

## Company Update

Analyst 김운호

02) 6915-5656

unokim88@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가 (유지) 360,000원

현재가 (7/24) 269,500원

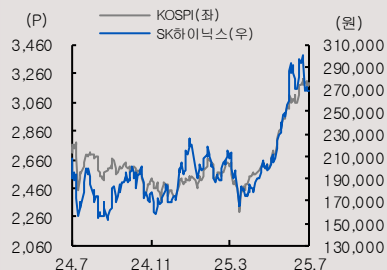
KOSPI (7/24)	3,190.45pt
시가총액	196,197십억원
발행주식수	728,002천주
액면가	5,000원
52주 최고가	300,000원
최저가	152,800원
60일 일평균거래대금	883십억원
외국인 지분율	55.2%
배당수익률 (2025F)	1.0%

주주구성	
에스케이스퀘어 외 7 인	20.07%
국민연금공단	7.35%

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	-6%	-3%	12%
절대기준	-3%	22%	29%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	360,000	360,000	-
EPS(25)	47,160	53,072	▼
EPS(26)	45,068	56,988	▼

### 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)

## 2분기는 Bit, 3분기는 제품믹스 개선

### 25년 2분기, 예상 수준

SK하이닉스의 2025년 2분기 매출액은 2025년 1분기 대비 26.0% 증가한 22조 2,320억원이다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다. DRAM 매출액은 25년 1분기 대비 21.2% 증가하였다. B/G는 +24.0%, ASP는 1.4%로 추정한다. NAND 매출액은 25년 1분기 대비 47.0% 증가하였다. B/G는 +72.0%, ASP는 -7.0%로 추정한다. 2025년 2분기 영업이익은 1분기 대비 23.8% 증가한 9조 2,090억원이다. 이전 전망 대비 소폭 증가한 규모이다. DRAM 영업이익은 지난 분기 대비 29.9% 증가한 9조 5890억원이다. NAND는 지난 1분기 대비 적자로 전환하여 영업손실 2,100억원을 기록했다.

### 25년 3분기 HBM 중심으로 성장세 유지

SK하이닉스의 2025년 3분기 매출액은 2분기 대비 5.8% 증가한 23조 5,200억원으로 예상된다. DRAM 매출액은 2분기 대비 6.3% 증가한 18조 2,030억원으로 예상된다. ASP와 Bit Growth는 둘 다 +4.0%로 가정하였다. HBM 출하는 증가할 것으로 예상하고, HBM3e 12 Hi 비중은 80% 이상일 것으로 전망한다. 25년 3분기 NAND 매출액은 25년 2분기 대비 3.1% 증가할 것으로 예상된다. Bit Growth는 0%로 전망한다. ASP는 2.0% 상승할 것으로 예상된다.

### 투자 의견 매수 유지, 목표주가 360,000원 유지.

SK하이닉스에 대한 투자 의견은 매수를 유지한다. 이는 High End 시장 성장에 따른 실적 차별화가 기대되고, AI 성장성에 대한 기대감이 유효하고, 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 36만원을 유지한다. 아직 높은 상승여력을 갖고 있는 실적이지만 최근 부각되는 가격 노이즈로 당분간 주가 움직임은 제한적일

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	88,083	95,867	100,612
영업이익	-7,730	23,467	38,050	40,040	48,608
세전이익	-11,658	23,885	41,041	40,000	49,537
지배주주순이익	-9,112	19,789	34,333	32,809	40,612
EPS(원)	-12,517	27,182	47,160	45,068	55,785
증가율(%)	-508.7	-317.2	73.5	-4.4	23.8
영업이익률(%)	-23.6	35.5	43.2	41.8	48.3
순이익률(%)	-27.9	29.9	39.0	34.2	40.4
ROE(%)	-15.6	31.1	38.0	26.8	25.9
PER	-11.3	6.4	5.7	6.0	4.8
PBR	1.9	1.7	1.8	1.4	1.1
EV/EBITDA	21.3	3.8	3.7	3.0	2.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## 25년 2분기 Pull In 영향

DRAM, NAND 모두  
예상치 상회하는  
Bit Growth

SK하이닉스의 2025년 2분기 매출액은 2025년 1분기 대비 26.0% 증가한 22조 2,320 억원이다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다. ASP는 이전 전망 대비 하락, Bit Growth(이하 B/G)는 이전 전망 대비 증가했다.

