



시에나 (CIEN.US)

증명된 광 수요, 공급이 결정할 FY27 성장

- 견조한 수주잔고와 계약 기반 실적 하방 대비, Fwd PER은 1년래 최저 수준에 수렴
- 공급 병목 및 현금흐름 우려로 주가 급락했으나, 이는 실적 훼손이 아닌 옵션 소멸
- 공급 가시화와 Hyper-Rail 성과 확인 시, 배제된 성장 옵션의 리레이팅 기대

FY3Q26 실적: 핵심 부문 호조와 네 번째 가이드언스 상향

매출액은 \$1.67B 로 컨센서스를 2.3% 상회하며 가이드언스 최상단에 부합했다. Optical Networking(YoY +46%)이 3 개 분기 연속 40%대 고성장을 이어간 가운데, 직판 클라우드(+80% 이상), RLS·웨이브서버(+55% 이상), 인터커넥트(2 배 이상) 등이 외형 성장을 견인했다. 일회성 관세 환급 효과(약 70bp) 제외 Non-GAAP GPM 은 45.7%(QoQ +80bp), OPM 은 22.5% (가이드언스 19~20%), EPS 는 \$2.11(컨센서스 +22%)를 기록했다. 4Q 매출 가이드언스는 \$1.75B(YoY +29%, OPM 20%±50bp)로 제시됐으며, FY26 매출 가이드언스 역시 \$6.42B(YoY +35%)로 네 번째 상향 조정됐다. 아울러 FY27 예비 가이드언스(매출 최소 +30%, GPM 45~46% 이상, OPM 25~27%)는 EPS 약 \$12 수준을 가리켜 기존 컨센서스(\$9.61)를 약 25% 상회했다.

호실적에도 주가 반응이 냉담했던 이유

실적 발표 직후 주가는 10% 급락했다. 지난해 12 월부터 이어진 네 번째 '호실적 후 하락'이나, 이전이 단기 급등 후 눈높이 문제였다면 발표 직전 이미 고점 대비 44% 조정된 상태에서 발생한 이번은 공급 병목이 성장 상단을 제약한다는 인식에서 비롯됐다. 수주잔고 \$8.5B(연말 \$10B+ 전망)의 성장세로 보았을 때 전방 수요는 견고하다. 그러나 성장률이 공급망 CAPA 에 막혀 30%에 수렴하고, 분기 매출이 올해 처음 가이드언스 상단을 넘지 못하면서 40 배 안팎의 멀티플을 정당화하던 '추가 서프라이즈 여력'이 소진됐다는 판단에 빌미를 줬다. 이에 지속적인 이익 증가 속 디레이팅 국면이 심화됐으며, FQ4 GPM 가이드언스(45%, 3Q 실적 45.7%)의 소폭 후퇴 역시 마진 정점 우려를 자극했다.

공급망 확보에 수반된 현금흐름 부담 역시 매도 압력을 가중시켰다. 2029 년까지 부품을 확보하는 장기공급계약(LTA) 체결로 4 분기 영업현금흐름 둔화가 예고된 데다, 운전자본 부담으로 FCF 가 \$116M(전분기 \$219M)으로 축소됐고 재고평가충당금도 약 \$30M(당사 추정)으로 급증하는 등 현금 창출력 약화가 부각됐다. 다만 사측이 LTA 와 고객 커밋으로 공급 불확실성을 계약 기반으로 통제했음에도 시장은 이를 도리어 성장의 한계로 해석했다. 시장의 우려와 사측의 대응 간 시각 차이는 결국 향후 FY27 분기별 CAPA 램프업 속도에 따라 판가를 날 전망이다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.09.04): \$488.21

목표주가 컨센서스: \$584.42

▶ 투자 의견 컨센서스

매수 70%	보유 30%
-----------	-----------

Stock Data

산업분류	통신 장비
S&P 500 (09/04)	7,383.74
현재주가/목표주가	488.21 / 584.42
52주 최고/최저 (\$)	637.51 / 70.85
시가총액 (백만\$)	69,108
유통주식 수 (백만)	142
일평균거래량 (3M)	2,788,402

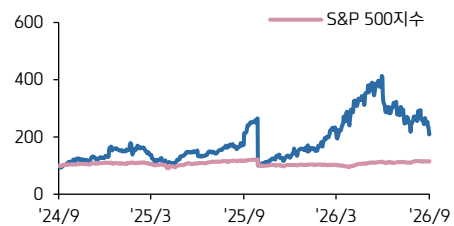
Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	4,015	4,770	6,333	8,044
영업이익	388	533	1,227	1,800
영업이익률 (%)	9.7	11.2	19.4	22.4
순이익	266	384	954	1,422
EPS	1.82	2.64	6.57	9.70
증가율(%)	-33.1	45.1	148.8	47.7
PER(배)	89.0	130.2	66.9	45.3
PBR(배)	3.2	9.8	19.6	14.5
ROE(%)	3.0	4.4	31.3	37.5
배당수익률(%)	-	-	-	-

