

## RF머트리얼즈(327260)

매수(신규) / TP: 150,000원

|                    |                      |
|--------------------|----------------------|
| 주가(5/4, 원)         | 108,600              |
| 시가총액(십억원)          | 923                  |
| 발행주식수(백만)          | 8                    |
| 52주 최고/최저가(원)      | 107,300/5,200        |
| 일평균 거래대금(6개월, 백만원) | 16,771               |
| 유동주식비율(%)          | 51.2                 |
| 외국인지분율(%)          | 11.7                 |
| 주요주주(%)            | 알에프에이치아이씨 외 9 인 48.8 |
| 국민연금공단             | 7.4                  |

|       | 매출액<br>(십억원) | 영업이익<br>(십억원) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | 증감률<br>(%) | EBITDA<br>(십억원) | PER<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(%) | DY<br>(%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|------------|------------|-----------------|------------|------------------|------------|------------|-----------|
| 2024A | 44           | (1)           | (5)          | (574)      | NM         | 2               | NM         | 18.6             | 1.0        | (11.2)     | 0.0       |
| 2025A | 64           | 7             | 7            | 859        | NM         | 11              | 26.6       | 18.4             | 3.7        | 15.0       | 0.0       |
| 2026F | 97           | 16            | 11           | 1,334      | 55.3       | 19              | 69.9       | 39.7             | 12.4       | 19.4       | 0.0       |
| 2027F | 139          | 30            | 23           | 2,727      | 104.4      | 33              | 34.2       | 22.4             | 9.1        | 30.6       | 0.0       |
| 2028F | 192          | 49            | 38           | 4,419      | 62.0       | 53              | 21.1       | 13.6             | 6.4        | 35.4       | 0.0       |

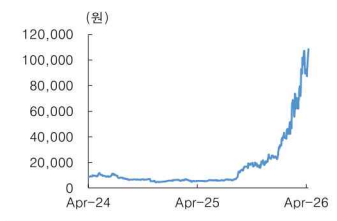
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

### 국내 유일의 루멘텀 파트너

#### 주가상승률

|         | 1개월  | 6개월   | 12개월   |
|---------|------|-------|--------|
| 절대주가(%) | 33.3 | 418.3 | 1605.7 |
| 상대주가(%) | 25.6 | 384.5 | 1539.4 |

#### 주가추이



고방열 광 패키징의 강자: RF머트리얼즈는 무선 통신 기지국, 광통신 네트워크, 레이저 및 군수 장비 등에 사용되는 핵심 부품 화합물 반도체를 패키징(GaN, GaAs, InP 등) 하는 업체다. RFHIC형 캡티브 물량을 공급할 뿐만 아니라, 글로벌 광학 솔루션 기업인 루멘텀의 펌프레이저 패키징 공급 벤더사다. 지난 1분기 RFHIC의 GaN 관련 제품 수요 및 루멘텀향 패키징 매출 증가에 힘입어 매출액 200억원(+69.6% YoY), 영업이익 31억원(+274.7% YoY)의 호실적을 기록했다.

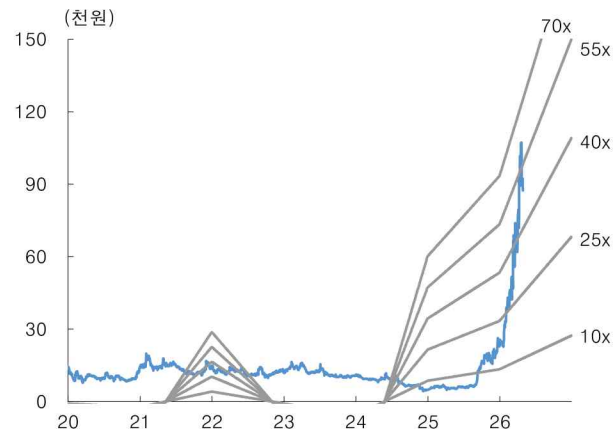
광학 솔루션의 핵심 기술 보유: RF머트리얼즈의 통신용 패키지 매출은 2028년까지 연평균 64% 증가할 전망이다. 루멘텀향 매출액도 2026년, 2027년 각각 80% 이상 성장할 것이다. 향후 CPO ELS 패키징 영역에서도 EDFA 펌프레이저와 고난도 밀폐형 세라믹 패키지 기술은 핵심 솔루션이 될 것으로 예상된다. 최근 루멘텀은 그린스버러 신규 팹 인수 등 전방 수요에 대한 높은 확신을 갖고 있고, 광학 패키지의 수급 불균형을 병목으로 언급하고 있으며, 공급망 다변화와 외주/계약 생산 병행 전략을 강화 중이기에 핵심 벤더사인 RF머트리얼즈의 중장기 성장 가시성은 높다. 지난 2월 100억원 규모의 시설 투자는 향후 AI 데이터센터향 펌프레이저 패키지 수주 물량 확대에 대응한 선제적 투자로 판단한다. 이에 더해 신규 주파수 정매 및 기지국 고도화 등으로 RFHIC의 GaN 제품군 수요도 높아지면서 캡티브향 물량 증가도 예상되며, 연결 자회사 RF시스템즈까지 이어지는 수직계열화로 방산 부문의 고성장도 가능할 전망이다.