DRAM 매출액은 25년 1분기 대비 21.2% 증가하였다. B/G는 24.0%, ASP는 1.4%로 추정한다. HBM 비중은 50%에 못 미친 것으로 추정한다. HBM내 HBM3e 비중은 80%를 상회한 것으로 추정한다. 이중 12 Hi 비중은 50%를 상회한 것으로 예상한다. ASP 상승폭은 예상보다 낮았는데 제품 믹스 영향으로 추정한다. 1분기 대비 HBM, 서버 비중이 낮아지고 Mobile 비중이 상승하였다.

NAND 매출액은 25년 1분기 대비 47.0% 증가하였다. B/G는 72.0%, ASP는 -7.0%로 추정한다. SSD 비중은 지난 1분기 59%에서 2분기에는 57%로 하락했다. 단품 비중이 소폭 상승하였다. ASP 하락은 SSD 가격 움직임이 제한적이었고 믹스 부진이 원인이다.

영업이익 9.21조원

2025년 2분기 영업이익은 1분기 대비 23.8% 증가한 9. 21조원이다. 이전 전망 대비 소폭 증가한 규모이다. DRAM 영업이익은 지난 분기 대비 29.9% 증가하였다. 영업이익률은 지난 분기 대비 3.7%p 개선된 것으로 추정한다. HBM과 High end module 비중이 높아진 점이 수익성 개선 원인이다.

NAND 영업이익은 지난 1분기 대비 적자로 전환하여 영업손실 2,100억원을 기록했다. 가격 하락으로 수익성 확보가 어려웠을 것으로 분석된다. 재고 감소로 3분기 이후의 수익성은 긍정적인 것으로 예상된다.

표 1. SK하이닉스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2024				2025				2024	2025E	2026	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE				
매출액	DRAM	7,579	10,959	12,241	14,699	14,124	17,123	18,203	19,259	45,478	68,709	74,386
	NAND	4,507	5,159	4,902	4,778	3,176	4,670	4,816	4,934	19,346	17,596	18,832
	기타	345	305	430	290	339	438	500	500	1,370	1,777	2,650
	합계	12,431	16,423	17,573	19,767	17,639	22,232	23,520	24,692	66,193	88,083	95,867
영업이익	DRAM	2,501	4,753	6,243	7,520	7,380	9,589	10,558	10,785	21,017	38,312	39,175
	NAND	388	727	809	583	81	-210	48	49	2,507	-31	945
	기타	-10	-10	-22	-20	-20	-170	-20	-20	-62	-230	-80
	합계	2,879	5,470	7,030	8,083	7,441	9,209	10,586	10,814	23,461	38,050	40,040
영업이익률	DRAM	33.0%	43.4%	51.0%	51.2%	52.3%	56.0%	58.0%	56.0%	46.2%	55.8%	52.7%
	NAND	8.6%	14.1%	16.5%	12.2%	2.6%	-4.5%	1.0%	1.0%	13.0%	-0.2%	5.0%
	기타	-0.8%	-0.6%	-1.2%	-1.0%	-1.1%	-7.7%	-0.8%	-0.8%	-0.9%	-1.3%	-0.9%
	합계	23.2%	33.3%	40.0%	40.9%	42.2%	41.4%	45.0%	43.8%	35.4%	43.2%	41.8%
EBITDA	6,080	8,600	10,112	11,256	13,832	13,241	15,301	15,159	52,983	56,435	65,642	
세전이익	2,373	5,052	6,879	9,581	10,539	8,958	11,147	11,255	41,038	40,032	49,688	
순이익	1,917	4,120	5,753	8,006	8,431	7,184	9,325	9,404	34,346	32,851	40,754	

자료: SK하이닉스, IBK투자증권

표 2. SK하이닉스 실적 추정 변경 내용

항목(단위:십억원)	2025년 2분기 실적			2025년 연간 실적		
	실적치	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	변화폭
DRAM	17,123	17,486	-2.1%	68,709	75,619	-9.1%
NAND	4,670	3,759	24.2%	17,596	16,644	5.7%
매출액	22,232	21,143	5.2%	88,083	94,102	-6.4%
DRAM	9,589	9,093	5.5%	38,312	42,233	-9.3%
NAND	-210	38	적자전환	-31	707	적자전환
영업이익	9,209	9,110	1.1%	38,050	42,860	-11.2%
DRAM	56.0%	52.0%	7.7%	55.8%	55.8%	-
NAND	-4.5%	1.0%	적자전환	-0.2%	4.2%	적자전환
영업이익률	41.4%	41.9%	-1.2%	43.2%	45.5%	-5.1%

