

Sector Update

Team Analyst

조성은 (핸드셋, 디스플레이)
sharrison.jo@samsung.com
02 2020 7761

이종욱 (IT부품, LED)
jwstar.lee@samsung.com
02 2020 7793

Research Associate

허윤수
yoon.heu@samsung.com
02 2020 7783

■ AT A GLANCE

삼성전기 (009150 KS, 72,000원)

SELL HOLD **BUY** **80,000원(+11%)**
목표주가

비에이치 (090460 KS, 12,150원)

SELL HOLD **BUY** **12,500원(+3%)**
목표주가

파트론 (091700 KS, 15,250원)

SELL HOLD **BUY** **15,000원(-2%)**
목표주가

인터플렉스 (051370 KS, 23,900원)

SELL HOLD **BUY** **21,000원(-12%)**
목표주가

Tech (NEUTRAL)

스마트폰 부품 기대치 조금만

WHAT'S THE STORY?

Event: 스마트폰 부품주 조정 후 관심이 높아지고 있으나, 이익 개선 폭은 제한적이며 일부 부품주 이익 전망을 하향한다.

Impact: 갤럭시S5의 초기 Sell-in 효과로 관련 Supply chain의 2월~4월까지의 월별 이익 상승은 강하지만, 5~6월부터 점차 둔화되거나 하락할 것이다. 전통적인 보조금 비수기인 2분기 선진(특히 미국) 시장에서는 아이폰6 대기 수요를 위한 보조금(마케팅) 통제로 갤럭시S5 마케팅 투자가 커질 것이다. 또한 짧아진 신모델 라이프 사이클로 볼 때, 출시 1~2달 후 갤럭시S4처럼 자연스런 부품 Build-up 감소세를 보여줄 것이다. 결국 갤럭시S5의 원가 혁신을 위한 집중력은 5~6월부터 더 높아질 것으로 보여 스마트폰 부품사들의 이익 회복은 어렵고, 오히려 일부 부품사(비에이치, 인터플렉스)들의 이익 전망을 하향한다.

Action: 스마트폰 부품주에 대한 보수적 의견 유지하며, 비에이치에 대한 투자 의견을 HOLD로, 목표주가를 12,500원으로 14% 하향 조정한다.

THE QUICK VIEW

스마트폰 부품주 5~6월부터 다시 조정: 기대치가 낮아진 상황에서, 11일 Global 갤럭시S5 출시로 다시 스마트폰 부품주에 대한 관심이 다소 높아졌다. 특히 최근 순환매 아이디어는 Tech 섹터에서도 낙폭이 과대했던 저평가 종목을 중심으로 예외가 아니었다. 그러나 이는 펀더멘탈 개선 측면보다는 단기 수급 아이디어로, 스마트폰 부품주에 대해선 보수적 입장을 유지한다. 2분기 회복(QoQ) 속도가 빠르다는 기대감인데, 우리는 이에 대하여 신중한 의견을 제시한다. 스마트폰 부품업은 다시 5~6월부터 이익 Down cycle을 예상하기 때문이다. 아이폰6 대기수요 영향과 디자인 차별화의 한계를 극복하고, 갤럭시S5 2분기 Sell-in을 15백만대 이상 달성하기 위한 삼성전자의 마케팅 활동은 적극적으로 부품 원가 Challenge가 커질 것으로 보기 때문이다. 그 결과 갤럭시S5향 부품 Build-up 효과는 4~5월을 Peak으로, 5~6월부터 부품사들의 가격 하락폭이 커질 것이다.

미국 보조금 비수기 효과는 커: 전통적인 미국 2분기 보조금 비수기 효과는 아이폰6 대기 수요 영향으로 더 클 것이다. 이것은 보조금 부담이 높은 2분기 High-end 세그먼트 모델(삼성전기 갤럭시S5, HTC의 M8 등)의 가격 인하 압박이 커진다는 의미다. 이것은 갤럭시S5 미국 가격 조건(1 Buy+1 Free, 또는 2년 약정 0~199달러)은 지난 갤럭시S4 초도 가격(199~299달러) 대비 크게 낮아진 이유를 설명해 준다. 갤럭시S5의 추정 초도 재료비는 갤럭시S4와 유사하며, 실판매(표시가격-보조금 및 정책비용) 가격은 약 50~100달러 낮아진 것으로 추정되기 때문에, 2분기부터 재료비 원가 혁신이 강하게 대두될 것이다. 채용된 디스플레이 가격은 이미 20~30% 낮아진 상황이기 때문에, 기타 비중이 높은 부품(PCB, 카메라모듈 등) 중심으로 부품 가격 인하 폭이 클 것이다.

비에이치 하향: FPCB에 대한 관점이 보수적으로 변화하였다. 가장 큰 이유는 성수기 이후의 이익 가시성이 낮아졌기 때문이다. FPCB의 핵심 경쟁력이 빠른 투자(Capacity 확보)와 적층 기술에서 낮은 원가로 이동하고 있고, 최근 일본 최대 FPCB업체 맥트론의 삼성 진출이 구체화되는 등 고객사 내 해외 경쟁사와의 경쟁 강도가 상승할 것으로 보인다. 현재의 낮은 이익 가시성으로는 회복 기대에 투자하기 힘든 상황이라 판단하여 비에이치의 투자 의견을 HOLD로 하향 조정하고 목표주가를 12,500원으로 하향 조정한다. 기존 부품(삼성전기, 파트론, 인터플렉스)에 대한 보수적 이익 전망과 투자 의견을 유지한다.

