



SK하이닉스 (000660)

1Q25 Review : HBM이 만들어낸 격차

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 290,000원

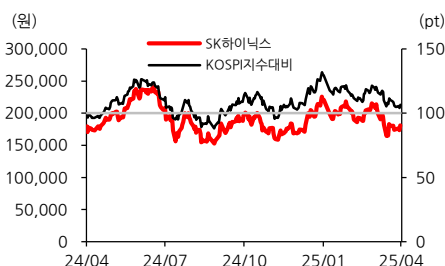
현재 주가(4/24)	178,300원
상승여력	▲62.6%
시가총액	1,298,028억원
발행주식수	728,002천주
52 주 최고가 / 최저가	241,000 / 152,800원
90 일 일평균 거래대금	7,297.79억원
외국인 지분율	53.3%
주주 구성	
에스케이스퀘어 (외 8 인)	20.1%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
TheCapitalGroupCompanies,In	6.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-15.7	-19.3	-10.0	-0.8
상대수익률(KOSPI)	-11.5	-18.8	-7.8	4.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	32,766	66,193	87,164	96,758
영업이익	-7,730	23,467	36,620	41,423
EBITDA	5,943	36,049	50,678	57,848
지배주주순이익	-9,112	19,789	27,950	31,873
EPS	-12,517	27,182	40,616	46,317
순차입금	25,821	13,554	6,378	-13,789
PER	-11.3	6.4	4.4	3.8
PBR	1.9	1.7	1.3	1.0
EV/EBITDA	21.7	3.9	2.7	2.0
배당수익률	0.8	1.3	0.7	0.7
ROE	-15.6	31.1	32.2	27.6

주가 추이



1Q25 Review : HBM이 만들어낸 격차

1Q25 잠정실적은 매출액 17.6조원(-11% QoQ), 영업이익 7.4조원(-8% QoQ)으로 최근 높아져있던 시장의 기대치에 부합하는 우수한 실적 기록. 핵심 요인은 디램 수익성 개선에 기인. 계절적 비수기임에도 HBM3E 출하 호조에 따라 출하량 감소가 -8% 수준으로 당초 예상대비 제한적이었으며, 12단 판매 확대(약 25% 추정)에 따른 Mix 개선 효과로 범용 디램 가격 하락 효과를 상쇄함에 따라 Blended ASP도 전분기 대비 Flat 수준을 유지한 점이 경쟁사와의 실적 차별화 요소로 작용. 전체 디램 매출 내 HBM 비중은 약 50% 수준까지 확대된 것으로 판단. 낸드는 디램 대비 다소 낮은 수요 강도와 단품 판매 확대에 따른 Mix 악화로 인해 출하량과 가격이 각각 -17%, -20% 수준 큰 폭 하락했으나 흑자 기조는 유지

2Q25에도 경쟁사와의 실적 차별화 지속 전망

2Q25 영업이익은 8.8조원 전망. 경쟁사와의 실적 차별화 지속 예상. 2Q25부터 HBM3E 12단 제품 전환이 가속화됨에 따라 출하 비중이 50% 이상으로 크게 확대될 것. 12단 제품의 경우 8단 대비 단위 용량 기준 10% 이상의 가격 프리미엄이 존재하는 것으로 파악되기 때문에 제품 Mix 측면에서 상대적으로 유리. 최근 GB300 출시 지연 가능성이 제기되며 HBM3E 12단 출하 지연 우려가 일부 존재했으나, 이번 실적발표 컨퍼런스콜을 통해 출하 계획에 변동 없음이 공식적으로 확인된 점도 긍정적

관세 불확실성이 단기적 변수이나 과도한 우려는 경계

관세 불확실성은 단기적 변수. 미국으로의 직접 수출 비중은 10~20% 내외로 제한적이지만 메모리의 중간재로서의 특성을 고려할 때 서버 및 IT 기기 수요 변화에 영향 받을 수 있다는 점이 부정적. 다만, 주요 고객들의 메모리 수요에 변화가 확인되지 않고, 오히려 조기 재고 비축을 위한 Pull-in 수요까지 발생하는 상황임을 고려하면 급격한 업황의 둔화를 우려하기엔 시기상조. 이미 동사 주가는 올해 실적 기준 P/B 1.3X 수준까지 하락하며 관세 우려를 상당 부분 반영한 만큼 과도한 우려는 경계할 필요. 투자 의견과 목표주가 유지

