

SK하이닉스 (000660)

적어도 1H26까지는 업황 강세 예상

매수 투자 의견 유지. 목표주가 53만원으로 상향

SK하이닉스의 3Q25 매출과 영업이익은 24.6조원과 11.4조원을 기록하여 전분기 대비 각각 11%, 24% 증가할 것으로 예상된다. 또한 양호한 출하량과 ASP 상승에 따라 4Q25 매출과 영업이익은 26.6조원과 13.3조원으로 개선세를 이어갈 것으로 보인다. 동사 FY26 영업이익은 올해 대비 38% 증가하는 57.2조원을 기록할 전망이다. 이에 기반한 FY26 예상 BPS 208,625원에 전고점 P/B 배수인 2.5배를 적용하면 53만원의 신규 목표주가가 도출된다. 당분간 동사의 경쟁력 우위가 이어질 전망이고 향후 업황 전망이 우호적으므로 고점 배수의 적용이 가능하다.

3Q25 영업이익을 11.4조원으로 전망

동사 3Q25 DRAM 출하량은 서버 생산 증가와 미국 경쟁사의 서버용 DDR5 생산 차질에 따라 기존 가이드를 상회한 것으로 추정된다. 또한 동사가 강점을 보유한 QLC eSSD에 대한 수요가 고용량 HDD 공급 부족에 따라 증가하면서, 3Q25 NAND 출하량 및 ASP 역시 기존 예상치보다 좋을 것으로 판단된다. 동사 3Q25 DRAM 영업이익은 전분기 대비 19% 증가한 11.2조원에 달하고 NAND 부문의 영업이익도 흑자 전환했을 것으로 보인다.

4Q25 영업이익은 13.3조원으로 개선될 듯

4분기 DRAM, NAND 출하량은 전분기 대비 감소하는 것이 일반적이나, 당사는 최근의 수요 강세에 따라 4Q25 출하량이 전분기 수준을 유지할 수 있을 것으로 전망하고 있다. 동사 DRAM Blended ASP는 6% 상승하여 경쟁사 대비 상승폭이 다소 작을 것으로 보이는데, 이는 4Q25 HBM 판매 증가율이 경쟁사보다는 낮을 전망이다. 동사 NAND ASP 역시 8% 상승이 예상되며 이러한 가정에 기반한 동사 4Q25 매출과 영업이익 전망치는 26.6조원과 13.3조원이다.

적어도 1H26까지는 업황 강세 예상

당사는 현재 가장 유력한 경기 시나리오인 완만한 둔화를 상정하고 CY26 PC, 스마트폰 출하 증가율을 모두 -1%, 빅테크 Capex YoY 증가율이 현재 전망치인 23.5%에서 30%까지 상향될 것으로 예상하고 서버 출하 증가율을 +4.7%로 가정하였다. 이러한 가정 하에서 계산되는 CY26 DRAM 수요 증가율은 15.2%, NAND 수요 증가율은 14.7%이다.

한편 CY26 업계 생산 증가율은 DRAM 15.1% (삼성전자 13%, SK하이닉스 15%, Micron 13%, 중국 30%), NAND 15.5% (삼성전자 11%, SK하이닉스 20%, Micron 11%, Kioxia 14%, YMTC 30%)로 추정된다. 따라서 완만한 경기 둔화 상황이라면 CY26의 생산 증가율과 수요 증가율이 유사하므로, 적어도 1H26까지는 계약 베이스인 HBM을 제외하고 Legacy DRAM, NAND 모두에서 업황이 양호할 가능성이 높다.

