

# 이수페타시스 (007660)

전자/부품



이재윤

02 3770 5727  
jaeyun.lee@yuantakorea.com

RA 백길현

02 3770 5635  
gilhyun.baik@yuantakorea.com

투자 의견	<b>Not Rated (I)</b>
목표주가	<b>-원 (I)</b>
현재주가 (9/3)	<b>4,250원</b>
상승여력	-

시가총액	1,754억원
총발행주식수	41,268,398주
60일 평균 거래대금	46억원
60일 평균 거래량	1,124,237주
52주 고	5,750원
52주 저	3,210원
외인지분율	3.61%
주요주주	이수 외 5인 30.82%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	15.2	16.0	(21.0)
상대	16.5	17.6	(40.9)
절대(달러환산)	14.3	11.6	(18.9)

	3Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,275	-14.7	35.1	1,240	2.8
영업이익	138	217.1	-14.3	129	7.1
세전계속사업이익	106	2,379.4	-24.5	-	-
지배순이익	82	흑전	277.7	-	-
영업이익률 (%)	10.8	+7.9 %pt	-6.3 %pt	10.4	+0.4 %pt
지배순이익률 (%)	6.4	+6.4 %pt	+4.1 %pt	-	-

자료: 유안타증권

## 새로운 출발과 호황 Cycle이 만난다

### 통신기술 고도화에 따른 MLB 산업 환경 변화

올해 들어 Ethernet의 최대 전송 속도는 400Gbps까지 상향되고 있다. 이에 따라 MLB 총수는 26층 이상, VIPPO/IVH 등과 같은 특수 공정이 적용된 제품에 대한 수요가 급증하고 있는 추세다. 일반적으로 MLB의 총수가 올라가면서 기술 진입 장벽이 높아지는 데다가 VIPPO/IVH 공정까지 추가되면서 고사양 MLB를 공급할 수 있는 업체가 줄어들고 있는 상황이다. 참고로 VIPPO/IVH 공정을 포함한 고다층 MLB 단가는 기존 제품 대비 1.5~2배에 달한다.

글로벌 MLB 시장은 약 2조원 규모로 추산되고, 6개 내외 업체가 시장 수요 70% 이상을 담당하고 있다. 실제로 20층 이상의 고다층 시장 또는 VIPPO/IVH공정에 대응 가능한 업체는 5개 미만으로 압축된다. 여기에 일본 Kyocera는 최근 MLB 사업을 철수했고, 한국 대덕전자(353200 KS)는 MLB보다는 반도체기판 시장에 집중하고 있다. 요컨대, 최근 수요가 급증하고 있는 고부가 MLB 시장에 대응 가능한 업체는 3~4개업체에 불과하고 국내에서는 동사가 유일하다.

### 미/중 무역 분쟁에 따른 환경 변화

미중 무역분쟁도 동사의 MLB 경쟁 환경에 우호적으로 작용하고 있다. Cisco, Nokia, Ericsson, Google, Amazon, Microsoft 등과 같은 주요 전방 기업들이 부품 소싱에 있어서 탈중국 움직임이 나타나고 있기 때문이다. 최근 MLB 수주가 동사에 집중되고 있는 이유다.

### 22년 연간 영업이익 556억원 전망

통신산업의 고도화와 국제정세를 고려하면 최근 동사의 수주 모멘텀은 내년에도 이어질 가능성이 크다고 판단된다. 그렇다면 동사의 내년 연결기준 연간 매출액과 영업이익은 각각 5,080억원(YoY 8%), 556억원(YoY 35%, OPM 11%)에 달할 전망이다. 9년만에 사상최대 실적을 갱신을 전망할 수 있는 시점인데 반해 유상증자를 감안한 동사 시총은 2,400억원 수준(22년 PER 7.8X)에 불과하다. 이번 Cycle에서 시총 4,000억원(PER 11.7X)은 무난할 것으로 판단하고 투자포인트는 다음 세가지로 요약된다.

