

(440110.KQ)

파두

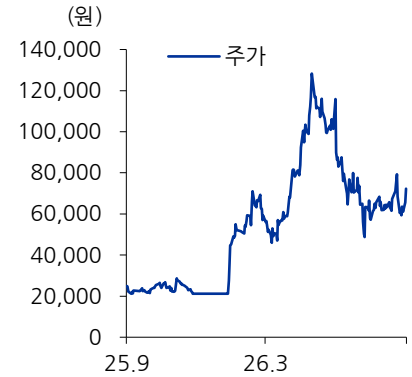
뜨거워지는 시장

- “ 파두의 3Q26 실적은 매출액 1,221억원(+67%qoq, +376%yoy)와 영업이익 355억원(+119%qoq, 흑자전환yoy)를 기록하며 컨센서스(영업이익 321억원)를 상회할 전망이다. 최근 환율 하락을 반영해 원/달러 환율 가정을 1,440원에서 1,400원으로 낮췄음에도, 컨트롤러 출하량이 예상을 웃돌 것으로 보여 실적 추정치를 상향 조정했다. 두 번째로 확보한 하이퍼스케일러향 매출이 본격적으로 확대되고 있으며, 세 번째 하이퍼스케일러향 매출도 실적에 반영되기 시작할 것으로 보인다.
- “ 4Q26 실적 역시 컨트롤러와 모듈 전반의 출하 확대로 시장 예상치를 상회할 전망이다. 또한 2H26~2028년 원/달러 환율 가정 하향에도 불구하고, 연간 영업이익은 2026년 998억원, 2027년 2,374억원, 2028년 3,588억원으로 가파른 성장세를 이어갈 것으로 예상된다. 고객사 확대에 따른 엔지니어 채용 증가와 Gen7 eSSD 개발비 등 판관비 증가 요인을 공격적으로 가졌음에도, 매출 성장에 따른 영업레버리지 효과가 확대되며 영업이익률은 같은 기간 25%→33%→35%로 상승할 전망이다.
- “ 하이퍼스케일러마다 eSSD 컨트롤러에 요구하는 기능이 제각기 다른 가운데, 파두는 각 고객사의 요구에 최적화된 솔루션을 제공하며 고객 기반을 넓혀가고 있다. 하이퍼스케일러 4곳을 최종 고객사로 확보하는 것이 가시화되고 있으며, 최초 고객사를 제외한 나머지 고객사에서는 2~3티어 공급사 수준의 점유율만을 가정하더라도 중장기적으로 높은 실적 성장세가 가능할 것으로 판단한다.
- “ eSSD 시장의 성장 전망도 상향 조정되고 있다. 인터넥트 고도화에 따른 Scale-Up 도메인 확장은 일반 DRAM과 eSSD의 활용 범위를 넓히고 있다. 극심한 HBM 공급 부족에 대응한 사양 조정을 일반 DRAM과 eSSD 채용 확대로 보완하면서 KV Cache 저장 수요를 충족시키는 구조다. eSSD 수요 증가로 파두의 주요 직접 고객사인 NAND 업체는 LTA 확대에 적극 나서고 있다. 컨트롤러를 고정된 가격에 공급하는 파두에게는 출하량 증가와 장기 공급 물량 확보가 안정적인 실적 성장의 기반이 될 전망이다.
- “ 최근에는 핵심 최종 고객사의 Agentic AI 애플리케이션인 Muse가 선풍적인 인기를 얻고 있다. 해당 고객사는 지난해 대규모 인재 영입과 AI 연구소 설립 이후 올해 최상위 프론티어 모델에 근접한 수준으로 AI 역량을 빠르게 끌어올리고 있으며, 강력한 SNS 시장 지배력을 바탕으로 AI 킬러 앱을 선보이기 시작했다는 점에 주목한다. 파두는 해당 고객사 내 높은 컨트롤러 점유율을 유지하며, AI 사업 성장에 따른 CapEx 확대의 직접적인 수혜를 누릴 전망이다. 향후 실적 추정치의 추가 상향 가능성이 높다고 판단한다. 최근 수급 부담으로 주가 조정이 이어졌으나, eSSD 수요 전망 상향과 전방 고객사의 AI CapEx 확대를 감안하면 중장기 성장 기대는 더욱 높아지고 있다. 이를 반영해 목표주가를 11만원으로 상향 조정하며 매수를 추천한다.

