



SK하이닉스 (000660)

좋았으나, 단기 노이즈들을 충분히 소화하고 갈 필요

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 360,000원

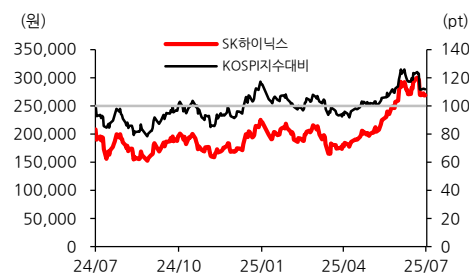
현재 주가(7/24)	269,500원
상승여력	▲33.6%
시가총액	1,961,966억원
발행주식수	728,002천주
52 주 최고가 / 최저가	300,000 / 152,800원
90 일 일평균 거래대금	8,782.56억원
외국인 지분율	55.2%
주주 구성	
에스케이스퀘어 (외 8 인)	20.1%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
TheCapitalGroupCompanies,In	7.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.2	51.1	21.9	29.3
상대수익률(KOSPI)	-6.0	24.7	-3.8	13.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	32,766	66,193	88,691	98,856
영업이익	-7,730	23,467	38,256	42,979
EBITDA	5,943	36,049	52,252	58,786
지배주주순이익	-9,112	19,789	32,408	34,093
EPS	-12,517	27,182	47,033	49,479
순차입금	25,821	13,554	-1,402	-19,667
PER	-11.3	6.4	5.7	5.4
PBR	1.9	1.7	1.9	1.4
EV/EBITDA	21.7	3.9	3.7	3.0
배당수익률	0.8	1.3	0.8	0.8
ROE	-15.6	31.1	36.1	27.9

주가 추이



2Q25 Review : 나무랄 데 없는 호실적

2Q25 연결실적은 매출액 22.2조원(+26% QoQ), 영업이익 9.2조원(+24% QoQ)으로 높아져있던 시장 기대치에 부합하는 실적 달성. 출하 증가율이 디램 +24%, 낸드 +71%를 기록하며 당초 계획을 크게 상회한 점이 실적 성장의 주 요인. 엔비디아 GB300 대량 양산 진입에 따라 HBM 내 3E 12단 제품 판매 비중이 50% 이상으로 확대되었으며, 관세 불확실성을 대비한 고객들의 재고비축 수요 증가가 전 응용제품군에 걸쳐 반영. 이에 따라 디램은 영업이익 9.3조원을 기록하며 전분기 대비 큰 폭 성장. 낸드도 출하량 확대 효과에 따라 Blended ASP 하락에도 불구하고 BEP에 가까운 소폭 적자 수준으로 선방

AI 방향성은 의심 없으나, 단기 노이즈들은 부담 요소

AI 추론 수요가 지속 증가하고, 빅테크 중심의 개별 기업 단위 투자에서 국가 단위의 투자로 진화함에 따라 AI 시장 수요가 중장기적으로 높은 성장이 지속될 것이라는 방향성은 의심의 여지가 없음

다만, 단기적으로 내년 HBM 시장 경쟁 심화 우려와 컨벤셔널 디램 공급 확대와 관련된 노이즈들은 부담 요소. 내년 동사의 HBM 판매량은 160억 Gb(+30% YoY) 수준으로 성장 지속될 것으로 전망하지만, 고객사와의 내년 HBM 가격 및 물량 최종 협의가 당초 계획대비 지연되고, 성장률이 둔화된다는 점은 단기적으로 주가 변동성을 확대시킬 요인. 또한 CXMT의 대대적인 D5 전환에 따른 컨벤셔널 디램 공급 증가 가능성도 단기적으로 소화해야할 부담 요소

목표주가 유지하나, 노이즈 소화 과정에서 변동성 확대 가능

여전히 AI 업사이클이 진행 중이고, 동사의 실적 성장이 내년까지 지속된다는 측면에서 투자 의견과 목표주가 유지. 목표주가는 내년 BPS 기준 P/B 1.9X 수준으로 시계열을 길게 보면 충분히 도달 가능한 밸류에이션 수준이라 판단. 다만, 지난 두달 간 주가가 급하게 상승한 만큼 앞서 언급한 노이즈들로 인해 단기적으로 주가 변동성이 확대될 수 있는 시기라 판단. 조정 시 매수 전략이 유효한 구간

