

# SK 하이닉스 (000660)

## 당황하지 말고 매수

2025년 11월 21일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	730,000 원 (유지)
✓ 상승여력	27.8%	✓ 현재주가 (11월 20일)	571,000 원

### 신한생각 주요 제품 완판, 공급사들의 가격결정력 극대화되는 구간

메모리 전 제품 수요 급증 → 초호황기 진입. HBM4 공급 주요 고객사들과 협의 완료. HBM Capa 증설, 전환투자 중심 CapEx 운용 계획 유지. 과거 과열 구간에서 경험했던 중복 주문(Booking) → 유통재고 증가는 공급제약 및 높은 실수요로 당분간 발현되기 어려운 구조. 밸류체인 전반 주가 상승세 장기화될 것으로 기대. 여전히 상승 Cycle 전개 구간으로 판단

### 3Q25 Review: 메모리 가격 상승 본격 가시화. Kioxia 평가이익은 덤

3Q25 매출 24.4조원(+10%, 이하 전분기대비), 영업이익 11.4조원(24%)으로 컨센서스 부합. DRAM B/G(출하 성장률) +8%, ASP +5%, 영업이익률 60% 추정. 고용량 제품 출하 전분기대비 2배 증가, 그래픽(HBM) 비중 42%. NAND B/G -5%, ASP +11% 추정. 2Q25 단품 판매 폭증 여파로 B/G는 감소. 고용량 eSSD 판매 확대 → 가격 상승률 예상 상회. Kioxia 주가 급등 → 투자자산 평가이익 3.3조원 반영. 순이익 추정치 과리 발생

4Q25 매출 27.3조원, 영업이익 13.4조원으로 최대 실적 재차 경신 기대. 전분기대비 B/G는 DRAM Flat, NAND +3% 예상. 전환투자, 보수적 공급 기조 유지 → 본격적인 가격 상승 구간 진입(DRAM +8%, NAND +10%). DDR5는 생산과 동시에 출하될 만큼 물량 부족. 범용 메모리 고객사들은 선제적 주문(PO) 확대하는 가운데 LTA(장기 공급) 계약 체결 논의 중

### Valuation & Risk: 밸류에이션 상단 개방. 모든 면에서 우위를 증명

투자의견 매수, 목표주가 730,000원 유지. 2026년 주당순자산가치(BPS) 242,782원, 목표 주가순자산비율(P/B) 3배 적용. 차별화된 수익성, 안정적 실적 가시성 모두 확보. 범용 및 고부가 제품 수요 초강세 구간. 밸류에이션 기준 과거에 머물러 있을 필요 없다는 판단. Top-pick 유지

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2023	32,765.7	(7,730.3)	(9,112.4)	- (15.6)	1.9	21.5	0.8	
2024	66,193.0	23,467.3	19,788.7	6.4	31.1	1.7	3.9	1.3
2025F	91,578.3	41,449.7	47,244.4	8.8	48.4	3.4	7.2	0.3
2026F	126,123.0	64,737.0	55,943.5	7.4	37.6	2.4	4.5	0.3
2027F	146,104.9	70,932.4	59,395.2	7.0	28.9	1.8	3.6	0.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### [반도체]

김형태 수석연구원

✉ calebkim@shinhan.com

송혜수 연구원

✉ hyesus@shinhan.com

### Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

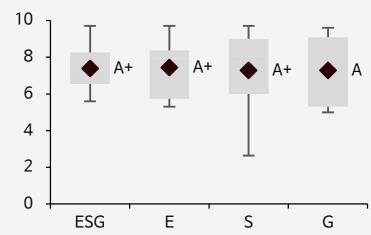
시가총액	417,145.4십억원
발행주식수(유동비율)	728.0 백만주(74.2%)
52주 최고가/최저가	620,000 원/158,800 원
일평균 거래액 (60일)	1,781,863 백만원
외국인 지분율	53.5%
주요주주 (%)	
에스케이스퀘어 외 7인	20.1
국민연금공단	7.4
수익률 (%)	1M 3M 12M YTD
절대	20.7 113.7 229.4 228.3
상대	15.2 71.4 107.2 100.4

