SK하이닉스 (000660)

COMPANY UPDATE | Company Analysis | 반도체 | 2026.5.11

편안한 상승이지만 우려할 점이 있다면

Analyst 정우성
wsjung@ls-sec.co.kr

메모리 가격과 고급 인력은 같이 비싸진다

Trendforce 4월 서버 DRAM 계약가격이 예상보다 강하게 형성되었고, 모바일 DRAM 가격 역시 서버 가격에 근접할 가능성이 높아지면서 실적 전망치를 상향 조정하였다. 다만 최근 주가 상승은 실적 추정치 상향만으로 설명되기보다, **주요 파트너사 실적발표를 앞두고 AI 메모리 대표주로 수급이 집중된 결과로 판단**된다. 단기적으로는 컨벤셔널 DRAM 가격 상승이 실적 추정치를 끌어올리는 구간이지만, 동사의 주가를 결정하는 핵심 변수는 여전히 HBM 매출 성장률과 양산 경쟁력이다.

최근 컨벤셔널 DRAM 가격 상승으로 HBM ASP 역시 추가 상향될 수 있다는 기대가 커지고 있다. 2027년 HBM 매출액 추정치가 추가로 높아질 여지는 존재한다. 다만 과거 HBM ASP가 컨벤셔널 DRAM 가격과 기계적으로 연동되어 움직였다고 보기는 어렵다. HBM은 고객별 장기계약, 세대 전환, 패키징 난이도, 수율, 공급 안정성에 따라 가격이 결정되는 성격이 강하다. 따라서 **컨벤셔널 DRAM 가격 상승분을 HBM ASP에 그대로 반영하기보다는 보수적인 접근이 필요**하다.

높아진 메모리 가격은 인건비와 성과급 이슈도 다시 부각시킬 수 있다. 만약 **경쟁사에서 영업이익에 더 높은 비중의 성과급을 주게 된다면, SK하이닉스에서도 추가 성과급 요구가 확대될 가능성**이 있다. 메모리 가격이 급등하는 환경에서는 제조와 기술 인력의 노동가치 역시 재평가될 수밖에 없다. 향후 각 사가 어떤 기준으로 성과를 배분하고, 그 비용을 어느 정도까지 실적에 반영할 것인지가 새로운 변수로 작용할 수 있다.

그럼에도 불구하고 Top Pick 의견을 유지한다. SK하이닉스는 컨벤셔널 메모리 가격 변동성에 대한 노출도가 상대적으로 낮고, HBM 양산성 측면에서 여전히 가장 높은 신뢰도를 보유하고 있다. 2026년 이후 시장의 관심이 단순 DRAM 가격에서 2027년 HBM 매출 성장률과 고객사 내 점유율로 이동할수록 동사의 경쟁력은 더 뚜렷해질 가능성이 높다.

Financial Data

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	66,193	97,147	314,112	392,301	450,968
영업이익	23,467	47,206	241,232	305,953	353,464
순이익	19,797	42,948	186,518	235,598	271,774
EPS (원)	28,719	62,158	269,914	340,896	393,208
증감률 (%)	흑전	116.4	334.2	26.3	15.3
PER (x)	6.1	10.5	6.2	4.9	4.3
PBR (x)	1.7	3.9	4.0	2.3	1.6
영업이익률 (%)	35.5	48.6	76.8	78.0	78.4
EBITDA 마진 (%)	54.5	62.9	90.6	90.1	89.5
ROE (%)	31.1	44.2	87.6	55.9	42.3

주: IFRS 연결 기준
자료: SK하이닉스, LS증권 리서치센터

Buy (유지)

목표주가 (상향)	2,100,000 원
현재주가	1,686,000 원
상승여력	24.6 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (05/08)	7,498.0 pt
시가총액	12,016,162 억원
발행주식수	712,702 천주
52 주 최고가/최저가	1,686,000/190,100 원
90 일 일평균거래대금	46,118.62 억원
외국인 지분율	53.0%
배당수익률(26.12E)	0.2%
BPS(26.12E)	418,669 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 35.5%
	6 개월 101.0%
	12 개월 595.3%
주주구성	에스케이스퀘어 (외 7 인) 20.5%
	국민연금공단 (외 1 인) 7.5%
	BlackRock (외 15 인) 5.1%