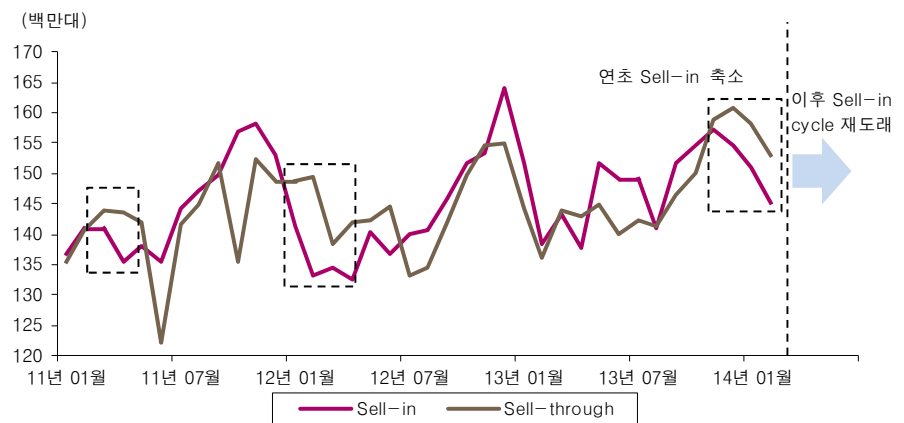
전통적인 Sell-in(재고 쌓기) 사이클 vs. 이익 회복 제한적

전통적인 스마트폰 재고 사이클은 이번에도 예외 없으며, 이것은 이번 2분기 스마트폰 Supply chain의 이익 회복을 기대할 수 있는 부분이다. <그림1>처럼 2011년 이후 매년 1~2월 핸드셋 Sell through(개통)수량은 Sell-in을 크게 넘어서 재고는 Tight 했으며, 그 결과 2분기 핸드셋 업체(삼성전자 및 안드로이드 제조사들)들의 부품 Build-up 효과는 극대화되게 마련이었다. 이번에도 삼성전자 갤럭시S5 및 주요 Mid-end 모델들의 Build-up 효과는 2~3월을 시작으로 4~5월까지 지속되어, 스마트폰 부품사들의 월별 이익 상승이 둔보일 것이다.

그러나 신모델 제품 사이클은 <그림3>의 갤럭시S4처럼 단기화되고 있기 때문에, 부품사들의 이익 상승 사이클은 단기적으로 그칠 것이다. 11월 Global 출시 후 갤럭시S5의 초기 반응이 기대 이상인 이유 중 하나는 의미 있는 S4대비 진일보한 신기술 적용도 있었지만, 제품 사이클 변화를 의식한 초반 강력한 마케팅 투자도 한 몫 했기 때문으로 풀이된다. 즉, 갤럭시S5의 Sell-through 트렌드가 갤럭시S4와 다른 월별 상승 곡선을 가정하지 않는 이상, 부품사들의 Build-up 효과에 따른 이익 회복 시나리오는 어렵다는 결론이다.

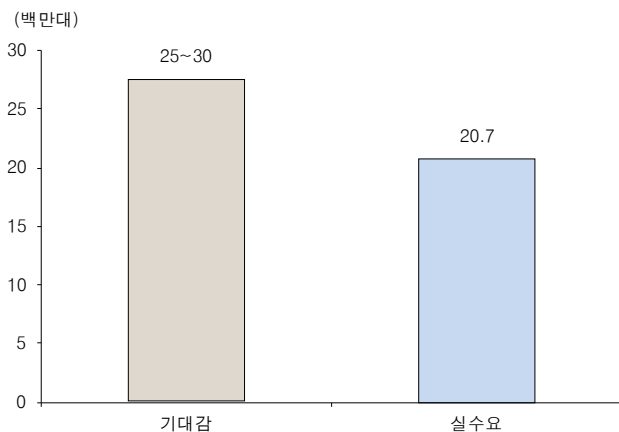
이론적으로 재료비(BOM) 비중이 높은 디스플레이, 메모리, PCB, 카메라(모듈) 순서대로 원가 혁신 집중도는 높아질 것이다. 메모리와 중소형 디스플레이(이미 갤럭시S4 대비 갤럭시S5의 디스플레이 가격은 약 20~30% 인하)는 제한된 공급처로 인해 상대적으로 가격 인하 폭이 크지 않을 것이다. 반면, PCB와 카메라 등 나머지 부품 가격 인하 폭은 3~4월 대비 커질 것이다.

