

IT

# SK하이닉스 000660

## NDR 후기: 메모리의 TSMC로 변화

Nov 04 2025

**BUY**

유지

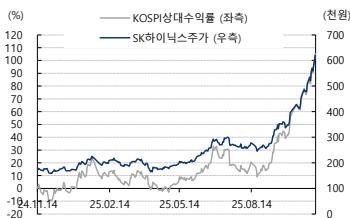
**TP 900,000 원**

상향

### Company Data

|                |              |
|----------------|--------------|
| 현재가(11/03)     | 620,000 원    |
| 액면가(원)         | 5,000 원      |
| 52 주 최고가(보통주)  | 620,000 원    |
| 52 주 최저가(보통주)  | 158,800 원    |
| KOSPI (11/03)  | 4,221.87p    |
| KOSDAQ (11/03) | 914.55p      |
| 자본금            | 36,577 억원    |
| 시가총액           | 4,513,615 억원 |
| 발행주식수(보통주)     | 72,800 만주    |
| 발행주식수(우선주)     | 0 만주         |
| 평균거래량(60 일)    | 431.1 만주     |
| 평균거래대금(60 일)   | 20,493 억원    |
| 외국인지분(보통주)     | 54.37%       |
| 주요주주           |              |
| 에스케이스퀘어 외 7 인  | 20.07%       |
| 국민연금공단         | 7.35%        |

### Price & Relative Performance



| 주가수익률(%) | 1개월  | 6개월 | 12개월  |
|----------|------|-----|-------|
| 절대주가     | 0.6  | 6.7 | -14.7 |
| 상대주가     | -1.3 | 45  | -12.7 |

### NDR 후기: 슈퍼사이클에 올라탄 글로벌 1위 메모리 기업

당사는 10/29~31, 3일간 국내 기관투자자 대상 NDR 진행함. AI 서버 및 전통 서버 수요 급증과 더불어 창사 이래 최초로 영업이익 10조원 돌파하면서 당사는 현 시점 가장 주목 받는 글로벌 메모리 1위 기업.

투자자 주요 질문은 1) 전방 수요가 언제까지 이어질 수 있을지 2)제품 경쟁력 및 마진 유지가 가능한지 3)메모리 공급확대 4)주주환원 정책 5)중장기 전략방향 등에 집중됨.

금번 NDR을 통해 확인된 핵심 내용은 다음과 같음. 1)판매할 재고가 없을 정도로 낮아진 재고수준을 확인했으며 판매량이 생산량보다 많아 수요 성장률을 맞추기가 어려운 상황 2)메모리 산업내의 증설 스케줄을 감안할시 2027년까지 구조적 공급 제약 지속될 전망 3)LTA가 아닌 PO 기반의 물량 락인(선주문 후 생산) 확대로 과거와 같이 고객사의 더블부킹 우려는 매우 낮음 4) HBM4은 고객사와의 가격 물량 협의를 통해 수익성 유지가 정해진 상황으로 경쟁사의 진입은 수익성에 변화를 가져오지 않을것 5)AI 산업의 경쟁적 성장 및 AI 추론 단계 확대로 메모리 채용량 폭증이 구조적으로 이어질 것. 결과적으로 당사는 공급제한 하에서 확정된 물량 기반의 고객사내 지위 유지와 고부가 제품 믹스를 통해 2027년까지 실적 가시성을 확보하였다고 판단.

### 메모리의 TSMC로 변화, 목표주가 900,000원 상향

4Q25 매출액 26조 6,038억원(YoY+34.7%, QoQ+8.9%), 영업이익 12조 5,305억원(YoY +55.0%, QoQ +1.1% OPM +47.1%)로 실적 호조의 지속을 전망. 당사는 향후 단순한 메모리 제조기업을 넘어 고객의 문제 해결과 생태계 협력을 통해 미래를 함께 설계하는 메모리의 TSMC로의 변화를 전망. 글로벌 기업들과의 기술 협력을 더욱 강화하여 그동안 비즈니스 모델이었던 원가를 떨어트리고 생산량을 늘려서 시장의 M/S를 늘리는 경쟁 보다는 고객 파트너사와 협력을 통해 시너지를 창출할 것. 선주문-후판매 Specialty 기업으로의 변화를 통한 현금확보와 향후 주주환원을 강화하여 동사의 멀티플의 리레이팅 가능성은 높다고 판단. 목표주가를 900,000원으로 상향 조정.

### Forecast earnings & Valuation

| 12 결산 (십억원)  | 2023.12 | 2024.12 | 2025.12E | 2026.12E | 2027.12E |
|--------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 매출액(십억원)     | 32,766  | 66,193  | 90,951   | 130,710  | 136,588  |
| YoY(%)       | -26.6   | 102.0   | 37.4     | 43.7     | 4.5      |
| 영업이익(십억원)    | -7,730  | 23,467  | 40,469   | 68,053   | 71,231   |
| OP 마진(%)     | -23.6   | 35.5    | 44.5     | 51.9     | 52.2     |
| 순이익(십억원)     | -9,138  | 19,797  | 37,037   | 55,469   | 59,020   |
| EPS(원)       | -12,517 | 27,182  | 50,854   | 76,162   | 81,037   |
| YoY(%)       | 적전      | 흑전      | 87.1     | 49.8     | 6.4      |
| PER(배)       | -11.3   | 6.4     | 12.2     | 8.1      | 7.7      |
| PCR(배)       | 17.4    | 3.4     | 4.9      | 3.2      | 2.9      |
| PBR(배)       | 1.9     | 1.7     | 4.1      | 2.8      | 2.0      |
| EV/EBITDA(배) | 21.2    | 3.8     | 7.9      | 4.9      | 4.1      |
| ROE(%)       | -15.6   | 31.1    | 40.4     | 40.7     | 30.7     |



IT 최보영

3771-9724, 20190031@iprovest.com

## 1. 투자의견 BUY, 목표주가 900,000원 상향

4Q25 매출액 26조 6,038억원(YoY+34.7%, QoQ+8.9%), 영업이익 12조 5,305억원(YoY +55.0%, QoQ +1.1% OPM +47.1%)전망. 2026년 연간 매출액은 130조 7,098억원(YoY +37.4%), 영업이익 68조 525억원(YoY +67.8%, OPM 52%)으로 전망.

현재 재고는 DRAM·NAND 모두 낮은 수준 유지 중이며, 생산되는 물량은 즉시 판매되는 구조임. 수요 가시성 높고 수익성 확보된 제품 위주로 판매할 계획이며 HBM 중심으로 신규 캐파 배정하는 원칙 유지 중. 일반 DRAM/NAND는 신규 증설보다 선단 공정 전환(1c DRAM, 321단 NAND)으로 대응할 예정. 2025년에 이어 2026년에도 HBM을 제외한 일반 DRAM의 공급 능력 증가는 제한적일 것. SK하이닉스 M15X, 삼성 P4 등 신규 랩도 주로 HBM 용으로 활용되어 범용 DRAM 캐파 확대는 어려운 상황. 이에 따라 HBM을 제외한 DRAM 시장도 구조적 공급 타이트가 지속될 것으로 예상.

