

SK하이닉스 (000660)

류형근

hyungkeun.ryu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

330,000

유지

현재주가

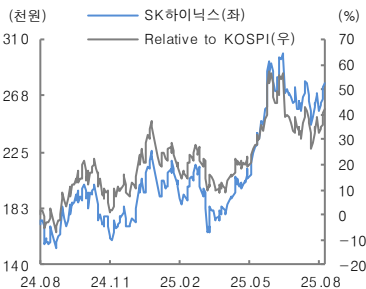
277,000

(25.09.08)

반도체업종

KOSPI	3219.59
시가총액	201,657십억원
시가총액비중	9.12%
자본금(보통주)	3,658십억원
52주 최고/최저	300,000원 / 152,800원
120일 평균거래대금	7,888억원
외국인지분율	55.35%
주요주주	에스케이스퀘어 외 7 인 20.07% 국민연금공단 7.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.0	23.4	44.0	77.1
상대수익률	7.7	7.8	14.6	40.0



다시 한번 전고점을 향해

- 일반서버의 수요 상향 속, 범용 반도체의 지원 사격이 본격화
- HBM 내 리더십도 유지될 것. ASIC 수요 성장에도 동행 가능.
- 목표주가 330,000원과 매수의견 유지

완화되는 불확실성, 시작된 범용 반도체의 지원 사격

전고점 탈환에 도전해볼 수 있는 환경. HBM 불확실성 완화 속, 범용 반도체 지원이 동반. Pure 메모리반도체 기업인 SK하이닉스의 주가에 유리한 변화.

1) 범용 반도체의 지원: 사이클 중반부를 지나가는 시점부터는 수요의 방향성이 중요. AI 추론의 확산 속, 일반서버 중심의 수요 상향이 목격. 이에, 단기 사이클의 Risk는 축소. 범용 제품 판매의 성장세 (3Q25 DRAM 판매: 전분기 대비 9% 성장 전망)를 반영하여 3Q25 영업이익 전망을 11.0조원으로 상향.

- DRAM: DDR5 재고는 3주 내외로 하락한 것으로 추정. 재고로는 고객 수요에 충분히 대응하기 어려운 환경이며, 공급 병목은 현재 진행형. 공급업체 간의 매출 경쟁으로 수요의 상향 분이 단발성으로 모두 소화될 가능성은 현저히 낮다는 판단. 수요의 이연 속, 사이클의 회복력이 강화될 것으로 전망.

- eSSD: HDD의 공급 부족으로 관련 제품 가격 상승이 지속. 이에, 북미 서버 중심으로 eSSD 구매 수요가 확대. 2Tb QLC 중심으로 수요 상향이 나타나고 있는 것으로 추정되며, 관련 수요 성장에 동행 가능할 것으로 전망.

2) HBM, 1등 지위는 지속: 2025년 9월 내로 2026년 HBM 공급 협상 관련 불확실성이 완화될 것이라는 기존의 입장 유지. 시장의 관심은 경쟁 심화의 강도로 쏠릴 것이라는 판단. 시나리오 분석 상, 변하지 않는 결론이 있다면, SK하이닉스가 시장 리더십을 지속 유지해갈 수 있을 것이라는 점. 그렇다면, 보유 기술 가치에 대한 재평가는 지속 발생 가능할 것이라는 판단.

- Nvidia: 스펙 상향 요청 (I/O Speed를 10Gbps로 상향)이 현실화될지는 미지수. 고무적인 점은 상향 조건에 부합하는 양산 역량을 보유하고 있다는 점. 고객사 내 1등 지위는 2026년에도 변하지 않을 것이라는 판단.

