

SK하이닉스 (000660)

내년 HBM은 둔화되나 레거시 디램, 낸드는 양호

매수 투자 의견. 목표주가를 38만원으로 상향

내년에는 HBM 업황이 둔화될 전망이다. 경기 침체가 없다면 DRAM, NAND 모두에서 업계 생산 증가율이 수요 증가율을 넘어서지 못할 것으로 추정된다. 따라서 Legacy DRAM과 NAND 업황은 안정세를 보일 것으로 판단된다. 내년 동사의 영업이익은 HBM 부문의 감익에도 불구하고 올해의 38.1조원에서 소폭 하락에 그치는 35.1조원을 기록할 것으로 추정된다.

신규 목표주가 38만원은 올해 대비 26% 증가할 전망이다. 내년 예상 BPS 180,261원에 동사 최근 P/B 밴드의 중간 값인 2.1배를 적용하여 도출한 것이다. 곧 4Q25에 접어들 것이므로 동사 주가에 이미 내년 업황과 동사 실적 전망이 영향을 미치기 시작한 것으로 보인다. 단 경쟁사의 HBM 시장 본격 진입이 발생하고 HBM 업황이 둔화된다면, 최근 동사 P/B 밴드의 상향 요인이었던 HBM 시장에서의 압도적인 경쟁력이 다소 훼손된다는 의미이므로 중간 배수의 적용이 적절한 것으로 판단된다.

HBM 업황은 둔화될 듯

내년 HBM 수요량은 40.7억 GB로 올해 대비 65% 증가할 것으로 예상된다. 반면 업계 생산량은 41.3억 GB (SK하이닉스 18.8억, 삼성전자 12.5억, Micron 10.0억)로 수요량을 소폭 상회할 것으로 전망된다. 만약 HBM 업체들이 생산 설비를 최대한 가동한다면 내년 생산량은 44억 GB를 넘어설 것으로 보인다. 올해에 이어 내년에도 HBM 생산량이 수요량을 넘어섬에 따라, 이미 하락 중인 HBM 가격은 내년에도 하락세를 이어갈 것으로 판단된다. 당사는 내년 HBM3E 12단 연간 ASP가 올해 대비 30%대 중후반 하락하고 HBM4의 가격 프리미엄은 비용 증가와 초기 수율 하락을 감안해 60% 수준일 것으로 예상하고 있다. 이 경우 SK하이닉스의 내년 연간 HBM 영업이익률은 올해의 60%대 중반에서 40%대 중후반으로 하락할 전망이다.

내년에도 Legacy DRAM, NAND 업황은 양호할 전망

반면 내년 전체 DRAM, NAND 수요 증가율은 업계 생산 증가율과 최소한 유사하거나 소폭 상회할 가능성이 높은 것으로 판단된다. 당사는 다소의 경기 둔화 및 관세 부과의 부작용이 나타날 가능성을 반영하여 내년 PC 및 스마트폰 출하 증가율을 -2%로 가정했다. 그리고 현재 빅테크 업체들의 내년 Capex 증가율 전망치 22%가 향후 30%까지 상향 조정될 것을 감안하여 내년 전체 서버 출하 증가율이 3.1%를 기록할 것으로 가정하였다. 이러한 가정 하에서 도출되는 내년 DRAM, NAND 수요 증가율은 각각 13.7%와 14.0%이다.

한편 내년 업계 DRAM 생산 증가율도 13.5% (삼성전자 10%대 초반, SK하이닉스 10%대 초중반, Micron 10%, 중국 30%대 초반)로 추정되고, NAND 생산 증가율 역시 13.9% (삼성전자 10%대 초반, SK하이닉스 10%대 중반, Micron 10%, Kioxia 10%대 중반, 중국 30%)일 것으로 전망된다. 만약 경기 둔화가 나타나지 않는다면 내년 수요 증가율은 생산 증가율을 상회할 것으로 보인다. 따라서 HBM과는 달리 Legacy DRAM 및 NAND 업황은 내년에도 안정세를 보일 것으로 판단된다. 물론 이미 매우 높은 수준인 Legacy DRAM 가격의 경우 고객들의 마진 압박에 따라 상승이 제한될 가능성은 존재한다.