[표1] SK 하이닉스 실적 추이

(단위: 십억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	12,429	16,423	17,573	19,767	17,639	22,232	23,833	24,986	66,193	88,691	98,856
DRAM	7,298	10,463	11,749	14,347	13,807	16,924	18,279	19,392	43,857	68,401	79,595
NAND	4,546	5,340	5,177	4,718	3,293	4,892	5,084	5,071	19,781	18,340	17,661
기타	585	620	647	702	540	416	470	523	2,554	1,949	1,599
QoQ(%) / YoY(%)	10%	32%	7%	12%	-11%	26%	7%	5%	102%	34%	11%
DRAM	3%	43%	12%	22%	-4%	23%	8%	6%	119%	56%	16%
NAND	31%	17%	-3%	-9%	-30%	49%	4%	0%	97%	-7%	-4%
기타	-25%	6%	4%	8%	-23%	-23%	13%	11%	-3%	-24%	-18%
영업이익	2,886	5,469	7,030	8,083	7,440	9,213	10,603	11,000	23,467	38,256	42,979
DRAM	2,637	4,694	6,112	7,525	7,418	9,288	10,498	11,104	20,968	38,309	42,823
NAND	281	811	950	592	48	-55	128	-79	2,635	43	235
기타	-32	-36	-32	-34	-26	-20	-23	-26	-135	-96	-78
OPM(%)	23%	33%	40%	41%	42%	41%	44%	44%	35%	43%	43%
DRAM	36%	45%	52%	52%	54%	55%	57%	57%	48%	56%	54%
NAND	6%	15%	18%	13%	1%	-1%	3%	-2%	13%	0%	1%
주요가정											
DRAM B/G	-15%	21%	-1%	7%	-8%	25%	3%	3%	18%	23%	17%
DRAM ASP	22%	15%	14%	10%	0%	2%	7%	3%	78%	24%	2%
NAND B/G	0%	-2%	-14%	-5%	-17%	71%	1%	5%	0%	15%	1%
NAND ASP	31%	16%	13%	-7%	-20%	-9%	5%	-5%	89%	-21%	-2%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] SK 하이닉스 연도별 HBM 매출 추정

	2023	2024	2025E	2026E
매출액(B \$)	1.9	9.6	21.7	28.2
HBM2E	0.3			
HBM3	1.5	3.1	0.5	
HBM3E 8Hi		6.3	5.0	0.8
HBM3E 12Hi		0.2	15.9	15.2
HBM4 12Hi			0.3	12.2
TSV Capa(K/월)	45	130	170	200
Mix(%)	100%	100%	100%	100%
HBM2E	25%			
HBM3	75%	40%	5%	
HBM3E 8Hi		59%	34%	5%
HBM3E 12Hi		1%	60%	60%
HBM4 12Hi			1%	35%
P&T TAT Penalty	45%	60%	60%	60%
생산량(M Gb)	1,139	6,460	12,243	15,964
HBM2E	248			
HBM3	891	2,327	402	
HBM3E 8Hi		4,031	3,208	541
HBM3E 12Hi		102	8,492	9,741
HBM4 12Hi			142	5,682

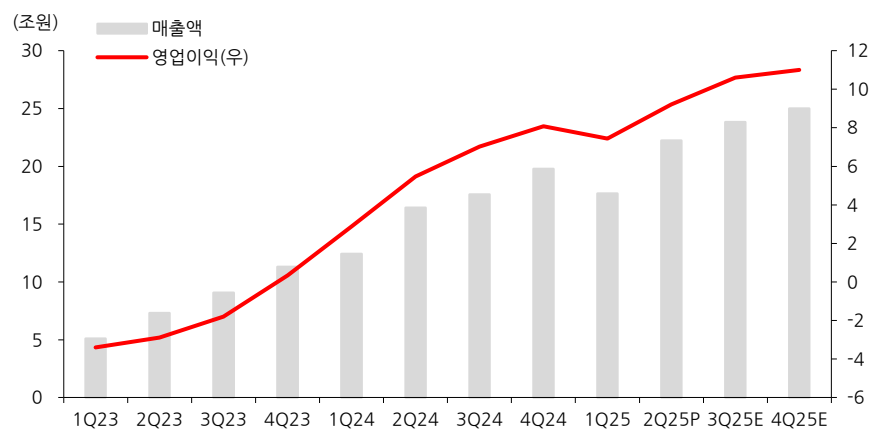
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] SK하이닉스 분기별 HBM 매출 추정

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
HBM 매출(B \$)	1.0	1.7	3.0	4.0	4.3	5.2	5.9	6.3	9.6	21.7
HBM 매출(조 원)	1.3	2.3	4.1	5.6	6.3	7.3	8.0	8.6	13.2	30.2
DRAM 매출(조 원)	7.3	10.5	11.7	14.3	13.8	16.9	18.3	19.4	43.9	68.4
전사 매출(조 원)	12.4	16.4	17.6	19.8	17.6	22.2	23.8	25.0	66.2	88.7
전사 매출 내 DRAM 비중	59%	64%	67%	73%	78%	76%	77%	78%	66%	77%
DRAM 내 HBM 비중	18%	22%	34%	39%	46%	43%	44%	44%	30%	44%

