

Company Update

Analyst 김운호

02) 6915-5656  
unokim88@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 (상향)	4,000,000원
현재가 (7/1)	2,560,000원

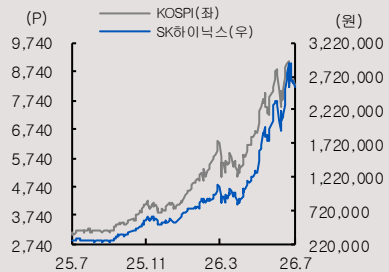
KOSPI (7/1)	8,303.41pt
시가총액	1,824,518십억원
발행주식수	730,492천주
액면가	5,000원
52주 최고가	2,919,000원
최저가	245,000원
60일 일평균거래대금	10,062십억원
외국인 지분율	50.4%
배당수익률 (2026F)	1.3%

주주구성	
에스케이이슈어 외 8 인	20.50%
국민연금공단	7.50%

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	15%	100%	234%
절대기준	8%	293%	797%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	4,000,000	1,800,000	▲
EPS(26)	332,415	319,933	▲
EPS(27)	464,461	451,495	▲

SK하이닉스 추가추이



본 조시분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# SK하이닉스 (000660)

## Agent AI Ecosystem 중심에 서다

### 실적 서프라이즈는 23년 4분기부터 11분기째 계속될 듯

SK하이닉스 분기 실적의 예상치 상회는 HBM이 본격화된 23년 4분기부터 26년 2분기까지 11분기째 이어질 전망이다. 26년 2분기 매출액은 26년 1분기 대비 50.2% 증가한 78조 9,680억원, 영업이익은 26년 1분기 대비 62.3% 증가한 61조원으로 예상된다.

### 시장은 메모리 수요를 ‘여전히’, 그리고 ‘아직도’ 지나치게 과소 평가

메모리는 시장은 3가지 동력을 통해서 가파르게 성장하고 있다. 첫째는 Agent AI 시장의 확산이다. Agent AI 모델은 Generative AI 대비 토큰을 10,000배 소모한다. Generative AI와는 달리 모델 수는 급격히 증가하는 추세이다. 이로 인해 10초만에 생성되는 전 세계 토큰량은 300억 개를 넘는다. 둘째는 CPU 역할이 부각되면서 DRAM 수요가 동반되고 있다. Agent AI는 Inference AI 보다 CPU 사용 비중이 높다. 셋째는 KV Cache 메모리에 대한 수요가 급증하고 있다는 점이다. 이 역시도 Agent AI 확대에 동반되는 수요로 NAND 수요가 확대되는 배경이다.

### 목표주가 4,000,000원, 이제서야 상향하는 사유

SK하이닉스에 대한 목표주가를 상향하는데 꽤 많은 시간을 소요했다. 예상 이익 규모에 대한 고민, 적정 밸류에이션에 대한 고민이 녹아들었던 시간이었다. AI 투자에 대체 실체를 확인하기 위해 26년 3월 실리콘밸리 NVIDIA GTC를 다녀왔고, 그 당시에는 목표가 180만원이면 충분했던 시점이었다. 이후로 빠르게 상승한 주가의 정당성을 6월 초 COMPUTEX 참관을 통해서 확인했다. 싸이클 산업으로 인식되는 것에서 벗어나야 하고 이익의 규모가 충분히 주가에 반영되어야 한다는 판단이다. 빠르게 상승했지만 아직 이익 규모를 충분히 반영하지 못한 현 시점에서 목표주가 4,000,000원을 제시한다. 12개월 예상 EPS 411,419원에 PER 10배를 적용한 수준이다. 안정적 성장 산업으로 인식되면 밸류에이션 상향도 충분히 가능하다고 판단한다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	66,193	97,147	337,951	493,652	644,355
영업이익	23,467	47,206	259,292	377,855	498,614
세전이익	23,885	50,466	304,502	422,246	545,288
지배주주순이익	19,789	42,919	237,457	331,022	427,364
EPS(원)	27,182	58,955	332,415	464,461	599,639
증가율(%)	-317.2	116.9	463.8	39.7	29.1
영업이익률(%)	35.5	48.6	76.7	76.5	77.4
순이익률(%)	29.9	44.2	70.3	67.1	66.4
ROE(%)	31.1	44.2	99.9	64.2	48.2
PER	6.4	11.0	8.0	5.7	4.4
PBR	1.7	3.9	5.3	2.8	1.7
EV/EBITDA	3.8	7.7	6.3	3.7	2.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## 26년 2분기, 예고된 사상 최대 규모 실적

매출액 증가는  
가격 상승이 주도

SK하이닉스의 26년 2분기 매출액은 26년 1분기 대비 50.2% 증가한 78조 9,680억원으로 전망한다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다. DRAM, NAND 모두 ASP를 이전 전망치 대비 상향 조정한 영향이다.

DRAM 매출액은 26년 1분기 대비 45.6% 증가할 것으로 예상한다. B/G는 +8%, ASP는 +32%로 추정한다. 1분기 높은 가격 상승률 대비 2분기 가격 상승폭은 낮아질 것으로 예상한다. 고정 가격 대비 상승폭이 낮은 것은 HBM 비중 영향이다.

NAND 매출액은 26년 1분기 대비 66.6% 증가할 것으로 예상한다. B/G는 +15%, ASP는 +45%로 추정한다. AI 수요 확대에 ASP를 이전 전망 대비 상향 조정하였다. eSSD 비중이 높아서 경쟁사 대비 가격 움직임은 제한적일 것으로 예상된다.

수익성 개선 구간

26년 2분기 영업이익은 26년 1분기 대비 62.3% 증가한 61조원으로 예상된다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다. DRAM 영업이익은 지난 분기 대비 51.2% 증가한 47,160억원으로 예상된다. 영업이익률은 전 분기 대비 3.0%p 상승한 80.0%로 추정한다. NAND 영업이익은 전 분기 대비 2배 이상 증가한 13,900억원으로 전망한다. 영업이익률은 전 분기 대비 16%p 높아진 71%로 예상된다.

