

2024. 1. 22



▲ 전기전자/IT부품장비

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

**Buy(신규)** (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력)

**적정주가 (12개월)** 37,000 원

**현재주가 (1.19)** 27,900 원

**상승여력** 32.6%

KOSPI	2,472.74pt
시가총액	17,646억원
발행주식수	6,325만주
유동주식비율	73.40%
외국인비중	8.14%
52주 최고/최저가	41,850원/6,280원
평균거래대금	565.4억원

**주요주주(%)**

이수 외 5 인	26.59
국민연금공단	12.83

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.3	-19.7	344.3
상대주가	-8.9	-15.3	327.7

**주가그래프**



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	469.6	46.9	-3.6	-73	적지	1,984	-99.9	3.7	9.5	-3.8	258.3
2022	642.9	116.6	102.5	1,620	흑전	3,515	3.5	1.6	3.9	58.9	145.6
2023E	677.9	67.9	51.2	810	-50.0	4,225	34.5	6.6	24.0	20.9	118.1
2024E	801.9	110.2	91.0	1,439	77.8	5,564	19.4	5.0	14.0	29.4	96.1
2025E	957.8	156.4	135.0	2,135	48.3	7,599	13.1	3.7	9.6	32.4	76.3

# 이수페타시스 007660

## 거대한 흐름 속 제조명 시점

- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 37,000원으로 커버리지 개시
- ✓ 우호적인 업황에 더해지는 하반기 증설 물량으로, 계단식 실적 성장 구간에 진입
- ✓ 작년 밸류에이션 재평가를 주도한 동사의 AI 가속기향 MLB 기판 또한 물량 확대, 믹스 개선에 따른 매출, 이익 동반 성장 기대
- ✓ 시로 인한 실질적인 수혜가 분명한 유일한 기판 업체로써, 중장기적 실적 성장 안정성이 확보된 시점에서 매력도가 재차 부각될 전망

### 투자포인트1) AI 가속기향 MLB 기판 Q, P 동반 성장 구간 진입

동사의 주력제품인 MLB 기판은 AI 가속기 시장 확장에 따른 막대한 수혜가 기대된다. 올해도 AI 가속기의 견조한 수요가 기대되는 상황에서 Q 측면에서는 북미 NV사향 제품군 확대, 추가 고객사 확대를 예상한다. P 측면에서는 북미 G사향 제품 믹스 개선, 기판 스펙 변화를 통한 ASP 상승 구간 진입을 전망한다.

### 투자포인트2) AI 가속기에도 미중분쟁 수혜 지속

AI 가속기 기판 공급에 있어서도 탈중국으로 인한 수혜(생산 기준 글로벌 MLB 시장 내 중국 비중 66.8%)는 지속될 전망이다. 올해부터 출시될 북미 NV 고객사의 다수의 신제품 내에서 동사의 점유율 확대가 기대되고, 북미 M사의 경우도 향후 물량이 확대될 경우 동사의 공급망 진입 가능성이 높다고 판단한다.

### 투자포인트3) 고마진의 통신/네트워크향 기판 업사이클 진입

통신/네트워크향 MLB 기판은 평균 30층 이상의 고부가 기판이 사용되며 AI 가속기 대비 단가와 수익성이 우수하다. 작년에는 재고조정 영향으로 해당 매출이 크게 감소하였으나 브로드컴의 라우터/스위치 신제품 출시, AI 확산에 따른 고스펙 제품에 대한 수요 증가로 점진적인 수요 회복이 예상된다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 37,000원 제시

적정주가는 12MF 추정 EPS 1,480원에 25.2배의 평균 멀티플을 부여해 도출했다. 제품 및 고객사 확대, 적용 기판의 스펙 상승을 통해 밸류에이션 재평가를 주도한 AI 가속기향 MLB 기판의 매출, 이익 동반 성장 구간에 진입했다고 판단한다. 국내 기판 업체 중 시로 인한 실질적인 수혜가 분명한 유일한 업체로써, 중장기적 실적 성장 안정성이 확보된 시점에서 매력도가 재차 부각될 것으로 전망한다

## Part 1. 기업개요

### 고다층 인쇄회로기판(MLB) 전문 생산기업

이수페타시스는 1972년 대양상선으로 설립, 2002년 이수페타시스로 상호변경 후 2003년 코스피 시장에 상장한 고다층 인쇄회로기판(Multi Layer Printed Circuit Board) 전문 생산기업이다. 3Q23 누적 매출액 약 5,020억원을 기록 중이고, PCB가 매출 비중 100%를 차지하고 있다.

### 고다층~초고다층 MLB 시장 내 글로벌 3위 Player

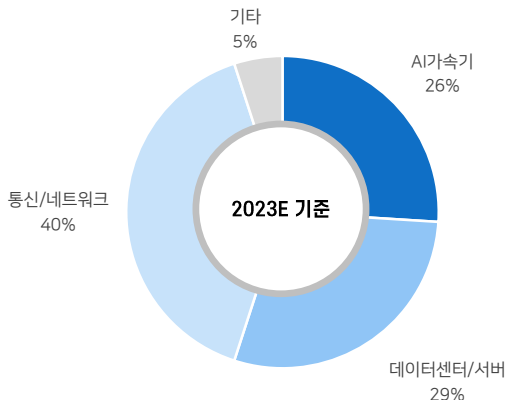
고다층 MLB 기판이란 기판을 여러 개를 쌓아 올린 다층 PCB로 미세 패턴과 홀(구멍)을 형성해 층과 층 사이를 전기적으로 연결한 고부가 제품이다. MLB 기판은 층수가 많을수록 신호 손실 최소화화와 함께 많은 양의 데이터를 빠르게 처리할 수 있다. 또한 제조 공정이 복잡해 고부가가치를 창출할 수 있다. 층수에 따라 12층에서 18층 사이를 중다층, 18층 이상을 고다층, 24층 이상을 초고다층으로 분류하며 동사의 경우 고다층~ 초고다층 MLB 시장에서 글로벌 M/S 3위로 추정된다.

### AI 가속기향 가파른 매출 확대 기록 중

동사의 주력 제품인 고다층~초고다층 MLB 기판은 많은 데이터와 빠른 처리 속도를 요구하는 통신/네트워크 장비, 서버/데이터센터에 탑재된다. 기존에는 통신/네트워크향 매출 비중이 높았으나, 서버/데이터센터향 매출이 빠르게 성장해 2023년 기준 약 55%를 달성할 전망이다. 또한 작년 하반기부터 동사의 서버/데이터센터 매출 내에 AI 가속기향 매출이 포함된다는 점이 부각되었으며, AI 가속기의 매출 비중은 2022년 9%에서 2023년 26%로 가파르게 상승한 것으로 추정된다.

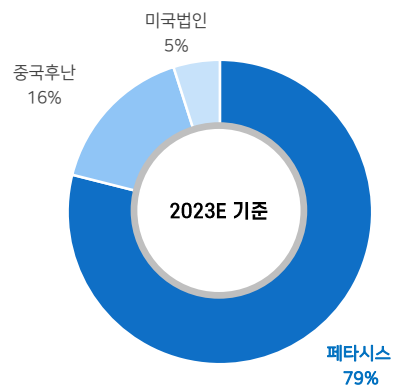
사업부별로는 3Q23 누적 기준 이수페타시스 별도 79%, 중국후난법인 16%, 미국법인 5%의 매출 비중을 기록하고 있다. 중국과 미국 두 해외 법인 모두 100% 자회사로 본사에서는 고사양 제품인 고다층~초고다층 MLB를, 중국 후난법인에서는 상대적 저사양 제품인 중다층 MLB 생산에 주력하고 있다. 미국 법인은 양산을 위한 공장을 보유하고 있지 않고, 고객사들이 요구하는 MLB 샘플 대응을 담당하고 있다. 스마트폰용 HDI를 생산하던 이수엑사보드의 경우 지속적인 적자로 인해 2022년 9월 청산완료하였다.

