



# 이수페타시스 (007660)

지금 같은 시기에도 최대 가동률

▶ Analyst 유영솔 youngsol.yu@hanwha.com 3772-7613

**Buy (신규)**

목표주가(신규): 51,000원

현재 주가(4/26)	38,150원
상승여력	▲33.7%
시가총액	24,129억원
발행주식수	63,246천주
52 주 최고가 / 최저가	44,900 / 9,040원
90 일 일평균 거래대금	1,532.16억원
외국인 지분율	8.4%
주주 구성	
이수 (외 6 인)	26.6%
국민연금공단 (외 1 인)	12.6%
감호원 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.6	28.9	68.8	303.3
상대수익률(KOSPI)	1.1	21.7	53.3	296.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	643	675	798	908
영업이익	117	62	94	120
EBITDA	130	78	116	148
지배주주순이익	102	48	70	94
EPS	1,620	755	1,100	1,482
순차입금	157	181	240	238
PER	3.5	39.0	34.7	25.7
PBR	1.6	7.0	7.3	5.8
EV/EBITDA	4.0	26.4	22.9	18.0
배당수익률	1.8	0.3	0.3	0.3
ROE	58.9	19.5	23.3	25.1

## 주가 추이



이수페타시스는 글로벌 PCB 기업 중 거의 유일하게 최대 캐파를 유지 중입니다. AI 가속기 신규고객사 물량과 네트워크 사업 턴어라운드를 감안하면 2025년까지도 최대 캐파를 유지할 것으로 생각합니다. 다양한 수익성 개선 요인도 있어 이익률 향상도 기대됩니다. 투자의견 Buy, 목표주가 51,000 원으로 커버리지를 개시합니다.

## 투자의견 BUY, 목표주가 51,000원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy, 목표주가 51,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS에 Target PER 35배를 적용했으며 목표 배수는 2023년 당시 PER 고점을 기준으로 했다. 고평가에 대한 우려가 있을 수 있다. 하지만 AI/HBM 견고한 수요는 해당 밸류체인 내 기업들에게 프리미엄 부여 요소로 생각한다.

## 2024년 매출 YoY +18.2% OPM 11% 전망

우리는 이수페타시스의 2024년 실적으로 매출 7,980억 원(YoY +18.2%), 영업이익 943억 원(YoY +51.6%, OPM 11.8%)을 전망한다. AI가속기 MLB 수요 증가로 95% 이상의 가동률을 유지하고 있으며, AI가속기 매출 비중도 2022년 9% → 2023년 29%까지 높아졌다. 신 공장은 2H24 가동 예정이며, 증설에 따라 최대 캐파 기준 월매출은 520억 원 → 620억 원까지 늘어난다.

## 관건은 추가 증설과 수익성 향상

현 시점에서 동사의 관건은 1) 추가 증설과 2) 수익성 향상이다. 내년 까지 최대 캐파가 예견된 상황에서 AI가속기 신규고객사 물량과 네트워크사업 턴어라운드 물량 확보를 위해서는 2026년에는 추가 증설이 필요할 것으로 생각한다. 2025년 네트워크 사업의 LSD 성장을 가정하더라도 AI가속기에서 이미 캐파가 다 채워지기 때문이다. 주요 네트워크 팹리스들의 AI 데이터센터전용 800Gbps 스위치 칩 출시로 800Gbps 침투율은 지속 상승할 전망이다. 동사도 2024년 하반기부터 800Gbps 스위치 MLB 양산을 준비하고 있다.

1) AI가속기 제품 Mix 개선 2) 네트워크 턴어라운드 3) 공장 레이아웃 관련 일회성비용 감소에 따라 수익성 향상도 기대된다. 특히 영업단에서 구글(TPU v5e)과 Nvidia(GH200)의 차기모델 물량 증가와 고마진의 네트워크 제품군 수주가 확대되면서 마진 향상이 기대된다.

