2024-02-16

이수페타시스 (007660/KS)

5 개월 뒤에는 4 공장 양산 시작

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 45,000 원(유지)
현재주가: 31,850 원
상승여력: 41.3%

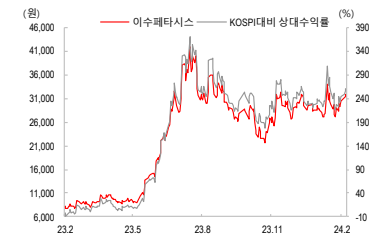
Analyst
박형우
hyungwou@sks.co.kr
02-3773-9035

Analyst
권민규
mk.kwon@sks.co.kr
02-3773-8578

Company Data	
발행주식수	6,325 만주
시가총액	2,014 십억원
주요주주	
이수(외5)	26.59%
국민연금공단	12.83%

Stock Data	
주가(24/02/15)	31,850 원
KOSPI	2,613.80 pt
52주 최고가	41,850 원
52주 최저가	7,870 원
60일 평균 거래대금	68 십억원

주가 및 상대수익률



비용 반영으로 실적 쇼크

23 년 4 분기 영업이익은 110 억원(-64% YoY)를 기록했다. 3 개월 전 추정치 168 억원과 3 분기 영업이익 132 억원을 모두 하회했다. 매출액은 예상 수준에 부합했다. 수익성의 부진은 24 년 증설 준비와 연말 일회성 비용 때문이다. 하반기 도약을 위한 성장통을 겪고 있다고 해석한다. ① 4 공장 증설 준비에 따른 인건비 등 고정비 증가는 23 년 1 분기부터 지속된 현상이다. ② 연말 일회성 비용 반영은 기존 예상보다 20~30 억원 증가했다. ③ 북미 공장의 조정으로 적자규모가 10~20 억원 증가했다.
1 분기 매출액은 1,827 억원(+6%, YoY), 영업이익은 147 억원(-27%)로 전망된다. 생산능력(Capa) 부족이 아쉬울 뿐 견조한 수주가 이어지고 있다.

명확해지는 2024 년의 실적 개선 전망

① **4 공장 가동**: 신공장 가동이 임박했다. 24 년 3 분기부터 양산이 진행된다. 4 공장은 궁극적으로 현재 본사 1, 2, 3 공장 Capa 를 합산한 규모의 50% 이상으로 투자되고 있다. 증설에 따른 24 년의 매출 증액 효과는 1,500 억원으로 추정한다.

② **북미 고객사향 매출 증가**: 23 년 7 월부터 본격적으로 공급이 시작됐다. '신규 북미 AI 가속기 고객사'향 매출은 23 년 약 250 억원 > 24 년 1,175 억원으로 전망한다.

③ **24 년 성장 모멘텀**: 신규 북미 AI 가속기 장비 고객사 향 공급 본격화와 기존 서버 고객사의 주문확대, 그리고 네트워크 장비 주문 재개를 주목한다.

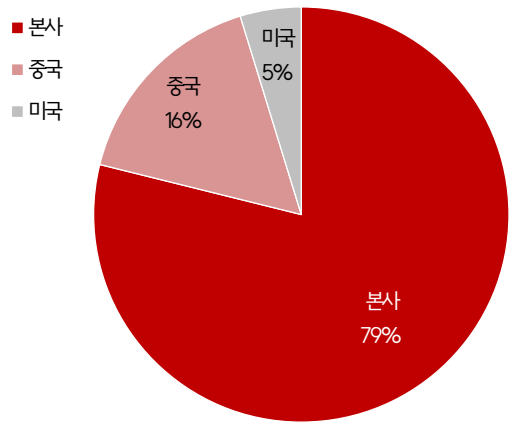
AI 기판 비중: 23 년 27% > 24 년 35% > 25 년 40% 상회 예상

목표주가 '45,000 원'과 '매수' 투자의견을 유지한다.
① 실적 개선이 임박했다. 23 년 4 분기 쇼크가 아닌 24 년 4 분기의 재도약이 중요하다. 2024 년 하반기부터는 매출증가와 원가구조(수익성) 개선이 시작된다. 영업이익은 4Q23, 110 억원 > 4Q24 384 억원으로 개선될 전망이다.
② AI 기판 비중은 23 년 27% > 24 년 35%로 상승한다. 최근의 주문 증가 추세를 고려하면 25 년에는 40%를 상회할 전망이다. AI 실적주라 평가한다.