확실한 해자를 기반으로 실적이 증명할 것: 투자의견 매수, 목표주가 150,000원 제시한다. 목표주가는 2027년 EPS 2,727원에 목표 PER 55배를 적용했다. 목표 PER은 루멘텀의 2027년 PER을 10% 할인 적용했다. 밸류에이션 산정에 적합한 글로벌 피어가 부재하고, 실적 및 주가의 베타가 크다는 점에서 밸류에이션 앵커로 잡았다. 높은 전방 수요와 고밀도 패키징 강점을 바탕으로 2025~2028년 EPS CAGR 성장률이 73%로 고성장이 예상되는 반면, 27년 PER은 34배로 글로벌 광학 밸류체인 평균 45배보다 낮아 밸류에이션 부담이 크지 않다. 광학 밸류체인 내에서도 광원 레이어에서 독보적 진입장벽을 지닌 기업의 프리미엄은 정당하다고 판단하며, 루멘텀의 높은 전방 수요를 바탕으로 추가적인 실적 상향 여지도 남아있는 만큼 매수 추천한다.

김정찬

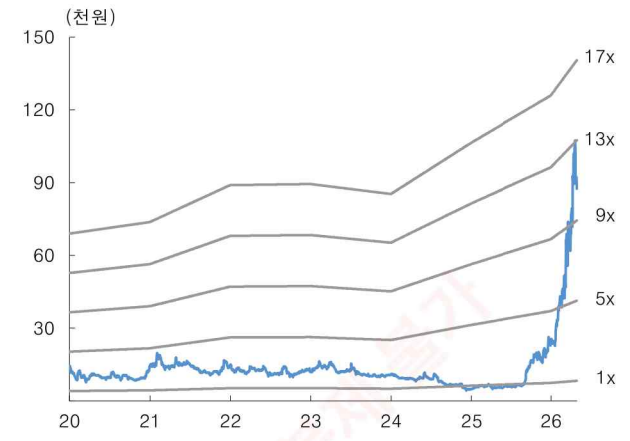
jc.kim@koreainvestment.com

[그림 96] 12개월 선행 PER



자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 97] 12개월 선행 PBR



자료: FnGuide, 한국투자증권

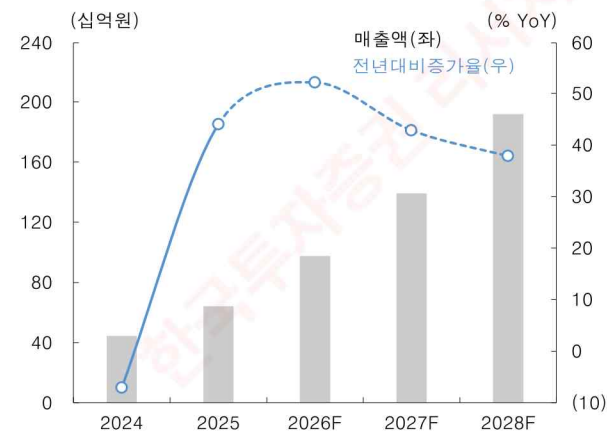
<표 40> 목표주가

(단위: 원, 배, %)

| 구분           | 내용             | 비고                 |
|--------------|----------------|--------------------|
| EPS          | 2,727          |                    |
| Target PER   | 55             | 루멘텍 27년 PER 10% 할인 |
| <b>목표 주가</b> | <b>150,000</b> |                    |
| 현재 주가        | 108,600        |                    |
| 상승 여력(%)     | 38.1           |                    |