그림 1. 글로벌 핸드셋 월별 판매량: Sell-in vs Sell-through



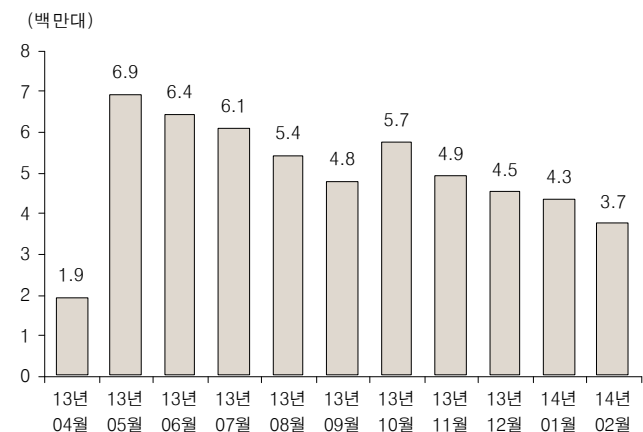
자료: Counterpoint

그림 2. 갤럭시S4 첫 분기 Sell-in 판매: 기대치 vs 실수요



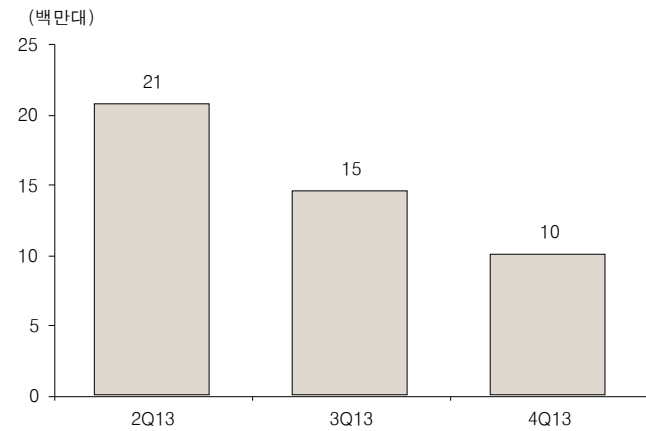
자료: 삼성증권 추정

그림 3. 갤럭시S4 월별 Sell-through 판매량



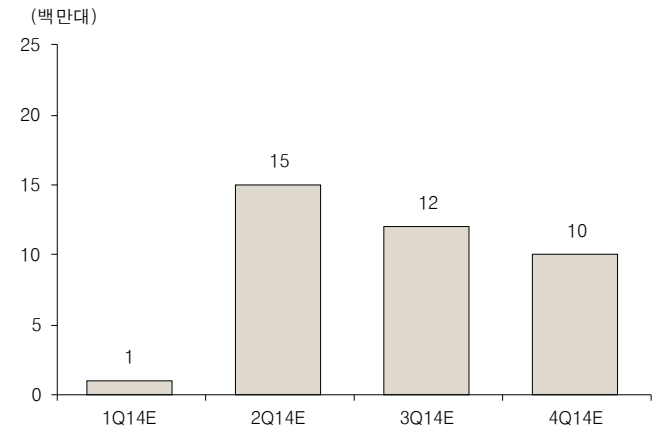
자료: Counterpoint

그림 4. 갤럭시S4 분기별 Sell-in 판매량



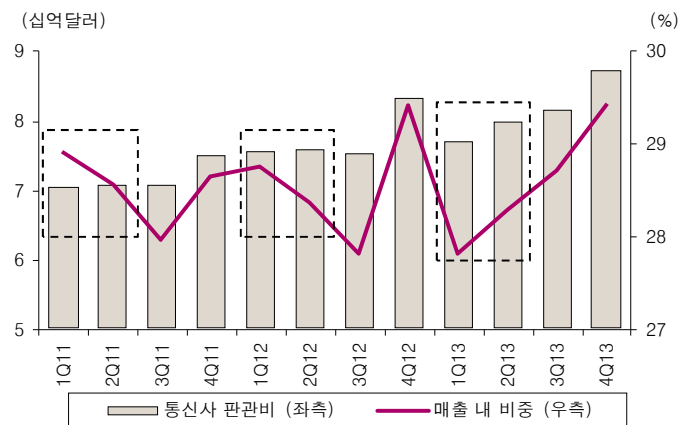
자료: 삼성증권 추정

그림 5. 갤럭시S5 분기별 Sell in 판매 전망



자료: 삼성증권 추정

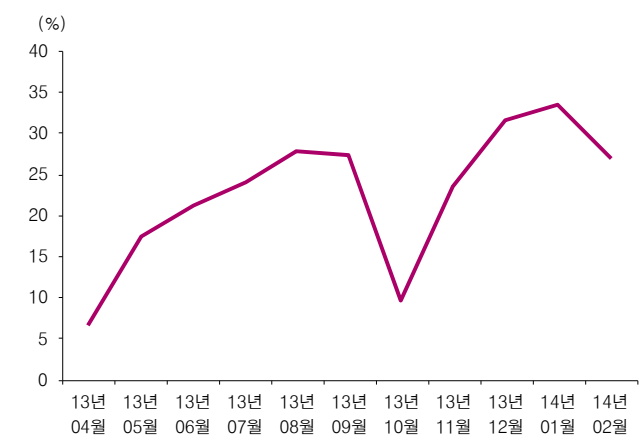
그림 6. 미국 주요 통신사* 판매관리비용 및 매출 내 비중



참고: *Verizon, Sprint

자료: 각 사 자료

그림 7. 갤럭시S5 미국향 비중



자료: Counterpoint

Company Update



이종욱
Analyst
jwstar.lee@samsung.com
02 2020 7793

■ AT A GLANCE

SELL **HOLD** BUY

목표주가	12,500원 (2.9%)
현재주가	12,150원
Bloomberg code	090460 KS
시가총액	1,899.6억원
Shares (float)	15,634,888주 (69.2%)
52주 최저/최고	9,470원/14,550원
60일-평균거래대금	30.8억원
One-year performance	1M 6M 12M
비에이치 (%)	+1.3 -2.5 -8.6
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-0.2 -6.9 -10.7

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자 의견	HOLD	BUY	
목표주가	12,500	14,500	0.0%
2014E EPS	1,818	2,003	-9.3%
2015E EPS	2,124	2,392	-11.2%
2016E EPS	2,145	n/a	n/a

■ SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	7
Target price vs I/B/E/S mean	-21.9%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	-5.0%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
I/B/E/S recommendation	Buy

비에이치 (090460)

시장 방어가 선결 과제

WHAT'S THE STORY?

