Morning Meeting Notes

2025-09-17

내일의 차이 현대차증권

What's Inside
반도체 소부장 산업(Overweight) - HBM 테스트 공정에 불어오는 변화 2
SK하이닉스(BUY/405,000원) - 2028년까지 HBM과 Enterprise SSD 수요 증가 지속 전망

주식시장
국내 증시, 코스피는 상승 마감. 외국인이 7거래일 연속 순매수를 보인 가운데 반도체, 방산 업종이 지수 상승을 주도. 삼성전자(+3.8%), SK하이닉스(+5.1%)는 낸드플래시 공급부족 소식 이후 메모리 슈퍼사이클 기대 유지되며 상승. 한화에어로스페이스(+5.6%), LIG넥스원(+9.5%) 등 방산주는 이스라엘군의 가자시티 지상작전 개시, 러시아 견제를 위한 영국의 폴란드 영공 전투기 배치 소식 등 높아진 지정학적 리스크에 급등
미국 증시는 하락 마감. FOMC 회의가 시작된 가운데 17일(현지시간)에 공개될 점도표 결과 및 파월 연준 의장의 발언을 대기하며 약보합권에서 쉬어가는 모습. 시장에선 25bp 인하는 기정사실로 받아들여지고 있기에, 이번 FOMC 관전포인트는 향후 금리인하 속도가 어떻게 될지가 중요할 전망. 업종별로는 유틸리티가 1.8% 떨어진 반면 에너지는 1.73% 상승. 종목별로는 테슬라가 일론 머스크의 자사주 매입 효과로 전날에 이어 2.82% 상승하였고, 오라클은 틱톡 미국 사업권의 잠재적 인수자로 기대를 모으며 1.49% 상승

금리&환율
국고채 금리는 하락 마감. 국고채 금리는 미국 제조업 지표 부진에 하락한 미국채 금리 동조하며 하락. 9월 뉴욕 엠파이어스테이트 제조업지수는 -8.7로 전월 11.9 대비 20.6p 급락
미국채 금리는 하락 마감. 이날 8월 소매판매가 견조한 증가세를 보이며 국채금리는 상승했으나, 금리 인하 기대감이 지표의 영향력을 상쇄하며 국채금리는 하락 전환
원/달러 환율은 전일대비 10.10원 하락한 1,378.90원에 마감. 미국 금리인하 기대감과 외국인 국내주식 순매수세가 달러화 낙폭을 키웠고, 환율은 이에 연동되어 하락. 이날 외인 주식 순매수는 약 1조 7천억원 기록
달러인덱스는 96.65로 하락. 달러는 유로 강세 속 미국 금리 인하 기대감에 따라 하향 곡선을 그림

Trump watch
美 8월 수입물가 예상치 상회
미국의 8월 수입 물가가 전월대비 0.3% 상승하며 시장 예상치(0.1% 하락)를 상회. 이는 비연료 수입 가격 상승분을 연료 가격 하락이 모두 상쇄시키지는 못한 영향으로 풀이
8월 연료 수입 물가는 전월 대비 0.8% 하락. 8월 비연료 수입 물가는 0.4% 상승.
한편, 8월 수출물가지수는 전월 대비 0.3% 상승했는데 소비재, 비농업 산업용품 및 소재, 자동차 등의 가격 상승에 기인함

New Publications
[제약/바이오] 합성 치사와 저분자 항암제 - 어느 새부터 항체는 안 멋져(2025-09-15)
[퀀트] Decode the QR Code: 순환매 장세 + 금리 인하 사이클의 투자 Code(2025-09-04)
[미국주식] 버블 초입, 조건과 타이밍(+종목 Top10)(2025-08-26)
[로봇] WRC2025 방문 후기 및 투자 활용법: 휴머노이드로의 세계로(2025-08-22)
[자산배분] 해외사례로 보는 상호금융 자산배분 전략(2025-08-19)
[ESG] 전환금융과 ESG 채권 & 주요 기업 분석(2025-08-06)
[중국] 시진핑 실각 가능성 분석 및 전망 - Missing or Not Missing(2025-07-10)
[전기전자/디스플레이] 폴더블 2.0: 새로운 변화 흐름에 주목하자(2025-07-01)

