



2022년 11월 05일

이수페타시스 (007660)

My Little Baby, ISU Petasys

Summary

Global Top-Tier MLB 제조사 이수페타시스, 성장하는 전방 수요와 우호적인 경쟁 환경이 동사를 전례 없는 호황으로 인도하고 있다. 수주 물량이 생산 능력을 넘쳐 흐른다. 고객사의 요청으로 시작된 기존 CAPA의 50%에 달하는 증설이 '24년 말 추가로 완성된다. 2022E EPS 1,268원에 Target PER 6.0x를 적용한 7,600원을 목표주가로 제시한다.

중국은 탈락, 점점 좋아지는 경쟁 환경

지금쯤 동사가 가장 기다리던 순간이다. 2조 원 규모에 불과했던 저부가가치 시장에서 끝까지 버틴 보상을 받을 때가 왔다. 고객사들은 벤더사 다변화 및 탈중국을 위해 동사를 찾아오고, 경쟁사들은 자꾸만 MLB 산업을 떠나간다. 동사는 시장의 유일한 Option으로 남아 이들의 시장 점유율을 흡수하며 그 어느 때보다 빠르게 성장할 전망이다.

강력한 전방 수요

전방 산업마저 성장을 거듭하고 있다. 데이터센터향 수요는 연일 증가세다. 백홀 트래픽 급증으로 유선통신장비향 수요도 견조하고, 무선통신장비향 MLB 고다층화로 신규 매출 발생 가능성 또한 높아졌다. 마지막으로 미국 정부까지 대규모 인프라투자안을 발표했다. 동사는 기회를 놓치지 않고 즉각 900억 원 규모의 증설을 결단했으며, 이는 고스란히 동사의 실적으로 연결될 것이다.

<Earning Table>

추정 손익계산서 (단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	1H22	2022E	2023E	2024E
매출액	531,340	560,337	514,238	393,229	469,621	140,472	166,090	306,561	643,508	739,755	836,842
YoY(%)		5.46%	-8.23%	-23.53%	19.43%	42.20%	40.85%	41.46%	37.03%	14.96%	13.12%
매출원가	492,909	503,558	487,782	342,055	384,121	111,236	121,008	232,245	481,283	532,401	600,172
매출총이익	38,431	56,779	26,457	51,173	85,500	29,235	45,081	74,317	162,225	207,354	236,670
GPM(%)	7.2%	10.1%	5.1%	13.0%	18.2%	20.8%	27.1%	24.2%	25.2%	28.0%	28.3%
판매비와관리비	46,460	49,279	50,414	38,387	38,624	10,369	11,935	22,304	53,283	59,436	65,714
영업이익	(8,029)	7,500	(23,958)	12,786	46,876	18,866	33,146	52,012	108,942	147,919	170,956
OPM(%)	-1.5%	1.3%	-4.7%	3.3%	10.0%	13.4%	20.0%	17.0%	16.9%	20.0%	20.4%
영업외손익	(3,728)	(7,617)	(47,838)	(10,141)	(3,865)	(543)	(1,897)	(2,439)	(5,824)	(10,195)	(10,195)
법인세비용차감전순이익	(11,757)	(116)	(71,796)	2,645	43,011	18,323	31,250	49,573	103,118	137,723	160,760
법인세비용	3,122	7,255	19,303	2,930	11,358	4,420	(1,504)	2,916	24,493	32,867	38,442
중단영업이익(손실)				(13,220)	(35,256)	248	1,351	1,599	1,599	0	0
당기순이익	(14,879)	(7,372)	(91,099)	(13,505)	(3,604)	14,152	34,104	48,256	80,225	104,856	122,318
NPM(%)	-2.8%	-1.3%	-17.7%	-3.4%	-0.8%	10.1%	20.5%	15.7%	12.5%	14.2%	14.6%

Rating

Buy

목표주가: 7,600 원

현재주가: 5,480 원

상승여력: 38.7%

12M 주가추이

시가총액 3,466 억원



Balance sheet data ('21)

순자산 1,255 억원
PBR 2.85x
ROE -3.78%

Earning data ('22F)

PER 4.32x
EPS 1,268 원
당기순이익 802 억원

주요 주주

이수 외 6인 26.61%

SMIC 1 팀

- 팀장 45 기 이동연
- 팀원 45 기 박영민
- 45 기 정지원
- 46 기 이동현
- 46 기 조성주

CONTENTS

1. What is MLB?	03
2. Who is ISU-Petasys?	07
3. 투자포인트1: 중국은 탈락, 점점 좋아지는 경쟁 환경	13
4. 투자포인트2: 강력한 전방 수요	17
5. 매출 추정	23
6. 유상증자로 인한 지분 희석 우려 해소	26
7. Valuation	27
8. Issue & Risk: 환율의 영향 분석	33
9. Appendix	34

1. What is MLB?

1.1. PCB란 무엇인가?

PCB = 전자 제품을
실장하는 기판

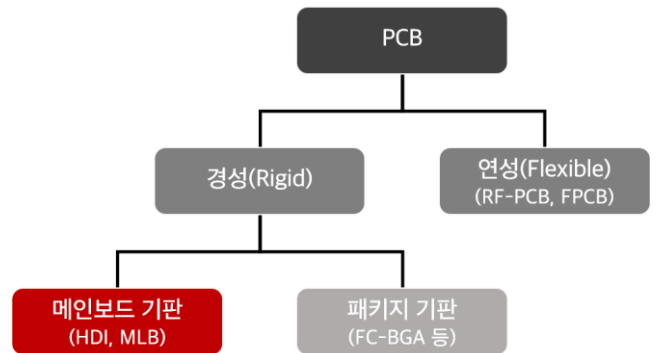
동사의 주력 제품인 **MLB**는 **PCB의 일종**이다. 따라서 MLB에 대해 알아보기에 앞서 PCB가 무엇인지를 알아볼 필요가 있다. PCB란 Printed Circuit Board의 약자로, 절연판 위에 동박을 입혀 **회로를 형성한 기판**을 말한다. 이 기판 위에 **반도체, 저항, 콘덴서 등 전자부품을 실장**하여 각 부품들을 전기적으로 연결하게 된다.

그림 1-1. 전자제품이 실장된 PCB



출처: 아이에스티몰, SMIC 1팀

그림 1-2. PCB의 구분



출처: 신한금융투자, SMIC 1팀

1.2. MLB를 포함한 PCB의 종류

[그림 1-2] 참조

기본적으로 PCB는 경성(Rigid) PCB와 연성(Flexible) PCB로 구분되며, 경성 PCB는 다시 메인보드 기판과 패키지 기판으로 나뉜다. 본 보고서에서 집중적으로 다루게 될 **MLB**는 메인보드 기판에 해당된다. 일반적으로 PCB 기판을 생산하는 회사들은 이 중 여러 제품을 생산하는 경우가 많기 때문에, 향후 경쟁사와 관련된 시장의 지형을 이해하기 위해서는 각 PCB의 종류를 함께 알아볼 필요가 있다.

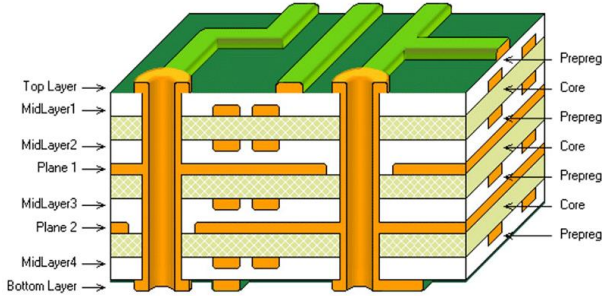
1.2.1. 메인보드 기판

(1) **HDI(High Density Interconnection)**: HDI란 배선의 폭을 줄여 배치 밀도를 높인 고성능 PCB를 말한다. 디지털 제품의 소형화 추세에 따라 개발되었으며, 일반적으로 스마트폰 메인 기판으로 사용된다. HDI 제품에 대한 수요는 여전히 존재하지만, 오랜 기간 기술 혁신이 없었으며 중국 업체들과의 원가 경쟁으로 인해 수익성이 심각하게 악화되었다.

(2) **MLB(Multi-Layer Board)**: 동사의 주력 제품이자 본 보고서의 주인공이다. 그 명칭에서 짐작할 수 있듯이, MLB는 한정된 공간에 많은 배선을 배치하기 위해서 층수를 증가시킨 다층 PCB를 말한다. 층수가 높아질수록 제조 공정이 길어지고, 회로 설계 이후에 변경이 곤란하기 때문에 제작 비용이 비싼 편이다. 일반적으로 통신 장비용 기판으로 사용되며, 차량 전장용으로도 이용되는 경우가 있다.

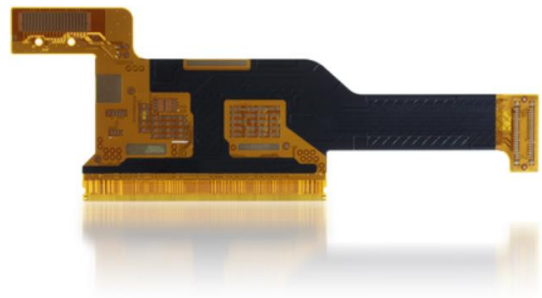
MLB = 다층 PCB
부피 ↓ 배선 ↑

그림 1-3. MLB 단면도



출처: Fortex Engineering, SMIC 1팀

그림 1-4. FPCB



출처: 비에이치, SMIC 1팀

1.2.2. 패키지 기판

메인보드 기판과
혼동하는 경우 多

패키지 기판은 반도체 칩을 메인보드에 탑재하기 위한 징검다리의 역할을 수행한다. 반도체 단자를 메인보드 단자의 스케일로 변환시켜, 다른 부품들과 신호를 주고받을 수 있도록 하는 것이다. 또한 외부 충격이나 온/습도 변화에 약한 반도체를 보호하기도 한다.

- ① 칩 + 패키지
- ② 패키지 + 메인보드

이 반도체 칩을 패키지 기판과 결합하는 방법, 그리고 패키지 기판을 다시 메인보드 기판에 연결하는 방법에 따라 패키지 기판의 종류와 공법이 달라진다. 대표적으로 FC-BGA는 반도체와 패키지 기판을 결합할 때 FC(Flip Chip) Bonding을, 그리고 패키지 기판을 메인보드에 연결할 때 BGA(Ball Grid Array) 방식을 채택한 기판을 말한다. FC-BGA는 반도체 패키지 기판 중 가장 제조가 어려운 제품으로 손꼽힌다.

1.2.3. 연성 기판

연성 기판에는 FPCB(Flexible PCB)와 RF-PCB(Rigid-Flexible PCB)가 있다. FPCB는 연성이 좋은 기판을 사용하여 유연성이 높다. 경성 PCB에서 구현하지 못한 3차원 배선 구조를 실현하여 스마트폰의 소형화와 경량화에 기여하였다. RF-PCB는 Rigid PCB와 Flexible PCB를 혼합해 놓은 기판을 말한다. 일반적으로 Rigid PCB에 전자 제품이 실장되며, 이를 다른 Rigid 기판과 연결할 때 Flexible PCB가 사용되어 디자인적인 자유도를 극대화한다.

1.3. MLB의 전망

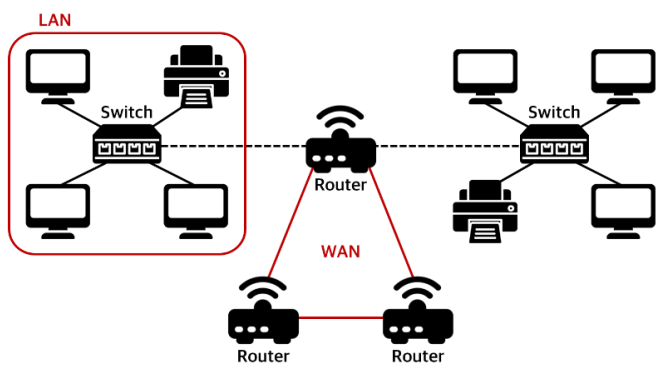
일반적으로 통신 장비
스위치 & 라우터

MLB는 일반적으로 스위치, 라우터 등 통신 장비용 기판으로 사용된다. 후술하겠지만 동사의 경우 최근 들어 서버향 수주가 가파르게 늘어나며 매출처가 다변화되고 있는 상황이다.

[그림 1-5] 참조

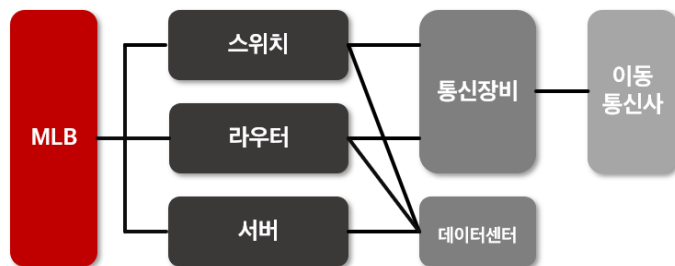
스위치와 라우터는 네트워크 구축의 필수 요소다. 스위치는 PC, 서버, 프린터 등 여러 End-user를 연결해 소규모 네트워크를 구축한다. 하나의 라우터에는 여러 개의 스위치가 연결되는데, 이때 라우터는 또 다른 라우터들과 연결되어 더 큰 네트워크를 형성한다. 이렇게 형성된 네트워크 안에서 정보는 데이터 패킷의 형태로 이동하는데, 스위치와 라우터가 이때 '스위칭(Switching)' 기능을 수행한다. 패킷의 '헤더 정보'를 식별하여 가장 효율적인 경로를 선택하고, 트래픽을 전달하는 역할을 하는 것이다.

그림 1-5. 네트워크의 구조 및 스위치와 라우터의 역할



출처: 동사 IR자료, SMIC 1팀

그림 1-6. MLB 적용 제품과 전방 산업



출처: 동사 IR자료, SMIC 1팀

MLB: 데이터 트래픽 증가와 깊이 연관

이 지점에서 즉각 짐작할 수 있듯이 MLB 제품의 매출 성장은 데이터 트래픽의 증가와 깊게 연관되어 있다. 네트워크가 확장되고, 그 안에서 처리해야 할 데이터의 양이 늘어날수록 고사양의 스위치와 라우터가 필요해지고, 데이터 센터가 설치가 확대되면서 그 안에 들어갈 스위치와 라우터 수요가 증가하기 때문이다. 동사 역시 이러한 우호적인 전방 상황에 힘입어 매출 성장을 이어 가고 있는 상황으로, 관련 내용은 투자포인트에서 후술한다.