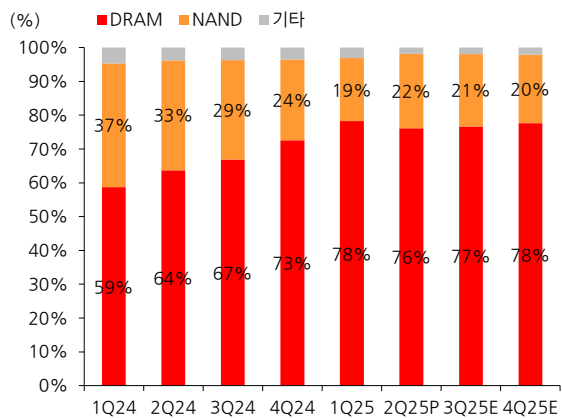
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] SK하이닉스 분기 실적 추이



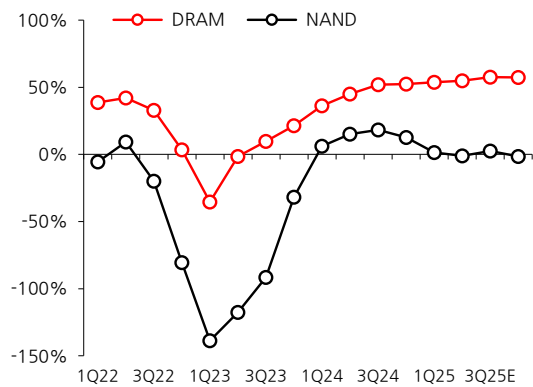
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 사업부별 분기 매출비중 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 디램 낸드 분기 OPM 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	44,622	32,766	66,193	88,691	98,856
매출총이익	15,628	-533	31,828	49,855	57,322
영업이익	6,809	-7,730	23,467	38,256	42,979
EBITDA	20,961	5,943	36,049	52,252	58,786
순이자손익	-441	-1,238	-971	-618	-497
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	131	15	-2	-39	-21
세전계속사업손익	4,003	-11,658	23,885	39,625	42,545
당기순이익	2,242	-9,138	19,797	32,433	34,127
지배주주순이익	2,230	-9,112	19,789	32,408	34,093
증가율(%)					
매출액	160.6	-26.6	102.0	34.0	11.5
영업이익	33.3	적전	흑전	63.0	12.3
EBITDA	145.1	-71.6	506.5	44.9	12.5
순이익	-46.6	적전	흑전	63.8	5.2
이익률(%)					
매출총이익률	35.0	-1.6	48.1	56.2	58.0
영업이익률	15.3	-23.6	35.5	43.1	43.5
EBITDA 이익률	47.0	18.1	54.5	58.9	59.5
세전이익률	9.0	-35.6	36.1	44.7	43.0
순이익률	5.0	-27.9	29.9	36.6	34.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	14,781	4,278	29,796	42,804	45,521
당기순이익	2,242	-9,138	19,797	32,433	34,127
자산상각비	14,151	13,674	12,582	13,996	15,806
운전자본증감	-2,690	794	-5,600	-1,530	-4,436
매출채권 감소(증가)	3,342	-1,406	-5,098	-1,835	-2,267
재고자산 감소(증가)	-6,572	2,288	167	-3,114	-2,473
매입채무 증가(감소)	141	83	-1,103	4,294	212
투자현금흐름	-17,884	-7,335	-18,005	-26,761	-25,790
유형자산처분(취득)	-18,687	-6,785	-15,898	-24,001	-24,714
무형자산 감소(증가)	-738	-454	-697	-682	-682
투자자산 감소(증가)	2,251	140	-1,415	1,213	-54
재무현금흐름	2,822	5,697	-8,704	-2,776	-4,576
차입금의 증가(감소)	4,491	6,507	-7,977	-2,792	-3,057
자본의 증가(감소)	-1,669	-801	-732	-1,504	-1,519
배당금의 지급	-1,681	-826	-826	-1,520	-1,519
총현금흐름	21,774	5,895	36,851	45,965	49,956
(-)운전자본증감(감소)	1,376	2,081	-2,018	4,011	4,436
(-)설비투자	19,010	8,325	15,946	24,047	24,714
(+)자산매각	-414	1,086	-650	-636	-682
Free Cash Flow	973	-3,425	22,273	17,271	20,125
(-)기타투자	2,024	-2,640	7,612	810	340
잉여현금	-1,051	-786	14,661	16,460	19,784
NOPLAT	3,813	-5,604	19,450	31,313	34,475
(+) Dep	14,151	13,674	12,582	13,996	15,806
(-)운전자본투자	1,376	2,081	-2,018	4,011	4,436
(-)Capex	19,010	8,325	15,946	24,047	24,714
OpFCF	-2,421	-2,337	18,105	17,251	21,132

