



SK하이닉스 (000660)

지금까지는 멀티플의 정상화. 이젠 내년 성장을 바라볼 때

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 360,000원

현재 주가(6/26)	293,000원
상승여력	▲22.9%
시가총액	2,133,047억원
발행주식수	728,002천주
52 주 최고가 / 최저가	293,000 / 152,800원
90 일 일평균 거래대금	7,443.96억원
외국인 지분율	55.6%
주주 구성	
에스케이스퀘어 (외 8 인)	20.1%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
TheCapitalGroupCompanies,In	6.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	44.3	36.9	72.3	23.6
상대수익률(KOSPI)	27.9	20.4	45.5	13.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	32,766	66,193	87,244	97,433
영업이익	-7,730	23,467	37,892	43,311
EBITDA	5,943	36,049	51,832	59,059
지배주주순이익	-9,112	19,789	31,569	33,416
EPS	-12,517	27,182	45,817	48,496
순차입금	25,821	13,554	-436	-20,297
PER	-11.3	6.4	6.4	6.0
PBR	1.9	1.7	2.0	1.6
EV/EBITDA	21.7	3.9	4.1	3.3
배당수익률	0.8	1.3	0.8	0.8
ROE	-15.6	31.1	35.3	27.7

주가 추이



2Q25 Preview : 높은 기대치 부합 예상

2Q25 예상실적은 매출액 20.8조원(+18% QoQ), 영업이익 9.0조원(+23% QoQ)으로 환율 하락에 따른 부정적 환 효과에도 불구하고 시장의 높은 기대치에 부합하는 우수한 실적 달성 예상. HBM3E 12단 매출의 본격적인 확대가 핵심. GB300향 공급이 본격화됨에 따라 전체 HBM 내 3E 12단 제품의 출하 비중은 50%를 넘어섰을 것으로 추정(1Q25 약 25% 수준). 또한 컨벤셔널 디램 수요도 고객사들의 선제적인 재고 비축 수요로 인해 당초 예상보다는 좋았을 것. 이에 따라 디램 출하량은 기존 가이던스를 상회하는 +14% 증가, Blended ASP는 +5% 상승 예상. 한편, 낸드도 전분기 낮은 기저효과로 인해 출하 증가율은 +25% 수준, Mix 개선에 따라 Blended ASP도 소폭 상승함에 따라 흑자 기조 유지 전망

하반기는 선두의 품격을 재확인하는 구간

하반기 동사의 영업이익 규모는 21.4조원(3Q25 10.5조원, 4Q25 11.0조원)으로 증가 전망. HBM3E 12단 판매 추가 확대에 따른 Mix 개선 효과가 지속되고, 경쟁사 대비 상대적으로 노출도가 낮으나 컨벤셔널 디램(D4 종산, D5 생산 제약 영향) 가격 강세도 긍정적으로 작용될 것

또한 내년 HBM 시장에 대한 기대가 주가에 반영될 수 있는 시기. 내년 HBM 시장은 후발주자들의 영향력 확대에 따라 사실상 동사의 독주 체제가 지속된 올해 대비 경쟁 강도는 심화될 수 있으나, 시장 성장 이 충분히 가파르며(올해 228억 Gb, 내년 357억 Gb), 선두 업체로서의 주도권도 지속 유지된다는 점에 무게를 둘 필요. 당사는 동사의 HBM 출하량이 올해 약 122억 Gb에서 내년 172억 Gb 수준으로 증가할 것으로 예상

목표주가 36만원으로 상향

최근 동사의 주가 상승은 그간 비정상적이었던 멀티플 저평가 국면이 정상화되는 구간. 지금부터는 내년 실적 성장에 대한 기대가 주가에 반영될 수 있는 시기. 이를 고려해 목표주가 산정 기준을 올해 예상 BPS에서 내년 예상 BPS로 변경. Target P/B는 1.9X 적용. 이에 따라 목표주가를 기존 29만원에서 36만원으로 +24% 상향. 매수의견 유지

