

이수페타시스 007660

NDR 후기: TPU 사이클의 유일한 선택지

●
전기전자/IT부품
 Analyst 양승수
 02. 6454-4875
 seungsoo.yang@meritz.co.kr
 RA 우서현
 02. 6454-4907
 seohyun.woo@meritz.co.kr

당사가 18일 진행한 이수페타시스 NDR에 대한 투자자들의 주요 관심사는 1) 북미 G사향 TPU 공급 현황과 중장기 전망 2) 향후 증설 계획의 변동 가능성 3) 다중적층 제품의 매출 흐름과 향후 성장성 4) 북미 N사향 신규 제품의 쉐 테스트 진행 상황 5) 중국 법인의 실적 호조 원인 및 지속성 등이다.

1. TPU로 P·Q 동반 상승 전망: 6월부터 공급을 시작한 7세대 TPU용 MLB는 여전히 Vippo 기관이나, 층수 증가와 주요 원자재 변경이 더해지며 기대 이상의 평가 인상이 이뤄진 것으로 파악된다. 주목할 점은 이러한 변화로 AI 가속기향 제품의 마진이 G사향 스위치 제품에 근접할 만큼 믹스가 빠르게 개선되었다는 점이다. 실제로 동사의 3분기 영업이익 서프라이즈는 G사향 TPU 제품의 마진 개선이 핵심 요인으로 작용했다. 지난 2년간 동사가 AI수혜주로 부각되었음에도, 구조적으로 AI가속기향 기관이 네트워크향 대비 저마진이라는 점은 늘 아쉬운 포인트였다. 다만 최근 TPU 세대 교체와 스펙 상향이 동시에 진행되면서 이와 같은 구조적 한계가 해소되었다는 점이 긍정적이다.

당사가 2026년 TPU 핵심 밸류체인으로서 동사를 주목하는 이유는 두 가지다. 1) G사 내 높은 점유율이다. MLB 기관 기준 동사의 G사 내 점유율은 40% 이상으로 추정된다. 2026년 TPU 출하량이 최소 두 배 이상 확대될 것으로 예상되는 만큼(그림5), 동사의 물량 성장 폭도 상당할 것으로 예상된다. 동사는 2021년 TPU 3세대부터 기관을 공급해 왔으며, 당시 경쟁사들이 낮은 수익성을 이유로 G사향 제품 대응을 주저한 반면, 동사만이 공급을 지속해 고객사와의 긴밀한 관계를 확고히 구축했다. 현재 차세대 제품에 대한 샘플 작업도 적극적으로 진행 중이어서 향후에도 높은 점유율이 유지될 가능성이 높다. 2) ASP 상승에 대한 기대감이다. 내년부터 G사향 MLB 기관에도 다중적층 구조가 적용되며 층수는 30층 중반 이상으로 확대될 전망이다. 정확한 양산 시점은 아직 확정되지 않았으나, 동사가 이미 샘플 대응을 진행 중인 점을 감안하면 적용 시기는 TPU v7p(Alcate)부터로 예상된다. 다중적층 기관은 기존 Vippo 기관 대비 최소 두 배 이상의 단가가 형성되며, 동사 매출에서 G사 비중이 약 40%에 달한다는 점을 고려할 때 이는 상당히 의미 있는 변화라 판단된다.

2. 중장기 증설 완공 이후 매출액 가이드نس 상향 조정: 동사는 이번 NDR을 통해 5공장 증설 이후의 최종 매출 Capa 가이드نس를 기존 1.5조원에서 1.8조원으로 상향했다. 월 기준으로는 약 1,250억원에서 1,500억원으로 확대된 셈이다. 다만 이는 여전히 보수적인 가이드نس로 판단된다. 동사가 그동안 5공장 1단계 증설 이후인 올해 4분기부터 월 850억원을 가이드نس로 제시해 왔으나, 실제로는 증설이 반영되기 전인 3분기 기준 이미 월 861억원을 기록했다기 때문이다.

기대 이상의 ASP 상승이 이어지고 있고, 동사가 병목 공정(ex 드릴 공정) 중심의 추가 투자를 병행하고 있다는 점을 감안하면 향후 월 매출은 가이드스를 지속적으로 상회할 가능성이 높다. 또한 다중적층 확대에 의해 시장 전반의 흐름과 관계없이 증설이 불가피한 구조가 만들어지고 있으며, 최근에는 AI 기반 수요까지 빠르게 확대되고 있다. 이에 따라 고객사의 Capa 증설 요구가 지속되는 가운데, 내부적으로도 기존 증설 일정의 단축과 추가 증설에 대한 논의가 본격화된 것을 파악된다.

