

이수페타시스 (007660/KS)

중국법인 탐방에서 확인한 MLB 공급부족 상황 SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 72,000 원(상향)
 현재주가: 57,600 원
 상승여력: 25.0%



Analyst
박형우

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



Analyst
권민규

mk.kwon@sk.com.kr
 02-3773-8578

Company Data

발행주식수	6,325 만주
시가총액	3,643 십억원
주요주주	
이수(외5)	26.59%
국민연금공단	12.38%

Stock Data

주가(24/07/03)	57,600 원
KOSPI	2,794.01pt
52주 최고가	58,700 원
52주 최저가	21,550 원
60일 평균 거래대금	155 십억원

주가 및 상대수익률



이수페타시스 본사에 이어 이수페타시스 중국 법인도 실적개선

이수페타시스의 중국 법인은 상대적으로 공급단가가 낮은 중저층 MLB 기판을 생산한다. 그러나 제품믹스와 판가에서 변화가 감지된다. 중국 법인의 매출에서 고다층기판을 사용하는 서버고객사들의 비중이 18년 19% > 24년 75%로 상승할 것이라 추산된다. 이에 따라 중국 법인의 ASP도 19년 173 달러에서 24년 450 달러로 상승이 전망되고, 중장기적으로는 1,000 달러를 상회할 가능성도 주목한다.

중국 공장의 가동률은 75%다. 하반기부터 신규 서버 고객사향 공급 확대로 가동률 상승이 예상된다. 26년에는 캐파 확장을 고려 중이다. 그러나 공급계약과 AI에서 출발한 공급부족이 MLB 산업 전반으로 (중저가 제품군까지) 확산되는 중이다. 본사 5 공장뿐 아니라 중국에서도 CAPEX를 적절한 시기에, 더 빠르게 집행할 필요가 있다.

이번 탐방에서는 단기 계획/업황도 세부적으로 공유

① 북미 고객사들과의 영업 확장, ② 기술변화를 통한 MLB의 고사양화, ③ 캐파 전환을 통한 ASP 상승 등이다. 현재의 영업환경을 가시성이 높다.

추가공장 (5 공장) 투자는 원할한 고객사 확대와 MLB 산업내 고부가(다중적층/하이브리드) 기판의 점유율 선점을 위해 필연적이다. 현재의 대구 1~4 공장과 중국 1 공장을 풀캐파로 램프업 후 시작할 계획이라 읽혀진다. 3 분기부터 매출이 반영되는 4 공장의 경우 (연매출 3천억원 캐파) 약 1,300억원이 순수 CAPEX로 투입됐다. 추가 증설이 시작된다면 Q의 성장이, 증설이 늦어진다면 P의 상승이 예상되는 유리한 상황이다.