### 주가



### ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



## SK하이닉스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	12,430	16,423	17,573	19,767	17,639	22,232	24,449	27,258	66,193	91,578	126,123
% YoY	144.3	124.8	93.8	74.8	41.9	35.4	39.1	37.9	102.0	38.4	37.7
% QoQ	9.9	32.1	7.0	12.5	(10.8)	26.0	10.0	11.5			
DRAM	7,582	10,839	12,125	14,628	14,111	17,119	19,131	21,167	45,174	71,529	98,079
NAND	4,350	5,091	4,920	4,744	3,175	4,742	4,946	5,718	19,106	18,581	26,165
영업이익	2,886	5,469	7,030	8,083	7,441	9,213	11,383	13,413	23,467	41,450	64,737
% YoY	흑전	흑전	흑전	2,235.8	157.8	68.5	61.9	66.0	흑전	76.6	56.2
% QoQ	734.0	89.5	28.6	15.0	(7.9)	23.8	23.6	17.8			
DRAM	2,578	4,823	6,086	7,533	7,490	9,295	11,441	13,187	21,021	41,413	62,095
NAND	479	789	836	560	58	(62)	(25)	269	2,664	240	2,961
영업이익률	23.2	33.3	40.0	40.9	42.2	41.4	46.6	49.2	35.5	45.3	51.3
DRAM	34.0	44.5	50.2	51.5	53.1	54.3	59.8	62.3	46.5	57.9	63.3
NAND	11.0	15.5	17.0	11.8	1.8	(1.3)	(0.5)	4.7	13.9	1.3	11.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## SK하이닉스 주요 가정

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
원/달러 평균 (원)	1,328	1,371	1,355	1,397	1,450	1,400	1,385	1,420	1,363	1,414	1,420
DRAM (1Gb, 백만)	15,770	19,082	18,765	19,779	18,340	22,906	24,739	24,788	73,509	90,774	105,212
B/G (% QoQ/YoY)	(15.0)	21.0	(1.7)	5.4	(7.8)	24.9	8.0	0.2	17.2	23.5	15.9
ASP (% QoQ/YoY)	22.0	15.0	15.8	8.9	0.8	0.6	4.6	7.7	80.2	24.7	17.6
NAND (1Gb, 백만)	43,039	42,608	35,894	34,243	27,987	47,578	45,270	46,493	156,093	167,328	196,347
B/G (% QoQ/YoY)	0.4	(1.0)	(15.8)	(4.6)	(19.0)	70.0	(4.9)	2.7	0.9	7.2	17.3
ASP (% QoQ/YoY)	32.4	17.0	15.0	(5.1)	(20.4)	(9.0)	10.8	9.8	99.3	(12.3)	19.2

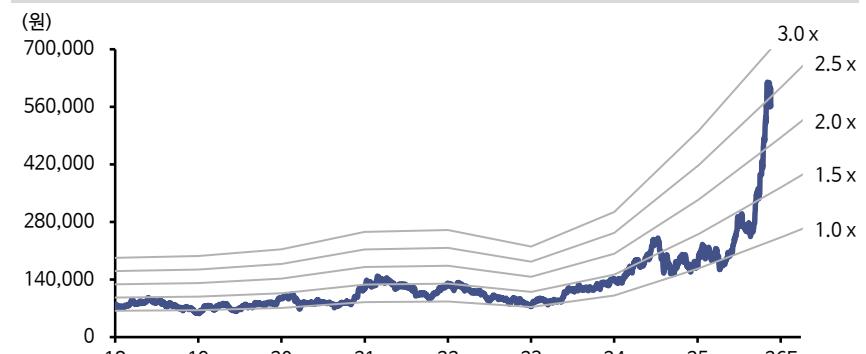
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / \* B/G(Bit Growth, 메모리 용량 성장률), ASP: 평균판매가격

