SECTOR REPORT

# FPCB

## 비중확대 (유지)

[ Analyst ]

송기태 연구원 ☎ 02-3772-1581 ✉ kt.song@shinhan.com

하준두 수석연구원 ☎ 02-3772-1545 ✉ jdha1017@shinhan.com

## 점점 좋아지는 중

### FPCB 공급: 감가상각비 감소 + 가동률 상승 효과 시작

FPCB 업체들의 대규모 증설(2012년) 후 스마트폰 판매 부진으로 1) 가동률 상승, 2) 매출 증가, 3) 이익률 개선의 선순환의 사이클로 이어지지 못했다. 하지만 2015년부터 감가상각비 부담이 빠른 속도로 감소한다. 인터플렉스의 감가상각비는 2014년 800억원에서 2016년 300억원, 2017년 40억원 수준으로 하락해 가장 빠른 회복세를 보이고 있다.

감가상각비 감소에 더해 가동률이 상승하는 점도 긍정적이다. 2014년 평균 가동률은 인터플렉스 74.3%, 비에이치 80.9%를 기록했다. 추가된 중저가 스마트폰 물량과 갤럭시S6 후속 물량 덕분에 2015년 평균 가동률은 각각 80.8%, 88.4%까지 개선될 전망이다.

### FPCB 수요: 중저가가 받쳐주고, 갤럭시S6가 끌어주고

갤럭시S6 출하량은 5,000만대로 판매 호조를 예상한다. 1분기 300만대, 2분기 2,000만대, 3분기 1,800만대, 4분기 900만대가 전망된다. 또한 삼성전자는 10만원대부터 40만원대까지 촘촘한 중저가 라인업을 완성했다. 중저가 물량은 환상적인 판매량은 아니지만 1) 가동률 안정, 2) 이익 가시성을 상승시킨다. 2014년 4분기 갤럭시S5가 부진한 물량을 A시리즈가 메꿔주면서 2014년 3분기를 저점으로 4분기 실적은 V자 반등에 성공했다.

### 대표업체 인터플렉스와 비에이치는?

인터플렉스(051370 KS)는 2015년 하반기로 갈수록 개선될 전망이다. 1분기엔 잠시 물량공백이 있겠지만 1) 2분기 베트남공장 증축 효과, 2) 하반기 Apple향(점유율 5% → 10%로 회복) 매출이 기대된다.

비에이치(090460 KS)는 1분기 말부터 갤럭시S6의 초도물량(1,400만대 수준)이 반영된다. 양면엣지는 2월부터 6개월 동안 1,700만대 수준이 예상된다. 신규 중저가 스마트폰 물량에 더해 신제품이 제 몫을 다해준다면 안정적인 2015년이 될 전망이다.

**Top Picks**

| 종목명 | 투자의견 | 현재주가 (3월 30일, 원) | 목표주가 (원) | 상승여력 (%) |
|---|---|---|---|---|
| 인터플렉스 (051370) | 매수 | 21,900 | 30,000 | 36.9 |
| 비에이치 (090460) | 매수 | 9,560 | 12,500 | 30.7 |

자료: 신한금융투자

<용어설명>
FPCB (Flexible Printed Circuit Board)
유연성 있는 절연기판을 사용한 배선판



신한금융투자

## Contents


03 **Investment summary**

04 **Valuation Table**

05 **공급에서 바라본 FPCB 산업**

2015년부터 감가상각비 부담 빠른 속도로 감소

감가상각비 감소에 더해 가동률도 상승 중

07 **수요에서 바라본 FPCB 산업**

갤럭시S6 후속물량이 주가와 실적의 방향성 결정

갤럭시S6 5,000만대로 판매호조 예상

중저가 스마트폰으로 1) 가동률 안정, 2) 이익 가시성 상승

11 **중장기 전망: 입으려면 휘어야 한다**

스마트워치용 FPCB 새로운 시장의 개화 → 2015년 판매량 2,200만대 예상

플렉서블 디스플레이 적용 시 FPCB의 중요성 더욱 부각

13 **Company analysis**

인터플렉스 (051370) – 매수 (재개시), 목표주가 30,000원 (재개시)

비에이치 (090460) – 매수 (유지), 목표주가 12,500원 (유지)

# Investment summary

## FPCB 공급: 감가상각비 감소 + 가동률 상승 효과 시작

FPCB 업체들은 2012년부터 대규모 증설을 해왔다. 안타깝게도 증설은 삼성전자 스마트폰의 판매부진과 함께 1) 가동률 상승, 2) 매출 증가, 3) 이익률 개선의 선순환의 사이클로 이어지지 못했다. 하지만 2015년부터 감가상각비 부담이 빠른속도로 감소하며 영업실적이 개선될 전망이다. 인터플렉스의 감가상각비는 2014년 800억원에서 2016년 300억원, 2017년 40억원 수준으로 하락하며 가장 빠른 회복세를 보이고있다. 비에이치의 경우 2014년 190억원, 2016년 140억원 , 2017년 100억원으로 하락할 전망이다.

감가상각비 감소에 더해 가동률이 상승하는 점도 긍정적이다. 2014년 평균 가동률은 인터플렉스 74.3%, 비에이치 80.9% 를 기록했다. 추가된 중저가 스마트폰 물량과 갤럭시S6 후속 물량 덕분에 2015년 평균 가동률은 각각 80.8%, 88.4%까지 개선될 전망이다.

## FPCB 수요: 중저가가 받쳐주고, 갤럭시S6가 끌어주고

갤럭시S6 후속물량이 주가와 실적의 방향성을 결정할 전망이다. 갤럭시S6의 출하량은 5,000만대로 판매호조를 예상한다. 판매량 뿐만 아니라 판매속도도 중요하다. 가장 빠르게 판매된 기종인 갤럭시S3(1000만대 판매 소요시간 50일) 비슷한 속도가 기대된다. 분기별로 보면 1분기 300만대, 2분기 2,000만대, 3분기 1,800만대, 4분기 900만대가 전망된다.

삼성전자는 10만원대부터 40만원대까지 촘촘한 중저가 스마트폰 라인업을 완성했다. 중저가 스마트폰 물량은환상적인 판매량은 아니지만 FPCB업체들의 가동률 안정과 이익 가시성을 상승시켜주고 있다. 2014년 4분기 갤럭시S5가 부진한 물량을 A시리즈가 메꿔주면서 2014년 3분기를 저점으로 4분기 실적은 V자 반등에 성공했다. 2015년 A,E,J 시리즈의 총 판매량은 9,000만대로 전망한다. 2015년에도 중저가 물량을 통한 분기별 실적 안정성이 기대된다.

## 대표업체 인터플렉스와 비에이치는?

인터플렉스는 4분기 영업이익 22억원을 기록하며 5분기만에 흑자전환에 성공했다. 1분기에는 1) 노트4 물량과 A시리즈 물량이 4분기보다 감소하고, 2) 갤럭시S6가 2분기부터 반영되면서 잠시 물량 공백이 예상된다. 그러나 하반기로 갈수록 개선될 전망이다. 1) 2분기 베트남공장 증축 효과가 시작되고, 2) 하반기 Apple향(고객사 내 점유율 5% → 10%로 회복 예상)향 매출이 기대된다.

비에이치는 새로 출시된 갤럭시S6의 초도물량(1,400만대 수준)이 1분기 말부터 반영될 예정이다. 양면엣지 모델의 경우 한달 늦은 2월부터 생산을 시작해 6개월 동안 1,700만대 수준이 예상된다. 1, 2분기에 갤럭시S6 및 엣지물량을 본격적으로 생산하면서 가동률이 지속적으로 상승할(3Q14 70.6%, 1Q15 81.4%, 2Q15 92.2%) 전망이다. 기존의 LDS(Laser Direct Structuring, 레이저를 이용해 패턴을 그려넣는 방식)안테나가 FPCB(연성회로기판)로 대체되면서 신규매출(기존 매출 대비 7~9% 수준) 발생이 기대된다.

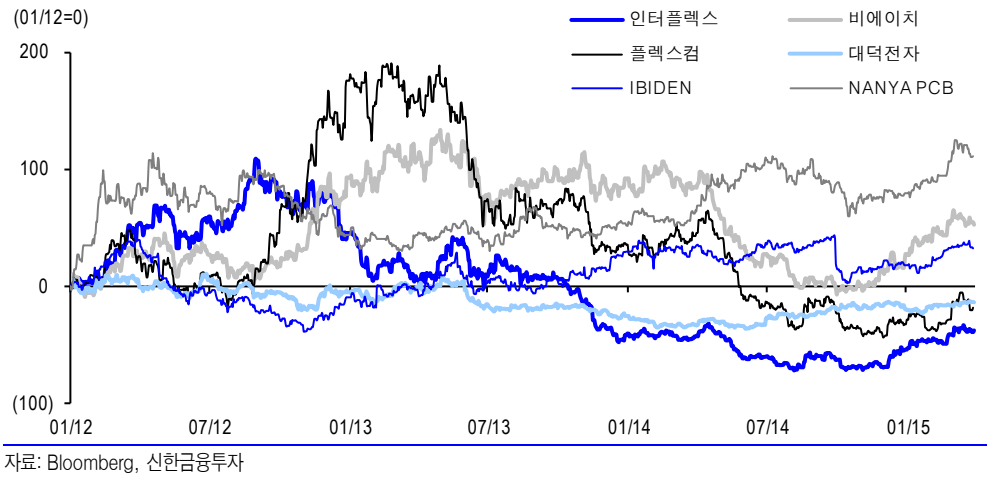
# Valuation Table

FPCB Global Peer Group Valuation

| | | 인터플렉스 | 비에이치 | 대덕전자 | IBIDEN | NANYA PCB |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 국가 | | 한국 | 한국 | 한국 | 일본 | 대만 |
| 시가총액 (십억원) | | 174.2 | 148.4 | 473.3 | 2,808.2 | 2,610.2 |
| 매출액 | 2014P | 95.7 | 379.1 | 737.2 | 3,380.9 | 2,638.6 |
| (십억원) | 2015F | 118.3 | 405.3 | 703.2 | 2,919.9 | 3,101.8 |
| | 2016F | 155.1 | 459.6 | 740.3 | 3,032.7 | 3,468.4 |
| 영업이익 | 2014P | 9.1 | 31.4 | 1.0 | 255.4 | 275.0 |
| (십억원) | 2015F | 17.2 | 26.6 | 37.3 | 207.5 | 338.1 |
| | 2016F | 22.1 | 31.5 | 47.1 | 234.1 | 384.6 |
| 영업이익률 | 2014P | 9.5 | 8.3 | 0.1 | 7.6 | 10.4 |
| (%) | 2015F | 14.6 | 6.6 | 5.3 | 7.1 | 10.9 |
| | 2016F | 14.3 | 6.9 | 6.4 | 7.7 | 11.1 |
| 순이익 | 2014P | 7.2 | 22.1 | 8.4 | 190.5 | 234.0 |
| (십억원) | 2015F | 13.3 | 20.3 | 37.3 | 148.5 | 278.0 |
| | 2016F | 17.1 | 24.6 | 45.6 | 150.0 | 322.5 |
| 순이익률 | 2014P | 7.5 | 5.8 | 1.1 | 5.6 | 8.9 |
| (%) | 2015F | 11.2 | 5.0 | 5.3 | 5.1 | 9.0 |
| | 2016F | 11.0 | 5.3 | 6.2 | 4.9 | 9.3 |
| EPS 증가율 | 2014P | (54.2) | T/B | T/B | 539.2 | 16.0 |
| (%YoY) | 2015F | 80.4 | T/B | 277.2 | T/B | 12.0 |
| | 2016F | 29.0 | 21.1 | 22.6 | T/B | 12.0 |
| P/E | 2014P | 27.2 | 7.8 | 41.2 | 16.1 | 9.3 |
| (x) | 2015F | 12.8 | 7.1 | 12.7 | 17.2 | 10.0 |
| | 2016F | 9.9 | 5.9 | 10.4 | 17.2 | 9.0 |
| P/B | 2014P | 2.7 | 1.9 | 0.8 | 0.9 | 2.0 |
| (x) | 2015F | 2.0 | 1.2 | 1.0 | 0.8 | 2.2 |
| | 2016F | 1.7 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 2014P | 20.7 | 4.8 | 3.7 | 4.2 | 6.1 |
| (x) | 2015F | 8.2 | 5.2 | 3.5 | 4.5 | 6.1 |
| | 2016F | 6.4 | 4.9 | 3.1 | 3.8 | 5.4 |
| ROE | 2014P | 10.5 | 27.7 | 2.0 | 5.8 | 23.3 |
| (%) | 2015F | 16.4 | 18.2 | 8.1 | 5.0 | 24.0 |
| | 2016F | 18.1 | 18.3 | 9.4 | 4.8 | 23.4 |

