

파두 (440110)

약속의 3분기

2026년 10월 16일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	100,000 원 (하향)
✓ 상승여력	75.1%	✓ 현재주가 (10월 15일)	57,100 원

신한생각 3분기 실적부터 영업레버리지 본격화

현재 주가는 과도한 하락 상태로 발주 시계열에 따라 상반기 대비 하반기 실적이 대폭 증가할 예정. 26년 주요 고객사는 하이퍼스케일러 2개사 중심이며, 추가된 신규 고객사는 27년부터 본격적으로 실적에 기여할 전망

1) 2027년 실적 가시성 증가, 2) 2028년 잠재 고객사 추가 옵션 기대

3Q26 매출액 1,294억원(+404.6% YoY, 이하 생략), 영업이익 317억원(흑자전환, 영업이익률 24.5%) 전망. 상반기 대비 하반기 실적 증가는 수주 추이 상 예견됐던 것으로 시선은 27년 이후 실적 가시성에 집중. 27년부터 6세대 eSSD 매출이 시작되며, 경쟁사 6세대 컨트롤러 대비 *TCO 우위로 판단. 최대 고객사(매출 비중 25년 70%, 26년 30% 추정)는 에이전트AI 출시 이후 이용자수 급증해 후속 AI 인프라 CapEx를 늘릴 것으로 예상

28년 주요 성장 동력은 잠재 대형 하이퍼스케일러 고객사의 자체 물량 납품 시작 및 우주 고객사의 양산 주문량 증가. 잠재 고객사의 자체 제조 eSSD 물량만 전체 시장의 5% 이상으로 추정. 현재 28년 추정치에는 두가지 옵션 모두 미반영. 다만 낸드 업체의 eSSD 진출은 부트 드라이버 중심으로 경쟁 제한적으로 판단. 장기 신규 NAND 고객사 추가 가능성 존재

Valuation & Risk: 펀더멘털 대비 과도한 하락

중국발 메모리 양산 확대 우려로 피어 그룹 12MF 평균 PER 기준 36.4배에서 25.7배로 29.3% 하락. 낸드 조달 우려로 27년 추정치 하향 및 시장 하락으로 타겟 PER 배수를 축소해 목표주가 하향. 28년까지 고객사 추가 및 양산 확대 구간으로 개선되는 펀더멘털 대비 과도한 하락으로 판단

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	43.5	92.4	395.1	613.2	838.4
영업이익 (십억원)	(95.0)	(65.5)	86.9	182.4	282.9
순이익 (십억원)	(90.6)	(75.6)	16.3	171.1	260.8
ROE (%)	(64.5)	(131.1)	59.4	141.2	77.4
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
PER (배)	-	-	202.9	19.4	12.7
PBR (배)	7.7	54.5	93.1	16.0	7.1
EV/EBITDA (배)	-	-	36.2	16.5	9.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[핵심성장]

허성규 선임연구원

✉ sqheo@shinhan.com

이채운 연구원

✉ cyunee@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	하향

시가총액	2,861.3십억원
발행주식수(유동비율)	50.1 백만주(82.7%)
52주 최고가/최저가	128,300 원/21,250 원
일평균 거래액 (60일)	38,165 백만원
외국인 지분율	25.7%

주요주주 (%)

남이현 외 19인	16.9
이지효	8.9

수익률 (%)

	1M	3M	12M	YTD
절대	(7.2)	(28.5)	151.5	168.7
상대	(0.9)	(22.1)	185.9	234.0

주가

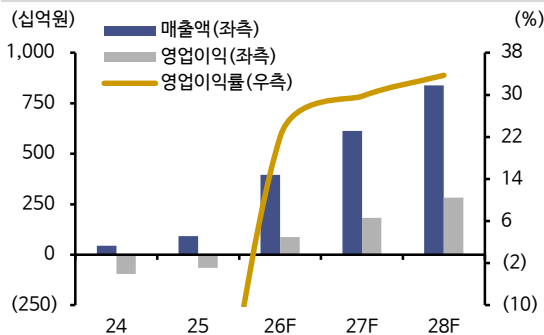


*TCO(Total Cost of Ownership): 구매할 때 드는 초기 비용뿐만 아니라, 사용하는 동안과 폐기할 때까지 드는 모든 직간접적인 비용을 합산한 개념