- ASIC: Open AI의 참전으로 시장 성장이 가속화. ASIC 업계의 경우, 자사 반도체 성능 극대화를 추진. Reference가 가장 우수한 SK하이닉스 제품 확보를 우선시하고 있는 것으로 추정. ASIC 수요 성장에 동행 가능할 것.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	89,008	98,071	104,663
영업이익	-7,730	23,467	38,351	39,007	35,012
세전순이익	-11,658	23,885	39,812	39,168	35,430
총당기순이익	-9,138	19,797	31,447	28,984	25,864
지배지분순이익	-9,112	19,789	31,450	28,991	25,864
EPS	-12,517	27,182	43,201	39,822	35,528
PER	NA	6.4	6.3	6.9	7.7
BPS	73,495	101,515	142,976	181,312	215,439
PBR	1.9	1.7	1.9	1.5	1.3
ROE	-15.6	31.1	35.3	24.6	17.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center

3Q25 Preview: 영업이익 전망 상황

매출액 24.5조원 (q-q +10%, y-y +39%), 영업이익 11.0조원 (OPM +45%)으로 컨센서스 (매출액 23.4조원, 영업이익 10.3조원)를 상회할 것으로 전망한다. HBM의 분기 판매 성장이 지속되는 가운데, 범용 반도체의 판매 호조가 동반되며, 비용 증가 영향 (성과급 지급 기준 상향, 임금 협상 완료에 따른 급여 상승 등)을 성공적으로 상쇄해갈 것이라는 판단이다. 이에, 3Q25 영업이익 전망치를 기존 10.6조원에서 11.0조원으로 상향한다.

1. 하반기 비용 증가의 강도는?

시장의 우려가 있다면, 비용 증가가 가파라질 수 있다는 점일 것이라 생각한다. 성과급 지급 기준 상향 (연간 영업이익의 10%를 성과급 재원으로 활용) 및 임금 협상 완료에 따른 인건비 상승 (전년대비 평균 6% 상승 추정) 등으로 인건비 관련 총당금이 확대될 수 있는 환경이며, 연간 영업이익에 미칠 파급력에 시장의 이목이 집중되고 있다.

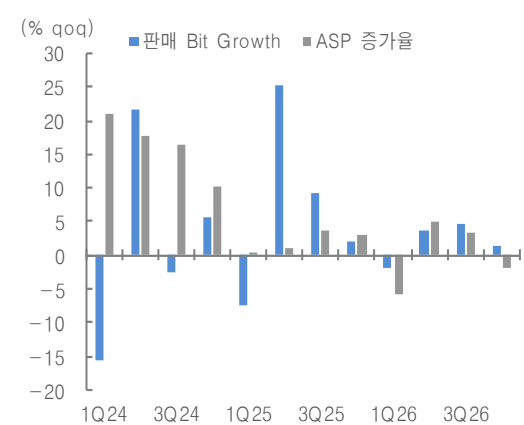
다만, 하반기 영업이익 단에 미칠 영향은 크지 않을 것이라 생각한다. 상반기에 관련 비용의 많은 부분을 조기에 인식한 것으로 판단되며, 하반기 비용 증가로 연간 영업이익 전망이 하향될 가능성은 제한적이라는 판단이다.

2. 3Q25 DRAM 판매 전망 상황

HBM의 분기 판매 성장이 지속되는 가운데, 범용 반도체의 판매 호조가 동반되고 있는 것으로 판단된다. AI 추론의 확산이 일반서버 수요의 상향을 이끌고 있고, 세트에서도 신 제품에 대비한 재고 Build up이 지속되고 있는 것으로 추정된다.

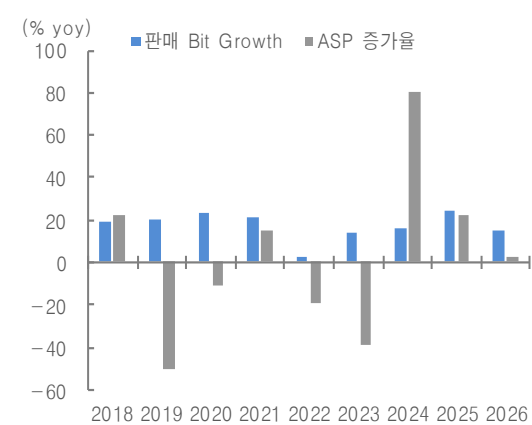
전 응용처에 걸친 수요 호조 속, DRAM 판매는 가이던스 (전분기 대비 MS% 성장)를 상회할 것이라는 판단이다 (전분기 대비 9% 성장 전망).

