SK하이닉스 (000660)

Analyst 노근창 greg@hmsec.com
RA 윤동욱 donguk.youn@hmsec.com

2028년까지 HBM과 Enterprise SSD 수요 증가 지속 전망

BUY **TP 405,000원**

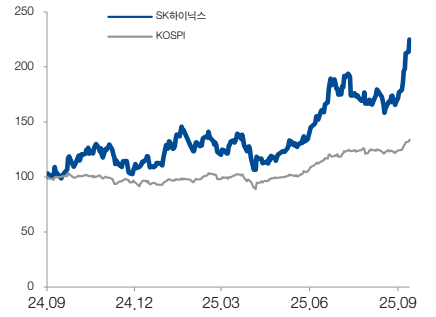
현재주가 (9/16)	348,000원
상승여력	16.4%
시가총액	253,345십억원
발행주식수	728,002천주
자본금/액면가	3,658십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	348,000원/152,800원
일평균 거래대금 (60일)	966십억원
외국인 지분율	56.25%
주요주주 지분율	
에스케이스퀘어외 7인	20.07%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	25.9	40.3	70.2
상대주가(%p)	17.7	19.9	26.6

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	45,015	59,312	325,000
After	46,372	64,075	405,000
Consensus	43,073	47,711	343,750
Cons. 차이	7.7%	34.3%	17.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- SK하이닉스의 6개월 목표주가를 325,000원 (25년 예상 지배주주 BPS에 Target P/B 2.3배 적용)에서 405,000원 (12개월 Forward 예상 지배주주 BPS에 Target P/B 2.3배 적용)으로 상향하며 투자의견 매수를 유지. 동사의 **3분기 매출액과 영업이익**은 우호적인 환율과 범용 메모리 가격 상승에 힘입어 기존 추정치를 각각 4.3%, 1.2% 상회하는 **24.5조원과 11.3조원**을 기록할 것으로 예상. 범용 DRAM가격도 본격적으로 상승함에 따라 3분기 전체 DRAM에서 HBM 매출액 비중은 2분기와 유사할 것으로 예상. 동사 HBM 매출액에서 HBM3e 12단 비중은 2분기에 60% 이상을 상회하고 있으며 3분기에도 그와 같은 흐름은 이어질 것으로 보임. 한편, 최근 소비자 제품 수요 부진에도 불구하고 NAND 가격도 본격적으로 상승하고 있는데 AI Agentic 시대 개막과 함께 추론용 반도체 수요가 증가하고 있음. 특히, 추론에서 **RAG (Retrieval Augmented Generation)를 활용하여 LLM 기능을 향상**시키면서 모델의 정확성 개선에 초점을 맞추고 있음. 특히, RAG 성능 제고를 위해 DB의 규모가 더욱 커야 한다는 점에서 **SSD 수요가 함께 성장**할 것으로 보임

주요 이슈 및 실적전망

- HBM 수요는 1TB의 Content를 장착한 **Rubin Ultra**가 본격적으로 공급되는 2028년까지는 가파른 성장세가 이어질 것으로 예상. Rubin Ultra는 4개의 Reticle을 Chiplet으로 Packaging한 제품으로 **HBM4e 16단**을 장착할 것으로 예상. 동 제품은 Blackwell처럼 **CoWoS-L**방식으로 Packaging할 예정이며, TSMC의 3nm에서 양산할 예정으로 연산 능력은 크게 제고될 전망. 특히, NVIDIA CEO는 **2030년까지 AI Infra투자가 USD 3~4조**에 달할 것으로 예상하였는데 2028년 투자는 USD 1조로 예상하였음. 한편, 중국 CXMT까지도 범용 DRAM Wafer Capa를 HBM Wafer로 할당하면서 범용 DRAM 수급까지 개선되고 있음

주가전망 및 Valuation

- 수요처들의 공격적인 AI Infra 투자로 HBM과 E-SSD수요 증가가 예상되는 가운데 내년 1분기까지 범용 메모리 가격 흐름도 양호할 전망. 따라서, 실적의 Upside Potential은 여전히 클 것으로 예상된다는 점에서 Buy & Hold 전략 유효

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	32,766	-7,730	-9,112	5,943	-12,517	적전	N/A	1.9	21.1	NA	0.8
2024	66,193	23,467	19,789	36,049	27,182	흑전	6.4	1.7	3.8	31.1	1.3
2025F	91,803	40,763	33,759	55,360	46,372	70.6	7.1	2.3	4.2	37.7	0.5
2026F	117,454	58,269	46,646	75,111	64,075	38.2	5.2	1.6	2.6	36.4	0.5
2027F	129,905	58,810	46,859	77,419	64,366	0.5	5.1	1.2	2.0	27.0	0.5

