



| IT |

제주반도체(080220.KQ)

쿨비디아

지난 몇 년간 제주반도체는 AI, 온디바이스, 5G IoT 테마가 시장을 달굴 때마다 어김없이 수혜주 목록에 이름을 올렸다. 테마가 식으면 주가도 함께 빠졌고, 기대감의 온도가 실적보다 주가를 결정하는 패턴이 반복됐다. 최근의 급등 역시 같은 시선으로 읽힌다.

그러나 본 보고서는 최근 주가 상승이 기대감에 기반한 거품이 아니라, 실적과 산업 구조 변화가 뒷받침하는 합리적 재평가 과정임을 제시한다.

1Q26 Review: 동사는 1Q26 매출액 1,805억 원(QoQ +97%), 영업이익 671억 원(QoQ +87%)을 기록하며 사상 최대 실적을 달성했다. 1)LPDDR4X 공급 부족에 따른 단가 상승과 2)NAND MCP 수요 확대가 동시에 반영되며 팹리스 구조 특성상 매출 증가분이 영업이익으로 직결되는 레버리지 효과가 본격화됐다.

[Investment Point 1] 무사 이렇게 오르쿠광?

동사의 '26년 매출액 1조 3,666억 원(YoY +352%) 제시한다. 글로벌 공급사들의 레거시 디램 시장 이탈에 따른 LPDDR4-4X 숏티지가 고착화되며, 단가 프리미엄이 동사 실적으로 직결될 것으로 판단한다. 나아가 판매가 상승이 원가 상승을 압도하는 팹리스 구조상 P-C 스프레드 확대가 영업이익으로 직결, '26년 전례 없는 실적 성장이 전망된다.

[Investment Point 2] 황금감골이 주렁주렁

대형사 이탈이 만든 공급 공백을 흡수할 수 있는 플레이어는 동사뿐이다. 니치마켓 내 동사의 독보적인 지위를 통해 온디바이스-엣지 AI 확산과 맞물린 LPDDR4X 수요 확대의 최대 수혜를 전망한다. 이에 따라 동사는 단기 사이클의 일회성 수혜가 아닌 구조적 리레이팅 국면에 진입한 것으로 판단한다.

[Valuation] Peer P/E Valuation

Target P/E 39.98배, 목표주가 430,000원, 상승여력 326%, 투자 의견 **STRONG BUY**를 제시한다. AI 향 생산 전환에 따른 레거시 DRAM 공급 부족이 '27년까지 지속될 것으로 전망됨에 따라, '21년 쇼티지 국면 당시 Peer Group 평균 PER을 Target Multiple로 적용하였다.

투자의견

STRONG BUY

목표주가

430,000원

현재주가(06.02)

101,000원

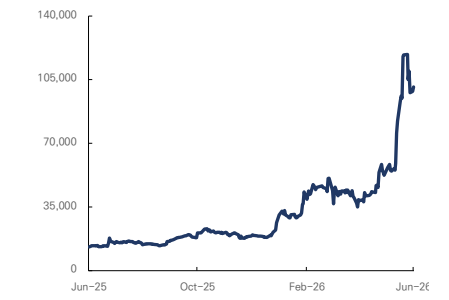
상승여력

326%

Stock Data

KOSPI(06/02)	8,801.49
KOSDAQ(06/02)	1,026.03
시가총액	3조 4,787억 원
발행주식수(주)	34,442,833주
52주 최고/최저(원)	137,100원/12,900원
배당수익률(%)	N/A
주요주주(%)	박상식(외 5인) 11.70%
	삼성자산운용 8.03%
주가상승률(%)	1개월 87.98% 6개월 419.79% 12개월 651.91%

Stock Price



Investment Fundamentals

FYE Dec	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	145.9	162.3	302.2	1,366.6	1,401.6
영업이익	17.8	9.5	35.8	442.86	483.4
당기순이익	16.9	19.4	39.4	370.1	405.3
EPS	486	567	1,147	10,746	11,767
PER	28.2	15.7	23.0	9.4	8.6
PBR	2.9	1.7	4.0	5.9	3.5
OPM	12.2	5.9	11.9	32.4	34.5
ROE	10.6	10.5	17.4	62.0	40.4

Research Team 3

팀장	41기 김동은	dongun419@cau.ac.kr
팀원	40기 원호상	hswon6658@cau.ac.kr
	41기 김민우	ehmnoostu49@cau.ac.kr
	42기 류찬이	cjfrost@cau.ac.kr
	42기 이동현	idonnie@cau.ac.kr
	42기 서정민	evaseo0708@cau.ac.kr

CONTENTS

I . Industry Analysis	1
II . Company Overview	5
III . Investment Point	7
1. 무사 이렇게 오르쿠광?	7
2. 황금감골이 주렁주렁	10
IV . Risk	13
V . Valuation	14
VI . Estimation Logic	15

I . Industry Analysis

AI 산업은 학습 중심에서 추론 중심으로 전환되며, HBM을 넘어 LPDDR 중심의 AI 메모리 시대로 진입하고 있다. 공급은 선단 제품으로 재편되는 반면 레거시 수요는 유지되며 LPDDR4X 쇼티지가 심화되고 있다. 저전력 메모리의 전략적 가치 상승과 함께 LPDDR 시장의 가격 협상력이 확대될 전망이다.

혼저 읍서예, LPDDR 슈퍼사이클

천년을 버틴 돌하르방도 놀란 HBM의 시대



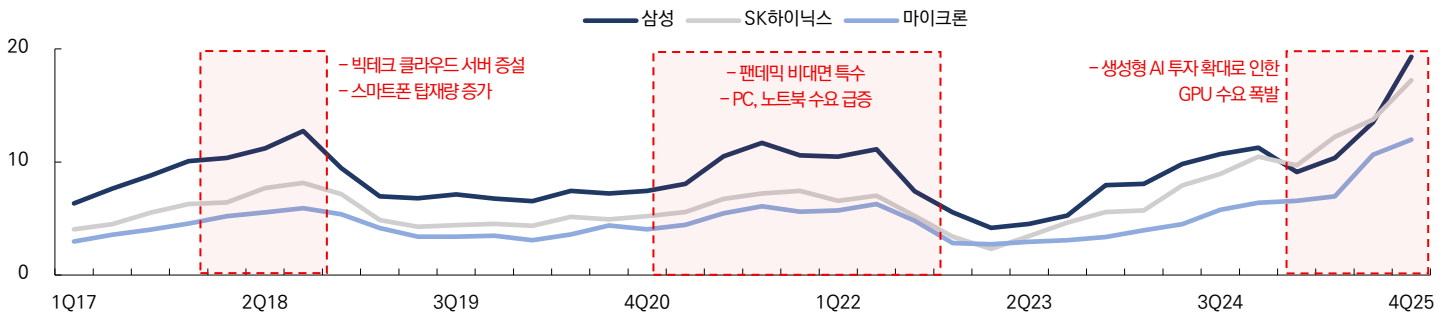
AI 산업의 초기 경쟁력은 더 큰 모델을 더 빠르게 학습시키는 연산 성능 확보에 있었다. 초거대 언어모델은 방대한 데이터를 반복적으로 처리하며 성능을 고도화했고, 이에 따라 AI 인프라 투자는 GPU 중심으로 급격히 확대됐다. 그러나 GPU 성능이 고도화될수록 데이터를 실시간으로 공급할 수 있는 메모리 대역폭 확보가 새로운 병목으로 부상했다. 연산 성능이 향상되더라도 메모리가 뒷받침하지 못하면 GPU 활용률이 저하되기 때문이다. 이에 따라 AI 반도체 경쟁의 축은 고대역폭 저지연 메모리 확보로 이동하기 시작했다.

이 과정에서 HBM은 AI 시대 핵심 메모리로 부상했다. 기존 GDDR 메모리 대비 약 10배 수준의 대역폭을 기반으로 AI 학습 효율을 크게 개선했고, GPU와 HBM은 사실상 하나의 성능 패키지로 인식되기 시작했다. 실제 엔비디아 Vera Rubin, AMD MI400 등 차세대 AI 가속기는 HBM4를 탑재해 대역폭과 용량을 더 끌어올리며, GPU 성능 경쟁의 본질이 연산 성능 자체보다 메모리 규격 고도화에 집중되고 있음을 방증했다.

즉, 학습 중심 AI 시대에는 고대역폭 확보가 메모리 경쟁력의 핵심이었다. HBM은 높은 기술 장벽으로 인해 생산 가능한 업체가 제한적이었고, AI 서버당 탑재량까지 빠르게 증가하며 공급 부족이 심화됐다. 증가하는 HBM 수요 대비 제한된 공급 구조는 HBM 시장을 공급자 우위 시장으로 전환시켰다. 빅테크는 가격보다 물량 확보를 우선시하기 시작했고, 메모리 업체들 또한 수익성이 높은 HBM 중심으로 선단공정과 생산 CAPA를 집중하기 시작했다.

[자료 1-1] 글로벌 DRAM3사 매출 추이

(단위: 십억 USD)

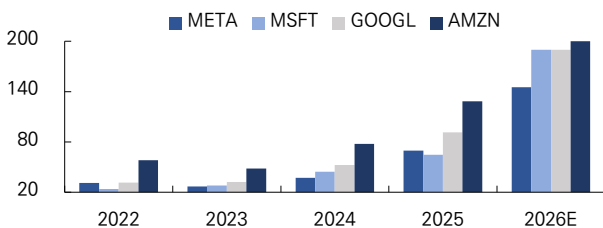


출처: 각사, TrendForce, RFS Team 3

[자료 1-2] 빅테크 AI 인프라 투자 추이

(단위: 십억 USD)

[자료 1-3] 엔비디아 아키텍처별 HBM 탑재량 추이



출처: 각사, statista, RFS Team 3

연도	아키텍처 (GPU 모델)	첨단 HBM 탑재량	HBM 규격
2020	Ampere (A100)	40 / 80 GB	HBM2e
2022	Hopper (H100)	80GB	HBM3
2023	Hopper (H200)	141GB	HBM3e
2024	Blackwell (B200)	192 GB	HBM3e
2026	Rubin	288GB	HBM4

출처: NVIDIA, RFS Team 3

하르방도 놀라 눈 뜬 변화, AI가 움직인다

AI 산업은 학습 단계를 지나, AI 에이전트 기반 추론 시대로 진입하고 있다. 학습이 지식을 형성하는 일회성 과정이라면, AI 에이전트는 지식을 바탕으로 목표를 인식·계획·실행·검증을 반복 수행하며 다양한 서비스 영역으로 빠르게 확산되고 있다.

AI 에이전트의 확산은 토큰량과 연산량의 폭발적인 증가를 초래한다. AI 에이전트는 이해·판단·계획·반복 실행의 복합 과정을 수행하며, 단순 응답형 챗봇 대비 5~15배 이상의 토큰 처리를 요구한다. 특히 대규모 AI 서비스에서는 전체 컴퓨팅 전력의 80~90%가 추론 과정에 사용되며, 차세대 AI 인프라는 기존 데이터센터 랙 대비 5~10배 수준의 추가 전력이 요구된다. 실제 구글 데이터센터의 월간 토큰 처리량은 '24년 5월 9.7조개에서 '26년 5월 3,200조 개로 불과 2년 만에 약 330배 증가하였다.

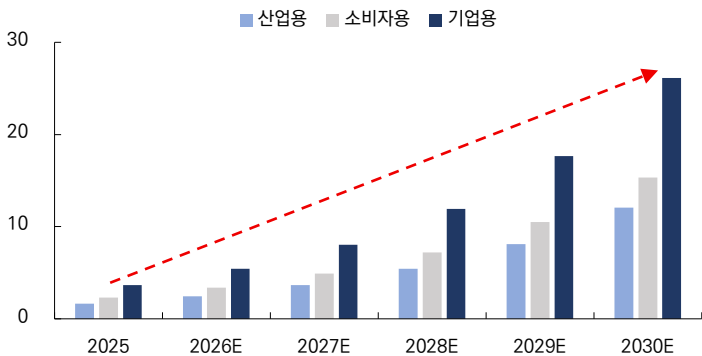
또한, 전력 밀도의 급증은 전력 효율성을 지닌 메모리에 대한 수요 확대로 직결된다. 특히 추론 과정에서 발생하는 대규모 데이터 이동과 메모리 대역폭이 전력 소모의 상당 부분을 차지하면서, 동일 전력 내 더 높은 성능을 구현할 수 있는 저전력·고대역폭 메모리 반도체가 AI 인프라 경쟁의 핵심 요소로 부상하고 있다. 이러한 수요 구조의 변화로 글로벌 메모리 시장은 '26년 8,893억 USD, '27년 1조 2,800억 USD 이상으로 당초 예상을 크게 웃도는 성장이 전망된다.

