



SK하이닉스 (000660)

예상보다 빠른 레거시 수요 개선으로 인한 추정치 상향

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 290,000원

현재 주가(3/11)	187,800원
상승여력	▲54.4%
시가총액	1,367,188억원
발행주식수	728,002천주
52 주 최고가 / 최저가	241,000 / 152,800원
90 일 일평균 거래대금	7,794.41억원
외국인 지분율	55.3%
주주 구성	
에스케이스퀘어 (외 9 인)	20.1%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
TheCapitalGroupCompanies,In	6.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.0	9.3	19.5	12.7
상대수익률(KOSPI)	-5.9	5.4	18.5	17.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	32,766	66,193	81,247	94,040
영업이익	-7,730	23,467	30,849	34,266
EBITDA	5,943	36,049	45,111	50,208
지배주주순이익	-9,112	19,789	23,478	26,327
EPS	-12,517	28,757	34,119	38,258
순차입금	25,821	13,554	7,657	-7,856
PER	-11.3	6.0	5.5	4.9
PBR	1.9	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	21.7	3.9	3.2	2.6
배당수익률	0.8	0.7	0.6	0.6
ROE	-15.6	31.1	27.7	24.3

주가 추이



1Q25 Preview : 시장 기대치 부합 전망

1Q25 예상실적은 매출액 16.5조원(-17% QoQ), 영업이익 6.2조원(-23% QoQ)으로 시장 기대치 부합 전망. 당초 레거시 수요 부진과 HBM의 일시적 출하 감소로 인해 시장 기대치와 가이던스를 하회할 가능성이 제기됐으나, 1Q25 출하량은 디램, 낸드 각각 전분기 대비 -12%, -18% 감소하는 수준으로 가이던스에 대체로 부합하는 수준일 것으로 판단. 또한 Blended ASP도 범용 메모리 가격 하락을 고려하면 전분기 대비 하락 불가피하겠으나, 디램 -5%, 낸드 -10% 수준으로 높은 HBM과 eSSD 비중으로 인해 경쟁사 대비 상대적으로 방어되는 수준일 것으로 판단

AI 발 레거시 수요 반등 고무적, 올해 이익 추정치 상향

고무적인 점은 예상보다 빠른 레거시 수요 개선. 딥시크 이후 중국 내에서 폭발적으로 증가한 저가형 AI 모델 개발 수요가 이구환신 효과와 함께 레거시 디램 수요 개선의 핵심 요인으로 작용. 현재 메모리 업계의 레거시 디램 보유 재고는 10주 이내로 파악되는 바, 과잉 재고 상태가 아닌 점을 고려하면 2Q25부터 레거시 디램 가격 하락은 현저히 둔화될 가능성 높음. 이에 따라 3Q25 가격 하향 안정화를 예상했던 당초 전망을 2Q25 하향 안정화로 수정하고 올해 동사의 영업 이익 추정치를 기존 26.5조원에서 30.8조원으로 상향

조만간 구체화될 내년 HBM 출하량도 긍정 요소

동사의 HBM 시장 주도권은 굳건하며, 여전히 주요 GPU 및 ASIC 고객들의 최우선 선택지. 내년 HBM 물량에 대한 주요 고객 협의 마무리 단계로, 조만간 구체화될 것으로 예상되며, 이는 내년 AI 시장 수요에 대한 확신을 제공할 것으로 판단. 당사는 내년 동사의 HBM 출하량이 올해 약 130억 Gb 수준에서 +50% 이상 성장할 것으로 기대

목표주가 29만원으로 상향

동사에 대해 매수 의견을 유지하고, 올해 예상 BPS 상향을 반영해 목표주가를 기존 28만원에서 29만원으로 상향. Target P/B는 기존 2.2배 유지. 2Q25부터 구체화될 내년 HBM 계획과 레거시 반등에 주목할 때

