



## BUY(Maintain)

목표주가: 20,000원(상향)

주가(7/25): 14,850원

시가총액: 2,433억원



전기전자/가전  
Analyst 김지산  
02) 3787-4862  
jisian@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (7/25)		704.96pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	16,000원	8,970원
등락률	-7.2%	65.6%
수익률	절대	상대
1W	57.1%	44.3%
1M	35.0%	30.5%
1Y	35.6%	49.3%

## Company Data

발행주식수	16,381천주
일평균 거래량(3M)	145천주
외국인 지분율	4.2%
배당수익률(16E)	0.0%
BPS(16E)	12,264원
주요 주주	코리아씨티 외 54.0%

## 투자지표

(억원, IFRS)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	6,428	5,295	6,286	6,820
영업이익	-917	-848	-122	325
EBITDA	-82	-153	222	580
세전이익	-774	-972	-184	276
순이익	-588	-827	-189	235
자체주주지분순이익	-588	-895	-186	231
EPS(원)	-3,588	-5,465	-1,135	1,413
증감률(%YoY)	N/A	N/A	N/A	N/A
PER(배)	-4.5	-1.9	-13.1	10.5
PBR(배)	0.9	0.8	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	-42.4	-15.2	15.3	5.8
영업이익률(%)	-14.3	-16.0	-1.9	4.8
ROE(%)	-17.3	-29.5	-7.9	9.7
순부채비율(%)	25.8	28.3	39.9	34.1

## Price Trend



## 투자 아이디어

## 인터플렉스 (051370)

## 살아남은 자가 강자다



시장 반응이 뜨거울 만하다. 하반기 디지타이저 효과로 텐어라운드가 예상되는 데다가 내년에는 해외 전략 스마트폰 업체가 Flexible OLED를 채용함에 따라 매출 기반이 확대되는 중장기 모멘텀이 뒷받침될 것이다. 감가상각비 부담이 대폭 줄었고, 신규 베트남 법인의 가동에 따라 원가구조도 개선되고 있다. 경쟁사들의 시장 철수가 이어지면서 선두권 업체의 지배력이 강화될 것이다. 단기에 주가가 급등했지만 이제 텐어라운드 초입임을 감안하면 추가 상승의 여지가 있어 보인다.

## &gt;&gt;&gt; 텐어라운드 초입

인터플렉스에 대한 목표주가를 18,000원에서 20,000원으로 상향한다. 2분기 영업손실이 예상보다 큰 폭으로 감소하고, 3분기는 흑자 전환에 성공할 것이다. 향후 구조적 실적 개선 사이클이 예상되는데, 1) 하반기는 갤럭시 노트7형 디지타이저를 주도적으로 공급함에 따라 가동률 상승 효과가 클 것이고, 2) 베트남 법인이 본격 가동되면서 원가 구조가 향상되고 있으며, 3) 과거 대규모 설비 증설로 인한 감가상각이 일단락돼, 올해만 감가상각비가 300억 원 이상 감소할 것이다. 4) 내년에는 해외 전략 스마트폰 고객이 Flexible OLED를 채용할 것으로 예상됨에 따라 삼성디스플레이를 거쳐 자연스럽게 매출 기반이 확대될 것으로 기대된다.

국내 연성PCB 업체들의 시장 철수가 이어지는 등 강도 높은 산업 구조조정이 이루어지고 있어 수급 여건이 개선되는 동시에 선두권 업체들의 지배력이 강화될 것이다.

## &gt;&gt;&gt; 2분기도 예상보다 양호

2분기 영업손실은 76억원으로 예상된다. 1) 경쟁사의 경영난으로 인해 대신 생산했던 저부가 제품의 공급이 일단락돼 제품 Mix가 개선되고, 2) 베트남 법인의 생산이 안정화되면서 실적 기여도가 커짐에 따라 원가 개선 속도가 빨라진 것으로 해석된다.

## &gt;&gt;&gt; 하반기 신모델 디지타이저 효과 기대

3분기는 갤럭시 노트7형 연성PCB 및 디지타이저 공급이 예정돼 있다. 특히 디지타이저는 대면적이다 보니 가동률에 미치는 긍정적 효과가 크고, 매년 동사가 주도적으로 공급하고 있다. 갤럭시 노트7이 조기 출시되는 만큼, 동사의 실적 개선 시점도 앞당겨질 것이다.

