



산업분석 | 반도체/디스플레이

Analyst

최영산

02 3779 8425

danechoi@ebestsec.co.kr

Overweight

반도체

이번 사이클의 궤도

이번 사이클의 궤도에 대하여

2020년 1월부터 고정가격 상승을 시작한 DRAM은 곧바로 2월부터 촉발된 COVID19로 인한 스마트폰 수요 둔화의 불확실성 구간을 통과해내고 있다. 서버 수요의 경우, 당초 예상대로 상반기까지는 강한 수요를 보여줄 것으로 예상되나 하반기 서버 수요에 대한 일부 order delay 등의 조짐이 보이면서, 서버 수요가 모바일과 PC 수요의 둔화를 연간으로 fully offset 하지 못하는 상황이 연출될 가능성을 내포하고 있다. 이로 인해 DRAM 가격 상승의 강도가 올해 3분기부터는 예상보다 낮아질 가능성이 높아지고 있고, NAND는 올해 4분기부터 고정가격 하락 전환의 가능성을 배제할 수 없는 상황이다. 최근 시장조사기관에 따르면, 하반기 DRAM 가격의 상승 강도가 급격히 낮아지고, 심지어 4분기에는 QoQ low single 하락을 예상하고 있다. 이는 당사가 최근 발간한 '결국 오고야 마는 것들' 자료에서 전망한 Bear Case 보다 더 빠른 가격 하락 속도라고 볼 수 있다. 다만, 당사와 시장조사기관의 공통점은 이러한 하반기 가격 상승 강도의 톤다운이 오히려 2021년 B/G와 ASP 상승의 본격화를 예고하고 있으며, 당사는 이번 메모리 사이클의 정점은 2021년으로 연기되고 있다고 판단한다.

특히 이번 사이클의 궤도는 기존의 상승 사이클의 궤도와 다를 가능성이 매우 높다. 상승 사이클이라는 점은 불변이나, 상승 사이클의 중간을 길게 늘려놓은 상태의 그림이 될 수 있다. 즉 사이클의 길이가 더 길고 강도는 더 약하게 이루어진 모양이다. 당사는 시장조사기관의 최악의 시나리오까지는 가정하지 않지만, 역시나 관건은 2분기내 COVID19의 peak out 및 미국과 유럽의 V자 수요 회복 여부로 판단된다. 다행스러운 점은 현재 중국 스마트폰 수요가 빠른 회복세에 진입하고 있기 때문에, 미국과 유럽도 비슷한 양상을 가져간다고 판단한다면, 최악의 경우는 벗어날 수 있다는 판단이다.

메모리 대형주의 주가 본격 강세는 21년 실적을 선반영하는 시기부터

비록 현재 한국 시장에서 Tech가 약세를 보이고는 있으나, 글로벌 증시의 반등으로 지수의 빠른 회복과 함께 삼성전자, SK하이닉스 또한 올해 기준 P/B 1.1~1.3x 수준에 안착해있는 상황이다. 그 어떤 때보다 주가에 있어서는 고민이 많아지는 상황이다. **확실한 점 2가지**는 1) 단기적으로는 2분기 미국과 유럽의 수요 회복세가 가장 중요하며, 2) 길게 볼 때 2021년을 선반영할 수 있는 시점이 와야지만 삼성전자, SK하이닉스의 주가가 현재시점에서 의미있는 상승이 가능해 보인다는 점이다. 문제는 21년을 얼마나 빠르게 주가가 선반영할 것이냐는 점이다. **사이클의 궤도가 하락전환을 하는 것은 분명 아니기 때문에, Tech를 꺾어야 할 시점은 분명 아니다.** 또한 하반기 불안한 펀더멘털의 경우에도, 5~6월의 수요 움직임에 따라 언제든지 변동될 가능성을 열어둘 필요가 있다. 항상 그렇듯, 오더의 움직임은 현재의 수요 강도에 따라 가변적이기 때문이다. 즉, 21년 실적 반영 시에 주가 우상향 기조는 분명한 가운데, 단기적으로는 5~6월 움직임을 체크하면서 하반기 가격 상승 움직임(특히 3Q → 4Q)에 예의주시할 필요가 있다. 1분기 SKH 서프라이즈와 하반기 가격 상승폭의 톤다운이 대립하는 가운데, 업황의 변동 가능성을 항상 염두에 두고 유연하게 바라볼 필요가 있다. 다만, 큰 그림의 상승 사이클은 불변이다.

SK 하이닉스의 긍정적 전망 vs. 잔존하는 불확실성

SK 하이닉스의 1 분기 긍정적 실적과 2 분기 예상보다 견조한 가이드스는 많은 의미를 내포하고 있다. 재고자산 평가 환입 및 우호적인 환율 효과를 제외하더라도, 1) SK 하이닉스의 DRAM 1y 및 NAND 96 단 전환 수율 확보가 예상보다 양호하게 진행되는 것으로 보이며, 2) 재고 레벨이 DRAM 기준 2 분기말 2 주 초반 수준으로 진입하기 때문에, 재고 수준이 상당히 건강한 상태로 진입할 것으로 예상된다. (NAND 역시 1 분기말 4 주 이하 수준이며 2 분기말 추가 하락할 것으로 언급) 또한 3) 2 분기 가이드스로 DRAM B/G QoQ +0%, NAND B/G QoQ +10%를 제시하면서 1 분기 가이드스 상단을 달성한 DRAM -4%, NAND +12% 에 이어 2 분기도 매우 긍정적 전망을 제시하였다.

마지막으로 4) 2 분기 수요에 대해서 고객과의 가격 및 물량 협의가 완료되어 큰 영향이 없을 것으로 전망하면서 시장의 2 분기 B/G 의구심에 대해 선제적으로 방어하였고, 5) 하반기 서버에 대해서도 계약 실행에 대한 리스크는 크지 않다고 언급하면서 투자자들의 불안감을 덜어냈다고 볼 수 있다. 6) PC 에 대해서도 가정용 및 교육용 PC DRAM 의 Shortage 상황을 언급하면서 견조한 수요 확대를 전망했다. 마지막으로, 7) 여전히 올해 4 분기 NAND BEP 도달을 목표로 한다고 언급하였다.

물론 불확실성 또한 분명 배제할 수 없다. 먼저 1) 고객사 Set 업체들의 재고 레벨은 점점 증가하는 추세이며, 2) 하반기 서버 및 모바일 수요 불확실성에 따른 연간 가이드스는 제시하지 않았다는 점이다.

당사는 SK 하이닉스의 올해 연간 영업이익 추정치는 약 5.6 조원 수준으로 추정하며, 당사가 판단하는 5 가지의 주요 포인트는 다음과 같다. 1) 이번 컨콜에서 당사가 가장 긍정적으로 평가했던 부분은 1y 와 96 단의 수율 확보가 긍정적이라는 점이며(시장 가격 변동부분보다 예상보다 양호한 마진 달성이 가능), 2) 그럼에도 불구하고, 시장 업황의 변화상 하반기 가격 상승폭에 대해서는 기존 추정치보다 일부 하향 조정하는 것은 불가피하다.

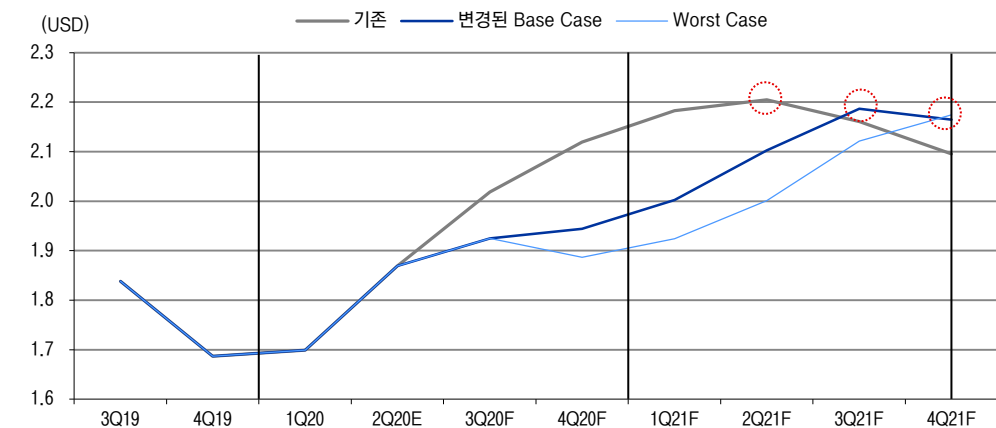
3) 다만, 현재까지는 Worst Scenario 로 언급되는 4 분기 DRAM ASP QoQ -전환은 아직까지는 가정하고 있지 않다. 여전히 5~6 월의 수요 움직임에 따라 하반기 가격 움직임의 가능성은 지켜봐야 하는 부분이다. 4) NAND 의 경우, 당사는 4 분기 BEP 달성 여부를 현재로서는 가정하기 쉽지 않다는 판단이며, 5) 메모리 업체들의 재고 레벨은 상반기 내 전자, 닉스 모두 정상화 수준에 도달할 것으로 예상되나, Set 업체들의 메모리 재고 수준은 지속적으로 증가하고 있기 때문에, 이러한 흐름을 2 분기에 지속적으로 체크할 필요가 있다.

이번 메모리 사이클의 궤도: 짧고 긴 사이클(가격 상승구간의 지연)

기존 당사가 예상했던 이번 메모리 사이클의 주된 변수는 1) 2 년간 이뤄진 CAPEX 감소와 재고 축소에 따른 공급 B/G 감소와 2) Server 수요의 메모리 restocking 수요와 실수요의 점진적 재반등, 3) 과거에 없었던 5G 가 촉발하는 메모리 contents 증가 수요, 4) CPU 로드맵 변화에 따른 메모리 채널 수 증가와 CPU 가격 경쟁이 촉발하는 PC 수요 증가 사이클에 기인했다.

그러나 현재 COVID19 라는 변수는 3, 4 번 변수에 이미 큰 영향을 주고 있으며, 비록 COVID19 에도 불구하고 데이터 트래픽 증가와 견조한 서버 수요는 지속되고 있으나, server 생산 라인 구축 등의 공급 이슈 및 IDC 업체들의 재고 restocking 수요가 일정 부분 마무리 되면서 서버 DRAM 수요는 일시적인 둔화 구간이 올해 3 분기 이뤄질 가능성이 존재하는 상황이다. (2 번 변수에 영향) 즉, 2~4 번 변수들이 COVID19 로 인해 전방위적인 영향을 미치고 있는 상황이다.

