

2024. 6. 19



▲ 전기전자/IT부품

Analyst **양승수**
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **66,000 원**

현재주가 (6.18) **56,100 원**

상승여력 **17.6%**

KOSPI	2,763.92pt
시가총액	35,481억원
발행주식수	6,325만주
유통주식비율	73.40%
외국인비중	11.77%
52주 최고/최저가	56,100원/21,550원
평균거래대금	1,712.6억원

주요주주(%)

이수 외 5 인	26.59
국민연금공단	12.58

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.8	78.9	152.7
상대주가	12.2	66.2	140.1

주가그래프



이수페타시스 007660

끝이 없는 수요에 대한 눈높이 상향

- ✓ Apple Intelligence를 시작으로 외부 기업들의 자체적인 AI 모델 구축에 G사 TPU의 활용도 상승 기대 → 고부가 TPU 모델 솔벤더로 대응중인 동사의 수혜 예상
- ✓ 북미 NV사향 직남 매출 확대, 이더넷 네트워크향 800G 기판 양산 본격화 외 G사향 물량 증가로 고다층 MLB기판 쏠티지 가시성 ↑
- ✓ 추가 증설과 함께 P와 Q 동반 상승 Cycle에 대한 눈높이 상향 조정 기대 → 2025년 EPS +6.2% 상향을 반영해 적정주가를 66,000원으로 상향 제시

2Q24 Preview: ASP 상승 지속 → 컨센서스 상회 전망

2Q24E 영업이익 추정치를 241억원에서 262억원으로 8.7% 상향한다. 현재 시장 컨센서스(239억원)을 +9.4% 상회하는 수치이다. 영업이익을 상향하는 이유는 스펙상승, 네트워크향 물량 회복, 고환율로 인해 예상보다 강한 ASP 상승이 발생하고 있기 때문이다. 1분기에 강한 실적 회복세를 보여준 중국 법인 또한 양호한 출하 환경이 지속되는 것으로 파악된다.

수요에 대한 눈높이 상향 지속 → 견고해질 AI 수혜주로서 동사의 입지

TechInsights에 따르면 2023년 구글의 TPU(Tensor Processor Unit) 출하량은 200만 개를 돌파했고 관련된 동사의 매출은 약 1,500억원을 기록하였다. G사는 NV사처럼 현재 TPU를 독립형 하드웨어로 판매하지는 않지만 클라우드 서비스를 통한 액세스를 외부에 제공하고 있다. 고무적인 변화는 Reuter에 따르면 Apple Intelligence의 초기 단계 훈련에 TPU가 사용되었다는 점이다. 글로벌 선두기업인 Apple이 AWS나 Microsoft가 아닌 TPU를 사용했다는 점에서 TPU의 트레이닝 경쟁력이 입증되었다고 판단된다. Apple을 시작으로 다수의 외부 기업들의 자체적인 AI 모델 구축에서 TPU의 활용도가 높아질 가능성이 크다. 동시에 AI 수익화를 추구하는 G사의 입장에서는 서비스 확대를 위해 AI 서버에 대한 투자를 확대할 개연성이 높다. 현재 양산중인 TPUv5부터 향후 양산할 TPUv6까지 G사향 고부가 TPU 모델은 동사가 솔벤더로 대응하고 있다는 측면에서 의미가 큰 변화라고 판단된다.

당사는 AI향 수요증가로 인한 동사가 양산중인 고다층 MLB기판의 쏠티지 발생 및 추가증설을 예상하고 있다. 이는 지속적으로 강조해온 NV향 GB200 OAM 기판 진입을 통한 직남 매출 확대 가능성, 이더넷 기반 네트워크 투자 Cycle 도래에 따른 800G 기판 양산 본격화 외 G사향 물량 증가로 가시성이 더 높아졌다고 판단된다. P와 Q 동반 상승 Cycle은 이미 시작되었고 눈높이는 계속 올라갈 전망이다. 2025년 EPS +6.2% 상향을 반영해 적정주가를 66,000원으로 상향 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	642.9	116.6	102.5	1,620	흑전	3,515	3.5	1.6	3.9	58.9	145.6
2023	675.3	62.2	47.7	755	-53.4	4,218	39.0	7.0	26.4	19.5	134.8
2024E	882.1	121.6	98.6	1,559	106.6	5,677	36.0	9.9	25.3	31.5	105.2
2025E	1,065.4	195.7	163.9	2,592	66.3	8,169	21.6	6.9	16.0	37.4	79.9
2026E	1,194.8	225.2	195.1	3,085	19.0	11,154	18.2	5.0	13.4	31.9	62.1

