

이수페타시스 (007660/KS)

2024 년의 세 가지 변화

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 45,000 원(유지)
현재주가: 28,300 원
상승여력: 59.0%



Analyst
박형우

hyungwou@sk.com.kr
02-3773-9035

Company Data

발행주식수	6,325 만주
시가총액	1,790 십억원
주요주주	
이수(외5)	26.59%
국민연금공단	9.87%

Stock Data

주가(23/10/16)	28,300 원
KOSPI	2,436.24 pt
52주 최고가	41,850 원
52주 최저가	5,220 원
60일 평균 거래대금	207 십억원

주가 및 상대수익률



3 분기 프리뷰: 올해는 실적 부진

23 년 3 분기 영업이익은 157 억원(-45%, 이하 YoY)로 예상된다. 2 분기 대비 14% 감소로 다소 부진할 전망이다. 1분기부터 실적 쇼크가 이어지고 있다. 일회성 비용과 원가구조 악화로 설명된다. ① 일회성 비용은 과거 대비 실적 도약에 따른 상여금 증가와 AI 용 기판 생산 중 초기 불량 때문이다. ② 원가구조도 훼손됐다. 증설 준비에 따른 직원 수 증가로(약 +100 여명) 인건비가 늘었다. AI 기판용 원부자재 비용 부담도 커졌다. 라인 효율화를 위한 설비 이설 비용도 발생 중이다. 올해는 2024 년의 재도약을 위한 준비의 시기다. 24 년 초부터는 비용 감소와 손익 개선이 나타날 것이다.

2024 년의 변화: 원재료비 개선 / AI 고객사 다변화 / 신공장 가동

24 년 영업이익을 1,302 억원(+87%)로 전망한다.

- ① **재료비 부담 완화:** 23 년에 높아진 원부자재 비용의 배경은 '핵심 AI 가속기 고객사'의 고가/고사양 원재료 사용 요구다. 24 년 초에는 신규 AI 제품이 출시된다. 해당 제품에서는 MLB 기판의 공급단가의 상승과 수익성 향상이 기대된다.
- ② **고객사 및 제품군 다변화:** 23 년 7 월부터 본격적으로 매출 발생이 시작된 '특정 AI 가속기 고객사'향 공급 품목이 증가할 전망이다. (23 년 1 개 ▶ 24 년 3 개 이상)
- ③ **신공장 가동:** 4 공장은 24 년 2 분기부터 가동을 시작해 3 분기부터는 본격적인 양산이 진행된다. 2024 년의 매출증가와 손익개선 흐름을 주목해야 한다.

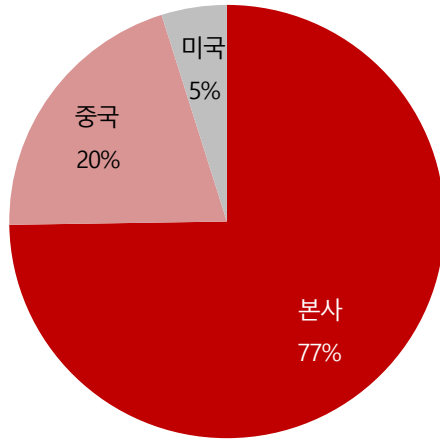
AI 기판 비중: 23 년 22% ▶ 24 년 34%

목표주가는 24 년과 25 년 EPS 의 평균치에 MLB 기판 경쟁사 평균 PER 인 21.2 배를 반영해 산출했다. ① AI 기판 비중은 23 년 22% ▶ 24 년 34%로 상승한다. ② 일부 고객사들로부터는 (기존 제품군) 유선장비용과 통신장비용 신규 주문도 감지된다. ③ 21 년에 커버리지를 시작할 당시 투자포인트는 미중분쟁이었다. 메인보드 생산의 80%를 중국 기업들이 담당한다. 현재도 미중분쟁이 가장 중요한 업황의 변수다.

