

심택 - 036710

Courtesy: Samsung Securities

The 3rd quarter revenue improved 2.5% to 166B KRW, but the EBIT retreated 3.5% to 13.6B KRW. Lowered PC based sales and increased mobile based sales. Inclusive of FX impact, decreasing returns estimates. Associated with the product mix adjustment and strengthening FX rate, short term results improvement will be pushed back, but as mobile sales mix grows and industry bottoms out at the 1st half of 2013, valuation story will lose its appeal if investors do not invest at today's attractive price.

PC industry's slump is reflected in the 3rd quarter results: Revenues grew 2.4% QoQ to 166B KRW, 3.6% decline in EBIT to 13.6B KRW. Overall sales were 4.8% less than analysts' estimates. In detail, PC based sales underperformed estimates by 13.4% and mobile sales beat expectations by 6.3%. EBIT missed co.'s targets and market consensus by 1.2% and 1.3%, respectively. Although the co. posted strong mobile sales, the higher margin RDIMM sales were weak and gold, FX effects, as well as other external factors hurt the bottom line.

For the time being, the muted sales in the front line products and following inventory adjustment by clients, PC related module PCB (Printed circuit board) and BOC revenue growth will stagnate or realize minimal growth; accordingly, we will adjust the model for a 17.7% revenue decline in the PC product line, or -1.3% YoY.

Mobile client acquisition has beat forecasts. Market share is 10%, through investment in substrate manufacturing, a platform for growth has been established. FC-CSP market entry remains subject to change, but revenue will be marginal. Therefore, we will model a 5.3% growth (50.4% YoY).

Buy Rating Maintained: The co's share price was highly correlated with SK Hynix's share price. Recently, the stocks have decoupled since the mobile product mix growth has been slower than anticipated. After the 3rd quarter, CSP and MCP's accelerated market share acquisition and will mimic the PC industry market share by the 1st half of 2013. The industry will bottom out in 2013 and will create a discounted valuation opportunity (2013 7x PER multiple), and valuation anticipated to strengthen.

WHAT'S THE STORY?

Event: 3분기 매출액은 전분기 대비 2.5% 증가한 1,663억원, 영업이익은 전분기 대비 3.5% 감소한 136억원 발표.
Impact: PC량 매출 전망을 하향 조정하고 모바일량 매출 전망을 상향 조정. 환율 효과를 감안하여 이익률 하향 조정.
Action: Product mix 조정 속도의 차이와 외생변수 악화로 인해 단기적인 실적 개선 속도는 기존 예상보다 지연됨. 그러나 모바일 매출 비중이 확대되고 임항의 Bottomout이 예상되는 내년 상반기에는 밸류에이션 매력이 부각될 것으로 보여 자정 매수 관점에서의 접근이 필요.

THE QUICK VIEW

PC 업황 부진이 반영된 3분기 실적: 3분기 매출액은 전분기 대비 2.4% 증가한 1,663억원, 영업이익은 전분기 대비 3.5% 감소한 136억원을 발표. 매출액은 당사 추정치를 4.8% 하회했는데 세부적으로는 모바일량 매출은 당시의 예상을 6.3% 상회한 반면 PC량 매출은 당시 예상치를 13.4% 하회. 영업이익률은 당사 추정치와 시장 컨센서스를 각각 1.2%p, 1.3%p 하회. 이유는 모바일량의 호실적에도 불구하고, 고부가가치인 저비용 RDIMM 매출이 부진했으며 금 가격과 환율 등 외생변수들이 부정적인 영향을 미침.
 향후 실적 전망: 세 가지 조정
 1. 당분간은 전방산업 둔화와 이에 따른 고객사의 재고 소진이 이어지며 PC용 module

PCB와 BOC 매출의 성장이 정체되거나 소폭 역성장할 것으로 예상됨. 이를 반영하여 2013년 PC량 매출을 17.7% 하향 조정 (-1.3% y-y).
 2. 모바일량 제품의 고객사 내 점유율 확대 속도는 당사 예상을 소폭 상회하는 수준. 1) 점유율이 여전히 10%를 밑도는 점, 2) substrate 기반 설비 투자를 통해 성장의 공간을 확보했다는 점이 긍정적. FC-CSP의 진출은 여전히 변수이나 초기 매출 비중은 미미할 전망. 이에 따라 2013년 모바일량 매출을 5.3% 상향 조정 (+50.4% y-y).
 3. 2013년 이익률을 0.9%p 하향 조정. 최근 환율 변동을 감안하여 2013년 환율 가정을 1,100원에서 1,050원으로 하향 조정하였으며 이익률 추정에는 Product mix 조정 효과 (+1.4%p)와 환율 조정 효과(-2.3%p)가 반영됨.
 BUY 투자 의견 유지: 동사의 주가는 그 동안 SK하이닉스 증가와 높은 상관 관계를 시현. 그러나 최근 방향성에서 차이를 보였는데, 그 이유는 동사의 모바일량 제품 납품이 지연되며 product mix에서 차이를 보였기 때문이라는 판단. 3분기 이후 CSP와 MCP 점유율이 빠르게 확대되고 있어 내년 상반기에는 모바일 부품의 고객사 내 점유율이 PC용 부품 점유율 수준에 도달할 것으로 예상됨. 임항의 Bottom-out이 예상되는 2013년에는 밸류에이션 저평가 (2013년 기준 PER 7.0배) 또한 부각될 전망.