

## PCB

박강호 kangho.park@daishin.com

투자 의견

## Overweight

비중 확대, 유지

## Rating &amp; Target

종목명	투자 의견	목표주가
삼성전기	BUY	190,000
대덕전자	BUY	37,000
심텍	BUY	47,000
코리아씨키트	BUY	21,000
인터플렉스	BUY	15,000
티엘비	BUY	31,000
비에이치	BUY	41,000

2차 순환매 예상,  
BGA와 연성PCB 주목

- 반도체 산업의 회복 전망 가운데 PCB 업종의 순환매 상승을 전망
- 3분기 실적 개선 전망 및 2024년 밸류에이션으로 전환
- 7월 상승 순환매 구간 중 BGA와 연성CPB 기업에 주목

## 전방산업의 패러다임 반영 이후 반도체 회복, 실적 개선에 주목

최근 PCB 업종 및 관련 기업의 주가 강세가 지속 중. 지난 5월30일(자료 참조 : 이유 있는 순환매, 주가 상승) 자료에서 PCB 업종의 주가 강세 및 순환매가 지속 될 것으로 전망. 현 시점에서 2023년 하반기 실적 개선 전망 유효 및 2024년 밸류에이션 적용으로 추가적인 주가 강세가 지속될 것으로 판단. 7월 및 3분기 최신 호주로 심텍과 비에이치를 제시. 3분기에 PCB 업종내 주가 상승은 순환매 형태로 반복 전망 : ①DDR5→②MLB→③FC BGA→④BGA→ ⑤연성PCB順 현재 시점에서 ④BGA, ⑤ 연성PCB 구간을 주목할 시점

2023년 하반기 실적은 종전대비 상향, 2024년 실적 개선 및 밸류에이션을 적용, 심텍 47,000원(+27%), 대덕전자 37,000원(+19.4%), 티엘비 31,000원(+29.2%), 코리아씨키트 21,000원(+16.6%)으로 각각 상향

2023년 5월 이후 PCB 업종내 주가 강세의 특징은 산업의 패러다임 변화가 선제적으로 반영. ① 2023년 DDR5 전환이 본격화를 예상. 메모리모듈 전문업체인 티엘비가 서버 비중 확대로 믹스 개선, 수혜를 예상, 상장 초기를 제외하면 신고가 경신 중 ② 2023년 오픈 AI 시장 확대 및 서버에 투자 증가로 초다층PCB(MLB) 시장의 고성장으로 이수페타시스의 수혜 예상, 주가는 역사적 신고가를 경신 중 ③ 2024년 이후 반도체 기판의 성장은 FC BGA 중심으로 진행, HBM 및 GPU 수요 증가, 자동차의 전장화 등 반도체 기판의 미세화로 FC BGA는 고성장을 예상 대덕전자가 수혜로 인식, 신고가에 근접. 위에 언급된 3개 패러다임이 하반기에 지속, 반도체 회복 전망 및 하반기 실적 개선의 기대감은 여전히 유효 판단

## 3분기 BGA 및 연성CPB 구간에 주목 : ①DDR5→②MLB→③FC BGA→④BGA→ ⑤연성PCB 順

7월에 ④번과 ⑤번 순환매 구간 관련한 기업에 주목. 반도체는 3분기에 메모리 반도체 출하량 증가 및 DDR5 비중 확대로 반도체 PCB 업체의 실적 개선이 진행 전망. 애플 아이폰 15 및 삼성전자 폴더블 스마트폰의 생산 및 판매 강화, 중국 스마트폰업체의 신모델 출시 등 휴대폰 산업은 상반기대비 하반기에 개선 전망

심텍의 영업이익은 2023년 3분기에 흑자전환 추정. 반도체(메모리 / 디램과 낸드) 출하량이 2023년 1분기 저점, 3분기에 회복되면 반도체 패키지(BGA 기판) 업체의 가동율도 확대, DDR5 중심으로 출하량 증가하여 실적 개선 전망. BGA 중심의 반도체 패키지 업체가 수혜(심텍, 코리아씨키트)

연성PCB 업체인 비에이치와 인터플렉스의 2023년 하반기 실적도 상반기대비 큰 폭의 개선을 전망. 2023년 3분기에 애플 아이폰15 및 삼성전자의 폴더블 스마트폰 출시로 연성PCB 업체의 매출 증가. 아이폰 15는 아이폰14대비 판매 증가 추정 속에 2024년 아이패드용 OLED 디스플레이로 변경, 추가적인 매출 증가 예상 (비에이치). 삼성전자는 하반기에 폴더블폰 판매 확대 주력 및 구급, 중국 업체 참여로 폴더블 스마트폰 시장은 2024년 큰 폭의 성장 전망(인터플렉스).

중견 PCB 업체의 7개사(대덕전자, 심텍, 코리아씨키트<별도>, 티엘비, 비에이치, 인터플렉스, 이수페타시스<컨센서스>) 기준, 2023년 2분기 전체 영업이익은 224억원으로 전분기(-41억원)대비 흑자 전환을 추정. 반도체 PCB 기업 중심으로 매출 확대, 이익 개선이 진행된 것으로 분석. 삼성전자와 SK하이닉스의 메모리(디램과 낸드) 출하량이 전분기대비 증가하여 패키지 기판(반도체 PCB) 업체도 수주 증가 및 가동을 확대가 진행

2023년 3분기 영업이익(7개사 기준)은 1,308억원으로 전분기대비 483.2% 증가를 예상, 매출도 25.8%(qoq) 증가 등 본격적으로 회복 구간에 진입을 전망. 심텍과 코리아씨키트는 흑자전환, 비에이치와 인터플렉스는 계절적인 성수기 진입 효과로 큰 폭의 성장세를 예상. 대덕전자와 티엘비는 각각 FC BGA, DDR5 비중 확대로 영업이익률이 빠르게 개선, 이수페타시스는 오픈 AI와 서버 투자 효과로 높은 성장세를 예상

		2Q22	1Q23	2Q23F	yoy	qoq	3Q23F	yoy	qoq	4Q23F
삼성전기	매출	536.4	397.6	400.5	-25.3%	0.7%	437.8	-20.8%	9.3%	444.5
	영업익	121.7	57.2	62.9	-48.3%	10.0%	70.9	-50.6%	12.7%	72.6
LG이노텍	매출	291.0	189.4	188.5	-35.2%	-0.5%	203.9	-35.2%	8.2%	213.5
	영업익	87.6	10.6	22.6	-74.2%	113.2%	31.4	-67.9%	38.9%	29.9
심텍	매출	477.4	203.9	241.1	-49.5%	18.2%	281.3	-40.7%	16.7%	300.0
	영업익	114.7	(32.2)	(23.7)	적전	적지	6.2	-94.7%	흑전	20.3
대덕전자	매출	343.0	217.7	218.8	-36.2%	0.5%	251.0	-32.4%	14.7%	294.4
	영업익	61.9	10.3	11.1	-82.1%	7.7%	24.8	-68.0%	124.5%	31.6
코리아씨키트 (별도)	매출	203.5	152.3	154.1	-24.3%	1.2%	168.3	-26.2%	9.2%	187.3
	영업익	22.7	(13.8)	(11.8)	적전	적지	3.9	-86.0%	흑전	6.3
티엘비	매출	58.3	41.5	42.6	-27.1%	2.6%	46.5	-18.1%	9.3%	50.9
	영업익	10.0	1.5	1.5	-85.2%	-4.0%	3.1	-74.0%	110.4%	4.5
비에이치	매출	339.1	313.9	340.4	0.4%	8.4%	549.8	16.2%	61.5%	527.9
	영업익	24.1	8.9	15.2	-36.9%	70.2%	58.3	-1.2%	284.6%	49.1
인터플렉스	매출	103.0	111.8	110.0	6.8%	-1.6%	135.2	11.1%	22.9%	116.5
	영업익	6.9	0.9	2.7	-60.0%	190.0%	4.8	-49.2%	75.4%	4.2
이수페타시스	매출	166.1	172.0	173.2	4.3%	0.7%	177.7	4.1%	2.6%	177.5
	영업익	33.2	20.2	27.5	-17.0%	36.1%	29.6	-13.8%	7.6%	26.9
합계(9개사)	매출	2,517.7	1,800.1	1,869.1	-25.8%	3.8%	2,251.6	-18.5%	20.5%	2,312.5
	영업익	482.7	63.7	107.9	-77.6%	69.5%	233.1	-59.7%	115.9%	245.6
합계(7개사)	매출	1,690.3	1,213.0	1,280.2	-24.3%	5.5%	1,609.8	-15.1%	25.8%	1,654.4
	영업익	273.4	(4.1)	22.4	-91.8%	흑전	130.8	-61.1%	483.2%	143.0

주1) 연결실적 / 코리아씨키트는 별도 / 삼성전기는 기판사업, LG이노텍은 반도체 패키지 부문 실적

주2) 이수페타시스 실적은 컨센서스 기준

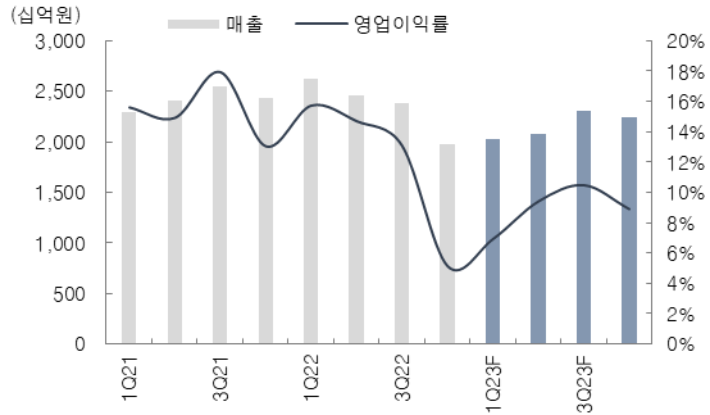
## 삼성전기, 사업부문별 영업 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q	3Q	4Q	1Q23	2QF	3QF	4QF	2022	2023F	2024F
<b>패키지솔루션사업</b>	<b>520</b>	<b>536</b>	<b>553</b>	<b>480</b>	<b>398</b>	<b>400</b>	<b>438</b>	<b>445</b>	<b>2,088</b>	<b>1,680</b>	<b>1,840</b>
FC BGA	180	205	195	200	189	174	191	201	780	755	870
BGA	340	331	357	280	208	226	247	244	1,308	926	970
<b>컴포넌트사업</b>	<b>1,229</b>	<b>1,140</b>	<b>930</b>	<b>833</b>	<b>826</b>	<b>929</b>	<b>1,001</b>	<b>1,015</b>	<b>4,132</b>	<b>3,770</b>	<b>4,265</b>
MLCC	1,133	1,039	849	753	729	824	894	912	3,774	3,359	3,849
<b>광학통신솔루션사업</b>	<b>868</b>	<b>779</b>	<b>901</b>	<b>656</b>	<b>799</b>	<b>760</b>	<b>876</b>	<b>792</b>	<b>3,204</b>	<b>3,227</b>	<b>3,279</b>
<b>매출액</b>	<b>2,617</b>	<b>2,456</b>	<b>2,384</b>	<b>1,968</b>	<b>2,022</b>	<b>2,089</b>	<b>2,315</b>	<b>2,252</b>	<b>9,424</b>	<b>8,678</b>	<b>9,383</b>
증감률(YoY)											
패키지솔루션사업	43.7%	35.1%	25.7%	0.2%	-23.5%	-25.3%	-20.8%	-7.4%	24.5%	-19.5%	0.0%
FC BGA	71.5%	66.8%	38.8%	25.4%	5.1%	-15.2%	-2.3%	0.4%	47.8%	-3.3%	0.0%
BGA	32.3%	20.9%	19.5%	-12.4%	-38.6%	-31.7%	-30.8%	-12.9%	13.8%	-29.2%	0.0%
컴포넌트사업	12.9%	-4.6%	-29.6%	-29.0%	-32.8%	-18.5%	7.6%	21.9%	-13.5%	-8.8%	0.0%
MLCC	11.9%	-5.8%	-31.0%	-30.5%	-35.7%	-20.6%	5.3%	21.0%	-14.8%	-11.0%	0.0%
전자소자	54.7%	14.4%	-10.1%	-12.1%	-1.6%	-0.7%	29.9%	28.4%	8.1%	12.4%	0.0%
광학통신솔루션사업	3.2%	-4.3%	14.5%	-15.7%	-8.0%	-2.5%	-2.8%	20.8%	-0.5%	0.7%	0.0%
매출액	14.2%	2.1%	-6.4%	-19.0%	-22.7%	-14.9%	-2.9%	14.4%	-2.6%	-7.9%	0.0%
<b>영업이익</b>	<b>411</b>	<b>360</b>	<b>311</b>	<b>101</b>	<b>140</b>	<b>196</b>	<b>242</b>	<b>200</b>	<b>1,183</b>	<b>778</b>	<b>959</b>
이익률	15.7%	14.7%	13.0%	5.1%	6.9%	9.4%	10.5%	8.9%	12.6%	9.0%	10.2%
<b>세전이익</b>	<b>427</b>	<b>385</b>	<b>380</b>	<b>-5</b>	<b>143</b>	<b>198</b>	<b>245</b>	<b>230</b>	<b>1,187</b>	<b>817</b>	<b>997</b>
이익률	16.3%	15.7%	15.9%	-0.3%	7.1%	9.5%	10.6%	10.2%	12.6%	9.4%	10.6%
<b>자비자분 순이익</b>	<b>315</b>	<b>281</b>	<b>272</b>	<b>112</b>	<b>111</b>	<b>148</b>	<b>183</b>	<b>171</b>	<b>981</b>	<b>613</b>	<b>743</b>
이익률	12.1%	11.5%	11.4%	5.7%	5.5%	7.1%	7.9%	7.6%	10.4%	7.1%	7.9%