자료: Bloomberg 컨센서스, 신한금융투자 추정

주요 FPCB업체들의 상대주가 차트




자료: Bloomberg, 신한금융투자

# 공급에서 바라본 FPCB 산업

- 인터플렉스의 감가상각비: 2014년 800억원, 2016년 300억원, 2017년 40억원
- 비에이치의 감가상각비: 2014년 190억원. 2016년 140억원, 2017년 100억원

**2012년 증설이**
**1) 가동률 상승**
**2) 매출 증가로 이루어지지 못함**

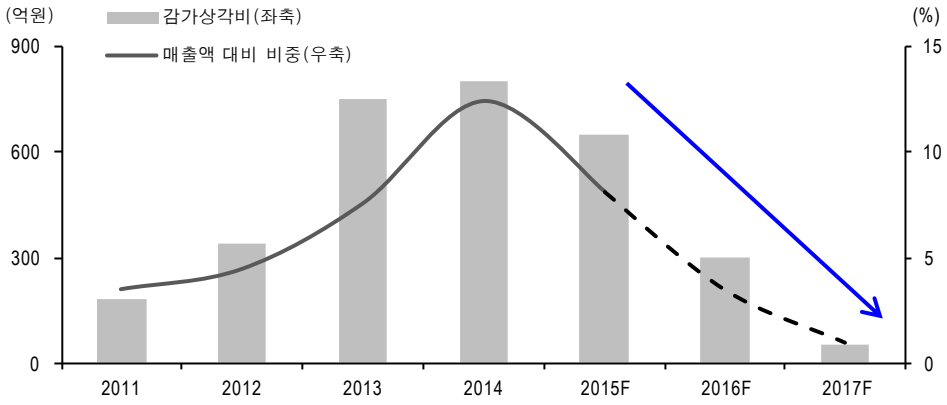
투자가 선행되는 제조업의 큰 사이클을 보면 1) Capex(선투자를 통한 증설), 2) 가동률 상승, 3) 매출액 증가, 4) 규모의 경제를 통한 이익률 상승이 가장 이상적인 구조다. FPCB 산업 또한 성장하는 스마트폰 수요에 발맞춰 2012년부터 공격적인 Capex가 선행되었다. 그러나 선순환 구조에 진입하기 전에 주요고객사의 스마트폰 판매부진(갤럭시S4, 2013년 6월 출시)이 시작되면서 2)단계로 넘어가지 못했다.

인터플렉스 감가상각비는 2011년 180억원, 2013년 750억원, 2014년 800억원으로 크게 증가했다. 매출액 중 감가상각비가 차지하는 비중이 2011년 2.6%에서 2014년 12.4%까지 상승하며 영업적자를 기록했다. 비에이치도 2011년 40억원(매출액 대비 비중 2.6%), 2013년 228억원(6.6%), 2014년 190억원(6.4%)으로 고정비 부담이 커져 부진한 실적을 기록했다.

**2015년부터 감가상각비 부담 빠른 속도로 감소**

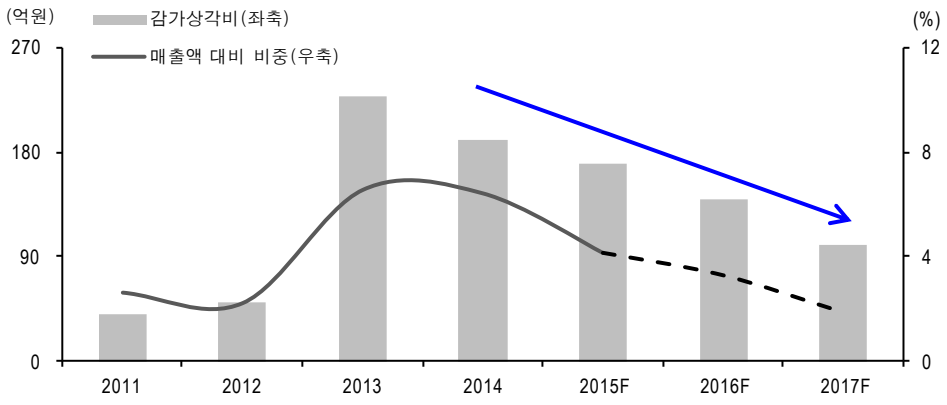
2015년부터 감가상각비 부담이 줄어들 전망이다. 내용연수를 가장 짧은 3년으로 채택한 인터플렉스가 가장 빠른 회복세를 보이고 있다. 2015년 3분기에 대부분 상각이 종료되며 2016년 300억원, 2017년 40억원 수준으로 큰 폭의 고정비 감소가 기대된다. 매출액과 비교해 보면 증설 전인 2011년 3.5% 수준까지 하락이 기대된다.

**인터플렉스의 감가상각비, 매출액 대비 비중 추이 및 전망**




자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

**비에이치의 감가상각비, 매출액 대비 비중 추이 및 전망**




자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

## 감가상각비 감소에 더해 가동률도 상승 중

인터플렉스 2014년 평균가동률 74.3% → 2015년 80.3%
비에이치 2014년 평균가동률 80.9% → 88.4%

감가상각비 감소 속에서 가동률이 상승하는 점이 긍정적이다. 인터플렉스와 비에이치의 가동률은 갤럭시S3가 성공했던 2012년 이후(인터플렉스 2012년 평균 99.5%, 비에이치 87.8%) 지속적으로 하락해 2014년 2, 3분기 최저점(인터플렉스 2014년 3분기 66.1%, 비에이치 2분기 67.3%)을 기록했다.

주요고객사인 삼성전자가 2014년 3분기부터 중저가 스마트폰을 전략적으로 생산하면서 가동률 상승을 이끌고 있다. 기존의 상반기 갤럭시 시리즈 / 하반기 갤럭시노트 시리즈 외에 A,E 시리즈 물량이 추가되었기 때문이다.

향 후 2~3년간 추가적인 증설은 없을 예정이다. 따라서 수요가 올라오는데로 가동률 상승으로 이어지며 영업실적 개선이 기대된다. 기존 갤럭시S시리즈와 노트시리즈 외에 중저가 스마트폰 물량이 추가되며 가동률 안정을 가져오고 있다. 2015년 중저가 라인인 A,E,J 시리즈가 분기별로 3,000~4,000만대 추가되며 가동률 변동성을 완화시켜줄 것으로 기대된다.

인터플렉스의 가동률 2014년 3분기 66.1%를 저점으로 2014년 4분기 78.4%까지 회복되었다. 갤럭시S5의 물량부족을 갤럭시A시리즈가 어느정도 메꿔준 덕분이다. 갤럭시S6 물량이 반영되는 2015년 2분기에는 86.3프로까지 상승할 전망이다. 비에이치도 2015년엔 2014년 가동률 80.9% 대비 개선된 88.4%가 유지될 전망이다.

인터플렉스의 생산능력, 가동률 추이 및 전망

| (시간, 일, 천$m^2$, %) | 1Q12 | 2Q12 | 3Q12 | 4Q12 | 1Q13 | 2Q13 | 3Q13 | 4Q13 | 1Q14 | 2Q14 | 3Q14 | 4Q14 | 1Q15F | 2Q15F | 3Q15F | 4Q15F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1일 1인당 작업시간 | 10.5 | 10.5 | 10.5 | 10.5 | 10.5 | 10.3 | 10.3 | 10.3 | 10.3 | 10.3 | 10.3 | 10.3 | 10.3 | 10.3 | 10.3 | 10.3 |
| 월 생산근무일수 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| 시간당 최대 생산량 ($m^2$) | 130 | 135 | 197 | 218 | 200 | 200 | 230 | 250 | 218 | 222 | 220 | 225 | 220 | 237 | 230 | 221 |
| 2교대 (x2) | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 월 생산능력 | 76 | 79 | 116 | 128 | 118 | 114 | 133 | 145 | 126 | 92 | 109 | 111 | 109 | 117 | 114 | 109 |
| 1분기 3개월 (x3) | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 생산능력 | 229 | 238 | 348 | 385 | 353 | 341 | 399 | 434 | 379 | 276 | 327 | 334 | 326 | 352 | 341 | 328 |
| 생산실적 | 228 | 220 | 279 | 446 | 335 | 319 | 379 | 369 | 303 | 201 | 216 | 176 | 167 | 205 | 190 | 174 |
| 가동률 | 99.6 | 92.4 | 90.2 | 115.8 | 94.9 | 93.5 | 95.0 | 85.0 | 79.9 | 72.8 | 66.1 | 78.4 | 75.7 | 86.3 | 82.5 | 78.8 |

자료: 인터플렉스, 신한금융투자 추정

비에이치의 생산능력, 가동률 추이 및 전망

| (시간, 일, 천$m^2$, %) | 1Q12 | 2Q12 | 3Q12 | 4Q12 | 1Q13 | 2Q13 | 3Q13 | 4Q13 | 1Q14 | 2Q14 | 3Q14 | 4Q14 | 1Q15F | 2Q15F | 3Q15F | 4Q15F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1일 1인당 작업시간 | 10.5 | 10.5 | 10.5 | 10.5 | 10.5 | 10.5 | 10.5 | 10.5 | 10.5 | 10.5 | 10.5 | 10.5 | 10.5 | 10.5 | 10.5 | 10.5 |
| 월 생산근무일수 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 시간당 최대 생산량($m^2$) | 142 | 157 | 208 | 239 | 247 | 229 | 349 | 279 | 281 | 336 | 196 | 271 | 281 | 340 | 321 | 283 |
| 2교대 (x2) | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 월 생산능력 | 84 | 92 | 122 | 141 | 145 | 135 | 205 | 164 | 165 | 198 | 115 | 159 | 165 | 200 | 189 | 167 |
| 1분기 3개월 (x3) | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 생산능력 | 251 | 276 | 367 | 421 | 436 | 403 | 616 | 492 | 495 | 593 | 346 | 478 | 496 | 600 | 566 | 500 |
| 생산실적 | 211 | 257 | 290 | 359 | 376 | 340 | 691 | 159 | 387 | 399 | 310 | 424 | 403 | 553 | 511 | 448 |
| 가동률 | 84.0 | 93.1 | 89.1 | 85.1 | 86.1 | 84.2 | 112.1 | 32.4 | 78.1 | 67.3 | 89.6 | 88.7 | 81.4 | 92.2 | 90.3 | 89.7 |

자료: 비에이치, 신한금융투자 추정

# 수요에서 바라본 FPCB 산업

- 갤럭시S6 후속물량이 주가와 실적의 방향성 결정
- 갤럭시S6 5,000만대로 판매호조 예상

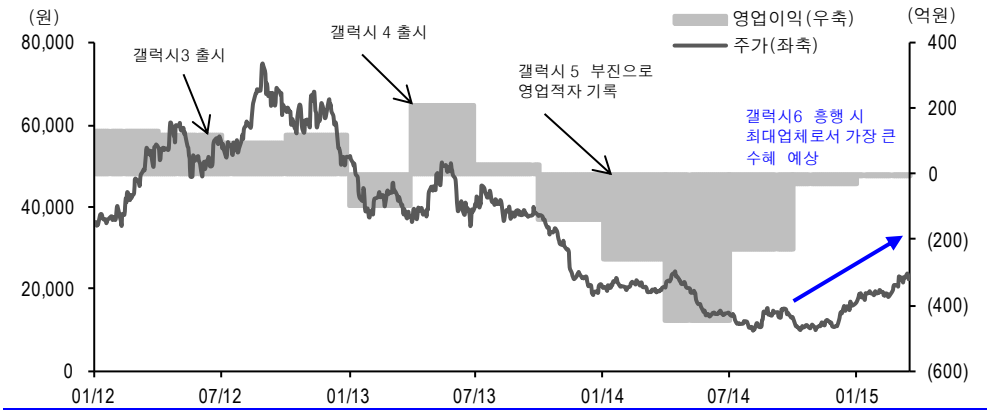
**판매량뿐만 아니라 판매속도도 중요 → 초도물량과 후속물량 사이의 리드타임 결정**

삼성전자의 신규 플래그쉽 모델인 갤럭시S6가 MWC 2015 행사를 통해 공개되었다. 본격적인 판매는 4월 10일부터다. 매년 갤럭시 시리즈 공개행사는 부품사들에게는 가장 중요한 이벤트이다. 출시되는 분기와 다음분기에 갤럭시 시리즈의 초도물량이 실적에 반영되기 때문이다. 갤럭시 시리즈 출시 전후를 살펴보면 평균적으로 QoQ 30~50%의 실적개선이 뒤따랐다. 인터플렉스와 비에이치도 초도물량으로 1,400만대 수준의 주문을 받아 생산중이다.

