

2024. 9. 25



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 54,000 원**현재주가 (9.24)** 39,500 원**상승여력** 36.7%

KOSPI 2,631.68pt

시가총액 24,982억원

발행주식수 6,325만주

유동주식비율 73.40%

외국인비중 11.33%

52주 최고/최저가 58,700원/21,550원

평균거래대금 874.8억원

주요주주(%)

이수 외 5 인 26.59

국민연금공단 12.38

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -11.6 4.9 45.2

상대주가 -9.3 9.6 38.4

주가그래프

이수페타시스 007660

긍정적인 변화 지속

- ✓ 중국법인의 실적 부진으로 3Q24 영업이익 추정치는 기존 대비 -4.9% 하향 조정
- ✓ 다만 1) 3분기 중 발생한 800G 네트워크 장비용 기판 초도양산의 성공적인 시작과
- ✓ 2) NV사 H시리즈 내 점유율 증가는 중장기적 성장 모멘텀 강화 측면에서 긍정적
- ✓ AI에 기반한 구조적인 P,Q 성장 Cycle의 초입에 위치하고 있다는 점에서 동사의 투자 매력도가 높다는 기존 의견을 유지

3Q24 Preview: 중국법인 부진으로 컨센서스 하회 전망

3Q24E 영업이익 추정치를 기존 313억원에서 298억원으로 -4.9% 하향한다. 현재 시장 컨센서스(333억원)를 -10.5% 하회하는 수치이다. TPU 6세대 양산물량 증가로 인한 믹스개선 효과로 분기 이익 성장기조는 유지될 전망이다. 다만 7~8월 중국 법인의 주고객사향 수주 감소로 인한 실적 부진이 예상된다. 다행히도 9월부터 수주물량은 재증가하여 일회성 이슈에 그친 것으로 파악된다.

① 800G 초도 양산 시작 ② NV사 H시리즈 내 점유율 증가

중국법인의 부진으로 인한 3분기 실적 눈높이 하향은 아쉬우나 이수페타시스의 성장 모멘텀은 강화되고 있다는 점에 주목한다. 1) 9월 중 주요 네트워크 고객사향 800G 네트워크 장비용 기판 공급이 시작되었다. 아직 물량은 미미하나 AI네트워크 구성과정에서 800G 네트워크 장비의 수요 증가는 필연적이며, 동사가 성공적으로 초도양산을 시작했다는 점에서 긍정적이다. 다중적층 기술이 적용되었고, 층수가 높아 동사 MLB 기판의 Blended ASP 상승에도 크게 기여할 것으로 기대된다. 2) 3분기 기준 H시리즈 내 점유율 증가로 NV사향 매출액이 크게 증가한 것으로 파악된다. 이에 따라 연간으로도 동사가 연초 소통한 NV사향 매출액 가이던스(약 800억원)를 상회할 것으로 기대된다. 신제품 출시를 앞두고 있음에도 H시리즈의 경우 중동을 중심으로 국가 주도의 AI 프로젝트향 수요가 증가하고 있다. 신제품 출시 연기로 인한 일회성 매출 증가가 아닌 지속성을 기대할 수 있는 변화이다.

투자의견 Buy, 적정주가 54,000원 유지

시장은 AI향 수요 성장의 피크아웃을 우려하고 있다. 그러나 주요 고객사향 AI 수요는 지속 견조하며, 구조적인 P,Q 성장 Cycle의 초입에 위치하고 있다는 점에서 동사의 투자매력도가 재발산될 수 있는 시점이라 판단한다. 다중적층 적용 과정에서의 일시적인 비용증가 가능성을 반영하여 2025년 추정 EPS는 -6.2% 하향하나 경쟁사 대비 높은 EPS 성장률이 기대된다는 측면에서 Target P/E의 할인율을 기존 15%에서 10%으로 축소, 투자의견 Buy와 적정주가 54,000원을 유지한다.