그림1 각 시나리오별 DRAM ASP 변화 추이 (4Gb 고정가 기준)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

결론적으로 위 그림 1 에서 알 수 있듯 당사는 DRAM 가격 상승 곡선이 변화되고 있는 것으로 판단하며 이에 따라 본격적인 B/G 및 ASP 상승 시기는 본래 예정된 2020 년에서 2021 년으로 지연될 것으로 추정한다. 예를 들어, 올해 3Q20, 4Q20 각각 예상되었던 QoQ ASP 상승폭은 8%, 5% 수준에서 3%, 1%로 하향 조정하는 대신, 내년 상반기부터의 가격 상승폭을 기존 대비 상향 조정하는 방식으로 추정치를 변경하였다. B/G 의 경우에도 올해 DRAM 시장 수요 B/G 를 기존 18% 수준에서 15% 수준으로 낮추고, 대신 2021 년 B/G 를 19% 수준으로 상향 조정한다.

표1 DRAM ASP 추정치 변경

	1Q20	2Q20E	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
기존	3%	10%	8%	5%	3%	1%	-2%	-3%
변경된 Base case	3%	10%	3%	1%	3%	5%	4%	-1%
Worst Case (DeX 추정 예상)	3%	10%	3%	-2%	2%	4%	6%	3%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 DeX DRAM ASP 추정(QoQ)

Application		1Q20	2Q20E	3Q20F	4Q20F
PC DRAM	변경 기준	up 0~5%	up ~15%	mostly flat up 5~10%	down 0~5% up ~5%
Server DRAM	변경 기준	up 5~10%	up 20% or higher	up 0~5% up 5~10%	mostly flat up ~5%
Mobile DRAM	변경 기준	Discrete & eMCP: mostly flat	Discrete & eMCP: up 0~5%	Discrete: mostly flat, eMCP: down 0~10% Discrete & eMCP: up 3~8%	Discrete: down 0~5%, eMCP: down 5~15% Discrete & eMCP: up 0~5%
Graphics DRAM	변경 기준	up 0~5%	up ~10%	up 0~5% up 10~15%	mostly flat up 5~10%
Consumer DRAM	변경 기준	D3 & D4: up 0~5%	D3: up 5~10% D4: up 10~15%	D3 & D4: mostly flat D3 & D4: up 5~10%	D3 & D4: down 0~5% D3 & D4: up ~5%
Total DRAM	변경 기준	low single digit up	up 10% or higher	up 0~5% up 5~10%	down 0~5% up ~5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, DRAMeXchange

위 표 2 에서 알 수 있듯, 최근 시장조사기관에서는 DRAM 가격 상승폭을 올해 하반기 예상보다 크게 하향 조정하였다. 역시 주된 이유는 전반적인 IT HW 수요처들의 수요 톤다운과 서버 수요의 강세과 모바일 및 PC 수요의 약세를 전부 상쇄시키지 못할 것으로 판단했기 때문이다. 시장조사기관에서 제시하는 위의 시나리오는 3 분기까지의 수요 회복세가 더디다고 보는 것으로, set 업체들의 재고가 많아지면서 3 분기 → 4 분기로 넘어가는 구간에서 DRAM 가격 상승폭이 오히려 낮아지고, 정말 최악에는 4 분기에 가격이 하락 전환할 수 있다는 시나리오로 해석된다.

이러한 분석에 대한 당사의 입장은 1) 분명 연간 IT 수요 약세에 따른 하반기 가격 상승폭 둔화는 가정할 필요는 있으나, 2) 가격 반등의 본격화 시점에 대해서는 일부 이견이 있다. 당사는 5~6 월 수요 반등 여부에 따라, 본격적인 가격 반등 시점이 1Q21 부터 이뤄질 수 있다고 판단하는 반면, 시장조사기관은 2021 년 중반수준은 가야 본격적인 가격 반등이 가능하다고 판단하는 것으로 보인다. 즉, 전반적으로 1) 2020 년 하반기 가격 상승폭 둔화와 2) 2021 년 본격적인 가격 상승 사이클에 대해서는 view 가 일치하지만, 3) 2021 년 고정가격의 본격 상승 '시점'에 대한 관점의 차이가 존재한다.

이러한 고정가격의 본격적인 재반등 시점에 차이가 생기기 때문에, 위 그림 1 에서처럼 사이클의 곡선의 기울기가 올해 하반기 이후로 달라지게 된다. 결론적으로 당사는 해당 시나리오들의 확정 여부는 2 분기에 윤곽이 잡힐 것으로 판단하며, COVID19 로 인한 파급효과를 각 메모리 업체들이 예측 불가능하다고 판단하는 것처럼 (=Micron 및 SK 하이닉스의 연간 가이던스 모두 미제시) 결국 사이클의 기울기에 대해서는 현재 쉽게 예단하기는 어렵다고 판단한다.

Tech의 강세 시점: 21년을 선반영할 수 있는 시기

그럼에도 불구하고, 아직까지 메모리 업종들에 대한 overweight 의견을 유지하는 이유는 상승 사이클의 방향성이 꺾이지 않았기 때문이다. 가격 상승 및 B/G 상승 시기의 지연이 발생했을 뿐, 메모리 업황의 상승 사이클이라는 점 자체는 변하지 않았다. 올해 1월부터 시작된 DRAM 고정가격 상승이 2월에 곧바로 COVID19라는 악재를 만나면서 가격 상승 곡선이 다소 얇고 길어졌을 뿐, 도달할 수 있는 가격과 이익의 레벨은 변하지 않았다는 판단이다.

주가에 대한 조심스러운 예측

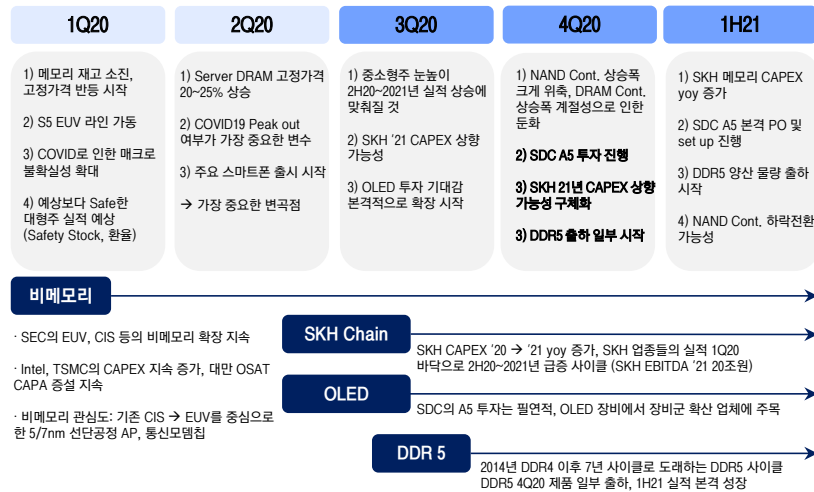
당사는 꾸준히 올해 연초 리포트를 통해 2019년 삼성전자, SK 하이닉스의 주가에 2020년의 상승 사이클이 밸류에이션이 선반영되면서, 연초부터 메모리 대형주들의 밸류에이션 부담에 대해 지속적으로 얘기해왔다. 그리고 COVID19로 인한 사이클의 지연이 발생되면서 대형주들의 주가 레벨은 올해 기준으로 reasonable한 수준인 12M Fwd P/B 1.1~1.3x 수준(상승 사이클의 중간 강도)에 형성되어 있다고 판단된다. 또한 지수의 반등에도 불구하고 underperform한 메모리 대형주들의 움직임에 하반기 가격 상승폭의 톤다운에 대한 불확실성이 pricing되어 있다고 판단한다.

당사는 메모리 대형주들의 본격적인 재차 가격 상승 시기를 2021년의 ASP 및 B/G를 선반영할 수 있는 올해 중반 이후로 판단한다. 결국, 2019년에 2020년의 상승 사이클을 미리 선반영한 것처럼, 올해 하반기에는 2021년의 업황 강세를 선반영할 가능성이 높다고 판단된다. 그리고 2021년에는 메모리 업체들의 멀티플 하락 구간 진입에 따른 주가 peak out을 조심스럽게 예상한다. 항상 그렇듯, 메모리 업체들의 이익이 peak가 되는 시기에 주가는 peak out을 하게 되고, 그 연결고리는 사이클 고점에서의 DRAM 고정가격의 하락전환과 이로 인한 멀티플의 하락이다.

또한 단기적으로는 5월부터 시작되는 애플의 SE 시리즈 신제품의 시장 반응과, 북미 및 유럽의 봉쇄 완화 및 여러 IT 수요 지표의 반등 여부를 지속적으로 확인할 필요가 있다. 5~6월 예상보다 양호한 수요 회복 움직임을 보여주면서 시기적으로 가장 불확실한 2분기를 넘어갈 경우, 미래가치를 반영하는 주가의 특성상 생각보다 양호한 움직임이 하반기에 전개될 가능성이 있다. 또한 현재 예상하는 하반기 수요가 2분기 수요 움직임에 따라 언제든지 바뀔 수 있기 때문에, 하반기 자체도 변동성이 크다.

