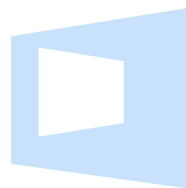


COMPUTEX
TAIPEI

Computex 2024 메리츠 현장 탐방기

The Future is Here



Computex 2024 메리트츠 현장 탐방기

The Future is Here

반도체/디스플레이

Analyst **김선우**

02. 6454-4862

sunwoo.kim@meritz.co.kr



글로벌 투자전략-신흥국

Analyst **최설화**

02. 6454-4883

xuehua.cui@meritz.co.kr

Top Pick

투자판단

적정주가

SK하이닉스 (000660)

Buy

260,000원

Contents



Part I	대만: AI Island	09
Part II	역사를 바꿀 토큰 발전기, AI 반도체	27
기업분석	SK하이닉스 (000660) HBM: Hynix Builds Masterpieces	64



I 대만: AI Island

- Computex 2024는 9명의 글로벌 IT기업 CEO가 참석하는, 역사상 가장 강력한 진영으로 전세계 이목을 집중. 그들이 대만에 모인 근본적인 이유는 더욱 커질 AI 산업 내 반도체 공급망 확보에 있음
- 대만의 반도체 경쟁력은 AI 산업에서 더욱 두드러짐. IC 디자인, 생산, 패키징 및 테스트 단계에 분포된 강소기업과 TSMC와의 협력 시너지는 CoWoS와 같은 선단공정기술로 연결되며 AI칩 생산을 독점
- 한편 오늘의 대만은 안보동맹=기술동맹이라는 지경학적 접근의 대표적인 성공 사례. 미국과 대만의 기술동맹, 대만 정부의 리쇼어링 전략, 파운드리 OEM 모델인 TSMC와 협력 공급망 등 다수 요인은 대만으로 하여금 2019년부터 미국 중심의 공급망 재편, 아시아에서의 경쟁력 회복을 초래했기 때문
- 그럼에도 불구하고 대만은 반도체 산업에 대한 과도한 의존도와 지정학적 리스크에 늘 위기 의식을 갖고, 이를 타개하기 위한 여러 노력 강구 중
- 단기적으로 현실성 있는 전략은 Run Faster: 대만 정부는 2029년까지 대만형 칩법을 발표해 해외 선두기업과의 동맹을 진일보 강화하고, 기업들은 분절화 세상에 대비하기 위해 미국 및 동남아 중심의 해외진출을 확대함으로써 경쟁 우위 확보, 격차 확대하는 것
- 거대한 AI 산업 발전과 함께 앞으로 더욱 많은 기업들 간 경쟁 심화 예상. 다만 대만은 Nvidia를 포함한 글로벌 AI 선두기업들과의 강력한 파트너십 및 선단 공정 기술로 경쟁사와의 기술 격차를 넓히고 있다는 점에서 적어도 향후 1년 내 대만국이 혹은 기업을 찾기 어려울 전망. Top-down 관점에서 대만중시 및 대만의 AI칩 생산 공급망에 포함되는 글로벌 테크기업에 대한 매수 의견 유지

II 역사를 바꿀 토큰 발전기, AI 반도체

- 인류와 사회의 발전은 '정보'의 개념이 도출되며 가속 전개. 데이터와 정보는 혼돈하기 쉬우나, 후자는 전자의 정제·정리된 개념으로 이해
- 정보의 기하급수적인 증가는, 생성형 AI 발전 속 예상을 능가하는 수준으로 가속화 되는 중. 그 기반이 되는 데이터를 담고 연산하는 반도체의 수요 역시 지속 증가
- LLM의 등장과 Chat GPT의 급속한 발전과 보급으로 인해 2023년부터 밸류체인 전후방에서 급격한 투자 집행이 발생하는 중
- 이와 관련해 AI 투자 팽창을 우려하는 시각도 등장하고 있는 와중 대만의 Computex 2024 행사 개막
- 과거 PC 및 관련 부품 박람회 성격의 본 행사는 엔비디아, AMD, 인텔, 퀄컴 등 핵심 반도체 업체 모두가 참가하는 주요 이벤트로 급부상. 해당 업체들의 CEO는 모두 경쟁적으로 기조연설에 적극 참여함
- AI에서 주목해야 하는 건 바로 '경쟁'임. 향후 LLM 훈련, 칩 설계 및 생산, 서버 투자, 추론 서비스 확립을 위한 기업간의 투자는 끊임없이 이어질 전망. 2024년 말부터는 기업간 경쟁을 넘어서서 지역간 경쟁으로 전개될 전망. 북미/중동/유럽/동아시아의 투자 경쟁 속 복합 산업 구축이 뒤를 이을 것. 당사는 중동의 투자 확대에 주목
- Top Pick: SK하이닉스 (000660)
 - 1) 스페셜티 메모리의 최강자. HBM 실적 추정치 재차 상향조정
 - 2) 스페셜티 메모리가 아날로그 특성과 주요 고객 파트너십에 기반함에 따라 Tier2와의 간극은 쉽사리 좁혀지지 않을 전망
 - 3) 역대 최대 전사 이익 올해 경신 후 내년 이익 폭증. 이는 재평가를 견인



