

SK하이닉스 (000660)

EARNINGS REVIEW

Company Analysis | 반도체/소부장 | 2025.04.25

1Q25P Review: 2H25 메모리 가격 상승 둔화 전망

1Q25P Review: 컨센서스 상회

1Q25 잠정 연결 실적은 매출액 17.6조원(-11%QoQ, +42%YoY), 영업이익 7.4조원(-8%QoQ, +158%YoY, OPM 42.2%)으로 당사 추정치와 시장 컨센서스 매출액 17.3조원, 영업이익 6.6조원을 모두 크게 상회했다. 관세에 앞선 Pull-In 수요로 출하량이 소폭 증가했으며 1Q25 HBM 매출액이 +6%QoQ 증가한 6.3조원으로 DRAM 내 매출 비중 45%를 달성하며 수익성 개선에 크게 기여한 것으로 파악된다. 또한 NAND도 OPM 3.0%로 소폭 흑자를 달성하며 수익성 개선에 일부 기여했다.

2H25 메모리 가격 상승 둔화 전망

2025년 연결 실적은 매출액 85.7조원(+29%YoY), 영업이익 36.3조원(+55%YoY, OPM 42.3%)으로 전망한다. 1Q25 메모리 공급업체들은 실적 서프라이즈를 기록하고 있으며 관세 유예로 인해 2Q25 Pull-In 수요가 지속되며 견조한 실적을 이어나갈 것이다. 하지만 고객사들의 앞당긴 재고 비축과 부진한 Set 수요로 인해 관세 여부와 무관하게 2H25 메모리 가격 상승 모멘텀은 둔화될 것으로 전망한다. Set 수요 전망치의 하향 조정 및 NAND 공급 증가로 인해 메모리 가격은 2024년과 동일한 상고하저의 흐름을 보일 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 250,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 250,000을 유지한다. 현 주가는 12M Fwd P/B 기준 1.2x로 밴드 중하단에 위치해 있으며 HBM 이전 P/B 밴드 기준으로도 중단에 위치해있다. 추후 반도체 관련 관세 정책에 따라 추가적인 주가 하락의 가능성이 존재하지만 현 주가는 우려의 상당 부분이 반영되어 있다. 오히려 정책 불확실성 속 관세 유예 및 폐지로 인한 Upside Risk가 더 큰 구간이라 판단한다. 하지만 Pull-In 효과로 인해 2H25 메모리 가격 상승 모멘텀 둔화가 예상되며 단기적인 Trading Buy 접근을 권고한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	32,766	66,193	85,706	92,734	100,339
영업이익	-7,730	23,467	36,263	39,245	42,263
순이익	-9,138	19,797	30,196	30,244	32,824
EPS (원)	-13,242	28,719	43,604	43,673	47,399
증감률 (%)	적전	흑전	51.8	0.2	8.5
PER (x)	-10.7	6.1	4.1	4.1	3.8
PBR (x)	1.9	1.7	1.3	1.0	0.8
영업이익률 (%)	-23.6	35.5	42.3	42.3	42.1
EBITDA 마진 (%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE (%)	-15.6	31.1	34.2	26.0	22.5

주: IFRS 연결 기준

자료: SK하이닉스, LS증권 리서치센터

Analyst 차용호
eunyeon9569@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	250,000 원
현재주가	178,300 원
상승여력	40.2 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI (04/24)	2,522.33 pt
시가총액	1,298,028 억원
발행주식수	728,002 천주
52 주 최고가/최저가	241,000 / 152,800 원
90 일 일평균거래대금	7,297.79 억원
외국인 지분율	53.3%
배당수익률(25.12E)	1.4%
BPS(25.12E)	139,633 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -11.5%
	6개월 -7.8%
	12개월 4.9%
주주구성	에스케이스퀘어 (외 8인) 20.1%
	국민연금공단 (외 1인) 7.4%
	The Capital Group Companies(외 53인) 6.7%