표1 이수페타시스 2Q24 preview

(십억원)	2Q24E	2Q23	(% YoY)	1Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	207.9	163.8	26.9%	199.6	4.2%	200.8	3.6%
영업이익	26.2	18.3	43.3%	23.0	13.9%	23.9	9.4%
세전이익	23.2	16.7	38.9%	21.4	8.7%	22.4	3.6%
지배주주 순이익	19.2	15.6	23.2%	17.5	9.3%	17.6	8.9%
영업이익률 (%)	12.6%	11.2%		11.5%		11.9%	
지배주주순이익률 (%)	9.2%	9.5%		8.8%		8.8%	

자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

표2 이수페타시스 추정치 변경 내역

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	2Q24E	2024E	2025E	2Q24E	2024E	2025E	2Q24E	2024E	2025E
매출액	207.9	882.1	1,065.4	200.9	851.6	1,012.5	3.5%	3.6%	5.2%
영업이익	26.2	121.6	195.7	24.1	115.2	184.4	8.6%	5.5%	6.1%
영업이익률 (%)	12.6%	13.8%	18.4%	12.0%	13.5%	18.2%			
세전이익	23.2	114.6	190.6	21.2	108.4	179.6	9.6%	5.8%	6.1%
순이익	19.2	98.6	163.9	17.4	93.2	154.4	10.2%	5.8%	6.2%

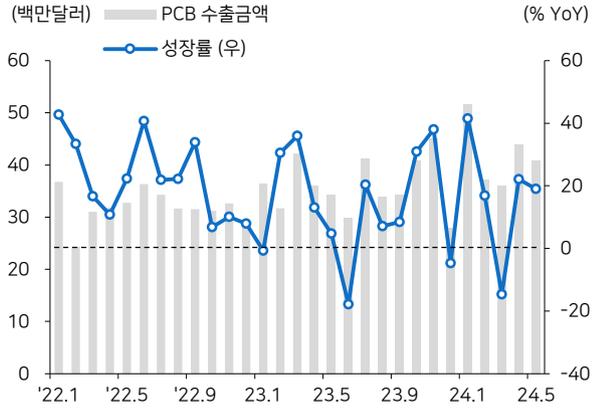
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 이수페타시스 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
환율(원/달러)	1,276	1,315	1,311	1,321	1,320	1,370	1,335	1,340	1,290	1,306	1,341
매출액	172.0	163.8	166.2	173.3	199.6	207.9	226.6	248.0	642.9	675.3	882.1
(%, QoQ)	3.8%	-4.7%	1.5%	4.3%	15.2%	4.2%	9.0%	9.4%			
(%, YoY)	22.4%	-1.4%	-2.6%	4.6%	16.1%	26.9%	36.3%	43.1%	36.9%	5.0%	30.6%
페타시스	141.9	143.6	145.5	148.1	168.4	177.6	196.3	217.7	497.2	579.0	760.0
중국후난	28.1	28.0	32.0	33.8	36.8	36.3	36.0	35.4	142.7	121.9	144.5
미국법인	10.3	8.6	8.8	7.9	9.9	9.2	9.1	8.3	37.1	35.6	36.5
영업이익	20.2	18.3	13.2	11.0	23.0	26.2	33.1	39.3	116.6	62.6	121.6
(%, QoQ)	-33.4%	-9.4%	-27.9%	-16.2%	108.3%	13.9%	26.4%	18.7%			
(%, YoY)	6.9%	-44.9%	-61.6%	-63.5%	14.0%	43.3%	151.4%	256.1%	148.8%	-46.3%	94.1%
영업이익률	11.7%	11.2%	7.9%	6.4%	11.5%	12.6%	14.6%	15.9%	18.1%	9.3%	13.8%
세전이익	19.3	16.7	10.3	8.3	21.4	23.2	30.2	39.9	110.0	54.7	114.6
지배주주순이익	15.7	15.6	8.2	8.2	17.5	19.2	26.1	35.8	102.5	47.7	98.6
지배주주순이익률	9.1%	9.5%	4.9%	4.7%	8.8%	9.2%	11.5%	14.4%	15.9%	7.1%	11.2%

