2005년 5월31일
기업분석
이승혁
02) 768-7468
kevingood@wooriwm.com

휴대폰 케이스업체들의 value-up 근거

안정적 영업이익률, 높아진 진입장벽 등의 투자메리트 보유, 피앤텔 적정주가 상향조정

- 2분기 인탑스, 피앤텔은 신규모델의 본격 출하로 1분기 대비 매출액 증가, 영업이익률 상승 전망
- 인탑스, 피앤텔은 유일한 매출처, 편중된 제품 등 4가지 요소에 따라 낮은 주가지표를 적용 받아왔다고 판단
- 안정적인 영업이익률, 높아진 진입장벽 등에 따라 value-up이 합리적이라고 판단. 피앤텔의 적정주가 상향조정

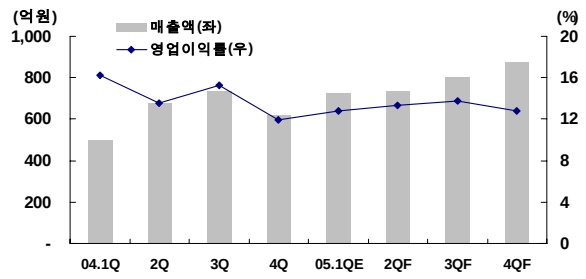
05년 1분기 인탑스의 매출액은 16.8% 증가(QoQ), 영업이익률은 12.8%로 소폭 상승

05년 1분기 인탑스의 매출액은 04년 4분기 대비 16.8% 증가한 725억원을, 영업이익률은 0.8%p 소폭 상승한 12.8%를 기록하였다. 1분기 매출액은 당사의 예상치 대비 각각 0.6% 상승하였고, 영업이익률은 당사의 예상치 대비 1.2%p 하회한 수치이다. 매출액 증가의 요인은 삼성전자 휴대폰 출하대수의 증가에 따라 휴대폰 케이스의 매출액이 28.2% 증가(QoQ)하였기 때문이며, 특히 04년 11월부터 출시된 D500의 출하증가에 따른 수혜가 컸던 것으로 판단된다. 출하대수의 대폭적인 증가에도 불구하고, 단가인하영향에 따라 영업이익률은 0.8%p 상승하는데 그친 것으로 파악된다.

05년 2분기 인탑스의 매출액은 1.9% 증가(QoQ), 영업이익률은 13.3%로 소폭 상승 전망

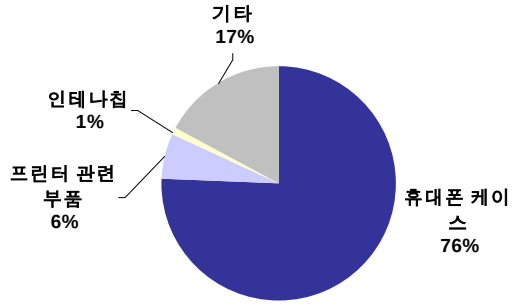
당사는 2분기 삼성전자의 휴대폰 출하대수를 1분기대비 2% 감소한 2,400만대로 전망하지만, 인탑스는 삼성전자의 주력모델인 D500, Z500 케이스를 납품하여 오히려 삼성전자 내 점유율은 29.5%(본사 기준)로 상승할 것으로 예상된다. 이러한 삼성전자 내에서의 점유율 상승과 중국 현지법인으로의 상품매출 증가로 05년 2분기 인탑스의 매출액은 1.9% 증가(QoQ)한 738억원으로 증가할 것으로 전망된다(2분기 예상매출액은 당사의 기존추정치대비 4.7% 하향한 수치). 또한 2분기 휴대폰 케이스 출하대수는 1분기와 같은 수준일 것으로 예상되지만, 단가인하영향을 고려하여 2분기 영업이익률은 0.5%p 소폭 상승한 13.3%로 예상된다.

