

SK하이닉스 (000660)

좀더 여유를 가지고 저점 매수하는 전략 권고

4Q24 실적은 예상치에 부합

SK하이닉스의 4Q24 매출과 영업이익이 19.8조원과 8.1조원을 기록하여 당사 및 시장 예상치에 부합했다. 기존 전망치 대비 4Q24 DRAM 출하증가율은 5%로 상회한 반면 NAND 출하증가율은 -5%로 하회했다. ASP 증감률의 경우 기존 전망과 유사한 DRAM +10%, NAND -5%인 것으로 추정된다. HBM의 판매량은 전분기 대비 대폭 증가한 반면 레거시 DRAM과 NAND 출하량은 부진했던 것으로 판단된다.

1Q25 영업이익을 6.0조원으로 전망

1Q25 동사 영업이익은 6.0조원으로 QoQ 25% 하락할 것으로 보인다 (<표1> 참조). PC, 스마트폰 수요 부진과 고객들의 재고 축소에 따라 DRAM과 NAND 출하량이 12%, 18% 감소할 전망이다. 또한 1Q25에는 HBM 출하량도 QoQ 10% 이상 감소할 것으로 판단된다.

1Q25 DDR4, NAND ASP는 10~15%, DDR5 ASP도 5~10% 가량 하락할 것으로 예상된다. 1Q25에는 HBM 출하량도 감소할 전망이므로 HBM 비중 증가에 따른 ASP 상승 효과도 나타나지 않을 것으로 보인다. 당사가 현재 예상하고 있는 동사 1Q25 DRAM, NAND ASP 하락률은 6%와 10%이다.

이러한 출하 증가율과 ASP 가정에 기반한 동사 1Q25 매출과 영업이익 전망치는 16.3조원과 6.0조원이며, 1Q25에는 NAND 영업이익이 적자로 전환될 가능성이 있는 것으로 판단된다. 1Q25 실적에는 전분기에 있었던 특별 상여금의 악영향이 사라지는 반면 NAND 부문에서는 재고자산 평가손이 발생할 수 있다.

FY25 실적에 대한 시장 컨센서스의 하향 조정이 예상됨

FnGuide에 따르면 지난 1개월간 발표된 애널리스트들의 동사 FY25 영업이익 전망치의 평균값은 YoY 38% 증가하는 32.3조원이다. 이러한 실적 전망치의 가정은 1Q25부터 시작되는 메모리 반도체 가격의 하락이 3Q25부터 상승세로 전환된다는 것이다. 그러나 당사는 이러한 가정이 지나치게 낙관적인 것으로 판단하고 있으며 동사 올해 영업이익이 전년 대비 7% 감소하는 21.7조원을 기록할 것으로 전망한다.

지난해 11월까지도 중국 시장 스마트폰 누적 재고는 14개월 간의 증가세가 이어지고 있었다. 일부 중국 대도시에서 지급하던 보조금이 종료되고 중앙 정부의 보조금(15%)이 올해부터 지급될 전망이므로, 중소 도시 지역에서 스마트폰 판매가 증가할 가능성은 존재한다. 그러나 과거 경험으로 보면 스마트폰 재고 축소에는 증가 기간만큼인 1.5~2년 간의 시간이 필요했다. 중앙 정부 보조금 지급에 따른 스마트폰 판매 증가를 감안하더라도, 6개월만에 과잉 재고가 모두 정리되고 3Q25부터 고객들이 가격을 올리며 메모리 반도체를 구매하기 시작할 가능성은 낮은 것으로 판단된다.

