

2025. 1. 24



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **39,000 원****현재주가 (1.23)** **31,950 원****상승여력** **22.1%**

KOSPI 2,515.49pt

시가총액 20,207억원

발행주식수 6,325만주

유동주식비율 73.40%

외국인비중 12.98%

52주 최고/최저가 58,700원/21,100원

평균거래대금 1,181.8억원

주요주주(%)

이수 외 5 인 26.59

국민연금공단 7.43

주가상승률(%)**1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 21.3 -31.8 3.9

상대주가 17.7 -24.8 2.4

주가그래프

이수페타시스 007660

올바른 결정

- ✓ 이수페타시스, 23일 2차전지 소재 기업 제이오 인수 공식적으로 철회
- ✓ 기존 발표했던 5,500억원의 유상증자도 시설투자를 위한 2,500억원 규모로 축소
- ✓ 리스크 해소 + 본업의 높은 성장성을 반영하여 투자의견 Buy로 상향 조정
- ✓ 다만 기업 거버넌스 관련 시장 신뢰 회복을 위해서는 추가적인 노력이 필요
- ✓ 희석&멀티플 하향&실적 추정치 하향을 종합 반영해 적정주가는 39,000원으로 제시

제이오 인수 포기, 시설투자를 위한 유상증자는 단행

이수페타시스는 23일 2차전지 소재 기업 제이오 인수를 공식적으로 철회했다. 이에 따라 기존 발표했던 5,500억원의 유상증자도 신주 1,016만주(발행주식 대비 16%)를 예정 발행가 24,600원(23일 종가 대비 -23%)에 발행하는 규모로 축소되었다. 약 2,500억원의 유상증자 금액은 전부 시설투자에 사용될 계획이다. 신주배정기준일은 2월 25일이며, 발행가 확정일은 4월 4일, 신주 상장일은 5월 1일이다.

리스크 해소 관점에서 투자의견 Buy로 상향하나 추가 관찰 필요

당사는 지난 11월 8일 동사의 유상증자 발표 당시, <이해할 수 없는 결정>이라는 제목의 보고서를 통해 동사에 대한 투자의견을 'Hold'로 하향 조정하였다. 이는 동사가 발표한 제이오 인수가 투자자 관점에서 단순 EPS 희석보다 다운사이드 리스크가 크다고 보았기 때문이다. 그러나 이번 제이오 인수 철회로 인해 당시 우려했던 다운사이드 리스크가 일부 해소된 것으로 판단된다. 또한, 동사가 AI 가속기 및 ASIC, AI 네트워크 시장과 함께 성장하며 본업에서 높은 성장성을 유지하고 있다는 점도 여전히 매력적이다. 이에 동사에 대한 투자의견을 'Hold'에서 'Buy'로 상향 조정한다.

다만, 동사의 기업 거버넌스 관련 리스크가 완전히 해소되었다고 보기는 어렵다. 시장 참여자들의 신뢰 회복을 위해서는 추가적인 노력이 필요하다고 판단된다. 이에 당사는 과거 두산의 두산밥캇-두산로보틱스 합병 발표 및 철회 전후 적용된 16.6%의 멀티플 할인(그림16)을, 유상증자 전 부여하던 Target Multiple에 반영하였다. 이를 동사의 12MF EPS 1,872원에 적용해 적정주가는 약 39,000원으로 제시한다.

