

SK 하이닉스 (000660)

단기 실적 둔화, 하지만 HBM 주도권 및 이익의 질은 개선

투자의견

BUY(유지)

목표주가

260,000 원(상향)

현재주가

219,500 원(01/23)

시가총액

159,797(십억원)

이승우_02)368-6121_swlee6591@eugenefn.com

- 4분기 실적은 매출 19.8조원, 영업이익 8.1조원으로 높아진 시장 기대치에 부합. 2024년 연간 실적은 매출 66.2조원, 영업이익 23.5조원으로 2018년 슈퍼 호황기 때 기록했던 영업이익 20.8조원을 경신
- 하지만 1분기 DRAM, NAND 비트로스 가이드는 각각 10% 초반 감소, 10% 후반 감소로 제시. PC와 스마트폰 재고조정으로 레거시 메모리 제품 가격은 두 자릿 수까지 하락 예상. 이러한 현실적 조건을 감안하면 1분기 실적은 매출 15.4조원, 영업이익 5.7조원으로 둔화할 것으로 예상됨
- 2025년 HBM 시장은 2배 이상의 고성장세가 유지될 전망이고 하반기부터는 레거시 가격의 하락세도 진정될 전망. 이에 2025년 연간으로 매출 73.5조원, 영업이익 27.1조원으로 각각 11%, 15% 성장할 것으로 전망
- HBM 주도권은 25년에도 견고하게 유지될 전망. 단 2026년 이후에도 이러한 독주 체제가 계속될지 시장은 의심을 지우지 않을 것. 즉, 커스터마이징 되어가는 메모리 산업의 질적 변화에도 불구하고 의미있는 수준의 밸류에이션 레벨업은 현실적으로 쉽지 않을 것이라고 판단됨
- 12월의 초현실적 한국 정치 리스크로 낮췄던 타겟 P/B를 2.0배로 원복시키고, 투자의견 'BUY'와 목표주가 26만원을 제시. 상반기 실적 둔화로 주가 숨 고르기가 진행된다면 좋은 매수 기회가 될 것.

주가(원,1/23)	219,500
시가총액(십억원)	159,797
발행주식수	728,002천주
52주 최고가	248,500원
최저가	131,700원
52주 일간 Beta	2.04
60일 일평균거래대금	7,621억원
외국인 지분율	55.9%
배당수익률(2024F)	0.5%
주주구성	
에스케이스퀘어	20.1%
국민연금공단	7.4%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	26.4	16.4	54.4
절대기준	29.4	7.1	55.9
(조원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	260,000	220,000	▲
영업이익(25)	27.1	25.6	▲
영업이익(26)	27.5	26.7	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	32,766	66,193	73,513	78,122
영업이익	-7,730	23,468	27,061	27,490
세전손익	-11,658	23,885	26,429	25,110
당기순이익	-9,138	19,796	21,641	20,390
EPS(원)	-12,517	27,182	29,699	27,966
증감률(%)	적전	흑전	9.3	-5.8
PER(배)	na	8.1	7.4	7.8
ROE(%)	-15.6	31.1	25.7	19.7
PBR(배)	1.9	2.2	1.7	1.4
EV/EBITDA(배)	21.7	4.7	4.1	3.7

자료: 유진투자증권



4Q24 Review

SK 하이닉스의 4Q24 실적은 매출 19.77 조원(YoY +75%, QoQ +12%), 영업이익 8.08 조원(QoQ +15%, OPM 41%)으로 컨센서스에 부합.

DRAM의 전체 매출 가운데 HBM의 비중은 40%를 상회하며, 2024년 연간으로는 전년대비 4.5배 이상 매출 성장

메모리 시장은 가격과 물량이 중요한 커머디티 성격에서 품질과 성능이 우선시되는 맞춤형 시장으로 진화 중. 이 같은 변화를 이끌고 있는 하이엔드 제품 시장에 선제적으로 대응하면서 SK 하이닉스의 HBM 매출은 전년대비 350%, eSSD 매출은 300% 증가. 부문별 매출은 DRAM 14.6 조원, NAND 4.7 조원 추정.

이에 2024년 연간 실적은 매출 66.2 조원, 영업이익 23.5 조원으로 쉽지 않을 것으로 보였던 2018년의 실적을 뛰어넘는 성과를 기록.