영업실적 및 투자지표

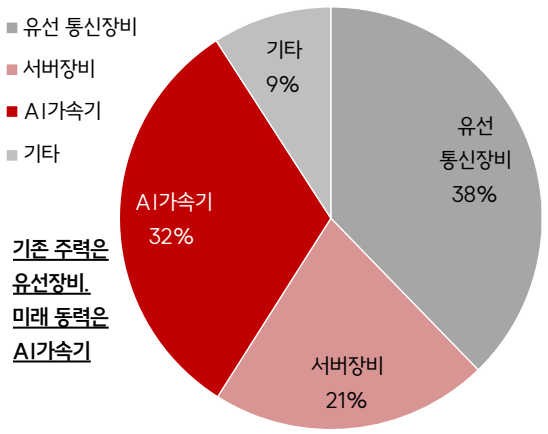
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	393	470	643	675	819	983
영업이익	십억원	13	47	117	63	101	189
순이익(지배주주)	십억원	-14	-4	102	47	63	139
EPS	원	-6	500	1,586	745	996	2,194
PER	배	-586.5	14.6	3.5	39.5	32.0	14.5
PBR	배	2.6	3.7	1.6	7.0	6.2	4.4
EV/EBITDA	배	10.8	9.5	3.9	26.3	18.1	9.9
ROE	%	-19.1	-3.8	58.9	19.3	21.3	35.6

사업부문(법인)별 매출 비중 (2023 년)



자료: 회사 자료, SK 증권

MLB 내 어플리케이션 비중 (본사 기준, 2023 년)



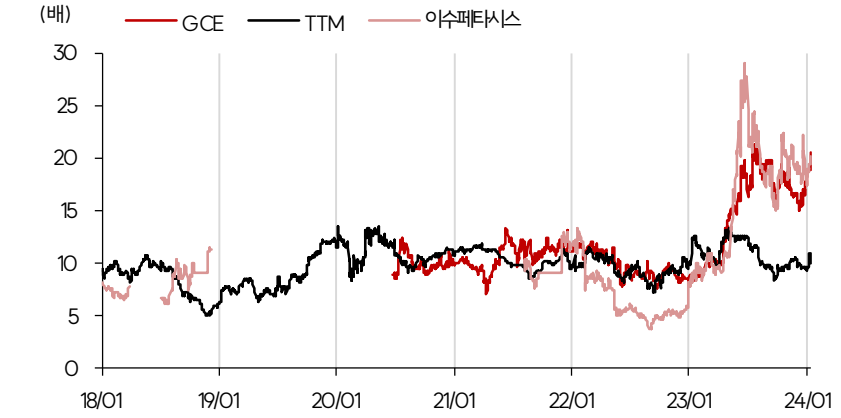
자료: 회사 자료, SK 증권
주: AI 가속기의 매출 비중은 본사 기준 32%, 전사 기준 27%

이수페타시스 부문별 실적 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
매출액	**172.0**	**163.8**	**166.2**	**173.3**	**182.7**	**184.3**	**218.6**	**233.1**	**643.9**	**675.3**	**818.8**
YoY (%)	22.4	(1.4)	(2.6)	4.0	6.3	12.5	31.5	34.5	37.1	4.9	21.2
페타시스	133.0	143.5	145.5	150.9	156.2	161.8	191.1	203.9	494.9	572.9	713.0
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	9.1	8.6	8.8	8.8	7.9	7.7	7.9	7.7	35.7	35.3	31.2
후난	35.2	28.0	32.0	32.3	36.6	30.8	33.6	33.9	139.5	127.5	134.9
본사 내 제품별 매출	133.0	143.5	145.5	150.9	156.2	161.8	191.1	203.9	494.9	572.9	713.0
유선 통신장비	58.3	52.5	51.9	53.0	53.5	54.6	55.7	56.2	270.1	215.6	219.9
데이터센터	61.7	77.2	80.3	84.5	88.7	93.2	121.1	133.2	176.4	303.7	436.2
무선 통신장비	0.4	0.3	0.4	0.4	0.7	0.6	0.9	0.8	1.4	1.5	3.1
기타	12.6	13.6	12.9	13.0	13.3	13.5	13.4	13.6	47.1	52.1	53.8
Operating Income	**20.2**	**18.3**	**13.2**	**11.0**	**14.7**	**16.0**	**32.2**	**38.4**	**116.6**	**62.6**	**101.3**
페타시스	16.1	15.8	9.8	10.2	12.5	13.8	28.7	34.7	98.2	51.9	89.6
엑사보드 (중단)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	-
미주법인	0.5	(0.6)	(1.1)	(2.5)	(1.5)	(1.0)	(0.5)	0.0	(0.7)	(3.7)	(3.0)
후난	3.5	2.9	4.5	3.3	3.7	3.2	4.0	3.7	18.7	14.2	14.7
OPM, 전사	*11.7*	*11.2*	*7.9*	*6.4*	*8.0*	*8.7*	*14.7*	*16.5*	*18.1*	*9.3*	*12.4*
페타시스	*12.1*	*11.0*	*6.7*	*6.8*	*8.0*	*8.5*	*15.0*	*17.0*	*19.8*	*9.1*	*12.6*
엑사보드 (중단)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
미주법인	*5.5*	*(7.0)*	*(12.5)*	*(28.4)*	*(18.9)*	*(13.0)*	*(6.3)*	*0.0*	*(1.8)*	*(10.5)*	*(9.6)*
후난	*10.0*	*10.4*	*14.1*	*10.2*	*10.0*	*10.5*	*12.0*	*11.0*	*13.4*	*11.2*	*10.9*