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	87.9	-19.8	105.0	506.3
S&P Index	7.9	-0.2	8.0	23.0

('24.9.4=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 컨센서스는 2026-09-04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

밸류에이션: 실적 하방에 수렴한 주가, 옵션 가치의 회복을 기다릴 시점

CIEN 주가는 지난 6 월 고점 대비 49% 조정을 거쳤으나, 동기간 12M Fwd EPS 컨센서스는 \$7.8 에서 \$11.2 로 44% 상향됐다. 이에 따라 12M Fwd P/E 는 고점 81 배에서 29 배까지 급격히 압축됐다. 이는 2025 년 이후 평균(41 배)과 2025 년 초 수준(33 배)을 모두 밑도는 1 년래 최저치이며, FY27 가이드스 Floor EPS 기준으로는 26 배에 불과하다. 현 구간을 단순 저평가로 접근하기에 앞서, 멀티플 디레이팅(De-rating)을 촉발한 기저 요인에 대한 점검이 선행되어야 한다.

당사는 CIEN 의 기업가치를 '계약 기반의 실적 하방(Floor)'과 '과도한 우려로 소멸된 추가 성장 옵션(Option)'으로 구분한다. 실적 Floor 는 FY27 예비 가이드스(매출 \$8.3B 이상, OPM 25~27%)가 시사하는 EPS \$11.7~12.8(중간값 \$12.2, 당사 추산) 수준이다. 연말 기준 \$10B 를 상회할 수주잔고(대부분 FY27 납기)와 2029 년까지 확보된 핵심 부품 LTA, 고객사의 장기 구매 약정이 이를 뒷받침하고 있어 일반적인 가이드스 대비 하방 신뢰도가 높다. 발표 직후 시장 추정치 역시 이 수준에 빠르게 수렴했다. 다만 이는 예비 수치이며, 25~27%의 OPM 달성은 향후 판가 인상과 비용 통제라는 실행력에 달려 있다.

현재 주가(\$321, 9/4 기준)는 Floor EPS 기준 선행 P/E 26~27 배 수준에 그친다. 연간 30% 이상의 외형 성장과 25%를 상회하는 OPM 창출력에도 불구하고, 12M Fwd P/E 29 배는 SOX(28.7 배) 대비 프리미엄이 3%에 불과하며 AI 광통신 피어인 LITE(37.3 배) 및 AAOI(31.6 배) 대비로도 뚜렷한 디스카운트 구간이다. 26 배 멀티플이 FY28 에도 유지된다고 가정하면 현재 주가에 반영된 FY28 EPS 는 약 \$12.3 으로 FY27 Floor 와 동일하다. 즉 시장은 ① LTA 를 초과하는 추가 부품 조달, ② 고마진 차세대 Hyper-Rail 의 본격적인 이익 기여, ③ 판가 전가를 통한 GPM 상단(45~46% 상회) 확장 등 실적 상방을 열어줄 성장 옵션을 전면 배제하고 있다.

결국 최근 주가 급락의 본질은 실적 기초체력(Floor)의 훼손이 아닌, 공급망 불확실성에 따른 옵션 프리미엄의 일시적 소멸이다. 최근 네 차례 실적 발표에서 Fwd EPS 가 매번 상향(+5~16%)되었음에도 멀티플은 매번 압축(-16~-24%)된 흐름이 이를 방증한다. 전방 수요는 역대 최대 규모의 수주잔고를 통해 이미 입증된 만큼, 주가 턴어라운드의 핵심 전제 조건은 수요 확인이 아닌 '공급 능력의 가시화'다.

공급망 병목 우려를 불식시킬 주요 카탈리스트는 ① 수 주 내 예정된 오타와 인베스터 포럼(중장기 목표 제시 가능성), ② 12 월 FY27 정식 가이드스(분기별 생산능력 증설 궤적 구체화), ③ 연말 Hyper-Rail 표준화 완료 등이다. 부품 조달 가시성이 확보되어 FY27 매출이 Floor(+30%)를 웃돌고 판가 인상이 마진 확장을 견인하는 시점에, 시장은 배제했던 옵션 가치를 재평가하며 본격적인 리레이팅에 나설 것으로 판단한다. 반면 공급 확대가 LTA 수준에 그치거나 부품 원가 상승폭이 판가를 상회할 경우 현재의 보수적 배수가 지속될 수 있다.

