 있는 상황을 감안할 때, 심텍의 3분기 실적은 양호한 것으로 평가할 수 있음

심텍의 제품군 중에서 상대적으로 ASP 가 높은 제품은 DDR3 관련 제품 및 non-BOC package substrate(FMC, MCP)인데, 이들 제품군의 매출 비중이 2009년 1분기 29.0%에서 3분기에는 74.7%까지 상승하였음. 이러한 고부가 제품군의 매출비중 확대에 따라 심텍의 외형 성장과 수익성 개선이 이어지고 있음

KIKO 미결제 잔액은 조만간 조기청산 가능성 높아

4월 말 420만주의 자기주식 처분을 통해 확보된 460억원의 현금이 KIKO 미결제 잔액 조기 상환에 사용될 것이라는 원칙에는 변함이 없음. 당초 조기청산 목표환율이 1,100원 이하였는데, 현재 1,110.2원까지 하락한 상황이기 때문에 조만간 청산이 가능할 것임. 어떠한 경우이건간에 올해 말까지는 무조건 KIKO 미결제 잔액을 청산하려는 회사의 의지가 강하기 때문에 더 이상 주가에 부정적인 영향을 미치지 못할 것임

목표주가 18,000원, 투자 의견 Buy 유지

12월 중 BW 물량 출회 가능성이 있으나, 전량 권리행사 가정 시에도 2011년 PER이 6.1배에 그치고 있기 때문에 단기적인 영향에 그칠 것임. 영업이익 호조에도 불구하고 KIKO와 BW 부담이 주가에 제약 요인으로 작용하였는데, KIKO는 올해 안 조기청산이 거의 확실하며, BW 권리행사를 감안하더라도 저평가 상태라는 점에는 변함이 없기 때문에 주가에 대한 부정적이 영향이 오래 가지 않을 것임. 심텍에 대한 목표주가 18,000원과 투자 의견 Buy를 유지함

Earnings Estimate

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	매출액	매출증가율	영업이익	순이익	EPS	증가율	PER	PBR	EV/EBITDA	ROA	ROE
2008	4,150	18.9	355	-1,510	-5,552	적전	-	-	4.4	-40.5	당기잠식
2009	4,967	19.7	513	494	1,814	흑전	2.0	2.8	3.4	12.5	전기잠식
2010E	5,726	15.3	864	696	2,546	40.3	5.2	2.7	2.6	15.5	82.4
2011E	6,659	16.3	941	693	2,151	-15.5	6.1	1.9	1.7	12.3	36.5
2012E	6,938	4.2	959	717	2,227	3.5	5.9	1.4	0.9	10.8	27.6

고부가 제품 매출 비중 증가에 따라 수익성 호조 지속

심텍의 2010년 3분기 실적은 매출액 1,464억원(+1.8% QoQ, +14.4% YoY), 영업이익 230억원(-5.6% QoQ, +94.6% YoY), 세전이익 363억원(-26.7% YoY), 당기순이익 308억원(-19.4% YoY)을 기록하였다. 전자부품업체들의 3분기 실적이 예상치 못미치고 있는 상황을 감안할 때, 심텍의 3분기 실적은 양호한 것으로 평가할 수 있다.

3분기 심텍의 면적 기준 출하량은 전분기 대비 소폭 감소했지만, ASP의 상승에 따라 매출액은 소폭 상승하였으며, 영업이익률도 전기의 17.0%에 이어 15.7%의 높은 수준을 기록하였다. 2009년 연간 10.3%의 영업이익률을 기록한 바 있는데, 2010년에는 15% 내외까지 영업이익률이 개선될 것으로 예상된다.

2010년 들어서 평균환율은 2009년과 비교하여 지속적으로 하락하는 추세이기 때문에, 최근 영업이익률 호조가 환율 상승에 따른 것으로 볼 수는 없다. Memory module 과 BOC 중에서 DDR3 비중이 확대되었으며, substrate 중에서 FMC 나 MCP 등 고부가 제품이 차지하는 비중도 꾸준히 확대되고 있다. 결국 15%대의 높은 영업이익률은 외부 환경 때문이 아닌 심텍의 내부적인 체력 강화에서 그 원인을 찾아야 할 것이며, 장기적으로 지속 가능성이 높다고 판단된다.

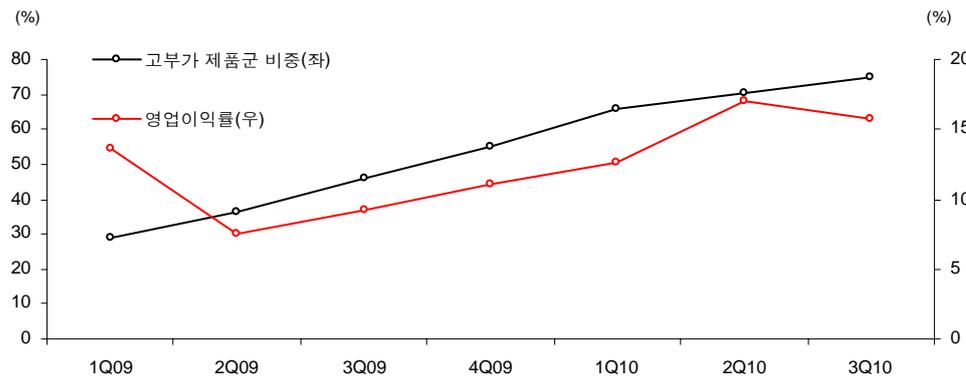
한편 세전이익 및 순이익은 기말환율 하락의 영향으로 각각 363억원과 308억원을 기록하였다. 파생상품평가이익이 193억원이었으며, 기타 이차비용과 외화평가손실이 50억원 가량 반영되었다.

