

이수페타시스 (007660)

전자/부품



이재윤

02 3770 5727

jaeyun.lee@yuantakorea.com

투자 의견	Not Rated (M)
목표주가	-원 (M)
현재주가 (10/22)	4,030원
상승여력	-

시가총액	1,663억원
총발행주식수	63,246,419주
60일 평균 거래대금	46억원
60일 평균 거래량	1,108,733주
52주 고	4,386원
52주 저	2,856원
외인지분율	2.71%
주요주주	이수 외 5인 26.45%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.4)	22.4	12.4
상대	(3.2)	32.4	(11.9)
절대(달러환산)	(7.5)	19.6	8.2

적정 시총 5,000억원

3Q21 영업이익 159억원으로 당초 예상 상회할 전망

3Q21 매출액과 영업이익은 각각 1,355억원(YoY -13%, QoQ 15%), 159억원(YoY 262%, QoQ 38%, OPM 12%)으로 당초 예상 영업이익 138억원을 대폭 상회할 전망이다. 부품 소싱의 탈중국 트렌드 가속화가 동사의 고객다변화를 예상보다 빠른 속도로 견인하고 있기 때문이다.

4Q21 영업이익 133억원으로 전망

4Q21 매출액과 영업이익은 각각 1,247억원(YoY -11%, QoQ -8%), 133억원(YoY 흑전, QoQ -17%, OPM 11%)으로 전망함. 비수기 영향으로 4분기 매출액은 전 분기 대비 감소하겠지만 고객 다변화 및 제품 Mix 개선 효과로 견조한 수익성을 기록할 것으로 예상됨.

22년 역대급 실적 전망에 대한 근거

2022년 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 각각 5,080억원(YoY 7%), 556억원(YoY 31%, OPM 11%)으로 사상최대 실적을 기록할 전망. 연결 자회사 중국법인은 매출액과 영업이익을 각각 860억원(YoY 1%), 26억원(YoY 53%, OPM 3%)으로 보수적으로 가정해 연결 실적에 반영함. 유상증자를 감안한 동사 시총은 2,200억 수준으로 내년 예상 실적 기준 PER 7.4배에 불과. 고객사들의 탈중국 트렌드, 통신 고도화, 우호적인 경쟁 환경이 동사의 실적 전망에 대한 가시성을 높여줄 것. 적정 시총은 4,500억원~5,000억원으로 추산됨.

통신기술 고도화에 따라 MLB 시장 성장이 가속화되고 있는 가운데 22년 동사에 긍정적인 포인트는 다음 네가지로 요약됨.

첫째, 미국과 중국의 갈등이 지속되면서 Cisco, Nokia, Ericsson, Google, Amazon, Microsoft, Arista, Juniper 등과 같은 **주요 전방 기업들이 부품 소싱에 있어서 탈중국에 대한 Needs가 커지고 있음. 이에 따른 수혜가 동사에 집중되고 있음.** 현재 동사의 가동률은 75%~80% 수준이고 수주 증가 대응을 위해 Capa 증설 중. 22년 Capa는 올해 대비 10% 이상 늘어날 전망.

둘째, 경쟁사들의 사업 철수 및 축소도 긍정적 요인. 21년 상반기 일본 Kyocera가 MLB 사업을 철수함. 국내 경쟁사인 대덕전자는 반도체 기판에 모든 역량과 자원을 집중하면서 MLB 사업은 점차 축소되고 있음.

셋째, 과거와는 다르게 특정 고객사에 대한 의존도가 낮아짐. 과거에는 Cisco 또는 Nokia에 대한 의존도가 절대적이었지만, 올해 들어서는 Google, Juniper, Arista 대상 매출 비중이 빠른 속도로 확대되기 시작함. 앞서 언급한 '고객사들의 탈중국 움직임'의 일환으로 해석.

