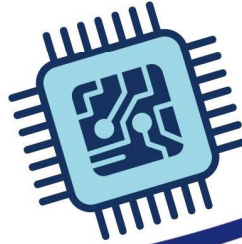
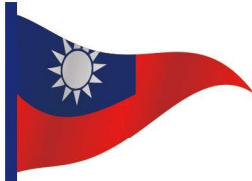
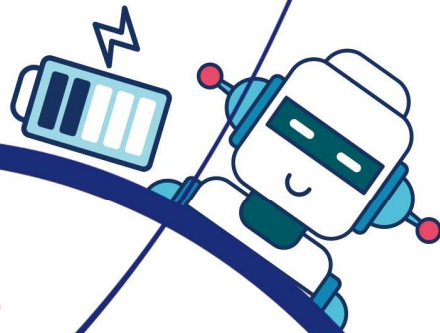


# 대만 탐방 후기



[IT/반도체] 최보영 연구위원  
20190031@iprovest.com

권오휘 RA  
20250018@iprovest.com



# CONTENTS

## 0. Investment Summary

8	1. 한국, 대만 자본시장 환경
	1-1. 반도체 산업이 견인하는 양국 경제 성장
	1-2. 산업 구조가 반영된 저물가 환경
	1-3. 반도체 산업이 만든 대만의 고부가 고용
	1-4. 낮은 변동성과 완만한 통화 절상 흐름
	1-5. AI 반도체 수요가 이끈 대만 수출 경쟁력
	1-6. 장기 경상수지 흑자가 만든 대만 외환 대응력
22	2. 대만 산업과 증시의 기회와 리스크
	2-1. AI 인프라 사이클이 만든 글로벌 증시 차별화
	2-2. 아시아 증시 산업 구조와 수급 특징
	2-3. 디리스팅 시대의 글로벌 공급망 재편
	2-4. 사이클형 한국, 성장형 대만 반도체
	2-5. 밸류에이션 프리미엄과 외국인 수급
33	Hon Hai Precision Industry (2317.TT)
44	ASE Technology Holdings (3711.TT)
53	ASPEED Technology (5274.TT)
61	Gigabyte Technology (2376.TT)

## 0. Investment Summary

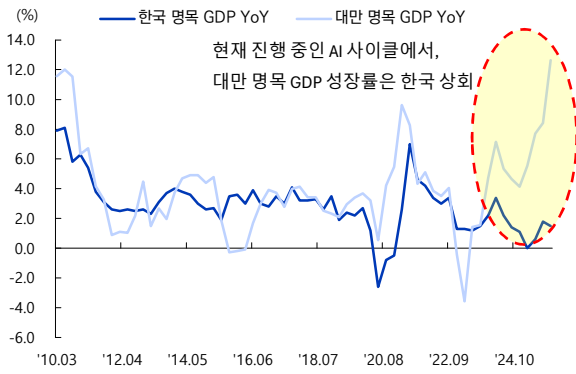
한국과 대만은 수출 중심 제조업 국가라는 공통점을 가지지만, 한국이 메모리·자동차·화학 등 다업종 분산형 구조인 반면 대만은 TSMC 중심 파운드리·패키징·ODM에 집중된 단일 산업 고도화 구조로, 이 차이가 거시경제 전반에 걸쳐 상이한 경로를 만들어내고 있다. 대만은 반도체 사이클 상승기에 성장률 탄성이 크고, 저물가 환경·고부가 고용 구조·낮은 환율 변동성·GDP 대비 15~20%의 경상수지 흑자를 기반으로 한 강한 외환 대응력을 보유하고 있다. 반면 한국은 경제 규모와 고용 흡수력에서 우위를 가지나, 에너지 수입 의존도가 높아 원자재 가격 변동 시 무역수지·물가·환율의 변동성이 확대되는 구조적 취약점이 존재한다. 현재 AI 반도체 투자 확대 국면에서는 대만의 반도체 집중형 산업 구조가 더 큰 수혜를 받으며 양국 간 거시경제 격차를 부각시키고 있다.

2026년 글로벌 증시는 AI 인프라 투자 사이클의 직접 수혜 여부에 따라 차별화되고 있으며, 반도체 비중이 높은 한국과 대만이 대표 수혜 시장으로 부각되고 있다. 코스피 YTD +25%, TAIEX +13%로 주요 지수를 상회하는 가운데, 한국은 메모리 중심 사이클 민감형, 대만은 파운드리 기반 구조적 성장형이라는 차이가 TAIEX 선행 P/E 25.3배 vs 코스피 10.5배의 밸류에이션 격차로 반영되고 있다. 대만은 MSCI EM 내 비중 22%(한국 18%) 등 글로벌 패시브 자금 유입에 유리한 구조를 갖춘 반면, 한국은 업황 회복 시 멀티플 확장 여지와 지배구조 개선에 따른 디스카운트 해소 가능성이 차별화 포인트다. 한편 디리스팅 흐름 속에서 양국 모두 첨단 반도체 핵심 거점으로 중요성이 강화되고 있으나, 대만은 해외 분산형, 한국은 국내 중심의 선택적 현지화라는 상이한 전략 경로를 보이고 있다.

이번 대만 탐방에서 공통적으로 확인된 핵심 포인트는 AI 수요가 서버 출하를 넘어 데이터 센터 인프라 투자로 확대되고 있으며, ODM의 역할이 rack 단위 통합 솔루션 공급자로 격상되고 있다는 점이다. AI 데이터센터 공급망 핵심 기업인 Hon Hai, ASE, ASPEED, Gigabyte는 AI 서버의 GPU 집적도·전력 소비 증가로 전력 공급 장치, 액체 냉각 시스템, 고속 인터커넥트 등 인프라 요소 전반의 중요성이 동시에 확대되고 있음을 확인했다. 기업별로 보면 Hon Hai·Gigabyte는 전력 모듈, 냉각 시스템, 케이블링을 포함한 rack 단위 통합 솔루션 및 턴키 데이터센터 구축 모델을 확대 중이며, ASE는 첨단 패키징·테스트 역량 기반으로 AI 가속기 패키징 수요의 직접 수혜가 예상되고, ASPEED는 BMC 반도체 시장의 높은 점유율을 기반으로 AI 서버 확산에 따른 안정적 수요 증가가 기대된다. 서버 시스템 복잡도 상승과 부품 탑재량 증가는 공급망 전반에서 고부가 제품 중심의 믹스 개선을 유도하고 있으며, ASP 상승에도 고객사의 투자 집행이 지속되고 있다는 점에서 AI 인프라 수요의 견조함이 확인된다. 이를 감안하면 AI 데이터센터 투자 사이클은 공급망 전반의 수익성 레버리지 확대와 밸류에이션 리레이팅 가능성을 높이는 요인으로 판단한다.

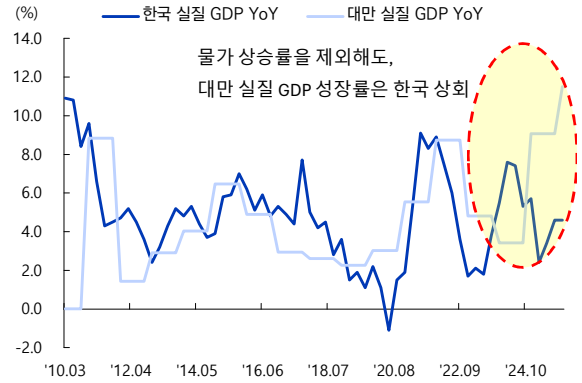
## Key Chart

[도표 1] AI 사이클에서 대만 명목 GDP 성장률은 한국 상회



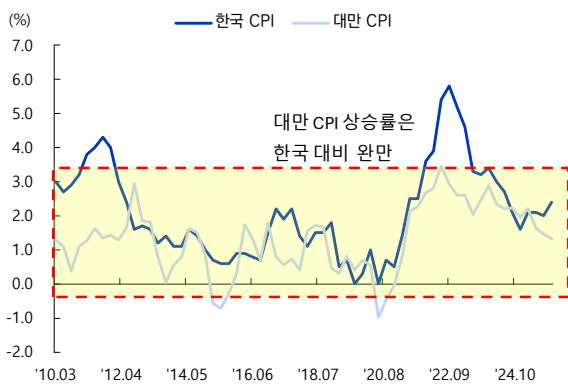
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 2] AI 사이클에서 대만 실질 GDP 성장률은 한국 상회



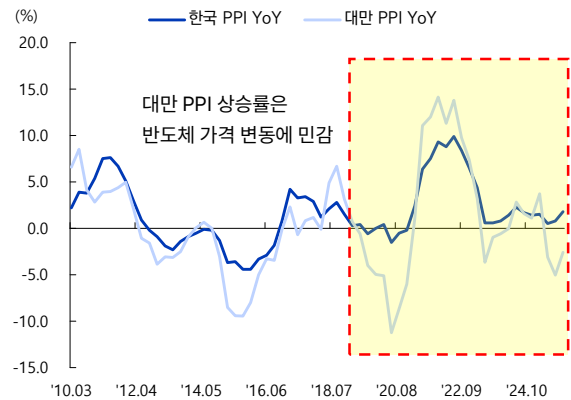
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 대만 CPI 상승률 한국 대비 낮은 변동성



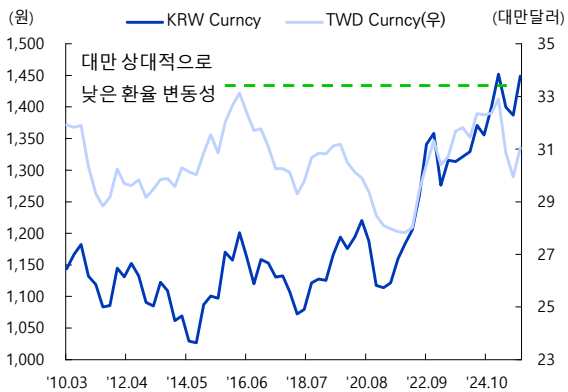
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 대만 PPI 반도체 가격 사이클에 민감



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터 / 주: 2022년 이전 TWWPI, 이후 TWPI 적용

[도표 5] 대만 상대적으로 낮은 환율 변동성 유지



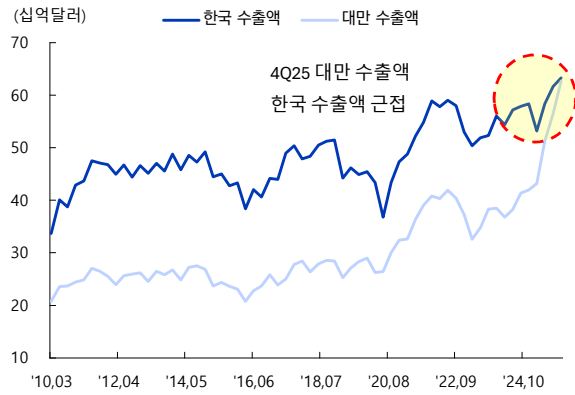
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 대만 명목 실효 환율 이상향



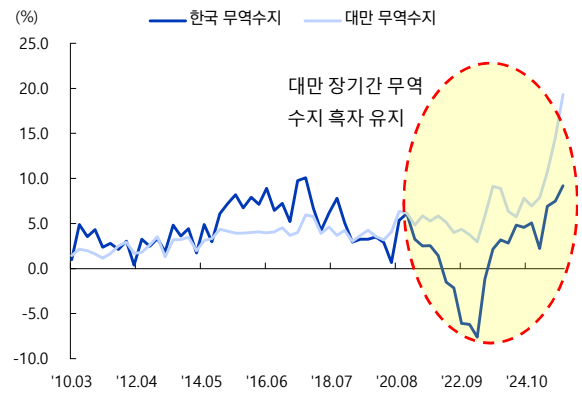
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 4Q25 대만 수출액 한국 수출액 근접



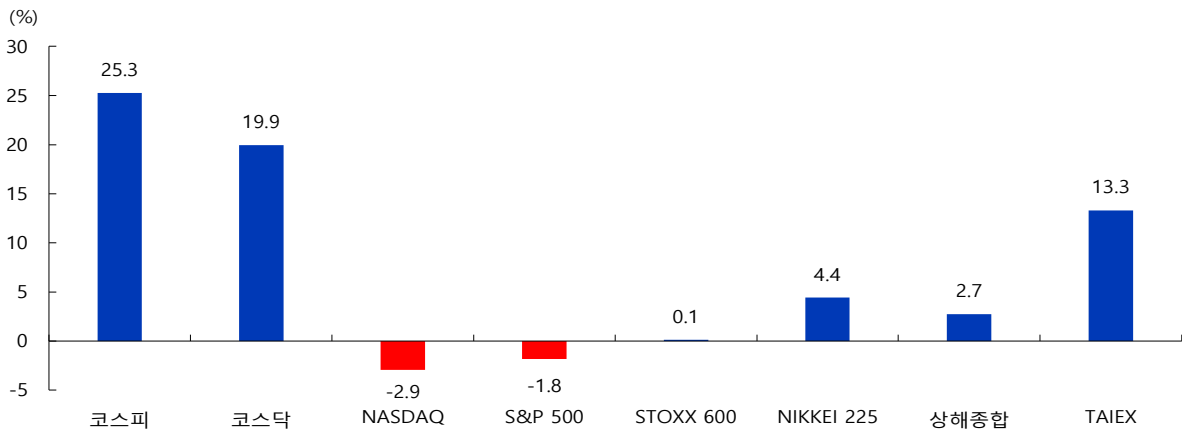
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 대만 장기간 무역수지 흑자 유지



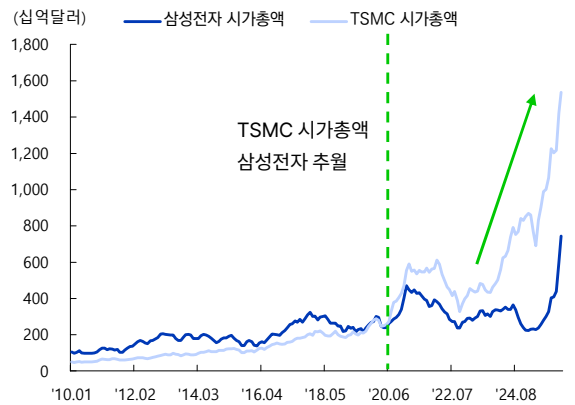
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 3/12 기준 주요국 증시 대비 코스피, 코스닥 YTD 수익률 상회



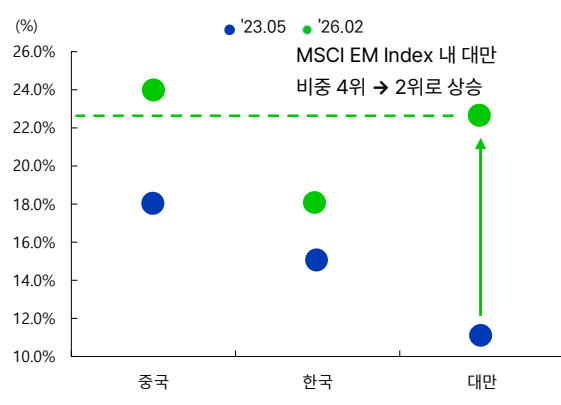
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 10] TSMC 시가총액 삼성전자 추월



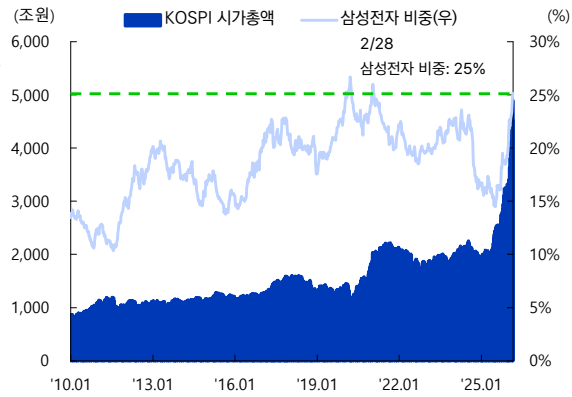
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 11] MSCI EM Index 내 대만 비중 상승



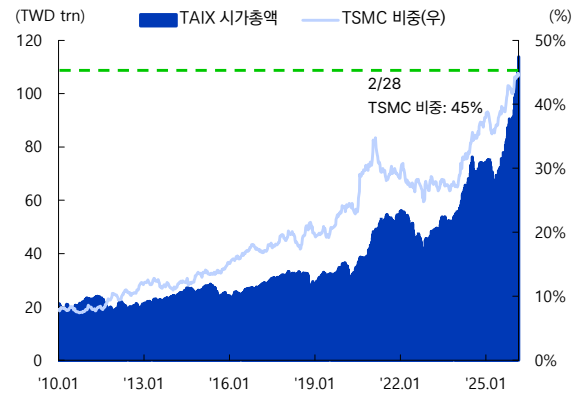
자료: MSCI Index, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 코스피 내 삼성전자 시가총액 비중 25%



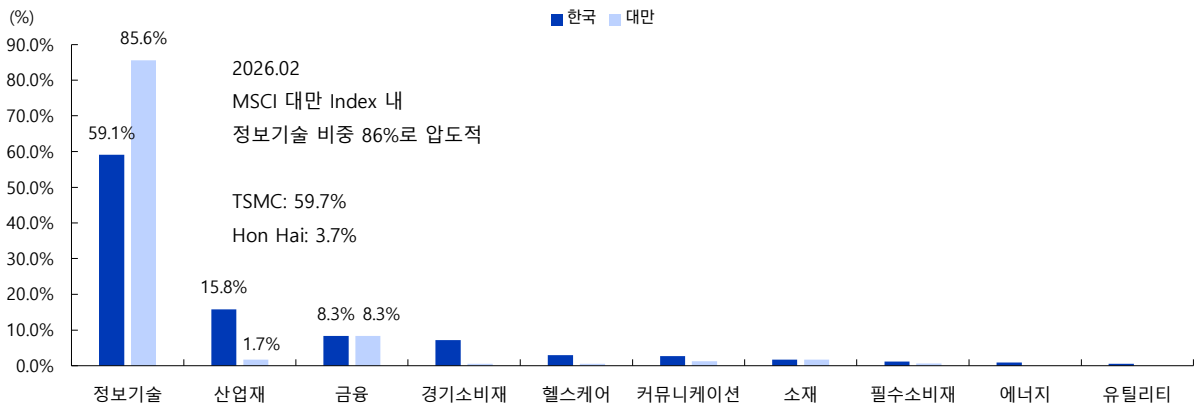
자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 13] TAIEX 내 TSMC 시가총액 비중 45%



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 14] MSCI Taiwan Index 내 정보기술 섹터 비중 압도적



자료: MSCI Index, 교보증권 리서치센터



이 페이지는 편집상 공백입니다.

## 1. 한국, 대만 매크로 환경

### 1-1. 반도체 산업이 견인하는 양국 경제 성장

반도체 산업 구조 차이는 한국과 대만의 경제 성장률 격차를 설명하는 핵심 변수다. 두 국가 모두 수출 중심 제조업 국가라는 공통점을 가지고 있지만 산업 집중도와 글로벌 IT 사이클에 대한 민감도 측면에서는 차이를 보인다. 절대적인 경제 규모는 한국이 우위에 있으나 반도체 산업 비중이 높은 대만은 글로벌 반도체 사이클 상승 국면에서 성장률 탄성이 더 크게 나타난다. 최근 AI 반도체 중심 투자 확대 국면에서 구조적 차이가 뚜렷하게 보이며 2026년 대만 명목 GDP 성장률은 한국을 상회할 것으로 예상된다(한국 YoY +2.0%, 대만 YoY +4.8%).

1) 한국과 대만은 2000년 GDP 1.7배 격차에서 출발해 각각 다업종 제조업, 반도체 생태계 고도화라는 상이한 성장 경로를 걸었으며, 현재 대만은 수출의 40%가 반도체·전자부품으로 글로벌 반도체 사이클이 성장률에 직결되는 구조다. 한국은 IT·조선·자동차·화학 등 다변화된 제조업으로 성장한 반면, 대만은 IT ODM에서 TSMC 중심 파운드리·팹리스 생태계로 산업을 고도화했다. 2010년대 중반 첨단 공정 경쟁이 본격화되며 반도체가 대만 경제의 핵심 동력이 되었다.

2) 반도체 업황 호조기에 대만 성장률이 한국을 상회하는 패턴이 반복되며, 현재 AI 반도체 투자 사이클에서도 동일한 흐름이 관찰된다. 2021년 반도체 슈퍼사이클 당시 실질 GDP 성장률은 한국 4.3%, 대만 6.6%였다. 현재 AI 서버·GPU·첨단 패키징 투자 확대가 글로벌 반도체 공급망으로 확산되며, 대만의 명목·실질 GDP 성장률은 다시 한국을 상회하고 있다.

3) 경제 규모는 한국이 2배(1.9조 vs 0.9조 달러) 크지만, 1인당 GDP는 3.4만 vs 3.3만 달러로 거의 수렴했으며, 이는 반도체 중심 산업의 높은 수익성이 거시경제에 반영된 결과다. 2025년 한·대만 상장기업 평균 ROE는 각 13%, 20%로, TSMC 중심 반도체 생태계의 높은 영업이익률과 대규모 설비투자가 고용·투자·수출을 통해 경제 성장률로 연결되는 구조이다.

[도표 15] 대만 GDP YoY 성장률 우위

		2025				2026				'25	'26(E)
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q(E)	2Q(E)	3Q(E)	4Q(E)	연간	연간
미국	GDP(YoY)	2.0	2.1	2.3	2.2	3.1	2.7	2.2	2.1	2.2	2.5
	CPI(YoY)	2.7	2.5	2.9	2.7	2.5	2.6	2.7	2.6	2.7	2.6
한국	GDP(YoY)	0.0	0.6	1.8	1.5	2.4	2.3	1.6	2.0	1.0	2.0
	CPI(YoY)	2.1	2.1	2.0	2.4	2.1	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1
대만	GDP(YoY)	5.5	7.7	8.4	12.7	6.1	4.6	3.9	3.1	8.7	4.8
	CPI(YoY)	2.2	1.7	1.5	1.3	1.3	1.7	1.6	1.7	1.7	1.6
달러 인덱스		107	100	98	99	96	97	98	99	101	98
달러-원		1,450	1,400	1,385	1,450	1,430	1,400	1,370	1,330	1,420	1,380

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 16] AI 사이클에서 대만 명목 GDP 성장률은 한국 상회



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 17] AI 사이클에서 대만 실질 GDP 성장률은 한국 상회



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 1-2. 대만 산업 구조가 반영된 저물가 환경

코로나 19 이후 글로벌 인플레이션 국면에서 한국과 대만 물가 경로는 차별화되었다. 글로벌 유동성 확대와 공급망 충격이 동시에 발생했던 2020~2022 년 구간에서 대만의 소비자물가 상승률은 한국 대비 낮은 수준을 유지했으며 이후 상대적으로 제한된 흐름이 이어지기도 있다. 이는 주거비, 산업 구성, 통화 증가율 등 구조적 요인이 복합적으로 적용한 결과로 해석된다. 대만은 공공요금 규제와 안정적 통화 증가율을 기반으로 저물가 환경이 지속되는 반면 한국은 주거비, 서비스 물가 영향력이 높아 경기 회복 및 비용 충격 발생 시 물가 반등 폭이 상대적으로 크게 나타나는 구조다.

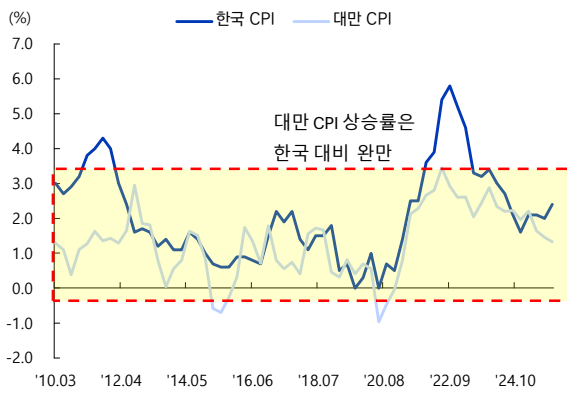
- 1) 한국·대만 모두 저물가 기조(2010~19 년 평균 1.7%, 1.0%)를 유지했으나, 한국은 서비스·주거비 중심의 빠른 반등 구조, 대만은 공공요금 규제 기반의 안정 구조라는 차이가 있다. 한국은 임대료·외식비 등 서비스 물가가 전체 물가로 확산되는 경향이 강한 반면, 대만은 전력·공공요금 규제와 제한적 주거 물가 압력으로 낮은 범위에서 안정적으로 유지된다.
- 2) 2020~2022 년 글로벌 공급망 병목 시기에 한국 물가는 5.1%까지 급등한 반면, 대만은 2.9%에 그치며 구조적 안정성이 확인됐다. 한국은 식료품·에너지 가격이 빠르게 전이되고 주거비 상승이 체감 물가를 높인 반면, 대만은 동일 충격에도 상승폭이 제한적이었다.
- 3) 생산자물가는 한국이 에너지·원자재, 대만이 반도체 사이클에 연동되는 구조적 차이를 보인다. 한국은 금속·유가·화학 제품 가격이 직접 반영되어 에너지 상승기에 생산자물가가 빠르게 오르는 반면, 대만은 반도체 업황에 따라 변동성이 확대되는 특징이 있다.
- 4) 통화량 측면에서 한국은 M2 변동폭이 크고, 대만은 완만해 물가 안정성과 통화정책 경로의 차이로 이어진다. 한국은 코로나 이후 M2 급증 후 긴축으로 급격히 둔화된 반면, 대만은 통화량 변동이 제한적이었다. 이로 인해 대만은 완만한 금리 정책을 유지할 수 있는 반면, 한국은 물가·자산시장 변동성으로 통화정책 변동폭이 확대되는 경향이 있다.

