

| IT |

# 파두(440110.KQ)

## 파두...이제 그만 아파두 돼

**1Q26 Review** 1Q26 매출액 595.4억 원(YoY +209.8%), 영업이익 76.8억 원을 달성하며 흑자전환에 성공했다. 이는 PCIe Gen6 컨트롤러 테이프아웃 완료에 따른 연구개발비 집행 종료 및 eSSD 컨트롤러 매출 비중이 80%까지 확대된 것에 기인한다. 또한 수주잔고의 대부분은 eSSD 컨트롤러 공급계약으로 구성되며, 향후 eSSD 컨트롤러 매출 확대를 통한 본격적인 외형 성장 및 수익성 개선이 지속될 것으로 전망한다.

### [Investment Point 1] 파두 말구 답두 없다

'27년 동사의 SSD 컨트롤러 매출액 5,841억 원(YoY +68.9%)을 전망한다. 동사는 아키텍처 경쟁력과 선제적 Gen6 출시를 기반으로 PCIe 세대 전환 국면에서 수혜를 받을 전망이다. 특히 1)샌디스크의 구글 eSSD 공급 계약에 따른 물량 확대, 2)Gen6 전환 국면에서 키옥시아向 공급 가능성은 컨트롤러 부문의 성장을 견인할 전망이다.

### [Investment Point 2] 밀려온다 거대한 파두가

'27년 동사의 영업이익 2,502억 원(YoY +130.4%)을 전망한다. 동사는 본격적인 영업 레버리지 구간에 진입했으며, 향후 eSSD 컨트롤러 매출 성장에 따른 가파른 영업이익 성장을 시험할 전망이다. 이는 1)기확보된 매출 성장, 2)수익성 높은 eSSD 컨트롤러 제품 비중 확대, 3)Gen6 완료에 따른 개발비 축소 및 Gen7 개발비 분담에 기인한다.

### [Valuation]

동사의 Valuation으로 Peer PER 기법을 채택하였으며, 이에 따른 **목표주가 166,100원, 상승여력 55.1%, 투자 의견 BUY**를 제시한다.

투자의견

BUY

목표주가

166,100원

현재주가(06.02)

107,100원

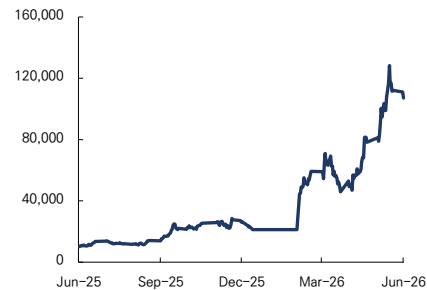
상승여력

55.1%

### Stock Data

|              |                  |
|--------------|------------------|
| KOSPI(06/02) | 8801.49          |
| KOSDAQ       | 1,026.03         |
| 시가총액         | 5조 3,554억 원      |
| 발행주식수(주)     | 50,075,387주      |
| 52주 최고/최저(₩) | 128,300원/10,100원 |
| 외국인지분율(%)    | 22.85%           |
| 주요주주(%)      | 남이현 11.54%       |
|              | 이지효 8.91%        |
| 주가상승률(%)     | 1개월 36.70%       |
|              | 6개월 309.58%      |
|              | 12개월 958.42%     |

### Stock Price



### Investment Fundamentals

| FYE Dec | 2023A   | 2024A   | 2025A   | 2026E | 2027E |
|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
| 매출액     | 225     | 435     | 924     | 3,843 | 6,207 |
| 영업이익    | (586)   | (950)   | (655)   | 1,086 | 2,502 |
| 순이익     | (568)   | (915)   | (762)   | 1,123 | 2,395 |
| EPS     | (1,272) | (1,862) | (1,542) | 2,193 | 4,676 |
| PER     | N/A     | N/A     | N/A     | 48.9  | 22.9  |
| PBR     | 6.2     | 7.6     | 53.1    | 40.6  | 14.7  |
| OPM     | (260.7) | (218.5) | (70.8)  | 28.3  | 40.3  |
| ROE     | (50.2)  | (64.5)  | (131.1) | 83.2  | 64    |

### Research Team 4

|    |         |                          |
|----|---------|--------------------------|
| 팀장 | 41기 이승혁 | seunghyeok0101@naver.com |
| 팀원 | 40기 정한울 | seol194@naver.com        |
|    | 41기 정재웅 | dost1@naver.com          |
|    | 41기 정준영 | xoondud@naver.com        |
|    | 42기 사도윤 | douuni@naver.com         |
|    | 42기 이원석 | dldnjstjr67@naver.com    |
|    | 42기 위호진 | wth9391@naver.com        |

## CONTENTS

|                        |    |
|------------------------|----|
| I . Industry Analysis  | 1  |
| II . Company Overview  | 5  |
| III . Investment Point | 7  |
| 1. 파두 말구 답두 없다         | 7  |
| 1-(1) 파두파두 끝이 없는 매력    | 7  |
| 1-(2) 시대가 파두를 부른다      | 9  |
| 2. 밀려온다 거대한 파두가        | 10 |
| 2-(1) 레버리지가 폭발한다       | 10 |
| IV . Risk              | 12 |
| V . Valuation          | 13 |
| VI . Estimation Logic  | 14 |

# I . Industry Analysis

eSSD 수요 확대 흐름 속 컨트롤러의 중요성이 높아지는 가운데, 성능 확장 국면에서 기존 설계 방식의 한계가 부각되고 있다. PCIe 세대 전환에 따라 설계 난이도가 높아지며 NAND사의 외부 조달 수요는 컨트롤러 경쟁력을 확보한 기업에 집중될 전망이다. 본 리서치팀은 차별적인 아키텍처 경쟁력과 Gen6 선점을 기반으로 수요를 흡수할 파두(440110.KQ)를 탐픽으로 제시한다.

## eSSD의 시대

### 글로벌 eSSD 수요

'25년 2,970억 GB → '26년 5,250억 GB

AI 추론 시대의 개화와 함께 eSSD 수요는 그 어느 때보다 강해지고 있다. 글로벌 eSSD 수요는 '26년 약 5,250억 GB(YoY +77%)로 확대될 전망이며, 전체 NAND 수요의 40% 이상을 차지할 것으로 예상된다. eSSD는 데이터센터 환경에서 발생하는 대규모 병렬 연산과 실시간 데이터 요청을 안정적으로 처리하는데, AI 추론 과정에서 스토리지 확장 수요가 높아지며 필요성이 부각되는 흐름이다.

### HDD 지연시간 100ms

vs

eSSD 지연시간 1ms 이하

결국 HDD에서 eSSD로의 전환 또한 필연적인 흐름이다. HDD의 지연시간은 100ms 수준인 반면, eSSD는 1ms 이하의 지연시간을 기반으로 데이터 접근 속도를 수천 배 이상 향상시킨다. 공간 활용 측면에서도 고용량 eSSD 1개로 HDD 5개 이상을 대체하며 서버 랙의 물리적 공간을 절약한다. 이러한 데이터 접근 속도와 전력 효율 우위는 AI 학습 및 추론 과정에서 강력한 우위로 작용한다.

### NAND사 LTA 계약 확대

: eSSD 수요를 방증

최근 확대되고 있는 LTA 계약 체결도 수요를 보여주고 있다. 스토리지 수요 증가에 따라 하이퍼스케일러들은 eSSD 물량 확보에 박차를 가하고 있으며, 기존 DRAM 중심이었던 LTA 계약은 NAND까지 확대되는 양상이다. 실제로 샌디스크는 3개 고객사와 최대 5년간 총 420억 달러 규모의 LTA 계약을 완료했고, 키옥시아 또한 LTA 계약을 협상 중인 것으로 파악된다.

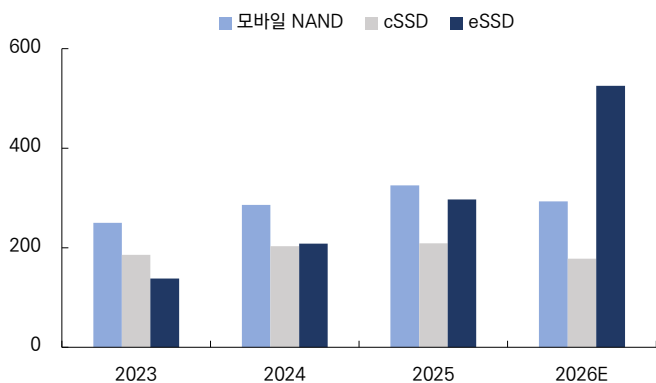
엔비디아 ICMS 플랫폼  
: NVMe eSSD까지 이어지는  
메모리 계층 구조

이에 더해, 엔비디아가 공개한 ICMS 플랫폼은 eSSD 수요를 한단계 더 끌어올릴 전망이다. AI 추론 과정에서 기존 HBM 중심의 메모리 구조의 저장 용량 한계가 드러나며, 엔비디아는 CPU DRAM과 NVMe SSD까지 이어지는 메모리 계층 구조를 도입하고 있다. DPU 기반의 계층을 통해 eSSD를 AI 메모리 계층으로 편입시켰으며, 이를 KV 캐시용 메모리로 확장하여 활용하는 구조이다. eSSD는 단순 저장장치를 넘어 확장 메모리 역할을 수행하게 되었으며, AI 추론 시대의 핵심 인프라로 부상하고 있다.

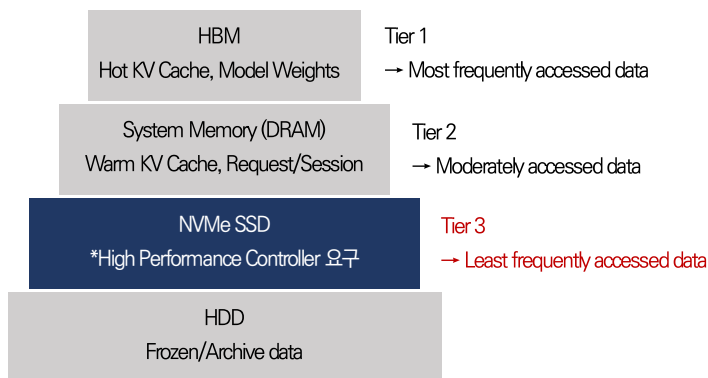
[자료 1-1] 글로벌 NAND 수요 추이

(단위: 십억 GB)

[자료 1-2] 메모리계층화 구조



출처: TrendForce, RFS Team 4



출처: 파두, RFS Team 4

## eSSD 컨트롤러

컨트롤러: NAND의 한계를 보완하는 중앙 제어부

**eSSD 확대 흐름 속, 핵심은 컨트롤러다.** NAND는 데이터를 저장하는 물리적 매체지만, 자체적으로는 읽기·쓰기 성능, 오류 관리, 수명 관리 측면에서 제약을 가진다. 컨트롤러는 이러한 NAND의 한계를 보완하는 중앙 제어부로, eSSD 내부 자원을 배분하고 데이터 이동을 조율하는 역할을 담당한다. 같은 NAND를 탑재하더라도 컨트롤러 설계와 펌웨어 수준에 따라 eSSD의 체감 성능은 크게 달라진다.