표 1. SK하이닉스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)	2025				2026				2025	2026E	2027E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE				
매출액	DRAM	14,124	17,123	19,098	24,975	40,495	58,949	72,375	89,639	75,320	261,459	397,454
	NAND	3,176	4,670	5,053	7,546	11,745	19,572	21,529	22,248	20,445	75,093	94,771
	기타	339	438	298	306	336	447	304	312	1,381	1,399	1,427
	합계	17,639	22,232	24,449	32,827	52,576	78,968	94,208	112,199	97,147	337,951	493,652
영업이익	DRAM	7,380	9,589	11,459	16,850	31,181	47,159	57,900	71,711	45,278	207,952	317,426
	NAND	81	-210	-51	2,339	6,460	13,896	15,501	15,574	2,160	51,430	60,509
	기타	-20	-166	-26	-20	-30	-20	-20	-20	-232	-90	-80
	합계	7,441	9,213	11,383	19,170	37,611	61,035	73,381	87,265	47,206	259,292	377,855
영업이익률	DRAM	52.3%	56.0%	60.0%	67.5%	77.0%	80.0%	80.0%	80.0%	60.1%	79.5%	79.9%
	NAND	2.6%	-4.5%	-1.0%	31.0%	55.0%	71.0%	72.0%	70.0%	10.6%	68.5%	63.8%
	합계	42.2%	41.4%	46.6%	58.4%	71.5%	77.3%	77.9%	77.8%	48.6%	76.7%	76.5%
	EBITDA	10,786	12,667	14,943	22,728	41,336	64,937	77,340	91,179	61,136	274,792	399,967
세전이익	9,299	8,723	14,790	17,646	51,617	71,157	84,382	97,327	50,466	304,502	422,246	
순이익	8,108	6,996	12,598	15,240	40,347	55,502	65,818	75,915	42,948	237,597	331,195	

자료: SK하이닉스, IBK투자증권

표 2. SK하이닉스 실적 추정 변경 내용

(단위:십억원)	2026년 2분기 실적			2026년 연간 실적		
	신규 추정치	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	변화폭
DRAM	58,949	56,157	5.0%	261,459	234,069	11.7%
NAND	19,572	17,431	12.3%	75,093	60,418	24.3%
매출액	78,968	74,035	6.7%	337,951	295,896	14.2%
DRAM	47,159	46,610	1.2%	207,952	192,680	7.9%
NAND	13,896	10,459	32.9%	51,430	40,998	25.4%
영업이익	61,035	57,049	7.0%	259,292	233,598	11.0%
DRAM	80.0%	83.0%	-3.6%	79.5%	82.3%	-3.4%
NAND	71.0%	60.0%	18.3%	68.5%	67.9%	0.9%
영업이익률	77.3%	77.1%	0.3%	76.7%	78.9%	-2.8%

자료: IBK투자증권

표 3. SK하이닉스 실적 추정 주요 가정

(단위: 원)	2025				2026				2025	2026E	2027E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE				
원/달러	평균	1,453	1,401	1,387	1,460	1,467	1,498	1,510	1,518	1,425	1,498	1,450
	기말	1,474	1,355	1,405	1,470	1,516	1,515	1,515	1,520	1,470	1,520	1,450
DRAM	B/G	-7.4%	24.0%	7.5%	1.0%	-1.0%	8.0%	5.0%	10.0%	22.3%	20.9%	22.9%
	ASP	0.0%	1.4%	4.8%	23.0%	63.0%	32.0%	16.0%	12.0%	35.4%	187.2%	23.7%
NAND	B/G	-17.3%	72.0%	-6.0%	9.8%	-12.0%	15.0%	0.0%	3.0%	9.6%	14.6%	15.2%
	ASP	-20.0%	-7.0%	11.0%	30.0%	71.5%	45.0%	10.0%	0.0%	-3.6%	220.4%	9.6%

자료: IBK투자증권

표 4. SK하이닉스 주요 가정 변화

(단위: 원)	2026년 2분기			2026년 연간			
	신규 추정치	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	변화폭	
원/달러	평균	1,498	1,495	0.2%	1,498	1,476	1.5%
	기말	1,515	1,505	0.7%	1,520	1,450	4.8%
DRAM	B/G	8.0%	8.0%	-	20.9%	20.9%	-
	ASP	32.0%	26.0%	6.0%p	187.2%	181.1%	6.1%p
NAND	B/G	15.0%	15.0%	-	14.6%	14.6%	-
	ASP	45.0%	30.0%	15.0%p	220.4%	185.1%	35.3%p

자료: IBK투자증권

## 가능하기 힘든 시장 수요 규모

### 1. AI Chip 시장 규모는 예상보다 빠르게 성장한다.

추론 시장에서도 Computing은 핵심 자원

젠슨 황은 2025년 GTC에서 AI Chip 시장 규모를 \$0.5T로 전망했던 것을 2026년에는 \$1T이 넘을 것으로 상향 조정했다. 연산 관련된 Chip 수요가 예상보다 훨씬 더 빠르게 성장한다는 것을 방증하는 지표로 판단한다.

Agent AI는 Generative AI 대비 토큰 사용량이 10,000배

또 다른 내용은 AI 모델이 Agent로 진화하면서 토큰 소비량이 급격히 증가한다는 내용이다. ChatGPT에 비해서 Claude code는 토큰을 10,000배 더 필요로 한다. 그 중간 단계에 추론형 O1 Reasoning Model은 Chat GPT 대비 10배 더 사용하고, Claude code는 O1 reasoning model 대비 100배 더 많이 사용하고 있기 때문이다.