## 투자의견 Buy, 목표주가 51,000 원

투자의견 Buy, 목표주가 51,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS에 Target PER 35배를 적용했으며 목표 배수는 2023년 당시 PER 고점을 기준으로 했다. 2025년까지 최대가동률이 예상, 실적가시성이 뚜렷하기에 목표주가 산정에 2025년 실적전망치를 적용했다. 2023년 P/E 고점은 35배, 오버슈팅을 고려했더라도 2023년 대비 고객사 다변화와 네트워크의 턴어라운드를 고려했을 때 30배 적용은 타당하다고 판단한다.

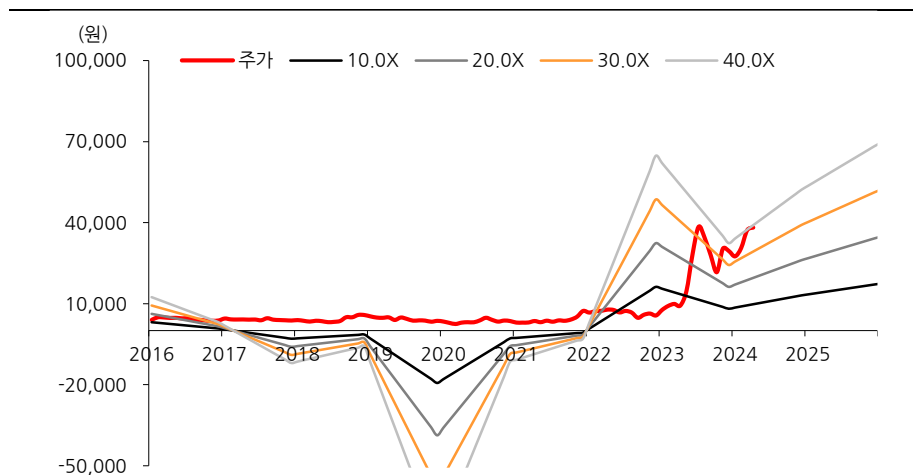
[표1] 이수페타시스 PER 밸류에이션

(단위: 원, 배)

내용	목표주가 산정	비고
EPS	1,482	2025년 예상 EPS
Target P/E	34.6	2023년 P/E 고점
적정주가	51,272	
<b>목표주가</b>	<b>51,000</b>	
현재주가	38,150	4월 26일 종가 기준
<b>상승여력</b>	<b>34%</b>	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 이수페타시스 P/E 밴드 차트



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

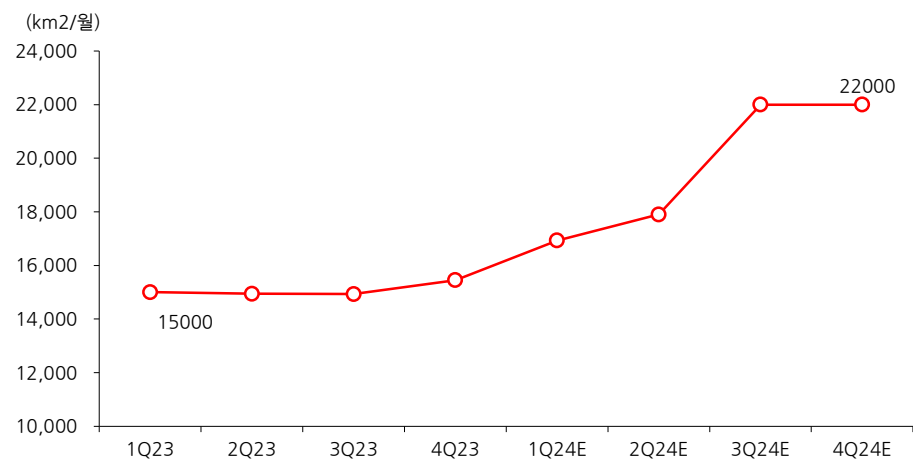
## >> 투자포인트 1

현 캐파 상황 고려시 추가적인 증설이 필요할 것으로 보인다. 2023년 별도 기준 최대캐파 분기 매출은 1,450억 원, 2024년 4분기 신규공장 가동에 따라 분기매출은 1,850억 원 이상이 될 전망이다. 2025년 최대 가동률 기준 네트워크와 서버 등 나머지에서 Flat 성장을 가정 시 AI가속기에서만 3,350억 원을 생산할 경우(YoY +43%) 캐파가 부족하게 된다. 1) AI가속기에서 고객사 확대가 예상되며 2) 서버향 수주도 지속적으로 늘어날 것으로 전망되는데, 3) 네트워크에서의 턴어라운드도 예상되기 때문에 2026년에는 추가 증설에 대한 고민이 필요해보인다

