

이수페타시스 (007660.KS)

적층의 힘

기판 고사양화 추세에 힘입어 다중적층 공법 적용된 제품 수요 가파르게 올라오는 중. 공법 특성상 발생하는 Capa loss는 공급 제약을 일으켜 동시에 우호적인 환경을 지속시킬 것

Analyst 황지현
02)768-7774, jh.whang@nhqv.com

※ESG Index/Event는 22페이지 참조

다중적층이 가져다주는 우위

투자의견 Buy 유지, 목표주가 91,000원으로 상향. 실적 기준점을 12MF에서 2026년 EPS로 변경한 것에 기인. 다중적층 공법 적용된 ASIC 및 800G 기판이 본격화되는 시점이 내년이기에 이와 같은 변경은 타당하다고 판단

기판 고사양화 추세에 힘입어 기판을 여러 번 쌓는 다중적층 제품에 대한 수요 여전히 강세. 순차적 증설 통해 다중적층 제품 비중 1H26 20%→2H26 50%→'27년 말 70%로 확대될 예정. 다중적층 기판의 m²당 단가가 기존 제품 대비 2배 높은 가운데, 2027년까지 Blended ASP는 연평균 20% 이상 상승 전망. 다중적층 공법은 '적층-드릴-도금-메꿈' 공정이 반복되며 Capa loss 발생. 이에 따른 공급 제약은 동시에 우호적인 환경을 지속시킬 것

3Q25 Preview: 컨센서스 소폭 상회

전분기에는 여러 고객사의 칩 phase-out 시기가 겹쳐 아쉬운 실적을 기록했지만, 3Q25는 매출액 2,636억원, 영업이익 492억원 기록하며 반등할 전망. 주요 고객사향 차기 가속기 모델 기판 양산이 시작되었고, 병목현상이 심한 드릴링 공정 위주의 부분적 투자로 생산 효율을 극대화했기 때문

4Q25에는 기대되는 투자포인트가 다수 존재. 11월부터 5공장 라인 일부가 가동되기 시작해 전체 공장이 완공되기 전까지 전방 수요 대응할 예정. 또한 중국 법인 내 O社 공백 회복, N社향 네트워크 스위치 신규 진입 기대. ASIC, 800G 스위치 시장이 내년 본격화되는 것을 감안 시 중장기적 방향성 변함없음

이수페타시스 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E					4Q25F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	206	226	252	241	264	27.7	9.2	264	258	272
영업이익	26	25	48	42	49	89.8	16.9	49	46	50
영업이익률	12.6	11.3	18.9	17.4	18.7			18.7	18.0	18.6
세전이익	19	25	47	41	46	148.1	14.2	46	47	49
(지배)순이익	15	20	38	31	38	158.4	19.9	38	37	40

자료: 이수페타시스, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가 91,000원 (상향)

현재가 (25/09/29) 73,200원

업종	코스피 전기·전자
KOSPI / KOSDAQ	3431.21 / 846.71
시가총액(보통주)	5,373.6십억원
발행주식수(보통주)	73.4백만주
52주 최고가 ('25/09/18)	78,100원
최저가 ('24/12/02)	20,520원
평균거래대금(60일)	97,821백만원
배당수익률 (2025E)	0.20%
외국인지분율	28.0%

주요주주

이수 외 5 인	26.2%
국민연금공단	12.9%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	45.5	92.4	98.6
상대수익률 (%p)	29.6	43.4	53.4

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	837	1,029	1,271	1,566
증감률	23.9	23.0	23.4	23.2
영업이익	102	189	266	329
증감률	63.9	85.9	40.6	23.4
영업이익률	12.2	18.4	21.0	21.0
(지배지분)순이익	74	147	208	257
EPS	1,116	2,070	2,839	3,501
증감률	55.1	85.5	37.1	23.3
PER	23.8	35.4	25.8	20.9
PBR	5.4	11.6	8.1	5.9
EV/EBITDA	15.0	25.5	17.9	13.8
ROE	24.9	37.2	37.0	32.7
부채비율	141.2	118.4	99.2	87.0
순차입금	165	239	154	28