가이드런스

1분기 빗그로스 가이드런스는 DRAM -12%, NAND -18% 수준으로 제시. DRAM 시장의 경우 HBM을 중심으로 하이엔드 칩 수요는 견조하겠으나, 레거시 DRAM은 최종 IT 수요 부진과 고객사 재고 조정의 영향이 불가피. 이에 DDR4와 LPDDR4의 생산 증가율을 한자리 수준으로 축소할 계획. NAND는 레거시 수요 약세로 생산 조정 계획.

2025년 HBM 매출은 100% 증가할 것으로 기대되며, 특히 ASIC 칩 수요 증가에 맞추어 고객사도 늘어날 전망. 제품 세대별로 보면 HBM3E 12단은 올해 상반기 중 전체 HBM3E 출하량의 절반 이상을 차지할 전망이며, HBM4 12단 제품도 올해 개발과 양산 준비를 모두 완료해 HBM에서의 주도권을 계속 이어갈 것으로 예상됨.

신규 팹 건설로 인프라 투자비가 증가할 전망. 청주 M15X가 4분기에 가동 예정이고, 2027년 1분기에는 용인 클러스터 1기 팹이 구축될 계획. 2024년 캐패스 15.9조원 대비 늘어난 19조원에 이를 것으로 예상됨. 그러나, 캐패스의 기본 방향은 과도한 캐파 확대보다는 선단 공정 전환 중심으로 진행할 것이기 때문에 상반기 동안에는 보수적인 투자가 집행될 것으로 전망.

실적 전망

DRAM과 NAND 모두 두 자릿수 출하 감소와 현 시점에서의 PC와 모바일 수요 부진 및 재고조정을 감안하면 DDR4와 LPDDR4 위주로 가격이 계속 하락할 전망이다. 2025년 서버 수요는 AI 서버뿐만 아니라 일반 서버 수요도 견조할 것으로 예상되나, 1분기는 계절적 변수와 미국 정권교체기의 불확실성 영향에서 자유롭지 못할 전망이다.

이러한 변수들을 종합할 때, 1분기 실적은 매출 15.4조원, 영업이익 5.7조원으로 4분기 대비 각각 22%, 29% 감소할 것으로 예상됨.

회사의 가이드는 이처럼 레거시 수요 둔화에 따른 단기 실적 악화를 예고했다고 볼 수 있음. 그러나, 1분기를 저점으로 실적은 다시 분기 이익 6조, 7조, 8조 원대로 상승 전환할 것으로 기대함. 2025년 연간 실적은 매출 73.5조원, 영업이익 27.1조원으로 각각 11%, 15% 증가할 것으로 예상.

Investment Highlight

유진 리서치는 2024년 약 80% 성장한 메모리 반도체 시장이 2025년에는 DRAM은 한 자릿수 성장, NAND는 한 자릿수 역성장할 것으로 전망. 시장 전체적으로 보면 메모리 업체들의 실적이 크게 개선되기는 쉽지 않을 수 있다는 얘기. 하지만, HBM 시장은 2024년 약 4배 성장에 이어 2025년에도 2배 이상 성장을 예상. 즉 같은 메모리 업체라도 HBM 성과에 따른 실적 차별화는 계속 진행될 것.

그러나 HBM 시장의 고성장과 SK 하이닉스의 HBM 독주라는 상황이 2026년 이후에도 계속될 것인가에 대해 시장은 끊임없는 의문을 제기할 것으로 보임. 결국 메모리 시장의 질적 변화에도 불구하고 이러한 의심과 중국 업체들의 약진에 대한 두려움으로 메모리 산업의 타겟 밸류에이션이 크게 높아지기는 쉽지 않을 것으로 판단됨.

지난 12월 벌어진 초현실적 정치 리스크를 반영해 타겟 P/B를 2.0에서 1.8로 하향했으나, 이를 2.0배로 원복 시키고 실적 추정치 변경을 반영해 목표가를 26만원으로 수정 제시하고, 투자 의견 'BUY'를 유지함.