연산·메모리 대비 좁은 스토리지 I/O  
→ 컨트롤러 중요성 확대

**AI 서버 내 연산·메모리 계층의 대역폭이 확대될수록 컨트롤러의 중요성은 더욱 높아질 전망이다.** 엔비디아의 GH200 기준 Grace CPU와 Hopper GPU의 대역폭은 각각 500GB/s·4,900GB/s 수준이나, eSSD의 개별 대역폭은 16GB/s에 그친다. 연산·메모리 계층 대비 스토리지 I/O가 상대적으로 좁은 구조에서는 데이터를 불러오는 과정에서 병목이 발생해 AI 인프라 최종 성능에 지장을 줄 수 있으며, 이에 따라 eSSD가 GPU에 데이터를 안정적으로 공급하기 위해서는 컨트롤러의 역할이 중요해질 것으로 판단한다.

**eSSD 컨트롤러 경쟁력이 중요하다.**

데이터센터 TCO 절감  
핵심은 성능/Watt

**데이터센터 관점에서 컨트롤러 경쟁력은 TCO 절감 능력과 직결된다.** AI 서버 고집적화로 GPU 단일 장치의 전력 소모가 1,000W 수준까지 높아지는 가운데, 수만 개 단위로 운용되는 eSSD의 전력 효율 역시 데이터센터 비용 구조에 직접적인 영향을 미치고 있다. 이에 따라 하이퍼스케일러의 선택 기준은 단순 처리 성능에서 성능/Watt 중심으로 이동하고 있다. PCIe 세대가 상승할수록 전력·발열 부담도 함께 커지는 만큼, 컨트롤러의 데이터 경로 효율화와 내부 연산 최소화가 TCO 절감의 핵심 변수로 부각될 전망이다.

RAG: 외부 DB를 검색해  
답변을 보장하는 AI 추론 구조

**AI 추론 과정에서 RAG 적용이 확대되며 컨트롤러의 QoS 일관성 확보 역량 또한 부각되고 있다.** RAG 구조에서는 벡터 DB와 검색 인덱스가 커질수록 모든 데이터를 HBM에 상주시킬 수 없으며, 캐시 미스 발생 시 SSD에서 GPU·HBM으로 데이터 이동이 발생한다. 이때 응답 지연이 커질 경우 GPU 대기 시간 증가로 이어져 전체 연산 효율을 훼손할 수 있다. 이는 곧 AI 서버의 부하 구간에서 QoS 일관성에 대한 중요도로 연결되며, 컨트롤러의 자원 배분과 펌웨어 최적화 역량이 이를 결정하는 핵심 요소로 작용한다.

컨트롤러 경쟁력  
→ 아키텍처 설계 역량에서 결정

**주목할 점은 기존 컨트롤러 설계 방식이 성능 확장 과정에서 구조적 한계를 드러내고 있다는 것이다.** 기존의 설계 방식은 증가하는 데이터 처리 요구에 대응하기 위해 컨트롤러 내부 CPU 코어 수를 늘리는 방식으로 대응했다. 복잡한 연산을 CPU 위에서 구동되는 무거운 펌웨어에 의존한 것이다. 이 과정에서 컨트롤러 내부 회로와 데이터 처리 부담이 커지면서 전력 소모와 발열이 확대되는 한계가 나타나며, 내부 병목과 지연시간 변동성 또한 심화된다. **결국 컨트롤러 경쟁력은 내부 병목을 최소화하고 데이터 경로를 분산하는 아키텍처 설계 역량에서 결정될 것으로 판단한다.**

[자료 1-3] eSSD 컨트롤러 주요 기능

| 기능         | 핵심 역할                         |
|------------|-------------------------------|
| 재사상        | NAND 셀을 균등하게 사용해 수명 연장        |
| 가비지 컬렉션    | 불필요한 데이터를 정리해 새 저장공간 확보       |
| 불량 블록 관리   | 불량 블록 → 정상 블록 대체를 통한 성능 저하 방지 |
| 오류 정정 코드   | NAND 오류를 감지·수정 → 데이터 안정성 확보   |
| 플래시/호스트 제어 | 병렬 처리로 SSD 읽기·쓰기 속도 향상        |
| 전력 관리      | 기능별 전력 제어로 소비전력 최소화           |

출처: 파두, RFS Team 4

[자료 1-4] eSSD 컨트롤러 핵심평가 지표

| 핵심 평가 지표                | 부각 배경         | 컨트롤러 차별화 요인             |
|-------------------------|---------------|-------------------------|
| 성능/Watt                 | 전력·냉각비 부담 확대  | 내부 연산 최소화               |
| Small-block Random read | 작은 데이터 요청 빈번  | NAND 병렬 제어 입출력 요청 분산 처리 |
| QoS/Tail Latency        | GPU 대기 시간 유발  | 지연시간 변동 억제 펌웨어 최적화      |
| GPU 연동 데이터 경로           | SSD→GPU 병목 발생 | 데이터 이동 경로 최적화           |
| 고객사 대응                  | 워크로드별 요구 상이   | 커스터마이징·검증 대응            |

출처: 파두, RFS Team 4

## PCIe의 세대전환 진행중

PCIe 세대 전환  
→ 기술격차 확대

특히 PCIe의 세대 전환은 컨트롤러 설계 난이도를 높이는 요인으로 작용할 전망이다. Gen5에서 Gen6로 전환하는 흐름 속, 대역폭이 16GB/s에서 32GB/s로 확대되며 컨트롤러가 처리해야 하는 데이터 처리량과 동시 명령 처리 부담도 함께 증가한다. 이 과정에서 고속 신호 처리, 전력·발열 관리, 고속 데이터 경로 설계 역량이 중요해질 전망이며, 컨트롤러 업체 간 기술 격차와 진입장벽이 확대될 것으로 판단한다.

Gen6 개발 가시화  
→ 컨트롤러 경쟁력 더욱 부각

현재 PCIe 세대 전환은 AI 서버용 eSSD 수요 확대를 동반한 성장 사이클로 판단한다. '23~'24년 eSSD 시장은 Gen3 중심에서 Gen4로 전환되는 구간에 진입했으나, 메모리 다운사이클과 전방 수요 둔화가 맞물리며 신규 인터페이스 채택이 지연됐다. 반면 주목할 점은 현재 Gen5 전환이 AI 데이터센터 내 고성능 스토리지 수요 확대를 기반으로 진행되고 있다는 것이다. Gen5 출하량 확대는 지속될 것으로 예상되며, Gen6로의 전환에 따라 컨트롤러의 경쟁력은 더욱 부각될 전망이다.

## 외부 조달 또한 확대될 것

외부 컨트롤러 채택 필요성 확대

주목할 점은 PCIe 세대 전환이 NAND사의 외부 컨트롤러 조달 유인을 높이고 있다는 것이다. eSSD 컨트롤러 세대 전환은 PCIe 규격 변화와 하이퍼스케일러 검증 일정에 맞춰 진행되며, 세대가 상승할수록 선제 개발과 조기 양산·검증의 중요성이 높아진다. eSSD 컨트롤러는 NAND 업체와의 파트너십을 기반으로 약 1.5년 이상의 개발·검증 기간을 거친 뒤 3~5년 단위의 장기 공급 구조로 이어지는 특성을 가진다. 이에 따라 Gen5-Gen6 전환 구간에서는 자체 개발 리드타임과 고객사 인증 리스크를 낮추기 위해 검증된 외부 컨트롤러 업체로 수요가 집중될 것으로 판단한다.

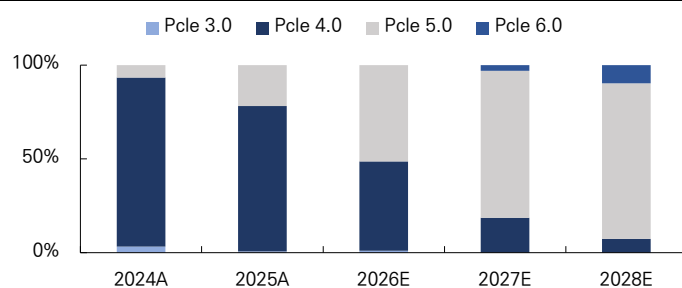
[자료 1-5] PCIe 세대별 I/O 성능 변화

| 세대구분     | x1(단일)  | x4(SSD) | x8(NIC) | x16(GPU) |
|----------|---------|---------|---------|----------|
| PCIe 1.0 | 250MB/s | 1GB/s   | 2GB/s   | 4GB/s    |
| PCIe 2.0 | 500MB/s | 2GB/s   | 4GB/s   | 8GB/s    |
| PCIe 3.0 | 약 1GB/s | 4GB/s   | 8GB/s   | 16GB/s   |
| PCIe 4.0 | 약 2GB/s | 8GB/s   | 16GB/s  | 32GB/s   |
| PCIe 5.0 | 약 4GB/s | 16GB/s  | 32GB/s  | 64GB/s   |
| PCIe 6.0 | 약 8GB/s | 32GB/s  | 64GB/s  | 128GB/s  |

출처: 파두, RFS Team 4

[자료 1-6] SSD PCIe 세대별 비중 추이 및 전망

(단위: %)



출처: TrendForce, RFS Team 4

## 그렇다면 어떤 기업에 주목해야 하는가?

eSSD 컨트롤러의 중요성이 부각되는 가운데, 기존 설계 방식의 한계가 드러나고 있으며, 세대 전환으로 인해 설계 난이도가 높아지고 외부 조달 확대가 기대되는 시점이다. 본 리서치팀은 컨트롤러 기업 중 ①기술적 해자를 보유한 기업, ②세대 전환에 선제 대응할 수 있는 기업에 투자할 것을 제안한다.

①기술적 해자를 보유한 기업: AI 추론 과정에 따른 성능 확장 국면에서 기존 컨트롤러 설계 방식이 한계를 드러내고 있다. 세대 전환에 따라 이러한 한계는 심화될 전망이며, 내부 병목을 해소하고 데이터 경로를 분산할 수 있는 컨트롤러 설계 방식을 채택한 기업이 수혜를 받을 것으로 판단한다.

②세대 전환에 선제 대응할 수 있는 기업: PCIe 세대 전환에 따라 컨트롤러 업체 간 기술 격차와 진입장벽이 확대될 전망이다. NAND 업체와의 파트너십을 기반으로 1.5년 이상의 개발·검증 기간을 거치는 컨트롤러 특성상 Gen6 세대 전환에 선제 대응할 수 있는 기업이 고객사를 확보할 것으로 사료된다.

▶ Top-pick: 파두(440110.KQ)

본 리서치팀은 핵심 수혜 기업으로 파두(440110.KQ)를 제시한다.

동사는 ①HW 가속기 기반의 차별적인 아키텍처 설계 능력을 기반으로 경쟁력을 확보했고, ②Gen6 개발을 선제적으로 완료하여 세대 전환에 따른 수혜가 예상된다. ③Gen6 개발 완료에 따라 영업 레버리지 효과가 극대화되며 본격적인 영업이익 상승 사이클에 진입할 동사의 강력한 업사이드가 전망된다.

[자료 1-7] 파두(440110.KQ) 주가 분석

(단위: 원)



출처: Investing.com, RFS Team 4

## II. Company Overview

동사는 eSSD 컨트롤러 수요 확대에 힘입어 1Q26 매출액 595억 원(YoY +210%) 및 영업이익 77억 원을 달성하며 흑자전환에 성공했다. 연속적으로 대형 수주를 이어나가고 있으며, eSSD 세대 전환 국면에서 차별적인 아키텍처를 기반으로 컨트롤러 중심의 폭발적인 성장을 이룰 전망이다.

