

Company Update

Analyst 김운호

02) 6915-5656

unokim88@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 (상향) 450,000원

현재가 (9/22) 351,000원

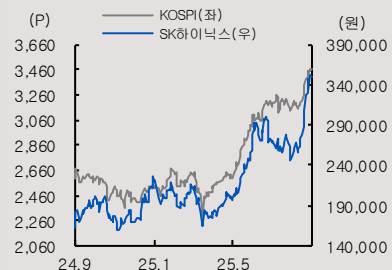
KOSPI (9/22)	3,468.65pt
시가총액	255,529십억원
발행주식수	728,002천주
액면가	5,000원
52주 최고가	353,000원
최저가	157,100원
60일 일평균거래대금	965십억원
외국인 지분율	56.1%
배당수익률 (2025F)	0.7%

주주구성	
에스케이스퀘어 외 7 인	20.07%
국민연금공단	7.35%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	28%	24%	67%
절대기준	40%	63%	123%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	450,000	360,000	▲
EPS(25)	50,422	47,160	▲
EPS(26)	61,843	45,068	▲

SK하이닉스 추가추이



본 조식분석자료는 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)

3분기 NAND 순풍

25년 3분기, NAND 기대 이상

SK하이닉스의 2025년 3분기 매출액은 2025년 2분기 대비 10.2% 증가한 24조 4,990억원이다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다. DRAM은 Bit Growth(이하 B/G), NAND는 ASP, B/G 모두 기대 이상인 것으로 추정한다. 2025년 2분기 영업이익은 2분기 대비 23.1% 증가한 11조 3,320억원으로 예상한다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다. NAND를 큰 폭으로 상향 조정하였다.

All Memory is Good

DRAM에 이어 NAND까지 AI 시장 영향을 받기 시작했다. QLC 수요 개선에 대한 기대감은 지난해부터 있었지만 이번 3분기부터 본격화될 전망이다. HDD 공급 부족이 일으킨 나비효과이기도 하다. 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. 4분기 가격 뿐만 아니라 26년 가격도 상승세를 이어갈 가능성이 높아진 것으로 판단한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 450,000원으로 상향

SK하이닉스에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 이는 High End 시장 성장에 따른 실적 차별화가 기대되고, AI 성장성에 대한 기대감은 유효하고, 컨벤셔널 제품에 대한 수요도 빠르게 증가할 것으로 기대하고, NAND 실적에서도 경쟁사와 차별화될 것으로 기대하고, 실적 대비 주가는 저평가 국면에 있고 상승 여력이 충분하다고 판단하기 때문이다. 목표주가는 360,000원에서 25% 상향한 450,000원을 제시한다. 2026년 예상 BPS 207,458원에 PBR 2.17배를 적용하였다. AI 서버 수요 확산에 대한 기대감은 여전히 유효하고, 여기에 컨벤셔널 DRAM에 대한 수요 기대감이 커지고 있고, NAND 공급 부족에 대한 기대감이 커지고 있다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	90,881	117,036	114,594
영업이익	-7,730	23,467	40,910	55,199	52,931
세전이익	-11,658	23,885	43,883	55,080	53,784
지배주주순이익	-9,112	19,789	36,707	45,022	44,096
EPS(원)	-12,517	27,182	50,422	61,843	60,571
증가율(%)	-508.7	-317.2	85.5	22.7	-2.1
영업이익률(%)	-23.6	35.5	45.0	47.2	46.2
순이익률(%)	-27.9	29.9	40.4	38.5	38.5
ROE(%)	-15.6	31.1	40.3	34.7	25.7
PER	-11.3	6.4	7.0	5.7	5.8
PBR	1.9	1.7	2.4	1.7	1.3
EV/EBITDA	21.3	3.8	4.6	3.0	2.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

25년 3분기 NAND 기대 이상

NAND 예상치 크게 상회

SK하이닉스의 2025년 3분기 매출액은 2025년 2분기 대비 10.2% 증가한 24조 4,990 억원이다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다. DRAM은 Bit Growth(이하 B/G), NAND 는 ASP, B/G 모두 기대 이상인 것으로 추정한다.

DRAM 매출액은 25년 2분기 대비 7.8% 증가할 전망이다. B/G는 4.0%, ASP는 5.0% 로 추정한다. HBM은 2분기 대비 HBM3e 12단 비중이 높아지긴 하지만 출하량의 변화가 크지 않고, DRAM 가격 상승도 5% 내외이어서 가격 상승은 경쟁사 대비 높지 않을 전망이다.

