

## 깊은 상처는 회복하는데 시간이 필요하다

## 2분기에도 DRAM 가격 하락폭 두 자리 수 육박 예상 / Server 32GB DDR4 가격 저점 USD 59 내외

최근 들어서 Meta를 중심으로 구조조정이 본격화되면서 북미의 다른 CSP (Cloud Service Provider)들도 기존 대비 Server 주문량을 하향 조정하고 있음. 이에 따라 올해 전세기 Server 출하량은 기존 YoY 3.7%증가에서 YoY 1.3% 증가로 둔화될 것으로 보이며, CSP 수요 (대만 ODM업체 생산량)도 기존 YoY 10.7%에서 6.5% 증가에 그칠 것으로 보임. 북미 CSP들의 Server 수요는 2022년 YoY로 15.1% 증가에서 2023년 YoY 4.4%증가로 둔화될 것으로 보이며, Meta의 경우 2022년 YoY +19.7%에서 YoY -3.0%로 역신장할 것으로 보임. ChatGPT 열풍과 Sapphire Rapids 출시로 Server 교체 수요에 대한 기대감은 크지만 경기 둔화로 인해 올해 내에 그 기대감이 현실화될 가능성은 미미할 것으로 보임. 한편, 최근 PC DRAM 현물가격이 USD 1.82 (DDR4 8Gb기준) 수준에서 보합세를 기록하면서 1분기 DRAM 가격 바닥 기대감까지 일부 제기되기도 하지만, PC DRAM의 경우 Server DRAM 대비 상대적으로 재고 수준도 낮으며 현물시장도 규모가 작고 일부 투기적인 수요까지 가격에 영향을 주고 있다는 점에서 크게 의미를 둘 상황은 아니라고 판단됨. 오히려 Server DDR4 재고가 여전히 많은 DRAM회사들의 경우 재고 정리를 위해 좀더 할인된 가격에 판매를 확대하면서 2분기에도 Server DDR4 가격은 QoQ로 10% 이상 하락할 것으로 보임. 특히, 5월부터 본격적으로 Server DDR5 수요가 개화될 것으로 보이는데 통상적으로 DDR5 가격은 DDR4 대비 40%내외 Premium을 받고 형성되는데 DDR4 가격을 더욱 인하시키면 DDR5 가격까지 같이 인하하게 된다는 점에서 구매력의 중심에 있는 CSP들의 가격 인하 요구는 2분기까지 지속될 것으로 보임. 우리는 32Gb기준으로 DDR4 USD 70은 Server BOM Cost의 10% 이하 수준으로 하방경직성을 기대했지만, 과잉 재고로 인해 USD 58~59 수준에서 바닥을 형성할 것으로 보임

반면에 Mobile DRAM과 PC DRAM 가격 하락 폭은 Server DRAM 대비 상대적으로 완만할 것으로 보임. 전체 DRAM ASP는 1분기 QoQ -23%, 2분기 QoQ로 -10% 수준에서 하락할 것으로 보이며, 3분기는 DDR5 비중 상승에 따른 Blended ASP 개선 효과로 인해 QoQ로 보합세를 보일 것으로 예상되며, 4분기에는 +2.6% QoQ로 상승할 것으로 전망

## Apple의 위력은 2022년에도 확인, Chat GPT는 중장기적인 호재 / 좋은 가격에 매수하는 전략 유효

1월 대만 기업들의 월별 실적은 Apple Supply Chain만 중국의 봉쇄 해제로 MoM으로 회복된 반면, 대부분 회사들의 매출액은 MoM으로 급감하였음. 특히, PC비중이 큰 대만 ODM4개사의 매출액은 MoM으로 22.4% 감소하였고, Acer+Asus 매출액도 MoM으로 36.0% 감소하는 등 PC Supply Chain의 고통은 가중되고 있음. 한편, Counter Point가 분석한 2022년 전세기 스마트폰 출하량은 YoY로 12.0% 감소하였지만, 스마트폰 출하액은 YoY로 6.5% 감소에 그쳤음. 특히 Apple이 Pro Series의 후면 Camera를 48Mega로 Upgrade시키면서 전세기 스마트폰 ASP는 6.2% 상승하였음. 경기는 둔화되었지만, High End 스마트폰은 경기에 방어적이라는 점을 증명하였음. 특히, 중국 Foxconn공장의 봉쇄에도 이와 같은 결과가 나왔다는 점은 시사점이 큼. 2018년 전세기 스마트폰 수요는 15억대, 출하액 USD 4,100억을 기록하였는데 2022년 스마트폰 수요 12.2억대에 출하액 USD 4,190억을 기록하였음. High End 스마트폰이 경기 둔화에 방어적인 이유는 주택, 자동차, 여행 대비 구매의 부담은 작은 반면

