



# 비코 (VICR.US)

기술적 해자는 분명하나, 속도 조절이 필요한 시점

- 독보적 2세대 VPD 기술 해자 및 수주잔고 급증 기반의 하반기 외형 성장 가속
- 고마진 IP 라이선싱 본격화에 따른 전사 마진 레버리지 가동
- 12M Fwd P/E 87배의 멀티플 부담 감안, 실적 가시성 확인 후 분할 접근 전략 유효

## 48V 아키텍처 특허를 보유한 글로벌 전력 모듈 선도 기업

비코(VICR)는 고성능·고밀도 모듈러 전원 부품(Power Modules) 및 전력 변환 시스템을 설계·제조하는 글로벌 전력 시스템 기업이다. 동사는 전력 밀도와 효율성 측면에서 독보적인 특허 기술 포트폴리오(150 여 건 이상)를 보유하고 있으며, 대표 기술인 48V Factorized Power 아키텍처는 12V 대비 전력 분배 손실을 약 16분의 1로 낮출 수 있다. 주요 전방 시장은 AI·고성능컴퓨팅(HPC), 산업 자동화·반도체/계측 테스트 장비, 통신·네트워크, 차량·운송, 항공우주·방산으로, 최근 특히 AI 데이터센터와 EV 시장의 전력 인프라 혁신을 주도하며 주목받고 있다.

## FY1Q26 실적: 수주잔고 증가와 가이던스 상향

분기 매출액 \$113M(+20.2% YoY), 매출총이익률 55.2%(+8.0%p YoY)를 기록했다. GAAP 회석 EPS는 \$0.44로 컨센서스(\$0.39)를 상회했으나, 이는 스톡옵션 행사에 따른 일회성 법인세 환입(유효세율 -1.3%) 효과가 컸다. 정상 세율(약 20%)을 적용하면 EPS는 약 \$0.35 수준이다. 이번 분기 핵심은 12개월 수주잔고가 \$301M(+75% YoY, +70% QoQ)으로 급증하고 Book-to-Bill이 2.0을 상회하며 하반기 외형 성장의 선형 지표를 확보한 점이다. 더욱이 실적 발표 후 신규 OEM 라이선스 체결로 2Q 매출 가이던스를 상향(\$126M→\$142M)하는 등, 단기 CAPA 제약 우려를 압도하는 수주 모멘텀과 마진 레버리지 구간 진입을 시사했다.

## 밸류에이션: 방향성은 유효하나 속도 조절 필요

동사의 12M Fwd P/E는 86.7배로, AI 전력반도체 Peer MPWR(61.0배)·Delta(47.2배)·AEIS(37.3배)의 평균(48.5배) 대비 약 80% 프리미엄을 받고 있다. 다만 조정 EPS가 FY25~FY28 중 연평균 약 54% 성장할 것으로 추정되는 점을 반영하면 PEG는 약 1.6배에 그친다. 즉, 절대 P/E만 보면 부담스럽지만, 성장성을 감안하면 과도하다고 보기는 어려운 수준이다. 관건은 추정치의 실현 여부다. 특히 FY27 +97% 증익은 IP 라이선싱·2차 ITC 촉매에 집중돼 있어, 모멘텀이 가시화되지 못할 경우 추정치·멀티플 동반 하향 리스크가 크다. 결론적으로 전력반도체 수요 성장과 동사 기술·IP 해자를 고려 시 중장기 방향성은 유효하나, 현 주가는 공격적 추정치를 상당 부분 선반영하여 신규 진입 시 추정치 실현을 확인하며 분할 접근하는 전략이 유효하다.

## ▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.06.18): \$331.37

목표주가 컨센서스: \$323.75

## ▶ 투자 의견 컨센서스

매수  
100%

### Stock Data

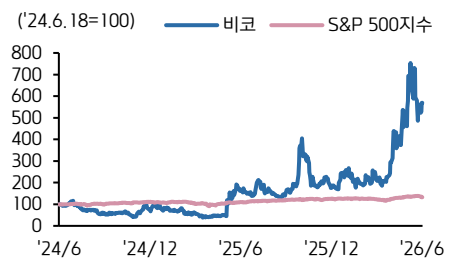
산업분류	전기 장비
S&P 500 (06/18)	7,500.58
현재주가/목표주가	331.37 / 323.75
52주 최고/최저 (\$)	361.89 / 41.76
시가총액 (백만\$)	15,104
유통주식 수 (백만)	34
일평균거래량 (3M)	883,884