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

이수페타시스는 1972년 설립된 고다층 인쇄회로기판(MLB) 전문업체로, 2000년 코스닥 시장 상장. 국내 대구 공장에서 제품 대부분을 생산하고 있으며, 중국 공장에서도 일부 생산. 동사가 생산하는 MLB는 네트워크, 서버, 통신장비 등 다양한 전방산업에 적용됨. 최근 AI 연산량 늘어나면서 고성능 기판 수요가 늘어나고 있으며, 이에 대응하고자 다중적층 제품 생산을 위한 5공장 증설 중. 주요 고객사는 글로벌 네트워크 및 CSP 기업

Share price drivers/Earnings Momentum

- AI 데이터센터 투자 확대로 MLB 기판 쇼티지 지속
- 다중적층 공법 적용 제품 비중 확대

Downside Risk

- 신제품 품질 테스트 통과 지연
- 다중적층 공법 수율 개선 지연

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
Unimicron	42.5	17.6	2.4	2.2	5.3	12.8
TTM	24.2	21.5	3.5	3.3	N/A	N/A
GCE	22.9	15.8	7.7	6.2	37.0	40.2
Shennan	50.5	39.9	7.9	6.7	17.3	19.2

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	39.8	23.8	35.4	25.8	20.9
PBR	7.1	5.4	11.6	8.1	5.9
PSR	2.8	2.1	5.1	4.2	3.4
ROE	19.5	24.9	37.2	37.0	32.7
ROIC	15.8	20.1	30.4	36.0	34.8

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

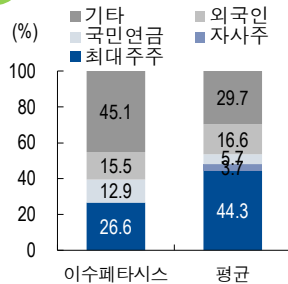
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	554	531	560	514	393	470	643	675	837
영업이익	11	-8	8	-24	13	47	117	62	102
영업이익률(%)	2.0	-1.5	1.3	-4.7	3.3	10.0	18.1	9.2	12.2
세전이익	7	-12	0	-72	3	43	108	55	92
순이익	0	-15	-7	-91	-14	-4	102	48	74
지배자분순이익	4	-14	-7	-91	-14	-4	102	48	74
EBITDA	38	17	32	1	36	64	130	78	126
CAPEX	19	39	26	22	11	16	40	65	60
Free Cash Flow	-19	-32	-52	-7	-33	-12	-10	-13	25
EPS(원)	75	-285	-137	-1,847	-274	-70	1,545	719	1,116
BPS(원)	4,006	3,500	3,600	1,541	1,320	1,892	3,352	4,022	4,938
DPS(원)	84	59	59	50	0	0	95	95	143
순차입금	145	138	186	202	218	176	154	176	165
ROE(%)	3.8	-7.6	-3.9	-71.8	-19.1	-3.8	58.9	19.5	24.9
ROIC(%)	-2.5	-3.6	167.7	-10.4	0.4	13.1	35.7	15.8	20.1
배당성향(%)	106.9	-19.6	-41.1	-2.6	0.0	0.0	6.2	13.3	12.8
배당수익률(%)	2.3	1.6	1.0	1.4	0.0	0.0	1.7	0.3	0.5
순차입금 비율(%)	73.4	79.4	104.7	265.9	334.1	140.4	69.1	65.8	50.3

자료: 이수페타시스, NH투자증권 리서치본부

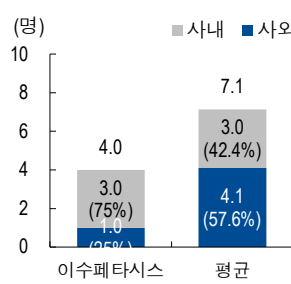
ESG Index & Event

G

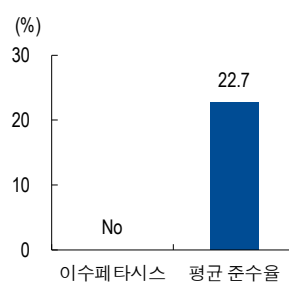
주주 구성



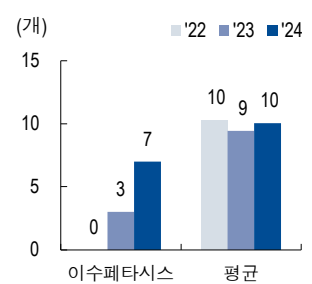
이사회 구성



사외이사가 이사회 의장인지 여부



기업지배구조 핵심지표 준수



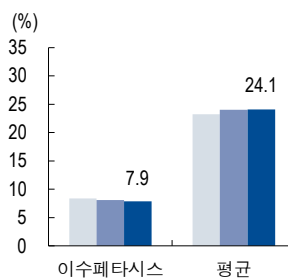
주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

