

이수페타시스 (007660/KS)

MLB 는 미중분쟁 환경에서 쇼티지 심화

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 59,000 원(상향)
현재주가: 32,900 원
상승여력: 79.3%



Analyst
박형우

hyungwou@sks.co.kr
3773-9035



Analyst
권민준

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

Company Data

발행주식수	7,341 만주
시가총액	2,081 십억원
주요주주	
이수(외5)	25.88%
국민연금공단	10.68%

Stock Data

주가(25/04/17)	32,900 원
KOSPI	2,470.41pt
52주 최고가	57,087 원
52주 최저가	20,520 원
60일 평균 거래대금	86 십억원

주가 및 상대수익률



1Q 실적 서프 예상 : 믹스개선 (AI 만큼 좋은 네트워크)

1 분기 영업이익은 372 억원(+62%, 이하 YoY)으로 호실적이 전망된다. ① 글로벌 플랫폼 고객사로 공급되는 고다층 네트워크장비 기판 공급 비중이 늘기 때문이다. 네트워크장비 기판은 AI 기판보다 공급단가가 최대 100% 이상 높다. 여전히 400G 제품군 중심이고 향후 800G 제품군 비중이 상승한다. ASP 는 높아진다. ② 다중적층 기판 (하이브리드 기판: MLB + HDI) 양산이 시작됐다. 일시적 생산성 훼손으로 1분기에 일회성비용 반영이 예상된다. 그럼에도 본업의 상황이 매우 좋다. 실적 서프가 기대된다. 당사 실적 추정치를 상회할 가능성이 높다. 2 분기에도 실적 서프가 예상된다.

2025년 전망: 가격 상승 사이클 (단가 인상 동향)

2025년 영업이익은 1,757 억원(+69%)으로 예상한다. ASP 상승세를 고려하면 보수적인 전망치다. ASP 는 23년 말 (스퀘어미터당) 319 만원에서 24년 말 400 만원으로 상승했다. 올해 말에는 500 만원대에 임박할 것이다. ① 믹스 개선: 공급단가가 높은 네트워크장비 수주가 늘었다. ② 다중적층기판 업그레이드: 메인보드가 MLB 에서 다중적층기판으로 바뀌고 있다. ASP 가 2~3 배 높다. ③ 신규 플랫폼 고객사는 기존 대비 대폭 높은 가격을 수용하며 기판 공급을 요청했다.

목표주가 59,000 원으로 상향. 미중분쟁으로 기판 쇼티지 심화

구조적 호황은 매크로 수요 우려와 무역분쟁에도 지속될 전망이다. ① MLB 뿐 아니라 다중적층도 쇼티지 상황이다. 다중적층기판 캐파는 MLB 에서 전환 시 (적층, 도금, 외층, VIA 공정 합산) 40%로 축소된다. 현재 다중적층 캐파 비중은 전체의 6%에 불과하다. ② 공급자 우위 환경이다. AI 반도체 고객사는 다중적층 기판의 공급부족과 생산성을 이유로 차기 AI 제품에서의 기판 설계를 변경하고 있다. ③ 무역분쟁 반사수혜주다. 미중분쟁은 MLB 와 다중적층기판 산업에 호재다. 경쟁사들 대다수의 주요 생산 거점이 중국이기 때문이다. 매크로 우려에도 쇼티지가 심화된다. 현재 고객사들의 요구사항은 캐파배정과 납기준수다. 원할한 기판 조달을 위해 가격인상을 수용하기 시작했다

