



슈퍼 마이크로 컴퓨터 (SMCI.US)

질적 전환을 위한 과도기

- 외형 성장은 견조하나 운전자본 부담과 CFO 적자가 가속을 제약
- DCBBS 턴키 및 엔터프라이즈 확장을 통한 마진 방어와 체질 개선
- 리레이팅의 핵심 조건은 현금흐름 흑자 전환과 마진 변동성 축소

AI 서버 제조를 넘어 수랭식 냉각·인프라 일체형 공급사로 확장

슈퍼 마이크로 컴퓨터(SMCI)는 엔터프라이즈 및 대규모 데이터센터용 고성능 서버 시스템을 전문으로 제조하는 글로벌 IT 하드웨어 기업이다. 독자적인 모듈형 빌딩 블록(BBS) 아키텍처를 바탕으로 엔비디아, AMD, 인텔의 차세대 가속기 및 CPU를 탑재한 고성능 서버를 업계에서 가장 빠르게 시장에 출시하는 것을 목표로 한다. 최근에는 단순 서버 단품 조립을 넘어 직접 액체냉각(DLC) 장치, 800G/1.6T 초고속 스위치, 전력 셸프, 원격 관리 소프트웨어까지 랙 단위로 일괄 구축하는 일체형 패키지(DCBBS) 솔루션으로 사업 영역을 확장 중이다.

FY4Q26 실적: 마진 서프라이즈와 사상 최대 가이던스

분기 매출액은 \$11.12B(+93.2% YoY, +9.0% QoQ)로, 고객사 전력망 및 냉각 인프라 구축 지연에 따른 출하 지연 영향으로 가이던스 하단에 머물렀다. 잠정실적(GPM 15~17%) 선공시(7/21) 이후 확정된 Non-GAAP GPM은 17.6%(+750bps QoQ), 희석 EPS는 \$1.70를 기록했다. 고마진 엔터프라이즈 비중 급증(28%→50%) 등 고객·제품 믹스 효과가 마진 개선의 약 75%를 견인했고, 관세 부담 완화와 재고평가손실 축소가 나머지 25%를 뒷받침했다. 다만 사측은 1Q27 GPM을 10.4~10.8%로 제시, 마진 되돌림을 예고했다. FY27 연간 매출 가이던스 \$65B~\$72B(+66~84% YoY)는 컨센서스(\$67.1B)에 부합하나, EPS 컨센서스 증가율은 +18.2%로 매출의 1/3에 그칠 것으로 예상된다.

밸류에이션: 저평가 매력과 지배구조·마진 리스크의 상존

12M Fwd P/E는 8.3 배, EV/EBITDA는 4.6 배로 5년 평균(13.8 배, 10.1 배) 대비 각각 40%, 54% 할인 중으로, 순수 조립업체인 대만 ODM(11~12 배)보다도 낮은 수준이다. 이러한 밸류에이션 할인의 본질은 취약한 현금 창출력에 있다. FY26 영업현금흐름(CFO)은 재고자산(+176% YoY)과 매출채권 급증 탓에 -\$6.8B로 대규모 적자를 기록하며 P/CF 산출조차 불가능한 상태다. 아울러 회계 불확실성은 일부 완화되었으나, 감사인(BDO)의 3년 연속 내부회계관리제도(ICFR) 부적정 의견 등은 여전히 주가 배수를 억누르는 요인이다. 결국 영업현금흐름의 흑자 전환과 분기 GPM 변동성(FY26 밴드 6.4%~17.6%) 축소가 확인되어야 본격적인 멀티플 리레이팅이 가능할 것으로 판단한다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.09.02): \$37.00

목표주가 컨센서스: \$43.89

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유	매도
30%	52%	17%

Stock Data

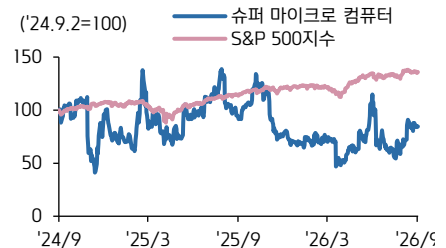
산업분류	기술 하드웨어, 스토리
S&P 500 (09/02)	7,666.60
현재주가/목표주가	37 / 43.89
52주 최고/최저 (\$)	58.78 / 19.48
시가총액 (백만\$)	24,308
유통주식 수 (백만)	657
일평균거래량 (3M)	56,402,418