재작년(갤럭시S4)와 작년(갤럭시S5)에는 판매가 부진하면서 1) 후속물량 주문이 끊기고 2) 분기별로 재고가 쌓이면서 대대적인 재고조정으로 4분기에 부진한 실적을 기록했다. 시리즈별 판매실적을 살펴보면 흥행작인 갤럭시S3는 1,000만대를 돌파하는데 불과 50일이 걸렸다. 그러나 갤럭시S4와 갤럭시S5는 각각 60, 80일이 소요되었다.

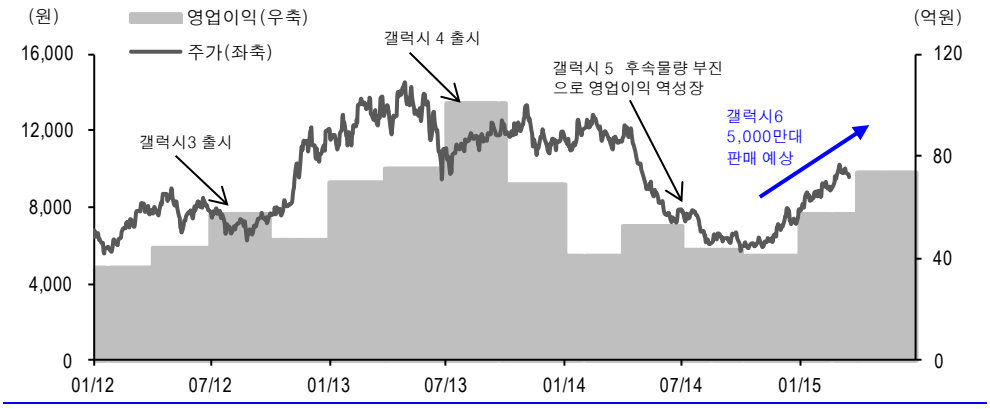
발전된 모델임에도 더 느린속도로 판매된 것이다. 이에 따라 전작 대비 더 많은 양의 초도 주문을 받았음에도 불구하고 후속 주문이 지연되며 급격한 가동률 하락을 초래했다. 따라서 중요한 건 초도물량이 아니다. 기대감은 이미 주가에 반영되기 마련이다. 향후 주가와 실적의 방향성은 갤럭시S6의 판매실적과 후속 주문에 달렸다.

인터플렉스의 갤럭시 시리즈 출시 전후 영업이익, 주가 추이




자료: QantiWise, 신한금융투자 추정

비에이치의 갤럭시 시리즈 출시 전후 영업이익, 주가 추이




자료: QantiWise, 신한금융투자 추정

## 갤럭시S6 판매량 및 판매속도 호조 예상

1분기 300만대 / 2분기 2,000만대
3분기 1,800만대 / 4분기 900만대

3월 23일 삼성전자는 갤럭시S6 대규모 사전체험 행사를 실시했다. 유려한 디자인과 편리한 무선충전기능이 소비자들에게 가장 반응이 좋았다. 지속적으로 문제가 제기된 투박한 디자인은 메탈테무리와 강화유리로 해결했다. 스마트폰을 사는 소비자들은 AP(Access Prossesor)가 어느 회사 제품인지, RAM(Random Access Memory)이 얼마나 빠른지 신경쓰지 않는다. 그나마 체크해보는건 카메라 화소 정도다. 따라서 소비자들에게 어필할 수 있는 1) 무선충전 2) 삼성페이 3) 양면엣지 디스플레이 4) 고화소 전면부 카메라(셀프카메라 용) 등 새로운 기능들을 탑재한 점이 긍정적이다.

MWC 2015가 끝난 직후 글로벌 이동통신사들의 선주문 집계 결과는 2천만대를 상회한 것으로 추정된다. 갤럭시 시리즈 중 좋은 반응으로 가장 빠르게 판매된 기종은 갤럭시S3이며 가장 많은 판매량을 기록한 기기는 갤럭시S4다. 갤럭시S6와 갤럭시S6엣지는 판매속도와 판매량에서 전 시리즈들을 추월할 가능성이 높다. 갤럭시S6와 갤럭시S6엣지 2015년 판매량을 5,000만대 수준으로 전망한다. 1분기 300만대 2분기 2,000만대 3분기 1,800만대 4분기 900만대가 전망된다.

**갤럭시 시리즈별 목표 판매량 달성 기간, 전체 판매량 비교**

| 글로벌 공급기준 (만대) | 300 | 500 | 1,000 | 2,000 | 3,000 | 4,000 | 추정 판매량 | 출시일 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 갤럭시S | 3개월 | 4개월 | 7개월 | | 10개월 | - | 2,500 | Jun-10 |
| 갤럭시S2 | 2개월 | 3개월 | 5개월 | 10개월 | 14개월 | 20개월 | 3,500 ~ 4,000 | Oct-11 |
| 갤럭시S3 | 20일 | 30일 | 50일 | 100일 | 5개월 | 7개월 | 6,000 ~ 6,500 | Jun-12 |
| 갤럭시S4 | 공개x | 27일 | 2개월 | 공개x | 공개X | 6개월 | 5,500 ~ 6,000 | Jun-13 |
| 갤럭시S5 | | | 80일 | | | | 3,800 | Apr-14 |
| 갤럭시S6 | | | | | | | 2015년 판매량 5,000만대 추정 | Mar-15 |

자료: 언론 자료, 신한금융투자 추정

**갤럭시 시리즈, 아이폰 세부성능 비교표**

| Name | GalaxyS3 | GalaxyS4 | GalaxyS5 | iPhone 6 / Plus | GalaxyS6 / Edge |
|---|---|---|---|---|---|
| Picture | | | | | |
| Core | Exynos 4 | Exynos 5 Octa | 스냅드래곤 801 | Apple A8 | Exynos 7420, 8-core |
| OS | Android 4.0 | Android 4.4.2 | Android 4.4.2 / 5.0 | iOS8 | Android 5.0 |
| Display | 4.8” | 5.2” | 5.1”(1920X1080), 432ppi | 4.7" / 5.5", 401ppi | 5.1"(2560x1440), 577ppi |
| Resolution | 1280 X 720 | 1920X1080 / 1080p HD | Super AMOLED | Retina HD | Super AMOLED, 쿼드HD |
| Size | 136.6 x 70.6 x 8.6 | 136.6 x 69.8 x 7.9 | 142 x 72.5 x 8.1 | 158.1 x 77.8 x 7.1 | 143.4 x 70.5 x 6.8 |
| Weight | 133g | 130g | 145g | 172g | 138g |
| Memory | 1GB RAM | 2GB RAM | 2GB RAM | 1GB RAM | 3GB RAM LPDDR4 |
| Camera | | | 16MP / 2MP | 8MP / 1.2MP | 16MP + OIS / 5MP |
| Storage | 32GB | 16 / 32GB | 16GB | 16/64/128GB | 32/64/128GB |
| Battery | 2100 mAh | 2600mAh | 2800mAh | 1810mAh, 2915mAh | 2,550mAh / 2,600mAh |
| 부가기능 | | | 지문인식, 방수, 방진 | 지문인식, 애플페이 | 삼성페이, 무선충전, 양면엣지 |

자료: PhoneArena, 신한금융투자

## 중저가 스마트폰으로 1) 가동률 안정, 2) 이익 가시성 상승

2015년 상반기
10만원대부터 40만원대까지
촘촘한 라인업 완성

스마트폰 산업은 점점 양극화되고 있다. 중저가 스마트폰 시장이 빠르게 성장하면서 고가 스마트폰 시장과 확연하게 나뉘고 있다. 2012년에 17%에 불과했던 200불 이하의 스마트폰 비중이 52%(2014년 기준)까지 증가했다. 앞으로도 200불 이하의 스마트폰 비중은 지속적으로 증가해 2015년 55%, 2016년 58%까지 상승할 전망이다. 반면 고가 스마트폰에 해당하는 500불이상의 스마트폰 비중은 2012년 25%에서 2014년 20%로 하락 중이다.

삼성전자는 뒤늦게 2트랙전략(플래그쉽과 중저가를 동시에 주력모델로 선정)을 구사하고 있다. 전체 가격을 아우르는 촘촘한 라인업을 완성했다. 지금까지 출시된 모델을 가격대별로 살펴보면 40만원대 – A3, A5, 30만원대 – E3, E5, 20만원대 – 갤럭시그랜드, 10만원대 J1, Z1(최초로 타이젠을 탑재한 중저가 스마트폰)가 있다. 또한 10만원대 저가형 스마트폰 '갤럭시J1'의 J3, J5, J7 모델은 1월에 상표 출원을 해논 상태다.

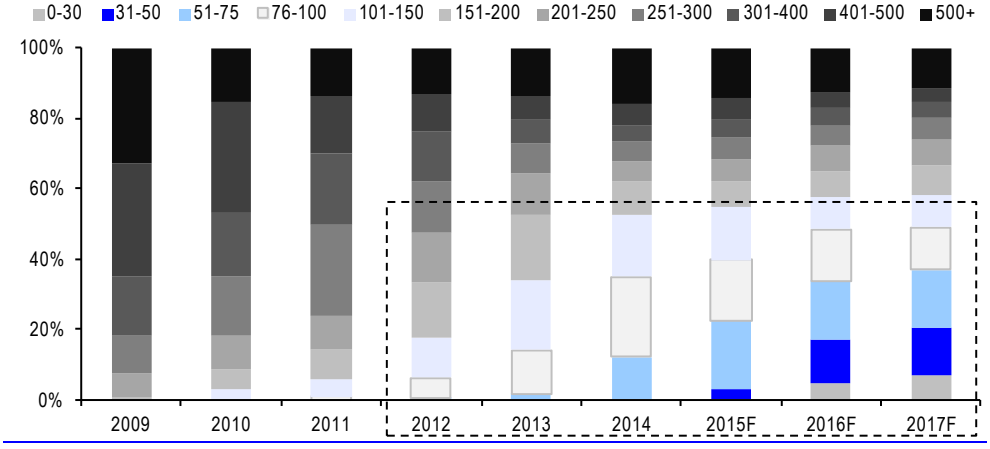
2016년 중저가 A, E, J시리즈의
총 판매량 9,000만대 전망

1) 인도, 브라질, 러시아 등 스마트폰 보급률이 낮은 나라, 2) 중저가 스마트폰 중심의 성장이 전망된다. 삼성전자는 2014년 3분기부터 뒤늦게 A,E 시리즈를 본격적으로 판매하기 시작했다. 신규 중저가 스마트폰(A시리즈 중심)은 3분기 2,000만대, 4분기 3,000만대 정도 판매된 것으로 추정된다. 지금까진 하락한 글로벌 점유율을 회복할만한 판매실적은 아니다. 하지만 중국 외 시장을 중점으로 가격대별 라인업을 앞세워 활로를 모색할 전망이다. 2016년 A,E,J시리즈의 총 판매량을 9,000만대로 전망한다.

가격대 별 삼성전자의 중저가 스마트폰 라인업

자료: 언론 자료, 신한금융투자

전세계 스마트폰의 가격대별 비중 추이 및 전망




자료: CounterPoint, 신한금융투자 추정

**삼성전자 영업이익률 상승 → 단기인하 부담 감소**

중저가 스마트폰 라인업을 확실히 구축하기 전인 2014년 3분기 최대고객사인 삼성전자는 갤럭시S5의 부진으로 8.7% 저조한 영업이익률을 기록했다. 이를 최저점으로 삼성전자의 이익규모 및 이익률도 반등할 전망이다. 4Q14 10.0%, 2Q15 12.2%로 이익률 개선이 전망된다. 지금까진 기본 시리즈인 Rigid 타입만 있었지만 프리미엄 모델인 엣지가 추가되면서 Product Mix가 개선되는 효과가 나타난다. 삼성전자의 이익률이 안정되면 부품사들은 과도한 단가인하 압력에서 자유로워 질 수 있다.

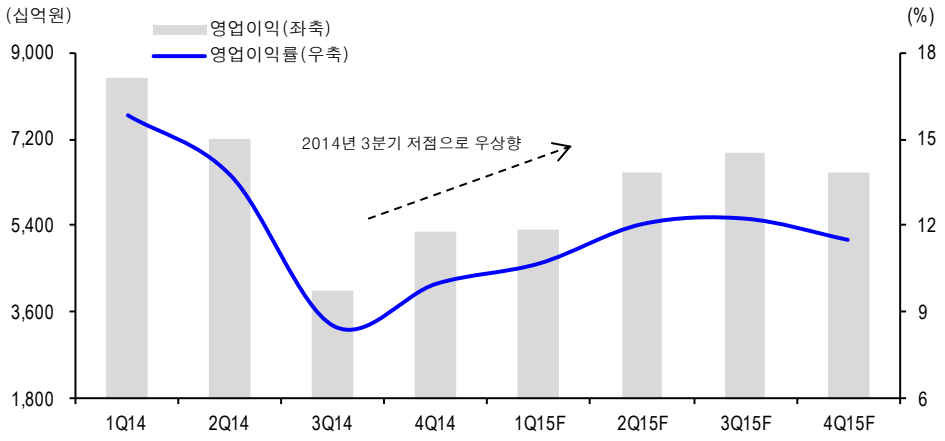
물량측면에선 기존의 플래그쉽 모델에 중저가 스마트폰이 추가되는 모양새이다. 2015년 상반기 갤럭시S6 출하량 5,000만대, 2015년 하반기 갤럭시노트5 출하량 2,300만대가 예상된다. 여기에 앞서 소개된 A,E,J가 분기별로 3,000만대~4,000만대 더 추가될 전망이다.