1) 통신기술 진화에 따른 MLB 고사양화에 따른 수혜가 동사에 집중되고 있다는 점과, 2) 지난 7년동안 대규모 적자를 기록하던 중국 후난 법인은 최근 3년간 통신장비를 중심으로 제품포트폴리오 재정비하면서 흑자전환에 성공했다는 점, 그리고 2) 또다른 적자 자회사인 이수엑사보드 철수는 연결 실적 개선뿐만 아니라 동사가 고사양화되고 있는 통신장비용 MLB 시장에 적극 대응할 수 있는 기회요인으로 작용하고 있다는 점이 긍정적으로 평가될 것이다.

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	5,142	5,142	4,717	5,080
영업이익	-240	20	412	556
지배순이익	-911	-135	158	341
PER	-1.8	-12.4	13.8	7.8
PBR	2.1	2.6	1.8	1.5
EV/EBITDA	284.6	15.6	5.3	4.0
ROE	-71.8	-19.1	15.0	21.0

자료: 유안타증권

## 통신기술 고도화에 따른 MLB 산업 환경 변화

Data 전송 속도가 빨라지면서 글로벌 MLB (Multi-Layer Board, 통신장비 및 서버용 메인보드 PCB) 시장에 나타나는 변화에 주목해야 한다. 올해 들어 Ethernet의 최대 전송 속도는 400Gbps까지 상향되고 있다. 이에 따라 MLB 층수는 26층 이상, 그리고 부품 실장용 Pad를 생성하는 VIPPO, IVH 공정이 적용된 제품에 대한 수요가 급증하고 있는 추세다. 일반적으로 MLB의 층수가 올라가면서 기술 진입장벽이 높아지는 데다가 VIPPO, IVH 공정까지 추가되면서 고사양 MLB를 공급할 수 있는 업체가 줄어들고 있다.

참고로 VIPPO, IVH 공정은 1층에서 26층(또는 그 이상)까지 Through hole 또는 Via hole 형성 후 Filling 도금을 통해 PCB 상단에 부품 실장 Pad까지 형성하는 기술을 포함하고 단가는 기존 공정 대비 1.5~2배에 달한다.

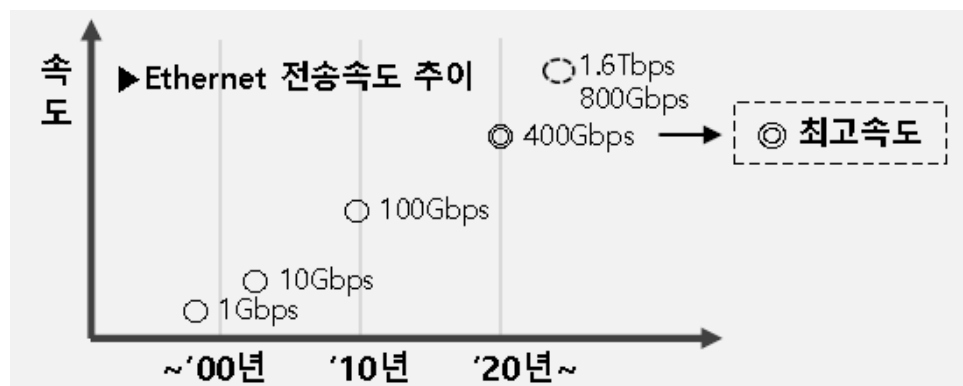
VIPPO, IVH 공정 및 기술별 사양 비교

■ PCB 신호고속화 대응에 따른 기술 변화			
구분	일반	VIPPO	VIPPO+IVH
기술 트렌드			
	일반 MLB 공법	부품실장용 PAD생성	중간 신호연결
주요공정	내층 적층 드릴 도금	내층 적층 드릴 도금 메폼	내층 적층 드릴 도금 메폼
주요제품	• Cisco 스위치	• Cisco 라우터	• Arista 스위치
전송속도	100Gbps	400Gbps	400Gbps
층수	18L	26L	26L

