

2025. 10. 29



▲ 반도체/디스플레이

Analyst 김선우

sunwoo.kim@meritz.co.kr

RA 우서현

seohyun.woo@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **670,000 원****현재주가 (10.29)** **558,000 원****상승여력** **20.1%**

KOSPI 4,081.15pt

시가총액 4,062,253억원

발행주식수 72,800만주

유동주식비율 74.21%

외국인비중 54.63%

52주 최고/최저가 558,000원/158,800원

평균거래대금 12,225.2억원

주요주주(%)

에스케이이스퀘어 외 7 인 20.07

국민연금공단 7.35

Capital Research and Management 6.77

주가상승률(%) **1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 59.9 208.6 193.2

상대주가 34.4 94.0 88.1

주가그래프

SK하이닉스 000660

이번 고점엔 펜타부킹, 헥사부킹이 온다

- ✓ 3Q25 영업이익 11.4조원은 올랐던 시장 기대치에 부합하는 수준. 차별화된 HBM 매출 비중과 고도화된 원가구조 속 DRAM · NAND 업사이클이 실적 개선 견인
- ✓ 실적설명회 주요 내용: 26년 HBM을 포함한 전 응용처 판매 협의 완료, 내년 설비투자 확대 (M15X 및 용인 1기), 고객들의 선주문 발주로 매출 가시성 확보
- ✓ 당사 예상대로 흘러가는 초호황기 진입. '계단식 수요증가' 및 '선주문 후생산' 최대 수혜주는 SK하이닉스. 투자 의견 Buy, 적정주가 67만원

3Q25 Review – 굳이 서둘러 팔지 않아도 훌륭한 실적

SK하이닉스의 3Q25 영업이익 11.4조원 (+24% QoQ, +62% YoY)은 상향 조정된 시장 컨센서스에 부합하는 견조한 실적이다. 동사의 3Q25 DRAM과 NAND 출하량/판가 증감율은 각각 +8%/+4%, -4%/+12% 수준으로, 특히 출하량이 산업 평균을 일부 하회한다. 이는 향후 가격 인상의 가시성이 확보된 상황에서, 주요 고객사들의 장기공급계약 요구가 빗발치는데 기인한다. 동사는 가장 고도화된 제품을 바탕으로 당장의 출하보다는 1) 구축력 있는 장기공급계약 (선PO LTA) 및 2) 핵심 고객의 중장기 물량 대응에 우선 배정 중이다. 유례없는 업사이클 초입에서 동사의 DRAM 영업이익률은 59% 수준으로 전분기 대비 2%p 추가 개선되었으며, NAND 또한 3%로 턴어라운드 성공했다. 한편 동사는 실적설명회를 통해 1) 26년 HBM을 포함한 전 응용처 판매 협의 완료, 2) 내년 설비투자 확대 (M15X 및 용인 1기)를 강조했다. 분기 영업이익은 4Q25 12.6조원, 1Q26 14.1조원으로 사상최대치를 지속 재경신하리라 예상된다 (25년, 26년 영업이익 당사 추정치 41조원, 67조원).

사이클 고점이 언제 올까? 멀티부킹 (중복주문) 발현이 먼저

당사는 메모리 사이클의 구조적 개선을 지속 강조해오고 있다. 공급업체들의 악화된 재무상태 속 수요는 스마트폰 · PC 등 B2C 영역에서 AI 데이터센터 등 B2B 영역으로 확대되며, 계단식 증가세로 변모 중이다. 일시에 폭발적 수요가 발생 가능 한데 반해, 공급자들의 예측 가능성은 떨어지는 관계로 이번 사이클에서는 역대 가장 큰 수급 격차가 발생하리라 예상된다. 과거 '더블부킹, 트리플부킹'이라는 중복 주문 현상은 이번엔 펜타(5중복) · 헥사(6중복)로 심화되리라 예상된다. 현재 진행 중인 업사이클은 내년 하반기까지 이어지며, 앞으로도 가파른 주가 상승이 예상된다. 투자의견 Buy, 적정주가 67만원 (2026년 P/B 3.0배)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	32,765.7	-7,730.3	-9,112.4	-12,517	적자전환	73,495	nm	7.6	16.7	-17.0	87.5
2024	66,193.0	23,467.3	19,788.7	27,182	흑자전환	101,515	20.5	5.5	3.9	26.8	62.2
2025E	90,847.9	40,595.4	38,095.6	52,329	92.5	150,563	10.7	3.7	2.5	41.5	41.8
2026E	126,026.5	66,808.0	55,316.9	75,984	45.2	224,257	7.3	2.5	1.3	40.5	34.7
2027E	133,035.0	62,277.0	52,235.1	71,751	-5.6	291,934	7.8	1.9	0.8	27.8	28.6

