

## Company Update

Analyst 김운호

02) 6915-5656

unokim88@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가 (유지) 700,000원

현재가 (10/29) 558,000원

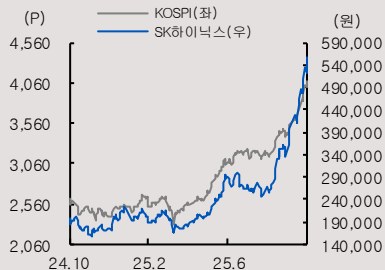
KOSPI (10/29)	4,081.15pt
시가총액	406,225십억원
발행주식수	728,002천주
액면가	5,000원
52주 최고가	558,000원
최저가	158,800원
60일 일평균거래대금	1,223십억원
외국인 지분율	54.6%
배당수익률 (2025F)	0.7%

주주구성	
에스케이스퀘어 외 7 인	20.07%
국민연금공단	7.35%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	34%	94%	88%
절대기준	60%	209%	193%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	700,000	700,000	-
EPS(25)	57,232	52,891	▲
EPS(26)	83,934	81,364	▲

### SK하이닉스 추가추이



본 조시분석자료는 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)

## 순풍에 돛 단 주가

### 25년 3분기 예상 수준

SK하이닉스의 2025년 3분기 매출액은 2025년 2분기 대비 10.0% 증가한 24조 4,490억원이다. 이전 전망과 유사한 수준이다. Bit Growth(이하 B/G)가 DRAM은 예상보다 높았고, NAND는 역성장했다. ASP는 예상 수준이었다. 2025년 3분기 영업이익은 2분기 대비 23.5% 증가한 11조 3,830억원이다. 이전 전망 대비 유사한 수준이다. DRAM 영업이익은 지난 분기 대비 19.5% 증가하였다. 영업이익률이 4%p 개선되었다. ASP 개선에 따른 영향이다. NAND 영업이익은 지난 2분기 대비 적자 규모는 감소했으나 예상보다 부진했다.

### All Memory is Good

DRAM에 이어 NAND까지 AI 시장 영향을 받기 시작했다. TLC, QLC 수요 개선에 대한 기대감은 AI엔진의 진화와 함께 수요가 증가하는 구도도 바뀔 것으로 기대한다. DRAM은 이미 HBM을 중심으로 AI 수요의 수혜를 받고 있었지만 Hyperscaler(대규모 클라우드 서비스업체)들의 공격적인 서버 수요로 인해서 Server DRAM의 가격 움직임이 이전 예상보다 빠르고 크다. 수요에 비해서 공급 대응 능력은 낮아진 상황이기 때문에 2026년 수요 대응이 쉽지 않을 것으로 전망한다.

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 700,000원 유지

SK하이닉스에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 2026년에도 AI 중심으로 메모리 시장은 성장할 것으로 기대하고 SK하이닉스는 DRAM, NAND에서 차별화된 실적이 가능할 것으로 예상하고, 이러한 추세는 상당기간 지속될 것으로 기대하고, 실적 대비 주가는 저평가 국면에 있고 상승 여력이 충분하다고 판단하기 때문이다. 목표주가는 700,000원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	93,280	123,391	142,707
영업이익	-7,730	23,467	43,115	74,164	81,923
세전이익	-11,658	23,885	49,534	74,252	83,150
지배주주순이익	-9,112	19,789	41,665	61,104	68,612
EPS(원)	-12,517	27,182	57,232	83,934	94,247
증가율(%)	-508.7	-317.2	110.6	46.7	12.3
영업이익률(%)	-23.6	35.5	46.2	60.1	57.4
순이익률(%)	-27.9	29.9	44.7	49.5	48.1
ROE(%)	-15.6	31.1	44.5	42.8	33.5
PER	-11.3	6.4	9.1	6.2	5.5
PBR	1.9	1.7	3.3	2.2	1.6
EV/EBITDA	21.3	3.8	6.5	3.6	2.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## 25년 3분기 예상 수준

Bit Growth 기준 ,  
DRAM은 예상치 상회,  
NAND는 하회

SK하이닉스의 2025년 3분기 매출액은 2025년 2분기 대비 10.0% 증가한 24조 4,490 억원이다. 이전 전망과 유사한 수준이다. Bit Growth(이하 B/G)가 DRAM은 예상보다 높았고, NAND는 역성장했다. ASP는 예상 수준이었다.

