

SK하이닉스 (000660)

EARNINGS PREVIEW

Company Analysis | 반도체/소부장 | 2025.10.23

3Q25 Preview: Cycle 실적 반영은 4Q25부터

3Q25 Preview: 컨센서스 상회 전망

3Q25 연결 실적은 매출액 25.0조원(+12%QoQ, +42%YoY), 영업이익 11.6조원(-8%QoQ, +158%YoY, OPM 42.2%)으로 시장 컨센서스 매출액 24.7조원, 영업이익 11.3조원을 상회할 것으로 전망한다. 3Q25 HBM 매출액은 8.2조원으로 최대 분기 실적을 갱신할 것이며, 9월 중순부터 시작된 범용 메모리 상승 Cycle로 출하량 및 가격 전망치(DRAM B/G +2%QoQ→+8%QoQ, ASP +6%QoQ→+8%QoQ, NAND B/G +0%QoQ→+2%QoQ, ASP +3%QoQ→+7%QoQ)를 상향 조정하였다.

범용 메모리 Cycle 본격적인 실적 반영은 4Q25부터

범용 메모리 상승 Cycle의 시작은 9월 중순으로 3Q25 실적에 미치는 영향은 제한적이다. Cycle의 본격적인 실적 반영은 4Q25부터 시작될 것이며, 다시 한번 역대 최대 실적을 갱신할 것으로 전망한다. 3Q25 호실적 발표 이후 셀은 우려는 단기적인 요인에 불과할 것이다. 2026년은 HBM 경쟁 심화 및 AI Chip Contents/Box Growth 둔화로 인해 동사의 HBM OPM이 25년 65%→26년 61%로 둔화될 것으로 예상된다. 하지만 범용 메모리 상승 Cycle이 4Q26까지 지속되며 Conventional DRAM의 OPM이 25년 50%→26년 59%로 개선될 것이다. NAND 또한 동사의 경쟁사 대비 높은 QLC 비중으로 인해 OPM이 25년 9%→26년 22%로 개선될 것으로 전망한다.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 610,000원 상향 조정

투자 의견 Buy를 유지하며, 목표주가는 610,000원으로 기존 대비 +69% 상향 조정한다. 목표주가는 2026년 예상 BPS 218,560원에 Target P/B로 메모리 상승 및 HBM 초기 Cycle의 상단인 2.8x를 적용하여 산출했다. 현 주가는 12M Fwd P/B 2.3x로 밴드 최상단에 위치해있어 과거 기준으로 본다면 부담이 느껴질 Valuation이다. 하지만 HBM 기여에 따른 메모리 산업 전체에 대한 P/B 밴드 상향 조정과 범용 메모리의 레버리지를 고려한다면 Micron의 CY26 예상 PBR 2.9x 대비 주가의 Upside는 여전히 기대할 수 있을 것이다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	32,766	66,193	93,148	124,995	134,994
영업이익	-7,730	23,467	42,057	64,402	70,028
순이익	-9,138	19,797	35,869	52,802	57,617
EPS (원)	-13,242	28,719	51,906	76,248	83,202
증감률 (%)	적전	흑전	80.7	46.9	9.1
PER (x)	-10.7	6.1	9.3	6.3	5.8
PBR (x)	1.9	1.7	3.2	2.2	1.6
영업이익률 (%)	-23.6	35.5	45.2	51.5	51.9
EBITDA 마진 (%)	18.1	54.5	61.2	66.4	67.8
ROE (%)	-15.6	31.1	39.3	39.3	30.7

주: IFRS 연결 기준

자료: SK하이닉스, LS증권 리서치센터



Analyst 차용호

yonghocha@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (상향)	610,000 원
현재주가	481,500 원
상승여력	26.7 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (10/22)	3,883.68 pt
시가총액	3,505,331 억원
발행주식수	728,002 천주
52 주 최고가/최저가	485,500 / 158,800 원
90 일 일평균거래대금	10,954.26 억원
외국인 지분율	55.1%
배당수익률(25.12E)	0.5%
BPS(25.12E)	148,781 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 25.2%
	6개월 120.9%
	12개월 105.3%
주주구성	에스케이스퀘어 (외 8인) 20.1%
	국민연금공단 (외 1인) 7.4%
Capital Research & Management	6.8%