(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	842.7	114.1	92.7	1,466	94.3	5,584	26.9	7.1	19.2	29.9	104.8
2025E	1,002.4	179.0	148.9	2,354	60.5	7,838	16.8	5.0	12.3	35.1	80.9
2026E	1,097.6	208.2	175.7	2,778	18.0	10,516	14.2	3.8	10.1	30.3	63.0

표1 이수페타시스 3Q24 preview

(십억원)	3Q24E	3Q23	(% YoY)	2Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	208.9	166.2	25.7%	204.7	2.0%	224.7	-7.0%
영업이익	29.8	13.2	126.0%	27.5	8.2%	33.3	-10.5%
세전이익	29.0	10.3	181.5%	26.9	7.9%	33.1	-12.3%
지배주주 순이익	24.3	8.2	196.0%	22.0	10.3%	28.5	-14.6%
영업이익률 (%)	14.2%	7.9%		13.4%		14.8%	
지배주주순이익률 (%)	11.6%	4.9%		10.8%		12.7%	

자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

표2 이수페타시스 추정치 변경 내역

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	229.5	842.7	1,002.4	232.2	850.9	1,022.5	-1.2%	-1.0%	-2.0%
영업이익	33.8	114.1	179.0	36.6	118.5	191.4	-7.5%	-3.7%	-6.5%
영업이익률 (%)	14.7%	13.5%	17.9%	15.8%	13.9%	18.7%			
세전이익	33.1	110.4	179.3	36.1	114.8	191.2	-8.3%	-3.9%	-6.2%
순이익	28.8	92.7	148.9	31.3	96.4	158.7	-7.9%	-3.8%	-6.2%

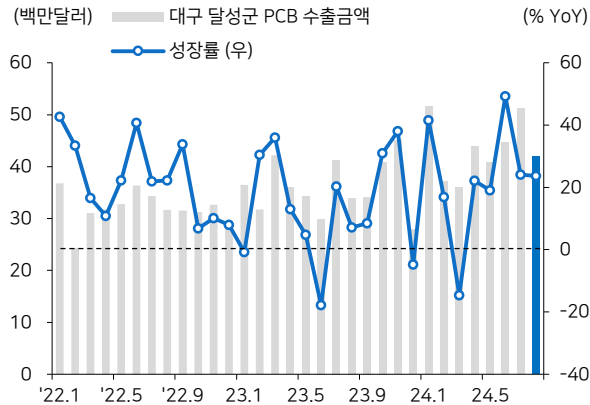
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 이수페타시스 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
환율(원/달러)	1,276	1,315	1,311	1,321	1,320	1,370	1,360	1,340	1,290	1,306	1,348
매출액	172.0	163.8	166.2	173.3	199.6	204.7	208.9	229.5	642.9	675.3	842.7
(%, QoQ)	3.8%	-4.7%	1.5%	4.3%	15.2%	2.6%	2.0%	9.9%			
(%, YoY)	22.4%	-1.4%	-2.6%	4.6%	16.1%	25.0%	25.7%	32.4%	36.9%	5.0%	24.8%
페타시스	141.9	143.6	145.5	148.1	168.4	174.2	187.6	205.2	497.2	579.0	735.3
중국후난	28.1	28.0	32.0	33.8	36.8	37.2	31.5	35.0	142.7	121.9	140.5
미국법인	10.3	8.6	8.8	7.9	9.9	8.6	4.6	2.9	37.1	35.6	26.0
영업이익	20.2	18.3	13.2	11.0	23.0	27.5	29.8	33.8	116.6	62.6	114.1
(%, QoQ)	-33.4%	-9.4%	-27.9%	-16.2%	108.3%	19.6%	8.2%	13.8%			
(%, YoY)	6.9%	-44.9%	-61.6%	-63.5%	14.0%	50.5%	126.0%	206.6%	148.8%	-46.3%	82.1%
영업이익률	11.7%	11.2%	7.9%	6.4%	11.5%	13.4%	14.2%	14.7%	18.1%	9.3%	13.5%
세전이익	19.3	16.7	10.3	8.3	21.4	26.9	29.0	33.1	110.0	54.7	110.4
지배주주순이익	15.7	15.6	8.2	8.2	17.5	22.0	24.3	28.8	102.5	47.7	92.7
지배주주순이익률	9.1%	9.5%	4.9%	4.7%	8.8%	10.8%	11.6%	12.6%	15.9%	7.1%	11.0%

