RF머트리얼즈 (327260)

광모듈 수요가 끝이 없다

BUY (유지)

목표주가(12M)	80,000원
현재주가(3.12)	64,400원

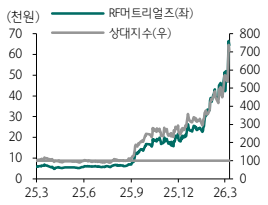
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	1,148.40
52주 최고/최저(원)	66,500/4,840
시가총액(십억원)	543.6
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	8,441.1
60일 평균 거래량(천주)	317.9
60일 평균 거래대금(십억원)	11.9
외국인지분율(%)	8.19
주요주주 지분율(%)	
알에프에이치아이씨 외 9 인	50.63

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	60.2	90.0
영업이익(십억원)	6.7	12.9
순이익(십억원)	7.0	11.6
EPS(원)	611	1,250
BPS(원)	5,521	7,287

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	47.9	44.5	63.9	92.7
영업이익	(0.0)	(1.5)	7.3	14.5
세전이익	0.4	(7.5)	8.2	16.4
순이익	(0.7)	(4.8)	7.0	12.8
EPS	(80)	(568)	833	1,515
증감율	적전	적지	흑전	81.87
PER	(133.00)	(8.41)	27.43	42.51
PBR	2.02	0.94	3.80	8.56
EV/EBITDA	25.76	19.96	17.24	29.78
ROE	(1.53)	(11.22)	15.65	23.20
BPS	5,259	5,102	6,009	7,519
DPS	0	0	0	0

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

하나증권 리서치센터

RF머트리얼즈 투자의견 매수, 12개월 목표주가 80,000원 유지

RF머트리얼즈 투자의견 매수, 목표주가 80,000원을 유지한다. 추천 사유는 1) AI로 인한 트래픽 증가 양상을 보면 빠른 시일내에 서버내 구리선이 CPO로 완전 대체될 것이고, 2) 광증폭기 수요는 급증하는 상황에서 주요 공급자인 중국 광모듈 업체들이 미국과 유럽에서 퇴출되어 공급 쇼티지도 예상되며, 3) 최근 설비 확충을 감안시 작년에 이어 올해도 50% 이상의 높은 매출 성장세가 전망되고, 4) 26년 FWD PBR 기준 8배로 글로벌 피어에 비해 현저히 낮은 수준이기 때문이다.

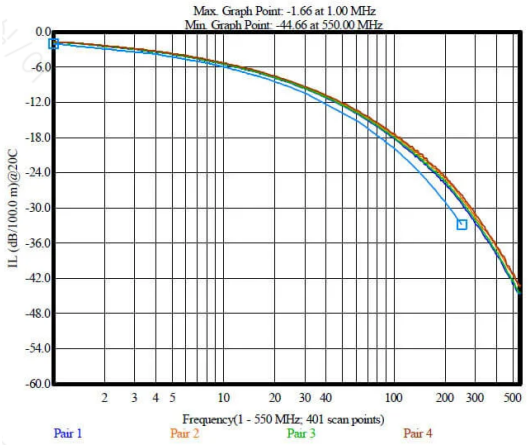
조만간 광모듈이 서버내 구리선을 완전 대체할 것입니다

최근 들어 CPO 시기상조론이 나오고 있다. 브로드컴 실적발표에서 경제성 때문에 스케일업 용도로는 CPO가 아닌 구리선을 가능한 오래 사용할 가능성이 높다고 언급했기 때문이다. 하지만 피지컬 AI로 생성되는 트래픽과 구리선 특성을 감안하면 향후 스케일업에서도 CPO가 구리선을 완전 대체할 수 밖에 없다. 구리선은 물리적 특성상 주파수 대역폭이 클수록 신호 감쇠가 커진다. 더 많은 데이터를 전송하기 위해 고대역폭을 사용한다면 당연히 비례하여 신호가 더 많이 감쇠되는데, 거리가 멀어질수록 노이즈가 많이 섞여서 감쇠된 신호가 제대로 복구되지 못한다. 그래서 현실적으로 AI서버 내부 구리선 길이는 2m로 한정되고, 1.6Tbps 수준에서는 1m에도 못 미쳐서 랙 하나도 제대로 커버하지 못하는 것으로 알려졌다. 아직은 400Gbps 수준으로도 AI 서버 트래픽을 감당할 수 있어서 가격 경쟁력을 앞세운 구리선이 AI 서버에 채택될 여지가 있다. 하지만 피지컬 AI 트래픽은 현재 LLM 트래픽보다 수천배는 더 커서 구리선으로는 감당이 안된다. 빠른 시일안에 CPO가 구리선을 완전히 대체 할 수 밖에 없다.

