글로벌 AI 서버 제조, 아직 정상 영업합니다

2026.11. 16. | 키움증권 리서치센터 | 글로벌리서치팀 | US Equity Analyst 박기현 | China Strategy Analyst 박주영



키움증권

Contents

Summary P.03

Ⅰ. 미국 주식 : AI 서버 제조사 옥석 가리기 P.04

Part 1. 패러다임 전환과 제조 생태계 재편 P.05

Part 2. AI 서버 제조 밸류체인의 기술적 해자 P.13

Part 3. 진영별 비즈니스 모델 심층 P.19

Part 4. 재무 및 비즈니스 역학 P.29

Part 5. 3대 메가트렌드와 지정학 P.36

Part 6. 투자 결론 및 개별 종목 5선 P.45

부록 P.65

Ⅱ. 중국 주식 : 중국 AI 서버, 성장의 두 축 P.68

글로벌 AI 서버 공급망 P.71

중국 AI 서버 공급망 P.83

투자 전략 P.94

Compliance Notice

- "델 테크놀로지스" 종목은 10월 19일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- 당사는 11월 16일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책 임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하 는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

Contents & Summary

美: AI 서버 제조사 옥석 가리기: 단순 조립을 넘어 '고마진'을 챙기는 기업은?

- AI 데이터센터의 병목이 반도체에서 전력·발열·통신이라는 물리적 한계로 이동하면서, 서버 제조사는 단순 하청에서 클러스터 구축 속도를 결정짓는 엔지니어링 파트너로 재평가 받는 중
- 엔비디아의 규격 표준화로 단순 조립의 차별화 여지는 사라졌고, 이제 제조사의 실적과 주가는 ① 초고전력 수랭 랙 양산 및 네트워킹 통합 역량, ② 고객 믹스·번들·설계에 기반한 마진 방어력, ③ 빅테크 자체 칩(ASIC) 직거래 여부가 결정
- 이 세 가지 조건을 유일하게 모두 충족하며 빅테크 ASIC·네트워크 시장을 선점한 셀레스티카(CLS)를 최선호주로, 하이퍼스케일러 밖으로 확산되는 GPU 수요를 스토리지·서비스 번들로 흡수하는 델 테크놀로지스(DELL)를 차선호주로 제시(HPE·JBL 중립, SMCI 관망)
- 최근 3개월간 두 기업의 12M Fwd EPS는 26%·41% 상향됐지만, AI 투자 둔화 우려로 주가가 30%가량 하락해 밸류에이션(12M Fwd P/E)이 11배대로 하락함
- 전방 수요는 여전히 견조하고 걸림돌은 전력 공급 문제에 국한되어 있어, 실적 상향이 주가에 반영되지 않은 저평가 구간이라 판단됨. 핵심 리스크는 데이터센터 통전 지연의 장기화와 네오클라우드의 자금 조달 여건

中: 중국 AI 서버, 성장의 두 축

- 중국 서버 기업은 글로벌 AI 투자 수혜 기업과 중국 내 AI 인프라 구축 수혜 기업으로 구분해 접근할 필요
- 폭스콘산업인터넷과 레노버 등은 미국 CSP의 AI 투자 확대 수혜 기대. 특히 서버·랙 통합 공급과 구축·운영 서비스의 중요성이 높아지면서 부가가치 확대 예상. 다만 최근 데이터센터 규제 강화 및 엔비디아 관련 불확실성으로 글로벌 AI 서버 공급망의 중장기 성장 가시성 일부 약화
- Inspur, 화친테크 등은 알리바바·바이트댄스 등 중국 CSP의 AI 투자 확대 수혜. 그동안 첨단 가속기 접근 제약과 국산칩 한계로 서버 공급 확대 제한됐으나, SuperPOD 설계와 시스템 최적화, 고객 검증·양산이 진전되며 일부 업체에서 실제 납품 확대가 확인되기 시작
- 투자관점에서 단기적으로 신규 제품 양산과 실적 개선이 확인되는 중국 밸류체인 기업의 주가 모멘텀 기대. 3분기 데이터센터 사업의 고성장과 SuperPOD 매출 발생을 통해 수혜를 입증한 화친테크 주목. 레노버와 폭스콘산업인터넷은 미국의 AI 경쟁력 확보를 위한 투자는 지속될 것으로 판단해 중장기 성장성 유효. 최근 주가 조정으로 밸류에이션 부담이 완화된 만큼 미국 데이터센터 규제와 엔비디아 관련 불확실성의 완화 여부를 확인하면서 관심을 높이는 전략이 적절하다는 판단

◆ AI 서버 제조사의 3대 차별화 요인과 종목 선별: 최선호 CLS, 차선호 DELL

- AI 서버 제조 생태계 내 주가와 실적을 가르는 핵심 변수는 연산 칩 스펙 자체가 아닌 두 가지 요인. 100kW가 넘는 초고전력 수랭 랙을 무결점으로 대량 양산하는 공정 역량, 그리고 완성된 랙을 '누구에게 파느냐'는 고객 포트폴리오
- 여기에 빅테크 자체 칩(ASIC) 직거래 물량 수주 여부를 더한 3대 평가 기준**(① 랙·네트워킹 통합력, ② 고객 믹스 기반 마진 방어력, ③ ASIC 직거래 노출도)** 적용 결과, 하이퍼스케일러 직거래(ASIC·네트워킹)의 최선 **셀레스티카(CLS)를 최선호주**, 하이퍼스케일러 밖 GPU 수요의 최선 **델 테크놀로지스(DELL)를 차선호주로** 제시
- 주가: 최근 3개월 12M Fwd P/E는 CLS 20.6배 → 11.3배, DELL 23.6배 → 11.7배로 하락한 반면 12M Fwd EPS는 26%·41% 증가 — 수요는 견조하고 병목은 전력이어서 이익 상향이 주가에 반영되지 않은 구간으로 판단. P/E가 같은 11배대라면 ASIC 축까지 갖춘 CLS가 우선

AIDC 서버 제조 기업 3축 채점표 — ① 랙·네트워킹 통합 ② 마진 방어 ③ ASIC 직거래

종목 (티커)	①	②	③	판단
Celestica (CLS)	○	○	○	최선호 — 3대 조건 전 부문 충족 유일 종목
Dell Technologies (DELL)	○	○	×	차선호 — 엔터프라이즈 믹스 기반 마진 방어력 입증
Foxconn (2317.TW)	○	×	○	양산 Capa 압도적이나 가격 결정력 및 마진 부재
Wiwynn (6669.TW)	△	△	○	사급 전환 효과는 GPM이 아닌 이익 달러·랙 출하로 4Q26 실적에서 확인 후 접근
Quanta (2382.TW)	△	×	○	사급 전환 효과는 GPM이 아닌 이익 달러·랙 출하로 4Q26 실적에서 확인 후 접근
HPE (HPE)	△	○	×	중립 — AI 순수 노출도 미미
Jabil (JBL)	△	△	△	중립 — 사업 포트폴리오 분산
Supermicro (SMCI)	△	△	×	관망 — 하이브리드 모델 한계 및 거버넌스 오버행 지속

자료: LSEG(2026.11.13), 키움증권 리서치
주: 채점 기준 ① ○ AI 랙(L11/L12) 대량 양산과 네트워킹·인접 공정 턴키 겸비, △ 둘 중 하나
② ○ 고객 믹스·번들·설계로 마진 유지·상승, △ 수준·지속성 단서, × 번들·설계 없이 조립 수수료 의존
③ ○ 하이퍼스케일러·빅테크 ASIC 서버·랙 직접 조립, △ 일부·비공개, × 없음 · 동점 시 ② 충족 우선

PART 1

패러다임 전환과 제조 생태계 재편

왜 지금 서버 '제조사'에 주목해야 하는가

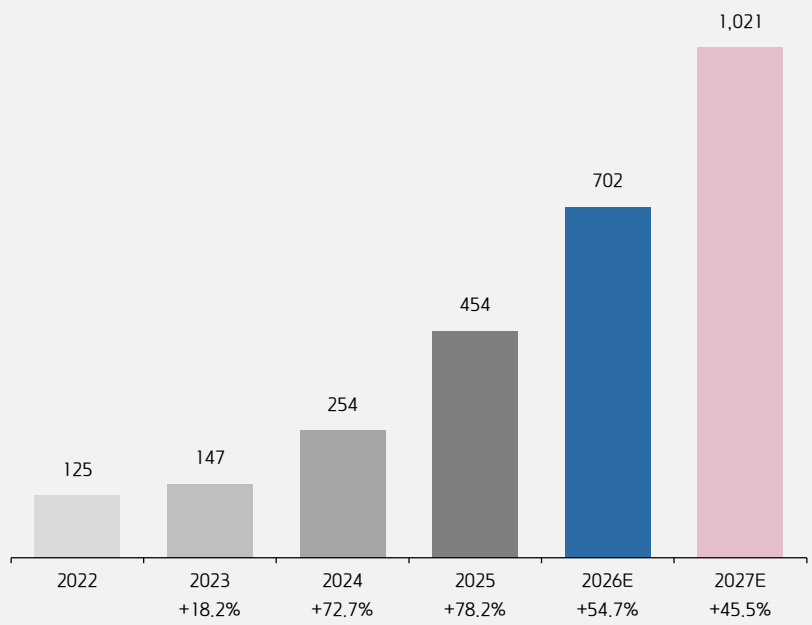
병목의 이동 · 공급망 지형도 · 3대 진영 + 하이브리드 정의



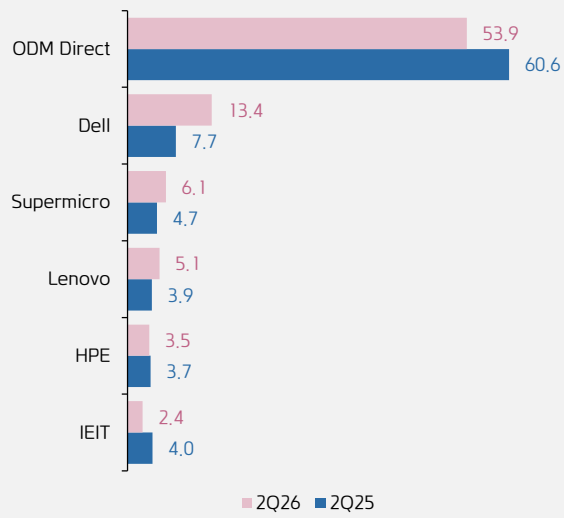
서버 제조 시장 규모: 2025년 $453.5B → 2027년 $1T 돌파 전망

서버 시장은 2년 새 3배 급증, '27년 $1T 돌파: 글로벌 서버 매출은 '23년 $147.3B에서 '25년 $453.5B로 3배 성장. 이후에도 연평균 28.4%씩 커지며 '26년 $701.6B(+54.7%), '27년 $1.02T(+45.5%), '30년 $1.58T에 달할 전망(IDC). 전체 매출의 69%(2Q26)를 차지하는 GPU·ASIC AI 서버가 성장 주도

세계 서버 시장 규모 ($B, 벤더 매출)



벤더별 서버 매출 점유율 (2Q25 → 2Q26, %)



2Q26 매출 +52% 중 출하 대수는 +15.4% — GPU 서버 평균가가 +43.6% 올라 가격(메모리)이 성장의 상당 부분

◆ **시장의 절반 이상은 여전히 ODM 직납(53.9%)이지만, 증가분은 브랜드 OEM이 더 빨리 가져가는 중 — Dell 점유율 7.7% → 13.4% — 하이퍼스케일러 밖 수요 확대가 OEM 점유율 상승으로 연결: 2Q26 Dell 매출 +165%, ODM 직납 +35%**

자료: IDC Worldwide Quarterly Server Tracker(2026.9.10), IDC 서버 시장 전망(2026.10 업데이트), Bloomberg Intelligence(IDC 2022~24년 실적), 키움증권 리서치

단순 하드웨어 조립(Box Builder)에서 시스템 엔지니어링 파트너로 (1)

◆ 물리적 한계가 끌어올린 서버 제조사의 위상

- AI 인프라의 병목이 칩의 연산력에서 전력·발열·대역폭이라는 물리적 한계로 전이되면서, 서버 제조사 (OEM/ODM/JDM)는 임가공 하청을 넘어 클러스터 배치 속도(Time-to-Market)를 결정짓는 엔지니어링 파트너로 재평가되는 중

패러다임 시프트: 단일 서버(Box)에서 거대 클러스터(Mega System)로

과거 · 범용 컴퓨팅
독립된 x86 CPU 서버(1U~2U) 수천 대를 배치해 개별 워크로드를 분산 처리 — 단순 조립 및 단가 경쟁 중심

현재 · 가속 컴퓨팅
랙 전체가 수십 개의 GPU와 NVSwitch로 묶여 하나의 가상 슈퍼컴퓨터로 구동 — 랙 스케일 통합 역량 필수화

8kW
Traditional Server Rack
Used in Co-location



· CPU 중심 저밀도 설계
· 공랭식 냉각 의존
· 개별 워크로드 처리

150kW
High-Performance Computing Rack
Used in AI



· GPU 중심 초고밀도 설계
· 수랭식(Liquid Cooling) 기술 필수
· LLM 학습/추론 전용

자료: 언론종합, 키움증권 리서치

◆ 제조사가 맞닥뜨린 3대 물리적 병목: 발열·전력·통신의 한계

- AI 서버 제조의 본질적 난이도는 반도체 설계가 아닌 세 가지 물리 법칙의 한계 극복에서 기인

제조사가 맞닥뜨린 3대 물리적 병목에 대한 세부 설명

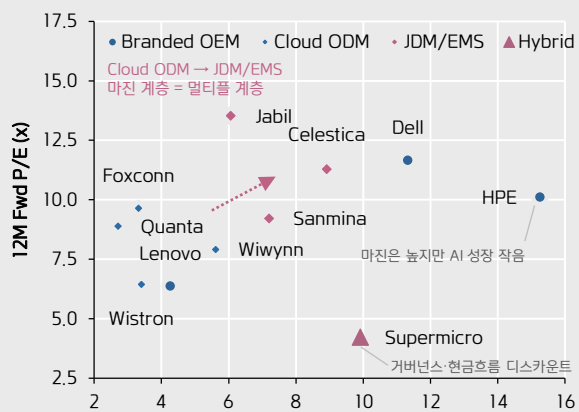
병목	무엇이 바뀌었나	제조 요구
열 밀도 (Heat Density)	• 랙당 전력 소비 5~10kW → 100~130kW+ (10배 이상 폭증)	• 공랭(Air Cooling) 한계 봉착 → 직접 액체냉각(D2C) 인프라 구축 필수
전력 전달 (Power Delivery)	• 전류 증가에 따른 발열·손실(I^2R) 급증	• 서버 섀시 내부 전력망을 12V → 48V/HVDC 버스바로 전면 재설계
통신 지연 (Tail Latency)	• 수만 장의 GPU가 동기화되어 학습을 완수해야 함	• 밀리미터 단위 오차 없는 구리선(Copper) 배선 + 800G/1.6T 광통신 패브릭 정밀 결합

자료: 키움증권 리서치

◆ 주가 및 밸류에이션 리레이팅의 트리거: 마진 격차와 출시 속도(TTM)

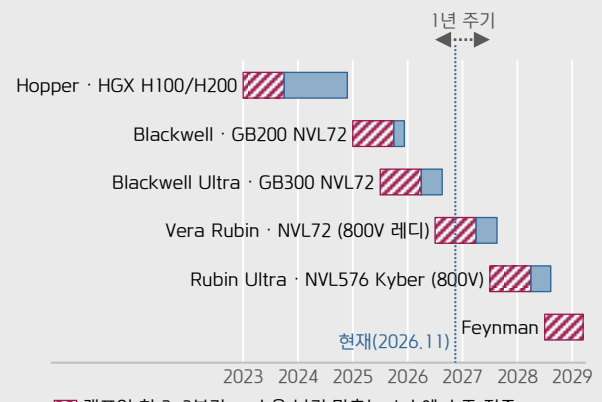
- 공정 엔지니어링 난이도가 제조사 주가로 직결되는 경로는 두 가지
- **① 공정 레벨별 마진 구조 차별화:** 단순 기판 실장(L6)에 그치는 기업과 100kW+ 풀로드 번인 테스트까지 마친 완성형 랙(L11/L12) 턴키 공급사 간 랙당 달러 이익 격차 확대
- **② 출시 속도(Time-to-Market) 선점 효과:** 엔비디아의 1년 단위 아키텍처 전환 주기에 맞춰 신규 칩을 불량 없이 양산·공급할 수 있는 제조사는 극소수. 이에 따라 세대 전환 초기 2~3개 분기의 핵심 물량이 소수 상위사에 집중
- 단, 10여 개 제조사가 경쟁하는 공급 구조 대비 구매자는 소수 하이퍼스케일러에 한정된 **수요자 우위 시장**. 랙 양산 역량은 대규모 입찰 참여를 위한 **'최소 자격 요건(필요조건)'**일 뿐 자체로 고마진을 보장하지 않으며, 실질적인 이익 규모는 자격을 갖춘 기업이 **'누구에게, 어떤 조건으로 공급하느냐(고객 믹스)'**에 따라 결정

마진 구조 차별화: 27E EBIT 마진 vs. Forward P/E



자료: Bloomberg (2027E 컨센서스·12M Fwd P/E, 2026.11.13 기준),
LSEG (DELL·HPE·CLS·JBL·SMCI P/E, 11.13 기준), 키움증권 리서치

GPU 세대 전환마다 열리는 수주 집중 구간



자료: NVIDIA 로드맵(GTC 2025·2026), 키움증권 리서치
주: 램프업 구간은 양산 개시 후 2~3분기 가정

AI 서버 3층 공급망 구조와 AIDC 서버 제조 산업의 분류: OEM / ODM / JDM·EMS / Hybrid

◆ 3층 공급망 구조 중 미드스트림(서버 제조)은 브랜드 유무 및 설계·영업 방식에 따라 4개 진영으로 분화

- **Branded OEM:** 자체 브랜드와 전역 영업·유지보수(A/S)망을 갖춘 전통 완제품 벤더. 자체 인프라 설계 역량이 부족한 일반 기업·공공기관·소버린이 주력 고객군
- **Cloud White-Box ODM:** 브랜드 없이 하이퍼스케일러(CSP) 사양에 맞춰 설계·대량 양산 후 직납하는 제조사. 유통 마진 배제와 규모의 경제 기반 원가 경쟁력이 핵심
- **High-Value JDM·EMS:** 고객사와 초기 아키텍처를 공동 설계(JDM)하거나 고난도 조립·테스트를 위탁 수행(EMS)하는 파트너. 커스텀 ASIC 랙 통합, 네트워크·액체 냉각 등 고부가 엔지니어링에 특화
- **Hybrid:** 표준 모듈러 설계를 기반으로 자체 브랜드(OEM)와 맞춤형 양산(ODM)을 병행하는 사업자. 부품 조합 유연성을 통한 빠른 신제품 출시(Time-to-Market)가 강점

AI 인프라 엔드-투-엔드(End-to-End) 공급망 맵

Upstream 핵심 부품/실리콘	Midstream 하드웨어 제조 및 시스템 통합	Downstream 엔드 유저/DC 운용사
가속기/프로세서 Nvidia, AMD, Broadcom, Intel	**Branded OEM** Dell, HPE, Lenovo	**Tier-1 하이퍼스케일러** Microsoft, Google, AWS, Meta
메모리/인터커넥트 SK하이닉스, 삼성전자, Micron (HBM/DRAM) · Marvell, Astera Labs	**Cloud White-Box ODM** Foxconn, Quanta, Wiwynn, Wistron	**Tier-2/신흥 네오클라우드** CoreWeave, Lambda Labs, Crusoe, Nebius
전력 및 냉각 Delta Electronics, Vertiv, Cooler Master, AVC, Auras	**High-Value JDM·EMS** Celestica, Jabil, Sanmina	**엔터프라이즈 & 소버린** 금융, 제조, 통신사, 각국 정부 주도 AI 클라우드
	Hybrid Supermicro	

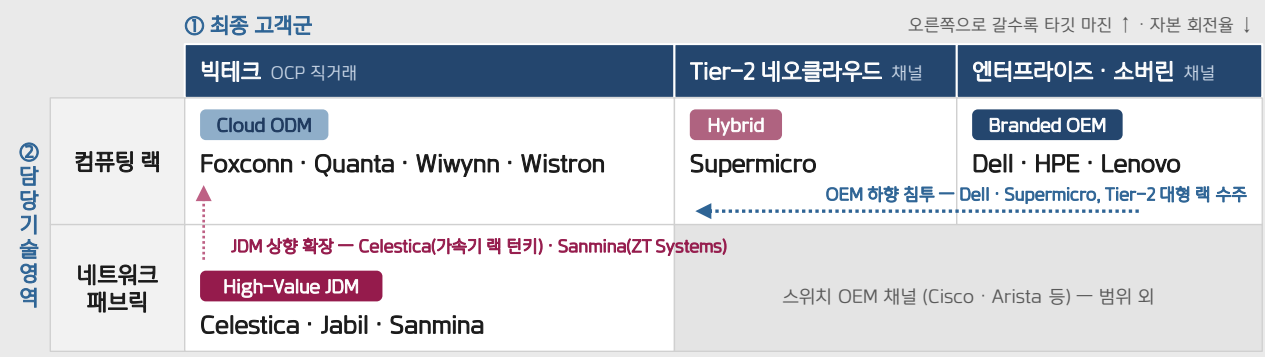
자료: 키움증권 리서치

AIDC 서버 제조 산업을 구분 짓는 2개의 축

◆ 각 제조 진영을 가르는 2대 축과 무너지는 경계

- AIDC 서버 제조 진영은 **① 고객군(빅테크 직납 vs 기업·네오클라우드)**과 **② 주력 기술(컴퓨팅 랙 vs 네트워크)**로 구분되며, 각 포지셔닝이 목표 마진과 자본 회전율을 결정
- Branded OEM은 두 자릿수 영업이익률 대신 낮은 자산 회전율을 감수하는 반면, Cloud ODM은 3~7%대 저마진에도 높은 자산 회전율로 20~40%대 ROE(Foxconn 제외)를 달성. High-Value JDM은 공동 설계 기여분에 따른 프리미엄 마진 확보
- 최근에는 진영 간 경계가 급속히 완화. DELL·SMCI 등 OEM은 Tier-2 네오클라우드 대형 수주를 통해 ODM 주력인 대규모 랙 시장에 진입했고, CLS(커스텀 가속기 랙 턴키)와 SANM(ZT Systems 제조 인수) 등 JDM은 스위치를 넘어 하이퍼스케일러 랙 통합으로 확장
- 진영 장벽이 낮아지면서 경쟁의 핵심도 '소속 진영'이 아닌 **'100kW+ 랙·클러스터의 완성형 턴키(L11/L12) 역량'**으로 이동

AI 서버 제조 생태계 매트릭스: 목표 고객과 기술 영역별 포지셔닝



자료: 각사 IR, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Analyst Note: AI 인프라 지출은 5년 4.2배 성장 전망 — 성장의 절반은 하이퍼스케일러 外에서 발생

◆ AI 지출 확대와 구매층 다변화에 따른 OEM 수혜

- AI 인프라 지출은 '25년 $319B에서 '30년 $1.33T (CAGR 33%, 서버 98%)로 급증하나, 하이퍼스케일러 비중은 축소(북미 5대 CSP 랙 조달 70%→60%)되고 네오클라우드 ·모델빌더·소버린이 핵심 구매층으로 부상
- 동시에 에이전트 확산으로 서버 CPU:GPU 비율이 1:8 →1:4→1:1로 전환, 추론·CPU 서버 수요가 기업으로 확대
- 결과적으로 하이퍼스케일러 중심 ODM은 점유율이 축소되는 반면, 신규 구매층과 기업 수요를 흡수하는 OEM의 시장 풀이 가장 빠르게 성장할 전망

AI 서버 구매 고객군의 비중 전망

고객군	비중의 현재 위치	방향을 보여주는 공개 신호	방향
하이퍼스케일러 AMZN · GOOGL · META · MSFT	**AI 인프라 지출의 압도적 다수** IDC: 서비스 프로바이더 86.7%(2Q25) · 엔비디아 DC 매출 중 하이퍼스케일 ≈55%(2Q FY27)	• Dell'Oro: 상위 4사는 2030년 DC capex의 '약 절반' — 현재 ~$600B 수준에서 비중 하락 • TrendForce: 랙스케일 조달 중 북미 5대 CSP 70%(2025) → 60%(2026E)	**비중 하락 (절대액은 성장)**
네오클라우드 · 모델 빌더 · 소버린 Tier-2 CSP · 국가 AI	**이미 엔비디아 DC 매출의 나머지 45%** Gartner: 네오클라우드가 2030년 AI 클라우드 시장($267B)의 20% 차지	• Dell'Oro: 네오클라우드·AI 모델 빌더·소버린이 '가장 빠르게 성장'하는 구매층 • Dell: AI 서버 고객 6,500+사(네오클라우드·소버린·엔터프라이즈), 잔고 $95B · SMCI: $1B+ 고객 9곳(FY26)	**가장 빠른 성장**
엔터프라이즈 온프레미스	**소수 — 비클라우드 ≈ 15%** / IDC: 클라우드·공유 환경 84.1%(2Q25)의 나머지	• Dell'Oro: 기업 투자는 '제약적' — 단, 에이전트 보급이 기업 쪽 수요를 여는 변수	**완만**

자료: IDC(2026.11·2025.10 보도자료), Dell'Oro, Gartner, TrendForce, NVIDIA 2Q FY27 실적 콜, Dell 2Q FY27·Supermicro FY26 공시, Intel 1Q26 실적 콜, 키움증권 리서치센터

PART 2

AI 서버 제조 밸류체인의 기술적 해자

도면은 엔비디아가, 양산의 해자는 제조사가

공정 레벨별 부가가치 · 엔비디아 레퍼런스(NVL72·MGX) 체제와 제조사 차별화



서버 제조의 핵심 가치는 단순 기판·부품 조립(L6)에서 완성형 랙 일괄 공급(L11/L12 턴키)으로 이동

◆ 제조 해자의 무게중심이 L11/L12로 이동하는 3가지 이유

- **① 불량 파급력의 급격한 확대(전량 폐기 리스크):** 단품 서버(L10) 불량은 해당 부품 교체로 수습되지만, 완성형 랙(L11/L12)은 밸브 미세 누수나 신호 무결성(SI) 오류 한 번만으로 $수M대 랙 전체 폐기 및 전면 재작업으로 직결
- **② 테스트 설비의 자본 장벽화(선제적 CapEx 부담):** 100kW+ 풀로드 부하 검증을 위한 MW급 전력 인입 및 대규모 수랭 테스트베드 사전 구축 필수(Wiwynn의 2H26 CapEx $940M 집행 배경)
- **③ 현장 즉시 가동(Plug & Play)을 좌우하는 SW 통합 역량:** 데이터센터 입고 직후 전력·냉각 배관 연결만으로 클러스터를 바로 가동할 수 있도록 출하 전 OS·펌웨어·원격 관제(BMC) 사전 검증 완결 필수

L6~L12 공정 고도화에 따른 ASP 급증과 엔지니어링 진입장벽

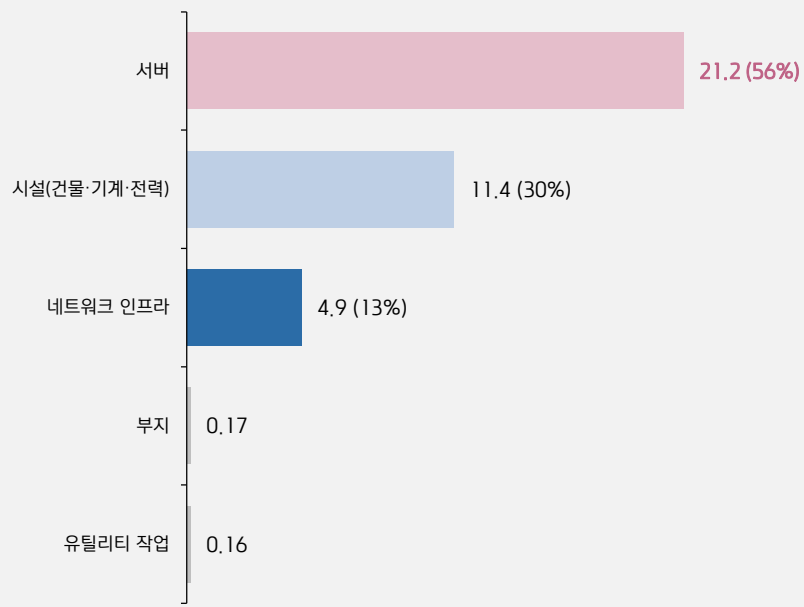
공정 레벨 · 핵심 작업	주요 투입 부품 및 인프라	ASP(단가) 규모	진입장벽 및 핵심 과제	주도 기업군
L6 — SMT / Sub-Assembly 마더보드 기판 실장	GPU 베이스보드(UBB), CPU 기판, PCB 표면 실장	$수십K 수준	미세 피치 실장 수율, 고다층 기판 열 변형 제어	Foxconn, Wistron
L10 — System Assembly 노드/섀시 조립	섀시, 가속기 모듈, CPU, 메모리, 방열판/콜드플레이트 결합	$수백K (노드당)	부품 체결 오차 관리, 개별 노드 단위 기본 구동 테스트	Foxconn, Wistron, Quanta (OEM향 HGX 박스는 Dell/HPE/SMCI 자체 조립)
L11 — Rack Integration 랙 스케일 시스템 통합	랙 캐비닛, 컴퓨트/스위치 트레이, 48V 버스바, NVLink 구리 케이블 카트리지	$3~4M NVL72 랙 1기 기준	고밀도 케이블링(수천 가닥) 공차 제어, 랙 내부 신호 무결성(SI)	Quanta, Foxconn, Wiwynn, Wistron, Dell, SMCI, Celestica(ASIC 랙)
L12 — Data Center Turnkey 현장 배송 및 즉시 구동	액체냉각 CDU 연동, 2차 배관(QD), OS/펌웨어 번들링, 스트레스 테스트	완성형 턴키 솔루션	100kW+ 풀로드 전력 테스트룸, 냉각수 누수 무결점 보증, 물류 충격 방지	Quanta, Foxconn, Wiwynn, Dell, SMCI, Celestica(네트워크·ASIC 랙)

자료: GIGABYTE(서버 제조 레벨 L1~L12 정의), Wiwynn·Foxconn·Quanta·Wistron·Celestica IR, NVIDIA, OCP, 키움증권 리서치
주: ASP는 공개 추정치 기준 — NVL72 랙 $3~4M은 NVIDIA CEO 언급(약 $3M) 및 업계 추정, 노드·기판 단가는 키움증권 추정

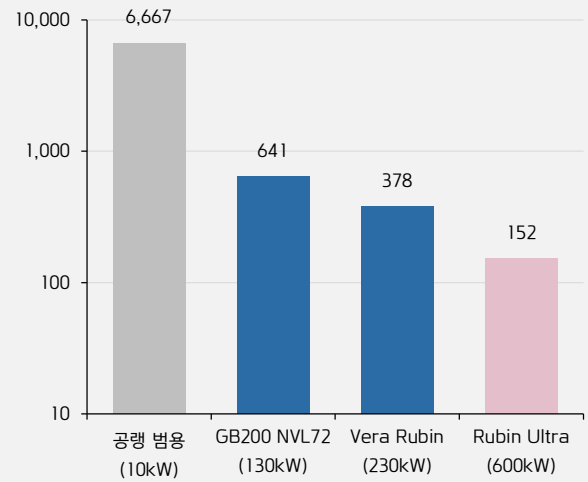
Analyst Note: 서버는 AIDC 투자의 56% — 같은 전력에 랙 수는 줄고 랙당 몫은 커진다

AIDC 투자의 최대 지출처는 서버, 랙은 '더 적게, 더 크게': IT 1GW 데이터센터의 선행 CapEx $37.9B 중 서버가 $21.2B(56%)로 건물·기계·전력 시설($11.4B)의 약 2배. 반면 인입 전력 100MW에 들어가는 랙은 GB200 NVL72 641대에서 Rubin Ultra 152대로 줄어, 조립하는 랙 수는 감소하지만 랙 1대에 실리는 전력·부품과 불량 시 손실은 커지는 구조

IT 1GW AIDC 선행 CapEx 구성 ($B)



인입 전력 100MW당 수용 랙 수 (대, 로그 축)



IT 가용 전력은 67MW(공랭) → 91MW(Rubin Ultra)로 늘지만, 랙 수는 641대(GB200) → 152대로 4분의 1 수준

◆ **서버 제조사의 매출 풀은 AIDC 투자의 과반 — 전력당 랙 수는 줄지만 랙당 조립 가치·불량 리스크는 커지는 구조**
— 랙당 전력이 130kW → 600kW로 커질수록 불량 1건의 손실이 커져, L11/L12 번인·검증을 통과한 상위사로 물량 집중

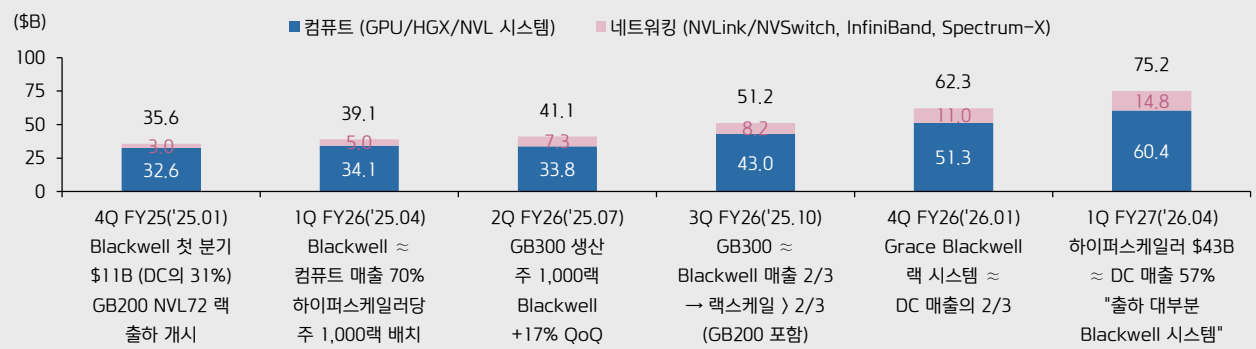
자료: Epoch AI, NVIDIA, 키움증권 리서치('Neo and Beyond', 2026.10.28) 주: 랙 수는 인입 100MW 가정, PUE 공랭 1.5·수랭 1.1~1.2 가정

엔비디아의 랙스케일 규격화 속 제조사의 차별화 딜레마와 시스템 엔지니어링 역량 (1)

◆ 엔비디아의 GPU 공급 전략

- AI 가속기 시장의 80%를 점유 중인 엔비디아는 GPU 공급 체계를 칩 단위가 아닌 5대 형태(PCIe 카드, HGX 베이스보드, MGX 모듈러, DGX 완제품, NVL72 랙스케일)로 세분화하며, 이는 실질적으로 **'랙 전체를 규정하는 NVL72 (수직통합)'**와 **'서버 단위 규격만 제시하는 HGX/MGX(오픈 모듈러)'**의 양대 트랙으로 수렴. 공급 방식 이원화의 목적은 세 가지
- 첫째, **출시 속도(TTM) 극대화**. 1년 단위 신규 아키텍처 전환 속도에 맞춰 제조사별 개별 설계를 배제하고, 핵심 부품 일괄 공급 및 랙 설계 표준 공개를 통해 전 제조사의 동시 양산 램프업 유도
- 둘째, **GPU당 매출(Content) 확대 및 생태계 락인**. NVSwitch, Grace CPU, NVLink 카트리지까지 자체 하드웨어로 수직 결속해 대당 부가가치를 독식하는 동시에, 72-GPU 단일 도메인 구축을 통해 AMD 및 커스텀 ASIC 대비 전환 비용 형성
- 셋째, **롱테일(기업·소버린) 시장의 유연한 포섭**. 요구 사양이 제각각인 엔터프라이즈 수요에 직접 대응하는 대신, HGX/MGX 표준 규격을 배포해 제조사들이 자체 파생 모델로 커버하도록 유도