[도표 18] 한국, 대만 CPI, PPI 추이

		2024				2025				'24	'25
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	연간
한국	CPI(YoY)	3.0	2.7	2.1	1.6	2.1	2.1	2.0	2.4	2.3	2.3
	PPI(YoY)	1.4	2.3	1.7	1.4	1.5	0.5	0.8	1.8	1.7	1.2
대만	CPI(YoY)	2.3	2.2	2.2	2.0	2.2	1.7	1.5	1.3	2.1	1.3
	PPI(YoY)	0.0	2.8	1.6	1.1	3.7	-3.1	-5.0	-2.6	1.4	-1.8

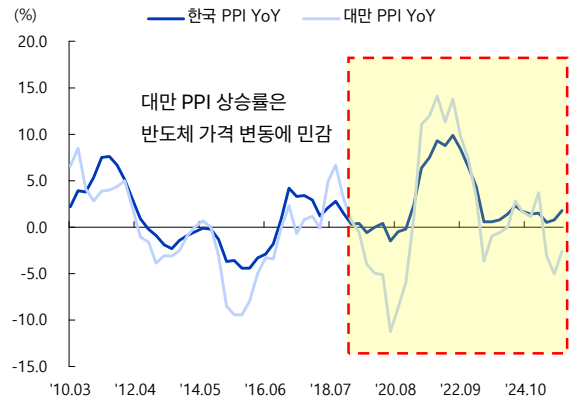
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 대만 CPI 상승률 한국 대비 낮은 변동성



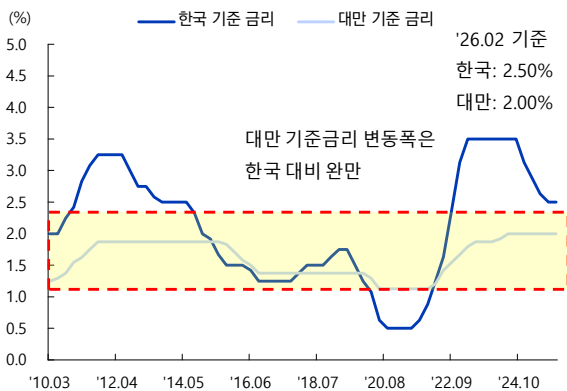
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 대만 PPI 반도체 가격 사이클에 민감



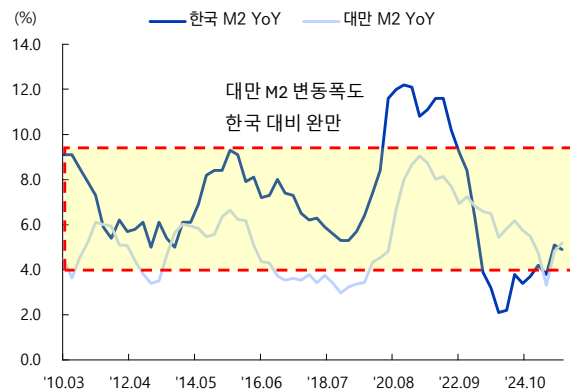
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터 / 주: 2022년 이전 TWWPI, 이후 TWPMI

[도표 21] 대만 기준금리 완만한 정책 경로



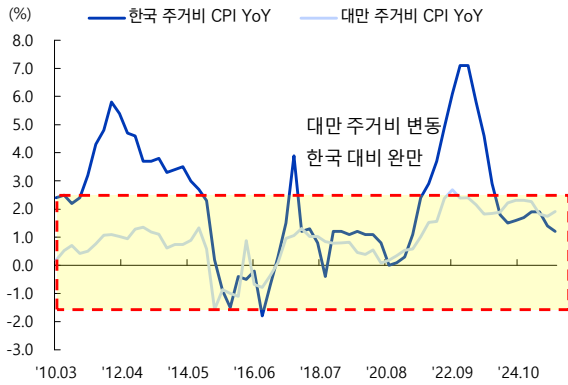
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 대만 M2 통화 증가율 완만한 흐름



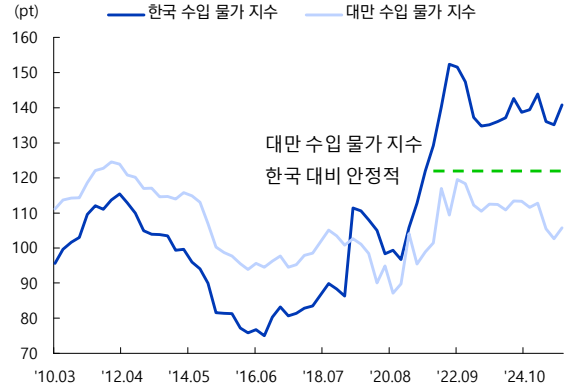
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 대만 주거비 CPI 상승 압력 제한적



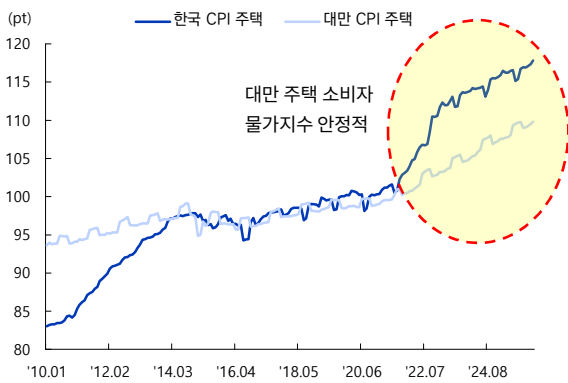
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터 / 주: 한국, 대만 CPI 주거비 포함 항목 상이

[도표 24] 대만 수입 물가 지수 안정적 흐름 유지



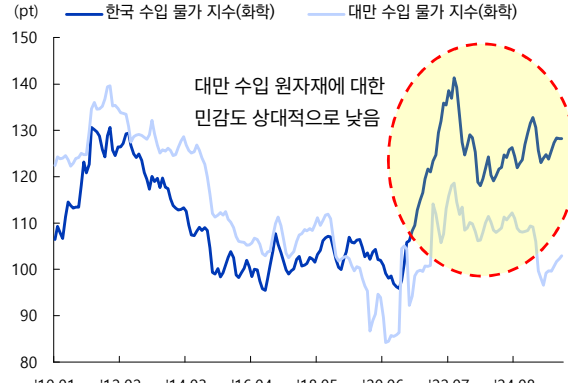
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 대만 주택 소비자 물가지수 안정적



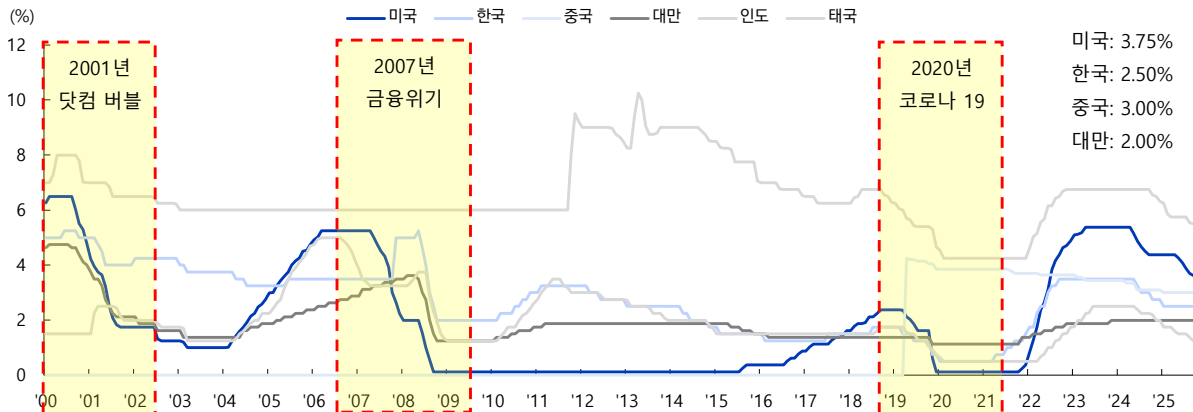
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 26] 대만 원자재 수입 물가지수 안정적



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 2000년도 이후 대체로 한국, 대만 대비 미국 기준 금리 수준 낮아



자료: 교보증권 리서치센터 / 주: 중국 1Y LPR 기준



이 페이지는 편집상 공백입니다.

### 1-3. 반도체 산업이 만든 대만, 고부가 고용

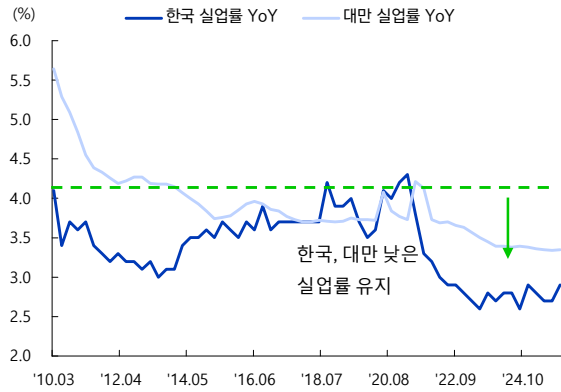
한국과 대만의 노동시장은 산업 구조 차이를 반영하며 서로 다른 고용 구조를 형성하고 있다. 한국은 서비스업 중심 경제 구조를 바탕으로 다양한 형태의 고용이 존재하며 노동 시장 흡수력이 높은 특징을 보인다. 반면 대만은 반도체 중심 제조업 기반의 산업 구조가 형성되어 있어 고숙련 기술 인력 중심의 고부가가치 고용이 노동시장의 핵심을 이루고 있다. 해당 차이는 고용률, 실업률, 임금 구조 등 노동시장 지표에서 서로 다른 특징으로 나타난다.

1) 한국 고용률은 여성·고령층 참여 확대로 2024 년 70%까지 상승했으며, 서비스업 중심의 다양한 고용 흡수 구조를 갖고 있다. 대만은 반도체·전자 등 기술 집약 제조업 중심의 전문 인력 고용 구조다(제조업 고용 비중: 한국 15%, 대만 25%). 한국은 도소매·보건·플랫폼 등 서비스업 고용이 경기 변동 시 완충 역할을 하는 반면, 대만은 숙련 기술 인력 중심 채용 구조가 유지되고 있다.

2) 한·대만 실업률은 각 2.8%, 3.4%(최근 3 년 평균)로 글로벌 대비 낮은 수준이나, 고용 분포 구조에 차이가 있다. 한국은 서비스업 중심으로 고용이 넓게 분산된 반면, 대만은 제조업 중심으로 특정 산업 클러스터에 집중되는 경향이 있다.

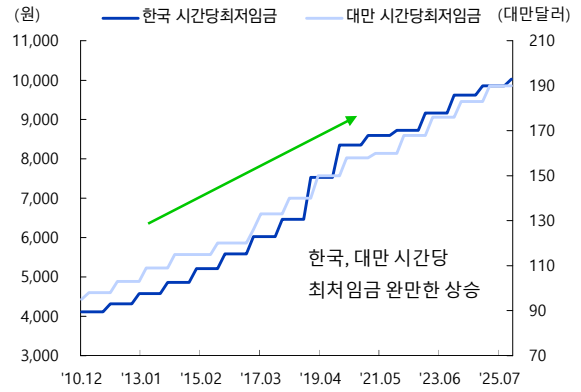
3) 명목 임금 상승률은 한국 4~5%, 대만 3~4%(2024 년)로 유사하나, 한국은 다업종 분산형, 대만은 반도체 중심 집중형 임금 구조를 보인다. 대만은 TSMC 등 반도체 엔지니어의 임금 프리미엄이 높고, 글로벌 인력 확보 경쟁으로 기술 인력 중심 임금 상승 압력이 구조적으로 존재한다. 한국은 반도체 대기업 연봉이 약 1 억 원 내외로 높지만 금융·자동차·IT 플랫폼 등 다양한 고임금 산업이 병존해 특정 산업이 임금 구조를 지배하지 않는다. AI 반도체 투자 확대 시 대만의 기술 인력 중심 고용 구조가 더욱 강화될 가능성이 높다.

[도표 28] 한국, 대만 실업률 낮은 수준 유지



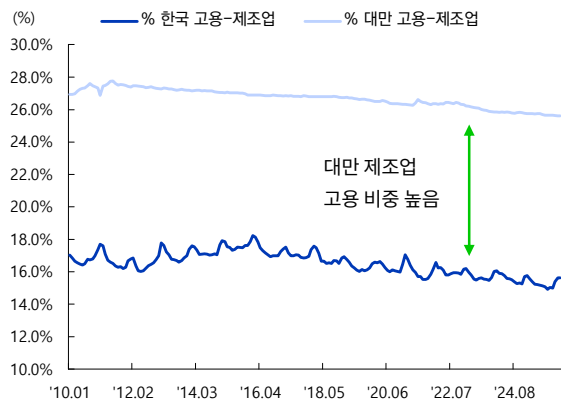
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 29] 한국, 대만 시간당 최저임금 완만한 상승



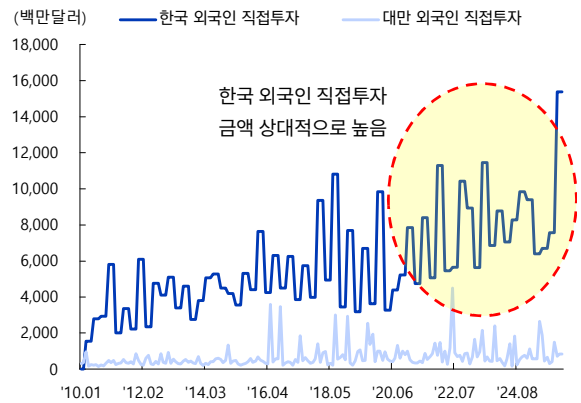
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 대만 높은 제조업 고용 비중 유지



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 31] 한국 외국인 직접투자(FDI) 절대 규모 높음



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 1-4. 낮은 변동성과 완만한 통화 절상 흐름

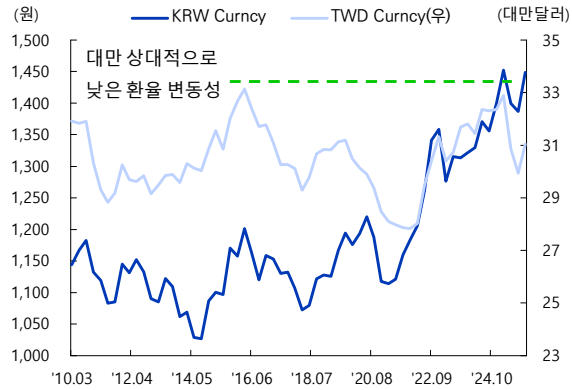
한국 원화와 대만 달러는 동일한 금융 사이클에 노출되어 있음에도 환율 변동성과 장기 추세에서 상이한 경로를 보여왔다. 한국 원화는 글로벌 위험 자산 성격이 강해 대외 금융 환경 변화에 민감하게 반응하며 변동성이 확대되는 경향이 있다. 대만 달러는 반도체 중심의 경상수지 흑자와 중앙은행의 환율 안정 정책이 결합되며 장기적으로 낮은 변동성과 완만한 절상 흐름을 유지해왔다. 이러한 차이는 대외 수지, 자본 유출입 구조 등 거시경제 기반의 차이에서 기인한다.

1) 원화는 글로벌 리스크 이벤트 시 변동폭이 크게 확대되는 반면, 대만 달러는 구조적 달러 공급 우위로 상대적으로 안정적 흐름을 유지해왔다. 원/달러 환율은 2010년 이후 1,050~1,200원 범위에서 움직였으나 위기 시 급변동이 반복됐고, 대만 달러는 동기간 28~33TWD 범위에서 낮은 변동성을 보였다.

2) 환율 차이의 근본 원인은 한국의 에너지 수입 의존·외국인 자금 유출입 구조 vs 대만의 반도체 수출 기반 지속적 달러 유입 구조에 있다(경상수지/GDP: 한국 3~6%, 대만 15~20%). 한국은 원자재 가격 상승 시 무역수지 변동성이 확대되고 외국인 주식 자금 흐름이 환율에 직접 반영되는 반면, 대만은 반도체 사이클 상승기에 수출 확대로 외환 공급이 증가하며 환율 안정성이 유지된다.

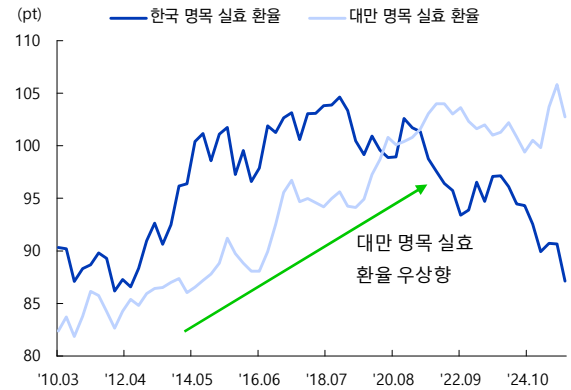
3) 명목 실효환율은 한국이 박스권, 대만이 완만한 절상 추세로, TSMC의 기술적 우위가 환율 절상에도 수출 경쟁력을 유지시키는 구조적 차이가 반영된다. 한국은 원화 절상 시 수출 가격 경쟁력 부담으로 조정 압력이 반복되는 반면, 대만은 반도체 산업의 높은 기술 경쟁력으로 통화 절상이 수출에 미치는 영향이 제한적이다

[도표 32] 대만 상대적으로 낮은 환율 변동성 유지



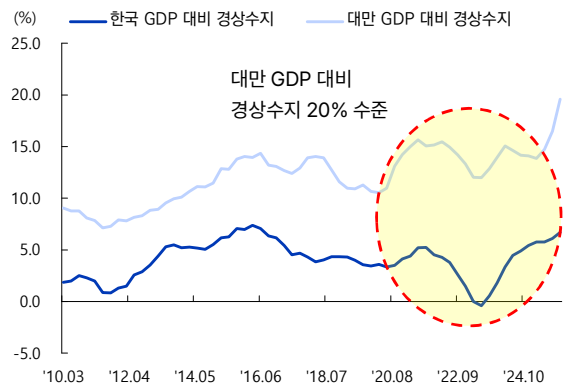
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 33] 대만 명목 실효 환율 우상향



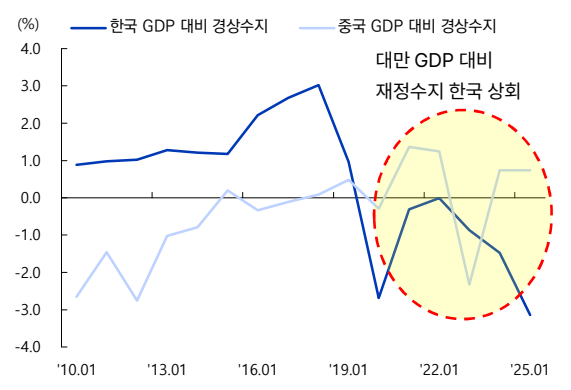
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 34] 대만 GDP 대비 경상수지 비중 20% 수준



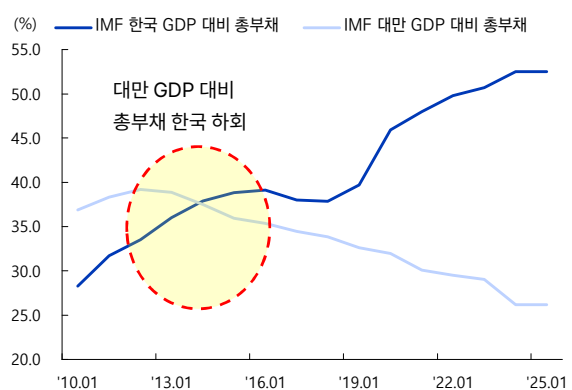
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 35] 대만 GDP 대비 재정수지 한국 상회



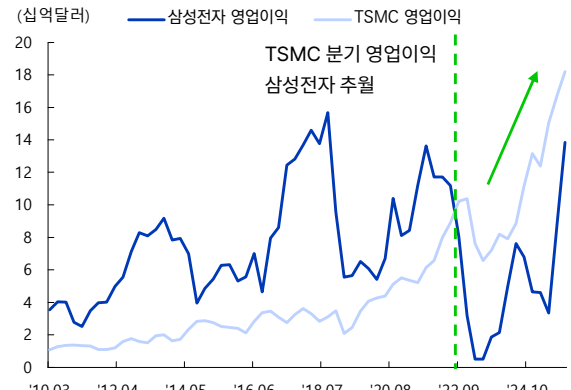
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 대만 GDP 대비 총부채 한국 하회



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 37] TSMC 분기 영업이익의 삼성전자 추월



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 1-5. AI 반도체 수요가 이끈 대만 수출 경쟁력

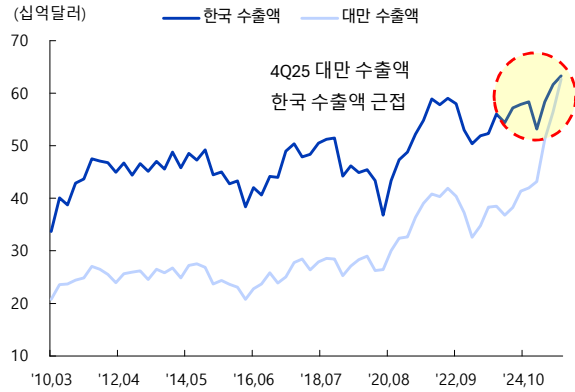
한국과 대만은 모두 수출 중심 경제 구조를 기반으로 성장해왔지만 산업 구성과 수출 집중도 측면에서는 차이를 보인다. 수출 절대 규모는 한국이 더 크지만 GDP 대비 수출 의존도와 반도체 산업 집중도에서는 대만이 우위를 가진다. 이러한 산업 구조 차이는 무역수지 안정성과 수출 성장 경로에도 영향을 미치며 최근 AI 반도체 수요 확대 국면에서는 대만의 수출 증가 속도가 한국을 상회하는 흐름이 나타날 가능성이 높다. 특히 반도체 중심 산업 구조를 기반으로 한 대만의 수출 경쟁력은 글로벌 반도체 사이클 상승 구간에서 더욱 강하게 나타나는 특징을 보인다.

1) 수출 규모는 한국이 우위(7,100 억 vs 6,400 억 달러)이나, GDP 대비 수출 비중은 대만이 압도적으로 높아(한국 40%, 대만 75%) 글로벌 교역 환경에 훨씬 민감한 구조다. 이는 대만 경제 성장률이 글로벌 반도체 경기와 높은 상관관계를 보이는 원인이다.

2) 한국은 반도체 수출 비중 20%의 분산형 구조인 반면, 대만은 반도체·전자부품 비중 50%의 단일 산업 집중형 구조로, 반도체 사이클이 수출 증가율에 직접 연동된다. 한국은 자동차·석유화학 등이 수출을 분산시키는 반면, 대만은 파운드리·팹리스·패키징 등 반도체 공급망 전반이 수출 핵심을 형성한다. 메모리와 파운드리 업황이 동시 개선되는 국면에서 대만 수출 증가율이 15~20% 이상 확대되는 사례가 반복됐다.

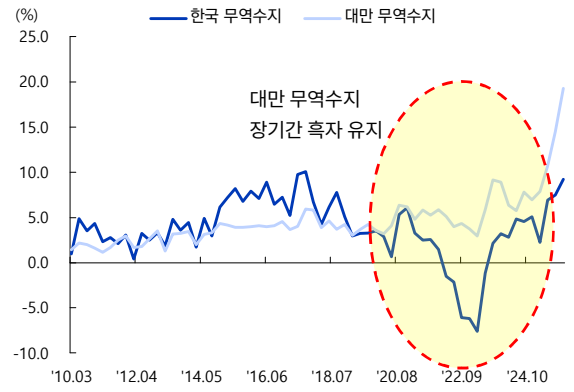
3) 대만은 무역흑자가 GDP 대비 약 13%로 글로벌 최고 수준인 반면, 한국은 에너지 수입 의존도가 높아 원자재 가격 변동에 무역수지가 크게 흔들리는 구조다. 2022 년 유가 급등 시 한국은 무역적자를 기록한 반면 대만은 반도체 수출 구조 덕분에 흑자를 유지했으며, 이러한 차이가 대외 수지 안정성의 구조적 격차로 이어진다.

[도표 38] 4Q25 대만 수출액 한국 수출액 근접



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 대만 장기간 무역수지 흑자 유지



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 한국, 대만 매크로 지표

		2022	2023	2024	2025	2026(E)	2027(E)	2028(E)
한국	실업률	2.9%	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
	경상수지	1.4%	1.8%	5.3%	6.6%	5.4%	5.6%	4.9%
	재정수지	0.0%	-0.9%	-1.5%	-3.1%	-2.0%	-2.2%	-2.4%
	기준금리	3.25%	3.50%	3.00%	2.50%	2.4%	2.4%	-
	USD/KRW	1,260	1,291	1,479	1,445	1,405	1,385	1,320
대만	실업률	3.7%	3.5%	3.4%	3.4%	3.3%	3.3%	
	경상수지	13.2%	14.0%	14.1%	19.6%	16.4%	15.9%	15.5%
	재정수지	1.2%	-2.3%	0.7%	-0.1%	-0.4%	-0.2%	-0.2%
	기준금리	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%	-
	USD/TWD	30.7	30.6	32.8	31.4	31.0	29.9	29.0

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터 / 주: 경상수지, 재정수지 % GDP

## 1-6. 장기 경상수지 흑자가 만든 대만 외환 대응력

대만은 반도체 중심 수출 구조를 기반으로 장기간 높은 경상수지 흑자를 유지하며 글로벌 주요국 중 대표적인 순채권국 구조를 형성하고 있다. 반면 한국 역시 경상수지 흑자 국가이지만 흑자 규모와 외환 축적 속도 측면에서는 대만 대비 상대적으로 완만한 구조를 보인다. 특히 대만은 GDP 대비 두 자릿수 수준의 경상수지 흑자를 장기간 유지하며 외환보유액과 해외투자 자산 규모 모두에서 한국을 상회하는 구조적 순채권국 지위를 확보하고 있다.

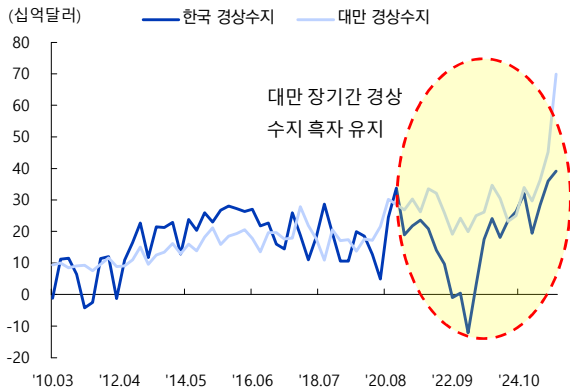
- 1) 대만 경상수지는 반도체 수출 중심의 상품수지 흑자가 대부분인 단순 구조인 반면, 한국은 상품수지 흑자에도 여행·로열티 등 서비스수지 적자가 구조적으로 경상수지 확대를 제한한다. 글로벌 기업 기술 사용료 지급 증가 역시 한국 서비스수지 적자 확대의 배경이다.
- 2) 대만은 경상흑자가 생보사 등을 통해 해외 자산으로 재순환되는 순채권국 구조인 반면, 한국은 양방향 자본 흐름으로 글로벌 환경 변화 시 자본 유출입 변동성이 크다. 대만 생보사는 자산의 60% 이상을 해외에 운용하는 것으로 추정되며, 한국은 국내 기관의 해외 투자와 외국인의 국내 투자가 병행되어 위험회피 국면에서 외국인 자금 유출이 환율 변동성으로 이어지는 패턴이 반복된다.
- 3) 외환보유액은 대만 6,000 억 달러(GDP 대비 65%), 한국 4,300 억 달러(GDP 대비 25%)로, 장기 경상흑자 누적에 대만의 외환 완충력과 거시 안정성을 구조적으로 강화하고 있다.

