

# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?

2021. 6. 15 (화)

**meritz** Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

2021년 하반기 전망 시리즈 9 **은행**\_ Safe Haven Stock(해설판)

2021년 하반기 전망 시리즈 10 **통신/미디어**\_ Structural Growth(해설판)

### 오늘의 차트

부채한도 협상, 기한 내 타결될까?

### 칼럼의 재해석

대만의 운명이 달린 일본의 반도체 미래

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**Strategy Idea**

본 자료의 원본은 2021년 5월 31일 발간된  
 [2021년 하반기 전망 시리즈 9 - 은행: Safe Haven Stock] 임



# 2021년 하반기 전망 시리즈 9

## 은행\_Safe Haven Stock (해설판)

▲ 은행/지주  
 Analyst **은경완**  
 02. 6454-4870  
 kw.eun@meritz.co.kr

- ✓ 1H21 Review: 증시 스타일 변화 반영하며 상반기 은행주 코스피 대비 초과수익 기록
- ✓ 2H21 Outlook: 금리·실적·주주환원 측면에서 하반기 은행주는 Safe Haven Stock
- ✓ 카카오뱅크 IPO: 리테일 banking 기반의 '플랫폼' < 플랫폼 기반의 리테일 '뱅크'
- ✓ Top picks: 하나금융지주, 관심종목: 기업은행·BNK금융지주

### 시나리오별 2021년 하반기 전망

항목	변수	Worst	Base	Best	
주 가 결 정 요 인	1. 금리	<ul style="list-style-type: none"> <li>인하</li> <li>코로나19 재확산</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>유지</li> <li>백신 보급 및 접종 확대</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>인상</li> <li>집단면역</li> </ul>	
	2. 실적	<ul style="list-style-type: none"> <li>2분기 이후 하락 전환</li> <li>경기 침체로 대출 성장을 둔화 또는 저금리의 정책 자금 지원</li> <li>코로나19 총당금 추가 적립</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2분기 이후 완만한 상승 기조 유지</li> <li>실 수요 중심으로 6% 성장</li> <li>코로나19 금융지원 종료 후에도</li> <li>안정된 수준에서 관리</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>기준금리 인상 및 중소기업대출 가산금리 정상화로 NIM 개선 폭 확대</li> <li>강한 경기 회복으로 6% 이상 대출 증가</li> <li>기 적절한 코로나19 총당금 환입</li> </ul>	
	3. 주주환원	<ul style="list-style-type: none"> <li>배당 자제 권고</li> <li>배당성향 및 주주환원율</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>연장</li> <li>FY20 수준의 배당성향 유지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>해제</li> <li>대형은행 중심의 주주환원정책 강화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>해제</li> <li>FY19 이상의 주주환원정책 결정</li> </ul>
	4 카카오뱅크	<ul style="list-style-type: none"> <li>밸류에이션 및 수급</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>기관/외국인 수급 이탈</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>기존 은행의 낮은 밸류에이션 환기</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>은행업종 밸류에이션 재평가</li> </ul>
산업 투자 전략		Underweight <ul style="list-style-type: none"> <li>수익성 훼손 및 건전성 악화로 밸류에이션 하락 불가피</li> <li>정책 부담 가중으로 투자심리 재차 위축</li> </ul>	Overweight <ul style="list-style-type: none"> <li>금리·실적·주주환원 측면에서 하반기 은행주는 Safe Haven Stock</li> <li>카카오뱅크 IPO 역시 기존 은행주에게 긍정적인 이벤트로 작용할 전망</li> </ul>	Overweight <ul style="list-style-type: none"> <li>이익 추정치 상향 및 밸류에이션 확장으로 구조적인 추가 상승 가능</li> <li>주주환원율 상승으로 글로벌 은행주와의 밸류에이션 갭 축소</li> </ul>	
Top-Picks		<ul style="list-style-type: none"> <li>KB금융/신한지주</li> <li>JB금융지주</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>하나금융지주</li> <li>기업은행/BNK금융지주</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>하나금융지주</li> <li>기업은행/BNK금융지주</li> </ul>	

### 1H21 Review

**1H21: 성장주에서 가치주로**

지난 해 성장주 중심의 강세장이 올해는 가치주로 이동했다. 연초 블루웨이를 기점으로 금리가 반등하며 성장주로의 극단적인 포지션 풀림이 상당 부분 해소됐기 때문이다. 이후 가파른 경제 전망 상향 조정과 인플레이션 기대감 등이 리플레이션 트레이드를 강화시켰다.

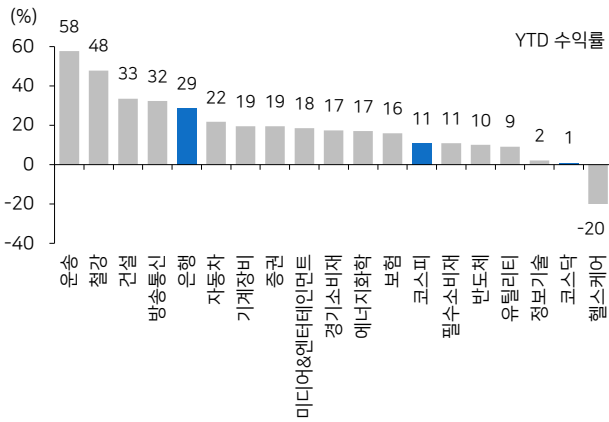
**코스피 대비 아웃퍼폼**

증시 스타일 변화를 반영하며 은행주는 코스피 대비 17.6%p 초과수익을 달성했다. 밸류에이션 매력이 높았던 가운데 금리 반등, 1분기 호실적 등이 주가 상승 트리거로 작용했다. 또한 금융당국의 배당 자체 권고 현실화로 규제 리스크도 정점을 통과하며 투자심리 개선에 일조했다.

**외국인의 강한 순매수세**

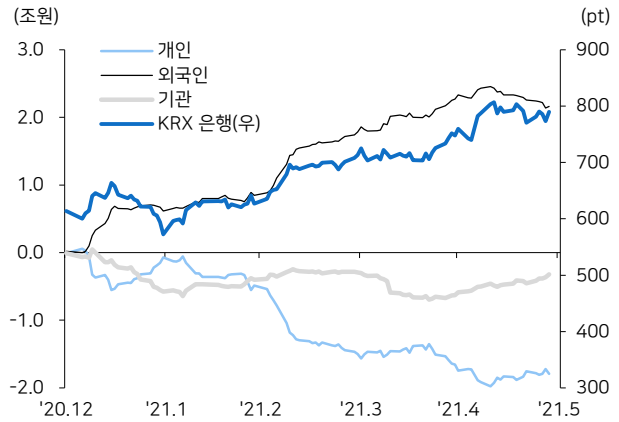
수급 역시 타 업종대비 상대적으로 우호적이었다. 외국인은 연초 이후 KOSPI를 16.8조원을 순매도 한 반면, 은행주는 2.2조원 순매수하며 주가 상승을 견인했다. 이에 8개 상장은행의 평균 외국인 지분율은 45.7%로 연말 대비 2.7% 상승했다.

그림1 업종별 YTD 수익률



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 투자자 주체별 은행주 순매수 금액 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

### 2H21 Outlook: 금리

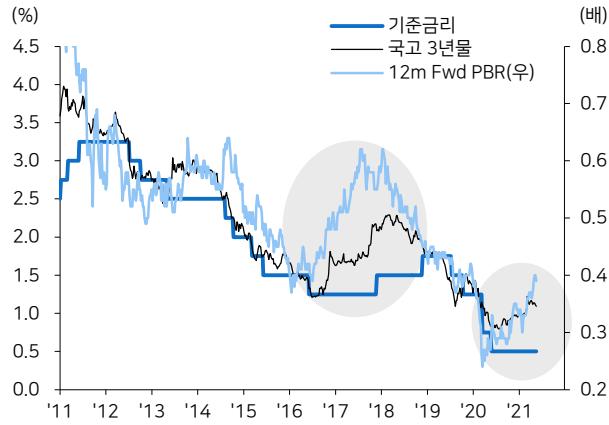
**Inflation vs Deflation**

최근 가팔랐던 원자재 가격 상승이 대변하듯 인플레이션에 대한 우려가 높아졌다. 동시에 필립스곡선의 평탄화, 디지털 경제 도래로 인한 디스인플레이션 등의 구조적 디플레이션 주장도 상존하고 있다. 은행 투자자 입장에선 이에 대한 소모적 논의보다 금리 방향성에 좀 더 주목하길 권한다. 시점과 강도에 대한 판단 차이일 뿐 중국엔 통화정책이 정상화 과정에 진입할 것이라는 사실이 중요하다.

**은행주 금리 모멘텀 유효**

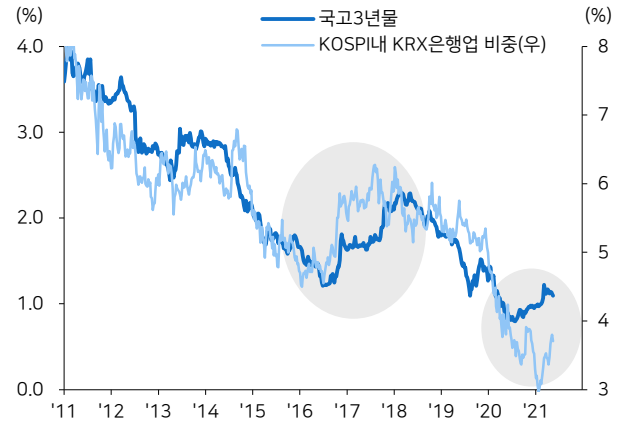
주식의 선행적인 특성상 첫 번째 기준금리 인상 시점까지 은행주의 금리 모멘텀은 유효하다. 단기적으로 시중금리에 일회일비하는 주가 흐름은 불가피하나 우상향의 밸류에이션 추세는 지속될 것으로 예상된다. 지난 2016~2018년 은행주 상승 사이클에서 경험한 금리와 주가 흐름을 다시 한번 상기해 볼 필요가 있다.

그림3 첫 번째 기준금리 인상 시점까진 금리 모멘텀 유효



자료: KRX, 금투협, 메리츠증권 리서치센터

그림4 금리 상승 구간에서 코스피의 은행주 비중 확대



자료: KRX, 금투협, 메리츠증권 리서치센터

### 2H21 Outlook: 실적

#### 주력 자회사 업황에 연동

통상 실적 발표를 전후로 차익실현 매물이 출회되는 양상을 보이던 은행주는 1분기 실적 발표 이후 추가 상승했다. 표면 실적 자체도 기대 이상이었으나 핵심은 은행 이익 개선이 동반된 어닝 서프라이즈였기 때문이다. 이는 지주회사 체제가 가지는 주식으로서의 특징으로 주가는 주력 자회사 업황에 동행 또는 후행한다.