실적 전망 - 4Q는 눈높이 하회, 고성장은 유지

4Q24 연결 매출액(2,148억원)과 영업이익(275억원)은 시장 컨센서스를 각각 -3.2%, -13.5% 하회할 전망이다. 기판의 고다층화로 인한 공정 난이도 상승으로, 수주 물량의 매출 인식 시점이 지연되고 있는 것으로 파악된다. 다만, AI 서버 투자 확대를 바탕으로 동사 MLB 기판에 대한 수요는 지속 견조한 상황이며, ASIC 및 신규 AI 가속기 향 공급 확대를 통해 2025년에도 높은 이익 성장률이 기대된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	675.3	62.2	47.7	755	-53.4	4,218	39.0	7.0	26.4	19.5	134.8
2024E	825.6	103.9	79.1	1,250	65.6	5,368	21.9	5.1	14.8	26.1	108.1
2025E	985.3	155.2	116.0	1,834	46.7	11,055	17.4	2.9	13.3	22.3	56.9
2026E	1,101.6	179.5	130.8	2,068	12.8	13,023	15.4	2.5	11.0	17.2	51.0
2027E	1,205.2	203.5	151.9	2,402	16.2	15,325	13.3	2.1	9.3	16.9	45.4

표1 이수페타시스 4Q24 preview

(십억원)	4Q24E	4Q23	(% YoY)	3Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	214.8	173.3	23.9%	206.4	4.1%	221.9	-3.2%
영업이익	27.5	10.6	160.0%	25.9	6.0%	31.8	-13.5%
세전이익	24.6	8.3	196.2%	21.9	12.1%	32.0	-23.2%
지배주주 순이익	21.9	8.2	166.9%	17.5	24.9%	27.9	-21.4%
영업이익률 (%)	12.8%	6.1%		12.6%		14.3%	
지배주주순이익률 (%)	10.2%	4.7%		8.5%		12.6%	

자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

표2 이수페타시스 추정치 변경 내역

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E	2Q24E	2024E	2025E
매출액	214.8	825.5	985.3	219.3	830.0	986.9	-2.1%	-0.5%	-0.2%
영업이익	27.5	103.9	155.2	32.3	108.7	163.4	-14.9%	-4.4%	-5.0%
영업이익률 (%)	12.8%	12.6%	15.8%	14.7%	13.1%	16.6%			
세전이익	24.6	94.8	141.4	32.8	99.7	157.1	-25.0%	-4.9%	-10.0%
순이익	21.9	79.1	116.0	29.0	83.1	128.8	-24.4%	-4.9%	-10.0%

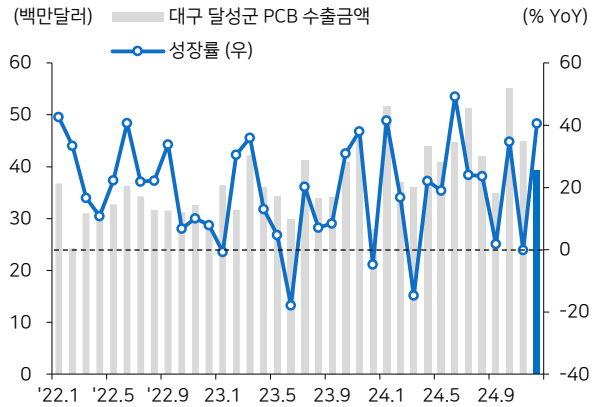
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 이수페타시스 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
환율(원/달러)	1,320	1,370	1,360	1,394	1,425	1,410	1,380	1,350	1,306	1,361	1,391
매출액	199.6	204.7	206.4	214.8	232.7	243.3	264.5	244.8	675.3	825.5	985.3
(%, QoQ)	15.2%	2.6%	0.8%	4.1%	8.3%	4.6%	8.7%	-7.5%			
(%, YoY)	16.1%	25.0%	24.2%	23.9%	16.6%	18.8%	28.2%	14.0%	5.0%	22.2%	19.4%
페타시스	168.4	174.2	181.6	194.8	205.8	214.1	233.4	211.7	579.0	719.0	864.9
중국후난	36.8	37.2	33.8	32.2	34.6	36.5	38.1	39.3	121.9	140.0	148.4
미국법인	9.9	8.6	4.6	5.0	6.2	6.3	6.2	6.7	35.6	28.1	25.3
영업이익	23.0	27.5	25.9	27.5	31.4	37.6	46.6	39.7	62.6	103.9	155.2
(%, QoQ)	117.5%	19.6%	-5.8%	6.0%	14.1%	19.8%	24.1%	-14.8%			
(%, YoY)	14.0%	50.5%	96.8%	160.0%	36.4%	36.6%	79.9%	44.5%	-46.3%	65.8%	49.4%
영업이익률	11.5%	13.4%	12.6%	12.8%	13.5%	15.4%	17.6%	16.2%	9.3%	12.6%	15.8%
세전이익	21.4	26.9	21.9	24.6	27.9	34.1	46.4	33.0	54.7	94.8	141.4
지배주주순이익	17.5	22.0	17.5	21.9	21.5	27.8	39.8	26.9	47.7	79.1	116.0
지배주주순이익률	8.8%	10.8%	8.5%	10.2%	9.3%	11.4%	15.0%	11.0%	7.1%	9.6%	11.8%