DRAM 매출액은 25년 2분기 대비 11.5% 증가했다. B/G는 7.5%, ASP는 4.8%로 추정한다. HBM은 2분기 대비 HBM3e 12단 비중이 높아지긴 하지만 출하량의 변화가 크지 않고, DRAM 가격 상승도 5%를 상회하는 수준이어서 가격 상승은 경쟁사 대비 높지 않았다.

NAND 매출액은 25년 2분기 대비 8.2% 증가했다. B/G는 -6.0%, ASP는 11%로 추정한다. AI 수요 확대로 SSD 비중이 전 분기 대비 높아졌다. ASP도 경쟁사 대비 높은 수준일 전망이다.

영업이익 11조 3,830억원

2025년 3분기 영업이익은 2분기 대비 23.5% 증가한 11조 3,830억원이다. 이전 전망 대비 유사한 수준이다. DRAM 영업이익은 지난 분기 대비 19.5% 증가하였다. 영업이익률이 4%p 개선되었다. ASP 개선에 따른 영향이다.

NAND 영업이익은 지난 2분기 대비 적자 규모는 감소했으나 예상 대비 부진했다. 물량이 감소하면서 비용 구조 개선이 크지 않았던 이유다. ASP 상승이 이익 개선에 미치는 영향은 과거 대비 낮을 것으로 예상된다.

표 1. SK하이닉스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2024				2025				2024	2025E	2026	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE				
매출액	DRAM	7,579	10,959	12,241	14,699	14,124	17,123	19,098	22,517	45,478	72,863	96,790
	NAND	4,507	5,159	4,902	4,778	3,176	4,670	5,053	5,942	19,346	18,842	23,951
	기타	345	305	430	290	339	439	298	500	1,370	1,576	2,650
	합계	12,431	16,423	17,573	19,767	17,639	22,232	24,449	28,960	66,193	93,230	123,391
영업이익	DRAM	2,501	4,753	6,243	7,520	7,380	9,589	11,459	14,861	21,017	43,289	72,504
	NAND	388	727	809	583	81	-210	-51	238	2,507	58	1,740
	기타	-10	-10	-22	-20	-20	-166	-26	-20	-62	-232	-80
	합계	2,879	5,470	7,030	8,083	7,441	9,213	11,383	15,079	23,461	43,115	74,164
영업이익률	DRAM	33.0%	43.4%	51.0%	51.2%	52.3%	56.0%	60.0%	66.0%	46.2%	59.4%	74.9%
	NAND	8.6%	14.1%	16.5%	12.2%	2.6%	-4.5%	-1.0%	4.0%	13.0%	0.3%	7.3%
	합계	23.2%	33.3%	40.0%	40.9%	42.2%	41.4%	46.6%	52.1%	35.4%	46.2%	60.1%
EBITDA	6,080	8,600	10,112	11,256	13,832	13,241	14,942	18,798	36,049	57,194	91,536	
세전이익	2,373	5,052	6,879	9,581	10,539	8,958	14,801	16,711	23,885	49,534	74,252	
순이익	1,917	4,120	5,753	8,006	8,431	7,184	12,618	13,964	19,797	41,686	61,129	

자료: SK하이닉스, IBK투자증권

표 2. SK하이닉스 실적 추정 변경 내용

(단위:십억원)	2025년 3분기 실적			2025년 연간 실적		
	실적치	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	변화폭
DRAM	19,098	18,512	3.2%	72,863	71,778	1.5%
NAND	5,053	5,641	-10.4%	18,842	19,956	-5.6%
매출액	24,449	24,653	-0.8%	93,230	93,511	-0.2%
DRAM	11,459	11,107	3.2%	43,289	42,168	2.7%
NAND	-51	282	-118.1%	58	1,123	-94.8%
영업이익	11,383	11,369	0.1%	43,115	43,065	0.1%
DRAM	60.0%	60.0%	-	59.4%	58.7%	0.7%p
NAND	-1.0%	5.0%	-6.0%p	0.3%	5.6%	-5.3%p
영업이익률	46.6%	46.1%	0.5%p	46.2%	46.0%	0.2%p

