



BUY(Maintain)

목표주가: 8,000원

주가(4/23): 3,900원

시가총액: 1,609억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

(02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/23)		2,474.11pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	5,430원	3,565원
등락률	-28.2%	9.4%
수익률	절대	상대
1W	4.1%	1.7%
1M	-10.3%	-9.8%
1Y	-15.3%	-25.9%

Company Data

발행주식수	41,268천주
일평균 거래량(3M)	158천주
외국인 지분율	3.7%
배당수익률(17E)	2.1%
BPS(17E)	4,232원
주요 주주	(주)이수 외 30.6%

투자지표

(억원, IFRS)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	5,542	5,313	5,847	6,360
영업이익	111	-80	106	302
EBI DA	382	170	341	534
세전이익	70	-118	48	247
순이익	2	-149	38	195
지배주주지분순이익	37	-140	47	199
EPS(원)	90	-340	114	482
증감률(%YoY)	-76.2	N/A	N/A	321.9
PER(배)	47.0	-13.4	34.1	8.1
PBR(배)	0.9	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	4.1	19.8	8.7	5.9
영업이익률(%)	2.0	-1.5	1.8	4.8
ROE(%)	0.1	-8.0	2.2	10.7
순부채비율(%)	74.3	79.4	96.6	81.2

Price Trend



투자 아이디어

이수페타시스 (007660)

5G로 통한다



한동안 실망스러운 실적이 지속됐다. 중국 법인의 대규모 적자가 이어졌고, 지난해에는 품질 이슈와 함께 MLB 업황도 일시적으로 악화됐다. 올해 2분기부터 턴어라운드 예상된다. 무엇보다 MLB가 5G 투자 수요, 주고객 신모델 효과에 힘입어 수주가 급증했고, 이는 고스란히 2분기 실적에 반영될 것이다. 중국 법인은 매출이 의미 있게 늘어나고 있어 품질 관리에 몰두하면 된다. 3G, 4G 때와 마찬가지로 5G는 약속된 모멘텀이다.

>>> MLB 수주 호조 주목, 5G 투자 효과 본격화

3분기 연속 영업적자의 부진을 딛고 2분기부터 턴어라운드를 실현할 전망이다. 배경으로서 1) 주력인 MLB는 통신사들의 5G 설비 투자 본격화, 주요 고객사의 신제품 출시 효과를 바탕으로 수주가 재차 호조를 보이고 있고, 2) HDI는 2분기부터 S사 Flagship 모델용 SLP 매출이 시작되면서 제품 고도화를 실현하는 동시에, L사 전략 모델용 매출이 더해질 것이다. 3) 아킬레스건인 중국 법인은 중고다층 MLB와 보급형 HDI 매출이 확대되는 가운데, 기술 인력 보강, HDI 전용 장비 투자를 통해 품질 이슈를 극복해갈 것이다.

지난해 극도로 부진했던 원인으로서는 MLB는 통신사 수요가 감소한 상황에서 주고객이 Vendor 정책 재편과 더불어 단가를 크게 낮췄고, 중국 법인은 신규 제품군 위주로 매출이 상당히 늘었지만 품질 관련 시행착오를 겪었으며, HDI도 일시적인 수출 저하가 있었다.

>>> MLB가 턴어라운드 주도, 중국 법인 Risk 완화 기대

이에 대해 MLB는 1분기 수주가 840억원으로 7분기 만에 최대를 기록했고, 이는 온전히 2분기 실적으로 반영될 것이다. N사향 고부가 제품 수주가 주축을 이루고 있는데, N사가 5G용 라우터 신제품을 출시했고, 시장 반응이 긍정적인 데서 비롯한다. 미중 무역 분쟁의 여파로서 중국산 통신장비에 대한 규제가 북미 고객이 대부분인 동사에게는 수혜로서 반영될 가능성이 높다. 5G 관련 통신사들의 네트워크 장비 투자는 올해부터 2020년까지 집중될 것으로 예상되고, 데이터센터용 스위치 장비는 100Gbps 이상 제품 비중이 빠르게 늘어나며 고도화될 것이다.

