



산업분석 | 반도체/디스플레이

Analyst

최영산

02 3779 8425

danechoi@ebestsec.co.kr

Overweight

# 반도체

## COVID-19와 메모리 반도체

### 1분기 IT HW 업종 실적 둔화 가능성 미리 염두 필요

COVID-19의 본질적인 리스크는 IT HW 시장의 전반적인 수요 둔화에 있다. 특히 서버가 아닌 스마트폰, PC, TV 등의 B2C 제품들에 대한 수요 타격 및 경제 전망치 하락 등의 부담감이 아직까지는 B2C 노출도가 높은 메모리 반도체에 대한 수요 리스크로 작용되고 있는 상황이다. 특히 1분기의 경우, 전통적인 비수기 시즌이 겹치면서 메모리 반도체 업종을 비롯한 스마트폰 및 OLED 업종들의 컨센서스를 하회하는 실적 둔화는 미리 염두에 둘 필요가 있다. 당사는 2월 스마트폰 데이터 및 일부 시장 조사가 완료된 후, 당사 커버리지에 대한 1분기 실적 하향 조정을 진행할 계획이다.

### 견조한 서버 수요와 모바일 일부 이연 수요 및 업체들의 promotion 이 겹치는 2Q를 기대

그럼에도 불구하고, 1) 아직까지 견조한 서버 수요와 2) 모바일 이연 수요 및 업체들의 강력한 promotion 의 2분기 본격화를 기대해볼 수 있다. 또한 3) 이미 삼성전자와 SK 하이닉스의 밸류에이션 레벨이 당사가 우려한 과거 전고점 Fwd P/B 레벨 대비 낮아진 상황이며, 사이클 산업의 밸류에이션 특성 하에서 바닥 레벨은 충분히 견고한 상태임을 감안할 필요가 있다. 4) 2/24 기준으로 DDR3 일부 제품들의 Spot 가격 반등세가 시작되었으며, 이는 DRAM Spot 시장에서는 우한 사태로 인한 수요 Risk의 일정부분 peak out을 감안한 움직임으로 판단된다.

### 중국 생산 라인 정상화 진행 중 > 중국 외 지역 COVID-19 확산

현재 중국에 있는 IT HW 생산 라인 재가동이 서서히 이뤄질 것으로 예상되며(완전 정상화는 3월 중순~4월 예상) 이미 중국의 확진자 수는 둔화되는 모습을 보여주고 있다. 또한 이미 중국내 귀경객 수 증가 등의 생산라인 복구 움직임이 서서히 나타나고 있다. 중국 외 지역의 COVID-19 감염자 수의 확산이 글로벌 IT HW 공급 체인과 수요 둔화에 얼마나 지장을 줄지는 지켜봐야 하지만(특히 유럽 수요), 현재로서는 중국의 확진자 수 둔화가 글로벌 수요나 공급 생산 라인 측면에서 더 긍정적인 요소로 판단된다.

### 결론: 메모리 대형주, 상방 눈높이는 낮아지나, 지나친 낙폭을 매수 기회로 삼는 전략을 권고

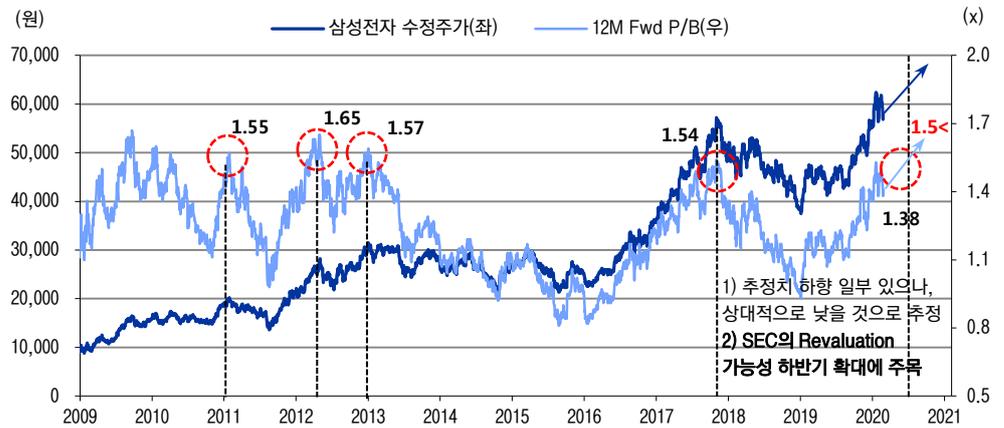
모바일 수요 이연 효과를 기대하더라도, 1) 1분기 시장 컨센서스 하향 조정과, 2) 모바일 연간 수요 둔화로 인한 전체적인 스마트폰 연간 수요 추정치 둔화는 불가피하다는 점은 인정할 필요가 있다. 또한 이로 인해 업체들의 이번 메모리 사이클에서의 최종적인 상방 눈높이는 낮아짐이 분명해 보인다. (실적 추정치의 둔화는 upside 둔화임이 분명) 그러나 지나친 우려감과 IT H/W의 연간 수요/공급 붕괴에 대한 우려가 확산되면서 생기는 추가 낙폭은 충분히 밸류에이션 차원에서의 매수 기회로 작용할 수 있다. 즉, 업체들의 이익 레벨의 눈높이는 낮아질 필요가 있으나, 밸류에이션의 지나친 낙폭구간 돌입은 적절한 매수 기회로 판단된다. 당사는 현재 시점에서 밸류에이션 레벨과 펀더멘털 수준, 이익 하향 조정치 폭의 관점에서 삼성전자 > SK하이닉스로 판단한다.

