



BUY (신규)

목표주가(12M) 30,000원
현재주가(10.13) 15,620원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	860.49
52주 최고/최저(원)	16,790/4,245
시가총액(십억원)	131.7
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	8,433.2
60일 평균 거래량(천주)	250.3
60일 평균 거래대금(십억원)	2.4
외국인지분율(%)	4.36
주요주주 지분율(%)	
알에프에이이씨 외 9인	53.40

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	47.9	44.5	58.0	79.2
영업이익	(0.0)	(1.5)	2.8	6.9
세전이익	0.4	(7.5)	3.6	8.4
순이익	(0.7)	(4.8)	1.8	6.5
EPS	(80)	(568)	210	775
증감율	적전	적지	흑전	269.05
PER	(133.00)	(8.41)	74.38	20.15
PBR	2.02	0.94	2.90	2.54
EV/EBITDA	25.76	19.96	23.08	13.10
ROE	(1.53)	(11.22)	4.19	14.00
BPS	5,259	5,102	5,382	6,158
DPS	0	0	0	0



Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com
RA 이상훈 sanghunlee0121@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 10월 14일 | 기업분석_기업분석(Report)

RF머트리얼즈 (327260)

엔비디아 수주 감안하면 아직 멀티플 덜 올랐습니다

RF머트리얼즈 투자 의견 매수, 목표주가 30,000원으로 커버리지 개시

RF머트리얼즈에 대한 투자 의견 매수, 12개월 목표주가 30,000원으로 커버리지를 개시한다. 매수 추천 사유는 1) 엔비디아 AI 서버에 사용될 광 방열 모듈을 미국 루멘텀에 공급하게 되어 올해부터 실적이 큰 폭으로 개선될 전망이고, 2) 향후 AI 산업이 성장하면서 AI 서버용 광 트랜시버와 관련 부품 수요도 계속 성장할 것이며, 3) 미국의 중국 견제 정책에 따라 중국산 부품 퇴출의 수혜를 입을 것이고, 4) 과거 RF시스템즈 인수 당시 PBR이 5.2배까지 치솟은데 반해 현재는 더 우수한 재료임에도 PBR은 3.1배로 낮은 편이며, 5) 국내 동종 업체의 PBR이 4.5배 수준이고 글로벌 피어 PBR 역시 4~4.5배 수준인 점을 감안하면 RF머트리얼즈 멀티플은 저평가되었기 때문이다. 10/13 주가 15,620원 기준 상승 여력 90% 이상으로 판단한다.

AI 산업 성장과 공급망 탈중국 기조 덕분에 실적 우상향 지속될 것

RF머트리얼즈는 작년 매출 445억원, 올해 매출 580억원에 이어 내년도 매출 792억원으로 큰 폭의 성장을 거둘 것으로 전망한다. 엔비디아 AI 서버에 탑재되는 광 트랜시버용 방열 모듈을 공급하게 되었기 때문이다. 최근 AI 서버가 급성장하며 광 트랜시버 없이는 대역폭 폭증을 감당할 수 없게 되었다. 1~2년 사이 광 트랜시버 수요가 급증한 배경이다. AI 산업이 발전함에 따라 광 트랜시버 관련 수혜는 지속될 전망이다. 특히 RF머트리얼즈를 비롯한 국내/서구권 벤더사 위주로 수혜가 집중될 것으로 예상된다. 미국의 중국 견제가 계속되면서 IT 부품 전반에 걸친 탈중국화 기조가 강화되고 있기 때문이다. 최근 몇 년간 중국 업체들이 광 트랜시버 시장에서 두각을 드러냈지만 앞으로는 서방권 벤더사로 공급망 재편될 것이다. 중국의 빈자리를 RF머트리얼즈가 확보할 것으로 기대한다.

