

SK하이닉스 (000660)

진성수요만으로도 이정도 업사이클

반도체/디스플레이

Analyst 김선우
sunwoo.kim@meritz.co.krRA 우서현
seohyun.woo@meritz.co.kr

4Q25 Review – 평가 상승 대비 폭발적인 영업이익률 성장세

SK하이닉스의 4Q25 영업이익 19.2조원 (+68% QoQ, +137% YoY)은 시장 기대치를 소폭 능가한 실적이다. 동사의 4Q25 DRAM과 NAND 출하량/평가 증감률이 각각 +1%/+23%, +10%/+30% 수준임을 감안했을 때, 동사 DRAM 평가가 산업 상승률을 소폭 하회했음에도 폭발적인 수익성을 기록한 점이 놀랍다 (DRAM/NAND 영업이익률 70%/22%). 현재 DRAM 업황은 제한된 공급확대 속 경쟁적 평가 상승이 발생 중이다. 동사는 HBM 시장 선점을 통해 70%에 육박하는 영업이익률을 기록하며, 견조한 매출 증가를 누리고있다. HBM 출하는 2026년에도 70%에 가까운 상승률을 기록할 전망이다. 동사는 전일 공시 및 실적설명회를 통해 1) 상당 폭의 설비투자 상향조정 불구 Discipline 기조 유지, 2) HBM 시장 내 선두지위 유지, 3) 보유자산주 전량 소각 및 1,500원 추가 배당을 통한 주주환원을 강조했다. 당사가 예상하는 ADR 발행을 통한 '적극적' 주주환원 정책에 관해서는 다양한 방식을 고려중이라 언급했다. 동사의 분기 영업이익은 1Q26 27.8조원, 2Q26 35.6조원으로 사상최대치를 지속 재경신하리라 예상된다 (26년, 27년 당사 추정치 141조원, 164조원).

멀티부킹 (중복주문) 발현까지 상승세를 충분히 누리자

당사는 메모리 사이클의 구조적 개선을 지속 강조하고 있다. 공급 배신자가 없는 구간 속, Agentic AI 확산 과정에서 메모리 업체들의 지위가 격상되고 있다. 수요는 과거 스마트폰·PC 등 B2C 영역에서 AI 데이터센터 등 B2B 영역으로 확대되며, 계단식 증가세로 변모 중이다. 단숨에 폭발적 수요가 발생 가능한데 반해, 공급자들의 예측 가능성은 떨어지는 관계로 이번 사이클에서는 2026년 중반 역대 가장 큰 수급 격차가 발생하리라 예상된다. 특히, 최근 당사의 채널체크에 따르면 수요자들의 재고수준은 여전히 매우 낮은 수준으로 평가된다. 구매자들은 아직 차익 및 장기재고축적의 가수요를 발생시키지 않는 상태로 보여진다. 2Q26~3Q26 구간에서 펜타(5중복)·헥사(6중복)의 긴급 주문이 크게 발생할 전망이다. 현재 진행 중인 업사이클은 내년 중반까지 이어지며, 앞으로도 가파른 주가 상승이 예상된다. 투자 의견 Buy 유지하며, 적정주가의 경우 145만원으로 상향한다 (2026년 P/B 4.5배 vs ROE 69.5%).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	32,765.7	-7,730.3	-9,112.4	-12,517	적자전환	73,4945	nm	11.72	16.7	-17.0	87.5
2024	66,193.0	23,467.3	19,788.7	27,182	흑자전환	101,515	31.7	8.48	3.9	26.8	62.2
2025	97,642.5	47,207.0	42,919.5	58,955	116.9	157,930	14.6	5.45	3.4	45.4	45.3
2026E	197,500.1	141,111.8	121,237.3	166,534	182.5	321,625	5.2	2.68	0.8	69.5	33.5
2027E	228,632.1	164,251.8	143,485.6	197,095	18.4	511,566	4.4	1.68	0.1	47.3	23.7