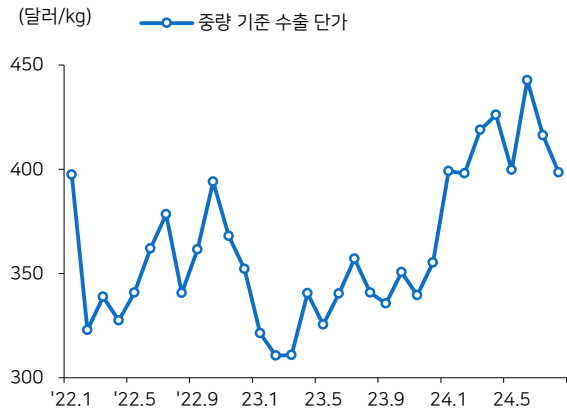
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 대구 달성군 PCB 수출금액 추이



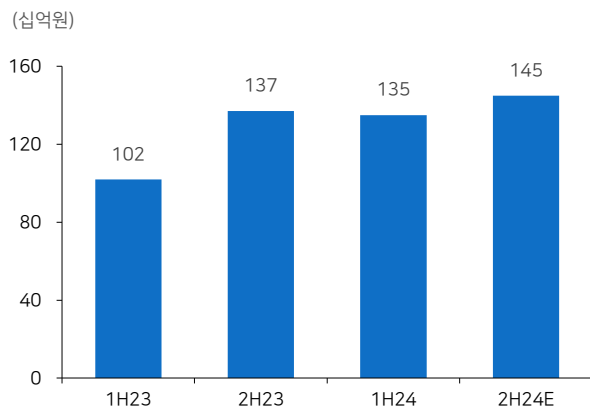
자료: Kita, 메리츠증권 리서치센터

그림2 대구 달성군 PCB 중량 기준 수출단가 추이



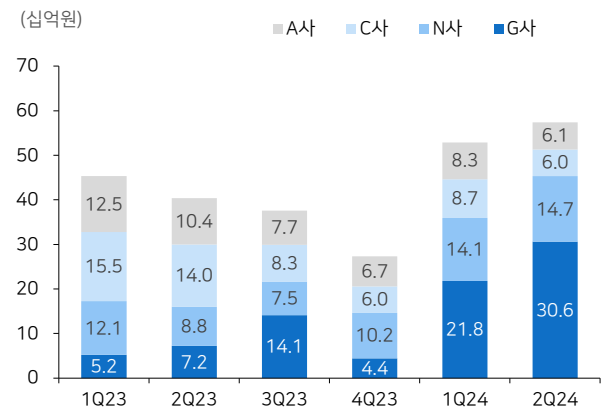
자료: Kita, 메리츠증권 리서치센터

그림3 이수페타시스 AI 가속기 수주추이 및 전망



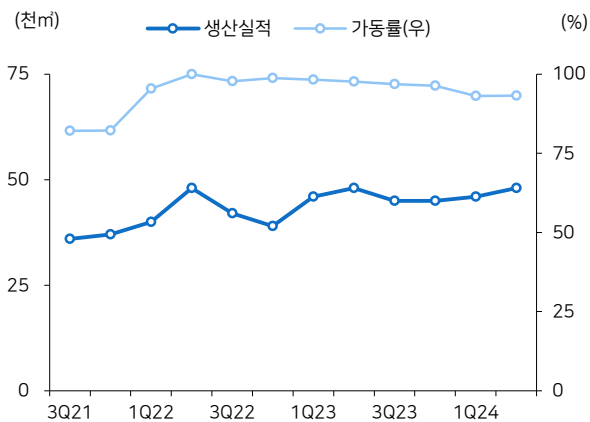
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 이수페타시스 네트워크 수주추이 및 전망