NAND 매출액은 25년 2분기 대비 18.6% 증가할 것으로 기대한다. B/G는 4.0%, ASP 는 12%로 추정한다. AI 수요 확대에 QLC 물량이 2분기 대비 크게 증가했을 것으로 추정한다. 이로 인해 ASP 움직임은 경쟁사 대비 높을 전망이다.

영업이익 11조 3,320억원

2025년 3분기 영업이익은 2분기 대비 23.1% 증가한 11조 3,320억원으로 예상된다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다. DRAM 영업이익은 지난 분기 대비 15.5% 증가할 것으로 기대한다. 영업이익률이 2%p 개선될 전망이다. ASP 개선에 따른 영향이다.

NAND 영업이익은 지난 2분기 대비 흑자로 전환하여 영업이익 2,770억원으로 예상된다. 이전 전망 보다 높아진 물량과 가격에 따른 영향이다. 특히 QLC 비중이 높아지면 서 시장 평균 대비 높은 가격 상승을 기대한다.

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	18,458	19,658	45,478	69,364	87,044
	NAND	4,507	5,159	4,902	4,778	3,176	4,670	5,540	6,353	19,346	19,739	27,341
	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	24,499	26,511	66,193	90,881	117,036
영업이익	DRAM	2,501	4,753	6,243	7,520	7,380	9,589	11,075	11,992	21,017	40,035	50,858
	NAND	388	727	809	583	81	-210	277	953	2,507	1,101	4,422
	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	11,332	12,924	23,461	40,907	55,199
영업이익률	DRAM	33.0%	43.4%	51.0%	51.2%	52.3%	56.0%	60.0%	61.0%	46.2%	57.7%	58.4%
	NAND	8.6%	14.1%	16.5%	12.2%	2.6%	-4.5%	5.0%	15.0%	13.0%	5.6%	16.2%
	합계	23.2%	33.3%	40.0%	40.9%	42.2%	41.4%	46.3%	48.8%	35.4%	45.0%	47.2%
EBITDA		6,080	8,600	10,112	11,256	13,832	13,241	17,787	16,546	36,049	55,398	71,814
세전이익		2,373	5,052	6,879	9,581	10,539	8,958	13,563	12,571	23,885	43,883	55,080
순이익		1,917	4,120	5,753	8,006	8,431	7,184	11,346	10,505	19,797	36,724	45,039

자료: SK하이닉스, IBK투자증권

표 2. SK하이닉스 실적 추정 변경 내용

(단위:십억원)	2025년 3분기 실적			2025년 연간 실적		
	신규 추정치	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	변화폭
DRAM	18,458	18,203	1.4%	69,364	68,709	1.0%
NAND	5,540	4,816	15.0%	19,739	17,596	12.2%
매출액	24,499	23,520	4.2%	90,881	88,083	3.2%
DRAM	11,075	10,558	4.9%	40,035	38,312	4.5%
NAND	277	48	477.1%	1,101	-31	흑자전환
영업이익	11,332	10,586	7.0%	40,907	38,050	7.5%
DRAM	60.0%	58.0%	3.4%	57.7%	55.8%	3.4%
NAND	5.0%	1.0%	400.0%	5.6%	-0.2%	흑자전환
영업이익률	46.3%	45.0%	1.3%p	45.0%	43.2%	1.8%p

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	1383	1375	1361	1403	1350
	기말	1347	1385	1330	1467	1474	1355	1380	1370	1467	1370	1350
DRAM	B/G	-16.0%	22.0%	-2.0%	4.8%	-7.4%	24.0%	4.0%	3.0%	16.9%	20.8%	14.6%
	ASP	22.0%	15.0%	16.1%	10.0%	0.0%	1.4%	5.0%	4.0%	86.9%	26.3%	9.5%
NAND	B/G	0.0%	-4.0%	-14.7%	-6.0%	-17.3%	72.0%	4.0%	5.0%	-3.4%	14.6%	18.0%
	ASP	32.0%	16.0%	16.0%	-6.0%	-20.0%	-7.0%	12.0%	10.0%	104.7%	-10.9%	17.4%