자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 대구 달성군 PCB 수출금액 추이



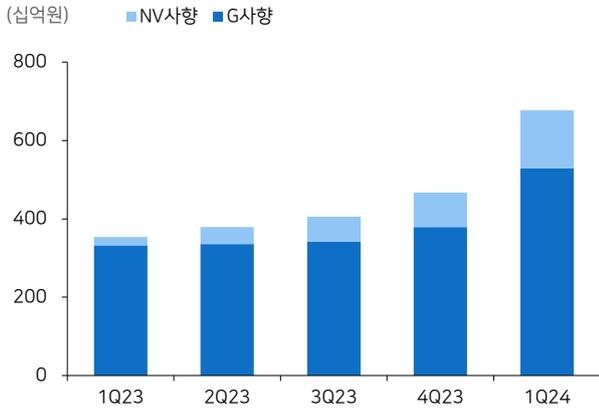
자료: Kita, 메리츠증권 리서치센터

그림2 대구 달성군 PCB 중량 기준 수출단가 추이



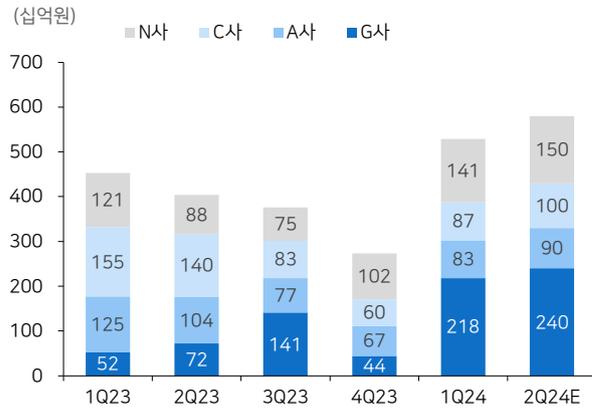
자료: Kita, 메리츠증권 리서치센터

그림3 이수페타시스 AI 가속기 매출 증가 추이



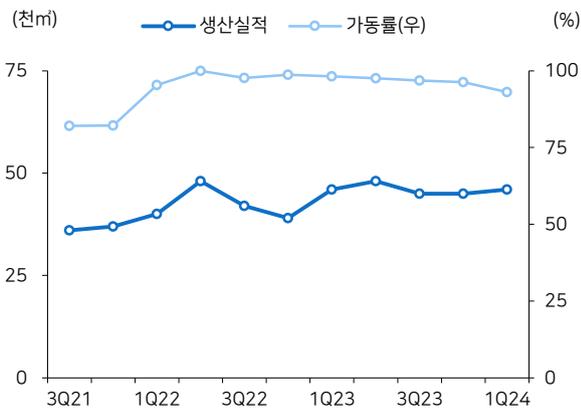
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 이수페타시스 네트워크 수주추이 및 전망



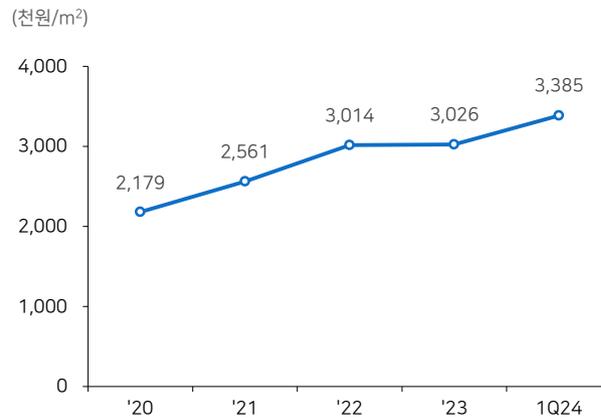
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림5 이수페타시스 생산실적 및 가동률 추이



