반도체
손인준
02)6260-2470
sij96@heungkuksec.co.kr

(000660)

SK하이닉스

BUY(유지)

메모리 공급 업체의 지위 격상

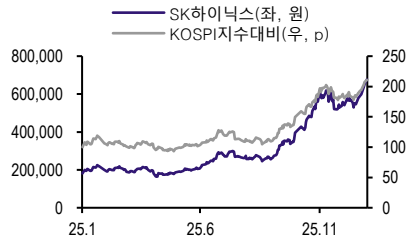
목표주가	940,000원(상향)
현재주가(01/02)	677,000원
상승여력	38.8%
시가총액	492,858십억원
발행주식수	728,002천주
52주 최고가 / 최저가	677,000 / 164,800원
3개월 일평균거래대금	2,256십억원
외국인 지분율	53.8%
주요주주	
에스케이스퀘어 (외 8인)	20.1%
국민연금공단 (외 1인)	7.4%
Capital Research and Management Company (외 4인)	6.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	21.3	71.2	142.7	295.4
상대수익률(KOSPI)	13.4	49.8	102.5	215.8

(단위: 십억원, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	32,766	66,193	96,094	180,864
영업이익	-7,730	23,467	44,962	108,492
EBITDA	5,943	36,049	59,530	128,337
지배주주순이익	-9,112	19,789	39,919	86,218
EPS	-12,517	27,182	57,935	125,128
순차입금	25,821	13,554	2,893	-40,106
PER	n/a	6.4	11.7	5.4
PBR	1.9	1.7	4.4	2.5
EV/EBITDA	21.7	3.9	8.3	3.5
배당수익률	0.8	1.3	0.2	0.2
ROE	-15.6	31.1	43.1	56.0
컨센서스 영업이	-	-	43,087	80,033
컨센서스 EPS	-	-	54,549	89,857

주가추이



4Q25 영업이익 16.9조원 전망

SK하이닉스의 4Q25 실적이 매출액 31.8조원(+30%QoQ, +61%YoY), 영업이익 16.9조원(+49%QoQ, +109%YoY)을 기록해, 컨센서스(영업이익 15.1조원)를 상회할 전망이다. 4Q25부터 본격화된 메모리 가격 급등이 반영되며 DRAM과 NAND의 영업이익률이 각각 62%, 17%로 상승할 것으로 예상된다. 범용 DRAM, NAND의 ASP는 각각 +32%, +17%QoQ로 전망된다. Blackwell GPU 수요 강세에 따른 HBM 출하 증가(+12%QoQ)도 예상된다.

2026년 메모리 가격 급등 지속, HBM 리더십 유지

SK하이닉스의 2026년 실적은 매출액 180.9조원(+88%YoY), 영업이익 108.5조원(+141%YoY)으로 전망한다. 공급 업체들의 재고 감소와 서버 고객사의 인프라 투자 강세가 맞물려 1Q26의 메모리 가격 상승세가 더욱 가팔라지고 있으며, SK하이닉스의 경우 1Q26 범용 DRAM, NAND의 ASP가 +36%, +24%QoQ를 기록해 상승 폭이 전분기 대비 확대될 것으로 예상된다. HBM4의 경우 최근 고객 인증 관련한 우려가 불거졌으나, 관련 이슈는 빠르게 해결되어 점진적인 양산 출하 증가에 큰 문제가 없을 것으로 추정된다. 최근 DRAM 가격 급등은 HBM 가격 협상에도 우호적 영향을 미치고 있어, 2026년 HBM ASP가 +11%로 상승세 지속할 것으로 보인다. 현저히 부족한 수요 충족률을 감안 시 DRAM과 NAND 모두 2026년 연내 가격 상승세가 지속될 것으로 보여, 범용 DRAM과 NAND의 2026년 가격 상승률은 각각 +85%, +55%YoY를 기록할 것으로 전망한다.

SK하이닉스 투자의견 BUY/TP 940,000원 상향

SK하이닉스에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 940,000원으로 상향한다. '26년 BPS에 Micron 12MF PBR 상단 3.5배를 적용했으며, 해당 목표 주가는 '26년 EPS 기준 12MF PER 기준 7.5배에 불과하다. DRAM 공급 업체들은 일부 CSP 고객과 2027~2028년까지의 장기 공급 계약을 논의 중이며, NAND 역시 높은 수익성의 고객사에 선별 공급할 정도의 공급자 우위 시장이 형성되고 있다. 이에 더해 ADR 상장 등 추가적인 주주환원 정책 가능성, 규제 완화에 따른 SPC 설립과 이로 인한 현금 흐름 안정화 가능성 등은 SK하이닉스의 벨류에이션 재평가로 이어질 것으로 보인다.

