

2025.04.25

SK하이닉스 (000660)

적극적인 매매 결정이 어려운 시기

경쟁력을 보여준 1Q25 실적

SK하이닉스의 1Q25 매출과 영업이익은 17.6조원과 7.4조원을 기록하여 당사 전망치 대비 매출은 하회했으나 영업이익은 상회했다. 1Q25 DRAM 부문의 출하량과 ASP 증감률은 -9%와 0%로 동사 기존 가이드선과 시장 전망치 대비 매우 양호했다. 이는 HBM 판매량이 전분기 대비 소폭 감소에 그쳤고 단가가 높은 3E 12단의 판매 비중이 상승한 효과인 것으로 보인다. 또한 일부 업체의 불량 발생에 따라 동사 DDR5 판매가 호조를 보인 점도 원인 중 하나인 것으로 판단된다. 반면 NAND 부문에서는 단품 칩 판매 비중의 증가에 따라 ASP 낙폭이 20%에 달했다. 다만 그럼에도 불구하고 동사는 1Q25 NAND 부문에서 약간의 흑자를 달성했다.

동사 1Q25 실적에서 눈에 띄는 특징은 판관비가 전분기 대비 3,786억원이나 증가했다는 점인데 이는 직원들에 대한 추가 특별 상여금과 주식 지급 비용을 반영한 결과로 보인다. 비용 증가에도 불구하고 동사 1Q25 실적이 시장 예상치를 상회한 점에서 동사의 경쟁력 강화 및 뛰어난 원가 절감 능력을 짐작할 수 있다.

2Q25 영업이익을 8.9조원으로 전망

동사 2Q25 영업이익은 8.9조원을 기록하여 전분기 대비 20% 증가할 것으로 추정된다. 동사는 2Q25 출하 증가율을 DRAM 10%대 초반, NAND 20% 이상으로 제시했는데, 관세 부과 전 선구매 효과가 분기 후반으로 갈수록 축소될 전망임을 감안하면 특히 NAND 부문에서는 다소 도전적인 가이드라인인 것으로 판단된다.

2Q25 DRAM, NAND ASP 증감률은 관세 관련 불확실성에 따라 아직 정확히 예상하기 어렵다. 반도체 업체들이 2Q25 고정거래가격에 대해 약간의 인상을 추진 중인 반면 일부 고객들은 시장의 재고가 여전히 많고 향후 경기 및 수요 둔화가 나타날 수 있음을 들어 가격 인상에 저항할 것으로 예상된다. 따라서 현재 상황에서는 2Q25 동사 DRAM, NAND ASP 모두 전분기 수준에서 약간의 변화 만이 나타날 가능성이 높은 것으로 전망된다.

2H25 레거시 DRAM 업황은 재악화 가능성이 높은 듯

당사는 최근 올해 업계 HBM 생산 증가율 전망치를 기존의 114%에서 84%로 하향한 반면 레거시 DRAM 생산 증가율 전망치는 14%에서 16%로 상향했다. 이는 일부 업체의 1B 나노 DDR5 생산이 본격화되고 있고 지난해와 올해에 생산 설비를 빠르게 늘리고 있는 CXMT 역시 레거시 DRAM 생산을 증가시킬 것으로 예상되기 때문이다. 또한 낮아진 생산 증가율에 따라 일부 HBM 설비가 레거시 DRAM 생산으로 전환될 수도 있는 것으로 보인다. 만약 미국발 경기 둔화와 관세 부과 전 선구매의 영향에 따라 2H25 반도체 수요가 둔화된다면, 이는 공급 증가와 함께 2H25 레거시 DRAM 업황을 재악화시킬 가능성이 높은 것으로 판단된다.

