

Overweight
(Maintain)반도체
Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

산업 업데이트

반도체

2025년 HBM 수요 강세 지속



2025년 HBM 시장의 tight한 수급 이어질 전망. TSMC CoWoS capacity의 병목 현상이 해소되며, HBM 수요가 +151%YoY 증가할 것으로 판단하기 때문. 다만 2025년 상반기를 지나가며, 공급 업체간 수주 경쟁이 심화될 수 있다고 판단. 2H25 B300과 2H26 Rubin에서 삼성전자의 시장 진입 가능성이 높기 때문. 따라서 1H25 에는 이에 대한 지속 점검이 필요하고, 삼성전자의 진입이 가시화될 경우 경쟁사와의 주가 차별화 흐름 나타날 것으로 판단함.

>>> TSMC CoWoS capacity 병목 해소

2025년 HBM 산업은 tight한 수급이 이어질 전망. HBM 수요는 TSMC의 CoWoS capacity의 병목 현상이 해결되며 22억GB(+151%YoY)로 급증할 전망이며, 공급은 업체들의 조심스러운 증설 기조에 따라 시장 예상보다 더딘 상승을 보일 것으로 판단. 글로벌 장비 업체들의 capacity 부족으로 인해 증설에 어려움을 겪었던 CoWoS capacity는 '중국 메모리 투자 감소 및 국내 반도체 CapEx 하향 조정'의 반사 수혜로 빠르게 증가할 전망. 증설된 장비의 ramp-up이 예상되는 1Q25부터 AI GPU 생산에 대한 병목 현상이 해소되기 시작할 것으로 판단함

>>> 2025년 하반기 HBM3e 수주 경쟁 심화 예상

다만 HBM은 2025년 상반기를 지나가며, 공급 업체간 수주 경쟁이 심화될 것으로 판단됨. NVIDIA의 1H25 B200(HBM3e 8hi)에서는 SK하이닉스의 독점적 지위가 유지되지만, 2H25 B300(HBM3e 12hi) 및 2H26 Rubin(HBM4 8/12hi)에서는 삼성전자의 시장 진입 가능성이 높기 때문. 2025년 상반기는 B300과 Rubin에 탑재되기 위한 HBM의 쿼 과정이 진행되는 시기이기 때문에, 이에 대한 지속적인 점검 필요. 삼성전자 HBM3e 12hi의 NVIDIA 제품 쿼 과정에 진척이 보일 경우, 삼성전자와 SK하이닉스의 주가 차별화 흐름이 나타날 수 있다고 판단하기 때문

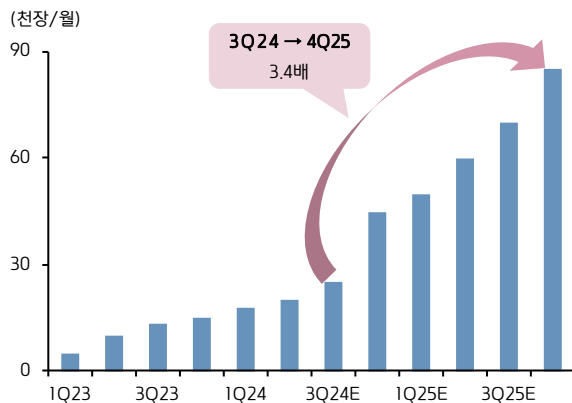
>>> 2025년 HBM 실적 성장세는 지속

2025년 HBM 시장 점유율은 SK하이닉스 50%, 삼성전자 37%, 마이크론 13%로 예상(2024년 시장 점유율 SK하이닉스 65%, 삼성전자 32%, 마이크론 3%). 삼성전자 HBM 부문은 AWS와 Broadcom향 판매량이 증가하고, NVIDIA에 신규 진입하며, 2025년 매출액 11.5조원(+169%YoY)과 영업이익 4.0조원(+236%YoY)을 기록할 전망. SK하이닉스의 HBM 부문은 H200과 B200 판매 비중 증가에 따라, 매출액 15.8조원(+81%YoY)과 영업이익 7.9조원(+65%YoY)을 기록할 전망. 삼성전자의 경우 최근 들어 제품 수율이 안정화되고 있는 것으로 파악됨. 따라서 판매량 증가가 수익성 개선으로 이어지며, 당사 예상치를 상회하는 실적을 기록할 수도 있다고 판단함.

