

# COMPANY UPDATE

2025. 4. 24.

## Tech팀

이종욱 팀장

jwstar.lee@samsung.com

장민승 Research Associate

minseung.jang@samsung.com

### ▶ 종목 정보

BUY

목표주가 250,000원 38.1%

현재주가 181,000원

시가총액 131.8조원

주식수 (유동주식 비중) 728,002,365주 (74.4%)

52주 최저/최고 152,800원/241,000원

60일-평균거래대금 7,423.3억원

### ▶ 수익률

1개월 6개월 12개월

SK하이닉스 (%) -16.0 -7.7 5.8

Kospi 지수 대비 (%pts) -12.1 -4.9 9.9

### ▶ 주요 전망치 변화

(원) 신규 기존 증감

투자 의견 BUY BUY

목표주가 250,000 280,000 -10.7%

2025E EPS 42,378 36,898 14.9%

2026E EPS 43,567 36,869 18.2%

### ▶ 컨센서스

커버 증권사 수 25

목표주가 280,320

추천 점수 4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트  
바로가기

## SK하이닉스 (000660)

### 기술과 원가 우위를 증명

- 1Q 영업이익 7.4조원은 견고한 HBM 기술과 범용 제품 이익 펀더멘털의 증거
- AI 투자, 관세 등 불확실성 해소가 주가 상승의 트리거. 목표주가 25만원(12m. fwd P/B 1.7배)으로 소폭 하향하나, BUY 투자 의견 유지

### WHAT'S THE STORY?

**1Q25 호실적 - 기술과 원가의 우위를 증명:** 1Q25 매출액 17.6조원(-11% q-q, +42% y-y)과 영업이익 7.4조원(-8% q-q, +158% y-y)을 발표했다. 영업이익은 시장 컨센서스(Quantwise)를 14% 뛰어 넘은 호실적이다. HBM의 비중이 확대하면서 영업이익률이 42%까지 상승했는데 이는 AI가 회사의 이익 펀더멘털을 변화시키고 있는 증거다. 뿐만 아니라 범용 디램과 낸드의 이익률도 산업 평균을 상회하면서 원가의 우위까지 확보하고 있다. 2Q25 영업이익은 8.9조원을 전망하며 이익 펀더멘털을 또 한 번 증명하게 될 것이라 기대한다.

**주식의 동인은 회사의 견고한 이익인가, AI 투자 사이클인가:** 주가와 실적은 때때로 다른 방향성을 보이는데, 이는 두 주가 동인이 충돌하고 있기 때문이다. 회사의 기술적, 재무적 펀더멘털이 더욱 견고해지고 있는 것과 동시에 투자자들은 AI의 투자 사이클의 peak-out을 걱정하고 있다. 상반된 두 방향의 무게를 재는 것이 25년 투자 판단의 핵심이라고 생각한다. 2Q에는 AI의 걱정이 먼저, 장기 관점에서 볼수록 펀더멘털이 우선이라고 생각하며 그 변곡점을 찾는 것이 중요하다.

- HBM의 안정적 이익:** 2Q부터 HBM3E의 50% 이상이 12단으로 이동하면서 HBM의 믹스는 한차례 더 개선될 것이다. 26년부터는 HBM4로의 주력 제품 전환을 기대하고 있으며, 기술적 정체는 없어 보인다. 출하량으로 보나 기술 개선 속도로 보나 아직까지 HBM의 이익 peak-out 조짐은 전혀 보이지 않는다. 오히려 HBM의 출하량 성장률의 속도가 하반기로 갈수록 가팔라지면서 이익이 주가에 미치는 영향력이 더욱 강해질 개연성이 높다.

