



반도체 Analyst 박유악 yuak.pak@kiwoom.com

SK하이닉스(000660)

낮은 출하 가이던스와 HBM 경쟁 심화 우려

◎ 2Q25 영업이익 9.2조원(+24%QoQ), 예상치 부합

)) 2Q25 매출액 22.2조원(+26%QoQ), 영업이익 9.2조원(+24%QoQ) 기록

매출액은 당사 예상치를 소폭 상회했지만, 영업이익은 부합

매출액 호조의 원인은 NAND의 출하량 급증. 다만 수익성이 좋지 않아, 전사 영업이익에 끼치는 영향은 제한적
당기순이익은 외환손실 등 영업외비용 증가로 인해, 당사 예상치 및 시장 컨센서스 하회

)) DRAM 매출액 17.1조원(+21%QoQ), 영업이익 9.5조원(+25%QoQ) 추정

출하량(bit growth) +24%QoQ. 시장 대비 높았던 당사 전망치(+21%QoQ)를 넘어섰음

가격(blended ASP) +1%QoQ. Pull-in 효과에 따른 범용 DRAM 판매량 증가로 인해, 예상치(+3%QoQ) 하회

)) NAND: 매출액 4.7조원(+50%QoQ), 영업적자 0.1조원(적자지속) 추정

출하량(bit growth) +71%QoQ. 당사 전망치(+27%QoQ) 크게 상회

가격은(blended ASP) -9%QoQ. 예상치 크게 하회

◎ 3Q25 영업이익 9.8조원(+7%QoQ) 전망

)) 3Q25 매출액 22.3조원(+0.5%QoQ), 영업이익 9.8조원(+7%QoQ) 전망

DRAM 부문 영업이익이 사상 처음으로, 분기 10조원 기록할 것으로 판단

)) DRAM 매출액 17.4조원(+2%QoQ), 영업이익 10.0조원(+6%QoQ) 전망

Bit growth: +2%QoQ 예상, HBM3e 12hi 공급 증가 예상되나, Micron 시장 진입으로 점유율은 하락할 전망

ASP: 범용 DRAM +4%QoQ, HBM +3%QoQ, 이를 반영한 blended ASP는 +2%QoQ 예상

)) NAND 매출액 4.6조원(-4%QoQ), 영업적자 0.1조원(적자지속) 전망

Bit growth +1%QoQ, blended ASP -3%QoQ 예상

◎ 투자 코멘트

)) 1)2분기 pull-in 효과 언급, 2)낮은 bit growth 가이던스, 3)상반기 호실적에도 유지된 2025년 HBM 실적 가이던스 등이 당분간 주가의 추가 상승 탄력을 제한할 것으로 판단

)) 특히 하반기는 1)Micron의 HBM3e 시장 진입과 2)삼성전자의 HBM4의 양산 샘플 공급이 예상되는 시기이기 때문에, SK하이닉스의 독점적 시장 지위 유지에 대한 우려도 점증될 수 있다는 점 염두