그림1 응용처별 매출 비중 (2023년 예상 기준)



자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 법인별 매출 구성 (2023년 예상 기준)



자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

## Part 2. 투자포인트

### 1) AI 가속기향 MLB 기관 Q, P 동반 성장 구간 진입

동사의 MLB 기관, AI가속기 시장  
확장에 따른 수혜 기대

동사의 주력제품인 MLB 기관은 AI 가속기 시장 확장에 따른 막대한 수혜가 기대된다. AI 가속기란 CPU, GPU, NPU, FPGA, ASIC 등 AI 연산 및 작업 속도를 높이기 위해 설계된 특수 하드웨어 장치를 총칭한다. 크게 학습과 추론용 시장으로 구분되며 현재 시장에서 주류로 사용되는 GPU, FPGA, ASIC 방식 AI 가속기는 통상적으로 HBM 메모리, 대면적 FC-BGA 기관과 함께 패키징 된다. 이 중 일부 제품은 최종적으로 고다층 MLB 기관 위에 실장 돼서 고객사에게 납품된다.

건조한 AI 가속기 수요는  
2024년에도 지속될 전망

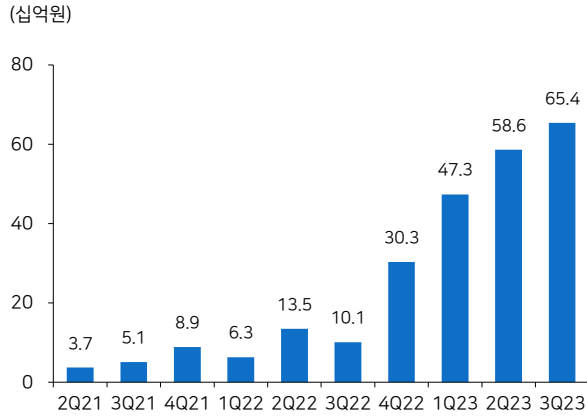
AI를 위한 구조적 투자 증가와 함께 동사의 AI 가속기용 MLB 수주는 작년 하반기부터 지속적으로 증가해왔다. 올해에도 전망시장인 AI 가속기는 지속적으로 건조한 수요가 예상된다. 일례로 최근 Meta의 CEO Zuckerberg는 2024년말까지 컴퓨팅 인프라 구축을 위해 엔비디아의 H100 35만개 구매 계획(그림5)을 공개했다. 참고로 Meta는 엔비디아로부터 2023년 15만개의 H100을 구매하였다. 또한 AI 가속기를 패키징하는 TSMC는 최근 실적 컨퍼런스콜에서 AI 위주의 3,5nm의 강력한 수요로 인해 시장 예상치를 상회하는 2024년 매출 성장 가이드스(그림6)를 제시하였다. Gartner에 의하면 AI 가속기 시장은 현재 학습 중심에서 추론 영역으로의 추가적인 확장이 기대되는 상황으로, AI 가속기를 포함하는 AI 반도체 시장은 2023년 535억달러에서, 2025년 843억 달러, 2027년 1,370억달러로 가파른 성장이 예상된다.

1) 북미 NV향 제품군 확대,  
2) 추가 고객사 확대 기대

시장 성장과 함께 동사 또한 현재 AI 가속기 매출 내 대부분의 비중을 차지하는 G사향 TPU 외 추가적인 제품으로의 공급 확대가 이뤄질 전망이다. 우선 작년 하반기부터 매출이 반영되고 있는 북미 NV향은 2023년 4월부터 1개 모델, 월 기준 약 50억원의 수주만 받고 있는 상황이다. 다만 올해부터는 현재 진행하고 있는 모델 외 고객사의 중국향 신제품 등 순차적으로 3개의 모델에 대한 추가 수주가 예상된다. 이를 통해 북미 NV향 매출액은 작년 250억원 수준에서 올해 700억원으로의 성장을 전망한다.

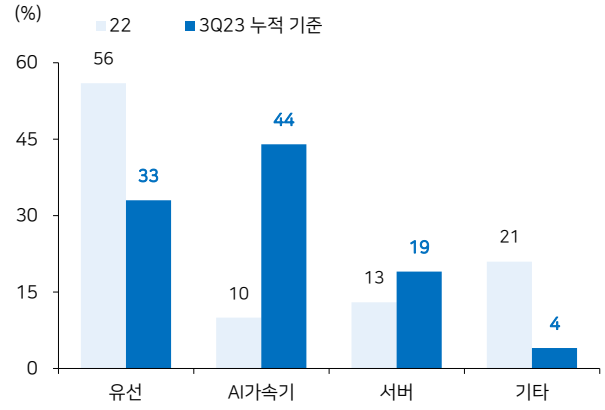
NV사의 GPU가 AI 알고리즘 연산에 가장 뛰어난 칩인 것은 맞지만 공급부족으로 인해 납기가 길고, 설계가 100% 고객사의 AI 서버에 최적화되어 있지는 않다. 이로 인해 GPU 경쟁사인 AMD 및 글로벌 빅테크 기업들이 자사 서버에 최적화된 맞춤형 AI가속기를 설계, 개발하고 있다는 점도 공급 제품 확대 및 추가 고객사 확보 가능성 측면에서 동사에게 호재이다. 대표적인 예시가 현재 동사 AI가속기 내 대부분의 매출을 차지하는 G사의 TPU이다. G사의 경우 지속적으로 TPU 성능을 업그레이드함과 동시에 LLM 모델인 바드뿐만 아니라 유튜브에도 AI기능을 탑재함으로써 AI용 서버 투자를 가파르게 늘릴 것으로 예상된다. 그 외에 동사가 서버향 제품만 납품 중인 미국의 M사 또한 작년 11월 자체 AI 가속기 '마이아 100'을 공개하였다. AWS(아마존웹서비스도)도 AI 추론용 칩 '인퍼런시아'와 훈련용 칩 '트레이니엄'을 개발해 데이터센터에 적용하고 있다.

그림3 이수페타시스 AI 가속기 수주 증가 추이



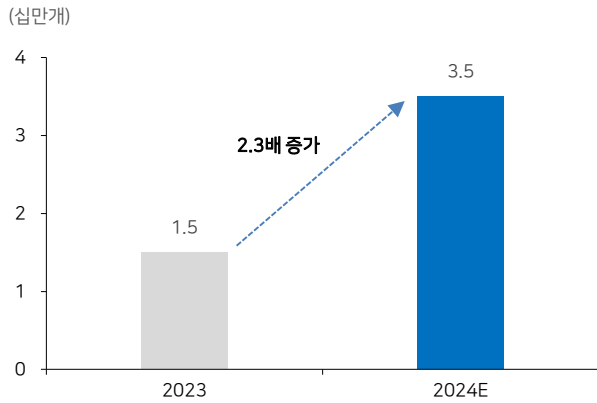
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 이수페타시스 제품군별 수주 비중 추이