토큰 처리량 330배 증가
→ 메모리 슈퍼사이클 진입

[자료 1-4] 글로벌 AI 에이전트 시장 규모 전망

(단위: 십억 USD)

[자료 1-5] 세대별 AI 서버 랙당 소비 전력 추이



연도	제품	랙당 전력(kW)
~2023	범용 서버	~8
2023	DGX H100	60~80
2024~25	GB200 NVL72	120~132
2025~26E	GB300 NVL72	135~155
2027E	Rubin Ultra NVL576	600

출처: Grand View Research, RFS Team 3

출처: Uptime Institute, NVIDIA, HPE, Lenovo, RFS Team 3

돌하르방이 손짓하는 곳, LPDDR

저전력·고대역폭 조건을 동시에 충족하는 메모리로 LPDDR이 부상하고 있다. GPU 전력 소모가 고정된 상황에서, 서버 전체 전력 효율을 높이기 위해 비GPU 영역, 특히 CPU 메모리의 저전력화가 주목받고 있다. 이에 따라 LPDDR은 기존 DDR 대비 낮은 소비전력으로 높은 대역폭 구현이 가능해, 기존 모바일 기기용 저전력 DRAM에서 AI 서버용 메모리로 적용 영역을 확장하기 시작했다.

특히 고사양 LPDDR인 LPDDR5X는 AI 서버용 차세대 메모리로 빠르게 적용 영역을 확대하고 있다. 실제 SK하이닉스는 LPDDR5X 기반 SOCAMM2 양산을 공식화하며 기존 대비 2배 이상의 대역폭과 75% 이상의 에너지 효율 개선을 달성했다. 엔비디아 또한 Grace CPU에 LPDDR5X를 적용해 기존 DDR 대비 약 1/5 수준의 전력으로 2배 이상의 대역폭을 구현했으며, 이는 LPDDR이 모바일 메모리를 넘어 AI 서버 CPU 메모리로 본격 채택되기 시작했음을 의미한다.

DDR 대비 전력 1/5
→ LPDDR 채택 확대

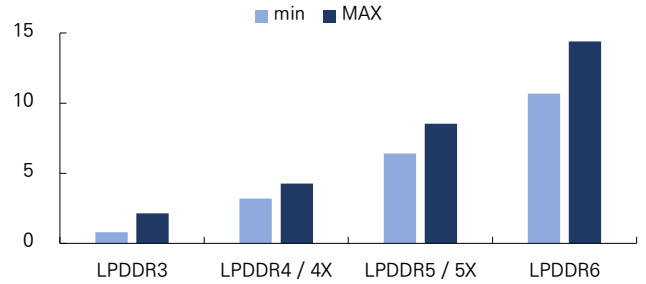
[자료 1-6] DDR vs LPDDR

	DDR(SDRAM)	LPDDR
동작 온도	0~85°C (표준) / 산업용 -40~95°C	-25~105°C (모바일/차량용)
동작 전압	DDR4: 1.2V / DDR5: 1.1V	LPDDR4X: 0.6V / LPDDR5X: 0.5V
용량 상한	DDR5 기준 최대 128GB/DIMM	LPDDR5X 기준 최대 32GB/PKG
주요 사용처	데스크톱 PC, 서버, 일반 노트북	스마트폰, 슬림 노트북, 태블릿, 자동차, 엣지 AI

출처: 언론종합, RFS Team 3

[자료 1-7] LPDDR 규격당 속도 비교

(단위: GT/s)



출처: Dataintelo, RFS Team 3

돌하르방이 지키는 마지막 물량

LPDDR 시장은 AI 서버용 선단 제품 중심으로 공급이 재편되는 반면, 레거시 수요는 장기간 유지되며 수급 불균형 국면에 진입하고 있다. AI 서버용 LPDDR5X 채택 확대와 HBM 중심의 생산 우선순위 재편으로 메모리 업체들의 LPDDR4X를 포함한 레거시 제품 생산 비중은 빠르게 축소되고 있다.

반면 수요 측면에서는 LPDDR4X 기반 생태계가 여전히 견고하게 유지되고 있다. 모바일·IoT·전장 시장은 저전력·저용량 메모리를 중심으로 형성되어 있으며, 기존 플랫폼 상당수가 LPDDR4X 기반으로 구축되어 있기 때문이다. 특히 IoT·엣지 디바이스 시장은 제품 수명 주기가 길고 가격 민감도가 높아 메모리 세대 전환 속도가 제한적이다.

또한 메모리 규격이 단순 부품 교체 수준이 아니라는 점은, 레거시 수요의 장기화를 뒷받침한다. 메모리 세대 변경 시 SoC·전력 설계·기판 구조·소프트웨어 최적화까지 동반 수정이 필요하며, 차량용·산업용 시장은 추가적인 인증 절차까지 요구된다. 특히 차량용 반도체는 긴 제품 수명과 높은 안정성 검증 기준으로 인해 신규 메모리 적용 속도가 상대적으로 느린 특징을 보유한다. 이에 따라 공급은 선단 제품 중심으로 이동하는 반면, 기존 LPDDR4X 기반 수요는 예상보다 장기간 유지될 가능성이 높다.

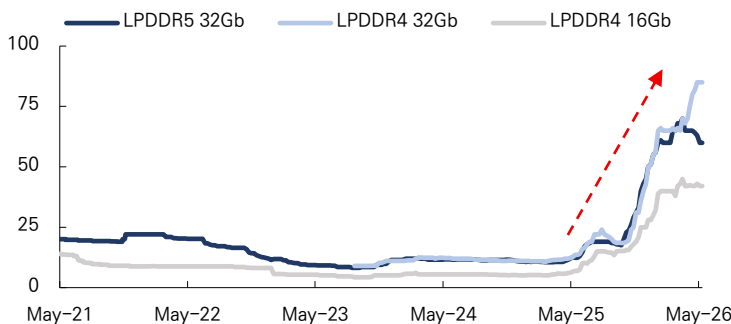
이에 본 리서치팀은 AI 메모리 시장이 HBM 중심의 단일 성장 국면을 넘어, LPDDR 시장 전반으로 공급자 우위 구조와 가격 협상력이 확산되는 단계로 진화하고 있다고 판단한다.

- ①HBM 중심 생산 재편 및 선단화
- ②LPDDR4X 수요 장기화
→ 공급 부족 구조 고착화

[자료 1-8] LPDDR 가격 추이

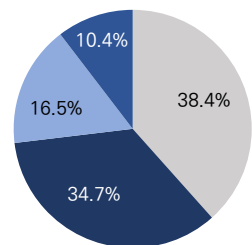
(단위: USD)

[자료 1-9] 2025년 글로벌 LPDDR DRAM 세대별 시장 점유율



출처: TrendForce, RFS Team 3

- LPDDR5/5X
- LPDDR4/4X
- LPDDR3
- LPDDR2



출처: Dataintelo, RFS Team 3

그렇다면 어떤 기업이 수혜를 가져갈 수 있는가?

공급 쇼티지가 반드시 모든 Player의 수혜로 이어지지는 않는다. 수혜를 위해서는 ①자체 설계 역량, ②파운드리 장기 계약, ③퀄컴·미디어텍 인증 레퍼런스를 동시에 확보해야 한다.

① 자체 설계 역량 - 원가와 스펙을 직접 통제할 수 있는가: ODM·OEM 의존 구조로는 원가 통제와 ASP 상승 효과 확보에 한계가 존재한다. 그러나 생산 공백을 채워야 하기에, 동일한 규격을 대체 공급할 수 있는 독자 설계 능력을 보유한 기업만이 그 수혜를 온전히 입을 수 있을 것으로 전망한다.

② 파운드리 장기 계약 - 가격이 올라도 팔 물건이 있는가: 현재 파운드리 가동률은 사실상 Fully Booked 상태다. 업체가 파운드리 계약을 맺으려면 최소 2~3년을 기다려야 한다. 공급 부족이 이미 진행 중인 상황에서, 장기 계약 기반의 웨이퍼 캐파를 확보한 기업만이 실제 물량 대응이 가능할 것으로 판단한다.

③ 퀄컴·미디어텍 인증 - 납품 자격이 있는가: IoT·모바일·전장 시장에서는 퀄컴·미디어텍 칩셋이 사실상 표준이다. 양사의 인증 없이는 칩셋 라인 구조의 수요를 흡수하기 어렵고, 인증 과정 또한 수년의 검증 기간이 필요하기에, 인증을 보유한 기업이 우위를 점할 것으로 예상된다.

▶ Top-pick: 제주반도체(080220.KQ)

본 리서치팀은 Top pick으로 제주반도체(080220.KQ)를 제시한다. 동사는 LPDDR4X 기반 MCP 제품을 중심으로 모바일·IoT·전장 시장에 공급 중이며, 퀄컴·미디어텍 기반 레퍼런스를 확보한 기업으로서 LPDDR 중심의 AI 메모리 구조 변화에서 가장 직접적인 수혜를 입을 것으로 판단한다. 나아가 중장기 LPDDR5 성장 수혜를 확보할 수 있는 점에 주목할 필요가 있다.

[자료 1-10] 제주반도체 주가 분석

(단위: 원)



II. Company Overview

동사는 팹리스 기반의 저전력 메모리 반도체 전문 기업으로, '25년 매출액 3022억 원(YoY +86%), 영업이익 359억 원(YoY +274%)을 기록했다. NAND MCP와 LPDDR4X 중심의 수요 확대가 맞물리며 동사의 실적 성장 흐름은 구조적으로 이어질 것으로 판단한다.

기업개요

제주반도체는 2005년 코스닥에 상장한, IoT 시장의 메모리반도체 토탈 솔루션 전문 기업이다. 최대주주 및 특수관계인 지분율은 12.42%이며, 연결 종속회사로는 ①반도체 IC 설계법인 램스웨이와 ②복권중개법인 아이지엘을 보유하고 있다. 동사는 모바일 응용기기용 SRAM 사업을 기반으로 성장했으며, 현재는 NAND MCP와 LPDDR 계열 메모리를 중심으로 사업 포트폴리오를 구축하고 있다.

Business Model

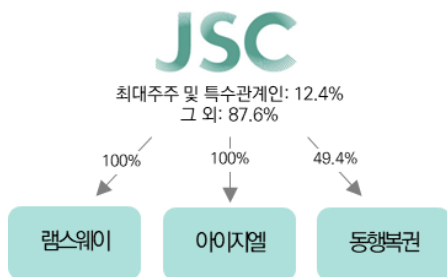
동사는 해외 수출이 90% 이상을 차지하는 수출 중심의 메모리 반도체 개발 팹리스 기업이다. 자체적으로 메모리 솔루션을 설계한 뒤 외부 파운드리 및 패키징 업체를 활용해 생산을 진행하며, 이를 글로벌 고객사에 공급한다. 이에 따라 대규모 생산설비 투자 부담 없이 설계·고객사 대응·제품 최적화 역량에 집중할 수 있는 사업 구조를 확보하고 있다.

핵심 경쟁력은 저전력 메모리 LPDDR 설계 역량과 고객 맞춤형 대응 능력에 있다. 동사는 고객사 플랫폼과 사용 환경에 맞춰 메모리 솔루션을 최적화하는 전략을 기반으로 사업을 확대해왔으며, 특히 저전력·소형화·고신뢰성이 중요한 시장 내에서 우위를 점하고 있다. 나아가 제품 경쟁력과 영업력을 기반으로 대기업이 진입하지 않은 니치 시장에서 독보적인 경쟁력을 보유하고 있다.

또한 동사는 퀄컴·미디어텍 등 글로벌 플랫폼 업체와의 레퍼런스를 기반으로 사업을 영위하고 있다. 메모리 반도체는 플랫폼 호환성과 안정성 검증이 중요하기 때문에, 인증 확보 여부가 고객사 진입과 공급 안정성에 직접적인 영향을 미친다. 이에 따라 장기 공급 구조가 형성되는 특징이 존재한다.

