

SK하이닉스 (000660)

EARNINGS REVIEW

Company Analysis | 반도체/소부장 | 2025.07.25

2Q25P Review: 우호적인 환경 지속

2Q25P Review: 컨센서스 부합

2Q25P 연결 실적은 매출액 22.2조원(+26%QoQ, +35%YoY), 영업이익 9.2조원(+24%QoQ, +68%YoY, OPM 41.4%)으로 당사 추정치와 시장 컨센서스 매출액 20.6조원, 영업이익 9.0조원에 모두 부합했다. NAND B/G가 70%QoQ를 기록하며 당초 가이던스였던 +20%QoQ를 크게 상회하며 매출액 성장에 기여했다. 하지만 Pull-In에 기인한 저마진 단품 제품 위주의 수요로 NAND OPM은 -3.6%를 기록했다.

2026년 HBM ASP에 대한 과한 우려

2025년 연결 실적은 매출액 86.7조원(+31%YoY), 영업이익 36.6조원(+56%YoY, OPM 42.2%)으로 전망한다. HBM4의 HBM3e 12Hi 대비 ASP Premium을 40~50%→20%로 하향 조정함에 따라 SK하이닉스의 2026년 HBM Blended ASP는 -5%YoY하락할 것으로 예상된다. HBM ASP가 10%YoY 이상 하락할 것이라는 우려는 과하며 중국향 AI Chip의 수출 재개, DRAM Cycle 변동성 축소 등 메모리 공급업체들에게 우호적인 환경이 지속되고 있다. 또한 HBM의 가격하락은 일시적일 것이며 2027년 HBM4e 1TB를 탑재한 Rubin Ultra의 출시와 함께 가격 상승세를 이어나갈 것으로 전망한다.

투자의견 Buy, 목표주가 360,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 360,000을 유지한다. 현 주가는 12M Fwd P/B 기준 1.6x로 밴드 중상단에 위치해 있으며 최근 2026년 HBM ASP -10% 이상 하락할 것이라 과도한 우려로 인한 주가 조정이 이루어졌다. HBM 경쟁사의 진입으로 인한 Valuation Premium 축소가 이루어질 것이라는 점은 동의한다. 하지만 Valuation Premium 축소의 방식이 SK하이닉스에 대한 할인보다는 경쟁사에 대한 Rerating을 통해 이루어지는 것이 합당할 것이다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	32,766	66,193	86,717	95,780	103,442
영업이익	-7,730	23,467	36,583	40,628	44,243
순이익	-9,138	19,797	30,794	32,130	35,245
EPS (원)	-13,242	28,719	44,525	46,396	50,895
증감률 (%)	적전	흑전	55.0	4.2	9.7
PER (x)	-10.7	6.1	6.1	5.8	5.3
PBR (x)	1.9	1.7	1.9	1.5	1.2
영업이익률 (%)	-23.6	35.5	42.2	42.4	42.8
EBITDA 마진 (%)	18.1	54.5	59.6	61.5	63.2
ROE (%)	-15.6	31.1	34.6	27.0	23.4

주: IFRS 연결 기준

자료: SK하이닉스, LS증권 리서치센터

Analyst 차용호
yonghocha@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	360,000 원
현재주가	269,500 원
상승여력	33.6 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI (07/24)	3,190.45 pt
시가총액	1,961,966 억원
발행주식수	728,002 천주
52 주 최고가/최저가	300,000 / 152,800 원
90 일 일평균거래대금	8,783.93 억원
외국인 지분율	55.2%
배당수익률(25.12E)	0.9%
BPS(25.12E)	141,773 원
KOSPI대비 상대수익률	1개월 -6.0%
	6개월 -3.8%
	12개월 13.6%
주주구성	에스케이스퀘어 (외 8인) 20.1%
	국민연금공단 (외 1인) 7.4%
	Capital Group (외 60인) 7.3%