Stock Price



표1 SK 하이닉스 실적 추정치 변경 내역

		3Q25E			4Q25E			2025E		
		수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
원/달러 평균		1,361	1,379	1%	1,361	1,399	3%	1,402	1,416	1%
Bit Growth (%)	DRAM	2%	8%	6%	-3%	2%	4%	19%	24%	5%
	NAND	0%	2%	2%	1%	1%	0%	7%	8%	1%
ASP Growth (%)	DRAM	6%	8%	2%	9%	11%	2%	23%	26%	3%
	NAND	3%	7%	4%	-3%	9%	12%	-19%	-14%	5%
매출액 (십억원)	DRAM	17,837	19,467	9%	18,900	22,318	18%	67,967	73,016	7%
	NAND	4,627	4,971	7%	4,545	5,566	22%	17,016	18,381	8%
	Others	544	551	1%	393	404	3%	1,734	1,753	1%
	합계	23,008	24,989	9%	23,838	28,288	19%	86,718	93,149	7%
매출비중 (%)	DRAM	78%	78%	0%	79%	79%	0%	78%	78%	0%
	NAND	20%	20%	0%	19%	20%	1%	20%	20%	0%
	Others	2%	2%	0%	2%	1%	0%	2%	2%	0%
	합계	100%	100%	0%	100%	100%	0%	100%	100%	0%
매출액 Growth (%)	DRAM	4%	14%	10%	6%	15%	9%	50%	62%	11%
	NAND	-1%	6%	7%	-2%	12%	14%	-11%	-4%	7%
	Others	22%	24%	2%	-28%	-27%	1%	-9%	-8%	1%
	합계	3%	12%	9%	4%	13%	10%	31%	41%	10%
영업이익 (십억원)	DRAM	9,591	10,980	14%	10,549	13,003	23%	37,195	41,038	10%
	NAND	81	739	810%	63	1,020	1523%	-19	1,597	-8728%
	Others	-139	-133	-5%	-216	-206	-4%	-592	-576	-3%
	합계	9,533	11,587	22%	10,396	13,817	33%	36,584	42,057	15%
영업이익률 (%)	DRAM	53.8%	56.4%	2.6%	55.8%	58.3%	2.5%	54.7%	56.2%	1.5%
	NAND	1.8%	14.9%	13.1%	1.4%	18.3%	16.9%	-0.1%	8.7%	8.8%
	Others	-25.6%	-24.1%	1.5%	-54.9%	-51.1%	3.9%	-34.2%	-32.9%	1.3%
	합계	41.4%	46.4%	4.9%	43.6%	48.8%	5.2%	42.2%	45.2%	3.0%

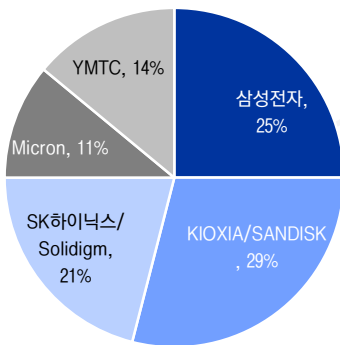
자료: LS증권 리서치센터

표2 SK 하이닉스 실적 추이 및 전망

		1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
원/달러 평균		1,473	1,411	1,379	1,399	1,394	1,388	1,382	1,375	1,416	1,384
Bit Growth (%)	DRAM	-8%	24%	8%	2%	-2%	10%	8%	0%	24%	22%
	NAND	-20%	70%	2%	1%	-13%	2%	5%	9%	8%	5%
ASP Growth (%)	DRAM	-1%	2%	8%	11%	0%	2%	1%	3%	26%	15%
	NAND	-21%	-9%	7%	9%	6%	4%	3%	1%	-14%	20%
매출액 (십억원)	DRAM	14,112	17,119	19,467	22,318	21,865	24,494	26,762	27,411	73,016	100,533
	NAND	3,175	4,669	4,971	5,566	5,109	5,401	5,818	6,380	18,381	22,707
	Others	353	445	551	404					1,753	1,755
	합계	17,640	22,232	24,989	28,288	27,315	30,341	33,144	34,195	93,149	124,995
매출비중 (%)	DRAM	80%	77%	78%	79%	80%	81%	81%	80%	78%	80%
	NAND	18%	21%	20%	20%	19%	18%	18%	19%	20%	18%
	Others	2%	2%	2%	1%	1%	1%	2%	1%	2%	1%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
매출액 Growth (%)	DRAM	-4%	21%	14%	15%	-2%	12%	9%	2%	62%	38%
	NAND	-33%	47%	6%	12%	-8%	6%	8%	10%	-4%	24%
	Others	-11%	26%	24%	-27%	-16%	31%	26%	-28%	-8%	0%
	합계	-11%	26%	12%	13%	-3%	11%	9%	3%	41%	34%
영업이익 (십억원)	DRAM	7,559	9,496	10,980	13,003	12,641	14,794	16,247	16,596	41,038	60,278
	NAND	7	-170	739	1,020	1,026	1,209	1,324	1,424	1,597	4,984
	Others	-124	-113	-133	-206	-272	-208	-149	-231	-576	-860
	합계	7,442	9,213	11,587	13,817	13,395	15,795	17,422	17,789	42,058	64,402
영업이익률 (%)	DRAM	53.6%	55.5%	56.4%	58.3%	57.8%	60.4%	60.7%	60.5%	56.2%	60.0%
	NAND	0.2%	-3.6%	14.9%	18.3%	20.1%	22.4%	22.8%	22.3%	8.7%	21.9%
	Others	-35.2%	-25.5%	-24.1%	-51.1%	-79.9%	-46.7%	-26.4%	-57.0%	-32.9%	-49.0%
	합계	42.2%	41.4%	46.4%	48.8%	49.0%	52.1%	52.6%	52.0%	45.2%	51.5%