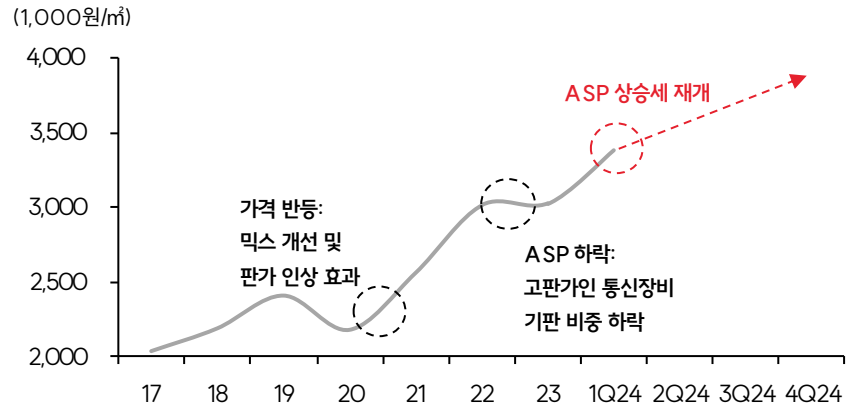
목표주가 72,000 원으로 상향, 투자 의견 매수 유지

목표주가는 25년 EPS에 23년 평균 PER 27.2 배를 적용해 산출했다. ① MLB 기판의 공급부족이 AI 가속기에서 통신장비, 서버장비로 확대되고 있다. ② 하반기에는 글로벌 AI 고객사와의 매출성장이 본격적으로 시작된다. 매출보다 중요한 건 미래에 공급을 준비중인 제품들의 퀵/샘플 진행 상황이다. ③ 향후 ASP 상승은 가장 중요한 업사이드 요소다. 2018~2022년의 패키징기판 빅사이클에서의 경험을 기억해야 한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	470	643	675	896	1,069	1,135
영업이익	십억원	47	117	62	124	209	237
순이익(지배주주)	십억원	-4	102	48	98	168	197
EPS	원	500	1,586	755	1,551	2,648	3,115
PER	배	14.6	3.5	39.0	37.1	21.7	18.5
PBR	배	3.7	1.6	7.0	10.2	7.0	5.1
EV/EBITDA	배	9.5	3.9	26.4	25.6	15.6	13.2
ROE	%	-3.8	58.9	19.5	31.4	38.2	32.1

이수페타시스 평가 추이



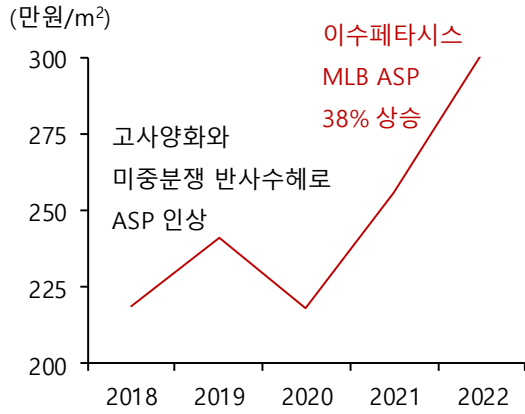
자료: Dart, SK 증권

이수페타시스 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	172.0	163.8	166.2	173.3	199.6	204.9	237.7	253.9	675.3	896.2	1069.2
YoY (%)	22.4	(1.4)	(2.6)	4.0	16.1	25.1	43.0	46.5	4.9	32.7	19.3
페타시스	141.9	143.5	145.5	148.1	168.4	175.6	204.3	216.8	579.0	765.2	897.5
미주법인	10.3	8.6	8.8	7.9	9.9	7.9	8.2	8.1	35.6	34.1	30.8
후난	28.1	28.0	32.0	33.8	36.8	39.2	40.4	42.4	121.9	158.8	173.9
본사 내 제품별 매출											
유선 통신장비	86.6	75.3	74.6	84.4	80.8	83.3	84.9	85.8	320.8	334.8	356.1
데이터센터	52.5	65.6	68.3	60.7	84.2	89.3	116.0	127.6	247.1	417.1	524.7
서버	17.0	26.3	27.3	13.3	16.8	20.5	34.8	38.3	83.9	110.5	131.2
AI	35.5	39.4	41.0	47.4	67.4	68.7	81.2	89.3	163.2	306.6	393.5
무선 통신장비	0.4	0.3	0.4	0.4	0.7	0.6	0.9	0.8	1.5	3.1	6.1
기타	2.5	2.2	2.3	2.5	2.6	2.5	2.5	2.6	9.5	10.3	10.5
Operating Income	20.2	18.3	13.2	11.0	23.0	25.0	34.8	41.5	62.6	124.3	208.6
페타시스	15.1	15.8	9.8	9.5	16.5	18.4	28.6	36.9	50.2	100.4	178.5
미주법인	0.4	(0.6)	(1.1)	(2.5)	0.6	0.5	0.1	0.0	(3.8)	1.2	0.9
후난	4.5	2.9	4.5	3.3	5.8	6.0	6.1	4.7	15.2	22.6	29.1
OPM, 전사 (%)	12	11	8	6	12	12	15	16	9	14	20
페타시스	11	11	7	6	10	11	14	17	9	13	20
미주법인	4	-7	-13	-32	6	6	1	0	-11	4	3
후난	16	10	14	10	16	15	15	11	12	14	17

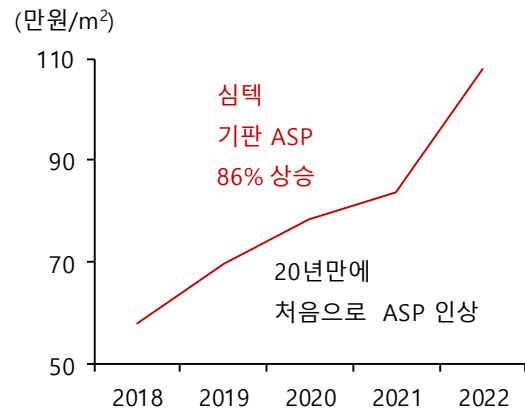
자료: Dart, SK 증권

이수페타시스 메인보드 ASP: 가격 상승 사이클 (20~22년)