Stock Price

표1 SK 하이닉스 실적 전망

(단위: 조원)	항목	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26F	4Q26F	2025	2026E
매출액	DRAM	14.3	16.6	19.3	24.9	41.0	60.3	61.9	63.4	72.9	226.6
	NAND	3.2	4.5	5.0	7.5	11.0	18.9	28.2	27.7	20.2	85.8
	기타	0.4	0.4	0.5	0.3	0.6	0.6	0.7	0.7	1.6	1.7
	합계	18.0	21.5	24.8	32.7	52.6	79.8	90.8	91.8	94.7	314.1
영업이익	DRAM	7.7	9.1	11.2	17.2	34.2	53.1	54.5	55.7	43.7	197.5
	NAND	0.0	-0.2	0.3	2.3	7.7	15.2	24.2	23.5	2.5	70.5
	기타	-0.3	0.3	-0.2	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	0.0
	합계	7.7	8.9	11.5	19.5	41.8	68.3	78.7	79.2	47.2	268.0
	-성과급					37.6	61.5	70.8	71.3		241.2
OPM(%)	DRAM	54.0	55.0	58.0	69.0	83.3	88.1	88.1	87.9	60.0	87.1
	NAND	0.0	-5.0	7.0	31.0	70.1	80.4	85.7	84.8	12.1	82.2
	합계	43.1	41.4	46.6	59.6	71.6	77.0	78.0	77.7	49.8	76.8

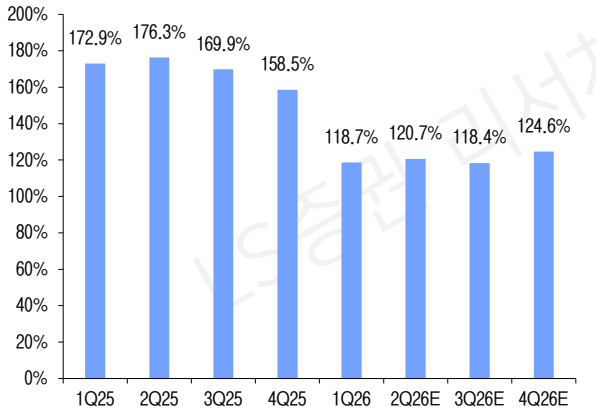
자료: LS증권 리서치센터

표2 SK 하이닉스 메모리 사업부 주요 가정

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26F	4Q26F	2025	2026E
DRAM	Shipment(Mil GB)	2,521	2,599	2,615	2,763	2,989	3,102	3,132	3,288	10,498	12,926
	bit growth	11%	3%	1%	6%	8%	4%	1%	5%	30%	19%
	ASP ($/GB)	3.9	4.7	5.3	5.4	9.4	13.3	13.5	13.2	4.9	12.4
	qoq / yoy	-7%	22%	12%	3%	73%	42%	2%	-2%	60%	152%
NAND	Shipment(Mil GB)	35,899	46,917	44,965	56,471	46,812	53,876	61,826	63,923	184,252	226,438
	bit growth	6%	11%	-4%	9%	-17%	15%	15%	3%	5%	23%
	ASP ($/GB)	0.06	0.07	0.08	0.09	0.16	0.24	0.31	0.30	0.08	0.18
	qoq / yoy	-7%	17%	10%	18%	73%	50%	30%	-5%	-5%	236%

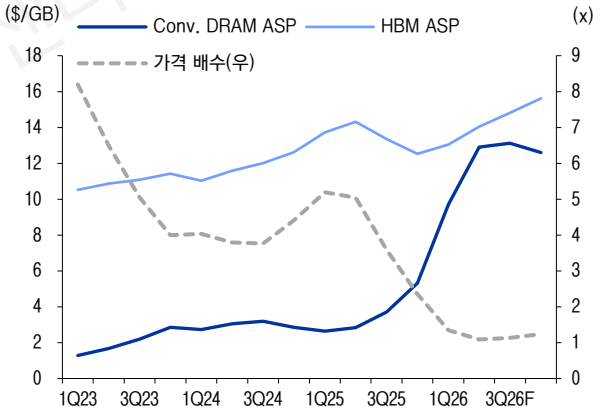
자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