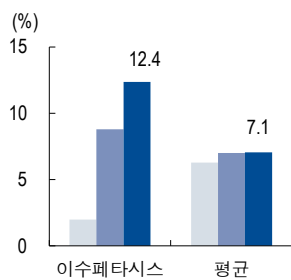
자료: 이수페타시스, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

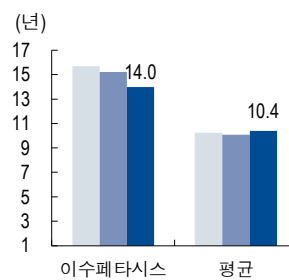
여성 임직원 비율



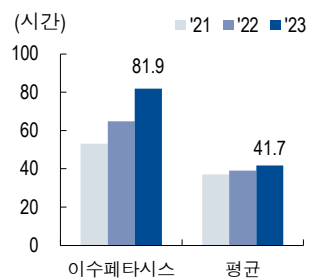
계약직 비율



근속연수



인당 교육시간

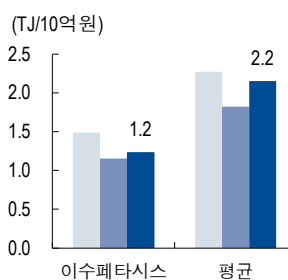


주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

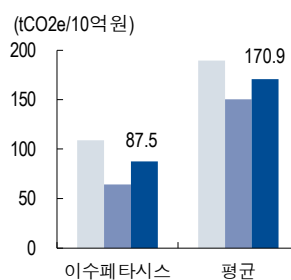
자료: 이수페타시스, NH투자증권 리서치본부

E

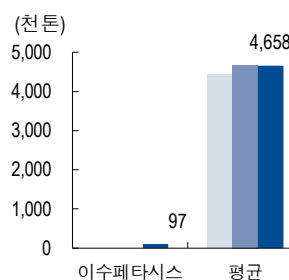
에너지 사용량



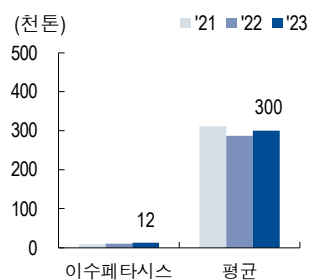
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 이수페타시스, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2023	- EcoVadis 평가 Silver 등급 획득, 서스틴베스트 ESG 평가 B등급 획득
	2024.03	- 2023년 탄소정보공개프로젝트(CDP) 기후변화 대응평가 리더십 A등급 인증
S	2023.09	- 대구광역시 고용친화기업 선정
G	2023.04	- CSR위원회 → ESG위원회로 개편, 대표이사 및 이사회 중심의 ESG 거버넌스 강화

자료: 언론종합, 이수페타시스, NH투자증권 리서치본부

표1. 이수페타시스 PER 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원, %)

		비고
EPS	2,839	2026년
Target PER	32.0배	Peer 평균(TTM, GCE, VGT)
목표주가	91,000	EPS x Target PER
현재주가	73,200	
상승여력	24.3%	