3. 다중적층 제품 순항 증: 올해 다중적층 매출은 연간 본사 기준 약 8~9% 내외에서 마무리될 전망이다. 현재 다중적층 제품은 800G 스위치용 기판과 AI 가속기용 샘플로 구성돼 있으며, 800G용은 일부 양산이 시작된 상태이고 AI 가속기용은 차기 모델 관련 샘플 매출이 대부분을 차지한다. 다중적층과 관련해 긍정적인 변화는 두 가지다. 1) 샘플 내 다중적층 제품 비중이 39%까지 상승했다는 점이다. 해당 제품들의 본격 양산 시점은 2026년 하반기로 예상되며, 이 시기 수주 기준으로는 다중적층 제품이 절반 이상을 차지할 전망이다. 2) 800G용 제품 기준 양산 초기 수율이 60% 수준에 머물렀으나, 현재는 80% 중반까지 개선된 것으로 파악된다. 원자재 가격 상승으로 인해 수율 저하가 수익성에 큰 부담이었던 점을 고려하면 매우 긍정적인 변화다. 중장기적으로 목표하는 수율은 90%로, 해당 수율 달성 시 높은 판가 구조를 기반으로 기존 400G 제품 대비 향상된 수익성이 기대된다.

4. 2026년 북미 N사항 매출 재성장 기대: 북미 N사는 올해 동사에게 가장 아쉬운 고객사다. 연초 1,200억원의 매출 가이드스를 제시했지만, 실제 연간 매출은 500억원을 하회할 것으로 예상된다. 이는 동사가 HDI 공급망 진입에 실패해 NVL72 서버랙 관련 제품을 공급하지 못한 데다, Capa 제약으로 기존 UBB 제품도 공급 물량을 충분히 확보하지 못한 영향이 크다. 다만 현재는 NVLink용 스위치 제품과 OAM HDI 모두에서 적극적으로 샘플 작업이 진행되고 있다. 특히 스위치용은 현재 적용되는 일반 Vippo 제품뿐 아니라 향후 Vera Rubin부터 탑재될 다중적층 제품까지 폭넓게 샘플 대응 중인 것으로 파악된다. 추가 증설 Capa가 반영되는 2026년에는 북미 N사항 매출도 재성장 국면에 진입할 가능성이 높으며, 동사는 2029년 기준 주력 고객사군에 N사가 포함될 것으로 전망하고 있다.

5. 중국 후난법인의 성장은 현재 진행형: 중국 후난법인은 3분기 북미 O사항 서버 제품이 차기 모델로 전환되면서 물량 확대와 제품 믹스 개선이 동시에 나타났다. 현재 후난법인의 기술력은 국내 법인 대비 약 70% 수준이며, 가동률은 90%까지 상승한 것으로 파악된다. 향후에도 후난법인은 지속적인 중다층 기판 중심의 믹스 개선이 지속될 전망이다. 대표적으로 현재 후난법인은 G사항으로 서버 대비 낮은 스펙의 제품을 공급하고 있으나, 중장기적으로는 본사가 생산하는 서버용 제품을 후난에서도 대응하는 방향으로 확대할 계획이다. 또한 미주 네트워크 고객사항 Audit도 진행했으며, 기존 본사에서 공급하던 고다층 기판에 더해 중다층 기판을 후난법인에서 추가 대응하는 방안이 추진되고 있다. 생산 Capa 측면에서는 후난 내 일부 병목 공정에 대한 투자를 준비하고 있다. 동시에 후난법인에서 담당하던 저층 기판 일부를 태국 APEX와의 합작 법인으로 이전하고, 후난은 중다층 중심으로 생산 비중을 확대하는 방향으로 구조를 재편하려는 전략적 판단이 이뤄질 것으로 예상된다.

[국내 유일 TPU 밸류체인으로써의 밸류에이션 프리미엄 유효]