그림1 SK하이닉스 수정주가 추이 및 12M Fwd P/B 추이 비교 ('09~CPD)



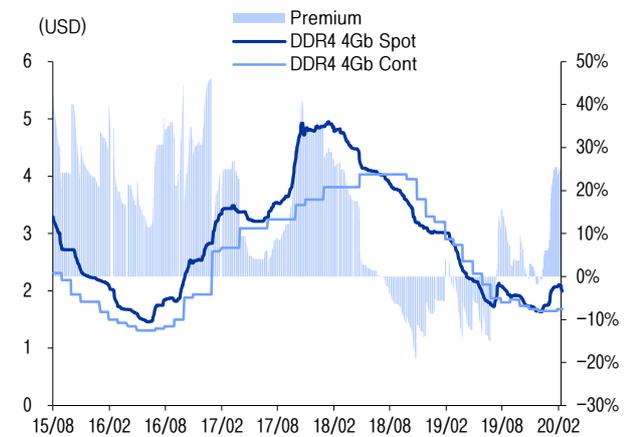
자료: fnguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 삼성전자 수정주가 추이 및 12M Fwd P/B 추이 비교 ('09~CPD)



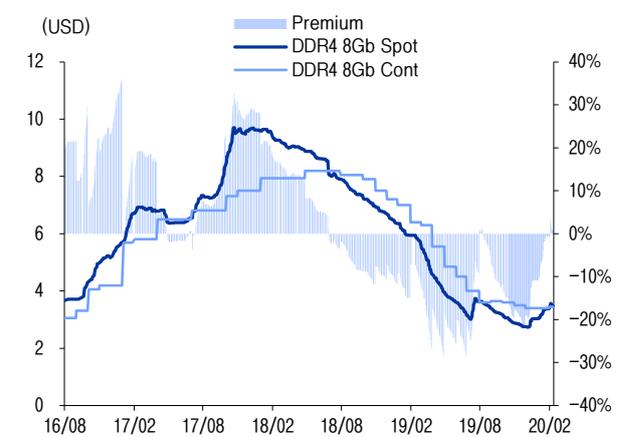
자료: fnguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 DDR4 4Gb Spot/Contract Price Trend



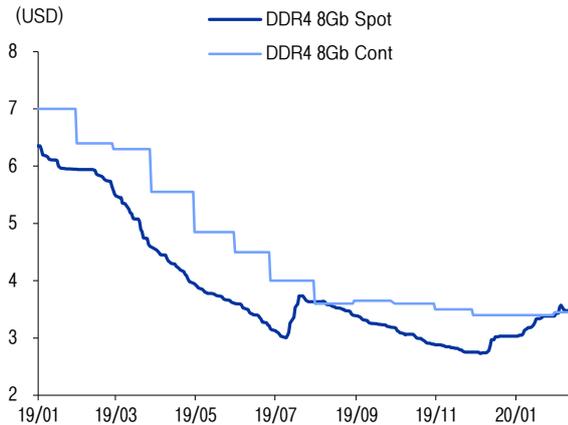
자료: DrameXchange, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 DDR4 8Gb Spot/Contract Price Trend



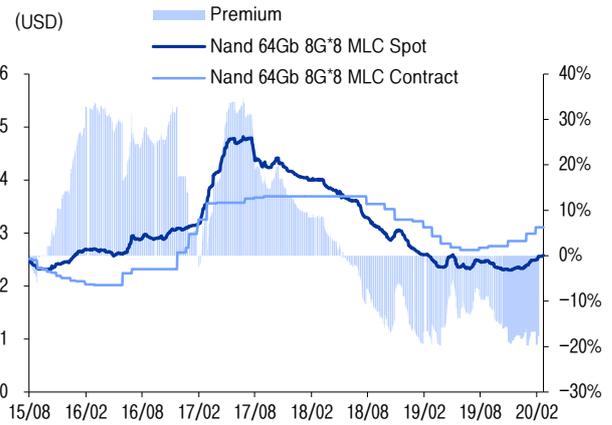
자료: DrameXchange, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 DDR4 8Gb Spot/Contract Price Trend ('19~CPD)