### SUMMARY FINANCIAL DATA

(다음 페이지에 계속)

	2023	2024	2025E	2026E
매출액 (십억원)	32,766	66,193	86,102	93,760
영업이익 (십억원)	-7,730	23,467	37,316	40,791
순이익 (십억원)	-9,138	19,797	30,864	31,730
EPS (adj) (원)	-12,517	27,182	42,378	43,567
EPS (adj) growth (%)	적전	흑전	55.9	2.8
EBITDA margin (%)	18.1	54.5	61.8	63.9
ROE (%)	-15.6	31.1	34.9	26.8
P/E (adj) (배)	n/a	6.4	4.3	4.2
P/B (배)	1.8	1.6	1.2	0.9
EV/EBITDA (배)	21.7	3.9	2.5	1.9
Dividend yield (%)	0.8	1.3	0.8	1.4

자료: SK하이닉스, 삼성증권 추정

삼성증권

• **AI 투자 정체 우려:** 주요 CSP 고객사들은 올해의 AI 데이터센터 투자 계획에 변동은 없다고 언급했지만, 관세와 무역 제재 등 불확실성이 커지고 있다는 주석을 달기 시작했다. 몇몇 AI 데이터센터의 ramp up 일정 연기에 대해 투자자들은 과민하게 반응하기 시작했다. 투자 사이클 후반, 가벼운 AI 모델로의 개선 속에, 고객사들의 overbuild 코멘트가 언급되는 한편, 금리 상승과 관세 인상의 우려는 사실상 사라지지 않았다. 투자자들의 AI 포트폴리오는 보수적으로 변화할 수밖에 없다.

• **고객의 pull-in 여부:** 상반기 매출 중에 서버 디램과 LPDDR에서 고객사의 재고 확보 수요(Inventory pull-in)가 포함된 것은 분명하다. 그러나 재고 확보 수요가 일시적일 수 있다는 사실이 우리가 투자를 결정하는데 중요한 것은 아니다. AI 투자 정체 우려가 걷히고 나면 지난 수요가 일시적인지 아닌지는 그렇게 중요하지 않고, 미중 투자 경쟁이 일어나는 현시점에서 재고가 확보되었다는 것만으로 있던 투자의 방향성이 달라질 가능성은 낮기 때문이다.

**반등의 신호를 찾는 것이 중요:** 투자자 우려의 핵심은 불확실성이 해소되지 않았기 때문이다. 투자 관세 문제가 명확해지거나, 명확하지 않는 와중에도 26년 Full-booking이 나타난다면 투자자들의 AI 투자 정체 우려가 빠르게 해소될 것이라 기대한다.

• **관세 우려 해소는 언제:** 반도체 품목별 관세가 언제 구체화될지가 관건이다. 4월 1일 미국 상무부에서 무역확장법 232조에 따라 관세 조사를 시작했고, 최대 270일 이내에 조사가 마무리되면 관세가 발표될 것이다. 초기 의견 수렴일이 단축되었고, 루트닉 상무장관이 조기 관세 부과를 언급한 것으로 보아 더욱 빨라질 수 있다. 관세만 발표하면 만약 관세가 다소 높더라도, 주가는 불확실성 해소를 더 낙관적으로 반영하기 시작할 것이다.

• **3Q 중 Full-booking:** 2Q중 tier1 고객과의 협상이 마무리되고, 3Q 중 기타 고객과의 협상이 전개되고 나면, 26년에도 캐파 예약이 완료될 것이라고 생각한다. 실제 출하 여부와 상관없이 예약이 가득차다는 것만으로도 AI 투자의 불안감을 상당 부분 해소할 것이다.

**범용 디램의 ASP 상승은 주가의 하방 제한:** 반등의 신호가 아직 나타나지 않은 순간에도 범용 디램의 ASP 상승은 주가의 하방 경직성을 제공해줄 것이다. 스팟 가격은 급등했지만 ASP 상승까지는 시간이 좀 더 필요하며 실제 수요로 보면 하이엔드 서버 디램과 LPDDR5제품 중심으로 가격 상승이 예상된다. 하반기 LPCAMM과 SOCAMM의 수요 증가가 catalyst가 될 것이다.

