

Industry Analysis  
2025-11-03

반도체

# New paradigm New multiple

반도체. 한동희

 SK 증권



## 반도체

## New paradigm, New multiple

반도체. 한동희 / donghee.han@sks.co.kr / 3773-8826

**Signal:** AI Scale-out 시작. AI 수혜는 메모리 전반으로 빠르게 확산**Key:** 공급부족 장기화 전망. 장기공급계약 기반 선수주, 후증설로 변모**Step:** 메모리 안정성, 성장성 구조적 확대. P/E Valuation 적용**메모리가 PBR 이었던 이유:****높은 변동성에 따른 낮은 실적 신뢰도  
거시경제에 연동되는 Cyclical****왜 실적 변동성이 높았나:****먼저 증설하고 나중에 수주받는 구조  
미래 경기에 대한 정확한 예측 불가능****PBR은 한계를 맞이하기 시작:****SK 하이닉스의 PBR 과거 상단 돌파****Value 확장의 신호:****EPS, PER의 동반 상승 진행 중****이제 메모리는 PER:****선수주, 후증설 구조로의 변화 전망  
장기공급계약 비중 상승에 따른  
실적 안정성, 성장성 구조적 확대****TP: 삼성전자 170,000 원,****SK 하이닉스 1,000,000 원****왜 메모리 Valuation은 PBR 이었나: 높은 실적 변동성**

메모리 주식의 Valuation 방법론은 PBR 이었다. 불황과 호황이 극명하므로 실적의 장기 흐름에 대한 신뢰가 낮았기 때문이다. 거시경제에 연동되는 Cyclical 산업이었다.

같은 산업, 전방을 공유해 온 TSMC는 달랐다. 같은 장치 산업임에도 안정적인 성장을 이어나갔다. 중장기 실적에 대한 신뢰는 PER 적용의 정당성을 부여했다.

**높은 실적 변동성의 이유는 무엇인가: 선증설, 후수주 구조**

메모리는 선증설, 후수주 구조가 일반적이다. 공급자들은 자기계산으로 미래 수요를 예측해 증설한다. 실제 수요의 양은 거시경제가 결정하므로, 공급자들은 결국 거시경제를 맞춰야하는 셈이다. 불가능하다. 대규모 메모리 증설은 곧 다가올 초과공급을 의미했다.

TSMC는 선수주, 후증설 구조이다. Specialty, 기술 차별화 속 수주 기반으로 증설해 거시경제 둔화에 둔감하다. TSMC의 대규모 증설은 전망치 상승을 의미했다.

**Value 확장의 신호: PBR 상단이 뚫리기 시작했다**

PBR은 AI 사이클에서 메모리 주가의 설명력을 잃기 시작했다. HBM을 기반으로 차별적 이익을 지속 달성하고 있는 SK 하이닉스의 PBR은 과거 상단을 돌파하기 시작했다. 또한 EPS와 PER 역시 동반 상승하고 있다. 통상 EPS 상승이 진행되는 호황기에 PER은 하락했다는 점을 감안하면, Value 확장의 신호라고 판단한다.

**이제는 PER: 실적 안정성, 성장성 구조적 확대**

메모리도 선수주, 후증설 구조로 변모할 것이다. AI Scale-out 사이클 시작은 메모리 수혜를 HBM뿐 아니라 서버 DRAM, SSD 등 메모리 전반으로 확대시키고 있다. 최근 2년보다 더 강력한 사이클이다. 그에 반해 증설 공간 부족을 감안하면 공급의 탄력적 상승은 어렵다. 메모리의 안정적 확보 없이 AI 로드맵의 달성은 불가능하다. 이제 2~3년여의 장기공급계약 비중이 빠르게 확대 될 것이다. AI 사이클 내 메모리는 PER이다.

**New paradigm, New multiple: 새로운 길**

산업을 바뀌었으면, 기업가치 평가의 방법론도 바뀌어야 한다. PER을 적용해 SK 증권이 제시하는 목표주가는 삼성전자 170,000 원, SK 하이닉스 1,000,000 원이다.

## CONTENT

01	메모리 Valuation tool은 왜 PBR 이었나	3
02	Value 확장의 신호	8
03	Valuation 방법론 변경: 이제는 PER	10
04	New paradigm, New multiple	15
05	기업분석	17
	삼성전자 (005930): 목표주가 170,000 원	18
	SK 하이닉스 (000660): 목표주가 1,000,000 원	25

## COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 11 월 03 일 기준)

매수

91.98%

중립

8.02%

매도

0.00%

## 1. 메모리 Valuation tool 은 왜 PBR 이었나

### Cyclical: 높은 실적 변동성

역사적으로 메모리 주식의 Valuation tool 은 PBR 이었다.

2010 년 초반 스마트폰 사이클, 이후 서버, 코로나 사이클을 거치며 메모리 산업은 불황과 호황의 차이가 극명했기 때문이다. 메모리 산업의 비용 상당부분이 고정비이므로 메모리 가격 변동에 따른 높은 이익 탄력성은 양날의 검이었다. 변동이 심한 Earnings 보다 안정적인 Book value 기반의 Valuation 이 효과적이었다.

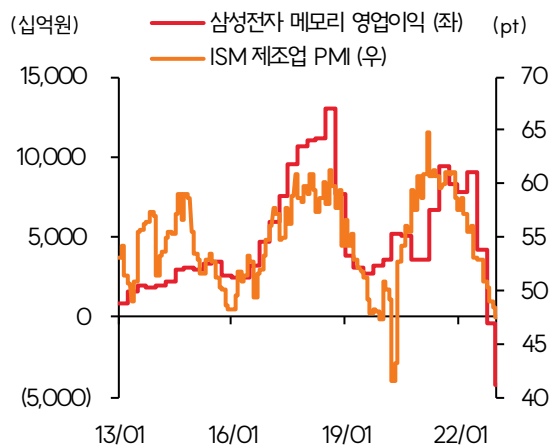
또한 거시경제에 연동되는 전형적인 Cyclical 산업이었다.

2010 년 이후 AI 사이클 이전까지 그 어떤 사이클도 거시경제의 방향에서 벗어나지 못했다. 실적도, 주가도 마찬가지였다. 그 과정에서 PBR 은 주가를 잘 설명했다.

하지만 TSMC 는 달랐다.

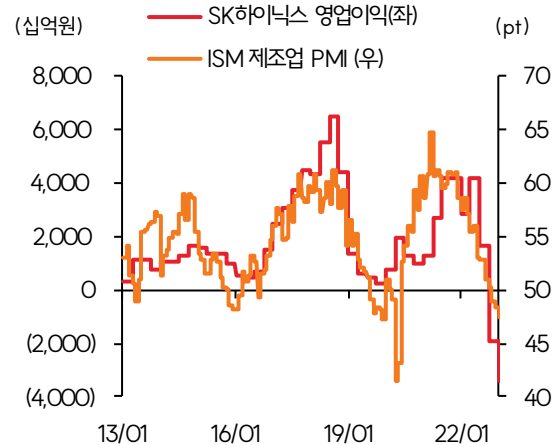
같은 사이클, 같은 전방 시장, 같은 장치 산업임에도 TSMC 는 안정적인 성장을 이어나갔다. 안정적 이익 성장에 대한 높은 신뢰는 PER Valuation 의 적용의 기반이 되었다. TSMC 의 주가는 PER 로 잘 설명된다.

ISM 제조업 PMI 지수와 삼성전자 메모리 실적 (AI 사이클 이전)



자료: SK 증권 추정

ISM 제조업 PMI 지수와 SK 하이닉스 실적 (AI 사이클 이전)



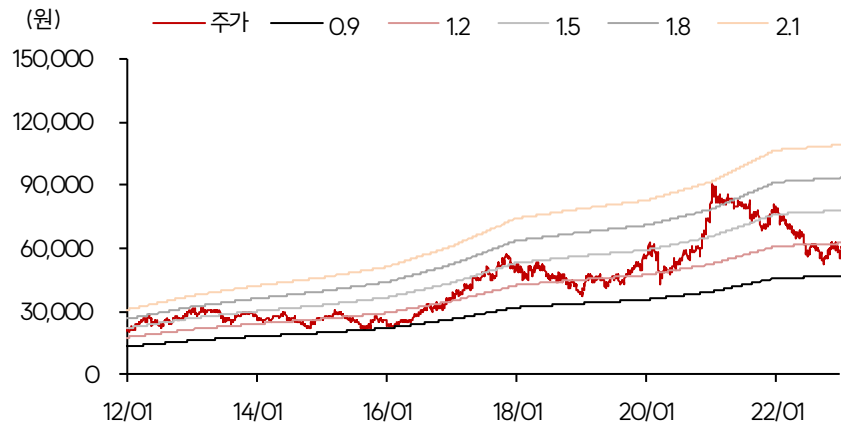
자료: SK 증권

ISM 제조업 PMI 지수와 삼성전자, SK 하이닉스 합산 시가총액 추이 (AI 사이클 이전)



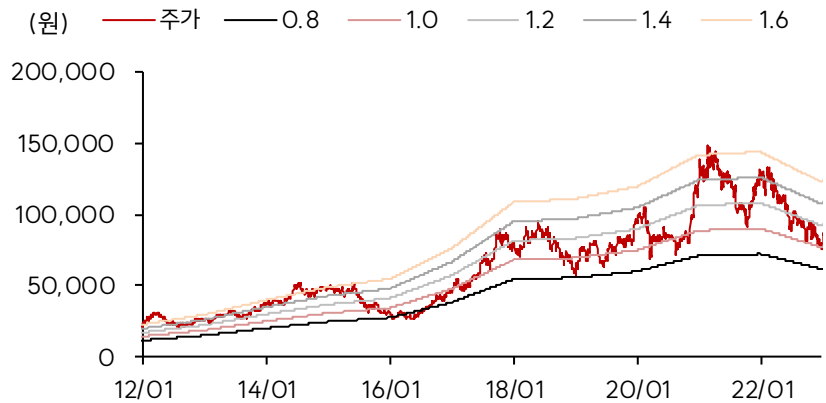
자료: FnGuide, SK 증권

삼성전자 12M Fwd. P/B Band chart (AI 사이클 이전)



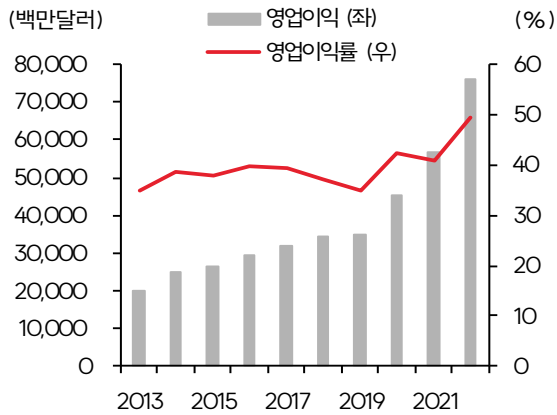
자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 12M Fwd. P/B Band chart (AI 사이클 이전)



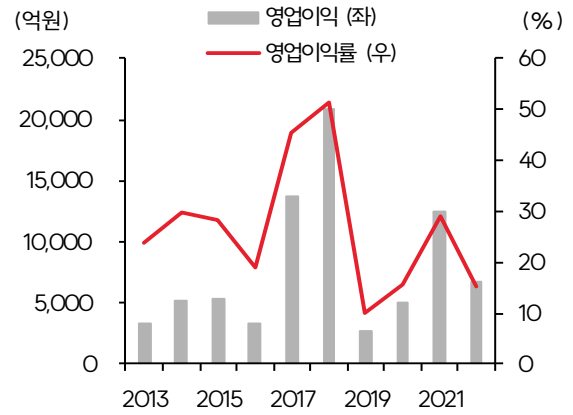
자료: SK 증권 추정

TSMC 연간 실적 추이 (AI 사이클 이전)