### 기업개요

동사는 데이터센터에 특화된 eSSD용 NAND 컨트롤러 설계 전문 펌리스 업체이다. 샌디스크·SK하이닉스와 같은 NAND 업체들을 중심으로 SSD 컨트롤러를 공급하고, NAND 업체들은 이를 자사의 NAND Flash와 결합한 eSSD 완제품을 주요 하이퍼스케일러 기업에 납품한다.

### 사업부별 분석

①SSD 컨트롤러(81%): 1Q26 매출 479억 원(YoY +201%)을 달성하며, 동사 매출의 약 81%를 담당하는 핵심 수익원으로 자리매김하고 있다. GPM 60% 이상의 높은 마진율을 보이며, 동일 세대에서 가격 변동이 거의 없이 계약이 체결되어 단가 인하 압박은 제한적이고 물량 증가가 실적 성장의 핵심이다.

②SSD 완제품(17%): 자체 컨트롤러와 외부 NAND를 결합한 완제품을 모듈 하우스에 공급하는 구조로, 1Q26 매출 99억 원(YoY +209%)을 달성했다. NAND를 직접 구매해 메모리 가격에 따른 마진율 변동이 존재하며, GPM은 약 20% 수준이다.

### 재무분석

데이터센터 eSSD 수요 확대와  
Gen5 양산에 따른 수익성 개선

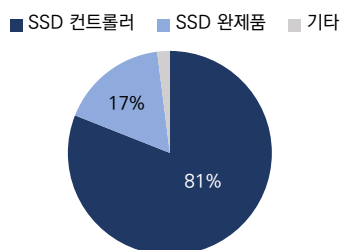
동사는 '26년을 기점으로 수익성이 빠르게 개선되는 변곡점에 진입했다. 이는 데이터센터용 고성능 eSSD 수요 확대와 Gen5 eSSD 컨트롤러 양산 본격화에 기인한다. 수주잔고의 대부분은 eSSD 컨트롤러 공급계약으로 동사의 핵심 사업이 완제품 중심이 아닌 고부가 컨트롤러 중심으로 재편되고 있음을 보여준다.

동사의 부채비율은 '25년 말 기준 521% 수준까지 상승했으나 수주잔고의 매출 전환을 통해 빠르게 완화될 전망이다. 이는 단순 차입 확대보다는 누적 영업손실에 따른 결손금 확대와 연구개발비 선집행 영향이 복합적으로 작용한 결과다. Gen6 컨트롤러 개발 등에 따른 대규모 R&D 투자가 '25년에 대부분 집행되었으므로 '26년 이후 수익성 개선 여지는 크다고 판단한다.

선금금 수취 확대는  
컨트롤러 시장 내 지위 강화를 의미

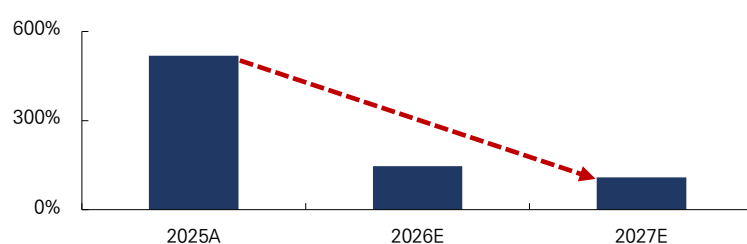
동사의 공급계약에서 주목할 점은 늘어나는 선금금 규모다. 고객사 Macnica와의 공급계약은 작년도에 존재했으나 선금금을 수취하는 계약조건은 없었던 것으로 파악된다. 반면 올해 1월 동사는 공급계약의 규모 확대와 함께 선금금 50%를 수취했으며, 5월 공급계약에서는 선금금 70%를 수취한 상황이다. 이는 동사의 지위가 단순 공급업체를 넘어, 고객사의 안정적 조달을 위한 전략적 파트너로 격상되고 있음을 의미한다.

[자료 2-1] 1Q26 제품별 매출 비중



출처: 파두, RFS Team 4

[자료 2-2] 동사 부채비율 전망



출처: 파두, RFS Team 4

## HW 오프로딩 아키텍처로 성능·전력효율 동시 달성

## P2P 패킷 네트워크 : 통신망 분리로 칩 내부 병목 해결

## 압도적인 전력 효율성 → TCO 극대화 대안으로서 경쟁사 대비 우위 부각

### 파두 아키텍처

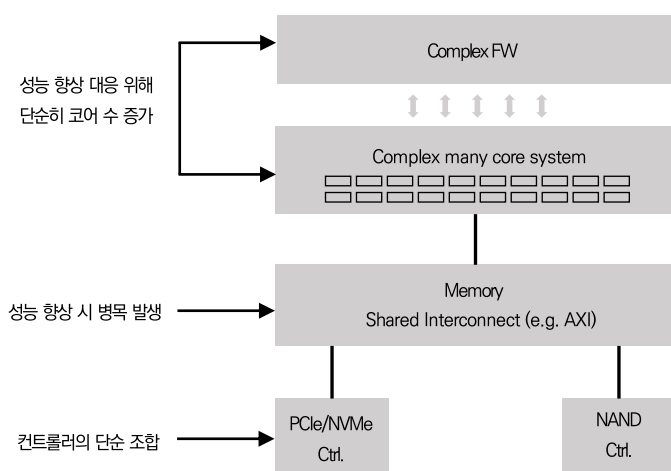
동사의 핵심 경쟁력은 자체 개발한 하드웨어 가속기 기반 아키텍처에서 비롯된다. 소프트웨어 중심 연산이라는 고정관념에서 탈피한 것이다. 반복적으로 발생하는 핵심 연산들을 무거운 범용 프로세서에서 덜어내어(Offloading), 오직 그 목적만을 위해 자체 개발된 가속기 블록에 전담시킨 것이다. 이를 통해 메인 프로세서는 가벼운 코어(Light core system)만으로도 구성이 가능해졌고, 펌웨어 또한 단순하게 변했다.

오프로딩과 더불어 아키텍처의 또 다른 변화는 컨트롤러 내부 통신망의 물리적 분리에 있다. 기존 아키텍처의 또 다른 치명적인 결함은 컨트롤러 내부의 도로망, 즉 공유 인터커넥트 구조에 있다. 외부 인터페이스를 통해 들어오는 대규모 데이터 패킷과 내부 시스템을 제어하는 단순 명령어가 하나의 공용 버스를 통해 혼재되어 이동했다. 이는 필연적으로 잦은 컨텍스트 스위치와 캐시 미스를 유발하여 칩셋 전반의 데이터 흐름이 지연되는 심각한 병목 현상을 초래했다.

반면 동사의 아키텍처는 기존에 막히는 공용 도로(AXI)를 버리고, 데이터가 이동하는 길과 명령어가 이동하는 길을 분리한 자체 P2P 패킷 네트워크를 구축했다. PCIe를 통해 유입된 대규모 페이로드는 메인 CPU를 방해하지 않고 곧바로 내부 메모리나 전용 하드웨어 블록으로 직행한다. 이를 통해 CPU 개입을 최소화하고 칩 내부의 병목을 소거할 수 있었다.

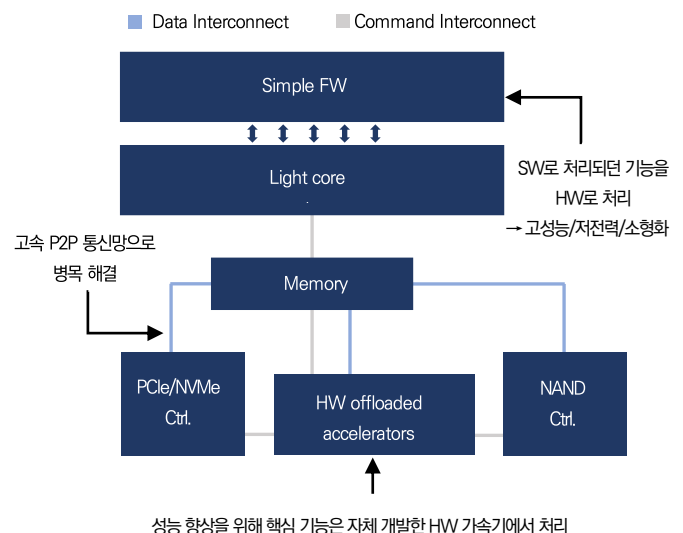
이러한 아키텍처의 차별점은 세대를 거듭하며 경쟁사 대비 뛰어난 전성비(IOPS/W)를 통해 증명된다. PCIe Gen5 환경에서 동사는 최대 전력 소모를 18W 미만으로 통제하며 183K IOPS/W라는 전력 효율성에 도달했다. 이는 21~24W 이상의 전력을 소모하고도 110K IOPS/W 부근에 머무는 경쟁사들과 비교해 명확한 기술적 강점을 보여준다. 결국 제한된 랙 전력에서 TCO를 극대화할 수 있는 대안으로 동사의 하드웨어 오프로딩 아키텍처의 우위가 강화될 전망이다.

[자료 2-3] 기존 아키텍처



출처: 파두, RFS Team4

[자료 2-4] 파두 아키텍처



출처: 파두, RFS Team4

## III . Investment Point

### Investment Point 1. 파두 말구 답두 없다

동사의 '27년 컨트롤러 매출액 5,841억 원(YoY +68.9%)을 전망한다. 동사는 1)압도적인 아키텍처 기술력과 Gen6 선점을 기반으로 시장 내 우위를 점할 전망이다, 2)샌디스크의 구글 계약에 따른 Q 확대와 3)키옥시아向 Gen6 공급 가능성은 동사 컨트롤러 부문의 핵심 성장 모멘텀으로 작용할 전망이다.

### 파두파두 끝이 없는 매력

기존 컨트롤러 설계 방식의 한계가 부각되는 가운데, 동사는 1)차별화된 아키텍처 경쟁력, 2)Gen6 선점을 기반으로 PCIe 세대 전환 국면에서 핵심 수혜 기업으로 부상할 전망이다.

### 차별화된 아키텍처 경쟁력

오픈소스 기반의 아키텍처 IP  
→ 데이터센터 커스터마이징 가능

하이퍼스케일러형 eSSD의 중요성이 높아지며 동사의 아키텍처 커스터마이징 능력이 부각될 전망이다. 동사의 Gen5 컨트롤러는 오픈소스 기반의 IP를 채택해 높은 설계 자유도를 확보했으며, 이를 바탕으로 고객사별 워크로드에 최적화된 설계가 가능하다. 데이터센터는 범용성보다 워크로드에 대한 처리 효율과 시스템 최적화를 중요시한다는 점에서, 맞춤 설계가 가능한 동사 컨트롤러에 대한 수요가 확대될 것으로 판단한다.

HW 가속기 중심으로  
TCO·전력효율 확보

TCO 경쟁력 또한 경쟁사를 압도하고 있다. Gen5부터는 동일한 성능을 얼마나 낮은 전력과 발열로 구현하는지가 핵심 경쟁력으로 부상했으며, 이는 곧 TCO를 결정하는 요인으로 작용한다. 동사의 컨트롤러는 반복적이고 연산량이 큰 작업을 컨트롤러 코어가 아닌 HW 가속기에서 처리함에 따라 TCO 측면에서 강점을 보유하고 있다. 실제로 동사의 전력 효율은 507MB/s/W로 경쟁사들 대비 가장 높은 것으로 파악된다.