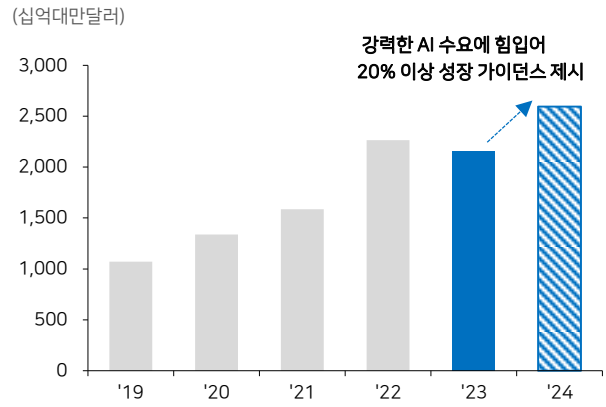
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 메타의 H100 구매 계획



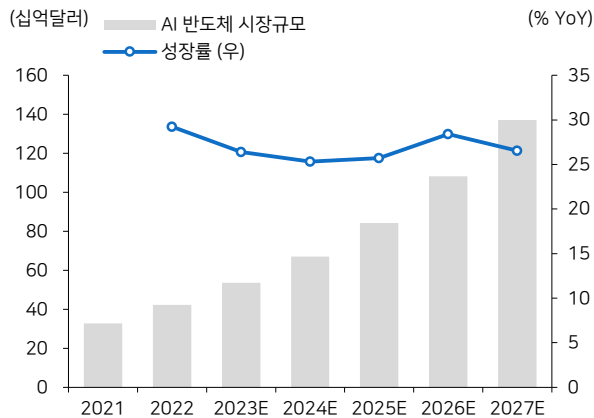
자료: Meta, 메리츠증권 리서치센터

그림6 TSMC 매출 추이 및 2024년 매출 가이드런스



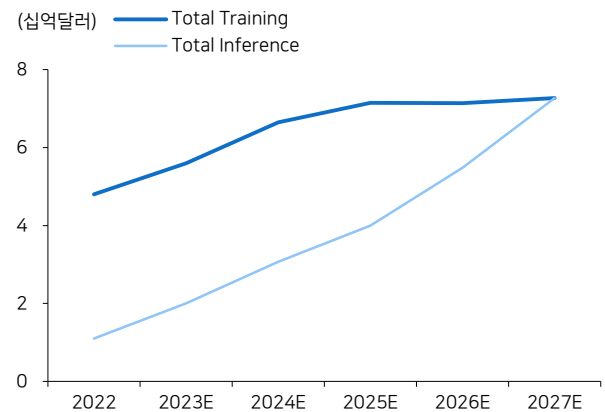
자료: TSMC, 메리츠증권 리서치센터

그림7 구조적 성장이 예상되는 AI반도체 시장



자료: Gartner, 메리츠증권 리서치센터

그림8 AI가속기, 학습 중심에서 추론 영역으로의 확장 기대



자료: Gartner, 메리츠증권 리서치센터

표1 북미 빅테크 업체들 자체 AI 가속기 비교

	Microsoft	Google	Amazon	Meta
Chip	Maia 100	TPU v5e	Inferentia2	MTIA v1
Launch Date	2023년 11월	2023년 8월	2023년 초	2025년
IP	ARM	ARM	ARM	RISC-V
Process Technology	TSMC 5nm	TSMC 5nm	TSMC 7nm	TSMC 7nm
Transistor Count	105 billion	-	-	-
INT8	-	393 TOPS	-	102.4 TOPS
FP16	-	-	-	51.2 TFLOPS
BF16	-	197 TELOPS	-	-
Memory	-	95GB HBM	-	LPDDR5
TDP	-	-	-	25W
Main Packaging Technology	CoWoS	CoWoS	CoWoS-S	2D
Application	Training/Inference	Inference	Inference	Training/Inference
LLM	GPT-3.5~GPT-4	BERT, PaLM, LaMDA	Titan FM	Llama, Llama2

자료: Trendforce, 메리츠증권 리서치센터

물량 증가와 함께 기판의 스펙 상승과 믹스 개선을 통한 ASP 상승 동시에 기대

P측면에서는 AI가속기향 MLB기판의 점진적인 스펙 상승이 예상된다. MLB기판은 층수가 높을수록 많은 양의 데이터를 빠르게 처리할 수 있고, 회로가 정밀할수록 신호손실을 소화할 수 있다. 동시에 제조공정이 복잡해지기 때문에 고부가가치를 창출할 수 있다. 현재 AI가속기향 제품은 24~28층 안팎의 제품(vs 통신/네트워크향 제품 평균 층수 30층 이상)이 주로 사용되고 있다. 데이터 전송 속도 고속화를 위해서는 MLB의 고다층화, 고성능화가 병행될 수밖에 없기 때문에 AI가속기의 성능 증가가 이뤄질수록, 동사가 공급하는 MLB 기판은 층수 증가(24~28층 → 28~32층) 및 성능 고도화를 위한 회로 정밀화를 통한 ASP 상승이 예상된다.

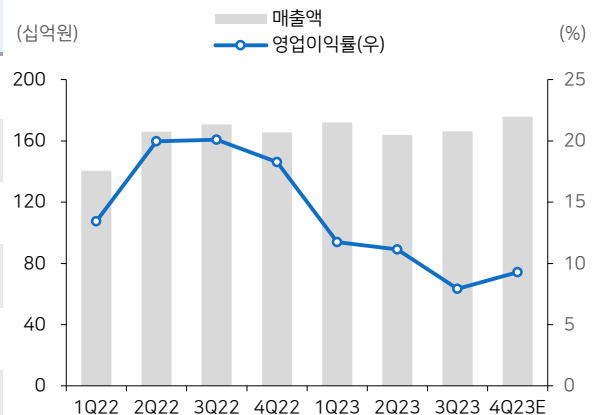
또한 동사의 AI가속기향 수주는 3Q부터 고가 제품 위주의 제품 믹스 개선이 진행되고 있다. 이는 3~4세대 물량 위주였던 주 고객사향 AI가속기 수주를 5~6세대 물량으로 전환하고 있기 때문이다. 이를 통해 동사는 AI가속기 물량이 확대되기 시작한 4Q22 이후 이익률이 하락해왔는데, 4Q23부터는 QoQ 이익률 상승이 가능할 전망이다.

표2 구글 TPU 세대별 정리

분류	출시	공정	메모리	연산속도
1 세대	2015년	28nm	8GB DDR3	23TOPS
2 세대	2017년	16nm	16GB HBM	45TOPS
3 세대	2018년	16nm	32GB HBM	123TOPS
4 세대	2020년 7월	7nm	32GB HBM	275TOPS
5 세대	2023년 8월	5nm	95GB HBM	393TOPS
6 세대	미정	미정	미정	미공개

자료: Google, 메리츠증권 리서치센터

그림9 이수페타시스 분기별 매출 및 이익률 추이 및 전망



자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

## 2) 통신/네트워크에 이어 AI가속기에도 미중분쟁 수혜 지속

탈중국화를 통해 강화되는  
동사 MLB 제품의 경쟁력

동사의 MLB 기판은 미국의 탈중국 정책이 강경해져 갈수록 경쟁력이 강화되어 왔다. 글로벌 MLB 기판 시장은 글로벌 1위 기업인 미국의 TTM을 제외하고 과거 수익성 악화 시점에서 일본/한국의 MLB 기업들이 철수했기 때문에, 중국 기업들이 주도하고 있다. 생산 기준 글로벌 MLB 시장 내 중국 지역의 비중은 66.8%으로 추정되며, 18층 이상 고다층 MLB 기판 기준으로는 34.1%의 비중을 차지하는 것으로 파악된다.

