

SK하이닉스 (000660)

리뷰

hyungkeun.ryu@daishin.com
서지원RA
jiwon0.seo@daishin.com

투자이견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

840,000

상향

현재주가

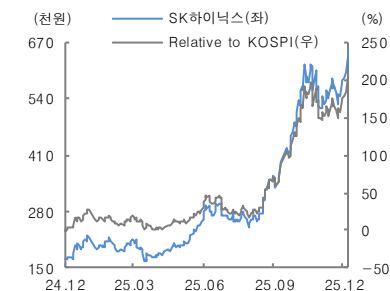
(25.12.30)

651,000

반도체업종

KOSPI	4214.17
시가총액	473,930십억원
시가총액비중	14.25%
자본금(보통주)	3,658십억원
52주 최고/최저	651,000원 / 164,800원
120일 평균거래대금	15,819억원
외국인지분율	53.83%
주요주주	에스케이스퀘어 외 7 인 20.07% 국민연금공단 7.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	22.8	87.3	122.9	274.4
상대수익률	14.4	52.2	62.5	113.2



두쫘꾸보다 달달한 HBM칩스

- 2026년 영업이익 100조원 전망. 차별화된 수익성 기반 성장 지속.
- 주주환원 및 사이클 변동성 축소 노력 강화. Valuation 상방 열릴 것.
- 목표주가를 840,000원으로 상향. 매수의견 유지.

2026년, 영업이익 100조원 시대가 다가온다

4Q25 실적은 차별화된 수익성을 재차 입증하는 계기가 될 것으로 전망. 1) 절제된 판매 성장, 2) 성과급 총당금 반영 속에서도, 4Q25 영업이익은 시장 기대치를 상회하는 16.8조원에 이를 것. 강화된 이익 체력을 기반으로 2026년에는 사상 최초로 100조원 대 영업이익 시대를 열 것이라는 판단.

1) HBM: 2026년 출하량은 190억 Gb로 전년대비 54% 성장 전망. HBM4 12단 품질 이슈가 제기되고 있으나, 해결 가능한 문제. 1Q26 내 제품 인증을 완료하고, 2Q26부터 공급을 본격화할 것으로 전망. 전체적인 경쟁 심화 환경 속에서도, 2026년 Nvidia 내 물량 기준 점유율은 63%로 1등 지위를 유지할 것. 중국향 H200 수출 재개 시, 물량의 추가 Upside 또한 기대 가능.

2) 범용 DRAM: 유례를 찾기 어려운 공급 부족 사태를 적극 활용할 것으로 전망. 1Q26 공격적인 가격 인상 정책을 통해 경쟁사와의 범용 DRAM ASP 격차를 상당 부분 축소해갈 것. DRAM 1c Capa Ramp up이 본격화되며, 범용 DRAM 제품 대응력도 지속 강화될 것으로 전망. Twin Engine (HBM+범용 DRAM) 효과가 2026년 온기 반영되며, 강한 이익 성장을 이끌 것.

3) NAND: Solidigm이 서버 QLC 시장을 선도하고 있고, 본사 NAND 경쟁력도 단품 중심으로 상당 부분 개선. 약점이 또 하나의 강점으로 변모 중.

시대의 변화, 달라지는 대응 방식

본질적 기술 경쟁력 우위에 더하여 구조 변화를 위한 노력이 더해지고 있는 시점. 그렇다면, 주가는 더 높은 곳을 향해 나아갈 수 있을 것. 이익 전망 상향 분을 반영하여 목표주가를 840,000원 (Target P/B 3.2배 적용)으로 상향.

- 1) 주주환원 강화 목적으로 ADR을 발행할 가능성. 1Q26 내 구체화될 것.
- 2) SPC 설립을 통해 구조 변화를 추진할 것으로 전망. AI 시대에 맞춰 자금 조달을 효율화하고, 궁극적으로 사이클의 변동성 Risk를 줄이려는 노력.