표1 SK하이닉스 3Q25P 실적 Review

(십억원)	3Q25P	3Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	24,448.9	17,573.1	39%	22,232.0	10%	24,868.4	-2%	23,643.2	3%
DRAM	19,080.2	11,924.8	60%	16,762.6	14%			18,124.1	5%
NAND	5,251.1	5,253.0	0%	4,819.2	9%			5,009.2	5%
영업이익	11,383.4	7,030.0	62%	9,212.9	24%	11,558.5	-1.5%	10,865.8	5%
DRAM	11,292.2	6,184.7	83%	9,551.4	18%			11,057.2	2%
NAND	178.0	1,058.3	-83%	-106.2	흑자전환			-63.9	흑자전환
Others	-86.7	-213.1	적자축소	-232.3	적자축소			-127.5	적자축소
세전이익	14,790.4	6,879.2	115%	8,722.6	70%	11,059.8	34%	10,593.8	40%
지배주주순이익	12,595.2	5,748.7	119%	6,997.2	80%	8,806.6	43%	8,492.4	48%
영업이익률 (%)	47%	40%		41%		46%		46%	
DRAM	59%	52%		57%				61%	
NAND	3%	20%		-2%				-1%	

자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

표2 DRAM/NAND Bit growth/ASP 차이 (3Q25P 매출 가정비교)

(전분기 대비)	DRAM		NAND	
	Bit growth	ASP 변화	Bit growth	ASP 변화
실제 변화율	+8%	+4%	-4%	+12%
메리츠 추정치	+5%	+2%	+4%	-1%

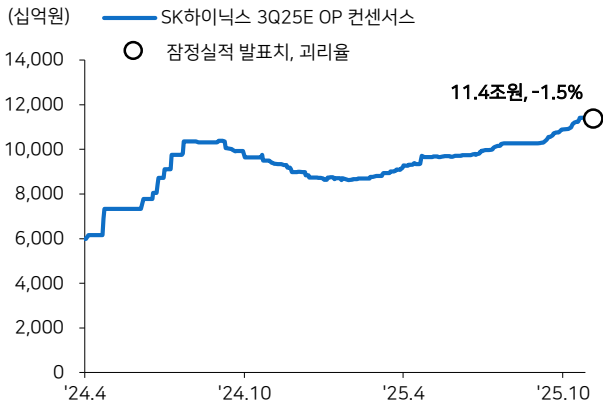
자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

표3 SK하이닉스 실적 추정치 변경

(십억원)	New		Old		차이 (%)	
	4Q25E	2025E	4Q25E	2025E	4Q25E	2025E
매출액	26,527.9	90,847.9	25,125.9	88,640.2	6%	2%
DRAM	20,254.8	69,904.1	19,414.6	68,107.7	4%	3%
NAND	5,629.6	18,982.7	5,460.1	18,571.4	3%	2%
영업이익	12,558.0	40,595.4	12,296.2	39,816.0	2%	2%
DRAM	12,388.9	40,822.4	12,277.0	40,475.5	1%	1%
NAND	201.3	315.6	31.8	-95.8	533%	흑자전환
Others	-32.2	-542.6	-12.6	-563.7	적자확대	적자축소
세전이익	12,212.9	45,025.1	11,932.0	40,547.6	2%	11%
지배주주순이익	12,595.2	38,095.6	9,564.4	33,161.1	32%	15%
영업이익률 (%)	47%	45%	49%	45%		
DRAM	61%	58%	63%	59%		
NAND	4%	2%	1%	-1%		

