



Not Rated

주가(10/18): 3,830원

시가총액: 1,581억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/18)		3,006.68pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	4,386원	2,856원
등락률	-12.7%	34.1%
수익률	절대	상대
1M	-12.0%	-8.0%
6M	27.2%	35.3%
1Y	6.3%	-17.2%

Company Data

발행주식수	63,246 천주
일평균 거래량(3M)	1,074천주
외국인 지분율	2.4%
배당수익률(21E)	2.3%
BPS(21E)	1,482원
주요 주주	(주)이수 외 28.7%

투자지표

(억원, IFRS)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,142	5,142	4,852	5,221
영업이익	-240	20	416	528
EBI DA	13	248	630	724
세전이익	-718	-84	309	431
순이익	-911	-135	152	339
지배주주지분순이익	-911	-135	152	339
EPS(원)	-2,207	-291	312	536
증감률(%YoY)	적지	적지	흑전	72.0
PER(배)	-1.9	-12.2	12.3	7.1
PBR(배)	2.22	2.53	2.58	2.03
EV/EBITDA(배)	288.3	15.7	5.3	4.3
영업이익률(%)	-4.7	0.4	8.6	10.1
ROE(%)	-71.8	-19.1	19.1	31.9
순부채비율(%)	272.2	342.2	186.3	128.1

자료: 키움증권

Price Trend



이수페타시스 (007660)

기업가치 훼손 요인 해소, 재평가로 가는 길



장기간 적자로 인해 기업가치를 훼손했던 엑사보드와 중국 법인 리스크가 해소됐다. 글로벌 2위 경쟁력을 가진 고다층 MLB 전문 업체로 거듭났고, 역사적 최고 수준의 주가가 이어지고 있어 실적 가시성이 높다. 하반기 실적은 시장 예상치를 넘어서며 큰 폭으로 개선될 것이다. MLB는 탈중국 수요와 고부가 VIPPO 제품 매출이 증가하고 있다. 중국 법인은 체질 개선과 함께 흑자 기조에 정착했다. 재평가가 필요하다.

>>> 엑사보드와 중국 법인 적자 리스크 해소

장기간 기업가치를 훼손했던 엑사보드와 중국 법인 리스크가 해소됨에 따라 기업가치 재평가가 필요해 보인다. 실적 개선 속도가 예상보다 빠르고, 연간 400억원 이상의 영업이익을 실현할 수 있는 체질을 갖췄다고 판단된다.

주력인 MLB는 역대 최고 수준의 주주 성과를 이어가고 있는데, 1) 선진시장 통신 인프라 투자가 확대되는 과정에서 미국 정부의 중국산 통신장비 배제 기조에 따라 중국산 MLB를 대체하는 수요가 증가하고 있고, 2) 데이터 전송 속도 고산화 추세와 함께 고부가인 VIPPO 제품 수요가 확대되고 있다.

5G 무선 기지국 시장이 새로운 기회가 될 것이고, 국내외 주요 고객들에게 품질 승인 절차를 진행하고 있다.

중국 후난 법인이 체질 개선에 성공하면서 흑자 기조에 정착한 점이 긍정적이다. O사 중심의 미주 고객 대상 중다층 MLB 매출이 지속적으로 증가하고 있으며, Low Tech 제품에서 Standard Tech 제품으로 고도화를 추진하고 있다.

>>> 역사적 최고 수준 MLB 주주 지속, 하반기 실적 기대 이상

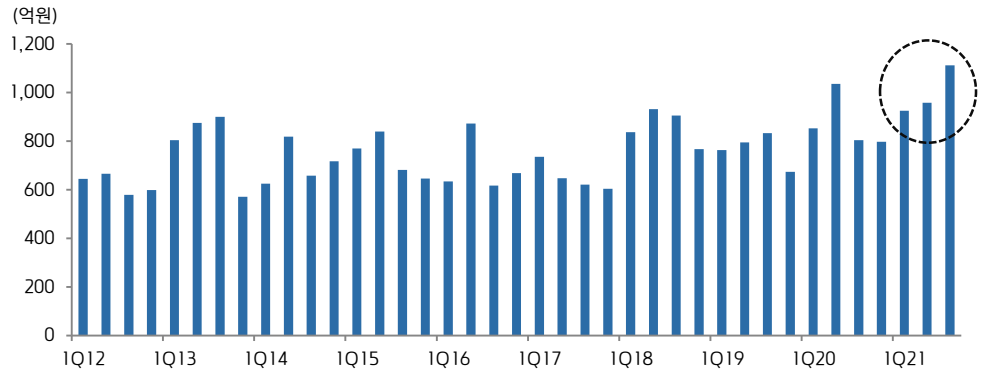
HDI와 연성PCB 사업(엑사보드) 철수에 따라 MLB 전문 업체로 거듭났고, 주주 동향에 따라 실적 가시성이 높아졌다. 글로벌 2위 고다층 MLB 업체로서 VIPPO, IVH 공법 등 앞선 제조 기술을 바탕으로 주요 통신장비 업체들 내 입지가 확고하다.

