

# SK 하이닉스(000660/KS)

한동희 donghee.han@sks.co.kr / 3773-8826, 박제민 jeminwa@sks.co.kr / 3773-8884

SK증권 리서치센터

## SK 하이닉스 1Q25 컨퍼런스 콜

- 1Q25 (B/G) DRAM -8%, NAND -19 %, (ASP) DRAM 0%, NAND -20% 추정. 매출액 감소에도 수익성 제고 달성
- 불확실성 상존하나 AI 수요 견조. 25년 HBM 매출 2배 이상 성장, 2Q HBM3e 내 12단 Cross-over 등 관련 전망 모두 유지
- Pull-in 수요가 하반기 재고 조정을 우려할 수준 아님. 공급자 역시 불확실성 반영해 투자 및 생산 운영. Discipline 사이클 지속

### SK하이닉스 1Q25 실적

단위: 십억원

	1Q25	4Q24	QoQ %	1Q24	YoY %	SK증권 예상	차이	컨센서스 (1M)	차이
매출액	17,639	19,767	-11%	12,429	42%	18,662	+5%	17,453	1%
영업이익	7,440	8,082	-8%	2,886	158%	7,366	-1%	6,742	10%
순이익	8,108	8,006	1%	1,917	323%	5,498	-32%	5,375	51%
영업이익률	42%	41%	1%p	23%	19%p	39%	3%p	39%	4%p
지배순이익률	46%	41%	5%p	15%	31%p	29%	17%p	31%	15%p

주: 전자공시, FnGuide, SK증권

### B/G 추이 및 전망

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25 가이드
BIT growth								
DRAM	22%	2%	-16%	+21%	-3%	+6%	-8%	+10% 초반
NAND	6%	-2%	-1%	-2%	-16%	-5%	-19%	+20% 이상
ASP								
DRAM	12%	19%	+20%	+15%	+16%	+10%	0%	
NAND	-2%	42%	+30%	+17%	+14%	-4%	-20%	

주: SK하이닉스, SK증권 추정

### 전방 시장 전망 및 투자 계획

	4Q24 컨퍼런스 콜 기준 2025년 전망	1Q25 컨퍼런스 콜 기준 2Q25, 2025년 전망
DRAM B/G	2025년 수요 B/G 10% 중후반	관세 정책 등 높은 대외 불확실성으로 수요 전망 변동성 확대
NAND B/G	2025년 수요 B/G 10% 초반	대외 환경 변화에도 차질 없이 수요 충족하도록 협력 강화할 것
PC	한자릿수% 초중반 성장 예상 Win10 지원종료, AI PC 출하 본격화로 수요 회복기대 AI PC 비중30~40%까지 확대 AI PC 최소 용량인 16GB외, 24GB/32GB 제품 비중 확대 기대	Win10 종료로 인한 교체 수요와 AI PC의 본격적인 성장 시작
Mobile	한자릿수% 초중반 성장 예상 AI S/P 비중 약30%까지 확대 LPDDR5X, 5T와 같은 고성능 모바일 메모리 수요 증가 기대	신규 스마트폰의 AI 성능 개선이 교체 수요를 촉진할 것으로 기대 고성능 모바일 DRAM 수요 증가 예상
Server	한 자릿수% 후반 성장 예상 AI 서버 중심으로 높은 수요 성장세 지속 Big Tech 기업들의 높은 투자 수준 유지 2~3년 내 다양한 니즈 대응을 위한 Custom HBM 수요 증가	Big tech 기업들의 AI 시장 선점을 위한 적극적인 투자 지속 오픈소스 기반의 AI 모델을 통한 AI 생태계 활성화 국가 차원의 AI 인프라 구축 노력이 장기 AI 메모리 수요 견인
Capex	신규 fab 건설로 '25년 인프라 투자비 크게 증가 전체 투자비는 전년 대비 소폭 증가 M15X는 현재 청주에 건설 중, 올해 4분기 오픈 예정 용인 클러스터 1기 fab도 '27년 2분기 fab 오픈 목표로 올해부터 공사 시작 수익성이 확보된 제품에 한해 투자 지속한다는 원칙 유지 시황 변화에 따라 유연하게 투자	용인 1기 fab은 올해 1분기 착공, 계획대로 '27년 2분기 준공 M15X도 올해 4분기 fab 오픈
	미래 성장 기반을 적기에 준비하여 운영 탄력성을 확보한다는 기준 '24년말, 미 정부와 반도체 지원법에 따른 보조금 약 6,600억 원 규모 계약 체결	전략 유지하되, 향후 수요 환경에 맞춰 유연하게 신규 fab을 활용

