



반도체 (Positive)

업황 점검. 반도체 랠리는 지속될 수 있을까?

▶ Analyst 김광진 kwangjin.kim@hanwha.com 02-3772-7583

AI 서버: 여전히 강력한 투자 수요

국내외 반도체 업종 주가는 지난 1월 딥시크 사태 직후의 하락 분을 빠르게 회복. 딥시크의 공개된 개발 비용은 실제 투입 비용 대비 대폭 축소되었을 가능성이 존재하고, 최근 공개된 xAI의 Grok3를 보면 뛰어난 성능의 바탕에는 GPU 클러스터의 대규모 확장(기준 10만개 → 20만개)이 존재. 이는 컴퓨팅 파워 증가가 뒷받침되지 않은 AI 모델 성능 개선은 어려우며, AI 모델 개발의 대전제인 스케일링 법칙도 여전히 유효함을 방증. xAI가 Grok3 공개와 동시에 차기 훈련 클러스터를 위해 기존 대비 5배 확장된 100만개의 GPU를 투입할 예정임을 언급한 바 있고, 그 외 빅테크들도 차기 AI 모델 공개를 준비 중인 점을 고려하면 하드웨어 관점에서 AI 투자 경쟁은 본격적으로 격화될 가능성이 높으며 AI 투자 수요가 둔화되는 모습은 전혀 확인되지 않음. 추가로 딥시크 사태를 전후로 주요국들의 대규모 데이터센터 투자 계획이 연이어 발표된 점도 하드웨어 투자 수요의 정점이 매우 멀었음을 뒷받침하는 근거

AI용 GPU 수요의 바로미터인 HBM 수요도 여전히 강세. 1Q25 삼성전자와 SK하이닉스의 HBM 판매량 감소를 두고 여러 노이즈들이 제기되었으나, 일시적 감소이며 연간 HBM 출하 계획에는 변동 없는 상황. 당사는 올해 삼성전자와 SK하이닉스의 합산 HBM 출하량을 230억 Gb(+101% YoY)으로 추정

레거시 메모리 반등 기대도 주가에 반영될 수 있는 시기

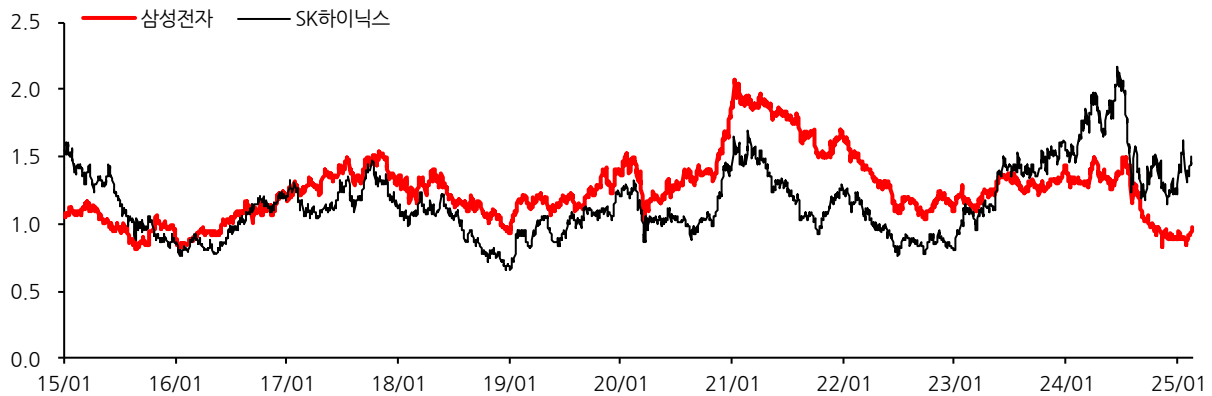
최근 중국 이구환신 정책 효과로 인해 PC, 스마트폰 등 IT기기 소비 심리가 개선됨에 따라 메모리 가격의 조기 반등 가능성 제기. 당사 채널 체크에 따르면 PC, 스마트폰 OEM들의 연초 기준 보유 메모리 재고는 디램 기준 PC 15~17주, 스마트폰 11~13주 수준으로 정상 재고 레벨(8주 내외) 대비 1.5~2배 가량 높은 것으로 파악되기 때문에 IT기기 수요 반등이 실제 메모리 재고 비축 수요로 이어지기까지는 2개 분기 이상의 시간이 필요할 것. 그러나 메모리 업계의 보유 재고가 8주 내외로 과잉 상태가 아닌 점을 고려하면 레거시 메모리 가격은 2Q25를 기점으로 하락폭 축소, 하반기 하향 안정화될 가능성이 높을 것으로 판단. 따라서 레거시 메모리 가격 및 수요 반등에 대한 기대가 충분히 반도체 업종 주가에 반영될 수 있는 시기