Stock Price

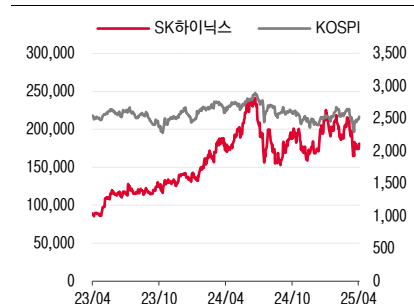


표1 SK 하이닉스 실적 추정치 변경 내역

		1Q25P			2Q25E			2025E		
		수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
원/달러 평균		1,464	1,473	1%	1,445	1,470	2%	1,445	1,450	0%
Bit Growth (%)	DRAM	-12%	-8%	4%	13%	10%	-4%	16%	10%	-6%
	NAND	-19%	-20%	0%	38%	21%	-17%	-2%	-9%	-8%
ASP Growth (%)	DRAM	1%	-1%	-2%	-1%	6%	7%	21%	26%	5%
	NAND	-18%	-21%	-3%	1%	7%	6%	-5%	-7%	-2%
매출액 (십억원)	DRAM	13,590	14,111	4%	15,109	16,448	9%	67,125	66,677	-1%
	NAND	3,283	3,175	-3%	4,527	4,111	-9%	19,004	17,148	-10%
	Others	579	353	-39%	549	543	-1%	2,145	1,881	-12%
	합계	17,452	17,639	1%	20,185	21,102	5%	88,274	85,706	-3%
매출비중 (%)	DRAM	78%	80%	2%	75%	78%	3%	76%	78%	2%
	NAND	19%	18%	-1%	22%	19%	-3%	22%	20%	-2%
	Others	3%	2%	-1%	3%	3%	0%	2%	2%	0%
	합계	100%	100%	0%	100%	100%	0%	100%	100%	0%
매출액 Growth (%)	DRAM	-7%	-4%	4%	11%	17%	5%	49%	48%	-1%
	NAND	-31%	-33%	-2%	38%	29%	-8%	-1%	-10%	-10%
	Others	46%	-11%	-57%	-5%	54%	59%	12%	-2%	-14%
	합계	-12%	-11%	1%	16%	20%	4%	33%	29%	-4%
영업이익 (십억원)	DRAM	6,727	7,558	12%	7,880	9,001	14%	35,203	35,961	2%
	NAND	-46	94	-305%	282	364	29%	1,166	1,125	-3%
	Others	-147	-211	44%	-151	-189	25%	-627	-823	31%
	합계	6,535	7,441	14%	8,011	9,176	15%	35,742	36,263	1%
영업이익률 (%)	DRAM	50%	54%	4%	52%	55%	3%	52%	54%	1%
	NAND	-1%	3%	4%	6%	9%	3%	6%	7%	0%
	Others	-25%	-60%	-34%	-27%	-35%	-7%	-29%	-44%	-15%
	합계	37%	42%	5%	40%	43%	4%	40%	42%	2%