자료: IBK투자증권

표 4. SK하이닉스 주요 가정 변화

		2025년 3분기			2025년 연간		
		신규 추정치	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	변화폭
원/달러	평균	1383	1377	0.4%	1403	1398	0.4%
	기말	1380	1370	0.7%	1370	1350	1.5%
DRAM	B/G	4.0%	4.0%	-	20.8%	20.8%	-
	ASP	5.0%	4.0%	1.0%p	26.3%	25.1%	1.2%p
NAND	B/G	4.0%	0.0%	4.0%p	14.6%	12.0%	2.6%p
	ASP	12.0%	2.0%	10.0%p	-10.9%	-18.8%	7.9%p

자료: IBK투자증권

차별화된 제품 믹스

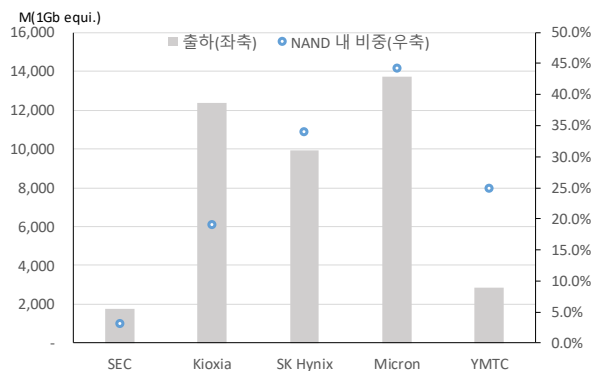
DRAM은 제품믹스 개선
여지가 크지 않음

SK하이닉스의 제품별 가격 움직임은 경쟁사와 차별화된다. 제품믹스가 다르기 때문이다. 최근 DRAM ASP 움직임은 경쟁사 대비 크지 않은데 이는 HBM 물량 개선의 여지가 크지 않기 때문이다. 그나마 2분기 대비 3분기에는 HBM3e 12단 비중이 높아지는 수준의 개선은 기대할 수 있다. 하지만, HBM 물량이 절대적으로 증가하는 삼성전자에 비해서는 ASP 상승폭에서 차이가 날 수 밖에 없는 시기이다.

NAND 믹스 개선 효과가
3분기 실적 차별화 원인

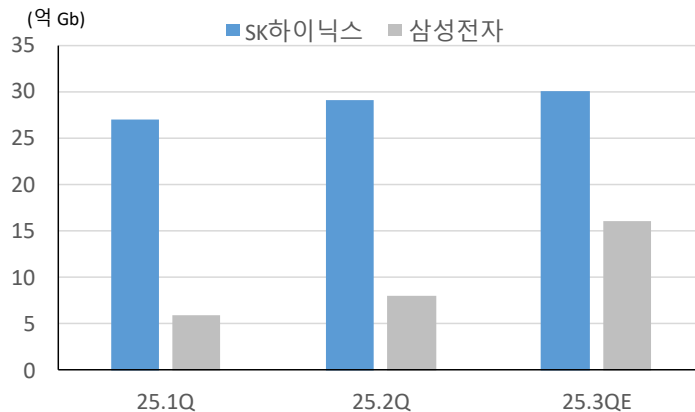
NAND 역시 마찬가지로인데 이는 경쟁사 대비 높은 가격 상승이 가능한 구간에 있다고 판단한다. QLC(Quad-Level Cell, Cell 당 4 bit) 비중이 높기 때문이다. 25년 1분기 기준 SK하이닉스(솔리다임 포함)의 QLC NAND 출하량은 99억 Gb이고 NAND 출하에서 차지하는 비중은 34% 수준이다. 3분기 들어 QLC 수요가 크게 증가하고 있는 상황이라 3분기에는 지난 1분기 대비 출하량 및 비중도 크게 높아졌을 것으로 기대한다. 이에 비해서 아직 삼성전자는 QLC는 부진한 상황이다. Micron, Kioxia도 비중은 높지만 PC 및 소비재에 수요에 집중되어 있다.