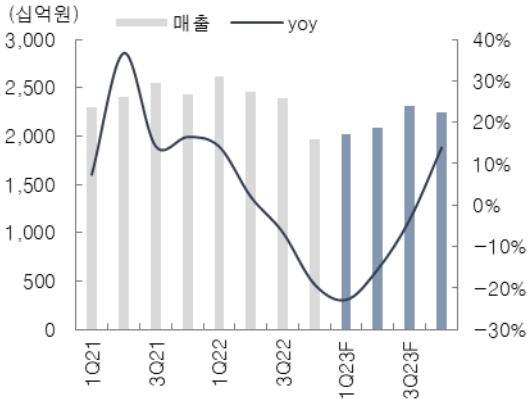
자료: 삼성전기, 대신증권 Research Center

그림 1. 전사, 분기별 매출 및 영업이익률 전망



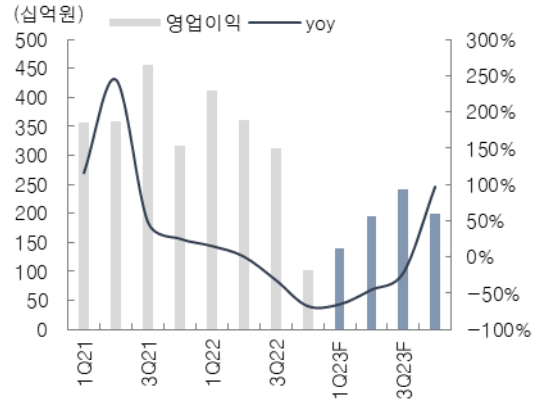
자료: 삼성전기 대신증권 Research Center

그림 2. 전사, 매출 및 증감률 전망



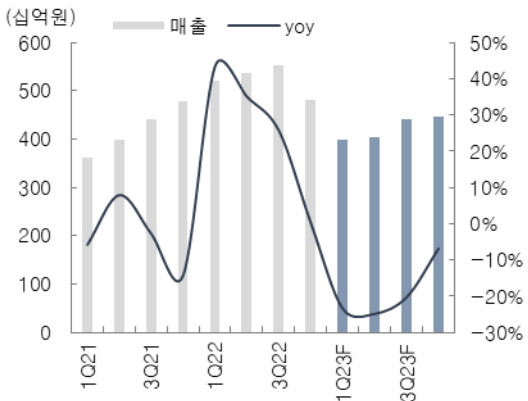
자료: 삼성전기 대신증권 Research Center

그림 3. 전사, 영업이익 및 증감률 전망



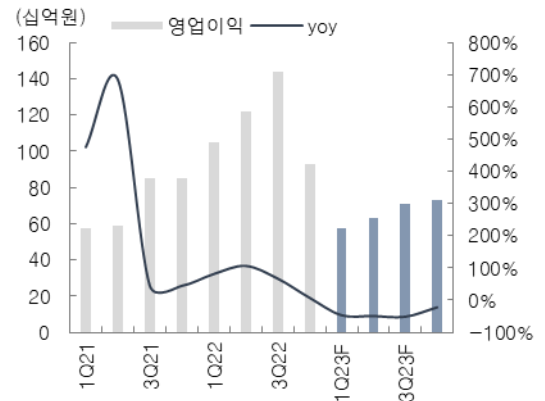
자료: 삼성전기 대신증권 Research Center

그림 4. 패키지솔루션사업, 매출 및 증감률 전망



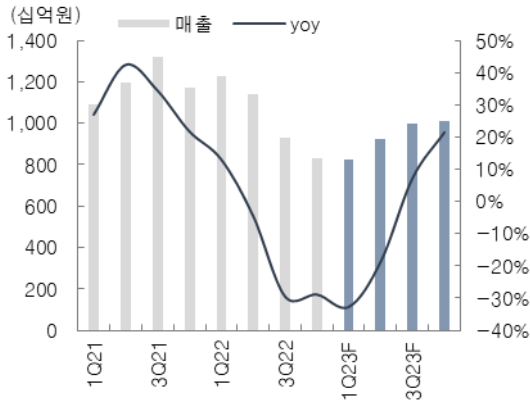
자료: 삼성전기 대신증권 Research Center

그림 5. 패키지솔루션사업, 영업이익 및 증감률 전망



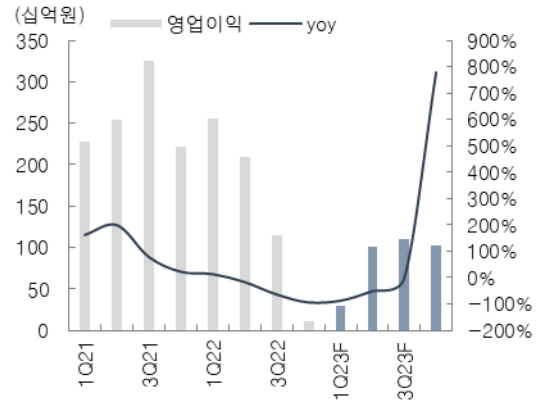
자료: 삼성전기 대신증권 Research Center

그림 6. 컴포넌트사업, 매출 및 증감률 전망



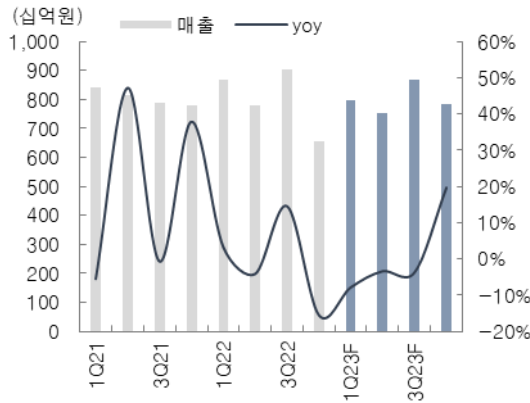
자료: 삼성전기 대신증권 Research Center

그림 7. 컴포넌트사업, 영업이익 및 증감률 전망



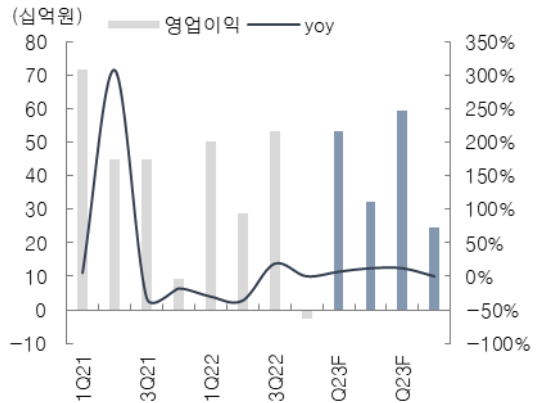
자료: 삼성전기 대신증권 Research Center

그림 8. 광학통신솔루션사업, 매출 및 증감률 전망



자료: 삼성전기 대신증권 Research Center

그림 9. 광학통신솔루션사업, 영업이익 및 증감률 전망



자료: 삼성전기 대신증권 Research Center

## 1. 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

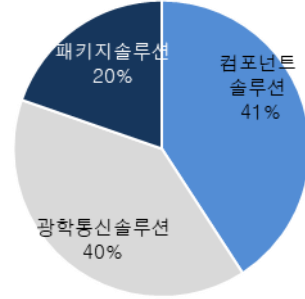
- 삼성전자의 계열회사, 스마트폰, 자동차용 수동부품, 카메라모듈, 기판 중심의 종합전자부품업체
- MLCC 는 시장 재편 및 프리미엄 스마트폰의 하드웨어 경쟁으로 수요 증가, 5G 투자를 반영하면 호황 국면 지속 예상
- 자산 11.0원 부채 3.2조원, 자본 7.8조원(2023년 3월 기준)

### 주가 변동요인

- 삼성전자의 갤럭시 S/노트 시리즈에 카메라모듈, MLCC, 기판 등을 공급, 애플에 MLCC 및 기판을 공급, 스마트폰 판매량에 연동
- 기존의 스마트폰용 매출, 이익 구성이 향후 5G의 도입에 따라 스마트폰-전자(스마트카)로 전환되면 밸류에이션 상황

자료: 삼성전기, 대신증권 Research Center

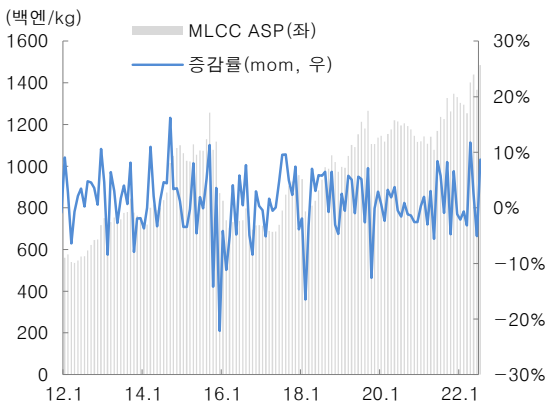
### 매출 비중



주: 2023년 1분기 연결 매출  
자료: 삼성전기, 대신증권 Research Center

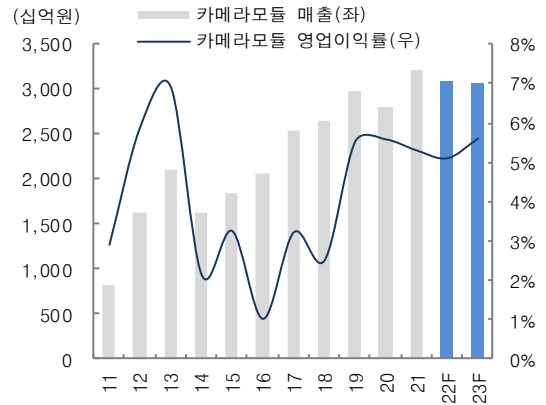
## 2. Earnings Driver

### MLCC 월별 ASP 및 증가율



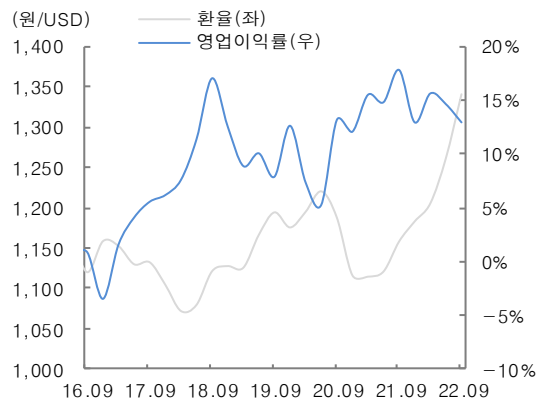
주: 일본 경제산업성 통계자료 내 Ceramic Capacitor로 분류된 고용량 MLCC포함 추정  
자료: METI(일본 경제산업성), 대신증권 Research Center

### 카메라모듈 매출, 영업이익률



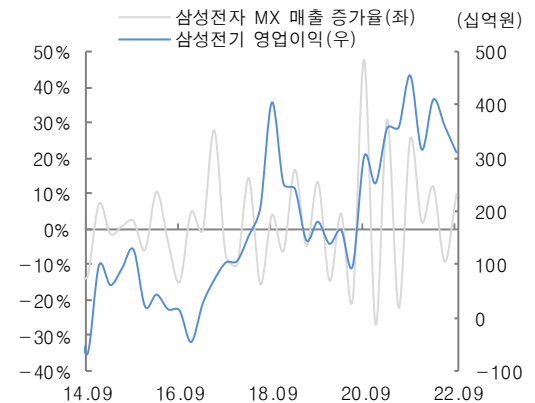
자료: 삼성전기, 대신증권 Research Center

### 원달러 vs. 영업이익률



주: 분기 평균 원달러 환율  
자료: Quantilise, 삼성전기, 대신증권 Research Center

### 삼성전자 MX 매출 증가율 vs. 삼성전기 영업이익



자료: 삼성전기, 대신증권 Research Center

재무제표

**포괄손익계산서** (단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,675	9,425	8,648	9,377	10,155
매출원가	7,127	7,161	6,847	7,337	7,878
매출총이익	2,548	2,263	1,802	2,040	2,277
판매비용포함비	1,061	1,080	1,026	1,082	1,162
영업이익	1,487	1,183	776	958	1,115
영업이익률	15.4	12.6	9.0	10.2	11.0
EBITDA	2,353	2,062	1,619	1,894	2,152
영업외손익	4	4	32	34	49
관계기업손익	10	-3	-3	-3	-3
금융수익	9	29	9	9	9
오환관련이익	211	463	359	359	359
금융비용	-40	-46	-47	-46	-47
오환관련손실	0	0	0	0	0
기타	25	24	73	74	90
법인세비용차감전순이익	1,491	1,187	808	992	1,163
법인세비용	-414	-164	-183	-238	-279
계속사업순이익	1,078	1,023	625	754	884
중단사업순이익	-162	-29	-2	0	0
당기순이익	915	994	623	754	884
당기순이익률	9.5	10.5	7.2	8.0	8.7
비재계분순이익	23	13	17	15	18
재계분순이익	892	981	607	739	866
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	166	-10	-10	-10	-10
포괄순이익	1,081	984	614	744	875
비재계분포괄이익	37	6	17	15	17
재계분포괄이익	1,044	978	597	729	857

**Valuation 지표** (단위: 원 배 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	11,500	12,636	7,817	9,521	11,166
PER	17.2	10.3	17.8	14.6	12.5
BPS	86,584	97,145	102,997	110,553	119,756
PBR	2.3	1.3	1.3	1.2	1.1
EBITDAPS	30,326	26,567	20,868	24,411	27,735
EV/EBITDA	6.4	4.8	6.2	5.3	4.7
SPS	124,677	121,449	111,448	120,833	130,862
PSR	1.6	1.1	1.2	1.1	1.0
CFPS	32,099	29,830	23,821	27,405	30,930
DPS	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100

**재무비율** (단위: 원 배 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액증가율	24.8	-2.6	-8.2	8.4	8.3
영업이익증가율	62.9	-20.4	-34.4	23.5	16.4
순이익증가율	46.7	8.5	-37.3	20.9	17.3
수익성					
ROIC	15.7	13.6	7.5	8.7	9.3
ROA	15.5	11.3	6.9	8.1	8.9
ROE	14.3	13.8	7.8	8.9	9.7
안정성					
부채비율	44.7	42.9	41.3	38.6	36.0
순차입금비율	-2.4	-3.0	-6.3	-4.7	-4.0
이자보상비율	37.4	25.5	16.7	20.7	23.8

자료: 삼성전기, 대신증권 Research Center

**재무상태표** (단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	4,598	4,888	5,103	5,241	5,488
현금및현금성자산	1,185	1,677	1,965	1,855	1,839
매출채권 및 기타채권	1,288	1,062	981	1,057	1,139
재고자산	1,818	1,902	1,922	2,084	2,257
기타유동자산	307	247	235	244	253
비유동자산	5,343	6,109	6,420	6,895	7,412
유형자산	4,639	5,235	5,571	6,066	6,596
관계기업투자금	80	71	68	65	62
기타비유동자산	624	802	780	764	753
자산총계	9,941	10,997	11,523	12,136	12,900
유동부채	2,235	2,525	2,624	2,688	2,755
매입채무 및 기타채무	1,536	1,239	1,312	1,350	1,391
차입금	56	810	826	843	860
유동상채무	339	298	307	316	326
기타유동부채	304	178	178	178	178
비유동부채	836	779	743	693	661
차입금	620	337	320	288	273
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	216	442	423	405	387
부채총계	3,070	3,304	3,366	3,380	3,416
자본부분	6,719	7,538	7,993	8,579	9,293
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,054	1,054	1,054	1,054	1,054
이익잉여금	4,807	5,621	6,068	6,648	7,356
기타자본변동	470	476	483	489	496
비재계분	152	155	164	176	191
자본총계	6,871	7,693	8,157	8,755	9,484
순차입금	-163	-232	-511	-408	-380

**현금흐름표** (단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	1,731	1,575	1,845	1,733	1,951
당기순이익	915	994	623	754	884
비현금항목의 기입	1,575	1,321	1,225	1,373	1,516
감가상각비	866	879	843	936	1,038
오환손익	-4	49	-62	-62	-62
자본법정이익	-10	3	3	3	3
기타	723	391	441	495	537
자산부채의 증감	-624	-432	217	-118	-132
기타현금흐름	-135	-308	-221	-276	-317
투자활동 현금흐름	-845	-1,328	-1,144	-1,401	-1,543
투자자산	-45	-2	3	3	3
유형자산	-826	-1,279	-1,150	-1,406	-1,549
기타	26	-46	2	2	2
재무활동 현금흐름	-1,181	193	-221	-235	-217
단기차입금	-353	794	16	17	17
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	79	103	-17	-32	-14
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-131	-162	-159	-159	-159
기타	-776	-543	-62	-61	-61
현금의 증감	-253	444	288	-110	-16
기초 현금	1,485	1,233	1,677	1,965	1,855
기말 현금	1,233	1,677	1,965	1,855	1,839
NOPLAT	1,074	1,019	601	728	847
FCF	1,066	553	277	241	319