고부가 VIPPO 제품 비중은 지난해 하반기 54%에서 현재 67%로 상승하며 제품 Mix 개선을 이끌고 있다. 데이터센터 서버용 MLB는 부가가치가 낮지만, 초고다층 제품 개발에 참여하고 있어 향후 수익성 개선이 기대된다.

3분기 영업이익은 150억원(QoQ 32%)으로 시장 예상치를 넘어서는 동시에 전분기 대비로도 큰 폭의 개선세를 이어갈 것이다.

유상증자를 진행하고 있는데, 1) 재무구조 개선에 따른 주주 경쟁력 향상과 2) VIPPO 도금 공정 등 병목 공정 증설에 따른 매출 기반 확대 효과가 기대된다.

MLB 수주 추이



자료: 이수페타시스, 키움증권

PCB 신호 고속화에 따른 기술 변화

구분	일반	VIPPO	VIPPO+IVH
기술 트렌드	 일반적인 MLB 공법	 부품실장용 PAD 생성	 내층과 내층의 신호연결
주요 공정	내층 > 적층 > 드릴 > 도금	내층 > 적층 > 드릴 > 도금 > 메꿈	내층 > 적층 > 드릴 > 도금 > 메꿈 [3회 이상]
전송속도	100Gbps	400Gbps	400Gbps
MLB 층수	18L	26L	26L

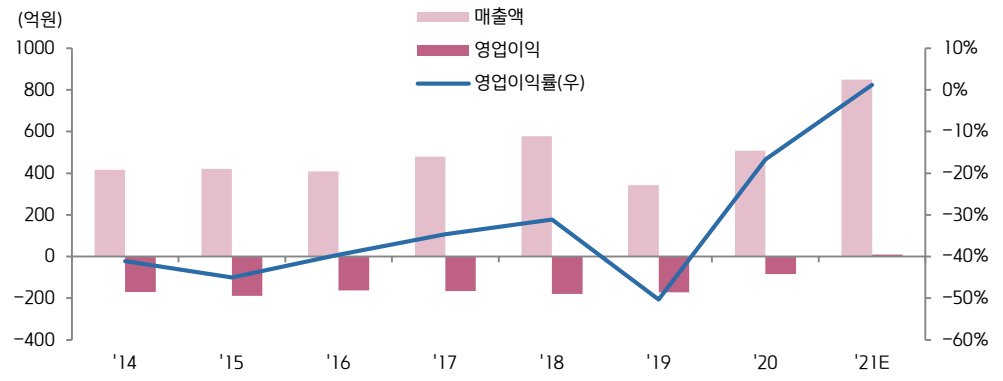
자료: 이수페타시스, 키움증권

고객 및 PCB 기술 변화

구분	유선 장비				무선 장비	
	CISCO	Nokia	Arista	Google	KMW	삼성
APP	라우터	라우터	스위치	서버	RF	RF
주요 제품	 ARS9K	 7750	 7368X4	 데이터센터 서버용	 3.5Ghz 매크로셀	 28Ghz 스몰셀
층수	40L	36L	26L	14L	22L	18L
도금	20:1	17:1	16:1	9:1	12:1	14:1
자재 (LowDk 등급)	Super Ultra Low Loss	Ultra Low Loss	Super Ultra Low Loss	Ultra Low Loss	Hybrid (Low Loss)	Hybrid (Low Loss)
공법	VIPPO+IVH	VIPPO+IVH	VIPPO+IVH	일반	VIPPO+IVH VIPPO+HDI	HDI

자료: 이수페타시스, 키움증권

중국 후난 법인 실적 추이



자료: 이수페타시스, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	5,142	5,142	4,852	5,221	5,571
매출원가	4,878	4,673	4,017	4,249	4,517
매출총이익	265	469	835	971	1,053
판매비	504	450	419	443	471
영업이익	-240	20	416	528	582
EBITDA	13	248	630	724	768
영업외손익	-478	-103	-106	-97	-88
이자수익	13	5	13	15	21
이자비용	110	100	92	88	88
외환관련이익	82	77	69	69	69
외환관련손실	59	136	69	69	69
종속 및 관계기업손익	-2	0	0	0	0
기타	-402	51	-27	-24	-21
법인세차감전이익	-718	-84	309	431	494
법인세비용	193	51	66	92	105
계속사업손익	-911	-135	243	339	388
당기순이익	-911	-135	152	339	388
지배주주순이익	-911	-135	152	339	388
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-8.2	0.0	-5.6	7.6	6.7
영업이익 증감율	-420.0	-108.3	1,980.0	26.9	10.2
EBITDA 증감율	-96.0	1,807.7	154.0	14.9	6.1
지배주주순이익 증감율	흑전	-85.2	-212.6	123.0	14.5
EPS 증감율	적지	적지	흑전	72.0	14.5
매출총이익율(%)	5.2	9.1	17.2	18.6	18.9
영업이익률(%)	-4.7	0.4	8.6	10.1	10.4
EBITDA Margin(%)	0.3	4.8	13.0	13.9	13.8
지배주주순이익률(%)	-17.7	-2.6	3.1	6.5	7.0

