Overweight
(Maintain)

반도체
Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

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, 공급업체 간 수주 경쟁이 심화될 수 있다고 판단. 2H25 B300과 2H26 Rubin에서 삼성전자의 시장 진입 가능성이 높기 때문. 따라서 1H25에는 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, 공급업체 간 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 월 과정이 진행되는 시기이기 때문에, 이에 대한 지속적인 점검 필요. 삼성전자 HBM3e 12hi의 NVIDIA 제품 월 과정에 진척이 보일 경우, 삼성전자와 SK하이닉스의 주가 차별화 흐름이 나타날 수 있다고 판단하기 때문

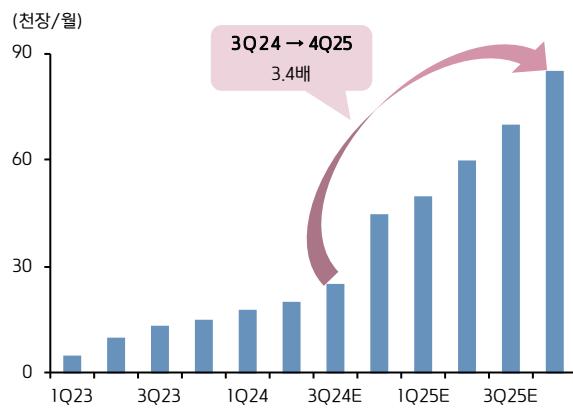
>>> 2025년 HBM 실적 성장세는 지속

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

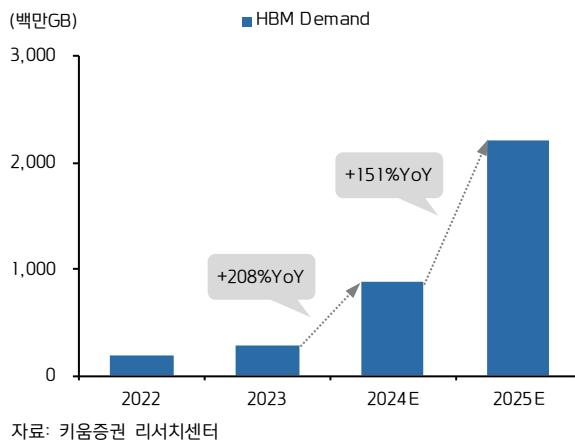
- 당사는 11월 29일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- “AMD” 종목은 11월 18일, “브로드컴” 종목은 11월 25일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

TSMC CoWoS capacity 전망



자료: 키움증권 리서치센터

HBM 수요 전망



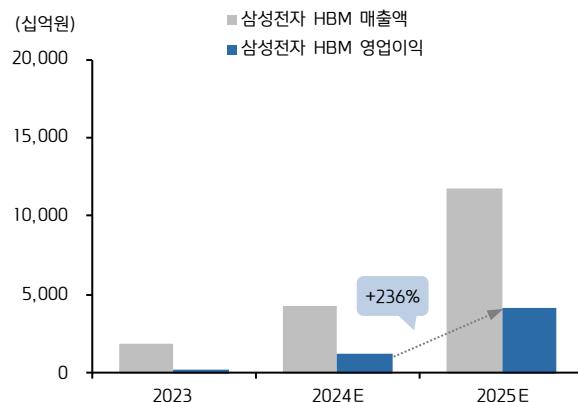
자료: 키움증권 리서치센터

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 | MI300X | | | | HBM3 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 5/6nm | | | | | | | |
| | MI325X | | MI325X | | | | HBM3e 8hi 256GB (32GB*8), TSMC 5/6nm | | | | | | |
| | MI355X | | | MI355X | | | | HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 3nm | | | | | |
| | MI400 | | | | MI400 | | | | | | | TBD | |

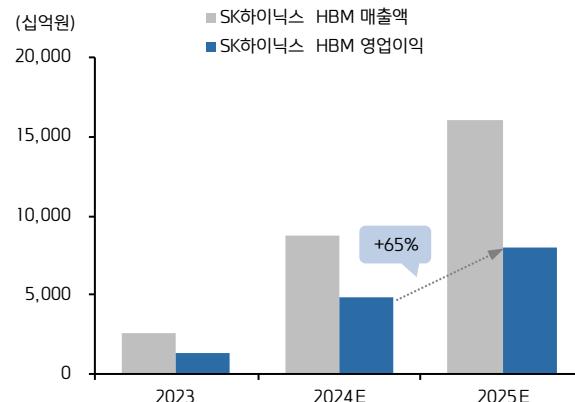
자료: 키움증권 리서치센터

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 일제의 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.