그림1 HBM Advantage 추이



자료: LS증권 리서치센터

그림2 HBM 매출액 비중/HBM 비트 비중 추이



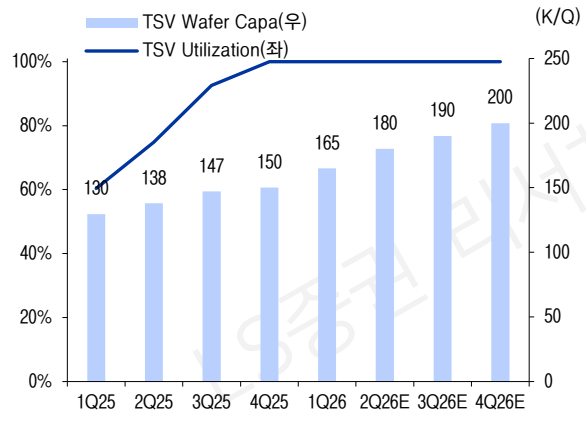
자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

표3 SK 하이닉스 DRAM 부문 추정치

항목	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
Blended HBM Max Yield	63.1%	70.3%	80.2%	81.2%	82.0%	84.5%	70.3%	75.0%	-	-
HBM Advantage	172.9%	176.3%	169.9%	158.5%	118.7%	120.7%	118.4%	124.6%	-	-
Wafer Input % for HBM	15.6%	20.1%	25.7%	45.8%	39.0%	205.6%	94.4%	65.3%	-	-
TSV Capa Ratio	25.9%	26.8%	27.8%	27.5%	29.2%	30.8%	31.7%	32.8%	-	-
TSV Utilization Rate	60.4%	74.9%	92.6%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	-	-
TSV Wafer Capa(K/Q)	389	414	441	450	495	540	570	600	1,694	2,205
HBM Bit/Total TSV Wafer(GB)	783	904	985	1,136	1,147	1,182	984	1,049	959	1,064
Designed HBM Bit/Wafer(GB)	1,297	1,207	1,064	1,136	1,180	1,200	1,005	1,053	-	-
HBM Bit Supply(Mil GB)	304	374	435	511	518	638	561	629	1,625	2,346
HBM ASP($/GB)	14.0	14.6	13.5	11.5	12.8	14.3	15.6	16.9	13.2	15.0
HBM Revenue(Mil USD)	4,251	5,467	5,855	5,879	6,616	9,129	8,740	10,639	21,452	35,124
Conv. DRAM Wafer Capa(K/Q)	1,111	1,131	1,149	1,185	1,200	1,215	1,230	1,230	4,576	4,875
Conv. DRAM Bit/Input Wafer(GB)	1,994	1,967	1,898	1,900	2,018	2,028	2,090	2,161	1,939	2,085
Conv. DRAM Bit Supply(Mil GB)	2,216	2,225	2,180	2,251	2,472	2,464	2,571	2,659	8,873	10,165
Conv. DRAM ASP($/GB)	2.5	3.0	3.6	4.4	9.3	13.0	13.0	12.3	3.4	11.8
Conv. DRAM Revenue(Mil USD)	5,467	6,762	7,894	9,834	21,380	32,007	33,517	32,648	29,958	119,55
Total DRAM Bit Supply(Mil GB)	2,521	2,599	2,615	2,763	2,989	3,102	3,132	3,288	10,498	12,511
Blended DRAM ASP($/GB)	3.9	4.7	5.3	5.4	9.4	13.3	13.5	13.2	4.9	12.4
DRAM Revenue(Mil USD)	9,718	12,229	13,750	15,714	27,996	41,136	42,257	43,286	51,411	154,67
HBM Revenue Ratio	43.7%	44.7%	42.6%	34.1%	23.6%	22.2%	20.7%	24.6%	41.7%	22.7%
Conv. DRAM Revenue Ratio	56.3%	55.3%	57.4%	65.9%	76.4%	77.8%	79.3%	75.4%	58.3%	77.3%
HBM Bit Supply Ratio	12.1%	14.4%	16.6%	18.5%	17.3%	20.6%	17.9%	19.1%	15.5%	18.8%
Conv. DRAM Bit Supply Ratio	87.9%	85.6%	83.4%	81.5%	82.7%	79.4%	82.1%	80.9%	84.5%	81.2%

