

## 반도체

### 야성적 경쟁의 부활

#### 반도체/디스플레이

Analyst 김선우  
02. 6098-6688  
sunwoo.kim@meritz.co.kr

RA 서승연  
02. 6098-6676  
sy.seo@meritz.co.kr

#### 최근 업황 업데이트: DRAM - 경쟁적 가격 하락의 본격화

최근 다양한 채널의 메모리 업황 체크를 실시함. 그에 기반해 당사는 향후 DRAM 산업이 점유율을 추구하는 전통적 경쟁 구도로 다시 전개되며, 업황은 현재 시장이 인지하고 있는 수준 이상으로 추가 악화될 가능성이 높다고 판단함. 이는 이미 당사가 2018년 7월에 발간한 '야성은 살아있다' 보고서를 통해 밝힌 바와 같이, 현재 선두업체의 '이익' 점유율을 추구하는 현재의 구도에 수요 부진이 더해지며 업황은 한 단계 더 심각한 수준 (시장 점유율 경쟁)으로 레벨 다운될 수 있음을 의미함

이미 시장 참여자들이 모두 주지하다시피 3Q18말부터 서버, 모바일, PC 등 DRAM 수요는 전방위적으로 약화되고 있음. 지난 2년 넘게 DRAM 업황을 가파르게 개선시켜 온 수요가 갑자기 약세 전환하는데 의문을 가진 투자자들이 많음. 하지만 엄밀하게는 가격 '비탄력적' 특징을 가진 서버 수요가 정체를 보이자, 그 과정에서 가격 '탄력적' 특성을 지닌 모바일, PC 수요가 과거 늘 그랬듯 너무 높은 가격에서는 구매를 지연시키는데 기인함

갑작스런 수요 약세 구간에서 공급사들의 관성적 출하 증가에는 현재 제동이 걸린 상황임. 이런 경우 공급사들의 선택지는 크게 두 가지로 요약됨. 1) 재고 부담을 안으며 시장 가격 급락을 막아보거나, 2) 판가가 추가 하락하기 전에 재빨리 수요처를 찾아서 판매를 체결시킬 수 있음. 이는 바로 시장에 잘 알려진 공급사의 딜레마 상황임. 앞선 상황에서는 모두의 일관된 노력이 전제될 경우 최상의 결과를 얻을 수 있겠으나, 누군가의 배신이 발생할 경우 최악의 상황으로 전개됨. 혹은 만약 수요가 매크로 변수에 의해 매우 악화될 경우에는 의도치 않게 최악의 경우 조차 선택하지 못하는 상황으로 급변함. 현재 공급사들은 거시 경제 불안 탓에 최악은 피하려는 선택, 즉 판가와 무관하게 판매를 촉진시키려는 전략으로 기울 수 밖에 없는 상황으로 보여짐

이러한 공급 증가 (판매 점유율 우선시 전략)가 투자자 입장에서는 선뜻 이해가 되지 않을 수도 있음. 굳이 초호황에서 호황으로, 호황에서 평균 업황으로 끌어내릴 필요가 있냐는 의문임. 하지만 이는 커머디티 시장이 지닌 시클리컬 고유의 특징 이외에도, 장기적 경쟁력 확보 측면에서 충분히 발생 가능한 상황임. 중국업체들의 반도체 산업 침투가 지난해 말 이미 NAND부터 시작된 상황에서 DRAM 역시 3~5년 이내에는 완성도와 무관하게 시작될 가능성이 높음. 이 상황에서 업체들은 Wafer capa 증설은 지속 억제하더라도 Bit cost (단위 제조 원가)는 효율성이 감소할지언정 Migration을 통해 지속 하락시켜 놓아야 함. 원가경쟁력에서 충분한 격차를 유지한다면, 동질 재화가 동등 가격으로 거래되는 커머디티의 특성에 기반해 선두권 업체들은 중국 업체들과의 경쟁에서

자유로울 수 있음. 그 과정에서 올해 DRAM 업황은, 이미 예정되어있는 가동 물량과 Migration에서의 자연적 공급 증가가 현재 예상되고 있는 수요 증분을 크게 상회할 가능성이 높은 상황으로 판단됨