반도체 업계 전반과 동사 내부의 낮은 재고 수준과 경쟁사들의 공급 제약으로 인해 타이트한 수요상황이 지속될 전망. 동사는 최근 주요 고객사와의 2026년 HBM4 공급협의 완료가 이루어졌으며 이는 고객이 제시한 높은 스펙 변화에 맞춘 제품을 공급하였으며 이미 가격과 물량이 확정되어 '현재 수익성 유지가능한 수준'이며 경쟁사의 진입에도 실적의 변화가 없다는 것을 뜻함.

가시적인 실적과 동사의 AI산업내 견고한 포지션을 근거로 목표주가를 900,000원으로 상향 조정. 동사는 가파른 EPS 성장에도 불구하고 2026년 예상 PER 기준으로 삼성전자(11.4배), 마이크론(13.3배) 대비 현재저 낮은 수준에 머물러 있음. 또한 글로벌 메모리 1위 기업이라는 위상, 고객사와의 협업 확대 및 장기 물량 락인 가능성을 고려하면, 단순 메모리 업체가 아닌 TSMC와 유사한 밸류에이션을 적용할 여지도 충분하다고 판단함. PBR 관점에서도 기존 메모리 3사를 상회할 정당성이 존재함.

[도표 1] SK 하이닉스 목표주가 산정 근거

|                        | 비고                     | (단위: 원, 배)     |
|------------------------|------------------------|----------------|
| 26F EPS                |                        | 76,162         |
| Target P/E             | 26F 삼성전자, 마이크론 FWD PER | 12             |
| 26F BPS                |                        | 224,353        |
| Target P/B             | 26F TSMC, 마이크론 FWD PBR | 4              |
| <b>Target Price(원)</b> |                        | <b>900,000</b> |
| 전일종가(원)                |                        | 559,000        |
| UP SIDE                |                        | 61%            |

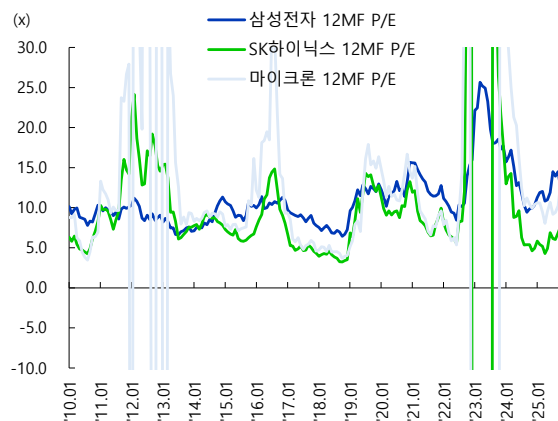
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 여전히 낮은 밸류에이션, 추가 상승여력 충분

| 구분                |       | SK 하이닉스 | 삼성전자    | 마이크론    | TSMC      |
|-------------------|-------|---------|---------|---------|-----------|
| 현재주가 (USD, 11/03) |       | 391.8   | 75.3    | 223.8   | 48.8      |
| 시가총액 (백만 USD)     |       | 285,200 | 446,004 | 251,174 | 1,265,500 |
| P/E (X)           | 2023A | N/A     | 36.8    | N/A     | 18.3      |
|                   | 2024A | 6.1     | 10.7    | 134.3   | 23.8      |
|                   | 2025E | 11.9    | 19.7    | 15.8    | 23.7      |
|                   | 2026E | 8.1     | 11.4    | 13.3    | 19.9      |
| P/B (X)           | 2023A | 1.8     | 1.3     | 1.7     | 4.4       |
|                   | 2024A | 1.6     | 0.8     | 2.3     | 6.5       |
|                   | 2025E | 4.1     | 1.8     | 2.5     | 7.3       |
|                   | 2026E | 2.7     | 1.6     | 2.6     | 5.8       |
| EV/EBITDA (X)     | 2023A | 21.3    | 8.8     | 37.3    | 10.1      |
|                   | 2024A | 3.8     | 3.1     | 12.0    | 13.4      |
|                   | 2025E | 8.1     | 7.1     | 7.9     | 14.4      |
|                   | 2026E | 5.3     | 4.7     | 7.2     | 12.0      |
| ROE (%)           | 2023A | -15.6   | 3.6     | -12.4   | 26.2      |
|                   | 2024A | 31.1    | 7.9     | 1.7     | 30.3      |
|                   | 2025E | 40.2    | 9.0     | 17.2    | 33.5      |
|                   | 2026E | 39.8    | 14.4    | 25.1    | 32.4      |

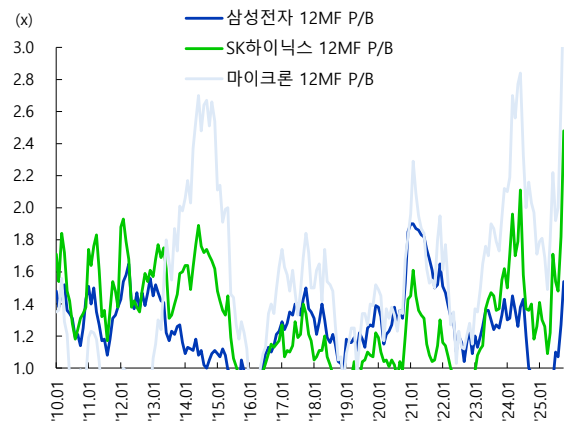
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 메모리 3사 P/E 밸류에이션 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 메모리 3사 P/B 밸류에이션 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