2013년 갤럭시S4와 2015년 갤럭시S5의 사례에서 알 수 있듯이, 삼성전자의 플래그쉽 모델인 갤럭시시리즈가 판매부진할 경우 1) 가동률이 하락하고 2) 재고 비용이 증가하면서 FPCB업체들의 영업실적은 빠른 속도로 악화되었다. 중저가 스마트폰 물량이 추가되면서 플래그쉽 모델이 실패할 경우 타격이 예상되나 예전처럼 큰 폭의 가동률 하락은 방지할 수 있다. 가동률이 안정되면 들쭉날쭉하던 분기별 이익도 안정되어 이익가시성이 높아질 것이다.

**4Q14 갤럭시S5 물량부족을 A시리즈가 메꿔주며 선방**

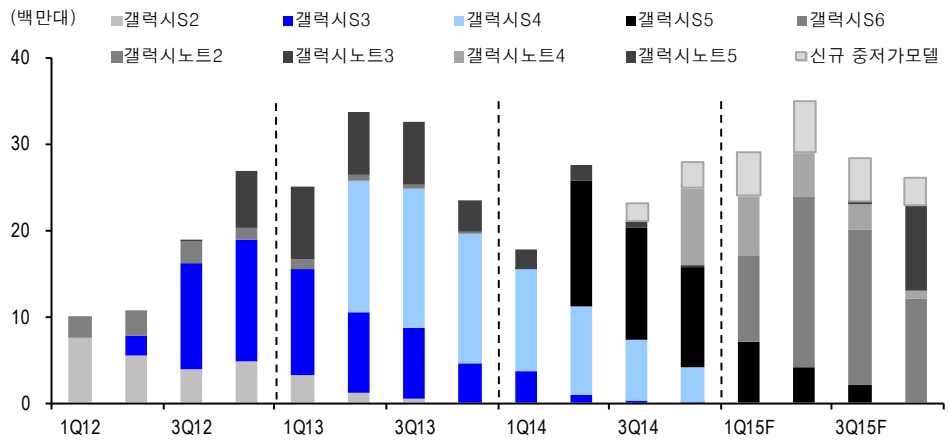
2015년 4분기부터 이런 효과가 나타나고 있다. 갤럭시S5가 매우 부진하며 4분기 주문물량에 거의 반영되지 않았지만 신규로 추가된 갤럭시A시리즈 부족한 물량을 일부분 메꿔주면서 비에이치, 인터플렉스 모두 3분기를 저점으로 4분기 실적은 V자로 반등에 성공했다.

**삼성전자 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망**




자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

**갤럭시 시리즈별 출하량 추이 및 전망**




자료: Counterpoint, 신한금융투자 추정

# 중장기 전망: 입으려면 휘어야 한다.

- 스마트워치용 FPCB 새로운 시장의 개화 → 2015년 판매량 2,200만대 예상
- 플렉서블 디스플레이 적용 시 FPCB의 중요성 더욱 부각

<전세계 스마트워치 판매량>
2014년 700만대
2015년 2,200만대 전망

지난 3월 9일 Apple의 최초 스마트워치인 'AppleWatch'를 공개했다. 혁신성이 부족하다는 평이 있지만 LG '어베인'과 함께 가장 진보된 형태의 Wearable Device다. 삼성전자 신제품 '오르비스'를 하반기에 출시할 예정이다. 샤오미도 NFC를 탑재한 스마트워치를 하반기에 출시할 예정이다. 세계적인 스마트폰 업체들이 경쟁적으로 신제품을 출시함에 따라 스마트워치 시장의 개화가 기대된다.

신제품들은 LTE기능을 탑재해 자체적으로 통화가 가능하다. 또한 NFC 기능도 추가되어 ApplePay 및 삼성페이를 스마트폰없이 사용할 수 있다. 스마트워치는 전세계적으로 2013년 100만대 2014년 700~800만대정도 판매되었다. 아직까진 스마트폰 시장에 비해 규모가 매우 작다. 그러나 2015년엔 최초로 1,000만대를 넘어선 2,200만대의 판매량이 기대된다.

스마트폰, 태블릿, Wearable Device(스마트워치 등)로 점점 IT기기가 발전될수록 필요한 FPCB의 개수는 많아지고 ASP 또한 상승한다. 기능이 다양해 짐에 따라 처리해야 하는 데이터의 양이 증가하기 때문에 FPCB의 층은 점점 높아지고 고사양화 될 것이다.

스마트워치와 갤럭시S6엣지 제품처럼 플렉서블 디스플레이가 적용되는 제품의 경우 FPCB의 중요성이 더욱 더 부각된다. AP(Application Processor, 중앙처리장치), 메모리(기억장치)등이 장착되는 Rigid기판 자체를 휘는 것은 당장 불가능하기 때문에 Rigid 기판의 크기를 최소화하고 나머지 부분을 휘게 만드는 것이 현실적이다. 이에 따라 카메라, TSP 등과 같은 주변 부품들과 전기신호를 주고받기 위해서는 더 길고 다양한 FPCB가 필요하다. FPCB는 면적을 기준으로 ASP를 책정하기 때문에 이런 트렌드는 매우 긍정적이다.

**2015년 출시될 전세계 주요 스마트워치 성능 비교표**

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 제품명 | AppleWatch | LG전자 어베인 | 모토360 | 페블타임 | 화웨이워치 | 삼성 기어S |
| 출시일 | 10 April 2015 | 2Q 2015 | Oct 2014 | 3Q 2015 | 3Q 2015 | Nov 2014 |
| 가격(달러) | 349 ~ | 미정(355 ~) | 249.99 | 199 | 미정 | 349 |
| 디스플레이(인치) | 1.5, 1.65 | 1.3 | 1.56 | 1.26 | 1.4 | 2.0 |
| OS | iOS | LG웨어러블 플랫폼 | 안드로이드 웨어 | 페블 OS | 안드로이드 웨어 | 타이젠 |
| 무선통신 | 와이파이, 블루투스 | LTE, 와이파이, 블루투스, nfc | 블루투스 | 블루투스 | 블루투스 | 와이파이, 블루투스, 3G |
| 재질 | 스테인리스, 알루미늄, 골드 | 스테인리스, 특수고무 | 스테인리스 | 실리콘, 스테인리스 | 스테인리스 | 플라스틱 |
| 배터리 | 18시간 지속 | 700mAh | 320mAh | 일주일 지속 | 300mAh | 300mAh |
| 주요기능 | 아이폰 연동 통화 | VoLTE, NFC월렛 | 심박센서, 방수 방빈, 무선충전, | 음성 컨트롤, 타임라인 UI | 심박센서, 구글 나우, 일정 알림 등 | 전화 및 메시지 자체 송수신, 음성인식, GPS |

자료: 언론 자료, 신한금융투자

# 재무 분석

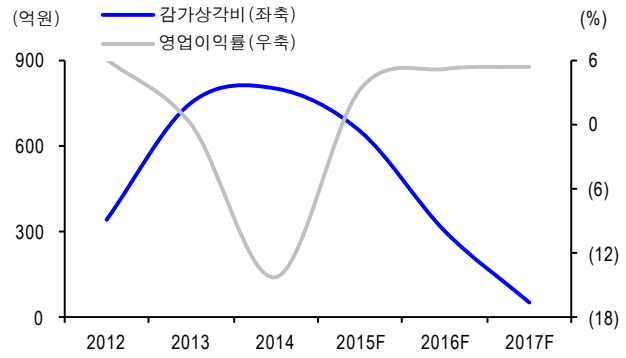
- 국내 FPCB 업체들 2015년부터 감가상각비 빠르게 감소 → 영업이익률 가파르게 개선 전망
- 향후 2~3년간 대규모 증설계획 없음 → 추가적인 대규모 차입금도 없을 전망

국내 FPCB업체들의 수익성은 대만, 일본업체들보다 낮다. 2012년에 대규모로 증설의 효과를 보지 못했기 때문이다. 그러나 당시 증설했던 장비들의 내용연수 만기가 도래한다. 특히 인터플렉스의 경우 내용연수를 가장 짧은 3년으로 택했기 때문에 효과가 가장 크게 나타날 전망이다. 2014년 800억원까지 상승했던 감가상각비가 2015년 650억, 2016년 300억으로 크게 감소한다. 이에 따라 수익성 지표(영업이익률 등)들이 빠르게 개선될 전망이다. 2014년 영업이익 적자를 기록했지만 2015년 영업이익률 3.3%, 2016년 5.2%가 기대된다.

성장성 지표를 살펴봐도 비슷한 효과가 나타난다. 비에이치 2015년 매출액 증감율은 28.8%로 전망된다. 대덕전자의 경우 매출액이 2014년 대비 4.6% 감소할 전망이다. 그러나 영업이익은 각각 66.2%, 3,632.5%로 큰 폭의 상승이 기대된다. 2017년까지 장기적으로 비용이 감소하면서 이익률이 개선세는 지속될 전망이다.

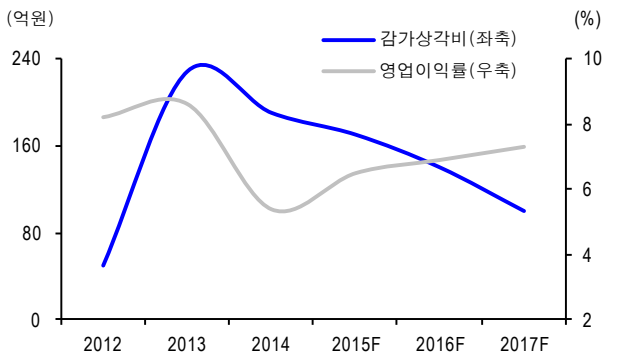
대표적인 안정성지표인 부채비율 또한 안정적이다. 스마트폰 산업이 성숙단계로 진입함에 따라 대규모 증설은 향후 2~3년간 예정된 바가 없다. 추가적인 대규모의 부채차입은 없을 전망이다. 1) 이익이 개선되면서 2) 현금이 창출되고 3) 현금으로 부채를 갚는 선순환 사이클에 접어들면서 부채비율을 지속적으로 개선될 것으로 기대된다.