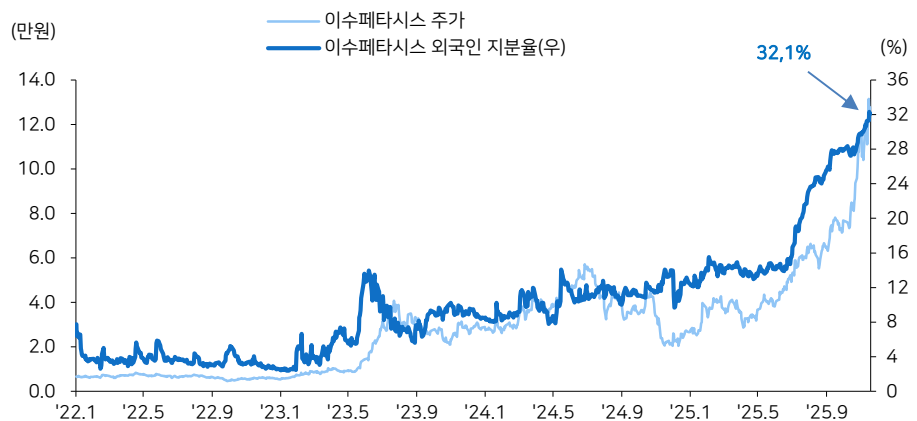
앞서 11월 17일자 이수페타시스 리포트에서도 언급했듯, 당사 또한 동사에 대한 높은 밸류에이션 부담이 시장에 존재한다는 점을 인지하고 있다. 그럼에도 불구하고 ① TPU 밸류체인이라는 동사만의 확고한 강점이 있으며, ② 2026년 Scale-up(북미 N사 스위치)과 Scale-out(북미 네트워크향 800G) 양방향에서의 수혜가 기대되고 ③ 증설 관련 추정치 역시 앞서 언급한 요인들로 인해 향후 지속적으로 상향될 가능성이 높다는 점에서 현재의 높은 밸류에이션은 충분히 정당화될 수 있다고 판단된다. 특히 TPU 내 높은 점유율을 유지하는 가운데, P와 Q가 동시에 확대되는 구간에 진입하고 있다는 점이 동사의 투자 매력도를 더욱 부각시키며, TPU 관련 투자 아이디어로는 동사를 대체할 종목은 사실상 부재하다는 의견을 유지한다.

표1 AI MLB/CCL 밸류체인 밸류에이션 비교

	시가총액 (백만달러)	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)		
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	
CCL	EMC	15,227	31.4	21.5	10.6	8.5	56.9	46.2	36.3	39.8	3,032	3,898	619	890	22.7	16.4
	TUC	3,432	31.8	19.4	7.0	6.3	31.4	64.2	22.7	31.8	952	1,259	144	236	21.3	13.0
	ITEQ	1,158	23.3	15.4	1.8	1.7	96.1	51.4	7.1	10.7	1,054	1,198	80	120	9.6	7.1
	Shengyi Tech	19,063	39.7	27.0	7.9	6.6	92.6	47.0	20.6	26.0	3,903	5,100	598	880	28.2	20.8
MLB	이수페타시스	6,383	55.6	37.7	19.5	13.0	105.6	47.7	40.4	41.5	1,106	1,427	209	310	42.2	28.7
	Unimicron	7,911	45.1	17.5	2.6	2.3	10.5	157.9	5.5	13.7	4,236	5,071	220	546	10.4	7.2
	Victory Giant	33,924	48.0	26.7	16.0	10.5	337.4	79.5	36.6	40.2	2,839	4,534	801	1,453	36.6	20.5
	WUS(Kunshan)	17,202	32.6	23.4	8.4	6.6	46.5	38.9	26.7	29.8	2,581	3,482	614	884	25.7	18.0
	Shennan Circuits	18,751	40.8	30.9	7.0	5.9	76.5	32.0	19.7	22.6	3,208	3,980	471	664	29.2	23.1
	Gold Circuit	8,221	27.7	18.7	9.7	7.8	68.4	47.9	39.9	46.9	1,950	2,533	453	647	16.6	11.9
	TTM Tech	6,545	26.0	22.2	4.0	3.7	343.3	17.1	na	na	2,886	3,151	334	392	15.6	14.3
	First-Hi Tech	911	20.3	11.2	8.4	11.0	342.0	82.2	na	na	320	479	49	82	na	na
소재/부품	Nitto Boseki	3,277	27.9	29.7	3.5	3.2	36.6	-6.0	15.2	11.6	786	859	123	150	18.9	15.2
	Union Tool	926	20.7	16.0	1.7	1.6	17.3	15.6	8.2	na	258	285	54	62	11.1	9.4
	Topoint	542	48.4	na	3.4	3.5	79.4	80.2	6.4	13.2	137	179	17	29	16.1	11.4
	Mitsui Mining	7,156	40.5	24.4	3.2	2.9	-58.3	66.3	7.2	12.3	4,457	4,320	390	443	13.6	11.6
	Co-Tech	1,755	50.8	9.6	7.6	5.6	20.6	215.3	15.1	35.4	253	347	47	136	30.1	8.6

주: 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림1 이수페타시스 주가 및 외국인 지분을 추이

