

Company Update

Analyst 김운호

02) 6915-5656

unokim88@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 300,000원

현재가 (4/24) 178,300원

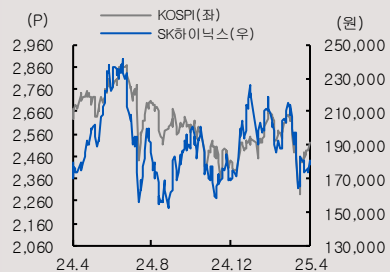
KOSPI (4/24)	2,522.33pt
시가총액	129,803십억원
발행주식수	728,002천주
액면가	5,000원
52주 최고가	241,000원
최저가	152,800원
60일 일평균거래대금	730십억원
외국인 지분율	53.3%
배당수익률 (2025F)	1.1%

주주구성	
에스케이스퀘어 외 7 인	20.07%
국민연금공단	7.35%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-12%	-8%	5%
절대기준	-16%	-10%	-1%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	300,000	300,000	-
EPS(25)	52,157	42,336	▲
EPS(26)	56,059	45,370	▲

SK하이닉스 추가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

SK하이닉스 (000660)

차별화된 수익성

25년 1분기 실적, 기대 이상

SK하이닉스의 2025년 1분기 매출액은 2024년 4분기 대비 10.8% 감소한 17.6조원이다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다. DRAM 매출액은 24년 4분기 대비 3.9% 감소하였다. B/G는 -7.4%, ASP는 0.0%로 추정한다. NAND 매출액은 24년 4분기 대비 33.5% 감소하였다. B/G는 -17.3%, ASP는 -20.0%로 추정한다. 2025년 1분기 영업이익은 24년 4분기 대비 7.9% 감소한 7.44조원이다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다. DRAM 영업이익은 지난 분기 대비 1.9% 감소하였다. 영업이익률은 지난 분기 대비 소폭 개선된 것으로 추정한다. NAND 영업이익은 24년 4분기 대비 90% 가까이 감소한 810억원으로 추정한다.

25년 2분기 HBM 중심으로 성장세 유지

SK하이닉스의 2025년 2분기 매출액은 25년 1분기 대비 17.7% 증가한 20.7조원으로 예상된다. 가격 하락은 크지 않을 것으로 예상하고 물량은 1분기 대비 증가할 것으로 예상된다. DRAM 매출액은 1분기 대비 16.5% 증가한 16.46조원으로 예상된다. 25년 2분기 NAND 매출액은 25년 1분기 대비 19.4% 증가할 것으로 예상된다. 컨슈머 관련 수요가 개선되면서 Bit Growth를 +25%로 전망한다. 2분기 영업이익은 8.75조원으로 예상된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 300,000원 유지.

SK하이닉스에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 이는 High End 시장 성장에 따른 실적 차별화가 기대되고, AI 성장성에 대한 기대감은 유효하고, AI 추론형도 HBM에 대한 수요가 커지고 있고, ASIC의 HBM 수요량도 빠르게 증가하고 있고, SK하이닉스는 Bit Growth, ASP에 있어서 경쟁업체들과 차별화 되어 있고, 이러한 추세는 상당기간 지속될 것으로 기대하고, 실적 대비 주가는 저평가 국면에 있고 상승 여력이 충분하다고 판단하기 때문이다. 목표주가는 30만원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	96,018	120,911	128,390
영업이익	-7,730	23,467	41,941	49,554	63,826
세전이익	-11,658	23,885	45,239	49,549	64,994
지배주주순이익	-9,112	19,789	37,971	40,811	53,548
EPS(원)	-12,517	27,182	52,157	56,059	73,555
증가율(%)	-508.7	-317.2	91.9	7.5	31.2
영업이익률(%)	-23.6	35.5	43.7	41.0	49.7
순이익률(%)	-27.9	29.9	39.6	33.8	41.7
ROE(%)	-15.6	31.1	41.4	31.6	30.8
PER	-11.3	6.4	3.5	3.2	2.5
PBR	1.9	1.7	1.2	0.9	0.7
EV/EBITDA	21.3	3.8	2.4	1.6	0.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