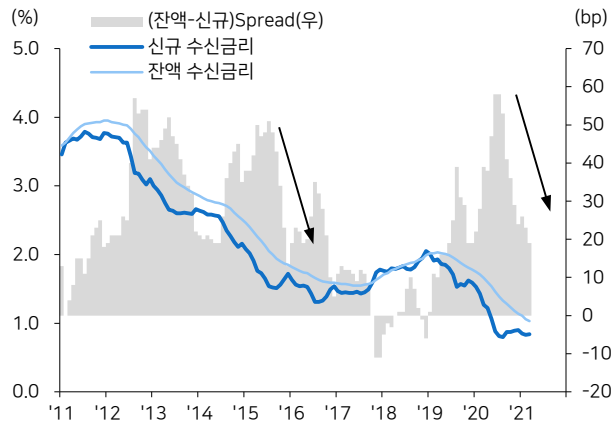
#### 예상을 뛰어넘은 NIM 개선 폭

1Q21 은행 NIM은 평균 6bp 상승하며 시장 기대치를 크게 상회했다. 지난 해 기준금리 75bp 인하에 따른 영향이 잔존했으나 조달금리 하락 효과가 예상 대비 크게 작용했다. 또한 가계 대출 가산금리 상승 효과도 NIM 개선에 일조했다.

#### 조달금리 하락 효과 peak out

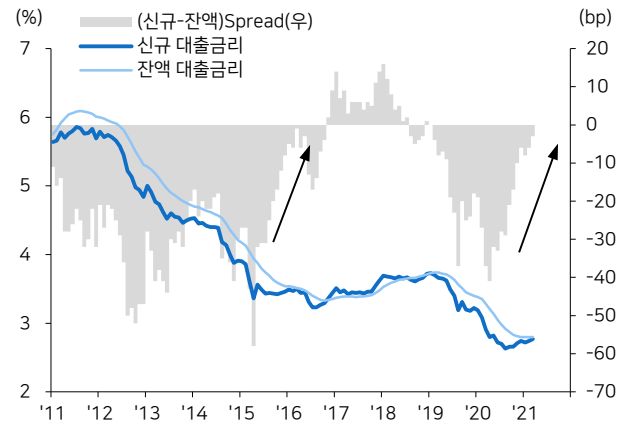
조달금리 하락으로 인한 NIM 개선 효과는 2분기에 정점을 통과할 것으로 예상된다. 반면 운용수익률은 Re-pricing 효과가 현재 진행형이다. 특히 중기대출 금리 반등 여부가 하반기 NIM 방향을 결정지을 것으로 보이며, 우리는 코로나19 금융지원 종료 시점을 전후로 점진적인 정상화 과정에 진입할 것으로 예상하고 있다.

그림5 [잔액-신규] 수신금리 Spread 추이



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림6 [신규-잔액] 대출금리 Spread 추이

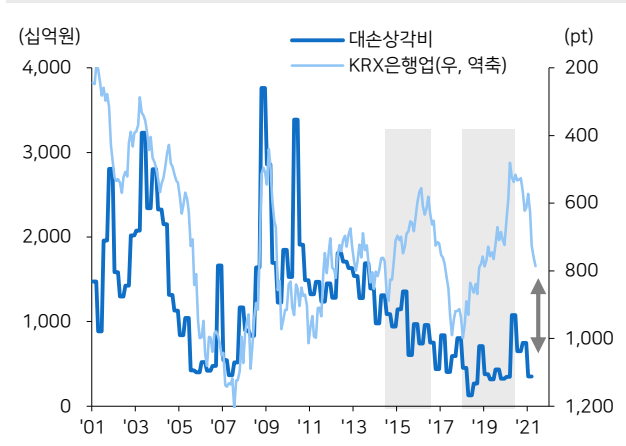


자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

**하반기 건전성 악화 우려 해소**

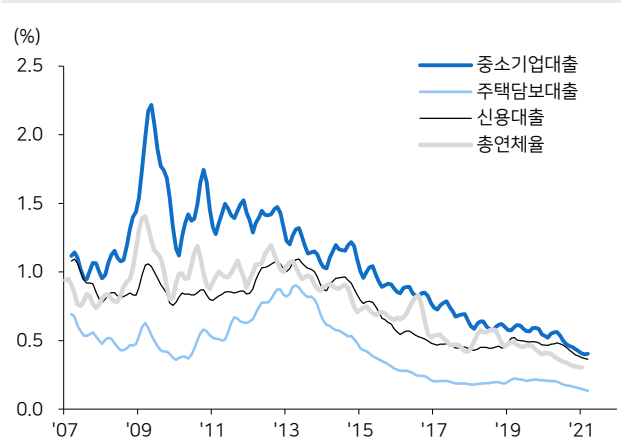
9월말 중소기업·소상공인 대상 코로나19 금융지원이 종료될 예정이다. 참고로 은행을 포함한 전 금융권은 2021년 1월 31일까지 총 130.4조원을 만기연장, 원금상환 유예 등을 통해 지원했다. 코로나19에도 안정된 자산 건전성을 유지할 수 있었던 배경만큼 하반기로 갈수록 관련 우려 점증은 불가피한 상황이다.

**그림7 현재 은행주는 하반기 건전성 악화 가능성 선반영**



자료: 금감원, KRX, 메리츠증권 리서치센터

**그림8 차주별 연체율 추이**



주: 3개월 이동평균 기준, 자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

**불확실성 해소 관점에서 접근**

시장의 부실 발생 우려는 충분히 이해하나 이미 현 주가는 일부 대손비용 악화 가능성을 선반영하고 있어 주가에 미치는 영향은 제한적이다. 실제로 대손비용과 은행업종 주가 괴리율은 높은 수준을 유지하고 있다. 또한 시중은행·지방은행은 각각 3,500억원, 850억원의 선제적 코로나19 충당금 적립도 마친 상태다.

**3년 만의 ROE 턴 어라운드 예상**

전술한 내용을 반영해 FY21E 지배주주순이익을 전년대비 20.6% 증가한 16.3조 원으로 추정한다. 표면 실적 개선은 물론 ROE 역시 3년 만에 턴 어라운드하며 8.5%(+0.9%p) 기록할 것으로 예상된다.

**2H21 Outlook: 주주환원**

**글로벌 주요은행 주주환원 후퇴**

각국의 금융당국은 코로나19 확산에 따른 경기 충격 대비책으로 은행들에게 내부 유보를 통해 실물 경제를 지원해주길 요청했다. 이에 FY20 글로벌 주요 은행들의 주주환원정책이 모두 후퇴했다. 국내 은행 역시 기업은행(24.09%), 신한지주(23.54%)를 제외하고 모두 20%내외의 FY20 배당성향을 결정했다.

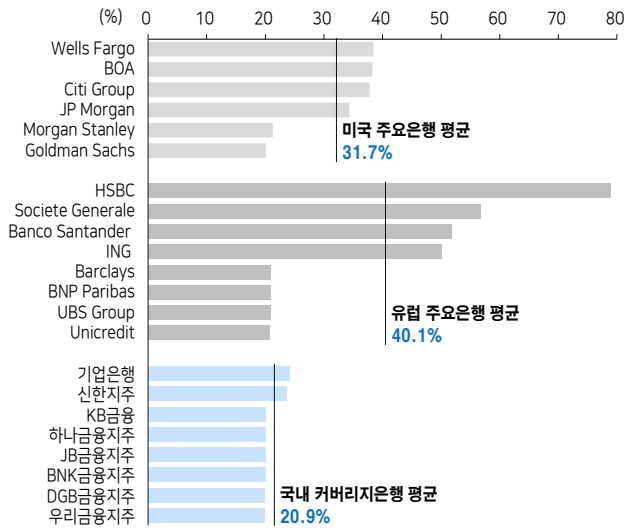
**미국을 시작으로 주주환원 제한 해제**

사상 초유의 감염병만큼 일시적인 주주환원정책 축소는 불가피했다. 하지만 최근 가장 빠른 경기 회복을 보이고 있는 미국을 시작으로 주주환원 제한이 해제되고 있다. 실제 Fed는 6월 말 이후 주요 은행들의 배당 및 자사주 매입이 재개될 것으로 예상하고 있으며, 이미 JP Morgan, Bank of America 등의 대형 은행은 연말 스트레스테스트 통과 후 자사주 매입을 일부 재개했다.

**국내 은행 자본관리 권고안 해제**

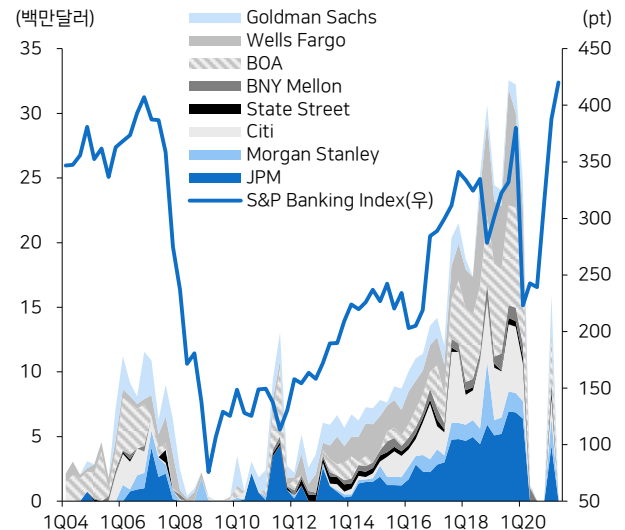
국내 또한 올해 6월말 은행 및 은행지주 자본관리 권고안이 해제된다. 금융당국은 재차 스트레스테스트를 진행하겠다고 밝혔으나 올해 경제 성장률 상향 조정 등을 감안 시 수검 강도는 지난 해 대비 크게 낮아질 것으로 예상된다. 이에 우리는 하반기 대형은행을 중심으로 자사주 매입, 중간배당 도입 등의 전향적인 주주환원정책 시행을 기대한다.

**그림9 글로벌 주요 은행 배당성향 현황 (FY20 기준)**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림10 미국 은행 자사주매입, S&P Banking Index 추이**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**카카오뱅크 IPO**

**하반기 카카오뱅크 IPO 예정**

지난 4월 15일 카카오뱅크는 KOSPI 상장 예비심사 신청서를 접수했다. 과거 사례 참고시 거래소 상장 심사 기간은 약 2개월 내외로 빠르면 7월 이후 상장이 예상된다. 현재 카카오뱅크의 장외 거래가는 약 39.5조원이며 지난 해 1조원 투자자 유치 과정에서 약 9.3조원의 기업가치를 인정 받았다.