파두 실적 테이블

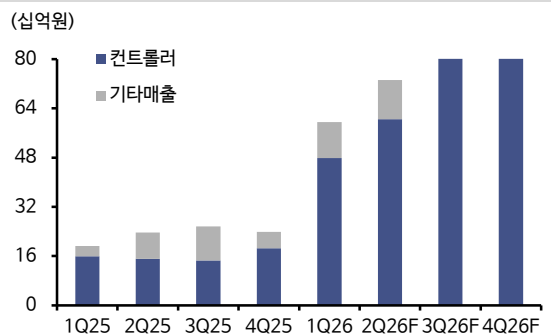
(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	24	25	26F	27F	28F
매출액	19.2	23.7	25.6	23.9	59.5	73.2	129.4	133.0	43.5	92.4	395.1	613.2	838.4
YoY	724.2	233.9	154.0	(0.4)	209.8	209.0	404.6	456.9	93.6	112.4	327.5	55.2	36.7
QoQ	(19.9)	23.2	8.3	(6.9)	149.4	22.9	76.8	2.8					
컨트롤러	15.9	15.1	14.6	18.6	47.9	60.5	83.3	84.9	23.9	64.2	276.6	459.9	670.7
YoY	1,334.3	3,883.6	529.4	(7.7)	200.5	301.6	470.2	357.7	54.5	168.4	331.1	66.3	45.9
QoQ	(20.7)	(5.5)	(3.0)	27.1	158.0	26.3	37.7	2.0					
기타매출	3.3	8.6	11.0	5.3	11.7	12.7	46.1	48.0	19.6	28.3	118.5	153.3	167.7
YoY	169.0	28.4	42.0	36.8	254.9	47.3	317.8	803.1	180.1	44.2	319.3	29.3	9.4
QoQ	(15.5)	162.5	28.1	(51.8)	119.2	9.0	263.2	4.1					
영업이익	(12.0)	(12.6)	(11.4)	(29.5)	7.7	16.2	31.7	31.3	(95.0)	(65.5)	86.9	182.4	282.9
YoY	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	62.3	(31.1)	(232.7)	109.9	55.1
QoQ	적지	적지	적지	적지	(126.1)	111.1	95.4	(1.3)					
순이익	(12.1)	(14.8)	(10.9)	(38.4)	10.2	(60.1)	32.3	31.9	(91.5)	(76.2)	16.3	171.1	260.8
YoY	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전	948.6	52.5
QoQ	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	흑전	17.2					
GPM	52.8	43.0	46.4	47.8	58.2	61.0	47.7	47.0	13.3	47.2	51.5	51.6	52.1
OPM	(62.4)	(53.1)	(44.6)	(123.5)	12.9	22.2	24.5	23.5	(218.5)	(70.8)	22.0	29.7	33.7
NPM	(62.2)	(61.6)	(41.9)	(160.6)	17.5	(82.0)	25.0	24.0	(99.6)	(246.1)	4.1	27.9	31.1

파두 실적 추이 및 전망



자료: 에프앤가이드 QunatiWise, 신한투자증권

파두 사업부별 실적 추이 및 전망



자료: 에프앤가이드 QunatiWise, 신한투자증권

파두 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		변화를	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
연결매출	385.6	748.6	395.1	613.2	2.5	(18.1)
영업이익	85.9	215.8	86.9	182.4	1.2	(15.5)
지배순이익	90.9	212.3	16.3	171.1	(82.1)	(19.4)
영업이익률	22.3	28.8	22.0	29.7	(1.4)	3.3
순이익률	23.6	28.4	4.1	27.9	(82.5)	(1.8)

