

ASML

(ASML)

왜 우리는 이 기업을 장기보유하는가?

- 절대적 기술 독점 (EUV 100% 점유율): ASML은 최첨단 반도체 생산에 필수적인 EUV(극자외선) 리소그래피 장비를 독점 공급합니다. 이는 20년 이상, 수십억 유로의 R&D 투자와 독점적 공급망(Carl Zeiss 등)으로 구축된, 사실상 복제가 불가능한 해자입니다.
- AI 혁명의 구조적 수혜: 데이터센터, AI 모델 훈련, 온디바이스 AI 등 모든 AI 관련 수요는 더 작고 강력한 반도체를 요구합니다. ASML은 이 모든 칩을 생산하는 데 필요한 유일한 '병목(bottleneck)' 지점에 위치하여, 반도체 시장의 성장을 상회하는 구조적 성장이 기대됩니다.
- 차세대 성장동력 (High- EUV): 2nm 이하 공정의 게임 체인저가 될 High- EUV 시스템을 성공적으로 출시하며 기술 리더십을 다음 10년으로 확장했습니다. 대당 €3.5억을 상회하는 이 장비는 새로운 성장 S-커브의 시작을 의미합니다.
- 강력한 가격 결정력과 마진 확장성: 독점적 지위는 강력한 가격 결정력으로 이어집니다. 회사는 2030년까지 매출총이익률을 56~60% 수준까지 끌어올릴 계획이며, 이는 소프트웨어 및 서비스 매출 비중 확대와 함께 지속적인 수익성 개선을 견인할 것입니다.
- 높은 전환 비용과 생태계 락인(Lock-in): TSMC, 삼성, 인텔 등 고객사들은 수백억 달러 규모의 팹 전체를 ASML 장비에 맞춰 설계합니다. 다른 장비로의 전환은 물리적, 경제적으로 불가능하며, 이는 예측 가능성이 높은 반복 매출로 이어집니다.
- 견고한 수주잔고와 수요 가시성: 2025년 말 기준 €388억에 달하는 막대한 수주잔고는 향후 수년간의 매출 가시성을 확보해 주며, 시장의 단기적 변동성에 대한 완충 역할을 합니다.

미해결 핵심 질문

- High- EUV 시스템의 양산 수율과 제조 원가를 계획대로 관리할 수 있는가? 대당 €4억에 달하는 장비의 수요 탄력성은 어느 정도일까?
- 미국의 대중국 반도체 수출 통제 정책이 심화될 경우, DUV 장비 매출에 미치는 장기적인 영향은 어느 정도이며, 중국의 자체 리소그래피 기술 개발을 얼마나 자극할 것인가?
- 반도체 팹 건설 및 운영 비용이 천문학적으로 증가하는 상황에서, 고객사들의 Capex 투자 여력이 장기적으로 지속될 수 있는가?

우리가 잘못 생각할 여지

- 현재 주가는 완벽한 실행과 AI 슈퍼 사이클의 지속을 이미 가격에 모두 반영하고 있습니다. 밸류에이션이 극도로 높기 때문에, 성장에 대한 기대치에 조금이라도 미치지 못하는 결과(예: 분기 실적 미스, 가이던스 하향)가 나올 경우, 성장 둔화 우려만으로도 심각한 멀티플 축소(de-rating)를 겪을 수 있습니다. 즉, 리스크는 펀더멘털의 붕괴가 아니라 '기대치의 붕괴'에 있습니다.
- 다음에 관찰되면 thesis를 재검토합니다:
- EUV 시장에서 경쟁사의 의미 있는 시장 점유율(1%라도) 출현.
- TSMC, 인텔, 삼성 등 핵심 고객사들이 High- EUV 도입을 연기하거나 장기 Capex 계획을 공식적으로 축소 발표.

10가지 핵심 질문

카테고리	Q#	답변	신뢰도
산업 배경	Q1	**가능성 높음.** 2025년 매출 €327억 기준, 2026년 가이던스 €430억~€450억은 약 32~38% 성장을 의미합니다. 2030년 회	높음
	Q2	ASML은 2024년 Investor Day에서 2030년 연간 매출 €440억~€600억, 매출총이익률 56~60%의 장기 시나리오를 공식 확인했	중간
경쟁 우위	Q3	**다층적이고 극복 불가능한 해자.** (1) **기술**: 16,000개 이상의 특허와 30년간 축적된 R&D 노하우. (2) **공급망**: C	높음
	Q4	**장기적 관점의 R&D 문화.** 단기 이익에 연연하지 않고 20년 이상 EUV라는 '문샷(moonshot)' 프로젝트에 투자해 성공시킨 DNA가	높음
	Q5	고객들은 ASML을 '좋아한다'기보다 '필요로 한다'. ASML 없이는 최첨단 반도체 생산이 불가능하기 때문입니다. ASML은 고객의 기술 로드맵을	높음
재무 건전성	Q6	**매우 높고, 더 개선될 여지가 있다.** 현재 매출총이익률은 52~54% 수준(Q1 2026: 53.0%, Q4 2025: 52.7%)으로 이미	높음
	Q7	**증가할 것이다.** (1) 고가의 High- EUV 시스템 판매 비중 증가(2028년까지 EUV 매출의 약 25% 예상). (2) 설치 기반(I	높음
경영 능력	Q8	**명확하고 규율 있는 정책.** 최우선 순위는 R&D 투자로, 연간 약 €45억을 투입해 기술 해자를 강화합니다. 2025년 전체 주주 환원(배당	높음
밸류에이션	Q9	현재 시총(\$695B)의 5배는 약 \$3.5T에 달합니다. 이는 AI가 촉발하는 반도체 수요가 현재 예측을 훨씬 뛰어넘는 '초장기 슈퍼 사이클'로	낮음
	Q10	시장은 여전히 ASML을 전통적인 반도체 장비 '사이클'의 관점에서 평가하려는 경향이 있습니다. (1) **사이클의 종말**: AI가 촉발한 수요는	중간

어떻게 수익을 낼 수 있을까? — 시나리오별 함의 추가