(다음 페이지에서 계속)

Company Brief

Buy (Upgrade)

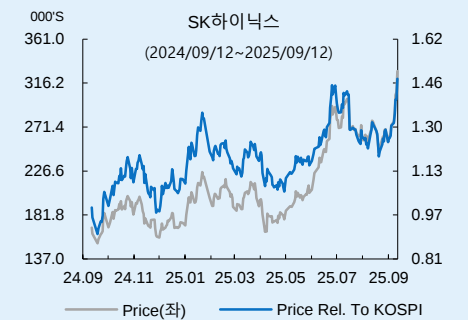
목표주가(12M)	380,000원(상향)
증가(2025.09.12)	328,500원
상승여력	15.7%

Stock Indicator

자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	239,149십억원
외국인지분율	56.1%
52주 주가	152,800~328,500원
60일평균거래량	3,408,882주
60일평균거래대금	938.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.2	39.5	64.5	101.8
상대수익률	12.9	22.2	32.6	69.9

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	66,193	87,694	97,590	107,349
영업이익(십억원)	23,467	38,063	35,113	38,698
순이익(십억원)	19,789	30,089	26,810	30,064
EPS(원)	27,182	41,331	36,827	41,297
BPS(원)	101,515	143,140	180,261	221,852
PER(배)	6.4	7.9	8.9	8.0
PBR(배)	1.7	2.3	1.8	1.5
ROE(%)	31.1	33.8	22.8	20.5
배당수익률(%)	1.3	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	3.8	4.5	4.0	3.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[반도체]

송명섭 2122-9207 mssong@imfnsec.com

3Q25 영업이익을 10.9조원으로 전망

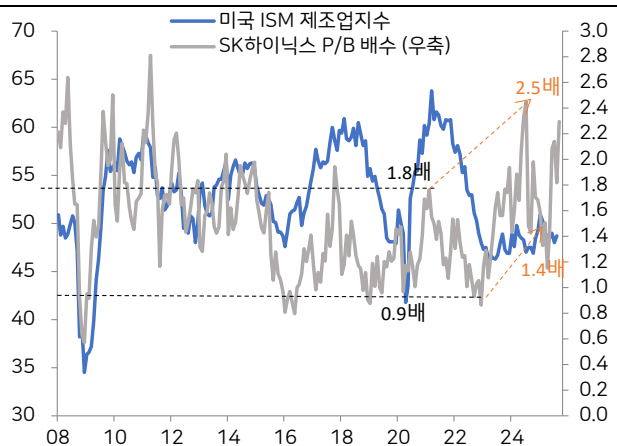
동사 3Q25 매출과 영업이익은 24.2조원과 10.9조원을 기록하여 전분기 대비 각각 9%, 18% 증가할 것으로 추정된다. 서버용 DDR5 및 고용량 eSSD 판매가 증가하며 DRAM, NAND 출하량이 모두 동사의 가이드언스를 상회할 전망이다. 특히 NAND 부문에서는 올해 업계 생산 증가율이 5%인데 반해 수요 증가율이 12%이므로 그간 재고가 크게 감소한데다, HDD의 공급 부족에 따라 서버 고객들의 eSSD 수요가 크게 증가하고 있다.

내년 경기 침체 가능성 및 글로벌 유동성 YoY 증감률의 하락은 Risk 요인

내년 반도체 업황과 동사 주가에 있어서 Risk 요인은 경기 둔화를 넘어서는 침체가 발생할 가능성이다. 만약 경기 침체 및 관세 부과에 따른 가격 상승으로 소비자용 IT Set에 대한 수요가 크게 둔화된다면, 당사가 가정한 내년 DRAM, NAND 수요 증가율이 생산 증가율을 하회할 수 있다.

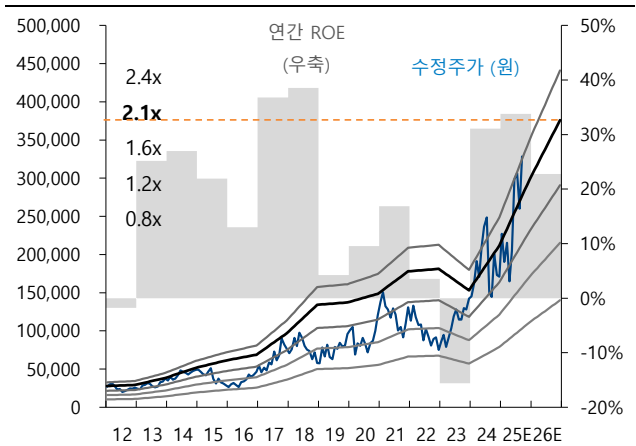
당사는 그간 반도체 주가와 유사한 추세를 보여온 글로벌 유동성 YoY 증감률 전망을 감안하여 반도체 주식에 대한 3Q25 저점 매수, 4Q25 고점 매도 전략을 권고한 바 있다. 9월 미국의 정책금리 인하가 확실시되면서 당사의 예상보다 반도체 주가가 다소 이른 시기에 상승하였으나, 글로벌 유동성 YoY 증감률과 반도체 주가와역사적인 비례 관계는 여전히 유효한 것으로 판단된다. 향후 글로벌 유동성이 지속적으로 상승하는 경우 YoY 증감률은 4Q25에 상승하나 내년 초부터는 다시 하락하게 된다. 향후 동사 주식 매매에 있어서 참고가 필요한 사항으로 보인다.