[표1] SK 하이닉스 실적 추이

(단위: 십억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	12,430	16,423	17,573	19,767	17,639	20,790	23,212	25,603	66,193	87,244	97,433
DRAM	7,298	10,463	11,749	14,347	13,807	16,026	17,790	19,214	43,857	66,837	75,788
NAND	4,546	5,340	5,177	4,718	3,293	4,191	4,774	5,669	19,781	17,927	19,270
기타	585	620	647	702	540	572	647	720	2,554	2,480	2,375
QoQ(%) / YoY(%)	10%	32%	7%	12%	-11%	18%	12%	10%	102%	32%	12%
DRAM	3%	43%	12%	22%	-4%	16%	11%	8%	119%	52%	13%
NAND	31%	17%	-3%	-9%	-30%	27%	14%	19%	97%	-9%	7%
기타	-25%	6%	4%	8%	-23%	6%	13%	11%	-3%	-3%	-4%
영업이익	2,886	5,469	7,030	8,083	7,441	9,007	10,484	10,961	23,467	37,892	43,311
DRAM	2,637	4,694	6,112	7,525	7,418	8,894	10,302	10,936	20,968	37,550	42,495
NAND	281	811	950	592	48	141	214	60	2,635	464	932
기타	-32	-36	-32	-34	-26	-28	-32	-35	-135	-122	-116
OPM(%)	23%	33%	40%	41%	42%	43%	45%	43%	35%	43%	44%
DRAM	36%	45%	52%	52%	54%	55%	58%	57%	48%	56%	56%
NAND	6%	15%	18%	13%	1%	3%	4%	1%	13%	3%	5%
주요가정											
DRAM B/G	-15%	21%	-1%	7%	-8%	14%	7%	8%	18%	18%	12%
DRAM ASP	22%	15%	14%	10%	0%	5%	6%	0%	78%	26%	4%
NAND B/G	0%	-2%	-14%	-5%	-17%	25%	16%	25%	0%	2%	12%
NAND ASP	31%	16%	13%	-7%	-20%	5%	0%	-5%	89%	-14%	-2%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] SK 하이닉스 연도별 HBM 매출 추정

	2023	2024	2025E	2026E
매출액(B \$)	1.9	9.6	21.7	32.6
HBM2E	0.3			
HBM3	1.5	3.1	0.5	
HBM3E 8Hi		6.3	5.0	0.8
HBM3E 12Hi		0.2	15.9	16.7
HBM4 12Hi			0.3	15.1
TSV Capa(K/월)	45	130	170	210
HBM Portion(%)	70%	89%	94%	94%
Mix(%)	100%	100%	100%	100%
HBM2E	25%			
HBM3	75%	40%	5%	
HBM3E 8Hi		59%	34%	5%
HBM3E 12Hi		1%	60%	55%
HBM4 12Hi			1%	40%
P&T TAT Penalty	45%	60%	60%	60%
생산량(M Gb)	1138.8	6460.2	12243.3	17192.1
HBM2E	247.8			
HBM3	890.9	2327.0	401.8	0.0
HBM3E 8Hi		4030.6	3208.1	582.8
HBM3E 12Hi		102.5	8492.0	9615.9
HBM4 12Hi			141.5	6993.4

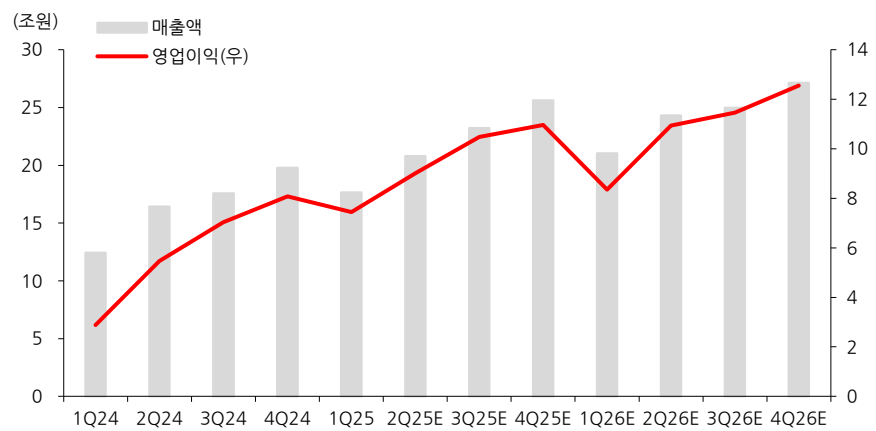
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] SK하이닉스 분기별 HBM 매출 추정