Computex 2024 메리츠 현장 탐방기

The Future is Here

기업분석

종목명	투자판단	적정주가
SK하이닉스 (000660)	Buy	260,000원

SK하이닉스 (000660) HBM: Hynix Builds Masterpieces

Analyst 김선우 02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	260,000원
현재주가 (6. 7)	207,500원
상승여력	25.3%

KOSPI	2,722.67pt
시가총액	1,510,605억원
발행주식수	72,800만주
유동주식비율	73.95%
외국인비중	55.57%
52주 최고/최저가	207,500원/108,000원
평균거래대금	7,193.1억원

주요주주(%)	
에스케이스퀘어 외 8 인	20.07
국민연금공단	7.90
The Capital Group 외 38 인	5.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.5	65.2	92.1
상대주가	16.0	51.2	84.6

주가그래프



Computex 2024 및 키노트를 통해 HBM 실적 추정치 다시 상향조정

- 엔비디아는 GPU 가속기 출시 일정 변화 발표. B100에 이어, B200에도 HBM3E는 12단이 아닌 8단으로 유지 전망
- 25년 출시될 Blackwell Ultra 플랫폼에서 HBM3E 12단 사용이 예상되며, 2025년 중반까지 SK하이닉스의 엔비디아 내 HBM 시장은 사실상 독점 상태가 유지될 전망 (24년말 HBM capa = SK하이닉스 125k, 마이크론 30k)
- 2024년과 2025년 SK하이닉스의 HBM 매출/영업이익을 각각 11.6조원/5.7조원과 18.8조원/8.4조원으로 전망

2024년 동사 역사상 최대 매출, 최대 이익 달성 전망. 스페셜티 시장 독점하며 사상 최고로 빠른 턴어라운드 실현

- 2Q24 SK하이닉스의 매출과 영업이익 16.2조원, 5.1조원으로 전망
- 2024년 매출과 영업이익은 67.4조원, 21.7조원 예상. 역사상 최대 영업이익을 달성한 2018년 20.8조원 경신
- 고부가 제품 차별화 전략이 AI 주도 서버 트렌드와 겹치며 DRAM 판가 및 수익성은 경쟁사 대비 확연한 차별화 실현
- 전반적인 공급 제한 속 arm 아키텍처 사용 증가 (서버 및 노트북)로 LPDDR 수요마저 4Q24부터 강화될 전망
- DRAM 중심 영업이익 개선은 2025년까지 지속될 전망. 2012~14년의 DRAM 산업 개선세와 유사한 흐름. 동사는 사이클 고점이 연장된 2014년에 주가 리레이팅이 발생했음을 기억할 필요
- 적정주가 기준 22만원에서 26만원으로 상향조정 (24E/25E AVG BPS 2.5배 적용, 09~11년 Peak cycle 고점 배수)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	44,621.6	6,809.4	2,229.6	3,062.6	-76.8	86,904.0	67.8	2.4	4.3	3.5	64.1
2023	32,765.7	-7,730.3	-9,112.4	-12,517.0	적자전환	73,494.7	n/a	2.8	16.7	-17.0	87.5
2024E	67,403.0	21,746.9	13,206.5	18,140.7	흑자전환	90,592.9	11.4	2.3	3.2	22.1	86.7
2025E	86,212.9	31,163.8	20,593.6	28,287.9		117,716.1	7.3	1.8	2.1	27.2	68.7
2026E	97,302.1	35,399.9	23,857.6	32,771.3		148,544.2	6.3	1.4	1.5	24.6	55.5