반도체 손인준
6154/sj@eugenefn.com

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
110,000 원(상향)
72,300 원(9/22)



시가총액(십억원)	3,623
발행주식수(천주)	50,111
52 주 최고	129,400 원
최저	20,500 원
52 주 일간 Beta	0.46
60 일 평균 거래대금	446 억원
외국인 지분율	25.4%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
남이현 (외 20 인)	16.9%
이지호 (외 1 인)	8.9%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	16.8	22.1	198.8
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	110,000	100,000	▲
영업이익(26E)	100	90	▲
영업이익(27E)	237	218	▲

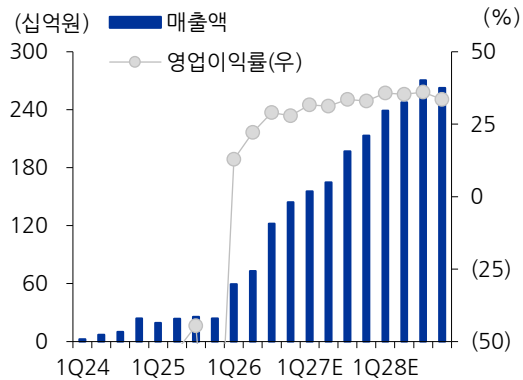
12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	92	399	731
영업이익	-65	100	237
세전손익	-76	19	235
당기순이익	-76	18	194
EPS(원)	-1,528	357	3,859
증감률(%)	na	흑전	979.6
PER(배)	na	202.3	18.7
ROE(%)	-131.1	238	848
PBR(배)	54.5	27.6	11.2
EV/EBITDA(배)	na	32.6	13.6

파두 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026E	2027E	2028E
매출액	59.5	73.2	122.1	144.2	155.7	164.7	196.8	213.3	399.1	730.6	1,020.1
QoQ(%)	149%	23%	67%	18%	8%	6%	19%	8%			
YoY(%)	210%	209%	376%	504%	161%	125%	61%	48%	332%	83%	40%
Controller	47.9	60.5	109.9	125.2	137.1	143.4	173.2	186.7	343.4	640.5	912.2
Module	9.9	7.8	9.2	15.5	14.6	16.9	18.6	21.1	42.4	71.1	82.9
기타	1.8	4.9	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0	5.5	13.2	19.0	25.0
매출총이익	34.7	44.7	70.8	81.7	89.2	93.9	112.7	121.8	231.8	417.5	588.9
QoQ(%)	204%	29%	58%	16%	9%	5%	20%	8%			
YoY(%)	241%	338%	494%	616%	157%	110%	59%	49%	431%	80%	41%
매출총이익률	58%	61%	58%	57%	57%	57%	57%	57%	58%	57%	58%
영업이익	7.7	16.2	35.5	40.4	49.3	51.5	66.1	70.5	99.8	237.4	358.8
QoQ(%)	흑자전환	111%	119%	14%	22%	5%	28%	7%			
YoY(%)	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	541%	218%	86%	75%	흑자전환	138%	51%
영업이익률	13%	22%	29%	28%	32%	31%	34%	33%	25%	33%	35%