반도체 업종 비중확대 의견 유지. 단기적으로 삼성전자 유리

반도체 업종에 대해 비중확대 의견 유지. 딥시크 사태 이후 업종 전반적으로 주가가 가파르게 반등한 데 따른 피로감이 존재하는 상황에서 차주 엔비디아의 실적발표를 앞두고 GB200 서버 생산 램프업 지연 노이즈가 단기 악재로 작용할 수 있음. 그러나 여전히 강력한 글로벌 AI 투자 수요와 레거시 메모리 가격의 하향 안정화라는 큰 방향성을 고려하면 반도체 업종 주가에 우호적인 분위기가 지속될 가능성 높음.

당사는 반도체 대형주 중 단기적으로 삼성전자를 더 선호. 여전히 HBM을 비롯, DS 부문 경쟁력에 대한 우려가 존재하나 이미 상당부분 주가에 반영된 상태. 역대 최대 수준으로 벌어져있는 SK하이닉스와 밸류 갭(2/20 종가 기준 삼성전자 P/B 0.9X, SK하이닉스 1.6X)과 레거시 메모리 업황의 반등 가능성을 고려하면 삼성전자가 단기적으로 더 편한 선택지라 판단

[그림1] 삼성전자, SK하이닉스 12M fwd PBR



자료: Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] SK하이닉스 HBM 출하량 추정

	2023	2024	2025E
TSV Capa(K/월)	45	130	170
Mix(%)	100%	100%	100%
HBM2E	25%		
HBM3	75%	40%	10%
HBM3E 8Hi		59%	30%
HBM3E 12Hi		1%	59%
HBM4 12Hi			1%
출하량(M Gb)	1,139	6,460	12,900
HBM2E	248		
HBM3	891	2,327	855
HBM3E 8Hi		4,031	3,011
HBM3E 12Hi		102	8,883
HBM4 12Hi			151

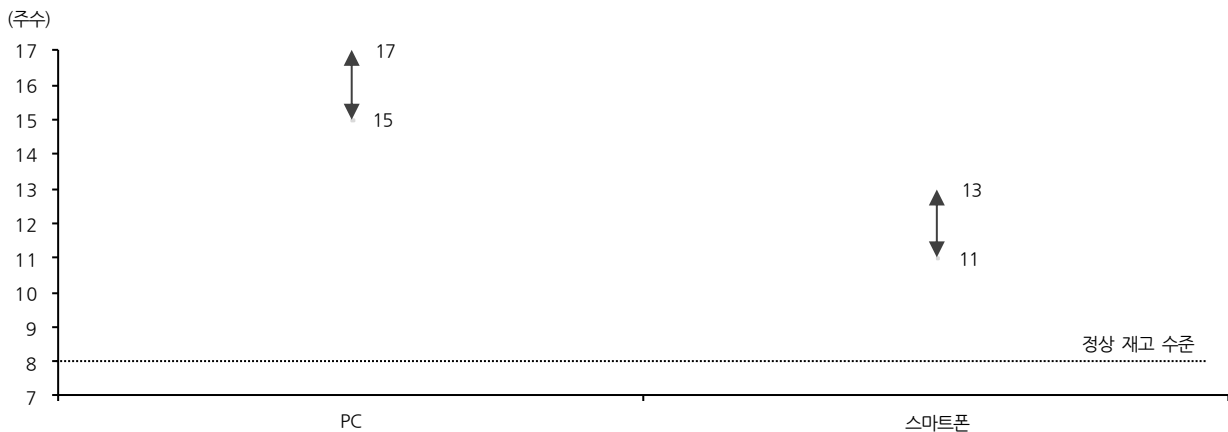
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 삼성전자 HBM 출하량 추정