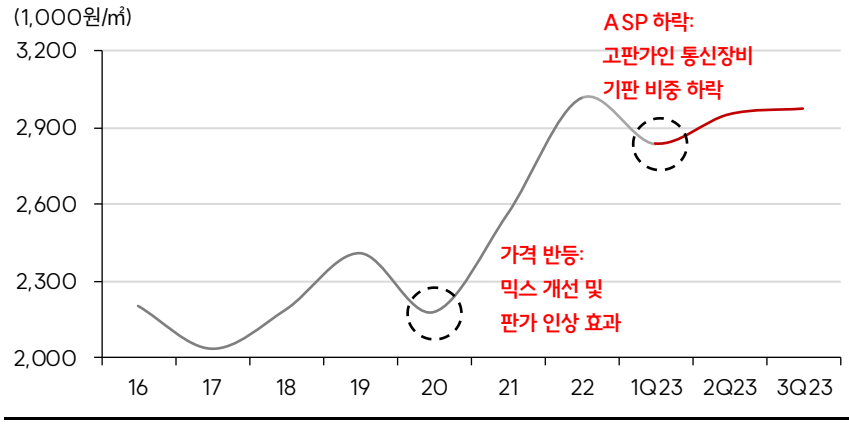
자료: Dart, SK 증권

이수페타시스 및 주요 경쟁사 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

이수페타시스 판가 추이



자료: Dart, SK 증권

이수페타시스 계열사 구조도

자료: Dart, SK 증권

이수페타시스 분기 실적 리뷰 테이블 (단위: 십억원)

구 분	3Q22	2Q23	3Q23P			4Q23 (E) 컨센	2022	2023 (E) 컨센	2024 (E) 컨센
			SK	컨센	확정치				
매출액	166	166	173	177	173	182	643	675	822
영업이익	30	13	17	17	11	18	117	63	113
순이익	22	8		12	8	15	102	0	91

자료: 삼성 SDI, SK 증권

이수페타시스 실적추정 변경표

구분 (단위: 십억원)	변경전		변경후		변경율 (%)	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	675	803	675	819	0.0	2.0
영업이익	68	121	63	101	-7.9	-16.3
순이익	55	107	48	77	-13.6	-28.3
OPM (%)	10.1	15.1	9.3	12.4	-	-
NPM	8.1	13.3	7.0	9.4	-	-