텐어라운드의 초입 국면이며, 특히 내년 하반기에 국내외 전략 고객의 신모델 모멘텀이 중첩되면서 극적인 변화가 예상된다. 연성PCB도 Flexible OLED 확산에 따른 수혜 업종이다.

## 잃어버린 3년

잃어버린 3년의 스토리를 돌아보자.

스마트폰 Trend와 함께 2009년부터 가파른 상승세를 연출하더니 2012년을 정점으로 최근 3년간은 급격한 추락을 겪었다. 영업이익은 2012년 465억원에서 2014년 -917억 원, 2015년 -848억원으로 악화됐다.

가동률과 제품 Mix에 따른 실적 변동성이 매우 큰 연성PCB 산업의 단면을 보여주는 것이다.

지난 하락 사이클의 배경으로서,

수요 측면에서 1) 국내 주고객 스마트폰의 점유율 정체와 함께 부품 업체들에 대한 판가 하락 압박이 심화됐고, 2) 특히 Tablet PC의 판매 성과가 전망치에 크게 미달하면서 연성PCB 수급의 불균형을 초래했다.

공급 측면에서는 1) 2012년을 전후해 연성PCB 업체들이 대규모 증설을 단행함에 따라 급격한 공급과잉 상태가 초래됐고, 2) 해외 A사 내에서 일본 업체들과 경쟁하는 동사로서는 엔화 약세로 인한 피해가 불가피했다.

삼성전자가 휴대폰 생산전략을 베트남 중심으로 재편하는 과정에서 플렉스컴, 비에이치, 인터플렉스 등 연성PCB 업체들도 동반 진출하다 보니 공급 과잉률이 더욱 확대됐다.

회사 내부적으로는 1) 해외 전략 고객에 적극적으로 대응하는 과정에서 SMT(Surface Mounting Technology) 제품을 무조건적으로 수용하다 보니 수익성이 악화되는 동시에 국내 주고객에 대한 점유율도 하락하는 전략적 오류를 범하기도 했고, 2) 2012년 대규모 공장 증설에 따라 감가상각비 부담이 가중된 상태에서 가동률이 급감했으며, 3) 강도 높은 체질 개선 노력을 실행하는 과정에서 일회성 비용이 증가할 수밖에 없었다.

## 대규모 증설 이후 원가 구조 악화

동사는 2012년에 대규모 공장(스마트센터)을 완공했다. 건평이 본사 1공장 대비 2.2배에 달하고 국내 생산능력이 월 9만㎡에서 14만 5,000㎡로 61% 증가하는 계기가 됐다. 2011년과 2012년에 걸쳐 기계장치에 1,409억원을 투자했고, 건물 등 전체 설비에 2,687억원을 투자했다. 영풍 그룹 IT 계열사들은 독특하게도 기계장치에 대해 내용연수 3년을 적용해 적극적으로 감가상각하고 있다.

이에 따라 2011년 184억원이던 감가상각비가 2013년과 2014년에는 각각 748억원, 830억원으로 급증했다.

가동률이 급감하는 시기에 오히려 감가상각비 등 고정비 규모가 급증함에 따라 원가 구조가 크게 악화될 수밖에 없었다.

## 강도 높은 체질 개선 노력

그 이후 2014년과 2015년은 강도 높은 체질 개선 노력을 수행했다.

외형적으로 드러난 변화로서 직원수는 2년간 45% 급감했고, 종업원급여도 33%가 줄었다. 생산원가를 줄이기 위해 국내 SMT 설비를 베트남 법인으로 이전했다.

업계에서는 플렉스컴이 완전자본잠식에 빠져 경영 능력을 거의 상실했고, 중소 업체들이 법정관리나 파산을 신청하는 사례가 이어지고 있다.

동사는 증설로 인한 감가상각이 가장 먼저 종료됨에 따라 원가 구조가 가벼워졌고, 베트남 법인을 통해 주고객에 대한 현지 대응이 가능하며, 생산능력의 여유가 많은 상태다. 고객 기반도 가장 다변화된 편이다. 업황이 반등할 때 큰 수혜가 예상되는 배경이다.