25년 1분기 제품믹스 효과

DRAM ASP Flat은 HBM 효과, NAND ASP 하락은 단품 비중 상승 영향

SK하이닉스의 2025년 1분기 매출액은 2024년 4분기 대비 10.8% 감소한 17.6조원이다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다. ASP는 이전 전망 대비 하락, Bit Growth는 이전 전망 대비 감소했다. DRAM 매출액은 24년 4분기 대비 3.9% 감소하였다. B/G는 -7.4%, ASP는 0.0%로 추정한다. HBM 비중은 50%에 못 미친 것으로 추정한다. HBM내 HBM3e 비중은 80%를 상회한 것으로 추정한다. 이중 12 Hi 비중은 20%를 상회한 것으로 예상한다. ASP 상승폭은 예상보다 낮았는데 Conventional 제품 가격 하락이 예상보다 컸기 때문이다. 1분기 중 HBM을 포함한 그래픽 비중이 48%로 사상 최대 수준이다. 모바일은 9.5%로 역사적 최저점 수준이다.

NAND 매출액은 24년 4분기 대비 33.5% 감소하였다. B/G는 -20.0%, ASP는 -18.0%로 추정한다. SSD 비중은 지난 4분기 79%에서 25년 1분기에는 59%로 하락했다. ASP 하락의 원인이다. 단품 비중이 갑자기 상승한 것은 최근 시장 수요에 대응한 영향이다.

영업이익 7.44조원

2025년 1분기 영업이익은 24년 4분기 대비 7.9% 감소한 7.44조원이다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다. DRAM 영업이익은 지난 분기 대비 1.9% 감소하였다. 영업이익률은 지난 분기 대비 소폭 개선된 것으로 추정한다. HBM과 High end module 비중이 높아지고 DDR4 물량 감소에 따른 믹스 개선으로 이전 전망 대비 수익성이 개선되었다.

NAND 영업이익은 24년 4분기 대비 90% 가까이 감소한 810억원으로 추정한다. 가격 하락과 물량 감소를 고려하면 영업적자가 가능한 상황이었으나 제품믹스가 나쁘지 않았고, 일회성 수익도 수익성에 기여한 것으로 추정한다.

표 1. SK하이닉스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		2024				2025				2024	2025E	2026
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE			
매출액	DRAM	7,579	10,959	12,241	14,699	14,124	16,461	20,713	26,350	45,478	77,647	99,577
	NAND	4,507	5,159	4,902	4,778	3,176	3,794	4,557	5,005	19,346	16,532	18,684
	기타	345	305	430	290	339	500	500	500	1,370	1,839	2,650
	합계	12,431	16,423	17,573	19,767	17,639	20,755	25,770	31,855	66,193	96,018	120,911
영업이익	DRAM	2,501	4,753	6,243	7,520	7,380	8,889	10,978	14,229	21,017	41,475	47,463
	NAND	388	727	809	583	81	-114	228	350	2,507	546	2,172
	기타	-10	-10	-22	-20	-20	-20	-20	-20	-62	-80	-80
	합계	2,879	5,470	7,030	8,083	7,441	8,755	11,186	14,559	23,461	41,941	49,554
영업이익률	DRAM	33.0%	43.4%	51.0%	51.2%	52.3%	54.0%	53.0%	54.0%	46.2%	53.4%	47.7%
	NAND	8.6%	14.1%	16.5%	12.2%	2.6%	-3.0%	5.0%	7.0%	13.0%	3.3%	11.6%
	합계	23.2%	33.3%	40.0%	40.9%	42.2%	42.2%	43.4%	45.7%	35.4%	43.7%	41.0%
EBITDA		6,080	8,600	10,112	11,256	13,832	14,615	17,367	17,482	55,034	63,295	78,697
세전이익		2,373	5,052	6,879	9,581	10,539	11,005	13,857	14,148	45,239	49,549	64,994
순이익		1,917	4,120	5,753	8,006	8,431	8,974	11,592	11,822	37,979	40,819	53,559