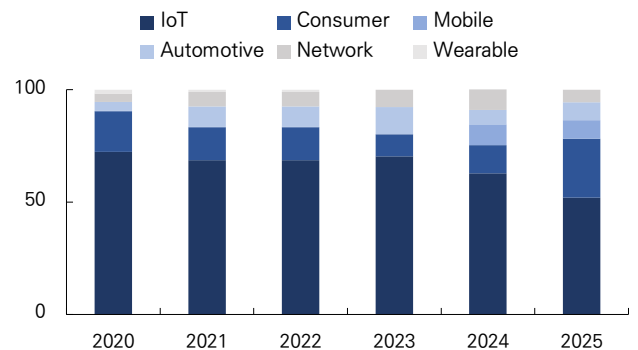
AI 서버 확산과 온디바이스 AI 확대에 따라 저전력 메모리 중요성이 빠르게 부각되며, 동사는 5G IoT 시장 선점 및 연관 시장으로 확장하고 있다. 이에 따라 LPDDR 중심 메모리 시장의 전략적 가치 또한 상승하고 있으며, 동사는 5G 시장에 대응하기 위해 LPDDR4X MCP 제품을 출시 중에 있다.

[자료 2-1] 제주반도체 지배구조



[자료 2-2] 응용처별 매출 비중

(단위: %)



주요 제품 분석

①MCP: MCP 제품에는 NAND MCP/Emcp/NOR MCP가 있으며, 그 중 NAND MCP는 동사의 '25년 매출 39.2%를 차지하는 핵심 제품이다. 최근 저전력 최적화 솔루션을 갖춘 NAND MCP 제품이 IoT, Consumer, Automotive, Network 산업분야로 공급되고 있다. 향후 고용량 제품 수요에 대응하기 위해 LPDDR5x 기반의 단품 및 MCP 제품 개발과 프로모션을 강화할 전망이다.

②DRAM: 동사는 LPDDR2-LPDDR4X 기반 저전력 DRAM 제품군을 보유하고 있으며, DRAM은 매출 비중 내 21%를 차지한다. 특히 DRAM의 경우 대만의 파워칩, 원본드 파운드리를 사용하여 위탁생산 중에 있으며, 최근에는 파워칩에서 주로 생산 중에 있다. 모바일용 LPDRAM을 자체적으로 개발 양산 중에 있으며, 이는 상술한 NAND MCP에 적용되며 단가 경쟁력 확보에 기여한다.

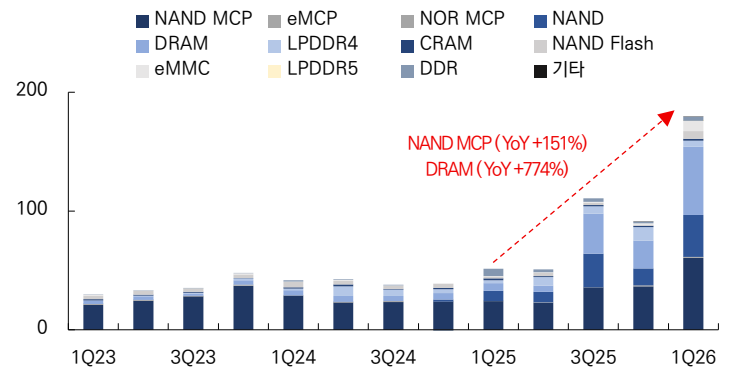
[자료 2-3] 제품 포트폴리오 구성

제품별 종류		
MCP	NAND MCP	NAND Flash +LPDDR1
		NAND Flash +LPDDR2
		NAND Flash +LPDDR4x
		NAND Flash +LPDDR5x
	eMCP	eMMC+LPDDR4x
		eMMC+LPDDR2
DRAM	LPDRAM	DDR5x
		DDR4x
		DDR2
	Commodity DRAM	
	Low Power SRAM	

출처: 제주반도체, RFS Team 3

[자료 2-4] 제품별 매출 추이

(단위: 십억 원)



출처: 제주반도체 DART, RFS Team 3

재무분석

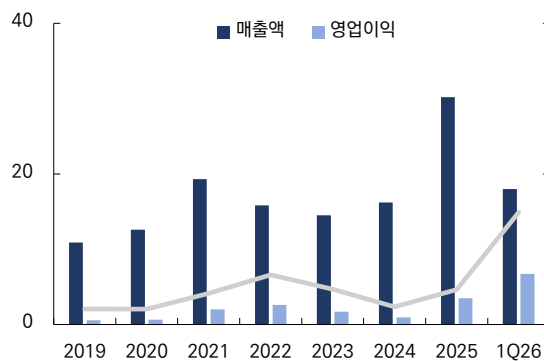
동사는 '25년 매출액 3,022억 원(YoY +86.1%), 영업이익 358.7억 원(YoY +274.4%)을 기록하며 역대 최대 외형 달성 및 수익성 턴어라운드를 시현하였다. 또한 ROE·ROIC가 각각 13.1%, 14.4%로 상승하며 WACC을 상회하는 가치 창출 구간에 진입했다. 1Q26에도 전년 동기를 상회하는 매출액 및 OPM을 유지하며 펀더멘털 개선 모멘텀이 지속되고 있다.

한편, 재고자산 회전일수가 225일에서 114일로 단축되며 운전자본 통제력이 입증되었다. 이러한 운전자본 효율화는 영업현금흐름 255.5억 원과 FCF 230.3억 원 창출로 이어졌다. 또한 순차입금 -205.1억 원의 순 현금 상태로 전환되면서 재무적 하방 리스크를 크게 완하시켰다.

[자료 2-5] 연간 매출액 및 영업이익 추이

(단위: 백억 원)

[자료 2-6] 재무분석표



출처: 제주반도체 DART, RFS Team 3

(단위: 억원, %, 일, 배)		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
현금 창출력	영업현금흐름	95.6	80.9	124.2	(21.8)	25.1	(96.8)	255.5
	잉여현금흐름	69.7	39.2	92.3	(30.4)	6.5	(122.7)	230.3
	FCF 마진율	6.4	3.5	5.2	(1.9)	0.4	(7.6)	7.6
핵심투자	R&D 비용	18.5	16.4	18.5	19.2	15.1	15.7	31.7
	ROE	5.7	2.3	11.2	14.5	9.0	4.1	13.1
자본효율성	ROIC	3.6	2.2	12.7	14.1	8.6	3.9	14.4
	재고자산	750.6	526.2	566.1	680.5	727.7	1001.2	946.8
재고 건전성	회전일수	251.0	173.0	116.0	156.0	181.0	225.0	114.0
	부채비율	100.0	43.1	33.0	23.3	25.3	22.3	49.9
재무 안정성	유동비율	262.8	270.6	320.4	445.6	405.7	459.8	283.3
	순차입금	448.2	54.7	(30.7)	41.7	64.0	89.4	(205.1)
	이자보상배율(배)	0.9	1.8	3.0	55.7	23.1	11.9	23.7

출처: 제주반도체 DART, RFS Team 3

III. Investment Point

Investment Point 1. 무사 이렇게 오르쿠광?

LPDDR4·4X 공급 부족이 고착화되며, 수급 불균형에 따른 P의 지속적인 상승이 이어질 전망이다. 레거시 DRAM 팹리스인 동사는 시장 쇼티지의 수혜를 직접적으로 흡수하며, P-C 스프레드 확대에 따른 동사의 실적 레버리지 극대화에 따라 '26년 전례 없는 매출 성장을 기대한다.

1. 한라산보다 가파른 P의 오름길

레거시 DRAM의 공급자 우위 시장이 개화되며, 동사의 '26E 매출 1,367억 원(YoY +352%)을 전망한다. 삼성전자·SK하이닉스·마이크론이 HBM·DDR5·LPDDR5X 중심으로 포트폴리오를 재편하며 LPDDR4·4X와 같은 레거시 DRAM의 공급은 빠르게 축소되고 있다. 반면 모바일·IoT·전장 등 레거시 플랫폼 수요는 견조하게 유지되며 레거시 DRAM의 수급 불균형 심화가 본격화될 것으로 판단한다.

수급 불균형은 레거시 DRAM의 ASP의 가파른 상승으로 이어지며 동사의 실적 개선을 견인할 전망이다. '25년 5월 이후 DDR4·LPDDR4 등의 쇼티지를 우려한 고객사들의 선제적인 재고 확보에 따라 1년간 단가는 7.5배 상승했으며, 동사 매출의 72%를 차지하는 레거시 DRAM 부문이 직접적인 수혜 구간에 위치한다. 메모리는 공급처 전환이 구조적으로 어려운 핵심 부품인 만큼, 동사는 MCP 조합·판매 구조를 통해 ASP 상승분을 실적으로 흡수하며 성장세를 이어갈 전망이다.

공급 병목은 단기간 내 해소되기 어려울 것으로 판단하며, 단가 프리미엄 수혜의 장기화를 전망한다. CXMT의 LPDDR4X 증설 반영 시점은 '27E 이후로, 증설 물량의 상당 부분은 중국 내수에 우선 배정될 것으로 예상된다. 이에 따라 글로벌 수급 개선 효과는 제한적일 것으로 판단한다. 나아가 삼성전자의 '26년 하반기 LPDDR4·4X 출하 중단 예정이며, 이를 비롯하여 주요 공급사의 물량 감소 속도가 파운드리 증산 속도를 앞설 것으로 예상된다. 이는 곧 병목 장기화로 직결될 전망이다.

글로벌 공급사의 LPDDR5·5X·HBM 확장
→ LPDDR4·4X 쇼티지

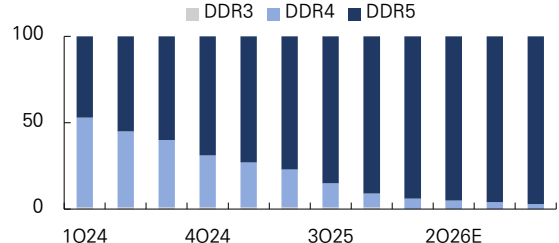
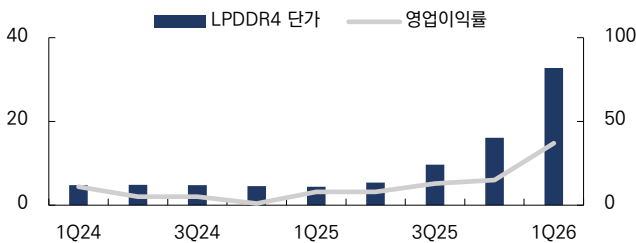
LPDDR4 16GB 단가 +YoY 750%
단가 프리미엄은 지속될 전망

[자료 3-1] LPDDR4 단가와 영업이익률 추이

(단위: USD, %)

[자료 3-2] DDR4 축소, DDR5 확대 전망

(단위: %)



출처: 제주반도체, RFS Team 3

출처: 산업자료, RFS Team 3

[자료 3-3] 레거시 DRAM 관련 주요 타임라인

시점	회사	제품	이벤트 유형	내용
2025년 6월	마이크론	DDR4 / LPDDR4	EOL	공급사에 DDR4·LPDDR4 EOL 통보
2025년 9월	마이크론	DDR4 / LPDDR4	라인 전환	DDR4·LPDDR4 대량 양산 종료
2026년 4월	삼성전자	LPDDR4 / LPDDR4X	수주 중단	LPDDR4·LPDDR4X 신규 수주 중단
2026년 4월	SK하이닉스	DDR4	EOL	공급사에 DDR4 EOL 통보
2026년 5월	마이크론	DDR4 / LPDDR4	설비 이동	대만 OMT 설비를 미국 Fab6 이동해 운용. CAPA 변화
2Q26E	SK하이닉스	DDR4	양산 중단	DDR4 양산 종료 예정
4Q26E	삼성	LPDDR4 / LPDDR4X	양산 중단	기존 계약분 출하 및 LPDDR4 생산 종료 예정

출처: 언론 종합, RFS Team 3

2. 팹리스 올레길

올레길 따라 벌어지는 스프레드

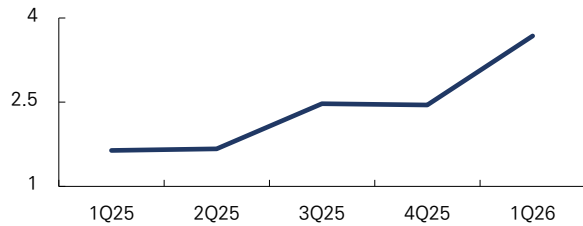
P-C 스프레드는 확대에 따라
영업이익의 지속적인 상승 전망

동사의 '26E 영업이익 4,430억 원(YoY +1,135%)을 전망한다. 이는 공격적으로 확보한 저가 재고를 바탕으로, 선제적으로 상승하는 P와 이를 뒤따르는 C 사이에서 발생하는 P-C 스프레드 효과에 기인한다. P 상승 구간에서 C는 여전히 저가 재고 수준에 머물게 된다. 이에 따라 스프레드는 3Q26E 정점에 달하고, 여기에 동사의 NAND MCP 복합 쇼티지 프리미엄이 ASP를 추가 견인할 전망이다.