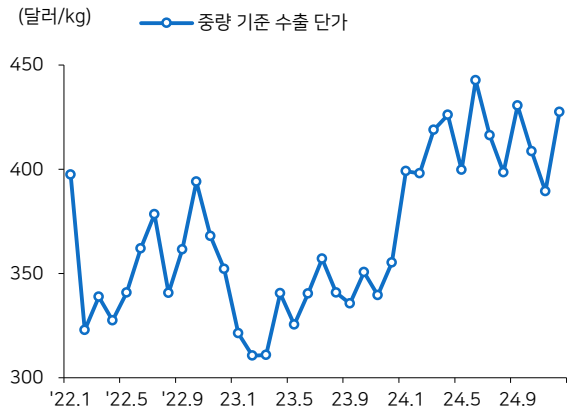
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 대구 달성군 PCB 수출금액 추이



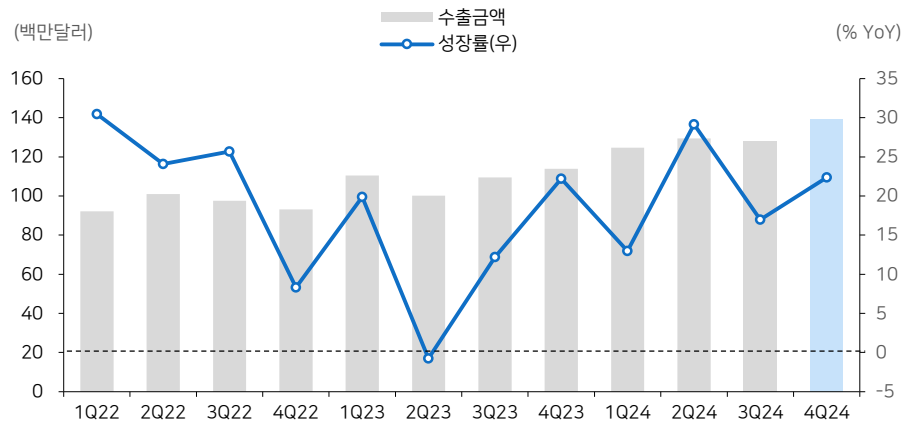
자료: Kita, 메리츠증권 리서치센터

그림2 대구 달성군 PCB 중량 기준 수출단가 추이



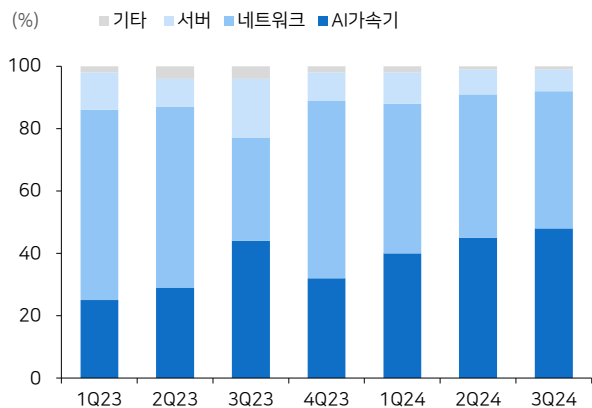
자료: Kita, 메리츠증권 리서치센터

그림3 대구 달성군 PCB 수출금액 분기 추이



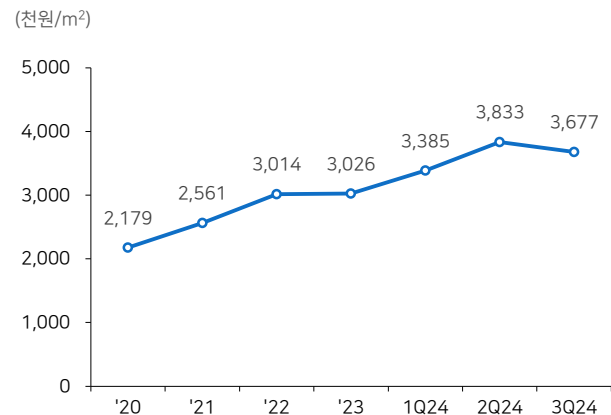
자료: Kita, 메리츠증권 리서치센터