그림 1. DRAM: 판매 B/G 및 ASP 변화율 (분기)



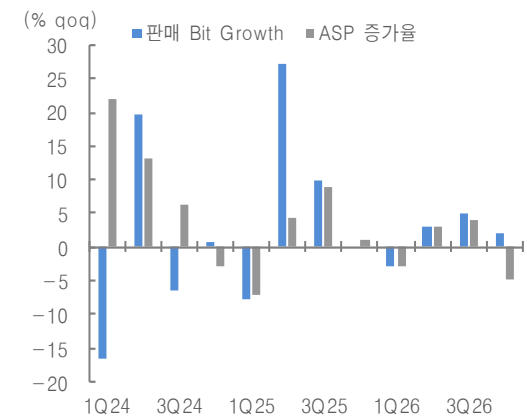
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. DRAM: 판매 B/G 및 ASP 변화율 (연간)



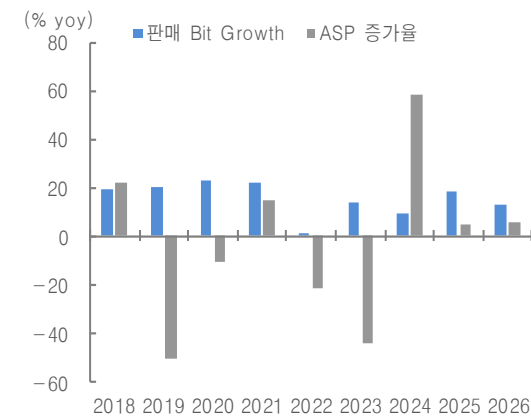
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 범용 DRAM: 판매 B/G 및 ASP 변화율 (분기)



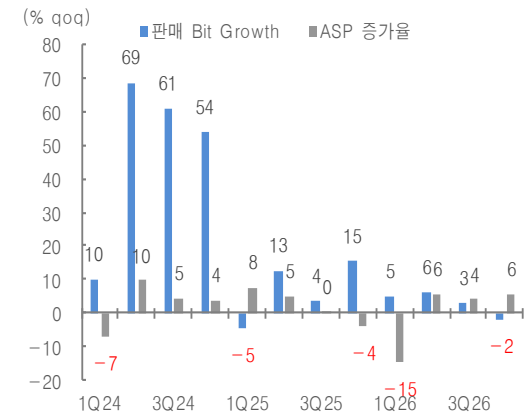
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 범용 DRAM: 판매 B/G 및 ASP 변화율 (연간)



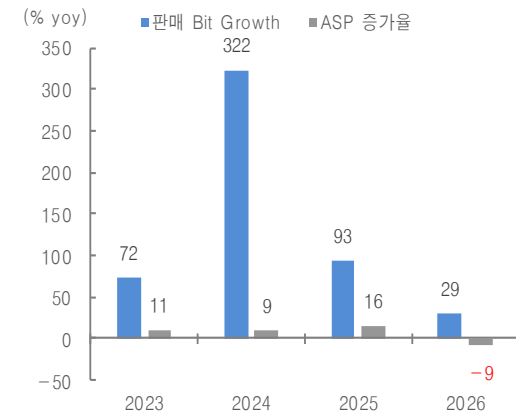
자료: 대신증권 Research Center

그림 5. HBM: 판매 B/G 및 ASP 변화율 (분기)