주: SK하이닉스, SK증권

# 2Q25 전망 (B/G): 디램 +10% 초반, 낸드는 +20% 이상

## # 시장 전망

### <디램>

당초 하반기로 가며 개선 예상했으나, 관세 등 불확실성 증가로 하반기 수요 전망 변동성 높아짐  
긴밀한 소통으로 대외환경변화에도 차질없이 고객 니즈 충족시키기 위한 공급망 협력 강화할 것

2025년 HBM 매출액 2배 성장 유지. HBM3e 12단 전환 순조로움. 2분기 3e 중 절반 이상이 12단이 될 것  
12단 제품 경쟁력으로 고객 수요 견조. 원활히 대응 위해 기존 팹에 믹스를 최적화하고, 자원 재배치 중

HBM4는 3월 세계최초 주요 고객사에 샘플 제공. 선두주자로서의 경쟁력 재입증

HBM4 12단은 고객 수요에 맞춰 올해 내 양산 준비 마무리. 차세대 시장에서도 위상 지킬 것

AI PC용 고성능 메모리 모듈인 LPCAMM2 일부 PC 고객 공급 시작

SOCAMM은 긴밀한 협업 통해 수요 가시화 시점에 공급할 것

PC: 윈도우 10 종료로 교체수요, AI PC 본격 성장 전망 유지

스마트폰: sLLM 같은 모델 탑재로 고성능 메모리 수요 지속. 출시 예정인 신규 스마트폰에 AI 성능개선이 교체수요 촉진 기여. LPD5X,T등 수요 증가 예상

PC, 스마트폰은 중국 보조금으로 일부 개선되었고, 고객 재고도 축소 중. 공급 상황이 기대만큼 여유롭지 않고, 불확실한 시장이므로 선구매 수요도 일부 발생

서버: 최고성능 AI 학습, 추론 모델 확보 위한 경쟁으로 빠른 성장 지속. 빅테크는 신규 모델과 에이전트 지속 공개하며 시장 선점 위한 적극 투자 의지 강조 중. 불확실성에 따른 수요 변동은 제한적일 것

올해 초 딥시크 등 오픈소스 기반 효율 모델 나오면서 다양한 기관, 연구자들의 참여 기반이 만들어짐

이는 생태계 활성화로 이어지며 수요 촉진시킬 것으로 기대. 다양한 국가들 AI 기술 주권 위해 인프라 구축 중

### <낸드>

현물가격 상승과 고객 재고 감소 등 긍정 신호 있으나 불확실성으로 시황 개선 지속 지켜봐야 함

기존처럼 신중한 투자 유지해 수익성 중심 운영 지속할 것

상대적으로 제한적이었던 낸드는 올한해 수요보다는 공급에 의한 개선 예상

수요 약세 지속가운데, 보수적 투자와 함께 일부 제품은 감산 중. 이 영향이 올해 지속될 것

중장기적으로 낸드는 eSSD 가 수요 성장 견인. 일부 빅테크들은 특정 워크로드에서 HDD를 QLC 기반 SSD 전환 검토 중. 향후 낸드 시장의 중요한 성장 요인이 될 것

## # CapEx

용인 1기, M15X 공사 계획대로. 1기는 1분기 착공해 27년 2분기 준공 목표. M15X는 4Q25 팍 오픈 목표  
미래 성장 기반을 적기 준비해 운영 탄력성 확보한다는 전략 유지. 수요 환경에 맞춰 유연하게 활용  
불확실한 환경 고려해 수요 가시성 높고, 수익성 확보된 제품 중심으로 투자 집행할 것

## QnA

### Q1) 미국 관세정책으로 불확실성 상승. 25년 메모리 수요 및 시황 전망

현 시점에서 관세정책 방향과 영향 예측하기 어려움. 글로벌 고객들은 전반적으로 협의 중이던 수요 변함없이  
유지 중. 일부 고객은 수요를 앞당기는 움직임 존재. PC, 스마트폰 등 소비재는 당분간 관세 적용 유예되며, AI  
기능 신제품 출시 효과 기대 중. 최종 소비자 입장에서 가격 인상 전 구매 서두를 수 있어 교체수요를 촉진할  
수도 있을거라 생각. AI 서버는 상대적으로 관세 영향 제한적일거라 예상. 고객과의 협력 바탕으로 영향 최소화

