

FPCB 기업 탐방코멘트

이규선 02-768-3071 gyusun.lee@dwsec.com
이왕섭 02-768-4168 will.lee@dwsec.com
조우형 02-768-4306 will.cho@dwsec.com

2013. 3. 6
이슈코멘트

2013년에도 사상 최대 실적은 계속된다

■ 스마트폰, 태블릿PC 시장 확대의 최대 수혜 = FPCB산업

스마트폰 보급 확대와 대면적 태블릿PC의 등장, 그리고 디지털타이저(Digitizer)를 통한 필기 입력 확대 등 스마트폰과 태블릿 PC 시장 성장의 최대 수혜로 FPCB(Flexible Printed Circuit Board) 산업은 사상 최대 호황을 이어가고 있다.

13년 글로벌 스마트폰과 태블릿PC 출하량은 각각 각각 8억4천만대와 2억4백만대로 전년대비 각각 31%와 73%의 고성장을 이어갈 것으로 예상되며 국내 대표적인 생산 기업인 삼성전자와 LG전자도 13년 스마트폰 생산 목표를 각각 3.2억대(+46% YoY)와 4천만대(+56% YoY)로 계획하고 있는 것으로 추정된다.

■ 시장 확대에 따라 증설 본격화

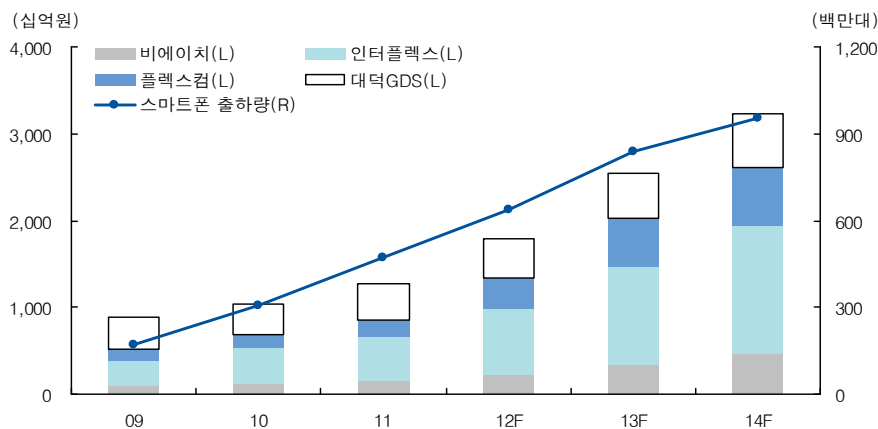
급격한 시장 성장 속에 국내 FPCB 관련 기업들의 증설 이슈가 이어지고 있다. 지난 해 하반기 증설을 완료한 인터플렉스를 비롯하여 최근 국내 2공장과 베트남 공장 증설을 위해 280억원의 자금 조달을 완료한 플렉스컴, 자체 보유 자금을 활용하여 증설해 나가고 있는 대덕GDS와 비에이치 등 늘어난 시장 수요에 따라 안정적인 제품 공급을 위한 증설이 지속되고 있어 하반기에도 사상 최대 실적을 이어갈 전망이다.

■ 갤럭시S4 출시와 대면적 태블릿PC 등장을 앞두고 1분기부터 실적 상승 기대

국내 스마트폰 시장은 최근 LG전자의 옵티머스 G프로가 판매 호조를 기록하고 있고 삼성전자의 갤럭시 S4와 8인치 노트 제품 그리고 하반기 갤럭시 노트3 등 신제품 출시가 계획되어 있어 FPCB 산업은 지속적인 성장을 이어갈 전망이다. 특히, 완제품 출시 약 2개월 전부터 주요 부품 납품이 이루어진다는 점을 감안한다면 1분기부터 신제품 출시 효과를 기대해 볼 수 있다는 판단이다.

따라서 지난해의 부진을 벗어나 실적 회복세를 보이고 있는 인터플렉스(051370/매수)와 갤럭시S4 관련 물량 증가로 사상 최대 실적 행진 예상되는 비에이치(090460/NR)와 대덕GDS(004130/NR), 플렉스컴(065270/NR)에 대해 지속적인 관심이 필요하다는 판단이다.