엔비디아 DC 매출 구성과 랙스케일 전환

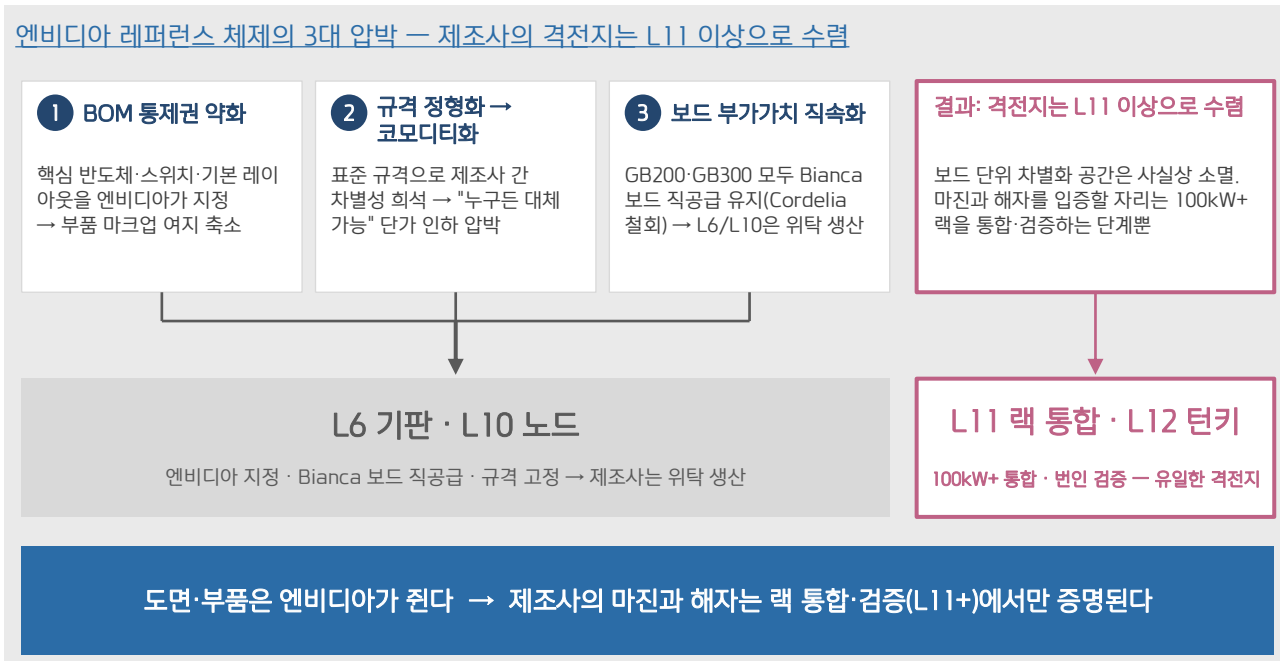


자료: NVIDIA 실적발표·컨퍼런스콜(4Q FY25~2Q FY27), 키움증권 리서치센터.
주: 4Q FY26 "Grace Blackwell 시스템 ≈ DC 매출 2/3"는 Kress CFO 발언, 3Q FY26 "GB300 ≈ Blackwell 매출 2/3" 역시 CFO 발언. 네트워킹에는 NVLink/NVSwitch 매출 포함. 1Q FY27 하이퍼스케일러는 2Q FY27 재분류 반영치, 2Q FY27부터 컴퓨트·네트워킹 매출 미공시

엔비디아의 랙스케일 규격화 속 제조사의 차별화 딜레마와 시스템 엔지니어링 역량 (2)

◆ 제조사가 직면한 위기와 차별화 딜레마

- 엔비디아 주도의 표준 레퍼런스 체제는 서버 제조사에게 세 가지 구조적 압박으로 귀결
- 이로 인해 보드 단위에서의 제조사 독자 차별화 공간은 사실상 소멸했으며, 제조사가 마진을 지키고 기술적 해자를 입증할 수 있는 유일한 격전지는 100kW+ 랙을 통합하고 검증하는 **L11 이상**으로 수렴



자료: NVIDIA, 키움증권 리서치센터
주: Bianca — 엔비디아가 GPU·CPU를 실장한 완성 보드로 공급하는 GB200·GB300 컴퓨트 보드, Cordelia — GPU·CPU를 모듈로 공급해 제조사가 보드를 직접 구성하도록 한 대안 설계(철회)

엔비디아의 랙스케일 규격화 속 제조사의 차별화 딜레마와 시스템 엔지니어링 역량 (3)

◆ 상위 제조사의 실질적 엔지니어링 해자: 도면에 명시되지 않는 4대 영역

- 엔비디아의 레퍼런스 체제가 부품 마진과 차별화 여지를 압박하는 환경에서, 상위 제조사의 생존 무기는 역설적으로 '엔비디아가 제공하지 않는 영역'에 존재
- 엔비디아가 넘겨주는 NVL72 설계 도면에 명시되어 있는 콜드플레이트 규격, 목표 유량, 랙당 전력 요구치, 기본 드라이버 등은 충족해야 할 '요구 조건(What)'일 뿐, 이를 물리적으로 구현할 '구체적 해법(How)'은 포함되어 있지 않음
- 100kW+ 초고전력 환경에서의 무누수 냉각 순환, 피크 부하 시 전력망 안정화, 실시간 관제 기반 사고 방지, 신규 실리콘 수령 후 2개월 내 양산 수율 안정화는 전적으로 제조사의 독자 엔지니어링 역량
- 결국 **① 열 관리, ② 전력망 설계, ③ 펌웨어·관제, ④ TTM(출시 속도) 및 수율**의 4대 축이 상위사와 후발주자를 가르는 실질적 진입장벽. 동일한 NVL72 도면을 받더라도 무누수·무정전·적기 납품을 완결하는 제조사는 극소수이며, 하이퍼스케일러의 대규모 후속 수주 역시 이 4대 해자를 입증한 상위사에 집중 배정

상위 제조사의 4대 실질적 차별화 무기

차별화 영역	엔비디아 기본 제공 범위	제조사 독자 엔지니어링 및 해자
열 관리 (Thermal & Liquid)	콜드플레이트 기본 규격 및 목표 유량 제시	매니폴드 유압 밸런싱, 미세 누수 방지 설계, 초저 저항 퀵 디스커넥트(QD) 체결 신뢰성, 자체 CDU 최적화
전력망 설계 (Power Delivery)	랙 레벨 120kW+ 전력 요구 규격	48V 버스바 임피던스 최소화, 피크 로드(Transient Load) 대응 전력 분배, PDU·BBU(백업 배터리) 통합 효율 극대화
펌웨어 및 관제 (Software/BMC)	기본 드라이버 및 CUDA 생태계	OpenBMC 기반 실시간 텔레메트리, 누수 감지 센서 연동 자동 셧다운, 랙 단위 예지보전(Predictive Maintenance) SW
타임투마켓(TTM) & 수율	1년 주기의 공격적 신규 실리콘 로드맵	실리콘 샘플 수령 후 6~8주 내 대량 양산 램프업(Ramp-up), 초기 불량률 제로 수준의 Burn-in QC 통과 능력

자료: 각사 공시·IR, NVIDIA, 키움증권 리서치

PART 3

진영별 비즈니스 모델 심층 분석

누구에게 파느냐가 마진을 결정한다

Branded OEM · Cloud White-Box ODM · High-Value JDM/EMS · Supermicro(하이브리드) · 비교 매트릭스



Branded OEM(DELL·HPE): 독자적인 브랜드·자체 판매 채널·유지보수 서비스를 가진 완제품 판매자

◆ AI 서버 제조사 중 Branded OEM의 정의 및 주요 고객군 분석

- 이들의 주 고객층은 **① Tier-2 네오클라우드(CoreWeave·Lambda 등)**와 **② 기업 및 정부 AI(금융·제조·의료·정부)**로 구성
- **① Tier-2 네오클라우드:** 데이터센터 구축을 위한 자체 인프라 설계·운용·유지보수 역량이 부족. 이에 따라 랙 매입 시 즉시 구동(Plug & Play)이 가능하고 장기적으로 유지보수 업무를 아웃소싱할 수 있는 Branded OEM의 주 고객층
- **② 기업 및 정부 AI:** 보안·규제 준수를 위한 온프레미스 환경 및 24시간 무중단 현장 SLA(서비스 수준 협약) 요구
- Branded OEM 기업들의 마진을 결정짓는 핵심 요인은 **① 고객군(Tier-2 네오클라우드/기업 및 정부 AI)과 ② 부가 솔루션 (AI 스토리지 및 사후 유지보수 서비스 등)** 결합 판매 역량이며, DELL·HPE는 AI 서버 제조 진영 중 가장 높은 이익률을 향유

Branded OEM 대표 플레이어 전략 비교

비교 항목	Dell Technologies (DELL)	Hewlett Packard Enterprise (HPE)
주력 AI 플래그십	PowerEdge XE9812(Vera Rubin NVL72) / XE9712 (GB200/GB300 NVL72, IR7000 랙) / XE9780·XE9785(HGX B300) / XE9680(H100·H200 세대) — xAI(Colossus), CoreWeave 등 납품	Cray 슈퍼컴퓨팅 & ProLiant Compute XD — 국립연구소 엑사스케일(Exascale) 아키텍처 기반
핵심 차별화 무기	압도적인 글로벌 엔터프라이즈 영업망, 공급망 관리(SCM) 역량, 신속한 출하 속도	HPC 기술력(Slingshot 고성능 패브릭), Juniper 인수를 통한 네트워킹 풀스택 역량
클라우드/ 과금 모델	Dell APEX(온프레미스 IaaS), Dell Financial Services	HPE GreenLake(완전 종량제 구독형 하이브리드 클라우드)
재무적 특징 (최근 분기)	2Q FY27 AI 서버 수주 $60.9B · 매출 $16.4B · 잔고 $95B, FY27 AI 서버 출하 가이던스 $74B(전년의 약 3배); ISG 영업이익률 15.0%(+6.2%p YoY)	3Q FY26 AI 시스템 수주 $2.4B · 잔고 $6.8B, 누적 AI 수주의 59%가 소버린·엔터프라이즈; Cloud&AI 세그먼트 OPM 17%(사상 최고), Juniper 네트워킹 OPM 22%

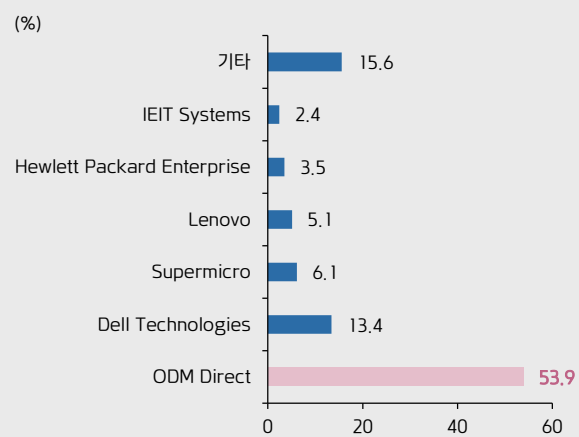
자료: 각사 IR, 키움증권 리서치

Cloud White-Box ODM(Foxconn·Quanta·Wiwynn): 저마진 대량 생산의 선두주자 (1)

◆ AI 서버 제조사 중 Cloud White-Box ODM의 정의 및 주요 고객군 분석

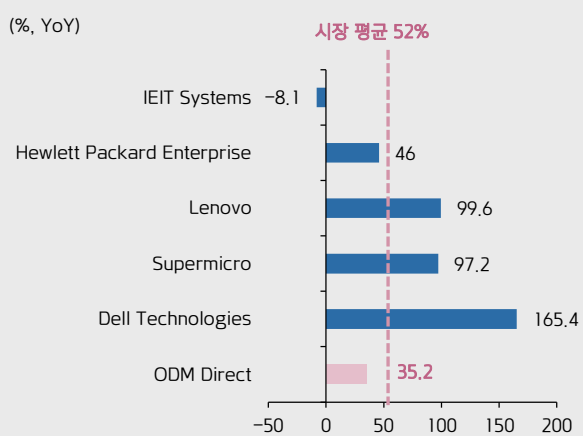
- Cloud White-Box ODM은 자체 브랜드 없이 하이퍼스케일러(고객사)가 정의한 규격과 요구사양에 맞춰 AI 서버를 설계·제조·납품하는 기업군(Foxconn, Quanta, Wiwynn 등 대만계 제조사 중심)
- ODM 기업들의 주 고객은 대규모 하이퍼스케일러. 직거래 사유는 1) Branded OEM 대비 현저히 낮은 조달 비용, 2) 자체 데이터센터 운용 역량을 보유하여 OEM 특유의 사후 유지보수·금융 솔루션 불필요
- 대신 하이퍼스케일러들은 자체 정의한 OCP(Open Compute Project) 규격에 맞춘 커스텀 서버의 오차 없는 양산, 및 신규 GPU 실리콘 출시에 맞춰 대규모 물량을 단기간에 받아낼 수 있는 램프업(대량 양산) 역량 요구
- ODM 기업들은 3~7% 수준의 제한된 영업이익률(OPM)을 감내하는 대신, 압도적인 생산 CAPA와 부품(섀시·기구물·케이블 등) 수직계열화를 통해 글로벌 서버 매출의 과반을 장악하며 절대 이익 규모를 극대화하는 구조

2Q26 글로벌 서버 매출 점유율



자료: IDC Worldwide Quarterly Server Tracker(2Q26), 키움증권 리서치센터
주: ODM Direct 점유율 2Q25 60.6% → 2Q26 53.9%

2Q26 글로벌 서버 매출 전년동기대비 성장률



자료: IDC Worldwide Quarterly Server Tracker(2Q26), 키움증권 리서치센터

Cloud White-Box ODM(Foxconn·Quanta·Wiwynn): 저마진 대량 생산의 선두주자 (2)

◆ 대만계 빅3 ODM 핵심 차별화 포인트: 수직계열화(폭스콘) · 랙 수율(콴타) · 커스텀 ASIC(위윈)

- 동일한 White-Box ODM 진영 내에서도 3사의 빅테크 공략 방식과 핵심 무기는 명확히 분화
- **폭스콘(Foxconn):** 압도적 CAPA와 전 공정(L6~L12) 수직계열화, 단일 기업 기준 유일하게 전 공정 턴키 납품 완결 가능
- **콴타(Quanta):** 초기 랙 단위 양산 수율을 선점해 구글·메타 핵심 벤더로 안착했으나, 고가 부품 매입에 따른 마진 압축 노출
- **위윈(Wiwynn):** 특정 빅테크 밀착 및 커스텀 ASIC 랙 특화로 3사 중 가장 높은 수익성(OPM) 향유

Cloud White-Box ODM 대표 플레이어 전략 비교

구분	Foxconn (Hon Hai / FII)	Quanta Computer (QCT)	Wiwynn (緯穎)
주요 고객사	Microsoft, Amazon, Google, Nvidia	Google, Meta, Amazon	Meta, Microsoft, Amazon
핵심 경쟁력 및 포지셔닝	**GPU 베이스보드(L6) 압도적 점유율** — 커넥터, 섀시, 버스바 등 부품 수직계열화 · 멕시코/미국 등 초대규모 글로벌 라인	**최초의 OCP 파트너 & 열 엔지니어링** — 액체냉각 랙 통합(L11/L12) 초기 수율 우위 · 구글 TPU 서버 조립 파트너(8세대 TPU에서 대만 비중 확대) 및 메타 랙 주요 벤더	**극도로 효율적인 린(Lean) 조직 모델** — Meta(매출 과반)/MSFT 맞춤형 서버 비중 압도적 · AWS Trainium 서버 주 조립사 등 빅테크 자체 ASIC 랙 통합 특화
커버리지 영역	L6 기판 실장부터 L12 턴키 랙까지 전 영역	L10 시스템 조립 및 L11/L12 랙 통합 집중	L10 시스템 조립 및 L11 랙 스케일 아키텍처
재무적 특성 (3Q26)	매출 NT$3.03T(+47% YoY), GPM 6.0%, OPM 3.8%; 클라우드·네트워킹이 매출의 54%, 2026년 AI 랙 출하 2배 이상 목표	매출 NT$1.12T(+125% YoY), 서버 비중 80%+(그중 AI 75~80%); 랙 원가 반영으로 GPM 4.8%, OPM 2.9%까지 압축	매출 NT$435B(+63%), GPM 8.9%, OPM 7.5% — 4월부터 일부 고객 메모리 사급 전환·NRE(일회성 개발비) 수익으로 마진 상승

자료: 각사 IR, 키움증권 리서치

◆ 대만 ODM의 특징: 영업이익률(OPM)은 낮으나, 자기자본이익률(ROE)은 높다

- LTM 기준 대만 ODM 기업들 중 Quanta, Wiwynn은 고가 부품 매입(Buy-and-Sell)에 따른 3~7%대 저(低)OPM 착시에도 불구, $수M대 랙 출하 볼륨과 빠른 회전율을 통해 30~40%대 고(高)ROE를 달성. 이들의 밸류에이션의 본질은 표면적 OPM이 아닌 랙 출하 대수와 공장 가동률로 판단 필요

AI 서버 비즈니스 모델별 듀퐁 분석: 순이익률 · 회전율 · 레버리지 분해

진영	기업	영업이익률 (OPM)	순이익률	× 총자산회전율 (배)	× 재무레버리지 (배)	= ROE	ROE의 주된 원천
Cloud ODM	Foxconn	3.5%	2.3%	1.9	2.9	12.6%	그룹 전체(아이폰·부품) 희석 — 회전·레버리지 모두 평범
	Quanta	3.2%	2.8%	2.1	6.0	36.0%	GB 랙 Buy-and-Sell로 자산 급팽창 → 매입채무가 떠받치는 레버리지
	Wiwynn	6.8%	5.2%	2.6	3.4	44.8%	4사 중 최고 수준 회전율 — 린 조직·고객 밀착의 결과
	Wistron	3.8%	1.4%	2.6	6.4	23.9%	순이익률 1.4%에 레버리지 6.4배(자본/자산 15%) — 콴타형 구조, GB 보드(L6) 매출 급증으로 자산 2배
Branded OEM	Dell	9.9%	7.5%	1.4	n/m	n/m	자사주 매입 누적으로 자본 잠식(자본/자산 −1%) — ROE 산출 불가
	HPE	8.5%	6.7%	0.5	3.0	10.5%	마진은 높지만 Juniper 인수로 자산 비대 — 회전율 최저
JDM·EMS	Celestica	8.3%	6.8%	1.7	2.6	30.2%	증자($3.45B, 3Q26)로 레버리지 3.8 → 2.6배 — 마진·회전이 받치는 ROE
	Jabil	5.1%	2.9%	1.6	14.7	66.7%	ROE 대부분이 레버리지(자본/자산 6%) — 품질 낮은 ROE

자료: Bloomberg, 각사 공시, 키움증권 리서치
주: LTM 기준, 회전율·레버리지는 ROA·ROE에서 역산

High-Value JDM/EMS: 네트워크 랙과 ASIC으로부터 발생하는 프리미엄 (1)

◆ AI 서버 제조사 중 High-Value JDM/EMS의 정의 및 주요 고객군 분석

- High-Value JDM/EMS 기업은 고객과 공동 설계(JDM)하거나 자체 플랫폼을 얹어 네트워크 스위치·커스텀 ASIC 랙을 만드는 위탁 제조사(Celestica·Jabil·Sanmina) — 설계 기여분만큼 ODM보다 높은 마진을 수취
- JDM/EMS 기업들의 주 고객은 하이퍼스케일러 중에서도 자체 ASIC과 자체 네트워크 규격을 가진 Google(TPU 랙·스위치), AWS(Trainium·자체 패브릭), Meta(MTIA·OCP 스위치), 그리고 Arista·Cisco 같은 네트워크 OEM
- 고객 규격대로 대량 양산하는 대만 ODM과 달리, JDM/EMS는 ASIC 기반의 랙 공동 설계 역량과 자체 IP 플랫폼을 결합해 프리미엄을 수취. 그 결과 CLS(8.5%), SANM(9.0%) 등은 대만계 ODM 대비 높은 영업이익률을 향유
- 주가 동인 역시 대만계가 엔비디아 출하 램프업에 따른 매출액 변동에 연동된다면, JDM/EMS는 ASIC·패브릭 믹스 확대에 따른 이익 성장과 멀티플 리레이팅

전통 ODM vs 고부가 JDM/EMS 구조 비교

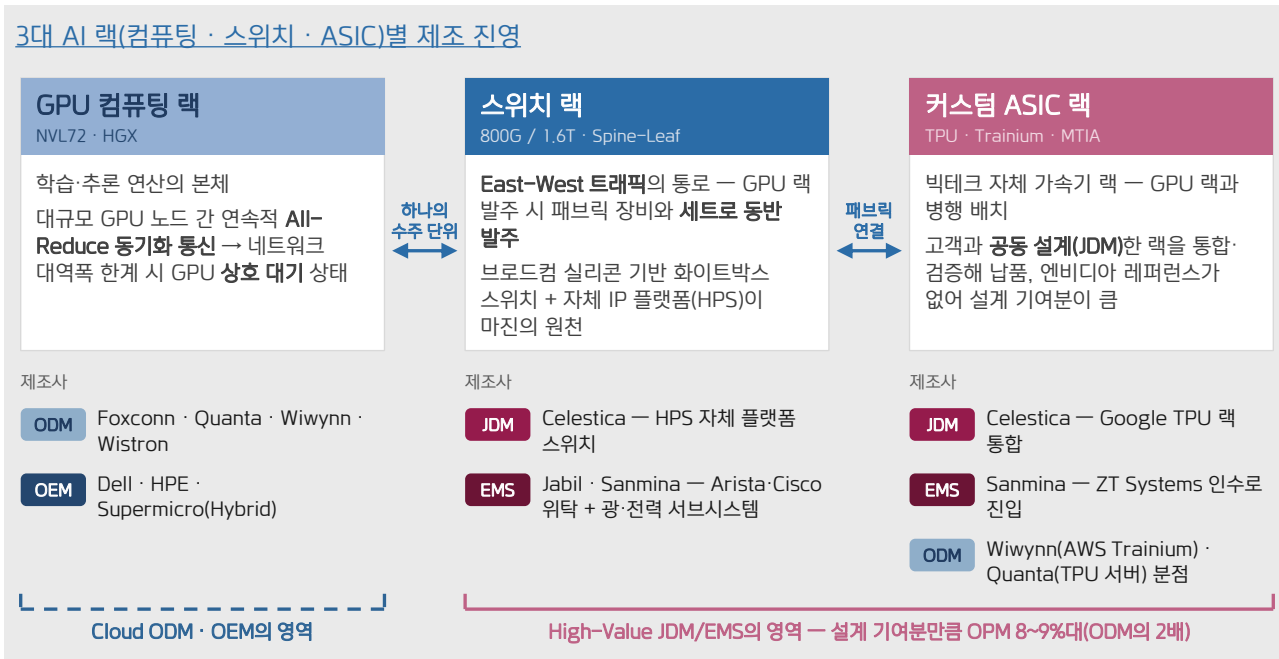
비교 항목	전통 대만 ODM (Foxconn, Quanta)	고부가 JDM/EMS (Celestica, Jabil, Sanmina)
주력 하드웨어	GPU 컴퓨팅 랙 (L10~L12)	초고속 네트워크 스위치(800G/1.6T), 커스텀 ASIC·AMD 랙, 광학 모듈
핵심 칩셋 파트너	Nvidia 중심	Broadcom, Marvell, 하이퍼스케일러 자체 ASIC
개발 모델	ODM-Direct (고객 맞춤형 대량 양산)	JDM(공동 설계) + 독자 HPS 플랫폼 납품
재무 프로파일 (최근 분기)	GPM 5~6%, OPM 3~4% (폭스콘·콴타, 초대규모 볼륨형)	OPM 8~9%대 (Celestica 8.5%, Sanmina 9.0%; Jabil 6.4%)
밸류에이션 트리거	엔비디아 출하량 램프업에 따른 탑라인 폭발	네트워킹 패브릭 고속화 및 ASIC 확산에 따른 이익률 리레이팅

자료: 각사 IR, 키움증권 리서치

High-Value JDM/EMS: 네트워크 랙과 ASIC으로부터 발생하는 프리미엄 (2)

◆ High-Value JDM/EMS 내 진영 세분화와 마진의 질(Quality)

- AI 가속기 수만 장 규모의 AI 클러스터에서는 노드 간 파라미터 동기화(All-Reduce, East-West 트래픽) 급증으로 네트워크 병목에 따른 GPU 유휴 현상이 심화. 이에 따라 최신 DC에서는 GPU 컴퓨팅 랙 발주 시 800G/1.6T 초고속 스위치 및 스파인-리프(Spine-Leaf) 패브릭 랙이 단일 세트로 묶여 동반 수주되는 패러다임이 정착. High-Value JDM/EMS는 바로 이 고난도 네트워크 랙과 빅테크 자체 ASIC 랙 양산을 주도하는 진영



자료: 각사 IR, NVIDIA, Broadcom, 키움증권 리서치센터

High-Value JDM/EMS: 네트워크 랙과 ASIC으로부터 발생하는 프리미엄 (3)

◆ 동일한 6~9%대 OPM의 상이한 경로: 설계(CLS) · 부품(JBL) · 인수(SANM)가 가르는 마진의 지속성

- 동일한 6~9%대 OPM이라도 이익의 원천과 지속성은 3사별로 완전히 상이. '자체 설계(CLS)', '부품 내재화(JBL)', 'M&A(SANM)'의 차이가 향후 저마진 랙 믹스 희석 국면에서 마진의 지속성을 가르는 핵심 잣대

High-Value JDM/EMS 대표 플레이어 전략 비교

구분	Celestica (CLS) 네트워킹 · ASIC JDM	Jabil (JBL) 랙 조립 + 서브시스템 수직화	Sanmina (SANM) EMS 본체 + ZT 인수
역할 · 주요 고객	• 800G/1.6T 스위치 + 구글 TPU 랙 통합 • 하이퍼스케일러 직거래 (상위 1社 비중 35%)	• 하이퍼스케일러 서버·스토리지 랙 조립 • FY26 AI 관련 매출 $14.4B	• 통신·산업 EMS + ZT 제조 인수(2025.10) • MSFT·AWS 등 기존 ZT 고객망 승계
핵심 경쟁력	• 자체 IP 플랫폼(HPS): 공동설계(JDM) 기반 고마진 • Cisco 등 전통 브랜드 + 화이트박스 동시 양산	• 서브시스템 내재화: 광 트랜시버·액체냉각·전원부 • 美 신공장(2027.1) 가동 및 3번째 빅테크 확보	• 외형 급성장: ZT 인수로 랙 통합 즉각 진입 • AMD Helios, Cerebras 등 비(非)엔비디아 랙 확보
핵심 재무	• OPM 8.5% (2027 가이던스 9.0%, 3社 중 최고) • LTM 매출 $18.2B(+62%), ROE 30%	• Core OPM 6.4% (3사 중 최저) • FCF $1.4B (FCF/NI 95%, 최고 현금 창출력)	• OPM 9.0% (매출 $3.86B, +84%) • ZT 비중 1/3 단계의 숫자 — 아직 본체 마진이 떠받침
포인트 · 리스크	• 기회: 스위치 초고속화 및 ASIC 확산 수혜 • 리스크: 구글 TPU의 대만 ODM 분산, CapEx 확대	• 기회: 우량한 잉여현금흐름(FCF) 기반 안정성 • 리스크: 낮은 순수 AI 비중으로 멀티플 리레이팅 제한	• 기회: ZT 기반 빅테크 랙 물량 대폭 확보 • 리스크: 저마진 랙 비중 확대로 FY27 OPM 7%대로 희석

자료: 각사 IR, NVIDIA, Broadcom, 키움증권 리서치센터

Hybrid(SMCI): OEM과 ODM 사이의 하이브리드 포지셔닝

◆ AI 서버 제조사 중 Hybrid의 정의 및 주요 고객군 분석

- **Hybrid**는 전통 OEM(Dell·HPE)과 대만 ODM 사이에 위치한 Supermicro(SMCI)가 단독 분류됨. 대형 하이퍼스케일러 대신 네오클라우드·AI 스타트업을 타깃으로 맞춤형 턴키 랙의 신속한 납기(TTM)를 무기 삼아 시장을 공략
- 자체 브랜드 기반 GPU 직매입(Buy-and-Sell) 판매와 표준 '빌딩 블록' 모듈 조립을 결합한 절충형 모델로, OEM 프리미엄과 ODM 규모의 경제 사이인 10~17%대 독자적 '중간 마진(GPM)'을 형성하는 메커니즘

Supermicro(SMCI)의 핵심 경쟁력 및 리스크 점검표

구분	핵심 경쟁력 · 기회 요인	구조적 리스크 · 과제	핵심 모니터링 지표
제품 · TTM	• 빌딩 블록 모듈화 기반 신속 출시 • 엔비디아 밀착 및 액체냉각(DLC) 선점	• Dell·Foxconn의 직결 협력 확대로 TTM 격차 축소 • 엔터프라이즈 서비스망 및 양산 CAPA 열위	• Vera Rubin 양산 물량 점유율
수익성	• 1Q FY27 GPM 12.7%(YoY +3.4%p) • 엔터프라이즈 및 데이터센터 모듈(DCBBS) 확대	• 고가 부품 패스스루로 구조적 마진 압축(저점 6.3%) • 가격 경쟁 심화에 따른 수익성 훼손	• FY27 GPM 가이던스(11.8~12.2%) 달성 여부
운전자본	• 4Q FY26 신규 수주 $60B+, FY27 매출 가이던스 $72~82B • AI 인프라 투자 지속에 따른 외형 재가속	• Buy-and-Sell 재고 부담으로 LTM FCF -$6.5B 기록 • 운전자본 회전일수(CCC 108일) 및 외부 차입 의존	• CCC 축소 및 FCF 흑자 전환 시점
고객 · 거버넌스	• Tier-2 네오클라우드·AI 스타트업 선점 • 고성능 맞춤형 턴키 랙 수요 견조	• 수출통제 관련 법무부 수사·공동창업자 기소 여파 • 경쟁사(Dell·Quanta 등)향 고객 이탈(Churn)	• 법무부 수사·재판(2027.3) 경과 및 고객 점유율 추이

자료: Supermicro, 키움증권 리서치센터

Part 3 요약: 종목을 볼 때 어느 칸의 회사인지 먼저 확인한다

AI 서버 위탁제조 4대 진영별 사업 구조 · 마진 체계 · 경쟁 우위 종합

진영	대표 기업	주력 하드웨어	타깃 · 채널	마진 (최근 분기)	해자
Branded OEM	Dell, HPE	GPU 서버·NVL72 랙 + 스토리지·네트워킹 번들	엔터프라이즈·소버린·네오클라우드 (채널 판매)	Dell ISG OPM 15.0%, HPE Cloud&AI OPM 17%	글로벌 SLA, 리스 금융, 어태치
Cloud ODM	Foxconn, Quanta, Wiwynn, Wistron	L6 컴퓨트 보드 ~ L12 턴키 랙	Tier-1 하이퍼스케일러 (ODM-Direct, OCP)	GPM 5~9% / OPM 3~7%	CAPA, 부품 수직계열화, 액체냉각 수율
High-Value JDM/EMS	Celestica, Jabil, Sanmina	800G/1.6T 스위치, ASIC·AMD 랙, 광·냉각 서브시스템	빅테크 네트워킹·ASIC 팀 (JDM·사급)	OPM 8~9%대 (CLS 8.5%, SANM 9.0%; JBL 6.4%)	브로드컴 동맹, HPS 자체 IP
Hybrid	Supermicro	빌딩블록 GPU 서버·DLC 랙(DCBBS)	네오클라우드·엔터프라이즈 (직판)	FY26 GPM 10.8% → 1Q FY27 12.7%	최단 TTM, 자체 DLC

자료: 각사 공시·IR, NVIDIA, 키움증권 리서치

PART 4

재무 및 비즈니스 역학

희석은 산식, 마진은 고객 믹스

Buy-and-Sell vs 사급의 매출 착시 · 운전자본과 유동성 진입장벽
· 피어 수익성·밸류에이션 매트릭스



AI 서버 BOM 해부 – GPU 기판이 원가의 86%, ODM 수수료는 1.6%

◆ AI 서버 1대의 원가 분해와 마진의 역설: 마진율(%)이 아닌 마진 달러($)를 봐야 하는 이유

- 시장의 AI 서버 마진율 둔화 우려는 대당 원가의 86%를 차지하는 초고가 GPU가 매출 분모를 비정상적으로 팽창시킨 데 따른 회계적 착시. 실제 대당 마진 달러($24,000)는 전통 서버 대비 18배 폭증
- 제조사가 통제 가능한 유효 원가 영역이 10% 남짓에 불과하고 단순 조립 수수료가 1.6%에 그치는 구조상, 기업 가치 판단의 핵심은 표면 마진율(%)이 아닌 '대당·랙당 마진 달러 확대' 및 'OPM 방어 역량'

H100 8-GPU 서버 BOM 분해 — 원가 비중 GPU 86%, ODM 제조 수수료 1.6%

항목	내용	원가	비중
CPU	2× Intel Xeon	$4,000	2%
GPU 베이스보드	8× H100 (HBM 포함)	$206,780	86%
메모리	DRAM 2TB	$2,000	0.8%
스토리지	8× 3.84TB + 2× 1.92TB NVMe	$3,000	1.2%
NIC	ConnectX-7	$10,400	4%
메인보드·냉각·전원·섀시	PCB, 히트싱크·팬, 6× 3.3kW PSU, 케이블·레일	$4,934	2%
부품 합계		**$231,114**	**96%**
ODM 제조·테스트 수수료	조립·번인·QC	$3,750	1.6%
인건비·운송·보증		$6,250	2.6%
총원가		**$241,114**	100%
ASP / OEM GM	브랜드 OEM 판가 기준	**$265,000**	**GM 9%**

전통 서버 vs AI 서버 (브랜드 OEM 1대당)

$8,000 전통 서버 ASP (듀얼 CPU, 부품가 '25.7)	$265,000 AI 서버 ASP (H100 8-GPU)
GM 17% 전통 서버 매출총이익률	GM 9% AI 서버 매출총이익률
$1.3K 전통 서버 대당 GM 달러	$24K AI 서버 대당 GM 달러 (18배)

브랜드 OEM 가이드: 전통 서버 GM 15~20%·OPM 6~8%, AI 서버 GM 8~10%·OPM MSD%. 서비스(ProSupport 등) 부착 시 GM +4pt

자료: Goldman Sachs Global Investment Research (2026.6, 부품가 2025.7 기준 예시 BOM — DRAM/NAND 급등 이전), 키움증권 리서치

사급(Consignment) vs 직매입(Buy-and-Sell)의 회계적 영향

◆ AI 서버 핵심 부품 매입 주체에 따라 발생하는 회계적 착시

- 위탁제조는 랙 원가의 80~90%를 차지하는 GPU·HBM을 제조사가 떠안는 Buy-and-Sell과 빅테크가 직접 대주는 사급(Consignment)으로 양분
- 최근 빅테크의 핵심 부품 직소싱 확대로 사급 전환이 가속화되며 ODM의 운전자본 부담 경감과 FCF 개선이 나타나는 반면, 회전율과 레버리지 하락에 따른 ROE 구조 재편이 동반될 전망
- 메모리 가격 쇼크가 사급 회귀를 앞당긴 배경: ODM이 메모리를 Buy-and-Sell로 안으면 매출은 부풀고 GPM은 눌리며 운전자본이 급증. 하이퍼스케일러도 LTA(장기공급계약)를 자기 명의로 묶는 편이 물량 확보에 유리
- 향후 나타날 매출 역성장이나 GPM 급등은 순수한 회계적 착시에 불과한 만큼, 실적 평가의 핵심 잣대는 표면 마진율이 아닌 달러 기준 매출총이익 총액과 랙 출하 대수로 압축

랙 1대 기준 Buy-and-Sell과 Consignment의 회계 비교 (예시)

항목	Buy-and-Sell (제조사가 GPU·메모리 매입)	Consignment (고객이 부품 무상 지급)
매출	$3.5M — 랙 완제품 가격 전액	$0.3~0.4M — 조립·테스트비 + NRE만
매출원가	$3.3M — GPU·HBM 등 부품이 원가의 80~90%	$0.15~0.2M — 인건비·설비·소모 부품
매출총이익 (달러)	**$175K (GPM 5%)**	**$150~200K (GPM 40~50%)**
재고 · 매입채무	급팽창 — 부품 매입이 재고·매입채무로 동시에 실림	최소 — 부품은 고객 자산, 장부에 안 잡힘
운전자본 · FCF	부담 — 콴타 LTM FCF −NT$35B, 위윈 −NT$66B	개선 — 매입 선지급 사라져 현금 회수
ROE 구성 (듀폰)	낮은 순이익률 × 높은 회전율 × 높은 레버리지	높은 순이익률 × 낮은 회전율 × 낮은 레버리지
위험	재고 평가손 · 메모리 가격 변동 · 금융비용	조립비 단가 인하 압박 · NRE 인식 시점
EPS	**≈ 동일 — 이익 달러는 거래 구조와 무관**	**≈ 동일 — 차이는 단가 협상에서만 발생**