투자 포인트: 공급 가시화에 연동되는 옵션 가치 회복

① 공급 확대가 견인하는 실적 상방 — 2029년까지 락인된 부품 및 장기 계약

수요가 공급을 초과하는 수급 불균형이 2028년까지 지속될 것으로 예상되는 만큼, 추가 확보되는 생산능력(CAPA)은 즉각적인 매출로 직결된다. 최근 체결된 LTA를 통해 펌프레이저, 코히어런트 모듈 등 핵심 병목 부품의 CAPA를 2029년까지 선제 확보했으며, 고객사 장기 구매 약정(Commitment) 역시 동일한 기간으로 연장됐다.

올해 집행 중인 CAPEX(가이던스 \$250~275M의 상단)로 확충된 생산능력은 RLS, 플러그블(Pluggable), 웨이브서버(Waveserver)의 60% 이상 외형 성장을 견인하고 있으며, 신규 벤더 퀄(Qualification) 및 대체 기술 검토도 병행 중이다. 자체 모듈 역량을 바탕으로 한 높은 수직계열화는 부품 수급 변동성을 완충하는 핵심 경쟁력이다. 사측이 제시한 FY27 매출 '+30% Floor'의 상단 개방 여부는 전적으로 공급 병목 해소 속도에 달려 있다.

② Hyper-Rail 및 신규 폼팩터 — FY27 가이던스를 상회할 중장기 성장 동력

차세대 멀티레일 라인시스템 Hyper-Rail은 연내 고객사 표준화를 완료하고 FY27부터 수억 달러 규모의 매출 발생이 예상되며, 이미 복수의 신규 수주가 백로그에 반영되어 있다. 싱글레일 RLS의 마진이 전사 평균에 근접한 반면, Hyper-Rail은 이를 상회하는 고마진 제품군이다. 특히 1,000km급 스케일러크로스(Scale-Across) 환경에서 포토닉스 콘텐츠가 4~5배 늘어남에 따라 FY27~29 전사 믹스 개선 및 마진 확대를 주도할 전망이다.

데이터센터 안팎의 신제품 성과도 가시화되고 있다. 800ZR 플러그블 출하량은 전분기 대비 2배, 인터커넥트 매출은 전년 대비 2배 급증했다. Nubis 인수를 통해 확보한 Nitro 리드라이버와 Vesta CPO 광엔진(복수 앵커 고객사 샘플 수주)은 2027년 매출 발생 후 2028년 본격적인 램프업 궤도에 진입할 계획이다. 하이퍼스케일러 자체 플랫폼에 WaveLogic 6 모듈을 직접 공급하는 맞춤형 소비(Consumption) 모델 역시 2건으로 확대됐다. 해당 파이프라인은 사측의 FY27 Floor에 반영되지 않은 FY28 이후의 핵심 성장 옵션이다.

③ 판가 인상과 영업 레버리지 — 마진 베이스라인의 구조적 상향

상반기까지 다소 불확실했던 원가 상승의 판가 전가(Cost Pass-through)가 이번 분기를 기점으로 정량화됐다. 고객 및 제품군에 따라 한 자릿수 후반에서 20% 초반 수준의 판가 인상이 신규 수주부터 반영되고 있으며, 기존 백로그 일부에도 선별 적용 중이다. 아울러 결제 및 납기 조건을 포함한 계약 조건 전반의 재협상도 진행되고 있다. 이에 따라 사측은 GPM 베이스라인을 40% 중반으로 상향 조정하며, "40% 중반은 최종 목표가 아닌 경유지(Waypoint)"임을 명확히 했다.

비용 측면에서는 FY26 조정 영업비용(약 \$1.6B)에 반영된 일회성 변동보상 비용을 FY27 신규 투자 재원으로 재배분함으로써 고정비 증가를 통제할 방침이다. 이를 통해 매출 성장률 +30% 국면에서 OPM 25~27% 달성이 가능할 것으로 추산된다. FY26 연간 OPM 20% 돌파는 사상 최초이며, 시스템과 플러그블을 합산한 시장 점유율 또한 FY26 기준 약 30%(+4%p YoY)로 확대되는 등 시장 지배력 강화가 지속되고 있다.