도표 1. 실적 변경 내용 요약

(십억원)	신규전망		기존전망		변경폭	
	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F
원달러	1,364	1,415	1,363	1,410	0%	0%
매출액	66,193	73,513	64,851	70,425	2%	4%
영업이익	23,468	27,061	22,694	25,791	3%	5%
세전이익	23,885	26,429	21,423	25,159	11%	5%
순이익	19,796	21,641	17,301	20,126	14%	8%
EPS (원)	27,182	29,699	23,762	27,619	14%	8%

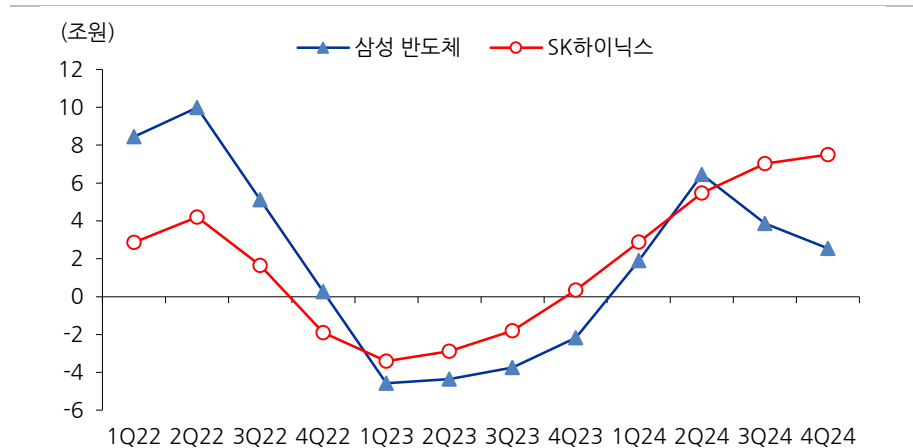
자료: 유진투자증권

도표 2. SK 하이닉스 P/B 밴드



자료: 유진투자증권

도표 3. 영업이익 비교: SK 하이닉스 vs 삼성전자 DS



자료: 유진투자증권

도표 4. 매출액, 영업코스트, 영업이익 추이 비교

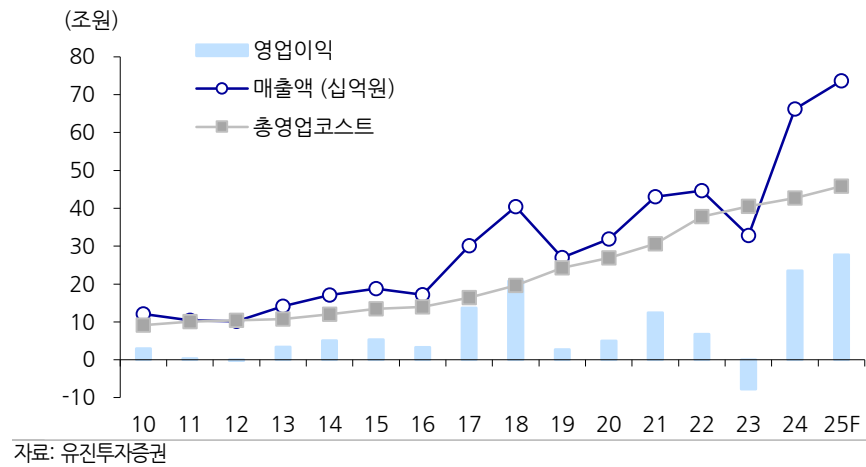


도표 5. 주요 가정

주요 가정	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	3Q25F	2023	2024	2025F	2026F
원/달러 (평균)	1,328	1,371	1,359	1,395	1,440	1,420	1,400	1,400	1,306	1,364	1,415	1,400
(기말)	1,347	1,377	1,308	1,395	1,440	1,420	1,400	1,400	1,306	1,364	1,415	1,400
DRAM												
Bits (GB m)	2,025	2,456	2,438	2,563	2,252	2,463	2,900	3,260	8,038	9,456	10,875	12,289
b/g	-15%	21%	-1%	5%	-12%	9%	18%	12%	13%	18%	15%	13%
ASP (\$/GB)	\$2.8	\$3.1	\$3.7	\$4.0	\$3.6	\$3.6	\$3.5	\$3.5	\$2.0	\$3.4	\$3.6	\$3.4
chg.	20%	11%	16%	9%	-9%	-1%	-1%	1%	-37%	73%	3%	-4%
매출 (십억원)	7,493	10,700	12,048	14,576	11,456	12,236	14,016	15,861	20,769	44,818	53,569	57,762
YoY	157%	142%	98%	98%	53%	14%	16%	9%	-27%	117%	20%	8%
QoQ	2%	43%	13%	21%	-21%	7%	15%	13%				
HBM												
Bits (GB m)	80	140	210	320	270	330	400	460	185	750	1,460	1,774
b/g	14%	75%	50%	52%	-16%	22%	21%	15%	161%	305%	95%	21%
% of DRAM	4.0%	5.7%	8.6%	12.5%	12.0%	13.4%	13.8%	14.1%	2.3%	7.9%	13.4%	14.4%
ASP (\$/GB)	11.2	11.2	12.8	14.0	13.8	13.7	13.7	13.6	12.0	12.8	13.7	12.9
chg.	-3%	0%	15%	9%	-1%	-1%	0%	-1%	51%	7%	7%	-6%
매출 (십억원)	1,187	2,140	3,650	6,251	5,365	6,420	7,672	8,758	2,918	13,228	28,216	32,034
YoY	197%	252%	329%	490%	352%	200%	110%	40%	295%	353%	113%	14%
QoQ	12%	80%	71%	71%	-14%	20%	20%	14%				
% of DRAM	15.8%	20.0%	30.3%	42.9%	46.8%	52.5%	54.7%	55.2%	14.1%	29.5%	52.7%	55.5%
NAND												
Bits (TB m)	38.9	39.5	34.9	32.9	27.0	33.9	41.4	45.2	147.3	146.2	147.5	159.4
B/G	-4%	2%	-12%	-6%	-18%	25%	22%	9%	22%	-1%	1%	8%
ASP (\$/TB)	\$84	\$98	\$112	\$105	\$93	\$87	\$87	\$87	\$52	\$99	\$88	\$84
chg.	30%	17%	14%	-6%	-12%	-6%	0%	0%	-44%	90%	-11%	-5%
매출 (십억원)	4,407	5,185	4,981	4,712	3,497	4,061	4,895	5,346	9,653	19,285	17,799	18,110
YoY	161%	131%	105%	43%	-21%	-22%	-2%	13%	-32%	100%	-8%	2%
QoQ	34%	18%	-4%	-5%	-26%	16%	21%	9%				