선제적 재고 소진 후 '27년 재매입으로 원가가 상승하더라도, 동사는 팹리스 구조에 기반해 계속해서 수익을 창출할 전망이다. 상술하였듯 레거시 DRAM의 P 상방은 열려있기에, P 상승 폭이 C 상승 폭을 상회하는 한 스프레드가 현 시점보다 높은 지점에서 재설정될 것으로 판단한다. 여기에 자체 생산설비가 없는 동사의 낮은 고정비는 곧바로 이를 매출 확대에서 이익으로 전이시킬 것으로 예상된다. 또한, 시중 판매가 계약가의 절반 수준에서 형성되는 동사 특성상, ASP 상승분은 원가 상승분을 초과하며 동사의 OPM 개선에 기여할 전망이다.

[자료 3-4] 재고자산 회전율

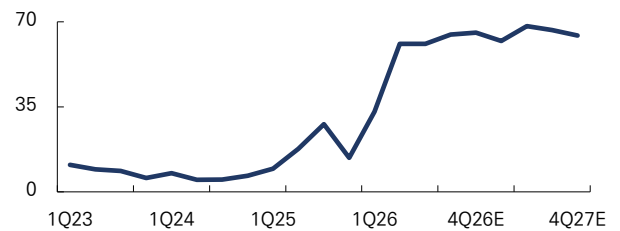
(단위: %)



출처: 제주반도체 DART, RFS Team 3

[자료 3-5] 제품당 ASP 추이

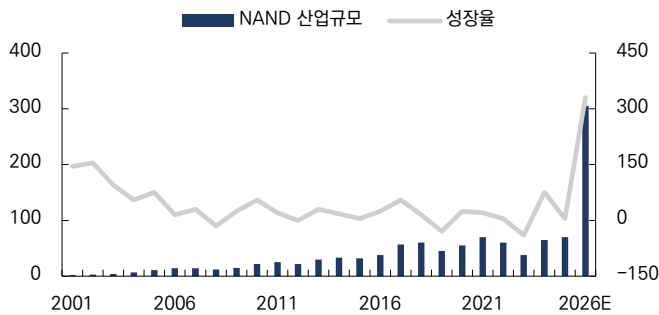
(단위: 백만 원)



출처: RFS Team 3

[자료 3-6] NAND 산업규모와 성장률

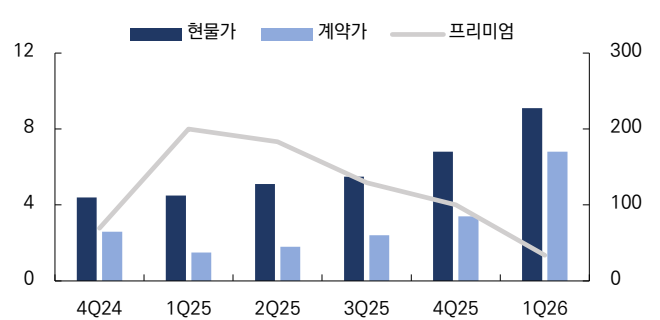
(단위: 십억 USD, %)



출처: TrendForce, RFS Team 3

[자료 3-7] NAND 가격 추이

(단위: USD, %)



출처: DRAMExchange, Bloomberg, RFS Team 3

LPDDR4 16GB
단가 최대 10.1만원(YoY +110%)

공급처 전환이 어려운 메모리
→ 수요 이탈은 제한적

올레길 중간에 코스를 바꾸긴 어렵다

레거시 DRAM 쇼티지 심화에 따라 LPDDR4 16Gb 단가가 3Q27E 10만원(YoY +17%)까지 상승할 것으로 전망한다. 나아가 P 상승에 수반되는 1)수요 이탈 가능성 및 2)원가 상승에 따른 OPM 훼손은 제한적일 것으로 전망되며, 레거시 DRAM의 P 상승은 동사 실적 개선으로 귀결될 전망이다.

1)수요 이탈 가능성은 없다

수요 측 리스크는 장수명 플랫폼의 설계 락인 구조로 인해 제한될 것이라 판단한다. DRAM 규격 변경은 SoC·소프트웨어·인증 절차 수정이 수반되어 단기 대체가 불가능하다. 이는 DDR4가 모바일 내 원가 비중 40%대까지 상승한 국면에서도 제한적이었던 수요 감소에 기인한다. 특히 동사 매출의 약 50%를 차지하는 IoT 디바이스는 구세대 규격일수록 대체 공급처가 희소하여 비탄력적인 수요 구조를 지닌다. 이에 따라 레거시 DRAM의 P 상승으로 인한 수요 이탈 가능성보다는 P 상승을 통한 가격 전이가 동사 매출 성장에 기여하는 바가 더 클 것으로 판단한다.

2)지나친 원가 상승 리스크도 없다

원가 측 리스크는 동일한 P 사이클 연동 구조로 인해 헤지될 것으로 판단하며, 이에 따른 OPM 훼손은 제한적일 것으로 판단한다. LPDDR4 매입원가 상승은 MCP 판매가 인상으로 전가 가능하며, 이는 상술하였듯 비탄력적 수요가 뒷받침한다. 특히 자체 설계·파운드리 위탁 생산 부문은 웨이퍼가 고정된 원가 구조로, P 상승분을 순마진으로 흡수할 수 있다. 이에 따라 스팟가와 계약가 사이에서 체결되는 가파른 P 상승폭이 동사의 매입 계약에 기인한 C 상승폭을 상회하며, 동사의 마진 확대가 지속될 것으로 전망한다.

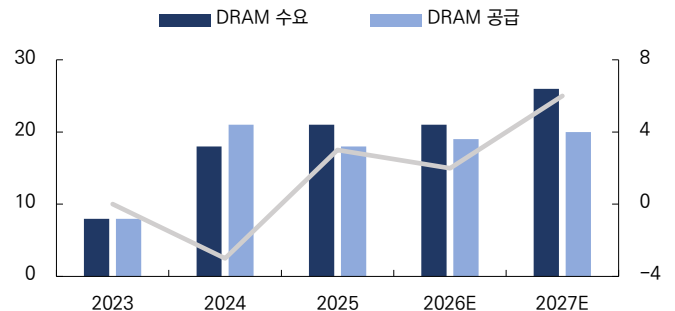
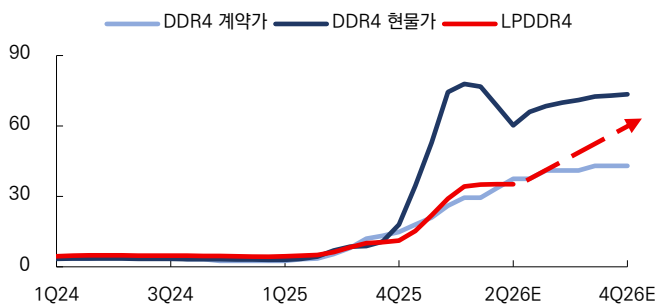
레거시 DRAM 단가의 상방은 구조적으로 열려 있으며, 이는 동사의 실적 개선으로 이어질 전망이다. DDR4와 LPDDR4는 0.99의 높은 가격 상관성을 보이는 만큼, DDR4의 단가 상방이 범용 레거시 DRAM 전반의 P 상승 여력으로 이어질 가능성이 높다. DDR4가 생산 중단 이후 최대 1,082% 상승해 DDR5 가격을 추월한 반면, LPDDR4는 동일 시점 대비 약 645% 상승에 그쳐 추가 상승 여력은 충분하다. 동사의 상품과 제품 사업 모두에서 ASP 상승이 가능하다는 점을 고려하면, 양 축으로 열려 있는 P 효과는 향후 실적 레버리지를 더욱 확대시키는 요인으로 작용할 전망이다.

[자료 3-8] DDR4, LPDDR4 가격 전망

(단위: USD)

[자료 3-9] 메모리 수요 공급 bit growth 추정

(단위: %)



출처: DRAMeXchange, Bloomberg, RFS Team 3

출처: 언론 종합, RFS Team 3

Investment Point 2. 황금감굴이 주렁주렁

공급 공백 속에서 확대되는 LPDDR4X 수요를 흡수할 수 있는 플레이어는 동사뿐이다. 파운드리 레거시 CAPA 제약으로 단기 Q 확장은 제한적이나, 수요의 구조적 확장과 진입장벽의 견고화가 동시에 진행되며 동사를 단기 낙수효과 일회성 수혜가 아닌 구조적 리레이팅 국면에 진입한 기업으로 판단한다.

본 투자포인트에서는 ①전방 LPDDR 수요의 구조적 추정, ②경쟁사 진입장벽과 니치마켓 내 독보적 지위를 통해 이를 증명하려 한다.

1.밀감 귀해지난 황금감굴 대부분 마심

대형사 공급 이탈 → 수요 유지·확대
: 공급 공백 독점 흡수

대형 메모리사들이 떠난 LPDDR4 시장의 수요가 온디바이스·엣지 AI 확산과 함께 확대되며, 동사의 독점적 수혜가 예상된다. 삼성전자는 LPDDR4 신규 수주를 '25년 말 중단했으며, SK하이닉스·마이크론 역시 LPDDR4X 생산 라인을 HBM·LPDDR5X 등 고부가 제품으로 전환하고 있다. 공급 공백과 수요가 동시에 확대되는 상황 속에서 동사의 최대 수혜를 전망한다.

동사의 공급 확장은 특히 1)IoT 네트워크 인프라, 2)스마트홈 기기, 3)자동차용 메모리 반도체에서 두각을 드러내며 대형사가 이탈한 LPDDR4X 시장을 독점적으로 흡수할 전망이다.

1)IoT 네트워크 인프라

IoT 연결 기기
'30년까지 연평균 14% 성장 전망

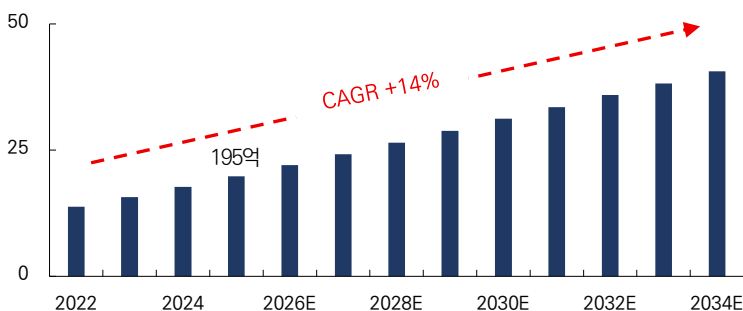
글로벌 IoT 연결 기기 수가 '30년까지 CAGR +14%를 전망하며 5G·AI·엣지 컴퓨팅 확산에 따른 IoT 네트워크 인프라 수요 확대를 전망한다. 스마트홈을 넘어 제조·물류·의료·스마트시티까지 IoT 적용 범위가 확대되면서 데이터를 수집·전송·처리하는 네트워크 인프라의 중요성이 높아지고 있다. 이에 따라 연결 장비 수요가 전 산업군으로 확산되고 있으며, 이를 관리·제어하는 게이트웨이와 통신 모듈 수요 역시 지속 확대될 것으로 판단한다.

LPDDR4X → IoT 기기 최적 규격

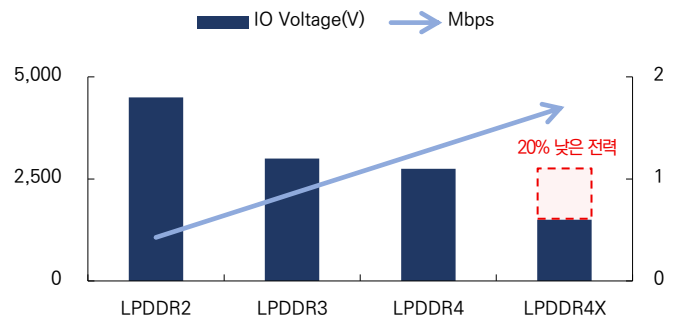
전력 효율과 경제성을 고려할 때, LPDDR4X가 IoT 네트워크 인프라 기기에 가장 적합한 메모리 규격이기에 LPDDR4X 중심의 수요는 지속될 전망이다. LPDDR4X는 이전 모델 대비 약 2배의 성능을 제공하면서도, 약 20% 낮은 전력으로 전력 효율이 우수하다. 반면 LPDDR5는 AI 서버·고성능 모바일 기기를 겨냥한 제품으로 현재 AIoT 기기가 요구하는 비용 수준을 초과한다. 즉, IoT 네트워크 인프라 기기가 요구하는 성능·전력·비용 조건을 만족하는 최선의 선택지로 LPDDR4X를 제시한다.