주가 많이 올랐다고 생각되었지만 멀티플은 사실 아직 저평가된 상황

엔비디아 수주 영향으로 최근 RF머트리얼즈 주가가 크게 상승한 것은 사실이다. 하지만 역사적 멀티플로 보거나 피어 그룹과 비교해보면 현재 RF머트리얼즈 멀티플은 오히려 저평가된 상황이다. 현 PBR 3.1배인데, 지난 20년 RF시스템즈를 인수할 당시 PBR 최대 5.2배를 기록한 바 있다. 엔비디아 수주 효과가 RF시스템즈 인수에 따른 외형 확장보다 클 수 있던 걸 감안해야 한다. 피어 대비해서는 확실히 저평가되어 있다. 최근 국내 동종 업체가 594억원 규모 GPU용 방열소재 수주를 확보함에 따라 PBR이 4.5배까지 올랐다. RF머트리얼즈와 유사한 재료인 점에 주목할 필요가 있겠다. 다른 글로벌 피어 그룹들 대비해서도 멀티플이 낮은 상황인데, 글로벌 피어 그룹 PBR은 24년 기준 4~4.6배 수준이다. 이런 점들을 고려했을 때 타겟 PBR 4.5배는 타당하다. 26년 추정 BPS 6,158원에 타겟 PBR 4.5배를 적용하였고, 동년도 추정 EPS 775원에 피어 평균 PER 40배를 추가 반영하여 목표주가를 산출했다. 주가 양상과 상관없이 매수해야 할 이유는 충분하다.

AI 서버 산업 활성화와 함께 광 트랜시버 수혜 업종도 계속 성장할 것

AI서버 대역폭 급증하며
광 트랜시버 수요도 크게 증가.

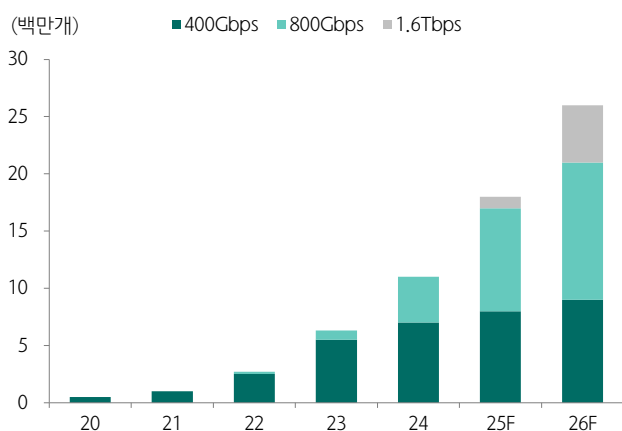
AI산업 활성화와 함께
RF머트리얼즈를 비롯한
광 트랜시버 관련 산업도 계속
성장할 것으로 기대 중

최근 RF머트리얼즈가 엔비디아의 서버간 통신에 사용되는 광 트랜시버용 방열 모듈을 공급하게 되었다. 구체적으로는 방열 모듈을 미국의 루멘텀에 공급하고, 루멘텀이 방열 모듈을 부착한 완제품 광 트랜시버를 생산하여 엔비디아에 최종 공급하는 구조이다. 엔비디아향 매출 덕에 RF머트리얼즈는 올해 예상 매출 580억원대, 내년도 790억원대를 기록하며 실적이 역대 최고치를 경신할 것으로 기대된다. 그런데 이러한 호실적 전망은 앞으로도 계속 이어질 것으로 예상된다. AI 서버향 광 트랜시버 수요는 앞으로도 더욱 급증할 것이기 때문이다.

휴대폰이나 컴퓨터가 네트워크에 연결된 것처럼 서버도 서로 연결되어 통신한다. 이 때 서버간 통신 속도는 가장 성능이 떨어지는 부분이 결정한다. 아무리 많은 GPU를 내장해도 칩 자체 연산력으로는 서버 성능에 제한이 있을 수 밖에 없다. 이를 해결하기 위해 부품간 데이터 교환을 효율화하여 필요한 통신 대역폭을 감소시켜주는 CXL 기술, CPU의 기능을 위임받아 명령 처리 속도를 비약적으로 높여주는 DPU 기술 등 다양한 방안이 도입되었다. 이 중 광 트랜시버는 서버(노드↔노드, 랙↔랙) 물리적 통신 속도를 대폭 향상시켜주는 핵심 부품이다. 최근 AI향 트래픽 급증이 광 트랜시버 수요 증가에 큰 영향을 미쳤는데, 기존 서버의 노드간 대역폭이 10Gbps 정도였다면, AI 서버의 대역폭은 최소 100Gbps~400Gbps가 넘기 때문이다. 2023년만 하더라도 노드 대역폭이 800Gbps에 달하는 서버가 전체의 0.6%에 불과했지만, 현재는 절반 이상이 800G/1.6Tbps 이상으로 확인된다.