Stock Price



표1 SK하이닉스 실적 추정치 변경 내역

		2Q25P			3Q25E			2025E		
		수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
원/달러 평균		1,411	1,411	0%	1,353	1,361	1%	1,396	1,402	0%
Bit Growth (%)	DRAM	19%	24%	5%	2%	2%	0%	18%	19%	1%
	NAND	23%	70%	47%	17%	0%	-17%	-9%	7%	16%
ASP Growth (%)	DRAM	3%	2%	-1%	6%	6%	-1%	23%	23%	1%
	NAND	7%	-9%	-16%	3%	3%	0%	-7%	-19%	-12%
매출액 (십억원)	DRAM	16,652	17,119	3%	17,304	17,837	3%	66,888	67,967	2%
	NAND	4,001	4,669	17%	4,605	4,627	0%	16,489	17,016	3%
	Others	521	445	-15%	541	544	1%	1,803	1,734	-4%
	합계	21,174	22,232	5%	22,450	23,008	2%	85,181	86,718	2%
매출비중 (%)	DRAM	79%	77%	-2%	77%	78%	0%	79%	78%	0%
	NAND	19%	21%	2%	21%	20%	0%	19%	20%	0%
	Others	2%	2%	0%	2%	2%	0%	2%	2%	0%
	합계	100%	100%	0%	100%	100%	0%	100%	100%	0%
매출액 Growth (%)	DRAM	18%	21%	3%	4%	4%	0%	48%	50%	2%
	NAND	26%	47%	21%	15%	-1%	-16%	-14%	-11%	3%
	Others	48%	26%	-22%	4%	22%	19%	-6%	-9%	-4%
	합계	20%	26%	6%	6%	3%	-3%	29%	31%	2%
영업이익 (십억원)	DRAM	9,397	9,496	1%	10,032	9,591	-4%	38,099	37,195	-2%
	NAND	-77	-170	119%	667	81	-88%	1,171	-19	-102%
	Others	-217	-113	-48%	-218	-139	-36%	-915	-592	-35%
	합계	9,102	9,213	1%	10,481	9,533	-9%	38,355	36,584	-5%
영업이익률 (%)	DRAM	56.4%	55.5%	-1.0%	58.0%	53.8%	-4.2%	57.0%	54.7%	-2.2%
	NAND	-1.9%	-3.6%	-1.7%	14.5%	1.8%	-12.7%	7.1%	-0.1%	-7.2%
	Others	-41.7%	-25.5%	16.2%	-40.3%	-25.6%	14.7%	-50.8%	-34.2%	16.6%
	합계	43.0%	41.4%	-1.5%	46.7%	41.4%	-5.2%	45.0%	42.2%	-2.8%