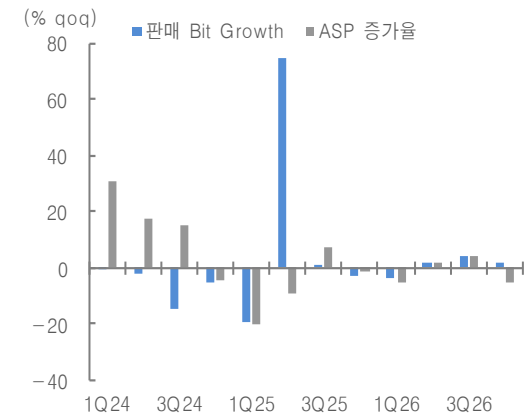
자료: 대신증권 Research Center

그림 6. HBM: 판매 B/G 및 ASP 변화율 (연간)



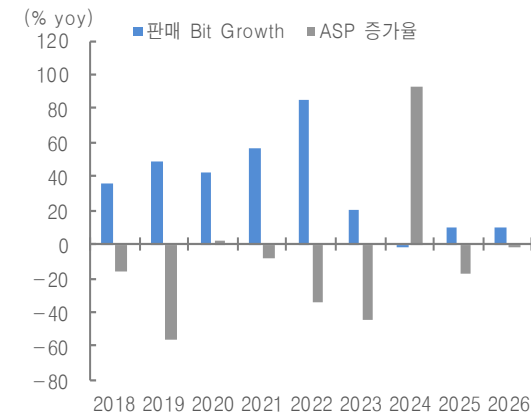
자료: 대신증권 Research Center

그림 7. NAND: 판매 B/G 및 ASP 변화율 (분기)



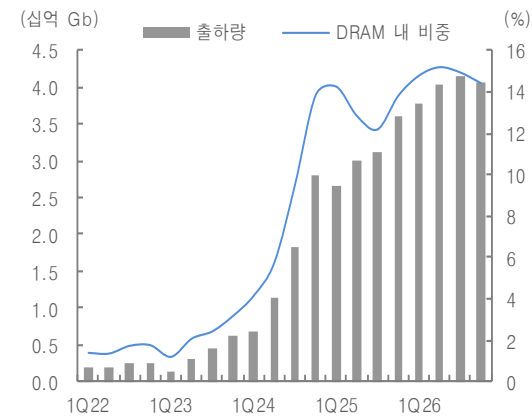
자료: 대신증권 Research Center

그림 8. NAND: 판매 B/G 및 ASP 변화율 (연간)



