반도체/장비

백길현, USCPA 반도체
gilhyun.baik@yuantakorea.com
박현주 Research Assistant
hyunjoo.park@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
SK 하이닉스	매수 (M)	260,000 (M)

AI 성장 모멘텀 재점화

2025년 1월 반도체 업종 Review

글로벌 주요 AI Tech 기업들의 2025년 YTD 주가 수익률은 각각, Nvidia +2.6%, TSMC +4.2%, SK하이닉스 +23.4%. 1)주요 Tech 기업 3사 합산 기준 FY2025 실적 컨센서스가 SK하이닉스(매출액기준 고점대비 약 10% 내외 하향 조정) 중심으로 2024년 10월말부터 선제적으로 소폭 조정되었으며, 2)Consumer 수요 둔화 및 중국 로컬 메모리 공급사의 시장 진입에 따른 우려로 선제적 조정을 받은 SK하이닉스 주가는 2025년 YTD 기준 글로벌 AI 업종을 Outperform. 한편 3)2024년 연말부터 미국 Trump 정권의 관세 정책 및 대중 반도체 규제 수준이 과거보다 높아지면서 불확실성이 확대된 바 있음. 4)2025년 1월 1주차부터 Nvidia GB200 공급 지연 이슈가 야기한 AI 수요 감소 우려 발생.

Nvidia GB Series, 공급 스케줄 조정은 불가피 할 것

금번 공급 지연 이슈는 '수요'가 아닌 '대만 Downstream 기업의 공급 차질' 때문. 2025년 연간 기준 Non-TSMC 중심의 CoWoS-S Capa는 (기존) 50K → (신규) 30~40K 수준으로 약 30% 이상 하향 조정된 것으로 파악. 반면 당사 채널 체크에 따르면 미국 Cloud Service Providers향 HGX 시리즈 및 B200 주문이 늘어나고 있음. Nvidia GB200 초도 양산은 1Q25 시작되고, Ramp up은 2Q25일 것. 한편, GB300 중심의 고객 수요가 높아지는데 이는 4Q25 양산을 앞두고 있는 것으로 파악.

이에, 1)국내 SK하이닉스(000660 KS)의 HBM3e 12Hi 공급 비중 확대 시점은 소폭 늦춰질 것. 다만 오히려 2H25 HB3e 12Hi 제품의 공급 확대로 인한 실적 개선이 보다 두드러질 것으로 전망된다는 점이 긍정적이라는 판단임. 또한 2)대만 TSMC CoWoS Capa는 2025년 기준 CoWoS-S → CoWoS-L로 빠르게 전환되고, Mainstream으로 자리 잡을 것으로 전망. 2025년 연간기준 TSMC의 CoWoS-L Capa는 전체에서 약 90% 수준에 육박할 것.

미국 제재, AI 반도체 시장 내 중국 기업의 성장을 지연시킬 것

미국 차기 대통령 트럼프 정권 내 반도체 규제는 강화되는 흐름이 지속되고 있음. 1)중국 반도체 규제 범위를 기존 7nm 이하에서 10nm 중반 수준(TSMC 매출액 기준 약 10% 내외)의 Legacy까지 확대할 가능성이 제기되고 있음. 2)2024년 11월 미국으로의 글로벌 수입품에 대해 부과했던 기존 10%의 일괄 관세 대비 더 높은 수준의 60% 관세를 부과하겠다고 발언. 3)추가적으로 "2025년 1월 20일" 취임식 이후 캐나다/멕시코에서 수입되는 상품에 대해서는 25% 관세를 부과하겠다고 구체화한 바 있음.

(2페이지 이어서)

글로벌 Tech 기업들의 탈중국 및 생산 거점 다변화가 1~2년 전에 본격화되었음에도 불구하고 최근 미국의 제재는 기업들의 중장기 수익성에 다소 부정적일 것. 특히 AI GPU 유통량의 20%를 차지하고 있는 싱가폴은 2단계 규제권에 속하게 된 것으로 파악되는데, 이에 향후 2년간 GPU 공급 가능 물량이 45K로 제한됨. Nvidia 매출액 중 2023/2024년말 싱가폴향 비중이 각각 15% → 22%로 높아진 것을 고려하면 금번 규제의 영향은 불가피 할 것. 다만 1)신규 중국 로컬 AI Chip 플레이어들의 AI GPU 시장 진입 속도가 지연되고 2)Nvidia와 주요 북미 ASIC 업체들 위주의 공급이 우선 시 될 것.