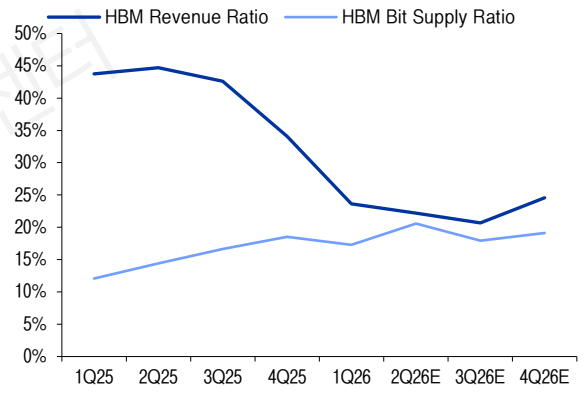
자료: LS증권 리서치센터

그림3 TSV Wafer Capa & Utilization rate 추이



자료: LS증권 리서치센터

그림4 HBM 매출액 비중/HBM 비트 비중 추이



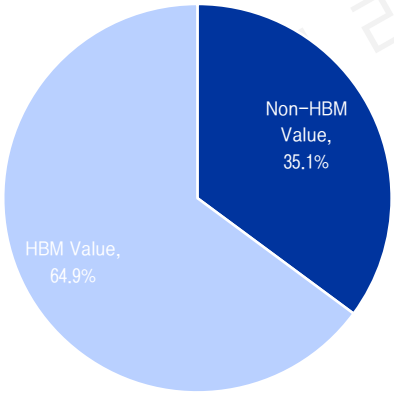
자료: LS증권 리서치센터

표4 SK 하이닉스 Valuation Table

항목	수치	비고
Non-HBM 사업 가치		
2026F 지배주주지분(억원)	3,047,923	
4Q26F 기준 HBM 누적 세후순이익	488,462	
조정 지배주주지분	2,183,552	(2026E FCF-2027 년 Capex) 만큼의 유보 현금은 NOA 로 간주
2017 년 평균 Forward PBR	1.12	
2026F ROE	70.0%	(2026E FCF-2027 년 Capex) 만큼을 2026E 지배주주순이익에서 조정
2017F ROE	37.2%	
COE	12.3%	베타=1.79, Rf=3.64%, MRP=4.87
2026F HBM 매출액 비중	22.7%	
2026F TSV Utilization	100.0%	
Non-HBM Target PBR	2.1	조정 지배주주지분*2017 년 평균 Forward PER *((2026F ROE-COE)/(2017F ROE-COE))^(1-2026F HBM 매출 비중/2026F TSV Utilization) Non-HBM 부문의 ROE 변동에 따른 PBR 민감도를 계획된 HBM 매출 비중으로 조정함
Non-HBM Value(억원)	**5,044,144**	추정 내재가치 내 비중 35.1%, (2026E FCF-2027 년 Capex) 보상함
HBM 사업 가치		
2027F HBM 세후순이익 추정치	500,787	2026 년 대비 +60% yoy 성장 가정
2015~2026F 빅테크 Capex CAGR	28.6%	HBM 매출액에 대한 정상 성장률 가정
Long-term HBM EPS Growth	37.2%	DOL 1.3x 가정
HBM Target PER(x)	18.6	PEG 0.5 적용
HBM Value(억원)	**9,314,516**	추정 내재가치 내 비중 64.9%
Equity Value		
추정 내재가치(조원)	**1,436**	Non-HBM Value + HBM Value
보통주 발행주식수(백만주)	713	
보통주 자기주식수(백만주)	22	
목표주가(원)	**2,078,221**	
현재 시가총액(조원)	1,202	
현재 주가(원)	1,686,000	
Upside Potential	**23.3%**	