Event: FPCB 산업의 경쟁력이 capacity 확보에서 원가 경쟁력으로 이동 중. 경쟁이 격화되고 가격에 민감해져, FPCB 기업들의 교섭력이 약화되고 있는 산업의 흐름에 주목.

Impact: 2014년 영업이익을 12% 하향 조정. 조정 폭보다는 동사의 향후 이익 가시성이 하락하고 있다는 점이 중요.

Action: HOLD로 하향 조정하고 목표주가를 14,500원에서 12,500원으로 하향 조정.

THE QUICK VIEW

HOLD로 하향 조정하고 목표주가 하향: 투자의견을 HOLD로 하향 조정하고 목표주가를 14,500원에서 12,500원으로 하향 조정한다. 이익의 하향폭보다는, 동사의 향후 이익 가시성이 하락하는 상황 변화 자체에 주목하며, 현재의 낮은 이익 가시성으로는 회복 기대에 투자하기 힘든 상황이라 판단하였다. 동사가 추진하는 고객다변화가 구체화되는 순간이 다음 매수 시기가 될 것으로 본다. 목표주가는 2014년 EPS에 P/E 7배를 적용하였다. 2014년 매출액과 영업이익을 각각 11%, 12% 하향 조정하였는데, 그 이유는 일본 업체의 시장 진입으로 인한 경쟁 격화 때문이다.

1분기 실적 하향: 1분기 본사기준 매출액은 전분기 대비 12% 증가한 758억원, 영업이익률은 7%로 예상한다. 지난 추정에 비해 매출은 11%, 영업이익률은 1%pt 하향 조정하는데, 이유는 1) 삼성디스플레이의 중소형 패널 가동률이 1분기에도 소폭 확대에 그쳤고, 2) 1분기 삼성전자의 스마트폰 출하량이 둔보였으나 세트 업체의 재고 소진이 mix된 것으로 추정되기 때문이다.

플래그십 모델 효과 희석: 여전히 신모델 출시 효과로 인해 2분기 실적 전망은 밝지만 2013년과 같이 그 폭이 시장을 놀라게 할 수준은 아닐 것으로 예상한다. 그 이유는 타이트해지는 경쟁 상황 때문이며 출하량보다는 주로 판가 하락에 기인한다. 각 고객사 별 1등 업체로의 주문 집중 현상이 심화될 것으로 전망하며, 동사의 경우 출하량의 하방 리스크는 상대적으로 적은 편이다. 다만 타이트한 경쟁 환경 변화는 산업 변화의 흐름으로 삼성과 LG 등 대부분의 고객사에서 두루 나타나는 현상이기 때문에 동사에게로의 영향은 불가피하다.

자유로울 수 없는 경쟁 환경: FPCB 산업이 점차 원가에 민감해지고 있다. 최근 일본 업체 맥트론의 삼성 FPCB 시장 진출이 가시화되는 것으로 파악되는데, 이 역시 물량의 확보보다는 원가 경쟁력에 기인한 것이다. 특히 일본 업체들의 경우 PC 시장이나 일본 모바일 세트 업체들의 분위기가 악화되는 반면 환율은 일본에 우호적이어서 한국 FPCB업체와의 경쟁이 향후 치열해질 것이라 판단한다. 동사는 2014년 중국 세트 업체와 터치패널 업체 등 판로를 확대할 계획을 세우고 있으며, 중국향 매출 성장과 고객 다변화가 구체화되는 순간이 다음 매수 시기라 판단한다.

■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2013	2014E	2015E	2016E
매출액 (십억원)	347.7	403.6	483.4	504.4
순이익 (십억원)	27.6	28.4	33.2	34.8
EPS (adj) (원)	1,824	1,818	2,124	2,145
EPS (adj) growth (%)	103.5	(0.3)	16.9	1.0
EBITDA margin (%)	13.0	8.9	8.6	8.6
ROE (%)	33.1	25.9	23.7	20.0
P/E (adj) (배)	6.4	6.7	5.7	5.7
P/B (배)	1.8	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA (배)	5.4	6.9	6.1	5.3
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

표 1. 1Q14 실적 전망

(십억원)	1Q14E	4Q13	1Q13	증감 (%)	
				전분기 대비	전년동기 대비
매출액	75.8	67.7	73.9	12.0	2.6
영업이익	5.3	5.6	5.8	(5.4)	(8.3)
세전사업계속이익	4.8	6.1	6.8	(21.1)	(29.8)
순이익	4.2	4.8	6.1	(12.3)	(30.8)
이익률 (%)					
영업이익	7.0	8.3	7.8		
세전사업계속이익	6.3	9.0	9.2		
순이익	5.6	7.1	8.3		

자료: 비에이치, 삼성증권 추정

표 2. 연간 실적 추정 변경

(십억원)	Old		New		차이 (%)	
	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
매출액	452	544	404	483	(10.6)	(11.2)
영업이익	37.4	43.7	32.9	37.9	(12.1)	(13.2)
세전이익	35.6	42.5	32.3	37.7	(9.3)	(11.2)
순이익	31.3	37.4	28.4	33.2	(9.3)	(11.2)