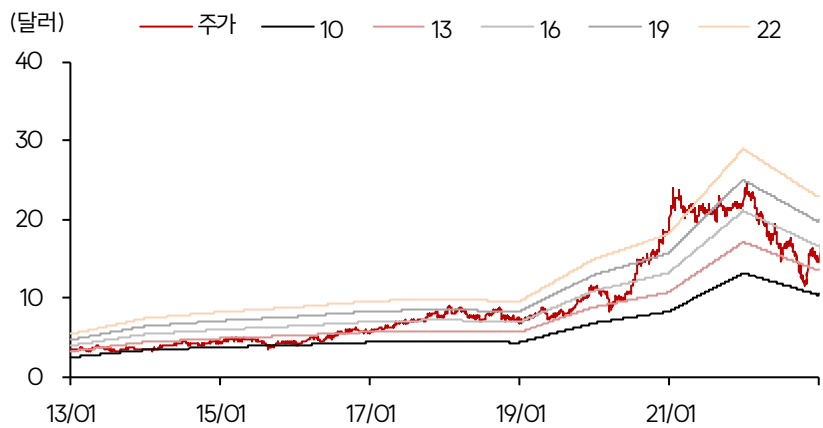
자료: Bloomberg, SK 증권

SK 하이닉스 연간 실적 추이 (AI 사이클 이전)



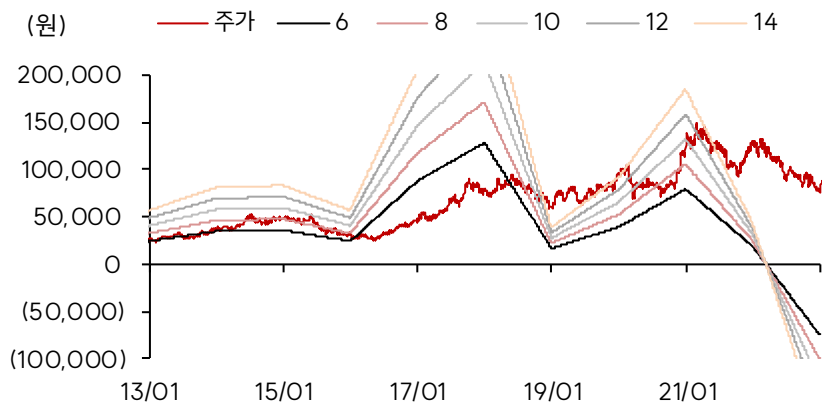
자료: 전자공시, SK 증권

TSMC 12MFwd. P/E Band chart (AI 사이클 이전)



자료: Bloomberg, SK 증권

SK 하이닉스 12MFwd. P/E Band chart (AI 사이클 이전)



자료: SK 증권 추정

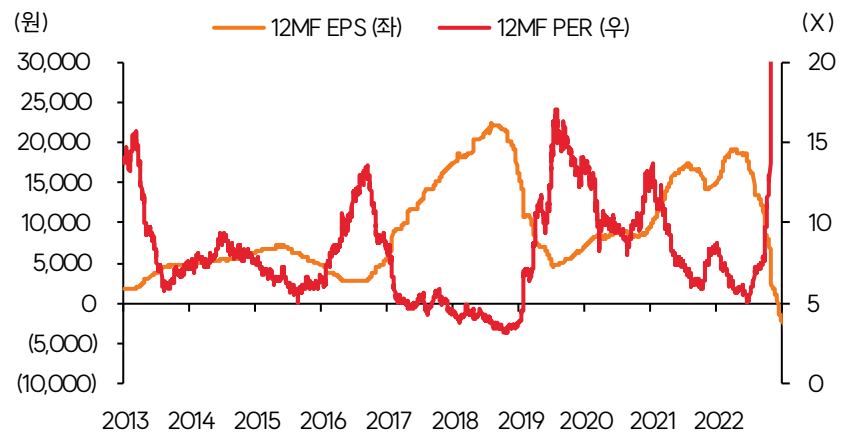


사이클 내 PER 과 EPS 의 방향에서도 마찬가지로이다.

호황 사이클에서 EPS 상승에 대한 방향은 동일하나, 메모리 업종은 전형적으로 EPS 의 본격적인 추세 상승에서 저PER 화된다. 이 국면에서도 주가가 상승하는 이유는 EPS 상승 기울기가 PER 의 하락 기울기를 상회하기 때문이다. 이는 메모리 업종 EPS 의 상승 기울기 둔화가 시작되면, 주가 수익률이 좋지 않게 됨을 의미한다.

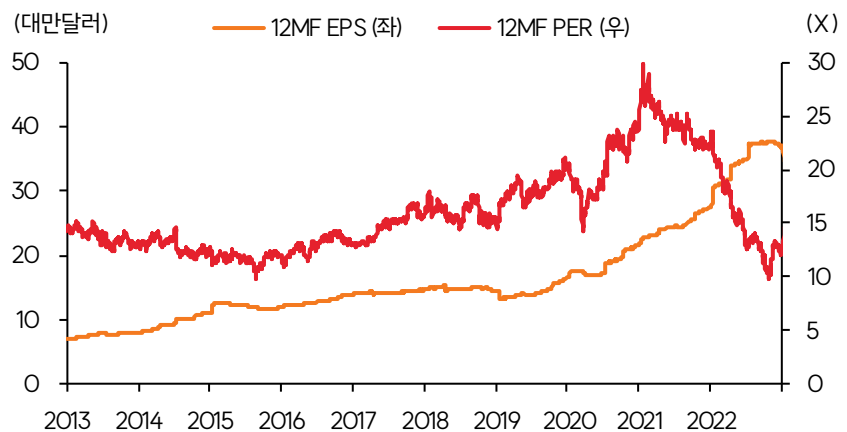
호황기에 저PER 이었던 이유는 이후 실적 급락에서 확인되어 왔다. PER 은 메모리 업종을 주가를 설명하지 못했고, 오히려 고PER 매수, 저PER 매도가 효과적이었다. 높은 실적 변동성, 낮은 안정성 때문이다.

SK 하이닉스 12MFwd. P/E, EPS 추이 (AI 사이클 이전)



자료: Bloomberg, SK 증권

TSMC 12MFwd. P/E, EPS 추이 (AI 사이클 이전)



자료: Bloomberg, SK 증권

그 배경은 메모리가 선증설, 후수주 구조이기 때문이다.

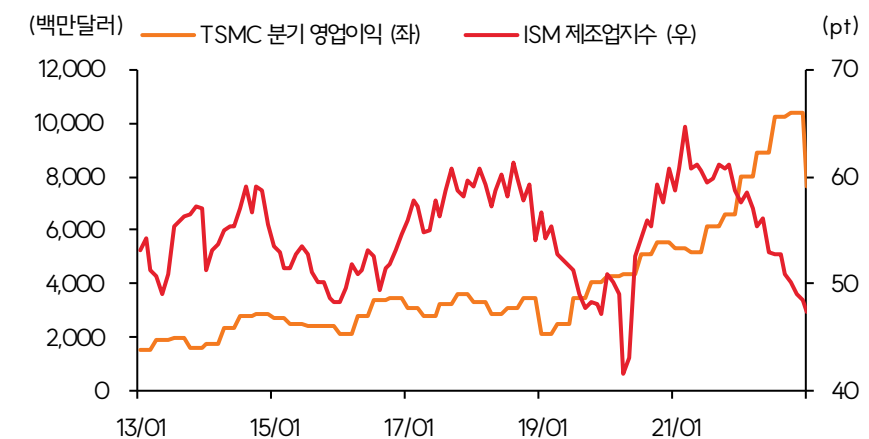
선증설 과정에서 공급자들은 자기계산에 의해 미래 수요를 예측하고, 증설을 통해 미래의 공급을 증가시킨다. 실제 수요의 양은 거시경제가 결정해왔다는 점을 감안하면, 공급자들은 거시경제를 맞춰야하는 셈이다. 사실상 불가능하다.

또한 표준화 된 메모리, 업체 간 기술격차 축소 구간에 남는 것은 점유율 경쟁이다. 대규모 증설은 곧 초과공급을 의미하며, 이는 업황 변동성을 더욱 더 확대시킨다.

그에 반해 TSMC는 선수주, 후증설 구조이다.

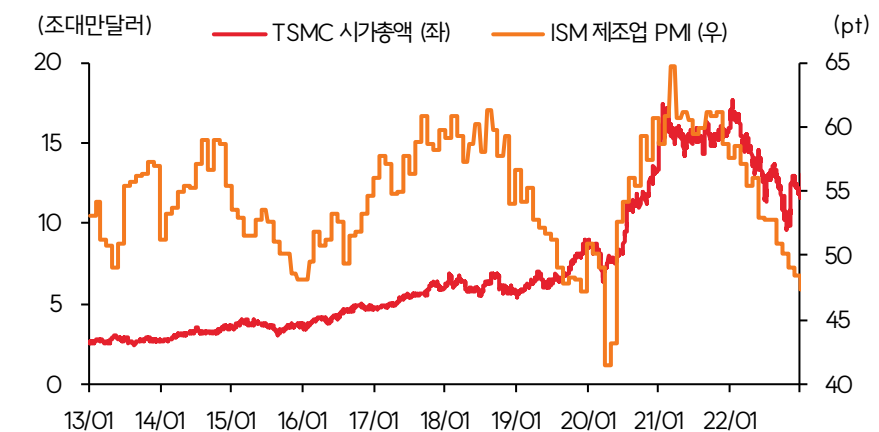
Specialty, 명확한 기술 우위를 기반으로 수주 대응을 위해 증설하므로 거시경제에 따른 실적 변동성이 낮다. 이는 일반적으로 TSMC의 실적과 주가가 경기 둔화에 둔감한 이유이며, 대규모 증설에도 시장은 초과공급을 걱정하지 않는다.

#### ISM 제조업 PMI 지수와 TSMC 실적 추이 (AI 사이클 이전)



자료: Bloomberg, SK 증권

#### ISM 제조업 PMI 지수와 TSMC 시가총액 추이 (AI 사이클 이전)



자료: Bloomberg, SK 증권



## 2. Value 확장의 신호

### 이미 뚫리기 시작한 전통 PBR Band 상단

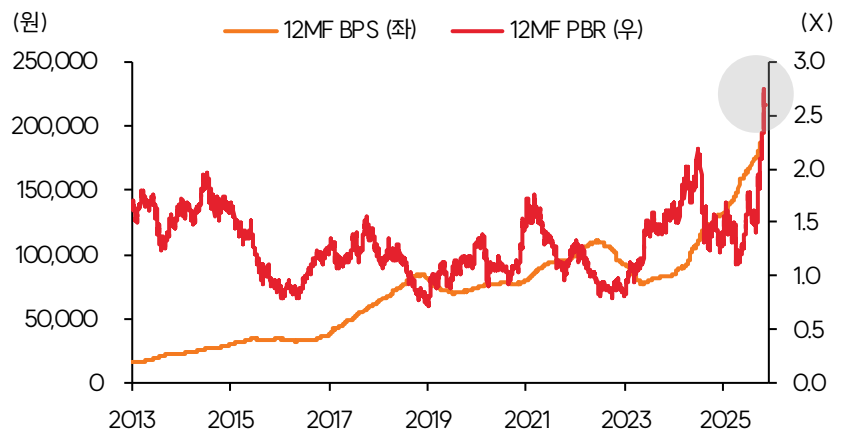
오랫동안 메모리 업종 주가를 설명해 온 PBR은 기능을 잃기 시작하고 있다. AI 사이클 시작 이후 HBM에서의 높은 경쟁력을 기반으로 한 차별적인 이익을 실현한 SK하이닉스의 PBR은 과거 Band 상단을 상향 돌파하기 시작했기 때문이다. 2010년 이후 단 한 번도 그 기능을 잃지 않았다는 점을 감안하면, AI 사이클에서 과거와는 명백히 다른 Value의 확장이 진행되고 있음을 보여준다.