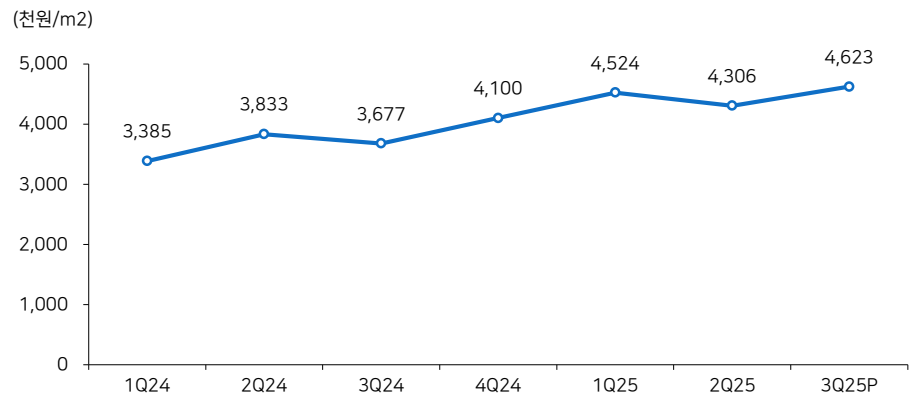


자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율(원)	1,320	1,370	1,360	1,397	1,453	1,390	1,390	1,410	1,362	1,412	1,380
매출액	199.6	204.7	206.4	226.1	252.5	241.4	296.1	316.1	836.9	1,106.1	1,426.8
(%, QoQ)	15.2%	2.6%	0.8%	9.6%	11.6%	-4.4%	22.7%	6.7%			
(%, YoY)	16.1%	25.0%	24.2%	30.5%	26.5%	17.9%	43.5%	39.8%	23.9%	32.2%	29.0%
페타시스	168.4	174.2	181.6	194.5	209.6	209.7	258.3	271.5	718.7	949.1	1,252.3
중국후난	36.8	37.2	33.8	44.6	53.8	50.0	58.4	58.8	152.4	221.0	238.7
미국법인	9.9	8.6	4.6	5.2	5.4	5.3	5.9	5.5	28.3	22.1	21.5
영업이익	23.0	27.5	25.9	27.8	47.7	42.1	58.4	60.6	104.2	208.8	309.8
(%, QoQ)	117.5%	19.6%	-5.8%	7.3%	71.5%	-11.8%	38.9%	3.8%			
(%, YoY)	14.0%	50.5%	96.8%	163.1%	107.4%	53.0%	125.5%	118.1%	66.3%	100.4%	48.4%
페타시스	16.5	23.2	20.2	20.4	33.4	31.8	44.1	46.7	80.8	156.0	251.7
중국후난	5.8	5.1	3.4	4.1	11.3	7.0	10.5	10.9	18.4	39.7	46.5
미국법인	0.6	-1.0	2.2	2.7	2.4	3.2	3.8	3.0	4.5	12.4	11.8
영업이익률	11.5%	13.4%	12.6%	12.3%	18.9%	17.4%	19.7%	19.2%	12.5%	18.9%	21.7%

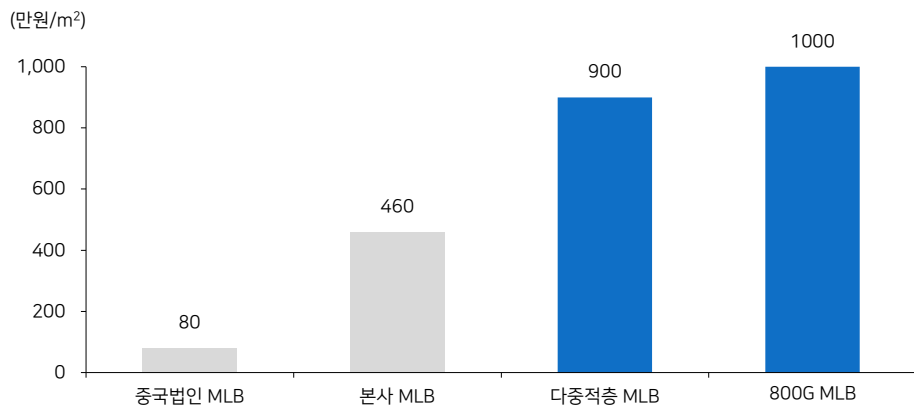
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 이수페타시스 분기별 ASP 추이