자료: SK하이닉스, IBK투자증권

표 2. SK하이닉스 실적 추정 변경 내용

항목(단위:십억원)	2025년 1기 실적			2025년 연간 실적		
	실적치	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	변화폭
DRAM	14,124	13,476	4.8%	77,647	68,323	13.6%
NAND	3,176	3,101	2.4%	16,532	15,734	5.1%
매출액	17,639	16,976	3.9%	96,018	85,956	11.7%
DRAM	7,380	6,670	10.6%	41,475	35,746	16.0%
NAND	81	31	161%	546	508	7.5%
영업이익	7,441	6,681	11.4%	41,941	36,174	15.9%
DRAM	52.3%	49.5%	5.7%	53.4%	52.3%	2.1%
NAND	2.6%	1.0%	160%	3.3%	3.2%	3.1%
영업이익률	42.2%	39.4%	7.1%	43.7%	42.1%	3.8%

자료: IBK투자증권

표 3. SK하이닉스 실적 추정 주요 가정

		2024				2025				2024	2025E	2026E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE			
원/달러	평균	1329	1370	1345	1401	1453	1440	1420	1390	1361	1426	1300
	기말	1347	1385	1330	1467	1474	1452	1425	1395	1467	1395	1250
DRAM	B/G	-16.0%	22.0%	-2.0%	4.8%	-7.4%	12.0%	10.0%	14.0%	16.9%	18.3%	13.1%
	ASP	22.0%	15.0%	16.1%	10.0%	0.0%	5.0%	16.0%	14.0%	86.9%	44.4%	13.4%
NAND	B/G	0.0%	-4.0%	-14.7%	-6.0%	-17.3%	25.0%	20.0%	10.0%	-3.4%	-3.1%	11.4%
	ASP	32.0%	16.0%	16.0%	-6.0%	-20.0%	-3.0%	2.0%	2.0%	104.7%	-11.8%	1.5%

자료: IBK투자증권

표 4. SK하이닉스 주요 가정 변화

		2025년 1분기			2025년 연간		
		실적치	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	변화폭
원/달러	평균	1453	1453	-	1426	1446	-1.4%
	기말	1474	1474	-	1395	1405	-0.7%
DRAM	B/G	-7.4%	-5.0%	-2.4%p	18.3%	18.1%	0.2%p
	ASP	0.0%	4.0%	-4.0%p	44.4%	27.2%	17.2%p
NAND	B/G	-17.3%	-18.0%	0.7%p	-3.1%	-10.2%	7.1%p
	ASP	-20.0%	-10.0%	-10%p	-11.8%	-9.4%	-2.4%p

자료: IBK투자증권

25년 2분기 제품믹스 개선, 물량 개선 기대

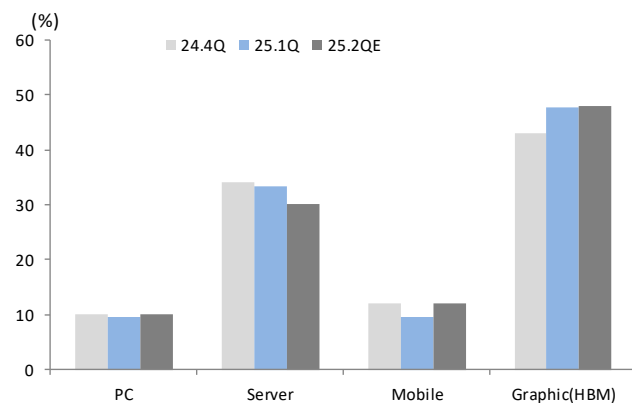
DRAM은 HBM이 성장
주도

SK하이닉스의 2025년 2분기 매출액은 25년 1분기 대비 17.7% 증가한 20.7조원으로 예상한다. 가격 하락은 크지 않을 것으로 예상하고 물량은 1분기 대비 증가할 것으로 예상한다. DRAM 매출액은 1분기 대비 16.5% 증가한 16.46조원으로 예상한다. ASP는 +5%, Bit Growth는 +12.0%로 가정하였다. HBM 출하는 증가할 것으로 예상하고, HBM3e 비중이 증가하고 12 Hi 비중도 동반 상승할 것으로 전망한다. 제품믹스 개선으로 1분기 대비 영업이익률이 상승해서 2분기 영업이익은 8.7조원으로 예상한다.