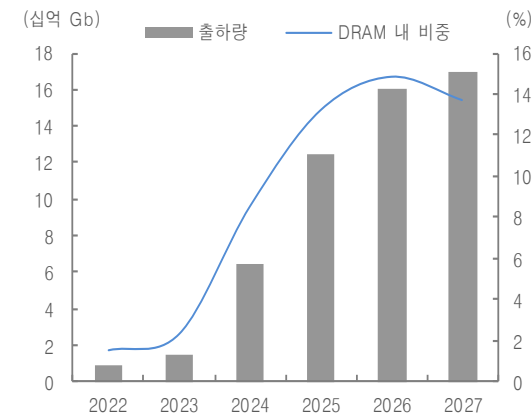
자료: 대신증권 Research Center

그림 9. SK 하이닉스: 분기별 HBM 출하량 전망



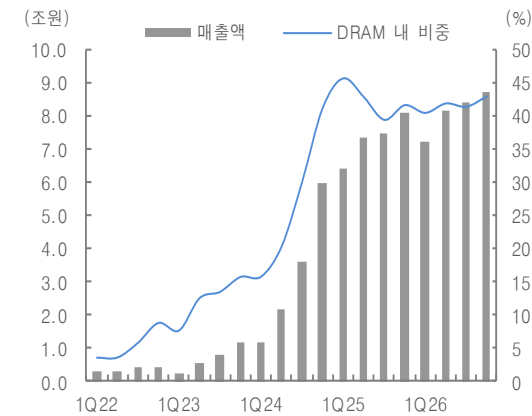
자료: 대신증권 Research Center

그림 10. SK 하이닉스: 연간 HBM 출하량 전망



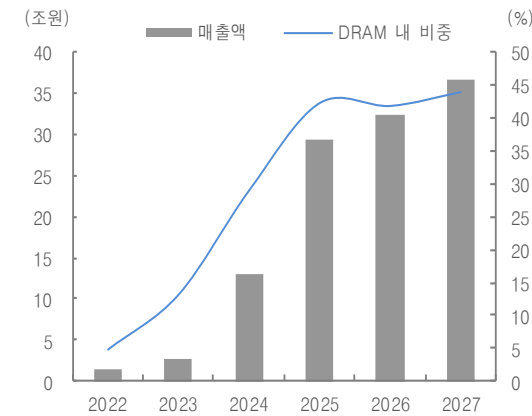
자료: 대신증권 Research Center

그림 11. SK 하이닉스: 분기별 HBM 매출액 전망



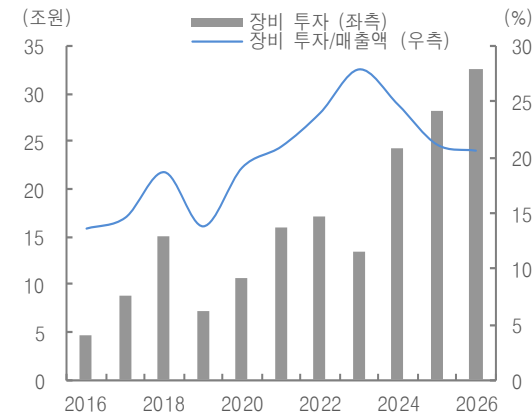
자료: 대신증권 Research Center

그림 12. SK 하이닉스: 연간 HBM 매출액 전망



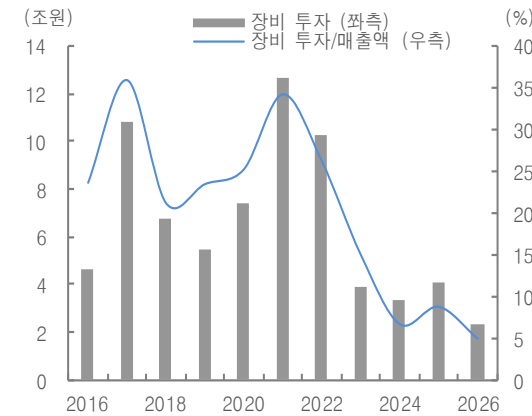
자료: 대신증권 Research Center

그림 13. 한국 DRAM: 장비투자/매출액 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 14. 한국 NAND: 장비투자/매출액 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

표 1. SK 하이닉스: 주요 가정 (수정 후)

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
환율 (KRW/USD)	1,453	1,404	1,380	1,350	1,350	1,350	1,300	1,300	1,365	1,397	1,325
DRAM 출하량 (십억 Gb)	18.7	23.4	25.5	26.0	25.5	26.4	27.7	28.1	75.0	93.7	107.7
QoQ	-7	25	9	2	-2	4	5	1			
YoY	16	19	34	29	37	13	8	8	16	25	15
DRAM ASP/Gb (USD)	0.51	0.52	0.54	0.55	0.52	0.55	0.56	0.55	0.43	0.53	0.55
QoQ	0	1	4	3	-6	5	3	-2			
YoY	51	29	15	8	1	5	5	0	81	22	3
NAND 출하량 (십억 GB)	34	59	59	57	55	56	59	60	190	209	230
QoQ	-19	75	0	-3	-4	2	4	2			
YoY	-36	14	34	38	64	-5	-0	4	-1	10	10
NAND ASP/GB (USD)	0.064	0.058	0.062	0.062	0.059	0.060	0.062	0.059	0.074	0.061	0.060
QoQ	-20	-9	7	-1	-5	2	4	-5			
YoY	3	-20	-26	-23	-9	3	-0	-4	93	-17	-2

