



반도체 (Positive)

메모리 산업 점검 : 과거에는 어땠을까?

▶ Analyst 김광진 kwangjin.kim@hanwha.com 02-3772-7583

다소 완만하지만 2Q23부터 점진적 회복 구간 진입. 재고 정점은 1Q23 전망

연초 이후 메모리 수요는 당초 예상보다 더욱 부진. 주요 고객사들의 재고 축소 기조가 예상보다 강하게 지속되면서 구매 심리는 더욱 위축. 실제 올해 2월 누적 기준 메모리 수출액은 디램, 낸드 각각 18.4억불, 8.6억불로 전분기(10~11월 합산) 대비 -38%, -21% 큰 폭 감소. 분기 말 매출 집중되는 경향을 감안해도 1~2월 부진을 만회하기엔 역부족일 것. 1Q23 메모리 출하량과 가격 모두 당초 예상치 및 가이드선 하회 전망

그러나 2Q23부터는 다소 완만하지만 점진적 업황 회복 구간 진입 전망. 회복의 전제조건은 수요의 회복과 공급의 축소에 있으며, 두 조건 모두에서 2Q23 이후 긍정적 모멘텀 존재. 수요 변수의 긍정 모멘텀은 신규 서버용 CPU(사파이어레이크) 본격 출하에 따른 서버 수요의 회복. CPU 본격 양산 출하 시점을 고려하면 서버용 메모리 수요는 5월경부터 회복 구간 진입 가능성 높음. 공급 변수에서의 모멘텀은 감산 효과의 본격화. 지난 연말부터 시작된 메모리 업계 전반의 가동률 조정과 Capex 축소의 효과가 2Q23부터 강력한 공급 축소로 나타날 전망. 올해 글로벌 디램 생산 증가율은 +0.5% 수준으로 역대 최저 수준 전망(삼성전자 +4%, SK하이닉스 -3%)

문제가 되고 있는 메모리 재고는 1Q23 정점 도달 후 2Q23부터 감소 전환 전망. 업계의 디램 재고(완제품 기준)는 지난 연말 기준 10~11주 수준으로 추정되며, 1Q23말까지 15~16주 수준(삼성전자 16주, SK하이닉스 15주 추정)으로 증가 전망. 그러나 2Q23부터는 점진적 수요 회복과 공급 축소를 기반으로 추세 하락 전환 전망.

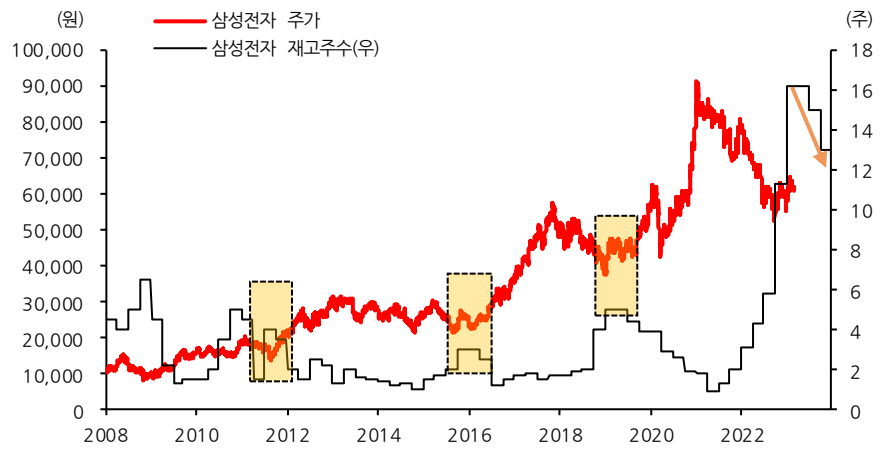
과거에는 어땠을까? 재고 정점 확인 이후 주가는 후행해 반등

과거 다운 사이클 종료 이후 업 사이클로 진행되는 과정에서 삼성전자와 SK하이닉스의 주가 흐름을 살펴보면 공통적으로 재고 레벨의 정점이 확인된 이후 주가는 후행해 반등. '12년, '16년, '19년 업사이클 전환 과정에서 동일하게 확인됨.

중요한 사실은 주가 반등이 재고 레벨의 절대 수치와는 무관하다는 점. 일례로 1H19의 업계 재고 레벨은 5~6주 수준으로 '16년의 두 배 수준이었으나 반도체 업종의 주가는 재고 레벨의 정상화와 무관하게 정점 확인 이후 반등. 즉 시장은 재고 자체의 총량보다는 재고가 감소하기 시작한다는 방향성에 무게를 둔다는 것을 의미. 현재 메모리 업계의 재고 레벨은 역사상 최대 수준을 경신한 상황이나, 과거의 사례처럼 이번 사이클에서도 재고의 총량과는 무관하게 재고 레벨의 하락 전환에 더 큰 의미를 둘 가능성 높음.