향후 관전 포인트 및 투자 전략

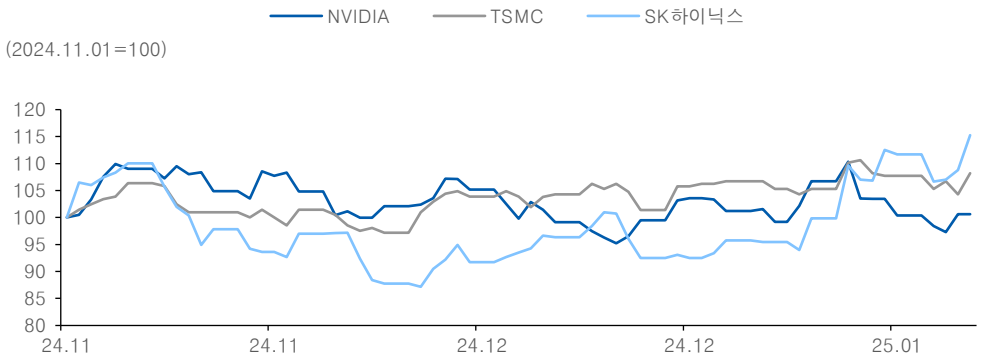
한국 시간 기준 1월 16일 오후 3시, TSMC는 4Q24 실적발표 컨퍼런스콜을 진행. 다음날 미국 TSMC ADR(TSM US)은 4%, 대만 TSMC(2330 TT) 주가는 1.4% 상승. 중장기 GP Margin 가이던스를 상향하지 않았음에도 불구하고, 결국 강한 AI Server 및 Edge AI 수요로 향후 선단 공정 기반의 수요가 강할 것이라는 점을 주목. 1)전반적으로 2025년 AI 관련 매출액은 전년 대비 두배 성장할 것으로 전망하며, ASIC 수요는 실제로 매우 강하다고 자신감을 표명. 2)동시에 GB Series 공급 축소에 대한 우려에 대해 안심을 시켜주었으며, Nvidia 차세대 AI GPU인 Rubin부터 Silicon Phonics를 활용할 계획인 것으로 파악. 3)금번 실적발표 컨퍼런스콜에서 Capex를 기존 대비 소폭 상향 조정하였으며, 이는 대부분 2/3nm와 Advance PKG향으로 집중될 것.

금주 주요 Tech 기업들의 실적발표 컨퍼런스콜을 앞두고 있음. 한국 시간기준 예상 일정은, 1월 23일 오전 9시 SK하이닉스, 1월 31일 오전 10시 삼성전자. 기업들의 4Q24 실적보다는 향후 방향성이 보다 중요할 것이며, AI 시장 성장 기반으로 성장 모멘텀을 이어갈 AI 업종을 여전히 선호.

한편 4Q24부터 계절적 비수기 시즌에 진입함에 따라 1H25 Conventional Server를 포함한 Consumer 수요 회복 및 반등은 제한적일 것. 당사 리서치센터는 기저 효과를 누릴 수 있는 Networking/Auto 외 대부분의 Set 수요는 전년 대비 감소할 것으로 전망. 다만 2H25 Consumer 중심의 교체 수요 및 Server 신규 플랫폼 런칭에 따른 수요 방향 전환을 기대.

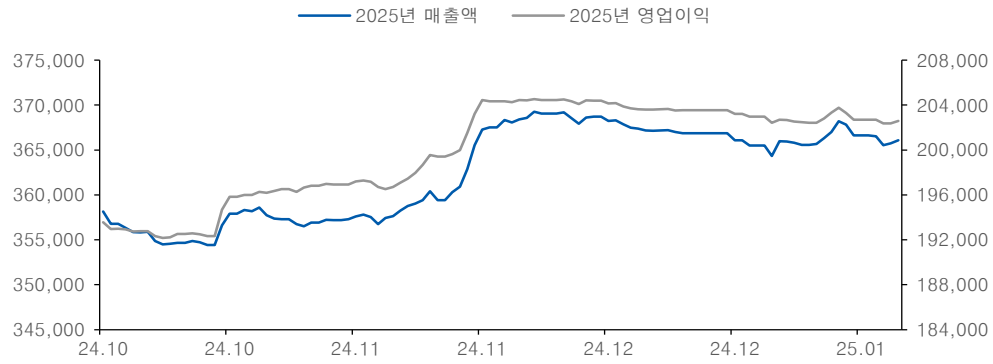
HBM 12/16단 중심의 공급 확대에 따른 최대 수혜자로서, DRAM 시장 내 점유율이 재차 확대될 것으로 기대하는 SK하이닉스(BUY, 목표주가 26만원)를 Top Pick으로 유지. 1)동사 2025년 연간 예상 영업이익은 36조원으로 추정하며, 단기적으로 Conventional DRAM 가격 하락에 따른 주가 변동성은 기회일 것. 2)글로벌 Set 수요를 고려하면 1H25 메모리반도체 재고조정이 마무리될 것으로 예상. 또한 3)2025년 일부 업체의 DRAM 기술 리더십 약화 이슈로 선단공정 기반의 DRAM 공급이 제한적일 것. 이는 2H25 Conventional DRAM의 가격 반등 모멘텀을 형성할 것이며, 주가 반등의 선행성을 고려해야 한다는 판단임.