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY25	FY26	FY27E	FY28E
매출액	21,972	39,063	67,050	80,783
영업이익	1,567	3,183	5,138	6,213
OPM(%)	7.1	8.1	7.7	7.7
순이익	1,316	2,586	3,461	4,301
EPS	2.06	3.63	4.29	5.37
증가율(%)	-6.7	76.2	18.2	25.0
PER(배)	28.6	9.0	8.6	6.9
PBR(배)	4.6	1.3	1.5	1.2
ROE(%)	17.9	21.3	21.4	21.9
배당수익률(%)	-	-	0.0	0.0

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	26.4	29.2	20.6	-7.7
S&P Index	12.0	0.9	12.5	18.9



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치 주) Non-GAAP 기준

SMCI 사업 개요 및 매출 분석

(고객군 기반 매출 분류) SMCI는 고객군에 따라 ① 'OEM 어플라이언스 & 대형 데이터센터(OEM Appliance & Large Data Center)'와 ② '엔터프라이즈 & 채널(Enterprise & Channel)'로 매출을 구분해 설명한다. 전자는 대형 CSP·네오클라우드(Neocloud)형 AI 가속 서버와 랙 스케일 클러스터로 FY26 매출의 69%(\$27.0B, YoY +104%)를 차지하며 외형 성장을 견인했고, 후자는 기업·채널 대상 고효율 컴퓨팅·스토리지·네트워킹 인프라로 31%(\$12.1B, YoY +39%)를 기록했다. 경영진은 고가 GPU 비중이 높은 전자의 수익성이 낮고 CPU·스토리지 중심인 후자가 높다 언급한 바 있다. 통상 7:3이던 비중이 4Q26에 5:5까지 좁혀진 것이 이번 분기 GPM 급등(17.6%)의 원인이라 해석된다.

(지역별 매출 비중 및 생산 거점) 지역별로는 북미 쏠림이 뚜렷하다. 선적지 기준 공시(10-Q)상 미국 비중은 9M FY25 67.0%에서 9M FY26 70.8%로 확대됐고 4Q26 에는 71%에 달했다. 같은 분기 아시아 매출은 YoY 반토막(-50%)이 났으나 회사는 지역별 변동 사유를 설명하지 않았다. 반면 생산 거점은 미국(실리콘밸리), 대만, 말레이시아, 네덜란드 4 개국에 분산돼 있으며, 월 6,000 대 이상(액체냉각 3,000 대 이상 포함)의 랙 생산능력 확충을 추진 중이다.

(고객 구조) 다변화와 집중이 공존한다. 연 매출 \$1B 이상 고객은 네오클라우드·CSP·엔터프라이즈 유입으로 FY25 4 개사에서 FY26 9 개사로 늘었으나, FY26 단일 최대 고객(데이터센터/CSP, 고객명 비공개) 비중은 28%에 달한다. 특히 10-Q 상 9M FY26 최대 고객 비중이 38.5%였던 점을 감안하면, 연간 28%로의 하락은 4Q 들어 해당 고객향 출하가 급감했음을 시사한다. 양자가 동일 고객이라면 4Q 기여는 분기 매출의 1.6% 수준에 그친 것으로 추산된다.

사업 구조와 FY27 가이던스: 외형 성장을 제약하는 운전자본 부담

(조립 중심 사업 구조와 현금전환주기(CCC) 악화) SMCI는 고성능 서버 조립·시스템 통합 업체로 연간 설비투자(CapEx)는 매출 대비 0.41%에 불과한 반면, 총자산의 63%가 재고와 매출채권에 묶여 있으며 투자자본의 96%가 운전자본으로 구성된다. 특히 특정 부품 공급사(매입 비중 63.1%)와 단일 대형 고객(매출 비중 28%)에 대한 양방향 집중 구조로 인해 결제 협상력이 제한적이다. 4Q26 기준 매출채권 회수기간(DSO)은 85 일에서 59 일로 개선된 반면, 매입채무 결제기간(DPO)이 29 일로 급격히 단축되고 재고보유기간(DIO)이 119 일까지 늘어나며 현금전환주기(CCC)는 149 일(전분기 대비 +43 일)로 악화되었다. 자금 부담의 근원이 판매처가 아닌 매입과 재고에 있다는 의미다.