인탑스의 분기별 매출액과 영업이익률



자료: 인탑스, 우리투자증권 리서치 센터 추정

인탑스의 제품별 매출비중(2005E)



자료: 인탑스, 우리투자증권 리서치 센터 추정

05년 1분기 피앤텔의 매출액은 5.9% 감소(QoQ)한 534억원, 영업이익률은 1.0%p 하락한 12.8%를 기록

05년 1분기 피앤텔의 매출액은 04년 4분기 대비 5.9% 감소(QoQ)한 534억원을 기록하였다. 김천공장의 신규가동에 따른 생산대수의 조정으로 인해 휴대폰 케이스의 출하대수가 4.9% 감소한 것으로 나타났으며, 김천공장의 신규가동에 따른 불량률 상승과 이전비용 계상으로 인해 영업이익률 역시 1.0%p 하락한 12.8%를 기록하였다. 1분기 매출액과 영업이익률은 당사의 예상치 대비 각각 4.3%, 0.5%p 하회한 수치이다. 한편 삼성전자 내에서 피앤텔의 점유율(본사 기준)은 04년 4분기의 24.5%에서 05년 1분기에는 20.1%로 하락하였다.

05년 2분기 피앤텔의 매출액은 13.1% 증가(QoQ)한 604억원, 영업이익률은 13.3%로 상승 전망

김천공장의 생산정상화와 E720, Z500의 신규모델 케이스의 출시로 인해 05년 2분기 피앤텔의 휴대폰 케이스 출하대수는 05년 1분기 대비 17.2% 증가한 576만대로 전망된다. 하지만 단가인하영향을 감안하여 05년 2분기 피앤텔의 매출액은 1분기대비 13.1% 증가한 604억원으로 예상된다. 또한 김천공장의 수율개선으로 05년 2분기 영업이익률은 1분기대비 0.5%p 상승한 13.3%로 전망된다.

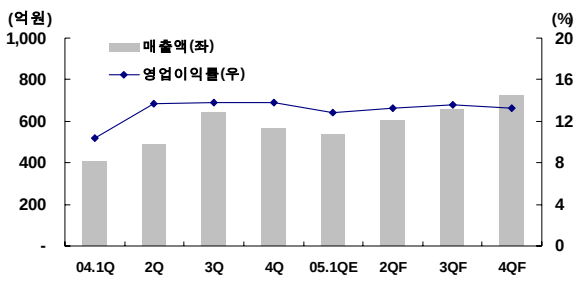
휴대폰 케이스 업체들의 저평가 요인으로 당사는 4가지를 제시

2005년 예상EPS 기준으로 인탑스는 PER 5.4배, 피앤텔은 PER 4.9배 수준에서 거래되고 있다. 휴대폰 부품업체들의 평균 PER 6.7배 대비 낮은 수준이다. 인탑스와 피앤텔 등 휴대폰 케이스 업체들이 낮은 PER를 적용받는 요인을 당사는 1) 삼성전자가 유일한 매출처이기 때문에 매출처가 다변화된 업체들에 비해 매출의 변동규모가 클 수 있는 점, 2) 영업이익률이 10% 초반 수준에 머물고 있어 높은 수익성을 기록하고 있지 못한 점, 3) 인탑스, 피앤텔의 매출 중에서 휴대폰 케이스가 차지하는 비중이 월등히 높아 제품 다변화를 제대로 시현하고 있지 못한 점, 4) 휴대폰 케이스 제조가 용이하다고 판단하여 시장진입장벽이 낮다고 투자가들이 인식하는 점으로 판단한다.