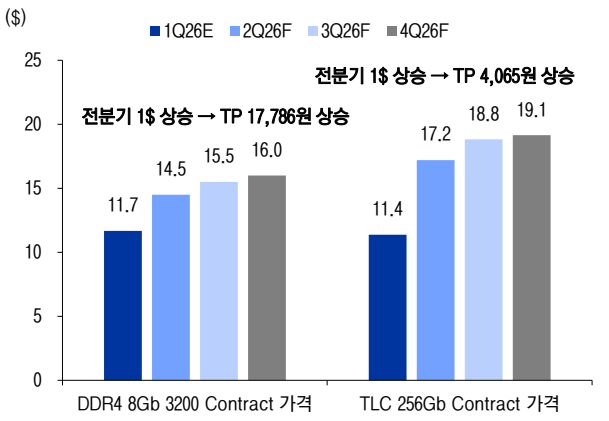
자료: LS증권 리서치센터

그림5 내재가치 내 Non-HBM & HBM Value 비중



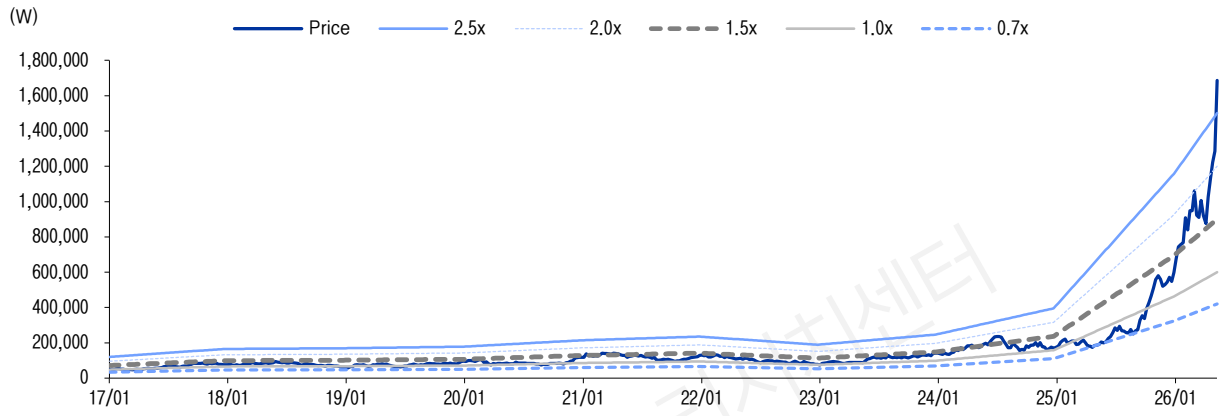
자료: LS증권 리서치센터

그림6 메모리 가격에 따른 TP 변화



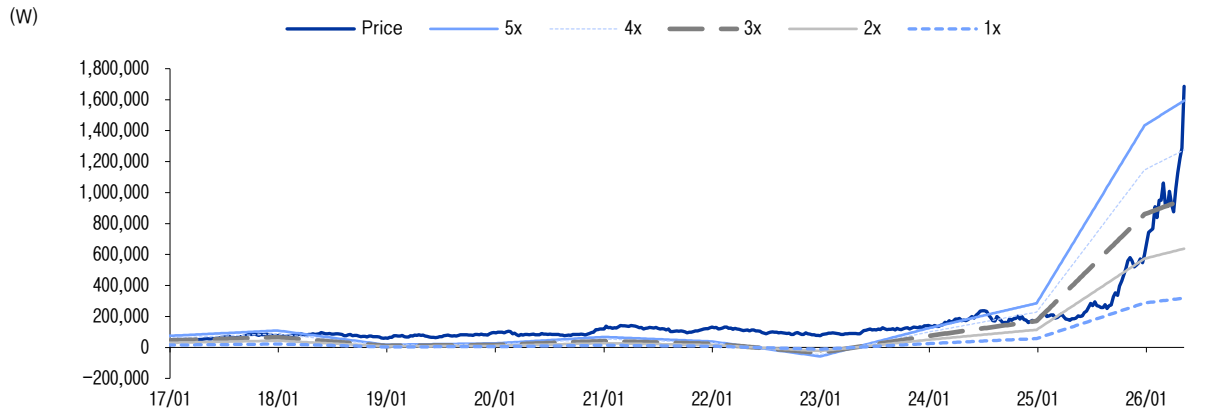
자료: Trendforce, LS증권 리서치센터 추정, 주: 26.02 기준

