

# SK하이닉스 (000660)

Analyst 노근창 greg@hmsec.com  
RA 윤동욱 donguk.youn@hmsec.com

## 성장성을 감안할 때 Valuation 재평가는 정당하다

**BUY**

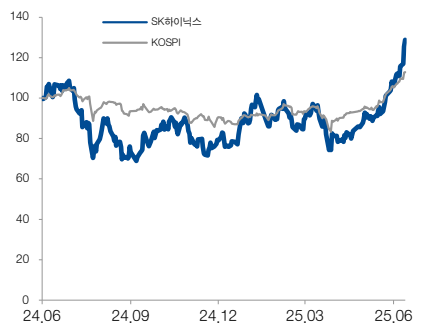
**TP 325,000원**

현재주가 (6/25)	286,000원	
상승여력	13.6%	
시가총액	208,209십억원	
발행주식수	728,002천주	
자본금/액면가	3,658십억원/5,000원	
52주 최고가/최저가	286,000원/152,800원	
일평균 거래대금 (60일)	734십억원	
외국인 지분율	55.59%	
주요주주 지분율		
에스케이시큐어의 7인	20.07%	
추가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	43.0	37.5 69.7
상대주가(%p)	19.3	15.7 33.3

\* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	TP
Before	46,499	44,896	280,000
After	44,395	48,373	325,000
Consensus	41,373	42,898	280,960
Cons. 차이	7.3%	12.8%	15.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

### 투자포인트 및 결론

- SK하이닉스의 6개월 목표주가를 280,000원 (25년 예상 지배주주 BPS에 Target P/B 2배 적용)에서 325,000원 (25년 예상 지배주주 BPS에 Target P/B 2.3배 적용, HBM성장성에 대한 Conviction을 가졌던 24년 2분기 P/B에 10% 할증)으로 상향하며 투자의견 매수를 유지. 동사의 2분기 DRAM과 NAND Bit Growth는 관세 부과 전 고객사들의 Pull In 수요에 힘입어 기존 추정치를 상회하는 DRAM 13.7%, NAND 24.0%를 기록할 것으로 예상. 다만, 현물가격이 급등하고 있는 DDR4와는 달리 동사의 주력 제품인 DDR5의 가격 상승 폭은 시장 기대보다는 낮을 것으로 예상되며 기존 전망을 상회하는 원화가치 상승으로 인해 2분기 매출액은 기존 추정치와 유사한 19.9조원, 영업이익은 기존 추정치를 2.2% 하회하는 9조원을 기록할 것으로 보임. DRAM내 HBM 비중은 2분기에도 45%대를 기록한 것으로 추정되며 하반기 HBM 비중은 NVIDIA의 B200 수요 증가에 힘입어 점진적으로 상승할 것으로 예상. 하반기에도 원화강세가 이어질 것으로 예상됨에 따라 2025년 영업이익 전망을 기존 대비 1.9%하향한 38.8조원으로 변경하지만 HBM Content가 50% 증가하는 Blackwell Ultra 효과를 감안하여 26년 영업이익 전망을 기존 대비 8.7% 상향

### 주요 이슈 및 실적전망

- 우리는 계속해서 기존 CSP 이외에 1) 국가별로 LLM을 구축하고 있는 Sovereign AI, 2) GPU Resource를 CSP대비 저렴하게 공급하는 GPU as a Service 수요 증가, 3) 미국, 유럽, UAE의 Stargate Project에 힘입어 AI Server 수요가 향후 4년간 시장 예상보다 양호한 성장이 예상되며, HBM Bit의 DRAM내 비중도 시장 예상을 크게 상회할 것으로 전망하고 있음. 동사는 이에 따른 직접적인 수혜 예상

### 주가전망 및 Valuation

- HBM 1등 기업으로 1분기에 금액기준으로 DRAM 1위 업체로 등극하였고, AI산업과 한국시장의 Valuation Multiple 상승이 동시에 반영되고 있는 동사에 대해 Buy & Hold 전략 권고

### 요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	32,766	-7,730	-9,112	5,943	-12,517	적전	N/A	1.9	21.1	NA	0.8
2024	66,193	23,467	19,789	36,049	27,182	흑전	6.4	1.7	3.8	31.1	1.3
2025F	88,464	38,775	32,319	57,105	44,395	63.3	6.3	2.0	3.5	36.3	0.5
2026F	107,597	43,755	35,216	65,449	48,373	9.0	5.8	1.5	2.7	29.1	0.5
2027F	126,189	51,036	40,905	74,919	56,188	16.2	5.0	1.1	2.0	25.9	0.5

