

마켓픽

반도체 이익률(P) 정점 우려 해소는 매출(Q) 성장이 필요

엔비디아 2024년 총이익률 정점 우려에 조정, 2025년 매출 성장 통해 2차 강세

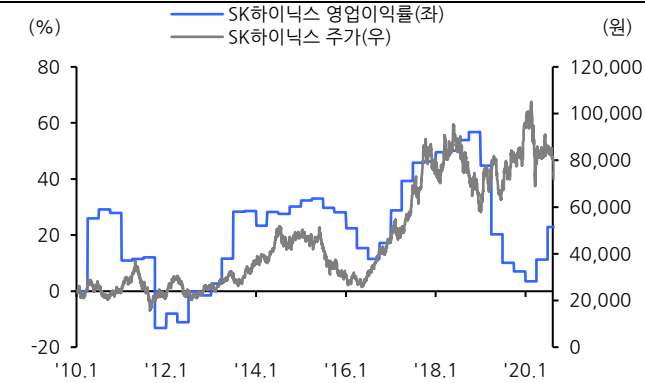
Strategist 김재승
jaeseung.kim@hmsec.com

국내 반도체 투자심리 악화 원인 중 하나로 메모리 장기공급계약(LTA) 확대 과정에서 이익률이 피크아웃 할 것이란 우려가 있다. 마이크론은 지난 6월 실적발표에서 메모리 수요의 견조한 성장, 구조적으로 제한된 메모리 공급, 메모리의 전략적 중요성 확대에 의해 고객과의 확약된 장기 메모리 공급 계약인 전략고객계약(Strategic Customer Agreements, SCA)을 도입하고 있다고 밝혔다. 마이크론의 전략고객계약(SCA)은 일정 물량 구매를 의무화하는 대신, 계약에 가격의 상하단을 설정하고 있다. 삼성전자도 2분기 실적발표 컨퍼런스콜에서 다년 계약 물량이 중장기 생산 계획상 메모리 생산 능력의 60~70%에 이를 것으로 전망했다. 다만 장기공급계약(LTA)은 불황기에 실적 하단을 지지해 반도체 업종의 이익 사이클을 완화시킬 수 있지만, 메모리 공급 부족에 메모리 가격이 급등해도 실제 판매가격이 시장가격 상승폭을 따라가지 못해 평균판매가격(ASP)의 상승을 제한하고, 반도체 업종의 이익률(Margin)이 더 이상 늘지 못할 것이란 우려를 야기하고 있다.

반도체 업종 주가는 이익률의 방향성을 선반영한다. 반도체 업종은 가격과 공급 사이클에 따라 이익이 크게 변동하는 대표적인 사이클 산업이다. 사이클 산업 특성상 반도체 업종은 현재의 절대 이익 수준보다 이익과 이익률의 변화에 더 민감하게 반응한다. 그러므로 영업이익률 고점과 주가의 고점이 함께하는 경향이 있다(그림1). 국내 반도체 업종은 오는 2026년 하반기 영업이익률이 정점에 이를 것으로 전망되고 있다(그림2). 사상 최대 실적에도 불구하고 투자심리가 악화된 이유이다.

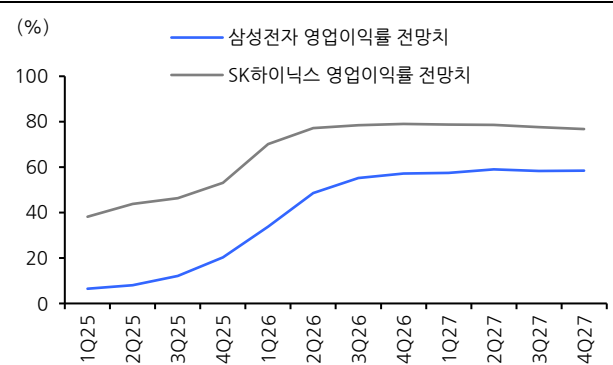
엔비디아도 2024년 마진 피크아웃 우려에 주가는 2025년 4월까지 조정을 보였다(그림3). 엔비디아는 2023년 이후 AI 혁명에 따른 GPU 수요 급등과 H100 공급 부족에 가격 결정력 강화되면서 2024년 1분기(2~4월) 총이익률(Gross Margin)이 78.4%까지 상승하며 주가는 강세를 보였다. 하지만, 총이익률은 이후 2분기 75.1%, 3분기 74.6%, 4분기 73.0% 연속 하락했고, 회사도 총이익률 가이던스를 하향 수정하자 수익성 확대가 정점을 통과했다는 우려가 커지면서 2024년 하반기부터 2025년까지 주가는 조정을 겪었다. 그러나 2025년 5월 이후 엔비디아 주가는 재차 강세 국면에 진입했다. 2차 강세장의 배경은 Blackwell을 중심으로 매출 성장이 본격화되었기 때문이다(그림4). 마진의 추가적인 상승이 없더라도 매출 성장에 총이익과 EPS가 증가하는 펀더멘털 장세가 2025~2026년 주가 강세를 이끈 것이다(그림5). 얼마를 남기는가(P)에서 얼마나 많이 파느냐(Q)로 시장의 관심도가 이동했다. 마진 성장이 멈춘 만큼 시장은 펀더멘털 개선 중심으로 반응하면서 밸류에이션은 점차 낮아졌다(그림6). 국내 반도체 업종도 마진 확대를 통한 주가 급등은 마무리 국면에 돌입했다. 이제 이익률을 유지한 채 매출(Q)이 계속해서 성장할 수 있을 것인지 확인이 필요한 시기이다. 장기공급계약(LTA)을 통해 마진율의 변동성을 낮추고, 생산량 증가 과정에서 매출과 이익 확대가 이어질 경우 국내 반도체 업종은 2차 강세가 나타날 수 있다.