[표1] SK하이닉스 실적 추이

(단위: 십억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	12,429	16,423	17,573	19,767	17,639	20,755	22,529	26,241	32,775	66,193	87,164
DRAM	7,298	10,463	11,749	14,347	13,807	15,774	16,823	19,513	20,069	43,857	65,917
NAND	4,546	5,340	5,177	4,718	3,293	4,408	5,059	6,007	10,064	19,781	18,767
기타	585	620	647	702	540	572	647	720	2,642	2,554	2,480
QoQ(%) / YoY(%)	10%	32%	7%	12%	-11%	18%	9%	16%	-27%	102%	32%
DRAM	3%	43%	12%	22%	-4%	14%	7%	16%	-30%	119%	50%
NAND	31%	17%	-3%	-9%	-30%	34%	15%	19%	-28%	97%	-5%
기타	-25%	6%	4%	8%	-23%	6%	13%	11%	31%	-3%	-3%
영업이익	2,886	5,469	7,030	8,083	7,440	8,779	9,462	10,939	-7,732	23,467	36,620
DRAM	2,637	4,694	6,112	7,525	7,418	8,491	9,221	10,984	968	20,968	36,115
NAND	281	811	950	592	48	316	272	-10	-8,551	2,635	627
기타	-32	-36	-32	-34	-26	-28	-32	-35	-149	-135	-122
OPM(%)	23%	33%	40%	41%	42%	42%	42%	42%	-24%	36%	42%
DRAM	36%	45%	52%	52%	54%	54%	55%	56%	5%	48%	55%
NAND	6%	15%	18%	13%	1%	7%	5%	0%	-85%	13%	3%
주요가정											
DRAM B/G	-15%	21%	-1%	7%	-8%	12%	5%	11%	14%	18%	16%
DRAM ASP	22%	15%	14%	10%	0%	3%	3%	5%	-40%	78%	23%
NAND B/G	0%	-2%	-14%	-5%	-17%	24%	16%	25%	27%	0%	1%
NAND ASP	31%	16%	13%	-7%	-20%	9%	0%	-5%	-45%	89%	-11%

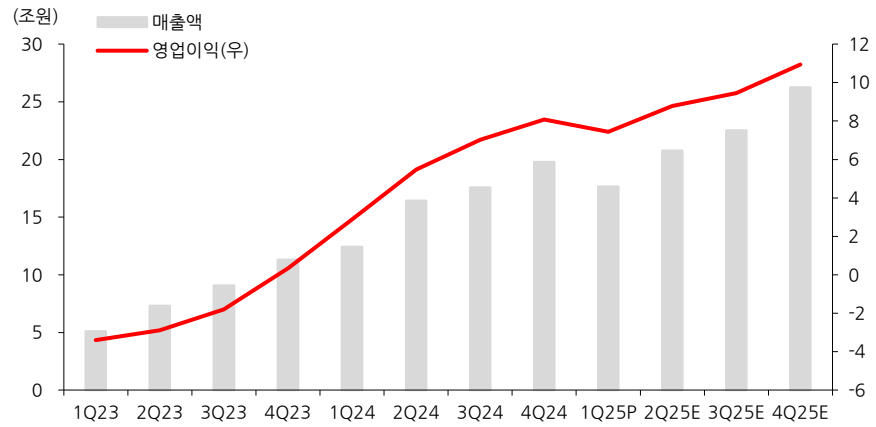
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] SK하이닉스 HBM 매출 추정