자료: 삼성증권 추정

표 3. 목표주가 산정

(원)	2014E
EPS	1,818
목표 PER (배)*	7
목표주가	12,500
현주가	12,150
상승여력 (%)	2.9%

자료: 삼성증권 추정

표 4. 비에이치: 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2013E	2014E	2015E
매출액	75.8	104.1	117.6	106.1	117.3	122.4	125.3	118.4	347.7	403.6	483.4
영업이익	5.3	8.6	10.2	8.7	9.1	9.6	10.0	9.3	30.1	32.9	37.9
세전이익	4.8	8.5	10.3	8.7	9.1	9.5	9.9	9.2	31.4	32.3	37.7
순이익	4.2	7.5	9.0	7.6	8.0	8.4	8.7	8.1	27.6	28.4	33.2
이익률 (%)											
영업이익	7.0	8.3	8.7	8.2	7.8	7.8	7.9	7.8	8.6	8.1	7.8
세전사업계속이익	6.3	8.2	8.7	8.2	7.7	7.8	7.9	7.8	9.0	8.0	7.8
순이익	5.6	7.2	7.7	7.2	6.8	6.9	7.0	6.9	7.9	7.0	6.9

자료: 비에이치, 삼성증권 추정

비에이치

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	226	348	404	483	504
매출원가	200	305	356	428	446
매출총이익	26	43	48	56	59
(매출총이익률, %)	12	12	12	11	12
판매 및 일반관리비	8	13	15	18	19
영업이익	18	30	33	38	40
(영업이익률, %)	8	9	8	8	8
순금융이익	(3)	(3)	(4)	(4)	(3)
순외환이익	(2)	(2)	(0)	(0)	(0)
순지분법이익	0	0	0	0	0
기타	1	7	3	4	4
세전이익	14	31	32	38	40
법인세	2	4	4	5	5
(법인세율, %)	11	12	12	12	12
순이익	13	28	28	33	35
(순이익률, %)	6	8	7	7	7
영업순이익*	13	28	28	33	34
(영업순이익률, %)	6	8	7	7	7
EBITDA	23	45	36	42	43
(EBITDA 이익률, %)	10	13	9	9	9
EPS (원)	869	1798	1818	2124	2229
수정 EPS (원)**	896	1824	1818	2124	2145
주당배당금 (보통, 원)	0	0	0	0	0
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0	0	0	0	0

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동에서의 현금흐름	4	46	27	20	27
순이익	13	28	28	33	35
유·무형자산 상각비	5	11	0	0	0
순외환관련손실 (이익)	(1)	(1)	0	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	0	0	0	0
Gross Cash Flow	28	49	27	181	33
순운전자본감소 (증가)	(20)	2	(2)	(13)	(8)
기타	(1)	(3)	(0)	0	(0)
투자활동에서의 현금흐름	(12)	(54)	(28)	(27)	(1)
설비투자	(13)	(51)	(26)	(25)	0
Free cash flow	(9)	(5)	1	(5)	27
투자자산의 감소 (증가)	2	(3)	(0)	(0)	(0)
기타	(1)	0	(1)	(2)	(1)
재무활동에서의 현금흐름	9	16	6	7	(11)
차입금의 증가(감소)	11	20	6	10	(7)
자본금의 증가 (감소)	3	2	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	(5)	(6)	0	(3)	(5)
현금증감	1	8	6	0	14
기초현금	4	5	13	19	19
기말현금	5	13	19	19	33

참고: * 일회성 항목 제외

** 완전 희석, 일회성 항목 제외

자료: BH, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	93	92	116	134	158
현금 및 현금등가물	5	13	19	19	33
매출채권	51	46	58	69	72
재고자산	26	21	27	32	39
기타	11	12	13	14	15
비유동자산	68	112	138	164	164
투자자산	20	23	23	23	24
(지분법증권)	18	21	21	21	21
유형자산	45	85	111	136	136
무형자산	2	2	2	2	2
기타	2	2	3	3	3
자산총계	161	203	255	298	323
유동부채	71	70	87	92	87
매입채무	20	15	31	35	36
단기차입금	37	37	33	33	26
기타 유동부채	15	18	23	25	25
비유동부채	17	38	44	49	44
사채 및 장기차입금	16	35	40	45	40
기타 장기부채	1	3	4	4	4
부채총계	89	108	131	141	131
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	28	30	30	30	30
이익잉여금	41	68	97	130	165
기타	(5)	(10)	(10)	(10)	(10)
자본총계	72	95	124	157	192
순부채	51	62	58	63	37
주당장부가치 (원)	4,885	6,472	8,428	10,715	13,115

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2012	2013	2014E	2015E	2016E
증감률 (%)					
매출액	47.1	54.1	16.1	19.8	4.3
영업이익	68.7	62.9	9.3	15.3	4.5
세전이익	88.5	117.4	2.9	16.9	4.9
순이익	90.3	115.8	2.8	16.9	4.9
영업순이익*	101.7	112.1	1.4	16.9	1.0
EBITDA	70.3	61.8	(20.5)	15.6	3.9
수정 EPS**	64	103	(0)	17	1
비율 및 회전					
ROE (%)	19.3	33.1	25.9	23.7	20.0
ROA (%)	8.8	15.2	12.4	12.0	11.2
ROIC (%)	13.3	16.8	15.9	15.2	15.2
순부채비율 (%)	71.2	65.4	46.5	39.9	19.2
이자보상배율 (배)	5.6	10.5	9.5	10.6	11.4
매출채권 회수기간 (일)	65.3	50.9	47.0	47.8	51.1
매입채무 결제기간 (일)	24.9	18.2	20.8	24.8	25.5
재고자산 보유기간 (일)	41.0	24.5	21.5	22.3	25.7
Valuations (배)					
P/E	8.9	6.4	6.7	5.7	5.7
P/B	1.6	1.8	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA	7.4	5.4	6.9	6.1	5.3
EV/EBIT	9.7	7.1	6.9	6.1	5.3
배당수익률 (보통, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

