SK하이닉스 (000660)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

많은 노이즈에도 메모리 공급부족 해소에는 아직 미흡

노이즈(현물가 조정, 증설, AI 과잉투자)에도 공급부족 한동안 지속

11월말 이후 현물가격이 조정국면에 있다. 고정거래가와 괴리가 너무 크고, 현실적으로 디바이스에 탑재할 수 없는 너무 높은 가격이다 보니 조정은 당연해 보인다. 그러나 모듈업체 재고가 낮은 수준이고, 하이퍼스케일러들의 내년 서버 메모리 요구 물량을 고려하면, 공급부족은 한동안 지속될 전망이어서, 향후 현물가격은 완만한 조정이 예상된다. 한편 DRAM 3사가 모두 증설을 추진 중이며, 이를 반영하면 내년 생산 증가율은 이전의 14%y/y에서 19%y/y로 상승한다. 삼성 22%y/y, 마이크론 17%y/y 그리고 동사가 16%y/y로 상향된다. 그러나 더 많은 증설 계획이 나오거나, CSP들의 AI 투자 속도 조절이 나타나기 전에는 내년 공급 부족 해소에는 아직 미흡하다. 최근 AI 과잉투자 논란이 많지만, 수익 모델 미흡에도 미래 경쟁력을 위한 설비투자여서, 오히려 투자금액은 계속 상향 조정되고 있다. 또한 자금 경색 해소를 위해 미 연준이 다시 국채 매입에 나선 것도 우려를 완화시켜준다.

Valuation은 할인 접근 요구, 투자의견 '매수' 및 목표가 78만원 유지

동사 주가가 현물가격 상승과 동행하여 급등한 만큼, 11월 중순 이후 현물가격 조정 추세로 동반 횡보가 당분간 이어질 전망이다. 그러나 공급부족 상황이 지속되고, AI 과잉투자 우려 악재도 산업이 계속 성장하는 한, 결국 단기 급등한 주가 조정 이후에는 해소될 이슈다. 투자의견 '매수'와 목표주가 78만원(리레이팅된 P/B 밴드 상단 3.8x 적용, 내년 영업이익 대비 7x에 해당하여 과거 평균 8x에서 할인)을 유지한다. 가파른 내년 실적 컨센서스 상향조정에도, 일반 메모리 가격 급등이 세트 제조업체들에게는 원가 압박으로 작용하여 결국 수요 축소를 가져올 수 밖에 없어, Valuation 할인을 통한 보수적 접근이 필요해 보인다.

Fig. 1: SK하이닉스 연결재무제표 요약

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	32,766	66,193	95,096	143,416	159,191
영업이익	-7,730	23,467	44,472	80,449	83,580
세전이익	-11,658	23,885	48,449	81,830	86,487
순이익[지배]	-9,112	19,789	39,712	67,073	70,890
EPS(원)	-12,517	27,182	54,549	92,132	97,376
증감률(%)	적자전환	흑자전환	100.7	68.9	5.7
PER(배)	-	6.4	10.5	6.2	5.9
PBR	1.8	1.7	3.6	2.3	1.6
EV/EBITDA	21.5	3.9	6.8	3.5	2.7
ROE(%)	-15.6	31.1	42.4	45.6	32.8
배당수익률	0.8	1.3	0.4	0.6	0.6

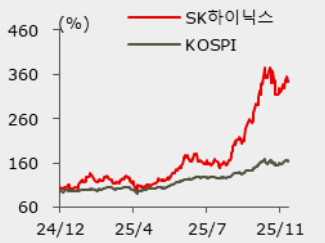
자료: SK하이닉스, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	780,000원
[유지]	36.6%
현재주가	571,000원
2025/12/12	

주식지표

시가총액	415,689십억원
52주최고가	620,000원
52주최저가	164,800원
상장주식수	72,800만주/0.0만주
자본금/액면가	3,658십억원/5,000원
60일평균거래량	428만주
60일평균거래대금	2,118십억원
외국인지분율	53.4%
자기주식수	3,752만주/5.2%
주요주주및지분율	
에스케이스퀘어 외	20.1%
국민연금공단	7.4%