영업실적 및 투자지표

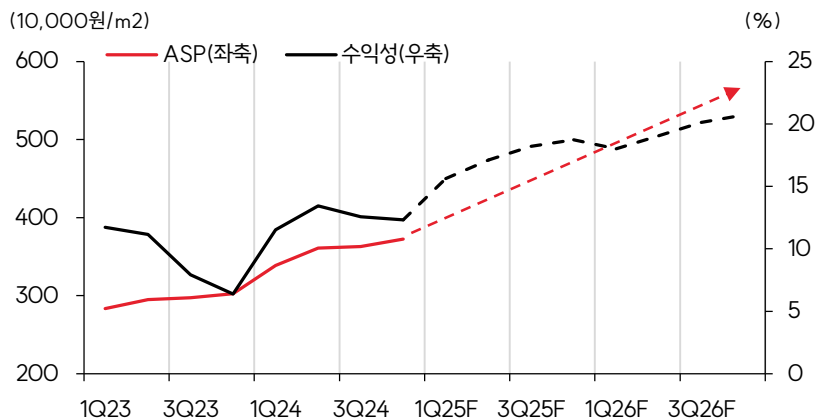
구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	643	675	837	1,006	1,154	1,324
영업이익	십억원	117	62	102	176	225	259
순이익(지배주주)	십억원	102	48	74	139	184	208
EPS	원	1,513	719	1,116	1,898	2,508	2,839
PER	배	3.6	39.8	23.8	17.3	13.1	11.6
PBR	배	1.6	7.1	5.4	5.3	3.8	2.9
EV/EBITDA	배	3.9	26.4	15.1	10.7	8.1	6.9
ROE	%	58.9	19.5	24.9	35.5	33.8	28.6

이수페타시스 판가 추이



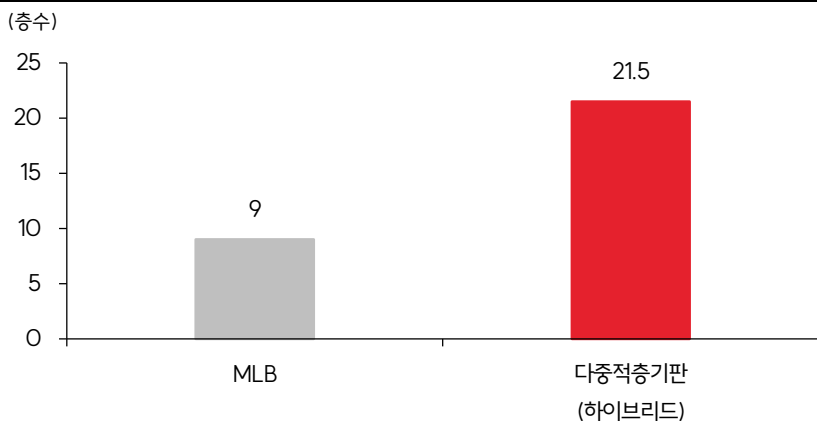
자료: Dart, SK 증권

이수페타시스 판가 vs 수익성 추이 및 전망



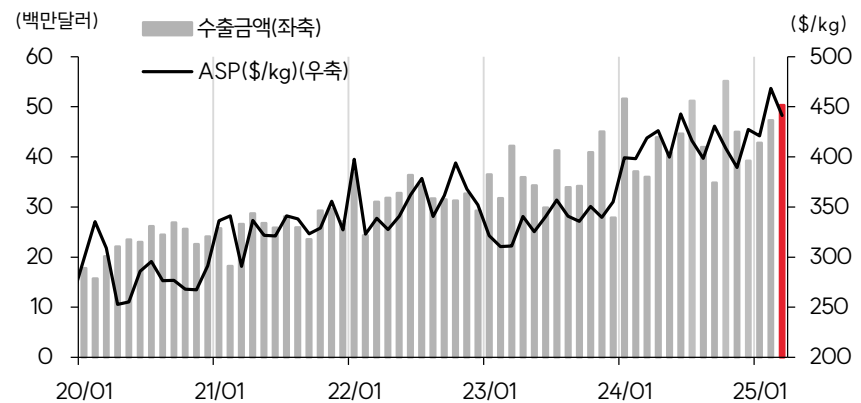
자료: SK 증권 / 미래 수치는 전망치

이수페타시스 기판별 공정수 차이



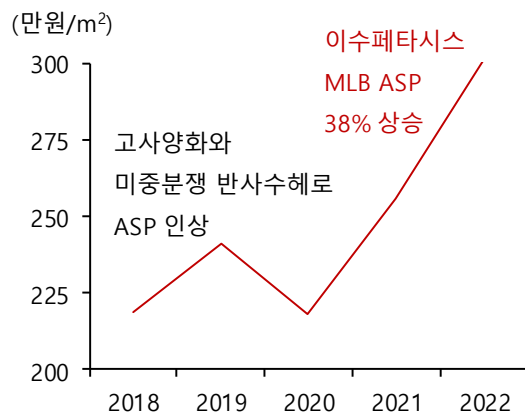
자료: SK 증권 / 주: 적층, 도금, 외층, VIA 공정 기준

MLB 기판 수출 실적 추이 (대구 달성군)



