

서버 주문 증가와 HBM4 수혜

HBM 시장 내 동사 경쟁 우위 지속

동사는 11월 엔비디아 HBM4 인증 획득이 예상되며, 1st Vendor로서 내년 '루빈' HBM4 공급량의 60~70% 점유가 예상된다. 국내 경쟁사의 경우 N사 HBM3E 12단 인증에 결국 실패한 것으로 파악되며, HBM4 진입 여부 및 의미있는 수주량 확보도 불투명하다. 한편 HBM4의 경우 제조원가 상승 부담에도 불구하고, 당초 기대 보다 낮은 20% 수준의 가격 프리미엄으로 전작 대비 수익성은 낮아진다. HBM3E 12단 역시 연말 한 차례 가격 인하가 예정되어 있다. 그러나 동사 HBM 영업이익률 하락('25E 57% → '26E 52%)에도 불구하고, 선두 지위와 매출액 58%/y 성장 덕분에 내년에도 HBM 영업이익은 45%/y 성장 전망된다.

서버 주문 증가로 하반기 일반 메모리도 호황

최근 메모리 시황이 기대보다 더 좋아진 이유는 AI 데이터센터 설비투자 상향조정으로 서버 주문이 증가함에 따라, 하이퍼스케일러들이 서버 DRAM, eSSD Restocking을 진행하고 있기 때문이다. 그동안 메모리 업체들은 HBM 위주로만 투자에 집중하다 보니, 갑작스러운 서버 주문 증가에 공급 대응을 하기 어려운 상황이다. 수요가 부진한 모바일, PC DRAM 까지 공급 부족 요인으로 가격 인상이 이어질 전망이다.

목표주가 40만원으로 상향조정, 투자의견 '매수' 유지

동사 주가는 작년 P/B 고점 수준까지 도달하여 단기 조정의 빌미가 되고 있다. 그러나 수익성이 더 좋아지고 있고, 내년에도 HBM 경쟁력 우위가 명확해지고 있어 주가 리레이팅 가능성이 높다. 목표주가를 40만원(25E P/B 2.7x 적용, P/EBIT 밴드 상단 7.4x에 해당)으로 상향조정한다.

Fig. 1: SK하이닉스 연결재무제표 요약

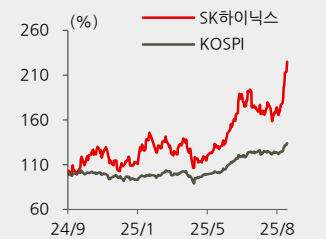
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	32,766	66,193	90,198	110,201	119,017
영업이익	-7,730	23,467	39,125	48,110	47,762
세전이익	-11,658	23,885	39,329	48,615	48,826
순이익[지배]	-9,112	19,789	32,237	39,848	40,021
EPS(원)	-12,517	27,182	44,281	54,736	54,974
증감률(%)	적자전환	흑자전환	62.9	23.6	0.4
PER(배)	-	6.4	7.5	6.1	6.1
PBR	1.8	1.7	2.2	1.6	1.3
EV/EBITDA	21.5	3.9	4.4	3.2	2.8
ROE(%)	-15.6	31.1	35.8	31.6	24.1
배당수익률	0.8	1.3	0.7	0.7	0.7

자료: SK하이닉스, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	400,000원
[상향]	19.9%
현재주가	333,500원
2025/9/17	

주식지표	
시가총액	242,789십억원
52주최고가	348,000원
52주최저가	152,800원
상장주식수	72,800만주/0.0만주
자본금/액면가	3,658십억원/5,000원
60일평균거래량	344만주
60일평균거래대금	966십억원
외국인지분율	56.3%
자기주식수	3,755만주/5.2%
주요주주및지분율	
에스케이스퀘어 외	20.1%
국민연금공단	7.4%