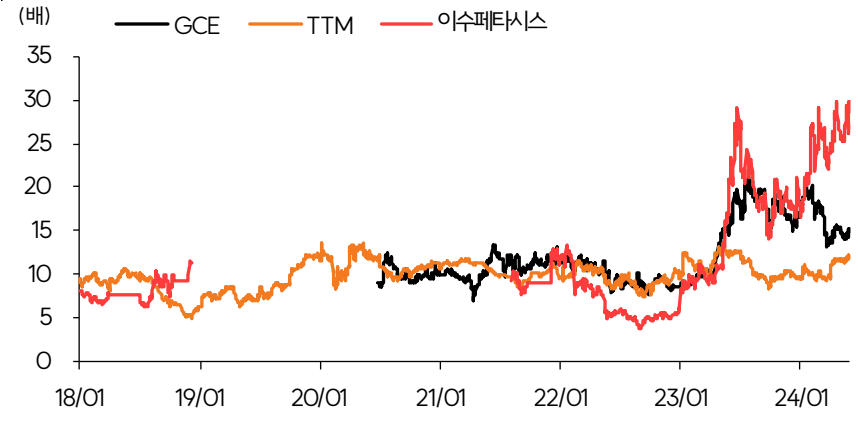
자료: Dart, SK 증권

심텍 기판 ASP: 가격 상승 사이클 (18~22년)