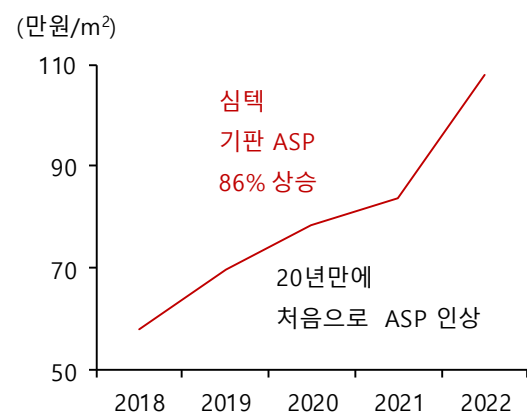
자료: Trass, SK 증권

이수페타시스 메인보드 ASP: 가격 상승 사이클 (20~22년)



자료: Dart, SK 증권

심텍 기판 ASP: 가격 상승 사이클 (18~22년)



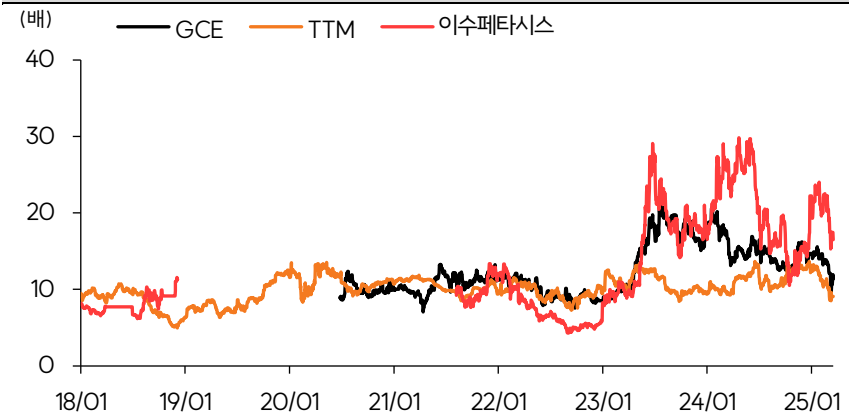
자료: Dart, SK 증권

이수페타시스 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	199.6	204.7	206.4	226.1	238.1	247.6	255.5	265.3	675.3	836.9	1006.4
YoY (%)	16.1	25.0	24.2	30.5	19.3	20.9	23.8	17.3	4.9	23.9	20.3
페타시스	168.4	174.2	181.6	194.5	203.5	214.0	222.6	232.4	579.0	718.7	872.5
미주법인	9.9	8.6	4.6	5.2	6.7	6.0	5.3	5.5	35.6	28.3	23.5
후난	36.8	37.2	33.8	44.6	43.0	43.4	43.9	44.3	121.9	152.4	174.6
본사 내 제품별 매출	168.4	174.2	181.6	194.5	197.1	204.5	213.0	222.3	579.0	718.7	836.9
유선 통신장비	64.0	62.7	61.7	50.6	63.2	69.5	76.5	84.1	316.1	239.0	293.4
데이터센터	101.0	109.7	118.0	140.0	131.1	132.4	133.7	135.1	251.6	468.9	532.3
서버	33.7	31.4	30.9	46.7	32.8	33.1	33.4	33.8	90.1	142.6	133.1
AI	67.4	78.4	87.2	93.4	98.3	99.3	100.3	101.3	161.5	326.3	399.2
무선 통신장비	3.4	1.7	1.8	3.9	2.8	2.6	2.8	3.1	11.3	10.8	11.3
Operating Income	23.0	27.5	25.9	27.8	37.2	42.4	46.5	49.7	62.6	104.2	175.7
페타시스	16.5	23.7	20.2	20.4	29.5	34.2	37.8	41.8	50.2	80.8	143.4
미주법인	0.6	(1.0)	2.2	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5	(3.8)	4.5	10.0
후난	5.8	5.1	3.4	4.1	5.2	5.6	6.1	5.3	15.2	18.4	22.3
OPM, 전사 (%)	12	13	13	12	16	17	18	19	9	12	17
페타시스	10	14	11	10	15	16	17	18	9	11	16
미주법인	6	-12	48	52	37	42	47	45	-11	16	42
후난	16	14	10	9	12	13	14	12	12	12	13