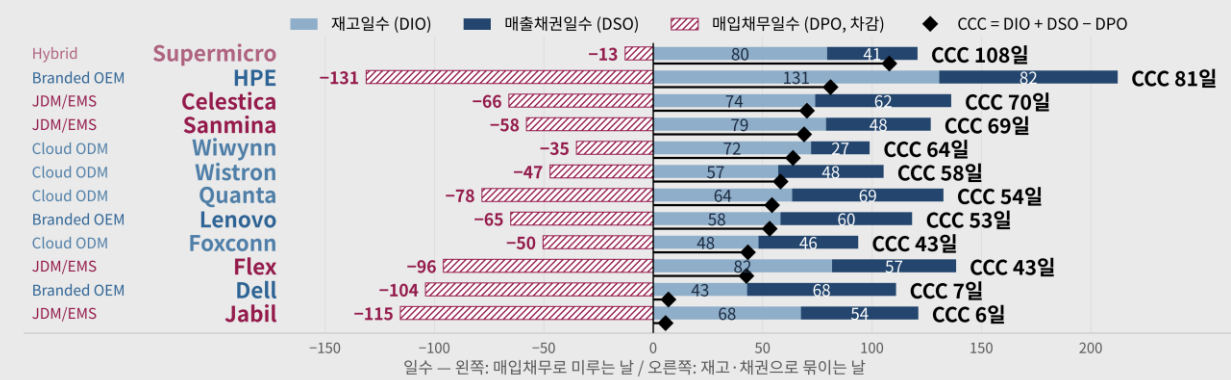
자료: 각사 IR·실적발표, TrendForce(메모리 계약가·LTA 동향, 2026.2·7), Bloomberg FA(FCF, 2Q26 LTM), 키움증권 리서치센터.
주: 랙 가격·조립비·GPM은 설명용 가정치

AI 랙 제조의 진정한 해자: 기술보다 가혹한 운전자본(CCC)과 대차대조표 체력 (1)

◆ 출하가 늘수록 현금이 마르는 구조: CCC의 역설

- AI 랙 제조는 기술 경쟁 이면에 막대한 운전자본을 요구하는 철저한 자본력 싸움
- 원가의 86%를 차지하는 GPU 매입 시 엔비디아의 절대적 가격 결정권으로 빠른 대금 지급(DPO 단축)이 강제되는 반면, 수백 개 수랭 부품 수급과 72~120시간 풀로드 번인 테스트로 재고 체류 기간(DIO)은 장기화. 출하 후에도 고객사 데이터센터의 현장 수락 테스트(SAT) 통과 전까지 세금계산서 발행이 불가능해 회수 기간(DSO 50~80일) 역시 지연
- 그 결과 현금전환주기(CCC = DIO + DSO − DPO)가 극단적 양(+)의 값을 띠며, 랙 출하가 급증할수록 영업현금흐름(OCF)이 오히려 고갈되는 '성장통의 역설' 직면
- NVL72 랙을 분기 2,000대(랙당 $3.0M) 출하 시 분기 부품 구매 원가만 $5.5~6.0B 소요. 대금 회수가 60일만 지연되어도 $3.5~4.0B의 현금 및 신용공여 한도를 상시 유지해야 하는 구조로, 독자적 기술력을 갖춘 중소형 제조사라도 대차대조표 한계상 시장 진입이 원천 차단

대차대조표가 가르는 진입 장벽: 주요 제조사 운전자본 회전일수(DIO · DSO · DPO) 분해



자료: Bloomberg, 각사 공시, 키움증권 리서치센터
주: Quanta·Wiwynn·Wistron·Celestica 3Q26, Foxconn 2Q26, Dell 2Q FY27, HPE 3Q FY26, Jabil·Sanmina 4Q FY26, Supermicro·Lenovo 1Q FY27, Flex 2Q FY27. 전사 기준(비AI 사업 포함)이며, 사급 효과(운전자본 금액 축소)는 비율인 회전일수에는 잘 드러나지 않음

AI 랙 제조의 진정한 해자: 기술보다 가혹한 운전자본(CCC)과 대차대조표 체력 (2)

◆ 대차대조표 체력에 따른 진영별 양극화

- 결국 AI 랙 통합 시장의 최종 문턱은 번인 테스트룸 설비가 아닌, 분기 약 $3.6B의 운전자본을 막힘없이 회전시키는 '대차대조표의 체력'이라는 판단 — 고객 전력 통전이 지연되면 이 부담은 Buy-and-Sell 사업자에 집중

진영별 운전자본 대응 체력 및 조달 구조 비교

● 안정적 확보 ○ 제한적 · 보완적 × 취약 · 부재	Branded OEM Dell 운전자본 변동성 노출 낮음	Cloud White-Box ODM Foxconn · Quanta · Wiwynn 노출 증간 → 사급 전환으로 완화	Hybrid Supermicro 노출 높음
① 영업현금 흡수력 고마진 사업부의 교차 보조	● 엔터프라이즈 고마진 사업부가 AI 서버 운전자본을 안정적으로 흡수	○ OPM 3%대 — 자체 흡수 여력은 제한적	**× Buy-and-Sell 비중 절대적 — 완충 사업부 없음**
② 공급망 전가 DPO 방어 · 사급 전환	● DPO 104일 — 구매력으로 부품사에 전가	● 부품 수직계열화로 DPO 방어 + 2026 하이퍼스케일러 사급 전환	**× DPO 13일 — 전가 못 하고 떠안음**
③ 외부 신용 회사채 · 은행 · 모그룹	● 투자등급 회사채 + 자체 금융사(DFS) 조달력	● 모그룹 유동성 + 은행 신용라인 (신디케이트론 $1.5B)	○ 단기 차입 위주
④ 자본시장 직접 조달 CB · 증자	○ 의존 불필요	○ 보완적 활용 — Wiwynn CB NT$15B	**× 주력 조달원 — 주가 급변· 거버넌스 리스크 시 즉각 경색**

자료: 키움증권 리서치센터 (DPO는 Bloomberg FA 전사 기준, Dell 2Q FY27 · Supermicro 1Q FY27)

AI 서버 제조 8사 밸류에이션 차별화: 고객 믹스 · 순수도 · 거버넌스

밸류에이션 멀티플을 가르는 3대 핵심 요인 — 순수 노출도 · 이익의 질 · 거버넌스

① AI 순수 노출도 vs 레거시 희석

12M Fwd P/E — 순수 노출 프리미엄은 최근 조정에서 소멸, 소비재 EMS 비중이 하방을 방어

- **Wiwynn** — 하이퍼스케일 100% — 7.9x
- **Foxconn** — 아이폰 EMS 희석 — 9.6x
- **Quanta** — 클라우드 순수 — 8.9x (OPM 2.9% 압축 할인)

순수 노출은 업사이클엔 상단을 열지만, 조정기엔 더 크게 깎인다

② 'GPM 희석'을 상쇄하는 이익의 질

세그먼트 OPM → 12M Fwd P/E
— 희석은 산식, 마진은 고객 믹스가 결정

- **Celestica** — HPS 스위치 OPM 8.5% — 11.3x
- **Dell** — 엔터프라이즈 ISG OPM 15% — 11.7x
- **대만 ODM** — GB 랙 B&S OPM 3~4% — 8.9~9.6x

조립사 밸류 탈피의 조건 = 고마진 채널(OEM) 또는 자체 플랫폼(JDM)

③ 거버넌스 신뢰도 · 대차대조표 리스크

Supermicro
— 실적은 피어 상단, 멀티플은 피어 최하단

- **피어 중앙값** — 8사 — 9.9x
- **Supermicro** — Hybrid — 4.2x (≈ 57% 디스카운트)

明 — 실적
1Q FY27 매출 4배 ($19.9B) · 4Q FY26 신규 수주 $60B+

暗 — 신뢰
내부회계 이슈 · 수출 통제 수사 · 반복 증자

리레이팅 선결 과제는 기술력이 아니라 시장 신뢰 회복

자료: Bloomberg·LSEG(12M Fwd P/E, 2026.11.13 기준), 각사 공시, 키움증권 리서치센터.

피어 매트릭스: 마진은 고객 믹스, 멀티플은 제품 믹스·거버넌스가 가른다

AI 서버 제조 8사 12M Fwd P/E 매트릭스

기업 (티커)	전사 GPM	OPM (Adj.)	Fwd P/E	12M Fwd EPS 3M 변화	주가 3M 수익률
Dell Technologies(DELL) Branded OEM	20% 내외 AI 믹스 확대로 하락 추세	ISG OPM 15.0% 2Q FY27, +6.2%p YoY	11.65	+41.2%	−30.3%
HPE(HPE) Branded OEM	40.4% 3Q FY26 non-GAAP, +10.5%p YoY	16.2% Cloud&AI 17%, 네트워킹 22%	10.11	+20.4%	−19.3%
Foxconn(2317.TW) Cloud White-Box ODM	6.0% 3Q26	3.8% 3Q26	9.63	+15.9%	−8.0%
Quanta Computer(2382.TW) Cloud White-Box ODM	4.8% 3Q26, −2.1%p YoY	2.9% 3Q26	8.88	+9.5%	−14.9%
Wiwynn(6669.TW) Cloud White-Box ODM	8.9% 3Q26	7.5% 3Q26	7.90	+33.8%	−19.7%
Celestica(CLS) High-Value JDM	11% 내외	8.5% 3Q26; 2026E 8.4%	11.28	+26.3%	−30.9%
Jabil(JBL) High-Value JDM/EMS	9.7%	6.4% core, 4Q FY26	13.52	+11.9%	−31.4%
Supermicro(SMCI) Hybrid OEM	FY26 10.8% / 1Q FY27 12.7% 과거 16%대 → 회석 → 반등	1Q FY27 adj. EBITDA 마진 11.2%	4.21	+46.0%	−31.4%

자료: 각사 공시·IR, Bloomberg, LSEG, 키움증권 리서치 주: Fwd P/E·12M Fwd EPS 변화·주가 수익률은 미국 5사 LSEG(2026.11.13), 대만 3사 Bloomberg(2026.11.13) 기준

PART 5

3대 메가트렌드와 지정학

Custom ASIC · 액체냉각 · 800V DC · 현지화

Custom ASIC 나비효과 · 액체냉각 병목 · 800V DC 전환(2장) · 지정학·현지화와 승자의 조건



◆ 하이퍼스케일러의 자체 AI 가속기 도입 배경: TCO 절감과 추론 최적화

- 하이퍼스케일러들이 Custom ASIC(Application Specific Integrated Circuit) 도입에 적극적인 이유는 엔비디아 독점 마진(70~80%) 탈피를 통한 데이터센터 총소유비용(TCO) 절감과 대규모 추론 환경에서 전력 대 성능비를 극대화하기 위함
- 현재 Custom ASIC은 단순 기술 실증(PoC)이나 파일럿 수준을 완전히 탈피하여, 하이퍼스케일러 핵심 데이터센터에 수십만 단위로 직접 깔리는 대량생산 단계로 진입

하이퍼스케일러별 Custom ASIC 도입 현황

기업명 (ASIC)	도입 단계 · 규모
Google (TPU)	**외부 판매 단계** Anthropic 최대 100만 개 + 2027~ 수 GW · Meta 임차
AWS (Trainium)	**외부 판매 단계** Anthropic 5GW · OpenAI 2GW(2027~) · 칩 사업 연환산매출액 $25B+
Meta (MTIA)	**내부용 · 추론 한정** 훈련은 GPU + Google TPU 임차
Microsoft (Maia)	**내부용 · 추론** Maia 200 Azure 배치 개시(2026.1)
OpenAI (Jalapeño)	**자체용 · 추론** 2029까지 10GW 목표 · 훈련은 Nvidia 유지

자료: 각사 발표(Google Cloud Next 2026.4, AWS 2026.7, Meta 2026.3·4, Microsoft 2026.1·10, OpenAI·Broadcom 2026.6), 언론 보도, 키움증권 리서치센터

◆ 공급 체계의 차이: 독점 폐쇄형(NVLink) vs 개방형 협업(JDM·사급)

- NVL72이 엔비디아의 자체 독점 규격(NVLink·IB) 및 핵심 부품 규격 아래 제조사가 수백만 달러대 GPU 재고를 직접 매입·부담하는 Buy-and-Sell 체계라면, Custom ASIC은 생태계 구조 자체가 상이
- 빅테크(CSP) 주도하에 설계 파트너(Broadcom·Marvell) 및 제조사가 보드부터 랙까지 긴밀히 협업하는 JDM(공동설계)과 고가 칩을 고객사가 직접 대주는 사급(Consignment) 모델을 채택하여 제조사의 운전자본 부담을 원천 경감
- 상호 연결(패브릭) 역시 단일 벤더 종속을 피하기 위해 개방형 표준 이더넷(RoCE v2, Ultra Ethernet)과 광학 스위칭(OCS) 인프라를 적극 활용. 이에 따라 랙 제조 공급망은 전통 브랜드를 건너뛰고 빅테크와 직거래하는 ODM-Direct 구도로 재편
- 구글 TPU 생태계는 초기 셀레스티카 중심에서 8세대부터 콴타·폭스콘·컴팔 등 대만 ODM으로 파이를 넓히며 공급망을 다변화(폭스콘은 자체 ASIC 서버 점유율 40%+ 목표)하는 추세이며, AWS Trainium은 위윈(Wiwynn)을 메인 공급사로 두되 Trainium3부터 네트워크 전문 액톤(Accton)과 물량을 분담하는 이원화 체제를 구축

하이퍼스케일러별 ASIC 서버/랙 조립사

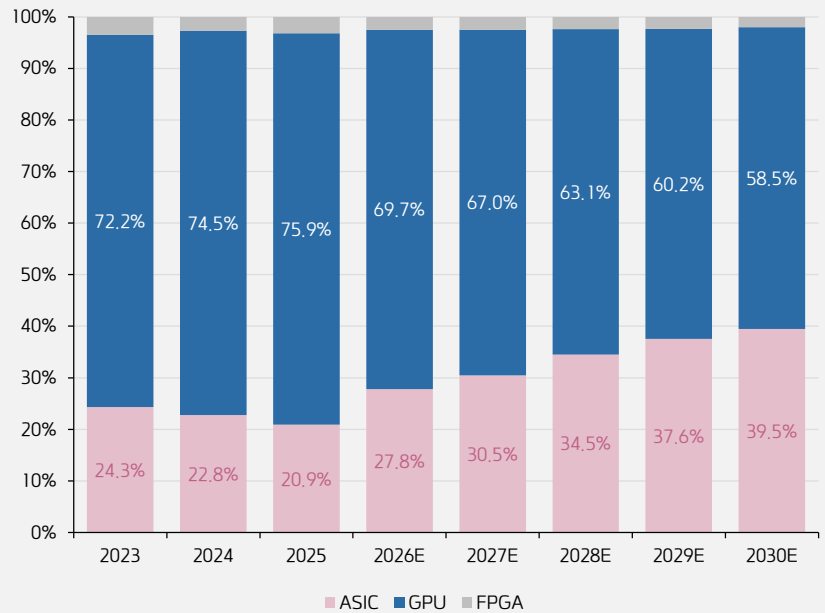
가속기	ASIC 설계 파트너	서버/랙 조립	비고
Google TPU	Broadcom (MediaTek 일부)	Celestica, Quanta, Foxconn, Inventec, Compal(신규)	8세대부터 대만 비중 확대, 폭스콘은 ASIC 서버 점유율 40%+ 목표
AWS Trainium2/3	Annapurna(자체) + Alchip, Marvell(일부)	Wiwynn(주), Accton	Trainium3 공랭 위주, 3Q26 출하 목표 상향
Meta MTIA	Broadcom	미공개(대만 ODM 추정)	—
MSFT Maia 200·300	자체 설계	미공개	—
OpenAI Jalapeño	Broadcom	Celestica(보드·랙·시스템 통합)	2026 말 배치

자료: 각사 공시·IR, NVIDIA, 키움증권 리서치

메가트렌드 ①: Custom ASIC 확대 수혜 (3)

하이퍼스케일러 ASIC 물량은 직납 ODM 및 JDM/EMS 진영의 몫, OEM은 배제: 커스텀 ASIC은 GPU보다 칩 단가(ASP)가 낮아 전체 매출(금액) 비중보다 실제 랙 출하량 비중이 훨씬 높음. 제조사 실적은 칩 가격이 아닌 '조립 랙 수'에 비례하므로, 겉보기 매출 비중이 작아도 실제 사업 기회는 훨씬 큰 구조

AI 서버 출하량 중 가속기 유형별 비중 (%)



종목별 ASIC 노출

종목	ASIC 프로그램 (조립)	노출
Celestica	Google TPU 랙·이더넷 스위치, OpenAI Jalapeño 랙	○
Foxconn	TPU 서버·랙 — ASIC 서버 점유 40%+ 목표	○
Quanta	TPU 서버	○
Wiwynn	Trainium2/3 1차 조립	○
Jabil	하이퍼스케일러 랙 일부 (비공개)	△
Dell · HPE · SMCI	없음 — GPU(HGX·NVL72) 전용	×

출하 대수 기준(TrendForce) — 2026E ASIC 27.8%는 2023년 이후 최고. 4월엔 Meta·AWS 칩 검증에 따른 출하 지연 우려로 약 27%로 소폭 하향

◆ **ASIC은 "옵션"이 아니라 이미 AI 서버 출하 4대 중 1대 이상(2026E 27.8%) — 2030E 39.5%**
— ASIC 물량은 직납 ODM·JDM 몫, OEM 3사의 성장은 가장 빠르게 커지는 하이퍼스케일러 밖 GPU 수요에 달림

자료: TrendForce(2026.1·3·4), 각사 IR, 키움증권 리서치

◆ 공랭의 한계 도달과 D2C 액체냉각의 필연성

- 칩 TDP(Thermal Design Power, 냉각 장치가 해소해야 하는 최대 열량)가 700~1,000W+로 상승하고 랙당 전력 밀도가 100~130kW+ (NVL72)로 폭증함에 따라, 기존 공랭 방식(물리적 한계 20~40kW)으로는 칩 표면 열 저항 감당 불가
- 칩 표면 열 저항 한계를 넘기 위해 냉각수를 칩 표면 콜드플레이트로 순환시키는 D2C(Direct-to-Chip) 액체냉각은 전제조건으로 안착. 공기 대비 25배 이상의 열전도 효율을 바탕으로 PUE(Power Usage Effectiveness, 총 소비 전력 ÷ IT 장비 전력)를 1.5에서 1.1 내외로 개선
- **내재화 진영 (Foxconn · Quanta · Supermicro · Jabil):** 매니폴드, 랙 섀시, CDU를 자체 생산 체계로 흡수해 부품 마진 유출 방어 및 공급망 납기 리스크를 직접 통제
- **파트너십 진영 (Dell · HPE):** 버티브(Vertiv)·쿨아이티(CoolIT) 등 검증된 글로벌 전문 쿨링 벤더와의 장기 공급 계약을 통해 엔비디아 규격 인증 속도 극대화에 주력

공랭(Air Cooling) vs 직접 액체냉각(D2C Liquid Cooling) 주요 지표 비교

구분	공랭 (Air Cooling)	직접 액체냉각 (D2C Liquid Cooling)
최대 랙 전력 밀도	20~40 kW	80~120+ kW
전력효율지수 (PUE)	1.3~1.6	1.05~1.15
GPU 접합부 온도	80~95° C	55~70° C
단위 면적당 연산 밀도	기준 (Baseline)	3~5배 향상 (3-5x higher)
팬/펌프 전력 소모	IT 부하의 30~40%	5~10%
물 사용 효율 (WUE)	1.8~2.5 L/kWh	0~0.5 L/kWh

자료: ToneCooling, 키움증권 리서치

◆ 출하를 좌우하는 4대 부품과 'Golden Screwdriver' 병목

- 가공 기술 중심의 콜드플레이트·매니폴드 대비, 0.01mm 초정밀 공차와 절대적 무누수 인증이 필요한 QD, 펌프 이중화 설계가 요구되는 CDU의 진입장벽이 압도적. 수백 달러짜리 단일 밸브의 납기 지연 및 공차 결함이 수백만 달러대 랙 전체 출하를 멈추는 '골든 스크루드라이버(Golden Screwdriver)' 현상의 발원지
- 종목 시사점: 냉각 내재화가 마진 계층을 바꾸진 못함(내재화한 Foxconn OPM 3.8% vs 외부 조달 Dell ISG OPM 15%) — 냉각은 마진이 아닌 출하 납기(① 통합력)의 변수

랙 내부 액체냉각(D2C) 4대 핵심 컴포넌트 밸류체인

핵심 부품	물리적 기능 및 요구 스펙	핵심 공급업체	병목 및 진입장벽 수준
Cold Plate 콜드플레이트	칩 표면에 밀착되어 열을 냉각수로 흡수하는 초정밀 미세유로(Micro-channel) 금속판	Auras(雙鴻), AVC(奇鋐), Cooler Master, CoolIT, Boyd	중상 (High) — 미세 스카이빙(Skiving) 가공, 열팽창 계수 일치·부식 방지 도금
Manifold 매니폴드	랙 양 측면에서 각 서버 트레이로 냉각수를 고르게 주입·배출하는 메인 분배 파이프	Cooler Master, AVC, Auras, Delta	중 (Medium) — 랙 내 균일 유압 밸런싱 설계, 진동·운송 충격에 견디는 구조 강도
Quick Disconnect QD, 퀵 디스커넥트	서버 트레이 탈부착(핫스왑) 시 냉각수 누출을 100% 차단하는 드라이브레이크 밸브	Staubli, Parker Hannifin, CPC, Danfoss, 대만 로컬사	최고 (Extreme) — 0.01mm 정밀 공차, 무누수(No-drip) 인증, 유체 압력 강하 최소화
CDU 냉각수 분배 장치	펌프, 열교환기, 필터, 유량/온도 센서로 랙 전체 냉각 루프를 제어하는 '심장'	Vertiv, Delta Electronics, CoolIT, Boyd, Quanta(자체), Foxconn, Supermicro(자체)	최고 (Extreme) — 펌프 이중화(Redundancy), 스마트 텔레메트리, 공장 내 번인 테스트 설비 필수 연계

자료: 각사 공시·IR, NVIDIA, 키움증권 리서치

◆ 데이터센터 전력 아키텍처 800V 전환: 메가와트(MW)급 AI 랙의 물리적 한계 돌파와 TCO 혁신

- 현행 54V DC 버스바 체계는 NVL72(120kW급)까지 방어 가능하나, 2027년 카이버(Kyber/Rubin Ultra NVL576, 랙당 600kW~1MW) 도입 국면에서는 물리 법칙상의 수용 한계 직면

왜 800V 전환이 필요한가: 물리 법칙과 엔비디아가 제시한 효과

칩 세대	대표 랙 구성	랙 아키텍처	랙 전력	배전 체계	양산 시기
Hopper	HGX 서버	–	~40kW	48V/54V	2023~24
Blackwell	GB200 NVL72	Oberon	~130kW	48V/54V	1H25
Blackwell Ultra	GB300 NVL72	Oberon	~150kW	48V/54V	2H25
Vera Rubin	**NVL72**(구 NVL144)	Oberon (과도기)	190~230kW	800V 준비	2H26
Rubin Ultra	NVL576	Kyber	600kW~1MW	800V 개시	2H27
Feynman	미공개	Kyber 계열	~1MW+급	800V 표준	2028+

600kW 랙 전류

1/15

54V ≈ 11,000A → 800V 750A

저항 발열 (I^2R)

약 1/220

전류 감소의 제곱으로 손실 축소

54V 고집 시 (MW급 랙)

64U · 200kg

파워쉘프 최대 64U 점유, 구리 버스바 200kg (NVIDIA)

단대단 효율 최대 **+5%** · 동일 도체로 **85%** 더 많은 전력 전송 · 구리 **45%** 절감 · 유지보수비 최대 **70%↓** · TCO 최대 **30%↓**

자료: 엔비디아, 키움증권 리서치

◆ 800V DC 전환의 수혜 지도: 서버 안에서 밖으로 이동하는 부가가치

- 800V 전환은 전원 공급 장치를 서버 랙 내부에서 외부 전용 전원랙(사이드카)으로 빼내는 구조적 변화
- 향후 핵심 관전 포인트는 서버 옆에 새로 배치되는 '외장 전원랙'의 완성품 조립 주도권을 기존 서버 조립사가 가져갈지, 아니면 버티브·델타 같은 전력 전문사가 통째로 납품할지의 영역 다툼으로 압축
- 단, 전력 표준(NEC 2029) 반영이 Kyber(2027)보다 늦어 AI 서버 제조사 매출 구조 변화는 2028년 이후로 전망

800V DC전환의 AI 서버 제조 진영별 영향

종목 시사점: 2028년 이후 이벤트 — CLS·DELL 판단에는 중립

진영	잃는 것	얻는 것	판단
White-Box ODM (Foxconn·Quanta·Wiwynn)	파워쉘프 통합 · PSU 마크업 · 구리 버스바 내재화 이점	고전압 DC-DC · 800V 안전 검증 공정, 랙당 컴퓨트 ASP 확대	중립~약한 부정
Branded OEM·Hybrid (Dell·HPE·SMCI)	랙 전원부 설계 차별화	사이드카 번들링(Vertiv·Schneider) = 턴키 역량	중립
High-Value JDM/EMS (Celestica·Jabil·Sanmina)	엔비디아 GPU 랙 비중이 낮아 Kyber발 변화의 직접 영향 제한적	전원부 서브시스템 내재화(Jabil) — 사이드카·전원랙 위탁 생산 기회	중립
전력 벤더 (엔비디아 800V 파트너 30사)	중앙 UPS · 변압기 · LV 스위치기어	SiC/GaN 소켓 · 사이드카·정류기·BBU · 중앙 정류기·ESS·SST	수혜

자료: 엔비디아, 키움증권 리서치

◆ AI 서버의 북미 현지화: 물리적 물류 한계와 안보 자산화의 필연적 귀결

- 1.4톤 액체냉각 랙(NVL72)은 해상 운송 시 진동 누수 위험과 항공 운송의 비용 한계로 인해 '아시아 보드 실장(L6) + 미주 랙 조립·번인 테스트(L11/ L12)' 분업이 필수적
- 여기에 대만 해협 리스크 분산, USMCA 관세 회피, 소버린·국방 클라우드의 백도어 차단(공급망 추적성) 요구가 겹치며 AI 랙은 국가 전략 자산으로 격상. 결국 북미 현지에 대규모 전력·냉각 검증 거점을 선점한 제조사만이 빅테크 수주 자격을 확보하는 구조적 진입장벽 형성

주요 AI 서버 제조사의 지역별 생산 거점

종목 시사점: 주요사 모두 북미 거점 보유 — 현지화는 필요조건, 차별화는 고객 믹스

기업명	아시아 생산 기지 (L6~L10)	북미/유럽 최종 조립 거점 (L11/L12)	핵심 경쟁력 및 전략 거점
Foxconn	대만, 베트남, 인도	멕시코(과달라하라), 미국(텍사스 휴스턴, 위스콘신; 오하이오·캘리포니아 증설 계획)	북미 최대 규모 전용 랙 턴키 공장, 부품 수직계열화
Quanta (QCT)	대만 본토 (타오위안), 태국	미국(테네시 내슈빌 QMN — 2026.8 $970M 증자, 누적 $2.15B / 캘리포니아 프리몬트 QCT 조립·테스트 증설), 독일	빅테크 DC 밀집 지역 인접, 즉각적 엔지니어링 대응; 2026년 말 캐파 2배
Wistron	대만, 베트남	미국(텍사스 포트워스 D1, 2026.7 가동), 멕시코	미국산 첫 GB300 컴퓨트 보드 양산($700M 투자), 엔비디아 물량의 약 5%
Wiwynn	대만, 말레이시아	멕시코(후아레스)	미-멕시코 국경 인접 물류 최적화, Trainium/ Meta 랙 공급
Celestica	태국, 말레이시아	캐나다 본사, 멕시코(몬테레이), 미국	탈중국 포트폴리오 완비, 북미 네트워킹/ ASIC 고객 밀착 대응
Dell / SMCI	아시아 OEM 외주 및 협력사	Dell: ODM 파트너의 미국·멕시코 공장 / SMCI: 산호세 자체 공장	미국 내 직접 설비 보유로 연방정부·엔터프라이즈 보안 신뢰도 최고
Jabil / Sanmina	아시아 다수 거점	미국(Jabil 노스캐롤라이나·멤피스 신규 / Sanmina-ZT 뉴저지·텍사스), 멕시코	하이퍼스케일러 랙 현지 조립·통합

자료: 각사 IR, 언론보도 종합, 키움증권 리서치센터

PART 6

투자 결론 및 개별 종목

세부 종목 커버리지

수요 점검 · 3축 채점 결론 · 5선 요약 · CLS · DELL · HPE · JBL · SMCI



수요 점검: 하이퍼스케일러·네오클라우드 수요는 견조, 병목은 전력

◆ 서버사 영향은 아직 '이연 후 catch-up' 단계 — 연 단위 지연으로 바뀌는지가 관건

- **수요:** MSFT는 외부 용량 지연분과 부품가 상승으로 1H27 CapEx 가속을 예고했고, 알파벳은 2027년 CapEx 대폭 증가를 언급. 네오클라우드도 CRWV가 백로그 $132.5B에 2026년 매출 가이던스를 상향하며 견조
- **병목:** 3자 개발 데이터센터의 전력·건설 지연으로 MSFT·네비우스의 일부 용량이 1H27로 이연(취소 아님). IDC는 2026년 미국 계획 용량 약 7GW가 지연·취소된 것으로 추정했고, 11/3 지역 주민투표 41건 중 40건은 개발 제한 쪽 승리
- **변수:** NVIDIA CEO 교체(11/12 공시) — 이사회는 로드맵·고객 약정 유지를 공언, 11/17 실적(임시 CEO 체제 첫 콜)에서 루빈 램프·공급 약정·네오클라우드 지원 기조 확인 필요

통전 지연이 서버사 실적으로 번지는 두 경로

구분	① 인도 이연	② 선인수·적체
메커니즘	고객 사이트 미비 → 인도 연기 → 다음 분기 catch-up	고객이 먼저 인수 → 미가동 자산 누적 → 1~2분기 뒤 주문 공백
실적 신호	백로그↑·출하↓, 재고·선수금↑	서버사 실적은 견조한데 고객 건설중인자산(CIP)만 급증
3Q26 사례	SMCI: 전력·냉각·네트워킹 준비 지연분 $2.3B가 1Q FY27에 유입, 선수금 +$3.1B	아마존: 데이터센터 준비 전 랙 선인수(Early Rack Receipt), 일부 전력 대기
노출 진영	Buy-and-Sell OEM·하이브리드(Dell·SMCI·HPE)	하이퍼스케일러 직거래(대만 ODM·Celestica)
현재 판단	진행 중이나 catch-up으로 연간 실적 훼손은 제한적	아직 주문 둔화 신호 없음 — 4Q 콜의 2027년 CapEx 가이던스로 확인

자료: 각사 실적발표·컨퍼런스콜(3Q26), NVIDIA(2026.11.12), IDC(2026.10), Ballotpedia(2026.11), 키움증권 리서치센터
주: 아마존 사례는 Business Insider(2026.10.20) 보도 기준

투자 결론 및 종목 옥석 가리기: 3대 핵심 축(통합력·마진·ASIC) 기반 채점표

◆ 3대 핵심 축(통합력·마진·ASIC)에 기반한 서버 제조 내 종목 선별: 최선호 CLS, 차선호 DELL

- 세 가지 조건을 모두 충족(3점 만점)한 유일한 종목은 Celestica(최선호)로, 고성능 이더넷 스위치 지배력과 구글·OpenAI향 ASIC 랙 통합을 결합해 Foxconn·Quanta의 2배 이상 수익성(OPM 8.5%) 시현 — TPU 조립 분산·FCF 순유출에도 2027년 매출 가이던스 +90%, 확정 수주 기준 2028년 수요는 2027년 상회
- Dell(차선호)은 ASIC 노출은 부재(2점)하나 가장 빠르게 커지는 하이퍼스케일러 밖 GPU 수요에서 기업·소버린 채널과 스토리지·서비스 번들로 높은 이익률(서버·스토리지 합산 ISG OPM 15.0%, AI 잔고 $95B) 기록
- **주가:** 최근 3개월 CLS −31%(12M Fwd EPS +26%), DELL −30%(+41%) — 이익 전망은 상향됐는데 AI 인프라 투자 우려에 따른 섹터 디레이팅으로 주가만 빠져 Fwd P/E 11.3x·11.7x(8사 중앙값 9.9x)
- **DELL 리스크:** 네오클라우드 풀의 조달(CRWV 5Y CDS 1,197bp)과 '28년 착공분 전력 통전 지연

3대 핵심 축(랙·네트워킹 통합·마진·ASIC) 기반 종목별 투자 판단

종목	① 통합	② 마진	③ ASIC	근거	판단
Celestica	○	○	○	랙 통합·스위치 지배력에 구글·OpenAI ASIC 결합 — 3대 축 모두 충족	**최선호**
Dell	○	○	×	기업·네오클라우드향 고마진 턴키 채널(ISG OPM 15%) — ASIC만 부재	**차선호**
Foxconn	○	×	○	랙 최다 생산·ASIC 서버까지 아우르나 번들·설계 없는 조립 수수료 구조(OPM 3.8%)	2점 — 마진 축 탈락
Wiwynn	△	△	○	Trainium 주 조립·ODM 3사 최고 OPM(7.5%) — 상승분 일부는 사급 효과, Trainium3 이원화 부담	4Q26 실적 확인
Quanta	△	×	○	TPU 직거래 불구 번들·설계 없는 조립 수수료 구조 — GPM 하락(4.8%)은 사입 착시 포함, 사급 전환 후 이익 달러로 확인	4Q26 실적 확인
HPE	△	○	×	고마진(OPM 17%) 불구 AI 수주 잔고는 Dell의 1/14($6.8B)에 불과	중립
Jabil	△	△	△	AI 매출(FY26 $14.4B) 대비 고객·제품이 분산돼 뚜렷한 강점 축 부재	중립
Supermicro	△	△	×	수주 급증에도 마진 재하락·수출통제·거버넌스 이슈로 신뢰 미회복	관망

자료: Bloomberg(2026.11.13, CDS는 11.12), LSEG(2026.11.13), 키움증권 리서치('Neo and Beyond', '2027년 글로벌주식 전망')
주: 채점 기준 ① ○ AI 랙(L11/L12) 대량 양산과 네트워킹·인접 공정 턴키 겸비, △ 둘 중 하나
② ○ 고객 믹스·번들·설계로 마진 유지·상승, △ 수준·지속성 단서, × 번들·설계 없이 조립 수수료 의존
③ ○ 하이퍼스케일러·빅테크 ASIC 서버·랙 직접 조립, △ 일부·비공개, × 없음 · 동점 시 ② 충족 우선

개별 종목 5선 요약: 같은 AI 서버 제조사라도 핵심 이익처와 주가 변수는 다르다

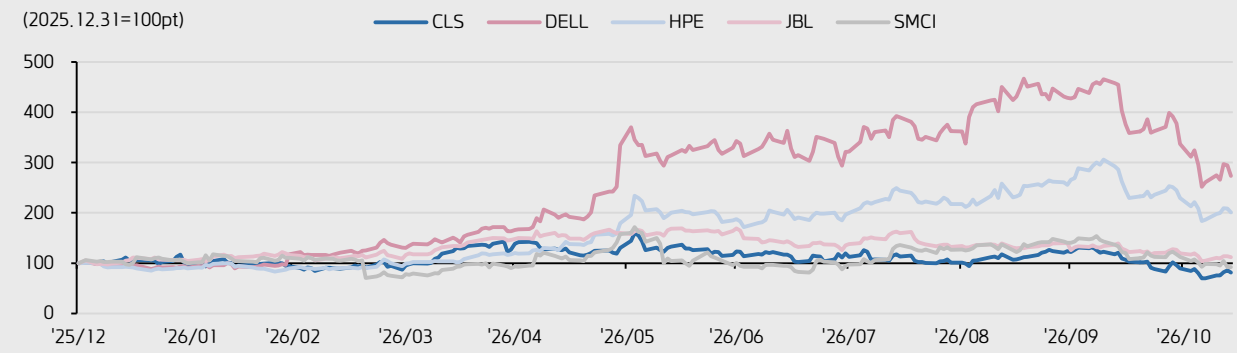
미국 상장 AI 서버 제조 5사의 사업 구조 · 핵심 이익처 · 주가 변수

