

[마벨 테크놀로지 27Q2 Review] 데이터센터 재가속, 마진은 숙제, 투자의견 매수 유지



26.08.27 · AI Engineer 조재운 jaeun.jo@daishin.com

핵심 요약

- 매출 27.39 억달러, DC +46%로 순차 13.3% 가속
- FY27 120 억·FY28 180 억달러, 다섯 번째 상향
- 3 분기 총마진 58.0% 가이드선으로 90bp 후퇴

마벨 테크놀로지가 27 회계연도 2 분기 매출 **27.4 억 미국 달러**를 기록했다. 전년 동기 대비 37%, 전분기 대비 13.3% 늘어난 분기 최고치다. 발표 직전 시장 평균 전망(컨센서스) 27.2 억 달러를 0.74% 웃돌았고, 경상 주당순이익도 전망치 0.93 달러를 0.76% 상회했다. 소폭 상회 자체는 이 회사의 통상 패턴이지만, 순차 성장률이 3.4% → 7.0% → 9.0% → 13.3%로 네 분기 연속 가팔라진 점이 이번 분기의 실체다.

성장은 데이터센터 한 축이 만들었다. 데이터센터 매출 21.7 억 달러는 전년 대비 46% 늘었고, 전분기 대비 증가액 3.21 억 달러 전액이 이 부문에서 나왔다. 매출 비중은 75.7%에서 79.3%로 올라갔다. 경영진은 "2028 회계연도 데이터센터 매출이 전년 대비 60% 넘게 성장할 것"이라며 커스텀 실리콘에 대해서도 "2028 회계연도에 전년 대비 두 배 이상 성장하고 2029 회계연도에는 성장이 크게 빨라질 것"이라고 밝혔다. 연간 프리미엄도 다섯 번째로 올랐다. 27 회계연도 약 120 억 달러, 28 회계연도 약 180 억 달러로, 5 월 제시치(115 억·165 억) 대비 각각 5 억·15 억 달러 상향이다. 직전 분기까지 컨센서스가 회사 전망을 앞질러 상향 여지가 사라졌던 구도가 한 분기 만에 뒤집혔다.

수익성은 방향이 바뀌었으나 확정된 반전은 아니다. 경상 영업이익률 36.6%는 36.3% → 35.7% → 35.0%로 세 분기 밀린 뒤 첫 반등이고, 경상 매출총이익률 58.9%는 전분기와 동일해 하락이 멈췄다. 매출이 13.3% 늘 때 경상 영업비용은 5.9% 증가에 그쳐 영업 레버리지가 살아났다. 문제는 3 분기 전망이다. 회사가 제시한 경상 매출총이익률 57.5~58.5%는 이번 분기 실적 대비 약 0.9%p 낮다. 커스텀 비중 확대에 따른 제품 믹스 희석이 주된 요인으로 보이며, 엔비디아가 메모리·부품 원가를 이유로 총마진 전망을 낮춘 것도 같은 방향의 참고 신호다.

컨퍼런스 콜의 질문 성격이 바뀐 점도 기록해 둘 만하다. 여러 분기 이어진 우려는 "전망이 과한 것 아닌가"였는데, 이번엔 JP 모건 하란 서가 누적 1,200 억 달러 규모 구글 프로그램이 28 회계연도 전망에 왜 더 반영되지 않았는지를 물었다.뱅크오브아메리카 비벡 아리아 역시 보수적 가정을 전제로 또 다른 대형 커스텀 칩 프로그램의 규모를 캐물었다. 회의의 방향이 낙관 검증에서 보수성 검증으로 이동했다. 회사는 27 회계연도 중 약 10 억 달러 규모의 공급사 선지급을 계획대로 집행 중이라고 밝혀, 확보 용량의 실체를 묻던 이전 질문에 진행 상황으로 답했다.

펀더멘털은 **강함**이다. 성장 재가속과 영업 레버리지 회복이 동시에 나타났고, 잉여현금흐름 4.79 억 달러로 현금창출도 유지됐다. 밸류에이션은 **비쌈**이다. 향후 12 개월 예상 주가수익비율 45.7 배는 5 년 평균 30.0 배 대비 약 52% 할증이고, 주가는 발표 직전 1 개월간 40.5% 올라 기대가 상당 부분 반영됐다. 투자의견은 **매수**를



유지한다(확신도 중간). 연간 전망이 컨센서스를 다시 앞질러 추정치 상향 여지가 복원된 것은 분명한 상방이지만, 총마진 후퇴와 선반영된 주가가 단기 상승폭을 제한할 가능성이 있어 확신도를 올리지는 않는다.