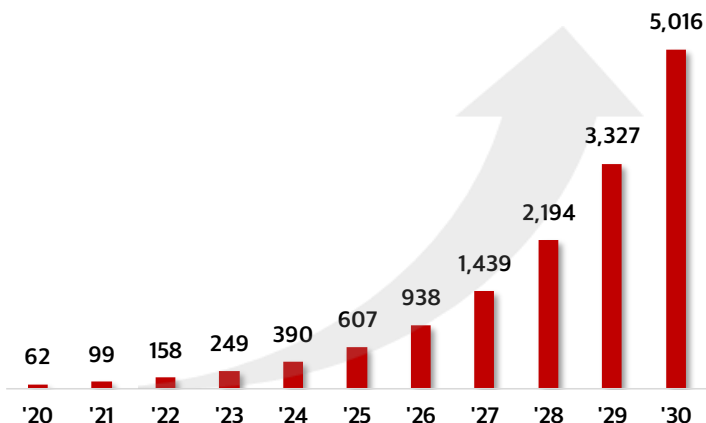
1.4. 전방 변화에 따른 MLB의 고단화 추세

- ① 12-18L: 중다층
- ② 18-24L: 고다층
- ③ 24L+: 초고다층

MLB는 12층, 18층, 24층을 기준으로 중다층, 고다층, 초고다층으로 구분된다. MLB는 층수가 많이 집적될수록 더 큰 기능과 속도를 뒷받침하면서도 그러한 성능에 요구되는 면적을 획기적으로 줄일 수 있다. 3차원 배선을 통해 회로의 집적도를 높이면서 신호 간 간섭을 줄이는 디자인이 용이하기 때문이다. 이에 더 높은 층수의 MLB일수록 더 높은 성능을 요구하는 제품 또는 산업에 이용되며, 전반적으로 고단화 되어가는 추세에 있다.

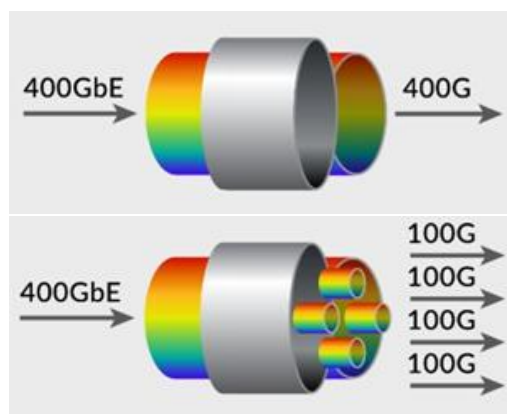
그림 1-7. 글로벌 데이터 트래픽 전망

(단위: Exabytes/월)



출처: IEEE, SMIC 1팀

그림 1-8. 400G 포트



출처: Juniper, SMIC 1팀

Ethernet 최대 전송 속도 급격히 향상 중

[그림 1-7]에서 확인할 수 있듯이 급증하는 데이터 트래픽에 대응하기 위해서는 이전보다 고사양의 통신 장비가 필요하다. 올해 들어 Ethernet의 최대 전송 속도는 100Gbs에서

400Gbps까지 상향되었다. 최근에는 몇몇 통신장비 업체들이 400Gbps를 넘어 무려 800Gbps를 지원하는 스위치/라우터 개발에 성공하고 있기도 하다.

서버도 마찬가지로
초고다층 MLB 수요 ↑

그뿐만 아니라, 이러한 서비스를 뒷받침하기 위해 건설되는 데이터센터에서도 기존의 전송 속도를 뛰어넘는 **대용량 연결**이 요구된다. 따라서 데이터센터에 배치되는 스위치나 라우터는 물론, **서버 자체의 성능도** 이전보다 개선되어야 함은 당연한 수순이다. 이에 따라 **26층 이상의 초고다층 MLB**에 대한 수요가 급증하고 있는 추세다. 대표적으로 구글이 동사에 주문하는 서버향 MLB는 28층이 넘는다.

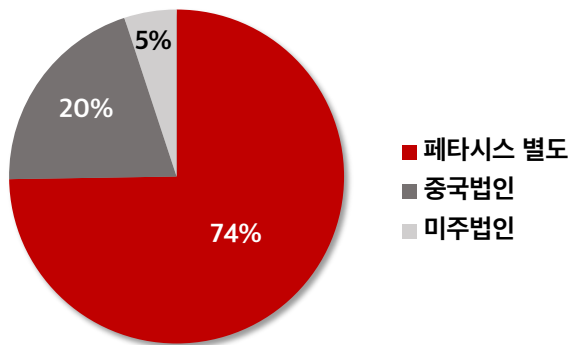
2. Who is ISU Petasys?

2.1. 매출 구성

- ① 본사 별도: 고사양
② 중국 법인: 저사양

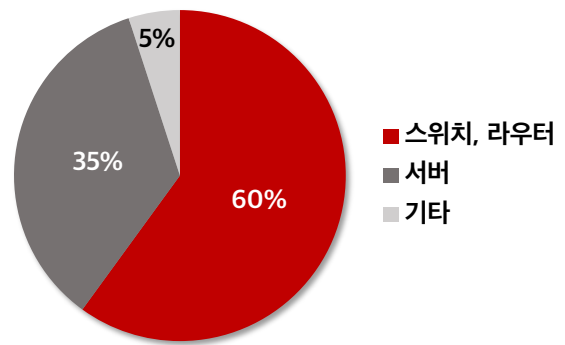
동사의 매출은 이수페타시스 별도, 중국 법인, 미국 법인으로 나뉘며, 두 해외 법인은 모두 100% 자회사다. 본사에서는 비교적 층수가 높은 고사양 제품들을, 중국 법인에서는 상대적으로 저사양 제품을 생산한다. 미국 법인은 양산을 위한 공장을 보유하고 있지는 않으나, 글로벌 IT 기업들이 요구하는 MLB 샘플 대응을 담당한다.

그림 2-1. 법인별 매출 구성 (1H22 연결 기준)



출처: 동사 IR자료, SMIC 1팀

그림 2-2. 제품별 매출 구성 (1H22 별도 기준)



출처: 동사 IR자료, SMIC 1팀

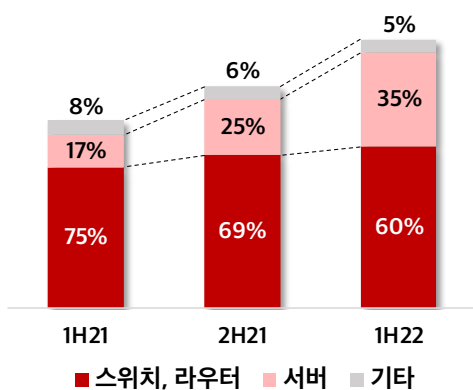
스위치/라우터 60%
+ 서버 35% + 기타

앞서 언급했듯이 동사가 제작하는 MLB는 스위치, 라우터 등 통신장비와 데이터센터용 서버 기판으로 사용되고 있다. [그림 2-3]에서 알 수 있듯이 제품군별 매출 비중은 '22년 상반기 기준으로 스위치와 라우터가 60%, 서버가 35%, 기타 제품이 5% 가량을 차지하고 있다.

서버향 매출이 특히
고성장 중!

기존에는 통신장비향 매출의 비중이 훨씬 높았으나, 서버향 매출이 빠르게 성장하며 그 비중을 키워 가고 있는 모습이다. '21년 상반기만 해도 서버향 매출이 전사 매출의 16%에 불과했음을 고려하면 그 성장의 속3도가 매우 가파름을 알 수 있다.

그림 2-3. 1H21-1H22 별도 매출 비중



출처: 동사 IR자료, SMIC 1팀

그림 2-4. 동사 신규 및 기존 고객사 현황

동사 고객사 리스트

신규 고객사	I사(Intel), CG사(Celestica), NV사(Nvidia) M사(Microsoft), S사(Samsung), A사(Arista)
기존 고객사	G사(Google), J사(Juniper), N사(Nokia) C사(Cisco)

출처: 동사 IR자료, SMIC 1팀

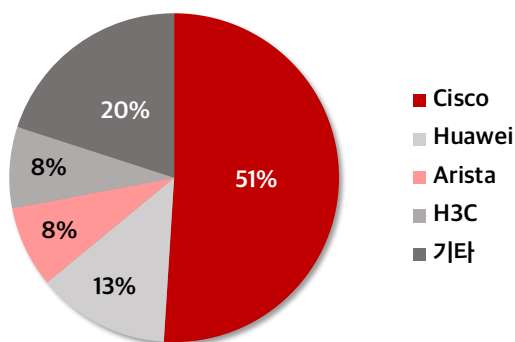
2.2. 화려한 고객사 라인업

Top-tier 통신장비
업체 고객사로 확보

동사는 기존에도 Top-Tier 통신 장비 업체들을 다수 고객사로 확보하고 있었다. 특히 C사에 해당하는 Cisco는 글로벌 이더넷 스위치 시장과 라우터 시장 모두에서 점유율 1위를 자랑한다. 동사는 또한 Cisco 내에서 높은 점유율을 차지하고 있는데, 동사에 따르면 Cisco가 요구하는 MLB의 약 20%를 동사가 공급하고 있다.

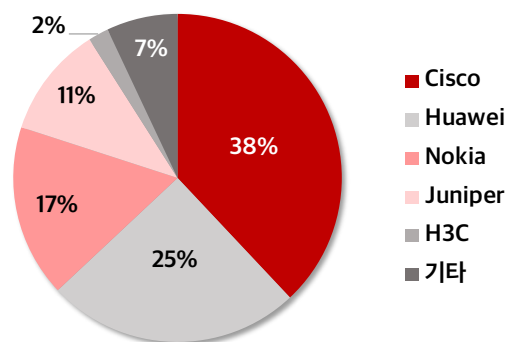
그 외에도 [그림 2-5]와 [그림 2-6]에 붉은색으로 표시된 Arista, Juniper, Nokia 등이 모두 동사의 고객사다. 특히 Arista가 최근에 급격한 성장세를 보여주고 있어 주목할 만하다.

그림 2-5. 이더넷 스위치 시장 점유율



출처: Bloomberg, 유진투자증권, SMIC 1팀

그림 2-6. 라우터 시장 점유율



출처: Bloomberg, 유진투자증권, SMIC 1팀

[그림 2-4] 참조
+ 글로벌 빅테크

그런데 올해 상반기 들어 통신 장비 업체 위주로 이루어져 있던 동사의 고객사 라인업에 지각 변동이 일어나기 시작했다. 글로벌 빅테크 기업들의 데이터센터 서버향 수주가 이어지며 극적인 고객사 다변화가 이루어지고 있는 것이다. 신규 고객사들로부터의 수주 확대, 그리고 이에 대응하기 위한 증설에 따라 향후 매출 증대가 기대된다.

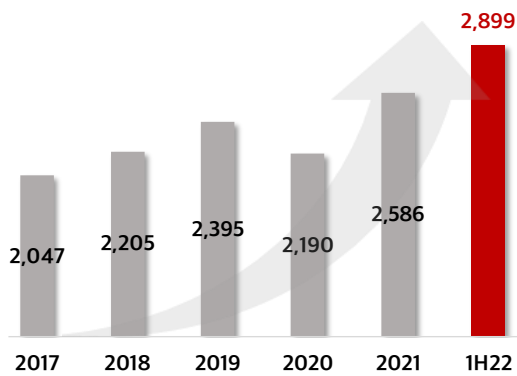
스위치, 라우터	Cisco, Juniper, Nokia, Arista
데이터센터 서버	Google, Intel, Celestica(Meta OEM), Microsoft
GPU	Nvidia
무선 통신장비 (샘플)	Samsung

각 고객사들이 동사로부터 MLB를 공급받아 생산하는 제품들은 위와 같다.

2.3. 동사 제품의 특징: 고층 MLB & VIPPO 공정

본사: 고층 → 초고층
중국: 저층 → 중층

본사와 중국법인 모두에서는 점차 고층 MLB 위주의 수주가 이루어지고 있다. 본사에서는 고다층-초고다층의 고사양 제품을 생산하고 중국법인은 저층-중다층의 저사양 제품을 생산하는데, 이 두 곳 모두에서 층수가 높은 제품 위주로 MIX 개선이 이루어지고 있는 것이다. 동사 수출 제품의 평균 판가는 '22년 상반기에 전년 대비 12.1% 올랐다. 다만 최근의 평균 판가 상승에는 강달러의 영향이 큰 만큼, 이후 8. Issue & Risk에서 후술한다.

그림 2-7. 동사 수출 판가 추이 (단위: 천 원/m²)

출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 2-8. VIPPO 공정

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

출처: 동사 IR자료, SMIC 1팀

이때, MLB 층수가 높아질수록 VIPPO, IVH 등 공정이 추가적으로 적용되는 경우가 많다. 특히 VIPPO 공정은 1층부터 최상층까지 관통하는 Through hole을 형성, Filling 도금을 통해 PCB 상단에 부품 실장 Pad를 형성하는 기술로 초고다층 MLB에서 자주 사용된다. 동사 역시 VIPPO 공정 적용 비중이 '20년 56%에서 '22년 상반기 67%까지 상승한 상태다.

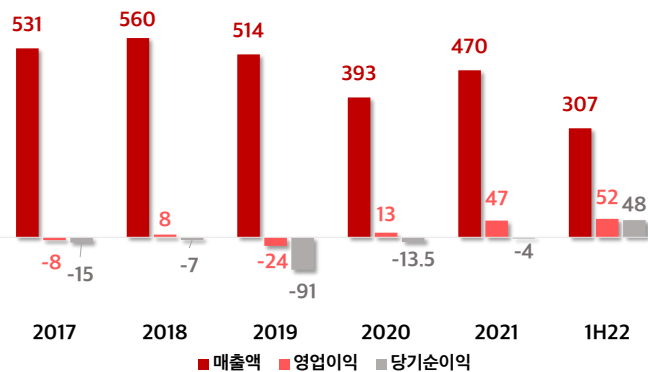
2.4. 재무 분석

적자 자회사 청산
+ 자본 확충

동사 재무구조의 특징이자 문제는 수년 간 이어져온 낮은 이익률과 높은 부채비율이었다. 이에 동사는 적자가 지속되던 자회사 이수엑사보드를 청산했고 유상증자를 통해 자본을 확충했다. 동사는 이러한 체질 개선을 통해 건전한 재무구조를 확립하는 과정 중에 있다. 동사의 재무에 대한 상세한 설명은 다음과 같다.

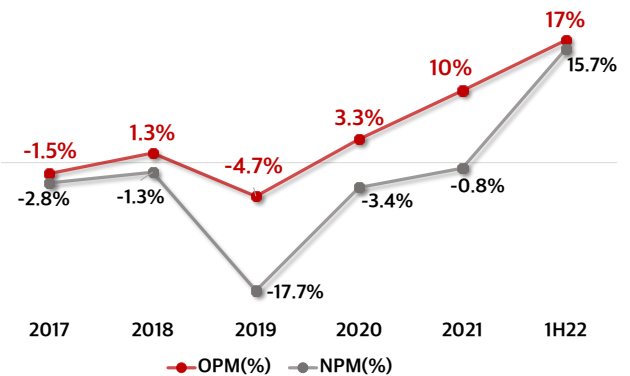
2.4.1. 지속되던 적자에서 벗어나 이익률 급성장

그림 2-9. 동사 매출, 영업이익, 당기순이익 (단위: 십억 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 2-10. 동사 OPM, NPM 추이



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

'22년 극적인
턴어라운드

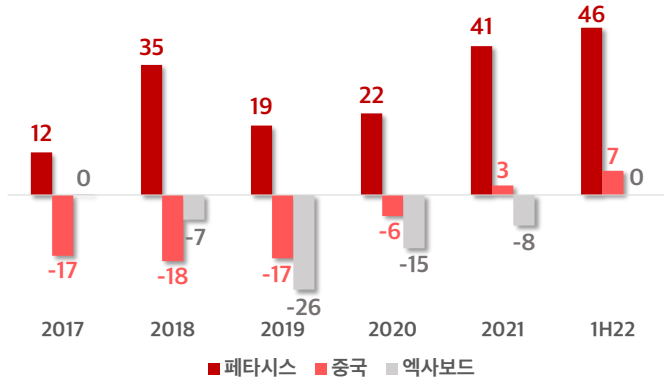
[그림 2-9]을 통해 동사가 '17년부터 '21년까지 영업이익의 적자, 흑자 전환을 반복했으며, 지속적인 당기순손실을 기록해 왔다는 사실을 확인할 수 있다. [그림 2-10]에서는 동사의

낮은 이익률이 수치로 나타나 있다. 다만 '22년도부터는 상황이 달라졌다. 두 그림에서 확인할 수 있듯이, '22년도 반기에 동사는 긴 시간 지속되었던 적자에서 벗어나 OPM 17%, NPM 15.2%라는 놀라운 수준의 이익률을 보여주었다.