인터플렉스의 감가상각비, 영업이익률 추이 및 전망




자료: 회사 자료, 신한금융투자

비에이치의 감가상각비, 영업이익률 추이 및 전망




자료: 회사 자료, 신한금융투자

글로벌 동종 업계 재무 비율 비교

| (%) | 2015년 기준 | 인터플렉스 | 비에이치 | 대덕전자 | IBIDEN | FUJIKURA | NANYA PCB |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 성장성 | 매출액 증감률 | 8.4 | 28.8 | (4.6) | (13.6) | (6.2) | 17.6 |
| | 영업이익 증감률 | 70.5 | 66.2 | 3,632.5 | (18.8) | 6.2 | 22.9 |
| | 당기순이익 증감률 | 57.9 | 60.9 | 344.1 | (22.1) | 200.1 | 18.8 |
| 수익성 | 영업이익률 | 3.3 | 6.5 | 5.3 | 7.1 | 3.9 | 10.9 |
| | 순이익률 | 2.7 | 5.9 | 5.1 | 5.1 | 1.8 | 9.0 |
| 안정성 | 부채비율 | (1.4) | 56.1 | 23.1 | (9.3) | 76.1 | (32.3) |

자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

Contents

# 인터플렉스

# 비에이치

# 인터플렉스 (051370)

**매수** (재개시)

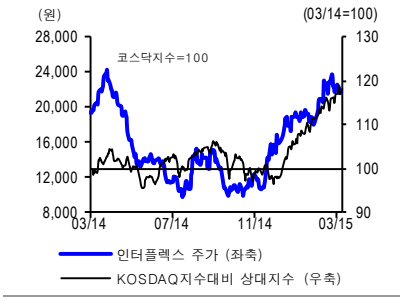
| | |
|---|---|
| 현재주가 (3 월 30 일) | 21,900 원 |
| 목표주가 | 30,000 원 (재개시) |
| 상승여력 | 36.9% |


송기태
(02) 3772-1581
kt.song@shinhan.com

하준두
(02) 3772-1545
jdha1017@shinhan.com


| | | |
|---|---|---|
| KOSPI | | 2,030.04p |
| KOSDAQ | | 646.74p |
| 시가총액 | | 358.7 십억원 |
| 액면가 | | 500 원 |
| 발행주식수 | | 16.4 백만주 |
| 유동주식수 | | 7.4 백만주(45.5%) |
| 52 주 최고가/최저가 | | 24,300 원/9,860 원 |
| 일평균 거래량 (60 일) | | 323,770 주 |
| 일평균 거래액 (60 일) | | 6,433 백만원 |
| 외국인 지분율 | | 7.40% |
| 주요주주 | 코리아써키트 외 5 인 | 54.53% |
| | KB 자산운용 | 5.28% |
| 절대수익률 | 3 개월 | 34.4% |
| | 6 개월 | 67.8% |
| | 12 개월 | 7.9% |
| KOSDAQ 대비 | 3 개월 | 12.8% |
| 상대수익률 | 6 개월 | 48.7% |
| | 12 개월 | -9.2% |

주가차트




## 증설의 효과를 봐야할 때

### 4Q14 영업이익 5분기 만에 흑자전환 성공

4분기 영업이익 22억원을 기록하며 흑자전환에 성공했다. 갤럭시S4 판매 부진으로 인해 영업이익이 급감했던 4Q13으로부터 5분기 만이다. 신규 추가된 중저가 모델(A시리즈)과 갤럭시노트4 물량으로 가동률이 상승한 덕분이다(1H14 50% → 3Q14 66.1% → 4Q14 78.4% 추정). 또한 갤럭시노트4 및 노트4 엣지향 FPCB로 인한 단가상승이 이익개선에 기여했다.

### 2015년 하반기로 갈수록 좋아진다

2015년 매출액 4,018억원, 영업이익 259억원으로 2014년 대비 각각 +35.8%, +61.2% 성장이 예상된다. 1분기에는 1) 노트4 물량과 A시리즈 물량이 4분기보다 감소하고 2) 갤럭시S6가 2분기부터 반영되면서 잠시 물량 공백이 예상된다.

하지만 3월 초부터 갤럭시S6 초도물량을 생산중이다. 1분기 350만대, 2분기 1,500만대가 반영될 것으로 추정된다. 또한 베트남공장 증축 효과가 2분기부터 시작된다. 베트남 공장 연간 매출 3,000억원 규모이다. 하반기에는 Apple향 매출이 기대된다. 2014년 Apple내 점유율이 5% 수준으로 하락했지만 베트남 SMT공정(표면 실장 기술) 증설이 완료되면서 2015년 10% 이상으로 회복될 전망이다.

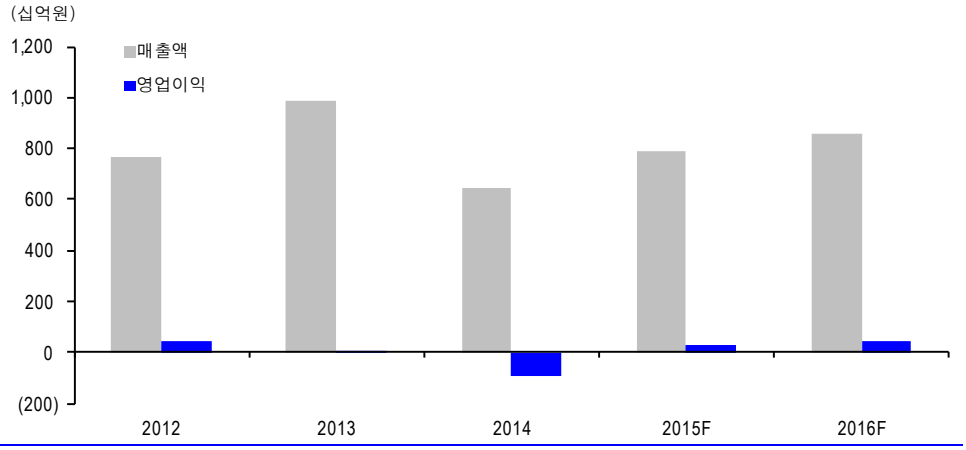
### 투자의견 '매수', 목표주가 30,000원으로 커버리지 개시

인터플렉스는 국내 최대의 FPCB 생산업체다. 갤럭시S6가 판매호조를 보일 경우 가장 큰 수혜가 예상된다. 향후 2~3년간 추가적인 증설은 없을 예정이다. 따라서 수요가 올라오는데로 가동률 상승으로 이어지며 영업실적 개선이 기대된다. 내용연수를 3년(비에이치의 경우 5~7년)으로 채택한 덕분에 감가상각비는 빠른속도로 감소할 전망이다. 2014년 800억원, 2016년 300억원, 2017년 40억원이 예상된다. 1) 장기적인 비용 감소 트렌드와 2) 신제품 모멘텀을 반영해 목표주가 30,000원(2016년 EPS 2,480원 X Target P/E 12배)으로 커버리지를 재개시한다.

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증가율 (%) | BPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2013 | 991.1 | 0.1 | (5.3) | (0.7) | (50) | 적전 | 22,558 | (426.0) | 5.3 | 0.9 | (0.2) | 14.9 |
| 2014P | 642.8 | (91.7) | (77.4) | (58.8) | (3,588) | 적지 | 18,968 | (4.5) | (42.4) | 0.9 | (17.3) | 26.0 |
| 2015F | 789.4 | 26.1 | 40.9 | 21.3 | 1,302 | 흑전 | 20,270 | 16.7 | 4.2 | 1.1 | 6.6 | 7.7 |
| 2016F | 856.1 | 44.5 | 60.5 | 36.8 | 2,245 | 72.4 | 22,515 | 9.7 | 3.6 | 1.0 | 10.5 | (10.8) |
| 2017F | 887.2 | 47.9 | 65.0 | 40.6 | 2,480 | 10.4 | 24,995 | 8.8 | 3.3 | 0.9 | 10.4 | (24.9) |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

### 인터플렉스의 매출액, 영업이익 추이 및 전망



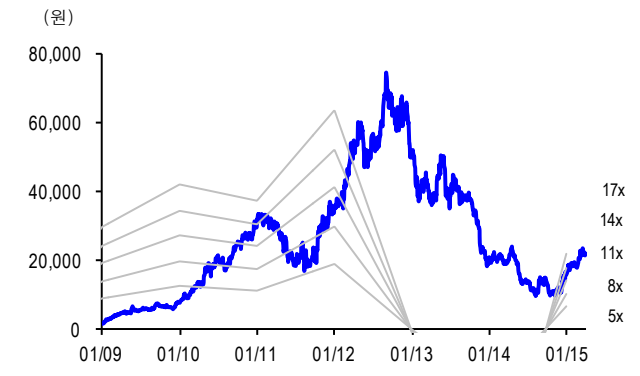

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

### 국내, 해외 FPCB 업체의 Valuation 비교

| 섹터 | 회사 | 종목번호 | 시가 총액 | 2014P | | | | | | 2015F | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | (US$십억) | PER (x) | PBR (x) | EV/EBITDA (x) | ROE (%) | OPM (%) | NPM (%) | PER (x) | PBR (x) | EV/EBITDA (x) | ROE (%) | OPM (%) | NPM (%) |
| 국내 | 대덕전자 | 008060 KS | 0.4 | 15.3 | 1.1 | 3.9 | 7.0 | 3.9 | 4.4 | 12.7 | 1.0 | 3.5 | 8.1 | 5.3 | 5.3 |
| Peer | 심텍 | 036710 KS | 0.3 | N/A | 3.3 | 12.2 | (3.4) | 1.6 | (0.9) | 10.9 | 2.8 | 6.8 | 18.5 | 6.5 | 4.5 |
| | 대덕GDS | 004130 KS | 0.3 | 12.9 | 0.7 | 4.6 | 5.3 | 4.1 | 3.7 | 6.5 | 0.6 | 3.1 | 9.3 | 7.0 | 6.3 |
| | 인터플렉스 | **051370 KS** | **0.1** | 12.2 | 1.4 | 5.9 | 12.4 | 5.4 | 3.7 | 7.1 | 1.2 | 5.2 | 18.2 | 6.6 | 5.0 |
| | 비에이치 | 090460 KS | 0.1 | 9.9 | 1.3 | 7.6 | 15.1 | 6 | 4.8 | 6.1 | 1.1 | 5.5 | 16.4 | 7.2 | 5.8 |
| | 플렉스컴 | 065270 KS | 0.1 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 해외 | SUMIMOTO | 5082 JP | 10.6 | 10.7 | 0.9 | 7.3 | 9.4 | 4.8 | 4.2 | 12.5 | 0.9 | 6.6 | 7.5 | 5.2 | 3.4 |
| Peer | IBIDEN | 4062 JP | 2.6 | 17.3 | 0.8 | 4.5 | 5.0 | 7.1 | 5.1 | 17.3 | 0.8 | 3.8 | 4.8 | 7.7 | 4.9 |
| | NANYA PCB | 4958 TT | 2.4 | 11.6 | 2.5 | 7.1 | 23.7 | 10.3 | 8.8 | 10.0 | 2.2 | 6.1 | 24.0 | 10.9 | 9.0 |
| | FUJIKURA | 5803 JP | 1.6 | 14.7 | 0.8 | 7.0 | 6.0 | 3.9 | 1.8 | 12.3 | 0.8 | 6.6 | 6.6 | 4.2 | 2.0 |
| | UNIMICRON | 3037 TT | 1.0 | 28.8 | 0.7 | 5.0 | 2.4 | 2.0 | 1.8 | 25.2 | 0.7 | 4.6 | 2.7 | 2.2 | 1.8 |
| | CMK | 6269 TT | 0.6 | 14.3 | 2.3 | 7.7 | 17.4 | 13.5 | 11.3 | 11.5 | 2.0 | 6.1 | 19.9 | 15.3 | 12.2 |

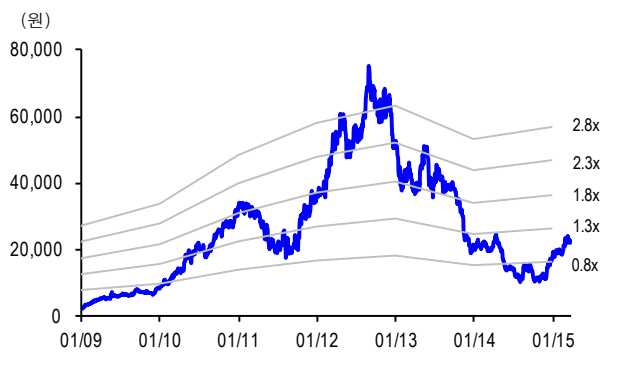
자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

### 인터플렉스의 PER Band




자료: QauntiWise, 신한금융투자

### 인터플렉스의 PBR Band




자료: QauntiWise, 신한금융투자

# 부록 : 요약 재무제표

## 재무상태표

| 12월 결산 (십억원) | 2013 | 2014P | 2015F | 2016F | 2017F |
|---|---|---|---|---|---|
| **자산총계** | **705.7** | **580.7** | **619.0** | **670.9** | **718.4** |
| 유동자산 | 367.8 | 297.7 | 394.7 | 486.5 | 560.9 |
| 현금및현금성자산 | 1.7 | 4.2 | 34.3 | 95.6 | 155.8 |
| 매출채권 | 171.2 | 161.8 | 198.7 | 215.5 | 223.3 |
| 재고자산 | 99.2 | 47.5 | 58.3 | 63.2 | 65.5 |
| 비유동자산 | 337.9 | 283.0 | 224.3 | 184.4 | 157.5 |
| 유형자산 | 302.1 | 227.0 | 162.3 | 119.7 | 91.7 |
| 무형자산 | 1.9 | 1.5 | 1.1 | 0.9 | 0.6 |
| 투자자산 | 26.0 | 28.3 | 34.7 | 37.7 | 39.0 |
| 기타금융업자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **부채총계** | **336.2** | **270.0** | **287.0** | **302.0** | **309.0** |
| 유동부채 | 298.6 | 248.7 | 264.3 | 278.6 | 285.3 |
| 단기차입금 | 77.0 | 94.8 | 94.8 | 94.8 | 94.8 |
| 매입채무 | 170.6 | 123.7 | 151.9 | 164.7 | 170.7 |
| 유동성장기부채 | 12.1 | 15.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 37.6 | 21.3 | 22.7 | 23.4 | 23.7 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금(장기금융부채 포함) | 30.9 | 15.1 | 15.1 | 15.1 | 15.1 |
| 기타금융업부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **자본총계** | **369.5** | **310.7** | **332.0** | **368.8** | **409.4** |
| 자본금 | 8.2 | 8.2 | 8.2 | 8.2 | 8.2 |
| 자본잉여금 | 133.0 | 133.0 | 133.0 | 133.0 | 133.0 |
| 기타자본 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타포괄이익누계액 | 0.5 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 이익잉여금 | 227.8 | 168.4 | 189.7 | 226.5 | 267.1 |
| **지배주주지분** | **369.5** | **310.7** | **332.0** | **368.8** | **409.4** |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| *총차입금 | 120.0 | 125.7 | 109.9 | 109.9 | 109.9 |
| *순차입금(순현금) | 55.1 | 80.8 | 25.6 | (39.9) | (102.1) |