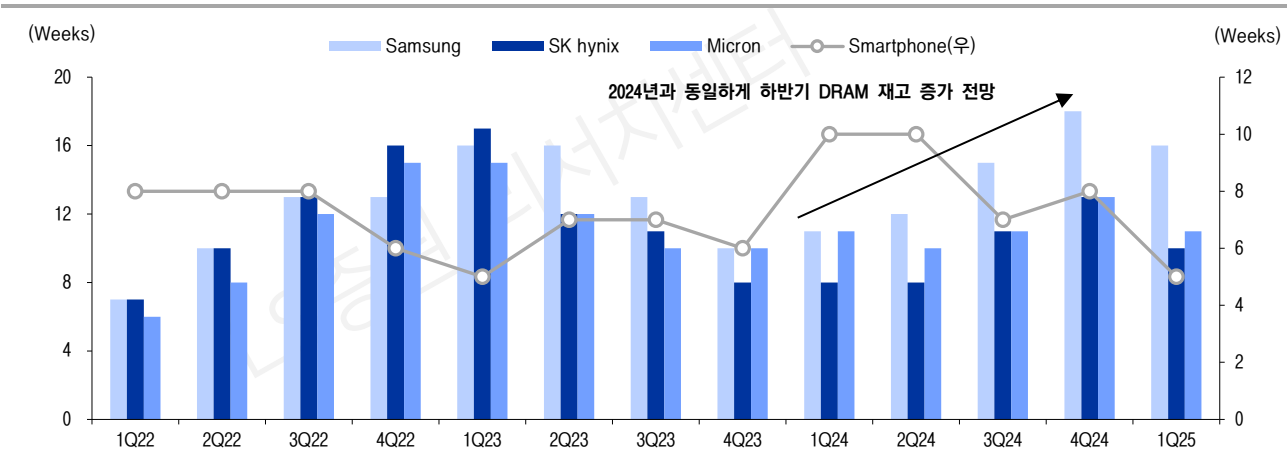
자료: LS증권 리서치센터

표2 SK 하이닉스 실적 추이 및 전망

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
원/달러 평균		1,319	1,362	1,346	1,397	1,473	1,470	1,445	1,412	1,356	1,450
Bit Growth (%)	DRAM	-16%	22%	-1%	6%	-8%	10%	3%	5%	17%	10%
	NAND	0%	-4%	-15%	-4%	-20%	21%	18%	6%	-2%	-9%
ASP Growth (%)	DRAM	23%	14%	14%	10%	-1%	6%	6%	4%	78%	26%
	NAND	32%	18%	16%	-3%	-21%	7%	3%	-3%	98%	-7%
매출액 (십억원)	DRAM	7,582	10,839	12,125	14,628	14,111	16,448	17,500	18,618	45,174	66,677
	NAND	4,351	5,091	4,920	4,744	3,175	4,111	4,920	4,942	19,106	17,148
	Others	497	493	527	395	353	543	578	408	1,912	1,881
	합계	12,430	16,423	17,573	19,767	17,639	21,102	22,997	23,968	66,193	85,706
매출비중 (%)	DRAM	61%	66%	69%	74%	80%	78%	76%	78%	68%	78%
	NAND	35%	31%	28%	24%	18%	19%	21%	21%	29%	20%
	Others	4%	3%	3%	2%	2%	3%	3%	2%	3%	2%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
매출액 Growth (%)	DRAM	3%	43%	12%	21%	-4%	17%	6%	6%	116%	48%
	NAND	33%	17%	-3%	-4%	-33%	29%	20%	0%	100%	-10%
	Others	-27%	-1%	7%	-25%	-11%	54%	6%	-29%	-17%	-2%
	합계	10%	32%	7%	12%	-11%	20%	9%	4%	102%	29%
영업이익 (십억원)	DRAM	2,482	4,919	6,019	7,679	7,558	9,001	9,442	9,960	21,099	35,961
	NAND	219	761	1,086	581	94	364	524	143	2,647	1,125
	Others	185	-211	-75	-177	-211	-189	-183	-240	-278	-823
	합계	2,886	5,468	7,030	8,083	7,441	9,176	9,783	9,862	23,468	36,263
영업이익률 (%)	DRAM	33%	45%	50%	52%	54%	55%	54%	53%	47%	54%
	NAND	5%	15%	22%	12%	3%	9%	11%	3%	14%	7%
	Others	37%	-43%	-14%	-45%	-60%	-35%	-32%	-59%	-15%	-44%
	합계	23%	33%	40%	41%	42%	43%	43%	41%	35%	42%

자료: LS증권 리서치센터

그림1 메모리 공급업체 및 스마트폰 업체 DRAM 재고일수 추이



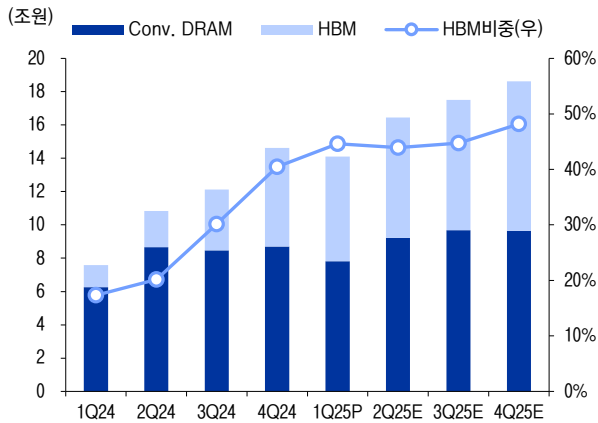
자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