\* VIPPO+IVH 공법 (적층,드릴,도금,메폼) 3회이상 반복

자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

Ethernet 데이터 전송 속도 변화 추이



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

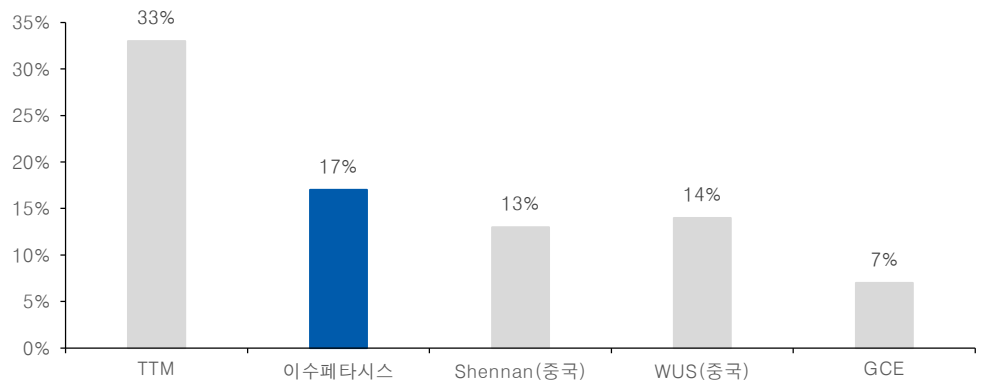
## 글로벌 MLB 시장 현황

글로벌 MLB 시장은 약 2조원 규모로 추산되고 미국 TTM, 대만 Gold Circuits, 중국 Shennan과 WUS, 일본 Kyocera, 그리고 국내 이수페타시스 (007660 KQ)와 대덕전자 (353200 KS) 등 6개 내외 업체가 시장 수요 70% 이상을 담당하고 있다.

실제로 20층 이상의 고다층 시장 또는 VIPPO/IVH공정에 대응 가능한 업체는 5개 미만으로 압축된다. 여기에 일본 Kyocera는 최근 MLB 사업을 철수했고, 한국 대덕전자는 MLB보다는 반도체기판 시장에만 집중하면서 MLB 매출은 축소되고 있는 추세다.

요컨대, 최근 수요가 급증하고 있는 고부가 MLB 시장에 대응 가능한 업체는 3~4개업체에 불과하고 국내에서는 동사가 유일하다.

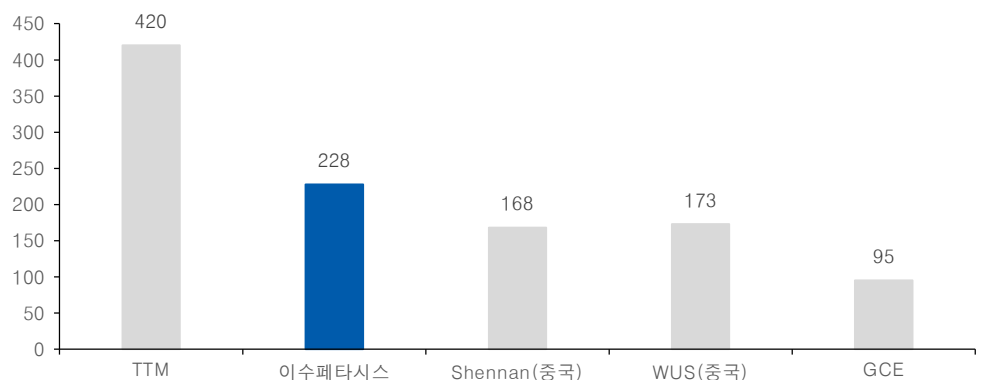
2020년 기준 주요 업체별 MLB 점유율



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2020년 기준 주요 업체별 MLB 매출액

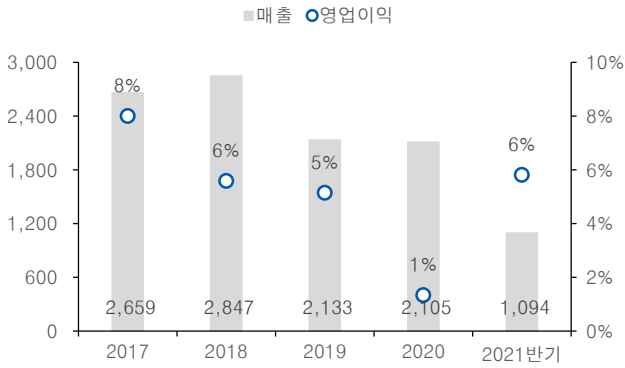
(단위: mn US\$)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