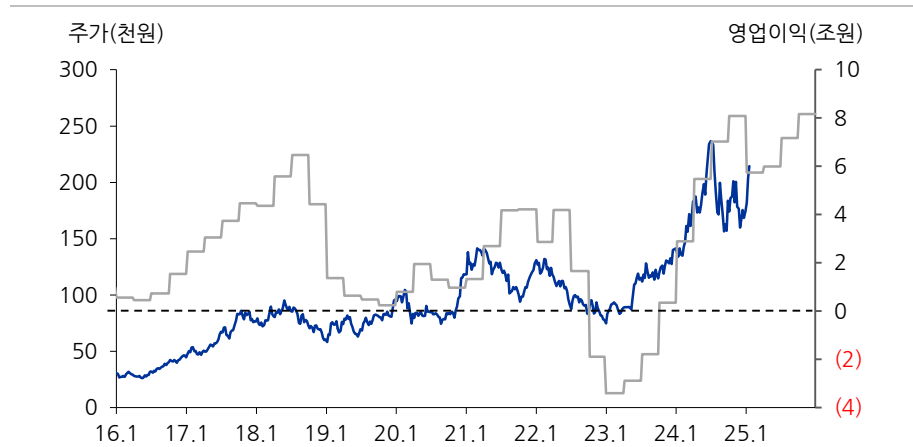
자료: 유진투자증권

도표 6. 실적 전망 요약

SK하이닉스	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	3Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액 (백만\$)	9,356	11,980	12,927	14,167	10,736	11,858	13,942	15,555	25,021	48,546	52,011	55,866
Y/Y	135%	116%	87%	66%	15%	-1%	8%	10%	-28%	94%	7%	7%
Q/Q	9%	28%	8%	10%	-24%	10%	18%	12%				
매출액 (십억원)	12,430	16,423	17,573	19,767	15,460	16,839	19,519	21,777	32,766	66,193	73,595	78,212
Y/Y	144%	125%	94%	75%	24%	3%	11%	10%	-27%	102%	11%	6%
Q/Q	10%	32%	7%	12%	-22%	9%	16%	12%				
DRAM	7,493	10,700	12,048	14,576	11,456	12,236	14,016	15,861	20,769	44,818	53,569	57,762
NAND	4,407	5,185	4,981	4,712	3,497	4,061	4,895	5,346	9,653	19,285	17,799	18,110
Others	529	538	544	479	507	542	608	570	2,344	2,090	2,227	2,340
DRAM 비중	60%	65%	69%	74%	74%	73%	72%	73%	63%	68%	73%	74%
NAND 비중	35%	32%	28%	24%	23%	24%	25%	25%	29%	29%	24%	23%
총영업코스트	9,544	10,955	10,543	11,684	9,649	10,704	12,132	13,355	40,496	42,725	45,840	49,401
감가상각비	3,194	3,132	3,082	3,110	3,329	3,311	3,293	3,274	13,674	12,518	13,207	13,867
캐시코스트	6,349	7,823	7,461	8,574	6,320	7,392	8,838	10,081	26,822	30,207	32,633	35,534
영업이익	2,886	5,469	7,030	8,083	5,811	6,135	7,388	8,422	-7,730	23,468	27,755	28,811
Y/Y	-	-	-	2236%	101%	12%	5%	4%	-	-	18%	4%
Q/Q	734%	89%	29%	15%	-28%	6%	20%	14%				
DRAM	2,336	4,848	6,101	7,384	5,725	5,921	6,818	7,708	1,020	20,669	26,172	26,967
NAND	549	628	926	690	82	211	565	711	-8,752	2,793	1,569	1,803
영업이익률	23.2%	33.3%	40.0%	40.9%	37.6%	36.4%	37.8%	38.7%	-23.6%	35.5%	37.7%	36.8%
DRAM	31%	45%	51%	51%	50%	48%	49%	49%	5%	46%	49%	47%
NAND	12%	12%	19%	15%	2%	5%	12%	13%	-91%	14%	9%	10%
순이익	1,917	4,120	5,753	8,006	4,621	4,895	5,933	6,625	-9,138	19,797	22,076	21,573
지배주주순이익	1,919	4,120	5,749	8,000	4,616	4,890	5,928	6,620	-9,112	19,788	22,056	21,541
EPS (원)									-12,517	27,182	30,296	29,590

자료: 유진투자증권

도표 7. 영업이익과 주가 비교



자료: 유진투자증권

SK하이닉스(000660.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	103,872	100,330	119,855	137,779	160,680