별도 매출의 가파른
성장이 정상화 견인

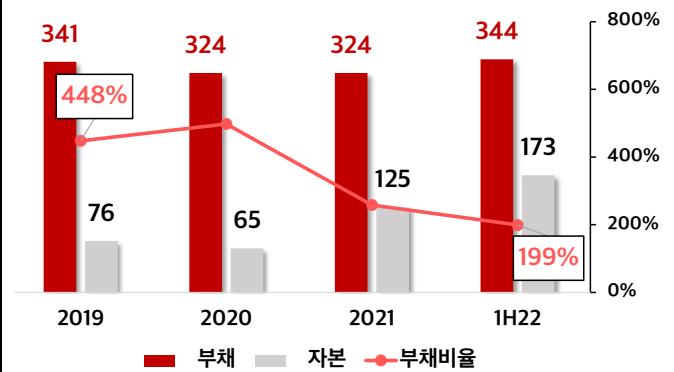
급속도로 이루어진 이익률 정상화의 이유는 [그림 2-11]를 통해 이해할 수 있다. 먼저 '21년도부터 별도 기준 영업이익이 가파르게 성장했다는 사실에 주목해야 한다. 별도 기준 영업이익은 '21년도에 전년 대비 2배 가까이 성장했고, '22년도에는 전반기에만 '21년도 연간 영업이익 이상을 기록했다. 이에 더해 '21년도부터 영업이익 흑자 전환을 이루어낸 중국 법인의 정상화 또한 정상화의 원인이 될 수 있다.

그림 2-11. 동사 별도 및 자회사 영업이익 (단위: 십억 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 2-12. 동사 자본/부채 총계 및 부채비율 (단위: 십억 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

적자 자회사 청산
이수엑사보드 OUT

마지막으로, 오랜 기간 적자에 시달리던 이수엑사보드의 청산 결정을 언급할 필요가 있다. 이수엑사보드는 '17년도 이후로 단 한번도 흑자를 내지 못한 골칫거리 자회사였고, 동사는 '21년에 이수엑사보드의 영업을 중단하여 수익성 개선을 도모하였다. 해당 결정을 통해 연결 기준 매출액은 감소하였지만, 이수엑사보드에서 발생하던 영업손실 또한 사라져 '22년도 전반기 이익률 상승에 기여하였다.

2.4.2. 부채비율의 감소

과거 부채비율 400%

[그림 2-12]에서 확인할 수 있듯이 '21년도 이전에 동사의 부채비율은 400% 이상의 매우 높은 수준에 머무르고 있었다. 과중한 부채로 이자비용 부담이 심했고, 부채 중 단기차입금과 유동성장기부채가 차지하는 비중이 60% 이상으로 높아 유동성 리스크의 가능성이 상존하는 상황이었다. 재무구조의 건전성이 충분히 의심받을 만한 상황이었다.

유상증자를 통한
부채비율 개선

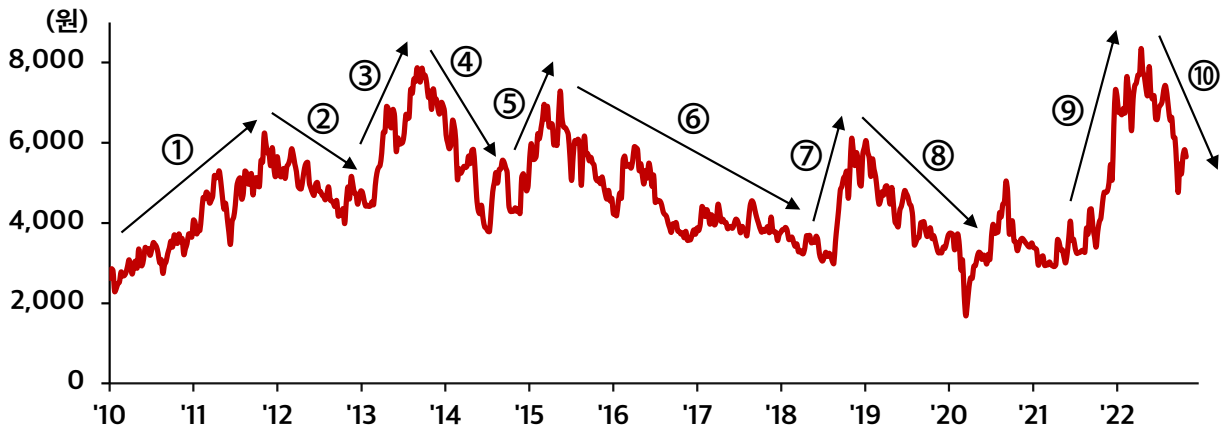
동사는 유상증자를 통해 부채 비율을 하향할 수 있었다. '21년도 8월 동사는 유상증자 결정을 공시했고, 신주 21,978,021주를 발행하여 689억 원을 조달했다. 이는 기존 주식 수 41,268,398주의 53%에 달해 지분 희석을 야기했고, 기존 투자자의 지분가치에 악영향을 미쳤으나 체질 개선에는 유효하게 작용했다.

유상증자 689억과 '22년도 전반기 당기순이익 482억 원을 통해 자본이 급속도로

확충되었고 '22년도 반기 기말 기준으로 부채비율은 199%로 낮아졌다. '22년-'24년 역시 호실적과 함께 이익 성장이 가파를 것으로 예상되는 만큼 재무구조의 건전성은 앞으로도 지속적으로 강화될 가능성이 높다고 판단된다.

2.5. 주가 추이

그림 2-13. 동사 주가추이



출처: Investing.com, SMIC 1팀

동사 주가 등락의 Key Driver는 실적 성장에 대한 기대감이다. 통신장비항 MLB 사업부 성장 기대감은 주가의 상승으로 이어졌고, 자회사 부진의 심화나 기대에 못 미치는 신규 수주 등 기대감을 악화시키는 이벤트의 발생은 주가의 하락으로 이어졌다. 통칭 기판주로 묶이는 심텍, 대덕전자, 코리아씨키트와는 주력 제품이나 전방 업황에서 차이를 보이지만 주가는 일정 부분 동행하는 양상을 보인다. 시기별 주가 변동에 대한 상세한 설명은 다음과 같다.

(1) '09.11~'11.11: 스마트폰 사용 인구의 급증이 4G 통신망 확충을 위한 대규모 통신장비 투자로 이어지는 시기였다. 스위치, 라우터, 광통신모듈항 MLB를 판매하는 동사가 수혜를 누릴 것으로 기대되었고, PCB를 제조하는 경쟁업체의 수가 100개에서 20개 가량으로 줄어드는 경쟁환경 개선 또한 겹쳐 주가가 상승했다.

(2) '11.12~'12.09: 휴대폰용 Build-up PCB 사업부문의 부진이 심화되며 주가가 하락하였다.

(3) '13.03~'13.09: '13년도 1분기에 역대 최대 수주액을 기록하는 등 실적 개선이 이루어지며 주가가 상승하였다. 본업인 MLB 사업부문과 LG 스마트폰항 PCB를 납품하는 자회사 이수엑사보드, 이수엑사플렉스 모두 호실적을 기록할 것으로 예상되는 시기였다.

(4) '13.10~'14.06: '13년도 3분기의 저조한 수주 성과로 인해 수익성 악화 우려가 제기되고 자회사 실적 부진까지 겹치며 주가가 하락하였다.

(5) '14.07~'15.03: MLB 사업부 기대감이 회복되며 주가가 상승하였다.

- (6) '15.04~'18.08: 휴대폰에 탑재되는 HDI, FPCB를 제조하는 자회사들의 적자 지속과 중국 후난법인의 낮은 수출, 가동률 문제로 전사 수익성이 악화되면서 주가가 하락하였다.
- (7) '18.08~'18.11: 5G 통신장비 투자가 본격 시작되며 동사 MLB 사업부의 실적 성장 기대로 주가가 상승하였다.
- (8) '18.12~'20.03: 5G 무선 장비향 매출 성장 기대감이 실제 성장성에 비해 과도했던 것으로 밝혀지며 주가가 하락하였고, 코로나19 발발까지 겹치며 신저가를 갱신하였다.
- (9) '21.05~'22.04: MLB 사업부의 역대급 수주, 적자 자회사 이수엑사보드의 청산 결정, 후난법인의 정상화 등 동사의 체질개선 노력이 빛을 발하며 실적 성장 기대감이 형성되었다. 기관주 전반의 상승 흐름까지 겹쳐 가파른 주가 상승이 나타났다.
- (10) '22.05~'22.10: 글로벌 경기 둔화 영향으로 서버 및 통신장비 투자 감소의 우려가 강해지며 주가가 하락하였다.

3. 투자포인트1: 중국은 탈락, 점점 좋아지는 경쟁 환경

지금은 동사가 가장 기다리던 순간이다. 2조 원 규모에 불과했던 저부가가치 시장에서 끝까지 버틴 보상을 받을 때가 왔다. 고객사들은 벤더사 다변화 및 탈중국을 위해 동사를 찾아오고, 경쟁사들은 자꾸만 MLB 산업을 떠나간다. 동사는 약해지는 경쟁사들을 하나 둘 잡아먹으며 그 어느 때보다도 빠른 성장을 구가할 전망이다.

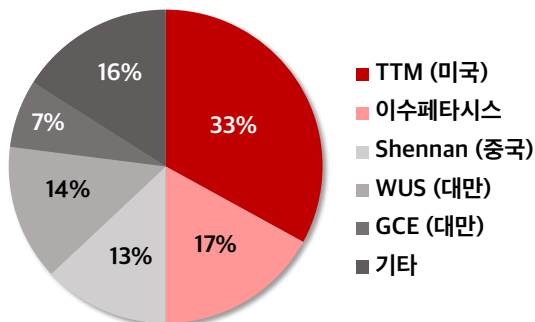
3.1. 벤더사 다변화? 유일한 선택지는 동사

벤더사 다변화?
선택지가 많지 않다

통신 장비사들과 데이터센터 기업들은 코로나19 및 각종 지정학적 이슈로 인해 공급망 관리의 중요성을 절감했다. 이들은 현재 벤더사 다변화를 최우선 목표로 적합한 기업을 물색하고 있으나, 선택지는 많지 않다. MLB에 요구되는 사양은 날로 높아져 가는 반면, 그에 부합하는 제품을 생산할 수 있는 기업은 한정적이기 때문이다.

이 반사 효과의 영향으로 동사에게는 이미 Full-Capa를 초과하는 수준의 수주가 연일 쏟아져 들어오고 있으며, 신규 고객사들로부터의 증설 요구가 한창이다.

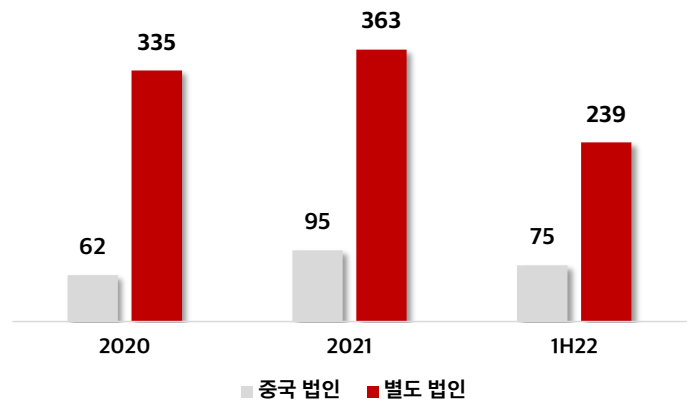
그림 3-1. 주요 업체별 MLB 점유율 ('20년 기준)



출처: Bloomberg, 유안타증권, SMIC 1팀

그림 3-2. 동사 수주 실적 추이

(단위: 십억 원)



출처: 동사 IR자료, SMIC 1팀

TTM, GCE, WUS
Shennan 4 개사

앞서 언급한 Cisco의 Advanced 레벨 공급사이자 초고다층 MLB 양산이 가능한 기업은 동사를 포함해 미국의 TTM, 대만 GCE와 WUS, 그리고 중국의 Shennan으로 압축된다. 각 경쟁사에 대해 알아보면서 공급사들이 동사를 선택할 수밖에 없었던 이유를 알아보자.

3.1.1. TTM: 사실상 경쟁사가 아니다

고객사들은 TTM 외
벤더사를 찾고 있다

고객사들이 '벤더사 다변화'를 시도한다고 할 때, 이는 사실상 TTM 외 고객사를 확보하고자 한다는 의미다. TTM은 동사 시장점유율의 두 배 가량을 차지하고 있는 압도적 1위 기업으로, 대부분의 통신 장비 기업과 데이터센터 기업들을 고객사로 확보하고 있다. 특히 동사의 고객사 리스트에 표기되어 있는 기업들 전부와 이미 오래 전부터 공급 계약을 지속해 온 바, 벤더사 다변화에 있어 동사의 '경쟁 상대'라고 보기에는 어렵다. 간단히 말하면 고객사들은 지금 TTM 외 벤더사를 찾고 있는 것이기 때문이다.

미국: 방산용 MLB
중국: Capa 부족

또한 TTM이 생산량을 늘려 점유율을 늘릴지 모른다는 우려는 그리 크지 않다. 가동률이 남아 있는 미국 공장은 방산용(TTM 매출의 40%에 해당) MLB 제작을 위해 묶여 있는 Capa로 추정되며, 중국 공장은 가동률이 빠듯한 상황이기 때문이다.

증설 물량 역시
크게 우려할 수준 X

최근 발표된 1억 3천만 달러 규모의 말레이시아 공장 설립 역시 크게 우려할 만한 물량은 아니다. 공장의 완공 시점이 '24년 말이며, 동사의 전방에 해당하는 통신장비항 및 서버항 외에도 차량용, 의료 기기용 등 각종 특수 PCB 물량이 포함되어 있기 때문이다. 동사와 실제로 경합하는 MLB 비중은 '21년 기준 26% 가량에 불과하다.