Rating, Target Price Changes

SK하이닉스	BUY	325,000원 ▷	BUY	405,000원	(2025-09-17)
LG디스플레이	BUY	12,000원 ▷	BUY	15,500원	(2025-09-16)
켐트로닉스	BUY	40,000원 ▷	BUY	44,000원	(2025-09-16)
하나투어	BUY	70,000원 ▷	BUY	63,000원	(2025-09-16)
온코닉테라퓨틱스			BUY(신규)	50,000원	(2025-09-15)
파인엠텍	BUY	9,500 원 ▷	BUY	16,500 원	(2025-08-29)
클리오	BUY	25,000 원 ▷	BUY	18,000 원	(2025-08-29)
SK스퀘어	BUY	220,000 원 ▷	BUY	200,000 원	(2025-08-28)
한국철강	BUY	11,000원 ▷	BUY	12,000원	(2025-08-25)
로보티즈			BUY(신규)	100,000 원	(2025-08-22)
현대글로비스	BUY	185,000 원 ▷	BUY	200,000 원	(2025-08-22)
파라다이스	M.PERFROM	13,000 원 ▷	BUY	24,000 원	(2025-08-21)
디아이	BUY	22,900 원 ▷	BUY	20,000 원	(2025-08-19)

외국인 순매수

순매수	금액(백만)
삼성전자	1,028,895
두산에너빌리티	273,629
SK하이닉스	251,978
HJ중공업	92,185
한화에어로스페이스	85,323

국내기관 순매수

순매수	금액(백만)
KODEX 레버리지	36,967
비에이치	28,834
SK스퀘어	20,640
한화시스템	18,966
KODEX 200타겟위클리커버드콜	17,678

외국인 순매도

순매도	금액(백만)
NAVER	-38,610
현대차	-31,941
카카오	-30,184
기아	-29,334
KB금융	-26,655

국내기관 순매도

순매도	금액(백만)
KODEX 200선물인버스2X	-69,333
PLUS 자사주매입고배당주	-33,373
TIGER 미국S&P500	-28,994
에이피알	-19,876
삼성바이오로직스	-15,581

국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	3,449.62	+1.24	+9.46
대형주	3,481.53	+1.48	+9.94
중형주	3,674.96	-0.01	+7.75
소형주	2,519.07	-0.21	+4.16
KOSDAQ	851.84	-0.10	+8.11

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-1,374	2,668	-1,376
누적순매수(D-20)	-82,421	37,069	30,631

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	0	205,661	166,025

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	99.13	+1.07	+9.42
금융	726.43	-0.29	+12.02
운수장비	4,374.46	+1.47	+9.12
유통	433.02	+0.12	+10.66
음식료	4,826.11	-1.27	+5.21
의약품	15,847.12	-0.32	+1.33
전기전자	32,776.89	+3.16	+14.40
철강금속	6,302.67	+0.33	+8.44
화학	3,914.06	-0.92	+1.92
유틸리티	1,144.42	+0.09	-0.32
통신	487.82	-0.49	-4.77

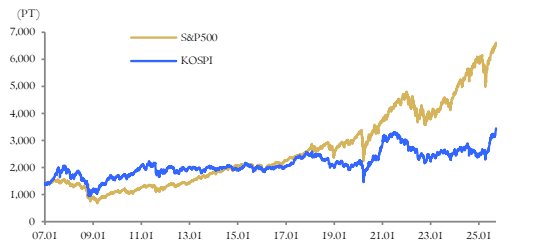
해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	6,606.79	-0.13	+3.05
NASDAQ	22,333.96	-0.07	+4.78
일본	44,902.27	+0.30	+3.11
중국	3,861.86	+0.04	+3.61
독일	23,748.86	+0.00	-2.76