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,247	2,243	2,453	2,690	3,079
현금 및 현금성자산	270	232	564	683	965
단기금융자산	8	8	9	9	9
매출채권 및 기타채권	1,004	945	882	939	991
재고자산	818	942	879	936	987
기타유동자산	147	116	119	123	127
비유동자산	1,920	1,651	1,570	1,521	1,467
투자자산	224	179	175	171	168
유형자산	1,438	1,306	1,234	1,194	1,148
무형자산	37	37	32	27	22
기타비유동자산	221	129	129	129	129
자산총계	4,167	3,894	4,023	4,210	4,546
유동부채	3,026	2,950	2,843	2,777	2,810
매입채무 및 기타채무	735	605	595	627	658
단기금융부채	2,114	2,275	2,175	2,075	2,075
기타유동부채	177	70	73	75	77
비유동부채	381	292	242	242	242
장기금융부채	232	193	143	143	143
기타비유동부채	149	99	99	99	99
부채총계	3,407	3,243	3,086	3,019	3,052
지배지분	760	651	937	1,191	1,494
자본금	413	413	632	632	632
자본잉여금	157	175	175	175	175
기타자본	-108	-49	-49	-49	-49
기타포괄손익누계액	130	105	76	48	19
이익잉여금	168	7	103	385	716
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	760	651	937	1,191	1,494

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	155	-222	428	452	500
당기순이익	-911	-135	152	339	388
비현금항목의 가감	1,156	431	360	361	357
유형자산감가상각비	247	222	209	191	181
무형자산감가상각비	5	6	6	5	4
지분법평가손익	-2	0	0	0	0
기타	906	203	145	165	172
영업활동자산부채증감	81	-284	62	-83	-74
매출채권및기타채권의감소	359	35	63	-57	-52
재고자산의감소	-36	-83	63	-56	-52
매입채무및기타채무의증가	-219	-145	-9	32	31
기타	-23	-91	-55	-2	-1
기타현금흐름	-171	-234	-146	-165	-171
투자활동 현금흐름	-216	33	-134	-147	-132
유형자산의 취득	-221	-114	-137	-151	-136
유형자산의 처분	37	32	0	0	0
무형자산의 순취득	-2	-6	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-76	46	4	4	4
단기금융자산의감소(증가)	65	-1	0	0	0
기타	-19	76	-1	0	0
재무활동 현금흐름	70	193	60	-166	-66
차입금의 증가(감소)	107	145	-150	-100	0
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	220	0	0
자기주식처분(취득)	0	82	0	0	0
배당금지급	-28	-24	0	-57	-57
기타	-9	-10	-10	-9	-9
기타현금흐름	7	-43	-23	-19	-19,19
현금 및 현금성자산의 순증가	16	-39	332	119	282
기초현금 및 현금성자산	254	270	232	564	683
기말현금 및 현금성자산	270	232	564	683	965

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	-1,962	-291	312	536	614
BPS	1,637	1,402	1,482	1,883	2,362
CFPS	527	636	1,049	1,107	1,179
DPS	60	0	90	90	90
주가배수(배)					
PER	-1.9	-12.2	12.3	7.1	6.2
PER(최고)	-3.3	-18.2	14.3		
PER(최저)	-1.6	-5.1	9.1		
PBR	2.22	2.53	2.58	2.03	1.62
PBR(최고)	3.95	3.78	3.00		
PBR(최저)	1.94	1.06	1.91		
PSR	0.33	0.32	0.38	0.46	0.43
PCFR	6.9	5.6	3.6	3.5	3.2
EV/EBITDA	288.3	15.7	5.3	4.3	3.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-2.6	0.0	37.4	16.8	14.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.5	0.0	2.3	2.3	2.3
ROA	-19.8	-3.4	3.8	8.2	8.9
ROE	-71.8	-19.1	19.1	31.9	28.9
ROIC	-7.6	1.7	12.5	16.3	17.8
매출채권회전율	4.2	5.3	5.3	5.7	5.8
재고자산회전율	6.1	5.8	5.3	5.8	5.8
부채비율	448.1	498.1	329.2	253.6	204.4
순차입금비율	272.2	342.2	186.3	128.1	83.3
이자보상배율	-2.2	0.2	4.5	6.0	6.6
총차입금	2,347	2,468	2,318	2,218	2,218
순차입금	2,069	2,228	1,746	1,526	1,244
NOPLAT	13	248	630	724	768
FCF	-80	-100	466	378	433

Compliance Notice

- 당사는 10월 18일 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.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 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 (2020/10/01~2021/09/30)

매수	중립	매도
97.63%	2.37%	0.00%