



SK하이닉스 (000660)

전통 수요처 부진보다 AI 시장 성장세에 집중

▶ Analyst 김광진 kwangjin.kim@hanwha.com 02-3772-7583

Buy (유지)

목표주가(상향): 280,000원

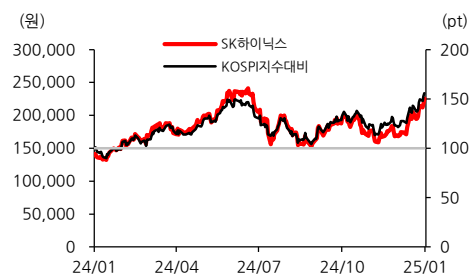
현재 주가(1/23)	219,500원
상승여력	▲27.6%
시가총액	1,597,965억원
발행주식수	728,002천주
52 주 최고가 / 최저가	241,000 / 132,300원
90 일 일평균 거래대금	7,633.36억원
외국인 지분율	56.0%
주주 구성	
에스케이스퀘어 (외 9 인)	20.1%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
자사주 (외 1 인)	5.4%

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

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	32,766	66,193	75,961	90,225
영업이익	-7,730	23,468	26,514	33,371
EBITDA	5,943	36,139	40,113	48,196
지배주주순이익	-9,112	19,789	19,739	25,271
EPS	-12,517	28,757	28,685	36,723
순차입금	25,821	17,555	6,124	-7,164
PER	-11.3	5.5	7.7	6.0
PBR	1.9	1.6	1.7	1.4
EV/EBITDA	21.7	3.6	4.1	3.2
배당수익률	0.8	0.8	0.5	0.5
ROE	-15.6	31.2	23.8	24.2

주가 추이



4Q24 Review : HBM의 진가가 또 한 번 확인된 분기

4Q24 실적은 매출액 19.8조원(+12% QoQ), 영업이익 8.1조원(+15% QoQ)으로 당사 추정치와 시장 기대치에 부합. PC, 스마트폰 등 전통 수요처 수요 둔화 영향이 있었으나 HBM을 중심으로 한 AI 서버용 디램 판매가 호실적의 기반이 된 것으로 평가. 실제 전통 수요처의 영향이 큰 낸드 출하량과 가격은 전분기 대비 각각 -5%, -7% 하락했으나, 디램은 전통 수요처 부진에도 불구하고 출하량과 가격이 각각 +7%, +10% 상승한 것으로 추정. AI 서버 시장에서의 높은 점유율 효과에 기인하며, 경쟁사 대비 상대적으로 우수한 실적 달성의 주 요인. HBM3E 8단 제품 판매 증가와 12단 제품 판매 개시로 HBM 매출 비중은 전체 디램 매출의 약 40% 수준까지 상승한 것으로 파악

전통 수요처 부진보다 AI 시장 성장세에 집중

다소 낮은 1Q25 출하량 가이드언스에서도 확인되었듯 전통 수요처 수요 부진 영향은 불가피. 향후 2~3개 분기동안 동일한 기조 지속될 전망. 4Q24 재고 조정에도 불구하고 PC, 스마트폰 주요 고객들의 메모리 보유 재고 레벨은 여전히 정상 수준 대비 1.5~2배 가량 높은 수준이기 때문

그러나 시장은 전통 수요처 부진보다 AI 시장의 성장세에 좀 더 집중하기 시작. AI서버 수요는 여전히 강세이며 주요 CSP들의 투자기조도 당초 예상대비 오히려 상향 추세. AI 시장에서의 성과가 올해 실적과 주가의 차별화 요소로 작용할 것이며 결국 HBM 주도권이 핵심. 후발 주자들의 노력에도 불구하고 여전히 HBM 시장에서의 동사 독주는 지속되고 있으며, 올해부터 기존 주요 고객 엔비디아 외 주요 ASIC 고객들로도 본격적인 매출 확대 예상되는 점은 고무적

목표주가 28만원으로 상향

동사에 대해 투자 의견을 유지하고 목표주가를 기존 25만원에서 28만원으로 상향. Target P/B를 2.0배에서 2.2배로 상향한 데 기인. 전통 수요처 수요 부진은 이제 알려진 악재가 되어가고 있으며, AI 서버 수요가 지속 상승되는 점에 좀 더 주목할 필요가 있을 것. 수요 양극화 심화 구간에서 시장은 동사의 HBM 시장 주도권에 대한 프리미엄을 더욱 높게 반영할 것으로 판단

