



SK하이닉스 (000660)

과거 멀티플 상단을 뚫어야 마땅한 구간

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 440,000원

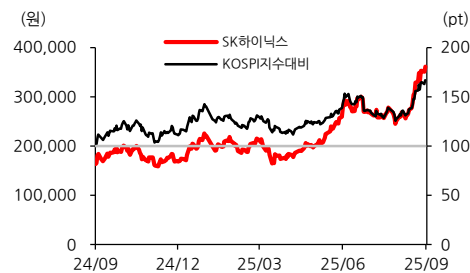
현재 주가(9/24)	357,500원
상승여력	▲23.1%
시가총액	2,602,608억원
발행주식수	728,002천주
52 주 최고가 / 최저가	361,000 / 158,800원
90 일 일평균 거래대금	10,108.91억원
외국인 지분율	55.9%
주주 구성	
에스케이스퀘어 (외 8 인)	20.1%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
TheCapitalGroupCompanies,In	7.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	42.4	28.4	69.0	118.7
상대수익률(KOSPI)	32.9	16.5	37.1	86.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	32,766	66,193	90,746	109,238
영업이익	-7,730	23,467	39,903	50,129
EBITDA	5,943	36,049	53,902	66,258
지배주주순이익	-9,112	19,789	34,282	41,001
EPS	-12,517	27,182	49,754	59,505
순차입금	25,821	13,554	-3,501	-29,901
PER	-11.3	6.4	7.2	6.0
PBR	1.9	1.7	2.4	1.8
EV/EBITDA	21.7	3.9	4.8	3.5
배당수익률	0.8	1.3	0.6	0.6
ROE	-15.6	31.1	37.8	32.3

주가 추이



3Q25 Preview : 영업이익 11.2조원 전망

3Q25 예상실적은 매출액 24.7조원(+11% QoQ), 영업이익 11.2조원(+22% QoQ)으로 최근 높아진 시장 기대를 충족하는 호실적 전망. 공급이 타이트하게 유지된 상황에서 예상보다 강한 AI발 수요가 지속되면서 디램 출하 증가율은 +7% 수준으로 당초 가이드언스를 상회, Blended ASP도 +7% 수준으로 전분기 대비 상승폭 확대될 것으로 예상. 낸드도 HDD 공급 부족에 기인한 QLC SSD 반사 수혜 효과로 출하량은 기대치 부합, Blended ASP는 3개 분기만에 상승 전환함에 따라 이익 개선 기대됨

과거 멀티플 상단을 뚫어야 마땅한 이익 체력

현 구간은 HBM과 컨벤셔널 메모리가 함께 좋아지는 구간으로 내년 이익 성장에 대한 가시성이 매우 높아진 상황. 최근 급변한 메모리 시장을 고려해 동사의 내년 예상 영업이익을 기존 42.3조원에서 50.1조원으로 상향하며, 이익 체력을 고려할 때 과거 멀티플 상단(P/B 2.0~2.1배 수준)을 뚫어내야 마땅한 시기가 판단

이익 성장 근거 중 컨벤셔널 메모리 시장 개선도 분명 존재하나, 핵심은 단연 HBM4로의 세대 전환 효과. 1) 엔비디아의 다이 성능 요구조건 상향과 2) 타이트한 R200 양산 일정 등이 동사에게 유리하게 작용할 수밖에 없는 상황. 11월 CS 완료 후 연말부터 소량 매출이 시작될 것으로 기대. 후발주자들은 여전히 CS 진행 중이거나 진입 예정일 시기. 1Q26부터는 본격적인 매출 증가가 예상되며, HBM4 비중은 매우 가파르게 올라갈 것. 이를 고려하면 내년 HBM4 수요의 상당 부분을 동사가 가져오게 될 가능성이 높다고 판단. 이를 반영해 동사의 내년 HBM 예상 매출을 상향(기존 282억불 → 314억불)

목표주가 44만원으로 상향

동사에 대해 투자 의견을 유지하고 목표주가를 기존 36만원에서 44만원으로 +22% 상향. 내년 예상 BPS에 Target P/B 2.2배를 적용한 것. 내년까지 이어질 동사의 증익 사이클은 전례 없는 구간으로 과거 적용되던 멀티플에 대한 선입견에서 벗어나야 마땅