**Capex는 신중하게:** 우리는 2025년 Capex를 28조원으로 전망한다. M15X의 조기 투자를 가정한 것으로, 실제 생산량 상향에 미치는 영향은 제한적이다. AI와 관세의 불확실성이 남아 있는 한 투자 계획의 불확실성도 남아 있기 때문에, 투자 계획의 하방 리스크는 상존한다. 오히려 투자 확대가 공식화되는 시점이 회사 내부의 불확실성 해소 시점으로 보는 편이 타당하다.

**2025년 영업이익 37조원 전망:** 우리는 2025년 영업이익 추정을 32조원에서 37조원으로 상향한다. HBM의 믹스 전환 속도와 타이트한 범용 디램 공급이 동사의 ASP 가정을 높였다. 다만, 사이클 후반 peak-out에 대한 우려, 관세 등 불확실성을 감안하여 목표 P/B를 12개월 P/B 상단 2.0배에서 평균 1.7배로 하향하고 목표주가를 25만원으로 하향한다.

SK하이닉스: 목표주가 산출

구분		비고
BPS (원)	149,410	2025년 BPS 적용
목표 P/B (배)	1.7	ROE는 12m Fwd P/B 상단 2.1배에서 유지되는 한편, 매크로 불확실성 감안하여 상단 P/B에서 20% 할인
적정 추가	259,376	
목표주가	250,000	
현재주가	181,000	4/23 종가
업사이드 (%)	38.1	

자료: 삼성증권 추정

SK하이닉스: 실적 추이 및 전망 가정

(십억원)	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024	2025E	2026
매출액	17,639	19,780	22,612	26,071	20,906	21,724	24,426	26,705	66,193	86,102	93,760
YoY (%)	42	20	29	32	19	10	8	2	102	30	9
DRAM	13,980	15,638	17,520	19,923	15,971	16,731	18,520	20,266	44,641	67,061	71,488
NAND 및 기타	3,659	4,142	5,091	6,149	4,935	4,993	5,905	6,438	21,552	19,042	22,272
영업이익	7,441	8,895	9,946	11,537	8,458	9,330	11,191	12,573	23,467	37,316	40,791
DRAM	7,412	8,832	9,811	10,704	8,145	9,054	10,470	11,253	20,856	36,759	38,923
NAND 및 기타	29	63	134	833	313	276	721	1,320	2,612	558	1,868
OPM (%)	42	45	44	44	40	43	46	47	35	43	44
DRAM	53	56	56	54	51	54	57	56	47	55	54
NAND 및 기타	1	2	3	14	6	6	12	21	12	3	9
DRAM bit growth	-8	11	16	12	-15	5	7	5	17	21	10
DRAM ASP change	1	2	-1	3	-5	1	5	5	78	21	1
NAND bit growth	-19	28	25	20	-20	2	10	5	-2	2	14
NAND ASP change	-22	-5	2	3	0	0	10	5	90	-18	9

자료: SK하이닉스, 삼성증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	44,622	32,766	66,193	86,102	93,760
매출원가	28,994	33,299	34,365	38,825	43,369
매출총이익	15,628	-533	31,828	47,277	50,391
(매출총이익률, %)	35.0	-1.6	48.1	54.9	53.7
판매 및 일반관리비	8,818	7,197	8,361	9,961	9,600
영업이익	6,809	-7,730	23,467	37,316	40,791
(영업이익률, %)	15.3	-23.6	35.5	43.3	43.5
영업외손익	-2,807	-3,928	418	1,753	-111
금융수익	3,714	2,262	4,855	3,846	4,048
금융비용	5,092	6,093	5,708	4,240	5,348
지분법손익	131	15	-38	20	80
기타	-1,561	-111	1,309	2,127	1,108
세전이익	4,003	-11,658	23,885	39,069	40,679
법인세	1,761	-2,520	4,088	8,204	8,949
(법인세율, %)	44.0	21.6	17.1	21.0	22.0
계속사업이익	2,242	-9,138	19,797	30,864	31,730
종단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	2,242	-9,138	19,797	30,864	31,730
(순이익률, %)	5.0	-27.9	29.9	35.8	33.8
지배주주순이익	2,230	-9,112	19,789	30,851	31,717
비지배주주순이익	12	-25	8	13	13
EBITDA	20,961	5,943	36,049	53,170	59,907
(EBITDA 이익률, %)	47.0	18.1	54.5	61.8	63.9
EPS (지배주주)	3,063	-12,517	27,182	42,378	43,567
EPS (연결기준)	3,079	-12,552	27,193	42,396	43,585
수정 EPS (원)*	3,063	-12,517	27,182	42,378	43,567