주자동향



이민희

IT/반도체
mhlee@bnkfn.co.kr
(02)2115-5148

BNK투자증권 리서치센터
07325 서울시 영등포구 여의대로 56
한화손해보험빌딩 10층
www.bnkfn.co.kr

표 1. SK하이닉스 분기 별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
원/US\$(평균)	1,452	1,400	1,380	1,370	1,369	1,368	1,367	1,366	1,364	1,400	1,368
매출액	17,639	22,232	24,493	25,834	23,105	26,224	29,099	31,773	66,193	90,198	110,201
DRAM	14,037	17,124	19,151	20,032	18,316	21,065	23,487	25,369	44,732	70,344	88,236
NAND	3,229	4,728	4,944	5,371	4,433	4,775	5,195	5,928	19,274	18,271	20,330
기타	373	380	398	432	356	384	418	477	2,187	1,583	1,635
영업이익	7,441	9,213	10,971	11,500	10,194	11,486	12,860	13,570	23,467	39,125	48,110
DRAM	7,460	9,302	10,826	11,276	9,773	11,646	12,843	13,561	20,725	38,864	47,824
NAND	28	-26	185	268	-122	59	56	357	2,663	456	351
기타	-48	-64	-40	-43	542	-219	-39	-349	80	-195	-65
영업이익률	42%	41%	45%	45%	44%	44%	44%	43%	35%	43%	44%
DRAM	53%	54%	57%	56%	53%	55%	55%	53%	46%	55%	54%
NAND	1%	-1%	4%	5%	-3%	1%	1%	6%	14%	2%	2%
세전이익	9,299	8,723	10,908	10,399	10,304	11,987	13,009	13,315	23,885	39,329	48,615
저비주주순이익	8,107	6,997	8,781	8,351	9,019	10,347	10,642	9,840	19,789	32,237	39,848

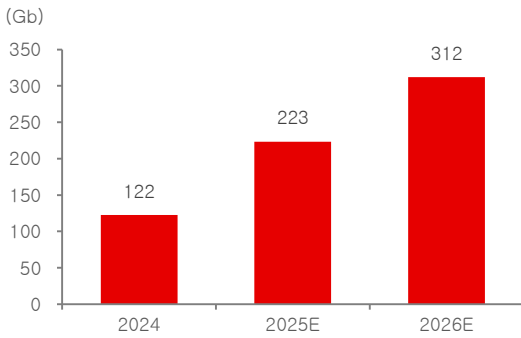
자료: BNK투자증권

표 2. SK하이닉스 DRAM, NAND 실적 추정 가정들

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
DRAM											
Bit 출하(1Gb eq, Mn)	19,116	23,895	25,567	25,989	24,483	27,911	29,585	31,048	75,587	94,566	113,027
%QoQ, %YoY	-7%	25%	7%	2%	-6%	14%	6%	5%	18%	25%	20%
ASP(1Gb eq, US\$)	0.51	0.51	0.54	0.56	0.55	0.55	0.58	0.60	0.43	0.53	0.57
%QoQ, %YoY	0%	1%	6%	4%	-3%	1%	5%	3%	75%	22%	7%
Full cost/chip(US\$)	0.24	0.23	0.24	0.25	0.25	0.25	0.26	0.28	0.23	0.24	0.26
%QoQ, %YoY	0%	-1%	1%	4%	4%	-3%	7%	6%	-4%	2%	10%
NAND											
Bit 출하(1GB eq, Mn)	33,164	56,047	56,608	60,136	52,841	58,126	62,654	67,499	183,233	205,955	241,120
%QoQ, %YoY	-18%	69%	1%	6%	-12%	10%	8%	8%	-1%	12%	17%
ASP(1GB eq, US\$)	0.07	0.06	0.06	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.08	0.06	0.06
%QoQ, %YoY	-19%	-10%	5%	3%	-6%	-2%	1%	6%	94%	-18%	-3%
Full cost/chip(US\$)	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.06	0.06
%QoQ, %YoY	-11%	-9%	1%	2%	2%	-6%	1%	1%	-8%	-7%	-2%