Company Brief

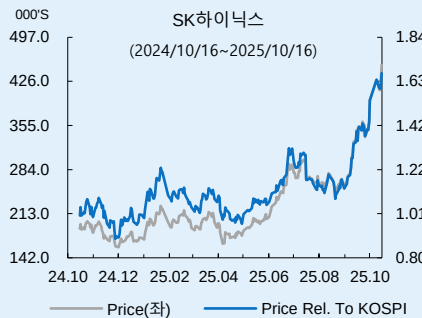
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	530,000원(상향)
증가(2025.10.16)	452,500원
상승여력	17.1%

Stock Indicator	
자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	329,421십억원
외국인지분율	55.3%
52주 주가	158,800~452,500원
60일평균거래량	3,448,598주
60일평균거래대금	1,068.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	30.0	52.9	160.1	139.8
상대수익률	21.4	35.2	106.9	96.2

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	66,193	91,054	113,268	124,595
영업이익(십억원)	23,467	41,360	57,175	62,967
순이익(십억원)	19,789	32,760	44,788	50,191
EPS(원)	27,182	45,000	61,522	68,943
BPS(원)	101,515	146,809	208,625	277,862
PER(배)	6.4	10.1	7.4	6.6
PBR(배)	1.7	3.1	2.2	1.6
ROE(%)	31.1	36.2	34.6	28.3
배당수익률(%)	1.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	3.8	5.8	3.8	3.0

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[반도체]

송명섭 2122-9207 mssong@imfnsec.com

경쟁사의 HBM4 조기 성공 여부에 따라 양사 간 주가 차별화 전망

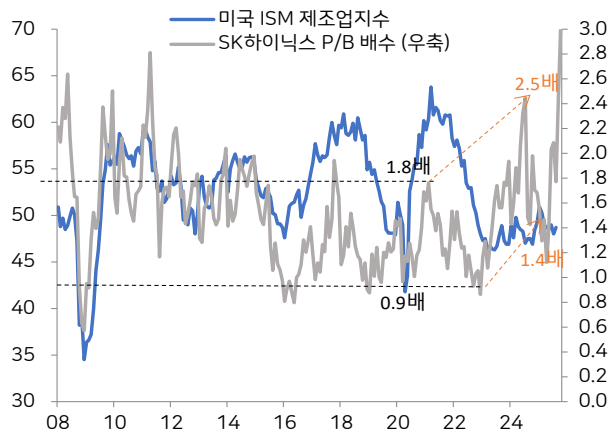
다만 경쟁사가 HBM4 조기 시장 진입에 성공할 경우 SK하이닉스의 HBM 시장 점유율은 CY25의 54%에서 CY26에는 43%로 하락할 것으로 예상된다. 또한 경쟁사의 CY26 HBM 판매 증가율은 78%로 SK하이닉스의 20%를 크게 상회할 전망이다. 이 경우 경쟁사의 FY26 DRAM Blended ASP 상승률과 실적 개선폭이 SK하이닉스보다 상대적으로 더욱 클 수 있다. 따라서 CY26 초로 예상되고 아직 미지수인 경쟁사의 HBM4 인증 성공 여부에 따라 양사 간 주가 퍼포먼스가 크게 달라질 가능성이 존재한다.

현재 무관세인 반도체에 대한 관세 부과 가능성은 여전히 Risk

반도체 업체들에 대한 CY26의 공통 Risk는 아직 무관세인 반도체에 대한 최종 관세 부과 가능성이다. 한국에 대한 상호 관세가 15%로 결정 난 상황에서 아직 반도체에 대해서는 무관세가 적용되고 있다. 현재 예상보다 강한 수요에는 관세 부과에 따른 가격 상승 전에 IT Set 및 반도체를 선구매하려는 가수요의 영향이 여전히 존재할 수 있다. 따라서 만약 실제로 관세가 부과될 경우 갑작스러운 수요 둔화가 나타날 가능성을 배제할 수 없다.