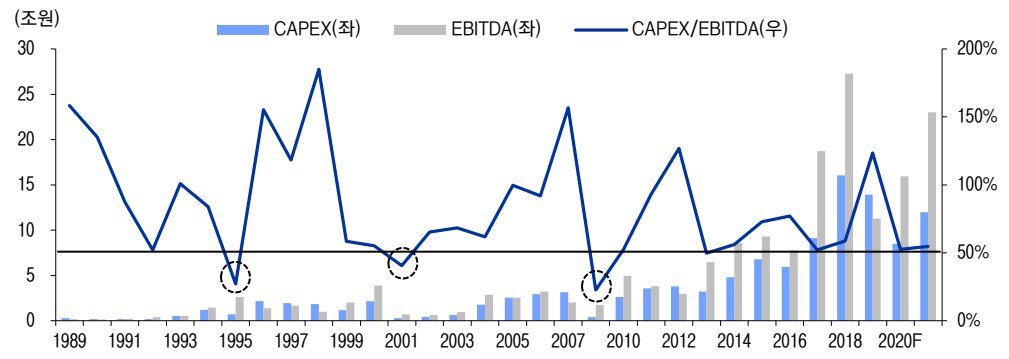
당사는 올해 하반기부터 본격화되는 IT 업종들의 움직임에 있어 중소형주 관점에서는 결국 올 수밖에 없는 투자 사이클들에 집중하고 있다. 대표적으로 1) SK 하이닉스의 CAPEX 증가 사이클과, 2) OLED 장비 투자 사이클, 3) DDR5 전환 사이클이다. 현재 시점에서는 IT 중소형주들의 약한 종목장의 강도를 유지하고 있으나, 하반기 대형주들의 본격적인 상승 움직임과 함께 투자 사이클이 본격적으로 도래할 중소형주들에 대한 관심을 미리 가져볼 필요가 있다. 위 3가지 사이클 중 SK 하이닉스 CAPEX 사이클과 OLED 장비 투자 사이클에 대해서는 당사 이전 자료 2020/03/31 '결국 오고야 마는 것들'에서 구체적으로 다룬바 있다.

그림2 Long-term Winners 찾기



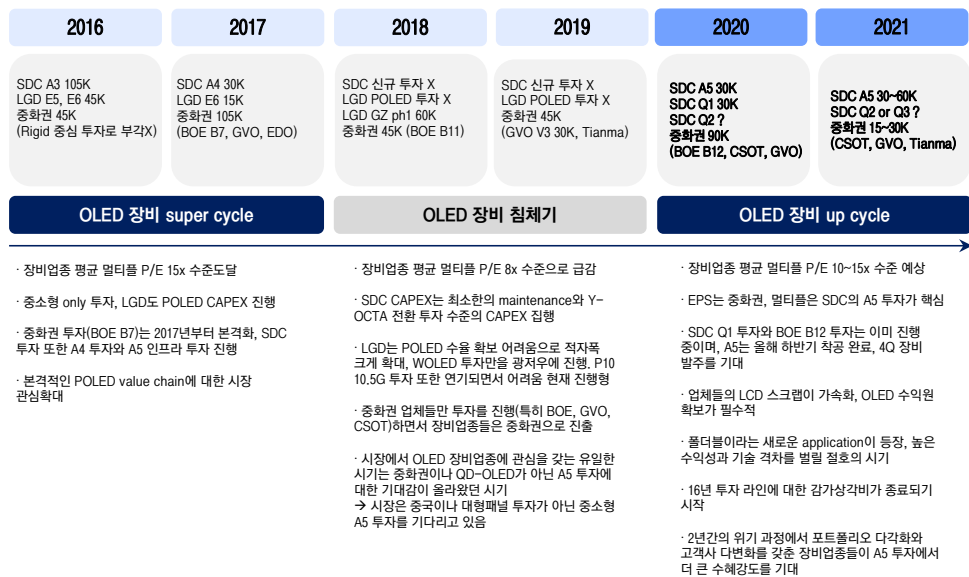
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 SK 하이닉스 CAPEX, EBITDA, CAPEX/EBITDA Trend (연간)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터, 주: 08 년은 EBITDA 적자로 인해 차트에서 제외

그림4 연도별 OLED 장비 투자 강도와 cycle 정리



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

SK하이닉스 주요 컨퍼런스콜 요약

1분기 매출 review

1분기 매출액은 서버용 메모리 판매 증가와 우호적 가격 환경으로 인해 QoQ 4% 증가

DRAM 출하량은 QoQ 가이드언스의 상단인 4% 감소. 계절적 비수기와 코로나 영향으로 모바일은 둔화되었으나 서버 DRAM 판매량이 이를 상쇄. ASP도 서버 DRAM이 가격 상승 주도하면서 전분기대비 3% 증가

NAND 역시 DRAM과 비슷한 수요 흐름. 서버용 SSD 판매량을 전분기 대비 대폭 확대하여 SSD 비중이 40%를 차지, NAND는 계절적 비수기 상황을 깨고 전체적으로 12% B/G 기록. ASP는 주요 제품군에서 견조한 흐름을 보였으며 ASP 7% 상승

MCP는 매출 전분기 대비 2% 증가, 매출 비중은 19%를 유지

수익성 측면

1y DRAM과 96단 NAND 수율 개선에 따른 수익성 개선 및 SSD 비중 확대에 따른 단위당 원가 절감(규모의 경제 효과). NAND 재고자산 평가손 환입 효과(1,800억원) 및 환율효과(영업이익 700억원 개선) 또한 발생. 1분기 영업이익은 8천억원, OPM 11%를 기록

1분기 DA는 2.3조원, EBITDA는 3.1조원으로, EBITDA Margin은 43%를 기록

COVID19 대응 현황

COVID19 확산 후 전사 TF를 구성하여 사업 연속성 유지 중. 현재 국내외 중국 Fab은 정상적으로 운영 중 (공급 차질 이슈 없음)

시장 전망과 계획

예상치 못한 COVID19 확산에 따른 글로벌 IT 수요와 공급망의 불확실성 야기. 결과적으로 글로벌 스마트폰 판매 둔화는 불가피. 당초 5G 신제품 출시가 교체 수요를 견인하며 스마트폰 수요 상승을 예상했으나, 작년 대비 감소폭 확대될 것. 다만 5G 수요 촉진을 위한 정책 기대감과 중국 조업 정상화 등으로 인해 하반기 스마트폰 수요 시장의 회복이 예상

PC와 게임 콘솔은 온라인 교육과 재택근무 등으로 인한 비대면 IT 니즈 확대되면서 PC DRAM, PC용 SSD, 그래픽 DRAM은 예상보다 양호한 상황

서버는 다른 제품군들에 비해 수요 리스크가 낮음. 작년에 비해 고객사들의 부품 재고 수준이 낮아졌고, 북미 주요 고객사들의 실수요 또한 개선되면서, COVID19로 인한

비대면 수요가 추가적으로 발생하고 있음. COVID19 로 인한 클라우드 수요가 지속 증가하면서, 중장기적으로 서버 수요 상승이 더 가속화될 것

경기의 침체가 장기화될 경우, 서버향 수요 마저 둔화될 가능성을 배제할 수는 없음. 결국 가장 중요한 변수는 COVID19 가 안정되고 글로벌 경제 반등이 이뤄지는 시기

2020 CAPEX

올해 CAPEX 는 작년대비 감소한 8~9 조원 유지. 공정 미세화에 집중. 인프라 투자는 M16 건설 완료하여 연말까지 클린룸 완료. M10 CIS 전환과 2D NAND 의 3D 전환 지속할 것. Wafer Input Capacity 는 연초대비 감소할 것

일부 장비 업체들이 정상 조업이나 부품 조달이 어려워지고 있어, 당초 계획대비 장비 입고 시기는 지연될 수 있음. 당사는 기존 생산 계획에 차질 없도록 대응할 것

주요 Guidance 및 전망

DRAM 은 16Gb 중심으로 64Gb 이상 고용량 서버에 집중하고, 1y 비중 확대로 수익성 증가할 것. 연말 1y 와 1z bit 비중은 40%를 웃돌 것. GDDR6 와 HBM2E 에 집중하면서 그래픽 DRAM 은 작년대비 50% 이상 증가를 예상

NAND 는 2 분기 중 96 단 비중을 50%를 상회하고, 128 단 양산 시작할 것. 96 단과 128 단 비중을 70% 이상으로 올릴 것. 또한 데이터센터 PCIe SSD 에 집중하면서 NAND 사업의 수익성 개선을 이끌 것

2 분기 출하 계획은 DRAM 은 지난 분기와 같은 수준, NAND 는 약 10%의 출하량 증가를 기대. 1 분기 DRAM 과 NAND 재고는 정상 수준에 전부 도달

COVID19 로 인한 불확실성으로 인해 연간 가이드언스를 제시하기 어려움

향후 COVID19 회복 이후 5G 와 서버 중심의 메모리 성장은 더 강해질 것으로 예상

QnA

1) COVID19 로 인한 DRAM 과 NAND 시장 영향

고객과 당사 모두 수요 정확한 예측은 쉽지 않은 상황. 많은 국가가 GDP 역성장을 전망하고 있고, 경기 바닥 시점도 국가별로 2Q~2H 까지 다양한 상황. 국가별 경기 회복과 고객들의 실적 저점에 따라 달라질 것이며, 응용분야별로도 다를 것으로 판단함. 스마트폰은 올해 역성장. 모바일 DRAM 과 낸드는 예상보다 수요 낮을 것. PC 는 주요 공급망의 중국 영향이 큰 만큼, 2 분기부터는 빠르게 회복될 것으로 전망. 서버의 경우 경기 영향 받겠으나, COVID19 로 인한 일상 및 업무 방식의 변화로 인해 서버 클라우드 수요 증가 예상. 2 분기 가이드언스에도 알 수 있듯, PC 및 서버향 단기적

수요는 예상보다 큰 영향 없을 것. 하반기 수요는 글로벌 경제의 재개 추이에 따라 다를 것. 즉각적이고 탄력적인 대응을 진행할 계획

2) 올해 메모리 투자 계획? (우시 2, M16 조기 가동 여부)

우시는 작년에 확장 Fab 을 만든 이후, 계속 장비를 반입 중. 이미 작년부터 가동을 시작 중. 당초에 계획한 추세대로 진행 중. M16 의 경우에도 연말까지 클린룸 완공 계획대로 가고 있음. 종합적으로 우시 2 와 M16 모두 가동 스케줄을 당기는 것은 없고, 당초 예상된 페이스대로 가고 있음

3) 재고 현재 수준은? 모바일 OEM 업체들은 어느 정도인지? 2분기 개선 여부 있는지?

DRAM 재고는 1 분기 말~2 분기 말로 가면서 지속적으로 healthy 한 상황을 전망. 2 분기 말에는 1 분기보다도 더 줄어든 2 주 초반까지 감소할 것으로 전망. 모바일, 서버 고객들의 재고 수준은 상황에 따라 차이가 있으나, 현재로서는 다소 늘어난 모습. NAND 1 분기말은 4 주 이하로 정상 수준. 2 분기 말은 추가적인 축소를 예상

4) 모바일 수요는? 중국 모바일 업체들의 주문 축소 2분기 여부는? 이에 따른 가격과 공급 환경 변화는? 5G 도입 지연 우려도 있는데?