첫째, 매출처가 유일하다는 점이 기술적 열위성과 저성장의 가능성을 나타내는 것은 아니라고 판단

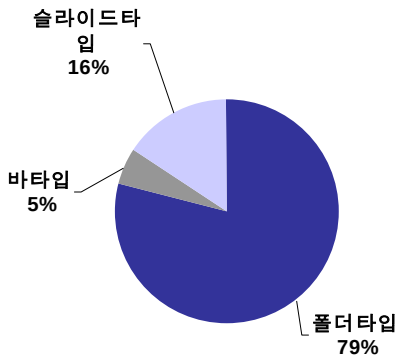
1) 삼성전자 휴대폰 출하대수는 04년에 55.4% 증가(YoY)하였으며 05년, 06년에도 각각 20.3%, 17.0% 증가(YoY)할 것으로 당사는 전망하고 있다. 이에 따라 세계 휴대폰 시장의 저성장국면 진입과 달리 삼성전자는 하이엔드 제품을 통해 지속적인 성장을 시현할 것으로 예상된다. 2) 신규모델에 대한 디자인이 다른 휴대폰 제조업체에게 미리 노출될 수 있기 때문에 케이스의 경우 다른 휴대폰 부품과 달리 이원화된 휴대폰 제조업체와 거래를 하기 힘든 상황으로 판단된다.

피앤텔의 분기별 매출액과 영업이익률



자료: 피앤텔, 우리투자증권 리서치 센터 추정

피앤텔 휴대폰 케이스의 제품별 매출비중(05.1Q)



자료: 피앤텔

이러한 두 가지 상황으로 비추어 보아 다른 휴대폰 부품과 달리 이원화된 매출처를 확보하지 못한 것이 인탑스, 피앤텔의 기술적 열위성과 저성장의 가능성을 나타내는 것은 아니라고 판단된다. 특히 인탑스, 피앤텔은 휴대폰 부품업체 중 가장 먼저 중국 천진에 진출하여 삼성전자 천진 휴대폰 공장에 휴대폰 케이스를 납품하고 있는 점이 동사들의 투자메리트를 더욱 높여주는 요소라고 판단된다(중국 천진법인에서 생산된 휴대폰 케이스까지 산입하는 경우 인탑스와 피앤텔의 삼성전자 내 점유율은 각각 31.2%, 23.6%로 상승하는 것으로 추정(05년 1분기 기준))

둘째, 안정적인 영업이익률이 보여주고 있는 점이 오히려 강점으로 부각되고 있는 상황

인탑스와 피앤텔은 한두번의 예외적인 경우를 제외하고는 2002년 1분기 이후 10% 초반의 안정적인 영업이익률을 기록해 왔다. 다른 휴대폰 부품업체들, 특히 20% 이상의 높은 수익성 지표를 보여주었던 부품업체들에 비해 동사들들이 낮은 수익성을 기록한 점이 투자메리트를 다소 약화시켰던 요인으로 작용했다고 당사는 판단한다.

하지만, 04년 3분기 이후 휴대폰 제조업체들의 경쟁심화와 그로 인한 하위 부품업체들로의 단가인하압력이 본격화되면서 높은 수익성지표를 보여주었던 부품업체들의 수익성 지표가 급락하였다. 이에 따라 지속적인 단가인하압력에도 불구하고 인탑스, 피앤텔이 안정적인 영업이익률을 지속적으로 보여주고 있는 점이 오히려 단가인하압력이 높은 시기에는 동사들의 투자메리트를 높여주는 요소라고 당사는 판단한다.

단가인하압력에도 불구하고 동사들들이 안정적인 영업이익률을 지속할 수 있는 요인으로 1) 다른 부품과 달리 케이스는 지속적으로 신형모델이 출시될 수 밖에 없고, 신형모델이 출시되는 경우 다른 휴대폰 부품업체들과는 달리 신형모델의 상대적으로 높은 ASP와 높은 마진율이 그대로 동사들의 실적에 반영되기 때문이고, 2) 레진, 실리콘 등의 원재료에 대한 가격협상과정에 삼성전자도 참여하게 되어 원재료 가격결정이 어느 정도 안정적으로 이루어지게 되기 때문으로 판단된다.