Meritz Research 2026. 1. 29

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	1,450,000원
현재주가 (1.29)	861,000원
상승여력	68.4%

KOSPI	5,221.25pt
시가총액	6,268,100억원
발행주식수	71,270만주
유동주식비율	73.87%
외국인비중	53.56%
52주 최고/최저가	861,000원/164,800원
평균거래대금	26,433.3억원

주요주주(%)

에스케이스퀘어 외 7 인	20.07
국민연금공단	7.35
Capital Research and Management Company 외 3 인	6.77

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	34.5	228.0	289.6
상대주가	8.7	102.9	89.3

주가그래프



표1 SK하이닉스 4Q25P 실적 Review

(십억원)	4Q25P	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	32,827	19,767	66%	24,449	34%	30,832	6%	33,340	-2%
DRAM	24,844	14,287	74%	19,080	30%			24,886	0%
NAND	7,835	4,871	61%	5,251	49%			7,810	0%
영업이익	19,170	8,083	137%	11,383	68%	16,375	17.1%	18,087	6%
DRAM	17,524	7,744	126%	11,292	55%			15,852	11%
NAND	1,696	551	208%	178	853%			2,280	-26%
Others	-50	-212	적자축소	-87	적자축소			-45	적자확대
세전이익	17,653	9,581	84%	14,790	19%	16,993	4%	17,282	2%
지배주주순이익	17,653	8,000	121%	12,595	40%	13,196	34%	14,714	20%
영업이익률 (%)	58%	41%		47%		53%		54%	
DRAM	71%	54%		59%				64%	
NAND	22%	11%		3%				29%	

자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

표2 DRAM/NAND Bit growth/ASP 차이 (4Q25P 매출 가정비교)

(전분기 대비)	DRAM		NAND	
	Bit growth	ASP 변화	Bit growth	ASP 변화
실제 변화율	+1%	+23%	+10%	+30%
메리츠 추정치	+2%	+22%	+10%	+29%

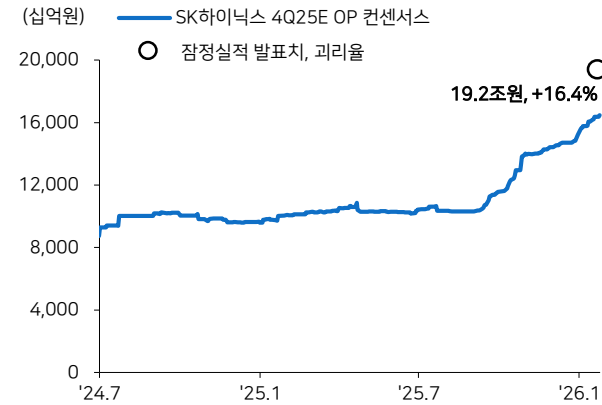
자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

표3 SK하이닉스 실적 추정치 변경

(십억원)	New		Old		차이 (%)	
	1Q26E	2026E	1Q26E	2026E	1Q26E	2026E
매출액	41,019	197,500	40,158	191,853	2%	3%
DRAM	31,922	152,217	31,434	149,894	2%	2%
NAND	8,601	43,126	8,227	39,802	5%	8%
영업이익	27,817	141,112	25,230	125,996	10%	12%
DRAM	24,601	120,980	21,858	106,928	13%	13%
NAND	3,261	20,332	3,416	19,268	-5%	6%
Others	-45	-200	-45	-200	적자축소	적자축소
세전이익	32,425	153,501	29,711	137,537	9%	12%
지배주주순이익	25,615	121,237	23,471	108,646	9%	12%
영업이익률 (%)	68%	71%	63%	66%		
DRAM	77%	79%	70%	71%		
NAND	38%	47%	42%	48%		

