



SK하이닉스(000660)

Not enough to provide spark

◎ 4Q24 영업이익 8.1조원(+15%QoQ), 예상치 부합

>> 4Q24 매출액 19.8조원(+12%QoQ), 영업이익 8.1조원(+15%QoQ), 당사 예상치 부합
연말 DPS는 1,305원으로, 당사 예상치인 1,100원을 상회했음

>> DRAM 매출액 14.7조원(+21%QoQ), 영업이익 7.5조원(+25%QoQ)
출하량은 당사 예상치 부합. ASP는 당사 전망치 상회(HBM 제품 mix 효과)

>> NAND: 매출액 4.7조원(-5%QoQ), 영업이익 0.6조원(-42%QoQ)
출하량은 당사 전망치 크게 하회, ASP는 우려보다 양호했음

◎ 1Q25 영업이익 6.3조원(-22%QoQ) 전망

>> 1Q25 매출액 17.4조원(-12%QoQ), 영업이익 6.3조원(-22%QoQ) 전망
DRAM 내 HBM 매출 비중 47%, 영업이익 비중 53%로 상승 예상

>> DRAM 매출액 13.4조원(-9%QoQ), 영업이익 6.6조원(-12%QoQ) 전망
Bit growth: -11%QoQ 예상, HBM 출하량은 Blackwell 양산 지연 영향으로 소폭 감소할 전망
ASP: 범용 DRAM 가격 -9%QoQ, HBM 가격은 +2%QoQ, 이를 반영한 blended ASP는 -1%QoQ 예상

>> NAND 매출액 3.5조원(-26%QoQ), 영업적자 0.3조원(영업적자 전환) 전망
ASP: -13%QoQ 전망. 전방 수요 부진과 과잉 재고 영향 반영

◎ 투자 코멘트

>> SK하이닉스의 2025년 HBM 부문 실적은 매출액 29조원(+118%YoY)과 영업이익 15조원(+114%YoY)으로, 큰 폭의 성장세를 이어갈 전망. 전사 영업이익 내 HBM의 비중도 51%를 기록하며, '24년 31% 대비 크게 확대될 것으로 판단

>> 다만 성장률 측면에서 봤을 때, HBM의 매출액 성장률은 2024년 분기 평균 +59%QoQ에서 2025년 +7%QoQ로 급감할 것으로 예상됨. 또한 '생성형 AI의 Scaling Law가 한계에 봉착하고 있다는 우려'와 'NVIDIA의 마진 peak-out 우려'도 높아져 있는 SK하이닉스 주가 밸류에이션(T12M P/B 2.2배, 메모리 사이클 상단)의 추가 상승을 제한할 것으로 판단. 당분간 주가 박스권 흐름이 예상된다는 당사의 기존 판단을 유지함.