표 1 SK하이닉스 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	**17,639**	**22,232**	**24,449**	**31,774**	**37,679**	**43,379**	**47,723**	**52,083**	**66,193**	**96,094**	**180,864**
QoQ(%)	-11%	26%	10%	30%	19%	15%	10%	9%			
YoY(%)	42%	35%	39%	61%	114%	95%	95%	64%	102%	45%	88%
DRAM	14,034	17,470	19,441	25,477	30,188	35,287	39,142	43,510	45,322	76,421	148,126
HBM	6,020	6,716	7,358	8,562	8,411	9,547	11,616	13,393	13,373	28,656	42,966
NAND	3,170	4,763	5,008	6,297	7,491	8,093	8,582	8,573	19,332	19,237	32,738
영업이익	**7,441**	**9,213**	**11,383**	**16,925**	**22,062**	**26,045**	**28,834**	**31,552**	**23,467**	**44,962**	**108,492**
QoQ(%)	-8%	24%	24%	49%	30%	18%	11%	9%			
YoY(%)	158%	68%	62%	109%	197%	183%	153%	86%	-404%	92%	141%
DRAM	6,962	9,232	11,169	15,879	19,679	23,133	25,552	28,234	20,581	43,242	96,598
HBM	3,636	4,122	4,692	5,441	5,063	5,573	7,041	8,176	7,302	17,891	25,853
NAND	-202	-18	213	1,045	2,383	2,911	3,282	3,318	3,121	1,039	11,894
영업이익률(%)	**42%**	**41%**	**47%**	**53%**	**59%**	**60%**	**60%**	**61%**	**35%**	**47%**	**60%**
DRAM(%)	50%	53%	57%	62%	65%	66%	65%	65%	45%	57%	65%
HBM(%)	60%	61%	64%	64%	60%	58%	61%	61%	55%	62%	60%
NAND(%)	-6%	0%	4%	17%	32%	36%	38%	39%	16%	5%	36%

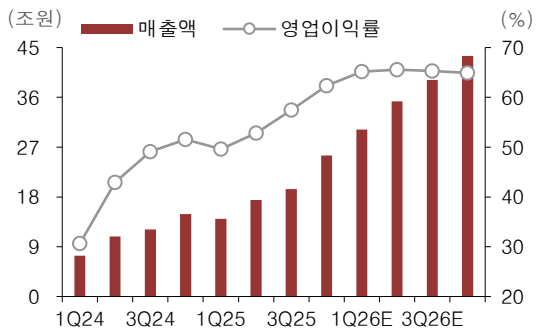
자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 SK하이닉스 주요 가정

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
DRAM	B/G (%)	-7	26	7	3	-3	12	6	7	16	24	23
	ASP (%)	-1	3	5	22	24	6	6	4	83	32	60
HBM	B/G (%)	-5	11	2	12	3	15	7	10	686	87	37
	ASP (%)	0	5	8	0	-3	0	15	6	12	12	11
DRAM (HBM 제외)	B/G (%)	-7	28	7	2	-4	11	6	7	7	18	21
	ASP (%)	-3	9	5	32	36	8	2	3	51	22	85
NAND	B/G (%)	-18	72	-5	4	-2	20	-2	10	0	10	11
	ASP (%)	-20	-9	11	17	24	8	4	3	88	-13	55