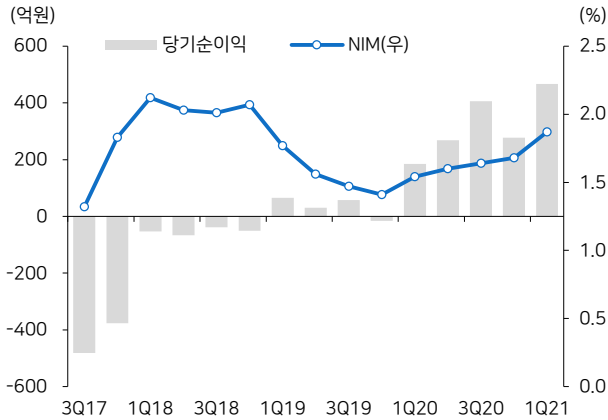
**가파른 핵심이익과 자산 성장**

2017년 출범 이후 3년만에 흑자전환에 성공했다. NIM 상승을 동반한 순이자이익 개선 및 다양한 수수료 비즈니스 출시로 1Q21 당기순이익은 467억원을 기록하며 전년동기대비 152.6% 성장했다. 2020년말 가계 신용대출 시장의 6% 수준까지 침투하며 자산 또한 빠르게 성장했다. 실제로 3Q17 이후 은행권 가계 신용대출 증가분 78.7조원의 20.1%인 15.8조원을 차지했다.

**플랫폼 경쟁력만으로는 성장 한계**

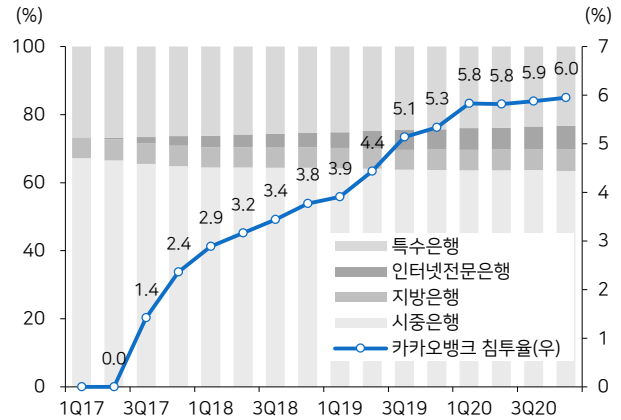
가파른 신용대출 성장세를 지속하고 있으나 2020년 이후 침투율은 확연히 둔화된 모습이다. 자본력 부족, 대출규제 강화 등의 현실적 이유도 있었으나 핵심은 금리와 한도를 제외시 상품 차별화가 어려운 대출시장에서 플랫폼 경쟁력만으로는 성장의 한계가 뒤따르기 때문이다.

그림11 당기순이익 및 NIM 추이



자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

그림12 카카오뱅크의 가계 신용대출 시장 침투율 추이



주: 시중은행(국민, 신한, 우리, 하나, SC, 씨티), 지방은행(경남, 광주, 대구, 부산, 전북, 제주), 인터넷전문은행(카카오뱅크, 케이뱅크), 특수은행(농협, 수협, 기업, 산업, 수출입), 자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

**수수료보단 추가 이자이익 창출 기반 필요**

수수료이익 역시 금융서비스를 공공재로 인식하는 금융 소비자들의 인식 전환이 선행되지 않는 이상 장기 성장동력으로 작용하기엔 한계가 뒤따른다. 즉, 추가적인 이익 성장을 위해선 기존 신용대출 외의 이자수익 확보가 반드시 필요하다. 같은 의미에서 개인사업자 대출, 전월세보증금 대출 상품 출시는 긍정적으로 평가하며 향후 관건은 주택담보대출과 중금리대출 시장에서의 성공 여부다.

**2023년말까지 중금리대출 비중 30% 주문**

현재 카카오뱅크는 중금리대출 비중을 큰 폭으로 늘려야 하는 상황이다. 금융당국은 카카오뱅크의 고 신용자 중심의 자산 구성을 지적하며 2023년말까지 중·저신용자 대상 신용대출 비중을 30%까지 확대할 것을 지시했다.

**중금리대출 확대로 기존 신용대출 시장에서의 헤게모니 상실**

2020년말 카카오뱅크의 중·저신용자 대상 대출 비중은 10.2%로 금융당국 권고안을 수용할 경우 2020년말 신용대출 기준으로 약 2.7조원의 자산 확대가 강제된다. 높은 마진은 향유할 수 있겠으나 반대급부로 건전성 악화 위험에 노출되며, 그간 신용대출 시장에서의 헤게모니를 상당부분 잃을 것으로 예상된다.

**'리테일 기반 플랫폼' 또는 '플랫폼 기반 리테일 뱅크' 중 판단 필요**

장외가격 39.5조원과 유상증자 당시 부여된 9.3조원의 기업가치 간극은 카카오뱅크에 대한 정의의 차이에 근거한다. 카카오뱅크가 '리테일 기반 플랫폼'인지 '플랫폼 기반 리테일 뱅크'인지에 대한 판단이 필요하다.

**낙관편향 전망이 만든 신기루**

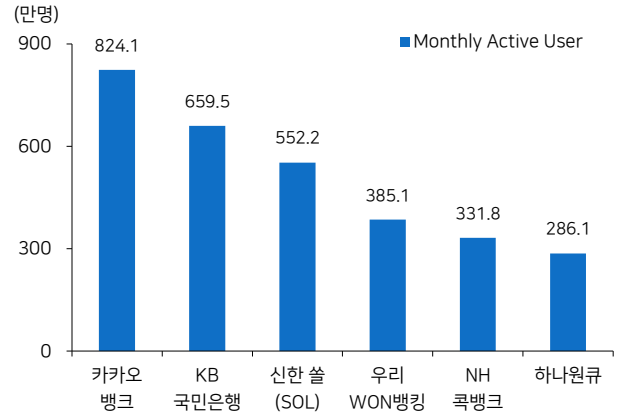
지금까지는 상업은행의 리테일 업무 일부만을 영위해 '플랫폼 기반 리테일 뱅크'에 가깝다. 출범 초 기대했던 금융권 내 파괴적 혁신은 부재하다. 장외가격 39.5조원은 비상장 및 공모주 열풍, 막연한 낙관편향적인 전망 등이 만들어 낸 신기루에 가까워 보인다. 우리는 상장시 자기자본 5조원과 유상증자시 적용된 PBR 3.5배를 가정해 약 17.5조원 내외로 기업가치를 평가한다.

**표2 카카오뱅크 중·저신용자 대상 신용대출 확대계획**

구분 (억원)	사업계획 (2020년말)	2020	2021	2022	2023
가계신용대출 (A)	10,575	140,376	153,761		
저신용자신용대출 (B)	3,255	14,380	31,982		
비중 (B/A)	30.80%	10.20%	20.80%	25%	30%

자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

**그림13 카카오뱅크의 플랫폼 경쟁력은 압도적**



주: 2021년 4월 기준, 자료: 와이즈맵, 메리츠증권 리서치센터

### 투자전략 및 Top pick

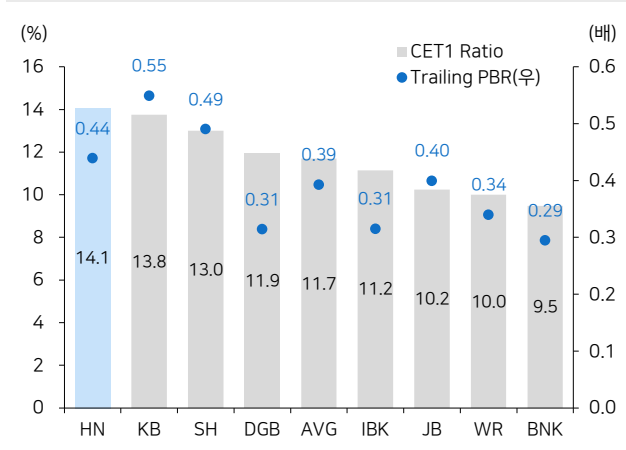
**투자전략: Overall**

하반기 은행업종에 대한 Overweight 투자의견을 유지한다. 밸류에이션과 가장 높은 상관관계를 보이는 잔액기준 예대마진은 지난 10월을 저점으로 상승 추세가 지속되고 있다. 아울러 높은 배당수익률이 주가의 하방을 지지하며 밸류에이션 확장에 따른 주가 상승이 전망된다.

**투자전략: Top pick**

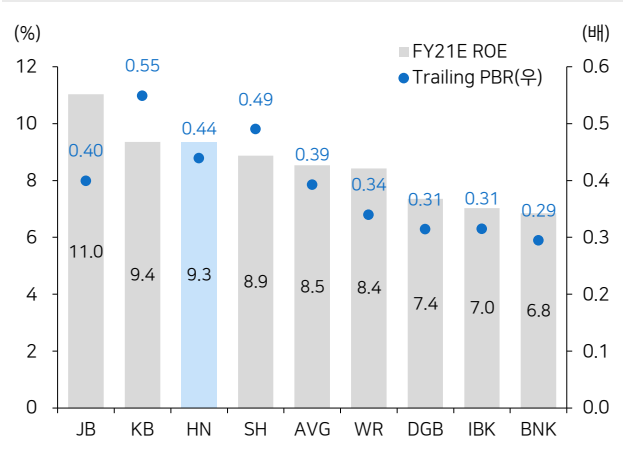
은행 종목 투자 아이디어는 크게 1)금리(NIM 또는 수익성), 2)자본비율(주주환원 또는 비은행 이익기여도), 3)밸류에이션(갭 플레이)로 압축 가능하다. 같은 의미에서 수익성(FY21E ROE 9.3%), 자본비율(1Q21 CET1 14.1%) 대비 낮은 밸류에이션(Trailing PBR 0.44배)에서 거래되고 있는 하나금융지주를 하반기 은행업종 Top pick으로 추천한다. 또한 NIM과 자본비율 개선 측면에서 모멘텀을 보유한 기업은행과 BNK금융지주를 하반기 관심종목으로 추천한다.