유동자산	28,733	30,468	42,279	51,541	63,227
현금성자산	5,407	8,160	14,156	21,227	28,557
매출채권	5,444	6,942	13,019	13,232	14,843
재고자산	15,665	13,481	13,314	15,032	17,656
비유동자산	75,138	69,862	77,576	86,238	97,453
투자자산	11,397	13,254	13,401	15,480	17,360
유형자산	60,229	52,705	66,514	75,546	74,415
기타	3,513	3,903	(2,339)	(4,788)	5,677
부채총계	40,581	46,826	45,940	43,542	48,232
유동부채	19,844	21,008	21,782	26,866	27,675
매입채무	10,807	7,026	1,911	3,040	2,922
유동성이자부채	7,705	11,968	4,793	9,877	10,018
기타	1,332	2,015	15,078	13,950	14,735
비유동부채	20,737	25,819	22,281	21,760	21,366
비유동이자부채	17,092	22,013	17,431	15,325	15,325
기타	3,645	3,806	4,850	6,435	6,041
자본총계	63,291	53,504	73,916	94,238	112,448
지배지분	63,266	53,504	73,910	94,218	112,400
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,336	4,373	4,487	4,487	4,487
이익잉여금	56,685	46,729	65,418	85,459	104,337
기타	(1,413)	(1,255)	347	614	(81)
비지배지분	24	(1)	6	20	48
자본총계	63,291	53,504	73,916	94,238	112,448
총차입금	24,797	33,981	22,224	25,202	25,343
순차입금	19,390	25,821	8,068	3,975	(3,214)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업현금	14,781	4,278	31,984	34,582	28,111
당기순이익	2,242	(9,138)	19,796	21,641	20,390
자산상각비	14,151	13,674	12,518	13,218	14,571
기타비현금성손익	5,380	1,359	0	0	0
운전자본증감	(2,690)	794	(6,713)	(645)	(2,455)
매출채권감소(증가)	3,342	(1,406)	(6,059)	(4)	(1,418)
재고자산감소(증가)	(6,572)	2,288	955	(1,373)	(2,211)
매입채무증가(감소)	141	83	(1,609)	732	1,174
기타	399	(171)	0	0	0
투자현금	(17,884)	(7,335)	(17,336)	(24,285)	(24,927)
단기투자자산감소	2,251	140	(690)	(1,485)	(1,246)
장기투자증권감소	169	(14)	0	0	0
설비투자	19,010	8,325	15,920	19,000	23,000
유형자산처분	324	1,540	9	0	0
무형자산처분	(738)	(454)	(726)	(800)	(681)
재무현금	2,822	5,697	(10,084)	(4,614)	2,962
차입금증가	4,491	6,507	(8,896)	(2,565)	5,084
자본증가	(1,669)	(801)	(826)	(1,672)	(1,720)
배당금지급	1,681	826	826	1,672	1,720
현금 증감	(81)	2,610	4,445	5,586	6,084
기초현금	5,058	4,977	7,587	12,033	17,618
기말현금	4,977	7,587	12,033	17,618	23,703
Gross Cash flow	21,774	5,895	38,869	42,968	42,903
Gross Investment	22,824	6,681	23,359	23,445	26,136
Free Cash Flow	(1,051)	(786)	15,509	19,523	16,767