자료: 이수페타시스 메리츠증권 리서치센터

그림3 이수페타시스 제품별 ASP 비교

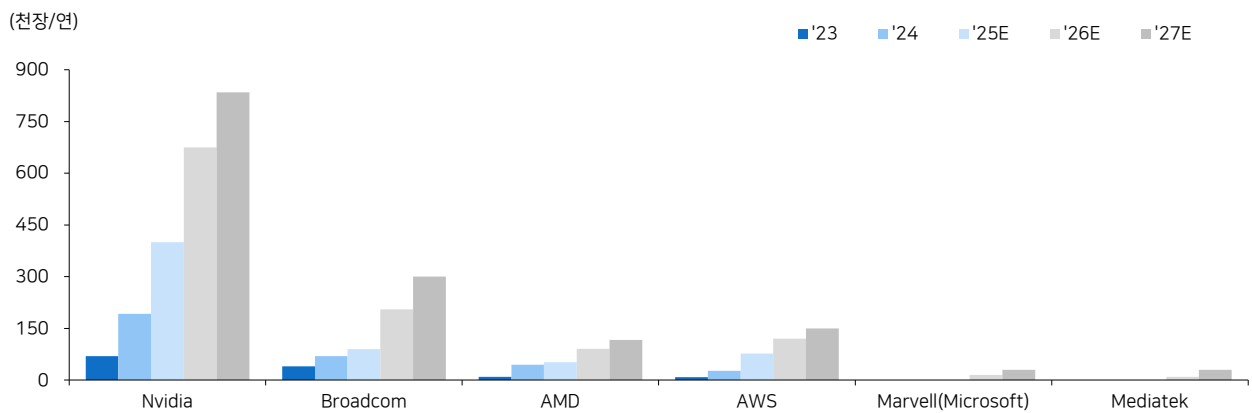


자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

표3 CoWoS 생산능력 추이 및 전망							
구분	업체	'23	'24	'25E	'26E	'27E	비고
GPU	Total	80.0	237.0	452.0	766.0	952.0	
	Nvidia	70.0	192.0	400.0	675.0	835.0	
	(YoY)		174.3%	108.3%	68.8%	23.7%	
	CoWoS-S/R	70.0	97.0	25.0	25.0	25.0	Hopper + Vera CPU용
	CoWoS-L	0.0	30.0	360.0	600.0	750.0	Blackwell + Rubin
	Ouside TSMC (CoWoS-S/R)	0.0	65.0	15.0	50.0	60.0	Vera Cpu용, Amkor
	AMD	10.0	45.0	52.0	91.0	117.0	
	(YoY)		350.0%	15.6%	75.0%	28.6%	
	CoWoS-S	10.0	45.0	52.0	55.0	60.0	MI350 + MI400
	CoWoS-L	0.0	0.0	0.0	6.0	17.0	Venice CPU
Ouside TSMC (CoWoS-S/R)	0.0	0.0	0.0	30.0	40.0	Venice CPU, ASE	
ASIC	Total	49.0	97.0	167.0	350.0	510.0	
	(YoY)		98.0%	72.2%	109.6%	45.7%	
	Broadcom	40.0	70.0	90.0	205.0	300.0	
	CoWoS-S (TPU)	40.0	70.0	90.0	175.0	240.0	TPU (미디어텍 이원화)
	CoWoS-L (MITA2)	0.0	0.0	0.0	30.0	60.0	Meta ASIC 할당
	AWS (Marvell + Alchip)	9.0	27.0	77.0	120.0	150.0	
	Marvell			0.0	15.0	30.0	Microsoft MAIA2 할당
Mediatek				10.0	30.0	TPUv7E부터 진입(미정)	
Others		5.0	16.0	24.0	30.0	35.0	
Overall Total CoWoS Consumption		134.0	350.0	643.0	1,146.0	1,497.0	
YoY			161.2%	83.7%	78.2%	30.6%	
Total TSMC		134.0	285.0	628.0	1,066.0	1,397.0	
YoY			112.7%	120.4%	69.7%	31.1%	
Total Others			65.0	15.0	80.0	100.0	

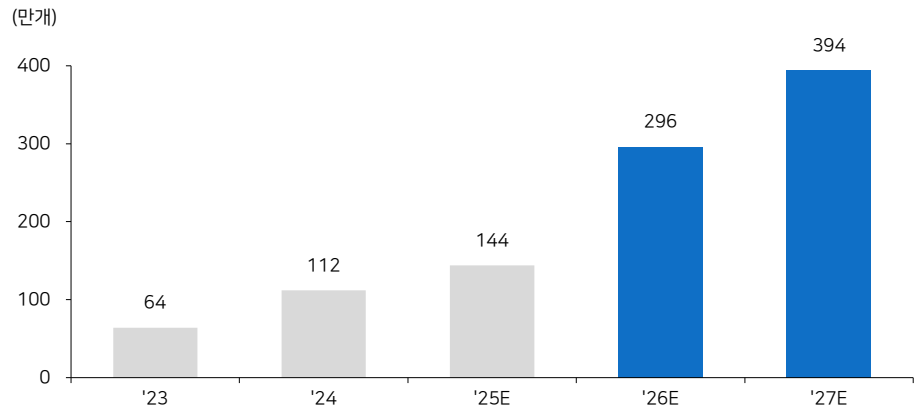
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 CoWoS Capa 고객사 기준 비중 추이