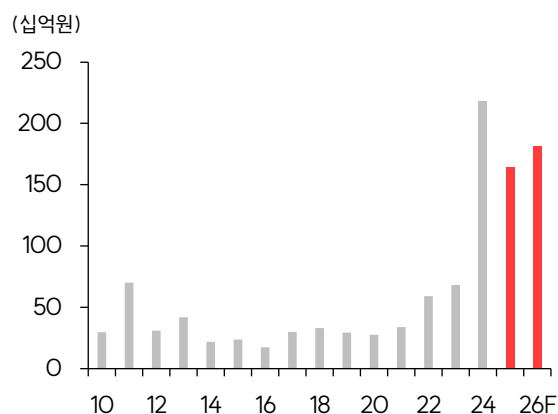
자료: Dart, SK 증권

이수페타시스 및 주요 경쟁사 12MF PER 추이



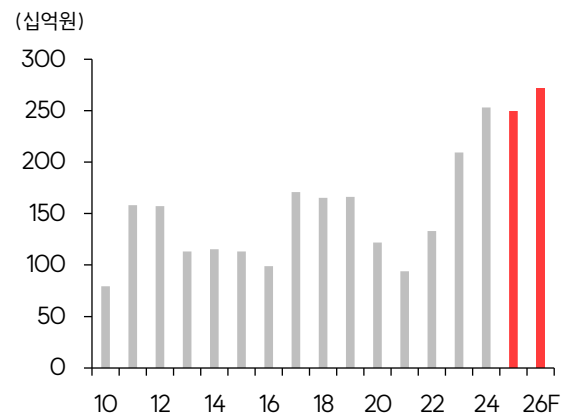
자료: Bloomberg, SK 증권

Gold Circuit Electronics, 연간 CAPEX 추이



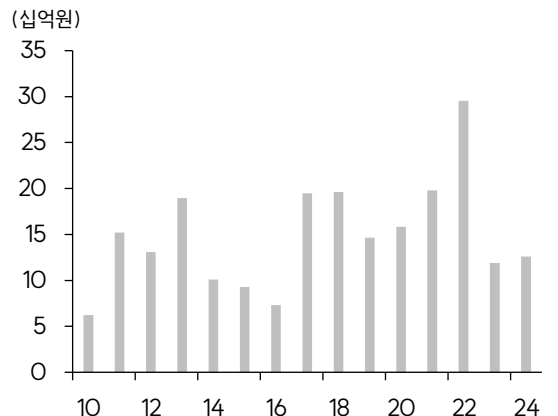
자료: Bloomberg, SK 증권 / 주:25, 26년은 컨센서스

TTM Technologies, 연간 CAPEX 추이



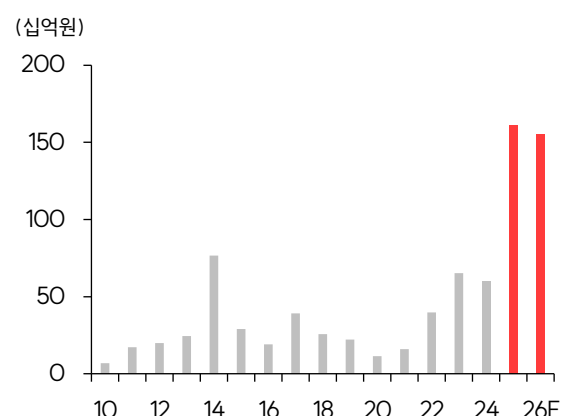
자료: Bloomberg, SK 증권 / 주:25, 26년은 컨센서스

WUS, 연간 CAPEX 추이



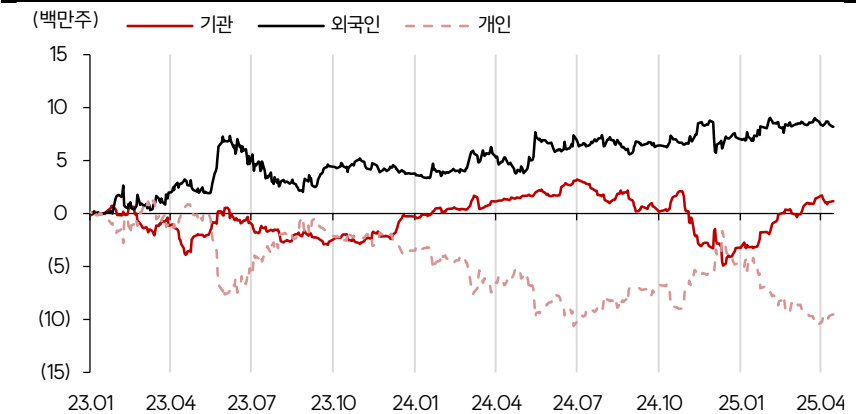
자료: Bloomberg, SK 증권

이수페타시스, 연간 CAPEX 추이



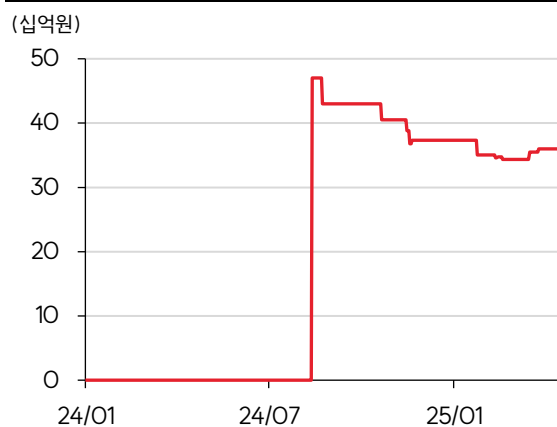
자료: Bloomberg, SK 증권 / 주:25, 26년은 컨센서스