메모리 반도체 출하액 YoY 증감률(메모리 반도체 경기)은 역사적으로 중국 스마트폰 누적 재고 추이와 매우 유사한 궤적을 보여왔다(<그림1> 참조). 이는 고객들의 재고 재축적이 시작되면 실수요 이상으로 반도체 주문이 증가하고, 재고 조정에 들어가면 반도체 주문이 축소되기 때문이다. 이에 따라 반도체 업황 사이클은 지난 20년간 상승 및 하락 모두 1.5~2년간의 지속 기간을 보여온 것으로 판단된다(<그림2> 참조). 이번에만 재고 조정 및 반도체 하락 사이클이 6개월만에 종료되고 상승 사이클로 전환될 것이란 근거는 아직 발견하기 어렵다. (계속)

Company Brief

Hold (Maintain)

목표주가(12M)	240,000원(상향)
증가(2025.01.23)	219,500원
상승여력	9.3%

Stock Indicator

자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	159,797십억원
외국인지분율	56.0%
52주 주가	132,300~241,000원
60일평균거래량	4,034,078주
60일평균거래대금	747.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	29.4	12.0	7.1	55.9
상대수익률	26.4	15.2	16.4	54.4

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	32,766	66,193	66,583	63,254
영업이익(십억원)	-7,730	23,467	21,730	16,276
순이익(십억원)	-9,112	19,789	15,641	11,563
EPS(원)	-12,517	27,182	21,484	15,883
BPS(원)	73,495	98,727	118,929	133,530
PER(배)		8.1	10.2	13.8
PBR(배)	1.9	2.2	1.8	1.6
ROE(%)	-15.6	31.6	19.7	12.6
배당수익률(%)	0.2	0.6	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	21.2	4.7	4.5	4.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[반도체]

송명섭 2122-9207 mssong@imfnsec.com

[IT RA]

손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

좀더 여유를 가지고 저점 매수하는 전략 권고

만약 시장 컨센서스처럼 3Q25부터 반도체 가격이 재상승하기 시작한다면, 이는 동일 시기에 메모리 반도체 상승 사이클이 시작된다는 것이다. 그렇다면 업황을 6개월 선행해온 반도체 주가의 특성 상 1월 이후의 동사 주가 반등은 추세 상승이 이미 시작되었음을 의미한다.

최근 동사 주가가 반등한 이유는 올해에도 강력한 AI 투자가 이어질 것이고 중국 중앙 정부의 스마트폰에 대한 보조금 지급이 시행될 것이라는 점이다. 다만 보다 근본적인 이유는 동사의 경쟁력이 유지되는 가운데 그간의 주가 급락에 따라 Valuation Merit가 생겼다는 것이다. 과거 대부분의 반도체 주가 둔화기에도 Valuation 배수 하락에 따른 주가 급락 후에는 저점 매수에 따른 상당폭의 주가 반등이 나타났었다. 다만 주가 반등이 P/B 밴드의 중간 배수를 넘어서려면 가까운 시일 내 반도체 업황이 상승 추세로 전환될 것이라는 확신이 있어야 가능하다.

반도체 업황 하락 사이클이 이제 막 시작되었고 향후 실적 컨센서스가 하향 조정될 전망이다. 당사는 동사 주가의 최근 반등이 추세 상승으로 바로 이어질 가능성은 낮은 것으로 보고 있다. 고가 추격 매수보다는 시간을 가지고 저점 매수 기회를 노리는 전략이 아직은 적절한 것으로 판단된다. 당분간은 충분한 저점 매수 기회가 제공될 것으로 보인다.

중립 투자 의견을 유지하고 목표주가는 240,000원으로 상향

동사 직전 고점 배수 2.5배는 CY12 이후 압도적 최고점 배수이며 직전 저점 배수 역시 1.5배로 과거의 1.0배 수준에서 큰폭으로 상승했다 (<그림3> 참조). 현재 업계 최고 수준으로 올라선 동사의 경쟁력을 반영해 이번 사이클에서 동사 Valuation 밴드가 상향 조정되었음을 의미한다.