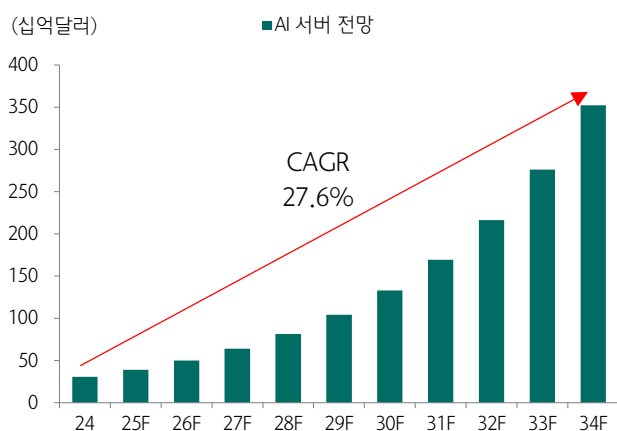
한편 광 트랜시버 수요는 앞으로도 밝다. AI 서버 시장은 앞으로도 더욱 성장할 것이 때문이다. 지금까지는 데이터 용량이 작은 텍스트 기반의 시가 시장을 주도해왔다. 이미지나 영상 기반의 AI는 데이터 기반 AI보다 압도적으로 더 많은 데이터가 생산되고 송수신된다. 향후 몇 년간은 AI 서버 증가와 함께 광 트랜시버 관련 소재/부품 산업도 계속 성장할 것으로 전망한다.

도표 1. 대역폭별 광포트(광모듈) 출하량 추이 및 전망



자료: Dell'Oro Group('22), 하나증권

도표 2. AI 서버 시장 전망



자료: Precedence Research, 하나증권

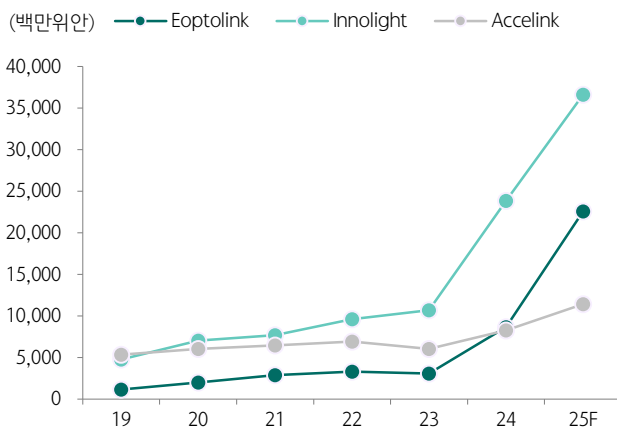
글로벌 공급망 탈중국 기조 덕분에 RF머트리얼즈 수혜 기대

기존 중국 중심의 광 트랜시버
공급 구조가 서구권 위주로
재편되며 RF머트리얼즈에
큰 호재로 작용

최근 AI 서버 성장에 따른 광 트랜시버 수혜는 중국이 독점했다고 봐도 과언이 아니다. 20년 기준 중국산 광 트랜시버 시장 점유율이 약 36%로 추정된다. 최근에는 Coherent나 루멘텀 같은 미국 광 업체의 성장률이 상대적으로 부진한 사이에 중국 업체인 Innolight, Eoptolink는 매출이 급격하게 성장했다. 양사는 24년 전년비 매출 179%, 122% 성장했고, 올해도 큰 폭의 성장이 예상되고 있다. Coherent나 루멘텀의 FY2025 매출 성장률이 20%대에 그쳤던 것과 크게 대조된다. 이 탓에 지금 중국산 광 트랜시버 시장 점유율은 미국을 역전했을 것으로 예상한다.