기업	사업 구조	핵심 이익처	주가 변수 (확인 포인트)
Celestica JDM	하이퍼스케일러向 800G/1.6T 스위치·ASIC 랙 공동 설계·생산 (CCS 매출 84%)	자체 스위치 플랫폼(HPS) 설계 기여 — 랙 비중 확대에도 OPM 8.5%	구글 TPU 물량의 대만 ODM 분산, OpenAI향 랙의 고객 조달, 2027년 FCF 순유출
Dell Branded OEM	서버·스토리지(ISG 68%) + PC(CSG) 브랜드 OEM, AI 잔고 $95B	스토리지·서비스·금융(DFS) 번들 — ISG OPM 15.0%	AI 잔고의 매출·현금 전환, 네오클라우드 조달, PC 수요(메모리 원가)
HPE Branded OEM	PC 없이 서버·스토리지(Cloud & AI) + 네트워킹(주니퍼) 브랜드 OEM, AI 잔고 $6.8B	주니퍼 네트워킹 OPM 22% — Cloud & AI(17%)보다 높은 마진	FY4Q26부터 주니퍼 기저효과 소멸 → 네트워킹 유기 성장, 작은 AI 레버리지
Jabil EMS	범용 EMS — 하이퍼스케일러 랙 조립 + 광·냉각·전력 서브시스템 (FY26 AI 매출 $14.4B)	Intelligent Infrastructure(매출 55%, 마진 6.5%) — 랙 조립 + 서브시스템	낮은 AI 순도로 리레이팅 제한, 상반기 램프업 비용으로 이익 하반기 편중
Supermicro Hybrid	GPU 직매입(Buy-and-Sell) 빌딩블록 서버·DLC 랙, AI 매출 비중 71%	사실상 AI 서버 단일 — Non-GAAP GPM 12.8%, 단일 고객 매출 44%	수출통제 관련 법무부 수사·공동창업자 재판, 마진 지속, FCF 흑자 전환·증자 중단

자료: 각사 공시·IR, 키움증권 리서치, 주: 사업 비중·마진·잔고는 최근 분기(CLS·HPE FY3Q26, DELL FY2Q27, JBL FY4Q26, SMCI FY1Q27) 기준

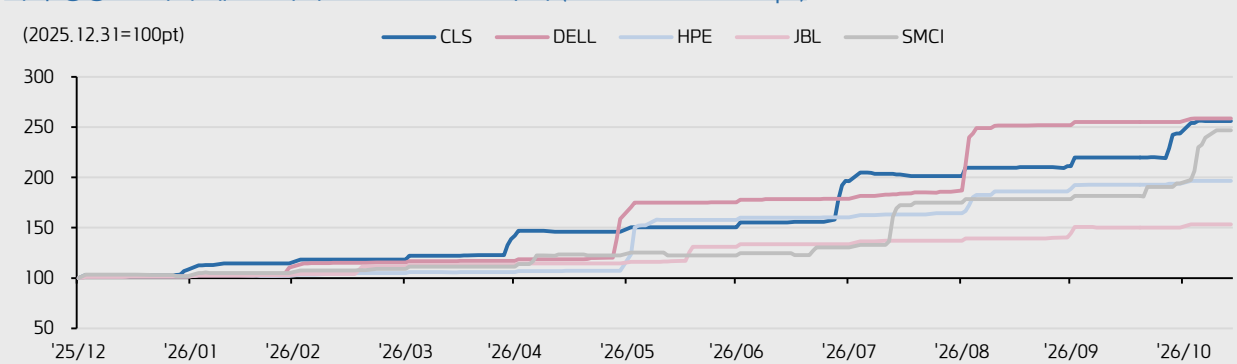
미국 상장 AI 서버 제조 5사의 주가 및 12M Fwd EPS 추이

미국 상장 AI 서버 제조 5사의 주가 추이 (2025.12.31 = 100pt)



자료: LSEG, 키움증권 리서치센터

미국 상장 AI 서버 제조 5사의 12M Fwd EPS 추이 (2025.12.31 = 100pt)



자료: LSEG, 키움증권 리서치센터

셀레스티카 (CLS)

US Equity Analyst 박기현

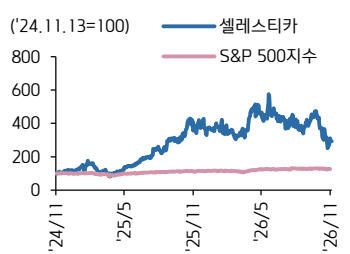
블룸버그 목표주가	USD 448.27
현재 주가 (11/13)	USD 240.34

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	EMS/ODM
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,562
시가총액(mln)	34,818
유통주식수(mln)	126
52주 최고	474.03
52주 최저	244.51
일평균거래량	2,724,695

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	-6.5	-22.4	-23.5	-15.3
S&P 500	10.5	-1.3	2.1	12.3



◆ **기업 개요:** 셀레스티카(CLS)는 캐나다 토론토 본사의 데이터센터 인프라 위탁 설계·생산 기업. 사업은 하이퍼스케일러向 네트워크 스위치·컴퓨트·스토리지의 CCS(Connectivity & Cloud Solutions, FY3Q26 매출의 84%)와 반도체장비, 항공방산, 산업, 헬스케어向 ATS(Advanced Technology Solutions)로 구성. 대만 ODM과 달리 자체 설계 플랫폼(HPS)과 고객 공동 설계(JDM)로 고부가 제품을 공급하는 것이 특징임

◆ **투자 포인트: 1) 통합력·마진·ASIC 3대 축을 모두 갖춘 드문 서버 제조사:** 하이퍼스케일러 직거래로 800G/1.6T 스위치(HPS)와 구글 TPU·OpenAI ASIC 랙 통합을 동시 수행. FY3Q26 네트워킹 매출 +68%, 컴퓨트·스토리지 +242% 성장. GPU 랙이 엔비디아 규격 기반의 조립 경쟁이라면 ASIC 랙은 고객과의 공동 설계 역량이 수주를 가름. **2) 랙 비중 확대에도 오르는 마진:** 저마진 랙 믹스 확대에도 조정 OPM은 7.6%(FY3Q25)에서 8.5%(FY3Q26)로 상승했고, 2027년 9.0%로 추가 확장을 제시. 스위치 자체 IP·설계 기여분에 판관비 레버리지가 더해져, 조립 수수료 중심의 폭스콘, 콴타(OPM 3~4%) 대비 2배 이상의 수익성 시현. **3) 2028년까지 이어지는 수요 가시성:** 2027년 매출 +90% 가이던스에 더해 확정 수주 기준 2028년 수요가 2027년을 크게 상회한다고 언급. $3.45B 유상증자로 재원을 확보하고 2027년 CapEx를 $1.5~2.0B로 늘려 캐파를 선제 확대

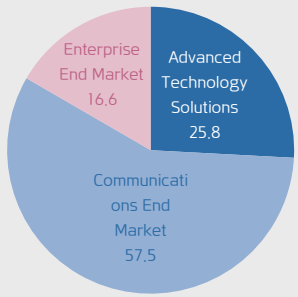
◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q26 매출액 $5.83B(+83% YoY), 조정 EPS $3.30(+109% YoY)로 가이던스 상단 및 컨센서스 상회. 2026년 가이던스를 매출 $21.0B, EPS $11.55로 상향하고 2027년 매출 $40.0B, EPS $21.50(+86%)를 첫 제시. 최근 3개월 12M Fwd EPS는 26% 증가했으나 AI 인프라 투자 우려에 따른 섹터 디레이팅으로 주가는 31% 하락해 12M Fwd P/E 11.3배(서버 제조 8사 중앙값 9.9배). 피크아웃 공포가 과도하게 선반영된 구간으로 판단. 리스크는 구글 TPU 물량의 대만 ODM 분산과 2027년 FCF 순유출 규모

Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
매출액	12,391	20,743	37,022	52,205
영업이익	927	1,736	3,280	4,604
영업이익률 (%)	7.5	8.4	8.9	8.8
순이익	703	1,331	2,465	3,585
EPS	6.05	11.31	20.47	28.77
증가율	55.9	87.0	80.9	40.6
PER	45.6	24.4	13.5	9.6
PBR	15.3	6.0	4.2	2.9
ROE	40.5	35.7	41.3	50.0
배당지표수익률	-	0.0	0.0	0.0

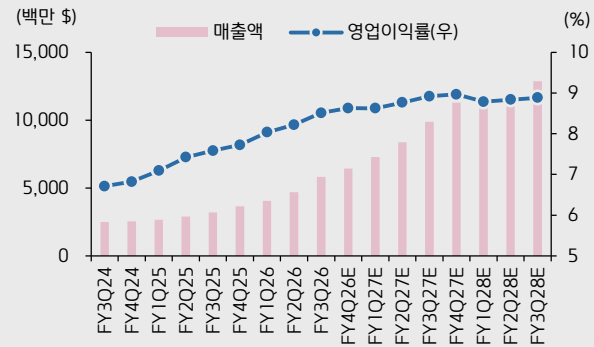
주: 컨센서스는 2026.11.13 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

CLS 사업부별 매출액 비중



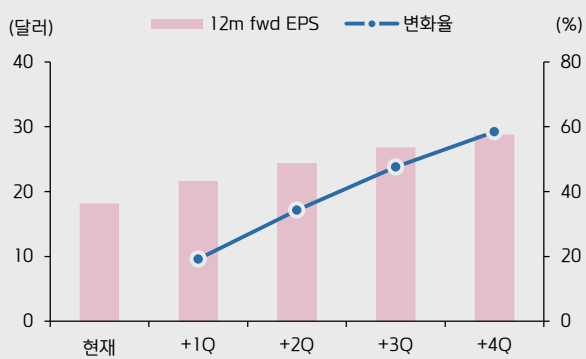
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

CLS 분기 매출액 및 영업이익률 추이



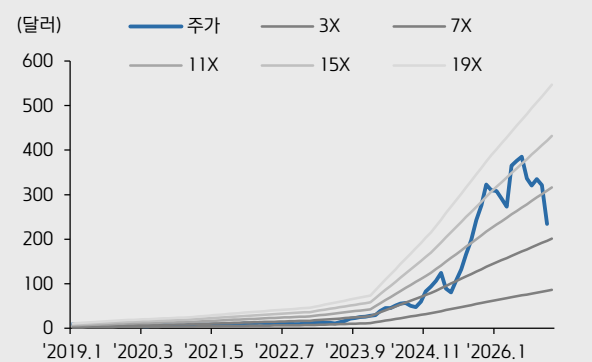
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

CLS 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

CLS 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

셀레스티카 (CLS)

손익계산서

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
매출액	**7,250**	**7,961**	**9,646**	**12,391**	**—**
매출원가	6,614	7,207	8,612	10,897	—
매출총이익, GAAP	**636**	**754**	**1,034**	**1,494**	**—**
판관비	280	303	294	260	—
연구개발비	46	61	78	118	—
영업이익, GAAP	**358**	**445**	**623**	**927**	**—**
영업외 (이익)손실	60	32	67	58	—
세전이익, GAAP	**298**	**369**	**571**	**874**	**—**
법인세비용	58	62	104	151	—
당기순이익, GAAP	**146**	**245**	**428**	**833**	**—**
EPS, GAAP	**1.18**	**2.03**	**3.62**	**7.22**	**—**
희석 EPS, GAAP	**1.18**	**2.03**	**3.61**	**7.16**	**—**
영업이익, 조정	**358**	**442**	**623**	**927**	**—**
당기순이익, 조정	**146**	**292**	**461**	**703**	**—**
EBITDA	**466**	**606**	**775**	**1,103**	**—**

재무상태표

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
자산총계	**5,628**	**5,891**	**5,988**	**7,213**	**—**
유동자산	4,327	4,511	4,512	5,673	—
현금 및 현금성자산	375	370	423	596	—
매출채권	1,394	1,796	2,069	2,638	—
재고자산	2,350	2,104	1,761	2,188	—
비유동자산	1,301	1,380	1,476	1,540	—
유형자산	510	632	662	710	—
무형자산	668	640	649	599	—
부채총계	**3,950**	**4,120**	**4,092**	**4,997**	**—**
유동부채	3,055	3,221	3,021	3,940	—
매입채무	2,985	3,173	2,975	3,882	—
단기성부채	52	27	27	58	—
비유동부채	895	899	1,071	1,057	—
장기성부채	734	648	770	858	—
자본총계	**1,678**	**1,771**	**1,896**	**2,216**	**—**

현금흐름표

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
영업활동으로 인한 현금흐름	**298**	**326**	**474**	**660**	**—**
감가상각비, 무형자산상각비	145	131	152	176	—
운전자본 변동	-89	-149	118	-1,022	—
투자활동으로 인한 현금흐름	**-109**	**-122**	**-213**	**-204**	**—**
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-109	-125	-171	-201	—
유, 무형자산 처분	0	2.7	2.9	0	—
재무활동으로 인한 현금흐름	**-209**	**-208**	**-209**	**-284**	**—**
지급배당금	0	0	0	0	—
차입금의 증가(감소)	-79	-28	122.6	-29	—
자사주매입	-79	-118	-268	-375	—
현금증가	**-20**	**-4**	**53**	**172**	**—**
기초현금	394	375	370	423	—
기말현금	375	370	423	596	—
FCF	**189**	**201**	**303**	**458**	**—**
FCFF	**195**	**209**	**311**	**466**	**—**

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
보통주 순이익률	2.01	3.07	4.44	6.72	—
영업이익률	3.63	4.25	6.21	8.40	—
EBITDA 마진	5.63	5.89	7.79	9.82	—
ROE	9.27	14.17	23.34	40.49	—
ROA	2.83	4.24	7.21	12.61	—
ROIC	8.29	11.27	18.92	30.12	—
부채비율	46.86	38.13	42.02	41.32	—
순차입금비율	24.53	17.22	19.69	14.44	—
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	22.48	—
현금비율	12.26	11.50	14.01	15.12	—
유동비율	141.63	140.06	149.34	144.00	—
PER	9.18	13.84	24.53	45.58	—
PBR	0.82	1.97	5.65	15.34	—
EV/EBIT	6.77	11.24	18.48	32.98	—
EV/EBITDA	4.37	8.10	14.75	28.21	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

델 테크놀로지스 (DELL)

US Equity Analyst 박기현

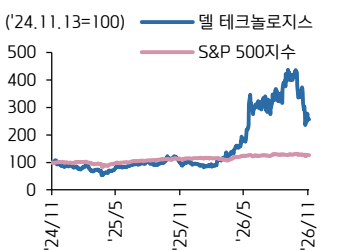
블룸버그 목표주가	USD 592.86
현재 주가 (11/13)	USD 344.53

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	컴퓨터 하드웨어
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,562
시가총액(mln)	219,057
유통주식수(mln)	317
52주 최고	595.51
52주 최저	110.22
일평균거래량	7,984,805

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	173.7	-27.2	42.4	157.6
S&P 500	10.5	-1.3	2.1	12.3



- **기업 개요:** 델 테크놀로지스(DELL)는 서버·스토리지·네트워킹의 ISG(Infrastructure Solutions Group, FY2Q27 매출의 68%)와 PC 중심의 CSG(Client Solutions Group)로 구성된 IT 하드웨어 기업. AI 서버는 HGX 서버부터 Vera Rubin NVL72 랙까지 자체 브랜드로 공급하며, 6,500여 AI 고객과 리스 금융(DFS)을 포함한 글로벌 판매·서비스망을 보유

- **투자 포인트: 1) 하이퍼스케일러 밖 GPU 수요의 최대 수혜:** AI 서버 수요가 네오클라우드·소버린·엔터프라이즈로 확산되는 국면에서 브랜드·채널·금융을 갖춘 동사가 ODM 직납 밖 물량을 흡수. 글로벌 서버 점유율은 7.7%에서 13.4%로 확대(IDC, 2Q25→2Q26), FY2Q27 AI 수주 $60.9B(최근 4개 분기 $131.7B), 잔고 $95B로 FY27 AI 서버 매출 가이던스 $74B(약 +200%)의 가시성 확보. **2) 마진은 고객 믹스가 결정:** GPU 랙 조립에 머무는 폭스콘·콴타 등 ODM(OPM 3~4%)과 달리 스토리지·네트워킹·서비스 번들로 ISG OPM 15.0%(+6.2%p YoY) 달성. AI 서버 비중 확대 속에서도 마진이 개선되며 엔터프라이즈 비중이 큰 非AI 믹스의 이익 기여를 확인(3Q 가이던스 13%대 중반). **3) 노후 교체에 에이전틱 AI가 더해진 기존 IT 수요:** FY2Q27 전통 서버·네트워킹 매출 +122%, 스토리지 +26%로 AI 외 사업도 동반 성장. 하이퍼스케일러 AI 랙에 집중된 ODM과 달리 기업 IT 교체 사이클까지 흡수하는 구조

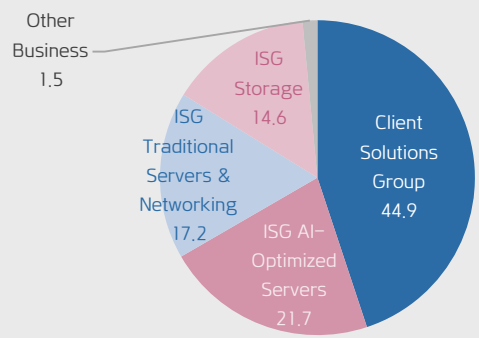
- **실적 및 밸류에이션:** FY2Q27 매출액 $47.0B(+58% YoY), Non-GAAP EPS $7.04(+203% YoY)로 컨센서스 대폭 상회. AI 서버 매출 $16.4B(+100% YoY), FY27 매출 가이던스는 $192B(약 +70%)로 $25B 상향. 최근 3개월 12M Fwd EPS가 41% 증가했으나 주가는 30% 하락해 12M Fwd P/E 11.7배로 디레이팅. 이익 상향이 주가에 반영되지 않은 구간으로 판단. 리스크는 네오클라우드 고객의 자금 조달 여건(CRWV 5Y CDS 1,197bp), 고객사 데이터센터 전력 통전 지연, 수출통제 칩 탑재 서버의 중국 유입 건(11/13 보도)

Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY25	FY26	FY27E	FY28E
매출액	95,567	113,538	193,142	233,986
영업이익	8,529	9,991	21,888	25,255
영업이익률 (%)	8.9	8.8	11.3	10.8
순이익	5,865	7,046	16,832	19,607
EPS	8.14	10.30	25.90	30.53
증가율	14.2	26.5	151.4	17.9
PER	16.1	12.1	13.3	11.3
PBR	-	-	84.2	21.7
ROE	-	-	3518.9	59.6
배당지표수익률	0.7	0.7	0.7	0.8

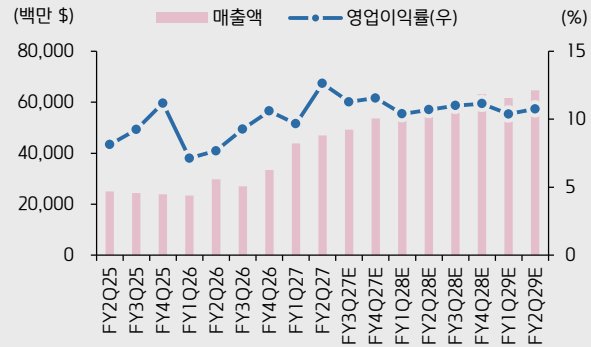
주: 컨센서스는 2026.11.13 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

DELL 사업부별 매출액 비중(%)



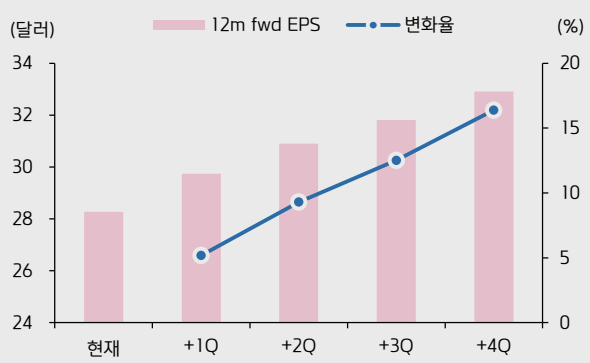
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

DELL 분기 매출액 및 영업이익률 추이



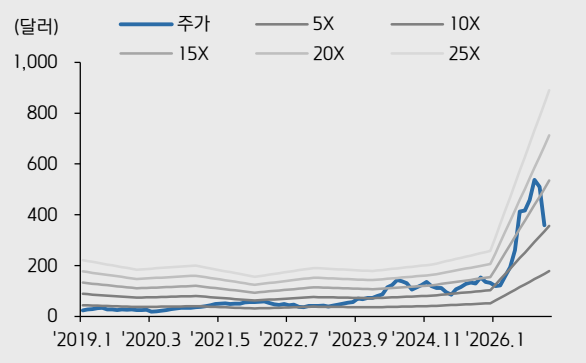
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

DELL 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

DELL 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

델 테크놀로지스 (DELL)

손익계산서

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
매출액	**101,197**	**102,301**	**88,425**	**95,567**	**113,538**
매출원가	79,306	79,615	67,356	74,317	90,831
매출총이익, GAAP	**21,891**	**22,686**	**21,069**	**21,250**	**22,707**
판관비	14,655	14,136	12,857	11,952	11,416
연구개발비	2,577	2,706	2,735	2,847	2,860
영업이익, GAAP	**7,785**	**8,637**	**7,678**	**8,529**	**9,991**
영업외 (이익)손실	-1,264	2,546	1,324	1,189	886
세전이익, GAAP	**8,656**	**7,525**	**6,344**	**5,048**	**7,263**
법인세비용	981	803	715	472	1,327
당기순이익, GAAP	**5,563**	**2,422**	**3,195**	**4,592**	**5,936**
EPS, GAAP	**7.30**	**3.33**	**4.71**	**6.51**	**8.79**
희석 EPS, GAAP	**6.26**	**3.24**	**4.36**	**6.38**	**8.68**
영업이익, 조정	**7,785**	**8,637**	**7,878**	**8,529**	**9,991**
당기순이익, 조정	**4,924**	**5,727**	**5,245**	**5,865**	**7,046**
EBITDA	**9,660**	**10,779**	**9,746**	**10,722**	**12,523**

재무상태표

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
자산총계	**92,735**	**89,611**	**82,126**	**79,746**	**101,286**
유동자산	45,033	42,351	35,984	36,229	57,602
현금 및 현금성자산	9,477	8,607	7,366	3,633	11,528
매출채권	18,001	17,763	13,986	15,602	26,043
재고자산	5,898	4,776	3,622	6,716	10,437
비유동자산	47,702	47,260	46,142	43,517	43,684
유형자산	6,286	6,934	7,139	6,996	7,316
무형자산	27,231	26,144	25,401	24,108	24,080
부채총계	**94,315**	**92,636**	**84,258**	**81,133**	**103,756**
유동부채	56,219	51,654	48,354	46,527	63,269
매입채무	34,338	26,854	25,745	27,161	41,603
단기성부채	6,110	6,833	7,235	5,440	8,236
비유동부채	38,096	40,982	35,904	34,606	40,487
장기성부채	21,851	23,645	19,588	19,885	23,994
자본총계	**-1,580**	**-3,025**	**-2,132**	**-1,387**	**-2,470**

현금흐름표

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
영업활동으로 인한 현금흐름	**10,307**	**3,565**	**8,676**	**4,521**	**11,185**
감가상각비, 무형자산상각비	4,551	3,156	3,303	3,123	3,029
운전자본 변동	1,922	-3,188	605	-4,208	843
투자활동으로 인한 현금흐름	**1,306**	**-3,024**	**-2,783**	**-2,215**	**-2,055**
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-2,796	-3,003	-2,756	-2,652	-2,633
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-16,609**	**-1,625**	**-7,094**	**-5,815**	**-1,464**
지급배당금	-2,240	-964	-1,072	-1,275	-1,459
차입금의 증가(감소)	-6,298	2,654	-3,471	-1,312	6,482
자사주매입	-1,504	-3,276	-2,442	-3,164	-6,399
현금증가	**-5,102**	**-1,188**	**-1,387**	**-3,688**	**7,887**
기초현금	15,184	10,082	8,894	7,507	3,819
기말현금	10,082	8,894	7,507	3,819	11,706
FCF	**7,511**	**562**	**5,920**	**1,869**	**8,552**
FCFF	**8,798**	**1,480**	**7,158**	**3,133**	**9,827**

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
보통주 순이익률	5.50	2.39	3.83	4.81	5.23
영업이익률	4.60	5.64	6.12	6.53	7.18
EBITDA 마진	9.43	9.00	10.18	10.10	10.06
ROE	—	—	—	—	—
ROA	5.15	2.68	3.95	5.67	6.56
ROIC	10.36	16.05	17.07	23.19	24.74
부채비율	—	—	—	—	—
순차입금비율	—	—	—	—	—
EBITDA/현금지급이자	5.23	7.88	6.26	7.40	8.43
현금비율	16.86	16.66	15.23	7.81	18.22
유동비율	80.10	81.99	74.42	77.87	91.04
PER	9.07	7.47	15.43	16.15	12.08
PBR	—	—	—	—	—
EV/EBIT	13.03	9.00	14.75	14.96	11.65
EV/EBITDA	6.41	5.67	8.93	9.73	8.35

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

휴렛 팩커드 엔터프라이즈 (HPE)

US Equity Analyst 박기현

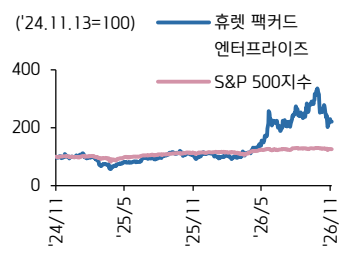
블룸버그 목표주가	USD 72.43
현재 주가 (11/13)	USD 48.29

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	컴퓨터 하드웨어
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,562
시가총액(mln)	64,103
유통주식수(mln)	1,327
52주 최고	73.56
52주 최저	19.84
일평균거래량	-

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	101.0	-17.6	45.9	111.5
S&P 500	10.5	-1.3	2.1	12.3



◆ **기업 개요:** 휴렛 팩커드 엔터프라이즈(HPE)는 서버·스토리지 중심의 Cloud & AI(FY3Q26 매출 $9.0B)와 2025년 7월 주니퍼 네트웍스 인수로 확대된 Networking($2.9B) 부문으로 구성된 엔터프라이즈 IT 인프라 기업. AI 서버는 엔비디아 GPU 기반 시스템을 소버린·엔터프라이즈·서비스 프로바이더 중심으로 공급하며, 크레이(Cray) 인수로 확보한 슈퍼컴퓨터 역량을 보유

◆ **투자 포인트: 1) 주니퍼 인수로 네트워킹이 이익의 한 축으로 부상:** Networking 매출 $2.9B(+75% YoY, 정상화 기준 +10%), OPM 22%로 라우팅(정상화 +23%)이 성장을 견인. AI 네트워킹도 수주 $0.7B, 잔고 $0.8B를 별도 확보했고 오라클 AI 클라우드向 협력도 확대. 자체 실리콘 라우팅까지 갖춘 풀스택 역량이 Dell 대비 차별점. **2) 소버린, 엔터프라이즈 중심의 AI 수주:** FY3Q26 AI 시스템 수주 $2.4B(+30% QoQ), 잔고 $6.8B, 누적 AI 수주(FY23~) 중 소버린, 엔터프라이즈가 59%로 네오클라우드 조달 리스크에서 상대적으로 자유. 가격 규율 효과로 Cloud & AI OPM도 17.0%(+10.0%p YoY)까지 개선. **3) 다만 AI 순수 노출도는 제한적:** AI 잔고가 Dell($95B)의 1/14 수준으로 AI 사이클에 대한 이익 탄력성은 작음. 투자 포인트는 AI 레버리지보다 네트워킹 중심의 이익 체질 개선

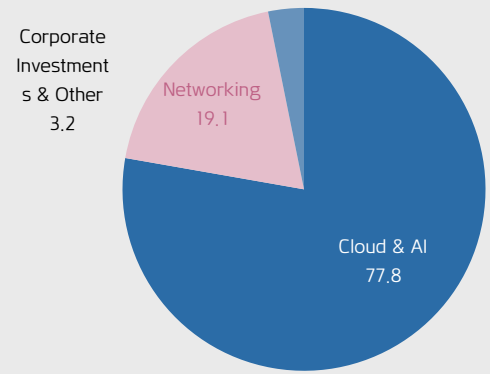
◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q26 매출액 $12.2B(+34% YoY), Non-GAAP EPS $1.11(+152% YoY)로 컨센서스 상회. 주니퍼 편입과 가격 규율로 Non-GAAP OPM은 16.2%(+7.7%p YoY)로 개선. FY26 EPS 가이던스를 $3.75~3.85로 상향하고 FY27 매출 +13~17%, EPS $4.40~4.60, FCF $5B 이상의 프레임워크 제시. 12M Fwd P/E 10.1배로 서버 제조 8사 중앙값(9.9배) 수준이며, 최근 3개월 12M Fwd EPS +20% 증가에도 주가는 19% 하락. 이익 체질 개선은 긍정적이나 AI 서버 레버리지가 작아 섹터 내 리레이팅 동력은 제한적이라고 판단

Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
매출액	34,296	46,594	54,748	59,526
영업이익	3,353	6,849	8,355	9,512
영업이익률 (%)	9.8	14.7	15.3	16.0
순이익	2,753	5,496	6,781	7,754
EPS	1.94	3.82	4.68	5.43
증가율	-2.5	97.0	22.4	16.0
PER	19.3	12.6	10.3	8.9
PBR	1.3	2.5	2.1	1.8
ROE	-0.2	19.8	20.9	21.2
배당지표수익률	1.2	1.2	1.2	1.3

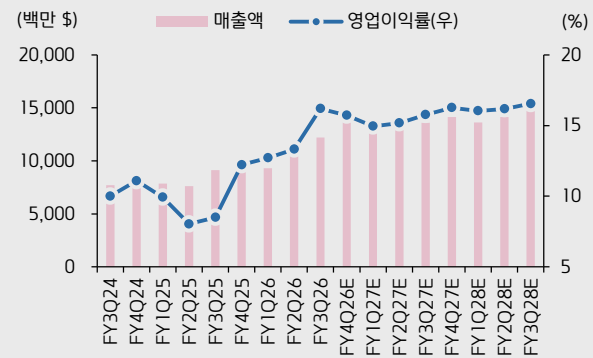
주: 컨센서스는 2026.11.13 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

HPE 사업부별 매출액 비중(%)



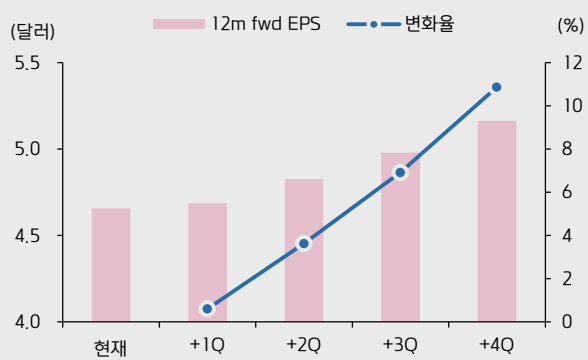
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

HPE 분기 매출액 및 영업이익률 추이



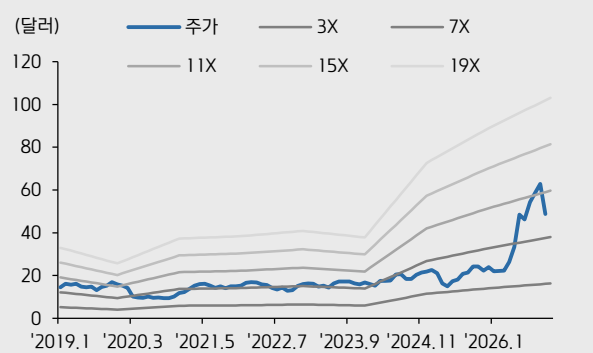
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

HPE 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

HPE 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

휴렛 팩커드 엔터프라이즈 (HPE)

손익계산서

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
매출액	**28,496**	**29,135**	**30,127**	**34,296**	**—**
매출원가	18,990	18,896	20,249	23,919	—
매출총이익, GAAP	**9,506**	**10,239**	**9,878**	**10,377**	**—**
판관비	4,941	5,160	4,886	5,704	—
연구개발비	2,045	2,349	2,246	2,518	—
영업이익, GAAP	**3,026**	**3,145**	**3,168**	**3,353**	**—**
영업외 (이익)손실	-94	-141	-763	-152	—
세전이익, GAAP	**3,098**	**3,292**	**3,029**	**3,475**	**—**
법인세비용	8	205	374	-342	—
당기순이익, GAAP	**868**	**2,025**	**2,579**	**57**	**—**
EPS, GAAP	**0.67**	**1.56**	**1.95**	**-0.04**	**—**
희석 EPS, GAAP	**0.66**	**1.52**	**1.93**	**0.04**	**—**
영업이익, 조정	**3,026**	**3,145**	**3,168**	**3,353**	**—**
당기순이익, 조정	**2,664**	**2,832**	**2,655**	**2,753**	**—**
EBITDA	**5,506**	**5,761**	**5,732**	**6,090**	**—**

재무상태표

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
자산총계	**57,123**	**57,153**	**71,262**	**75,906**	**—**
유동자산	20,506	18,948	33,457	24,994	—
현금 및 현금성자산	4,163	4,270	14,846	5,773	—
매출채권	7,378	6,760	7,096	8,742	—
재고자산	5,161	4,607	7,810	6,352	—
비유동자산	36,617	38,205	37,805	50,912	—
유형자산	6,638	6,969	7,072	6,002	—
무형자산	18,136	18,642	18,596	30,138	—
부채총계	**37,214**	**35,915**	**46,382**	**51,152**	**—**
유동부채	23,174	21,882	25,973	24,643	—
매입채무	14,877	13,070	16,913	14,529	—
단기성부채	4,780	5,062	5,003	4,609	—
비유동부채	14,040	14,033	20,409	26,509	—
장기성부채	8,704	8,453	14,813	17,756	—
자본총계	**19,909**	**21,238**	**24,880**	**24,754**	**—**

현금흐름표

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
영업활동으로 인한 현금흐름	**4,593**	**4,428**	**4,341**	**2,919**	**—**
감가상각비, 무형자산상각비	2,480	2,616	2,564	2,981	—
운전자본 변동	1,318	-757	-524	-2,649	—
투자활동으로 인한 현금흐름	**-2,087**	**-3,284**	**-53**	**-13,190**	**—**
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-3,122	-2,828	-2,367	-2,292	—
유, 무형자산 처분	602	602	370	380	—
재무활동으로 인한 현금흐름	**-1,796**	**-1,362**	**6,283**	**1,046**	**—**
지급배당금	-621	-619	-676	-684	—
차입금의 증가(감소)	-596	-209	-5,506	-6,845	—
자사주매입	-512	-421	1,312	-202	—
현금증가	**431**	**-182**	**10,524**	**-9,246**	**—**
기초현금	4,332	4,763	4,581	15,105	—
기말현금	4,763	4,581	15,105	5,859	—
FCF	**1,471**	**1,600**	**1,974**	**627**	**—**
FCFF	**1,729**	**1,896**	**2,220**	**—**	**—**

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
보통주 순이익률	3.05	6.95	8.48	-0.17	—
영업이익률	2.74	7.17	7.27	-1.27	—
EBITDA 마진	12.04	16.76	16.55	7.42	—
ROE	4.36	9.87	11.10	-0.24	—
ROA	1.51	3.54	4.02	0.08	—
ROIC	1.92	5.72	4.93	-0.14	—
부채비율	67.88	63.80	79.85	90.59	—
순차입금비율	46.82	43.53	19.98	67.03	—
EBITDA/현금지급이자	7.58	7.21	6.46	2.50	—
현금비율	17.96	19.51	57.16	23.43	—
유동비율	88.49	86.59	128.81	101.42	—
PER	8.55	8.80	9.17	19.31	—
PBR	0.92	0.93	1.02	1.30	—
EV/EBIT	33.86	13.63	13.47	—	—
EV/EBITDA	8.06	5.95	6.08	19.20	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

자빌 (JBL)

US Equity Analyst 박기현

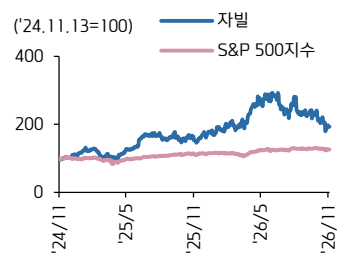
블룸버그 목표주가	USD 430.73
현재 주가 (11/13)	USD 254.25