중국 법인의 매출액은 지난해 481억원(YoY 18%)에서 올해 563억원(YoY 17%)으로 증가하며 고질적 문제였던 가동률이 의미있게 향상될 것이다. C사, N사 등 MLB 고객을 확보했고, 본사로부터 데이터센터용 MLB를 이관받아 협업을 진행할 예정이다.

중국 법인의 Risk가 완화된다면 동사 기업가치에 대한 재평가가 활발하게 진행될 것이다.

지난해 MLB 업황
악화

MLB 사업 동향을 부연 설명해 보자.
지난해 영업 환경의 큰 변화가 있었는데, 네트워크 장비 주고객인 C사가 Vendor 수를 20여개에서 5개로 압축하는 대신, 큰 폭의 단가 인하를 단행했다. 동사는 저층에서 고 다층까지 제품 포트폴리오 대응력을 인정받았고, Vendor 정책 재편에 따른 물량 증가는 올해 1분기부터 확인되고 있다.
이 외에도 글로벌 ISP 업체들이 서버를 중화권 ODM 업체들로부터 직접 구매하는 추세에 대응하기 위해 동사도 ODM 시장 공략에 나섰다, 이 과정에서 제품 Mix가 악화됐다.

N사 신제품 효과
긍정적

올해 MLB 수주 회복은 C사보다 N사의 신제품 효과에 기인하는 바가 크다.
1분기 N사향 수주액은 전년 동기 대비 41% 급증했다. N사가 출시한 라우터 7950 시리즈는 신규 FP4 칩을 장착하고, 세계 최고 용량을 갖췄다. FP4칩은 5G 및 IoT 시대를 겨냥한 제품으로 초당 2.4테라비트를 처리할 수 있어 이전 기종보다 처리 속도가 6배나 빨라졌다. N사 제품에 대한 긍정적인 시장 반응이 1년 이상 지속될 것으로 예상된다.
이 같은 수주 호조에 힘입어 동사 MLB 생산 라인은 2분기에 모처럼 완전 가동 상태에 진입할 것이다.

5G 수혜 본격화

5G는 약속된 모멘텀이다. 과거 3G와 4G망 투자가 집중됐던 2008년과 2013년에 동사 실적이 크게 개선된 바 있다. 글로벌 통신사들은 5G 상용화를 위해 올해부터 백만명 투자에 나설 계획이다.
Nortel Bell Labs는 향후 5년간 네트워크 트래픽이 2배 이상 증가해 2022년에 매월 330Exabyte에 도달할 것으로 전망하고 있다. 네트워크 연결형 장치 수는 2017년 120억개에서 2025년에는 1,000억개에 이를 것으로 예측했다.

데이터센터용 스위치
고성능화 전망

데이터센터용 스위치 장비는 고성능 시장이지만 대부분 10~40Gbps 수준의 성능을 지니고 있어 부가가치가 낮다. 이에 대해 향후 100Gbps 이상의 고성능 제품으로 빠르게 대체될 전망이다. 100Gbps 이상 스위치는 22층 이상 초고다층 MLB를 사용한다. 중화권 ODM 업체들과 선제적 협력 관계가 도움이 될 것이다.

