

기업분석

인터플렉스
(051370)

박강호 john.park@daishin.com

투자 의견

Underperform

시장수익률 하회 유지

6개월
목표주가

13,000

하향

현재주가
(18.11.16)

11,650

가전 및 전자부품업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	690.18
시가총액	272십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	70,300원 / 10,100원
120일 평균거래대금	46억원
외국인지분율	3.63%
주요주주	코리아씨티 외 4 인 47.72%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.2	-26.0	-40.4	-82.8
상대수익률	-1.6	-18.4	-26.6	-80.6



매출 확대가 필요

- 투자 의견 시장수익률 하회(Underperform) 및 목표주가 13,000원 하향
- 2018년 3분기 영업이익은 18억원으로 2분기 대비 흑자전환 매출(1,331억원)은 173%(qoq) 증가, 당기순이익 6억원 흑자전환(qoq) 실현
 - 삼성전자의 갤럭시노트9향 연성PCB(디지털라이저) 공급 증가로 분기 매출이 1천억 원 상회하여 고정비 부담 완화, 수익성이 회복된 것으로 판단
 - 4분기에 다시 적자로 전환 전망 삼성전자의 스마트폰 재고조정 영향으로 매출이 하락, 고정비 부담이 다시 가중되는 시기로 진입하기 때문
 - 2019년 삼성전자 이외에 신규 거래선 추가, 또는 애플내 R/F PCB 공급이 재개가 어려우면 전체 매출 증가를 기대하기 힘들. 전체 인력 감소 및 효율적인 제품 믹스 전략을 진행하나 연성PCB 업체의 경쟁 심화를 감안하면 실적 개선에 시간 이 필요하다고 판단

- 투자 의견 시장수익률 하회(Underperform) 유지, 목표주가 13,000원 하향
- 잔여이익(RIM) 기준 적정주가는 10,642원 제시

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	576	806	337	487	506
영업이익	-52	61	-56	-25	-13
세전순이익	-52	52	-49	-16	-3
총당기순이익	-56	42	-54	-16	-3
지배지분순이익	-60	36	-56	-14	-3
EPS	-3,349	1,636	-2,388	-601	-125
PER	NA	27.4	NA	NA	NA
BPS	10,116	13,914	11,526	10,926	10,801
PBR	2.6	3.2	1.0	1.1	1.1
ROE	-27.7	13.4	-18.8	-5.3	-1.2
환율민감도(원달러)분석				2019F	2020F
환율 100원 상승시 EPS(주당순이익) 변동율				1.2%(↑)	1.3%(↑)

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 인터플렉스, 대신증권 Research&Strategy본부

인터플렉스 사업부문별 영업실적 전망(수정 후)

(단위: 십억원)