셋째, 장기적인 측면에서 새로운 성장동력인 신규제품이 편입되는 상황

인탑스와 피앤텔은 휴대폰 케이스 매출이 각각 전체의 78%, 81%(05년 1분기 기준, 중국법인으로의 휴대폰 재료 매출을 기타로 분류한 경우임)를 차지하고 있는데, 이러한 휴대폰 케이스에 편중된 매출이 동사들의 투자메리트를 약화시키는 요인으로 작용했다고 판단된다. 하지만, 인탑스는 04년 3분기부터 시작된 인테나칩(외장형 안테나가 아닌 내장형 안테나로 사용되는 부품으로 휴대폰 내부에 장착됨)을 통하여, 피앤텔은 05년 3분기부터 본격적으로 매출이 발생할 것으로 예상되는 슬라이딩힌지를 통하여 신규제품이 확보된 것으로 판단된다.

하지만, 인테나칩의 경우 05년 인탑스 전체 매출액 중 1.0%를 차지할 것으로 예상되는 점과 슬라이딩힌지의 경우 05년 피앤텔 전체 매출액 중 0.6%를 차지할 것으로 예상되는 점에서 매출액에서 차지하는 비중은 미미할 전망이다. 하지만 인테나칩과 슬라이딩힌지 매출이 동사들의 value에 기여하는 면은 단기적인 매출증가의 측면보다는 휴대폰 케이스 이외의 부품이 편입되어 동사들이 새로운 성장동력을 확보했다는 장기적인 측면이라고 판단된다.

넷째, 지속적인 기술개발을 이룩하여 왔기 때문에 이제는 시장진입장벽이 높아진 업종으로 판단

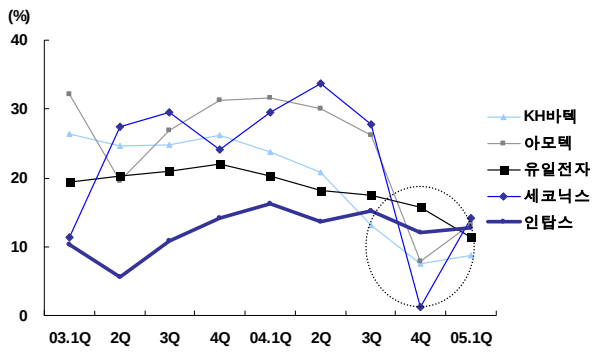
휴대폰 케이스 제조산업은 제조가 용이하여 시장진입장벽이 낮다고 인식될 수 있지만, 인탑스와 피앤텔은 지속적인 기술개발을 통해 단순한 금형, 사출업체가 아닌 고난이의 휴대폰 전문 케이스 업체로 발돋움한 상황이다. 초박판 성형기술, 가스몰딩기술, hot-runner기술, twin-cylinder기술, multi-cavity기술 등을 통하여 고난이의 기술을 축적해 왔으며, 이러한 기술확보를 통해서만이 10% 초반의 영업이익률 실현이 가능한 상황에서 다른 업체가 삼성전자의 또다른 케이스 부품업체로 선정되기에는 쉽지 않은 상황으로 판단한다.

인탑스, 피앤텔의 2005년 예상EPS 소폭 하향조정, 피앤텔의 적정주가 상향 조정

1분기 영업이익률이 당사 예상치를 소폭 하회함에 따라 2005년 인탑스, 피앤텔의 예상EPS를 각각 %, % 소폭 하향 조정한다. 또한 1) 그동안 인탑스, 피앤텔에 적용되어 왔던 주가지표의 '할인'은 위에서 언급한 여러가지 요소에 의해 합당하지 않은 것으로 당사는 판단하고, 2) 인탑스는 낮은 마진율을 기록하고 있는 프린터관련부품을 제외할 경우, 휴대폰 케이스 부문의 수익성이 피앤텔보다 높은 것으로 추정되는 점과 피앤텔은 상대적으로 높은 배당수익률(2005년 예상배당금 대비 5월 30일의 종가 7,100원은 5.1%의 배당수익률에 해당)이 또 다른 투자메리트로 작용하고 있다고 판단된다.