영업실적 및 투자지표

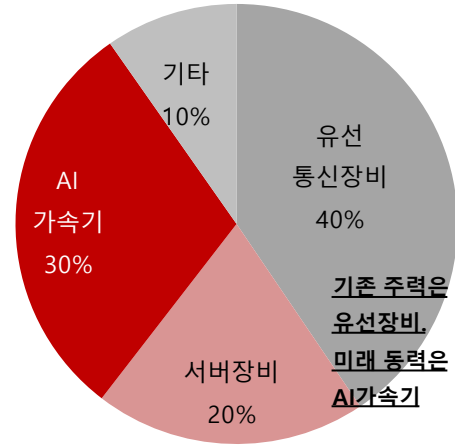
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	393	470	643	675	818	897
영업이익	십억원	13	47	117	70	130	172
순이익(지배주주)	십억원	-14	-4	102	62	115	147
EPS	원	-6	500	1,586	980	1,812	2,328
PER	배	-586.5	14.6	3.5	28.9	15.6	12.2
PBR	배	2.6	3.7	1.6	6.5	4.7	3.4
EV/EBITDA	배	10.8	9.5	3.9	23.2	13.1	9.4
ROE	%	-19.1	-3.8	58.9	24.9	34.7	32.4

사업부문(법인)별 매출 비중 (2023 년)



자료: 회사 자료, SK 증권

MLB 내 어플리케이션 비중 (본사 기준, 2023 년)



자료: 회사 자료, SK 증권

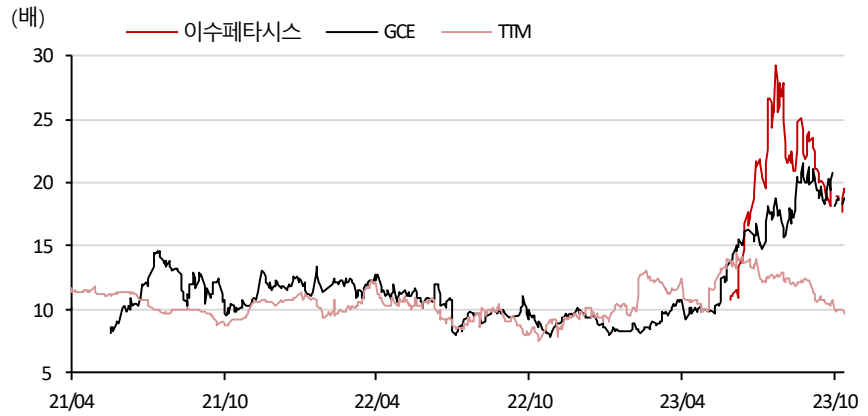
주: AI 가속기의 매출 비중은 본사 기준 30%, 전사 기준 22%

이수페타시스 부문별 실적 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	140.5	166.1	170.7	166.6	172.0	163.8	168.6	170.7	643.9	675.2	817.7
YoY (%)	42.2	40.8	32.4	34.4	22.4	(1.4)	(1.2)	2.4	37.1	49	21.1
페타시스	108.2	130.3	129.4	127.0	133.0	128.3	129.9	131.7	494.9	522.8	662.0
엑사보드 (중단)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
미주법인	7.9	9.0	9.7	9.1	9.1	8.3	9.0	8.8	35.7	35.1	36.1
후난	29.2	35.9	38.5	35.9	35.2	32.3	35.0	35.5	139.5	138.1	145.0
본사 내 제품별 매출	108.2	130.3	129.4	127.0	133.0	128.3	129.9	131.7	494.9	522.8	662.0
유선 통신장비	59.1	71.1	70.6	69.3	58.3	51.4	50.9	51.4	270.1	212.0	213.4
데이터센터	38.6	46.4	46.1	45.3	61.7	64.8	66.1	67.4	176.4	260.1	394.9
무선 통신장비	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	1.4	1.5	3.1
기타	10.3	12.4	12.3	12.1	12.6	11.7	12.4	12.5	47.1	49.2	50.6
Operating Income	18.9	33.1	34.3	30.3	20.2	18.3	15.7	15.4	116.6	69.5	130.2
페타시스	18.2	27.3	27.7	25.0	16.1	14.4	12.1	11.9	98.2	54.4	108.3
엑사보드 (중단)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	-
미주법인	(0.4)	0.0	(0.2)	(0.1)	0.5	0.0	0.1	0.0	(0.7)	0.6	0.9
후난	0.9	5.7	6.7	5.4	3.5	3.9	3.5	3.5	18.7	14.5	21.0
OPM, 전사	13	20	20	18	12	11	9	9	18	10	16
페타시스	17	21	21	20	12	11	9	9	20	10	16
엑사보드 (중단)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
미주법인	-5	0	-2	-1	5	0	1	0	-2	2	2
후난	3	16	17	15	10	12	10	10	13	10	14