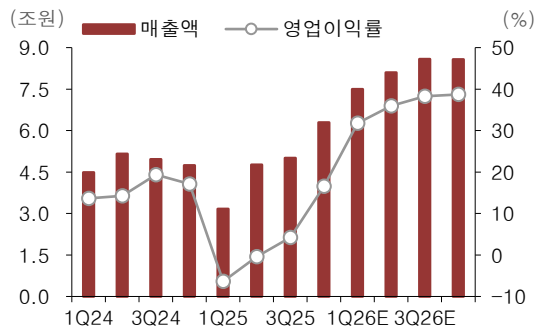
자료: 흥국증권 리서치센터
주: QoQ/YoY 증감률

그림 1 SK하이닉스 DRAM 실적 추이 및 전망



자료: SK하이닉스, 흥국증권 리서치센터

그림 2 SK하이닉스 NAND 실적 추이 및 전망



자료: SK하이닉스, 흥국증권 리서치센터

Valuation

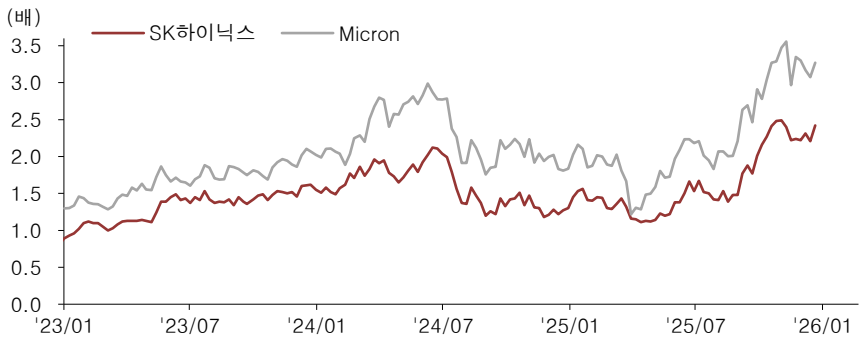
SK하이닉스에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 940,000원으로 상향. '26년 BPS에 Micron 12MF PBR 상단 3.5배를 적용했으며, 해당 목표 주가는 '26년 EPS 기준 12MF PER 기준 7.5배에 불과함. DRAM 공급 업체들은 일부 CSP 고객과 2027~2028년까지의 장기 공급 계약을 논의 중이며, NAND 역시 높은 수익성의 고객사에 선별 공급할 정도의 공급자 우위 시장이 형성되고 있음. 이에 더해 ADR 상장 등 추가적인 주주환원정책 가능성, 규제 완화에 따른 SPC 설립과 이에 따른 CapEx 부담 완화 가능성 등은 SK하이닉스의 벨류에이션 재평가로 이어질 것으로 보임.

표 3 SK하이닉스 목표주가 산정 PBR Multiple Valuation

	2025E	2026E	비고
BPS (원)	152,661	270,064	2026년 BPS 적용
목표 PBR (배)		3.5	Micron 12MF PBR 상단
목표주가 (원)		**940,000**	
현재주가(원)		677,000	
상승여력 (%)		38.8	

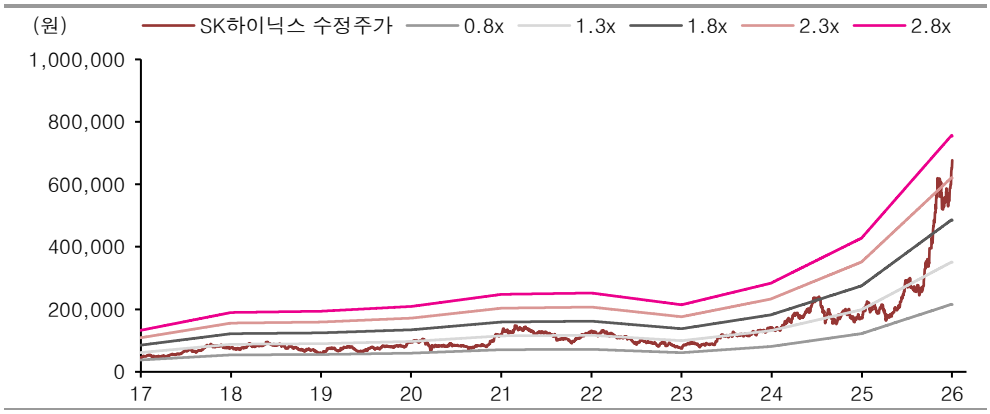
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 3 SK하이닉스, Micron 12개월 선행 PBR Band