HBM 현황 업데이트 - SK하이닉스에 유리한 다수의 정황 포착

Computex 2024
The Future is Here

엔비디아 신규 GPU 로드맵 - 엔비디아의 HBM3E 12단 채용은 지연되는 모습

회사	AI칩	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
엔비디아	H100	HBM3 8hi 80GB					HBM3E 8hi 141GB							
	GH200 (CPU+GPU)						HBM3E 8hi 141GB							
	H20						HBM3 8hi 96GB							
	H200						HBM3E 8hi 141GB							
	B100						HBM3E 8hi 192GB							
	GB200 (CPU+GPU)						HBM3E 8hi 192/384GB							
	B200										HBM3E 8hi 288GB			
	B100 Ultra (신규)						12단 탑재 지연				HBM3E 12hi 288GB			

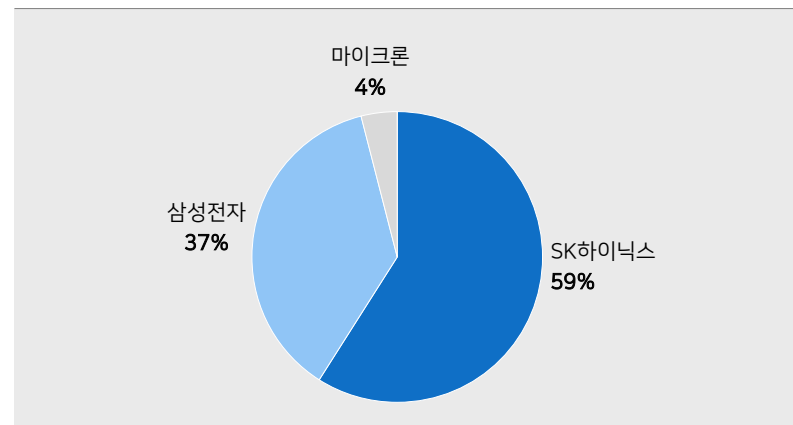
자료: TrendForce, 엔비디아, 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 HBM 추정치 상향조정

(십억원)	New		Old		차이 (%)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
HBM 매출액	11,574.8	18,790.6	10,248.5	17,548.7	12.9	7.1
HBM 영업이익	5,681.2	8,406.0	5,119.6	7,450.0	11.0	12.8
HBM 영업이익률 (%)	49.1	44.7	50.0	42.5	-0.9	2.3

자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

1Q24 HBM 시장 점유율



자료: 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 - 2024년 역대 최고 영업이익 경신

Computex 2024
The Future is Here

SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	12,429.6	16,158.4	18,943.2	19,871.8	19,317.2	21,549.3	22,524.3	22,822.1	32,765.7	67,403.0	86,212.9	97,302.1
DRAM	7,388.4	10,261.1	12,212.6	12,733.1	12,341.9	14,099.3	14,332.0	14,614.3	20,462.1	42,595.1	55,387.5	62,811.4
NAND	4,635.7	5,410.3	6,202.9	6,529.4	6,461.9	6,914.2	7,611.8	7,605.0	10,333.1	22,778.3	28,592.8	32,034.9
영업이익	2,886.0	5,050.2	6,522.4	7,288.3	6,649.9	8,045.9	8,314.1	8,153.8	-7,730.3	21,746.9	31,163.8	35,399.9
DRAM	2,494.9	4,437.8	5,690.5	6,406.7	5,825.7	7,061.9	6,942.6	7,077.2	536.7	19,029.9	26,907.3	29,868.9
NAND	454.5	685.4	911.1	973.0	849.9	1,021.6	1,365.7	1,046.5	-7,968.9	3,023.9	4,283.7	5,330.5
기타	-63.3	-73.1	-79.2	-91.4	-25.7	-37.5	5.8	30.1	-298.1	-306.9	-27.2	200.4
세전이익	2,372.6	4,534.2	6,373.7	3,036.6	6,868.1	7,879.9	8,234.7	3,390.9	-11,657.8	16,317.1	26,373.6	30,558.1
지배주주순이익	1,919.3	3,660.4	5,150.9	2,475.9	5,359.3	6,143.1	6,424.0	2,667.2	-9,112.4	13,206.5	20,593.6	23,857.6
영업이익률 (%)	23%	31%	34%	37%	34%	37%	37%	36%	-24%	32%	36%	36%
DRAM	34%	43%	47%	50%	47%	50%	48%	48%	3%	45%	49%	48%
NAND	10%	13%	15%	15%	13%	15%	18%	14%	-77%	13%	15%	17%