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	2.42	-2.60	-2.70
국고채 (10년)	2.80	-1.70	-5.40
은행채AAA (3년)	2.62	-3.00	-3.40
미국국채 (2년)	3.50	-3.50	-24.50
미국국채 (10년)	4.03	-1.15	-27.85

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,378.90	-0.73	-0.86
원/백 엔	941.28	-0.15	-0.12
원/위안	193.82	-0.67	+0.08
달러/유로	1.19	+0.90	+1.89
위안/달러	7.11	-0.06	-0.94
엔/달러	146.49	-0.58	-0.75
Dollar Index	96.65	-0.72	-1.66

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	64.52	+1.93	+3.48
금 (usd/oz)	3,719.00	+0.00	+10.73
BDI	2,154.00	+1.32	+6.53
천연가스(NYMEX)	3.10	+1.97	+12.18

KOSPI, S&P 추이



본 조사지표는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

반도체 소부장 산업

HBM 테스트 공정에 불어오는 변화 2

OVERWEIGHT

Analyst 박준영 1300900@hmsec.com
RA 윤동욱 donguk.youn@hmsec.com

다시 한 번 주목받는 HBM 테스트 장비군, 공정에 대한 간단 정리

- HBM 선두 업체의 HBM4 CAPA 증설이 초읽기에 들어감에 따라 HBM 테스트 공정의 기술적 변화에 대해 정리하고자 함
- HBM의 테스트 공정은 크게 두번의 웨이퍼 테스트를 거치게 됨
- 첫번째 단계는 적층되지 않은 HBM 웨이퍼를 테스트해 적층할만한 양품의 다이를 선별하는 Wafer Test1이며, 두번째 단계는 이렇게 선별된 다이를 로직 웨이퍼 위에 Chip to Wafer 적층<그림3>한 후 해당 HBM 웨이퍼의 다이들 중 양품의 다이를 선별하는 Wafer Test2임
- Wafer Test1은 일반적인 DRAM Wafer의 테스트 과정과 다르지 않으며 HBM 고유의 테스트 공정은 Wafer Test2라 할 수 있음
- 그리고 이 공정에서 국내외 수많은 장비사들이 각축전을 벌이고 있음
- <그림1>은 일반적인 테스트 공정에 사용되는 3대 장비를 보여주고 있음, 각 장비는 테스터, 프로브스테이션, 칠러(냉각장치, 온도조절장치)임
- 세 장비는 물리적으로 연결되어 사용되기에 테스터 1대에는 프로브스테이션 1대, 칠러 1대가 반드시 필요함
- 테스터의 경우 큰 동작이 있는 장비는 아님, 테스터는 웨이퍼에 그려져 있는 수많은 다이(네모난 칩)들 중 양품인 다이가 무엇인지 선별하는 거대한 컴퓨터의 역할을 함
- 반면 프로브스테이션은 테스트 공정에서 동작을 담당하는 장비라 할 수 있음. 일반적으로 <그림1>과 같이 테스터의 헤드에 프로브카드가 고정된 상태로 있고, 웨이퍼가 장착된 척(Wafer Chuck)이 위로 움직여 프로브카드의 핀과 웨이퍼에 그려져 있는 개별 다이의 I/O가 접촉하게 됨
- 이때 웨이퍼와 프로브카드의 정밀한 정렬과 접촉(Wafer Correlation)이 매우 중요하며 테스터의 성능평가에 있어서도 해당 과정이 가장 중요한 과정으로 평가됨
- 접촉이 이루어지면 테스터가 프로브카드를 통해 웨이퍼의 각 다이에 전기적 신호를 흘려보낸 후 수신된 데이터를 판단하고 <그림2>과 같은 Wafer Map에 각 다이의 양/불량 여부를 기록
- HBM의 경우 이 과정에서 총 6개의 테스트가 진행됨, 각 테스트는 Pre- Burn In - Hot/Cold - Low Frequency - High Frequency - DC의 순서로 추측됨