그림 1. 글로벌 스마트폰 출하량과 국내 FPCB 기업들의 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 각 사, Gartner, KDB대우증권 리서치센터

조우형 02-768-4306 will.cho@dwsec.com

인터플렉스 (051370/매수/TP 65,000원)

■ What's New?

- 2월부터 삼성전자 갤럭시노트 8인치 초도 물량 FPCB 납품 개시, 3월 갤럭시 S4 초도 물량 납품 예상
- 갤럭시노트 8인치 디지털타이저(펜 인식용 FPCB) 및 LCD 패널용 FPCB 공급, 갤럭시 S4 FPCB 4~5개 모델 납품 예상
- 갤럭시 S4에 탑재되는 FPCB의 경우 기존 모델 대비 사양이 높은 것으로 추정 → ASP 상승 요인
- 1분기 실적은 Apple 물량 감소 및 고정비 부담 증가로 부진 예상, 2분기 이후 삼성 향 물량 증가로 실적 개선 전망

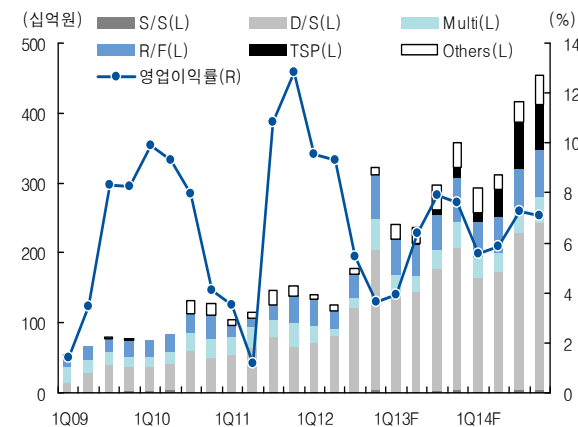
■ Catalysts

- 전략 고객사 신규 제품 사이클 도래: 2분기부터 삼성전자 갤럭시 S4, 갤럭시노트 8인치 출시 효과 본격화
- 하반기 Apple 모멘텀 회복: iPhone, iPad, iPad mini 신규 모델 하반기 출시, Apple 중국 진출 본격화
- 스마트폰 범용화의 최대 수혜: 국내 최대 FPCB 생산능력 + 확실한 고객 기반 → 물량 확대를 통한 규모의 경제 달성

■ Earnings & Valuation

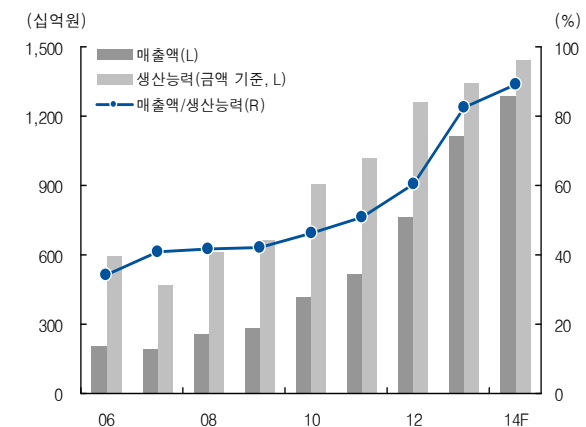
- 전방 산업 호조 및 증설 효과로 2013년 매출액 1.1조원(YoY +48%), 영업이익 752억원(YoY +62%) 기록할 전망
- 12M-fwd P/E 10배 (13F EPS 성장률 17%), 동종 업체 대비 밸류에이션 프리미엄 사라진 상황으로 판단

그림 2. 급격한 매출 성장과 수익성 안정화 예상



자료: 인터플렉스, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 2013년부터 증설 효과 본격화



자료: 인터플렉스, KDB대우증권 리서치센터

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	419	31	7.3	31	2,486	44	-45	20.9	13.3	2.5	10.2
12/11	518	40	7.8	31	2,283	59	-19	14.8	16.3	2.1	9.1
12/12P	765	47	6.1	54	3,890	83	-167	19.6	13.8	2.5	11.4
12/13F	1,132	75	6.6	63	4,534	132	18	18.9	10.4	1.8	6.4

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 인터플렉스, KDB대우증권 리서치센터

이규선 02-768-3071 gyusun.lee@dwsec.com

비에이치 (090460/Not Rated)

■ What's New?