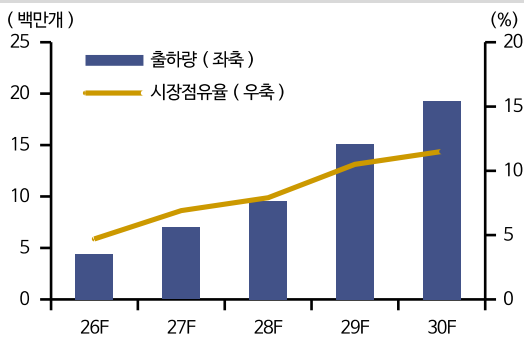
자료: 신한투자증권 추정

밸류에이션 테이블: 목표주가 100,000원 하향

PER based Valuation	변경 전	변경 후	비고
목표주가 산정기간	27년, 28년	27년, 28년	27년 이후 영업레버리지 발생 감안
EPS (원)	4,601	4,310	낸드 조달 문제로 27년 EPS 기준 대비 하락
Target PER (배)	28.0	23.1	- 동종업계 경쟁사 12MF PER 마벨 43.4배, 마이크로칩 18.0배, 실리콘 모션 15.8배의 평균 25.7배에서 10% 할인한 23.1배 적용
목표주가 (원)	130,000	100,000	- 급격한 시장하락 및 Gen6 펀더멘털 간격 축소로 할인율 20%에서 10%로 감소 적용
현재주가 (원)		57,100	
상승여력 (%)		75.1	

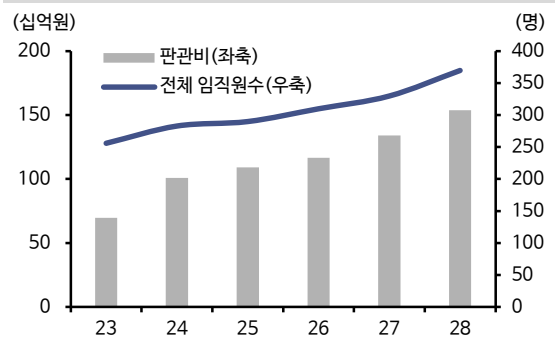
자료: 신한투자증권

파두 eSSD 컨트롤러 생산대수 및 점유율 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

파두 판관비 및 전체 임직원수 가정



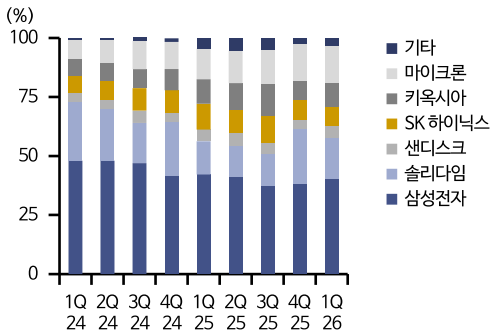
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

유형별 SSD 생산대수 추이

Units (k)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Chromebook	834	981	921	357	229	170	193	205
Notebook PC	164,037	154,390	173,983	168,402	166,560	179,014	183,714	185,092
Desktop PC	50,369	41,732	46,757	51,847	55,656	60,380	63,127	64,697
Gaming Console	37,920	16,351	14,518	13,630	13,392	18,077	26,333	27,398
Channel	138,486	112,570	121,651	67,452	71,809	77,373	87,075	92,114
Enterprise SSD	33,456	61,574	70,916	89,533	96,017	115,112	137,947	161,009
CSP Self SSD	626	1,808	2,841	3,866	5,272	5,680	6,120	6,654
OEM Self SSD	414	1,782	1,430	1,551	1,736	504	546	579
Industrial SSD	13,376	13,020	12,432	12,643	11,162	11,744	13,246	15,160
Total	439,517	404,209	445,449	409,283	421,831	468,056	518,300	552,908