최근 메모리 업종에 EPS의 상향과 PER의 상승이 동반되고 있다. 과거 메모리 업종의 EPS 상향과 PER 상승이 동반되는 경우는 불황에서 호황으로 턴어라운드 되기 시작하는 구간이었다. 이 시기에는 업황의 탄력적 반등의 기대감이 주가에 반영되므로 EPS의 상향보다 주가의 상승 탄력성이 더 높다. 이 경우를 제외하면 보통 호황에서 저PER, 불황에서 고PER이 일반적이다.

현재 메모리 업종은 불황에서 호황으로 턴어라운드 하는 구간이 아니다. 2023년 AI 사이클 시작 업황은 턴어라운드하기 시작했고, 최근까지 호황이 지속되었다. AI 사이클에서의 메모리 업종에 대한 평가가 급격히 바뀌기 시작하는 초입이라고 판단한다.

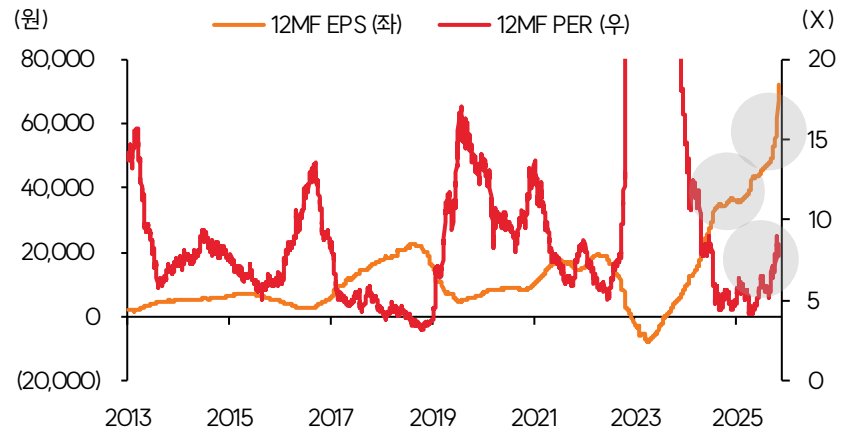
메모리 업종에 대한 PBR Valuation을 유지하는게 맞는지 고민해야 할 시점이다. PBR의 근거가 높은 실적 변동성이었다면, AI 사이클 내 실적 안정성 강화와 구조적 성장이 장기화 될 경우 PBR은 점점 명분을 잃기 시작할 것이다.

SK하이닉스 12MFwd. P/B, BPS 추이 (AI 사이클 포함)



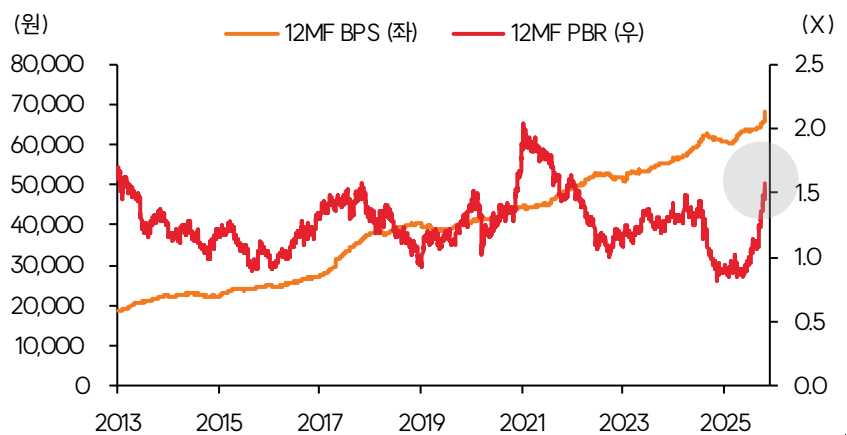
자료: Bloomberg, SK증권

## SK 하이닉스 12MFwd. P/E, EPS 추이 (AI 사이클 포함)



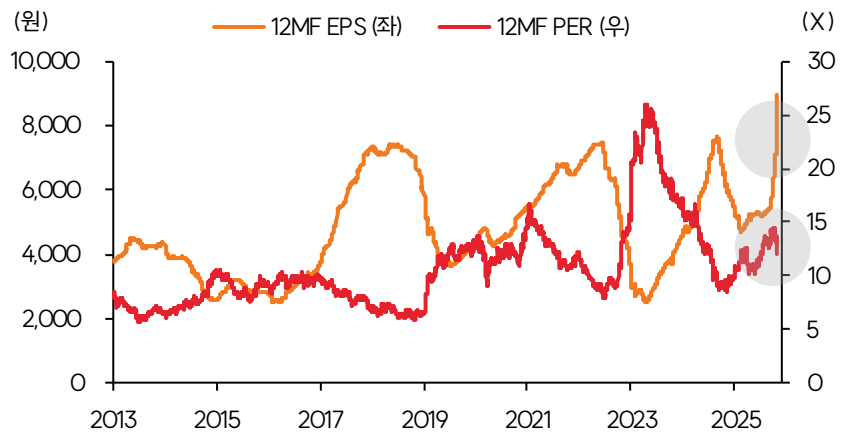
자료: Bloomberg, SK 증권

## 삼성전자 12MFwd. P/B, BPS 추이 (AI 사이클 포함)



자료: Bloomberg, SK 증권

## 삼성전자 12MFwd. P/E, EPS 추이 (AI 사이클 포함)



자료: Bloomberg, SK 증권

### 3. Valuation 방법론 변경: 이제는 PER

#### 메모리 산업의 성격 변화: 낮은 변동성, 거시경제를 이기는 사이클

AI 사이클 내 메모리 산업의 성격은 근본적으로 변화하고 있다.

2023 년 AI 사이클 시작 이후 HBM 시장을 선점한 SK 하이닉스의 실적은 거시경제와 무관하게 우상향했다. 2023 년에는 감산으로 대변되는 최악의 업황을 통과한 국면이었으므로, 기저효과로 해석되었다. 하지만 이 흐름은 2 년간 지속되고 있다.

SK 증권은 AI 사이클에서의 메모리 업종의 구조적 증익 사이클은 최소 2027 년까지 지속될 것이라 전망한다. AI 사이클의 핵심이 기존 Scale-up 에서 Scale-out 으로 확장되며 수요가 상향되고 있으나, 공급 상승 여력은 제한적이기 때문이다.

CapEx discipline 과 HBM 강세, 증설을 위한 공간 여력 부족 속 Scale-out 사이클 시작은 공급자 우위의 장기화를 의미한다. 엔비디아는 지난 10 월 NDR 에서 글로벌 데이터센터 CapEx 에 대해 2025 년부터 2030 년까지 연평균 40%까지로 전망했다. AI 사이클은 Scale-up 에서 Scale-out, Scale-across 로 확장될 것이다.

그 과정에서 AI 메모리는 HBM 채용량 증가뿐 아니라 서버 DRAM, GD7, SOCAMM2, Custom HBM 등으로 다변화되기 시작하며 메모리 업종 전반의 AI 수혜 강도가 급격히 상승할 것으로 전망한다.

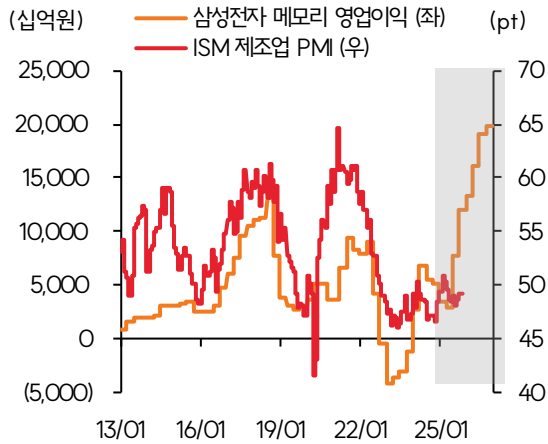
이는 메모리 산업이 선수주, 후증설 구조로 변화할 것이라는 점을 암시한다. 메모리의 안정적 수급 없이 AI 로드맵의 달성은 불가능하다. 또한 SOCAMM2, Custom HBM 등 AI 특화 메모리의 확보 또한 매우 중요하다. 제한된 공급 여력 속 다양한 AI 메모리를 안정적으로 확보하기 위한 2~3 년여의 장기공급계약 비중이 빠르게 상승할 것이다. 과거처럼 메모리 증설이 업황 Peak-out 의 단초가 될 가능성은 낮다.

SK 증권은 AI 사이클 내 메모리 업종의 Valuation 방법론을 PER 로 변경한다.

실적 변동성 하락, 장기 성장성 제고 및 거시경제를 이기는 이익 흐름이 실적에 대한 신뢰를 높이기 시작할 것이기 때문이다. 또한 이는 EBITDA 의 구조적 상승을 의미하는 바, 메모리 업종의 주주환원정책 강화로 이어질 것으로 전망한다.

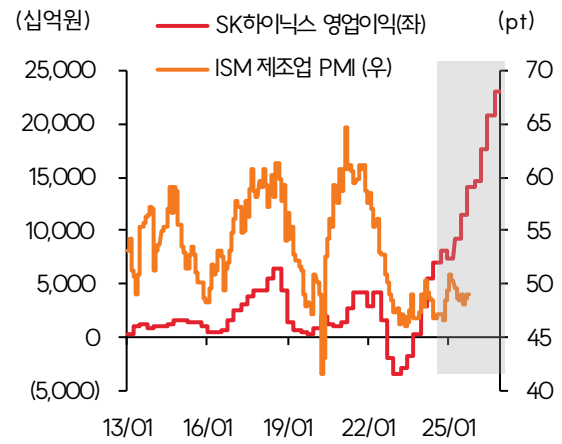
이는 PER 로의 변경에 따라 높아질 기업가치를 재차 정당화 할 것이다.

ISM 제조업 PMI 지수와 삼성전자 메모리 실적 (AI 사이클 포함)



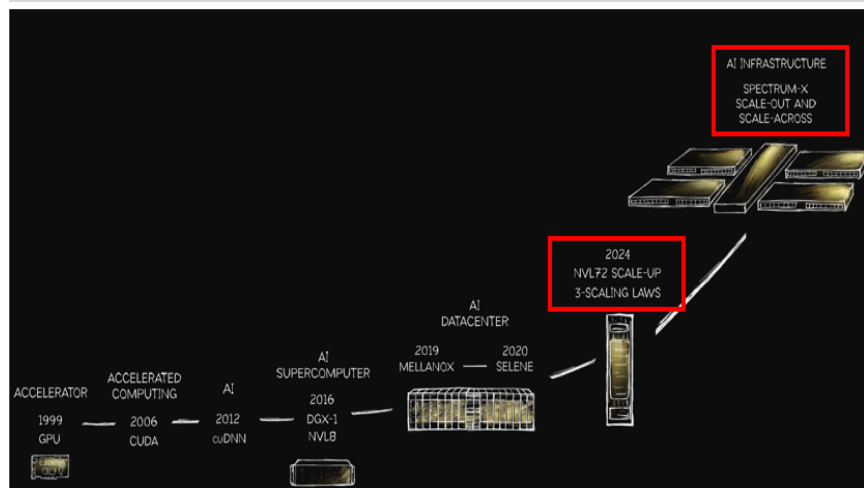
자료: SK 증권 추정

ISM 제조업 PMI 지수와 SK 하이닉스 실적 (AI 사이클 포함)