- 스마트폰/태블릿PC 디스플레이용 FPCB 매출 증가로 12년에 이어 13년에도 **사상 최대 실적 이어갈 전망**
- LG전자 신제품 판매 호조와 2분기 삼성전자 주력 제품 출시를 앞두고 부품 매출 증가로 1분기에도 사상 최대 실적 예상
- 지난 해부터 계획된 증설 스케줄에 따라 고객사 수요 충족시킬 전망 (12년말 270억원/월 → 13년 7월 350억원/월)

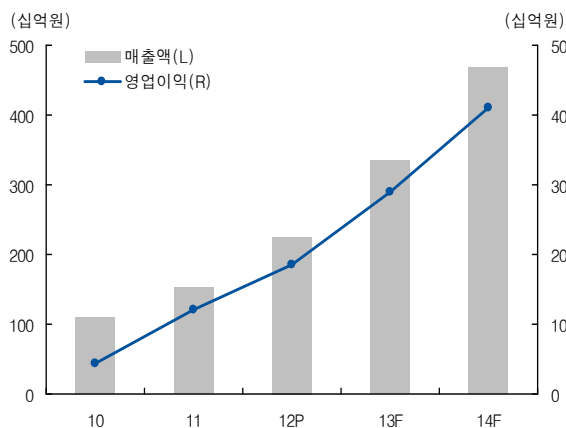
■ Catalysts

- **전략제품 출시 효과:** 주요 고객인 삼성전자의 갤럭시 S4와 8인치 노트 제품 출시 계획에 따라 매분기 매출 증가
- **신규 거래선 확보로 매출 다변화도 진행:** 디스플레이 및 카메라용 FPCB제품으로 신규 고객사 확보하여 매출 다변화
- **태블릿 PC 시장의 고성장 기대:** 태블릿PC 매출 호조에 따른 대면적 매출 증가로 외형 성장 기대
- **단계적 증설로 고객사 요구 처리:** 고객사의 수요에 따라 단계적으로 생산 Capa 확대 진행 중. 13년 5월과 7월 생산 공장 확대되면 약 350억원의 월 생산 규모 확보(YoY + 30%)하여 본격적인 성장 기대

■ Earnings & Valuation

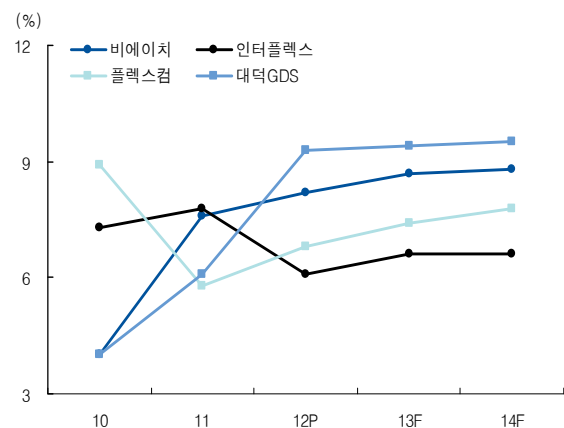
- 전방 산업 호황과 생산 규모 확대에 따라 **13년 예상 실적은 K-IFRS 개별 기준 매출액 3,359억원(YoY +49%), 영업이익 292억원(YoY +57%)으로 고성장 이어갈 전망**

그림 4. 지속적인 매출과 이익 성장



자료: 비에이치, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 경쟁사 대비 높은 영업이익률 기록 중



자료: 비에이치, KDB대우증권 리서치센터

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	111	6	5.6	2	213	8	4	6.2	14.5	0.8	9.6
12/11	153	12	7.6	7	563	15	8	12.8	11.1	1.4	8.7
12/12P	224	18	8.2	13	859	25	14	18.4	14.0	2.4	8.9
12/13F	336	29	8.7	21	1,376	36	22	23.8	10.0	2.1	6.9

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 비에이치, KDB대우증권 리서치센터

이왕섭 02-768-4168 will.lee@dwsec.com

대덕GDS (004130/Not Rated)

■ What's New?