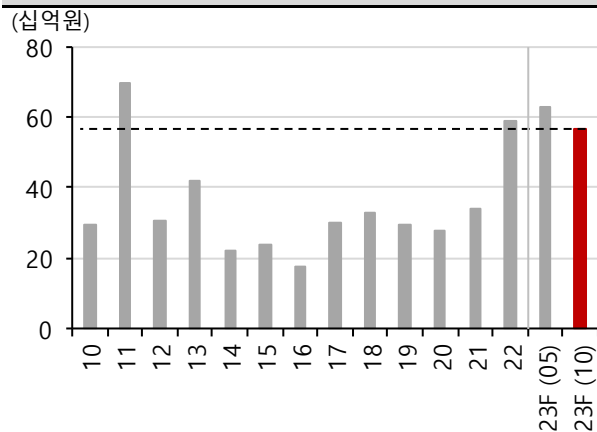
자료: Dart, SK 증권

이수페타시스 및 주요 경쟁사 12MF PER 추이



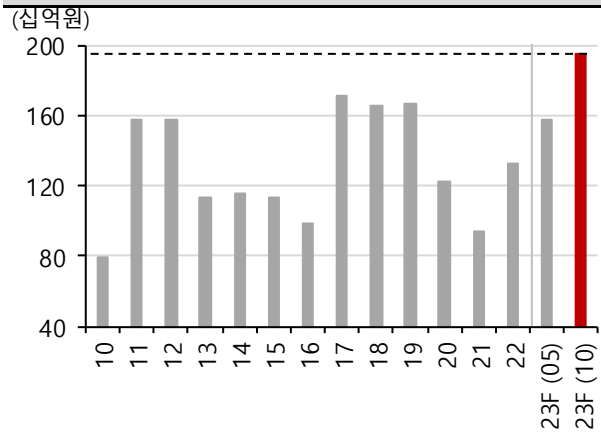
자료: Bloomberg, SK 증권

Gold Circuit Electronics, 연간 CAPEX 추이



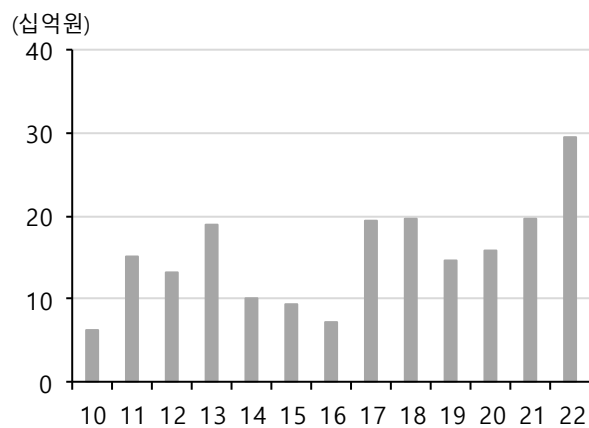
자료: Bloomberg, SK 증권 / 주: 23 년은 컨센서스 (5 월 / 10 월)