|              | 1Q25            | 2Q25            | 3Q25P           | 4Q25F           | 1Q26F           | 2Q26F           | 3Q26F           | 4Q26F           | 2024            | 2025F           | 2026F            |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| <b>매출액</b>   | <b>17,639.1</b> | <b>22,232.0</b> | <b>24,449.0</b> | <b>26,630.8</b> | <b>28,174.5</b> | <b>31,616.1</b> | <b>34,583.4</b> | <b>36,335.9</b> | <b>66,193.0</b> | <b>90,950.9</b> | <b>130,709.8</b> |
| % YoY        | 41.9%           | 35.4%           | 39.1%           | 34.7%           | 59.7%           | 42.2%           | 41.5%           | 36.4%           | 102.0%          | 37.4%           | 43.7%            |
| % QoQ        | -10.8%          | 26.0%           | 10.0%           | 8.9%            | 5.8%            | 12.2%           | 9.4%            | 5.1%            |                 |                 |                  |
| DRAM         | 14,188.1        | 16,624.3        | 18,917.8        | 20,417.3        | 22,075.2        | 25,033.3        | 26,977.5        | 28,242.4        | 45,059          | 70,147          | 102,328          |
| NAND         | 3,216.4         | 4,428.0         | 5,113.8         | 5,601.6         | 5,498.5         | 5,966.7         | 7,047.6         | 7,545.1         | 19,213          | 18,360          | 26,058           |
| 기타           | 234.7           | 1,179.7         | 417.4           | 611.9           | 600.8           | 616.1           | 558.2           | 548.4           | 1,921           | 2,444           | 2,324            |
| <b>영업이익</b>  | <b>7,440.5</b>  | <b>9,212.9</b>  | <b>11,383.0</b> | <b>12,530.5</b> | <b>14,070.7</b> | <b>16,415.6</b> | <b>18,264.4</b> | <b>19,301.7</b> | <b>23,467.3</b> | <b>40,566.8</b> | <b>68,052.5</b>  |
| % YoY        | 157.8%          | 68.5%           | 61.9%           | 55.0%           | 89.1%           | 78.2%           | 60.5%           | 54.0%           | -403.6%         | 72.9%           | 67.8%            |
| % QoQ        | 3.2%            | -1.8%           | 12.4%           | 1.1%            | 6.1%            | 4.0%            | 1.7%            | 0.6%            |                 |                 |                  |
| DRAM         | 7,661.6         | 9,143.3         | 11,161.5        | 12,250.4        | 13,465.9        | 15,520.6        | 16,995.8        | 17,792.7        | 21,041.6        | 40,216.8        | 63,775.1         |
| NAND         | 0.0             | -221.4          | 153.4           | 280.1           | 604.8           | 895.0           | 1,268.6         | 1,509.0         | 2,623.5         | 212.1           | 4,277.4          |
| <b>영업이익률</b> | <b>42.2%</b>    | <b>41.4%</b>    | <b>46.6%</b>    | <b>47.1%</b>    | <b>49.9%</b>    | <b>51.9%</b>    | <b>52.8%</b>    | <b>53.1%</b>    | <b>35.5%</b>    | <b>44.6%</b>    | <b>52.1%</b>     |
| DRAM         | 54.0%           | 55.0%           | 59.0%           | 60.0%           | 61.0%           | 62.0%           | 63.0%           | 63.0%           | 46.7%           | 57.3%           | 62.3%            |
| NAND         | 0.0%            | -5.0%           | 3.0%            | 5.0%            | 11.0%           | 15.0%           | 18.0%           | 20.0%           | 13.7%           | 1.2%            | 16.4%            |

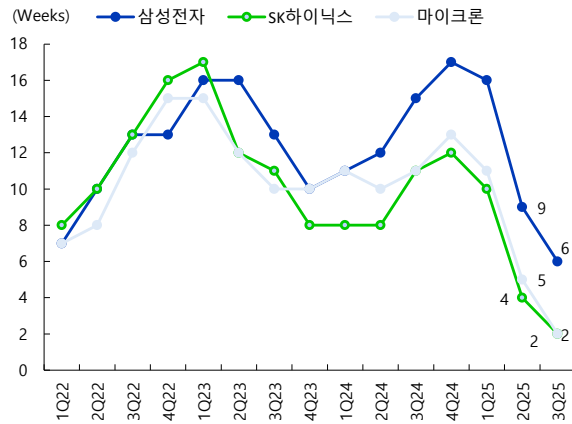
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 주요 추정 가정

| SK 하이닉스 주요 추정 가정       | 1Q25          | 2Q25          | 3Q25P         | 4Q25F         | 1Q26F         | 2Q26F         | 3Q26F         | 4Q26F         | 2025F          | 2026F          |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>DRAM 출하량(백만 Gb)</b> | <b>19,117</b> | <b>23,593</b> | <b>24,518</b> | <b>25,253</b> | <b>25,758</b> | <b>27,819</b> | <b>29,488</b> | <b>30,373</b> | <b>2,481</b>   | <b>113,439</b> |
| % QoQ                  | -9%           | 23%           | 4%            | 3%            | 2%            | 8%            | 6%            | 3%            | 20%            | 23%            |
| % YoY                  | 13%           | 18%           | 26%           | 21%           | 35%           | 18%           | 20%           | 20%           |                |                |
| <b>DRAM ASP(달러/Gb)</b> | <b>0.51</b>   | <b>0.53</b>   | <b>0.55</b>   | <b>0.58</b>   | <b>0.61</b>   | <b>0.64</b>   | <b>0.65</b>   | <b>0.66</b>   | <b>2.17</b>    | <b>2.57</b>    |
| % QoQ                  | 2%            | 4%            | 3%            | 5%            | 6%            | 5%            | 2%            | 2%            | 227%           | 174%           |
| % YoY                  | 56%           | 33%           | 18%           | 14%           | 19%           | 21%           | 19%           | 15%           |                |                |
| <b>NAND 출하량(백만 GB)</b> | <b>35,047</b> | <b>59,590</b> | <b>56,611</b> | <b>58,413</b> | <b>55,493</b> | <b>59,045</b> | <b>69,095</b> | <b>73,291</b> | <b>209,661</b> | <b>256,924</b> |
| % QoQ                  | -17%          | 70%           | -5%           | 3%            | -5%           | 6%            | 17%           | 6%            | 186%           | 42%            |
| % YoY                  | -29%          | 24%           | 28%           | 39%           | 58%           | -1%           | 22%           | 25%           |                |                |
| <b>NAND ASP(달러/GB)</b> | <b>0.07</b>   | <b>0.05</b>   | <b>0.06</b>   | <b>0.07</b>   | <b>0.07</b>   | <b>0.07</b>   | <b>0.07</b>   | <b>0.07</b>   | <b>0.06</b>    | <b>0.07</b>    |
| % QoQ                  | -20%          | -18%          | 17%           | 7%            | 3%            | 2%            | 1%            | 1%            | -14%           | 75%            |
| % YoY                  | -2%           | -31%          | -24%          | -18%          | 6%            | 32%           | 14%           | 7%            |                |                |

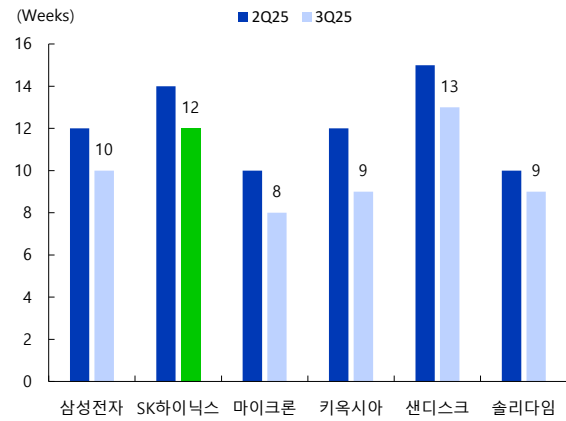
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] DRAM 공급사 재고 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 8] NAND 공급사 재고 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 9] 메모리 3사 Capa 증설 계획

|        | 지역 | 팩             | 타임라인                       | 노드 (예상)        |
|--------|----|---------------|----------------------------|----------------|
| 삼성전자   | 평택 | P4 (PH4)      | 2026년 상반기 양산 목표            | 1c DRAM/HBM    |
|        | 평택 | P5            | 건설 재개, 2027년 양산 목표         | 1c DRAM/HBM    |
|        | 화성 | Line 17       | 2025년 말 1z에서 1c로 전환        | 1c DRAM        |
| SK하이닉스 | 청주 | M15X          | 2026~2027년 양산 목표. 각 40~45K | 1b DRAM        |
|        | 용인 | Y1            | 2027년 양산 목표                | 1c DRAM        |
| 마이크론   | 대만 | Fab16 A3 (P2) | P2 전환 완료                   | 어드밴스드 패키징      |
|        | 대만 | 타이난 (AUO)     | 2025년 상반기 양산               | HBM 웨이퍼 레벨 테스트 |
|        | 일본 | 히로시마          | 2027년 양산 목표                | 1y (1-gamma)   |
|        | 미국 | 아이다호 (ID1)    | 2027년 양산 목표                | 1b DRAM        |