하루에 개인이 생성하는 토큰은 약 5,000개, 대기업은 80억 개

Qualcomm도 비슷한 전망을 하고 있다. 일반 사용자는 하루 약 5,000개 토큰, power user는 하루 최대 2.5만 개 토큰을 생성하고, 대기업은 이미 하루 약 80억 개 토큰을 생성하고 있으며, 이는 단순 채팅이 아니라 실제 업무 프로세스를 수행하는 Agent 활동에 가까운 수준이다. AI가 실험 단계를 지나 기업 업무를 조용히 구동하는 실제 인프라가 되고 있음을 의미한다.

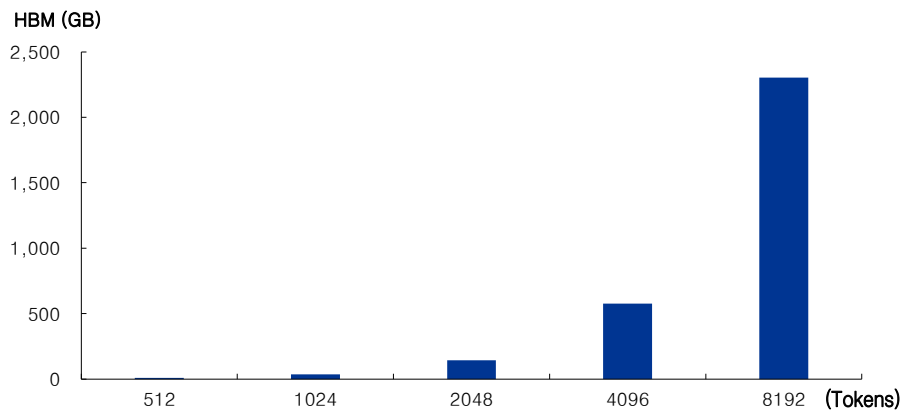
10초간 전세계 수요는 317억 개

2026년 현재 전 세계 10초 내 토큰 수요 약 317억 개, 2030년은 추정이 가능할 지 모르겠지만 401경 4,810조 개로 증가할 것으로 보고 있다.

토큰이 2배 증가하면, 메모리는 4배 필요

지난 25년 10월 23일에 발간한 “AI는 메모리 먹는 하마” 보고서에서 언급한 토큰이 2배 증가하면 메모리는 4배 증가한다는 점을 고려하면 필요한 메모리 역시 엄청난 속도로 빠르게 증가하는 중이다.

그림 1. 토큰이 2배 증가하면 HBM 소요량은 4배 증가



자료: OMDIA, IBK투자증권

## 2. 데이터센터: Agent AI가 CPU 수요를 재부각

CPU 필요성 재부각:  
Agent AI는 CPU GPU  
사용 비율이 반반

기존 LLM inference는 GPU-heavy 구조였지만, Agent AI는 도구 사용, 파일 읽기·쓰기, linting(코드에서 문법적 오류, 스타일 문제, 잠재적 버그를 자동으로 찾아주는 검사 과정), web fetch, compile, unit test 등 CPU 중심 작업이 증가하게 된다.

COMPUTEX 2026에서 진행된 Intel의 시연 기준 기존 Inference는 GPU:CPU 비중이 약 7:1에 가까웠지만, Agentic pipeline 에서는 CPU와 GPU 비중이 거의 동등하거나 CPU-heavy로 전환되었다.

Intel은 Xeon 6 Plus를  
Agent AI를 위한  
솔루션으로 제시

Intel은 x86이 약 50년간 데이터센터를 구동해온 범용 컴퓨팅 아키텍처이며, 2030년까지 설치 서버 10대 중 8대가 x86 기반일 것으로 전망한다. Xeon 6 Plus를 COMPUTEX 2026에서 공식 출시했다. 288개 E-core, 576MB L3 cache, Intel 18A 기반 고밀도·고효율 CPU로 소개했다. Xeon 6 Plus는 32U rack 기준 36,000개 이상 코어, 최대 15만개 Agent 구동 가능성을 제시했다.

Xeon 6 Plus 최대 3TB  
DRAM 지원

Xeon 6 Plus 1개 소켓은 DRAM 12채널 지원이 가능하고 적용 메모리는 64GB / 128GB / 256GB 모두 적용할 수 있다. 각각 사용되는 메모리 용량은 768GB / 1.5TB / 3TB이다. 이전 세대 제품 보다 50% 증가했다.

### 3. KV Cache 확보를 위해서 NAND가 필요하다

Agent AI에서  
NAND 비중 증가

Agent AI가 빠르게 확산되면서 SSD 역할이 커지고 있다. HBM, DRAM 만큼은 아니지만 이제는 충분히 AI 연산에 도움이 되면서 Cold data에서 Warm Data로 이동 중이다.

질문 토큰 25개  
대답에 사용된 토큰  
42,025개

Solidigm은 16개 단어, 25개 토큰 수준의 단순 질문(ex. Tell me about the top 5 seafood restaurants I should try when I'm in Taipei)도 실제 처리 과정에서는 42,025 토큰이 발생하고 이는 13.1GB KV Cache 용량을 차지한다고 설명했다. 메모리 수요가 급격히 증가하는 이유이다.

Agent AI는  
메모리 계층 재편

Agent AI로 발전하면서 AI memory / storage hierarchy가 재편되고 있다. AI 인프라는 GPU HBM, Host DRAM, Local SSD, KV Cache Tier, Shared Storage로 이어지는 계층 구조로 Solidigm은 분류하고 있다.