[자료 3-10] 글로벌 IoT 연결 기기 수

(단위: 십 억대)



[자료 3-11] LPDDR 세대별 성능(Mbps) 및 전력(V) 추이



출처: Statista, RFS Team3

출처: Winbond, RFS Team3

2)스마트홈 기기

스마트홈 시장: CAGR +27%
'24년 1,278억 달러 → '30년 5,373억 달러

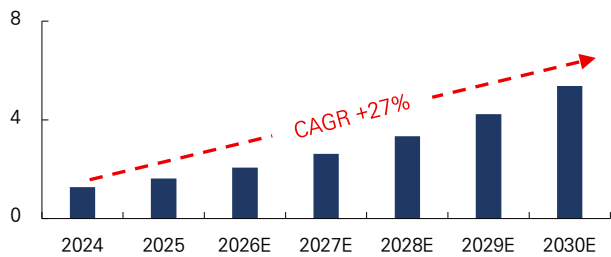
스마트홈 시장의 성장에 따라 기기당 메모리 탑재량이 확대되며, 시장의 메모리 수요가 출하량 성장률을 크게 상회할 전망이다. 스마트홈 시장 규모는 '24년 1,278억 USD에서 '30년 5,373억 USD로 성장할 전망으로, 기기 간 연결을 위한 통신칩 수요 확대가 예상된다. 여기에 4K·8K 고화질 콘텐츠, AI 기능 확산 등으로 기기당 메모리 탑재량이 증가하고 있어, 출하량과 탑재량 확대가 동시에 진행될 것으로 판단한다.

특히 중국 IoT 시장 성장의 직접 수혜가 본격화되고 있다. 동사의 1Q26 컨슈머 매출은 스마트홈·AIoT 기기 수요 증가에 따라 547.5억 원(YoY +602%)으로 전체 매출의 30% 수준까지 확대되었다. 동사의 IoT 고객사 70%가 중국 IoT 모듈 업체로 구성되어 있는 만큼, 중국 내 스마트홈·AIoT 기기 보급 확대는 동사의 매출 성장으로 직결될 전망이다. 여기에 중국 정부의 소비 촉진 정책과 스마트홈 산업 육성 기조가 더해지며 수요 확대가 지속될 것으로 예상된다. 나아가 중국 시장에서 확보한 고객 기반을 바탕으로 북미·유럽 시장 진출 역시 가능할 것으로 판단한다.

중국 정책 드라이브:
5G RedCap 촉진·이구환신 가전 보조금

[자료 3-12] 글로벌 스마트홈 시장

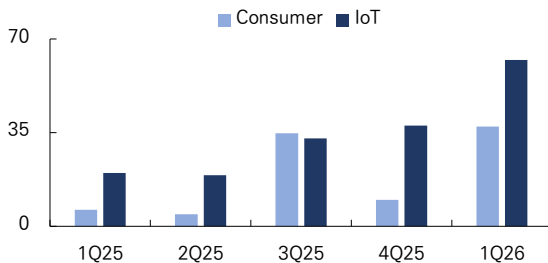
(단위: 천 억 USD)



출처: GrandView Research, RFS Team 3

[자료 3-13] 응용처 별 매출

(단위: USD)



출처: 제주반도체 IR, RFS Team 3

3)자동차

ADAS: 첨단 운전자 보조 시스템

자동차 전장화에 따라 차량당 메모리 탑재량이 현재 대비 20~30배 증가하며, 차량용 메모리 수요의 구조적 성장을 견인할 전망이다. 전기차는 내연기관차 대비 2배 이상의 반도체가 탑재되며, 자율주행·ADAS 확산으로 차량당 메모리 탑재량이 빠르게 증가하고 있다. 이에 차량용 메모리 시장은 '30년 125억 USD(CAGR +11%)로 성장할 것으로 예상된다.

인포테인먼트: 차량 내
내비·오디오·디스플레이 통합 시스템

LPDDR4X는 차량용 인포테인먼트 영역의 장기 주력 규격으로 탑재되며, 디스플레이 면적·탑재 개수 확대에 따른 수혜가 동시에 집중될 것으로 판단한다. 자율주행 연산에는 LPDDR5·6가 채택되고 있으나, 인포테인먼트는 LPDDR4X 성능으로 충분하다. 또한 차량용 반도체는 복잡한 인증 및 검증 절차로 세대 전환에 오랜 시간이 소요되기에, 한번 채택된 규격이 장기간 사용된다. 동사는 V2X·5G 통신 모듈·차량용 SOS 시스템 등에 이미 AEC-Q100 인증 제품을 공급하고 있어, SDV 확산과 차량당 메모리 탑재량 증가에 따른 수혜가 예상된다.

[자료 3-14] 자동차 제품 유형별 메모리 반도체

제품 유형	DRAM 핵심 요건	DDR4	DDR5	LPDDR4X/4	LPDDR5X/5	HBM3	HBM4	GDDR6	GDDR7
AI/ML	초고대역폭				○	○	○	○	○
자동차 ADAS/AD/AI	고대역폭, 고신뢰성			○	○			○	
엔터프라이즈 스토리지	대용량 고신뢰성	○	○						
고속 네트워킹	고대역폭, 저지연	○	○		○	○	○	○	○
대형 DB·가상화 서버	초고대역폭, 대용량	○	○			○	○		

출처: Automotive Electronics Forum, RFS Team 3

2.우리는 해녀다

니치마켓 전략: 대형사 이탈 시장을
순차적으로 흡수하는 구조

동사는 단기 사이클 수혜가 아닌 니치마켓 내 독보적 지위를 지속적으로 강화해 나갈 것으로 판단한다. 본 리서치팀은 1)LPDDR 세대 전환이 반복될수록 동사의 니치마켓 Q 기반이 누적적으로 확대되며, 2)동사 Q 확대가 제한적인 환경이 신규 경쟁자에게 진입장벽으로 작용할 것으로 판단한다.

[자료 3-15] 메모리사 LPDDR6 준비 현황

시점	회사	제품	이벤트 유형	내용
2025.07	JEDEC	LPDDR6	표준 발표	LPDDR6(JESD209-6) 공식 표준 제정. 삼성·SK 하이닉스·마이크론·웰컴·미디어텍 지지 의사 표명
2025.12	마이크론		샘플링 시작	16Gb LPDDR6 OEM 파트너 샘플링 개시
2026.01	삼성전자		제품 공개	CES 2026 에서 최선단 공정 기반 LPDDR6 제품 공개. SOCAMM·PIM 개발 병행
2026.03	SK 하이닉스		개발 인증	1c 공정 기반 LPDDR6 개발 인증 완료. 2H26 출하 계획 공식화
2H26E	삼성·SK·마이크론		양산 개시	3사 동시 LPDDR6 양산 돌입 예정. LPDDR5 생산 비중 축소 본격화

출처: 각사, RFS Team 3

1)해녀는 물길을 놓치지 않는다

세대 전환 반복 = Q 파이 누적:
4 → 5 → 6 전환마다 레거시 시장 확대

LPDDR의 세대가 교체될수록 동사가 독점하는 레거시 니치마켓의 Q 파이는 누적적으로 확대될 전망이다. LPDDR4→LPDDR5→LPDDR6로 세대 전환이 반복될 때마다 대형사들이 이탈한 레거시 시장을 동사가 순차적으로 흡수하는 구조가 반복될 전망이다.

JEDEC: 메모리 반도체 국제 표준 설정 기구

LPDDR6 상용화가 가시화되며, 1H27 동사의 니치마켓 독점 구조가 LPDDR5로 확장될 것으로 예상된다. '25년 7월 JEDEC의 LPDDR6 표준 공식 발표 이후 삼성전자는 CES 2026에서 최선단 공정 기반 제품을 공개했으며, SK하이닉스는 2H26 출하 계획을 공식화했다. 역사적으로 LPDDR 세대 전환은 표준 발표 후 평균 1~2년 내 상용화로 이어져 왔으며, 대형사들의 동시다발적 양산 준비를 감안했을 때 세대 교체 시점은 예상보다 빠르게 도래할 전망이다.

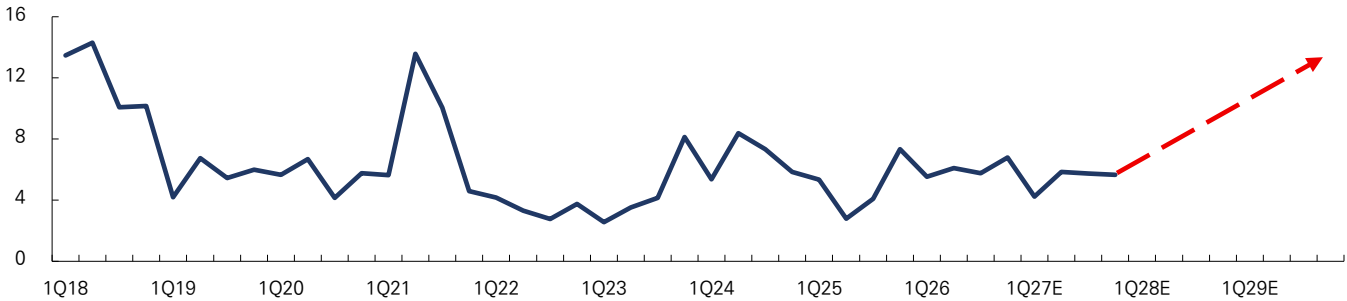
2)물질을 배워도 바다는 못 뺏는다

CAPA 제약
→ 생산 설비 한계로 단기 증설 불가

현재 동사의 Q 확대가 제한적이라는 점은 오히려 신규 경쟁사에게 진입장벽으로 작용할 것으로 판단한다. 웨이퍼 쇼티지와 파운드리 CAPA 제약으로 동사조차 당장 물량을 늘리기 어려운 구조에서, 신규 경쟁자의 단기간 내 공급 규모 확보는 더욱 제한적일 전망이다. 공급 진입이 구조적으로 제한된 환경 속 동사의 니치마켓 내 독점적 지위가 더욱 공고해질 것으로 예상된다.

[자료 3-16] 분기별 Q 추정

(단위: kg)



출처: RFS Team 3

IV. Risk

동사는 '25~'26년 총 1,230억 원 규모의 메자닌을 발행했다. 전환·행사가액 기준 잠재 신주 발행 수는 최대 약 295만 9,181주로, 현재 발행주식 총수 대비 8.59%에 해당한다. 주가가 모든 전환가액을 상회하고 있어 잠재적 차익 실현 물량에 대한 우려가 존재한다.

돌담은 쉽게 무너지지 않는다

해당 메자닌 물량이 단기적인 수급 부담으로 현실화될 가능성은 제한적이라고 판단한다. 이는 1)콜옵션 행사를 통한 우호 지분화, 2)전환 가능 시점의 구조적 제약, 3)메자닌 발행 조건의 특성에 기인한다.

①콜옵션 행사를 통한 우호 지분화: 동사는 '26년 4~5월에 걸쳐 총 381억원 규모의 메자닌 권리를 확보했다. 행사 대상자는 최대주주와 특수관계인, 글로벌 유통 파트너 등 전략적 파트너로 구성됐다. 경영권 안정화 및 사업 협력을 목적으로 배정된 만큼, 단기 차익 실현을 위한 매도 가능성이 구조적으로 낮다.

②전환 가능 시점의 구조적 제약: 8회차 CB를 제외한 나머지 메자닌의 전환·행사 청구는 '27년 3월 23일 이후부터 가능하다. '26년 내에는 콜옵션 행사분을 제외한 주요 물량의 희석이 발생하지 않는다. 즉, 현재 제기되는 오버행 공포는 시점상 최소 10개월 이상의 버퍼를 갖는다.