2 분기 가격과 물량 합의 거의 완료되었기 때문에, 큰 문제 없을 것으로 예상. 연간 전체적으로 스마트폰 역성장 유지하나, 하반기가면서 상반기 대비 회복할 것으로 전망하며, 고객사들에 따라 탄력적인 대응을 해나갈 것

5G 폰의 경우 당초 2 억대 수준을 전망했으나, 상반기 판매 실적이 저조했던 만큼 영향은 일부 있을 것. 다만, 중국 시장의 경기 활성화 정책과 제조사들의 실적 make up 노력이 맞물릴 경우 4G 보다는 하락폭 적을 것으로 판단함

5) 1분기 마진 훨씬 더디하게 설명. DRAM 과 NAND 수출 개선 때문인지? NAND 재고자산 환입 규모는? NAND BEP 도달 시점은?

1 분기 수익성 주요 요인은 1y 와 96 단 수출이 향상되고 비용 절감 노력이 가장 견인했고, 동시에 전 제품의 ASP 상승이 주요했음. NAND 의 경우 판매 수량이 증가하면서 단위당 원가 절감이 크게 진행되었고, 동시에 재고 자산 환입이 약 1,800 억원 정도 효과가 발생. 여기에 덧붙여 환율 상승으로 인해 회사가 영업이익에서 700 억 정도의 + 효과가 있었을 것으로 예상. 공급 상황의 변수가 많기 때문에 예측이 어려우나, 지금과 같은 추세로 간다면 금년 4 분기 정도에는 NAND 에서는 BEP 를 달성하지 않을까 하는 기대 있음

6) PC DRAM 비중이 현재 어느 정도인지? 최근 중국이나 한국 PC 수요 증가하는데, 미국이나 유럽도 어느 정도 락다운이 해소가 되면 수요 급격 증가로 예상하고 있는지?

PC 는 2 분기 고객 요청량이 굉장히 증가. 주로 크롬북이나 울트라북 수요가 COVID19 로 인해 오히려 증가 중. 하반기의 경우 PC 전체적으로 긍정적으로 영향. 매출 비중에서 PC 는 연간 10% 중후반 수준을 예상. 지속적으로 견조한 흐름 예상. 수요 흐름은 교육용, 가정용 수요 확대 동일하게 나타나고 있음. 가격은 예단하기는 어려우나, 3 분기까지는 견조한 흐름을 예상

7) COVID19 로 인한 그래픽 DRAM 수요는? GDDR6 대응 계획은?

상반기 게임 및 PC 수요가 견조. 하반기는 신규 콘솔 출시 및 GDDR6 를 중심으로 한 그래픽 DRAM 수요 증가를 예상. HBM2E 또한 HPC 영역 관심 증가로 인해 매출 확대를 전망

8) SSD 관련 서버 시장 수요가 좋은건지, 아니면 회사 자체적으로 고객 및 품질 개선을 이뤄낸 것인지?

단기적으로 빠른 비중 확대는 수급 요인에 기인하지만, 지속적으로 고객 기반 확대와 제품 다양화 등의 경쟁력 제고에 기인한 효과 또한 큼. 기존 고객 내에서의 MS 확대 및 신규 고객 확대 등이 지속 중. 비즈니스 확대를 위해 세그먼트 및 지역별로 다양한 고객들과 협력 관계 확대 중

9) 응용별 재고 리스크 및 하반기 수요 리스크 전망

상대적으로 수요 리스크가 큰 시장은 스마트폰. 이미 상반기 Set 출하 감소 영향과 향후 추가 리스크에 대해서는 당사는 선제적으로 믹스 전략 진행. 상반기 중에서는 스마트폰이 서버로 전부 커버 완료. 2 분기 재고 및 믹스 정확성은 상당히 건강함. PC 는 가정용 및 교육용 수요 증가가 지속되면서 공급이 부족한 상황이기 때문에, 재고 리스크는 크지 않음. 서버의 경우 연말 수요 예측이 지금은 불확실한 부분이 일부 있는데, 당사는 2018~19 년까지 고객 수요 조정 겪으면서 현재는 판매 정책을 고객 수요에 따라 재고 정책을 운영 중. 디램 낸드 모두 1 분기말 정상재고 수준에 도달했고, 과거보다는 고객의 믹스 조정에 대응할 수 있을 것으로 전망함

10) 중국 및 북미의 HPC 수요 트렌드 전망

클라우드 및 이커머스 제품을 갖추고 있는 업체들은 지역에 상관없이 성장 모멘텀이 강한 상황임. 중국의 경우 COVID19 극복을 위한 5G 및 클라우드 정책 강화 및 업체들의 사업확대가 맞물릴 가능성 높음

11) 장비 공급 차질 관련하여 1 분기 중국에 일부 있었고, 향후에도 발생 가능성 배제 못할텐데, 1 분기 중국 우시공장 장비 셋업 지연된 부분으로 인한 연간 생산 차질 가능성은?

COVID 로 인한 장비 업체 및 부품 생산 등이 이동 제한이 발생하면서 장애 요인이 발생하고 있는 것은 사실. 현재까지의 상황으로는 대체 수단 강구함으로써 manageable 한 상황임. 1 분기까지 생산 차질 없음. 물론 장기화될 경우에는 실질적 차질 가능성 배제할 수는 없기 때문에, 협력사들과 긴밀하게 대응할 것. 기본적으로는 COVID19 변화에 따라 달라질 것. 현재로서는 영향 없음

12) 모바일 수요 약세 전망하고 서버 및 ESSD 로 공급 생산 계획 조절 중인데, 서버용 DRAM 및 NAND 쪽에서 수요 약해질 가능성? 2 분기 가격과 물량은 확정되었는데, 하반기 약세 가능성은?

하반기 서버는 전용용분야와 마찬가지로 수급 전망에는 많은 불확실성 있음. 다만 당사의 경우 중장기적으로 메모리 및 서버 시장 성장 추세 관점에서 상당히 견조하고 유효하다고 판단. 하반기의 경우 고용량 서버 제품을 확대하는 쪽에 집중. 또한 다년간의 주요 고객들과의 경험을 봤을 때, 하반기 계약 실행에 있어 큰 리스크는 없을 것으로 전망함

표3 참고: Micron 컨퍼런스콜 주요 내용

원문	해석	Implication
So just like we are accumulating some inventory ourselves to make sure that we don't have supply disruption. It has led to meet the thing that our customers can also be building some inventory to make sure that their supply chain is under control. So I think this is the part that we have just mindful off, although when you look at work from home economy and study from home, economy for students that is certainly driving greater demand in the enterprise DC side and certainly placing addressed quite a bit of constrained and on the infrastructure.	Micron은 공급 차질을 빚지 않도록 재고를 축적하고 있으며, 이는 주요 고객들의 재고 축적 수요에 대응하기 위함이다. 재택근무와, 재택 학습등이 기업 데이터센터 쪽과 인프라 쪽 수요를 불러일으키고 있다.	1) 메모리 업체들의 공급망 이슈는 없는 상황에서, 고객사들의 Safety Stock 대응을 위한 물량 출하 진행 중 2) 재택 근무로 인한 기업용 데이터 센터 수요 등은 긍정적 요인으로 나타나고 있음
Yeah, I think what you covered is good. The only thing I'd add is, I think we believe the strength in the datacenter market is real and the inventory levels are normal in that market.	데이터센터 시장이 강하다고 믿고, 시장에서 재고는 정상적인 수준이다.	당사 체크 결과, 서버 업체들의 재고는 6 주 수준에서 소폭 증가 중
So that's what do you mean that sometimes there can be a lag between what we are supplying to our customers, versus the impact on the demand in the marketplace. So we are not guiding to fourth quarter. I think what's important is that it will depend on the spread of the virus the containment of the virus, different countries may have their containment at different rates. So while we have seen for example, last fiscal quarter FQ2 demand in China and the consumer demand and the smartphone demand decline we have also seen that China has contained there and in fact production is coming back in China and the demand is being restored in China.	고객들에게 공급하는 제품들에 이연수요가 있을 수도 있지만, 동시에 시장 수요에 미치는 영향도 있다. 따라서 회계연도 4 분기에 대한 가이드는 제공하지 않는다. 중요한 점은 바이러스의 전파 방지인데, 다양한 국가들은 서로 다른 비율로 전파를 방지하고 있다. 예를 들어 지난 분기 중국 수요와 소비자 수요, 그리고 스마트폰 수요는 감소했는데, 중국이 바이러스 확산 방지를 하자 중국에서 생산은 되돌아오고 있고, 수요도 회복되고 있다.	1) 이연수요와 수요 감소가 맞물리는 올해 하반기 예측이 쉽지 않기 때문에, 가이드는 미제공 2) 결국 중요한 요소는 Micron과 당사 모두 마찬가지로 COVID19의 peak out 이라고 판단하며, 중국이 peak out 이후 수요와 생산이 살아나고 있기 때문에 더욱 COVID19의 peak out 변수가 중요
Same thing will happen in other parts of the world as well that while there may be some impact on smartphone demand in different countries eventually as the containment happen the consumer demand will be back and the long-term trends certainly for our business are strong. The trends of 5G driving greater content in smartphone of come back on the other side of this pandemic and there will be the demand drivers will be themselves similarly cloud demand continues to do well as I mentioned the COVID-19 scenario may actually be accelerating some of that demand in cloud that is driving greater demand for memory and storage so point is, the situation is fluid and we are really not prepared to guide you to FQ4 at this point.	같은 일이 다른 곳에서도 일어나고 있는데, 다양한 국가에서 스마트폰 수요에는 영향이 있을 수 있지만, 중장기적으로는 소비자 수요는 돌아올 것이며 우리 사업의 장기적인 추세는 강하다. 5G로 스마트폰 내 탑재량이 증가하는 추세도 있고, 클라우드 쪽에서는 COVID-19로 메모리와 스토리지 수요가 더 가속화되고 있다. 포인트는, 상황은 유동적이며 마이크로는 회계연도 4 분기에 대해 가이드를 제시할 준비가 아직 되지 않았다.	1) 중장기적인 관점에서의 스마트폰 수요 회복은 가능할 것이며, 2) 서버수요와 5G가 이끄는 contents 증가에 대해서는 의구심이 없는 상황. 결국, COVID19 종료에 따른 스마트폰 수요 복귀만 이뤄진다면 예상보다 강한 수요 회복이 가능할 수 있음
So I think what we have said before, the COVID-19 scenario that in calendar year '20 the DRAM demand growth would be in mid-teens around mid-teens and that supply would be somewhat less for the year supply growth would be somewhat less for the year, than the demand growth.	캘린더 기준 20년에 DRAM 수요 증가율은 10% 중반대일 것이며, 공급 증가율은 수요 증가율보다는 덜할 것이다.	DRAM B/G 10% 중반, 공급 증가율 10% 중반 미만을 제시