그림1. SK하이닉스 P/B 밴드 변화



자료: Datastream, iM증권 리서치본부

그림2. P/B Valuation을 이용한 SK하이닉스 목표주가 도출



자료: SK하이닉스, iM증권 리서치본부

표 1. CY25, CY26 HBM 실수요량 추정

	고객	가속기 반도체		HBM					
		제품명	생산량 (K)	제품명	개당 용량 (GB)	가속기 당 개수	가속기 당 총용량	수요 (M GB)	% YoY
CY25	Nvidia	H100	0	HBM3	16	5	80	0	
		H200	226	HBM3E	24	6	144	33	
		New H20	452	HBM3E	24	6	144	65	
		B200	2,340	HBM3E	24	8	192	449	
		B200A/B300A	2,808	HBM3E	36	4	144	404	
		B300	1,755	HBM3E	36	8	288	505	
		Total	7,582					1,457	136%
	AMD	MI325X/350	800	HBM3E	36	8	288	230	70%
Intel	Gaudi3	200	HBM2E	16	8	128	26	18%	
기타	ASIC/FPGA	7,500	HBM3/3E	20	5	100	750	176%	
	Total		16,082				153	2,463	136%
CY26	Nvidia	B200	490	HBM3E	24	8	192	94	
		B200A/B300A	980	HBM3E	36	4	144	141	
		B300	1,469	HBM3E	36	8	288	423	
		중국 전용	718	HBM3E	24	6	144	103	
		Rubin	4,571	HBM4	36	8	288	1,316	
		Total	8,228					2,078	43%
	AMD	MI350X	735	HBM3E	36	8	288	212	
		MI400X	225	HBM4	54	8	432	97	
		Total	960					309	34%
	Intel	Gaudi3	200	HBM2E	16	8	128	26	0%
기타	ASIC/FPGA	10,285	HBM3E/4	25	6	161	1,659	121%	
	Total		19,672				207	4,071	65%

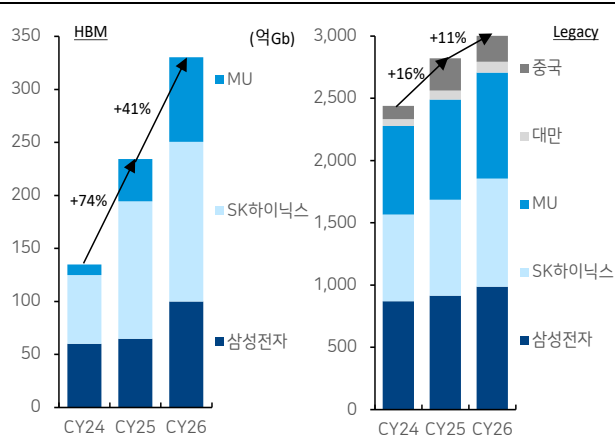
자료: 대만 서버 ODM, 각사 자료, iM 증권 리서치본부

표 2. CY25, CY26 DRAM 수요 증가율 전망

CY25E	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	기존	신규	기존	신규	기존	신규	기존	신규	기존	신규	기존	신규
Set 출하 증가율	1.4%	-0.1%	0.1%	-0.5%	-5.3%	-2.9%	0.2%	-0.7%	8.1%	7.6%		
DRAM 탑재량 증가율	8.3%	8.2%	11.5%	11.3%	4.8%	4.3%	3.4%	1.6%	21.0%	22.4%		
DRAM 수요 증가율	9.8%	8.1%	11.6%	10.8%	-0.8%	1.2%	3.6%	0.9%	30.8%	31.7%	18.1%	18.0%
CY25E Vs CY26E	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26
Set 출하 증가율	-0.1%	-2.0%	-0.5%	-2.0%	-2.9%	0.0%	-0.7%	0.0%	7.6%	3.1%		
DRAM 탑재량 증가율	8.2%	7.7%	11.3%	10.0%	4.3%	4.3%	1.6%	4.3%	22.4%	19.1%		
DRAM 수요 증가율	8.1%	5.5%	10.8%	7.8%	1.2%	4.3%	0.9%	4.3%	31.7%	22.8%	18.0%	13.7%