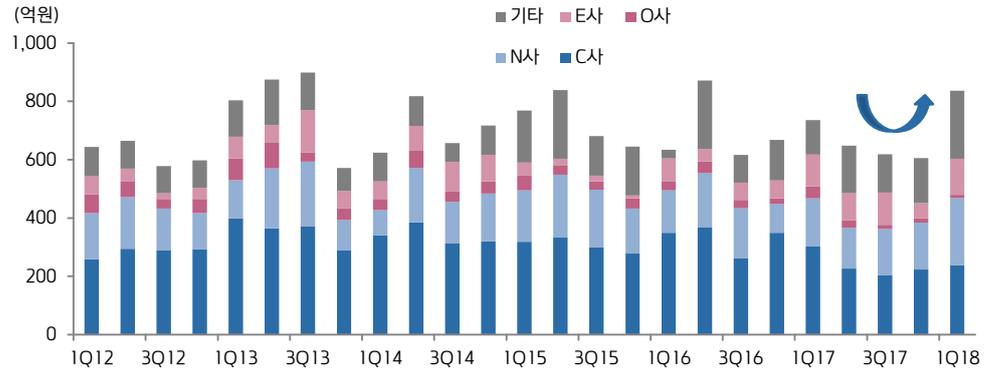
이수페타시스 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	YoY	2018E	YoY	2019E	YoY
매출액	1,438	1,422	1,326	1,128	1,270	1,518	1,558	1,501	5,313	-4.1%	5,847	10.0%	6,360	8.8%
MLB	682	703	641	583	602	787	795	730	2,609	-9.3%	2,913	11.7%	3,183	9.3%
Petasys America	76	78	74	81	67	84	85	101	309	18.8%	336	8.7%	373	11.0%
HDI	410	410	327	342	346	382	367	380	1,489	-7.3%	1,476	-0.9%	1,555	5.4%
FPCB	184	170	204	175	155	154	195	211	733	53.7%	715	-2.5%	788	10.3%
중국 후난 법인	110	129	123	119	124	146	148	145	481	17.6%	563	17.0%	643	14.3%
영업이익	3	28	-4	-107	-54	36	63	62	-80	적전	106	흑전	302	185.8%
영업이익률	0.2%	2.0%	-0.3%	-9.5%	-4.3%	2.3%	4.0%	4.1%	-1.5%	-3.5%	1.8%	3.3%	4.8%	2.9%
순이익	-15	11	-34	-103	-51	19	40	38	-140	적전	47	흑전	199	321.9%