그림7 SK 하이닉스 Forward PBR 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림8 SK 하이닉스 Forward PER 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	42,279	69,458	301,280	576,260	831,539
현금 및 현금성자산	11,205	14,924	183,370	434,307	671,506
매출채권 및 기타채권	13,299	18,468	51,357	64,140	73,732
재고자산	13,314	14,289	44,626	55,734	64,069
기타유동자산	4,461	21,777	21,927	22,078	22,231
비유동자산	77,576	106,650	90,556	60,683	22,021
관계기업투자등	5,982	15,868	16,185	16,509	16,839
유형자산	60,157	77,503	44,763	8,749	-34,394
무형자산	4,019	4,049	3,369	2,655	1,905
자산총계	**119,855**	**176,108**	**391,836**	**636,944**	**853,560**
유동부채	24,965	37,379	68,815	80,594	89,432
매입채무 및 기타채무	13,386	15,884	47,320	59,099	67,937
단기금융부채	7,582	13,623	13,623	13,623	13,623
기타유동부채	3,997	7,872	7,872	7,872	7,872
비유동부채	20,974	18,062	18,078	18,094	18,111
장기금융부채	19,617	16,051	16,051	16,051	16,051
기타비유동부채	1,357	2,011	2,027	2,043	2,060
부채총계	**45,940**	**55,441**	**86,893**	**98,689**	**107,543**
지배주주지분	73,903	120,516	304,792	538,105	745,867
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,487	8,954	8,954	8,954	8,954
이익잉여금	65,418	106,577	290,853	524,165	731,927
비지배주주지분(연결)	12	151	151	151	151
자본총계	**73,916**	**120,667**	**304,943**	**538,255**	**746,017**

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**66,193**	**97,147**	**314,112**	**392,301**	**450,968**
매출원가	34,365	38,456	58,508	68,334	76,770
매출총이익	**31,828**	**58,691**	**255,604**	**323,967**	**374,199**
판매비 및 관리비	8,361	11,484	14,372	18,014	20,734
영업이익	**23,467**	**47,206**	**241,232**	**305,953**	**353,464**
(EBITDA)	36,049	61,136	284,553	353,561	403,453
금융손익	-971	511	2,945	2,945	2,945
이자비용	1,345	924	924	924	924
관계기업등 투자손익	-2	-564	0	0	0
기타영업외손익	1,392	3,312	-1,315	-2,130	-2,537
세전계속사업이익	**23,885**	**50,466**	**242,862**	**306,768**	**353,872**
계속사업법인세비용	4,088	7,518	56,344	71,170	82,098
계속사업이익	19,797	42,948	186,518	235,598	271,774
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**19,797**	**42,948**	**186,518**	**235,598**	**271,774**
지배주주	19,789	42,919	186,371	235,384	271,504
총포괄이익	**21,315**	**43,093**	**186,518**	**235,598**	**271,774**
매출총이익률 (%)	48.1	60.4	81.4	82.6	83.0
영업이익률 (%)	35.5	48.6	76.8	78.0	78.4
EBITDA 마진률 (%)	54.5	62.9	90.6	90.1	89.5
당기순이익률 (%)	29.9	44.2	59.4	60.1	60.3
ROA (%)	18.0	29.0	65.6	45.8	36.4
ROE (%)	31.1	44.2	87.6	55.9	42.3
ROIC (%)	25.1	43.5	165.9	211.9	312.5

