

# 이수페타시스 (007660/KS)

## 기업미팅 후기: 멀티플에 대한 고민

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 32,000 원(유지)

현재주가: 22,100 원

상승여력: 44.8%



Analyst  
박형우

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



Analyst  
권민규

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

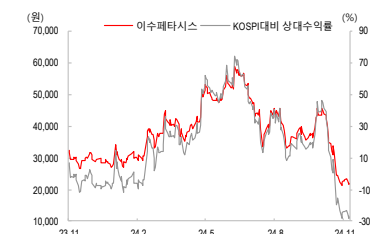
#### Company Data

발행주식수	6,325 만주
시가총액	1,398 십억원
주요주주	
이수(외5)	26.59%
국민연금공단	9.20%

#### Stock Data

주가(24/11/28)	22,100 원
KOSPI	2,504.67pt
52주 최고가	58,700 원
52주 최저가	21,250 원
60일 평균 거래대금	80 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### MLB: 가장 수급이 타이트한 IT 부품

MLB 기판은 2025 년에도 쇼티지가 심화될 전망이다. 월 신규수주가 800 억원에 육박했다. 그러나 4 공장 가동을 고려한 캐파(생산능력)은 2025 년에도 월 650 억원에 불과하다. 향후 신규수주 규모는 더 커질 것이다. (M 사, A 사, N 사 등 고객사들의 추가 공급 요청) 일부 고객사들의 더블부킹(이중계약)이 있을 것이라 가정해도 수급이 타이트하다. 고객사 다변화가 현실화되고, 판가가 상승할 경우 실적 개선폭은 더 가파를 수 있다. MLB 기판은 중국 경쟁사들의 공급분이 많기에 미중분쟁 반사수해도 가능하다.

### 이해하기 어려운 제이오 인수 & 인수 희망 근거

주가 방향성에 더 중요한 주안점은 M&A 와 유상증자 결정이다. 기존 이수페타시스의 투자포인트는 미중분쟁 반사수혜와, AI 로 인한 장비플랫폼 변화 방향성에서 MLB 기판의 수혜 강도다. 그렇기에 신소재 (CNT) 기업 인수 투자 결정은 무리한 사업확장 결정이라 생각한다. 이수 측은 제이오 인수 배경을 다음으로 설명한다.

① CNT 는 신소재로 향후 적용처 확대가 예상된다. ② 2 차전지라는 성장산업에 속해 있다. ③ 반도체 노광 공정 신소재 또는 메인보드 기판의 CCL 소재로 활용될 수 있다. ④ 중장기 관점에서 CNT 는 이수페타시스 본업(MLB)의 기대이익과 수익성을 상회할 수 있다. ⑤ 재무구조가 건전하다. ⑥ 싸이클을 안 타는 산업이다. ⑦ CNT 에서도 제품 포트폴리오가 경쟁사들 대비 다양하다. (싱글월/멀티월, 철계/비철계 등)

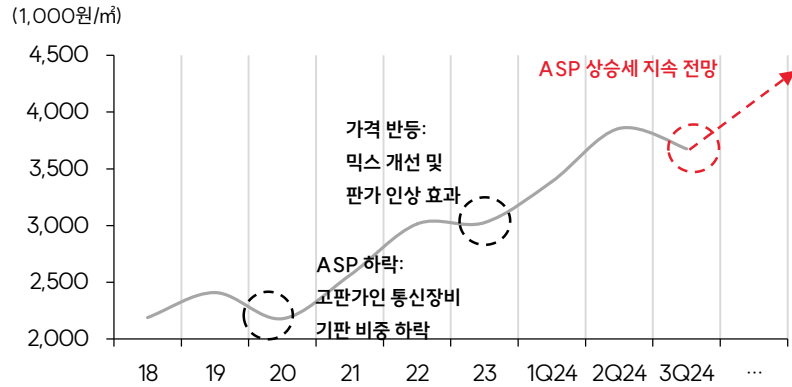
### 주주들의 동의를 얻지못한 무리한 자본조달로 멀티플 하락 불가피

목표주가는 유상증자 신주 32%를 고려한 25 년 EPS 에 IT 하드웨어 성장주 PER 20 배를 반영해 산출했다. 문제는 밸류에이션이다. 동사의 주가는 지난 2 년간 연말 EPS 기준 평균 PER 27 배 수준이었다. 그러나 기존 주주들과 투자자들에게 동의 받지 못한 인수/증자 결정으로 멀티플 훼손이 우려된다. IT 하드웨어의 통상적 PER 10 배를 반영할 경우 적정주가는 16,100 원이다. 유상증자 신주 청약일은 25 년 2 월 6 일이다. 관련 포인트는 이수홀딩스와 대주주의 100% 증자 참여여부다.