표3 SK하이닉스 DRAM 및 HBM 실적 추이 및 전망

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
Capa (K/m)	Conv. DRAM	318	305	340	360	370	375	380	375	3,969	4,500
	HBM(TSV)	50	75	95	120	130	140	150	170	1,020	1,770
	합계	368	380	435	480	500	515	530	545	4,989	6,270
Capa (%)	Conv. DRAM	86%	80%	78%	75%	74%	73%	72%	69%	80%	72%
	HBM(TSV)	14%	20%	22%	25%	26%	27%	28%	31%	20%	28%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Bit Shipment (Mil Gb)	Conv. DRAM	15,409	18,496	17,677	17,999	16,449	18,009	18,307	18,869	69,581	71,635
	HBM	700.104	1,099	1,791	2,656	2,550	2,842	3,072	3,574	6,247	12,038
	합계	16,109	19,595	19,468	20,655	18,999	20,851	21,378	22,443	75,828	83,672
Bit Growth (QoQ%)	Conv. DRAM	-18%	20%	-4%	2%	-9%	9%	2%	3%		
	HBM	54%	57%	63%	48%	-4%	11%	8%	16%		
	합계	-16%	22%	-1%	6%	-8%	10%	3%	5%		
Bit Growth (YoY%)	Conv. DRAM	40%	22%	-3%	-4%	7%	-3%	4%	5%	10%	3%
	HBM	122%	224%	348%	483%	264%	159%	71%	35%	314%	93%
	합계	42%	26%	4%	8%	18%	6%	10%	9%	17%	10%
Bit Shipment 비중(%)	Conv. DRAM	96%	94%	91%	87%	87%	86%	86%	84%	92%	86%
	HBM	4%	6%	9%	13%	13%	14%	14%	16%	8%	14%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
ASP (\$/Gb)	Conv. DRAM	0.31	0.34	0.36	0.35	0.32	0.35	0.37	0.36	0.34	0.35
	HBM	1.42	1.46	1.52	1.60	1.68	1.73	1.76	1.78	1.53	1.74
	합계	0.36	0.41	0.46	0.51	0.50	0.54	0.57	0.59	0.44	0.55
ASP (QoQ%/YoY%)	Conv. DRAM	18%	11%	4%	-3%	-7%	8%	5%	-1%	57%	3%
	HBM	-5%	3%	4%	5%	5%	3%	2%	1%	5%	14%
	합계	23%	14%	14%	10%	-1%	6%	6%	4%	78%	26%
매출액 (Mil USD)	Conv. DRAM	4,753	6,358	6,295	6,231	5,305	6,273	6,695	6,832	23,637	25,106
	HBM	995	1,603	2,717	4,239	4,276	4,914	5,415	6,351	9,555	20,957
	합계	5,749	7,961	9,012	10,471	9,582	11,187	12,111	13,183	33,192	46,063
매출액 (십억원)	Conv. DRAM	6,269	8,657	8,469	8,705	7,813	9,223	9,675	9,649	32,100	36,360
	HBM	1,313	2,183	3,656	5,923	6,298	7,225	7,825	8,969	13,074	30,318
	합계	7,582	10,839	12,125	14,628	14,111	16,448	17,500	18,618	45,174	66,677
매출액 Growth (QoQ%)	Conv. DRAM	-3%	38%	-2%	3%	-10%	18%	5%	0%		
	HBM	46%	66%	68%	62%	6%	15%	8%	15%		
	합계	3%	43%	12%	21%	-4%	17%	6%	6%		
매출액 Growth (YoY%)	Conv. DRAM	155%	114%	58%	27%	12%	-1%	6%	10%	78%	13%
	HBM	128%	225%	368%	523%	330%	207%	99%	50%	354%	132%
	합계	150%	130%	98%	88%	67%	41%	34%	26%	116%	48%
매출액 비중 (%)	Conv. DRAM	83%	80%	70%	60%	55%	56%	55%	52%	71%	55%
	HBM	17%	20%	30%	40%	45%	44%	45%	48%	29%	45%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