자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25P 영업이익, 컨센서스 16.4% 상회



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026년 영업이익, 컨센서스 41.9% 상회 전망



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표4 SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	17,639	22,232	24,449	32,827	41,019	49,277	52,544	54,660	97,643	197,500	228,632
DRAM	13,806	16,763	19,080	24,844	31,922	38,268	40,204	41,824	74,494	152,217	172,586
NAND	3,283	4,819	5,251	7,835	8,601	10,492	11,779	12,254	21,188	43,126	53,673
영업이익	7,441	9,213	11,383	19,170	27,817	35,604	38,026	39,666	47,207	141,112	164,252
DRAM	7,590	9,551	11,292	17,524	24,601	30,654	32,133	33,592	45,957	120,980	137,189
NAND	42	(106)	178	1,696	3,261	4,991	5,948	6,132	1,811	20,332	27,283
기타	(191)	(232)	(87)	(50)	(45)	(41)	(56)	(58)	(561)	(200)	(220)
세전이익	9,299	8,723	14,790	17,653	32,425	36,187	45,221	39,668	50,465	153,501	183,992
지배주주순이익	8,107	6,997	12,595	15,220	25,615	28,589	35,722	31,311	42,920	121,237	143,486
영업이익률 (%)	42%	41%	47%	58%	68%	72%	72%	73%	48%	71%	72%
DRAM	55%	57%	59%	71%	77%	80%	80%	80%	62%	79%	79%
NAND	1%	-2%	3%	22%	38%	48%	50%	50%	9%	47%	51%

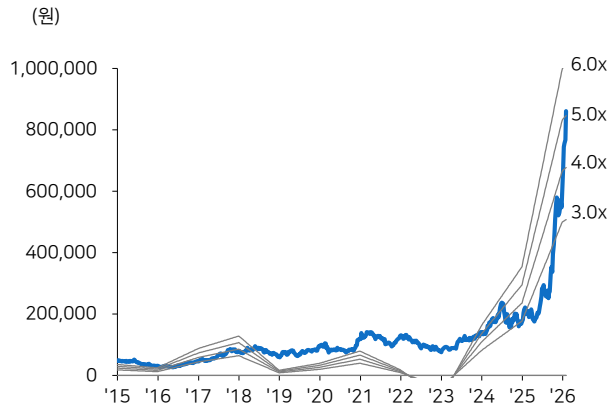
자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

표5 SK하이닉스 생산 추정 가정

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	18,529	23,347	25,215	25,467	25,721	27,779	28,613	29,471	92,558	111,584	124,650
	% QoQ	-8%	26%	8%	1%	1%	8%	3%	3%			
	% YoY	17%	22%	33%	26%	39%	19%	13%	16%	25%	21%	12%
	NAND	193,593	332,980	319,660	350,028	332,527	355,804	387,826	399,461	1,196,261	1,475,617	1,788,282
	% QoQ	-19%	72%	-4%	10%	-5%	7%	9%	3%			
ASP (1Gb, 달러)	% YoY	-37%	11%	27%	46%	72%	7%	21%	14%	9%	23%	21%
	DRAM	0.51	0.53	0.55	0.67	0.88	0.98	1.00	1.01	0.57	0.97	0.98
	% QoQ	1%	2%	4%	23%	31%	11%	2%	1%			
	% YoY	46%	31%	18%	32%	72%	86%	82%	50%	31%	70%	1%
	NAND	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.01	0.02	0.02
	% QoQ	-20%	-9%	12%	30%	19%	14%	3%	1%			
	% YoY	2%	-21%	-23%	6%	57%	98%	82%	41%	-8%	65%	3%