자료: 교보증권 리서치센터

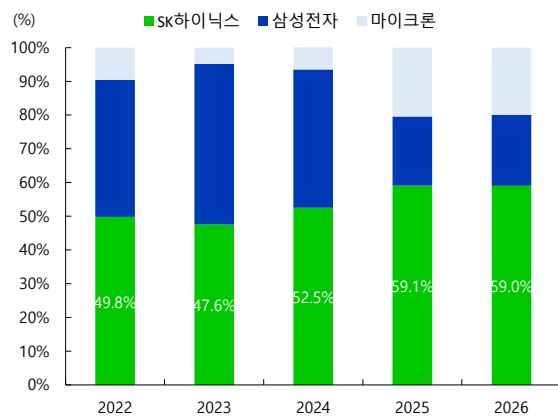
## 2. 메모리의 TSMC로의 변화

중장기적으로 동사의 DRAM 사업은 단순한 ‘메모리 제조업’에서 벗어나, TSMC처럼 신뢰·기술 기반의 파운드리형 사업 모델(고객 밀착형·기술 협업 기반 모델)로 진화할 것으로 전망함.

최근 일반 디램 가격 급등으로 HBM vs 범용 DRAM 수익성 격차가 줄어드는 중이나, 여전히 HBM이 우위.

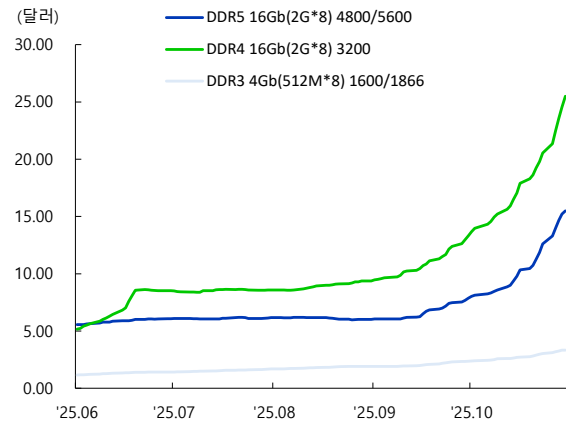
다만 단기 수익성 변화만으로 캐파 믹스 변경 계획 없다는 것은 동사의 지속적으로 HBM 위주의 사업 방향성 파악할 수 있음. HBM 제품은 특성상 고객과 장기 물량과 스펙 사전 협의하고 해당 조건을 기반으로 생산 및 공급하며 수익성도 계약에 반영됨.

[도표 10] HBM의 시장내 입지는 견고할 전망



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 11] DRAM 현물가 동향



자료: 교보증권 리서치센터

## 2-1. HBM 등장, 동사가 보여준 파운드리형 메모리 비즈니스

메모리 반도체 산업, 특히 DRAM 사업은 그동안 수요 공급에 따라 가격이 결정되는 전형적인 ‘커머리티(Commodity)’ 산업으로 분류되어 왔음. 수요와 공급의 균형에 따라 가격이 결정되며, 변동성이 크다는 특성이 존재.

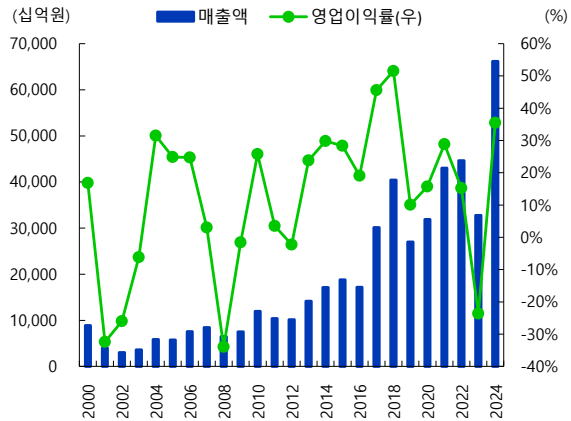
그러나 최근 HBM과 같은 고부가 메모리 시장이 성장하면서, 기존 DRAM 사업이 TSMC의 파운드리 모델처럼 ‘기술 기반·신뢰 기반 비즈니스로 진화할 수 있는가’에 대해 산업계 내에서는 논의되고 있음.

파운드리인 경우 삼성, 인텔, 중국 업체 등도 경쟁자들이 시장에 존재하지만, 고객들이 더 높은 비용을 지불하더라도 TSMC를 선택하는 이유는 수율, 기술 완성도, 일정 신뢰, 공급 안정성 등에서 TSMC가 독보적인 신뢰를 구축했기 때문. 즉, 경쟁사가 캐파(capacity)를 늘린다고 고객사가 움직이지 않으며, 이는 DRAM과 HBM 사업에도 시사점을 제공한다고 판단.

최근 HBM 시장에서는 경쟁사의 시장진입의 뉴스에 대해 예민하게 받아드리고 있음. 시장은 ‘공급 증가 → 가격 하락’이라는 기존 커머리티적 반응을 보임. 이는 HBM 산업이 여전히 공급 증가는 곧 가격 하락이라는 기존 인식이 지속되고 있다는 방증임.

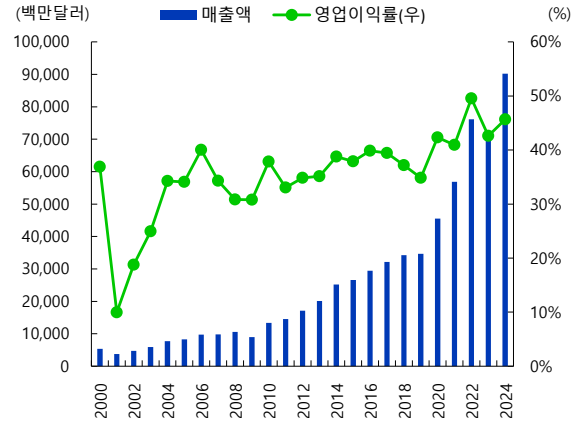
하지만 현재 상황은 과거와 다를 가능성 있음. 예를 들어, NVIDIA가 HBM 수요가 폭발적으로 증가함에도 불구하고 멀티벤더를 적극적으로 채택하지 않는 것은 단순한 기업 선호의 문제가 아니라, 성능, 신뢰성, 수율 등 기술적 요소에서 차이가 있기 때문으로 해석 가능함. 만약 HBM이 단순한 커머리티라면 “싼 제품부터 쓰면 된다”가 성립되어야 하나, 실제 시장은 그렇지 않음.