자료: IBK투자증권

표 3. SK하이닉스 실적 추정 주요 가정

		2024				2025				2024	2025E	2026E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE			
원/달러	평균	1329	1370	1345	1401	1453	1401	1377	1360	1361	1398	1300
	기말	1347	1385	1330	1467	1474	1355	1370	1350	1467	1350	1250
DRAM	B/G	-16.0%	22.0%	-2.0%	4.8%	-7.4%	24.0%	4.0%	3.0%	16.9%	20.8%	4.7%
	ASP	22.0%	15.0%	16.1%	10.0%	0.0%	1.4%	4.0%	4.0%	86.9%	25.1%	3.4%
NAND	B/G	0.0%	-4.0%	-14.7%	-6.0%	-17.3%	72.0%	0.0%	5.0%	-3.4%	12.0%	5.4%
	ASP	32.0%	16.0%	16.0%	-6.0%	-20.0%	-7.0%	2.0%	-1.0%	104.7%	-18.8%	1.5%

자료: IBK투자증권

표 4. SK하이닉스 주요 가정 변화

		2025년 2분기			2025년 연간		
		실적치	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	변화폭
원/달러	평균	1401	1401	-	1398	1408	-0.7%
	기말	1355	1355	-	1350	1375	-1.8%
DRAM	B/G	24.0%	16.0%	8.0%p	20.8%	17.0%	3.8%p
	ASP	1.4%	7.0%	-5.6%p	25.1%	40.3%	-15.2%p
NAND	B/G	72.0%	25.0%	47.0%p	12.0%	-3.1%	15.1%p
	ASP	-7.0%	-3.0%	-4.0%p	-18.8%	-13.7%	-5.1%p

자료: IBK투자증권

### 25년 3분기 제품믹스 개선

DRAM은 HBM이 성장 주도

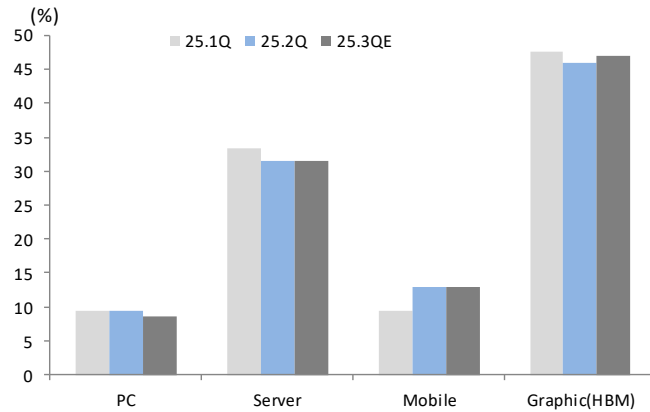
SK하이닉스의 2025년 3분기 매출액은 25년 2분기 대비 5.8% 증가한 23조 5,200억 원으로 예상된다. 가격은 2분기 대비 큰 폭으로 상승할 것으로 예상하고 물량은 2분기 영향으로 제한적으로 증가할 전망이다.

DRAM 매출액은 2분기 대비 6.3% 증가한 18조 2,030억 원으로 예상된다. ASP와 Bit Growth 둘 다 +4.0%로 가정하였다. HBM 출하는 증가할 것으로 예상하고, HBM3e 12 Hi 비중은 80% 이상일 것으로 전망한다. 다만 HBM 가격 하락 가능성이 높다는 점은 과거와 다른 양상인 것으로 판단한다. 이로 인해 영업이익률 개선은 이전 전망 대비 제한적일 전망이다.