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 실적 추정 변경 사항 (십억원)

		변경 후						변경 전					
		1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F
DRAM	Bit Growth	-7.9%	25.1%	5.5%	0.6%	21.3%	13.7%	-7.9%	25.1%	2.7%	2.4%	20.2%	14.6%
	ASP변화(QoQ)	0.0%	1.1%	10.5%	8.6%	29.0%	22.1%	0.0%	1.1%	10.1%	9.0%	28.8%	16.2%
NAND	Bit Growth	-17.5%	71.0%	1.3%	25.0%	19.8%	22.1%	-17.5%	71.0%	0.5%	25.0%	19.2%	21.7%
	ASP변화(QoQ)	-20.0%	-8.0%	3.5%	2.0%	-11.4%	3.9%	-20.0%	-8.0%	2.0%	-5.0%	-14.3%	-3.5%
매출액		17,639	22,232	24,485	27,447	91,803	117,454	17,639	22,232	23,474	26,154	89,499	108,763
영업이익		7,441	9,213	11,345	12,764	40,763	58,269	7,440	9,213	10,752	12,210	39,616	53,909
영업이익률		42.2%	41.4%	46.3%	46.5%	44.4%	49.6%	42.2%	41.4%	45.8%	46.7%	44.3%	49.6%
세전이익		9,299	8,723	10,116	12,182	40,319	55,968	9,299	8,723	9,496	11,587	39,106	51,737
지배주주 순이익		8,107	6,997	8,463	10,192	33,759	46,646	8,107	6,996	7,959	9,710	32,771	43,179

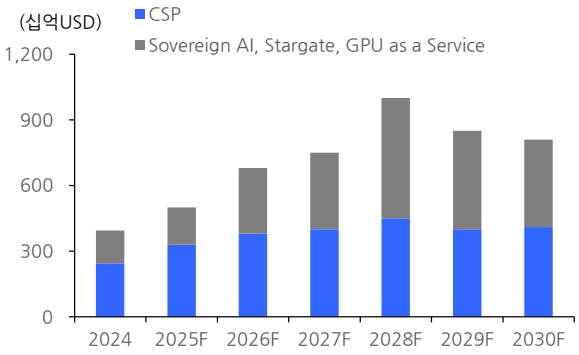
자료: SK하이닉스, 현대차증권. Solidigm 포함

〈표2〉 분기별 실적 전망 (십억원)

	2024	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2025F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F
매출액 (A+B+C)	66,193	17,639	22,232	24,485	27,447	91,803	27,154	27,932	30,560	31,808	117,454
영업이익	23,467	7,441	9,213	11,345	12,764	40,763	12,347	13,661	16,038	16,223	58,269
영업이익률	35.5%	42.2%	41.4%	46.3%	46.5%	44.4%	45.5%	48.9%	52.5%	51.0%	49.6%
EBITDA	36,049	10,786	12,645	15,183	16,724	55,338	16,443	17,780	20,285	20,603	75,111
EBITDA Margin	54.5%	61.1%	56.9%	62.0%	60.9%	60.3%	60.6%	63.7%	66.4%	64.8%	63.9%
DRAM 부문											
매출액 (A)	45,174	13,582	17,119	18,246	19,720	68,667	19,764	20,951	23,637	25,300	89,652
Bit Growth (QoQ, YoY)	16.0%	-7.9%	25.1%	5.5%	0.6%	21.3%	-1.7%	3.4%	5.8%	4.4%	13.7%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	79.0%	0.0%	1.1%	10.5%	8.6%	29.0%	2.7%	2.9%	7.1%	3.3%	22.1%
영업이익	22,859	7,970	9,944	10,915	12,207	41,036	11,555	12,746	15,164	15,204	54,669
영업이익률	50.6%	58.7%	58.1%	59.8%	61.9%	59.8%	58.5%	60.8%	64.2%	60.1%	61.0%
NAND 부문											
매출액 (B)	19,106	3,246	4,669	5,675	7,158	20,747	6,668	6,573	6,346	5,924	25,510
Bit Growth (QoQ, YoY)	-0.4%	-17.5%	71.0%	1.3%	25.0%	19.8%	-8.0%	2.0%	2.0%	-5.0%	22.1%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	92.2%	-20.0%	-8.0%	3.5%	2.0%	-11.4%	2.0%	-3.0%	-5.0%	-1.0%	3.9%
영업이익	1,254	5	20	555	699	1,279	828	935	903	1,048	3,715
영업이익률	6.6%	0.2%	0.4%	9.8%	9.8%	6.2%	12.4%	14.2%	14.2%	17.7%	14.6%
Others(C)											
매출액	1,912	812	445	564	569	2,389	722	409	577	584	2,292
영업이익	-645	-535	-751	-124	-142	-1,552	-36	-20	-29	-29	-115
영업이익률	-33.7%	-65.9%	-168.9%	-22.0%	-25.0%	-65.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
세전 계속사업이익	23,885	9,299	8,723	10,116	12,182	40,319	12,360	12,809	14,970	15,830	55,968
법인세	4,088	1,191	1,726	1,654	1,991	6,563	2,018	2,204	2,478	2,629	9,329
지배주주 순이익	19,789	8,107	6,997	8,463	10,192	33,759	10,344	10,607	12,493	13,203	46,646