### Earnings & Valuation

(천 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	359,058	452,701	582,000	918,750
영업이익	-1,310	81,828	146,000	351,500
OPM(%)	-0.4	18.1	25.1	38.3
순이익	6,129	118,556	133,250	272,500
EPS	0.14	2.61	3.00	5.91
증가율(%)	-88.2	1764.3	14.8	97.4
PER(배)	101.2	41.9	-	-
PBR(배)	3.8	7.0	13.9	15.9
ROE(%)	1.1	18.5	20.5	27.1
배당수익률(%)	-	-	-	-

### Performance & Price Trend

추가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	202.3	36.1	217.4	628.8
S&P Index	9.6	0.4	9.0	25.7



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치  
주) 컨센서스는 2026-06-18 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

### 사업 구조 분석: 이원화된 제품군과 전사 마진을 견인하는 IP 로열티

VICR의 제품군은 크게 두 가지로 나뉜다. Advanced Products(고성능·고성장 라인)는 AI 데이터센터(GPU/ASIC 가속기 전원), HPC, 전기차(EV)·자율주행 전력망, 하이엔드 항공우주·방산, AI·반도체용 테스트 장비(ATE) 등을 전방 시장으로 한다. Brick Products(전통 레거시 라인)는 철도·중장비, 산업용 제조 장비, 범용 계측/테스트 장비, 일반 항공우주·방산 등을 담당한다.

한편 동사의 핵심 수익 축 중 하나인 IP 라이선스·로열티 수입은 48V Factorized Power를 비롯해 800V/48V/12V 버스 컨버터(NBM), 수직 전력전달(VPD) 등 전력 변환·분배 아키텍처 전반의 특허에서 발생하며, 회계상 Advanced Products 매출에 합산되어 집계된다. 매출총이익 단계에서 원가가 거의 없는( $GM \approx 100\%$ ) 로열티가 섞이기 때문에, Advanced Products는 매출이 늘어날수록 전사 마진 개선 효과가 크다.

### 투자 포인트: VPD 독점력과 IP 로열티의 가치

**(AI 전력 공급의 패러다임 변화)** 웨이퍼 스케일(Wafer-scale) 및 CoWoS 등 차세대 대면적 AI 패키징의 진화로 AI 칩의 전류 수요가 1,000A를 넘어 차세대 제품은 2,000A 안팎까지 폭증함에 따라, 기존 수평 전력 공급 방식은 구조적 한계에 직면했다. 전력 장치를 칩 옆면에 배치하는 수평 방식은 전송 거리가 길어 **전류의 제곱에 비례하는 전력 손실( $I^2 R$ )**과 전압 강하(IR Drop)가 급격히 확대될 뿐 아니라, 기판 주변 면적을 잠식해 HBM·초고속 I/O 배선 공간을 침범하는 치명적 병목을 유발한다.

이에 대한 해법으로 부상한 수직 전력전달(VPD)은 전력 인프라를 칩 바로 밑단(Z축)에 적층해 전송 거리를 사실상 제로(0)로 줄여 효율을 극대화하고, 칩 주변 공간을 온전히 HBM 배치에 활용할 수 있게 하는 차세대 필수 아키텍처다. 특히 전류 밀도가 극단적으로 높은 웨이퍼스케일·대면적 패키지 프런티어에서는 VPD가 사실상 유일한 해법이라는 판단이다(범용 GPU는 아직 Lateral·하이브리드 병존하나, 고전류로 갈수록 VPD 채택은 불가피).

이 시장에서 동사의 2세대 VPD는 **1.5mm 초슬림 두께, 3A/mm<sup>2</sup>의 압도적 전류 밀도, 40배 전류 증폭**을 동시 구현하며 독보적인 기술적 진입장벽(Moat)을 확보했다. 통합전압조정기(IVR)나 수평 방식을 고수하는 경쟁사들은 이 세 가지 하드웨어 사양을 동시에 충족하지 못해(IVR은 박형이나 전류 증폭이 2배에 그침) 구조적 열위에 직면해 있다. 핵심 리드 고객사(Cerebras 추정)향 양산 램프업이 본격화되는 가운데 후속 HPC 고객사들의 대기 수요까지 가시화되고 있어, 동사 솔루션은 단순한 전력 부품을 넘어 차세대 AI 가속기 시장의 '대체 불가능한 핵심 인프라'로서 독점적 지위를 공고히 할 것으로 판단된다.

**(NBM 특허 기반의 독점적 로열티)** 동사 고마진 IP(지식재산권) 비즈니스의 **권리 집행 핵심**은 미국 국제무역위원회(ITC) 소송(Inv. No. 337-TA-1370)에서 주장된 NBM(비절연 버스 컨버터) 관련 특허 3종—① '481(데이터센터·AI 가속기 (GPU/TPU/CPU)용 전력 컨버터 모듈), ② '761(두 세트 전력 반도체 간 대칭 발 열 구조의 컨버터), ③ '950(비절연·고정비율·소프트스위칭 버스 컨버터 및 전력분 배 시스템)—이다. 2025년 2월 13일 ITC 최종판정에서 이 중 **'481·'761이 유효·침해로 확정**되며, 대만계 모듈 제조사(Delta·Cyntec)와 위탁생산사(Foxconn/Fii·Ingrasys·Quanta)를 대상으로 **한정적 수입금지명령(LEO) 및 영업중지명령(CDO)**이 발효됐다.