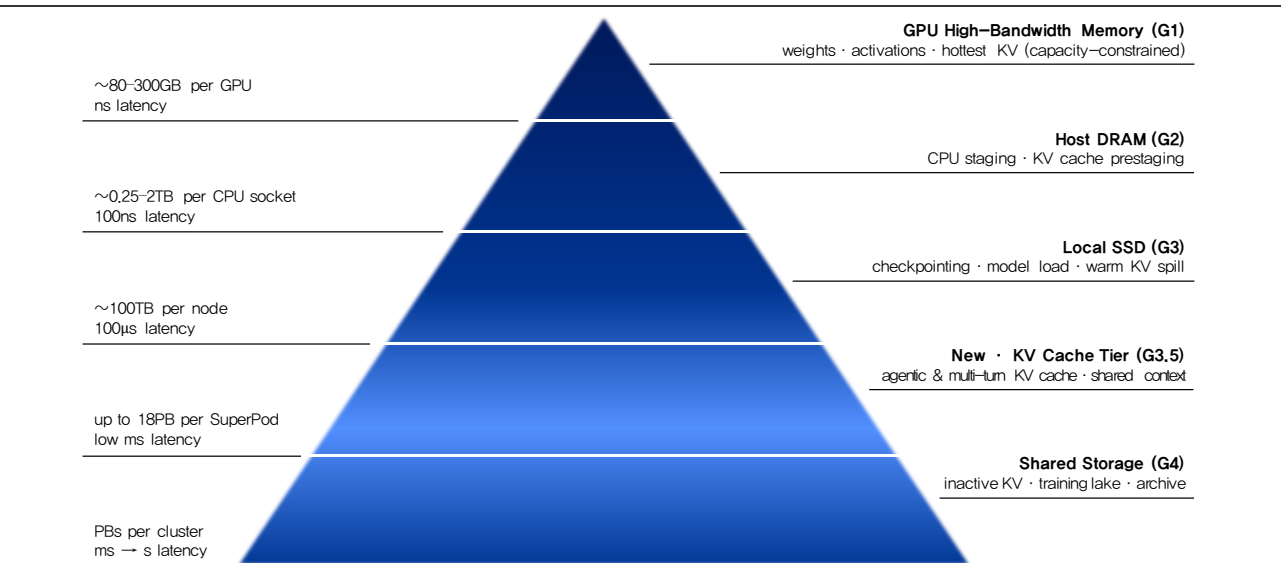
Solidigm은 G1에서 G4로  
온도차이 구분

GPU HBM은 G1으로 weights, activations, 가장 뜨거운 KV Cache를 담당하고, Host DRAM은 G2로 CPU staging과 KV Cache prestaging을 담당하고, Local SSD는 G3인데 checkpointing, model load, warm KV spill에 사용되며, 새롭게 부상하는 KV Cache Tier는 3.5G로 구분하고 agentic·multi-turn KV Cache와 shared context를 처리한다. NVIDIA의 Blue-Field4 STX를 의미한다. Shared Storage는 G4이고 inactive KV, training lake, archive 등 장기 보관 데이터 역할을 담당한다. G3 이후는 NAND가 담당한다.

KIOXIA는 NAND 중심  
서버 2개 추가

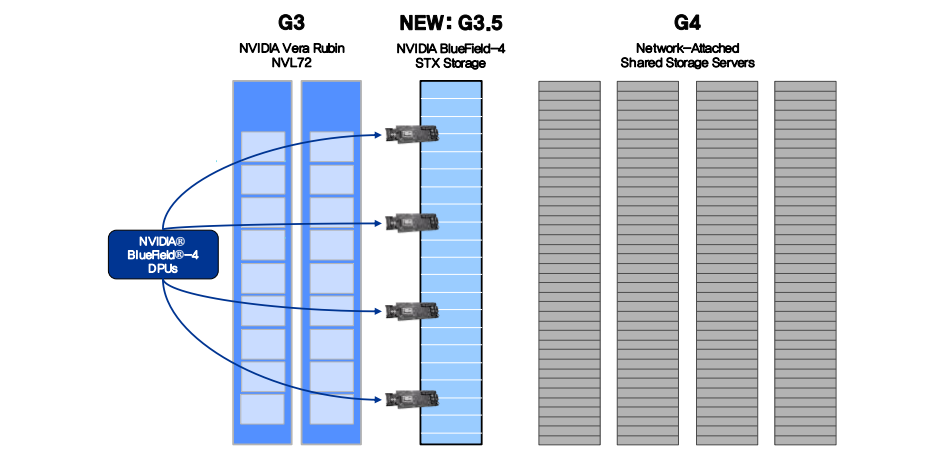
KIOXIA는 Inference AI와 Agent AI용 서버를 구분하면서 NAND 소요량이 급격히 증가할 것으로 전망하고 있다. Context Memroy Server와 GPU Direct Storage Server가 추가될 것으로 전망한다.