## SK하이닉스 추정치 변경

(십억원, %)	신규		기존		차이 (%)	
	4Q25F	2025F	4Q25F	2025F	4Q25F	2025F
매출액	27,258	91,578	26,158	90,570	4.2	1.1
DRAM	21,167	71,529	20,356	70,613	4.0	1.3
NAND	5,718	18,581	5,273	18,166	8.4	2.3
영업이익	13,413	41,450	12,265	40,257	9.4	3.0
DRAM	13,187	41,413	12,132	40,200	8.7	3.0
NAND	269	240	179	281	49.9	(14.4)
영업이익률 (%)	49.2	45.3	46.9	45.3		
DRAM	62.3	57.9	59.6	57.9		
NAND	4.7	1.3	3.4	1.3		

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## SK하이닉스 12개월 선행 P/B 밴드



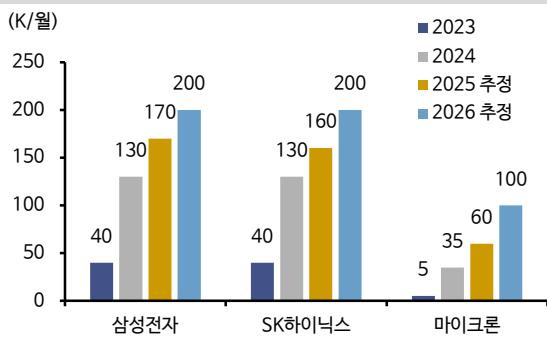
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

## SK하이닉스 과거 P/B 밸류에이션 추이

(배)		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	평균
PBR	End	1.7	1.8	2.0	1.9	1.0	1.3	1.6	0.9	1.3	1.6	1.5	0.8	1.8	1.6	1.5
	High	2.8	2.2	2.0	2.1	1.7	1.4	1.9	1.4	1.4	1.6	1.7	1.5	1.9	2.3	1.8
	Low	1.2	1.4	1.3	1.4	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	0.9	1.0	0.8	0.9	1.2	1.0
	Avg	1.9	1.8	1.6	1.8	1.3	1.0	1.3	1.2	1.1	1.2	1.3	1.1	1.4	1.7	1.4

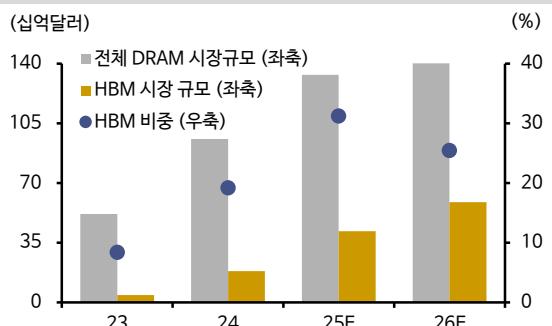
자료: QuantiWise, 신한투자증권 / 주: 지배주주 BPS(주당순자산) 기준