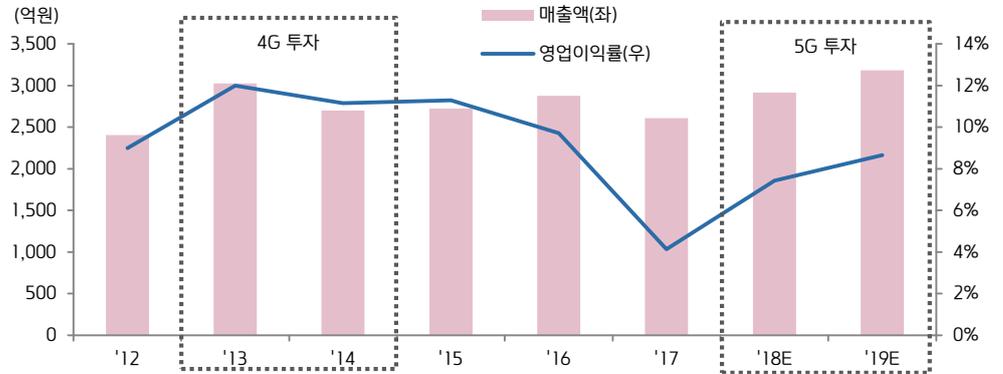
자료: 이수페타시스, 키움증권

MLB 수주 추이



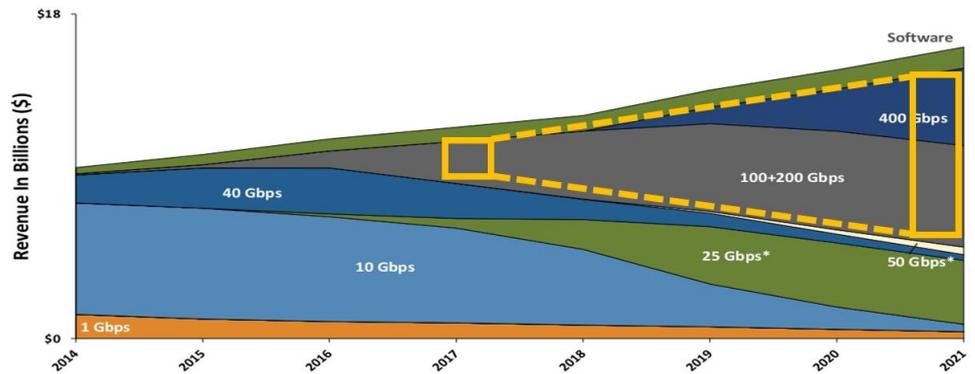
자료: 이수페타시스, 키움증권

MLB 실적 추이 및 전망



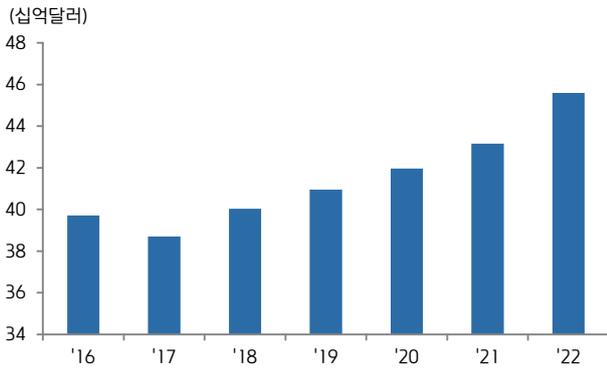
자료: 이수페타시스, 키움증권

데이터센터 Ethernet Switch 시장 전망: Switch 장비 속도 고도화 예상



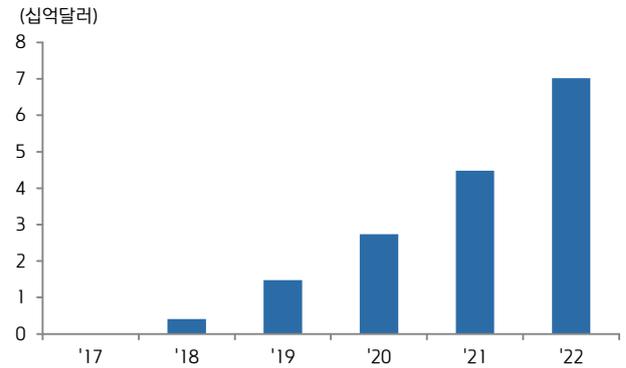
자료: 이수페타시스, 키움증권

글로벌 통신사 이동통신 인프라 투자 전망



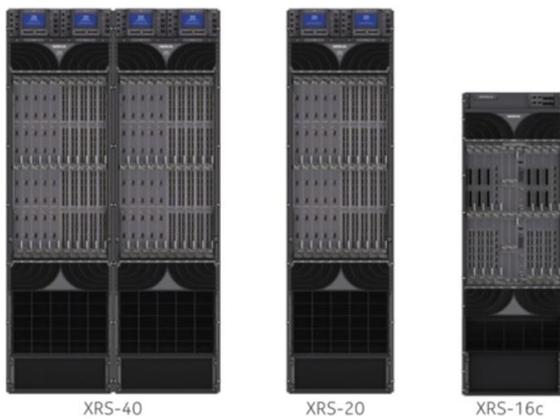
자료: Gartner, 키움증권

글로벌 통신사 5G 네트워크 인프라 투자 전망



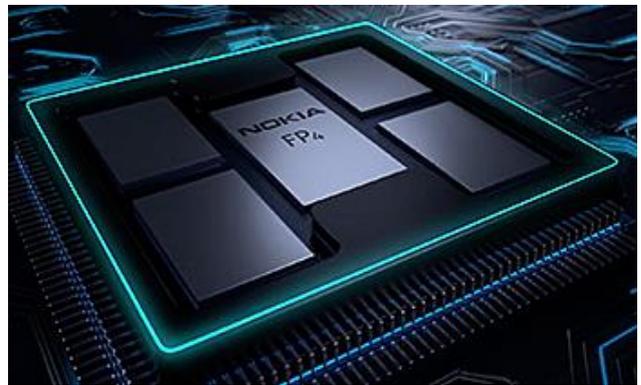
자료: Gartner, 키움증권

Nokia 7950 라우터 시스템



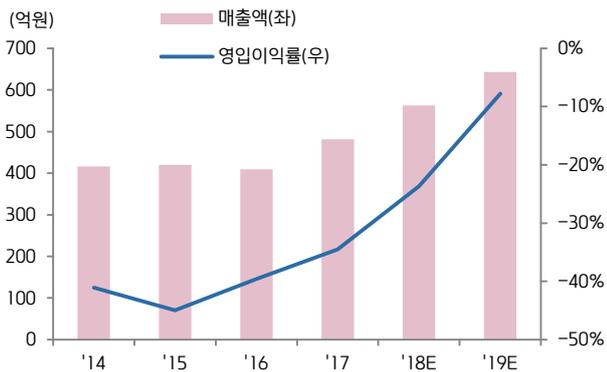
자료: Nokia

Nokia FP4 칩



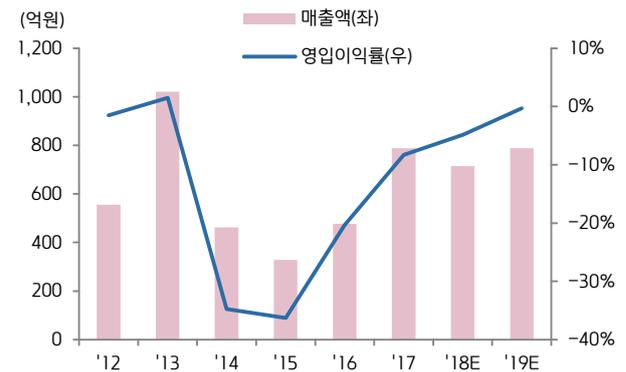
자료: Nokia

중국 법인(ISU Petasys Hunan) 실적 추이 및 전망



자료: 이수페타시스, 키움증권

연성PCB 실적 추이 및 전망



자료: 이수페타시스, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,542	5,313	5,847	6,360	6,847
매출원가	4,969	4,929	5,230	5,503	5,910
매출충이익	573	384	617	858	937
판매비및일반관리비	462	465	511	556	591
영업이익(보고)	111	-80	106	302	346
영업이익(핵심)	111	-80	106	302	346
영업외손익	-40	-37	-58	-55	-53
이자수익	11	13	20	22	23
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	156	126	54	27	0
이자비용	75	78	78	77	77
외환손실	136	194	54	27	0
관계기업지분손익	-3	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	8	5	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	79	65	0	0	0
기타	-79	26	0	0	0
법인세차감전이익	70	-118	48	247	293
법인세비용	68	31	10	52	61
유효법인세율 (%)	96.6%	-26.6%	21.0%	21.0%	21.0%
당기순이익	2	-149	38	195	231