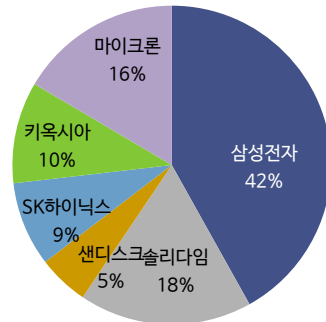
자료: Foward Insights, 신한투자증권

낸드 제조사 eSSD 시장 점유율 추이



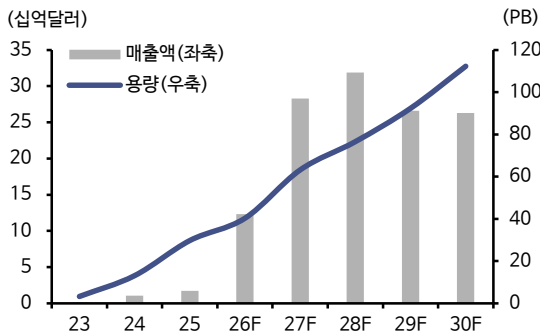
자료: 트렌드포스, 신한투자증권

1Q26 낸드 제조사 eSSD 시장 점유율



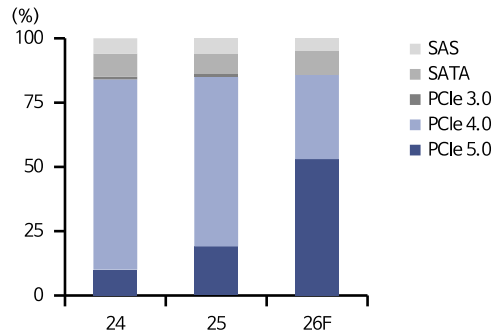
자료: 트렌드포스, 신한투자증권

CSP Self-built SSD 추이 및 전망



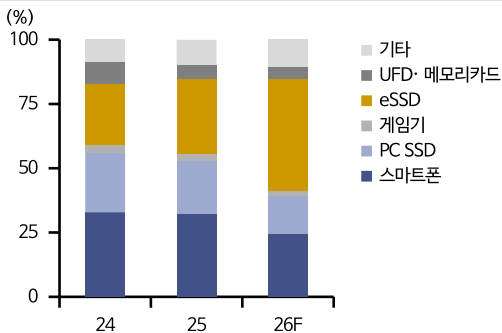
자료: Forward Insights, 신한투자증권

SSD PCIe 세대별 비중 추이



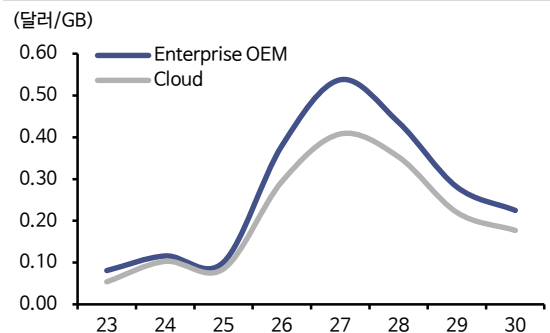
자료: 트렌드포스, 신한투자증권

낸드 플래시 수요 비중 추이



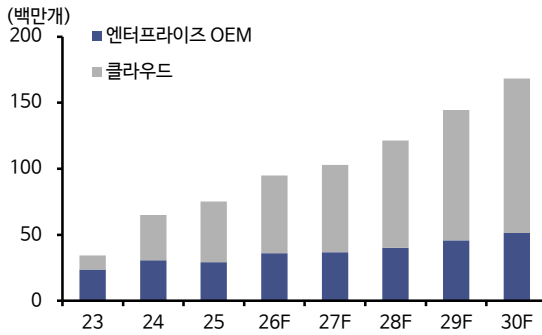
자료: 트렌드포스, 신한투자증권

eSSD GB 당 가격 추이 및 전망



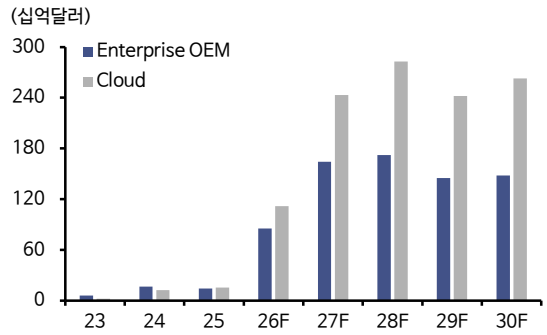
자료: Forward Insights, 신한투자증권

