SK하이닉스 (000660 | 544,000원 | BUY | TP: 750,000원)

Investment points

1. 영업이익의 가치는 여전히 과소평가

HBM은 범용 메모리와 달리 수주 베이스와 높은 원가를 바탕으로 사이클 변동성이 낮을 것으로 전망함. 장기적인 이익을 창출하며, 장기적으로 리레이팅 요소로 작용

2. HBM 기술 리더십, 1년 더 연장

동사의 HBM4 제품은 품질이나 수율의 큰 문제 없이 계획대로 Ramp-up될 것으로 전망. 26년에도 HBM4 제품에서 70% 이상의 점유율을 차지.

3. 4Q25 영업이익 15조원 전망, 2026년 영업이익 84조원 전망

동사의 4Q25 영업이익은 전분기대비 31% 상승한 14.8조원 추정. 대부분의 증익은 디램에서 발생. 26년 영업이익을 84조원으로 상향. 높아진 26년 BPS와 목표 P/B 3.0배 적용하여 목표주가 750,000원으로 상향

Key information

현재주가 (12월 5일 기준)	544,000원
시가총액	396.0조원
60일-평균거래대금	20,569.0억원
52주 최저/최고	164,800원/620,000원
Dividend yield	0.1%
Free float	74.2%
Foreign ownership	53.2%

Share performance (%)	1M	3M	6M	12M
Absolute	-6.0	98.9	142.3	214.5
Relative	-8.2	55.5	66.2	87.3

Key data

연말 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	성장률 (전년대비, %)	P/E (배)	순부채 (십억원)	EV/EBITDA (배)	P/B (배)	ROE (%)
2022	44,622	6,809	4,003	2,242	3,063	-76.8	24.5	19,390	3.5	0.8	3.6
2023	32,766	-7,730	-11,658	-9,138	-12,517	적전	-11.3	25,821	21.7	1.8	-15.6
2024	66,193	23,467	23,885	19,797	27,182	흑전	6.4	13,554	3.9	1.6	31.1
2025E	94,139	42,831	43,938	34,711	47,660	75.3	11.4	-4,608	6.7	3.5	38.4
2026E	157,083	84,048	84,004	65,523	89,966	88.8	6.0	-34,139	3.5	2.2	47.1

자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

SK하이닉스(000660KS, BUY, 목표주가: 750,000원)

HBM 장인의 기술, 낮은 이익 변동성으로 보답

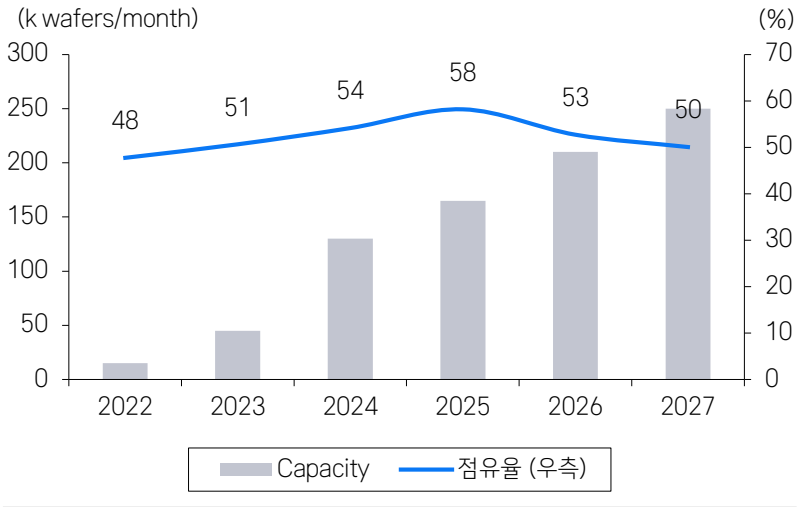
▶ 디램 업의 본질이 바뀌고 있다

- 26년 ROE 47%를 창출하는 동사의 수익성은 여전히 주식 시장에서 과소평가. 장기적으로 동사 주식의 리레이팅 개연성은 매우 높은 편
- HBM은 예전 서버디램에 비해 원가가 높고 고객사 제품에 맞춘 커스텀 사양이 필요해 사이클 변동성이 낮을 것