리스크 요인: 공급이 성장을 정한다는 것은 하방에도 적용된다

- **(매크로)** 캐나다 신규 관세 체제가 분기당 약 \$10M 의 잠재 부담으로 남아 있으며, 하이퍼스케일러 CAPEX 사이클은 사측 설명대로 향후 2 년은 백로그로 완충되나 2028 년 이후 가시성은 낮다.
- **(산업)** 펌프레이저·모뎀 공급 제약이 장기화되고 부품가 인상이 판가 인상을 앞지르면 GPM Floor(45~46%)가 흔들린다. 8 월 이후 광 섹터 전반의 멀티플 압축이 진행 중이며, 800ZR·멀티레일에서 가격 경쟁이 예상보다 일찍 시작될 가능성도 배제할 수 없다.
- **(기업 고유)** 공급 확대가 LTA 수준에 그치면 FY27 Floor(+30%)가 곧 천장이 된다. 10% 이상 고객 2 사가 매출의 41.7%를 차지하며, 구성이 분기마다 바뀐다는 점에서 특정 고객보다 하이퍼스케일러 군에 대한 노출이 크다. 3Q FCF 축소(\$116M), 4 분기 LTA 선급에 따른 영업현금흐름 감소, 재고평가충당 급증 등 현금 창출력 약화가 이어질 수 있고, FY27 가이던스는 예비 수치로 12 월 변경 가능성이 있다.

시에나 Q3 FY26 ('26.05.03~08.01)

구분	Q3 FY26	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 \$)	발표치	컨센서스	차이	Q3 FY25	성장률	Q2 FY26	성장률
매출액	1,671	1,642	1.8%	1,219	37.0%	1,571	6.4%
GPM(%)	46.4%	44.9%	1.5%p	41.9%	3.0%p	44.9%	1.5%p
영업이익	376	326	15.2%	131	186.6%	307	22.4%
OPM(%)	22.5%	19.9%	2.6%p	10.8%	9.1%p	19.5%	2.9%p
순이익	308	254	21.2%	96	219.7%	240	28.1%
EPS	2.11	0.79	21.6%	0.67	214.9%	1.64	28.7%

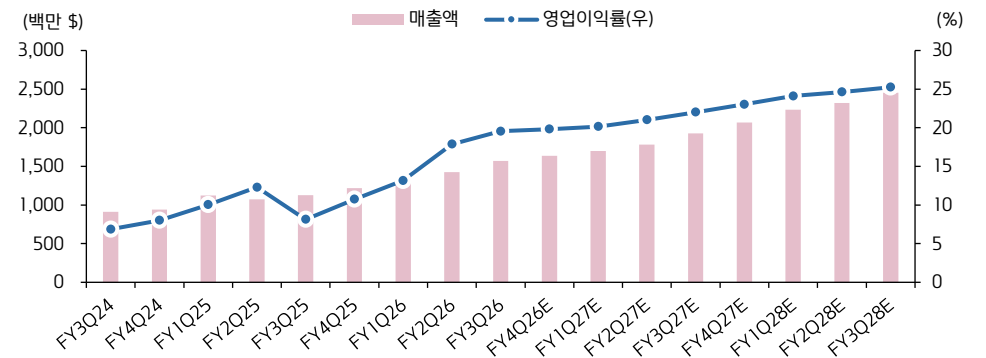
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-09-04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

시에나 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 \$)	Q4 FY26	YoY 성장률	Q1 FY27	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률	FY28	YoY 성장률
매출액	1,753	29.7%	1,842	29.1%	6,421	34.6%	8,375	30.4%
GPM(%)	45.0%	0.0%p	45.0%	0.0%p	45.3%	0.1%p	45.6%	0.0%p
영업이익	367	106.0%	420	64.9%	1,301	144.2%	2,120	63.0%
OPM(%)	20.9%	7.7%p	22.8%	5.0%p	20.3%	9.1%p	25.3%	5.1%p
순이익	301	126.2%	338	71.2%	1,034	169.4%	1,725	66.9%
EPS	2.07	126.9%	2.33	72.7%	7.08	168.3%	11.58	63.5%

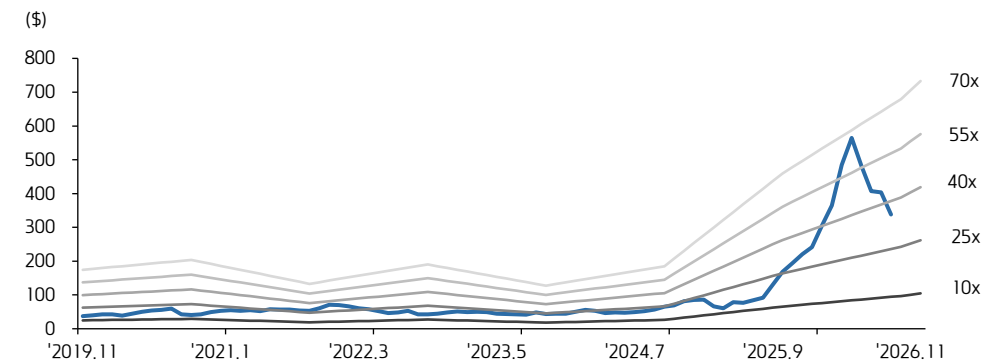
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-09-04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