[표1] SK 하이닉스 실적 추이

(단위: 십억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E
매출액	12,429	16,423	17,573	19,767	16,498	18,739	20,839	25,171	32,775	66,192	81,247
DRAM	7,298	10,463	11,749	14,347	12,393	13,967	15,321	18,178	20,069	43,857	59,859
NAND	4,546	5,340	5,177	4,718	3,572	4,207	4,879	6,282	10,064	19,781	18,940
기타	585	620	647	702	533	565	639	711	2,642	2,554	2,448
QoQ(%) / YoY(%)	10%	32%	7%	12%	-17%	14%	11%	21%	-27%	102%	23%
DRAM	3%	43%	12%	22%	-14%	13%	10%	19%	-30%	119%	36%
NAND	31%	17%	-3%	-9%	-24%	18%	16%	29%	-28%	97%	-4%
기타	-25%	6%	4%	8%	-24%	6%	13%	11%	31%	-3%	-4%
영업이익	2,886	5,469	7,030	8,083	6,199	6,981	7,861	9,808	-7,732	23,468	30,849
DRAM	2,637	4,694	6,112	7,525	6,148	7,035	8,022	9,743	968	20,968	30,947
NAND	281	811	950	592	77	-27	-129	100	-8,551	2,635	22
기타	-32	-36	-32	-34	-26	-28	-31	-35	-149	-135	-120
OPM(%)	23%	33%	40%	41%	38%	37%	38%	39%	-24%	35%	38%
DRAM	36%	45%	52%	52%	50%	50%	52%	54%	5%	48%	52%
NAND	6%	15%	18%	13%	2%	-1%	-3%	2%	-85%	13%	0%
주요가정											
DRAM B/G	-15%	21%	-1%	7%	-12%	15%	8%	13%	14%	18%	16%
DRAM ASP	22%	15%	14%	10%	-5%	-2%	3%	5%	-40%	78%	12%
NAND B/G	0%	-2%	-14%	-5%	-18%	24%	20%	25%	27%	0%	1%
NAND ASP	31%	16%	13%	-7%	-10%	-5%	-2%	3%	-45%	89%	-10%

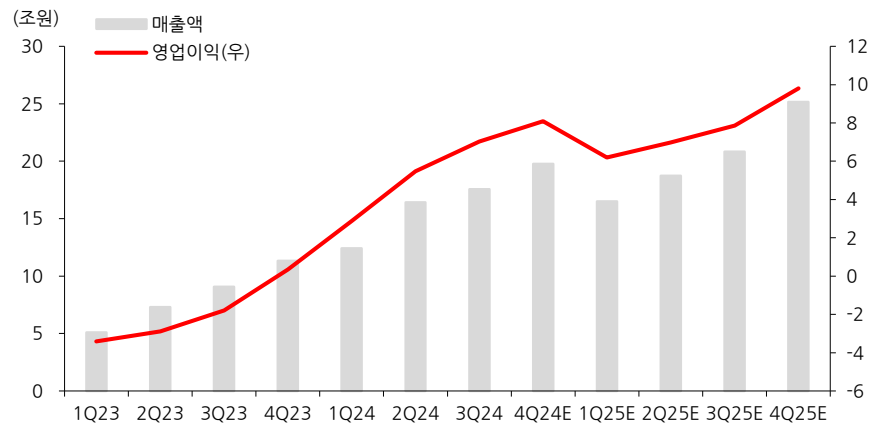
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] SK 하이닉스 HBM 매출 추정

	2023	2024	2025E
매출액(B \$)	1.9	9.6	17.2
HBM2E	0.3		
HBM3	1.5	3.1	1.0
HBM3E 8Hi		6.3	4.1
HBM3E 12Hi		0.2	11.8
HBM4 12Hi			0.2
TSV Capa(K/월)	45	130	170
<i>HBM Portion(%)</i>			
Mix(%)	100%	100%	100%
HBM2E	25%		
HBM3	75%	40%	10%
HBM3E 8Hi		59%	30%
HBM3E 12Hi		1%	59%
HBM4 12Hi			1%
출하량(M Gb)	1,139	6,460	12,900
HBM2E	248		
HBM3	891	2,327	855
HBM3E 8Hi		4,031	3,011
HBM3E 12Hi		102	8,883
HBM4 12Hi			151