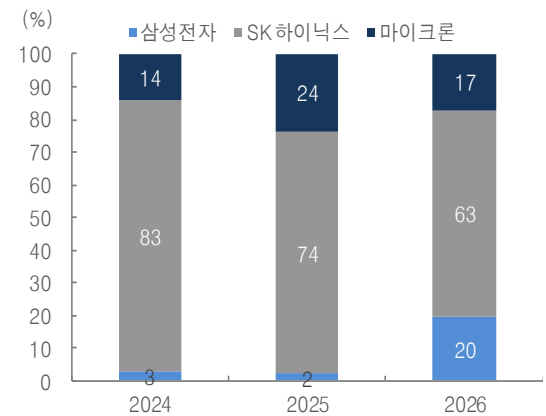
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	96,602	165,946	174,045
영업이익	-7,730	23,467	44,848	100,776	76,027
세전순이익	-11,658	23,885	48,174	104,119	79,375
총당기순이익	-9,138	19,797	39,377	78,089	58,737
지배지분순이익	-9,112	19,789	39,376	78,088	58,734
EPS	-12,517	27,182	54,087	107,264	80,678
PER	NA	6.4	9.4	4.8	6.3
BPS	73,495	101,515	154,310	260,087	339,365
PBR	1.9	1.7	4.2	2.5	1.9
ROE	-15.6	31.1	42.3	51.8	26.9

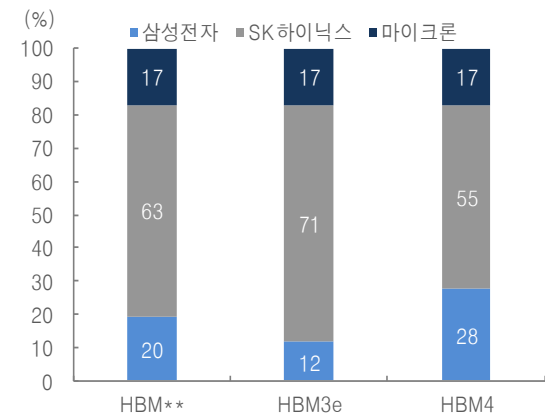
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center

그림 1. Nvidia: 공급업체별 HBM 점유율* 추이 및 전망



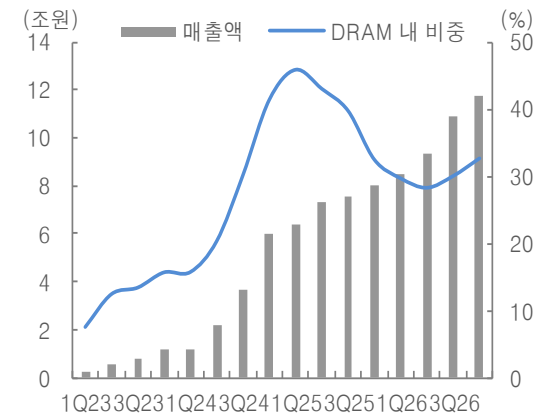
참고: * 전체 HBM 출하량 기준
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. Nvidia: 2026년 공급업체별 HBM 점유율*



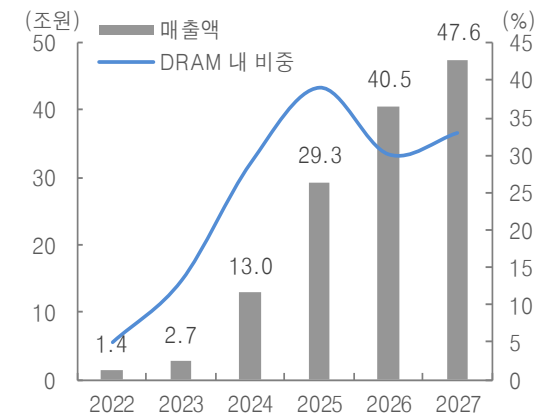
참고: * 출하량 기준 ** HBM3e와 HBM4 합산 기준
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. SK 하이닉스: 분기별 HBM 매출액 추이 및 전망