자료: IBK투자증권

표 3. SK하이닉스 실적 추정 주요 가정

		2024				2025				2024	2025E	2026E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE			
원/달러	평균	1329	1370	1345	1401	1453	1401	1387	1405	1361	1411	1350
	기말	1347	1385	1330	1467	1474	1355	1405	1395	1467	1395	1350
DRAM	B/G	-16.0%	22.0%	-2.0%	4.8%	-7.4%	24.0%	7.5%	3.0%	16.9%	23.0%	16.3%
	ASP	22.0%	15.0%	16.1%	10.0%	0.0%	1.4%	4.8%	13.0%	86.9%	30.3%	14.2%
NAND	B/G	0.0%	-4.0%	-14.7%	-6.0%	-17.3%	72.0%	-6.0%	3.0%	-3.4%	7.7%	10.1%
	ASP	32.0%	16.0%	16.0%	-6.0%	-20.0%	-7.0%	11.0%	15.0%	104.7%	-9.5%	15.5%

자료: IBK투자증권

표 4. SK하이닉스 주요 가정 변화

		2025년 3분기			2025년 연간		
		실적치	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	변화폭
원/달러	평균	1387	1387	-	1411	1411	-
	기말	1405	1405	-	1395	1395	-
DRAM	B/G	7.5%	4.0%	3.5%p	23.0%	20.8%	2.2%p
	ASP	4.8%	5.0%	-0.2%p	30.3%	29.7%	0.6%p
NAND	B/G	-6.0%	4.0%	-10.0%p	7.7%	14.6%	-6.9%p
	ASP	11.0%	12.0%	-1.0%p	-9.5%	-10.9%	1.4%p

자료: IBK투자증권

### 25년 4분기 가격이 주도할 것

DRAM은 컨벤셔널 제품  
가격이 성장 주도

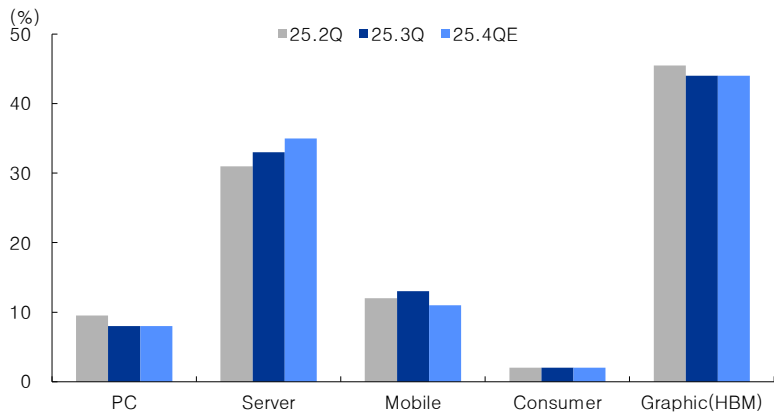
SK하이닉스의 2025년 4분기 매출액은 25년 3분기 대비 18.4% 증가한 28조 9,600억 원으로 예상된다. 가격은 3분기 대비 큰 폭으로 상승할 것으로 예상하고 물량은 재고 소진으로 소폭 증가할 전망이다.

DRAM 매출액은 3분기 대비 17.9% 증가한 22조 5,170억원으로 예상된다. ASP는 +13%, Bit Growth는 +3.0%로 가정하였다. HBM 출하는 3분기와 유사할 것으로 예상하고, HBM3e 12 Hi 비중은 80% 수준일 것으로 전망한다. 컨벤셔널 제품 가격 상승폭이 커서 ASP가 크게 높아지고 이로 인해 영업이익은 29.7% 증가한 14조 8,610억원으로 전망한다.

NAND는 SSD 비중 확대

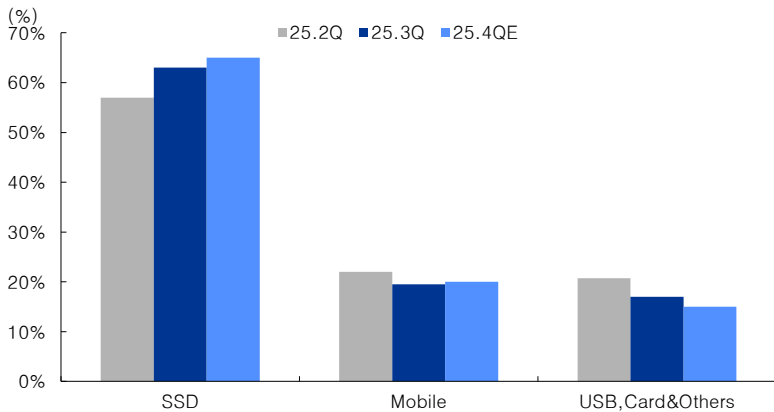
25년 4분기 NAND 매출액은 25년 3분기 대비 17.6% 증가할 것으로 예상된다. Bit Growth는 3%로 전망한다. ASP는 +15%로 예상된다. SSD 비중은 좀 더 높아질 전망이다. eSSD가 성장을 주도할 것으로 예상된다. 지난 3분기에는 비중이 55%였다.