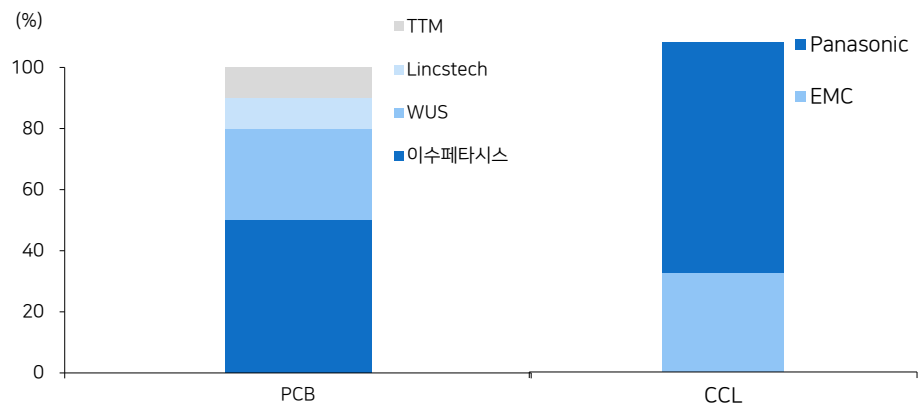
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 TPU 예상 출하량



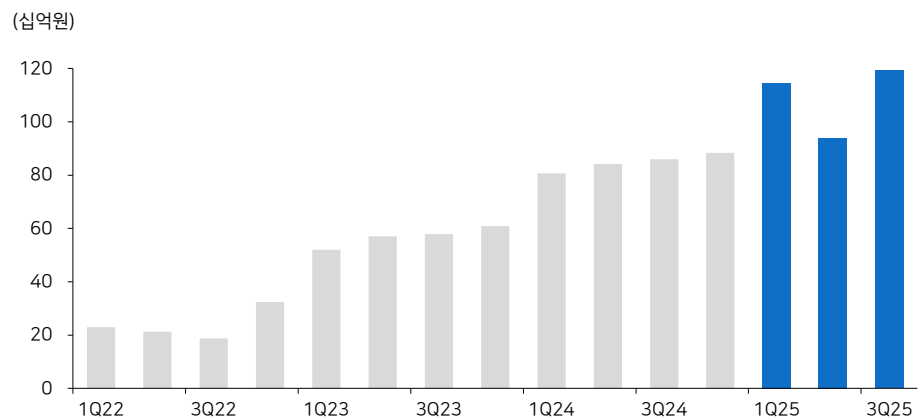
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 구글 PCB, CCL 점유율 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 이수페타시스 주요 고객사(G사)향 매출액 추이



자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터


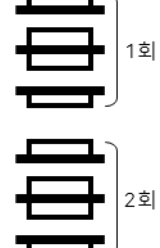

CSP	ASIC	양산시점
Google	TPU v7 (Ironwood)	2H25
	TPU v7p (Hellcat)	2Q26
	TPU v7e (A5921)	4Q26
	TPU v8P	3Q27
	TPU V8e	3Q27
Meta	MTIA 2 (Athena)	4Q25
	MTIA 3 (Iris)	3Q26
	MITA 4 (Arke)	2Q27
	MITA 5 (Olympus)	2Q28
	MITA 6 (Etna)	2Q29
Open AI	Titan 1 (추론)	2Q26
	Titan 2 (훈련)	2Q27
MSFT	MAIA 2	4Q26
AWS	Tranium 2.5	4Q25
	Tranium 3	2Q26
	Tranium 4	4Q27