주가동향



이민희

IT/반도체

mhlee@bnkfn.co.kr

(02)2115-5148

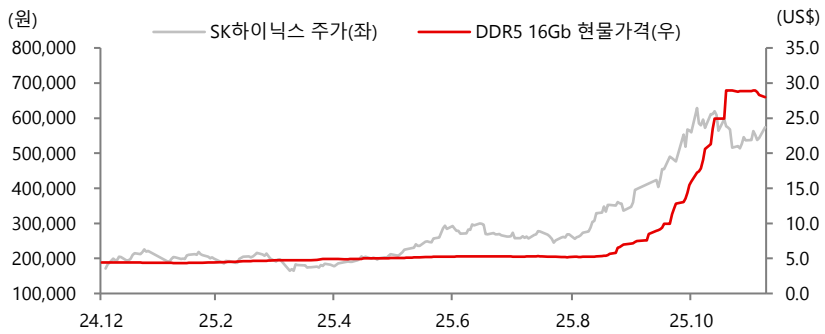
BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10층

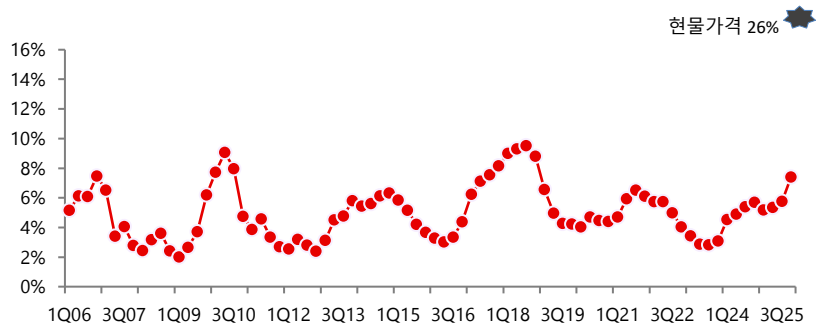
www.bnkfn.co.kr

Fig. 2: SK하이닉스 주가와 DRAM 현물 가격 – 11월 후반부터 동행 조정 중



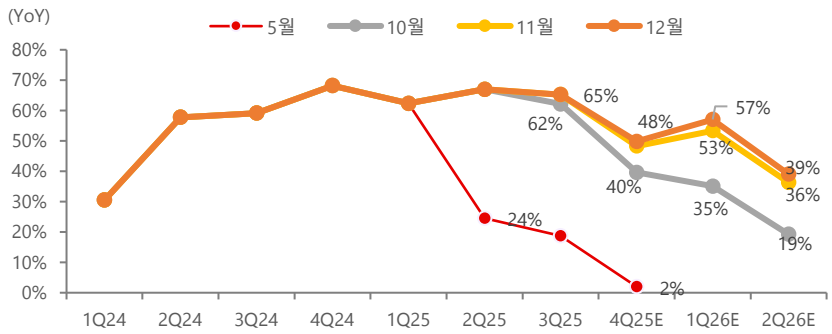
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 3: PC System 내에서 DRAM Cost 비중 추이- 현재 현물가격은 비현실적 최고 수준



자료: BNK투자증권, DDR5 고정거래가격 기준

Fig. 4: 미국 CSP들의 설비투자(YoY) 전망치 변화(업데이트 시점별 비교) – 상향조정 중



자료: BNK투자증권

표 1. SK하이닉스 분기별 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
원/US$(평균)	1,452	1,400	1,387	1,430	1,420	1,410	1,409	1,408	1,364	1,417	1,412
매출액	**17,639**	**22,232**	**24,449**	**30,776**	**32,569**	**35,688**	**37,120**	**38,038**	**66,193**	**95,096**	**143,416**
DRAM	14,037	17,124	19,084	23,083	24,000	26,219	27,415	28,728	44,732	73,328	106,362
NAND	3,229	4,728	4,989	7,154	7,968	8,806	9,025	8,658	19,274	20,100	34,458
기타	373	380	376	539	600	663	680	652	2,187	1,668	2,596
영업이익	**7,441**	**9,213**	**11,383**	**16,435**	**18,169**	**20,809**	**21,110**	**20,361**	**23,467**	**44,472**	**80,449**
DRAM	7,460	9,302	11,393	15,020	16,023	18,169	18,713	19,027	20,725	43,175	71,932
NAND	28	-51	-12	1,389	2,116	2,607	2,370	1,333	2,663	1,354	8,427
기타	-48	-38	3	27	30	33	27	0	80	-56	90
영업이익률	**42%**	**41%**	**47%**	**53%**	**56%**	**58%**	**57%**	**54%**	**35%**	**47%**	**56%**
DRAM	53%	54%	60%	65%	67%	69%	68%	66%	46%	59%	68%
NAND	1%	-1%	0%	19%	27%	30%	26%	15%	14%	7%	24%
세전이익	9,299	8,723	14,790	15,637	18,279	21,310	21,206	21,034	23,885	48,449	81,830
지배주주순이익	8,107	6,997	12,595	12,012	16,972	19,666	17,222	13,212	19,789	39,712	67,073

자료: BNK투자증권

표 2. SK하이닉스 DRAM, NAND 실적추정 가정들 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
DRAM											
Bit 출하(1Gb eq, Mn)	19,116	23,895	25,567	26,078	24,823	26,064	27,365	28,997	75,587	94,656	107,250
%QoQ, %YoY	-7%	25%	7%	2%	-5%	5%	5%	6%	18%	25%	13%
ASP(1Gb eq, US$)	0.51	0.51	0.54	0.62	0.68	0.71	0.71	0.70	0.43	0.55	0.70
%QoQ, %YoY	0%	1%	5%	15%	10%	5%	0%	-1%	75%	26%	28%
Full cost/chip(US$)	0.24	0.23	0.22	0.22	0.23	0.22	0.23	0.24	0.23	0.22	0.23
%QoQ, %YoY	0%	-1%	-7%	0%	5%	-3%	3%	5%	-4%	-3%	1%
NAND											
Bit 출하(1GB eq, Mn)	33,164	56,047	53,245	54,842	51,266	53,829	56,333	60,088	183,233	197,298	221,515
%QoQ, %YoY	-18%	69%	-5%	3%	-7%	5%	5%	7%	-1%	8%	12%
ASP(1GB eq, US$)	0.07	0.06	0.07	0.09	0.11	0.12	0.11	0.10	0.08	0.07	0.11
%QoQ, %YoY	-19%	-10%	12%	35%	20%	6%	-2%	-10%	94%	-7%	53%
Full cost/chip(US$)	0.07	0.06	0.07	0.07	0.08	0.08	0.08	0.09	0.07	0.07	0.08
%QoQ, %YoY	-11%	-8%	11%	9%	9%	2%	3%	3%	-8%	1%	24%

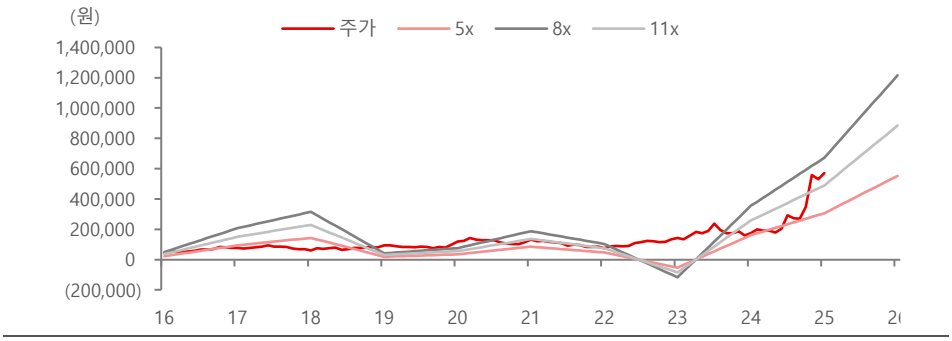
자료: BNK투자증권

표 3. SK하이닉스 2025, 2026년 실적 추정 변경 (단위: 십억원)

	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	95,096	143,416	92,705	128,588	3%	12%
DRAM	73,328	106,362	72,093	101,068	2%	5%
NAND	20,100	34,458	18,777	25,018	7%	38%
기타	1,668	2,596	1,836	2,502	-9%	4%
영업이익	44,472	80,449	42,419	70,091	5%	15%
DRAM	43,175	71,932	41,905	67,570	3%	6%
NAND	1,354	8,427	429	2,126	216%	296%
기타	-56	90	85	395	n.a	-77%
세전이익	48,449	81,830	46,292	71,070	5%	15%
순이익(지배)	39,712	67,073	37,944	58,253	5%	15%