항목	이번 분기 실적	시장 전망(컨센서스)	실적 vs 시장	회사 전망(가이드)
매출	27.4 억 달러	27.2 억 달러	+1.0%	25.65~28.4 억 달러 → 상회
영업이익(경상)	약 10 억 달러	9.94 억 달러	+0.6%	—
경상 주당순이익	0.94 달러	0.93 달러	+1.7%	—
순이익(GAAP)	3.08 억 달러	—	—	2.93~3.84 억 달러 → 부합
데이터센터 매출	21.7 억 달러 (전년비 +46%)	—	—	28 회계연도 +60% 이상
잉여현금흐름	4.79 억 달러	—	—	자본지출 1.27 억 달러
다음 분기 매출	—	30.4 억 달러	—	31.5 억 달러 ±5% → 상회
연간 매출(27 회계연도)	—	116 억 달러	—	약 120 억 달러 → 상회

이번 분기 실적 (컨센서스 대비)

항목	26 Q2	27 Q1	27 Q2 컨센	27 Q2 실적	27 Q2 서프라이즈	27 Q3(E)
매출	2.01	2.42	2.71	2.74	+1.03%	3.03
순이익	0.59	0.72	0.85	0.87	+1.67%	0.99
EPS	0.67	0.80	0.92	0.94	+1.70%	1.07

서프라이즈 = (실적-컨센)/컨센 · 단위: 십억 USD (EPS 제외) · 출처: LSEG I/B/E/S

※ 투자자의견 체계 — 적극 매수 > 매수 > 중립 > 비중축소 > 매도 5 단계. 하우스 뷰의 방향(강세·중립·약세)과 확신도(높음·중간·낮음)를 결합해 부여하며, 목표주가 대비 기대수익률을 기준으로 산정한 등급이 아니다. 상향·유지·하향은 같은 종목 직전 발간물의 등급과 비교한 결과다.

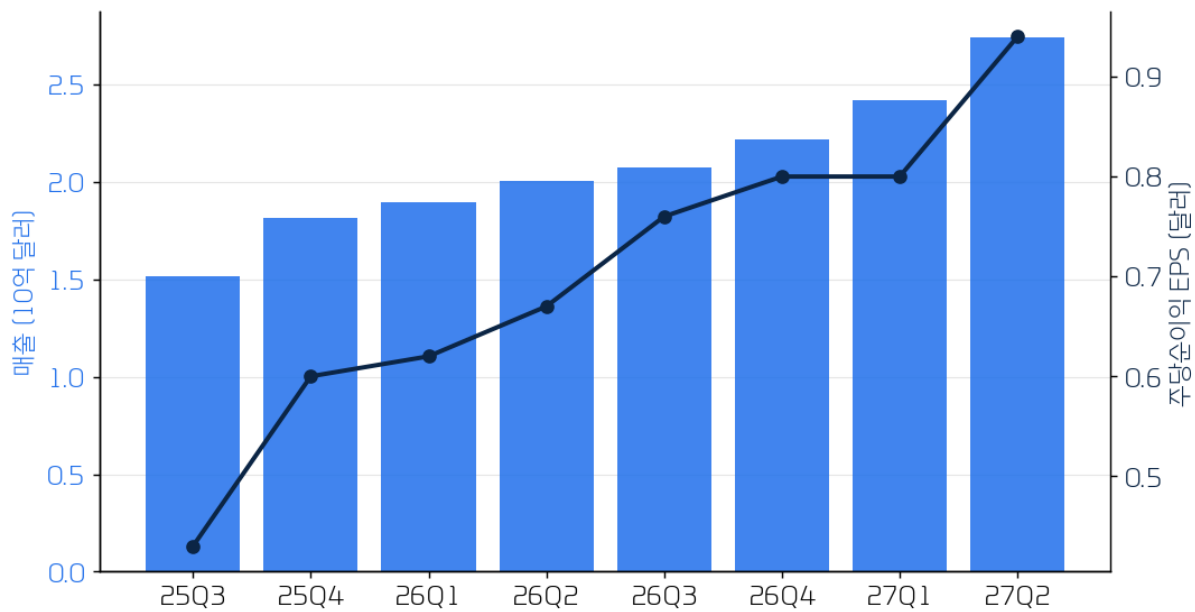
재무 요약 (I/B/E/S 컨센서스)

