



BUY(Maintain)

목표주가: 8,500원
주가(6/25): 5,790원
시가총액: 2,389억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (6/25)		2,121.64pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	7,070원	3,405원
등락률	-18.1%	70.0%
수익률	절대	상대
1W	28.1%	23.5%
1M	6.0%	2.7%
1Y	57.1%	74.6%

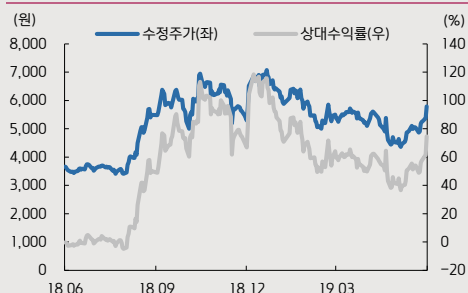
Company Data

발행주식수	41,268천주
일평균 거래량(3M)	965천주
외국인 지분율	3.8%
배당수익률(19E)	1.3%
BPS(19E)	4,312원
주요 주주	(주)이수 외 31.1%

투자지표

(억원, IFRS)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	5,313	5,603	5,247	5,186
영업이익	-80	75	149	389
EBI DA	170	324	443	663
세전이익	-118	-1	91	332
순이익	-149	-74	57	265
지배주주지분순이익	-140	-68	57	265
EPS(원)	-340	-164	138	643
증감률(%YoY)	N/A	적지	흑전	367.0
PER(배)	-13.4	-39.7	39.0	8.3
PBR(배)	1.1	1.51	1.25	1.11
EV/EBITDA(배)	19.8	14.0	8.7	5.3
영업이익률(%)	-1.5	1.3	2.8	7.5
ROE(%)	-8.0	-3.9	3.2	14.1
순부채비율(%)	79.4	104.7	91.1	64.9

Price Trend



투자 아이디어

이수페타시스 (007660)

5G의 마지막 퍼즐



MLB가 5G의 핵심 제품인데도 5G 테마에서 소외된 이유는 중국 법인, 연성PCB 등 고질적 적자 사업부와 1분기 실적 부진 탓이다. 이에 대해 리스크 요인들이 해소되거나 희석되며 5G 모멘텀이 재차 부각될 전망이다. 1분기 실적 부진 요인이었던 신규 제품 품질 이슈가 해소됐고, 중국 법인은 전격적인 전략 변화를 통해 손실을 최소화하는 방향으로 선회했으며, 연성PCB도 통합 작업이 진행될 것이다.

>>> 위험 요인 희석 전망, 5G에 초점

MLB의 5G 모멘텀을 상쇄시켰던 실적 부진 요인이 해소되거나 희석될 전망이다. 실적은 2분기에 턴어라운드 성공하고, 하반기 큰 폭의 개선이 기대된다. 투자자의견 'BUY'와 목표주가 8,500원을 유지한다.

1) 1분기 일회성 비용의 주요인이었던 5G 기지국 대용량 다중입출력장치(Massive MIMO)용 MLB와 Flagship 스마트폰용 SLP의 품질 이슈가 해소됐고, 2) 장기간 기업가치를 훼손한 중국 후난 법인은 전면적인 전략 변화를 통해 중다층 MLB에 선택적으로 집중하는 한편, 고강도 구조조정을 통해 손익 구조를 개선시킬 계획이며, 3) 이수엑사보드는 고질적 적자 사업인 연성PCB를 통합해 Risk를 최소화할 방침이다.

>>> MLB 수주 동향 긍정적, 무선장비로 라인업 확대

MLB는 비수기를 지나 2분기부터 주요 고객인 N사를 중심으로 수주가 회복세를 보이고 있다. 5G를 겨냥한 N사 고성능 라우터의 판매 호조에 따른 수혜가 이어지고 있다. 3분기부터는 G사와 F사의 데이터센터 증설 수요가 예상된다.

동사의 MLB 제품 포트폴리오가 유선장비에서 무선장비로 확장되고 있는 점도 긍정적이다.