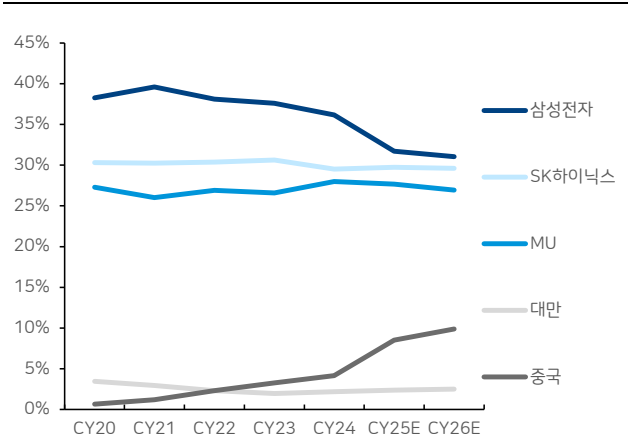
자료: iM 증권 리서치본부

그림3. 연도별, 업체별 HBM, Legacy DRAM 생산량 전망



자료: iM증권 리서치본부

그림4. 연도별, 업체별 DRAM 시장 점유율 전망



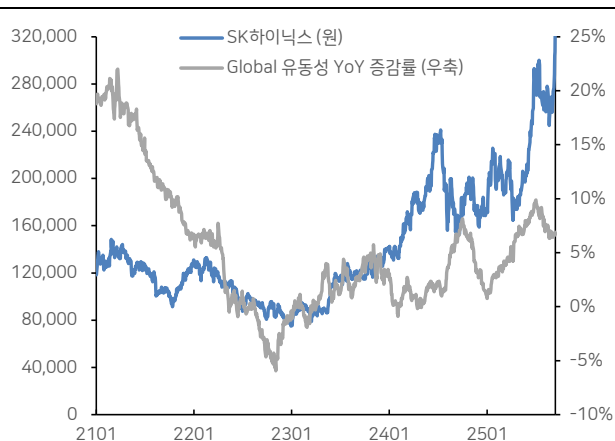
자료: iM증권 리서치본부

표 3. SK 하이닉스 부문별, 분기별 실적 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	16,266	19,687	19,508	20,521	18,774	23,391	24,866	23,600	58,858	66,563	75,982	90,631	102,413
% QoQ / YoY	-16.3%	21.0%	-0.9%	5.2%	-8.5%	24.6%	6.3%	-5.1%	1.0%	13.1%	14.1%	19.3%	13.0%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.35	0.40	0.46	0.50	0.51	0.51	0.53	0.54	0.39	0.25	0.43	0.52	0.52
% QoQ / YoY	20.3%	14.8%	14.1%	10.2%	0.1%	0.9%	4.0%	2.6%	-16.6%	-36.8%	75.7%	20.9%	0.0%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	5,687	7,901	8,934	10,357	9,485	11,926	13,179	12,833	22,923	16,390	32,878	47,425	53,590
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	36,247	35,522	30,167	28,708	23,379	40,234	42,772	40,597	106,710	131,867	130,645	146,983	169,030
% QoQ / YoY	-0.4%	-2.0%	-15.1%	-4.8%	-18.6%	72.1%	6.3%	-5.1%	45.7%	23.6%	-0.9%	12.5%	15.0%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.10	0.11	0.13	0.12	0.10	0.09	0.09	0.10	0.11	0.06	0.12	0.09	0.09
% QoQ / YoY	30.3%	17.0%	14.0%	-5.0%	-19.5%	-9.0%	3.0%	3.0%	-19.5%	-43.3%	90.8%	-18.2%	0.0%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	3,543	4,062	3,933	3,555	2,331	3,650	3,997	3,907	11,400	7,982	15,093	13,885	15,968
기타 매출 (백만달러)	107	110	79	196	316	294	291	260	534	563	492	1,160	1,160
연결기준 매출 (백만달러)	9,337	12,073	12,946	14,108	12,132	15,870	17,467	17,000	34,857	24,935	48,464	62,470	70,718
원/달러 환율 (원)	1,331	1,360	1,357	1,401	1,454	1,401	1,385	1,390	1,280	1,314	1,366	1,404	1,380
연결기준 매출 (십억원)	12,430	16,423	17,573	19,767	17,639	22,232	24,192	23,631	44,622	32,766	66,193	87,694	97,590
매출원가 (십억원)	7,635	8,927	8,401	9,401	7,537	10,249	10,482	9,988	28,994	33,299	34,364	38,256	49,862
매출총이익 (십억원)	4,795	7,496	9,172	10,366	10,102	11,983	13,710	13,643	15,628	-533	31,829	49,438	47,729
판매비 (십억원)	1,909	2,028	2,142	2,283	2,661	2,770	2,813	3,131	8,818	7,197	8,361	11,375	12,616
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익 (십억원)	2,886	5,469	7,030	8,083	7,441	9,213	10,898	10,512	6,809	-7,730	23,467	38,063	35,113
영업이익률	23.2%	33.3%	40.0%	40.9%	42.2%	41.4%	45.0%	44.5%	15.3%	-23.6%	35.5%	43.4%	36.0%
DRAM 영업이익 (십억원)	2,544	4,707	6,056	7,833	7,401	9,387	10,746	10,339	8,908	1,021	21,140	37,872	34,309
%/Sales	33.6%	43.8%	49.9%	54.0%	53.7%	56.2%	58.9%	58.0%	30.3%	4.7%	47.0%	56.9%	46.4%
NAND 영업이익 (십억원)	337	749	976	282	21	-190	136	159	-2,163	-8,763	2,345	127	805
%/Sales	7.2%	13.6%	18.3%	5.7%	0.6%	-3.7%	2.5%	2.9%	-14.8%	-83.6%	11.4%	0.7%	3.7%