펌프레이저향 생산 설비 확충, 올해도 작년 이상의 매출 성장세가 기대됩니다

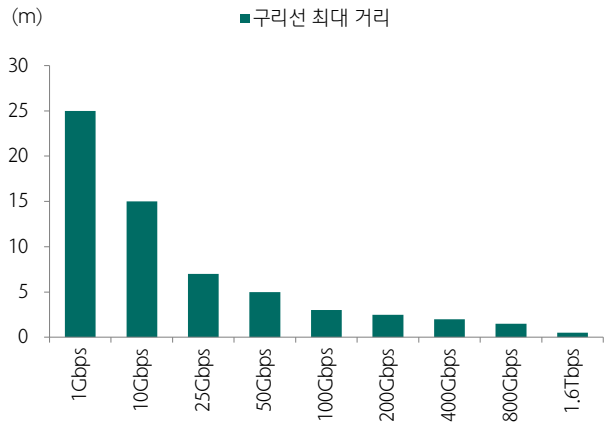
최근 RF머트리얼즈가 생산 시설을 확충한 것도 결국 CPO 장기 업황이 좋기 때문이다. RF머트리얼즈 가동률은 30~50%로 추정된다. 상장시 RF머트리얼즈의 가동률 데이터, 현재 별도 재무제표상 유형자산, 통신용 패키지 부문 매출액을 고려했을 때 그렇다. 지금보다 2배는 더 생산할 수 있는데도 설비를 확충하는 것은 전세계적으로 광모듈 수요가 공급을 훨씬 초과하기 때문이다. 일단 서버 CAPEX가 늘어나고 있다. 그런데 구리선이 광으로 전환 중인걸 감안하면 실제 펌프레이저 수요 증가율은 서버 증가율보다 가파를 것이다. 게다가 미국과 유럽에서 중국 광모듈 업체가 퇴출되고 있다. 실제로 CPO 호황에도 불구하고 중국 광모듈 업체 매출 컨센서스는 성장세가 꺾였다. 매출 컨센서스 대폭 상향 중인 미국 업체와는 대조적이다. 중국 퇴출로 인한 공급 쇼티지까지 감안하면 RF머트리얼즈는 여러겹의 수요 레버리지 효과를 누리고 있는 셈이다. 이렇게 보면 작년에 이어 올해도 예상을 넘는 큰 폭의 매출 성장세를 기록할 것이다. 당분간은 계속 주가 상승하는 그림이다.

도표 1. 주파수 대역폭별 구리선 삽입 손실(Insertion loss)