그림 2. Storage Hierarchy



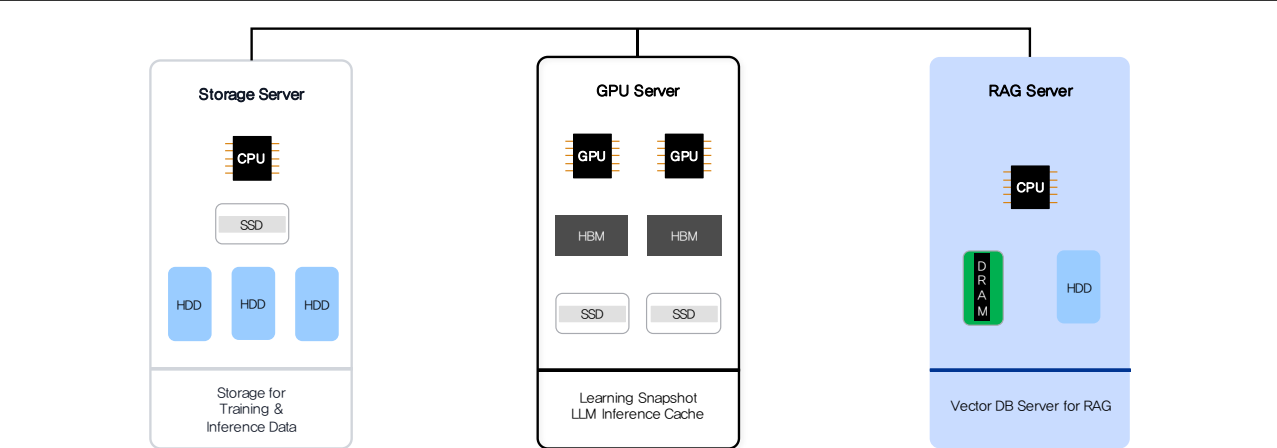
자료: Solidigm, IBK투자증권

그림 3. Storage Hierarchy: 3.5G는 NVIDIA BlueField 4 STX



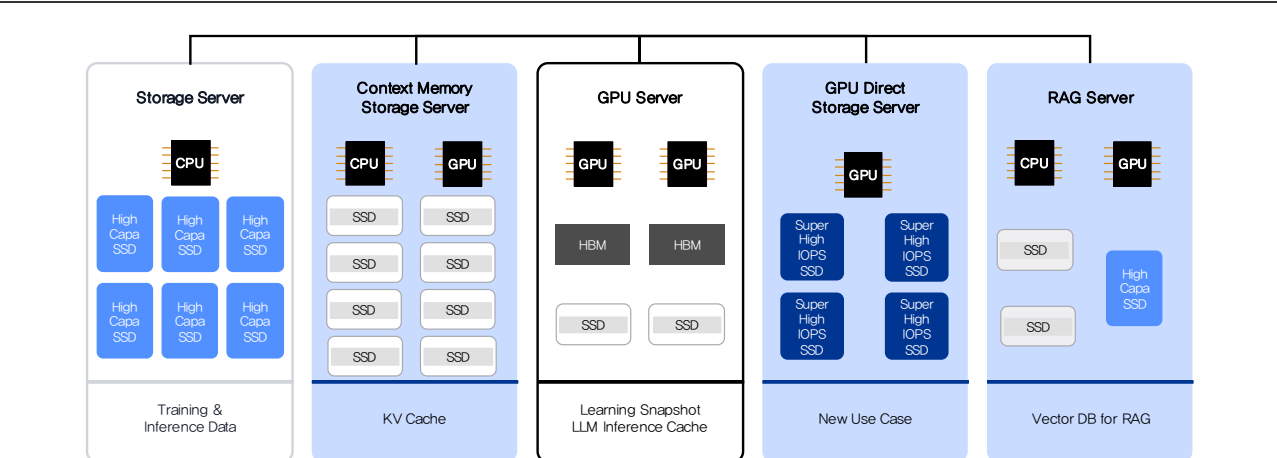
자료: Solidigm, IBK투자증권

그림 4. Inference AI Server System – 2025



자료: KIOXIA, IBK투자증권

그림 5. Agent AI Server System – 미래



자료: KIOXIA, IBK투자증권

## HBM4는 예상보다 늦어졌다.

### 1. 2026 HBM 시장 규모는 이전 전망 대비 축소

2026년 HBM 시장 규모는  
이전 전망 대비 감소한  
341억 Gb

2026년 초에는 HBM 시장 규모가 371억 Gb에 이를 것으로 전망했으나 NVIDIA의 Rubin 출시 지연으로 341억 Gb 수준으로 하향 조정되었다. HBM4 물량이 130억 Gb에서 106억 Gb으로 하향 조정된 영향이다.

HBM4 물량 감소로  
수익성 변동은  
제한적일 것

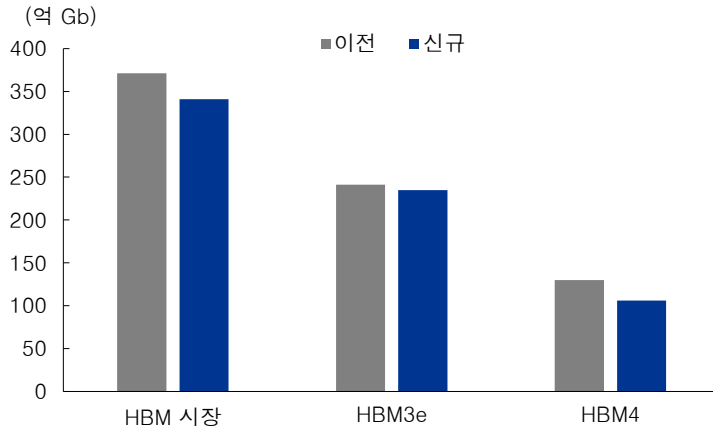
HBM4 물량 본격화는 26년 3분기부터 본격화될 것으로 예상된다. HBM4 초기 수익성이 HBM3e 대비 낮을 것으로 추정해서 26년 3분기부터 DRAM 영업이익률에 영향을 미칠 것으로 예상했으나, HBM4 비중이 예상보다 낮아지며 DRAM 영업이익률에 미치는 영향은 제한적일 것으로 전망한다.

2025년에 계약한 HBM4 가격이 원가 상승분을 충분히 반영하지 못했다는 분석도 있지만, Cube(HBM 12Hi) 기준으로 계산된 가격이기 때문에 Wafer die 기준으로는 수익성에 큰 차이가 없을 것으로 보는 것이 맞다.

26년 SK하이닉스 HBM은  
200억 Gb으로 전망

2026년 SK하이닉스 HBM 출하는 약 200억 Gb 수준으로 예상하고, HBM4는 60억 Gb으로 전망한다.

그림 6. 2026 HBM 시장 전망



자료: OMDIA, IBK투자증권

### 2. 진행 중인 HBM4 가격 협상은 2027년 제품

2027년 HBM4 가격은  
2026년 대비 대폭  
상승할 것

최근 언급되는 HBM4 가격은 2027년 물량에 대한 것이다. 가격 상승폭은 메이커별로 차별화가 큰 것으로 보이고 있지만 아직 확정된 수준은 아닌 것으로 판단한다. 다만, DRAM 수익성 급등에 따른 HBM4 가격 상향에 대한 논의를 반영한 수준에서 가격이 결정될 것으로 보고 있고, 그 수준은 2026년 가격 대비 큰 폭의 상승을 반영할 것으로 예상된다.