## 대덕전자, 사업부문별 영업실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q	3Q	4Q	1Q23	2QF	3QF	4QF	2022	2023F	2024F
<b>매출액</b>											
<b>패키지</b>	<b>252.0</b>	<b>291.7</b>	<b>330.9</b>	<b>254.0</b>	<b>180.8</b>	<b>182.7</b>	<b>213.1</b>	<b>254.8</b>	<b>1,128.6</b>	<b>831.4</b>	<b>1,105.1</b>
(메모리)	156.3	178.2	188.3	132.5	88.1	85.4	102.1	127.5	655.2	403.0	572.4
(비메모리)	95.7	113.6	142.6	121.5	92.7	97.3	111.0	127.3	473.4	428.4	532.7
(FC BGA)	44.8	56.9	87.8	83.4	70.5	77.0	89.1	97.3	272.9	333.9	412.4
<b>MLB/기타</b>	<b>53.4</b>	<b>51.2</b>	<b>40.5</b>	<b>42.5</b>	<b>36.9</b>	<b>36.1</b>	<b>37.9</b>	<b>39.6</b>	<b>187.6</b>	<b>150.5</b>	<b>157.9</b>
(자동차)	1.4	1.1	0.7	0.5	0.7	0.0	0.0	0.0	3.7	0.0	0.0
(네트워크)	22.1	29.4	32.0	35.6	30.8	32.1	33.6	35.2	119.0	131.7	139.8
(반도체)	6.7	4.0	2.0	3.6	3.9	4.0	4.2	4.4	16.3	16.6	18.0
(해외/기타)	3.2	2.4	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>합계</b>	<b>305.4</b>	<b>343.0</b>	<b>371.4</b>	<b>296.5</b>	<b>217.7</b>	<b>218.8</b>	<b>251.0</b>	<b>294.4</b>	<b>1,316.2</b>	<b>981.8</b>	<b>1,263.0</b>
<b>매출비중</b>											
<b>패키지</b>	<b>82.5%</b>	<b>85.1%</b>	<b>89.1%</b>	<b>85.7%</b>	<b>83.0%</b>	<b>83.5%</b>	<b>84.9%</b>	<b>86.6%</b>	<b>85.7%</b>	<b>84.7%</b>	<b>87.5%</b>
(메모리)	51.2%	51.9%	50.7%	44.7%	40.5%	39.0%	40.7%	43.3%	49.8%	45.3%	0.0%
(비메모리)	31.3%	33.1%	38.4%	41.0%	42.6%	44.5%	44.2%	43.3%	36.0%	40.8%	0.0%
(FC BGA)	14.7%	16.6%	23.6%	28.1%	32.4%	35.2%	35.5%	33.1%	20.7%	34.0%	32.7%
<b>MLB/기타</b>	<b>11.0%</b>	<b>10.8%</b>	<b>9.6%</b>	<b>14.3%</b>	<b>16.3%</b>	<b>16.5%</b>	<b>15.1%</b>	<b>13.4%</b>	<b>10.6%</b>	<b>12.5%</b>	<b>0.0%</b>
(자동차)	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%
(네트워크)	7.2%	8.6%	8.6%	12.0%	14.2%	14.7%	13.4%	11.9%	9.0%	11.1%	0.0%
(반도체)	2.2%	1.2%	0.5%	1.2%	1.8%	1.8%	1.7%	1.5%	1.2%	1.4%	0.0%
(해외/기타)	1.1%	0.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>영업이익</b>	<b>44.8</b>	<b>61.9</b>	<b>77.5</b>	<b>48.3</b>	<b>10.3</b>	<b>11.1</b>	<b>24.8</b>	<b>31.6</b>	<b>232.5</b>	<b>77.8</b>	<b>137.6</b>
이익률	14.7%	18.0%	20.9%	16.3%	4.7%	5.1%	9.9%	10.7%	17.7%	7.9%	10.9%
<b>세전이익</b>	<b>48.0</b>	<b>72.0</b>	<b>95.7</b>	<b>28.8</b>	<b>14.1</b>	<b>15.1</b>	<b>28.9</b>	<b>35.6</b>	<b>244.5</b>	<b>93.6</b>	<b>149.1</b>
이익률	15.7%	21.0%	25.8%	9.7%	6.5%	6.9%	11.5%	12.1%	18.6%	9.5%	12%
<b>순이익</b>	<b>36.4</b>	<b>54.8</b>	<b>70.5</b>	<b>22.2</b>	<b>11.2</b>	<b>11.3</b>	<b>21.7</b>	<b>26.7</b>	<b>183.9</b>	<b>70.9</b>	<b>111.8</b>
이익률	11.9%	16.0%	19.0%	7.5%	5.2%	5.2%	8.6%	9.1%	14.0%	7.2%	9%

주1: 패키지: 디램, 낸드에 사용되는 반도체 PCB, MLB/기타: 고다층 PCB(통신장비 및 전장용)

주2: FC BGA 매출은 비메모리 매출에 포함. FC BGA 매출비중은 전체 매출에 대한 비중

자료: 대덕전자, 대신증권 Research Center



그림 10. 전사, 분기별 매출 및 영업이익률 전망

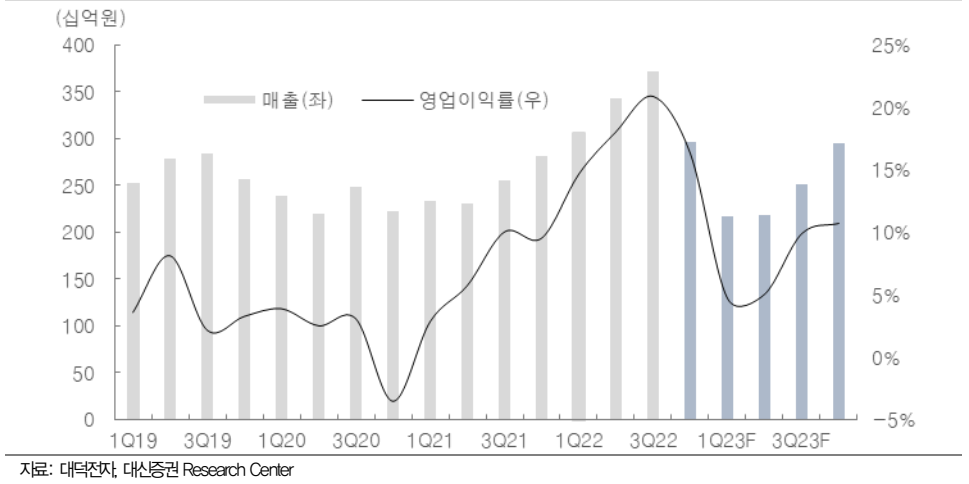
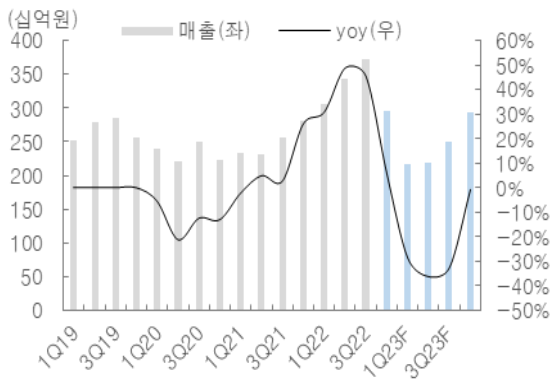
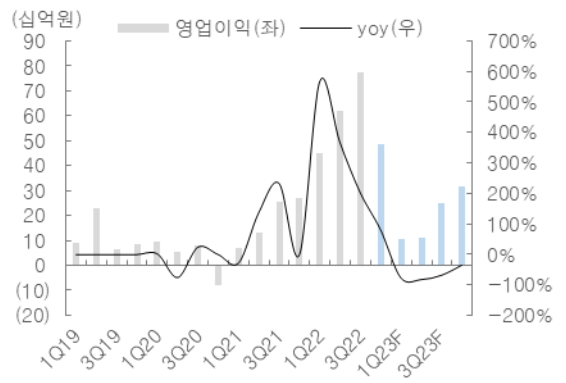


그림 11. 전사, 매출 및 증감률 전망



자료: 대덕전자, 대신증권 Research Center

그림 12. 전사, 영업이익 및 증감률 전망



자료: 대덕전자, 대신증권 Research Center

## 1. 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

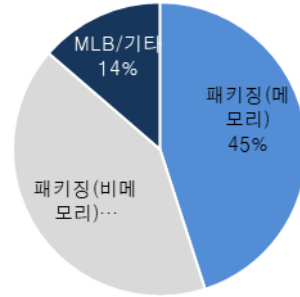
- 반도체(디램, 낸드), 통신장비, 스마트폰, 자동차 및 셋톱박스 등에 사용되는 PCB(Printed Circuit Board : 기판) 전문 제조업체
- 5G 서비스 시작으로 통신장비용 MLB 매출 증가 기대, 반도체는 서버 / 네트워크 시장 확대도 긍정적 평가. 차세대 SLP 기판의 적용처 확대(IT, 전장)
- 자산 1.2조원, 부채 3,399억원, 자본 8,549억원(2022년 12월 기준)  
(발행주식 총수: 51,512,444 / 보통주: 49,416,925)

### 주가 변동요인

- 전장 부품 시장 확대 및 5G 통신 네트워크 상용화 과정 간 동사의 호실적 기대
- 반도체 고용량 증가에 반사이익
- 서버 및 전장 등 비메모리 반도체 수요 증가에 영향

자료: 대덕전자, 대신증권 Research Center

### 매출 비중

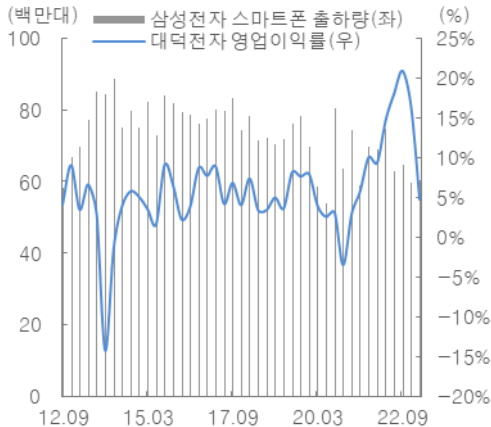


주: 2022년 4분기 매출 기준

자료: 대덕전자, 대신증권 Research Center

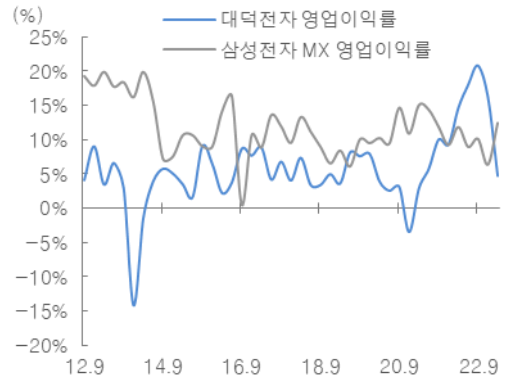
## 2. Earnings Driver

### 삼성전자 스마트폰 출하량 vs. 영업이익률



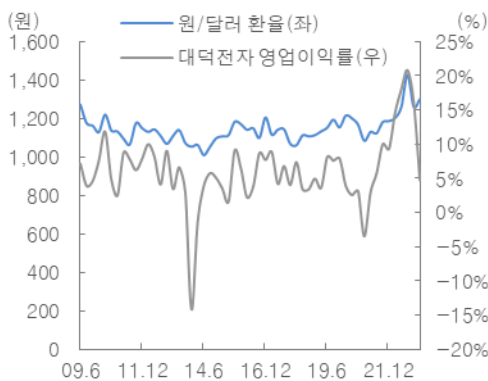
자료: 대덕전자, IDC, 대신증권 Research Center

### 삼성전자 MX 영업이익률 vs. 대덕전자 영업이익률



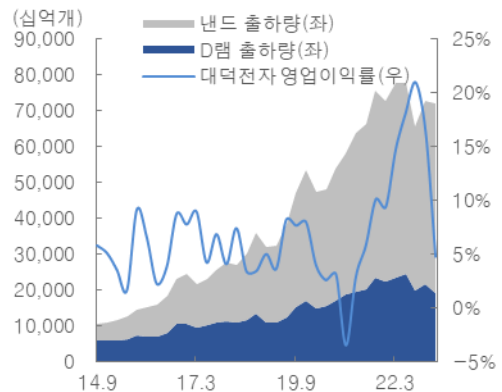
자료: 대덕전자, 대신증권 Research Center

### 원달러 vs. 영업이익률



자료: 대덕전자, 대신증권 Research Center

### 삼성전자 D 램+낸드 출하량 vs. 영업이익률



자료: 대덕전자, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,001	1,316	981	1,252	1,433
매출원가	883	1,019	857	1,060	1,194
매출총이익	118	297	125	193	238
판매비와관리비	45	64	48	63	70
영업이익	72	233	76	129	168
영업외수익	7.2	17.7	7.8	10.3	11.7
EBITDA	174	337	186	243	297
영업외손익	7	12	16	13	11
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	14	38	37	37	37
외환포괄이익	0	0	0	0	0
금융비용	-7	-29	-16	-17	-16
외환포괄손실	6	27	15	15	15
기타	0	3	-5	-7	-10
법인세비용차감전순이익	80	245	92	142	179
법인세비용	-12	-61	-22	-35	-45
계속사업순이익	67	184	70	106	134
중단사업순이익	-4	0	0	0	0
당기순이익	63	184	70	106	134
당기순이익	6.3	14.0	7.1	8.5	9.3
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	63	184	70	106	134
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-4	5	5	6	6
포괄순이익	59	189	75	112	140
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	59	189	75	112	140

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,224	3,570	1,353	2,067	2,600
PER	20.4	5.3	16.7	10.9	8.7
BPS	13,237	16,598	17,551	19,236	21,453
PBR	1.9	1.1	1.3	1.2	1.1
EBITDAPS	3,369	6,548	3,609	4,723	5,768
EV/EBITDA	6.8	2.4	5.6	4.3	3.6
SPS	19,431	25,550	19,053	24,314	27,810
PSR	1.3	0.7	1.2	0.9	0.8
CFPS	4,107	7,497	4,062	5,122	6,125
DPS	300	400	400	400	400

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/감률	63.8	31.5	-25.4	27.6	14.4
영업이익 증/감률	721.5	220.9	-67.1	69.4	29.7
순이익 증/감률	흑전	191.8	-62.1	52.8	25.8
수익성					
ROIC	8.5	22.3	6.6	10.0	11.6
ROA	8.3	21.8	6.1	9.3	10.9
ROE	9.6	23.9	7.9	11.2	12.8
안정성					
부채비율	38.0	39.4	45.7	47.3	46.8
순차입금비율	-11.3	-17.0	-11.7	-10.0	-7.2
이자보상비율	126.8	362.8	138.9	155.9	302.3

자료: 대우전자 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	373	498	511	624	693
현금및현금성자산	77	122	109	129	136
매출채권 및 기타채권	183	204	234	293	332
재고자산	111	120	115	147	169
기타유동자산	3	52	53	55	56
비유동자산	568	694	806	835	930
유형자산	539	641	756	787	883
관계기업투자지급	0	0	0	0	0
기타비유동자산	29	52	50	48	47
자산총계	941	1,192	1,317	1,460	1,623
유동부채	182	265	312	338	356
매입채무 및 기타채무	149	166	210	233	248
차입금	1	1	1	1	1
유동상채무	0	7	7	7	7
기타유동부채	32	92	94	97	100
비유동부채	77	72	101	131	162
차입금	0	19	47	75	103
잔액증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	77	53	54	56	59
부채총계	259	337	413	469	518
자본부분	682	855	904	991	1,105
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	545	545	545	545	545
이익잉여금	111	283	332	419	533
기타자본변동	0	1	1	1	1
비재계분	0	0	0	0	0
재계분	682	855	904	991	1,105
순차입금	-77	-145	-105	-99	-79

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	204	294	227	178	244
당기순이익	63	184	70	106	134
비현금항목의 기입	149	202	140	157	182
감가상각비	101	105	109	114	129
외환손익	0	11	-19	-19	-19
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	48	86	49	62	71
자산부채의 증감	-6	-63	38	-52	-29
기타현금흐름	-2	-29	-20	-34	-42
투자활동 현금흐름	-134	-259	-223	-144	-225
투자자산	-2	-55	0	0	0
유형자산	-129	-201	-221	-142	-223
기타	-3	-3	-2	-2	-2
재무활동 현금흐름	-16	12	7	8	8
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	28	28	28	28
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-15	-15	-21	-20	-20
기타	-1	0	0	0	0
현금의 증감	54	46	-13	20	6
기초 현금	23	77	122	109	129
기말 현금	77	122	109	129	136
NOPLAT	61	175	58	97	126
FCF	30	72	-58	65	28