이수페타시스 투자자별 누적순매수 추이(2023~)



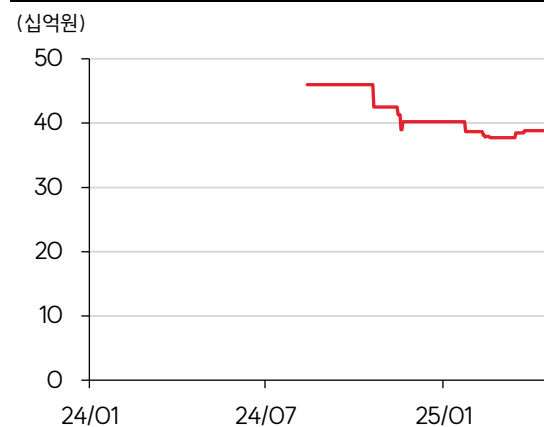
자료: Bloomberg, SK 증권

이수페타시스 1Q25F 영업이익 컨센서스 추이



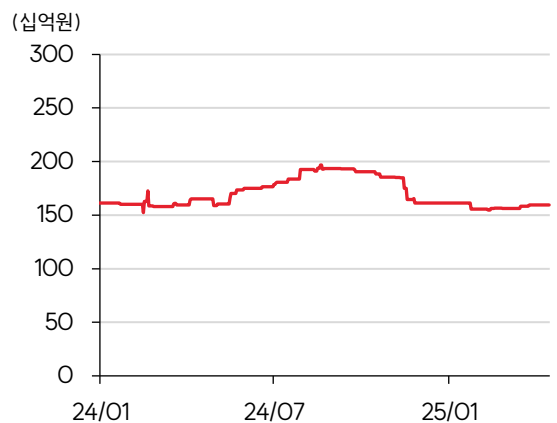
자료: QuantiWise, SK 증권

이수페타시스 2Q25F 영업이익 컨센서스 추이



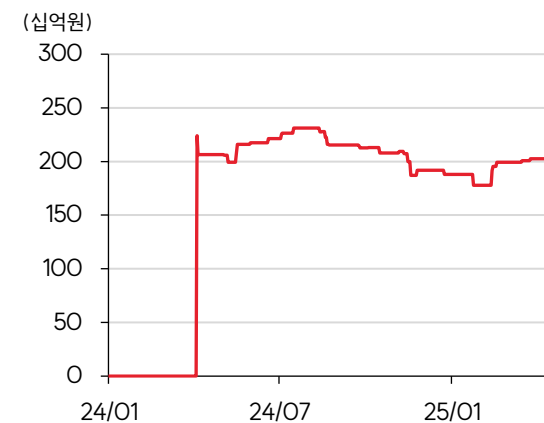
자료: QuantiWise, SK 증권

이수페타시스 2025F 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

이수페타시스 2026F 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

이수페타시스 목표주가 밸류에이션 분석

	2025F	비고
목표 주가	59,000 원	
25F EPS	1,898 원	유증 신규발행(기존주식수 대비 16%)를 고려한 25F EPS
목표 PER	31.6 배	과거 2년(23~24년) 평균 PER 30 배
주당 가치	59,906 원	