### 막혀 있는 밸류에이션 : 아직도 싸이클 타령?

인색한 밸류에이션

SK하이닉스 주가는 2026년 예상 EPS 기준으로 PER 8배 수준이다. AI 관련 소부장 업체들의 밸류에이션과 비교해도 터무니 없이 낮은 수준이다. AI 투자 확대로 실적 개선 기대감이 주가에 반영되는 것이 당연하지만 SK하이닉스는 시장 평균 밸류에이션에도 미치지 못하는 수준이다.

싸이클 산업이라는 고정 관념

이유는 두 가지라고 판단한다. 첫 번째는 여전히 싸이클 산업으로 인식해서 저PER에 팔고 고PER에 사야 한다는 논리이다. 그럼에도 불구하고 공급이 부족해서 2027년까지는 가격이 상승하고, 이익이 증가할 것에 대해서는 공감하고 있다. DRAM이 여전히 싸이클 산업이고, 2027년이 고점이라고 가정한다면 매도를 고민해야 할 시점은 2027년이라고 판단한다.

장기 성장의 초기 국면. 성장 산업으로 봐야 한다

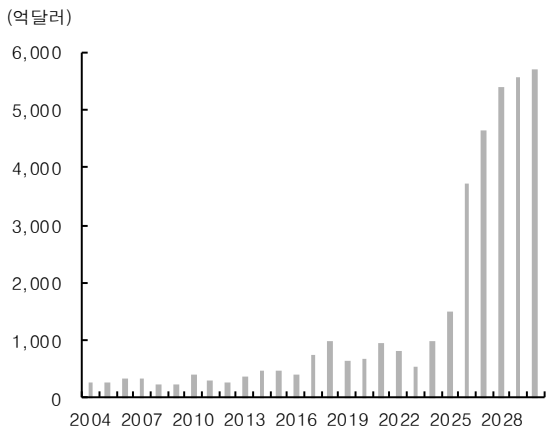
다만, 그렇다고 보기에는 시장 성장 속도와 시장의 규모는 예전 싸이클을 논하던 시기와 너무 다른 차원이다. 최근 저점이었던 2023년 시장 규모는 527억달러였다. 매년 성장해서 2026년은 3,722억달러로 예상하고, 2030년에는 5,710달러에 이를 것으로 전망하고 있다. 7년 동안 10배 성장할 것으로 기대되는 산업을 싸이클 산업으로 보고 지금의 밸류에이션을 정당화하는 것은 어불성설이라 판단한다.

표 5. 주요 소부장 업체 Valuation Table

기업명	시가총액 (십억원)	12m fwd P/E			12m fwd P/B			12m fwd EV/EBITDA		
		24	25	현재	24	25	현재	24	25	현재
SK하이닉스	1,824,518	4.9	7.5	6.9	1.3	2.6	3.7	2.6	4.6	4.6
한미반도체	23,494	20.4	30.4	54.6	7.3	11.7	20.1	17.2	23.4	49.5
주성엔지니어링	11,248	11.0	13.7	117.2	1.8	1.8	15.5	6.5	8.3	72.2
원익IPS	8,128	15.7	26.0	40.3	1.2	3.1	6.5	7.1	15.9	29.6
대덕전자	7,630	12.5	18.9	33.4	0.9	2.4	6.6	2.8	8.2	18.8
리노공업	6,227	26.2	26.9	29.9	4.3	5.5	6.8	17.9	18.5	22.4
피에스케이	6,126	6.1	11.6	35.8	0.9	1.7	8.1	2.3	6.2	25.2
심텍	5,893	23.4	16.6	33.1	0.8	3.3	7.2	5.4	9.8	19.3
이오테크닉스	5,359	19.6	32.8	39.1	2.5	4.6	6.4	14.7	23.1	33.7

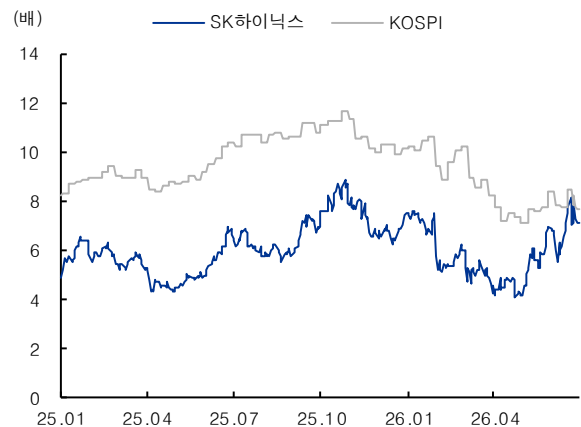
자료: 에프앤가이드, QuantiWise, IBK투자증권  
 주: 2026.07.01 종가 기준

그림 7. 세계 DRAM 매출액 추이 및 전망



자료: OMDIA, IBK투자증권

그림 8. SK하이닉스 12m P/E



자료: 에프앤가이드, QuantiWise, IBK투자증권

기관, 외국 매도가  
발목을 잡고 있다

두 번째 이유는 수급이라고 판단한다. 2026년 1월부터 투자 주체별 매매 동향을 보면 주체별 매매형태는 일정하다. 가장 많이 매수한 주체는 개인투자자, 그 다음이 금융투자이다. 금융투자는 ETF로 추정한다. 기관 투자자는 매도, 외국인이 가장 많은 양을 매도하고 있는 상황이다.