NAND는 SSD 비중 확대

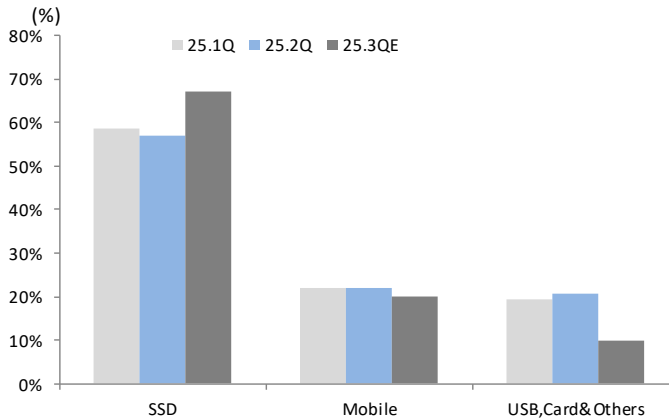
25년 3분기 NAND 매출액은 25년 2분기 대비 3.1% 증가할 것으로 예상된다. Bit Growth는 0%로 전망한다. 2분기에 예상보다 큰 폭으로 출하가 증가했기 때문이다. ASP는 2.0% 상승할 것으로 예상된다. 단품 가격 상승과 제품믹스 개선에 따른 영향으로 추정한다. 영업이익은 흑자 전환이 가능할 전망이다.

그림 1. DRAM 제품별 매출 비중 추이



자료: SK하이닉스, IBK투자증권

그림 2. NAND 제품별 매출 비중 추이(솔리디움 제외)



자료: SK하이닉스, IBK투자증권

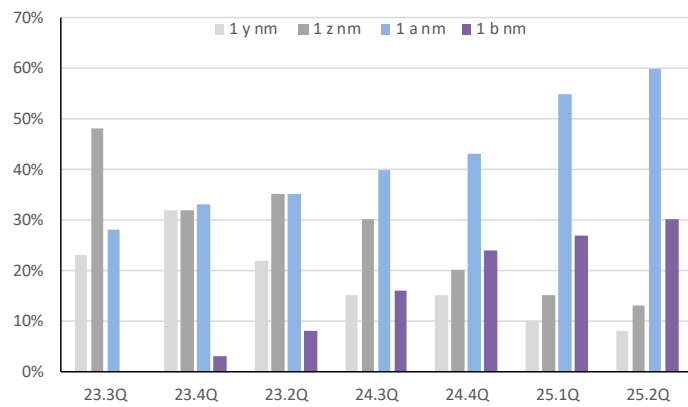
### DRAM은 1b nm 중심으로 성장

DRAM 1b nm 25년  
2분기까지 28%로 확대.  
1a nm 50%까지

SK하이닉스는 1b nm 비중을 빠르게 확대하고 있다. 선단 공정 변화에 대한 수요도 있지만 HBM3e를 1b nm 공정에서 생산하고 있기 때문이다. 2023년 말 기준으로 약 3%를 차지했었지만 2025년 2분기 기준 약 30%까지 확대되었으며 2025년 말에는 36%까지 높아질 것으로 예상된다. HBM4도 1b nm 공정을 이용할 것으로 예상되어 1c nm에 대한 전략은 경쟁사들과 차별화될 전망이다. 1c nm는 양산 단계까지 기술 확보했고, 2025년 하반기부터 공정 전환을 시작할 계획이다.

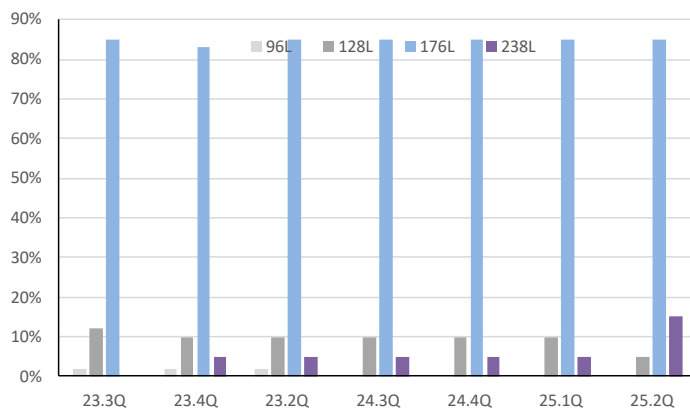
NAND 생산라인의 공정 전환 속도는 정체 국면이다. 다만 최근에는 238L 비중이 10%를 상회하기 시작한 점이 특징적이다.