#### 영업실적 및 투자지표

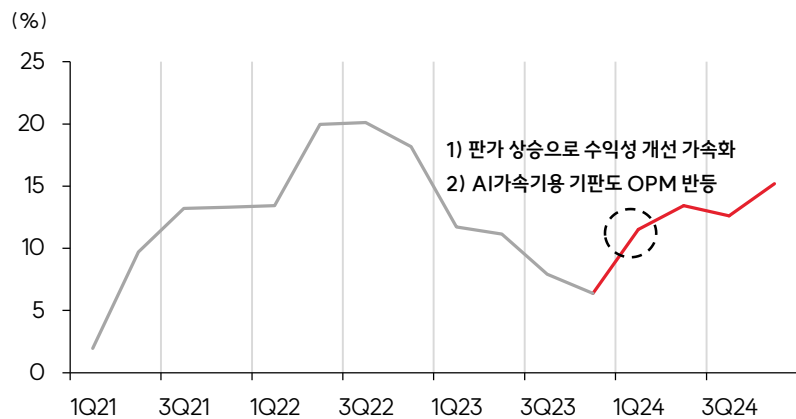
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	470	643	675	832	989	1,076
영업이익	십억원	47	117	62	110	170	216
순이익(지배주주)	십억원	-4	102	48	81	134	177
EPS	원	500	1,586	755	1,284	2,122	2,791
PER	배	14.6	3.5	39.0	17.2	10.4	7.9
PBR	배	3.7	1.6	7.0	4.1	3.0	2.2
EV/EBITDA	배	9.5	3.9	26.4	11.8	7.6	5.6
ROE	%	-3.8	58.9	19.5	26.9	33.4	32.1