3.1.2. WUS, Shennan Circuits: 역대 최악의 탈중국 리스크

정치적 무기화된
세계의 공장

중국은 그간 세계의 제조 공장으로서 기능해 왔다. 그러나 중국이 이러한 경제적 지위를 정치적 레버리지로 활용하기 시작하면서, 미국은 중국과의 경제 관계를 일종의 전략적인 문제 상황으로 바라보기 시작했다. 중국과의 패권 경쟁에서 승리하기 위한 대중국 견제 정책은 트럼프 행정부를 거쳐 바이든 행정부에서 CNP, 군용 PCB 보호법으로 구체화되었다.

통신 장비, PCB 제품의
강력한 탈중국화

CNP(Clean Network Program)는 중국산 통신 장비 수입과 중국 네트워크와의 연결을 차단하는 정책으로, 그 결과 화웨이 및 그 연관 기업에 대한 미국 수입이 차단되었다. 이처럼 강경한 정책을 통해 통신 장비 산업에서의 강력한 탈중국 의지를 확인할 수 있다. 군용 PCB 보호법을 통해서도 클라우드 서버 및 네트워크 등 주요 군용 시스템에서 중국산 PCB 사용을 금지한다. PCB 제품의 전략적 중요성이 느껴지는 대목이다. PCB는 '19년부터 미국의 대중 무역 제재 3차 리스트에 포함되어, 중국산 제품에 25%의 추가 관세가 부과되고 있기도 했다.

탈중국 기조 강화
= 동사 경쟁력 강화

동사의 신규 고객사 라인업과 [그림 3-2] 수주 잔고에서 확인했듯이, 미국 IT 기업들은 아직 직접적인 규제 대상에 해당하지 않음에도 정부의 탈중국 움직임에 합류하고자 이미 동사의 문을 두드리고 있다. 미국의 탈중국 정책이 강경해져 갈수록, 동사는 중국 MLB 기업 대비 경쟁력이 강화되어 가는 것이다.

Shennan & WUS 는
피할 방법이 없다

상술한 4개사 중 Shennan Circuit(중국)와 WUS(대만)는 이처럼 강경한 탈중국 기조의 타격을 피해 갈 수 없다. WUS는 원칙적으로 대만 기업에 해당하지만, 사실상 본사와 4개의 공장이 모두 중국에 위치해 있을 뿐만 아니라 태국 공장 신설을 위해 중국 정부의 허가를 얻어야 할 정도로 중국 정부의 영향력 하에 있다. 사실상 중국 기업이라고 봐도 무방하다.

실제로 이 두 기업의 고객사들로부터 관련 움직임이 이미 시작되었는데, 미국의 이동통신사 Verizon이 삼성전자 네트워크 사업부에 중국산 부품 배제를 요구하여 Shennan Circuit와 WUS가 해당 계약에서 제외되었던 바 있다.

결국 대부분 미국 기업에 해당하는 전방 고객사들이 신규 벤더사로 이들을 선택하는 것은 사실상 불가능에 가까워 보인다. 오히려 이들로부터의 물량을 줄여 동사나 대만 기업 GCE에 수주를 넣을 가능성이 높다. 결과적으로 Shennan Circuit를 포함한 중국 기업들은 Huawei나 ZTE 등 중국 내 내수 수요를 충족하는 방향으로 나아가게 될 것이다.

3.1.3. GCE: 증설 없음

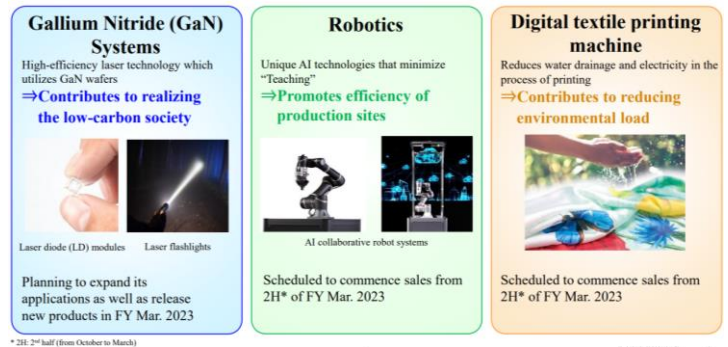
그렇다면 대만의 GCE만이 동사와 더불어 전방 고객사들의 유의미한 선택지로 고려될 수 있을 듯 보인다. 하지만 GCE는 추가적인 증설 계획이 없어 현재 가동 중인 Capa 이상의 물량 소화가 어렵다. GCE는 경쟁사들 가운데서도 점유율이 가장 낮은데다가, MLB 사업부의 매출액이 1,500억 원 수준에 불과한 것으로 추정되어 향후 성장의 상방이 한정적이다.

그림 3-3. 미국 Clean Network Program



출처: US Government, SMIC 1팀

그림 3-4. Kyocera의 신성장동력



출처: Kyocera IR자료, SMIC 1팀

3.2. MLB 사업을 떠나는 경쟁사들

3.2.1. MLB 사업 철수 - Kyocera, Hitachi

Kyocera, Hitachi
MLB 사업 철수

일본의 PCB 제조 기업인 Kyocera와 Hitachi는 아예 MLB 사업부를 정리했다. 특히 Kyocera의 경우 사업부 철수 이전에는 MLB 산업에서 약 5%의 유의미한 시장 점유율을 차지하고 있었다. 두 기업 모두 MLB 외에도 방대한 매출 포트폴리오를 가지고 있을 뿐만 아니라, 비교적 고부가가치 제품인 반도체 패키지 기판을 만들 수 있어 충분히 납득이 가는 선택이다. 고단화 되어가는 MLB를 제작하기 위해 추가적인 투자를 집행하기보다는 과감한 사업 철수를 택한 것으로 보인다. 특히 Kyocera는 현재 레이저 가공 기술, AI 로봇 기술 등을 신성장동력으로 낙점해 적극적인 투자를 집행하고 있어 더욱 선택과 집중이 필요했을 것이다.

[그림 4-2] 참조

Kyocera의 고객사인
Juniper 매출 증가

동사는 이 반사 수혜로 Kyocera의 주요 고객사였던 Juniper Networks 향 매출이 빠르게 증가하고 있으며, Hitachi 철수 또한 동사의 시장 점유율 확대에 긍정적인 효과를 주고 있다.

3.2.2. 반도체 기판 중심 사업 재편 - 대덕전자, Shennan Circuits

앞서 언급했듯 PCB 업체들은 여러 종류의 기판을 포괄적으로 생산하는 경우가 많다. 이들 중 상대적으로 고부가가치 제품에 해당하는 반도체 패키지 기판을 생산할 수 있는 기업들은 MLB를 뒤로하고 패키지 기판으로 투자를 집중하고 있다.

투자 없이는 실질
Capa가 감소한다!

반도체 패키지 기판으로 투자를 집중한다는 것이 MLB 사업에서 완전히 철수한다는 의미는 아니지만, 이는 결과적으로 동사의 점유율 증가로 이어진다. MLB가 고단화 되어감에 따라 공

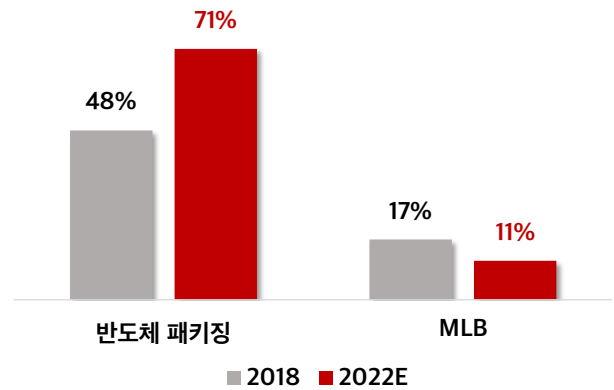
정 시간이 길어지고 생산 가능 면적이 집적되면서, 추가적인 Capex 투자 없이는 실질적인 생산 Capa가 사실상 감소하기 때문이다. 또한 고객사가 요구하는 사양이 점점 높아지고 있는 만큼, 투자를 지속하는 동사의 장기 경쟁력이 강화될 것으로 보인다.

그림 3-5. 대덕전자 FC-BGA 투자 현황

대덕전자 FC-BGA 투자 현황		
1차	20.07. - 21.06.	900억 원
2차	21.03. - 21.12.	700억 원
3차	21.12. - 22.12.	1,110억 원
4차	22.04. - 24.12.	2,700억 원

출처: 대덕전자 사업보고서, SMIC 1팀

그림 3-6. 대덕전자 사업별 매출 비중 추이



출처: 대덕전자 사업보고서, SMIC 1팀

FC-BGA 에 영끌 투자하는 대덕전자

(1) **대덕전자**: 동사의 국내 경쟁사인 대덕전자는 반도체 패키지 기판용 투자에 총력을 기울이고 있다. 특히 대덕전자는 FC-BGA 생산 Capa를 늘리기 위해 '20년 7월부터 '22년 4월까지 무려 5,400억 원 규모의 신규 시설투자를 공시한 상황이다. 5,400억 원은 대덕전자 자기자본의 71%에 육박하는 어마어마한 금액으로, 전액 FC-BGA 증설에 사용된다. 대덕전자가 향후 MLB 사업에 추가적으로 자금을 투입할 수 있을 리가 만무하다. 애초에 동사만큼 고단화된 MLB를 생산하지 못했던 만큼, MLB 사업보다 FC-BGA에 더욱 집중할 것으로 보인다.

(2) **Shennan Circuits**: Shennan Circuits 역시 패키지 기판을 신성장 동력으로 삼고 있다. Shennan Circuits는 '21년 6월에 60억 위안의 증설을 공시했는데, 전액 FC-BGA를 포함한 패키지 기판을 생산하기 위한 증설이었다. 탈중국 리스크 뿐만 아니라 사업 내 MLB 비중을 줄여 나가는 모습이다.

소결하자면, 현재 전방 고객사들이 택할 수 있는 TTM 외의 고객사는 사실상 동사뿐인 상황이다. 다른 경쟁사들이 철수하거나, 반도체 기판 위주로 사업을 재편할 동안 이 악물고 버틴 동사가 새로운 기회를 목전에 두게 된 것이다. 동사는 시장의 30%를 차지하던 중국 기업들이 경쟁에서 탈락하는 기회를 결코 놓치지 않을 것이다. 동사는 시장의 유일한 Option으로 남아 이들의 점유율을 흡수하며 그 어느 때보다 크게 성장할 전망이다.

4. 투자포인트2: 강력한 전방 수요, 그 이상의 성장

우호적인 경쟁 환경이 조성되어 가는 와중에, 데이터 센터와 통신사, 그리고 미국의 인프라 투자 정책까지 모두 강력한 전방 수요를 나타낸다. 중국 경쟁사들의 점유율 흡수만으로도 성장이 담보되는데 전방 상황마저 긍정적이라면 이보다 좋을 수는 없다. 동사는 증설 결단을 통해 이 모든 가능성을 확신으로 바꾼다.

4.1. 새로운 일용할 양식, 데이터 센터

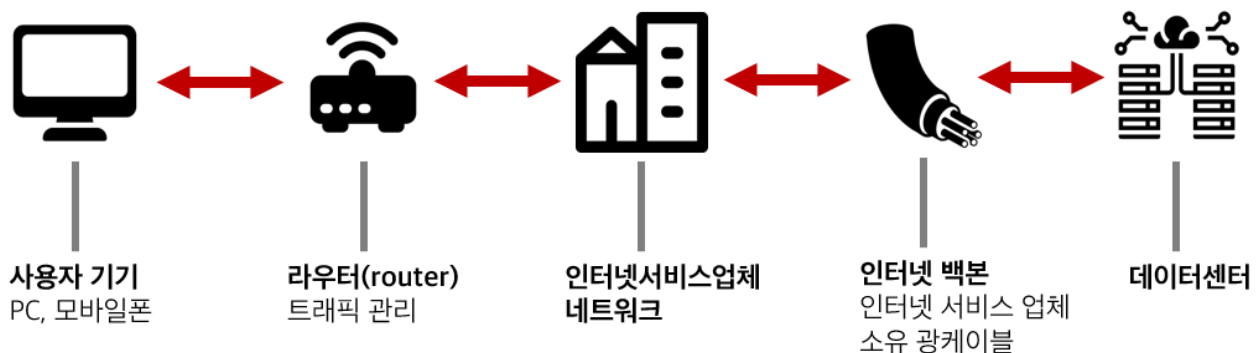
서버향 69.4% 성장
[그림 2-3] 참조

통신장비향 매출은 동사의 꾸준한 Cash Cow였지만 그간 그렇게 드라마틱한 성장세를 보여 주지는 못했다. 하지만 동사는 최근 데이터센터를 통해 폭발적인 성장을 구가하며 새로운 상방을 열었다. '22년 상반기에 동사의 서버향 매출은 전 반기 대비 무려 69.4% 성장했다.

데이터 센터란?

데이터 센터(IDC, Internet Data Center)는 수많은 서버 컴퓨터들이 모여 있는 곳을 통칭한다. 서버(server)는 ① 저장된 글, 사진을 보여주거나 ② 파일을 업로드해서 보관해주거나 ③ 각종 정보를 제공해주는 등 'Serve' 역할을 수행하는 모든 컴퓨터를 의미한다. 데이터센터는 GPU 및 컴퓨팅 하드웨어, 라우터를 포함한 네트워크 장비, 보안 시스템, 스토리지, 소프트웨어 및 관리 시스템, 전원 장치로 구성된다.

그림 4-1. 데이터센터 서비스 구조도



출처: BCG analysis, SMIC 1팀

데이터센터 증가
= 동사 매출 증가

데이터센터의 구성요소 중 동사는 라우터, 서버, GPU와 연관된다. 데이터센터는 서버에 사용되는 MLB를 주문하는 직접적인 고객일 뿐만 아니라, 동사의 주요 고객사인 통신장비 기업 (Cisco, Juniper 등)이 생산하는 라우터의 소비처가 되어 통신 장비향 매출에도 기여한다.

2.2. 화려한 고객사 라인업 참조

동사의 고객사인 Google, Microsoft, Intel, Celestica(Meta OEM) 등이 자체적인 클라우드 사업을 위해 거대 데이터센터를 구축하거나, 고객사가 요청한 데이터센터를 건설할 때 동사의 서버향 매출이 발생하게 된다.

또한 Nvidia의 경우 동사로부터 GPU향 MLB를 공급받고 있어, 데이터센터의 증가는 동사 매출과 연관이 깊다.

그림 4-2. 전력량 규모에 따른 데이터센터 구분 및 사용처

	서버실/소규모 (<0.3MW)	중간 규모 (0.3-1MW)	대규모 (1-10MW)	하이퍼스케일러 (>10MW)
일반 기업 운영을 지원하는 자체 데이터 센터				
타사 제공업체 Rack 또는 서버 공간 임대				
글로벌 인터넷 기업 호스팅이 핵심 비즈니스				

출처: BCG Analysis, SMIC 1팀

하이퍼스케일러가
왜?
원래?