그림 3. DRAM 공정별 비중 추이



자료: SK하이닉스, IBK투자증권

그림 4. NAND 공정별 비중 추이



자료: SK하이닉스, IBK투자증권

## 투자의견 매수 유지, 목표주가 360,000원 유지

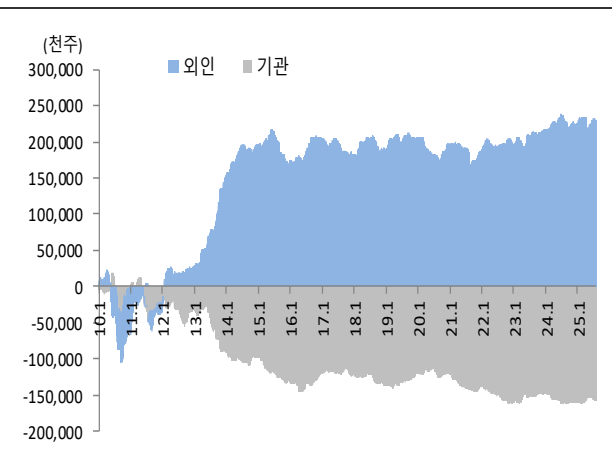
가격 노이즈가 불편한  
시점.

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.

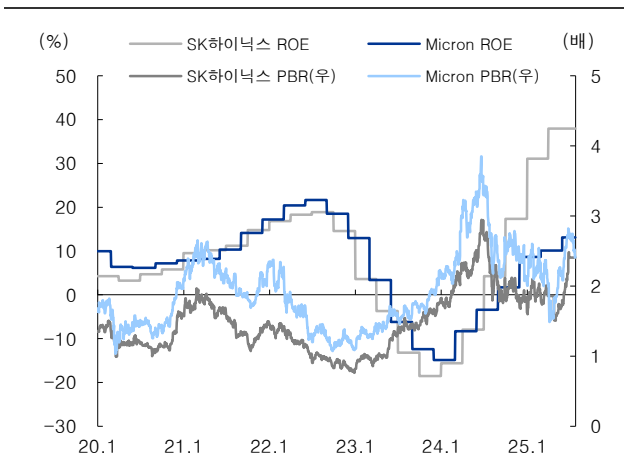
목표주가는 360,000원을 유지한다. 12개월 예상 BPS 173,191원에 PBR 2.1배를 적용하였다. AI 서버 수요 확산에 대한 기대감은 여전히 유효하고, 경쟁사의 부진으로 공급 부족 상황이 지속될 수 있을 것으로 기대한다. 다만 HBM3e 12Hi의 가격 인하 시점이 예상보다 빠르게 진행된다는 점과 신제품 가격 인상폭 역시 이전 수준의 수익성을 훼손할 수 있다는 위험은 확인할 필요가 있다고 판단한다.

그림 5. SK하이닉스 투자자별 순매수 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 6. SK하이닉스 마이크론 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권

SK하이닉스 (000660)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	88,083	95,867	100,612
증가율(%)	-26.6	102.0	33.1	8.8	4.9
매출원가	33,299	34,365	42,351	46,580	48,893
매출총이익	-533	31,828	45,732	49,287	51,720
매출총이익률 (%)	-1.6	48.1	51.9	51.4	51.4
판매비	7,197	8,361	7,682	9,247	3,112
판매비율(%)	22.0	12.6	8.7	9.6	3.1
영업이익	-7,730	23,467	38,050	40,040	48,608
증가율(%)	-213.5	-403.6	62.1	5.2	21.4
영업이익률(%)	-23.6	35.5	43.2	41.8	48.3
순금융손익	-3,831	-853	1,829	51	1,012
이자손익	-1,252	-1,000	-466	166	1,102
기타	-2579	147	2295	-115	-90
기타영업외손익	-111	1,309	1,159	-110	-102
중속/관계기업손익	15	-38	4	19	19
세전이익	-11,658	23,885	41,041	40,000	49,537
법인세	-2,520	4,088	6,693	7,176	8,907
법인세율	21.6	17.1	16.3	17.9	18.0
계속사업이익	-9,138	19,797	34,348	32,824	40,630
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	34,348	32,824	40,630
증가율(%)	-507.6	-316.7	73.5	-4.4	23.8
당기순이익률 (%)	-27.9	29.9	39.0	34.2	40.4
지배주주당기순이익	-9,112	19,789	34,333	32,809	40,612
기타포괄이익	100	1,248	8	0	0
총포괄이익	-9,037	21,044	34,356	32,824	40,630
EBITDA	5,943	36,049	52,983	56,435	65,642
증가율(%)	-71.6	506.5	47.0	6.5	16.3
EBITDA마진율(%)	18.1	54.5	60.2	58.9	65.2