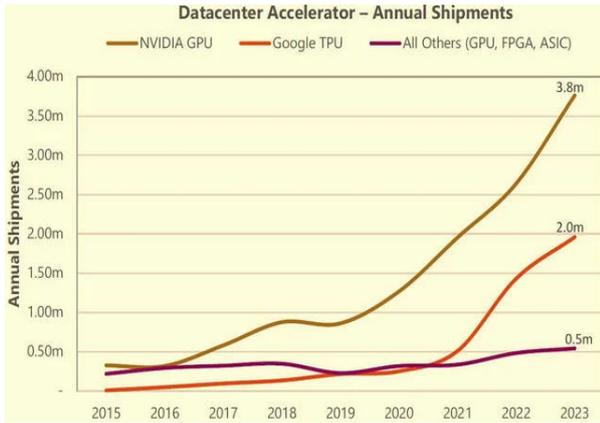
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림6 이수페타시스 Blended ASP 추이



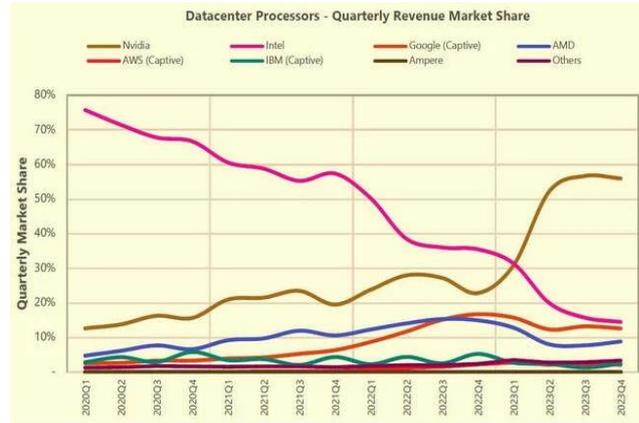
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림7 AI가속기 연간 출하량 추이