*완전희석, 일회성 항목 제외

* P/E, P/B는 지배주주기준

Company Update



이종욱
Analyst
jwstar.lee@samsung.com
02 2020 7793

AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가	21,000원 (-12.1%)
현재주가	23,900원
Bloomberg code	051370 KS
시가총액	3,849.5억원
Shares (float)	16,380,672주 (45.5%)
52주 최저/최고	18,550원/50,899원
60일-평균거래대금	40.6억원
One-year performance	1M 6M 12M
인터플렉스 (%)	+21.1 -35.0 -41.1
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	+19.6 -39.4 -43.2

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자 의견	HOLD	HOLD	
목표주가	21,000	21,000	0.0%
2013E EPS	588	588	0.0%
2014E EPS	1,748	1,748	0.0%
2015E EPS	1,802	1,802	0.0%

SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	7
Target price vs I/B/E/S mean	-15.3%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	-44.4%
Estimates up/down (4 weeks)	0/3
I/B/E/S recommendation	Hold

인터플렉스 (051370)

낮아진 이익 가시성

WHAT'S THE STORY?

Event: 1Q14의 이익 기대감은 낮지만, 2Q14 턴어라운드 기대감으로 최근 주가 회복.

Impact: FPCB 사업의 핵심 경쟁력이 빠른 투자와 적층 기술에서 낮은 원가로 이동하고 있고, 고객사 내 해외 경쟁사와의 경쟁 강도는 상승하고 있어 턴어라운드 이후의 이익 가시성 역시 하락하고 있음.

Action: HOLD 투자의견과 목표주가 21,000원 유지.

THE QUICK VIEW

HOLD 투자의견 유지: 동사의 HOLD 투자의견과 목표주가 21,000원을 유지한다. 최근 턴어라운드 기대감으로 인한 주가 상승에도 불구하고 신중한 투자 판단을 권고한다. 턴어라운드의 지연보다는 턴어라운드 이후의 이익 가시성의 하락에 주목하고 있다. 2014년 FPCB 사업의 환경이 변화하면서 핵심 경쟁력은 빠른 투자와 적층 기술에서 낮은 원가로 이동하고 있으며, 고객사 내 해외 경쟁사와의 경쟁 강도는 상승하고 있다. 이에 따라 2015년 영업이익 역시 12.9% 하향 조정한 354억원으로 추정한다. 기대감으로 인한 주가 상승에도 불구하고 신중한 투자 판단을 권고하는 이유이다.

원가 경쟁력 시대: FPCB 산업 내에서 최대 화두는 고객사의 capacity 확보였으나 이는 점차 부품사의 원가경쟁력으로 변화하고 있다. 이에 따라 동사 교섭력의 약화가 우려된다. 동사가 4Q13 대만 경쟁사로 인해 미국 고객사 내 경쟁이 격화되었다면, 2Q14에는 일본 경쟁사로 인해 삼성 내 경쟁 격화를 전망한다. 최근 일본 업체 맥트론의 삼성 FPCB 시장 진출이 가시화되는 것으로 파악되는데, 이 역시 물량의 확보보다는 원가 경쟁력에 기인한 것이다. 특히 일본 업체들의 경우 PC 시장이나 일본 모바일 세트 업체들의 분위기가 악화되는 반면 환율은 일본에 우호적이어서 한국 FPCB업체와의 경쟁이 향후 치열해질 것이라 판단한다.

1분기 적자 유지 전망: 1Q14 매출액은 전분기 대비 16.9% 하락한 2,050억원, 영업적자 51억원 수준을 유지할 것으로 전망한다. 영업손실률은 4Q13 5.7%에서 1Q14 2.5%로 소폭 축소할 수 있을 것으로 본다. 1Q14에는 고객사의 신제품 출시 효과가 사라지며 주문이 감소할 것으로 예상하는 반면, 비수기의 영향권에 있는 터치패널 사업은 FPCB의 손실을 보전하기에는 부족하다. 매출액은 삼성전자의 신제품 효과가 나타나는 2분기에 회복할 것으로 예상된다. 흑자전환 지연을 반영해 2014년 영업이익을 110억원으로 하향 조정한다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2013	2014E	2015E	2016E
매출액 (십억원)	991.1	916.8	950.4	952.4
순이익 (십억원)	(0.7)	9.6	28.6	29.5
EPS (adj) (원)	(37)	588	1,748	1,802
EPS (adj) growth (%)	적전	흑전	197.3	3.1
EBITDA margin (%)	7.7	9.6	11.6	11.8
ROE (%)	(0.2)	2.6	7.3	7.0
P/E (adj) (배)	(629.2)	40.6	13.7	13.3
P/B (배)	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA (배)	5.8	4.8	3.8	3.6
Dividend yield (%)	0.3	0.3	0.3	0.3