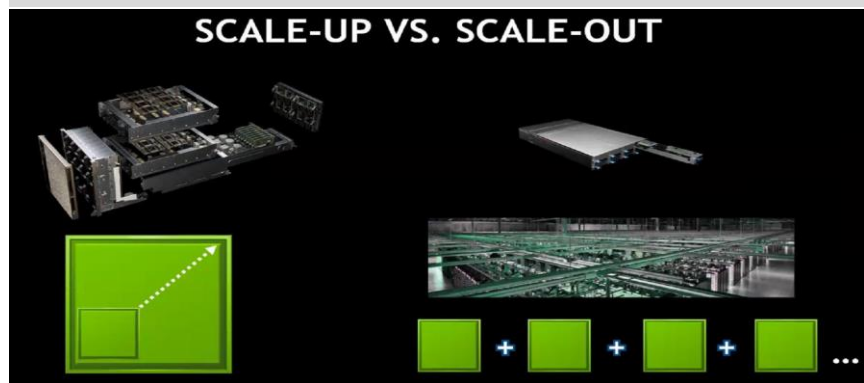
자료: SK 증권 추정

## AI Cycle의 단계: Scale-up에서 Scale-out과 Scale-across 까지



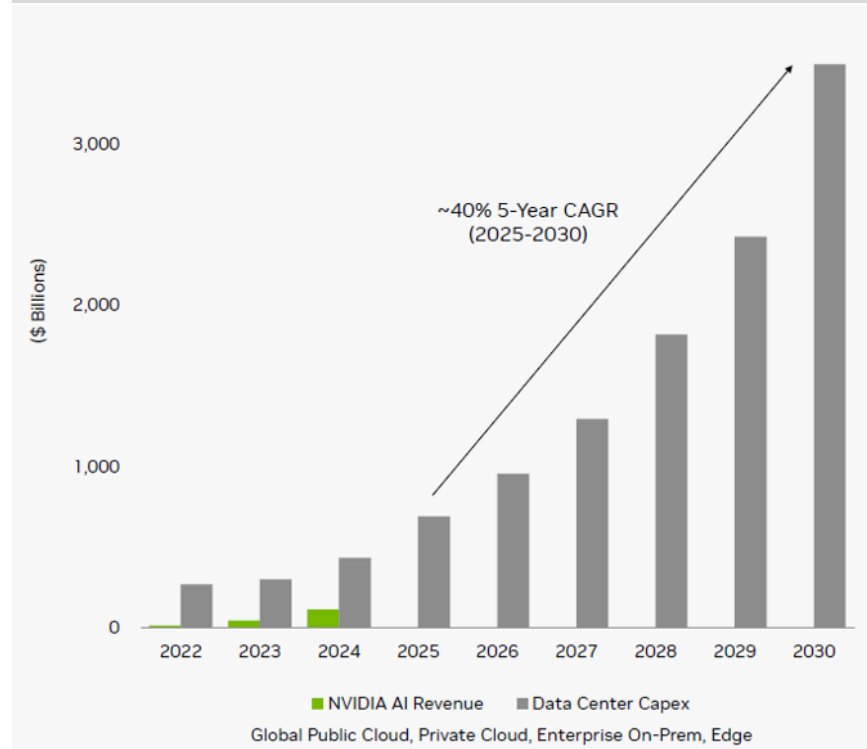
자료: GTC Washington, SK 증권

## Scale-up과 Scale-out의 차이



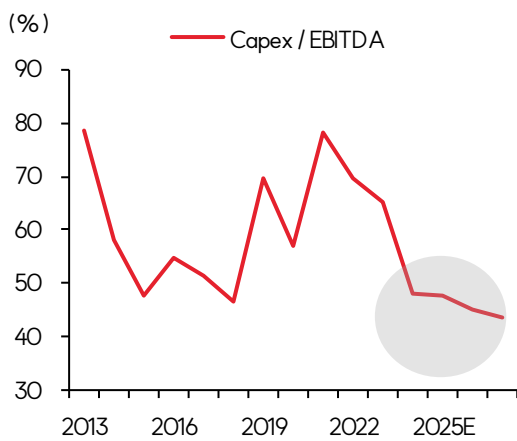
자료: GTC Washington, SK 증권

엔비디아의 글로벌 데이터센터 CapEx 전망



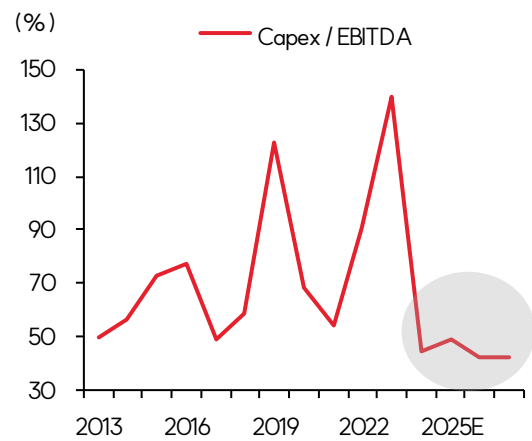
자료: 엔비디아 (25.10), SK 증권

TSMC의 CapEx/EBITDA 추이 및 전망 (AI 사이클 포함)



자료: Bloomberg, SK 증권

SK 하이닉스의 CapEx/EBITDA 추이 및 전망 (AI 사이클 포함)



자료: Bloomberg, SK 증권 추정

## AI 향 핵심 메모리 다변화: HBM에서 서버 DRAM, GDDR7, SOCAMM2, SSD 까지



자료: 각 사, 언론보도, SK 증권

## 엔비디아 Rubin-ultra 에 채용될 HBM4e 1TB

The image shows a tall server rack filled with NVIDIA Rubin Ultra NVL576 modules. To the right, the product specifications are listed:

**Rubin Ultra NVL576**  
Second Half 2027

- 15 EF FP4 Inference
- 5 EF FP8 Training
- 14X GB300 NVL72
- 4.6 PB/s HBM4e
- 365 TB Fast Memory
- 8X
- 1.5 PBs NVLink7
- 12X
- 115.2 TB/s CX9
- 8X

**Vera**

- 88 Custom Arm Cores
- 176 Threads
- 1.8 TB/s NVLink-C2C

**Rubin Ultra**

- 4 Reticule-Sized GPUs
- 100PF FP4 | 1TB HBM4e

Kyleen Rack  
Liquid Cooled

자료: 엔비디아, SK 증권

## SK 하이닉스의 주주환원정책 (2025~2027)

## 신규 주주환원정책 (2025 ~ 2027)

- ✓ 지속적인 기업가치 제고를 위해 Downturn 시에도 안정적인 사업운영이 가능한 재무 건전성 확보가 필요합니다.
- ✓ 이에, 신규 주주환원 정책은 재무 건전성 강화와 주주환원 확대를 균형있게 추진하고자 합니다.

주당 1,500원 고정배당금 + 재무 건전성 목표\* 달성 시, 3년 누적 FCF의 50% 범위 내 추가 환원

\* 재무 건전성 목표: Net Cash 전환과 적정 수준의 현금 확보

#### 연간 고정배당금 25% 상향

- 고정배당금을 주당 1,200원에서 1,500원으로 상향
- 연간 현금 배당금은 고정배당금만 지급하며, 기존 정책하에서 지급하던 연간 FCF 5%는 재무 건전성 강화에 우선 활용

#### FCF 50% 범위 내 추가 환원

- 정책기간 종료 후, 재무 건전성 목표를 유지하는 범위 내 실행
- 유의미한 수준의 FCF가 창출될 경우, 일부 조기 환원 여부를 검토

We Do Technology SK hynix

자료: SK 하이닉스 SK 증권



## 4. New paradigm, New multiple

### 새로운 길 앞에서

SK 증권은 삼성전자, SK 하이닉스에 대한 Valuation 방법론을 PER 로 변경한다. 이에 따라 목표주가를 삼성전자 170,000 원, SK 하이닉스 1,000,000 원으로 상향한다. 삼성전자, SK 하이닉스의 2026년 예상 EPS에 각각 Target PER 15X, 11X를 적용해 목표주가를 55%, 108% 상향 조정했다.

한국 메모리에 대한 PER 적용은 최초의 국면이므로, Target PER 수준에 대한 합리성에 대한 의구심 국면은 필연적일 것으로 예상된다.

다만, AI 사이클이 Scale-up 에서 Scale-out, Scale-across 로 확장되며, 메모리 수요를 폭발적으로 견인하는 국면이다. 반면, 공급자들의 제한된 공급 여력은 가격 상승 중심 사이클의 장기화를 의미한다. 글로벌 AI 관련주 내 메모리 업종의 실적 성장률이 가장 두드러지기 시작하는 시점이라고 판단한다.

삼성전자는 AI Scale-out 사이클에서 생산능력 우위에 기반한 일반 DRAM 에서 업사이드를 창출하고, SK 하이닉스는 HBM 경쟁 우위의 지속 가운데 일반 DRAM 과의 시너지를 적극 활용할 것이다. 양사 모두 이익 극대화 추구가 가능하다.

이를 감안하면, 글로벌 AI 관련 핵심 수혜주인 TSMC, 엔비디아의 PER 대비 삼성전자, SK 하이닉스, 마이크론 등 메모리 공급자들의 PER 은 저렴하다. 또한 삼성전자의 Target PER 15X 는 과거 12M Fwd. P/E Band 상단, SK 하이닉스의 Target PER 11X 는 마이크론의 2026년 예상 PER 13X 이하라는 점에서 과하지 않다.

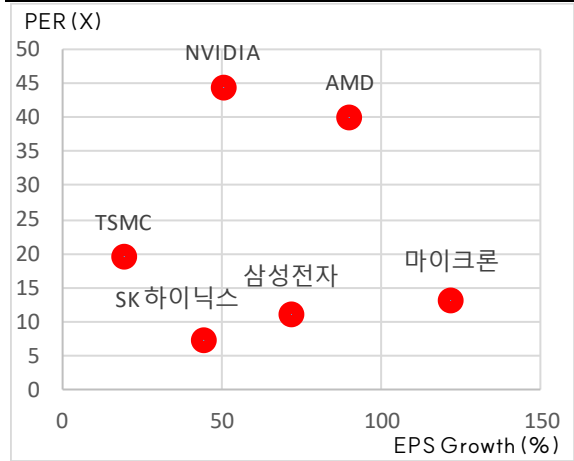
AI 사이클에서 메모리 산업의 성격은 구조적으로 변화하고 있다.

실적 트렌드가 변화하기 시작한 지 2년 여가 지나고 있으며, 사이클은 더욱 강해지고 있다. 안정적 실적 성장 기반에 대한 신뢰가 높아지는 국면이므로 기업가치에 대한 평가 방법론도 변해야 한다.

SK 증권은 기존에 제시한 메모리 Supercycle 에 대한 의견을 유지한다.

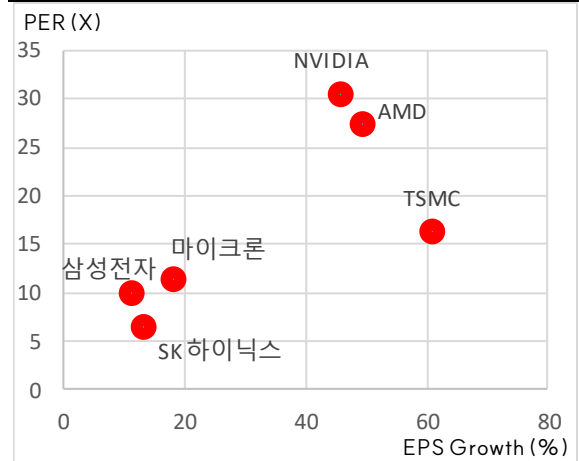
최근 가파른 주가의 상승이 일시적인 현상이 아닌, 산업의 구조적 변화가 반영되기 시작한 것으로 해석한다. Supercycle, Buy all.

