



BUY(Initiate)

목표주가: 11,000원

주가(3/25): 7,420원

시가총액: 4,693억원



전기전자

Analyst 김지산

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (3/25)		2,729.98pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	7,630원	2,856원
등락률	-2.8%	159.8%
수익률	절대	상대
1M	0.8%	-1.2%
6M	90.0%	117.5%
1Y	149.7%	175.2%

Company Data

발행주식수	63,246천주
일평균 거래량(3M)	2,496천주
외국인 지분율	3.8%
배당수익률(22E)	0.8%
BPS(22E)	2,036원
주요 주주	(주)이수 외 21.4%

투자지표

(억원, IFRS)	2020	2021	2022F	2023E
매출액	5,142	4,696	5,528	6,004
영업이익	20	469	726	811
EBI DA	248	683	922	1,082
세전이익	-84	430	645	735
순이익	-135	-36	548	625
지배주주지분순이익	-135	-36	548	625
EPS(원)	-287	-65	867	988
증감률(%YoY)	적지	적지	흑전	14.0
PER(배)	-12.4	-113.0	8.4	7.3
PBR(배)	2.57	5.74	3.56	2.49
EV/EBITDA(배)	15.7	9.5	7.1	5.9
영업이익률(%)	0.4	10.0	13.1	13.5
ROE(%)	-19.1	-5.0	52.4	40.0
순부채비율(%)	342.2	230.0	149.5	96.0

자료: 키움증권

Price Trend



커버리지 재개

이수페타시스 (007660)

환골탈태(換骨奪胎)란 이런 것



커버리지를 재개한다. 2010년부터 지켜봤지만, MLB 업황이 역대 최고 호황을 맞고 있고, 한계 사업인 HDI와 연성PCB를 중단한 동시에 중국 후난 법인이 흑자 전환하는 등 체질도 완전하게 개선됐다. 수주 금액이 생산능력을 초과하고 있고, 비수기인 1분기부터 완전 가동 상태를 유지할 것이다. 추가 증설을 통해 지속 성장 기반을 마련하고, 하이퍼스케일러 등 신규 고객 확보가 기대된다. 환골탈태란 이런 것이다.

>>> 커버리지 재개, MLB 역대 최고 호황

투자의견 'BUY'와 목표주가 11,000원으로 커버리지를 재개한다. 올해 매출액은 5,528억원(YoY 18%), 영업이익은 726억원(YoY 55%)으로 도약할 전망이다. MLB가 역대 최고 호황을 맞이하며 생산능력을 초과하는 수주 기조 속에 비수기인 1분기부터 완전 가동 상태를 유지할 것이다. 아킬레스 건이었던 중국 후난 법인도 체질 개선에 성공했고, 중다층 MLB 위주로 이익 기여가 본격화될 것이다. 현재 주가는 PER 8.4배로 저평가 매력이 여전하다.

MLB는 선진시장을 중심으로 5G 통신 인프라 및 네트워크 고도화 투자가 확대되는 가운데, 미주 고객들의 탈 중국화 추세로 인해 동사의 점유율이 상승하고 있다. 데이터 전송속도가 400Gbps까지 빨라지면서 고부가인 VIPPO 제품 수요가 증가하고 있다.

MLB 시장의 경쟁구도는 TTM(미)과 이수페타시스가 1, 2위를 차지하고, 그 뒤로 Shennan, WUS 등 중국 업체들이 추격하는 형태다. Kyocera(일)의 시장 철수에 따른 반사이익도 더해지고 있다.

과거 C사와 N사에 집중된 고객 기반에서 벗어나 고객 다변화 측면에서 많은 성과를 거두었고, 향후 글로벌 하이퍼스케일러, 통신장비 업체 등을 신규 고객으로 확보하면서 성장 동력을 이어갈 전망이다.

>>> 추가 증설 통해 지속 성장 기반 마련

수주 금액이 생산능력을 초과하고 있어 추가 증설을 통해 지속 성장 기반을 마련할 계획이다. 올해는 공정 재배치를 통해 생산 효율성을 높이고, 내년 말에는 신규 4공장이 가동될 예정이다.