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	28,733	30,468	42,279	45,440	64,790
현금 및 현금등가물	4,977	7,587	11,205	12,545	29,021
매출채권	5,186	6,600	13,019	13,637	14,850
재고자산	15,665	13,481	13,314	13,036	14,195
기타	2,906	2,800	4,741	6,222	6,724
비유동자산	75,138	69,862	77,576	91,176	104,321
투자자산	7,483	5,809	6,522	6,976	7,237
유형자산	60,229	52,705	60,157	72,964	86,404
무형자산	3,512	3,835	4,019	4,359	3,803
기타	3,915	7,514	6,878	6,878	6,878
자산총계	103,872	100,330	119,855	136,616	169,112
유동부채	19,844	21,008	24,965	20,016	21,695
매입채무	2,186	1,846	2,277	2,612	2,844
단기차입금	3,833	4,146	1,283	1,137	1,137
기타 유동부채	13,824	15,017	21,405	16,266	17,713
비유동부채	20,737	25,819	20,974	13,497	13,620
사채 및 장기차입금	15,571	19,611	17,431	9,931	9,931
기타 비유동부채	5,166	6,207	3,543	3,566	3,688
부채총계	40,581	46,826	45,940	33,513	35,315
지배주주지분	63,266	53,504	73,903	103,078	133,759
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	94,593	125,274
기타	-1,413	-1,255	341	341	341
비지배주주지분	24	-1	12	25	38
자본총계	63,291	53,504	73,916	103,103	133,797
순부채	19,390	25,821	13,554	-950	-17,574

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	14,781	4,278	29,796	42,629	49,021
당기순이익	2,242	-9,138	19,797	30,864	31,730
현금유출입이없는 비용 및 수익	19,532	15,033	17,054	21,472	27,036
유형자산 감가상각비	13,372	13,121	11,985	15,193	18,560
무형자산 상각비	780	553	596	660	556
기타	5,380	1,359	4,472	5,619	7,920
영업활동 자산부채 변동	-2,690	794	-5,600	-1,083	-926
투자활동에서의 현금흐름	-17,884	-7,335	-18,005	-28,648	-31,945
유형자산 증감	-18,687	-6,785	-15,898	-28,000	-32,000
장단기금융자산의 증감	43	-82	-2,073	-897	-345
기타	760	-468	-33	248	399
재무활동에서의 현금흐름	2,822	5,697	-8,704	-14,107	-901
차입금의 증가(감소)	5,642	9,184	-6,781	-12,430	135
자본금의 증가(감소)	2	36	115	0	0
배당금	-1,681	-826	-826	-1,677	-1,036
기타	-1,141	-2,698	-1,211	0	0
현금증감	-81	2,610	3,618	1,340	16,476
기초현금	5,058	4,977	7,587	11,205	12,545
기말현금	4,977	7,587	11,205	12,545	29,021
Gross cash flow	21,774	5,895	36,851	52,337	58,765
Free cash flow	-4,230	-4,047	13,850	14,629	17,021