### 이수페타시스 판가 추이



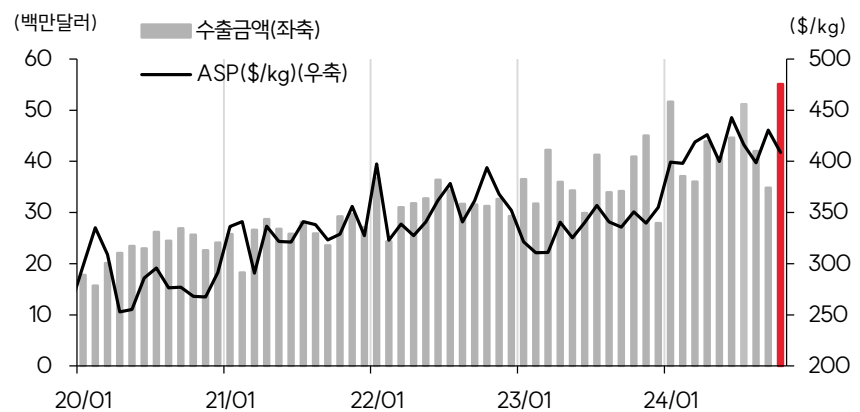
자료: Dart, SK 증권

### 이수페타시스 OPM 추이 및 전망



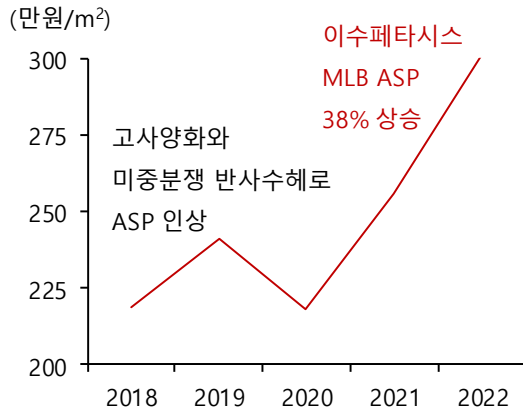
자료: SK 증권 추정

### MLB 기판 수출 실적 추이 (대구 달성군)



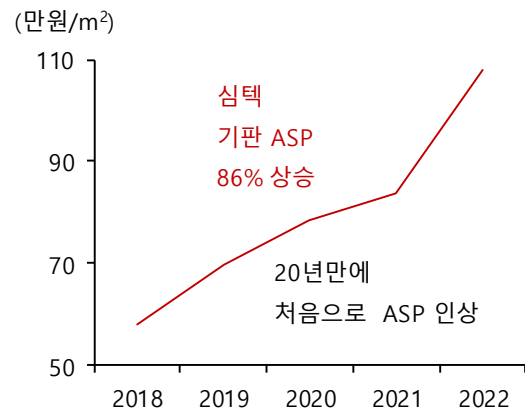
자료: Trass, SK 증권

이수페타시스 메인보드 ASP: 가격 상승 사이클 (20~22년)



자료: Dart, SK 증권

심텍 기판 ASP: 가격 상승 사이클 (18~22년)



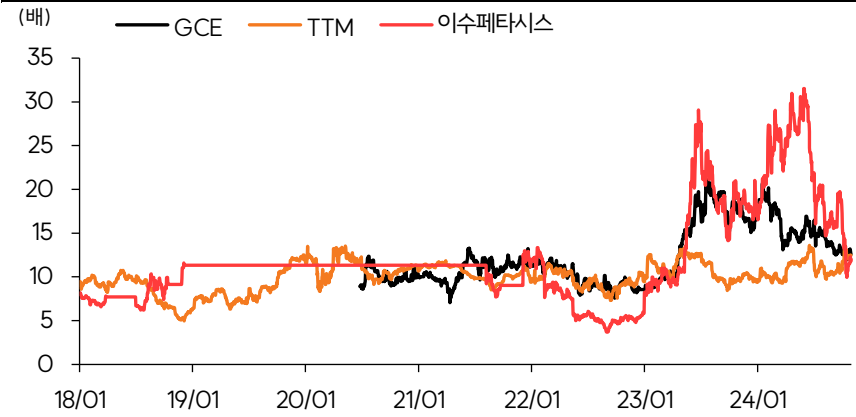
자료: Dart, SK 증권

이수페타시스 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	172.0	163.8	166.2	173.3	199.6	204.7	206.4	221.6	675.3	832.3	988.5
YoY (%)	22.4	(1.4)	(2.6)	4.0	16.1	25.0	24.2	27.8	4.9	23.2	18.8
페타시스	141.9	143.5	145.5	148.1	168.4	174.2	181.6	194.7	579.0	718.9	853.0
미주법인	10.3	8.6	8.8	7.9	9.9	8.6	4.6	3.0	35.6	26.1	20.6
후난	28.1	28.0	32.0	33.8	36.8	37.2	33.8	35.5	121.9	143.3	145.5