\* K-IFRS 연결 기준

<표1> 실적 추정 변경 사항

(십억원)

		변경 후						변경 전					
		1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F
DRAM	Bit Growth	-7.9%	13.7%	7.6%	7.2%	15.7%	17.1%	-7.9%	10.2%	13.3%	13.6%	18.2%	24.2%
	ASP변화(QoQ)	0.0%	5.4%	8.4%	6.4%	31.2%	9.3%	0.0%	9.3%	10.9%	11.7%	39.6%	14.8%
NAND	Bit Growth	-17.5%	24.0%	35.0%	25.0%	8.9%	29.8%	-17.5%	20.0%	35.0%	35.0%	8.9%	35.6%
	ASP변화(QoQ)	-20.0%	3.0%	5.0%	-2.0%	0.9%	-2.6%	-20.0%	3.5%	3.0%	-2.0%	0.1%	-3.2%
매출액		17,639	19,925	23,751	27,148	88,464	107,597	17,639	19,937	25,251	31,877	94,704	126,848
영업이익		7,440	9,007	10,522	11,806	38,775	43,755	7,440	9,208	11,593	11,302	39,544	40,241
영업이익률		42.2%	45.2%	44.3%	43.5%	43.8%	40.7%	42.2%	46.2%	45.9%	35.5%	41.8%	31.7%
세전이익		9,299	8,221	9,260	11,172	37,953	41,499	9,299	8,423	10,331	10,656	38,710	37,839
지배주주 손이익		8,107	6,904	7,832	9,477	32,319	35,216	8,107	7,073	8,738	9,039	32,957	32,111

자료: SK하이닉스, 현대차증권, Solidigm 포함

<표2> 분기별 실적 전망

(십억원)

	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F
매출액 (A+B+C)	32,766	12,430	16,423	17,573	19,767	66,193	17,639	19,925	23,751	27,148	88,464
영업이익	-7,730	2,886	5,469	7,030	8,083	23,467	7,440	9,007	10,522	11,806	38,775
영업이익률	-23.6%	23.2%	33.3%	40.0%	40.9%	35.5%	42.2%	45.2%	44.3%	43.5%	43.8%
EBITDA	5,943	6,080	8,600	10,112	11,256	36,049	10,786	13,862	15,548	16,908	57,104
EBITDA Margin	18.1%	48.9%	52.4%	57.5%	56.9%	54.5%	61.1%	69.6%	65.5%	62.3%	64.6%
DRAM 부문											
매출액 (A)	20,904	7,582	10,839	12,125	14,628	45,174	13,582	15,005	17,056	19,179	64,822
Bit Growth (QoQ, YoY)	12.5%	-15.0%	20.3%	-1.7%	5.3%	16.0%	-7.9%	13.7%	7.6%	7.2%	15.7%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	-39.4%	20.2%	15.8%	16.9%	10.4%	79.0%	0.0%	5.4%	8.4%	6.4%	31.2%
영업이익	912	2,506	5,166	6,873	8,314	22,859	7,970	8,949	10,260	11,711	38,890
영업이익률	4.4%	33.0%	47.7%	56.7%	56.8%	50.6%	58.7%	59.6%	60.2%	61.1%	60.0%
NAND 부문											
매출액 (B)	9,597	4,350	5,091	4,920	4,744	19,106	3,246	4,442	6,139	7,411	21,238
Bit Growth (QoQ, YoY)	34.6%	0.0%	-1.2%	-15.0%	-5.2%	-0.4%	-17.5%	24.0%	35.0%	25.0%	8.9%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	-51.2%	30.0%	18.5%	15.2%	-5.0%	92.2%	-20.0%	3.0%	5.0%	-2.0%	0.9%
영업이익	-8,814	466	498	244	46	1,254	5	106	317	168	596
영업이익률	-91.8%	10.7%	9.8%	4.9%	1.0%	6.6%	0.2%	2.4%	5.2%	2.3%	2.8%
Others(C)											
매출액	2,265	497	493	527	395	1,912	812	478	556	559	2,404
영업이익	171	-86	-195	-87	-278	-645	-535	-48	-56	-73	-711
영업이익률	7.6%	-17.3%	-39.6%	-16.4%	-70.2%	-33.7%	-65.9%	-10.0%	-10.0%	-13.0%	-29.6%
세전 계속사업이익	-11,658	2,373	5,052	6,879	9,581	23,885	9,299	8,221	9,260	11,172	37,953
법인세	-2,520	456	932	1,126	1,575	4,088	1,191	1,317	1,427	1,694	5,629
지배주주 손이익	-9,112	1,919	4,120	5,749	8,000	19,789	8,107	6,904	7,832	9,477	32,319