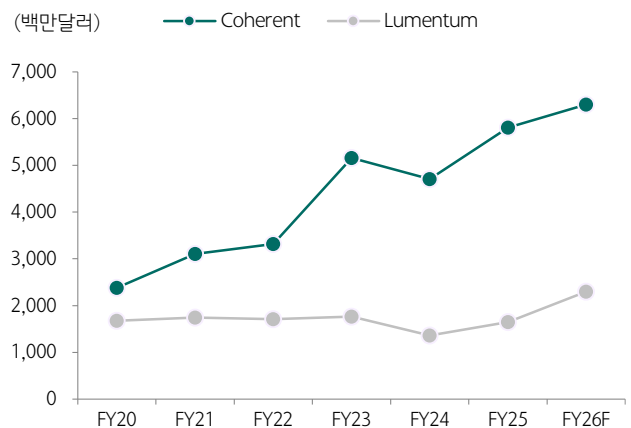
하지만 AI 서버 시장은 북미가 52%를 장악하고 있다. 서버 OEM 업체도 Dell, HP 같은 미국 업체 위주이다. 이런 상황에서 미국의 중국 견제가 강화된다면 서구권 벤더사가 큰 수혜를 받을 것은 분명하다. 최근 트럼프 행정부가 FY2027 국가 R&D 제1 과제로 AI를 선택한 만큼 미국의 AI 강화와 중국 견제는 앞으로도 이어질 것이다. 당장 엔비디아가 루멘텀을 광 트랜시버 벤더사로 선정한 배경도 탈중국 기조에 따른 것으로 해석된다. 매출의 86%(25년 상반기)가 수출인 Innolight를 비롯한 중국 업체는 타격을 입을 것이고, 글로벌 소재/부품 공급망도 RF머트리얼즈에 유리한 방향으로 재편될 것으로 기대한다.

도표 3. 중국 광 트랜시버 관련 업체 매출 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 하나증권

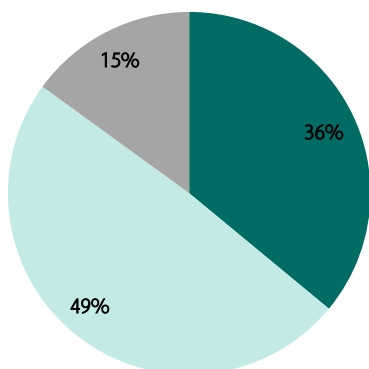
도표 4. 미국 광 트랜시버 관련 업체 매출 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 국가별 광 트랜시버 시장 점유율(2020년 기준)