넷째, 통신속도가 빨라지면서 MLB 생산 기술(VIPPO, IVH 등)도 고도화되고 있음. 글로벌 MLB 업체는 15~20개에 달하는 반면 이에 대응 가능한 업체는 3~4개로 축소되는 것으로 추정됨.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,355	-9.4	43.6	1,258	7.8
영업이익	159	265.4	-1.2	134	19.2
세전계속사업이익	127	2,864.2	-9.8	106	20.1
지배순이익	98	흑전	351.6	82	19.5
영업이익률 (%)	11.7	+8.8 %pt	-5.4 %pt	10.6	+1.1 %pt
지배순이익률 (%)	7.2	+7.2 %pt	+4.9 %pt	6.5	+0.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	5,142	5,142	4,769	5,080
영업이익	-240	20	425	556
지배순이익	-911	-135	168	341
PER	-1.8	-12.4	12.3	7.4
PBR	2.1	2.6	1.7	1.4
EV/EBITDA	284.6	15.6	5.0	3.8
ROE	-71.8	-19.1	16.0	21.0

자료: 유안타증권

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	1,355	1,247	1,190	1,230	1,395	1,265
YoY%	5%	4%	-5%	-19%	-6%	5%	10%	17%	-21%	-20%	-13%	-11%	20%	4%	3%	1%
QoQ%	-11%	6%	1%	-15%	4%	18%	6%	-10%	-30%	19%	15%	-8%	-5%	3%	13%	-9%
이수페타	802	897	833	656	673	868	957	852	753	914	1,050	977	920	940	1,100	980
엑사보드	87	72	79	75	83	74	70	65	83	73						
중국(MLB)	70	82	88	102	93	157	132	127	186	231	235	200	200	220	225	215
OP	(54)	(11)	23	(198)	(29)	33	44	(28)	19	115	159	133	106	133	170	147
OPM%	-4%	-1%	2%	-16%	-2%	2%	3%	-2%	2%	10%	12%	11%	9%	11%	12%	12%
YoY%	적지	적전	-76%	적전	적지	흑전	88%	적지	흑전	248%	262%	흑전	456%	16%	7%	11%
QoQ%	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	33%	적전	흑전	505%	38%	-17%	-20%	26%	27%	-13%
이수페타	18	78	90	3	2	92	77	51	30	99	143	130	101	126	160	140
엑사보드	10	-0	-1	4	-0	-4	-14	-18	5							
중국(MLB)	-47	-52	-39	-34	-33	-6	-10	-8	-16	16	15	2	4	7	9	6

자료: 유안타증권 리서치센터

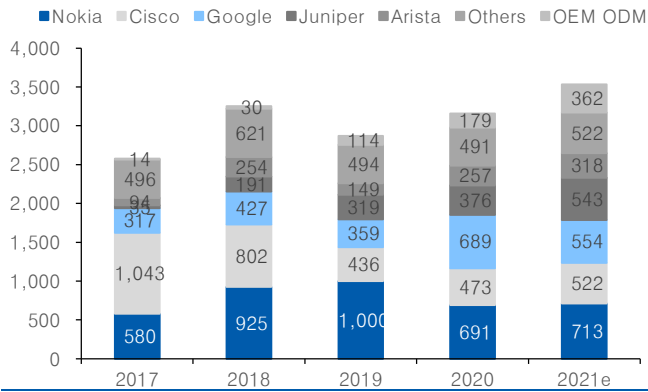
이수페타시스 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e
Sales	5,542	5,313	5,603	5,142	5,142	4,769	5,080
YoY%	6%	-4%	5%	-5%	6%	-16%	7%
이수페타(MLB)	3,529	3,017	3,331	3,188	3,350	3,694	3,940
엑사보드(HDI)	2335	2531	1988	1739	1501	156	
중국(MLB)	412	479	577	342	509	852	860
기타/조정	(734)	(714)	(293)	78	329	67	280
OP	111	(80)	90	(240)	20	426	556
OPM%	2%	-2%	2%	-4%	0%	9%	11%
YoY%	-45%	적전	흑전	적전	흑전	2060%	31%
이수페타(MLB)	282	116	354	189	222	402	527
엑사보드(HDI)	24	2	-67	-257	-145	-83	
중국(MLB)	-145	-165	-180	-172	-57	17	26
기타/조정	(50)	(33)	(16)	0	0	89	3

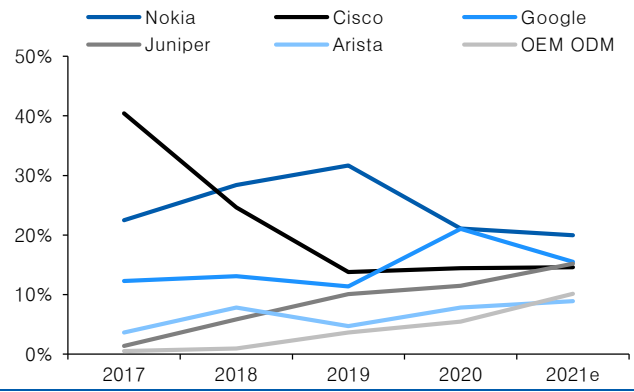
자료: 유안타증권 리서치센터

이수페타시스 주요 고객사별 Salesbreakdown 추정 (단위: 억원)