본사 내 제품별 매출											
유선 통신장비	86.6	75.3	69.8	84.4	80.8	80.1	79.9	80.7	316.1	321.6	335.1
데이터센터	52.5	65.6	72.8	60.7	84.2	92.3	99.9	109.9	251.6	386.3	497.2
서버	17.0	26.3	33.5	13.3	16.8	13.9	12.7	33.0	90.1	76.4	124.3
AI	35.5	39.4	39.3	47.4	67.4	78.4	87.2	76.9	161.5	309.8	372.9
무선 통신장비	0.4	0.3	0.4	0.4	0.7	0.6	0.9	0.9	1.5	3.1	6.2
기타	2.5	2.2	2.5	2.5	2.6	3.7	4.0	3.3	9.8	13.6	14.5
Operating Income	20.2	18.3	13.2	11.0	23.0	27.5	25.9	33.8	62.6	110.2	170.5
페타시스	15.1	15.8	9.8	9.5	16.5	23.7	20.2	29.2	50.2	89.6	147.4
미주법인	0.4	(0.6)	(1.1)	(2.5)	0.6	(1.0)	2.2	1.0	(3.8)	2.8	3.0
후난	4.5	2.9	4.5	3.3	5.8	5.1	3.4	3.5	15.2	17.8	20.0
OPM, 전사 (%)	12	11	8	6	12	13	13	15	9	13	17
페타시스	11	11	7	6	10	14	11	15	9	12	17
미주법인	4	-7	-13	-32	6	-12	48	33	-11	11	15
후난	16	10	14	10	16	14	10	10	12	12	14