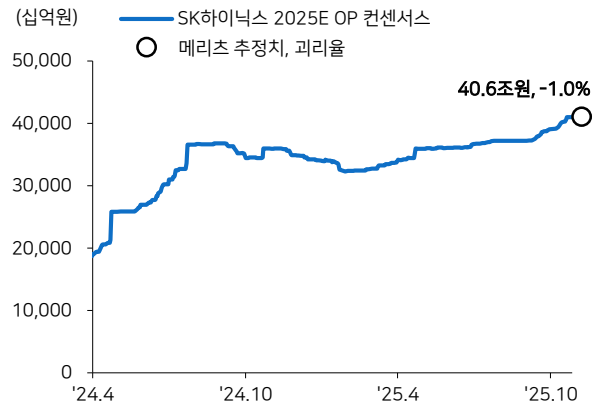
자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q25P 영업이익, 컨센서스 부합



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 부합 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표4 SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	17,639.1	22,232.0	24,448.9	26,527.9	27,562.0	31,232.8	32,952.4	34,279.3	66,193.0	90,847.9	126,026.5
DRAM	13,806.4	16,762.6	19,080.2	20,254.8	21,499.0	24,579.8	25,570.4	26,600.8	44,117.9	69,904.1	98,250.0
NAND	3,282.9	4,819.2	5,251.1	5,629.6	5,566.9	6,135.2	6,821.2	7,096.1	20,292.3	18,982.7	25,619.3
영업이익	7,440.5	9,213.0	11,383.4	12,558.0	14,118.1	16,728.9	17,554.1	18,407.0	23,467.3	40,595.4	66,808.0
DRAM	7,589.9	9,551.4	11,292.2	12,388.9	13,318.4	15,499.4	15,945.1	16,783.1	21,313.1	40,822.4	61,546.0
NAND	42.5	-106.2	178.0	201.3	844.3	1,271.0	1,665.0	1,682.1	2,829.2	315.6	5,462.5
기타	-191.4	-232.3	-86.7	-32.2	-44.7	-41.4	-56.1	-58.2	-674.9	-542.6	-200.4
세전이익	9,299.2	8,722.8	14,790.4	12,212.9	17,135.8	17,126.1	17,643.6	18,126.5	23,885.4	45,025.1	70,032.1
지배주주순이익	8,107.1	6,996.7	12,595.2	10,396.1	13,536.2	13,530.6	13,936.1	14,313.9	19,788.7	38,095.6	55,316.9
영업이익률 (%)	42%	41%	47%	47%	51%	54%	53%	54%	35%	45%	53%
DRAM	55%	57%	59%	61%	62%	63%	62%	63%	48%	58%	63%
NAND	1%	-2%	3%	4%	15%	21%	24%	24%	14%	2%	21%

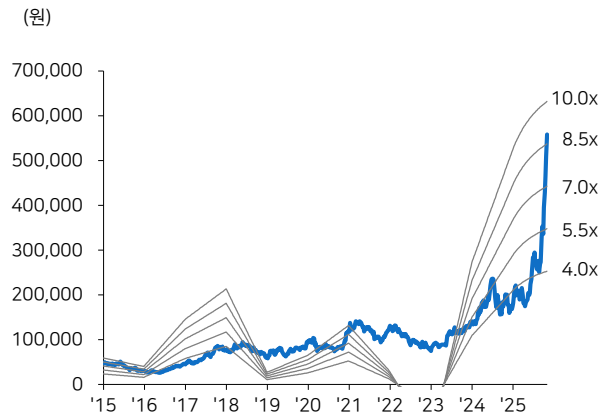
자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

표5 SK하이닉스 생산 추정 가정

		1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	18,529	23,347	25,215	25,467	25,721	28,551	29,407	30,290	74,195	92,558	113,969
	% QoQ	-8%	26%	8%	1%	1%	11%	3%	3%			
	% YoY	17%	22%	33%	26%	39%	22%	17%	19%	17%	25%	23%
	NAND	193,593	332,980	319,660	326,054	309,751	331,433	361,263	372,100	1,095,704	1,172,286	1,374,547
	% QoQ	-19%	72%	-4%	2%	-5%	7%	9%	3%			
ASP (1Gb, 달러)	% YoY	-37%	11%	27%	36%	60%	0%	13%	14%	-3%	7%	17%
	DRAM	0.51	0.53	0.55	0.57	0.60	0.61	0.62	0.63	0.44	0.54	0.62
	% QoQ	1%	2%	4%	4%	5%	3%	1%	1%			
	% YoY	46%	31%	18%	12%	16%	17%	14%	10%	77%	24%	14%
	NAND	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	% QoQ	-20%	-9%	12%	4%	4%	3%	2%	1%			
	% YoY	2%	-21%	-23%	-15%	10%	25%	14%	10%	95%	-15%	15%