	2023	2024	2025E
매출액(B \$)	1.9	9.6	19.4
HBM2E	0.3		
HBM3	1.5	3.1	1
HBM3E 8Hi		6.3	4.3
HBM3E 12Hi		0.2	13.7
HBM4 12Hi			0.3
TSV Capa(K/월)	45	130	180
HBM Portion(%)	70%	89%	100%
Mix(%)	100%	100%	100%
HBM2E	25%		
HBM3	75%	40%	10%
HBM3E 8Hi		59%	30%
HBM3E 12Hi		1%	59%
HBM4 12Hi			1%
출하량(M Gb)	1,139	6,460	13,659
HBM2E	248		
HBM3	891	2,327	905
HBM3E 8Hi		4,031	3,189
HBM3E 12Hi		102	9,406
HBM4 12Hi			159

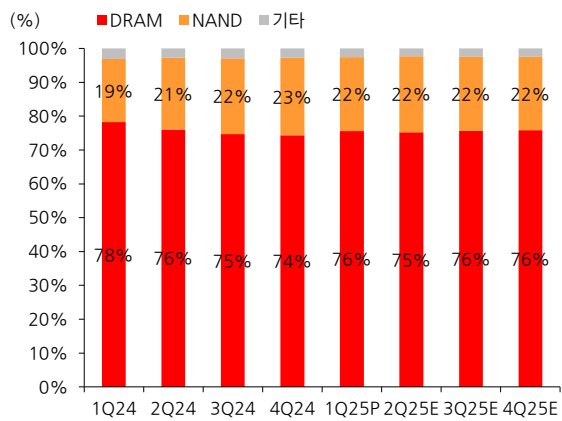
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] SK 하이닉스 분기 실적 추이



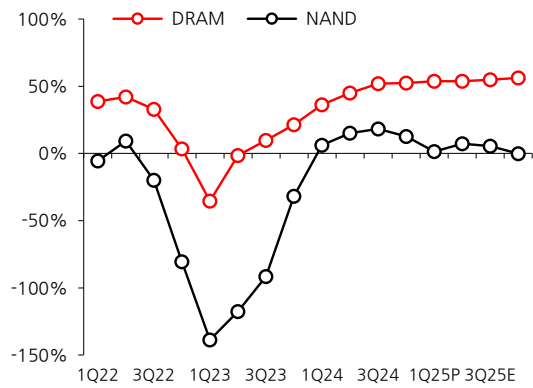
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 사업부별 분기 매출비중 추이



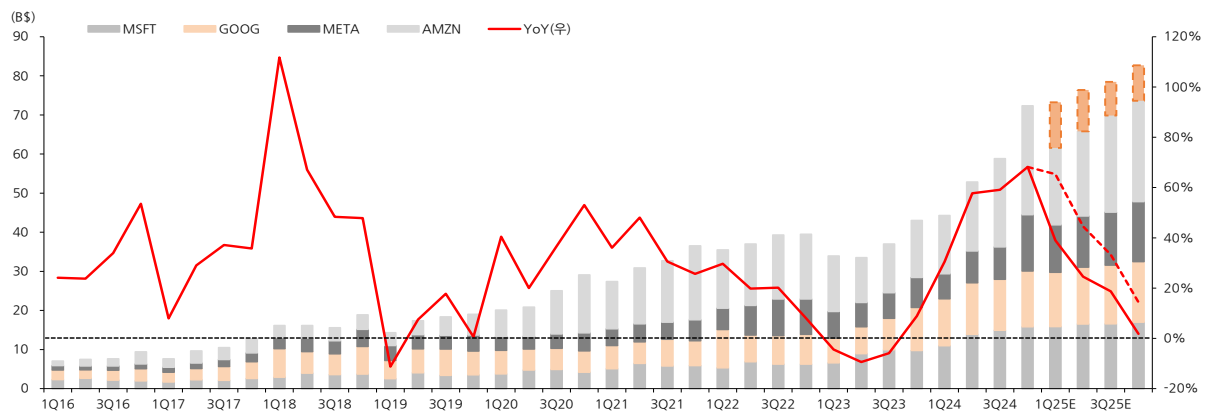
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 디램 낸드 분기 OPM 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 주요 CSP 4 개사 합산 Capex 추이