(가파른 성장세 속 영업현금흐름(CFO) 적자 전환) 이러한 구조로 인해 외형 성장과 현금 창출력 간의 극심한 괴리가 발생했다. FY26 매출액은 77.8% 급증했으나, 영업현금흐름(CFO)은 재고(\$12.9B, +176% YoY) 및 매출채권의 선행적 급증 탓에 -\$6.8B 로 대규모 적자 전환했다. 부족한 유동성은 유상증자(\$5.6B)와 순차입(\$3.9B) 등 총 \$9.5B 의 외부 자금 조달로 충당했다. 그 결과 연간 이자비용이 \$194.6M 으로 전년 대비 3.3 배 늘었고, 대규모 주식 및 전환우선주 발행에 따른 주당가치 희석 부담이 가중되었다.

(FY27 가이던스 달성의 핵심 변수: 수요가 아닌 자금 회전력) FY27 매출 가이던스(\$65B~\$72B)의 관건은 AI 수요 확보가 아닌 운전자본 관리 체력이다. 연간 GM 이 FY24 13.8%에서 FY26 10.8%로 2 년 연속 하락한 데서 보듯 외형 확대는 마진 희석을 동반해왔다. 4 분기 신규 수주(\$60B 돌파)로 수요 가시성은 충분하나, 현재의 운전자본 강도가 유지될 경우 매출 \$68.5B 달성에만 약 \$12.7B 의 추가 자금이 소요된다. 주요 리볼빙 한도가 거의 소진된 가운데 즉시 가용 유동성이 \$9.4B 수준인 점을 감안하면, 추가적인 지분 희석이나 차입 없이 성장하기 위해서는 CCC 단축이 필수적이다. 결국 마진 방어뿐만 아니라 매입 의존도 완화와 재고 회전을 개선을 동시에 이끌 수 있는 DCBBS 턴키 전환과 엔터프라이즈 믹스 확대의 실질적 성과가 지속 가능한 성장의 전제 조건이다.

투자포인트: 마진 방어와 운전자본 개선을 이끌 세 가지 구조적 축

1. DCBBS 턴키 솔루션: 부품 매입 의존도를 낮추는 구조적 해결책

DCBBS(Data Center Building Block Solutions)는 고성능 서버뿐 아니라 랙 시스템, 랙 내부 냉각분배장치(In-Rack CDU, 250kW), 수랭 도어(Chilled Door, 50~80kW), 냉각탑(Cooling Tower, 1~50MW), 전력 셸프(Power Shelf, 33kW), 배터리 백업(BBU), 400G/800G 스위치, 통합 관리 소프트웨어(SuperCloud Composer·Director), 그리고 현장 배포 및 유지보수 서비스까지 랙 단위로 일괄 공급하는 턴키 패키지다. 이는 단순한 마케팅 수식어가 아닌, 자체 설계 및 패키징 비중을 늘려 특정 핵심 공급사에 대한 극단적인 매입 의존도(FY26 기준 63.1%)를 낮추고 마진율이 높은 자체 부가가치 영역을 내재화하려는 구조적 시도로 해석해야 한다.

