CONDERI

FOCUS COLUMN 10 | 콘데리 포커스 칼럼 | 대외 공개판

회사의 값은 CEO의 이름이 아니라 승계의 구조에서 나온다

The Value of a Company Is Not Its Founder's Name.
It Is the Structure of Succession.

이 칼럼이 다루는 것

11월 12일, 세계에서 가장 큰 반도체 회사의 창업자가 사흘 만에 회사를 떠났습니다. 다음 날 주가는 162.85달러로 마감해 10월 6일 정점(239.24달러)에서 31.9% 내렸고, 시가총액 1조 9,000억 달러가 사라졌습니다. 같은 주에 회사가 발표할 실적 전망은 바뀌지 않았습니다. 그렇다면 시장이 지운 32%는 무엇이었을까요. 이 칼럼은 그 답을 **승계의 회계**라는 관점에서 정리하고, 한국의 창업가에게 같은 질문을 던집니다. 투자자가 우리 회사를 살 때 사는 것은 무엇인가.

−31.9%
10월 6일 정점 대비 주가
(239.24 → 162.85달러)

−1.9조$
사라진 시가총액
(5.8조 → 3.9조 달러)

−12.7%
11-09~13 주간
6주 연속 하락(2012년 이후 최장)

9.1%
11-17 실적 발표 후
옵션시장 예상 변동폭

들어가며: 실적은 그대로인데 32%가 사라졌다

가이던스 1,080억 달러, 총이익률 74% — 바뀐 것은 숫자가 아니라 서명의 주체였다

사흘의 순서

11월 12일 회사는 창업자의 사장·최고경영자·이사 사임을 즉시 효력으로 발표했습니다. 최고재무책임자가 임시 최고경영자를 맡고 후임자를 물색한다는 문장이 전부였습니다. 13일 주가는 2% 추가로 내렸고, 한 주 동안 12.7% 빠졌습니다. 이 회사가 33년 만에 창업자 없이 분기 실적을 내는 날은 11월 17일입니다. 회사는 실적 발표와 콘퍼런스콜을 예정대로 진행한다고 밝혔습니다.

바뀌지 않은 숫자들

이번 분기의 숫자는 바뀌지 않았습니다. 회사가 제시한 매출 가이던스는 1,080억 달러(±2%), 컨센서스는 1,088억~1,092억 달러, 조정 주당순이익은 2.47~2.48달러입니다. 전년 대비 90% 성장입니다. 총이익률은 2분기 75%에서 3분기 74%로 안내됐고, 4분기에는 71~72%까지 내려갈 수 있다고 미리 경고했습니다. 지난 14개 분기 동안 이 회사는 자체 전망의 상단조차 넘겼습니다. 그런데도 32%가 사라졌습니다.

1,080억$
3분기 매출 가이던스 (±2%) · 컨센서스 약 1,090억 달러

74% → 71~72%
총이익률 경로 · 메모리 원가 상승이 원인

6건
11-12~13 이틀에 나온 투자의견 하향 건수

375 → 170$
한 글로벌 하우스의 목표주가 변경 (보유로 하향)

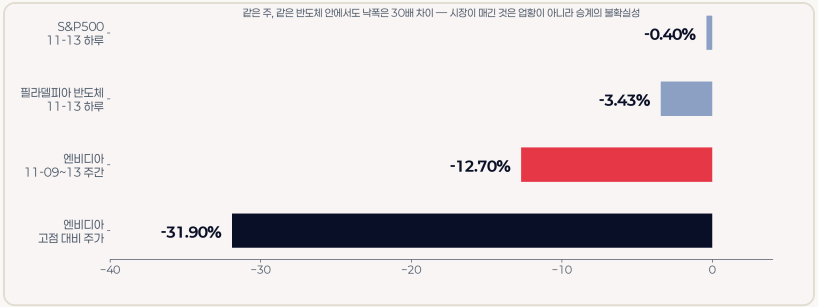
시장이 지운 것은 무엇인가

실적이 아니라 **실적을 만드는 사람의 자리**입니다. 이 회사의 매출은 칩의 성능만으로 결정되지 않습니다. 중국 수출협상, 주요 고객사와의 관계, 고객 데이터센터 임대 보증, 개발사 지분 투자 — 이 네 가지는 창업자가 직접 설계하고 서명해 온 항목입니다. 그 서명의 주체가 사라지면, 계약서에 적힌 조건은 그대로여도 **다음 계약의 조건**은 달라집니다. 시장은 그 차이를 32%로 계산했습니다.

비대칭 실적은 지난 분기의 회계이고, 승계는 다음 5년의 회계다

세 개의 경로: 시장이 32%를 계산한 방식

인격에 묶인 계약 · 고객 지원의 판단 주체 · 승계 계획의 부재 — 같은 업황, 다른 통장



자료: LSEG·AP·11-13 종가 및 주간 등락 보도 종합. 반도체지수는 필라델피아 반도체지수

같은 주에 30배 차이가 난 이유

같은 주에 S&P500은 0.40%, 반도체지수는 3.43% 내렸습니다. 그 안에서 이 회사는 12.7% 빠졌습니다. 업황에 대한 판단이 갈린 것이 아닙니다. 지수 하락은 금리와 물가가 만들었고, 개별 종목 하락은 **회사 고유의 사건**이 만들었습니다. 시장은 두 가지를 분리해서 가격에 넣습니다.