eSSD 유형별 개수 추이 및 전망



자료: Forward Insights, 신한투자증권

eSSD 매출액 추이 및 전망



자료: Forward Insights, 신한투자증권

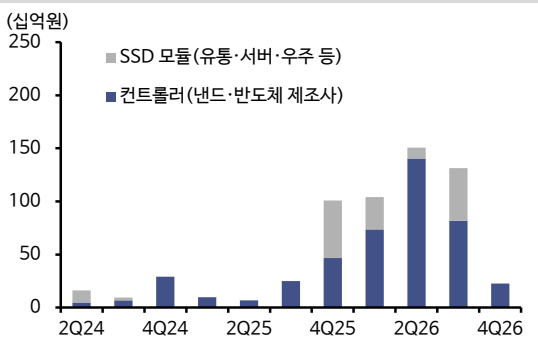
낸드 제조사 PCIe 5.0 기준 eSSD 전력 효율 비교

제조사/모델	기준 전력	연속 읽기/W	연속 쓰기/W	임의 읽기/W	임의 쓰기/W	해석
Micron 9550 PRO	24W 기준	583 MB/s/W	435 MB/s/W	138 KIOPS/W	17 KIOPS/W	중간 효율
SanDisk SN861	20W 기준	685 MB/s/W	375 MB/s/W	165 KIOPS/W	22 KIOPS/W	읽기 효율 최상위
Solidigm PS1010	25W 기준	580 MB/s/W	400 MB/s/W	124 KIOPS/W	16 KIOPS/W	중간 효율
Samsung PM1743	25W 기준	560 MB/s/W	284 MB/s/W	100 KIOPS/W	14 KIOPS/W	쓰기 효율 낮음
Kioxia CM9-R	25W 기준	592 MB/s/W	440 MB/s/W	136 KIOPS/W	22 KIOPS/W	쓰기 효율 최상위