그림4 이수페타시스 제품별 매출액 비중 추이



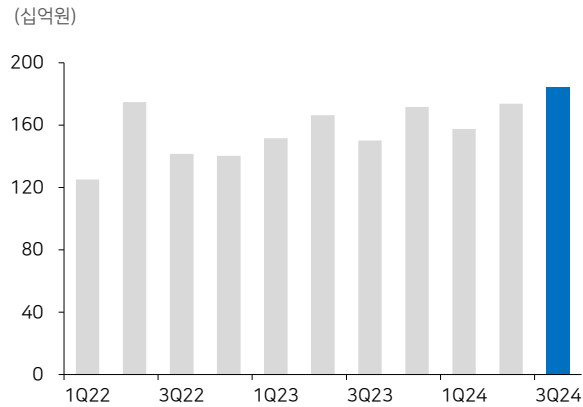
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림5 이수페타시스 ASP 추이



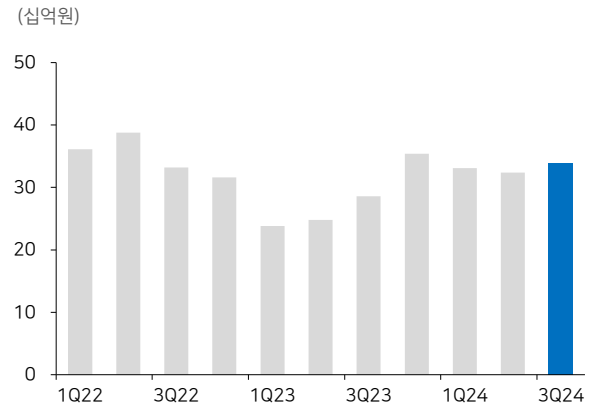
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림6 이수페타시스 3개년 수주 추이



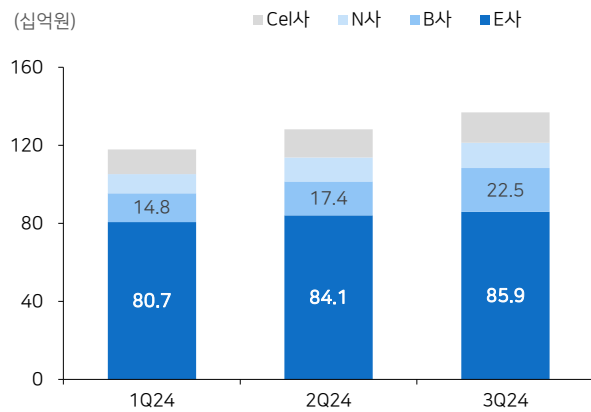
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림7 중국법인 수주 추이