그림 1. DRAM 제품별 매출 비중 추이



자료: SK하이닉스, IBK투자증권

그림 2. NAND 제품별 매출 비중 추이



자료: SK하이닉스, IBK투자증권

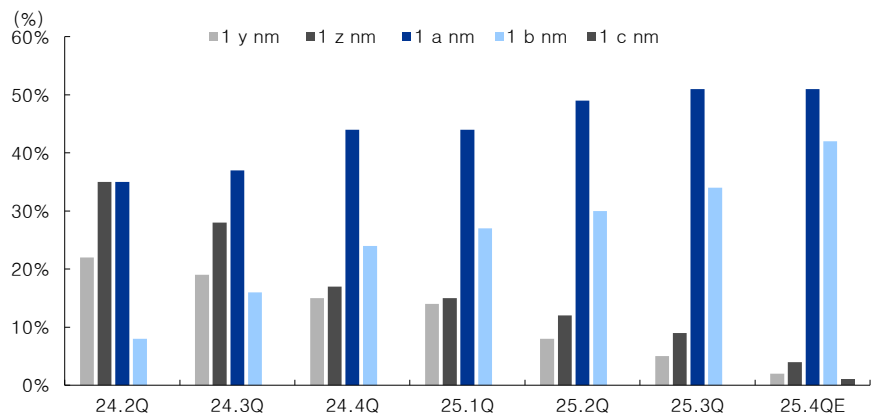
### 1b nm, 238L 성장

DRAM 1b nm 25년  
4분기까지 42%로 확대,  
1c nm는 내년 말 14%

SK하이닉스는 1b nm 비중을 빠르게 확대하고 있다. 선단 공정 변화에 대한 수요도 있지만 HBM3e를 1b nm 공정에서 생산하고 있기 때문이다. 2023년 말에는 약 3%에서 2025년 3분기 기준 34%, 2025년 말에는 42%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. 2026년 말 1c nm 비중은 14%로 전망한다.

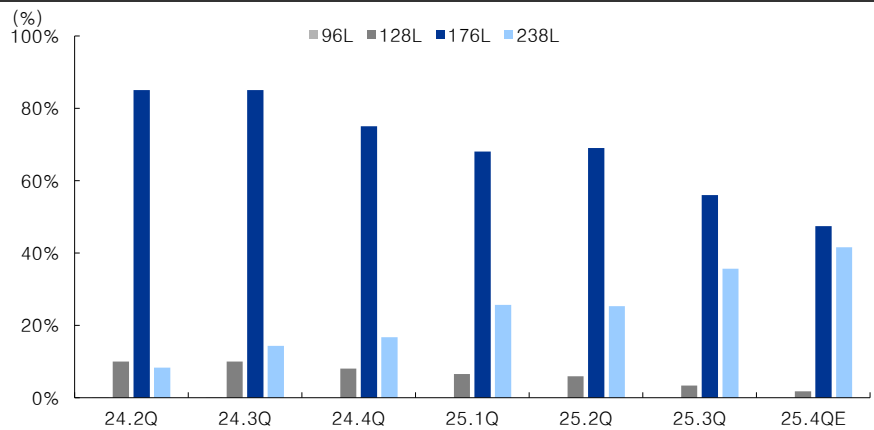
NAND 생산라인의 공정 전환은 High End로 꾸준히 변화 중이다. 238L는 26년에는 176L와 Cross over 될 것으로 예상하고, 26년말까지 321L를 42%까지 확대할 계획이다. AI 수요에 대응하기 위해서이다. 238L는 26년 1분기를 정점으로 비율이 낮아질 것으로 예상된다.