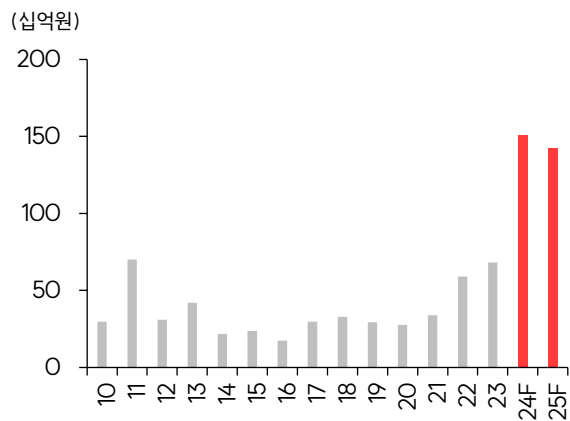
자료: Dart, SK 증권

이수페타시스 및 주요 경쟁사 12MF PER 추이



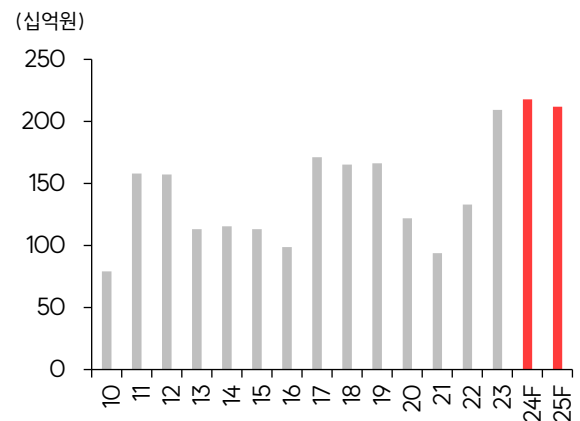
자료: Bloomberg, SK 증권

Gold Circuit Electronics, 연간 CAPEX 추이



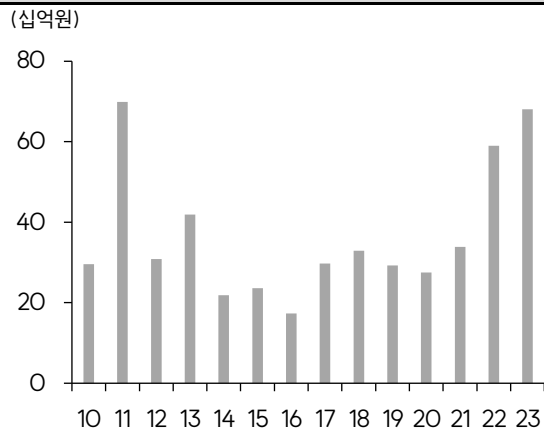
자료: Bloomberg, SK 증권 / 주: 24, 25년은 컨센서스

TTM Technologies, 연간 CAPEX 추이



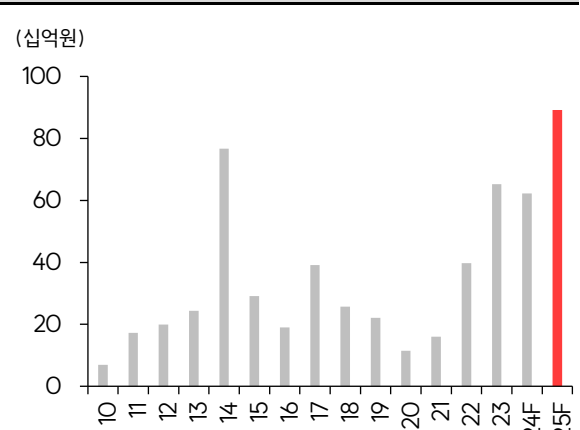
자료: Bloomberg, SK 증권 / 주: 24, 25년은 컨센서스

WUS, 연간 CAPEX 추이



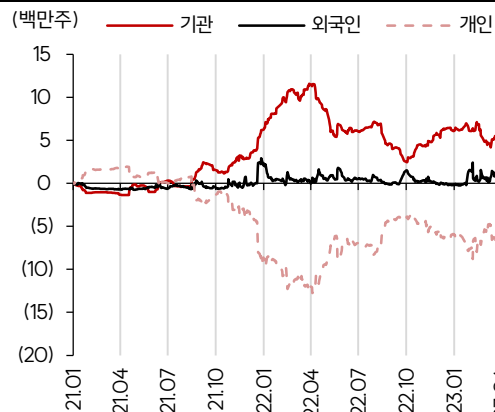
자료: Bloomberg, SK 증권

이수페타시스, 연간 CAPEX 추이



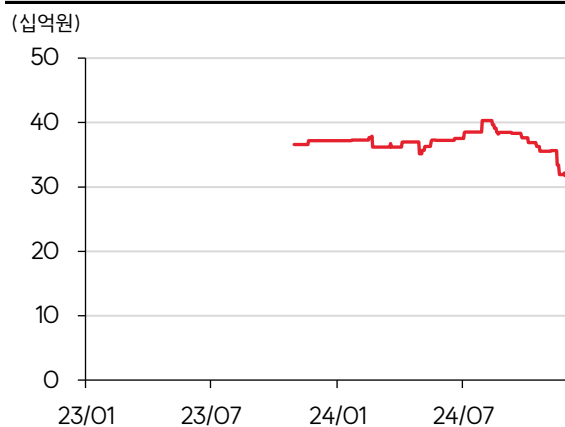
자료: Bloomberg, SK 증권 / 주: 24, 25년은 컨센서스

이수페타시스 투자자별 누적순매수 추이(2021~)