CY26 HBM 수요 증가율 둔화 가능성

Bloomberg에 따르면 4월 24일자로 집계된 미국 빅테크 업체들의 FY25 Capex 전망치는 올해 들어 처음 소폭 하향 조정된 것으로 나타났다. 또한 주요 빅테크 업체 13개사의 FY26 예상 Capex 증가율 전망치는 FY25의 41.5% 대비 대폭 하락하는 7.0%로 집계되었다. 물론 FY26 Capex가 향후 변경될 수 있으나 현재 전망치대로

iM증권

Company Brief

Hold (Maintain)

목표주가(12M)	200,000원(하향)
종가(2025.04.24)	178,300원
상승여력	12.2%

Stock Indicator	
자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	131,768십억원
외국인지분율	53.4%
52주 주가	152,800~241,000원
60일평균거래량	3,818,335주
60일평균거래대금	742.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.4	-18.1	-8.7	0.7
상대수익률	-10.4	-17.7	-6.5	6.3

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	66,193	75,443	71,671	78,838
영업이익(십억원)	23,467	32,286	21,976	27,401
순이익(십억원)	19,789	23,823	15,060	19,304
EPS(원)	27,182	32,723	20,687	26,517
BPS(원)	101,515	134,533	155,513	182,324
PER(배)	6.4	5.5	8.7	6.8
PBR(배)	1.7	1.3	1.2	1.0
ROE(%)	31.1	27.7	14.3	15.7
배당수익률(%)	0.7	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	3.8	2.7	2.9	2.2

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[반도체]

송명섭 2122-9207 mssong@imfnsec.com

[IT RA]

손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

사용된다면 내년 서버 출하량 증가율은 한자리수대 초반으로 올해의 한자리수대 중후반에서 크게 하락할 가능성이 존재한다. 최근 Microsoft, Amazon, Alibaba 등에서 향후 AI 투자와 관련한 부정적인 소식이 전해지고 있는 점을 감안하면 FY25 Capex 전망치가 다소 하향 조정될 가능성도 있는 것으로 보인다.

2H26에 출시될 Nvidia의 차세대 GPU인 Rubin의 HBM (HBM4 12단) 탑재량이 2H25에 출시되는 Blackwell (HBM3E 12단) 대비 증가하지 않는 점도 내년 HBM 수요 증가율 관련해 다소 우려되는 점이다. 만약 CY26이 빅테크 업체들의 AI 투자와 GPU 내 HBM 탑재량 증가가 쉬어가는 해가 된다면 일시적인 HBM 수요 증가율의 둔화가 나타날 수 있다.

현주가에는 일반적인 경기 둔화 가능성이 충분히 반영되었으나...

동사 현주가는 당사의 FY25 예상 BPS 대비 1.3배 수준이며 이는 경쟁력 강화와 AI 수혜에 따라 지난해 상향 조정된 동사의 새로운 P/B Band (1.4~2.4배)에서 하향 이탈한 것이다. 업계 최고 경쟁력을 감안 시 현주가는 이미 일반적인 경기 및 업황 둔화 가능성을 충분히 반영하고 있는 것으로 판단된다. 따라서 당사는 현재 동사 주식에 대해 적극적인 매도 전략을 권고하지 않는다.

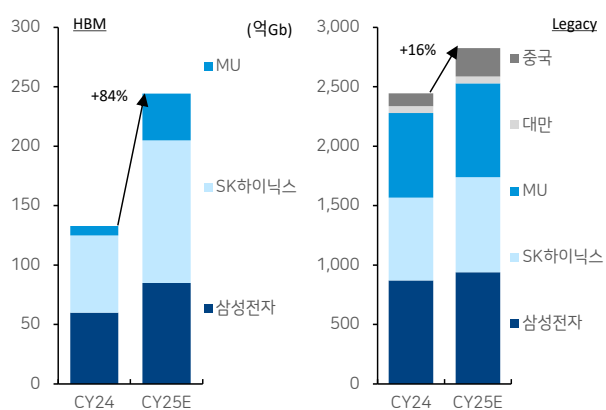
다만 만약 일반적인 경기 둔화가 아닌 침체가 발생하거나 향후 HBM 수급이 크게 둔화될 경우에는 동사의 저점 P/B 배수가 좀더 하향 조정될 가능성도 배제할 수 없다. 동사 주가와 역사적으로 유사한 흐름을 보여온 미국 ISM 제조업 지수가 최근 하락 중인 점도 부담스럽다. 그러므로 현재는 동사 주식에 대해 적극적인 매매 결정을 하기보다는 당분간 좀더 지켜보는 전략이 적절한 것으로 판단된다.