954억 원을 투자해 2022년 착공에 들어간 신규공장은 2024년 3분기 준공, 2024년 4분기부터 최대 캐파를 유지할 것으로 생각된다. 생산량은 월평균 1.5 만m<sup>2</sup>에서 2.2m<sup>2</sup>로 약 47% 늘어날 전망이다.

증설 발표 시 투자자들의 밸류에 대한 고민은 완화될 것으로 생각된다. 전방 산업의 수요에 대한 확신은 있지만 동사의 캐파한계에 따른 이익 업사이드와 그에 따른 밸류에이션 부담에 고민이 많은 것은 사실이다. 추가 증설 발표는 이러한 고민을 불식시키고 주가 상방을 높이는 요인으로 생각한다.

[그림2] 이수페타시스 Capa 확장 추이



자료: 이수페타시스, 한화투자증권 리서치센터

## >> 투자포인트 2

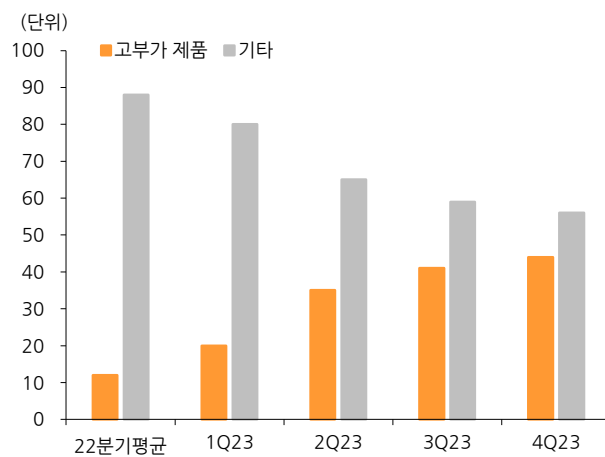
1) AI가속기 제품 Mix 개선 2) 네트워크 턴어라운드 3) 공장 레이아웃 관련 일회성비용 감소에 따른 수익성 향상도 기대된다.

구글향 고부가 AI가속기 매출 비중이 상승하면서 2022년 평균 12%에 불과했던 고부가 제품 비중은 2023년 41%까지 상승했는데, 글로벌 빅테크를 대상으로 주도적인 제품 mix 조절이 가능하다는 점을 증명한 바 있다. 구글(TPU v5e)과 Nvidia(GH200)의 차기모델에 대한 납품도 준비 중이기 때문에 ASP 상승과 고마진 제품 비중 증가 효과를 동시에 누릴 수 있을 것으로 생각한다.

2022년 18%의 영업이익을 달성할 수 있었던 가장 큰 요인은 네트워크 부문의 매출비중이 72%였기 때문이다. 2023년 네트워크 매출은 약 3,300억 원으로 2022년 대비 8% 하락했다. AI가속기 대비 네트워크용 PCB가 고마진 제품인데, 2024년부터는 네트워크 쪽에서의 턴어라운드도 기대된다. 작년 초 800Gbps 전송속도를 지원하는 Broadcom의 스위칭 chip ‘Tomahawk 5’를 시작으로 800Gbps를 지원하는 경쟁 칩들이 작년과 올해 출시되기 시작했다. 2024년 하반기부터 데이터센터용 800Gbps 양산 매출 시작으로 네트워크에서의 매출 확대가 기대되며 2024년 두 자리 수 영업이익률을 전망한다.