	2023	2024	2025E
TSV Capa(K/월)	45	140	170
Mix(%)	100%	100%	100%
HBM2E	100%	20%	
HBM3		50%	20%
HBM3E 8Hi		29%	50%
HBM3E 12Hi		1%	30%
HBM4 12Hi			
출하량(M Gb)	1,259	5,051	10,121
HBM2E	1,259	822	
HBM3		2,464	1,539
HBM3E 8Hi		1,678	4,517
HBM3E 12Hi		87	4,065
HBM4 12Hi			

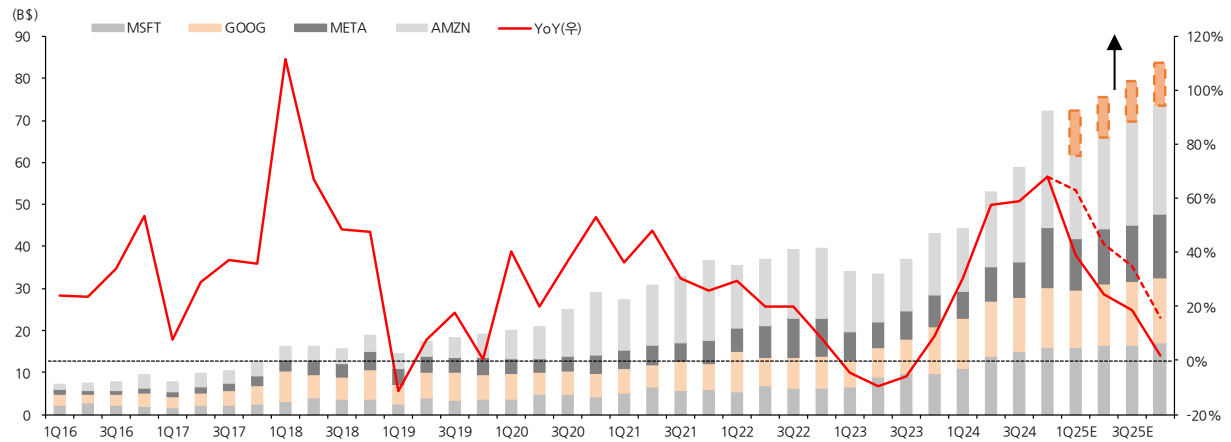
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 전통 수요처 재고 수준

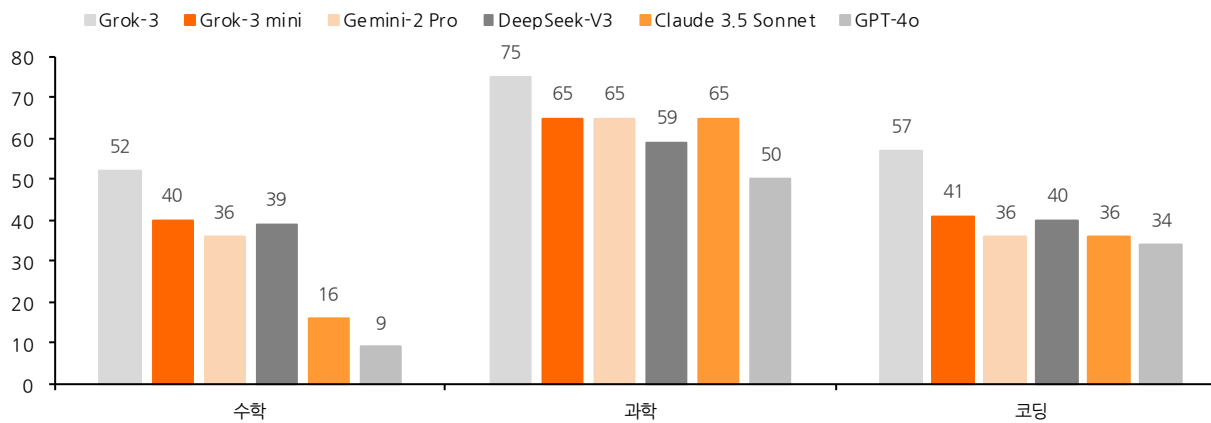


자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 주요 CSP 4 개사 합산 Capex 추이



[그림6] Grok3 벤치마크 성능 비교



자료: xAI, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] xAI 콜로서스 GPU 클러스터 확장



자료: xAI, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 02월 21일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김광진)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%