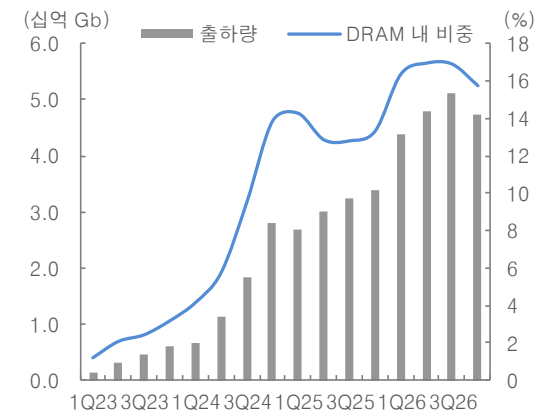
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. SK 하이닉스: 연간 HBM 매출액 추이 및 전망



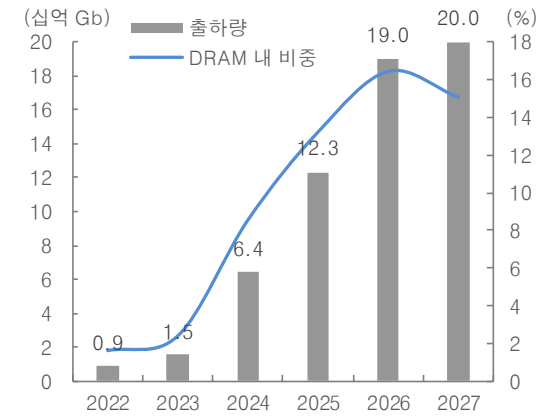
자료: 대신증권 Research Center

그림 5. SK 하이닉스: 분기별 HBM 출하량 추이 및 전망



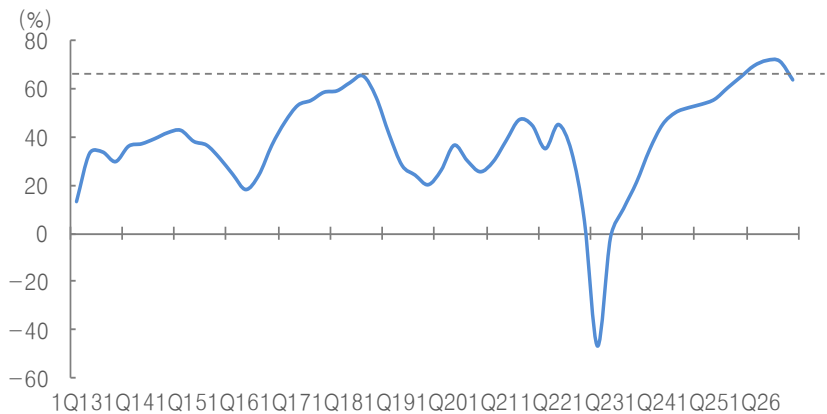
자료: 대신증권 Research Center

그림 6. SK 하이닉스: 연간 HBM 출하량 추이 및 전망



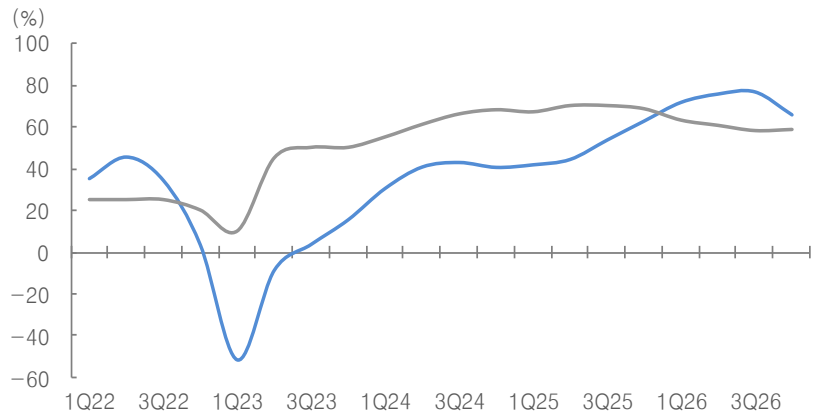
자료: 대신증권 Research Center

그림 7. SK 하이닉스: DRAM 영업이익률 추이 및 전망 (분기)