**그림14 상장은행 자본비율과 밸류에이션**



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

**그림15 상장은행 FY21E ROE와 밸류에이션**



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터



**Strategy Idea**

본 자료의 원본은 2021년 5월 31일 발간된  
[2021년 하반기 전망 시리즈 10 -통신/미디어 Structural Growth] 임



▲ 통신/미디어  
Analyst 정지수  
02. 6454-4863  
jisoo.jeong@meritz.co.kr

## 2021년 하반기 전망 시리즈 10

### 통신/미디어\_Structural Growth(해설판)

- ✓ **통신서비스:** 2021년 통신업종 주요 지표 회복으로 외국인 지분율은 반등에 성공한 후 상승세 지속. 실적 개선 및 배당 매력으로 2H21 통신업종 주가는 완만한 우상향 전망. 국내 통신업종에 대한 Overweight 의견을 유지하며, 최선호주는 유리한 수급과 자사주 매입 기대감이 있는 LG유플러스
- ✓ **미디어/광고:** COVID-19로 전통 광고대행사들의 비즈니스 모델의 변화가 나타나고 있으며, 제일기획은 변화에 적응하여 성과를 도출. 미디어 시장은 방송사업자의 콘텐츠 마케팅 활용 등 유의미한 변화 지속. 업종 내 최선호주는 '텍사스 No.1 프로젝트' 성공을 발판으로 북미 지역 내 캡티브 물량 확대가 예상되는 제일기획
- ✓ **영화/유료방송:** 영화/유료방송 업종은 2020년 주가 하락에 따른 기저효과로 2021년 연초 대비 KOSPI를 상회하는 주가 수익률 기록. 2021년 하반기 영화 업종은 할리우드 대작들의 개봉, 특히 마블 영화 3편의 개봉으로 박스오피스 회복 기대. 유료방송 업체들은 새로운 성장 동력을 모색 중이며 오리지널 콘텐츠 제작 역량을 입증한 스카이라이프가 대표적인 사례

### 시나리오별 2021년 하반기 전망

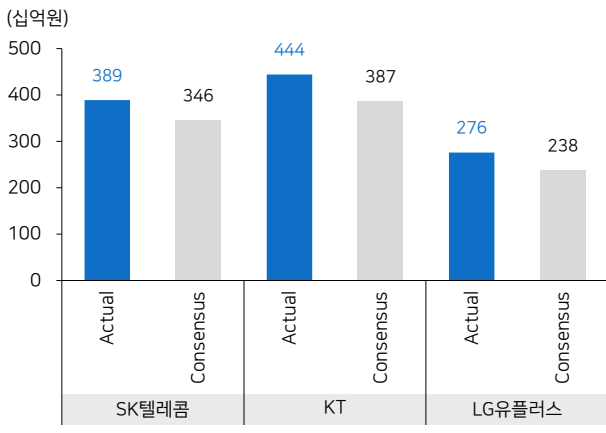
항목	변수	Worst	Base	Best	
주 가 결정 요인	1. 무선 ARPU	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 5G 가입자 성장 둔화</li> <li>▪ 선악할인율 상향 등 고강도 요금 규제</li> <li>▪ 5G 단말 라인업 판매 부진</li> <li>→ 무선 ARPU 정체</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 5G 가입자 점진적 증가</li> <li>▪ 시민단체의 요금제 인하 요구</li> <li>▪ 프리미엄 5G 단말기 위주 확대</li> <li>→ 무선 ARPU 점진적 증가</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 5G 가입자 성장 가속화</li> <li>▪ 요금 인하 규제 부재</li> <li>▪ 프리미엄 및 중저가 5G 단말 판매 확대</li> <li>→ 무선 ARPU 가파른 증가</li> </ul>	
	2. 자회사 실적	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 코로나19 영향</li> <li>▪ 회사별 업황 개선 여부</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 코로나19 재확산으로 경기 위축</li> <li>▪ 자회사 실적 악화 지속</li> <li>→ 매출액 및 영업이익 감소</li> <li>전체 연결 영업이익에 마이너스 영향</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 코로나19 현재 수준 유지</li> <li>▪ 기저효과로 인한 업황 개선</li> <li>→ 매출액 및 영업이익 개선</li> <li>전체 연결 영업이익에 소폭 기여</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 백신 보급으로 코로나19 상황 개선</li> <li>▪ 경기 회복에 따른 자회사 업황 개선</li> <li>→ 매출액 및 영업이익의 큰 폭의 증가.</li> <li>전체 연결 영업이익에 큰 폭의 기여</li> </ul>
	3. 주주 환원	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 일관성 있는 배당 정책</li> <li>▪ 배당 외 추가적 주주 환원</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 실적 부진에 따른 배당 여력 축소</li> <li>▪ 배당 외 기대하기 어려운 주주 환원 정책</li> <li>→ DPS 감소에 따른 투자 심리 악화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 시장 컨센서스 수준의 배당금 지급</li> <li>▪ 자사주 매입 등 주주 환원 노력 지속</li> <li>→ 주주가치 제고로 인한 투자 심리 개선</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 시장 예상을 상회하는 배당 정책 시행</li> <li>▪ 자사주 매입/소각 등 추가적 주주 환원</li> <li>→ 높은 배당 성향에 따른 투자 심리 개선</li> </ul>
산업 투자 전략		비중 축소 <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 무선ARPU 및 영업이익률 등 주요 지표 악화 추세 지속</li> <li>▪ 규제 강화 및 비용 증가에 따라 배당 축소. 외국인 투자 심리 악화</li> <li>▪ 연결자회사의 실적 둔화로 본업에 강점이 있는 Pure Telco LG유플러스 선호</li> </ul>	비중 유지 <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2020년 대비 무선ARPU 및 영업이익률 등 주요 지표 점진적 개선 전망</li> <li>▪ 외국인지분율 소폭 개선</li> <li>▪ 통신 본업 회복에 따른 LG유플러스, 기저 효과로 연결 자회사 실적 개선이 기대되는 KT 선호</li> </ul>	비중 확대 <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 무선매출의 가파른 상승이 그대로 이익상승으로 이어질 전망</li> <li>▪ 기존 통신주가 가진 배당 및 안정성 뿐만 아니라 성장주로서의 매력 발생</li> <li>▪ 현 주가 수준에선 종목을 가리지 않고 섹터 전체 적극적 매수 필요</li> </ul>	
Top-Picks		LG유플러스	LG유플러스, KT	SK텔레콤, KT, LG유플러스	

### 통신서비스 1H21 Review

1Q21 기준 SK텔레콤, KT, LG유플러스 모두 영업이익 기준 시장 컨센서스를 각각 +12.4%, +14.8%, +16.0% 상회하였다. 호실적을 바탕으로 통신 3사의 연초 대비 주가 수익률은 KT +42.0%, SK텔레콤 +33.8%, LG유플러스 +25.7%을 각각 기록하며 KOSPI 수익률(+8.3%)을 크게 상회하였다.

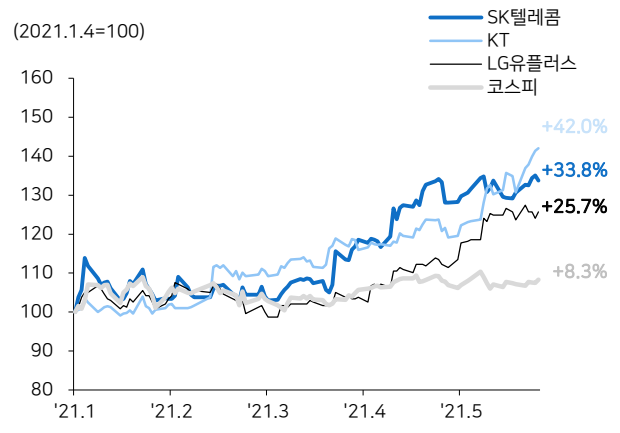
전통적으로 통신업종 주가지수는 외국인 지분율과 높은 상관관계를 나타낸다. 통신업종 외국인 지분율은 마케팅비용 증가와 실적 부진의 이유로 2019년부터 급격히 하락했으나, 2021년 5G 상용화 3년 차를 맞아 주요 지표가 회복되며 반등에 성공한 후 지속적으로 상승 중이다.

그림16 1Q21 누적 영업이익 및 컨센서스 추이



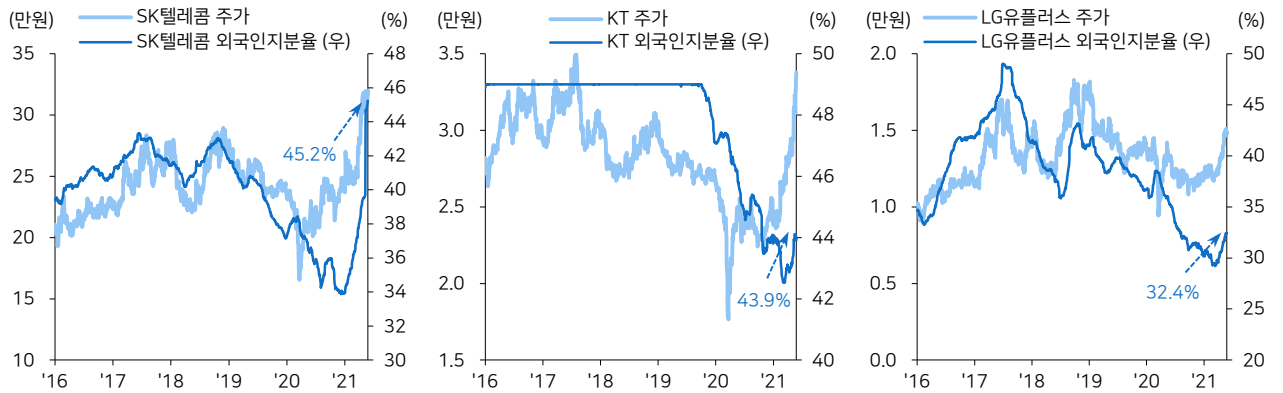
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림17 2021년 상반기 통신 3사 상대주가 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림18 통신 3사 주가 및 외국인 지분율 추이



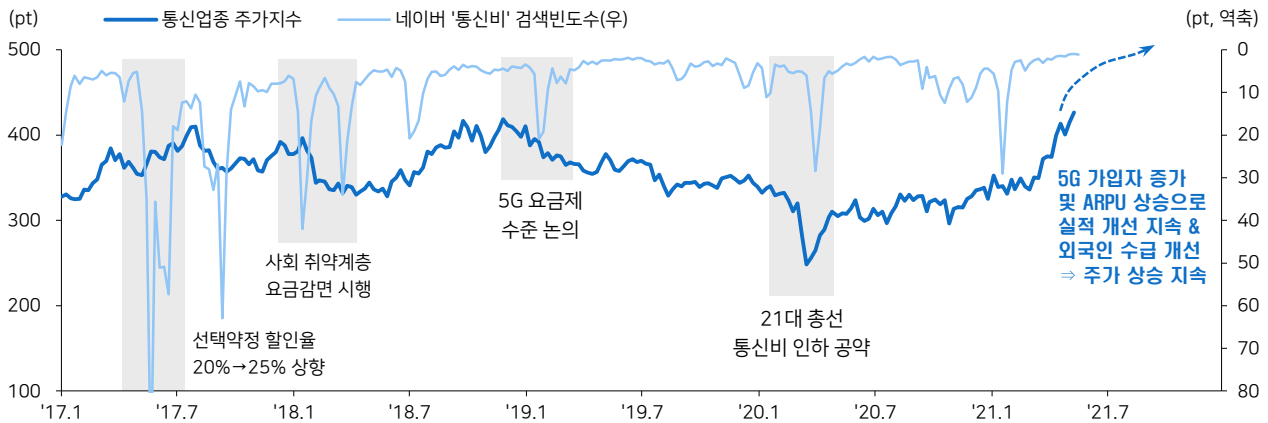
자료: 메리츠증권 리서치센터

### 통신서비스 하반기 투자전략

5G 단말 라인업 확대에 따른 가입자 증가와 마케팅 경쟁 완화로 2021년 통신 3사 실적 호조는 지속될 전망이다. 또한 실적 개선과 배당 매력이 부각되며 2021년 하반기 역시 통신업종 주가는 완만한 우상향을 기록할 전망이다. 주가 민감도가 높은 정부의 통신비 인하 규제 역시 하반기보다는 22년 상반기에 부각될만한 이슈로 현재로서는 국내 통신주에 대한 적극적인 매수 대응이 바람직하다.