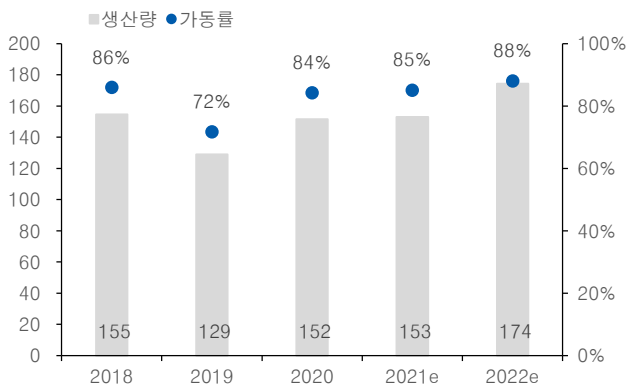
자료: 유안타증권 리서치센터

이수페타시스 주요 고객사별 비중 변화 추이 및 전망



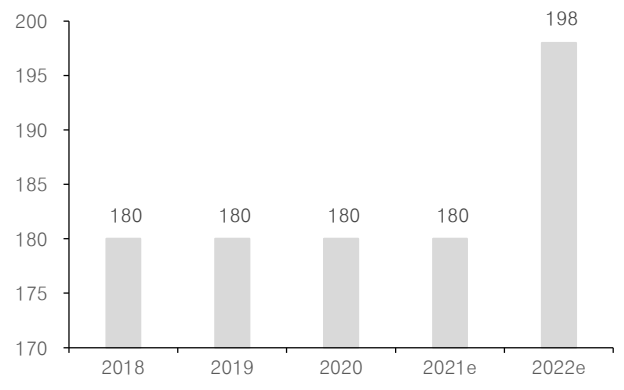
자료: 유안타증권 리서치센터

이수페타시스 본사 가동률 (단위: Km2)



자료: 유안타증권 리서치센터

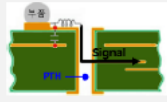
이수페타시스 본사 생산 Capa (단위: Km2)



자료: 유안타증권 리서치센터

VIPPO, IVH 공정 및 기술별 사양 비교

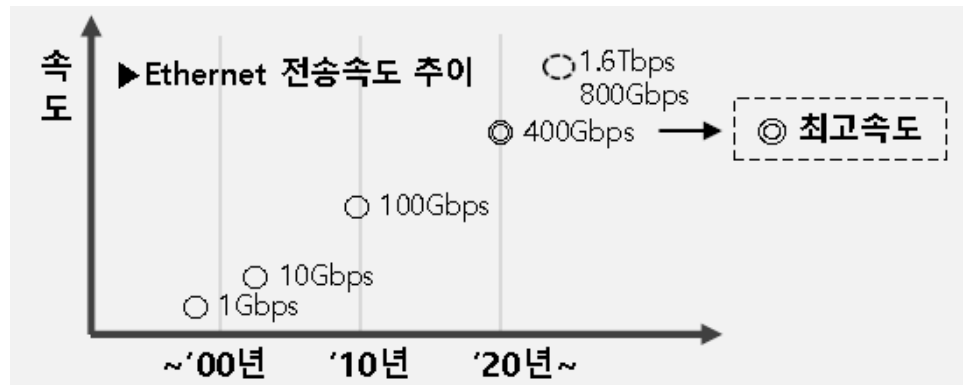
■ PCB 신호고속화 대응에 따른 기술 변화

구분	일반	VIPPO	VIPPO+IVH
기술 트랜드	 일반 MLB 공법	 부품실장용 PAD생성+증간 신호연결	
주요공정	내층/적층 드릴/도금	내층/적층 드릴/도금/메꿈	내층/적층 드릴/도금/메꿈
주요제품	• Cisco 스위치	• Cisco 라우터	• Arista 스위치
전송속도	100Gbps	400Gbps	400Gbps
층수	18L	26L	26L