NAND는 물량 증가,
수익성은 부진할 것

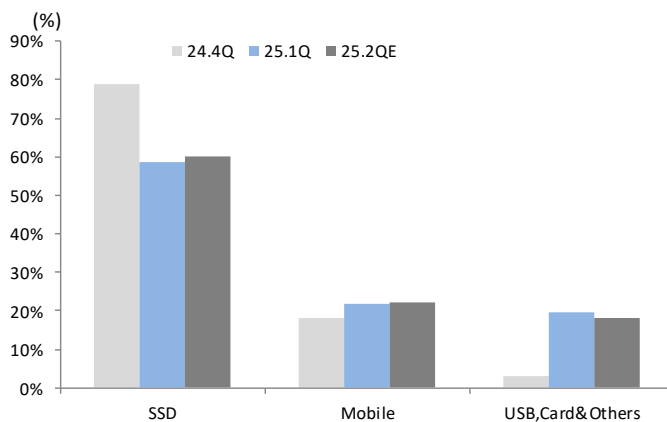
25년 2분기 NAND 매출액은 25년 1분기 대비 19.4% 증가할 것으로 예상한다. 컨슈머 관련 수요가 개선되면서 Bit Growth를 +25%로 전망한다. ASP는 일부 단품 가격이 상승하겠지만 ASP는 3% 하락할 것으로 예상한다. 이를 반영하면 2분기 NAND 영업이익은 적자 전환할 것으로 예상한다.

그림 1. DRAM 제품별 매출 비중 추이



자료: SK하이닉스, IBK투자증권

그림 2. NAND 제품별 매출 비중 추이(솔리다임 제외)



자료: SK하이닉스, IBK투자증권

투자의견 매수 유지, 목표주가 300,000원 유지

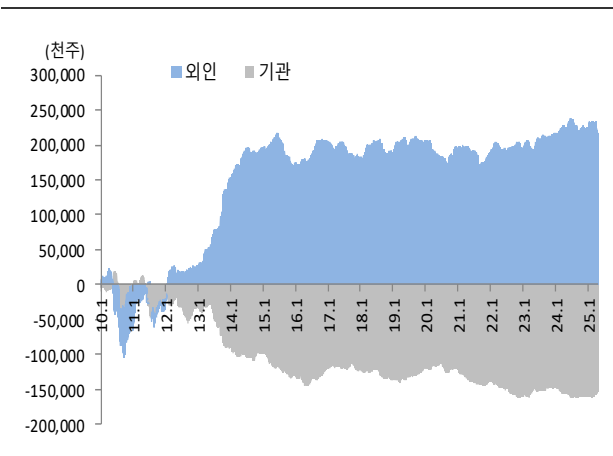
높아지는 눈 높이

SK하이닉스에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 이는

- 1) High End 시장 성장에 따른 실적 차별화가 기대되고
- 2) AI 성장성에 대한 기대감은 유효하고,
- 3) AI 추론형도 HBM에 대한 수요가 커지고 있고, ASIC의 HBM 수요량도 빠르게 증가하고 있고
- 4) SK하이닉스는 Bit Growth, ASP에 있어서 경쟁업체들과 차별화 되어 있고, 이러한 추세는 상당기간 지속될 것으로 기대하고
- 5) 실적 대비 주가는 저평가 국면에 있고 상승 여력이 충분하다고 판단하기 때문이다.