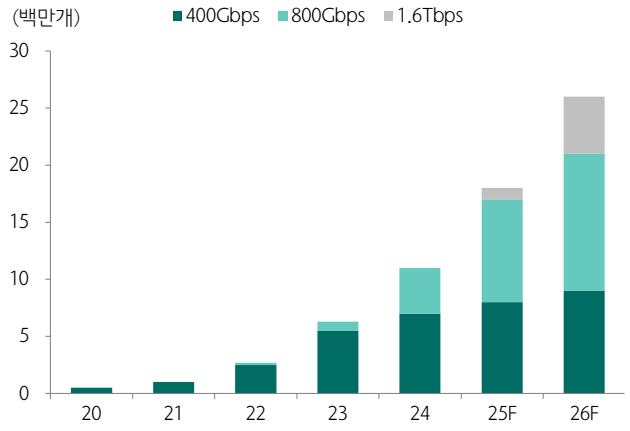
자료: 산업자료, 하나증권

도표 2. 데이터 대역폭별 구리선 최대 도달 가능 거리



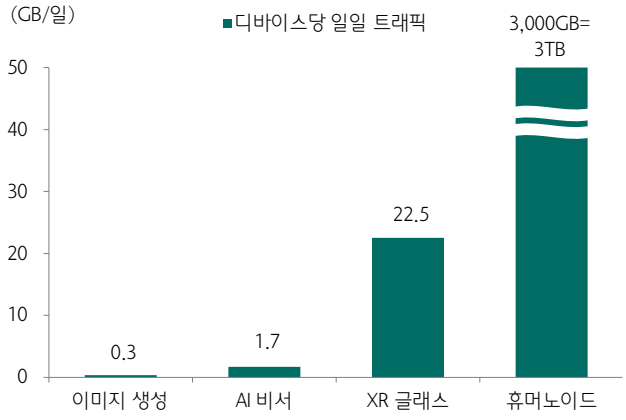
자료: Microsoft, 하나증권

도표 3. 데이터 대역폭별 광모듈 출하량 추이 및 전망



자료: Dell'Oro Group('22), 하나증권

도표 4. 디바이스당 생성되는 일일 트래픽 비교



자료: 과기부, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2023	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	**47.9**	**44.5**	**63.9**	**92.7**	**131.7**
매출원가	37.3	35.0	45.9	65.5	92.0
매출총이익	10.6	9.5	18.0	27.2	39.7
판관비	10.6	10.9	10.7	12.7	13.8
영업이익	**(0.0)**	**(1.5)**	**7.3**	**14.5**	**25.8**
금융손익	(0.5)	0.5	0.9	1.5	2.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	(0.1)	0.4	0.4
기타영업외손익	0.9	(6.6)	0.1	0.0	0.0
세전이익	**0.4**	**(7.5)**	**8.2**	**16.4**	**28.2**
법인세	(0.3)	0.1	(2.1)	3.6	6.2
계속사업이익	0.7	(7.6)	10.2	12.8	22.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**0.7**	**(7.6)**	**10.2**	**12.8**	**22.0**
비지배주주지분 순이익	1.4	(2.8)	3.2	0.0	0.0
지배주주순이익	**(0.7)**	**(4.8)**	**7.0**	**12.8**	**22.0**
지배주주지분포괄이익	(0.6)	(4.8)	6.9	9.6	16.6
NOPAT	(0.1)	(1.5)	9.2	11.3	20.2
EBITDA	3.1	1.7	10.4	17.3	28.3
성장성(%)					
매출액증가율	(4.96)	(7.10)	43.60	45.07	42.07
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	22.83	78.76
EBITDA증가율	(41.51)	(45.16)	511.76	66.35	63.58
영업이익증가율	(100.00)	N/A	흑전	98.63	77.93
(지배주주)순익증가율	적전	적지	흑전	82.86	71.88
EPS증가율	적전	적지	흑전	81.87	72.28
수익성(%)					
매출총이익률	22.13	21.35	28.17	29.34	30.14
EBITDA이익률	6.47	3.82	16.28	18.66	21.49
영업이익률	0.00	(3.37)	11.42	15.64	19.59
계속사업이익률	1.46	(17.08)	15.96	13.81	16.70

대차대조표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025P	2026F	2027F
유동자산	**64.1**	**81.8**	**95.1**	**122.5**	**159.0**
금융자산	44.8	57.6	61.2	75.8	99.2
현금성자산	21.5	38.9	32.2	46.8	70.3
매출채권	6.7	10.5	14.8	20.4	26.2
재고자산	11.3	11.9	16.8	23.2	29.7
기타유동자산	1.3	1.8	2.3	3.1	3.9
비유동자산	**32.9**	**31.7**	**33.1**	**30.2**	**27.8**
투자자산	2.0	1.5	3.5	3.5	3.5
금융자산	2.0	1.5	3.5	3.5	3.5
유형자산	27.5	25.9	25.2	22.7	20.6
무형자산	**2.3**	**2.5**	**2.7**	**2.3**	**2.0**
기타비유동자산	**1.1**	**1.8**	**1.7**	**1.7**	**1.7**
자산총계	**97.0**	**113.5**	**128.1**	**152.8**	**186.8**
유동부채	**25.8**	**32.5**	**32.1**	**43.7**	**55.4**
금융부채	7.7	11.2	2.0	2.1	2.3
매입채무	2.8	3.9	5.5	7.6	9.7
기타유동부채	15.3	17.4	24.6	34.0	43.4
비유동부채	**11.3**	**11.2**	**13.7**	**14.0**	**14.3**
금융부채	**11.2**	**10.7**	**13.0**	**13.0**	**13.0**
기타비유동부채	0.1	0.5	0.7	1.0	1.3
부채총계	**37.1**	**43.7**	**45.9**	**57.7**	**69.7**
지배주주지분	**44.3**	**41.0**	**48.8**	**61.5**	**83.6**
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	14.4	27.2	49.2
비지배주주지분	**15.6**	**28.8**	**33.5**	**33.5**	**33.5**
자본총계	**59.9**	**69.8**	**82.3**	**95.0**	**117.1**
순금융부채	(25.9)	(35.7)	(46.2)	(60.6)	(83.9)