		1Q18	2Q	3Q	4QF	1Q19F	2QF	3QF	4QF	2017	2018F	2019F
매출액		546	487	133.1	100.4	115.1	113.0	143.4	115.8	805.5	336.8	487.3
	SS/DS	21.1	21.4	77.7	57.6	66.2	62.8	77.2	57.2	191.0	177.8	263.3
	Multi	11.1	11.8	28.5	18.8	26.2	31.1	34.9	33.5	96.6	70.3	125.7
	R/F	22.4	15.4	26.9	23.9	22.8	19.0	31.3	25.2	518.0	88.6	98.3
증감률	QoQ	-81.5%	-10.8%	173.4%	-24.6%	14.7%	-1.8%	26.9%	-19.2%			
	YoY	-54.6%	-55.4%	-52.5%	-66.1%	110.9%	132.1%	7.7%	15.4%	39.9%	-58.2%	44.7%
매출비중	SS/DS	38.6%	44.0%	58.4%	57.4%	57.5%	55.6%	53.8%	49.3%	23.7%	52.8%	54.0%
	Multi	20.4%	24.3%	21.4%	18.8%	22.7%	27.6%	24.3%	28.9%	12.0%	20.9%	25.8%
	R/F	41.0%	31.7%	20.2%	23.8%	19.8%	16.8%	21.8%	21.8%	64.3%	26.3%	20.2%
영업이익		-21.5	-26.7	1.8	-9.3	-7.9	-8.8	0.6	-8.5	61.5	-55.7	-24.6
	이익률	-39.5%	-54.8%	1.4%	-9.3%	-6.9%	-7.8%	0.4%	-7.4%	7.6%	-16.5%	-5.0%
증감률	QoQ	적전	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전	적전			
	YoY	적지	적지	-97.0%	적전	적지	적지	-65.8%	적지	흑전	적전	적지
세전이익		-23.6	-21.9	4.0	-7.3	-5.9	-6.6	2.8	-6.4	52.2	-48.8	-16.0
	이익률	-43.2%	-45.0%	3.0%	-7.3%	-5.1%	-5.9%	2.0%	-5.5%	6.5%	-14.5%	-3.3%
순이익		-23.8	-24.2	-1.3	-6.4	-5.2	-5.8	2.5	-5.6	36.0	-55.7	-14.0
	이익률	-43.6%	-49.7%	-1.0%	-6.4%	-4.5%	-5.1%	1.7%	-4.8%	4.5%	-16.5%	-2.9%

주: 순이익은 지배지분 기준, R/F 매출은 애플향 매출 포함한 수치 / 자료: 인터플렉스, 대신증권 Research&Strategy 본부

인터플렉스 사업부문별 영업실적 전망(수정 전)

(단위: 십억원)

		1Q18	2Q	3Q	4QF	1Q19F	2QF	3QF	4QF	2017	2018F	2019F
매출액		546	487	66.4	59.1	62.5	64.6	82.9	81.6	805.5	230.4	291.6
	SS/DS	21.1	21.4	25.4	21.3	23.5	25.3	26.0	24.5	191.0	89.2	99.4
	Multi	11.1	11.8	14.9	12.9	17.9	21.3	23.8	22.9	97.6	52.4	85.8
	R/F	22.4	15.4	26.1	24.9	21.2	18.0	33.1	34.3	518.0	88.8	106.5
증감률	QoQ	-81.5%	-10.8%	34.1%	-11.0%	5.8%	3.2%	28.4%	-1.6%			
	YoY	-54.6%	-55.4%	-76.3%	-80.1%	13.0%	30.4%	24.9%	38.0%	39.9%	-71.8%	26.6%
매출비중	SS/DS	38.6%	44.0%	38.2%	36.1%	37.6%	39.2%	31.4%	30.0%	23.7%	38.7%	34.1%
	Multi	20.4%	24.3%	22.5%	21.7%	28.6%	32.9%	28.7%	28.0%	12.0%	22.7%	29.4%
	R/F	41.0%	31.7%	39.3%	42.2%	33.8%	27.8%	39.9%	42.0%	64.3%	38.6%	36.5%
영업이익		-21.5	-26.7	-20.1	-19.5	-17.6	-18.6	-16.1	-17.3	61.5	-88.5	-69.7
	이익률	-39.5%	-54.8%	-30.2%	-32.9%	-28.2%	-28.8%	-19.4%	-21.2%	7.6%	-38.4%	-23.9%
증감률	QoQ	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지			
	YoY	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	흑전
세전이익		-23.6	-21.9	-15.7	-15.5	-13.3	-13.9	-11.4	-12.9	52.2	-77.5	-51.5
	이익률	-43.2%	-45.0%	-23.7%	-26.3%	-21.2%	-21.6%	-13.8%	-15.8%	6.5%	-33.6%	-17.7%
순이익		-23.8	-24.2	-14.8	-14.7	-11.6	-12.2	-10.0	-11.3	36.0	-77.5	-45.0
	이익률	-43.6%	-49.7%	-22.4%	-24.8%	-18.5%	-18.8%	-12.0%	-13.8%	4.5%	-33.6%	-15.4%