코어 구성에 따른 BOM 구조의 차별점 또한 분명하다. 동사 제품의 아키텍처는 3개의 코어로 구성되는 반면, 마벨의 데이터센터용 컨트롤러는 총 11개의 프로세스 코어를 갖춘 형태이다. 이러한 차이는 SRAM 규모와 칩 면적의 차이로 이어지며, 동사의 원가 경쟁력으로 직결된다.

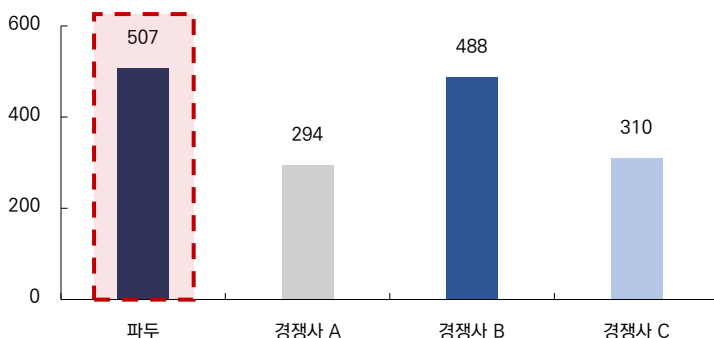
PCIe 세대 전환 시  
동사의 원가 경쟁력 부각

동사의 원가 경쟁력은 PCIe 세대 전환 과정에서 더욱 부각될 것으로 판단한다. Gen6 전환에 따라 데이터 처리량은 2배 이상 증가하며, CPU 중심 구조를 채택한 마벨은 코어·SRAM·버스 블록 확장이 불가피할 것으로 사료된다. 이는 곧 칩 면적 증가와 BOM 확대를 동반하며 고객사의 OPEX 부담으로 이어진다. 반면 동사는 HW 가속기 중심 구조를 기반으로 추가적인 자원 투입을 최소화할 수 있으며, 세대 전환이 진행될수록 격차는 더욱 확대될 전망이다.

[자료 3-1] 타사 대비 파두 컨트롤러 전력 효율 비교

(단위: MB/s/Watt)

[자료 3-2] 파두/마벨 PCIe 5.0세대 컨트롤러 스펙 비교



출처: 파두, RFS Team 4

| 구분         | 파두(FC5161)                                       | 마벨(MV-SS1333)                      | 비고                                        |
|------------|--------------------------------------------------|------------------------------------|-------------------------------------------|
| 핵심 아키텍처 IP | RISC-V<br>(SiFive 기반 오픈소스)                       | ARM Cortex<br>(레거시 범용 IP)          | RISC-V: 오픈소스<br>ARM: 라이선스, 로열티 발생         |
| 코어 구성 및 개수 | 초경량 3~4 Cores<br>(64-bit S51-MC + 32-bit E31-MC) | 무거운 11 Cores (Cortex-R8 + M7 + M3) | 마벨: 11개 비순차적 고성능 코어<br>파두: 순차적 초경량 지휘관 코어 |
| 데이터 처리 방식  | -하드웨어 가속 중심<br>-데이터가 코어를 거치지 않고 통과               | -소프트웨어 중심<br>-11개 코어가 직접 FTL 연산 수행 | 코어 소용 병목과 극심한 발열                          |

출처: TechPowerUP, RFS Team 4

## Gen6도 선점, Sierra: FC6161

팹리스 시장에서의 Time to market 중요성을 고려할 때, Gen6 컨트롤러를 선제적으로 양산할 수 있는 기업의 경쟁력이 높아질 것으로 판단한다. ①성과와 전력 효율을 동시에 개선한 Gen6 기술력, ②경쟁사 대비 빠른 개발·검증 일정을 기반으로 동사는 압도적인 우위를 점할 것으로 전망한다.

### ①기술력

Gen6 성능 2배 개선 및  
9W 미만 저전력 구조 확보

동사의 Gen6 SSD 컨트롤러는 Gen5 대비 연속읽기·쓰기와 임의읽기·쓰기 성능을 약 2배 개선하는 동시에, 9W 미만의 저전력 구조를 갖췄다. 동사 Gen6의 연속쓰기 성능은 28.5GB/s로 Gen5의 11GB/s 대비 약 2배 향상되며, 임의읽기 IOPS도 6.9M IOPS으로 2배 개선될 전망이다. PCIe 6.0세대인 Micron 9650의 연속쓰기는 14GB/s, 임의읽기는 5.5M IOPS로, 마이크론과 비교했을 때도 성능 우위는 분명하다. 또한 9W 미만의 저전력 구조는 TCO 절감 측면에서 고객사의 선택 요인으로 작용할 전망이다.

공정 원가 경쟁력 우위  
: 파두 6nm vs 타사 4/5nm 공정

경쟁사 대비 큰 6nm 공정을 적용함에도 성능을 개선해 공정 원가 경쟁력 또한 확보했다. 타사 컨트롤러는 Gen6에서 4~5nm 공정을 사용하는 반면, 동사는 6nm를 적용하였다. 공정 미세화가 진행될수록 성능과 전력효율이 개선된다는 점을 감안할 때, 동사는 단순 공정 미세화가 아닌 아키텍처 설계 역량을 통해 성능 우위를 확보했음을 의미한다.

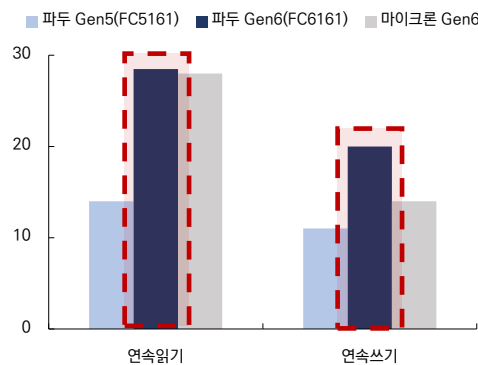
### ②경쟁사 대비 빠른 양산

'26년 Gen6 SSD 드라이브 완성  
→ 샘플링·검증  
→ 2H27 공급 확정 목표

동사는 가장 빠르게 양산 가능한 Gen6 컨트롤러 공급사로서 선두 벤더의 지위를 확보할 것으로 판단한다. 동사는 '26년 3월 Gen6 컨트롤러 개발 완료 소식을 공식화했으며, 현재 양산 테스트 이후 고객사 샘플 공급이 진행 중인 것으로 파악된다. 샘플링과 검증을 거쳐 '27년 하반기 공급 확정이 전망되며, 경쟁사 대비 빠른 Gen6 출시를 통해 신규 고객사를 확보할 것으로 전망한다.

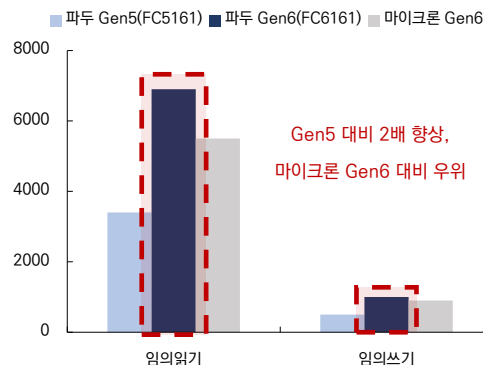
IDM 기업인 삼성전자와 마이크론을 제외하면, 현재 Gen6 컨트롤러 개발을 완료한 업체는 동사가 유일한 것으로 파악된다. 마벨은 Gen6 SerDes IP, Structure S 인프라를 개발했으나 Gen6 컨트롤러 칩 출시를 완료하지 못한 것으로 파악되며, 맞춤형 ASIC과 네트워킹 중심으로 집중하고 있다. 실리콘몬스터 또한 3Q26 PCIe6 컨트롤러 테이프아웃을 언급했지만 양산은 '28년 이후 본격화될 전망이며, 부팅용 드라이브와 소비자용 영역 중심으로 전개하고 있어 AI 데이터센터용 고성능 SSD와는 거리가 먼 것으로 파악된다.

[자료 3-3] 연속쓰기·읽기 성능 비교 (단위: GB/s)



출처: 각사, RFS Team4

[자료 3-4] 임의쓰기·읽기 성능 비교 (단위: KIOPS)



출처: 각사, RFS Team4

[자료 3-5] 컨트롤러 공정 원가 경쟁력 비교 (단위: nm)

| 구분 | Gen3 | Gen4 | Gen5 | Gen6 | Gen7 |
|----|------|------|------|------|------|
| 타사 | 16   | 12   | 12/7 | 4/5  | 3    |
| 파두 | 28   | 12   | 12   | 6    | 5    |

출처: 파두, RFS Team4

## 시대가 파두를 부른다

'27년 동사의 SSD 컨트롤러 매출 5,841억 원(YoY +68.9%)을 전망한다. 특히 1)샌디스크의 구글 계약에 따른 물량 확대, 2)키옥시아向 Gen6 공급 가능성은 동사의 핵심 성장 동력으로 작용할 전망이다.

### 샌디스크와의 동반 성장

샌디스크-구글 eSSD 공급 계약은  
컨트롤러 수요 확대에 이어질 것

'27년 샌디스크向 컨트롤러 매출 5,400억 원(YoY +64.9%)을 전망한다. '25년 12월 샌디스크는 구글과 AI 데이터센터 eSSD 공급 계약을 체결하였으며, 해당 구글 공급 물량은 장기적으로 메타를 상회할 가능성도 제기된다. '26년 공급 본격화와 함께 샌디스크의 시장 점유율은 약 10%로 확대될 전망이며, 이는 동사 컨트롤러 수요를 동반할 것으로 판단한다.

샌디스크 고객사 확보  
→ 구글 밸류체인 편입 가시화

샌디스크를 고객사로 확보했다는 점은 동사의 공급망 진입 가시성을 높이는 요인으로 작용하며, '27년 동사의 샌디스크向 컨트롤러 출하량은 718만 개까지 확대될 전망이다. 커스텀화된 데이터센터 eSSD는 검증에 장기간 소요되고, 한 번 탑재되면 24시간 가동되는 서버 환경 특성상 교체가 쉽지 않은 구조이다. 이에 따라 초기 고객 확보 이후 매출이 롱테일 형태로 점진적으로 증가한다. 구글은 샌디스크의 eSSD 기성품뿐 아니라 커스텀 탑재를 요구한 것으로 파악되며, 동사는 샌디스크-구글로 이어지는 밸류체인 편입을 통해 중장기 성장 동력을 확보할 전망이다.

### 키옥시아 공급까지

PCIe 6.0 전환 시  
키옥시아 수주 확보 전망

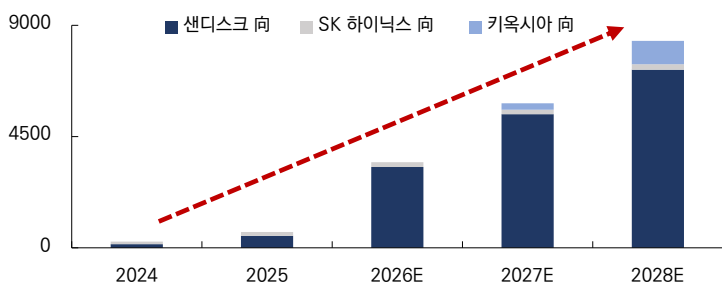
동사는 키옥시아를 신규 고객사로 확보하며, '27년 키옥시아向 컨트롤러 매출 250억 원을 추가 달성할 전망이다. PCIe 5.0 기준 키옥시아의 CM9-ReSSD는 자체 개발 여부가 알려져 있지 않으나, 자체 설계와 마벨의 컨트롤러를 함께 사용하는 것으로 파악된다. 반면 PCIe 6.0 세대에서는 인하우스 개발이 미완료된 것으로 파악되며, 전환 초기 팹리스 기업으로부터의 공급할 가능성이 높을 것으로 사료된다. 동사는 경쟁사 대비 빠른 Gen6 출시를 통해 키옥시아의 Gen6 전환 수요를 흡수할 전망이다.

