

Semiconductor Korea Strategy

SK증권 리서치센터장 최도연
3773-9294, doyeon0320@skc.co.kr



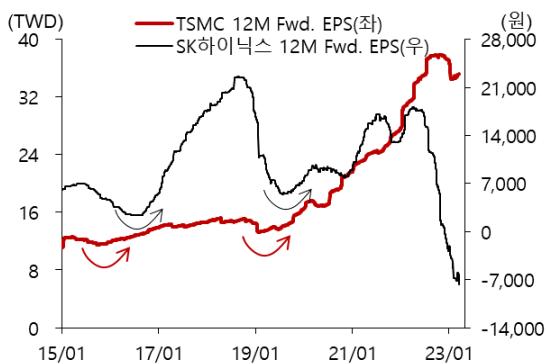
(#4) 비메모리에서 찾는 긍정적 시그널

메모리 반도체 가격이 상승하기 위해서는 재고가 정상 수준 이하로 감소하여, 공급부족이 발생해야 한다. 그 전에 생산업체들이 보유한 재고가 증가 추세에서 감소 추세로 전환돼야 한다. 그리고 그 전에 전방업체들의 반도체 주문량 또는 생산업체들의 반도체 출하량이 증가하기 시작해야 한다. 즉, 메모리 반도체 가격 상승 반전을 위해 ① 출하량 증가 → ② 재고 추세 감소로 전환 → ③ 재고 정상 이하로 감소 등의 순서가 필요하다. 그런데 여전히 메모리 출하량은 부진하다. 1Q23 DRAM 출하량은 4Q22 대비 감소할 전망이다. 아직 메모리 업황 반전을 향한 첫 단추도 끼지 못했다.

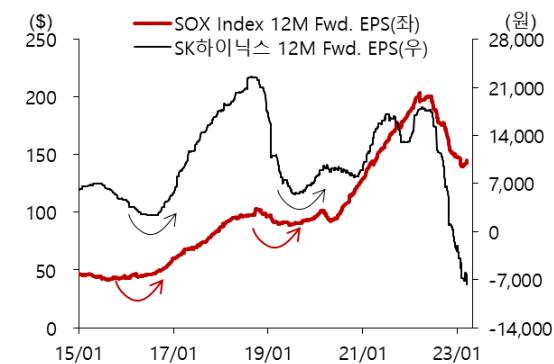
메모리 업체들의 12MF EPS 컨센서스 추이도 여전히 하향 추세다. 그런데 최근 TSMC 등 비메모리 업체들의 실적 흐름은 최근 바닥을 잡는 모습이다. 추세적일지는 더 확인이 필요하겠지만, 긍정적인 현상은 분명하다. 과거 사례를 확인하면, TSMC의 실적 컨센서스 안정화 및 상향 추세 전환이 메모리 업황 반전의 시그널 역할을 했기 때문이다. TSMC 를 향한 주문은 더블부킹이 거의 없다. 독점적 지위를 보유한 스페셜티 제품이기 때문에 재고 소진이 가장 빠르다. 출하량 증가가 메모리보다 빠르다. 그리고 실적의 핵심 변수가 가격이 아닌 물량이기 때문에, 주문량이 회복되면 실적이 더 먼저 개선된다. TSMC의 분기 실적은 가동률 회복으로 3Q23 부터 개선될 것으로 기대된다. 이 가정 하에 TSMC의 12MF EPS 컨센서스는 그 전에 상승 반전이 가능하다. 2016년에도, 2019년에도 TSMC의 12MF EPS 컨센서스 상승 전환한 이후 메모리도 1-2 분기 뒤에 상승 전환했다. ChatGPT 등 생성 AI에 의한 반도체 수요 증가도 비메모리가 우선일 것이다. 메모리도 관련 수요가 데이터센터에 의해 후행적으로 발생할 전망이다.

메모리 반도체 업황의 추세 반전과 주가의 추세 상승을 위한 조건은 아직 형성되지 않았다. 그러나 ① 2Q23 출하량 증가, ② 3Q23 재고 감소 전환, ③ 4Q23 또는 1Q24 DRAM 가격 반등을 전망한다. DRAM 업체들의 감산 확대가 진행될 경우, 그 시기가 더 빨라질 수도 있다. 주식 시장 변동성 시기와 맞물려 메모리 주가도 단기 변동성을 보일 수 있다. TSMC의 실적 컨센서스 및 주가 상승 전환 시기였던 2Q16와 2Q19에 메모리 주가는 일시적인 주가 조정을 보였으나, 지나보면 가장 좋은 메모리 반도체 매수 기회였다.

TSMC와 SK 하이닉스 12MF EPS 컨센서스 추이



필라델피아 반도체 지수와 SK 하이닉스 12MF EPS 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

자료: Bloomberg, SK 증권

비메모리 실적과 주가는 메모리를 선행

- 2016년과 2019년 사례를 보면, TSMC 등 비메모리 실적과 주가가 메모리를 선행
- 최근 업황 흐름은 메모리 업황은 여전히 부진하나, 비메모리 업황이 바닥을 시도하는 모습
- ChatGPT 등 생성 AI에 의한 반도체 신규 수요 창출을 예상. 비메모리 업황 반등 시도는 매우 긍정적 현상

Compliance notice

- 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 /-15%~15% → 중립 /-15%미만 → 매도