2026년 AI 메모리, 비메모리 PER, EPS 성장률 비교



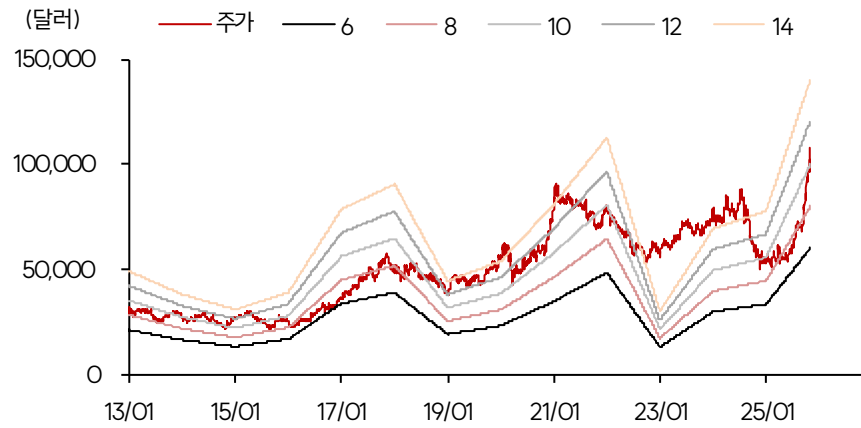
자료: Bloomberg, SK 증권

2027년 AI 메모리, 비메모리 PER, EPS 성장률 비교



자료: Bloomberg, SK 증권

삼성전자 12M Fwd. P/E Band chart



자료: FnGuide, SK 증권 추정

---

---

# COMPANY ANALYSIS

---

---

## 삼성전자 (005930/KS)

목표주가 170,000 원

반도체. 한동희 / donghee.han@sks.co.kr / 3773-8826

## 매수(유지)

목표주가: 170,000 원(상향)

현재주가: 107,500 원

상승여력: 58.1%

**Signal:** Scale-out에 따른 AI 수혜 메모리 전반으로 급격히 확산  
**Key:** 장기공급계약 기반 선수주, 후증설로 변모. 실적 회복 본격화  
**Step:** 메모리 산업 구조적 성장 및 안정성 확대. P/E Valuation 적용

## STOCK DATA

주가(25/10/31)	107,500 원
KOSPI	4,107.50 pt
52주 최고가	107,500 원
60일 평균 거래대금	1,648 십억원

## COMPANY DATA

발행주식수	591,964 만주
시가총액	636,361 십억원
주요주주	
삼성생명보험(외 15)	20.14%
국민연금공단	7.75%
외국인 지분율	52.63%

## 주가 및 상대수익률



## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	327,261	388,430	427,273
영업이익	십억원	38,444	85,931	100,195
순이익(지배주주)	십억원	37,438	73,507	85,409
EPS	원	5,558	10,913	12,680
PER	배	19.3	9.9	8.5
PBR	배	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	7.6	4.5	3.8
ROE	%	9.4	16.7	16.7
배당성향	%	25.9	13.1	11.3

## 목표주가 170,000 원으로 상향. 이제 메모리는 PER

SK 증권은 삼성전자의 목표주가를 170,000 원으로 상향한다. 2026년 영업이익 전망치의 58% 상향 (55 조원→86 조원)과 Valuation 방법을 P/E 로 변경 (Target P/E 15X)했기 때문이다. 실적 전망의 상향은 ① AI Scale-out 사이클의 시작이 HBM 뿐 아니라 서버 DRAM, eSSD 까지 메모리 전반의 수요를 강력히 견인하고, ② 공급자들의 제한적 공급 여력이 공급자 우위를 장기화 시킬 것으로 전망하기 때문이다. 이는 메모리 가격 상승이 장기적으로 진행될 것임을 의미한다.

P/E의 적용은 AI 사이클 내 메모리의 장기 성장과 안정성 제고의 동반 전망 때문이다. AI 사이클은 Scale-up에서 Scale-out, Scale-across로 확장될 것이다. 그 과정에서 HBM 채용량 급증뿐만 아니라 서버 DRAM, GD7, SOCAMM2, Custom HBM, eSSD로 수혜 다변화가 진행되며 AI 수혜 강도가 구조적으로 상승할 것으로 전망한다.

공급 부족과 맞물린 장기적 수요 강세 국면은 메모리 산업을 선수주, 후증설의 구조로 변모시킬 것이다. 메모리의 안정적 공급 없이 AI 로드맵의 달성은 불가능하다는 점에서 안정적 물량 확보를 위한 2~3여년의 장기공급계약 비중이 빠르게 상승할 것이다. 이에 따른 실적 안정성 제고는 실적 기반의 Valuation 적용의 근거가 될 것이다. P/B Valuation은 거시경제 기반의 높은 실적 변동성에 따른 선택이었을 뿐이다.

AI 사이클 내 메모리 산업의 구조는 변화하고있다. Scale-out 사이클 도래로 SK 하이닉스의 실적은 최근 3년간 거시경제의 흐름에 연동되지 않고있으며, 메모리 사이클의 강도는 더욱 강력해지고 있다. 산업이 구조적으로 변화하고 있다면, 가치평가의 기준도 바뀌어야한다.

## 실적 열위 축소 국면 진입 전망

Scale-out 사이클의 본질은 메모리 전반의 수요 성장이다. 이는 HBM 1등이 아니더라도 삼성전자의 메모리 실적이 본격적으로 회복할 수 있다는 점을 암시한다. 또한 공급 부족 심화 속 상대적인 일반 메모리 생산 여력 우위는 경쟁 업체대비 차별적이다. 낮은 실적 기저에서 시작하는 탄력적 회복과 26년 HBM4 시장 진입 시작에 따른 점진적 기술 경쟁력 회복을 전망한다.

부문별 실적 추이 및 전망													(단위: 조원)		
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	71.9	74.1	79.1	75.8	79.1	74.6	86.1	87.5	89.8	89.5	103.2	105.9	301.0	327.3	388.4
YoY %	13%	23%	17%	12%	10%	1%	9%	15%	13%	20%	20%	21%	16%	9%	19%
QoQ %	6%	3%	7%	-4%	4%	-6%	15%	2%	3%	0%	15%	3%			
DX	47.0	41.8	44.7	40.2	51.5	43.3	48.0	42.6	49.5	44.2	49.9	45.7	173.6	185.4	189.4
VD/CE	13.5	14.4	14.1	14.4	14.5	14.1	13.9	14.2	13.9	14.3	14.5	15.0	56.4	56.7	57.7
MX/NW	33.5	27.4	30.5	25.8	37.0	29.2	34.1	28.4	35.6	30.0	35.4	30.7	117.2	128.7	131.7
DS	23.1	28.6	29.3	30.1	25.1	27.9	33.1	37.7	38.1	42.7	49.0	53.4	111.1	123.8	183.2
Memory	17.5	21.7	22.3	23.0	19.1	21.2	26.7	31.0	31.5	35.5	41.2	45.1	84.5	98.0	153.4
DRAM	9.7	12.7	13.9	14.6	12.5	13.9	18.2	21.9	22.7	26.1	30.6	33.1	50.9	66.5	112.5
NAND	7.0	8.4	8.4	7.7	6.2	7.3	8.5	8.4	8.5	9.5	10.6	11.3	31.5	30.5	39.8
Foundry/LSI	5.6	6.8	7.0	7.1	6.0	6.7	6.4	6.7	6.5	7.2	7.8	8.3	26.6	25.8	29.8
SDC	5.4	7.7	8.0	8.1	5.9	6.4	8.1	9.0	6.4	6.8	8.6	9.4	29.1	29.4	31.2
Harman	3.2	3.6	3.5	3.9	3.4	3.8	4.0	3.8	3.5	3.9	4.3	4.2	14.3	15.0	15.9
영업이익	6.5	10.5	9.2	6.5	6.7	4.7	12.2	14.9	17.0	19.5	24.7	24.7	32.7	38.5	85.9
YoY %	920%	1476%	249%	140%	2%	-55%	32%	130%	156%	314%	103%	66%	393%	18%	123%
QoQ %	142%	61%	-13%	-29%	2%	-29%	158%	23%	14%	15%	26%	0%			
DX	4.0	2.7	3.3	2.3	4.7	3.3	3.5	2.0	3.6	2.8	3.4	2.7	12.4	13.5	12.5
VD/CE	0.5	0.5	0.5	0.2	0.3	0.2	(0.1)	(0.2)	0.2	0.2	0.1	(0.0)	1.8	0.2	0.5
MX/NW	3.5	2.2	2.8	2.1	4.3	3.1	3.6	2.2	3.4	2.6	3.3	2.7	10.7	13.2	12.0
DS	1.8	6.5	3.9	2.9	1.1	0.4	7.0	11.5	12.8	15.7	19.3	20.2	15.1	20.0	68.1
Memory	2.7	6.8	5.6	5.1	3.4	2.9	7.7	11.9	13.2	16.1	19.1	19.8	20.2	26.0	68.2
DRAM	1.9	5.0	4.6	4.8	3.7	3.2	6.8	10.7	11.9	14.4	16.9	17.6	16.4	24.4	60.8
NAND	0.9	1.8	0.9	0.3	(0.3)	(0.3)	0.9	1.2	1.3	1.7	2.2	2.3	4.0	1.6	7.5
Foundry/LSI	(0.9)	(0.2)	(1.7)	(2.2)	(2.3)	(2.5)	(0.7)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	0.2	0.4	(5.0)	(6.0)	(0.2)
SDC	0.3	1.0	1.5	0.9	0.5	0.5	1.2	1.1	0.5	0.5	1.4	1.4	3.8	3.3	3.8
Harman	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.5	0.6	0.4	1.3	1.5	1.7
영업이익률	9%	14%	12%	9%	8%	6%	14%	17%	19%	22%	24%	23%	11%	12%	22%
DX	9%	7%	8%	6%	9%	8%	7%	5%	7%	6%	7%	6%	7%	7%	7%
VD/CE	4%	3%	4%	1%	2%	1%	-1%	-1%	2%	1%	1%	0%	3%	0%	1%
MX/NW	10%	8%	9%	8%	12%	11%	11%	8%	10%	9%	9%	9%	9%	10%	9%
DS	8%	23%	13%	10%	4%	1%	21%	30%	34%	37%	39%	38%	14%	16%	37%
Memory	16%	31%	25%	22%	18%	14%	29%	38%	42%	45%	46%	44%	24%	26%	44%
DRAM	20%	39%	34%	33%	29%	23%	37%	49%	53%	55%	55%	53%	32%	37%	54%
NAND	13%	21%	11%	4%	-4%	-4%	11%	15%	15%	18%	21%	21%	13%	5%	19%
Foundry/LSI	-16%	-3%	-25%	-31%	-39%	-38%	-11%	-7%	-7%	-5%	3%	5%	-19%	-23%	-1%
SDC	6%	13%	19%	11%	8%	8%	15%	12%	8%	8%	16%	15%	13%	11%	12%
Harman	8%	9%	10%	10%	8%	13%	10%	10%	8%	13%	13%	10%	9%	10%	11%
지배순이익	6.6	9.6	9.8	7.6	8.0	4.9	11.0	13.6	15.0	16.7	21.1	20.9	33.6	37.5	73.9