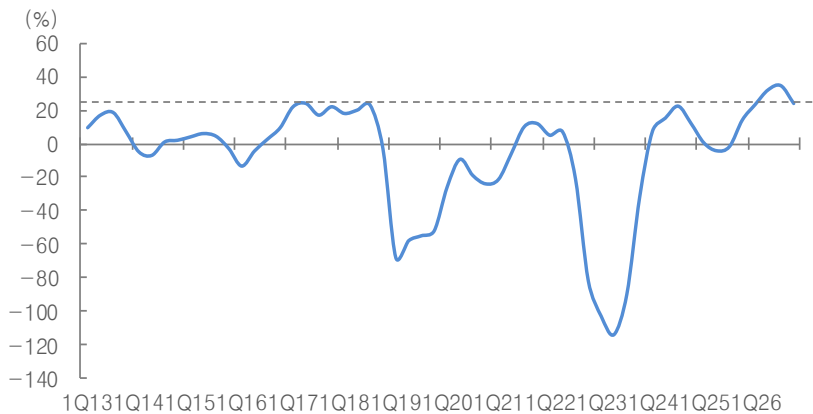
자료: 대신증권 Research Center

그림 8. SK 하이닉스: 범용 DRAM 과 HBM 수익성 비교



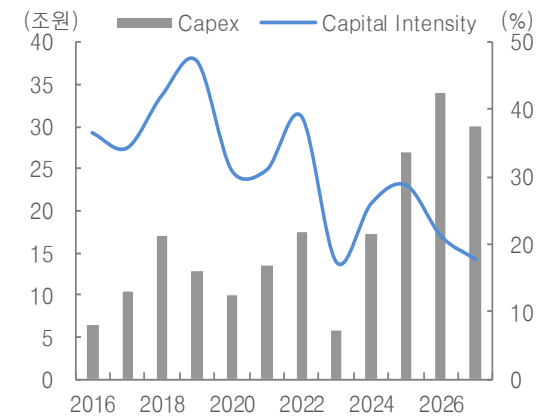
자료: 대신증권 Research Center

그림 9. SK 하이닉스: NAND 영업이익률 추이 및 전망 (분기)