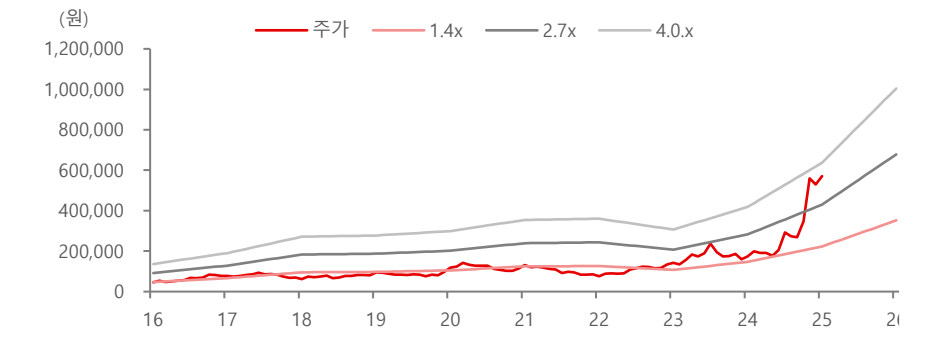
자료: BNK투자증권

Fig. 5: SK하이닉스 주가와 P/EBIT 밴드



자료: BNK투자증권

Fig. 6: SK하이닉스 주가와 P/B 밴드



자료: BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	79,321	143,802	204,914
현금성자산	7,587	11,205	43,702	98,877	155,256
매출채권	6,600	13,019	15,849	20,488	22,742
재고자산	13,481	13,314	13,585	15,935	17,688
비유동자산	69,862	77,576	87,462	102,463	117,291
투자자산	5,809	6,522	7,534	9,015	10,285
유형자산	52,705	60,157	68,692	81,925	95,242
무형자산	3,835	4,019	4,359	4,645	4,886
자산총계	**100,330**	**119,855**	**166,783**	**246,265**	**322,205**
유동부채	21,008	24,965	33,573	47,963	52,662
매입채무	1,846	2,277	3,272	4,934	5,477
단기차입금	4,146	1,283	1,283	1,283	1,283
비유동부채	25,819	20,974	19,566	17,557	17,880
사채및장기차입금	19,611	17,431	15,431	12,431	12,431
부채총계	**46,826**	**45,940**	**53,140**	**65,520**	**70,542**
지배기업지분	53,505	73,904	113,615	180,687	251,577
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	105,130	172,202	243,092
자본총계	**53,504**	**73,916**	**113,644**	**180,744**	**251,663**
총차입금	33,981	27,200	26,217	24,918	25,473
순차입금	24,960	12,984	-20,992	-79,247	-135,652

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**32,766**	**66,193**	**95,096**	**143,416**	**159,191**
매출원가	33,299	34,365	39,485	49,375	59,328
매출총이익	-533	31,828	55,611	94,041	99,864
매출총이익률	-1.6	48.1	58.5	65.6	62.7
판매비와관리비	7,197	8,361	11,139	13,592	16,284
판관비율	22.0	12.6	11.7	9.5	10.2
영업이익	**-7,730**	**23,467**	**44,472**	**80,449**	**83,580**
영업이익률	-23.6	35.5	46.8	56.1	52.5
EBITDA	5,943	36,049	58,470	96,613	102,860
영업외손익	-3,928	418	3,977	1,381	2,907
금융이자손익	-1,252	-1,000	-255	1,139	2,846
외화관련손익	-319	269	-256	-18	0
기타영업외손익	-2,357	1,149	4,488	260	61
세전이익	**-11,658**	**23,885**	**48,449**	**81,830**	**86,487**
세전이익률	-35.6	36.1	50.9	57.1	54.3
법인세비용	-2,520	4,088	8,721	14,729	15,568
법인세율	21.6	17.1	18.0	18.0	18.0
계속사업이익	-9,138	19,797	39,728	67,100	70,919
당기순이익	**-9,138**	**19,797**	**39,728**	**67,100**	**70,919**
당기순이익률	-27.9	29.9	41.8	46.8	44.5
지배기업순이익	-9,112	19,789	39,712	67,073	70,890
총포괄손익	-9,037	21,044	39,728	67,100	70,919