지배주주지분순이익(억원)	37	-140	47	199	235
EBITDA	382	170	341	534	548
현금순이익(Cash Earnings)	274	102	273	427	433
수정당기순이익	-1	-237	38	195	231
증감율(% YoY)					
매출액	6.4	-4.1	10.0	8.8	7.7
영업이익(보고)	-45.2	N/A	N/A	185.8	14.4
영업이익(핵심)	-45.2	N/A	N/A	185.8	14.4
EBITDA	-18.4	-55.5	100.7	56.3	2.7
지배주주지분 당기순이익	-76.2	N/A	N/A	321.9	18.3
EPS	-76.2	N/A	N/A	321.9	18.3
수정순이익	N/A	N/A	N/A	419.9	18.3

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,405	2,713	3,005	3,233	3,546
현금및현금성자산	604	654	265	352	444
유동금융자산	169	125	166	175	188
매출채권및유동채권	1,447	1,152	1,533	1,612	1,735
채고자산	713	732	974	1,024	1,103
기타유동비금융자산	471	50	67	70	75
비유동자산	2,106	2,120	2,115	2,075	2,050
장기매출채권및기타비유동채권	28	37	49	52	56
투자자산	339	263	268	269	271
유형자산	1,542	1,623	1,592	1,551	1,520
무형자산	156	156	151	146	141
기타비유동자산	42	41	54	57	62
자산총계	5,511	4,833	5,120	5,308	5,596
유동부채	2,626	2,551	2,825	2,882	2,971
매입채무및기타유동채무	1,058	824	1,096	1,153	1,241
단기차입금	1,199	1,192	1,192	1,192	1,192
유동성장기차입금	294	522	522	522	522
기타유동부채	75	12	14	14	15
비유동부채	905	551	554	522	524
장기매입채무및비유동채무	66	62	83	87	94
사채및장기차입금	753	439	399	359	359
기타비유동부채	86	49	72	75	71
부채총계	3,530	3,102	3,379	3,403	3,495
자본금	413	413	413	413	413
주식발행초과금	437	437	437	437	437
이익잉여금	1,476	1,307	1,326	1,493	1,693
기타자본	-349	-429	-429	-429	-429
지배주주지분자본총계	1,976	1,727	1,746	1,914	2,113
비지배주주지분자본총계	4	5	-5	-9	-13
자본총계	1,981	1,731	1,741	1,905	2,101
순차입금	1,472	1,375	1,683	1,547	1,442
총차입금	2,245	2,154	2,114	2,074	2,074