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	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	8.1	8.7	13.2	29.2
DRAM 매출(조 원)	7.3	10.5	11.7	14.3	13.8	16.0	17.8	19.2	43.9	66.8
전사 매출(조 원)	12.4	16.4	17.6	19.8	17.6	20.8	23.2	25.6	66.2	87.2
전사 매출 내 DRAM 비중	59%	64%	67%	73%	78%	77%	77%	75%	66%	77%
DRAM 내 HBM 비중	18%	22%	34%	39%	46%	46%	45%	45%	30%	44%

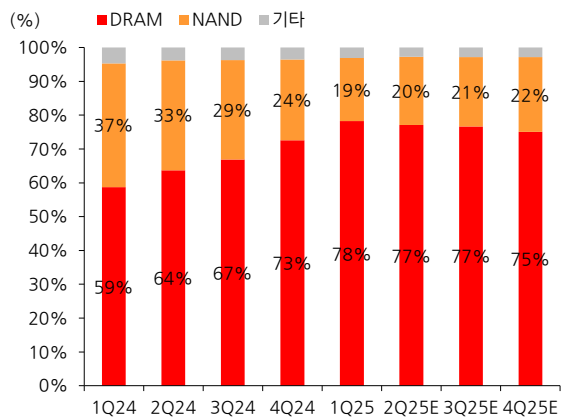
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] SK하이닉스 분기 실적 추이



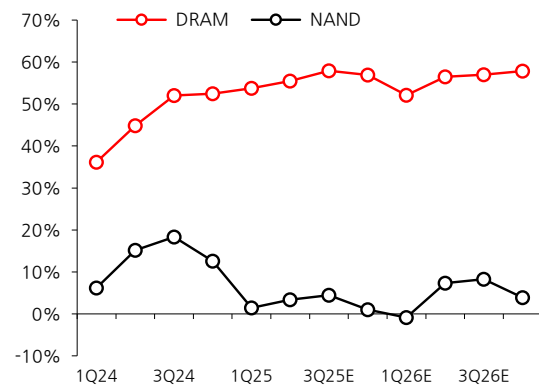
자료: 한화투자증권 리서치센터

[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	87,244	97,433
매출총이익	15,628	-533	31,828	51,275	59,403
영업이익	6,809	-7,730	23,467	37,892	43,311
EBITDA	20,961	5,943	36,049	51,832	59,059
순이자손익	-441	-1,238	-971	-627	-566
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	131	15	-2	-39	-21
세전계속사업손익	4,003	-11,658	23,885	39,610	43,170
당기순이익	2,242	-9,138	19,797	31,594	33,449
지배주주순이익	2,230	-9,112	19,789	31,569	33,416
증가율(%)					
매출액	160.6	-26.6	102.0	31.8	11.7
영업이익	33.3	적전	흑전	61.5	14.3
EBITDA	145.1	-71.6	506.5	43.8	13.9
순이익	-46.6	적전	흑전	59.6	5.9
이익률(%)					
매출총이익률	35.0	-1.6	48.1	58.8	61.0
영업이익률	15.3	-23.6	35.5	43.4	44.5
EBITDA 이익률	47.0	18.1	54.5	59.4	60.6
세전이익률	9.0	-35.6	36.1	45.4	44.3
순이익률	5.0	-27.9	29.9	36.2	34.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	14,781	4,278	29,796	41,477	46,760
당기순이익	2,242	-9,138	19,797	31,594	33,449
자산상각비	14,151	13,674	12,582	13,940	15,748
운전자본증감	-2,690	794	-5,600	-1,963	-2,461
매출채권 감소(증가)	3,342	-1,406	-5,098	-2,207	-917
재고자산 감소(증가)	-6,572	2,288	167	-3,519	-2,487
매입채무 증가(감소)	141	83	-1,103	4,639	850
투자현금흐름	-17,884	-7,335	-18,005	-26,400	-25,434
유형자산처분(취득)	-18,687	-6,785	-15,898	-23,639	-24,358
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	-1,023	-3,976
차입금의 증가(감소)	4,491	6,507	-7,977	-1,039	-2,457
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	45,070	49,221
(-)운전자본증감(감소)	1,376	2,081	-2,018	4,444	2,461
(-)설비투자	19,010	8,325	15,946	23,685	24,358
(+)자산매각	-414	1,086	-650	-636	-682
Free Cash Flow	973	-3,425	22,273	16,305	21,720
(-)기타투자	2,024	-2,640	7,612	810	340
잉여현금	-1,051	-786	14,661	15,495	21,379
NOPLAT	3,813	-5,604	19,450	30,224	33,559
(+) Dep	14,151	13,674	12,582	13,940	15,748
(-)운전자본투자	1,376	2,081	-2,018	4,444	2,461
(-)Capex	19,010	8,325	15,946	23,685	24,358
OpFCF	-2,421	-2,337	18,105	16,034	22,487