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

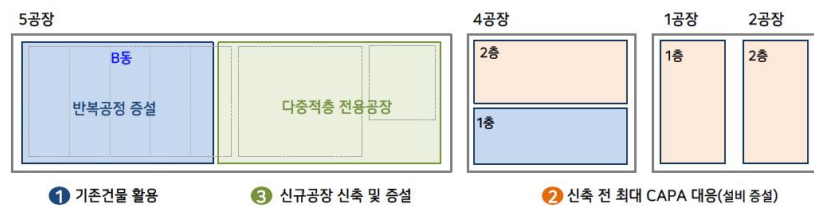
표3. 이수페타시스 분기 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25F	2023	2024	2025E	2026F
매출액	200	205	206	226	252	241	264	272	675	837	1,029	1,271
y-y	16.1	25.0	24.2	30.5	26.5	17.9	27.7	20.3	5.0	23.9	23.0	23.4
페타시스	168	174	182	195	210	210	221	228	579	719	868	1,071
중국법인	37	37	34	45	54	50	51	54	122	152	209	255
미국법인	10	9	5	5	5	5	8	6	36	28	25	32
영업이익	23	28	26	25	48	42	49	50	62	102	189	266
영업이익률	11.5	13.4	12.6	11.3	18.9	17.4	18.7	18.5	9.2	12.2	18.4	21.0
y-y	14.0	50.5	96.9	141.0	107.4	53.0	89.8	98.0	-46.7	63.9	85.9	40.6

자료: 이수페타시스, NH투자증권 리서치본부 전망

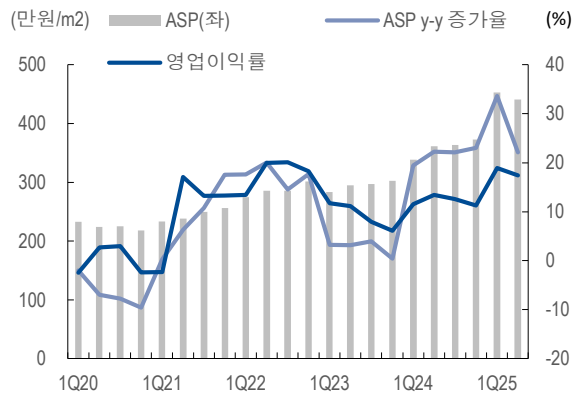
표4. 신규공장 투자 진행 계획



1단계	2단계	3단계
5공장(B동) + 4공장	1~4공장 여유공간	신축공장 통합 재배치
4Q25 양산	2H26 양산	3Q27 준공, 2028 양산