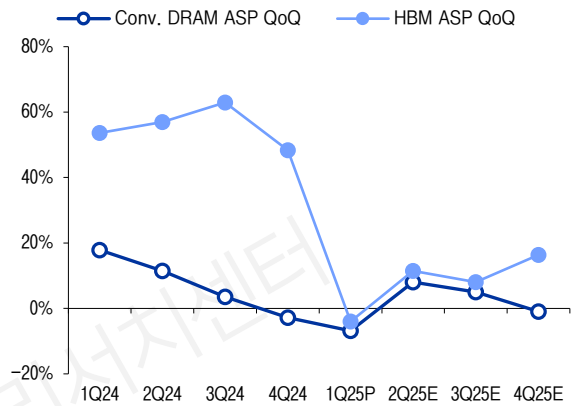
자료: LS증권 리서치센터

그림2 DRAM 내 HBM 매출액 비중 추이 및 전망



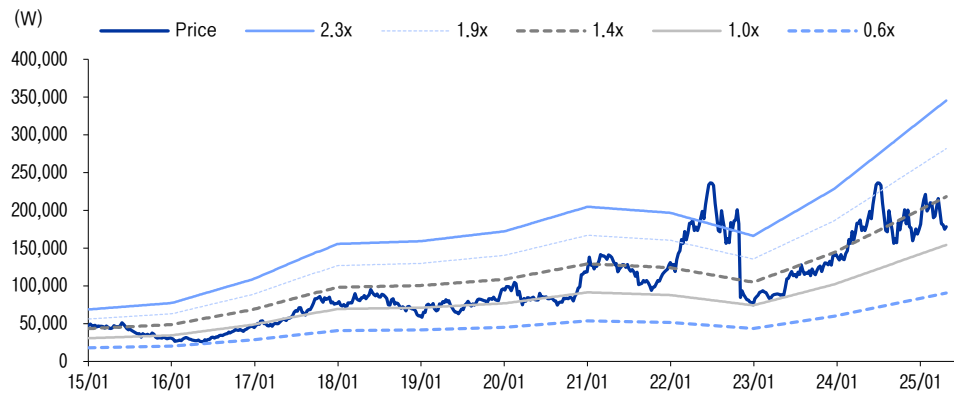
자료: LS증권 리서치센터

그림3 DRAM ASP 추이 및 전망



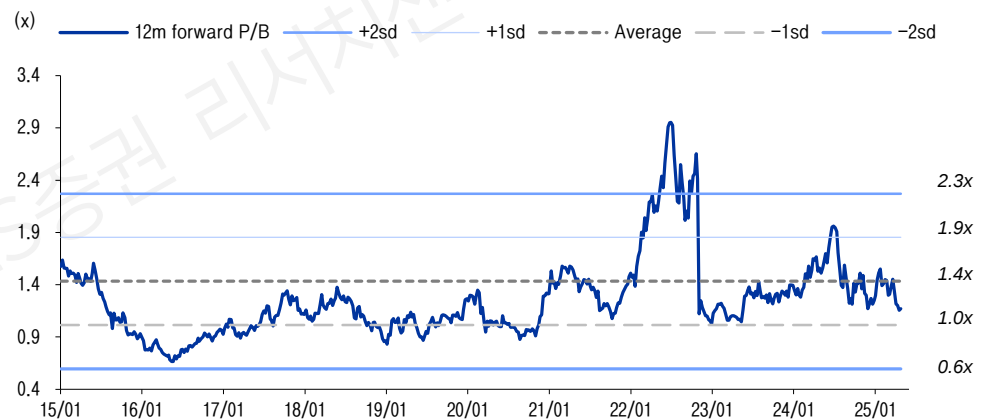
자료: LS증권 리서치센터

그림4 SK 하이닉스 12M Fwd P/B Band



자료: LS증권 리서치센터

그림5 SK 하이닉스 12M Fwd P/B 표준편차



자료: LS증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	30,468	42,279	59,482	71,069	86,224
현금 및 현금성자산	7,587	11,205	25,997	26,503	41,276
매출채권 및	6,942	13,299	15,759	22,736	21,525
재고자산	13,481	13,314	13,133	17,052	18,450
기타유동자산	2,458	4,461	4,592	4,779	4,973
비유동자산	69,862	77,576	87,890	99,218	110,465
관계기업투자등	5,473	5,982	6,225	6,478	6,741
유형자산	52,705	60,157	70,213	80,925	91,545
무형자산	3,835	4,019	4,094	4,158	4,211
자산총계	100,330	119,855	147,371	170,287	196,689
유동부채	21,008	24,965	28,289	29,815	30,537
매입채무 및	7,026	13,386	16,547	17,904	18,450
단기금융부채	11,968	7,582	7,582	7,582	7,582
기타유동부채	2,015	3,997	4,160	4,329	4,504
비유동부채	25,819	20,974	17,417	10,452	5,488
장기금융부채	22,013	19,617	16,026	9,026	4,026
기타비유동부채	3,806	1,357	1,390	1,425	1,462
부채총계	46,826	45,940	45,706	40,267	36,025
지배주주지분	53,504	73,903	101,653	130,008	160,652