* VIPPO+IVH 공법 (적층,드릴,도금,메꿈) 3회이상 반복

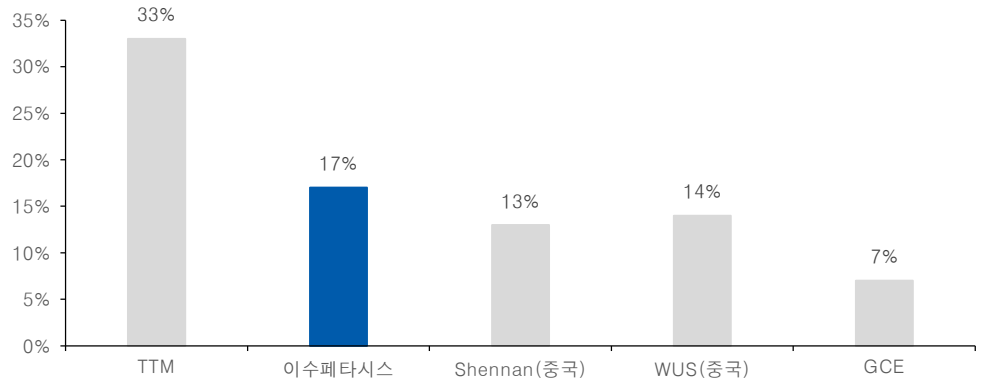
자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

Ethernet 데이터 전송 속도 변화 추이



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

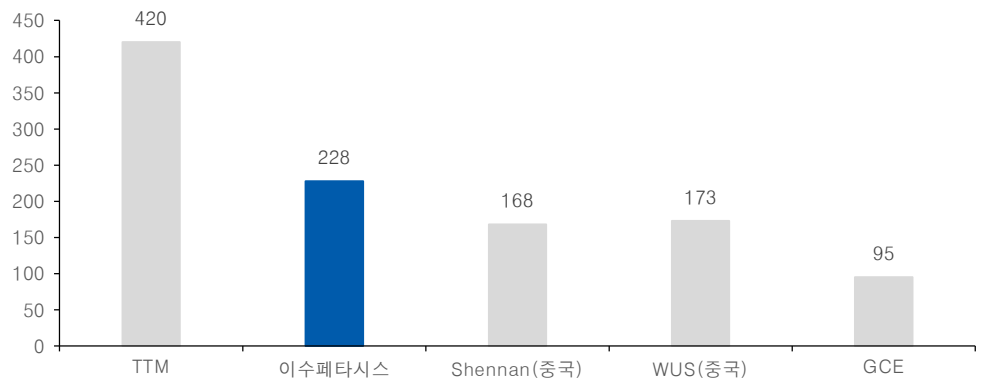
2020년 기준 주요 업체별 MLB 점유율



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2020년 기준 주요 업체별 MLB 매출액

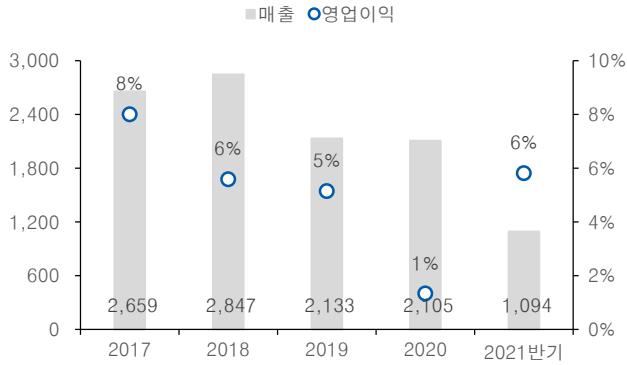
(단위: mn US\$)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

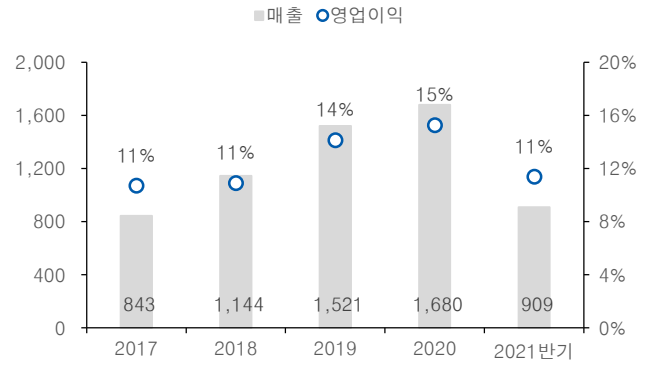
글로벌 MLB 주요 업체 실적 및 Capex 추이

미국 TTM 실적 추이 (단위: mn US\$)