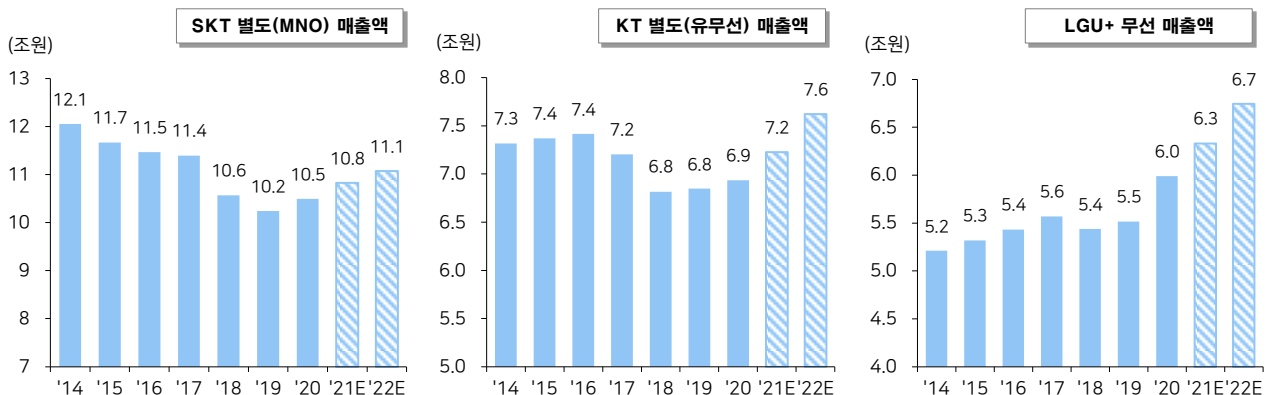
단통법이 도입된 2014년 10월 이후 국내 통신 3사의 무선 ARPU는 5년 내내 마이너스 성장률을 기록하였다. M2M 및 IoT(사물인터넷) 회선의 증가는 무선 ARPU 성장을 저해하는 요인이거나, 5G 보급률이 30%를 초과하는 2021년에는 무선 ARPU의 순성장 전환이 예상된다. 통신 3사 합산 무선 매출액은 2020년 전년 대비 +3.6% 증가한 23조 4,150억원을 기록했으며, 5G 가입자 증가 영향으로 2021년에는 24조 3,827억원(+4.1% YoY)을 전망한다.

그림19 통신서비스 2021년 주가 전망



주: 네이버 트렌드 '통신비', '요금할인', '기본료' 등 요금 인하 관련 검색빈도수 추이의 역축 그래프  
 자료: WiseFn, 네이버 트렌드, 메리츠증권 리서치센터

그림20 통신3사 무선 사업부 실적 전망



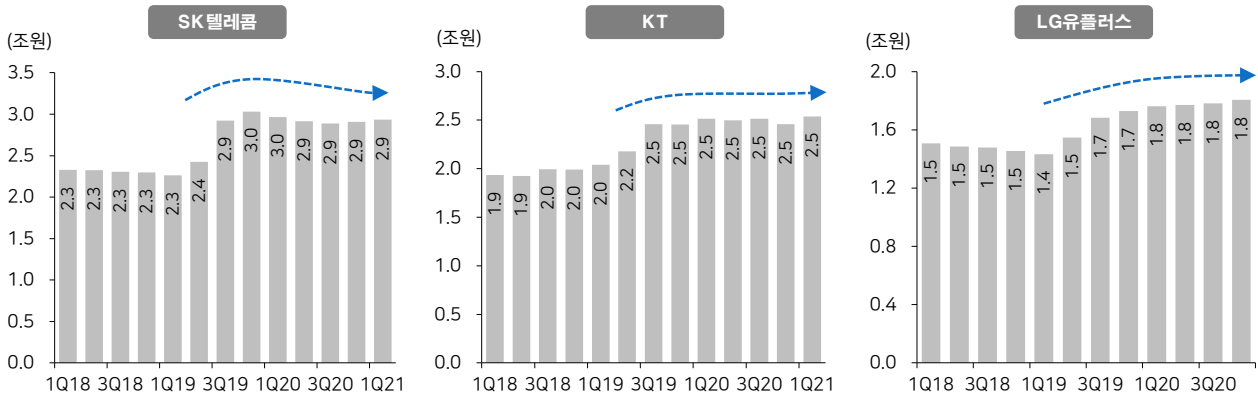
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

통신사 마케팅비용 자산화 규모는 5G 상용 서비스를 시작한 2Q19부터 큰 폭으로 증가했으나, 2020년부터 현재까지 마케팅 경쟁 완화가 지속됨에 따라 자산화 규모가 일정 수준을 꾸준히 유지하고 있다. 마케팅비용 자산화 규모를 고려해볼 때 2020년 대비 2021년 마케팅비용이 증가할 가능성은 제한적이다.

중장기적으로 통신3사의 실적은 본업과 연결 자회사의 동반 성장이 예상된다. 자회사를 포함하지 않은 통신 3사 합산 별도 영업이익은 2021년 3.19조원 (+16.4% YoY), 2022년 3.45조원(+8.3% YoY) 전망한다. 자회사를 합산했을 시 영업이익은 2021년에는 +0.7% 성장이 예상되나, 2022년에는 +18.8%의 큰 폭의 성장이 예상된다.

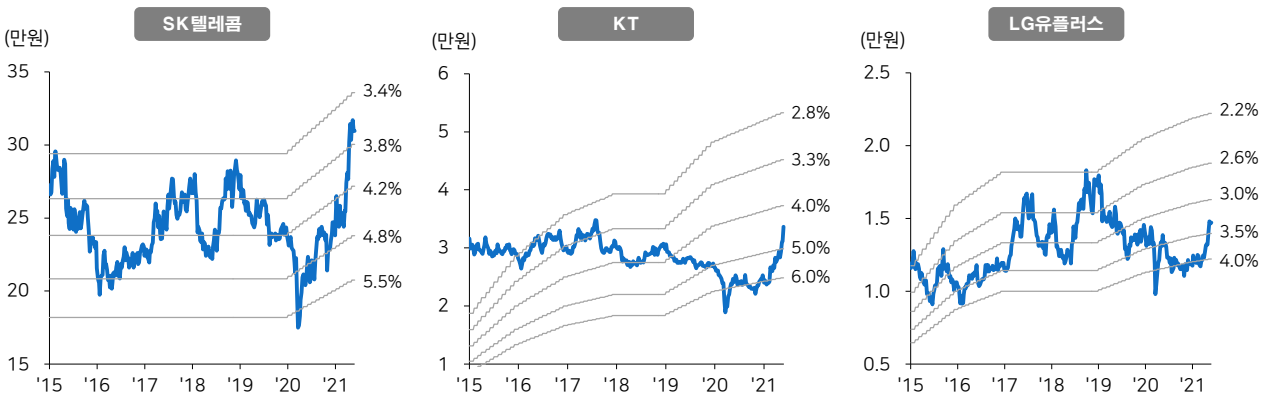
2020년에 이어 2021년에도 통신3사의 최대 화두는 주주가치 제고 일 것이다. 이로 인해 SK텔레콤, KT에 이어 LG유플러스 또한 6월 8일 1,000억원 규모의 자사주 매입과 중간배당 도입을 발표하였다. 뚜렷한 실적 개선이 예상되는 만큼 국내 통신사들의 2021년 DPS(주당배당금) 상향 조정 또한 예상된다.

그림21 통신3사 마케팅비용 자산화 규모



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림22 통신3사 배당차트



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

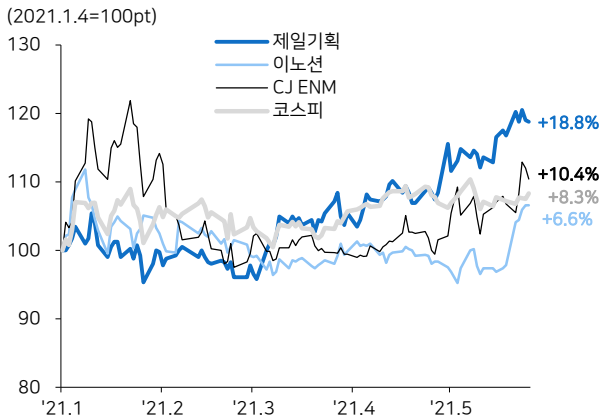
과거 대통령 선거를 살펴보면 대부분의 후보들은 통신비 인하 공약을 필수적으로 포함하였다. 2022년 3월 9일 제20대 대통령 선거를 앞두고 각 당 후보들의 통신비 인하 공약 제시 가능성이 매우 높다. LTE 상용화 초기 이루어진 제 18대 직후의 주가 흐름은 다소 양호했으나, 실제 통신비 인하 공약(단통법 도입, 할인율 상향)을 이행하는 시점 기준으로 주가는 하락하였다. 제20대 대선은 5G 상용화 초기인 만큼 LTE 상용화 초기 이루어진 제18대 대선 당시 주가 흐름과 유사할 전망이다.

한편 6월부터 LG유플러스도 2G 주파수 할당 종료에 맞춰 2G 서비스를 종료할 계획이다. 3월 말 기준 LG유플러스 2G 가입자수는 약 22만명 수준이다. 2G 서비스 종료로 기존 가입자 전환을 통한 요금제 업셀링(Up-selling) 효과가 기대되며, 수백억원 규모의 2G 인프라 유지보수 비용을 절감할 수 있다는 측면에서 긍정적이다.

### 미디어/광고 1H21 Review

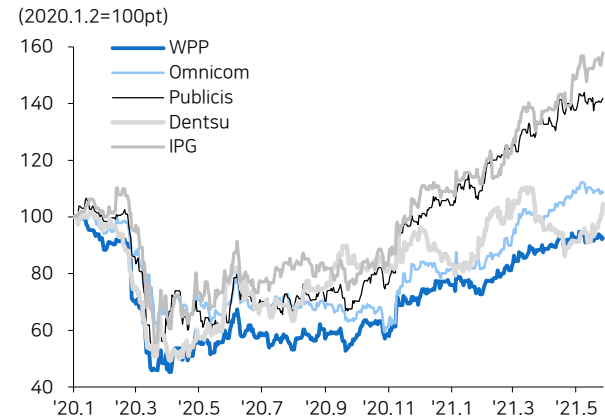
국내 미디어/광고 섹터 주가 수익률은 COVID-19 재확산에도 불구하고 KOSPI 수준을 유지하였다. 광고대행사인 제일기획과 이노션은 양호한 수익률을 기록하였으며 연초 부진했던 CJ ENM의 주가는 1Q21 실적 발표 이후 급등하였다. 글로벌 주요 광고대행사들 또한 COVID-19로 힘들었던 2020년을 지나, 2021년 광고주들의 예산 집행으로 수요가 회복됨에 따라 최근 주가 상승세가 지속되고 있다.