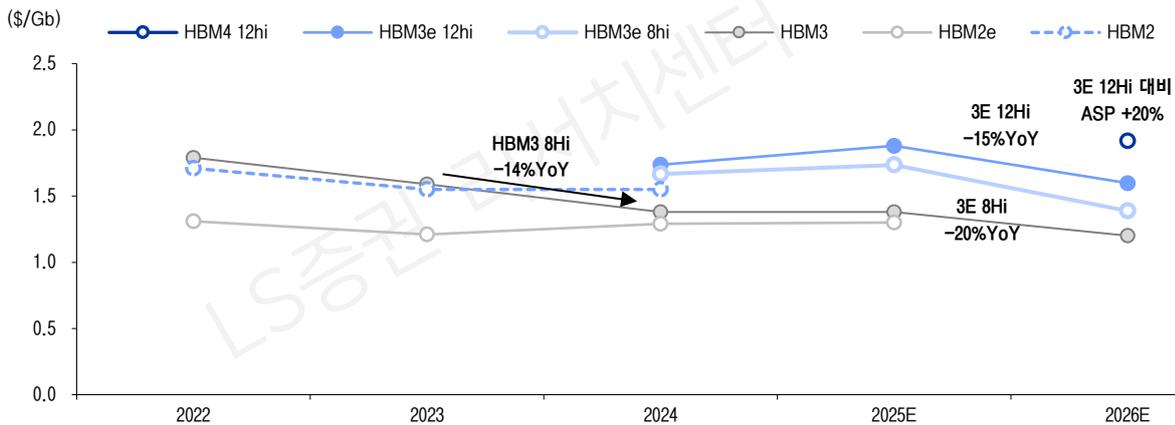
자료: LS증권 리서치센터

표2 SK 하이닉스 실적 추이 및 전망

		1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
원/달러 평균		1,473	1,411	1,361	1,361	1,354	1,347	1,341	1,334	1,402	1,344
Bit Growth (%)	DRAM	-8%	24%	2%	-3%	4%	5%	6%	2%	19%	16%
	NAND	-20%	70%	0%	1%	-13%	2%	7%	9%	7%	6%
ASP Growth (%)	DRAM	-1%	2%	6%	9%	-9%	0%	3%	2%	23%	2%
	NAND	-21%	-9%	3%	-3%	-5%	-2%	4%	5%	-19%	-6%
매출액 (십억원)	DRAM	14,112	17,119	17,837	18,900	17,855	18,709	20,240	20,939	67,967	77,743
	NAND	3,175	4,669	4,627	4,545	3,744	3,726	4,142	4,722	17,016	16,334
	Others	353	445	544	393	331	433	547	393	1,734	1,703
	합계	17,640	22,232	23,008	23,838	21,930	22,868	24,929	26,054	86,718	95,780
매출비중 (%)	DRAM	80%	77%	78%	79%	81%	82%	81%	80%	78%	81%
	NAND	18%	21%	20%	19%	17%	16%	17%	18%	20%	17%
	Others	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
매출액 Growth (%)	DRAM	-4%	21%	4%	6%	-6%	5%	8%	3%	50%	14%
	NAND	-33%	47%	-1%	-2%	-18%	0%	11%	14%	-11%	-4%
	Others	-11%	26%	22%	-28%	-16%	31%	26%	-28%	-9%	-2%
	합계	-11%	26%	3%	4%	-8%	4%	9%	5%	31%	10%
영업이익 (십억원)	DRAM	7,559	9,496	9,591	10,549	9,357	9,702	10,743	11,075	37,195	40,877
	NAND	7	-170	81	63	-52	109	210	378	-19	644
	Others	-124	-113	-139	-216	-277	-217	-160	-238	-592	-893
	합계	7,442	9,213	9,533	10,396	9,027	9,595	10,792	11,215	36,584	40,628
영업이익률 (%)	DRAM	53.6%	55.5%	53.8%	55.8%	52.4%	51.9%	53.1%	52.9%	54.7%	52.6%
	NAND	0.2%	-3.6%	1.8%	1.4%	-1.4%	2.9%	5.1%	8.0%	-0.1%	3.9%
	Others	-35.2%	-25.5%	-25.6%	-54.9%	-83.8%	-50.0%	-29.3%	-60.7%	-34.2%	-52.4%
	합계	42.2%	41.4%	41.4%	43.6%	41.2%	42.0%	43.3%	43.0%	42.2%	42.4%