[표1] SK 하이닉스 실적 추이

(단위: 십억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	12,429	16,423	17,573	19,767	17,639	22,232	24,718	26,157	66,192	90,747	109,238
DRAM	7,298	10,463	11,749	14,347	13,807	16,924	19,127	20,095	43,857	69,953	85,912
NAND	4,546	5,340	5,177	4,718	3,293	4,892	5,121	5,539	19,781	18,845	21,769
기타	585	620	647	702	540	416	470	523	2,554	1,949	1,557
QoQ(%) / YoY(%)	10%	32%	7%	12%	-11%	26%	11%	6%	102%	37%	20%
DRAM	3%	43%	12%	22%	-4%	23%	13%	5%	119%	60%	23%
NAND	31%	17%	-3%	-9%	-30%	49%	5%	8%	97%	-5%	16%
기타	-25%	6%	4%	8%	-23%	-23%	13%	11%	-3%	-24%	-20%
영업이익	2,886	5,469	7,030	8,083	7,440	9,213	11,222	12,027	23,468	39,902	50,129
DRAM	2,637	4,694	6,112	7,525	7,418	9,288	11,104	11,746	20,968	39,557	47,376
NAND	281	811	950	592	48	-55	141	306	2,635	441	2,829
기타	-32	-36	-32	-34	-26	-20	-23	-26	-135	-96	-76
OPM(%)	23%	33%	40%	41%	42%	41%	45%	46%	35%	44%	46%
DRAM	36%	45%	52%	52%	54%	55%	58%	58%	48%	57%	55%
NAND	6%	15%	18%	13%	1%	-1%	3%	6%	13%	2%	13%
주요가정											
DRAM B/G	-15%	21%	-1%	7%	-8%	25%	7%	2%	18%	25%	19%
DRAM ASP	22%	15%	14%	10%	0%	2%	7%	3%	78%	24%	5%
NAND B/G	0%	-2%	-14%	-5%	-17%	71%	1%	5%	0%	15%	13%
NAND ASP	31%	16%	13%	-7%	-20%	-9%	5%	3%	89%	-19%	4%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] SK 하이닉스 연도별 HBM 매출 추정

	2023	2024	2025E	2026E
매출액(B \$)	1.9	9.6	21.4	31.4
HBM2E	0.3			
HBM3	1.5	3.1	0.5	
HBM3E 8Hi		6.3	5.0	
HBM3E 12Hi		0.2	15.6	15.3
HBM4 12Hi			0.3	16.1
TSV Capa(K/월)	45	130	170	200
Mix(%)	100%	100%	100%	100%
HBM2E	25%			
HBM3	75%	40%	5%	
HBM3E 8Hi		59%	34%	
HBM3E 12Hi		1%	60%	55%
HBM4 12Hi			1%	45%
P&T TAT Penalty	45%	60%	60%	60%
출하량(M Gb)	1,139	6,460	12,243	16,651
HBM2E	248			
HBM3	891	2,327	402	
HBM3E 8Hi		4,031	3,208	
HBM3E 12Hi		102	8,492	9,158
HBM4 12Hi			142	7,493

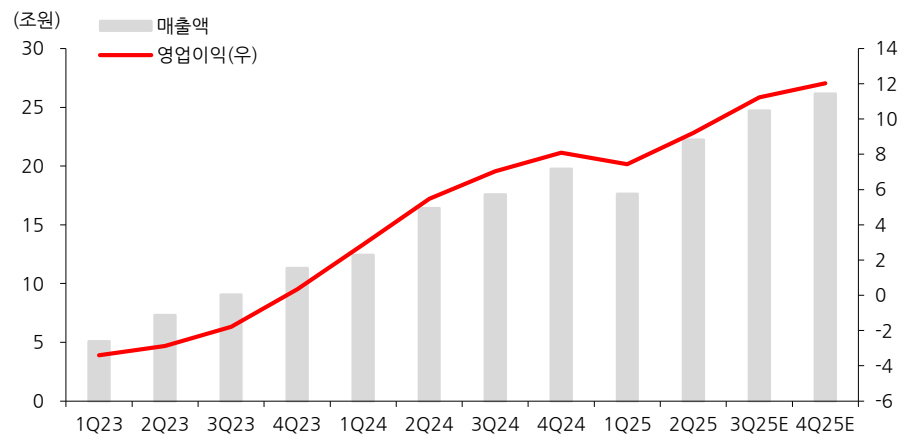
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] SK 하이닉스 분기별 HBM 매출 추정

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
HBM 매출(B \$)	1.0	1.7	3.0	4.0	4.3	5.2	5.8	6.2	9.6	21.4
HBM 매출(조 원)	1.3	2.3	4.1	5.6	6.3	7.3	7.9	8.5	13.2	29.9
DRAM 매출(조 원)	7.3	10.5	11.7	14.3	13.8	16.9	19.1	20.1	43.9	70.0
전사 매출(조 원)	12.4	16.4	17.6	19.8	17.6	22.2	24.7	26.2	66.2	90.7
전사 매출 내 DRAM 비중	59%	64%	67%	73%	78%	76%	77%	77%	66%	77%
DRAM 내 HBM 비중	18%	22%	34%	39%	45%	43%	41%	42%	30%	43%