## 메모리 3사 HBM 생산능력(Capa) 전망



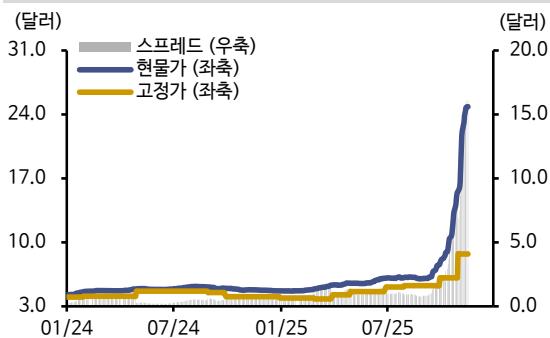
자료: 신한투자증권 추정

## DRAM 및 HBM 시장 규모 전망



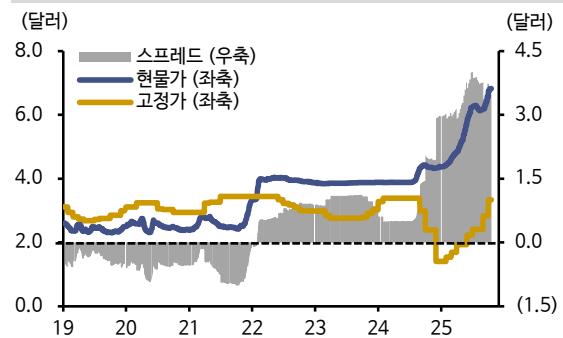
자료: Trendforce, 신한투자증권 추정

## DDR5 가격 추이



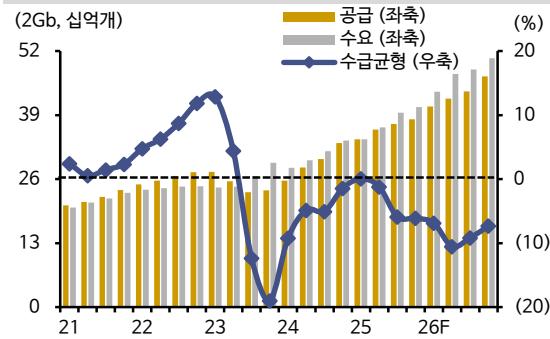
자료: DRAMeXchange, 신한투자증권  
주: DDR5\_16G\_(2Gx8)\_4800\_5600 기준

## NAND 가격 추이



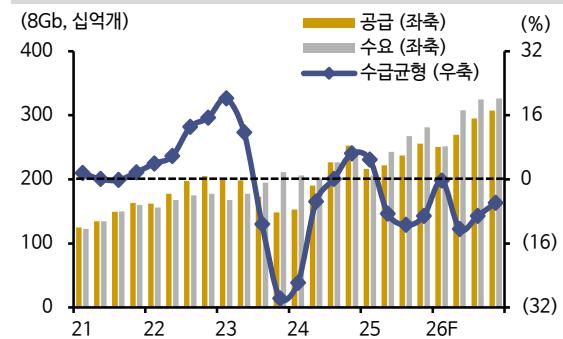
자료: DRAMeXchange, 신한투자증권  
주: NAND\_MLC\_64Gb 기준