자료: LS증권 리서치센터

그림1 HBM 세대별 가격 전망



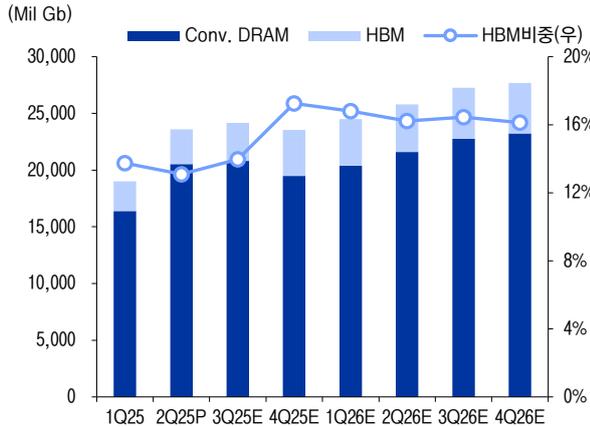
자료: LS증권 리서치센터

표3 SK하이닉스 DRAM 및 HBM 실적 추이 및 전망

		1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
Capa (K/m)	Conv. DRAM	370	375	380	375	365	355	340	350	4,500	4,230
	HBM(TSV)	130	140	150	170	180	190	200	200	1,770	2,310
	합계	500	515	530	545	545	545	540	550	6,270	6,540
Capa (%)	Conv. DRAM	74%	73%	72%	69%	67%	65%	63%	64%	72%	65%
	HBM(TSV)	26%	27%	28%	31%	33%	35%	37%	36%	28%	35%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Bit Shipment (Mil Gb)	Conv. DRAM	16,388	20,520	20,800	19,490	20,393	21,606	22,767	23,220	77,197	87,986
	HBM	2,612	3,092	3,376	4,064	4,120	4,182	4,483	4,463	13,143	17,248
	합계	18,999	23,611	24,176	23,554	24,513	25,788	27,251	27,683	90,340	105,235
Bit Growth (QoQ%)	Conv. DRAM	-9%	25%	1%	-6%	5%	6%	5%	2%		
	HBM	-2%	18%	9%	20%	1%	2%	7%	0%		
	합계	-8%	24%	2%	-3%	4%	5%	6%	2%		
Bit Growth (YoY%)	Conv. DRAM	6%	11%	18%	8%	24%	5%	9%	19%	11%	14%
	HBM	273%	181%	88%	53%	58%	35%	33%	10%	110%	31%
	합계	18%	20%	24%	14%	29%	9%	13%	18%	19%	16%
Bit Shipment 비중(%)	Conv. DRAM	86%	87%	86%	83%	83%	84%	84%	84%	85%	84%
	HBM	14%	13%	14%	17%	17%	16%	16%	16%	15%	16%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
ASP (\$/Gb)	Conv. DRAM	0.32	0.33	0.34	0.34	0.33	0.32	0.33	0.34	0.33	0.33
	HBM	1.68	1.74	1.78	1.79	1.58	1.66	1.70	1.74	1.76	1.67
	합계	0.50	0.51	0.54	0.59	0.54	0.54	0.55	0.57	0.54	0.55
ASP (QoQ%/YoY%)	Conv. DRAM	-9%	4%	4%	-1%	-3%	-2%	2%	4%	-2%	-1%
	HBM	6%	3%	2%	1%	-12%	5%	3%	2%	15%	-5%
	합계	-1%	2%	6%	9%	-9%	0%	3%	2%	23%	2%
매출액 (Mil USD)	Conv. DRAM	5,182	6,742	7,108	6,594	6,692	6,948	7,468	7,922	25,626	29,030
	HBM	4,400	5,387	6,001	7,290	6,494	6,938	7,627	7,774	23,077	28,833
	합계	9,582	12,129	13,109	13,883	13,186	13,886	15,096	15,696	48,703	57,864
매출액 (십억원)	Conv. DRAM	7,632	9,516	9,671	8,976	9,062	9,362	10,013	10,568	35,795	39,004
	HBM	6,480	7,603	8,165	9,924	8,794	9,347	10,226	10,371	32,172	38,738
	합계	14,112	17,119	17,837	18,900	17,855	18,709	20,240	20,939	67,967	77,743
매출액 Growth (QoQ%)	Conv. DRAM	-12%	25%	2%	-7%	1%	3%	7%	6%		
	HBM	9%	17%	7%	22%	-11%	6%	9%	1%		
	합계	-4%	21%	4%	6%	-6%	5%	8%	3%		
매출액 Growth (YoY%)	Conv. DRAM	9%	6%	13%	6%	29%	3%	5%	20%	12%	9%
	HBM	342%	236%	121%	72%	48%	29%	27%	7%	146%	20%
	합계	67%	52%	45%	33%	38%	14%	15%	13%	50%	14%
매출액 비중 (%)	Conv. DRAM	54%	56%	54%	47%	51%	50%	49%	50%	53%	50%
	HBM	46%	44%	46%	53%	49%	50%	51%	50%	47%	50%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