[도표 41] 대만 무역수지, 경상수지 규모 한국 상회

(단위: 십억달러)		2024				2025			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
한국	수출액	54.4	57.2	57.9	58.4	53.2	58.4	61.6	63.3
	경상수지	18.1	23.5	26.3	32.1	19.5	28.4	36.0	39.2
	무역수지	2.8	4.8	4.6	5.1	2.2	6.9	7.5	9.2
대만	수출액	36.8	38.3	41.4	42.0	43.2	51.2	56.5	62.7
	경상수지	30.5	23.2	25.1	33.9	29.7	36.3	45.2	69.9
	무역수지	6.4	5.7	7.8	7.0	7.9	10.7	14.5	19.3

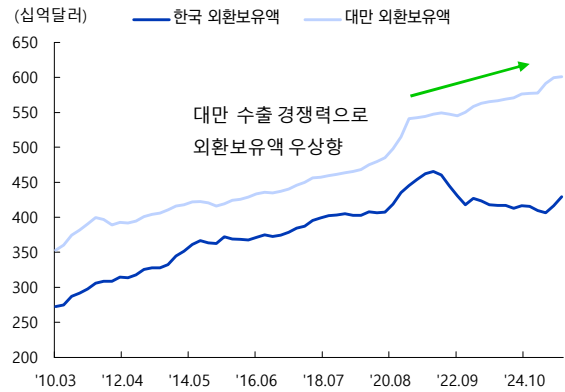
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 42] 대만 장기간 경상수지 흑자 유지



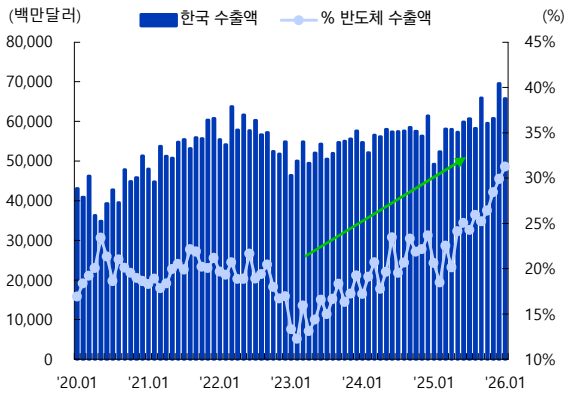
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 대만 경상수지 흑자 기반 외환보유액 우상향



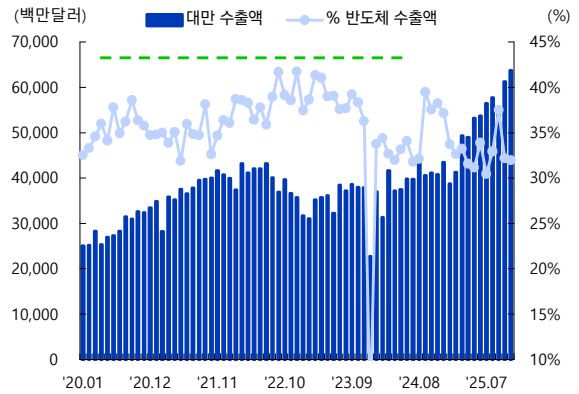
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 44] 한국 반도체 수출액 비중 우상향



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 대만 반도체 수출액 비중 30~40% 수준



자료: KITA, 교보증권 리서치센터. 주: HS Code 8542

## 2. 대만 증시 기회와 리스크

### 2-1. AI 인프라 사이클이 만든 글로벌 증시 차별화

2026년 연초 글로벌 증시는 AI 인프라 투자 사이클의 직접 수혜 여부에 따라 차별화가 나타나고 있다. 반도체 및 AI 인프라 공급망에 위치한 국가와 기업들이 강한 수익률을 기록하는 반면 소프트웨어 중심 산업 구조나 내수 중심 경제 구조를 가진 시장은 상대적으로 완만한 흐름을 보이고 있다. 특히 반도체 비중이 높은 한국과 대만 증시는 글로벌 주요 지수 대비 아웃퍼폼하며 AI 투자 사이클에 대표 수혜 시장으로 부각되고 있다.

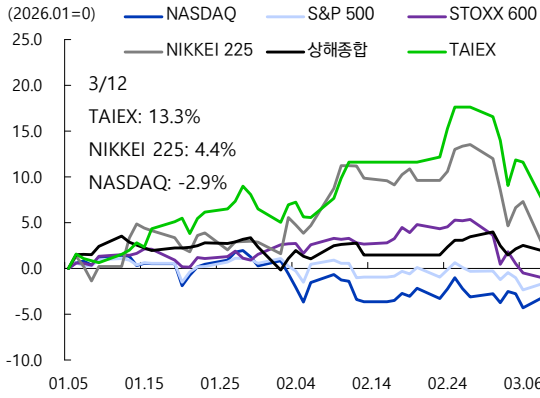
1) 코스피는 글로벌 주요 지수 가운데 가장 높은 YTD 수익률을 기록 중이다. 3/12 기준 코스피 YTD 수익률은 +25%로 TAIEEX +13%, 나스닥 -3% 등 주요국 증시 수익률을 크게 상회한다. 대만 증시 역시 상위권 수익률을 유지하며 견조한 상승 흐름을 이어가고 있다. 두 지수의 공통점은 반도체 업종이 지수 내에서 차지하는 시가총액 비중과 이익 기여도가 매우 높다는 점이다. AI 인프라 투자 확대가 메모리와 파운드리 업황 개선으로 연결되며 반도체 기업들의 실적 추정치 상승이 지수 상승을 견인하고 있다.

2) 반도체 제조 기업은 고정비 비중이 높아 업황 상승기에 이익 레버리지가 급격히 확대되며, 이 구조가 한·대만 증시의 상승 탄력을 높이는 핵심 요인이다. 메모리 가격 상승과 가동률 상승이 동시에 발생할 경우 매출 증가가 영업이익으로 빠르게 반영된다.

3) 미국 증시는 LLM 기반 AI 에이전트 확산이 기존 SaaS 기업의 과금 모델과 가격 결정력을 위협하며 소프트웨어 섹터 밸류에이션 디레이팅 압력에 직면해 있다. 2024~25년 상승을 주도한 소프트웨어 기업들이 범용 AI의 업무 자동화 대체 가능성으로 경쟁 환경 변화에 노출되고 있다.

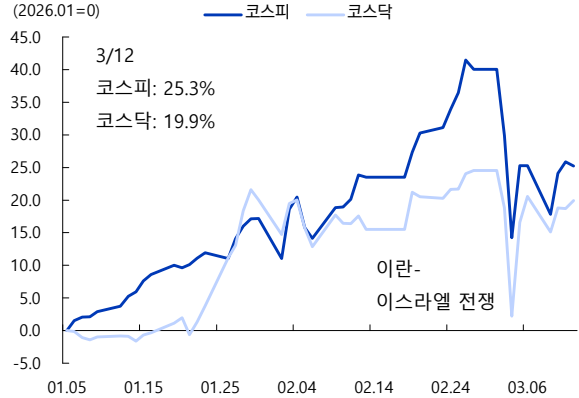
4) 중국 증시는 정책 부양에도 부동산 회복 지연·소비 둔화로 반등이 제한적이며, 미중 기술 갈등으로 글로벌 AI 투자 사이클 수혜도 제한적이다(2026년 성장률 목표 4.5~5.0%로 하향 조정).

[도표 46] 한국 제외 주요 증시 중 TAIEX YTD 수익률 상위권



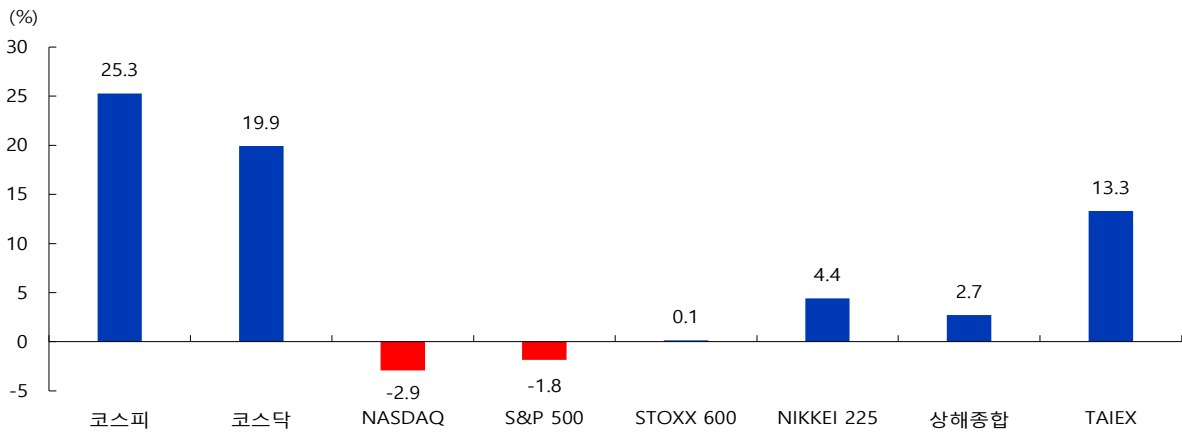
자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 코스피 YTD 수익률 25.3%로 상위권



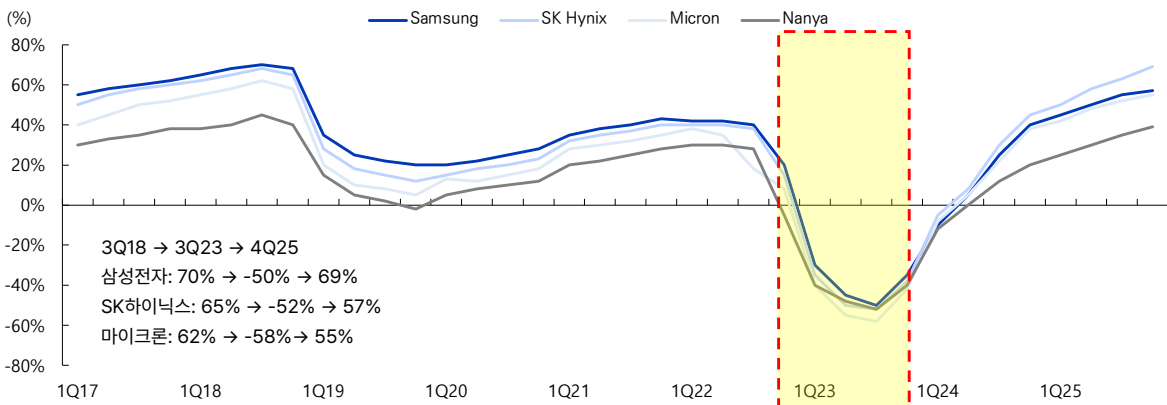
자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 48] 3/12 기준 주요국 증시 대비 코스피, 코스닥 YTD 수익률 상회



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 49] 삼성전자, SK 하이닉스 메모리 사이클에서 강한 영업이익률 반등



자료: 교보증권 리서치센터 / 주: DRAM 영업이익률

## 2-2. 아시아 증시 산업 구조와 수급 특징

아시아 주요 증시는 산업 구조와 투자자 수급 특성에 따라 분화된 흐름을 보인다. 반도체 AI 인프라 공급망에 위치한 한국, 대만은 이익 레버리지로 AI 사이클 수혜가 집중된다. 반면 일본은 정책 모멘텀과 통화 환경이 시장 흐름을 좌우하고 중국은 정책 민감도와 외국인 접근성 제약이 수급 변동성을 결정한다.

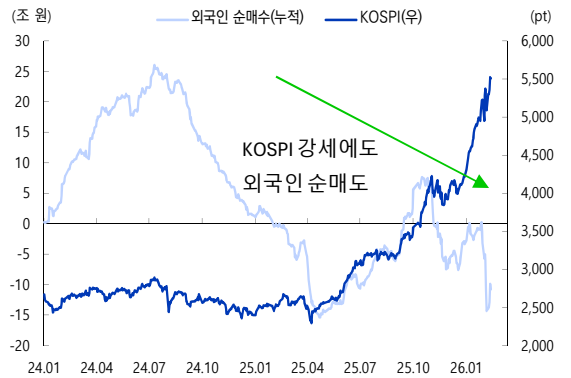
1) 일본 증시는 아시아 최대 시총·유동성을 기반으로 글로벌 패시브 자금 유입이 용이하며, 자민당 장기 집권에 따른 재정 확대·엔화 약세가 수출 제조업 실적 개선으로 연결되고 있다. 방위산업·반도체 장비 등 재정 지출 확대 전망이 긍정적이나, 엔화 변동성 확대 시 환헤지 여부에 따라 외국인 수익률이 크게 달라질 수 있어 환율이 핵심 변수다.

2) 중국 증시는 국유기업·금융·전통 제조업 중심의 A-Share 구조로 정책 민감도가 높고, 외국인 비중이 낮아 리테일 수급과 정책 이벤트가 단기 장세를 좌우한다. 외국인 자금은 홍콩 북바운드 경로로 유입되며 글로벌 리스크 변화에 따라 유출입이 빠르게 전환되는 경향이 있다.

3) 대만 증시는 MSCI Taiwan IT 섹터 비중 86%(한국 59%)의 극단적 산업 집중형 시장으로, 반도체 업황에 따라 글로벌 자금 유입과 유출이 동시에 집중되는 높은 변동성 구조다. TSMC 중심 반도체 생태계가 지수 이익을 결정하며, MSCIEM 내 대만 비중 상승 추세로 글로벌 자금 배분에서 중요성이 확대되고 있다.

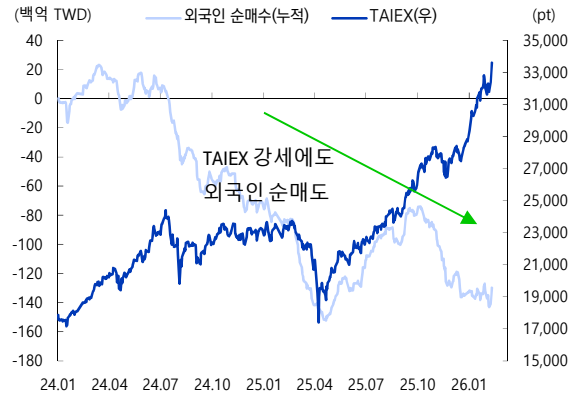
4) 한국 증시는 메모리 업황 개선 시 지수 이익 추정치가 빠르게 상향되는 AI 인프라 레버리지 시장이나, 원화 변동성이 외국인 수익률의 핵심 변수다. 삼성전자·SK 하이닉스 중심 구조로 반도체 사이클 수혜가 크며, 국내 연기금의 해외 투자 확대·환헤지 전략 변화도 외국인 수급 안정성에 영향을 미친다.

[도표 50] 한국 증시 강세, 외국인 순매도 지속



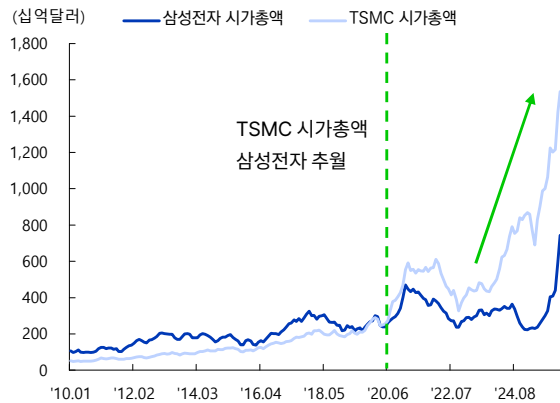
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 51] 대만 증시 강세, 외국인 순매도 지속



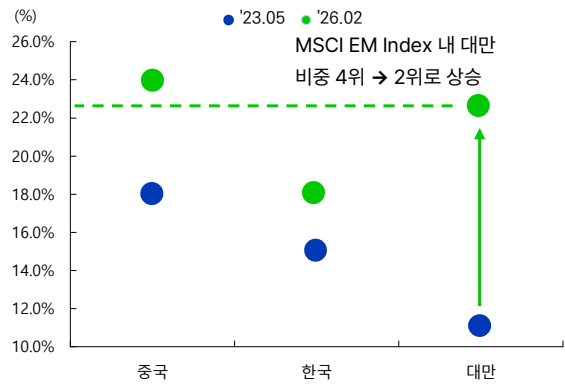
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 52] TSMC 시가총액 삼성전자 추월



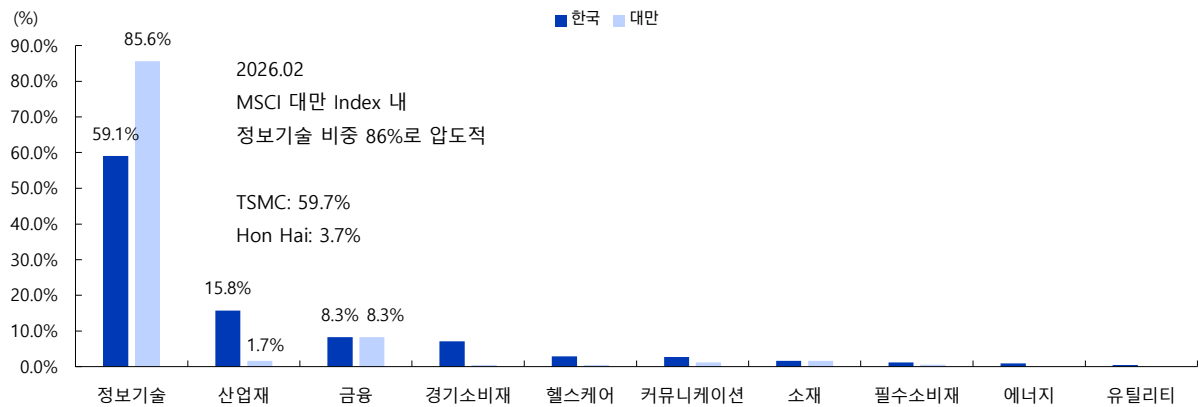
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 53] MSCI EM Index 내 대만 비중 상승



자료: MSCI Index, 교보증권 리서치센터

[도표 54] MSCI Taiwan Index 내 정보기술 섹터 비중 압도적



자료: MSCI Index, 교보증권 리서치센터

### 2-3. 디리스팅 시대의 글로벌 공급망 재편

글로벌 공급망 구조는 최근 10년 효율성과 비용 중심에서 지정학 리스크와 공급망 안정성 중심으로 전환되고 있다. 특히 미중 패권 경쟁 심화와 AI 반도체 기술 경쟁이 결합되며 글로벌 생산 네트워크는 단순한 비용 최적화 모델에서 안보와 회복탄력성을 고려한 다중 생산 거점 구조로 재편되는 흐름을 보인다. 해당 변화 속에서 한국, 대만은 첨단 반도체 공급망의 핵심 생산 거점으로 중요성이 강화되는 반면, 중국은 전통적인 글로벌 제조 허브 역할이 일부 축소되고 일본은 소재, 부품, 장비 중심 기술 파트너로 재부상하는 구조가 형성되고 있다.

1) 글로벌 IT·가전 기업들이 China+1 전략을 가속화하며 저부가 제조·중간재 생산이 베트남·인도·멕시코 등으로 다극화되고 있다. 미중 관세 갈등, 공급망 리스크, 노동비 상승이 배경이며, 애플·델·HP 등이 스마트폰·PC 조립을 베트남·인도로, 서버·네트워크 장비를 멕시코·동남아로 분산 중이다.

2) 중국은 단순 제조 허브에서 기술 자립·내수 중심으로 전환 중이며, 글로벌 생산기지 역할은 축소되나 내수 시장과 전기차·배터리 분야에서 핵심 거점을 유지하고 있다. 미국의 반도체 수출 규제에도 장비·소재·부품 국산화를 핵심 전략으로 추진하고 있다.

3) 한국·대만은 AI·고성능 컴퓨팅 확산으로 첨단 반도체 공급망의 핵심 거점으로 부상하되, 대만은 해외 분산형, 한국은 국내 중심의 선택적 현지화 전략으로 차별화된다. 대만은 TSMC 중심으로 미국·일본에 해외 거점을 확대해 고객사 공급망 안정성 요구에 대응하는 반면, 한국은 삼성전자·SK하이닉스의 핵심 생산을 국내에 유지하면서 미국 투자를 병행하고 있다.

[도표 55] TSMC 대만 내 증설 로드맵

지역	Fab	공정	진행 상황
신주	Fab 20 P3/P4	Sub 2nm	토목 공사 진행 중
타이중	Fab 25	A14	P1 공사 진행 중
타이중	AP 5B	첨단 패키징	프로젝트 진행 중
타이난	AP 7 P1/P2	첨단 패키징	P2 2026 년 완공 예정
타이난	AP 8 P2	첨단 패키징	건설 허가 획득
가오슝	Fab 22	2nm/A16	P2 장비 설치 완료

자료: 언론종합, 교보증권 리서치센터

[도표 56] 메모리 업체 클린룸 경쟁

삼성전자	SK 하이닉스	마이크론
Greenfield	Greenfield	Brownfield
평택 P4, P5	청주 M15X, 용인 Y1	대만 PSMC P5
P5 클린룸 완공, 3Q26 목표	M15X P4 완공 일정 3 월로 앞당김	신규 건설 대비 1년 단축
P5: 3 층 구조 Fab	M15X 약 110 만 ft <sup>2</sup>	약 30 만 ft <sup>2</sup>

자료: 언론종합, 교보증권 리서치센터

[도표 57] Hon Hai 주요 생산기지

국가	위치	주요 생산 품목
대만	타이중	AI 서버
중국	선전시	노트북, 스마트폰, 서버, 통신장비
중국	정저우	스마트폰
중국	청두	PC, 서버
중국	우한	서버, 네트워크 장비
중국	톈진	클라우드 서버, 데이터센터 인프라
베트남	박닌	스마트폰, 전자제품
베트남	박장	반도체 부품, 전자부품
베트남	광닌	전자부품
인도	방갈로드	스마트폰, 전자제품
인도	하이데라바드	스마트 디바이스
미국	텍사스	AI 서버, 데이터센터 인프라
미국	오하이오	AI 서버, 데이터센터 인프라
멕시코	멕시코 북부	AI 서버, 네트워크 장비
브라질	마나우스	스마트폰, 전자제품

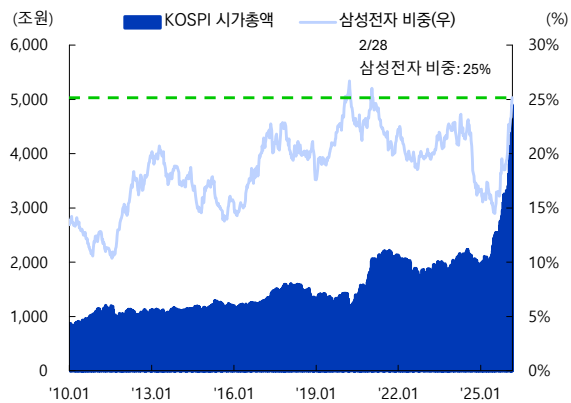
자료: Hoin Hai, 언론종합, 교보증권 리서치센터

## 2-4. 사이클형 한국, 성장형 대만 반도체

한국과 대만 증시는 모두 반도체 산업이 지수 방향성을 결정하는 대표적인 기술 중심 시장이라는 공통점을 가지고 있다. 다만 한국은 메모리 반도체 중심의 가격 사이클 민감형 시장인 반면 대만은 파운드리 중심의 구조적 성장형 시장이라는 점에서 반도체 산업 내 포지션이 구분된다. 한국 증시는 반도체 업황 변화에 따른 사이클 베타가 높은 시장이며 대만 증시는 장기적인 기술 경쟁력과 수요 구조에 기반한 구조적 성장형 시장으로 판단된다.

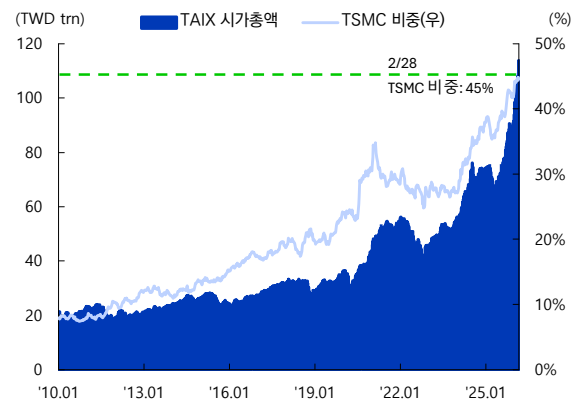
- 1) 동일 반도체 사이클 내에서도 수익 특성이 상이하다. 한국은 HBM·RDIMM 등 AI 수요가 ASP 상승·가동률 회복을 견인하며 업황 회복기에 이익이 급격히 개선되는 반면, 대만은 장기 고객 제약·높은 전환 비용 기반의 고객 락인으로 업황 변동에도 매출 가시성이 높다.
- 2) 한국 증시는 멀티 섹터 구조이나 반도체 비중이 역사적 고점(시총 41%, 이익 56%)에 달하며, 주주환원 본격화로 금융·자동차 등 전통 섹터의 밸류에이션 리레이팅 여지도 존재한다. (2/28 기준)
- 3) 대만 증시는 TSMC 단일 종목이 시총 45%, 이익 42%를 차지하는 극단적 고집중 기술주 시장으로, TSMC가 지수 방향성을 사실상 결정한다. (2/28 기준)

[도표 58] 코스피 내 삼성전자 시가총액 비중 25%



자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 59] TAIEX 내 TSMC 시가총액 비중 45%



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 한국, 대만 시가총액 상위 10개 기업

[도표 60] 한국 시가총액 상위 10개 기업

	시가총액	영업이익률(%)	12MF P/E(x)	12MF P/B(x)	12MF ROE(x)
삼성전자	899,684	12.7	9.4	2.4	29.5
SK 하이닉스	530,836	46.7	5.9	2.8	66.4
현대차	96,881	6.6	15.9	1.4	9.1
LG 에너지솔루션	70,142	6.0	190.1	4.6	2.9
SK 스퀘어	59,808	180.1	5.2	2.0	45.3
삼성바이오로직스	57,778	42.1	44.8	5.6	16.5
기아	56,321	8.0	9.3	1.2	13.4
두산에너지빌리티	47,800	5.2	157.8	8.3	5.2
HD 현대중공업	44,431	12.6	22.5	5.6	25.4
KB 금융	41,617		9.5	0.9	9.9

자료: 교보증권 리서치센터

주: 2/28, 시가총액 백만달러 기준

[도표 61] 대만 시가총액 상위 10개 기업

	시가총액	영업이익률(%)	12MF P/E(x)	12MF P/B(x)	12MF ROE(x)
TSMC	1,655,532	49.9	21.5	7.1	36.0
Delta Electronics	118,864	15.2	38.0	10.5	30.0
Hon Hai Precision	108,586	3.2	13.4	1.8	11.8
Mediatek	99,827	17.5	27.6	6.9	25.1
ASE Technology	55,143	7.5	24.8	4.4	18.6
Fubon Financial	42,224	45.4	11.8	1.3	12.2
Cathay Financial	37,412	38.1	11.3	1.3	11.5
Quanta Computer	36,031	4.1	13.1	4.3	34.8
CTBC Financial	35,200	44.8	13.7	2.0	15.0
Chunghwa Telecom	33,264	20.6	25.6	2.8	10.6

자료: 교보증권 리서치센터

주: 2/28, 시가총액 백만달러 기준

## 2-5. 밸류에이션 프리미엄과 외국인 수급

대만은 파운드리 중심의 구조적 성장 산업이 지수를 지배하며 높은 멀티플 프리미엄을 형성한다. 반면 한국은 메모리 중심의 사이클 민감형 산업 구조로 인해 밸류에이션 레벨이 상대적으로 낮은 대신 업황 회복 구간에서 리레이팅 잠재력이 크게 나타난다. 해당 차이는 외국인 투자자 수급 구조와 패시브 자금 흐름에도 직접적인 영향을 미치며 양국 증시의 투자 특성을 차별화하는 요인이다.