표 1. SK 하이닉스 부문별, 분기별 실적 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	FY22	FY23	FY24	FY25E
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	16,266	19,687	19,508	20,521	18,774	20,653	21,568	23,057	58,858	66,563	75,982	84,052
% QoQ / YoY	-16.3%	21.0%	-0.9%	5.2%	-8.5%	10.0%	4.4%	6.9%	1.0%	13.1%	14.1%	10.6%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.35	0.40	0.46	0.50	0.51	0.51	0.49	0.47	0.39	0.25	0.43	0.49
% QoQ / YoY	20.3%	14.8%	14.1%	10.2%	0.1%	0.6%	-3.8%	-3.4%	-16.6%	-36.8%	75.7%	13.9%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	5,687	7,901	8,934	10,357	9,485	10,501	10,544	10,890	22,923	16,390	32,878	41,421
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	36,247	35,522	30,167	28,708	23,379	28,055	31,173	34,072	106,710	131,867	130,645	116,680
% QoQ / YoY	-0.4%	-2.0%	-15.1%	-4.8%	-18.6%	20.0%	11.1%	9.3%	45.7%	23.6%	-0.9%	-10.7%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.10	0.11	0.13	0.12	0.10	0.10	0.09	0.08	0.11	0.06	0.12	0.09
% QoQ / YoY	30.3%	17.0%	14.0%	-5.0%	-19.5%	-2.5%	-8.0%	-15.0%	-19.5%	-43.3%	90.8%	-22.6%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	3,543	4,062	3,933	3,555	2,331	2,727	2,788	2,590	11,400	7,982	15,093	10,436
기타 매출 (백만달러)	107	110	79	196	316	294	291	260	534	563	492	1,160
연결기준 매출 (백만달러)	9,337	12,073	12,946	14,108	12,132	13,522	13,623	13,739	34,857	24,935	48,464	53,016
원/달러 환율 (원)	1,331	1,360	1,357	1,401	1,454	1,434	1,414	1,394	1,280	1,314	1,366	1,423
연결기준 매출 (십억원)	12,430	16,423	17,573	19,767	17,639	19,390	19,262	19,152	44,622	32,766	66,193	75,443
매출원가 (십억원)	7,635	8,927	8,401	9,401	7,537	8,104	8,440	8,825	28,994	33,299	34,364	32,907
매출총이익 (십억원)	4,795	7,496	9,172	10,366	10,102	11,286	10,822	10,327	15,628	-533	31,829	42,536
판매비 (십억원)	1,909	2,028	2,142	2,283	2,661	2,367	2,452	2,770	8,818	7,197	8,361	10,250
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익 (십억원)	2,886	5,469	7,030	8,083	7,441	8,919	8,370	7,557	6,809	-7,730	23,467	32,286
영업이익률	23.2%	33.3%	40.0%	40.9%	42.2%	46.0%	43.5%	39.5%	15.3%	-23.6%	35.5%	42.8%
DRAM 영업이익 (십억원)	2,544	4,707	6,056	7,833	7,401	8,627	8,317	8,163	8,908	1,021	21,140	32,508
%/Sales	33.6%	43.8%	49.9%	54.0%	53.7%	57.3%	55.8%	53.8%	30.3%	4.7%	47.0%	55.2%
NAND 영업이익 (십억원)	337	749	976	282	21	275	37	-620	-2,163	-8,763	2,345	-286
%/Sales	7.2%	13.6%	18.3%	5.7%	0.6%	7.0%	0.9%	-17.2%	-14.8%	-83.6%	11.4%	-1.9%