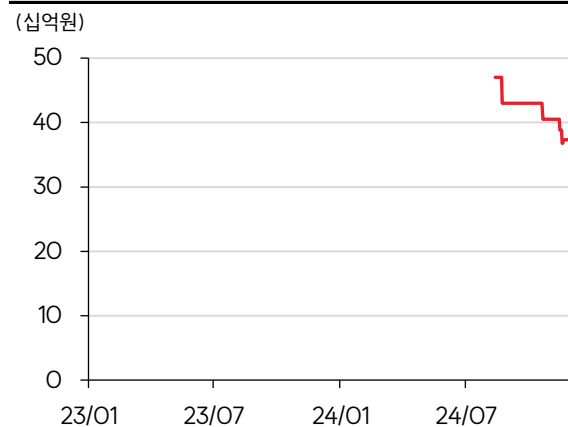
자료: Bloomberg, SK 증권

이수페타시스 3Q24F 영업이익 컨센서스 추이



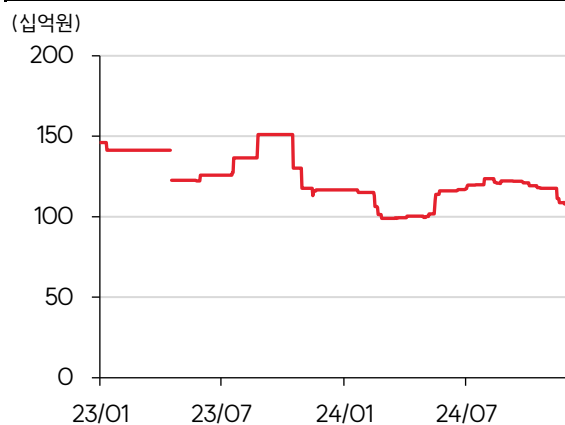
자료: QuantilWise, SK 증권

이수페타시스 4Q24F 영업이익 컨센서스 추이



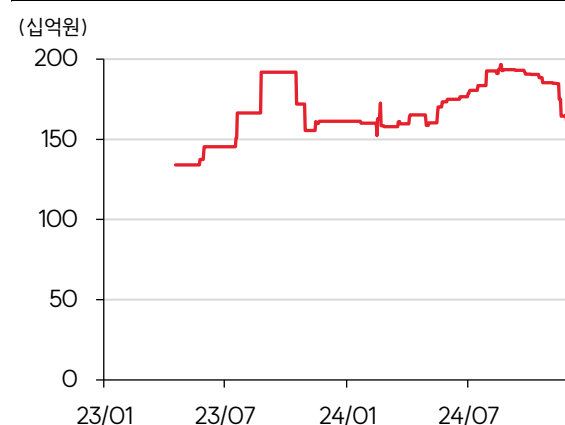
자료: QuantilWise, SK 증권

이수페타시스 2024F 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantilWise, SK 증권

이수페타시스 2025F 영업이익 컨센서스 추이



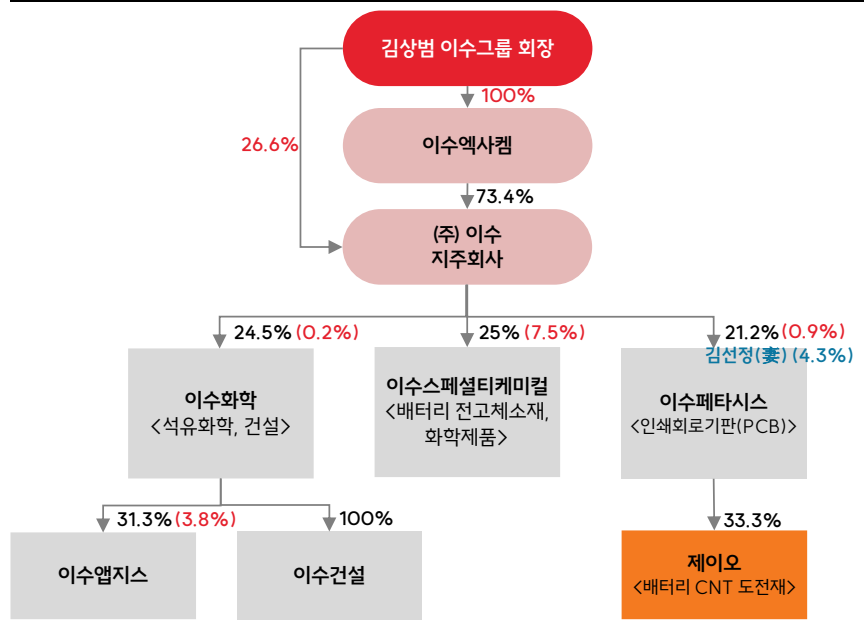
자료: QuantilWise, SK 증권

이수페타시스 실적추정 변경표

구분	변경전		변경후		변경율 (%)	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	841	1044	832	989	-1.1	-5.3
영업이익	117	208	110	170	-6.0	-18.3
순이익	91	166	81	134	-11.0	-19.3
OPM (%)	13.9	19.9	13.2	17.2		
NPM	10.8	15.9	9.7	13.5		