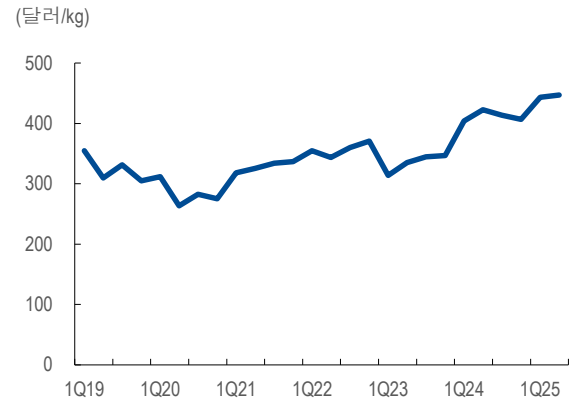
자료: 이수페타시스, NH투자증권 리서치본부

그림9. ASP 상승에 따른 영업이익률 증가



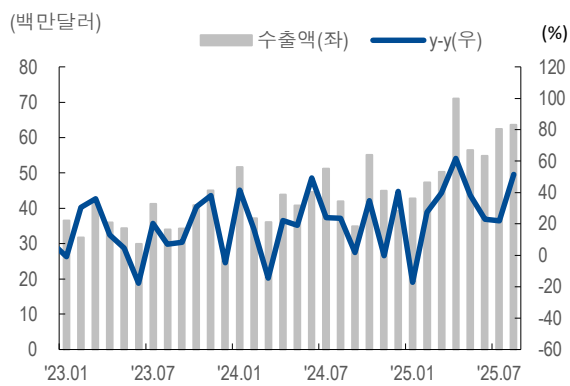
자료: 이수페타시스, NH투자증권 리서치본부

그림10. 대구 달성군 분기별 PCB 수출단가 추이



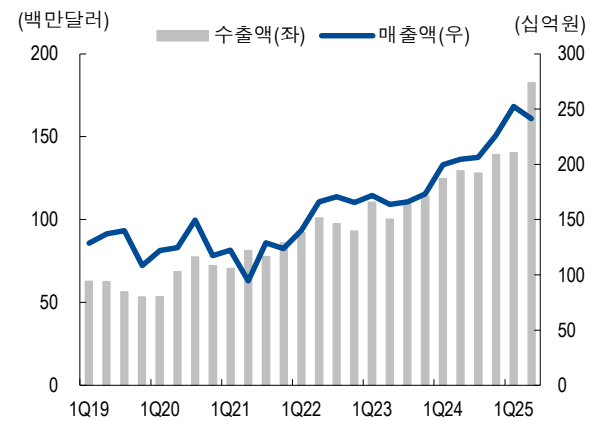
자료: 이수페타시스, NH투자증권 리서치본부

그림11. 대구 달성군 월별 PCB 수출액 추이



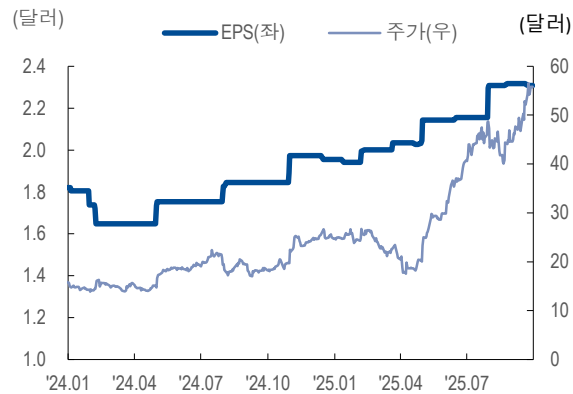
자료: TRASS, NH투자증권 리서치본부

그림12. 분기별 수출액 및 이수페타시스 매출액 추이



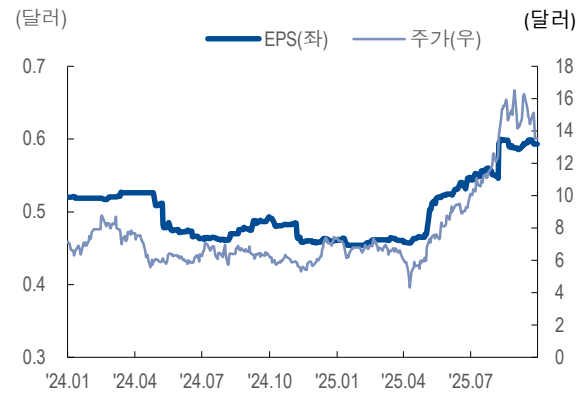
자료: TRASS, NH투자증권 리서치본부

그림13. TTM 2025E EPS 컨센서스 추이



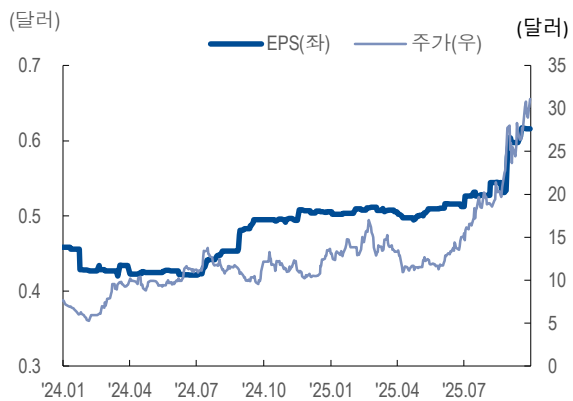
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림14. GCE 2025E EPS 컨센서스 추이



