반도체
손인준
02)6260-2470
sij96@heungkuksec.co.kr

(000660)

SK하이닉스

눈높이를 바꿔야 할 때

BUY(유지)

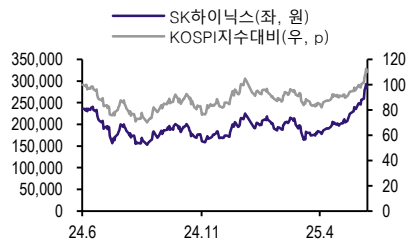
목표주가	350,000원(상향)
현재주가(06/27)	284,000원
상승여력	23.2%
시가총액	206,753십억원
발행주식수	728,002천주
52주 최고가 / 최저가	293,000 / 152,800원
3개월 일평균거래대금	763십억원
외국인 지분율	55.5%
주요주주	
에스케이스퀘어 (외 8인)	20.1%
국민연금공단 (외 1인)	7.4%
The Capital Group Companies, Inc. (외 53인)	6.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	40.2	37.2	62.8	20.1
상대수익률(KOSPI)	24.4	20.0	35.7	10.3

(단위: 십억원, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	32,766	66,193	82,976	90,899
영업이익	-7,730	23,467	36,618	39,033
EBITDA	5,943	36,049	51,723	56,750
지배주주순이익	-9,112	19,789	28,964	29,765
EPS	-12,517	27,182	42,035	43,198
순차입금	25,821	13,554	-2,073	-18,233
PER	-	6.4	6.8	6.6
PBR	1.9	1.7	2.1	1.6
EV/EBITDA	21.7	3.9	4.0	3.3
배당수익률	0.8	1.3	0.5	0.5
ROE	-15.6	31.1	33.2	25.9
컨센서스 영업이	-	-	36,398	41,774
컨센서스 EPS	-	-	41,677	45,696

주가추이



SK하이닉스에 대해 투자의견 BUY를 유지하며 목표주가 350,000원으로 상향 조정. 최근의 주가 급등은 1) 2026년 AI 가속기/HBM TAM 규모에 대한 기대감 상승, 2) HBM 시장 점유율 축소에 대한 우려 감소, 3) 국내 증시 리레이팅 기조 및 SK하이닉스의 경쟁력을 감안한 벨류에이션 재평가 영향이었다고 판단. 실적 및 벨류에이션에 대한 눈높이 향상은 하반기에도 지속될 것으로 전망

DRAM 산업 내 실적 차별화 흐름 지속

SK하이닉스의 2Q25 실적은 매출액 20.5조원(+16%QoQ, +25%YoY), 영업이익 8.9조원(+20%QoQ, +63%YoY)으로 전망한다(영업이익 컨센서스: 8.8조원). 경쟁사들의 제한적 Capa 또는 주력 고객사 진입 지연 등으로 인해, 60% 이상의 HBM 시장 점유율이 계속해서 유지될 것으로 전망한다. 관세로 인한 Pull-In 수요는 범용 DRAM 및 NAND의 출하량 급증(+16%, +24%QoQ)으로 나타날 전망이다.

대규모 AI 인프라 투자 프로젝트 증가로 HBM TAM 확대

2025년 실적은 83.0조원(+25%YoY), 영업이익 36.6조원(+22% YoY)으로 전망한다(영업이익 컨센서스:36.2조원). 하반기 스마트폰, PC 수요에 대한 기대감은 지속 약화되는 가운데, AI 서버의 차별적 성장이 지속되며 HBM 시장 점유율이 DRAM 실적에 미치는 영향은 점차 커질 전망이다. 특히 최근 발표되고 있는 소버린 AI 프로젝트를 감안 시 내년 AI 가속기 시장 규모에 대한 눈높이가 점차 상향될 것으로 판단하며, 이는 SK하이닉스 HBM 실적 기대감의 향상으로 이어질 것이다.