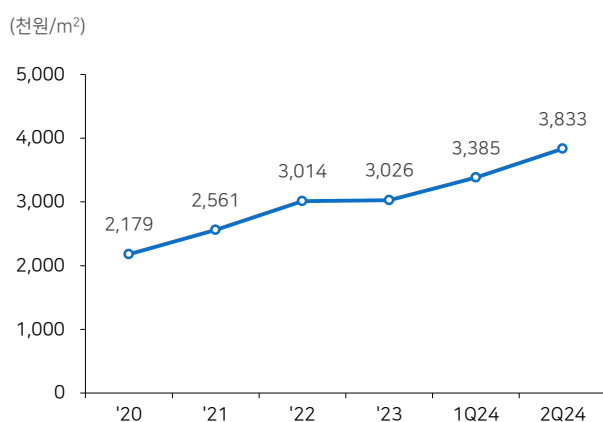
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림5 이수페타시스 생산실적 및 가동률 추이



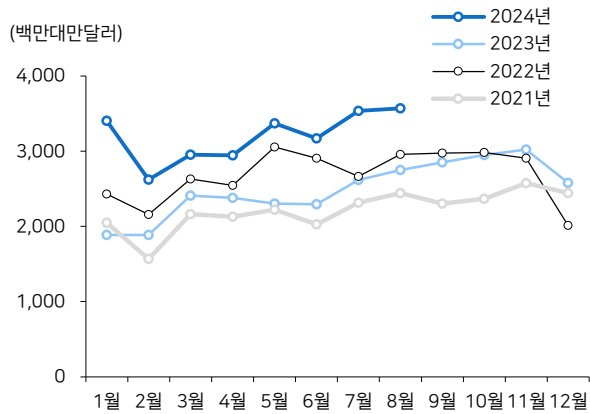
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림6 이수페타시스 Blended ASP 추이



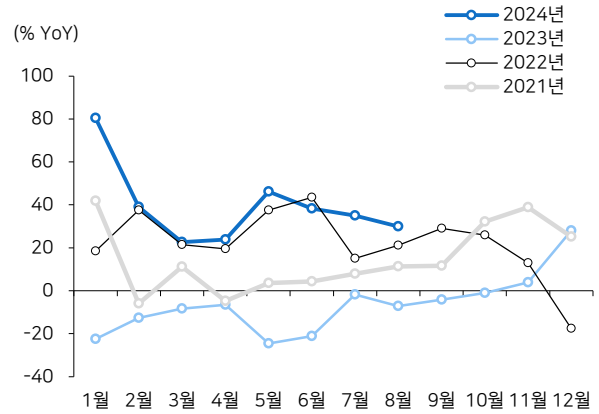
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림7 대만 GCE(이수페타시스 Peer) 월별 매출액



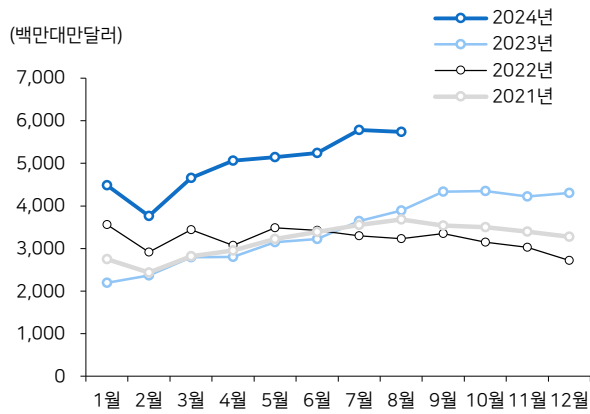
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림8 대만 EMC (엔비디아향 CCL) 월별 매출액 추이



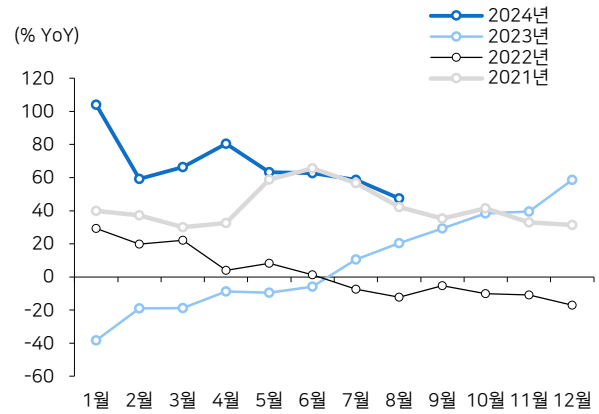
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림9 대만 EMLC(엔비디아향 CCL 공급) 월별 매출액