그림23 2021년 상반기 미디어/광고 상대주가 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림24 글로벌 광고대행사 주가 추이



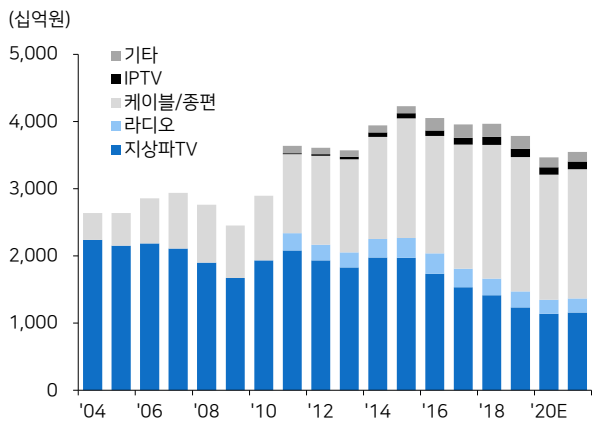
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 미디어/광고 하반기 투자전략

글로벌 광고 시장은 2020년은 COVID-19로 부진했지만 2021년 빠른 회복을 기록 중이다. 2021년과 2022년 글로벌 광고 시장은 각각 +5.8%, +6.9% 성장할 전망이다. 2021년 지역별로는 북미(+4.0%), 서유럽(+7.5%), 아시아(+5.9%) 성장해 전 지역에서 고른 성장이 나타날 전망이다

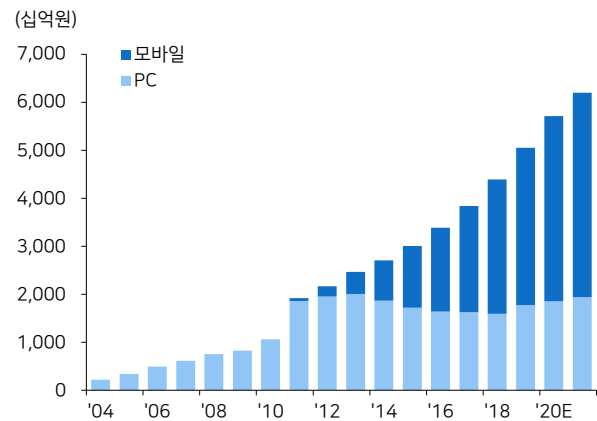
2020년 국내 광고 시장은 COVID-19 확산에 따른 경기 둔화 및 광고주 마케팅 예산 축소로 부진했으나, 디지털 광고 시장 선전으로 전년 대비 -0.8% 하락한 11조 9,951억원을 기록하였다. 디지털 광고 시장이 방송 광고 시장 규모를 처음으로 역전한 2018년 이후 격차는 더욱 확대되고 있다. 2021년 방송 광고 시장은 기저효과로 전년 대비 소폭 개선된 +2.4% 성장할 전망이나 디지털 광고 시장 규모는 6조 1,980억원(+8.5% YoY)으로 성장세가 이어질 전망이다.

그림25 방송 광고 카테고리별 시장 전망



자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

그림26 디지털 광고 카테고리별 시장 전망



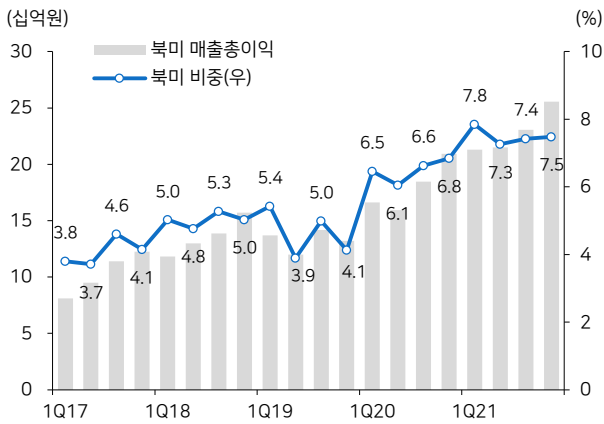
자료:제일기획, 메리츠증권 리서치센터

종합 광고대행사의 미디어 커머스 시장 진출은 점차 디지털화되고 있는 광고 시장 환경에 부합한다. 제일기획은 생활밀착 신문물 상점이라는 컨셉의 카테고리몰 '제삼기획'을 오픈하였고 이노션 역시 직장인의 생활 및 건강에 중점을 둔 아이디어 소품샵 '오지랩'을 오픈하였다. 아직 실적에 기여하는 수준은 미미하나, 고객 데이터 확보와 신성장 동력 구축이라는 측면에서 긍정적이다.

CJ ENM은 오쇼핑과의 합병 이후 상품 유통과 콘텐츠 제작 역량을 결합한 콘텐츠 마케팅 시장에 집중하고 있다. 2018년부터 미디어와 커머스 역량 결합을 통한 시너지 창출을 위해 다양한 마케팅 전략을 실행중에 있다. 대표적으로 CJ ENM 오리지널 콘텐츠 <스페인하숙>에 자체 PB 상품인 '오텐세'를 결합하여 제품 판매량이 급증하였다.

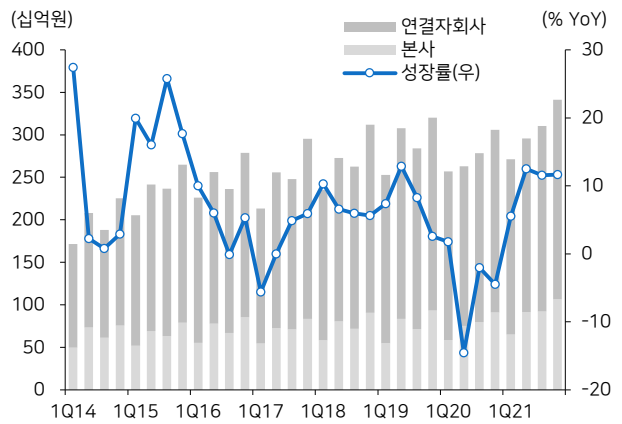
하반기 주목해야 될 기업은 북미 시장의 활로를 뚫은 제일기획이다. 제일기획은 2020년부터 광고주 성과에 연동된 새로운 비즈니스 모델인 'Biz-Connected Agency'를 강조하여 미국 텍사스 지역에서 삼성전자 모바일 매체 대행을 진행하는 등 캡티브 물량 확대를 지속하고 있다. 최근 텍사스 넘버원 프로젝트의 성공을 기반으로 위스콘신과 아이오와 주로 프로젝트를 확대하였다. 제일기획 북미 매출 총이익은 2020년 719억원(+35.5% YoY)으로 고성장한데 이어, 2021년에도 전년 대비 +27.1% 성장한 914억원을 기록할 것으로 전망한다.

그림27 제일기획 북미 매출총이익 추이



자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

그림28 제일기획 매출총이익 추이 및 전망



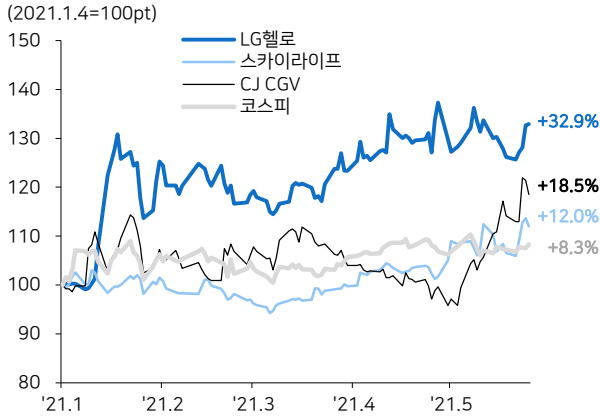
자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

### 영화/유료방송 1H21 Review

2021년 영화/유료방송 섹터는 2020년 과도한 주가하락으로 인해 연초 대비 KOSPI를 상회하는 주가 수익률을 기록하였다. 2020년 한해 COVID-19 직격탄을 맞은 글로벌 극장 사업자 주가 또한 2021년 들어서 회복되는 양상을 보이기 시작하였다. 전세계 백신 보급이 빠르게 진행되면서 관람객들이 극장으로 다시 발길을 돌리기 시작했기 때문이다.

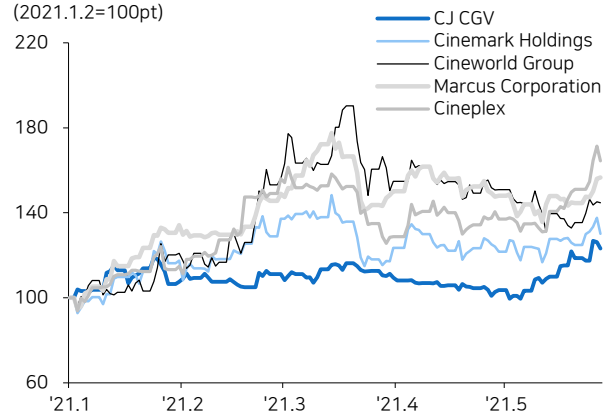
혼란스러웠던 국내 유료방송 시장은 2020년 10월 KT스카이라이프의 현대HCN 인수 결정으로 시장 재편이 대부분 완료되었다. 2010년 21개였던 개별 SO 사업자수는 2021년 현재 8개로 감소했으며 남은 개별 SO 사업자들의 경우 순차적으로 IPTV 사업자에 흡수될 전망이다. 국내 유료방송 시장 재편은 IPTV 3사의 콘텐츠 구매력 및 홈쇼핑 송출수수료 협상력 강화로 연결될 것이다.