[그림 4-2]에서는 서버 공간을 임대하는 타사제공업체, 글로벌 인터넷 기업들은 대규모-하이퍼스케일러 데이터센터에 집중하고 있음을 확인할 수 있다. 하이퍼스케일러는 10MW 이상의 전력량을 요구하는 데이터센터를 말한다. [그림 4-3]에서 알 수 있듯이 그 숫자는 전세계적으로 증가하고 있으며, 이 추세는 앞으로도 지속될 것으로 전망된다.

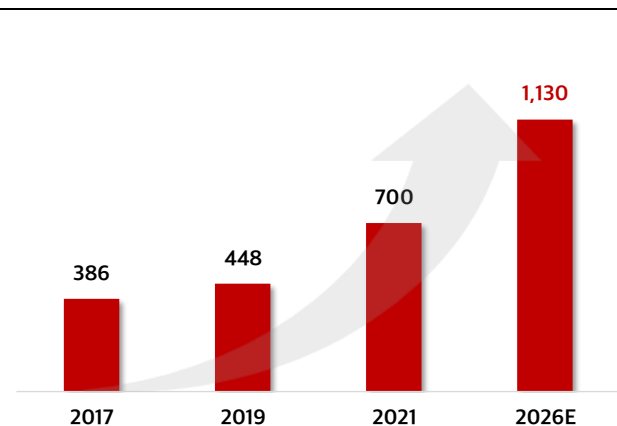
IDC에서 CDC로
→ 하이퍼스케일러 ↑

이는 최근의 데이터 센터가 IDC에서 CDC(Cloud Data Center)로 변모하고 있는 것으로부터 기인한다. 기존의 IDC는 일반적인 기업들이 자체적으로 구비하는 서버실을 의미했다면, CDC는 서버유지비용이 시간 단위로 청구되는 유동적 구독 서비스를 제공한다.

거대 IT기업으로
수요 집중 = 호재

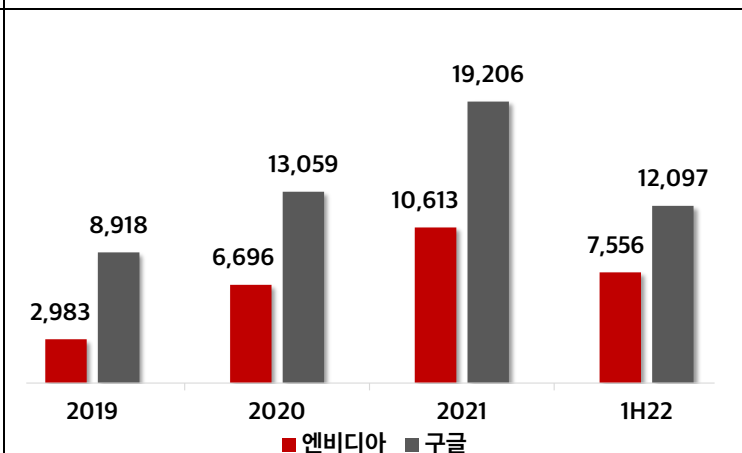
이를 달리 말하면 IT 기업들의 거대 데이터센터 설립이 늘어나게 된다는 것이다. 개별 기업이 자체 데이터센터를 구축하거나, 소규모 제공업체로부터 공간을 임대하는 형태의 계약보다는, 거대 IT기업들로 수요가 집중되어 투자로 연결되는 것이 그들을 대부분 고객사로 두고 있는 동사에게 유리하다.

그림 4-3. 하이퍼스케일러 구축현황 (단위: 개)



출처: 정보통신정책연구원, SMIC 1팀

그림 4-4. 각 사 데이터센터 매출 추이 (단위: 백만 달러)



출처: Alphabet, Nvidia 10-K, SMIC 1팀

구글 클라우드
기록적 성장중

데이터센터의 전반적인 업황도 긍정적으로 전망된다. 다양한 관련 기업들의 매출과 투자를 통해 그 성장세를 확인할 수 있는데, 대표적으로 구글 클라우드 서비스 매출은 전년 동기 대

비 38% 성장하였다. 또한 구글은 Office & Data center 건설을 위해 '21년 70억 달러에 이어 '22년 90억 달러의 투자를 집행한 바 있다.

Nvidia의 낙관적인
수요 예측

데이터센터에 GPU를 공급하는 Nvidia는 전년대비 83%의 성장률의 매출을 보여주고 있다. 또한 10-K를 통해 Nvidia는 데이터센터에 대한 낙관적인 수요예측으로 12억 2천만 달러의 재고 관련 준비금을 비축하며 **업황에 대한 긍정적인 전망을** 드러냈다.

4.2. 글로벌 이동 통신사들의 5G 투자 확대

유선/무선 통신장비로
나누어 수혜 확인

5G 통신망 투자가 본격화됨에 따라 그 수혜를 입는 통신장비들이 각광을 받고 있다. 특히 무선 통신장비류가 주목받고 있는데 폭증하는 모바일 트래픽을 국지적으로 처리하기 위한 스몰셀이 그 대표적인 예시이다. 동사는 현재 무선 통신장비향 MLB 납품 매출이 거의 나오고 있지 않아 5G 관련 기대가 크지 않은 상황이다. 그러나 5G 역시 **엄연한 동사의 전방 수요 중 하나이며, 유선 통신장비와 무선 통신장비로 나누어 동사의 수혜를 설명하고자 한다.**

(1) 유선통신장비 - 고사양 라우터 수요는 늘어날 수밖에

전송 속도 & 트래픽 ↑
= 통신장비의 발전

5G 네트워크 도입을 통해 가장 크게 기대되는 부분은 데이터 전송 속도 향상이다. [그림 4-1]에서 확인할 수 있듯이, **5G 네트워크는 4G에 비해 전송속도가 20배나 빨라진다.** 이에 더해, [그림 1-7]에서 상술한 바와 같이 **데이터 트래픽마저 급속도로 증가하고 있다.** 폭발적으로 늘어나는 데이터의 양과 속도는 이러한 데이터 전송 역할을 담당하는 기반 시설, 즉 **통신장비의 발전을 필연적으로 동반한다.**

그림 4-5. 이동통신 세대별 데이터 전송속도 변화

	전송 속도	기간
1G (Analog)	10Kbps	1984년~1999년
2G (CDMA)	10~144Kbps	1996년~
3G (WCDMA)	153Kbps~14.4Mbps	2003년~
4G (LTE)	100Mbps~1Gbps	2011년~
5G	20Gbps 이상	2019년~

출처: 메리츠증권 리서치센터, SMIC 1팀

그림 4-6. 이더넷 표준 처리속도

표준화시기	속도
1990	10 Mbps
1995	100 Mbps
1998	1 Gbps
2002	10 Gbps
2010	40Gbps, 100Gbps
2017	200Gbps, 400Gbps

출처: IEEE, SMIC 1팀

BBU에 모인 데이터
→ 백홀 → 백본망

이에 따라 스몰셀, RRH(Remote Radio Head), 중계기 등 기지국으로 쏟아지는 RF 신호(데이터)를 원활하게 처리하도록 하는 무선통신장비들이 도입 및 발전되고 있다. 그러나 **중앙집중형 기지국 BBU(Base Band Unit)으로 모인 데이터를 백본망(인터넷 서버)으로 넘겨주는 백홀의 역할 역시 매우 중요하다.** 아무리 데이터가 모여도 서버로 전달되지 않으면 무용지물이기 때문이다. 동사의 수혜가 바로 이 지점에서 나타난다.

데이터 전송 속도 ↑
< 백홀 트래픽 ↑

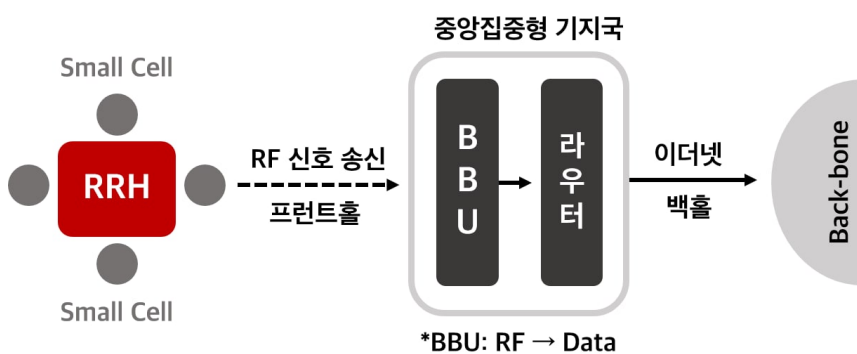
BBU와 백본망을 연결시켜주는 역할을 하는 통신장비는 라우터이다. 옛지라우터와 코어 라우터는 이더넷(유선)을 통해 기지국에 수집된 데이터를 백본망으로 넘겨주는 역할을 하는데, 이

때 데이터 전송 속도의 증가율보다 더 빠르게 백홀 트래픽이 늘어나기 때문에 라우터의 성능은 원활한 전송을 위해 매우 중요하다. 이로 인해 [그림 4-6]과 같이 이더넷의 처리 속도 역시 발전을 거듭하고 있다.

하이엔드급 라우터
성장 중

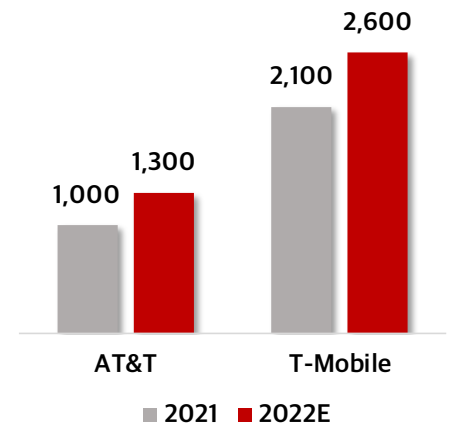
Cisco, Nokia 등 동사의 고객사들은 현재 400Gbps 속도의 라우터를 제조하며 800Gbps, 1,600Gbps까지도 개발까지 염두에 두고 있다. 동사는 하이엔드급 라우터에 MLB를 납품하고 있고, 향후 지속적인 유선통신장비 개발, 도입 및 교체가 이루어질 것이기 때문에 동사의 MLB 수요 역시 증가할 수밖에 없을 것이다.

그림 4-7. 5G 유무선 네트워크 구조



출처: 메리츠증권, SMIC 1팀

그림 4-8. 5G 커버리지 확대 계획 (십만 명)



출처: AT&T, T-Mobile, SMIC 1팀

(2) 무선 통신장비 - 고다층 MLB의 필요는 높아져 간다

무선 통신장비향
저층 → 고다층 MLB

무선 기지국향 Massive MIMO, 트랜시버+파워앰프, BBU의 경우 5G 도입과 함께 저층 MLB 대신 18층 이상의 고다층 MLB의 활용 비중이 높아지고 있다. 이는 전통적으로 중화권 MLB 제조사들이 차지하던 무선통신 PCB 시장에 동사가 진입할 가능성이 높아졌다는 뜻이다. 동사는 이미 무선통신장비향 MLB 샘플 납품을 진행하고 있다는 점에서 잠재적인 성장 동력이 점차 실체화되고 있다는 것을 알 수 있다.

[그림 4-8] 참조

이에 더해 미국의 통신시장을 삼분하고 있는 AT&T, Verizon, T-Mobile 3사 모두 '22년 5G 기지국 증가를 노리며 설비투자를 늘리고 있다는 것은 상술한 전방 수요 예측을 뒷받침한다. AT&T와 T-Mobile은 5G 기지국이 커버하는 고객 수를 확대한다는 계획을 발표하며 투자 계획을 간접적으로 밝혔다. 이에 더해 Verizon은 '21~'23년동안 전체 10.1억 USD의 추가적인 투자를 통해 5G기지국을 확충할 계획이다. 기지국 투자의 확대와 함께 각 기지국을 연결하는 유선 장비 매출의 확대가 기대된다.

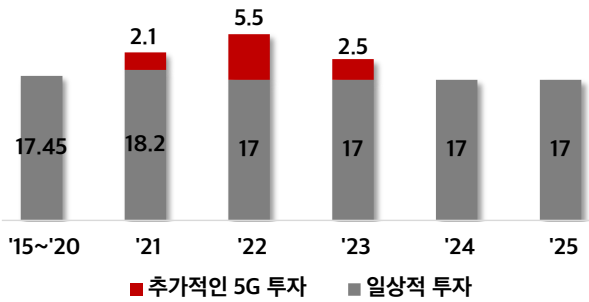
4.3. 미국 인프라 투자계획 집행이 목전에

고속 인터넷 보급 관련
예산 650 억 달러

'21년 발효된 바이든 정부의 인프라 법안에 따르면 고속 인터넷 보급 관련 예산 650억 달러가 책정됐다. 그 세부 예산 중 하나가 BEAD 프로그램(Broadband Equity, Access, and

Deployment Program)으로 약 **430억 달러** 규모의 투자가 이루어질 예정이다. 인터넷 서비스 제공이 미흡한 곳을 바탕으로 미국 50개 주에서 집행될 예정이며, '23년 상반기 중 실제 집행이 시작될 것이며 이에 따라 **동사의 전방인 유선 통신 장비사들의 수혜**가 기대되며, 자연스럽게 동사 MLB 수요 또한 증대될 전망이다.

그림 4-9. Verizon 설비 투자 투자 계획(단위 : 10억 달러)



출처: Verizon, SMIC 1팀

그림 4-10. BEAD 프로그램 개요

BEAD 프로그램 개요	
목적	브로드밴드 접근성 확대
투자규모	430억 달러
세부내용	미국 50개주에서 시행 예정 아래 순서로 예산을 우선 지원하도록 지정 1)서비스 미제공 지역(다운로드 25Mbps, 업로드 3Mbps 이하) 2)서비스 부족지역(다운로드 100Mbps, 업로드 20Mbps 이하) 3)커뮤니티 기관

출처: US Government, SMIC 1팀

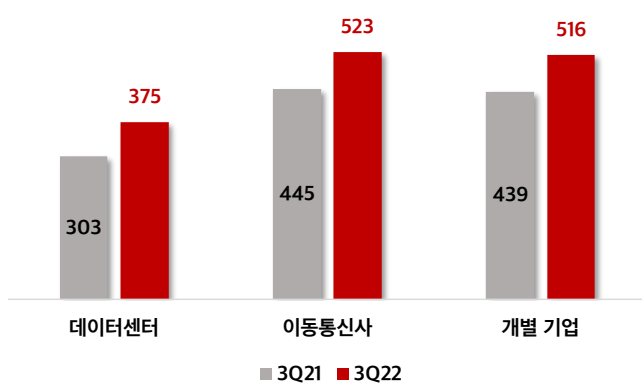
4.4. 주요 고객사 주가 상승 - 시장의 전망도 긍정적

고객사의 호실적 달성
전망되는 상황

동사의 주요 고객사인 **Arista**와 **Juniper**는 최근 IT 기업들의 주가 하락에도 불구하고 **급격한 주가 상승**을 보이고 있다. 이는 두 회사의 3분기 실적이 시장 컨센서스를 상회했기 때문으로 보인다. 특히 Juniper의 경우, **데이터센터향 매출이 23.7% 성장**한 것을 비롯하여 **통신사 향 매출 또한 17.4% 증가**하며 3Q22 매출이 전년 동기 대비 19% 성장하며 역대 최고 분기 실적을 거두었다. Juniper는 **향후에도 전방 수요가 강력할 것**이라는 전망 하에 4분기에도 호실적을 기록하리라는 자신감을 드러냈으며, 시장 또한 이에 반응한 것으로 보인다.