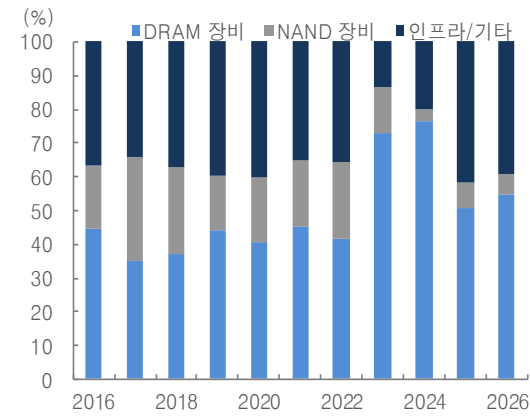
자료: 대신증권 Research Center

그림 10.SK 하이닉스: Capex 와 Capital Intensity



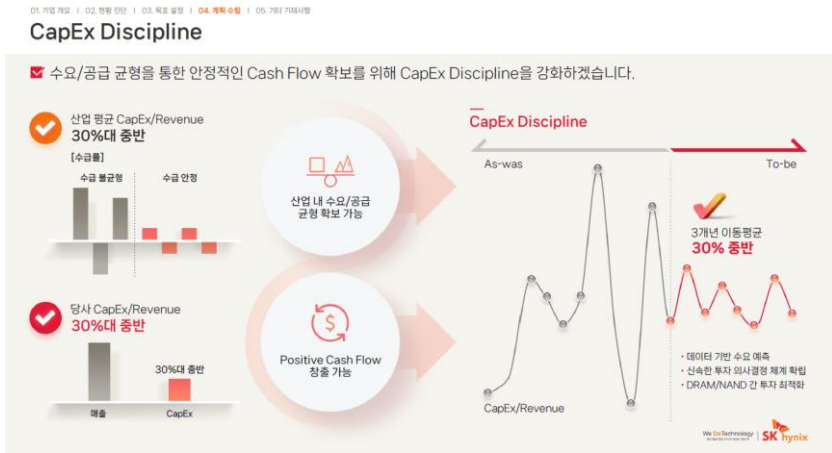
자료: 대신증권 Research Center

그림 11.SK 하이닉스: Capex Breakdown



자료: 대신증권 Research Center

그림 12. SK 하이닉스: 2024년 Value up 프로그램 발표



자료: 대신증권 Research Center

표 1. SK 하이닉스: 구조 변화를 위한 노력

구분	내용
ADR	1) SK 그룹은 2021년 Financial Story를 통해 주주-임직원-회사의 지속 가능한 성장을 위한 Solution 확보에 나설 계획을 발표 2) 현재의 SK 하이닉스 - 임직원 보상책으로는 성과 재원을 강화, 영업이익의 10%를 성과 재원으로 활용하는 방안을 확립. - 주주가치 제고 측면에서는 2024년에 Value up 프로그램을 발표, Capex의 Discipline을 강화하여 주주환원을 위한 재무 체력을 강화하고, 고정배당금을 1,200원에서 1,500원으로 상향. - 특별 배당에 대해서 보수적 입장. 재무 구조 개선 시, 지급할 것이라는 조항이 존재. 자사주 소각도 현실적 어려움 존재. 3) 미래의 SK 하이닉스 - 특별 배당과 자사주 소각이라는 기존 주주환원 정책 대신 ADR을 발행할 가능성 - 보유 자사주 중 일부를 활용하여 ADR 발행에 활용할 것으로 전망. - 공급 환경 개선을 이끌고, 주주들의 Capital Yield를 높이려는 목적.
SPC	1) 자금 조달 효율화 - AI 생태계의 확산과 공정 미세화에 따른 단위당 투자 부담 증가로 자금 조달 방식을 보다 효율화 필요. - SPC 설립 시, 초기 대규모 투자 부담을 외부 자본과 부담할 수 있고, 이를 통해 재무 구조를 보다 안정적으로 관리 가능. 2) 공급 안정성 확대 - SPC가 외부 자본을 조달 받아 반도체 공장을 건설하여 임대해주는 방향으로 변화할 것으로 전망 - 과거 대비 고객 수요의 진실성이 강화될 것으로 기대. - 기업 관점에서는 사이클 산업이라는 점에서 오는 Risk를 축소해줄 수 있는 변화가 될 것이라는 판단.

자료: 대신증권 Research Center

표 2. SK 하이닉스: 주요 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
환율 (KRW/USD)	1,453	1,404	1,385	1,460	1,400	1,400	1,400	1,400	1,365	1,425	1,400
DRAM 출하량 (십억 Gb)	18.7	23.4	25.3	25.5	26.7	28.2	30.2	30.1	75.0	92.9	115.2
QoQ	-7	25	8	1	5	6	7	-0			
YoY	16	19	32	26	43	21	19	18	16	24	24
DRAM ASP/Gb (USD)	0.51	0.52	0.54	0.66	0.77	0.84	0.86	0.86	0.43	0.56	0.83
QoQ	0	1	5	22	16	9	3	0			
YoY	51	29	16	29	50	62	59	30	81	30	48
범용 DRAM 출하량 (십억 Gb)	16.0	20.4	22.1	22.1	22.3	23.4	25.1	25.3	68.6	80.6	96.2
QoQ	-8	27	8	0	1	5	7	1			
YoY	4	10	28	27	39	15	14	15	9	17	19
범용 DRAM ASP/Gb (USD)	0.33	0.34	0.37	0.52	0.65	0.72	0.72	0.69	0.34	0.39	0.70
QoQ	-7	4	10	38	25	12	0	-5			
YoY	9	0	4	48	99	113	93	33	58	17	76
NAND 출하량 (십억 GB)	33.7	58.9	55.2	56.3	56.7	58.6	62.0	63.5	190.0	204.1	240.8
QoQ	-19	75	-6	2	1	3	6	2			
YoY	-36	14	26	35	68	-1	12	13	-1	7	18
NAND ASP/GB (USD)	0.064	0.058	0.064	0.074	0.083	0.091	0.091	0.087	0.074	0.065	0.088
QoQ	-20	-9	11	15	12	10	0	-5			
YoY	3	-20	-24	-8	29	57	42	17	93	-12	35