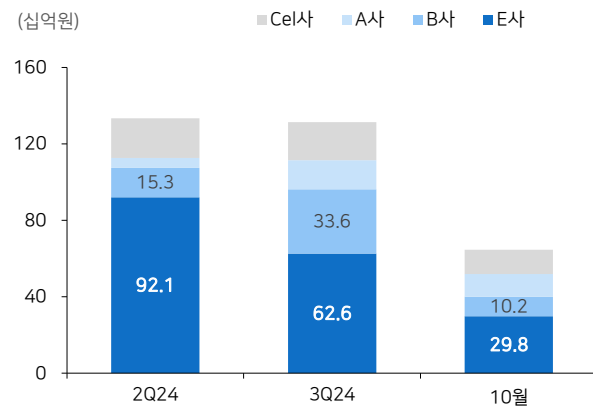
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림8 주요 고객 매출 추이



자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림9 주요 고객 최근 수주 추이



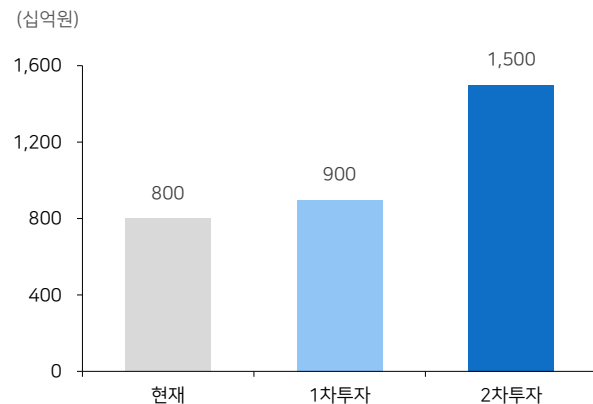
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

표4 이수페타시스 CAPA 확대 계획

구분	현재	단계별 투자계획		
		1단계	2단계	합계
투자시기	~'24.9월말	'25년 (12개월)	'26~'8년 (36개월)	
해당부지	-	1~4공장	5공장	
투자금액 (억원)	1,240	800	3,200	4,000

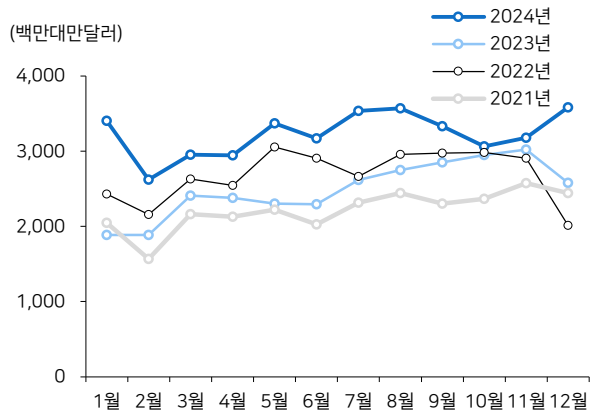
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림10 단계별 본사 생산 Capa 전망



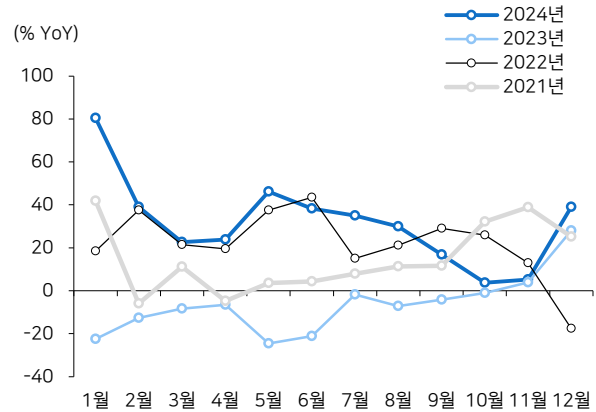
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림11 대만 Gold Circuit (AI항 MLB) 월별 매출액 추이