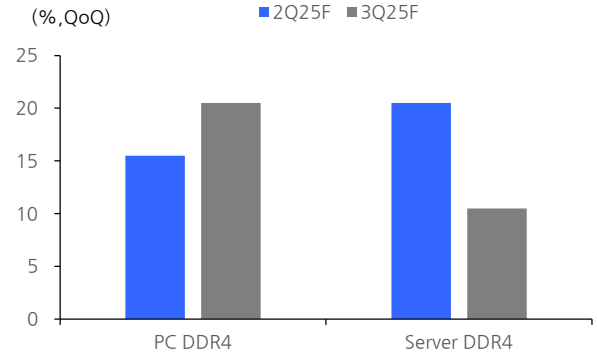
자료: SK하이닉스, 현대차증권, Solidigm 포함

<그림1> SK하이닉스 12개월 Forward P/B Band 추이



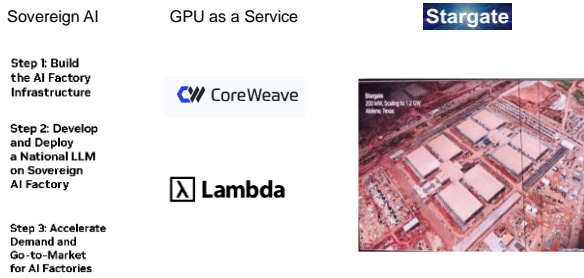
자료: 현대차증권

<그림2> 주요 DDR4 제품 QoQ 가격 변화율



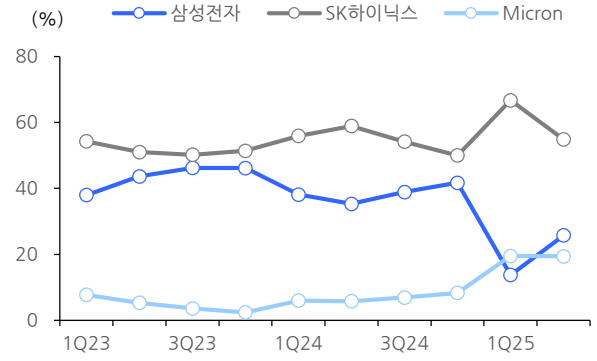
자료: Trend Force

<그림3> AI Server 신규 성장 동력



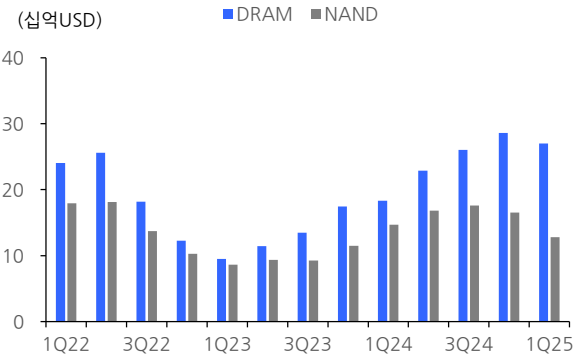
자료: 현대차증권

<그림4> HBM시장 금액 기준 점유율 추이



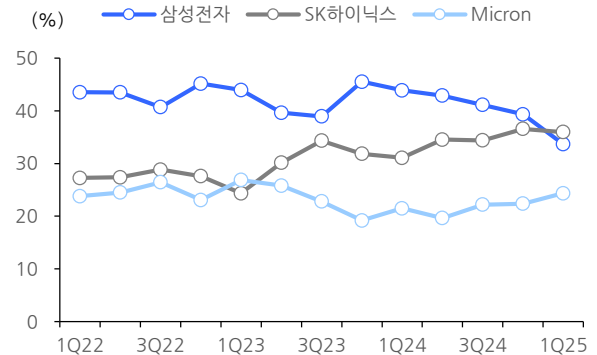
자료: Trend Force

<그림5> 메모리 반도체 시장 추이



자료: Trend Force

<그림6> DRAM시장 금액기준 점유율 추이



자료: Trend Force

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	88,464	107,597	126,189
증가율 (%)	-26.6	102.0	33.6	21.6	17.3
매출원가	33,299	34,365	36,070	47,353	55,796
매출원가율 (%)	101.6	51.9	40.8	44.0	44.2
매출총이익	-533	31,828	52,393	60,244	70,393
매출이익률 (%)	-1.6	48.1	59.2	56.0	55.8
증가율 (%)	적전	흑전	64.6	15.0	16.8
판매관리비	7,197	8,361	13,618	16,489	19,357
판매비율 (%)	22.0	12.6	15.4	15.3	15.3
EBITDA	5,943	36,049	57,105	65,449	74,919
EBITDA 이익률 (%)	18.1	54.5	64.6	60.8	59.4
증가율 (%)	-71.6	506.5	58.4	14.6	14.5
영업이익	-7,730	23,467	38,775	43,755	51,036
영업이익률 (%)	-23.6	35.5	43.8	40.7	40.4
증가율 (%)	적전	흑전	65.2	12.8	16.6
영업외손익	-3,943	456	-782	-2,256	-2,810
금융수익	2,262	4,855	3,551	2,238	1,997
금융비용	6,093	5,708	4,160	4,220	4,505
기타영업외손익	-111	1,309	-173	-274	-302
종속관계기업관련손익	15	-38	-41	0	0
세전계속사업이익	-11,658	23,885	37,953	41,499	48,226