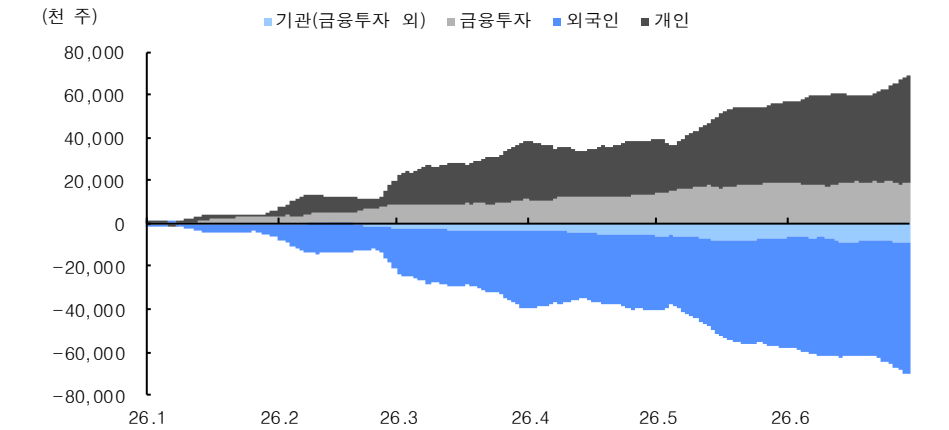
기관 매도는 법에서 정한  
투자 비중 영향

주가가 오르면 오를수록 기관과 외국인은 매도량이 증가하는 기이한 구조이다. 이유는 투자 상한선을 맞추기 위한 자구책이다. 국내 기관 투자자는 SK하이닉스 투자 상한이 매월 정해진다. 주가가 올라서 포트폴리오 내 SK하이닉스 비중이 규제 한도를 초과하면 매도해서 비중을 맞춰야 한다. 원하는 만큼 살 수도 없고, 원하는 기간 동안 보유할 수도 없는 구조이다. 상승장에 기관투자자의 역할은 수동적일 수 밖에 없는 구조이다. 이렇다보니 주변 주식으로 수요가 쏠리는 기현상이 벌어지고 있는 상황이다.

외국인 투자자는 너무  
높아진 한국 비중 축소

외국인 투자자들도 지역별 비중을 일정 수준으로 조정해야 한다. 2026년 1월부터 2026년 6월 30일까지 SK하이닉스 주가는 4배 상승했다. 전 세계 어디에도 이 정도 수익률을 보인 주식시장이 없다. 비중 조정을 위해서 매도는 동반될 수 밖에 없는 구조이다.

그림 9. SK하이닉스 수급 동향



자료: 에프앤가이드 QuantWise, IBK투자증권

### ADR은 밸류에이션 상향의 변수가 될 것

26년 7월 10일부터  
ADR 거래 개시

SK하이닉스는 2026년 7월 10일부터 미국 나스닥 시장에서 ADR 거래가 시작된다. ADR 발행 이유를 주주환원을 목적으로 한다고 이전 보고서에서 언급한 바 있다. 진정한 주주 환원이 되려면 우선 ADR에 적용되는 밸류에이션이 한국 주식시장의 SK하이닉스보다 높아야 한다. 그리고 SK하이닉스 주가가 ADR의 밸류에이션과 동일해져야 진정한 주주환원이라 볼 수 있다.

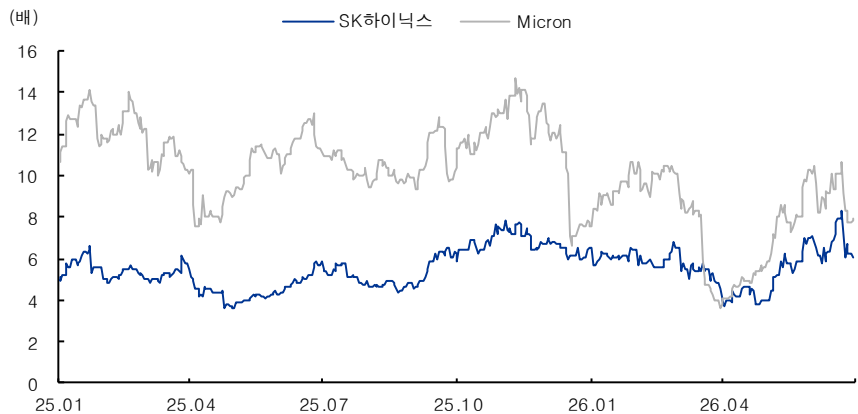
TSMC는 SK하이닉스와는  
다른 사례

아직 ADR 가격은 결정되기 전이고, 한국 주식시장의 SK하이닉스가 ADR 밸류에이션과 동일할 것이라는 원칙도 없는 상황이다. TSMC는 대만 주식시장에 상장되어 있고, 미국 나스닥에 ADR이 상장해 있다. 밸류에이션에서 큰 차이를 보이지는 않는다. 미국 내 동일한 사업을 하는 경쟁사도 없기 때문에 SK하이닉스에 적용하기에는 어려움이 있다.

경쟁사 밸류에이션을  
추종할 것으로 기대

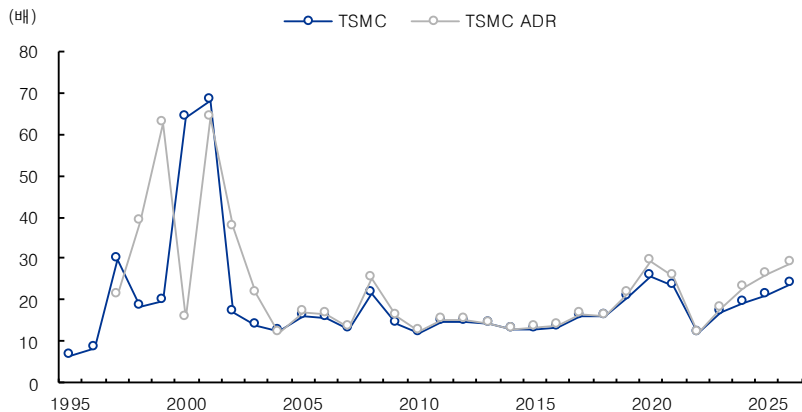
SK하이닉스는 Micron이라는 동일한 사업을 영위하는 업체가 받는 밸류에이션과 직접 비교할 수 있기 때문에 ADR이 국내 주식보다는 높은 밸류에이션을 받을 수 있을 것으로 기대한다.