)) 따라서, 2026년 HBM4의 수요, 가격, 점유율에 대한 가시성이 보이기 전까지는 주가의 기간 조정이 나타날 것으로 판단함

SK하이닉스 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

| | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024 | 2025E |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| DRAM | | | | | | | | | | | |
| 출하량 [백만 Gb] | 16,363 | 19,799 | 19,403 | 20,567 | 19,020 | 23,585 | 24,057 | 24,538 | 65,158 | 76,131 | 91,200 |
| QoQ/YoY | -15% | 21% | -2% | 6% | -8% | 24% | 2% | 2% | 14% | 17% | 20% |
| ASP/Gb [USD] | 0.35 | 0.40 | 0.46 | 0.51 | 0.51 | 0.52 | 0.53 | 0.51 | 0.24 | 0.43 | 0.52 |
| QoQ/YoY | 21% | 15% | 15% | 10% | 0% | 1% | 2% | -4% | -37% | 79% | 19% |
| Cost/Gb [USD] | 0.23 | 0.22 | 0.23 | 0.24 | 0.24 | 0.23 | 0.22 | 0.23 | 0.23 | 0.23 | 0.23 |
| QoQ/YoY | 5% | -6% | 6% | 5% | -3% | -3% | -3% | 5% | -9% | -1% | -1% |
| Operating Profits/Gb [USD] | 0.12 | 0.18 | 0.23 | 0.26 | 0.27 | 0.29 | 0.30 | 0.27 | 0.01 | 0.20 | 0.28 |
| OPm/Gb | 33% | 45% | 50% | 52% | 54% | 56% | 58% | 54% | 3% | 46% | 55% |
| NAND | | | | | | | | | | | |
| 출하량[백만 1GB] | 51,174 | 49,946 | 42,454 | 40,756 | 33,012 | 56,451 | 57,016 | 54,735 | 185,053 | 184,331 | 201,215 |
| QoQ/YoY | 0% | -2% | -15% | -4% | -19% | 71% | 1% | -4% | 20% | 0% | 9% |
| ASP/GB [USD] | 0.06 | 0.07 | 0.09 | 0.08 | 0.07 | 0.06 | 0.06 | 0.06 | 0.04 | 0.08 | 0.06 |
| QoQ/YoY | 32% | 17% | 15% | -4% | -20% | -9% | -3% | -5% | -44% | 92% | -22% |
| Cost/GB [USD] | 0.06 | 0.06 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.06 | 0.06 | 0.06 | 0.07 | 0.07 | 0.06 |
| QoQ/YoY | -3% | 4% | 5% | 9% | -8% | -8% | -2% | -2% | -13% | -6% | -6% |
| Operating Profits/GB [USD] | 0.00 | 0.01 | 0.02 | 0.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -0.03 | 0.01 | 0.00 |
| OPm/Gb | 5% | 15% | 22% | 12% | -1% | -2% | -3% | -6% | -76% | 14% | -3% |
| 매출액 | 12,430 | 16,423 | 17,573 | 19,767 | 17,639 | 22,230 | 22,339 | 21,897 | 32,766 | 66,193 | 84,106 |
| QoQ/YoY Growth | 10% | 32% | 7% | 12% | -11% | 26% | 0% | -2% | -27% | 102% | 27% |
| DRAM | 7,585 | 10,838 | 12,156 | 14,641 | 14,111 | 17,056 | 17,365 | 17,296 | 20,776 | 45,221 | 65,827 |
| NAND | 4,352 | 5,105 | 4,933 | 4,707 | 3,163 | 4,746 | 4,550 | 4,225 | 9,608 | 19,096 | 16,685 |
| 매출원가 | 7,635 | 8,927 | 8,402 | 9,401 | 7,537 | 10,246 | 10,010 | 10,156 | 33,299 | 34,365 | 37,948 |
| 매출원가율 | 61% | 54% | 48% | 48% | 43% | 46% | 45% | 46% | 102% | 52% | 45% |
| 매출총이익 | 4,795 | 7,496 | 9,171 | 10,366 | 10,102 | 11,985 | 12,329 | 11,741 | -533 | 31,828 | 46,158 |
| 판매비와관리비 | 1,909 | 2,028 | 2,141 | 2,283 | 2,661 | 2,770 | 2,507 | 2,856 | 7,197 | 8,361 | 10,795 |
| 영업이익 | 2,886 | 5,469 | 7,030 | 8,083 | 7,441 | 9,214 | 9,823 | 8,885 | -7,730 | 23,467 | 35,363 |
| QoQ/YoY Growth | 734% | 89% | 29% | 15% | -8% | 24% | 7% | -10% | 적자전환 | 흑자전환 | 51% |
| DRAM | 2,503 | 4,877 | 6,017 | 7,613 | 7,551 | 9,471 | 10,010 | 9,269 | 733 | 21,011 | 36,302 |
| NAND | 218 | 766 | 1,085 | 565 | -32 | -109 | -135 | -261 | -7,331 | 2,633 | -537 |
| 영업이익률 | 23% | 33% | 40% | 41% | 42% | 41% | 44% | 41% | -24% | 35% | 42% |
| DRAM | 33% | 45% | 50% | 52% | 54% | 56% | 58% | 54% | 4% | 46% | 55% |
| NAND | 5% | 15% | 22% | 12% | -1% | -2% | -3% | -6% | -76% | 14% | -3% |
| 법인세차감전순익 | 2,373 | 5,052 | 6,879 | 9,581 | 9,299 | 8,723 | 9,098 | 8,421 | -11,658 | 23,885 | 35,541 |
| 법인세비용 | 456 | 932 | 1,126 | 1,575 | 1,191 | 1,726 | 2,073 | 1,919 | -2,520 | 4,088 | 6,910 |
| 당기순이익 | 1,917 | 4,120 | 5,753 | 8,006 | 8,108 | 6,996 | 7,025 | 6,502 | -9,138 | 19,797 | 28,631 |
| 당기순이익률 | 15% | 25% | 33% | 41% | 46% | 31% | 31% | 30% | -28% | 30% | 34% |
| KRW/USD | 1,330 | 1,370 | 1,359 | 1,400 | 1,452 | 1,400 | 1,370 | 1,395 | 1,315 | 1,368 | 1,401 |