이에 따라 침해 부품을 채택한 하이퍼스케일러·OEM은 수십억 달러 규모 AI 컴퓨팅 하드웨어가 미국 통관에서 차단되는 치명적 리스크에 직면했고, 이를 회피하기 위해 글로벌 테크 기업들이 동사와 직접 라이선스를 체결하는 '강제적 메커니즘'이 본격 가동되고 있다. 특히 계약 범위가 소송 특허 3종에 그치지 않고 FPA, VPD, 800V/48V/12V 버스 컨버터 등 전사 포트폴리오 전반으로 확장되고 있다는 점에 주목해야 한다.

로열티 매출은 제조 원가가 전무해 GPM이 사실상 100%에 수렴, 탑라인 성장이 전사 마진 레버리지로 즉각 직결되는 구조다. 실제로 2025년 로열티 \$57.4mn·합의금 \$45mn을 확보한 데 이어, 당초 2Q 가이드에 미반영됐던 신규 라이선스 업사이드가 5월 26일 대형 OEM 계약을 통해 증명(\$126mn→\$142mn 상향)됐다. 경영진이 중장기 라이선싱 매출을 제품 매출의 50% 수준까지 가이드하는 가운데, 진행 중인 **2차 ITC 조사 및 추가 수입금지명령**은 동사 밸류에이션 멀티플리레이팅을 자극할 핵심 트리거로 판단된다.

**(다년간 성장 동력 보유)** 수요가 입증된 현시점에서 관건은 이를 외형 성과로 치환할 '공급(CAPA) 활주로'와 '재무 체력'이다. 동사는 공정 사이클 타임 단축을 통해 제1공장 연간 매출 CAPA Run-rate를 \$1B에서 \$1.5B로 상향했으며, 하반기 2번째 3Di 라인 증설 등 단계적 확장을 진행 중이다. 대규모 증설에도 '사실상 완판' 기초가 유지되어 고부가가치 전략 고객 중심의 선별 수주를 통한 마진 극대화가 가능하다.

특히 이 모든 투자가 외부 차입 없는 순수 자체 현금흐름으로 조달된다는 점이 차별적이다. \$404M의 풍부한 순현금과 견조한 영업현금흐름(2025년 1.39억 달러, +175% YoY)을 기반으로 증설 투자, 소송 비용, 자사주 매입을 잡음 없이 소화하고 있다. 향후 CAPA 확대와 마진 100%의 라이선싱 믹스가 결합될 경우, 경영진의 장기 타깃 모델(매출액 \$1B, GPM 65%, OPM 35%)을 향한 영업이익률의 구조적 단계적 격상이 가속화될 것이다. 단기 분기 실적의 노이즈를 넘어 무차입 재무로 입증된 수요를 실현하는 구조적 확장성에 주목할 시점이다.

**리스크 요인: 공격적 추정치 이면의 불확실성 요인들**

VICR의 가장 큰 부담은 밸류에이션이다. 12M Fwd P/E 86.7배는 FY27 +97% 증익(IP 라이선싱·2차 ITC 촉매에 집중) 등 공격적 추정치의 실현을 전제하므로, 소송 결과 지연·불리나 AI 투자심리 둔화 시 추정치·멀티플 동반 하향 위험이 크다. 이 밖에 ① 리드 고객(Cerebras) 집중도, ② 소송 타이밍에 좌우되는 불규칙한 라이선싱 수익(IP는 양날의 검으로, 1Q26 과거 소송 배상금 \$28.6mn 지급 사례), ③ '사실상 완판'에 따른 단기 CAPA 제약·증설 실행 리스크, ④ MPS·Infineon·TI 등과의 경쟁 심화 및 NVIDIA 주도 800V HVDC 동맹(2027)에서의 소외 가능성이 주요 하방 요인이다.

