SK하이닉스 (000660)

Analyst 노근창 greg@hmsec.com
RA 윤동욱 donguk.youn@hmsec.com

Rubin Ultra는 아직 나오지도 않았다

BUY **TP 1,000,000원**

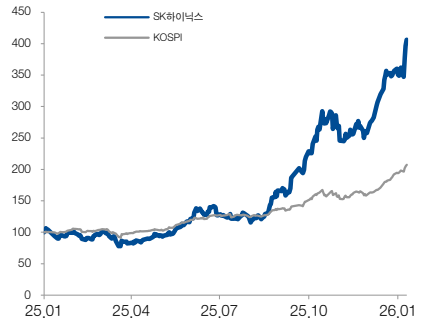
현재주가 (1/29)	861,000원
상승여력	16.1%
시가총액	626,810십억원
발행주식수	712,702천주
자본금/액면가	3,658십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	861,000원/164,800원
일평균 거래대금 (60일)	2,6339십억원
외국인 지분율	53.56%
주요주주 지분율	
에스케이스퀘어외 7인	20.07%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	34.5	54.3	228.0
상대주가(%p)	8.7	20.6	102.9

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25Y)	EPS(26F)	T/P
Before	56,734	109,433	790,000
After	58,987	177,847	1,000,000
Consensus	55,583	114,784	905,077
Cons. 차이	6.1%	54.9%	10.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- SK하이닉스의 6개월 목표주가를 790,000원 (26년 예상 BPS에 Target P/B 3.0배)에서 1,000,000원 (26년 예상 BPS에 Target P/B 2.94배 적용, 예상 BPS 상향)으로 상향하며 투자의견 매수를 유지. SK하이닉스의 4분기 매출액은 추정치와 유사한 32.8조원을 기록하였지만 영업이익은 가격 상승에 따른 수익성 개선 효과가 예상보다 크게 나타나면서 추정치를 14.2% 상회하는 19.2조원을 기록. 원재료비 비중이 낮은 반도체 산업의 경우 ASP 변화에 따른 수익성의 탄력이 크다는 점을 이번에도 확인시켜 주었음. 4분기 DRAM과 NAND ASP 상승률은 QoQ로 각각 26.0%, 31%로 추정되며 경쟁사 대비 높은 HBM과 eSSD 비중으로 인해 가격 상승률은 상이한 모습을 보여주었음. 하지만, **1분기부터는 HBM3e ASP 상승률이 범용 DRAM ASP 상승률과 유사한 모습**을 보여주면서 동사의 수익성은 재차 Level Up될 것으로 보임. 동사의 1분기 DRAM과 NAND Bit Growth는 각각 0.9%, -2.0%로 예상되지만 **DRAM과 NAND ASP QoQ 상승률은 각각 64.8%, 60.0%를 기록할 것으로 전망**. 물론, 추론 서비스 확대에 따른 메모리 반도체의 공급 부족이 심화되고 있다는 점에서 실제 ASP 상승 폭은 당사 추정치를 상회할 가능성도 충분히 있음. 동사의 **1분기 매출액과 영업이익은 ASP 상승에 힘입어 QoQ로 각각 66.0%, 80.5% 증가한 54.5조원과 34.6조원**을 기록할 것으로 예상됨. **2026년 영업이익 전망치도 기존 대비 54.8% 상향한 148조원**으로 변경

주요 이슈 및 실적전망

- I/O 수와 Channel 수가 2배 증가한 HBM4 제품도 2분기에는 주력 공급사에 공급하면서 기존 시장 지배력은 견고히 유지될 것으로 보이며, 올해 HBM 매출액은 YoY로 2배 이상 성장할 것으로 예상. 무엇보다도 HBM, 범용DRAM, eSSD 제품 모두 2분기에도 ASP가 QoQ로 20%대 상승할 것으로 예상되는 등 상반기에는 실적 눈높이가 지속적으로 높아질 것으로 보임. 무엇보다도 1TB의 HBM을 장착하는 Rubin Ultra는 내년 하반기에 출시된다는 점에서 주가 급등에 따른 피로감을 느끼기에는 여전히 이른 시점