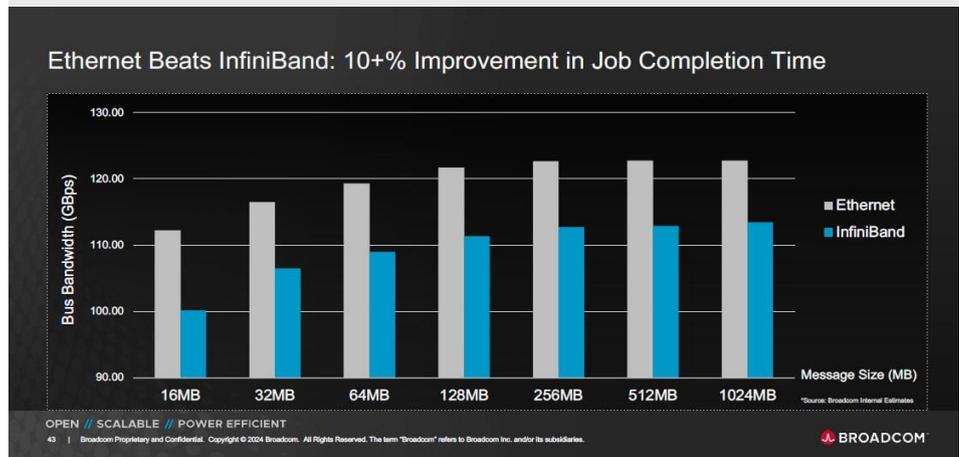
자료: TechInsights

그림8 AI가속기 점유율 추이



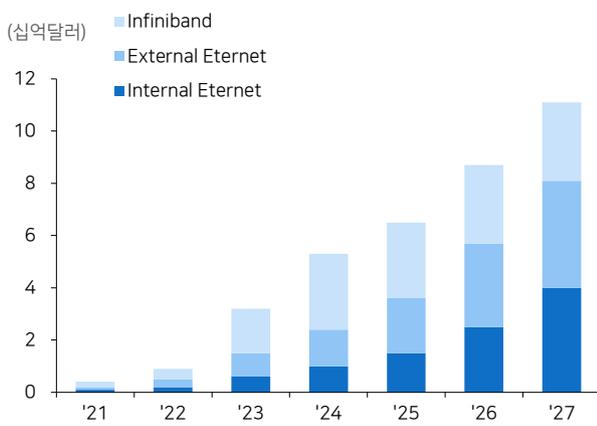
자료: TechInsights

그림9 이더넷으로 구축한 AI네트워크 인피니밴드 대비 10% 수준의 성능 우위 확보



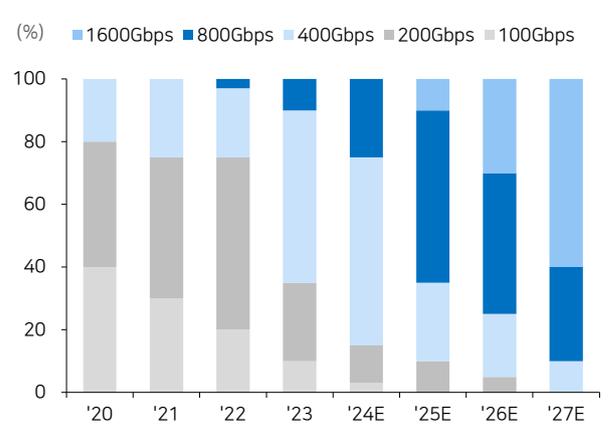
자료: BROADCOM

그림10 AI네트워크 시장 규모 전망



자료: Dell'Oro Group, 메리츠증권 리서치센터

그림11 AI 클러스터 내 스위치 비중 전망



자료: Dell'Oro Group, 메리츠증권 리서치센터

표4 이수페타시스 적정주가 산정

	Fair Value(원)	비고
EPS	2,592	2025년 EPS
적정배수 (배)	25.3	컨센서스 기준 2023년 평균 멀티플
적정가치	65,476	
적정주가	66,000	
공모주가	56,100	
상승여력 (%)	17.6%	

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

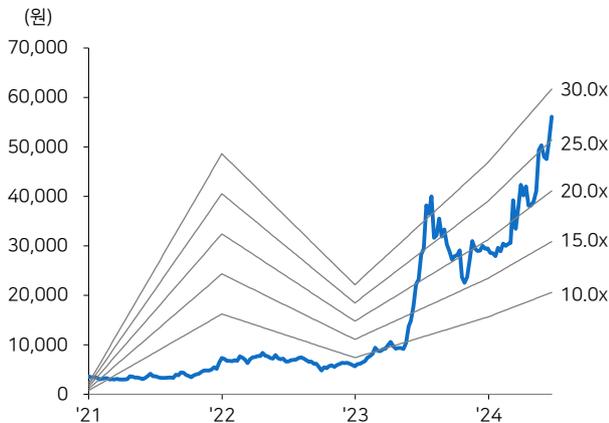
표5 이수페타시스 밸류에이션 테이블

(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		
Low	4,380	3,930	4,030	3,380	3,565	1,670	3,185	4,655	5,270		
Average	5,818	4,850	4,575	4,530	4,927	3,927	4,015	6,693	20,486		
확정치 기준 PER											
High	22.9	77.9	nm	nm	nm	nm	nm	5.4	57.4		
Low	13.2	49.7	nm	nm	nm	nm	nm	2.9	7.0		
Average	17.5	61.3	nm	nm	nm	nm	nm	4.1	27.1		
확정치 EPS (원)											
	332.3	79.1	-299	-144	-1,937	-287	-73	1,620	755	1,559	2592.1
EPS Growth (%)	62.6	-76.2	적전	적축	적확	적축	적축	흑전	-53.4	106.6	66.3
컨센서스 기준 PER											
High	20.0	29.6	nm	117.5	nm	nm	152.9	5.4	53.4		
Low	11.5	18.9	nm	56.3	nm	nm	65.0	2.9	6.5		
Average	15.3	23.3	nm	75.5	nm	nm	81.9	4.1	25.3		
컨센서스 EPS (원)											
	381	208	-	60	-	-	49	1,613	811	1,468	2,285
EPS growth (%)	86.4	-37.4	nm	흑전	nm	nm	흑전	흑전	-49.9	94.6	46.6

