

반도체

More is Less – 수요 불안 속 투자 고수

반도체/디스플레이

Analyst 김선우
02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

RA 홍석현
02. 6454-4880
seokhyun.hong@meritz.co.kr

업황 변곡점 신호들과 과격한 선반영

최근 메모리 관련주의 급격한 주가 조정이 발생. 이는 주로 금주부터 시작된 현물가 하락에 기인. 당사의 기존 긍정적인 시각을 약화시키는 산업 내 변화는 크게 세 가지. 1) PC 관련 수요 계절성 약화로 인한 현물시장 수급 전환, 2) 서버 업체들의 판가 하락 압박 위한 '공급 재고부족 착시현상 전략' 효율적 전개, 3) 수요 불확실성 대두 불구 수요의 공급사 투자 강화 기조 고수

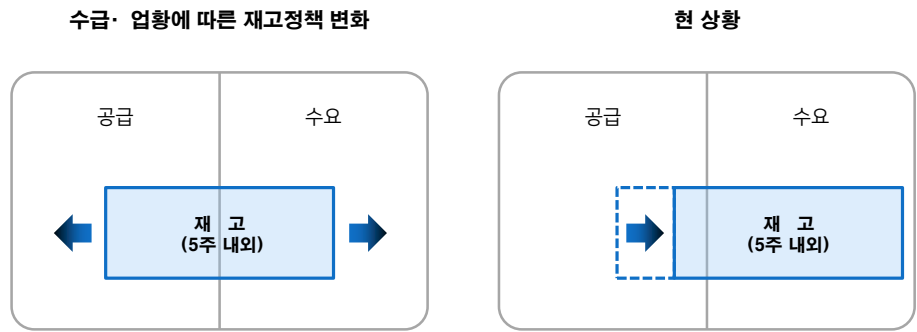
업황 둔화 기본 요인 – PC 수요 약화 속 현물가 하방 압력 가중

Covid-19 이후 급반등했던 PC 수요는 계절성을 기반으로 회복되고 있으나 그 탄력은 둔화되는 중. 특히 중저가 중심 수요 약화가 눈에 띄며 이에 OEM 및 채널 모두 재고 확충을 부담스러워하는 상황. Adata 등 모듈사들은 DRAM 업체들에게 추가적인 현물가 하락을 전망하며 공급가 하락을 주문하고 있는 상황. DRAM 업체들은 최근 발생했던 서버 DRAM의 불량 사고 관련한 물량들을 PC 용으로 재작업 후 판매하고 있으며 이러한 공급 물량 역시 현물가에 부담으로 작용하는 중. 실 DRAM 수요 내 현물 시장이 차지하는 비중은 극미함에도 불구하고 PC 고정가와 기타 응용처 (서버 및 모바일)의 선도적 영향력을 감안 시 향후 현물가 관련된 소음은 지속 발생할 가능성이 높음

보다 큰 요인 – 보이는 때에도 반응하지 않는 공급사들

DRAM 사이클 방향성의 지속 기간이 단축되고 있음. 과거 업사이클과 다운사이클이 각각 6분기 내외로 유지되며 긴 사이클을 형성했지만, 이제 수개 분기 만에 수급 전환이 발생함. 판가 상승기와 하락기의 교차 주기가 짧아지는 있는데는 여러 이유가 있겠지만, 공급부족 상황에서 서버 수요자들의 전략적 재고 축적을 통한 수급 전환 과제법이 그 중심에 있음. 서버 수요자들은 과점화된 공급 지형도 (삼성전자, SK하이닉스, 마이크론)에도 불구하고 그들의 '두 가지 본능' 을 효과적으로 공략함. 이는 1) 과거 민형사 사고의 기억 속 규제당국 트라우마를 가지고 있는 공급사들의 '가격 담합 의혹 회피 본능' (공급 조절 등 전략적 발언을 두려워 함)과 2) 총 이익 극대화보다 우선시되는 공급사들간의 '점유율 경쟁 본능' (생산 속도 조절 결정이 경쟁사에게 유리해지는데 대한 두려움)

그림1 Just In Case 정책 하에서의 공급재고 부족 '착시' 현상



자료: 메리츠증권 리서치센터

수요는 즉각적인 변화가 가능하지만, 공급 변화는 막대한 관성을 지니고 있음. 수요자들은 이를 이용함. 서버 업체들은 공급 부족 국면에서 의도적인 이중·삼중 주문(더블부킹)을 통해 수요 분배를 특정시기에 집중시킴. 올해와 같은 경우 Covid-19 특수성까지 더해 재고 전략을 Just In Time에서 Just In Case로 전환시킴. 결국 가격 압박의 근간이 되는 재고축적을 상반기에 강하게 실시하며 공급자들의 재고 감소 착시를 유발함 (그림 1). 향후 재고 소진 여부는 외부 파악이 어려운 까닭에 구매자들의 가격 협상력은 지속 가능함. 공급자 입장에서는 생산 준비의 장기화 (장비 주문 리드타임 증가, 선단공정 생산시간 증가)로 인해 Capex를 상향조정하고 이는 경쟁사를 자극함. 당사가 이번 2Q21 실적발표회의 주안점을 공급사들의 공급 속도 조절 시사 여부로 판단한 이유는 여기에 있음

현재 공급사들은 수요 불확실성을 눈앞에 두고도 공급 조절을 통한 협상력 회복이라는 전략적 선택을 취하지 못할 가능성이 높음. 차선을 쫓다가 최악에 봉착할 수 있기 때문임. 착시일지언정 당장의 완제품 재고는 부족한 상황이며, 생산 속도 조절을 실시했다가 경쟁사의 점유율 전략이 발동되는 상황을 책임지고 싶은 의사결정권자는 존재하지 않음

현재 메모리 업체들의 주가는 다운사이클 전환을 상당히 반영한 수준임 (SK하이닉스 현 주가는 2022E P/B 1.1배). 역사적으로 BPS 1.0배 미만 영역은 실패하지 않는 투자 기회임도 분명함. 다만 향후 1) 경쟁적 설비투자의 강화, 2) 서버의 전략적 수요 감축 (의도적 오더컷), 3) 그에 따른 현물가 및 고정가 하락 및 시장 이익 기대치 하향 조정이 당분간 주가 반등을 제한할 가능성이 높음. 메모리 업체들의 구조적 주가 반등 촉매는 공급사의 태도 변화 (혹은 그 암시)로 판단함

Compliance Notice

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.