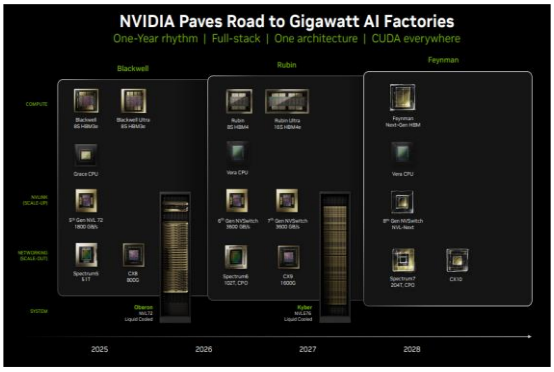
자료: SK하이닉스, 현대차증권. Solidigm 포함

<그림1> AI Data Center Capex



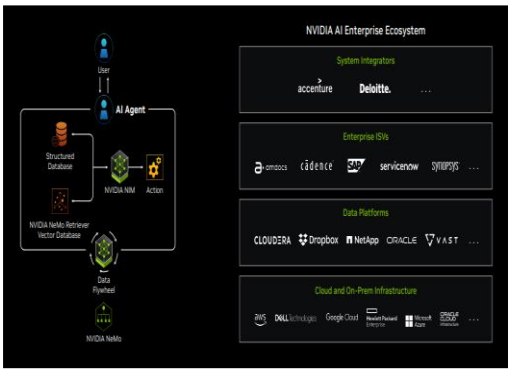
자료: 현대차증권, NVIDIA, Trend Force

<그림2> NVIDIA Data Center 반도체 Road Map



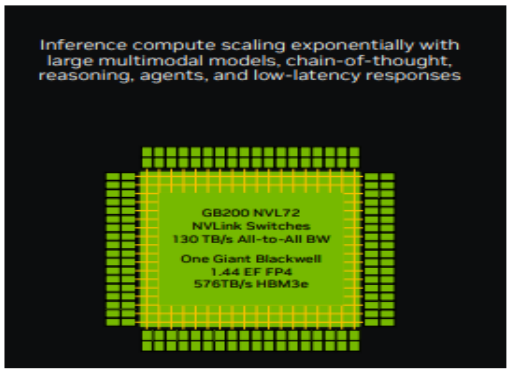
자료: NVIDIA

<그림3> NVIDIA의 Agentic AI Solution



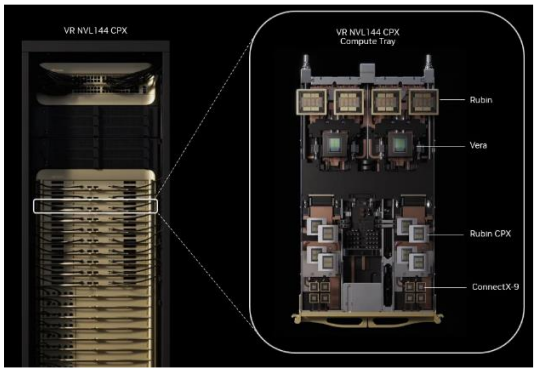
자료: NVIDIA

<그림4> NVIDIA의 NVL72를 활용한 추론 Scaling



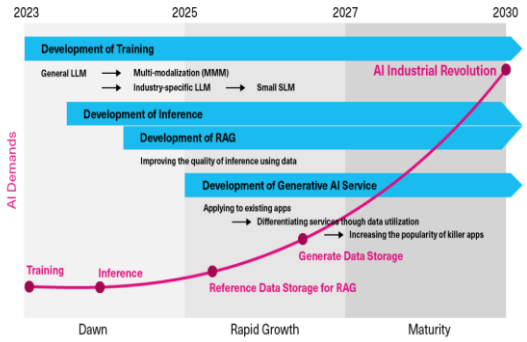
자료: NVIDIA

<그림5> 추론 제고를 위한 VR NVL 144 CPX



자료: NVIDIA

<그림6> 추론과 RAG 발전에 따른 SSD 수요



자료: Kioxia

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	91,803	117,454	129,905
증가율 (%)	-26.6	102.0	38.7	27.9	10.6
매출원가	33,299	34,365	38,577	43,372	53,686
매출원가율 (%)	101.6	51.9	42.0	36.9	41.3
매출총이익	-533	31,828	53,227	74,082	76,219
매출이익률 (%)	-1.6	48.1	58.0	63.1	58.7
증가율 (%)	적전	흑전	67.2	39.2	2.9
판매관리비	7,197	8,361	12,464	15,812	17,409
판관비율(%)	22.0	12.6	13.6	13.5	13.4
EBITDA	5,943	36,049	55,360	75,111	77,419
EBITDA 이익률 (%)	18.1	54.5	60.3	63.9	59.6
증가율 (%)	-71.6	506.5	53.6	35.7	3.1
영업이익	-7,730	23,467	40,763	58,269	58,810
영업이익률 (%)	-23.6	35.5	44.4	49.6	45.3
증가율 (%)	적전	흑전	73.7	42.9	0.9
영업외손익	-3,943	456	-420	-2,301	-2,574
금융수익	2,262	4,855	4,732	3,178	2,048
금융비용	6,093	5,708	4,974	5,193	4,308
기타영업외손익	-111	1,309	-178	-286	-315
종속/관계기업관련손익	15	-38	-24	0	0
세전계속사업이익	-11,658	23,885	40,319	55,968	56,236
세전계속사업이익률	-35.6	36.1	43.9	47.7	43.3
증가율 (%)	적전	흑전	68.8	38.8	0.5
법인세비용	-2,520	4,088	6,563	9,329	9,384
계속사업이익	-9,138	19,797	33,756	46,640	46,852
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	33,756	46,640	46,852