TTM Technologies, 연간 CAPEX 추이



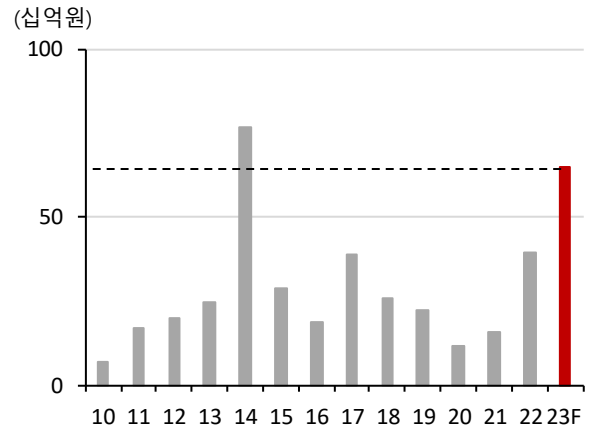
자료: Bloomberg, SK 증권 / 주: 23 년은 컨센서스 (5 월 / 10 월)

WUS Printed Circuit, 연간 CAPEX 추이



자료: Bloomberg, SK 증권 / 주: 23 년은 컨센서스

이수페타시스, 연간 CAPEX 추이



자료: Bloomberg, SK 증권 / 주: 23 년은 컨센서스

이수페타시스 목표주가 밸류에이션 분석

	24E & 25E	비고
목표주가	45,000 원	변경치 미미해 기존 목표주가 유지
24E & 25E EPS	2,070 원	24 년과 25 년 EPS 의 평균치
목표 PER	21.2 배	3 개 경쟁사(TTM, GCE, Shennan)의 평균 PER
주당가치	43,886 원	

자료: SK 증권

이수페타시스 계열사 구조도



자료: Dart, SK 증권

이수페타시스 판가 추이



자료: Dart, SK 증권

MLB 기업군 Peer Valuation Table

기업명	국가명	시총 (백만\$)	2023E						2024E					
			PER	PBR	EV/ EBITDA	ROE	OPM	NPM	PER	PBR	EV/ EBITDA	ROE	OPM	NPM
이수페타시스	한국	1,322	23.4	6.1	16.4	29.8	14.6	11.0	17.5	4.6	13.3	29.9	16.2	12.2
Shennan	중국	4,768	22.5	2.6	12.6	11.7	10.4	9.8	18.3	2.3	11.1	13.1	12.1	11.3
Shengyi Elec.	중국	1,246	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kinwong	중국	2,640	15.1	2.2	-	13.9	11.8	10.4	12.6	1.9	-	14.6	12.3	10.9
Wuzhu Tech.	중국	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TTM	미국/중국	1,294	11.6	0.8	6.4	-	7.7	5.0	9.0	0.8	5.7	-	8.9	6.1
WUS	대만/중국	198	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GCE	대만	3,276	29.3	6.7	17.6	24.4	16.6	11.8	17.4	5.3	11.2	33.7	21.5	15.7
Tripod	대만	2,931	17.8	2.2	7.3	12.7	9.8	8.9	13.0	2.0	5.8	16.1	12.0	10.4
TPT	대만	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kyocera	일본	18,761	20.5	0.9	11.0	4.4	6.3	6.5	20.4	0.8	10.3	4.3	6.7	6.5
대덕전자	한국	880	20.1	1.4	5.6	7.3	6.9	6.3	9.5	1.2	3.6	14.0	13.0	10.8
아비코전자	한국	158	21.8	1.7	10.2	8.1	7.2	5.9	8.9	1.4	5.1	17.3	13.9	11.7

