

Market Comment

Strategy 변준호 02) 6915-5670 / ymaezono@ibks.com

Top-down 관점에서 반도체 기대감 5가지

(1) 수출 바닥 기대감: EBSI 2Q 상승 전환

글로벌 경기 둔화가 지속되는 상황에서 우리나라는 수출 바닥 기대감이 높아지고 있는 상황이다. 코로나 수혜 후 반도체 업황 악화와 중국의 제로 코로나 정책으로 우리나라 수출이 빠르게 선제적으로 악화된 측면이 있다. 특히 전체 수출과 달리 반도체 수출은 부진이 심화되어 경험적 바닥권에 더 근접해 있다.

이와 같은 상황에서 2분기 EBSI(수출산업경기전망지수)가 5분기 만에 상승 전환했다는 점을 주시할 필요가 있다. 2분기 EBSI는 90.9로 1분기 81.8에서 비교적 큰 폭으로 개선되었다. 여전히 100 이하에 머물러 있다는 점에서 2분기 수출 여전 역시 부정적이라 볼 수 있으나 1분기보다 그 우려는 축소되고 있음을 보여 준다. 글로벌 경기 둔화에 대한 우려가 지속되고 있으나 미국 긴축 종료에 따른 경기 심리 지표 개선, 중국 리오프닝 기대 등으로 수출 센티멘트는 1분기를 바닥으로 점차 개선될 가능성이 높다고 판단된다. 수출이 현재와 같은 -17% 상황에서 1년 후 수출은 점진적 혹은 급진적 개선을 보였다.

EBSI가 깊은 저점에서 반등할 때 실제 수출 역시 개선되는 흐름을 보였다는 점에서 하반기 수출 악화 현상은 점차 완화될 전망이다. 물론 2분기 EBSI 반등이 반도체에 기인하고 있지는 않다. 2분기 반도체 EBSI는 52로 1분기 대비 크게 하락했고 역사적으로 경험해 보지 못한 깊은 저점의 Level이다. 이는 현재 반도체 불황이 얼마나 심각한지를 보여준다. 다만, 일반적으로 우리나라 수출 내 반도체 비중이 가장 크기 때문에 반도체 수출과 전체 수출 간의 상관성은 높으며 그 시차도 크게 벚어나지 않는다. 반도체 수출은 보통 전체 수출과 동행하거나 소폭 선행하는 경향을 보인다. 따라서, 전체 EBSI가 바닥을 통과하며 수출 바닥 통과 가능성성이 높아진다면 반도체 수출 역시 상반기 바닥을 확인할 가능성이 높다고 판단된다. 즉, 시장참여자들은 2분기 EBSI 반등을 고려할 때 2분기 반도체 EBSI가 심각하다는 점에 집중하기보다 저점이라는 인식에 좀 더 주안점을 둘 가능성이 높다.

(2) 실적 바닥 기대감: 23년 상반기 역대 최악의 적자 상황

SK하이닉스의 상반기 적자 규모가 시장 컨센서스 기준 7조원 수준으로 추정되고 있다. 1분기 어닝 쇼크 가능성과 추가 하향 조정을 감안할 때 그 이상의 적자 가능성도 열려 있다고 판단된다. 1분기보다 2분기 적자 폭이 더 커질 가능성도 배제할 수는 없는 상황이다. 이번 23년 상반기는 2000년 이후 SK하이닉스의 반기 기준 실적 추이를 감안할 때 전례 없는 매우 이례적인 실적 악화임을 알 수 있다.

다만, 위에 언급한대로 2분기 수출 및 반도체 수출이 바닥을 통과하는 상황이 도래할 경우 실적 바닥 통과 가능성도 연동될 가능성이 높다고 판단된다. 이미 반도체 수출 증가율이 경험적 하단에 근접해 있고 공급 조절에 따라 가격 하락 폭이 점차 둔화될 수 있으며 미국의 긴축 종료와 중국의 리오프닝에 따른 반도체 업황 개선 기대감이 높아질 것으로 보이기 때문에 하반기에 반도체 실적의 적자 폭이 더 크게 확대될 가능성은 현저히 낮다고 판단된다. 이번 1분기 실적 발표는 약 4조 원 전후의 적자로 매우 부진할 전망이나 2분기는 하반기를 선 반영하는 경향이 강하기 때문에 하반기 적자 폭 축소 시작 기대감이 오히려 부각될 것으로 예상된다.