## Analyst 노근창

02) 3787-2301  
greg@hmsec.com

## RA 박준영

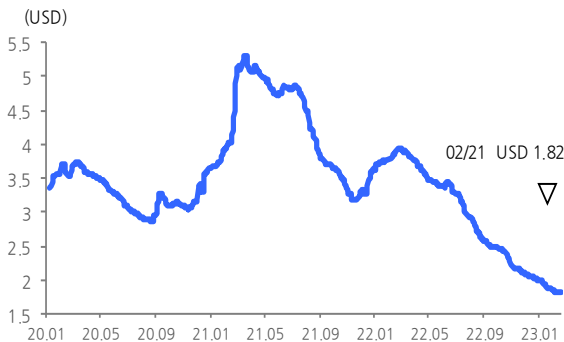
02) 3787-2365  
1300900@hmsec.com

효용은 더욱 크기 때문임. 결론적으로 올해 하반기에 Apple이 Pro Max Model에 Folded Zoom을 적용하는 등 지속적으로 H/W를 Upgrade하고 있다는 점에서 동 부분은 하반기 수요에 긍정적인 변수가 될 수 있음. 무엇보다도 2022년 매출액 증가율만 놓고 보면 Apple 비중이 큰 TSMC 매출액은 YoY로 33.5% 증가, Sony의 FY기준 CIS 매출액 YoY 36.2% 증가 (예상), LG이노텍의 광학솔루션 매출액은 YoY로 34.8% 증가하였음.

올해 들어서 실적 악화에도 불구하고 NVIDIA 주가는 ChatGPT 열풍 속에 시장 수익률을 크게 상회하고 있음. ChatGPT용 GP GPU가 기존 V100에서 A100으로 Upgrade되고 있으며 올해부터는 H100으로 Upgrade될 것이라는 기대감이 함께 작용하고 있음. 특히, H100은 TSMC의 5nm에서 양산되고 있는 제품이며, TSMC의 CoWos 2.5D Packaging (GPU와 HBM을 Silicon Interposer위에 부착)을 통해 대역폭, 성능,전력사용 효율성, Low Latency를 제고시킬 것으로 보임. 특히, H100은 HBM3와 Stacking된다는 점에서 HBM 시장을 선도하고 있는 국내 DRAM회사들에 대한 수혜 기대감까지 부각되고 있음. ChatGPT로 인해 HBM 수요가 고속 성장할 것이라는 것에는 의심하지 않지만 올해 전체 Server에서 H100을 장착한 비중은 여전히 미미하며, HBM이 전체 DRAM에서 차지하는 비중도 여전히 미미하다는 점에서 중장기적인 관점에서 접근할 것을 권고함.

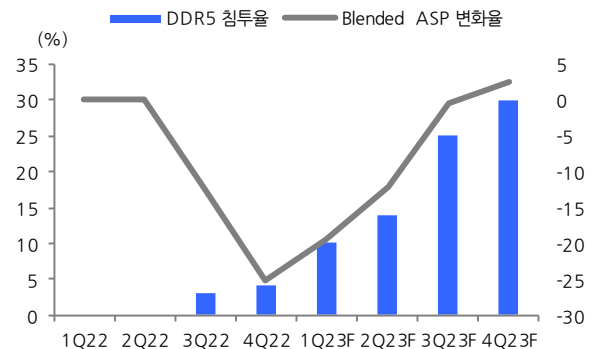
모멘텀 관점에서 연내 현물가격과 고정가격 상승이 예상되는 메모리 반도체 업종에 대한 비중확대 전략은 유효하다고 판단됨. 강력한 모멘텀이 될 고정가격 상승은 DDR5의 Blended ASP 개선 효과로 인해 늦어도 올해 4분기에는 상승할 것으로 보임. 다만, 올해 DRAM시장은 거친 가격 하락으로 인해 비수기인 2분기에는 시장 규모가 USD 94억 수준까지 하락할 것으로 예상됨. 3분기에 재차 USD 100억 회복이 예상되지만, 침체기였던 2019년 2분기 (USD 148억) 대비해서도 크게 낮은 수준임. 역대급 수요 침체와 과잉재고로 인해 DRAM산업의 상처가 역대급으로 큰 상황이라는 점을 감안할 때 회복 강도가 시장 예상 대비 낮을 가능성도 충분히 있음. 특히, 2023년 설비투자 축소로 내년 메모리 시장은 호황을 보일 것으로 보임. 다만, CSP들의 영향력 상승과 중국 스마트폰 업체들의 안전재고에 대한 눈높이 변화를 감안할 때 회복 강도에 대해서는 일정 부분 확인이 필요함. 결론적으로 연내 DRAM고정가격 상승에 대한 비중확대 전략은 유효하지만 좋은 가격대에서 비중을 확대하는 전략이 유효해 보임