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 - 메모리 전망 주요 가정

Computex 2024
The Future is Here

SK하이닉스 – 메모리 출하량 및 판가 전망 가정치

		1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	15,862	18,875	20,574	20,780	20,156	22,575	24,155	24,880	63,477	76,090	91,767	109,874
	% QoQ	-15%	19%	9%	1%	-3%	12%	7%	3%				
	% YoY	41%	25%	12%	11%	27%	20%	17%	20%	14%	20%	21%	20%
	NAND	305,615	305,615	336,177	352,986	356,516	381,472	415,804	428,278	1,135,175	1,300,393	1,582,070	1,919,528
	% QoQ	-2%	0%	10%	5%	1%	7%	9%	3%				
	% YoY	51%	1%	6%	13%	17%	25%	24%	21%	22%	15%	22%	21%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.35	0.40	0.44	0.46	0.47	0.48	0.46	0.45	0.25	0.42	0.46	0.44
	% QoQ	21%	14%	10%	4%	3%	2%	-5%	-1%				
	% YoY	73%	81%	78%	57%	34%	20%	4%	-1%	-37%	69%	12%	-5%
	NAND	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	% QoQ	31%	14%	5%	1%	1%	0%	1%	-3%				
	% YoY	67%	114%	123%	58%	22%	7%	3%	-1%	-40%	87%	7%	-8%
영업이익률 (%)	DRAM	34%	43%	47%	50%	47%	50%	48%	48%	3%	45%	47%	50%
	NAND	10%	13%	15%	15%	13%	15%	18%	14%	-77%	13%	13%	15%

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 (000660)