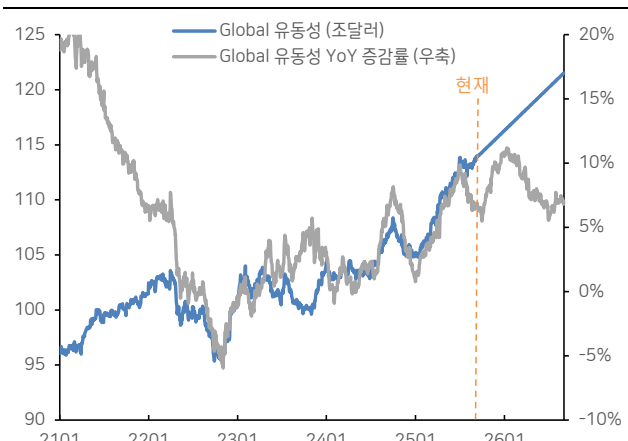
자료: SK 하이닉스, iM 증권 리서치본부

그림5. 글로벌 유동성 YoY 증감률과 SK하이닉스 주가



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 글로벌 유동성 YoY 증감을 시뮬레이션



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

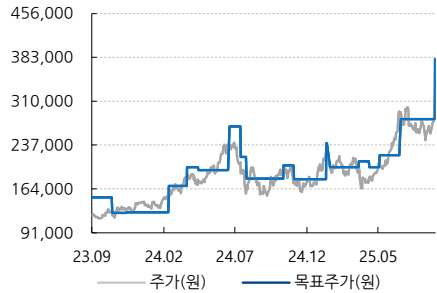
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	42,279	63,334	86,606	110,202	매출액	66,193	87,694	97,590	107,349
현금 및 현금성자산	11,205	28,651	52,662	72,276	증가율(%)	102.0	32.5	11.3	10.0
단기금융자산	3,010	6,320	6,636	6,968	매출원가	34,365	38,256	49,862	54,848
매출채권	13,299	13,154	9,759	10,735	매출총이익	31,828	49,438	47,729	52,501
재고자산	13,314	13,154	14,639	16,102	판매비와관리비	8,361	11,375	12,616	13,803
비유동자산	77,576	87,576	91,681	98,711	연구개발비	4,436	5,963	6,636	7,300
유형자산	60,157	71,549	75,938	83,170	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4,019	3,395	2,894	2,492	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	119,855	150,910	178,286	208,913	영업이익	23,467	38,063	35,113	38,698
유동부채	24,965	25,705	26,046	26,381	증가율(%)	흑전	62.2	-7.8	10.2
매입채무	2,277	3,017	3,358	3,693	영업이익률(%)	35.5	43.4	36.0	36.0
단기차입금	1,283	1,283	1,283	1,283	이자수익	4,855	3,041	3,631	4,115
유동성장기부채	3,969	3,969	3,969	3,969	이자비용	5,708	5,179	5,179	5,179
비유동부채	20,974	20,974	20,974	20,974	지분법이익(손실)	-38	-38	-38	-38
사채	12,409	12,409	12,409	12,409	기타영업외손익	1,309	1,740	-	-
장기차입금	7,208	7,208	7,208	7,208	세전계속사업이익	23,885	37,627	33,527	37,596
부채총계	45,940	46,679	47,020	47,355	법인세비용	4,088	7,525	6,705	7,519
지배주주지분	73,903	104,206	131,231	161,509	세전계속이익률(%)	36.1	42.9	34.4	35.0
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	당기순이익	19,797	30,101	26,822	30,077
자본잉여금	4,487	4,487	4,487	4,487	순이익률(%)	29.9	34.3	27.5	28.0
이익잉여금	65,418	94,473	120,250	149,281	지배주주귀속 순이익	19,789	30,089	26,810	30,064
기타자본항목	341	1,588	2,836	4,083	기타포괄이익	1,248	1,248	1,248	1,248
비지배주주지분	12	25	36	48	총포괄이익	21,044	31,349	28,069	31,325