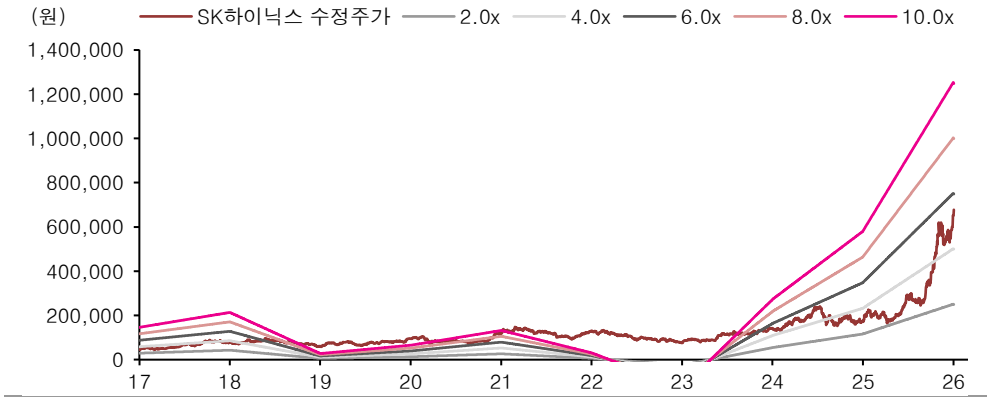
자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 4 SK하이닉스 12개월 선행 PBR Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 5 SK하이닉스 12개월 선행 PER Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**32,766**	**66,193**	**96,094**	**180,864**	**192,440**
증가율 (Y-Y,%)	(26.6)	102.0	45.2	88.2	6.4
영업이익	**(7,730)**	**23,467**	**44,962**	**108,492**	**113,349**
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	91.6	141.3	4.5
EBITDA	5,943	36,049	59,530	128,337	137,740
영업외손익	(3,928)	418	3,330	726	2,995
순이자수익	(1,238)	(971)	(440)	(56)	(115)
외화관련손익	(319)	269	337	1,535	1,633
지분법손익	15	(2)	(70)	(93)	(93)
세전계속사업손익	(11,658)	23,885	48,292	109,219	116,343
당기순이익	**(9,138)**	**19,797**	**39,931**	**86,283**	**91,911**
지배기업당기순이익	**(9,112)**	**19,789**	**39,919**	**86,218**	**91,842**
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	101.7	116.0	6.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	0.9	15.5	29.1	76.7	42.7
영업이익증가율(3Yr)	n/a	23.7	87.6	n/a	69.0
EBITDA증가율(3Yr)	(26.2)	16.0	41.6	178.5	56.3
순이익증가율(3Yr)	n/a	27.2	161.2	n/a	66.8
영업이익률(%)	(23.6)	35.5	46.8	60.0	58.9
EBITDA마진(%)	18.1	54.5	62.0	71.0	71.6
순이익률 (%)	(27.9)	29.9	41.6	47.7	47.8
NOPLAT	**(5,604)**	**19,450**	**37,177**	**85,709**	**89,545**
(+) Dep	13,674	12,582	14,569	19,845	24,391
(-) 운전자본투자	2,081	(2,018)	8,460	22,401	5,131
(-) Capex	8,325	15,946	25,048	39,800	44,000
OpFCF	(2,337)	18,105	18,237	43,353	64,805

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	30,468	42,279	61,864	134,943	212,974
현금성자산	8,160	13,646	22,104	65,487	134,594
매출채권	6,942	13,299	17,410	29,395	33,326
재고자산	13,481	13,314	15,669	29,109	33,402
비유동자산	69,862	77,576	96,759	118,374	139,657
투자자산	13,254	13,053	19,261	20,044	20,857
유형자산	52,705	60,157	73,474	94,052	114,303
무형자산	3,835	4,019	4,024	4,278	4,497
자산총계	**100,330**	**119,855**	**158,623**	**253,317**	**352,631**
유동부채	21,008	24,965	28,064	31,873	35,004
매입채무	7,026	13,386	12,727	15,342	18,366
유동성이자부채	11,968	7,582	8,014	4,528	3,865
비유동부채	25,819	20,974	19,401	24,816	29,868
비유동이자부채	22,013	19,617	16,984	20,853	25,652
부채총계	**46,826**	**45,940**	**47,465**	**56,689**	**64,872**
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,757	4,757	4,757
이익잉여금	46,729	65,418	103,911	189,095	279,904
자본조정	(1,255)	341	(1,187)	(902)	(580)
자기주식	(2,273)	(2,221)	(2,141)	(2,141)	(2,141)
자본총계	**53,504**	**73,916**	**111,158**	**196,628**	**287,759**
투하자본	73,783	81,141	103,019	145,041	170,736
순차입금	25,821	13,554	2,893	(40,106)	(105,076)
ROA	(8.9)	18.0	28.7	41.9	30.3
ROE	(15.6)	31.1	43.1	56.0	37.9
ROIC	(7.5)	25.1	40.4	69.1	56.7

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	(12,517)	27,182	57,935	125,128	133,290
BPS	73,495	101,515	152,661	270,064	395,244
DPS	1,200	2,204	1,500	1,500	3,000
Multiples(x,%)					
PER	n/a	6.4	11.7	5.4	5.1
PBR	1.9	1.7	4.4	2.5	1.7
EV/ EBITDA	21.7	3.9	8.3	3.5	2.8
배당수익율	0.8	1.3	0.2	0.2	0.4
PCR	17.5	3.4	9.7	4.7	4.2
PSR	3.1	1.9	5.1	2.7	2.6
재무건전성 (%)					
부채비율	87.5	62.2	42.7	28.8	22.5
Net debt/Equity	48.3	18.3	2.6	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	434.4	37.6	4.9	n/a	n/a
유동비율	145.0	169.3	220.4	423.4	608.4
이자보상배율	n/a	24.2	102.2	1,945.8	985.5
이자비용/매출액	4.5	2.0	1.0	0.5	0.5
자산구조					
투하자본(%)	77.5	75.2	71.4	62.9	52.3
현금+투자자산(%)	22.5	24.8	28.6	37.1	47.7
자본구조					
차입금(%)	38.8	26.9	18.4	11.4	9.3
자기자본(%)	61.2	73.1	81.6	88.6	90.7

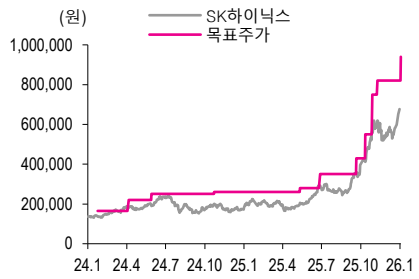
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**4,278**	**29,796**	**40,035**	**81,982**	**111,006**
당기순이익	(9,138)	19,797	39,931	86,283	91,911
자산상각비	13,674	12,582	14,569	19,845	24,391
운전자본증감	794	(5,600)	(5,721)	(22,401)	(5,131)
매출채권감소(증가)	(1,406)	(5,098)	(4,760)	(11,985)	(3,931)
재고자산감소(증가)	2,288	167	(2,299)	(13,440)	(4,292)
매입채무증가(감소)	83	(1,103)	256	2,614	3,025
투자현금	**(7,335)**	**(18,005)**	**(46,760)**	**(52,678)**	**(47,524)**
단기투자자산감소	140	(1,415)	(18,006)	(11,215)	(1,841)
장기투자증권감소	(14)	(3)	(131)	(541)	(559)
설비투자	(8,325)	(15,946)	(25,048)	(39,800)	(44,000)
유무형자산감소	1,086	(650)	(763)	(788)	(776)
재무현금	**5,697**	**(8,704)**	**169**	**2,864**	**3,783**
차입금증가	6,507	(7,977)	1,656	3,870	4,799
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(826)	(826)	(1,520)	(1,034)	(1,034)
현금 증감	2,610	3,618	(6,647)	32,168	67,266
총현금흐름(Gross CF)	**5,895**	**36,851**	**50,856**	**104,382**	**116,137**
(-) 운전자본증가(감소)	2,081	(2,018)	8,460	22,401	5,131
(-) 설비투자	8,325	15,946	25,048	39,800	44,000
(+) 자산매각	1,086	(650)	(763)	(788)	(776)
Free Cash Flow	(3,425)	22,273	16,584	41,394	66,230
(-) 기타투자	14	3	131	541	559
잉여현금	(3,439)	22,270	16,453	40,853	65,671

SK하이닉스 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-01-26	Buy	165,000	(3.6)	13.9
2024-04-08	Buy	220,000	(16.2)	(8.0)
2024-05-31	Buy	250,000	(21.9)	(3.6)
2024-10-25	Buy	260,000	(27.1)	(13.3)
2025-05-14	담당자변경			
2025-05-14	Buy	280,000	(18.1)	4.6
2025-06-30	Buy	350,000	(19.9)	0.9
2025-09-23	Buy	430,000	(13.8)	(0.5)
2025-10-14	Buy	550,000	(12.1)	1.5
2025-10-30	Buy	750,000	(21.8)	(17.3)
2025-11-11	Buy	820,000	(30.4)	(17.4)
2026-01-05	Buy	940,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 12월 31일 기준)

Buy (97.4%)	Hold (2.6%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 14층
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 6층
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02)739-6286