[표1] SK 하이닉스 실적 추이

(단위: 십억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	12,429	16,423	17,573	19,767	16,498	18,259	19,303	21,901	32,766	66,193	75,961
DRAM	7,298	10,463	11,749	14,347	12,393	13,632	14,165	15,846	20,069	43,857	56,036
NAND	4,546	5,340	5,177	4,718	3,572	4,062	4,500	5,344	10,064	19,781	17,477
기타	585	620	647	702	533	565	639	711	2,642	2,554	2,448
QoQ(%) / YoY(%)	10%	32%	7%	12%	-17%	11%	6%	13%	-27%	102%	15%
DRAM	3%	43%	12%	22%	-14%	10%	4%	12%	-30%	119%	28%
NAND	31%	17%	-3%	-9%	-24%	14%	11%	19%	-28%	97%	-12%
기타	-25%	6%	4%	8%	-24%	6%	13%	11%	31%	-3%	-4%
영업이익	2,886	5,469	7,030	8,083	5,739	6,359	6,685	7,730	-7,730	23,468	26,514
DRAM	2,637	4,694	6,112	7,525	5,652	6,377	6,831	7,907	968	20,968	26,767
NAND	281	811	950	592	113	10	-115	-142	-8,551	2,635	-133
기타	-32	-36	-32	-34	-26	-28	-31	-35	-149	-135	-120
OPM(%)	23%	33%	40%	41%	35%	35%	35%	35%	-24%	36%	35%
DRAM	36%	45%	52%	52%	46%	47%	48%	50%	5%	48%	48%
NAND	6%	15%	18%	13%	3%	0%	-3%	-3%	-85%	13%	-1%
주요가정											
DRAM B/G	-15%	21%	-1%	7%	-12%	15%	8%	13%	14%	18%	16%
DRAM ASP	22%	15%	14%	10%	-5%	-3%	-1%	-1%	-40%	78%	7%
NAND B/G	0%	-2%	-14%	-5%	-18%	24%	20%	25%	27%	0%	1%
NAND ASP	31%	16%	13%	-7%	-10%	-7%	-5%	-5%	-45%	89%	-15%

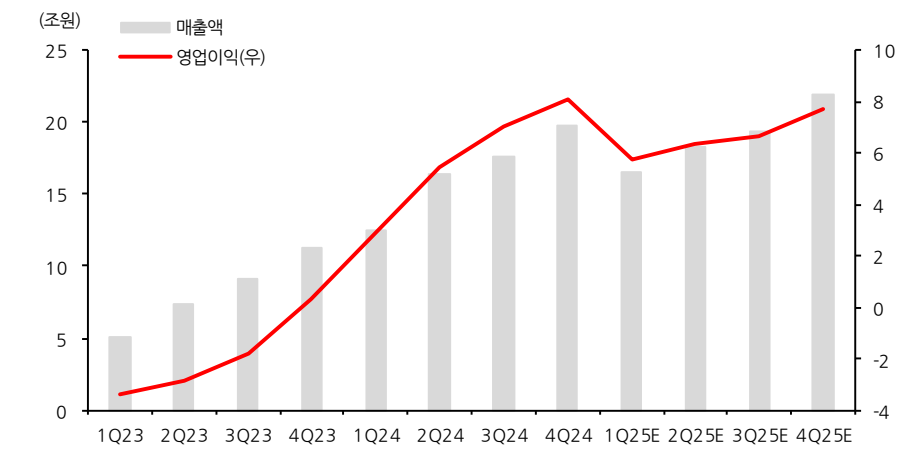
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] SK 하이닉스 HBM 매출 추정

	2023	2024	2025E
매출액(B \$)	1.9	10.7	17.2
HBM2E	0.3		
HBM3	1.5	3.5	1.0
HBM3E 8Hi		7.1	4.1
HBM3E 12Hi		0.2	11.8
HBM4 12Hi			0.2
TSV Capa(K/월)	45	130	170
HBM Portion(%)	70%	100%	100%
Mix(%)	100%	100%	100%
HBM2E	25%		
HBM3	75%	40%	10%
HBM3E 8Hi		59%	30%
HBM3E 12Hi		1%	59%
HBM4 12Hi			1%
P&T TAT Penalty	45%	60%	60%
생산량(M Gb)	1,138.8	7,258.6	12,900.1
HBM2E	247.8		
HBM3	890.9	2,614.7	854.8
HBM3E 8Hi		4,528.8	3,011.3
HBM3E 12Hi		115.1	8,883.4
HBM4 12Hi			150.6