SK하이닉스 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
DRAM											
출하량 [백만 Gb]	16,363	19,799	19,403	20,567	18,304	21,416	23,344	23,811	65,158	76,131	86,875
QoQ/YoY	-15%	21%	-2%	6%	-11%	17%	9%	2%	14%	17%	14%
ASP/Gb [USD]	0.35	0.40	0.46	0.51	0.50	0.49	0.50	0.53	0.24	0.43	0.51
QoQ/YoY	21%	15%	15%	10%	-1%	-3%	3%	5%	-37%	79%	17%
Cost/Gb [USD]	0.23	0.22	0.23	0.25	0.26	0.25	0.25	0.26	0.23	0.23	0.25
QoQ/YoY	5%	-6%	6%	7%	3%	-4%	1%	3%	-9%	0%	8%
Operating Profits/Gb [USD]	0.12	0.18	0.23	0.26	0.25	0.24	0.25	0.27	0.01	0.20	0.25
OPm/Gb	33%	45%	50%	51%	49%	50%	51%	51%	3%	46%	50%
NAND											
출하량[백만 1GB]	51,174	49,946	42,454	40,756	33,420	45,785	52,653	53,706	185,053	184,331	185,565
QoQ/YoY	0%	-2%	-15%	-4%	-18%	37%	15%	2%	20%	0%	1%
ASP/GB [USD]	0.06	0.07	0.09	0.08	0.07	0.07	0.06	0.06	0.04	0.08	0.07
QoQ/YoY	32%	17%	15%	-4%	-13%	-7%	-5%	2%	-44%	92%	-13%
Cost/GB [USD]	0.06	0.06	0.07	0.07	0.08	0.07	0.07	0.06	0.07	0.06	0.07
QoQ/YoY	-3%	4%	5%	6%	11%	-4%	-12%	-4%	-13%	-7%	8%
Operating Profits/GB [USD]	0.00	0.01	0.02	0.01	-0.01	-0.01	0.00	0.00	-0.03	0.01	0.00
OPm/Gb	5%	15%	22%	14%	-10%	-13%	-5%	1%	-76%	14%	-6%
매출액											
	12,430	16,423	17,573	19,767	17,388	19,760	21,689	23,155	32,766	66,193	81,992
QoQ/YoY Growth	10%	32%	7%	12%	-12%	14%	10%	7%	-27%	102%	24%
DRAM	7,585	10,838	12,156	14,655	13,374	14,916	16,511	17,809	20,776	45,234	62,610
NAND	4,352	5,105	4,933	4,669	3,450	4,320	4,653	4,875	9,608	19,058	17,298
매출원가											
	7,635	8,927	8,402	9,401	9,122	10,897	11,490	11,929	33,299	34,365	43,438
매출원가율	61%	54%	48%	48%	52%	55%	53%	52%	102%	52%	53%
매출총이익											
	4,795	7,496	9,171	10,366	8,266	8,863	10,199	11,226	-533	31,828	38,554
판매비와관리비	1,909	2,028	2,141	2,283	1,975	2,045	2,111	2,154	7,197	8,361	8,284
영업이익											
	2,886	5,469	7,030	8,083	6,291	6,819	8,088	9,072	-7,730	23,467	30,269
QoQ/YoY Growth	734%	89%	29%	15%	-22%	8%	19%	12%	적자전환	흑자전환	29%
DRAM	2,503	4,877	6,017	7,501	6,581	7,389	8,342	9,161	733	20,899	31,473
NAND	218	766	1,085	632	-346	-571	-251	42	-7,331	2,701	-1,126
영업이익률											
	23%	33%	40%	41%	36%	35%	37%	39%	-24%	35%	37%
DRAM	33%	45%	50%	51%	49%	50%	51%	51%	4%	46%	50%
NAND	5%	15%	22%	14%	-10%	-13%	-5%	1%	-76%	14%	-7%
법인세차감전손익											
	2,373	5,052	6,879	9,581	6,384	6,943	8,380	8,902	-11,658	23,885	30,608
법인세비용	456	932	1,126	1,575	1,341	1,458	1,760	1,869	-2,520	4,089	6,428
당기순이익											
	1,917	4,120	5,753	8,006	5,043	5,485	6,620	7,032	-9,138	19,796	24,181
당기순이익률	15%	25%	33%	41%	29%	28%	31%	30%	-28%	30%	29%
KRW/USD											
	1,330	1,370	1,359	1,400	1,450	1,425	1,405	1,415	1,315	1,368	1,422