그림 1. NAND 메이커별 25년 1분기 QLC 출하 및 비중



자료: OMDIA, IBK투자증권

그림 2. HBM 출하량 추이 및 전망



자료: SK하이닉스, IBK투자증권

투자의견 매수 유지, 목표주가 450,000원으로 상향

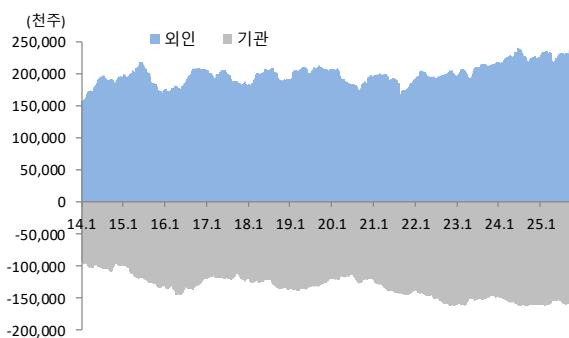
Memory Up Cycle 진입

SK하이닉스에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 이는

- 1) High End 시장 성장에 따른 실적 차별화가 기대되고
- 2) AI 성장성에 대한 기대감은 유효하고, 컨벤셔널 제품에 대한 수요도 빠르게 증가할 것으로 기대하고
- 3) NAND 실적에서도 경쟁사와 차별화될 것으로 기대하고
- 4) 실적 대비 주가는 저평가 국면에 있고 상승 여력이 충분하다고 판단하기 때문이다.

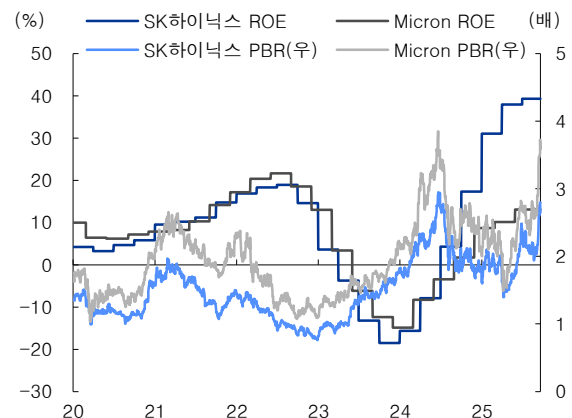
목표주가는 360,000원에서 450,000원으로 25% 상향 조정한다. 2026년 예상 BPS 207,458원에 PBR 2.17배를 적용하였다. AI 서버 수요 확산에 대한 기대감은 여전히 유효하고, 여기에 컨벤셔널 DRAM에 대한 수요 기대감이 커지고 있고, NAND 공급 부족에 대한 기대감이 커지고 있다. 전반적인 메모리 수요에 대한 기대감이 커지고 이를 자극하는 AI에 대한 투자가 2026년에도 공격적으로 집행될 것으로 기대하기 때문에 보다 적극적인 투자가 필요한 시기라 판단한다.

그림 3. SK하이닉스 투자자별 순매수 추이(2010년부터 누계)



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 4. SK하이닉스 마이크론 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권

SK하이닉스 (000660)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	90,881	117,036	114,594
증가율(%)	-26.6	102.0	37.3	28.8	-2.1
매출원가	33,299	34,365	43,576	56,969	55,702
매출총이익	-533	31,828	47,305	60,067	58,893
매출총이익률 (%)	-1.6	48.1	52.1	51.3	51.4
판매비	7,197	8,361	6,395	4,868	5,962
판매비율(%)	22.0	12.6	7.0	4.2	5.2
영업이익	-7,730	23,467	40,910	55,199	52,931
증가율(%)	-213.5	-403.6	74.3	34.9	-4.1
영업이익률(%)	-23.6	35.5	45.0	47.2	46.2
순금융손익	-3,831	-853	1,680	-28	937
이자손익	-1,252	-1,000	-486	87	1,027
기타	-2579	147	2166	-115	-90
기타영업외손익	-111	1,309	1,272	-110	-102
중속/관계기업손익	15	-38	21	19	19
세전이익	-11,658	23,885	43,883	55,080	53,784
법인세	-2,520	4,088	7,159	10,042	9,670
법인세율	21.6	17.1	16.3	18.2	18.0
계속사업이익	-9,138	19,797	36,724	45,039	44,115
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	36,724	45,039	44,115
증가율(%)	-507.6	-316.7	85.5	22.6	-2.1
당기순이익률 (%)	-27.9	29.9	40.4	38.5	38.5
지배주주당기순이익	-9,112	19,789	36,707	45,022	44,096
기타포괄이익	100	1,248	-1,046	0	0
총포괄이익	-9,037	21,044	35,678	45,039	44,115
EBITDA	5,943	36,049	55,398	71,814	70,147
증가율(%)	-71.6	506.5	53.7	29.6	-2.3
EBITDA마진율(%)	18.1	54.5	61.0	61.4	61.2