주요 IDM사 대비  
키옥시아 Gen6 개발 대비  
→ 동사 Gen6 채택 가능성 ↑

키옥시아를 제외한 주요 IDM사는 Gen6 컨트롤러를 확보한 것으로 파악되며, 이는 세대 전환 국면에서 키옥시아가 동사의 Gen6 컨트롤러를 채택할 가능성을 높이는 요인으로 작용할 전망이다. 마이크론과 삼성전자는 1Q26 인하우스 개발 컨트롤러를 적용한 Gen6 eSSD 모델 마이크론 9650과 PM1763의 개발 완료 및 초기 양산을 선언했다. SK하이닉스는 엔비디아와의 공동 개발 프로젝트 AI-N-P에서 '26년 내 샘플을 출시할 계획이며 샌디스크는 동사를 통해 Gen6를 조달할 것으로 판단된다. 키옥시아를 고객사로 확보할 경우 동사는 고객사 확장과 함께 추가적인 리레이팅이 가능할 것으로 판단한다.

[자료 3-6] 동사 SSD 컨트롤러 매출 추이 및 전망

(단위: 억 원)



출처: 파두, RFS Team 4

[자료 3-7] 주요 IDM사 Gen6 개발 현황

| 구분      | 1Q26  | 2Q26                    | 3Q26     | 4Q26  |
|---------|-------|-------------------------|----------|-------|
| 마이크론    | 양산 시작 |                         |          |       |
| 삼성전자    |       | 개발 완료                   | 연내 출시 목표 |       |
| SK 하이닉스 |       | 엔비디아 공동개발               |          | 샘플 공개 |
| 키옥시아    |       | 미공개 → 외부 컨트롤러 채택 가능성 부각 |          |       |

출처: 언론종합, RFS Team 4

## Investment Point 2. 밀려온다 거대한 파두가

동사의 성장성은 매출만으로 설명되지 않는다. 흑자 전환에 성공한 현 시점 동사는 영업 레버리지 구간  
에 진입했으며, 컨트롤러 매출 비중 확대와 Gen6 연구개발비 축소 효과, Gen7 연구개발비 부담 완화가  
맞물리며 동사는 폭발적인 영업이익의 상승 국면에 진입할 전망이다.

### 레버리지가 폭발한다

동사의 '27년 영업이익 2,502억 원(YoY +130.4%)을 전망한다. 현 시점, 동사는 본격적인 영업 레버리지  
구간에 진입했으며, ①확보된 매출 성장 ②고부가가치 제품 비중 확대 ③개발비 축소 효과는 곧 가파른 이  
익 성장의 본격화를 의미한다.

#### 확보된 매출 성장

영업 레버리지의 시작은 매출 성장이다. eSSD 컨트롤러 수요 증가에 힘입어, 동사의 매출은 '23년 225억  
원 → '24년 약 435억 원 → '25년 924억 원으로 2년 만에 4배 이상 증가했다. 현재 확보된 약 3,194억  
원 규모의 수주 잔고만으로도 '25년 매출의 3배를 상회하며, 샌디스크向 공급 확대와 키옥시아向 공급 가  
능성은 성장의 기반을 더욱 강화할 전망이다.

이러한 성장세는 컨트롤러의 락인 효과로 인해 지속될 전망이다. eSSD 컨트롤러는 펌웨어 최적화와 고객  
사 시스템 맞춤 설계가 동반되며, 검증 진행부터 공급 확정까지 1년 이상이 소요된다. 이러한 구조는 공급  
사로 선정된 이후 고객사와의 지속적인 협업으로 이어지는 기반을 마련한다. 메타에 이어 구글까지 확대된  
동사의 고객 기반은 향후 지속적인 컨트롤러 수요 증가를 견인할 것으로 판단한다.

#### 컨트롤러 매출 비중 확대

컨트롤러 매출 비중 확대는 곧 동사의 GPM 개선으로 이어진다. 이는 완제품의 GPM이 20% 이하인 반면  
컨트롤러의 GPM은 60%를 상회한다는 점에 기인한다. 실제로 컨트롤러 매출 비중이 '24년 55%에서 '25  
년 약 70%로 확대됨에 따라, 동사의 GPM은 '24년 13.3%에서 '25년 47.2%로 가파르게 상승했다.

지속적인 컨트롤러 매출 확대를 통해 동사의 수익성이 더욱 증가할 것으로 전망한다. 컨트롤러의 매출이  
완제품 대비 가파르게 상승함에 따라, 동사의 매출 내 컨트롤러 비중은 '27년 94.1%로 확대될 것으로 예  
상된다. 이에 따라 동사는 '27년 GPM 59.1%를 달성할 전망이며, 레버리지를 극대화할 수 있는 기반이 마  
련될 것으로 판단한다.

매출 성장에 따른  
영업 레버리지 국면 진입

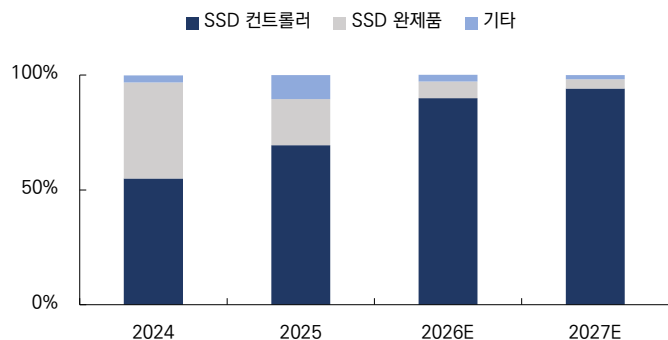
컨트롤러 고객사 락인 효과로  
안정적 매출 기반 확보

GPM  
'24년 13.3% → '25년 47.2%

컨트롤러 비중 확대에 따른  
'27년 GPM 59.1% 전망

[자료 3-8] 제품 유형별 매출 비중

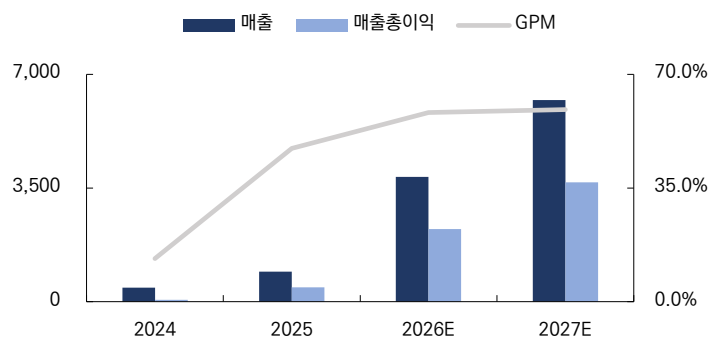
(단위: %)



출처: RFS Team 4

[자료 3-9] 매출총이익률 추이

(단위: 억 원)



출처: RFS Team 4

## 개발비 축소 효과

매출 성장과 고부가가치 제품 비중 확대에 더해, **개발비 축소 효과가 확대되며 동사는 본격적인 영업이익 상승 사이클에 진입할 전망이다**. 이는 1)동사의 팹리스 사업 구조, 2)Gen6 개발 완료에 따른 개발비 축소 효과, 3)Gen7 개발비 공동 부담에 기인한다.

### ①나 팹리스인데?

동사는 반도체 팹리스 모델이다. **인건비와 연구개발비가 비용의 대부분을 차지하며, 이에 따라 영업 레버리지를 극대화할 수 있는 기반을 확보하고 있다**. 제조 설비 없이 설계·개발·고객사별 최적화에 집중하고 생산은 파운드리에 위탁한다. 실제로 '25년 기준 인건비와 연구개발비가 판매관리비의 약 84%를 차지하고 있으며, 해당 비용은 단기 매출 증가에 비해해 확대되지 않는 고정비 성격을 가진다.

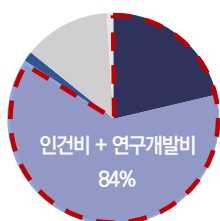
### ②Gen6 도하 준비 끝

Gen6 개발이 완료됨에 따라 동사의 연구개발비 축소 효과가 '26년부터 본격화될 전망이다. 컨트롤러는 세대 전환마다 대규모 R&D 투자가 선행되는 구조이며, 동사는 약 550억 원에 달하는 Gen6 개발 비용으로 인해 지속적인 영업 적자를 기록했다. 반면 주목할 점은 Gen6 컨트롤러 칩 개발이 '25년 완료되었다는 점이다. 동사의 연구개발비는 '25년 687억 원에서 '26년 559억 원, '27년 553억 원으로 축소될 전망이며, 팹리스의 연구개발비 축소는 곧 영업 레버리지의 극대화를 의미한다.

[자료 3-10] 판매관리비 구조

(단위: %)

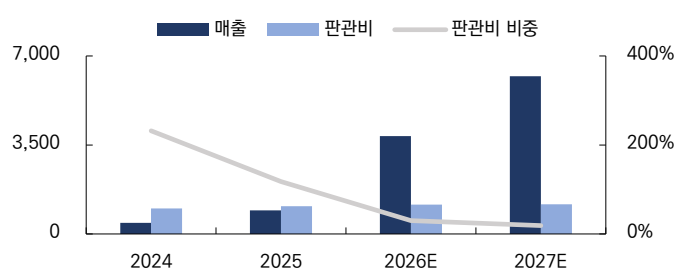
■ 인건비 ■ 연구개발비 ■ 유무형자산상각비 ■ 관리비 ■ 기타



출처: 파두, RFS Team 4

[자료 3-11] 매출 대비 판관비 추이

(단위: 억 원, %)



출처: RFS Team 4

### ③Gen7 개발비는 고객사가 덜어준다

이에 더해, '28년부터 시작될 Gen7 개발 구간에서는 연구개발비 부담이 제한적일 것으로 판단한다. 동사는 샌디스크向 Gen5 공급을 바탕으로 장기 파트너십을 강화하고 있으며, Gen7부터는 해당 관계를 기반으로 개발비를 분담하게 될 것으로 파악된다. '28년 동사가 부담할 Gen7 연구개발비는 Gen6 대비 50% 축소될 것으로 예상되며, 동사의 '28년 연구개발비는 689억 원으로 매출액의 7.9%를 차지할 전망이다.