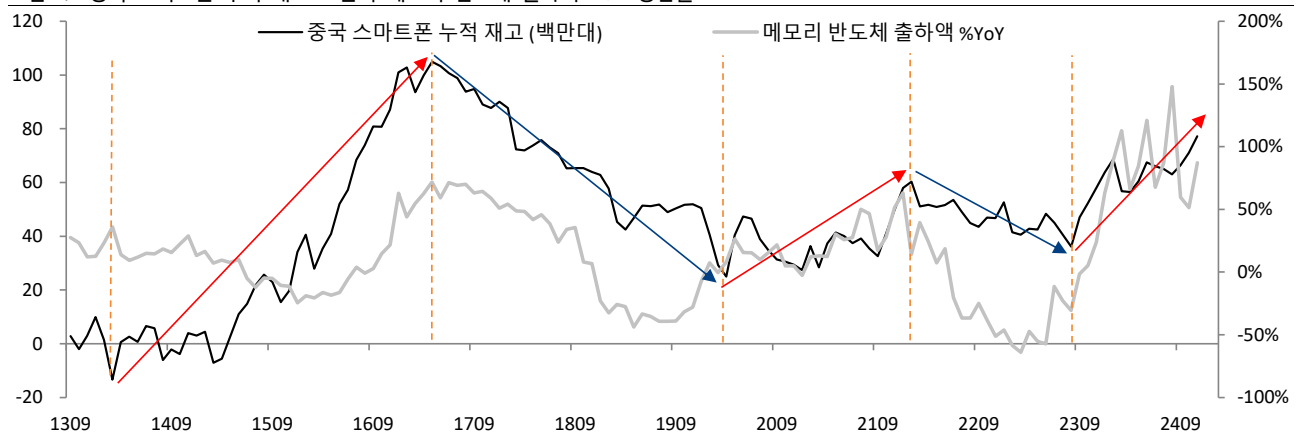
상향 조정된 P/B 밴드의 중간 값은 2.0배이며 이에 FY25 BPS 예상치를 적용하면 240,000원의 목표주가가 도출된다 (<그림4> 참조). 당사는 반도체 업황 회복의 시그널이 포착될 경우, 동사에 대한 목표주가를 추가 상향 조정할 계획이다.

표 1. SK 하이닉스 부문별, 분기별 실적 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	FY22	FY23	FY24	FY25E
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	16,266	19,687	19,508	20,521	17,960	20,653	22,329	23,328	58,858	66,563	75,982	84,270
% QoQ / YoY	-16.3%	21.0%	-0.9%	5.2%	-12.5%	15.0%	8.1%	4.5%	1.0%	13.1%	14.1%	10.9%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.35	0.40	0.46	0.50	0.48	0.44	0.40	0.39	0.39	0.25	0.43	0.42
% QoQ / YoY	20.3%	14.8%	14.1%	10.2%	-5.8%	-7.4%	-8.8%	-3.6%	-16.6%	-36.8%	75.7%	-2.3%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	5,687	7,901	8,934	10,357	8,541	9,090	8,962	9,022	22,923	16,390	32,878	35,615
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	36,247	35,522	30,167	28,708	23,561	28,998	33,347	36,247	106,710	131,867	130,645	122,153
% QoQ / YoY	-0.4%	-2.0%	-15.1%	-4.8%	-17.9%	23.1%	15.0%	8.7%	45.7%	23.6%	-0.9%	-6.5%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.10	0.11	0.13	0.12	0.11	0.10	0.08	0.08	0.11	0.06	0.12	0.09
% QoQ / YoY	30.3%	17.0%	14.0%	-5.0%	-10.0%	-12.0%	-15.0%	-10.0%	-19.5%	-43.3%	90.8%	-22.3%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	3,543	4,062	3,933	3,555	2,626	2,844	2,780	2,720	11,400	7,982	15,093	10,971
기타 매출 (백만달러)	107	110	79	196	176	164	162	145	534	563	492	647
연결기준 매출 (백만달러)	9,337	12,073	12,946	14,108	11,343	12,099	11,904	11,887	34,857	24,935	48,464	47,232
원/달러 환율 (원)	1,331	1,360	1,357	1,401	1,440	1,420	1,400	1,380	1,280	1,314	1,366	1,410
연결기준 매출 (십억원)	12,430	16,423	17,573	19,767	16,334	17,180	16,666	16,403	44,622	32,766	66,193	66,583
매출원가 (십억원)	7,635	8,927	8,401	9,401	8,073	8,801	9,247	9,431	28,994	33,299	34,364	35,552
매출총이익 (십억원)	4,795	7,496	9,172	10,366	8,261	8,379	7,419	6,972	15,628	-533	31,829	31,031
판관비 (십억원)	1,909	2,028	2,142	2,283	2,215	2,277	2,341	2,467	8,818	7,197	8,361	9,301
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익 (십억원)	2,886	5,469	7,030	8,083	6,046	6,101	5,078	4,505	6,809	-7,730	23,467	21,730
영업이익률	23.2%	33.3%	40.0%	40.9%	37.0%	35.5%	30.5%	27.5%	15.3%	-23.6%	35.5%	32.6%
DRAM 영업이익 (십억원)	2,544	4,707	6,056	7,833	6,202	6,396	5,803	5,562	8,908	1,021	21,140	23,963
%/Sales	33.6%	43.8%	49.9%	54.0%	50.4%	49.5%	46.3%	44.7%	30.3%	4.7%	47.0%	47.7%
NAND 영업이익 (십억원)	337	749	976	282	-166	-303	-734	-1,066	-2,163	-8,763	2,345	-2,269
%/Sales	7.2%	13.6%	18.3%	5.7%	-4.4%	-7.5%	-18.9%	-28.4%	-14.8%	-83.6%	11.4%	-14.7%