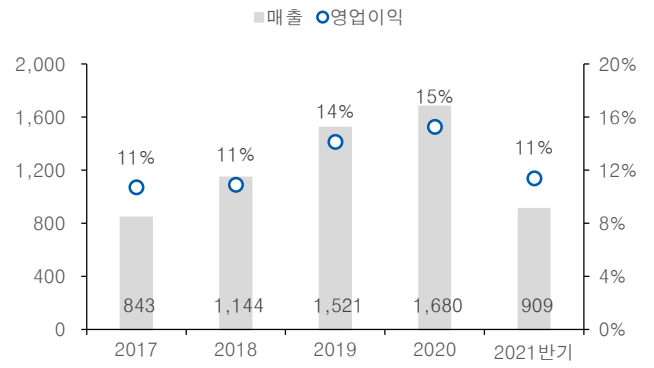
글로벌 MLB 주요 업체 실적 및 Capex 추이

미국 TTM 실적 추이 (단위: mn US\$)



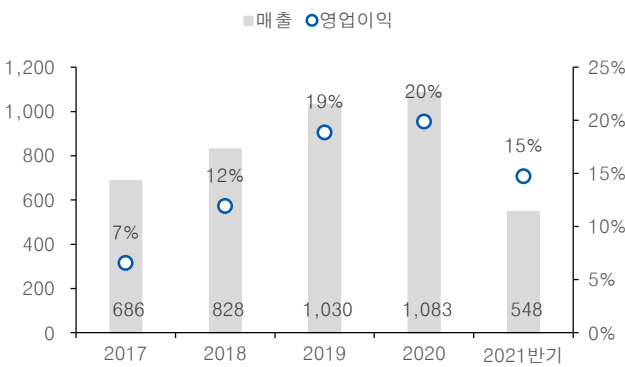
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

중국 Shennan 실적 추이 (단위: mn US\$)



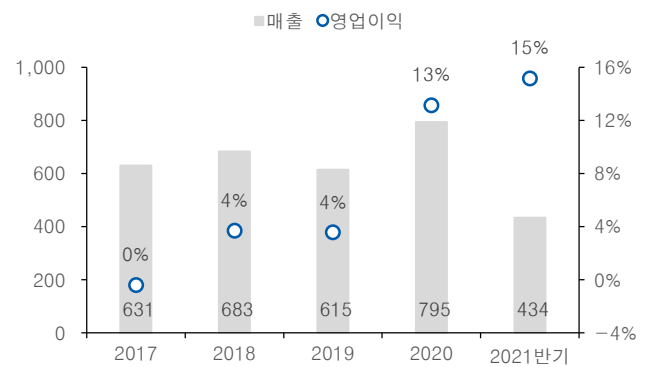
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

대만 WUS 실적 추이 (단위: mn US\$)



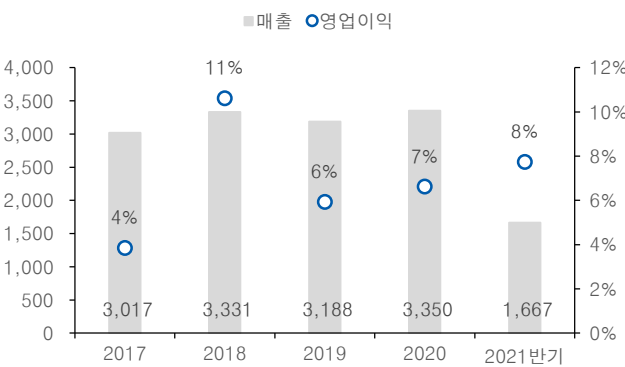
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

대만 GCE 실적 추이 (단위: mn US\$)



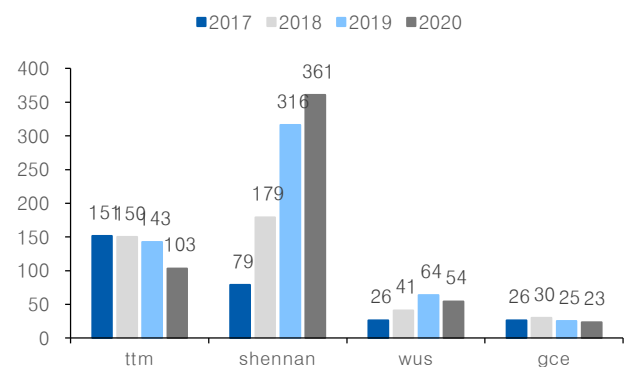
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