치열한 경쟁과 공정상의 변화가 진행되고 있는 테스트 장비 업계

- 현재 HBM Maker 중 선두 업체의 기준으로 테스트 공정에 사용 가능한(퀄리피케이션을 통과한) 장비는 두 종류의 테스터(High Frequency Tester, Burn In Tester) 그리고 두 종류의 프로브스테이션(Non-dicing Probe Station, Dicing Probe Station)임
- 테스터의 경우 High Frequency Tester는 Pre test부터 DC test까지를 모두 커버할 수 있는 만능 테스터이며 Burn In Tester는 Burn In 공정과 Hot/Cold 공정을 커버할 수 있는 테스터로 파악됨
- 현재는 High Frequncy Tester가 40% 정도, Burn In Tester가 60% 정도 수준으로 납품되고 있으며 국내 테스터 장비사들의 경우 HBM4용 Burn In Tester의 납품을 두고 경쟁을 벌이고 있는 것으

로 보임

- 반면 프로브스테이션의 경우 현재는 다이싱되지 않은 원형의 웨이퍼를 웨이퍼 척에 올려 6개 테스트 공정을 진행하는 장비(Non-dicing Probe Station)가 100% 사용되고 있으며 신규 도입이 될 것으로 예상되는 장비는 원형의 웨이퍼를 자른(Dicing) 후 웨이퍼 척 위에 다시 기존 웨이퍼처럼 원형으로 재배열해 테스트하는 장비(Dicing Probe Station)임
- 두 장비의 주요한 차이는 테스트 진행 전 Dicing의 여부인데 Dicing Probe Station의 도입으로 인해 1) 테스트 공정의 완결성과 2) 테스트 공정의 효율성 측면에서 개선을 이루어내려는 것이 원청의 목표로 추측됨
- 먼저 새롭게 도입이 될 것으로 예상되는 프로브스테이션은 Pre Test 이전에 Dicing이 이루어지게 되는데 이 과정에서 웨이퍼에 파티클(Particle, 반도체의 오류를 유발하는 인자/가루)이 떨어지게 됨
- 이렇게 파티클이 반영된 채로 테스트를 진행할 시 파티클로 인한 불량 다이가 테스트 과정에서 모두 검출되기 때문에 Dicing 하지 않은 웨이퍼로 모든 테스트를 진행한 후 Dicing을 진행하는 Non-dicing 방식과는 달리 불량 다이를 완전하게 걸러낼 수 있음(<그림4> 참고)
- 두번째로 테스트 공정의 효율성 측면에서는 테스트 시간을 대폭 줄이는 효과가 있는데 이는 HBM의 저조한 수율과 연관되어 있음
- 일반적으로 일반 DRAM 대비 HBM이 확연히 낮은 양산 수율을 가지게 되는데 이로 인해 테스트 공정의 초기 과정에서부터 많은 불량 다이가 검출되게 됨
- 가장 효율적인 테스트의 진행을 위해서는 각 테스트 공정이 마무리 될 때마다 이미 불량 판정을 받은 다이(뒷부분의 테스트 공정을 통과하더라도 어차피 고객에게 인도될 수 없는 다이)를 제거하고 다음 테스트 공정을 진행하는 것이 시간을 절약할 수 있는 방법이지만 기존의 프로브스테이션을 사용했을 때는 웨이퍼가 Dicing 되어 있지 않은 상태이기 때문에 불량 다이만을 뽑아서 제거하는 것이 불가능함
- 현재로서는 이러한 두가지 문제를 해결하기 위해 신규 프로브스테이션의 도입이 고려되고 있는 것으로 보임
- 테스트 공정뿐 아니라 모든 반도체 공정은 결과의 일관성이 중요함. 만약 두개의 서로 다른 장비를 동일한 공정에 채용했을 때 공정의 결과물이 다르다면 두 장비를 동시에 동일 공정에 채용하기는 힘듦
- 이러한 관점에서 보았을 때 파티클로 인한 불량이 검출되는 장비와 해당 불량이 검출되지 않는 장비를 테스트 공정에서 혼용하는 것은 결과의 일관성 측면에서 일반적이지 않은 시도로 보임
- 이에 더해 효율성의 측면을 고려했을 때 원청의 입장에서 가장 중요한 테스트 공정은 Burn In 공정임
- 6개 테스트 공정 중 압도적으로 많은 시간을 소요하게 되는 공정이며 해당 공정을 진행하기 전 최대한 많은 불량 다이를 걸러내는 것이 시간 절약의 측면에서 중요함
- 따라서 Burn In Test 직전 과정인 Pre Test 과정에서부터 Dicing Probe Station을 도입하여 최대한 많은 불량 다이를 검출하는 것이 합리적인 방법으로 생각되며 이러한 방식으로 공정이 진행될 경