그림 4-11. Juniper 매출 성장

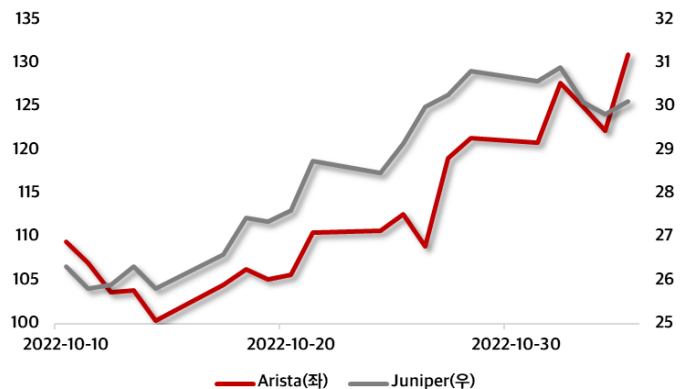
(단위: 백만 달러)



출처: Juniper, SMIC 1팀

그림 4-12. Arista 및 Juniper 주가 추이

(단위: 달러)



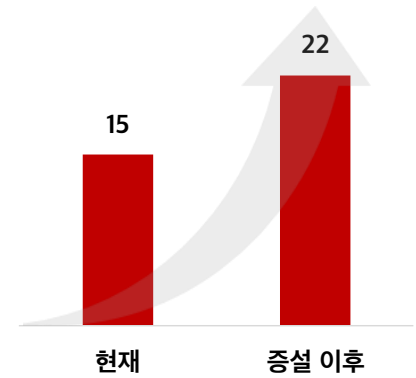
출처: Google Finance, SMIC 1팀

지금까지 본 보고서를 통해 동사의 새로운 성장동력인 **데이터센터의 성장**과 국제적인 데이터 트래픽 증가에 발맞춘 **5G 투자**, 그리고 **미국 정부의 인프라 투자 정책**을 확인했다. 전방의 수요 증가에도 불구하고 경쟁사는 시장에서 발을 빼고 있으며, 전방의 고객사 다변화 및 탈중국 정책의 반사 수혜 역시 강력할 전망이다.

그림 4-13. 동사 증설 타임라인

구분		2022	2023	2024
1차	전공정 투자	22억 원		
	건축 및 설비 이설	396억 원		
	노후설비 교체	125억 원		
2차	신규 설비투자		410억 원	

출처: 동사 IR자료, SMIC 1팀

그림 4-14. 증설 후 Capa (단위: 천m²/월)

출처: 동사 IR자료, SMIC 1팀

적극적인 투자 결단!

동사는 이러한 천재일우의 기회를 놓치지 않고 붙잡았다. '23년 완공을 목표로 543억 원, 이어 '24년 완공을 목표로 410억 원의 투자를 결단한 것이다. 이 증설을 통해 동사의 Capa는 월 15,000m²에서 22,000m²로 증가하게 된다. 동사는 이처럼 적극적인 투자를 통해 정체된 경쟁사를 제치고 점유율을 확대하며, 전방 그 이상의 성장을 구가하게 될 것이다.

5. 매출 추정

동사 매출은 이수페타시스 별도, 중국 법인, 그 외 기타 매출로 나누어 추정하였다. 현재 '24년 말까지의 증설 계획이 있으므로, 이를 반영하기 위해 '24년 매출까지 추정하였다.

5.1. 이수페타시스 별도 매출

5.1.1. 실질 Capa 추정

	2018	2019	2020	2021	1H22	2H22E	2022	2023	2024
생산실적	152,000	127,000	159,000	143,000	88,000	88,000			
가동률	77.7%	72.5%	90.8%	82.2%	100.7%	100.7%			
실질CAPA	195,624	175,172	175,110	173,966	87,388	87,388	174,777	195,167	235,948

별도 매출은 내수와 수출로 분리하여 각각의 P와 Q를 추정하였다. 각 추정에 앞서, 먼저 동사의 실질적인 Capa를 계산할 필요가 있다. 동사는 생산 가능 면적 기준으로 생산 Capa를 공시하고 있으나, MLB 고단화로 인해 결과물의 면적이 줄어들면서 최종적인 생산 실적과는 괴리가 커졌다. 따라서 결과에 해당하는 '생산 실적'을 가동 시간 기준 가동률로 나누어 실질적인 Capa를 역산하였다.

→ $실질\ Capa = \text{생산 실적} \div \text{가동률} (\text{실제가동시간}/\text{가동가능시간})$

5.1.2. P & Q 추정

페타시스 P 추정									
(단위: 원/m ²)	2018	2019	2020	2021	1H22	2H22E	2022	2023	2024
매출액	333,096	318,847	335,067	363,499	238,543	263,017	501,330	589,233	676,973
수출 P	2,205,080	2,394,947	2,189,792	2,585,654	2,899,300	3,204,566	3,051,933	3,288,493	3,288,493
내수 P	1,627,514	2,540,933	2,025,524	1,895,220	1,884,161	1,884,161	1,884,161	1,884,161	1,884,161
평균 P	2,189,336	2,409,343	2,179,362	2,561,320	2,859,894	3,153,310	3,005,222		
매매기준율	1,101	1,167	1,180	1,145	1,234	1,364	1,299	1,400	1,400

페타시스 Q 추정									
(단위: m ²)	2018	2019	2020	2021	1H22	2H22E	2022	2023	2024
실질CAPA	195,624	175,172	175,110	173,966	87,388	87,388	174,777	195,167	235,948
가동률	77.8%	75.5%	87.8%	81.6%	95.4%	95.4%	95.4%	93.0%	88.0%
Q	152,145	132,338	153,746	141,919	83,410	83,410	166,820	181,505	207,635
수출 Q	147,997	119,288	143,984	136,917	80,172	80,172	160,147	176,060	203,482
내수 Q	4,147	13,050	9,762	5,002	3,238	3,238	6,673	5,445	4,153
수출비중	97.3%	90.1%	93.7%	96.5%	96.1%	96.0%	96.0%	97.0%	98.0%

동사는 수출 평균 단가, 내수 평균 단가, 전체 평균 단가를 공시하고 있다. 이에 먼저 매출액을 전체 평균 단가로 나누어 전체 Q를 계산하였다. 이후 수출 평균 단가와 내수 평균 단가, 전체 평균 단가를 전체 Q와 연립하여 수출 및 내수 Q를 추정하였다.

(1) 수출 P: 수출 P의 경우 투자포인트에서 서술했듯이 현재 수준에서 **안정적으로 방어**가 가능할 것으로 보인다. 상대적으로 마진율이 낮은 서버 매출이 빠르게 증가하고 있기는 하나, 스위치/라우터항 판가 상승이 가파르고 서버항 MLB 역시 고사양화 추세에 있기 때문이다.

이에 수출 P의 경우 22년 상반기 값을 적용하되, 환율의 영향을 반영해주었다. '22년 하반기 환율은 '7월부터 '11월 초까지의 우리은행 매매기준율을 적용하였고, '23년의 경우 JP모건 예측치를 사용하였다. '24년의 경우 불확실성이 커 '23년 값을 동일하게 적용했으며, 이어지는 8. Issue & Risk에 환율 변화에 따른 민감도분석 결과를 실어 두었다.

(2) 내수 P: 내수가 동사 매출에서 차지하는 비중이 적고, 단가 변동에 특별한 추세성이 나타나지 않는다. 합리적인 추정이 어려 Historical하게 낮은 편에 속하는 22년 상반기 P를 flat하게 적용하였다.

(3) Q: Q는 추정한 동사의 실질 Capa와 예상 가동률을 곱하여 도출해야 한다. '22년의 실질 Capa는 '22년 상반기 값에 2배 적용하였으며, '23년과 '24년의 실질 Capa는 동사가 공시한 증설 Timeline에 맞추어 기계장치의 증분을 반영하였다. 구체적인 유형자산 추정 과정은 8. Valuation에서 확인할 수 있다.

구분		2022	2023	2024
1차	전공정 투자	22억 원		
	건축 및 설비 이설	396억 원		
	노후설비 교체	125억 원		
2차	신규 설비투자		410억 원	

동사는 현재 Capa를 넘어서는 수준의 수주가 계속 쌓이고 있으며, 고객사와의 협상의 결과로 증설을 단행했으므로 가동률은 높은 수준에서 유지된다고 가정하였다. 이에 도출된 실질 Capa에 예상되는 가동률을 곱하여 전체 Q를 도출하였다. 수출 비중은 '22년 상반기 수준이 유사하게 유지된다고 가정하여 도출된 전체 Q를 내수와 수출에 분배하였다.

이후 매출 = (수출 P) * (수출 Q) + (수출 P) * (수출 Q) 계산을 통해 동사 별도 매출 도출하였다.

5.2. 중국법인 매출

중국 법인은 중다층 제품이 대부분을 차지하는 **미주향 매출 비중**이 중요하다. 본 추정에서는 미주향 매출 비중이 '22년 상반기 64%에서 '23년부터 70%까지 상향된다고 가정하였다.

또한 미주향 매출은 대부분 서버항에 해당한다. 중국 법인의 미주향 고객사 중 하나인 Cisco는 데이터센터 서버항 제품의 성장률을 CAGR 9%로 전망하였다. 따라서 동사의 미주향 매출 역시 매년 9%씩 성장한다고 가정하였으며, 그 외에는 합리적인 추정이 불가능하므로 '22년 값을 flat하게 적용하였다.

5.3. 매출 추정 결과

기타 매출은 각종 자회사 청산 이후 동사 매출에서 차지하는 비중이 매우 낮아졌으며 특별한 추세성이 나타나지 않는다. 따라서 자회사 청산 이후에도 Historical하게 낮은 편에 속하는 '22년 상반기 매출의 2배를 flat 적용하였다.

매출추정									
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	1H22	2H22E	2022	2023	2024
총 매출액	560,337	514,238	393,229	469,621	306,561	336,946	643,508	739,755	836,842
YoY(%)	5.5%	-8.2%	-23.5%	19.4%	41.5%	33.2%	37.0%	15.0%	13.1%
페타시스	333,096	318,847	335,067	363,499	238,543	263,017	501,561	589,233	676,973
중국법인	57,800	34,200	50,900	92,100	65,100	71,011	136,111	144,686	154,033
기타	169,442	161,191	7,261	14,022	2,918	2,918	5,836	5,836	5,836

6. 유상증자로 인한 지분 희석 우려 해소

Capex 투자 자금은 어디서 조달하지?

동사의 탄탄한 성장 내러티브와 견조한 성장 추세에도 불구하고 투자자들이 매수를 망설이게 되는 이유 중 하나로는 유상증자에 대한 우려를 들 수 있다. 이러한 우려가 제기되는 건 동사가 '22년 4월과 10월에 신규시설투자 계획을 공시했기 때문인데, 투자금액이 2024년까지 도합 990억 원에 달하고 '22년도 하반기부터 본격적인 투자 집행이 예고되어 있어 해당 투자자금을 어디서 마련할 것인지에 대한 궁금증이 커지고 있다.

동사가 '22년도 2분기말에 보유한 현금및현금성자산은 약 570억 원이다. 동사는 증설 공사에서 내부보유자금 및 외부조달을 통해 투자액을 마련할 계획이라고 밝혔는데, 총 투자액에서 보유금액을 빼면 약 420억 원으로 적지 않은 금액을 외부에서 조달해야 한다.

2.3.에서 상술했듯이 동사는 '21년도에 유상증자를 통해 신규시설자금을 마련한 바 있고, 당시 기존 주식 수의 50%에 달하는 신주를 발행하여 기존 주주의 지분가치를 하락시켰던 전례가 있다. 이번 투자자금의 부족분 역시 유상증자로 조달된다면 현재 시총 대비 최대 12%의 지분 희석이 가능하기 때문에 투자자들의 우려에는 충분한 이유가 있는 것이다.

유상증자는 없다.
산은 차입계약 완료!

그러나 유상증자에 대한 우려는 접어 두어도 좋을 것 같다. IR 문의를 통해 확인한 결과 신규시설투자액 중 부족분은 산업은행 차입을 통해 조달될 예정이며, 이를 위해 약 430억 가량의 신규차입 계약이 이루어졌다고 한다. 과거 자료를 살펴보면, 산업은행은 타은행보다 차입 이자율이 1% 가량 낮다는 사실을 확인할 수 있고, 이를 토대로 본 보고서는 동사가 증자를 통한 지분희석이나 과도한 이자 부담을 감수하지 않고도 신규시설투자를 진행할 수 있을 것이라 판단한다.

7. Valuation

7.1. 매출원가

매출원가 추정											
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	1H22	2022E	2023E	2024E
매출액	531,340	560,337	514,238	393,229	469,621	140,472	166,090	306,561	643,508	739,755	836,842
원재료비	207,825	193,453	193,560	43,389	69,160	53,375	57,908	111,283	222,566	242,159	277,020
%	39.1%	34.5%	37.6%	11.0%	14.7%	38.0%	34.9%	36.3%	34.6%	32.7%	33.1%
재고자산의 변동	(330)	(14,449)	3,944	(144,007)	(149,524)	(13,376)	(14,464)	(27,839)			
원재료 및 상품매입액	208,155	207,902	189,616	187,396	218,684	66,751	72,372	139,122			
인건비	87,774	101,897	102,622	97,372	100,626	23,200	24,881	48,081	97,124	106,837	116,549
%	16.5%	18.2%	20.0%	24.8%	21.4%	16.5%	15.0%	15.7%	15.1%	14.4%	13.9%
감가상각 및 무형자산상각	22,656	22,822	23,349	21,778	12,911	3,409	1,693	5,102	17,123	18,352	20,788
지급수수료	2,801	2,925	3,064	3,303	1,303	169	222	391	782	782	782
용역관리비	4,816	4,841	4,996	4,575	3,583	720	660	1,380	2,897	3,330	3,768
수도광열비 및 전력비	19,703	21,222	19,718	17,471	12,497	3,103	2,856	5,959	12,509	14,380	16,267
수선비 및 수선유지비	12,695	13,911	14,217	12,249	11,230	2,697	3,228	5,925	12,436	14,296	16,173
소모품 및 소모자재비	16,563	17,413	14,302	16,412	23,968	5,948	6,830	12,778	26,822	30,833	34,880
외주처리비	116,950	115,704	104,248	110,931	77,135	16,675	22,844	39,519	82,955	95,363	107,878
%	22.0%	20.6%	20.3%	28.2%	16.4%	11.9%	13.8%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%
기타	1,128	9,371	7,706	14,575	71,710	1,940	(113)	1,827	6,068	6,068	6,068
매출원가	492,909	503,558	487,782	342,055	384,121	111,236	121,008	232,245	481,283	532,401	600,172

(1) 원재료비 - 원재료 및 상품 매입액과 재고자산 변동액을 합산하여 원재료비를 산출했다. 원재료비는 5장에서 추정된 전체 Q에 연동하여 추정했다. 핵심 원재료인 THIN CORE, PREPREG의 단위당 매입가격은 최근 3년 이상 거의 변하지 않았고, IR에 따르면 환율 등락의 영향 또한 미미하다는 점에서 Q의 증감이 원재료비의 유일한 변수라고 판단했다.