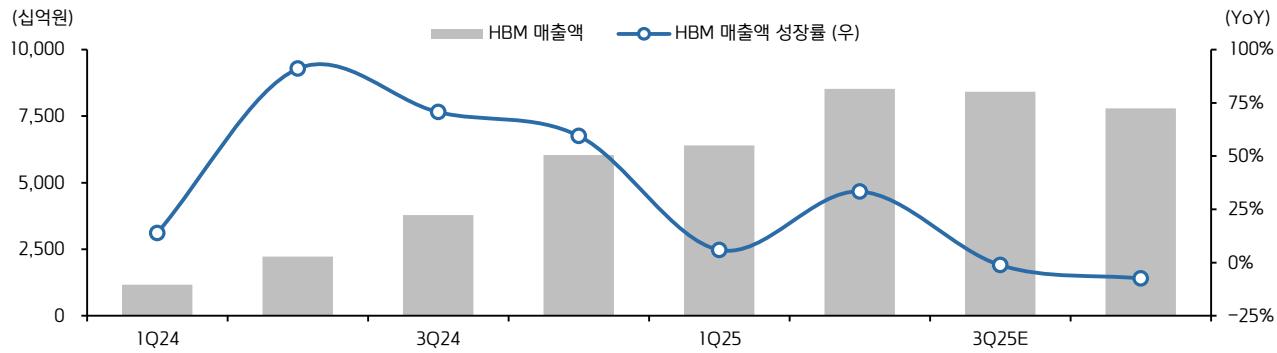
자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 HBM 실적 전망 (단위: 십억원)

| | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024 | 2025E |
|------------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Bit shipments [백만 GB] | | | | | | | | | | | |
| 범용 DRAM | 15.7 | 18.6 | 17.6 | 17.8 | 16.3 | 20.1 | 20.6 | 21.2 | 63.7 | 69.7 | 78.2 |
| HBM | 0.7 | 1.2 | 1.8 | 2.8 | 2.7 | 3.5 | 3.5 | 3.3 | 1.4 | 6.5 | 13.0 |
| HBM 출하 비중 | 4% | 6% | 10% | 14% | 14% | 15% | 14% | 14% | 2% | 9% | 14% |
| ASP [USD/GB] | | | | | | | | | | | |
| Total DRAM | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.2 | 0.4 | 0.5 |
| %QoQ/%YoY | 21% | 15% | 15% | 10% | 0% | 1% | 2% | -4% | -37% | 79% | 19% |
| 범용 DRAM | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.3 |
| %QoQ/%YoY | 20% | 10% | 4% | -1% | -6% | -7% | 4% | 1% | N/A | 55% | -6% |
| HBM | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 1.8 | 1.7 | 1.4 | 1.5 | 1.7 |
| %QoQ/%YoY | -3% | 8% | 8% | 2% | 4% | 8% | 3% | -6% | N/A | 10% | 14% |
| 매출액 [십억원] | | | | | | | | | | | |
| Total DRAM | 7,585 | 10,838 | 12,156 | 14,641 | 14,111 | 17,056 | 17,365 | 17,296 | 20,776 | 45,221 | 65,827 |
| 범용 DRAM | 6,423 | 8,619 | 8,370 | 8,604 | 7,717 | 8,533 | 8,946 | 9,508 | 18,205 | 32,017 | 34,704 |
| HBM | 1,162 | 2,219 | 3,786 | 6,037 | 6,393 | 8,523 | 8,419 | 7,788 | 2,570 | 13,204 | 31,123 |
| HBM 매출 비중 | 15% | 20% | 31% | 41% | 45% | 50% | 48% | 45% | 12% | 29% | 47% |