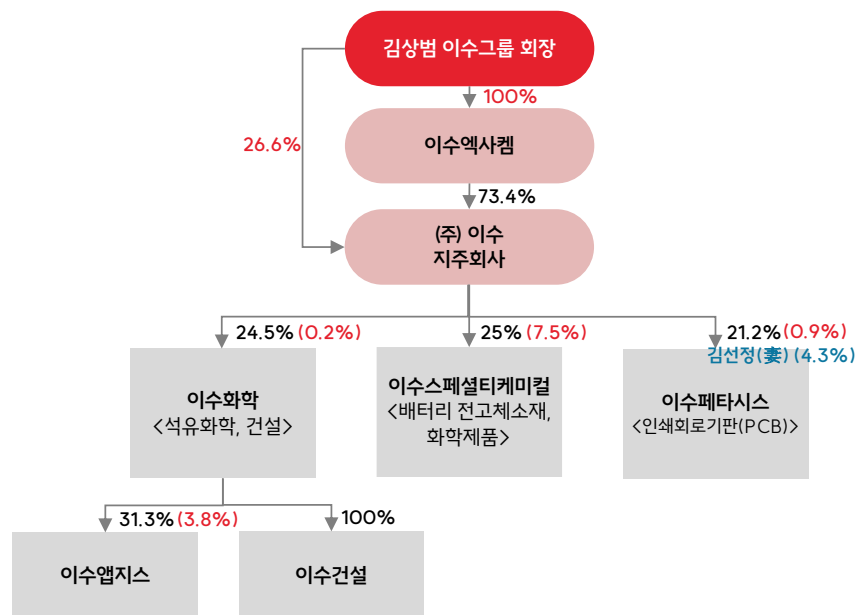
자료: SK 증권 추정

이수페타시스 실적추정 변경표

구분	변경전		변경후		변경율 (%)	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	1,004	1,093	1,006	1,154	0.2	5.6
영업이익	146	217	176	225	20.5	3.7
순이익	129	177	139	184	7.8	4.0
OPM (%)	14.5	19.9	17.5	19.5	-	-
NPM	12.8	16.2	13.8	15.9	-	-

자료: SK 증권 추정

이수페타시스 계열사 구조도



자료: Dart, SK 증권

MLB 기업군 Peer Valuation Table

기업명	국가명	시총 (백만\$)	2024						2025E					
			PER	PBR	EV/ EBITDA	ROE	OPM	NPM	PER	PBR	EV/ EBITDA	ROE	OPM	NPM
이수페타시스	한국	1,413	26.5	6.0	17.0	25.4	12.6	9.1	17.7	4.0	11.5	28.3	15.9	12.1
Shennan	중국	7,378	26.9	3.6	16.1	13.8	12.1	11.4	22.3	3.2	13.9	15.1	12.2	11.6
Shengyi Elec.	중국	2,703	63.6	4.7	25.8	7.5	7.9	6.8	23.6	4.1	18.6	17.9	14.2	12.4
Kinwong	중국	3,439	20.2	2.2	-	11.5	11.0	9.7	16.5	2.0	-	12.8	11.5	10.1
TTM	미국/중국	1,913	11.8	1.2	6.8	-	9.2	6.8	9.4	1.2	6.1	-	10.2	8.1
WUS	대만/중국	201	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GCE	대만	2,768	15.6	4.4	9.5	31.0	21.5	14.5	12.2	3.5	7.1	31.3	22.4	15.3
Tripod	대만	2,781	10.9	1.8	4.7	18.1	14.6	12.7	9.5	1.7	4.2	18.6	15.8	13.3
Kyocera	일본	17,293	21.4	0.7	10.3	3.6	5.1	5.5	57.1	0.7	13.8	1.4	2.0	2.1
대덕전자	한국	494	24.4	0.8	3.5	3.4	3.0	3.3	13.4	0.8	3.2	5.9	3.8	4.9
아비코전자	한국	45	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