## DRAM 수급 추이 및 전망



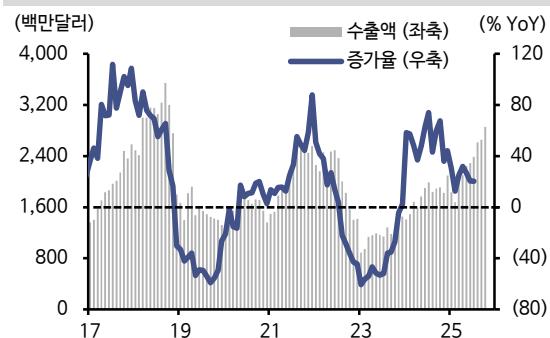
자료: Trendforce, 신한투자증권

## NAND 수급 추이 및 전망



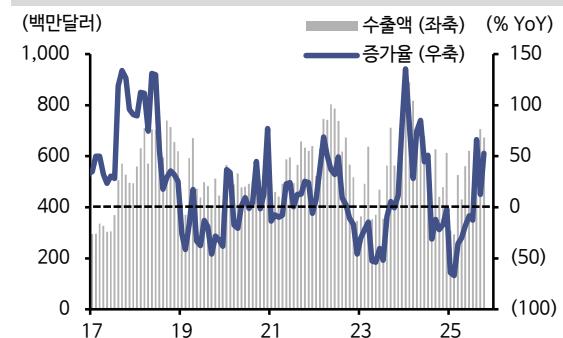
자료: Trendforce, 신한투자증권

## 한국 DRAM 수출액 추이



자료: KITA, TRASS, 신한투자증권

## 한국 NAND 수출액 추이



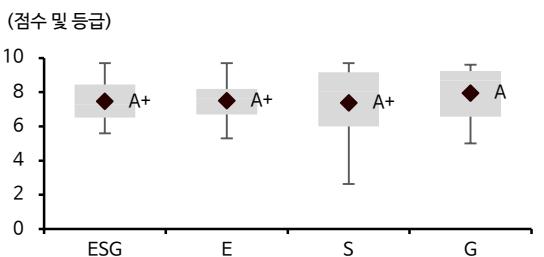
자료: KITA, TRASS, 신한투자증권

## ESG Insight

### Analyst Comment

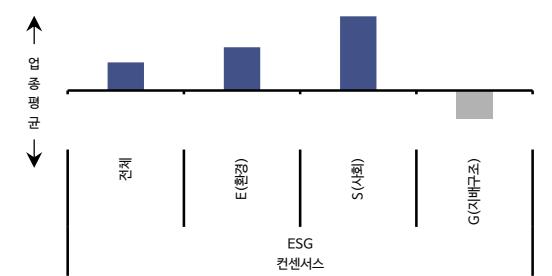
- ◆ 사회와 더불어 성장하겠다는 경영 원칙 하에, '23년 4조 9845억원의 사회적 가치(SV, Social Value)를 창출
- ◆ 인권 존중, 강제 노동 금지, 연소자 근로, 근로시간, 임금, 차별 금지, 결사의 자유 등 인권/노동 방침 제정하여 관리
- ◆ 주주가치 제고를 위해 차입금 상환 등 재무 건전성 확보에 주력. '25~'27년 신규 주주환원 정책으로 주당 1,500원을 고정적으로 배당하고, 재무 건전성 확보 시 3년 누적 FCF의 50% 범위 내 추가 환원을 발표

#### 신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

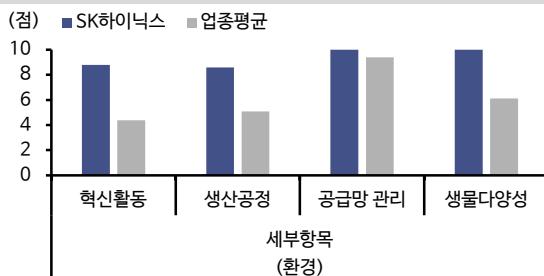
#### ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

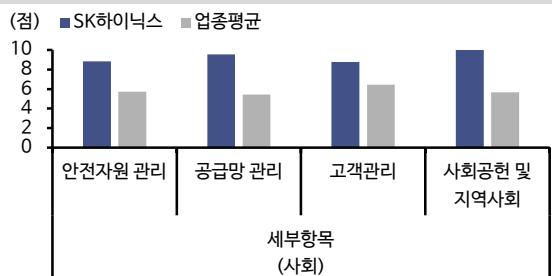
### Key Chart

#### E(환경) 세부항목별 점수 및 업종평균



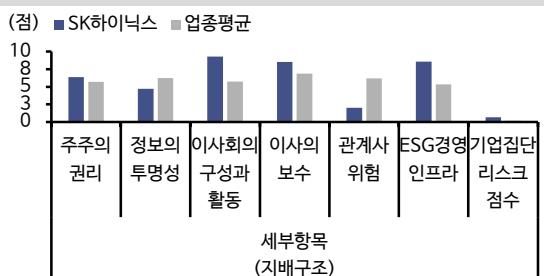
자료: Sustainvest, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 Sustainvest 기준

#### S(사회) 세부항목별 점수 및 업종평균



자료: Sustainvest, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 Sustainvest 기준

#### G(지배구조) 세부항목별 점수 및 업종평균



자료: Sustainvest, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 Sustainvest 기준