당기순이익률 (%)	-27.9	29.9	36.8	39.7	36.1
증가율 (%)	적전	흑전	70.5	38.2	0.5
지배주주지분 순이익	-9,112	19,789	33,759	46,646	46,859
비지배주주지분 순이익	-25	8	-3	-7	-7
기타포괄이익	100	1,248	-1,046	0	0
총포괄이익	-9,037	21,044	32,710	46,640	46,852

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	69,755	112,215	153,160
현금성자산	7,587	11,205	30,373	66,841	103,153
단기투자자산	573	2,441	3,389	3,928	4,344
매출채권	6,600	13,019	14,663	16,993	18,794
재고자산	13,481	13,314	17,259	20,001	22,122
기타유동자산	1,366	1,731	2,403	2,785	3,080
비유동자산	69,862	77,576	89,651	97,924	106,762
유형자산	52,705	60,157	69,273	77,679	86,643
무형자산	3,835	4,019	3,547	2,867	2,317
투자자산	5,809	6,522	9,276	9,823	10,246
기타비유동자산	7,514	6,878	7,555	7,555	7,555
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	100,330	119,855	159,406	210,140	259,922
유동부채	21,008	24,965	35,894	40,243	43,605
단기차입금	4,146	1,283	5,601	5,601	5,601
매입채무	1,846	2,277	3,162	3,665	4,053
유동성장기부채	5,712	3,969	2,920	2,920	2,920
기타유동부채	9,305	17,436	24,210	28,057	31,031
비유동부채	25,819	20,974	18,236	19,016	19,619
사채	9,490	12,409	9,161	9,161	9,161
장기차입금	10,121	5,022	4,158	4,158	4,158
장기금융부채	3	6	6	6	6
기타비유동부채	6,204	3,537	4,911	5,691	6,294
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	46,826	45,940	54,130	59,259	63,225
지배주주지분	53,504	73,903	105,264	150,875	196,698
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,726	4,726	4,726
자본조정 등	-2,269	-2,192	-2,104	-2,104	-2,104
기타포괄이익누계액	1,014	2,532	1,490	1,490	1,490
이익잉여금	46,729	65,418	97,495	143,105	188,928
비지배주주지분	-1	12	13	6	-1
자본총계	53,504	73,916	105,277	150,881	196,697