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외

\*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주 기준

자료: SK하이닉스, 삼성증권 추정

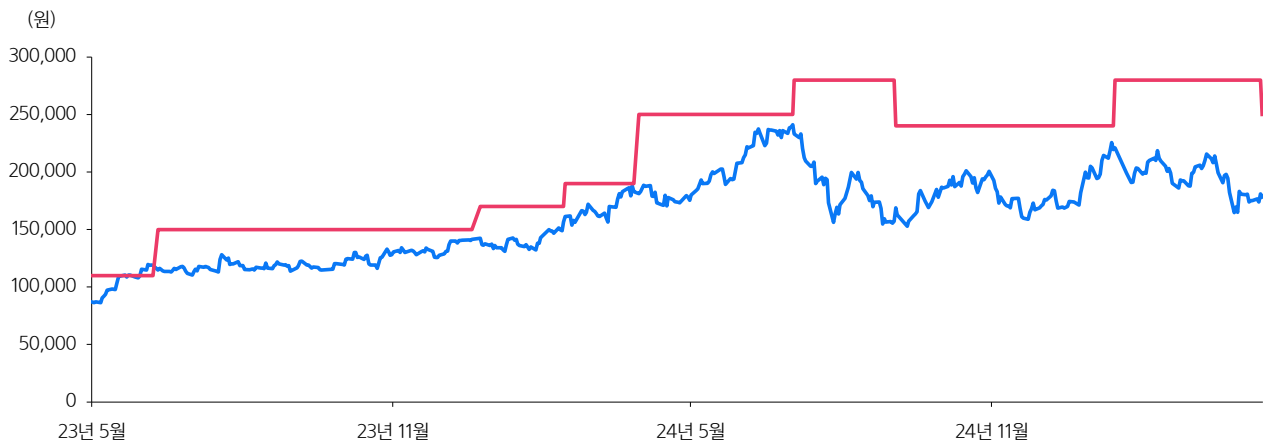
## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	3.8	-26.6	102.0	30.1	8.9
영업이익	-45.1	적전	흑전	59.0	9.3
순이익	-76.7	적전	흑전	55.9	2.8
수정 EPS**	-76.8	적전	흑전	55.9	2.8
주당지표					
EPS (지배주주)	3,063	-12,517	27,182	42,378	43,567
EPS (연결기준)	3,079	-12,552	27,193	42,396	43,585
수정 EPS**	3,063	-12,517	27,182	42,378	43,567
BPS	92,004	77,752	107,256	149,314	193,757
DPS (보통주)	1,200	1,200	2,204	1,500	2,500
Valuations (배)					
P/E***	24.5	n/a	6.4	4.3	4.2
P/B***	0.8	1.8	1.6	1.2	0.9
EV/EBITDA	3.5	21.7	3.9	2.5	1.9
비율					
ROE (%)	3.6	-15.6	31.1	34.9	26.8
ROA (%)	2.2	-8.9	18.0	24.1	20.8
ROIC (%)	5.3	-8.0	25.4	34.1	31.7
배당성향 (%)	37.0	-9.1	7.7	3.4	5.4
배당수익률 (보통주, %)	1.6	0.8	1.3	0.8	1.4
순부채비율 (%)	30.6	48.3	18.3	-0.9	-13.1
이자보상배율 (배)	12.8	-5.3	17.4	40.4	62.5

## Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 4월 23일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 4월 23일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

## 2년간 목표주가 변경 추이



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2022/11/29	2023/6/19	2024/1/2	2/23	4/8	7/12	9/12	2025/1/24	4/24
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP(원)	110000	150000	170000	190000	250000	280000	240000	280000	250000
과리율 (평균)	-18.57	-18.20	-17.87	-10.86	-18.91	-34.15	-23.78	-30.26	
과리율 (최대or최소)	8.64	-5.67	-7.94	-1.05	-3.60	-16.79	-6.04	-21.96	

**투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

\* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

## 기업

**BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상  
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준  
**HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~15% 내외  
**SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

## 산업

**OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상  
**NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상  
**UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

## 최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.03.31 기준

매수(79%)·중립(21%)·매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA