

중립

CES 2026 후기: 경영진 미팅 핵심 요약

목표주가 \$50

기업개요

온 세미컨덕터(ON Semiconductor Corporation, ON)는 자동차, 산업, 통신, 컨슈머 및 컴퓨팅 최종 시장을 대상으로 첨단 전자기기용 반도체를 공급하는 글로벌 기업이다. 동사의 핵심 사업 영역은 전력으로, 효과적인 전력 관리, 전력 효율 개선, 우수한 전력 변환, 신뢰성 높은 전력 부품 보호 및 전원 공급을 지원하는 디바이스의 설계·제조에 주력하고 있다. 제품 포트폴리오는 클럭 관리, 디스크리트, 고성능 로직, 통합 기능, 인터페이스 및 특수, 전력관리, 신호 컨디셔닝, 표준 로직 등으로 구성돼 있다.

Summary

2026년 1월 6일(화), CES 2026 현장에서 onsemi(ON)의 Hassane El-Khoury CEO, Thad Trent CFO, Parag Agarwal IR·Corporate Development 담당 VP와 미팅을 진행했다. 이번 미팅을 통해 확인한 주요 포인트는 다음과 같다. 첫째, ON은 1,200V 수직형(Vertical) GaN을 실제 샘플링 중인 유일한 업체로, 차별화된 전력 반도체 기술 로드맵을 보유하고 있다. 둘째, 자동차 부문 내 콘텐츠 확대가 SAAR를 상회하는 한 자릿수 중, 후반대 성장률로 지속될 것으로 전망된다. 셋째, 유통 채널 재고는 약 10.5주 수준으로, 과도하지 않은 건강한 범위에 위치해 있다. 넷째, 수년간 진행해온 변동성 축소 전략의 성과로 이익 구조가 구조적으로 개선되고 있다는 점을 재확인했다. 다만, 미국 제조업 PMI 등 거시 지표가 여전히 불안정한 흐름을 보이고 있는 만큼, 수요 측면에서의 본격적인 안정 신호가 나타나는지는 지속적으로 점검할 필요가 있다고 판단한다.

Key Points

현황 점검 미팅은 ON 경영진이 단기 업황이 '안정화' 흐름을 보이고 있으나, 전면적 회복 단계로 보긴 어렵다고 언급하며 시작됐다. 특히 산업 부문은 여전히 사이클 저점 부근에서 횡보하는 양상이다. 다만 경영진은 재고 소진이 2025년 중 대부분 마무리된 것으로 보인다고 평가했다. 그 사이 AI 관련 매출은 2025년 1~3분기 동안 각 분기 yoy 2배 성장을 기록했고, 2025년 연간 기준 약 2.5억달러 수준이 예상된다는 점도 강조했다. 이런 흐름을 감안하면, ON은 1Q26E가 이더스를 계절성 수준에 맞춰 무리 없이 제시할 여력이 있어 보인다. 실제로 최근 주문 흐름도 대체로 일관된 수준으로 파악된다.

수익성: 당사는 2026년 중 생산 확대가 나타날 경우, ON의 마진(특히 GM) 개선 여지가 존재한다고 본다. 현재 공장 가동률은 여전히 부담 요인이지만, 회사는 공장 가동률이 1%p 상승할 때마다 매출총이익률(GM)이 25~30bp 개선될 수 있다고 설명했다. 또한 ON의 'Fab Right' 전략과 유통채널 재고 10.5주(비교적 안정적 수준)는, 제품을 최종 완제품으로 만들기 전 단계인 다이 형태로 재고를 보유(diebank, 113일)해 두면서도, 2H26에 수요가 회복될 경우 신속히 대응할 수 있게 해준다. 즉, 회복을 기대하며 무리하게 완제품 재고를 쌓아 '구형화 위험'을 키우는 방식이 아니라는 점이 포인트다. 가격 측면에서 경영진은 현재 한 자릿수 초반대의 ASP 하락을 기본 가정으로 잡고 있다. 다만 동종업체가 가격 인상을 추진하는 흐름은 ON에도 잠재적 상방 요인이 될 수 있다. 이런 변화는 견적 단계에서 먼저 나타나고, 통상 1~2개 분기 후 실적에 반영되는 경우가 많아 2H26의 GM 상방 가능성으로 연결될 여지가 있다.

STIFEL

본 리서치 보고서는 Stifel, Nicolaus & Company, Inc. (이하 "Stifel")가 한국투자증권(이하 "한국투자증권")과 체결한 계약에 따라 제공한 리서치 자료를 기초로 한 것입니다. Stifel은 미국 증권거래위원회(SEC)에 등록된 투자중개매입자(broker-dealer)로서 미국 금융산업규제기구(FINRA)의 회원이며, 미국 미주리주 세인트루이스에 본사를 둔 금융서비스 지주회사인 Stifel Financial Corp. (NYSE: SF)의 자회사입니다. Stifel은 한국 금융위원회에 등록되어 있지 않으며, 본 보고서는 Stifel에 의한 투자권유 또는 투자자문에 해당하지 않습니다. 또한, 본건 보고서에서 언급된 어떠한 증권, 채권 또는 매도에 대한 청약을 하는 것으로 볼 수 없습니다. Stifel과 한국투자증권 사이의 계약에 따라, 한국투자증권은 본 보고서 및 그 번역본의 내용에 대하여 전적인 책임을 부담합니다. 본 보고서에 대한 질문이 있는 고객은 자신의 한국투자증권 담당자에게 연락을 하시기 바랍니다.

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

자동차: 당사는 ON의 자동차 회복이 차량 판매량(출하량) 증가보다는, 구조적으로 늘어나는 차량 1대당 반도체 탑재량에 의해 지지된다고 본다. 고금리와 소비 여력 둔화로 2026년 SAAR(연환산 판매량)가 큰 폭으로 늘기 어려워(보합 가능성) 보이기 때문이다. 경영진은 2025년을 자동차 재고 조정의 해로 언급했다. 업계가 ‘재고를 줄이느라 출하를 억제’하던 국면에서, 이제는 최종 수요에 맞춰 정상 출하하는 방향으로 이동하고 있다는 의미다. 이 과정에서 ON은 SAAR가 정체돼도 yoy 성장을 시도할 수 있는 구조(차량당 탑재량 증가)를 갖췄다는 설명이다. 전기차 전환 흐름에서는 특히 구동계 내 전력반도체 탑재 확대, 800V 아키텍처 확산에 따른 고전압 전력부품 비중 확대(ASP 멀티플라이어 효과)가 주요 성장 요인으로 제시됐다. 또한 ON은 구동계 외에도 초음파·유도 센싱에서 1위 점유율을 유지하고 있고, Zonal Architecture(차량 전장 구조의 ‘구역 단위’ 통합) 같은 신규 고부가 영역으로 확장 중이라고 밝혔다. 이런 다변화된 ‘차량당 탑재 포트폴리오’는 거시 환경이 정체돼도 차량당 매출이 상승할 수 있는 완충장치로 작동한다는 논리다. 내연기관차(ICE) 기준으로 차량 1대당 반도체 탑재 금액은 약 50달러 수준에 그치지만, 플러그인 하이브리드(PHEV)는 약 350달러, 순수 전기차(EV)는 약 750달러까지 확대되는 것으로 추산된다.

산업재: 산업재 부문은 여전히 사이클 저점에서 “바닥권 횡보”하고 있다. 다만 안정화는 주로 고신뢰(High-reliability) 애플리케이션에서 관측된다고 했다. 2025년 12월 PMI가 47.9%로 위축 국면을 시사하지만, 주문 흐름 자체는 비교적 일정하며 경영진은 수요가 잠깐 좋아졌다가 다시 꺾이는 ‘착시’ 신호는 보지 못했다고 언급했다. 세부적으로는 의료 및 항공·방산(A&D)이 견조해 방어적 역할을 하고 있으며, ESS(에너지저장장치)는 중국 시장과 데이터센터 투자 확대의 영향으로 성장 흐름이 나타난다고 했다. 또한 AI 전원공급장치가 3kW에서 5.5kW로 고도화되는 과정에서 ON의 SiC JFET 기술이 핵심 구성요소가 될 수 있다는 설명도 있었다. 회사는 자사 SiC JFET가 동일 면적에서 더 낮은 온저항(on-resistance)을 구현할 수 있어, 고출력·고효율 전원 설계에 유리하다고 강조했다.