주: 2025년 4월 기준(2024년 연말 대비)

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	44,622	32,766	66,193	87,164	96,758
매출총이익	15,628	-533	31,828	50,271	57,397
영업이익	6,809	-7,730	23,467	36,620	41,423
EBITDA	20,961	5,943	36,049	50,678	57,848
순이자손익	-441	-1,238	-971	-702	-456
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	131	15	-2	23	25
세전계속사업손익	4,003	-11,658	23,885	36,070	41,133
당기순이익	2,242	-9,138	19,797	27,969	31,895
지배주주순이익	2,230	-9,112	19,789	27,950	31,873
증가율(%)					
매출액	160.6	-26.6	102.0	31.7	11.0
영업이익	33.3	적전	흑전	56.0	13.1
EBITDA	145.1	-71.6	506.5	40.6	14.1
순이익	-46.6	적전	흑전	41.3	14.0
이익률(%)					
매출총이익률	35.0	-1.6	48.1	57.7	59.3
영업이익률	15.3	-23.6	35.5	42.0	42.8
EBITDA 이익률	47.0	18.1	54.5	58.1	59.8
세전이익률	9.0	-35.6	36.1	41.4	42.5
순이익률	5.0	-27.9	29.9	32.1	33.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	14,781	4,278	29,796	37,093	46,227
당기순이익	2,242	-9,138	19,797	27,969	31,895
자산상각비	14,151	13,674	12,582	14,058	16,425
운전자본증감	-2,690	794	-5,600	-4,263	-2,080
매출채권 감소(증가)	3,342	-1,406	-5,098	-2,646	-609
재고자산 감소(증가)	-6,572	2,288	167	-3,941	-2,151
매입채무 증가(감소)	141	83	-1,103	2,431	604
투자현금흐름	-17,884	-7,335	-18,005	-29,069	-25,337
유형자산처분(취득)	-18,687	-6,785	-15,898	-27,706	-24,190
무형자산 감소(증가)	-738	-454	-697	-675	-640
투자자산 감소(증가)	2,251	140	-1,415	-99	-103
재무현금흐름	2,822	5,697	-8,704	-6,178	-5,305
차입금의 증가(감소)	4,491	6,507	-7,977	-5,230	-4,479
자본의 증가(감소)	-1,669	-801	-732	-948	-826
배당금의 지급	-1,681	-826	-826	-826	-826
총현금흐름	21,774	5,895	36,851	41,357	48,307
(-)운전자본증감(감소)	1,376	2,081	-2,018	4,263	2,080
(-)설비투자	19,010	8,325	15,946	27,706	24,190
(+)자산매각	-414	1,086	-650	-675	-640
Free Cash Flow	973	-3,425	22,273	8,713	21,398
(-)기타투자	2,024	-2,640	7,612	589	405
잉여현금	-1,051	-786	14,661	8,124	20,993
NOPLAT	3,813	-5,604	19,450	28,395	32,120
(+) Dep	14,151	13,674	12,582	14,058	16,425
(-)운전자본투자	1,376	2,081	-2,018	4,263	2,080
(-)Capex	19,010	8,325	15,946	27,706	24,190
OpFCF	-2,421	-2,337	18,105	10,485	22,275

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	28,733	30,468	42,279	51,081	69,622
현금성자산	5,407	8,160	13,646	15,591	31,280
매출채권	5,444	6,942	13,299	15,945	16,554
재고자산	15,665	13,481	13,314	17,255	19,406
비유동자산	75,138	69,862	77,576	92,164	100,998
투자자산	11,397	13,254	13,053	13,666	14,095
유형자산	60,229	52,705	60,157	74,397	82,761
무형자산	3,512	3,835	4,019	4,101	4,142
자산총계	103,872	100,330	119,855	143,244	170,620
유동부채	19,844	21,008	24,965	25,706	25,514
매입채무	10,807	7,026	13,386	15,817	16,420
유동성이자부채	7,705	11,968	7,582	5,729	4,765
비유동부채	20,737	25,819	20,974	17,631	14,151
비유동이자부채	17,092	22,013	19,617	16,240	12,725
부채총계	40,581	46,826	45,940	43,336	39,665
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	92,542	123,589
자본조정	-1,413	-1,255	341	-791	-791
자기주식	-2,300	-2,273	-2,221	-2,221	-2,221
자본총계	63,291	53,504	73,916	99,908	130,955