우 테스트가 시작되기 이전에 Dicing이 선행되어야 함

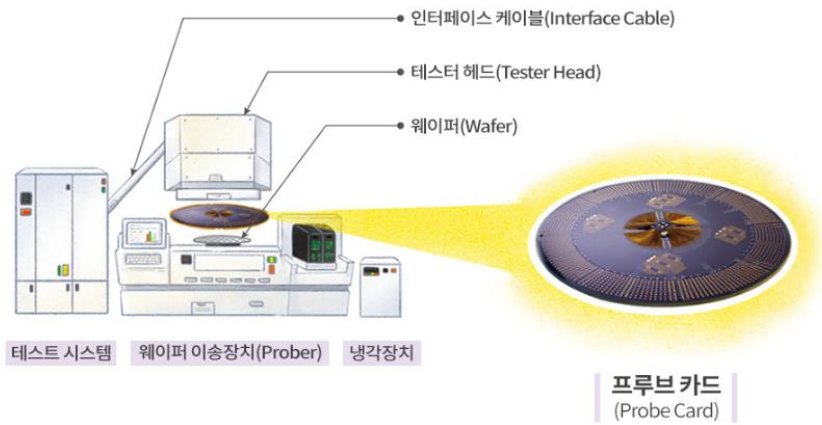
- Dicing이 진행된 이후에는 원형으로 다이를 재배열하는 기능이 있는 장비만이 사용 가능함

- 결론적으로 HBM 테스터와는 달리 프로브스테이션의 경우 하나의 업체가 원청의 TAM을 독식하는 구조가 되는 것이 현재로서는 더 가능성 있는 방식으로 사료됨

- 물론 이러한 장비 선택의 과정에서 공정상의 논리와 함께 고려되는 여러 요인들이 있음. 그러한 요인들에는 비용, 하청의 CAPA, 리드타임 등이 있음.

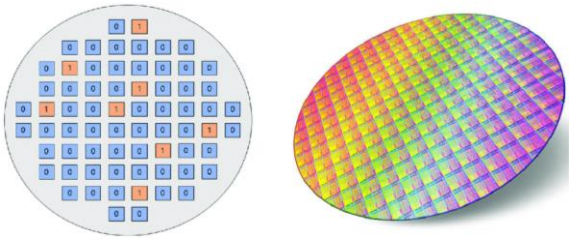
- 현재 HBM 테스트 공정에는 벤더 및 공정의 방식 측면에서 많은 변화가 일어나고 있음. 이러한 기술적 변화의 흐름을 따라가며 HBM Maker들의 선택을 받을 수 있는 업체를 선별하는 과정이 반드시 필요하다고 판단됨