자료: Bloomberg, SK 증권

MLB 고객사군 Peer Valuation Table

기업명	국가명	시총 (백만\$)	2023E						2024E					
			PER	PBR	EV/ EBITDA	ROE	OPM	NPM	PER	PBR	EV/ EBITDA	ROE	OPM	NPM
Arista	미국	58,774	30.8	8.9	22.5	32.0	41.3	33.9	28.0	7.1	20.4	26.7	41.4	33.9
Cisco	미국	218,030	14.1	5.0	9.8	35.1	33.2	27.5	13.3	4.5	9.5	33.4	34.0	28.5
Juniper	미국	8,246	11.6	1.9	7.6	16.2	16.7	13.0	10.9	1.8	7.3	16.9	17.5	13.6
Nokia	핀란드	20,254	9.4	0.8	4.8	9.1	11.5	8.3	8.5	0.8	4.5	9.5	12.2	9.0
삼성전자	한국	297,259	52.0	1.3	7.0	2.5	2.8	3.3	15.7	1.2	4.3	7.9	11.4	9.5
Ericsson	스웨덴	16,333	14.5	1.3	7.1	7.7	6.8	3.6	8.7	1.2	4.9	15.5	10.3	7.1
GM Delta	미국	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Google	미국	1,739,583	22.9	6.0	13.4	26.7	33.3	29.8	19.8	4.9	12.3	26.7	35.2	31.0
Microsoft	미국	2,434,956	34.0	11.3	23.6	36.7	41.6	34.0	29.7	8.6	20.5	32.6	42.2	34.8

자료: Bloomberg, SK 증권

국내 기판 관련주 Table

주력제품	업체	시가총액	2023E				2024E			
			매출액	영업이익	순이익	PER	매출액	영업이익	순이익	PER
PKG Subs.	심텍	1,190	1,092	(24)	(19)	-	1,393	140	108	11.4
PKG Subs.	대덕전자	1,193	971	62	55	23.7	1,209	143	117	11.1
LF.	해성디에스	899	757	130	110	8.7	867	169	135	7.2
FPCB	비에이치	686	1,660	122	121	5.8	1,841	149	138	5.1
PKG Subs.	코리아씨키트	364	1,412	(11)	(4)	-	1,559	84	68	6.4
FPCB	인터플렉스	235	462	19	28	8.5	541	34	41	5.8
HDI	티엘비	243	181	12	10	25.4	213	26	22	11.5
MLB	이수페타시스	1,790	712	101	76	24.2	917	151	115	16.0

자료: QuantWise, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	310	374	380	463	540
현금및현금성자산	44	46	47	16	91
매출채권 및 기타채권	118	147	152	204	205
재고자산	111	167	173	232	233
비유동자산	139	172	229	259	273
장기금융자산	16	27	30	38	39
유형자산	111	132	186	208	222
무형자산	3	3	3	3	3
자산총계	450	546	609	722	813
유동부채	298	286	297	303	254
단기금융부채	204	173	177	144	94
매입채무 및 기타채무	73	92	108	145	146
단기충당부채	2	4	4	5	5
비유동부채	26	38	36	35	33
장기금융부채	21	34	32	30	29
장기매입채무 및 기타채무	2	3	2	2	2
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	324	324	333	338	287
지배주주지분	125	222	276	385	526
자본금	63	63	63	63	63
자본잉여금	64	81	81	81	81
기타자본구성요소	-5	-5	-5	-5	-5
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-5	77	132	240	381
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	125	222	276	385	526
부채와자본총계	450	546	609	722	813

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	13	33	83	61	167
당기순이익(손실)	-4	102	62	115	147
비현금성항목등	58	38	29	34	46
유형자산감가상각비	17	13	14	18	21
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	41	25	15	16	25
운전자본감소(증가)	-38	-90	-6	-72	-2
매출채권및기타채권의감소(증가)	-18	-36	-4	-52	-1
재고자산의감소(증가)	-17	-56	-5	-59	-1
매입채무및기타채무의증가(감소)	23	21	-2	37	1
기타	-25	-19	5	2	0
법인세납부	-4	-18	-8	-29	-37
투자활동현금흐름	-22	-12	-67	-50	-35
금융자산의감소(증가)	-25	17	1	-1	-0
유형자산의감소(증가)	-11	-31	-65	-40	-35
무형자산의감소(증가)	0	-0	-1	0	0
기타	13	3	-2	-8	-0
재무활동현금흐름	-8	-23	-11	-41	-57
단기금융부채의증가(감소)	-8	-38	-3	-33	-50
장기금융부채의증가(감소)	10	19	3	-2	-2
자본의증가(감소)	68	17	0	0	0
배당금지급	0	0	-6	-6	-6
기타	-77	-21	-5	0	0
현금의 증가(감소)	21	1	1	-31	75
기초현금	23	44	46	47	16
기말현금	44	46	47	16	91
FCF	2	2	18	21	132