세전계속사업이익률	-35.6	36.1	42.9	38.6	38.2
증가율 (%)	적전	흑전	58.9	9.3	16.2
법인세비용	-2,520	4,088	5,629	6,278	7,316
계속사업이익	-9,138	19,797	32,324	35,221	40,911
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	32,324	35,221	40,911
당기순이익률 (%)	-27.9	29.9	36.5	32.7	32.4
증가율 (%)	적전	흑전	63.3	9.0	16.2
지배주주지분 손이익	-9,112	19,789	32,319	35,216	40,905
비지배주주지분 손이익	-25	8	4	5	6
기타포괄이익	100	1,248	8	0	0
총포괄이익	-9,037	21,044	32,332	35,221	40,911

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	4,278	29,796	44,904	55,990	62,503
당기순이익	-9,138	19,797	32,324	35,221	40,911
유형자산 상각비	13,121	11,985	17,334	20,892	23,282
무형자산 상각비	553	596	995	802	600
외환손익	332	352	-252	0	0
운전자본의 감소(증가)	794	-5,600	-3,708	-1,124	-2,490
기타	-1,384	2,665	-1,788	200	200
투자활동으로인한현금흐름	-7,335	-18,005	-32,475	-29,895	-33,502
투자자산의 감소(증가)	1,682	-568	-2,997	-288	-639
유형자산의 감소	1,540	47	46	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-8,325	-15,946	-27,084	-29,123	-32,036
기타	-2,231	-1,539	-2,439	-484	-828
재무활동으로인한현금흐름	5,697	-8,704	-259	-765	-436
차입금의 증가(감소)	3,188	-7,739	736	271	600
사채의 증가(감소)	2,993	2,919	-2,309	0	0
자본의 증가	36	115	228	0	0
배당금	-826	-826	-1,677	-1,036	-1,036
기타	306	-3,172	2,762	0	0
기타현금흐름	-30	530	39	0	0
현금의증가(감소)	2,610	3,618	12,209	25,330	28,565
기초현금	4,977	7,587	11,205	23,414	48,745
기말현금	7,587	11,205	23,414	48,745	77,309