(3) 주가 바닥 기대감: 마이크론 주가 강세

필자는 지난 마켓 코멘트 자료에서 필라델피아 반도체 지수가 미국 전체 증시를 올해 들어 3개월 연속 아웃퍼폼하고 있다고 언급한 바 있다. 하지만 이와 관련해 메모리 반도체 관련주인 마이크론의 주가는 그 안에서 상대적으로 부진했고 그로 인해 우리나라 반도체 주가의 상승 동조화는 그리 강하게 나타나지 않았다.

그런데 3월 중순 이후 마이크론 주가가 필라델피아 반도체 지수를 뚜렷하게 아웃퍼폼하는 경향을 보이기 시작했다. 마이크론 주가 강세는 메모리반도체 업황 회복 기대감이 반영되는 것이니 만큼 반도체 내 비메모리에서 메모리로의 관심 확대 가능성을 암시해 주며 이는 삼성전자, SK하이닉스 등 국내 메모리 반도체 주가에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

(4) 16년 3월 Dejavu 기대감: 이세돌 vs 구글 알파고 대결 시점부터 주가 랠리

지금 현재 반도체 주가를 둘러싼 증시 환경은 7년 전 2016년 3월 당시와 유사해 보이는 측면이 있다. 2015년에서 2016년 초 당시 미국이 금융위기 이후 7년 만에 첫 금리 인상에 나서면서 달러가 강세를 보이고 중국 금융 시장이 혼들리며 반도체 등 대형주들의 주가가 상당 기간 부진했다. 특히 중소형주와 화장품 등 성장주들이 급등한 반면 반도체 주가는 특히 더 부진했다. 그런 가운데 2015년 말 첫 금리 인상이 실제 단행되고 불확실성이 해소되며 긴축 및 달러 강세 우려가 완화되기 시작했고 그 즈음에 16년 3월 이세돌 바둑 기사와 구글의 알파고 바둑 대회가 개최되었다.

당시 구글의 알파고가 이세돌 바둑 기사에 승리하며 상당한 센세이션을 불러 일으켰고 그때부터 4차 산업혁명이 주식 시장에 본격 대두되기 시작했다. 그 16년 3월을 바닥으로 반도체 수요 확대 기대감, 데이터 센터 서버 수요 증가 기대감 등으로 삼성전자 주가의 랠리가 시작됐고 같은 해 5월부터 SK하이닉스 주가가 다음 해까지 초 강세를 보인 바 있다.

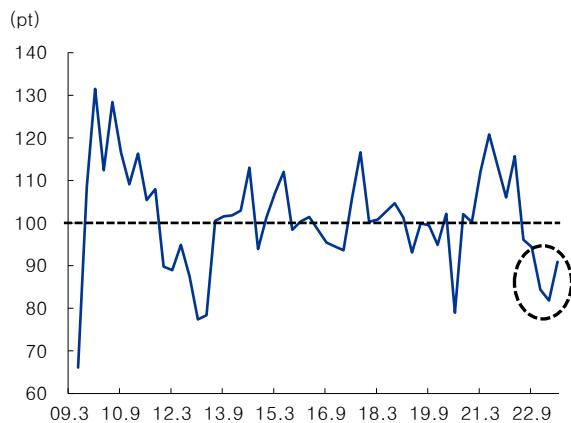
현재 국면도 작년부터 올 초까지 미국의 긴축 우려와 달러 강세가 시장을 짓눌러 왔다. 특히 코로나 특수를 누렸던 IT 업황이 악화되면서 반도체 업황은 여타 업종대비 더 큰 불황에 직면해 있는 상황이다. 이런 상황에서 챗GPT가 시장의 화두로 대두되기 시작했다. 마이크로소프트를 시작으로 여타 빅테크들의 Open AI 제품 출시가 확대될 것으로 예상되고 있어 관련 반도체 수요가 확대될 가능성성이 높아지고 있다. 이번 주 마이크론 실적 발표 후 주가 급등은 주로 추가 감산 이슈에 기인된다고 보여지나 가이던스를 통해 데이터센터 및 AI 관련 반도체 수요 확대 가능성도 언급했음을 주목할 필요가 있다.