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-12,517	27,182	47,160	45,068	55,785
BPS	73,495	101,515	146,945	189,056	241,102
DPS	1,200	2,204	2,145	2,975	2,975
밸류에이션(배)					
PER	-11.3	6.4	5.7	6.0	4.8
PBR	1.9	1.7	1.8	1.4	1.1
EV/EBITDA	21.3	3.8	3.7	3.0	2.1
성장성지표(%)					
매출증가율	-26.6	102.0	33.1	8.8	4.9
EPS증가율	-508.7	-317.2	73.5	-4.4	23.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.8	1.3	1.0	1.3	1.3
ROE	-15.6	31.1	38.0	26.8	25.9
ROA	-8.9	18.0	25.4	19.8	20.5
ROIC	-13.0	28.4	42.1	36.1	43.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	87.5	62.2	40.9	30.7	23.3
순차입금 비율(%)	44.5	15.3	-0.2	-20.6	-34.6
이자보상배율(배)	-5.3	17.4	37.0	39.9	53.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.6	6.7	6.0	6.2	6.7
재고자산회전율	2.2	4.9	6.2	6.5	6.7
총자산회전율	0.3	0.6	0.7	0.6	0.5

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	60,212	84,243	115,800
현금및현금성자산	7,587	11,205	24,467	50,316	80,464
유가증권	473	2,382	1,083	1,127	1,173
매출채권	6,600	13,019	16,325	14,626	15,212
재고자산	13,481	13,314	14,965	14,626	15,212
비유동자산	69,862	77,576	90,575	95,731	100,621
유형자산	52,705	60,157	70,147	73,354	75,948
무형자산	3,835	4,019	4,105	4,302	4,473
투자자산	5,809	6,522	8,331	8,360	8,391
자산총계	100,330	119,855	150,787	179,974	216,420
유동부채	21,008	24,965	25,973	25,568	24,127
매입채무및기타채무	1,846	2,277	1,975	2,048	2,130
단기차입금	4,146	1,283	1,899	1,680	1,440
유동성장기부채	5,712	3,969	7,511	6,661	4,761
비유동부채	25,819	20,974	17,808	16,728	16,708
사채	9,490	12,409	11,100	11,100	11,100
장기차입금	10,121	5,022	2,704	1,554	1,454
부채총계	46,826	45,940	43,781	42,296	40,835
지배주주지분	53,504	73,903	106,977	137,633	175,523
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,715	4,715	4,715
자본조정등	-2,269	-2,192	-2,113	-2,113	-2,113
기타포괄이익누계액	1,014	2,532	2,542	2,542	2,542
이익잉여금	46,729	65,418	98,174	128,831	166,721
비지배주주지분	-1	12	29	44	63
자본총계	53,504	73,916	107,006	137,678	175,586
비이자부채	14,959	21,076	18,479	19,214	19,993
총차입금	31,867	24,864	25,302	23,082	20,842
순차입금	23,807	11,277	-249	-28,361	-60,795

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,278	29,796	39,546	51,556	56,769
당기순이익	-9,138	19,797	34,348	32,824	40,630
비현금성 비용 및 수익	15,033	17,054	13,191	16,435	16,106
유형자산감가상각비	13,121	11,985	14,324	15,793	16,406
무형자산상각비	553	596	609	603	629
운전자본변동	794	-5,600	-6,049	2,131	-1,069
매출채권등의 감소	-1,406	-5,098	-3,271	1,700	-586
재고자산의 감소	2,288	167	-1,649	339	-586
매입채무등의 증가	-168	275	-270	72	82
기타 영업현금흐름	-2411	-1455	-1944	166	1102
투자활동 현금흐름	-7,335	-18,005	-28,587	-21,768	-22,156
유형자산의 증가(CAPEX)	-8,325	-15,946	-24,616	-19,000	-19,000
유형자산의 감소	1,540	47	46	0	0
무형자산의 감소(증가)	-454	-697	-700	-800	-800
투자자산의 감소(증가)	-19	-113	-13	-29	-31
기타	-77	-1296	-3304	-1939	-2325
재무활동 현금흐름	5,697	-8,704	2,264	-3,939	-4,465
차입금의 증가(감소)	6,969	-7,376	-805	-1,150	-100
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-1272	-1328	3069	-2789	-4365
기타 및 조정	-30	531	39	0	0
현금의 증가	2,610	3,618	13,262	25,849	30,148
기초현금	4,977	7,587	11,205	24,467	50,316
기말현금	7,587	11,205	24,467	50,316	80,464

**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												

투자이견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자이견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2024.07.01~2025.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	89.8
Trading Buy (중립)	11	7.5
중립	4	2.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