주: 2024년, 2025년 EPS는 당사 추정치 기준

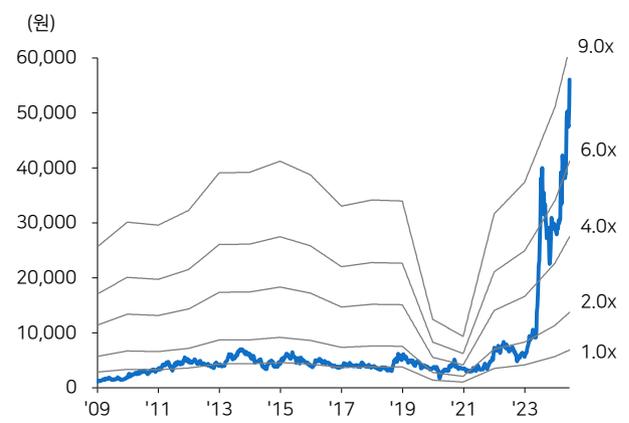
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림12 이수페타시스 PER 밴드



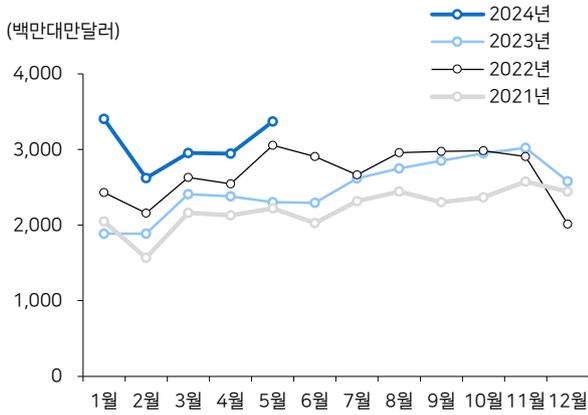
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림13 이수페타시스 PBR 밴드



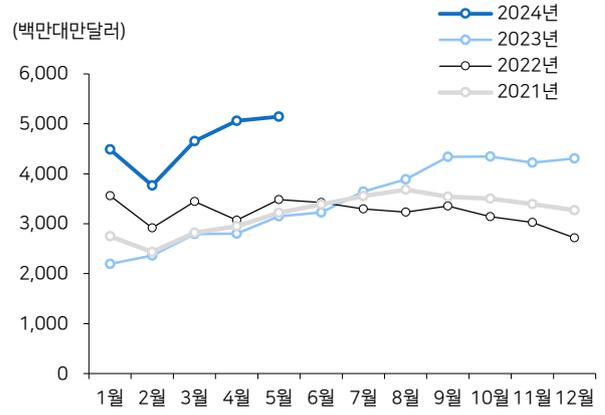
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림14 대만 GCE(이수페타시스 Peer) 월별 매출액



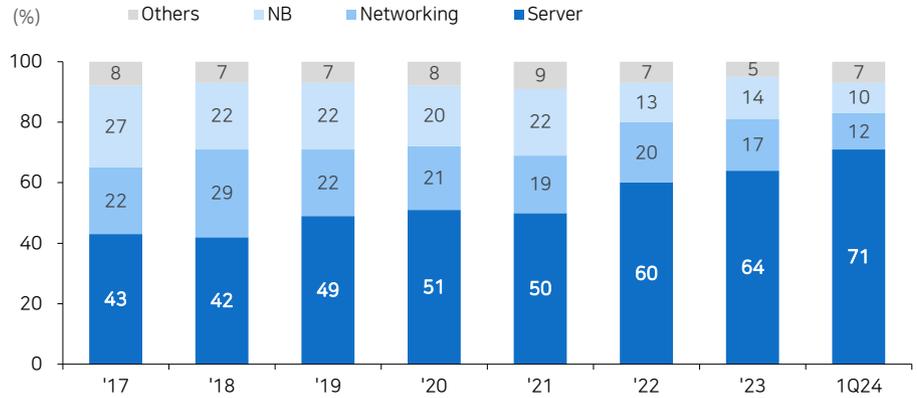
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림15 대만 EMC (엔비디아향 CCL) 월별 매출액 추이



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림16 GCE 제품군별 매출 비중 추이 (Server 비중 증가)