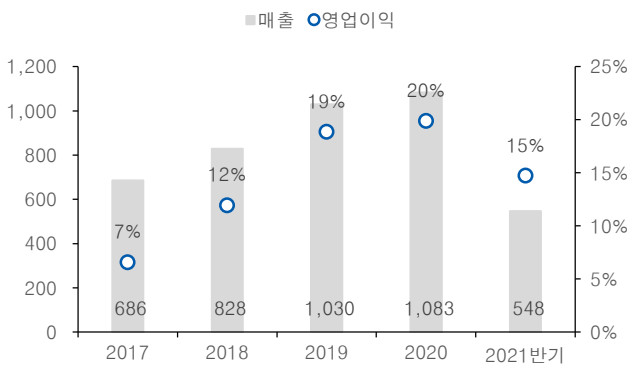
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

중국 Shennan 실적 추이 (단위: mn US\$)



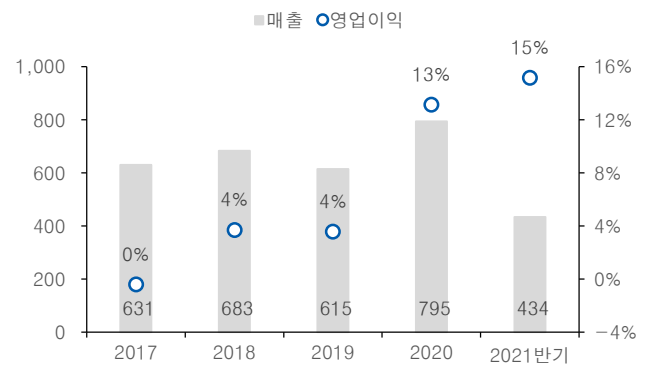
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

대만 WUS 실적 추이 (단위: mn US\$)



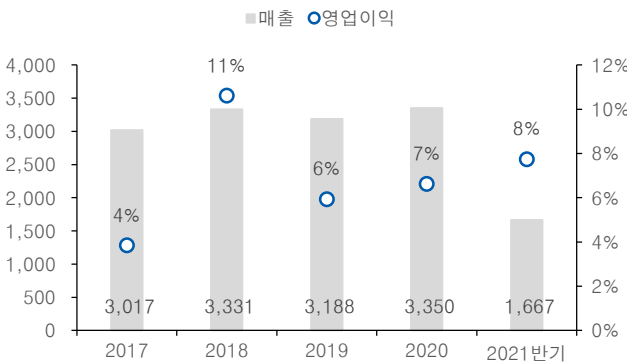
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

대만 GCE 실적 추이 (단위: mn US\$)



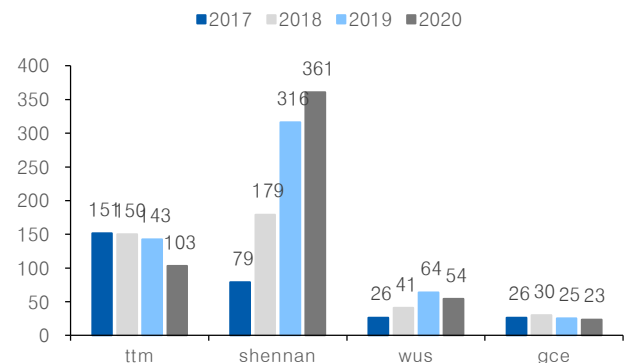
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

이수페타시스 MLB 실적 추이 (단위: 억원)



자료: Company Data, 유안타증권 리서치센터

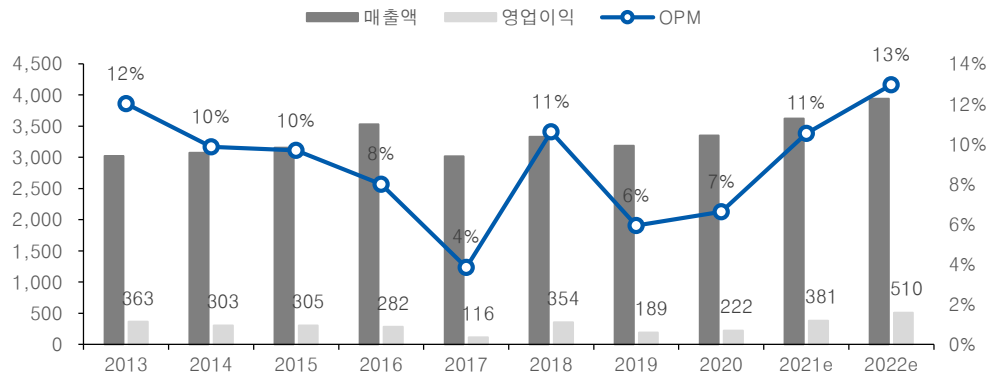
주요 MLB 업체별 Capex 추이 (단위: mn US\$)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