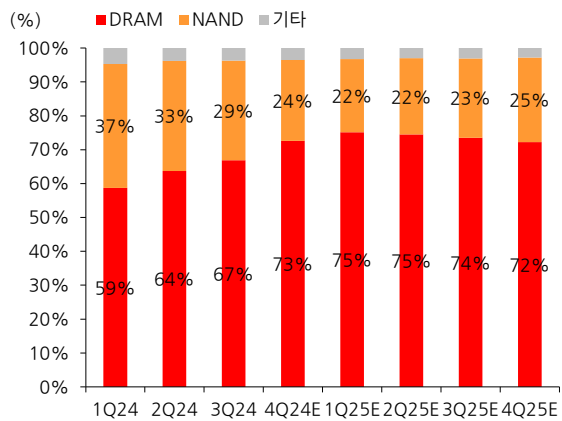
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] SK하이닉스 분기 실적 추이



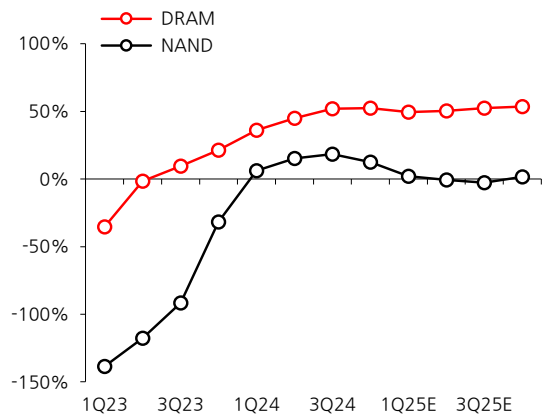
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 사업부별 분기 매출비중 추이



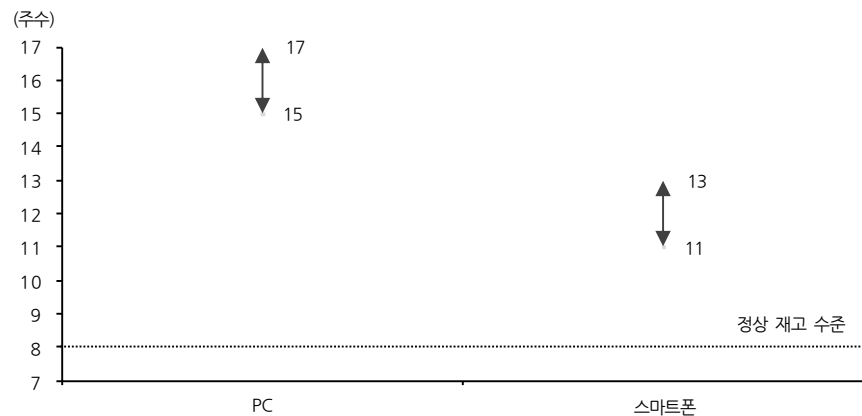
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 디램 낸드 분기 OPM 추이



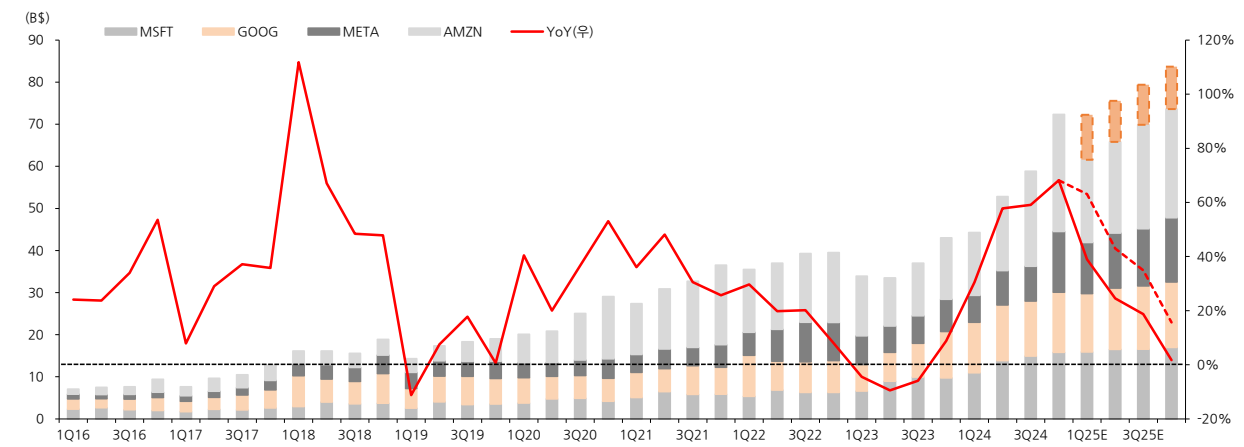
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 전통수요처 재고수준(연초기준)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 주요 CSP 4개사 합산 Capex 추이