As we have mentioned for server DRAM as well as for cloud overall our shortages for DRAM and therefore we are shifting some of the supply from mobile to the DRAM side, but of course we will continue to keep track of what the demand looks like and, as you said, we will evaluate making reductions in our production utilization or in terms of any CapEx aspects to manage the supply growth during the calendar year '20, but it's too soon to really give you any specific projections on that	클라우드 뿐 아니라 서버 DRAM에 대해 말할 때 이미 이야기했듯 전체적으로 DRAM 공급은 부족한 상황이며, 모바일에서 서버 쪽으로 공급을 어느 정도 바꿀 것이다. 하지만, Micron은 수요를 따라갈 것이며, 캘린더 기준 20년에 Production Utilization 또는 CapEx를 줄이는 것도 고려할 것이다. 하지만 현 상황에서 거기에 대해서 말씀드리기는 어렵다.	1) 업체들의 모바일 → 서버로의 mix 조절 진행 중 2) 생산 효율화 진행에 따른 공급 축소 의지 존재하나, 아직까지는 미확정
So, just like in 2019, we made changes to CapEx fairly rapidly and we reacted fast as well as we managed our production. We will of course be doing the same things here. Just keep in mind that the situation with respect to coronavirus escalation across the globe, just has really evolved rapidly over the course of last couple of weeks so we will, of course, keep those tests with our customers' demand expectations – (이하 생략)	2019년에 그랬듯이 Micron은 CapEx를 꽤 빠르게 조정했으며, 할 수 있는 한 가장 빠르게 생산을 조절했다. 전세계적으로 코로나바이러스가 확산되어도 Micron은 계속 고객들의 수요 관측 및 예측을 시도할 것이고 이에 맞추어 CapEx 역시 필요하다면 조정할 것이다.	1) DRAM 3社 중 가장 탄력적인 공급 조절 2) 수요가 예상보다 급감한다면 CAPEX 조절 또한 19년에 이어 다시 가능할 것임을 암시
And I would like to once again point out that we are in an environment even before COVID-19 that CapEx investments in cloud on a strong growth trajectory a lot of that CapEx going toward the infrastructure for memory and storage. Requirements of course new CPU architectures with more cores in them as well as more channels giving you greater attach rate for memory and storage and of course the workload that are demanding more DRAM memory for memory intensive compute application as well as for driving more SSDs. So those demand trends pre0-COVID were already strong and with COVID if anything we are seeing that work from home digital economy is driving greater demand on that structure ended the accelerating some of that demand. So we of course as we work through the memory shortages we continue to work closely with our customers. (이하 생략)	COVID-19 이전에도 클라우드 쪽 CapEx 투자는 강하게 증가하고 있었으며, 이 CapEx의 많은 부분은 메모리와 스토리지로 진행되었다. 새로운 CPU 아키텍처에는 채널이 더 많이 들어갈 뿐 아니라 코어도 더 들어가는데, 이로 인해 메모리와 스토리지 attach rate이 증가하게 된다. 또한 워크로드의 증가로 SSD를 더 활용할 뿐 아니라 메모리 집약적인 컴퓨팅 작업을 위해 DRAM 메모리가 더 필요하다. 따라서 COVID 이전에도 수요 추세는 이미 강했으며, COVID로 인해 재택근무 등을 시행하면서, 구조적으로 수요가 가속화되었다. 따라서 Micron은 메모리 부족을 겪으면서, 고객들과 계속 소통하고자 노력한다. 또한 스마트폰 수요가 어느정도 적어졌지만, 회계연도 2분기에 중국에서 수요는 돌아오고 있다.	1) Cloud 향 CAPEX 확대는 지속되고 있으며, COVID19 이후에는 수요가 오히려 가속화되었음 2) CPU 아키텍처 변화에 따른 채널 수 증가 Trend는 여전히 가속화, 이로 인한 탑재량 증가 지속 3) 처리해야하는 워크로드의 지속적인 증가로 인해, 메모리 중심의 컴퓨팅이 필요
Yes, I mean, we do see that while there may be some smartphone, the weakness outside of China while China is recovering on the smartphone front.	중국 외 지역에서는 스마트폰 수요가 약하지만, 중국에서는 회복하고 있다.	중국에서의 스마트폰 수요 회복세 감지
So I think as Dave mentioned in his prepared remarks that you see strong demand and favorable price trends, but we have also seen that in China as is well known that during the timeframe of our fiscal second quarter line with the COVID-19 spread in China starting from I don't mid-January kind of timeframe. It had impacted smartphone demand in China. While it grew the demand in the cloud infrastructure in China. So as now over the last couple of weeks, you see the spread of coronavirus across the globe and various actions being taken in various countries To contain the spread of coronavirus. We do expect that there will be some impact on the consumer demand. But it is really too soon to quantify that. And again, having said that, we also see increasing demand coming from the cloud side as well as from enterprise PC applications. So we are seeing acceleration of demand on that front.	강한 수요와 호혜적인 가격 동향을 보고 있지만, 또한 중국에서 잘 알려진 바로는 회계연도 2분기동안 COVID-19의 확산에 많은 영향을 받는 것을 확인하였다. 이는 중국 스마트폰 수요에 영향을 미쳤다. 중국의 클라우드 인프라에 대한 수요는 증가했지만, 지난 몇 주 동안 코로나바이러스의 전세계적 확산과 이에 대응한 다양한 조치들이 나왔다. Micron은 소비자 수요에 어느 정도 영향이 있을 것이라고 본다. 그러나 이를 정량화하기에는 너무 이르다. 또 이야기했듯, 클라우드와 엔터프라이즈 PC 장비 쪽 수요 증가와 가속화를 확인하고 있다. 지난 몇 주 동안 이것이 가속화되는 것을 보고 있으며, Micron은 계속해서 고객들과 긴밀히 협력하며 그들의 수요를 이해하고 대응할 것이다.	아직까지는 COVID19로 인한 사태를 정량화 하기에는 어려우나, 서버 수요를 이끄는 클라우드와 Enterprise 수요는 지속 증가세