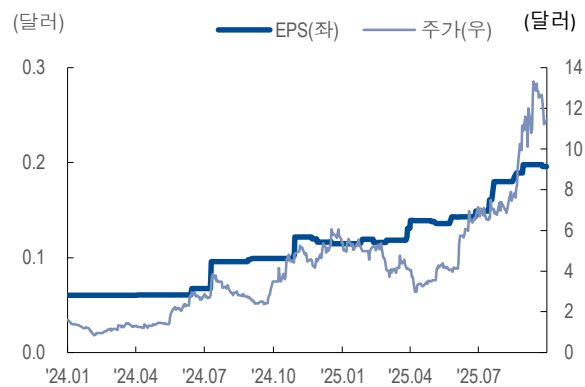
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림15. Shennan 2025E EPS 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림16. Shengyi 2025E EPS 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12	2025/12	2026/12	2027/12
매출액	837	1,029	1,271	1,566
증감률 (%)	23.9	23.0	23.4	23.2
매출원가	680	769	920	1,132
매출총이익	157	260	350	434
Gross 마진 (%)	18.7	25.3	27.6	27.7
판매비와 일반관리비	55	71	84	105
영업이익	102	189	266	329
증감률 (%)	63.9	85.9	40.6	23.4
OP 마진 (%)	12.2	18.4	21.0	21.0
EBITDA	126	220	309	392
영업외손익	-10	-6	-8	-10
금융수익(비용)	-9	-7	-7	-10
기타영업외손익	-1	1	0	0
총속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	92	183	259	319
법인세비용	18	36	50	62
계속사업이익	74	147	208	257
당기순이익	74	147	208	257
증감률 (%)	55.1	98.9	41.5	23.3
Net 마진 (%)	8.8	14.3	16.4	16.4
지배주주지분 순이익	74	147	208	257
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-7	0	0	0
총포괄이익	67	147	208	257

Valuations/profitability/stability

	2024/12	2025/12	2026/12	2027/12
PER(X)	23.8	35.4	25.8	20.9
PBR(X)	5.4	11.6	8.1	5.9
PCR(X)	11.8	23.2	17.2	13.8
PSR(X)	2.1	5.1	4.2	3.4
EV/EBITDA(X)	15.0	25.5	17.9	13.8
EV/EBIT(X)	18.6	29.6	20.8	16.4
EPS(W)	1,116	2,070	2,839	3,501
BPS(W)	4,938	6,324	9,020	12,378
SPS(W)	12,617	14,475	17,309	21,330
자기자본이익률(ROE, %)	24.9	37.2	37.0	32.7
총자산이익률(ROA, %)	10.5	16.3	17.9	17.0
투자자본이익률(ROIC, %)	20.1	30.4	36.0	34.8
배당수익률(%)	0.5	0.2	0.2	0.2
배당성향(%)	12.8	7.1	5.0	4.1
총현금배당금(십억원)	9	10	10	10
보통주 주당배당금(W)	143	143	143	143
순부채(현금)/자기자본(%)	50.3	51.5	23.2	3.0
총부채/자기자본(%)	141.2	118.4	99.2	87.0
이자발생부채	257	295	342	400
유동비율(%)	138.5	127.7	149.9	171.2
총발행주식수(mn)	66	73	73	73
액면가(W)	1,000	1,000	1,000	1,000
주가(W)	26,598	73,200	73,200	73,200
시가총액(십억원)	1,730	5,374	5,374	5,374

Statement of financial position

(십억원)	2024/12	2025/12	2026/12	2027/12
현금및현금성자산	80	42	172	353
매출채권	213	264	328	406
유동자산	523	590	851	1,194
유형자산	202	322	359	387
투자자산	27	34	42	52
비유동자산	267	424	469	505
자산총계	790	1,014	1,319	1,699
단기성부채	180	218	265	323
매입채무	118	146	181	224
유동부채	377	462	567	698
장기성부채	77	77	77	77
장기충당부채	0	0	0	0
비유동부채	85	87	90	93
부채총계	463	549	657	791
자본금	63	63	63	63
자본잉여금	81	81	81	81
이익잉여금	172	309	507	753
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	328	464	662	909

Cash flow statement

(십억원)	2024/12	2025/12	2026/12	2027/12
영업활동 현금흐름	85	121	182	234
당기순이익	74	147	208	257
+ 유/무형자산상각비	24	31	43	64
+ 총속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-7	0	0	0
Gross Cash Flow	149	224	312	388
- 운전자본의증가(감소)	-48	-57	-70	-87
투자활동 현금흐름	-63	-187	-88	-100
+ 유형자산 감소	14	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-60	-150	-80	-90
+ 투자자산의매각(취득)	1	-7	-8	-10
Free Cash Flow	25	-29	102	144
Net Cash Flow	22	-67	93	134
재무활동 현금흐름	3	28	36	47
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	3	28	36	47
현금의증가	32	-38	130	181
기말현금 및 현금성자산	80	42	172	353
기말 순부채(순현금)	165	239	154	28