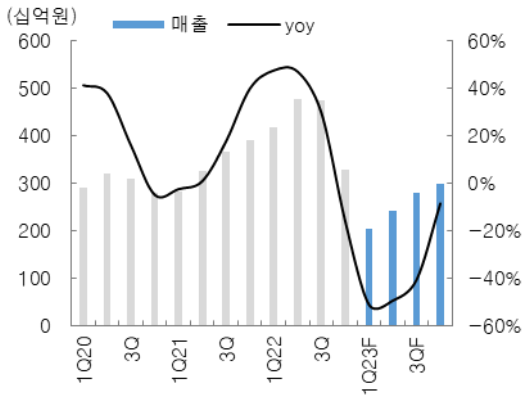
## 심텍, 사업부문별 영업실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q	3Q	4Q	1Q23	2QF	3QP	4QF	2022	2023F	2024F
<b>모듈 PCB</b>	<b>88.2</b>	<b>103.5</b>	<b>102.5</b>	<b>67.0</b>	<b>51.1</b>	<b>60.8</b>	<b>71.7</b>	<b>77.9</b>	<b>361.2</b>	<b>261.5</b>	<b>321.2</b>
PC	20.4	25.9	21.3	10.8	10.7	12.2	15.3	15.9	78.4	54.1	67.8
서버	45.0	51.4	53.4	40.3	27.8	33.1	38.4	42.3	190.1	141.6	172.3
SSD	22.6	25.8	27.4	15.8	12.6	15.4	17.9	19.6	91.6	65.5	80.6
<b>패키지</b>	<b>326.5</b>	<b>369.8</b>	<b>367.1</b>	<b>257.5</b>	<b>150.7</b>	<b>178.0</b>	<b>207.3</b>	<b>219.8</b>	<b>1,320.9</b>	<b>755.8</b>	<b>1,085.6</b>
MCP	200.8	211.1	198.9	141.9	96.2	110.3	132.5	139.0	752.7	478.0	589.1
FC-CSP	57.6	77.4	74.9	30.6	20.2	26.1	28.6	30.0	173.0	104.8	127.7
SiP	13.0	26.1	28.4	16.3	6.1	7.1	7.9	8.4	83.8	29.5	36.2
BOC	22.7	27.7	33.9	31.9	9.3	11.0	13.3	14.0	116.2	47.6	57.1
GDDR6	43.3	51.9	57.6	34.9	18.1	22.5	24.0	27.3	187.8	91.9	270.9
<b>매출액</b>	<b>417.7</b>	<b>477.4</b>	<b>474.3</b>	<b>328.0</b>	<b>203.9</b>	<b>241.1</b>	<b>281.3</b>	<b>300.0</b>	<b>1,697.5</b>	<b>1,026.4</b>	<b>1,416.5</b>
<b>매출비중(%)</b>											
모듈 PCB	21.1%	21.7%	21.6%	20.4%	25.1%	25.2%	25.5%	26.0%	21.3%	25.5%	22.7%
패키지	78.2%	77.4%	77.4%	78.5%	73.9%	73.8%	73.7%	73.3%	77.8%	73.6%	76.6%
<b>영업이익</b>	<b>84.8</b>	<b>114.7</b>	<b>116.6</b>	<b>32.6</b>	<b>-32.2</b>	<b>-23.7</b>	<b>6.2</b>	<b>20.3</b>	<b>352.4</b>	<b>-29.3</b>	<b>141.8</b>
이익률	20.3%	24.0%	24.6%	10.0%	-15.8%	-9.8%	2.2%	6.8%	20.8%	-2.9%	10.0%
<b>세전이익</b>	<b>80.3</b>	<b>114.9</b>	<b>134.8</b>	<b>14.4</b>	<b>-28.4</b>	<b>-21.8</b>	<b>9.2</b>	<b>23.5</b>	<b>346.3</b>	<b>-17.5</b>	<b>153.0</b>
이익률	19.2%	24.1%	28.4%	4.4%	-13.9%	-9.0%	3.3%	7.8%	20.4%	-1.7%	10.8%
<b>순이익(지배)</b>	<b>60.6</b>	<b>84.7</b>	<b>99.1</b>	<b>2.2</b>	<b>-22.1</b>	<b>-15.9</b>	<b>6.7</b>	<b>17.2</b>	<b>245.8</b>	<b>-14.2</b>	<b>111.7</b>
이익률	14.5%	17.7%	20.9%	0.7%	-10.8%	-6.6%	2.4%	5.7%	14.5%	-1.4%	7.9%

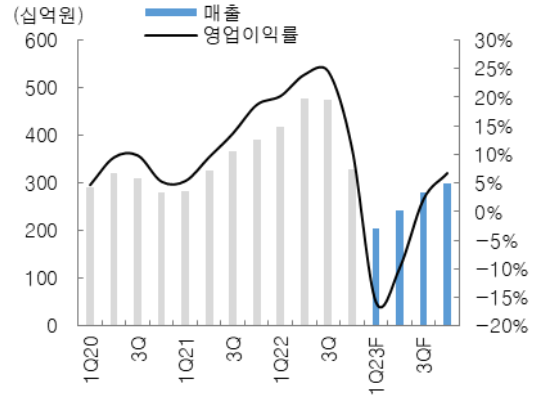
자료: 심텍, 대신증권 Research Center

그림 13. 전사, 매출 및 증감률 전망



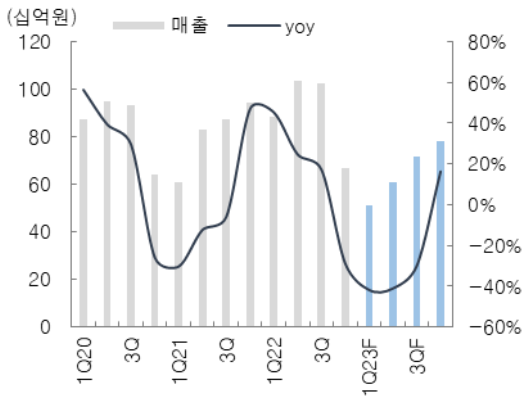
자료: 심텍 대산증권 Research Center

그림 14. 전사, 분기별 매출 및 영업이익률 전망



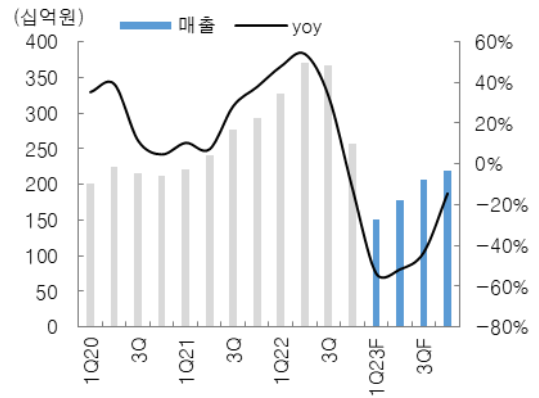
자료: 심텍 대산증권 Research Center

그림 15. 모듈 PCB 부문, 매출 및 증감률 전망



자료: 심텍 대산증권 Research Center

그림 16. 기판 부문, 매출 및 증감률 전망



자료: 심텍 대산증권 Research Center

## 1. 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

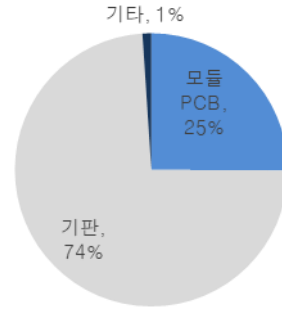
- 삼택의 계열회사 메모리 모듈 PCB, 모바일, PC, 웨어러블용 패키징 부품 중심의 패키징 업체
- MSAP 공정 생산 능력 확대와 FC CSP, GDDR6, MCP 등 고부가 패키징 수요 확대
- 자산 1,26조원 부채 6,392억원 자본 6,199억원(2023년 3월 기준)

### 주가 변동요인

- 중화권 스마트폰 업체의 출하량, PC, 웨어러블 등 IT 기기 출하량, 서버용 메모리 수요와 연동
- 수출 비중이 높은 만큼 원/달러 환율의 변동에 따른 수익성 영향

자료: 삼택 대신증권 Research Center

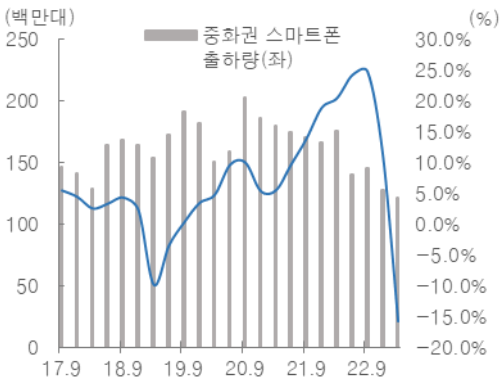
### 매출 비중



주: 2023년 1분기 연결 매출  
자료: 삼택 대신증권 Research Center

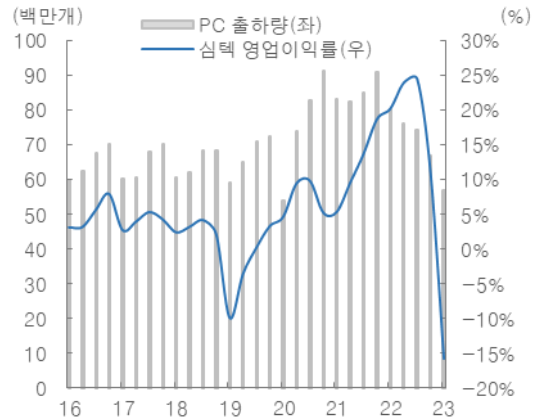
## 2. Earnings Driver

### 중화권 스마트폰 출하량 vs. 영업이익률



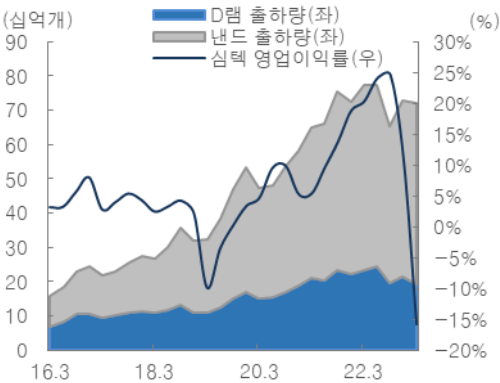
주: 중화권(화웨이, 샤오미, 비보, 오포, Transsion, 리얼미, 레노버)  
자료: IDC, 삼택 대신증권 Research Center

### PC 출하량 vs. 영업이익률

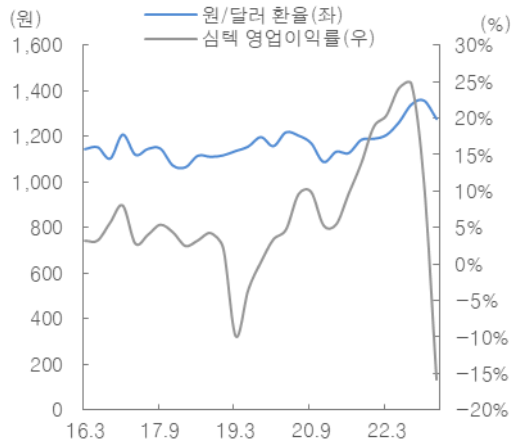


자료: IDC, 삼택 대신증권 Research Center

### 삼성전자 낸드, D램 출하량 vs. 영업이익률



### 원달러 vs. 영업이익률



재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,366	1,697	1,026	1,417	1,516
매출원가	1,082	1,216	949	1,168	1,239
매출총이익	284	481	77	249	277
판매비와판매비	110	129	107	107	111
영업이익	174	352	-29	142	166
영업외수익	128	208	-29	100	110
EBITDA	253	434	46	218	244
영업외손익	-20	-6	12	11	8
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	34	69	58	58	58
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-52	-75	-58	-58	-58
외환평가손실	40	60	43	43	43
기타	-3	0	13	12	8
법인세비용차감전순이익	154	346	-18	153	174
법인세비용	-36	-100	3	-41	-47
계속사업순이익	118	246	-14	112	127
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	118	246	-14	112	127
당기순이익	8.7	14.5	-1.4	7.9	8.4
비재계분순이익	1	0	0	0	0
재계분순이익	117	246	-14	112	127
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	0	0	0	0
포괄순이익	126	247	-13	113	128
비재계분포괄이익	2	0	0	0	0
재계분포괄이익	124	247	-13	113	128

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,616	7,717	-445	3,507	3,986
PER	126	3.4	NA	9.7	8.6
BPS	11,703	19,166	18,222	21,230	24,717
PBR	3.9	1.4	1.9	1.6	1.4
EBITDAPS	7,812	13,635	1,452	6,850	7,664
EV/EBITDA	6.3	1.8	23.8	5.0	4.1
SPS	42,144	53,288	32,221	44,469	47,606
PSR	1.1	0.5	1.1	0.8	0.7
CFPS	8,215	14,266	2,350	7,718	8,413
DPS	500	500	500	500	500

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/감	137	243	-39.5	38.0	7.1
영업이익 증/감	94.2	102.1	작전	흑전	17.2
순이익 증/감	109.4	108.0	작전	흑전	13.7
수익성					
ROIC	21.3	36.8	-3.2	12.7	14.0
ROA	21.3	33.2	-2.4	11.4	12.2
ROE	35.1	49.7	-2.4	17.8	17.3
안정성					
부채비율	124.9	106.7	103.9	91.6	79.6
순차입금비율	38.4	-13.0	2.4	0.0	-10.7
이자보상비율	18.3	43.6	-3.5	17.5	21.3

자료: 심텍 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	245	505	410	517	624
현금및현금성자산	17	120	21	29	109
매출채권 및 기타채권	71	137	138	178	189
재고자산	144	145	147	202	217
기타유동자산	13	103	105	107	110
비유동자산	612	762	778	784	794
유형자산	501	587	602	608	617
관계기업투자지급	0	0	0	0	0
기타비유동자산	111	175	175	176	176
자산총계	857	1,266	1,188	1,300	1,418
유동부채	342	474	427	444	451
매입채무 및 기타채무	191	307	257	271	275
차입금	21	19	19	20	20
유동상채무	8	7	7	6	5
기타유동부채	123	141	144	147	151
비유동부채	134	179	178	178	177
차입금	49	38	34	31	28
잔존증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	85	141	144	147	150
부채총계	476	654	606	622	628
자본부분	379	611	580	676	787
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	110	110	110	110	110
이익잉여금	244	479	449	545	656
기타자본변동	7	4	4	4	4
비재계부분	2	2	2	2	2
자본총계	381	613	583	679	790
순차입금	147	-79	14	0	-85

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	115	435	57	155	232
당기순이익	118	246	-14	112	127
비현금항목의기감	148	208	89	134	141
감가상각비	79	82	76	76	78
외환손익	2	5	-5	-5	-5
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	67	121	19	63	68
자산부채의증감	-122	36	-15	-43	17
기타현금흐름	-30	-54	-3	-47	-53
투자활동 현금흐름	-80	-269	-131	-121	-127
투자자산	-32	-8	-1	-1	-1
유형자산	-44	-154	-91	-81	-87
기타	-5	-107	-39	-39	-39
재무활동 현금흐름	-35	-63	-24	-24	-23
단기차입금	-16	0	0	0	0
사채	45	-32	0	0	0
장기차입금	21	-3	-4	-3	-3
유상증자	-6	0	0	0	0
현금배당	-10	-16	-16	-16	-16
기타	-68	-12	-5	-5	-5
현금의증감	0	103	-99	8	80
기초 현금	17	17	120	21	29
기말 현금	17	120	21	29	109
NOPLAT	134	250	-24	104	121
FCF	135	172	-44	94	108

## 코리아씨키트 영업실적 전망

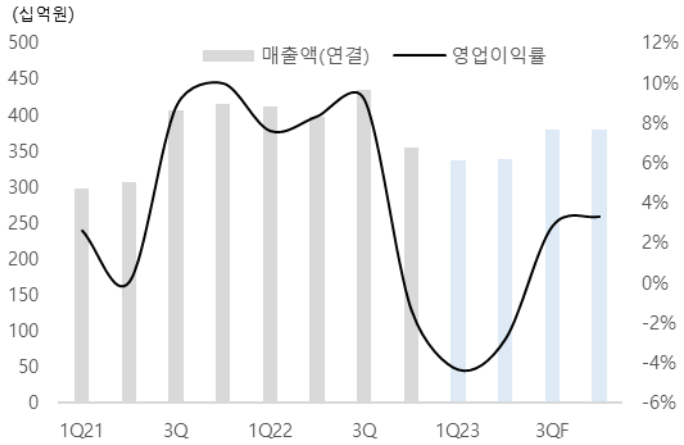
(단위: 십억원)