자료: SK 증권 추정

이수페타시스 지배구조



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	997	16.5	4.1	11.4	27.7	13.2	10.1	11.6	2.7	7.9	30.0	16.2	13.1
Shennan	중국	7,001	25.4	3.4	16.0	13.8	12.1	11.5	20.8	3.0	13.4	14.9	12.5	12.1
Shengyi Elec.	중국	3,761	87.9	6.4	-	7.4	7.7	6.9	37.8	5.5	-	14.9	13.1	11.7
Kinwong	중국	3,219	18.4	2.1	9.6	12.4	11.3	10.1	15.2	1.9	8.3	13.6	11.6	10.4
TTM	미국/중국	2,462	15.2	1.6	8.7	-	9.7	6.8	12.2	1.5	7.7	-	10.6	8.1
WUS	대만/중국	282	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GCE	대만	2,781	15.2	4.4	9.2	30.9	22.4	15.3	12.3	3.7	7.6	31.4	24.0	16.6
Tripod	대만	3,037	11.9	2.0	6.0	17.8	14.6	12.6	10.5	1.8	5.4	18.0	15.3	12.9
Kyocera	일본	14,802	19.5	0.7	9.4	3.6	5.1	5.5	20.5	0.6	9.4	3.1	4.5	4.9
대덕전자	한국	530	22.0	0.9	3.6	3.9	3.6	3.7	10.3	0.8	3.0	7.9	7.3	6.8
아비코전자	한국	43	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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	126,697	46.3	13.1	36.3	30.9	46.1	39.8	41.2	10.4	32.2	26.8	44.1	38.3
Cisco	미국	236,138	16.0	5.2	12.4	32.3	34.1	28.0	16.3	5.1	12.0	30.7	33.4	26.1
Juniper	미국	11,942	21.9	2.5	14.0	12.7	14.1	11.2	17.7	2.4	12.0	13.8	16.2	12.8
Nokia	핀란드	24,076	13.0	1.0	5.9	8.3	11.9	8.8	12.5	1.0	6.1	7.7	11.5	9.1
삼성전자	한국	238,363	10.8	1.0	3.3	9.3	12.1	11.3	9.4	0.9	2.8	9.8	14.2	11.8
Ericsson	스웨덴	27,345	20.0	3.2	8.5	7.1	6.1	5.0	14.5	2.9	7.3	22.2	11.1	7.7
GM Delta	미국	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Google	미국	2,081,030	20.8	6.2	14.0	31.6	37.8	35.3	18.7	5.0	12.2	29.3	36.9	33.3
Microsoft	미국	3,144,880	35.8	11.7	24.2	35.9	44.4	36.0	32.3	9.3	20.5	31.4	44.2	35.2

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	371	1,218	(31)	(24)	(15.4)	1,283	26	25	14.6
PKG Subs.	대덕전자	754	911	26	28	28.1	1,023	68	64	12.4
L.F.	해성디에스	378	615	68	56	6.8	675	84	67	5.7
FPCB	비에이치	593	1,783	126	110	5.4	1,892	139	121	4.9
PKG Subs.	코리아씨키트	192	1,395	(28)	(24)	(9.3)	1,430	22	15	14.8
FPCB	인터플렉스	208	527	37	41	5.1	566	39	41	5.1
HDI	티엘비	129	177	5	4	34.7	192	13	10	12.4
MLB	이수페타시스	1,366	833	108	80	17.0	1,015	161	130	10.5

자료: QuantiWise, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	374	384	429	515	646
현금및현금성자산	46	48	29	48	148
매출채권 및 기타채권	147	152	182	212	226
재고자산	167	176	211	246	263
<b>비유동자산</b>	172	243	278	293	309
장기금융자산	27	34	43	49	52
유형자산	132	192	215	225	238
무형자산	3	4	7	6	6
<b>자산총계</b>	546	626	707	808	955
<b>유동부채</b>	286	291	303	279	258
단기금융부채	173	165	142	93	61
매입채무 및 기타채무	92	98	140	163	174
단기충당부채	4	5	6	7	8
<b>비유동부채</b>	38	69	66	64	61
장기금융부채	34	64	61	58	55
장기매입채무 및 기타채무	3	3	3	3	3
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	324	360	369	342	319
<b>지배주주지분</b>	222	267	338	466	636
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	189	316	487
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	222	267	338	466	636
<b>부채와자본총계</b>	546	626	707	808	955

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	30	52	81	120	185
당기순이익(손실)	102	48	81	134	177
비현금성항목등	38	39	62	61	67
유형자산감가상각비	13	15	23	25	27
무형자산상각비	0	0	1	1	1
기타	25	24	39	36	40
운전자본감소(증가)	-90	-23	-42	-40	-19
매출채권및기타채권의감소(증가)	-36	-5	-33	-30	-14
재고자산의감소(증가)	-56	-9	-38	-35	-17
매입채무및기타채무의증가(감소)	21	3	25	23	11
기타	-39	-14	-34	-65	-79
법인세납부	-18	-3	-13	-29	-39
<b>투자활동현금흐름</b>	-12	-61	-63	-41	-43
금융자산의감소(증가)	17	4	3	-0	-0
유형자산의감소(증가)	-31	-63	-44	-35	-40
무형자산의감소(증가)	-0	-1	-3	0	0
기타	2	-2	-18	-6	-3
<b>재무활동현금흐름</b>	-17	10	-36	-58	-41
단기금융부채의증가(감소)	-38	-23	-26	-49	-32
장기금융부채의증가(감소)	19	41	-3	-3	-3
자본의증가(감소)	17	0	0	0	0
배당금지급	0	-6	-6	-6	-6
기타	-15	-2	-0	0	-0
<b>현금의 증가(감소)</b>	1	2	-19	19	100
기초현금	44	46	48	29	48
기말현금	46	48	29	48	148
FCF	-1	-10	36	85	145