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,487	4,487	4,487
이익잉여금	46,729	65,418	93,168	121,522	152,167
비지배주주지분(연결)	-1	12	12	12	12
자본총계	53,504	73,916	101,665	130,020	160,665

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	4,278	29,796	47,087	38,547	53,400
당기순이익(손실)	-9,138	19,797	30,196	30,244	32,824
비현금수익비용가감	15,033	17,054	15,929	17,758	20,131
유형자산감가상각비	13,121	11,985	14,945	17,108	19,482
무형자산상각비	553	596	691	702	712
기타현금수익비용	1,359	4,472	7	-339	-350
영업활동 자산부채변동	794	-5,600	962	-9,455	445
매출채권 감소(증가)	-1,406	-5,098	-2,461	-6,976	1,211
재고자산 감소(증가)	2,288	167	181	-3,919	-1,398
매입채무 증가(감소)	83	-1,103	3,162	1,357	546
기타자산, 부채변동	-171	435	80	84	87
투자활동 현금흐름	-7,335	-18,005	-26,409	-29,303	-31,611
유형자산처분(취득)	-6,785	-15,898	-25,000	-27,820	-30,102
무형자산 감소(증가)	-454	-697	-766	-766	-766
투자자산 감소(증가)	126	-1,418	-356	-418	-433
기타투자활동	-221	9	-287	-299	-311
재무활동 현금흐름	5,697	-8,704	-5,886	-8,738	-7,015
차입금의 증가(감소)	6,507	-7,977	-3,591	-7,000	-5,000
자본의 증가(감소)	-801	-732	-2,295	-1,738	-2,015
배당금의 지급	826	826	-2,295	-1,738	-2,015
기타재무활동	-9	6	0	0	0
현금의 증가	2,610	3,618	14,792	506	14,774
기초현금	4,977	7,587	11,205	25,997	26,503
기말현금	7,587	11,205	25,997	26,503	41,276