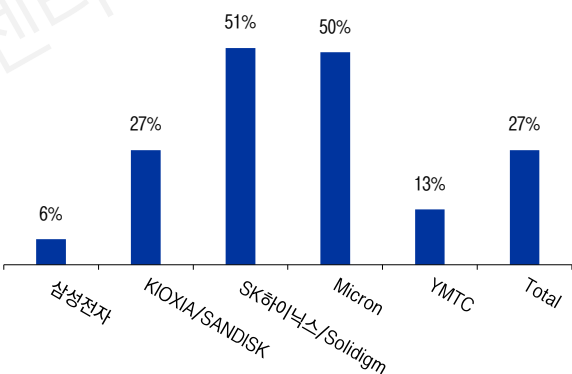
자료: LS증권 리서치센터

그림1 2026년 NAND 출하량 기준 점유율



자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

그림2 2026년 기업별 QLC 출하 비중



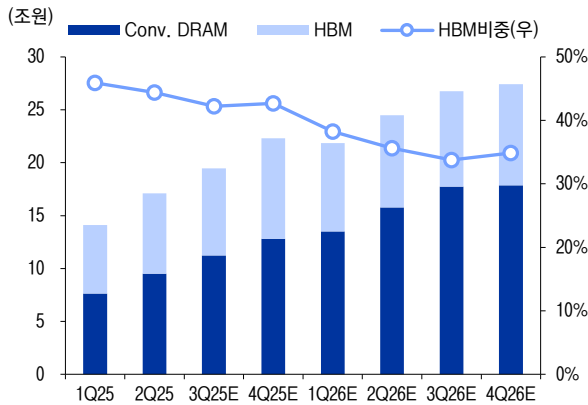
자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

