

Issue Comment

2019. 2. 25

반도체

삼성전자 평택과 시클리컬 고유 속성



반도체/디스플레이

Analyst 김선우

02. 6098-6688

sunwoo.kim@meritz.co.kr

RA 서승연

02. 6098-6676

sy.seo@meritz.co.kr

삼성전자 평택 2라인 1H20 내 DRAM 양산 보도

매일경제 보도에 따르면 삼성전자는 현재 진행 중인 반도체 평택 2라인 (P2 Fab)을 올해 11월 전후로 완공하며, 장비 투입과 시험 가동 시기를 거쳐 2020년 상반기 내 램프업 및 가동을 계획하고 있음. 이는 DRAM 공급 과잉 우려가 아직 사라지지 않았다는 측면에서 ‘품목’과 ‘시점’ 모두 일부 시장의 예상을 다소 벗어남. 하지만 당사는 메모리 산업 고유의 속성이 비춰볼 때, 삼성전자의 평택 2라인 DRAM 양산 계획은 제조사 입장에서 충분히 합리적이며 보도대로 추진 가능성이 높다고 판단함

속성 1) 수요에 대한 확신과 수급 시점 불일치: 공급에 비해 수요는 크게 유연함. 즉 각적으로 빠르게 변화할 수 있음. 현재 시장 역시 올해 하반기에 보일 수요의 상대적 회복에 초점을 맞추고 있음. 하지만 공급은 확연히 다름. 긴 준비기간 (신규 Fab 건설 시 2년여) 뿐 아니라 양산 가동에서 오는 고정비 위주의비용 구조와 과점화 상황 내 상대적으로 높은 수익성은 감산 여력을 제한하며 상당 기간 관성적 공급증가가 불가피함

현재 모든 시장 참여자가 주지하다시피 DRAM 장기 수요는 AI·딥러닝·머신러닝·차율 주행 등 장기 성장 동력을 바탕으로 구조적으로 성장할 전망임. 해당 기술들의 상용화 및 보편화 시점에는 의견이 있을 수 있으나 그 성장 궤적이 기하급수적으로 형성됨은 확실함. 커머디티 상품 시장에서 최저 원가를 보유하고 있으며 향후 EUV를 통한 진일보가 가능한 선두업체 입장에서 수요 궤적 변곡점의 후행적 투자 보다는 선제적 투자가 합리적이며 위험관리 측면에서도 유리함

속성 2) 다운사이클과 투자 여력, 그리고 경쟁: 3자 업체로 재편된 DRAM 과점구도 내 소위 ‘치킨게임’이라 불리던 과다 경쟁적 지형도 변화 유인은 사라짐. 하지만 여전히 확실한 점은 다운사이클에서의 투자 여력이 그 다음 업사이클에서의 이익 총계의 확장으로 이어진다는 점임

지난 2.5년의 DRAM 슈퍼 사이클의 주 동력으로 수요 측면에서 ‘서버’를 꼽는 시장 참여자가 많음. 하지만 당사의 입장에서 그 이상의 원동력은 바로 삼성전자의 ‘경각심’에 기반한 공급제한이었음. 수 많은 사이클을 겪은 삼성전자는 선두업체 입장에서 공세적 공급확대 의지 피력의 부작용을 지나치게 인지하고 있었으며 역설적으로 적시적 판매 확대에 소극적이었음. 그 결과 2017년·2018년 공히 매년 초 20%의 YoY 공급증가율을 목표했지만 각각 15%·13%의 시장 성장률을 이하의 저조한 결과를 기록할 뿐이었음. 돌이켜 생각해본다면 지난 3년여간은 사실상 삼성전자를 배제한 ‘2자 구도’의 과점화 과정이었으며 이제 3자구도의 과점화로 변화되며 산업 공급 증대 가능성이 지속 높아짐

DRAM 판가 전망 – NAND 시황에서 얻는 교훈, 장기화될 DRAM 판가 하락

최근 Digitimes 등 일부 언론의 보도로 인해 2Q19부터의 NAND 판가 반등을 기대하는 시각이 대두됨. 하지만 당사의 다양한 채널의 메모리 업황 체크에 따르면 장기간 가격 조정을 거친 NAND의 일부 수요 회복이 발생하는 점은 사실이나, 현재 NAND 선두권 업체들의 수준은 매우 높은 상황으로 (평균 10주 이상) 두 자릿수 이상의 QoQ 판가 하락은 적어도 향후 2~3분기 간 불가피한 상황임

가능성 낮아 보이는 NAND 판가 반등 기대와 관련해 시장은 DRAM 판가 역시 올해 하반기 중 반등할 수 있지 않겠냐는 긍정적 희망이 일부 관찰됨. 이에 관해 당사는 NAND 판가 흐름이 보여준 ‘장기’ 가격 하락 기간이 DRAM 판가 하락 기간에도 유사하게 작용하리라 전망함. 1년여 전 무렵 2Q18 NAND 판가 하락이 두 자릿수로 확대되며 급락세로의 전환이 예상되자, 업체들은 NAND 고유의 수요 가격 탄력성에 기반해 판가 하락은 단기간 내 안정화될 수 있다 기대했음. 하지만 하락세는 점차 가속화되며 결국 3Q18부터 20% 내외의 급락세가 현재까지 장기간 이어지고 있음. 물론 NAND의 경우 1) 다자구도 공급업체, 2) 3D 전환에서 오는 원가 축소 여력, 3) 원가 경쟁력 측면의 HDD와의 경쟁구도 등 다양한 판가 하락 요인이 존재하지만, 당사는 무엇보다 가격 비탄력적인 서버의 비중 확대가 장기 하락의 가장 큰 원인으로 추정함. 과거 모바일 기기와 PC 등 가격 탄력적 수요처로 구성된 구도 하에서는 판가 하락이 수요 증가를 발생시키며 수급은 단기 내 재생적 균형점 도달이 가능했음. 하지만 투자 적시성이 우선시되며 상대적으로 가격 비탄력적 특성을 보이는 서버 및 데이터센터 수요의 경우 판가 하락에도 불구하고 구매는 지속 지연돼왔음. 이와 같은 구도 변화는 DRAM 업황에도 유사하게 적용되리라 예상됨

결국 당사는 DRAM 판가 하락이 2020년 중반까지 장기화되리라는 기준의 전망을 유지함. 1) 높은 재고 수준, 2) 장기 수요 공략을 위한 전략적 공급 증가, 3) 수요 구도의 가격 비탄력적 비중 증가를 감안 시 판가 하락 기간은 단축되기 어려움. 현재 주식시장은 메모리 반도체 ‘수요 회복’에 초점을 맞춰 연내 수급 균형점 달성을 기대하고 있으며 지속적 판가 하락이 예상 밖 실적 훼손을 초래하기 전까지 긍정적 관점은 유지될 가능성이 높음

아울러 새롭게 대두된 투자 보도는 장비·소재주들에도 주가 긍정적 영향을 미칠 전망. 하지만 수요의 계절적 증가보다 후행적으로 입증될 공급 증가와 수급의 지속적 악화는 장기적 관점에서 부담요인임

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 2월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 2월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 2월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김선우, 서승연)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.