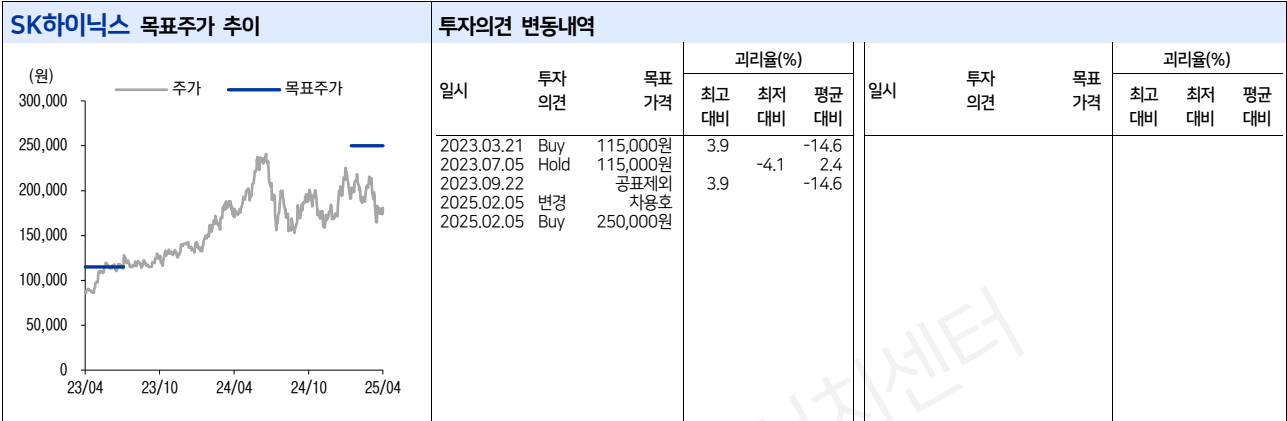
자료: SK하이닉스, LS증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	32,766	66,193	85,706	92,734	100,339
매출원가	33,299	34,365	36,812	40,226	44,149
매출총이익	-533	31,828	48,894	52,508	56,190
판매비 및 관리비	7,197	8,361	12,631	13,263	13,926
영업이익	-7,730	23,467	36,263	39,245	42,263
(EBITDA)	6	36	52	57	62
금융손익	-1,238	-971	-627	-406	-117
이자비용	1,468	1,345	1,031	826	554
관계기업등 투자손익	15	-2	-65	-65	-65
기타영업외손익	-2,704	1,392	1,859	0	0
세전계속사업이익	-11,658	23,885	37,431	38,774	42,082
계속사업법인세비용	-2,520	4,088	7,235	8,530	9,258
계속사업이익	-9,138	19,797	30,196	30,244	32,824
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	30,196	30,244	32,824
지배주주	-9,112	19,789	30,045	30,093	32,660
총포괄이익	-9,022	21,315	30,196	30,244	32,824
매출총이익률 (%)	-1.6	48.1	57.0	56.6	56.0
영업이익률 (%)	-23.6	35.5	42.3	42.3	42.1
EBITDA 마진률 (%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
당기순이익률 (%)	-27.9	29.9	35.2	32.6	32.7
ROA (%)	-8.9	18.0	22.5	18.9	17.8
ROE (%)	-15.6	31.1	34.2	26.0	22.5
ROIC (%)	-7.5	25.1	34.1	30.4	28.3

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	-10.7	6.1	4.1	4.1	3.8
P/B	1.9	1.7	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA	21.7	3.9	2,407.1	2,056.2	1,560.1
P/CF	17.5	3.4	2.8	2.7	2.5
배당수익률 (%)	0.8	1.3	1.4	1.6	1.8
성장성 (%)					
매출액	-26.6	102.0	29.5	8.2	8.2
영업이익	적전	흑전	54.5	8.2	7.7
세전이익	적전	흑전	56.7	3.6	8.5
당기순이익	적전	흑전	52.5	0.2	8.5
EPS	적전	흑전	51.8	0.2	8.5
안정성 (%)					
부채비율	87.5	62.2	45.0	31.0	22.4
유동비율	145.0	169.3	210.3	238.4	282.4
순차입금/자기자본(x)	48.3	18.3	-4.8	-9.6	-20.1
영업이익/금융비용(x)	-5.3	17.4	35.2	47.5	76.3
총차입금 (십억원)	33,981	27,200	23,609	16,609	11,609
순차입금 (십억원)	25,821	13,554	-4,878	-12,485	-32,364
주당지표(원)					
EPS	-13,242	28,719	43,604	43,673	47,399
BPS	73,495	101,515	139,633	178,581	220,675
CFPS	8,098	50,619	63,359	65,937	72,740
DPS	1,200	2,204	2,520	2,930	3,130



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 차용호).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	91.7% 8.3%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2024. 4. 1 ~ 2025. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)