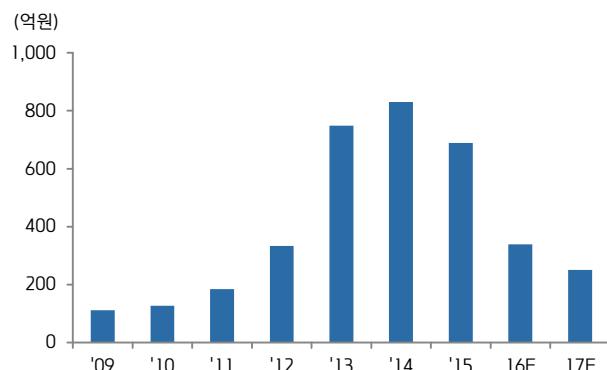
## 인터플렉스 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	YoY	2016E	YoY	2017E	YoY
매출액	1,410	1,265	1,814	1,796	1,429	1,244	1,973	2,174	5,295	-17.6%	6,286	18.7%	6,820	8.5%
양면	752	553	897	938	723	536	961	1,141	3,220	-15.5%	3,141	-2.5%	3,361	7.0%
다층	392	458	617	610	445	426	709	781	1,473	-14.8%	2,076	41.0%	2,362	13.8%
R/F	261	250	292	241	256	277	298	247	568	-32.1%	1,045	83.9%	1,078	3.2%
기타	6	5	8	7	5	5	5	5	34	-35.6%	25	-26.6%	20	-20.9%
영업이익	-171	-76	67	58	-11	28	134	175	-848	적지	-122	적지	325	흑전
영업이익률	-12.1%	-6.0%	3.7%	3.2%	-0.8%	2.2%	6.8%	8.0%	-16.0%	-1.7%p	-1.9%	14.1%p	4.8%	6.7%p
순이익	-197	-74	46	39	-20	13	102	136	-827	적지	-186	적지	231	흑전
순이익률	-13.9%	-5.8%	2.5%	2.1%	-1.4%	1.1%	5.2%	6.3%	-15.6%	-6.5%p	-3.0%	12.7%p	3.4%	6.4%p