[도표 12] SK 하이닉스 매출액, 영업이익률 추이



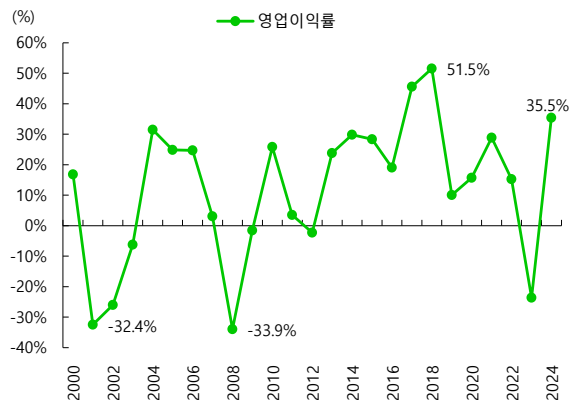
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 13] TSMC 매출액, 영업이익률 추이



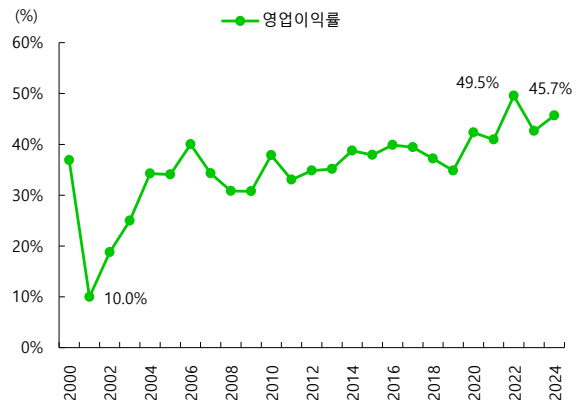
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 14] SK 하이닉스 영업이익률 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 15] TSMC 영업이익률 추이



자료: 교보증권 리서치센터

## 2-2. HBM 사업, 사업 예측 가능과 실적 안정성 강화

즉, HBM 시장은 이미 커머디티 단계를 넘어 ‘파운드리형 경쟁 구조’로 이동 중이며, 앞으로 DRAM 산업도 단순 설비 경쟁이 아닌 기술력·고객 밀착·장기계약 기반의 구조로 재편될 가능성이 존재함.

따라서 DRAM 사업 또한 단순한 캐파(capacity) 증설 경쟁에서 벗어나, 고객과의 장기 계약 구조(LTA·PO 기반), 제품의 고부가가치화(HBM, 커스텀 메모리), 파운드리형 서비스 모델(공급 안정성, 기술 협업, 커스터마이제이션)로 전환될 경우 산업 구조가 과거와 다른 방향으로 재편될 가능성이 있음.

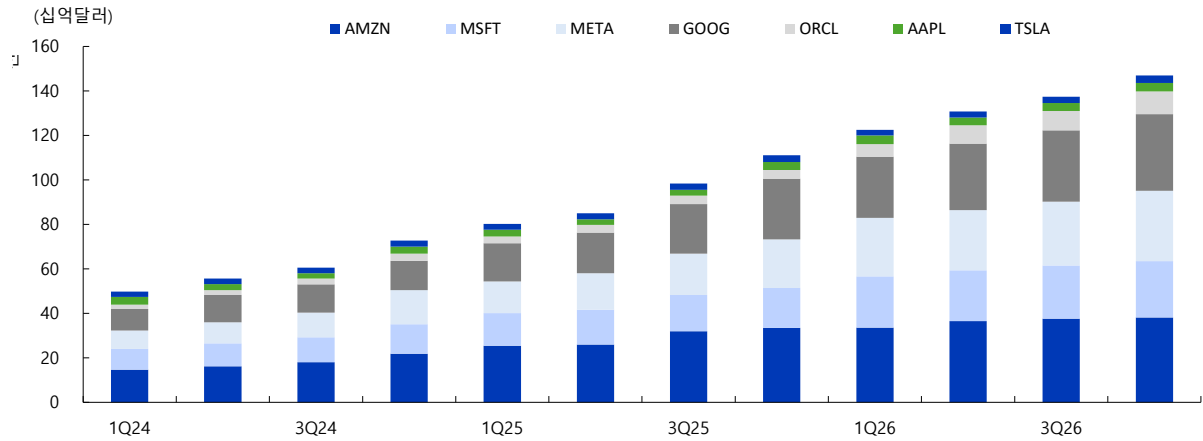
즉, 경쟁사들이 캐파를 늘린다고 해서 TSMC의 주가가 하락하거나 고객사가 이동하지 않는 것처럼, 메모리 사업에서도 단순 캐파 경쟁이 아닌 신뢰 기반의 기술·공급력이 핵심 경쟁력이 될 수 있으며 동사의 위치는 향후에도 견조하게 유지될 것으로 판단.

HBM수요가 AI 시장 바탕으로 급격히 확대되는 만큼 공급이 단시일내에 수요를 따라잡기 힘들다고 전망. 일반 디램보다 높은 성장률 예상. HBM제품은 수요대비 공급은 27년에도 타이트할 것으로 전망. 고객 니즈에 맞는 제품 적기에 제공할 수 있도록 할 것. AI칩 성능 경쟁 심화됨에 따라 메모리 성능이 기술 발전이 병목이 되는 현상. HBM포함 차세대 메모리 성능 요구 지속 상향 조정될 것. 차세대 HBM 제품에서도 고객 요구에 맞는 제품 적기에 대응할 것.

HBM을 포함한 일부 사업 형태가 선주문 후판매 형식으로 전환되었음. 고객들의 강한 수요로 인해 초기 계약 시점부터 연간 장기 계약 통해 가시성 확보하고, 고객 수요 대응해왔음.

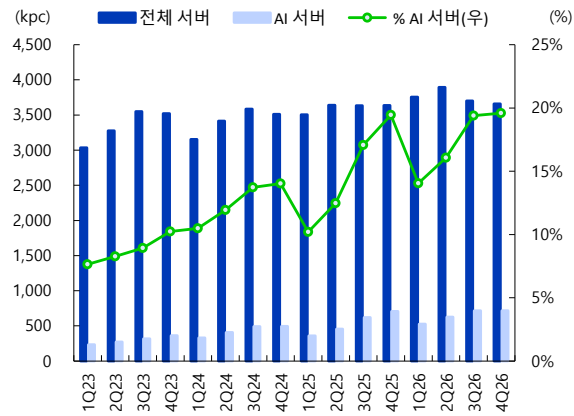
이에 메모리 산업과 당사 사업은 높은 변동성 보여온 과거와 달리 예측 가능성 높아지고, 사업 안정성도 확대되고 있음. HBM4e부터 확대되는 커스텀 HBM 은 고객 GPU나 ASIC설계 초기단계부터 고객과의 협력으로 개발. 특정 고객과 장기적 전략적 거래로 되기 때문에 메모리 사업 안정성과 수익성에 긍정적인 것.