자료: 대신증권 Research Center

표 2. SK 하이닉스: 주요 가정 (수정 전)

	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
환율 (KRW/USD)	1,453	1,404	1,350	1,350	1,350	1,350	1,300	1,300	1,365	1,389	1,325
DRAM 출하량 (십억 Gb)	18.7	23.4	24.4	25.0	24.3	25.3	26.6	27.2	75.0	91.5	103.3
QoQ	-7	25	4	3	-3	4	5	2			
YoY	16	19	28	24	30	8	9	9	16	22	13
DRAM ASP/Gb (USD)	0.51	0.52	0.54	0.54	0.52	0.54	0.56	0.56	0.43	0.53	0.55
QoQ	0	1	5	-0	-4	4	4	-0			
YoY	51	29	17	6	1	4	3	3	81	22	3
NAND 출하량 (십억 GB)	34	59	59	50	51	54	59	60	190	201	224
QoQ	-19	75	0	-16	2	6	9	2			
YoY	-36	14	34	19	51	-8	-0	21	-1	6	11
NAND ASP/GB (USD)	0.064	0.058	0.062	0.059	0.057	0.059	0.061	0.057	0.074	0.060	0.059
QoQ	-20	-9	7	-5	-3	4	3	-6			
YoY	3	-20	-26	-27	-12	2	-1	-2	93	-18	-3

자료: 대신증권 Research Center

표 1. SK 하이닉스: 실적 추이 및 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	17,639	22,232	24,460	24,678	22,708	24,503	25,545	25,316	66,193	89,008	98,071
DRAM	14,037	17,124	18,911	19,396	17,890	19,448	20,277	20,192	44,732	69,468	77,808
NAND	3,229	4,728	5,069	4,776	4,356	4,531	4,742	4,595	19,274	17,802	18,224
기타	373	380	480	505	461	523	526	529	2,187	1,738	2,040
영업이익	7,441	9,213	11,022	10,676	8,361	10,050	11,068	9,528	23,467	38,351	39,007
DRAM	7,500	9,500	10,978	10,784	8,787	10,198	10,838	9,674	20,959	38,762	39,498
NAND	15	-202	141	-33	-357	-95	283	-119	2,800	-79	-290
기타	-75	-85	-96	-76	-69	-52	-53	-26	-292	-332	-201
세전이익	9,299	8,723	11,024	10,766	8,429	9,990	11,169	9,579	23,885	39,812	39,168
순이익	8,108	6,996	8,268	8,075	6,238	7,393	8,265	7,089	19,797	31,447	28,984
이익률 (%)											
영업이익	42	41	45	43	37	41	43	38	35	43	40
DRAM	53	55	58	56	49	52	53	48	47	56	51
NAND	0	-4	3	-1	-8	-2	6	-3	15	-0	-2
기타	-20	-22	-20	-15	-15	-10	-10	-5	-13	-19	-10
세전이익	53	39	45	44	37	41	44	38	36	45	40
순이익	46	31	34	33	27	30	32	28	30	35	30