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10P	4Q10E	2009	2010E
Module PCB	611	596	569	622	589	591	573	588	2,399	2,341
Substrate	495	583	670	650	680	805	838	875	2,398	3,198
BOC (DDR2)	253	253	237	184	169	153	108	105	927	535
BOC (DDR3)	118	133	184	161	246	333	354	363	596	1,296
FMC	65	84	102	148	130	142	161	177	399	610
MCP	25	53	79	93	73	113	134	147	250	467
Total	1,122	1,221	1,281	1,343	1,306	1,438	1,464	1,518	4,967	5,726
영업이익	153	92	118	149	165	244	230	225	513	864
(%)	13.6	7.6	9.2	11.1	12.6	17.0	18.5	18.4	10.3	15.1
세전이익	-626	515	496	234	276	1	363	206	619	846
순이익	-522	441	383	192	209	3	308	175	494	696

자료: 동양종합금융증권 리서치센터

십택의 제품군 중에서 상대적으로 ASP 가 높은 제품은 DDR3 관련 제품 및 non-BOC package substrate(FMC, MCP)인데, 이들 제품군의 매출 비중이 2009년 1분기 29.0%에서 3분기에는 74.7%까지 상승하였다. 이러한 고부가 제품군의 매출비중 확대에 따라 십택의 외형 성장과 수익성 개선이 이어지고 있다.

고부가 제품군 매출비중과 영업이익률 추이



자료 : 동양종합금융증권 리서치센터

KIKO 미결제 잔액은 조만간 조기청산 가능성 높아

3분기 말 현재 십택의 KIKO 계약 잔액은 2.74억 달러이다. 연말에는 2.06억 달러로 감소할 것이다. KIKO 미결제 잔액 규모가 아직 크기 때문에, 안정적인 영업이익 증가에도 불구하고 세 전이익은 큰 변동성에 노출되어 있다.

4월 말 420만주의 자기주식 처분을 통해 확보된 460억원의 현금이 KIKO 미결제 잔액 조기 상환에 사용될 것이라는 원칙에는 변함이 없다. 당초 조기청산 목표환율이 1,100원 이하였는데, 현재 1,110.2원까지 하락한 상황이기 때문에 조만간 청산이 가능할 것이다. 어떠한 경우이건 간에 올해 말까지는 무조건 KIKO 미결제 잔액을 청산하려는 회사의 의지가 강하기 때문에 더 이상 주가에 부정적인 영향을 미치지 못할 것이다.

12월 22일 BW 권리행사 가능

심택은 2009년 12월에 총 300억원 규모의 신주인수권부사채를 발행한 바 있다. 행사가액은 주당 6,000원이며, 총 신규발행가능주식수는 500만주이다. 당시 더블유상호저축은행 등 4인을 대상으로 사채가 발행되었으며, 올해 1월에 전세호 심택 대표이사가 신주인수권증권을 인수하였다. 현재 주체별 신주인수권증권 보유 현황은 아래와 같다.

BW 보유 주체	권리행사가능주식수
전세호	2,499,998
더블유상호저축은행	1,250,000
대우증권	416,667
이민주	416,667
키움증권	416,667
합계	5,000,000

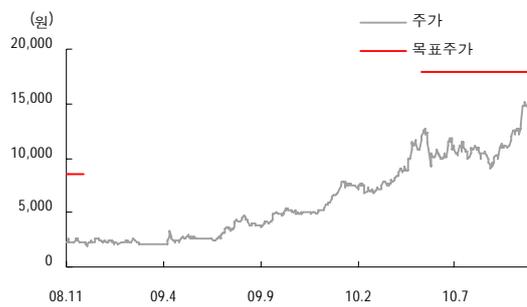
자료: 동양종합금융증권 리서치센터

전체 권리행사가능주식수가 500만주로 현재 발행주식수의 18.4% 규모이기 때문에 오버행 이슈가 발생할 수 있을 것이다. 그러나, 이 중 절반인 250만주를 보유한 전세호 대표이사의 권리 행사 가능성이 낮고, 이민주 회장 역시 최근 심택의 홍콩/중국 법인 설립에 투자자로 참여하는 등 단기적인 이익 실현보다는 장기적인 투자 포지션을 보이고 있어서, 실제 권리행사 물량은 200~250만주 정도에 그칠 전망이다.

목표주가 18,000원, 투자의견 Buy 유지

500만주가 전량 권리행사 된다고 가정하더라도, 2011년 PER 이 6.1배에 그치고 있기 때문에 단기적인 영향에 그칠 가능성이 높다. 예상치를 크게 뛰어넘는 영업이익 달성에도 불구하고 그동안 KIKO 와 BW 부담이 주가에 제약 요인으로 작용하였다. 하지만, KIKO 는 올해 안 조기청산이 거의 확실하며, BW 권리행사를 감안하더라도 저평가 상대라는 점에는 변함이 없기에 주가에 대한 부정적이 영향이 오래 가지 않을 것이다. 심택에 대한 목표주가 18,000원과 투자의견 Buy 를 유지한다.

심텍 (036710) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2008/12/01	Hold	-원
2010/05/10	Buy	18,000원
2010/11/04	Buy	18,000원

자료: 동양종합금융증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 최현재
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료공표일 현재 동주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.