#### 수정 DPS 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

## ▣ 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
<b>자산총계</b>	<b>100,330.2</b>	<b>119,855.2</b>	<b>160,657.4</b>	<b>209,183.7</b>	<b>258,661.8</b>
유동부자산	30,468.1	42,278.9	72,247.8	101,612.3	134,621.0
현금및현금성자산	7,587.3	11,205.1	30,578.3	47,507.1	64,213.7
매출채권	6,600.3	13,019.0	20,570.0	27,769.5	35,822.7
재고자산	13,480.7	13,313.9	14,911.6	18,043.0	22,914.7
비유동부자산	69,862.1	77,576.3	88,409.6	107,571.4	124,040.7
유형자산	52,704.9	60,157.5	72,118.0	84,558.0	93,687.5
무형자산	3,834.6	4,018.8	4,007.7	4,199.4	4,428.4
투자자산	5,808.5	6,522.2	6,824.1	11,089.1	16,771.2
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>46,826.4</b>	<b>45,939.5</b>	<b>39,486.9</b>	<b>32,395.5</b>	<b>23,775.3</b>
유동부채	21,007.8	24,965.4	22,718.2	19,164.5	12,738.7
단기차입금	4,145.6	1,283.5	266.5	216.5	196.5
매입채무	1,845.5	2,277.3	2,823.9	2,541.5	1,829.9
유동성장기부채	5,711.5	3,968.8	3,397.8	3,070.8	2,663.8
비유동부채	25,818.6	20,974.1	16,768.7	13,231.0	11,036.6
사채	9,490.4	12,409.4	7,456.4	4,382.4	3,582.4
장기차입금(장기금융부채 포함)	12,522.7	7,208.0	6,807.8	5,614.5	2,985.9
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>53,503.8</b>	<b>73,915.7</b>	<b>121,170.5</b>	<b>176,788.2</b>	<b>234,886.4</b>
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,372.6	4,487.1	4,776.8	4,794.1	4,817.4
기타자본	(2,269.3)	(2,191.5)	(2,191.5)	(2,191.5)	(2,191.5)
기타포괄이익누계액	1,014.1	2,532.1	3,282.0	3,951.4	4,643.2
이익잉여금	46,729.3	65,418.1	111,626.8	166,534.6	223,893.0
<b>자비준주지분</b>	<b>53,504.3</b>	<b>73,903.4</b>	<b>121,151.7</b>	<b>176,746.2</b>	<b>234,819.7</b>
비지배주지분	(0.5)	12.3	18.8	42.0	66.7
*총차입금	33,980.7	27,199.6	20,732.0	15,667.2	10,310.3
*순차입금(순현금)	24,959.9	12,984.5	(13,639.6)	(36,834.7)	(61,780.8)