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 참고: TSMC 컨퍼런스콜 주요 QnA 정리

질문	답변
TSMC 가 1 월에 말한 것과 비교해서, 전망치의 변화를 이끌고 있는 것은 무엇인지? 또 팬리스 상황과 재고 수준에 대한 질문.	전망치를 바꾼 것은 최종 수요가 다소 약해졌기 때문. 스마트폰과 같은 소비자 전자제품의 수요가 TSMC 의 생각보다 많이 약해졌음. 아직 고객사들의 수요가 유의적일 정도로 줄어들지는 않았지만, 최종수요의 감소가 올해 하반기에는 영향을 줄 것이라고 봄. HPC 를 제외하고 스마트폰, IoT, 자동차와 같은 최종수요는 1 월에 한 전망과 비교해서 다소 약해졌음. 팬리스 고객사들의 재고 수준은 작년 4 분기에 건강한 수준이었으나, COVID-19 의 영향으로 재고가 증가하여 20 년 하반기에 소진되는 때가 오기 전에 상반기에 증가할 것으로 보임
미국의 장비 라이선스 규제 관련 리스크에 대해, TSMC 가 어떻게 관리하고 있는지? 또, COVID-19 가 악화되거나, 장비 라이선스 규제로 인해서 CAPEX 를 변동시킬 가능성도 있는지?	미국의 무역 제약에 대해서는 TSMC 도 인지하고 있음. 그러나 이러한 변화는 아직 구상단계에 있음. 최종 구상안이 나오더라도 산업계가 대응할 30 일의 시간이 더 있음. 일반적으로 TSMC 는 SEMI 와 SIA 등 반도체 협회 등의 우려를 공유하고 있음. 많은 시나리오들을 연구해보았으며, 그 결과 단기기간의 영향은 확실히 있을 것임. 또한 TSMC 는 고객들과 일을 동적으로 조정할 것이며 TSMC 에 미치는 영향을 최소화하기 위해 적절한 조치를 취할 것. 그러나 중장기적으로, 메가트렌드는 여전히 유효. 서플라이 체인 일부는 재조정될 것이고, 균형을 찾아갈 것. TSMC 는 중장기적으로 성장 기회를 여전히 잡을 수 있을 것이며, 따라서 현재의 장기 CAPEX 계획은 영향받지 않음
그렇다면 COVID-19 등으로 인한 변동성의 경우 2020 년 CAPEX 가 조정될 가능성은 있는지?	TSMC 는 가능한 한 유동적인 입장을 견지할 것. 고객사들과 함께 바이러스 진행 상황을 모니터링할 것임. 또한, CAPEX 의 대부분은 앞선 node 들에 쓰이고, 이러한 투자가 내년과 그 이후 TSMC 의 성장을 견인함. TSMC 는 5G 와 HPC 의 메가트렌드가 향후 몇년간 진보된 기술에 대한 강한 수요를 견인할 것이라고 보고, TSMC 는 투자를 지속할 것.
역사적으로 커다란 경제적 조정기를 거칠 때마다 반도체 산업도 큰 매출 감소를 보았는데, 왜 이번 년도는 메모리를 제외하고 플랫폼으로 보는지? 또, 연간 성장률을 10 퍼센트 중반대에서 후반대로 보는 것을 어떻게 설명할 것인지?	메모리 제외한 반도체 시장은, 소비자 전자제품에 대한 최종 수요가 감소하면서 줄어들 것. 그러나, 재택근무와 같은 소통 등이 서버 등에 대한 수요를 많이 창출했음. 따라서 HPC 는 TSMC 의 1 월 전망과 비교해서 매우 좋아서 소비자 전자제품 쪽의 부진을 상쇄할 것
하반기에 의미있는 정도의 재고 정상화가 있을 것이라고 보는지?	현재 전망으로 볼 때, TSMC 의 하반기 매출은 플랫폼하거나 약간 줄어들 것. 이는 올해 하반기에 재고가 소진될 것이라는 전망임
전에 5 나노미터제품 양산이 2018 년 7 나노미터 때보다 빠르고, 따라서 수익의 10% 정도를 차지할 것이라고 했는데, 이러한 전망은 유지되고 있는지?	확실히 1 월에 말씀드렸던 예상치에 변화는 없음. 양산 스케줄은 진행되고 있으며, 장비 조달이 조금 지연되기는 했지만 TSMC 는 장비 공급처와 함께 일하고 있음. 5 나노미터 제품 양산은 잘 진행되고 있으며, 웨이퍼 매출의 10% 정도를 차지할 것
재택근무나 여행 제한으로 인해 장비 공급사들이 충분한 엔지니어를 공급하지 못할 것 같은데, 이것이 양산 스케줄에 영향을 미치지 않을까?	COVID-19 가 시작되었을 때부터 계획된 사안이며, 이미 장비 공급사들과 함께 시행하였음. 공급사들은 타이완과 전세계에 엔지니어들을 충분히 배치해 두었음. 따라서 그 부분에 대해서는 우려 없음
예전에는 영업활동 현금흐름에서 CAPEX 에 지출될 현금을 조달했는데, 이번에 부분적으로 회사채를 발행해서 조달했음. 회사채 발행에 상한이 있는지? 또, 회사채를 계속 발행할 것인지?	TSMC 는 CAPEX 에 필요한 현금을 조달할 만큼 충분한 영업활동 현금흐름이 충분할 것이라고 예상함. 또, 회사채 발행에 대한 결정은 COVID-19 이전에 이루어졌음. TSMC 는 미래 확장에 대한 계획을 가지고 회사채를 발행했음. 이자율을 보아, 여러 불확실성에도 불구하고 저비용으로 회사채를 발행할 수 있는 좋은 타이밍이라고 판단
올해 하반기에 5 나노 제품이 많이 양산되는데, 2021 년은 고객이 얼마나 채택하며, 수익의 몇 퍼센트를 기여할 것이라고 보는지? 또, 7 나노미터와 비교하여 산출량과 비용에 있어서 5 나노미터는 어떤지?	올해에 5 나노 제품을 빠르고 순조롭게 양산됨. 그리고 계속 진행할 것. 고객들은 모바일폰, HPC-관련 고객, IoT 와 자동차 등 전 영역에서 올 것임. 현재 산출량은 좋음. 계획보다도 잘 진행되는 중. 비용은 합리적. 생산성 향상을 위해 계속 노력할 것이고, 고객들과 공유할 것임
COVID-19 로 인해 미국에 공장을 짓는 것에 대한 생각이 바뀌진 않았는지?	현재로써, 미국 공장 계획은 변하지 않음. COVID-19 는 혼란 일이 아님. 또한 세계 공동체로서 COVID-19 를 다루는 법을 배우게 될 것이고 서플라이 체인을 비용 효율적, 효과적으로 유지하는 법도 배우게 될 것
5G 스마트폰에 대해, TSMC 는 총 출하량을 high single digit 감소로 낮췄으나, 왜 5G 스마트폰 침투율을 10 퍼센트 중반대로 유지하고 있는지? 스마트폰 쪽 수요처 쪽에서 믹스에 변화가 있는 것인지? 또 디테일이나 컬러를 지역별로 줄 수 있는지?	5G 스마트폰이 줄었으나, 같은 퍼센트로 스마트폰 총 판매량도 줄었기 때문임. 믹스나 지역별 디테일에 대해서는 정보를 줄 수 없으나, 5G 스마트폰은 매우 인기가 많고 TSMC 는 성장할 것으로 보고 있음

최종 수요자들을 보면 큰 조정기에 있다는 것을 알 수 있음. 그런데 왜 TSMC는 오더 것이 없는지?	TSMC는 기술에 있어 리더십을 가지고 있음. 또, 5나노, 7나노 제품으로도 도약하고 있음. 모든 고객사들에게 매우 인기가 좋고 널리 사용되고 있음. 모든 파운드리가 이런 종류의 기술 커버리지로 제공하지 못함. 따라서 TSMC는 큰 영향을 받지 않고 있음. 그러나 최종 수요 시장이 침체되고 있고, TSMC의 고객으로부터의 수요도 조정받을 것이라고 봄. 그러나, COVID-19의 영향을 비교적 적게 받을 것이라고 봄
역사적으로 TSMC는 매출이 줄어든다면 CAPEX도 따라 조정했음. 이번에는 매출 조정폭이 8%로 크지만 CAPEX는 그대로임. 2021년 이후에 대한 전망을 제시했기 때문인지? 혹은 장비 공급사중 강한 협상력을 가진 업체가 있기 때문인지?	5G와 HPC의 다년간 메가트렌드를 보고 있으며, 이러한 추세는 계속될 것임. TSMC의 진보된 기술에 대한 수요는 계속될 것임. 올해 지출되는 CAPEX의 대부분은 내년과 그 이후를 위한 것임. 이것이 CAPEX를 유지한다고 말하는 이유임.
지난 분기 HPC와 모바일은 20% 이상 성장하며, IoT와 자동차는 10% 중반대 성장한다고 하였는데, 2020년 연간 전망 업데이트 부탁드립니다.	스마트폰과 HPC 플랫폼 성장률은 TSMC 평균보다 약간 높을 것이며, IoT는 평균과 비슷할 것이고, 자동차는 평균보다 낮을 것. 이는 모두 미국 달러 기준임.
스마트폰 쪽 성장이 회사의 평균보다 높다면, 여전히 시장은 10% 중반대에서 후반대로 성장할 것이라는 의미임. 그렇다면 TSMC는 스마트폰 출하량이 high single로 감소하고 탑재량이 올해 20% 이상 증가할 것이라는 뜻인지?	그렇다고 답변
COVID-19가 6월에 안정화될 것이라 말했었는데, 만약 상황이 악화된다면 TSMC의 전망은 어떻게 변화할지? 또, 5나노미터와 비교하여 3나노미터 제품의 고객 수요는 어떻게 되는지?	3나노미터 기술 개발은 진행중이고 고객사들과 스펙과 기술을 정의하기 위해 협력하고 있음. 따라서 이렇다고 딱 집어 말할 수는 없지만, 모바일 폰과 HPC 관련한 장비들이라고 할 수 있음. COVID-19의 영향과 관련하여, TSMC는 6월에 안정화될 것이라는 가정 하에 말하고 있음. 그보다 더 길어진다면 거시경제는 훨씬 나빠질 것이고 결국은 반도체 산업에도, 더 나아가 TSMC에도 영향을 미칠 것임. 알 수는 없지만 상황이 나아지기를 바랄 수 밖에 없음
하반기 그로스 마진 전망에 대해서, 만약 COVID-19가 악화된다면 그로스 마진을 유지하기 위해, 어떻게 가동률을 관리할 것인지?	utilization을 낮출 것이며, 고객사들이 필요로 하는 제품들을 먼저 만들 것임.
말씀해주셨듯 재고를 미리 만든다면, 또 COVID-19가 악화되어 고객사들의 수요가 계속 줄어든다면, 2021년 TSMC에도 부정적 영향을 미치지 않을까?	TSMC가 재고를 미리 만든다면, 고객들이 사갈 것이라고 확신함. 수요는 있을 것
1분기를 보면 스마트폰에서 YoY로 큰 증가가 있었으며, 중국 쪽 매출이 크게 늘었고 특히 화웨이 재고가 YoY로 늘었음. TSMC의 사업 전망은?	2019년 1분기를 보면, 포토레지스트로 영향을 받은 때였음. 1분기 YoY를 보는 것은 정당한 비교가 아님. QoQ로 보면 TSMC의 팹리스 고객사들 재고 수준이 높아졌고, COVID-19의 영향으로 더 늘어날 것이라고 봄. 하반기에 소진될 것.
1월 컨퍼런스 때에 삼성의 캡티브형 공급을 제외하고 파운드리 성장이 17%가 될 것이라고 하였는데, 이번에 새로운 가이드언스를 줬음. 삼성을 포함한 비교인지? 제외한 비교인지?	삼성 캡티브 공급을 제외한 비교임
HPC에 국한되지 않고, 전체적으로, 전체 PC 시장으로 넓혀 볼 때, 예상보다 강한 시장이라는 신호가 있는지?	태블릿 수요가 증가하고 있음. PC는 플랫폼며, 게임 콘솔은 증가
5G로 silicon content가 증가하는 것은, 2020년을 통틀어서 나타나는 효과인지? 혹은 주로 20년 하반기에 나타나는 효과인지?	2020년 통틀어서 적용되는 효과라고 답변
앞으로 몇년간 IDM사들의 아웃소싱이 확대될 것이라고 보는지? 또, 해외 팹 인수에 대해 어떻게 생각하고 있는지?	장기적으로, IDM의 아웃소싱은 계속될 것인데, 이는 파운드리와 고객사 모두에게 윈-윈이라는 것이 증명되었기 때문임. TSMC가 이미 말했듯 아웃소싱 추세는 계속될 것이라고 봄. 이는 장기간의 전략임. 해외 팹 인수에 대해, 가능한 팹에 대한 스카우팅을 계속 하고 있으나, 대부분이 오래된 팹들임. 투자와 회수의 관점에서 볼 때 합리적이라면 추진할 것. 그러나 오래된 팹들이 그렇기는 쉽지 않음
SMIC와 같은 중국 팹들이 중국의 국산화 전략에 힘입어 점유율을 높이고 있는데, TSMC 경영진들은 중국 지역 점유율을 어떻게 내다보고 있는지? 또 중국 시장 점유율을 유지하기 위한 TSMC의 전략은 무엇인지?	SMIC가 점유율을 올리고 있다고 보지 않음. TSMC는 매우 경쟁력 있음. 어디에서나, TSMC는 모두의 파운드리임. 최고의 기술, 최고의 서비스를 제공하며 고객들과 밀접히 작업함. 중국 파운드리 경우도, TSMC는 매우 경쟁력 있음. SMIC는 매우 공격적이지만 TSMC는 매우 잘 경쟁하고 있음
5나노미터 제품이 7나노제품보다 더 빨리 tape-out되고 있다고 했는데, 7나노미터는 1년차에 30개 정도 기록했음. 그렇다면 5나노는 30개 이상 tapeout되고 있다는 말씀이신지?	구체적인 숫자를 말씀드릴 수는 없지만, N5에 있어서 스마트폰과 HPC 쪽에서 고객 수요가 있음. 또한 N7 때보다 tapeout 수도 많음. 이는 N5는 복잡, 섬세하며 고객들이 그만큼 원하기 때문.