자료 : 이수페타시스, SK증권

포괄손익계산서

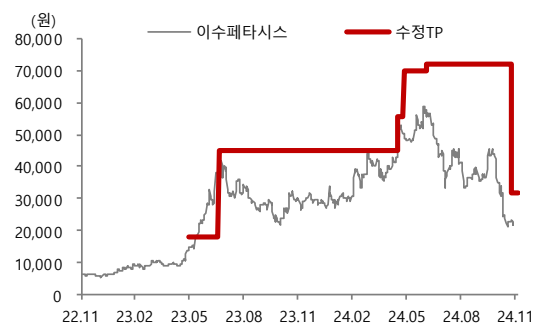
12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	643	675	832	989	1,076
<b>매출원가</b>	479	559	666	741	786
<b>매출총이익</b>	164	116	167	247	291
매출총이익률(%)	25.5	17.2	20.0	25.0	27.0
<b>판매비와 관리비</b>	47	54	57	77	74
<b>영업이익</b>	117	62	110	170	216
영업이익률(%)	18.1	9.2	13.2	17.2	20.1
<b>비영업손익</b>	-9	-8	-11	-7	-1
순금융손익	-8	-9	-9	-7	-2
외환관련손익	4	3	1	0	0
관계기업등 투자손익	-0	-0	-0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	108	55	99	164	215
세전계속사업이익률(%)	16.8	8.1	11.9	16.6	20.0
<b>계속사업법인세</b>	7	7	18	29	39
<b>계속사업이익</b>	100	48	81	134	177
<b>중단사업이익</b>	2	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	102	48	81	134	177
순이익률(%)	15.9	7.1	9.8	13.6	16.4
<b>지배주주</b>	102	48	81	134	177
지배주주귀속 순이익률(%)	15.9	7.1	9.8	13.6	16.4
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	94	51	78	134	177
<b>지배주주</b>	94	51	78	134	177
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	130	78	133	196	244

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	36.9	5.0	23.2	18.8	8.9
영업이익	148.8	-46.7	77.2	54.7	26.9
세전계속사업이익	150.7	-49.3	80.9	65.5	31.5
EBITDA	101.5	-40.2	72.2	46.8	24.3
EPS	217.0	-52.4	70.2	65.2	31.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	20.6	8.1	12.2	17.7	20.0
ROE	58.9	19.5	26.9	33.4	32.1
EBITDA마진	20.2	11.5	16.0	19.8	22.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	130.7	132.1	141.8	184.7	250.0
부채비율	145.6	134.8	109.3	73.5	50.2
순차입금/자기자본	67.8	67.5	51.2	21.8	-5.3
EBITDA/이자비용(배)	15.3	6.7	11.5	22.3	36.6
배당성향	6.2	13.3	7.8	4.7	3.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,586	755	1,284	2,122	2,791
BPS	3,515	4,218	5,340	7,361	10,052
CFPS	1,826	997	1,653	2,525	3,220
주당 현금배당금	100	100	100	100	100
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	35	39.0	17.2	10.4	7.9
PBR	1.6	7.0	4.1	3.0	2.2
PCR	3.1	29.5	13.4	8.8	6.9
EV/EBITDA	39	26.4	11.8	7.6	5.6
배당수익률	1.8	0.3	0.5	0.5	0.5



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.11.25	매수	32,000원	6개월		
2024.07.04	매수	72,000원	6개월	-44.99%	-21.25%
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 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 (2024년 11월 29일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------