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	44,622	32,766	66,193	73,513	78,122
증가율(%)	3.8	(26.6)	102.0	11.1	6.3
매출원가	28,994	33,299	34,364	37,645	44,309
매출총이익	15,628	(533)	31,828	35,869	36,582
판매 및 일반관리비	8,818	7,197	8,361	8,807	9,092
기타영업손익	35	(18)	16	5	3
영업이익	6,809	(7,730)	23,468	27,061	27,490
증가율(%)	(45.1)	적전	흑전	15.3	1.6
EBITDA	20,961	5,943	35,986	40,279	42,060
증가율(%)	(9.1)	(71.6)	505.5	11.9	4.4
영업외손익	(2,807)	(3,928)	417	(632)	(2,379)
이자수익	92	230	336	370	425
이자비용	533	1,468	1,337	970	1,076
지분법손익	131	15	(13)	63	26
기타영업외손익	(2,497)	(2,704)	1,431	(95)	(1,754)
세전순이익	4,003	(11,658)	23,885	26,429	25,110
증가율(%)	(70.2)	적전	흑전	10.7	(5.0)
법인세비용	1,761	(2,520)	4,089	4,788	4,721
당기순이익	2,242	(9,138)	19,796	21,641	20,390
증가율(%)	(76.7)	적전	흑전	9.3	(5.8)
지배주주지분	2,230	(9,112)	19,788	21,621	20,359
증가율(%)	(76.8)	적전	흑전	9.3	(5.8)
비지배지분	12	(25)	8	20	30
EPS(원)	3,063	(12,517)	27,182	29,699	27,966
증가율(%)	(76.8)	적전	흑전	9.3	(5.8)
수정EPS(원)	3,063	(12,517)	27,182	29,699	27,966
증가율(%)	(76.8)	적전	흑전	9.3	(5.8)

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,063	(12,517)	27,182	29,699	27,966
BPS	86,904	73,495	101,524	129,419	154,396
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
밸류에이션(배, %)					
PER	24.5	n/a	8.1	7.4	7.8
PBR	0.9	1.9	2.2	1.7	1.4
EV/EBITDA	3.5	21.7	4.7	4.1	3.7
배당수익율	1.6	0.8	0.5	0.5	0.5
PCR	2.5	17.5	4.1	3.7	3.7
수익성(%)					
영업이익율	15.3	(23.6)	35.5	36.8	35.2
EBITDA이익율	47.0	18.1	54.4	54.8	53.8
순이익율	5.0	(27.9)	29.9	29.4	26.1
ROE	3.6	(15.6)	31.1	25.7	19.7
ROIC	5.3	(7.5)	24.6	24.6	22.7
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	30.6	48.3	10.9	4.2	(2.9)
유동비율	144.8	145.0	194.1	191.8	228.5
이자보상배율	12.8	(5.3)	17.6	27.9	25.6
활동성(회)					
총자산회전율	0.4	0.3	0.6	0.6	0.5
매출채권회전율	6.4	5.3	6.6	5.6	5.6
재고자산회전율	3.6	2.2	4.9	5.2	4.8
매입채무회전율	4.7	3.7	14.8	29.7	26.2

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2024.12.31 기준)