자료 : 이수페타시스, SK증권

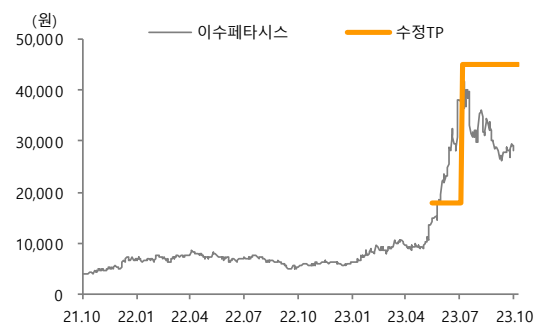
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	470	643	675	818	897
매출원가	384	479	551	634	665
매출총이익	85	164	125	184	232
매출총이익률(%)	18.2	25.5	18.5	22.5	25.9
판매비와 관리비	39	47	55	53	60
영업이익	47	117	70	130	172
영업이익률(%)	10.0	18.1	10.3	15.9	19.1
비영업손익	-4	-9	5	13	12
순금융손익	-7	-8	8	12	11
외환관련손익	5	4	17	0	0
관계기업등 투자손익	-0	-0	0	0	0
세전계속사업이익	43	108	74	143	184
세전계속사업이익률(%)	9.2	16.8	11.0	17.5	20.5
계속사업법인세	11	7	12	29	37
계속사업이익	32	100	62	115	147
중단사업이익	-35	2	0	0	0
*법인세효과	1	0	0	0	0
당기순이익	-4	102	62	115	147
순이익률(%)	-0.8	15.9	9.2	14.0	16.4
지배주주	-4	102	62	115	147
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.8	15.9	9.2	14.0	16.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-5	94	60	115	147
지배주주	-5	94	60	115	147
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	64	130	84	149	193

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	19.4	36.9	5.0	21.1	9.7
영업이익	266.6	148.8	-40.4	87.2	31.9
세전계속사업이익	1,526.0	150.7	-31.0	92.5	28.5
EBITDA	80.8	101.5	-35.3	77.4	29.9
EPS	흑전	217.0	-38.2	84.9	28.5
수익성 (%)					
ROA	-0.9	20.6	10.7	17.2	19.2
ROE	-3.8	58.9	24.9	34.7	32.4
EBITDA마진	13.7	20.2	12.4	18.2	21.5
안정성 (%)					
유동비율	104.0	130.7	127.9	152.9	212.4
부채비율	258.3	145.6	120.4	87.8	54.7
순차입금/자기자본	118.3	67.8	57.0	39.6	5.1
EBITDA/이자비용(배)	8.6	15.3	-15.4	-14.5	-24.5
배당성향	0.0	6.2	10.2	5.5	4.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	500	1,586	980	1,812	2,328
BPS	1,984	3,515	4,371	6,083	8,311
CFPS	219	1,826	1,206	2,105	2,667
주당 현금배당금	0	100	100	100	100
Valuation지표 (배)					
PER	14.6	3.5	28.9	15.6	12.2
PBR	3.7	1.6	6.5	4.7	3.4
PCR	33.4	3.1	23.5	13.4	10.6
EV/EBITDA	9.5	3.9	23.2	13.1	9.4
배당수익률	0.0	1.8	0.4	0.4	0.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.07.20	매수	45,000원	6개월		
2023.05.31	매수	18,000원	6개월	40.16%	112.22%



Compliance Notice

작성자(박형우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 10월 17일 기준)

매수	95.16%	중립	4.84%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------