자료: Bloomberg, SK 증권

MLB 고객사군 Peer Valuation Table

기업명	국가명	시총 (백만\$)	2024						2025E					
			PER	PBR	EV/ EBITDA	ROE	OPM	NPM	PER	PBR	EV/ EBITDA	ROE	OPM	NPM
Arista	미국	92,314	33.4	9.5	25.7	30.9	47.0	40.3	29.6	7.1	22.6	26.3	44.2	38.5
Cisco	미국	227,558	15.4	5.0	12.0	32.3	34.1	28.0	15.4	4.9	11.2	33.0	34.0	26.3
Juniper	미국	11,552	21.0	2.4	13.7	12.7	13.9	10.9	16.9	2.3	11.0	14.2	16.2	13.0
Nokia	핀란드	28,824	14.0	1.2	6.6	7.5	12.5	9.4	14.4	1.1	7.1	7.3	10.4	8.3
삼성전자	한국	226,604	11.1	1.0	3.2	8.8	11.4	10.8	11.2	0.9	3.0	8.0	10.9	9.7
Ericsson	스웨덴	27,046	13.6	2.9	6.6	8.4	4.6	6.7	12.9	2.6	6.5	21.6	11.5	7.8
GM Delta	미국	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Google	미국	1,919,466	19.2	5.8	12.8	31.6	37.4	34.9	17.4	4.7	11.8	29.4	38.8	34.5
Microsoft	미국	2,867,510	32.7	10.7	22.1	35.9	44.4	36.0	29.3	8.5	18.9	31.0	44.7	35.5

자료: Bloomberg, SK 증권

국내 기관 관련주 Table

주력제품	업체	시가총액 (십억원)	2024				2025E			
			매출액	영업이익	순이익	PER	매출액	영업이익	순이익	PER
PKG Subs.	심텍	541	1,210	(52)	(43)	(12.7)	1,298	5	(1)	(415.8)
PKG Subs.	대덕전자	713	902	23	26	28.5	957	35	40	18.6
L.F.	해성디에스	413	608	63	50	8.3	634	62	57	7.3
FPCB	비에이치	427	1,756	109	92	4.7	1,804	105	93	4.6
PKG Subs.	코리아써킷	237	1,401	(30)	(40)	(6.8)	1,480	67	44	6.3
FPCB	인터플렉스	193	0	0	0	0.0	486	32	29	6.8
HDI	티엘비	187	178	5	4	44.6	208	16	14	13.8
MLB	이수페타시스	2,081	832	106	79	27.5	1,007	160	123	19.1

자료: QuantiWise, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	384	523	659	790	1,059
현금및현금성자산	48	80	135	189	321
매출채권 및 기타채권	152	229	269	309	355
재고자산	176	187	219	253	290
비유동자산	243	267	280	294	273
장기금융자산	34	29	33	37	41
유형자산	192	202	208	218	192
무형자산	4	7	7	6	5
자산총계	626	790	940	1,084	1,332
유동부채	291	377	400	374	426
단기금융부채	165	180	171	112	129
매입채무 및 기타채무	98	157	200	231	265
단기충당부채	5	9	10	12	13
비유동부채	69	85	82	79	76
장기금융부채	64	77	73	69	69
장기매입채무 및 기타채무	3	4	4	4	4
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	360	463	482	453	503
지배주주지분	267	328	457	631	829
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	114	172	302	476	674
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	267	328	457	631	829
부채와자본총계	626	790	940	1,084	1,332

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	52	85	129	174	189
당기순이익(손실)	48	74	139	184	208
비현금성항목등	39	75	67	73	77
유형자산감가상각비	15	24	29	30	25
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타	24	51	37	43	51
운전자본감소(증가)	-23	-48	-40	-41	-46
매출채권및기타채권의감소(증가)	-5	-68	-40	-41	-46
재고자산의감소(증가)	-9	-13	-32	-33	-37
매입채무및기타채무의증가(감소)	3	55	30	31	34
기타	-14	-25	-68	-83	-98
법인세납부	-3	-8	-31	-40	-47
투자활동현금흐름	-61	-63	-42	-44	-5
금융자산의감소(증가)	4	-0	-0	-0	-0
유형자산의감소(증가)	-63	-46	-35	-40	0
무형자산의감소(증가)	-1	-2	0	0	0
기타	-2	-14	-7	-4	-5
재무활동현금흐름	10	3	-22	-73	6
단기금융부채의증가(감소)	-23	-5	-9	-59	17
장기금융부채의증가(감소)	41	14	-4	-4	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-6	-6	-9	-10	-10
기타	-2	0	-0	0	-0
현금의 증가(감소)	2	32	55	54	132
기초현금	46	48	80	135	189
기말현금	48	80	135	189	321
FCF	-10	39	94	134	189