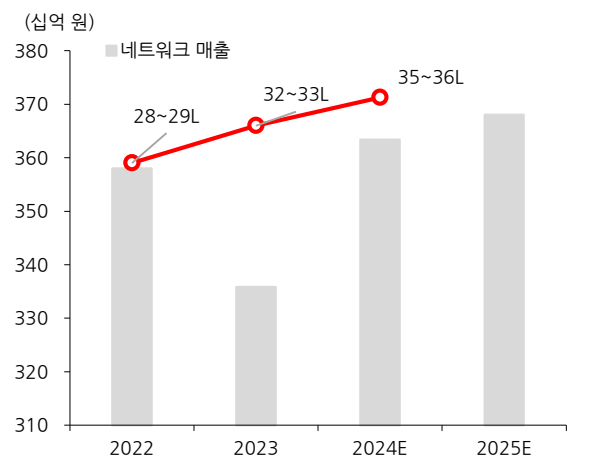
2023년에는 기존공장 레이아웃 작업에 따른 일회성 비용이 반영되며 수익성을 저해했다. 기존설비의 공정 과정에 패던도금, 판넬도금, Cu-fill 등 신규 공정이 추가되면서 일회성 비용이 반영됐으며 2024년 하반기부터는 해당 이슈는 해소될 것으로 보인다.

[그림3] Google 가속기 내 고부가 제품 비중



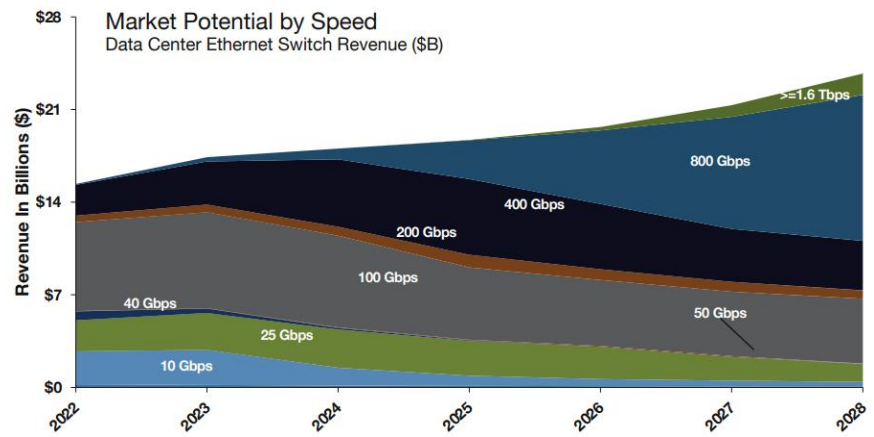
자료: 이수페타시스, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 네트워크 매출 및 PCB Layer 변화 추이 및 전망



자료: 이수페타시스, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림5] 속도별 데이터센터 이더넷 스위치 시장 전망



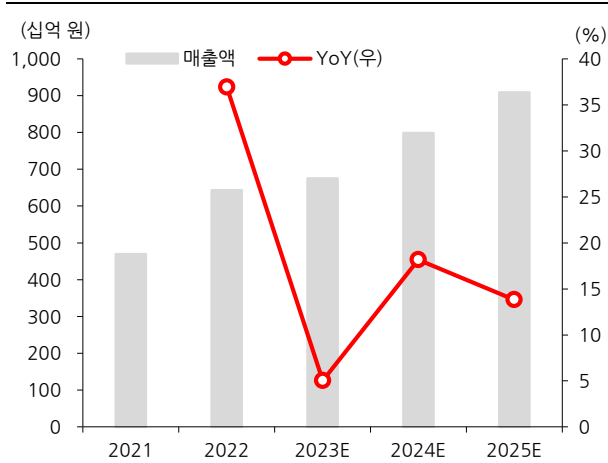
자료: Dell'Oro, 한화투자증권 리서치센터

## &gt;&gt; 실적 전망

동사의 2024년, 2025년 연결 기준 매출을 각각 7,980억 원(YoY +18.2%), 9,082억 원(YoY + 13.8%)으로 전망한다. AI 가속기와 서버향 수주 증가세는 적어도 2025년까지 지속될 것이며, 2024년부터는 네트워크부문도 턴어라운드하면서 업종 내 차별화 된 성장세를 유지할 것으로 예상된다. 수익성은 설비 레이아웃 비용 정상화, 신규제품 수율 개선, 고마진 제품 비중 상승으로 매출원가율 개선(17% → 19%)이 예상된다.

