

반도체

반도체 손인준
6154 / sij@eugenefn.com

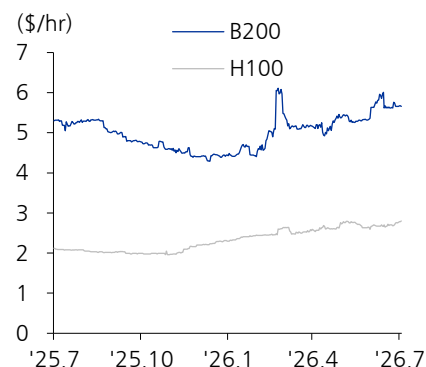
무엇이 중요한가?

- “ 최근 메모리 업종의 조정은 공급업체의 실적보다 AI CapEx의 Financing 부담, 국채금리 상승 및 CXMT 상장에 따른 수급 변화에서 비롯됐다고 판단한다. 빅테크 CDS 프리미엄 상승과 FCF 감소 등이 장기 AI CapEx 지속 가능성에 대한 경고 신호가 되었다.
- “ 결국 빅테크의 지속적인 인프라 투자를 위해선 1) 국채 금리 안정화, 2) CapEx를 뛰어 넘는 OCF의 성장, 3) 하드웨어 가격 하락 등이 필요한 상황이다. 시장은 메모리 가격 하락을 통해 AI 인프라 투자 부담이 완화되는 시나리오에 베팅하고 있다. 그러나 Azure·Google Cloud·AWS의 성장률은 모두 가속하고 있으며, 클라우드 실적의 근간을 이루는 GPU 임대료와 OpenAI·Anthropic의 ARR도 상승세를 이어가고 있다.
- “ CXMT의 상장 또한 단기적인 주식 수급 부담을 키우며 주가 하락의 원인이 되었다고 판단한다. CXMT는 중국의 메모리 자립을 대표하는 전략적 자산으로써 이에 따른 희소성과 주가 프리미엄은 정당하다. 다만 반복적으로 전망했듯 CXMT의 IPO 및 증설이 향후 1~2년 내 DRAM 시장의 경쟁 구도를 바꿀 가능성은 제한적이다. 오히려 단기 자금 쏠림으로 형성된 CXMT의 밸류에이션 프리미엄(12MF PER 22X)은, 시간이 갈수록 12M PER 3~4배 수준에 머물고 있는 삼성전자, SK하이닉스의 밸류에이션 매력도를 키울 것으로 판단한다.
- “ NVIDIA는 Rubin Ultra의 메인 버전을 2-Die 구조·HBM4 8Hi·8 Stack으로 구성한 뒤, 추후 HBM4E 8Hi 버전을 추가하는 방안을 논의 중인 것으로 보인다. NVIDIA의 2027년 CoWoS Capa 할당량이 1,200k로 가정할 경우, NVIDIA의 가속기 생산량은 9.9M대, Rubin Ultra 생산량은 1.6M대로 추정된다. Rubin Ultra가 HBM4E 12Hi 384GB에서 HBM4 8Hi 192GB로 전환되면, NVIDIA의 2027년 HBM 수요는 241억Gb에서 216억Gb로 약 10% 하향되고, 전체 HBM 수요는 약 4% 감소할 수 있다. 물론 가속기 생산량 추가 확대 가능성은 미반영된 가정이다.
- “ 다만 이번 despec은 TSMC의 전후공정 capa 확대 속도를 DRAM 업체들의 HBM 공급 증가가 따라가지 못하면서, 한정된 HBM bit으로 더 많은 가속기를 생산하기 위한 전략으로 판단된다. DRAM 업체들은 극심한 범용 DRAM 소티지로 인해 HBM Capa를 탄력적으로 확대하기 어렵다. 스마트폰·PC 등 컨슈머 세트업체가 메모리 부족으로 생산에 차질을 겪고 있어, 메모리 업체가 이들 고객의 물량을 추가로 축소하기도 쉽지 않은 상황이다.
- “ 결국 최근 반복적으로 확인되는 실제 업황은 하이퍼스케일러의 지속적인 투자 의지와 이를 뒷받침할 만한 AI 시장 성장, 그리고 그 과정에서 가장 핵심적인 병목이 여전히 DRAM이라는 점이다. 악화된 투자 심리는 조기 주주환원을 계기로 반전될 가능성이 높으며, 이를 바탕으로 메모리 업종의 주가 회복세가 본격화될 것으로 전망한다.

업종투자 의견

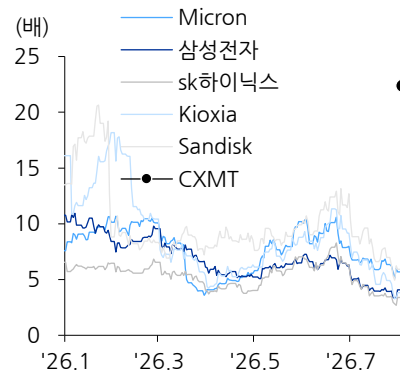
OVERWEIGHT

GPU 렌탈 가격 추이



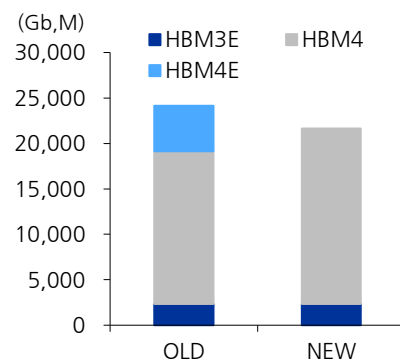
자료: Bloomberg, 유진투자증권

12MF PER: CXMT의 밸류에이션 프리미엄



자료: Bloomberg, 유진투자증권

NVIDIA 2027 HBM 수요: 스펙 변경 영향 추정



자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.06.30 기준)