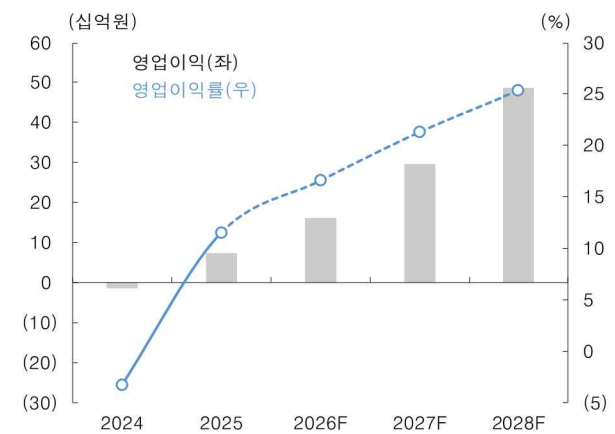
자료: 한국투자증권

[그림 98] 연간 매출액



자료: RF머트리얼즈, 한국투자증권

[그림 99] 연간 영업이익



자료: RF머트리얼즈, 한국투자증권

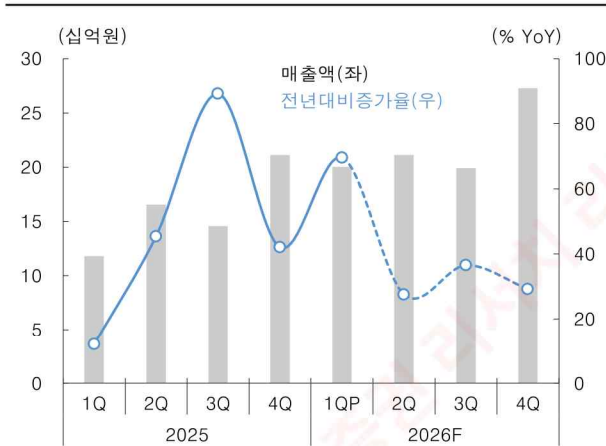
<표 41> RF머트리얼즈 실적 전망

(단위: 십억원, %)

|                | 1Q26P       | 2Q26F       | 3Q26F       | 4Q26F       | 1Q27F       | 2Q27F       | 3Q27F       | 4Q27F       | 2025        | 2026F       | 2027F        | 2028F        |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>     | <b>20.0</b> | <b>23.4</b> | <b>22.4</b> | <b>31.6</b> | <b>31.4</b> | <b>33.5</b> | <b>31.5</b> | <b>42.8</b> | <b>64.1</b> | <b>97.5</b> | <b>139.2</b> | <b>191.9</b> |
| 통신용 패키지        | 9.4         | 10.3        | 12.3        | 14.4        | 15.7        | 16.6        | 18.4        | 20.3        | 22.2        | 46.4        | 70.9         | 104.6        |
| 레이저용 패키지       | 0.1         | 0.1         | 0.2         | 0.1         | 0.1         | 0.1         | 0.2         | 0.1         | 0.4         | 0.4         | 0.5          | 0.5          |
| 군수용 패키지/장비     | 10.6        | 11.3        | 9.0         | 15.6        | 14.1        | 15.1        | 11.9        | 20.7        | 36.2        | 46.5        | 61.8         | 80.3         |
| 기타             | 1.5         | 1.7         | 1.0         | 1.5         | 1.6         | 1.8         | 1.0         | 1.6         | 5.3         | 5.7         | 6.1          | 6.5          |
| <b>매출액 증가율</b> | <b>69.6</b> | <b>41.5</b> | <b>53.7</b> | <b>49.6</b> | <b>57.0</b> | <b>42.9</b> | <b>40.5</b> | <b>35.4</b> | <b>44.0</b> | <b>52.1</b> | <b>42.8</b>  | <b>37.8</b>  |
| 통신용 패키지        | 106.3       | 94.3        | 109.8       | 122.2       | 67.0        | 60.1        | 50.1        | 40.9        | 147.9       | 109.0       | 52.9         | 47.4         |
| 레이저용 패키지       | 4.2         | 4.3         | 4.4         | 4.5         | 7.1         | 7.2         | 7.3         | 7.4         | (43.2)      | 4.3         | 7.3          | 9.1          |
| 군수용 패키지/장비     | 83.3        | 18.2        | 17.6        | 18.7        | 32.9        | 32.7        | 31.6        | 33.3        | 25.7        | 28.7        | 32.7         | 30.0         |
| 기타             | 6.4         | 6.5         | 6.7         | 6.8         | 6.9         | 7.0         | 7.1         | 7.2         | (12.2)      | 6.6         | 7.0          | 7.5          |
| <b>영업이익</b>    | <b>3.1</b>  | <b>3.6</b>  | <b>3.8</b>  | <b>5.7</b>  | <b>6.4</b>  | <b>7.1</b>  | <b>6.5</b>  | <b>9.6</b>  | <b>7.4</b>  | <b>16.1</b> | <b>29.6</b>  | <b>48.5</b>  |
| % YoY          | 274.7       | 91.4        | 99.4        | 104.2       | 103.6       | 97.9        | 72.2        | 70.5        | 흑전          | 119.1       | 83.4         | 63.9         |
| 영업이익률          | 15.7        | 15.3        | 16.8        | 17.9        | 20.3        | 21.2        | 20.6        | 22.5        | 11.5        | 16.6        | 21.3         | 25.3         |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>5.0</b>  | <b>5.6</b>  | <b>5.2</b>  | <b>7.4</b>  | <b>7.8</b>  | <b>9.0</b>  | <b>8.8</b>  | <b>12.0</b> | <b>7.1</b>  | <b>12.9</b> | <b>23.2</b>  | <b>37.5</b>  |
| % YoY          | 64.4        | 102.4       | 79.4        | 75.2        | 56.7        | 61.2        | 69.1        | 61.2        | 흑전          | 82.8        | 79.4         | 62.0         |
| 순이익률           | 24.9        | 23.7        | 23.1        | 23.5        | 24.9        | 26.7        | 27.8        | 28.0        | 11.0        | 13.2        | 16.6         | 19.6         |