표3 SK하이닉스 DRAM 및 HBM 실적 추이 및 전망

		1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
Capa (K/m)	Conv. DRAM	370	375	380	375	380	405	405	405	4,500	4,785
	HBM(TSV)	130	140	150	170	180	180	190	200	1,770	2,250
	합계	500	515	530	545	560	585	595	605	6,270	7,035
Capa (%)	Conv. DRAM	74%	73%	72%	69%	68%	69%	68%	67%	72%	68%
	HBM(TSV)	26%	27%	28%	31%	32%	31%	32%	33%	28%	32%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Bit Shipment (Mil Gb)	Conv. DRAM	16,388	20,520	22,152	22,184	21,768	24,315	26,648	26,445	81,242	99,177
	HBM	2,612	3,092	3,349	3,795	3,789	3,767	3,807	4,007	12,847	15,369
	합계	18,999	23,611	25,500	25,979	25,558	28,082	30,455	30,452	94,090	114,546
Bit Growth (QoQ%)	Conv. DRAM	-9%	25%	8%	0%	-2%	12%	10%	-1%		
	HBM	-2%	18%	8%	13%	0%	-1%	1%	5%		
	합계	-8%	24%	8%	2%	-2%	10%	8%	0%		
Bit Growth (YoY%)	Conv. DRAM	6%	11%	25%	23%	33%	18%	20%	19%	17%	22%
	HBM	273%	181%	87%	43%	45%	22%	14%	6%	106%	20%
	합계	18%	20%	31%	26%	35%	19%	19%	17%	24%	22%
Bit Shipment 비중(%)	Conv. DRAM	86%	87%	87%	85%	85%	87%	88%	87%	86%	87%
	HBM	14%	13%	13%	15%	15%	13%	12%	13%	14%	13%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
ASP (\$/Gb)	Conv. DRAM	0.32	0.33	0.37	0.41	0.45	0.47	0.48	0.49		
	HBM	1.68	1.74	1.78	1.79	1.58	1.67	1.72	1.74		
	합계	0.50	0.51	0.55	0.61	0.61	0.63	0.64	0.65		
ASP (QoQ%/YoY%)	Conv. DRAM	-9%	4%	12%	12%	8%	5%	3%	2%	6%	31%
	HBM	6%	3%	2%	1%	-12%	5%	3%	1%	15%	-4%
	합계	-1%	2%	8%	11%	0%	2%	1%	3%	26%	15%
매출액 (Mil USD)	Conv. DRAM	5,182	6,742	8,152	9,143	9,690	11,365	12,829	12,986	29,220	46,870
	HBM	4,400	5,387	5,963	6,807	6,000	6,284	6,540	6,953	22,557	25,777
	합계	9,582	12,129	14,115	15,950	15,690	17,649	19,369	19,938	51,777	72,647
매출액 (십억원)	Conv. DRAM	7,632	9,516	11,243	12,794	13,504	15,773	17,726	17,853	41,185	64,856
	HBM	6,480	7,603	8,224	9,524	8,362	8,721	9,036	9,558	31,831	35,677
	합계	14,112	17,119	19,467	22,318	21,865	24,494	26,762	27,411	73,016	100,533
매출액 Growth (QoQ%)	Conv. DRAM	-12%	25%	18%	14%	6%	17%	12%	1%		
	HBM	9%	17%	8%	16%	-12%	4%	4%	6%		
	합계	-4%	21%	14%	15%	-2%	12%	9%	2%		
매출액 Growth (YoY%)	Conv. DRAM	9%	6%	30%	47%	87%	69%	57%	42%	28%	57%
	HBM	342%	236%	119%	61%	36%	17%	10%	2%	143%	12%
	합계	67%	52%	57%	52%	64%	46%	37%	25%	62%	38%
매출액 비중 (%)	Conv. DRAM	54%	56%	58%	57%	62%	64%	66%	65%	56%	65%
	HBM	46%	44%	42%	43%	38%	36%	34%	35%	44%	35%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