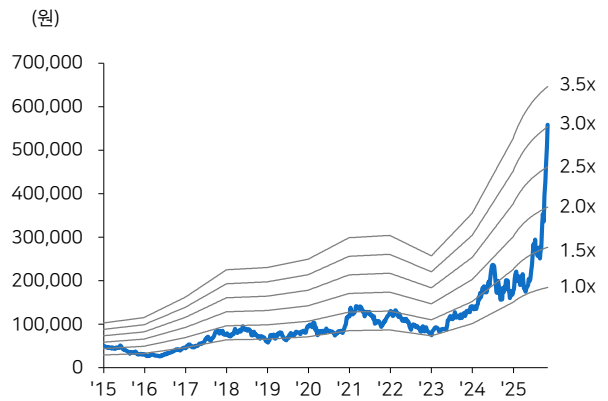
자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK하이닉스 PER 밴드 (1년 Rolling forward)



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 SK하이닉스 PBR 밴드 (1년 Rolling forward)



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표6 SK하이닉스 적정주가 산정표

(원)	값	비고
'26년 BPS(원)	224,257	
적정배수 (배)	3.0	
적정가치	672,772	
적정주가	670,000	
현재주가	558,000	
상승여력 (%)	20.1%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	32,765.7	66,193.0	90,847.9	126,026.5	133,035.0
매출액증가율(%)	-26.6	102.0	37.2	38.7	5.6
매출원가	33,299.2	34,364.8	38,243.1	42,750.3	53,407.7
매출총이익	-533.5	31,828.2	52,604.7	83,276.2	79,627.3
판매관리비	7,196.9	8,360.8	12,010.0	16,468.2	17,350.3
영업이익	-7,730.3	23,467.3	40,595.4	66,808.0	62,277.0
영업이익률(%)	-23.6	35.5	44.7	53.0	46.8
금융손익	-3,831.4	-852.9	645.1	3,154.8	4,632.7
종속/관계기업손익	15.1	-38.3	10.8	69.2	69.2
기타영업외손익	-3,816.3	-891.2	4,430.3	3,224.0	4,701.9
세전계속사업이익	-11,657.8	23,885.4	45,025.1	70,032.1	66,978.9
법인세비용	-2,520.3	4,088.5	6,921.0	14,706.7	14,735.4
당기순이익	-9,137.6	19,796.9	38,104.1	55,325.3	52,243.5
지배주주지분 순이익	-9,112.4	19,788.7	38,095.6	55,316.9	52,235.1