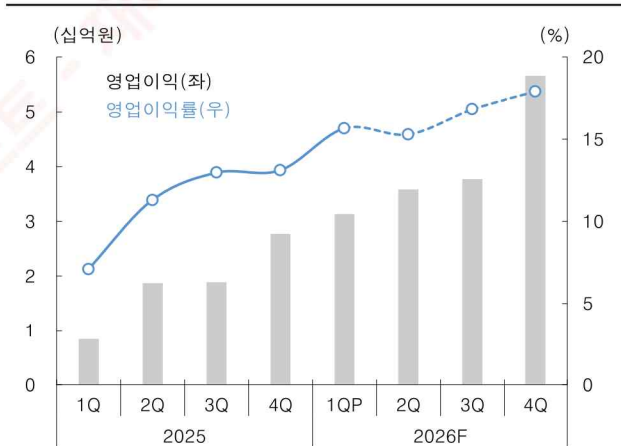
자료: RF머트리얼즈, 한국투자증권

[그림 100] 분기 매출액



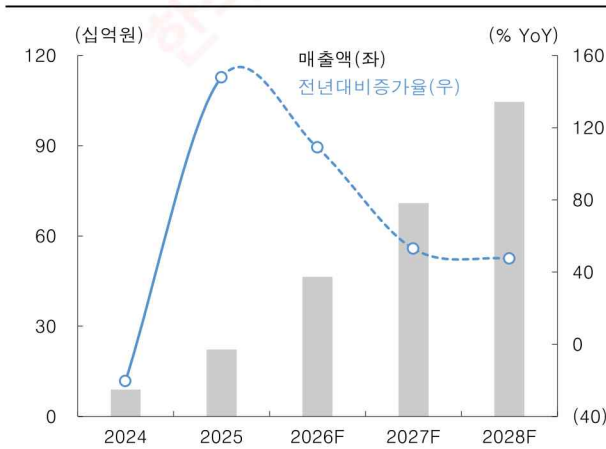
자료: RF머트리얼즈, 한국투자증권

[그림 101] 분기 영업이익



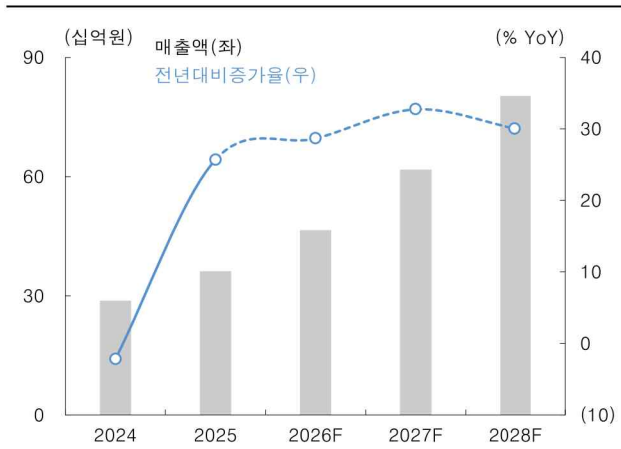
자료: RF머트리얼즈, 한국투자증권

[그림 102] 통신용 패키지 매출액



자료: RF머트리얼즈, 한국투자증권

[그림 103] 군수용 패키지/장비 매출액



자료: RF머트리얼즈, 한국투자증권

#### 기업개요 및 용어해설

RF머트리얼즈는 통신 및 방산용 반도체를 외부 환경으로부터 보호하는 핵심 부품인 세라믹 패키지 전문 제조 기업이다. 모회사인 RFHIC와의 시너지를 바탕으로 한 고출력 GaN 반도체용 패키지 기술에 강점을 보유하고 있으며, 광통신 모듈용 패키지를 주력으로 생산하면서 방열 특성이 중요한 전력 반도체용 히트싱크(방열판) 등으로 제품군을 확장하고 있다.

한국투자증권 리서치 리포트 - 제베포 및 복제 불가

## 손익계산서

(단위: 십억원)

|                  | 2024A  | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액              | 44     | 64    | 97    | 139   | 192   |
| 매출원가             | 35     | 46    | 70    | 97    | 130   |
| 매출총이익            | 9      | 18    | 28    | 42    | 62    |
| 판매관리비            | 11     | 10    | 12    | 13    | 14    |
| 영업이익             | (1)    | 7     | 16    | 30    | 49    |
| 영업이익률(%)         | (3.3)  | 11.5  | 16.5  | 21.3  | 25.3  |
| EBITDA           | 2      | 11    | 19    | 33    | 53    |
| EBITDA Margin(%) | 3.8    | 16.5  | 20.0  | 24.0  | 27.4  |
| 영업외수익            | (6)    | 1     | 1     | 3     | 4     |
| 금융수익             | 2      | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 금융비용             | 2      | 1     | 2     | 1     | 1     |
| 기타영업외손익          | (7)    | (0)   | 0     | 2     | 4     |
| 관계기업관련손익         | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 세전계속사업이익         | (7)    | 8     | 17    | 33    | 53    |
| 법인세비용            | 0      | (2)   | 4     | 7     | 12    |
| 연결당기순이익          | (8)    | 10    | 13    | 26    | 42    |