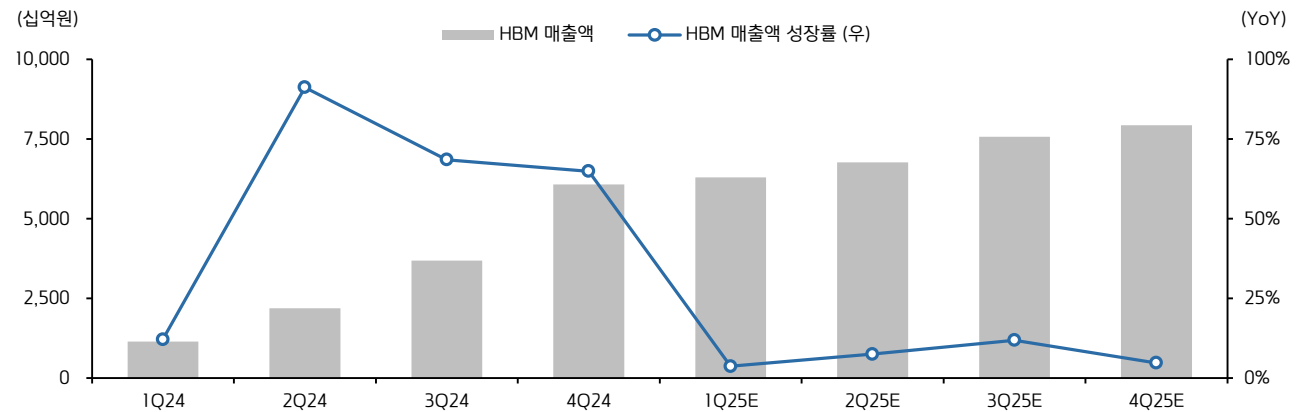
자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 HBM 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
Bit shipments [백만 GB]											
범용 DRAM	1,961	2,330	2,195	2,221	1,946	2,315	2,530	2,564	7,965	8,707	9,354
HBM	84	145	231	350	343	363	388	413	180	809	1,505
HBM 출하 비중	4%	6%	10%	14%	15%	14%	13%	14%	2%	9%	14%
ASP [USD/GB]											
Total DRAM	2.8	3.2	3.7	4.1	4.0	3.9	4.0	4.2	1.9	3.5	4.1
%QoQ/%YoY	21%	15%	15%	10%	-1%	-3%	3%	5%	-37%	79%	17%
범용 DRAM	2.5	2.7	2.8	2.8	2.5	2.5	2.5	2.7	1.7	2.7	2.6
%QoQ/%YoY	20%	10%	5%	-3%	-9%	-2%	2%	8%	-37%	55%	-5%
HBM	10.2	11.0	11.8	12.4	12.7	13.1	13.9	13.6	10.9	11.8	13.3
%QoQ/%YoY	-4%	8%	7%	5%	2%	3%	6%	-2%	N/A	9%	13%
매출액 [십억원]											
Total DRAM	7,585	10,838	12,156	14,655	13,374	14,916	16,511	17,809	20,776	45,234	62,610
범용 DRAM	6,441	8,651	8,470	8,579	7,076	8,149	8,943	9,883	18,205	32,141	34,052
HBM	1,144	2,187	3,686	6,076	6,297	6,767	7,568	7,926	2,570	13,093	28,558
HBM 매출 비중	15%	20%	30%	41%	47%	45%	46%	45%	12%	29%	46%

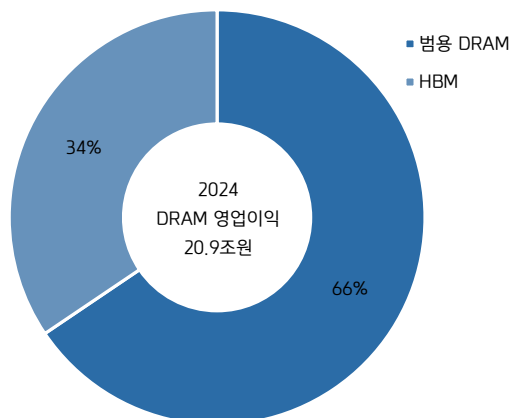
자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 DRAM 및 HBM 영업이익 추이 및 전망