주: 2025년 2월 기준(2024년 연말 대비)

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	44,622	32,766	66,193	81,247	94,040
매출총이익	15,628	-533	31,828	43,585	49,778
영업이익	6,809	-7,730	23,467	30,849	34,266
EBITDA	20,961	5,943	36,049	45,111	50,208
순이자손익	-441	-1,238	-971	-702	-456
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	131	15	-2	23	25
세전계속사업손익	4,003	-11,658	23,885	30,300	33,976
당기순이익	2,242	-9,138	19,797	23,495	26,346
지배주주순이익	2,230	-9,112	19,789	23,478	26,327
증가율(%)					
매출액	160.6	-26.6	102.0	22.7	15.7
영업이익	33.3	적전	흑전	31.5	11.1
EBITDA	145.1	-71.6	506.5	25.1	11.3
순이익	-46.6	적전	흑전	18.7	12.1
이익률(%)					
매출총이익률	35.0	-1.6	48.1	53.6	52.9
영업이익률	15.3	-23.6	35.5	38.0	36.4
EBITDA 이익률	47.0	18.1	54.5	55.5	53.4
세전이익률	9.0	-35.6	36.1	37.3	36.1
순이익률	5.0	-27.9	29.9	28.9	28.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	14,781	4,278	29,796	28,421	40,893
당기순이익	2,242	-9,138	19,797	23,495	26,346
자산상각비	14,151	13,674	12,582	14,261	15,942
운전자본증감	-2,690	794	-5,600	-8,668	-1,386
매출채권 감소(증가)	3,342	-1,406	-5,098	-1,996	-1,026
재고자산 감소(증가)	-6,572	2,288	167	-9,150	-1,507
매입채무 증가(감소)	141	83	-1,103	2,586	1,071
투자현금흐름	-17,884	-7,335	-18,005	-21,675	-24,657
유형자산처분(취득)	-18,687	-6,785	-15,898	-20,312	-23,510
무형자산 감소(증가)	-738	-454	-697	-675	-640
투자자산 감소(증가)	2,251	140	-1,415	-99	-103
재무현금흐름	2,822	5,697	-8,704	-6,178	-5,305
차입금의 증가(감소)	4,491	6,507	-7,977	-5,230	-4,479
자본의 증가(감소)	-1,669	-801	-732	-948	-826
배당금의 지급	-1,681	-826	-826	-826	-826
총현금흐름	21,774	5,895	36,851	37,088	42,279
(-)운전자본증감(감소)	1,376	2,081	-2,018	8,668	1,386
(-)설비투자	19,010	8,325	15,946	20,312	23,510
(+)자산매각	-414	1,086	-650	-675	-640
Free Cash Flow	973	-3,425	22,273	7,434	16,744
(-)기타투자	2,024	-2,640	7,612	589	405
잉여현금	-1,051	-786	14,661	6,845	16,339
NOPLAT	3,813	-5,604	19,450	23,921	26,570
(+) Dep	14,151	13,674	12,582	14,261	15,942
(-)운전자본투자	1,376	2,081	-2,018	8,668	1,386
(-)Capex	19,010	8,325	15,946	20,312	23,510
OpFCF	-2,421	-2,337	18,105	9,203	17,617