<그림1> PC DDR4 8Gb 2666Mbps 현물가격 추이



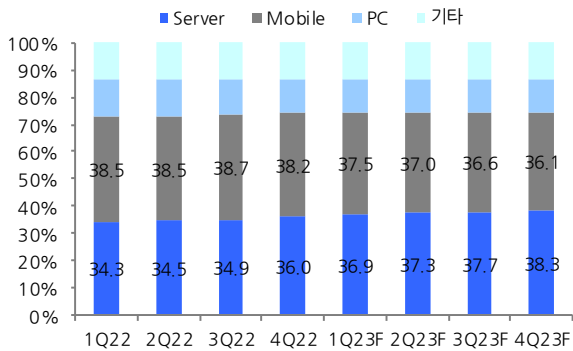
자료: Trend Force, 현대차증권

<그림2> Server 32GB RDIMM Blended ASP 변화율



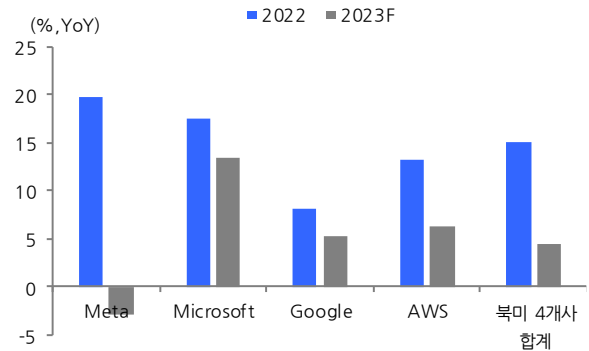
자료: Trend Force, 현대차증권

〈그림3〉 DRAM 제품별 출하량 비중 추이



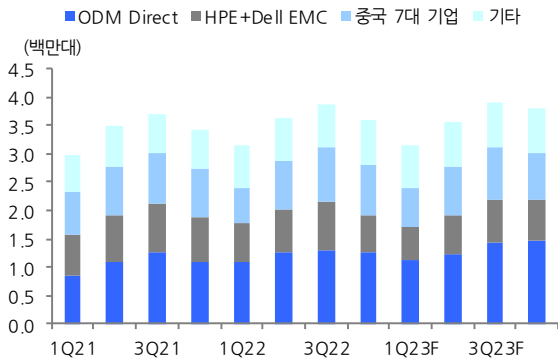
자료: Trend Force, 현대차증권

〈그림4〉 북미 4대 CSP Server 수요 증감률 (출하량)