자료: DrameXchange, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 NAND 64Gb Spot/Cont. Price Trend



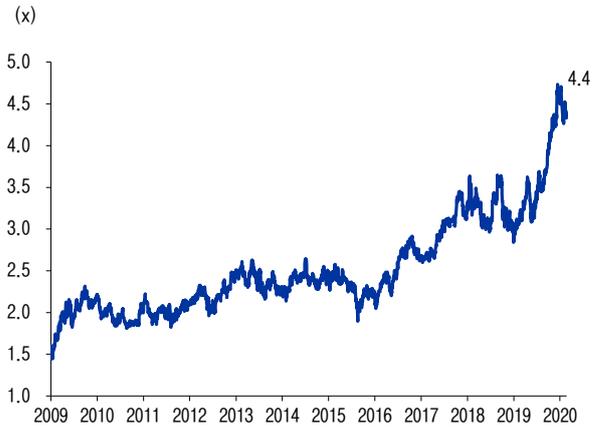
자료: DrameXchange, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 Micron 12M Fwd P/B Trend



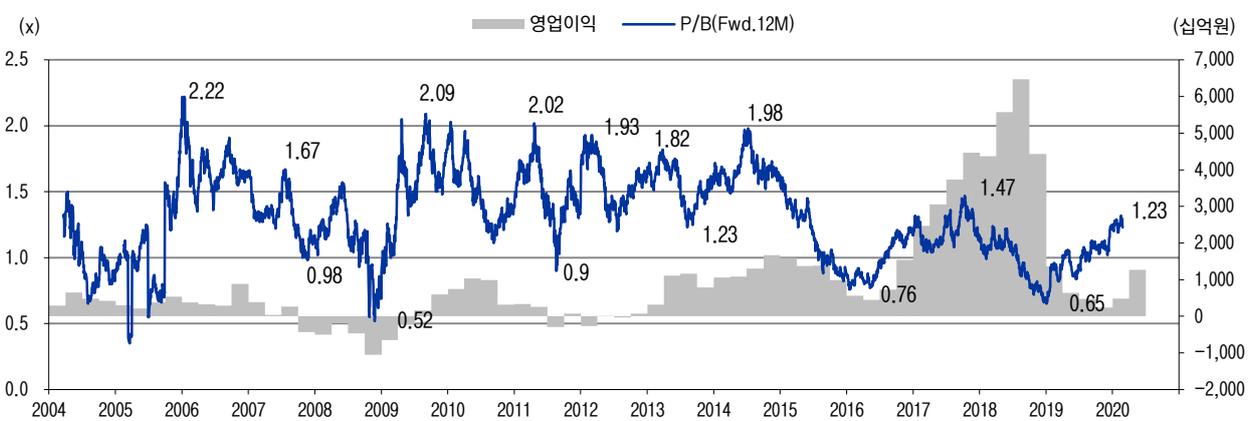
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 TSMC 12M Fwd P/B Trend



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 SK하이닉스 영업이익 추이 및 12M Fwd P/B 추이



자료: fnguide, 이베스트투자증권 리서치센터

삼성전자 목표주가 추이		투자의견 변동내역										
		투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			
				최고 대비	최저 대비	평균 대비			최고 대비	최저 대비	평균 대비	
일시							일시					
		Buy	70,000	-18.3	-27.7							
2017.11.01		Buy	68,000	-26.6	-32.7							
2018.06.11		Buy	62,000	-27.1	-31.1							
2018.11.01		Buy	56,000	-30.1	-31.2							
2018.12.14		Buy	53,000	-12.5	-19.6							
2019.01.09		Buy	58,000	-11.7	-21.3							
2019.02.01		변경	커버리지제외									
2019.07.23		변경	최영산									
2019.10.28		Buy	61,000	-6.9	-13.2							
2019.10.28		Buy	67,000									
2020.01.09												

SK 하이닉스 목표주가 추이		투자의견 변동내역										
		투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			
				최고 대비	최저 대비	평균 대비			최고 대비	최저 대비	평균 대비	
일시							일시					
		Buy	120,000	-20.6	-30.6							
2018.03.14		Buy	108,000	-34.4	-36.2							
2018.10.15		Buy	100,000	-25.5	-29.9							
2018.10.26		Buy	95,000	-29.7	-31.7							
2018.12.06		Buy	90,000	-11.2	-22.2							
2018.12.18		Buy	100,000	-18.2	-25.3							
2019.04.15		Buy	95,000	-11.3	-20.7							
2019.06.04		변경	커버리지제외									
2019.07.23		변경	최영산									
2019.10.28		Buy	98,000	3.1	-9.4							
2019.10.28		Buy	110,000									
2020.02.03												

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 최영산)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
<b>Sector</b> (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
<b>Company</b> (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	95.0% 5.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		<b>합계</b>		<b>100.0%</b>	투자의견 비율은 2019. 1. 1 ~ 2019. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)