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림17 이수페타시스 수급 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 (007660)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	642.9	675.3	882.1	1,065.4	1,194.8
매출액증가율(%)	36.9	5.0	30.6	20.8	12.1
매출원가	479.0	558.9	688.4	784.8	881.1
매출총이익	163.9	116.5	193.7	280.6	313.7
판매관리비	47.3	54.3	72.1	84.9	88.5
영업이익	116.6	62.2	121.6	195.7	225.2
영업이익률(%)	18.1	9.2	13.8	18.4	18.8
금융손익	-9.1	-8.3	-6.9	-5.1	0.5
중속/관계기업손익	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.8	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	107.8	54.7	114.6	190.6	225.7
법인세비용	7.5	6.9	16.1	26.7	30.6
당기순이익	102.5	47.7	98.6	163.9	195.1
지배주주지분 순이익	102.5	47.7	98.6	163.9	195.1

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	373.9	383.6	478.3	666.2	879.9
현금및현금성자산	45.7	48.0	40.1	137.1	286.6
매출채권	142.8	146.7	191.6	231.5	259.6
재고자산	167.5	176.1	230.0	277.8	311.5
비유동자산	172.2	242.8	258.5	263.5	263.5
유형자산	131.6	192.4	202.6	201.9	197.9
무형자산	3.0	4.4	2.9	2.6	2.3
투자자산	24.2	28.5	35.4	41.5	45.8
자산총계	546.0	626.4	736.8	929.7	1,143.4
유동부채	286.0	290.5	307.2	341.2	365.2
매입채무	64.4	70.4	91.9	111.0	124.5
단기차입금	158.6	143.4	143.4	143.4	143.4
유동성장기부채	14.4	21.7	0.0	0.0	0.0
비유동부채	37.7	69.1	70.6	71.9	72.8
사채	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	20.5	60.3	60.3	60.3	60.3
부채총계	323.7	359.7	377.8	413.1	438.0
자본금	63.3	63.3	63.3	63.3	63.3
자본잉여금	81.0	81.0	81.0	81.0	81.0
기타포괄이익누계액	6.5	13.1	13.1	13.1	13.1
이익잉여금	76.5	114.4	206.6	364.3	553.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	222.3	266.8	359.1	516.7	705.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	29.8	52.5	59.1	138.5	189.9
당기순이익(손실)	102.5	47.7	98.6	163.9	195.1
유형자산상각비	12.6	15.0	24.8	30.7	33.9
무형자산상각비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
운전자본의 증감	-89.6	-23.4	-62.4	-55.4	-39.1
투자활동 현금흐름	-12.3	-61.4	-39.0	-35.2	-34.1
유형자산의증가(CAPEX)	-39.7	-65.2	-35.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-9.2	-4.4	-6.9	-6.1	-4.3
재무활동 현금흐름	-17.2	10.3	-28.0	-6.3	-6.3
차입금의 증감	-18.3	23.1	-21.7	0.1	0.0
자본의 증가	17.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1.3	2.3	-7.9	97.0	149.5
기초현금	44.4	45.7	48.0	40.1	137.1
기말현금	45.7	48.0	40.1	137.1	286.6

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	10,165	10,678	13,947	16,846	18,890
EPS(지배주주)	1,620	755	1,559	2,592	3,085
CFPS	2,220	1,378	2,321	3,585	4,102
EBITDAPS	2,050	1,225	2,321	3,585	4,102
BPS	3,515	4,218	5,677	8,169	11,154
DPS	100	100	100	100	100
배당수익률(%)	1.8	0.3	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	3.5	39.0	36.0	21.6	18.2
PCR	2.5	21.4	24.2	15.6	13.7
PSR	0.6	2.8	4.0	3.3	3.0
PBR	1.6	7.0	9.9	6.9	5.0
EBITDA(십억원)	129.7	77.5	146.8	226.8	259.5
EV/EBITDA	3.9	26.4	25.3	16.0	13.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	58.9	19.5	31.5	37.4	31.9
EBITDA 이익률	20.2	11.5	16.6	21.3	21.7
부채비율	145.6	134.8	105.2	79.9	62.1
금융비용부담률	1.3	1.7	1.3	1.0	0.9
이자보상배율(x)	13.8	5.4	10.5	17.8	20.5
매출채권회전율(x)	5.0	4.7	5.2	5.0	4.9
재고자산회전율(x)	4.6	3.9	4.3	4.2	4.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 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 증가대비 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	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

이수페타시스 (007660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