항목	FY Jan-25	FY Jan-26	FY Jan-27 (E)	FY Jan-28 (E)	FY Jan-29 (E)
매출 (Revenue)	5.77	8.19	11.55	16.89	23.90
↳ 증가율	4.71%	42.09%	40.96%	46.17%	41.55%
매출총이익	3.52	4.87	6.70	9.50	13.26
↳ 마진	61.04%	59.45%	57.97%	56.26%	55.49%
EBITDA	1.97	3.24	4.43	6.88	10.36
↳ 마진	34.14%	39.53%	38.32%	40.74%	43.36%
영업이익 (EBIT)	1.66	2.89	4.26	6.56	9.56
↳ 마진	28.86%	35.28%	36.90%	38.83%	40.00%
순이익	1.38	2.47	3.61	5.71	8.64
↳ 마진	23.88%	30.09%	31.23%	33.79%	36.17%
EPS	1.57	2.84	4.07	6.29	9.28
↳ 증가율	3.97%	80.89%	43.28%	54.48%	47.70%
잉여현금흐름 (FCF)	1.39	0.71	2.74	4.08	5.91
P/E	—	25.7x	59.3x	38.4x	26.0x

자료: LSEG, 대신증권 Research Center

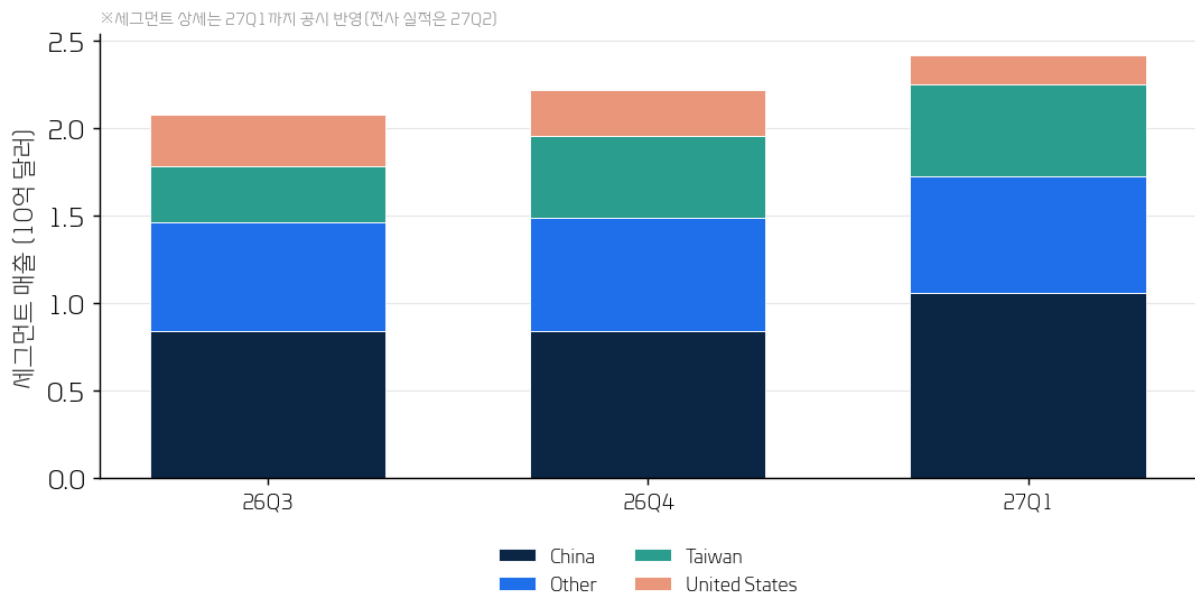
주: 증가율은 YoY, 단위는 십억 USD