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**4,278**	**29,796**	**58,685**	**89,438**	**90,513**
당기순이익	-9,138	19,797	39,728	67,100	70,919
비현금비용	19,001	20,840	23,893	32,018	35,955
감가상각비	13,674	12,582	13,998	16,164	19,280
비현금수익	-3,968	-3,786	-715	-2,296	-4,004
자산및부채의증감	794	-5,600	4,703	6,156	314
매출채권감소	-1,406	-5,098	-2,830	-4,639	-2,254
재고자산감소	2,288	167	-271	-2,350	-1,753
매입채무증가	83	-1,103	994	1,662	543
법인세환급(납부)	-1,384	-552	-8,721	-14,729	-15,568
투자활동현금흐름	**-7,335**	**-18,005**	**-25,206**	**-32,964**	**-34,690**
유형자산증가	-8,325	-15,946	-21,872	-28,683	-31,838
유형자산감소	1,540	47	0	0	0
무형자산순감	-454	-697	-1,000	-1,000	-1,000
재무활동현금흐름	**5,697**	**-8,704**	**-2,504**	**-3,025**	**-1,861**
차입금증가	9,184	-6,781	-983	-1,299	555
자본의증감	36	115	0	0	0
배당금지급	-826	-826	-1,522	-1,726	-2,417
현금의증가	2,610	3,618	32,497	55,175	56,379
기말현금	7,587	11,205	43,702	98,877	155,256
잉여현금흐름(FCF)	-4,047	13,850	36,813	60,754	58,675

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

주요투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (원)	-12,517	27,182	54,549	92,132	97,376
BPS	76,616	104,567	159,115	251,248	348,623
CFPS	8,098	50,619	86,410	132,997	141,305
DPS	1,200	2,204	2,500	3,500	3,500
PER (배)	-	6.4	10.5	6.2	5.9
PSR	3.1	1.9	4.4	2.9	2.6
PBR	1.8	1.7	3.6	2.3	1.6
PCR	17.5	3.4	6.6	4.3	4.0
EV/EBITDA	21.5	3.9	6.8	3.5	2.7
배당성향 (%)	-9.0	7.7	4.3	3.6	3.4
배당수익률	0.8	1.3	0.4	0.6	0.6
매출액증가율	-26.6	102.0	43.7	50.8	11.0
영업이익증가율	0.0	0.0	89.5	80.9	3.9
순이익증가율	0.0	0.0	100.7	68.9	5.7
EPS증가율	0.0	0.0	100.7	68.9	5.7
부채비율 (%)	87.5	62.2	46.8	36.3	28.0
차입금비율	63.5	36.8	23.1	13.8	10.1
순차입금/자기자본	46.7	17.6	-18.5	-43.8	-53.9
ROA (%)	-8.9	18.0	27.7	32.5	25.0
ROE	-15.6	31.1	42.4	45.6	32.8
ROIC	-8.0	25.4	44.7	74.7	68.9

주: K-IFRS 연결 기준, 2025/12/12 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) H/L
SK하이닉스 (000660)	23/10/27	매수	155,000원	-14.1	-8.0
	24/01/26	매수	155,000원	-3.2	10.9
	24/03/11	매수	210,000원	-16.4	-10.3
	24/04/26	매수	210,000원	-13.0	-5.9
	24/05/23	매수	250,000원	-12.3	-3.6
	24/07/26	매수	250,000원	-26.8	-20.1
	24/08/26	매수	230,000원	-24.1	-13.8
	24/10/25	매수	250,000원	-29.0	-19.8
	25/01/06	매수	310,000원	-33.7	-27.3
	25/01/23	매수	310,000원	-34.5	-28.7
	25/03/05	매수	310,000원	-36.5	-33.5
	25/03/19	매수	310,000원	-39.3	-30.5
	25/04/24	매수	250,000원	-21.9	-16.8
	25/05/29	매수	270,000원	-8.1	8.5
	25/07/01	매수	350,000원	-18.9	-14.3
	25/07/15	매수	350,000원	-21.7	-15.4
	25/07/24	매수	350,000원	-22.2	-0.6
	25/09/17	매수	400,000원	-1.6	21.4
	25/10/22	매수	580,000원	-11.9	-7.8
	25/10/29	매수	670,000원	-12.9	-7.5
	25/11/10	매수	780,000원	-28.1	-20.8
	25/12/12	매수	780,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)

투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)
기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하
산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)
조사분석자료 투자등급 비율(2025.09.30기준) / 매수(Buy) 79.0%, 보유(Hold) 21.0%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.