③메자닌 발행 조건의 특성: 9회차 CB·4회차 BW는 표면이자율 0%, 만기보장수익률 2% 조건으로 발행됐다. 기관 투자자가 사실상 무이자 조건을 수용했다는 점은, 전환차익 외 수익을 기대하기 어려운 구조임에도 불구하고 현 주가 수준 이상의 상승 여력을 전제했음을 시사한다. 이는 보유자의 단기 전환·매도 유인을 억제하는 요인으로 작용할 수 있다.

[자료 4-1] CBBW 발행 현황 및 콜옵션 행사 내역

구분	발행금액	전환(행사)가	잠재 주식수	콜옵션 행사액(비율)	성격
8 회차 CB	60 억원	18,862 원	318,099 주	60 억원 (100%)	최대주주·전략 파트너
9 회차 CB	450 억원	44,300 원	1,015,801 주	135 억원 (30%)	최대주주·전략 파트너 (일부)
4 회차 BW	620 억원	44,300 원	1,399,548 주	186 억원 (30%)	최대주주·전략 파트너 (일부)
5 회차 BW	100 억원	44,300 원	225,733 주	미행사	일반 기관
우호 지분 소계	381 억원		1,042,703 주		경영권·파트너
잔여(시장 우려) 소계	849 억원		1,916,478 주		불확실
합계	1,230 억원		2,959,181 주 (8.59%)		

출처: 언론종합, RFS Team 3

태풍은 늘 확인해야 한다

우호 지분으로 귀속된 물량을 제외한 실질 우려 물량은 약 191만 6,478주(시장가치 약 1,900억원)다. 동사의 60일 일평균 거래대금이 약 2,200억원 수준임을 감안하면 중장기적 수급 충격이 지속될 가능성은 제한적이나, 출회 시점이 특정 구간에 집중될 경우 주가 변동성 확대 요인으로 작용할 수 있다. 보호예수 해제 일정 및 주요 주주의 매도 동향을 모니터링할 필요가 있다.

V. Valuation

Peer PER Valuation

Target P/E 39.98배, 목표주가 430,000원, 상승여력 326%, 투자 의견 **STRONG BUY**를 제시한다.

동사의 주력 제품군인 레거시 DRAM 시장이 구조적 공급 부족 국면에 진입함에 따라, 가격 프리미엄이 반영되었던 '21년 피델릭스, ESMT, AP Memory의 연평균 PER을 Target Multiple로 채택하였다. 산정 논리의 근거는 다음과 같다.

① '21년과 '26년의 공급망 구조적 유사성

'21년 주요 DRAM 업체들의 캐파 부족으로 Specialty DRAM 중심의 판가 인상이 나타났으며, 특히 저밀도 제품군의 가격 상승폭이 크게 확대되었다. 현재 역시 AI형 HBM 및 DDR5 중심의 생산 전환으로 레거시 DRAM 공급이 감소하고 있으며, 저용량 DRAM 가격이 급등하고 있다는 점에서 수급 환경은 '21년 공급 부족 국면과 높은 유사성을 보이고 있다고 판단한다.

② 공급 부족 장기화에 따른 P 프리미엄 유지

신규 증설 물량의 상당 부분이 HBM, DDR5 등 AI형 제품에 집중됨에 따라 레거시 DRAM의 공급 부족은 '27년까지 지속될 것으로 전망한다. 이에 따라 높은 ASP와 수익성이 유지되는 가운데, 동사는 판가 상승과 영업 레버리지 효과를 누릴 것으로 예상된다. 따라서 구조적 쇼티지 국면에서 밸류에이션 프리미엄이 반영되었던 '21년 Peer Group 평균 PER을 Target Multiple로 적용하는 것이 타당하다고 판단한다.

[자료 5-1] 제주반도체 PER Valuation

제주반도체 PER Valuation		
2026E 당기순이익	370,119 (백만 원)	(A)
Target PER	39.98 (배)	(B)
적정 기업가치	14,797,967 (백만 원)	(C) = (A)*(B)
발행 주식 수	34.442833 (백만주)	(D)
적정주가	429,638 원	(E) = (C)/(D)
Target Price	430,000 원	
Current Price	101,000 원	26.06.02 기준
Upside	326 %	

VI. Estimation Logic

매출 추정

동사 매출은 물량(Q)과 KG당 평균판매단가(ASP)로 분해해 추정했다. Q는 무역통계 기반 수출분과 실현 ASP 역산 내수분의 합으로 산출했고, ASP는 ① 제품별 단가 → ② 가중조화평균 블렌디드 P → ③ 단위중량 환산의 3단계를 거쳐 KG당 ASP로 산출했다. 향후 매출은 추정 Q(1.③)와 추정 KG당 ASP(2.③)의 곱으로 산출되는 구조다.

[자료 6-1] 매출 추정 종합 Table

(단위: 백만 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
내수+수출 Q (Kg)	5,336	2,798	4,080	7,341	5,544	6,091	5,756	6,800	4,229	5,853	5,733	5,654
QoQ		-45%	46%	80%	-24%	10%	-6%	18%	-38%	38%	-2%	-1%
P (백만 원)	9	18	28	14	33	61	65	66	62	68	67	64
QoQ		86%	59%	-50%	135%	85%	6%	1%	-5%	10%	-2%	-3%
반도체항 매출(백만 원)	50,567	49,347	113,516	102,770	182,533	371,130	372,933	446,102	262,439	399,247	381,729	364,031
QoQ		-2%	130%	-9%	78%	103%	0%	20%	-41%	52%	-4%	-5%
반도체항 매출 조정 (백만 원)	48,440	51,070	110,950	91,770	180,470	369,872	371,891	444,370	260,916	397,858	380,307	362,515
오차범위	(2,127)	1,723	(2,566)	(11,000)	(2,063)	(1,259)	(1,041)	(1,732)	(1,524)	(1,389)	(1,422)	(1,517)

출처: RFS Team3

Q추정

① **수출 물량(Q)**: 수출 Q는 TRASS지역별·품목별 통계상 제주 지역 반도체 수출 금액·중량 데이터를 차용해 추정했다. 집계는 MTI 코드 기준으로 했으며, MTI 분류가 개편된 '22년 이후 구간을 채택했다. 채택 근거는 동 구간에서 '수출금액 × 원/USD 환율'과 동사 실제 매출 간 오차범위가 ±4% 수준으로 충분히 작아 대용치(proxy)로서 신뢰 가능하다고 판단했기 때문이며, 잔존 오차는 환율 변동과 매출인식 시점 차이에 기인한 것으로 판단했다.

② **내수 물량(Q)**: ①에서 환산한 수출 매출액을 수출 중량으로 나누어 시기별 실현 KG당 단가를 역산하고, 이를 동사 국내 매출에 역적용해 내수 Q를 산출했다. 최근 가격 상승폭이 크게 나타나는 국면이나, 동사 IR콜을 통해 스팟가(Spot)와 계약가(Contract)의 중간 수준 가격으로 판매하고 있음을 확인했다. 이에 내수와 수출 간 단가 차이가 크지 않을 것으로 판단해 수출 기반 단가를 그대로 적용했다.

③ **총 물량(Q) 및 향후 추정**: 총 Q는 수출 Q와 내수 Q의 합으로 정의했다. 향후 Q는 과거 Q 급증 국면(3Q19~1Q21)의 QoQ를 적용해 추정했으며, 이는 현재 동사가 처한 수요·공급 재고 여건이 동 과거 구간과 구조적으로 동일하다고 판단했기 때문이다. 당시 ③3Q19 삼성전자·마이크론·SK하이닉스의 DRAM CAPEX 축소에 따른 고객사 재고 축적과 ⑥1Q21 코로나19 팬데믹으로 스마트폰·태블릿·PC 수요 급증이 겹치며 Q를 끌어올렸다. 현재 역시 동사 재공품(WIP) 재고자산이 사상 최고치를 기록하며 미출하 물량이 적체되어 있고, 대형사 이탈로 인한 공급 공백이 발생했다는 점에서 동일한 수요 적체·물량 누적 구조가 재현되고 있다고 판단해 동 구간 QoQ를 적용했다. 그러나 IR콜상 현 수준의 Q 유지가 확인된다는 점에서 4Q27 Q는 급등 시나리오 대신 평균값을 적용했다.

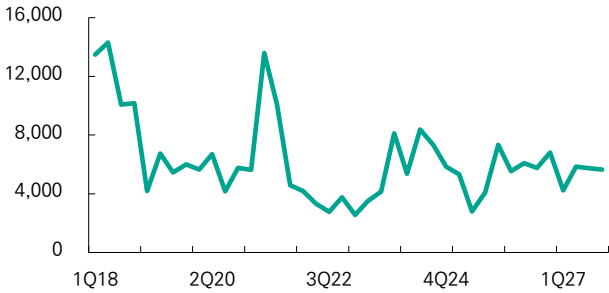
[자료 6-2] 연간 Q추정 table

(단위: kg)

[자료 6-3] Q추이 '18~'27년

(단위: kg)

(단위: kg)	2025	2026E	2027E
내수+수출 Q	19,554	24,191	21,469
YoY		24%	-11%



출처: RFS Team 3

출처: RFS Team 3

[자료 6-4] 분기별 수출 금액 RAW DATA Table

(단위: 백만 원, kg)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E
P 추이(백만원)	11	9	9	6	8	5	5	7	9	18	28	14	33	61
TRASS 수출액	24249	28675	33515	44179	35377	38171	34372	35532	48404	46252	108842	95098	170084	121443
중량 총액(kg)	2,171	3,109	3,896	7,801	4,617	7,699	6,780	5,343	5,107	2,622	3,912	6,700	5,166	1,999
DART 기준 수출액	25,102	29,166	32,937	46,136	36,042	39,212	35,237	34,686	49,147	47,836	105,926	82,022	167,060	370,042
(TRASS-DART 수출액)	853	491	(578)	1,957	665	1,041	865	(846)	743	1,584	(2,916)	(13,076)	(3,024)	
오차범위 (HS CODE 집계 범위 변화에 따른 차이)	3%	2%	-2%	4%	2%	3%	2%	-2%	2%	3%	-3%	-16%	-2%	

출처: RFS Team3

P추정

단가는 제품별 단가 추정, 가중조화평균 기반 블렌디드 P 산출, 단위중량 환산을 통한 kg당 ASP 산출의 3 단계로 진행했다. 제품별 ASP는 kg단위가 아니기 때문에 비율을 통한 추정 방식인 가중조화평균을 통해 Blended P를 구했다.

[자료 6-5] P(kg) Table

(단위: 백만 원)

(단위: 백만 원/kg)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
P추이 (kg)	9	18	28	14	33	61	65	66	62	68	67	64
QoQ			86%	58%	-50%	136%	6%	1%	-5%	10%	-2%	-3%
환율	1463	1384	1393	1445	1470							
제주반도체 Blended P	4431	5259	4812	8453	10353	22653	20373	20627	19513	21448	20934	20245
제품 단위당 P를 kg로 환산	468	298	173	604	314	372	314	314	314	314	314	314

출처: RFS Team3

① **제품별 단가 추정:** 동사 매출의 95% 이상을 구성하는 NAND MCP, TLC NAND, NAND Flash(SLC), DRAM(LPDDR 포함), LPDDR4-5, Consumer DDR4, eMMC 7개 제품군을 대상으로 단가를 추정했다. 원가 구조상 DDR4, LPDDR4-5, MLC, SLC, TLC 5개 기초 단가가 제품 ASP를 결정하는 구조로, 기초 단가 추정 후 제품별 ASP에 연결하는 방식을 채택했다. 제품별 단가는 동사 홈페이지 제품 사양을 기준으로 산출했으며, 복수 부품 결합 제품은 구성 부품 간 1:1 매칭을 기반으로 산출했다. 제품별 적용 규격은 다음과 같다.