(5) 상대적 기대감: 자동차대비, 2차전지대비 메리트 부각 시점

마침 반도체 주가의 상대적 기대감도 기대되는 시점이다. 수출 측면에서는 반도체 수출 불황과 자동차 수출 호황이 맞물려 있는 시점이다. 자동차 수출의 경우 경기둔화 상황임에도 불구하고 글로벌 부품난 완화, 코로나 국면에 못 삼던 수요자들의 이연 수요 등이 맞물리면서 높은 수출 증가율을 계속 보여 주고 있다. 다만 자동차 수출은 YoY 수출 증가율이 50%에 육박하면서 하반기 피크 아웃 리스크가 점차 부각될 수 있다는 점을 인지할 필요가 있다. 반면 반도체 수출 증가율은 경험적 하단에 있다. 양 수출 증가율 Gap이 약 -90%에 육박해 중기적인 수출 Mean-reversion 가능성을 주시할 필요가 있다.

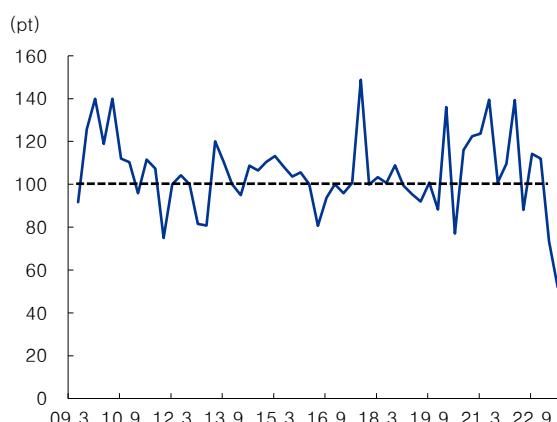
주가 측면에서는 2차전지 테마지수대비해서도 반도체지수는 연초 이후 약 50% 이상을 언더퍼폼하고 있다. 13W 등락률 Gap이 -50%를 하회하면서 경험적 평균 저점에 근접한 상황이다. 중기적인 주가 Mean-reversion 가능성을 주시할 필요가 있다.

그림 1. EBSI 추이



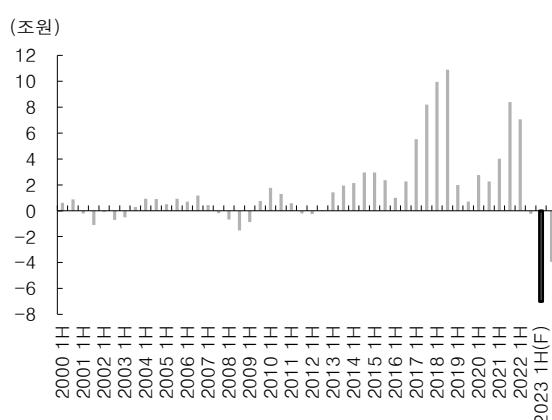
자료: 무역협회, IBK투자증권

그림 3. 반도체 EBSI 추이



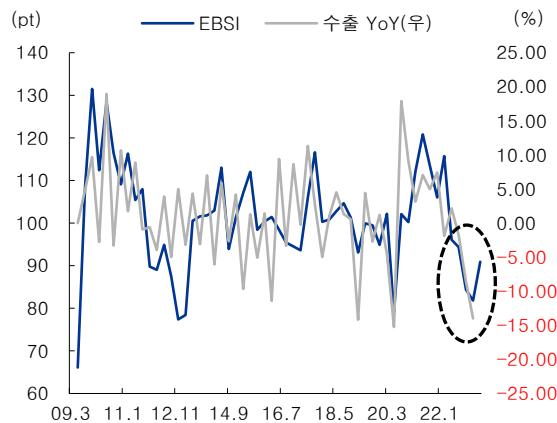
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 5. 2000년 이후, SK하이닉스 반기별 영업이익 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 2023년 수치는 컨센서스 추정치