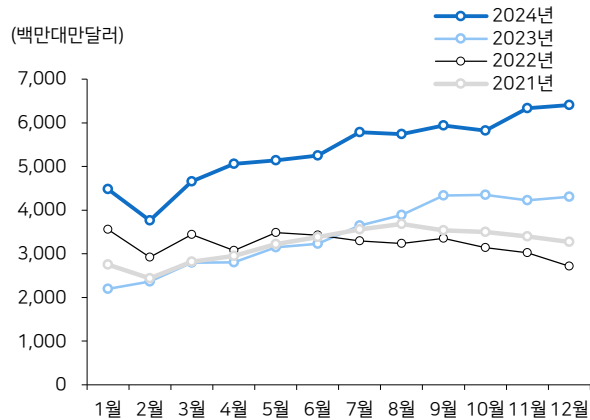
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림12 GCE YoY 성장률 비교



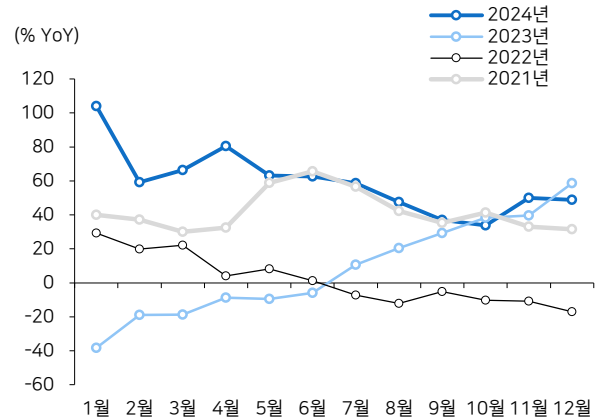
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림13 대만 EMC (AI항 CCL) 월별 매출액 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 GCE YoY 성장률 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 MLB 기관 Peer valuation

MLB	PER(배)		PBR(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액		영업이익		EV/EBITDA(배)		시가총액 (백만달러)
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	
이수페타시스	17.6	15.0	3.7	2.9	36	20	28	23	1,031	1,145	166.3	193.3	16.5	8.6	1,404
GCE	14.9	12.3	4.5	3.4	23	18	33	30	1,354	1,556	325.7	381.9	11.4	7.5	3,347
TTM Tech.	13.7	12.4	1.7	1.7	51	20	na	na	2,529	2,642	265.0	297.0	9.2	7.5	2,720
Shennan	29.1	24.1	4.2	3.7	19	22	15	16	2,794	3,226	349.3	422.9	21.5	15.1	9,806
WUS	25.7	21.2	5.9	4.8	30	20	24	24	2,126	2,464	533.6	644.9	25.5	15.6	11,841
대덕전자	14.0	9.2	1.0	0.9	119	53	7	10	1,042	1,211	69.2	106.1	4.7	2.6	618

주: 국내업체는 십억원, 해외업체는 백만달러 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표6 이수페타시스 적정주가 산정

	Fair Value(원)	비고
EPS	1,872	2025년 EPS
적정배수 (배)	21.0	컨센서스 기준 2023년 평균 멀티플에 두산의 두산밥캣 - 두산로보틱스 합병 취소 전후 멀티플 할인율 16.6% 적용
적정가치	39,312	
적정주가	39,000	
공모주가	31,950	
상승여력 (%)	22.1%	