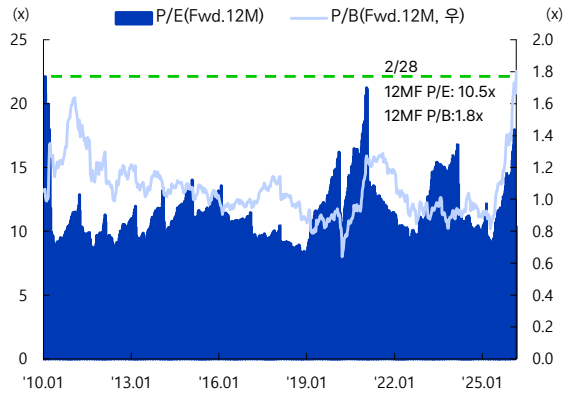
1) 대만 증시는 한국 대비 뚜렷한 밸류에이션 프리미엄을 보인다. 2026년 2월 기준 KOSPI 12개월 선형 P/E 10.5 배, P/B 1.8 배인 반면 TAIEX는 P/E 25.3 배, P/B 3.9 배다. 장기 P/E 밴드도 코스피 8~14 배, TAIEX 8~25 배로 대만이 구조적으로 높은 자본 수익률과 성장 기대를 반영한다.

2) 밸류에이션 격차의 핵심은 파운드리와 메모리의 멀티플 차이다. 파운드리는 고객 락인·높은 진입장벽·장기 계약 기반의 매출 가시성으로 높은 멀티플이 정당화되며, 파운드리→첨단 패키징→데이터센터로 이어지는 병목 구조가 프리미엄을 강화한다. 반면 메모리는 ASP·재고 사이클에 따른 이익 변동성이 커 멀티플 상단이 제한되는 경향이 있다.

3) 패시브 자금 구조에서도 대만이 유리하다. 2026년 2월 기준 MSCIEM Index 내 비중이 대만 22%, 한국 18%로, 글로벌 ETF 자금 유입 시 대만으로 배분되는 규모가 상대적으로 크며 이는 장기적으로 유동성과 밸류에이션을 지지하는 요인이다.

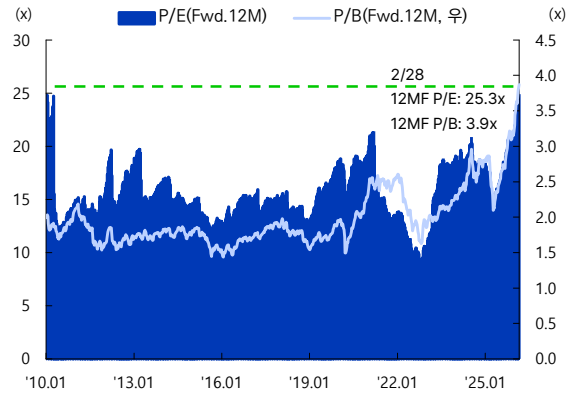
4) 다만 한국은 상법 개정·자사주 소각 규정 강화 등 지배구조 개선 정책으로 디스카운트 해소 기대가 점진적으로 반영되고 있다. 반도체 업황 회복과 기업 이익 개선이 동반될 경우 낮은 밸류에이션 기반의 멀티플 확장 여지가 존재한다.

[도표 62] 코스피 12MF P/E 10.5x, P/B 1.8x



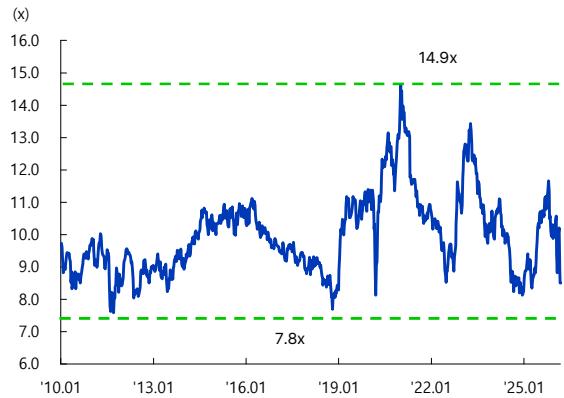
자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 63] TAIEX 12MF P/E 25.3x, P/B 3.9x



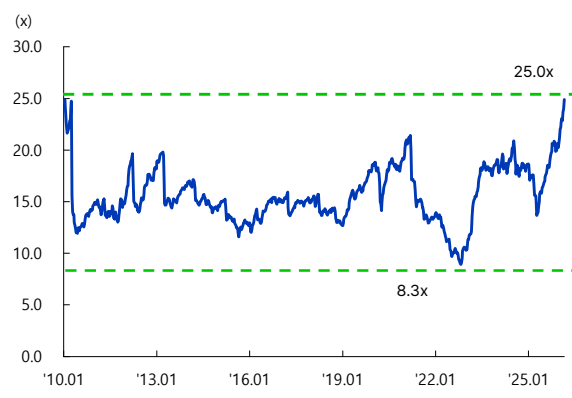
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 64] 코스피 12MF P/E 추이



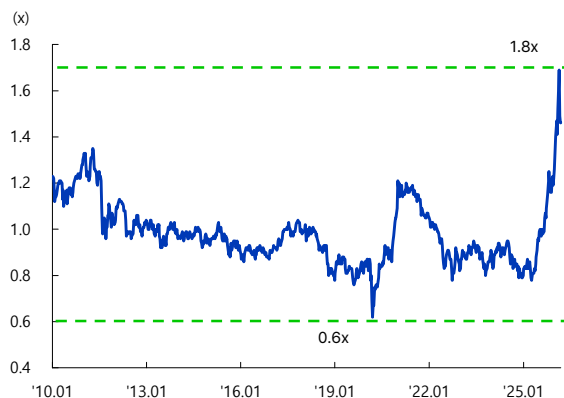
자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 65] TAIEX 12MF P/E 추이



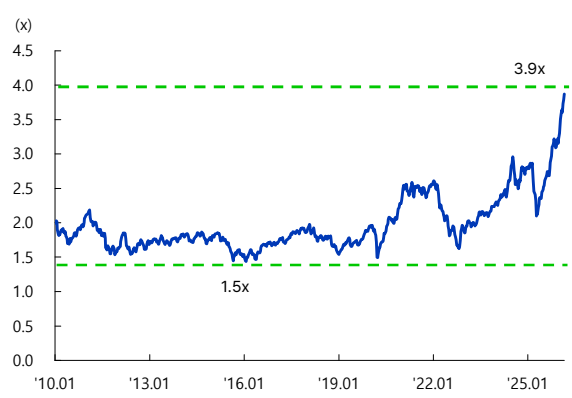
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 66] 코스피 12MF P/B 추이



자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 67] TAIEX 12MF P/B 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터



## 기업분석

### 종목명

Hon Hai	2317.TT	“아이폰 회사”에서 “AI 인프라 조립사”
ASE	3711.TT	TSMC 외주 최대 수혜자
ASPEED	5274.TT	작지만 아주 중요한 “필수 칩”
Gigabyte	2376.TT	PC 회사에서 “AI 서버 플랫폼 회사”로

# Hon Hai Precision Industry 2317.TT



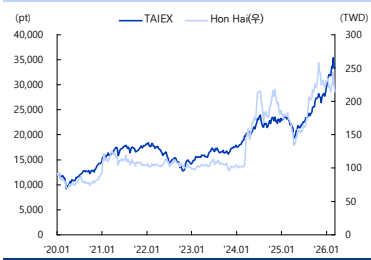
## “아이폰 회사”에서 “AI 인프라 조립사”

Mar 17, 2026

### Company Data

현재가(03/13)	214 TWD
52 주 최고가(보통주)	265 TWD
52 주 최저가(보통주)	112 TWD
TAIEX (03/13)	33,400.3 p
TWSE 기준	2.85%
베타	1.14
시가총액	31,489억 TWD
발행주식수	140 억주
대주잔고	0.5%
외국인지분	38.2%
주요주주	
Gou Tai-Ming	12.5%
VANGUARD	4.1%
BLACKROCK	3.7%

### Price & Relative Performance



### AI 인프라 비즈니스로 확대

혼하이정밀공업은 1974년 설립된 글로벌 1위 EMS 업체. 커넥터 제조 업체로 시작해 1980~1990년대 Apple, Dell, Sony 등 글로벌 IT 고객사 확보하며 외형 성장. 최근 지정학적 리스크와 공급망 다변화에 대응해 멕시코, 베트남, 인도 등으로 생산기지 분산 중. 사업 부문은 스마트 소비자 제품, 클라우드 및 네트워크, 컴퓨팅 제품, 구성 부품으로 구분. 동사의 구조적 변화는 클라우드 및 네트워크 비중 확대. 서버 본체 조립을 넘어 냉각, 전력, 케이בל링 등 rack 단위 통합을 강화하고 데이터센터 구축까지 포함하는 모델로 확장 중. FY26 매출액은 10.1조 TWD(YoY +26%), 영업이익은 3,211억 TWD(YoY +28%, OPM 3.2%) 전망. AI 서버 중심의 믹스 개선이 전사 마진을 상승시키는 구간으로 판단함.

### 데이터센터, 턴키 솔루션으로 마진 레벨업

FY3Q25 실적발표에서 AI rack 양산 확대 공식화 및 클라우드 및 네트워크 부문 QoQ 상당한 성장 언급. 동사는 AI 서버 제조 평균 40% 이상 점유율과 GPU, ASIC 비중을 8:2로 제시. 2026년에도 AI 서버가 단기 노이즈보다 중장기 CapEx에 연동되는 형태로 지속될 가능성 높음(2026년 AI 서버 rack 출하 60K~70K 전망). 동사는 조립에서 턴키로 확장되며 수익성 개선 기대. 단순 서버 조립을 넘어 rack 통합과 모듈형 데이터센터 턴키 확대. Rack 단위 제품은 부품 탑재량이 증가하고 테스트 통합공정이 길어지기 때문에 진입 장벽 높은 것으로 파악. 또한 북미, 멕시코 등 생산거점 다변화는 수주 경쟁력과 납기 신뢰도를 동시에 강화하는 요인으로 판단함.

### Forecast earnings & Valuation

(십억 TWD)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	6,627	6,162	6,860	7,959	10,058
YoY(%)	10.6%	-7.0%	11.3%	16.0%	26.4%
매출총이익	400	388	429	494	608
GPM(%)	10.5%	-3.0%	10.6%	15.2%	23.0%
영업이익	174	167	201	252	321
OPM(%)	16.7%	-4.2%	20.5%	25.5%	27.5%
순이익	141	142	153	205	249
EPS(TWD)	10.21	10.25	11.01	14.85	17.82
YoY(%)	1.6%	0.4%	7.4%	34.9%	20.0%
PER(배)	9.8	10.2	16.7	15.3	12.8
PBR(배)	1.0	1.0	1.6	1.8	1.7



[IT] 최보영 연구위원

3771-9724

20190031@jprovest.com

## 1. 기업개요

혼하이정밀공업(폭스콘)은 1974년 설립된 세계 1위 전자제품 위탁생산 업체다. 대만 타이베이에서 커넥터 제조 업체로 시작, 1980~1990년대 Apple, Dell, Sony 등 글로벌 IT 기업을 주요 고객사로 확보하며 외형을 성장했다. 2000년대 이후 중국 본토로 생산 거점을 확대하며 중국 선전에 세계 최대 규모 전자 조립 단지(3km<sup>2</sup> 규모, 15개 공장)를 구축했다. 이후 지정학적 리스크와 공급망 다변화에 대응해 멕시코, 베트남, 인도 등으로 생산 기지를 확대했다. 현재 동사는 글로벌 24개국에 233개 생산, 연구 시설을 운영 중이다. FY3Q25 매출액은 2.1조 대만달러(YoY +11%), 영업이익은 705억 대만달러(YoY +29%, OPM 3.4%)를 기록했다.

사업 부문은 스마트 소비자 제품, 클라우드 및 네트워크, 컴퓨팅 제품, 구성 부품으로 구분된다. 스마트 소비자 제품은 노트북, 스마트폰, 태블릿 등 완제품 조립 중심이며 애플향 매출 비중은 40~50%로 추정된다. 클라우드 및 네트워크 부문은 데이터센터 AI 서버, 통신 장비를 포함하며 동사 AI 서버 ODM 시장 점유율은 30~40% 수준으로 파악된다. 특히 서버 본체 조립을 넘어 냉각 모듈, 전력 모듈 및 케이블링 등 rack 통합 인프라 사업 영역까지 범위를 확장하며 AI 데이터센터 턴키 솔루션 공급 역량을 강화하고 있다. 글로벌 AI 서버 출하량 고성장으로 해당 부문 매출, 영업이익 기여도는 빠르게 확대 중이다(FY25 매출액 YoY +56%, 매출 비중 YoY +10%p). 컴퓨팅 제품은 PC, 주변기기, 사무기기를 포함한다. 구성 부품은 기판, 커넥터, 카메라 모듈 등 핵심 부품을 자체 개발, 제조한다. FY25 사업 부문별 매출 비중은 스마트 소비자 제품 38%, 클라우드 및 네트워크 39%, 컴퓨팅 제품 15%, 구성 부품 6%다.

동사는 AI 스마트 제조 고도화와 플랫폼 사업을 핵심 전략으로 제시한다. 대표적으로 엔비디아 Omniverse를 활용한 월드 모델 디지털 트윈 공장과 AI 팩토리 개념을 도입해 생산성과 품질 개선을 목표로 한다. 실제 Gen-AI 기반 AI 팩토리(대만 FII 스마트팩토리, 베트남 박닌 공장 등)는 생산 공정 자동화와 수율 안정성에 기여하고 있으며 생산 효율 70%, 단위 제조 원가 40% 개선을 발표한 바 있다. 또한 독자 AI 모델을 통해 각 사업장에 최적화된 추론 기능도 구현 중이다.

동사 주가는 2024년 하반기부터 미중 무역 갈등 심화, 아이폰 수요 둔화 등 복합적인 악재로 하락세를 보였다. 다만 2025년 4월 이후 AI 서버 수요 급증과 엔비디아 AI 인프라 투자 확대 기대가 반영되며 반등 흐름이 나타났다. 동사가 엔비디아 AI 서버 핵심 ODM 이자 턴키 공급업체로 재평가되고 있다는 점이 주가 상승의 주요 동인으로 작용하고 있다. 동사의 12개월 선행 P/E는 13배로 최근 3개년 평균과 유사한 수준이다.

## 주요 생산 기지 현황

동사는 글로벌 24 개국, 233 개 생산 및 연구시설을 운영하며 글로벌 공급망을 구축하고 있다. 주요 생산 기지는 중국 선전과 정저우 iPhone City, 미국 오하이오 공장 등이다. 선전 공장은 세계 최대 전자제품 조립단지, 정저우 공장은 애플 스마트폰 핵심 생산 사이트 역할을 수행한다. 동사 아이폰 생산능력은 2~3 억대/년으로 파악되며 정저우 공장 아이폰 일일 최대 생산량은 50 만대로 추정된다. 오하이오 공장은 AI 서버 생산 중심의 북미 핵심 거점으로 부상하고 있다.

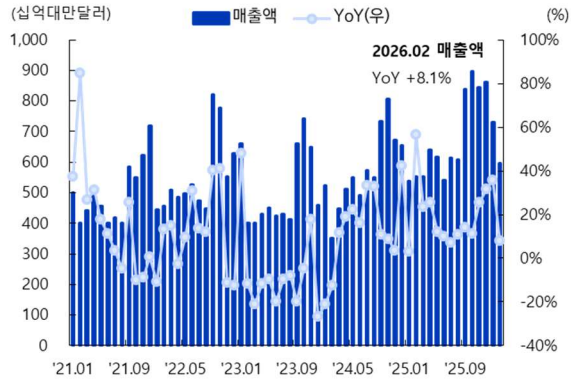
최근 동사는 중국 의존도를 줄이고 공급망 다변화를 위해 멕시코, 베트남, 인도, 유럽 등으로 생산 거점을 확대하고 있다. 인도에서는 HCL-Foxconn JV 형태의 신규 반도체 패키징 공장 설립을 확정했으며, 인도네시아에서는 현지 기업과 배터리 JV 를 설립하고 EV 생태계 구축을 추진 중이다. 또한 프랑스 반도체 패키징 공장 설립을 논의하는 등 사업 포트폴리오를 반도체, 전기차 중심으로 확대하며 글로벌 제조 네트워크 재편을 가속화하고 있다.

[도표 1] Hon Hai 주요 생산기지

국가	위치	주요 생산 품목
대만	타이중	AI 서버
중국	선전시	노트북, 스마트폰, 서버, 통신장비
중국	정저우	스마트폰
중국	청두	PC, 서버
중국	우한	서버, 네트워크 장비
중국	톈진	클라우드 서버, 데이터센터 인프라
베트남	박닌	스마트폰, 전자제품
베트남	박장	반도체 부품, 전자부품
베트남	광닌	전자부품
인도	방갈로드	스마트폰, 전자제품
인도	하이데라바드	스마트 디바이스
미국	텍사스	AI 서버, 데이터센터 인프라
미국	오하이오	AI 서버, 데이터센터 인프라
멕시코	멕시코 북부	AI 서버, 네트워크 장비
브라질	마나우스	스마트폰, 전자제품

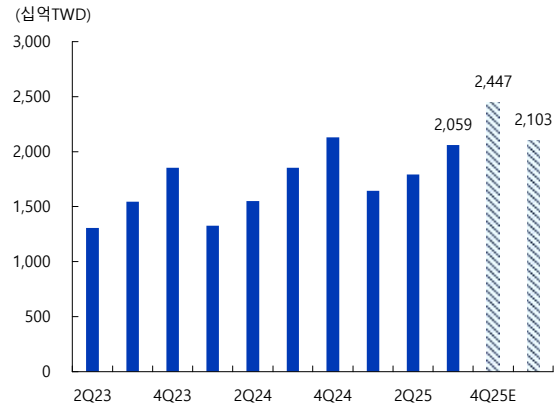
자료: Hoin Hai, 언론종합, 교보증권 리서치센터

[도표 2] Hon Hai 월별 매출액 추이



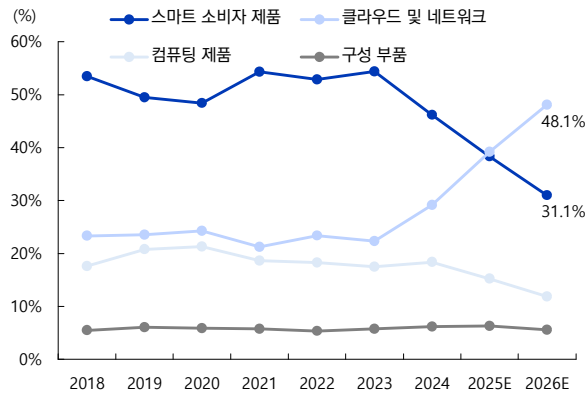
자료: Hon Hai, 교보증권 리서치센터

[도표 3] Hon Hai 분기별 매출액 추이



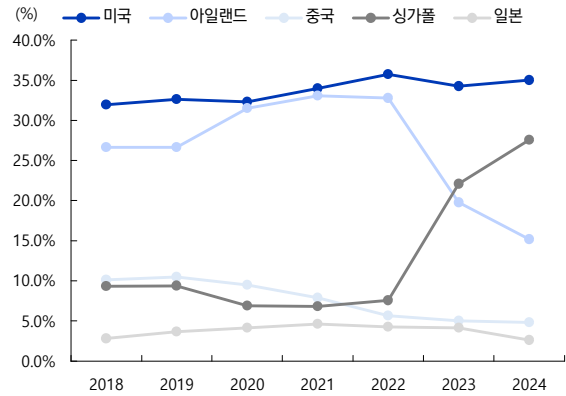
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] Hon Hai 제품별 매출 비중 추이



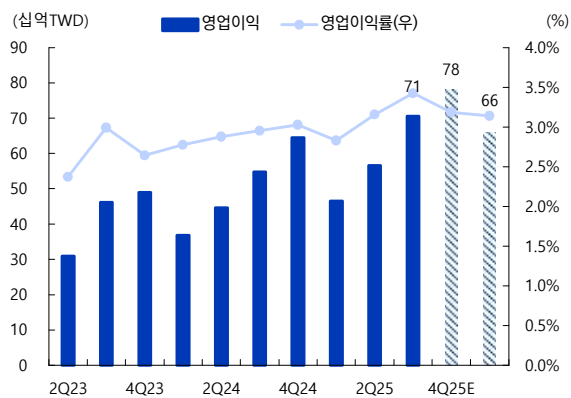
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 5] Hon Hai 지역별 매출 비중 추이



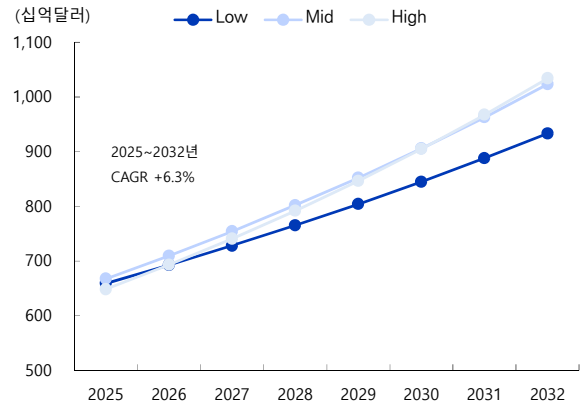
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 6] Hon Hai 분기별 영업이익 및 영업이익률 추이



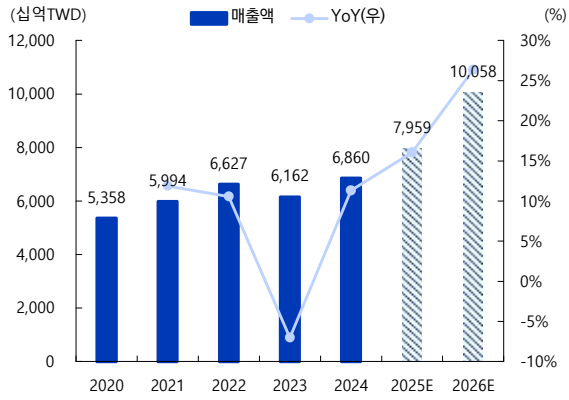
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 글로벌 전자제품 위탁생산 시장 규모 예상



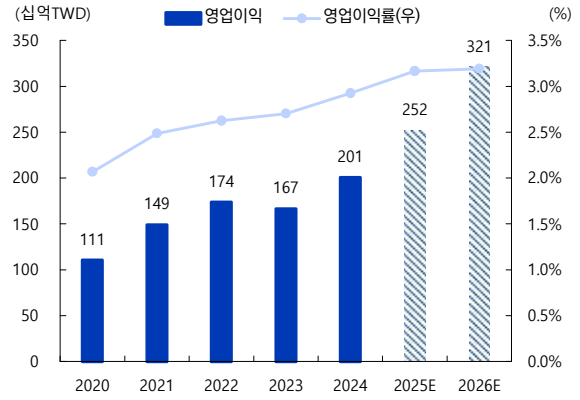
자료: 연론종합, 교보증권 리서치센터

[도표 8] Hon Hai 연간 매출액 전망



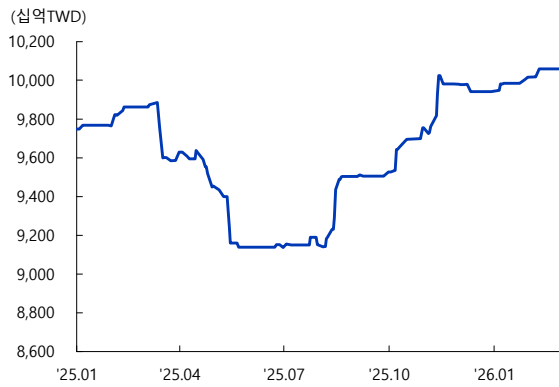
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 9] Hon Hai 연간 영업이익 및 영업이익률 전망



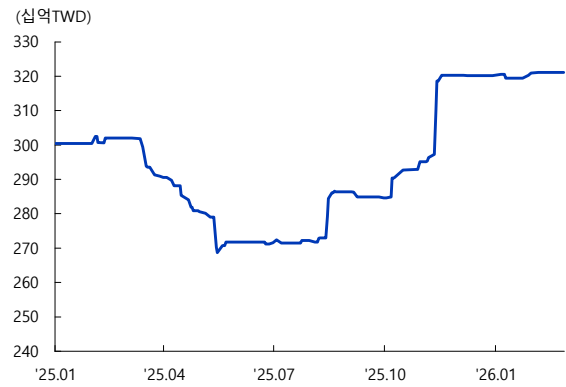
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 10] Hon Hai FY26 매출액 추정치 변화



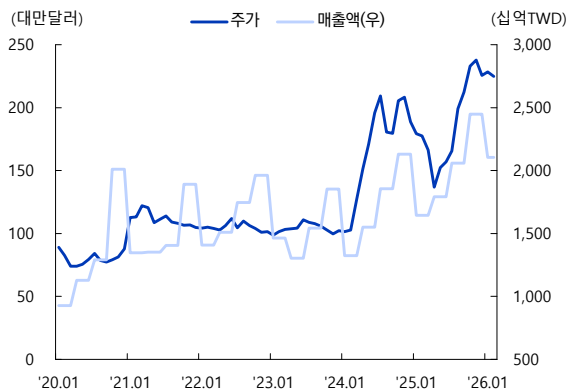
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 11] Hon Hai FY26 영업이익 추정치 변화



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 12] Hon Hai 분기별 매출액, 주가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 13] Hon Hai 12개월 선행 P/E 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 2. 투자 포인트

### 2-1. AI 서버 시장 성장의 차선후주

AI 서버 고성장에 따라 동사 클라우드 및 네트워크 부문 매출 비중이 빠르게 확대되고 있다. 해당 부문은 소비자용 제품 대비 2 배 이상 높은 마진 구조를 가지며 매출 믹스 개선에 따른 전사 수익성 레버리지가 본격화되는 구간으로 판단한다(FY24 ROE 9.7% → FY27 ROE 13.8% 컨센서스).

1) 글로벌 AI 서버 시장은 대규모 데이터센터 투자 사이클과 함께 고성장 국면에 진입했다. AI 서버 시장 규모는 2024년 1,375억 달러 수준에서 2026년 3,230억 달러까지 확대될 전망이며 이는 연평균 53% 성장에 해당한다. 전체 서버 시장 내 AI 서버 출하량 또한 1Q25 10% → 4Q26년 18%까지 상승이 예상된다. 특히 엔비디아 B200/B300 GPU 기반 GW 급 데이터센터 프로젝트가 동시에 진행되며 개별 프로젝트당 수십만 개 GPU 가 투입되는 구조로 전환되고 있다. AI 서버 수요는 단기 경기 변동보다 장기 CapEx 계획에 연동되는 특성을 가지며 소비자 제품 대비 실적 가시성이 높다.