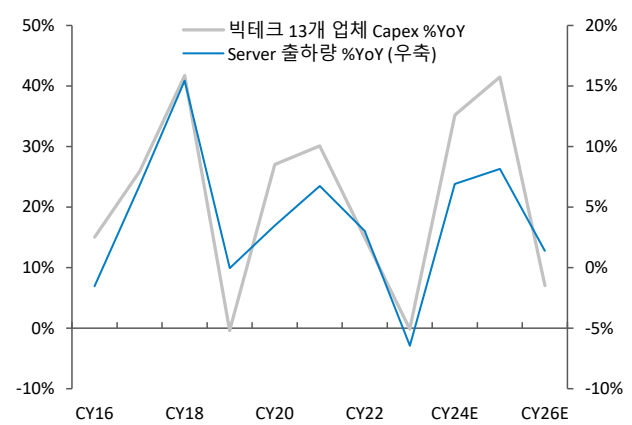
자료: SK 하이닉스, IM 증권 리서치본부

그림1. HBM, 레거시 DRAM 생산량 및 YoY 증감률 현재 전망



자료: 각사 자료, IM증권 리서치본부

그림2. 빅테크 Capex와 Server 출하량 증감률 비교



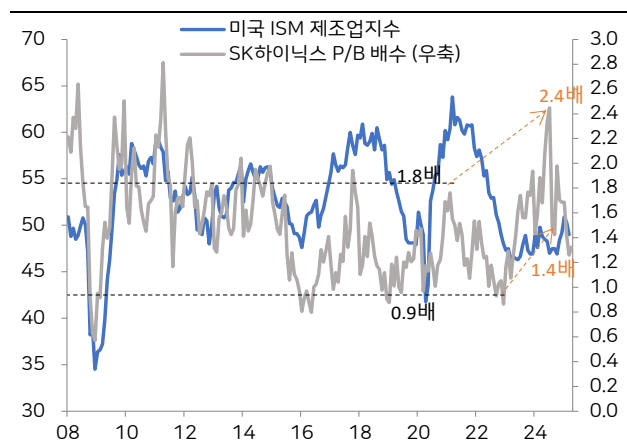
자료: Bloomberg, IDC, 대만 서버 ODM, IM증권 리서치본부

표 2. 주요 빅테크 업체들의 Capex 추이 및 전망

Capex (\$mn)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E		FY25E		FY26E
									3월 31일	4월 24일	3월 31일	4월 24일	
Google	10,212	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	52,535	52,535	74,978	74,630	76,845
Apple	12,734	12,451	13,313	10,495	7,309	11,085	10,708	10,959	9,447	9,447	10,825	10,893	11,784
Meta	4,491	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	37,256	37,256	59,362	59,393	63,980
Amazon	7,804	11,955	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	82,999	82,999	105,317	104,040	107,842
Microsoft	8,129	11,632	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	44,477	43,905	43,905	63,398	63,731	71,516
IBM	3,567	3,229	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,048	1,048	1,566	1,576	1,661
Oracle	2,021	1,736	1,660	1,564	2,135	4,511	8,695	6,866	7,282	7,282	16,057	16,060	19,404
Paypal	669	667	823	704	866	908	706	623	683	683	918	919	928
eBay	626	666	651	508	463	444	449	456	458	458	476	473	495
Salesforce	464	534	595	643	710	717	798	736	658	658	708	708	787
Alibaba	2,609	4,507	7,400	6,517	6,379	8,311	5,014	4,597	5,517	5,474	11,231	11,379	13,932
Tencent	1,492	1,800	3,356	3,927	5,719	4,808	3,452	3,017	6,107	9,675	10,343	11,997	11,691
Baidu	631	708	1,327	931	738	1,689	1,232	1,580	1,130	1,130	1,500	1,484	1,593
Total	55,448	69,802	98,927	98,527	125,142	162,804	187,068	186,803	249,024	252,549	356,679	357,282	382,457
미국 IDC Capex	50,717	62,787	86,843	87,152	112,307	147,996	177,370	177,608	236,271	236,271	333,605	332,422	355,241
중국 IDC Capex	4,731	7,015	12,084	11,375	12,835	14,808	9,698	9,195	12,753	16,279	23,075	24,860	27,216
Total %YoY	15.0%	25.9%	41.7%	-0.4%	27.0%	30.1%	14.9%	-0.1%	33.3%	35.2%	43.2%	41.5%	7.0%
미국 업체 %YoY	14.4%	23.8%	38.3%	0.4%	28.9%	31.8%	19.8%	0.1%	33.0%	33.0%	41.2%	40.7%	6.9%
중국 업체 %YoY	21.7%	48.3%	72.2%	-5.9%	12.8%	15.4%	-34.5%	-5.2%	38.7%	77.0%	80.9%	52.7%	9.5%