자료: 각 사, 신한투자증권

주: 솔리다임과 SK하이닉스는 통합 eSSD 플랫폼 사용으로 추정

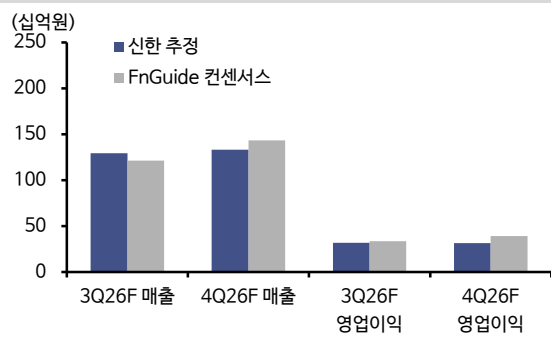
분기별 공급계약 공시 금액



자료: DART 단일판매·공급계약 공시(원공시 36건, 정정 반영 최종 금액), 신한투자증권

주: 공시일 기준, 4Q26은 10/15까지

하반기 당사 추정과 컨센서스



자료: QuantiWise FnGuide, 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	134.4	122.4	421.1	795.6	1,266.5
유동자산	98.6	96.1	383.9	740.2	1,193.2
현금및현금성자산	32.3	40.8	147.5	373.2	691.3
매출채권	13.9	5.7	24.5	38.1	52.0
재고자산	31.4	41.2	176.0	273.1	373.5
비유동자산	35.8	26.3	37.1	55.4	73.3
유형자산	28.2	18.8	24.3	30.3	35.7
무형자산	1.5	1.2	1.0	9.2	17.7
투자자산	4.0	2.4	7.9	11.8	16.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	36.5	102.6	384.9	588.4	798.5
유동부채	31.3	90.1	334.4	510.4	692.2
단기차입금	14.5	11.5	11.5	11.5	11.5
매입채무	1.8	11.4	48.9	75.8	103.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	5.2	12.6	50.6	78.0	106.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	4.5	1.0	1.0	1.0	1.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	97.9	19.8	36.1	207.2	468.0
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	233.7	234.9	234.9	234.9	234.9
기타자본	5.2	6.4	6.4	6.4	6.4
기타포괄이익누계액	(6.2)	(9.8)	(9.8)	(9.8)	(9.8)
이익잉여금	(141.5)	(217.1)	(200.8)	(29.7)	231.1
지배주주지분	96.0	19.3	35.6	206.7	467.5
비지배주주지분	1.9	0.5	0.5	0.5	0.5
*총차입금	22.6	39.4	114.6	168.9	224.9
*순차입금(순현금)	(23.1)	(2.0)	(35.2)	(208.1)	(471.6)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	(108.8)	(3.7)	47.9	197.5	290.4
당기순이익	(91.5)	(76.2)	16.3	171.1	260.8
유형자산상각비	11.1	10.4	3.6	4.5	5.3
무형자산상각비	0.3	0.4	0.2	1.9	3.6
외화환산손실(이익)	(1.0)	0.4	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.1)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(42.0)	57.3	27.8	20.0	20.7
(법인세납부)	(0.4)	(0.1)	(0.5)	(8.4)	(23.0)
기타	14.8	5.4	0.5	8.4	23.0
투자활동으로인한현금흐름	66.5	9.7	(16.4)	(26.0)	(28.3)
유형자산증가(CAPEX)	(6.0)	(4.1)	(9.1)	(10.6)	(10.7)
유형자산감소	1.1	0.9	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(1.2)	(0.1)	0.0	(10.1)	(12.1)
투자자산감소(증가)	35.5	0.0	(5.5)	(4.0)	(4.1)
기타	37.1	13.0	(1.8)	(1.3)	(1.4)
FCF	(118.1)	(22.6)	68.6	162.2	250.6
재무활동으로인한현금흐름	(21.8)	3.6	75.2	54.2	56.0
차입금증가(감소)	(20.0)	9.0	75.2	54.2	56.0
자기주식처분(취득)	0.0	2.3	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(1.8)	(7.7)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	(0.0)	0.0
연결법위변동으로인한현금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.1	(1.1)	0.0	0.0	0.0
현금증가(감소)	(63.1)	8.5	106.7	225.7	318.2
기초현금	95.4	32.3	40.8	147.5	373.2
기말현금	32.3	40.8	147.5	373.2	691.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