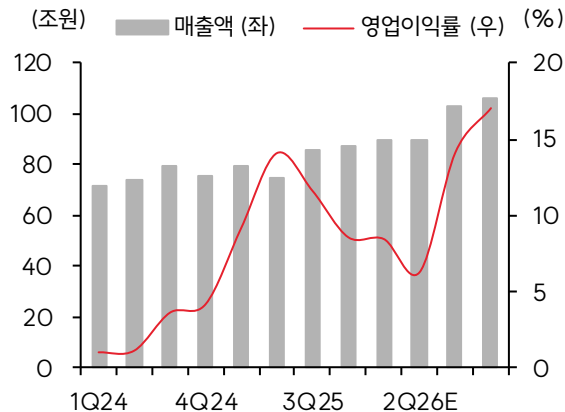
자료: 삼성전자, SK 증권 추정

## 실적 전망의 주요 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
<b>DRAM</b>											
Bit shipments (mn, 1Gb Eq.)	24,564	27,824	31,999	32,960	31,414	34,258	38,291	39,765	106,020	117,347	143,728
Bit growth (QoQ %)	1%	13%	15%	3%	-5%	9%	12%	4%	15%	11%	22%
ASP (USD)	0.35	0.36	0.41	0.48	0.53	0.57	0.60	0.63	0.35	0.40	0.58
ASP Change (QoQ %)	-20%	2%	15%	18%	10%	7%	5%	5%	62%	15%	44%
<b>NAND</b>											
Bit shipments (mn, 8Gb Eq.)	69,784	89,184	98,460	89,598	85,118	93,630	102,057	107,160	328,914	347,027	387,965
Bit growth (QoQ %)	-10%	28%	10%	-9%	-5%	10%	9%	5%	14%	6%	12%
ASP (USD)	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.08	0.08	0.08	0.07	0.06	0.08
ASP Change (QoQ %)	-15%	-4%	6%	10%	7%	3%	3%	2%	62%	-11%	22%
<b>Smartphone</b>											
Shipments (mn Unit)	62	56	62	56	61	55	61	55	225	236	232
Change (QoQ %)	17%	-10%	11%	-10%	9%	-10%	12%	-10%	0%	5%	-1%
ASP (USD)	326	285	304	270	330	291	315	286	293	299	307
Change (QoQ %)	25%	-13%	8%	-13%	22%	-12%	8%	-9%	2%	2%	2%

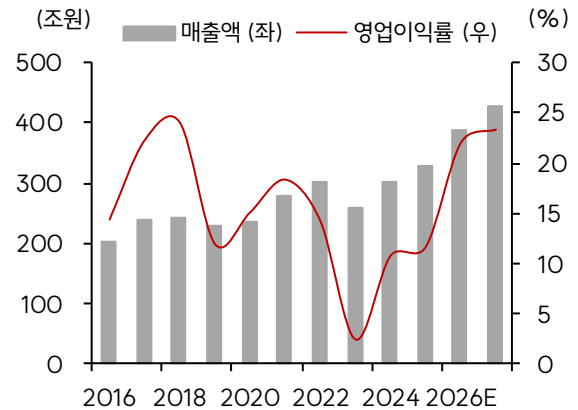
자료: SK 증권 추정

## 분기 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

## 연간 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

실적 전망치 변경 내역									
	변경 후			변경 전			차이		
	4Q25E	2025E	2026E	4Q25E	2025E	2026E	4Q25E	2025E	2026E
매출액	87.5	327.3	388.4	84.8	323.5	364.6	3%	1%	7%
DX	42.6	185.4	189.4	43.7	186.9	179.9	-3%	-1%	5%
VD/CE	14.2	56.7	57.7	14.6	57.6	59.5	-3%	-2%	-3%
MX/NW	28.4	128.7	131.7	29.1	129.3	138.4	-2%	0%	-5%
DS	37.7	123.8	183.2	34.8	119.7	150.5	8%	3%	22%
Memory	31.0	98.0	153.4	27.1	91.8	118.1	14%	7%	30%
DRAM	21.9	66.5	112.5	17.7	60.6	80.3	24%	10%	40%
NAND	8.4	30.5	39.8	8.6	30.1	36.7	-2%	1%	9%
Foundry/LSI	6.7	25.8	29.8	7.7	27.9	32.4	-13%	-7%	-8%
SDC	9.0	29.4	31.2	7.9	27.6	29.4	14%	7%	6%
Harman	3.8	15.0	15.9	3.8	14.8	15.5	0%	1%	3%
영업이익	14.9	38.5	85.9	10.5	32.4	54.5	42%	19%	58%
DX	2.0	13.5	12.5	2.4	13.9	13.7	-16%	-3%	-9%
VD/CE	(0.2)	0.2	0.5	0.2	1.1	1.1	적전	-79%	-55%
MX/NW	2.2	13.2	12.0	2.1	12.9	12.6	5%	3%	-5%
DS	11.5	20.0	68.1	6.6	13.6	35.7	74%	47%	91%
Memory	11.9	26.0	68.2	7.4	20.0	36.0	61%	30%	89%
DRAM	10.7	24.4	60.8	7.2	20.3	33.3	49%	20%	82%
NAND	1.2	1.6	7.5	0.3	(0.2)	2.8	308%	흑전	168%
Foundry/LSI	(0.5)	(6.0)	(0.2)	(0.8)	(6.4)	(0.3)	적지	적지	적지
SDC	1.1	3.3	3.8	1.2	3.2	3.6	-9%	4%	6%
Harman	0.4	1.5	1.7	0.4	1.5	1.7	-9%	2%	2%
영업이익률	17%	12%	22%	12%	10%	15%	5%p	2%p	7%p
DX	5%	7%	7%	5%	7%	8%	-1%p	0%p	-1%p
VD/CE	-1%	0%	1%	1%	2%	2%	-3%p	-1%p	-1%p
MX/NW	8%	10%	9%	7%	10%	9%	1%p	0%p	0%p
DS	30%	16%	37%	19%	11%	24%	11%p	5%p	13%p
Memory	38%	26%	44%	27%	22%	30%	11%p	5%p	14%p
DRAM	49%	37%	54%	41%	33%	41%	8%p	3%p	13%p
NAND	15%	5%	19%	3%	-1%	8%	11%p	6%p	11%p
Foundry/LSI	-7%	-23%	-1%	-10%	-23%	-1%	3%p	0%p	0%p
SDC	12%	11%	12%	15%	12%	12%	-3%p	0%p	0%p
Harman	10%	10%	11%	11%	10%	11%	-1%p	0%p	0%p
지배순이익	13.6	37.5	73.9	9.7	32.2	46.2	40%	17%	60%
지배순이익률	16%	11%	19%	11%	10%	13%	4%p	2%p	6%p

자료: SK 증권 추정

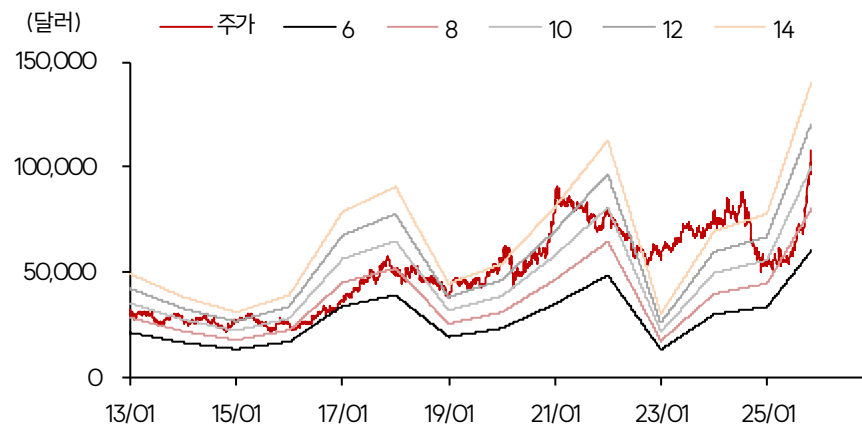
## 목표주가 산정

	2026E	비고
EPS	10,913	
Target P/E	15.0	12m Fwd. P/E Band 상단
목표주가	170,000	
현재주가	107,500	
상승여력	58%	

자료: SK 증권 추정



삼성전자 12M Fwd. P/E Band chart



자료: FnGuide, SK 증권 추정

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	195,937	227,062	228,130	307,797	379,549
현금및현금성자산	69,081	53,706	28,333	65,947	116,313
매출채권 및 기타채권	43,281	53,246	61,232	74,122	74,444
재고자산	51,626	51,755	61,169	74,046	74,368
<b>비유동자산</b>	259,969	287,470	324,452	335,000	342,209
장기금융자산	13,818	14,846	15,831	16,582	17,014
유형자산	187,256	205,945	231,929	239,987	247,124
무형자산	22,742	23,739	25,570	24,249	22,130
<b>자산총계</b>	455,906	514,532	552,582	642,796	721,757
<b>유동부채</b>	75,719	93,326	110,342	131,961	136,174
단기금융부채	8,423	15,380	17,756	21,494	23,643
매입채무 및 기타채무	26,644	30,918	70,992	85,937	86,311
단기충당부채	6,525	8,216	9,486	11,483	12,631
<b>비유동부채</b>	16,509	19,014	22,144	24,170	20,007
장기금융부채	4,262	3,950	5,917	5,622	5,322
장기매입채무 및 기타채무	5,488	5,510	5,198	5,198	5,198
장기충당부채	2,878	3,120	3,602	4,360	4,796
<b>부채총계</b>	92,228	112,340	132,487	156,131	156,181
<b>지배주주지분</b>	353,234	391,688	408,322	472,175	547,929
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
기타자본구성요소	99	-1,725	-2,532	-2,532	-2,532
자기주식	0	-1,812	-2,742	-2,742	-2,742
이익잉여금	346,652	370,513	395,233	459,086	534,841
비지배주주지분	10,444	10,504	11,773	14,490	17,647
<b>자본총계</b>	363,678	402,192	420,095	486,665	565,577
<b>부채와자본총계</b>	455,906	514,532	552,582	642,796	721,757

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>영업활동현금흐름</b>	44,137	72,983	78,700	115,883	130,921
당기순이익(손실)	15,487	34,451	38,720	76,224	88,566
비현금성항목등	36,520	42,947	50,251	54,129	55,166
유형자산감가상각비	35,532	39,650	42,884	42,942	40,864
무형자산감각비	3,134	2,981	3,146	2,942	2,619
기타	-2,147	316	4,221	8,245	11,683
운전자본감소(증가)	-5,459	-1,568	-6,760	-5,564	1,620
매출채권및기타채권의감소(증가)	236	-3,139	-10,941	-12,890	-323
재고자산의감소(증가)	-3,207	2,541	-13,178	-12,876	-323
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,104	-1,539	15,125	14,944	374
기타	-9,031	-9,298	-11,254	-22,358	-30,061
법인세납부	-6,621	-6,450	-7,744	-13,451	-15,629
<b>투자활동현금흐름</b>	-16,923	-85,382	-93,159	-70,095	-56,177
금융자산의감소(증가)	44,817	-31,810	-10,818	-14,317	-8,233
유형자산의감소(증가)	-57,513	-51,250	-73,561	-51,000	-48,000
무형자산의감소(증가)	-2,911	-2,319	-4,978	-1,621	-500
기타	-1,316	-2	-3,802	-3,157	556
<b>재무활동현금흐름</b>	-8,593	-7,797	-9,952	-6,212	-7,805
단기금융부채의증가(감소)	2,145	5,871	3,426	3,738	2,149
장기금융부채의증가(감소)	-865	-960	730	-296	-300
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-9,864	-10,889	-9,830	-9,654	-9,654
기타	-9	-1,820	-4,278	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	19,400	-15,375	-25,372	37,614	50,366
기초현금	49,681	69,081	53,706	28,333	65,947
기말현금	69,081	53,706	28,333	65,947	116,313
FCF	-13,376	21,732	5,139	64,883	82,921