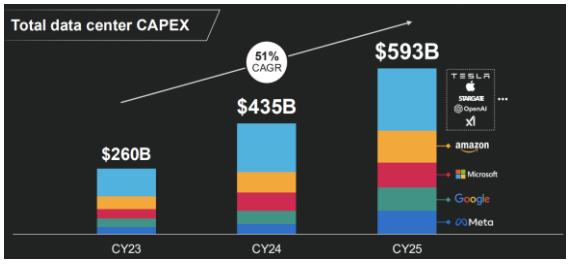
SK하이닉스 투자의견 BUY/TP 350,000원 제시

SK하이닉스에 대해 투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 350,000원으로 상향한다. BPS 168,113원(2025년 25%, 2026년 75% 반영)에 PBR 배수 2.1배를 적용했다. 내년까지 이어질 HBM 시장 내 지배적인 점유율, AI 시장 규모 전망치 상향, 국내 증시 리레이팅에 따른 해외 경쟁사와의 벨류에이션 격차 해소(Micron 12MF PBR 2.2배) 등을 감안 시, 주가의 추가적인 상승 여력이 충분하다고 판단하며 반도체 업종 내 Top Pick으로 유지한다.

AI 수요 확산이 반영되기 시작

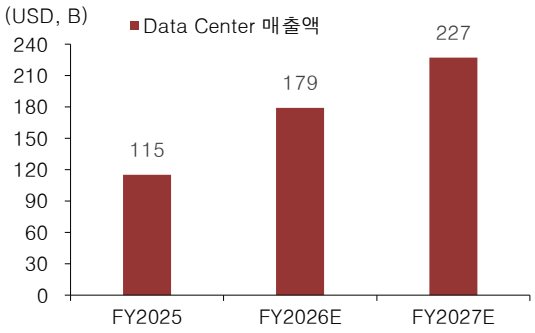
AI 인프라 투자 주체의 다변화(소버린 AI, 프론티어 AI 모델 빌더, 네오클라우드 등) 흐름에 따른 AI 가속기의 수요 증가 폭이 상당 부분 과소평가 된 것으로 보이며, 하반기로 갈수록 내년 AI 가속기, HBM 시장 성장에 대한 기대감이 더욱 커질 것으로 판단한다. 최근 UAE, 사우디 아라비아, 프랑스 등 세계 각국에서 GW급 데이터센터 구축 계획을 밝히고 있으며, NVIDIA 데이터센터 부문 매출액의 성장세가 재가속화될 가능성도 충분하다. 이는 HBM TAM 규모 확대로 이어져 SK하이닉스에 직접적인 수혜로 반영된다.

그림 1 **전통 하이퍼스케일러 외 AI 인프라 투자 주체 확대**



자료: Marvell, 흥국증권 리서치센터

그림 2 **NVIDIA Data Center 부문 매출액 추이 및 컨센서스**

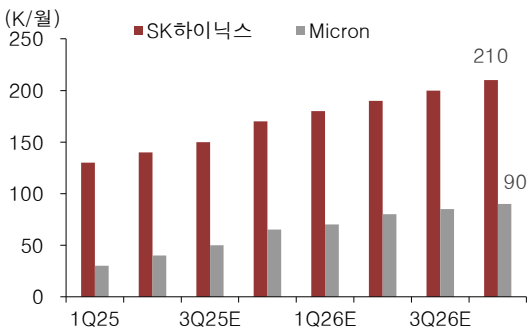


자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

DRAM 경쟁력 우위를 감안하면 추가적인 벨류에이션 상승 여력이 충분

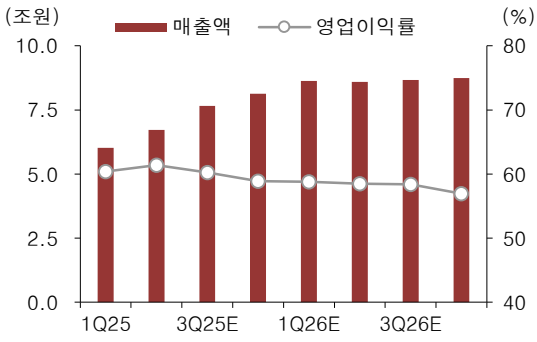
최근 SK하이닉스의 주가 급등은 벨류에이션 재평가만으로도 설명이 가능하며, 여전히 상승 여력은 충분하다. 경쟁사 대비 앞선 신제품 출시 속도 및 생산 능력 확대 등이 벨류에이션에 반영될 여지는 충분히 남아있으며, 이는 하반기 주가 우상향으로 이어질 것으로 판단한다.