(2) 인건비 - 매출액과 연동되는 추세가 확인되지 않아 '22년도 인건비는 '22년도 9월까지의 직원 수 증가율에 연동하여 추정했다. '23년도, '24년도의 경우 생산실적 증가율보다 채용 인원 증가율이 작을 것으로 예상되어 '24년까지 현재 대비 20% 높아지고, 선형적으로 증가한다고 추정하였다.

(3) 감가상각비 - 동사의 신규시설투자 계획과 내용연수 기준을 참고하여 별도 추정하였다. 자세한 추정 논리는 Appendix의 감가상각비 시트에 수록하였다. / 외주처리비 - 저부가 제품 생산 비중이 높을수록 매출액 대비 외주처리비 비율이 높아진다. 이수엑사보드 청산과 중국 법인 정상화로 향후 외주처리비 비중이 낮게 유지될 것으로 판단돼 최근 반기의 매출액 대비 비율 12.9%를 적용하여 추정하였다.

(4) 지급수수료, 용역관리비 등 기타계정 - 매출액 변화 추이와 동행하는 경우 매출액과 연동하였고 그렇지 않은 경우 평균값으로 Flat 처리하였다.

7.2. 판매비와관리비

판매비와관리비 추정											
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	1H22	2022E	2023E	2024E
매출액	531,340	560,337	514,238	393,229	469,621	140,472	166,090	306,561	643,508	739,755	836,842
통상급여	18,880	18,564	19,772	14,823	16,430	4,771	4,948	9,719	23,838	27,403	31,000
%	3.6%	3.3%	3.8%	3.8%	3.5%	3.4%	3.0%	3.2%	3.7%	3.7%	3.7%
급여	15,491	15,125	15,685	12,676	14,061	3,906	4,282	8,189			
퇴직급여	1,118	1,095	1,418	677	897	398	226	624			
복리후생비	2,272	2,344	2,669	1,470	1,473	466	439	906			
소모품비	937	1,217	1,338	1,120	961	268	270	538	1,608	1,849	2,091
지급수수료	10,743	11,064	8,406	6,934	4,891	1,065	2,246	3,311	6,950	7,989	9,038
감가상각비	1,009	1,964	1,683	1,570	1,769	417	429	847	1,952	2,100	2,385
운반비	2,086	2,352	2,052	2,035	2,082	515	427	942	2,057	2,057	2,057
용역관리비	5,272	5,898	6,505	4,183	4,447	981	996	1,977	7,027	8,078	9,138
무형자산상각비	267	133	220	115	87	27	(23)	4	89	81	78
대손상각비(환입)	36	20	1,254	(37)	(124)	(26)	270	244	244	321	321
기타 잡비	7,230	8,066	9,183	7,644	8,080	2,352	2,372	4,723	9,519	9,559	9,607
판매비와관리비	46,460	49,279	50,414	38,387	38,624	10,369	11,935	22,304	53,283	59,436	65,714

(1) 통상급여: 급여, 퇴직급여, 복리후생비를 합산하여 산출했다. 매출액과 연동되는 추세를 확인하여 '19~'21 3개년 평균 매출액 대비 통상급여 비율을 적용해 추정하였다.

(2) 감가상각비, 무형자산상각비: 상술한 바와 같이 별도 추정했다. 상세 추정 논리는 Appendix의 감가상각비 시트에 수록하였다. / 대손상각비 - 1년 이상 연체된 매출채권('22년도 2분기 기말 기준)이 '23도~'24년도에 모두 상각된다는 가정 하에 추정했다.

(3) 소모품비, 지급수수료, 운반비, 용역관리비: 매출액에 연동해 추정하였다. / 수선료, 보험료, 광고선전비 등 기타 잡비로 묶어 표기하였고, 추세에 따라 매출액 연동 혹은 Flat 처리했다.

7.3. 영업외손익

영업외손익 추정											
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	1H22	2022E	2023E	2024E
영업외손익	(3,728)	(7,617)	(47,838)	(10,141)	(3,865)	(618)	(1,897)	(2,439)	(5,824)	(10,195)	(10,195)
지분법손익	(31)	(301)	(208)	19	(30)	0	(0)	(0)	-	-	-
금융수익	20,227	14,496	10,786	10,952	12,827	3,177	9,585	12,818	454	-	-
이자수익	1,300	1,162	1,334	379	354	202	253	454	454	-	-
외환및통화선도이익	18,927	12,685	9,363	10,538	12,179	2,942	9,338	12,279	-	-	-
기타금융수익	-	649	89	35	294	34	(5)	85	-	-	-
금융비용	27,345	23,357	20,958	21,133	19,190	4,290	11,189	15,478	7,398	12,046	12,046
이자비용	7,824	9,099	10,829	7,907	7,481	1,825	1,874	3,699	7,398	12,046	12,046
외환및통화선도손실	19,502	12,987	9,918	12,954	11,046	2,398	9,136	11,535	-	-	-
기타금융손실	18	1,271	211	273	663	66	178	244	-	-	-
기타수익	3,973	4,301	2,833	6,287	3,399	535	494	1,029	1,953	1,898	1,898
수입임대료	996	705	1,019	1,054	442	152	149	301	602	602	602
유형자산처분이익	884	2,540	134	279	519	25	1	26	-	-	-
무형자산처분이익	-	-	7	-	-	-	-	-	-	-	-
유무형자산상차손환입	-	-	29	-	1,663	-	-	-	-	-	-
국고보조금수익	-	-	-	-	175	52	3	55	55	-	-
자산수증이익	-	-	21	-	-	-	-	-	-	-	-
잡이익	2,093	1,056	1,622	4,954	600	305	343	648	1,296	1,296	1,296
기타비용	552	2,757	40,292	6,265	870	41	788	809	832	47	47
유형자산처분손실	357	1,471	86	674	477	20	765	785	785	-	-
기부금	8	5	11	31	1	-	-	-	-	-	-
기타의대손상각비	-	-	413	-	(16)	-	20	-	-	-	-
유형자산상차손	-	-	33,782	2,706	-	-	-	-	-	-	-
무형자산상차손	-	-	5,041	-	-	-	-	-	-	-	-
재고자산감모손실	-	-	-	80	-	-	-	-	-	-	-
잡손실	187	1,281	959	2,773	409	21	3	24	47	47	47

(1) 외환및통화선도이익(손실) - 외환차익(손), 외화환산이익(손실), 통화선도거래이익(손실), 통화선도평가이익(손실) 계정을 합산하여 산출했다. **향후 발생할 이익, 손실이 합산 시 상쇄된다는 가정하에 두 계정 모두 0으로 추정하였다.** 과거 이익, 손실 계정이 서로 비슷한 값을 보이며 상쇄되는 양상이 반복적으로 관찰되었다는 점에서 추정에 무리가 없다고 판단했다.

(2) 금융수익 - 이자수익의 경우 신규시설투자로 인해 내부보유 현금자산의 크기가 줄어들 것이라 판단해 '23년도 이후로 발생하지 않는다고 추정했다. / **금융보증수익 등의 기타금융수익의 경우 합리적 추정이 불가능하다고 판단하여 발생하지 않는다고 추정했다.**

(3) 금융비용 - 이자비용은 현재 발생하는 이자비용에 **차입금 및 사채 증가율, 이자율 상승율**을 반영하여 추정했다. 차입금 및 사채는 2Q22 기준 약 2,070억 원이다. (1,400원/달러) '23년도부터 신규시설투자를 위한 산업은행 차입 430억이 더해진다고 가정했다. 신규 차입이나 상환은 없다는 가정하에 **이자발생부채액은 도합 2,500억으로 증가한다.** 연간 이자율은 대략적으로 계산한 **가중평균이자율 4.3%**에 사측에서 예상하는 **1.5%의 이자율 상승을 가산해 5.8%로 증가한다고 가정했다.** 종합하면, '22년도 이자비용에 **이자발생부채액 증가율 20.7%와 이자율 증가율 34.9%를 곱하여 '23년도, '24년도 이자비용을 추정했다. / 금융보증비용 등의 기타금융비용의 경우 합리적 추정이 불가능하다고 판단하여 발생하지 않는다고 추정했다.**

(4) 기타수익 - 수입임대료와 잡이익의 경우 매년 발생하지만 합리적 추정이 불가능해 전반기 비용의 두 배를 곱한 값이 연간 비용이라 가정하여 추정했다. / **나머지 계정의 경우 합리적 추정이 불가하여 발생하지 않는다고 추정하였다.**

(5) 기타비용 - 잡손실의 경우 매년 발생하지만 합리적 추정이 불가능해 전반기 비용의 두 배를 곱한 값이 연간 비용이라 가정하여 추정했다. / **나머지 계정의 경우 합리적 추정이 불가하여 발생하지 않는다고 추정했다.**

7.4. 법인세비용

법인세비용 추정											
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	1H22	2022E	2023E	2024E
법인세차감전순이익	(11,757)	(116)	(71,796)	2,645	43,011	18,323	31,250	49,573	103,118	137,723	160,760
법인세비용	3,122	7,255	19,303	2,930	11,358	4,420	(1,504)	2,916	24,493	32,867	38,442
유효법인세율	-26.6%	-6228.2%	-26.9%	110.8%	26.4%	24.1%	-4.8%	5.9%	23.8%	23.9%	23.9%

세법에 따른 법인세율을 적용하여 법인세비용을 추정하였다. 적자가 오랫동안 지속되었고, 사업중단 영향까지 반영되어 과거 수치를 통해 관행적인 법인세율을 도출하는 것이 불가능하다. 세법에 따른 법인세율 부과방식을 그대로 적용하는 것이 합리적이라 판단하여 **과세표준 구간별 누진세율을 곱하고 지방소득세 10%를 가산해 법인세비용을 추정했다.**

7.5. Valuation - Historical PER Method

7.5.1. Valuation Method 선정 논리

고질적인 자회사의 부진과 지속적인 적자로 인해 지난 5년은 동사에게 끝이 보이지 않는 어두운 터널과도 같았다. 그러나 지금, **고부가 제품으로 가득 찬 수주잔고와 적기를 놓치지 않은 증설을 통해 긴 터널의 끝을 목전에 두고 있는 동사는 YoY+37%의 매출액 성장과 12%의 NPM이라는 놀라운 이익 성장을 보여줄 것이라 예상된다.** 본 보고서는 이익 성장이 견인하는 동사의 기업가치 상승을 가장 명료하게 보여줄 수 있는 방법이 PER Method라 판단하여 해당 밸류에이션을 선택하였다.

그 중 Historical PER Method를 선택한 이유는 다음과 같다. 우선 고사양 통신장비 및 서버향 MLB를 주력 제품으로 생산하는 기업은 국내에서 동사가 유일하다. 따라서 전방의 업황, 경쟁환경의 재편 등 동사가 마주한 시장 상황을 공유하는 Peer가 존재하지 않는다. 무엇보다 동사는 오랜 기간 같은 사업을 영위해왔기 때문에 전방 업황 개선과 실적 기대감 상승이 밸류 리레이팅으로 이어졌던 수많은 역사가 존재한다.

본 보고서는 그중에서도 2013년에 주목했다. **폭발적인 이익 성장의 초입에 들어선 동사의 현상황은 2013년과 여러모로 닮아 있고, '13년도 7월부터 시작된 주가 상승이 현재 동사 주가의 리레이팅 가능성을 규명할 실마리가 될 것이라 판단했기 때문이다.** 자세한 Target Multiple과 선정 논리는 다음과 같다.

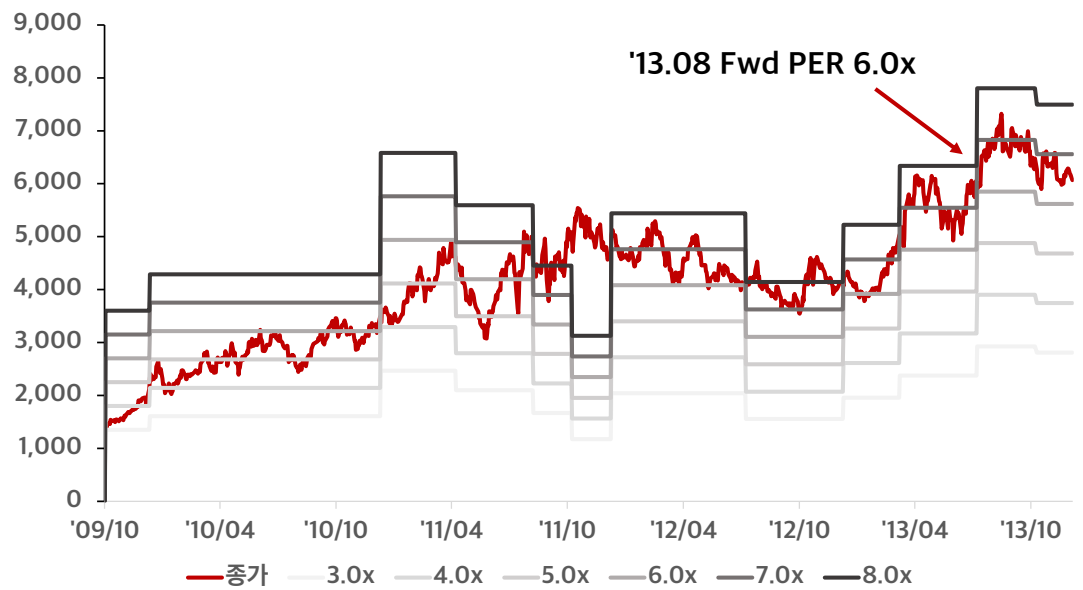
7.5.2. Target Multiple 선정과 최종 Valuation

동사의 2022E Target Multiple로 6.0x를 제시한다. 이는 2013년 8월부터 9월까지, 동사가 받았던 2013E Fwd PER의 하단에 해당한다.

	'13.08	'22.11
성장 기대감	LTE망 구축을 위한 통신장비 투자 확대 플랫폼 기업의 데이터센터 증설 Cisco 의존도 ↓, Alcatel-Lucent, Cray, 서버 및 플랫폼 기업 등 고객 다변화 분기 수주액 역대 최고 수준 (800억~850억)	5G망 구축을 위한 통신장비 투자 확대 데이터트래픽 ↑ 클라우드 확대로 하이퍼스케일러 ↑ Cisco, Nokia 의존도 ↓ Juniper, Google, Microsoft, Intel 등 신규고객 확보 분기 수주액 역대 최고 수준 (1,730억)
예상 매출액 성장률	향후 3년 간 CAGR 17.8% 상승 예상	향후 3년 간 CAGR 21.2% 상승 예상
예상 이익률	'13E OPM 10%, NPM 7.3% 예상	'22E OPM 16.9%, NPM 12.5% 예상

2013년의 Multiple을 채택한 이유는 현 상황과의 유사성 때문이다. 위 그림에서 확인할 수 있듯이 1) 통신장비, 서버향 MLB의 동시 성장, 2) 고객사 다변화 3) 매출액 성장과 수익성 강화라는 성장 내러티브를 공유하고 있다. 다음으로 성장 기대감이 주가 상승으로 이어진 과정을 확인해볼 것이다.