2) 해당 시장 환경에서 동사는 글로벌 AI 서버 제조 시장 30~40% 점유율을 확보한 것으로 추정되며 Quanta(2382.TT) 등 대만 업체가 독점 구조를 형성하고 있다. 동사는 엔비디아 GPU 기반 AI 서버 rack 기준 점유율은 '25년 40% 이상, '26년 50% 수준까지 확대를 목표로 하고 있다. 주요 고객 기반은 구글, 마이크로소프트, 아마존 등 북미 하이퍼스케일러 중심으로 구성되어 있으며 GB200 에서 GB300 으로 이어지는 플랫폼 전환과 2H26 Vera-Rubin 플랫폼 출시가 예정되어 있어 신규 수주 확대 가시성이 높은 상황이다. 출하 측면에서도 의미 있는 확장 국면에 진입했다. 동사는 2026년 15~20K 수준의 AI 서버 rack 을 출하할 것으로 예상되며 이는 글로벌 시장의 약 50%에 해당한다. 현재 주당 1K 수준의 AI 서버 rack 생산능력을 확보하고 있으며 북미(텍사스, 위스콘신, 캘리포니아), 멕시코 등 생산 거점 다변화는 지정학 리스크 환경에서 수주 경쟁력을 강화하는 요인이다.

3) AI 서버는 기존 범용 서버 대비 ASP 와 부품 탑재량이 동시에 상승하는 구조를 가진다. GB200 NVL72 기준 전력 소모는 기존 서버 대비 5~6 배 수준으로 증가한다. 이에 따라 전력분배장치(PDU), 액체냉각시스템(CDU), NVSwitch 보드, 고속 인터커넥트 케이블 등 고부가 부품 탑재량이 증가한다. 동사는 rack 단위 부품의 40%를 내재화하고 있으며 커넥터, 냉각 모듈, PCB 등 핵심 부품을 자체 생산한다. GPM 은 부품 20~30%, 모듈 8~12%, 시스템 조립 3~5% 수준으로 추정된다. 이에 따라 서버 출하 증가 시 조립 매출뿐 아니라 고마진 부품 매출이 동시에 확대되는 구조가 형성된다.

4) 동사 AI 서버 매출 비중은 2024년 11% → 2025년 21% → 2026년 35% 수준까지 상승할 것으로 예상된다. 이에 따라 클라우드 및 네트워크 부문 매출 비중은 2024년 30% → 2026년 50%까지 확대될 전망이다. 이는 동사 사업 구조가 스마트폰 조립 중심에서 AI 데이터센터 인프라 중심으로 전환되는 변곡점에 진입한 것으로 판단된다.

## 2-2. 사업 포트폴리오 확대

동사는 기존 3+3 전략을 유지하되 2024~2025 년 Hon Hai Tech Day 를 기점으로 AI 인프라 중심 전략으로 재정화하며 사업 포트폴리오 전환을 가속화하고 있다. 스마트 제조·스마트 EV·스마트 시티 3 대 플랫폼을 AI 로 연결하는 구조로 기존 전자제품 조립 중심 기업에서 AI 인프라 공급 기업으로 전환이 본격화된 국면으로 판단한다. 2024~2025 년 Tech Day 를 거치며 AI 인프라·EV·반도체·우주로 이어지는 파봇이 진행되고 있다. 동사는 전통 EMS 기업에서 차세대 기술 인프라 공급 기업으로 전환 중이며 고부가 사업 비중 확대와 자동화 기반 생산 효율 개선이 중장기 실적 성장과 밸류에이션 재평가 가능성은 충분하다 판단한다.

1) 스마트 제조 부문에서는 엔비디아 Omniverse 기반 디지털 트윈과 AI Factory 도입을 통해 생산 경쟁력이 개선되고 있다. 열, 유체 시뮬레이션 처리 시간은 최대 150 배 단축되었고 가상 공장 설계를 통한 신규 공장 구축 기간은 50% 이상 감소한 것으로 파악된다. 자동화 확대에 따라 주요 생산라인 생산성은 70% 이상 개선되고 불량률은 90% 이상 감소했다. 2025 Tech Day 에서는 휴스턴 AI 서버 공장에 로봇 기반 자동화 생산라인 적용 계획을 공개하며 AI 서버 생산 고도화, 자동화를 공식화했다.

2) EV 사업은 중장기 성장 축이다. MIH 플랫폼 기반 글로벌 EV 생태계를 구축 중이며 완성차 개발 기간과 비용을 50% 이상 절감 가능한 오픈 플랫폼 전략을 추진하고 있다. 다만 OEM 외주 생산 전환 속도가 예상보다 느리며 EV 시장 성장률도 둔화 국면에 진입하고 있다. 동사는 전력 모듈, 조향 시스템, 배터리 등 자동차 핵심 부품 내재화를 추진하고 있으며 장기적으로 자동차 부품 사업 OPM 5~6% 달성을 목표로 한다. 현재 Luxgen 이 유일한 양산 고객이지만 판매량은 저조한 것으로 파악된다. 다만 자동차 부품 중심 전략은 장기적으로 보다 현실적인 성장 경로로 판단된다.

[도표 14] Hon Hai EV 고객사 및 파트너사

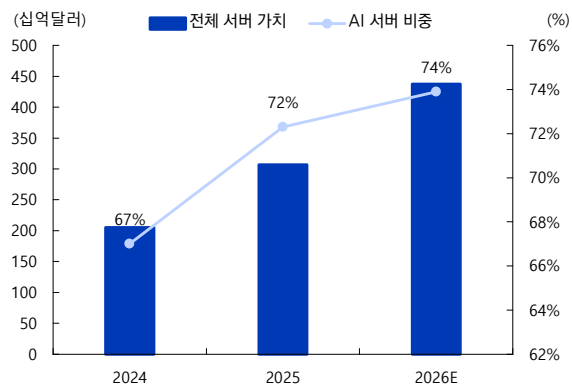
고객사	지역	주요 내용
Luxgen	대만	25년 12월 폭스콘 자회사에서 Luxgen 지분 100% 인수 발표
Mitsubishi Motors	일본	전기 SUV 공동 개발, '26년 말 호주, 뉴질랜드 출시 목표
Mitsubishi Fuso	일본	전기 버스 JV 진행
Stellantis	미국	Stellantis와 2개 JV 통해 자동차 반도체 및 스마트 콕핏 솔루션 공급
Ceer Motors	사우디	사우디 국부펀드와 폭스콘이 공동 설립한 EV 브랜드. 2026년 양산 예정

자료: Bloomberg Intelligence, 언론종합, 교보증권 리서치센터

3) 동사는 엔비디아, OpenAI 등과 협력을 확대하며 AI 서버 생산과 데이터센터 인프라 구축을 추진하고 있다. 엔비디아 블랙웰 기반 AI 슈퍼컴퓨터 구축과 대만 내 100MW 규모 AI 데이터센터 프로젝트를 공식화했으며 1H26 대만 AI 데이터센터 운영을 계획하고 있다. 해당 프로젝트는 1 만개 GPU 규모 클러스터를 목표로 하며 인프라 투자 규모는 5.2 조 달러까지 확대될 것으로 전망된다. 동사는 단순 서버 조립을 넘어 데이터센터 하드웨어 설계, 운영까지 포함된 턴키 솔루션 제공을 목표로 있으며 AI 데이터센터 운영 서비스 진출은 중장기 신규 수익원으로 작용할 전망이다.

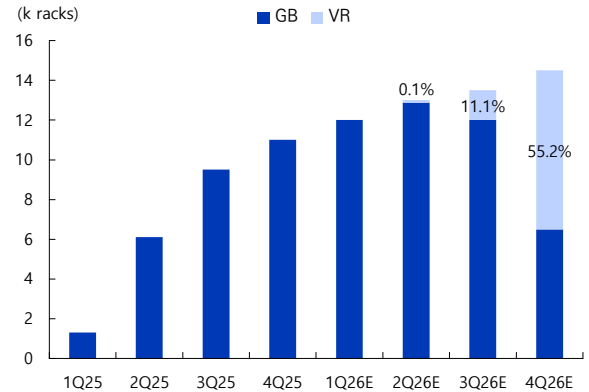
4) 반도체 사업은 아날로그, 전력 IC 등 Small IC 내재화를 추진하며 기존 사업부와 시너지 창출을 목표로 하고 있다. 베트남, 인도, 프랑스 패키징 투자와 대만 SiC 전력반도체 팹 구축이 진행 중이다. 이외 동사는 저궤도 위성 기술 실증을 완료했으며 향후 위성 핵심 부품, 위성 대량 생산, 지상 장비 시장 진입을 목표로 한다. 글로벌 LEO 위성 수요는 향후 수천 기 이상 확대가 예상되며 위성 제조 및 지상 인프라 공급은 장기 사업 확장 영역으로 판단된다.

[도표 15] 전체 서버 시장 규모 및 AI 서버 비중 전망



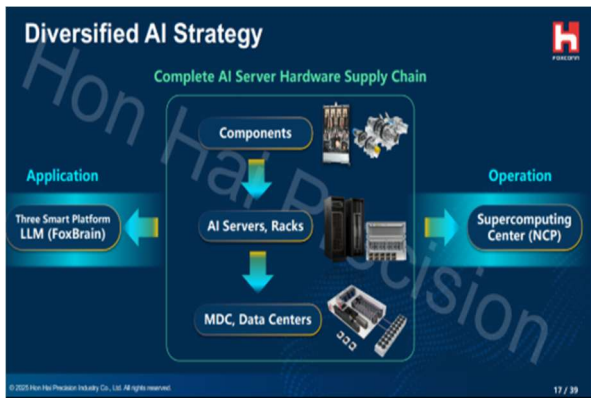
자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 엔비디아 GB/VR 분기별 랙 출하량 전망



자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

[도표 17] Hon Hai AI 서버 하드웨어 전략



자료: Hon Hai, 교보증권 리서치센터

[도표 18] Hon Hai & Visionbay AI 데이터센터 프로젝트

위치	대만 가오슝
가동 시점	2026년 상반기
초기 투자금	NT\$420억 (약 14억 달러)
플랫폼	NVIDIA GB300 NLV72
설치 규모	GPU 1만개 or GB300 rack 144대
설계 연산	27MW

자료: Bloomberg Intelligence, 교보증권 리서치센터

### 3. 리스크

동사는 AI 서버 중심으로 사업 구조 전환을 가속화하고 있으나, 여전히 기존 소비자 제품 사업 의존도와 신규 사업 포트폴리오의 사이클 변동성 리스크가 상존한다.

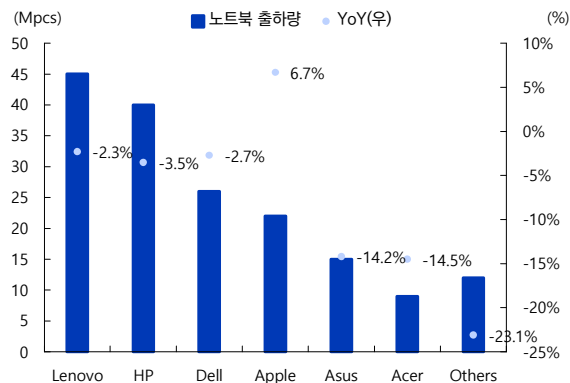
#### 1) 스마트폰/PC 수요 둔화 및 EMS 경쟁 심화

동사 매출구조는 빠르게 AI 인프라 중심으로 전환되고 있으나 여전히 소비자 제품 사업 부문이 전체 매출의 상당 부분을 차지한다. 동사 Apple 향 매출 비중은 40~50% 수준으로 추정되며 이는 글로벌 스마트폰 출하량 변동이 동사 실적에 직접적으로 연결되는 구조임을 설명한다. 글로벌 아이폰 출하량은 2025 년 YoY +6% 반등 이후 2026 다시 YoY 감소 전환이 예상된다. 특히 메모리 가격 상승과 공급 제약이 동시에 발생할 경우 세트 ASP 상승이 불가피하며 이는 소비 심리 위축과 수요 둔화로 이어질 가능성이 있다. PC 시장 역시 윈도우 11 교체 수요와 AI PC 모멘텀이 일부 존재하나 전반적인 PC 시장은 성숙 단계에 진입했으며 연간 성장률은 낮은 한 자릿수 수준을 전망한다. EMS 산업은 구조적으로 낮은 마진 산업이며 대형 고객사에 대한 가격 협상력이 제한적이다. 또한 해당 영역에서 Wistron, Pegatron 등과 경쟁 심화는 동사 현금창출원에 대한 부담 요인이다.

#### 2) AI 투자 사이클 변동성 및 EV 사업 가시성 제한

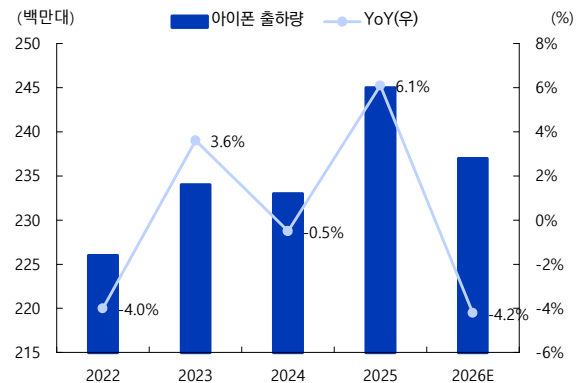
AI 서버는 현재 동사의 핵심 성장 축이나 수요는 북미 하이퍼스케일러 CapEx 에 크게 의존한다. 2026 년 AI 서버 시장은 지속 확대가 예상되지만 이는 대형 CSP 의 공격적 투자 지속을 전제로 한다. AI 투자에 대한 수익성 검증이 지연되거나 제품 단의 병목이 심화될 경우 서버 발주 조정 가능성이 존재한다. EV 사업 역시 MIH 플랫폼을 기반으로 생태계 확장을 추진하고 있으나 OEM 의 외주 전환 속도는 예상보다 느리다. 글로벌 EV 성장률 둔화와 과거 EV 스타트업 파산 사례는 동사 외주 생산 확대 속도에 부담 요인으로 작용할 수 있다.

[도표 19] 2026 년 글로벌 노트북 출하량 전망



자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 글로벌 아이폰 출하량 전망



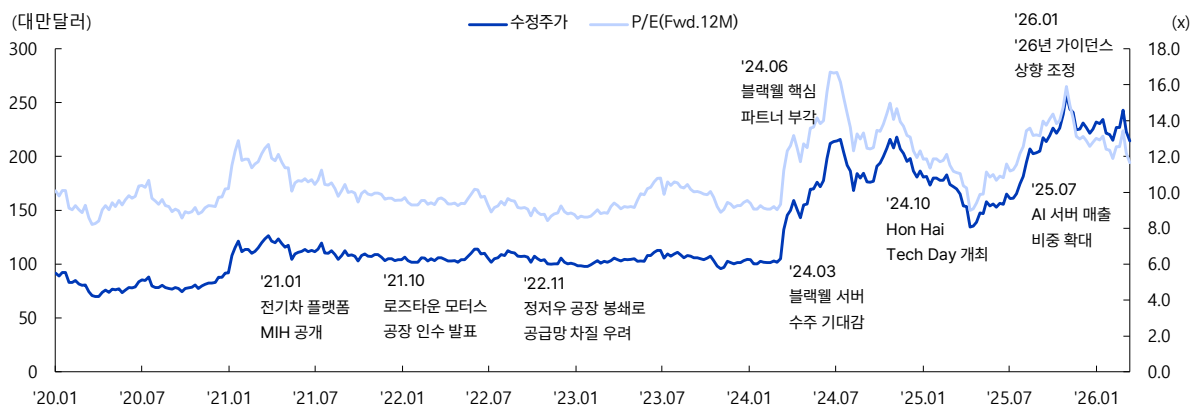
자료: IDC, Bloomberg Intelligence, 교보증권 리서치센터

[도표 21] Hon Hai Peer Table

구분		Hon Hai	Quanta	Wistron	Pegatron	Compal
현재주가 (USD)		7.8	9.3	4.4	2.4	1.0
시가총액 (백만 USD)		105,914	36,897	13,626	6,120	4,392
매출액 (백만 USD)	2023A	197,711.7	34,831.3	27,819.1	40,323.2	30,374.9
	2024A	213,554.8	43,919.9	32,665.6	35,034.5	28,338.2
	2025E	254,115.7	94,825.1	94,873.2	35,554.3	27,440.8
	2026E	321,137.9	111,270.6	117,019.6	37,279.5	30,270.6
영업이익 (백만 USD)	2023A	5,343.0	1,397.3	878.8	473.3	386.5
	2024A	6,245.3	1,918.4	1,213.5	389.2	462.1
	2025E	8,039.2	3,389.6	3,597.7	368.7	413.9
	2026E	10,250.7	3,946.6	4,348.2	510.0	502.0
P/E (X)	2023A	10.2	21.8	24.2	14.8	22.6
	2024A	16.7	18.5	17.0	14.5	16.4
	2025E	16.2	13.6	10.7	14.7	15.1
	2026E	13.5	11.7	8.4	12.6	12.3
P/B (X)	2023A	1.0	4.6	2.7	1.2	1.5
	2024A	1.6	5.0	2.3	1.2	1.2
	2025E	1.9	4.6	2.1	0.9	1.0
	2026E	1.8	4.0	1.7	0.9	1.0

자료: 교보증권 리서치센터 / 주: 2/28 기준

[도표 22] Hon Hai 주가 이벤트 및 12MF P/E



자료: 교보증권 리서치센터

# ASE Technology Holdings 3711.TT



## TSMC 외주 최대 수혜자

Mar 17, 2026

### Company Data

현재가(03/13)	341 TWD
52 주 최고가(보통주)	394 TWD
52 주 최저가(보통주)	115 TWD
TAIEX (03/13)	33,400.3 p
TWSE 가중	1.41%
베타	1.38
시가총액	14,912억 TWD
발행주식수	45 억주
대주잔고	0.7%
외국인지분	79.6%
주요주주	
ASE Enterprises	15.4%
ASE Custody	7.1%
VALUE Investment	6.0%

### Price & Relative Performance



### AI 패키징, 테스트 중심 구조 전환

ASE는 1984년 설립된 글로벌 1위 반도체 OSAT 업체. SiP, WL-CSP 등 패키징을 조기 양산하며 시장 지위 확보. USI, SPIL 인수를 통해 시스템 패키징과 테스트 영역에서 외형 성장. 최근 AI, HPC 수요 확대에 대응해 LEAP를 핵심 성장 축으로 육성 중. 사업 구조는 ATM(패키징, 테스트, 소재)과 EMS로 구분. 테스트는 패키징 대비 수익성이 높은 사업으로 AI 가속기, HBM, 고속 인터페이스 칩 증가에 따라 구조적 수요 확대가 지속되는 영역. FY26 매출액은 7,526억 TWD(YoY +17%), 영업이익은 817억 TWD(YoY +70%, OPM 10.9%) 전망. 향후 AI 패키징, 테스트 중심 CapEx 확대를 통해 고부가 사업 비중 지속 확대 예정임.

### 첨단 패키징 병목 수혜

동사는 TSMC 첨단 패키징 병목의 핵심 수혜 업체. AI 서버 투자 확대에 따라 CoWoS 수요가 공급을 지속 상회. 동사는 TSMC 핵심 OSAT 파트너로서 oS(On-Substrate) 및 웨이퍼 프로빙 외주 물량을 수행. 이에 따라 LEAP 매출은 2025년 16억 달러에서 2026년 32억 달러로 가이던스 제시. 2026년부터 Full-process 의미 있는 매출 기여 전망. 단순 외주 패키징을 넘어 AI 인프라 핵심 파트너로의 위상 변화를 의미. 테스트와 턴키 서비스 확대가 전사 수익성 개선의 핵심. 동사는 2026년 분기별 마진 개선을 가이던스로 제시함.



[IT] 최보영 연구위원

3771-9724

20190031@iprovest.com

### Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(억원)	11,648	10,504	8,305	8,791	9,061
YoY(%)	11.8	-9.8	-20.9	5.8	3.1
영업이익(억원)	663	403	363	454	504
OP 마진(%)	5.7	3.8	4.4	5.2	5.6
순이익(억원)	521	243	10	269	352
EPS(원)	1,231	563	15	638	836
YoY(%)	1.5	-54.3	-97.4	4,250.3	31.1
PER(배)	3.4	5.5	260.5	7.1	5.4
PCR(배)	1.7	1.9	4.1	2.6	2.4
PBR(배)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	3.4	6.1	5.5	3.1	0.7

## 1. 기업개요

ASE는 1984년 설립된 글로벌 1위 반도체 OSAT 업체다. 2000년대 SiP, WL-CSP 등 패키징 기술을 조기 양산하며 기술 경쟁력을 확보했고 2003년 이후 글로벌 OSAT 시장 점유율 1위를 유지하고 있다. 2008년 모듈 전문 업체 USI 인수를 통해 시스템 패키징 역량을 강화했으며 2016년 SPIL 인수를 통해 첨단 패키징과 테스트 라인업을 확보하며 외형 성장을 달성했다. 최근 동사는 AI·HPC 수요 확대에 대응해 LEAP(Leading-edge Advanced Packaging) 사업을 핵심 성장 축으로 육성 중이다. LEAP 매출은 2024년 6억 달러에서 2026년 32억 달러까지 확대를 목표하고 있으며 주요 고객사는 엔비디아, 브로드컴, 퀄컴 등으로 파악된다. FY3Q25 매출액은 1,686억 대만달러(YoY +5%), 영업 이익은 132억 대만달러(YoY +15%, OPM 7.8%)를 기록했다.

사업 부문은 반도체 패키징·테스트·소재를 포함한 ATM 과 전자제품 위탁생산 EMS 로 구분된다. ATM 부문은 동사 핵심 수익원으로 테스트 역량을 기반으로 고부가 제품 포트폴리오를 강화하고 있다. AI 시장 확대에 따라 HBM, 고속 인터페이스 칩 등 고성능 반도체 테스트 수요가 구조적으로 증가하고 있다. 최근 웨이퍼 테스트와 최종 시스템 테스트 수요가 동시에 확대되는 추세다. 테스트 부문은 고정비 부담이 낮고 수출 리스크가 제한적이어서 패키징 대비 OPM 이 5~6%p 높은 것으로 파악된다. 특히 시스템 레벨 테스트는 일반 테스트 대비 단가가 2배 이상 높아 고수익 구조를 견인하는 핵심 사업 영역이다. AI 가속기 및 고성능 컴퓨팅 칩 출하 증가에 따라 테스트 사업의 장기 성장성이 부각되고 있다. EMS 부문은 산업, 통신 중심의 위탁생산을 수행한다. 고객사 부품 선주문 영향으로 분기 실적 변동성이 존재하나 안정적 수주 기반을 확보하고 있다. 멕시코, 베트남 등으로 생산 거점을 분산해 지정학 리스크를 완화했으며 일부 고객사 대상으로 조립, 패키징, 테스트를 통합한 턴키 비즈니스도 제공 중이다. 다만 EMS OPM 은 2~3% 수준으로 ATM 대비 낮으며 제품 믹스에 따라 수익성 변동이 존재한다. FY3Q25 사업 부문별 매출 비중은 ATM 58%, EMS 42%다.

동사는 AI 패키징과 테스트 중심 성장에 대응하기 위해 FY26년 70억 달러(YoY +27%) 규모의 CapEx 를 계획하고 있다. 투자 비중은 장비 70%, 시설 30%로 추정된다. CoWoS 외주 수요 확대와 자체 2.5D 패키징 역량 강화, AI 테스트 수요 증가가 주요 투자 배경이다. 향후 2~3년간 설비 투자와 스마트 팩토리 고도화를 통해 AI·HPC 중심 고부가 사업 비중 확대가 예상된다.

최근 주가는 AI 패키징 및 테스트 수요 확대 기대감이 반영되며 신고가 부근까지 상승했다. 시장은 LEAP 매출 고성장과 테스트 믹스 확대에 따른 중장기 수익성 개선 가능성을 선반영하기 시작한 것으로 판단된다. 12개월 선행 P/E 는 25배 수준으로 과거 평균 대비 프리미엄 구간에 진입했다. 2026~2027년 LEAP 매출 증가와 마진 상승 사이클을 감안할 때 리레이팅 초기 국면으로 판단한다.

## 주요 생산 기지

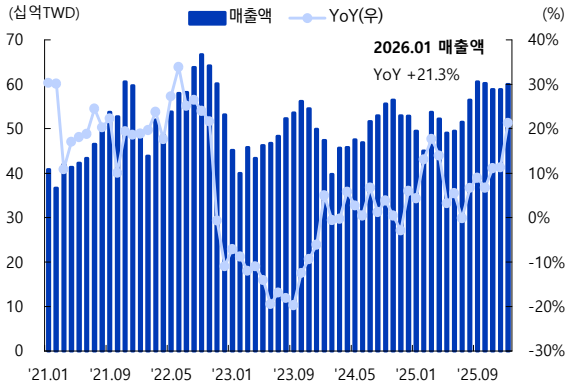
ATM 부문 핵심 생산 거점은 대만 가오슝, 중리, 말레이시아 페낭, 미국 프리 몬트 등으로 구성되며 고성능 패키징과 시스템 레벨 테스트를 동시에 수행 가능한 구조다. 동사 전체 패키징, 테스트 생산능력은 600억개/월 수준으로 추산되며 공정별 비중은 전통 패키징 30~40%, Flip-chip 20~25%, WL-CSP 15~20%, SiP 및 첨단 패키징 5~10% 수준으로 파악된다. 북미 팹리스 고객 대응을 위한 미국 거점과 동남아 생산 기지 확장을 통해 지정학 리스크 대응과 고객 근접 생산 전략도 병행 중이다. 동사는 LEAP 관련 생산능력을 기존 대비 1.5 배 확대하는 것을 목표로 하고 있으며 대만, 말레이시아를 중심으로 첨단 패키징 라인 증설이 진행되고 있다. 총 10개 이상 첨단 라인을 기반으로 AI/HPC 수요 증가에 대응해 웨이퍼 테스트와 최종 테스트 설비 확장도 병행 중이다. 이에 따라 테스트 매출 비중은 ATM 내 20% 수준까지 상승할 것으로 예상되며 테스트 믹스 확대에 따른 수익성 개선이 기대된다. 스마트 팩토리 전환 역시 생산 경쟁력의 핵심 축이다. 가오슝, 페낭 등 주요 거점 중심으로 자동화, AI 기반 생산 시스템 도입이 진행되고 있으며 공정 효율, 수율 개선과 인건비 절감이 진행되고 있다. AI/HPC 패키징은 공정 복잡도와 품질 요구가 빠르게 상승하는 영역인 만큼 자동화 체계 구축이 장기 경쟁력의 핵심으로 부각되고 있다.