그림 3 **SK하이닉스 vs. Micron HBM Capa 추정**



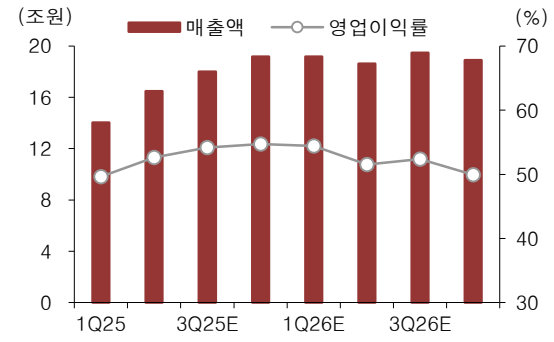
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 4 **SK하이닉스 HBM 실적 추이 및 전망**



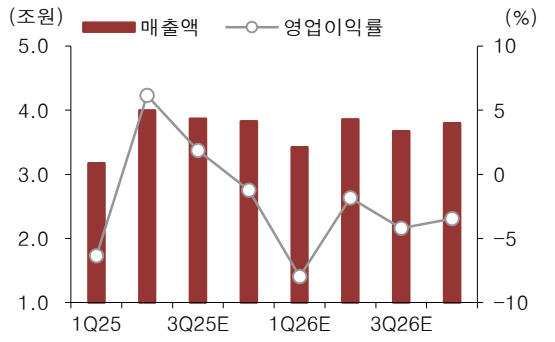
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 5 SK하이닉스 DRAM 매출액 및 영업이익률 전망



자료: SK하이닉스, 흥국증권 리서치센터

그림 6 SK하이닉스 NAND 매출액 및 영업이익률 전망



자료: SK하이닉스, 흥국증권 리서치센터

표 1 SK하이닉스 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	**17,639**	**20,464**	**21,861**	**23,012**	**22,588**	**22,490**	**23,133**	**22,688**	**66,193**	**82,976**	**90,899**
QoQ(%)	-11%	16%	7%	5%	-2%	0%	3%	-2%			
YoY(%)	42%	25%	24%	16%	28%	10%	6%	-1%	102%	25%	10%
DRAM	14,034	16,470	17,995	19,185	19,166	18,634	19,463	18,890	45,322	67,684	76,153
HBM	6,020	6,716	7,662	8,125	8,624	8,592	8,662	8,743	13,373	28,523	34,622
NAND	3,170	3,994	3,865	3,827	3,422	3,856	3,670	3,798	19,332	14,856	14,746
영업이익	**7,441**	**8,909**	**9,822**	**10,447**	**10,159**	**9,535**	**10,043**	**9,296**	**23,467**	**36,618**	**39,033**
QoQ(%)	-8%	20%	10%	6%	-3%	-6%	5%	-7%			
YoY(%)	158%	63%	40%	29%	37%	7%	2%	-11%	-404%	56%	7%
DRAM	6,962	8,663	9,750	10,495	10,432	9,605	10,197	9,427	20,581	35,869	39,662
HBM	3,636	4,122	4,617	4,787	5,072	5,024	5,059	4,980	7,302	17,162	20,136
NAND	-202	245	72	-48	-273	-70	-154	-131	3,121	68	-629
영업이익률(%)	**42%**	**44%**	**45%**	**45%**	**45%**	**42%**	**43%**	**41%**	**35%**	**44%**	**43%**
DRAM(%)	50%	53%	54%	55%	54%	52%	52%	50%	45%	53%	52%
HBM(%)	60%	61%	60%	59%	59%	58%	58%	57%	55%	60%	58%
NAND(%)	-6%	6%	2%	-1%	-8%	-2%	-4%	-3%	16%	0%	-4%

