

## SK하이닉스(000660)

## FY26에도 실적 개선세가 예상되나 HBM4 경쟁 심화 가능성은 우려 요인

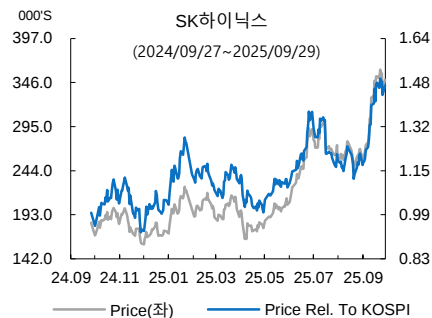
## Buy (Maintain)

|                |              |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M)      | 420,000원(상향) |
| 증가(2025.09.30) | 347,500원     |
| 상승여력           | 20.9 %       |

## Stock Indicator

|           |                  |
|-----------|------------------|
| 자본금       | 3,658십억원         |
| 발행주식수     | 72,800만주         |
| 시가총액      | 254,073십억원       |
| 외국인지분율    | 55.5%            |
| 52주 주가    | 158,800~361,000원 |
| 60일평균거래량  | 3,317,149주       |
| 60일평균거래대금 | 961.7십억원         |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M   | 12M  |
|----------|------|------|------|------|
| 절대수익률    | 29.7 | 19.5 | 83.0 | 99.9 |
| 상대수익률    | 22.0 | 7.8  | 44.7 | 67.6 |



## [투자포인트]

- 동사 FY26 예상 BPS에 최근 P/B 밴드의 중간 값인 2.1배를 적용하면 42만원의 목표주가 도출. 경쟁사가 HBM4 시장에 본격 진입한다면, 최근 동사 P/B 밴드의 상향 요인이었던 HBM 시장에서의 압도적인 경쟁력이 훼손된다는 의미이므로 중간 배수의 적용이 적절한 것으로 판단
- 반면 경쟁사의 HBM4 시장 진입이 실패할 경우 동사에 적용될 P/B 배수는 전고점인 2.5배로, 목표주가는 49만원으로 상향 조정 가능. 경쟁사의 HBM4 성공 여부에 따라 양사의 주가는 CY26 초경에 반대 방향으로 움직일 가능성이 높은 것으로 전망됨
- 현재 가장 유력한 경기 시나리오인 완전한 둔화를 가정하면, CY26 DRAM과 NAND 수요 증가율은 14.1%, 13.8%로 전망됨. CY26 업계 생산 증가율 예상치는 DRAM 14.2%, NAND 14.0%이므로 CY26에는 계약 베이스인 HBM을 제외하고 Legacy DRAM, NAND 모두에서 양호한 업황이 발생할 가능성이 높음
- 동사 3Q25 영업이익은 DRAM, NAND 모두에서 출하 증가율이 기존 가이드를 상회하고 ASP가 상승함에 따라 10.9조원으로 개선될 전망이다. FY26 영업이익은 HBM에서의 소폭 감익에도 불구하고 Legacy DRAM, NAND에서 이익이 증가하며, YoY 24% 증가하는 49.2조원을 기록할 것으로 추정됨
- 아직 무관세인 반도체에 고율의 관세가 부과될 경우 IT Set 가격 상승 및 수요 둔화가 나타날 수 있는 점은 Risk요인

| FY           | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원)     | 66,193  | 89,752  | 106,121 | 116,733 |
| 영업이익(십억원)    | 23,467  | 39,721  | 49,231  | 54,229  |
| 순이익(십억원)     | 19,789  | 31,430  | 38,314  | 42,944  |
| EPS(원)       | 27,182  | 43,173  | 52,629  | 58,988  |
| BPS(원)       | 101,515 | 144,983 | 197,906 | 257,188 |
| PER(배)       | 6.4     | 8.1     | 6.6     | 5.9     |
| PBR(배)       | 1.7     | 2.4     | 1.8     | 1.4     |
| ROE(%)       | 31.1    | 35.0    | 30.7    | 25.9    |
| 배당수익률(%)     | 1.3     | 0.4     | 0.4     | 0.4     |
| EV/EBITDA(배) | 3.8     | 4.6     | 3.2     | 2.5     |