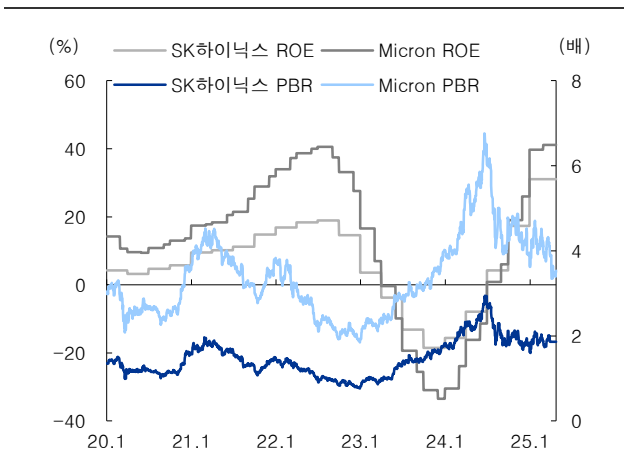
목표주가는 300,000원을 유지한다. 2025년 예상 BPS 131,639원에 PBR 2.0배를 적용하였다. AI 서버 수요 확산에 대한 기대감은 여전히 유효하고, 경쟁사의 부진이 지속되고 있어서 상당 기간 고객 내 우월한 입지를 유지할 것으로 기대한다. 최근 성장성에 대한 우려로 주가가 과민하게 반영한 것으로 판단하고 이는 실적 개선으로 극복할 수 있을 것으로 판단한다.

그림 3. SK하이닉스 투자자별 순매수 추이



자료: 와이즈에프엔, IBK투자증권

그림 4. SK하이닉스 마이크론 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권

SK하이닉스 (000660)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	96,018	120,911	128,390
증가율(%)	-26.6	102.0	45.1	25.9	6.2
매출원가	33,299	34,365	47,060	58,737	62,379
매출총이익	-533	31,828	48,958	62,174	66,012
매출총이익률 (%)	-1.6	48.1	51.0	51.4	51.4
판매비	7,197	8,361	7,017	12,620	2,185
판매비율(%)	22.0	12.6	7.3	10.4	1.7
영업이익	-7,730	23,467	41,941	49,554	63,826
증가율(%)	-213.5	-403.6	78.7	18.2	28.8
영업이익률(%)	-23.6	35.5	43.7	41.0	49.7
순금융손익	-3,831	-853	-258	86	1,251
이자손익	-1,252	-1,000	-405	201	1,341
기타	-2579	147	147	-115	-90
기타영업외손익	-111	1,309	3,511	-110	-102
중속/관계기업손익	15	-38	45	19	19
세전이익	-11,658	23,885	45,239	49,549	64,994
법인세	-2,520	4,088	7,260	8,730	11,435
법인세율	21.6	17.1	16.0	17.6	17.6
계속사업이익	-9,138	19,797	37,979	40,819	53,559
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	37,979	40,819	53,559
증가율(%)	-507.6	-316.7	91.8	7.5	31.2
당기순이익률 (%)	-27.9	29.9	39.6	33.8	41.7
지배주주당기순이익	-9,112	19,789	37,971	40,811	53,548
기타포괄이익	100	1,248	0	0	0
총포괄이익	-9,037	21,044	37,979	40,819	53,559
EBITDA	5,943	36,049	55,034	63,295	78,697
증가율(%)	-71.6	506.5	52.7	15.0	24.3
EBITDA마진율(%)	18.1	54.5	57.3	52.3	61.3

