

# 반도체

## Western Kioxia 탄생? - 합병 관련 FAQ

### 반도체/디스플레이

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

RA 김동관  
02. 6454-4880  
dong-kwan.kim@meritz.co.kr

### Kioxia와 WDC 합병 가능성 재차 대두

Reuters는 5월 15일 보도를 통해 NAND 업체들 간의 합병 논의가 가속화되고 있다고 밝힘. 대상 기업은 Kioxia (일본, 시장점유율 21%)와 WDC (미국, 시장점유율 15%). 절차적 난관들이 남아있어 타결은 불확실하나 올해 초부터 추진되었던 합병 가능성이 점차 높아지고 있다고 언급

사실 해당 기업들은 이미 전략적 동맹관계를 구축 중. 그들은 NAND 생산 Fab을 JV형태로 공동 보유하며 Kioxia 측이 운영·생산 후, Fab 투자 지분 별로 생산분을 나누는 형태. 운영 방식 (예, 생산 시기와 품목, 규모 등)에 미세한 차이는 있지만, 투자와 생산은 함께한다는 측면에서 두 기업은 사실 한 몸이나 마찬가지

당사 역시 최근 4월말 메모리 기업들의 실적발표를 기점으로 Kioxia와 WDC 합병이 2Q23-3Q23 내 발생하리라 예상해왔음. 선두업체의 감산 (DRAM 10%대 초반)은 업황 반전에 턱없이 부족한 부분으로 판단하며, 과거와 같이 이번 메모리 업체간의 인수·합병이 사이클 저점을 형성하는데 기여할 것으로 판단

### Q1. 합병을 왜 추진할까?

합병 추진 배경은 크게 두 가지. 1) 영업환경의 극단적 악화에 따른 반전 가능성 시도, 2) 주요주주들의 투자손실 보전 및 탈출 기회 모색

1) 메모리 다운사이클이 장기화되어가고 있는 가운데, DRAM보다도 NAND 업계의 수익성 훼손은 절대적으로도 심각한 상황. 1Q23 기준 영업이익률은 삼성전자 -78%, Kioxia -70%, SK하이닉스 (본사) -109%, Solidigm -112%, Micron -90%, WDC -56% 수준으로 추정. 잉여현금흐름이 적자 전환한 상황에서 현금 유입이 절실한 상황

이에따라 Kioxia와 WDC는 순차적으로 지난해 말 20% 이상의 감산을 서둘렀지만 업황 반전에는 실패. 이는 경쟁사들의 감산 전략이 소극적으로 실행되었을 뿐 아니라 NAND 보다는 DRAM 중심으로 전략 구축했기 때문. 이에 과거 DRAM 산업 내 인수·합병 이벤트와 같이 자발적인 합병을 통해 구매자들의 가수요 창출 및 수요 자극을 시도하려 한다고 해석됨. 합병 과정에서 WDC의 NAND 사업부 분할 시 일부 외부자금 조달과 GDR 발생을 통한 자본금 확대를 꾀할 수도 있음

2) Kioxia는 2017년 베인캐피탈 주도 컨소시엄이 지배력을 확보했고, WDC는 2022년 엘리엇 매니지먼트가 주주행동주의 실행을 위해 전략적 투자를 단행함. 하지만 메모리 반도체 사이클은 2022년 하반기부터 재차 악화되기 시작했고 이들의 투자 전략 역시 난관에 봉착한 상황. 그간 지속해서 Kioxia의 상장을 추진했던 베인캐피탈 측은 이제 투자회수 전략으로 눈을 돌린 것으로 판단됨. 이에 상장업체인 WDC 역시 엘리엇 측의 NAND 사업부 분할 요구를 받아오고 있는 상황에서 적자 전환한 해당 사업부의 반전 기회를 합병에서 찾아보는 쪽으로 적극 검토 중