[차트 01] 글로벌 주요 Tech 기업들의 2025 년 YTD 주가 수익률 추이



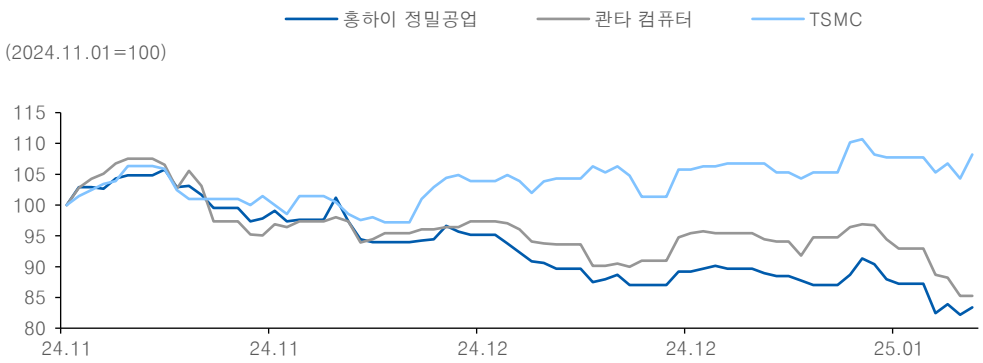
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 02] 글로벌 주요 Tech 기업들의 2025 년 실적 추정치 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD 기준

[차트 03] 대만 Hon Hai, Quanta, TSMC 의 최근 주가 추이



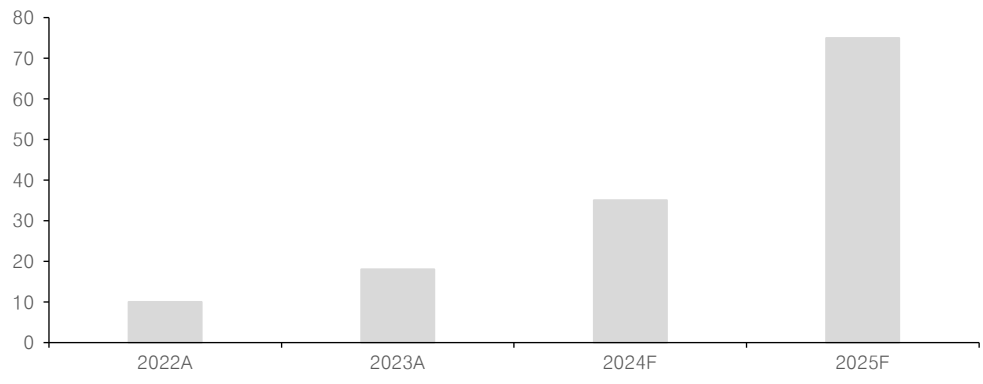
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 01] Nvidia AI Server GPU 및 HBM 예상 스펙

Name	Major Server	HBM Type	CoWoS Type
B100	HGX	HBM3e 8hi (192GB)	CoWoS – L
B200	HGX	HBM3e 8hi (192GB)	CoWoS – L
GB200	NVL 72(Main), NVL 36	HBM3e 8hi (192GB)	CoWoS – L
B300	HGX	HBM3e 12Hi (288GB)	CoWoS – L
GB300	NVL 72(Main), NVL 36	HBM3e 12Hi (288GB)	CoWoS – L
B300A	HGX, MGX	HBM3e 12Hi (144GB)	CoWoS – L
GB300A	NVL 36, MGX	HBM3e 12Hi (144GB)	CoWoS – S