자료: SK 증권 추정

MLB 기업군 Peer Valuation Table

기업명	국가명	시총	2023E						2024E					
		(백만$)	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	OPM	NPM	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	OPM	NPM
이수페타시스	한국	1,516	39.2	7.5	26.4	21.0	10.0	7.6	21.2	5.6	16.1	30.3	14.1	11.6
Shennan	중국	3,970	20.3	2.1	12.2	10.3	10.0	10.0	16.8	2.0	10.6	11.1	11.3	10.4
Shengyi Elec.	중국	793	68.6	1.4	-	2.0	2.0	2.4	25.4	1.3	-	5.1	5.7	5.5
Kinwong	중국	2,241	13.9	1.8	-	12.8	11.1	9.5	11.5	1.7	-	14.1	11.6	9.9
TTM	미국/중국	1,609	12.2	1.1	6.7	-	8.6	6.0	10.8	1.0	6.6	-	9.4	6.5
WUS	대만/중국	204	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GCE	대만	4,273	36.9	8.2	21.5	23.9	17.5	12.3	21.2	6.4	13.4	32.8	22.5	16.2
Tripod	대만	3,730	19.7	2.6	8.7	13.7	11.2	10.2	14.9	2.3	7.0	17.0	13.8	11.8
Kyocera	일본	22,152	24.2	1.1	13.2	4.4	6.3	6.6	27.2	1.0	13.3	3.9	5.7	5.9
대덕전자	한국	896	45.1	1.4	7.1	3.1	2.9	2.9	15.9	1.4	4.9	8.8	8.3	7.2
아비코전자	한국	123	-	-	57.3	-1.7	-1.5	-1.5	12.4	-	6.6	10.9	10.0	7.5

자료: Bloomberg, SK 증권

MLB 고객사군 Peer Valuation Table

기업명	국가명	시총	2023E						2024E					
		(백만$)	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	OPM	NPM	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	OPM	NPM
Arista	미국	83,317	40.6	12.1	30.4	33.0	43.0	35.5	35.9	9.2	27.2	27.5	42.4	35.7
Cisco	미국	199,354	12.9	4.6	9.0	35.1	33.2	27.5	13.1	4.2	9.6	31.6	34.4	28.8
Juniper	미국	11,914	16.1	2.7	10.9	16.8	17.0	13.3	16.6	2.5	11.1	15.4	17.1	13.0
Nokia	핀란드	19,780	11.2	0.8	4.7	7.1	10.2	7.1	9.7	0.9	4.5	7.9	11.0	8.8
삼성전자	한국	327,919	43.9	1.4	8.0	3.1	2.7	4.3	16.2	1.3	4.8	8.0	11.4	9.8
Ericsson	스웨덴	17,871	16.2	1.8	8.1	-15.4	6.5	4.1	11.0	1.8	5.6	15.7	8.9	6.3
GM Delta	미국	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Google	미국	1,782,203	23.8	6.2	13.7	26.6	33.0	30.2	19.9	5.1	12.4	26.5	34.8	30.8
Microsoft	미국	3,020,918	42.2	14.0	29.9	36.7	41.6	34.0	35.0	10.7	23.9	34.2	43.7	35.4

자료: Bloomberg, SK 증권

국내 기판 관련주 Table

주력제품	업체	시가총액	2023E				2024E			
			매출액	영업이익	순이익	PER	매출액	영업이익	순이익	PER
PKG Subs.	심텍	1,054	1,039	(55)	(46)	(22.8)	1,230	78	55	19.3
PKG Subs.	대덕전자	1,191	917	27	29	43.3	1,061	83	73	17.1
L.F.	해성디에스	857	685	106	90	9.6	749	119	96	8.9
FPCB	비에이치	621	1,611	116	111	5.6	1,759	136	120	5.2
PKG Subs.	코리아써키트	489	1,371	(22)	(16)	(36.6)	1,547	50	37	15.3
FPCB	인터플렉스	388	454	23	29	13.4	529	39	42	9.2
HDI	티엘비	258	167	5	4	62.2	191	19	16	16.1
MLB	이수페타시스	2,014	679	68	51	39.3	822	113	91	22.2

자료: QuantiWise, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	310	374	363	449	511
현금및현금성자산	44	46	24	43	75
매출채권 및 기타채권	118	147	154	185	198
재고자산	111	167	175	210	226
비유동자산	139	172	231	260	275
장기금융자산	16	27	31	39	41
유형자산	111	132	187	207	220
무형자산	3	3	4	4	3
자산총계	450	546	593	709	786
유동부채	298	286	290	351	297
단기금융부채	204	173	170	190	125
매입채무 및 기타채무	73	92	110	148	158
단기충당부채	2	4	4	5	6
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	326	385	330
지배주주지분	125	222	267	324	456
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	117	174	306
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	125	222	267	324	456
부채와자본총계	450	546	593	709	786