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	30,468.1	42,278.9	61,118.0	102,005.5	141,267.5
현금및현금성자산	7,587.3	11,205.1	21,803.6	52,732.0	91,372.8
매출채권	6,600.3	13,019.0	17,471.9	22,577.1	22,847.0
재고자산	13,480.7	13,313.9	13,867.7	17,919.8	18,134.0
비유동자산	69,862.1	77,576.3	94,328.0	117,908.4	132,045.5
유형자산	52,704.9	60,157.5	72,930.3	86,430.3	92,530.3
무형자산	3,834.6	4,018.9	4,194.6	3,730.0	3,406.3
투자자산	1,367.4	1,940.7	1,824.3	1,875.7	1,927.2
자산총계	100,330.2	119,855.2	155,446.0	219,913.9	273,312.9
유동부채	21,007.8	24,965.4	31,740.8	45,406.5	52,529.3
매입채무	1,845.5	2,277.4	3,056.3	3,949.3	3,996.5
단기차입금	4,145.7	1,283.5	5,601.1	5,601.1	5,601.1
유동성장기부채	5,711.5	3,968.8	3,826.2	3,444.2	1,985.3
비유동부채	25,818.6	20,974.1	14,079.7	11,232.3	8,240.0
사채	9,490.4	12,409.4	7,399.4	5,404.6	3,404.6
장기차입금	10,152.6	5,037.7	3,266.6	2,268.8	1,268.8
부채총계	46,826.4	45,939.5	45,820.5	56,638.8	60,769.2
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,372.6	4,487.1	4,725.6	4,725.6	4,725.6
기타포괄이익누계액	1,014.1	2,532.1	1,490.2	1,490.2	1,490.2
이익잉여금	46,729.3	65,418.1	101,841.0	155,490.5	204,759.1
비지배주주지분	-0.5	12.3	15.3	15.3	15.3
자본총계	53,503.8	73,915.7	109,625.5	163,275.1	212,543.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	4,278.2	29,795.9	48,307.2	66,421.5	70,517.4
당기순이익(손실)	-9,137.6	19,796.9	38,104.1	55,325.3	52,243.5
유형자산상각비	13,121.1	11,985.3	15,300.0	17,500.0	18,900.0
무형자산상각비	552.5	596.2	752.9	864.6	723.7
운전자본의 증감	793.8	-5,599.8	-2,509.0	-6,818.4	-360.4
투자활동 현금흐름	-7,334.7	-18,004.6	-33,794.5	-30,442.8	-24,442.8
유형자산의증가(CAPEX)	-8,325.1	-15,945.5	-28,000.0	-31,000.0	-25,000.0
투자자산의감소(증가)	-18.7	-112.9	3.6	17.8	17.8
재무활동 현금흐름	5,696.9	-8,703.9	-3,535.4	-5,050.3	-7,433.8
차입금의 증감	6,968.5	-7,375.7	-1,586.4	-3,374.5	-4,458.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	2,610.3	3,617.8	10,598.5	30,928.4	38,640.8
기초현금	4,977.0	7,587.3	11,205.1	21,803.6	52,732.0
기말현금	7,587.3	11,205.1	21,803.6	52,732.0	91,372.8

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	45,008	90,924	124,791	173,113	182,740
EPS(지배주주)	-12,517	27,182	52,329	75,984	71,751
CFPS	3,586	4,969	14,558	42,484	53,078
EBITDAPS	8,164	49,518	77,813	116,995	112,501
BPS	73,495	101,515	150,563	224,257	291,934
DPS	1,200	2,204	2,671	3,765	4,496
배당수익률(%)	0.2	0.4	0.5	0.7	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	(44.6)	20.5	10.7	7.3	7.8
PCR	155.6	112.3	38.3	13.1	10.5
PSR	12.4	6.1	4.5	3.2	3.1
PBR	7.6	5.5	3.7	2.5	1.9
EBITDA(십억원)	5,943.4	36,048.9	56,648.3	85,172.7	81,900.7
EV/EBITDA	16.7	3.9	2.5	1.3	0.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-17.0	26.8	41.5	40.5	27.8
EBITDA 이익률	-67.7	94.2	82.2	78.0	62.5
부채비율	87.5	62.2	41.8	34.7	28.6
금융비용부담률	3.8	1.5	0.6	0.0	-0.9
이자보상배율(x)	-5.3	17.4	46.7	85.3	97.9
매출채권회전율(x)	5.6	6.7	6.0	6.3	5.9
재고자산회전율(x)	2.3	2.6	2.8	2.7	3.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%

2025년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 하이닉스 (000660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.10.26	기업브리프	Buy	167,000	김선우	-21.6	-15.3	
2024.01.02	기업브리프	Buy	185,000	김선우	-25.6	-18.9	
2024.02.15	산업분석	Buy	190,000	김선우	-10.9	-0.8	
2024.04.22	기업브리프	Buy	220,000	김선우	-15.1	-5.7	
2024.06.10	산업분석	Buy	260,000	김선우	-22.0	-7.3	
2024.09.10	산업분석	Buy	230,000	김선우	-21.0	-2.0	
2025.01.23	기업브리프	Buy	270,000	김선우	-19.7	11.1	
2025.07.24	기업브리프	Buy	320,000	김선우	-16.6	-4.1	
2025.09.12	채권분석	Buy	370,000	김선우	9.5	44.6	
2025.10.29	기업브리프	Buy	670,000	김선우	-	-	