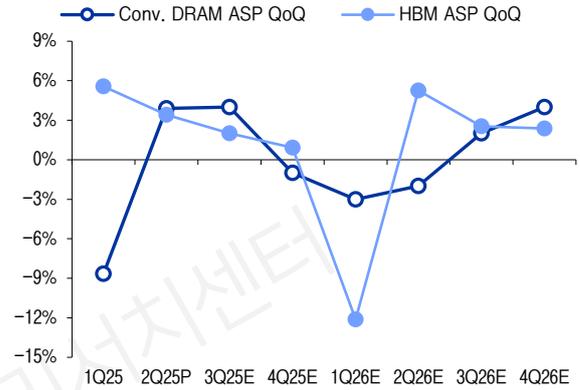
자료: LS증권 리서치센터

그림2 DRAM 내 HBM 실적 비중 추이 및 전망



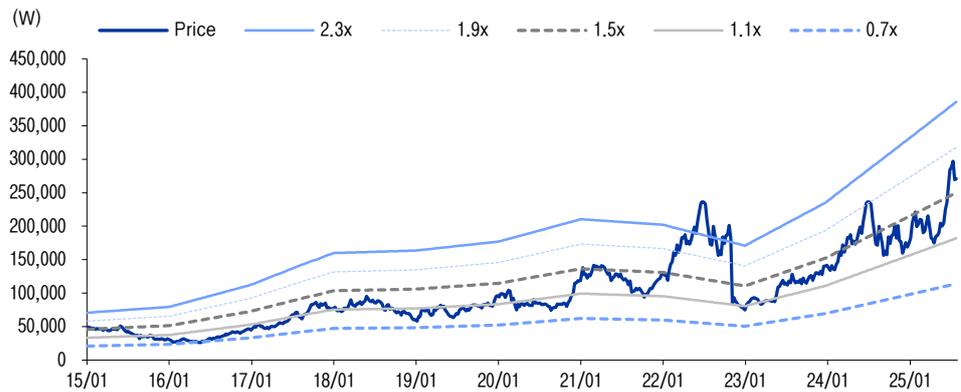
자료: LS증권 리서치센터

그림3 DRAM ASP 추이 및 전망



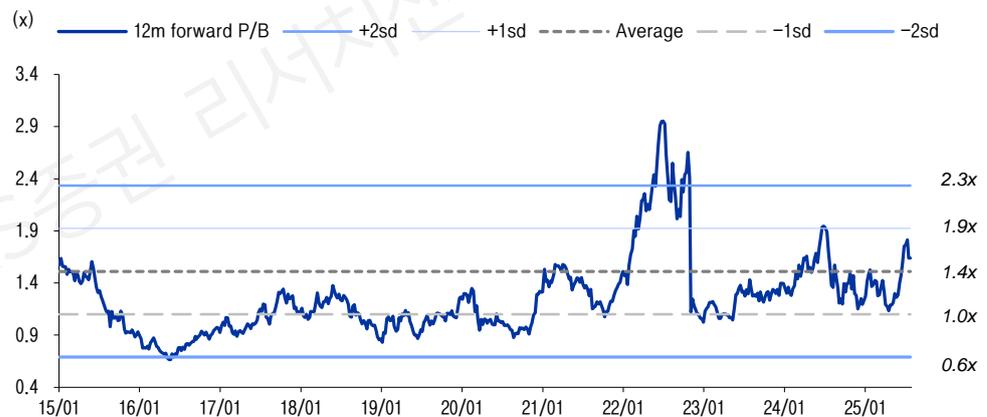
자료: LS증권 리서치센터

그림4 SK하이닉스 12M Fwd P/B Band



자료: LS증권 리서치센터

그림5 SK하이닉스 12M Fwd P/B 표준편차



자료: LS증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	30,468	42,279	58,431	69,603	85,906
현금 및 현금성자산	7,587	11,205	19,898	27,668	40,757
매출채권 및 기타채권	6,942	13,299	16,283	17,797	19,221
재고자산	13,481	13,314	18,829	20,579	22,226
기타유동자산	2,458	4,461	3,420	3,559	3,704
비유동자산	69,862	77,576	90,547	104,240	117,549
관계기업투자등	5,473	5,982	8,225	8,559	8,906
유형자산	52,705	60,157	70,438	83,419	95,998
무형자산	3,835	4,019	4,012	4,070	4,120
자산총계	100,330	119,855	148,978	173,843	203,455
유동부채	21,008	24,965	31,016	32,613	34,134
매입채무 및 기타채무	7,026	13,386	15,284	16,705	18,041
단기금융부채	11,968	7,582	11,371	11,371	11,371
기타유동부채	2,015	3,997	4,361	4,538	4,722
비유동부채	25,819	20,974	14,737	7,773	2,811
장기금융부채	22,013	19,617	13,346	6,346	1,346
기타비유동부채	3,806	1,357	1,390	1,427	1,465
부채총계	46,826	45,940	45,752	40,387	36,945
지배주주지분	53,504	73,903	103,211	133,442	166,495
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,715	4,715	4,715
이익잉여금	46,729	65,418	94,419	124,650	157,703
비지배주주지분(연결)	-1	12	15	15	15
자본총계	53,504	73,916	103,226	133,457	166,510