자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 SK하이닉스 주요 가정

		1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
DRAM	B/G (%)	-7	15	7	5	0	5	4	6	16	17	19
	ASP (%)	-1	6	5	2	1	-8	1	-9	83	28	-2
HBM	B/G (%)	-3	12	14	6	6	0	1	1	686	100	12
	ASP (%)	0	5	0	0	5	5	5	0	12	7	13
DRAM (HBM 제외)	B/G (%)	-7	16	5	5	-1	7	5	7	7	9	21
	ASP (%)	-3	10	4	2	-3	-11	3	-12	51	12	-9
NAND	B/G (%)	-18	24	6	5	-1	15	2	10	0	-11	28
	ASP (%)	-20	6	-6	-5	-9	-2	-6	-6	88	-15	-19

자료: 흥국증권 리서치센터
주: QoQ/YoY 증감률

(4) Valuation

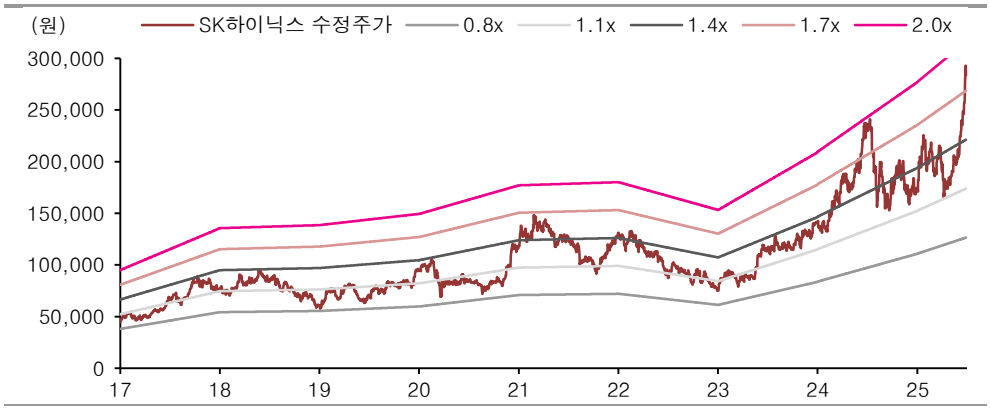
SK하이닉스에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 350,000원으로 상향한다. BPS 168,113원(2025년 25%, 2026년 75% 반영)에 PBR 배수 2.1배를 적용했다. 내년까지 이어질 HBM 시장 내 지배적 점유율, AI 시장 규모 전망치 상향, 국내 증시 리레이팅에 따른 해외 경쟁사와의 벨류에이션 격차 해소(Micron 12MF PBR 2.2배)등을 감안 시, 추가적인 주가 상승 여력이 충분하다.

표 3 SK하이닉스 목표주가 산정 PBR Multiple Valuation

	2025E	2026E	비고
BPS (원)	138,231	178,074	168,113 (2025년 25%, 2026년 75% 반영)
목표 PBR (배)		2.1	AI 사이클 기간 12MF PBR 상단
목표주가 (원)		**350,000**	
현재주가(원)		284,000	
상승여력 (%)		23.2	