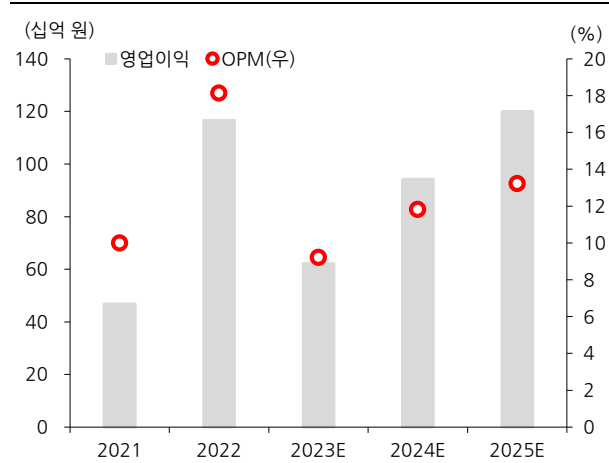
구글향 고부가 AI가속기 매출 비중이 상승하면서 2022년 평균 12%에 불과했던 고부가 제품의 비중은 2023년 41%까지 상승했는데, 글로벌 빅테크를 상대로 주도적인 제품 mix 조절이 가능하다는 것을 증명했다. 구글(TPU v5e)과 Nvidia(GH200)의 차기모델에 대한 납품도 준비 중이기 때문에 ASP 상승과 고마진 제품 비중 증가 효과를 동시에 누릴 수 있을 것으로 생각한다.

[그림6] 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 이수페타시스, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림7] 연간 영업이익/OPM 추이 및 전망



자료: 이수페타시스, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표2] 이수페타시스 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출(연결)	172	164	166	173	178	187	212	221	643	675	798	908
YoY(%)	22.4	-1.4	-2.6	4.6	3.6	14.2	27.4	27.5	36.9	5.0	18.2	13.8
매출(페타시스 별도)	142	144	146	148	146	159	178	189	497	579	673	775
YoY(%)	31.1	10.1	12.5	14.6	2.8	11.1	22.5	27.8	36.8	16.5	16.2	15.2
영업이익	20	18	13	11	20	22	25	26	117	62	94	120
YoY(%)	6.9	-44.9	-61.6	-65.1	1.2	23.0	91.8	147.1	148.8	-46.7	51.6	27.3
영업이익률(%)	11.7	11.2	7.9	6.1	11.5	12.0	11.9	11.8	18.1	9.2	11.8	13.2
당기순이익(지배)	16	16	8	8	16	15	22	16	102	48	70	94
YoY(%)	11.1	-54.4	-74.5	-62.7	0.8	-1.5	168.0	99.7	흑전	-53.4	45.8	34.7
당기순이익률(%)	9.1	9.5	4.9	4.7	8.9	8.2	10.4	7.4	15.9	7.1	8.7	10.3

자료: 이수페타시스, 한화투자증권 리서치센터 추정

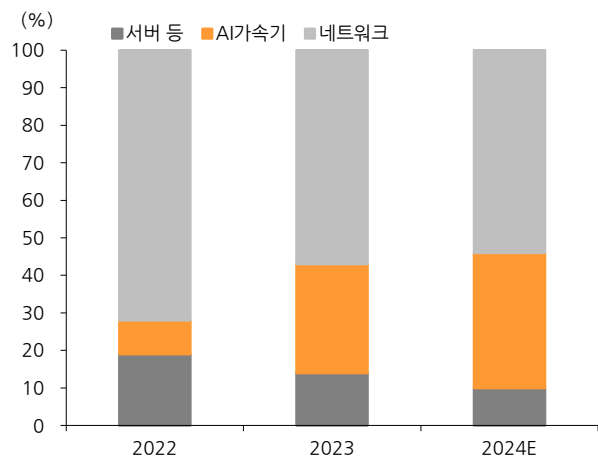
## >> 기업개요

이수페타시스는 PCB 중에서도 고밀도, 고주파가 요구되는 H/W에 사용되는 초고다층 PCB를 생산하는 기업이다. 주요 생산 제품은 네트워크장비, 서버, AI가속기용 PCB며, 2023년 기준 매출 비중은 네트워크가 57%, AI가속기가 29%, 나머지로 구성돼 있다.