다만 현시점에서 가시적인 실적 기여도는 아직 초기 단계에 머물러 있다. 서비스 및 소프트웨어 부문 매출은 9M FY26 누적 기준 \$368.5M(+50.7% YoY)으로 높은 성장률을 기록했으나, 전사 매출 대비 비중은 1.3%에 불과하다. 사측이 과거 제시했던 'FY26 총이익(Gross Profit) 기여도 20%' 목표의 달성 여부 역시 세부 손익이 공개되지 않아 정량적 검증이 불가능한 상태다. **향후 DCBBS 관련 정량 공시가 이뤄질 경우 그 이익 기여도가 동사의 사업 체질 개선을 판단하는 핵심 관전 포인트다.**

2. 엔터프라이즈·채널 확장: 마진과 운전자본의 동시 개선

엔터프라이즈 및 채널(Enterprise & Channel) 부문 매출 비중은 4Q26 기준 28%에서 50%로 급증했다(YoY +172%, QoQ +98%). 해당 부문의 확장이 중요한 이유는 단순한 매출 다변화를 넘어 수익성(마진)과 운전자본 회전력을 동시에 개선하는 구조적 레버리지로 작용하기 때문이다. 경영진이 언급했듯 범용 CPU 서버, 스토리지, IoT 등은 고가 GPU 랙 대비 마진율이 높다. 또한 다변화된 엔터프라이즈 고객 기반은 소수 대형 CSP 대비 대금 결제 조건 측면에서 상대적으로 유리할 여지가 있다.

실제로 연간 매출 \$1B 이상의 대형 고객 수가 FY25 4 개사에서 FY26 9 개사로 확대되었고, **최고수익책임자(CRO)와 최고비즈니스책임자(CBO) 선임**을 통해 영업 조직을 단순 단품 납품에서 솔루션 판매 중심으로 재편했다. 여기에 2026 년 10 월부터 시스코(CSCO)의 'Secure AI Factory' 채널 파트너십을 통해 제품 공급을 시작하는 점도 기업 고객 침투를 뒷받침한다.

관건은 이러한 성장세의 지속 가능성이다. 4 분기의 비중 급등(50%)에는 대형 프로젝트 출하 지연이라는 일회성 요인이 섞여 있었던 만큼, 향후 대형 AI 가속기 매출 비중이 다시 80%대로 복귀하는 국면에서도 엔터프라이즈 부문의 절대적인 매출 규모가 견조하게 유지·확대되는지가 실질적인 체질 개선을 입증하는 핵심 검증 지표가 될 것이다.

3. 모듈형 빌딩 블록(BBS): 신규 칩 적시 출시와 재고 리스크 방어의 이중 효과

동사의 독자적인 모듈형 빌딩 블록(BBS) 아키텍처는 신규 실리콘 플랫폼에 대한 기민한 시장 대응력(First-to-Market)과 재고 진부화 리스크 방어라는 두 가지 핵심 경쟁력을 제공한다. 이를 바탕으로 동사는 **엔비디아 GB300 NVL72, HGX B300, B200 NVL4, RTX 6000 Pro** 주력 라인업을 양산하는 동시에 차세대 루빈(Vera Rubin) 시스템을 준비 중이다. 나아가 AMD(MI450/Helios)와 인텔(Xeon 6+) 플랫폼까지 **멀티 실리콘 포트폴리오**를 병행 전개하고 있다.

특히 주목할 점은 모듈형 구조가 제공하는 재고 관리상의 완충력이다. 주요 서브시스템이 제품군 및 세대 간 높은 호환성을 갖도록 설계되어 있어, 가속기 세대 교체 국면에서도 재고 진부화(Obsolescence) 부담을 낮출 수 있다. 현재 동사의 재고 자산이 \$12.9B(완제품 비중 73%)까지 급증하고 향후 12 개월간 취소불가 매입약정이 \$10.1B 에 달하는 상황을 감안할 때 이는 실질적인 방어 기제다. 다만 CFO 역시 세대 전환에 따른 재고 보유 리스크 자체는 존재한다고 인정한 만큼, 완충 장치이지 해소 수단은 아니다.

글로벌 생산 인프라 역시 이러한 강점을 뒷받침한다. 미국, 대만, 말레이시아, 네덜란드의 4 개국 생산 체제를 통해 월 6,000 대 이상(수랭식 3,000 대 이상 포함)의 랙 양산 캐파를 구축 중이다. 특히 실리콘밸리 중심의 미국 내 생산 역량은 무역 관세 국면에서 원가 측면의 이점으로 작용하며, 신속한 납기가 요구되는 사우디아라비아·UAE 등 중동 소버린 AI(Sovereign AI) 프로젝트에서도 뒷받침 요인으로 거론된다.