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

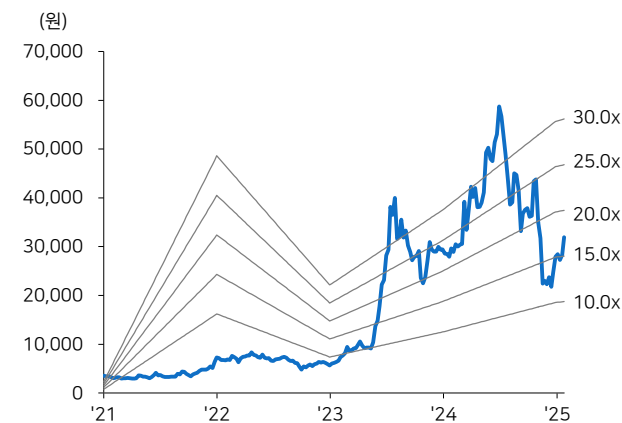
표7 이수페타시스 밸류에이션 테이블

(배)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
주가 (원)											
High	7,620	6,160	5,490	7,050	7,270	5,960	7,490	8,720	43,300	58,700	
Low	4,380	3,930	4,030	3,380	3,565	1,670	3,185	4,655	5,270	21,100	
Average	5,818	4,850	4,575	4,530	4,927	3,927	4,015	6,693	20,486	37,993	
확정치 기준 PER											
High	22.9	77.9	nm	nm	nm	nm	nm	5.4	57.4	47.0	
Low	13.2	49.7	nm	nm	nm	nm	nm	2.9	7.0	16.9	
Average	17.5	61.3	nm	nm	nm	nm	nm	4.1	27.1	30.4	
확정치 EPS (원)	332.3	79.1	-299	-144	-1,937	-287	-73	1,620	755	1,250	1,834
EPS Growth (%)	62.6	-76.2	적전	적축	적확	적축	적축	흑전	-53.4	65.7	46.7
컨센서스 기준 PER											
High	20.0	29.6	nm	117.5	nm	nm	152.9	5.4	53.4	46.2	
Low	11.5	18.9	nm	56.3	nm	nm	65.0	2.9	6.5	16.6	
Average	15.3	23.3	nm	75.5	nm	nm	81.9	4.1	25.3	29.9	
컨센서스 EPS (원)	381	208	-	60	-	-	49	1,613	811	1,271	2,052
EPS growth (%)	86.4	-37.4	nm	흑전	nm	nm	흑전	흑전	-49.9	68.4	64.2

주: 2024년, 2025년 EPS는 당사 추정치 기준

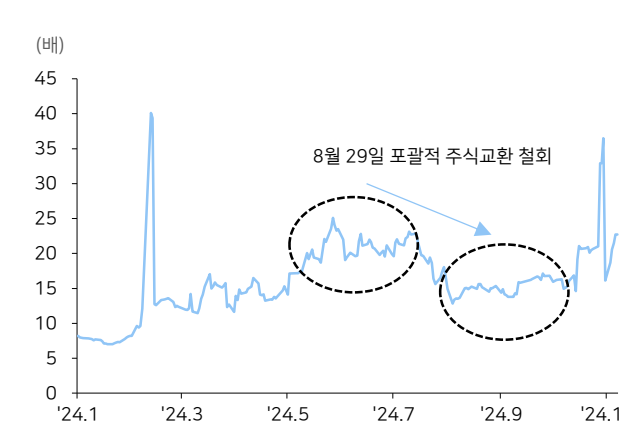
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림15 이수페타시스 PER 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림16 두산 12MF P/E 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 (007660)

Income Statement

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	675.3	825.6	985.3	1,101.6	1,205.2
매출액증가율(%)	5.0	22.2	19.4	11.8	9.4
매출원가	558.9	662.8	757.7	846.5	921.4
매출총이익	116.5	162.8	227.6	255.1	283.8
판매관리비	54.3	58.9	72.4	75.7	80.3
영업이익	62.2	103.9	155.2	179.5	203.5
영업이익률(%)	9.2	12.6	15.8	16.3	16.9
금융손익	-8.3	-9.2	-14.0	-20.2	-18.4
종속/관계기업손익	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.8	0.0	0.2	0.2	0.2
세전계속사업이익	54.7	94.8	141.4	159.5	185.4
법인세비용	6.9	15.7	25.5	28.7	33.4
당기순이익	47.7	79.1	116.0	130.8	151.9
지배주주지분 순이익	47.7	79.1	116.0	130.8	151.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	52.5	58.2	98.4	139.3	174.8
당기순이익(손실)	47.7	79.1	116.0	130.8	151.9
유형자산상각비	15.0	24.2	31.3	44.8	55.3
무형자산상각비	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
운전자본의 증감	-23.4	-45.4	-48.3	-35.1	-31.3
투자활동 현금흐름	-61.4	-39.2	-84.5	-122.6	-102.2
유형자산의증가(CAPEX)	-65.2	-35.0	-80.0	-120.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-4.4	-5.0	-5.3	-3.9	-3.4
재무활동 현금흐름	10.3	-28.0	243.7	-6.3	-6.3
차입금의 증감	23.1	-21.7	0.1	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	250.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	2.3	-9.0	257.6	10.5	66.4
기초현금	45.7	48.0	39.0	296.5	307.0
기말현금	48.0	39.0	296.5	307.0	373.3