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	470	643	675	819	983
매출원가	384	479	559	635	729
매출총이익	85	164	116	184	254
매출총이익률(%)	18.2	25.5	17.2	22.5	25.9
판매비와 관리비	39	47	54	83	65
영업이익	47	117	63	101	189
영업이익률(%)	10.0	18.1	9.3	12.4	19.3
비영업손익	-4	-9	-8	-27	-20
순금융손익	-7	-8	-14	-31	-26
외환관련손익	5	4	5	0	0
관계기업등 투자손익	-0	-0	-0	0	0
세전계속사업이익	43	108	55	74	169
세전계속사업이익률(%)	9.2	16.8	8.1	9.1	17.2
계속사업법인세	11	7	8	11	30
계속사업이익	32	100	47	63	139
중단사업이익	-35	2	0	0	0
***법인세효과**	1	0	0	0	0
당기순이익	-4	102	47	63	139
순이익률(%)	-0.8	15.9	7.0	7.7	14.1
지배주주	-4	102	47	63	139
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.8	15.9	7.0	7.7	14.1
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-5	94	51	63	139
지배주주	-5	94	51	63	139
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	64	130	77	121	212

현금흐름표

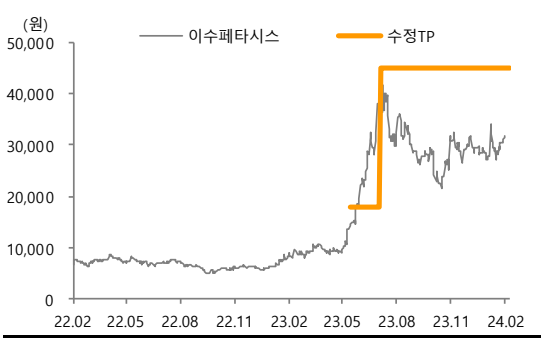
12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	13	33	69	57	144
당기순이익(손실)	-4	102	47	63	139
비현금성항목등	58	38	42	61	78
유형자산감가상각비	17	13	15	19	22
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	41	25	28	42	56
운전자본감소(증가)	-38	-90	-8	-26	-17
매출채권및기타채권의감소(증가)	-18	-36	-3	-31	-14
재고자산의감소(증가)	-17	-56	-8	-35	-15
매입채무및기타채무의증가(감소)	23	21	1	38	11
기타	-25	-19	2	2	1
법인세납부	-4	-18	-5	-11	-30
투자활동현금흐름	-22	-12	-68	-50	-38
금융자산의감소(증가)	-25	17	1	-2	-0
유형자산의감소(증가)	-11	-31	-66	-40	-35
무형자산의감소(증가)	0	-0	-1	0	0
기타	13	3	-1	-8	-2
재무활동현금흐름	-8	-23	-28	12	-73
단기금융부채의증가(감소)	-8	-38	-16	20	-65
장기금융부채의증가(감소)	10	19	2	-2	-2
자본의증가(감소)	68	17	0	0	0
배당금지급	0	0	-6	-6	-6
기타	-77	-21	-8	0	0
현금의 증가(감소)	21	1	-21	18	32
기초현금	23	44	46	24	43
기말현금	44	46	24	43	75
FCF	2	2	3	17	109

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	19.4	36.9	5.0	21.2	20.0
영업이익	266.6	148.8	-46.3	61.7	87.0
세전계속사업이익	1,526.0	150.7	-49.1	35.1	128.3
EBITDA	80.8	101.5	-40.3	55.9	75.3
EPS	흑전	217.0	-53.0	33.6	120.3
수익성 (%)					
ROA	-0.9	20.6	8.3	9.7	18.6
ROE	-3.8	58.9	19.3	21.3	35.6
EBITDA마진	13.7	20.2	11.5	14.8	21.5
안정성 (%)					
유동비율	104.0	130.7	124.8	128.1	172.4
부채비율	258.3	145.6	122.2	119.0	72.3
순차입금/자기자본	118.3	67.8	64.8	53.1	15.9
EBITDA/이자비용(배)	8.6	15.3	4.7	3.7	7.4
배당성향	0.0	6.2	13.4	10.0	4.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	500	1,586	745	996	2,194
BPS	1,984	3,515	4,223	5,119	7,213
CFPS	219	1,826	980	1,305	2,547
주당 현금배당금	0	100	100	100	100
Valuation지표 (배)					
PER	14.6	3.5	39.5	32.0	14.5
PBR	3.7	1.6	7.0	6.2	4.4
PCR	33.4	3.1	30.1	24.4	12.5
EV/EBITDA	9.5	3.9	26.3	18.1	9.9
배당수익률	0.0	1.8	0.3	0.3	0.3

자료 : 이수페타시스, SK증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024 년 02 월 16 일 기준)

매수	94.80%	중립	5.20%	매도	0.00%