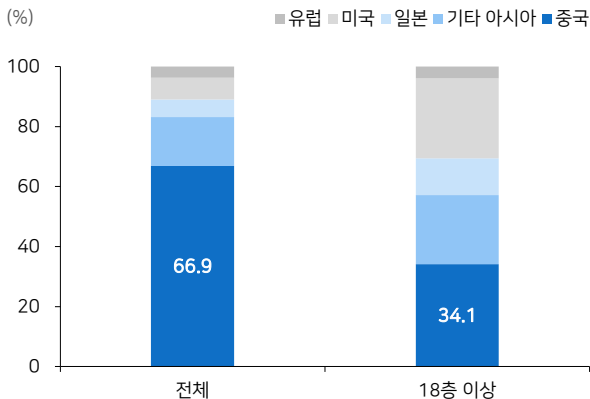
고다층 MLB 기판 생산이 가능한 동사의 경쟁사 중 대만의 WUS와 중국의 Shennan Circuit가 중국에서 고다층 MLB 기판을 생산하는 것으로 파악된다. 두 업체는 상대적으로 낮은 가격으로 2010년대 후반 급격한 점유율 확대를 기록했는데, 미중분쟁 후 북미 고객사 내 점유율 감소 현상이 가속화되고 있다. 실제로 2021년 → 2022년 동사 실적 성장의 주 배경에는 그 당시 미국 통신사들의 북미 내 5G 투자에서 중국 MLB 기판의 사용을 배제하였고, 일본 기업들이 MLB 사업에서 철수함에 따라 북미 고객사들의 물량이 동사에게 집중되었기 때문이다.

AI 가속기향 MLB 기판에서  
지속될 탈중국화 효과

AI 가속기 기판 공급에 있어서도 탈중국으로 인한 수혜는 지속될 전망이다. 작년 기준 북미 NV사 내 동사의 점유율은 20% 수준으로, 아직까지 대만 WUS의 점유율이 40%의 높은 수준을 유지하고 있는 것으로 파악된다. NV사의 경우 미중분쟁으로 인해 중국으로의 수출이 금지되는 등, 미중분쟁으로 인해 지속적인 악영향을 받고 있다. 올해부터 출시될 다수의 신제품 내에서는 동사의 점유율 확대가 기대되는 이유이다.

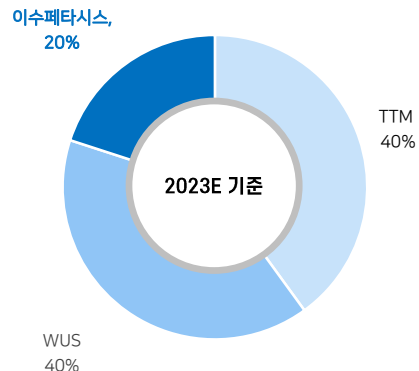
또한 북미 M사의 경우 동사의 제품이 중국 내 생산 제품 대비 평균적으로 20%이상 ASP가 높은데도 불구하고, 서버/데이터센터에서 동사의 MLB 기판을 탑재하고 있다. 현재 AI 가속기향 제품을 공급하고 있지는 않지만(글로벌 1위 기업 TTM 기판 사용 추정), 향후 물량이 확대될 경우 동사의 공급망 진입 가능성이 높다고 판단한다.

그림10 MLB 기판 지역별 생산 점유율 추정



자료: Prismark, 메리츠증권 리서치센터

그림11 북미 NV사 내 MLB 기판 점유율 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

### 3) 고마진의 통신/네트워크향 기판 업사이클 진입

#### 통신/네트워크향 수주 회복 기대

동사의 통신/네트워크향 고객사인 Cisco, Nokia, Juniper, Arista 등은 현재 용량은 25.6TPS, 표준 전송속도는 400G의 스위치/라우터를 주로 제작하며 동사로부터 평균 30층 이상의 고부가 MLB 제품을 공급받고 있다. AI/데이터센터향 기판대비 통신/네트워크향 기판은 적층/도금/드릴 등의 주요 공정이 3회 이상 반복되어 제작 난이도와 단가가 높고, 진입장벽이 높기 때문에 수익성이 뛰어나다. 2023년은 전반적인 재고 조정이 진행됨에 따라 통신/네트워크향 매출 비중이 많이 감소했는데, 올해를 진입하며 전반적인 수요 회복의 움직임이 감지되고 있다.

#### AI확산에 따라 스위치용 MLB 기판도 고층수·고성능으로 전환 예상

1) 통신/네트워크향 기판도 AI 확산에 따른 수요 증가와 ASP 상승이 기대된다. 현재 동사의 네트워크 주요 장비 고객사 중 한군데인 Arista Networks의 주가가 신고가를 갱신(그림12)하고 있다. Arista Networks의 주요 제품인 네트워크 스위치가 AI 확산에 따른 수요 증가와 ASP 상승이 기대되기 때문이다. 네트워크 스위치는 서버끼리 대규모 데이터를 주고 받을 때 빠른 처리를 위해 사용되는 제품이다. 앞서 언급한대로 일반 서버는 25.6TPS 용량에 표준 전송속도 400G의 스위치칩이 메인으로 사용되고 있다. 반면 AI서버의 경우 기존 서버보다 방대한 데이터를 빠르게 처리하기 위해 51.2TPS, 800G 이상의 고성능 스위치 수요가 증가할 것으로 예상된다. 스위치 용량 및 속도 증가에 따라 동사 입장에서 고층수·고성능 MLB 기판으로의 전환과 수요 증가가 기대된다.

#### 800G 스위치 제품 출시에 따른 파생수요 확산 기대

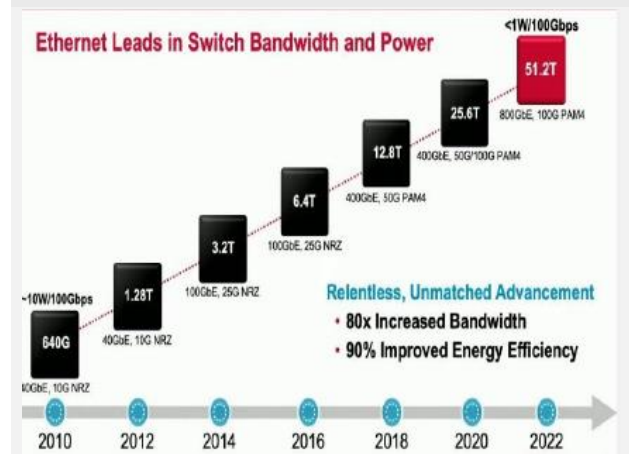
2) 시장 선도 업체 Broadcom의 '23년 3월 51.2Tbps, 800G 스위치 신제품 발표 후 동사의 주 고객사들도 400G → 800G로의 제품 업그레이드를 계획중인 것으로 파악된다. 800G 제품은 400G 제품 대비 고성능 원자재를 사용해 불량에 대한 비용 부담이 크다. 현재 글로벌 MLB 기업 중에서 TTM과 동사만 공급 가능한 것으로 파악된다. 동사는 현재 주 고객사들의 신제품향 샘플 공급을 진행 중이며, 올해 내 신제품 출시가 이뤄질 경우 이에 따른 파생수요 확산이 기대된다. 통신/네트워크향 기판의 마진이 AI 가속기 대비 높다는 점에서, 올해 예상되는 동사의 실적 회복의 원동력이 될 전망이다.

그림12 Arisa Networks 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 Broadcom의 스위치 용량 변화



자료: Broadcom

### Part 3. 실적 전망 및 Valuation

4Q23 Preview: YoY로는 부진하나 QoQ 실적 성장 예상

4Q23 영업이익은 163억원(-46.1% YoY, +24.0% QoQ)으로 컨센서스(167억원)을 -2.3% 소폭 하회할 전망이다. 마진이 높은 통신/네트워크 전방시장의 지속적인 재고조정의 영향으로 전년대비 부진한 실적 흐름이 지속되고 있다. 다만 3분기부터 시작된 AI 가속기향 수주의 믹스개선으로 분기 기준으로는 큰 폭의 실적 상승이 예상된다. 통상적인 재고조정 분기인 4분기에 QoQ로 실적이 올라간다는 측면에서 우호적인 AI 가속기향 기관 업황이 재차 입증될 전망이다.