그림29 2021년 상반기 영화/유료방송 상대주가 추이



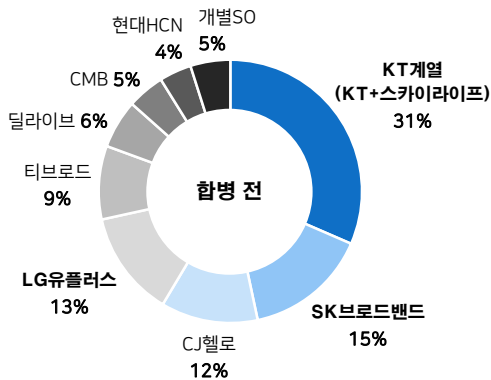
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림30 글로벌 극장 사업자 주가 추이



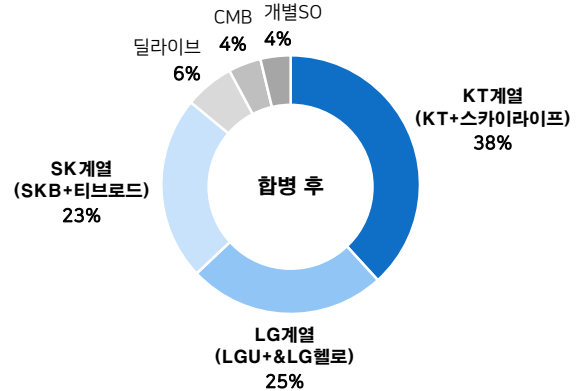
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림31 시장 재편 이전 국내 유료방송 시장 점유율



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림32 시장 재편 이후 국내 유료방송 시장 점유율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 영화/유료방송 하반기 투자전략

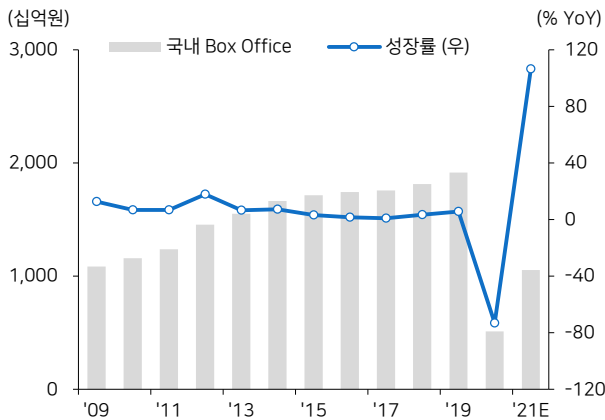
국내 영화시장은 COVID-19 확산과 비대면 강화로 큰 타격을 입었지만 하반기 백신 보급과 헐리우드 대작들의 개봉으로 빠른 회복이 기대된다. 상반기에는 <분노의 질주9>가 국내 개봉 5일 만에 100만 관객을 돌파하며 코로나19 이전 수준의 동원력을 증명하기도 하였다. 하반기에는 북미에서 큰 성공을 거둔 <인 더 하이스>과 마블 영화 3편(블랙위도우, 이터널스, 스파이더맨3) 개봉이 예정되어 있으며 국내 박스오피스의 회복이 기대된다.

유료방송 시장 내 주도권을 빼앗긴 케이블TV와 위성방송 가입자수는 매년 꾸준히 감소하고 있기 때문에 역성장이 불가피하다. 2021년 케이블TV와 위성방송 가입자수는 각각 1,300만명, 400만명 이하로 줄어들 전망이다. 가입자수 감소로 LG헬로비전과 스카이라이프의 방송 매출액 역시 10년 가까이 역성장을 지속하고 있다.



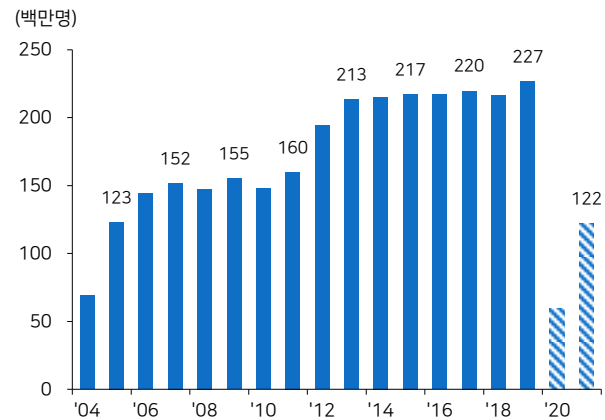
새로운 성장 동력이 필요한 시점이다. 스카이라이프는 콘텐츠 제작 자회사 스카이 TV를 통해 다양한 예능 프로그램을 제작하고 있으며 <애로부부>의 성공에 이어 최근 <강철부대>의 대히트로 콘텐츠 제작 역량을 입증하였다. LG헬로비전은 렌탈 사업인 '헬로렌탈' 사이트를 운영하고 있으며 최근 LG계열사 편입으로 가전 구입 과정에서 다양한 시너지가 발생할 것으로 기대된다.

**그림33 국내 박스오피스 추이 및 전망**



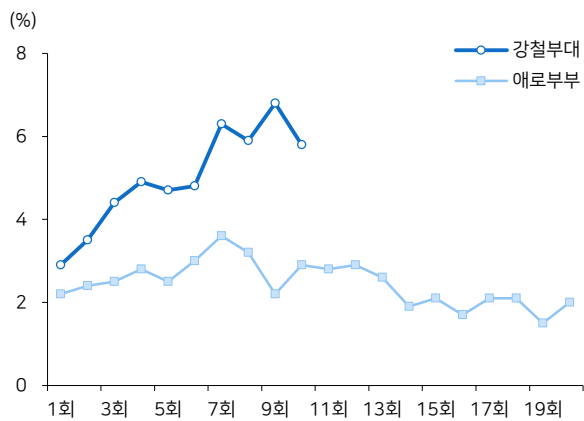
자료: KOFIC, 메리츠증권 리서치센터

**그림34 국내 영화관 관람객수 추이 및 전망**



자료: KOFIC, 메리츠증권 리서치센터

**그림35 <애로부부>, <강철부대> 채널A 시청률 추이**



자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

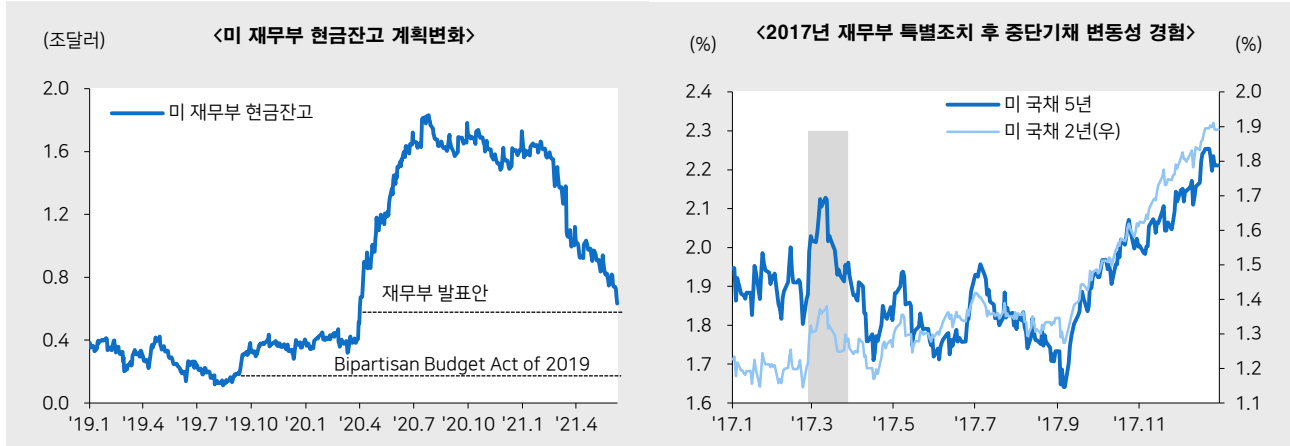
**그림36 렌탈 사업 영역으로 확장하는 LG헬로비전**



자료: LG헬로비전, 메리츠증권 리서치센터

**오늘의 차트** 윤여삼 연구위원

**부채한도 협상, 기한 내 타결될까?**



자료: Bureau of the Fiscal Service, 메리츠증권 리서치센터

7월 31일 부채한도 일시유예 만료 민주당-공화당 관련한 갈등 지속

오는 7월 31일 2019년 시행된 한시적 부채한도 유예가 만료된다. 관련 협상은 난항이다. 부채한도 조항을 영구적으로 삭제하고자 하는 민주당과 이를 막기 위한 공화당의 대립이 이어지고 있다.

만료 전 타결되지 않는다면 이후 지출은 특별조치와 남아있는 현금잔고 활용

만약 8월 1일까지 부채한도 협상이 타결되지 않는다면 그 시점의 연방부채 수준이 새로운 부채한도로 적용된다. 부채한도가 새로 설정되면 재무부는 특별조치와 남아있는 현금잔고를 활용해 일시적으로 차입 및 지출을 시행할 수 있으나, 이마저도 모두 소진될 시 재무부는 더 이상 차입을 진행할 수 없다. 특별조치와 현금잔고를 모두 소진하는 시기를 X-date라고 칭하는데, 이때까지 의회는 부채한도에 대한 협상을 마무리 지어야 한다.

재무부의 현금잔고 비축의지 BBA of 2019에 새로운 해석

부채한도적용 일시적 유예를 담고 있는 Bipartisan Budget Act of 2019에는 만료일 미 재무부 현금잔고를 2019년 8월과 같은 1,180억달러 수준으로 제한했다. 부채한도를 우회하는 지출을 방지하고자 한 의도였다. 그런데, 지난 5월 미 재무부는 분기 재발행 보고서에서 7월 말까지 현금잔고를 4,500억달러 정도로 유지하겠다고 밝혔다(7월까지 1,500억 달러 방출). 관련 법령에 팬데미이라는 불확실한 경제상황이라는 예외적인 해석을 가미한 결과였다.

2017년 금리변동성 경험. 예상보다 논의 길어질 가능성에 유의

부채한도유예 만료일에 현금잔고가 많을수록 재무부의 X-date는 연기되는 효과가 있다. 그러나, 반대로 의회의 입장에서는 협상을 서두를 유인이 줄어들었다고 볼 수 있다. 금융시장 입장에서 양면적인 이슈다. 재무부가 시간을 더 벌었다는 것은 긍정적이거나, 예단하기 어려운 정책 불확실성이 더 높아진 것 일수도 있다. 2017년 재무부 특별조치 후 미국 중단기채 변동성을 경험한 바 있다. 현재 물가지표와 연준의 행보에 대한 시장의 관심이 쏠려있지만, 부채한도 관련 이슈에도 미국 의회 동향 등 모니터링이 필요해 보이는 이유다.