- 3월부터 최대고객사 신규 스마트폰의 후면(13M)과 전면(2M) 카메라 모듈용 RF-PCB 초도 물량 공급 예상
- 상반기 내 제2공장 준공으로 RF-PCB 생산능력(멀티기준) 2만m²에서 2만5천m²로 확대되며 증설 효과 기대
- 1분기부터 최대고객사의 신규 태블릿 PC용 HDI(High Density Interconnection; 고다층기판) 초도 물량 공급 예상
- 고객사의 신규 모델용 RF-PCB 및 HDI 물량 증가로 하반기로 갈수록 분기별 매출액 및 수익성 개선 전망

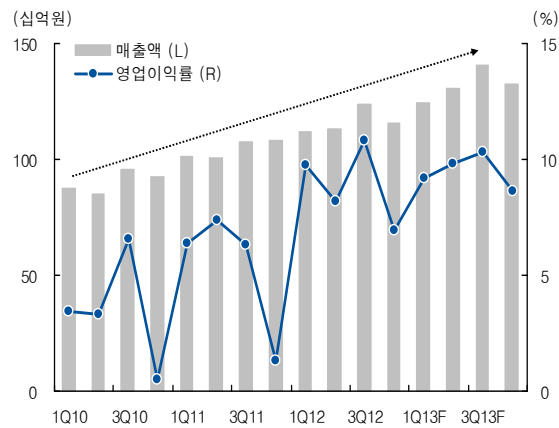
■ Catalysts

- 최대고객사의 주력 스마트폰 출시 효과: 상반기 갤럭시S 시리즈와 하반기 갤럭시노트 시리즈의 후속 모델 출시 효과 기대
- 최대고객사 태블릿 PC의 빠른 매출 성장 수혜: 올해 다양한 신규 태블릿 PC 출시로 PCB의 면적 증가 수혜 예상
- 가전용 PCB 전문 기업 → 모바일용 PCB 전문 기업으로의 전환 가속화로 수익성 개선 및 동사의 재평가 가능할 전망

■ Earnings & Valuation

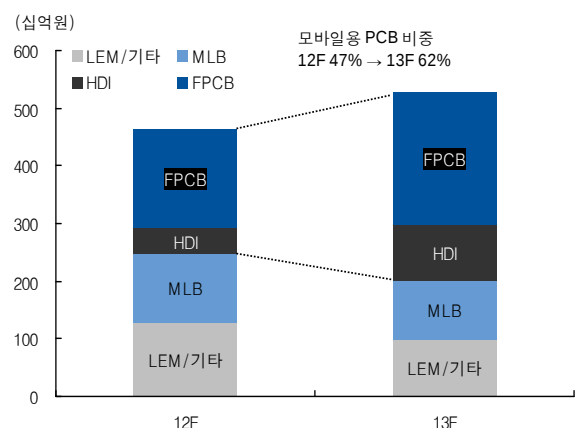
- 13F 예상 실적은 IFRS 개별 기준 매출액 5,281억원(YoY +14%), 영업이익 416억원(YoY +72%, OPM 9.5%)을 기록할 전망
- 사업구조가 가전용에서 모바일용 PCB(12년 47% → 13년 62%)로 전환되며 동사에 대한 리레이팅 가능할 것으로 기대

그림 6. 꾸준한 분기 매출 성장 및 수익성 개선 예상



자료: 대덕GDS, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 모바일용 PCB 비중 확대될 전망



자료: 대덕GDS, KDB대우증권 리서치센터

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	360	15	4.0	39	1,695	21	10	11.9	5.5	0.6	3.8
12/11	417	25	6.1	24	1,044	37	17	6.9	9.4	0.6	3.3
12/12P	465	43	9.3	34	1,497	61	28	9.5	11.8	1.1	4.2
12/13F	528	50	9.5	46	2,002	72	38	11.7	9.7	1.1	3.9

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 대덕GDS, KDB대우증권 리서치센터

이왕섭 02-768-4168 will.lee@dwsec.com

플렉스컴 (065270/Not Rated)

■ What's New?