〈그림1〉 Wafer Test 3대 장비



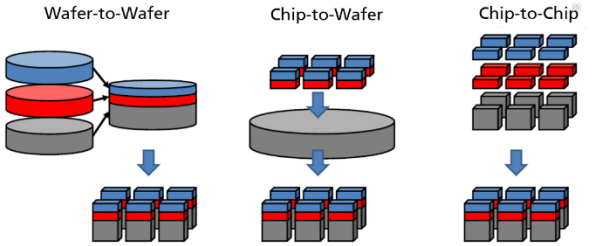
자료: SK하이닉스, 현대차증권

〈그림2〉 Wafer Map



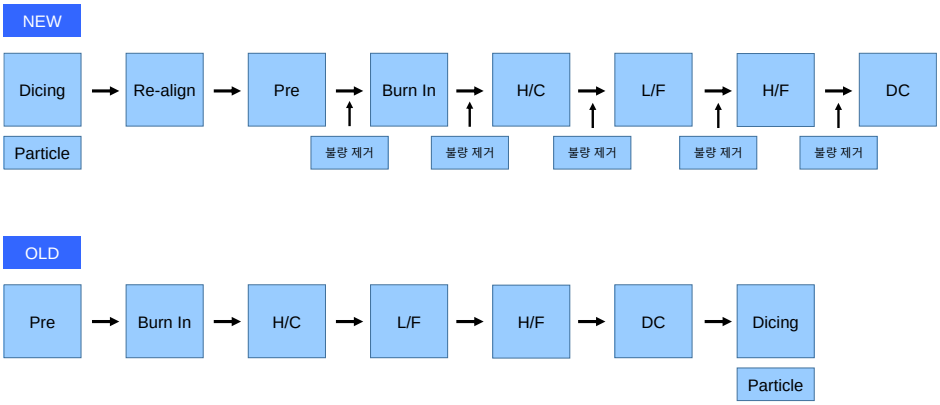
자료: Research Gate, 현대차증권

〈그림3〉 여러 종류의 적층 방식



자료: Fraunhofer, 현대차증권

〈그림4〉 프로브스테이션 공정 변화



자료: 현대차증권

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**

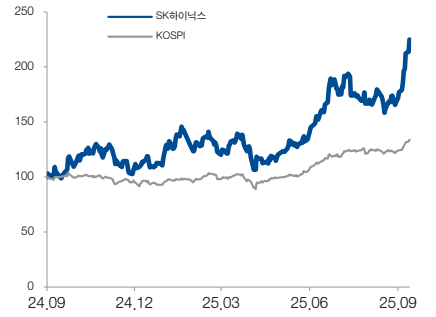
현재주가 (9/16)	348,000원
상승여력	16.4%
시가총액	253,345십억원
발행주식수	728,002천주
자본금/액면가	3,658십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	348,000원/152,800원
일평균 거래대금 (60일)	966십억원
외국인 지분율	56.25%
주요주주 지분율	
에스케이스퀘어외 7인	20.07%