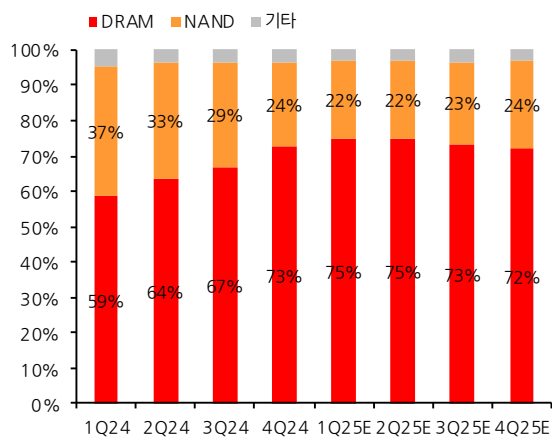
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] SK하이닉스 분기 실적 추이



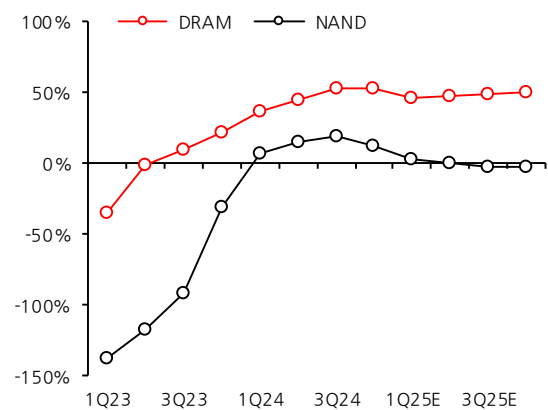
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 사업부별 분기 매출비중 추이



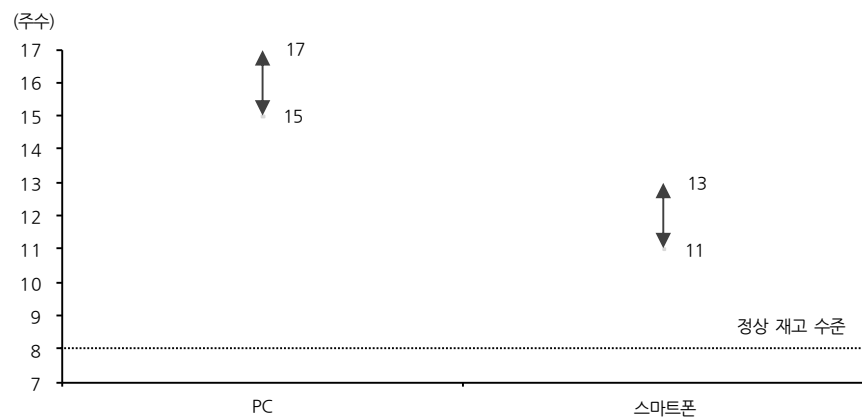
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 디램 낸드 분기 OPM 추이



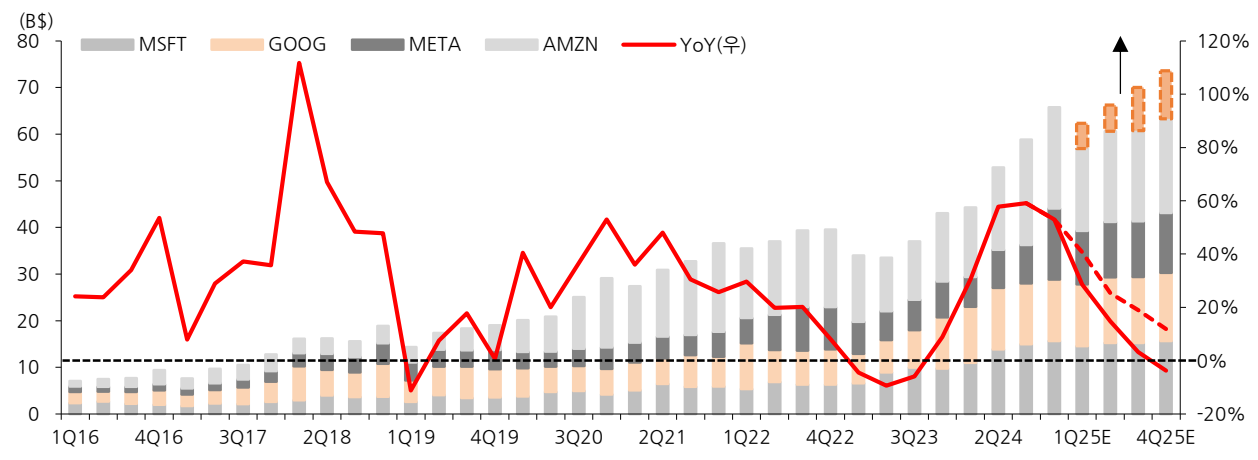
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 전통 수요처 재고 수준