Computex 2024
The Future is Here

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	44,621.6	32,765.7	67,403.0	86,212.9	97,302.1
매출액증가율(%)	3.8	-26.6	105.7	27.9	12.9
매출원가	28,993.7	33,299.2	33,888.3	52,698.2	63,787.4
매출총이익	15,627.9	-533.5	33,514.7	33,514.7	33,514.7
판매비와관리비	8,818.4	7,196.9	11,767.8	15,133.8	17,086.5
영업이익	6,809.4	-7,730.3	21,746.9	31,163.8	35,399.9
영업이익률(%)	15.3	-23.6	32.3	36.1	36.4
금융손익	-1,377.3	-3,831.4	-5,442.4	-4,814.8	-4,866.4
종속/관계기업관련손익	131.2	15.1	24.6	24.6	24.6
기타영업외손익	-1,246.1	-3,816.3	-5,429.8	-4,790.2	-4,841.8
세전계속사업이익	4,002.8	-11,657.8	16,317.1	26,373.6	30,558.1
법인세비용	1,761.1	-2,520.3	3,132.9	5,802.2	6,722.8
당기순이익	2,241.7	-9,137.6	13,184.2	20,571.4	23,835.3
지배주주지분 순이익	2,229.6	-9,112.4	13,206.5	20,593.6	23,857.6
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	28,733.3	30,468.1	44,581.4	63,379.0	85,638.9
현금및현금성자산	4,977.0	7,587.3	16,347.8	32,055.6	50,992.6
매출채권	5,186.1	6,600.3	10,601.4	11,175.3	11,755.6
재고자산	15,664.7	13,480.7	13,695.1	15,728.4	17,952.5
비유동자산	75,138.2	69,862.1	78,539.4	81,162.4	82,464.5
유형자산	60,228.5	52,704.9	52,608.7	52,608.7	53,908.7
무형자산	3,512.1	3,834.6	3,428.3	2,911.2	2,480.3
투자자산	1,352.9	1,367.4	1,488.5	1,508.7	1,528.9
자산총계	103,871.5	100,330.2	123,120.8	144,541.4	168,103.4
유동부채	19,843.7	21,007.8	37,738.1	44,713.3	48,753.5
매입채무	2,186.2	1,845.5	3,243.9	3,725.5	4,252.4
단기차입금	3,833.3	4,145.7	3,138.7	3,138.7	3,138.7
유동성장기부채	3,590.0	5,711.5	8,539.2	8,307.0	7,981.7
비유동부채	20,737.3	25,818.6	19,433.7	14,133.4	11,212.2
사채	6,531.9	9,490.4	11,361.1	7,089.8	5,089.8
장기차입금	9,139.5	10,152.6	4,234.2	3,133.1	2,133.1
부채총계	40,581.0	46,826.4	57,171.8	58,846.6	59,965.8
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,336.2	4,372.6	4,405.9	4,405.9	4,405.9
기타포괄이익누계액	898.7	1,014.1	1,293.6	1,293.6	1,293.6
이익잉여금	56,685.3	46,729.3	58,833.3	78,579.1	101,022.0
비지배주주지분	24.2	-0.5	-2.8	-2.8	-2.8
자본총계	63,290.5	53,503.8	65,949.0	85,694.8	108,137.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	14,780.5	4,278.2	27,603.3	38,198.7	41,015.3
당기순이익(손실)	2,241.7	-9,137.6	13,184.2	20,571.4	23,835.3
유형자산감가상각비	13,371.9	13,121.1	15,000.0	15,500.0	15,500.0
무형자산상각비	779.6	552.5	865.2	917.1	830.9
운전자본의 증감	-2,689.7	793.8	-4,294.5	-1,945.7	-2,080.9
투자활동 현금흐름	-17,883.8	-7,334.7	-15,019.4	-16,060.7	-17,360.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-19,010.3	-8,325.1	-14,500.0	-15,500.0	-16,800.0
투자자산의 감소(증가)	198.5	-18.7	-49.0	4.4	4.4
재무활동 현금흐름	2,821.8	5,696.9	-3,967.9	-6,430.2	-4,717.7
차입금증감	4,792.9	6,968.5	-3,013.2	-5,604.6	-3,325.3
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-81.0	2,610.3	8,760.5	15,707.8	18,936.9
기초현금	5,058.0	4,977.0	7,587.3	16,347.8	32,055.6
기말현금	4,977.0	7,587.3	16,347.8	32,055.6	50,992.6
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	61,293	45,008	92,586	118,424	133,656
EPS(지배주주)	3,063	-12,517	18,141	28,288	32,771
CFPS	-111	3,586	12,034	21,577	26,012
EBITDAPS	28,792	8,164	51,665	65,358	71,059
BPS	86,904	73,495	90,593	117,716	148,544
DPS	1,200	1,200	1,200	2,848	2,958
배당수익률(%)	0.6	0.6	0.6	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	67.8	n/a	11.4	7.3	6.3
PCR	-1,865.4	57.9	17.2	9.6	8.0
PSR	3.4	4.6	2.2	1.8	1.6
PBR	2.4	2.8	2.3	1.8	1.4
EBITDA	20,960.9	5,943.4	37,612.1	47,580.9	51,730.8
EV/EBITDA	4.3	16.7	3.2	2.1	1.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.5	-17.0	22.1	27.2	24.6
EBITDA이익률	10.1	-67.7	60.6	48.3	48.0
부채비율	64.1	87.5	86.7	68.7	55.5
금융비용부담률	1.0	3.8	1.9	0.7	-0.4
이자보상배율(x)	12.8	-5.3	12.9	22.3	29.3
매출채권회전율(x)	6.6	5.6	7.8	7.9	8.5
재고자산회전율(x)	2.4	2.3	2.5	3.6	3.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월 (20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월 (20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월 (20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK하이닉스 (000660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.05.31	Indepth	Buy	141,000	김선우	-30.9	-23.4	
2022.07.28	기업브리프	Buy	134,000	김선우	-34.4	-25.8	
2023.01.10	Indepth	Buy	119,000	김선우	-25.1	-8.2	
2023.05.30	Indepth	Buy	132,000	김선우	-13.3	-9.5	
2023.07.27	기업브리프	Buy	147,000	김선우	-18.4	-11.6	
2023.10.26	기업브리프	Buy	167,000	김선우	-21.6	-15.3	
2024.01.02	기업브리프	Buy	185,000	김선우	-25.6	-18.9	
2024.02.15	산업분석	Buy	190,000	김선우	-10.9	-0.8	
2024.04.22	기업브리프	Buy	220,000	김선우	-15.1	-5.7	
2024.06.10	Indepth	Buy	260,000	김선우	-	-	