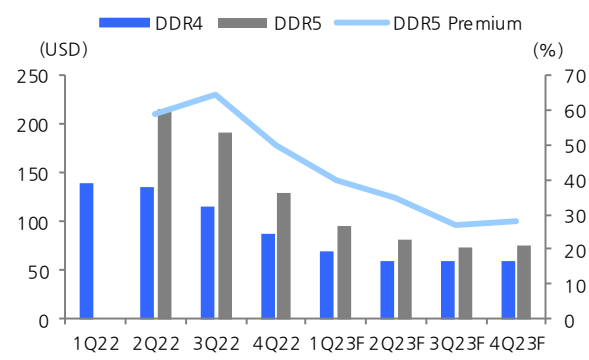
자료: Trend Force, 현대차증권

〈그림5〉 전세계 Server 수요



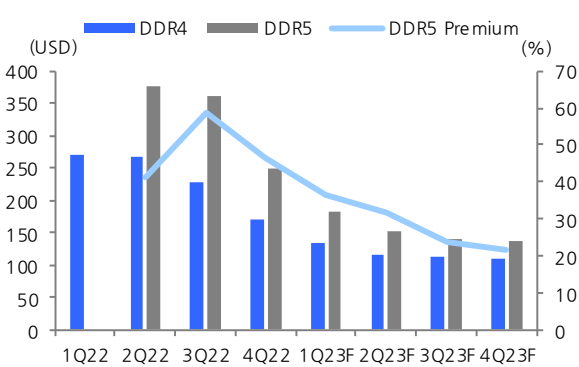
자료: Trend Force, 현대차증권

〈그림6〉 Server 32GB DDR4/DDR5 ASP 추이



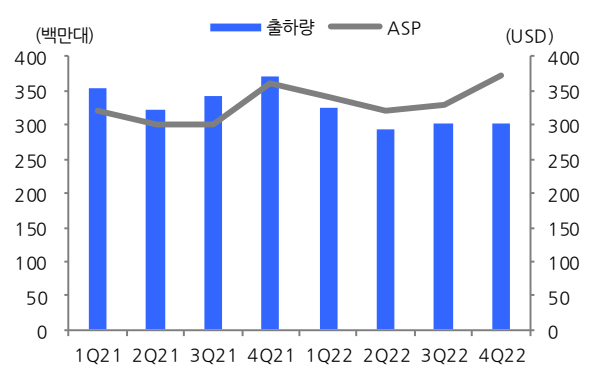
자료: Trend Force, 현대차증권

〈그림7〉 Server 64GB DDR4/DDR5 ASP 추이



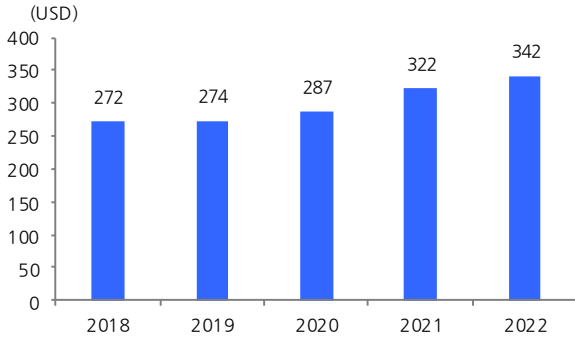
자료: Trend Force, 현대차증권

〈그림8〉 전세계 스마트폰 Sell-Out과 ASP 추이



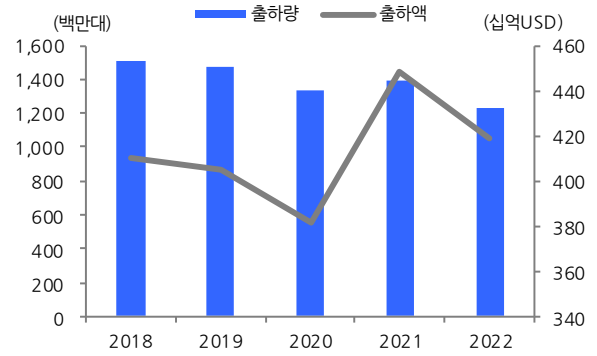
자료: Counter Point, 현대차증권

<그림9> 전세계 스마트폰 ASP 추이



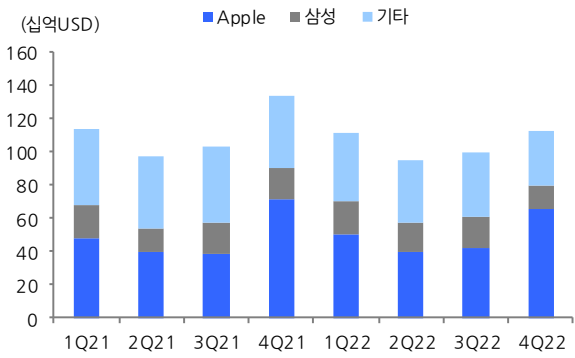
자료: Counter Point, 현대차증권

<그림10> 연도별 스마트폰 출하량과 출하액 추이



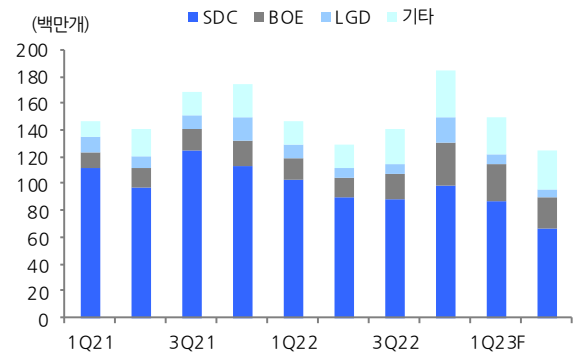
자료: Counter Point, 현대차증권

<그림11> 제조업체별 스마트폰 출하액 추이



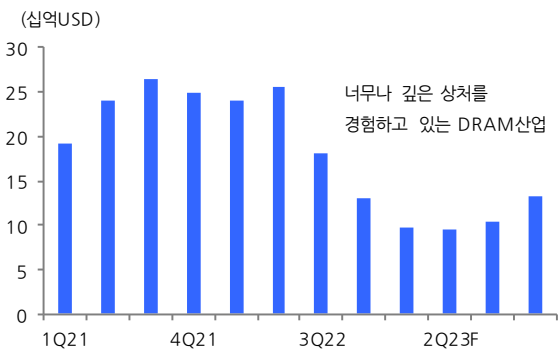
자료: Counter Point, 현대차증권

<그림12> Mobile OLED Module 출하량 추이