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	4,278	29,796	40,002	48,711	54,787
당기순이익(손실)	-9,138	19,797	30,794	32,130	35,245
비현금수익비용가감	15,033	17,054	14,673	18,333	21,180
유형자산감가상각비	13,121	11,985	14,418	17,668	20,522
무형자산상각비	553	596	683	624	632
기타현금수익비용	1,359	4,472	-1,248	40	26
영업활동 자산부채변동	794	-5,600	-3,834	-1,751	-1,638
매출채권 감소(증가)	-1,406	-5,098	-3,058	-1,513	-1,424
재고자산 감소(증가)	2,288	167	-5,513	-1,750	-1,646
매입채무 증가(감소)	83	-1,103	5,613	1,421	1,336
기타자산, 부채변동	-171	435	-876	92	96
투자활동 현금흐름	-7,335	-18,005	-28,082	-32,203	-34,684
유형자산처분(취득)	-6,785	-15,898	-24,954	-30,649	-33,101
무형자산 감소(증가)	-454	-697	-682	-682	-682
투자자산 감소(증가)	126	-1,418	849	-552	-568
기타투자활동	-221	9	-3,295	-320	-333
재무활동 현금흐름	5,697	-8,704	-3,266	-8,738	-7,015
차입금의 증가(감소)	6,507	-7,977	-2,507	-7,000	-5,000
자본의 증가(감소)	-801	-732	-2,280	-1,738	-2,015
배당금의 지급	826	826	-2,295	-1,738	-2,015
기타재무활동	-9	6	1,520	0	0
현금의 증가	2,610	3,618	8,693	7,770	13,088
기초현금	4,977	7,587	11,205	19,898	27,668
기말현금	7,587	11,205	19,898	27,668	40,757

자료: SK하이닉스, LS증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	32,766	66,193	86,717	95,780	103,442
매출원가	33,299	34,365	39,082	43,000	46,440
매출총이익	-533	31,828	47,636	52,780	57,002
판매비 및 관리비	7,197	8,361	11,053	12,151	12,759
영업이익	-7,730	23,467	36,583	40,628	44,243
(EBITDA)	5,943	36,049	51,683	58,921	65,398
금융손익	-1,238	-971	-592	-405	-135
이자비용	1,468	1,345	995	810	557
관계기업등 투자손익	15	-2	-164	-164	-164
기타영업외손익	-2,704	1,392	1,756	0	0
세전계속사업이익	-11,658	23,885	37,583	40,059	43,944
계속사업법인세비용	-2,520	4,088	6,789	7,930	8,698
계속사업이익	-9,138	19,797	30,794	32,130	35,245
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	30,794	32,130	35,245
지배주주	-9,112	19,789	30,679	31,969	35,069
총포괄이익	-9,022	21,315	30,794	32,130	35,245
매출총이익률 (%)	-1.6	48.1	54.9	55.1	55.1
영업이익률 (%)	-23.6	35.5	42.2	42.4	42.8
EBITDA 마진률 (%)	18.1	54.5	59.6	61.5	63.2
당기순이익률 (%)	-27.9	29.9	35.5	33.5	34.1
ROA (%)	-8.9	18.0	22.8	19.8	18.6
ROE (%)	-15.6	31.1	34.6	27.0	23.4
ROIC (%)	-7.5	25.1	33.4	30.7	29.4

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	-10.7	6.1	6.1	5.8	5.3
P/B	1.9	1.7	1.9	1.5	1.2
EV/EBITDA	21.7	3.9	3.9	3.1	2.5
P/CF	17.5	3.4	4.3	3.9	3.5
배당수익률 (%)	0.8	1.3	0.9	1.1	1.2
성장성 (%)					
매출액	-26.6	102.0	31.0	10.5	8.0
영업이익	적전	흑전	55.9	11.1	8.9
세전이익	적전	흑전	57.3	6.6	9.7
당기순이익	적전	흑전	55.5	4.3	9.7
EPS	적전	흑전	55.0	4.2	9.7
안정성 (%)					
부채비율	87.5	62.2	44.3	30.3	22.2
유동비율	145.0	169.3	188.4	213.4	251.7
순차입금/자기자본(x)	48.3	18.3	3.4	-8.5	-17.7
영업이익/금융비용(x)	-5.3	17.4	36.8	50.2	79.5
총차입금 (십억원)	33,981	27,200	24,718	17,718	12,718
순차입금 (십억원)	25,821	13,554	3,496	-11,328	-29,472
주당지표(원)					
EPS	-13,242	28,719	44,525	46,396	50,895
BPS	73,495	101,515	141,773	183,299	228,702
CFPS	8,098	50,619	62,454	69,316	77,507
DPS	1,200	2,204	2,520	2,930	3,130

SK하이닉스 목표주가 추이		투자의견 변동내역											
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
		2025.02.05	신규	차용호									
		2025.02.05	Buy	250,000원	17.2	-17.6							
		2025.07.01	Buy	360,000원									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 차용호).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	89.2% 10.8%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2024.7.1 ~ 2025.06.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)