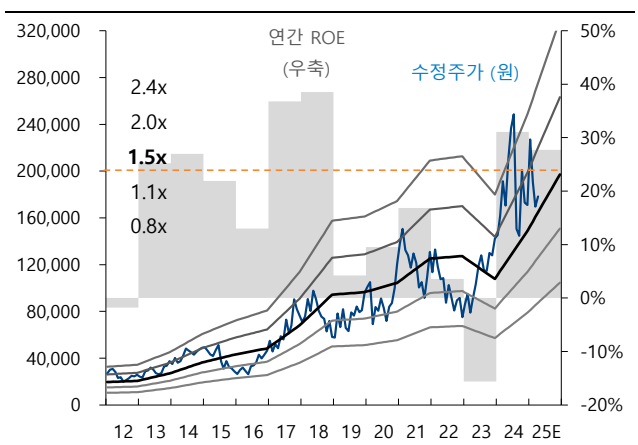
자료: Bloomberg

그림3. SK하이닉스 P/B 밴드 변화



자료: SK하이닉스, IM증권 리서치본부

그림4. P/B Valuation을 이용한 SK하이닉스 목표주가 도출



자료: SK하이닉스, IM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

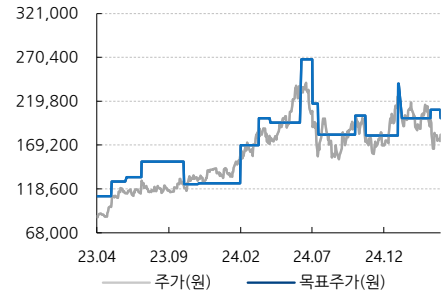
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	42,279	56,644	67,690	80,432	매출액	66,193	75,443	71,671	78,838
현금 및 현금성자산	11,205	25,636	40,226	49,634	증가율(%)	102.0	14.0	-5.0	10.0
단기금융자산	3,010	6,320	6,636	6,968	매출원가	34,365	32,907	39,419	40,207
매출채권	13,299	11,316	7,167	7,884	매출총이익	31,828	42,536	32,252	38,630
재고자산	13,314	11,316	10,751	11,826	판매비와관리비	8,361	10,250	10,276	11,229
비유동자산	77,576	87,576	91,681	98,711	연구개발비	4,436	5,130	5,375	5,913
유형자산	60,157	71,549	75,938	83,170	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4,019	3,395	2,894	2,492	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	119,855	144,220	159,370	179,143	영업이익	23,467	32,286	21,976	27,401
유동부채	24,965	25,284	25,154	25,400	증가율(%)	흑전	37.6	-31.9	24.7
매입채무	2,277	2,596	2,466	2,712	영업이익률(%)	35.5	42.8	30.7	34.8
단기차입금	1,283	1,283	1,283	1,283	이자수익	4,855	2,968	3,330	3,566
유동성장기부채	3,969	3,969	3,969	3,969	이자비용	5,708	5,179	5,179	5,179
비유동부채	20,974	20,974	20,974	20,974	지분법이익(손실)	-38	-38	-38	-38
사채	12,409	12,409	12,409	12,409	기타영업외손익	1,309	1,740	-	-
장기차입금	7,208	7,208	7,208	7,208	세전계속사업이익	23,885	31,777	20,088	25,750
부채총계	45,940	46,258	46,128	46,375	법인세비용	4,088	7,944	5,022	6,437
지배주주지분	73,903	97,940	113,214	132,732	세전계속이익률(%)	36.1	42.1	28.0	32.7
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	당기순이익	19,797	23,833	15,066	19,312
자본잉여금	4,487	4,487	4,487	4,487	순이익률(%)	29.9	31.6	21.0	24.5
이익잉여금	65,418	88,207	102,234	120,505	지배주주귀속 순이익	19,789	23,823	15,060	19,304
기타자본항목	341	1,588	2,836	4,083	기타포괄이익	1,248	1,248	1,248	1,248
비지배주주지분	12	22	28	36	총포괄이익	21,044	25,080	16,314	20,560
자본총계	73,916	97,962	113,243	132,769	지배주주귀속총포괄이익	21,036	25,070	16,307	20,551