이수페타시스 MLB 실적 추이 (단위: 억원)



자료: Company Data, 유안타증권 리서치센터

주요 MLB 업체별 Capex 추이 (단위: mn US\$)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 실적 전망 및 투자 포인트

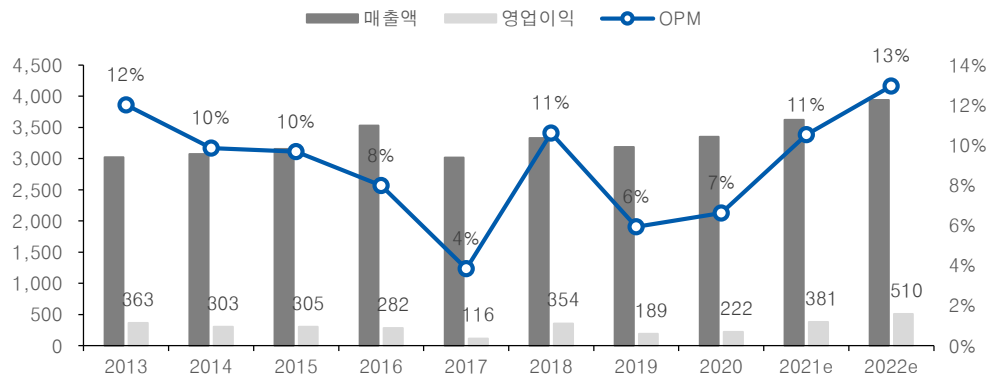
통신산업의 고도화와 국제정세를 고려하면 최근 동사의 수주 모멘텀은 내년에도 이어질 가능성이 크다고 판단된다. 그렇다면 동사의 2022년 연결기준 연간 매출액과 영업이익은 각각 5,080억원(YoY 8%), 556억원(YoY 35%, OPM 11%)에 달할 전망이다.

9년만에 사상최대 실적을 갱신을 전망할 수 있는 시점인데 반해 유상증자를 감안한 동사 시가총액은 2,400억원 수준(22년 PER 7.8X)에 불과하다. 이번 Cycle에서 시총 4,000억원(PER 11.7X)은 무난할 것으로 판단하고 투자포인트는 다음 세가지로 요약된다.

- 1) 통신기술 진화에 따른 MLB 고사양화에 따른 수혜가 동사에 집중되고 있다는 점과,
- 2) 지난 7년동안 대규모 적자를 기록하던 중국 후난 법인은 최근 3년간 통신장비를 중심으로 제품 포트폴리오를 재정비하면서 흑자전환에 성공했다는 점,
- 3) 또다른 적자 자회사인 이수엑사보드 철수는 연결 실적 개선뿐만 아니라 동사가 고사양화되고 있는 통신장비용 MLB 시장에 적극 대응할 수 있는 기회요인으로 작용하고 있다는 점이 긍정적으로 평가될 것이다.

이수페타시스 본사 실적 추이 및 전망

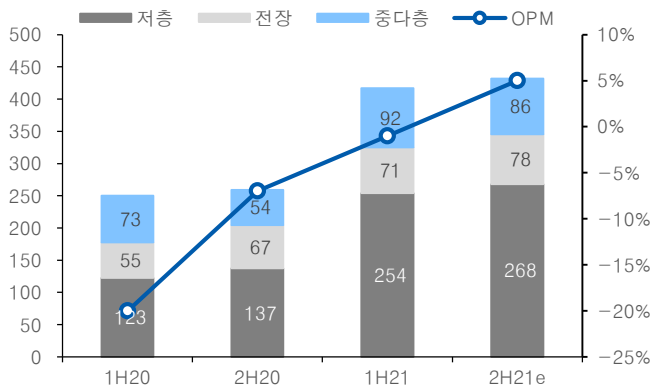
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

이수 중국 법인 실적 추이 및 전망

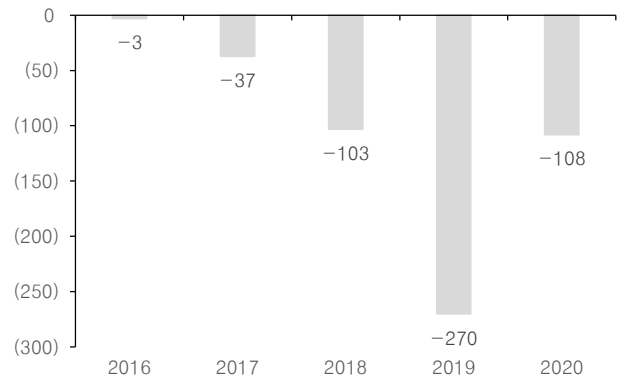
(단위: 억원, %)



자료: Company Data, 유안타증권 리서치센터

이수엑사보드 영업손실 추이

(단위: 억원)



자료: Company Data, 유안타증권 리서치센터

이수페타시스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21e	4Q21e	1Q22e	2Q22e	3Q22e	4Q22e
Sales	1,326	1,403	1,415	1,203	1,248	1,474	1,559	1,409	988	1,179	1,275	1,275	1,190	1,230	1,395	1,265
YoY%	5%	4%	-5%	-19%	-6%	5%	10%	17%	-21%	-20%	-18%	-10%	20%	4%	9%	-1%
QoQ%	-11%	6%	1%	-15%	4%	18%	6%	-10%	-30%	19%	8%	0%	-7%	3%	13%	-9%
이수페타	802	897	833	656	673	868	957	852	753	914	970	985	920	940	1,100	980
엑사보드	87	72	79	75	83	74	70	65	83	73	70	70	70	70	70	70
중국(MLB)	70	82	88	102	93	157	132	127	186	231	235	220	200	220	225	215
OP	(54)	(11)	23	(198)	(29)	33	44	(28)	19	115	138	141	111	132	167	146
OPM%	-4%	-1%	2%	-16%	-2%	2%	3%	-2%	2%	10%	11%	11%	9%	11%	12%	12%
YoY%	적지	적전	-76%	적전	적지	흑전	88%	적지	흑전	248%	214%	흑전	483%	15%	21%	4%
QoQ%	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	33%	적전	흑전	505%	20%	2%	-21%	19%	27%	-12%
이수페타	18	78	90	3	2	92	77	51	30	99	122	130	100	120	155	135
엑사보드	10	-0	-1	4	-0	-4	-14	-18	5	-	1	1	1	1	1	1
중국(MLB)	-47	-52	-39	-34	-33	-6	-10	-8	-16	16	15	10	10	11	11	11

자료: 유안타증권 리서치센터

이수페타시스 연간 실적 추이 및 전망

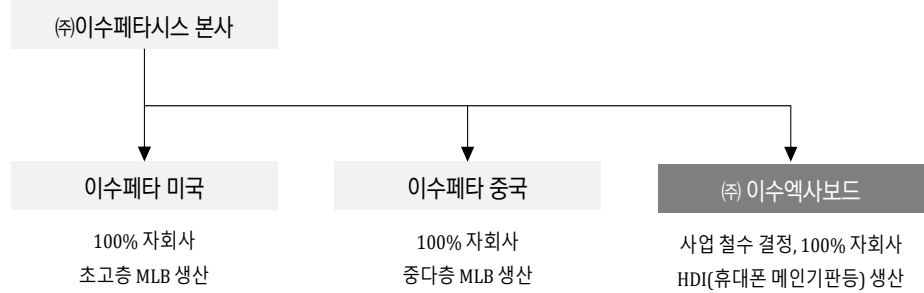
(단위: 억원)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e
Sales	5,542	5,313	5,603	5,347	5,690	4,717	5,080
YoY%	6%	-4%	5%	-5%	6%	-17%	8%
이수페타(MLB)	3,529	3,017	3,331	3,188	3,350	3,622	3,940
엑사보드(HDI)	2335	2531	1988	1739	1501	721	280
중국(MLB)	412	479	577	342	509	872	860
기타/조정	(734)	(714)	(293)	78	329	(498)	0
OP	111	(80)	90	(240)	20	413	556
OPM%	2%	-2%	2%	-4%	0%	9%	11%
YoY%	-45%	적전	흑전	적전	흑전	1993%	35%
이수페타(MLB)	282	116	354	189	222	381	510
엑사보드(HDI)	24	2	-67	-257	-145	-83	3
중국(MLB)	-145	-165	-180	-172	-57	25	43
기타/조정	(50)	(33)	(16)	0	0	89	0

자료: 유안타증권 리서치센터

## 회사 최근 현황

이수페타시스 이수엑사보드 사업 철수 (2Q21 기준)



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

### 이수페타시스 유상증자 내용

1. 신주의 종류와 수	보통주식 (주)	21,978,021
	기타주식 (주)	-
2. 1주당 액면가액 (원)		1,000
3. 증자전 발행주식총수 (주)	보통주식 (주)	41,268,398
	기타주식 (주)	-
4. 자금조달의 목적	시설자금 (원)	42,000,000,000
	영업양수자금 (원)	-
	운영자금 (원)	17,999,997,330
	채무상환자금 (원)	-
	타법인 증권	-
	취득자금 (원)	-
	기타자금 (원)	-
5. 증자방식	주주배정후 실권주 일반공모	

자료: 유안타증권 리서치센터

이수페타시스 (007660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	5,142	5,142	4,717	5,080	5,486
매출원가	4,878	4,673	3,890	4,064	4,279
매출충이익	265	469	827	1,016	1,207
판매비	504	450	414	460	511
영업이익	-240	20	412	556	696
EBITDA	13	248	603	755	937
영업외손익	-478	-103	-87	-107	-99
외환관련손익	23	-59	22	0	0
이자손익	-97	-95	-93	-83	-75
관계기업관련손익	-2	0	-3	-6	-6
기타	-402	50	-13	-18	-18
법인세비용차감전순손익	-718	-84	326	449	597
법인세비용	193	51	77	108	143
계속사업순손익	-911	-135	249	341	454
중단사업순손익	0	0	-91	0	0
당기순이익	-911	-135	158	341	454
지배지분순이익	-911	-135	158	341	454
포괄순이익	-989	-170	298	559	672
지배지분포괄이익	-989	-170	298	559	672

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	155	-222	398	523	609
당기순이익	-911	-135	158	341	454
감가상각비	247	222	185	194	237
외환손익	0	20	-5	0	0
중속, 관계기업관련손익	2	0	3	6	6
자산부채의 증감	81	-284	-70	-122	-192
기타현금흐름	735	-45	127	104	103
투자활동 현금흐름	-216	33	-279	-224	-224
투자자산	14	4	-57	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-221	-114	-282	-280	-280
유형자산 감소	37	32	3	0	0
기타현금흐름	-46	112	57	56	56
재무활동 현금흐름	70	193	601	-110	-240
단기차입금	208	195	-197	-100	0
사채 및 장기차입금	-100	-50	73	0	-211
자본	0	0	735	0	0
현금배당	-28	-24	0	0	-19
기타현금흐름	-10	72	-10	-10	-10
연결범위변동 등 기타	7	-43	-117	-81	-174
현금의 증감	16	-39	602	108	-30
기초 현금	254	270	232	834	941
기말 현금	270	232	834	941	911
NOPLAT	-304	32	412	556	696
FCF	-66	-336	116	243	329