한편 지난 마이크론 실적설명회에서 동사가 1) 2018년 수요 증가율을 16% 남짓으로 예상하고, 2) 자신은 15%의 공급증가만을 계획한 상황에서, 국내 업체들이 Migration을 통한 공급증가를 꾸준히 전개할 가능성이 높다는데 투자자들은 또 다른 의문을 가질 수 있음. 하지만 당사는 마이크론의 부진한 수요예측과 보수적 공급 계획은 산업 내 공급축소를 제안하는 전략적 발언으로 해석될 수도 있다고 판단함. 현재 중국 발개위로부터 가격 담합 (또는 끼워팔기) 혐의로 일방적 조사를 받고 있는 국내 DRAM 업체들 입장에서 의도적 공급 조절은 괜한 위험요인으로 작용할 가능성이 크다는 점을 이해해야 함. 아울러 서버 DRAM 시장에서 제한적인 경쟁력을 지닌 마이크론 대비 선두권 업체가 내다보는 2019년 수요 증가율은 15%를 크게 상회할 가능성이 높으며, 그에 걸맞는 공급증가를 모색할 가능성이 높음

**점유율 경쟁 가능성에 기반, 삼성전자와 SK하이닉스의 2019년 실적 추정치 하향 조정**  
향후 DRAM 공급사들은 수요 포착 및 계약 체결을 추구하면서도, 표면적으로는 지속해서 투자 지연, Capex 축소를 내세울 가능성이 높음. 그럼에도 불구하고, 수급은 적어도 2019년말까지는 지속 악화될 가능성이 높음. 이는 바로 '변화 기민함' 측면에서 공급과 수요에 근본적으로 큰 차이가 존재하기 때문임. 수요는 실 수요에 시기적절하게 반응하며 가수요와 진수요로 주문을 빠르게 확대·축소시킬 수 있음. 그에 반해 공급은 빠르게 변화하지 못함. 생산 Fab의 건설과 Capa 증설은 1년여 이상의 예측 및 실행 기간에 기반해 대규모 자본을 투입해 구축됨. 큰 그림에서 공급 능력은 계단식으로 크게 크게 증가하는 특성을 지니며 선형으로 증가하는 수요와 차이가 발생할 수 밖에 없음. 물론 급변하는 수요 상황에 적극적인 가동을 조절을 통해 수급을 맞춘다면 이상적이겠으나, 공급사 간의 전략적 경쟁 구도를 감안 시 독자적인 가동률 조절은 최악의 수라는 공포감이 여전히 존재함. 당사는 올해 DRAM 산업 내 공급은 결국 20% 내외 혹은 그 이상 증가하며 10% 후반 수준의 수요를 소화시키기 위해 예상보다 큰 가격하락이 유발될 수 있다고 판단함

당사는 삼성전자의 2019년 DRAM 공급증가율과 판가하락율을 각각 23.8%와 39.7%로 전망함. 올해 DRAM 영업이익은 18.0조원으로 2018년의 32.7조원에서 크게 감소할 전망이다. 결국 전사 영업이익 역시 2019년 33.4조원으로 전년 58.9조원에서 대폭 감소가 예상됨

하이닉스의 경우 2019년 DRAM 공급증가율과 판가하락율은 각각 20.1%와 35.5% 수준으로 전망됨. 올해 DRAM 영업이익은 10.3조원으로 전년 20.3조원에서 49% 가량 감소할 전망이다. 전사 영업이익 역시 NAND의 적자 전환까지 더해 전년 21.3조원에서 금년 9.9조원으로 53% 대폭 하락이 예상됨 (삼성전자와 SK하이닉스 실적 추정치는 보고서 참고, <https://goo.gl/kfiDzE>)

결국 올해 내내 선두업체의 공급증가가 시장 성장을 능가하며 최소한 4Q19까지 DRAM의 마찰적 업황 둔화는 불가피한 상황임. 메모리 산업 및 기업들에 대한 보수적 시각을 유지함

#### Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 1월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 1월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 1월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김선우, 서승연)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.