	1Q22	2Q	3Q	4Q	1Q23	2QF	3QF	4QF	2022	2023F	2024F
<b>매출액 (연결)</b>	<b>410.8</b>	<b>397.4</b>	<b>434.2</b>	<b>349.1</b>	<b>336.7</b>	<b>337.7</b>	<b>378.7</b>	<b>379.3</b>	<b>1,596.9</b>	<b>1,432.4</b>	<b>1,590.4</b>
코리아씨키트	195.2	203.5	228.2	176.7	152.3	154.1	168.3	187.3	804.6	662.0	756.6
인터플렉스	131.6	103.0	121.7	60.2	111.8	110.0	135.2	116.5	442.7	473.4	532.0
시그네틱스	69.7	74.8	71.7	100.1	56.3	57.7	59.0	60.0	287.6	232.9	236.2
<b>영업이익 (연결)</b>	<b>31.2</b>	<b>33.1</b>	<b>39.8</b>	<b>13.4</b>	<b>-14.6</b>	<b>-9.5</b>	<b>10.7</b>	<b>12.5</b>	<b>99.2</b>	<b>-0.9</b>	<b>92.3</b>
이익률	7.6%	8.3%	9.2%	3.8%	-4.3%	-2.8%	2.8%	3.3%	6%	0%	6%
코리아씨키트	21.3	22.7	27.5	11.7	-13.8	-11.8	3.9	6.3	60.3	-15.5	46.4
인터플렉스	7.4	6.9	9.5	0.6	0.9	2.7	4.8	4.2	26.1	12.7	35.1
시그네틱스	2.6	2.3	2.2	0.9	-3.2	-1.2	1.2	1.1	8.9	-2.0	7.2
<b>세전이익 (연결)</b>	<b>33.8</b>	<b>33.4</b>	<b>47.2</b>	<b>15.0</b>	<b>-12.8</b>	<b>-8.5</b>	<b>10.8</b>	<b>12.4</b>	<b>99.5</b>	<b>1.9</b>	<b>93.4</b>
이익률	8.2%	8.4%	10.9%	3.2%	-3.8%	-2.5%	2.8%	3.3%	6.2%	0.1%	5.9%
<b>당기순이익 (연결)</b>	<b>25.9</b>	<b>24.4</b>	<b>36.1</b>	<b>11.3</b>	<b>-14.8</b>	<b>-6.3</b>	<b>8.1</b>	<b>9.3</b>	<b>85.8</b>	<b>-3.7</b>	<b>70.1</b>
이익률	6.3%	6.2%	8.3%	3.2%	-4.4%	-1.9%	2.1%	2.5%	5.4%	-0.3%	4.4%

자료: 코리아씨키트, 대신증권 Research Center

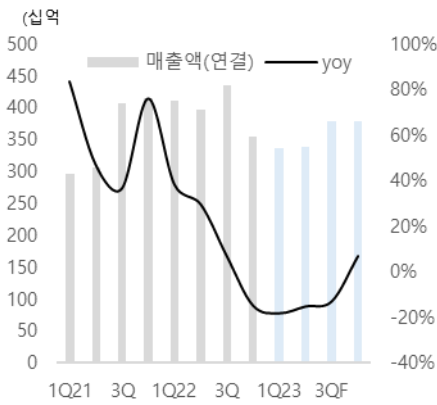


그림 17. 전사, 분기별 매출 및 영업이익률 전망



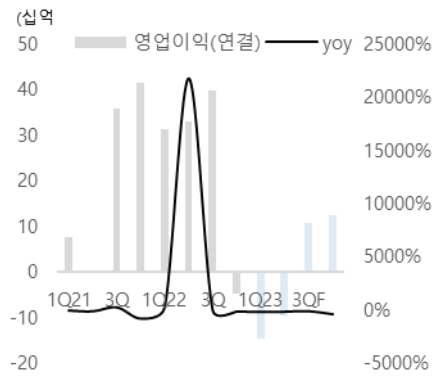
자료: 코리아씨카트, 대신증권 Research Center

그림 18. 전사, 매출 및 증감률 전망



자료: 코리아씨카트, 대신증권 Research Center

그림 19. 전사, 영업이익 및 증감률 전망



자료: 코리아씨카트, 대신증권 Research Center

### 1. 기업개요

#### 기업 및 경영진 현황

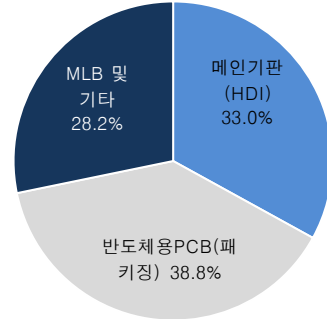
- IT 기기 디스플레이용 PCB와 반도체 패키징용 PCB 생산 전문 업체
- 전략카래션의 주가판 변화(HDI→SLP)가 적음으로 인한 번사이의 제한적 인터플렉스의 자본법평가손실 반영 등으로 부담 지속
- 박형건 대표이사/사장
- 자산 12,514억원 부채 5135억원 자본 7,379억원 (2023년 03월 기준)

#### 주가 변동요인

- 전략카래션의 주가판 변화 속도(HDI에서 SLP로 전환), 기판 가격 하락 등
- 자본법연결회사인 인터플렉스의 미국 전략카래션향 실적 추이

자료: 코리아씨킵트, 대신증권 Research Center

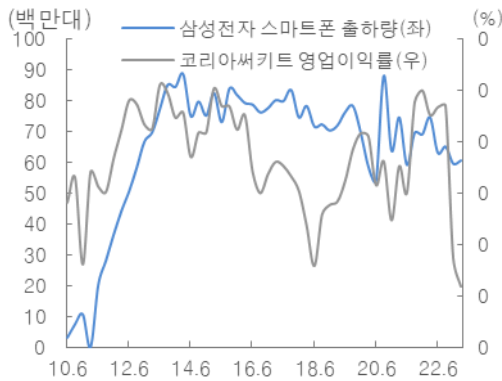
#### 매출 비중



주: 2023년 1분기 연결 매출 기준  
자료: 코리아씨킵트, 대신증권 Research Center

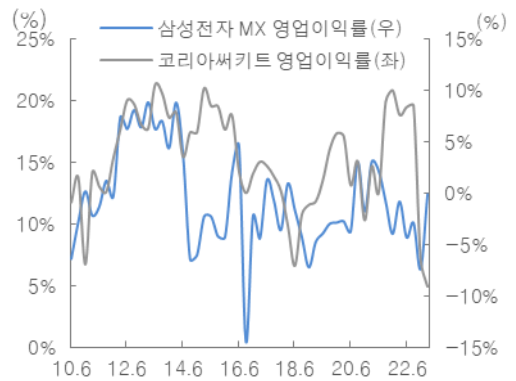
### 2. Earnings Driver

#### 그림 20. 삼성전자 스마트폰 출하량 vs. 영업이익률



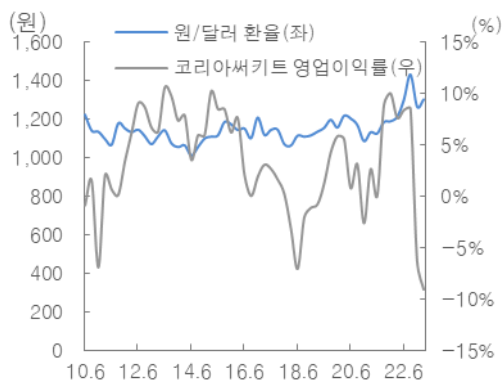
자료: 코리아씨킵트, IDC, 대신증권 Research Center

#### 그림 21. 삼성전자 MX 영업이익률 v. 영업이익률



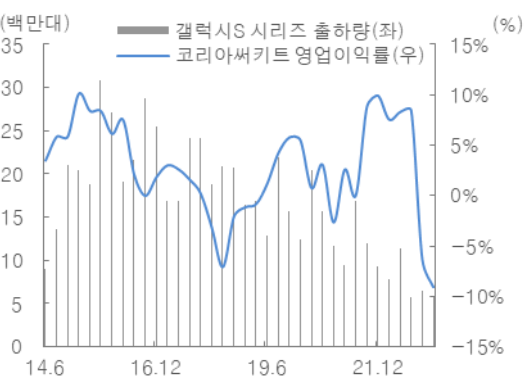
자료: 코리아씨킵트, 삼성전자, 대신증권 Research Center

#### 그림 22. 원달러 vs. 영업이익률



자료: 코리아씨킵트, 대신증권 Research Center

#### 그림 23. 갤럭시S 시리즈 출하량 vs. 영업이익률



자료: 코리아씨킵트, 대신증권 Research Center

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,424	1,597	1,432	1,590	1,691
매출원가	1,275	1,436	1,343	1,408	1,490
매출총이익	149	161	90	182	201
판매비용포함비	64	61	90	90	91
영업이익	85	99	-1	92	110
영업이익률	6.0	6.2	-0.1	5.8	6.5
EBITDA	121	153	54	200	209
영업외손익	4	0	3	1	2
관계기업손익	-6	-13	-2	-2	-1
금융수익	2	6	6	7	7
외환관련이익	30	78	69	69	69
금융비용	-2	-13	-13	-14	-14
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	10	20	11	10	11
법인세비용차감전순이익	89	100	2	93	112
법인세비용	-17	-14	-6	-23	-28
계속사업순이익	72	86	-4	70	84
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	72	86	-4	70	84
당기순이익률	5.1	5.4	-0.3	4.4	4.9
비재계분순이익	16	17	1	14	17
재계분순이익	56	69	-5	56	67
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	14	3	3	3	3
포괄순이익	86	89	-1	73	87
비재계분포괄이익	23	19	0	15	17
재계분포괄이익	63	70	-1	59	70

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	2,053	2,508	-178	2,048	2,444
PER	15.2	4.8	NA	8.6	7.2
BPS	14,860	17,437	17,261	19,310	21,756
PBR	2.1	0.7	1.0	0.9	0.8
EBITDAPS	4,432	5,601	1,988	7,317	7,624
EV/EBITDA	7.6	4.2	18.4	5.2	5.3
SPS	52,036	58,346	52,335	58,110	61,786
PSR	0.6	0.2	0.3	0.3	0.3
CFPS	5,122	7,416	1,909	7,185	7,526
DPS	0	0	0	0	0

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증감률	57.9	12.1	-10.3	11.0	6.3
영업이익 증감률	535.0	16.5	작전	흑전	18.8
순이익 증감률	흑전	18.8	작전	흑전	19.3
수익성					
ROIC	12.8	12.3	0.2	6.5	7.0
ROA	8.6	8.4	-0.1	6.0	6.4
ROE	15.0	15.5	-1.0	11.2	11.9
안정성					
부채비율	63.3	72.1	93.3	98.4	101.2
순차입금비율	-15.2	7.9	37.2	37.5	39.7
이자보상비율	46.7	48.0	-0.5	37.1	36.6

자료: 코리아씨티, 대신증권 Research Center

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	616	558	670	847	1,007
현금및현금성자산	72	71	22	94	145
매출채권 및 기타채권	239	216	343	423	448
재고자산	162	173	205	227	307
기타유동자산	143	98	101	103	106
비유동자산	448	735	789	779	795
유형자산	396	606	662	654	672
관계기업투자금	30	16	14	12	10
기타비유동자산	22	113	113	113	113
자산총계	1,065	1,293	1,459	1,626	1,802
유동부채	334	299	285	297	304
매입채무 및 기타채무	245	223	207	222	231
차입금	65	36	37	33	30
유동상채무	7	11	11	11	11
기타유동부채	17	30	30	31	31
비유동부채	79	243	419	509	602
차입금	37	173	347	451	556
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	42	70	72	58	46
부채총계	413	542	704	806	906
자본부분	407	477	472	528	595
자본금	14	14	14	14	14
지분잉여금	94	94	94	94	94
이익잉여금	297	368	363	419	486
기타자본변동	2	1	1	1	1
비재계분	245	274	283	291	300
자본총계	652	752	755	820	895
순차입금	-99	59	281	307	355

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	67	153	-118	94	89
당기순이익	72	86	-4	70	84
비현금형식의 가감	68	117	56	127	122
감가상각비	36	54	55	108	99
외환손익	1	14	-30	-30	-30
자본평가손익	6	13	2	2	1
기타	25	36	29	47	52
자산부채의 증감	-70	-34	-167	-81	-90
기타현금흐름	-4	-16	-3	-22	-27
투자활동 현금흐름	-79	-294	78	89	71
투자자산	-75	-208	2	2	2
유형자산	-47	-250	-111	-100	-117
기타	43	165	187	186	186
재무활동 현금흐름	-6	141	173	99	99
단기차입금	-35	-29	1	-4	-3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	30	174	174	105	105
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-1	-4	-2	-2	-2
현금의 증감	-18	-1	-48	72	51
기초 현금	90	72	71	22	94
기말 현금	72	71	22	94	145
NOPLAT	69	85	2	69	82
FCF	54	-114	-57	75	61

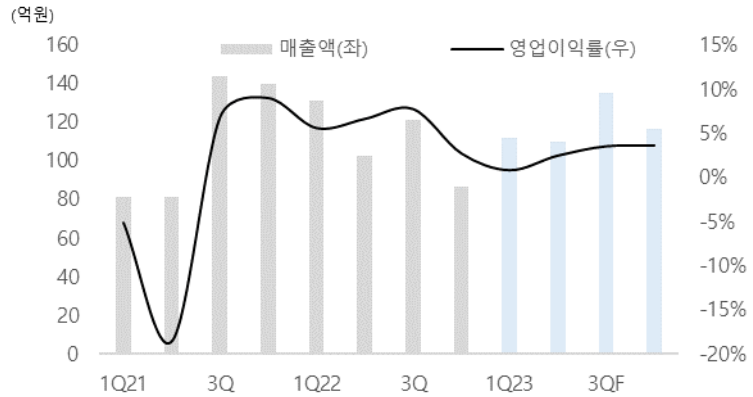
인터플렉스 사업부문별 영업실적 전망

(단위: 십억원)

		1Q22	2Q	3Q	4Q	1Q23	2QF	3QF	4QF	2022	2023F	2024F
매출액		131.6	103.0	121.7	86.5	111.8	110.0	135.2	116.5	442.7	473.4	532.0
	SS/DS	111.4	84.9	102.4	71.9	93.5	92.1	113.8	97.0	369.5	396.3	452.5
	R/F	20.3	18.0	19.2	14.6	18.3	17.9	21.4	19.5	73.3	77.1	79.5
증감률	QoQ	-6%	-22%	18%	-29%	29%	-2%	23%	-14%			
	YoY	62%	26%	-16%	-38%	-15%	7%	11%	35%	-1%	7%	12%
매출비중	SS/DS	85%	82%	84%	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
	R/F	15%	18%	16%	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
영업이익		7.4	6.9	9.5	2.4	0.9	2.7	4.8	4.2	26.1	12.7	35.1
	이익률	6%	7%	8%	2.7%	0.8%	2.5%	3.6%	3.6%	5.9%	2.7%	6.6%
증감률	QoQ	-41%	-7%	38%	-75%	-60%	190%	75%	-12%			
	YoY	흑전	흑전	-4%	-81%	-87%	-60%	-49%	79%	715%	-51%	175%
세전이익		7.0	11.2	14.5	-11.9	2.3	4.1	6.9	5.5	20.9	18.7	42.8
	이익률	5%	11%	12%	-13.7%	2.1%	3.7%	5.1%	4.7%	4.7%	4.0%	8.0%
순이익		5.5	8.6	11.1	-9.8	1.7	3.3	5.5	4.4	15.3	14.8	34.2
	이익률	4%	8%	9%	-11.4%	1.5%	3.0%	4.1%	3.8%	3.5%	3.1%	6.4%