Treo·GaN 전략: ON은 고마진 성장 전략의 축으로 Treo 아날로그 플랫폼을 제시했다. Treo는 목표 매출총이익률이 60~70% 수준이며, GaN 전략에서도 ‘컨트롤/드라이버’ 영역을 중심으로 가치가 높은 구간을 확보하는 역할을 한다는 설명이다. GaN은 고전압(vGaN)과 대량 시장(650V Lateral GaN)으로 투트랙이다.

- 고전압 1,200V 수직형 vGaN(Vertical GaN): ON은 고전압 수직형 vGaN을 샘플링 중인 유일한 업체라는 점을 강조했다. 자산 인수를 통해 확보한 GaN-on-GaN 기반의 자체 기술을 내부 설계·제조로 고도화했고, 800V 기반 AI 데이터센터 및 전기차 구동계에 서 요구되는 1,200V·고주파 조건을 겨냥한다.
- 650V Lateral GaN(대량 시장): 이 구간은 Innoscience, GlobalFoundries 등과의 이원 생산전략으로 대응한다. ON의 차별점은 Treo 기반의 드라이버·컨트롤러 + 열관리를 묶어 ‘driver-and-switch’ 패키지로 통합 제공한다는 점이다. 즉, 스위치 소자만 파는 게 아니라, 고마진인 드라이버·패키징까지 포함해 전력 솔루션을 ‘세트’로 가져가겠다는 전략이다.

결국 ON은 저전압부터 고전압까지 GaN 라인업을 갖추되, 수익성이 높은 드라이버·패키징·플랫폼(‘파워 트리’의 핵심 구간)을 직접 확보해 전체 전력 솔루션을 주도하겠다는 포지셔닝으로 요약된다.

투자 의견 제시 근거

당사는 ON에 대해 투자 의견 중립을 유지한다. 이는 산업재 및 자동차 부문을 중심으로 진행 중인 재고 조정 국면이 얼마나 길어질지에 대한 불확실성이 아직 해소되지 않았기 때문이다. 중장기적으로는 긍정적인 요소도 분명하다. ON은 성장성이 높은 전력·센싱 시장에서 고객사 신규 채택 확대와 적용 범위 확장이 이어지고 있으며, 이는 시간이 지날수록 수익성 개선으로 연결될 가능성이 있다. 회사는 약 740억달러 규모의 지능형 전력·센싱 시장에서 핵심 업체 중 하나로, 향후 5년간 연평균 7~9% 수준의 매출 성장이 가능하다고 판단한다. 고객 기반이 다변화돼 있고, 자동차·산업 부문이 실적의 중심축으로 자리 잡고 있다는 점도 긍정적이다(3Q25 기준 자동차·산업 매출 비중은 장기 목표치인 80%에 근접). 과거 대비 상대적으로 낮았던 마진 구조 역시, 핵심 최종 시장 중심의 사업 재편과 운영 효율화로 인해 경기 둔화 국면에 서도 마진 하단이 점진적으로 높아진 상태로 평가한다. 다만 2025년에는 업황 둔화의 영향이 여전히 남아 있어, 단기적으로는 수익성에 부담이 이어질 가능성을 염두에 둘 필요가 있다(3Q25 기준 비GAAP 매출총이익률 38%, 영업이익률 19.2%). 종합하면, 자동차 시장 노출이 단기적으로는 부담 요인으로 작용하고 있으며, 2025년에도 수요 회복은 제한적일 가능성이 높다. 일부 개선 조짐은 나타나고 있으나, 아직 뚜렷한 방향성을 단정하기에는 이르다는 판단이다. 이러한 점을 고려해, 현 시점에서는 추가 확인이 필요하다는 관점에서 관망 전략이 합리적이라고 판단한다.

목표주가 산정 방법 및 위험 요인

당사의 12개월 목표주가 50달러는 2026년 예상 주가수익비율(P/E) 16.1배를 기준으로 산출했다.

목표 주가 달성에 대한 위험 요인으로는 거시경제 및 지정학 변수, 주요 제품 부문의 성장 둔화 가능성, 그리고 반도체 산업에 일반적으로 내재된 높은 경기 변동성, 기술 변화, 가격, 재고 수준 및 제품 사이클 리스크 등이 있다.

■ Compliance notice

- 본 보고서는 미국 Stifel 사의 리서치 자료를 기초로 한국투자증권이 AI번역시스템을 이용하여 국문으로 재작성하여 발간하는 리포트입니다.
- 당사는 2026년 1월 9일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

- 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.