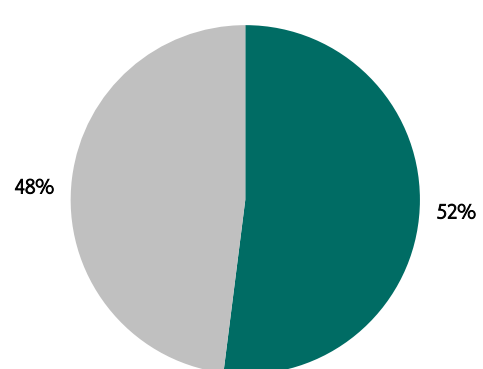
■ 중국 ■ 미국 ■ 기타



자료: YOLE, 하나증권

도표 6. 국가별 AI 서버 시장 점유율

■ 미국 ■ 기타



자료: ABI Research, 하나증권

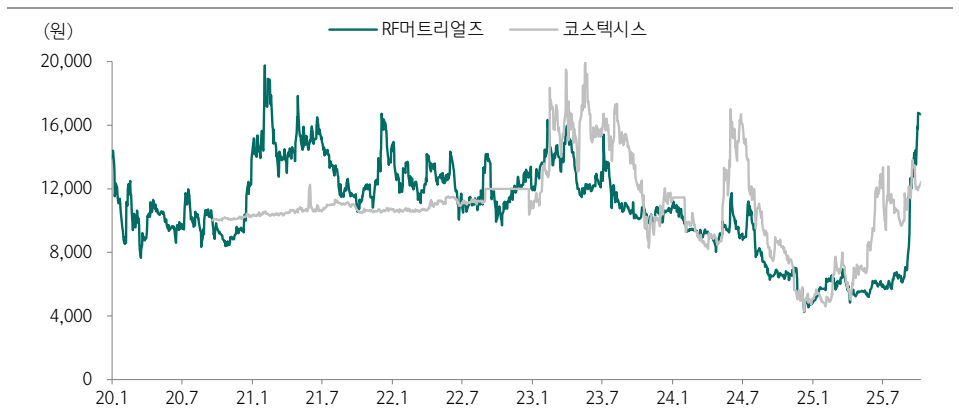
주가 많이 올랐다고 생각되겠지만 멀티플은 사실 아직 저평가된 상황

RF머트리얼즈 멀티플,
역사적 멀티플/피어와 비교해서도
높은 수준은 아닌 것으로 판단.
타겟 PBR 4.5배/PER 40배 적용,
목표주가 30,000원 및
상승여력 90%로 예상

RF머트리얼즈 현 PBR은 3.2배 수준이다. 과거 최대 PBR인 5.2배에 비하면 아직 낮은 수준이다. RF머트리얼즈는 20년 4분기 현 자회사 RF시스템즈를 인수했고 그 영향으로 PBR이 최대 5.2배까지 급등했었다. 당시 RF시스템즈 매출액이 244억원이었고, RF머트리얼즈 단독 매출액이 100억원대였으니 인수로 인해 2.5배에 달하는 외형 성장을 이룬 셈이다. 이후 RF시스템즈 관련 매출은 24년까지 350억원으로 40% 성장했다. 한편 루멘텀 공급 효과로 RF머트리얼즈 매출은 26년 700억원 이상으로 예상된다. 다만 AI 서버 잠재력을 감안하면 성장 여력이 RF시스템즈 인수 이상일 것으로 판단한다. 그렇다면 현 멀티플은 아직 상승 가능성이 높다. 피어 대비해서도 낮다. 최근 국내 동종 업체가 594억원에 달하는 GPU용 방열소재 수주를 확보했다. 그 이후 주가 급등하여 PBR 3~4.5배 사이에 거래되고 있는데, 재료가 동일한 만큼 멀티플 논리도 동일하다고 본다. 더욱이 글로벌 피어그룹 역시 24년 기준 4~4.6배, 25년 컨센서스 기준 4배 수준인 점을 감안하면 멀티플 상승 여력은 확실히 존재한다.

목표주가는 타겟 PBR 4.5배와 PER 40배에 각각 26년 추정 EPS 775원과 26년 추정 BPS 6,158원을 적용하여 산출했다. 목표주가 30,000원으로 현 주가 대비 상승 여력 90% 이상으로 판단한다.