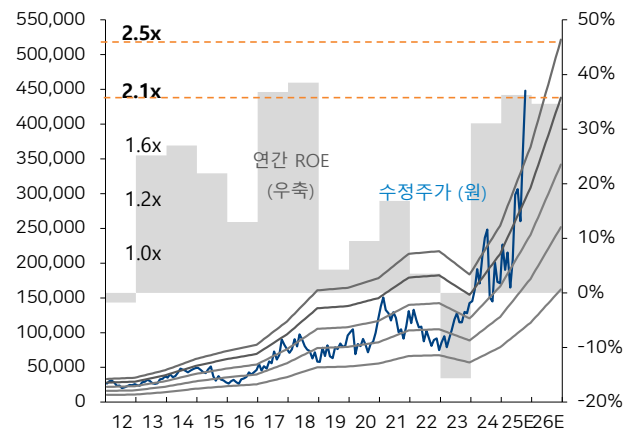
또한 아직 가격이 낮은 NAND와 달리 DRAM의 경우 PC 생산 비용 중 DRAM 구매 비중 (BOM Cost)이 현재 7%에 근접하고 있어 역사적 평균인 4%를 크게 상회 중이다. 가격 상승이 지속되고 관세 부과가 개시될 경우, 마진 압박에 직면한 PC, 스마트폰 고객들의 DRAM 가격 인상에 대한 저항이 심해질 수 있다.

그림1. SK하이닉스 P/B 밴드 변화



자료: Datastream, iM증권 리서치본부

그림2. P/B Valuation을 이용한 SK하이닉스 목표주가 도출



자료: SK하이닉스, iM증권 리서치본부

표 1. SK 하이닉스 부문별, 분기별 실적 전망

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	FY23	FY24	FY25E	FY26E
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	18,896	23,513	25,272	25,227	24,681	26,302	27,385	26,321	66,563	75,982	92,909	104,689
% QoQ / YoY	-7.9%	24.4%	7.5%	-0.2%	-2.2%	6.6%	4.1%	-3.9%	13.1%	14.1%	22.3%	12.7%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.50	0.51	0.53	0.56	0.60	0.61	0.57	0.52	0.25	0.43	0.53	0.58
% QoQ / YoY	-0.1%	1.0%	4.2%	6.2%	6.7%	2.3%	-6.1%	-9.0%	-36.8%	75.5%	21.8%	9.6%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	9,480	11,913	13,342	14,147	14,774	16,102	15,739	13,765	16,390	32,828	48,883	60,379
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	23,430	40,379	42,772	42,772	40,597	44,222	46,396	43,497	131,867	130,645	149,353	174,712
% QoQ / YoY	-18.4%	72.3%	5.9%	0.0%	-5.1%	8.9%	4.9%	-6.2%	23.6%	-0.9%	14.3%	17.0%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.10	0.09	0.10	0.10	0.11	0.12	0.11	0.10	0.06	0.12	0.10	0.11
% QoQ / YoY	-19.5%	-9.0%	5.0%	8.0%	10.0%	5.0%	-5.0%	-8.0%	-43.3%	90.8%	-16.1%	15.8%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	2,336	3,663	4,074	4,400	4,594	5,255	5,238	4,517	7,982	15,093	14,474	19,604
기타 매출 (백만달러)	316	294	291	260	247	246	232	198	563	492	1,160	923
연결기준 매출 (백만달러)	12,132	15,870	17,708	18,807	19,615	21,602	21,209	18,480	24,935	48,414	64,517	80,906
원/달러 환율 (원)	1,454	1,401	1,388	1,415	1,400	1,400	1,400	1,400	1,314	1,366	1,411	1,400
연결기준 매출 (십억원)	17,639	22,232	24,571	26,611	27,461	30,243	29,693	25,871	32,766	66,123	91,054	113,268
매출원가 (십억원)	7,537	10,249	10,327	10,356	10,105	10,743	11,413	11,273	33,299	34,364	38,469	43,533
매출총이익 (십억원)	10,102	11,983	14,245	16,255	17,356	19,501	18,280	14,599	-533	31,759	52,585	69,736
판매비 (십억원)	2,661	2,770	2,812	2,981	3,021	3,075	3,127	3,337	7,197	8,361	11,225	12,560
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익 (십억원)	7,440	9,213	11,432	13,274	14,335	16,426	15,153	11,262	-7,730	23,398	41,360	57,175
영업이익률	42.2%	41.4%	46.5%	49.9%	52.2%	54.3%	51.0%	43.5%	-23.6%	35.4%	45.4%	50.5%
DRAM 영업이익 (십억원)	7,399	9,383	11,152	12,441	12,970	14,230	13,271	10,484	1,021	21,070	40,375	50,955
%/Sales	53.7%	56.2%	60.2%	62.2%	62.7%	63.1%	60.2%	54.4%	4.7%	46.9%	58.5%	60.3%
NAND 영업이익 (십억원)	24	-186	265	819	1,351	2,182	1,869	767	-8,763	2,345	921	6,170
%/Sales	0.7%	-3.6%	4.7%	13.2%	21.0%	29.7%	25.5%	12.1%	-83.6%	11.4%	4.5%	22.5%