향후 5G 통신망은 고주파(mmWave) Small Cell 위주로 투자가 확대될 것이고, 기지국 장비의 집적화, 소형화와 더불어 고다층 MLB 시장이 고성장할 것이다. 대표적으로 동사가 국내 K사를 통해 공급하는 Massive MIMO 장비용 MLB 수주가 증가하고 있다.

또한 동사는 국내 S사 네트워크 사업부로부터 고객 승인을 획득했고, Huawei 제재 국면의 수혜를 함께 누릴 것으로 기대된다. S사가 지난해 4분기부터 올해 1분기까지 5G 통신장비 매출 점유율 37%를 달성했다는 조사 결과도 있다.

HDI는 하반기 대화면 Flagship 모델용 5G 버전을 주도적으로 공급할 예정이다. 2014년 이후 6년째 대규모 손실을 기록 중인 중국 법인은 사업 규모를 대폭 축소하는 방향으로 전략을 선회했고, 하반기부터 체질 개선 성과가 나타날 것이다.

중국 법인의 전략 변화

기업가치가 추세적으로 향상되려면, 아킬레스 건인 중국 후난 법인의 Risk가 완화되어야 한다. 중국 법인의 적자를 제거할 경우 올해와 내년 연결 영업이익은 각각 285억원, 435억원으로 추정되며, 그만큼 저평가 매력이 커진다.

중국 법인은 지난 3년간 우선적으로 가동률을 높이기 위해 고객 및 제품 다각화에 초점을 맞췄고, 대규모 추가 투자를 병행했다. 하지만, 저가 수주가 많았고, 개발 및 품질 비용이 증가했으며, 이질적인 제품들을 생산하다 보니 생산 효율성이 저하됐다. 그 결과 매출이 증가했음에도 불구하고 영업손실이 더욱 확대되는 딜레마에 빠졌다.

올해 경영진이 교체됐고, 전략을 전면 수정했다.

공헌이익률이 낮은 제품들은 모두 철수하고, 제품 전문화를 통해 품질, 수율 등 원가 경쟁력을 확보하고자 한다. 철수 대상 품목에는 HDI, 중저층 MLB, 셋톱박스용 제품 등이 포함된다.

모회사와 전략적 파트너 관계인 북미 고객들을 위주로 네트워크 장비용 12층 이상 스탠다드 제품에 집중하겠다는 전략이다. 성장 동력으로는 전장 제품을 육성하고자 한다.

중국 법인은 고정비 부담을 줄이기 위해 이미 30% 이상 감원했고, 생산능력도 34% 감축할 예정이다.

장기간 대규모 적자 상태를 감안하면, 이번 변화가 중국 법인의 독자 생존을 위한 마지막 선택일 수도 있을 것이다.

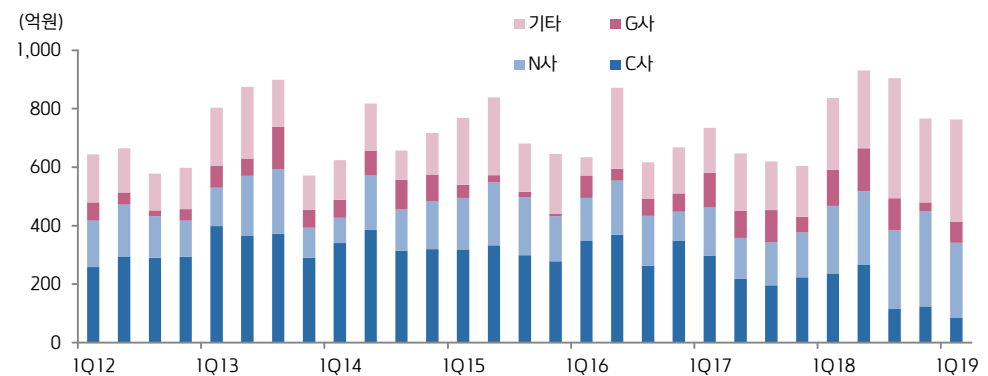
이수페타시스 실적 전망

(단위: 억원)