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

| <표10> SK하이닉스 주요 부문별 실적 추정 |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |                |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
|                           | 1Q25          | 2Q25          | 3Q25E         | 4Q25E         | 1Q26E         | 2Q26E         | 3Q26E         | 4Q26E         | FY23          | FY24          | FY25E         | FY26E          |
| DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)     | 18,896        | 23,513        | 25,272        | 25,227        | 24,681        | 26,302        | 27,385        | 26,321        | 66,563        | 75,982        | 92,909        | 104,689        |
| % QoQ / YoY               | -7.9%         | 24.4%         | 7.5%          | -0.2%         | -2.2%         | 6.6%          | 4.1%          | -3.9%         | 13.1%         | 14.1%         | 22.3%         | 12.7%          |
| DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)      | 0.50          | 0.51          | 0.52          | 0.55          | 0.58          | 0.58          | 0.54          | 0.49          | 0.25          | 0.43          | 0.52          | 0.55           |
| % QoQ / YoY               | -0.1%         | 1.0%          | 3.1%          | 5.4%          | 5.2%          | 0.5%          | -6.9%         | -8.9%         | -36.8%        | 75.5%         | 20.8%         | 5.1%           |
| 연결기준 DRAM 매출 (백만달러)       | 9,480         | 11,913        | 13,199        | 13,886        | 14,296        | 15,306        | 14,843        | 12,993        | 16,390        | 32,828        | 48,478        | 57,438         |
| NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)    | 23,430        | 40,379        | 42,772        | 42,772        | 39,872        | 43,497        | 45,672        | 42,482        | 131,867       | 130,645       | 149,353       | 171,522        |
| % QoQ / YoY               | -18.4%        | 72.3%         | 5.9%          | 0.0%          | -6.8%         | 9.1%          | 5.0%          | -7.0%         | 23.6%         | -0.9%         | 14.3%         | 14.8%          |
| NAND 16Gb 환산 ASP (달러)     | 0.10          | 0.09          | 0.09          | 0.10          | 0.11          | 0.11          | 0.11          | 0.10          | 0.06          | 0.12          | 0.10          | 0.11           |
| % QoQ / YoY               | -19.5%        | -9.0%         | 3.0%          | 8.0%          | 8.0%          | 5.0%          | -5.0%         | -8.0%         | -43.3%        | 90.8%         | -17.0%        | 12.8%          |
| 연결기준 NAND 매출 (백만달러)       | 2,336         | 3,663         | 3,997         | 4,317         | 4,346         | 4,978         | 4,966         | 4,249         | 7,982         | 15,093        | 14,313        | 18,539         |
| 기타 매출 (백만달러)              | 316           | 294           | 291           | 260           | 247           | 246           | 232           | 198           | 563           | 492           | 1,160         | 923            |
| 연결기준 매출 (백만달러)            | 12,132        | 15,870        | 17,486        | 18,462        | 18,888        | 20,530        | 20,041        | 17,440        | 24,935        | 48,414        | 63,951        | 76,899         |
| 원/달러 환율 (원)               | 1,454         | 1,401         | 1,385         | 1,390         | 1,380         | 1,380         | 1,380         | 1,380         | 1,314         | 1,366         | 1,403         | 1,380          |
| <b>연결기준 매출 (십억원)</b>      | <b>17,639</b> | <b>22,232</b> | <b>24,219</b> | <b>25,662</b> | <b>26,066</b> | <b>28,331</b> | <b>27,657</b> | <b>24,067</b> | <b>32,766</b> | <b>66,123</b> | <b>89,752</b> | <b>106,121</b> |
| 매출원가 (십억원)                | 7,537         | 10,249        | 10,495        | 10,375        | 10,186        | 10,871        | 11,528        | 11,316        | 33,299        | 34,364        | 38,657        | 43,901         |
| 매출총이익 (십억원)               | 10,102        | 11,983        | 13,723        | 15,287        | 15,879        | 17,460        | 16,129        | 12,751        | -533          | 31,759        | 51,095        | 62,220         |
| 판관비 (십억원)                 | 2,661         | 2,770         | 2,812         | 3,131         | 3,128         | 3,182         | 3,234         | 3,444         | 7,197         | 8,361         | 11,375        | 12,989         |
| 기타영업이익 (십억원)              | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0              |
| <b>영업이익 (십억원)</b>         | <b>7,440</b>  | <b>9,213</b>  | <b>10,911</b> | <b>12,157</b> | <b>12,751</b> | <b>14,278</b> | <b>12,895</b> | <b>9,307</b>  | <b>-7,730</b> | <b>23,398</b> | <b>39,721</b> | <b>49,231</b>  |
| 영업이익률                     | 42.2%         | 41.4%         | 45.1%         | 47.4%         | 48.9%         | 50.4%         | 46.6%         | 38.7%         | -23.6%        | 35.4%         | 44.3%         | 46.4%          |
| DRAM 영업이익 (십억원)           | 7,399         | 9,383         | 10,807        | 11,601        | 11,869        | 12,660        | 11,568        | 8,993         | 1,021         | 21,070        | 39,190        | 45,090         |
| %/Sales                   | 53.7%         | 56.2%         | 59.1%         | 60.1%         | 60.2%         | 59.9%         | 56.5%         | 50.2%         | 4.7%          | 46.9%         | 57.6%         | 56.9%          |
| NAND 영업이익 (십억원)           | 24            | -186          | 88            | 542           | 869           | 1,604         | 1,315         | 304           | -8,763        | 2,345         | 468           | 4,091          |
| %/Sales                   | 0.7%          | -3.6%         | 1.6%          | 9.0%          | 14.5%         | 23.4%         | 19.2%         | 5.2%          | -83.6%        | 11.4%         | 2.3%          | 16.0%          |