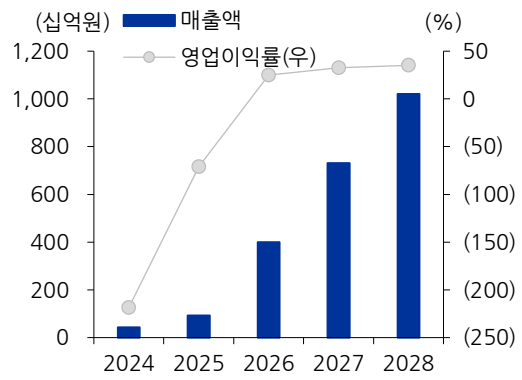
자료: 유진투자증권

파두 분기 실적 추이 및 전망



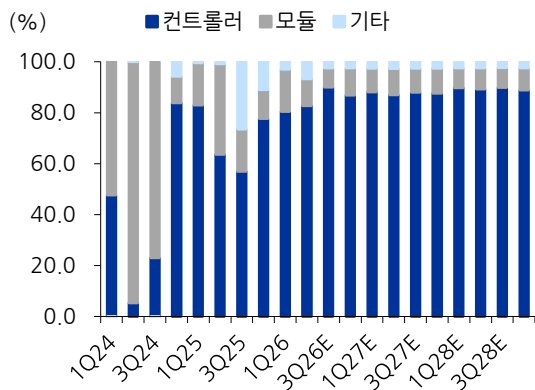
자료: 유진투자증권

파두 연간 실적 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

파두 매출 비중 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

eSSD 출하량 및 파두 점유율 추정



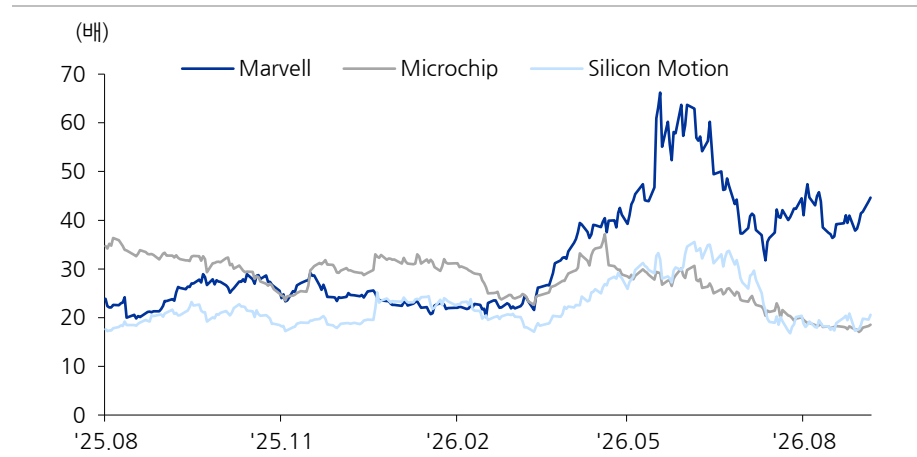
자료: 유진투자증권

파두 목표주가 산정

(원)		비고
EPS	3,859	2027년 EPS
Target P/E(배)	27.9	Marvell, Microchip, Phison 12MF PER 평균
목표주가	110,000	
현재 주가	72,300	
상승 여력(%)	52.1	

자료: 유진투자증권

파두 피어 그룹 12개월 선행 PER 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

파두(440110.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	134	122	215	415	723
유동자산	99	96	167	351	648
현금성자산	46	41	43	198	441
매출채권	15	8	47	65	72
재고자산	31	41	71	82	129
비유동자산	36	26	48	64	75
투자자산	6	6	26	27	28
유형자산	28	19	21	37	46
기타	2	1	1	1	1
부채총계	36	103	83	90	101
유동부채	31	90	72	81	93
매입채무	13	38	49	58	72
유동성이자부채	18	38	7	4	4
기타	0	14	16	18	17
비유동부채	5	13	10	9	9
비유동이자부채	4	1	4	3	2
기타	1	12	6	6	7
자본총계	98	20	132	325	621
지배지분	96	19	131	325	620
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	234	235	329	329	329
이익잉여금	(142)	(217)	(199)	(6)	290
기타	(1)	(3)	(3)	(3)	(3)
비지배지분	2	0	1	1	1
자본총계	98	20	132	325	621
총차입금	23	39	11	7	6
순차입금	(23)	(2)	(31)	(191)	(435)