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	28,733	30,468	42,279	54,361	68,022
현금성자산	5,407	8,160	13,646	14,313	25,347
매출채권	5,444	6,942	13,299	15,295	16,321
재고자산	15,665	13,481	13,314	22,464	23,971
비유동자산	75,138	69,862	77,230	84,567	93,204
투자자산	11,397	13,254	13,053	13,666	14,095
유형자산	60,229	52,705	60,157	66,800	74,967
무형자산	3,512	3,835	4,019	4,101	4,142
자산총계	103,872	100,330	119,508	138,928	161,226
유동부채	19,844	21,008	24,965	25,861	26,137
매입채무	10,807	7,026	13,386	15,972	17,043
유동성이자부채	7,705	11,968	7,582	5,729	4,765
비유동부채	20,737	25,819	20,974	17,631	14,151
비유동이자부채	17,092	22,013	19,617	16,240	12,725
부채총계	40,581	46,826	45,940	43,491	40,288
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	88,071	113,572
자본조정	-1,413	-1,255	341	-791	-791
자기주식	-2,300	-2,273	-2,221	-2,221	-2,221
자본총계	63,291	53,504	73,916	95,437	120,938

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당지표					
EPS	3,063	-12,517	28,757	34,119	38,258
BPS	86,904	73,495	101,515	131,077	166,107
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
CFPS	29,909	8,098	50,619	50,945	58,075
ROA(%)	2.2	-8.9	18.0	18.2	17.5
ROE(%)	3.6	-15.6	31.1	27.7	24.3
ROIC(%)	5.3	-7.5	25.1	26.9	26.1
Multiples(x, %)					
PER	24.5	-11.3	6.0	5.5	4.9
PBR	0.9	1.9	1.7	1.4	1.1
PSR	1.2	3.1	1.9	1.7	1.5
PCR	2.5	17.5	3.4	3.7	3.2
EV/EBITDA	3.5	21.7	3.9	3.2	2.6
배당수익률	1.6	0.8	0.7	0.6	0.6
안정성(%)					
부채비율	64.1	87.5	62.2	45.6	33.3
Net debt/Equity	30.6	48.3	18.3	8.0	-6.5
Net debt/EBITDA	92.5	434.4	37.6	17.0	-15.6
유동비율	144.8	145.0	169.3	210.2	260.3
이자보상배율(배)	12.8	n/a	17.4	29.2	41.4
자산구조(%)					
투하자본	81.8	77.5	75.2	77.6	73.0
현금+투자자산	18.2	22.5	24.8	22.4	27.0
자본구조(%)					
차입금	28.2	38.8	26.9	18.7	12.6
자기자본	71.8	61.2	73.1	81.3	87.4

[Compliance Notice]

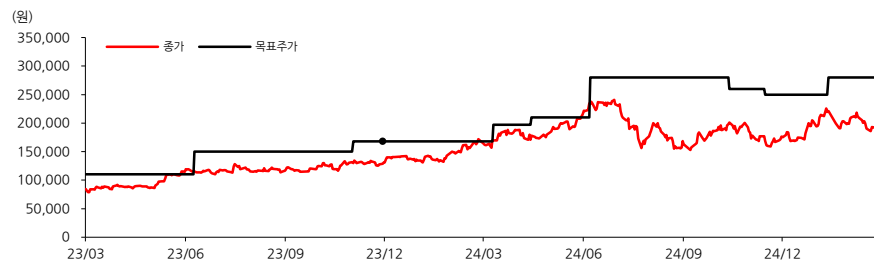
(공표일: 2025년 03월 12일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 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 다룬 종목의 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	2023.03.20	2023.04.04	2023.04.27	2023.05.16	2023.06.05
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2023.06.21	2023.07.27	2023.09.14	2023.09.20	2023.10.26	2023.11.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	168,000
일 시	2023.11.29	2023.12.14	2024.01.15	2024.01.26	2024.03.22	2024.04.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	168,000	168,000	168,000	168,000	197,000	210,000
일 시	2024.06.10	2024.06.19	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.12	2024.08.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	210,000	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000
일 시	2024.09.05	2024.09.27	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.05	2024.11.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	280,000	260,000	260,000	260,000	250,000
일 시	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.13	2025.01.24	2025.02.21	2025.03.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	250,000	250,000	250,000	280,000	280,000	290,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-26.47	-9.80
2025.01.24	Buy	280,000	-28.12	-21.07
2025.03.12	Buy	290,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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%