## 현금흐름표

| 12월 결산 (십억원) | 2013 | 2014P | 2015F | 2016F | 2017F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동으로인한현금흐름** | **122.2** | **(13.5)** | **55.2** | **62.0** | **57.2** |
| 당기순이익 | (0.7) | (58.8) | 21.3 | 36.8 | 40.6 |
| 유형자산상각비 | 74.8 | 83.0 | 64.7 | 42.6 | 28.0 |
| 무형자산상각비 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.2 |
| 외화환산손실(이익) | (0.5) | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자산처분손실(이익) | 2.3 | (3.3) | (3.3) | (3.3) | (3.3) |
| 지분법, 종속, 관계기업손실(이익) | (5.4) | (3.3) | (3.3) | (3.3) | (3.3) |
| 운전자본변동 | 66.2 | (25.0) | (24.8) | (11.3) | (5.3) |
| (법인세납부) | (17.0) | 0.0 | (19.6) | (23.7) | (24.4) |
| 기타 | 2.1 | (6.8) | 19.8 | 23.9 | 24.7 |
| **투자활동으로인한현금흐름** | **(66.3)** | **10.1** | **(12.6)** | **(4.1)** | **(0.2)** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | (79.7) | (25.1) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유형자산의감소 | 11.5 | 9.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의감소(증가) | (0.6) | (0.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 12.2 | 2.7 | (3.2) | 0.4 | 1.9 |
| 기타 | (9.7) | 22.7 | (9.4) | (4.5) | (2.1) |
| **FCF** | **42.8** | **(32.5)** | **52.5** | **58.0** | **52.6** |
| **재무활동으로인한현금흐름** | **(58.4)** | **5.9** | **(15.8)** | **0.0** | **0.0** |
| 차입금의 증가(감소) | (129.3) | 5.9 | (15.8) | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식의처분(취득) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 70.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타현금흐름 | 0.0 | 0.0 | 3.3 | 3.3 | 3.3 |
| 연결범위변동으로인한현금의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 환율변동효과 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **현금의증가(감소)** | **(2.5)** | **2.5** | **30.1** | **61.2** | **60.3** |
| 기초현금 | 4.3 | 1.7 | 4.2 | 34.3 | 95.5 |
| 기말현금 | 1.7 | 4.2 | 34.3 | 95.5 | 155.8 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

## 포괄손익계산서

| 12월 결산 (십억원) | 2013 | 2014P | 2015F | 2016F | 2017F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **991.1** | **642.8** | **789.4** | **856.1** | **887.2** |
| 증가율 (%) | 29.5 | (35.1) | 22.8 | 8.4 | 3.6 |
| **매출원가** | **967.0** | **698.0** | **718.6** | **763.1** | **789.0** |
| **매출총이익** | **24.1** | **(55.3)** | **70.8** | **93.0** | **98.2** |
| 매출총이익률 (%) | 2.4 | (8.6) | 9.0 | 10.9 | 11.1 |
| **판매관리비** | **24.1** | **36.4** | **44.7** | **48.5** | **50.3** |
| **영업이익** | **0.1** | **(91.7)** | **26.1** | **44.5** | **47.9** |
| 증가율 (%) | (99.9) | 적전 | 흑전 | 70.9 | 7.6 |
| 영업이익률 (%) | 0.0 | (14.3) | 3.3 | 5.2 | 5.4 |
| **영업외손익** | **(5.3)** | **14.3** | **14.8** | **16.0** | **17.1** |
| 금융손익 | (3.0) | (3.0) | (2.5) | (1.3) | (0.2) |
| 기타영업외손익 | (7.7) | 14.0 | 14.0 | 14.0 | 14.0 |
| 종속 및 관계기업관련손익 | 5.4 | 3.3 | 3.3 | 3.3 | 3.3 |
| **세전계속사업이익** | **(5.3)** | **(77.4)** | **40.9** | **60.5** | **65.0** |
| 법인세비용 | (4.5) | (18.7) | 19.6 | 23.7 | 24.4 |
| 계속사업이익 | (0.7) | (58.8) | 21.3 | 36.8 | 40.6 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **당기순이익** | **(0.7)** | **(58.8)** | **21.3** | **36.8** | **40.6** |
| 증가율 (%) | 적전 | 적지 | 흑전 | 72.4 | 10.4 |
| 순이익률 (%) | (0.1) | (9.1) | 2.7 | 4.3 | 4.6 |
| (지배주주)당기순이익 | (0.7) | (58.8) | 21.3 | 36.8 | 40.6 |
| (비지배주주)당기순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 총포괄이익 | (1.7) | (58.8) | 21.3 | 36.8 | 40.6 |
| (지배주주)총포괄이익 | (1.7) | (58.8) | 21.3 | 36.8 | 40.6 |
| (비지배주주)총포괄이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| EBITDA | **75.3** | **(8.2)** | **91.1** | **87.4** | **76.2** |
| 증가율 (%) | (6.1) | 적전 | 흑전 | (4.1) | (12.9) |
| EBITDA 이익률 (%) | 7.6 | (1.3) | 11.5 | 10.2 | 8.6 |

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

## 주요 투자지표

| 12월 결산 | 2013 | 2014P | 2015F | 2016F | 2017F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS (당기순이익, 원) | (50) | (3,588) | 1,302 | 2,245 | 2,480 |
| EPS (지배순이익, 원) | (50) | (3,588) | 1,302 | 2,245 | 2,480 |
| BPS (자본총계, 원) | 22,558 | 18,968 | 20,270 | 22,515 | 24,995 |
| BPS (지배지분, 원) | 22,558 | 18,968 | 20,270 | 22,515 | 24,995 |
| DPS (원) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| PER (당기순이익, 배) | (426.0) | (4.5) | 16.7 | 9.7 | 8.8 |
| PER (지배순이익, 배) | (426.0) | (4.5) | 16.7 | 9.7 | 8.8 |
| PBR (자본총계, 배) | 0.9 | 0.9 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| PBR (지배지분, 배) | 0.9 | 0.9 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| EV/EBITDA (배) | 5.3 | (42.4) | 4.2 | 3.6 | 3.3 |
| 배당성향 (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당수익률 (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **수익성** | | | | | |
| EBITTDA 이익률 (%) | 7.6 | (1.3) | 11.5 | 10.2 | 8.6 |
| 영업이익률 (%) | 0.0 | (14.3) | 3.3 | 5.2 | 5.4 |
| 순이익률 (%) | (0.1) | (9.1) | 2.7 | 4.3 | 4.6 |
| ROA (%) | (0.1) | (9.1) | 3.6 | 5.7 | 5.8 |
| ROE (지배순이익, %) | (0.2) | (17.3) | 6.6 | 10.5 | 10.4 |
| ROIC (%) | (2.3) | (23.9) | 4.2 | 9.4 | 11.4 |
| **안정성** | | | | | |
| 부채비율 (%) | 91.0 | 86.9 | 86.4 | 81.9 | 75.5 |
| 순차입금비율 (%) | 14.9 | 26.0 | 7.7 | (10.8) | (24.9) |
| 현금비율 (%) | 0.6 | 1.7 | 13.0 | 34.3 | 54.6 |
| 이자보상배율 (배) | 0.0 | (21.9) | 6.5 | 11.9 | 12.8 |
| **활동성** | | | | | |
| 순운전자본회전율 (회) | 8.5 | 6.2 | 6.2 | 5.8 | 5.7 |
| 재고자산회수기간 (일) | 43.3 | 41.7 | 24.4 | 25.9 | 26.5 |
| 매출채권회수기간 (일) | 82.5 | 94.5 | 83.3 | 88.3 | 90.3 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

# 비에이치 (090460)

**매수 (유지)**

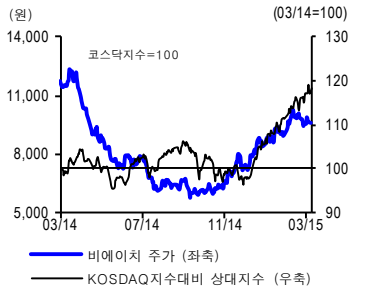
| | |
|---|---|
| 현재주가 (3 월 30 일) | 9,560 원 |
| 목표주가 | 12,500 원 (유지) |
| 상승여력 | 30.7% |


송기태
(02) 3772-1581
kt.song@shinhan.com

하준두
(02) 3772-1545
jdha1017@shinhan.com


| | | |
|---|---|---|
| KOSPI | | 2,030.04p |
| KOSDAQ | | 646.74p |
| 시가총액 | | 149.5 십억원 |
| 액면가 | | 500 원 |
| 발행주식수 | | 15.6 백만주 |
| 유동주식수 | | 10.4 백만주(66.7%) |
| 52 주 최고가/최저가 | | 12,300 원/5,730 원 |
| 일평균 거래량 (60 일) | | 191,615 주 |
| 일평균 거래액 (60 일) | | 1,732 백만원 |
| 외국인 지분율 | | 7.65% |
| 주요주주 | 이경환 외 1 인 | 23.42% |
| | 한국투자밸류자산운용 | 18.56% |
| 절대수익률 | 3 개월 | 21.0% |
| | 6 개월 | 59.1% |
| | 12 개월 | -16.9% |
| KOSDAQ 대비 | 3 개월 | 1.6% |
| 상대수익률 | 6 개월 | 41.0% |
| | 12 개월 | -30.1% |

주가차트




## 득점권에 주자는 나갔다

### 4Q14 영업실적 회복 사이클의 시작

4분기 매출액 738.7억원(+9.1% YoY, +14.3% QoQ), 영업이익 36.3억원(-35% YoY, +9.8% QoQ)이 예상된다. 3분기 갤럭시 S5 재고조정으로 인해 부진한 실적을 기록했다. 그러나 4분기에는 재고조정이 일단락되고 갤럭시노트4 및 엣지 물량이 반영된다. 삼성전자의 신규 중저가 스마트폰인 A3 물량 또한 10월부터 생산 중이다. 경쟁사인 일본의 맥트론이 물량을 받아가지 못하면서 삼성전자 스마트폰 내 점유율이 상승한 점도 긍정적이다.

### 2015년 신제품 모멘텀으로 시작하는 새로운 해

2015년 매출액 4,018억원, 영업이익 259억원으로 2014년 대비 각각 +35.8%, +61.2% 성장이 예상된다. 새로 출시된 갤럭시S6의 초도물량(1,400만대 수준)이 1분기 말부터 반영될 예정이다. 양면엣지 모델의 경우 한달 늦은 2월부터 생산을 시작해 6개월 동안 1,700만대 수준이 예상된다. 기존의 LDS(Laser Direct Structuring, 레이저를 이용해 패턴을 그려넣는 방식)안테나가 FPCB(연성회로기판)로 대체되면서 신규 매출(기존 매출 대비 7~9% 수준) 발생이 기대된다.

### 투자의견 '매수', 목표주가 12,500원 유지

중저가 모델인 A3,E 시리즈를 포함한 다양한 모델을 꾸준히 생산하면서 이익가시성이 높아지는 점이 긍정적이다. 1,2분기에 갤럭시S6 및 엣지물량을 본격적으로 생산하면서 가동률이 지속적으로 상승(3Q14 70.6%, 1Q15 81.4%, 2Q15 92.2%)할 전망이다. 무선충전, 삼성페이처럼 일상생활에 직접적 도움을 주는 변화가 소비자들에게 긍정적 반응을 얻고있다. 갤럭시S6의 판매호조(5,000만대 전망)가 기대된다. 목표주가 12,500원으로 '매수' 투자의견을 유지한다.