중국 법인과 협업을 통해 초과 수주분을 생산할 계획이다. 중국 법인은 미주 고객사들 대상 12층 이상 중다층 MLB와 전장용 MLB 매출이 증가하고 있고, Low Tech 제품에서 Standard Tech 제품으로 고도화를 진행하고 있다. 올해 중국 법인 매출액은 1,135억원(YoY 23%), 영업이익은 43(YoY 77%)억원으로 추정된다.

페타시스는 VIPPO, 초고다층 등 고부가 제품 위주로 대응할 예정이어서 수익성 향상이 돋보일 것이다.

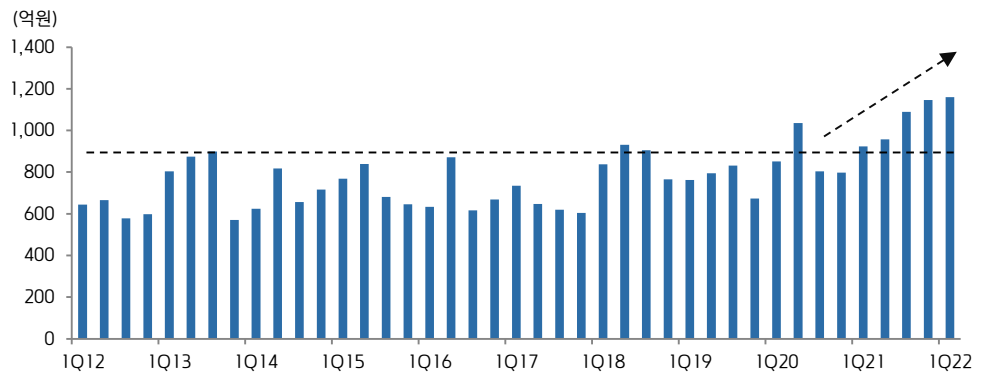
이수페타시스 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	YoY	2022E	YoY	2023E	YoY
매출액	988	1,179	1,290	1,243	1,300	1,380	1,472	1,376	4,699	-8.6%	5,528	17.6%	6,004	8.6%
페타시스	753	914	999	969	982	1070	1157	1074	3,635	8.5%	4,282	17.8%	4,583	7.0%
Petasys America	83	73	76	90	80	83	81	85	322	10.3%	329	2.3%	365	10.7%
중국 후난 법인	186	231	255	249	279	282	286	289	921	80.9%	1,135	23.3%	1,306	15.0%
영업이익	19	114	170	165	151	181	212	182	469	2286%	726	55.0%	811	11.7%
영업이익률	1.9%	9.7%	13.2%	13.3%	11.6%	13.1%	14.4%	13.3%	10.0%	9.6%	13.1%	3.2%	13.5%	0.4%
순이익	-23	22	-39	4	111	136	163	138	-36	적지	548	흑전	625	14.0%

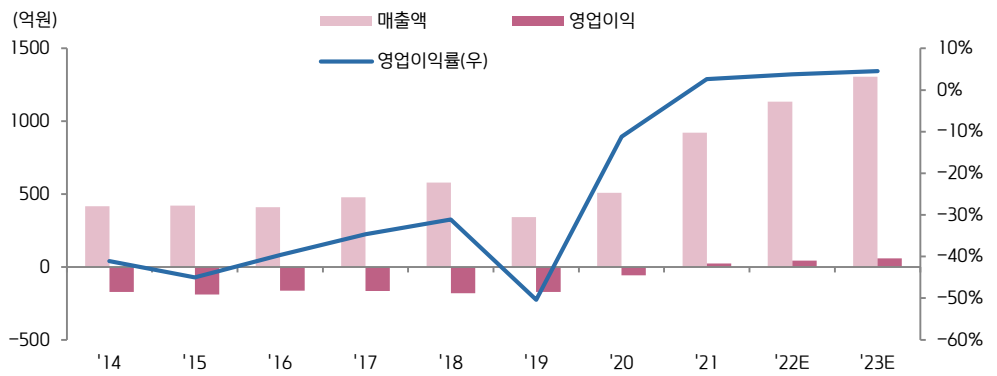
자료: 이수페타시스, 키움증권

MLB 수주 추이



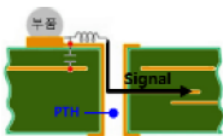
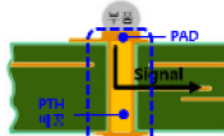
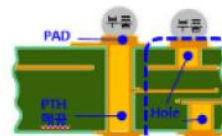
자료: 이수페타시스, 키움증권