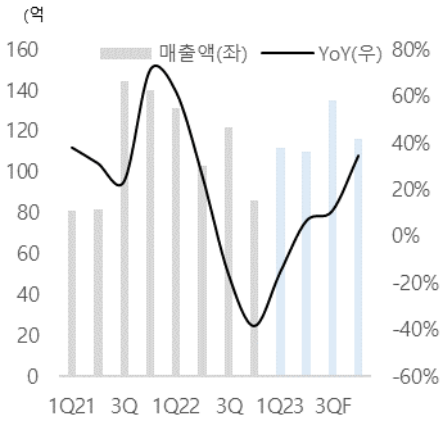
주: 순이익은 지배지분 기준 / 자료: 인터플렉스, 대신증권 Research Center

그림 24. 전사, 분기별 매출 및 영업이익률 전망



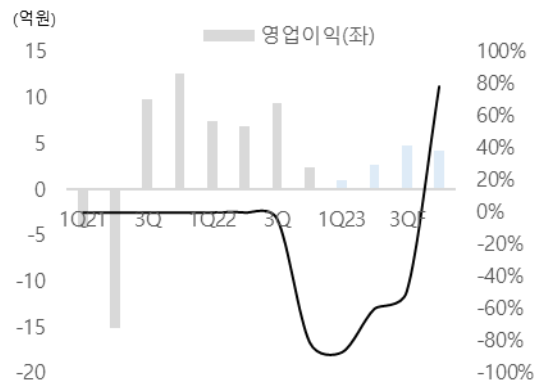
자료: 인터플렉스, 대신증권 Research Center

그림 25. 전사, 매출 및 증감률 전망



자료: 인터플렉스, 대신증권 Research Center

그림 26. 전사, 영업이익 및 증감률 전망



1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

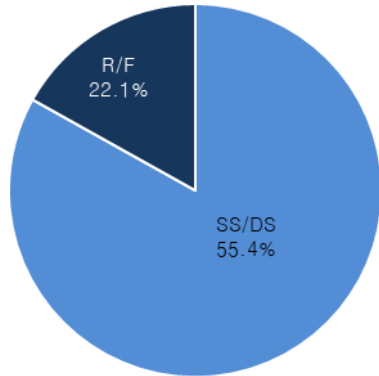
- 연/경성 인쇄회로기판(R/F PCB) 생산 전문 업체
- 삼성전자의 S 펜 생태계 확장, 폴더블폰 출하량 증가로 연성PCB(디지털라이저) 매출 증가가 높을 전망
- 자산 2,898억원 부채 876억원 자본 2,021억원 (2023년 3월 기준)

주가 변동요인

- 삼성전자의 폴더블폰, XR 기기 매출 확대에 연동
- 국내 거래선 내 공급물량 확대 여부

자료: 인터플렉스, 대신증권 Research Center

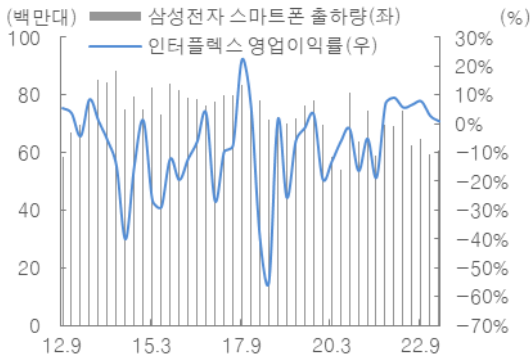
매출 비중



주: 2023년 1분기 전사 매출 기준  
자료: 인터플렉스, 대신증권 Research Center

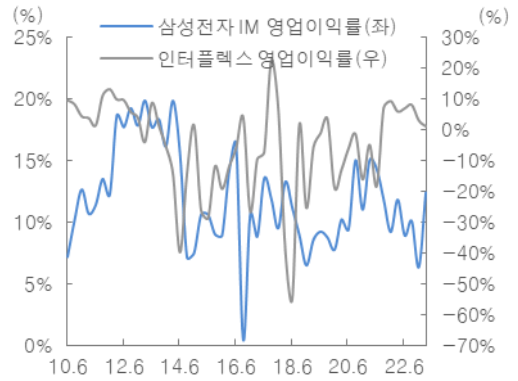
2. Earnings Driver

삼성전자 스마트폰 출하량 vs. 영업이익률



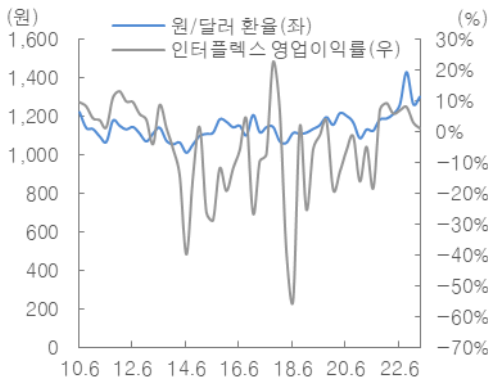
자료: 인터플렉스, IDC, 대신증권 Research Center

삼성전자 MX 영업이익률 vs. 영업이익률



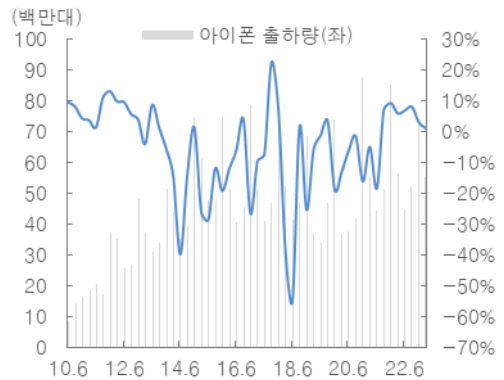
자료: 인터플렉스, 삼성전자, 대신증권 Research Center

원달러 vs. 영업이익률



자료: 인터플렉스, 대신증권 Research Center

아이폰 출하량 vs. 영업이익률



자료: 인터플렉스, IDC, 대신증권 Research Center

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	447	443	479	537	593
매출원가	410	395	431	474	522
매출총이익	37	47	48	63	72
판매비와판매비	34	21	33	28	30
영업이익	3	26	15	35	42
영업외수익	0.7	5.9	3.1	6.6	7.0
EBITDA	19	39	26	47	55
영업외손익	-3	-5	5	7	7
관계기업손익	-6	-13	-2	-1	-1
금융수익	18	30	26	26	26
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-15	-25	-18	-19	-19
외환관련손실	14	25	18	18	18
기타	0	3	-1	0	0
법인세비용차감전순이익	1	21	20	42	48
법인세비용	-1	-6	-4	-8	-10
계속사업순이익	0	15	16	34	39
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	15	16	34	39
당기순이익	-0.1	3.5	3.3	6.3	6.5
비재무자산순이익	0	0	0	0	0
재무자산순이익	0	15	16	34	39
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	9	3	4	4	4
포괄순이익	9	19	19	38	43
비재무자산포괄이익	0	0	0	0	0
재무자산포괄이익	9	19	19	38	43

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-10	656	679	1,448	1,663
PER	NA	139	17.4	8.2	7.1
BPS	7,683	8,480	9,253	10,820	12,632
PBR	2.2	1.1	1.3	1.1	0.9
EBITDAPS	821	1,685	1,112	2,035	2,345
EV/EBITDA	21.3	4.9	10.1	5.0	3.8
SPS	19,162	18,978	20,524	23,007	25,441
PSR	0.9	0.5	0.6	0.5	0.5
CFPS	1,110	2,156	1,110	2,095	2,405
DPS	0	0	0	0	0

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증감률	38.1	-1.0	8.1	12.1	10.6
영업이익 증감률	흑전	715.5	-43.6	140.7	17.3
순이익 증감률	적지	흑전	3.5	113.3	14.8
수익성					
ROIC	-0.7	12.3	8.2	17.6	19.0
ROA	0.9	8.1	4.7	9.8	10.1
ROE	-0.1	8.1	7.7	14.4	14.2
안정성					
부채비율	98.8	45.0	56.1	52.4	48.6
순차입금비율	6.9	-9.5	-6.4	-15.0	-22.3
이자보상비율	2.9	32.7	24.7	54.4	58.4

자료: 인터플렉스, 대신증권 Research Center

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	176	124	179	222	268
현금및현금성자산	34	24	20	45	74
매출채권 및 기타채권	91	57	114	127	140
재고자산	49	36	39	44	48
기타유동자산	2	6	6	6	6
비유동자산	180	163	158	163	170
유형자산	144	104	100	106	114
관계기업투자지급	30	16	15	13	12
기타비유동자산	6	43	43	43	43
자산총계	356	287	337	385	438
유동부채	161	84	116	127	139
매입채무 및 기타채무	112	71	102	113	123
차입금	45	5	6	6	7
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	4	7	8	8	9
비유동부채	16	5	6	5	5
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	16	5	6	5	5
부채총계	177	89	121	132	143
자본부분	179	198	216	252	295
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	265	265	265	265	265
이익잉여금	-103	-86	-70	-37	2
기타자본변동	6	7	9	12	16
비재무자본	0	0	0	0	0
자본총계	179	198	216	252	295
순차입금	12	-19	-14	-38	-66

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	11	44	-3	37	43
당기순이익	0	15	16	34	39
비현금항목의감	26	35	10	15	17
감가상각비	16	13	11	12	13
외환손익	1	3	-8	-8	-8
자본법평가손익	6	13	2	1	1
기타	3	5	5	10	11
자산부채의증감	-13	-6	-24	-3	-3
기타현금흐름	-1	-1	-4	-9	-10
투자활동 현금흐름	-7	-13	-6	-17	-20
투자자산	0	0	2	1	1
유형자산	-7	-9	-7	-18	-21
기타	0	-4	0	0	0
재무활동 현금흐름	-5	-40	0	0	0
단기차입금	-5	-40	1	1	1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의증감	-1	-10	-4	25	29
기초 현금	35	34	24	20	45
기말 현금	34	24	20	45	74
NOPLAT	-1	19	12	28	33
FCF	5	21	13	20	23

티엘비 부문별 실적 전망

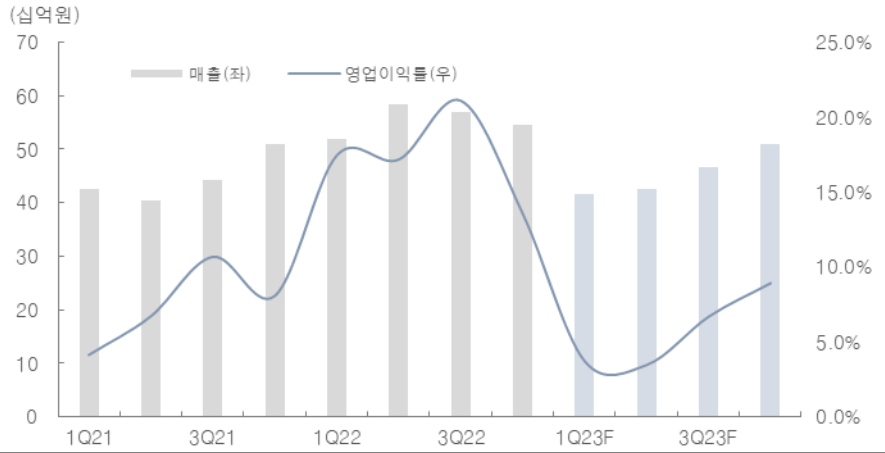
(단위: 십억원)

	1Q22	2Q	3Q	4Q	1Q23	2QF	3QF	4QF	2022	2023F	2023F
<b>매출</b>	<b>51.8</b>	<b>58.3</b>	<b>56.8</b>	<b>54.6</b>	<b>41.5</b>	<b>42.6</b>	<b>46.5</b>	<b>50.9</b>	<b>221.6</b>	<b>181.4</b>	<b>209.6</b>
DRAM 모듈 PCB	28.9	26.7	24.7	23.8	19.6	20.4	23.5	25.9	104.1	89.3	114.4
DDR5	8.7	5.3	5.0	5.2	9.6	10.3	12.3	14.2	24.1	46.5	67.2
서버용 DRAM	17.1	17.5	16.1	15.5	8.0	8.2	9.4	9.9	66.2	35.6	41.2
기타	3.1	3.9	3.5	3.2	1.9	1.8	1.8	1.7	13.8	7.3	6.0
SSD 모듈 PCB	21.8	30.9	31.2	29.9	21.2	21.4	22.2	24.2	113.9	89.1	91.4
장비용 PCB/기타	1.2	0.7	0.9	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8	3.6	3.0	3.8
<b>영업이익</b>	<b>9.1</b>	<b>10.0</b>	<b>12.0</b>	<b>7.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>3.1</b>	<b>4.5</b>	<b>38.5</b>	<b>10.7</b>	<b>16.9</b>
영업이익률	17.5%	17.2%	21.1%	13.6%	3.7%	3.5%	6.7%	8.9%	17.4%	5.9%	8.1%
<b>세전이익</b>	<b>9.3</b>	<b>10.2</b>	<b>13.7</b>	<b>5.1</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	<b>3.6</b>	<b>4.3</b>	<b>38.3</b>	<b>12.4</b>	<b>18.4</b>
세전이익률	17.9%	17.4%	24.1%	9.3%	5.6%	5.0%	7.8%	8.5%	17.3%	6.8%	8.8
<b>순이익(지배)</b>	<b>7.7</b>	<b>8.4</b>	<b>11.3</b>	<b>3.1</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	<b>3.0</b>	<b>3.6</b>	<b>30.5</b>	<b>10.2</b>	<b>15.3</b>
순이익률	14.9%	14.4%	19.8%	5.7%	4.4%	4.1%	6.5%	7.0%	13.8%	5.6%	7.3
<b>매출비중(%)</b>											
DRAM 모듈 PCB	55.7	45.7	43.4	43.7	47.1	47.9	50.6	50.8	47.0	49.3	54.6
DDR5 비중	16.8	9.0	8.8	9.4	23.1	24.3	26.5	28.0	10.9	25.6	32.0
SSD 모듈 PCB	42.0	53.0	55.0	54.8	51.2	50.4	47.7	47.6	51.4	49.1	43.6
장비용 PCB/기타	2.2	1.3	1.6	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.8
<b>증감률(%YoY)</b>											
매출액	22.0	44.3	28.3	7.1	-20.0	-27.1	-18.1	-6.8	24.4	-18.1	15.6
영업이익	413.3	268.7	153.3	79.6	-83.0	-85.2	-74.0	-38.6	188.4	-72.2	58.2
세전이익	278.7	249.3	156.3	22.1	-75.2	-79.2	-73.4	-15.6	157.1	-67.7	48.9
당기순이익	282.4	247.2	175.9	-19.2	-76.2	-79.2	-73.2	17.2	145.6	-66.5	49.9
<b>증감률(%QoQ)</b>											
매출액	1.7	12.5	-2.7	-3.8	-24.0	2.6	9.3	9.4			
영업이익	119.5	10.7	19.5	-38.2	-79.2	-4.0	110.4	45.8			
세전이익	122.3	9.4	34.6	-62.7	-54.9	-8.4	72.6	18.4			
당기순이익	99.6	8.9	33.7	-72.2	-39.7	-5.0	72.6	18.4			

주: 서버용 DRAM은 DDR4 / 기타(PC용 DDR4 PCB 및 기타) / DDR5는 현재 PC 용으로 공급되고 있음  
 자료: 티엘비, 추정은 대신증권 Research Center