▶ HBM 기술 리더십, 26년 까지 1년 더 연장

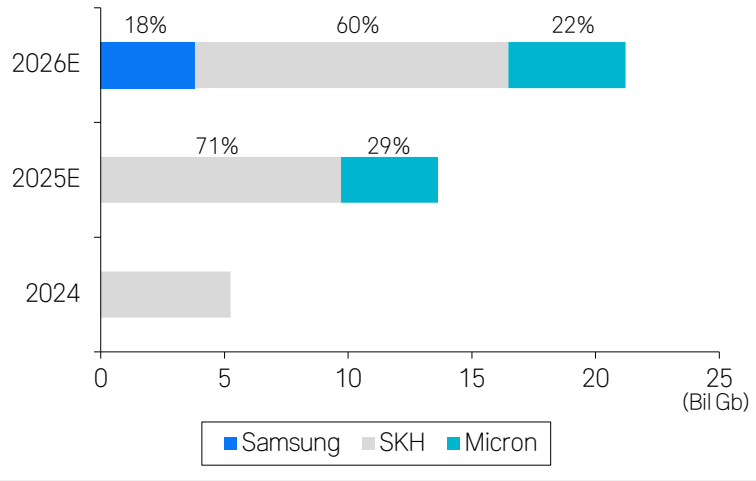
- 동사의 HBM4 제품은 품질이나 수율의 큰 문제 없이 계획대로 Ramp-up될 것으로 전망
- 26년 HBM4 제품 내 점유율 70% 이상을 차지할 것으로 추정되며 기술과 점유율 모두에서 리더십 유지
- M15X는 HBM 중심으로 증설되어 HBM bit growth와 시장내 주도적 점유율을 뒷받침

HBM Capa 및 점유율 추이



자료: 삼성증권

엔비디아 내 HBM 점유율 추이



자료: 삼성증권

SK하이닉스(000660KS, BUY, 목표주가: 750,000원)

84조원의 26년 영업이익 속 목표주가 75만원으로 상향

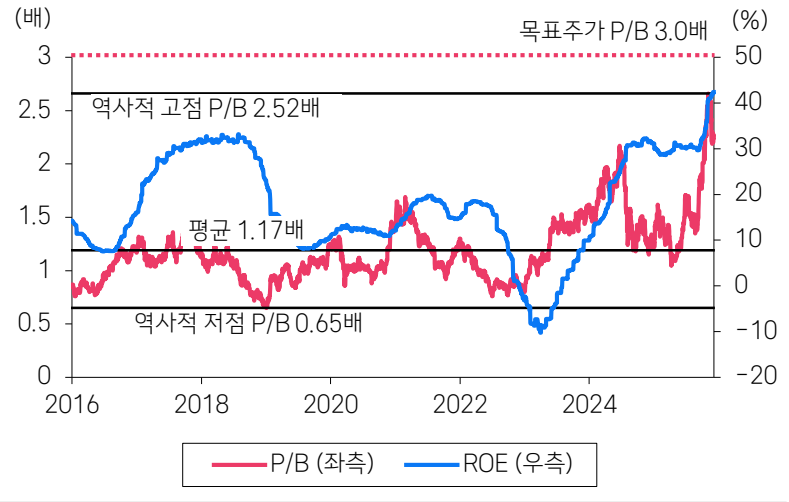
▶ 4Q25 영업이익 14.8조원 전망, 2026년 영업이익 84조원 전망

- 4Q25 디램은 가격을 추정하기 힘들 정도로 쇼티지가 심각하며, 서버디램 고객사들의 구매 의향은 꺾이지 않고 있음
- 4Q25 일반디램 ASP 상승률을 24% q-q로 유지하나 26년 일반디램 ASP 상승률을 68%에서 73%으로 상향. 1Q26에 경쟁사대비 높은 ASP 상승률로 4Q25의 둔화를 만회할 것