〈그림 1〉 2010년대 하이닉스 이익률 피크는 주가 피크



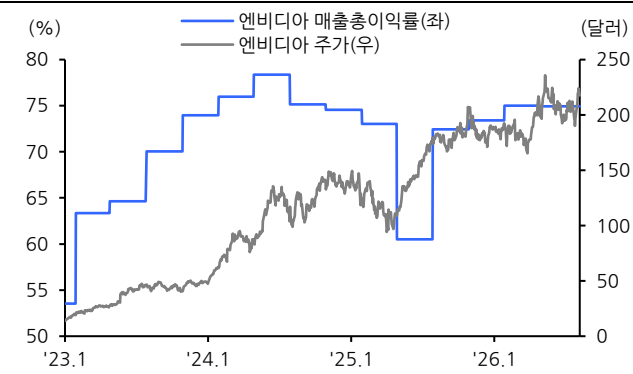
자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 2〉 삼성전자와 SK하이닉스 영업이익률 하반기 고점 전망



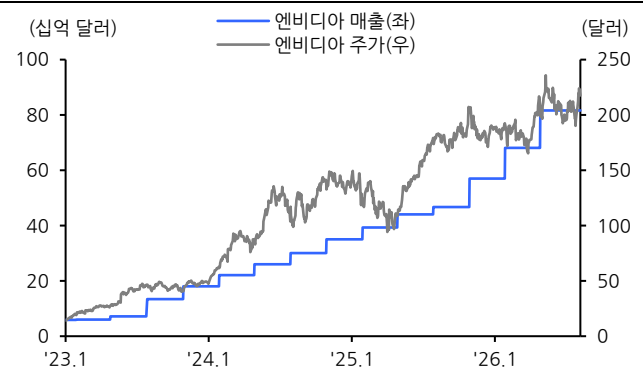
자료: 에프엔가이드, 현대차증권

〈그림 3〉 2024년 엔비디아 총이익률 피크아웃에 주가 조정



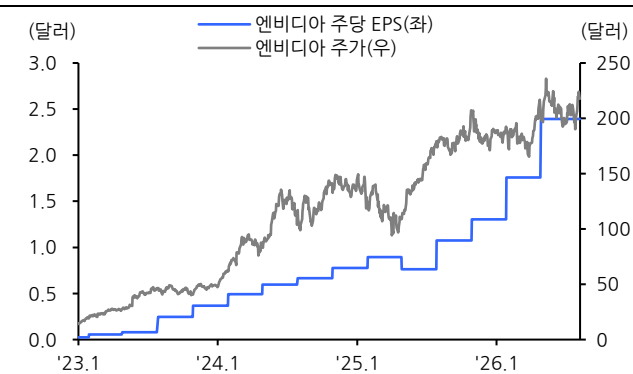
자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 4〉 2025년 이후에도 이어진 매출 확대가 주가 강세 야기



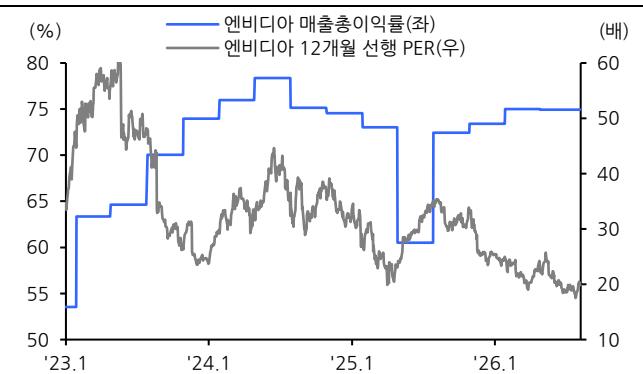
자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 5〉 매출 성장은 EPS 상승 이끌면서 펀더멘털 장세 시현



자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 6〉 마진 성장 종료 이후 PER은 지속적으로 낮아짐



자료: FACTSET, 현대차증권

▶ Compliance Notice

- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료 작성자 김재승의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

-
- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
 - 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.
 - 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
-