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증가율 (%) | BPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2012 | 225.6 | 18.5 | 14.4 | 12.8 | 869 | 54.4 | 4,771 | 13.8 | 9.7 | 2.5 | 19.3 | 68.0 |
| 2013 | 347.7 | 30.1 | 31.4 | 27.6 | 1,798 | 107.0 | 6,098 | 6.6 | 6.0 | 2.0 | 33.1 | 61.3 |
| 2014P | 295.8 | 16.0 | 19.0 | 15.1 | 968 | (46.2) | 7,082 | 9.9 | 7.6 | 1.3 | 14.7 | 68.7 |
| 2015F | 410.7 | 26.6 | 28.0 | 24.3 | 1,555 | 60.6 | 8,636 | 6.1 | 5.5 | 1.1 | 19.8 | 54.3 |
| 2016F | 424.9 | 29.2 | 30.6 | 25.5 | 1,633 | 5.1 | 10,270 | 5.9 | 4.8 | 0.9 | 17.3 | 32.6 |

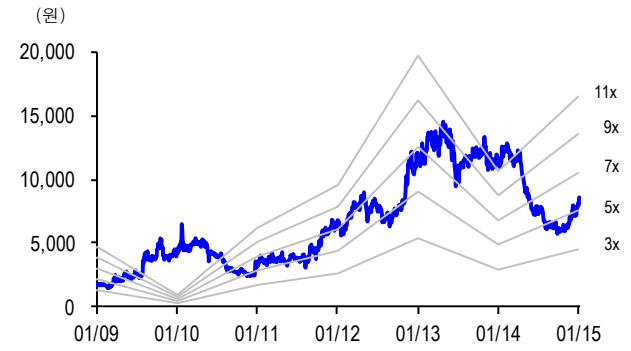
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

비에이치(090460 KS) 사업부문별 매출 분석

| (백만대, 십억원) | 1Q13 | 2Q13 | 3Q13 | 4Q13 | 1Q14 | 2Q14 | 3Q14 | 4Q14F | 1Q15F | 2Q15F | 3Q15F | 4Q15F | 1Q16F | 2Q16F | 3Q16F | 4Q16F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| <태블릿용 FPCB부문 추정> | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 주요 고객사 태블릿 출하량 | 9.1 | 8.4 | 10.5 | 14.5 | 10.3 | 13.1 | 9.0 | 6.7 | 5.1 | 6.3 | 6.6 | 7.8 | 9.1 | 7.8 | 9.4 | 12.5 |
| 비에이치 담당물량 | 1.6 | 2.0 | 2.2 | 1.8 | 1.6 | 0.9 | 1.1 | 1.0 | 1.3 | 1.3 | 1.6 | 1.8 | 1.6 | 1.9 | 2.5 | 2.6 |
| 태블릿용 FPCB Blended ASP | 7.8 | 7.7 | 6.1 | 6.3 | 7.4 | 7.2 | 6.2 | 5.4 | 6.5 | 6.8 | 7.0 | 6.1 | 5.7 | 5.6 | 4.4 | 4.6 |
| 주요 고객사 태블릿 관련 매출액 | 12.4 | 15.3 | 13.3 | 11.0 | 11.6 | 6.5 | 6.6 | 5.5 | 8.2 | 9.0 | 11.5 | 11.1 | 8.8 | 10.5 | 11.1 | 11.8 |
| 태블릿 매출액 내 당 고객사 비중 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 0.99 | 0.99 | 0.99 | 0.99 | 0.97 | 0.97 | 0.97 | 0.97 | 0.96 | 0.96 | 0.96 | 0.96 |
| 전체 태블릿 관련 매출액 | 12.4 | 15.3 | 13.3 | 11.0 | 11.7 | 6.6 | 6.7 | 5.5 | 8.5 | 9.3 | 11.8 | 11.4 | 9.2 | 10.9 | 11.6 | 12.3 |
| QoQ 성장률 (%) | (11.7) | 23.2 | (13.1) | (17.1) | 5.8 | (43.7) | 2.1 | (17.8) | 53.7 | 9.8 | 26.8 | (3.2) | (19.9) | 19.2 | 6.0 | 6.2 |
| YoY 성장률 (%) | 290.4 | 274.1 | (4.1) | (21.7) | (6.2) | (57.1) | (49.6) | (50.0) | (27.3) | 41.7 | 76.1 | 107.4 | 8.1 | 17.3 | (2.0) | 7.6 |
| 비에이치의 전체 매출액 | 73.9 | 102.7 | 103.3 | 70.0 | 77.3 | 85.1 | 65.4 | 73.9 | 95.6 | 104.9 | 106.3 | 95.0 | 97.7 | 109.8 | 112.4 | 104.9 |
| 태블릿 매출비중 (%) | 16.8 | 14.9 | 12.9 | 15.8 | 15.1 | 7.7 | 10.3 | 7.5 | 8.9 | 8.9 | 11.1 | 12.0 | 9.4 | 10.0 | 10.3 | 11.7 |
| <스마트폰용 FPCB부문 추정> | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 주요 고객사 스마트폰 출하량 | 65.0 | 71.0 | 85.1 | 107.1 | 80.8 | 88.0 | 79.9 | 63.5 | 82.3 | 90.3 | 89.4 | 87.1 | 78.3 | 90.7 | 98.6 | 103.2 |
| 비에이치 담당물량 | 19.2 | 23.0 | 28.9 | 20.2 | 20.7 | 24.0 | 17.8 | 23.0 | 28.9 | 28.6 | 29.6 | 26.6 | 29.0 | 31.6 | 33.0 | 30.9 |
| 스마트폰용 FPCB Blended ASP | 2.6 | 3.2 | 2.7 | 2.4 | 2.2 | 2.3 | 2.3 | 2.1 | 2.2 | 2.4 | 2.2 | 2.2 | 2.0 | 2.2 | 2.0 | 2.1 |
| 주요 고객사 스마트폰 관련 매출액 | 48.9 | 72.7 | 73.7 | 48.0 | 45.7 | 54.9 | 40.9 | 48.4 | 63.6 | 69.8 | 66.3 | 58.6 | 58.0 | 69.4 | 66.0 | 64.9 |
| 스마트폰 매출액 내 당 고객사 비중 | 0.90 | 0.90 | 0.90 | 0.90 | 0.83 | 0.80 | 0.84 | 0.84 | 0.78 | 0.78 | 0.75 | 0.75 | 0.75 | 0.75 | 0.75 | 0.75 |
| 전체 스마트폰 관련 매출액 | 54.3 | 80.7 | 81.9 | 53.3 | 55.1 | 68.6 | 48.7 | 57.6 | 81.5 | 89.5 | 88.4 | 78.1 | 82.9 | 92.6 | 94.4 | 86.6 |
| QoQ 성장률 (%) | 23.1 | 48.7 | 1.4 | (34.9) | 3.3 | 24.6 | (29.1) | 18.3 | 41.5 | 9.8 | (1.2) | (11.7) | 6.2 | 11.6 | 1.9 | (8.3) |
| YoY 성장률 (%) | 82.1 | 99.9 | 76.7 | 20.8 | 1.4 | (15.0) | (40.5) | 8.1 | 48.0 | 30.4 | 81.6 | 35.6 | 1.7 | 3.4 | 6.7 | 10.8 |
| 비에이치의 전체 매출액 | 73.9 | 102.7 | 103.3 | 70.0 | 77.3 | 85.1 | 65.4 | 73.9 | 95.6 | 104.9 | 106.3 | 95.0 | 97.7 | 109.8 | 112.4 | 104.9 |
| 스마트폰 매출비중 (%) | 73.5 | 78.6 | 79.3 | 76.2 | 71.2 | 80.6 | 74.4 | 78.0 | 85.3 | 85.3 | 83.1 | 82.2 | 84.8 | 84.3 | 83.9 | 82.5 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

비에이치의 PER Band




자료: QauntiWise, 신한금융투자

비에이치의 PBR Band

자료: QauntiWise, 신한금융투자

# 부록 : 요약 재무제표

## 재무상태표

| 12월 결산 (십억원) | 2012 | 2013 | 2014P | 2015F | 2016F |
|---|---|---|---|---|---|
| **자산총계** | **160.8** | **203.4** | **252.5** | **280.4** | **307.1** |
| 유동자산 | 92.7 | 91.5 | 112.3 | 139.5 | 170.1 |
| 현금및현금성자산 | 4.8 | 12.6 | 20.8 | 20.3 | 37.0 |
| 매출채권 | 50.6 | 46.3 | 55.7 | 74.7 | 83.9 |
| 재고자산 | 26.0 | 20.7 | 22.5 | 29.0 | 32.0 |
| 비유동자산 | 68.1 | 111.9 | 140.3 | 140.9 | 137.0 |
| 유형자산 | 44.6 | 85.0 | 112.1 | 111.9 | 105.6 |
| 무형자산 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| 투자자산 | 19.7 | 22.9 | 23.4 | 24.3 | 26.9 |
| 기타금융업자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **부채총계** | **89.0** | **108.1** | **141.8** | **145.4** | **146.5** |
| 유동부채 | 71.5 | 70.1 | 82.5 | 92.0 | 95.9 |
| 단기차입금 | 36.8 | 36.7 | 41.1 | 46.9 | 46.9 |
| 매입채무 | 19.6 | 15.0 | 18.0 | 20.4 | 22.5 |
| 유동성장기부채 | 5.4 | 5.2 | 6.0 | 5.6 | 5.4 |
| 비유동부채 | 17.5 | 38.0 | 59.3 | 53.4 | 50.6 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금(장기금융부채 포함) | 16.2 | 35.1 | 56.2 | 49.4 | 46.2 |
| 기타금융업부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **자본총계** | **71.8** | **95.3** | **110.7** | **135.0** | **160.6** |
| 자본금 | 7.5 | 7.8 | 7.8 | 7.8 | 7.8 |
| 자본잉여금 | 28.2 | 29.5 | 29.6 | 29.6 | 29.6 |
| 기타자본 | (4.6) | (10.2) | (10.0) | (10.0) | (10.0) |
| 기타포괄이익누계액 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이익잉여금 | 40.7 | 68.1 | 83.3 | 107.6 | 133.1 |
| **지배주주지분** | **71.8** | **95.3** | **110.7** | **135.0** | **160.6** |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| *총차입금 | 58.5 | 77.1 | 103.5 | 102.1 | 98.7 |
| *순차입금(순현금) | 48.9 | 58.5 | 76.0 | 73.3 | 52.3 |

## 현금흐름표

| 12월 결산 (십억원) | 2012 | 2013 | 2014P | 2015F | 2016F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동으로인한현금흐름** | **4.4** | **45.7** | **23.2** | **17.5** | **30.2** |
| 당기순이익 | 12.8 | 27.6 | 15.1 | 24.3 | 25.5 |
| 유형자산상각비 | 5.1 | 10.6 | 13.4 | 14.1 | 13.0 |
| 무형자산상각비 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 외화환산손실(이익) | (1.3) | (1.2) | (0.8) | 0.0 | 0.0 |
| 자산처분손실(이익) | 0.2 | 0.0 | (0.1) | 0.0 | 0.0 |
| 지분법, 종속, 관계기업손실(이익) | 3.1 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | 0.0 |
| 운전자본변동 | (20.3) | 2.1 | (4.7) | (21.0) | (8.4) |
| (법인세납부) | (0.7) | (3.3) | (7.2) | (3.9) | (5.2) |
| 기타 | 5.5 | 9.8 | 7.2 | 3.9 | 5.2 |
| **투자활동으로인한현금흐름** | **(12.4)** | **(53.8)** | **(41.3)** | **(16.7)** | **(10.1)** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | (13.7) | (51.8) | (41.2) | (15.0) | (6.7) |
| 유형자산의감소 | 0.5 | 0.9 | 0.8 | 1.1 | 0.0 |
| 무형자산의감소(증가) | (0.9) | (0.1) | (0.0) | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 2.5 | (2.9) | (0.7) | (0.9) | (2.5) |
| 기타 | (0.8) | 0.1 | (0.2) | (1.9) | (0.9) |
| **FCF** | **(5.8)** | **(5.6)** | **(19.7)** | **0.4** | **21.9** |
| **재무활동으로인한현금흐름** | **9.0** | **15.9** | **26.3** | **(1.4)** | **(3.4)** |
| 차입금의 증가(감소) | 10.9 | 20.1 | 26.3 | (1.4) | (3.4) |
| 자기주식의처분(취득) | 4.9 | 6.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (6.8) | (10.2) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타현금흐름 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 연결범위변동으로인한현금의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 환율변동효과 | (0.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **현금의증가(감소)** | **1.0** | **7.8** | **8.2** | **(0.6)** | **16.7** |
| 기초현금 | 3.9 | 4.8 | 12.6 | 20.8 | 20.3 |
| 기말현금 | 4.8 | 12.6 | 20.8 | 20.3 | 37.0 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