우호적인 업황 지속  
+ 하반기 증설 물량 반영

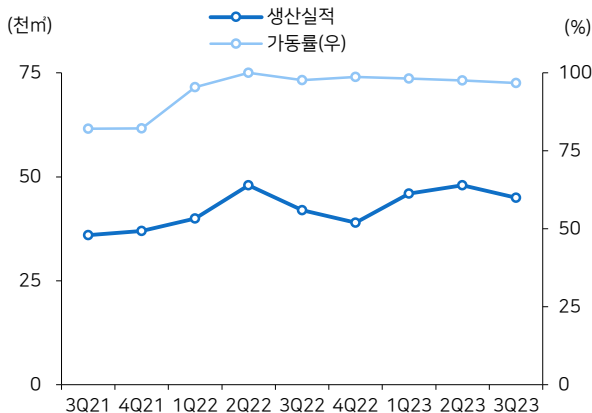
2024년 매출액은 8,019억원(+18.3% YoY), 영업이익은 1,102억원(+62.3% YoY)을 전망한다. 상반기까지는 한정된 생산 Capa로 인해, G사향 믹스 개선을 통한 제한적인 이익 성장만이 예상된다. 다만 하반기부터는 2022년에 발표한 증설 물량이 반영됨과 동시에 NV향 제품군 확대, 800G 스위치향 기관 등 고부가가치 제품 공급 본격화로 매출, 이익 모두 동반 성장이 이뤄질 전망이다. 2Q22부터 높은 가동률이 유지(그림14)되고 있고, 하반기에는 AI 가속기 외 통신/네트워크향 업황 회복도 기대된다는 점에서 증설 후 4Q24부터 다시 풀가동 체제로의 전환을 예상한다. 우호적인 업황에 더해지는 증설 물량으로, 연간으로 큰 폭의 실적 개선이 기대된다.

표3 이수페타시스 4Q23 Preview

(십억원)	4Q23E	4Q22	(% YoY)	3Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	175.8	165.6	6.2%	166.2	5.8%	177.9	-1.2%
영업이익	16.3	30.3	-46.1%	13.2	24.0%	16.7	-2.3%
세전이익	13.2	24.9	-47.0%	10.3	28.0%	11.2	17.7%
지배주주 순이익	11.7	22.0	-46.9%	8.2	42.3%	0.0	nm
영업이익률(%)	9.3%	18.3%		7.9%		9.4%	
지배주주 순이익률(%)	6.7%	13.3%		4.9%		0.0%	

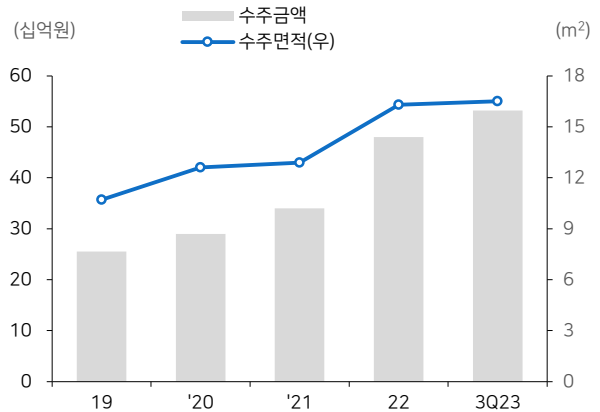
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림14 이수페타시스 생산실적 및 가동률 추이



자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림15 월평균 수주금액 및 수주 면적



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터



표4 이수페타시스 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
환율(원/달러)	1,276	1,315	1,311	1,321	1,300	1,290	1,300	1,320	1,290	1,306	1,303
매출액	172.0	163.8	166.2	175.8	177.6	182.8	207.6	233.8	642.9	677.9	801.9
(%, QoQ)	3.8%	-4.7%	1.5%	5.8%	1.0%	2.9%	13.5%	12.6%			
(%, YoY)	22.4%	-1.4%	-2.6%	6.2%	3.3%	11.6%	24.9%	33.0%	36.9%	5.4%	18.3%
페타시스	141.9	143.6	145.5	150.1	154.2	157.5	179.2	202.0	497.2	581.1	693.0
중국후난	28.1	28.0	32.0	33.4	26.8	30.8	33.1	34.4	142.7	121.5	125.0
미국법인	10.3	8.6	8.0	7.6	8.9	8.3	8.5	9.1	37.1	34.5	34.8
영업이익	20.2	18.3	13.2	16.3	19.4	23.3	30.1	37.4	116.6	67.9	110.2
(%, QoQ)	-33.4%	-9.4%	-27.9%	24.0%	19.0%	20.0%	29.3%	24.2%			
(%, YoY)	6.9%	-44.9%	-61.6%	-46.1%	-3.7%	27.5%	128.7%	129.2%	148.8%	-41.8%	62.3%
영업이익률	11.7%	11.2%	7.9%	9.3%	10.9%	12.7%	14.5%	16.0%	18.1%	10.0%	13.7%
세전이익	19.3	16.7	10.3	13.2	18.6	22.5	29.3	36.6	110.0	59.5	107.1
지배주주순이익	15.7	15.6	8.2	11.7	14.6	18.5	25.3	32.6	102.5	51.2	91.0
지배주주순이익률	9.1%	9.5%	4.9%	6.7%	8.2%	10.1%	12.2%	13.9%	15.9%	7.6%	11.4%

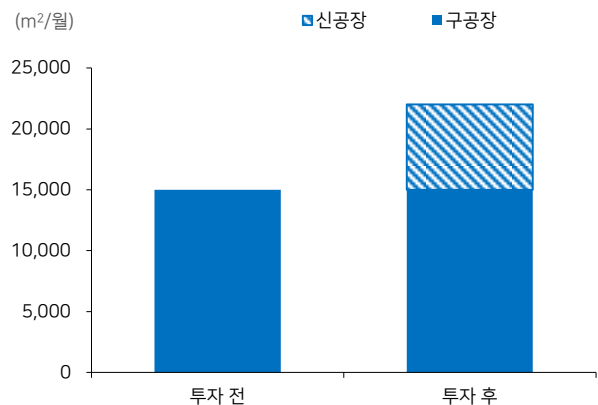
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

표5 이수페타시스, 2022년 신규시설 투자 공시 내용

구분	내용
투자목적	신규공장 증설 및 설비투자
투자대상	MLB사업부문
투자금액	54,300,000,000(원)
투자 시작일	2022. 04. 08
투자 종료일	2024. 02. 28

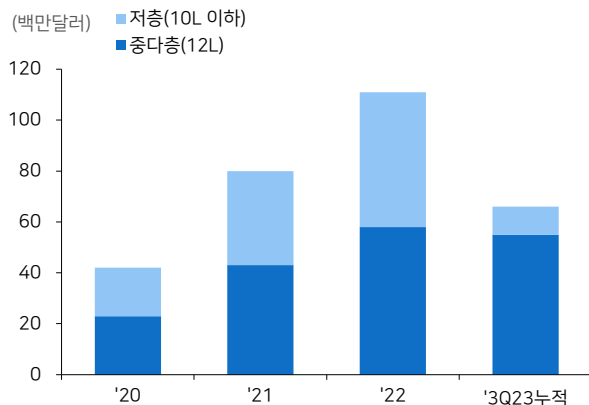
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림16 증설 전후 생산 Capa 비교