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 주요 CSP 4개사 합산 Capex 추이



주: 2025년 1월 기준(2024년 10월 대비)

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	44,622	32,766	66,193	75,961	90,225
매출총이익	15,628	-533	32,261	38,417	48,222
영업이익	6,809	-7,730	23,468	26,514	33,371
EBITDA	20,961	5,943	36,139	40,113	48,196
순이자손익	-441	-1,238	-1,032	-753	-481
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	131	15	22	23	25
세전계속사업손익	4,003	-11,658	23,887	25,474	32,613
당기순이익	2,242	-9,138	19,796	19,753	25,289
지배주주순이익	2,230	-9,112	19,789	19,739	25,271
증가율(%)					
매출액	160.6	-26.6	102.0	14.8	18.8
영업이익	33.3	적전	흑전	13.0	25.9
EBITDA	145.1	-71.6	508.1	11.0	20.2
순이익	-46.6	적전	흑전	-0.2	28.0
이익률(%)					
매출총이익률	35.0	-1.6	48.7	50.6	53.4
영업이익률	15.3	-23.6	35.5	34.9	37.0
EBITDA 이익률	47.0	18.1	54.6	52.8	53.4
세전이익률	9.0	-35.6	36.1	33.5	36.1
순이익률	5.0	-27.9	29.9	26.0	28.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	14,781	4,278	23,062	31,395	36,188
당기순이익	2,242	-9,138	19,796	19,753	25,289
자산상각비	14,151	13,674	12,671	13,600	14,825
운전자본증감	-2,690	794	-10,400	-1,778	-3,911
매출채권 감소(증가)	3,342	-1,406	-4,940	-1,288	-2,737
재고자산 감소(증가)	-6,572	2,288	-4,514	-1,499	-4,047
매입채무 증가(감소)	141	83	-651	1,352	2,874
투자현금흐름	-17,884	-7,335	-15,065	-19,041	-22,096
유형자산처분(취득)	-18,687	-6,785	-13,593	-17,471	-20,752
무형자산 감소(증가)	-738	-454	-794	-945	-895
투자자산 감소(증가)	2,251	140	-276	-21	-22
재무현금흐름	2,822	5,697	-9,286	-6,173	-5,305
차입금의 증가(감소)	4,491	6,507	-8,964	-5,230	-4,479
자본의 증가(감소)	-1,669	-801	-738	-943	-826
배당금의 지급	-1,681	-826	-826	-826	-826
총현금흐름	21,774	5,895	34,533	33,173	40,098
(-)운전자본증감(감소)	1,376	2,081	3,842	1,778	3,911
(-)설비투자	19,010	8,325	13,614	17,471	20,752
(+)자산매각	-414	1,086	-773	-945	-895
Free Cash Flow	973	-3,425	16,305	12,980	14,541
(-)기타투자	2,024	-2,640	6,961	604	427
잉여현금	-1,051	-786	9,344	12,375	14,114
NOPLAT	3,813	-5,604	19,449	20,559	25,876
(+) Dep	14,151	13,674	12,671	13,600	14,825
(-)운전자본투자	1,376	2,081	3,842	1,778	3,911
(-)Capex	19,010	8,325	13,614	17,471	20,752
OpFCF	-2,421	-2,337	14,664	14,910	16,039