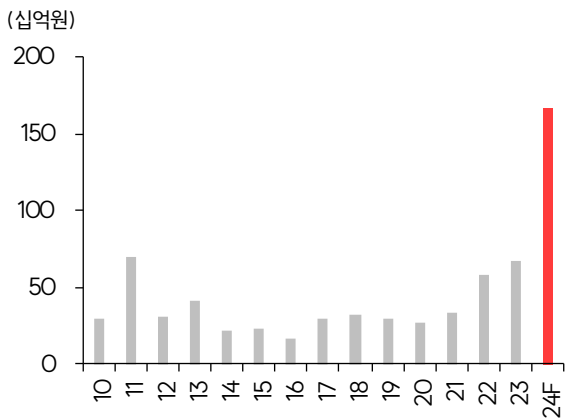
자료: Dart, SK 증권

이수페타시스 및 주요 경쟁사 12MF PER 추이



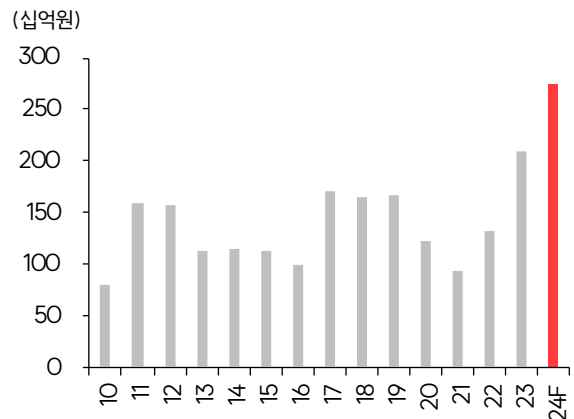
자료: Bloomberg, SK 증권

Gold Circuit Electronics, 연간 CAPEX 추이



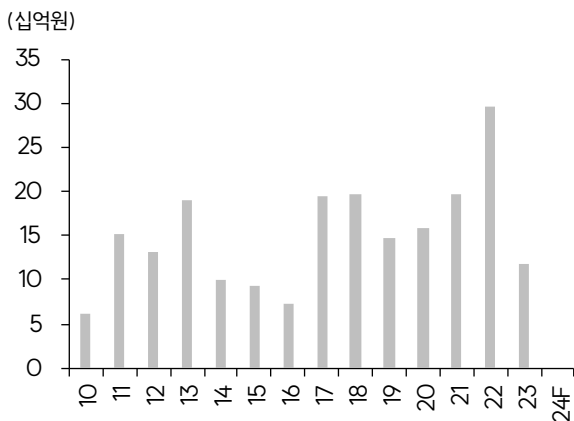
자료: Bloomberg, SK 증권 / 주:24 년은 컨센서스

TTM Technologies, 연간 CAPEX 추이



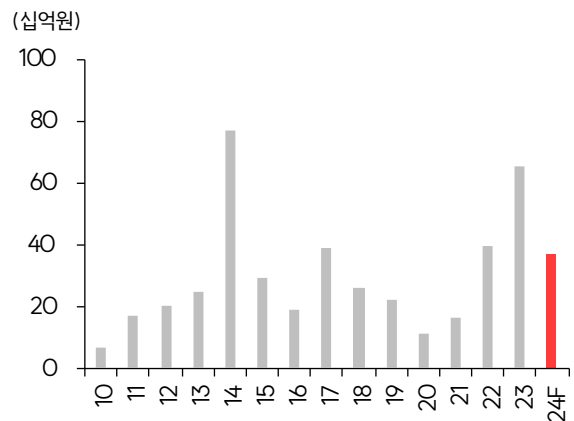
자료: Bloomberg, SK 증권 / 주:24 년은 컨센서스

WUS, 연간 CAPEX 추이



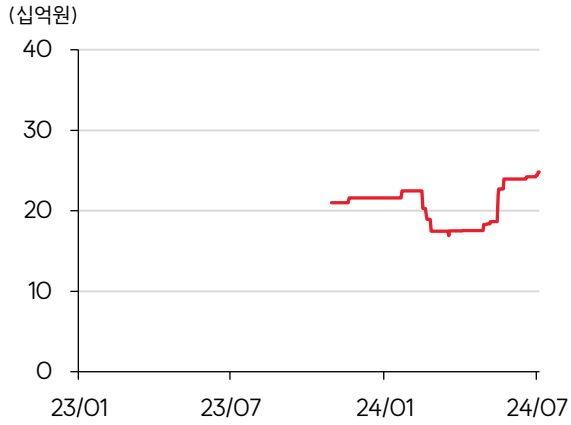
자료: Bloomberg, SK 증권 / 주:24 년은 컨센서스

이수페타시스, 연간 CAPEX 추이



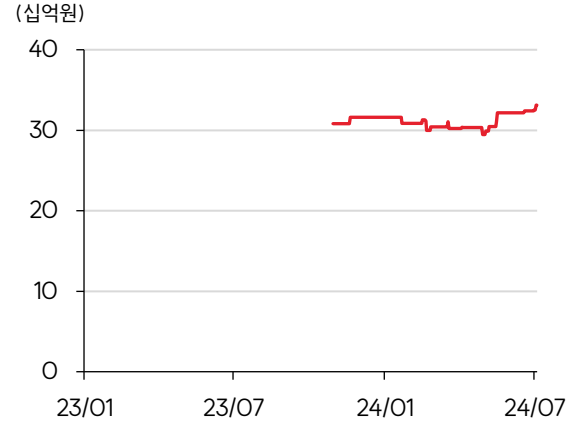
자료: Bloomberg, SK 증권 / 주:24 년은 컨센서스

이수페타시스 2Q24F 영업이익 컨센서스 추이



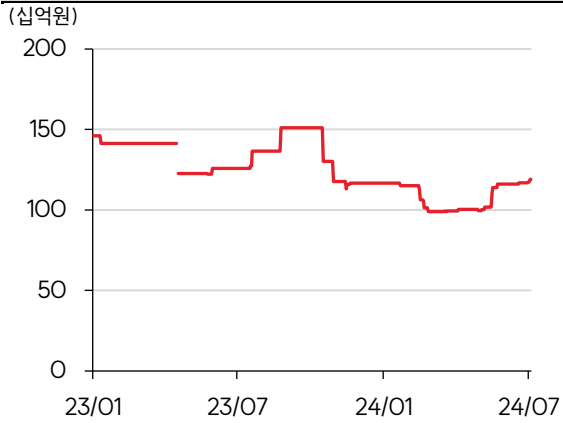
자료: QuantiWise, SK 증권

이수페타시스 3Q24F 영업이익 컨센서스 추이



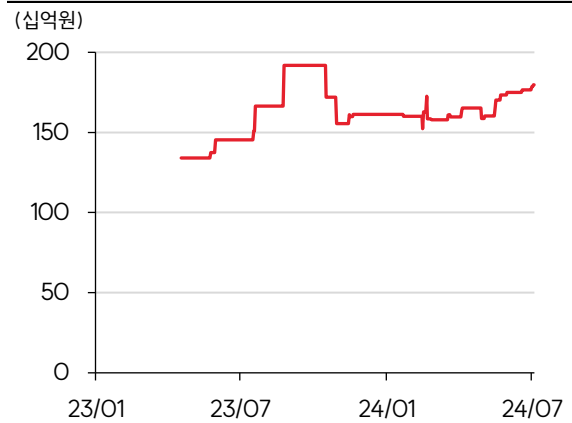
자료: QuantiWise, SK 증권

이수페타시스 2024F 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

이수페타시스 2025F 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

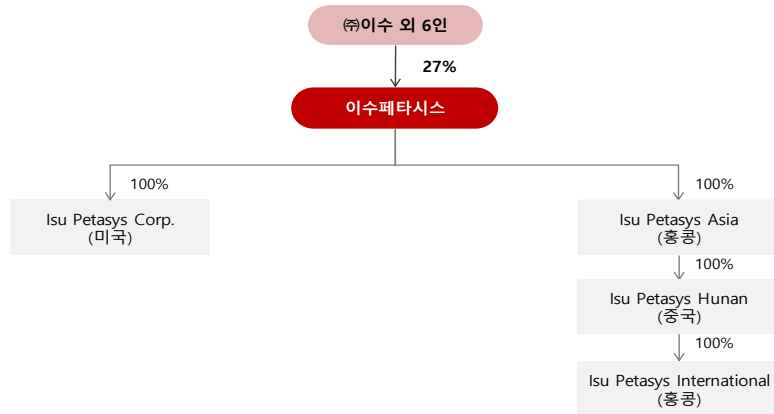
	2025F	비고
목표 주가	72,000 원	
25F EPS	2,648 원	2025년 예상 EPS 2,648 원
목표 PER	27.2 배	23년 평균 PER 27.2배 적용
주당 가치	71,905 원	

자료: SK 증권 추정