[도표 1] ASE 주요 생산기지

팹	위치	특징
ASE	대만 가오슝	본사 및 최대 패키징-테스트 허브. LEAP, 고집적 패키징
ASE	대만 중리	고급 테스트, 시스템 레벨 테스트 중심
ASE	말레이시아 페낭	글로벌 고성능 테스트 허브, AI/HPC 테스트 확대
ASE	한국 파주	한국 고객사 패키징-테스트 대응
ASE	미국 프리몬트	북미 팹리스 전담 테스트
ASE	중국 상하이	중국 내 핵심 거점. 다국적 고객 대응
SPIL	대만 타이중	대규모 패키징 양산 클러스터
SPIL	대만 신주 1	고성능 패키징-테스트, AI/HPC 고객 대응
SPIL	대만 신주 3	CoWoS/LEAP 연계 첨단 패키징 핵심 거점
SPIL	중국 쑤저우	SiP-모듈 조립 중심 중국 생산기지
USI	중국 상하이	SiP-모듈-패키징 핵심 생산기지
USI	중국 장쑤성	고집적 패키징, EMS 생산
USI	베트남 하이퐁	중국 외 생산 다변화 거점
USI	멕시코 과달라하라	북미 EMS 수요 대응

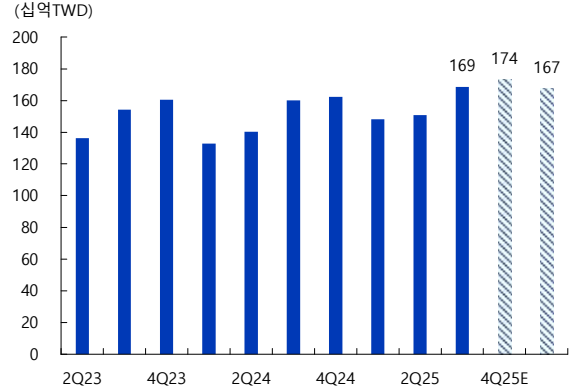
자료: ASE, 언론종합, 교보증권 리서치센터

[도표 2] ASE 월별 매출액 추이



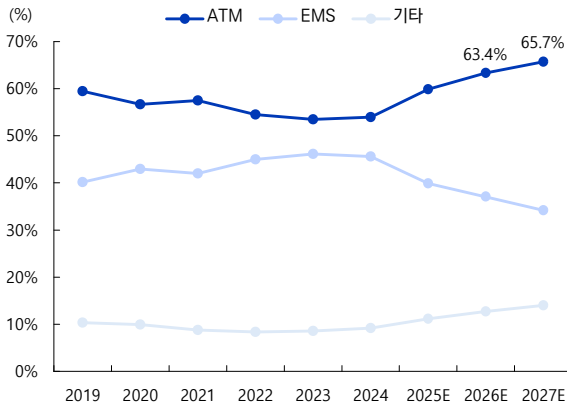
자료: ASE, 교보증권 리서치센터

[도표 3] ASE 분기별 매출액 추이



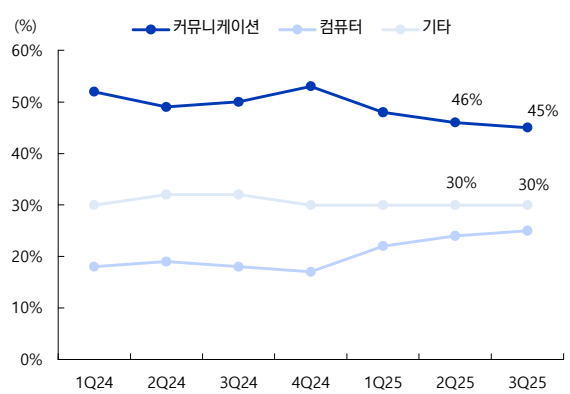
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] ASE 사업부문별 매출 비중 추이



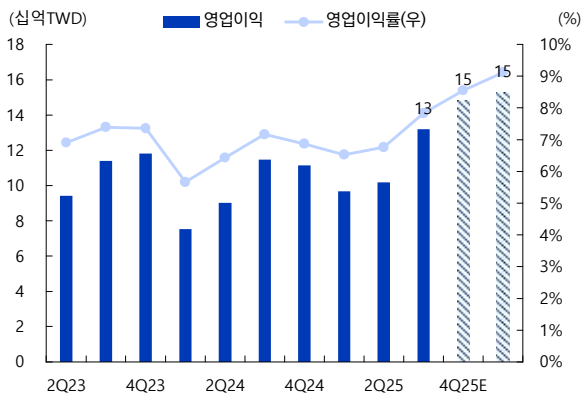
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 5] ATM 사업부 내 제품별 매출 비중 추이



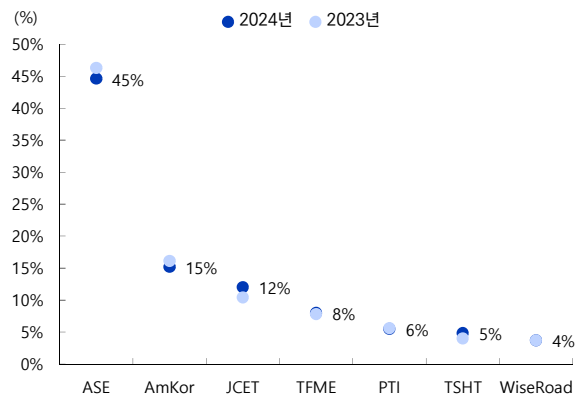
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 6] ASE 분기별 영업이익 및 영업이익률 추이



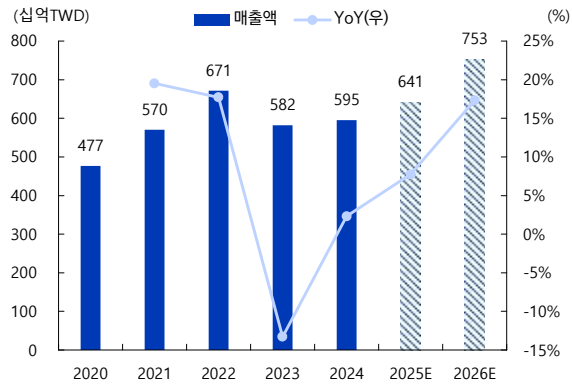
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 글로벌 OSAT 시장 점유율 추이



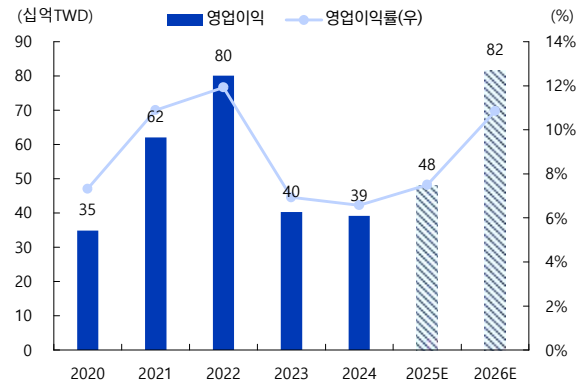
자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

[도표 8] ASE 연간 매출액 전망



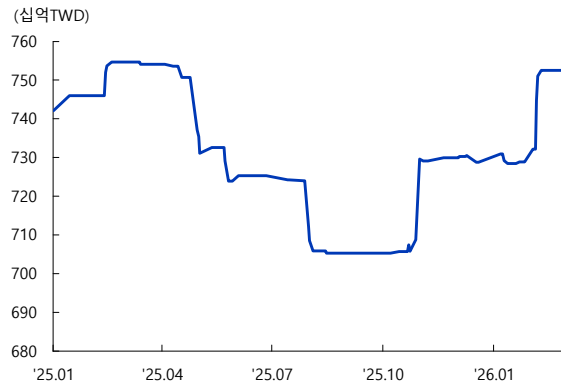
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 9] ASE 연간 영업이익 및 영업이익률 전망



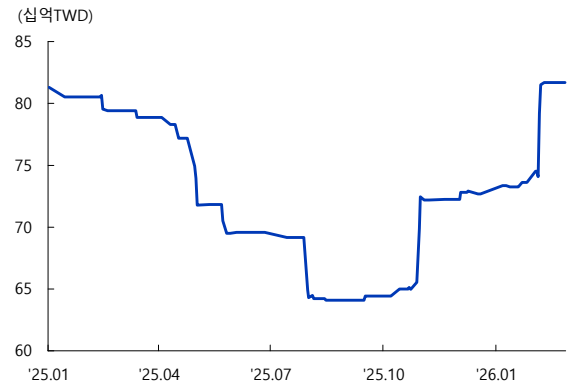
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 10] ASE FY26 매출액 추정치 변화



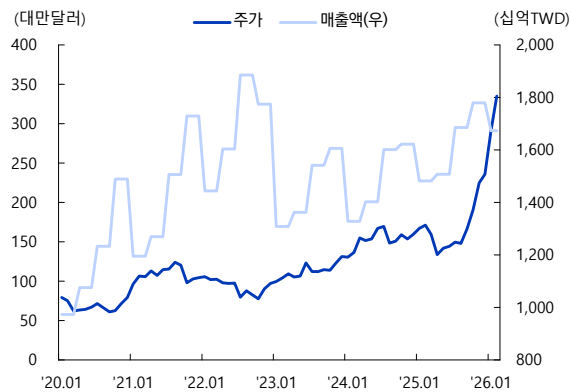
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 11] ASE FY26 영업이익 추정치 변화



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 12] ASE 분기별 매출액, 주가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 13] ASE 12개월 선행 P/E 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 2. 투자 포인트

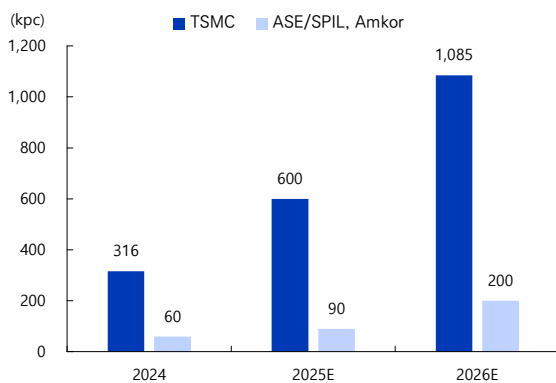
### 2-1. TSMC 병목과 틈새를 잡은 ASE

AI 반도체 수요 급증은 동사 LEAP 사업 고정상을 견인하는 핵심 동인이다. 2026년 글로벌 AI 서버 시장규모는 3,230억 달러(YoY +46%)로 성장할 전망이며 주요 CSP 및 AI CPU 업체의 CapEx 증액이 선단 패키징 수요를 확대하고 있다. 특히 TSMC CoWoS 생산능력은 2026년 YoY +69% 확대될 것으로 예상되나 여전히 수요 대비 15~20% 공급 부족이 지속될 것으로 예상된다. 이는 CoWoS 공정의 외주 확대를 불가피하게 만드는 구조적 요인으로 작용한다.

1) 동사는 TSMC 핵심 OSAT 파트너로서 oS(On-Substrate) 및 웨이퍼 프로빙 외주 물량을 직접 수혜 받고 있다. LEAP 매출은 2024년 6억 달러 → 2025년 16억 달러 → 2026년 32~34억 달러로 확대될 전망이며 3년 CAGR은 80% 이상에 달한다. 2026년은 oS 및 웨이퍼 프로빙이 매출 대부분을 차지하고 2027년부터는 Full CoWoS 패키징이 본격적으로 램프업되는 구조다. AMD Venice CPU 가 첫 Full-process 고객사로 추정되며 2027년에는 엔비디아 Vera CPU 및 AI ASIC 제품으로 고객군 확대가 기대된다. 타이중 Fab 증설과 맞물려 2H26 외주 물량이 의미있게 증가할 것으로 예상된다. 웨이퍼 프로빙 역시 TSMC 클린룸 생산능력 부족에 따라 외주 확대가 지속될 전망이다.

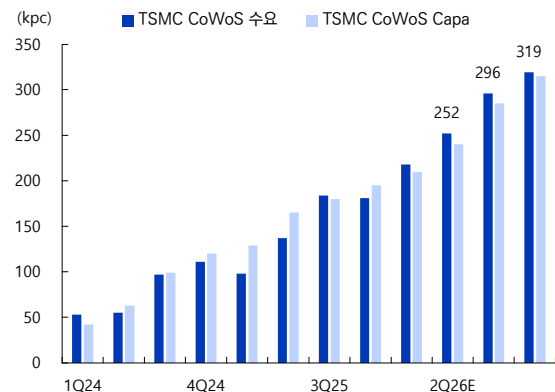
2) 또한 동사는 일부 옛지 AI 프로세서의 2.5D 전환 가능성 등을 통해 선단 패키징 저변을 넓히고 있다. LEAP 사업은 패키징 단품이 아닌 테스트, 프로빙까지 포함하는 고부가 영역으로 확장되고 있어 고객 당 매출 기여도와 수익성 동반 개선이 기대된다. 결과적으로 TSMC CoWoS 병목 구조가 해소되지 않는 한 동사 외주 수혜는 최소 2~3년간 지속될 가능성이 높다. 이는 동사를 단순 후공정 업체가 아닌 AI 인프라 생태계 핵심 파트너로 재평가하게 만드는 요인이다.

[도표 14] 글로벌 CoWoS 수요 전망



자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

[도표 15] TSMC CoWoS 수요, 생산능력 추이



자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

## 2-2. 고성장 중인 테스트 사업

동사 실적 레버리지 핵심은 테스트 및 턴키 서비스 확대다. 웨이퍼 프로빙은 TSMC 클린룸 부족에 따른 외주 영향으로 높은 가동률이 지속될 전망이다. 테스트 사업은 패키징 대비 높은 수익률을 보장한다. 기존 패키징은 GPM 20% 수준, 시스템 레벨 테스트는 GPM 30% 수준으로 파악된다. 회사는 2026년 분기별 마진 개선을 가이드선으로 제시했으며 FY4Q26 30% 도달 가능성을 언급했다.

1) 공격적인 설비투자 역시 장기 수요 가시성을 뒷받침한다. 동사는 FY26 70억 달러 CapEx를 발표했으며 이는 YoY +27% 증가한 수준이다. 특히 전체 CapEx의 2/3이 LEAP 관련 설비 투자에 집중될 예정이며 다수 고객 대상 Full-process 프로젝트 준비가 진행 중이다. 시장 예상치를 크게 상회한 투자 규모는 수년간 AI 패키징 및 테스트 수요에 대한 강한 확신을 반영한다.

2) Full-process CoWoS 확대는 장기 수익성 개선의 핵심이다. 해당 공정은 CoW를 통합하는 고부가 영역으로 기존 oS 대비 부가가치가 높다. 2027년 Full-process 매출은 LEAP 매출의 25% 비중까지 확대될 전망이다이며 이는 단위 매출당 수익성 상승을 의미한다.

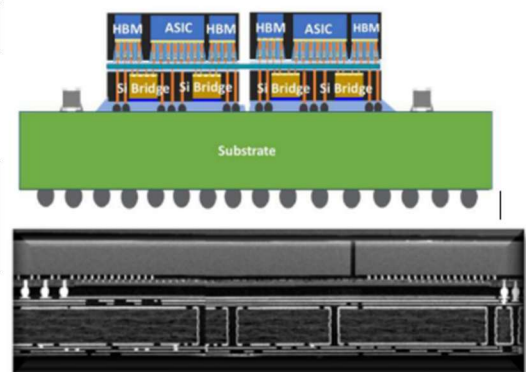
3) 동사는 차세대 FO-PLP 기술에서도 선도적 지위를 확보하고 있다. FO-PLP는 기존 원형 웨이퍼 기반 패키징 대비 대면적 패널(300×300mm, 향후 600×600mm)을 활용해 칩렛 및 대형 AI 가속기 패키징에 적합한 구조를 제공한다. 동사는 가오슝에서 300mm 패널 기반 FO-PLP 양산을 이미 개시했으며 600mm 대형 패널 라인도 시제품 단계에 진입한 것으로 파악된다. 향후 AI 가속기와 네트워크 ASIC의 칩렛 구조 확산이 본격화될 경우 FO-PLP는 기존 공정과 병행되는 차세대 대면적 패키징 솔루션으로 부상할 가능성이 높다.

[도표 16] 주요 OSAT FO-PLP 양산 일정

기업명	내용	일정
TSMC	CoPoS, 기존 CoWoS 공정 활용	2026년 파일럿, 2028년 양산 목표
ASE	300x300mm PLP Fan-out 공정 활용	가오슝에서 양산 중
PTI	PiFO 패키징 기술 적용	2019년부터 양산

자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

[도표 17] ASE FOCoS 단면도, 회로도



자료: ASE, 교보증권 리서치센터

### 3. 리스크

#### 1) 소수 고객 및 특정 플랫폼 의존

동사 LEAP 고성장은 엔비디아 및 TSMC 중심의 AI 생태계 확장에 기반하고 있다. 2025~2026 년 CoWoS 수요의 60~65%가 엔비디아 GPU 중심으로 형성되며 동사의 oS 및 웨이퍼 프로빙 매출 역시 엔비디아 물량 의존도가 높은 구조다. Rubin GPU 랩업이 2H26 부터 본격화될 것으로 예상되나 엔비디아 발주 전략이 다변화되거나 Amkor 등 경쟁 OSAT 로 일부 물량이 분산될 경우 성장 속도 둔화 가능성을 배제할 수 없다. 2027 년 이후 AI ASICs 제품군 비중이 상승하는 구조는 긍정적이나 동시에 특정 제품 사이클에 따른 실적 변동성도 확대될 수 있다. 동사의 고객 다변화가 기대만큼 빠르게 진행되지 않을 경우 LEAP 성장률은 시장 기대치를 하회할 가능성이 존재한다. 또한 동사는 TSMC 의 핵심 OSAT 파트너로 외주 물량 수혜를 받고 있으나 3D SoIC, CoPoS 등 차세대 고부가 공정으로 전략 축을 이동할 경우 저부가 CoWoS 물량 축소 가능성도 존재한다.

#### 2) 전통 패키징 수요 둔화 및 차세대 기술 상용화 지연

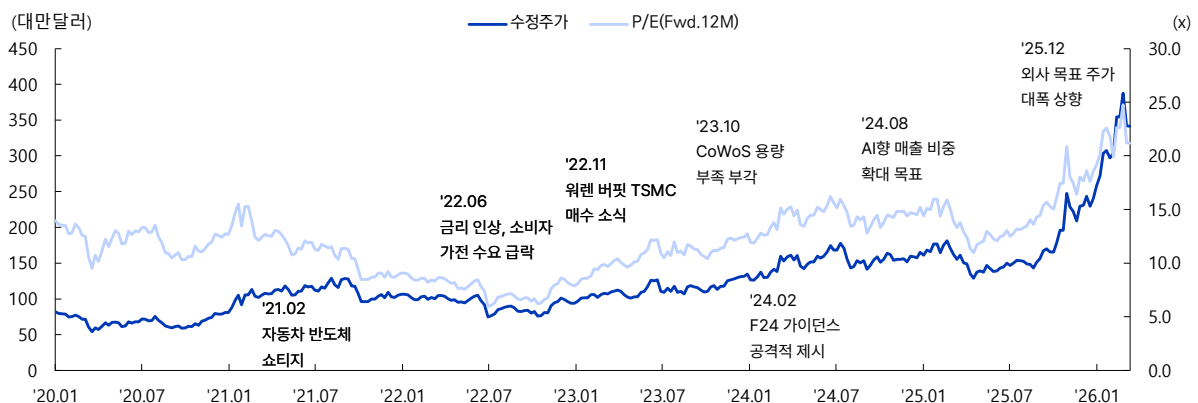
ATM 매출의 40% 비중은 커뮤니케이션 매출이며 스마트폰, PC 수요 둔화는 단기 실적 하방 요인이다. 메모리 가격 상승에 세트 수요 둔화가 겹칠 경우 중저가 패키징 가동률 조정 가능성이 존재한다. 다만 동사는 성숙 공정 증설을 제한하고 있어 구조적 공급 과잉 가능성은 낮은 편이나 믹스 개선 속도는 전통 패키지 수요에 영향을 받는다. FO-PLP 는 장기 기술 옵션으로 평가되나 상용화 시점과 수익성 가시성은 아직 제한적이다. 대면적 패널 기반 공정은 CTE 제어, 수율 안정화 등 기술 난이도가 높으며 고객 적용 시점 역시 2027 년 이후로 예상된다. 초기 양산 단계에서 감가상각 부담이 선행될 경우 단기 이익 변동성이 확대될 가능성이 있다.

[도표 18] ASE Peer Table

구분		ASE	JCET	Tongfu	Amkor	Chipmos
현재주가 (USD)		12.4	7.0	7.6	47.8	2.3
시가총액 (백만 USD)		52,297	12,120	11,187	11,824	1,518
매출액 (백만 USD)	2023A	18,670.4	4,188.6	3,144.8	6,503.1	685.2
	2024A	18,536.4	4,994.9	3,317.1	6,317.7	706.6
	2025E	24,027.5	5,790.5	3,984.5	7,444.6	912.1
	2026E	27,872.7	6,542.7	4,606.9	8,174.5	946.5
영업이익 (백만 USD)	2023A	1,293.9	241.5	140.6	470.3	61.2
	2024A	1,219.3	249.7	205.6	438.5	39.7
	2025E	2,607.8	264.0	266.5	558.4	92.2
	2026E	3,607.9	365.5	328.4	741.0	116.1
P/E (X)	2023A	18.3	36.4	210.2	22.8	16.3
	2024A	21.5	45.4	65.7	18.0	16.1
	2025E	24.9	54.0	60.5	28.3	18.2
	2026E	18.0	36.0	48.2	20.9	15.6
P/B (X)	2023A	2.0	2.0	2.5	2.1	1.2
	2024A	2.2	2.6	3.1	1.5	0.9
	2025E	4.3	2.9	4.9	2.3	1.9
	2026E	3.7	2.7	4.4	2.1	1.8

자료: 교보증권 리서치센터 / 주: 2/28 기준

[도표 19] ASE 주가 이벤트 및 12MF P/E



자료: 교보증권 리서치센터

# ASPEED Technology 5274.TT



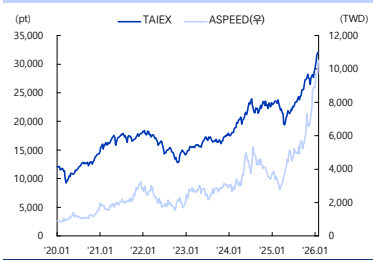
## 작지만 아주 중요한 "필수 칩"

Mar 17, 2026

### Company Data

현재가(03/13)	10,495 TWD
52 주 최고가(보통주)	10,495 TWD
52 주 최저가(보통주)	2,275 TWD
TAIEX (03/13)	33,400.3 p
TWOTCI 가중	4.39%
베타	1.14
시가총액	3,967 억TWD
발행주식수	0.4 억주
대주잔고	0.0%
외국인지분	55.0%
주요주주	
LINVEST	13.9%
CATHAY life	4.4%
New labor pension	4.0%

### Price & Relative Performance



### 서버 필수 반도체 BMC 1위 업체

ASPEED는 서버용 BMC 글로벌 1위 팹리스 업체. BMC는 서버 온도, 전력, 부팅 기능을 담당하는 필수 컨트롤러. 동사는 글로벌 서버 BMC 시장 점유율 70% 이상을 장기간 유지하며 사실상 표준 지위를 확보. 2Q26 12nm 기반 차세대 AST2700 양산 예정으로 본격적인 세대 교체 사이클이 시작될 전망. 신제품 전환 과정에서 ASP는 14달러 → 25달러 수준까지 상승 가능성. 2026년 1월 서버 BMC 핵심 사업과 비서버 반도체 사업을 분리하는 조직 개편 단행. 서버 관리 반도체 기업으로 포지셔닝을 명확히 하며 밸류에이션 리레이팅 목표. FY26 매출액은 128억 TWD(YoY +41%), 영업이익은 69억 TWD (YoY +47%, OPM 53.8%) 전망함.

### BMC TAM 확대에 따른 구조적 성장

AI 인프라 확장과 범용 서버 교체 사이클이 동시에 진행되는 구간. 초기 AI 투자는 GPU 중심 학습 서버가 주도했으나 최근 데이터 전처리, 스토리지, 에이전트 워크로드 확대로 범용 서버 중심이 동반되는 구조 확인. CPU 플랫폼 전환은 통상 4~5년 주기의 서버 교체 수요를 발생시키며 서버 관리 반도체 수요 증가로 연결. BMC는 서버당 최소 1개 이상 탑재되는 필수 반도체로 서버 출하 증가와 함께 실적 개선 전망. 데이터센터 인프라 전반으로 BMC가 채택되며 TAM이 구조적으로 확장. OpenBMC 확산과 AI 데이터센터 복잡도 증가로 고성능 스위치, 스토리지까지 BMC 탑재 확대되는 흐름. 서버 출하 증가, 신제품에 따른 ASP 상승, 콘텐츠 확대가 동시에 작용하는 구간으로 판단함.



#### [IT] 최보영 연구위원

3771-9724

20190031@iprovest.com

### Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(억원)	11,648	10,504	8,305	8,791	9,061
YoY(%)	11.8	-9.8	-20.9	5.8	3.1
영업이익(억원)	663	403	363	454	504
OP 마진(%)	5.7	3.8	4.4	5.2	5.6
순이익(억원)	521	243	10	269	352
EPS(원)	1,231	563	15	638	836
YoY(%)	1.5	-54.3	-97.4	4,250.3	31.1
PER(배)	3.4	5.5	260.5	7.1	5.4
PCR(배)	1.7	1.9	4.1	2.6	2.4
PBR(배)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	3.4	6.1	5.5	3.1	0.7

## 1. 기업개요

ASPEED 는 2004 년 설립된 서버용 BMC(Baseboard Management Controller) 글로벌 1 위 펌리스 업체다. BMC 는 서버 메인보드에 탑재되는 필수 관리 컨트롤러로 온도, 부팅, 전력 등 서버 운영 전반을 독립적으로 제어하는 역할을 수행한다. 데이터센터 서버는 무인/원격 운영되기 때문에 BMC 는 모든 서버에 필수적으로 탑재되며 동사는 글로벌 서버 BMC 시장 내 70% 이상 점유율을 장기간 유지한 것으로 파악된다. FY3Q25 매출액은 23 억 대만달러(YoY +17%), 영업이익은 12 억 대만달러(YoY +29%, OPM 52.9%)를 기록했다.