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	28,733	30,468	40,584	50,086	65,856
현금성자산	5,407	8,160	6,761	12,963	21,772
매출채권	5,444	6,942	11,928	13,216	15,952
재고자산	15,665	13,481	18,046	19,546	23,593
비유동자산	75,138	69,862	75,109	80,553	87,827
투자자산	11,397	13,254	13,102	13,730	14,182
유형자산	60,229	52,705	57,959	62,451	69,034
무형자산	3,512	3,835	4,048	4,372	4,611
자산총계	103,872	100,330	115,693	130,639	153,683
유동부채	19,844	21,008	23,898	23,567	25,654
매입채무	10,807	7,026	12,525	13,877	16,751
유동성이자부채	7,705	11,968	7,185	5,332	4,368
비유동부채	20,737	25,819	18,320	14,969	11,482
비유동이자부채	17,092	22,013	17,131	13,754	10,239
부채총계	40,581	46,826	42,218	38,537	37,136
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,336	4,373	4,479	4,479	4,479
이익잉여금	56,685	46,729	65,843	84,756	109,201
자본조정	-1,413	-1,255	-505	-792	-792
자기주식	-2,300	-2,273	-2,221	-2,221	-2,221
자본총계	63,291	53,504	73,475	92,102	116,547

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	3,063	-12,517	28,757	28,685	36,723
BPS	86,904	73,495	100,925	126,511	160,090
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
CFPS	29,909	8,098	47,436	45,567	55,080
ROA(%)	2.2	-8.9	18.3	16.0	17.8
ROE(%)	3.6	-15.6	31.2	23.8	24.2
ROIC(%)	5.3	-7.5	24.4	23.1	26.4
Multiples(x, %)					
PER	24.5	-11.3	5.5	7.7	6.0
PBR	0.9	1.9	1.6	1.7	1.4
PSR	1.2	3.1	1.7	2.1	1.8
PCR	2.5	17.5	3.3	4.8	4.0
EV/EBITDA	3.5	21.7	3.6	4.1	3.2
배당수익률	1.6	0.8	0.8	0.5	0.5
안정성(%)					
부채비율	64.1	87.5	57.5	41.8	31.9
Net debt/Equity	30.6	48.3	23.9	6.6	-6.1
Net debt/EBITDA	92.5	434.4	48.6	15.3	-14.9
유동비율	144.8	145.0	169.8	212.5	256.7
이자보상배율(배)	12.8	n/a	17.2	25.2	41.8
자산구조(%)					
투하자본	81.8	77.5	81.1	77.6	74.2
현금+투자자산	18.2	22.5	18.9	22.4	25.8
자본구조(%)					
차입금	28.2	38.8	24.9	17.2	11.1
자기자본	71.8	61.2	75.1	82.8	88.9

[Compliance Notice]

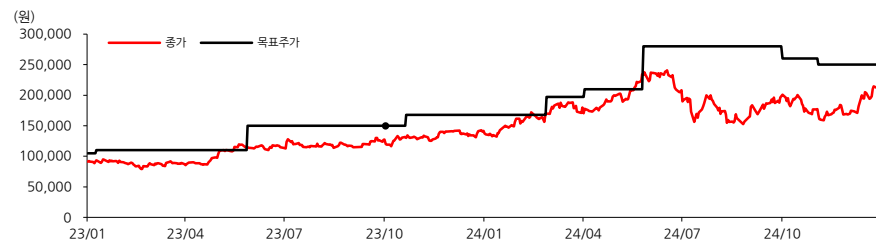
(공표일: 2025년 01월 24일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김광진)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK하이닉스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.02.02	2023.03.20	2023.04.04	2023.04.27	2023.05.16
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2023.06.05	2023.06.21	2023.07.27	2023.09.14	2023.09.20	2023.10.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
일 시	2023.11.14	2023.11.29	2023.12.14	2024.01.15	2024.01.26	2024.03.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	168,000	168,000	168,000	168,000	168,000	197,000
일 시	2024.04.26	2024.06.10	2024.06.19	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	210,000	210,000	280,000	280,000	280,000	280,000
일 시	2024.08.30	2024.09.05	2024.09.27	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	280,000	280,000	260,000	260,000	260,000
일 시	2024.11.27	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.13	2025.01.24	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	250,000	250,000	250,000	250,000	280,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.02.02	Buy	110,000	-15.24	8.64
2023.06.21	Buy	150,000	-20.46	-11.33
2023.11.14	Buy	168,000	-15.25	2.32
2024.03.22	Buy	197,000	-8.75	-4.37
2024.04.26	Buy	210,000	-7.09	11.67
2024.06.19	Buy	280,000	-30.94	-13.93
2024.10.25	Buy	260,000	-28.82	-22.69
2024.11.27	Buy	250,000	-26.85	-9.80
2025.01.24	Buy	280,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%