자료: 대신증권 Research Center

표 3.SK 하이닉스: 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	17,639	22,232	24,449	31,282	35,744	41,072	44,706	44,424	66,193	95,602	165,946
DRAM	14,037	17,124	19,084	24,674	28,694	33,088	36,291	36,171	44,732	74,919	134,244
NAND	3,229	4,728	4,989	6,078	6,589	7,460	7,923	7,715	19,274	19,024	29,688
기타	373	380	376	530	461	523	491	538	2,187	1,659	2,014
영업이익	7,441	9,213	11,383	16,811	21,384	26,037	28,566	24,789	23,467	44,848	100,776
DRAM	7,500	9,500	11,500	15,978	19,893	23,697	25,876	22,992	20,959	44,478	92,459
NAND	15	-202	-86	860	1,538	2,392	2,740	1,850	2,800	587	8,519
기타	-75	-85	-31	-26	-46	-52	-49	-54	-292	-217	-201
세전이익	9,299	8,723	14,790	15,362	22,021	26,741	29,486	25,870	23,885	48,174	104,119
순이익	8,108	6,996	12,598	11,675	16,516	20,056	22,115	19,403	19,797	39,377	78,089
이익률 (%)											
영업이익	42	41	47	54	60	63	64	56	35	47	61
DRAM	53	55	60	65	69	72	71	64	47	59	69
NAND	0	-4	-2	14	23	32	35	24	15	3	29
기타	-20	-22	-8	-5	-10	-10	-10	-10	-13	-13	-10
세전이익	53	39	60	49	62	65	66	58	36	50	63
순이익	46	31	52	37	46	49	49	44	30	41	47

자료: SK 하이닉스, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	95,602	165,946	174,045
매출원가	33,299	34,365	39,393	50,928	83,167
매출총이익	-533	31,828	56,209	115,017	90,877
판매비와관리비	7,197	8,361	11,361	14,241	14,850
영업이익	-7,730	23,467	44,848	100,776	76,027
영업이익률	-23.6	35.5	46.9	60.7	43.7
EBITDA	5,943	36,049	60,292	120,062	97,570
영업외손익	-3,928	418	3,326	3,343	3,347
관계기업손익	15	-38	-46	2	-1
금융수익	2,262	4,855	9,488	7,552	8,142
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-6,093	-5,708	-6,077	-4,243	-4,871
외환관련손실	2,222	3,952	3,952	3,952	3,952
기타	-111	1,309	-39	32	77
법인세비용차감전순이익	-11,658	23,885	48,174	104,119	79,375
법인세비용	2,520	-4,088	-8,797	-26,030	-20,637
계속사업순이익	-9,138	19,797	39,377	78,089	58,737
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	39,377	78,089	58,737
당기순이익률	-27.9	29.9	41.2	47.1	33.7
비지배자분순이익	-25	8	1	1	3
지배자분순이익	-9,112	19,789	39,376	78,088	58,734
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	10	125	137	151	166
포괄순이익	-9,037	21,044	40,749	79,599	60,398
비지배자분포괄이익	-22	11	1	1	4
지배자분포괄이익	-9,015	21,033	40,748	79,598	60,394

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-12,517	27,182	54,087	107,264	80,678
PER	NA	6.4	9.4	4.8	6.3
BPS	73,495	101,515	154,310	260,087	339,365
PBR	1.9	1.7	4.2	2.5	1.9
EBITDAPS	8,164	49,517	82,818	164,919	134,025
EV/EBITDA	21.5	3.9	7.8	3.5	3.9
SPS	45,008	90,924	131,321	227,947	239,071
PSR	3.1	1.9	5.0	2.9	2.7
CFPS	8,098	50,619	87,592	169,716	138,827
DPS	1,200	2,204	1,500	1,500	1,500