[자료 3-12] eSSD 컨트롤러 개발 및 양산 계획

| PCIe 세대   | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022  | 2023  | 2024 | 2025 | 2026  | 2027 | 2028  |
|-----------|------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|-------|------|-------|
| PCIe Gen3 | 개발   |      | 상용화  |      |      |       |       |      |      |       |      |       |
| PCIe Gen4 |      |      | 개발   | 상용화  |      | 고객 인증 |       |      |      |       |      |       |
| PCIe Gen5 |      |      |      |      | 개발   |       | 상용화   |      |      |       |      |       |
| PCIe Gen6 |      |      |      |      |      |       | 고객 인증 |      |      |       |      |       |
| PCIe Gen7 |      |      |      |      |      |       |       | 개발   |      | 출시 예정 | 상용화  | 개발 예정 |

출처: 파두, RFS Team 4

매출 증가에 따른  
판매관리비 부담 제한적인 팹리스

'25년 Gen6 개발 완료 이후  
연구개발비 축소  
→ 영업 레버리지 본격화

샌디스크와 분담을 통한  
Gen7 연구개발비 부담 완화 전망

## IV. Risk

### Q. 전환사채 오버행 리스크는 없는가?

A. 전환사채에 따른 오버행 리스크는 존재하나, 전체 주식 수 대비 희석 규모가 제한적이라는 점에서 주주 가치 훼손 우려는 크지 않은 것으로 판단한다.

동사는 2Q25 Gen 6 컨트롤러 개발자금 조달 목적으로 약 120억 원 규모의 7회차 전환사채를 발행했다. 전환 청구 가능 기간은 2Q26부터 2Q30까지이며, 전환가액은 10,735원으로 현 주가보다 현저히 낮아 전량 전환될 가능성이 높다. 다만 전환 시 발행할 주식 수는 약 112만 주로 전체 주식 수 대비 약 2.2%에 불과하여 주가에 유의미한 충격을 주기 어려울 것으로 판단한다.

[자료 4-1] 제 7회차 전환사채 현황 (단위: %, 백만 원, 원, 주)

| 구분     | 내용         | 구분            | 내용        |
|--------|------------|---------------|-----------|
| 발행일    | 2025-05-23 | 잔여권면총액        | 11,990    |
| 전환청구초일 | 2026-05-23 | 상환할증금         | 1,591     |
| 전환청구말일 | 2030-05-23 | 전환권조정         | 9,324     |
| 만기일    | 2030-05-23 | 전환사채          | 4,257     |
| 표면이율   | 0%         | 전환가액          | 10,735    |
| 보장수익률  | 2.50%      | 전환 시 발행할 주식 수 | 1,116,907 |

출처: 파두, RFS Team 4

### Q. 현행 재판으로 인한 사법 리스크는 없는가?

A. 현행 재판은 IPO 당시 실적 예측치 및 공시 적정성에 관한 사안으로, 동사의 현재 사업 경쟁력이나 영업 지속성을 직접 훼손할 가능성은 제한적이라고 판단한다.

한국거래소가 상장폐지 가능성 등을 검토한 이후 동사를 상장적격성 실질심사 대상에서 제외하고 거래재개를 결정했다는 점을 고려하면, 해당 이슈가 상장 유지나 사업 지속성을 훼손할 수준의 중대 리스크로 판단되지는 않은 것으로 해석된다. 따라서 현행 재판이 투자심리상 부담 요인으로 작용할 수 있으나 동사의 중장기 성장성을 근본적으로 훼손하는 리스크로 보기는 어렵다.

[자료 4-2] 민형사 소송 현황

| 구분 | 사건명         | 쟁점               | 청구액     | 기소/제소일자    |
|----|-------------|------------------|---------|------------|
| 형사 | 자본시장법 위반    | IPO 부정           | -       | 2025-12-18 |
| 민사 | 증권관련 집단소송 1 | 공모주 청약자 손해배상     | 1 억 원   | 2024-03-19 |
| 민사 | 증권관련 집단소송 2 | 장내 매수 투자자 손해배상   | 미정      | 2025-11-04 |
| 민사 | 일반 손해배상 소송  | 유통시장 매수 투자자 손해배상 | 6.7 억 원 | 2025-11-04 |

출처: 파두, 언론 보도, RFS Team 4

## V. Valuation

### Peer PER Valuation

Target P/E 35.53배, 목표주가 166,100원, 상승여력 55.1%, 투자 의견 BUY를 제시한다.

#### ▶ Why not Historical PER?

: 동사는 1Q26 흑자 전환 이전까지 장기적인 적자 구간에 머물렀다는 점에서, Historical Per 산정이 적합하지 않다고 판단하였다. 이에 더해 '26년부터 가속화될 eSSD 컨트롤러 매출 상승과 고객사 확대는 이전과 다른 실적 국면의 진입을 의미한다. 과거 실적은 현재 동사가 보유한 성장 기반을 충분히 반영하지 못하며, 향후 이익 성장성을 설명하는 데 한계가 존재한다. 현 시점에서는 과거 밸류에이션보다 동종 업계의 성장성과 수익성이 반영된 Peer PER 적용이 보다 합리적이라고 판단한다.

#### ▶ Peer 선정: Marvell (MRVL.US), Microchip (MCHP.US), Silicon Motion (SIMO.US)

본 리서치팀은 동사의 Valuation 기법으로 Peer PER 방식을 채택하였다. 동사와 동일하게 eSSD 컨트롤러 사업을 영위하는 마벨과 마이크로칩, 실리콘 모션을 Peer로 선정하였으며, Target P/E는 Peer 평균인 35.53배를 적용하였다.

마벨의 경우 본업인 ASIC 설계 사업에서 성장성을 인정받고 있는 반면, 마이크로칩과 실리콘 모션의 경우 컨트롤러 설계 측면에서 동사 대비 Gen5 이후 열위인 것으로 파악된다. 동사는 Gen6 선점까지 더해지며 마이크로칩과 실리콘 모션의 성장성을 넘어설 것으로 판단하며, 이에 따라 세 기업을 평균하여 중간값을 적용하였다.

[자료 5-1] Peer PER Valuation

| 파두 P/E Valuation |            |     |                 |
|------------------|------------|-----|-----------------|
| 구분               |            | 단위  | 비고              |
| 2027E 당기순이익      | 2,395      | 억 원 | (A)             |
| 발행주식수            | 51,213,734 | 주   | (B)             |
| 2027E EPS        | 4,676      | 원   | (C) = (A) ÷ (B) |
| Target P/E       | 35.53      | (배) | (D)             |
| 적정주가             | 166,125    | 원   | (E) = (C) × (D) |
| 목표주가             | 166,100    | 원   |                 |
| 현재주가             | 107,100    | 원   | '26.06.02 기준 종가 |
| 상승여력             | 55.1       | %   |                 |

출처: RFS Team 4

## VI. Estimation Logic

### 매출추정

동사의 매출은 ①SSD 컨트롤러 ②SSD 완제품으로 구분하여 추정하였다. 전체 매출액의 60% 이상을 차지하는 SSD 컨트롤러를 중심으로 추정을 진행하였으며, 최종 매출 추정 Table은 다음과 같다.

[자료 6-1] 총 매출추정 Table

(단위: 억 원)

| 매출 추정 종합      |       |        |        |       |       |
|---------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| (단위: 억 원)     | 2024A | 2025A  | 2026E  | 2027E | 2028E |
| 매출            | 435   | 924    | 3,843  | 6,207 | 8,741 |
| YoY(%)        |       | 112.4% | 315.8% | 61.5% | 40.8% |
| SSD 컨트롤러      | 239   | 642    | 3,458  | 5,841 | 8,377 |
| YoY(%)        |       | 168.6% | 438.6% | 68.9% | 43.4% |
| of Revenue(%) | 54.9% | 69.5%  | 90.0%  | 94.1% | 95.8% |
| SSD 완제품       | 182   | 185    | 275    | 249   | 247   |
| YoY(%)        |       | 1.6%   | 48.6%  | -9.4% | -0.7% |
| of Revenue(%) | 41.8% | 20.0%  | 7.2%   | 4.0%  | 2.8%  |
| 기타            | 14    | 97     | 110    | 117   | 116   |
| YoY(%)        |       | 592.9% | 13.3%  | 6.6%  | -1.1% |
| of Revenue(%) | 3.2%  | 10.5%  | 2.9%   | 1.9%  | 1.3%  |

출처: RFS Team 4

### ①SSD 컨트롤러

SSD 컨트롤러 부문 매출의 경우, 탑다운 방식을 기반으로 추정하였다. 글로벌 eSSD 생산량과 전방사의 시장점유율 및 동사의 침투율에 근거하여 추정하였다. 최종 SSD 컨트롤러 매출추정 Table은 다음과 같다.

[자료 6-2] 총 SSD 컨트롤러 매출추정 Table

(단위: 억 원)

| SSD 컨트롤러 매출 추정 종합 |       |        |        |       |        |
|-------------------|-------|--------|--------|-------|--------|
| (단위: 억 원)         | 2024A | 2025A  | 2026E  | 2027E | 2028E  |
| eSSD 컨트롤러         | 239   | 642    | 3,458  | 5,841 | 8,377  |
| YoY(%)            |       | 168.6% | 438.6% | 68.9% | 43.4%  |
| 샌디스크 向            | 143   | 488    | 3,275  | 5,400 | 7,204  |
| YoY(%)            |       | 240.7% | 570.6% | 64.9% | 33.4%  |
| of Revenue(%)     | 60.0% | 76.1%  | 94.7%  | 92.5% | 86.0%  |
| SK 하이닉스 向         | 109   | 157    | 183    | 191   | 223    |
| YoY(%)            |       | 44.1%  | 16.2%  | 4.2%  | 17.1%  |
| of Revenue(%)     | 45.7% | 24.5%  | 5.3%   | 3.3%  | 2.7%   |
| 키옥시아 向            |       |        |        | 250   | 949    |
| YoY(%)            |       |        |        |       | 280.4% |
| of Revenue(%)     |       |        |        | 4.3%  | 11.3%  |

출처: RFS Team 4

## 1)Q 추정

글로벌 eSSD 연간 생산대수와 전방사별 시장점유율을 반영하여 전방사별 eSSD 연간 생산대수를 산출한 후, PCIe 세대별 eSSD 출하량 비중을 기반으로 산출한 침투율을 적용하여 Q를 추정하였다.

### ▶침투율

샌디스크 向 침투율은 글로벌 PCIe Gen 5, 6 eSSD 출하량 비중을, 키옥시아 向 침투율은 Gen 6 비중만을 반영하여 추정하였다. SK하이닉스의 경우, Gen 6 컨트롤러를 자체 개발하고 있으므로 현재의 침투율을 유지하는 것이 합리적인 가정이라고 판단하였다.

### ▶PCIe 세대별 eSSD 출하량 비중

'28년 PCIe Gen6 eSSD 출하량 비중은 Gen5의 본격 양산 전환기인 '25년의 연간 상승률을 반영하여 추정하였다. Gen4의 비중은 Gen5·6의 양산에 의해 하락 추세를 지속할 것으로 판단하여 '27년의 연간 변화율을 반영하여 추정하였다. Gen5의 출하량 비중은 Gen4·6의 비중을 제외한 전량으로 추정하였다.

### ▶전방사 시장점유율

샌디스크는 '25년 12월 구글과의 공급계약에 따라 물량이 확대될 것으로 판단하였으며, 샌디스크의 주요 고객사인 메타와 구글의 CAPEX 비중을 반영하여 2026E 시장점유율 10% 수준으로 추정하였다. 유의한 전방사 확장이 없는 SK하이닉스와 키옥시아의 시장점유율은 보수적 추정을 위해 Flat 처리하였다.