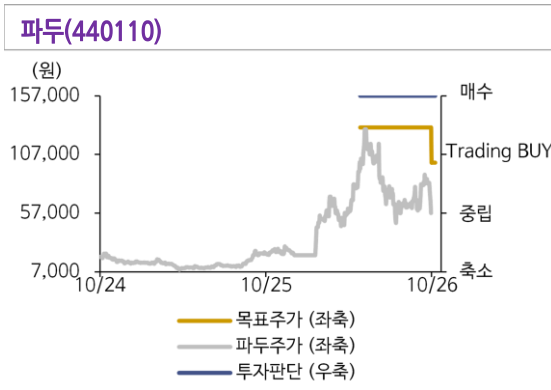
12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	43.5	92.4	395.1	613.2	838.4
증감률 (%)	93.6	112.4	327.5	55.2	36.7
매출원가	37.7	48.8	191.6	296.8	401.6
매출총이익	5.8	43.7	203.5	316.4	436.8
매출총이익률 (%)	13.3	47.2	51.5	51.6	52.1
판매관리비	100.8	109.1	116.6	134.0	153.9
영업이익	(95.0)	(65.5)	86.9	182.4	282.9
증감률 (%)	적지	적지	흑전	109.9	55.1
영업이익률 (%)	(218.5)	(70.8)	22.0	29.7	33.7
영업외손익	3.6	(10.2)	(70.1)	(2.9)	0.9
금융손익	2.8	(12.5)	(71.8)	(3.8)	(0.6)
기타영업외손익	0.8	2.3	1.8	0.9	1.5
중소 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	(91.5)	(75.7)	16.8	179.5	283.8
법인세비용	0.0	0.5	0.5	8.4	23.0
계속사업이익	(91.5)	(76.2)	16.3	171.1	260.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(91.5)	(76.2)	16.3	171.1	260.8
증감률 (%)	적지	적지	흑전	948.2	52.5
순이익률 (%)	(210.4)	(82.5)	4.1	27.9	31.1
(지배주주)당기순이익	(90.6)	(75.6)	16.3	171.1	260.8
(비지배주주)당기순이익	(0.9)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(91.7)	(78.3)	16.3	171.1	260.8
(지배주주)총포괄이익	(91.0)	(77.6)	16.2	169.6	258.5
(비지배주주)총포괄이익	(0.7)	(0.7)	0.1	1.5	2.3
EBITDA	(83.6)	(54.7)	90.7	188.8	291.8
증감률 (%)	적지	적지	흑전	108.1	54.6
EBITDA 이익률 (%)	(192.1)	(59.2)	23.0	30.8	34.8

주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	(1,862)	(1,542)	326	3,414	5,205
EPS (지배순이익, 원)	(1,842)	(1,530)	326	3,414	5,205
BPS (자본총계, 원)	1,984	400	721	4,135	9,340
BPS (지배지분, 원)	1,946	390	711	4,125	9,330
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	-	-	202.9	19.4	12.7
PER (지배순이익, 배)	-	-	202.9	19.4	12.7
PBR (자본총계, 배)	7.6	53.1	91.9	16.0	7.1
PBR (지배지분, 배)	7.7	54.5	93.1	16.0	7.1
EV/EBITDA (배)	-	-	36.2	16.5	9.8
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	(192.1)	(59.2)	23.0	30.8	34.8
영업이익률 (%)	(218.5)	(70.8)	22.0	29.7	33.7
순이익률 (%)	(210.4)	(82.5)	4.1	27.9	31.1
ROA (%)	(48.4)	(59.3)	6.0	28.1	25.3
ROE (지배순이익, %)	(64.5)	(131.1)	59.4	141.2	77.4
ROIC (%)	(166.6)	(142.3)	272.4	350.8	365.3
안정성					
부채비율 (%)	37.2	518.5	1,065.9	284.0	170.6
순차입금비율 (%)	(23.6)	(9.9)	(97.6)	(100.4)	(100.8)
현금비율 (%)	103.4	45.3	44.1	73.1	99.9
이자보상배율 (배)	(36.0)	(32.0)	17.1	19.5	21.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	1.7	4.3	47.7	35.8	34.0
재고자산회수기간 (일)	204.7	143.2	100.3	133.7	140.7
매출채권회수기간 (일)	65.1	38.8	14.0	18.6	19.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2026년 05월 12일	매수	130,000	(38.5)	(1.3)
2026년 10월 16일	매수	100,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 허성규, 이채운)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY: 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 10월 14일 기준)

매수 (매수)	94.51%	Trading BUY (중립)	2.20%	중립 (중립)	3.30%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------