칼럼의 재해석

홍석현 연구원

대만에 운명이 달린 일본의 반도체 미래 (Bloomberg)

일본은 그들의 장인정신을 바탕으로 제조업에서 두각을 나타냈다. 그 중 가장 대표적인 산업이 반도체다. 일본은 장인정신에 따라 고품질 극한기술의 반도체를 생산해 내며 1980년대 글로벌 반도체 시장 점유율 50.3%까지 차지했다. 하지만 정점을 찍은 후 현재까지 일본은 지속적인 점유율 하락을 기록하며 2019년 10.0%의 점유율까지 하락 기록했다. 2019년 기준 반도체 선두 기업 10곳 중 일본기업은 단 1개였고 그 키옥시아 마저 베인캐피털과 도시바, 그리고 호야가 지분을 나눠 가진 상태이다. 일본의 반도체 산업 후퇴는 1980년대 PC의 시대가 도래하며 바뀌기 시작했다. 대형컴퓨터는 고품질 극한기술의 반도체를 원했지만 PC 시장에서는 낮은 가격 경쟁력을 이길수 없었다. 이에 수율과 생산성에 집중한 한국 기업들이 PC 시장 점유율을 차지하며 일본의 점유율은 점차 낮아졌다. 그리고 결정적으로 4M DRAM부터는 집적도를 높이기 위한 입체 설계 기술을 적용해야 했는데 일본과 미국의 기업들은 트랜치 공정을 적용한 반면 삼성전자는 스택 공정을 선택하여 현재의 자리까지 차지할 수 있게 되었다. 이러한 일본의 아픈 역사가 있었지만 아직 일본은 반도체 시장에 큰 영향력을 갖고있다. 일본은 반도체 장비/소재 부분에서 최고의 기술력을 보유하고 있다. 이에 반도체 장비/소재가 사업의 핵심인 파운드리 기업들이 일본과 우호적 관계를 유지하려 한다. 최근 TSMC는 일본에 R&D 거점과 생산라인 구축을 계획하며 일본과의 관계를 더 강화시키며 이를 통해 미국과 대만, 그리고 일본이 반도체 서플라이체인을 이루려는 움직임이 포착되고 있다.

일본의 반도체 장인정신

일본에는 모노즈쿠리라는 말이 있다. 직역하면 '물건 만들기'지만 이 단어는 단순한 '물건 제조'가 아닌 작은 제품을 만들더라도 장인의 혼을 담아 최고의 제품을 만든다는 뜻을 담고 있다. 이러한 이유로 우리나라에서는 '장인정신'으로 의역된다. 일본은 이 장인정신을 바탕으로 제조업에서 눈에 띄는 두각을 나타냈었다. 그 중 가장 대표적인 산업이 반도체였다.

일본은 한때 글로벌 반도체 시장을 압도하던 강국이였다. METI에 따르면 1988년 기준 일본의 글로벌 반도체 시장 점유율은 50.3%로 반도체 강국의 면모를 보여주었다. 당시 일본 기업인 NEC, 도시바, 히타치와 Fujitsu 등은 미국의 인텔과 모토로라와 어깨를 나란히 하며 반도체 시장 선두 업체 10위 중 6개 자리를 차지했다.

그림1 일본의 반도체 시장 점유율은 1988년 50.3%를 기록한 뒤 지속 하락

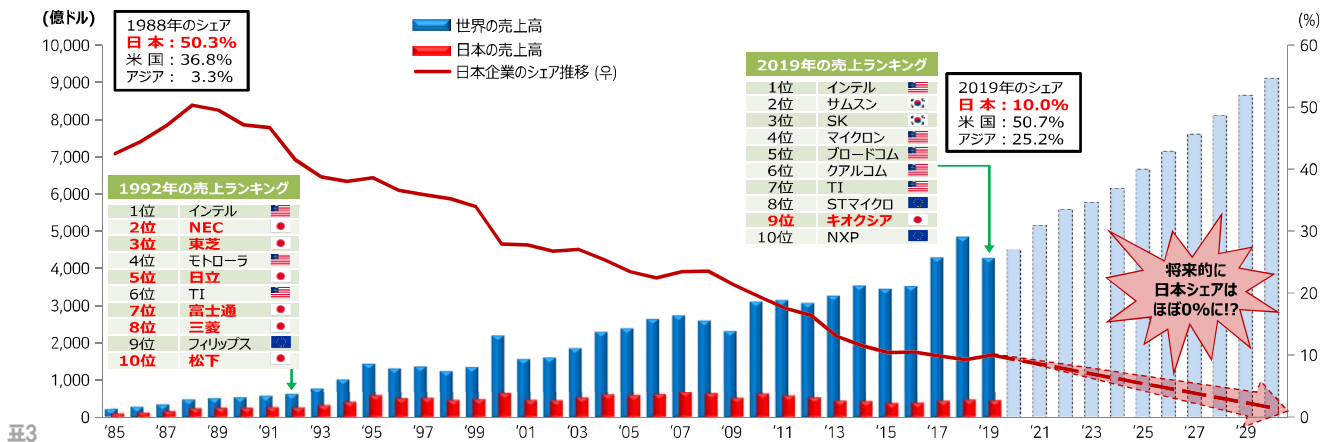


표3

표4 자료: METI, Omdia, 메리츠증권 리서치센터

하지만 1988년 이후 일본의 반도체 시장 점유율은 꾸준한 하락세를 기록하며 2019년에는 10%를 기록했다. 2019년 기준 반도체 선두업체 10위 중 키옥시아만 9위로 이름을 올렸는데 키옥시아도 도시바의 경영난 이후 플래시 메모리 반도체 사업부를 매각하며 설립된 기업으로 베인캐피털과 도시바, 그리고 호야가 각각 49.9%, 40.2%, 9.9% 보유 중이다.

### 일본 반도체 시장 하락의 원인

일본의 반도체 시장 점유율 하락의 원인은 여러 이유가 있지만 유노가미 다카시의 저서 '일본 반도체 패전'에서는 '과잉품질과 과잉성능'이 핵심 원인으로 서술된다. 과거 일본의 반도체 생산의 경우 고품질과 극한기술에 초점을 두고 있는 반면 한국과 대만 업체들은 수율과 비용에 중점을 두고 반도체를 생산했다. 반도체 산업 초기에 대형컴퓨터는 기업이나 정부에만 사용했기에 일본의 고품질 극한기술 전략이 시장 점유율을 선점하는데 최적의 환경이었다. 1971년 인텔이 최초로 DRAM을 발명하고 시판에 성공하며 미국이 시장 점유율을 높여나갔지만 일본의 히타치, 도시바, NEC 후지츠, 미츠비시 등이 DRAM에 주력하자 미국 기업들을 제치기 시작했다. 당시 메인프레임용 DRAM은 25년 가량의 보증기간을 요구할 정도로 엄격한 품질이 요구되어왔다.

하지만 1980년대 후반에 들어서, PC의 시대가 도래하며 일본의 고품질의 반도체보다 수율과 생산성 집중한 한국 업체들이 입지를 다지기 시작했다. 당시 대형 컴퓨터 시장에서는 일본 업체의 반도체 점유율이 높았지만 PC시장에서는 가격 경쟁력으로 한국의 반도체 점유율이 높았다.

**표1 한국과 일본의 DRAM의 개발 및 양산 시점 비교**

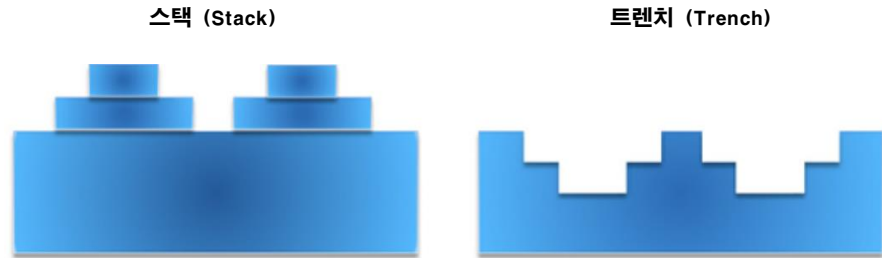
		64K	256K	1M	4M	16M	64M	256M
개발	한국	1983	1984	1986	1988	1990	1992	1994
	격차(년)	6	4	3	2	동일	선행	선행
양산	한국	1984	1985	1987	1990	1992	1997	1999
	격차(년)	4.5	3	2	0.5	동일	선행	선행

자료: 한국과 일본의 반도체 전쟁: 파괴적 혁신을 통한 역전, 메리츠증권 리서치센터

1988년 당시 반도체 업계에서는 DRAM의 집적률 높이기 경쟁이 한창이었다. 1M DRAM까지는 칩의 평면에 셀을 더 많이 집어넣는 회사가 기술 우위를 누릴 수 있었지만 4M DRAM부터는 집적도를 높이기 위한 입체 설계 기술을 적용해야만 했다. 모든 반도체 업체들은 웨이퍼 표면을 파내 아래쪽에 새로운 층을 만들고 셀을 집적하는 '트렌치 공정'과 층을 쌓아서 셀을 더 집어넣는 '스택 공정' 등의 새 기술 후보들을 고민하고 있었지만 그 어느 선발 업체도 어느 기술을 택할지 결정하지 못했다. 트렌치 공정은 상대적으로 안전하지만 밑으로 파낼수록 회로가 보이지 않아 공정이 까다롭고 경제성이 떨어지고 스택 공정은 작업이 쉽고 경제성이 있지만 품질 확보가 어려웠다.

당시 IBM을 비롯한 대부분의 미국 업체, 일본 도시바, NEC 등의 기업과 현대전자는 트렌치 공정으로 방향을 정하고 개발을 시작했다. 반면, 삼성전자 이근희 회장은 "트렌치는 하자가 발생하면 속수무책이지만 스택은 아파트처럼 위로 쌓기 때문에 그 속을 볼 수 있다. 트렌치는 검증할 수 없지만 스택은 검증이 가능하다. 이 점이 핵심 차이이다"라는 보고를 듣고 스택 공정을 채택했다.

그림2 스택 공정과 트렌치 공정 원리 비교



자료: 삼성반도체이야기, 메리츠증권 리서치센터

이후 4M DRAM 개발이 완료되고 대량 생산으로 전환하는 과정에서 트렌치 방식은 수율 하락을 경험했고 이를 해결하지 못했다.

**메모리 반도체 이후의 일본 반도체 현황**

메모리 반도체 시장에서의 일본 후퇴는 사실이지만, 반도체 시장 전체에서는 아직 일본의 영향력이 크다. 일본의 반도체 장비와 소재 기업들은 글로벌 선두 기술을 보유하고 있다.

파운드리 기업들의 경우 반도체 장비/소재는 선단 공정 개발과 수율을 위한 중요한 요소 중 하나이다. 때문에 대만의 TSMC와 UMC는 일본 기업과 우호적 관계를 지속하고 있다. 이러한 관계는 최근 TSMC의 동향에서 살펴볼 수 있다. 지난 2월 TSMC는 일본 이바라키현 츠클라시에 반도체 소재 개발 중심 R&D거점 신설 계획을 밝혔고 전체 사업비 370억엔의 절반인 190억엔은 일본 정부에서 지원한다고 했다. 또한 지난 11일 TSMC는 300mm 웨이퍼 생산라인을 일본 구마모토현에 건설하는 방안을 검토하고 있다고 니혼게이자이신문이 밝혔다. 이 공장에는 16nm와 28nm 기술이 도입 될 것으로 알려졌다.

작년 미국의 중국 제재로 TSMC는 핵심 고객이었던 화웨이를 잃었다. 이 경험을 통해 TSMC는 선제적으로 중국 대신 일본을 선택해 미국과 함께 서플라이 체인을 구축할 것으로 전망된다.

원문: Japan's Chip Future Lies in a Taiwan Science Park - Bloomberg