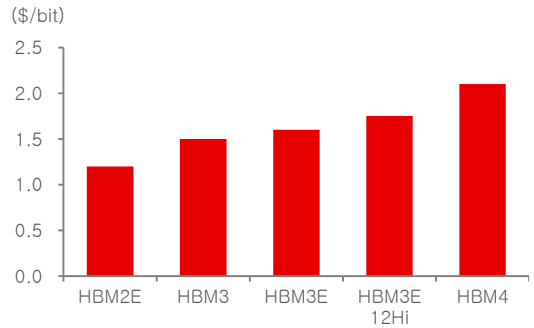
자료: BNK투자증권

Fig. 2: 글로벌 HBM 시장 전망



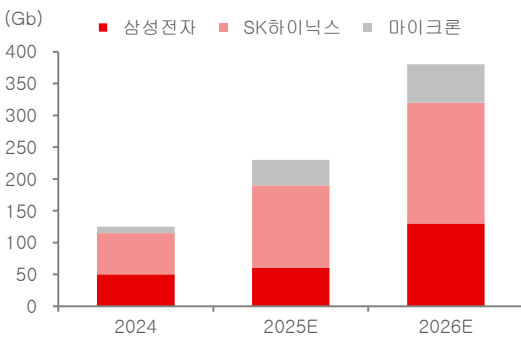
자료: 옴디아, BNK투자증권

Fig. 3: Bit 당 HBM 평균가격



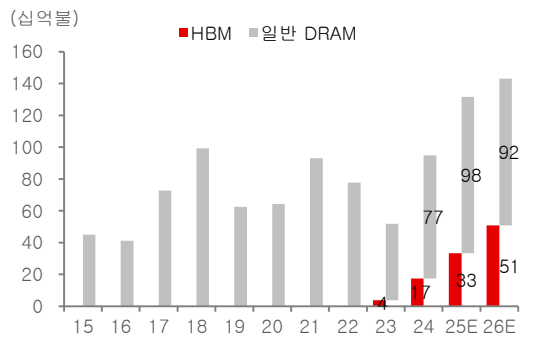
자료: 옴디아, BNK투자증권

Fig. 4: DRAM 3사 HBM 생산량



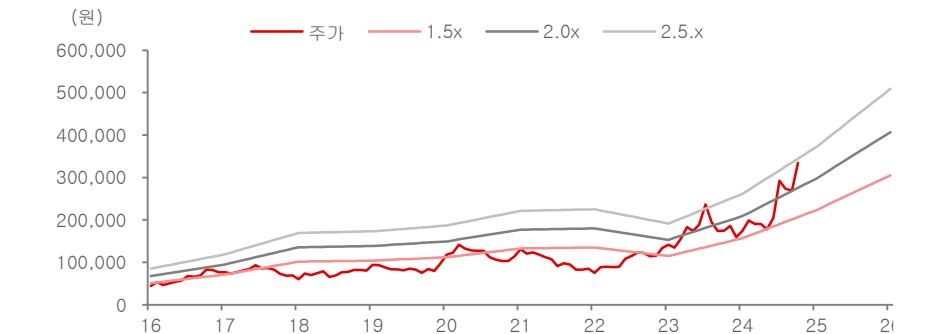
자료: 옴디아, BNK투자증권

Fig. 5: DRAM 시장 전망



자료: 옴디아, BNK투자증권

Fig. 6: SK하이닉스 P/B 밴드차트



자료: BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	70,676	102,627	135,644
현금성자산	7,587	11,205	34,670	58,989	84,684
매출채권	6,600	13,019	15,033	18,367	19,836
재고자산	13,481	13,314	15,033	18,367	23,803
비유동자산	69,862	77,576	89,070	103,351	113,178
투자자산	5,809	6,522	7,494	8,201	8,925
유형자산	52,705	60,157	70,339	83,627	92,489
무형자산	3,835	4,019	4,359	4,645	4,886
자산총계	100,330	119,855	159,746	205,978	248,822
유동부채	21,008	24,965	32,115	38,072	40,697
매입채무	1,846	2,277	3,103	3,791	4,095
단기차입금	4,146	1,283	1,283	1,283	1,283
비유동부채	25,819	20,974	21,466	21,876	22,057
사채및장기차입금	19,611	17,431	17,431	17,431	17,431
부채총계	46,826	45,940	53,581	59,948	62,754
지배기업지분	53,505	73,904	106,140	145,988	186,009
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	97,655	137,502	177,524
자본총계	53,504	73,916	106,166	146,030	186,068
총차입금	33,981	27,200	28,045	28,749	29,059
순차입금	24,960	12,984	-9,952	-34,304	-60,014