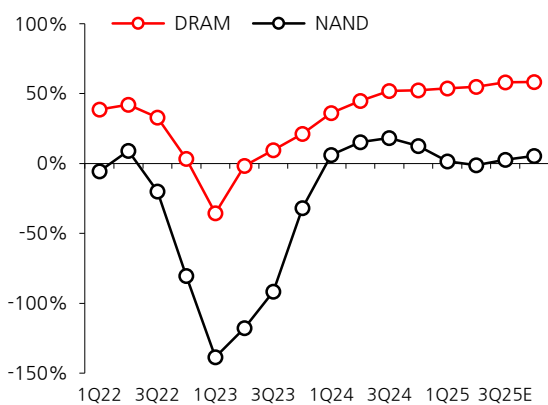
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] SK 하이닉스 분기 실적 추이



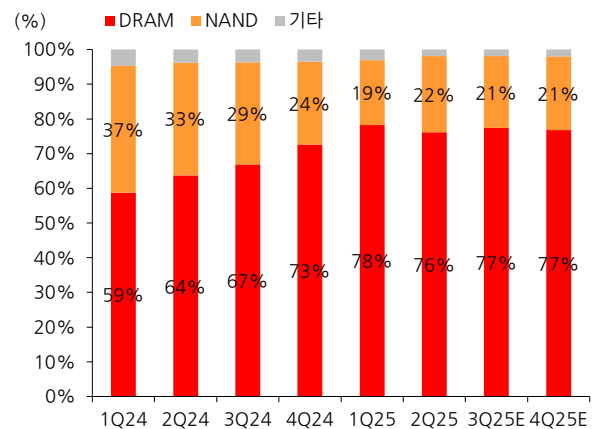
자료: 한화투자증권 리서치센터

[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	90,746	109,238
매출총이익	15,628	-533	31,828	51,761	65,991
영업이익	6,809	-7,730	23,467	39,903	50,129
EBITDA	20,961	5,943	36,049	53,902	66,258
순이자손익	-441	-1,238	-971	-392	-127
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	131	15	-2	-27	-15
세전계속사업손익	4,003	-11,658	23,885	41,184	49,518
당기순이익	2,242	-9,138	19,797	34,302	41,042
지배주주순이익	2,230	-9,112	19,789	34,282	41,001
증가율(%)					
매출액	160.6	-26.6	102.0	37.1	20.4
영업이익	33.3	적전	흑전	70.0	25.6
EBITDA	145.1	-71.6	506.5	49.5	22.9
순이익	-46.6	적전	흑전	73.3	19.7
이익률(%)					
매출총이익률	35.0	-1.6	48.1	57.0	60.4
영업이익률	15.3	-23.6	35.5	44.0	45.9
EBITDA 이익률	47.0	18.1	54.5	59.4	60.7
세전이익률	9.0	-35.6	36.1	45.4	45.3
순이익률	5.0	-27.9	29.9	37.8	37.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	14,781	4,278	29,796	45,691	56,722
당기순이익	2,242	-9,138	19,797	34,302	41,042
자산상각비	14,151	13,674	12,582	13,999	16,129
운전자본증감	-2,690	794	-5,600	-1,309	-459
매출채권 감소(증가)	3,342	-1,406	-5,098	-1,937	-1,108
재고자산 감소(증가)	-6,572	2,288	167	-1,236	-937
매입채무 증가(감소)	141	83	-1,103	1,675	1,533
투자현금흐름	-17,884	-7,335	-18,005	-32,255	-29,067
유형자산처분(취득)	-18,687	-6,785	-15,898	-23,259	-27,309
무형자산 감소(증가)	-738	-454	-697	-1,038	-1,160
투자자산 감소(증가)	2,251	140	-1,415	-4,998	-263
재무현금흐름	2,822	5,697	-8,704	-4,556	-4,576
차입금의 증가(감소)	4,491	6,507	-7,977	-3,425	-3,057
자본의 증가(감소)	-1,669	-801	-732	-1,492	-1,519
배당금의 지급	-1,681	-826	-826	-1,520	-1,519
총현금흐름	21,774	5,895	36,851	50,539	57,181
(-)운전자본증감(감소)	1,376	2,081	-2,018	3,916	459
(-)설비투자	19,010	8,325	15,946	23,335	27,309
(+)자산매각	-414	1,086	-650	-963	-1,160
Free Cash Flow	973	-3,425	22,273	22,325	28,253
(-)기타투자	2,024	-2,640	7,612	353	335
잉여현금	-1,051	-786	14,661	21,972	27,918
NOPLAT	3,813	-5,604	19,450	33,235	41,549
(+) Dep	14,151	13,674	12,582	13,999	16,129
(-)운전자본투자	1,376	2,081	-2,018	3,916	459
(-)Capex	19,010	8,325	15,946	23,335	27,309
OpFCF	-2,421	-2,337	18,105	19,983	29,909