시에나 분기 매출액 및 영업이익률 추이



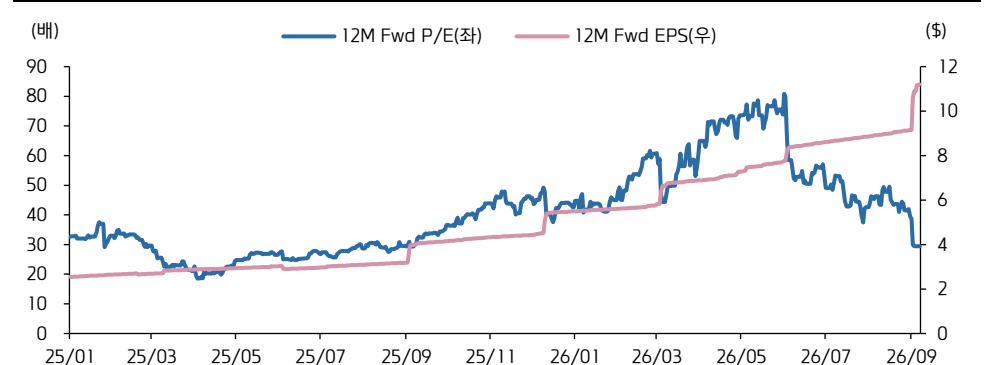
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-09-04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

시에나 12M Fwd P/E 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-09-04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

시에나 12M Fwd EPS 및 12M Fwd P/E 멀티플 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-09-04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

시에나 상세 실적표

(백만 \$)	FY3Q25	FY2Q26	FY3Q26	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	1,219.4	1,570.7	1,671.1	37.0	6.4
제품 매출액	976.8	1,311.5	1,390.3	42.3	6.0
서비스 매출액	242.6	259.3	280.9	15.8	8.3
매출원가	716.3	879.2	911.9	27.3	3.7
제품 매출원가	580.0	736.1	768.7	32.5	4.4
서비스 매출원가	136.3	143.1	143.2	5.1	0.1
매출총이익	503.1	691.6	759.3	50.9	9.8
영업비용	429.5	453.7	458.1	6.6	1.0
연구개발비	211.9	237.9	236.7		
판매관리비	148.7	150.0	154.0		
일반관리비	60.6	61.2	62.8		
자산손상 및 구조조정 비용	1.8	0.8	0.9		
무형자산상각비	6.6	3.7	3.7		
영업이익	73.5	237.9	301.2	309.6	26.6
순이자비용	-7.7	-6.8	16.6		
부채상환손실	0.0		-7.1		
세전이익	65.8	231.1	310.6	371.9	34.4
법인세비용	15.5	12.8	44.2		
순이익	50.3	218.2	266.4	429.6	22.1
회석 EPS	0.35	1.49	1.83	422.9	22.8
회석 가중평균주수 (백만)	144.5	146.3	146.0	1.0	-0.2
주요 영업지표 [Non-GAAP]					
매출총이익	511.3	704.9	775.8	51.7	10.1
GPM(%)	41.9	44.9	46.4	4.5	1.5
EBITDA	158.0	341.8	411.1	160.2	20.3
영업이익	131.1	307.1	375.7	186.6	22.4
OPM(%)	10.8	19.5	22.5	11.7	2.9
순이익	96.2	240.2	307.7	219.7	28.1
회석 EPS	0.67	1.64	2.11	214.9	28.7
부문별 실적					
네트워킹 플랫폼	941	1,274	1,356	44.0	6.4
광 네트워킹	816	1,100	1,191	46.1	8.3
라우팅·스위칭	126	174	164	30.6	-5.6
플랫폼 소프트웨어·서비스	90	94	99	9.6	5.0
Blue Planet 자동화 소프트웨어·서비스	28	23	23	-16.5	-0.9
글로벌 서비스	160	179	194	20.8	7.9
유지보수·지원·교육	81	89	90	11.3	0.6
설치·구축	66	80	88	33.4	10.3
자문·지원	14	10	16	16.9	52.9

자료: 시에나, 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.