자료: 삼성증권 추정

표 1. 1분기 실적 전망

(십억원)	1Q14E	4Q13	1Q13	증감 (%)	
				전년동기 대비	전분기 대비
매출액	205.0	246.9	322.1	(16.9)	(36.3)
영업이익	(5.1)	(14.2)	11.8	nm	nm
세전사업계속이익	(4.9)	(13.2)	25.9	nm	nm
순이익	(4.0)	(12.0)	19.5	nm	nm
이익률 (%)					
영업이익	(2.5)	(5.7)	3.7		
세전사업계속이익	(2.4)	(5.3)	8.1		
순이익	(2.0)	(4.9)	6.0		

참고: K-IFRS 별도기준

자료: 인터플렉스, 삼성증권 추정

표 2. 분기별 실적 전망 (변경전)

(십억원)	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2013	2014E	2015E
매출액	251.0	252.6	278.2	261.2	270.9	275.9	283.3	275.6	991.1	1,043.1	1,105.6
FPCB	236.5	231.3	245.1	226.3	235.0	240.0	247.4	239.7	961.8	939.3	962.0
Touch sensor	14.5	21.3	33.1	34.9	35.9	35.9	35.9	35.9	29.3	103.8	143.6
영업이익	9.7	9.1	11.6	9.9	9.7	10.2	10.7	10.0	0.1	40.3	40.6
FPCB	9.1	7.9	9.3	7.4	7.9	8.1	8.2	7.4	4.2	33.7	31.7
Touch sensor	0.6	1.3	2.3	2.4	1.8	2.2	2.5	2.5		6.6	9.0
세전이익	9.9	9.3	11.8	10.1	9.6	10.1	10.6	9.8	(5.3)	41.1	40.2
순이익	8.1	7.6	9.7	8.2	7.7	8.1	8.5	7.9	(0.7)	33.7	32.2
이익률 (%)											
영업이익	3.9	3.6	4.2	3.8	3.6	3.7	3.8	3.6	0.0	3.9	3.7
세전사업계속이익	3.9	3.7	4.2	3.8	3.6	3.7	3.7	3.6	(0.5)	3.9	3.6
순이익	3.2	3.0	3.5	3.2	2.8	2.9	3.0	2.9	(0.1)	3.2	2.9

참고: K-IFRS 별도기준

자료: 인터플렉스, 삼성증권 추정

표 3. 분기별 실적 전망 (변경후)

(십억원)	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2013	2014E	2015E
매출액	205.0	233.9	249.4	228.4	235.2	235.9	244.3	235.0	991.1	916.8	950.4
FPCB	196.3	214.6	216.3	193.5	199.3	200.0	208.4	199.1	961.8	820.7	806.8
Touch sensor	8.7	19.3	33.1	34.9	35.9	35.9	35.9	35.9	29.3	96.1	143.6
영업이익	(5.1)	3.4	6.9	5.7	8.4	8.8	9.4	8.8	0.1	11.0	35.4
FPCB	(5.4)	2.2	4.6	3.3	6.6	6.6	6.9	6.3	4.2	4.7	26.4
Touch sensor	0.3	1.2	2.3	2.4	1.8	2.2	2.5	2.5		6.3	9.0
세전이익	(4.9)	3.6	7.1	5.9	8.5	8.9	9.5	8.9	(5.3)	11.7	35.8
순이익	(4.0)	3.0	5.8	4.8	6.8	7.1	7.6	7.1	(0.7)	9.6	28.6
이익률 (%)											
영업이익	(2.5)	1.5	2.8	2.5	3.6	3.7	3.9	3.7	0.0	1.2	3.7
세전사업계속이익	(2.4)	1.5	2.9	2.6	3.6	3.8	3.9	3.8	(0.5)	1.3	3.8
순이익	(2.0)	1.3	2.3	2.1	2.9	3.0	3.1	3.0	(0.1)	1.1	3.0

참고: K-IFRS 별도기준

자료: 인터플렉스, 삼성증권 추정

인터플렉스

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	765	991	917	950	952
매출원가	702	967	885	890	890
매출총이익	63	24	32	61	62
(매출총이익률, %)	8.3	2.4	3.4	6.4	6.5
판매 및 일반관리비	17	24	21	25	25
영업이익	47	0	11	35	36
(영업이익률, %)	6.1	0.0	1.2	3.7	3.8
순금융이익	(4)	(6)	(8)	(7)	(7)
순외환이익	0	0	0	(1)	(1)
순지분법이익	4	5	8	8	8
기타	22	(4)	0	(0)	(0)
세전이익	69	(5)	12	36	37
법인세	15	(5)	2	7	7
(법인세율, %)	21.1	86.0	18.0	20.0	20.0
순이익	54	(1)	10	29	30
(순이익률, %)	7.1	(0.1)	1.1	3.0	3.1
영업순이익*	57	(1)	9	29	30
(영업순이익률, %)	7.4	(0.1)	1.0	3.1	3.2
EBITDA	106	76	88	110	112
(EBITDA 이익률, %)	13.9	7.7	9.6	11.6	11.8
EPS (원)	3,752	(50)	588	1,748	1,802
수정 EPS (원)**	3,924	(37)	588	1,748	1,802
주당배당금 (보통, 원)	166	67	67	67	67
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	11.4	3.8	3.7