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	EMS/ODM
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,562
시가총액(mln)	26,181
유통주식수(mln)	103
52주 최고	428.93
52주 최저	189.60
일평균거래량	1,243,107

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	11.5	-11.5	-25.2	25.9
S&P 500	10.5	-1.3	2.1	12.3



◆ **기업 개요:** 자빌(JBL)은 미국 플로리다 본사의 글로벌 EMS(전자제품 위탁생산) 기업으로, 반도체 장비, 클라우드, 데이터센터·통신 인프라의 Intelligent Infrastructure(FY4Q26 매출의 55%), 자동차·헬스케어·에너지의 Regulated Industries, 소비자 기기·물류 자동화 부문으로 구성. AI 데이터센터에서는 하이퍼스케일러 서버·스토리지 랙 조립을 담당

◆ **투자 포인트: 1) 랙 조립에 서브시스템을 얹는 수직 통합:** 랙 조립에 광 트랜시버·액체냉각·전력 인프라(Hanley Energy 인수) 등 서브시스템을 결합해 Intelligent Infrastructure 4Q 마진을 6.5%(+0.6%p YoY)로 개선. FY26 AI 관련 매출 $14.4B(+60%)에 이어 FY27 $22.1B(+54%) 가이던스 제시. **2) 하이퍼스케일러 고객 저변 확대:** FY27 두 번째 하이퍼스케일러가 매출 10% 이상 고객으로 부상할 전망이며, 연 AI 매출 $1B 이상 고객이 2년 전 1곳에서 FY26 4곳으로 증가(FY27E 5곳). AI 매출의 단일 고객 의존도를 낮춰 랙 물량 변동성을 완화. **3) 분산 포트폴리오의 양면성:** 자동차·헬스케어·에너지·반도체 장비(FY27 +40%) 등 데이터센터 외 사업이 사이클을 완충하고 조정 FCF의 80% 이상을 주주환원하는 안정성은 강점. 다만 순수 AI 비중이 낮아 AI 서버 진영 내 멀티플 리레이팅 여지는 제한적

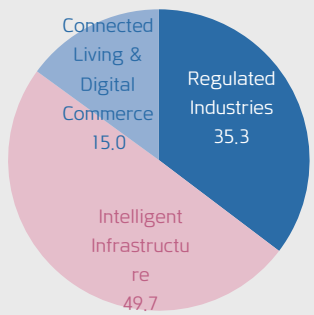
◆ **실적 및 밸류에이션:** FY4Q26 매출액 $10.6B(+29% YoY), Core EPS $4.40(+34% YoY)로 가이던스 상단 및 컨센서스 상회. FY27 가이던스는 매출 $44.5B(+24%), Core OPM 6.1%(+0.3%p), Core EPS $17.55(+34%). 다만 상반기 신규 CAPA 램프업 비용으로 이익이 매출(상·하반기 45:55)보다 더 하반기에 편중돼 단기 모멘텀은 둔화. 12M Fwd P/E 13.5배로 서버 제조 8사 중 가장 높고, 최근 3개월 12M Fwd EPS +12% 증가에도 주가는 31% 하락. 고객·제품 분산으로 뚜렷한 강점 축이 부재해 섹터 내 상대 매력은 중립으로 판단

Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY25	FY26	FY27E	FY28E
매출액	29,802	35,954	44,754	51,926
영업이익	1,620	2,069	2,719	3,275
영업이익률 (%)	5.4	5.8	6.1	6.3
순이익	1,082	1,399	1,836	2,265
EPS	9.75	13.09	17.68	22.05
증가율	14.8	34.3	35.0	24.7
PER	24.0	26.8	14.4	11.5
PBR	14.6	19.8	12.9	8.9
ROE	40.4	66.7	88.1	81.1
배당지표수익률	0.1	0.1	0.1	0.1

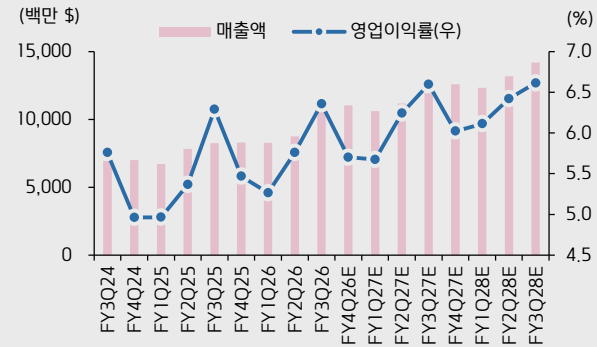
주: 컨센서스는 2026.11.13 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

JBL 사업부별 매출액 비중(%)



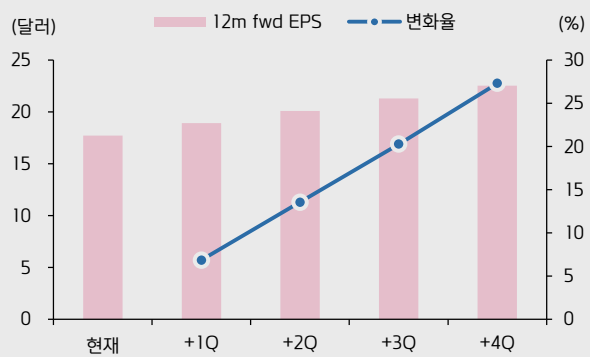
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

JBL 분기 매출액 및 영업이익률 추이



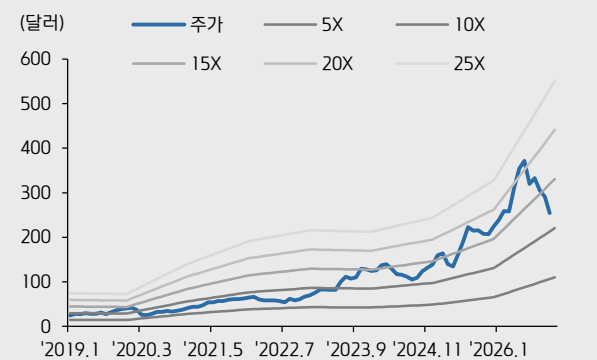
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

JBL 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

JBL 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

자빌 (JBL)

손익계산서

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
매출액	**33,478**	**34,702**	**28,883**	**29,802**	**35,954**
매출원가	30,846	31,835	26,207	27,156	32,637
매출총이익, GAAP	**2,632**	**2,867**	**2,676**	**2,646**	**3,317**
판관비	1,154	1,206	1,160	1,122	1,222
연구개발비	33	34	39	26	30
영업이익, GAAP	**1,500**	**1,733**	**1,588**	**1,620**	**2,069**
영업외 (이익)손실	162	275	262	290	296
세전이익, GAAP	**1,368**	**1,458**	**1,326**	**1,376**	**1,773**
법인세비용	235	444	363	235	368
당기순이익, GAAP	**996**	**818**	**1,388**	**657**	**1,042**
EPS, GAAP	**7.06**	**6.15**	**11.34**	**6.00**	**9.86**
희석 EPS, GAAP	**6.90**	**6.02**	**11.17**	**5.92**	**9.75**
영업이익, 조정	**1,543**	**1,733**	**1,588**	**1,620**	**2,069**
당기순이익, 조정	**1,105**	**1,172**	**1,056**	**1,082**	**1,399**
EBITDA	**2,468**	**2,657**	**2,284**	**2,294**	**2,750**

재무상태표

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
자산총계	**19,717**	**19,424**	**17,351**	**18,543**	**27,435**
유동자산	13,908	14,730	12,791	13,720	21,520
현금 및 현금성자산	1,478	1,804	2,201	1,933	1,739
매출채권	3,995	3,647	3,533	4,039	6,513
재고자산	6,128	5,206	4,276	4,681	7,413
비유동자산	5,809	4,694	4,560	4,823	5,915
유형자산	4,454	3,504	3,384	3,309	3,619
무형자산	862	763	804	1,114	1,828
부채총계	**17,265**	**16,557**	**15,614**	**17,026**	**25,818**
유동부채	13,697	12,695	11,782	13,714	21,673
매입채무	12,254	10,142	10,497	11,884	19,868
단기성부채	539	188	212	791	698
비유동부채	3,568	3,862	3,832	3,312	4,145
장기성부채	3,190	3,357	3,399	2,940	3,641
자본총계	**2,452**	**2,867**	**1,737**	**1,517**	**1,617**

현금흐름표

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
영업활동으로 인한 현금흐름	**1,651**	**1,734**	**1,716**	**1,640**	**2,002**
감가상각비, 무형자산상각비	925	924	696	674	681
운전자본 변동	-318	-259	466	203	150
투자활동으로 인한 현금흐름	**-858**	**-723**	**1,351**	**-714**	**-1,335**
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-1,385	-1,030	-784	-468	-628
유, 무형자산 처분	544	322	123	146	158
재무활동으로 인한 현금흐름	**-888**	**-680**	**-2,668**	**-1,204**	**-866**
지급배당금	-48	-45	-42	-36	-35
차입금의 증가(감소)	-123	-157	-111	-142	245
자사주매입	-695	-472	-2,510	-980	-1,053
현금증가	**-89**	**326**	**397**	**-268**	**-194**
기초현금	1,567	1,478	1,804	2,201	1,933
기말현금	1,478	1,804	2,201	1,933	1,739
FCF	**266**	**704**	**932**	**1,172**	**1,374**
FCFF	**388**	**838**	**1,069**	**1,280**	**1,508**

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
보통주 순이익률	2.98	2.36	4.81	2.20	2.90
영업이익률	4.16	4.43	6.97	3.97	4.74
EBITDA 마진	7.35	7.52	9.79	6.63	6.98
ROE	43.43	30.77	60.31	40.43	66.67
ROA	5.48	4.18	7.55	3.66	4.53
ROIC	18.72	15.56	26.51	16.27	22.66
부채비율	152.14	123.69	207.89	246.60	269.00
순차입금비율	91.80	60.73	81.17	118.52	160.79
EBITDA/현금지급이자	16.41	12.36	16.93	12.19	13.29
현금비율	10.79	14.21	18.68	14.10	8.02
유동비율	101.54	116.03	108.56	100.04	99.29
PER	8.47	14.43	14.21	23.96	26.78
PBR	3.33	5.24	7.16	14.55	19.77
EV/EBIT	7.40	10.79	6.83	19.83	19.94
EV/EBITDA	4.24	6.43	4.90	12.06	13.74

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

슈퍼 마이크로 컴퓨터 (SMCI)

US Equity Analyst 박기현

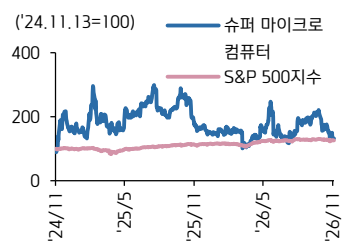
블룸버그 목표주가	USD 45.78
현재 주가 (11/13)	USD 26.87

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	컴퓨터 하드웨어
거래소	NASDAQ GS
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,562
시가총액(mln)	17,710
유통주식수(mln)	659
52주 최고	51.40
52주 최저	19.48
일평균거래량	42,143,890

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	-8.2	-23.4	-13.5	-26.2
S&P 500	10.5	-1.3	2.1	12.3



◆ **기업 개요:** 슈퍼 마이크로 컴퓨터(SMCI)는 미국 산호세 본사의 서버·스토리지 제조사로, 표준 '빌딩 블록' 모듈을 조합해 고객 맞춤형 GPU 서버·랙을 빠르게 출시(TTM)하는 것이 강점. 자체 브랜드로 GPU를 직매입·판매하는 OEM과 대량 랙 조립의 ODM 사이 하이브리드 모델이며, 직접 액체냉각(DLC)과 데이터센터 통합 솔루션(DCBBS)으로 네오클라우드·AI 스타트업·엔터프라이즈 고객을 공략

◆ **투자 포인트: 1) 실적은 피어 상단:** FY1Q27 매출 $19.9B로 전년 대비 약 4배 성장했고, FY4Q26 신규 수주 $60B+를 바탕으로 FY27 매출 가이던스를 $72~82B로 상향. Non-GAAP GPM은 9.5%(FY1Q26)에서 12.8%로 반등(사측은 DCBBS·서비스 기여로 설명). **2) 차세대 플랫폼 TTM과 액체냉각 선점:** 빌딩 블록 기반의 빠른 신제품 출시와 자체 DLC로 차세대 플랫폼 초도 납기 선점을 노림. 다만 Vera Rubin NVL72 초도 출하를 Dell이 가져가는 등 Dell·Foxconn의 엔비디아 직결 협력 확대로 TTM 격차는 축소 중. **3) 리레이팅의 선결 과제는 신뢰 회복:** 단일 고객이 매출의 44%를 차지하는 고객 집중, 저마진 대형 AI 배치 비중 확대에 따른 하반기 GPM 하락 예고, 고객 사이트 지연 시 커지는 GPU 직매입 재고 부담(LTM FCF -$6.5B), 수출통제 관련 미 법무부 수사와 반복 증자 등 할인 요인이 상존

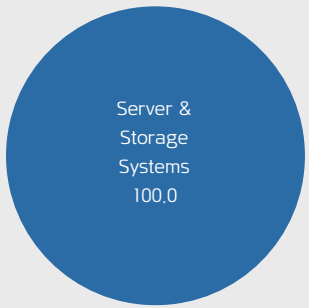
◆ **실적 및 밸류에이션**: FY1Q27 매출액 $19.9B(+298% YoY, 이연분 $2.3B 포함), Non-GAAP EPS $1.81로 가이던스 및 컨센서스 상회, Non-GAAP OPM은 10.9%. FY27 매출 가이던스를 $72~82B로 상향했으나 연간 GPM 가이던스(11.8~12.2%)는 하반기 마진 하락을 시사. 12M Fwd P/E 4.2배로 서버 제조 8사 중 최저이며, 최근 3개월 12M Fwd EPS가 46% 증가했음에도 주가는 31% 하락. 실적보다 거버넌스·현금흐름에 대한 신뢰 회복이 우선이라는 점에서 법무부 수사 불확실성 해소 전까지는 관망 판단

Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY25	FY26	FY27E	FY28E
매출액	21,972	39,063	78,799	89,754
영업이익	1,567	3,183	7,815	8,441
영업이익률 (%)	7.1	8.1	9.9	9.4
순이익	1,316	2,586	5,130	5,564
EPS	2.06	3.63	6.55	6.93
증가율	-6.7	76.2	80.4	5.8
PER	28.6	9.0	4.1	3.9
PBR	4.6	1.3	1.0	0.8
ROE	17.9	21.3	30.5	25.5
배당지표수익률	-	-	0.0	0.0

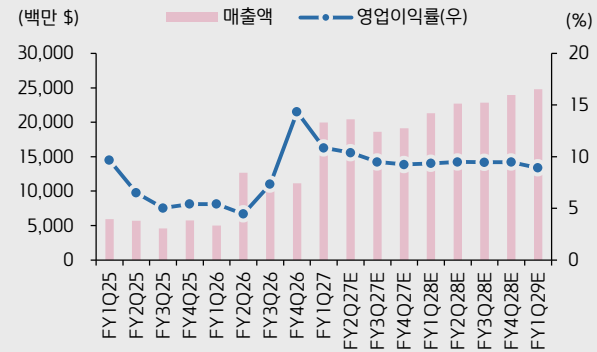
주: 컨센서스는 2026.11.13 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

SMCI 사업부별 매출액 비중(%)



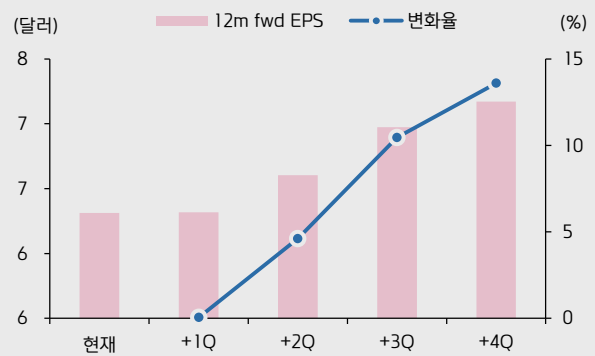
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

SMCI 분기 매출액 및 영업이익률 추이



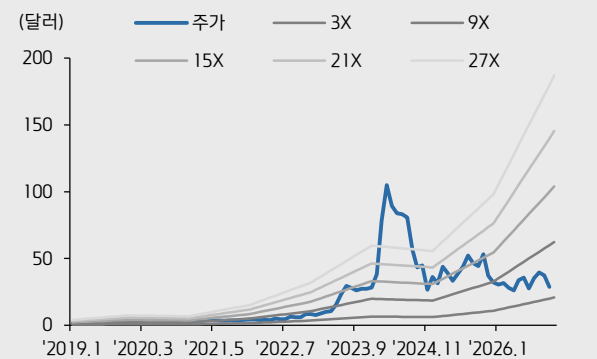
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

SMCI 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

SMCI 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

슈퍼 마이크로 컴퓨터 (SMCI)

손익계산서

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
매출액	**5,196**	**7,123**	**14,989**	**21,972**	**39,063**
매출원가	4,396	5,840	12,928	19,542	34,836
매출총이익, GAAP	**800**	**1,283**	**2,061**	**2,430**	**4,227**
판관비	193	215	387	540	686
연구개발비	272	307	464	637	771
영업이익, GAAP	**375**	**812**	**1,494**	**1,567**	**3,183**
영업외 (이익)손실	-2	7	-3	41	-19
세전이익, GAAP	**376**	**805**	**1,497**	**1,467**	**3,140**
법인세비용	53	111	63	157	556
당기순이익, GAAP	**285**	**640**	**1,208**	**1,049**	**2,230**
EPS, GAAP	**0.55**	**1.21**	**2.07**	**1.77**	**3.68**
희석 EPS, GAAP	**0.53**	**1.14**	**2.01**	**1.68**	**3.26**
영업이익, 조정	**375**	**812**	**1,442**	**1,494**	**3,183**
당기순이익, 조정	**311**	**673**	**1,344**	**1,316**	**2,586**
EBITDA	**190**	**847**	**1,535**	**1,668**	**3,447**

재무상태표

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
자산총계	**3,205**	**3,675**	**9,826**	**14,018**	**29,945**
유동자산	2,806	3,179	8,932	12,302	27,726
현금 및 현금성자산	267	440	1,670	5,170	7,521
매출채권	973	1,148	2,737	2,204	6,125
재고자산	1,546	1,446	4,333	4,680	12,896
비유동자산	399	495	894	1,717	2,219
유형자산	286	290	414	504	626
무형자산	0	0	0	0	0
부채총계	**1,779**	**1,703**	**4,409**	**7,717**	**15,466**
유동부채	1,470	1,375	2,346	2,345	7,160
매입채무	902	1,070	1,750	1,901	3,502
단기성부채	456	170	402	75	2,080
비유동부채	309	328	2,063	5,372	8,306
장기성부채	164	120	1,772	4,683	7,179
자본총계	**1,426**	**1,972**	**5,417**	**6,302**	**14,480**

현금흐름표

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
영업활동으로 인한 현금흐름	**-441**	**664**	**-2,486**	**1,660**	**-6,810**
감가상각비, 무형자산상각비	32	35	41	58	54
운전자본 변동	-805	-39	-3,873	72	-11,572
투자활동으로 인한 현금흐름	**-46**	**-39**	**-194**	**-183**	**-200**
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-45	-37	-124	-127	-162
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**523**	**-448**	**3,912**	**2,024**	**9,479**
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	513	-301	1,885	-381	3,948
자사주매입	21	-120	2,343	-179	1,452
현금증가	**35**	**172**	**1,229**	**3,502**	**2,459**
기초현금	233	269	441	1,670	5,172
기말현금	269	441	1,670	5,172	7,632
FCF	**-486**	**627**	**-2,610**	**1,532**	**-6,972**
FCFF	**-481**	**636**	**-2,592**	**1,584**	**-6,816**

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
보통주 순이익률	5.49	8.98	7.69	4.77	5.68
영업이익률	6.45	10.69	8.08	5.70	7.09
EBITDA 마진	7.23	11.18	8.35	5.97	7.38
ROE	22.62	37.67	31.20	17.90	21.34
ROA	10.47	18.61	17.08	8.80	10.15
ROIC	17.27	28.82	22.99	11.59	12.62
부채비율	43.53	14.72	40.13	75.50	63.95
순차입금비율	24.66	-7.61	9.31	-6.54	12.01
EBITDA/현금지급이자	68.45	93.20	78.16	51.45	26.38
현금비율	18.19	32.04	71.18	220.48	105.05
유동비율	190.90	231.29	380.78	524.64	387.23
PER	7.47	21.72	39.51	28.55	9.01
PBR	1.48	6.69	8.89	4.62	1.33
EV/EBIT	7.33	17.13	40.21	22.91	7.52
EV/EBITDA	6.55	16.38	38.90	21.89	7.28

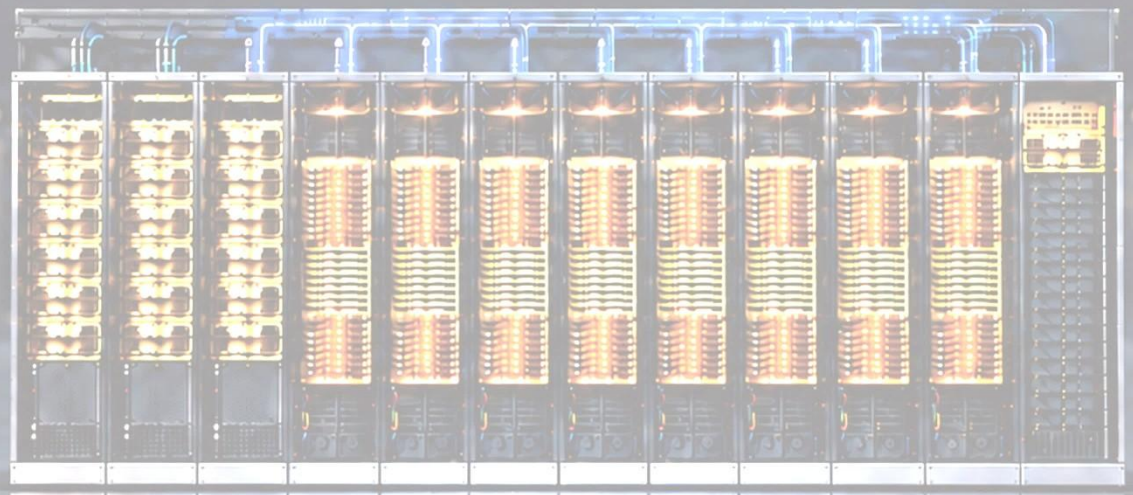
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

APPENDIX

부록

Analyst Note

서버 제조 12단계(L1~L12) · 엔비디아 GPU 공급 형태 5종



Analyst Note: EMS(Electronics Manufacturing Services) 업계의 12단계 정의

서버 제조 12단계(L1~L12) 공정 스펙트럼: 산출물, NVL72 예시 및 공급사 맵

레벨	단계명	산출물·작업 내용	AI 서버(NVL72) 기준 예시	주도 기업군
L1	부품 제조 (Parts)	개별 부품·소재 생산 — 도장·성형 전 기구 부품, 커넥터, 케이블, PCB 원판	커넥터·케이블 카트리지, 버스바 소재, 냉각 기구 부품	FIT, BizLink, AVC·Auras(냉각 부품), Chenbro
L2	부품 서브어셈블리 (Piece Parts Sub-Assembly)	부품을 소단위 조립체로 결합	케이블 하네스, 팬 모듈, 콜드플레이트 어셈블리	부품사·기구 협력사
L3	금속·플라스틱 통합 (Chassis)	금속·플라스틱 부품을 결합해 섀시(외피)로 출하	컴퓨트/스위치 트레이 섀시, 랙 캐비닛	FTC(鴻準), Chenbro, King Slide(레일)
L4	키트 어셈블리 (Kit)	섀시 + PSU + 케이블 + 백플레인을 키트로 구성	트레이 섀시 + 전원부 + 백플레인 키트	ODM 자회사·EMS
L5	인클로저 조립·I/O 테스트 (Enclosure)	인클로저 완성, 케이블 통합, 마더보드 장착 전 I/O 검사	트레이 인클로저 + 매니폴드·QD 배관 결합	ODM(L10 전단)
L6	보드 통합 (Board / Motherboard)	마더보드(PCBA)를 섀시에 넣고 파워온 테스트. AI 서버 약어로는 GPU·CPU 컴퓨트 보드의 SMT·조립 단계 자체를 L6라 부름	Bianca 컴퓨트 보드(Grace 1 + Blackwell 2), HGX 베이스보드 — 엔비디아가 통째로 공급	Foxconn(최대 점유), Wistron(2nd source)
L7	애드온 카드 통합 (Add-On Card)	GPU·NIC·확장 카드 장착 및 테스트	ConnectX/BlueField NIC, PCIe 카드 장착	ODM(L10 전단)
L8	스토리지 통합 (Storage)	드라이브 장착 및 검증	NVMe SSD 장착	ODM(L10 전단)
L9	CPU·메모리 통합 (CPU & Memory)	프로세서·DIMM 장착 및 검증	(NVL72는 CPU·HBM이 보드에 실장돼 L6에 흡수)	ODM(L10 전단)
L10	완제품 서버 조립·테스트 (Full System)	전체 조립 + 시스템·부품 단위 테스트 + OS/SW 통합, 단독 구동 가능한 서버로 출하	컴퓨트 트레이·NVSwitch 트레이 완제품, HGX 8-GPU 박스	Foxconn·Wistron·Quanta(트레이), Dell·HPE·SMCI(HGX 박스)
L11	랙 통합 (Rack Integration)	노드 조립·테스트·OS 로딩 → 랙 캐비닛 장착, 스위치 포함 케이블링, 전원·관리망 구성, 펌웨어 정합, 랙 단위 열·시스템 검증	NVL72 랙 1기 — 18 컴퓨트 트레이 + 9 NVSwitch 트레이 + 구리 NVLink 스파인 + 버스바 + 배관	Quanta, Foxconn, Wiwynn, Wistron, Dell, SMCI, Celestica(ASIC 랙)
L12	멀티랙·클러스터 통합 (Cluster / Turnkey)	여러 랙을 하나의 클러스터로 결합 — 랙 간 네트워크(InfiniBand/이더넷) 검증, 클러스터 관리·클라우드 OS 배포, 장기 스트레스 테스트, 현장 즉시 구동	컴퓨트 랙 + 스위치 랙 + CDU 연동 → 데이터센터 현장 Plug & Play	Quanta, Foxconn, Wiwynn, Dell, SMCI, Celestica(네트워크·ASIC 랙)

자료: GIGABYTE — Server Manufacturing Levels, AMAX — Server, Manufacturing Levels Defined, 키움증권 리서치

Analyst Note: 엔비디아 GPU 공급 형태 5종 비교: HGX·DGX·MGX·PCIe·NVL72

엔비디아 AI 서버 플랫폼 라인업 및 공급 방식 분류



항목	HGX 베이스보드	DGX 엔비디아 완제품	MGX 모듈러 규격	PCIe 카드형	NVL72 랙스케일 · MGX 파생
정체	8-GPU 베이스보드(부품)	엔비디아 브랜드 완제품 서버·랙	모듈러 설계 규격	카드형 GPU 폼팩터	랙스케일 완제품 규격
구매자	OEM · ODM	엔비디아 직판 + 채널	OEM · ODM (규격 내 설계)	OEM · 채널	OEM · ODM (DGX 버전도 존재)
엔비디아 락 위치	규격 단위 — 베이스보드 고정	완제품 전체	규격 단위 — 레퍼런스	카드 단위 — 가장 느슨	부품 단위 — Bianca 보드 · NVSwitch · NVLink 카트리지 직공급
제조사 설계 자유도	중간 (보드 고정)	없음	높음 (규격 내)	가장 높음 (자체 설계)	낮음 (핵심 부품 엔비디아 공급)
냉각 · 통합 난도	공랭 10U 또는 수랭, 노드 단위	없음 — 완제품 수령	설계별 상이	공랭 가능 — 가장 쉬움	수랭 필수(120~132kW), L11 랙 통합 · 번인
제조사 마진 포인트	섀시 · 냉각 · BMC 파생 모델	없음 (채널 마진만)	규격 내 자체 설계	자체 설계 전부	L11 통합 · 100kW+ 번인 검증

자료: 엔비디아, OCP, 키움증권 리서치센터

중국 서버 산업 인덱스

AI 서버, 성장의 두 축



◆ 중국 AI 서버, 성장의 두 축. 글로벌 투자 수혜와 중국 SuperPOD 양산에 주목

- 중국 서버 기업은 글로벌 AI 투자 수혜 기업과 중국 내 AI 인프라 구축 수혜 기업으로 구분해 접근할 필요
- 폭스콘산업인터넷과 레노버 등은 미국 CSP의 GPU·ASIC 서버 투자 확대 수혜가 기대되는 기업. 특히 서버·랙 통합 공급과 구축·운영 서비스의 중요성이 높아지면서 부가가치 확대 예상. 다만 미국 중간선거 이후 데이터센터 규제 강화 가능성과 엔비디아 관련 불확실성으로 글로벌 AI 서버 공급망의 중장기 성장 가시성이 일부 약화된 것으로 판단
- Inspur, 화친테크 등 중국 서버 기업은 알리바바·바이트댄스 등 주요 CSP의 AI 투자 확대 수혜 기대. 그동안 첨단 가속기 접근 제약과 국산칩의 성능·공급 한계가 서버 공급 확대를 제한했으나, 다수의 가속기를 연결하는 SuperPOD 설계와 시스템 최적화, 고객 검증·양산이 진전되며 일부 업체에서 실제 납품 확대가 확인되기 시작
- 투자관점에서는 단기적으로 신규 제품 양산과 실적 개선이 확인되는 중국 밸류체인 기업의 주가 모멘텀 기대. 3분기 데이터센터 사업의 고성장과 SuperPOD 매출 발생을 통해 수혜를 입증한 화친테크 주목. 폭스콘산업인터넷과 레노버 등 미국 밸류체인 기업의 경우 미국의 AI 경쟁력 확보를 위한 투자는 지속될 것으로 판단해 중장기 성장성 유효. 최근 주가 조정으로 밸류에이션 부담이 완화된 만큼 미국 데이터센터 규제와 엔비디아 관련 불확실성의 완화 여부를 확인하면서 관심을 높이는 전략이 적절하다는 판단

중국 서버 기업 밸류에이션 테이블

종목명	종목코드	시가총액 (십억USD)	매출(십억CNY)		순이익(십억CNY)		매출 증가율		순이익 증가율		PER(x)	
			26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
폭스콘산업인터넷	601138.CH	111	1,475	1,986	61	85	63%	35%	74%	39%	12	9
레노버	0992.HK	28	715	856	26	38	21%	20%	90%	47%	8	5
화친테크	603296.CH	15	223	276	6	7	30%	24%	40%	27%	18	15

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 AI 서버, 성장의 두 축

글로벌·중국 AI 서버 공급망 비교

구분	글로벌 AI 서버 공급망	중국 AI 서버 공급망
수요	미국 Hyperscaler, NeoCloud, SP	인터넷 CSP, 통신사, 정부 및 국유기업
AI 가속기	NVIDIA GPU, CSP 자체 ASIC	조달 가능한 NVIDIA 제품 및 Ascend·Hygon 등 중국 AI 칩
주요 기업	Quanta, Wiwynn, Inventec, Foxconn, Lenovo	Inspur, H3C, Sugon, Huaqin, Nettrix, ZTE, xFusion
경쟁력	고객 공동개발, 글로벌 양산, 시스템 통합	중국산 칩 확보, 가속기별 설계·최적화, 대규모 납품
최근 변화	미국의 데이터센터 규제 및 NVIDIA 관련 불확실성	고객 검증·양산 진전으로 일부 기업에서 납품 확대와 실적 성장 확인
주요 점검 변수	CSP 투자계획·규제 및 NVIDIA 불확실성·고객별 주문	중국산 가속기 공급, SuperPOD 후속 수주 및 매출
투자 관점	중장기 성장성 유효. 밸류에이션 부담 완화와 불확실성 추이 보며 점진적 접근	단기 상대 모멘텀 주목 납품·실적 확인 기업 중심 선별 접근

주: 일부 기업은 양쪽 공급망에 모두 참여
자료: 키움증권 리서치

글로벌 AI 서버 공급망

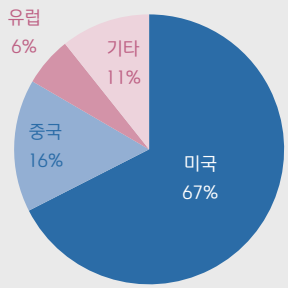
미국 CSP의 GPU·ASIC 투자 확대 수혜



◆ 글로벌 서버 시장, 미국이 투자하고 대만이 제조

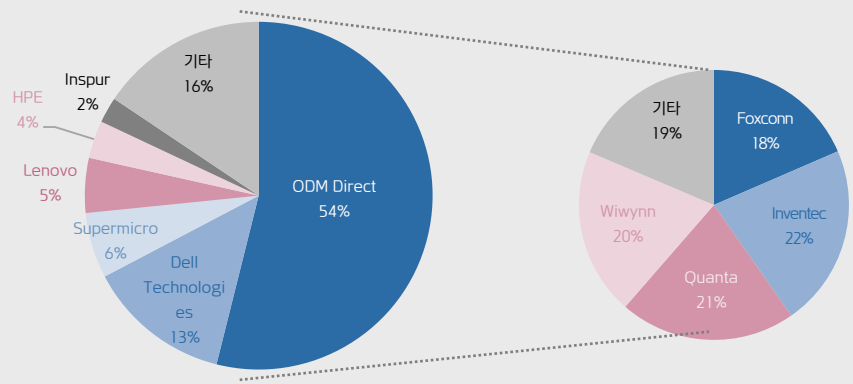
- 2Q26 글로벌 서버 시장에서 미국 비중은 67%로 압도적. 미국 하이퍼스케일러를 중심으로 확대되는 AI 인프라 투자가 글로벌 서버 수요를 견인
- 공급 측면에서는 대형 클라우드 고객에 직접 납품하는 ODM Direct가 시장 매출의 약 54%를 차지. Foxconn, Quanta 등 대만 ODM은 고객 맞춤형 설계와 대량 생산 역량을 바탕으로 미국 빅테크의 투자를 서버 출하로 연결

2Q26 글로벌 서버 시장 국가별 비중



자료: IDC, 키움증권 리서치

2Q26 글로벌 서버 시장 업체별 점유율



자료: IDC, 키움증권 리서치

◆ 글로벌 서버 시장, 미국이 투자하고 대만이 제조

- AI 서버의 공급 단위가 개별 장비에서 랙 통합 시스템으로 확대되면서 전력·냉각·네트워크 통합과 납기 대응 능력의 중요성도 상승
- 주요 고객과의 공동 개발 경험 및 글로벌 생산 기반을 갖춘 대만 ODM의 역할이 확대될 전망

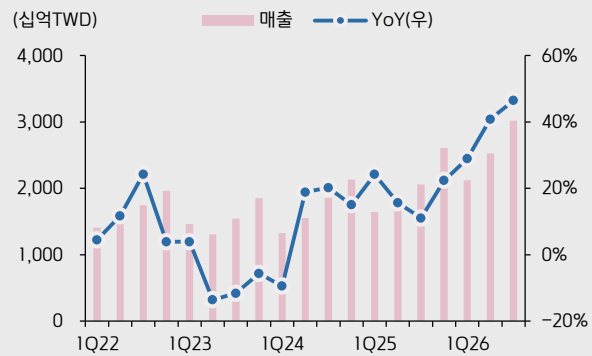
AI 서버 ODM 공급 관계

	Foxconn	Quanta	Inventec	Wiwynn	Dell	SMCI	Inspur	Huaqin	Nettrix	Lenovo	Others
미국 CSP											
Microsoft	40%	20%	15%	15%							10%
AWS	45%	25%	20%	5%							5%
Meta	10%	55%	5%	25%							5%
Google	15%	40%	40%								5%
Oracle	70%				20%	10%					0%
Tesla/xAI					30%	60%					10%
CoreWeave					60%	30%					10%
중국 CSP											
ByteDance	5%		5%				35%		30%	10%	15%
Tencent	5%		5%				25%	40%		10%	15%
Alibaba	5%		5%				35%	25%	15%	10%	5%
Baidu			10%				50%				40%