자료: EMC, 메리츠증권 리서치센터

그림10 EMC YoY 성장률



자료: EMC, 메리츠증권 리서치센터

표4 MLB 기판 Peer valuation

MLB	PER(배)		PBR(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액		영업이익		EV/EBITDA(배)		시가총액 (백만달러)
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	
이수페타시스	26.9	16.8	7.1	5.0	94	61	29.9	35.1	842.7	1,002.4	114.1	179.0	19.2	12.3	1,871
GCE	16.0	12.9	4.8	3.9	75.2	23.4	32.6	33.1	1251.1	1437.1	281.9	345.3	9.9	7.8	3,088
TTM Tech.	11.9	9.9	1.2	1.2	흑전	37.5	na	na	2395.0	2524.5	206.3	247.3	7.1	6.5	1,856
Shennan	24.2	20.1	3.2	2.8	31.9	20.0	13.4	14.4	2373.3	2766.1	284.5	345.7	15.1	12.1	6,673
WUS	27.4	21.1	5.8	4.8	62.0	29.7	21.1	22.8	1658.6	1993.3	395.3	510.7	21.4	16.7	9,522
대덕전자	22.5	9.9	1.1	1.0	74.6	133.4	4.9	10.4	969.4	1156.6	42.2	108.6	4.4	2.7	720

주: 국내업체는 십억원, 해외업체는 백만달러 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 이수페타시스 적정주가 산정

	Fair Value(원)	비고
EPS	2,354	2025년 EPS
적정배수 (배)	22.7	컨센서스 기준 2023년 평균 멀티플에 10% 할인 부여
적정가치	53,507	
적정주가	54,000	
공모주가	39,500	
상승여력 (%)	36.7%	

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

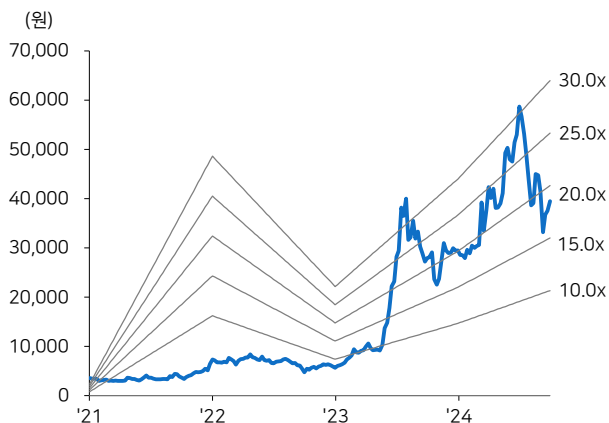
표6 이수페타시스 밸류에이션 테이블

(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	1,466	2353.6
EPS Growth (%)	62.6	-76.2	적전	적축	적확	적축	적축	흑전	-53.4	94.3	60.6
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	1,557	2,521
EPS growth (%)	86.4	-37.4	nm	흑전	nm	nm	흑전	흑전	-49.9	106.3	72.0