구분	변경전		변경후		변경율 (%)	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	880	1,042	896	1,069	1.8	2.6
영업이익	120	204	124	209	3.6	2.3
순이익	95	163	98	168	3.2	3.1
OPM (%)	13.6	19.6	13.9	19.5	-	-
NPM	10.8	15.6	10.9	15.7	-	-

자료: SK 증권 추정

이수페타시스 계열사 구조도



자료: Dart, SK 증권

MLB 기업군 Peer Valuation Table

기업명	국가명	시총 (백만\$)	2024E						2025E					
			PER	PBR	EV/ EBITDA	ROE	OPM	NPM	PER	PBR	EV/ EBITDA	ROE	OPM	NPM
이수페타시스	한국	2,625	37.8	10.2	26.8	30.9	13.7	10.9	23.7	7.2	17.8	35.6	18.0	14.9
Shennan	중국	7,262	31.0	3.6	17.8	11.8	10.9	10.7	25.7	3.3	15.8	12.9	11.6	11.2
Shengyi Elec.	중국	2,254	101.0	4.0	-	4.1	4.5	4.0	38.3	3.6	-	9.6	9.4	8.3
Kinwong	중국	3,578	20.3	2.7	13.7	12.9	11.2	9.8	16.6	2.4	11.7	14.1	11.6	10.3
TTM	미국/중국	2,035	13.4	1.3	7.9	-	9.2	6.6	11.4	1.3	7.2	-	9.7	7.4
WUS	대만/중국	303	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GCE	대만	3,238	18.0	5.3	10.7	30.7	21.4	14.8	14.0	4.2	8.5	31.0	23.6	16.3
Tripod	대만	3,477	14.1	2.2	6.5	17.3	14.8	12.3	11.8	2.0	5.6	18.0	15.5	13.2
Kyocera	일본	18,151	25.5	0.9	12.2	3.6	5.1	5.5	22.1	0.9	10.9	3.8	5.7	6.0
대덕전자	한국	755	21.4	1.2	4.9	5.6	5.3	5.1	9.6	1.1	3.4	11.6	10.6	9.5
아비코전자	한국	85	17.2	1.0	6.4	5.9	5.5	4.8	10.2	0.9	4.7	9.3	8.5	7.3