경로 1 — 인격에 묶인 계약

중국 수출협상, 대형 고객과의 장기 공급, 개발사 지분 투자는 조직이 아니라 사람이 설계한 구조입니다. 후임자가 같은 조건을 유지할 이유는 있지만, 같은 속도로 결정할 이유는 없습니다. 계약의 내용보다 계약의 리듬이 흔들립니다.

경로 2 — 고객 지원의 판단 주체

매출의 질을 지탱해 온 고객 금융 지원은 신용 판단의 문제입니다. 누가 어떤 기준으로 보증하고 언제 멈출 것인가는 재무와 이사회의 몫이지만, 지금까지는 창업자의 판단이 마지막 결정이었습니다. 기준이 문서화되어 있지 않다면 시장은 최악의 경우를 가정합니다.

경로 3 — 승계 계획의 부재

임시 최고경영자가 재무책임자를 겸하는 구조는 승계 계획이 없었다는 신호로 읽힙니다. 승계 계획은 후임자 이름을 정하는 문서가 아니라, 제품 개발·고객 관계·자본 배분의 결정권이 어디로 이동하는지를 적은 문서입니다. 없으면 할인율이 붙습니다.

그래서 무엇을 할 것인가: 세 개의 표와 한 번의 테스트

인물 의존표 · 권한 위임표 · 관계 이전표 — 그리고 "대표가 3개월 없으면" 테스트

한국의 공급사에 닿는 지점

국내 증권가의 진단은 냉정합니다. HBM 공급 비중이 큰 SK하이닉스는 민감도가 높지만, 경영진 교체가 메모리 주문 취소로 직결되지는 않는다는 것입니다. GPU 개발과 소프트웨어 생태계는 이미 전문 조직이 담당하고, 주문이 경쟁사나 맞춤형 반도체로 이동하더라도 HBM 수요 자체가 급감할 가능성은 낮다는 평가입니다. 문제는 다른 곳에 있습니다. **공급사가 고객의 승계 리스크를 계약 조건으로 떠안는가**입니다.

표	적는 내용	왜 필요한가
인물 의존표	대표·핵심 인력이 직접 서명하거나 결정한 계약, 고객, 협상 목록	그 목록이 곧 회사의 재무제표 밖 자산이자 부채다
권한 위임표	금액·범위별 결정권자, 대표 부재 시 대행 순서와 한도	부재 3개월을 가정하면 어떤 계약이 멈추는지 드러난다
관계 이전표	상위 고객 10곳의 담당자·접점·관계 이력, 대표 외 접점 유무	거래가 사람이 아니라 조직에 붙어 있는지 확인된다

세 표를 쓰는 순서

먼저 인물 의존표를 씁니다. 예상보다 길 것입니다. 다음으로 권한 위임표를 씁니다. 대표가 결재하는 금액의 하한을 낮추는 것이 목적이 아니라, **대표가 없을 때 누가 어떤 기준으로 결정하는지**를 적는 것이 목적입니다. 마지막으로 관계 이전표를 씁니다. 상위 고객 10곳 중 대표 외 접점이 없는 곳이 두 곳을 넘으면, 그 두 곳이 우리 회사의 32%입니다.

금리가 이 계산을 비싸게 만든다

미국 10년물이 5.15%인 국면에서 승계 리스크는 할인율로 환산됩니다. 같은 이익이라도 불확실성이 큰 회사의 현재 가치는 낮습니다. 승계 계획은 규제 대응 서류가 아니라 **조달 비용을 낮추는 수단**입니다. 2027년 예산에 차환 계획을 넣는 회사라면, 같은 표에 승계 계획을 넣을 이유가 충분합니다.

English Summary / 영문 요약

Succession risk is priced as a discount rate, not as a demand forecast

English Summary

On 12 November the world's largest semiconductor company lost its founder in a single filing: Jensen Huang resigned as president, chief executive and director with immediate effect, and the chief financial officer became interim chief executive while the board searches for a successor. The following day the shares closed at $162.85, 31.9% below the 6 October peak of $239.24, and about $1.9 trillion of market value had gone. Nothing in the reported numbers changed: guidance for the quarter remained $108 billion plus or minus 2%, consensus revenue sat near $109 billion, adjusted earnings near $2.47 per share, and gross margin was guided to 74% with a possible bottom of 71-72%. The company had beaten the top of its own guidance for fourteen consecutive quarters.

What the market wrote off

The 32% was not a downgrade of demand. It was a repricing of the person through whom demand was contracted. Three channels carried the repricing: contracts whose architecture was designed by the founder, including China export negotiations and long-term customer supply arrangements; customer-financing decisions that had no documented criteria beyond his judgement; and the absence of a succession plan, signalled by a chief financial officer holding two roles at once. In the same week the S&P 500 fell 0.40% and the semiconductor index 3.43%, so the index move was about rates and inflation while the single-stock move was about the company itself.

The test for a founder

For Korean suppliers the practical question is not whether orders disappear but whether they underwrite the customer's succession risk in their contracts. Three tables answer it: a key-person dependence table listing every contract, customer and negotiation signed by the founder; an authority table stating who decides what, in which order and within which limit when the chief executive is absent; and a relationship transfer table recording whether each of the top ten customers has a contact other than the founder. With ten-year Treasury yields at 5.15%, succession risk is converted into a discount rate, which makes the tables a financing tool rather than a compliance document.

One line **What investors buy is not the founder but the structure that survives him**

발행 CONDERI AI산업전략연구실 | 문서등록번호 CONDERI-FC-2026-11-16 | 문의 contact@conderi.com