\* K-IFRS 연결기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	69,487	98,656	135,724
현금성자산	7,587	11,205	23,414	48,745	77,309
단기투자자산	573	2,441	3,352	3,636	4,264
매출채권	6,600	13,019	18,198	19,738	23,148
재고자산	13,481	13,314	21,444	23,258	27,277
기타유동자산	1,366	1,731	2,377	2,578	3,024
비유동자산	69,862	77,576	89,762	97,479	106,271
유형자산	52,705	60,157	69,605	77,837	86,590
무형자산	3,835	4,019	3,189	2,387	1,787
투자자산	5,809	6,522	9,506	9,794	10,433
기타비유동자산	7,514	6,878	7,462	7,462	7,462
기타금융융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	100,330	119,855	159,249	196,136	241,995
유동부채	21,008	24,965	36,154	38,445	43,519
단기차입금	4,146	1,283	2,018	2,018	2,018
매입채무	1,846	2,277	3,128	3,392	3,979
유동성장기부채	5,712	3,969	7,061	7,061	7,061
기타유동부채	9,305	17,436	23,947	25,973	30,461
비유동부채	25,819	20,974	19,117	19,528	20,439
사채	9,490	12,409	10,100	10,100	10,100
장기차입금	10,121	5,022	4,154	4,154	4,154
장기금융부채	3	6	6	6	6
기타비유동부채	6,204	3,537	4,857	5,268	6,179
기타금융융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	46,826	45,940	55,271	57,973	63,958
지배주주지분	53,504	73,903	103,959	138,140	178,009
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,715	4,715	4,715
자본조정 등	-2,269	-2,192	-2,113	-2,113	-2,113
기타포괄이익누계액	1,014	2,532	2,542	2,542	2,542
이익잉여금	46,729	65,418	95,157	129,337	169,207
비지배주주지분	-1	12	18	23	29
자본총계	53,504	73,916	103,977	138,162	178,038

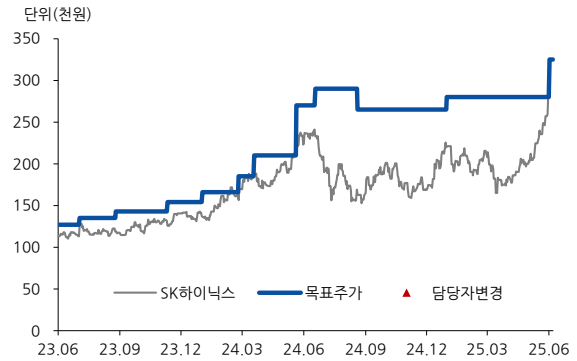
(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	-12,552	27,193	44,401	48,380	56,196
EPS(지배순이익 기준)	-12,517	27,182	44,395	48,373	56,188
BPS(자본총계 기준)	73,494	101,532	142,826	189,783	244,556
BPS(지배지분 기준)	73,495	101,515	142,801	189,752	244,517
DPS	1,200	2,204	1,500	1,500	1,500
P/E(당기순이익 기준)	N/A	6.4	6.3	5.8	5.0
P/E(지배순이익 기준)	N/A	6.4	6.3	5.8	5.0
P/B(자본총계 기준)	1.9	1.7	1.9	1.5	1.1
P/B(지배지분 기준)	1.9	1.7	2.0	1.5	1.1
EV/EBITDA(Reported)	21.1	3.8	3.5	2.7	2.0
배당수익률	0.8	1.3	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	흑전	63.3	9.0	16.2
EPS(지배순이익 기준)	적전	흑전	63.3	9.0	16.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-15.6	31.1	36.3	29.1	25.9
ROE(지배순이익 기준)	-15.6	31.1	36.3	29.1	25.9
ROA	-8.9	18.0	23.2	19.8	18.7
안정성 (%)					
부채비율	87.5	62.2	53.2	42.0	35.9
순차입금비율	42.2	14.6	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	NA	17.4	36.8	40.4	46.2

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.06.05	BUY	127,000	-9.37	-5.91
2023.07.27	BUY	135,000	-11.99	-5.19
2023.09.19	BUY	143,000	-12.19	-6.22
2023.12.05	BUY	154,000	-11.46	-7.40
2024.01.26	BUY	166,000	-8.00	3.55
2024.03.20	BUY	185,000	-2.61	1.84
2024.04.12	BUY	210,000	-10.12	5.71
2024.06.14	BUY	270,000	-13.41	-10.74
2024.07.12	BUY	290,000	-36.55	-19.66
2024.09.13	BUY	265,000	-30.88	-14.91
2025.01.24	BUY	280,000	-27.75	-0.54
2025.06.26	BUY	325,000		

▶ 최근 2년간 SK하이닉스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 중간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 노근창의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2024.04.01~2025.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	166건	92.7%
보유	13건	7.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.