자료: 메리츠증권 리서치센터

고객사	칩셋	PCB 사양	PCB 공급사	CCL 공급사
NVIDIA	B200	24 층 PTH (M8)	Unimicron(대만), Victory Giant(중) TTM(미), Wus(중), ISU(한국)	두산(한국)
	GB200	22 층 HDI (M8+M4), 22 층 PTH (M8)		두산(한국) EMC(대만)
	GB300	22 층 HDI (M8+M4), 22 층 PTH (M8)		Shengyi(중)
	VR200	22 층 HDI (M8+M4), 32 층 PTH(M9)	Unimicron(대만), Victory Giant(중) TTM(미), Wus(중), ISU(한국) GCE(대만), Kingwong(중)	두산(한국)
	Midplane - VR200	22+22 PTH		EMC(대만)
	CPX - VR200	22 층 HDI (M9+M4)		Shengyi(중)
Google	TPUv5p	24 층 PTH (M6)	ISU (한국), WUS(중), TTM (미), Lincstec (일)	파나소닉 (일) EMC (대만)
	TPUv5e	22 층 PTH (M6)		
	TPUv6e	24 층 HLC (M7)		
	TPUv6P	26 층 HLC (M7)	ISU (한국), WUS(중), TTM (미), Lincstech (일)	파나소닉 (일) EMC (대만)
	TPUv7	26 층 HLC (M8)		
	TPUv7p	35 층 HLC (M9)		
AWS	T2	20 층 HDI(M6) 26 층 HLC (M8)	Shengyi (중), GCE (대만) WUS (중), First Hi Tech(대만) TTM(미), ISU(한), ZDT(대만)	EMC (대만)
	T2.5	22 층 HDI(M7) 26 층 HLC(M8)		TUC (대만)
	T3	22 층 HDI(M7) 32 층 HLC (M9)		파나소닉 (일) 두산(한국)
Meta	MTIA2	32 층 HLC (M8+M2)	ISU (한국), Wus(중), TTM(미), GCE(대만)	EMC (대만)
	MTIA3	40 층 HLC (M8+M2)		
Microsoft	MAIA 300	32층 PTH+HDI (M8+M2)	ISU (한국), Wus(중), TTM(미), GCE(대만)	EMC (대만)

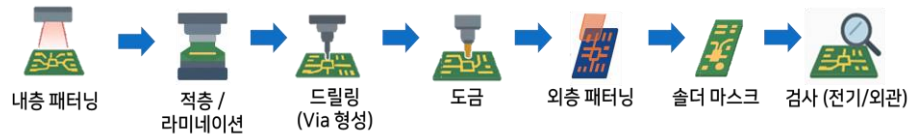
자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 일반 MLB vs 다중적층 MLB 비교

구분	일반 MLB	다중적층	
		Sequential	HDI
PCB 구조	 1회	 1회 2회 3회	 1회 2회 3회
APP	Server	Server / Data center	

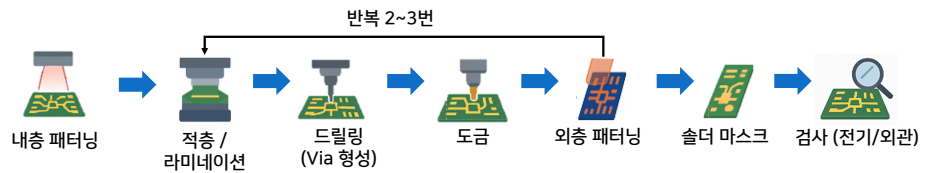
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림8 일반 MLB 제조 공정



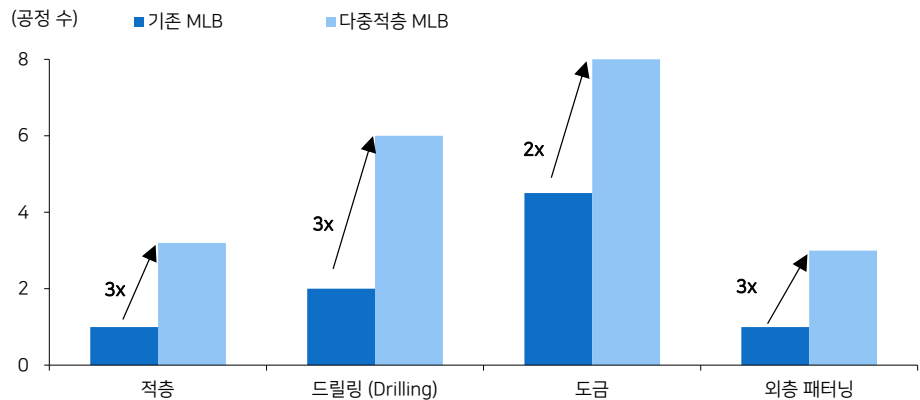
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 다중적층 MLB 제조 공정



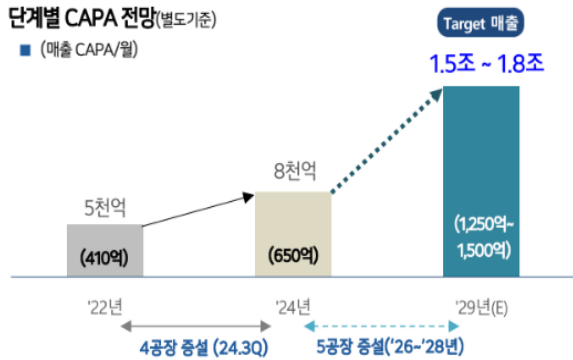
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 다중적층 적용 시 기존 MLB 공정대비 2~3배 공정 단계 수 증가