자료: Bloomberg, SK 증권

MLB 고객사군 Peer Valuation Table

기업명	국가명	시총 (백만\$)	2024E						2025E					
			PER	PBR	EV/ EBITDA	ROE	OPM	NPM	PER	PBR	EV/ EBITDA	ROE	OPM	NPM
Arista	미국	114,509	46.2	12.4	36.3	29.3	44.0	37.5	40.6	9.9	31.2	25.3	43.8	37.3
Cisco	미국	190,676	12.7	4.1	10.2	32.3	34.1	28.0	13.3	3.9	10.2	29.1	32.7	25.6
Juniper	미국	11,813	19.1	2.6	12.1	14.4	15.5	11.8	16.2	2.4	10.6	15.5	17.4	13.8
Nokia	핀란드	21,887	10.5	0.9	5.1	8.7	11.2	8.9	10.7	0.9	5.0	8.1	11.0	8.5
삼성전자	한국	351,892	15.4	1.4	5.1	9.6	13.3	11.5	10.5	1.3	3.9	12.6	17.8	14.8
Ericsson	스웨덴	21,072	13.7	2.1	6.9	13.9	8.6	6.0	11.2	1.9	6.0	16.7	10.0	7.3
GMDelta	미국	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Google	미국	2,305,863	24.6	6.7	15.7	30.0	35.9	32.5	21.8	5.5	13.9	28.5	37.2	33.0
Microsoft	미국	3,424,584	39.0	12.7	26.3	35.8	44.4	36.1	34.6	10.0	23.0	33.1	43.9	35.6

자료: Bloomberg, SK 증권

국내 기관 관련주 Table

주력제품	업체	시가총액 (십억원)	2024E				2025E			
			매출액	영업이익	순이익	PER	매출액	영업이익	순이익	PER
PKG Subs.	심텍	1,091	1,308	56	39	27.7	1,492	135	111	9.8
PKG Subs.	대덕전자	1,048	958	43	45	24.1	1,141	116	101	10.8
L.F.	해성디에스	745	700	107	84	8.9	802	139	108	6.9
FPCB	비에이치	808	1,741	118	108	7.5	1,889	142	127	6.4
PKG Subs.	코리아써킷	366	1,501	22	25	17.0	1,631	94	89	4.8
FPCB	인터플렉스	346	552	40	40	8.7	582	41	44	7.8
HDI	티엘비	214	195	9	8	27.6	223	23	19	11.0
MLB	이수페타시스	3,643	882	119	95	38.2	1,038	180	148	24.6

자료: QuantiWise, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	374	384	516	609	750
현금및현금성자산	46	48	114	178	292
매출채권 및 기타채권	147	152	182	195	208
재고자산	167	176	211	227	242
비유동자산	172	243	279	292	308
장기금융자산	27	34	48	51	54
유형자산	132	192	213	222	235
무형자산	3	4	5	4	4
자산총계	546	626	795	901	1,058
유동부채	286	291	371	319	288
단기금융부채	173	165	190	125	82
매입채무 및 기타채무	92	98	160	172	183
단기충당부채	4	5	7	8	8
비유동부채	38	69	67	64	61
장기금융부채	34	64	61	58	55
장기매입채무 및 기타채무	3	3	3	3	3
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	324	360	438	382	349
지배주주지분	222	267	357	519	709
자본금	63	63	63	63	63
자본잉여금	81	81	81	81	81
기타자본구성요소	-5	-5	-5	-5	-5
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	77	114	206	367	558
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	222	267	357	519	709
부채외자본총계	546	626	795	901	1,058

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	30	52	115	177	209
당기순이익(손실)	102	48	98	168	197
비현금성항목등	38	39	55	67	67
유형자산감가상각비	13	15	23	25	27
무형자산상각비	0	0	1	0	0
기타	25	24	32	42	40
운전자본감소(증가)	-90	-23	-12	-16	-15
매출채권및기타채권의감소(증가)	-36	-5	-29	-13	-13
재고자산의감소(증가)	-56	-9	-35	-16	-15
매입채무및기타채무의증가(감소)	21	3	44	12	11
기타	-39	-14	-42	-79	-83
법인세납부	-18	-3	-16	-37	-43
투자활동현금흐름	-12	-61	-62	-38	-43
금융자산의감소(증가)	17	4	-1	-0	-0
유형자산의감소(증가)	-31	-63	-41	-35	-40
무형자산의감소(증가)	-0	-1	-1	0	0
기타	2	-2	-19	-3	-3
재무활동현금흐름	-17	10	15	-75	-52
단기금융부채의증가(감소)	-38	-23	16	-65	-43
장기금융부채의증가(감소)	19	41	-1	-3	-3
자본의증가(감소)	17	0	0	0	0
배당금지급	0	-6	0	-6	-6
기타	-15	-2	0	-0	-0
현금의 증가(감소)	1	2	67	63	114
기초현금	44	46	48	114	178
기말현금	46	48	114	178	292
FCF	-1	-10	74	142	169