[자료 6-5] P(kg) Table

(단위: 백만 원)

제품	적용 규격 (가중치)	근거
NAND MCP	SLC 평균 6.5Gb + LPDDR(LPDDR5 32Gb 와 LPDDR4 2Gb 의 평균)	SLC 와 LPDDR4x 의 결합에 준거, 각 제품별 평균 규격을 적용.
TLC NAND	TLC 512Gb 가격	동사 홈페이지에 사양이 공시되지 않아 DART 공시를 기준으로 웨이퍼 형태로 판단했으며, Bloomberg 에서 수집 가능한 가격을 적용함.
SLC(NAND Flash)	평균 6Gb	4Gb 와 8Gb 두 규격을 판매하고 있어 두 제품의 평균을 적용함.
DRAM(LPDDR)	LPDDR 평균 3.34Gb (‘26 년 1 분기부터 2.75Gb 로 조정)	Lpddr4,5 의 가격 차이가 크게 나지 않음에 준거해 LPDDR4 를 대푯값으로 함. 'IR 자료에서 LPDDR4 1Gb 설계 완료가 확인되어 1Q26 부터 조정
LPDDR4·5	LPDDR5 평균 32Gb 및 LPDDR4 평균 용량 각각 그대로 적용	외부 소싱 제품으로 판단하여 각각의 평균 용량을 그대로 적용함.
Consumer DDR4	DDR4 16Gb 스팟가·계약가의 중간값	DDR4 16GB 의 스팟 가격과 계약 가격의 중간값을 기준으로 산정함.
eMMC	MLC 6GB	MLC 가격에 크게 의존하는 공시 자료에 준거, 4Gb, 8Gb 의 평균에 준거.

출처: RFS Team3

DDR4 동사 IR에 따르면 DDR4 실현 단가는 **스팟가와 계약가의 중간값**으로 결정된다. 따라서 둘을 각각 추정한 뒤 평균했다.

스팟가는 4Q26까지 TrendForce 컨센서스를 그대로 가져왔다. 가격은 상승하나 QoQ를 봤을 때 4Q26까 지 하락하는 추세를 보였다. 이에 2Q27까지는 해당 추세를 적용했다. 2H27부터 Nanya·삼성 등의 공급 병 목 해소로 하락 전환을 전망해 1~2Q26에 조정받은 QoQ에 50%할인을 적용했다. 이는 '24년 급락 때 하 락폭이 직전 분기의 절반 수준으로 줄어드는 패턴에 준거한다.

계약가는 스팟가보다 변동성이 낮고 1~2분기 후행하는 특성이 있다. 이를 반영해 '27년 전 분기 QoQ를 직전 분기 추세의 연장선으로 적용했다.

LPDDR4 동일 DRAM 시장 내 DDR4와 공급 충격 이후 가격 추이의 연동성이 높다고 판단했다. LPDDR4 공급 중단 이후 가격 추이와 DDR4 공급 중단 이후 가격 추이 간 상관계수가 0.99 로 확인됨에 따라 회귀분석을 통해 단가를 추정했다.

[자료 6-6] DDR4, LPDDR5 회귀분석 통계량

[자료 6-7] DDR4, LPDDR5 회귀분석 결과

DDR4 기반 LPDDR4 추정	
회귀분석 통계량	
다중 상관계수	0.99875
결정계수	0.997503
조정된 결정계수	0.997146
표준 오차	1539.745
관측수	9

	계수	표준 오차	t 통계량	P-값	하위 95%	상위 95%	하위 95.0%	상위 95.0%
Y 절편	1791.141	655.4006	2.732894	0.029216	241.3645	3340.917	241.3645	3340.917
X1	1.161317	0.021963	52.87592	2.27E-10	1.109383	1.213251	1.109383	1.213251

출처: RFS Team3

출처: RFS Team3

LPDDR5 LPDDR4의 상위 규격으로 가격 연동성이 높다고 판단했다. 회귀분석 결과 LPDDR4와의 상관계 수 0.998, 모든 계수가 유의한 것으로 확인됨에 따라 회귀계수 6.1을 적용해 단가를 추정했다.

[자료 6-8] LPDDR4, LPDDR5 회귀분석 통계량

LPDDR4 기반 LPDDR5 추정	
회귀분석 통계량	
다중 상관계수	0.998028
결정계수	0.99606
조정된 결정계수	0.995622
표준 오차	1348.856
관측수	11

출처: RFS Team 3

[자료 6-9] LPDDR4, LPDDR5 회귀분석 결과

	계수	표준 오차	t 통계량	P-값	하위 95%	상위 95%	하위 95.0%	상위 95.0%
Y 절편	4644.563	571.9952	8.119933	1.96E-05	3350.62	5938.506	3350.62	5938.506
X 1	6.197176	0.129925	47.69828	3.92E-12	5.903266	6.491086	5.903266	6.491086

출처: RFS Team 3

SLC 1Q26을 기점으로 병목 이슈가 본격화된 점에서 DDR4와 충격 구조가 유사하다고 판단했다. 병목 발생 시점 전후 구간을 기준으로 DDR4와 회귀분석한 결과 상관계수 0.99가 확인됨에 따라 회귀계수 0.42를 적용해 단가를 추정했다.

[자료 6-10] DDR4, SLC 회귀분석 통계량

DDR4 기반 SLC 추정	
회귀분석 통계량	
다중 상관계수	0.998685
결정계수	0.997371
조정된 결정계수	0.994742
표준 오차	0.024855
관측수	3

출처: RFS Team 3

[자료 6-11] DDR4, SLC 회귀분석 결과

	계수	표준 오차	t 통계량	P-값	하위 95%	상위 95%	하위 95.0%	상위 95.0%
Y 절편	0.046084	0.022233	2.072742	0.286168	-0.23642	0.328586	-0.23642	0.328586
X 1	0.429224	0.022036	19.47801	0.032655	0.149226	0.709222	0.149226	0.709222

출처: RFS Team 3

MLC 과거 히스토리컬 데이터상 MLC 단가가 SLC의 1/6 수준에서 안정적으로 유지되는 것으로 확인됨에 따라, 동 비율을 그대로 적용해 산출했다.

TLC TLC(512GB 기준)는 과거 SLC와 연동성이 낮았으나, 최근 SLC를 상회하는 병목 이슈가 발생하며 TLC/SLC 비율이 약 5배 수준으로 확대됐다. 이에 4분기 이동평균으로 TLC/SLC 비율을 산출하고, 동 비율을 SLC 추정 단가에 적용해 추정했다.

② **가중조화평균 기반 블렌디드 P 산출**: 제품별 단가를 하나의 통합 단계(Blended P)로 합칠 때 가중조화평균을 썼다. 산술평균을 쓰지 않은 이유는 추정하고자 하는 ASP의 단위가 다르기 때문이다. 조화평균이 매출비중 ÷ 단가 형태로 계산되면서 단위 불일치로 인한 숫자 왜곡을 억제한다고 판단했다.

[자료 6-12] Blended ASP식 증명

kg당 ASP 추정 과정 식	
Blended ASP	$Blended\ ASP = S_t / \sum Q_i = \frac{1}{\sum \frac{Q_i * ASP_i / S_t}{ASP_i}}$ * $\sum \frac{매출비중}{단가}$의 역수
증명 과정	$\sum \frac{Q_i * ASP_i / S_t}{ASP_i} = \sum \frac{Q_i}{S_t} = \frac{\sum Q_i}{n * S_t}$ 이 값을 역수로 취했을 때 $S_t / \sum Q_i * n$ 도출

출처: RFS Team 3

③ **단위중량 환산 (Blended P → kg당 ASP):** 블렌디드 P(분기 평균 단가)를 kg당 ASP로 바꾸려면 **단위중량**이라는 환산 계수가 필요하다. 단위중량 = 블렌디드 P ÷ kg당 ASP로 정의되며, 과거 실적 데이터에서 역산했다. 미래 단위중량은 2Q25부터의 중간값인 **314로 고정** 적용했다. 근거는 다음과 같다.

1)**중앙값(314)이 가장 안정적인 기준선이다.** 2Q25~2Q26 실적 단위중량이 171~603으로 들쭉날쭉하고 4Q25엔 602.6이라는 스파이크가 있었는데, 중앙값은 이런 이상치에 흔들리지 않는다. 평균(351.4)은 스파이크에 끌려 올라가 있어서 쓰기 부적절하다.

2)**2Q25 이전은 현재와 기조가 달라 사용하지 않았다.** 2Q25 직전에 스팟가가 9→18로 급등하면서 시장 구조 자체가 바뀌었다. 그 이전(1Q23~1Q25)은 가격이 바닥에 깔려 있던 침체기라서 앞으로와 성격이 달라 참고 대상에서 제외했다.

[자료 6-13] kg당 P 추정

P(kg)추정 Table					
3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
65	66	62	68	67	64

출처: RFS Team 3

비용 추정

비용추정은 합리적 개별 추정이 가능한 인건비와 감가상각비를 중심으로 진행했다. 그 외 항목은 비용 동인에 따라 매출 또는 물량(Q)에 연동했으며, 재료투입 및 재고변동은 자가 생산 제품분(Q 연동)과 매입 상품분(매출 연동)으로 분리 추정한 후 합산했다. 추정이 불가하거나 단순 연동이 비약을 유발하는 항목은 이동평가를 적용해 이상치를 상쇄하는 것이 최적이라 판단했다.

[자료 6-14] Expected IS Table

(단위: 십억 원)

(단위: 십억 원)	2024	2025	2026E	2027E
매출액	162	302	1,367	1,402
매출원가	127	238	893	886
(%)	78.2%	78.8%	65.3%	63.2%
매출총이익	35	64	474	515
GPM(%)	21.8%	21.2%	34.7%	36.8%
판매비와 관리비	26	28	31	32
(%)	15.9%	9.3%	2.3%	2.3%
영업이익	10	36	443	483
OPM(%)	5.9%	11.9%	32.4%	34.5%
금융수익 +	1	3	2	2
금융비용-	1	2	4	7
기타수익+	17	13	24	18
기타비용-	5	10	7	8
지분법손익	1	2	2	2
법인세차감전순이익	23	43	460	492
법인세비용	4	3	90	86
당기순이익	19	39	370	405
NPM(%)	11.9%	13.1%	27.1%	28.9%

출처: RFS Team3

①**인건비**: 동사의 '24~'25년 임금 상승률은 28%로 높게 나타났으나, 이는 매출 상승에 연동된 상여금이 반영된 결과로 판단했다. '26년에도 유사한 수준의 상여금이 지급될 것으로 전망해 동 수준을 유지했다. 인원은 1Q26 증가분을 반영하되, 팹리스 특성상 추가 증원 필요성이 낮다고 판단해 이후 현상 유지를 가정했다. 기본 임금상승률은 '26~'27년 국회예산정책처(NABO) 전망치를 적용해 인건비 추정을 완료했다.

[자료 6-15] 연간 인건비 Table

(단위: 백만 원)

(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
인건비	11,106	16,297	18,293	21,336	22,019
직원수	147	165	169	191	191
1인당 평균 급여	76	99	108	112	115

출처: RFS Team3

②**감가상각비**: 유형자산상각비와 무형자산상각비로 구분해 추정했다. 유형자산상각비는 항목별 감가상각 기간을 고려해 현재 인식 중인 비용 대비 잔여 연수에 따라 인식했으며, 공구·기구·집기 등 추가 구매가 예상되는 비품은 이동평균을 적용했다. 무형자산상각비는 기존 인식 항목에 '26년 취득 자산을 배분해 추정했다. 사용권자산상각비는 합리적 추정이 어려워 이동평균으로 처리했다.

[자료 6-16] 감가상각비 Table

(단위: 백만 원)

유형자산 감가상각비 비용추정 Table					
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
건물	11	15	15	15	15
차량운반구	87	42	38	30	30
공구와 기구	827	883	815	830	839
집기	96	109	124	139	117
시설장치	89	67	88	91	91
금형	1,070	460	636	790	790
기계장치	181	89	45	0	0
합계	2,361	1,664	1,760	1,894	1,881
무형자산 감가상각비 비용추정 Table					
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
산업재산권	2	0	0	0	0
소프트웨어	51	8	45	67	67
합계	53	8	45	67	67
사용권자산 감가상각비 비용추정 Table					
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
사용권자산상각비	603	627	627	619	624

출처: RFS Team3

③**상품매출원가**: 동사 IR 확인 결과 상품 판매가 매출 증가에 연동해 함께 증가하는 것으로 파악되어, 매출에 연동해 추정했다.

④**외주가공비**: 동사의 물량(Q) 성장률을 적용해 추정했다. 동사가 외주에 위탁하는 공정은 대부분 후공정으로 판단하며, 웨이퍼(원재료) 매입과 구분된다. 후공정 가공 단가는 처리 물량당 임률에 따라 결정될 뿐 메모리 시황(ASP)과 분리되어 단가(C) 상승이 제한적인 바, P가 아닌 Q 성장률을 적용하는 것이 비용 동인에 부합한다고 판단했다.