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	3,063	-12,517	27,182	40,616	46,317
BPS	86,904	73,495	101,515	137,219	179,866
DPS	1,200	1,200	2,204	1,200	1,200
CFPS	29,909	8,098	50,619	56,808	66,356
ROA(%)	2.2	-8.9	18.0	21.2	20.3
ROE(%)	3.6	-15.6	31.1	32.2	27.6
ROIC(%)	5.3	-7.5	25.1	31.3	30.4
Multiples(x, %)					
PER	24.5	-11.3	6.4	4.4	3.8
PBR	0.9	1.9	1.7	1.3	1.0
PSR	1.2	3.1	1.9	1.5	1.3
PCR	2.5	17.5	3.4	3.1	2.7
EV/EBITDA	3.5	21.7	3.9	2.7	2.0
배당수익률	1.6	0.8	1.3	0.7	0.7
안정성(%)					
부채비율	64.1	87.5	62.2	43.4	30.3
Net debt/Equity	30.6	48.3	18.3	6.4	-10.5
Net debt/EBITDA	92.5	434.4	37.6	12.6	-23.8
유동비율	144.8	145.0	169.3	198.7	272.9
이자보상배율(배)	12.8	n/a	17.4	34.7	50.0
자산구조(%)					
투하자본	81.8	77.5	75.2	77.4	71.0
현금+투자자산	18.2	22.5	24.8	22.6	29.0
자본구조(%)					
차입금	28.2	38.8	26.9	18.0	11.8
자기자본	71.8	61.2	73.1	82.0	88.2

[Compliance Notice]

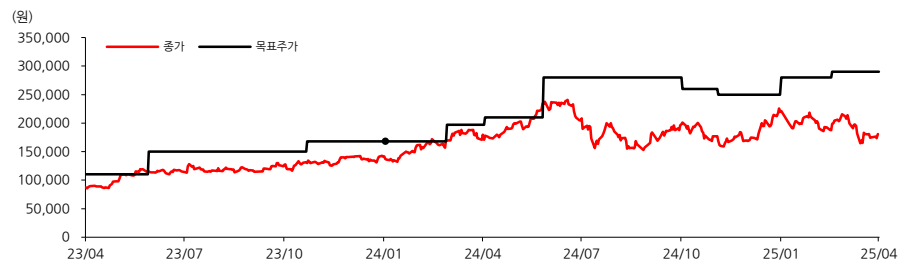
(공표일: 2025년 04월 25일)

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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK하이닉스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.04.27	2023.05.16	2023.06.05	2023.06.21	2023.07.27
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		110,000	110,000	110,000	150,000	150,000
일 시	2023.09.14	2023.09.20	2023.10.26	2023.11.14	2023.11.29	2023.12.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	150,000	150,000	168,000	168,000	168,000
일 시	2024.01.15	2024.01.26	2024.03.22	2024.04.26	2024.06.10	2024.06.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	168,000	168,000	197,000	210,000	210,000	280,000
일 시	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.12	2024.08.30	2024.09.05	2024.09.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000
일 시	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.05	2024.11.27	2024.11.29	2024.12.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	260,000	260,000	260,000	250,000	250,000	250,000
일 시	2025.01.13	2025.01.24	2025.02.21	2025.03.12	2025.03.28	2025.04.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	250,000	280,000	280,000	290,000	290,000	290,000
일 시	2025.04.25					
투자의견	Buy					
목표가격	290,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.06.21	Buy	150,000	-20.46	-11.33
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		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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%