리스크 요인: 기업 고유 리스크와 인프라 병목 중심의 불확실성

동사의 리스크는 매크로 변수보다 기업 고유의 구조적 요인에 집중되어 있다. 감사인(BDO)의 3년 연속 내부회계관리제도(ICFR) 부적정 의견과 미 정부의 수출통제 조사가 진행 중인 가운데, 단일 공급사 매입(63.1%)과 단일 고객 매출(28%)의 양방향 집중 구조로 인해 단가 및 결제 협상력이 제한적이다. 또한 악화된 현금전환주기(CCC 149 일)와 리볼빙 한도 소진으로 외형 확대 과정에서 추가적인 지분 희석이나 이자비용 증가가 불가피하며, 극심한 분기 GPM 변동성(6.4%~17.6%)도 실적 가시성을 제약한다.

산업 및 매크로 측면에서는 고객사 현장의 전력·수랭 배관 인프라 지연에 따른 출하 지연이 재발할 수 있으며, 가속기 세대 교체 주기 단축 시 대규모 재고(\$12.9B, 완제품 73%)와 취소불가 매입약정(\$10.1B)의 평가손실 위험이 확대된다. 아울러 4분기 마진에 기여했던 관세 완화 효과의 소멸 가능성과 서버용 메모리 가격 상승에 따른 원가 부담 역시 지속적인 모니터링 변수다.

슈퍼 마이크로 컴퓨터 FY4Q26 ('26.04.01~06.30)

구분	FY4Q26	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY4Q25	성장률	FY3Q26	성장률
매출액	11,120	11,264	-1.3%	5,757	93.2%	10,243	8.6%
영업이익	1,595	1,447	10.2%	312	411.1%	752	112.1%
영업이익률(%)	14.3	12.8	1.5	5.4	8.9	7.3	7.0
순이익	1,225	1,141	7.4%	261	369.9%	581	111.0%
EPS (USD)	1.70	1.59	6.8%	0.41	314.6%	0.84	102.4%

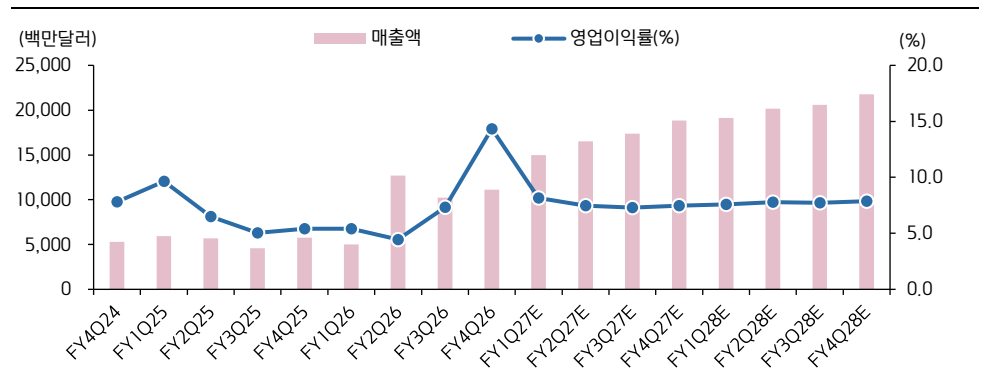
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-09-02 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

슈퍼 마이크로 컴퓨터 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 USD)	FY1Q27	YoY 성장률	FY2Q27	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률	FY28	YoY 성장률
매출액	14,986	198.7%	16,532	30.4%	67,050	71.6%	80,783	20.5%
영업이익	1,224	351.1%	1,235	118.6%	5,138	61.4%	6,213	20.9%
영업이익률(%)	8.2	2.8	7.5	3.0	7.7	-0.5	7.7	0.0
순이익	827	244.9%	836	71.8%	3,461	33.8%	4,301	24.3%
EPS (USD)	1.05	198.6%	1.04	51.0%	4.29	18.2%	5.37	25.0%