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	**29,796**	**53,373**	**181,474**	**264,928**	**308,084**
당기순이익(손실)	19,797	42,948	186,518	235,598	271,774
비현금수익비용가감	17,054	18,838	26,745	41,443	45,399
유형자산감가상각비	11,985	13,099	42,428	46,670	49,004
무형자산상각비	596	831	893	938	984
기타현금수익비용	4,472	4,907	-16,576	-6,165	-4,589
영업활동 자산부채변동	-5,600	-2,881	-31,789	-12,113	-9,089
매출채권 감소(증가)	-5,098	-5,584	-32,889	-12,784	-9,592
재고자산 감소(증가)	167	-1,059	-30,337	-11,108	-8,335
매입채무 증가(감소)	-1,103	980	31,436	11,779	8,838
기타자산, 부채변동	435	2,782	0	0	0
투자활동 현금흐름	**-18,005**	**-48,054**	**-10,932**	**-11,919**	**-7,143**
유형자산처분(취득)	-15,898	-27,374	-9,688	-10,657	-5,861
무형자산 감소(증가)	-697	-1,058	-213	-223	-234
투자자산 감소(증가)	-1,418	-16,835	-1,032	-1,039	-1,047
기타투자활동	9	-2,787	0	0	0
재무활동 현금흐름	**-8,704**	**-1,445**	**-2,095**	**-2,071**	**-63,742**
차입금의 증가(감소)	-7,977	171	0	0	0
자본의 증가(감소)	-732	-1,616	-2,095	-2,071	-63,742
배당금의 지급	826	1,681	-2,095	-2,071	-63,742
기타재무활동	6	0	0	0	0
현금의 증가	**3,618**	**3,719**	**168,447**	**250,937**	**237,199**
기초현금	7,587	11,205	14,924	183,370	434,307
기말현금	11,205	14,924	183,370	434,307	671,506

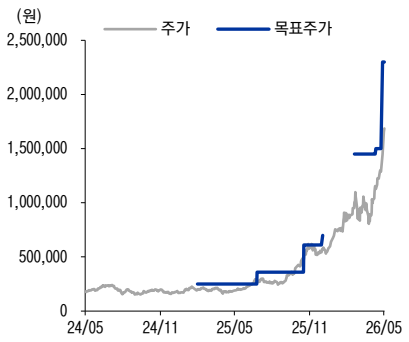
주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	6.1	10.5	6.2	4.9	4.3
P/B	1.7	3.9	4.0	2.3	1.6
EV/EBITDA	3.9	7.7	3.6	2.2	1.3
P/CF	3.4	7.7	5.8	4.4	3.9
배당수익률 (%)	1.3	0.5	0.2	5.5	10.2
성장성 (%)					
매출액	102.0	46.8	223.3	24.9	15.0
영업이익	흑전	101.2	411.0	26.8	15.5
세전이익	흑전	111.3	381.2	26.3	15.4
당기순이익	흑전	116.9	334.3	26.3	15.4
EPS	흑전	116.4	334.2	26.3	15.3
안정성 (%)					
부채비율	62.2	45.9	28.5	18.3	14.4
유동비율	169.3	185.8	437.8	715.0	929.8
순차입금/자기자본(x)	18.3	-0.2	-55.4	-78.0	-88.1
영업이익/금융비용(x)	17.4	51.1	261.2	331.2	382.7
총차입금 (십억원)	27,200	29,674	29,674	29,674	29,674
순차입금 (십억원)	13,554	-242	-168,839	-419,927	-657,279
주당지표(원)					
EPS	28,719	62,158	269,914	340,896	393,208
BPS	101,515	165,544	418,669	739,152	1,024,539
CFPS	50,619	84,870	292,942	380,549	435,675
DPS	2,204	3,000	3,000	92,315	171,894

자료: SK하이닉스, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

SK하이닉스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2025.02.05	Buy	250,000	17.2		-17.6
2025.07.01	Buy	360,000	34.9		-14.4
2025.10.23	Buy	610,000	1.6		-8.3
2025.12.08	Buy	700,000	-3.3		-16.6
2026.01.05	커버리지 제외				
2026.02.24	신규	정우성			
2026.02.24	Buy	1,450,000	-20.3		-33.3
2026.04.17	Buy	1,500,000	12.4		-10.7
2026.05.11	Buy	2,100,000			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정우성).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	89.3%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15%~ +15% 기대	10.7%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2025.4.1 ~ 2026.3.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)