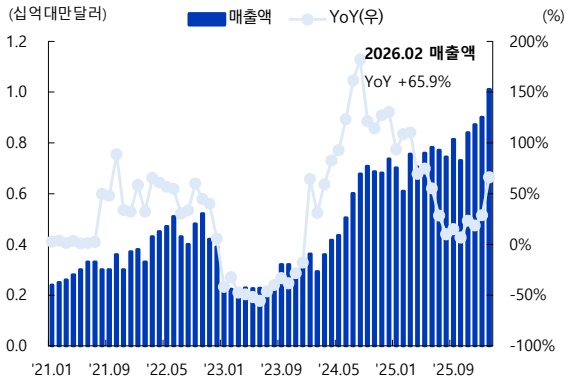
동사는 AST2500/2600 세대를 통해 범용 서버 BMC 시장을 사실상 표준화했다. 12nm 기반 차세대 제품 AST2700 은 2Q26 양산 시작으로 본격적인 세대 교체 사이클이 진행될 전망이다. 신제품 전환 과정에 ASP 는 기존 14 달러에서 25 달러로 상승할 여지가 있어 중장기 실적 확대의 핵심 요인으로 작용한다. 수요 측면에서 AI 서버와 범용 서버 업황이 동반 회복 국면에 진입하고 있다.

AI 인프라 확장 과정에 데이터 전처리, 에이전트 워크로드, 추론 처리를 위한 범용 서버 증설이 동반된다. 특히 동사의 2026 년 BMC 출하 중 AI 서버 비중은 유의미한 상승을 전망하며 엔비디아 Vera-Rubin rack 출하 확대와 AMD, ASIC 서버 증가가 추가 업사이드 요인으로 작용할 가능성이 높다. 공급 측면에서는 BT 서브스트레이트 수급이 단기 실적 상단을 제약한 핵심 변수였다. 다만 동사는 월 단위 AST2600 서브스트레이트 물량 확보에 성공했으며 추가 물량 협의도 진행 중인 것으로 파악된다.

2026 년 1 월 동사는 BMC 핵심 사업과 비서버 사업을 분리하는 사업 구조 개편을 단행했다. 기존 조직은 BMC 중심의 서버 관리 반도체 사업과 멀티미디어-산업용 반도체 사업이 혼재되어 있었다. 이번 분할은 핵심 서버 반도체 사업의 밸류에이션 리레이팅과 경영 효율성 제고를 목표로 한다. 비서버 사업은 파노라마 이미지 처리, AVoIP 반도체 등을 담당한다.

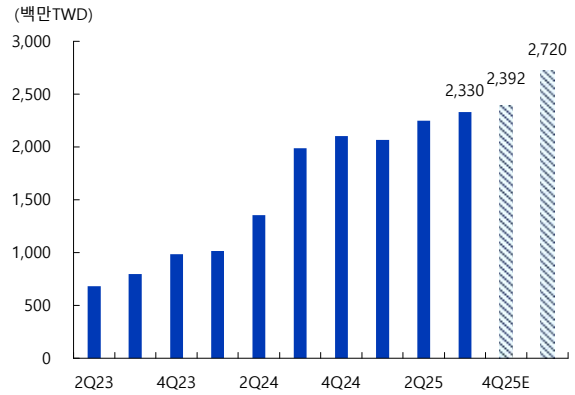
최근 주가는 AI 서버 인프라 확장과 차세대 AST2700 제품 사이클 기대감이 반영되며 가파른 상승세를 시현했다. 시장은 AI 서버 비중 확대, BMC ASP 상승, 서버 관리 반도체 콘텐츠 증가에 따른 중장기 이익 레버리지 가능성을 선반영하기 시작한 것으로 판단된다. 12 개월 선행 P/E 는 과거 평균 대비 프리미엄 구간에 진입한 상태다. 향후 ASP 상승과 제품 믹스 개선이 실적 추정치 상향으로 이어질 경우 추가적인 밸류에이션 확장 여지도 존재한다.

[도표 1] ASPEED 월별 매출액 추이



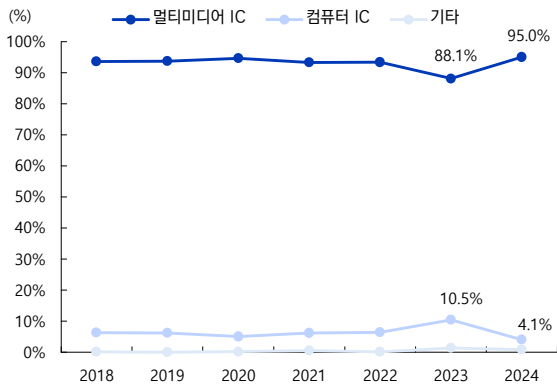
자료: ASE, 교보증권 리서치센터

[도표 2] ASPEED 분기별 매출액 추이



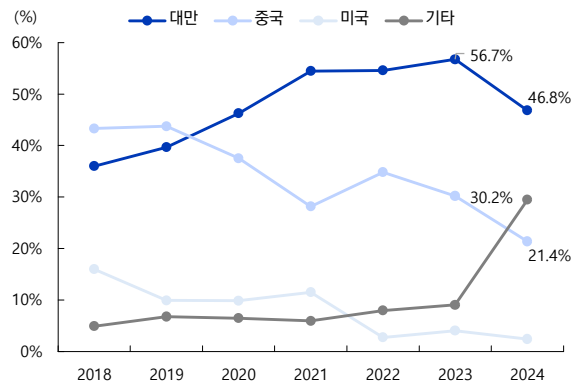
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 3] ASPEED 사업부문별 매출 비중 추이



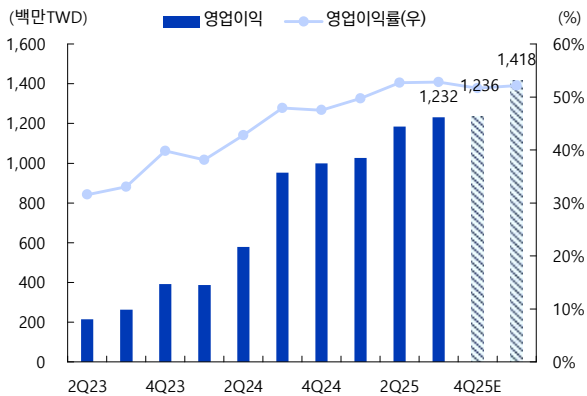
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] ASPEED 지역별 매출 비중 추이



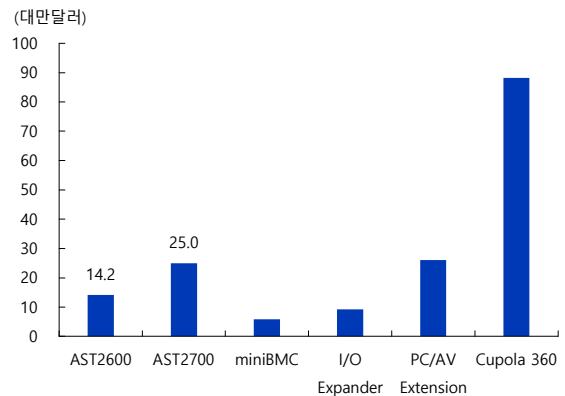
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 5] ASPEED 분기별 영업이익 및 영업이익률 추이



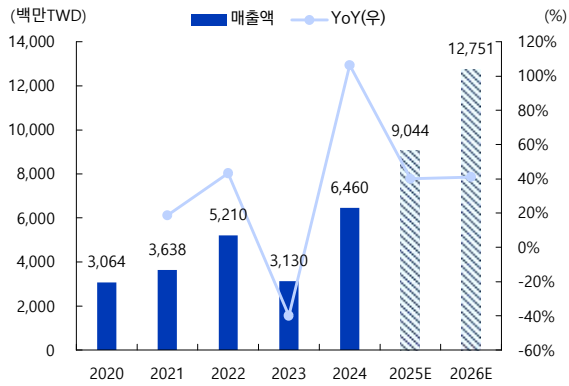
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 6] ASPEED 주요 제품 FY26 예상 ASP



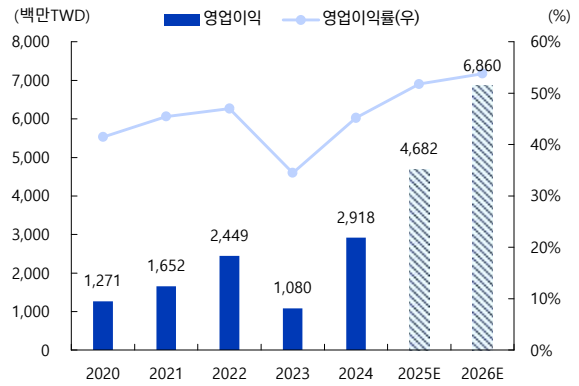
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 7] ASPEED 연간 매출액 전망



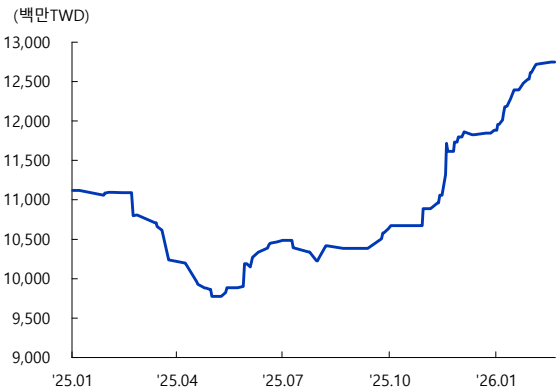
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 8] ASPEED 연간 영업이익 및 영업이익률 전망



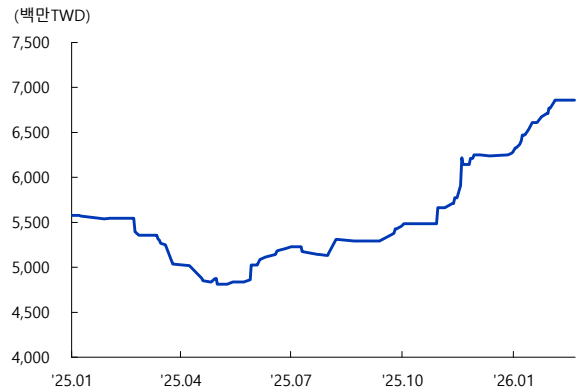
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 9] ASPEED FY26 매출액 추정치 변화



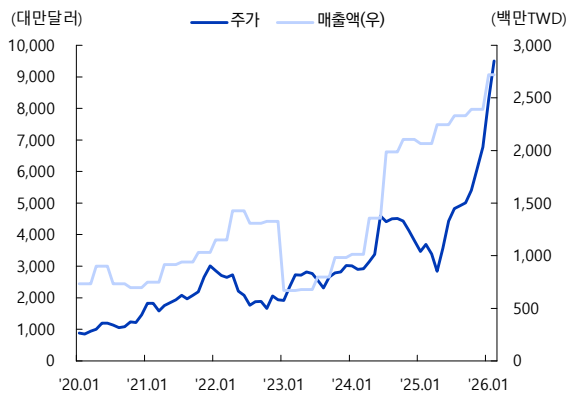
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 10] ASPEED FY26 영업이익 추정치 변화



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 11] ASPEED 분기별 매출액, 주가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 12] ASPEED 12개월 선행 P/E 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 2. 투자 포인트

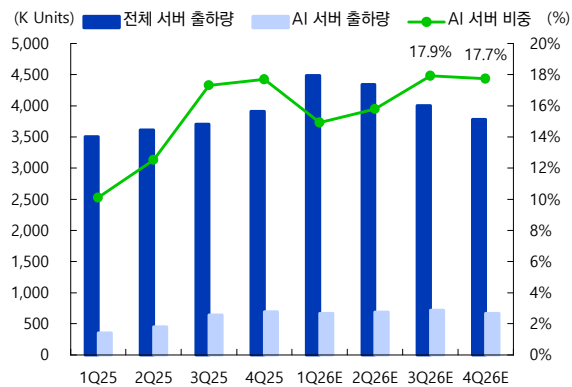
### 2-1. 서버 업사이클 장기화 가능성

AI 인프라 투자 확대와 범용 서버 교체 사이클이 동시에 진행되며 서버 생태계 동반 성장 국면에 진입하고 있다. 지난 2~3 년간 서버 CapEx 성장은 GPU 중심 AI 학습 서버가 주도했으나 2025 년 하반기부터 Scale-out 을 위한 데이터 전처리, 스토리지, 에이전트 등 AI 인프라 보완 목적의 범용 서버 수요가 동반 확대되는 구조가 확인되고 있다. 이에 따라 서버 시장은 AI 서버 단일 사이클을 넘어 전체 서버 업황의 가속 국면으로 판단한다.

1) CPU 플랫폼 전환은 통상 4~5 년 주기의 서버 교체 사이클을 동반하며 신규 플랫폼 도입 시 서버 메인보드 및 관리 반도체 수요가 동시에 증가하는 특징을 가진다. AI 인프라 확장 과정에 서버 밀도, 열/전력 관리 요구가 크게 증가하며 서버 관리 반도체 중요성이 높아지고 있다. 이러한 업황 변화는 서버 필수 반도체인 BMC 수요 확대로 연결된다. BMC 는 온도, 부팅, 전력 등을 담당하는 핵심 컨트롤러로 서버 1대당 최소 1개 이상 탑재되는 구조다. 수요 측면에서 BMC 출하량은 2026년 YoY +16% 성장이 예상된다. AI 서버 확대는 단기 변동보다 장기 CapEx 계획에 연동되는 특징을 가지며 소비자 제품 대비 실적 가시성이 높은 수요 구조다.

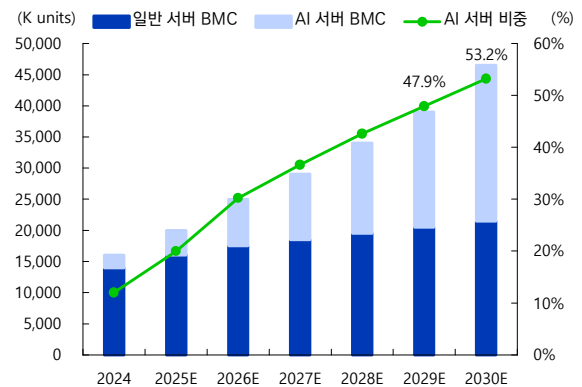
2) 동사 사업 구조는 고정비 비중이 높은 펌리스 모델로 ASP 상승 시 영업이익 증가 폭이 매출 증가를 상회하는 레버리지 구조를 가진다. 향후 GPM 은 70% 내외의 고마진 구조를 유지할 전망이며 수요 성장과 가격 인상이 동시에 적용하는 구간으로 판단한다.

[도표 13] AI 서버 출하량 전망



자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 글로벌 BMC TAM 전망



자료: ASPEED, 교보증권 리서치센터

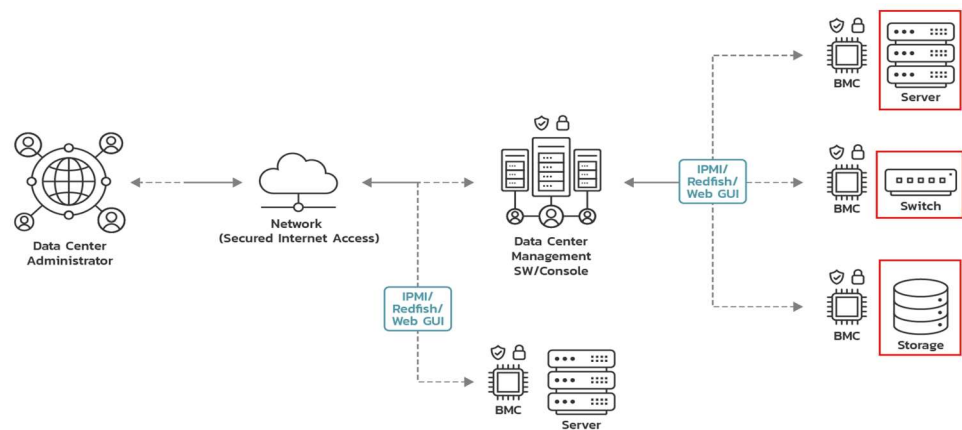
## 2-2. TAM 확대와 AST2700 신제품

BMC 는 과거 서버 중심으로 탑재되었으나 OpenBMC 확산과 AI 데이터센터 구조 변화에 따라 스토리지와 고성능 스위치까지 채택이 확대되며 데이터센터 인프라 전반의 필수 반도체로 포지셔닝하고 있다. LLM 학습 단계에서는 수천 개 GPU 간 All-reduce 연산이 반복되며 매 스텝마다 파라미터 교환을 위해 TB/s 수준의 집단 통신이 발생한다. 추론 단계에서도 KV 캐시가 세션별로 GPU 메모리에 상주하며 토큰 길이 증가에 따라 메모리 점유율이 기하급수적으로 확대된다. 또한 멀티노드 분산 추론 구조에서는 GPU 서버 간 동기화 및 파이프라인 병렬 처리를 위해 800G InfiniBand 또는 이더넷 스위치가 필수로 요구된다. 해당 구조 변화는 장비 레벨에서 독립적인 원격 관리 프로세서 수요를 확대하며 스위치 및 스토리지 장비까지 BMC 탑재를 표준화하는 흐름으로 이어지고 있다. 이는 데이터센터 전 계층에서 BMC 채택을 가속화하는 TAM 확대 요인으로 판단된다.

1) TAM 확대 국면에서 동사는 차세대 BMC 제품 AST2700/2750 을 중심으로 신제품 사이클에 진입하고 있다. 동사는 BMC 업그레이드 주기를 기존 3 년에서 1.5 년 수준으로 단축하며 기술 리더십을 강화하고 있으며 12nm 공정 기반 AST2700 은 2Q26 양산 예정이다. 특히 AST2700 은 보안 기능 강화, 고속 인터페이스 지원, 멀티노드 관리 기능이 추가되며 차세대 서버 플랫폼 요구사항을 반영한 제품으로 평가된다. AST2700 출하 믹스는 2026 년 00%, 2027 년 00%까지 상승할 전망이며 AST2750 은 기존 제품 대비 20% 높은 ASP 가 기대된다.

2) 또한 서버 rack 당 실리콘 콘텐츠 증가도 본격화되고 있다. 과거 단일 BMC 중심 구조였으나 최근 서버 복잡도 상승으로 I/O Expander, mini BMC 등 채택이 확대되고 있다(FY25 Mini BMC 매출 비중 00%). 이는 서버 출하량 증가 없이도 동사 반도체 콘텐츠가 확대되는 국면을 의미한다.

[도표 15] 서버, 스위치, 스토리지 내 BMC 탑재 확대



자료: ASPEED, 교보증권 리서치센터

### 3. 리스크

#### 1) 서버스트레이트 공급 의존도 및 원가 상승 가능성

동사 실적 가시성의 핵심 변수는 BT 서버스트레이트 공급 안정성이다. BMC 는 패키징 난이도 높은 서버용 반도체로 BT 기판 의존도가 높으며 최근 AI·HPC 반도체 수요 확대로 고급 패키징용 서버스트레이트 공급이 타이트한 상황이다. 동사는 주요 기판 업체와 장기 협력 관계를 유지하고 있으나 중장기적으로 공급 병목이 반복될 가능성을 배제하기 어렵다. 특히 BMC 는 서버 생산에 필수 부품인 게이팅 아이템 특성을 가지기 때문에 공급 차질 발생 시 고객사 서버 출하 일정 자체가 지연될 수 있다. 또한 서버스트레이트 가격 상승 시 동사는 원가 상승분을 ASP 에 전가할 수 있으나 가격 전가 시점과 폭에 따라 단기 마진 변동성이 확대될 수 있다.

#### 2) 하이퍼스케일러 고객 중심 점유율 하락 가능성

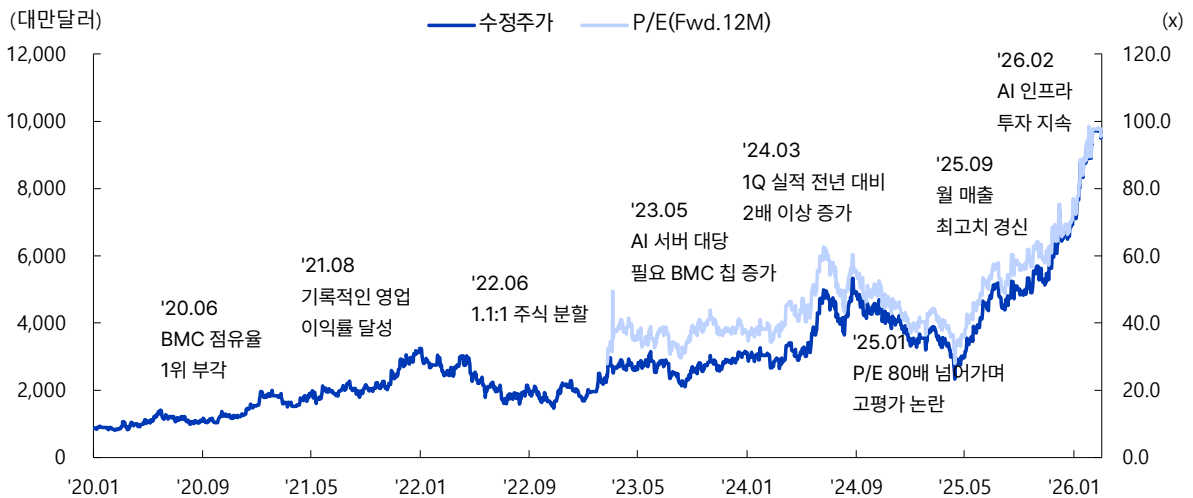
동사는 글로벌 서버 OEM·ODM 및 하이퍼스케일러를 주요 고객으로 확보하고 있으나 데이터센터 시장 특성상 소수 고객 매출 비중이 높은 구조다. AI 서버 시장은 소수 하이퍼스케일러와 CSP 가 CapEx 사이클을 주도하는 산업으로 특정 고객사의 투자 계획 변화가 동사 실적에 미치는 영향이 크게 나타날 수 있다. 또한 고객사는 공급망 다변화 전략을 지속적으로 추진하고 있다. 일부 고객은 자체 반도체 설계 역량을 강화하고 있으며 특정 부품의 멀티 벤더 전략을 선호하는 경향이 있다. BMC 는 높은 기술 진입장벽을 가진 시장이지만 경쟁사 제품 채택 확대 또는 고객사 자체 개발 시도는 점유율 변동 요인으로 작용할 수 있다. 또한 서버 아키텍처 변화 역시 중요한 변수다 차세대 플랫폼에서 관리 기능 일부가 통합되거나 새로운 관리 방식이 등장할 가능성도 존재한다. 플랫폼 변화 속도는 동사 제품 로드맵과 시장 점유율에 영향 미칠 수 있는 잠재적 리스크 요인으로 판단한다.

[도표 16] ASPEED Peer Table

구분		ASPEED	MediaTek	Lattice	RealTek	NovaTek
현재주가 (USD)		311.5	62.3	95.6	15.4	12.6
시가총액 (백만 USD)		11,503	96,747	13,777	7,676	7,399
매출액 (백만 USD)	2023A	100.4	13,906.9	737.2	3,053.8	3,543.0
	2024A	201.1	16,518.3	509.4	3,530.2	3,200.0
	2025E	288.8	20,382.1	696.6	4,210.0	3,166.3
	2026E	407.1	27,500.0	836.9	4,777.4	3,412.0
영업이익 (백만 USD)	2023A	34.6	2,303.6	212.3	213.5	855.4
	2024A	90.9	3,188.3	34.5	420.3	678.9
	2025E	149.5	3,311.5	229.5	499.3	565.3
	2026E	219.0	5,126.0	303.7	625.8	633.6
P/E (X)	2023A	117.0	20.9	45.9	26.4	13.5
	2024A	48.9	21.1	108.5	19.0	15.0
	2025E	96.3	29.1	64.4	15.0	14.5
	2026E	64.5	19.7	48.5	12.4	13.2
P/B (X)	2023A	30.8	4.4	13.7	5.7	4.7
	2024A	22.3	5.7	11.4	5.5	4.5
	2025E	49.3	6.8	18.0	4.3	3.3
	2026E	35.7	5.9	16.8	4.0	3.2

자료: 교보증권 리서치센터 / 주: 2/28 기준

[도표 17] ASPEED 주가 이벤트 및 12MF P/E



자료: 교보증권 리서치센터

# Gigabyte Technology 2376.TT



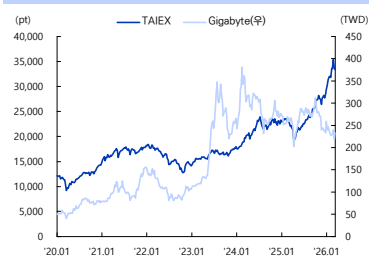
## PC 회사에서 "AI 서버 플랫폼 회사"로

Mar 17, 2026

### Company Data

현재가(03/13)	233 TWD
52 주 최고가(보통주)	317 TWD
52 주 최저가(보통주)	180 TWD
TAIEX (03/13)	33,400.3p
TWSE 가중	0.1%
베타	1.06
시가총액	1,584억 TWD
발행주식수	6.7억주
대주잔고	12.3%
외국인지분	13.6%
주요주주	
MING WEI Inter	6.4%
Yuanta Financial	4.9%
Fubon Financial	4.9%

### Price & Relative Performance



### PC 하드웨어에서 AI 데이터센터 기업으로 전환

Gigabyte는 메인보드와 그래픽카드 기반으로 성장한 글로벌 PC 하드웨어 업체. 최근 서버 법인을(Giga Computing) 분리하며 AI 서버와 데이터센터 인프라를 핵심 성장 축으로 설정. 동사는 HGX 기반 GPU 서버에서 GB 시리즈 rack 솔루션까지 제품군을 확장하며 rack 단위 공급 역량 강화. PCB, 냉각 모듈 등 일부 핵심 부품 내재화를 통해 서버 출하 증가 시 부품 매출 동시에 확대되는 구조. 대만 R&D, 엔지니어링 생산을 중심으로 말레이시아, 미국 서버 생산라인 가동하며 China+1 공급망 재편 진행 중. FY26 매출액은 3,937억 TWD(YoY +18%), 영업이익은 196억 TWD(YoY +14%, OPM 5.0%) 전망함.

### Rack 단위 ASP 상승 수혜

AI 서버 투자 주체가 하이퍼스케일러 중심에서 네오클라우드, 소버린 AI 등으로 확대되며 서버 공급업체 의존도 높아지는 중. 동사는 Tier-2 CSP와 엔터프라이즈 고객 중심 포트폴리오를 보유해 해당 수요 확대의 직접적 수혜 가능. HGX, GB 플랫폼, 액체냉각, rack 통합 등 다양한 서버 구성을 대응할 수 있는 플랫폼 유연성이 고객군 확대를 가능하게 하는 핵심 경쟁력. GPU, HBM 외에도 전력, 냉각 인프라가 동시에 증가하며 rack 단위 BOM이 확대. 동사는 rack 내부 핵심 부품의 일부를 자체 공급하고 있어 서버 출하 증가와 동시에 부품 매출이 확대 가능. 특히 GIGAPOD는 다수 rack을 네트워크 인프라와 통합한 AI 클러스터 솔루션으로 데이터센터 블록 단위로 수주 가능. 동사는 AI 서버 출하 확대와 rack 단위 ASP 상승을 동시에 수혜 받을 수 있는 구조임.