그림 3. DRAM 공정별 비중 추이



자료: SK하이닉스, IBK투자증권

그림 4. NAND 공정별 비중 추이



자료: SK하이닉스, IBK투자증권

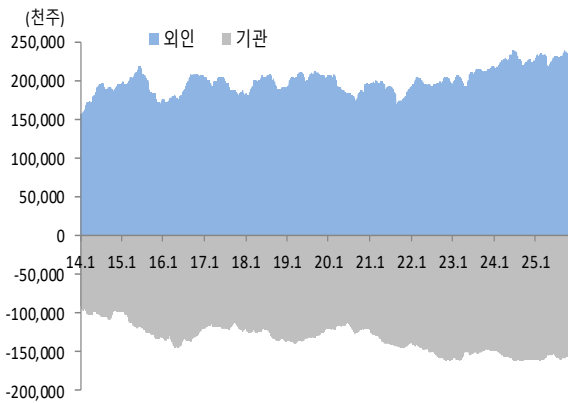
### 투자 의견 매수 유지, 목표주가 700,000원 유지

Memory Up Cycle 진입

SK하이닉스에 대한 투자 의견은 매수를 유지한다. 2026년에도 AI 중심으로 메모리 시장은 성장할 것으로 기대하고 SK하이닉스는 DRAM, NAND에서 차별화된 실적이 가능할 것으로 예상하고, 이러한 추세는 상당기간 지속될 것으로 기대하고, 실적 대비 주가는 저평가 국면에 있고 상승 여력이 충분하다고 판단하기 때문이다.

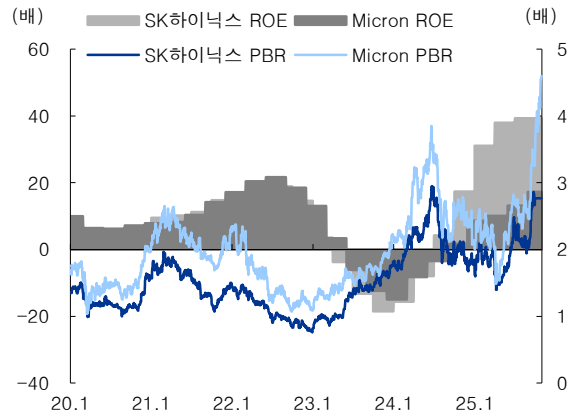
목표주가는 70만원을 유지한다. 2026년 예상 BPS 236,359원에 PBR 3배를 적용한 수준이다. AI 서버 수요 확산에 대한 기대감은 여전히 유효하고, 여기에 컨벤셔널 DRAM에 대한 수요 기대감이 커지고 있고, 공급 부족에 대한 기대감이 커지고 있다. 전반적인 메모리 수요에 대한 기대감이 커지고 이를 자극하는 AI에 대한 투자가 2026년에도 공격적으로 집행될 것으로 기대하기 때문에 보다 적극적인 투자가 필요한 시기라 판단한다.

그림 5. SK하이닉스 투자자별 순매수 추이(2010년부터 누계)



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	93,280	123,391	142,707
증가율(%)	-26.6	102.0	40.9	32.3	15.7
매출원가	33,299	34,365	40,172	53,558	61,729
매출총이익	-533	31,828	53,107	69,833	80,978
매출총이익률 (%)	-1.6	48.1	56.9	56.6	56.7
판매비	7,197	8,361	9,993	-4,331	-945
판매비율(%)	22.0	12.6	10.7	-3.5	-0.7
영업이익	-7,730	23,467	43,115	74,164	81,923
증가율(%)	-213.5	-403.6	83.7	72.0	10.5
영업이익률(%)	-23.6	35.5	46.2	60.1	57.4
순금융손익	-3,831	-853	1,713	179	1,310
이자손익	-1,252	-1,000	-452	294	1,400
기타	-2579	147	2165	-115	-90
기타영업외손익	-111	1,309	4,684	-110	-102
중속/관계기업손익	15	-38	21	19	19
세전이익	-11,658	23,885	49,534	74,252	83,150
법인세	-2,520	4,088	7,848	13,123	14,507
법인세율	21.6	17.1	15.8	17.7	17.4
계속사업이익	-9,138	19,797	41,686	61,129	68,643
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	41,686	61,129	68,643
증가율(%)	-507.6	-316.7	110.6	46.6	12.3
당기순이익률 (%)	-27.9	29.9	44.7	49.5	48.1
지배주주당기순이익	-9,112	19,789	41,665	61,104	68,612
기타포괄이익	100	1,248	-1,046	0	0
총포괄이익	-9,037	21,044	40,640	61,129	68,643
EBITDA	5,943	36,049	57,194	91,536	100,715
증가율(%)	-71.6	506.5	58.7	60.0	10.0
EBITDA마진율(%)	18.1	54.5	61.3	74.2	70.6