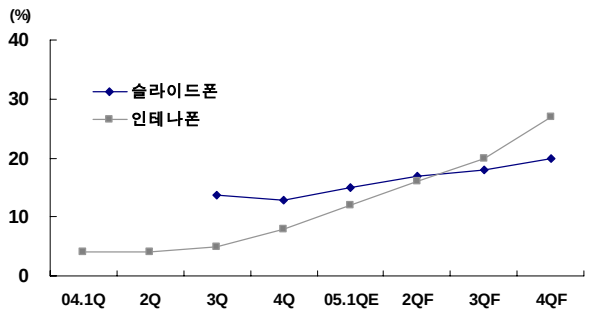
이에 따라 휴대폰 케이스 업체들의 value-up은 충분하다고 판단되며, 이들 업체들에 휴대폰 부품업종의 평균 주가지표를 적용하는 것은 무리가 없다고 판단된다. 인탑스는 2005년 예상EPS 4,223원에 PER 6.7배를 적용한 29,000원의 적정주가를 그대로 유지하며, 피앤텔은 2005년 예상EPS 1,438원에 PER 6.7배를 적용한 9,500원이 적정주가로 산출되어 기존 적정주가 6,500원 대비 46.2% 상향조정한다. 이에 따라 두 업체의 투자의견은 기존의 Buy로 유지한다.

주요 휴대폰 부품업체들의 분기별 영업이익률 추이



자료: 각사자료

삼성전자의 슬라이드폰, 인테나폰의 비중



자료: 우리투자증권 리서치센터 추정

인탑스 분기실적

(단위: 억원, %)

	3Q04	4Q04	1Q05	2Q05E	3Q05E	4Q05E	2003	2004	2005E
매출액	736	620	725	738	803	874	1,627	2,535	3,140
휴대폰케이스	557	439	563	554	600	652	1,224	1,869	2,369
프린터관련부품	55	51	42	53	53	53	196	229	201
인테나칩	-	2	2	3	6	12	-	2	23
기타	123	129	118	129	144	157	207	435	547
영업이익	112	74	93	98	110	112	174	359	413
영업이익률	15.2	12.0	12.8	13.3	13.7	12.8	10.7	14.2	13.2

자료: 인탑스, 우리투자증권 리서치센터

피앤텔 분기실적

(단위: 억원, %)

	3Q04	4Q04	1Q05	2Q05E	3Q05E	4Q05E	2003	2004	2005E
매출액	644	568	534	604	655	724	1,408	2,104	2,518
휴대폰케이스	541	476	431	500	550	617	1,241	1,807	2,099
기타	104	92	103	104	105	106	167	298	418
영업이익	89	78	68	80	89	96	107	277	334
영업이익률	13.8	13.8	12.8	13.3	13.6	13.3	7.6	13.2	13.3

자료: 피앤텔, 우리투자증권 리서치센터

[기준일 : 05.5.31]

-주가: 22,600 원(보통주)
-시가총액: 1,944 억원
-자본금: 43 억원
52 주 최고가: 23,200 원
최저가: 14,500 원
-외국인지분률: 20.69 %
-배당수익률(2004): 1.2 %

인탑스 실적전망

(단위: 억원, 원, 배)

		2003	2004	2005E	2006F	2007F
매출액	- 수정 후	1,627	2,535	3,140	3,641	4,215
	- 수정 전			3,285	3,735	4,236
	- 변동률(%)			-4.4%	-2.5%	-0.5%
영업이익	- 수정 후	174	359	413	484	556
	- 수정 전			443	497	562
	- 변동률(%)			-6.8%	-2.6%	-1.0%
EBITDA		206	391	447	520	594
순이익		135	292	363	437	513
EPS	- 수정 후	1,580	3,474	4,223	5,084	5,963
	- 수정 전			4,469.0	5,206.0	5,750.0
	- 변동률(%)			-5.5%	-2.3%	3.7%
PER		14.2	6.5	5.4	4.4	3.8