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-12,517	27,182	50,422	61,843	60,571
BPS	73,495	101,515	148,714	207,458	264,148
DPS	1,200	2,204	2,220	3,050	3,050
밸류에이션(배)					
PER	-11.3	6.4	7.0	5.7	5.8
PBR	1.9	1.7	2.4	1.7	1.3
EV/EBITDA	21.3	3.8	4.6	3.0	2.6
성장성지표(%)					
매출증가율	-26.6	102.0	37.3	28.8	-2.1
EPS증가율	-508.7	-317.2	85.5	22.7	-2.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.8	1.3	0.7	0.9	0.9
ROE	-15.6	31.1	40.3	34.7	25.7
ROA	-8.9	18.0	27.2	26.4	20.9
ROIC	-13.0	28.4	44.5	48.0	45.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	87.5	62.2	38.5	26.5	19.8
순차입금 비율(%)	44.5	15.3	0.5	-25.3	-38.7
이자보상배율(배)	-5.3	17.4	45.0	69.7	76.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.6	6.7	6.0	6.8	6.7
재고자산회전율	2.2	4.9	6.2	7.1	6.7
총자산회전율	0.3	0.6	0.7	0.7	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	58,919	95,156	129,813
현금및현금성자산	7,587	11,205	15,693	51,609	84,954
유가증권	473	2,382	6,345	6,602	6,870
매출채권	6,600	13,019	17,528	16,767	17,221
재고자산	13,481	13,314	16,067	16,767	17,221
비유동자산	69,862	77,576	91,062	96,003	100,718
유형자산	52,705	60,157	71,046	74,082	76,537
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	149,981	191,160	230,531
유동부채	21,008	24,965	25,262	24,641	22,776
매입채무및기타채무	1,846	2,277	2,121	2,347	2,411
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	16,423	15,440	15,386
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	41,685	40,081	38,162
지배주주지분	53,504	73,903	108,264	151,030	192,301
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	100,495	143,261	184,531
비지배주주지분	-1	12	32	49	68
자본총계	53,504	73,916	108,296	151,079	192,369
비이자부채	14,959	21,076	19,073	20,091	20,851
총차입금	31,867	24,864	22,612	19,990	17,311
순차입금	23,807	11,277	574	-38,221	-74,513

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,278	29,796	38,959	62,196	60,673
당기순이익	-9,138	19,797	36,724	45,039	44,115
비현금성 비용 및 수익	15,033	17,054	13,954	16,733	16,362
유형자산감가상각비	13,121	11,985	13,800	15,965	16,545
무형자산상각비	553	596	689	650	671
운전자본변동	794	-5,600	-7,976	337	-831
매출채권등의 감소	-1,406	-5,098	-5,452	761	-454
재고자산의 감소	2,288	167	-2,970	-700	-454
매입채무등의 증가	-168	275	196	226	64
기타 영업현금흐름	-2411	-1455	-3743	87	1027
투자활동 현금흐름	-7,335	-18,005	-33,574	-21,940	-22,336
유형자산의 증가(CAPEX)	-8,325	-15,946	-24,616	-19,000	-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	-518	-4,339	-4,992
차입금의 증가(감소)	6,969	-7,376	-289	-1,150	-100
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-1272	-1328	-229	-3189	-4892
기타 및 조정	-30	531	-379	-1	0
현금의 증가	2,610	3,618	4,488	35,916	33,345
기초현금	4,977	7,587	11,205	15,693	51,609
기말현금	7,587	11,205	15,693	51,609	84,954

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 (2024.07.01~2025.06.30)

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

SK하이닉스	추천일자	투자의견	목표가(원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저
(원)	2023.06.26	매수	130,000	-8.74	0.00
	2023.10.26	매수	150,000	-16.27	-11.33
	2023.11.14	매수	170,000	-17.40	1.12
	2024.03.12	매수	200,000	-10.51	0.00
	2024.05.27	매수	250,000	-11.51	-4.40
	2024.07.11	매수	300,000	-34.55	-1.00
	2025.07.11	1년경과	300,000	-100.00	-100.00
	2025.07.14	매수	360,000	-22.87	-1.94
	2025.09.23	매수	450,000		