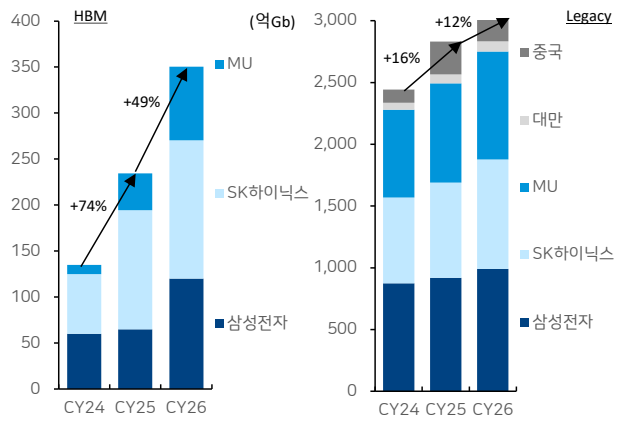
자료: SK하이닉스, iM증권 리서치본부

표 2. CY25, CY26 DRAM 수요 증가율 전망

CY25E	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규
Set 출하 증가율	1.4%	-0.1%	0.1%	0.7%	-5.3%	-2.9%	0.2%	-0.7%	8.1%	8.4%		
DRAM 탑재량 증가율	8.3%	8.2%	11.5%	11.7%	4.8%	4.3%	3.4%	1.6%	21.0%	23.2%		
DRAM 수요 증가율	9.8%	8.1%	11.6%	12.5%	-0.8%	1.2%	3.6%	0.9%	30.8%	33.6%	18.1%	19.3%
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%	-1.0%	0.7%	-1.0%	-2.9%	-1.6%	-0.7%	0.0%	8.4%	4.7%		
DRAM 탑재량 증가율	8.2%	7.7%	11.7%	10.0%	4.3%	3.4%	1.6%	4.3%	23.2%	19.0%		
DRAM 수요 증가율	8.1%	6.6%	12.5%	8.9%	1.2%	1.7%	0.9%	4.3%	33.6%	24.6%	19.3%	15.2%

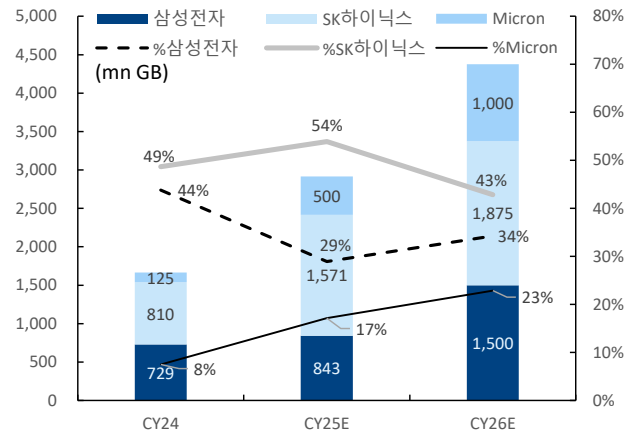
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 연도별, 업체별 HBM, Legacy DRAM 생산량 전망