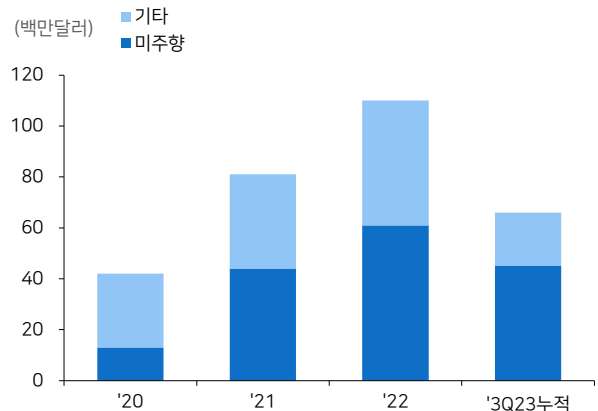
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림17 중국법인 믹스변화



자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

그림18 중국법인 고객 비중변화



자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

투자의견 Buy  
적정주가 37,000원 제시

이수페타시스에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 37,000원을 제시한다. 적정주가는 12MF 추정 EPS 1,480원에 25.2배의 평균 멀티플을 부여해 도출했다. 25.2배는 동사가 컨센서스 기준 '23년 부여 받았던 평균 멀티플이다. 작년에 급격한 멀티플 확장이 이뤄졌음에도 2023년 평균 멀티플 부여에 무리가 없다는 판단이다. 2024년 1) 적용 제품군, 고객사 확대와 2) AI 가속기향 기관의 스펙 상승을 통해 2023년 밸류에이션 재평가를 주도한 AI 가속기향 MLB 기관의 매출, 이익 동반 성장이 기대되기 때문이다. 추가적으로 하반기에 진입하며 고마진의 통신/네트워크 기관 업황 회복이 기대되는 상황이기 때문에 25.2배는 정당하다고 판단한다.

국내 유일 AI수혜 기관 업체로써 매력도가 재차 부각될 시점

동사는 작년 하반기부터 전방시장인 AI 가속기가 업황 호황기에 진입했음에도 불구하고 이익이 역성장했다는 점이 약점으로 지적되어왔다. 다만 3Q23부터 시작된 믹스개선과 올해 하반기 증설 물량을 통해 올해는 확실한 실적 성장 구간에 진입했다고 판단한다. 국내 기관 업체 중 AI로 인한 실질적인 수혜가 분명한 유일한 업체이기 때문에, 중장기적 실적 성장 안정성이 확보된 시점에서 매력도가 재차 부각될 것으로 전망한다.

표6 이수페타시스 적정주가 산정

	Fair Value(원)	비고
EPS	1,480	12MF EPS
적정배수 (배)	25.2	컨센서스 기준 2023년 평균 멀티플
적정가치	37,328	
<b>적정주가</b>	<b>37,000</b>	
공모주가 (5.11)	27,900	
상승여력 (%)	32.6%	

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

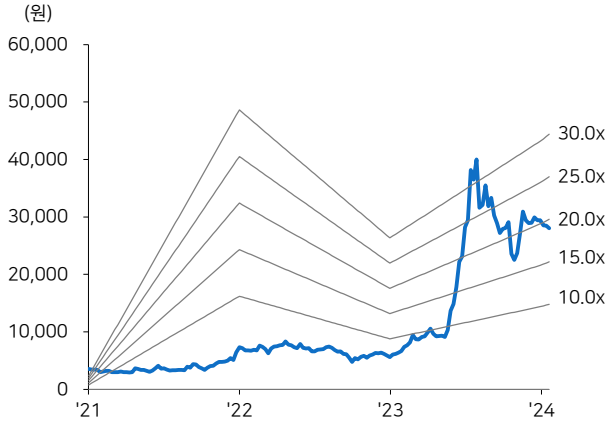
표7 이수페타시스 밸류에이션 테이블

(배)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>주가 (원)</b>											
High	6,920	7,620	6,160	5,490	7,050	7,270	5,960	7,490	8,720	41,850	
Low	3,675	4,380	3,930	4,030	3,380	3,565	1,670	3,185	4,655	5,450	
Average	5,055	5,818	4,850	4,575	4,530	4,927	3,927	4,015	6,693	20,486	
<b>확정치 기준 PER</b>											
High	33.9	22.9	77.9	nm	nm	nm	nm	nm	5.4	47.7	
Low	18.0	13.2	49.7	nm	nm	nm	nm	nm	2.9	6.2	
Average	24.7	17.5	61.3	nm	nm	nm	nm	nm	4.1	23.3	
<b>확정치 EPS (원)</b>	<b>204.4</b>	<b>332.3</b>	<b>79.1</b>	<b>-299</b>	<b>-144</b>	<b>-1,937</b>	<b>-287</b>	<b>-73</b>	<b>1,620</b>	<b>878</b>	<b>1,439</b>
EPS Growth (%)	-71.2	62.6	-76.2	적전	적축	적확	적축	적축	흑전	-45.8	64.0
<b>컨센서스 기준 PER</b>											
High	31.7	20.0	29.6	nm	117.5	nm	nm	152.9	5.4	51.5	
Low	16.9	11.5	18.9	nm	56.3	nm	nm	65.0	2.9	6.7	
Average	23.2	15.3	23.3	nm	75.5	nm	nm	81.9	4.1	25.2	
<b>컨센서스 EPS (원)</b>	<b>218</b>	<b>381</b>	<b>208</b>	<b>-</b>	<b>60</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>49</b>	<b>1,613</b>	<b>812</b>	<b>1,518</b>
EPS growth (%)	-69.3	86.4	-37.4	nm	흑전	nm	nm	흑전	흑전	-49.9	73.0

주: 2023년, 2024년 EPS는 당사 추정치 기준

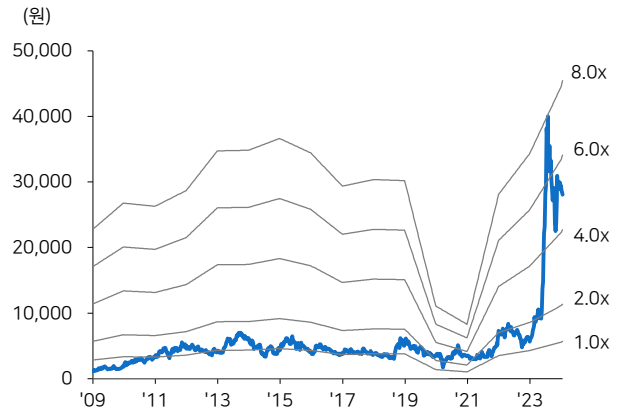
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림19 이수페타시스 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림20 이수페타시스 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표8 글로벌 MLB 업체 Peer valuation

국내 기관	PER(배)		PBR(배)		EPS 증가율(%)		매출액		영업이익		시가총액 (백만달러)
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	
이수페타시스	19.4	13.1	5.0	3.6	77.7	48.4	802	958	110	156	1,322
GCE	15.8	12.6	4.7	3.8	74.0	25.1	1,285	1,482	289	352	3,195
TTM Technology	9.7	8.0	1.0	1.0	15.7	21.1	2,366	2,471	220	267	1,484
Shennan	18.1	14.9	2.1	1.9	18.8	18.9	2,134	2,492	240	304	4,231
WUS	22.3	18.4	3.8	3.2	33.1	18.6	1,497	1,778	306	380	6,001