[도표 16] 주요 빅테크 연도별 CapEx 추이 및 전망



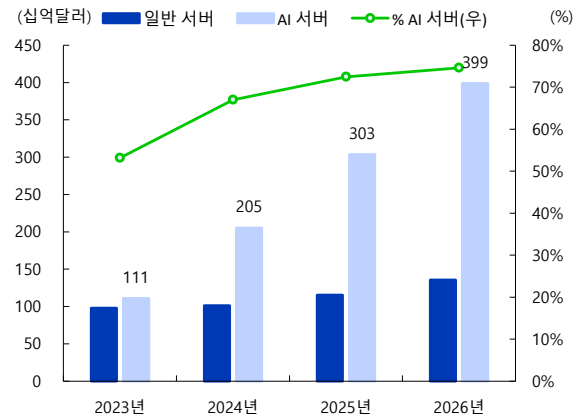
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 17] 일반서버 및 AI 서버 출하량



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 18] 일반서버 및 AI 서버 시장 규모



자료: 교보증권 리서치센터

### 2-3. 실적 가시성의 확보를 통한 FCF의 개선, 적시 투자와 주주환원 강화

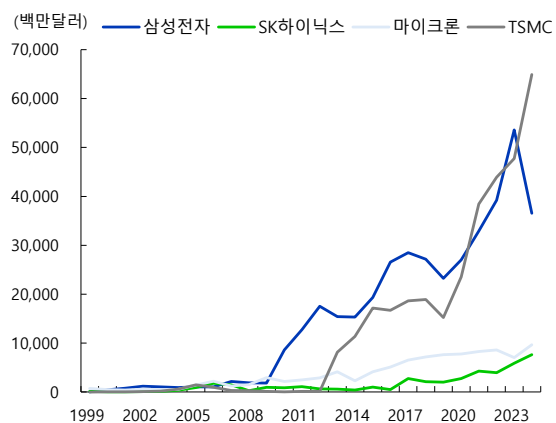
동사는 지난해 11월 기업가치 제고 계획을 통해 기술 리더십을 바탕으로 단기 이익변동과 무관하게 미래 성장 투자를 지속하는 선순환 구조를 확보하는 것을 목표로 제시. 안정적인 이익창출이 기반되면 차입금 축소, 현금보유수준 높이고, 자산의 효율성을 강화하고자 하며 균형있게 주주환원 확대를 추진한다고 밝힘. 실적컨퍼런스 콜에서는 3년 주주환원 정책 1년차인 현재, 추가 주주환원에 대한 검토는 하지 않고 있다고 밝혔으나 예상보다 더욱 가파르게 성장하는 메모리 산업과 동사의 실적을 감안하여 추가적인 주주가치 극대화에 대한 정책을 기대.

[도표 19] SK 하이닉스 밸류업 공시

|       | 2014~2018 년             | 2019~2021 년                                   | 2022~2024 년                                               | 2025~2027 년                                                                     |
|-------|-------------------------|-----------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|
| 주요 내용 | FCF 30~50% 범위 내 주주환원 시행 | 주주환원정책 발표<br>고정배당금 1,000 원,<br>FCF와 연계한 추가 환원 | 연간 고정배당금<br>1,200 원으로 상향,<br>3년 누적 FCF 50% 수준을<br>재원으로 설정 | 연간 고정배당금<br>주당 1,500 원으로 상향 +<br>재무 건전성 목표 달성 시,<br>3년 누적 FCF 50% 범위 내<br>추가 환원 |

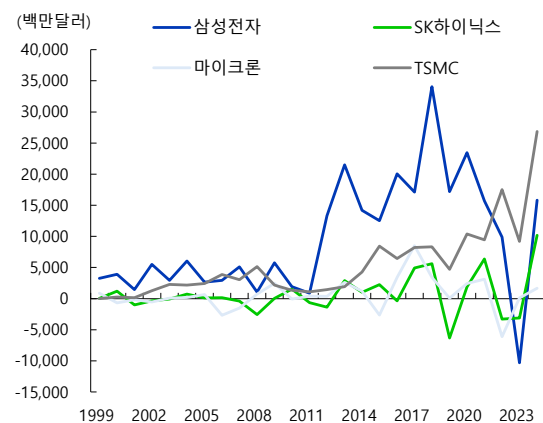
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 20] 글로벌 테크 업체 현금성 자산



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 21] 글로벌 테크 업체 FCF



자료: 교보증권 리서치센터

### 3. 차세대 제품과 기술

엔비디아는 2026년 Rubin 시리즈와 함께 SOCAMM 채택 예정. 마이크론 기준 SOCAMM 스펙은 14\*90mm 소형 폼팩터 채택해 기존 RDIMM 대비 대역폭 2.5배 증가, 전력 소모 1/3 감소, 가격은 HBM의 25~35% 수준으로 파악. 마이크론이 SOCAMM1에서는 선두 주자였지만, 데이터 손실 등 품질 문제로 SOCAMM2는 메모리 업체간 균등하게 물량 분배될 것으로 추정함.

AI 추론 확산으로 데이터 이동 효율성이 성능을 결정하며 메모리 계층 구조 중요성이 부각되는 국면. 동사는 이에 대응해 차세대 메모리로 HBF(High-Bandwidth Flash)를 준비. HBF는 외부 인터 페이스에 의존하지 않으며, HBM과 유사한 기술 기반으로 GPU 내부 고용량 근접 메모리 솔루션을 제공. 낸드 플래시의 고밀도, 저비용 특성을 결합해 TB 단위 용량 구현이 가능할 것으로 예상. 동사는 샌디스크와 HBF 표준화 작업 중으로 파악되며, 2027년 이후 상용화를 전망함.

[도표 22] HBM, HBF, SSD 비교

|     | HBM     | HBF     | AI SSD |
|-----|---------|---------|--------|
| 대역폭 | 초고 대역폭  | 중~고 대역폭 | 낮은 대역폭 |
| 용량  | 작음 (GB) | 큼 (TB)  | 큼 (TB) |
| 비용  | 매우 높음   | 중간      | 중~저    |

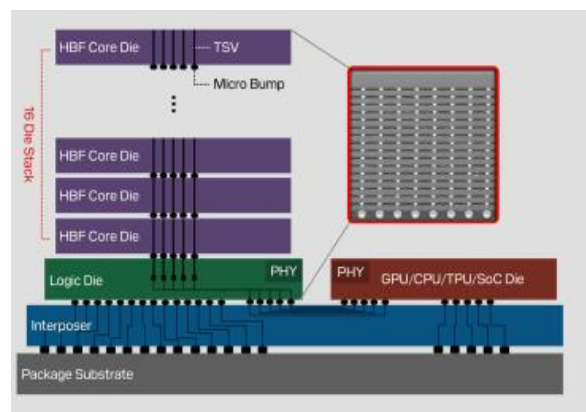
자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 마이크론 SOCAMM



자료: 마이크론, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 샌디스크 HBF(High Bandwidth Flash)