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-12,517	27,182	57,232	83,934	94,247
BPS	73,495	101,515	155,524	236,359	326,725
DPS	1,200	2,204	2,220	3,050	3,050
밸류에이션(배)					
PER	-11.3	6.4	9.1	6.2	5.5
PBR	1.9	1.7	3.3	2.2	1.6
EV/EBITDA	21.3	3.8	6.5	3.6	2.8
성장성지표(%)					
매출증가율	-26.6	102.0	40.9	32.3	15.7
EPS증가율	-508.7	-317.2	110.6	46.7	12.3
수익성지표(%)					
배당수익률	0.8	1.3	0.7	0.9	0.9
ROE	-15.6	31.1	44.5	42.8	33.5
ROA	-8.9	18.0	30.3	33.2	28.0
ROIC	-13.0	28.4	51.0	62.6	61.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	87.5	62.2	37.1	23.6	16.7
순차입금 비율(%)	44.5	15.3	-5.5	-29.2	-42.2
이자보상배율(배)	-5.3	17.4	47.5	93.6	117.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.6	6.7	5.8	6.5	6.7
재고자산회전율	2.2	4.9	6.7	8.5	7.4
총자산회전율	0.3	0.6	0.7	0.7	0.6

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	65,778	106,995	168,886
현금및현금성자산	7,587	11,205	22,520	63,719	110,839
유가증권	473	2,382	6,345	6,602	6,870
매출채권	6,600	13,019	19,147	18,710	23,815
재고자산	13,481	13,314	14,480	14,552	23,815
비유동자산	69,862	77,576	89,505	105,689	108,828
유형자산	52,705	60,157	69,489	83,767	84,646
무형자산	3,835	4,019	4,063	4,214	4,343
투자자산	5,809	6,522	7,920	7,945	7,971
자산총계	100,330	119,855	155,283	212,684	277,714
유동부채	21,008	24,965	25,458	24,913	23,699
매입채무및기타채무	1,846	2,277	2,317	2,619	3,334
단기차입금	4,146	1,283	5,379	4,758	4,079
유동성장기부채	5,712	3,969	2,370	1,520	-380
비유동부채	25,819	20,974	16,567	15,640	16,066
사채	9,490	12,409	9,161	9,161	9,161
장기차입금	10,121	5,022	3,708	2,558	2,458
부채총계	46,826	45,940	42,025	40,553	39,765
지배주주지분	53,504	73,903	113,222	172,070	237,857
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,726	4,726	4,726
자본조정등	-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	105,453	164,301	230,088
비지배주주지분	-1	12	36	61	92
자본총계	53,504	73,916	113,258	172,131	237,949
비이자부채	14,959	21,076	19,413	20,563	22,454
총차입금	31,867	24,864	22,612	19,990	17,311
순차입금	23,807	11,277	-6,253	-50,332	-100,398

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,278	29,796	40,306	79,439	74,109
당기순이익	-9,138	19,797	41,686	61,129	68,643
비현금성 비용 및 수익	15,033	17,054	10,099	17,283	17,564
유형자산감가상각비	13,121	11,985	13,390	16,722	18,120
무형자산상각비	553	596	689	650	671
운전자본변동	794	-5,600	-7,769	732	-13,499
매출채권의 감소	-1,406	-5,098	-7,071	437	-5,105
재고자산의 감소	2,288	167	-1,383	-72	-9,263
매입채무등의 증가	-168	275	392	303	715
기타 영업현금흐름	-2411	-1455	-3710	295	1401
투자활동 현금흐름	-7,335	-18,005	-31,607	-33,940	-22,336
유형자산의 증가(CAPEX)	-8,325	-15,946	-22,649	-31,000	-19,000
유형자산의 감소	1,540	47	75	0	0
무형자산의 감소(증가)	-454	-697	-838	-800	-800
투자자산의 감소(증가)	-19	-113	-7	-25	-27
기타	-77	-1296	-8188	-2115	-2509
재무활동 현금흐름	5,697	-8,704	2,995	-4,299	-4,653
차입금의 증가(감소)	6,969	-7,376	-289	-1,150	-100
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-1272	-1328	3284	-3149	-4553
기타 및 조정	-30	531	-379	-1	0
현금의 증가	2,610	3,618	11,315	41,199	47,120
기초현금	4,977	7,587	11,205	22,520	63,719
기말현금	7,587	11,205	22,520	63,719	110,839

**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												

**투자의견 안내 (투자기간 12개월)**

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

**투자등급 통계 (2024.10.01~2025.09.30)**

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	129	90.8
Trading Buy (중립)	11	7.7
중립	2	1.4
매도	0	0

**최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이**

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