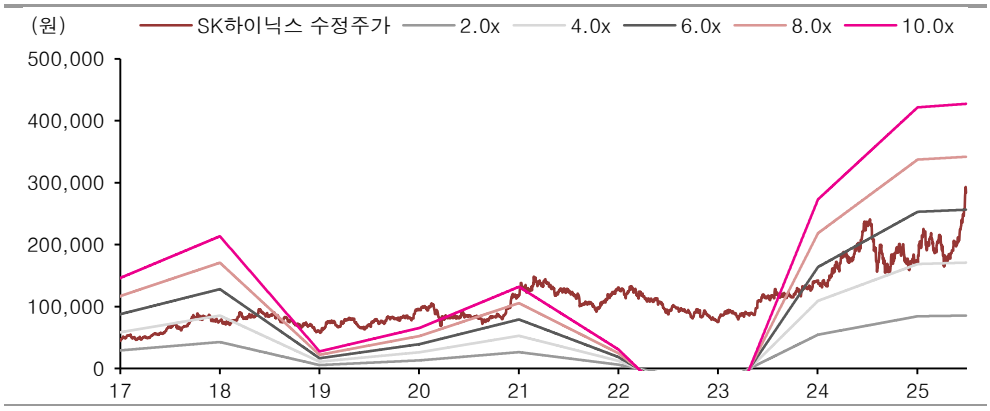
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 7 SK하이닉스 12개월 선행 PBR Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 8 SK하이닉스 12개월 선행 PER Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**32,766**	**66,193**	**82,976**	**90,899**	**92,717**
증가율 (Y-Y,%)	(26.6)	102.0	25.4	9.5	2.0
영업이익	**(7,730)**	**23,467**	**36,618**	**39,033**	**38,926**
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	56.0	6.6	(0.3)
EBITDA	5,943	36,049	51,723	56,750	58,813
영업외손익	(3,928)	418	(898)	(1,327)	(622)
순이자수익	(1,238)	(971)	(639)	(545)	(504)
외화관련손익	(319)	269	673	679	692
지분법손익	15	(2)	(164)	(164)	(164)
세전계속사업손익	(11,658)	23,885	35,720	37,706	38,304
당기순이익	**(9,138)**	**19,797**	**28,980**	**29,788**	**30,260**
지배기업당기순이익	**(9,112)**	**19,789**	**28,964**	**29,765**	**30,238**
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	46.4	2.8	1.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	0.9	15.5	23.0	40.5	11.9
영업이익증가율(3Yr)	-	23.7	75.2	-	18.4
EBITDA증가율(3Yr)	(26.2)	16.0	35.1	112.2	17.7
순이익증가율(3Yr)	-	27.2	134.7	-	15.2
영업이익률(%)	(23.6)	35.5	44.1	42.9	42.0
EBITDA마진(%)	18.1	54.5	62.3	62.4	63.4
순이익률 (%)	(27.9)	29.9	34.9	32.8	32.6
NOPLAT	**(5,604)**	**19,450**	**29,709**	**30,836**	**30,751**
(+) Dep	13,674	12,582	15,105	17,717	19,887
(-) 운전자본투자	2,081	(2,018)	(1,332)	1,429	1,693
(-) Capex	8,325	15,946	25,284	28,000	28,800
OpFCF	(2,337)	18,105	20,862	19,124	20,146

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	30,468	42,279	49,974	66,141	85,528
현금성자산	8,160	13,646	23,361	38,038	54,993
매출채권	6,942	13,299	12,609	12,805	13,917
재고자산	13,481	13,314	11,349	12,680	13,949
비유동자산	69,862	77,576	90,435	101,829	111,798
투자자산	13,254	13,053	16,097	16,750	17,431
유형자산	52,705	60,157	70,326	81,008	90,247
무형자산	3,835	4,019	4,012	4,070	4,120
자산총계	**100,330**	**119,855**	**140,410**	**167,970**	**197,326**
유동부채	21,008	24,965	25,125	25,293	25,853
매입채무	7,026	13,386	11,174	11,312	11,943
유동성이자부채	11,968	7,582	8,429	8,537	8,357
비유동부채	25,819	20,974	14,638	13,023	12,304
비유동이자부채	22,013	19,617	12,859	11,269	10,515
부채총계	**46,826**	**45,940**	**39,763**	**38,316**	**38,157**
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,715	4,715	4,715
이익잉여금	46,729	65,418	93,478	122,210	151,414
자본조정	(1,255)	341	(1,219)	(943)	(633)
자기주식	(2,273)	(2,221)	(2,147)	(2,147)	(2,147)
자본총계	**53,504**	**73,916**	**100,647**	**129,655**	**159,168**
투하자본	73,783	81,141	90,349	102,863	114,142
순차입금	25,821	13,554	(2,073)	(18,233)	(36,120)
ROA	(8.9)	18.0	22.3	19.3	16.6
ROE	(15.6)	31.1	33.2	25.9	20.9
ROIC	(7.5)	25.1	34.6	31.9	28.3