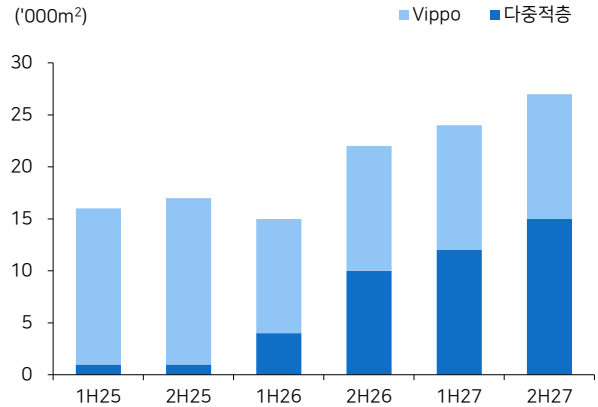
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림11 이수페타시스 단계별 Capa 전망



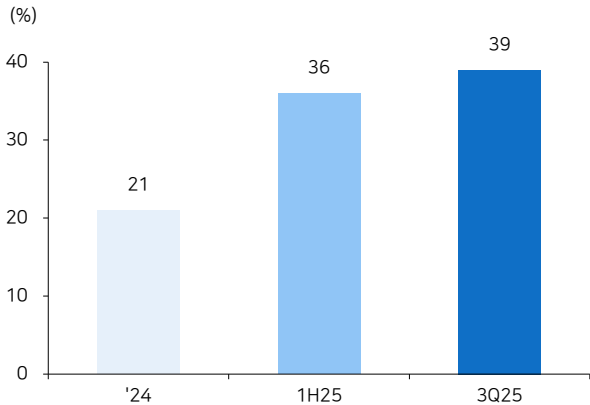
자료: 이수페타시스

그림12 이수페타시스 Vippo/ 다중적층 수요 전망



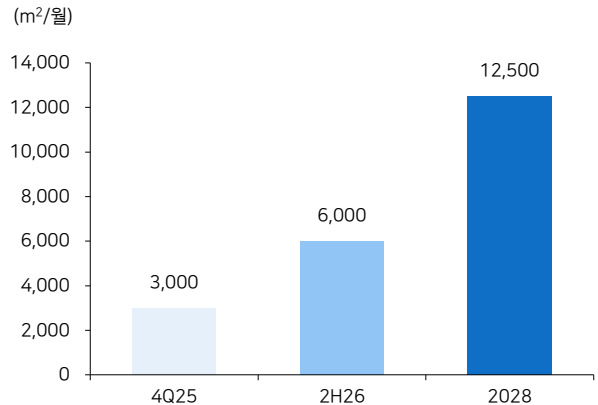
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림13 이수페타시스 다중적층 샘플 비중 추이



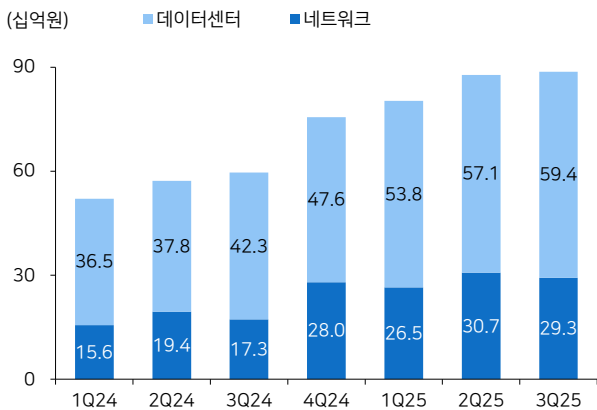
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림14 이수페타시스 다중적층 생산능력 전망



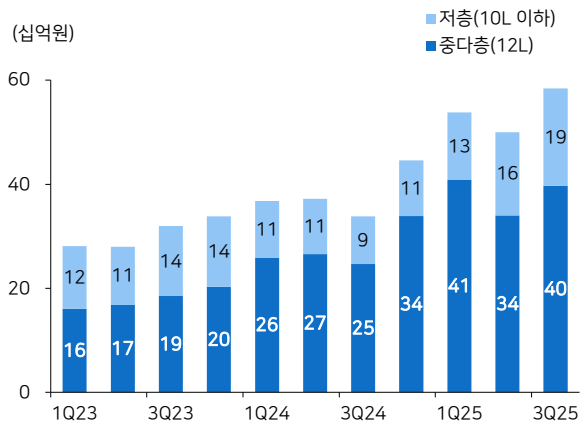
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림15 이수페타시스 본사 월 평균 수주액 추이



자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림16 이수페타시스 중국법인 매출액 추이



자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.