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	28,733	30,468	42,279	59,421	79,454
현금성자산	5,407	8,160	13,646	25,834	41,043
매출채권	5,444	6,942	13,299	15,060	17,327
재고자산	15,665	13,481	13,314	16,429	18,902
비유동자산	75,138	69,862	77,576	90,457	100,366
투자자산	11,397	13,254	13,053	15,855	16,175
유형자산	60,229	52,705	60,157	70,590	80,121
무형자산	3,512	3,835	4,019	4,012	4,070
자산총계	103,872	100,330	119,855	149,878	179,820
유동부채	19,844	21,008	24,965	27,665	26,510
매입채무	10,807	7,026	13,386	13,965	14,177
유동성이자부채	7,705	11,968	7,582	9,339	7,796
비유동부채	20,737	25,819	20,974	16,484	15,006
비유동이자부채	17,092	22,013	19,617	15,093	13,579
부채총계	40,581	46,826	45,940	44,148	41,517
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,336	4,373	4,487	4,715	4,715
이익잉여금	56,685	46,729	65,418	96,923	129,497
자본조정	-1,413	-1,255	341	419	419
자기주식	-2,300	-2,273	-2,221	-2,147	-2,147
자본총계	63,291	53,504	73,916	105,729	138,304

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	3,063	-12,517	27,182	47,033	49,479
BPS	86,904	73,495	101,515	145,212	189,957
DPS	1,200	1,200	2,204	2,200	2,200
CFPS	29,909	8,098	50,619	63,139	68,621
ROA(%)	2.2	-8.9	18.0	24.0	20.7
ROE(%)	3.6	-15.6	31.1	36.1	27.9
ROIC(%)	5.3	-7.5	25.1	35.3	33.3
Multiples(x, %)					
PER	24.5	-11.3	6.4	5.7	5.4
PBR	0.9	1.9	1.7	1.9	1.4
PSR	1.2	3.1	1.9	2.2	2.0
PCR	2.5	17.5	3.4	4.3	3.9
EV/EBITDA	3.5	21.7	3.9	3.7	3.0
배당수익률	1.6	0.8	1.3	0.8	0.8
안정성(%)					
부채비율	64.1	87.5	62.2	41.8	30.0
Net debt/Equity	30.6	48.3	18.3	-1.3	-14.2
Net debt/EBITDA	92.5	434.4	37.6	-2.7	-33.5
유동비율	144.8	145.0	169.3	214.8	299.7
이자보상배율(배)	12.8	n/a	17.4	37.4	47.6
자산구조(%)					
투자자본	81.8	77.5	75.2	69.8	65.9
현금+투자자산	18.2	22.5	24.8	30.2	34.1
자본구조(%)					
차입금	28.2	38.8	26.9	18.8	13.4
자기자본	71.8	61.2	73.1	81.2	86.6

[Compliance Notice]

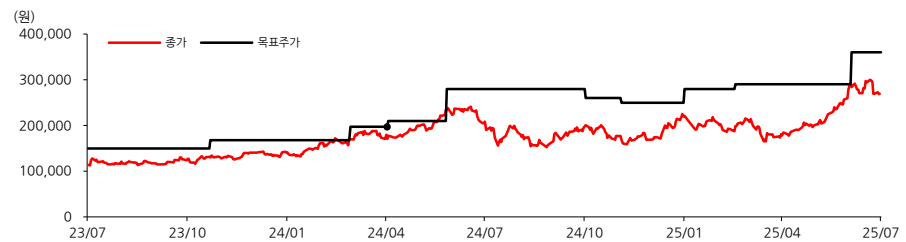
(공표일: 2025년 07월 25일)

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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK하이닉스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.07.27	2023.09.14	2023.09.20	2023.10.26	2023.11.14
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		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
일 시	2025.03.28	2025.04.03	2025.04.25	2025.05.14	2025.05.30	2025.06.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	290,000	290,000	290,000	290,000	290,000	360,000
일 시	2025.07.17	2025.07.25				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	360,000	360,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-28.29	-21.07
2025.03.12	Buy	290,000	-29.11	1.03
2025.06.27	Buy	360,000		

[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: 2025년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%