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-26.6	102.0	44.4	73.6	4.9
영업이익 증가율	적전	흑전	91.1	124.7	-24.6
순이익 증가율	적전	흑전	98.9	98.3	-24.8
수익성					
ROIC	-7.8	24.4	39.6	67.6	43.0
ROA	-7.6	21.3	32.5	51.1	28.7
ROE	-15.6	31.1	42.3	51.8	26.9
안정성					
부채비율	87.5	62.2	39.0	25.7	18.5
순차입금비율	46.7	17.6	-4.4	-27.2	-36.6
이자보상배율	-5.3	17.4	0.0	0.0	0.0

자료: SK 하이닉스, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	59,773	118,483	159,232
현금및현금성자산	7,587	11,205	12,540	48,977	83,808
매출채권 및 기타채권	6,942	13,299	15,194	25,070	27,612
재고자산	13,481	13,314	12,718	13,304	14,724
기타유동자산	2,458	4,461	19,321	31,132	33,087
비유동자산	69,862	77,576	96,375	119,527	133,483
유형자산	52,705	60,157	72,333	87,744	96,963
관계기업투자금	1,367	1,941	1,906	1,871	1,836
기타비유동자산	15,790	15,478	22,136	29,912	34,684
자산총계	100,330	119,855	156,148	238,010	292,714
유동부채	21,008	24,965	27,018	33,708	33,783
매입채무 및 기타채무	7,026	13,386	12,287	13,479	14,094
차입금	4,146	1,283	2,180	2,080	1,980
유동상채무	5,712	3,969	4,445	4,890	5,128
기타유동부채	4,125	6,327	8,106	13,260	12,581
비유동부채	25,819	20,974	16,773	14,926	11,832
차입금	19,611	17,431	13,031	10,531	8,031
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	6,207	3,543	3,742	4,395	3,800
부채총계	46,826	45,940	43,792	48,635	45,615
자배지분	53,504	73,903	112,338	189,344	247,058
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	103,274	179,862	237,096
기타지분변동	-1,255	341	681	1,099	1,579
비자배지분	-1	12	19	32	41
자본총계	53,504	73,916	112,357	189,376	247,100
순차입금	24,960	12,984	-4,904	-51,582	-90,375

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,278	29,796	54,124	88,682	77,516
당기순이익	-9,138	19,797	39,377	78,089	58,737
비현금항목의 가감	15,033	17,054	24,390	45,464	42,329
감가상각비	13,674	12,582	15,444	19,285	21,543
외환손익	332	352	-269	-269	-269
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,027	4,120	9,215	26,448	21,055
자산부채의 증감	794	-5,600	-876	-8,871	-2,942
기타현금흐름	-2,411	-1,455	-8,768	-26,000	-20,608
투자활동 현금흐름	-7,335	-18,005	-42,681	-47,169	-33,929
투자자산	-19	-113	-3,313	-2,208	-1,708
유형자산	-6,785	-15,898	-26,953	-33,953	-29,953
기타	-531	-1,993	-12,415	-11,009	-2,268
재무활동 현금흐름	5,697	-8,704	-5,143	-4,251	-4,457
단기차입금	0	0	897	-100	-100
사채	0	0	-2,400	-2,000	-2,000
장기차입금	6,969	-7,376	-2,000	-500	-500
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-826	-826	-1,520	-1,500	-1,500
기타	-446	-502	-120	-151	-357
현금의 증감	2,610	3,618	1,335	36,437	34,832
기초 현금	4,977	7,587	11,205	12,540	48,977
기말 현금	7,587	11,205	12,540	48,977	83,808
NOPLAT	-6,059	19,450	36,658	75,582	56,260
FCF	-1,165	15,389	23,552	59,618	46,553

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:류형근)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

SK하이닉스(000660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	26.01.02	25.11.19	25.10.29	25.10.20	25.10.10	25.09.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	840,000	800,000	700,000	550,000	480,000	400,000
과리율(평균.%)		(29.89)	(15.84)	(7.45)	(7.90)	(9.19)
과리율(최대/최소.%)		(18.63)	(11.43)	1.45	1.15	7.00

제시일자	25.06.26	25.06.18	25.05.20
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	330,000	300,000	280,000
과리율(평균.%)	(16.21)	(11.53)	(21.74)
과리율(최대/최소.%)	5.45	(4.67)	(11.07)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251228)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중	Underperform(매도)
비율	88.5%	11.5%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상