### Q2) HBM 수요와 공급 계획의 변화 여부. 주요 고객사 제품 로드맵 변화 및 중국 규제 관련

관세 정책 변화와 규제로 메모리 포함 반도체와 응용제품 수요 불확실성 높아졌음. 고객과 긴밀히 소통하며 시  
장 변화 반영 중. HBM 올해 주요 고객향 판매 계획 불변. 최선단 HBM3e 12단 포함한 전제품 라인업 공급 중  
이며 수요 변화에 유연하게 대응할 수 있는 양산 캐파 운영 중. 25년 HBM 매출 2배 이상 성장 계획 유지.  
HBM3e 12단 역시 2분기 HBM3e 중 절반 이상 계획 역시 유지 중

### Q3) 고용량 서버 DRAM 96GB 등 고용량 수요 증가 이유와 전망

딥시크는 MLA를 통해 모델 개발비 획기적으로 절감. AI 개발 시장 진입장벽을 낮추는 효과로 이어짐  
개발비용 저렴해지며 개발 시도가 급격히 증가했고, 그 과정에서 HBM 뿐 아니라 고용량 서버 DIMM 수요도  
확대되고 있음. 1분기 D5 기반 96GB 모듈 등 수요 증가 경험. 지속적으로 AI 모델과 추론 수요를 위한 고용  
량 DIMM 수요 증가 전망. 오픈AI의 o3나 r1 등 리즈닝 모델은 정확한 결과 위해 추론 결과를 긴 시간동안 수  
정. 더 많은 메모리 수요에 기여할 것으로 예상. 정교한 결과 위해 더 많은 하드웨어 자원 요구하면서 수요가  
모델 훈련에서 추론으로 확산 중. 이 역시 고용량 메모리 수요의 배경이라고 생각

고품질 추론 서비스 위해서는 지속적 훈련도 필요하므로, 고용량 서버 인프라 확대는 필연적  
고용량 서버가 중장기 서버 수요의 핵심이 될 것으로 전망  
향후 AI 개발 및 응용 확대, 장기적 AI 서버 수요 성장이 메모리 수요 견인할 것

**Q4) 미국 직접 수출 비중과 현재 관세 기준 영향과 향후 대응 전략**

AI향 매출 비중 감안하면 미국 고객향 매출 비중은 약 60% 수준 (감사보고서 법인 소재지 기준)  
 다만, 관세 부과 기준은 미국 선적 물량에 적용되므로 미국 본사 보유 고객이라도 하더라도, 선적은 미국 외 지역으로 진행되는 경우도 매우 높아 미국 직접 수출 비중은 그리 높지 않다고 생각  
 복잡한 글로벌 반도체 서플라이체인 특성상 명확한 영향을 산출하기 위해서는 관세 기준과 방법 등 정책의 세부 사항이 필요. 정확한 영향 산출하기 어려움  
 향후 관세 발효 시점에 고객과 협의해 공급 안정성 최대한 유지할 수 있도록 대응할 것

**Q5) 1분기, 견조한 2분기 가이던스에 풀인 영향 반영 수준. 하반기 고객 재고 조정 리스크에 대한 의견**

1분기는 관세 정책이 구체화 되기 전이라는 점 감안하면 풀인 비중은 그리 크지 않았다고 생각  
 1분기 디램 출하량이 기존 계획을 상회한 수준 그리 크지 않고, 모바일 및 PC 등 클라이언트에 국한되어 있으며, 고객 재고 상황의 유의미한 변화 감지되지 않았음  
 2분기는 관세 세부 내용 미정이며, 고객 역시 수요 가시성이 낮아 풀인 수요의 규모가 하반기 재고 조정을 우려할만큼 클 것이라 생각하지 않음. 공급자 역시 불확실성 반영해 투자와 생산 운영을 할 것이므로, 급격한 구매 수요의 조정이 하반기에 발생할 가능성은 낮다고 생각

**Q6) M15X 계획 풀인과 함께 설비투자 확대 전략이 맞는지, 맞다면 그 이유는? 설비투자 방향 및 전망**

수익성 확보 제품에 한해 우선 투자 중. 보호무역주의 강화로 향후 시장 예측 어려운 측면 존재  
 불확실성 대비해 25년 신중하지만 유연한 투자 기조 유지할 것. 수요 대응 위한 필수투자 우선하며, 선두기술 경쟁력이 적기 사업화 될 수 있도록 미래 인프라 투자 위주. 전년대비 투자비용 다소 증가하는 방향 유지  
 불확실성이 높은 환경에서 안정적 사업 운영 유지할 수 있도록 기존 팹 믹스 최적화, 저수익/저수요 제품에 대한 자원 재분배, 차입금 축소 지속 등 재무 건전성 역시 강화해 나갈 것