자료: Trendforce, 키움증권 리서치

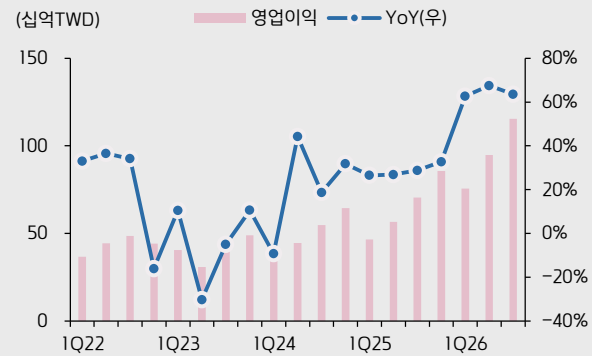
미국 CSP의 GPU·ASIC 투자 확대 수혜

Foxconn 분기별 매출



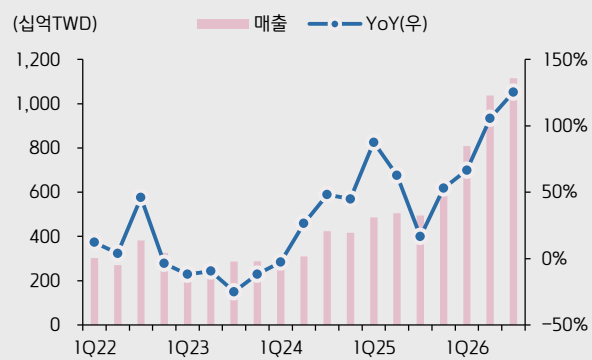
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Foxconn 분기별 영업이익



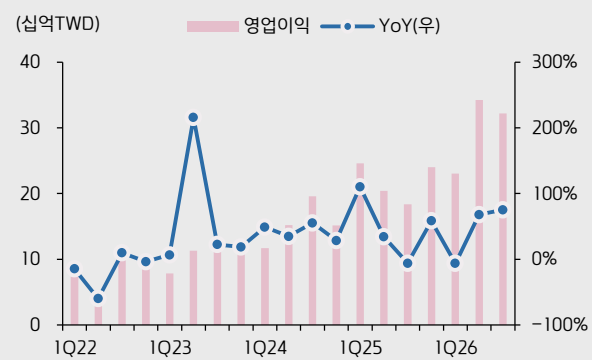
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Quanta 분기별 매출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

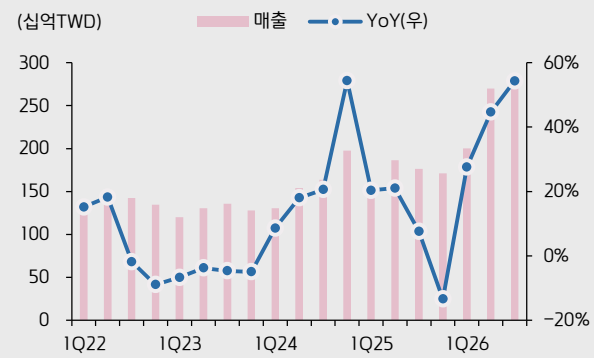
Quanta 분기별 영업이익



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

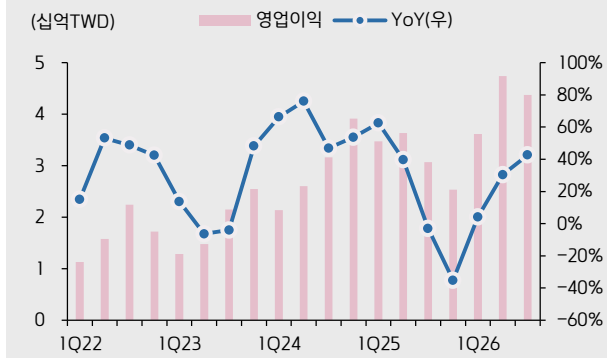
미국 CSP의 GPU·ASIC 투자 확대 수혜

Inventec 분기별 매출



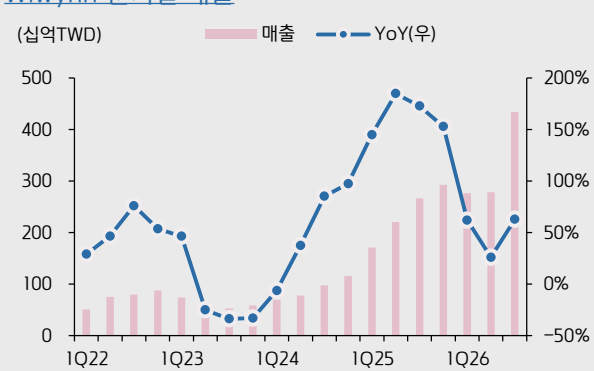
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Inventec 분기별 영업이익



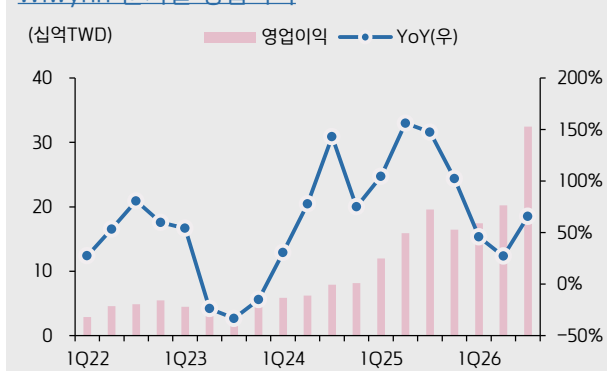
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Wiwynn 분기별 매출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Wiwynn 분기별 영업이익

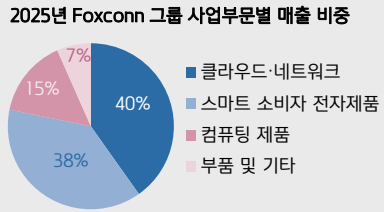


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

◆ Foxconn의 AI 서버 성장, 핵심은 폭스콘산업인터넷

- Foxconn(2317.TW)은 서버·네트워크 장비, 모바일 기기, 전자부품 등을 생산하는 글로벌 전자제품 위탁생산 기업.
- 폭스콘산업인터넷(601138.CH)은 AI 서버를 포함한 클라우드 컴퓨팅 및 네트워크 장비사업을 담당하는 핵심 자회사

Foxconn 주요 상장 자회사 구조



FOXCONN 鴻海科技集團

보유 지분
84%

64%

71%

Foxconn Industrial Internet

FIH

FIT

종목명	폭스콘산업인터넷(FII)
종목 코드	601138.CH
주요 사업	AI 서버·네트워크 장비 제조

종목명	FIH
종목 코드	2038.HK
주요 사업	스마트폰 ODM·자동차 전장 제조

종목명	FIT HON TENG
종목 코드	6088.HK
주요 사업	고속 커넥터·케이블 등 연결 솔루션

2025년 Foxconn 그룹 매출 및 이익 비중

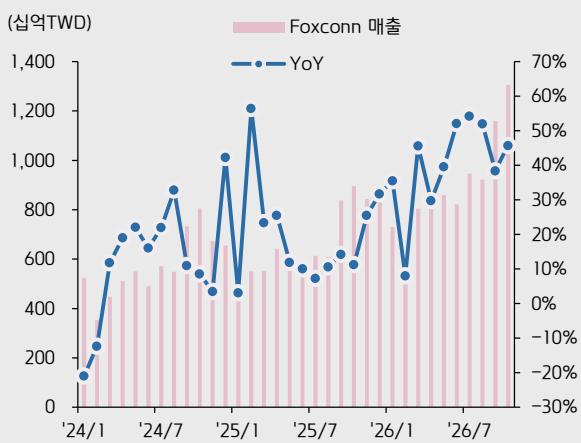
주요 자회사	매출	순이익
폭스콘산업인터넷(FII)	48%	71%
FIH	3%	1%
FIT	2%	2%
Foxconn 및 기타	47%	26%

주: Foxconn 및 기타는 그룹 전체에서 폭스콘산업인터넷(FII)·FIH·FIT를 차감한 잔여분으로, 기타 계열사 및 연결 조정 등을 포함
자료: Foxconn, 키움증권 리서치

◆ Foxconn, 3Q26 실적 예상치 상회

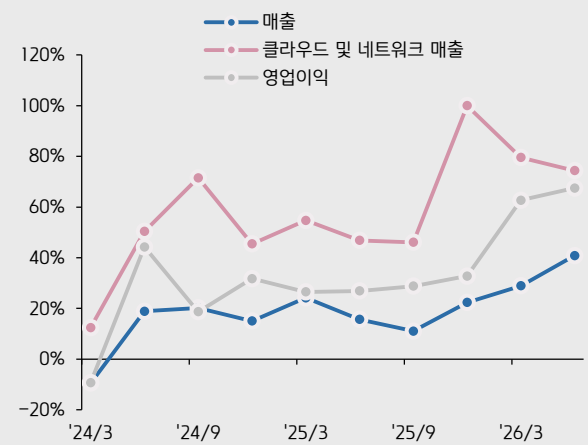
- 10월 매출은 1.3조 대만달러(YoY +46%, MoM +13%)로 사상 최고치를 경신. 전년 대비 전 부문 매출이 증가했으며, AI 제품 출하 확대에 힘입어 클라우드·네트워크 부문이 가장 높은 성장세 기록. 다만 고객사 부품 사급 방식 확대, 공급 제약 및 신제품 초기 생산 확대 영향으로 클라우드·네트워크 매출은 전월 대비 소폭 감소
- 3분기 매출은 3.02조 대만달러(YoY +46%, QoQ +19%), 영업이익은 1,154억 대만달러(YoY +64%, QoQ +22%)로 모두 사상 최고치 기록. GPU·ASIC 기반 AI 서버 사업이 동반 성장하며 AI 랙 출하량은 전분기 대비 높은 두 자릿수 증가. 클라우드·네트워크 매출 비중은 54%로 확대됐으며, 사업 규모 확대와 운영 효율 개선에 힘입어 영업이익률은 3.83%(YoY +0.40%p)로 상승
- 4분기에도 차세대 AI 서버 랙 공급 확대가 성장을 견인할 전망. 회사는 AI 랙 출하량의 전분기 대비 높은 두 자릿수 증가와 AI 서버 매출의 전분기 대비 성장을 예상. 일반 서버의 완만한 성장과 ICT 제품 성수기 효과도 더해지며 전체 매출은 전년 및 전분기 대비 높은 성장세를 보일 전망. 다만 고객사 부품 사급 방식 확대로 매출 증가율은 AI 랙 출하 증가율을 하회할 수 있다는 판단

Foxconn 월간 매출 및 증가율



자료: Foxconn, 키움증권 리서치

Foxconn 매출 및 영업이익

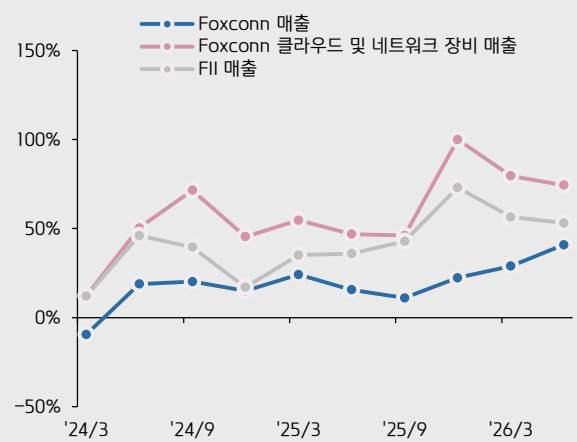


자료: Foxconn, 폭스콘산업인터넷, 키움증권 리서치

◆ 폭스콘산업인터넷, AI 서버 출하 증가로 실적 견조

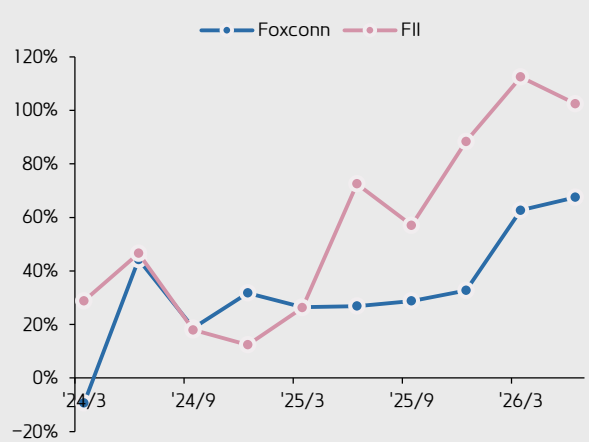
- FII는 홍하이 그룹의 L1~L12 턴키 솔루션 역량을 기반으로 랙 설계·액체냉각·전력관리를 결합한 통합 공급을 확대하고 있으며, GPU와 ASIC 양쪽에서 성장세 확인. 3Q26 매출은 3,836 억위안(YoY +58%, QoQ +25%), 영업이익은 194 억위안(YoY +59%, QoQ +27%) 기록. 클라우드 컴퓨팅 사업 매출은 GPU 및 ASIC 서버 출하 확대에 힘입어 YoY +75%, QoQ +25% 증가. AI ASIC 서버 출하량은 YoY +150%/QoQ +80%, AI GPU 랙 출하량은 YoY +70%/QoQ +15% 증가하며 동반 성장. 차세대 AI 랙 제품도 출하가 시작됐으며, 이전 세대 제품 대비 시장 점유율이 확대되는 상황
- 수익성 측면에서는 차세대 Vera Rubin 플랫폼의 스위치·컴퓨팅 트레이·미드플레인 등 핵심 영역에 참여하며, 시스템 복잡도와 통합 수준 상승에 따른 랙당 공급가액 및 부가가치 확대 기대. 1H26 데이터센터 고속 네트워크 매출도 전년 대비 100% 증가했으며, 800G 이상 스위치와 SuperNIC 출하량은 각각 140% 증가. 서버·랙과 고속 네트워크 제품을 함께 공급하는 사업 구조는 AI 인프라 투자 수혜 범위를 넓히고, 제품 믹스 고도화를 통한 수익성 개선을 뒷받침할 전망

Foxconn 및 폭스콘산업인터넷 매출 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Foxconn 및 폭스콘산업인터넷 영업이익 증가율

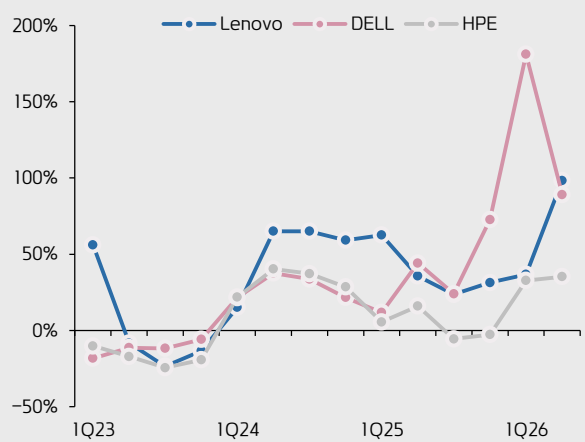


주: 폭스콘산업인터넷 영업이익은 투자수익, 자산가치상각 등 영향 제외 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

◆ 레노버, 축적된 서버 경쟁력을 바탕으로 글로벌 AI 투자 확대 수혜

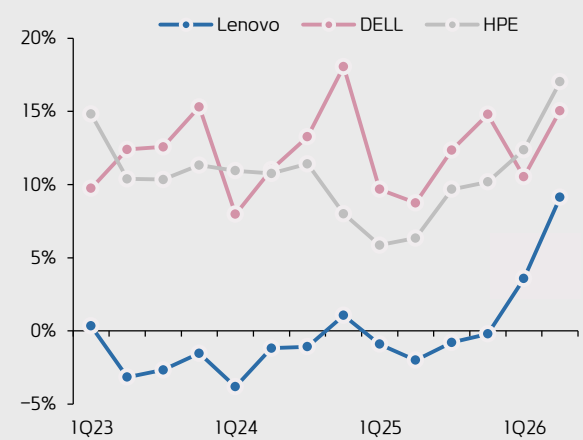
- 레노버는 2014년 IBM의 x86 서버 사업 인수를 통해 글로벌 서버 사업 기반을 강화하고, 이후 NetApp과의 전략적 협력 등을 통해 스토리지·데이터 관리 영역으로 사업 확장. 현재 서버·스토리지부터 소프트웨어와 구축·운영 서비스까지 제공하는 글로벌 브랜드 OEM으로 성장
- AI 인프라가 고밀도·대규모화되면서 개별 장비 성능과 함께 냉각·네트워크·운영을 아우르는 시스템 통합 역량이 중요해지는 상황. 레노버는 Neptune 액체냉각 기술과 글로벌 생산·서비스 기반을 보유하고 있으며, NVIDIA와의 협력을 통해 기업용 하이브리드 AI부터 대규모 클라우드 인프라까지 공급 범위를 확대. Dell·HPE와 함께 턴키 솔루션 수요 증가의 수혜가 가능한 기업으로 판단
- 글로벌 서버 투자 확대는 실적 성장으로 연결. FY1Q27 인프라솔루션그룹(ISG) 매출은 85.1억달러로 전년 대비 98% 증가했으며, 영업이익률도 9.1%로 상승. 기존 서버 사업에서 축적한 고객 기반과 공급 역량을 바탕으로 AI 인프라 시장에서도 성장과 수익성 개선이 함께 확인

글로벌 주요 서버 기업 서버 매출 YoY 추이



주: Calendar year 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

글로벌 주요 서버 기업 서버 OPM 추이

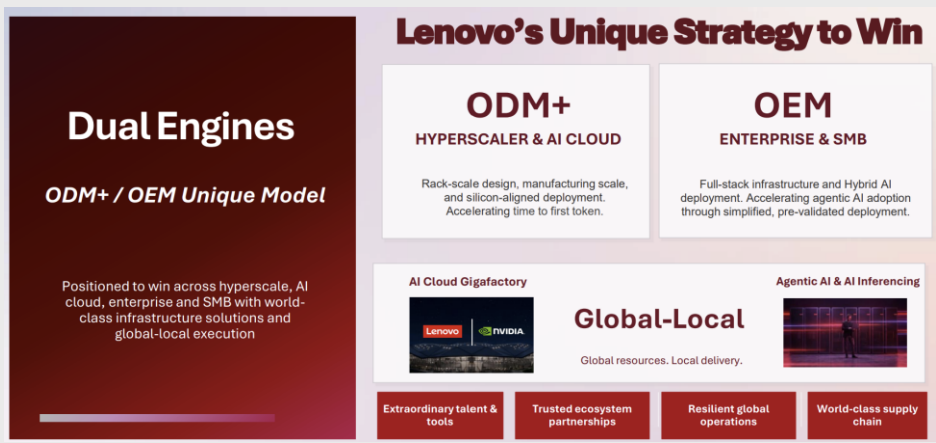


주: Calendar year 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

◆ 대형 클라우드 ODM+와 기업 OEM을 양대 성장축으로 확대

- 레노버는 대형 클라우드 고객 대상 ODM+와 기업·중소기업 고객 대상 OEM을 양대 성장축으로 설정. 고객별로 상이한 설계·구축 요구에 대응하는 사업 모델을 통해 하이퍼스케일러의 대규모 투자와 기업의 AI 도입 수요를 함께 확보하는 전략
- 하이퍼스케일러·AI 클라우드에는 맞춤형 랙 설계와 대량 제조, Neptune 액체냉각 기술을 결합해 고밀도 AI 인프라를 공급. 가속기 도입 일정에 맞춘 시스템 설계·생산과 전력·냉각 최적화를 통해 고객의 인프라 구축 기간을 단축하고 안정적인 운영을 지원. 기업 고객에는 사전 검증된 하드웨어·소프트웨어와 구축·운영 서비스를 통합 제공해 AI 도입의 복잡성과 운영 부담을 완화. 글로벌 공급망과 현지 서비스 역량을 기반으로 하이브리드 AI·추론 수요에 대응하고 있으며, FY1Q27에는 CSP와 기업·중소기업 고객 매출이 모두 전년 대비 약 2배 증가하며 양대 성장 전략의 성과가 확인

레노버 서버 사업 전략

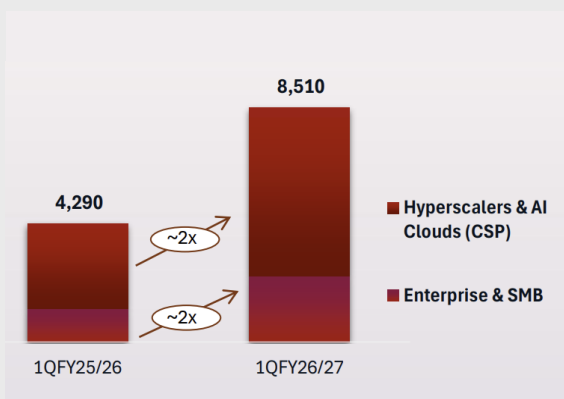


자료: 레노버, 키움증권 리서치

◆ ISG 성장 가속, 전사 이익 확대의 핵심 동력으로 부상

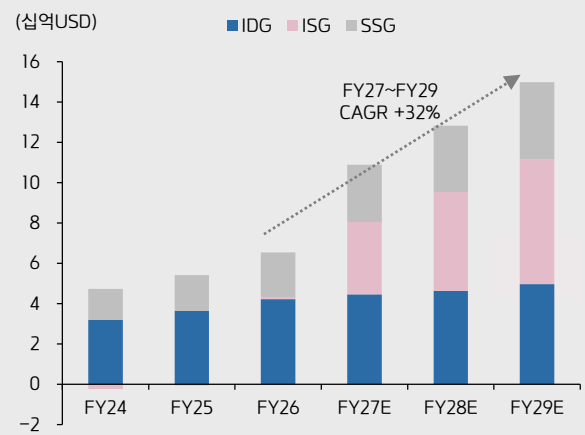
- CSP와 기업 고객의 동반 성장으로 ISG 매출 기반이 확대되는 가운데, 영업이익 증가도 본격화. FY1Q27 ISG 영업이익은 7.8억달러로 분기 최대치를 기록하며, 서버 사업이 전사 매출 성장뿐 아니라 이익 확대에도 기여하는 구조로 전환
- 향후 대형 클라우드의 AI 인프라 투자와 기업의 범용 서버·AI 추론 수요가 ISG 성장을 뒷받침할 전망. 다만 AI 서버와 범용 서버의 수익성이 상이한 만큼, 매출 증가 속도와 함께 제품·고객 믹스 및 개선된 이익률의 유지 여부가 중요. AI 서버 비중이 빠르게 상승할 경우 매출 성장과 이익률의 방향이 달라질 가능성도 고려할 필요
- Bloomberg 컨센서스에서도 ISG의 이익 기여가 확대되며 FY27~FY29 전사 영업이익 증가를 주도할 것으로 예상. PC 중심의 안정적인 이익 기반에 인프라 사업의 성장성이 더해지는 변화로, 향후 ISG의 수주·출하 확대와 수익성 유지가 전사 이익 전망을 결정하는 핵심 변수가 될 전망

레노버 서버 사업 고객사별 매출 증가율



자료: 레노버, 키움증권 리서치

레노버 영업이익 추이 및 전망



주: 연결 전 기준
자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

◆ 폭스콘산업인터넷의 GPU·ASIC 동반 성장과 레노버의 수익성 개선에 주목

- 폭스콘산업인터넷은 L1~L12 통합 공급 역량을 바탕으로 GPU·ASIC 서버 투자 확대의 동반 수혜 기대. 랙 설계, 액체냉각, 전력관리를 결합한 턴키 공급을 확대하며 고객당 공급 범위를 넓히는 중. 향후 Vera Rubin 플랫폼의 스위치, 컴퓨팅 트레이, 미드플레인 등 핵심 영역 참여 확대는 랙당 공급가액과 자체 설계·제조 부가가치를 높이는 요인. 전사 OPM은 약 4% 수준이나, 고부가 제품 공급 확대와 생산 규모 증가에 따른 비용 효율화가 이익 성장을 뒷받침할 전망
- 레노버는 자체 서버 설계와 Neptune 액체냉각, 글로벌 구축·운영 역량을 기반으로 CSP와 기업 고객의 AI 투자 수요에 동시 대응. CSP에는 맞춤형 서버·랙을 공급하는 ODM+ 모델로, 기업 고객에는 하드웨어·소프트웨어·서비스를 결합한 OEM 모델로 사업 확대. 최근 양쪽 고객군의 매출이 모두 전년 대비 약 2배 증가하고 ISG 영업이익률도 약 9%로 개선되며 성장성과 수익성 개선이 함께 확인. 향후 대형 클라우드의 인프라 증설과 기업의 AI 추론 도입 확대가 서버·스토리지·냉각·서비스 전반의 수요를 견인하며 전사 이익 기여도를 높일 것으로 기대

글로벌 서버 기업별 경쟁력 및 투자 포인트 비교

기업	해자	마진	ASIC	판단 근거
Foxconn 폭스콘산업인터넷	○	X	○	보드·랙·네트워크, GPU·ASIC 동반 출하
Quanta	△	X	○	CSP 통합 역량, 총액 인식·가격 협상 부담
Wiwynn	△	△	○	서버 집중, 7.3% OPM, 사급·NRE 효과 구분
Inventec	△	X	○	ASIC 확대 기대, 랙 역할·서버 수익성 확인
Lenovo	○	△	X	글로벌 OEM, ISG 9.1%, ASIC 실적 제한

자료: 키움증권 리서치

중국 AI 서버 공급망

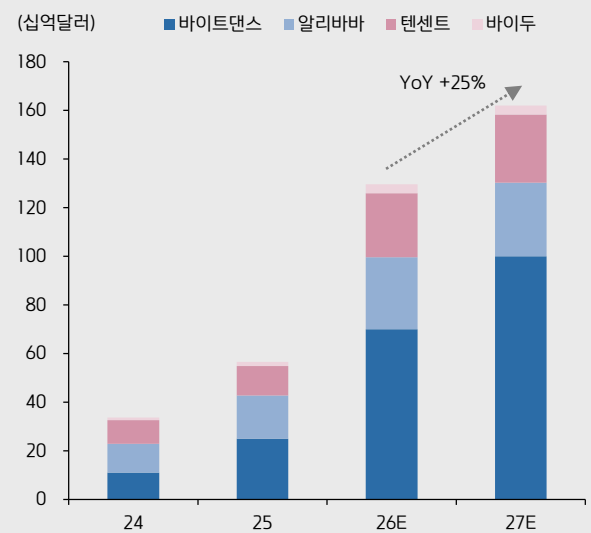
SuperPOD 양산으로 실적 가시화 기대



◆ 알리바바 및 바이트댄스 중심으로 대규모 투자 확대 가시화

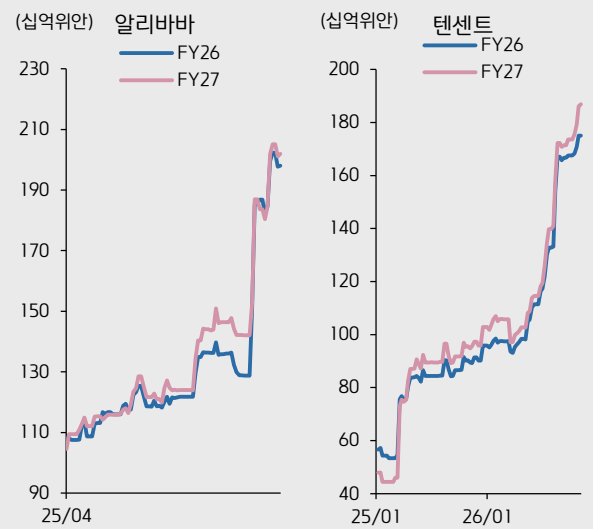
- 알리바바는 9월 클라우드 컨퍼런스에서 2032년까지 글로벌 데이터센터 운영 규모를 20GW 이상 확대 목표 발표. 2026년 알리바바의 중국 내 데이터센터 규모는 약 4GW(SemiAnalysis 기준) 수준으로 향후 6년간 연평균 30%에 가까운 증가 기대
- 바이트댄스 역시 투자 확대 기조 유지. 5월 블룸버그에 따르면 2026년 CAPEX는 기존 계획에서 상향된 550~700억달러까지 확대 검토 중(2025년 CAPEX 250억달러로 추정). 9월에는 내몽골 지역에 추가 5~6GW 규모의 컴퓨팅 인프라 확보를 위해 현지 사업자와 초기 협상 진행 중인 것으로 보도. 아울러 296억달러 규모의 대출도 조달하며 AI 인프라 투자 재원 확보

중국 빅테크 기업 CAPEX 추이 및 전망



주: 알리바바/텐센트/바이두는 Bloomberg 컨센서스, 바이트댄스는 언론종합 기준
자료: 각사 보고서, Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

알리바바 및 텐센트 연간 CAPEX 추정치

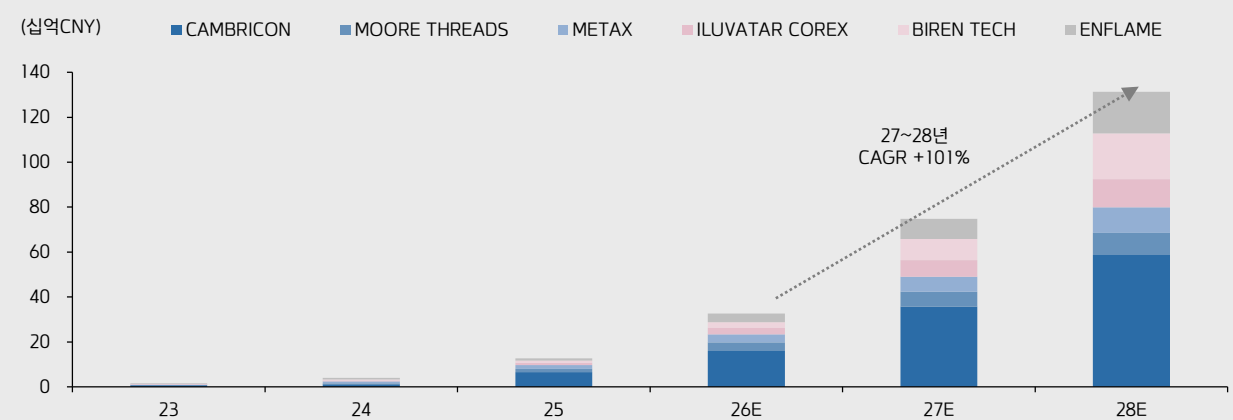


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

◆ 중국 빅테크의 투자 확대, 중국 AI 인프라 수요로 연결

- 최근 중국 AI칩 성능 빠르게 개선. Huawei 및 Cambricon 차세대 제품은 일부 지표에서 H100/H200에 근접한 것으로 판단. Blackwell 계열과는 여전히 격차 존재하나 중국 업체는 다수의 AI칩 연결 통해 시스템 단위 성능을 보완하는 방향으로 경쟁력 강화
- 이는 NVIDIA 고성능 GPU에 대한 접근 제한과 맞물리며 중국산 AI GPU의 구조적인 수요 증가로 연결될 전망. NVIDIA GPU를 중국 내에서 안정적으로 확보하기 어려운 가운데, 중국 빅테크 기업의 AI 컴퓨팅 수요는 오히려 빠르게 증가하고 있기 때문
- 실제로 2026년 들어 중국 AI GPU에 대한 구매처가 기존 정부·국유 프로젝트에서 중국 플랫폼 기업으로 확산되는 모습. 로이터 보도에 따르면 바이트댄스는 화웨이와 캠브리콘을 주요 중국산 AI칩 공급사로 활용하는 가운데 공급망을 Iluvatar CoreX와 바이두 Kunlunxin 등으로 다변화. 텐센트 역시 Kunlunxin의 고객으로 확인되고 있으며, 알리바바는 자체 AI칩의 실사용 규모를 빠르게 확대

중국 주요 AI 가속기 기업 매출 추이 및 전망

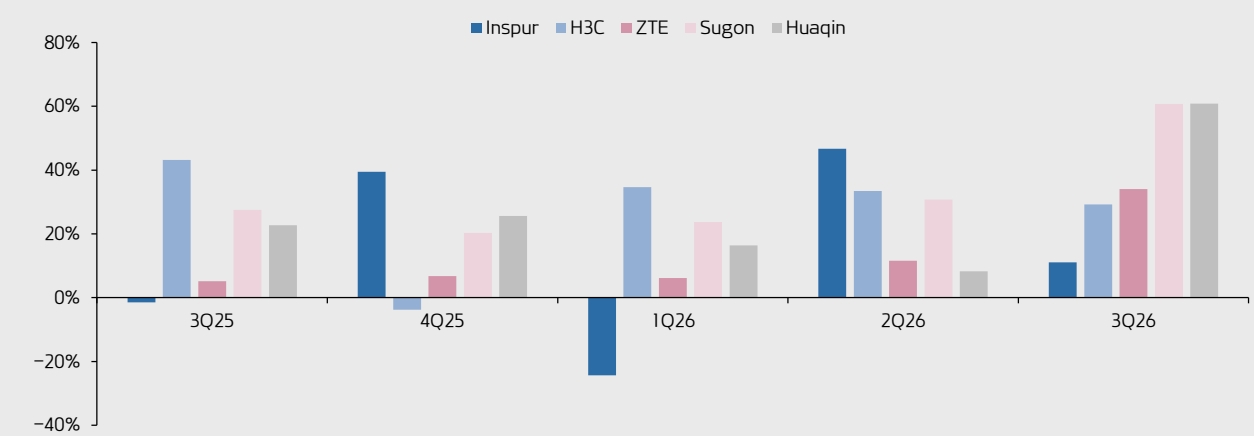


자료: Wind 컨센서스, 키움증권 리서치

◆ 중국 AI 투자, 서버 기업의 매출 성장으로 연결되는 구간에 진입

- 화웨이는 SuperPOD 누적 구축 확대와 신제품 상용화를 병행. Ascend 384 기반 SuperPOD 누적 구축은 2025년 9월 300세트 이상에서 2026년 7월 750세트 이상으로 증가. 9월에는 Ascend 910C 기반 SuperPOD 구축이 1,000세트를 넘어섰으며, Ascend 950도 대규모 상용화 단계에 진입했다고 발표
- 알리바바도 자체 AI 칩 기반 SuperPOD의 상용 서비스 확대. 8월 실적발표에서 전량 중국산 칩 기반의 Zhenwu M890 SuperPOD 인스턴스를 알리클라우드에 출시하고 상용 판매를 시작했다고 설명. 하반기 공급 확대를 예고했으며, 9월 클라우드 컨퍼런스에서는 M890 기반 SuperPOD의 대규모 적용과 차세대 제품 공개를 통해 자체 AI 인프라 확장 지속
- 공급 확대는 서버 기업의 3분기 매출 성장으로 확인. 화친의 데이터센터 사업 매출은 224.6억 위안(YoY +228%), 이 중 SuperPOD 매출은 62억위안 기록. 전체 매출도 723억위안(YoY +61%)으로 증가. Sugon 역시 중국 내 연산 인프라 수요 확대와 고성능 컴퓨터 등 IT 장비 판매 증가에 힘입어 매출 48억위안(YoY +61%) 기록

중국 주요 서버기업 분기별 매출 증가율

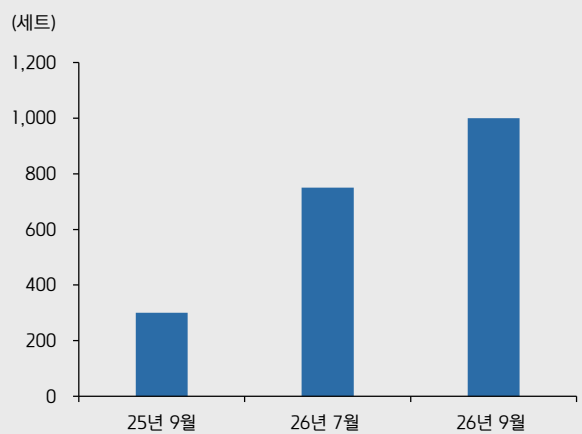


주: H3C는 모회사 UNIS(000938.CH) 기준
자료: 각사 보고서, 키움증권 리서치

◆ 중국 AI 생태계의 특징: 시스템 확장, 플랫폼 다양성, 공급 제약

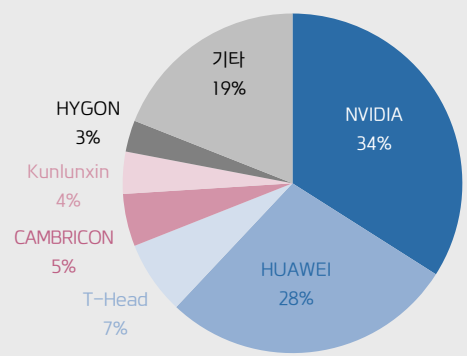
- 중국 AI 인프라는 개별 가속기의 성능과 조달 제약에 대응하기 위해 시스템 단위 최적화가 중요. 다수의 칩을 효율적으로 연결하고 연산·메모리·통신 자원을 함께 활용하는 역량이 실제 모델 성능을 결정하는 핵심 변수로 부상
- 화웨이를 비롯한 다양한 중국산 칩 플랫폼이 병존하면서 하드웨어 호환과 소프트웨어 최적화 과제도 확대. 서버 기업에는 전력·냉각·통신 설계뿐 아니라 칩별 펌웨어와 연산 라이브러리, 모델 실행 환경에 대한 대응이 요구
- 첨단공정과 메모리·패키징 등 핵심 공급망의 제약은 시스템 공급 확대 속도를 좌우. 서버 기업이 설계·통합 역량을 확보하더라도 가속기와 핵심 부품 조달이 뒷받침돼야 실제 출하로 연결되는 만큼, 안정적인 공급망 확보가 중요한 경쟁 요소로 작용
- 중국 서버 산업은 수요 규모뿐 아니라 시스템 효율 확보, 다양한 칩에 대한 대응, 안정적인 부품 조달이라는 세 가지 변수를 함께 평가할 필요