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	(109)	(4)	16	187	275
당기순이익	(92)	(76)	18	194	297
자산상각비	11	11	11	16	21
기타비현금성손익	14	5	45	(4)	(2)
운전자본증감	(42)	57	(58)	(18)	(41)
매출채권감소(증가)	(10)	9	(38)	(18)	(6)
재고자산감소(증가)	(27)	(1)	(28)	(11)	(48)
매입채무증가(감소)	(5)	26	12	9	13
기타	0	24	(5)	1	(1)
투자현금	66	10	(17)	(32)	(32)
단기투자자산감소	73	13	(1)	(1)	(0)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	6	4	16	30	31
유형자산처분	1	1	0	0	0
무형자산처분	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	(22)	4	1	0	0
차입금증가	(23)	5	(2)	0	0
자본증가	2	(2)	3	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(63)	8	1	155	243
기초현금	95	32	41	42	196
기말현금	32	41	42	196	439
Gross Cash flow	(66)	(61)	74	205	316
Gross Investment	48	(54)	75	50	73
Free Cash Flow	(115)	(7)	(0)	155	243

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	44	92	399	731	1,020
증가율(%)	93.6	112.4	331.8	83.1	39.6
매출원가	38	49	167	313	431
매출총이익	6	44	232	417	589
판매 및 일반관리비	101	109	132	180	230
기타영업손익	45	8	21	36	28
영업이익	(95)	(65)	100	237	359
증가율(%)	적지	적지	흑전	138.0	51.1
EBITDA	(84)	(55)	110	253	380
증가율(%)	적지	적지	흑전	129.5	50.3
영업외손익	4	(10)	(81)	(2)	1
이자수익	2	1	3	7	11
이자비용	3	2	2	1	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	4	(9)	(82)	(9)	(9)
세전순이익	(91)	(76)	19	235	360
증가율(%)	적지	적지	흑전	1,160.7	53.0
법인세비용	0	1	1	41	63
당기순이익	(92)	(76)	18	194	297
증가율(%)	적지	적지	흑전	990.1	53.0
지배주주지분	(91)	(76)	18	193	296
증가율(%)	적지	적지	흑전	979.6	53.0
비지배지분	(1)	(1)	(0)	1	1
EPS(원)	(1,835)	(1,528)	357	3,859	5,906
증가율(%)	적지	적지	흑전	979.6	53.0
수정EPS(원)	(1,835)	(1,528)	357	3,859	5,906
증가율(%)	적지	적지	흑전	979.6	53.0

주요투자지표

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	(1,835)	(1,528)	357	3,859	5,906
BPS	1,946	390	2,620	6,479	12,385
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	202.3	18.7	12.2
PBR	7.7	54.5	27.6	11.2	5.8
EV/ EBITDA	n/a	n/a	32.6	13.6	8.4
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	n/a	48.8	17.7	11.5
수익성(%)					
영업이익율	(218.5)	(70.8)	25.0	32.5	35.2
EBITDA이익율	(192.1)	(59.2)	27.6	34.6	37.3
순이익율	(210.4)	(82.5)	4.5	26.5	29.1
ROE	(64.5)	(131.1)	23.8	84.8	62.6
ROIC	(89.8)	(105.9)	162.6	167.6	185.6
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(23.6)	(9.9)	(23.8)	(58.7)	(70.1)
유동비율	315.5	106.7	230.2	434.6	698.6
이자보상배율	(36.0)	(32.0)	53.6	388.6	895.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.2	0.7	2.4	2.3	1.8
매출채권회전율	4.5	7.9	14.4	12.9	14.9
재고자산회전율	1.8	2.5	7.1	9.6	9.7
매입채무회전율	3.4	3.7	9.2	13.6	15.7

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.06.30 기준)