[자료 6-3] SSD 컨트롤러 Q추정 Table

(단위: 만 개)

| Q 추정 Table |      |       |       |       |
|------------|------|-------|-------|-------|
| (단위: 만 개)  | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 샌디스크 向     | 65   | 435   | 718   | 956   |
| SK 하이닉스 向  | 21   | 24    | 25    | 30    |
| 키옥시아 向     |      |       | 33    | 124   |

출처: RFS Team 4

[자료 6-4] 전방사별 eSSD 연간 생산대수 추정 Table

(단위: 만 개)

| eSSD 연간 생산대수 |       |       |       |        |
|--------------|-------|-------|-------|--------|
| (단위: 만 개)    | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E  |
| 글로벌          | 7,092 | 8,239 | 8,584 | 10,035 |
| 샌디스크         | 298   | 847   | 883   | 1,032  |
| 하이닉스         | 1,862 | 2,163 | 2,253 | 2,634  |
| 키옥시아         | 895   | 1,040 | 1,084 | 1,267  |

출처: Forward Insights, RFS Team 4

[자료 6-5] 전방사별 연간 침투율 추정 Table

(단위: %)

| 전방사 연간 침투율 |       |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: %)    | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
| 샌디스크 向     | 21.8% | 51.4% | 81.3% | 92.7% |
| SK 하이닉스 向  | 1.1%  | 1.1%  | 1.1%  | 1.1%  |
| 키옥시아 向     |       |       | 3.0%  | 9.8%  |

출처: RFS Team 4

[자료 6-6] 샌디스크 고객사 CAPEX

(단위: 십억 달러)

| 하이퍼스케일러 CAPEX |       |       |
|---------------|-------|-------|
| (단위: 십억 달러)   | 2025A | 2026E |
| Alphabet      | 91    | 181   |
| Meta          | 70    | 125   |

출처: TechInsights, RFS Team 4

[자료 6-7] PCIe 세대별 eSSD 출하량 비중 추정 Table

(단위: %)

| eSSD PCIe 세대별 출하량 비중 |       |       |       |       |       |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: %)              | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| Pcie 3.0             | 3.2%  | 0.7%  | 1.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| Pcie 4.0             | 90.1% | 77.5% | 47.6% | 18.7% | 7.35% |
| Pcie 5.0             | 6.7%  | 21.8% | 51.4% | 78.3% | 82.9% |
| Pcie 6.0             |       |       |       | 3.0%  | 9.8%  |

출처: TrendForce, RFS Team 4

[자료 6-8] 전방사별 eSSD 시장점유율

(단위: %)

| eSSD 시장점유율 |       |       |       |       |      |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| (단위: %)    | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 샌디스크       | 4.9%  | 3.9%  | 3.9%  | 4.1%  | 4%   | 10%   | 10%   | 10%   |
| 하이닉스       | 20.8% | 26.7% | 27.3% | 30.2% | 26%  | 26%   | 26%   | 26%   |
| 키옥시아       | 11.9% | 13.7% | 14.1% | 10.8% | 13%  | 13%   | 13%   | 13%   |

출처: TrendForce, RFS Team 4

## 2)P 추정

'25년 샌디스크向 매출 및 Q를 기반으로 역산하여 Gen 5 eSSD 컨트롤러 ASP를 75,214원으로 추정하였다. 컨트롤러는 AISC 성격의 제품으로 세대 내 유의한 가격 변동이 없을 것으로 판단하였다. Gen 6의 ASP는 컨트롤러 칩의 과거 고점을 반영한 프리미엄을 부여하여 76,779원으로 추정하였으며, 각 전방사별 ASP는 컨트롤러 세대별 비중을 반영하여 추정하였다.

[자료 6-9] Gen 5 eSSD 컨트롤러 P추정 Table

[자료 6-10] Gen 6 eSSD 컨트롤러 P추정 Table

[자료 6-11] Gen 5/6 ASP MIX 추정 Table

| Gen5 컨트롤러 P 역산 |        |
|----------------|--------|
| Gen5           | 금액     |
| P(원)           | 75,214 |
| 샌디스크 向 매출(억 원) | 488    |
| 샌디스크 向 Q(만 개)  | 65     |

| Gen 6 컨트롤러 P 추정 |        |
|-----------------|--------|
| (단위: 원)         | 금액     |
| Gen6 P          | 76,779 |
| 과거 ~Gen 5 P 고점  | 78,345 |

| ASP MIX 추정 |        |        |
|------------|--------|--------|
| (단위: 원)    | 2027E  | 2028E  |
| ASP MIX    | 75,261 | 75,367 |
| Gen5 비중    | 97%    | 90%    |
| Gen6 비중    | 3%     | 10%    |

출처: RFS Team 4

## ②SSD 완제품

SSD 완제품 부문의 경우 뚜렷한 경향성이 확인되지 않아, 1Q26까지의 분기별 과거 추이를 기반으로 이동 평균을 적용하여 추정하였다.

[자료 6-12] SSD 완제품 매출추정 Table

(단위: 억 원)

| SSD 완제품 매출 추정 종합 |       |       |        |        |        |
|------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| (단위: 억 원)        | 2024A | 2025A | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
| SSD 완제품          | 182   | 185   | 275    | 249    | 247    |
| YoY(%)           |       | 1.65% | 48.58% | -9.35% | -0.70% |

출처: RFS Team 4

## ③기타

기타 부문의 경우 유의미한 매출 발생이 시작된 3Q25부터의 매출을 이동평균 적용하여 추정하였다.

[자료 6-13] 기타 매출추정 Table

(단위: 억 원)

| 기타 매출 추정 종합 |       |         |        |       |        |
|-------------|-------|---------|--------|-------|--------|
| (단위: 억 원)   | 2024A | 2025A   | 2026E  | 2027E | 2028E  |
| 기타          | 14    | 97      | 110    | 117   | 116    |
| YoY(%)      |       | 592.86% | 13.33% | 6.62% | -1.13% |

출처: RFS Team 4

## 비용추정

비용추정은 금액적 중요성이 높고, 합리적인 추정이 가능한 주요 항목을 중심으로 진행했다. ①매출원가는 SSD 컨트롤러와 SSD 완제품의 GPM을 반영해 추정했으며 ②판매비와관리비는 인건비와 연구개발비를 중심으로 세부 추정했다. 그 외 비용 계정 중 일시적인 사건으로 발생하여 별도의 로직이 없는 항목은 flat 처리했으며, 뚜렷한 경향성이 관찰되지 않은 항목은 과거 추이를 기반으로 이동평균을 적용했다.

[자료 6-14] 총 비용추정 Table

(단위: 억 원)

| 총 비용추정 Table |         |         |        |        |        |        |
|--------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| (단위: 억 원)    | 2023A   | 2024A   | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
| 매출액          | 225     | 435     | 924    | 3,843  | 6,207  | 8,741  |
| YoY(%)       |         | 93.6%   | 112.4% | 315.8% | 571.6% | 127.5% |
| 매출원가         | 114     | 377     | 488    | 1,603  | 2,536  | 3,549  |
| COGS(%)      | 50.6%   | 86.7%   | 52.8%  | 41.7%  | 40.9%  | 40.6%  |
| 매출총이익        | 111     | 58      | 437    | 2,240  | 3,671  | 5,192  |
| GPM(%)       | 49.4%   | 13.3%   | 47.2%  | 58.3%  | 59.1%  | 59.4%  |
| 판매비와 관리비     | 697     | 1,008   | 1,091  | 1,154  | 1,170  | 1,313  |
| Of sales(%)  | 310.0%  | 231.7%  | 118.1% | 30.0%  | 18.8%  | 15.0%  |
| 영업이익         | (586)   | (950)   | (655)  | 1,086  | 2,502  | 3,879  |
| OPM(%)       | -260.6% | -218.5% | -70.8% | 28.3%  | 40.3%  | 44.4%  |
| 금융수익         | 42      | 62      | 28     | 69     | 46     | 48     |
| 금융원가         | 24      | 35      | 153    | 48     | 48     | 48     |
| 기타수익         | 0       | 9       | 23     | 17     | 11     | 13     |
| 기타비용         | 1       | 1       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 법인세차감전이익     | (568)   | (915)   | (757)  | 1,123  | 2,511  | 3,891  |
| 법인세비용        | 0       | 0       | 5      | 0      | 117    | 772    |
| 당기순이익        | (568)   | (915)   | (762)  | 1,123  | 2,395  | 3,119  |
| NPM(%)       | -252.9% | -210.4% | -82.5% | 29.2%  | 38.6%  | 35.7%  |

출처: RFSTeam 4

## ①매출원가

매출원가는 동사의 사업 구조를 고려해 SSD 컨트롤러와 SSD 완제품으로 구분해 추정했다. 우선 전체 매출액을 각 연도별 SSD 컨트롤러 매출액과 SSD 완제품 매출액의 비율로 구분했으며, 제품군별 수익성 특성을 감안해 SSD 컨트롤러는 GPM 20%, SSD 완제품은 GPM 60%를 적용했다. 이에 따라 연도별 매출 구성비 변화와 고유의 GPM 비율을 반영해 매출원가를 산출했다.

[자료 6-15] 매출원가 추정 Table

(단위: 억 원)

| 매출원가 추정 Table |       |        |        |       |       |
|---------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| (단위: 억 원)     | 2024  | 2025   | 2026E  | 2027E | 2028E |
| 매출액           | 435   | 924    | 3,843  | 6,207 | 8,741 |
| QoQ/YoY(%)    |       | 112.4% | 315.8% | 61.5% | 40.8% |
| 매출원가          | 377   | 488    | 1,603  | 2,536 | 3,549 |
| Of sales(%)   | 86.7% | 52.8%  | 41.7%  | 40.9% | 40.6% |

출처: RFSTeam 4

[자료 6-16] 연도별 제품군 매출액 비중

(단위: %)

[자료 6-17] 제품별 GPM 비율

(단위: %)

| 연도별 제품군 매출액 비중 Table |      |      |       |       |       |
|----------------------|------|------|-------|-------|-------|
| (단위: %)              | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| SSD 컨트롤러             | 55%  | 69%  | 90%   | 94%   | 96%   |
| SSD 완제품              | 42%  | 20%  | 7%    | 4%    | 3%    |

| GPM 비율   |     |
|----------|-----|
| SSD 컨트롤러 | 60% |
| SSD 완제품  | 20% |

출처: RFS Team 4

출처: RFS Team 4

## ② 판매비와관리비

판매비와관리비는 인건비와 연구개발비를 중심으로 추정했다.

**인건비는 동사의 채용 계획 및 과거 계절적 비용 패턴을 반영해 추정했다.** '26년까지 과거 분기별 평균 직원 수 증가율을 적용했으며, 이 경우 동사의 목표치인 30명 총원 계획과 일치해 합리성을 확보했다. 분기별 비용 추정은 인원 수 증가에 따른 증분 비용을 적용하는 것을 원칙으로 하였으며, 3Q26은 직원 수 증가에도 불구하고 인건비가 소폭 감소했던 '24년과 '25년의 추세를 동일하게 반영하였다. '27년 이후는 인력 구조의 안정화를 전제로 최저임금 상승률만을 반영해 추정했다.

**연구개발비는 동사의 PCIe Gen7 Controller 개발 일정을 고려해 추정했다.** 해당 개발 사업은 과거 eSSD 컨트롤러 제품 연혁을 고려했을 때, '28년부터 본격화될 것으로 판단된다. Gen7 개발 비용은 Gen6 개발 당시 연구개발 로드맵에서 밝힌 제품별 금액 비중을 사용해 실제 '24년, '25년에 지출한 총 연구개발비를 고려하여 산정하였다. 또한 총비용 중 고객사 부담분 50%를 제외한 동사의 실질 부담액만을 반영했다.