자료 : 삼성전자, SK증권 추정

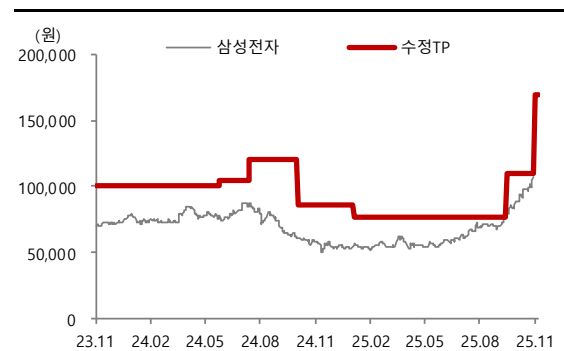
## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>매출액</b>	258,935	300,871	327,261	388,430	427,273
<b>매출원가</b>	180,389	186,562	205,073	233,058	235,214
<b>매출총이익</b>	78,547	114,309	122,189	155,372	192,059
매출총이익률(%)	30.3	38.0	37.3	40.0	45.0
<b>판매비와 관리비</b>	71,980	81,583	83,745	69,441	91,864
<b>영업이익</b>	6,567	32,726	38,444	85,931	100,195
영업이익률(%)	2.5	10.9	11.7	22.1	23.5
<b>비영업손익</b>	4,439	4,804	5,945	3,745	4,000
순금융손익	3,428	3,915	3,701	4,545	1,198
외환관련손익	-102	-363	-24	-2,535	1,977
관계기업등 투자손익	888	751	616	658	771
<b>세전계속사업이익</b>	11,006	37,530	44,388	89,676	104,195
세전계속사업이익률(%)	4.3	12.5	13.6	23.1	24.4
<b>계속사업법인세</b>	-4,481	3,078	5,669	13,451	15,629
<b>계속사업이익</b>	15,487	34,451	38,720	76,224	88,566
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	15,487	34,451	38,720	76,224	88,566
순이익률(%)	6.0	11.5	11.8	19.6	20.7
<b>지배주주</b>	14,473	33,621	37,438	73,507	85,409
지배주주귀속 순이익률(%)	5.6	11.2	11.4	18.9	20.0
비지배주주	1,014	830	1,282	2,717	3,157
<b>총포괄이익</b>	18,837	51,296	31,361	76,224	88,566
<b>지배주주</b>	17,846	50,048	31,981	78,809	91,569
<b>비지배주주</b>	992	1,248	-620	-2,584	-3,003
<b>EBITDA</b>	45,234	75,357	84,474	131,815	143,678

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-14.3	16.2	8.8	18.7	10.0
영업이익	-84.9	398.3	17.5	123.5	16.6
세전계속사업이익	-76.3	241.0	18.3	102.0	16.2
EBITDA	-45.2	66.6	12.1	56.0	9.0
EPS	-73.6	132.3	12.3	96.3	16.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	3.4	7.1	7.3	12.8	13.0
ROE	4.1	9.0	9.4	16.7	16.7
EBITDA마진	17.5	25.0	25.8	33.9	33.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	258.8	243.3	206.7	233.2	278.7
부채비율	25.4	27.9	31.5	32.1	27.6
순차입금/자기자본	-21.9	-23.2	-17.3	-24.9	-31.5
EBITDA/이자비용(배)	48.6	83.4	108.0	143.5	229.2
배당성향	67.8	29.2	25.9	13.1	11.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,131	4,950	5,558	10,913	12,680
BPS	52,002	57,930	61,028	70,508	81,755
CFPS	7,823	11,226	12,392	17,725	19,136
주당 현금배당금	1,444	1,446	1,456	1,456	1,456
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	36.8	10.7	19.3	9.9	8.5
PBR	1.5	0.9	1.8	1.5	1.3
PCR	10.0	4.7	8.7	6.1	5.6
EV/EBITDA	10.0	3.6	7.6	4.5	3.8
배당수익률	1.8	2.7	1.4	1.4	1.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.11.03	매수	170,000원	6개월		
2025.09.17	매수	110,000원	6개월	-15.85%	-2.27%
2025.01.06	매수	77,000원	6개월	-21.68%	3.12%
2024.10.04	매수	86,000원	6개월	-34.74%	-29.07%
2024.07.16	매수	120,000원	6개월	-38.39%	-27.58%
2024.05.27	매수	105,000원	6개월	-23.35%	-16.38%
2023.11.03	매수	100,000원	6개월	-24.52%	-14.70%



## COMPLIANCE NOTICE

작성자(한동희)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 11월 03일 기준)

매수 91.98% 중립 8.02% 매도 0.00%

## SK 하이닉스 (000660/KS)

목표주가 1,000,000 원

반도체. 한동희 / donghee.han@sks.co.kr / 3773-8826

**Signal:** Scale-out에 따른 AI 수혜 메모리 전반으로 급격히 확산**Key:** 공급 부족 지속. 장기공급계약 기반 선수주, 후증설로 변모**Step:** 메모리 산업 구조적 성장 및 안정성 확대. P/E Valuation 적용

## 매수(유지)

목표주가: 1,000,000 원(상향)

현재주가: 559,000 원

상승여력: 78.9%

## STOCK DATA

주가(25/10/31)	559,000 원
KOSPI	4,107.50 pt
52주 최고가	568,000 원
60일 평균 거래대금	1,274 십억원

## COMPANY DATA

발행주식수	72,800 만주
시가총액	406,953 십억원
주요주주	
에스케이스퀘어(외 7)	20.07%
국민연금공단	7.35%
외국인 지분율	54.37%

## 주가 및 상대수익률



## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	91,231	130,225	153,665
영업이익	십억원	42,156	76,039	92,968
순이익(지배주주)	십억원	39,480	65,908	77,792
EPS	원	54,231	90,533	106,857
PER	배	10.3	6.2	5.2
PBR	배	3.6	2.3	1.6
EV/EBITDA	배	7.1	3.9	2.7
ROE	%	42.7	46.0	36.3
배당성향	%	2.6	1.6	2.0

## 목표주가 1,000,000 원으로 상향. 이제 메모리는 PER

SK 증권은 SK 하이닉스의 목표주가를 1,000,000 원으로 상향한다. 2026 년 영업이익 전망치의 35% 상향 (56 조원→76 조원)과 Valuation 방법을 P/E 로 변경 (Target P/E 11X)했기 때문이다. 실적 전망의 상향은 ① AI Scale-out 사이클의 시작이 HBM 뿐 아니라 서버 DRAM, eSSD 까지 메모리 전반의 수요를 강력히 견인하고, ② 공급자들의 제한적 공급 여력이 공급자 우위를 장기화 시킬 것으로 전망하기 때문이다. 이는 메모리 가격 상승이 장기적으로 진행될 것임을 의미한다.

P/E 의 적용은 AI 사이클 내 메모리의 장기 성장과 안정성 제고의 동반 전망 때문이다. AI 사이클은 Scale-up 에서 Scale-out, Scale-across 로 확장될 것이다. 그 과정에서 HBM 채용량 급증뿐만 아니라 서버 DRAM, GD7, SOCAMM2, Custom HBM, eSSD 로 수혜 다변화가 진행되며 AI 수혜 강도가 구조적으로 상승할 것으로 전망한다.

공급 부족과 맞물린 장기적 수요 강세 국면은 메모리 산업을 선수주, 후증설의 구조로 변모시킬 것이다. 메모리의 안정적 수급 없이 AI 로드맵의 달성은 불가능하다는 점에서 안정적 물량 확보를 위한 2~3 여년의 장기공급계약 비중이 빠르게 상승할 것이다. 이에 따른 실적 안정성 제고는 실적 기반의 Valuation 적용의 근거가 될 것이다. P/B Valuation 은 거시경제 기반의 높은 실적 변동성에 따른 선택이었을 뿐이다.

AI 사이클 내 메모리 산업의 구조는 변화하고있다. 과거와 달리 SK 하이닉스의 실적은 최근 3 년간 거시경제의 흐름에 연동되지 않고있으며, 메모리 사이클의 강도는 더욱 강력해지고 있다. 산업이 구조적으로 변화하고 있다면, 가치평가의 기준도 바뀌어야한다.

## 실적 안정성과 성장성 모두를 견비. P/E Valuation 합리적

Scale-out 사이클의 본질은 메모리 전반의 수요 성장이다. 이는 SK 하이닉스의 실적 차별화 수준이 최근 2 년 대비 희석될 수 밖에 없음을 의미한다. 다만 시장 우려와 달리 HBM4 경쟁 우위 지속에 따른 차별화 된 HBM 수익성과 메모리 공급부족이 HBM 의 가치까지 제고하고 있다는 점에 주목한다. 수익성 우위와 P/E Valuation 으로의 변경 논리인 실적 안정성과 꾸준한 성장성 관점에서 업종 내 가장 돋보일 것으로 전망한다.

## SK 하이닉스 분기 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	17,639	22,232	24,449	26,911	26,806	30,609	35,026	37,784	66,122	91,231	130,225
QoQ %	-10%	26%	10%	10%	0%	14%	14%	8%	102%	38%	43%
YoY %	42%	35%	39%	37%	52%	38%	43%	40%			
DRAM	14,005	17,013	18,934	20,737	20,822	24,050	27,782	29,854	44,998	70,689	102,508
NAND	3,179	4,685	4,882	5,423	5,530	6,065	6,809	7,238	19,103	18,169	25,642
영업이익	7,441	9,210	11,383	14,120	14,617	17,530	20,807	23,085	23,468	42,155	76,039
QoQ %	-8%	24%	24%	24%	4%	20%	19%	11%	흑전	80%	80%
YoY %	158%	68%	62%	75%	96%	90%	83%	63%			
DRAM	7,510	9,438	11,415	13,651	13,808	16,294	19,093	21,061	21,044	42,014	70,256
NAND	4	(121)	(31)	469	809	1,236	1,715	2,024	2,864	320	5,783
지배순이익	8,107	6,997	12,595	11,781	13,128	15,361	17,731	19,688	19,789	39,480	65,788
QoQ %	1%	-14%	80%	-6%	11%	17%	15%	11%	흑전	100%	67%
YoY %	322%	70%	119%	47%	62%	120%	41%	67%			
영업이익률	42%	41%	47%	52%	55%	57%	59%	61%	35%	46%	58%
DRAM	54%	55%	60%	66%	66%	68%	69%	71%	54%	55%	60%
NAND	0%	-3%	-1%	9%	15%	20%	25%	28%	0%	-3%	-1%
지배순이익률	46%	31%	52%	44%	49%	50%	51%	52%	30%	43%	51%

자료: SK 증권 추정

## SK 하이닉스 실적 추정 주요 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
DRAM											
Shipment (1Gb equiv. mn)	19,118	23,796	25,231	25,687	24,956	27,551	29,831	31,322	76,919	93,832	113,660
QoQ %	-7%	24%	6%	2%	-3%	10%	8%	5%	15%	22%	21%
ASP (\$)	0.50	0.51	0.54	0.59	0.61	0.65	0.70	0.72	0.43	0.54	0.67
QoQ %	0%	2%	6%	9%	4%	6%	7%	3%	80%	25%	25%
NAND											
Shipment (1GB equiv. mn)	30,760	52,307	49,692	51,182	49,135	52,083	56,771	59,609	172,930	183,941	217,599
QoQ %	-19%	70%	-5%	3%	-4%	6%	9%	5%	-1%	6%	18%
ASP (\$)	0.07	0.06	0.07	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09	0.08	0.07	0.09
QoQ %	-20%	-9%	11%	9%	7%	5%	3%	2%	91%	-13%	25%