이수페타시스 본사 실적 추이 및 전망

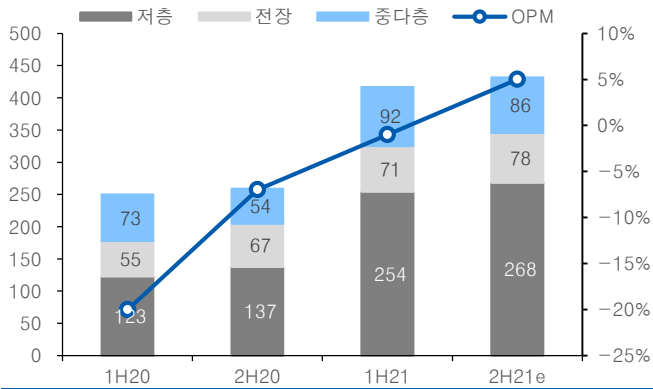
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

이수 중국 법인 실적 추이 및 전망

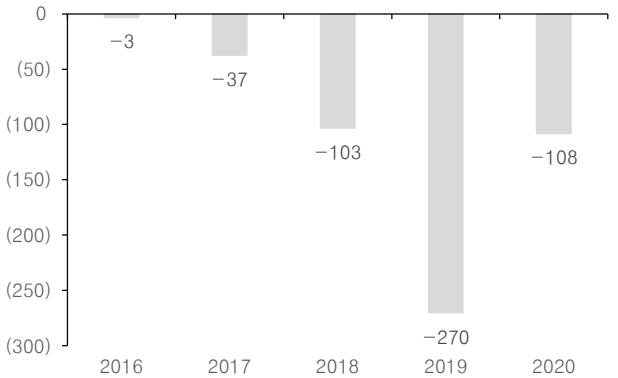
(단위: 억원, %)



자료: Company Data, 유안타증권 리서치센터

이수엑사보드 영업손실 추이

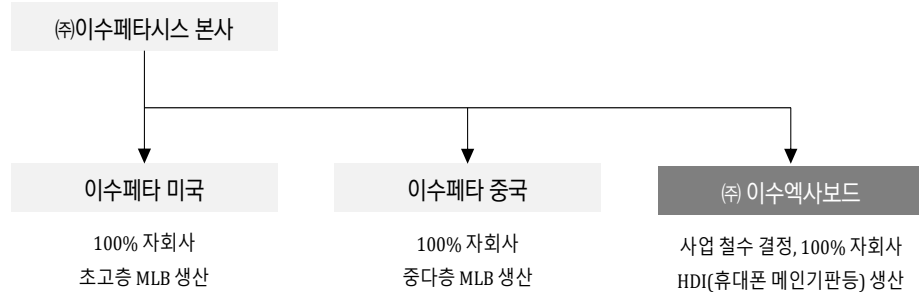
(단위: 억원)



자료: Company Data, 유안타증권 리서치센터

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	4,769	5,080	5,486	
매출원가	4,878	4,673	3,932	4,064	4,279	
매출충이익	265	469	837	1,016	1,207	
판매비	504	450	412	460	511	
영업이익	-240	20	425	556	696	
EBITDA	13	248	616	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	339	449	597	
법인세비용	193	51	79	108	143	
계속사업순손익	-911	-135	259	341	454	
중단사업순손익	0	0	-91	0	0	
당기순이익	-911	-135	168	341	454	
지배지분순이익	-911	-135	168	341	454	
포괄순이익	-989	-170	308	559	672	
지배지분포괄이익	-989	-170	308	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	442	489	609	
당기순이익	-911	-135	168	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	-37	-156	-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	-133	-81	-174	
현금의 증감	16	-39	630	74	-30	
기초 현금	254	270	232	862	935	
기말 현금	270	232	862	935	905	
NOPLAT	-304	32	425	556	696	
FCF	-66	-336	159	209	329	