| 지배주주지분순이익        | (5)    | 7     | 11    | 23    | 38    |
| 지배주주순이익률(%)      | (10.8) | 11.0  | 11.6  | 16.6  | 19.6  |
| 성장성(%, YoY)      |        |       |       |       |       |
| 매출 증가율           | (7.1)  | 44.0  | 52.1  | 42.8  | 37.8  |
| 영업이익 증가율         | NM     | NM    | 117.7 | 84.6  | 63.9  |
| 지배주주순이익 증가율      | NM     | NM    | 60.3  | 104.7 | 62.0  |
| EPS 증가율          | NM     | NM    | 55.3  | 104.4 | 62.0  |
| EBITDA 증가율       | (45.8) | 531.9 | 84.6  | 71.2  | 57.8  |

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

|           | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름  | 2     | 7     | 38    | 45    | 58    |
| 당기순이익     | (8)   | 10    | 13    | 26    | 42    |
| 유형자산감가상각비 | 3     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 무형자산상각비   | 0     | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 자산부채변동    | (3)   | (6)   | 19    | 13    | 8     |
| 기타        | 10    | 0     | 2     | 2     | 4     |
| 투자활동현금흐름  | 17    | (13)  | (22)  | (26)  | (33)  |
| 유형자산투자    | (1)   | (2)   | (3)   | (3)   | (3)   |
| 유형자산매각    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 투자자산순증    | 17    | (10)  | (7)   | (9)   | (11)  |
| 무형자산순증    | (1)   | (1)   | (2)   | (3)   | (3)   |
| 기타        | 2     | 0     | (10)  | (11)  | (16)  |
| 재무활동현금흐름  | (1)   | (2)   | 0     | 2     | 1     |
| 자본의증가     | 0     | 6     | 0     | 0     | 0     |
| 차입금의순증    | 1     | (7)   | 2     | 5     | 5     |
| 배당금지급     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타        | (2)   | (1)   | (2)   | (3)   | (4)   |
| 기타현금흐름    | 0     | (0)   | 0     | 0     | 0     |
| 현금의증가     | 17    | (8)   | 16    | 20    | 26    |
| FCF       | (2)   | 3     | 30    | 34    | 43    |