자료 : 이수페타시스, SK증권

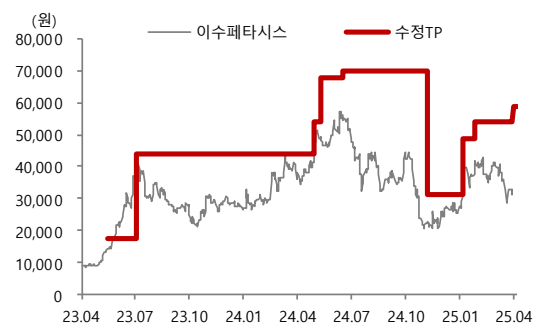
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	675	837	1,006	1,154	1,324
매출원가	559	680	759	842	966
매출총이익	116	157	247	312	358
매출총이익률(%)	17.2	18.7	24.5	27.0	27.0
판매비와 관리비	54	55	71	87	99
영업이익	62	102	176	225	259
영업이익률(%)	9.2	12.2	17.5	19.5	19.6
비영업손익	-8	-10	-6	-1	-4
순금융손익	-9	-9	-7	-3	-4
외환관련손익	3	12	0	0	0
관계기업등 투자손익	-0	-0	0	0	0
세전계속사업이익	55	92	170	225	256
세전계속사업이익률(%)	8.1	11.0	16.9	19.5	19.3
계속사업법인세	7	18	31	40	47
계속사업이익	48	74	139	184	208
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	48	74	139	184	208
순이익률(%)	7.1	8.8	13.9	16.0	15.7
지배주주	48	74	139	184	208
지배주주귀속 순이익률(%)	7.1	8.8	13.8	16.0	15.7
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	51	67	139	184	208
지배주주	51	67	139	184	208
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	78	126	205	256	285

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	50	23.9	20.3	14.7	14.7
영업이익	-46.7	63.9	72.5	28.2	15.0
세전계속사업이익	-49.3	68.0	85.1	32.1	13.8
EBITDA	-40.2	62.8	62.5	24.7	11.4
EPS	-52.4	55.1	70.1	32.1	13.2
수익성 (%)					
ROA	8.1	10.5	16.1	18.2	17.3
ROE	19.5	24.9	35.5	33.8	28.6
EBITDA마진	11.5	15.1	20.4	22.2	21.5
안정성 (%)					
유동비율	132.1	138.5	164.8	211.5	248.4
부채비율	134.8	141.2	105.4	71.8	60.6
순차입금/자기자본	67.5	53.7	23.7	-1.3	-15.0
EBITDA/이자비용(배)	6.7	10.8	17.3	26.0	47.3
배당성향	13.3	12.8	7.5	5.7	5.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	719	1,116	1,898	2,508	2,839
BPS	4,022	4,938	6,231	8,596	11,292
CFPS	951	1,483	2,298	2,925	3,192
주당 현금배당금	95	143	143	143	143
Valuation지표 (배)					
PER	39.8	23.8	17.3	13.1	11.6
PBR	7.1	5.4	5.3	3.8	2.9
PCR	30.1	17.9	14.3	11.2	10.3
EV/EBITDA	26.4	15.1	10.7	8.1	6.9
배당수익률	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.04.18	매수	59,000원	6개월		
2025.02.13	매수	53,975원	6개월	-31.01%	-20.70%
2025.01.24	매수	48,626원	6개월	-24.23%	-18.60%
2024.11.25	매수	31,121원	6개월	-18.74%	-0.16%
2024.07.04	매수	70,021원	6개월	-44.99%	-21.25%
2024.05.27	매수	68,076원	6개월	-26.09%	-16.14%
2024.05.16	매수	53,975원	6개월	-7.42%	-4.50%
2023.07.20	매수	43,763원	6개월	-28.69%	-0.22%
2023.05.31	매수	17,505원	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 (2025년 04월 18일 기준)

매수	97.52%	중립	2.48%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------