**Q2. 합병, 발생 가능하긴 할까?**

양사간의 합병이 성사되기 위해서는 다양한 난관을 통과해야만 함. 기존 주주들의 이해관계와 합병 실효성 심사도 있겠지만, 제일 큰 문제는 일본 정부의 동의임. 과거 반도체 강국이었던 일본은 '설계' 영역에서는 여전히 존재감이 있지만, '제조'에서는 그 존재감이 희박해지고 있는 상황. 사실 상 마지막 주요 반도체 제조업체인 Kioxia마저 미국 기업에 합병된다면 이제 일본 반도체로 자랑할만한 기업은 사라지게 되는 셈

아울러 NAND 업계의 2·4위권 업체들의 합병이라 반독점 심사 대상일 수 있음. 특히 미국 반도체 업체의 회생을 위한 합병 추진은 중국 반독점기구에서 반대할 가능성도 존재하는 상황

이에 따라 올해 초 Kioxia와 WDC간의 합병 가능성이 산업 내 대두되었을 때, 일본 정부의 반대로 무산될 것이라는 추정이 많았음. 하지만 당사는 합병 이벤트가 충분히 발생 가능하다고 판단함. 이는 1) 양사간의 합병 구조 설계 과정에서 RMT 등 새로운 딜 구조로 양사의 회생 가능성이 높아질 수 있음을 증명 가능하고, 2) 이러한 구조 하에서 기업 대 기업의 통상적 합병이 아닌 '자산매각' 방식을 통한다면 반독점 승인이 불필요 하기 때문임. 이미 해당 기업들은 Kioxia의 독자생존 가능성이 희박해지고 있는 상황에서, 일본 정부와 충분한 설득과정을 거치고 있다고 파악됨

**Q3. 합병하면 좋아질까?**

과거 메모리 사이클 저점구간에서 반등 트리거는 크게 1) 산업 내 전방위적이며 적극적인 감산, 2) 인수·합병 이벤트 등이 있었음. DRAM 산업 내에서는 2009년 독일 Qimonda 파산과 2012년 일본 Elpida 파산이 그 예, 이후 메모리 업황은 수개월 내에 반등에 성공했음

하지만 현재 추진되고 있는 합병은 DRAM이 아닌 NAND 업체 간이라는 측면에서 합병 효과에 의구심을 가질 수 있음. 하지만 당사는 이미 밝혀온 바와 같이 Kioxia-WDC 합병 이후 그로 인한 즉각적인 업황 회복 효과는 제한적이겠지만, 역설적으로 그로부터 삼성전자의 감산이 본격 실행되며 DRAM 사이클 역시 4Q23부터 급반전되리라 예상함

이는 3Q22부터 진행되어 온 삼성전자의 공급전개계획 (이른 바 '치킨게임')이 수요 둔화기를 마주한 상황에서 경쟁사들의 경쟁사 저하를 목적으로 실행되었기 때문임. 현금여력이 높은 삼성전자 입장에서는 경쟁사들의 1) 재무상태 (순부채) 악화를 통한 중기 투자 여력 제한, 2) 그 중 한계 기업 (Kioxia, WDC, YMTC 등) 퇴출 및 합병을 목적으로 다소 무리한 계획을 추구해왔음

만약 이러한 인수·합병이 실제로 발생하고 구매자들이 재고확충 수요 및 가수요가 창출되는 과정에서 삼성전자가 치킨게임을 고집하다가는 업황 반전의 절묘한 타이밍을 실기할 가능성이 있음. 최근 스마트폰, 태블릿 및 서버 등의 주요 수요 성장이 정체되고 있는 추세 속, 반도체 업체들 입장에서는 작은 수요회복의 불씨를 놓쳤다가는 과잉공급의 늪에서 빠져나오지 못할 수도 있다는 공포감이 커져가고 있는 것이 사실이며 삼성전자 역시 예외는 아님

결국 금번 인수·합병 달이 성사될 경우, 삼성전자 내 '전략적 성공론'이 내부 여론으로 부각되리라 예상됨. 이후 그간의 손실 만회를 위한 삼성전자의 적극적 감산이 3Q23부터 도출되며 NAND 뿐 아닌 DRAM의 반전 계기가 되리라 전망함. 결국 DRAM 업황은 수요 자극제들 (AMD 신규 서버 플랫폼 등)이 더해지는 4Q23부터 급반전되리라 예상됨

---

### 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 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 기재된 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 하시기를 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.