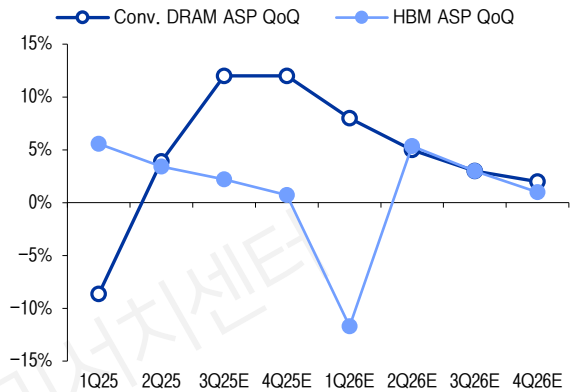
자료: LS증권 리서치센터

그림3 DRAM 내 HBM 실적 비중 추이 및 전망



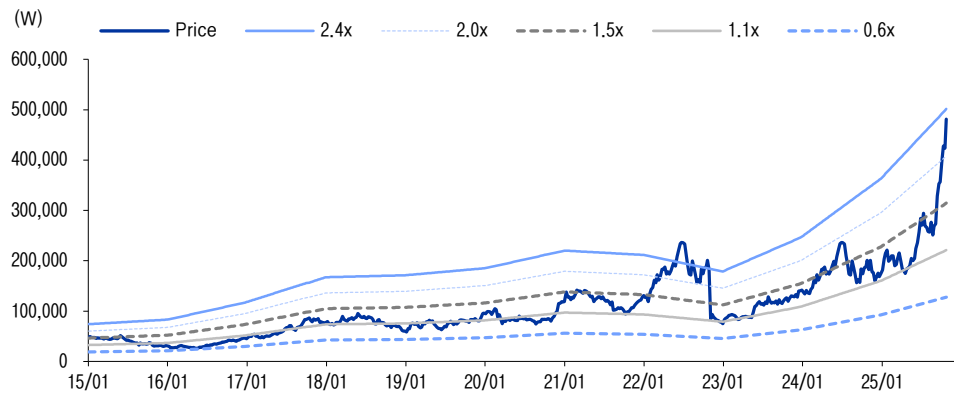
자료: LS증권 리서치센터

그림4 DRAM ASP 추이 및 전망



자료: LS증권 리서치센터

그림5 SK 하이닉스 12M Fwd P/B Band



자료: LS증권 리서치센터

그림6 SK 하이닉스 12M Fwd P/B 표준편차



자료: LS증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	30,468	42,279	62,637	95,406	133,439
현금 및 현금성자산	7,587	11,205	19,898	45,363	79,788
매출채권 및 기타채권	6,942	13,299	15,316	18,514	19,995
재고자산	13,481	13,314	17,788	21,503	23,223
기타유동자산	2,458	4,461	9,635	10,027	10,434
비유동자산	69,862	77,576	90,927	105,409	119,414
관계기업투자등	5,473	5,982	7,776	8,091	8,420
유형자산	52,705	60,157	71,069	84,450	97,393
무형자산	3,835	4,019	4,206	4,672	5,073
자산총계	100,330	119,855	153,563	200,816	252,853
유동부채	21,008	24,965	30,597	34,014	35,701
매입채무 및 기타채무	7,026	13,386	15,500	18,737	20,236
단기금융부채	11,968	7,582	10,656	10,656	10,656
기타유동부채	2,015	3,997	4,440	4,621	4,808
비유동부채	25,819	20,974	14,638	7,674	2,711
장기금융부채	22,013	19,617	13,317	6,317	1,317
기타비유동부채	3,806	1,357	1,321	1,356	1,394
부채총계	46,826	45,940	45,235	41,688	38,412
지배주주지분	53,504	73,903	108,313	159,112	214,426
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,726	4,726	4,726
이익잉여금	46,729	65,418	99,502	150,301	205,615
비지배주주지분(연결)	-1	12	15	15	15
자본총계	53,504	73,916	108,328	159,128	214,442

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	4,278	29,796	46,898	67,442	77,214
당기순이익(손실)	-9,138	19,797	35,869	52,802	57,617
비현금수익비용가감	15,033	17,054	17,025	18,264	21,245
유형자산감가상각비	13,121	11,985	14,164	17,868	20,806
무형자산상각비	553	596	746	694	759
기타현금수익비용	1,359	4,472	-645	-436	-459
영업활동 자산부채변동	794	-5,600	-2,458	-3,624	-1,648
매출채권 감소(증가)	-1,406	-5,098	-3,091	-3,198	-1,481
재고자산 감소(증가)	2,288	167	-4,691	-3,715	-1,720
매입채무 증가(감소)	83	-1,103	5,136	3,237	1,499
기타자산, 부채변동	-171	435	188	52	54
투자활동 현금흐름	-7,335	-18,005	-34,038	-33,238	-35,775
유형자산처분(취득)	-6,785	-15,898	-24,928	-31,249	-33,749
무형자산 감소(증가)	-454	-697	-1,038	-1,160	-1,160
투자자산 감소(증가)	126	-1,418	-5,113	-510	-533
기타투자활동	-221	9	-2,959	-320	-333
재무활동 현금흐름	5,697	-8,704	-3,788	-8,738	-7,015
차입금의 증가(감소)	6,507	-7,977	-2,140	-7,000	-5,000
자본의 증가(감소)	-801	-732	-2,267	-1,738	-2,015
배당금의 지급	826	826	-2,295	-1,738	-2,015
기타재무활동	-9	6	619	0	0
현금의 증가	2,610	3,618	8,693	25,465	34,425
기초현금	4,977	7,587	11,205	19,898	45,363
기말현금	7,587	11,205	19,898	45,363	79,788