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-12,517	27,182	52,157	56,059	73,555
BPS	73,495	101,515	150,731	203,976	273,934
DPS	1,200	2,204	2,070	2,900	2,900
밸류에이션(배)					
PER	-11.3	6.4	3.5	3.2	2.5
PBR	1.9	1.7	1.2	0.9	0.7
EV/EBITDA	21.3	3.8	2.4	1.6	0.7
성장성지표(%)					
매출증가율	-26.6	102.0	45.1	25.9	6.2
EPS증가율	-508.7	-317.2	91.9	7.5	31.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.8	1.3	1.1	1.5	1.5
ROE	-15.6	31.1	41.4	31.6	30.8
ROA	-8.9	18.0	27.3	23.1	24.3
ROIC	-13.0	28.4	45.0	41.1	50.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	87.5	62.2	43.9	31.6	23.0
순차입금 비율(%)	44.5	15.3	-0.8	-21.6	-37.5
이자보상배율(배)	-5.3	17.4	43.2	53.7	76.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.6	6.7	5.6	5.7	5.8
재고자산회전율	2.2	4.9	5.5	5.6	5.8
총자산회전율	0.3	0.6	0.7	0.7	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	69,826	99,601	142,532
현금및현금성자산	7,587	11,205	22,200	51,147	91,551
유가증권	473	2,382	2,479	2,579	2,684
매출채권	6,600	13,019	21,061	21,474	22,570
재고자산	13,481	13,314	21,524	21,653	22,758
비유동자산	69,862	77,576	88,061	95,786	102,735
유형자산	52,705	60,157	69,687	75,337	79,906
무형자산	3,835	4,019	4,310	4,720	5,080
투자자산	5,809	6,522	6,550	6,596	6,647
자산총계	100,330	119,855	157,888	195,388	245,266
유동부채	21,008	24,965	27,777	27,614	26,537
매입채무및기타채무	1,846	2,277	3,670	3,742	3,933
단기차입금	4,146	1,283	1,184	1,047	898
유동성장기부채	5,712	3,969	4,419	3,569	1,669
비유동부채	25,819	20,974	20,357	19,250	19,265
사채	9,490	12,409	13,409	13,409	13,409
장기차입금	10,121	5,022	2,572	1,422	1,322
부채총계	46,826	45,940	48,135	46,864	45,802
지배주주지분	53,504	73,903	109,733	148,495	199,425
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,487	4,487	4,487
자본조정등	-2,269	-2,192	-2,192	-2,192	-2,192
기타포괄이익누계액	1,014	2,532	2,532	2,532	2,532
이익잉여금	46,729	65,418	101,247	140,010	190,939
비지배주주지분	-1	12	20	28	40
자본총계	53,504	73,916	109,753	148,523	199,464
비이자부채	14,959	21,076	24,371	25,237	26,324
총차입금	31,867	24,864	23,764	21,627	19,478
순차입금	23,807	11,277	-914	-32,100	-74,758

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,278	29,796	32,736	54,307	66,625
당기순이익	-9,138	19,797	37,979	40,819	53,559
비현금성 비용 및 수익	15,033	17,054	9,795	13,746	13,702
유형자산감가상각비	13,121	11,985	12,754	13,350	14,431
무형자산상각비	553	596	339	391	440
운전자본변동	794	-5,600	-14,633	-459	-1,978
매출채권등의 감소	-1,406	-5,098	-8,042	-413	-1,095
재고자산의 감소	2,288	167	-8,210	-130	-1,105
매입채무등의 증가	-168	275	1,393	72	191
기타 영업현금흐름	-2411	-1455	-405	201	1342
투자활동 현금흐름	-7,335	-18,005	-23,866	-21,723	-22,093
유형자산의 증가(CAPEX)	-8,325	-15,946	-22,284	-19,000	-19,000
유형자산의 감소	1,540	47	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-454	-697	-630	-800	-800
투자자산의 감소(증가)	-19	-113	-27	-47	-51
기타	-77	-1296	-925	-1876	-2242
재무활동 현금흐름	5,697	-8,704	2,125	-3,635	-4,128
차입금의 증가(감소)	6,969	-7,376	-2,450	-1,150	-100
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-1272	-1328	4575	-2485	-4028
기타 및 조정	-30	531	-1	-1	0
현금의 증가	2,610	3,618	10,994	28,948	40,404
기초현금	4,977	7,587	11,205	22,200	51,147
기말현금	7,587	11,205	22,200	51,147	91,551

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중 확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중 축소 ~ -10%	

투자 등급 통계 (2024.04.01~2025.03.31)

투자 등급 구분	건수	비율 (%)
매수	127	90.7
Trading Buy (중립)	8	5.7
중립	5	3.6
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