주: 순이익은 지배지분 기준, R/F 매출은 애플향 매출 포함한 수치 / 자료: 인터플렉스, 대신증권 Research&Strategy 본부

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원 %)

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	-56	-14	-3	3	4	14	15	17	18	20
1. 2021년 이후 연평균 순이익 성장률은 31.3%로 추정 2. 2018년 국내 전략거래선의 스마트폰 판매량 감소 전망, 애플향 물량 감소로 전체 매출과 순이익 역성장 예상 3. 2019년~2021년 국내 전략거래선의 매출 증가는 기대하나 수익성 개선은 제한적으로 판단										
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	269	255	252	255	259	265	270	274	276	276
추정ROE	-18.8	-5.3	-1.2	1.2	1.5	5.3	5.7	6.1	6.6	7.2
III 필요수익률 ^(주3)	5.7									
무위험이자율 ^(주4)	2.1									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	0.90									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	-24.5	-11.1	-6.9	-4.5	-4.2	-0.4	0.0	0.4	0.9	1.5
V 필요수익	19	15	15	14	15	15	15	15	16	16
VI 잔여이익(I-V)	-74	-29	-17	-11	-11	-1	0	1	3	4
현가계수	1.00	0.94	0.89	0.84	0.80	0.75	0.71	0.67	0.64	0.60
잔여이익의 현가	-74	-28	-16	-10	-8	-1	0	1	2	3
VII 잔여이익의 합계	-131									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	54									
영구성장률(g) ^(주6)	1.0%									
IX 기초자기자본	325									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	248									
총주식수(천주)	23,327									
XI 적정주당가치(원)	10,642									
현재가치(원)	11,800									
Potential (%)	-9.8%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(RI)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 * 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년 만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮아진 가치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

기업개요

기업 및 경영진 현황

- 연/경성 인쇄회로기판(R/F PCB) 생산 전문 업체
- 애플향 TSP 기술이 R/F PCB에서 Multi로 변하면서 공급선 경쟁 심화로 전년 대비 양적 성장은 부정적
- 백동원 대표이사: 영풍그룹 계열사 시그네틱스(반도체 패키징 및 테스트 전문업체) 대표 역임
- 자산 4,062 억원 부채 969 억원 자본 4,062 억원 (2018년 9월 기준)
- (발행주식 수: 23,327,472 / 자기주식수: 0)

주가 변동요인

- 애플 내 공급 및 신규 스마트폰 판매량
- 국내 거래선 내 공급물량 확대여부

매출 비중

매출 비중	비율
SS/DS	58.4%
Multi	21.4%
R/F	20.2%

자료: 인터플렉스, 대신증권 Research&Strategy본부

주: 2018년 3분기 전자 매출 기준
자료: 인터플렉스, 대신증권 Research&Strategy본부

Earnings Driver

삼성전자 스마트폰 출하량 vs. 영업이익률

(백만대) 삼성전자 스마트폰 출하량(좌), 인터플렉스 영업이익률(우)

삼성전자 IM 영업이익률 vs. 영업이익률

삼성전자 IM 영업이익률(좌), 인터플렉스 영업이익률(우)

원달러 vs. 영업이익률

원/달러 환율(좌), 인터플렉스 영업이익률(우)

아이폰 출하량 vs. 영업이익률

아이폰 출하량(좌), 인터플렉스 영업이익률(우)