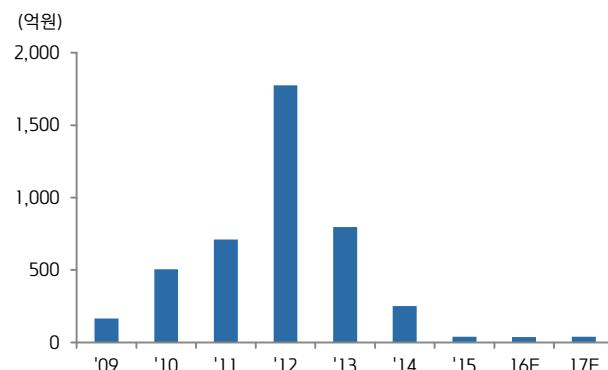
자료: 인터플렉스, 키움증권

## 감가상각비 추이 및 전망



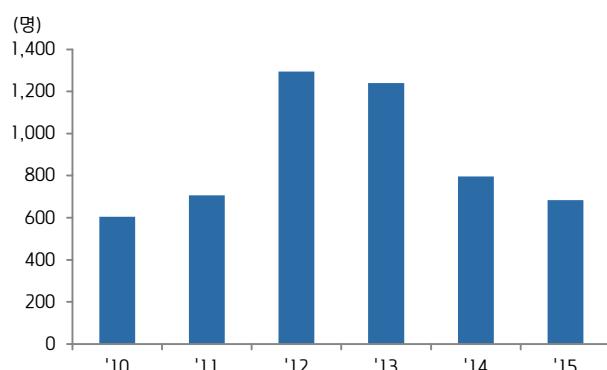
자료: 인터플렉스

## CAPEX 추이 및 전망



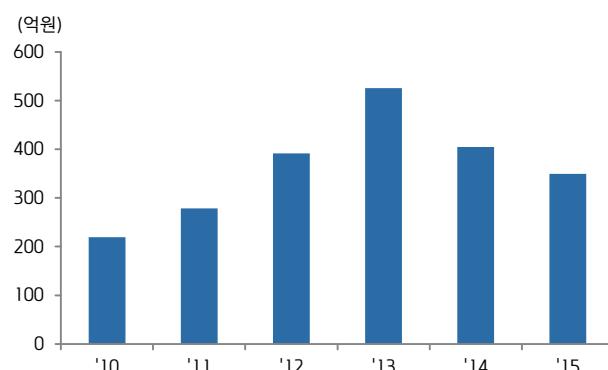
자료: 인터플렉스

## 직원수 변화



자료: 인터플렉스

## 종업원급여 추이



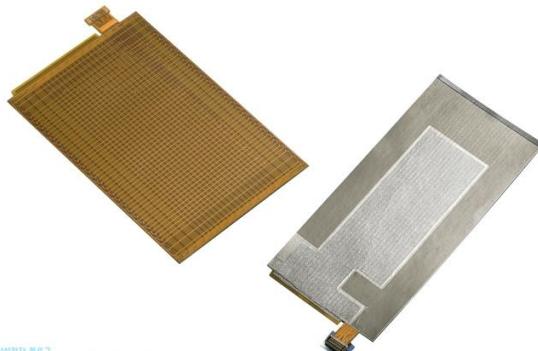
자료: 인터플렉스

## 인터플렉스 베트남 법인(Vina Circuit)



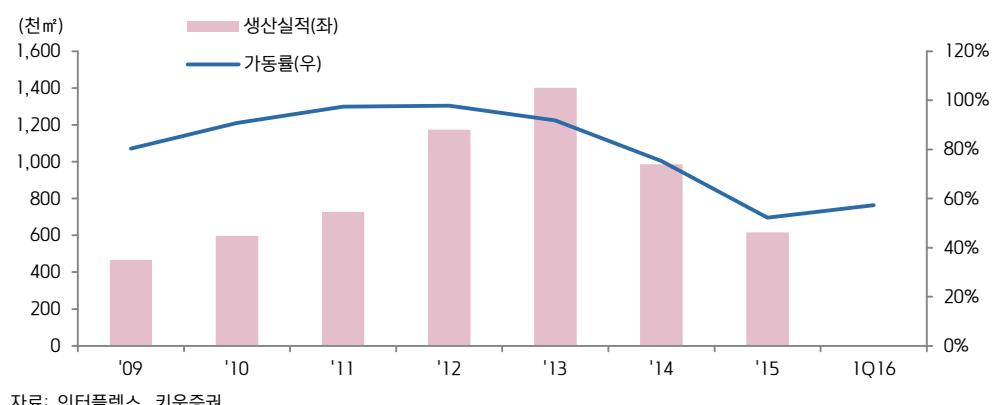
자료: 인터플렉스

## 갤럭시 노트 시리즈 디지타이저



자료: 삼성전자

## 본사 연성PCB 생산실적과 가동률



자료: 인터플렉스, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	6,428	5,295	6,286	6,820	7,277
매출원가	6,980	5,866	6,097	6,164	6,566
매출총이익	-553	-571	189	656	711
판매비 및 일반관리비	364	276	311	331	346
영업이익(보고)	-917	-848	-122	325	365
영업이익(핵심)	-917	-848	-122	325	365
영업외손익	143	-124	-62	-49	-49
이자수익	9	8	2	0	0
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	124	110	133	33	27
이자비용	42	36	49	49	49
외환손실	120	119	125	33	27
관계기업지분법손익	33	-44	-11	0	0
투자 및 기타자산처분손익	32	-96	2	0	0
금융상품평가 및 기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	106	52	-13	0	0
법인세차감전이익	-774	-972	-184	276	316
법인세비용	-187	-145	5	41	47
유형자산세율 (%)	24.1%	14.9%	-2.8%	15.0%	15.0%
당기순이익	-588	-827	-189	235	269
지배주주지분순이익(억원)	-588	-895	-186	231	265
EBITDA	-82	-153	222	580	572
현금순이익(Cash Earnings)	247	-132	155	490	476
수정당기순이익	-612	-745	-190	235	269
증감율(% YoY)					
매출액	-35.1	-17.6	18.7	8.5	6.7
영업이익(보고)	N/A	N/A	N/A	N/A	12.3
영업이익(핵심)	N/A	N/A	N/A	N/A	12.3
EBITDA	N/A	N/A	N/A	161.4	-1.3
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	14.5
EPS	N/A	N/A	N/A	N/A	14.5
수정순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	14.5