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	28,733	30,468	42,279	60,986	81,878
현금성자산	5,407	8,160	13,646	26,622	44,025
매출채권	5,444	6,942	13,299	15,432	16,349
재고자산	15,665	13,481	13,314	16,835	19,322
비유동자산	75,138	69,862	77,576	90,151	99,763
투자자산	11,397	13,254	13,053	15,855	16,175
유형자산	60,229	52,705	60,157	70,284	79,518
무형자산	3,512	3,835	4,019	4,012	4,070
자산총계	103,872	100,330	119,855	151,137	181,641
유동부채	19,844	21,008	24,965	28,509	28,594
매입채무	10,807	7,026	13,386	14,310	15,160
유동성이자부채	7,705	11,968	7,582	9,839	8,896
비유동부채	20,737	25,819	20,974	17,737	16,259
비유동이자부채	17,092	22,013	19,617	16,346	14,832
부채총계	40,581	46,826	45,940	46,246	44,853
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	96,084	127,981
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	104,891	136,788

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	3,063	-12,517	27,182	45,817	48,496
BPS	86,904	73,495	101,515	144,060	187,875
DPS	1,200	1,200	2,204	2,200	2,200
CFPS	29,909	8,098	50,619	61,910	67,611
ROA(%)	2.2	-8.9	18.0	23.3	20.1
ROE(%)	3.6	-15.6	31.1	35.3	27.7
ROIC(%)	5.3	-7.5	25.1	34.0	32.7
Multiples(x, %)					
PER	24.5	-11.3	6.4	6.4	6.0
PBR	0.9	1.9	1.7	2.0	1.6
PSR	1.2	3.1	1.9	2.4	2.2
PCR	2.5	17.5	3.4	4.7	4.3
EV/EBITDA	3.5	21.7	3.9	4.1	3.3
배당수익률	1.6	0.8	1.3	0.8	0.8
안정성(%)					
부채비율	64.1	87.5	62.2	44.1	32.8
Net debt/Equity	30.6	48.3	18.3	-0.4	-14.8
Net debt/EBITDA	92.5	434.4	37.6	-0.8	-34.4
유동비율	144.8	145.0	169.3	213.9	286.3
이자보상배율(배)	12.8	n/a	17.4	36.8	44.6
자산구조(%)					
투하자본	81.8	77.5	75.2	69.4	64.3
현금+투자자산	18.2	22.5	24.8	30.6	35.7
자본구조(%)					
차입금	28.2	38.8	26.9	20.0	14.8
자기자본	71.8	61.2	73.1	80.0	85.2

[Compliance Notice]

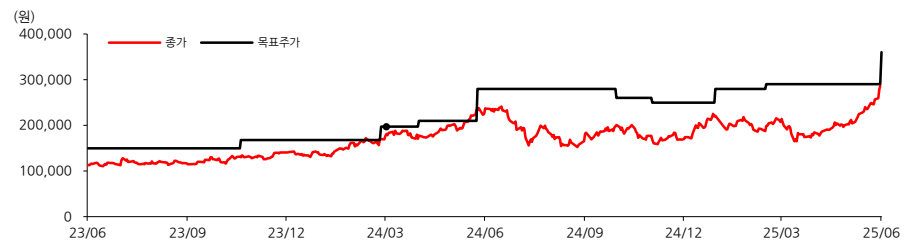
(공표일: 2025년 06월 27일)

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	2023.07.27	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

[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	-29.53	-1.38
2025.06.27	Buy	360,000		

[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 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%