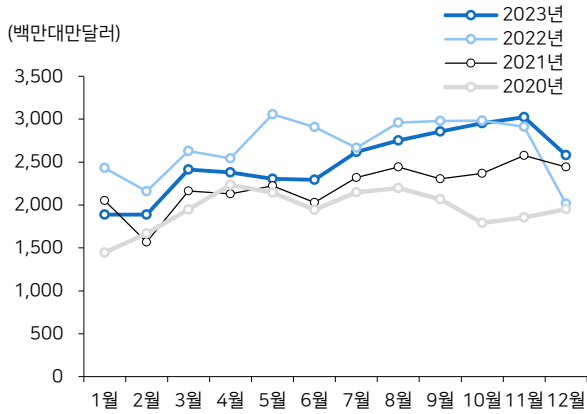
주: 이수페타시스는 당사 추정치 기준, 기타 업체는 Bloomberg 컨센서스 기준. 국내 업체는 십억원, 해외업체는 백만달러 기준  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표9 국내 기관 업체 Peer valuation

국내 기관	PER(배)		PBR(배)		EPS 증가율(%)		매출액		영업이익		시가총액 (백만달러)
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	
이수페타시스	19.4	13.1	5.0	3.6	77.7	48.4	802	958	110	156	1,322
대덕전자	14.6	10.4	1.5	1.4	183.5	40.8	1,162	1,322	119	159	1,018
코리아서킷	9.3	5.4	1.0	0.9	흑전	72.7	1,561	1,709	68	122	342
심텍	12.6	9.3	1.9	1.6	흑전	35.3	1,313	1,478	126	168	896
티엘비	15.6	11.6	2.2	1.9	207.5	33.9	158	181	17	23	219
해성디에스	9.3	7.3	1.6	1.3	16.1	27.3	761	883	127	164	717

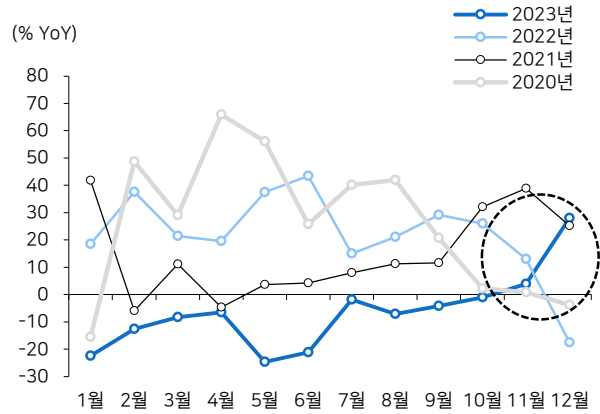
주: 이수페타시스는 당사 추정치 기준, 기타 업체는 Bloomberg 컨센서스 기준  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 대만 GCE(이수페타시스 Peer) 월별 매출액



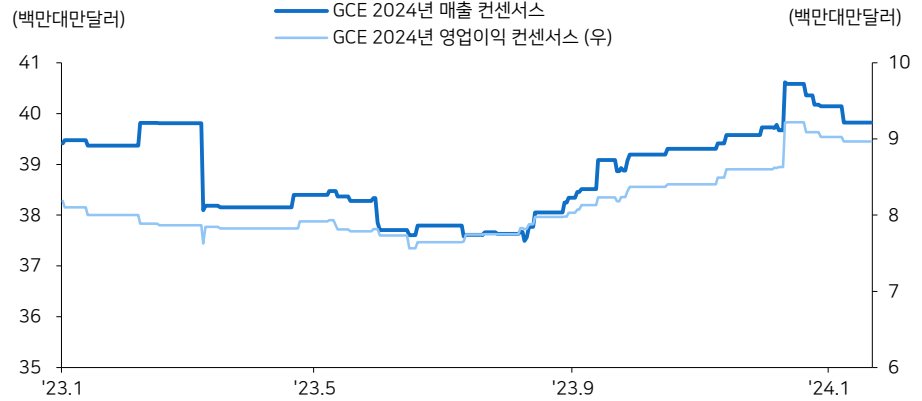
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림22 대만 GCE YoY 성장률



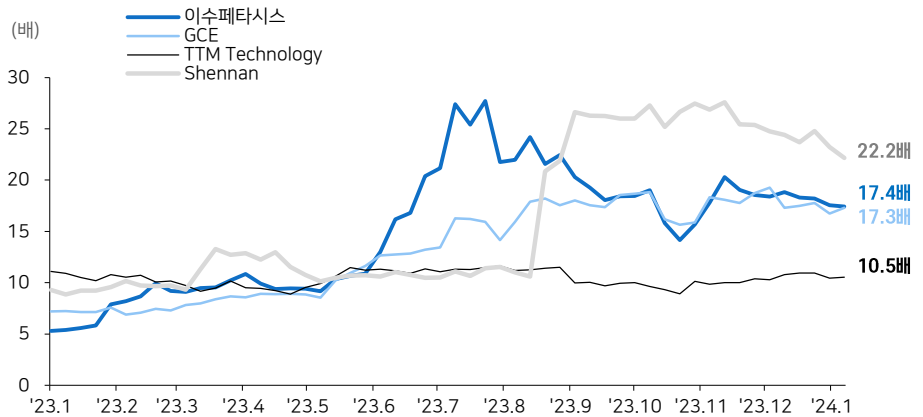
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림23 GCE 2024년 매출, 영업이익 컨센서스 추이



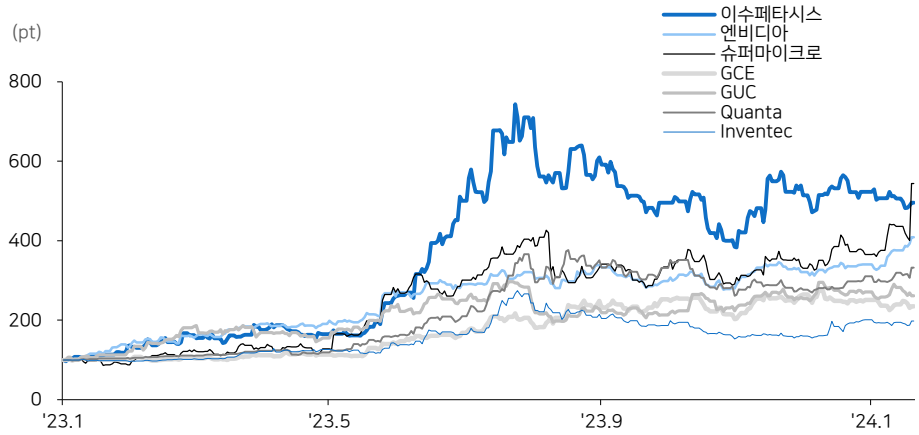
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 글로벌 MLB 기관 12MF P/E 추이



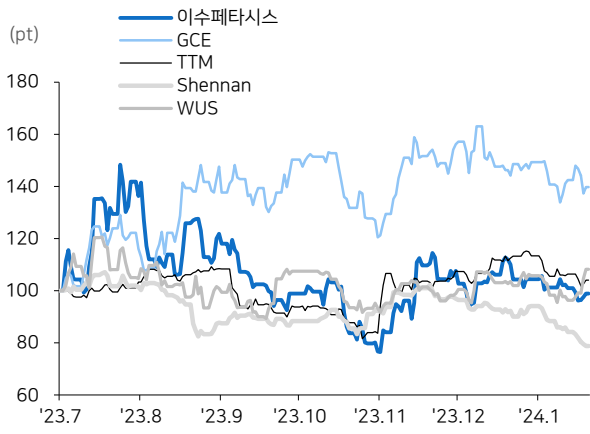
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 '23년 엔비디아 및 글로벌 AI 관련주 주가 추이