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	576	806	337	487	506
매출원가	600	721	369	488	494
매출총이익	-24	85	-32	-1	12
판매비와관리비	27	24	23	24	25
영업이익	-52	61	-56	-25	-13
영업외수익	-90	7.6	-16.5	-5.0	-2.5
EBITDA	-22	82	-31	1	14
영업외손익	-1	-9	7	9	10
관계기업손익	-3	0	1	2	2
금융수익	28	32	27	27	27
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-28	-44	-47	-37	-37
외환관련손실	24	40	42	31	31
기타	3	2	26	17	18
법인세비용차감전순이익	-52	52	-49	-16	-3
법인세비용	-3	-11	-5	0	0
계속사업순이익	-56	42	-54	-16	-3
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-56	42	-54	-16	-3
당기순이익률	-9.7	5.2	-16.0	-3.2	-0.6
비재계분순이익	4	6	2	-2	0
재계분순이익	-60	36	-56	-14	-3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	-8	-8	-8	-8
포괄순이익	-58	34	-62	-23	-11
비재계분포괄이익	3	3	2	-2	-1
재계분포괄이익	-61	30	-64	-21	-10

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	-3,349	1,636	-2,388	-601	-125
PER	NA	27.4	NA	NA	NA
BPS	10,116	13,914	11,526	10,926	10,801
PBR	2.6	3.2	1.0	1.1	1.1
EBITDAPS	-1,204	3,730	-1,333	48	601
EV/EBITDA	NA	12.2	NA	278.1	21.5
SPS	32,163	36,610	14,436	20,891	21,687
PSR	0.8	1.2	0.8	0.6	0.5
CFPS	-1,051	3,687	-120	899	1,465
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증/감	8.7	39.9	-58.2	44.7	3.8
영업이익 증/감	작지	흑전	작전	작지	작지
순이익 증/감	작지	흑전	작전	작지	작지
수익성					
ROIC	-20.7	18.5	-21.3	-8.4	-4.8
ROA	-11.3	12.5	-11.3	-5.5	-2.9
ROE	-27.7	13.4	-18.8	-5.3	-1.2
안정성					
부채비율	70.9	55.2	47.2	61.2	59.5
순채무비율	7.2	7.3	10.2	3.0	0.1
이자보상비율	-13.7	19.0	-13.3	-4.2	-2.5

자료: 인터랙티브, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	232	317	197	224	228
현금및현금성자산	18	40	22	65	64
매출채권 및 기타채권	116	183	88	74	76
재고자산	93	91	84	81	84
기타유동자산	5	3	3	3	3
비유동자산	199	238	238	228	215
유형자산	154	196	196	184	169
관계기업투자지급	0	0	1	3	4
기타비유동자산	45	41	41	41	41
자산총계	431	554	435	452	442
유동부채	169	168	108	118	119
매입채무 및 기타채무	109	105	63	75	77
차입금	30	39	25	26	27
유동상차금	6	10	10	11	11
기타유동부채	24	14	10	7	5
비유동부채	10	30	31	53	46
차입금	0	17	17	37	27
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	10	13	15	17	19
부채총계	179	197	140	172	165
자본부분	213	325	269	255	252
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	186	265	265	265	265
이익잉여금	18	53	-3	-17	-20
기타자본부분	-1	-5	-5	-5	-5
비재계분	39	32	27	26	25
자본총계	252	357	296	280	277
순차입금	18	26	30	8	0

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	6	67	-132	-53	-71
당기순이익	-56	42	-54	-16	-3
비현금항목의가감	37	39	51	37	37
감가상각비	30	21	25	26	27
외환손익	-3	4	16	5	5
자본평가손익	3	0	-1	-2	-2
기타	6	15	12	8	8
자산부채의증감	32	-11	-120	-69	-100
기타현금흐름	-7	-3	-9	-5	-5
투자활동 현금흐름	33	-75	-27	-17	-16
투자자산	38	-10	-1	-2	-2
유형자산	-5	-63	-24	-13	-12
기타	1	-3	-2	-2	-2
재무활동 현금흐름	-30	30	-13	21	-9
단기차입금	-85	3	-14	1	1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	27	0	20	-10
유상증자	55	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의증감	10	22	-17	43	-1
기초 현금	8	18	40	22	65
기말 현금	18	40	22	65	64
NOPLAT	-55	49	-61	-24	-12
FCF	-34	1	-67	-18	-4