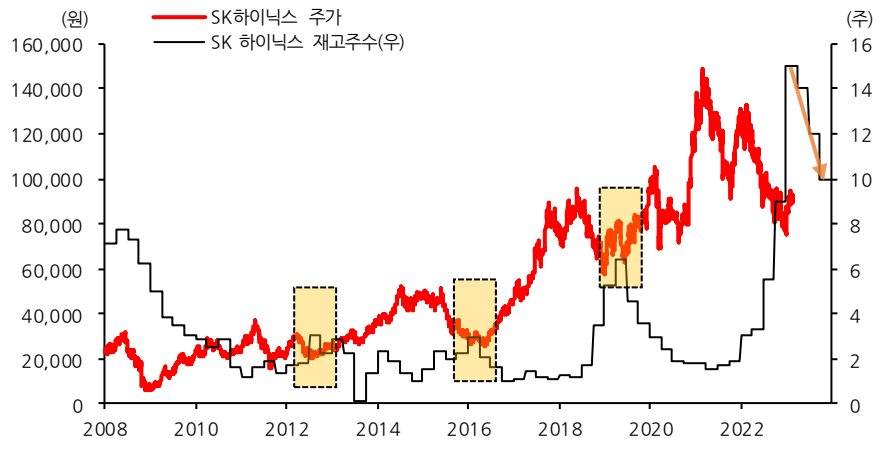
또한 주가는 가격의 반등 시점과도 무관. 통상 가격의 반등은 기 축적된 재고의 충분한 소진 이후 나타나기 때문에 업황의 회복 및 주가의 반등 대비 후행하는 경향. 실제로 '16년, '19년 업사이클 전환 과정에서 주가는 각각 2Q16, 2Q19부터 반등했으나 가격은 2~3개 분기 뒤인 4Q16, 1Q20에 후행적으로 반등한 바 있음. 즉 이번 사이클에서도 기 축적되어 있는 높은 재고 수준을 감안하면 가격의 반등 시점은 다소 늦어질 수 있음. 그러나 주가는 이와 무관하게 재고의 축소 시점과 연동되어 움직일 가능성이 높음.

[그림1] 삼성전자 재고주수 및 주가 추이



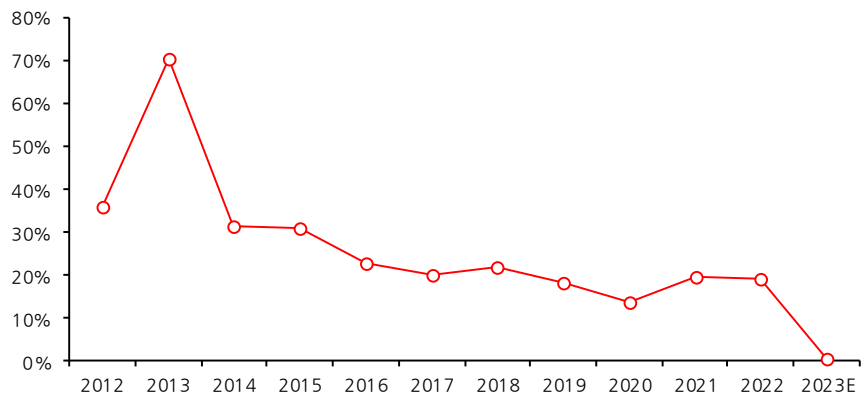
자료: 산업 자료, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] SK하이닉스 재고주수 및 주가 추이



자료: 산업 자료, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 연도별 디램 생산 증가율



자료: 산업 자료, 한화투자증권 리서치센터

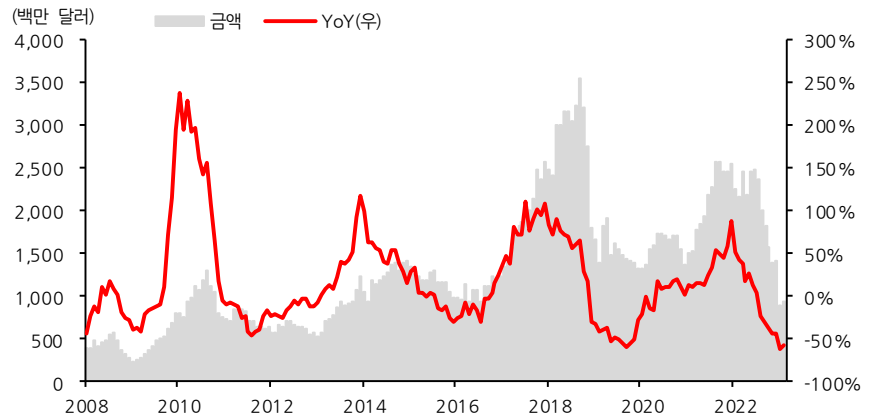
[표 1] 분기별 디램 Capa 추이 및 전망

(단위: K 광)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
삼성전자	640	645	665	670	651	653	680	710
SK 하이닉스	380	390	390	410	378	338	338	338
마이크론	360	360	360	333	303	303	303	303
남야	71	71	71	60	50	52	55	58
Others	121	122	119	108	114	124	137	157
Total	1,572	1,588	1,605	1,581	1,496	1,470	1,513	1,566

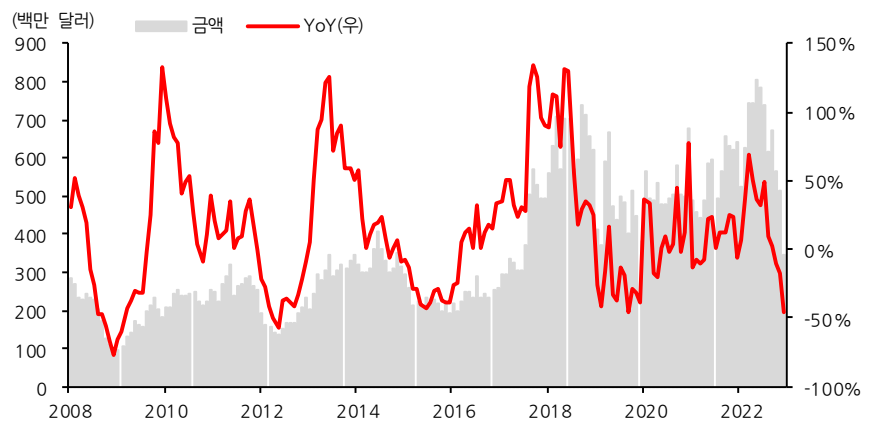
자료: 산업 자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 디램 수출 금액 추이



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 낸드 수출 금액 추이



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2023년 03월 06일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김광진)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%