자료: SK 하이닉스, 대신증권 Research Center

표 2. SK 하이닉스: 실적 추이 및 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	17,639	22,232	23,348	22,739	21,404	23,238	24,634	24,782	66,193	85,958	94,059
DRAM	14,037	17,119	17,930	18,293	17,062	18,387	19,433	19,758	44,732	67,378	74,639
NAND	3,229	4,669	4,939	3,941	3,881	4,307	4,676	4,495	19,274	16,777	17,359
기타	373	445	480	505	461	545	526	529	2,187	1,803	2,061
영업이익	7,441	9,213	10,583	10,002	8,333	9,555	10,669	9,658	23,467	37,238	38,215
DRAM	7,500	9,500	10,297	9,990	8,495	9,382	10,183	9,604	20,959	37,287	37,663
NAND	15	-190	358	63	-139	200	512	81	2,800	246	654
기타	-75	-97	-72	-50	-23	-27	-26	-26	-292	-295	-103
세전이익	9,299	8,723	10,584	10,245	8,504	9,608	10,717	10,014	23,885	38,851	38,843
순이익	8,108	6,996	7,938	7,684	6,293	7,110	7,930	7,410	19,797	30,726	28,744
이익률 (%)											
영업이익	42	41	45	44	39	41	43	39	35	43	41
DRAM	53	55	57	55	50	51	52	49	47	55	50
NAND	0	-4	7	2	-4	5	11	2	15	1	4
기타	-20	-22	-15	-10	-5	-5	-5	-5	-13	-16	-5
세전이익	53	39	45	45	40	41	44	40	36	45	41
순이익	46	31	34	34	29	31	32	30	30	36	31

자료: SK 하이닉스, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	89,008	98,071	104,663
매출원가	33,299	34,365	39,246	47,178	57,562
매출총이익	-533	31,828	49,762	50,893	47,101
판매비와관리비	7,197	8,361	11,411	11,886	12,089
영업이익	-7,730	23,467	38,351	39,007	35,012
영업이익률	-23.6	35.5	43.1	39.8	33.5
EBITDA	5,943	36,049	53,795	57,493	54,915
영업외손익	-3,928	418	1,461	160	418
관계기업손익	15	-38	-19	-3	-5
금융수익	2,262	4,855	7,043	5,404	5,068
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-6,093	-5,708	-5,487	-5,174	-4,641
외환관련손실	2,222	3,952	3,952	3,952	3,952
기타	-111	1,309	-76	-67	-5
법인세비용차감전순손익	-11,658	23,885	39,812	39,168	35,430
법인세비용	2,520	-4,088	-8,365	-10,184	-9,566
계속사업순손익	-9,138	19,797	31,447	28,984	25,864
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	31,447	28,984	25,864
당기순이익률	-27.9	29.9	35.3	29.6	24.7
비지배지분순이익	-25	8	-3	-7	-1
지배지분순이익	-9,112	19,789	31,450	28,991	25,864
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	10	125	137	151	166
포괄순이익	-9,037	21,044	32,819	30,494	27,524
비지배지분포괄이익	-22	11	-3	-7	-1
지배지분포괄이익	-9,015	21,033	32,823	30,501	27,525

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-12,517	27,182	43,201	39,822	35,528
PER	NA	6.4	6.3	6.9	7.7
BPS	73,495	101,515	142,976	181,312	215,439
PBR	1.9	1.7	1.9	1.5	1.3
EBITDAPS	8,164	49,517	73,895	78,974	75,433
EV/EBITDA	21.5	3.9	3.8	3.4	3.4
SPS	45,008	90,924	122,264	134,712	143,768
PSR	3.1	1.9	2.3	2.1	1.9
CFPS	8,098	50,619	76,106	79,398	76,211
DPS	1,200	2,204	2,204	2,204	2,204

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-26.6	102.0	34.5	10.2	6.7
영업이익 증가율	적전	흑전	63.4	1.7	-10.2
순이익 증가율	적전	흑전	58.8	-7.8	-10.8
수익성					
ROIC	-7.8	24.4	32.5	26.6	21.2
ROA	-7.6	21.3	29.0	24.8	19.3
ROE	-15.6	31.1	35.3	24.6	17.9
안정성					
부채비율	87.5	62.2	38.6	29.4	22.9
순차입금비율	46.7	17.6	3.0	-4.3	-11.1
이자보상배율	-5.3	17.4	0.0	0.0	0.0