▶ 목표주가 75만원으로 상향

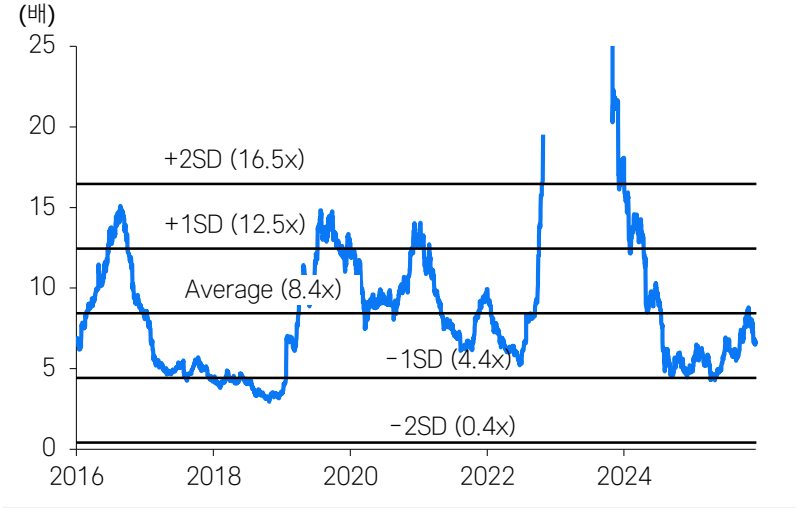
- 높아진 26년 BPS와 목표 P/B 3.0배 적용하여 목표주가 750,000원으로 상향
- 목표P/B 3.0배는 ROE 47%에 맞는 역사적 P/B 거래 수준(regression)을 적용

SK하이닉스: P/B와 ROE 추이



자료: Quantiwise, 삼성증권

SK하이닉스: 12m fwd P/E



자료: Quantiwise, 삼성증권

실적 추이 및 전망

SK하이닉스: 실적 추이 및 전망

(KRWb)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
Sales	12,430	16,423	17,573	19,767	17,639	22,232	24,449	29,819	33,851	38,145	42,161	42,926	66,193	94,139	157,083
YoY (%)	144	125	94	75	42	35	39	51	92	72	72	44	102	42	67
DRAM	7,275	10,839	12,038	14,489	13,980	16,903	19,389	23,294	26,814	30,466	33,616	34,756	44,641	73,566	125,652
NAND and others	5,155	5,584	5,535	5,278	3,659	5,329	5,060	6,526	7,037	7,679	8,545	8,170	21,552	20,574	31,432
Operating profit	2,886	5,469	7,030	8,083	7,441	9,213	11,243	14,794	17,718	20,570	22,944	22,815	23,467	42,691	84,048
DRAM	2,504	4,845	5,997	7,509	7,412	9,212	11,466	13,961	16,424	18,913	21,133	21,641	20,856	42,051	78,111
NAND and others	382	624	1,033	573	29	1	-223	834	1,294	1,657	1,811	1,174	2,612	640	5,937
Operating margin (%)	23.2	33.3	40.0	40.9	42.2	41.4	46.0	49.6	52.3	53.9	54.4	53.1	35.5	45.3	53.5
DRAM	34.4	44.7	49.8	51.8	53.0	54.5	59.1	59.9	61.3	62.1	62.9	62.3	46.7	57.2	62.2
NAND and others	7.4	11.2	18.7	10.9	0.8	0.0	-4.4	12.8	18.4	21.6	21.2	14.4	12.1	3.1	18.9
Assumptions for Bit growth and ASP (% q-q)															
DRAM bit growth	-15.7	21.5	-2.5	6.0	-7.5	26.0	8.3	0.6	-2.2	5.2	4.3	1.0	16.9	24.8	14.5
DRAM ASP change	21.0	18.0	16.0	10.0	0.5	1.0	5.3	19.1	16.6	9.8	7.3	3.9	-54.9	29.5	52.5
NAND bit growth	0.0	-2.0	-16.0	-5.0	-19.0	70.0	-6.0	2.0	-2.0	5.0	10.0	2.0	-1.5	4.7	18.1
NAND ASP change	32.0	16.0	15.0	-6.0	-22.0	-9.0	11.0	20.0	12.0	6.0	3.0	-5.0	89.9	-13.9	37.5

자료: SK하이닉스, 삼성증권 추정