자료: 유안타증권

- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

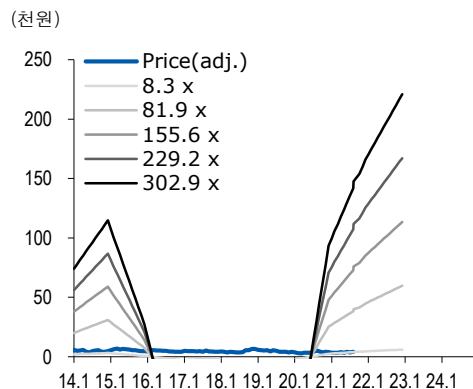
재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,247	2,243	3,083	3,238	3,375
현금및현금성자산	270	232	834	941	911
매출채권 및 기타채권	1,004	945	1,093	1,085	1,166
재고자산	818	942	1,020	1,075	1,161
비유동자산	1,920	1,651	1,757	1,832	1,865
유형자산	1,438	1,306	1,435	1,521	1,564
관계기업등 지분관련자산	8	4	10	4	-2
기타투자자산	216	174	152	152	152
자산총계	4,167	3,894	4,840	5,070	5,240
유동부채	3,026	2,950	2,964	2,853	2,681
매입채무 및 기타채무	735	605	823	812	851
단기차입금	1,569	2,096	1,900	1,800	1,800
유동성장기부채	536	173	164	164	-47
비유동부채	381	292	420	420	420
장기차입금	205	168	101	101	101
사채	0	0	150	150	150
부채총계	3,407	3,243	3,384	3,273	3,101
지배지분	760	651	1,456	1,797	2,139
자본금	413	413	623	623	623
자본잉여금	157	175	700	700	700
이익잉여금	168	7	78	419	761
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	760	651	1,456	1,797	2,139
순차입금	2,049	2,193	1,441	1,233	1,052
총차입금	2,338	2,462	2,341	2,241	2,030

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	-2,207	-327	309	548	729
BPS	1,912	1,578	2,339	2,886	3,435
EBITDAPS	32	600	1,180	1,212	1,505
SPS	12,461	12,460	9,234	8,158	8,811
DPS	60	0	90	90	90
PER	-1.8	-12.4	13.8	7.8	5.8
PBR	2.1	2.6	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	284.6	15.6	5.3	4.0	3.0
PSR	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5

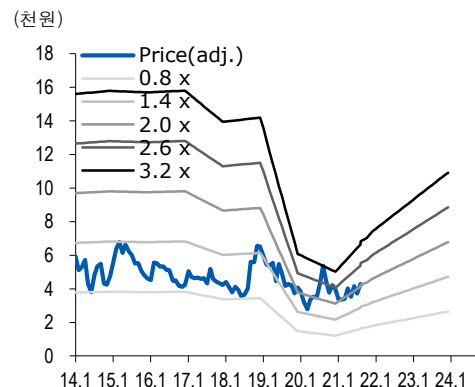
재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	-8.2	0.0	-8.3	7.7	8.0
영업이익 증가율 (%)	적전	흑전	1,999.9	34.8	25.3
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	흑전	116.0	33.2
매출총이익률 (%)	5.1	9.1	17.5	20.0	22.0
영업이익률 (%)	-4.7	0.4	8.7	10.9	12.7
지배순이익률 (%)	-17.7	-2.6	3.3	6.7	8.3
EBITDA 마진 (%)	0.3	4.8	12.8	14.9	17.1
ROIC	-10.3	1.2	11.7	14.9	17.7
ROA	-19.8	-3.4	3.6	6.9	8.8
ROE	-71.8	-19.1	15.0	21.0	23.1
부채비율 (%)	448.1	498.1	232.4	182.1	145.0
순차입금/자기자본 (%)	269.5	336.8	98.9	68.6	49.2
영업이익/금융비용 (배)	-2.2	0.2	4.2	6.0	8.4



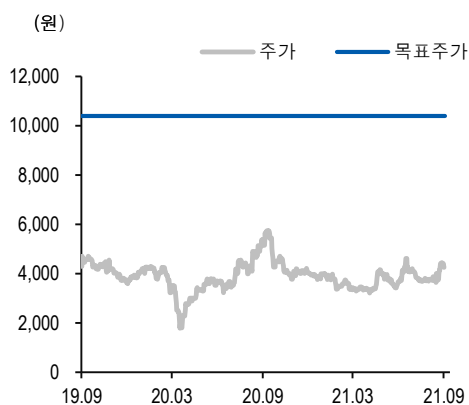
P/E band chart



P/B band chart



이수페타시스 (007660) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-09-06	Not Rated	-	1년		
2019-09-28	1년 경과 이후		1년	-62.76	-44.71
2018-09-28	BUY	10,400	1년	-57.66	-32.02

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.3
Hold(중립)	8.7
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-09-03

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재운)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.