- 최대고객사의 5인치 이상 스마트폰 및 태블릿 PC용 디지털라이저 매출 증가로 고성장하며 13년에도 사상 최대 실적 전망
- 베트남 제2공장과 국내 2공장의 적극적인 생산능력 확대(올해 말까지 각각 4만㎡→6만㎡, 4만㎡→8만㎡)로 증설 효과 기대
- 고객사의 차기 스마트폰에 디지털라이저 외에도 RF-PCB 및 멀티 FPCB 등의 매출 확대도 기대

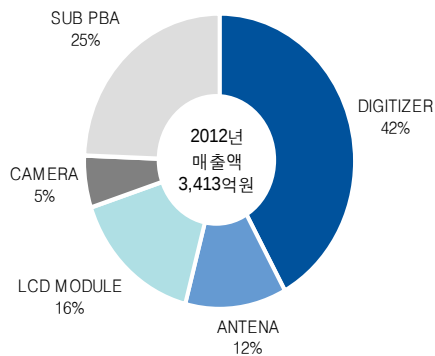
■ Catalysts

- 5인치 이상 스마트폰의 빠른 확산 최대 수혜: S펜 적용 확대에 타사 대비 수율이 좋은 동사의 디지털라이저 매출 급증 기대
- 태블릿 PC 시장의 고성장 수혜: FPCB의 면적 증가에 따른 매출 증가로 외형 성장 기대
- 국내 FPCB 업체 중 유일하게 베트남 진출: 삼성전자의 주요 핸드셋 생산지인 베트남 법인과 동반 성장 기대

■ Earnings & Valuation

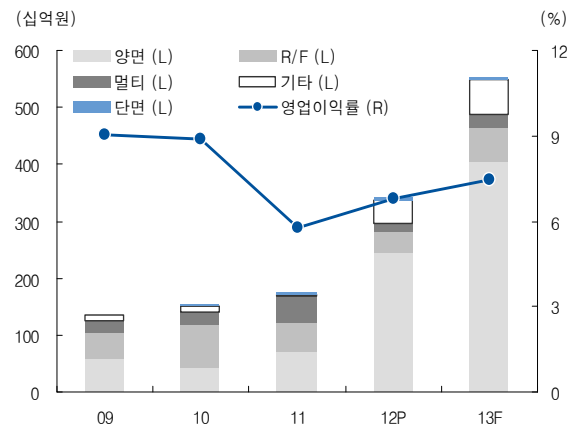
- 13F 실적은 IFRS 개별 기준 매출액 5,543억원(YoY +62%), 영업이익 412억원(YoY +77%, OPM 7.4%)을 기록할 전망
- 동사의 13F P/E는 8.6배로 동종업계 평균 13F P/E 9~10배 대비 낮은 수준으로 파악됨

그림 8. 디지털라이저 수요 급증하며 매출 급증



자료: 플렉스컴, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 디지털라이저용 FPCB 증가하며 매출 및 수익성 개선



자료: 플렉스컴, KDB대우증권 리서치센터

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	154	14	8.9	12	1,059	16	11	26.9	5.5	1.3	4.1
12/11	176	10	5.8	7	618	13	8	12.5	13.0	1.5	7.9
12/12P	341	23	6.8	19	1,571	26	18	28.3	14.1	3.5	11.4
12/13F	554	41	7.4	33	2,689	46	33	35.4	8.6	2.6	6.6

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 플렉스컴, KDB대우증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

- 비에이치: 자사주 금전신탁 위탁 법인.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주기(—), 목표주가(=), Not covered(☐))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)