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
유동자산	383.6	449.2	786.0	854.1	971.8
현금및현금성자산	48.0	39.0	296.5	307.0	373.3
매출채권	146.7	179.4	214.1	239.3	261.8
재고자산	176.1	215.2	256.9	287.2	314.2
비유동자산	242.8	257.2	310.9	389.6	437.4
유형자산	192.4	203.2	251.9	327.1	371.7
무형자산	4.4	2.9	2.6	2.3	2.0
투자자산	28.5	33.5	38.8	42.7	46.1
자산총계	626.4	706.4	1,096.8	1,243.7	1,409.2
유동부채	290.5	296.7	326.3	347.9	367.2
매입채무	70.4	86.0	102.7	114.8	125.6
단기차입금	143.4	143.4	143.4	143.4	143.4
유동성장기부채	21.7	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	69.1	70.2	71.3	72.1	72.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	60.3	60.3	60.3	60.3	60.3
부채총계	359.7	366.9	397.6	420.0	440.0
자본금	63.3	63.3	73.4	73.4	73.4
자본잉여금	81.0	81.0	320.9	320.9	320.9
기타포괄이익누계액	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1
이익잉여금	114.4	187.1	296.8	421.2	566.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	266.8	339.5	699.2	823.6	969.3

Key Financial Data

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	10,678	13,053	15,579	17,418	19,056
EPS(지배주주)	755	1,250	1,834	2,068	2,402
CFPS	1,378	2,031	2,955	3,551	4,098
EBITDAPS	1,225	2,031	2,955	3,551	4,098
BPS	4,218	5,368	11,055	13,023	15,325
DPS	100	100	100	100	100
배당수익률(%)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	39.0	21.9	17.4	15.4	13.3
PCR	21.4	13.5	10.8	9.0	7.8
PSR	2.8	2.1	2.1	1.8	1.7
PBR	7.0	5.1	2.9	2.5	2.1
EBITDA(십억원)	77.5	128.5	186.9	224.6	259.2
EV/EBITDA	26.4	14.8	13.3	11.0	9.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.5	26.1	22.3	17.2	16.9
EBITDA 이익률	11.5	15.6	19.0	20.4	21.5
부채비율	134.8	108.1	56.9	51.0	45.4
금융비용부담률	1.7	1.4	1.0	0.9	0.8
이자보상배율(x)	5.4	9.0	15.6	18.1	20.5
매출채권회전율(x)	4.7	5.1	5.0	4.9	4.8
재고자산회전율(x)	3.9	4.2	4.2	4.0	4.0

Compliance Notice

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 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 하시기 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.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

이수페타시스 (007660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.01.22	기업브리프	Buy	37,000	양승수	-7.9	21.4	
2024.04.05	기업브리프	Buy	54,000	양승수	-26.8	-20.1	
2024.05.16	기업브리프	Buy	57,000	양승수	-11.3	-7.0	
2024.05.31	산업분석	Buy	62,000	양승수	-19.8	-9.5	
2024.06.19	기업브리프	Buy	66,000	양승수	-29.8	-11.1	
2024.09.10	산업분석	Buy	54,000	양승수	-28.8	-15.4	
2024.11.11	기업브리프	Hold	32,000	양승수	-20.6	-0.2	
2025.01.24	기업브리프	Buy	39,000	양승수	-	-	