Compliance Notice

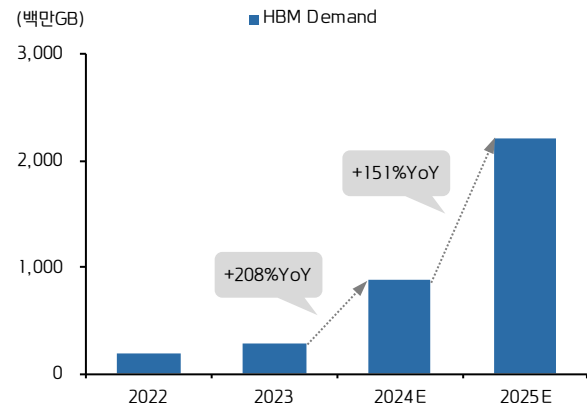
- 당사는 11월 29일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- "AMD" 종목은 11월 18일, "브로드컴" 종목은 11월 25일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

TSMC CoWoS capacity 전망



자료: 키움증권 리서치센터

HBM 수요 전망



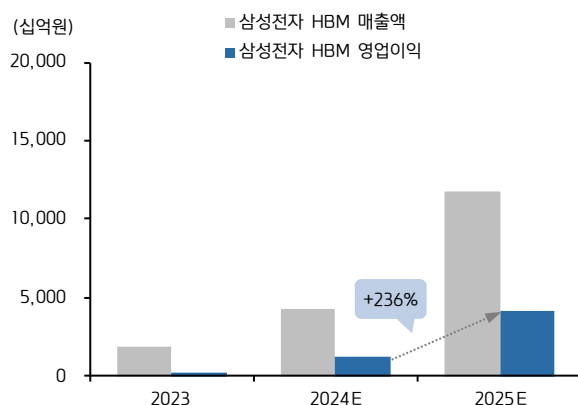
자료: 키움증권 리서치센터

NVIDIA와 AMD AI GPU Roadmap: Rubin 출시, 2026년 하반기 예상

Company	AI Chips	2024E				2025E				2026E				
		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	
NVIDIA	H200		HBM3e 8hi 144GB (24GB*6), TSMC 4N											
	B200						HBM3e 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 4NP							
	GB200						HBM3e 8hi 384GB (2 x 24GB*8), TSMC 4NP							
	B300								HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 4NP					
	B300A								HBM3e 12hi 144GB (36GB*4), TSMC 4NP					
	Rubin												HBM4 8hi/12hi	
AMD	MI300X	HBM3 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 5/6nm												
	MI325X					HBM3e 8hi 256GB (32GB*8), TSMC 5/6nm								
	MI355X							HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 3nm						
	MI400											TBD		

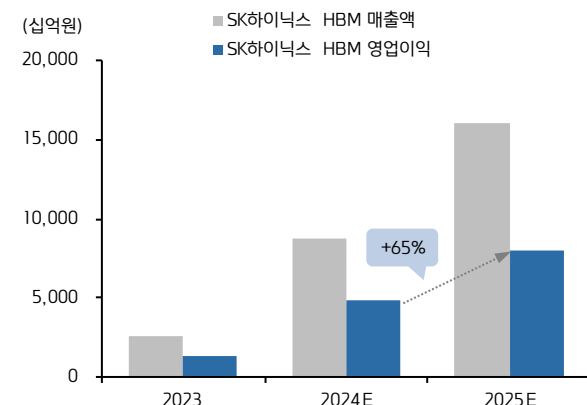
자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 HBM 실적 전망



자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 HBM 실적 전망



자료: 키움증권 리서치센터

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비+20%이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비+10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비+10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비-10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비-20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight(비중확대)	시장대비+10% 이상 초과 수익 예상
Neutral(중립)	시장대비+10~-10% 변동 예상
Underweight(비중축소)	시장대비-10% 이상 초과 하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/10/01~2024/09/30)

매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%

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.