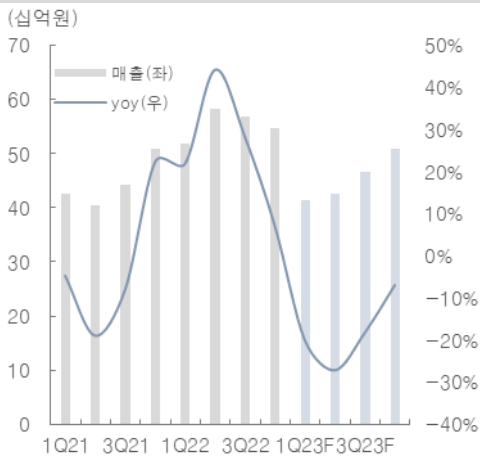


그림 1. 전사, 분기별 매출 영업이익률



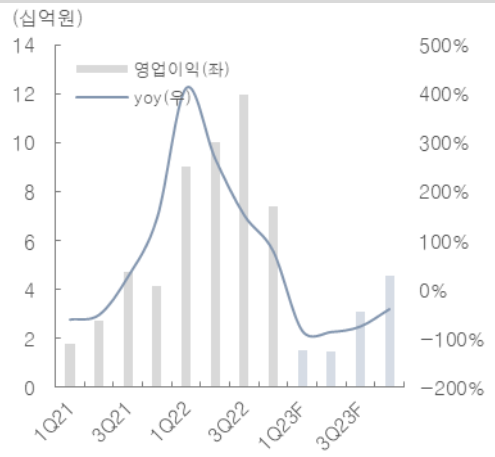
자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

그림 2. 전사, 매출 및 증감률 전망



자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

그림 3. 전사, 영업이익 및 증감률 전망



자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

## 1. 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

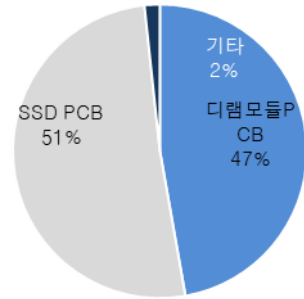
- 메모리 반도체용 모듈 PCB(인쇄회로기판) 전문업체
- 주요 매출은 1) DRAM 모듈 PCB, 2) SSD 모듈 PCB, 장비용 PCB/기타로 구성
- 자산 1,650억원 부채 534억원 자본 1,116억원(2023년 3월 기준)

### 주가 변동요인

- DDR5 CPU 출시 및 DDR5 출하량
- SK 하이닉스 서버용 DRAM 출하량 및 SK 하이닉스 삼성전자SSD 출하량

자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

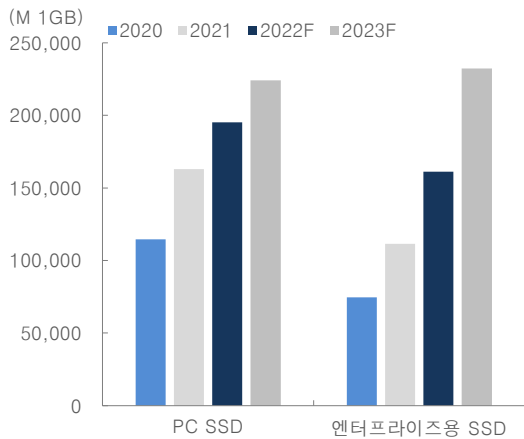
### 매출 비중



주: 2023년 1분기 연결 매출 기준  
자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

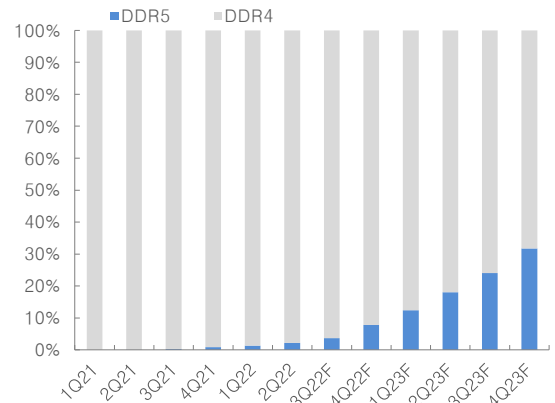
## 2. Earnings Driver

### 글로벌 SSD 수요 전망



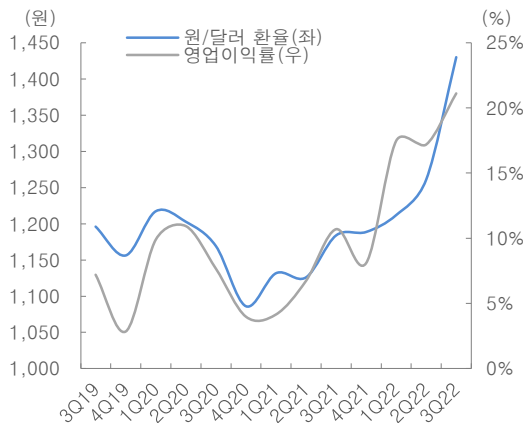
자료: IDC, 대신증권 Research Center

### DDR4, DDR5 비중 추이 전망



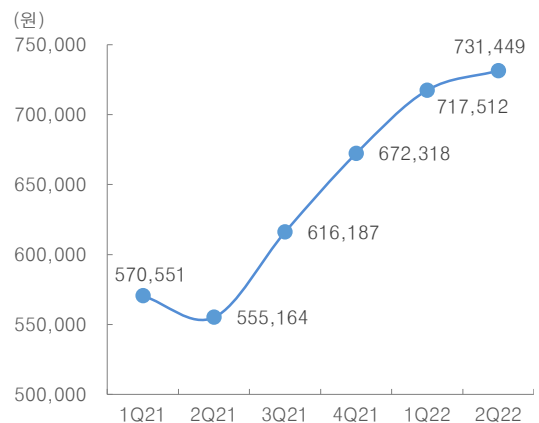
자료: IDC, 삼성전자, 대신증권 Research Center

### 원달러 vs. 영업이익률



자료: 대신증권 Research Center

### 평균공급단가(Blended ASP) 추이



자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	178	222	181	210	231
매출원가	155	175	163	184	203
매출총이익	23	47	19	25	27
판매비와관리비	10	8	8	8	8
영업이익	13	38	11	17	19
영업외수익	7.5	17.4	5.9	8.1	8.2
EBITDA	17	44	16	22	24
영업외손익	2	0	2	2	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	1	1	1	1
외환포함이익	2	3	3	3	3
금융비용	0	-1	-1	-1	-1
외환포함손실	0	0	0	0	0
기타	2	0	2	1	1
법인세비용차감전순이익	15	38	12	18	20
법인세비용	-2	-8	-2	-3	-3
계속사업순이익	12	31	10	15	17
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	12	31	10	15	17
당기순이익	7.0	13.8	5.6	7.3	7.2
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	12	31	10	15	17
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	12	30	10	15	16
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	12	30	10	15	16

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,262	3,108	1,037	1,555	1,679
PER	16.1	6.0	25.5	17.0	15.7
BPS	8,465	11,424	12,161	13,417	14,798
PBR	2.4	1.6	2.2	2.0	1.8
EBITDAPS	1,772	4,448	1,582	2,199	2,490
EV/EBITDA	11.8	4.0	15.9	11.3	9.9
SPS	18,113	22,532	18,450	21,322	23,476
PSR	1.1	0.8	1.4	1.2	1.1
CFPS	1,852	4,495	1,759	2,328	2,543
DPS	125	300	300	300	300

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/율	-3.3	24.4	-18.1	15.6	10.1
영업이익 증/율	-11.7	187.5	-72.2	58.2	12.4
순이익 증/율	5.0	146.2	-66.6	49.9	8.0
수익성					
ROIC	16.2	33.3	9.1	13.7	14.3
ROA	11.2	26.5	6.4	9.6	9.8
ROE	16.1	31.3	8.8	12.2	11.9
안정성					
부채비율	50.2	46.8	39.5	40.3	39.3
순차입금비율	6.0	-8.9	-10.9	-11.5	-12.6
이자보상비율	40.9	42.0	11.0	21.9	29.2

자료: 티엘비 대신증권 Research Center

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	54	78	71	79	86
현금및현금성자산	14	31	31	34	37
매출채권 및 기타채권	13	20	17	19	21
재고자산	23	21	17	19	21
기타유동자산	3	6	6	6	6
비유동자산	71	87	96	106	116
유형자산	65	73	81	89	97
관계기업투자금	0	2	4	6	8
기타비유동자산	5	11	11	11	11
자산총계	125	165	167	185	203
유동부채	28	29	24	29	33
매입채무 및 기타채무	19	18	16	21	25
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	7	2	0	0	0
기타유동부채	2	8	8	8	8
비유동부채	14	24	23	24	24
차입금	13	24	22	24	24
잔존증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	0	0	0	0
부채총계	42	53	47	53	57
자본부분	83	112	120	132	146
자본금	2	5	5	5	5
자본잉여금	33	31	31	31	31
이익잉여금	48	77	84	96	110
기타자본변동	0	0	0	0	0
비재계부분	0	0	0	0	0
자본총계	83	112	120	132	145
순차입금	5	-10	-13	-15	-18

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-1	35	19	19	21
당기순이익	12	31	10	15	17
비현금항목의 기입	6	14	7	8	8
감가상각비	4	5	5	5	5
외환손익	-1	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	2	9	3	3	4
자산부채의 증감	-16	-6	4	-1	-1
기타현금흐름	-3	-2	-2	-3	-3
투자활동 현금흐름	-8	-23	-13	-13	-15
투자자산	0	-2	-2	-2	-2
유형자산	-28	-19	-12	-13	-14
기타	19	-2	1	1	1
재무활동 현금흐름	3	4	-7	-2	-3
단기차입금	-1	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	6	13	-1	1	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	-1	-3	-3	-3
기타	-2	-8	-2	0	0
현금의 증감	-6	17	0	3	3
기초 현금	20	14	31	31	34
기말 현금	14	31	31	34	37
NOPLAT	11	31	9	14	16
FCF	-13	17	1	6	7

## 비에이치 영업실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2QF	3QF	4QF	1Q24F	2QF	3QF	4QF	2022	2023F	2024F
<b>전사 매출액</b>	<b>313.9</b>	<b>338.1</b>	<b>554.0</b>	<b>531.9</b>	<b>358.3</b>	<b>398.0</b>	<b>677.6</b>	<b>614.6</b>	<b>1,681.1</b>	<b>1,738.0</b>	<b>2,048.4</b>
QoQ	-37.5%	7.7%	63.9%	-4.0%	-32.6%	11.1%	70.3%	-9.3%			
YOY	-14.3%	-0.3%	17.1%	5.9%	14.1%	17.7%	22.3%	15.5%	62.1%	3.4%	17.9%
F-PCB(북미)	156.6	174.6	375.4	357.4	191.2	227.0	490.6	429.7	1,217.2	1,064.0	1,338.6
F-PCB(국내/기타)	64.9	68.1	78.2	70.1	67.2	66.1	76.7	71.6	294.6	281.3	281.6
배터리	9.2	9.7	10.5	10.3	9.8	9.7	11.2	9.5	52.3	39.8	40.2
무선충전기(차량용)	70.3	71.8	75.0	78.4	77.0	81.1	83.8	86.9	61.1	295.5	328.9
전장용케이블	10.9	11.8	12.7	13.5	11.0	11.9	13.0	14.4	40.6	48.9	50.4
기타	2.0	2.1	2.2	2.3	2.1	2.2	2.2	2.4	7.6	8.6	8.8
<b>영업이익</b>	<b>8.9</b>	<b>14.8</b>	<b>59.4</b>	<b>49.7</b>	<b>19.1</b>	<b>22.3</b>	<b>68.5</b>	<b>58.4</b>	<b>131.3</b>	<b>132.8</b>	<b>168.3</b>
QoQ	-65.4%	66.3%	300.5%	-16.4%	-61.6%	16.9%	207.6%	-			
YOY	-60%	-38.4%	0.6%	92.5%	113.7%	50.2%	15.4%	17.6%	84.7%	1.1%	26.7%
이익률	2.8%	4.4%	10.7%	9.3%	5.3%	5.6%	10.1%	9.5%	7.8%	7.6%	8.2%
<b>세전이익</b>	<b>26.1</b>	<b>21.3</b>	<b>66.9</b>	<b>56.9</b>	<b>26.3</b>	<b>29.4</b>	<b>76.1</b>	<b>65.3</b>	<b>164.5</b>	<b>171.2</b>	<b>197.1</b>
QoQ	200.6%	-18.2%	213.8%	-15.0%	-53.8%	12.0%	158.6%	-			
YOY	-22.5%	-50.7%	-15.2%	555.4%	0.7%	37.9%	13.7%	14.9%	57.5%	4.1%	15.1%
이익률	8.3%	6.3%	12.1%	10.7%	7.3%	7.4%	11.2%	10.6%	9.8%	9.9%	9.6%
<b>순이익</b>	<b>22.9</b>	<b>16.6</b>	<b>53.5</b>	<b>43.2</b>	<b>22.1</b>	<b>22.7</b>	<b>59.4</b>	<b>49.7</b>	<b>140.7</b>	<b>136.3</b>	<b>153.7</b>
QoQ	99.7%	-27.3%	221.8%	-19.3%	-48.9%	2.7%	162.0%	-			
YOY	-22.0%	-49.4%	-20.0%	277.1%	-3.6%	36.2%	10.8%	14.9%	72.1%	-3.1%	12.8%
이익률	-7.3%	-4.9%	-9.7%	-8.1%	-6.2%	-5.7%	-8.8%	-8.1%	-8.4%	-7.8%	-7.5%

자료: 비에이치, 대신증권 Research Center

## 1. 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

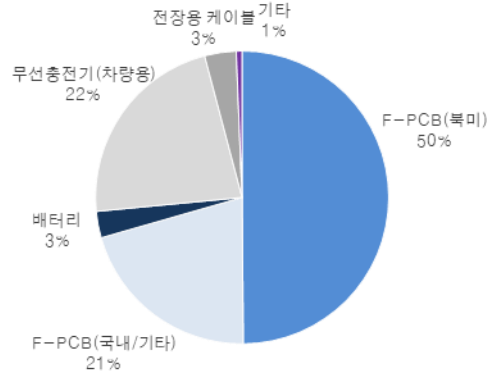
- 모바일 기기향 연성PCB(R/F PCB) 업체
- LG 전자에서 무선충전기 사업을 인수, 전장향 사업다각화 추진
- 삼성디스플레이의 주력 공급업체, 애플을 고객 확보
- 자산 0.94조원, 부채 0.34조원, 자본 0.60조원 (2023년 3월 기준)

### 주가 변동요인

- 애플의 스마트폰 판매량과 실적 연관성 높음
- 태블릿PC와 노트북에 OLED 패널로 적용 확대되면 추가 매출 예상
- 전장향 매출 확대 및 신규 고객 확보