비코 FY1Q26 ('26.01.01~03.31)

구분 (천 \$)	FY1Q26	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
	발표치	컨센서스	차이	FY1Q25	성장률	FY4Q25	성장률
매출액	112,969	109,500	3.2%	93,968	20.2%	107,264	5.3%
영업이익	16,884	15,750	7.2%	-149	흑자전환	15,685	7.6%
영업이익률	14.9%	14.4%	0.6%p	-0.2%	15.1%p	14.6%	0.3%p
순이익	20,664	15,300	35.1%	2,539	713.9%	46,533	-55.6%
EPS (USD)	0.44	0.38	17.3%	0.06	633.3%	1.01	-56.4%

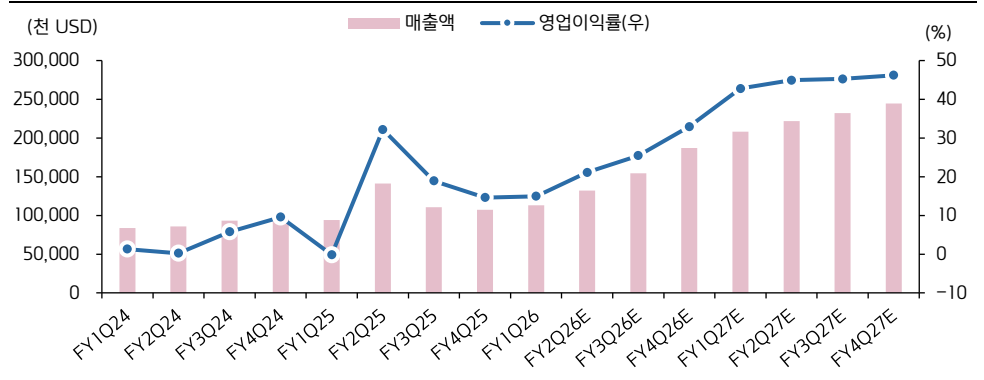
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-06-18 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

비코 향후 실적 컨센서스 표

구분 (천 USD)	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
	FY2Q26	YoY 성장률	FY3Q26	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률
매출액	132,250	-6.2%	154,250	39.7%	582,000	28.6%	918,750	57.9%
영업이익	27,900	-38.5%	39,250	87.7%	146,000	78.4%	351,500	140.8%
영업이익률	21.1%	-11.1%p	25.4%	6.5%p	25.1%	7.0%p	38.3%	13.2%p
순이익	26,975	-34.5%	35,150	24.2%	133,250	12.4%	272,500	104.5%
EPS (USD)	0.62	-32.4%	0.79	25.1%	3.00	14.8%	5.91	97.4%

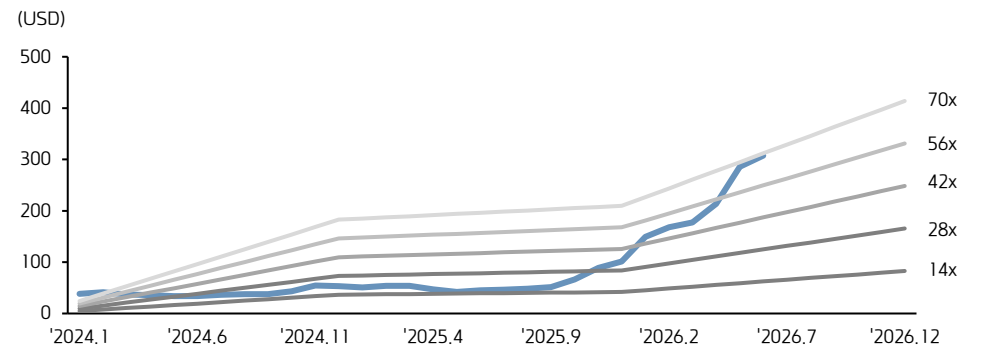
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-06-18 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

비코 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-06-18 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

비코 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-06-18 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

비코 상세실적표

(천 USD)	FY1Q25	FY4Q25	FY1Q26	YoY(%)	QoQ(%)
<b>[GAAP]</b>					
순매출	93,968	107,264	112,969	-38.7	17.8
제품 매출	83,206	92,720	98,004	17.8	5.7
로열티 매출	10,762	14,544	14,965	39.1	2.9
매출원가	49,603	47,841	50,603	-38.5	18.8
매출총이익	44,365	59,423	62,366	-39.0	16.4
영업비용	44,514	43,738	45,482	1.2	-29.8
SG&A	25,137	23,195	23,192		
R&D	19,377	20,543	22,290		
영업이익	(149)	15,685	16,884	흑자전환	7.6
기타순이익	3,134	3,545	3,519	12.3	-0.7
세전이익	2,985	19,230	20,403	583.5	6.1
법인세 비용	424	(27,303)	(273)		
연결 순이익	2,561	46,533	20,676	707.3	-55.6
비지배지분 귀속 순이익	22	0	12		
Vicor 귀속 순이익	2,539	46,533	20,664	713.9	-55.6
EPS(달러/주)	0.06	1.01	0.44	633.3	-56.4
회석 가중평균주수(백만주)	45,495	46,297	47,254	3.9	2.1

자료: 비코, 키움증권 리서치

#### Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

#### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.