주: 2024년, 2025년 EPS는 당사 추정치 기준

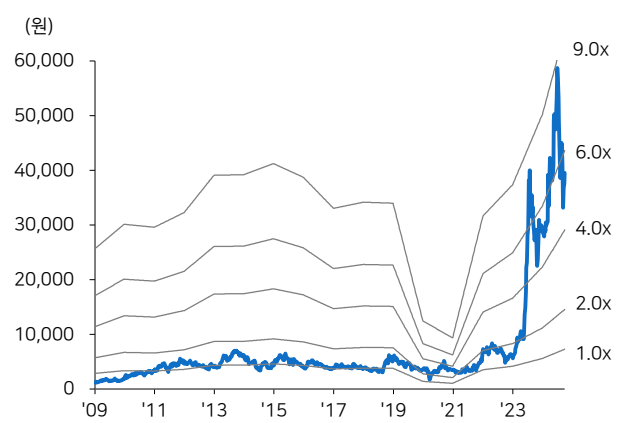
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림11 이수페타시스 PER 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림12 이수페타시스 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 (007660)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	642.9	675.3	842.7	1,002.4	1,097.6
매출액증가율(%)	36.9	5.0	24.8	19.0	9.5
매출원가	479.0	558.9	662.9	747.0	812.7
매출총이익	163.9	116.5	179.8	255.4	284.9
판매관리비	47.3	54.3	65.7	76.4	76.7
영업이익	116.6	62.2	114.1	179.0	208.2
영업이익률(%)	18.1	9.2	13.5	17.9	19.0
금융손익	-9.1	-8.3	-4.8	-0.9	4.9
종속/관계기업손익	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.8	1.1	1.2	1.2
세전계속사업이익	107.8	54.7	110.4	179.4	214.3
법인세비용	7.5	6.9	17.7	30.5	38.6
당기순이익	102.5	47.7	92.7	148.9	175.7
지배주주지분 순이익	102.5	47.7	92.7	148.9	175.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	29.8	52.5	61.5	124.1	174.0
당기순이익(손실)	102.5	47.7	92.7	148.9	175.7
유형자산상각비	12.6	15.0	24.2	29.1	33.0
무형자산상각비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
운전자본의 증감	-89.6	-23.4	-50.6	-48.2	-28.8
투자활동 현금흐름	-12.3	-61.4	-34.6	-29.7	-27.1
유형자산의증가(CAPEX)	-39.7	-65.2	-35.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-9.2	-4.4	-5.5	-5.3	-3.2
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	-1.1	88.2	140.6
기초현금	44.4	45.7	48.0	46.9	135.0
기말현금	45.7	48.0	46.9	135.0	275.7

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	373.9	383.6	465.5	632.9	820.8
현금및현금성자산	45.7	48.0	46.9	135.0	275.7
매출채권	142.8	146.7	183.1	217.8	238.5
재고자산	167.5	176.1	219.7	261.4	286.2
비유동자산	172.2	242.8	257.8	263.7	263.6
유형자산	131.6	192.4	203.2	204.2	201.2
무형자산	3.0	4.4	2.9	2.6	2.3
투자자산	24.2	28.5	34.1	39.4	42.6
자산총계	546.0	626.4	723.3	896.6	1,084.4
유동부채	286.0	290.5	299.9	329.5	347.2
매입채무	64.4	70.4	87.8	104.5	114.4
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	70.3	71.4	72.1
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	370.2	400.9	419.3
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	200.8	343.3	512.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	222.3	266.8	353.2	495.7	665.1

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	10,165	10,678	13,324	15,849	17,355
EPS(지배주주)	1,620	755	1,466	2,354	2,778
CFPS	2,220	1,378	2,192	3,295	3,818
EBITDAPS	2,050	1,225	2,192	3,295	3,818
BPS	3,515	4,218	5,584	7,838	10,516
DPS	100	100	100	100	100
배당수익률(%)	1.8	0.3	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	3.5	39.0	26.9	16.8	14.2
PCR	2.5	21.4	18.0	12.0	10.3
PSR	0.6	2.8	3.0	2.5	2.3
PBR	1.6	7.0	7.1	5.0	3.8
EBITDA(십억원)	129.7	77.5	138.7	208.4	241.5
EV/EBITDA	3.9	26.4	19.2	12.3	10.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	58.9	19.5	29.9	35.1	30.3
EBITDA 이익률	20.2	11.5	16.5	20.8	22.0
부채비율	145.6	134.8	104.8	80.9	63.0
금융비용부담률	1.3	1.7	1.4	1.0	0.9
이자보상배율(x)	13.8	5.4	9.9	18.0	21.0
매출채권회전율(x)	5.0	4.7	5.1	5.0	4.8
재고자산회전율(x)	4.6	3.9	4.3	4.2	4.0

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 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	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 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	-	-	