[자료 6-18] 판매비와관리비 추정 Table

(단위: 억 원)

| 판매비와관리비 추정 Table |              |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| (단위: 억 원)        | 2024         | 2025         | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
| <b>판매비와관리비</b>   | <b>1,008</b> | <b>1,091</b> | <b>1,154</b> | <b>1,170</b> | <b>1,313</b> |
| Of sales(%)      | 231.7%       | 118.1%       | 30.0%        | 18.8%        | 15.0%        |
| <b>인건비</b>       | <b>168</b>   | <b>233</b>   | <b>435</b>   | <b>446</b>   | <b>456</b>   |
| Of sales(%)      | 38.5%        | 25.2%        | 11.3%        | 7.2%         | 5.2%         |
| <b>유무형자산상각비</b>  | <b>13</b>    | <b>16</b>    | <b>16</b>    | <b>15</b>    | <b>16</b>    |
| Of sales(%)      | 3.0%         | 1.8%         | 0.4%         | 0.2%         | 0.2%         |
| <b>연구개발비</b>     | <b>661</b>   | <b>687</b>   | <b>559</b>   | <b>553</b>   | <b>689</b>   |
| Of sales(%)      | 151.9%       | 74.4%        | 14.5%        | 8.9%         | 7.9%         |
| <b>관리비</b>       | <b>153</b>   | <b>144</b>   | <b>132</b>   | <b>143</b>   | <b>140</b>   |
| Of sales(%)      | 35.1%        | 15.6%        | 3.4%         | 2.3%         | 1.6%         |
| <b>기타</b>        | <b>14</b>    | <b>11</b>    | <b>12</b>    | <b>12</b>    | <b>12</b>    |
| Of sales(%)      | 3.2%         | 1.2%         | 0.3%         | 0.2%         | 0.1%         |

출처: RFS Team 4

### ③영업외손익

영업외손익은 일시적 사건의 발생의 경우 flat 처리했으며, 경향성이 없는 항목은 Average를 반영했다.

[자료 6-19] 영업외손익 비용추정 Table

(단위: 억 원)

| 금융손익 및 기타손익 비용추정 |      |      |      |      |      |       |       |       |
|------------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| (단위: 억 원)        | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E |
| 금융수익             | 5    | 3    | 5    | 15   | 32   | 11    | 12    | 12    |
| 이자수익             | 3    | 3    | 2    | 2    | 3    | 4     | 3     | 3     |
| 외환이익             | 3    | 0    | 3    | 12   | 29   | 7     | 8     | 9     |
| 금융자산처분이익         | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 금융자산평가이익         | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 금융원가             | 7    | 26   | 1    | 119  | 13   | 11    | 11    | 12    |
| 이자비용             | 4    | 5    | 6    | 5    | 5    | 6     | 6     | 5     |
| 외환손실             | 2    | 21   | -5   | 14   | 8    | 5     | 6     | 6     |
| 파생상품손실           | 0    | 0    | 0    | 100  | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타수익             | 0    | 1    | 2    | 20   | 7    | 3     | 3     | 3     |
| 자산처분이익           | 0    | 0    | 0    | 13   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타               | 0    | 1    | 2    | 7    | 7    | 3     | 3     | 3     |
| 기타비용             | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |

출처: RFS Team 4

### ④법인세비용

동사는 '25년말까지 이연법인세자산에 대한 미래 실현가능성이 불확실하다고 판단하여 인식하지 않았다. 그러나 '26년부터는 흑자전환 및 지속이 가능할 것으로 판단되며 이에 따른 이월결손금 및 이월세액공제를 법인세비용 추정 과정에서 보수적으로 반영했다.

[자료 6-20] 법인세비용 비용추정 Table

(단위: 억 원)

| 법인세비용 추정 Table |       |       |        |
|----------------|-------|-------|--------|
| (단위: 억 원)      | 2026E | 2027E | 2028E  |
| 세전이익           | 1,123 | 2,511 | 3,891  |
| 이월결손금 사용       | 898   | 2,009 | 681    |
| 과세표준           | 225   | 502   | 3,210  |
| 계산세액           | 50    | 117   | 772    |
| 이월세액공제 사용      | 50    |       |        |
| 법인세비용          | 0     | 117   | 772    |
| 유효세율           | 0.00% | 4.66% | 19.84% |

출처: RFS Team 4

| 예상 포괄손익계산서(단위: 억 원) | 2024A   | 2025A   | 2026E | 2027E |
|---------------------|---------|---------|-------|-------|
| 매출액                 | 435     | 924     | 3,843 | 6,207 |
| 매출원가                | 377     | 488     | 1,603 | 2,536 |
| 매출총이익               | 58      | 437     | 2,240 | 3,671 |
| 일반판매관리비             | 1,008   | 1,091   | 1,154 | 1,170 |
| 영업이익                | (950)   | (655)   | 1,086 | 2,502 |
| 영업외손익               | 35      | (102)   | 38    | 9     |
| 세전계속사업손익            | (915)   | (757)   | 1,123 | 2,511 |
| 법인세 비용              | 0       | 5       | 117   | 772   |
| 계속영업이익              | (915)   | (762)   | 1,123 | 2,395 |
| 중단사업이익              | 0       | 0       | 0     | 0     |
| 당기순이익               | (915)   | (762)   | 1,123 | 2,395 |
| 지배기업                | (906)   | (756)   | 1,123 | 2,395 |
| 비지배기업               | (9)     | (6)     | 0     | 0     |
| 총포괄이익               | (917)   | (783)   | 1,123 | 2,395 |
| 지배기업                | (910)   | (776)   | 1,112 | 2,377 |
| 비지배기업               | (7)     | (7)     | 11    | 18    |
| EBITDA              | (836)   | (547)   | 1,194 | 2,610 |
| FCF                 | (1,181) | (226)   | 621   | 1,854 |
| EBITDA 마진율 (%)      | (192.1) | (59.2)  | 31.1  | 42.0  |
| 영업이익률 (%)           | (218.5) | (70.8)  | 28.3  | 40.3  |
| 지배주주귀속 순이익률 (%)     | (210.4) | (82.5)) | 29.2  | 38.6  |

| 예상 현금흐름표 (단위: 억 원) | 2024A   | 2025A | 2026E | 2027E |
|--------------------|---------|-------|-------|-------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름     | (1,088) | (37)  | 1,437 | 2,761 |
| 당기순이익              | (915)   | (762) | 1,123 | 2,395 |
| 감가상각비(계)           | 114     | 108   | 107   | 106   |
| 유형자산 감가상각비         | 111     | 104   | 104   | 104   |
| 무형자산 상각비           | 3       | 4     | 3     | 2     |
| 사용권자산 상각비          | 0       | 0     | 0     | 0     |
| 영업활동 자산부채 변동       | (420)   | 573   | 192   | 266   |
| 법인세납부              | (4)     | (1)   | 0     | 67    |
| 기타                 | 148     | 54    | 15    | 61    |
| 투자활동으로 인한 현금흐름     | 665     | 97    | (142) | (176) |
| 현금유입액              | 1,892   | 184   | 38    | 53    |
| 현금유출액              | 1,227   | 87    | 184   | 229   |
| 장단기금융자산의 감소(증가)    | 355     | 0     | 75    | (101) |
| 기타투자활동             | 371     | 130   | (13)  | (17)  |
| 재무활동으로 인한 현금흐름     | (218)   | 36    | 71    | 147   |
| 현금유입액              | 16      | 128   | 179   | 246   |
| 현금유출액              | (234)   | 92    | 108   | 99    |
| 배당금의 지급            | 0       | 0     | 0     | 0     |
| 기타재무활동             | (18)    | (77)  | 0     | 0     |
| 현금의 증가             | (631)   | 85    | 1,366 | 2,586 |
| 기초현금               | 954     | 323   | 408   | 1,774 |
| 기말현금               | 323     | 408   | 1,774 | 4,360 |

| 예상 재무상태표 (단위: 억 원)   | 2024A   | 2025A   | 2026E   | 2027E |
|----------------------|---------|---------|---------|-------|
| 유동자산                 | 986     | 961     | 3,304   | 7,362 |
| 현금 및 현금성자산           | 323     | 408     | 1,774   | 4,360 |
| 매출채권 및 기타채권          | 139     | 57      | 187     | 367   |
| 재고자산                 | 314     | 412     | 1,343   | 2,635 |
| 기타유동자산               | 0       | 0       | 0       | 0     |
| 비유동자산                | 358     | 263     | 353     | 465   |
| 유형자산                 | 282     | 188     | 243     | 303   |
| 무형자산                 | 15      | 12      | 10      | 7     |
| 기타자산                 | 40      | 24      | 31      | 49    |
| 자산총계                 | 1,344   | 1,224   | 3,657   | 7,827 |
| 유동부채                 | 313     | 901     | 1,586   | 3,329 |
| 매입채무                 | 18      | 114     | 373     | 732   |
| 유동성이자부채              | 145     | 115     | 115     | 115   |
| 기타유동부채               | 0       | 0       | 0       | 0     |
| 비유동부채                | 52      | 126     | 388     | 753   |
| 비유동이자부채              | 45      | 10      | 10      | 10    |
| 부채총계                 | 365     | 1,026   | 1,974   | 4,082 |
| 지배주주지분               | 960     | 193     | 1,340   | 3,715 |
| 자본금                  | 49      | 49      | 49      | 49    |
| 자본잉여금                | 2,337   | 2,349   | 2,349   | 2,349 |
| 이익잉여금                | (1,415) | (2,171) | (1,048) | 1,347 |
| 비지배주주지분              | 19      | 5       | 5       | 5     |
| 자본총계                 | 979     | 198     | 1,350   | 3,745 |
| 예상 주당 가치 및 Valuation | 2024A   | 2025A   | 2026E   | 2027E |
| P/E (x)              | -       | -       | 48.9    | 22.9  |
| P/B (x)              | 7.6     | 53.1    | 40.63   | 14.65 |
| EV/EBITDA (x)        | 0       | 0       | 47.6    | 16.8  |
| EPS (원)              | (1,862) | (1,542) | 2,193   | 4,676 |
| BPS (원)              | 1,984   | 400     | 2,636   | 7,312 |
| DPS (원)              | 1,946   | 390     | 2,586   | 7,162 |
| 배당성향 (%)             | -       | -       | -       | -     |
| 배당수익률 (%)            | -       | -       | -       | -     |
| 매출액증가율 (%)           | 93.6    | 112.4   | 315.8   | 61.5  |
| EBITDA증가율 (%)        | (192.1) | (59.2)  | 흑전      | 118.6 |
| 조정영업이익증가율 (%)        | (218.5) | (70.8)  | 흑전      | 130.4 |
| EPS증가율 (%)           | (44.8)  | 17.0    | 흑전      | 113.2 |
| 매출채권 회전일수            | 65.1    | 38.8    | 11.6    | 16.3  |
| 재고자산 회전일수            | 204.7   | 143.2   | 199.8   | 286.3 |
| 매입채무 회전일수            | 22.1    | 26.0    | 55.4    | 79.5  |
| ROA (%)              | (48.4)  | (59.4)  | 30.7    | 30.6  |
| ROE (%)              | (64.5)  | (131.1) | 83.2    | 64.0  |
| ROIC (%)             | (167.7) | (124.4) | 148.4   | 278.2 |
| 부채비율 (%)             | 37.2    | 518.5   | 146.2   | 109.0 |
| 유동비율 (%)             | 315.5   | 106.7   | 208.3   | 221.1 |
| 당좌비율 (%)             | 215.2   | 61.0    | 123.6   | 142.0 |