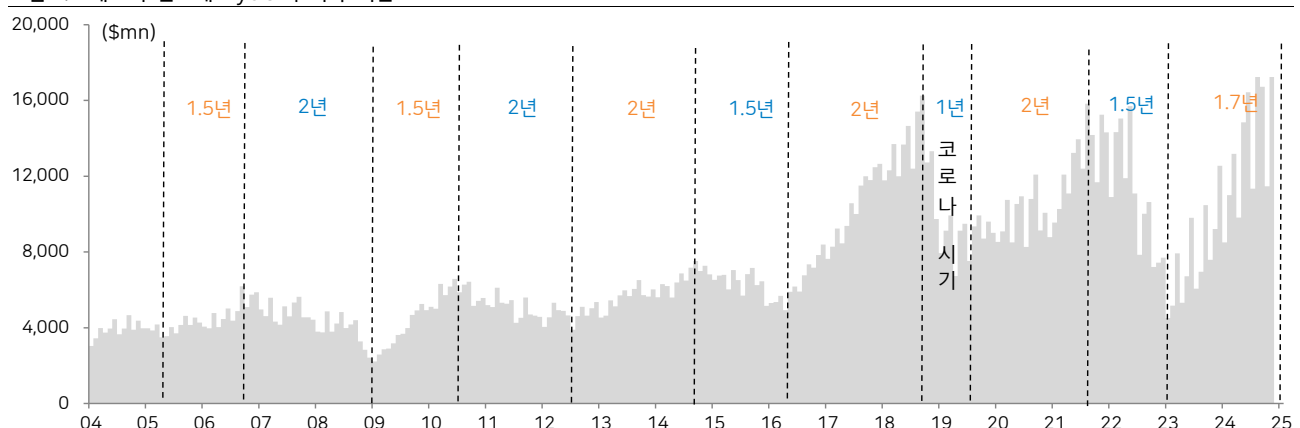
자료: SK 하이닉스, iM 증권 리서치본부

그림 1. 중국 스마트폰 누적 재고 흐름과 메모리 반도체 출하액 YoY 증감률



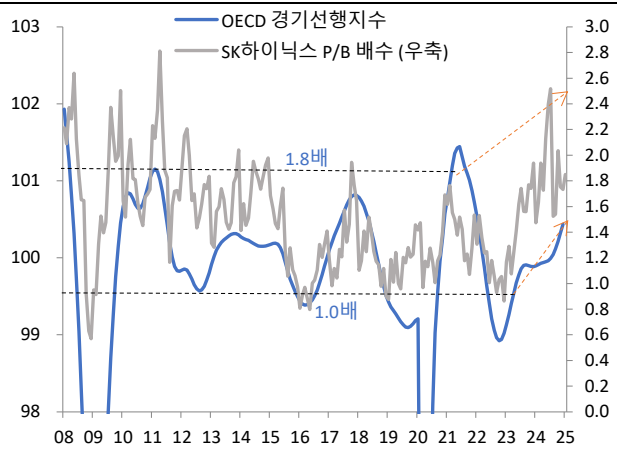
자료: 중국정보통신연구원, Counterpoint, WSTS, iM 증권 리서치본부

그림 2. 메모리 반도체 Cycle의 지속 기간



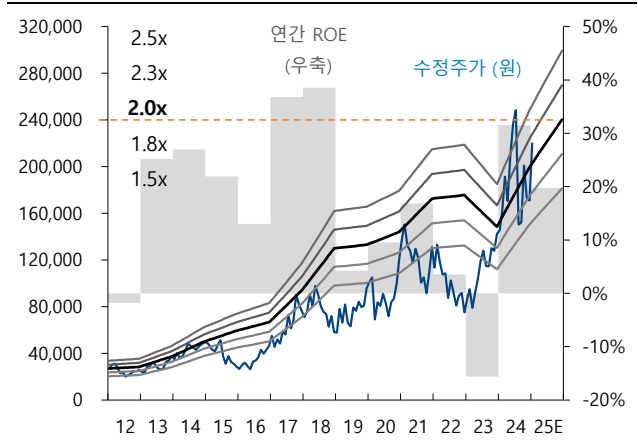
자료: WSTS, iM 증권 리서치본부

그림3. SK하이닉스 P/B 밴드 변화



자료: SK하이닉스, iM증권 리서치본부

그림4. P/B Valuation을 이용한 SK하이닉스 목표주가 도출



자료: SK하이닉스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

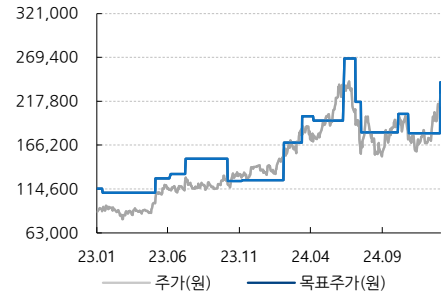
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	30,468	37,257	47,944	57,234	매출액	32,766	66,193	66,583	63,254
현금 및 현금성자산	7,587	15,104	25,814	36,225	증가율(%)	-26.6	102.0	0.6	-5.0
단기금융자산	1,433	1,421	1,408	1,396	매출원가	33,299	34,364	35,552	37,952
매출채권	6,942	9,929	9,987	6,325	매출총이익	-533	31,829	31,031	25,302
재고자산	13,481	9,929	9,987	12,651	판매비와관리비	7,197	8,361	9,301	9,026
비유동자산	69,862	72,555	76,603	77,761	연구개발비	3,751	4,303	4,528	4,744
유형자산	52,705	57,525	61,939	63,249	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3,835	3,217	2,726	2,334	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	100,330	109,812	124,547	134,994	영업이익	-7,730	23,467	21,730	16,276