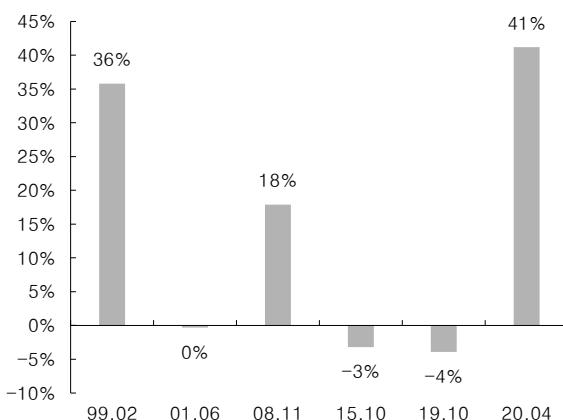
그림 2. EBSI와 수출 YoY 추이



자료: 무역협회, Bloomberg, IBK투자증권

주: 수출 YoY는 각 분기별 3개월 수출 YoY 증가율의 평균. 23 1Q는 당사 추정치

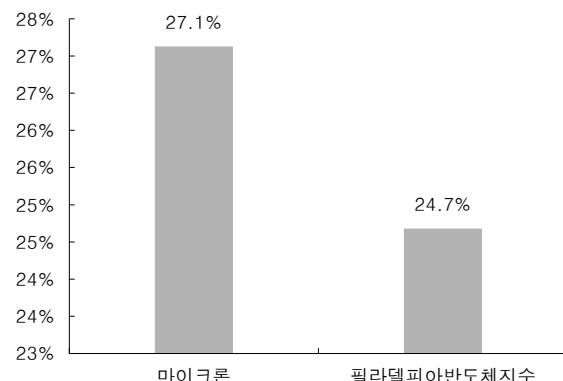
그림 4. 수출 YoY -17% 시점에서 1년 후 수출 YoY 변화



자료: Bloomberg, IBK투자증권

주: 차트 내 6번의 해당 시점은 수출이 현재와 같이 -17%였던 시점을 의미

그림 6. 마이크론 주가와 필라델피아반도체 지수 YTD 등락률



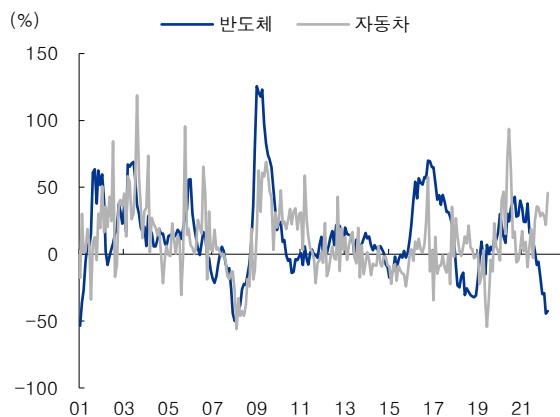
자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 3/29 종가 기준

그림 7. 마이크론 주가 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 9. 반도체 및 자동차 수출 YoY 증가율 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 11. 반도체 지수 및 2차전지테마지수 추이



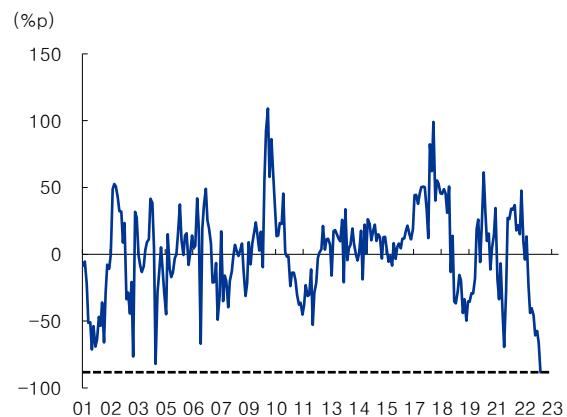
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 8. 2015~2017년 삼성전자와 SK하이닉스 주가 추이



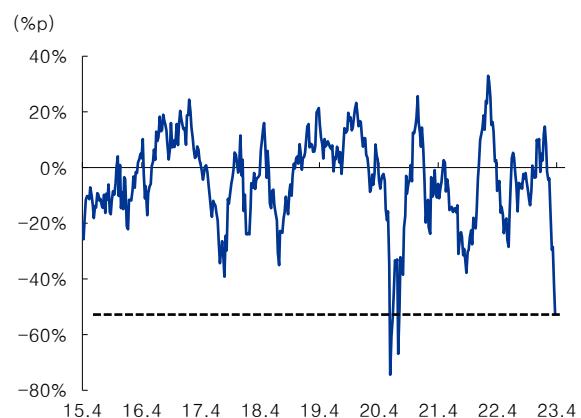
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 10. 반도체 수출 YoY 증가율 – 자동차 수출 YoY 증가율



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 12. 반도체 지수 13W 등락률 – 2차전지지수 13W 등락률



자료: Quantiwise, IBK투자증권