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

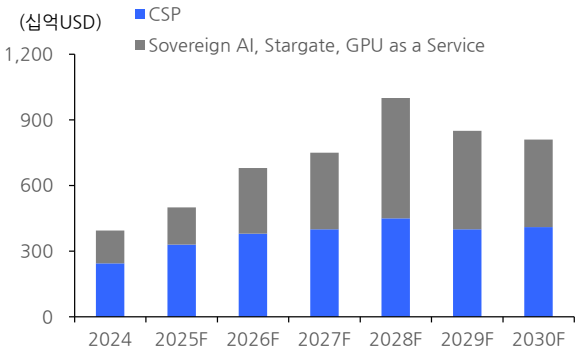
자료: SK하이닉스, 현대차증권. Solidigm 포함

〈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

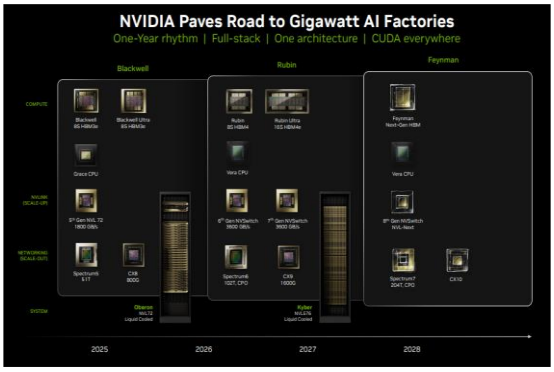
자료: SK하이닉스, 현대차증권. Solidigm 포함

<그림1> AI Data Center Capex



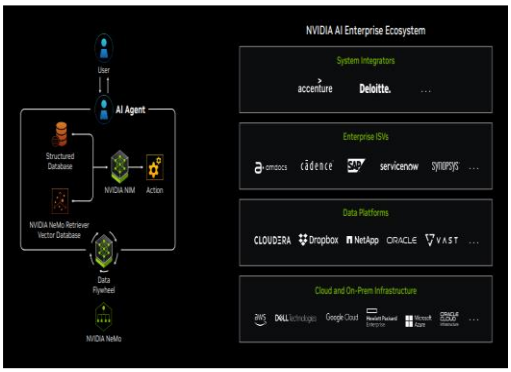
자료: 현대차증권, NVIDIA, Trend Force

<그림2> NVIDIA Data Center 반도체 Road Map



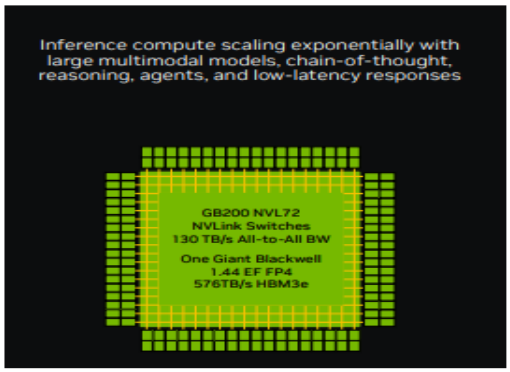
자료: NVIDIA

<그림3> NVIDIA의 Agentic AI Solution



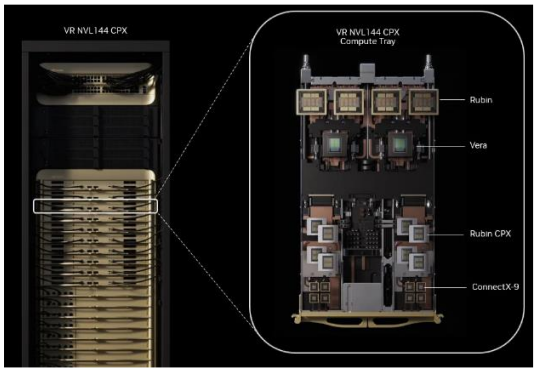
자료: NVIDIA

<그림4> NVIDIA의 NVL72를 활용한 추론 Scaling



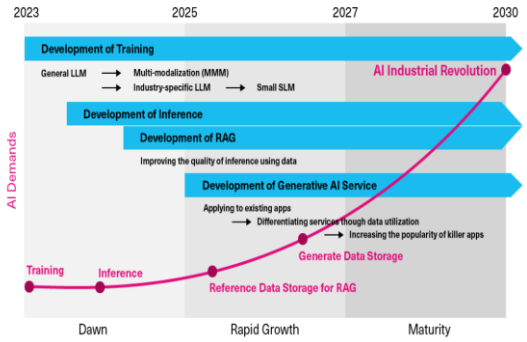
자료: NVIDIA

<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,%)

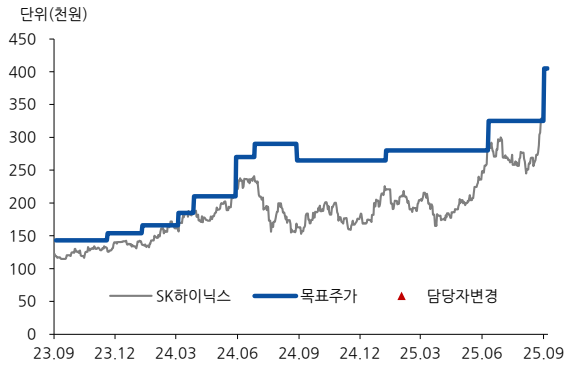
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	-12,552	27,193	46,368	64,065	64,357
EPS(지배순이익 기준)	-12,517	27,182	46,372	64,075	64,366
BPS(자본총계 기준)	73,494	101,532	144,610	207,253	270,187
BPS(지배지분 기준)	73,495	101,515	144,593	207,245	270,188
DPS	1,200	2,204	1,500	1,500	1,500
P/E(당기순이익 기준)	N/A	6.4	7.1	5.2	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 자료작성자의 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.