네트워크용은 라우터/스위치/Backplane이 주요 제품이며, 스위치의 경우 데이터센터 내에서 장치 간의 연결과 데이터 패킷을 송수신하는 역할을 하기에 중요도가 높아지고 있다. 네트워크 PCB의 주요 고객은 Cisco, Nokia, Juniper 등 통신 H/W기업들이며, Broadcom, Marvell의 신규 스위치 칩셋 출시에 따른 교체수요에 동사의 실적도 영향을 받는 편이다.

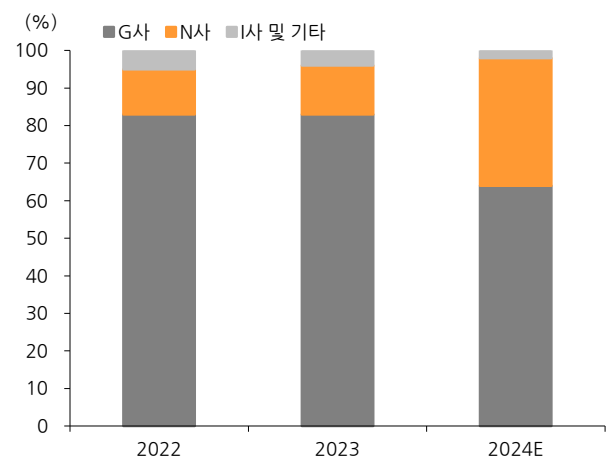
AI가속기용 제품은 구글의 TPU, NVIDIA의 H100 등의 기반이 되는 고다층 기판이다. 네트워크용에 비해서 층수가 낮지만, 동사의 수주금액 상승을 견인 중인 핵심제품이다. 2023년 기준 AI가속기 매출은 전체 매출의 29%를 차지하며, 구글과 엔비디아, 인텔 등을 고객사로 보유하고 있다. 현재 구글과 엔비디아의 매출 비중이 각 83%, 13%며, 마이크로소프트, AMD와도 양산을 위한 샘플 모델 테스트를 진행 중이다.

[그림8] 이수페타시스 주요 제품별 매출 비중 추이 및 전망



자료: 이수페타시스, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] AI가속기 고객사별 매출 비중



자료: 이수페타시스, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	470	643	675	798	908
매출총이익	85	164	116	155	191
영업이익	47	117	62	94	120
EBITDA	64	130	78	116	148
순이자손익	-7	-8	-8	-10	-10
외화관련손익	5	4	3	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	43	108	55	88	119
당기순이익	-4	102	48	70	94
지배주주순이익	-4	102	48	70	94
증가율(%)					
매출액	19.4	36.9	5.0	18.2	13.8
영업이익	266.6	148.8	-46.7	51.6	27.3
EBITDA	80.8	101.5	-40.2	49.7	27.2
순이익	적지	흑전	-53.4	45.8	34.7
이익률(%)					
매출총이익률	18.2	25.5	17.2	19.4	21.0
영업이익률	10.0	18.1	9.2	11.8	13.2
EBITDA 이익률	13.7	20.2	11.5	14.5	16.2
세전이익률	9.2	16.8	8.1	11.0	13.1
순이익률	-0.8	15.9	7.1	8.7	10.3