## ▣ 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>4,278.2</b>	<b>29,795.9</b>	<b>37,788.3</b>	<b>57,412.2</b>	<b>64,501.8</b>
당기순이익	(9,137.5)	19,796.9	47,250.9	55,966.7	59,419.9
유형자산상각비	13,121.1	11,985.3	13,504.7	19,060.1	25,870.5
무형자산상각비	552.5	596.2	770.3	646.5	693.0
외화환산손실(이익)	332.2	352.1	(668.3)	423.7	496.2
자산처분손실(이익)	(249.6)	(1,386.7)	(454.0)	(562.5)	(655.1)
기타법. 종속. 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	793.8	(5,599.8)	(7,878.0)	(14,518.2)	(19,750.9)
(법인세납부)	(1,383.9)	(552.1)	(9,246.6)	(12,433.5)	(13,144.5)
기타	249.6	4,604.0	(5,490.7)	8,829.4	11,572.7
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(7,334.7)</b>	<b>(18,004.6)</b>	<b>(12,142.2)</b>	<b>(34,939.2)</b>	<b>(41,987.5)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(8,325.1)	(15,945.5)	(27,800.0)	(31,500.0)	(35,000.0)
유형자산의감소	1,539.8	47.1	350.6	400.0	456.9
무형자산의감소(증가)	(454.2)	(697.4)	(759.1)	(838.1)	(922.1)
투자자산의감소(증가)	(13.3)	(3.3)	14,666.3	(539.7)	(3,991.9)
기타	(81.9)	(1,405.5)	1,400.0	(2,461.4)	(2,530.4)
<b>FCF</b>	<b>(2,981.3)</b>	<b>17,834.8</b>	<b>10,094.1</b>	<b>27,047.3</b>	<b>31,650.1</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>5,696.8</b>	<b>(8,703.9)</b>	<b>(7,803.1)</b>	<b>(6,083.3)</b>	<b>(6,369.2)</b>
차입금의증가(감소)	6,968.5	(7,375.7)	(6,467.6)	(5,064.8)	(5,356.9)
자기주식의처분(취득)	24.5	93.8	0.0	0.0	0.0
배당금	(825.6)	(826.3)	(1,625.2)	(1,035.7)	(1,035.7)
기타	(470.6)	(595.7)	289.7	17.2	23.4
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결방식변동으로인한현금이증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(30.0)	530.5	545.4	539.1	561.5
<b>현금의증가감소</b>	<b>2,610.3</b>	<b>3,617.8</b>	<b>18,388.4</b>	<b>16,928.8</b>	<b>16,706.6</b>
기초현금	4,977.0	7,587.3	11,205.1	30,578.3	47,507.1
기말현금	7,587.3	11,205.1	30,578.3	47,507.1	64,213.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## ▣ 포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>32,765.7</b>	<b>66,193.0</b>	<b>91,578.3</b>	<b>126,123.0</b>	<b>146,104.9</b>
증감률 (%)	(26.6)	102.0	38.4	37.7	15.8
<b>매출원가</b>	<b>33,299.2</b>	<b>34,364.8</b>	<b>39,671.6</b>	<b>51,549.4</b>	<b>64,824.3</b>
<b>매출총이익</b>	<b>(533.4)</b>	<b>31,828.1</b>	<b>51,906.7</b>	<b>74,573.7</b>	<b>81,280.6</b>
매출총이익률 (%)	(1.6)	48.1	56.7	59.1	55.6
<b>판매마진비</b>	<b>7,196.9</b>	<b>8,360.8</b>	<b>10,457.0</b>	<b>9,836.7</b>	<b>10,348.2</b>
<b>영업이익</b>	<b>(7,730.3)</b>	<b>23,467.3</b>	<b>41,449.7</b>	<b>64,737.0</b>	<b>70,932.4</b>
증감률 (%)	(39.6)	135.0	54.3	51.3	48.5
영업이익률 (%)	(23.6)	45.3	51.3	51.3	48.5
<b>영업순이익</b>	<b>(3,927.5)</b>	<b>418.0</b>	<b>15,047.8</b>	<b>3,663.2</b>	<b>1,632.0</b>
금융순이익	(3,831.4)	(852.9)	(257.4)	(157.3)	(139.8)
기타영업이순이익	(111.2)	1,309.2	15,370.3	3,871.4	1,826.0
종속 및 관계기업관련순이익	15.1	(38.2)	(65.1)	(50.9)	(54.2)
<b>세전순이익</b>	<b>(11,657.8)</b>	<b>23,885.4</b>	<b>56,497.5</b>	<b>68,400.2</b>	<b>72,564.4</b>
법인세비용	(2,520.3)	4,088.4	9,246.6	12,433.5	13,144.5
계속사업이익	(9,137.5)	19,788.7	47,244.4	55,943.5	59,395.2
비자매주주(당기순이익)	(25.1)	8.2	6.5	23.2	24.7
<b>총포괄이익</b>	<b>(9,037.5)</b>	<b>21,044.4</b>	<b>48,000.8</b>	<b>56,636.2</b>	<b>60,111.6</b>
(지배주주)총포괄이익	(9,015.0)	21,033.1	47,975.0	56,605.8	60,079.4
(비자매주주)총포괄이익	(22.5)	11.3	25.8	30.4	32.3
<b>EBITDA</b>	<b>5,943.4</b>	<b>36,048.9</b>	<b>55,724.7</b>	<b>84,443.5</b>	<b>97,495.9</b>
증감률 (%)	(71.6)	506.5	54.6	51.5	15.5
EBITDA 이익률 (%)	18.1	54.5	60.8	67.0	66.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권