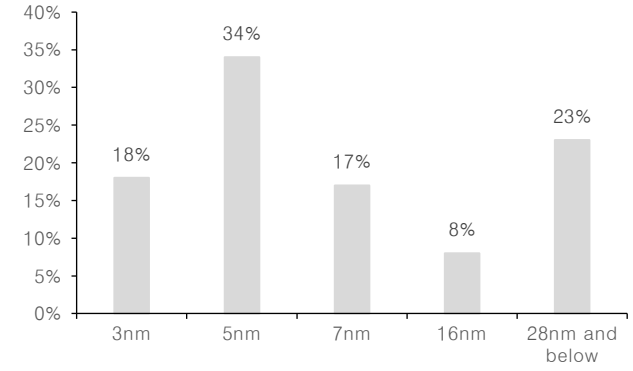
자료: Nvidia, 언론 종합, 유안타증권 리서치센터

[차트 04] TSMC 의 CoWoS Capa 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

[차트 05] TSMC 의 Tech node 별 매출 비중

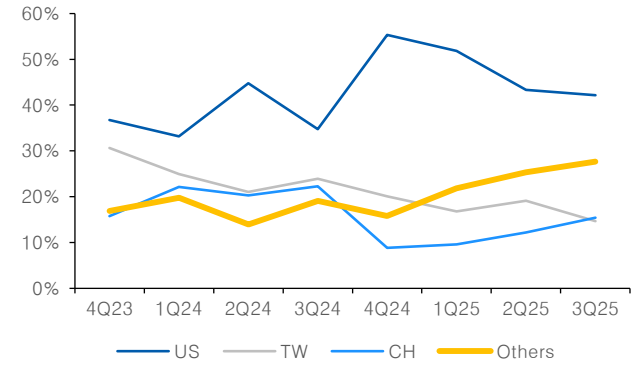


자료: TSMC (2024 년 연간 기준), 유안타증권 리서치센터

[그림 01] 트럼프 정권의 중국 반도체 제재는 강화될 것

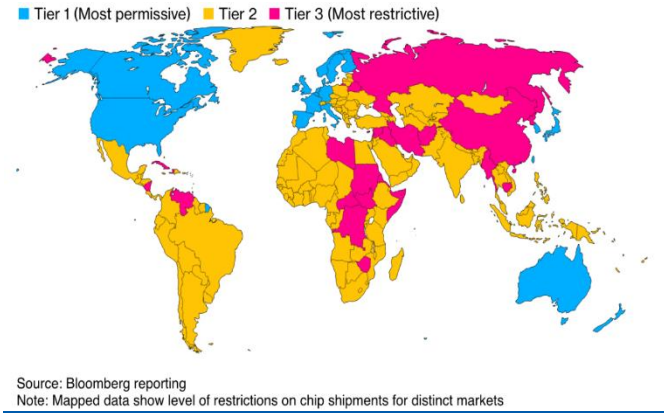
자료: 유안타증권 리서치센터

[차트 06] Nvidia 지역별 매출액 비중 변화



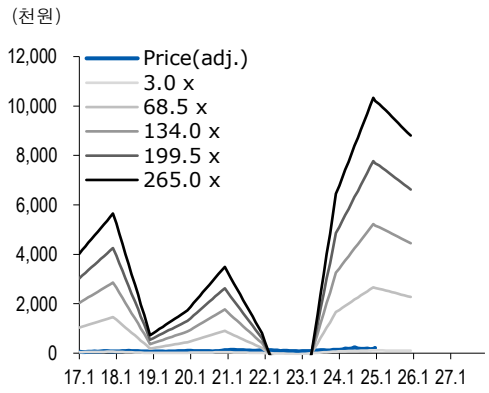
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: Others 내 싱가폴이 대부분의 매출액을 차지

[그림 02] 미국 정부의 반도체 출하 지역별 규제 지도(싱가폴 지역 Tier 2 로 분류)

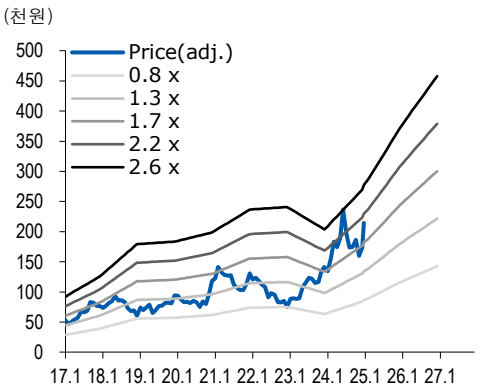


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

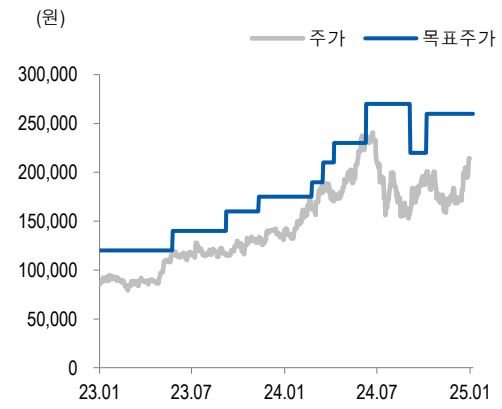
P/E band chart



P/B band chart



SK 하이닉스 (000660) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-01-20	BUY	260,000	1년		
2024-10-25	BUY	260,000	1년		
2024-09-23	BUY	220,000	1년	-16.54	-9.91
2024-06-28	BUY	270,000	1년	-28.97	-10.74
2024-04-26	BUY	230,000	1년	-12.14	3.26
2024-04-04	BUY	210,000	1년	-14.38	-10.29
2024-03-13	BUY	190,000	1년	-9.36	-1.95
2023-11-29	BUY	175,000	1년	-18.68	-1.77
2023-09-26	BUY	160,000	1년	-21.23	-16.19

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	89.5
Hold(중립)	10.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-01-19

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: **백길현**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.