



2020년 12월 22일 | Global Equity Research

# 반도체: SMIC 관련 제재 강화는 파운드리 인플레이션 촉발

투자 의견

**Overweight**

반도체 애널리스트 김경민, CFA

clairekm.kim@hanafn.com

RA 김주연

kim\_juyeon@hanafn.com

미국 상무부가 Entity List 에 중국의 파운드리 SMIC 를 포함했다. SMIC 에 전략 물자를 수출하고자 할 때 특별 허가가 필요하다. Entity List 가 보도된 이후 12월 21일 월요일의 SMIC (981 HK 기준) 주가는 전일 대비 -3.63%로 마감했다.

이번 제재의 특징은 10nm 이하의 선단 공정과 EUV 노광장비가 적용되는 공정을 포함한다는 점이다. 이는 EUV 노광장비 공급사 ASML Holding 의 주가에 부정적 영향을 끼쳤다. 12월 21일, ASML Holding ADR 의 주가는 전일 대비 -1.04%로 마감했다.

SMIC 관련 제재가 언론에서 다뤄진 이후 약세를 기록했던 장비주 중에서 Applied Materials 와 Lam Research 주가는 전일 대비 하락하지 않고 각각 +0.37%, +0.47%로 마감했다. 중국 반도체 고객사에 장비를 공급하지 못할 수도 있다는 우려가 그동안의 주가에 이미 반영되기도 했고, 이번 제재에 EUV 노광장비가 적용되는 선단 공정이 포함되었으므로 14nm 이상의 레저시 공정에 끼치는 영향이 제한적이라고 시장에서 해석했기 때문이다.

이번 Entity List 발표 이후 각 업종의 주가 향방은 어떠할까? 우선 10nm 이하 선단 공정의 양산 국면에 진입한 TSMC 와 삼성전자는 지속적으로 투자자들의 관심을 받을 것으로 전망한다. 선단 공정이 14nm 였던 시기에 전 세계 반도체 제조 시장은 4파전 (TSMC, 삼성전자, GlobalFoundries, 인텔)이었는데, 10nm 이하로 미세 공정 전환이 전개된 이후 이제 2파전 (TSMC, 삼성전자)으로 경쟁 강도가 줄어들었고, 미국 상무부의 Entity List 발표를 계기로 SMIC 가 10nm 이하의 연구개발을 진행하기가 어려워졌기 때문이다. 파운드리 선단 공정 시장에서 양대 강자의 과점 상태가 지속될 가능성이 커졌다.

SMIC의 선단 공정 매출은 어느 정도였을까? SMIC가 공식적으로 발표했던 선단 공정 (14nm)의 매출 비중은 2019년 4분기 1%, 2020년 1분기 1.3%이다. 2020년 2분기부터는 14nm 와 28nm 선단 공정의 매출 비중을 합산해서 발표했다. 합산 기준 매출 비중은 2020년 2분기 9.1%, 2020년 3분기 14.6%였다. 합산 (14nm, 28nm) 기준의 공정 중에 28nm 수요가 3분기에 개선되었다는 점을 고려하면, SMIC의 14nm 매출 비중은 여전히 한 자릿수 수준으로 제한적일 것이라고 추정한다.

SMIC의 기존 고객사들은 이번 제재와 관련해 향후 어떻게 대응할까? SMIC의 최대 고객사는 화웨이/하이실리콘이지만, 한국 투자자의 관점에서는 SMIC의 기존 고객사 중에 미국 팹리스 (Fabless) 고객사의 방향성이 중요하다. 미국 팹리스 중에 SMIC의 주요 고객사는 Qualcomm, Broadcom, On Semiconductor, Qorvo 이다. 이들 팹리스 고객사들은 앞으로 Non-China Foundry 에 더욱 의존하거나 그나마 인수가 가능한 파운드리 (제조설비) 생산라인의 M&A 를 추진할 가능성이 크다.

결론적으로 주가 측면에서 대만과 한국의 파운드리 공급사들이 리레이팅 될 것으로 기대한다. 실적에 영향을 끼치는 P, Q, C (제품가격, 출하량, 원가) 중에서 P가 추세적으로 상승할 가능성이 크기 때문이다. 특히 8인치 파운드리의 P 상승은 예능 분야에서 트로트의 열풍에 비견할 만하다. 2년 전만 하더라도 이렇게 상승장구할 것이라고 예상하기 어려웠기 때문이다.

메모리 반도체 업종의 경우 P (DRAM 제품가격)의 상승과 하락이 반복되어 서버 DRAM 가격이 300 달러까지 상승했을 때 삼성전자의 DRAM 영업이익률이 얼마였는지, 서버 DRAM 가격이 100 달러까지 하락했을 때 삼성전자의 DRAM 영업이익률이 얼마였는지 추정할 수 있다. 파운드리의 경우 이처럼 업계 전반적으로 ASP (제품가격)의 상승효과를 누리는 것은 2013년 이후 거의 처음일 것으로 추정한다.

그동안은 TSMC 가 거의 유일하게 ASP 의 상승효과를 누렸을 것으로 짐작한다. TSMC 의 웨이퍼 출하량은 2018년 10,800,000장에서 2019년 10,100,000장으로 오히려 감소했는데 달러 기준의 전사 매출은 2018년 342억 달러에서 346억 달러로 늘어났기 때문이다. 이제 다른 기업들도 ASP 의 상승효과를 누릴 가능성이 커진 시점에서, 미중 갈등의 영향이 꼬리에 꼬리를 물고 파운드리 업종의 밸류에이션 재평가에 어떻게 이바지할지 지켜보자.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY (매수)\_ 목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral (중립)\_ 목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce (매도)\_ 목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight (비중확대)\_ 업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral (중립)\_ 업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight (비중축소)\_ 업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY (매수)	Neutral (중립)	Reduce (매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.19%	7.81%	0.00%	100%

\* 기준일: 2020년 12월 22일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트 (김경민, CFA)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 12월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트 (김경민, CFA)는 2020년 12월 22일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.