['09.10~'13.12 동사 Fwd PER Band]



동사의 주가는 2013년 1월~4월에 50% 상승, 5~6월에 16% 하락, 7~9월 다시 40% 상승하여 연초 대비 총 75% 상승하였다. 대단한 상승률이지만 주가의 상승폭보다 중요한 건 밸류 리레이팅을 이끌어낸 핵심 원인이다. 주가 변동 양상을 살펴보자. '13년에 있었던 두 번의 큰 상승 흐름이 모두 역대 최대 수주에서 시작되었다는 것을 알 수 있다.

수주는 미래 이익의 가장 확실한 지표로서, 동사 주가 상승의 기폭제로 기능해왔다. '22년도의 동사 역시 2분기에 역대 최대 수주를 기록했고 하반기 역시 견조한 성장이 기대되는 만큼 실적 발표를 기점으로 밸류 리레이팅이 충분히 가능하다고 판단된다.

심지어 '22년도의 동사는 '13년도보다 매출 성장성이 더 크고, 이익률은 더 우월하다. 따라서 본 보고서는 동사에게 6.0x의 Multiple을 부여하는 것은 전혀 무리가 아니라고 판단하며, 현재 동사의 주가가 현저히 저평가되어 있음을 주장한다.

다만 '13년도 8~9월 리레이팅 직후의 강한 조정에 대해서는 추가적으로 논의할 필요가 있다. 위 그림에서 볼 수 있듯이 '13년도 10월 말부터 동사의 주가는 급격한 조정을 거치며 이후 길게 이어질 하락세에 접어들었다. 따라서 '13년도 8~9월의 주가 상승 역시 근본적인 리레이팅이 아닌 단기 "오버슈팅"에 불과할 뿐이라는 의문이 제기될 수 있는 것 또한 사실이다.

그러나 '13년도 10월부터 시작된 주가 하락은 1) 3Q13의 저조한 MLB 수주와 2) 이수엑사플렉스가 생산하는 FPCB의 수익성 감소, 3) 휴대폰 및 PC 업황 악화로 인한 "성장 기대감 하락"에 기인했다. 고평가된 밸류에 대한 되돌림이 아닌 것이다.

따라서 본 보고서가 증명한 동사의 성장 기대감이 견조하게 유지되는 한 상술했던 밸류 리레이팅 논리는 여전히 유효하며, '13년도 10월 이후의 주가 하락이 상술한 Multiple 선정 논리를 약화시키는 근거가 될 수 없다고 판단한다.

7.5.3. 목표주가 및 투자의견

PER Method (2022E)	
2022E 당기순이익 (단위: 백만 원)	80,225
유통가능주식수 (단위: 주)	63,246,419
2022E EPS (단위: 원)	1,268
Target PER	6.0x
목표주가 (단위: 원)	7,600
현재주가 (단위: 원)	5,480
상승여력	38.7%

논의를 종합하여, 2022년 Target Multiple 6.0배, 목표주가 7,600원, 현재가 5,480원 대비 상승여력 38.7%로 투자의견 BUY를 제시한다.

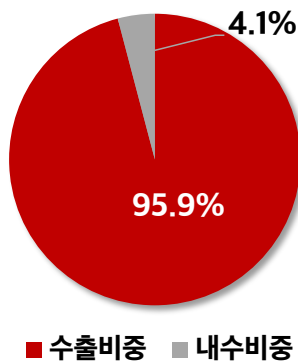
다만 향후 투자과정에서 유의해야 할 지표가 있다. 동사의 주가는 분기 신규 수주액 변화의 영향을 받는다. 특히 예상을 하회하는 신규수주가 악재로 작용하며 주가가 하락하는 모습이 자주 나타났다. 따라서 3분기 실적 발표와 함께 공시되는 신규수주액이 2분기 신규수주액인 1,730억 원 이상이거나 혹은 비슷한 수준이 되지 못하는 경우, 펀더멘탈의 훼손이 의심되어 주가의 하락이 나타날 수 있다.

8. Issue & Risk: 환율의 영향 분석

앞서 언급한 바와 같이 최근 동사 수출 제품의 평균 판가는 '22년 상반기에 전년대비 12.1% 올랐다. 동사는 수출 비중이 96%에 달하는 수출 기업인 만큼, 이처럼 급격한 판가 인상은 고환율의 영향이 컸음을 짐작해 볼 수 있다.

[그림 8-2]를 보면, 원/달러 환율이 올해 초부터 지속적으로 상승해 현재는 1,420원 수준에 형성되어 있다. 동사 반기 보고서에 따르면, 1H22까지 판가에 적용된 평균 원/달러 환율은 1,233원이다. 3분기 평균 환율이 1,340원 수준으로 8.6% 상승했음을 감안하면, 3분기부터 적용될 환율에 의한 가격 상승 효과는 최소 8%로 예상된다.

그림 8-1. 동사 수출 비중 (1H22 기준)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 8-2. '22년 환율 추이

(단위: 원/달러)



출처: Bigfinance, SMIC 1팀

최근 들어 나타나는 무역적자와 한미 금리 역전은 환율 상승으로 이어진다. 따라서 강달러 현상은 최소 내년까지 이어지고 판가 상승에 따른 동사의 수혜는 지속될 것으로 예상된다. 다만 환율 변동에 따른 동사 수익성의 변화 또한 확인할 필요가 있다. 이에 이하 환율 변동에 따른 민감도 분석을 첨부하여, 투자 의사결정에 도움이 되고자 한다.

민감도분석											
USD/KRW	1,150	1,200	1,250	1,300	1,350	1,400	1,450	1,500	1,550	1,600	1,650
2023E 당기순이익 (백만 원)	47,990	59,364	70,738	82,111	93,484	104,856	116,228	127,600	138,971	150,342	161,712
2024E 당기순이익 (백만 원)	56,610	69,753	82,895	96,036	109,178	122,318	135,459	148,599	161,738	174,877	188,016
'23E Fwd PER	7.5x	6.0x	5.1x	4.4x	3.8x	3.4x	3.1x	2.8x	2.6x	2.4x	2.2x
'24E Fwd PER	6.3x	5.1x	4.3x	3.7x	3.3x	2.9x	2.6x	2.4x	2.2x	2.0x	1.9x

9. Appendix

['19~1H22 재무상태표]

연결재무상태표				
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1H22
자산				
유동자산	224,718	224,300	310,268	372,547
현금및현금성자산	27,027	23,160	44,365	57,528
매출채권	92,898	86,484	112,510	147,109
기타채권	8,232	8,891	6,198	12,380
재고자산	81,822	94,206	111,337	139,177
기타유동자산	3,836	3,109	2,949	3,448
유동 상각후원가 측정 금융자산	1,071	2,848	31,831	11,054
유동 당기손익-공정가치 측정 지정 금융자산			44	1,018
매각예정 또는 소유주에 대한 분배예정으로 분류된 비유동자산이나 처분자산집단	9,624	5,600	460	833
당기법인세자산	207	2	574	
비유동자산	191,995	165,085	139,410	144,802
기타포괄손익-공정가치 측정 금융자산	1,938	2,207	2,724	3,196
지분법적용 투자지분	800	431	401	332
기타비유동자산	25,741	19,957	13,473	11,871
유형자산	143,848	130,551	111,322	110,049
무형자산	3,694	3,747	3,065	3,018
투자부동산	14,352	8,192	8,177	8,143
이연법인세자산	1,624		250	8,192
자산총계	416,712	389,385	449,679	517,349
부채				
유동부채	302,571	295,044	298,216	320,165
매입채무 및 기타유동채무	71,504	58,037	77,901	112,481
금융부채	211,449	227,531	204,355	191,264
미지급법인세	13,733	2,571	9,828	12,626
기타유동금융부채	339	339		
기타유동부채	5,547	6,565	6,132	3,793
비유동부채	38,117	29,232	25,971	24,186
비유동금융부채	23,241	19,306	20,779	17,786
확정급여부채	11,954	5,870		3,375
이연법인세부채	1,444	2,314	3,261	1,304
기타비유동부채	1,478	1,741	1,932	1,720
부채총계	340,688	324,276	324,187	344,351
자본				
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	76,025	65,109	125,492	172,998
자본금	41,268	41,268	63,246	63,246
자본잉여금	15,737	17,523	63,737	63,737
기타자본	2,196	5,570	3,935	1,512
이익잉여금(결손금)	16,823	748	(5,427)	44,502
자본총계	76,025	65,109	125,492	172,998
자본과부채총계	416,712	389,385	449,679	517,349

['19~2Q22 현금흐름표]

연결현금흐름표				
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1H22
영업활동현금흐름	15,469	(22,195)	3,972	3,868
영업에서 창출된 현금흐름	32,561	1,157	16,842	16,558
(1) 당기순이익	(91,099)	(13,505)	(3,604)	48,256
(2) 조정사항	115,585	43,053	58,059	13,821
(3) 영업활동으로인한자산·부채의변동	8,076	(28,391)	(37,613)	(45,520)
이자수취(영업)	1,334	386	450	382
이자지급(영업)	(9,793)	(10,011)	(9,076)	(3,705)
배당금수취(영업)				76
법인세납부	(8,633)	(13,727)	(4,244)	(9,443)
투자활동현금흐름	(21,569)	3,322	(22,888)	19,524
투자활동으로 인한 현금유입액	7,347	18,737	29,998	32,687
상각후원가측정금융자산의 처분				24,500
단기대여금의 감소	3,021	2,560	610	
장기대여금및수취채권의 처분	10	500	2,500	
매도가능금융자산의 처분			274	
유형자산의 처분	3,709	3,200	5,150	15
투자부동산의 처분	1,635		145	
기타무형자산의 처분	107	131	513	
파생상품의감소		159		
통화선도의 결제	(3,823)	784		
보증금(자산)의 감소	1,338	1,229	1,277	1,017
매각예정으로 분류된 비유동자산이나 처분자산집단의 처분		9,768	15,486	7,087
투자주식의 처분		400		
지분법적용 투자지분의 처분	1,350			69
장기금융상품의 처분		5	4,044	
투자활동으로 인한 현금유출액	(28,916)	(15,414)	(52,886)	(13,164)
단기대여금의 증가		(2,022)		
장기대여금및수취채권의 취득	(180)			
상각후원가측정금융자산의 취득			(31,564)	(4,500)
배출권의 취득			(54)	
장기금융상품의 취득	(1,437)	(1,201)	(700)	(374)
유형자산의 취득	(22,077)	(11,441)	(16,021)	(6,865)
무형자산의 취득	(290)	(715)	(89)	(157)
매도가능금융자산의 취득			(624)	(548)
투자부동산의 취득			(145)	(13)
보증금(자산)의 증가	(4,733)	(32)	(3,689)	(707)
보증금(부채)의 감소	(200)	(3)		
재무활동현금흐름	6,953	19,344	62,427	(13,163)
재무활동으로 인한 현금유입액	195,052	126,687	176,115	68,920
임대보증금의 증가			95	
단기차입금의 증가	171,707	109,121	97,113	65,903
장기차입금의 증가	23,345	9,390	715	3,017
사채의 증가			10,000	
유상증자			68,193	
자기주식의 처분		8,176		
재무활동으로 인한 현금유출액	(188,099)	(107,343)	(113,688)	(82,083)
임대보증금의 감소			(110)	(31)
단기차입금의 상환	(150,953)	(89,658)	(95,117)	(79,136)
유동성장기차입금의 상환	(33,395)	(10,327)	(10,268)	(2,378)
장기차입금의 상환		(4,025)	(7,137)	
리스부채의 상환	(968)	(948)	(1,055)	(538)
배당금지급	(2,784)	(2,386)		
현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	740	(4,338)	(22,307)	2,935
현금및현금성자산의순증가(감소)	1,592	(3,868)	21,205	13,163
기초현금및현금성자산	25,435	27,027	23,160	44,365
기말현금및현금성자산	27,027	23,160	44,365	57,528

[감가상각비 추정]

감가상각비 추정		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
(단위: 백만 원)							
기초취득원가	토지	48,073	36,722	34,730	34,196	25,874	25,874
	건물	90,932	87,699	87,374	85,220	83,100	105,388
	구축물				4,962	3,938	3,938
	기계장치	270,174	281,990	283,015	244,608	260,371	289,426
	기타의 유형자산	23,086	20,802	21,201	15,601	8,194	7,966
	건설중인자산	19,980	16,652	10,760	9,483	41,244	19,156
	사용권자산	-	11,796	11,182	11,484	11,594	11,594
	무형자산	20,660	14,096	14,668	15,328	13,500	12,696
취득/처분/대체 등	토지	(11,351)	(1,992)	(535)	(8,322)	-	-
	건물	(3,233)	(325)	(2,154)	(2,120)	22,288	200
	구축물	-	-	4,962	(1,023)	-	-
	기계장치	11,817	1,025	(38,407)	15,763	29,055	20,844
	기타의 유형자산	(2,284)	400	(5,600)	(7,407)	(228)	-
	건설중인자산	(3,327)	(5,893)	(1,277)	31,761	(22,088)	(200)
	사용권자산	11,796	(614)	302	110	-	-
	무형자산	(6,564)	572	660	(1,828)	(804)	-
기말취득원가	토지	36,722	34,730	34,196	25,874	25,874	25,874
	건물	87,699	87,374	85,220	83,100	105,388	105,588
	구축물			4,962	3,938	3,938	3,938
	기계장치	281,990	283,015	244,608	260,371	289,426	310,270
	기타의 유형자산	20,802	21,201	15,601	8,194	7,966	7,966
	건설중인자산	16,652	10,760	9,483	41,244	19,156	18,956
	사용권자산	11,796	11,182	11,484	11,594	11,594	11,594
	무형자산	14,096	14,668	15,328	13,500	12,696	12,696
감가상각비	토지	-	-	-	-	-	-
	건물	2,766	3,581	2,735	2,906	2,869	3,642
	구축물	-	255	236	178	158	158
	기계장치	18,517	13,580	11,040	13,270	15,098	17,068
	기타의 유형자산	2,213	1,887	1,746	1,133	769	758
	건설중인자산	-	-	-	-	-	-
	사용권자산	979	1,111	1,168	1,189	1,195	1,195
	무형자산	513	580	477	488	444	430
상각률	토지	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	건물	3.1%	4.1%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%
	구축물			9.5%	4.0%	4.0%	4.0%
	기계장치	6.7%	4.8%	4.2%	5.3%	5.5%	5.7%
	기타의 유형자산	10.1%	9.0%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
	건설중인자산	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	사용권자산	16.6%	9.7%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%
	무형자산	3.0%	4.0%	3.2%	3.4%	3.4%	3.4%
유형자산감가상각비	매출원가	22,793	18,843	15,156	16,724	17,989	20,436
	판매비와관리비	1,683	1,570	1,769	1,952	2,100	2,385
무형자산감가상각비	매출원가	292	465	390	400	363	352
	판매비와관리비	220	115	87	89	81	78

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.