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	4,278	29,796	49,502	62,842	65,013
당기순이익	-9,138	19,797	33,756	46,640	46,852
유형자산 상각비	13,121	11,985	13,773	16,161	18,060
무형자산 상각비	553	596	825	680	550
외환손익	332	352	-192	0	0
운전자본의 감소(증가)	794	-5,600	3,616	-839	-648
기타	-1,384	2,665	-2,275	200	200
투자활동으로인한현금흐름	-7,335	-18,005	-29,268	-25,853	-28,063
투자자산의 감소(증가)	1,682	-568	-2,856	-547	-423
유형자산의 감소	1,540	47	75	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-8,325	-15,946	-22,816	-24,567	-27,023
기타	-2,231	-1,539	-3,671	-738	-616
재무활동으로인한현금흐름	5,697	-8,704	-688	-522	-638
차입금의 증가(감소)	3,188	-7,739	4,359	514	397
사채의증가(감소)	2,993	2,919	-3,248	0	0
자본의 증가	36	115	238	0	0
배당금	-826	-826	-1,677	-1,036	-1,036
기타	306	-3,172	-360	0	0
기타현금흐름	-30	530	-379	0	0
현금의증가(감소)	2,610	3,618	19,168	36,468	36,312
기초현금	4,977	7,587	11,205	30,373	66,841
기말현금	7,587	11,205	30,373	66,841	103,153

(단위: 원,배,%)

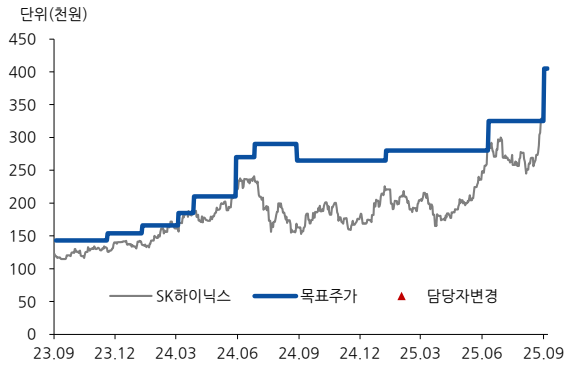
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	-12,552	27,193	46,368	64,065	64,357
EPS(지배순이익 기준)	-12,517	27,182	46,372	64,075	64,366
BPS(자본총계 기준)	73,494	101,532	144,610	207,253	270,187
BPS(지배지분 기준)	73,495	101,515	144,593	207,245	270,188
DPS	1,200	2,204	1,500	1,500	1,500
P/E(당기순이익 기준)	N/A	6.4	7.1	5.2	5.1
P/E(지배순이익 기준)	N/A	6.4	7.1	5.2	5.1
P/B(자본총계 기준)	1.9	1.7	2.3	1.6	1.2
P/B(지배지분 기준)	1.9	1.7	2.3	1.6	1.2
EV/EBITDA(Reported)	21.1	3.8	4.2	2.6	2.0
배당수익률	0.8	1.3	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	흑전	70.5	38.2	0.5
EPS(지배순이익 기준)	적전	흑전	70.6	38.2	0.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-15.6	31.1	37.7	36.4	27.0
ROE(지배순이익 기준)	-15.6	31.1	37.7	36.4	27.0
ROA	-8.9	18.0	24.2	25.2	19.9
안정성 (%)					
부채비율	87.5	62.2	51.4	39.3	32.1
순차입금비율	42.2	14.6	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	NA	17.4	44.5	65.1	64.8

** K-IFRS 연결기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.07.27	BUY	135,000	-11.99	-5.19
2023.09.19	BUY	143,000	-12.19	-6.22
2023.12.05	BUY	154,000	-11.46	-7.40
2024.01.26	BUY	166,000	-8.00	3.55
2024.03.20	BUY	185,000	-2.61	1.84
2024.04.12	BUY	210,000	-10.12	5.71
2024.06.14	BUY	270,000	-13.41	-10.74
2024.07.12	BUY	290,000	-36.55	-19.66
2024.09.13	BUY	265,000	-30.88	-14.91
2025.01.24	BUY	280,000	-27.44	2.14
2025.06.26	BUY	325,000	-15.23	7.08
2025.09.17	BUY	405,000		

▶ 최근 2년간 SK하이닉스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 노근창의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2024.07.01~2025.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	150건	91.5%
보유	14건	8.5%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.