[IT] 최보영 연구위원

3771-9724

20190031@iprovest.com

### Forecast earnings & Valuation

(십억 TWD)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	107	137	265	334	394
YoY(%)	-12.0%	27.5%	93.9%	26.1%	17.8%
매출총이익	17	17	28	35	39
GPM(%)	-43.8%	-0.2%	69.5%	23.7%	12.2%
영업이익	6	5	13	17	20
OPM(%)	-59.7%	-16.3%	161.0%	34.2%	14.3%
순이익	7	5	10	13	15
EPS(TWD)	10.29	7.46	15.03	18.6	22.1
YoY(%)	-51.0%	-27.5%	101.5%	23.8%	18.8%
PER(배)	10.4	35.7	18.1	11.8	10.0
PBR(배)	1.9	4.5	3.4	2.5	2.3

## 1. 기업개요

Gigabyte 는 1986 년 설립된 글로벌 PC 부품 및 서버 시스템 제조 업체다. 메인보드와 그래픽카드를 기반으로 성장한 이후 최근 AI 서버 및 데이터센터 인프라 기업으로 사업 구조 전환을 진행 중이다. 동사는 Gigabyte 브랜드 중심으로 메인보드, 그래픽카드, 노트북, 서버 등 폭 넓은 제품 포트폴리오를 보유하고 있으며 글로벌 메인보드 시장 점유율 상위권을 장기간 유지해왔다(ASUS, Gigabyte, MSI 가 전체 시장 60% 이상 점유). 최근 서버 법인을 Giga Computing 별도 법인으로 분리해 데이터센터 사업을 핵심 성장 축으로 설정했다. FY3Q25 매출액은 796 억 대만달러(YoY +13%), 영업이익은 34 억 대만달러(YoY +2%, OPM 4.3%)를 기록했다.

사업 구조는 크게 커뮤니케이션(서버-네트워크), MB(PC 메인보드), VGA 로 구분된다. 실적 성장의 핵심은 서버 사업으로 전체 매출 내 서버 비중은 FY22 25%에서 FY25 60%로 확대되었다. 특히 서버 매출 중 AI 서버 비중이 80% 이상을 차지하며 회사 사업 포트폴리오는 전통적인 PC 부품 중심에서 AI 데이터센터 인프라 중심으로 빠르게 이동하고 있다. 주요 고객은 Tier-2 CSP, 네오클라우드 사업자, 엔터프라이즈 고객 등으로 구성되어 있으며 지역별로 북미, 유럽, 아시아 고객 비중이 고르게 분포된 것이 특징이다. FY3Q25 사업 부문별 매출 비중은 커뮤니케이션 60%, VGA 25%, MB 10%다.

AI 서버 시장은 대규모 GPU 클러스터 확산과 함께 성장 중이다. 최근 B300 및 GB300 NVL72 기반 AI 서버 출하가 본격화되며 실적 성장의 핵심 동력으로 자리잡았다. 동사는 HGX 플랫폼 기반 서버를 중심으로 GB 시리즈 rack 솔루션까지 제품군으로 확대하고 있으며 GIGAPOD AI Cluster 와 같은 rack 단위 솔루션을 제공해 시스템 레벨 공급 역량을 강화하고 있다.

AI 서버는 기존 범용 서버 대비 높은 ASP 와 부품 탑재량을 특징으로 한다. 고속 인터커넥트, 액체 냉각, 전력 모듈 등 고부가 제품 채택이 증가하며 rack 단위 시스템 가치가 크게 상승하고 있다. 동사는 PCB, 냉각 모듈 등 핵심 부품 일부를 내재화하고 있어 서버 출하 증가 시 부품 매출도 동시에 확대되는 구조를 가진다.

최근 주가는 AI 서버 시장 성장 기대감과 서버 사업 비중 확대 기대가 선반영되며 단기 상승 이후 조정 국면을 보이고 있다. 과거 PC 사이클 민감 기업으로 인식되던 밸류에이션 구조에서 벗어나 AI 인프라 기업으로의 리레이팅 기대가 형성되었으나, 단기적으로 글로벌 IT 하드웨어 업종 전반의 변동성과 차익 실현 매물이 반영되며 주가 변동성이 확대된 것으로 판단된다. 다만 AI 서버 출하 증가와 서버 매출 비중 확대가 실적 추정치 상향으로 이어질 경우 중장기적으로 밸류에이션 재평가 가능성은 여전히 유효하다.

## 주요 생산 기지

Gigabyte 는 AI 서버 수요 급증과 지정학 리스크에 대응해 생산 거점을 다변화하는 중이다. 과거 중국 중심이던 제조 구조는 동남아, 미국 등으로 확장되었으며 이는 하이퍼스케일러 고객의 공급망 요구에 대응하기 위한 전략으로 판단된다. 핵심 기술 및 고부가 생산 거점은 대만 타오위안 난핑 공장이다. 해당 지역은 서버 메인보드, GPU 보드 등 고성능 제품 생산과 연구개발이 동시에 수행되는 허브로 신제품 초기 양산과 엔지니어링 생산을 담당한다.

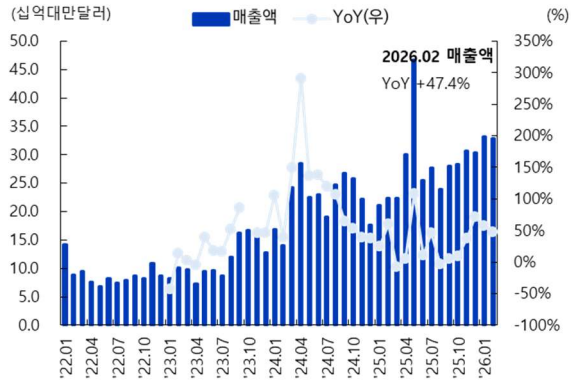
중국 동관과 닝보 공장은 전통적인 대량 생산 기지로 메인보드, 그래픽카드, PC 제품 중심 제조를 담당한다. AI 서버 사이클 본격화와 함께 가장 중요한 변화는 말레이시아와 미국 생산 거점의 가동이다. 말레이시아 페낭 서버 생산라인은 2025 년부터 본격 양산을 시작한 것으로 파악된다. 해당 거점은 서버 최종 조립, 고객 맞춤 구성(CTO Build)를 수행하며 China+1 전략의 핵심 라인이다. 미국 서버 조립 라인 역시 2025 년부터 출하를 개시한 것으로 파악된다. 북미 하이퍼스케일러 및 네오 클라우드 고객은 관세, 수출 규제, 공급 안정성 측면에서 미국 내 최종 조립을 선호하며 미국 거점은 L10/L11 공정 중심의 서버 및 rack 단위 통합 생산을 담당한다.

[도표 1] Gigabyte 주요 생산기지

국가	위치	주요 생산품목
대만	남핑	서버, 메인보드, GPU 보드 핵심 생산, 고부가 제품 초기 양산
중국	동관	메인보드, 그래픽카드, PC 제품 대량 생산, 전통 IT 하드웨어 제조 중심
중국	닝보	소비자 제품 및 IT 하드웨어 대량 생산, 글로벌 공급 물량 대응
말레이시아	페낭	AI 서버 생산 신규 거점, 서버 최종 조립(L10/L11)
미국	캘리포니아	서버 최종 조립(L10/L11), Rack/Cluster 통합
브라질	상파울루	남미 시장 현지 조립, 공급

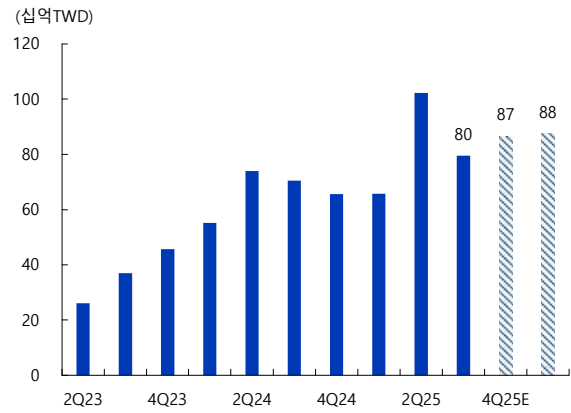
자료: Gigabyte, 언론종합, 교보증권 리서치센터

[도표 2] Gigabyte 월별 매출액 추이



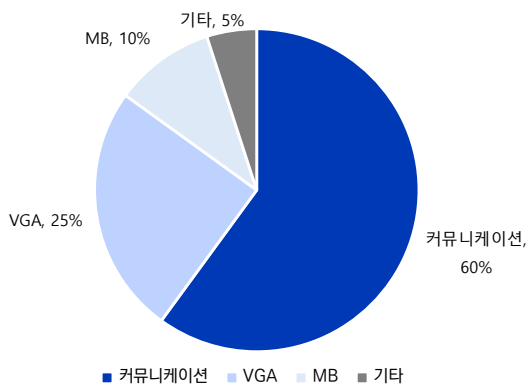
자료: ASE, 교보증권 리서치센터

[도표 3] Gigabyte 분기별 매출액 추이



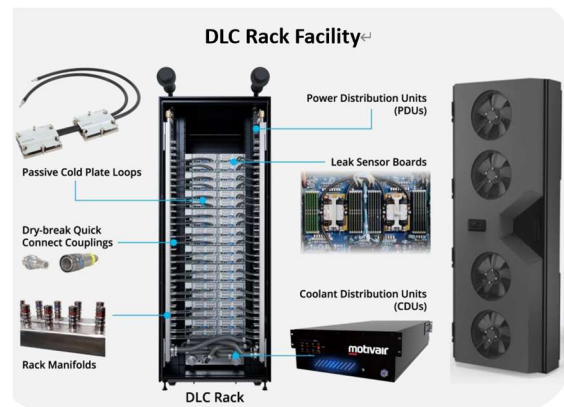
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 41] 3Q25 Gigabyte 사업부문별 매출 비중 추이



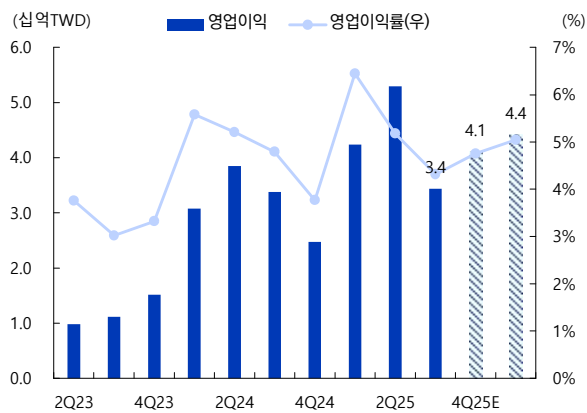
자료: Gigabyte, 교보증권 리서치센터

[도표 5] Gigabyte DLC rack 구성



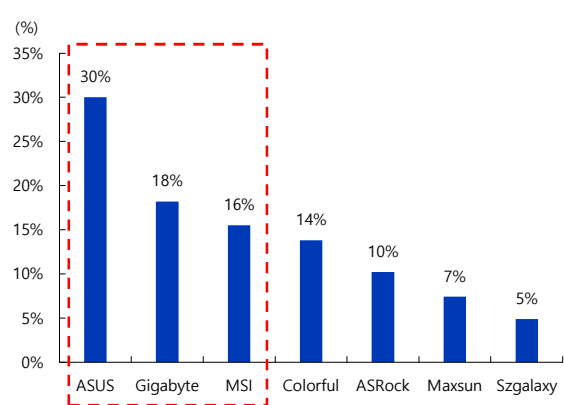
자료: Gigabyte, 교보증권 리서치센터

[도표 6] Gigabyte 분기별 영업이익 및 영업이익률 추이



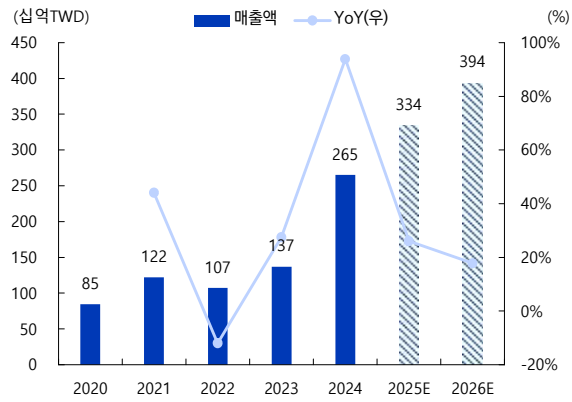
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 7] PC 마더보드 시장 점유율



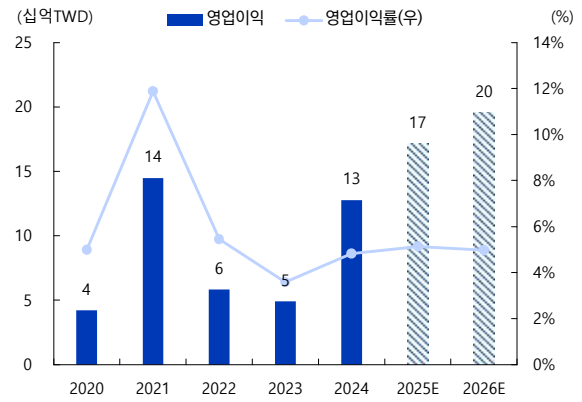
자료: MRA, 교보증권 리서치센터

[도표 8] Gigabyte 연간 매출액 전망



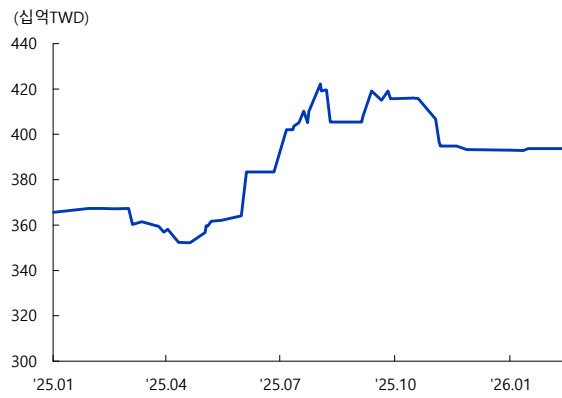
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 9] Gigabyte 연간 영업이익 및 영업이익률 전망



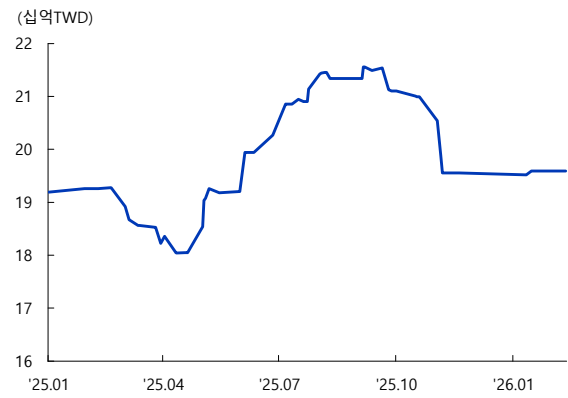
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 10] Gigabyte FY26 매출액 추정치 변화



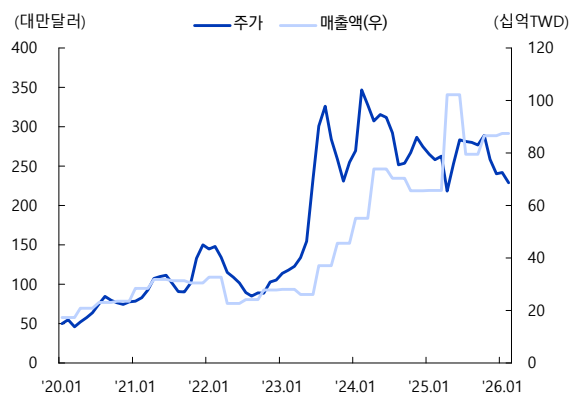
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 11] Gigabyte FY26 영업이익 추정치 변화



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 12] Gigabyte 분기별 매출액, 주가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 13] Gigabyte 12개월 선행 P/E 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 2. 투자 포인트

### 2-1. AI 서버 중심 사업 구조 재편

Gigabyte 는 전통적 PC 하드웨어 기업에서 AI 인프라 공급업체로 사업 구조 전환이 빠르게 진행되고 있다. 과거 동사 핵심 매출원은 메인보드와 그래픽카드 중심의 소비자용 PC 하드웨어였다. 그러나 최근 2~3 년간 서버 사업 비중이 상승하며 데이터센터 인프라 기업으로 재평가 가능한 구조가 형성되고 있다. 현재 서버 제품은 동사 전체 매출의 60% 수준을 차지하고 있으며 AI 서버 비중은 80~90% 수준으로 추정된다. 이는 동종 하드웨어 업체 대비 가장 높은 노출도다.

1) AI 서버 수요 확대의 핵심 변화는 수요 주체의 다변화다. 과거 데이터센터 투자는 하이퍼스케일리 중심이었다. 그러나 최근 AI 인프라 시장에서는 네오클라우드, 소버린 AI, 텔레콤 업체들이 신규 수요층으로 부상하고 있다. 실제 CoreWeave 는 OpenAI 와 224 억 달러, Meta 와 142 억 달러 등의 GPU 인프라 계약을 체결했다. 엔비디아 GPU 배분 구조 내에서도 코어위브는 단일 기업으로 10% 수준의 GPU 물량을 확보한 것으로 추정한다.

2) 동사는 이러한 네오클라우드 공급망에서 핵심 하드웨어 업체로 포지셔닝되어 있다. 주요 서버 고객은 북미 Tier-1 CSP 가 아닌 Tier-2 CSP 및 엔터프라이즈 고객 중심으로 구성되어 있다. 표면적으로 고객 규모 측면에서 불리해 보일 수 있으나 AI 서버 시장 구조 변화 국면에서 전략적 장점으로 작용한다. 대형 CSP 는 자체 서버 설계 역량이 높고 ODM 의존도가 낮은 반면 네오클라우드는 서버 설계, 생산 역량이 제한적이기 때문에 외부 서버 공급업체 의존도가 높다. 동사는 HGX, GB, rack, 액체냉각 등 다양한 서버 구성을 대응할 수 있는 플랫폼 유연성을 보유하고 있어 고객군 확대의 직접적인 수혜가 가능하다.

[도표 14] Gigabyte 액체냉각 AI rack 레퍼런스 스펙

GPU	Server	Power Consumption	No. of Racks	PDU
	Height	Per rack	per SU	per Rack
NVIDIA GB300	10U	140kW	16+8	6 x 63A
NVIDIA GB200	10U	130kW	16+10	6 x 63A
NVIDIA HGX B300	4U / 40U	90kW / 109kW	9+3 / 9+4	6 x 63A
NVIDIA HGX B200	4U	103kW	4+1	4 x 100A
NVIDIA HGX H200	4U	80kW	4+1	4 x 36A
AMD MI350 Series	4U	120kW	4+1	4 x 100A
AMD MI300 Series	4U	90kW / 110kW	4+1	4 x 100A

자료: Gigabyte, 교보증권 리서치센터

## 2-2. Rack 단위 ASP 상승 수혜

AI 서버 시장의 핵심 변화는 서버 출하량 증가보다 rack 단위 가치 상승이다. GPU 단가 상승뿐 아니라 고속 인터커넥트, 전력·냉각 인프라가 동시에 추가되면서 rack 단위 BOM 이 확대되고 있다. 1) 동사는 단순 ODM 조립업체가 아닌 rack 내부 핵심 부품의 40%를 자체 공급할 수 있는 구조를 가지고 있다. PCB, 커넥터, 전력 모듈, 일부 냉각 모듈을 직접 생산하며 턴키 공급이 가능하다. AI rack 1대 가격을 250~300만 달러로 가정할 경우 GPU, HBM을 제외한 영역이 차지하는 비중은 15~20% 수준이다. 이 중 30~40%를 내재화 가정하면 rack 당 12~24만 달러 수준의 매출이 발생한다.

2) 이와 더불어 동사 전략 제품인 GIGAPOD 는 rack 단위 매출을 넘어 데이터센터 모듈 단위 수주 확대로 연결되는 핵심 플랫폼이다. GIGAPOD 는 5~9 개 rack 을 네트워크 인프라 등과 통합한 AI 클러스터 패키지 솔루션으로 데이터센터 블록 단위 공급 모델에 해당한다. 이는 고객 입장에서 구축 기간 단축과 운영 안정성 확보 측면에서 유리하며 동사 입장에서는 rack 단가 상승을 넘어 시스템 통합 마진을 추가 확보할 수 있는 전략 제품으로 판단된다.

3) 핵심은 액체 냉각 침투율 상승이다. 2025 년 18% 수준이던 액체 냉각 비중은 2026 년 50% 이상 확대될 것으로 전망된다. AI GPU 서버는 전력 밀도가 120~140kW 수준까지 상승하며 기존 공랭 인프라로는 안정적 열 관리가 사실상 어려운 단계에 진입했다. 이에 따라 Direct Liquid Cooling(DLC) 기반 데이터센터 구축이 표준으로 자리잡고 있다. 데이터센터 전력 비용 중 냉각이 차지하는 비중이 약 30% 내외에 달하는 점을 고려할 때, 고객 입장에서도 액체 냉각 도입은 비용 절감과 운영 안정성 확보 측면에서 필수적인 선택이 되고 있다. 액체 냉각 Rack 은 공랭 대비 시스템 가격이 10~20% 추가 상승하는 것으로 알려져 있다. 동사는 액체 냉각 솔루션을 포함한 통합 공급이 가능해 서버 출하 증가와 동시에 ASP 상승의 직접적 수혜가 가능한 구조다.

[도표 15] Gigabyte GIGAPOD



자료: Gigabyte, 교보증권 리서치센터

[도표 16] Gigabyte 액체 냉각 rack 구성



자료: Gigabyte, 교보증권 리서치센터

### 3. 리스크

#### 1) AI 서버 경쟁 심화 및 수익성 희석 가능성

AI 서버 시장은 높은 성장성을 바탕으로 글로벌 ODM, EMS 업체들의 진입이 빠르게 확대되고 있다. 기존 범용 서버 시장과 달리 GPU, 네트워크, 냉각 등 다양한 기술 요소가 결합된 고난도 제품이지만 경쟁 환경이 빠르게 변화하고 있다. 현재 AI 서버 ODM 시장은 Quanta, Foxconn, Wistron, Inventec 등 대형 ODM 업체들이 동시에 집중 투자하는 영역이다. 특히 주요 경쟁사들도 북미·멕시코·동남아 생산거점 확대와 rack 단위 턴키 공급 역량 확보에 공격적으로 투자하고 있다. 또한 기술 난이도가 높은 만큼 생산 라인과 설비 역량에 대한 선제적 투자가 필요하다. 투자 확대는 단기적으로 비용 증가 요인으로 작용할 수 있다.

#### 2) 빠른 플랫폼 전환 속도

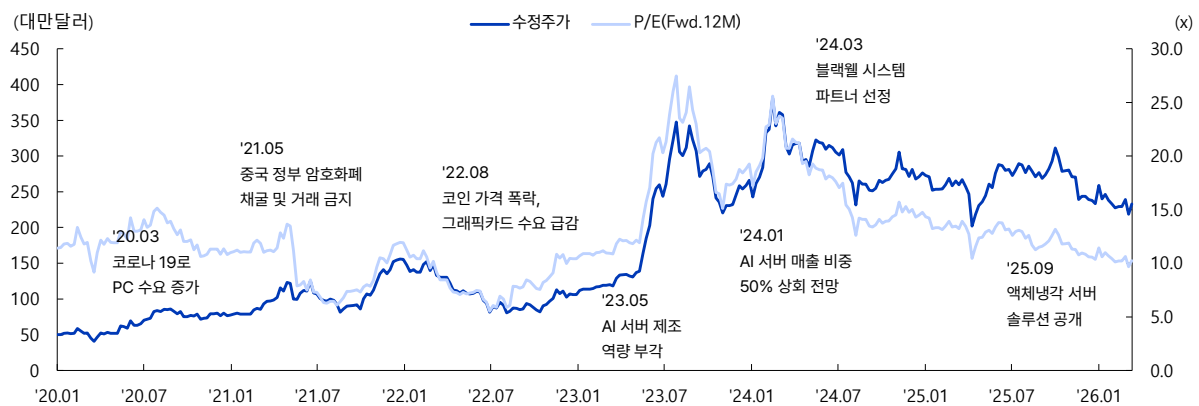
AI 데이터센터 투자는 프로젝트 단위로 집행되며 단일 프로젝트 규모가 수십억 달러 수준이다. 최근 OpenAI 노이즈 같이 특정 고객 프로젝트 지연 혹은 CapEx 조정 시 단기 실적 변동 폭이 크게 확대될 가능성이 존재한다. 특히 GPU 공급 상황, 전력 인프라 구축 지연 등 비 IT 변수가 프로젝트 일정에 영향을 줄 수 있다는 점도 리스크 요인이다. AI 서버는 제품 수명주기가 짧고 플랫폼 전환 속도가 빠르다. 엔비디아 GPUJ 세대 전환 주기가 1~1.5 년으로 단축되며 서버 ODM 의 제품 개발, 양산 대응 속도 중요성이 크게 증가했다. 플랫폼 전환 대응이 지연될 경우 단기 수주 공백이 발생할 수 있다. 특히 Rubin 이후 차세대 GPU 아키텍처 전환 과정에서 ODM 간 경쟁 강도가 상승할 가능성이 높다.

[도표 17] Gigabyte Peer Table

구분		Gigabyte	HPE	Supermicro	Lenovo	ASUSTek
현재주가 (USD)		7.7	21.5	32.4	1.2	17.0
시가총액 (백만 USD)		5,038	29,407	19,066	15,019	12,489
매출액 (백만 USD)	2023A	4,388.3	29,135.0	7,123.5	61,946.9	15,474.8
	2024A	8,254.7	30,127.0	14,989.3	56,863.8	18,277.3
	2025E	10,570.2	40,808.0	40,393.7	79,803.3	22,480.8
	2026E	12,447.5	42,932.4	48,855.2	86,429.2	24,831.2
영업이익 (백만 USD)	2023A	157.1	2,089.0	761.1	2,786.8	358.2
	2024A	397.8	2,190.0	1,210.8	2,079.7	921.4
	2025E	542.2	4,544.8	1,872.1	2,910.2	1,125.4
	2026E	619.5	5,158.9	2,581.1	3,018.1	1,174.5
P/E (X)	2023A	35.7	8.8	21.7	8.0	22.8
	2024A	18.1	9.2	39.5	13.8	14.6
	2025E	12.6	9.4	14.4	9.2	9.9
	2026E	10.7	8.1	10.6	8.8	10.5
P/B (X)	2023A	4.5	0.9	6.7	2.4	1.5
	2024A	3.4	1.0	8.9	2.6	1.7
	2025E	2.7	1.2	2.8	2.3	1.4
	2026E	2.4	1.1	2.1	2.0	1.4

자료: 교보증권 리서치센터 / 주: 2/28 기준

[도표 18] Gigabyte 주가 이벤트 및 12MF P/E



자료: 교보증권 리서치센터

## ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2025.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.4	2.9	0.7	0.0

### [ 업종 투자의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

**Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

### [ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하