주가전망 및 Valuation

- 수요처들의 공격적인 AI Infra 투자의 수혜 예상. Buy & Hold 전략 유효

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	66,193	23,467	19,789	36,049	27,182	흑전	6.4	1.7	3.8	31.1	1.3
2025	97,147	47,207	42,943	61,129	58,987	117.0	11.0	4.1	7.6	45.5	0.5
2026F	295,290	148,160	125,006	164,512	177,847	201.5	4.8	2.5	3.3	70.8	0.4
2027F	344,013	151,959	127,932	172,537	183,441	3.1	4.7	1.7	2.5	42.6	0.4
2028F	461,072	170,586	144,701	207,264	207,486	13.1	4.1	1.2	1.5	33.3	0.4

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 실적 추정 변경 사항 (십억원)

		변경 후						변경 전					
		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	2026F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	2026F
DRAM	Bit Growth	-7.9%	25.1%	8.6%	2.6%	23.9%	21.3%	-7.9%	25.1%	8.6%	2.6%	23.9%	18.4%
	ASP변화(QoQ)	0.0%	1.1%	5.6%	26.0%	31.9%	156.3%	0.0%	1.1%	5.6%	32.3%	34.2%	62.6%
NAND	Bit Growth	-17.5%	71.0%	-5.0%	10.5%	11.1%	21.3%	-17.5%	71.0%	-5.0%	3.5%	9.0%	19.5%
	ASP변화(QoQ)	-20.0%	-8.0%	10.5%	31.0%	-8.7%	188.1%	-20.0%	-8.0%	10.5%	23.0%	-6.4%	51.0%
매출액		17,639	22,232	24,449	32,827	97,147	295,290	17,639	22,232	24,449	33,696	98,017	179,321
영업이익		7,441	9,213	11,383	19,170	47,207	148,160	7,441	9,213	11,383	16,790	44,826	95,686
영업이익률		42.2%	41.4%	46.6%	58.4%	48.6%	50.2%	42.2%	41.4%	46.6%	49.8%	45.7%	53.4%
세전이익		9,299	8,723	14,790	17,653	50,465	147,524	9,299	8,723	14,790	16,191	49,003	94,946
지배주주 순이익		8,107	6,997	12,595	15,243	42,943	125,006	8,107	6,997	12,595	13,603	41,303	79,668

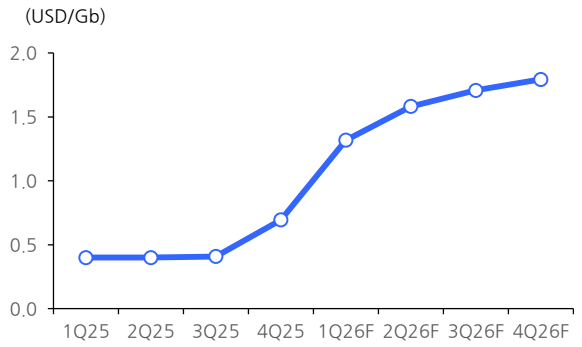
자료: SK하이닉스, 현대차증권. Solidigm 포함

〈표2〉 분기별 실적 전망 (십억원)

	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F
매출액 (A+B+C)	66,193	17,639	22,232	24,449	32,827	97,147	54,503	67,603	82,024	91,161	295,290
영업이익	23,467	7,441	9,213	11,383	19,170	47,207	34,604	39,532	39,715	34,309	148,160
영업이익률	35.5%	42.2%	41.4%	46.6%	58.4%	48.6%	63.5%	58.5%	48.4%	37.6%	50.2%
EBITDA	36,049	10,786	12,645	14,943	22,733	61,107	38,345	43,442	43,777	38,947	164,512
EBITDA Margin	54.5%	61.1%	56.9%	61.1%	69.3%	62.9%	70.4%	64.3%	53.4%	42.7%	55.7%
DRAM 부문											
매출액 (A)	45,174	13,582	17,119	19,070	24,949	74,719	40,280	50,594	61,619	69,434	221,927
Bit Growth (QoQ, YoY)	16.0%	-7.9%	25.1%	8.6%	2.6%	23.9%	0.9%	1.6%	7.9%	9.5%	21.3%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	79.0%	0.0%	1.1%	5.6%	26.0%	31.9%	64.8%	24.0%	13.6%	4.3%	156.3%
영업이익	22,859	7,543	9,143	10,756	16,644	44,087	28,725	33,040	32,456	28,483	122,704
영업이익률	50.6%	55.5%	53.4%	56.4%	66.7%	59.0%	71.3%	65.3%	52.7%	41.0%	55.3%
NAND 부문											
매출액 (B)	19,106	3,246	4,669	4,890	7,550	20,354	13,456	16,575	19,875	21,194	71,100
Bit Growth (QoQ, YoY)	-0.4%	-17.5%	71.0%	-5.0%	10.5%	11.1%	-2.0%	3.0%	5.0%	3.0%	21.3%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	92.2%	-20.0%	-8.0%	10.5%	31.0%	-8.7%	60.0%	20.0%	15.0%	5.0%	188.1%
영업이익	1,254	5	127	706	2,510	3,349	5,917	6,514	7,286	5,852	25,568
영업이익률	6.6%	0.2%	2.7%	14.4%	33.2%	16.5%	44.0%	39.3%	36.7%	27.6%	36.0%
Others(C)											
매출액	1,912	812	445	489	328	2,073	767	434	530	533	2,263
영업이익	-645	-108	-57	-78	15	-229	-38	-22	-26	-27	-113
영업이익률	-33.7%	-13.3%	-12.9%	-16.0%	4.6%	-11.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
세전 계속사업이익	23,885	9,299	8,723	14,790	17,653	50,465	34,604	38,711	40,114	34,095	147,524
법인세	4,088	1,191	1,726	2,193	2,407	7,517	5,282	6,147	5,978	5,087	22,494
지배주주 순이익	19,789	8,107	6,997	12,595	15,243	42,943	29,316	32,558	34,130	29,002	125,006

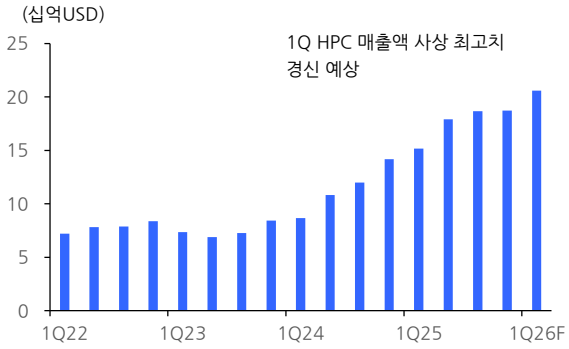
자료: SK하이닉스, 현대차증권. Solidigm 포함

<그림1> Server DDR5 64GB RDIMM ASP per Gb



자료: TrendForce

<그림2> TSMC HPC 매출액 추이

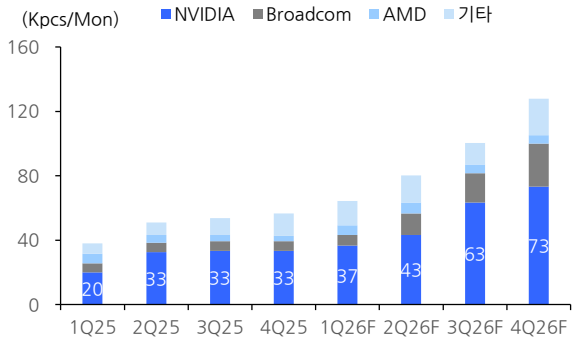


자료: 현대차증권, TSMC

<그림3> 북미 CSP 신규 가속기

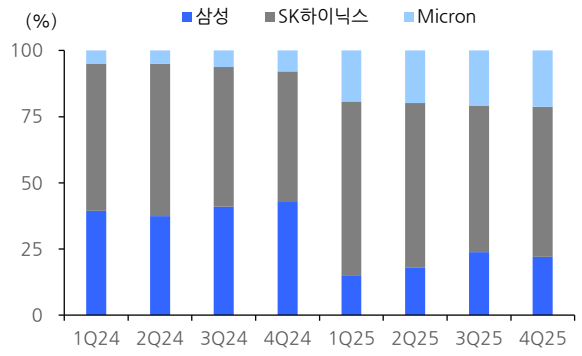
자료: 현대차증권

<그림4> 기업별 CoWoS 수요



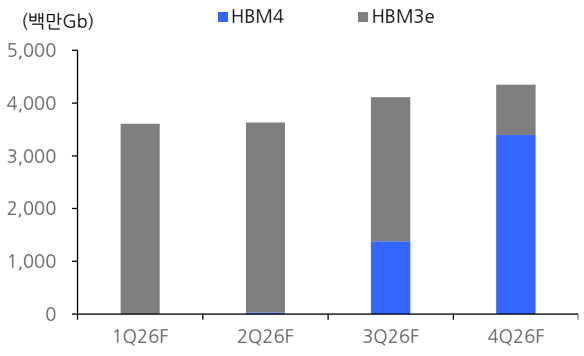
자료: 현대차증권, TrendForce

<그림5> HBM Bit 기준 시장 점유율 추이



자료: TrendForce

<그림6> NVIDIA의 HBM4/HBM3e 수요



자료: TrendForce

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	66,193	97,147	295,290	344,013	461,072
증가율 (%)	102.0	46.8	204.0	16.5	34.0
매출원가	34,365	38,456	107,811	140,321	230,939
매출원가율 (%)	51.9	39.6	36.5	40.8	50.1
매출총이익	31,828	58,691	187,479	203,692	230,133
매출이익률 (%)	48.1	60.4	63.5	59.2	49.9
증가율 (%)	흑전	84.4	219.4	8.6	13.0
판매관리비	8,361	11,485	39,320	51,733	59,547
판관비율(%)	12.6	11.8	13.3	15.0	12.9
EBITDA	36,049	61,129	164,512	172,537	207,264
EBITDA 이익률 (%)	54.5	62.9	55.7	50.2	45.0
증가율 (%)	506.5	69.6	169.1	4.9	20.1
영업이익	23,467	47,207	148,160	151,959	170,586
영업이익률 (%)	35.5	48.6	50.2	44.2	37.0
증가율 (%)	흑전	101.2	213.9	2.6	12.3
영업외손익	456	3,306	-636	-1,147	-117
금융수익	4,855	8,319	4,031	3,728	6,370
금융비용	5,708	4,012	4,422	4,605	6,187
기타영업외손익	1,309	-1,001	-245	-270	-300
종속/관계기업관련손익	-38	-47	0	0	0
세전계속사업이익	23,885	50,465	147,524	150,813	170,468
세전계속사업이익률	36.1	51.9	50.0	43.8	37.0
증가율 (%)	흑전	111.3	192.3	2.2	13.0
법인세비용	4,088	7,517	22,494	22,856	25,740
계속사업이익	19,797	42,948	125,029	127,956	144,728
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	19,797	42,948	125,029	127,956	144,728
당기순이익률 (%)	29.9	44.2	42.3	37.2	31.4
증가율 (%)	흑전	116.9	191.1	2.3	13.1
지배주주지분 순이익	19,789	42,943	125,006	127,932	144,701
비지배주주지분 순이익	8	5	23	24	27
기타포괄이익	1,248	-559	0	0	0
총포괄이익	21,044	42,389	125,029	127,956	144,728

(단위: 십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	42,279	76,042	235,651	352,432	508,255
현금성자산	11,205	29,146	112,021	209,016	328,434
단기투자자산	2,441	4,053	11,256	13,114	17,576
매출채권	13,019	18,420	51,152	59,592	74,214
재고자산	13,314	17,834	49,525	57,696	71,853
기타유동자산	1,731	2,874	7,982	9,299	12,463
비유동자산	77,576	101,645	133,623	160,042	181,851
유형자산	60,157	76,653	102,013	127,116	144,854
무형자산	4,019	3,754	3,051	2,479	2,014
투자자산	6,522	13,238	20,559	22,447	26,983
기타비유동자산	6,878	8,000	8,000	8,000	8,000
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	119,855	177,687	369,274	512,474	690,106
유동부채	24,965	41,988	100,163	115,163	144,133
단기차입금	1,283	2,180	2,180	2,180	2,180
매입채무	2,277	3,782	10,503	12,235	16,399
유동성장기부채	3,969	7,070	7,070	7,070	0
기타유동부채	17,436	28,956	80,410	93,678	125,554
비유동부채	20,974	20,706	31,143	33,835	40,300
사채	12,409	11,025	11,025	11,025	11,025
장기차입금	5,022	3,804	3,804	3,804	3,804
장기금융부채	6	4	4	4	4
기타비유동부채	3,537	5,873	16,310	19,001	25,467
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	45,940	62,694	131,306	148,998	184,433
지배주주지분	73,903	114,969	237,921	363,406	505,575
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,487	4,757	4,757	4,757	4,757
자본조정 등	-2,192	-2,099	10,141	10,141	10,141
기타포괄이익누계액	2,532	1,979	1,979	1,979	1,979
이익잉여금	65,418	106,675	217,386	342,871	485,041
비지배주주지분	12	24	47	71	98
자본총계	73,916	114,993	237,968	363,477	505,673

(단위: 십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	29,796	54,797	133,787	146,724	192,409
당기순이익	19,797	42,948	125,029	127,956	144,728
유형자산 상각비	11,985	13,096	15,649	20,006	36,213
무형자산 상각비	596	826	704	572	465
외환손익	352	-292	0	0	4,200
운전자본의 감소(증가)	-5,600	2,061	-7,795	-2,010	6,303
기타	2,665	-3,844	200	200	500
투자활동으로인한현금흐름	-18,005	-38,287	-55,733	-49,055	-67,649
투자자산의 감소(증가)	-568	-7,689	-7,321	-1,888	-4,536
유형자산의 감소	47	106	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-15,946	-27,519	-41,009	-45,109	-53,951
기타	-1,539	-3,185	-7,403	-2,057	-9,162
재무활동으로인한현금흐름	-8,704	1,522	4,822	-675	-5,342
차입금의 증가(감소)	-7,739	1,216	6,876	1,773	4,260
사채의증가(감소)	2,919	-1,385	0	0	0
자본의 증가	115	270	0	0	0
배당금	-826	-1,677	-2,054	-2,448	-2,532
기타	-3,172	3,098	0	0	-7,070
기타현금흐름	530	-91	0	0	0
현금의증가(감소)	3,618	17,941	82,875	96,995	119,418
기초현금	7,587	11,205	29,146	112,021	209,016
기말현금	11,205	29,146	112,021	209,016	328,434

(단위: 원,배,%)

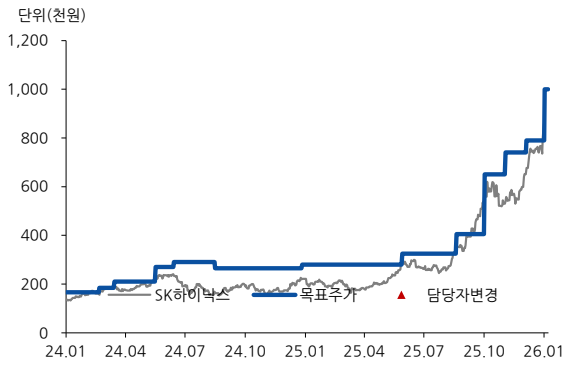
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	27,193	58,994	177,880	183,475	207,525
EPS(지배순이익 기준)	27,182	58,987	177,847	183,441	207,486
BPS(자본총계 기준)	101,532	157,957	341,221	521,187	725,081
BPS(지배지분 기준)	101,515	157,924	341,153	521,085	724,941
DPS	2,204	3,000	3,625	3,750	3,750
P/E(당기순이익 기준)	6.4	11.0	4.8	4.7	4.1
P/E(지배순이익 기준)	6.4	11.0	4.8	4.7	4.1
P/B(자본총계 기준)	1.7	4.1	2.5	1.7	1.2
P/B(지배지분 기준)	1.7	4.1	2.5	1.7	1.2
EV/EBITDA(Reported)	3.8	7.6	3.3	2.5	1.5
배당수익률	1.3	0.5	0.4	0.4	0.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	116.9	201.5	3.1	13.1
EPS(지배순이익 기준)	흑전	117.0	201.5	3.1	13.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	31.1	45.5	70.8	42.5	33.3
ROE(지배순이익 기준)	31.1	45.5	70.8	42.6	33.3
ROA	18.0	28.9	45.7	29.0	24.1
안정성 (%)					
부채비율	62.2	54.5	55.2	41.0	36.5
순차입금비율	14.6	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	17.4	49.5	130.7	126.1	143.7

** K-IFRS 연결기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.01.26	BUY	166,000	-8.00	3.55
2024.03.20	BUY	185,000	-2.61	1.84
2024.04.12	BUY	210,000	-10.12	5.71
2024.06.14	BUY	270,000	-13.41	-10.74
2024.07.12	BUY	290,000	-36.55	-19.66
2024.09.13	BUY	265,000	-30.88	-14.91
2025.01.24	BUY	280,000	-27.44	2.14
2025.06.26	BUY	325,000	-15.23	7.08
2025.09.17	BUY	405,000	4.34	37.78
2025.10.30	BUY	650,000	-12.10	-4.62
2025.12.01	BUY	740,000	-22.72	-12.03
2026.01.02	BUY	790,000	-4.03	8.99
2026.01.30	BUY	1,000,000		

▶ 최근 2년간 SK하이닉스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 노근창의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	90.7%
보유	15건	9.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.