자료: 비에이치 대신증권 Research Center

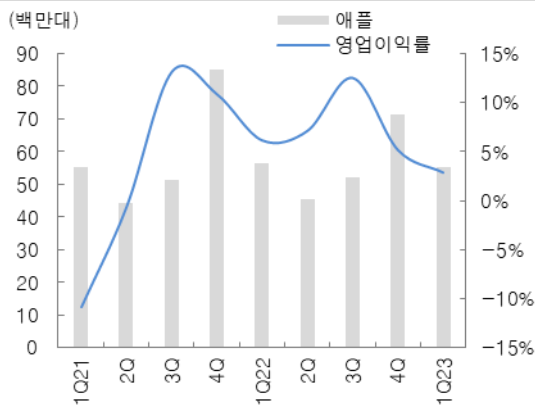
### 매출 비중



주: 2023년 1분기 연결 매출 기준  
자료: 비에이치 대신증권 Research Center

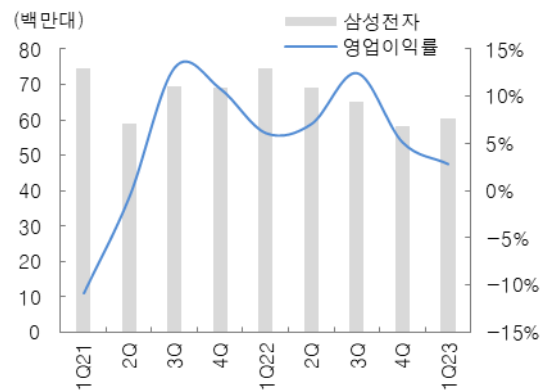
## 2. Earnings Driver

### 애플 아이폰 출하량 vs. 영업이익률



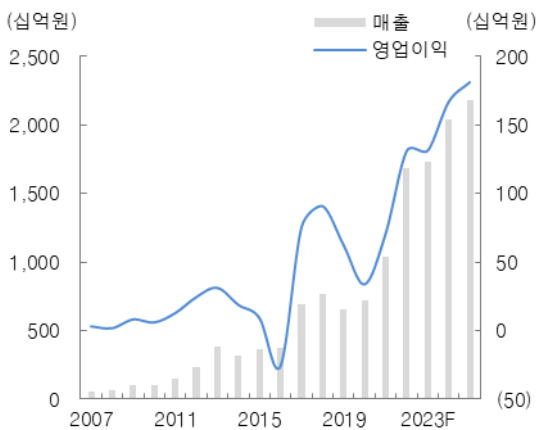
자료: 비에이치 대신증권 Research Center

### 삼성전자 스마트폰 출하량 vs. 영업이익률



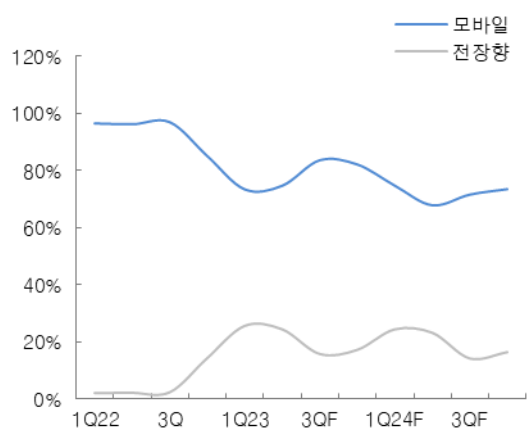
자료: 비에이치 대신증권 Research Center

### 매출액 vs. 영업이익률 추이(연간)



자료: 비에이치 대신증권 Research Center

### 모바일과 전장향 매출 비중 추이



자료: 비에이치 대신증권 Research Center

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,037	1,681	1,738	2,048	2,184
매출원가	937	1,488	1,543	1,808	1,923
매출총이익	100	193	195	241	261
판매비와관리비	29	62	62	72	78
영업이익	71	131	133	168	183
영업외수익	6.9	7.8	7.6	8.2	8.4
EBITDA	106	175	176	217	232
영업외손익	33	33	38	29	30
관계기업손익	2	5	5	5	5
금융수익	6	13	12	12	12
외환판별이익	32	66	59	59	59
금융비용	-6	-15	-9	-10	-10
외환판별손실	1	8	2	2	2
기타	31	30	31	22	23
법인세비용차감전순이익	104	164	171	197	213
법인세비용	-23	-24	-35	-43	-47
계속사업순이익	82	141	136	154	166
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	82	141	136	154	166
당기순이익	7.9	8.4	7.8	7.5	7.6
비재계분순이익	0	-3	-9	-14	-17
재계분순이익	82	144	145	168	182
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	13	6	6	6	6
포괄순이익	95	147	142	160	172
비재계분포괄이익	0	-3	-9	-14	-17
재계분포괄이익	95	150	151	174	190

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	2,428	4,206	4,207	4,863	5,294
PER	9.6	5.3	6.4	5.6	5.1
BPS	12,120	16,387	20,264	24,914	29,996
PBR	1.9	1.4	1.3	1.1	0.9
EBITDAPS	3,150	5,124	5,104	6,295	6,743
EV/EBITDA	7.9	4.8	5.9	4.7	4.2
SPS	30,806	49,127	50,429	59,436	63,367
PSR	0.8	0.5	0.5	0.5	0.4
CFPS	4,109	6,438	5,171	6,094	6,589
DPS	250	250	250	250	250

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증감률	43.8	62.1	3.4	17.9	6.6
영업이익 증감률	108.8	84.7	1.1	26.7	8.5
순이익 증감률	215.5	72.1	-3.1	12.8	7.9
수익성					
ROIC	14.2	22.8	16.9	17.0	16.1
ROA	10.5	14.6	12.3	13.5	12.7
ROE	22.5	29.7	23.0	21.5	19.3
안정성					
부채비율	94.5	74.3	59.2	52.8	43.3
순차입금비율	13.3	8.6	12.7	7.1	0.9
이자보상비율	19.7	24.6	23.7	28.3	29.1

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	505	529	625	783	937
현금및현금성자산	98	90	59	98	162
매출채권 및 기타채권	218	155	220	284	340
재고자산	114	100	158	228	273
기타유동자산	75	185	189	174	161
비유동자산	288	478	521	569	590
유형자산	241	263	292	326	333
관계기업투자금	22	39	54	69	84
기타비유동자산	26	176	175	174	173
자산총계	793	1,007	1,146	1,352	1,527
유동부채	371	412	408	449	442
매입채무 및 기타채무	187	191	176	204	186
차입금	139	172	183	194	205
유동상차부	0	0	0	0	0
기타유동부채	46	49	49	50	52
비유동부채	14	17	18	18	19
차입금	0	0	1	1	1
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	14	17	17	18	18
부채총계	385	429	426	467	461
자본부분	408	561	698	859	1,034
자본금	17	17	17	17	17
지분잉여금	75	91	91	91	91
이익잉여금	350	488	625	785	959
기타자본변동	-35	-35	-35	-34	-33
비재계분	0	17	21	26	32
자본총계	408	578	720	885	1,066
순차입금	54	50	92	63	9

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	33	197	-84	-27	-29
당기순이익	82	141	136	154	166
비현금항목의 기입	57	80	42	56	61
감가상각비	35	44	43	49	50
외환손익	-3	11	-37	-37	-37
자본법정이익	0	0	0	0	0
기타	24	25	36	45	49
자산부채의 증감	-99	9	-224	-190	-206
기타현금흐름	-6	-32	-38	-47	-50
투자활동 현금흐름	-35	-240	-87	-97	-72
투자자산	-2	-19	-15	-15	-15
유형자산	-34	-64	-70	-81	-56
기타	1	-158	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	36	35	6	6	6
단기차입금	51	28	11	11	11
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-3	0	0	0	0
유상증자	5	16	0	0	0
현금배당	-8	-8	-8	-8	-8
기타	-9	-2	3	3	3
현금의 증감	34	-8	-31	39	64
기초 현금	64	98	90	59	98
기말 현금	98	90	59	98	162
NOPLAT	56	112	106	131	142
FCF	50	-32	76	97	134

자료: 비케이치 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 박강호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견	기업 투자의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
Neutral(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

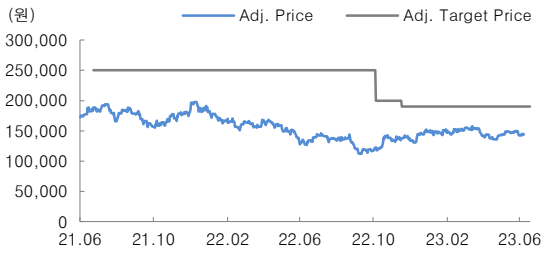
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.5%	5.2%	0.0%

(기준일자: 20230630)

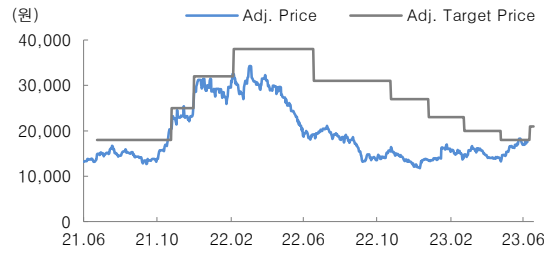
[투자이견 및 목표주가 변경 내용]

삼성전자(009150) 투자이견 및 목표주가 변경 내용



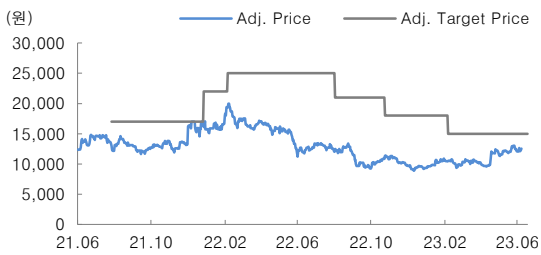
재수일자	23.07.04	23.06.09	22.12.09	22.10.27	22.07.15	22.01.15
투자이견	Buy	6개월 경과 이후	Buy	Buy	6개월 경과 이후	6개월 경과 이후
목표주가	190,000	190,000	190,000	200,000	250,000	250,000
과다율(평균%)		(23.24)	(23.22)	(33.39)	(47.66)	(37.09)
과다율(최대/최소%)		(21.26)	(16.95)	(28.50)	(41.60)	(23.40)
재수일자	21.07.15					
투자이견	Buy					
목표주가	250,000					
과다율(평균%)		(29.25)				
과다율(최대/최소%)		(21.00)				
재수일자						
투자이견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
재수일자						
투자이견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

코리아씨키트(007810) 투자이견 및 목표주가 변경 내용



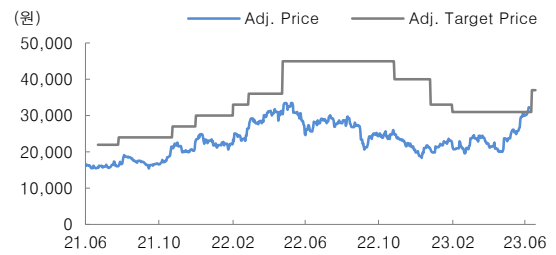
재수일자	23.07.04	23.05.30	23.05.27	23.05.17	23.03.17	23.01.17
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	21,000	18,000	18,000	18,000	20,000	23,000
과다율(평균%)		(8.36)	(17.98)	(18.85)	(25.47)	(34.85)
과다율(최대/최소%)		1.39	(11.89)	(14.72)	(16.65)	(26.00)
재수일자	22.11.15	22.09.07	22.08.26	22.07.20	22.07.10	22.05.17
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	27,000	31,000	31,000	31,000	31,000	38,000
과다율(평균%)	(49.32)	(45.14)	(37.95)	(37.22)	(37.83)	(28.62)
과다율(최대/최소%)	(39.81)	(31.94)	(31.94)	(31.94)	(35.97)	(9.87)
재수일자	22.03.21	22.02.27	22.02.09	22.01.10	21.12.23	21.11.16
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	38,000	38,000	32,000	32,000	32,000	25,000
과다율(평균%)	(20.28)	(22.56)	(8.27)	(7.52)	(5.42)	(7.63)
과다율(최대/최소%)	(9.87)	(16.97)	1.56	(1.41)	(1.72)	2.00
재수일자	21.10.07	21.10.05	21.09.06	21.08.18	21.07.15	00.06.29
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000	
과다율(평균%)	(16.28)	(17.69)	(17.24)	(15.49)	(15.08)	
과다율(최대/최소%)	13.06	(7.22)	(7.22)	(7.22)	(7.22)	

인터플렉스(051370) 투자이견 및 목표주가 변경 내용



재수일자	23.07.04	23.02.28	22.11.15	22.08.24	22.02.27	22.01.18
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	15,000	15,000	18,000	21,000	25,000	22,000
과다율(평균%)		(26.73)	(43.65)	(47.93)	(40.22)	(25.17)
과다율(최대/최소%)		(13.07)	(36.67)	(36.19)	(20.00)	(11.82)
재수일자	21.08.18					
투자이견	Buy					
목표주가	17,000					
과다율(평균%)	(20.52)					
과다율(최대/최소%)	0.00					
재수일자						
투자이견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
재수일자						
투자이견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

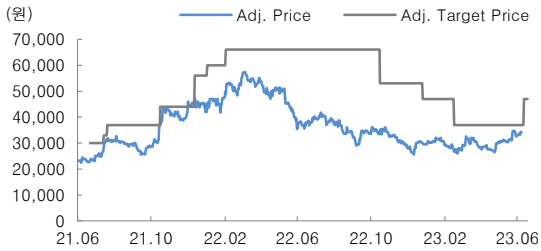
대덕전자(353200) 투자이견 및 목표주가 변경 내용



재수일자	23.07.04	23.02.22	23.01.17	22.11.18	22.11.16	22.05.16
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy
목표주가	37,000	31,000	33,000	40,000	45,000	45,000
과다율(평균%)		(23.46)	(33.40)	(46.03)	(44.33)	(39.13)
과다율(최대/최소%)		4.19	(28.33)	(40.00)	(43.78)	(25.56)
재수일자	22.03.21	22.02.23	21.12.23	21.11.14	21.08.17	21.07.13
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	36,000	33,000	30,000	27,000	24,000	22,000
과다율(평균%)	(17.92)	(26.88)	(24.65)	(22.59)	(27.00)	(26.60)
과다율(최대/최소%)	(11.67)	(20.15)	(17.00)	(15.56)	(10.63)	(20.91)
재수일자						
투자이견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
재수일자						
투자이견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						



삼텍(222800) 투자이건 및 목표주가 변경 내용



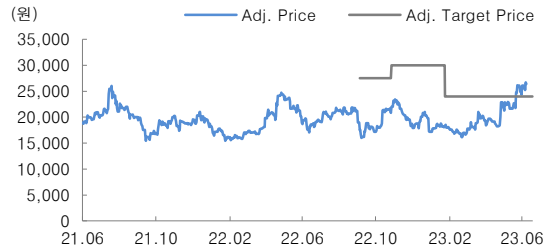
재수일자	23.07.04	23.03.10	23.01.17	22.11.07	22.08.24	22.02.24
투자이건	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy
목표주가	47,000	37,000	47,000	53,000	66,000	66,000
과다율(평균%)		(19.00)	(36.18)	(41.22)	(48.03)	(30.05)
과다율(최대/최소%)		(6.08)	(31.70)	(31.98)	(41.14)	(13.03)

재수일자	22.01.24	22.01.03	21.11.07	21.08.11	21.08.05	21.07.13
투자이건	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	60,000	56,000	44,000	37,000	33,000	30,000
과다율(평균%)	(23.79)	(20.33)	(5.68)	(20.02)	(6.41)	(17.23)
과다율(최대/최소%)	(17.08)	(16.70)	4.43	0.00	(4.24)	(10.83)

재수일자  
투자이건  
목표주가  
과다율(평균%)  
과다율(최대/최소%)

재수일자  
투자이건  
목표주가  
과다율(평균%)  
과다율(최대/최소%)

티엘비(356860) 투자이건 및 목표주가 변경 내용



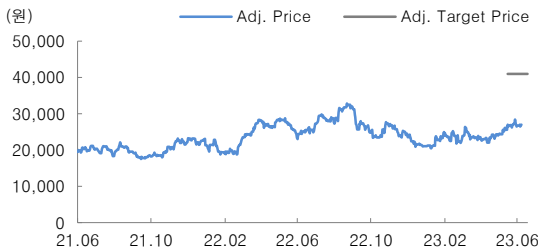
재수일자	23.07.04	23.05.30	23.05.12	23.04.11	23.02.15	22.11.18
투자이건	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	31,000	24,000	24,000	24,000	24,000	30,000
과다율(평균%)		(16.61)	(22.21)	(24.03)	(26.64)	(34.34)
과다율(최대/최소%)		11.25	(4.38)	(12.50)	(12.50)	(21.83)

재수일자	22.09.26
투자이건	Buy
목표주가	27,500
과다율(평균%)	(31.58)
과다율(최대/최소%)	(21.09)

재수일자  
투자이건  
목표주가  
과다율(평균%)  
과다율(최대/최소%)

재수일자  
투자이건  
목표주가  
과다율(평균%)  
과다율(최대/최소%)

비에어치(090460) 투자이건 및 목표주가 변경 내용



재수일자	23.07.04	23.06.19	23.06.07
투자이건	Buy	Buy	Buy
목표주가	41,000	41,000	41,000
과다율(평균%)		(34.30)	(34.21)
과다율(최대/최소%)		(30.73)	(30.73)

재수일자  
투자이건  
목표주가  
과다율(평균%)  
과다율(최대/최소%)

재수일자  
투자이건  
목표주가  
과다율(평균%)  
과다율(최대/최소%)

재수일자  
투자이건  
목표주가  
과다율(평균%)  
과다율(최대/최소%)