#### Q7) 낸드 가격 상승세 및 수요 회복에 대한 전망

1분기 낸드 시장은 전형적인 계절 비수기. 주요 어플리케이션 수요 저조했지만, 일부 채널 및 단품은 재고 감소와 관세 정책을 고려한 선구매 움직임 있었음. 감산 기조도 지속되며 현물 시장 중심으로 가격 상승세 시현

2분기는 관세 정책 발표에 따라 1분기 구매가 증가했던 단품 및 주요 어플리케이션 불확실성 증가  
다만 낸드 공급사들은 작년 하반기부터 보수적 생산기조 유지하며, 가격 하락 압력은 상대적으로 감소

낸드 가격 회복 흐름은 감산 기조와 낸드 고용량화 수요가 맞물리며 단기적으로 이어질 가능성 높다고 판단  
세트 수요 회복세는 최근 매크로 불확실성 해소 여부따라 다르겠지만, 중장기적으로 eSSD 고용량화 이어지며 수요 성장세에 대해서는 긍정적으로 바라보고 있음

#### Q8) 26년 HBM 수요 전망과 26년 공급계약 진행 현황

불확실성 지속되고 있으나 글로벌 기업들의 인프라 투자 확대 기조 유지되고 있고, 국가별 자체적 생태계 구축 노력도 진행중이므로 AI 장기 성장에 대해서는 의심의 여지 없다고 판단

수요 가시성 기반으로 HBM 시장은 24~28년 연평균 50% 수요 성장 전망 중  
26년 HBM4가 주력인데, I/O 2배 증가하며 대역폭 크게 증가하므로 지속적인 수요 성장할 거라고 생각  
26년 구매 물량은 기존 계획대로 상반기 내 물량 가시성 확보하고, 다른 기업들과 협상 진행할 것

#### Q9) 1분기 매출 감소에도 불구하고 수익성이 개선된 배경. 제품별 수익성에 대한 설명

계절 비수기 영향으로 판매량 감소, 낸드 가격 하락으로 매출 감소하며 이익 규모도 소폭 감소  
다만, 수익성이 높은 디램 이익률이 소폭 개선되었고, 매출 비중이 74%에서 80%로 확대되며 전사 이익률이 전분기대비 개선. 제품별 수익성은 디램은 컨벤셔널 가격 하락에도 HBM3e와 D5 등 고부가 확판되며 수익성 개선되었고, 낸드는 가격 하락과 판매량 감소에도 불구하고 흑자기조 유지

#### Q10) eSSD 시장 전망 및 선도 전략

24년 AI 수요 본격화되며 고용량/고성능 eSSD수요 증가. 고용량 QLC 제품 리더십 바탕으로 수요 적극 대응

24년 eSSD 매출은 23년 대비 300% 이상 성장

25년 불확실성 커지고 있으나 글로벌 AI 투자 지속 예상되며 eSSD 수요는 타 응용 제품대비 견조할 것

생성AI의 추론 서비스 수요 및 높은 품질의 서비스에 대한 요구 증가하며 데이터센터 서버 내 추가적인 메모리 및 검색 지식 저장소를 위한 수요 필요. 이에 따라 고성능 TLC eSSD 수요 역시 증가할 것으로 전망

고용량 QLC eSSD 역시 61TB에서 122TB 로의 수요 전환 적극 대응할 것.

11월 개발한 업계 최고층 321단 기반 244TB 제품 개발도 추진해 향후 초고용량 eSSD 시장 지속 선도할 것

#### Q11) HBM 시장과 Commodity DRAM 전략 및 방향성

1분기 디램 수익성, 매출액 기준 1위가 된 배경은 고수익 중심 포트폴리오 전략과 기술리더십 덕분이라고 생각  
HBM 시장은 AI 반도체의 핵심 메모리로 기술 선도력과 고객 맞춤 대응력이 경쟁력 좌우. 선제적 개발과 안정적 양산이 매우 중요하다고 생각. 기존 HBM 개발과 양산 경험 기반으로 HBM4 역시 조기 양산 위한 개발과 조기 인증 적극 추진 중. 긴밀한 협의 통해 제품 완성도도 높이고 있음

M15X 등 고성능 디램 전용팹 확충 통해 생산 인프라 측면에서도 차별화 된 대응력 확보 노력할 것

일반 디램 시장은 고성능, 고용량화 트렌드에 맞춘 포트폴리오 운영이 핵심. 수익성 중심 믹스 운영 지속할 것

D5 등 고부가 비중 빠르게 확대 중이며, 24/36Gb 전환 통해 원가 경쟁력, 전력 효율 높여나갈 것

시장 상황따라 유연하게 투자, 생산 운영해 안정적인 구조 지속할 것

## Compliance Notice

작성자(관리자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도