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	29,796	39,638	33,301	32,119	주당지표 (원)				
당기순이익	19,797	23,833	15,066	19,312	EPS	27,182	32,723	20,687	26,517
유형자산감가상각비	11,985	12,609	15,611	16,768	BPS	101,515	134,533	155,513	182,324
무형자산감가상각비	596	624	501	402	CFPS	44,464	50,900	42,818	50,102
지분법관련손실(이익)	-38	-38	-38	-38	DPS	2,204	1,500	1,500	1,500
투자활동 현금흐름	-18,005	-26,394	-19,400	-23,416	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-15,898	-24,000	-20,000	-24,000	PER	6.4	5.5	8.7	6.8
무형자산의 처분(취득)	-697	-	-	-	PBR	1.7	1.3	1.2	1.0
금융상품의 증감	-1,577	-3,310	-316	-332	PCR	3.9	3.6	4.2	3.6
재무활동 현금흐름	-8,704	-2,116	-1,629	-1,629	EV/EBITDA	3.8	2.7	2.9	2.2
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-7,376	-	-	-	ROE	31.1	27.7	14.3	15.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	54.5	60.3	53.1	56.5
배당금지급	-826	-1,520	-1,034	-1,034	부채비율	62.2	47.2	40.7	34.9
현금및현금성자산의증감	3,618	14,431	14,590	9,408	순부채비율	14.4	-7.2	-19.4	-23.9
기초현금및현금성자산	7,587	11,205	25,636	40,226	매출채권회전율(x)	6.5	6.1	7.8	10.5
기말현금및현금성자산	11,205	25,636	40,226	49,634	재고자산회전율(x)	4.9	6.1	6.5	7.0

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

SK하이닉스 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-05-25	Buy	127,000	-10.7%	-5.9%
2023-06-26	Buy	132,000	-12.5%	-6.1%
2023-07-28	Buy	150,000	-20.2%	-13.3%
2023-10-26	Hold	124,000	3.2%	8.1%
2023-11-27	Hold	125,000	10.1%	25.2%
2024-02-23	Hold	169,000	-1.2%	9.8%
2024-04-02	Hold	200,000	-9.9%	-5.8%
2024-04-26	Hold	195,000	4.1%	21.8%
2024-07-01	Hold	268,000	-15.6%	-10.1%
2024-07-25	Hold	217,000	-14.8%	-9.9%
2024-08-06	Hold	181,000	-2.5%	10.3%
2024-10-24	Hold	203,000	-5.9%	-1.0%
2024-11-15	Hold	180,000	0.8%	25.3%
2025-01-23	Hold	240,000	-7.9%	-7.9%
2025-01-31	Hold	200,000	0.9%	9.3%
2025-04-02	Hold	210,000	-15.7%	-7.3%
2025-04-24	Hold	200,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%