화웨이 SuperPOD 누적 구축 세트 수



자료: 화웨이, 키움증권 리서치

1H26 중국 AI 가속기 출하량 점유율



자료: IDC, 키움증권 리서치

◆ 중국은 개별 칩의 성능 격차를 시스템 효율성으로 보완

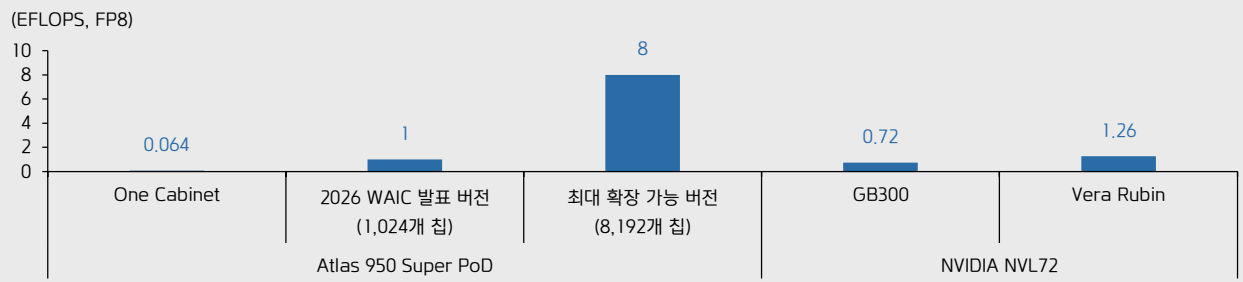
- 중국은 개별 칩 성능 측면에서는 글로벌 선두 업체 대비 격차가 존재하나, 칩 간 연결 구조, 네트워크 효율, 서버 및 랙 아키텍처 최적화를 통해 시스템 수준의 컴퓨팅 성능 향상 추진. 상대적으로 강점을 보유한 광통신, 서버 제조, 네트워크 장비 역량을 활용해 AI 클러스터 경쟁력을 강화. 대표적인 사례가 화웨이의 Atlas 950 SuperPoD

2026년 글로벌 인공지능 컨퍼런스(WAIC)에서 공개된 Atlas 950 SuperPOD



자료: 화웨이, 키움증권 리서치

화웨이 및 엔비디아 컴퓨팅 파워 비교



자료: 화웨이, 엔비디아, 키움증권 리서치

◆ SuperPOD 제품 경쟁에서 대규모 공급 경쟁으로

- 중국 주요 서버 기업은 단품 서버를 넘어 SuperPOD 단위의 제품과 솔루션을 확대. Inspur, H3C, Sugon, xFusion 등은 고밀도 연산과 고속 연결, 액체냉각을 결합한 시스템을 제시하며 대규모 AI 인프라 수요에 대응
- 다만 제품 공개와 최대 확장 규모만으로 실제 공급 경쟁력을 판단하기는 어렵다는 판단. 향후 차별화의 핵심은 실제 성능, 납기, 운영 안정성 및 후속 발주를 통해 반복 납품 역량을 확인할 필요

중국 서버 기업 제품 출시 정리

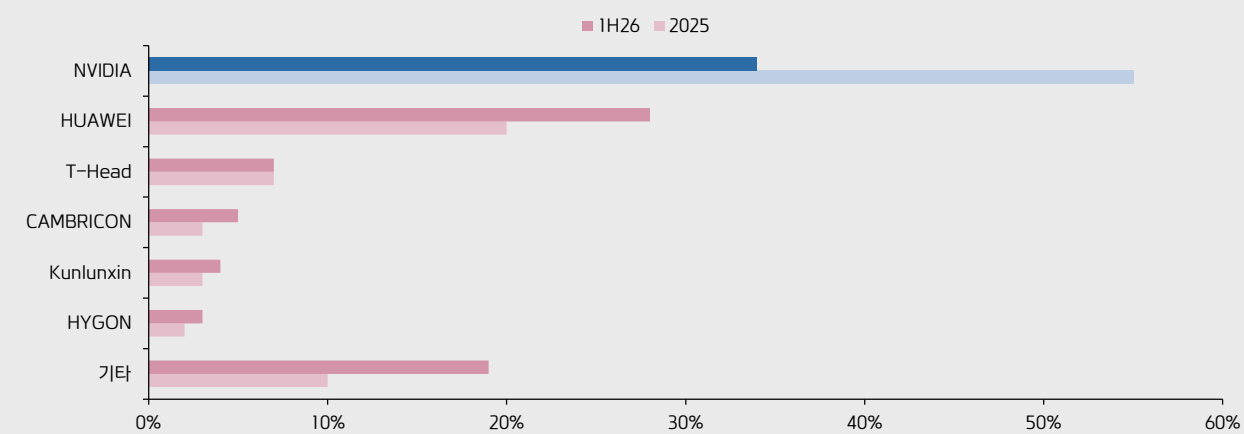
기업	슈퍼노드		클러스터	
	주요 제품·솔루션	공개 규모	주요 제품 솔루션	공개 규모
Inspur	YuanBrain SD200 Ultra	128개 가속기	YuanBrain HC2000	랙당 최대 256개 가속기 랙 간 확장 지원, 전체 카드 수 미공개
H3C	UniPoD S80000	32~1,024개 가속기	UniPoD S80000	최대 16,384개 가속기 지원
xFusion	FusionPoD for AI	랙당 64~128개 가속기	FusionPoD	대규모 클러스터 배치 지원 최대 카드 수 미공개
ZTE	Nebula X32	32개 가속기	Nebula Matrix X256/800	최대 256~800개 가속기 지원
Sugon	scaleX640	랙당 640개 GPU	Dawning 8000	10만개 가속기 지원
	scaleX40	랙당 40개 GPU	scaleX	만개 가속기 지원
Huaqin	고객 맞춤형 SuperPOD	카드 수 미공개, 고객 출하 확인	고객 맞춤형 AI 인프라	미공개
Nettrix	고객 맞춤형 SuperPOD	슈퍼노드 카드 수 미확인	고객 맞춤형 AI 인프라	미공개

자료: 언론종합, 키움증권 리서치

◆ 다양한 칩 생태계, 하드웨어 호환을 넘어 실사용 최적화가 과제

- 중국 AI 칩 시장은 화웨이를 중심으로 다수의 업체가 경쟁하며, 서로 다른 하드웨어·소프트웨어 생태계가 병존하는 구조. 서버 기업은 다양한 가속기를 수용하는 설계와 함께 칩별 통신 방식, 펌웨어, 소프트웨어 환경에 대응해야 하며, 플랫폼별 개발·검증 부담도 확대
- 특히 다수의 칩을 연결하는 SuperPOD에서는 개별 칩의 성능뿐 아니라 통신 효율과 소프트웨어 최적화가 시스템 전체의 성능을 좌우. 지원 가능한 칩의 종류를 늘리는 데 그치지 않고, 실제 모델 구동 과정에서 연산·메모리·통신 자원을 효율적으로 활용하는 역량이 중요해짐
- 이에 따라 중국 서버 기업의 경쟁력은 가속기 호환 범위와 함께 모델별 성능, 장시간 운영 안정성, 고객 환경에서의 최적화 수준을 종합적으로 평가할 필요. 제품 출시와 기술 지원 여부를 넘어 대규모 상용 환경에서 성능과 경제성을 입증하는 단계로 진입

중국 AI 가속기 출하량 점유율

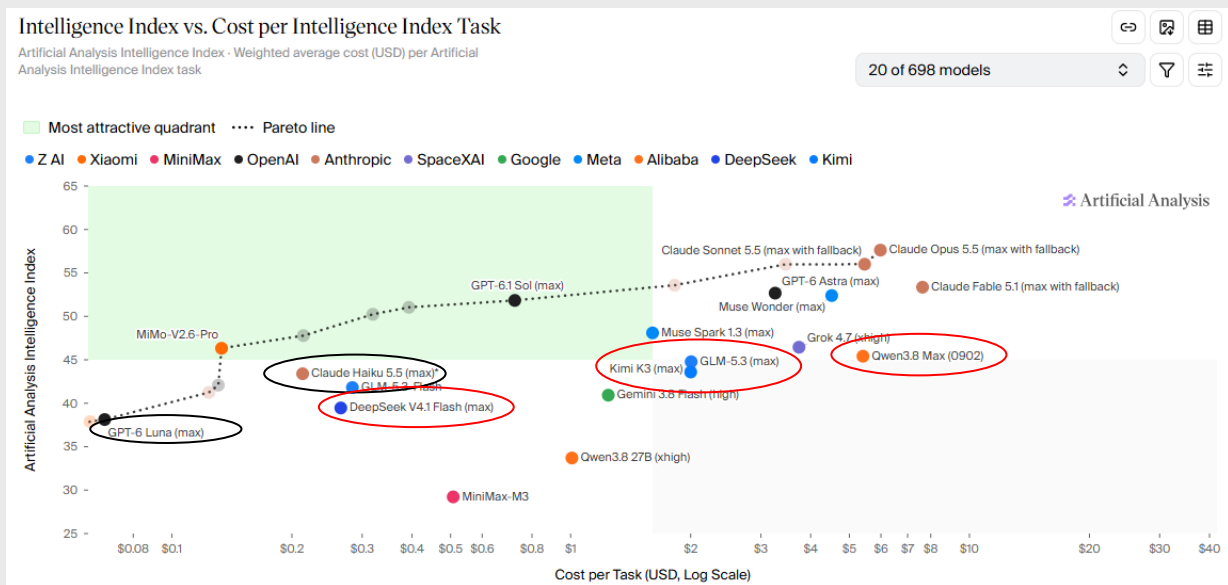


자료: IDC, 키움증권 리서치

◆ 중국산 칩의 상용화 사례 확대. 다음 과제는 운영 효율과 경제성

- 중국산 가속기를 활용한 LLM 구동과 상용 서비스 사례 등장. Z.ai는 중국산 칩 기반 추론 클러스터를 10만 장 규모로 구축하고, GLM-5.3-Flash의 온라인 트래픽 전량을 중국산 칩으로 처리. MiniMax도 중국산 칩 기반 클러스터 구축과 모델 최적화를 추진
- 다만 이제는 모델 구동 여부를 넘어 실제 서비스 환경에서의 운영 안정성과 경제성을 입증하는 것이 중요. 지속적인 요청 증가에도 처리량과 응답속도를 안정적으로 유지하고, 장시간 가동과 장애 대응 능력을 확보할 필요. 동시에 동일한 인프라에서 더 많은 유효 Token을 생산하고 단위 비용을 낮춰, 중국산 칩 도입이 실질적인 비용 경쟁력으로 이어지는지 확인이 필요

모델별 성능 및 가격 비교

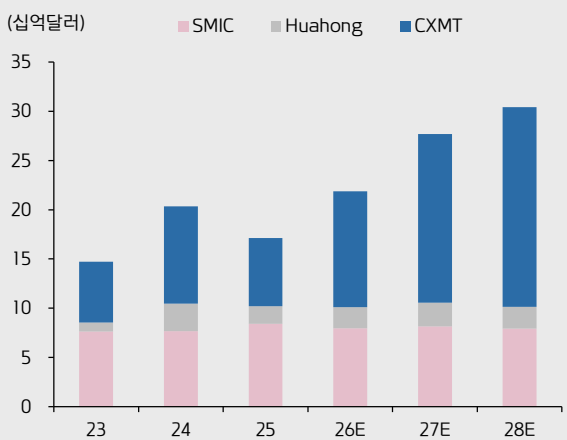


자료: Artificial Analysis, 키움증권 리서치

◆ 첨단 칩 공급이 확산 속도를 제한, 증설 효과는 점진적으로 반영

- 중국산 AI 서버 공급 확대의 핵심 제약은 첨단 가속기 생산능력. 중국 내 첨단 AI 칩 제조가 SMIC에 집중돼 있어 다수의 칩 설계 기업이 제한된 생산능력을 확보해야 하는 구조. SMIC가 증설을 추진하고 있으나, 첨단 제조장비 접근 제약과 공정·수율 안정화 부담으로 단기간 내 공급을 대폭 확대하기는 어려울 전망
- HBM 확보도 제약 요인. 최근 CXMT의 HBM3E 소량 생산과 알리바바 T-Head·캠브리콘의 채택 테스트, 2027년 생산 확대 계획이 보도되며 국산화 진전이 나타나는 모습. 다만 고객 검증과 양산 수율 확보를 거쳐 안정적인 대규모 공급으로 이어지기까지는 시간이 필요해, 단기적으로 메모리 공급 제약은 지속될 것
- 서버 기업이 SuperPOD 설계와 공급 역량을 갖추더라도, 가속기 조달이 뒷받침되지 않으면 실제 출하 확대에는 한계 존재. 중국 AI 인프라 수요의 성장 방향은 유효하나, 서버 공급은 첨단 가속기와 HBM의 생산 확대 속도에 맞춰 단계적으로 증가할 전망

중국 파운드리 및 메모리 기업 CAPEX 추이 및 전망



자료: Bloomberg 추정치, 키움증권 리서치

중국 주요 메모리 및 파운드리 기업 증설 현황 및 계획

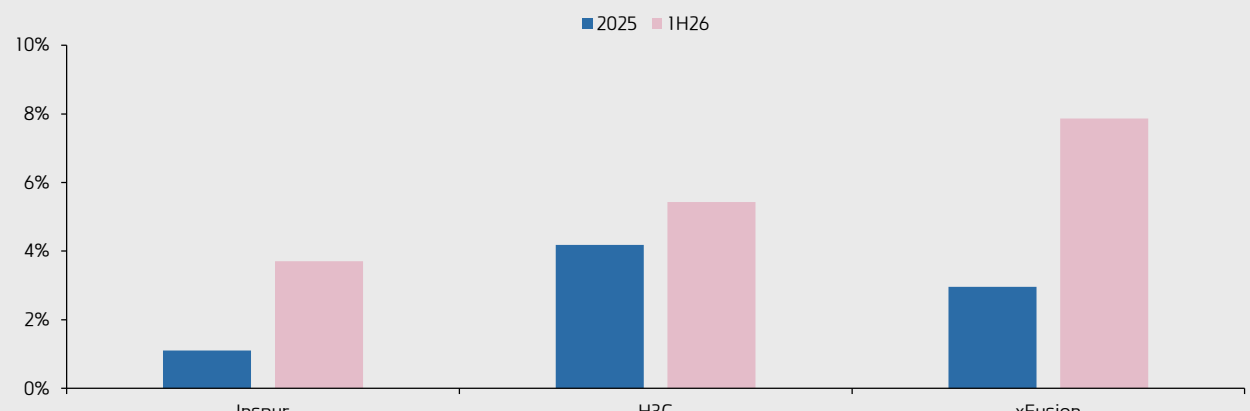
기업	2026년 증설 계획	2027년 증설 계획
CXMT	- 8.5만 장/월 증설 - 연말 총 35만 장/월 전망	- 7만 장/월 증설 전망 - 연말 총 42만 장/월 예상 - 상하이 1기 초기 가동 및 허페이·베이징 증설
YMTC	- Fab3 연말 가동 개시 예정 - 단계적 증설 계획	- Fab3 월 5만장→10만장 전망 - Fab 4 신규 착공, 최종 설계 CAPA 10만 장/월
SMIC	- 4만 장/월 증설 - 기존 Fab 추가 장비 도입	- 린강 2기·시칭 2기 건설 추진
Hua Hong	- Fab 9A 월 8.3만 장 목표 - Fab 9B 장비 반입 시작	- Fab 9B 1Q27 초기 가동 전망

자료: SemiAnalysis, CSIS, Reuters, SMIC, 키움증권 리서치

◆ 시스템 공급 역량 확대, 구조적 수익성 개선은 추가 확인 필요

- 중국 AI 투자 확대와 공급 여건의 제약이 맞물리며 서버 기업의 가격 협상력이 개선되고, 공급망 관리 효과도 더해지면서 영업이익률이 상승하는 모습. 2026년 상반기 Inspur, H3C, xFusion OPM은 2025년 대비 상승. xFusion은 AI 및 범용 서버의 매출총이익률이 모두 상승했으며, 특히 범용 서버의 마진 개선이 전체 수익성 상승을 주도
- 중국 서버 기업도 자체 설계와 시스템 통합 역량을 보유하고 있어 기술 고도화를 통한 부가가치 확대가 가능. 다만 최근 이익률 개선에는 수급과 조달 여건의 영향도 반영된 만큼, 이를 구조적인 수익성 상승으로 판단하기에는 추가 확인이 필요. 향후 고부가 제품 확대와 반복 수주를 통해 개선된 이익률을 유지할 수 있는지가 중요

중국 주요 서버 기업 서버 사업 OPM 추정



자료: Wind, 키움증권 리서치

투자 전략

중국은 실적 확인 기업에 우선 주목,
글로벌 공급망은 불확실성 완화 추이 점검

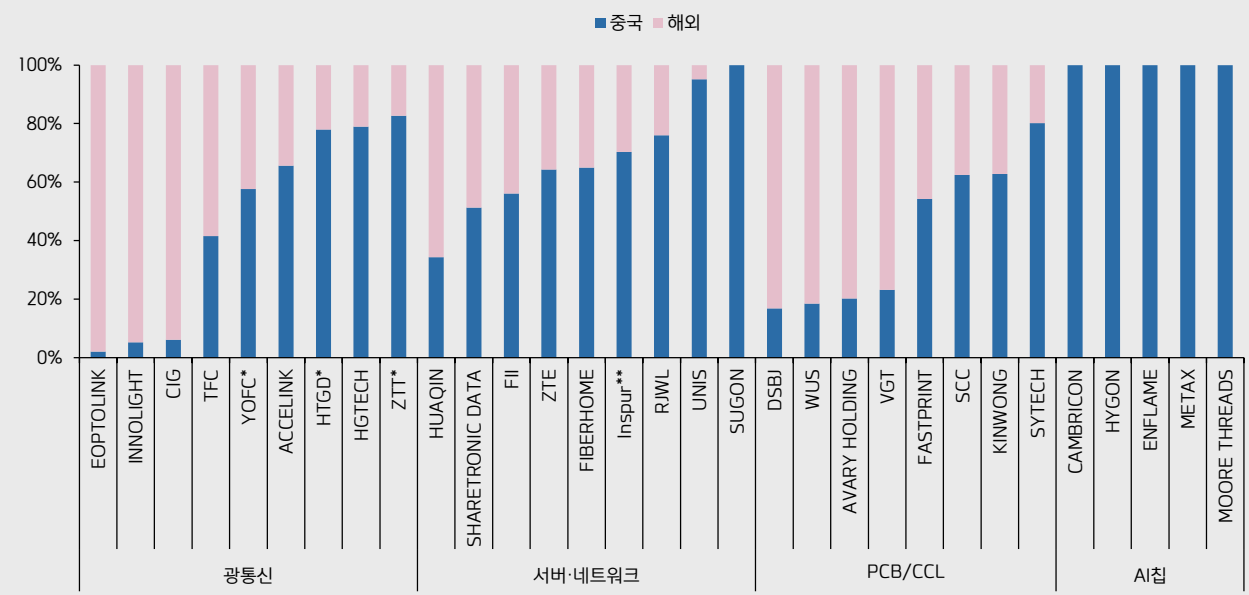


중국은 실적 확인 기업에 우선 주목, 글로벌 공급망은 불확실성 완화 추이 점검

◆ 중국 AI 서버 밸류체인은 글로벌 AI 투자 수혜 기업과 중국 내 AI 인프라 구축 수혜 기업으로 구분 필요

- 이노라이트 등 광통신 업체와 일부 PCB·CCL 기업은 해외 매출 비중이 높아, 미국 CSP의 AI 투자 확대가 그간 실적 성장과 주가 상승의 주요 동력으로 작용
- 반면 중국 AI 칩 기업과 Sugon 등은 중국 내 매출 비중이 높아, 중국 CSP의 AI 투자와 국산 연산 인프라 구축 확대에 따른 직접적인 수혜 기대. 향후 국산 가속기 공급과 SuperPOD 양산이 확대될 경우 관련 기업의 성장 확대 전망

중국 서버 밸류체인 기업 지역별 매출 비중

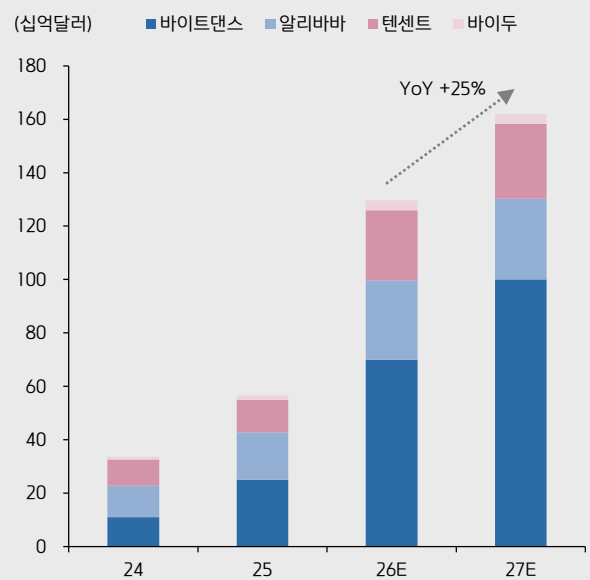


주: 1H26 기준이며, *표시 기업은 2025년, **기업은 2024년 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

◆ 중국은 실적 확인 기업에 우선 주목, 글로벌 공급망은 불확실성 완화 추이 점검

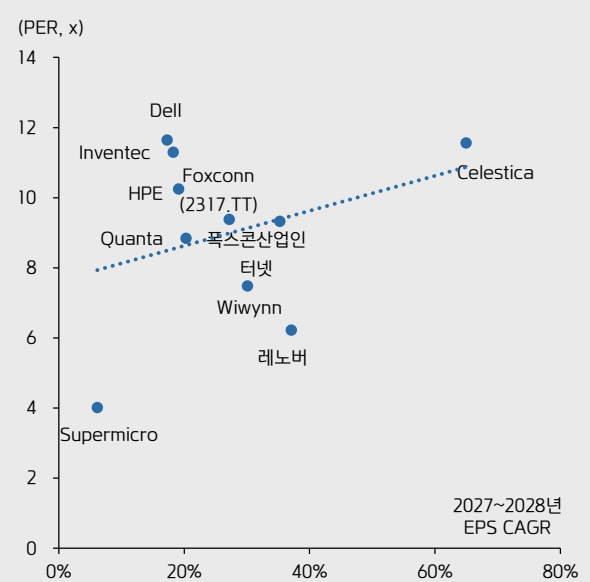
- 단기적으로 신규 제품 양산과 실적 개선이 확인되는 중국 밸류체인 기업의 주가 모멘텀 기대. 3분기 데이터센터 사업의 고성장과 SuperPOD 매출 발생을 통해 투자 수혜를 입증한 화친테크 주목
- 폭스콘산업인터넷과 레노버 등 미국 밸류체인 기업의 경우 미국의 AI 경쟁력 확보를 위한 투자는 지속될 것으로 판단하는 만큼 중장기 성장성 유효. 최근 주가 조정으로 밸류에이션 부담이 완화된 만큼 미국 데이터센터 규제와 엔비디아 관련 불확실성의 완화 여부를 확인하면서 관심을 높이는 전략이 적절하다는 판단

중국 빅테크 기업 CAPEX 추이 및 전망



주: 알리바바/텐센트/바이두는 Bloomberg 컨센서스, 바이트댄스는 언론종합 기준
자료: 각사 보고서, Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

글로벌 주요 서버 기업 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국은 실적 확인 기업에 우선 주목, 글로벌 공급망은 불확실성 완화 추이 점검

중국 AI 서버 밸류체인

운영 주체

기업

Alibaba (BABA.US)
Tencent (0700.HK)
Baidu (BIDU.US)
ByteDance (비상장)
Z.AI (2513.HK)
MINIMAX (0100.HK)
Kuaishou (1024.HK)
Huawei (비상장)

통신사

China Mobile (600941.CH)
China Telecom (601728.CH)
China Unicom (600050.CH)

정부

서버 시스템

서버 / 랙

Huawei (비상장)
xFusion (비상장)
Inspur (000977.CH)
Huaqin (603296.CH)
H3C (000938.CH 자회사)
Sugon (603019.CH)
ZTE (000063.CH)

핵심 반도체 및 부품

GPU / AI 가속기

Huawei (비상장)
Cambricon (688256.CH)
MetaX (688802.CH)
Moore Threads (688795.CH)
Enflame (688801.CH)
Biren (6082.HK)
Iluvatar CoreX (9903.HK)
T-Head (Alibaba 자회사)
Kunlunxin (Baidu 자회사)

CPU

Hygon (688041.CH)

메모리

CXMT (688825.CH)
YMTC (비상장)

스위치

Huawei (비상장)
H3C (000938.CH 자회사)
Huaqin (603296.CH)
ZTE (000063.CH)
Ruijie (301165.CH)

광트랜시버

Accelink (002281.CH)
HGTECH (000988.CH)

광섬유

YOFC (601869.CH)
Hengtong (600487.CH)
ZTT (600522.CH)

PCB / CCL

Shennan (002916.CH)
WUS (002463.CH)
DSBJ (002384.CH)
Kinwong (603228.CH)
FastPrint (002436.CH)
Shengyi Tech (600183.CH)

커넥터 / MPO

Huafeng (688629.CH)
JONHON (002179.CH)
T&S (300570.CH)
EverPro (300548.CH)
SDGI (000070.CH)

액체냉각

Envicool (002837.CH)
Goaland (300499.CH)
Shenling (301018.CH)

자료: 키움증권 리서치

중국은 실적 확인 기업에 우선 주목, 글로벌 공급망은 불확실성 완화 추이 점검

중국 서버 기업 실적 및 밸류에이션 테이블

종목명	종목코드	시가총액 (십억USD)	매출(십억CNY)		순이익(십억CNY)		매출 증가율		순이익 증가율		PER(x)	
			26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
폭스콘산업인터넷	601138.CH	111	1,475	1,986	61	85	63%	35%	74%	39%	12	9
레노버	0992.HK	28	715	856	26	38	21%	20%	90%	47%	8	5
ZTE	000063.CH	19	150	169	6	7	12%	13%	1%	19%	23	20
SUGON	603019.CH	18	19	24	3	4	26%	27%	46%	37%	39	30
화친테크	603296.CH	15	223	276	6	7	30%	24%	40%	27%	18	15
RJWL	301165.CH	14	21	31	2	3	44%	49%	127%	91%	56	30
Inspur	000977.CH	12	200	257	5	7	21%	28%	119%	29%	15	12
UNIS	000938.CH	11	125	152	3	4	29%	22%	93%	35%	22	17

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

화친테크 (603296.CH)

China Strategy 박주영

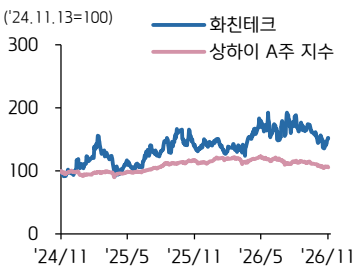
현재주가 (11/13)	CNY 70.32

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	소비자 전자제품
거래소	Shanghai
상대지수	SHASHR
벤치마크 현재주가	3,810.8
시가총액(mln)	104,360.1
유통주식수(mln)	1,421.5
52주 최고	91.88
52주 최저	56.96
일평균거래량	20,825,001

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	8.5	-1.7	-15.3	8.0
상하이 A주	-8.4	-4.4	-14.3	-9.8



◆ 투자포인트 1. 중국 AI 투자 확대, 서버 납품 증가가 실적에 반영되기 시작

- 중국 CSP의 AI 투자 확대 속 국산 AI 칩을 적용한 서버 공급 본격화. 알리바바는 8월부터 국산 칩 기반 SuperPOD의 클라우드 서비스 투입을 시작했으며, 화웨이도 9월 기준 Ascend 910C SuperPOD 누적 설치 1,000세트 이상과 Ascend 950의 대규모 상용화를 확인
- 화친은 상반기 국산 칩 기반 제품으로 전환하는 과정을 거쳐, 2분기 SuperPOD 첫 출하 이후 3분기 대량 납품에 진입. 3분기 데이터센터 매출은 225억위안(YoY +228%)으로 증가. 동사는 2027년 3개 주요 CSP를 대상으로 SuperPOD 공급을 확대할 계획으로 중국 AI 투자 확대가 실제 실적으로 연결되는 흐름 지속 기대

◆ 투자포인트 2. 서버·스위치 통합 설계와 대량 납품 역량에 주목

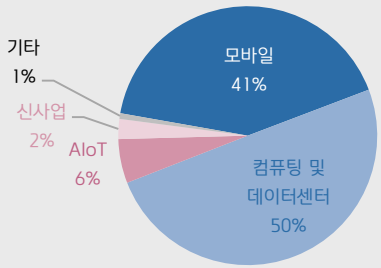
- 다수의 AI 칩을 연결하는 SuperPOD가 확산되면서 서버와 네트워크를 함께 설계하고 안정적으로 공급하는 능력의 중요성 증가. 화친은 일반 서버·AI 서버·스위치 개발 역량과 자체 생산 기반을 확보하고 있으며, 3분기 SuperPOD 매출 62억위안을 기록하며 대량 납품 역량 입증. 다양한 국산 칩에 대한 제품 개발 경험과 고객 협력을 바탕으로 후속 제품 수주에 유리한 위치를 확보한 것으로 판단

Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	85,338	109,878	171,437	222,994	276,149
영업이익	2,833	2,768	4,305	6,042	7,415
OPM(%)	3.3	2.5	2.5	2.7	2.7
순이익	2,708	2,929	4,081	5,749	7,337
PER(배)	20.1	24.6	22.5	18.8	14.8
PBR(배)	2.8	3.2	3.6	3.2	2.7
ROE(%)	16.3	13.5	16.9	17.9	18.7
배당수익률(%)	N/A	1.2	1.0	N/A	N/A

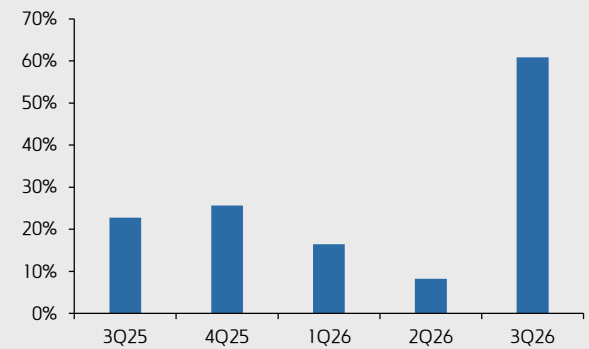
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2026년 3분기 누적 기준 사업부문별 매출 비중



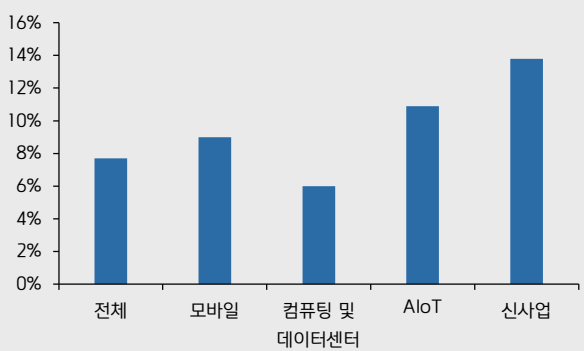
자료: 화친테크, 키움증권 리서치

화친테크 분기별 매출 및 증가율



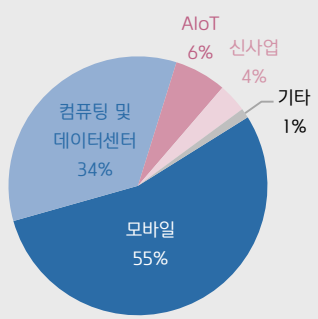
자료: 화친테크, 키움증권 리서치

2025년 사업부문별 GPM



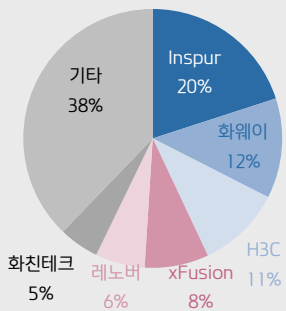
자료: 화친테크, 키움증권 리서치

2025년 사업부문별 매출총이익 비중



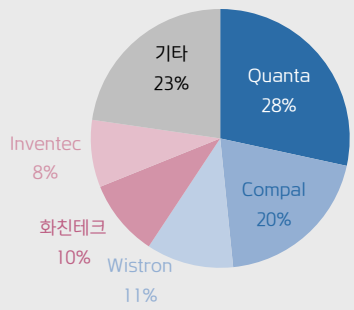
자료: 화친테크, 키움증권 리서치

2024년 중국 데이터 인프라 업체별 점유율



자료: 화친테크, 키움증권 리서치

2024년 글로벌 노트북 ODM 업체별 점유율



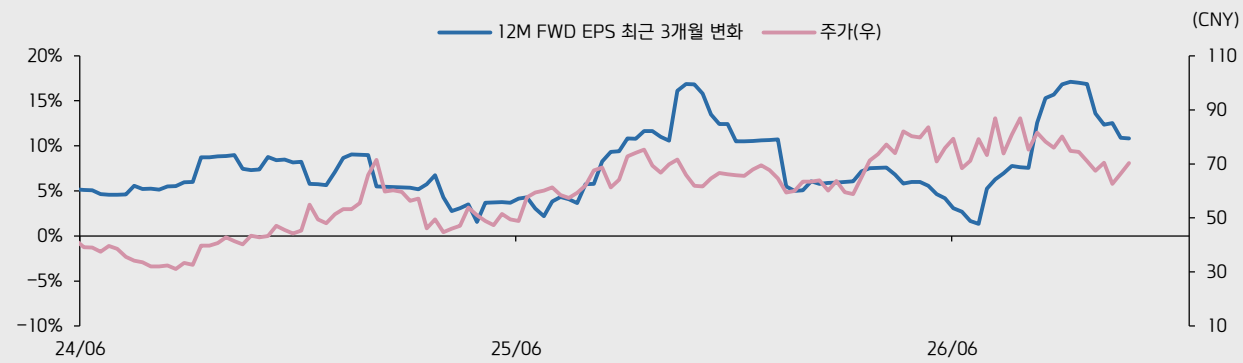
자료: 화친테크, 키움증권 리서치

2025년 화친테크 고객사별 매출 비중

고객사	매출 비중	납품 항목
레노버	14.6%	모바일 단말기, 컴퓨팅 및 데이터센터, AIoT
고객 A	12.6%	모바일 단말기, 컴퓨팅 및 데이터센터, AIoT
텐센트	10.6%	컴퓨팅 및 데이터센터
알리바바	8.5%	컴퓨팅 및 데이터센터
고객 F	7.5%	모바일 단말기, 신사업
합계	53.8%	

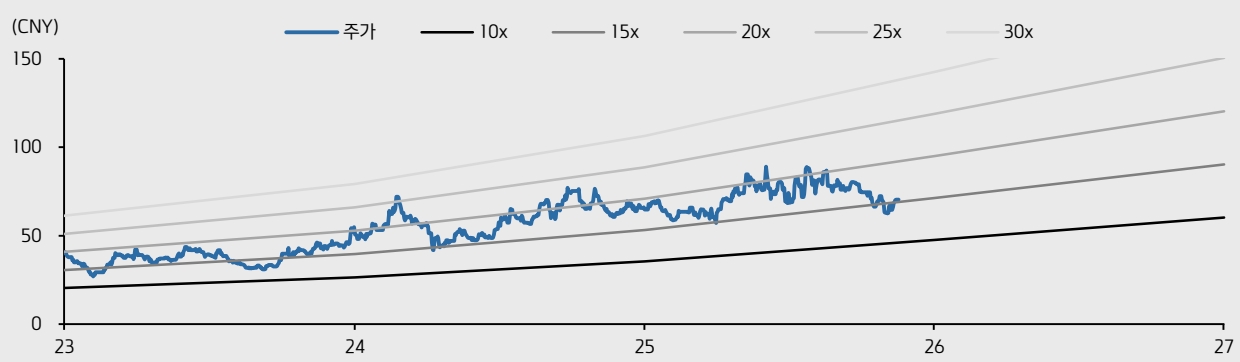
주: 매출 비중은 회사 공시 기준, 고객명은 회사가 공개한 고객 개요을 바탕으로 추정
자료: 화친테크, 키움증권 리서치