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	4,278	29,796	49,414	54,733	53,618
당기순이익	-9,138	19,797	32,250	39,864	40,038
비현금비용	19,001	20,840	22,224	26,077	28,141
감가상각비	13,674	12,582	13,930	16,078	18,081
비현금수익	-3,968	-3,786	-349	-1,545	-2,325
자산및부채의증감	794	-5,600	2,749	-1,231	-4,501
매출채권감소	-1,406	-5,098	-2,014	-3,334	-1,469
재고자산감소	2,288	167	-1,719	-3,334	-5,437
매입채무증가	83	-1,103	826	688	303
법인세환급(납부)	-1,384	-552	-7,079	-8,751	-8,789
투자활동현금흐름	-7,335	-18,005	-26,794	-31,119	-28,233
유형자산증가	-8,325	-15,946	-23,452	-28,652	-26,184
유형자산감소	1,540	47	0	0	0
무형자산순감	-454	-697	-1,000	-1,000	-1,000
재무활동현금흐름	5,697	-8,704	-677	-1,022	-1,416
차입금증가	9,184	-6,781	845	704	310
자본의증감	36	115	0	0	0
배당금지급	-826	-826	-1,522	-1,726	-1,726
현금의증가	2,610	3,618	23,465	24,319	25,695
기말현금	7,587	11,205	34,670	58,989	84,684
잉여현금흐름(FCF)	-4,047	13,850	25,962	26,081	27,434

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	90,198	110,201	119,017
매출원가	33,299	34,365	39,915	49,834	57,120
매출총이익	-533	31,828	50,284	60,367	61,897
매출총이익률	-1.6	48.1	55.7	54.8	52.0
판매비와관리비	7,197	8,361	11,159	12,257	14,135
판매비율	22.0	12.6	12.4	11.1	11.9
영업이익	-7,730	23,467	39,125	48,110	47,762
영업이익률	-23.6	35.5	43.4	43.7	40.1
EBITDA	5,943	36,049	53,055	64,188	65,843
영업외손익	-3,928	418	204	505	1,064
금융이자손익	-1,252	-1,000	-431	268	1,003
외화관련손익	-319	269	-485	-22	0
기타영업외손익	-2,357	1,149	1,120	259	61
세전이익	-11,658	23,885	39,329	48,615	48,826
세전이익률	-35.6	36.1	43.6	44.1	41.0
법인세비용	-2,520	4,088	7,079	8,751	8,789
법인세율	21.6	17.1	18.0	18.0	18.0
계속사업이익	-9,138	19,797	32,250	39,864	40,038
당기순이익	-9,138	19,797	32,250	39,864	40,038
당기순이익률	-27.9	29.9	35.8	36.2	33.6
지배기업순이익	-9,112	19,789	32,237	39,848	40,021
총포괄손익	-9,037	21,044	32,250	39,864	40,038

주요투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (원)	-12,517	27,182	44,281	54,736	54,974
BPS	76,616	104,567	148,848	203,583	258,557
CFPS	8,098	50,619	74,347	88,457	90,458
DPS	1,200	2,204	2,500	2,500	2,500
PER (배)	-	6.4	7.5	6.1	6.1
PSR	3.1	1.9	2.7	2.2	2.0
PBR	1.8	1.7	2.2	1.6	1.3
PCR	17.5	3.4	4.5	3.8	3.7
EV/EBITDA	21.5	3.9	4.4	3.2	2.8
배당성향 (%)	-9.0	7.7	5.4	4.3	4.3
배당수익률	0.8	1.3	0.7	0.7	0.7
매출액증가율	-26.6	102.0	36.3	22.2	8.0
영업이익증가율	0.0	0.0	66.7	23.0	-0.7
순이익증가율	0.0	0.0	62.9	23.6	0.4
EPS증가율	0.0	0.0	62.9	23.6	0.4
부채비율 (%)	87.5	62.2	50.5	41.1	33.7
차입금비율	63.5	36.8	26.4	19.7	15.6
순차입금/자기자본	46.7	17.6	-9.4	-23.5	-32.3
ROA (%)	-8.9	18.0	23.1	21.8	17.6
ROE	-15.6	31.1	35.8	31.6	24.1
ROIC	-8.0	25.4	38.5	41.4	35.7

주: K-IFRS 연결 기준, 2025/9/17 종가 기준

투자 의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자 의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
SK하이닉스 (000660)	23/10/18	매수	155,000원	-19.3	-17.7
	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	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자 의견은 향후 6개월간 추천일 증가 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(2025.06.30기준) / 매수(Buy) 80.0%, 보유(Hold) 20.0%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공 일 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 고지하 여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기 회사의 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 종목 의 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.