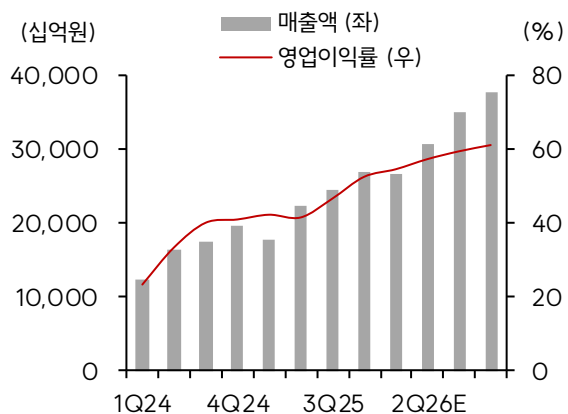
자료: SK 증권 추정

## SK 하이닉스 분기 실적 전망 변경

	변경 후			변경 전			차이		
	4Q25E	2025E	2026E	4Q25E	2025E	2026E	4Q25E	2025E	2026E
매출액	26,911	91,231	130,225	25,039	88,840	107,901	7%	3%	21%
DRAM	20,737	70,689	102,508	19,134	68,706	84,885	8%	3%	21%
NAND	5,423	18,169	25,642	5,155	17,882	20,963	5%	2%	22%
영업이익	14,120	42,155	76,039	11,823	39,383	56,151	19%	7%	35%
DRAM	13,651	42,014	70,256	11,815	39,764	55,037	16%	6%	28%
NAND	469	320	5,783	121	(13)	1,422	287%	흑전	307%
영업이익률	52%	46%	58%	47%	44%	52%	5%p	2%p	6%p
DRAM	66%	59%	69%	62%	58%	65%	4%p	2%p	4%p
NAND	9%	2%	23%	2%	0%	7%	6%p	2%p	16%p
지배순이익	11,781	39,480	65,788	9,742	33,580	46,172	21%	18%	42%
지배순이익률	44%	43%	51%	39%	38%	43%	5%p	5%p	8%p

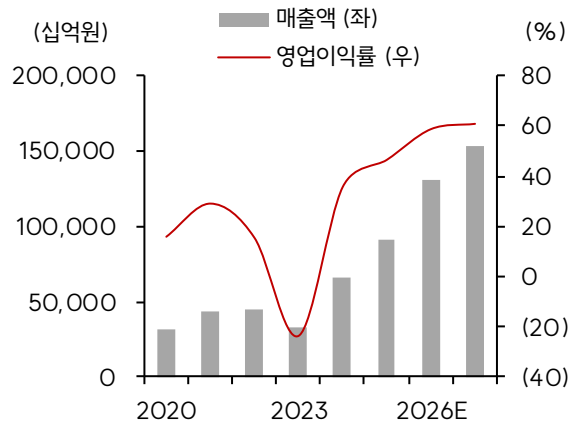
주: 전자공시, SK 증권 추정

## SK 하이닉스 분기 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

## SK 하이닉스 연간 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

## SK 하이닉스의 주주환원정책 (2025~2027)

## 신규 주주환원정책 (2025 ~ 2027)

- 지속적인 기업가치 제고를 위해 Downturn 시에도 안정적인 사업운영이 가능한 재무 건전성 확보가 필요합니다.
- 이에, 신규 주주환원 정책은 재무 건전성 강화와 주주환원 확대를 균형있게 추진하고자 합니다.

주당 1,500원 고정배당금 + 재무 건전성 목표\* 달성 시, 3년 누적 FCF의 50% 범위 내 추가 환원

\* 재무 건전성 목표: Net Cash 전환과 적정 수준의 현금 확보

연간 고정배당금  
25% 상향

- 고정배당금을 주당 1,200원에서 1,500원으로 상향
- 연간 현금 배당금은 고정배당금만 지급하며, 기존 정책하에서 지급하던 연간 FCF 5%는 재무 건전성 강화에 우선 활용

FCF 50% 범위 내  
추가 환원

- 정책기간 종료 후, 재무 건전성 목표를 유지하는 범위 내 실행
- 유의미한 수준의 FCF가 창출될 경우, 일부 조기 환원 여부를 검토

자료: SK 하이닉스 SK 증권

## 목표주가 산정

	2026E	비고
EPS	90,533	
Target P/E	11.0	마이크론 2026E P/E 대비 15% 할인
목표주가	1,000,000	
현재주가	559,000	
상승여력	79%	

자료: SK 증권 추정

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	30,468	42,279	57,584	112,023	179,717
현금및현금성자산	7,587	11,205	20,174	60,264	125,558
매출채권 및 기타채권	6,942	13,299	14,173	19,899	20,103
재고자산	13,481	13,314	13,455	18,892	19,085
<b>비유동자산</b>	69,862	77,576	95,298	115,491	129,873
장기금융자산	5,845	5,736	8,138	9,272	9,855
유형자산	52,705	60,157	73,398	92,045	105,710
무형자산	3,835	4,019	3,564	2,910	2,375
<b>자산총계</b>	100,330	119,855	152,881	227,514	309,590
<b>유동부채</b>	21,008	24,965	26,484	35,776	41,589
단기금융부채	11,968	7,582	8,921	12,526	14,780
매입채무 및 기타채무	5,139	9,244	13,026	18,289	21,582
단기충당부채	287	265	355	498	588
<b>비유동부채</b>	25,819	20,974	15,393	15,848	15,341
장기금융부채	22,013	19,617	13,824	13,824	13,474
장기매입채무 및 기타채무	3,240	529	442	442	412
장기충당부채	2	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	46,826	45,940	41,876	51,624	56,930
<b>지배주주지분</b>	53,504	73,903	110,985	175,858	252,615
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,726	4,726	4,726
기타자본구성요소	-2,269	-2,192	-2,104	-2,104	-2,104
자기주식	-2,273	-2,221	-2,143	-2,143	-2,143
이익잉여금	46,729	65,418	103,216	168,089	244,845
비지배주주지분	-1	12	20	32	45
<b>자본총계</b>	53,504	73,916	111,005	175,890	252,660
<b>부채와자본총계</b>	100,330	119,855	152,881	227,514	309,590

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>영업활동현금흐름</b>	4,278	29,796	51,656	77,542	96,279
당기순이익(손실)	-9,138	19,797	39,485	65,920	77,806
비현금성항목등	15,033	17,054	20,006	30,787	32,767
유형자산감가상각비	13,121	11,985	13,448	15,853	17,334
무형자산상각비	553	596	807	655	534
기타	1,359	4,472	5,750	14,279	14,898
운전자본감소(증가)	794	-5,600	966	-5,019	3,446
매출채권및기타채권의감소(증가)	-1,406	-5,098	-1,948	-5,726	-203
재고자산의감소(증가)	2,288	167	-359	-5,436	-193
매입채무및기타채무의증가(감소)	83	-1,103	2,662	5,263	3,292
기타	-3,795	-2,007	-17,190	-28,616	-35,402
법인세납부	-1,384	-552	-8,389	-14,470	-17,661
<b>투자활동현금흐름</b>	-7,335	-18,005	-38,960	-40,076	-30,980
금융자산의감소(증가)	140	-1,415	-6,290	-3,370	-1,601
유형자산의감소(증가)	-6,785	-15,898	-26,541	-34,500	-31,000
무형자산의감소(증가)	-454	-697	-353	0	0
기타	-235	6	-5,776	-2,205	1,621
<b>재무활동현금흐름</b>	5,697	-8,704	-5,017	2,569	869
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-1,735	3,604	2,255
장기금융부채의증가(감소)	6,507	-7,977	-1,634	0	-350
자본의증가(감소)	36	115	238	0	0
배당금지급	-826	-826	-1,677	-1,036	-1,036
기타	-21	-15	-210	0	-0
<b>현금의 증가(감소)</b>	2,610	3,618	8,969	40,090	65,294
기초현금	4,977	7,587	11,205	20,174	60,264
기말현금	7,587	11,205	20,174	60,264	125,558
FCF	-2,507	13,897	25,115	43,042	65,279

자료 : SK하이닉스, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

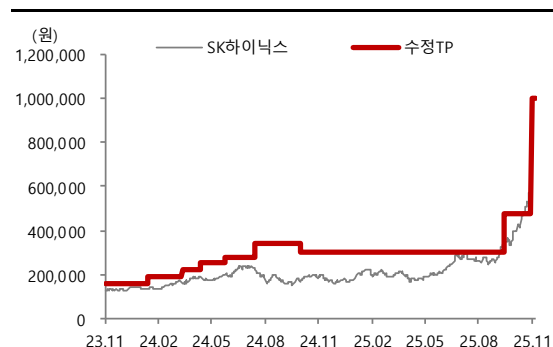
12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>매출액</b>	32,766	66,193	91,231	130,225	153,665
<b>매출원가</b>	33,299	34,365	39,509	42,027	45,331
<b>매출총이익</b>	-533	31,828	51,723	88,198	108,334
매출총이익률(%)	-1.6	48.1	56.7	67.7	70.5
<b>판매비와 관리비</b>	7,197	8,361	9,566	12,159	15,367
<b>영업이익</b>	-7,730	23,467	42,156	76,039	92,968
영업이익률(%)	-23.6	35.5	46.2	58.4	60.5
<b>비영업손익</b>	-3,928	418	5,385	4,351	2,500
순금융손익	-1,252	-1,000	-412	311	-92
외환관련손익	-319	269	-552	1,187	2,872
관계기업등 투자손익	15	-38	-17	11	15
<b>세전계속사업이익</b>	-11,658	23,885	47,541	80,391	95,468
세전계속사업이익률(%)	-35.6	36.1	52.1	61.7	62.1
<b>계속사업법인세</b>	-2,520	4,088	8,056	14,470	17,661
<b>계속사업이익</b>	-9,138	19,797	39,485	65,920	77,806
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-9,138	19,797	39,485	65,920	77,806
순이익률(%)	-27.9	29.9	43.3	50.6	50.6
<b>지배주주</b>	-9,112	19,789	39,480	65,908	77,792
지배주주귀속 순이익률(%)	-27.8	29.9	43.3	50.6	50.6
비지배주주	-25	8	4	12	14
<b>총포괄이익</b>	-9,037	21,044	38,439	65,920	77,806
<b>지배주주</b>	-9,015	21,033	38,440	65,927	77,813
<b>비지배주주</b>	-22	11	-1	-6	-7
<b>EBITDA</b>	5,943	36,049	56,412	92,547	110,836

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-26.6	102.0	37.8	42.7	18.0
영업이익	적전	흑전	79.6	80.4	22.3
세전계속사업이익	적전	흑전	99.0	69.1	18.8
EBITDA	-71.6	506.5	56.5	64.1	19.8
EPS	적전	흑전	99.5	66.9	18.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	-8.9	18.0	29.0	34.7	29.0
ROE	-15.6	31.1	42.7	46.0	36.3
EBITDA마진	18.1	54.5	61.8	71.1	72.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	145.0	169.3	217.4	313.1	432.1
부채비율	87.5	62.2	37.7	29.4	22.5
순차입금/자기자본	46.7	17.6	-6.2	-26.4	-44.1
EBITDA/이자비용(배)	4.0	26.8	64.3	116.6	250.9
배당성향	-9.1	7.7	2.6	1.6	2.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-12,517	27,182	54,231	90,533	106,857
BPS	76,616	104,567	155,396	244,506	349,940
CFPS	6,265	44,464	73,813	113,209	131,402
주당 현금배당금	1,200	2,204	1,500	1,500	2,250
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	-11.3	64	10.3	6.2	5.2
PBR	1.8	1.7	3.6	2.3	1.6
PCR	22.6	3.9	7.6	4.9	4.3
EV/EBITDA	21.5	3.9	7.1	3.9	2.7
배당수익률	0.8	1.3	0.3	0.3	0.4



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.11.03	매수	1,000,000원	6개월		
2025.09.17	매수	480,000원	6개월	-9.79%	18.33%
2024.10.04	매수	300,000원	6개월	-28.14%	16.00%
2024.07.16	매수	340,000원	6개월	-47.40%	-35.15%
2024.05.27	매수	280,000원	6개월	-20.57%	-13.93%
2024.04.15	매수	250,000원	6개월	-27.32%	-20.00%
2024.03.14	매수	220,000원	6개월	-19.73%	-14.36%
2024.01.15	매수	190,000원	6개월	-21.94%	-9.53%
2023.11.03	매수	160,000원	6개월	-16.55%	-11.00%



## COMPLIANCE NOTICE

작성자(한동희)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 11월 03일 기준)

매수	91.98%	중립	8.02%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------