중국 후난 법인 실적 추이







자료: 이수페타시스, 키움증권

PCB 신호 고속화에 따른 기술 변화

구분	일반	VIPPO	VIPPO+IVH
기술 트렌드	 <p>일반적인 MLB 공법</p>	 <p>부품실장용 PAD생성</p>	 <p>내층과 내층의 신호연결</p>
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

동사 MLB가 채용된 고객사 주요 제품

고객사	C사	N사	A사	G사
응용처	라우터	라우터	스위치	서버
주요 제품	 <p>ARS9K</p>	 <p>7750</p>	 <p>7368X4</p>	 <p>데이터센터 서버용</p>
층수	40L	36L	26L	14L
도금	20:1	17:1	16:1	9:1
자재 (LowDk 등급)	Super Ultra Low Loss	Ultra Low Loss	Super Ultra Low Loss	Ultra Low Loss
공법	VIPPO+IVH	VIPPO+IVH	VIPPO+IVH	일반

자료: 이수페타시스, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	5,142	4,696	5,528	6,004	6,574
매출원가	4,673	3,821	4,333	4,680	5,111
매출총이익	469	875	1,195	1,324	1,463
판관비	450	407	469	513	564
영업이익	20	469	726	811	899
EBITDA	248	683	922	1,082	1,233
영업외손익	-103	-39	-81	-76	-80
이자수익	5	10	6	8	0
이자비용	100	92	88	84	80
외환관련이익	77	130	117	117	105
외환관련손실	136	80	117	117	105
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	51	-7	1	0	0
법인세차감전이익	-84	430	645	735	819
법인세비용	51	95	97	110	181
계속사업손익	-135	335	548	625	639
당기순이익	-135	-36	548	625	639
지배주주순이익	-135	-36	548	625	639
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	0.0	-8.7	17.7	8.6	9.5
영업이익 증감율	흑전	2,245.0	54.8	11.7	10.9
EBITDA 증감율	1,804.2	175.4	35.0	17.4	14.0
지배주주순이익 증감율	흑전	-73.3	-1,622.2	14.1	2.2
EPS 증감율	적지	적지	흑전	14.0	2.2
매출총이익율(%)	9.1	18.6	21.6	22.1	22.3
영업이익률(%)	0.4	10.0	13.1	13.5	13.7
EBITDA Margin(%)	4.8	14.5	16.7	18.0	18.8
지배주주순이익률(%)	-2.6	-0.8	9.9	10.4	9.7

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	2,243	2,307	2,446	2,683	2,553
현금 및 현금성자산	232	456	285	343	0
단기금융자산	8	9	9	9	9
매출채권 및 기타채권	945	863	1,016	1,104	1,209
재고자산	942	860	1,013	1,100	1,204
기타유동자산	116	119	123	127	131
비유동자산	1,651	1,575	1,880	2,136	2,218
투자자산	179	180	182	184	180
유형자산	1,306	1,234	1,543	1,801	1,890
무형자산	37	32	27	22	19
기타비유동자산	129	129	128	129	129
자산총계	3,894	3,882	4,326	4,819	4,771
유동부채	2,950	2,834	2,796	2,737	2,683
매입채무 및 기타채무	605	586	646	684	729
단기금융부채	2,275	2,175	2,075	1,975	1,875
기타유동부채	70	73	75	78	79
비유동부채	292	242	242	242	242
장기금융부채	193	143	143	143	143
기타비유동부채	99	99	99	99	99
부채총계	3,243	3,076	3,038	2,979	2,926
지배지분	651	806	1,288	1,840	2,399
자본금	413	632	632	632	632
자본잉여금	175	175	175	175	175
기타지분	-49	-49	-49	-49	-49
기타포괄손익누계액	105	76	48	19	-10
이익잉여금	7	-29	482	1,062	1,650
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	651	806	1,288	1,840	2,399