자료: 유안타증권

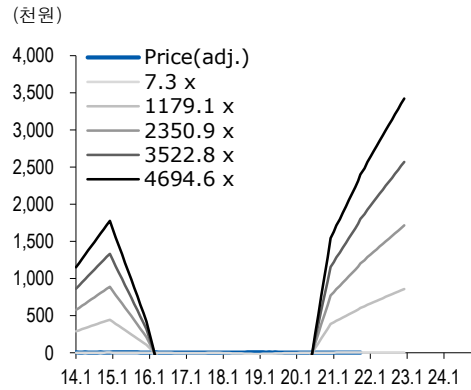
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	2,247	2,243	3,066	3,232	3,369	
현금및현금성자산	270	232	862	935	905	
매출채권 및 기타채권	1,004	945	1,070	1,085	1,166	
재고자산	818	942	998	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	4,823	5,064	5,234	
유동부채	3,026	2,950	2,953	2,853	2,681	
매입채무 및 기타채무	735	605	812	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	3,373	3,273	3,101	
지배지분	760	651	1,450	1,791	2,133	
자본금	413	413	623	623	623	
자본잉여금	157	175	700	700	700	
이익잉여금	168	7	72	413	755	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	760	651	1,450	1,791	2,133	
순차입금	2,049	2,193	1,413	1,239	1,058	
총차입금	2,338	2,462	2,341	2,241	2,030	

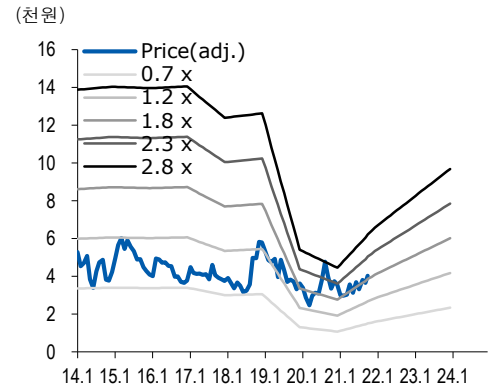
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	-2,207	-327	329	548	729	
BPS	1,912	1,578	2,329	2,876	3,426	
EBITDAPS	32	600	1,206	1,212	1,505	
SPS	12,461	12,460	9,336	8,158	8,811	
DPS	60	0	90	90	90	
PER	-1.8	-12.4	12.3	7.4	5.5	
PBR	2.1	2.6	1.7	1.4	1.2	
EV/EBITDA	284.6	15.6	5.0	3.8	2.9	
PSR	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	-8.2	0.0	-7.2	6.5	8.0	
영업이익 증가율 (%)	적전	흑전	2,066.3	30.7	25.3	
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	흑전	103.1	33.2	
매출총이익률 (%)	5.1	9.1	17.6	20.0	22.0	
영업이익률 (%)	-4.7	0.4	8.9	10.9	12.7	
지배순이익률 (%)	-17.7	-2.6	3.5	6.7	8.3	
EBITDA 마진 (%)	0.3	4.8	12.9	14.9	17.1	
ROIC	-10.3	1.2	12.1	15.0	17.7	
ROA	-19.8	-3.4	3.9	6.9	8.8	
ROE	-71.8	-19.1	16.0	21.0	23.1	
부채비율 (%)	448.1	498.1	232.6	182.7	145.4	
순차입금/자기자본 (%)	269.5	336.8	97.4	69.2	49.6	
영업이익/금융비용 (배)	-2.2	0.2	4.4	6.0	8.4	

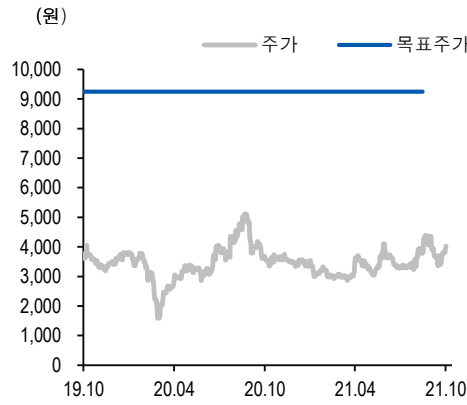
P/E band chart



P/B band chart



이수페타시스 (007660) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-10-25	Not Rated	-	1년		
2021-09-06	Not Rated	-	1년		
2019-10-31	1년 경과 이후		1년	-62.94	-44.71
2018-10-31	BUY	9,252	1년	-58.08	-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)	91.5
Hold(중립)	8.5
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-10-23

※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.