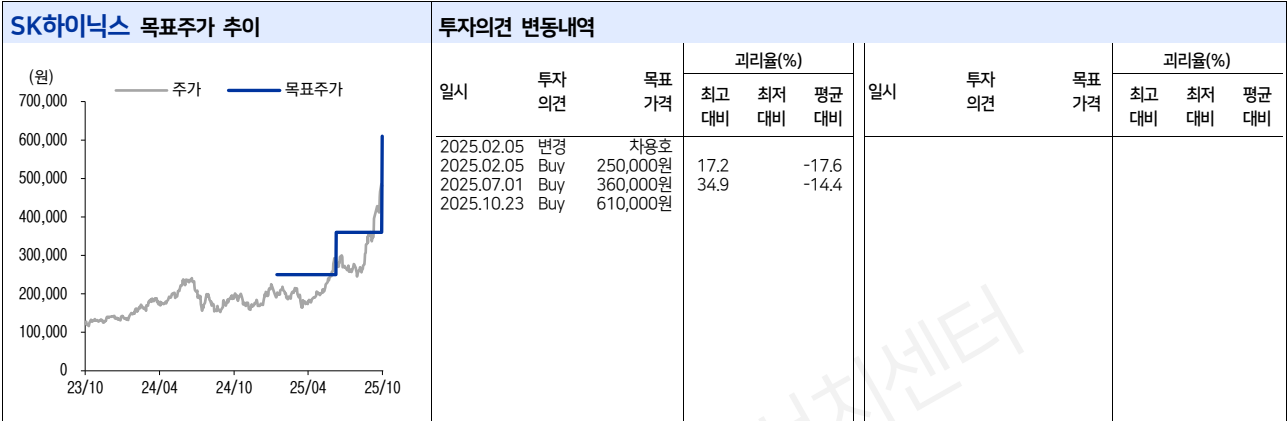
자료: SK하이닉스, LS증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	32,766	66,193	93,148	124,995	134,994
매출원가	33,299	34,365	39,266	44,774	48,356
매출총이익	-533	31,828	53,883	80,221	86,638
판매비 및 관리비	7,197	8,361	11,825	15,819	16,610
영업이익	-7,730	23,467	42,057	64,402	70,028
(EBITDA)	5,943	36,049	56,967	82,963	91,593
금융손익	-1,238	-971	-389	-79	168
이자비용	1,468	1,345	888	685	463
관계기업등 투자손익	15	-2	11	69	69
기타영업외손익	-2,704	1,392	1,665	0	0
세전계속사업이익	-11,658	23,885	43,344	64,392	70,265
계속사업법인세비용	-2,520	4,088	7,475	11,591	12,648
계속사업이익	-9,138	19,797	35,869	52,802	57,617
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	35,869	52,802	57,617
지배주주	-9,112	19,789	35,765	52,538	57,329
총포괄이익	-9,022	21,315	35,869	52,802	57,617
매출총이익률 (%)	-1.6	48.1	57.8	64.2	64.2
영업이익률 (%)	-23.6	35.5	45.2	51.5	51.9
EBITDA 마진률 (%)	18.1	54.5	61.2	66.4	67.8
당기순이익률 (%)	-27.9	29.9	38.5	42.2	42.7
ROA (%)	-8.9	18.0	26.2	29.7	25.3
ROE (%)	-15.6	31.1	39.3	39.3	30.7
ROIC (%)	-7.5	25.1	38.8	49.3	46.5

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	-10.7	6.1	9.3	6.3	5.8
P/B	1.9	1.7	3.2	2.2	1.6
EV/EBITDA	21.7	3.9	6.1	3.8	3.0
P/CF	17.5	3.4	6.6	4.9	4.4
배당수익률 (%)	0.8	1.3	0.5	0.6	0.7
성장성 (%)					
매출액	-26.6	102.0	40.7	34.2	8.0
영업이익	적전	흑전	79.2	53.1	8.7
세전이익	적전	흑전	81.5	48.6	9.1
당기순이익	적전	흑전	81.2	47.2	9.1
EPS	적전	흑전	80.7	46.9	9.1
안정성 (%)					
부채비율	87.5	62.2	41.8	26.2	17.9
유동비율	145.0	169.3	204.7	280.5	373.8
순차입금/자기자본(x)	48.3	18.3	-2.2	-22.1	-34.9
영업이익/금융비용(x)	-5.3	17.4	47.4	94.0	151.2
총차입금 (십억원)	33,981	27,200	23,973	16,973	11,973
순차입금 (십억원)	25,821	13,554	-2,408	-35,137	-74,835
주당지표(원)					
EPS	-13,242	28,719	51,906	76,248	83,202
BPS	73,495	101,515	148,781	218,560	294,541
CFPS	8,098	50,619	72,656	97,617	108,327
DPS	1,200	2,204	2,520	2,930	3,130



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	89.4% 10.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2024.10.1 ~ 2025.09.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)