유동부채	21,008	16,312	16,334	16,146	증가율(%)	적전	흑전	-7.4	-25.1
매입채무	1,846	3,728	3,750	3,563	영업이익률(%)	-23.6	35.5	32.6	25.7
단기차입금	4,146	2,146	2,146	2,146	이자수익	2,262	4,442	2,699	2,948
유동성장기부채	5,712	3,200	3,200	3,200	이자비용	6,093	4,733	4,480	4,480
비유동부채	25,819	21,619	21,619	21,619	지분법이익(손실)	15	15	15	15
사채	9,490	7,290	7,290	7,290	기타영업외손익	-111	694	-	-
장기차입금	12,523	10,523	10,523	10,523	세전계속사업이익	-11,658	23,885	19,963	14,759
부채총계	46,826	37,930	37,952	37,765	법인세비용	-2,520	4,088	4,316	3,191
지배주주지분	53,504	71,874	86,581	97,210	세전계속이익률(%)	-35.6	36.1	30.0	23.3
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	당기순이익	-9,138	19,797	15,647	11,568
자본잉여금	4,373	4,373	4,373	4,373	순이익률(%)	-27.9	29.9	23.5	18.3
이익잉여금	46,729	64,999	79,606	90,135	지배주주귀속 순이익	-9,112	19,789	15,641	11,563
기타자본항목	-1,255	-1,155	-1,055	-955	기타포괄이익	100	100	100	100
비지배주주지분	-1	8	14	19	총포괄이익	-9,037	19,897	15,747	11,668
자본총계	53,504	71,881	86,595	97,230	지배주주귀속총포괄이익	-9,013	19,889	15,741	11,663