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	-135	35	915	1,197	368
당기순이익	-588	-827	-189	235	269
감가상각비	830	689	338	251	204
무형자산상각비	5	5	5	4	3
외환손익	2	-4	-8	0	0
자산처분손익	74	131	-2	0	0
지분법손익	-33	44	11	0	0
영업활동자산부채 증감	-250	152	-227	-293	-113
기타	-175	-156	986	1,000	5
투자활동현금흐름	101	62	257	-155	-87
투자자산의 처분	252	-50	415	0	0
유형자산의 처분	98	141	0	0	0
유형자산의 취득	-251	-39	-37	-40	-42
무형자산의 처분	0	-5	0	0	0
기타	3	15	-122	-115	-44
재무활동현금흐름	59	-63	-994	-987	-1
단기차입금의 증가	59	-53	-5	0	0
장기차입금의 증가	0	0	-1,000	-1,000	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-10	0	0	-16
기타	0	0	11	13	16
현금 및 현금성자산의 순증가	25	34	178	54	280
기초현금 및 현금성자산	17	42	76	254	308
기말현금 및 현금성자산	42	76	254	308	588
Gross Cash Flow	115	-117	1,142	1,490	481
Op Free Cash Flow	-362	82	-45	198	362

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	2,977	2,659	2,978	3,604	4,105
현금 및 현금성자산	42	76	254	308	588
유동금융자산	407	416	1	1	1
매출채권 및 유동채권	2,053	1,407	1,776	2,149	2,293
재고자산	475	760	947	1,145	1,222
기타 유동금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,830	2,134	1,934	1,837	1,717
장기 매출채권 및 기타 비유동채권	25	10	13	16	17
투자자산	258	59	48	48	48
유형자산	2,270	1,623	1,312	1,101	939
무형자산	15	19	14	10	8
기타 비유동자산	262	424	547	662	706
자산 총계	5,807	4,793	4,911	5,441	5,822
유동부채	2,487	2,143	2,468	2,749	2,857
매입채무 및 기타 유동채무	1,380	1,004	1,335	1,616	1,724
단기 차입금	948	1,055	1,050	1,050	1,050
유동성장기 차입금	158	83	83	83	83
기타 유동부채	0	0	0	0	0
비유동부채	213	147	138	152	168
장기 매입채무 및 비유동채무	5	4	4	5	6
사채 및 장기 차입금	146	62	42	42	42
기타 비유동부채	62	81	92	105	120
부채 총계	2,700	2,290	2,606	2,901	3,025
자본금	82	82	82	82	82
주식 발행 초과금	1,324	1,324	1,324	1,324	1,324
이익 잉여금	1,684	783	597	828	1,079
기타 자본	17	11	6	6	6
지배주주지분자본총계	3,107	2,200	2,009	2,240	2,491
비지배주주지분자본총계	0	304	296	300	306
자본총계	3,107	2,503	2,305	2,540	2,797
순차입금	803	709	920	865	585
총차입금	1,252	1,201	1,175	1,175	1,175

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-3,588	-5,465	-1,135	1,413	1,617
BPS	18,968	13,429	12,264	13,677	15,206
주당 EBITDA	-500	-933	1,354	3,541	3,494
CFPS	1,510	-806	946	2,990	2,906
DPS	0	0	0	100	120
주가 배수(배)					
PER	-4.5	-1.9	-13.1	10.5	9.2
PBR	0.9	0.8	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	-42.4	-15.2	15.3	5.8	5.3
PCF	10.8	-13.2	15.7	5.0	5.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-14.3	-16.0	-1.9	4.8	5.0
영업이익률(핵심)	-14.3	-16.0	-1.9	4.8	5.0
EBITDA margin	-1.3	-2.9	3.5	8.5	7.9
순이익률	-9.1	-15.6	-3.0	3.4	3.7
자기자본이익률(ROE)	-17.3	-29.5	-7.9	9.7	10.1
투하자본이익률(ROIC)	-18.7	-23.0	-4.5	10.0	11.2
안정성(%)					
부채비율	86.9	91.5	113.1	114.2	108.1
순차입금비율	25.8	28.3	39.9	34.1	20.9
이자 보상 배율(배)	N/A	N/A	N/A	6.7	7.5
활동성(배)					
매출채권 회전율	3.1	3.1	3.9	3.5	3.3
재고자산 회전율	8.8	8.6	7.4	6.5	6.1
매입채무 회전율	3.7	4.4	5.4	4.6	4.4

- 당사는 7월 25일 현재 '인터플렉스 (051370)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

### 투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
인터플렉스 (051370)	2014/01/09	BUY(Maintain)	35,000원
	2015/01/14	BUY(Reinitiate)	26,000원
	2015/03/06	BUY(Maintain)	29,000원
	2016/01/12	BUY(Maintain)	15,000원
	2016/07/19	BUY(Maintain)	18,000원
	2016/07/26	BUY(Maintain)	20,000원

### 목표주가 추이



### 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

### 투자등급 비율 통계 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%