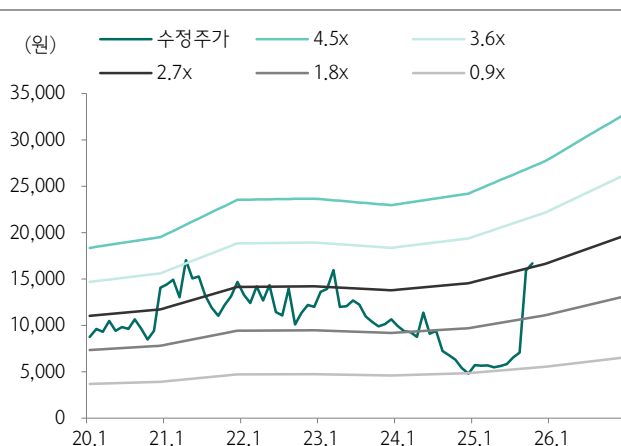
도표 7. RF머트리얼즈와 코스텍시스 조정 주가 추이



주: RF머트리얼즈 21.12월 1:1 무상증자 결정, 코스텍시스 23.10월 1:5 주식병합 결정

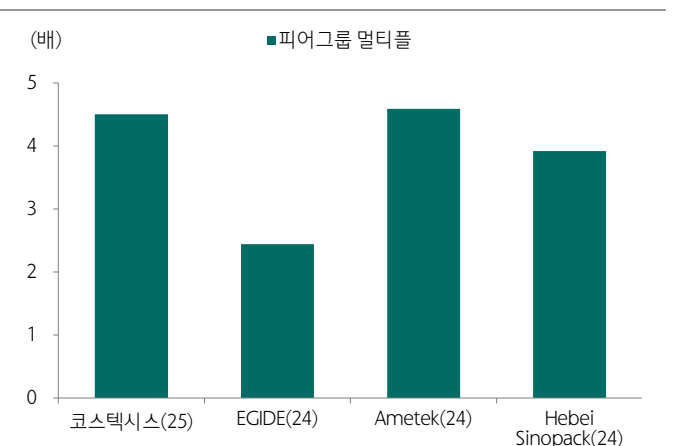
자료: Quantiverse, 하나증권

도표 8. RF머트리얼즈 PBR 밴드 추이



자료: Quantiverse, 하나증권

도표 9. RF머트리얼즈 피어그룹 PBR 비교



자료: Bloomberg, Quantiverse, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	47.9	44.5	58.0	79.2	93.1
매출원가	37.3	35.0	44.3	60.8	71.1
매출총이익	10.6	9.5	13.7	18.4	22.0
판매비	10.6	10.9	11.0	11.5	12.1
영업이익	(0.0)	(1.5)	2.8	6.9	9.9
금융손익	(0.5)	0.5	0.8	1.5	1.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.9	(6.6)	0.1	0.0	0.0
세전이익	0.4	(7.5)	3.6	8.4	11.8
법인세	(0.3)	0.1	0.4	1.8	2.6
계속사업이익	0.7	(7.6)	3.3	6.5	9.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.7	(7.6)	3.3	6.5	9.2
비배주주지분 순이익	1.4	(2.8)	1.5	0.0	0.0
지배주주순이익	(0.7)	(4.8)	1.8	6.5	9.2
지배주주지분포괄이익	(0.6)	(4.8)	1.5	2.8	3.9
NOPAT	(0.1)	(1.5)	2.5	5.4	7.7
EBITDA	3.1	1.7	5.8	9.6	12.3
성장성(%)					
매출액증가율	(4.96)	(7.10)	30.34	36.55	17.55
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	116.00	42.59
EBITDA증가율	(41.51)	(45.16)	241.18	65.52	28.13
영업이익증가율	(100.00)	N/A	흑전	146.43	43.48
영업이익순이익증가율	적전	적지	흑전	261.11	41.54
EPS증가율	적전	적지	흑전	269.05	41.03
수익성(%)					
매출총이익률	22.13	21.35	23.62	23.23	23.63
EBITDA이익률	6.47	3.82	10.00	12.12	13.21
영업이익률	0.00	(3.37)	4.83	8.71	10.63
계속사업이익률	1.46	(17.08)	5.69	8.21	9.88

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(80)	(568)	210	775	1,093
BPS	5,259	5,102	5,382	6,158	7,250
CFPS	472	457	823	1,141	1,461
EBITDAPS	369	198	688	1,135	1,456
SPS	5,728	5,276	6,877	9,395	11,042
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(133.00)	(8.41)	74.38	20.15	14.29
PBR	2.02	0.94	2.90	2.54	2.15
PCFR	22.54	10.45	20.27	14.62	11.42
EV/EBITDA	25.76	19.96	23.08	13.10	9.31
PSR	1.86	0.91	2.43	1.78	1.51
재무비율(%)					
ROE	(1.53)	(11.22)	4.19	14.00	16.88
ROA	(0.69)	(4.55)	1.57	5.48	6.93
ROIC	(0.21)	(5.36)	9.96	24.77	42.30
부채비율	61.92	62.54	50.17	54.61	54.02
순부채비율	(43.17)	(51.10)	(50.99)	(57.38)	(63.79)
이자보상배율(배)	(0.02)	(0.80)	3.16	13.08	18.71