자본총계	73,916	104,231	131,267	161,557	지배주주귀속총포괄이익	21,036	31,336	28,057	31,311

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	29,796	42,653	42,722	42,325	주당지표 (원)				
당기순이익	19,797	30,101	26,822	30,077	EPS	27,182	41,331	36,827	41,297
유형자산감가상각비	11,985	12,609	15,611	16,768	BPS	101,515	143,140	180,261	221,852
무형자산감가상각비	596	624	501	402	CFPS	44,464	59,507	58,959	64,882
지분법관련손실(이익)	-38	-38	-38	-38	DPS	2,204	1,500	1,500	1,500
투자활동 현금흐름	-18,005	-26,394	-19,400	-23,416	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-15,898	-24,000	-20,000	-24,000	PER	6.4	7.9	8.9	8.0
무형자산의 처분(취득)	-697	-	-	-	PBR	1.7	2.3	1.8	1.5
금융상품의 증감	-1,577	-3,310	-316	-332	PCR	3.9	5.5	5.6	5.1
재무활동 현금흐름	-8,704	-2,116	-1,629	-1,629	EV/EBITDA	3.8	4.5	4.0	3.3
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-7,376	-	-	-	ROE	31.1	33.8	22.8	20.5
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	54.5	58.5	52.5	52.0
배당금지급	-826	-1,520	-1,034	-1,034	부채비율	62.2	44.8	35.8	29.3
현금및현금성자산의증감	3,618	17,446	24,011	19,614	순부채비율	14.4	-9.7	-26.2	-33.7
기초현금및현금성자산	7,587	11,205	28,651	52,662	매출채권회전율(x)	6.5	6.6	8.5	10.5
기말현금및현금성자산	11,205	28,651	52,662	72,276	재고자산회전율(x)	4.9	6.6	7.0	7.0

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

SK하이닉스 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-10-26	Hold	124,000	3.2%	8.1%
2023-11-27	Hold	125,000	10.1%	25.2%
2024-02-23	Hold	169,000	-1.2%	9.8%
2024-04-02	Hold	200,000	-9.9%	-5.8%
2024-04-26	Hold	195,000	4.1%	21.8%
2024-07-01	Hold	268,000	-15.6%	-10.1%
2024-07-25	Hold	217,000	-14.8%	-9.9%
2024-08-06	Hold	181,000	-2.5%	10.3%
2024-10-24	Hold	203,000	-5.9%	-1.0%
2024-11-15	Hold	180,000	0.8%	25.3%
2025-01-23	Hold	240,000	-7.9%	-7.9%
2025-01-31	Hold	200,000	0.9%	9.3%
2025-04-02	Hold	210,000	-15.7%	-7.3%
2025-04-24	Hold	200,000	-4.9%	3.0%
2025-05-16	Hold	220,000	5.5%	33.2%
2025-06-30	Hold	280,000	-3.0%	9.6%
2025-09-12	Buy	380,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%