[기준일 : 05.5.31]

-주가: 7,100 원(보통주)
-시가총액: 1,193 억원
-자본금: 84 억원
52 주 최고가: 7,240 원
최저가: 3,380 원
-외국인지분률: 4.87 %
-배당수익률(2004): 6.6 %

피앤텔 실적전망

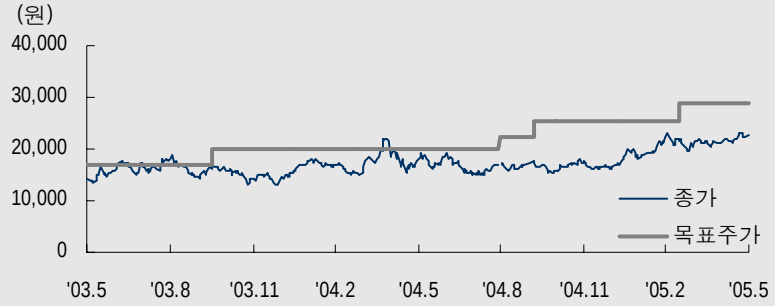
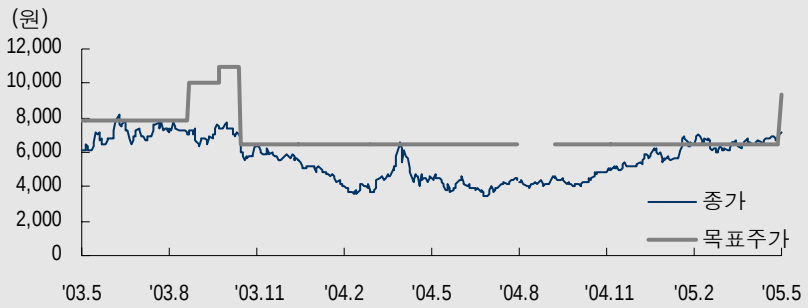
(단위: 억원, 원, 배)

		2003	2004	2005E	2006F	2007F
매출액	- 수정 후	1,408	2,104	2,518	2,976	3,429
	- 수정 전			2,584	3,024	3,508
	- 변동률(%)			-2.6%	-1.6%	-2.2%
영업이익	- 수정 후	107	277	334	393	453
	- 수정 전			354	411	463
	- 변동률(%)			-5.6%	-4.4%	-2.2%
EBITDA		145	316	391	448	505
순이익		67	214	242	287	334
EPS	- 수정 후	419	1,381	1,438	1,711	1,990
	- 수정 전			1,512.0	1,779.0	2,017.0
	- 변동률(%)			-4.9%	-3.8%	-1.4%
PER		16.9	5.1	4.9	4.1	3.6

<Compliance Notice>
- 당사는 자료 작성일 현재 "인탑스', "피앤텔" 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자는 자료 작성일 현재 동 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 합병으로 인해 기존 우리증권에서 고지한 투자등급 및 목표주가변경내역은 LG투자증권의 변동내역으로 바뀌었음을 알려드립니다.

<투자등급 및 목표주가 변경 내역>

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
인탑스	049070.KQ	2005-03-15	BUY	29,000
		2004-10-05	BUY	25,200
		2004-08-28	BUY	22,400
		2003-10-15	BUY	20,000



종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
피앤텔	054340.KQ	2005-05-31	BUY	9,500
		2004-10-05	BUY	6,500
		2004-08-30	NEUTRAL	-
		2004-08-28	NEUTRAL	-
		2003-11-11	NEUTRAL	6,500
		2003-10-21	BUY	11,000
		2003-09-18	BUY	10,000