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	28,733	30,468	42,279	57,836	83,350
현금성자산	5,407	8,160	13,646	26,190	49,532
매출채권	5,444	6,942	13,299	14,162	15,269
재고자산	15,665	13,481	13,314	14,332	15,269
비유동자산	75,138	69,862	77,576	90,016	102,676
투자자산	11,397	13,254	13,053	15,498	15,818
유형자산	60,229	52,705	60,157	70,312	82,186
무형자산	3,512	3,835	4,019	4,206	4,672
자산총계	103,872	100,330	119,855	147,851	186,026
유동부채	19,844	21,008	24,965	25,104	25,274
매입채무	10,807	7,026	13,386	12,039	13,573
유동성이자부채	7,705	11,968	7,582	8,624	7,081
비유동부채	20,737	25,819	20,974	15,385	13,907
비유동이자부채	17,092	22,013	19,617	14,064	12,550
부채총계	40,581	46,826	45,940	40,489	39,181
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,336	4,373	4,487	4,726	4,726
이익잉여금	56,685	46,729	65,418	98,536	138,019
자본조정	-1,413	-1,255	341	428	428
자기주식	-2,300	-2,273	-2,221	-2,143	-2,143
자본총계	63,291	53,504	73,916	107,362	146,845

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	3,063	-12,517	27,182	49,754	59,505
BPS	86,904	73,495	101,515	147,454	201,689
DPS	1,200	1,200	2,204	2,200	2,200
CFPS	29,909	8,098	50,619	69,421	78,545
ROA(%)	2.2	-8.9	18.0	25.6	24.6
ROE(%)	3.6	-15.6	31.1	37.8	32.3
ROIC(%)	5.3	-7.5	25.1	37.5	40.4
Multiples(x, %)					
PER	24.5	-11.3	6.4	7.2	6.0
PBR	0.9	1.9	1.7	2.4	1.8
PSR	1.2	3.1	1.9	2.9	2.4
PCR	2.5	17.5	3.4	5.1	4.6
EV/EBITDA	3.5	21.7	3.9	4.8	3.5
배당수익률	1.6	0.8	1.3	0.6	0.6
안정성(%)					
부채비율	64.1	87.5	62.2	37.7	26.7
Net debt/Equity	30.6	48.3	18.3	-3.3	-20.4
Net debt/EBITDA	92.5	434.4	37.6	-6.5	-45.1
유동비율	144.8	145.0	169.3	230.4	329.8
이자보상배율(배)	12.8	n/a	17.4	44.8	68.4
자산구조(%)					
투하자본	81.8	77.5	75.2	69.8	62.6
현금+투자자산	18.2	22.5	24.8	30.2	37.4
자본구조(%)					
차입금	28.2	38.8	26.9	17.4	11.8
자기자본	71.8	61.2	73.1	82.6	88.2

[Compliance Notice]

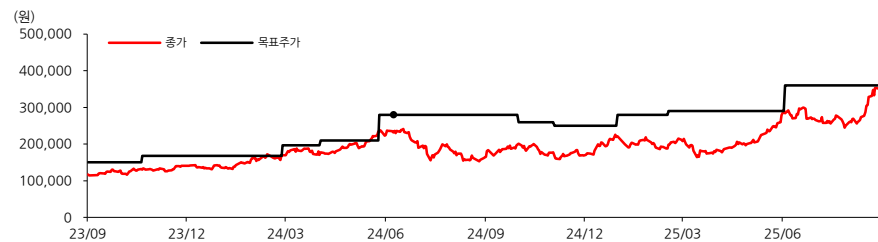
(공표일: 2025년 09월 25일)

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 책임소제에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK하이닉스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.10.26	2023.11.14	2023.11.29	2023.12.14	2024.01.15
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		150,000	168,000	168,000	168,000	168,000
일 시	2024.01.26	2024.03.22	2024.04.26	2024.06.10	2024.06.19	2024.06.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	168,000	197,000	210,000	210,000	280,000	280,000
일 시	2024.07.26	2024.08.12	2024.08.30	2024.09.05	2024.09.27	2024.10.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000	260,000
일 시	2024.11.01	2024.11.05	2024.11.27	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	260,000	260,000	250,000	250,000	250,000	250,000
일 시	2025.01.24	2025.02.21	2025.03.12	2025.03.28	2025.04.03	2025.04.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	280,000	290,000	290,000	290,000	290,000
일 시	2025.05.14	2025.05.30	2025.06.27	2025.07.17	2025.07.25	2025.08.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	290,000	290,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2025.08.29	2025.09.09	2025.09.25			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	360,000	360,000	440,000			

[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	-21.79	0.28
2025.09.25	Buy	440,000		

[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 투자 의견]

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: 2025년 06월 30일)

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