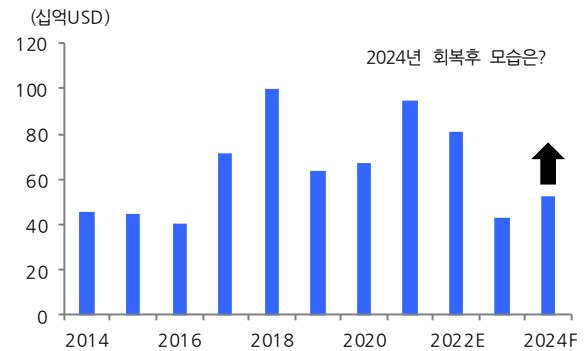
자료: Stone Partners, 현대차증권

<그림13> 분기별 DRAM 시장 전망



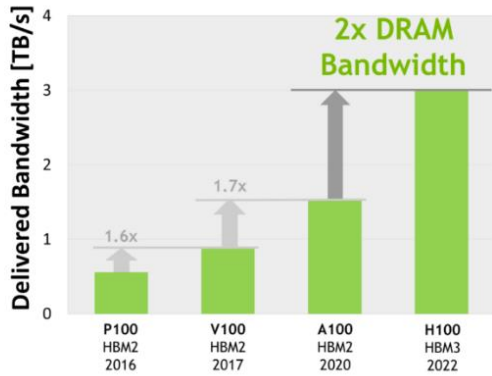
자료: 현대차증권, Trend Force

<그림14> 연도별 DRAM 시장 전망



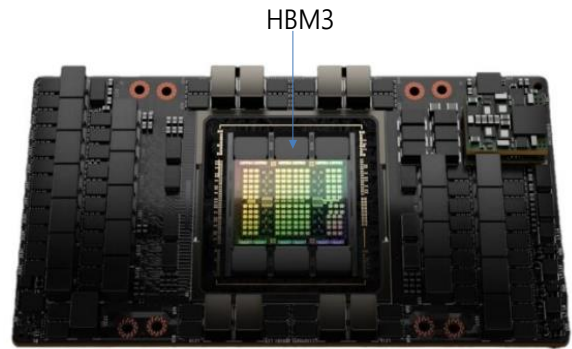
자료: 현대차증권, Trend Force

<그림15> NVIDIA GPU별 HBM과 대역폭



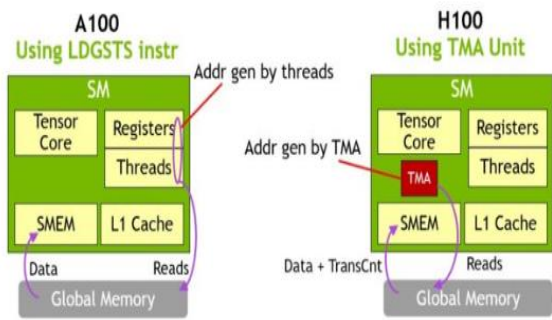
자료: NVIDIA, 현대차증권

<그림16> A100과 HBM3



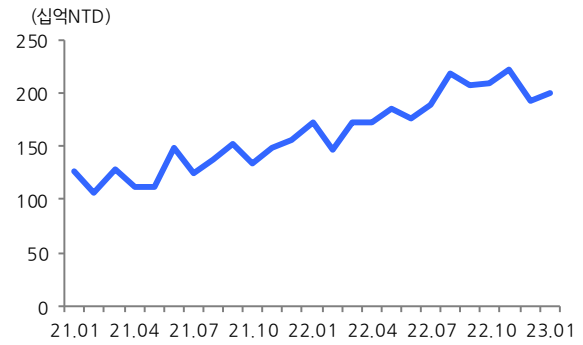
자료: NVIDIA, 현대차증권

<그림17> A100과 H100 비교 Diagram



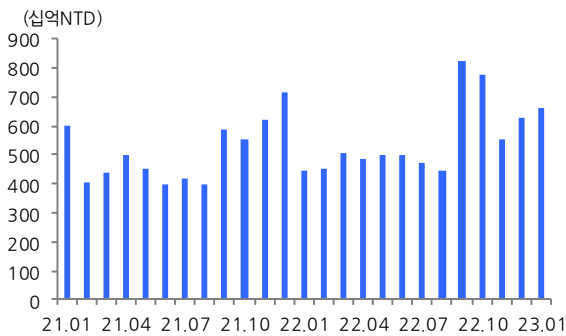
자료: NVIDIA, 현대차증권

<그림18> TSMC 월별 매출액 추이



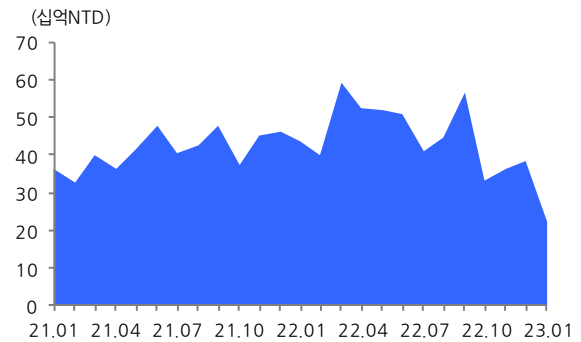
자료: TSMC, 현대차증권

<그림15> Foxconn 매출액 추이



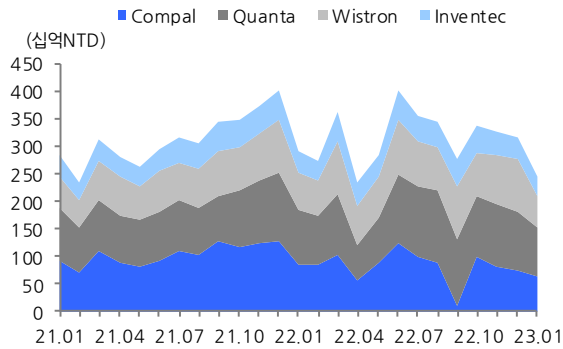
자료: HonHai Precision, 현대차증권

<그림16> MTK 월별 매출액 추이



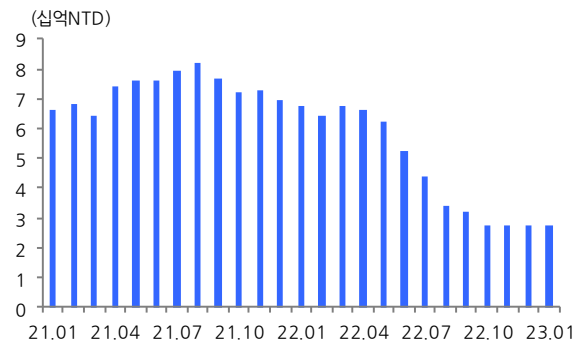
자료: MTK, 현대차증권

<그림17> 대만 ODM업체 월별 매출액 추이



자료: 각사, 현대차증권

<그림18> Nanya Tech 월별 매출액 추이



자료: Nanya Tech, 현대차증권

▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 노근창의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
  - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
  - NEUTRAL: 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
  - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY: 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - MARKETPERFORM(M.PERFORM): 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
  - SELL: 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2021.07.01~2022.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	155건	89.1%
보유	19건	10.9%
매도	0건	0%

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.