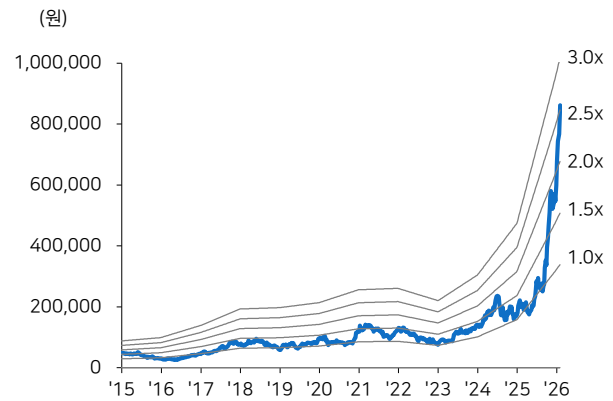
자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK하이닉스 PER 밴드 (1년 Rolling forward)



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 SK하이닉스 PBR 밴드 (1년 Rolling forward)



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표6 SK하이닉스 적정주가 산정표

(원)	값	비고
'26년 BPS(원)	321,625	
적정배수 (배)	4.50	2026년 P/B 4.5배 vs ROE 69.5%
적정가치	1,447,313	
적정주가	1,450,000	
현재주가	861,000	
상승여력 (%)	68.4%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	32,765.7	66,193.0	97,642.5	197,500.1	228,632.1
매출액증가율(%)	-26.6	102.0	47.5	102.3	15.8
매출원가	33,299.2	34,364.8	38,951.7	33,667.7	38,277.8
매출총이익	-533.5	31,828.2	58,690.8	163,832.5	190,354.2
판매관리비	7,196.9	8,360.8	11,484.5	22,720.7	26,102.4
영업이익	-7,730.3	23,467.3	47,207.0	141,111.8	164,251.8
영업이익률(%)	-23.6	35.5	48.3	71.4	71.8
금융손익	-3,831.4	-852.9	4,091.5	12,482.1	19,833.5
종속/관계기업손익	15.1	-38.3	-70.2	-92.9	-92.9
기타영업외손익	-3,816.3	-891.2	3,258.9	12,389.2	19,740.6
세전계속사업이익	-11,657.8	23,885.4	50,465.3	153,501.0	183,992.4
법인세비용	-2,520.3	4,088.5	7,517.3	32,235.2	40,478.3
당기순이익	-9,137.6	19,796.9	42,948.0	121,265.8	143,514.1
지배주주지분 순이익	-9,112.4	19,788.7	42,919.5	121,237.3	143,485.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	4,278.2	29,795.9	41,516.9	120,710.1	160,097.1
당기순이익(손실)	-9,137.6	19,796.9	42,948.0	121,265.8	143,514.1
유형자산상각비	13,121.1	11,985.3	13,082.5	17,500.0	20,500.0
무형자산상각비	552.5	596.2	848.1	1,568.1	1,634.1
운전자본의 증감	793.8	-5,599.8	-8,680.9	-19,521.3	-4,974.7
투자활동 현금흐름	-7,334.7	-18,004.6	-44,937.9	-35,199.5	-43,199.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-8,325.1	-15,945.5	-27,519.4	-35,000.0	-43,000.0
투자자산의 감소(증가)	-18.7	-112.9	-3.4	0.5	0.5
재무활동 현금흐름	5,696.9	-8,703.9	-1,822.0	-3,453.2	-9,026.8
차입금의 증감	6,968.5	-7,375.7	250.7	-1,358.1	-3,789.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	2,610.3	3,617.8	-5,334.4	82,057.7	107,871.1
기초현금	4,977.0	7,587.3	11,205.1	5,870.7	87,928.5
기말현금	7,587.3	11,205.1	5,870.7	87,928.5	195,799.5