분기 매출·주당순이익(EPS) 추이



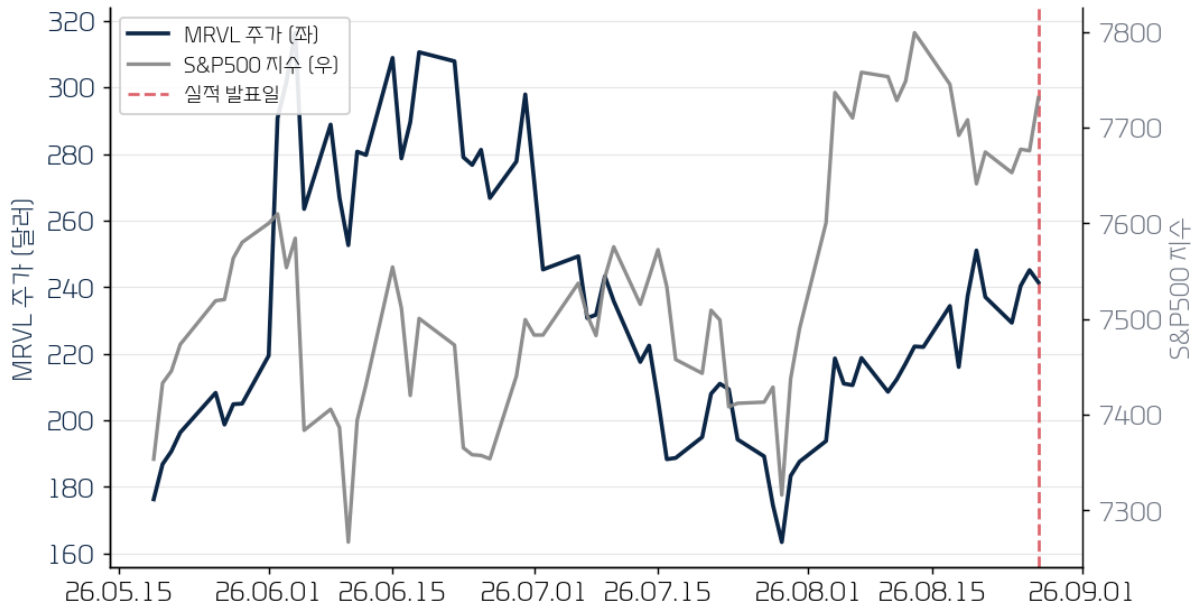
자료: 각사, LSEG, Factset, 대신증권 Research Center

세그먼트 매출 구성(사업부/지역)



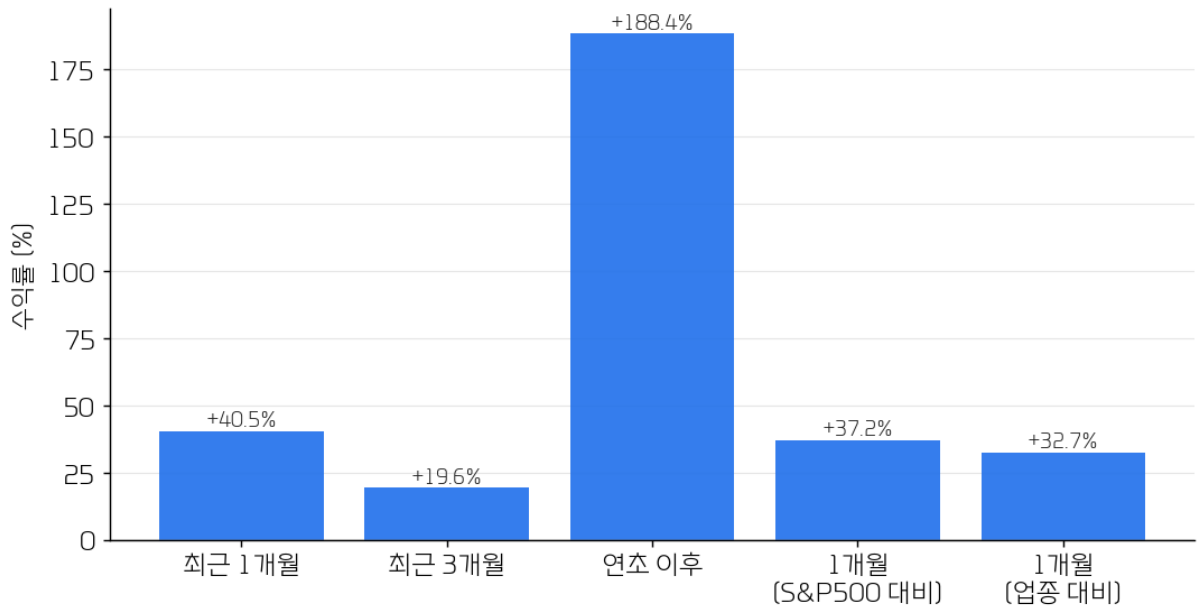
자료: 각사, LSEG, Factset, 대신증권 Research Center

실적 발표 전후 주가 추이



자료: 각사, LSEG, Factset, 대신증권 Research Center

수익률 (절대·시장/업종 대비)



자료: 각사, LSEG, Factset, 대신증권 Research Center

6 대 팩터 점수



자료: 각사, LSEG, Factset, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 본 자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 정보를 제공할 목적으로 인공지능(AI) 기술을 활용하여 생성되었으며, 투자권유를 목적으로 하지 않습니다. AI 생성 특성상 오류가 포함될 수 있습니다.
- AI가 생성한 본 자료의 내용은 금융투자분석사가 최종 검수하였으나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다.