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

SK 하이닉스 (000660)

17

SK 하이닉스 (000660)

2020. 04. 24

반도체

Analyst 최영산

02. 3779-8425

danechoi@ebestsec.co.kr

긍정적 전망 vs 잔존하는 불확실성

1Q review: 깔끔한 성적표

SK 하이닉스(이하 동사)의 1Q20 실적은 매출액 7.2 조원(yoy +6%), 영업이익 0.8 조원(yoy -41%) 기록하면서 시장 및 동사 컨센서스를 크게 상회. 1 분기 실적의 상승 원인은 1) 예상보다 양호한 B/G(DRAM -4%, NAND +12%)와 2) DRAM 1y 및 NAND 96 단 공정의 수율 개선, 3) NAND 재고자산 평가손 환입 약 1,800 억원, 4) 환율효과 약 700 억원 반영에 따른 수익성 개선에 기인. 2 분기 B/G 가이드는 DRAM 0%(QoQ flat), NAND 10% 수준을 제시하면서 시장 추정치보다 양호한 가이드를 제시. 연간 가이드는 COVID19 불확실성에 따라 미제시

Buy (maintain)

목표주가 **110,000 원**

현재주가 **82,600 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

긍정적 전망 vs 잔존하는 불확실성

인상 깊었던 부분은 1y와 96 단에서의 공정 수율 확보 속도가 양호하다는 점과 메모리 재고의 축소 속도가 상당히 빠르다는 점. (DRAM 2 분기 말 2 주 초반으로 감소, NAND 4 주 미만) 다만, 1) 하반기 DRAM 고정가격 상승폭이 최근 크게 둔화되고 있고, 2) 하반기 일부 서버 및 모바일 수요 불확실성이 잔존하고 있음을 감안할 필요 있음. 결론적으로 이번 메모리 가격 상승 사이클은 기존 대비 더 길어지고 강도가 둔화된 사이클로 변화되고 있다고 판단함. 예상되었던 하반기 가격 상승폭이 둔화되고, 대신에 B/G와 ASP 상승 모두 2021 년으로 이월되는 모습을 추정. 이에 따라, 당사는 DRAM 가격 상승폭을 1Q20~4Q20 기준 각각 3%/10%/3%/1%로 추정하며, 본격적인 가격 상승은 2021 년으로 판단. 이를 반영한 2020 년 연간 영업이익은 5.6 조원(yoy +107%), 2021 년 12.2 조원(yoy +117%) 수준으로 추정. 2 분기 실적은 가이드를 반영하여 매출액 7.7 조원, 영업이익 1.5 조원 수준을 추정함

Stock Data

KOSPI(4/23)	1,914.73 pt
시가총액	601,330 억원
발행주식수	728,002 천주
52 주 최고가 / 최저가	105,000 / 63,100 원
90 일 일평균거래대금	4,331.89 억원
외국인 지분율	48.4%
배당수익률(20.12E)	1.2%
BPS(20.12E)	70,527 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -10.1%
	6 개월 14.3%
	12 개월 15.7%
주주구성	SK 텔레콤 (외 3 인) 20.1%
	국민연금공단 (외 1 인) 11.1%
	자사주 (외 1 인) 6.0%

21 년 선반영 및 5~6 월 수요 회복 시그널 감지 여부가 주가의 Key

현재 동사는 2020F 기준 P/B 1.1~1.3x 수준을 형성하고 있어, 메모리 상승 사이클의 중간 정도의 밸류에이션을 기록하고 있음. 당사는 상대적으로 지수 대비 메모리 대형주들이 underperform 하는 현 상황은 하반기 가격 상승 강도 둔화를 pricing 하고 있기 때문으로 판단함. 따라서, 당사는 현재 메모리 업황의 본격적인 DRAM B/G 및 ASP 상승 시기가 2021 년으로 지연됨에 따라 동사의 본격적인 주가 상승은 1) 2021 년 사이클을 선반영할 수 있으며, 2) 동시에 5~6 월 북미 및 유럽의 수요 회복을 확인하면서 가능할 것으로 전망

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	40,445	20,844	21,341	15,540	22,719	50.7	27,272	2.7	1.5	0.9	38.5
2019	26,991	2,713	2,443	2,016	2,943	-87.0	11,266	27.5	5.9	1.2	4.2
2020E	30,329	5,611	5,240	4,099	5,993	103.6	14,919	13.8	4.4	1.2	8.3
2021E	39,727	12,203	12,057	9,405	13,749	129.4	21,736	6.0	2.8	1.0	16.9
2022E	45,246	10,101	9,965	7,773	11,363	-17.4	19,905	7.3	2.8	0.9	12.2

자료: SK 하이닉스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표5 SK하이닉스 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	6,773	6,452	6,839	6,927	7,200	7,691	7,647	7,791	40,445	26,991	30,329	39,727
DRAM	5,394	4,848	5,073	5,087	5,093	5,378	5,380	5,518	32,295	20,403	21,368	28,723
NAND	1,162	1,264	1,317	1,445	1,753	1,944	1,867	1,857	7,418	5,188	7,421	9,309
매출총이익	2,680	2,016	1,910	1,653	2,280	3,093	3,183	3,330	25,264	8,259	11,886	20,424
판관비	1,314	1,379	1,436	1,417	1,480	1,603	1,584	1,608	4,421	5,545	6,275	8,221
영업이익	1,366	638	473	236	800	1,490	1,599	1,722	20,844	2,713	5,611	12,203
DRAM	1,891	1,295	1,055	796	1,231	1,917	1,954	2,133	19,887	5,037	7,235	14,836
NAND	-540	-671	-600	-580	-466	-465	-395	-452	907	-2390	-1778	-2803
기타	14	13	18	20	35	37	40	42	49	65	154	169
영업이익률 (%)	20%	10%	7%	3%	11%	19%	21%	22%	52%	10%	18%	31%
DRAM	35%	27%	21%	16%	24%	36%	36%	39%	62%	25%	34%	52%
NAND	-46%	-53%	-46%	-40%	-27%	-24%	-21%	-24%	12%	-46%	-24%	-30%

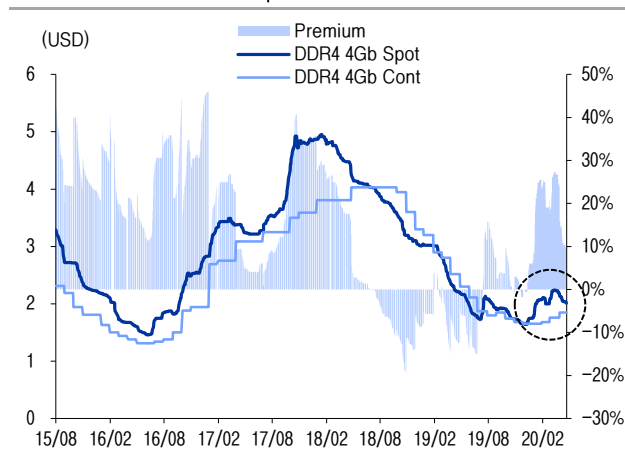
자료: SK 하이닉스, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 SK하이닉스 사업부별 가정

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020F	2021F
DRAM												
Shipment(1Gb Eq. M)	7,352	8,340	10,292	11,156	10,710	10,710	10,496	10,706	30,587	37,139	42,621	50,792
qoq/yoy(%)	-8%	13%	23%	8%	-4%	0%	-2%	2%	21%	21%	15%	19%
ASP(US\$)	0.65	0.50	0.42	0.39	0.41	0.45	0.46	0.46	0.96	0.48	0.45	0.51
qoq/yoy(%)	-27%	-24%	-16%	-7%	3%	10%	3%	1%	21%	-56%	18%	14%
NAND												
Shipment(8Gb Eq. M)	6,536	9,150	9,105	10,052	11,258	12,383	11,764	12,000	22,953	34,843	47,405	66,353
qoq/yoy(%)	-6%	40%	-1%	10%	12%	10%	-5%	2%	37%	52%	36%	40%
ASP(US\$)	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.04	0.02	0.02	0.02
qoq/yoy(%)	-32%	-25%	4%	0%	7%	5%	2%	-2%	-16%	-46%	12%	-9%

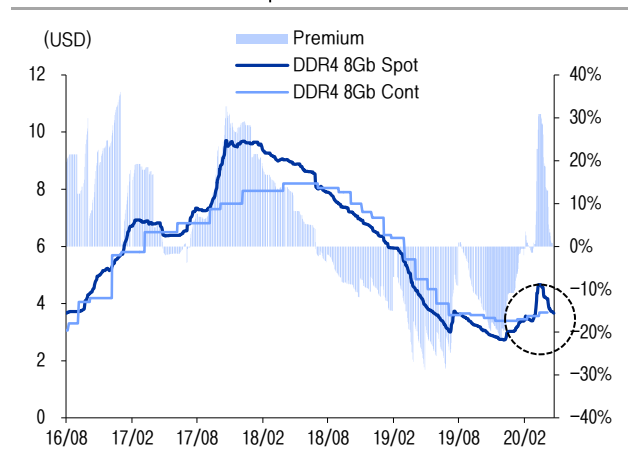
자료: SK 하이닉스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 DRAM DDR4 4Gb Spot/Contract Price Chart