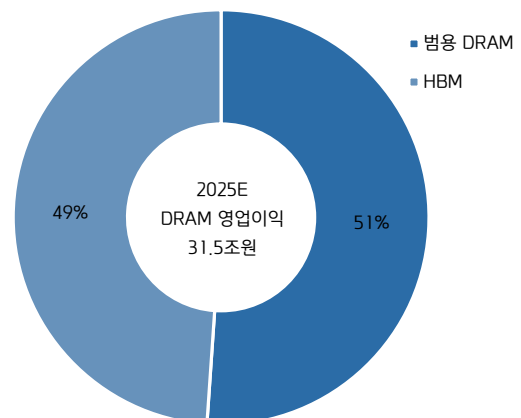
자료: 키움증권 리서치센터

2024년 SK하이닉스 DRAM 영업이익 breakdown



자료: 키움증권 리서치센터

2025년 SK하이닉스 DRAM 영업이익 breakdown



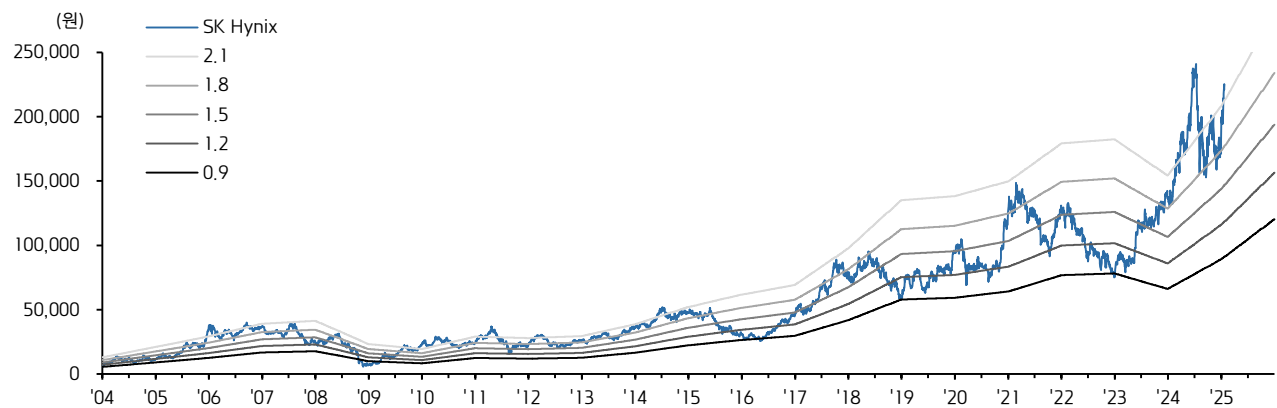
자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 연결 실적 업데이트 (단위: 십억원)

	4Q24					2024E		
	수정전	수정후	증감률	컨센서스	차이	수정전	수정후	증감률
DRAM								
Bit Growth	4%	6%				16%	17%	
ASP/Gb 변화율	7%	10%				77%	79%	
NAND								
Bit Growth	5%	-4%				2%	0%	
ASP/Gb 변화율	-7%	-4%				91%	92%	
매출액	19,670	19,767	0%	19,771	0%	66,096	66,193	0%
DRAM	13,936	14,655	5%			44,515	45,234	2%
NAND	4,963	4,669	-6%			19,352	19,058	-2%
영업이익	7,933	8,083	2%	7,993	1%	23,318	23,467	1%
영업이익률	40%	41%		40%		35%	35%	
당기순이익	5,784	8,006	38%	5,446	47%	17,574	19,796	13%
당기순이익률	29%	41%		28%		27%	30%	

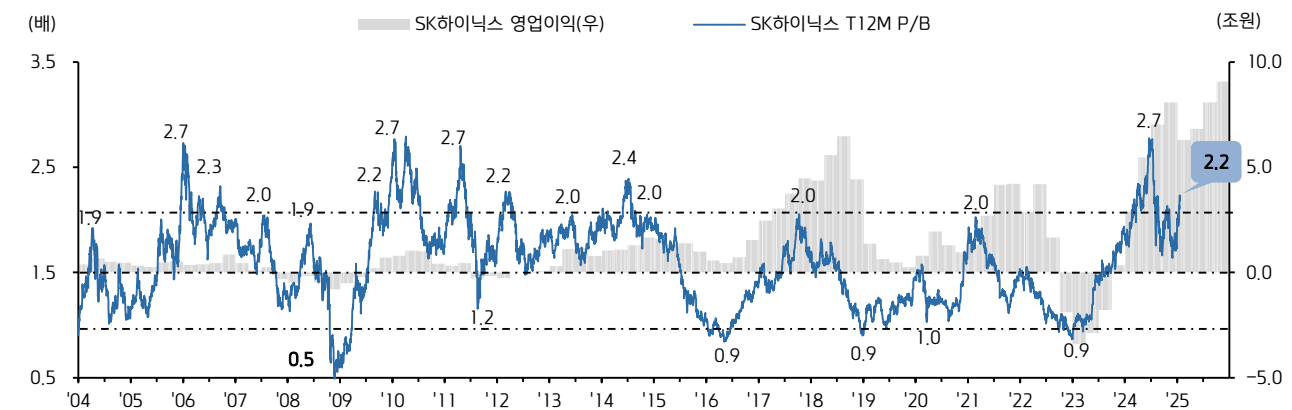
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 12개월 Trailing P/B vs. 영업이익



자료: 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 1월 23일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.