자료: iM증권 리서치본부

그림4. 삼성전자 HBM4 초기 성공 시 업체별 HBM 시장 점유율



자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

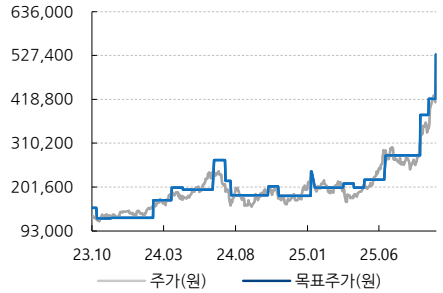
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	42,279	66,122	107,803	151,587	매출액	66,193	91,054	113,268	124,595
현금 및 현금성자산	11,205	30,431	69,939	109,350	증가율(%)	102.0	37.6	24.4	10.0
단기금융자산	3,010	6,320	6,636	6,968	매출원가	34,365	38,469	43,533	47,886
매출채권	13,299	13,658	11,327	12,460	매출충이익	31,828	52,585	69,736	76,709
재고자산	13,314	13,658	16,990	18,689	판매비와관리비	8,361	11,225	12,560	13,742
비유동자산	77,576	87,576	91,681	98,711	연구개발비	4,436	6,192	7,702	8,472
유형자산	60,157	71,549	75,938	83,170	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4,019	3,395	2,894	2,492	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	119,855	153,698	199,483	250,299	영업이익	23,467	41,360	57,175	62,967
유동부채	24,965	25,821	26,585	26,975	증가율(%)	흑전	76.2	38.2	10.1
매입채무	2,277	3,133	3,897	4,287	영업이익률(%)	35.5	45.4	50.5	50.5
단기차입금	1,283	1,283	1,283	1,283	이자수익	4,855	3,084	4,050	5,014
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	40,967	56,009	62,764
부채총계	45,940	46,795	47,559	47,949	법인세비용	4,088	8,193	11,202	12,553
지배주주지분	73,903	106,878	151,880	202,284	세전계속이익률(%)	36.1	45.0	49.4	50.4
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	당기순이익	19,797	32,774	44,807	50,212
자본잉여금	4,487	4,487	4,487	4,487	순이익률(%)	29.9	36.0	39.6	40.3
이익잉여금	65,418	97,145	140,899	190,057	지배주주귀속 순이익	19,789	32,760	44,788	50,191
기타자본항목	341	1,588	2,836	4,083	기타포괄이익	1,248	1,248	1,248	1,248
비지배주주지분	12	26	45	65	총포괄이익	21,044	34,021	46,054	51,459
자본총계	73,916	106,903	151,924	202,350	지배주주귀속총포괄이익	21,036	34,007	46,035	51,438

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	29,796	44,433	58,220	62,121	주당지표(원)				
당기순이익	19,797	32,774	44,807	50,212	EPS	27,182	45,000	61,522	68,943
유형자산감가상각비	11,985	12,609	15,611	16,768	BPS	101,515	146,809	208,625	277,862
무형자산상각비	596	624	501	402	CFPS	44,464	63,177	83,654	92,528
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	10.1	7.4	6.6
무형자산의 처분(취득)	-697	-	-	-	PBR	1.7	3.1	2.2	1.6
금융상품의 증감	-1,577	-3,310	-316	-332	PCR	3.9	7.2	5.4	4.9
재무활동 현금흐름	-8,704	-2,116	-1,629	-1,629	EV/EBITDA	3.8	5.8	3.8	3.0
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-7,376	-	-	-	ROE	31.1	36.2	34.6	28.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	54.5	60.0	64.7	64.3
배당금지급	-826	-1,520	-1,034	-1,034	부채비율	62.2	43.8	31.3	23.7
현금및현금성자산의증감	3,618	19,226	39,509	39,410	순부채비율	14.4	-11.1	-34.0	-45.2
기초현금및현금성자산	7,587	11,205	30,431	69,939	매출채권회전율(x)	6.5	6.8	9.1	10.5
기말현금및현금성자산	11,205	30,431	69,939	109,350	재고자산회전율(x)	4.9	6.8	7.4	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	-8.4%	-5.0%
2025-09-30	Buy	420,000	-3.5%	1.9%
2025-10-16	Buy	530,000		



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. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%