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표      | (십억원) | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산       |       | 42,279  | 64,747  | 99,750  | 136,259 |
| 현금 및 현금성자산 |       | 11,205  | 29,446  | 63,673  | 95,988  |
| 단기금융자산     |       | 3,010   | 6,320   | 6,636   | 6,968   |
| 매출채권       |       | 13,299  | 13,463  | 10,612  | 11,673  |
| 재고자산       |       | 13,314  | 13,463  | 15,918  | 17,510  |
| 비유동자산      |       | 77,576  | 87,576  | 91,681  | 98,711  |
| 유형자산       |       | 60,157  | 71,549  | 75,938  | 83,170  |
| 무형자산       |       | 4,019   | 3,395   | 2,894   | 2,492   |
| 자산총계       |       | 119,855 | 152,323 | 191,430 | 234,971 |
| 유동부채       |       | 24,965  | 25,776  | 26,339  | 26,704  |
| 매입채무       |       | 2,277   | 3,088   | 3,651   | 4,016   |
| 단기차입금      |       | 1,283   | 1,283   | 1,283   | 1,283   |
| 유동성장기부채    |       | 3,969   | 3,969   | 3,969   | 3,969   |
| 비유동부채      |       | 20,974  | 20,974  | 20,974  | 20,974  |
| 사채         |       | 12,409  | 12,409  | 12,409  | 12,409  |
| 장기차입금      |       | 7,208   | 7,208   | 7,208   | 7,208   |
| 부채총계       |       | 45,940  | 46,750  | 47,313  | 47,678  |
| 지배주주지분     |       | 73,903  | 105,548 | 144,076 | 187,233 |
| 자본금        |       | 3,658   | 3,658   | 3,658   | 3,658   |
| 자본잉여금      |       | 4,487   | 4,487   | 4,487   | 4,487   |
| 이익잉여금      |       | 65,418  | 95,815  | 133,095 | 175,005 |
| 기타자본항목     |       | 341     | 1,588   | 2,836   | 4,083   |
| 비지배주주지분    |       | 12      | 25      | 41      | 59      |
| 자본총계       |       | 73,916  | 105,573 | 144,117 | 187,292 |

| 현금흐름표        | (십억원) | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 영업활동 현금흐름    |       | 29,796  | 43,449  | 52,938  | 55,025  |
| 당기순이익        |       | 19,797  | 31,443  | 38,330  | 42,961  |
| 유형자산감가상각비    |       | 11,985  | 12,609  | 15,611  | 16,768  |
| 무형자산상각비      |       | 596     | 624     | 501     | 402     |
| 지분법관련손실(이익)  |       | -38     | -38     | -38     | -38     |
| 투자활동 현금흐름    |       | -18,005 | -26,394 | -19,400 | -23,416 |
| 유형자산의 처분(취득) |       | -15,898 | -24,000 | -20,000 | -24,000 |
| 무형자산의 처분(취득) |       | -697    | -       | -       | -       |
| 금융상품의 증감     |       | -1,577  | -3,310  | -316    | -332    |
| 재무활동 현금흐름    |       | -8,704  | -2,116  | -1,629  | -1,629  |
| 단기금융부채의증감    |       | -       | -       | -       | -       |
| 장기금융부채의증감    |       | -7,376  | -       | -       | -       |
| 자본의증감        |       | -       | -       | -       | -       |
| 배당금지급        |       | -826    | -1,520  | -1,034  | -1,034  |
| 현금및현금성자산의증감  |       | 3,618   | 18,241  | 34,227  | 32,314  |
| 기초현금및현금성자산   |       | 7,587   | 11,205  | 29,446  | 63,673  |
| 기말현금및현금성자산   |       | 11,205  | 29,446  | 63,673  | 95,988  |

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

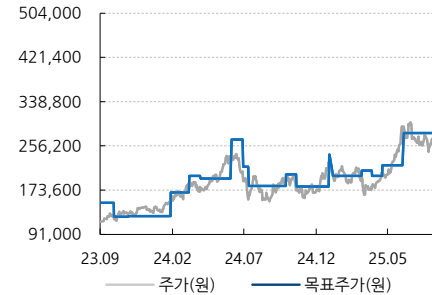
| 포괄손익계산서     | (십억원, %) | 2024   | 2025E  | 2026E   | 2027E   |
|-------------|----------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액         |          | 66,193 | 89,752 | 106,121 | 116,733 |
| 증가율(%)      |          | 102.0  | 35.6   | 18.2    | 10.0    |
| 매출원가        |          | 34,365 | 38,657 | 43,901  | 48,291  |
| 매출총이익       |          | 31,828 | 51,095 | 62,220  | 68,442  |
| 판매비와관리비     |          | 8,361  | 11,375 | 12,989  | 14,213  |
| 연구개발비       |          | 4,436  | 6,103  | 7,216   | 7,938   |
| 기타영업수익      |          | -      | -      | -       | -       |
| 기타영업비용      |          | -      | -      | -       | -       |
| 영업이익        |          | 23,467 | 39,721 | 49,231  | 54,229  |
| 증가율(%)      |          | 흑전     | 69.3   | 23.9    | 10.2    |
| 영업이익률(%)    |          | 35.5   | 44.3   | 46.4    | 46.5    |
| 이자수익        |          | 4,855  | 3,060  | 3,898   | 4,690   |
| 이자비용        |          | 5,708  | 5,179  | 5,179   | 5,179   |
| 지분법이익(손실)   |          | -38    | -38    | -38     | -38     |
| 기타영업외손익     |          | 1,309  | 1,740  | -       | -       |
| 세전계속사업이익    |          | 23,885 | 39,304 | 47,912  | 53,702  |
| 법인세비용       |          | 4,088  | 7,861  | 9,582   | 10,740  |
| 세전계속이익률(%)  |          | 36.1   | 43.8   | 45.1    | 46.0    |
| 당기순이익       |          | 19,797 | 31,443 | 38,330  | 42,961  |
| 순이익률(%)     |          | 29.9   | 35.0   | 36.1    | 36.8    |
| 지배주주귀속 순이익  |          | 19,789 | 31,430 | 38,314  | 42,944  |
| 기타포괄이익      |          | 1,248  | 1,248  | 1,248   | 1,248   |
| 총포괄이익       |          | 21,044 | 32,691 | 39,578  | 44,209  |
| 지배주주귀속총포괄이익 |          | 21,036 | 32,677 | 39,561  | 44,191  |

| 주요투자지표                 |  | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------------------|--|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)                |  |         |         |         |         |
| EPS                    |  | 27,182  | 43,173  | 52,629  | 58,988  |
| BPS                    |  | 101,515 | 144,983 | 197,906 | 257,188 |
| CFPS                   |  | 44,464  | 61,350  | 74,761  | 82,573  |
| DPS                    |  | 2,204   | 1,500   | 1,500   | 1,500   |
| Valuation(배)           |  |         |         |         |         |
| PER                    |  | 6.4     | 8.1     | 6.6     | 5.9     |
| PBR                    |  | 1.7     | 2.4     | 1.8     | 1.4     |
| PCR                    |  | 3.9     | 5.7     | 4.7     | 4.2     |
| EV/EBITDA              |  | 3.8     | 4.6     | 3.2     | 2.5     |
| Key Financial Ratio(%) |  |         |         |         |         |
| ROE                    |  | 31.1    | 35.0    | 30.7    | 25.9    |
| EBITDA이익률              |  | 54.5    | 59.0    | 61.6    | 61.2    |
| 부채비율                   |  | 62.2    | 44.3    | 32.8    | 25.5    |
| 순부채비율                  |  | 14.4    | -10.3   | -31.5   | -41.7   |
| 매출채권회전율(x)             |  | 6.5     | 6.7     | 8.8     | 10.5    |
| 재고자산회전율(x)             |  | 4.9     | 6.7     | 7.2     | 7.0     |

SK하이닉스 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 일자         | 투자의견 | 목표주가    | 과리율    |            |
|------------|------|---------|--------|------------|
|            |      |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2023-10-26 | Hold | 124,000 | 3.2%   | 8.1%       |
| 2023-11-27 | Hold | 125,000 | 10.1%  | 25.2%      |
| 2024-02-23 | Hold | 169,000 | -1.2%  | 9.8%       |
| 2024-04-02 | Hold | 200,000 | -9.9%  | -5.8%      |
| 2024-04-26 | Hold | 195,000 | 4.1%   | 21.8%      |
| 2024-07-01 | Hold | 268,000 | -15.6% | -10.1%     |
| 2024-07-25 | Hold | 217,000 | -14.8% | -9.9%      |
| 2024-08-06 | Hold | 181,000 | -2.5%  | 10.3%      |
| 2024-10-24 | Hold | 203,000 | -5.9%  | -1.0%      |
| 2024-11-15 | Hold | 180,000 | 0.8%   | 25.3%      |
| 2025-01-23 | Hold | 240,000 | -7.9%  | -7.9%      |
| 2025-01-31 | Hold | 200,000 | 0.9%   | 9.3%       |
| 2025-04-02 | Hold | 210,000 | -15.7% | -7.3%      |
| 2025-04-24 | Hold | 200,000 | -4.9%  | 3.0%       |
| 2025-05-16 | Hold | 220,000 | 5.5%   | 33.2%      |
| 2025-06-30 | Hold | 280,000 | -3.0%  | 9.6%       |
| 2025-09-12 | Buy  | 380,000 | -8.4%  | -5.0%      |
| 2025-09-30 | Buy  | 420,000 |        |            |



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

## [투자비율등급공시 2025-09-30기준]

매수  
91%

중립(보유)  
8.3%

매도  
0.7%