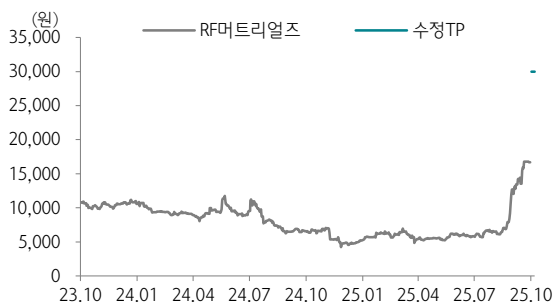
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	64.1	81.8	78.6	94.7	110.8
금융자산	44.8	57.6	48.6	57.2	68.4
현금성자산	21.5	38.9	16.2	24.8	36.0
매출채권	6.7	10.5	13.1	16.4	18.6
채고자산	11.3	11.9	14.9	18.6	21.1
기타유동자산	1.3	1.8	2.0	2.5	2.7
비유동자산	32.9	31.7	34.1	31.4	29.0
투자자산	2.0	1.5	5.4	5.4	5.4
금융자산	2.0	1.5	5.4	5.4	5.4
유형자산	27.5	25.9	24.5	22.1	20.1
무형자산	2.3	2.5	2.5	2.1	1.9
기타비유동자산	1.1	1.8	1.7	1.8	1.6
자산총계	97.0	113.5	112.7	126.1	139.8
유동부채	25.8	32.5	27.6	34.4	38.8
금융부채	7.7	11.2	0.9	1.0	1.1
매입채무	2.8	3.9	4.9	6.1	6.9
기타유동부채	15.3	17.4	21.8	27.3	30.8
비유동부채	11.3	11.2	10.0	10.2	10.3
금융부채	11.2	10.7	9.4	9.4	9.4
기타비유동부채	0.1	0.5	0.6	0.8	0.9
부채총계	37.1	43.7	37.7	44.6	49.1
지배주주지분	44.3	41.0	43.4	50.0	59.2
자본금	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
자본잉여금	27.7	30.8	31.4	31.4	31.4
자본조정	0.5	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
기타포괄이익누계액	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	12.0	7.4	9.1	15.7	24.9
비지배주주지분	15.6	28.8	31.6	31.6	31.6
자본총계	59.9	69.8	75.0	81.6	90.8
순금융부채	(25.9)	(35.7)	(38.3)	(46.8)	(57.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	5.2	2.0	7.2	10.6	12.5
당기순이익	0.7	(7.6)	3.3	6.5	9.2
조정	4.3	12.8	4.8	2.7	2.4
감가상각비	3.1	3.1	3.0	2.7	2.3
외환거래손익	0.0	(0.1)	0.1	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.2	9.8	1.7	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	0.2	(3.2)	(0.9)	1.4	0.9
투자활동 현금흐름	(4.8)	16.9	(18.6)	0.0	0.0
투자자산감소(증가)	14.6	32.0	(3.9)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(3.8)	(1.2)	(1.0)	0.0	0.0
기타	(15.6)	(13.9)	(13.7)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(7.3)	4.3	(10.6)	0.1	0.1
금융부채증가(감소)	(9.4)	2.9	(11.6)	0.1	0.1
자본증가(감소)	2.8	3.1	0.6	0.0	0.0
기타재무활동	0.1	(1.7)	0.4	0.0	0.0
배당지급	(0.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(6.9)	23.2	(6.6)	8.6	11.2
Unlevered CFO	4.0	3.9	6.9	9.6	12.3
Free Cash Flow	1.3	0.8	6.2	10.6	12.5

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

RF머트리얼즈



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.10.14	BUY	30,000		

Compliance Notice

- 당사는 2025년 10월 14일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2025년 10월 14일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.87%	4.13%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 10월 11일