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	-222	325	459	752	800
당기순이익	-135	-36	548	625	639
비현금항목의 가감	431	391	374	457	594
유형자산감가상각비	222	209	191	267	330
무형자산감가상각비	6	6	5	4	4
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	203	176	178	186	260
영업활동자산부채증감	-284	147	-285	-144	-173
매출채권및기타채권의감소	35	82	-153	-87	-105
재고자산의감소	-83	82	-152	-87	-104
매입채무및기타채무의증가	-145	-19	60	38	44
기타	-91	2	-40	-8	-8
기타현금흐름	-234	-177	-178	-186	-260
투자활동 현금흐름	33	-139	-502	-527	-416
유형자산의 취득	-114	-137	-500	-525	-420
유형자산의 처분	32	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-6	0	0	0	0
투자자산의감소(증가)	46	-1	-1	-2	4
단기금융자산의감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타	76	-1	-1	0	0
재무활동 현금흐름	193	60	-109	-147	-154
차입금의 증가(감소)	145	-150	-100	-100	-100
자본금, 자본잉여금의 증감	0	220	0	0	0
자기주식처분(취득)	82	0	0	0	0
배당금지급	-24	0	0	-38	-44
기타	-10	-10	-9	-9	-10
기타현금흐름	-43	-23	-19	-19	0.00
현금 및 현금성자산의 순증가	-39	224	-171	58	230
기초현금 및 현금성자산	270	232	456	285	343
기말현금 및 현금성자산	232	456	285	343	573

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	-287	-65	867	988	1,010
BPS	1,384	1,275	2,036	2,909	3,793
CFPS	628	635	1,458	1,711	1,949
DPS	0	0	60	70	80
주당배수(배)					
PER	-12.4	-113.0	8.4	7.3	7.2
PER(최고)	-18.5	-115.8	8.9		
PER(최저)	-5.2	-43.8	7.0		
PBR	2.57	5.74	3.56	2.49	1.91
PBR(최고)	3.83	5.88	3.78		
PBR(최저)	1.07	2.22	2.96		
PSR	0.33	0.87	0.83	0.76	0.70
PCFR	5.7	11.5	5.0	4.2	3.7
EV/EBITDA	15.7	9.5	7.1	5.9	5.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	6.9	7.1	7.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.8	1.0	1.1
ROA	-3.4	-0.9	13.4	13.7	13.3
ROE	-19.1	-5.0	52.4	40.0	30.1
ROIC	1.7	14.0	22.3	21.3	19.7
매출채권회전율	5.3	5.2	5.9	5.7	5.7
재고자산회전율	5.8	5.2	5.9	5.7	5.7
부채비율	498.1	381.6	236.0	161.9	122.0
순차입금비율	342.2	230.0	149.5	96.0	83.7
이자보상배율	0.2	5.1	8.3	9.7	11.2
총차입금	2,468	2,318	2,218	2,118	2,018
순차입금	2,228	1,854	1,925	1,766	2,009
NOPLAT	248	683	922	1,082	1,233
FCF	-100	590	29	292	442

Compliance Notice

- 당사는 3월 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.

고지사항

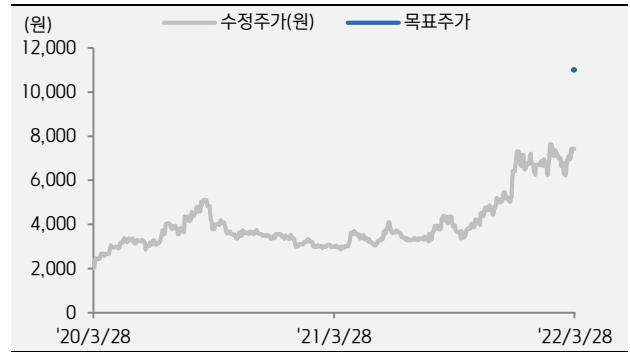
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
이수페타시스 (007660)	2022/03/28	BUY(Initiate)	11,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



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 (2021/01/01~2021/12/31)

매수	중립	매도
97.56%	2.44%	0.00%