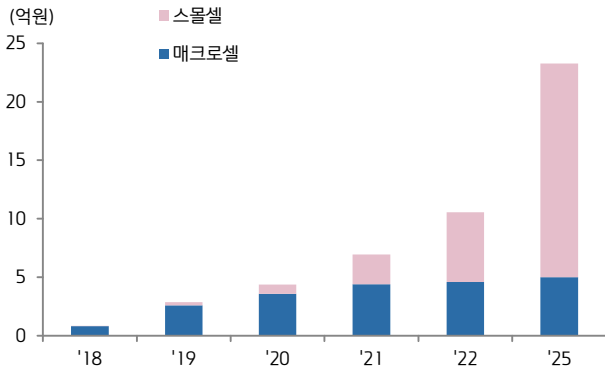
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	YoY	2019E	YoY	2020E	YoY
매출액	1,265	1,353	1,492	1,494	1,288	1,282	1,339	1,337	5,603	5.5%	5,247	-6.4%	5,186	-1.2%
MLB	630	794	872	985	801	827	852	878	3,281	25.8%	3,358	2.3%	3,447	2.7%
Petasys America	73	82	80	84	87	80	85	89	319	3.2%	341	6.9%	327	-4.0%
엑사보드(HDI+FPCB)	478	369	410	412	367	341	340	276	1,669	-19.7%	1,323	-20.7%	1,148	-13.3%
중국 후난 법인	134	141	171	132	69	73	96	118	578	20.7%	356	-38.5%	406	14.2%
영업이익	-72	1	91	55	-54	21	83	99	75	흑전	149	98.5%	389	161.5%
영업이익률	-5.7%	0.1%	6.1%	3.7%	-4.2%	1.7%	6.2%	7.4%	1.3%	2.8%	2.8%	1.5%	7.5%	4.7%
순이익	-62	-36	17	12	-68	4	53	68	-68	적지	57	흑전	265	367.0%

자료: 이수페타시스, 키움증권

MLB 수주 추이

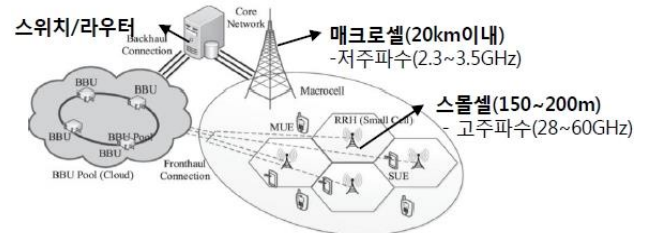


5G 기지국용 PCB 시장 전망



자료: Prismark, 이수페타시스

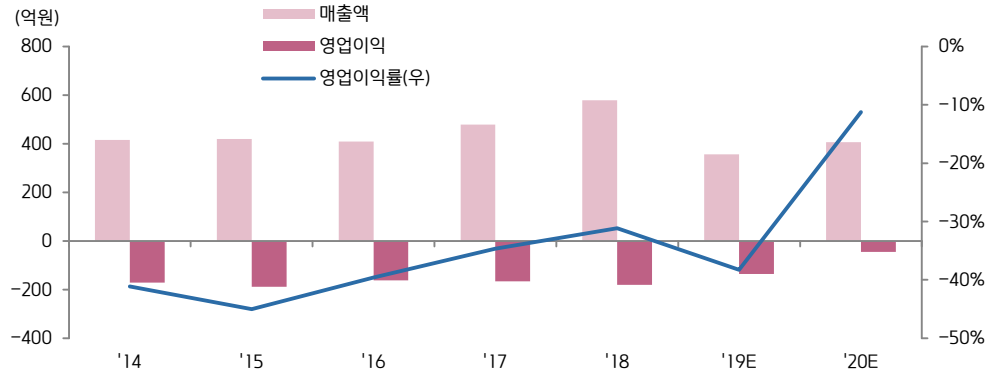
5G 기지국 예상도



- BBU(Base Band Unit) : IP통신이 가능하도록 패킷으로 변환하는 장비
- RRH(Remote Radio Head) : 기지국용 송수신 장비
- Massive MIMO : 5G에 대응하여 안테나 수가 16개→256개로 증가