자료: 샌디스크, 교보증권 리서치센터

[도표 25] SK 하이닉스 기술과 비전

|           |          | 2026~2028 년                                                     | 2029~2031 년                                                    |
|-----------|----------|-----------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|
| HBM       | Standard | HBM4 16hi<br>HBM4e 8/ 12/ 16hi                                  | HBM5<br>HBM5e                                                  |
|           | Custom   | Custom HBM4e                                                    | Custom HBM5<br>Custom HBM5e                                    |
| Conv.DRAM | Standard | LPDDR6                                                          | GDDR7-Next<br>DDR6 / 3D DRAM                                   |
|           | AI-D     | LPDDR5X SOCAMM2    2nd Gen CXL<br>MRDIMM Gen2        LPDDR6-PIM | LPDDR6 SOCAMM2    3rd Gen CXL<br>AI-D Expansion       PIM-Next |
| NAND      | Standard | PCIe Gen5 eSSD (245TB+QLC)<br>Pcle Gen6 eSSD/cSSD               | PCIe Gen7 eSSD/cSSD<br>400+ Layered 4D NAND                    |
|           | AI-N     | AI-N D(NLF & NL SSD)                                            | AI-N P(Storage Next)<br>AI-N B(HBF)                            |

자료: SK AI 서밋, 교보증권 리서치센터

## [SK하이닉스 000660]

## 포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12 결산(십억원)        | 2023A   | 2024A  | 2025F  | 2026F   | 2027F   |
|-------------------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액               | 32,766  | 66,193 | 90,951 | 130,710 | 136,588 |
| 매출원가              | 33,299  | 34,365 | 39,750 | 53,228  | 52,186  |
| 매출총이익             | -533    | 31,828 | 51,201 | 77,482  | 84,402  |
| 매출총이익률 (%)        | -1.6    | 48.1   | 56.3   | 59.3    | 61.8    |
| 판매비와관리비           | 7,197   | 8,361  | 10,731 | 9,635   | 13,171  |
| 영업이익              | -7,730  | 23,467 | 40,469 | 68,053  | 71,231  |
| 영업이익률 (%)         | -23.6   | 35.5   | 44.5   | 51.9    | 52.2    |
| EBITDA            | 5,943   | 36,049 | 54,929 | 86,682  | 94,765  |
| EBITDA Margin (%) | 18.1    | 54.5   | 60.4   | 66.3    | 69.4    |
| 영업외손익             | -3,928  | 418    | 7,321  | 3,726   | 4,924   |
| 관계기업손익            | 15      | -38    | 6,036  | 2,004   | 2,001   |
| 금융수익              | 2,262   | 4,855  | 1,212  | 1,625   | 2,480   |
| 금융비용              | -6,093  | -5,708 | -1,686 | -1,816  | -2,114  |
| 기타                | -111    | 1,309  | 1,759  | 1,913   | 2,557   |
| 법인세비용차감전순이익       | -11,658 | 23,885 | 47,790 | 71,573  | 76,154  |
| 법인세비용             | -2,520  | 4,088  | 10,753 | 16,104  | 17,135  |
| 계속사업순이익           | -9,138  | 19,797 | 37,037 | 55,469  | 59,020  |
| 중단사업순이익           | 0       | 0      | 0      | 0       | 0       |
| 당기순이익             | -9,138  | 19,797 | 37,037 | 55,469  | 59,020  |
| 당기순이익률 (%)        | -27.9   | 29.9   | 40.7   | 42.4    | 43.2    |
| 비지배지분순이익          | -25     | 8      | 15     | 23      | 25      |
| 지배지분순이익           | -9,112  | 19,789 | 37,022 | 55,446  | 58,995  |
| 지배순이익률 (%)        | -27.8   | 29.9   | 40.7   | 42.4    | 43.2    |
| 매도가능금융자산평가        | 0       | 0      | 0      | 0       | 0       |
| 기타포괄이익            | 100     | 1,248  | 643    | 663     | 851     |
| 포괄순이익             | -9,037  | 21,044 | 37,680 | 56,133  | 59,871  |
| 비지배지분포괄이익         | -22     | 11     | 20     | 30      | 32      |
| 지배지분포괄이익          | -9,015  | 21,033 | 37,660 | 56,103  | 59,839  |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 현금흐름표

단위: 십억원

| 12 결산(십억원) | 2023A  | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 영업활동 현금흐름  | 4,278  | 29,796  | 42,239  | 53,417  | 75,772  |
| 당기순이익      | -9,138 | 19,797  | 37,037  | 55,469  | 59,020  |
| 비현금항목의 가감  | 15,033 | 17,054  | 21,477  | 34,849  | 39,764  |
| 감가상각비      | 13,121 | 11,985  | 14,007  | 18,447  | 23,202  |
| 외환손익       | 332    | 352     | 0       | 0       | 0       |
| 자본법평가손익    | 0      | 0       | -6,036  | -2,004  | -2,001  |
| 기타         | 1,579  | 4,716   | 13,506  | 18,406  | 18,563  |
| 자산부채의 증감   | 794    | -5,600  | -5,035  | -20,495 | -6,072  |
| 기타현금흐름     | -2,411 | -1,455  | -11,240 | -16,407 | -16,940 |
| 투자활동 현금흐름  | -7,335 | -18,005 | -38,179 | -31,315 | -48,434 |
| 투자자산       | -19    | -113    | -3      | -3      | -3      |
| 유형자산       | -8,325 | -15,946 | -22,000 | -36,000 | -42,000 |
| 기타         | 1,009  | -1,946  | -16,176 | 4,688   | -6,431  |
| 재무활동 현금흐름  | 5,697  | -8,704  | -378    | 2,117   | 4,478   |
| 단기차입금      | 0      | 0       | 141     | 185     | 251     |
| 사채         | 0      | 0       | 3,817   | 4,991   | 6,526   |
| 장기차입금      | 6,969  | -7,376  | -1,009  | -100    | 403     |
| 자본의 증가(감소) | 0      | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 현금배당       | -826   | -826    | -1,520  | -1,522  | -1,522  |
| 기타         | -446   | -502    | -1,807  | -1,437  | -1,181  |
| 현금의 증감     | 2,610  | 3,618   | 12,108  | 25,213  | 33,728  |
| 기초 현금      | 4,977  | 7,587   | 11,205  | 23,313  | 48,527  |
| 기말 현금      | 7,587  | 11,205  | 23,313  | 48,527  | 82,255  |
| NOPLAT     | -6,059 | 19,450  | 31,364  | 52,581  | 55,204  |
| FCF        | 83     | 10,487  | 18,789  | 14,922  | 30,666  |