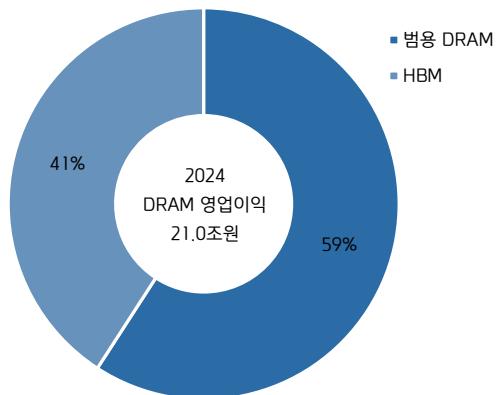
자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 DRAM 및 HBM 영업이익 추이 및 전망



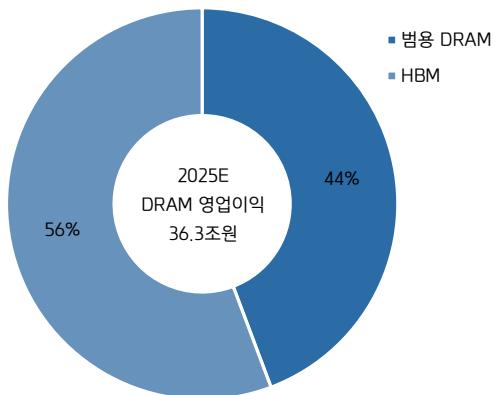
자료: 키움증권 리서치센터

2024년 SK하이닉스 DRAM 영업이익 breakdown



자료: 키움증권 리서치센터

2025년 SK하이닉스 DRAM 영업이익 breakdown



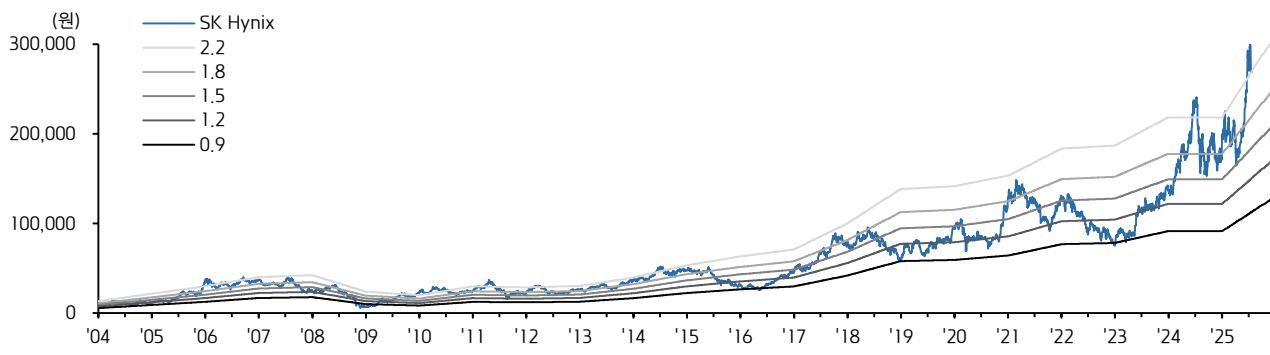
자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 연결 실적 업데이트 (단위: 십억원)

| | 2Q25 | | | | | 2025E | | |
|--------------|---------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|---------------|------------|
| | 수정전 | 발표치 | 증감률 | 컨센서스 | 차이 | 수정전 | 수정후 | 증감률 |
| DRAM | | | | | | | | |
| Bit Growth | 21% | 24% | | | | 18% | 20% | |
| ASP/Gb 변화율 | 3% | 1% | | | | 20% | 19% | |
| NAND | | | | | | | | |
| Bit Growth | 27% | 71% | | | | -11% | 9% | |
| ASP/Gb 변화율 | -5% | -9% | | | | -19% | -22% | |
| 매출액 | 21,113 | 22,230 | 5% | 21,030 | 6% | 81,160 | 84,106 | 4% |
| DRAM | 17,006 | 17,056 | 0% | | | 65,508 | 65,827 | 0% |
| NAND | 3,680 | 4,746 | 29% | | | 14,006 | 16,685 | 19% |
| 영업이익 | 9,067 | 9,214 | 2% | 9,177 | 0% | 34,940 | 35,363 | 1% |
| 영업이익률 | 43% | 41% | | 44% | | 43% | 42% | |
| 당기순이익 | 8,075 | 6,996 | -13% | 7,965 | -12% | 30,755 | 28,631 | -7% |
| 당기순이익률 | 38% | 31% | | 38% | | 38% | 34% | |

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 12개월 Trailing P/B vs. 영업이익



자료: 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 7월 24일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.