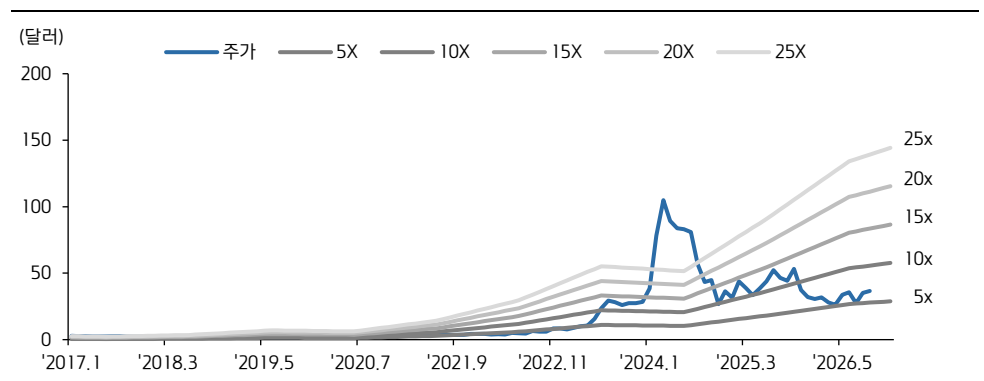
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-09-02 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

슈퍼 마이크로 컴퓨터 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-09-02 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

슈퍼 마이크로 컴퓨터 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-09-02 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

슈퍼 마이크로 컴퓨터 상세실적표

(백만 달러)	FY4Q25	FY3Q26	FY4Q26	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	5,757	10,243	11,120	93.2	8.6
매출원가	5,213	9,224	9,177	76	-0.5
매출총이익	544	1,019	1,943	257	90.7
매출총이익률	9.5%	9.9%	17.5%	+8.0%p	+7.5%p
영업비용	316	393	455	44	15.7
연구개발비 (R&D)	183	216	201	10	-6.6
판매·마케팅비 (S&M)	65	90	142	119.5	58.7
일반관리비 (G&A)	68	88	111	63.8	26.6
영업이익	228	626	1,488	551.5	137.8
영업이익률	4.0%	6.1%	13.4%	+9.4%p	+7.3%p
기타영업외손익	-12	4	22	흑전	435.1
이자수익	28	45	39	37.6	-14
이자비용	22	64	80	258.1	23.8
세전이익	223	611	1,470	559.8	140.5
법인세비용	19	127	290		
유효세율	8.7%	20.8%	19.7%	+11.1%p	-1.0%p
지분법손익	-8.26	-0.70	-1.19	적지	적지
순이익	195	483	1,178	503.7	143.7
순이익률	3.4%	4.7%	10.6%	+7.2%p	+5.9%p
우선주 배당	0.00	0.00	-13.09		
보통주 귀속 순이익	195	483	1,165	497	141
회석 EPS (\$)	0.31	0.72	1.62	422.6	125
기본 EPS (\$)	0.33	0.81	1.83	454.5	125.9
회석 가중평균주식수 (백만주)	625	692	705	12.9	1.9
기본 가중평균주식수 (백만주)	598	600	613	2.7	2.2
[Non-GAAP]					
매출총이익	551	1,030	1,952	254.2	89.4
매출총이익률	9.6%	10.1%	17.6%	+8.0%p	+7.5%p
영업비용	239	278	357	49.4	28.2
영업이익	312	752	1,595	411.1	112.1
영업이익률	5.4%	7.3%	14.3%	+8.9%p	+7.0%p
Adjusted EBITDA	332	814	1,669	402.6	105
EBITDA 마진	5.8%	7.9%	15.0%	+9.2%p	+7.1%p
순이익 (회석 기준)	261	598	1,225	369.9	104.7
조정 회석 EPS (\$)	0.41	0.84	1.70	314.6	102.4
회석 가중평균주식수 (백만주)	638	709	721	13	1.7

자료: 슈퍼 마이크로 컴퓨터, 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.