자료: SK 하이닉스, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	47,931	58,283	70,313
현금및현금성자산	7,587	11,205	12,891	20,003	29,009
매출채권 및 기타채권	6,942	13,299	15,943	18,004	19,522
재고자산	13,481	13,314	13,251	13,609	14,341
기타유동자산	2,458	4,461	5,846	6,667	7,440
비유동자산	69,862	77,576	96,386	112,518	122,503
유형자산	52,705	60,157	72,333	84,544	90,403
관계기업투자금	1,367	1,941	1,906	1,871	1,836
기타비유동자산	15,790	15,478	22,147	26,103	30,264
자산총계	100,330	119,855	144,317	170,800	192,815
유동부채	21,008	24,965	26,972	27,512	27,584
매입채무 및 기타채무	7,026	13,386	13,695	13,904	14,028
차입금	4,146	1,283	1,200	1,100	1,000
유동상채무	5,712	3,969	4,167	4,584	4,882
기타유동부채	4,125	6,327	7,909	7,923	7,663
비유동부채	25,819	20,974	13,242	11,271	8,365
차입금	19,611	17,431	9,431	7,931	5,431
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	6,207	3,543	3,810	3,340	2,934
부채총계	46,826	45,940	40,213	38,783	35,949
자배지분	53,504	73,903	104,087	131,995	156,840
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,487	4,487	4,487
이익잉여금	46,729	65,418	95,348	122,839	147,203
기타지분변동	-1,255	341	594	1,012	1,492
비자배지분	-1	12	17	22	26
자본총계	53,504	73,916	104,104	132,017	156,866
순차입금	24,960	12,984	3,165	-5,646	-17,481

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,278	29,796	45,190	45,838	44,223
당기순이익	-9,138	19,797	31,447	28,984	25,864
비현금항목의 가감	15,033	17,054	23,958	28,818	29,618
감가상각비	13,674	12,582	15,444	18,485	19,903
외환손익	332	352	-269	-269	-269
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,027	4,120	8,783	10,602	9,984
자산부채의 증감	794	-5,600	-1,880	-1,810	-1,722
기타현금흐름	-2,411	-1,455	-8,336	-10,154	-9,537
투자활동 현금흐름	-7,335	-18,005	-32,363	-33,039	-27,951
투자자산	-19	-113	-3,259	-1,634	-1,633
유형자산	-6,785	-15,898	-26,953	-29,953	-24,953
기타	-531	-1,993	-2,150	-1,453	-1,365
재무활동 현금흐름	5,697	-8,704	-10,000	-3,279	-4,388
단기차입금	0	0	-83	-100	-100
사채	0	0	-6,000	-1,000	-2,000
장기차입금	6,969	-7,376	-2,000	-500	-500
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-826	-826	-1,520	-1,500	-1,500
기타	-446	-502	-397	-179	-288
현금의 증감	2,610	3,618	1,686	7,112	9,006
기초 현금	4,977	7,587	11,205	12,891	20,003
기말 현금	7,587	11,205	12,891	20,003	29,009
NOPLAT	-6,059	19,450	30,293	28,866	25,559
FCF	-1,165	15,389	17,187	16,101	19,212

[Compliance Notice]

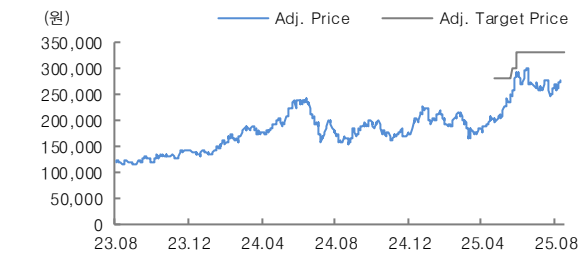
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:류형근)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

SK하이닉스(000660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.06.26	25.06.18	25.05.20
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	330,000	300,000	280,000
과리율(평균.%)		(10.00)	(21.22)
과리율(최대/최소.%)		(2.33)	(11.07)
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균.%)			
과리율(최대/최소.%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균.%)			
과리율(최대/최소.%)			

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250906)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	89.6%	10.4%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

- 기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상