⑤**운반비**: 운반비는 출하 물량에 비례하는 비용 구조로, 동일하게 물량(Q) 추이를 적용해 추정했다.

⑥**재료투입 및 재고변동**: 자가 생산 제품분과 매입 상품분의 비용 동인이 상이한 점을 반영해 두 부문을 비중별로 분리 추정한 후 합산했다. 제품분은 전분기 비용에 제품 투입 비중을 곱한 값에 Q 성장률을, 상품분은 전분기 비용에 상품 판매 비중을 곱한 값에 매출 성장률을 적용했다.

제품분에 Q 성장률을, 상품분에 매출 성장률을 적용한 근거는 ④와 동일하다. 자가 생산 제품의 재료 투입은 생산 물량(Q)에 비례하는 반면, 매입 상품의 원가는 매입·판매 규모(매출)에 연동되기 때문이다.

금융손익

금융수익은 이자수익과 파생상품평가이익으로 구성된다. '25년 금융수익이 전년 대비 약 2.5배 증가한 주된 원인은 파생상품평가이익으로, 이는 추가-이자율에 연동되어 변동성이 크고 합리적인 개별 추정이 어렵다. 이에 금융수익 전체에 과거 3개년 이동평균을 적용하여 추정했다.

금융원가 중 기존 차입에서 발생하는 이자비용 및 파생상품평가손실 역시 동일한 이유로 이동평균법을 적용했다. 다만 '26년 중 신규 발행된 CB·BW는 차입 규모 증가에 따른 이자비용 상승이 확실하므로 이를 별도로 반영했다. 추가 이자비용은 각 사채의 액면가액에 '25년 연평균 이자율을 곱한 뒤, 납입일을 기준으로 잔여 기간에 비례하여 인식했다.

'25년 연평균 이자율은 '24년 기말잔액(= '25년 기초잔액)과 '25년 기말잔액의 평균으로 평균 차입잔액을 산출한 뒤, '25년 실제 발생 이자비용으로 역산하여 도출했다. 해당 이자율을 신규 사채에 적용한 근거는 두 가지다. 첫째, '25년은 가장 최근 완성된 회계연도로, 현재 동사의 신용도와 시장 금리 수준을 가장 잘 반영한다. 둘째, 신규 CB·BW가 '26년 초에 발행된 만큼, 직전 연도인 '25년의 금리 환경이 발행 시점과 가장 근접하다. 이에 '25년 연평균 이자율이 신규 사채의 실질적인 자금조달 비용에 대한 합리적인 근사치로 기능한다고 판단했다.

[자료 6-17] 금융손익 Table (단위: 백만 원)

연도별 금융손익 Table					
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
금융손익	90	450	1700	-2583	-4627
금융수익	860	1250	3220	1777	2082
금융원가	770	800	1520	4360	6709

출처: RFS Team3

기타손익: 비경상적·불규칙적 성격의 항목으로 구성되어 발생 시점과 규모의 예측이 어렵다. 이에 합리적인 개별 추정이 불가한 만큼 과거 3개년 이동평균법을 적용하여 추정했다.

지분법손익: 동사가 49.40%의 지분을 보유한 동행복권(주)의 당기순이익에 연동된다. '24년 제5기 수탁사업 전환을 기점으로 동행복권의 매출이 구조적으로 상승했다. 복권 수탁사업은 기수별로 계약 조건과 운영 구조가 확정되면 해당 기수 내 매출 규모가 안정적으로 유지되는 특성이 있다. 즉 일단 상승한 매출 기반은 기수가 종료되기 전까지 하락할 구조적 유인이 없다. 이러한 고착화 특성을 고려할 때, '26~'27년에도 최소 '25년 당기순이익 수준의 지분법이익이 지속될 것으로 보수적으로 추정했다.

[자료 6-18] 분기별 비용추정 Table

(단위: 백만 원)

분기별 비용추정 Table													
(단위: 백만 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	
매출액	48,440	51,070	110,950	91,770	180,470	369,872	371,891	444,370	260,916	397,858	380,307	362,515	
매출원가	38,750	40,570	90,110	68,840	106,280	225,421	300,031	260,906	194,490	197,888	264,184	229,584	
COGS(%)	80%	79%	81%	75%	59%	61%	81%	59%	75%	50%	69%	63%	
재료투입 및 재고변동	25,114	26,294	58,401	44,615	122,112	124,432	165,652	144,044	120,516	122,806	163,488	142,162	
상품의 판매	10,740	11,245	24,976	19,080	65,556	66,802	88,931	77,331	67,235	68,512	91,208	79,311	
외주가공비	5,412	5,666	12,585	9,615	9,038	9,210	12,261	10,661	8,021	8,174	10,881	9,462	
총업원급여	166	173	385	294	284	289	385	335	301	361	346	326	
감가상각비 및 무형자산상각비	243	255	566	432	369	376	501	436	367	374	498	433	
운반비	84	88	195	149	144	173	166	156	128	154	147	139	
지급수수료	6	7	15	11	8	8	10	9	7	7	9	8	
기타	(3,016)	(3,157)	(7,013)	(5,357)	(91,231)	24,132	32,125	27,935	(2,085)	(2,499)	(2,393)	(2,256)	
매출총이익	9,690	10,500	20,840	22,930	74,190	144,451	71,860	183,463	66,425	199,970	116,123	132,931	
GPM(%)	20.0%	20.6%	18.8%	25.0%	41.1%	39.1%	19.3%	41.3%	25.5%	50.3%	30.5%	36.7%	
판매비와 관리비	5,990	6,160	6,940	9,000	7,080	8,402	8,044	7,584	7,227	8,663	8,294	7,820	
총업원급여	3,684	3,788	4,268	5,535	4,526	5,426	5,194	4,897	4,671	5,599	5,361	5,054	
여비교통비	121	125	140	182	131	157	150	141	136	163	156	147	
업무추진비	147	151	170	221	128	153	146	138	142	171	163	154	
세금과공과	104	107	121	157	97	116	111	105	102	122	117	110	
감가상각비 및 무형자산상각비	66	68	76	99	63	75	72	68	63	75	72	68	
보험료	48	50	56	73	43	52	49	47	46	55	53	50	
경상연구개발비	675	695	783	1,015	715	857	821	774	715	857	821	774	
지급수수료	726	746	841	1,090	694	831	796	750	694	831	796	750	
대손상각비	-3	-4	-4	-5	0	0	0	0	-56	-67	-64	-60	
건물관리비	65	67	75	98	61	73	70	66	64	76	73	69	
제품보증비	-0	-0	-1	-1	2	3	2	2	2	2	2	2	
사무관리비	22	22	25	33	22	26	25	23	23	28	27	25	
사용권자산상각비	134	138	155	201	140	168	160	151	141	169	162	153	
기타	202	207	233	303	459	465	445	419	485	581	556	525	
영업이익	3,700	4,340	13,900	13,930	67,110	136,049	63,817	175,880	59,198	191,306	107,829	125,111	
OPM(%)	8%	8%	13%	15%	37%	37%	17%	40%	23%	48%	28%	35%	
1714%													
금융손익	30	-360	120	1,910	40	-1,226	-576	-822	-1,028	-1,648	-785	-1,167	
금융수익	230	340	470	2,180	330	424	278	745	404	492	322	864	
금융원가	200	700	350	270	290	1,650	853	1,566	1,432	2,140	1,106	2,031	
기타손익	-90	-6,890	4,030	6,050	10,850	2,222	2,295	2,438	2,519	2,730	2,692	2,727	
기타수익	1,080	520	2,740	9,110	12,550	3,826	3,940	4,180	4,360	4,563	4,609	4,701	
기타비용	1,170	7,410	-1,290	3,060	1,700	1,604	1,646	1,742	1,842	1,833	1,917	1,974	
지분법손익	680	980	880	-490	60	1,838	1,556	-1,404	517	1,416	1,199	-1,082	
법인세차감전순이익	4,320	-1,930	18,930	21,400	78,060	138,883	67,092	176,093	61,206	193,805	110,935	125,589	
법인세비용	0	700	-3,760	6,300	0								
유효법인세율	0%	-36%	-20%	29%	0%								
중단영업이익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
당기순이익	4,320	-2,630	22,690	15,100	78,060	138,883	67,092	176,093	61,206	193,805	110,935	125,589	

(단위: 십억 원)

포괄손익계산서	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	162	302	1,367	1,402
매출원가	127	238	893	886
매출총이익	35	64	474	515
판매비와관리비	26	28	31	32
영업이익	10	36	443	483
금융수익	1	3	2	2
금융원가	1	2	4	7
기타영업외손익	12	3	18	11
종속및관계기업관련손익	1	2	2	2
세전계속사업이익	23	43	460	492
법인세비용	4	3	90	86
계속사업이익	19	39	370	405
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	19	39	370	405
지배주주순이익	19	39	370	405
비지배주주순이익	(0)	(0)	(0)	(0)
기타포괄이익	(2)	1	0	0
총포괄이익	18	40	370	405
EBITDA	12	38	445	486
FCF	(7)	28	207	382
매출총이익률(%)	22	21	35	37
영업이익률(%)	6	12	32	34
순이익률(%)	12	13	27	29
EBITDA마진율(%)	7	13	33	35

현금흐름표	2024A	2025A	2026E	2027E
영업활동으로인한현금흐름	(10)	26	210	385
당기순이익(손실)	19	39	370	405
감가상각비	2	2	3	3
기타현금수익비용	17	13	13	13
매출채권감소(증가)	6	(43)	(180)	(30)
재고자산감소(증가)	(29)	10	(100)	(10)
매입채무증가(감소)	2	21	121	21
기타영업활동	(27)	(17)	(17)	(17)
투자활동으로인한현금흐름	(1)	5	(4)	(4)
유형자산처분(취득)	(3)	(3)	(3)	(3)
무형자산감소(증가)	(0)	0	(0)	(0)
투자자산의감소(증가)	4	(0)	(1)	(1)
기타투자활동	(2)	7	0	0
재무활동으로인한현금흐름	10	35	106	(1)
차입금의증가(감소)	2	35	107	0
자본거래로인한현금흐름	9	0	0	0
배당금의지급	(1)	0	0	0
기타재무활동	(0)	0	(1)	(1)
현금및현금성자산의증가	(0)	64	312	380
기초현금및현금성자산	13	13	77	390
기말현금및현금성자산	13	77	390	770

재무상태표	2024A	2025A	2026E	2027E
유동자산	176	280	877	1,302
현금 및 현금성자산	13	77	390	770
매출채권	52	94	274	304
재고자산	100	95	195	205
기타유동자산	10	14	18	23
비유동자산	50	56	57	58
투자자산	33	43	44	45
무형자산	1	1	1	2
유형자산	5	5	5	5
기타비유동자산	11	6	6	6
자산총계	225	336	934	1,359
유동부채	38	99	220	241
매입채무	9	30	151	172
단기금융부채	22	53	53	53
기타유동부채	7	16	16	16
비유동부채	3	10	116	116
장기금융부채	0	6	112	112
기타비유동부채	3	4	4	4
부채총계	41	109	336	357
자본금	17	17	17	17
자본잉여금	81	83	83	83
이익잉여금	93	133	503	908
기타자본	(7)	(6)	(6)	(6)
자본총계	184	227	597	1,003

투자지표	2024A	2025A	2026E	2027E
PER(배)	15.7	23.0	9.4	8.6
PBR(배)	1.7	4.0	5.9	3.5
PSR(배)	1.9	3.0	2.6	2.5
EV/EBITDA(배)	26.2	23.7	7.3	5.9
EPS	567	1,147	10,746	11,767
BPS	5,415	6,660	17,090	28,557
SPS	4,714	8,775	39,677	40,693
DPS	0	0	0	0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0	0
매출액증가율(%)	11.3	86.2	352.2	2.6
영업이익증가율(%)	(46.3)	274.8	1,134.6	9.2
순이익증가율(%)	14.7	103.5	837.5	9.5
매출채권회전율	3.1	4.1	7.4	4.8
재고자산회전율	1.9	2.4	6.2	4.4
매입채무회전율	19.7	12.1	9.9	5.5
ROE(%)	10.5	17.4	62.0	40.4
ROA(%)	8.6	11.8	39.6	29.8
ROIC(%)	6.4	20.7	109	114
부채비율 (%)	22.4	47.9	56.3	35.6
유동비율 (%)	459.8	283.3	398.4	539.7
이자보상배율(%)	11.9	23.8	102	72