자료: 이수페타시스

중국 후난 법인 실적 추이 및 전망



자료: 이수페타시스, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	5,313	5,603	5,247	5,186	5,482
매출원가	4,929	5,036	4,632	4,337	4,573
매출총이익	384	568	615	849	908
판매비	465	493	466	460	477
영업이익	-80	75	149	389	431
EBITDA	170	324	443	663	684
영업외손익	-37	-76	-58	-58	-49
이자수익	13	12	22	35	42
이자비용	78	91	91	93	91
외환관련이익	126	125	44	44	44
외환관련손실	194	102	32	44	44
종속 및 관계기업손익	0	-3	0	0	0
기타	96	-17	-1	0	0
법인세차감전이익	-118	-1	91	332	382
법인세비용	31	73	34	66	76
계속사업손익	-149	-74	57	265	306
당기순이익	-149	-74	57	265	306
지배주주순이익	-140	-68	57	265	306
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-4.1	5.5	-6.4	-1.2	5.7
영업이익 증감율	-172.3	-193.8	98.7	161.1	10.8
EBITDA 증감율	-55.5	90.6	36.7	49.7	3.2
지배주주순이익 증감율	-476.3	-51.4	-183.8	364.9	15.5
EPS 증감율	적전	적지	흑전	367.0	15.3
매출총이익율(%)	7.2	10.1	11.7	16.4	16.6
영업이익률(%)	-1.5	1.3	2.8	7.5	7.9
EBITDA Margin(%)	3.2	5.8	8.4	12.8	12.5
지배주주순이익률(%)	-2.6	-1.2	1.1	5.1	5.6

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,713	2,688	2,832	3,187	3,507
현금 및 현금성자산	654	254	542	919	1,112
단기금융자산	125	73	76	78	80
매출채권 및 기타채권	1,064	1,442	1,351	1,335	1,411
재고자산	732	876	820	811	857
기타유동자산	263	116	119	122	127
비유동자산	2,120	2,368	2,262	2,174	2,087
투자자산	79	150	133	133	133
유형자산	1,623	1,869	1,786	1,703	1,622
무형자산	156	151	146	140	135
기타비유동자산	262	198	197	198	197
자산총계	4,833	5,056	5,094	5,361	5,594
유동부채	2,551	2,683	2,667	2,676	2,714
매입채무 및 기타채무	821	908	892	901	940
단기금융부채	1,715	1,684	1,684	1,684	1,684
기타유동부채	15	91	91	91	90
비유동부채	551	597	647	697	647
장기금융부채	439	504	554	604	554
기타비유동부채	112	93	93	93	93
부채총계	3,102	3,279	3,314	3,372	3,361
지배지분	1,727	1,776	1,779	1,988	2,232
자본금	413	413	413	413	413
자본잉여금	152	155	155	155	155
기타지분	-123	-108	-108	-108	-108
기타포괄손익누계액	-21	148	122	97	72
이익잉여금	1,307	1,168	1,197	1,431	1,701
비지배지분	5	1	1	1	1
자본총계	1,731	1,777	1,780	1,988	2,233