투자지표

	2023	2024	2025P	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(80)	(568)	833	1,515	2,610
BPS	5,259	5,102	6,009	7,519	10,128
CFPS	472	457	1,283	2,115	3,413
EBITDAPS	369	198	1,239	2,055	3,352
SPS	5,728	5,276	7,578	10,987	15,598
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(133.00)	(8.41)	27.43	42.51	24.67
PBR	2.02	0.94	3.80	8.56	6.36
PCFR	22.54	10.45	17.81	30.45	18.87
EV/EBITDA	25.76	19.96	17.24	29.78	17.43
PSR	1.86	0.91	3.02	5.86	4.13
재무비율(%)					
ROE	(1.53)	(11.22)	15.65	23.20	30.37
ROA	(0.69)	(4.55)	5.82	9.10	12.97
ROIC	(0.21)	(5.36)	36.75	52.94	119.02
부채비율	61.92	62.54	55.76	60.72	59.56
순부채비율	(43.17)	(51.10)	(56.17)	(63.80)	(71.68)
이자보상배율(배)	(0.02)	(0.80)	8.37	25.18	44.15

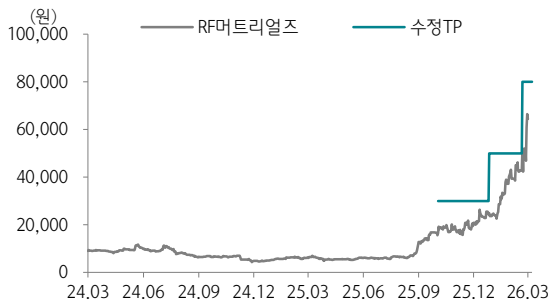
현금흐름표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025P	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**5.2**	**2.0**	**15.2**	**18.0**	**26.9**
당기순이익	0.7	(7.6)	10.2	12.8	22.0
조정	4.3	12.8	4.2	2.8	2.5
감가상각비	3.1	3.1	3.1	2.8	2.5
외환거래손익	0.0	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.2	9.8	1.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	0.2	(3.2)	0.8	2.4	2.4
투자활동 현금흐름	**(4.8)**	**16.9**	**(14.3)**	**0.0**	**0.0**
투자자산감소(증가)	14.6	32.0	(2.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(3.8)	(1.2)	(1.7)	0.0	0.0
기타	(15.6)	(13.9)	(10.6)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**(7.3)**	**4.3**	**(5.7)**	**0.2**	**0.2**
금융부채증가(감소)	(9.4)	2.9	(6.9)	0.2	0.2
자본증가(감소)	2.8	3.1	0.6	0.0	0.0
기타재무활동	0.1	(1.7)	0.6	0.0	0.0
배당지급	(0.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**(6.9)**	**23.2**	**(7.8)**	**14.6**	**23.4**
Unlevered CFO	4.0	3.9	10.8	17.9	28.8
Free Cash Flow	1.3	0.8	13.5	18.0	26.9

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

RF머트리얼즈



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.3.3	BUY	80,000		
26.1.7	BUY	50,000	-32.64%	-7.50%
25.10.14	BUY	30,000	-34.52%	-12.33%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 3월 13일 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2026년 3월 13일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- RF머트리얼즈 은/는 투자자문업(타 자산운용사가 운용하는 펀드의 종목 선정 또는 포트폴리오 비중 의견 제시 등)에 활용된 법인으로, 실제 펀드 편입 여부에는 관여하지 않음

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 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 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	96.77%	3.23%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 03월 10일