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	4,278	31,025	28,637	25,964	주당지표 (원)				
당기순이익	-9,138	19,797	15,647	11,568	EPS	-12,517	27,182	21,484	15,883
유형자산감가상각비	13,121	11,380	12,586	13,690	BPS	73,495	98,727	118,929	133,530
무형자산감가상각비	553	617	492	391	CFPS	6,265	43,661	39,448	35,227
지분법관련손실(이익)	15	15	15	15	DPS	1,200	2,205	1,500	1,500
투자활동 현금흐름	-7,335	-17,883	-18,684	-16,684	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-6,785	-16,200	-17,000	-15,000	PER		8.3	10.5	14.2
무형자산의 처분(취득)	-454	-	-	-	PBR	1.9	2.3	1.9	1.7
금융상품의 증감	13	13	13	12	PCR	22.6	5.2	5.7	6.4
재무활동 현금흐름	5,697	-10,008	-1,990	-1,504	EV/EBITDA	21.2	4.8	4.6	4.9
단기금융부채의증감	-	-4,512	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	6,969	-4,200	-	-	ROE	-15.6	31.6	19.7	12.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	18.1	53.6	52.3	48.0
배당금지급	-826	-826	-1,519	-1,034	부채비율	87.5	52.8	43.8	38.8
현금및현금성자산의증감	2,610	7,517	10,711	10,411	순부채비율	42.7	9.2	-4.7	-14.9
기초현금및현금성자산	4,977	7,587	15,104	25,814	매출채권회전율(x)	5.3	7.8	6.7	7.8
기말현금및현금성자산	7,587	15,104	25,814	36,225	재고자산회전율(x)	2.2	5.7	6.7	5.6

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

SK하이닉스 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-02-01	Buy	110,000	-19.1%	-10.7%
2023-05-25	Buy	127,000	-10.7%	-5.9%
2023-06-26	Buy	132,000	-12.5%	-6.1%
2023-07-28	Buy	150,000	-20.2%	-13.3%
2023-10-26	Hold	124,000	3.2%	8.1%
2023-11-27	Hold	125,000	10.1%	25.2%
2024-02-23	Hold	169,000	-1.2%	9.8%
2024-04-02	Hold	200,000	-9.9%	-5.8%
2024-04-26	Hold	195,000	4.1%	21.8%
2024-07-01	Hold	268,000	-15.6%	-10.1%
2024-07-25	Hold	217,000	-14.8%	-9.9%
2024-08-06	Hold	181,000	-2.5%	10.3%
2024-10-24	Hold	203,000	-5.9%	-1.0%
2024-11-15	Hold	180,000	0.8%	25.3%
2025-01-24	Hold	240,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%