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-1	67	-124	313	318
당기순이익	2	-149	38	195	231
감가상각비	263	245	231	227	198
무형자산상각비	8	6	5	5	5
외환손익	-18	10	0	0	0
자산처분손익	11	12	0	0	0
지분법손익	3	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-377	-23	-357	-74	-115
기타	106	-34	-40	-40	0
투자활동현금흐름	-105	110	-260	-198	-186
투자자산의 처분	13	67	-47	-10	-15
유형자산의 처분	30	448	0	0	0
유형자산의 취득	-190	-391	-200	-185	-167
무형자산의 처분	-5	-5	0	0	0
기타	48	-9	-14	-3	-4
재무활동현금흐름	114	-90	-5	-28	-40
단기차입금의 증가	-368	-237	0	0	0
장기차입금의 증가	573	204	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-36	-40	-28	-32	-35
기타	-55	-17	22	3	-4
현금및현금성자산의순증가	-15	50	-389	87	93
기초현금및현금성자산	619	604	654	265	352
기말현금및현금성자산	604	654	265	352	444
Gross Cash Flow	376	90	233	387	433
Op Free Cash Flow	-297	-271	-238	211	194

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	90	-340	114	482	570
BPS	4,789	4,184	4,232	4,637	5,121
주당EBITDA	925	412	827	1,293	1,328
CFPS	663	246	662	1,034	1,050
DPS	100	70	80	90	100
주가배수(배)					
PER	47.0	-13.4	34.1	8.1	6.8
PBR	0.9	1.1	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.1	19.8	8.7	5.9	5.5
PCFR	6.4	18.6	5.9	3.8	3.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.0	-1.5	1.8	4.8	5.1
영업이익률(핵심)	2.0	-1.5	1.8	4.8	5.1
EBITDA margin	6.9	3.2	5.8	8.4	8.0
순이익률	0.0	-2.8	0.6	3.1	3.4
자기자본이익률(ROE)	0.1	-8.0	2.2	10.7	11.5
투자자본이익률(ROIC)	0.1	-3.4	2.8	7.6	8.6
안정성(%)					
부채비율	178.2	179.2	194.1	178.7	166.4
순차입금비율	74.3	79.4	96.6	81.2	68.6
이자보상배율(배)	1.5	N/A	1.4	3.9	4.5
활동성(배)					
매출채권회전율	4.5	4.1	4.4	4.0	4.1
채고자산회전율	8.4	7.4	6.9	6.4	6.4
매입채무회전율	5.9	5.6	6.1	5.7	5.7

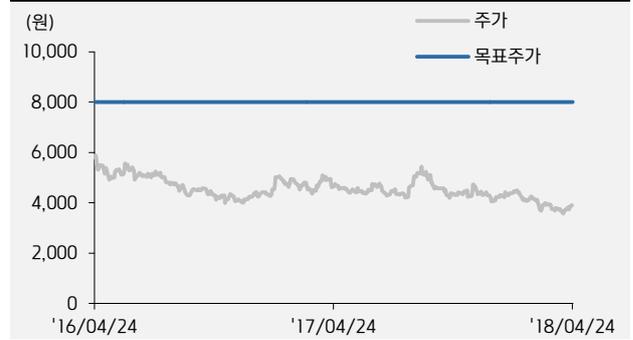
Compliance Notice

- 당사는 4월 23일 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)	2016/01/12	BUY(Maintain)	8,000원	6개월	-42.85	-29.50
	2016/02/23	BUY(Maintain)	8,000원	6개월	-34.88	-25.00
	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		

목표주가 추이(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 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%