화친테크 이익 추정치 3개월 변화 및 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

화친테크 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

화친테크 (603296.CH)

손익계산서

(CNY mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	**83,759**	**92,646**	**85,338**	**109,878**	**171,437**
매출원가	77,269	83,524	75,669	99,657	158,206
매출총이익, GAAP	**6,489**	**9,121**	**9,669**	**10,221**	**13,230**
판관비	1,595	1,934	2,090	2,166	3,370
연구개발비	3,617	5,047	4,548	5,156	6,363
영업이익, GAAP	**1,915**	**2,608**	**2,833**	**2,768**	**4,305**
영업외 (이익)손실	-132	-192	-102	-606	-171
세전이익, GAAP	**2,047**	**2,800**	**2,834**	**3,034**	**4,476**
법인세비용	172	308	178	121	344
당기순이익, GAAP	**1,893**	**2,564**	**2,708**	**2,929**	**4,081**
EPS, GAAP	**1.48**	**2.01**	**2.03**	**2.06**	**2.89**
희석 EPS, GAAP	**1.48**	**2.01**	**2.03**	**2.06**	**2.89**
영업이익, 조정	**1,915**	**2,608**	**2,731**	**2,429**	**4,305**
당기순이익, 조정	**1,893**	**2,564**	**2,707**	**2,926**	**4,081**
EBITDA	**—**	**—**	**3,781**	**3,624**	**5,955**

재무상태표

(CNY mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	**45,240**	**43,821**	**51,510**	**76,297**	**96,206**
유동자산	34,586	31,059	36,134	56,222	70,747
현금 및 현금성자산	6,417	8,457	12,970	13,287	11,379
매출채권	18,487	14,445	14,467	25,532	34,369
재고자산	7,841	6,211	4,344	11,476	14,624
비유동자산	10,654	12,762	15,376	20,075	25,459
유형자산	7,108	8,460	9,027	11,325	15,121
무형자산	85	96	121	1,947	2,030
부채총계	**35,580**	**31,410**	**30,667**	**53,373**	**69,860**
유동부채	33,529	27,178	28,426	49,669	63,701
매입채무	21,792	17,332	17,072	31,576	48,049
단기성부채	9,708	9,191	11,173	17,359	14,803
비유동부채	2,051	4,232	2,241	3,704	6,160
장기성부채	1,235	3,543	1,614	2,934	5,215
자본총계	**9,660**	**12,411**	**20,843**	**22,924**	**26,345**

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	**3,076**	**2,483**	**3,730**	**1,327**	**-567**
감가상각비, 무형자산상각비	—	—	1,049	1,195	1,650
운전자본 변동	—	—	-500	-3075	-6,057
투자활동으로 인한 현금흐름	**-4,623**	**-3,353**	**-3,381**	**-3,767**	**-7,447**
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-3,605	-2,365	-1,465	-2,067	-3,432
유, 무형자산 처분	37	33	19	19	27
재무활동으로 인한 현금흐름	**1,282**	**1,502**	**5,613**	**3,545**	**7,099**
지급배당금	-416	0	0	-869	-912
차입금의 증가(감소)	2,360	2,386	184	5,589	8,605
자사주매입	0	0	5762	74	260
현금증가	**-292**	**607**	**5728**	**1,195**	**-1,155**
기초현금	4,188	3,896	4,503	10,231	11,425
기말현금	3,896	4,503	10,231	11,425	10,270
FCF	**-528**	**119**	**2,265**	**-740**	**-3,998**
FCFF	**-427**	**316**	**2,518**	**-506**	**-3,714**

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	2.26	2.77	3.17	2.66	2.38
영업이익률	2.29	2.81	3.20	2.21	2.51
EBITDA 마진	—	—	4.43	3.30	3.47
ROE	22.31	23.36	16.28	13.48	16.89
ROA	4.89	5.76	5.68	4.58	4.73
ROIC	9.44	10.12	8.74	5.96	8.72
부채비율	114.44	102.83	61.28	90.02	77.60
순차입금비율	46.85	34.46	-0.88	30.56	32.79
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	15.80
현금비율	0.19	0.31	0.46	0.27	0.18
유동비율	1.03	1.14	1.27	1.13	1.11
PER	—	—	20.13	24.58	22.46
PBR	—	—	2.77	3.17	3.57
EV/EBIT	—	—	21.11	32.48	23.54
EV/EBITDA	—	—	15.25	21.77	17.02

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

레노버 (0992.HK)

China Strategy 박주영

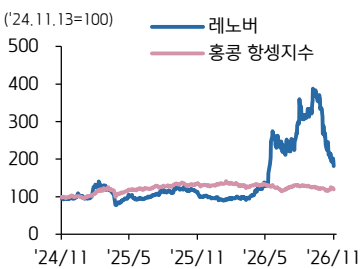
현재주가 (11/13)	HKD 18.81

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	기술 하드웨어, 스토리
거래소	Hong Kong
상대지수	HSI
벤치마크 현재주가	23,637.6
시가총액(mln)	192,214.5
유통주식수(mln)	12,826.0
52주 최고	37.88
52주 최저	8.52
일평균거래량	108,837,044

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	90.3	-43.3	36.2	62.2
홍콩항셍	-7.8	-2.9	-10.4	-12.7



◆ 투자포인트 1. PC 기업에서 AI 서버 기업으로 변모

- 향후 일반 및 AI 서버 수요 강세를 기반으로 ISG(인프라) 사업이 전사 이익 성장을 주도할 전망. AI 서버 파이프라인은 540 억달러로 QoQ 157% 증가하며 향후 매출로 이어질 잠재 수주가 빠르게 확대. Neocloud, CSP, Enterprise 등으로 고객 기반이 확대되고 있고, GB300 출하에 이어 향후 Vera Rubin 기반 랙스케일 솔루션 출시가 추가적인 성장 동력으로 작용할 것으로 예상
- 특히 과거와 달리 타이트한 공급으로 서버 업체의 가격 협상력 강화. FY2026 손익분기점 수준에 머물렀던 ISG OPM 은 FY1Q27 9%까지 상승했으며, 향후 1~2 년 하이싱글 수준을 유지할 것으로 예상. ISG 의 전사 이익 기여도는 FY2026 1%에서 FY2027 30%대로 확대되며 기존 PC 에서 AI 서버 중심으로 이익 구조가 재편될 전망

◆ 투자포인트 2. AI 서버가 이익 성장 견인하며, 밸류에이션 리레이팅 기대

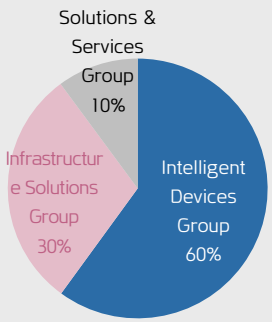
- AI 인프라 투자 확대가 실적 개선으로 연결되며 Lenovo 의 기업가치 재평가가 본격화될 전망. 과거 PC 업황에 좌우되던 이익 구조에서 벗어나, 향후 1~2 년간 AI 인프라 투자가 새로운 이익 성장 동력으로 작용할 것으로 예상
- 레노버는 미국의 AI 경쟁력 확보를 위한 투자 지속으로 중장기 성장성 유효하다는 판단. 최근 주가 조정으로 현재 주가는 12M FWD PER 밴드 하단 수준에 위치. 밸류에이션 부담이 완화된 만큼 미국 데이터센터 규제와 엔비디아 관련 불확실성의 완화 여부를 확인하면서 관심을 높이는 전략이 적절하다는 판단

Company Earnings & Valuation

(단위: 백만USD)	FY24	FY25	FY26	FY27E	FY28E
매출액	56,864	69,077	83,075	107,380	128,618
영업이익	2,013	2,454	3,125	4,588	7,915
OPM(%)	4	4	4	4	6
순이익	1,098	1,504	2,118	2,441	5,330
PER(배)	13.8	11.9	7.5	8.4	5.5
PBR(배)	2.6	2.8	1.9	2.8	2.0
ROE(%)	18	24	28	34	44
배당수익률(%)	4.2	3.7	4.3	N/A	N/A

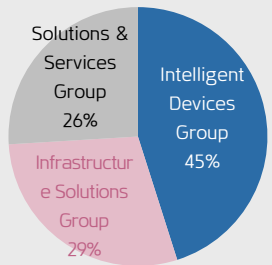
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치. 주: Non-IFRS 기준

FY1Q27 사업부문별 매출 비중



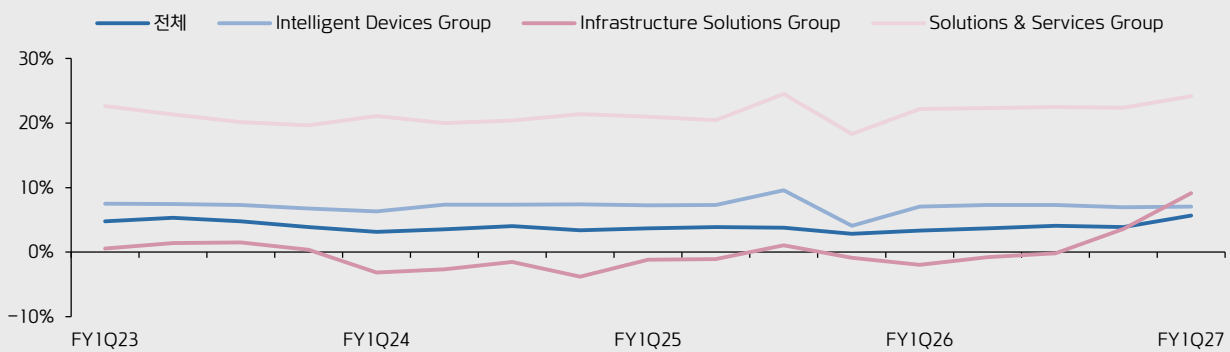
자료: 레노버, 키움증권 리서치

FY1Q27 사업부문별 영업이익 비중



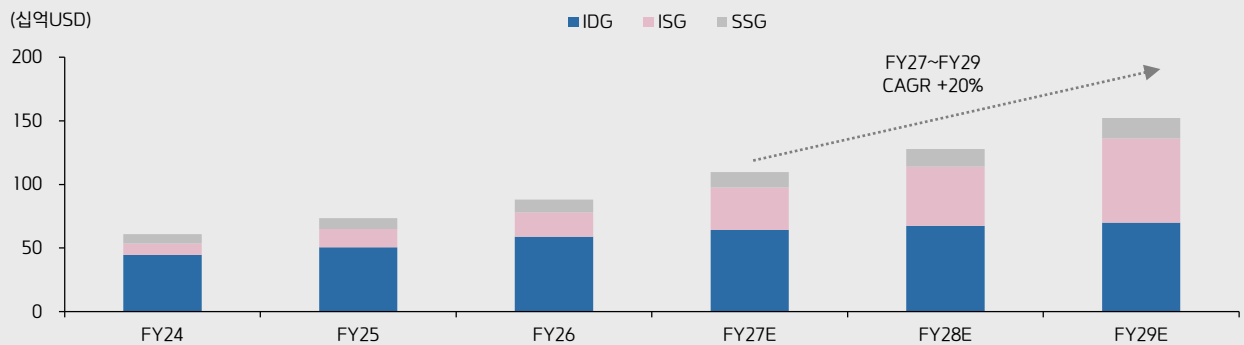
자료: 레노버, 키움증권 리서치

레노버 사업부문별 OPM 추이



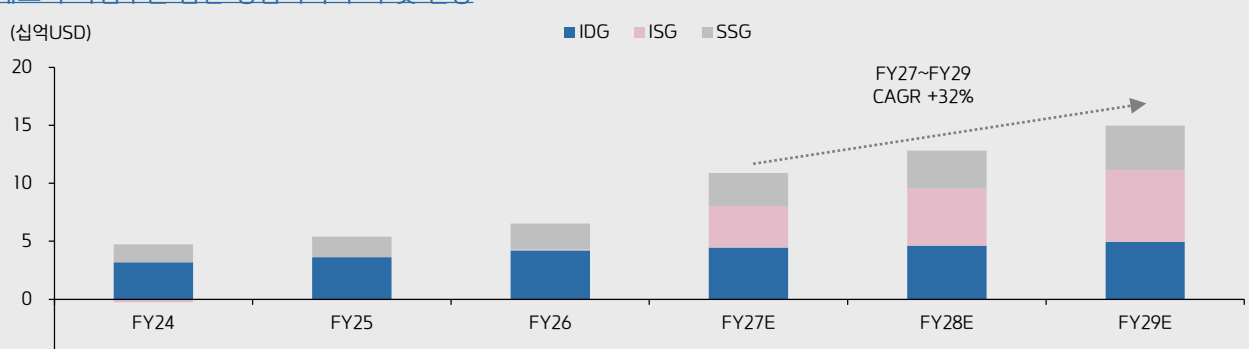
자료: 레노버, 키움증권 리서치

레노버 사업부문별 매출 추이 및 전망



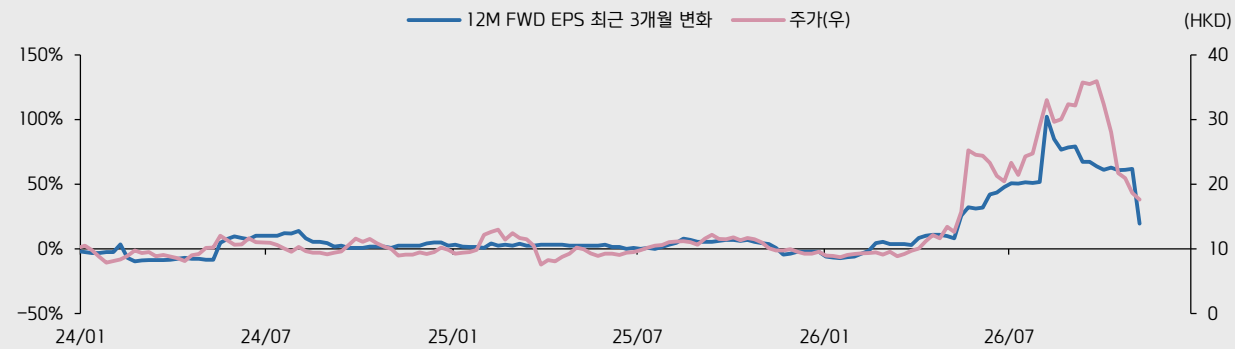
자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

레노버 사업부문 합산 영업이익 추이 및 전망



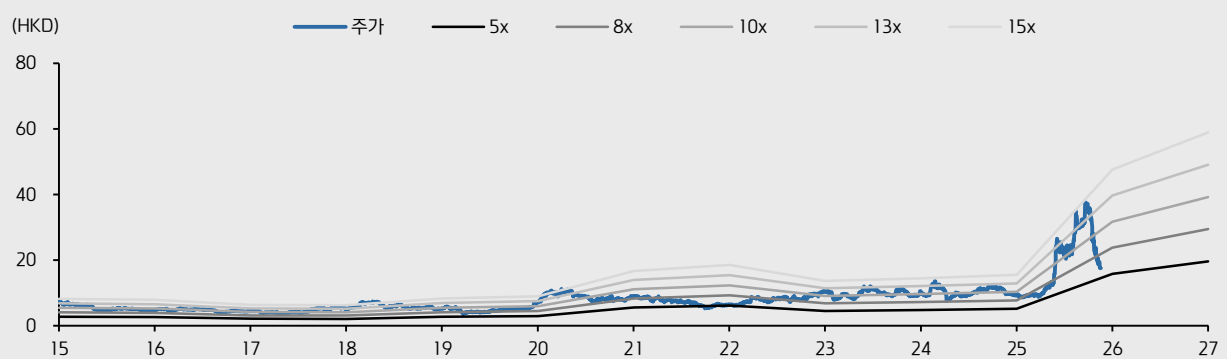
주: 연결 전 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

레노버 이익 추정치 3개월 변화 및 주가 추이



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

레노버 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

레노버 (0992.HK)

손익계산서

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
매출액	**71,618**	**61,947**	**56,864**	**69,077**	**83,075**
매출원가	59,569	51,446	47,061	57,979	70,265
매출총이익, GAAP	**12,049**	**10,501**	**9,803**	**11,098**	**12,809**
판관비	6,691	5,597	5,801	6,407	7,141
연구개발비	2,073	2,195	2,028	2,288	2,490
영업이익, GAAP	**3,238**	**2,787**	**2,080**	**2,186**	**3,317**
영업외 (이익)손실	470	651	714	705	647
세전이익, GAAP	**2,768**	**2,136**	**1,365**	**1,481**	**2,670**
법인세비용	622	455	263	19	510
당기순이익, GAAP	**2,030**	**1,608**	**1,011**	**1,384**	**1,912**
EPS, GAAP	**0.17**	**0.14**	**0.08**	**0.11**	**0.16**
희석 EPS, GAAP	**0.16**	**0.13**	**0.08**	**0.11**	**0.14**
영업이익, 조정	**3,238**	**2,787**	**2,080**	**2,186**	**3,317**
당기순이익, 조정	**2,030**	**1,608**	**1,011**	**1,384**	**1,912**
EBITDA	**4,502**	**4,140**	**3,493**	**3,605**	**4,735**

재무상태표

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
자산총계	**44,510**	**38,920**	**38,751**	**44,231**	**57,129**
유동자산	28,997	22,941	22,687	27,904	39,202
현금 및 현금성자산	4,023	4,261	3,567	4,760	4,904
매출채권	11,290	7,940	8,148	10,507	14,503
재고자산	8,301	6,372	6,703	7,924	11,721
비유동자산	15,514	15,979	16,064	16,327	17,927
유형자산	2,986	3,304	2,919	2,901	3,519
무형자산	8,067	8,267	8,345	8,233	7,921
부채총계	**39,116**	**32,873**	**32,670**	**37,571**	**48,685**
유동부채	32,759	26,093	26,059	29,994	41,358
매입채무	21,380	17,763	19,122	20,684	30,272
단기성부채	5,231	3,140	2,183	4,543	4,887
비유동부채	6,357	6,780	6,611	7,577	7,328
장기성부채	2,896	3,964	3,810	4,608	4,168
자본총계	**5,395**	**6,047**	**6,081**	**6,660**	**8,444**

현금흐름표

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
영업활동으로 인한 현금흐름	**4,138**	**2,801**	**2,158**	**1,218**	**4,138**
감가상각비, 무형자산상각비	1,264	1,353	1,413	1,419	1,418
운전자본 변동	444	-179	-92	-1699	436
투자활동으로 인한 현금흐름	**-1,559**	**-1,915**	**-1,430**	**-1,174**	**-2,024**
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-1,284	-1,578	-1,286	-1,151	-1,859
유, 무형자산 처분	21	35	28	39	46
재무활동으로 인한 현금흐름	**-1,757**	**-414**	**-1,336**	**1,190**	**-1,997**
지급배당금	-495	-581	-583	-608	-613
차입금의 증가(감소)	-476	456	-273	64	-859
자사주매입	0	0	0	1980	0
현금증가	**862**	**320**	**-690**	**1,168**	**159**
기초현금	3,068	3,930	4,250	3,560	4,728
기말현금	3,930	4,250	3,560	4,728	4,887
FCF	**3,139**	**1,684**	**1,428**	**551**	**2,876**
FCFF	**3,340**	**1,933**	**1,650**	**841**	**3,130**

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
보통주 순이익률	2.83	2.60	1.78	2.00	2.30
영업이익률	4.52	4.50	3.66	3.16	3.99
EBITDA 마진	6.29	6.68	6.14	5.22	5.70
ROE	47.48	30.40	18.09	23.76	27.90
ROA	4.92	3.85	2.60	3.34	3.77
ROIC	24.59	18.57	15.36	18.07	18.68
부채비율	162.85	127.15	107.35	150.77	118.59
순차입금비율	76.08	47.02	39.89	65.93	49.16
EBITDA/현금지급이자	14.27	6.84	4.69	4.97	8.09
현금비율	0.12	0.16	0.14	0.16	0.12
유동비율	0.89	0.88	0.87	0.93	0.95
PER	6.23	8.02	13.78	11.92	7.47
PBR	2.62	2.35	2.58	2.75	1.90
EV/EBIT	5.44	5.90	8.32	9.92	5.86
EV/EBITDA	3.91	3.97	4.95	6.02	4.10

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

폭스콘산업인터넷 (601138.CH)

China Strategy 박주영

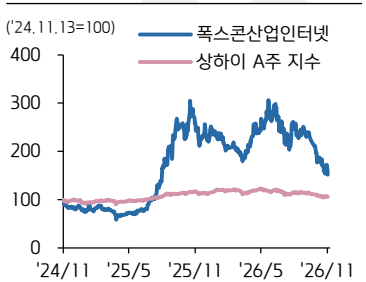
현재주가 (11/13)	CNY 40.10

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	EMS/ODM
거래소	Shanghai
상대지수	SHASHR
벤치마크 현재주가	3,810.8
시가총액(mln)	795,748.1
유통주식수(mln)	19,844.1
52주 최고	84.95
52주 최저	39.81
일평균거래량	117,224,563

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	-35.4	-23.3	-43.4	-41.0
상하이 A주	-8.4	-4.4	-14.3	-9.8



◆ 투자포인트 1. 3Q26 실적 예상치 부합. 글로벌 AI 투자 확대로 고성장 지속

- 3Q26 매출 3,836 억위안(YoY +58%), 영업이익 194 억위안(YoY +59%) 기록
- 클라우드 컴퓨팅 사업 매출은 GPU 및 ASIC 서버 출하 확대에 힘입어 YoY +75%, QoQ +25% 증가. AI ASIC 서버 출하량은 YoY +150%/QoQ +80%, AI GPU 랙 출하량은 YoY +70%/QoQ +15% 증가하며 동반 성장. 차세대 AI 랙 제품도 출하가 시작됐으며, 이전 세대 제품 대비 점유율이 확대 중
- 통신 및 모바일 네트워크 장비 사업은 AI 관련 제품 출하 확대와 제품 믹스 개선이 성장 견인. 네트워크 장비 매출은 YoY +120%/QoQ +25%, 800G이상 고속 스위치 출하량은 YoY +80%/QoQ +25% 증가

◆ 투자포인트 2. 글로벌 서버 출하 증가로 실적 견조. 밸류에이션 감안 시 관심 필요

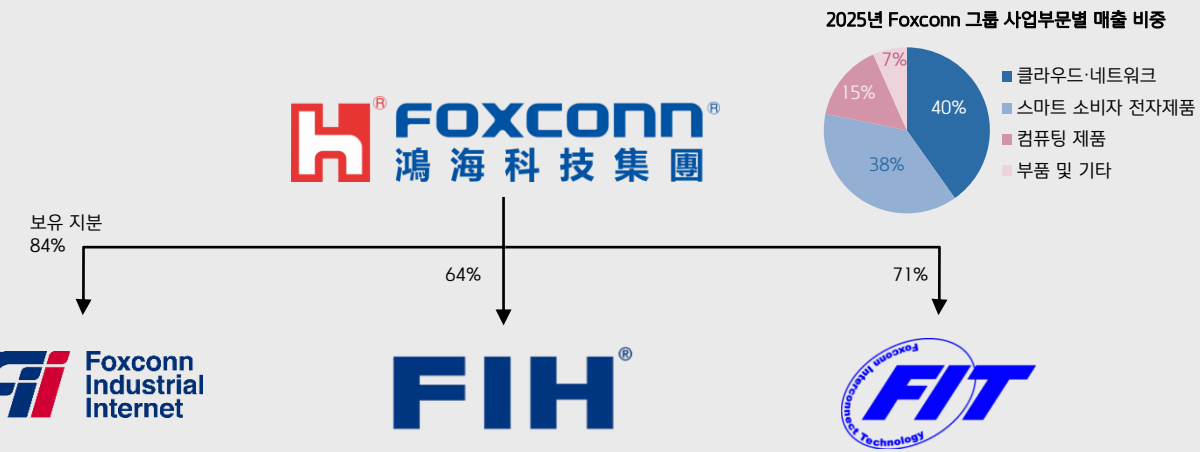
- 최근 글로벌 빅테크의 AI 투자 확대에 따른 현금흐름 부담에 대한 우려로 AI 관련 투자심리가 위축되면서 동사 주가도 큰 폭으로 조정. 다만 3Q26 실적에서 확인된 GPU·ASIC 서버의 견조한 출하 증가와 차세대 AI 랙 공급 확대를 고려하면 단기적인 투자심리 둔화와 달리 펀더멘털은 여전히 견조하다는 판단
- 향후 차세대 AI 서버 출하 본격화와 고속 네트워크 장비 수요 확대에 힘입어 이익 성장세가 지속될 것으로 전망. 현재 주가는 12M FWD PER 10 배 수준으로 밸류에이션 부담도 상당 부분 완화. 현 시점에서는 점진적으로 관심을 높일 시점이라는 판단

Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	476,340	609,135	902,887	1,475,271	1,985,993
영업이익	23,147	26,254	43,278	73,374	101,552
OPM(%)	4.9	4.3	4.8	5.0	5.1
순이익	21,040	23,216	35,286	61,757	84,788
PER(배)	14.3	18.4	34.9	13.0	9.2
PBR(배)	2.1	2.8	7.4	3.7	2.9
ROE(%)	15.6	15.9	22.1	30.2	32.0
배당수익률(%)	3.6	2.7	0.5	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Foxconn 주요 상장 자회사 구조



2025년 Foxconn 그룹 사업부문별 매출 비중

종목명	폭스콘산업인터넷(FII)
종목 코드	601138.CH
주요 사업	AI 서버·네트워크 장비 제조

종목명	FIH
종목 코드	2038.HK
주요 사업	스마트폰 ODM·자동차 전장 제조

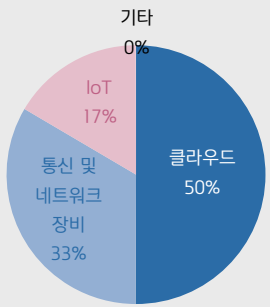
종목명	FIT HON TENG
종목 코드	6088.HK
주요 사업	고속 커넥터·케이블 등 연결 솔루션

2025년 Foxconn 그룹 매출 및 이익 비중

주요 자회사	매출	순이익
폭스콘산업인터넷(FII)	48%	71%
FIH	3%	1%
FIT	2%	2%
Foxconn 및 기타	47%	26%

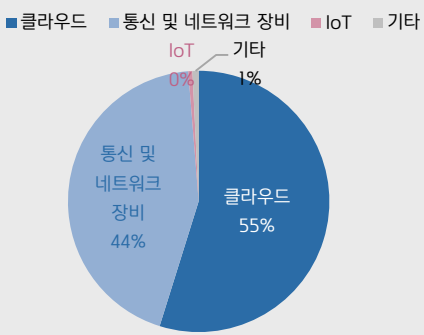
주: Foxconn 및 기타는 그룹 전체에서 폭스콘산업인터넷(FII)·FIH·FIT를 차감한 잔여분으로, 기타 계열사 및 연결 조정 등을 포함
자료: Foxconn, 키움증권 리서치

1H26 사업부문별 매출 비중



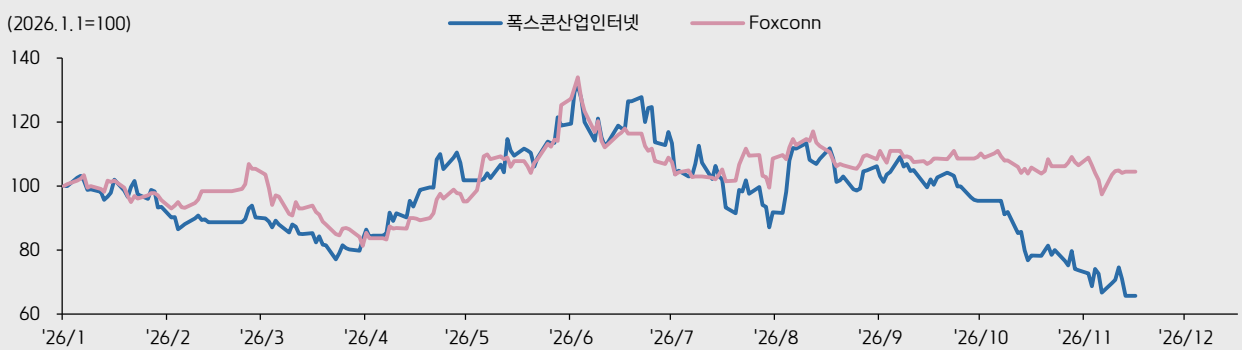
자료: 폭스콘산업인터넷, 키움증권 리서치

1H26 사업부문별 매출총이익 비중



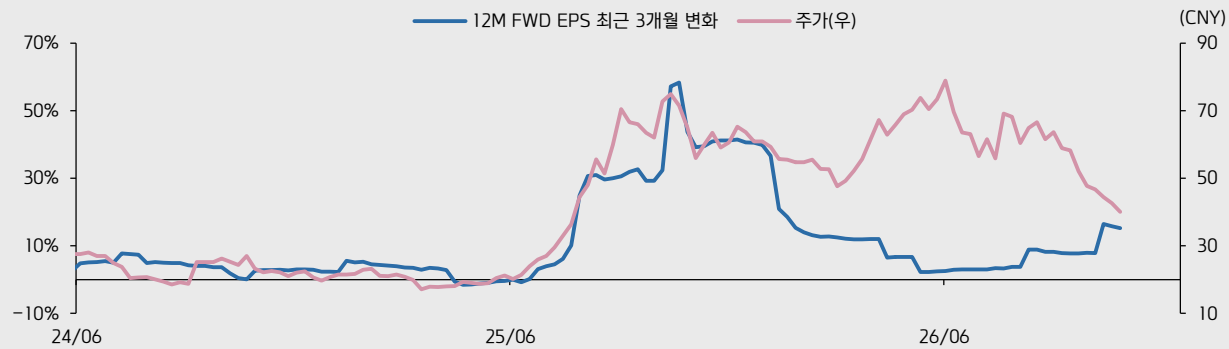
자료: 폭스콘산업인터넷, 키움증권 리서치

Foxconn 및 폭스콘산업인터넷 주가 추이



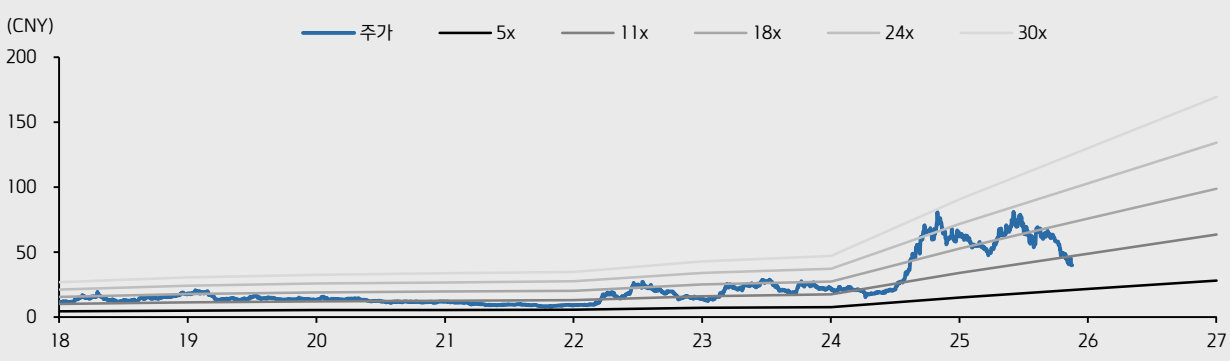
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

폭스콘산업인터넷 이익 추정치 3개월 변화 및 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

폭스콘산업인터넷 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

폭스콘산업인터넷 (601138.CH)

손익계산서

(CNY mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	**439,557**	**511,850**	**476,340**	**609,135**	**902,887**
매출원가	403,042	474,678	437,964	564,814	839,902
매출총이익, GAAP	**36,515**	**37,172**	**38,376**	**44,321**	**62,986**
판관비	4,680	4,472	4,829	5,724	6,708
연구개발비	10,835	11,588	10,811	10,631	11,151
영업이익, GAAP	**20,592**	**21,139**	**23,147**	**26,254**	**43,278**
영업외 (이익)손실	-1,726	-824	23	281	2,236
세전이익, GAAP	**22,318**	**21,963**	**23,124**	**25,974**	**41,042**
법인세비용	2,293	1,879	2,106	2,719	5,713
당기순이익, GAAP	**20,010**	**20,073**	**21,040**	**23,216**	**35,286**
EPS, GAAP	**1.01**	**1.02**	**1.06**	**1.17**	**1.78**
희석 EPS, GAAP	**1.01**	**1.02**	**1.06**	**1.17**	**1.78**
영업이익, 조정	**20,592**	**21,139**	**23,147**	**26,254**	**43,278**
당기순이익, 조정	**20,010**	**20,073**	**21,040**	**23,216**	**35,286**
EBITDA	**24,570**	**25,949**	**29,114**	**32,850**	**51,639**

재무상태표

(CNY mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	**266,609**	**284,188**	**287,705**	**317,524**	**456,224**
유동자산	247,158	248,940	252,478	274,008	402,772
현금 및 현금성자산	82,677	69,412	83,514	72,686	110,306
매출채권	87,034	97,690	88,474	111,671	136,935
재고자산	71,928	77,322	76,683	85,266	150,913
비유동자산	19,450	35,248	35,227	43,515	53,451
유형자산	13,329	19,027	22,626	29,247	38,462
무형자산	106	440	479	487	535
부채총계	**147,121**	**154,854**	**147,110**	**164,387**	**289,110**
유동부채	141,329	149,176	138,045	158,879	280,399
매입채무	86,736	91,365	94,202	115,521	169,288
단기성부채	53,806	56,287	42,437	40,987	105,778
비유동부채	5,793	5,679	9,065	5,508	8,710
장기성부채	5,001	4,554	8,107	3,935	4,406
자본총계	**119,488**	**129,334**	**140,595**	**153,136**	**167,114**

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	**9,296**	**14,197**	**40,697**	**21,571**	**1,423**
감가상각비, 무형자산상각비	3,978	4,811	5,967	6,596	8,360
운전자본 변동	-16,208	-12475	12215	-11324	-42,902
투자활동으로 인한 현금흐름	**-8,065**	**-15,338**	**-4,576**	**-10,951**	**-29,975**
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-6,035	-8,093	-9,190	-11,281	-17,230
유, 무형자산 처분	54	47	520	269	785
재무활동으로 인한 현금흐름	**5,160**	**-12,870**	**-22,335**	**-22,130**	**51,440**
지급배당금	-4,967	-9,891	-10,869	-11,530	-12,697
차입금의 증가(감소)	12,503	-20	-10217	-9,026	66,424
자사주매입	27	0	79	43	9
현금증가	**5,778**	**-11,905**	**14185**	**-11,041**	**22,449**
기초현금	75,293	81,071	69,167	83,352	72,311
기말현금	81,071	69,167	83,352	72,311	94,759
FCF	**3,260**	**6,104**	**31,508**	**10,290**	**-15,807**
FCFF	**3,702**	**7,459**	**33,763**	**12374**	**-12,935**

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	4.55	3.92	4.42	3.81	3.91
영업이익률	4.68	4.13	4.86	4.31	4.79
EBITDA 마진	5.59	5.07	6.11	5.39	5.72
ROE	17.95	16.18	15.63	15.85	22.09
ROA	8.13	7.29	7.36	7.67	9.12
ROIC	11.14	10.31	10.89	12.00	15.54
부채비율	49.34	47.17	36.05	29.42	66.07
순차입금비율	-19.98	-6.63	-23.45	-18.13	-0.07
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비율	0.59	0.47	0.61	0.46	0.39
유동비율	1.75	1.67	1.83	1.72	1.44
PER	11.80	9.00	14.26	18.38	34.86
PBR	1.97	1.40	2.14	2.80	7.39
EV/EBIT	10.25	8.16	11.57	15.23	28.48
EV/EBITDA	8.59	6.65	9.20	12.17	23.87

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치