자료 : 이수페타시스, SK증권

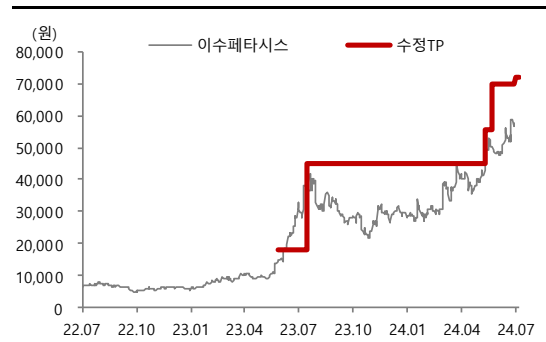
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	643	675	896	1,069	1,135
매출원가	479	559	706	791	829
매출총이익	164	116	190	278	307
매출총이익률(%)	25.5	17.2	21.2	26.0	27.0
판매비와 관리비	47	54	66	69	70
영업이익	117	62	124	209	237
영업이익률(%)	18.1	9.2	13.9	19.5	20.9
비영업손익	-9	-8	-8	-4	3
순금융손익	-8	-9	-10	-5	3
외환관련손익	4	3	4	0	0
관계기업등 투자손익	-0	-0	-0	0	0
세전계속사업이익	108	55	116	204	240
세전계속사업이익률(%)	16.8	8.1	13.0	19.1	21.2
계속사업법인세	7	7	18	37	43
계속사업이익	100	48	98	168	197
중단사업이익	2	0	0	0	0
*법인세외과	0	0	0	0	0
당기순이익	102	48	98	168	197
순이익률(%)	15.9	7.1	10.9	15.7	17.4
지배주주	102	48	98	168	197
지배주주귀속 순이익률(%)	15.9	7.1	10.9	15.7	17.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	94	51	97	168	197
지배주주	94	51	97	168	197
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	130	78	148	234	264

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	36.9	5.0	32.7	19.3	6.2
영업이익	148.8	-46.7	99.9	67.8	13.6
세전계속사업이익	150.7	-49.3	112.5	75.9	17.6
EBITDA	101.5	-40.2	90.4	58.8	12.8
EPS	217.0	-52.4	105.6	70.8	17.6
수익성 (%)					
ROA	20.6	8.1	13.8	19.7	20.1
ROE	58.9	19.5	31.4	38.2	32.1
EBITDA마진	20.2	11.5	16.5	21.9	23.3
안정성 (%)					
유동비율	130.7	132.1	139.0	191.2	260.9
부채비율	145.6	134.8	122.6	73.8	49.2
순차입금/자기자본	67.8	67.5	37.6	0.4	-22.2
EBITDA/이자비용(배)	15.3	6.7	11.2	20.1	30.7
배당성향	6.2	13.3	6.4	3.8	3.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,586	755	1,551	2,648	3,115
BPS	3,515	4,218	5,651	8,199	11,214
CFPS	1,826	997	1,919	3,055	3,548
주당 현금배당금	100	100	100	100	100
Valuation지표 (배)					
PER	3.5	39.0	37.1	21.7	18.5
PBR	1.6	7.0	10.2	7.0	5.1
PCR	3.1	29.5	30.0	18.9	16.2
EV/EBITDA	3.9	26.4	25.6	15.6	13.2
배당수익률	1.8	0.3	0.2	0.2	0.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.07.04	매수	72,000원	6개월		
2024.05.27	매수	70,000원	6개월	-26.09%	-16.14%
2024.05.16	매수	55,500원	6개월	-7.42%	-4.50%
2023.07.20	매수	45,000원	6개월	-28.69%	-0.22%
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 기관투자가 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 (2024년 07월 04일 기준)

매수	96.32%	중립	3.68%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------