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	4	30	52	27	99
당기순이익	-4	102	48	70	94
자산상각비	17	13	15	22	28
운전자본증감	-38	-90	-23	-64	-22
매출채권 감소(증가)	-18	-36	-5	-42	-16
재고자산 감소(증가)	-17	-56	-9	-45	-18
매입채무 증가(감소)	23	21	3	23	11
투자현금흐름	-23	-12	-61	-80	-91
유형자산처분(취득)	-7	-30	-53	-78	-89
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-31	24	4	0	0
재무현금흐름	62	-17	10	-6	-6
차입금의 증가(감소)	-6	-19	18	0	0
자본의 증가(감소)	68	0	-6	-6	-6
배당금의 지급	0	0	-6	-6	-6
총현금흐름	54	140	87	91	121
(-)운전자본증가(감소)	42	39	-2	64	22
(-)설비투자	16	40	66	78	89
(+)자산매각	10	10	12	-1	-1
Free Cash Flow	6	71	35	-51	10
(-)기타투자	-19	57	36	2	2
잉여현금	25	14	-2	-53	8
NOPLAT	34	109	54	74	95
(+) Dep	17	13	15	22	28
(-)운전자본투자	42	39	-2	64	22
(-)Capex	16	40	66	78	89
OpFCF	-6	42	5	-46	12

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	310	374	384	412	448
현금성자산	45	50	49	-10	-8
매출채권	118	147	152	194	209
재고자산	111	167	176	221	239
비유동자산	139	172	243	301	364
투자자산	25	38	46	48	49
유형자산	111	132	192	249	310
무형자산	3	3	4	5	5
자산총계	450	546	626	713	812
유동부채	298	286	291	314	325
매입채무	80	105	109	132	143
유동성이자부채	204	173	165	165	165
비유동부채	26	38	69	69	69
비유동이자부채	21	34	64	64	64
부채총계	324	324	360	383	394
자본금	63	63	63	63	63
자본잉여금	64	81	81	81	81
이익잉여금	-5	77	114	178	265
자본조정	4	2	8	8	8
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	125	222	267	330	417

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	-57	1,620	755	1,100	1,482
BPS	1,984	3,515	4,218	5,218	6,600
DPS	0	100	100	100	100
CFPS	861	2,220	1,378	1,446	1,918
ROA(%)	-0.9	20.6	8.1	10.4	12.3
ROE(%)	-3.8	58.9	19.5	23.3	25.1
ROIC(%)	11.8	32.0	13.3	14.8	15.7
Multiples(x, %)					
PER	-128.3	3.5	39.0	34.7	25.7
PBR	3.7	1.6	7.0	7.3	5.8
PSR	1.0	0.6	2.8	3.0	2.7
PCR	8.5	2.5	21.4	26.4	19.9
EV/EBITDA	10.0	4.0	26.4	22.9	18.0
배당수익률	n/a	1.8	0.3	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	258.3	145.6	134.8	116.1	94.5
Net debt/Equity	143.7	70.6	67.7	72.7	57.0
Net debt/EBITDA	280.3	121.0	233.1	206.8	161.3
유동비율	104.0	130.7	132.1	131.3	137.7
이자보상배율(배)	6.3	13.8	5.4	7.1	9.0
자산구조(%)					
투하자본	81.3	81.1	82.2	93.8	94.0
현금+투자자산	18.7	18.9	17.8	6.2	6.0
자본구조(%)					
차입금	64.2	48.2	46.3	41.0	35.5
자기자본	35.8	51.8	53.7	59.0	64.5



## [ Compliance Notice ]

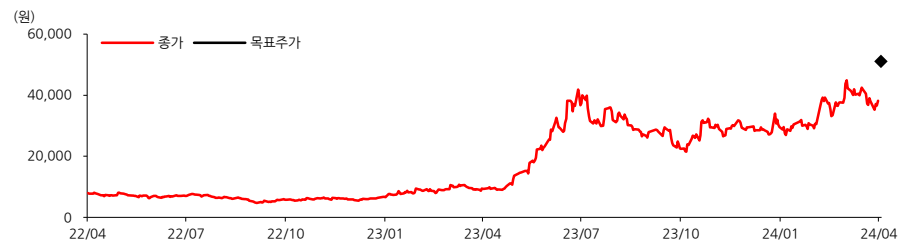
(공표일: 2024년 4월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (유영술)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ 이수페타시스 주가와 목표주가 추이 ]



## [ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2024.04.29	2024.04.29				
투자의견	담당자변경	Buy				
목표가격	유영술	51,000				

## [ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.04.29	Buy	51,000		

## [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

## [ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2024년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%