자료: SK 하이닉스, 교보증권 리서치센터

## 재무상태표

단위: 십억원

| 12 결산(십억원)  | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산        | 30,468  | 42,279  | 75,300  | 116,767 | 162,515 |
| 현금및현금성자산    | 7,587   | 11,205  | 23,313  | 48,527  | 82,255  |
| 매출채권 및 기타채권 | 6,942   | 13,299  | 18,117  | 25,896  | 27,018  |
| 재고자산        | 13,481  | 13,314  | 14,552  | 28,756  | 34,147  |
| 기타유동자산      | 2,458   | 4,461   | 19,317  | 13,588  | 19,095  |
| 비유동자산       | 69,862  | 77,576  | 84,353  | 102,288 | 120,636 |
| 유형자산        | 52,705  | 60,157  | 68,150  | 85,703  | 104,501 |
| 관계기업투자금     | 1,367   | 1,941   | 1,944   | 1,947   | 1,951   |
| 기타금융자산      | 4,441   | 4,582   | 4,465   | 4,475   | 4,507   |
| 기타비유동자산     | 11,349  | 10,897  | 9,794   | 10,163  | 9,677   |
| 자산총계        | 100,330 | 119,855 | 159,653 | 219,054 | 283,151 |
| 유동부채        | 21,008  | 24,965  | 24,869  | 25,708  | 25,710  |
| 매입채무 및 기타채무 | 7,026   | 13,386  | 14,238  | 15,606  | 15,808  |
| 차입금         | 4,146   | 1,283   | 1,425   | 1,610   | 1,861   |
| 유동성채무       | 5,712   | 3,969   | 2,758   | 1,916   | 1,332   |
| 기타유동부채      | 4,125   | 6,327   | 6,448   | 6,576   | 6,710   |
| 비유동부채       | 25,819  | 20,974  | 25,361  | 29,990  | 36,601  |
| 차입금         | 10,121  | 5,022   | 4,013   | 3,912   | 4,315   |
| 사채          | 9,490   | 12,409  | 16,226  | 21,217  | 27,743  |
| 기타비유동부채     | 6,207   | 3,543   | 5,122   | 4,860   | 4,543   |
| 부채총계        | 46,826  | 45,940  | 50,230  | 55,697  | 62,311  |
| 지배지분        | 53,504  | 73,903  | 109,405 | 163,330 | 220,803 |
| 자본금         | 3,658   | 3,658   | 3,658   | 3,658   | 3,658   |
| 자본잉여금       | 4,373   | 4,487   | 4,487   | 4,487   | 4,487   |
| 이익잉여금       | 46,729  | 65,418  | 100,920 | 154,845 | 212,318 |
| 기타자본변동      | -2,269  | -2,192  | -2,192  | -2,192  | -2,192  |
| 비지배지분       | -1      | 12      | 18      | 27      | 37      |
| 자본총계        | 53,504  | 73,916  | 109,424 | 163,357 | 220,840 |
| 총차입금        | 31,870  | 24,870  | 26,411  | 30,466  | 36,899  |

## 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

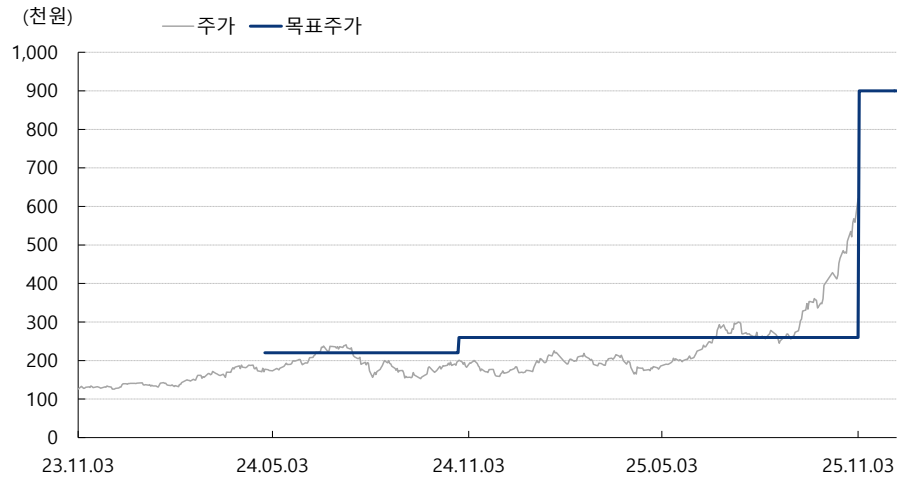
| 12 결산(십억원) | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EPS        | -12,517 | 27,182  | 50,854  | 76,162  | 81,037  |
| PER        | -11.3   | 6.4     | 12.2    | 8.1     | 7.7     |
| BPS        | 73,495  | 101,515 | 150,282 | 224,353 | 303,300 |
| PBR        | 1.9     | 1.7     | 4.1     | 2.8     | 2.0     |
| EBITDAPS   | 8,164   | 49,517  | 75,452  | 119,069 | 130,172 |
| EV/EBITDA  | 21.2    | 3.8     | 7.9     | 4.9     | 4.1     |
| SPS        | 45,008  | 90,924  | 124,932 | 179,546 | 187,620 |
| PSR        | 3.1     | 1.9     | 5.0     | 3.5     | 3.3     |
| CFPS       | 114     | 14,405  | 25,809  | 20,497  | 42,124  |
| DPS        | 1,200   | 2,204   | 2,204   | 2,204   | 2,204   |

## 재무비율

단위: 원, 배, %

| 12 결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성        |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율    | -26.6 | 102.0 | 37.4  | 43.7  | 4.5   |
| 영업이익 증가율   | 적전    | 흑전    | 72.4  | 67.7  | 5.0   |
| 순이익 증가율    | 적전    | 흑전    | 87.1  | 49.8  | 6.4   |
| 수익성        |       |       |       |       |       |
| ROIC       | -8.5  | 27.1  | 38.7  | 49.5  | 40.2  |
| ROA        | -8.9  | 18.0  | 26.5  | 29.3  | 23.5  |
| ROE        | -15.6 | 31.1  | 40.4  | 40.7  | 30.7  |
| 안정성        |       |       |       |       |       |
| 부채비율       | 87.5  | 62.2  | 45.9  | 34.1  | 28.2  |
| 순차입금비용     | 31.8  | 20.7  | 16.5  | 13.9  | 13.0  |
| 이자보상배율     | -5.3  | 17.4  | 28.1  | 40.7  | 35.2  |

## SK 하이닉스 최근 2 년간 목표주가 변동추이



## 최근 2 년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자         | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |       | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 |       |
|------------|------|---------|---------|-------|----|------|------|-----|-------|
|            |      |         | 평균      | 최고/최저 |    |      |      | 평균  | 최고/최저 |
| 2024.04.26 | 매수   | 220,000 | (4.64)  | FALSE |    |      |      |     |       |
| 2024.07.26 | 매수   | 220,000 | (11.81) | FALSE |    |      |      |     |       |
| 2024.10.25 | 매수   | 260,000 | (29.23) | FALSE |    |      |      |     |       |
| 2025.01.24 | 매수   | 260,000 | (26.60) | FALSE |    |      |      |     |       |
| 2025.03.25 | 매수   | 260,000 | (6.58)  | FALSE |    |      |      |     |       |
| 2025.11.04 | 매수   | 900,000 |         | FALSE |    |      |      |     |       |

자료: 교보증권 리서치센터

## ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2025.09.30

| 구분 | Buy(매수) | Trading Buy(매수) | Hold(보유) | Sell(매도) |
|----|---------|-----------------|----------|----------|
| 비율 | 94.7    | 3.8             | 1.5      | 0.0      |

## [ 업종 투자의견 ]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

## [ 기업 투자가간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~-10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하