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동에서의 현금흐름	(26)	122	68	64	81
순이익	54	(1)	10	29	30
유·무형자산 상각비	34	75	69	68	69
순외환관련손실 (이익)	(4)	(0)	0	0	0
지분법평가손실 (이익)	(4)	(5)	0	0	0
Gross Cash Flow	88	79	74	92	93
순운전자본감소 (증가)	(101)	66	(2)	(25)	(9)
기타	(11)	(17)	(0)	(0)	0
투자활동에서의 현금흐름	(150)	(66)	(62)	(75)	(78)
설비투자	(177)	(68)	(60)	(70)	(70)
Free cash flow	(204)	54	8	(6)	11
투자자산의 감소(증가)	31	12	2	0	0
(배당금***)					
기타	(4)	(10)	(4)	(6)	(8)
재무활동에서의 현금흐름	157	(58)	0	12	9
차입금의 증가(감소)	159	(129)	(8)	4	0
자본금의 증가(감소)	0	71	0	0	0
배당금	(2)	0	0	(1)	(1)
기타	0	0	8	9	10
현금증감	(20)	(3)	6	1	12
기초현금	24	4	2	8	9
기말현금	4	2	8	9	21

참고: * 일회성 항목 제외

** 완전 회석, 일회성 항목 제외

*** 지분법증권으로부터의 배당

자료: 인터플렉스, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	519	368	393	430	459
현금 및 현금등가물	4	2	8	9	21
매출채권	277	171	183	198	207
재고자산	136	99	102	119	119
기타	103	96	99	104	112
비유동자산	356	338	327	329	331
투자자산	32	26	24	23	23
(지분법증권)	15	20	20	20	20
유형자산	322	302	294	296	298
무형자산	2	2	2	2	2
기타	1	8	8	8	8
자산총계	875	706	720	760	790
유동부채	521	299	305	317	319
매입채무	245	171	183	190	190
단기차입금	204	77	81	85	85
기타 유동부채	71	51	40	42	44
비유동부채	54	38	37	37	37
사채 및 장기차입금	45	30	30	30	30
기타 장기부채	9	7	7	7	7
부채총계	575	336	342	354	356
자본금	7	8	8	8	8
자본잉여금	63	133	133	133	133
이익잉여금	230	228	236	264	292
기타	0	0	0	0	0
자본총계	300	370	378	405	434
순부채	190	55	34	33	14
주당장부가치 (원)	20,566	22,441	22,955	24,629	26,358

재무비율 및 주당지표

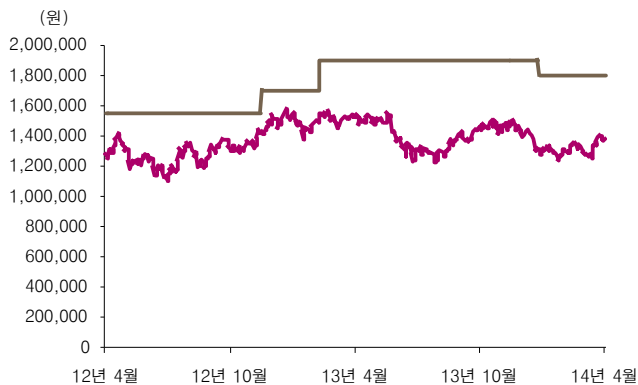
12월 31일 기준	2012	2013	2014E	2015E	2016E
증감률 (%)					
매출액	47.8	29.5	(7.5)	3.7	0.2
영업이익	15.2	(99.9)	n.m	221.9	3.1
세전이익	76.1	적전	흑전	204.7	3.1
순이익	75.1	적전	흑전	197.3	3.1
영업순이익*	83.5	적전	흑전	214.9	3.0
EBITDA	14.6	(100.0)	15.4	25.5	1.6
수정 EPS**	78.7	적전	흑전	197.3	3.1
비율 및 회전					
ROE (%)	19.8	(0.2)	2.6	7.3	7.0
ROA (%)	8.0	(0.1)	1.4	3.9	3.8
ROIC (%)	7.5	0.0	2.2	6.5	6.5
순부채비율 (%)	63.2	14.8	8.9	8.2	3.3
이자보상배율 (배)	13.5	0.1	2.2	5.4	5.5
매출채권 회수기간 (일)	97.0	82.5	70.6	73.2	77.6
매입채무 결제기간 (일)	82.5	76.6	70.5	71.7	72.9
재고자산 보유기간 (일)	46.2	43.3	40.0	42.4	45.6
Valuations (배)					
P/E	14.5	(629.2)	40.6	13.7	13.3
P/B	2.8	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.3	5.8	4.8	3.8	3.6
EV/EBIT	13.6	415.0	21.9	10.0	9.3
배당수익률 (보통, %)	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3

■ Compliance Notice

- 당사는 4월 14일 현재 삼성전자와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 당사는 4월 14일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 4월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 4월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이

삼성전자



인터플렉스



비에이치



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

삼성전자

일	자	2012/4/16	11/27	2013/2/20	2014/1/7
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)		1,550,000	1,700,000	1,900,000	1,800,000

인터플렉스

일	자	2012/4/27	10/4	10/21	2013/1/15	1/27	3/29	12/17	2014/1/2
투자의견		BUY	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)		31,000	80,000	70,000	56,000	47,000	40,000	23,000	21,000

비에이치

일	자	2013/11/21	2014/1/2	2014/4/15
투자의견		BUY	BUY	HOLD
TP (원)		15,000	14,500	12,500

- **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY★★★ (매수★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%
SELL★★★ (매도★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상