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	67	-266	483	569	472
당기순이익	-149	-74	57	265	306
비현금항목의 가감	385	463	398	398	378
유형자산감가상각비	245	243	288	268	248
무형자산감가상각비	6	6	6	5	5
지분법평가손익	0	-3	0	0	0
기타	134	217	104	125	125
영업활동자산부채증감	-23	-575	132	30	-88
매출채권및기타채권의감소	230	-371	92	16	-76
재고자산의감소	-10	-152	56	9	-46
매입채무및기타채무의증가	-109	20	-16	9	39
기타	-134	-72	0	-4	-5
기타현금흐름	-146	-80	-104	-124	-124
투자활동 현금흐름	110	-167	-191	-188	-169
유형자산의 취득	-391	-258	-206	-185	-167
유형자산의 처분	448	21	0	0	0
무형자산의 순취득	-5	-3	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-8	-74	17	0	0
단기금융자산의감소(증가)	44	52	-2	-2	-2
기타	22	95	0	-1	0
재무활동 현금흐름	-90	15	22	22	-82
차입금의 증가(감소)	-11	22	50	50	-50
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	-17	20	0	0	0
배당금지급	-40	-28	-28	-28	-32
기타	-22	1	0	0	0
기타현금흐름	-37	19	-27	-27	-26.76
현금 및 현금성자산의 순증가	50	-400	287	377	194
기초현금 및 현금성자산	604	654	254	542	919
기말현금 및 현금성자산	654	254	542	919	1,112

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	-340	-164	138	643	741
BPS	4,184	4,303	4,312	4,816	5,409
CFPS	573	944	1,101	1,607	1,658
DPS	70	70	70	80	90
주당배수(배)					
PER	-12.4	-39.7	39.0	8.3	7.2
PER(최고)	-16.1	-43.0	52.8		
PER(최저)	-11.8	-20.6	30.4		
PBR	1.01	1.51	1.25	1.11	0.99
PBR(최고)	1.31	1.64	1.69		
PBR(최저)	0.96	0.79	0.97		
PSR	0.33	0.48	0.42	0.43	0.40
PCFR	7.4	6.9	4.9	3.3	3.2
EV/EBITDA	18.4	14.0	8.7	5.3	4.8
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-18.5	-37.8	49.0	12.0	11.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.7	1.1	1.3	1.5	1.7
ROA	-2.9	-1.5	1.1	5.1	5.6
ROE	-7.6	-3.9	3.2	14.1	14.5
ROIC	-2.6	3.3	2.8	10.0	11.3
매출채권회전율	4.3	4.5	3.8	3.9	4.0
재고자산회전율	7.4	7.0	6.2	6.4	6.6
부채비율	179.2	184.6	186.1	169.6	150.5
순차입금비율	79.4	104.7	91.1	64.9	46.8
이자보상배율	-1.0	0.8	1.6	4.2	4.7
총차입금	2,154	2,188	2,238	2,288	2,238
순차입금	1,375	1,860	1,621	1,291	1,045
NOPLAT	170	324	443	663	684
FCF	200	-463	312	430	344

Compliance Notice

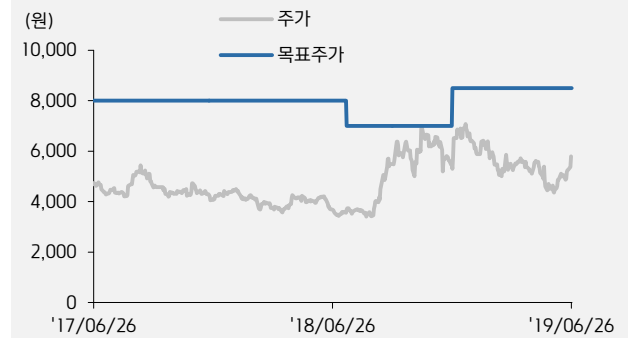
- 당사는 6월 25일 현재 '이수페타시스 (007660)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
이수페타시스 (007660)	2017/01/24	BUY(Maintain)	8,000원	6개월	-39.84	-36.88
	2017/03/16	BUY(Maintain)	8,000원	6개월	-41.94	-36.38
	2017/08/25	BUY(Maintain)	8,000원	6개월	-44.21	-32.13
	2018/04/24	BUY(Maintain)	8,000원	6개월	-50.84	-46.81
	2018/07/17	BUY(Maintain)	7,000원	6개월	-26.15	-0.71
	2018/12/27	BUY(Maintain)	8,500원	6개월	-22.99	-19.29
	2019/01/07	BUY(Maintain)	8,500원	6개월	-34.31	-16.82
	2019/06/26	BUY(Maintain)	8,500원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%