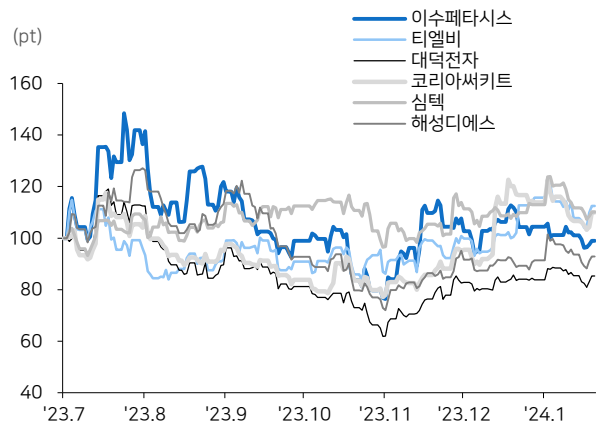
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 '23년 하반기 이후 MLB 기판업체 주가 추이



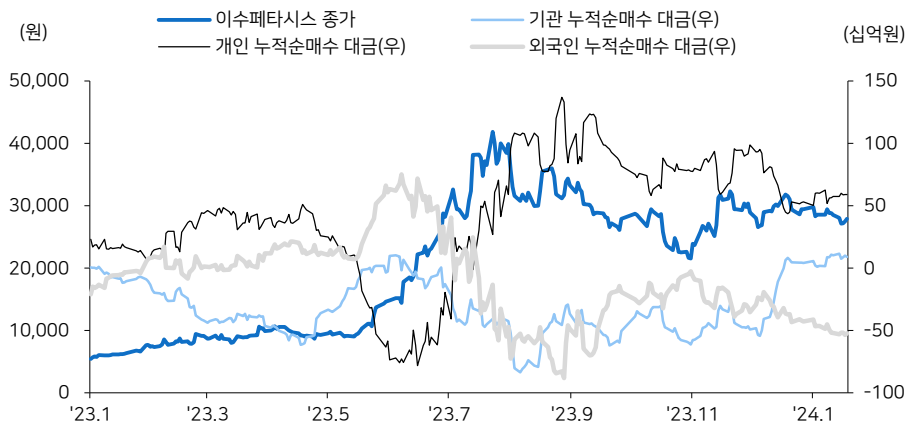
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 '23년 하반기 이후 국내 기판업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 이수페타시스 수급 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

## 이수페타시스 (007660)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>469.6</b>	<b>642.9</b>	<b>677.9</b>	<b>801.9</b>	<b>957.8</b>
매출액증가율(%)	19.4	36.9	5.4	18.3	19.4
매출원가	384.1	479.0	557.7	620.8	722.8
매출총이익	85.5	163.9	120.2	181.1	235.0
판매관리비	38.6	47.3	52.3	70.9	78.6
<b>영업이익</b>	<b>46.9</b>	<b>116.6</b>	<b>67.9</b>	<b>110.2</b>	<b>156.4</b>
영업이익률(%)	10.0	18.1	10.0	13.7	16.3
금융손익	-6.4	-9.1	-8.4	-3.1	-3.1
중속/관계기업손익	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.5	0.3	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	43.0	107.8	59.5	107.1	153.3
법인세비용	11.4	7.5	8.3	16.1	18.3
<b>당기순이익</b>	<b>-3.6</b>	<b>102.5</b>	<b>51.2</b>	<b>91.0</b>	<b>135.0</b>
지배주주지분 손이익	-3.6	102.5	51.2	91.0	135.0

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>4.0</b>	<b>29.8</b>	<b>57.2</b>	<b>73.0</b>	<b>116.7</b>
당기순이익(손실)	-3.6	102.5	51.2	91.0	135.0
유형자산상각비	17.0	12.6	15.9	24.7	34.3
무형자산상각비	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
운전자본의 증감	-37.6	-89.6	-10.9	-38.8	-48.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-22.9</b>	<b>-12.3</b>	<b>-62.0</b>	<b>-40.4</b>	<b>-41.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-16.0	-39.7	-60.0	-40.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	2.9	-9.2	-1.1	-3.9	-4.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>62.4</b>	<b>-17.2</b>	<b>-20.7</b>	<b>-6.3</b>	<b>-6.3</b>
차입금의 증감	-21.8	-18.3	-14.4	0.0	0.0
자본의 증가	68.2	17.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	21.2	1.3	-25.5	26.3	68.7
기초현금	23.2	44.4	45.7	20.2	46.4
기말현금	44.4	45.7	20.2	46.4	115.1

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>310.3</b>	<b>373.9</b>	<b>365.9</b>	<b>454.3</b>	<b>601.0</b>
현금및현금성자산	44.4	45.7	20.2	46.4	115.1
매출채권	112.5	142.8	150.5	178.1	212.7
재고자산	111.3	167.5	176.6	208.9	249.5
비유동자산	139.4	172.2	217.0	235.8	246.1
유형자산	111.3	131.6	175.7	191.0	196.7
무형자산	3.1	3.0	2.6	2.3	2.0
투자자산	14.9	24.2	25.3	29.2	34.1
<b>자산총계</b>	<b>449.7</b>	<b>546.0</b>	<b>582.9</b>	<b>690.1</b>	<b>847.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>298.2</b>	<b>286.0</b>	<b>277.8</b>	<b>299.6</b>	<b>327.0</b>
매입채무	55.3	64.4	67.9	80.3	95.9
단기차입금	192.9	158.6	158.6	158.6	158.6
유동성장기부채	10.9	14.4	0.0	0.0	0.0
비유동부채	26.0	37.7	37.9	38.7	39.6
사채	15.0	10.0	10.0	10.0	10.0
장기차입금	2.2	20.5	20.5	20.5	20.5
<b>부채총계</b>	<b>324.2</b>	<b>323.7</b>	<b>315.7</b>	<b>338.2</b>	<b>366.6</b>
자본금	63.3	63.3	63.3	63.3	63.3
자본잉여금	63.7	81.0	81.0	81.0	81.0
기타포괄이익누계액	8.9	6.5	6.5	6.5	6.5
이익잉여금	-5.4	76.5	121.4	206.1	334.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>125.5</b>	<b>222.3</b>	<b>267.2</b>	<b>351.9</b>	<b>480.6</b>

### Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	9,534	10,165	10,718	12,679	15,143
EPS(지배주주)	-73	1,620	810	1,439	2,135
CFPS	1,106	2,220	1,331	2,139	3,021
EBITDAPS	1,306	2,050	1,331	2,139	3,021
BPS	1,984	3,515	4,225	5,564	7,599
DPS	0	100	100	100	100
배당수익률(%)	0.0	1.8	0.4	0.4	0.4
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-99.9	3.5	34.5	19.4	13.1
PCR	6.6	2.5	21.0	13.0	9.2
PSR	0.8	0.6	2.6	2.2	1.8
PBR	3.7	1.6	6.6	5.0	3.7
EBITDA(십억원)	64.3	129.7	84.2	135.3	191.0
EV/EBITDA	9.5	3.9	24.0	14.0	9.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-3.8	58.9	20.9	29.4	32.4
EBITDA 이익률	13.7	20.2	12.4	16.9	19.9
부채비율	258.3	145.6	118.1	96.1	76.3
금융비용부담률	1.6	1.3	1.2	0.9	0.8
이자보상배율(x)	6.3	13.8	8.7	14.6	20.8
매출채권회전율(x)	4.7	5.0	4.6	4.9	4.9
재고자산회전율(x)	4.6	4.6	3.9	4.2	4.2

**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	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 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	-	-	