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	(12,517)	27,182	42,035	43,198	43,884
BPS	73,495	101,515	138,231	178,076	218,617
DPS	1,200	2,204	1,500	1,500	3,000
Multiples(x,%)					
PER	-	6.4	6.8	6.6	6.5
PBR	1.9	1.7	2.1	1.6	1.3
EV/ EBITDA	21.7	3.9	4.0	3.3	2.9
배당수익율	0.8	1.3	0.5	0.5	1.1
PCR	17.5	3.4	5.2	4.3	4.1
PSR	3.1	1.9	2.5	2.3	2.2
재무건전성 (%)					
부채비율	87.5	62.2	39.5	29.6	24.0
Net debt/Equity	48.3	18.3	-	-	-
Net debt/EBITDA	434.4	37.6	-	-	-
유동비율	145.0	169.3	198.9	261.5	330.8
이자보상배율	-	24.2	57.3	71.6	77.3
이자비용/매출액	4.5	2.0	1.2	0.9	0.8
자산구조					
투하자본(%)	77.5	75.2	69.6	65.2	61.2
현금+투자자산(%)	22.5	24.8	30.4	34.8	38.8
자본구조					
차입금(%)	38.8	26.9	17.5	13.3	10.6
자기자본(%)	61.2	73.1	82.5	86.7	89.4

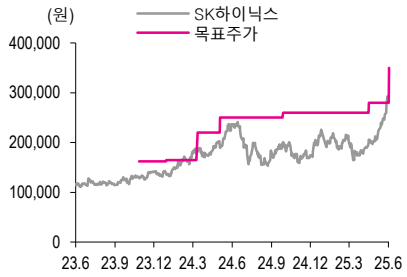
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**4,278**	**29,796**	**41,752**	**46,419**	**48,608**
당기순이익	(9,138)	19,797	28,980	29,788	30,260
자산상각비	13,674	12,582	15,105	17,717	19,887
운전자본증감	794	(5,600)	3,813	(1,429)	(1,693)
매출채권감소(증가)	(1,406)	(5,098)	616	(195)	(1,112)
재고자산감소(증가)	2,288	167	1,967	(1,332)	(1,268)
매입채무증가(감소)	83	(1,103)	1,503	139	631
투자현금	**(7,335)**	**(18,005)**	**(28,201)**	**(29,113)**	**(29,905)**
단기투자자산감소	140	(1,415)	861	24	(33)
장기투자증권감소	(14)	(3)	(364)	(498)	(512)
설비투자	(8,325)	(15,946)	(25,284)	(28,000)	(28,800)
유무형자산감소	1,086	(650)	(119)	(319)	(227)
재무현금	**5,697**	**(8,704)**	**(3,109)**	**(2,605)**	**(1,782)**
차입금증가	6,507	(7,977)	(2,995)	(1,590)	(754)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(826)	(826)	(1,520)	(1,034)	(1,034)
현금 증감	2,610	3,618	10,480	14,701	16,921
총현금흐름(Gross CF)	**5,895**	**36,851**	**39,569**	**47,848**	**50,301**
(-) 운전자본증가(감소)	2,081	(2,018)	(1,332)	1,429	1,693
(-) 설비투자	8,325	15,946	25,284	28,000	28,800
(+) 자산매각	1,086	(650)	(119)	(319)	(227)
Free Cash Flow	(3,425)	22,273	15,497	18,100	19,581
(-) 기타투자	14	3	364	498	512
잉여현금	(3,439)	22,270	15,133	17,602	19,069

SK하이닉스 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2023-11-23	Buy	162,000	(16.6)	(12.0)
2024-01-26	Buy	165,000	(3.6)	13.9
2024-04-08	Buy	220,000	(16.2)	(8.0)
2024-05-31	Buy	250,000	(21.9)	(3.6)
2024-10-25	Buy	260,000	(27.1)	(13.3)
2025-05-14	담당자변경			
2025-05-14	Buy	280,000	(18.1)	4.6
2025-06-30	Buy	350,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -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 (2025년 03월 31일 기준)

Buy (94.6%)	Hold (5.4%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 14층
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 6층
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02)739-6286