주: K-IFRS (연결) 기준

## 재무상태표

(단위: 십억원)

|            | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 자산총계       | 114   | 128   | 181   | 248   | 332   |
| 유동자산       | 82    | 82    | 124   | 177   | 245   |
| 현금성자산      | 39    | 31    | 48    | 68    | 94    |
| 매출채권및기타채권  | 11    | 16    | 25    | 36    | 49    |
| 재고자산       | 12    | 15    | 23    | 32    | 45    |
| 비유동자산      | 32    | 47    | 57    | 71    | 88    |
| 투자자산       | 2     | 13    | 20    | 29    | 40    |
| 유형자산       | 26    | 26    | 26    | 26    | 26    |
| 무형자산       | 3     | 3     | 4     | 6     | 8     |
| 부채총계       | 44    | 42    | 82    | 123   | 165   |
| 유동부채       | 32    | 30    | 67    | 104   | 143   |
| 매입채무및기타채무  | 8     | 11    | 16    | 23    | 32    |
| 단기차입금및단기사채 | 10    | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 유동성장기부채    | 1     | 2     | 3     | 4     | 5     |
| 비유동부채      | 11    | 12    | 15    | 18    | 22    |
| 사채         | 4     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금및금융부채 | 7     | 11    | 15    | 18    | 22    |
| 자본총계       | 70    | 86    | 100   | 125   | 167   |
| 지배주주지분     | 41    | 53    | 64    | 87    | 125   |
| 자본금        | 4     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 자본잉여금      | 31    | 33    | 33    | 33    | 33    |
| 기타자본       | (1)   | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 이익잉여금      | 7     | 14    | 26    | 49    | 86    |
| 비지배주주지분    | 29    | 34    | 36    | 38    | 42    |
| 순차입금       | (36)  | (33)  | (56)  | (83)  | (118) |

## 주요 투자지표

|                | 2024A  | 2025A | 2026F | 2027F  | 2028F  |
|----------------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 주당지표(원)        |        |       |       |        |        |
| EPS            | (574)  | 859   | 1,334 | 2,727  | 4,419  |
| BPS            | 5,018  | 6,260 | 7,543 | 10,267 | 14,682 |
| DPS            | 0      | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 수익성(%)         |        |       |       |        |        |
| ROA            | (7.2)  | 8.6   | 8.5   | 12.0   | 14.4   |
| ROE            | (11.2) | 15.0  | 19.4  | 30.6   | 35.4   |
| 배당수익률          | 0.0    | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| 배당성향           | NM     | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| 안정성            |        |       |       |        |        |
| 부채비율(x)        | 62.5   | 48.4  | 82.3  | 98.0   | 98.9   |
| 차입금/자본총계비율(%)  | 31.3   | 17.8  | 17.5  | 17.7   | 16.2   |
| 이자보상배율(x)      | (0.8)  | 8.6   | 21.2  | 32.4   | 42.8   |
| 순차입금/EBITDA(x) | (18.0) | (3.0) | (2.9) | (2.5)  | (2.2)  |
| Valuation(x)   |        |       |       |        |        |
| PER            | NM     | 26.6  | 69.9  | 34.2   | 21.1   |
| 최고             | NM     | 31.9  | 87.6  | 42.9   | 26.5   |
| 최저             | NM     | 5.5   | 15.6  | 7.6    | 4.7    |
| PBR            | 1.0    | 3.7   | 12.4  | 9.1    | 6.4    |
| 최고             | 2.4    | 4.4   | 15.5  | 11.4   | 8.0    |
| 최저             | 0.8    | 0.8   | 2.8   | 2.0    | 1.4    |
| PSR            | 0.9    | 3.0   | 8.1   | 5.7    | 4.1    |
| EV/EBITDA      | 18.6   | 18.4  | 39.7  | 22.4   | 13.6   |