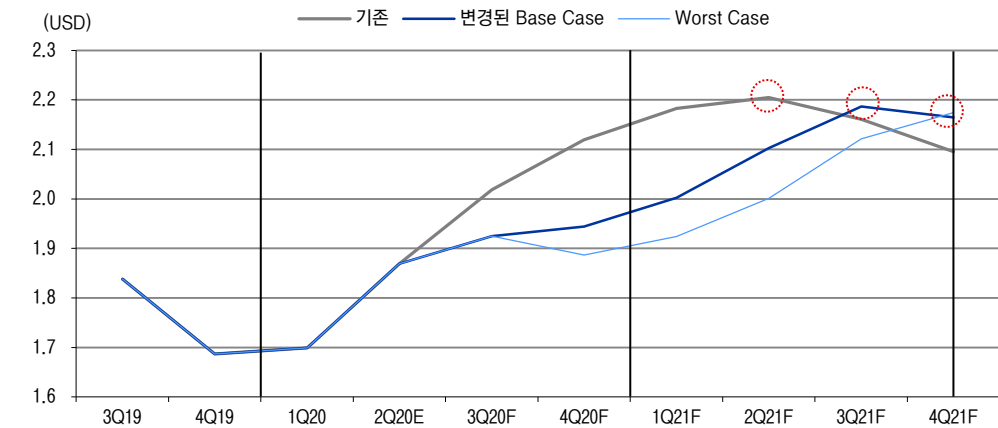
자료: DrameXchange, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 DRAM DDR4 8Gb Spot/Contract Price Chart



자료: DrameXchange, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 각 시나리오별 DRAM ASP 변화 추이 (4Gb 고정가)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 DRAM ASP 추정치 변경

	1Q20	2Q20E	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
기존	3%	10%	8%	5%	3%	1%	-2%	-3%
변경된 Base case	3%	10%	3%	1%	3%	5%	4%	-1%
Worst Case (DeX 추정 예상)	3%	10%	3%	-2%	2%	4%	6%	3%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 DeX DRAM ASP 추정(QoQ)

Application		1Q20	2Q20E	3Q20F	4Q20F
PC DRAM	변경 기존	up 0~5%	up ~15%	mostly flat up 5~10%	down 0~5% up ~5%
Server DRAM	변경 기존	up 5~10%	up 20% or higher	up 0~5% up 5~10%	mostly flat up ~5%
Mobile DRAM	변경 기존	Discrete & eMCP: mostly flat	Discrete & eMCP: up 0~5%	Discrete: mostly flat, eMCP: down 0~10% Discrete & eMCP: up 3~8%	Discrete: down 0~5%, eMCP: down 5~15% Discrete & eMCP: up 0~5%
Graphics DRAM	변경 기존	up 0~5%	up ~10%	up 0~5% up 10~15%	mostly flat up 5~10%
Consumer DRAM	변경 기존	D3 & D4: up 0~5%	D3: up 5~10% D4: up 10~15%	D3 & D4: mostly flat D3 & D4: up 5~10%	D3 & D4: down 0~5% D3 & D4: up ~5%
Total DRAM	변경 기존	low single digit up	up 10% or higher	up 0~5% up 5~10%	down 0~5% up ~5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, DRAMeXchange

SK 하이닉스 (000660)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	19,894	14,458	18,505	25,928	31,270
현금 및 현금성자산	2,349	2,306	4,735	9,086	13,845
매출채권 및 기타채권	6,328	4,273	5,084	7,240	7,482
재고자산	4,423	5,296	6,056	6,865	7,095
기타유동자산	6,794	2,583	2,630	2,737	2,848
비유동자산	43,764	50,332	50,552	53,388	55,127
관계기업투자등	562	769	801	833	867
유형자산	34,953	39,950	39,976	42,717	44,353
무형자산	2,679	2,571	2,448	2,213	1,973
자산총계	63,658	64,789	69,057	79,316	86,398
유동부채	13,032	7,874	7,893	9,495	9,613
매입채무 및 기타채무	4,778	3,410	3,565	5,212	5,387
단기금융부채	1,614	2,943	2,843	2,738	2,618
기타유동부채	6,639	1,521	1,485	1,545	1,608
비유동부채	3,774	8,972	9,805	9,673	9,481
장기금융부채	3,668	8,797	9,623	9,483	9,283
기타비유동부채	107	175	183	190	198
부채총계	16,806	16,846	17,698	19,168	19,093
지배주주지분	46,846	47,928	51,344	60,132	67,289
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,144	4,144	4,144	4,144
이익잉여금	42,034	42,931	46,346	55,135	62,292
비지배주주지분(연결)	7	15	15	15	15
자본총계	46,852	47,943	51,358	60,147	67,304

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	22,227	6,483	11,925	17,577	17,237
당기순이익(손실)	15,540	2,016	4,099	9,405	7,773
비현금수익비용가감	12,282	9,536	9,219	9,465	9,736
유형자산감가상각비	5,904	7,758	8,474	8,760	9,113
무형자산상각비	524	795	835	774	691
기타현금수익비용	62	-59	-90	-69	-68
영업활동 자산부채변동	-1,997	270	-1,393	-1,293	-272
매출채권 감소(증가)	-547	2,215	-811	-2,156	-243
재고자산 감소(증가)	-1,782	-852	-760	-809	-230
매입채무 증가(감소)	43	-295	155	1,647	175
기타자산, 부채변동	290	-798	24	25	26
투자활동 현금	-21,429	-10,451	-9,538	-12,366	-11,542
유형자산처분(취득)	-15,904	-13,866	-8,500	-11,500	-10,750
무형자산 감소(증가)	-931	-673	-711	-540	-450
투자자산 감소(증가)	-345	4,390	-41	-28	-32
기타투자활동	-4,249	-302	-286	-298	-310
재무활동 현금	-1,395	3,903	42	-861	-936
차입금의 증가(감소)	1,047	4,925	726	-245	-320
자본의 증가(감소)	-706	-1,026	-684	-616	-616
배당금의 지급	706	1,026	684	616	616
기타재무활동	-1,737	5	0	0	0
현금의 증가	-601	-43	2,429	4,350	4,759
기초현금	2,950	2,349	2,306	4,735	9,086
기말현금	2,349	2,306	4,735	9,086	13,845

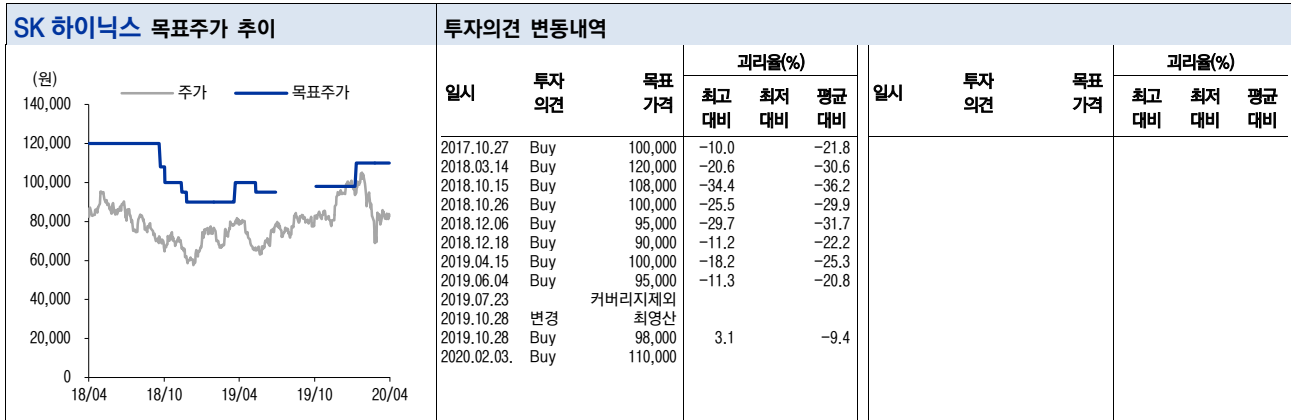
자료: SK 하이닉스, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	40,445	26,991	30,329	39,727	45,246
매출원가	15,181	18,825	18,443	19,302	22,163
매출총이익	25,264	8,165	11,886	20,424	23,084
판매비 및 관리비	4,420	5,453	6,275	8,221	12,983
영업이익	20,844	2,713	5,611	12,203	10,101
(EBITDA)	27,272	11,266	14,919	21,736	19,905
금융손익	310	-99	-288	-222	-212
이자비용	95	239	267	250	241
관계기업등 투자손익	13	23	24	16	16
기타영업외손익	174	-194	-107	60	60
세전계속사업이익	21,341	2,443	5,240	12,057	9,965
계속사업법인세비용	5,801	426	1,141	2,653	2,192
계속사업이익	15,540	2,016	4,099	9,405	7,773
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	15,540	2,016	4,099	9,405	7,773
지배주주	15,540	2,013	4,099	9,405	7,773
총포괄이익	15,559	2,200	4,099	9,405	7,773
매출총이익률 (%)	62.5	30.3	39.2	51.4	51.0
영업이익률 (%)	51.5	10.1	18.5	30.7	22.3
EBITDA 마진률 (%)	67.4	41.7	49.2	54.7	44.0
당기순이익률 (%)	38.4	7.5	13.5	23.7	17.2
ROA (%)	28.5	3.1	6.1	12.7	9.4
ROE (%)	38.5	4.2	8.3	16.9	12.2
ROIC (%)	42.0	4.6	7.9	16.3	12.8

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	2.7	27.5	13.8	6.0	7.3
P/B	0.9	1.2	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	1.5	5.9	4.4	2.8	2.8
P/CF	1.6	5.1	4.5	3.2	3.4
배당수익률 (%)	2.5	1.2	1.2	2.0	3.4
성장성 (%)					
매출액	34.3	-33.3	12.4	31.0	13.9
영업이익	51.9	-87.0	106.8	117.5	-17.2
세전이익	58.8	-88.6	114.5	130.1	-17.4
당기순이익	46.0	-87.0	103.3	129.4	-17.4
EPS	50.7	-87.0	103.6	129.4	-17.4
안정성 (%)					
부채비율	35.9	35.1	34.5	31.9	28.4
유동비율	152.7	183.6	234.4	273.1	325.3
순차입금/자기자본(x)	-6.6	16.1	11.6	2.2	-5.7
영업이익/금융비용(x)	220.3	11.4	21.0	48.9	41.9
총차입금 (십억원)	5,282	11,740	12,466	12,221	11,901
순차입금 (십억원)	-3,092	7,738	5,966	1,299	-3,854
주당지표(원)					
EPS	22,719	2,943	5,993	13,749	11,363
BPS	64,348	65,836	70,527	82,599	92,430
CFPS	38,217	15,868	18,294	25,920	24,050
DPS	1,500	1,000	1,020	1,660	2,820



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 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.4% 5.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2019. 4. 1 ~ 2020. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)