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	30,468.1	42,278.9	65,613.5	176,173.1	291,381.9
현금및현금성자산	7,587.3	11,205.1	5,870.7	87,928.5	195,799.5
매출채권	6,600.3	13,019.0	21,620.6	36,000.5	39,665.0
재고자산	13,480.7	13,313.9	18,110.4	30,155.6	33,225.2
비유동자산	69,862.1	77,576.3	101,439.2	136,335.0	169,343.7
유형자산	52,704.9	60,157.5	76,667.0	94,167.0	116,667.0
무형자산	3,834.6	4,018.9	3,956.9	2,788.8	1,554.7
투자자산	1,367.4	1,940.7	1,784.9	1,691.5	1,598.1
자산총계	100,330.1	119,855.2	167,052.8	312,508.1	460,725.6
유동부채	21,007.8	24,965.4	33,411.3	62,531.1	75,367.2
매입채무	1,845.5	2,277.4	3,782.0	6,297.4	6,938.4
단기차입금	4,145.7	1,283.5	2,180.2	2,180.2	2,180.2
유동성장기부채	5,711.5	3,968.8	5,090.9	6,976.8	6,187.0
비유동부채	25,818.6	20,974.1	18,647.5	15,812.4	12,916.6
사채	9,490.4	12,409.4	11,256.4	9,074.9	7,074.9
장기차입금	10,152.6	5,037.7	3,883.7	2,821.1	1,821.1
부채총계	46,826.4	45,939.5	52,058.8	78,343.4	88,283.8
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,372.6	4,487.1	4,756.8	4,756.8	4,756.8
기타포괄이익누계액	1,014.1	2,532.1	1,978.9	1,978.9	1,978.9
이익잉여금	46,729.3	65,418.1	106,678.4	225,849.1	364,126.2
비지배주주지분	-0.5	12.3	20.8	20.8	20.8
자본총계	53,503.8	73,915.7	114,993.9	234,164.6	372,441.8

Key Financial Data

	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	45,008	90,924	134,124	271,291	314,054
EPS(지배주주)	-12,517	27,182	58,955	166,534	197,095
CFPS	3,586	4,969	-7,327	112,716	148,174
EBITDAPS	8,164	49,518	83,980	220,027	256,024
BPS	73,495	101,515	157,930	321,625	511,566
DPS	1,200	2,204	3,000	7,407	9,680
배당수익률(%)	0.1	0.3	0.3	0.9	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	(68.8)	31.7	14.6	5.2	4.4
PCR	240.1	173.3	-117.5	7.6	5.8
PSR	19.1	9.5	6.4	3.2	2.7
PBR	11.7	8.5	5.5	2.7	1.7
EBITDA(십억원)	5,943.4	36,048.9	61,137.5	160,179.9	186,385.9
EV/EBITDA	16.7	3.9	3.4	0.8	0.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-17.0	26.8	45.4	69.5	47.3
EBITDA 이익률	-67.7	94.2	88.3	109.6	82.8
부채비율	87.5	62.2	45.3	33.5	23.7
금융비용부담률	3.8	1.5	0.5	-0.3	-2.7
이자보상배율(x)	-5.3	17.4	49.2	126.8	160.9
매출채권회전율(x)	5.6	6.7	5.6	6.9	6.0
재고자산회전율(x)	2.3	2.6	2.5	1.4	1.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 하이닉스 (000660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	주가 및 적정주가 변동추이
					평균 최고(최저)	
2024.01.25	기업브리프	Buy	185,000	김선우	-25.3 -18.9	
2024.02.15	산업분석	Buy	190,000	김선우	-10.9 -0.8	
2024.04.22	기업브리프	Buy	220,000	김선우	-15.1 -5.7	
2024.06.10	산업분석	Buy	260,000	김선우	-22.0 -7.3	
2024.09.10	산업분석	Buy	230,000	김선우	-21.0 -2.0	
2025.01.23	기업브리프	Buy	270,000	김선우	-19.7 11.1	
2025.07.24	기업브리프	Buy	320,000	김선우	-16.6 -4.1	
2025.09.12	채권분석	Buy	370,000	김선우	9.5 44.6	
2025.10.29	기업브리프	Buy	670,000	김선우	-13.0 -7.5	
2025.11.11	기업분석	Buy	910,000	김선우	-30.7 -7.6	
2026.01.29	기업브리프	Buy	1,450,000	김선우	- -	