## 포괄손익계산서

| 12월 결산 (십억원) | 2012 | 2013 | 2014P | 2015F | 2016F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **225.6** | **347.7** | **295.8** | **410.7** | **424.9** |
| 증가율 (%) | 47.1 | 54.1 | (14.9) | 38.8 | 3.5 |
| **매출원가** | **199.6** | **304.7** | **267.9** | **366.3** | **378.0** |
| **매출총이익** | **26.0** | **43.0** | **27.9** | **44.4** | **47.0** |
| 매출총이익률 (%) | 11.5 | 12.4 | 9.4 | 10.8 | 11.0 |
| **판매관리비** | **7.5** | **13.0** | **11.8** | **17.8** | **17.8** |
| **영업이익** | **18.5** | **30.1** | **16.0** | **26.6** | **29.2** |
| 증가율 (%) | 68.7 | 62.9 | (46.7) | 65.8 | 9.7 |
| 영업이익률 (%) | 8.2 | 8.6 | 5.4 | 6.5 | 6.9 |
| **영업외손익** | **(4.0)** | **1.3** | **2.9** | **1.4** | **1.5** |
| 금융손익 | (1.0) | (1.1) | (1.8) | 1.0 | 0.9 |
| 기타영업외손익 | (3.0) | 2.4 | 4.8 | 0.4 | 0.5 |
| 종속 및 관계기업관련손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **세전계속사업이익** | **14.4** | **31.4** | **19.0** | **28.0** | **30.6** |
| 법인세비용 | 1.6 | 3.7 | 3.8 | 3.7 | 5.1 |
| 계속사업이익 | 12.8 | 27.6 | 15.1 | 24.3 | 25.5 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **당기순이익** | **12.8** | **27.6** | **15.1** | **24.3** | **25.5** |
| 증가율 (%) | 90.3 | 115.8 | (45.2) | 60.6 | 5.1 |
| 순이익률 (%) | 5.7 | 7.9 | 5.1 | 5.9 | 6.0 |
| (지배주주)당기순이익 | 12.8 | 27.6 | 15.1 | 24.3 | 25.5 |
| (비지배주주)당기순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 총포괄이익 | 12.1 | 27.4 | 15.1 | 24.3 | 25.5 |
| (지배주주)총포괄이익 | 12.1 | 27.4 | 15.1 | 24.3 | 25.5 |
| (비지배주주)총포괄이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| EBITDA | **23.6** | **40.7** | **29.5** | **40.7** | **42.3** |
| 증가율 (%) | 58.2 | 72.3 | (27.6) | 38.0 | 3.9 |
| EBITDA 이익률 (%) | 10.5 | 11.7 | 10.0 | 9.9 | 10.0 |

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

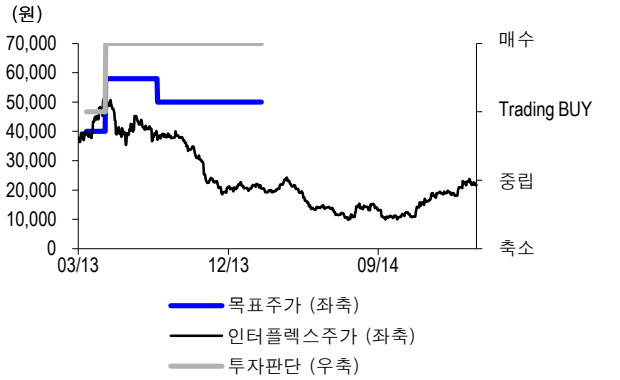
## 주요 투자지표

| 12월 결산 | 2012 | 2013 | 2014P | 2015F | 2016F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS (당기순이익, 원) | 869 | 1,798 | 968 | 1,555 | 1,633 |
| EPS (지배순이익, 원) | 869 | 1,798 | 968 | 1,555 | 1,633 |
| BPS (자본총계, 원) | 4,771 | 6,098 | 7,082 | 8,636 | 10,270 |
| BPS (지배지분, 원) | 4,771 | 6,098 | 7,082 | 8,636 | 10,270 |
| DPS (원) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| PER (당기순이익, 배) | 13.8 | 6.6 | 9.9 | 6.1 | 5.9 |
| PER (지배순이익, 배) | 13.8 | 6.6 | 9.9 | 6.1 | 5.9 |
| PBR (자본총계, 배) | 2.5 | 2.0 | 1.3 | 1.1 | 0.9 |
| PBR (지배지분, 배) | 2.5 | 2.0 | 1.3 | 1.1 | 0.9 |
| EV/EBITDA (배) | 9.7 | 6.0 | 7.6 | 5.5 | 4.8 |
| 배당성향 (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당수익률 (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **수익성** | | | | | |
| EBITTDA 이익률 (%) | 10.5 | 11.7 | 10.0 | 9.9 | 10.0 |
| 영업이익률 (%) | 8.2 | 8.6 | 5.4 | 6.5 | 6.9 |
| 순이익률 (%) | 5.7 | 7.9 | 5.1 | 5.9 | 6.0 |
| ROA (%) | 8.8 | 15.2 | 6.6 | 9.1 | 8.7 |
| ROE (지배순이익, %) | 19.3 | 33.1 | 14.7 | 19.8 | 17.3 |
| ROIC (%) | 17.0 | 22.0 | 8.1 | 13.3 | 13.1 |
| **안정성** | | | | | |
| 부채비율 (%) | 123.8 | 113.3 | 128.1 | 107.7 | 91.3 |
| 순차입금비율 (%) | 68.0 | 61.3 | 68.7 | 54.3 | 32.6 |
| 현금비율 (%) | 6.7 | 18.0 | 25.3 | 22.1 | 38.6 |
| 이자보상배율 (배) | 6.0 | 9.1 | 4.2 | 6.7 | 7.5 |
| **활동성** | | | | | |
| 순운전자본회전율 (회) | 4.8 | 7.0 | 6.3 | 6.8 | 5.6 |
| 재고자산회수기간 (일) | 41.0 | 24.5 | 26.6 | 22.9 | 26.2 |
| 매출채권회수기간 (일) | 65.3 | 50.9 | 62.9 | 58.0 | 68.1 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

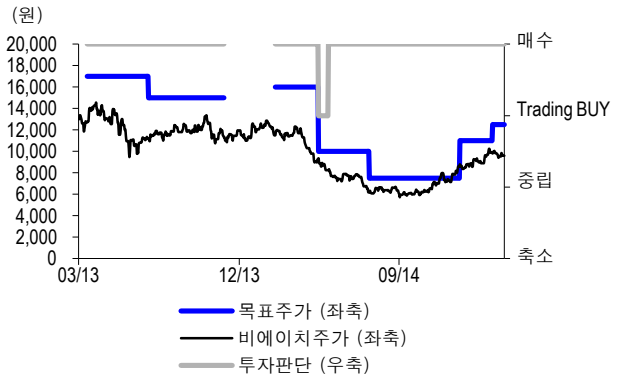
# 투자의견 및 목표주가 추이

## 인터플렉스 (051370)




| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) |
|---|---|---|
| 2013년 04월 14일 | Trading BUY | 40,000 |
| 2013년 05월 19일 | 매수 | 58,000 |
| 2013년 08월 22일 | 매수 | 50,000 |

## 비에이치 (090460)




| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) |
|---|---|---|
| 2013년 04월 14일 | 매수 | 17,000 |
| 2013년 07월 28일 | 매수 | 15,000 |
| 2014년 03월 02일 | 매수 | 16,000 |
| 2014년 05월 15일 | Trading BUY | 10,000 |
| 2014년 06월 01일 | 매수 | 10,000 |
| 2014년 08월 10일 | 매수 | 7,500 |
| 2015년 01월 12일 | 매수 | 11,000 |
| 2015년 03월 09일 | 매수 | 12,500 |

## Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 송기태, 하준두)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

## 투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용)

**종목**

- **매수** : 향후 6개월 수익률이 +15% 이상
- **Trading BUY** : 향후 6개월 수익률이 0% ~ +15%
- **중립** : 향후 6개월 수익률이 -15% ~ 0%
- **축소** : 향후 6개월 수익률이 -15% 이하

**섹터**

- **비중확대** : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
- **중립** : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
- **축소** : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

# 메모

고객지원센터 : 1588-0365

서울특별시 영등포구 여의대로 70

www.shinhaninvest.com

## 신한금융투자 영업망

| | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **서울지역** | | | | | | | | | | | |
| 강남 | 02) 538-0707 | 구로 | 02) 857-8600 | 대치센트레빌 | 02) 554-2878 | 보라매 | 02) 820-2000 | 여의도 | 02) 3775-4270 | | |
| 강남중앙 | 02) 6354-5300 | 남대문 | 02) 757-0707 | 도곡 | 02) 2057-0707 | 삼성역 | 02) 563-3770 | 연희동 | 02) 3142-6363 | | |
| 관악 | 02) 887-0809 | 노원역 | 02) 937-0707 | 마포 | 02) 718-0900 | 삼풍 | 02) 3477-4567 | 영업부 | 02) 3772-1200 | | |
| 광교 | 02) 739-7155 | 논현 | 02) 518-2222 | 명동 | 02) 752-6655 | 송파 | 02) 449-0808 | 잠실신천역 | 02) 423-6868 | | |
| 광화문 | 02) 732-0770 | 답십리 | 02) 2217-2114 | 목동 | 02) 2653-0844 | 신당 | 02) 2254-4090 | 중부 | 02) 2270-6500 | | |
| 종로영업소 | 02) 722-4388 | 성수동영업소 | 02) 466-4228 | 반포 | 02) 533-1851 | 압구정 | 02) 511-0005 | | | | |
| **인천 · 경기지역** | | | | | | | | | | | |
| 계양 | 032) 553-2772 | 산본 | 031) 392-1141 | 연수 | 032) 819-0110 | 정자동 | 031) 715-8600 | 평촌 | 031) 381-8686 | | |
| 구월동 | 032) 464-0707 | 수원 | 031) 246-0606 | 의정부 | 031) 848-9100 | 판교 | 031) 898-0011 | | | | |
| 분당 | 031) 712-0109 | 안산 | 031) 485-4481 | 일산 | 031) 907-3100 | 평택 | 031) 657-9010 | | | | |
| **부산 · 경남지역** | | | | | | | | | | | |
| 금정 | 051) 516-8222 | 마산 | 055) 297-2277 | 서면 | 051) 818-0100 | 울산남 | 052) 257-0777 | | | | |
| 동래 | 051) 505-6400 | 밀양 | 055) 355-7707 | 울산 | 052) 273-8700 | 창원 | 055) 285-5500 | | | | |
| **대구 · 경북지역** | | | | | | | | | | | |
| 구미 | 054) 451-0707 | 대구수성 | 053) 642-0606 | 안동 | 054) 855-0606 | | | | | | |
| 대구 | 053) 423-7700 | 시지 | 053) 793-8282 | 포항 | 054) 252-0370 | | | | | | |
| **대전 · 충북지역** | | | | | | | | | | | |
| 대전 | 042) 484-9090 | 유성 | 042) 823-8577 | 청주 | 043) 296-5600 | | | | | | |
| **광주 · 전라남북지역** | | | | | | | | | | | |
| 광주 | 062) 232-0707 | 광양 | 061) 791-8020 | 전주 | 063) 286-9911 | | | | | | |
| 군산 | 063) 442-9171 | 여수 | 061) 682-5262 | 수완 | 062) 956-0707 | | | | | | |
| **강원지역** | | | | **제주지역** | | | | | | | |
| 강릉 | 033) 642-1777 | | | 서귀포 | 064) 732-3377 | 제주 | 064) 743-9011 | | | | |
| **PWM센터** | | | | | | | | | | | |
| 강남 | 02) 508-2210 | 목동 | 02) 2649-0101 | 서교 | 02) 335-6600 | 압구정중앙 | 02) 547-0202 | 태평로 | 02) 317-9100 | | |
| 강남대로 | 02) 523-7471 | 반포 | 02) 3478-2400 | 서울파이낸스 | 02) 778-9600 | 여의도 | 02) 782-8331 | 해운대 | 051) 701-2200 | | |
| 대구 | 053) 252-3560 | 방배 | 02) 537-0885 | 서초 | 02) 532-6181 | 이촌동 | 02) 3785-2536 | 부산 | 051) 819-9011 | | |
| 대전 | 042) 489-7904 | 분당 | 031) 717-0280 | 스타 | 02) 2052-5511 | 일산 | 031) 906-3891 | Privilege강남 | 02) 559-3399 | | |
| 도곡 | 02) 554-6556 | 분당중앙 | 031) 718-5015 | 압구정 | 02) 541-5566 | 잠실 | 02) 2143-0800 | Privilege서울 | 02) 6050-8100 | | |
| **해외현지법인/사무소** | | | | | | | | | | | |
| 뉴욕 | (1-212) 397-4000 | 홍콩 | 852) 3713-5333 | 상해 | (86-21) 6888-91356 | 호치민 사무소 | (84-8) 3824-6445 | | | | |

신한금융투자