그림 10. SK하이닉스와 Micron P/E 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 11. TSMC 및 TSMC ADR 12m fwd P/E 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

주: TSMC의 1995~2005년 PER은 당해년도 말 주가를 익년도 EPS로 나눈 값

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 4,000,000원으로 상향

**여유 있는 주가 수준**

SK하이닉스에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 2026년에도 AI 서버 중심으로 메모리 시장은 성장할 것으로 기대하고, 실적 대비 주가는 저평가 국면에 있다고 판단하기 때문이다.

목표주가는 1,800,000원에서 4,000,000원으로 122% 상향 조정한다. 12개월 예상 EPS 411,454원에 PER 10배를 적용한 수준이다. AI 서버 수요 확산에 대한 기대감은 여전히 유효하고, 메모리 전반에 대한 수요 확장 국면에 진입한 것에 비해서 공급 부족 상황은 상당 기간 지속될 것으로 예상된다. 아직도 AI 투자는 초기 국면에 있는 것으로 판단한다.

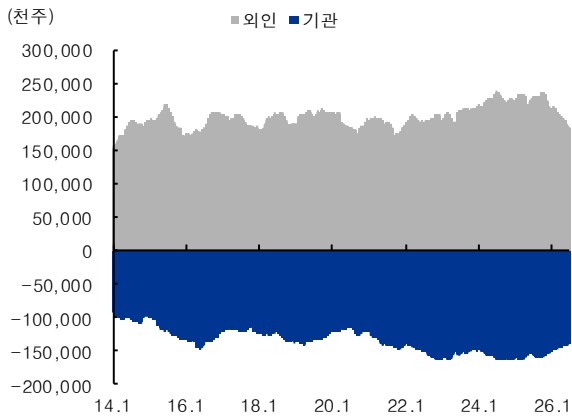
**NAND는 아직 시작도 안했다**

Memory가 Full Stack 구조로 전환함에 따라 HBM에서 DRAM으로 수요가 확대된 이후 NAND 수요의 폭발적 성장 시점이 도래할 것을 고려하면 아직 메모리 시장 성장 여력은 충분한 것으로 판단한다. Agent AI 확산 이후 KV Cache 메모리 확보도 치열하게 진행될 것으로 전망한다.

**메모리는 AI 서버의 시스템**

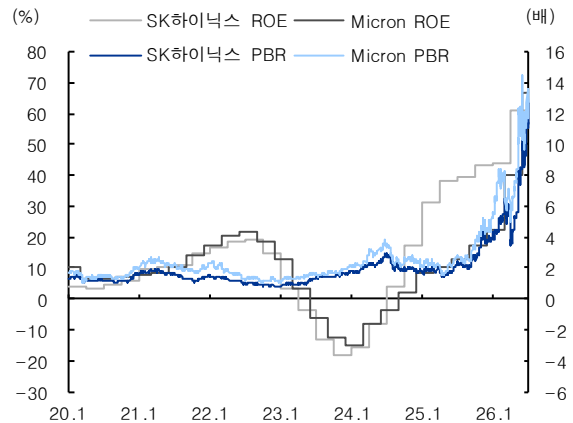
메모리를 단순한 부품보다는 AI 시스템 구성의 핵심 요소로 이해하는 것이 현재 메모리 수요의 구조를 이해하는 핵심이라 판단한다. SRAM, HBM, DRAM, NAND로 이어지는 Full Stack Memory가 AI 메모리의 완전체로 이해하고 향후 HBM 대비 부족한 DRAM, NAND 수요가 가파르게 증가할 것으로 이해해야 한다.

그림 12. SK하이닉스 투자자별 순매수 추이(2010년부터 누계)



자료: 에프앤가이드, QuantiWise, IBK투자증권

그림 13. SK하이닉스 마이크론 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권

SK하이닉스 (000660)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	66,193	97,147	337,951	493,652	644,355
증가율(%)	102.0	46.8	247.9	46.1	30.5
매출원가	34,365	38,456	56,653	107,804	141,738
매출총이익	31,828	58,691	281,298	385,848	502,618
매출총이익률 (%)	48.1	60.4	83.2	78.2	78.0
판매비	8,361	11,484	22,006	7,993	4,003
판매비율(%)	12.6	11.8	6.5	1.6	0.6
영업이익	23,467	47,206	259,292	377,855	498,614
증가율(%)	-403.6	101.2	449.3	45.7	32.0
영업이익률(%)	35.5	48.6	76.7	76.5	77.4
순금융손익	-853	3,868	1,302	6,482	14,756
이자손익	-1,000	-429	1,155	6,597	14,846
기타	147	4297	147	-115	-90
기타영업외손익	1,309	-45	43,861	37,890	31,898
중속/관계기업손익	-38	-565	47	19	19
세전이익	23,885	50,466	304,502	422,246	545,288
법인세	4,088	7,518	66,905	91,052	117,689
법인세율	17.1	14.9	22.0	21.6	21.6
계속사업이익	19,797	42,948	237,597	331,195	427,598
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	19,797	42,948	237,597	331,195	427,598
증가율(%)	-316.7	116.9	453.2	39.4	29.1
당기순이익률 (%)	29.9	44.2	70.3	67.1	66.4
지배주주당기순이익	19,789	42,919	237,457	331,022	427,364
기타포괄이익	1,248	69	0	0	0
총포괄이익	21,044	43,017	237,597	331,195	427,598
EBITDA	36,049	61,136	274,792	399,967	528,208
증가율(%)	506.5	69.6	349.5	45.6	32.1
EBITDA마진율(%)	54.5	62.9	81.3	81.0	82.0

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	27,182	58,955	332,415	464,461	599,639
BPS	101,515	165,544	498,138	948,971	1,538,190
DPS	2,204	3,000	11,125	8,000	8,000
밸류에이션(배)					
PER	6.4	11.0	8.0	5.7	4.4
PBR	1.7	3.9	5.3	2.8	1.7
EV/EBITDA	3.8	7.7	6.3	3.7	2.1
성장성지표(%)					
매출증가율	102.0	46.8	247.9	46.1	30.5
EPS증가율	-317.2	116.9	463.8	39.7	29.1
수익성지표(%)					
배당수익률	1.3	0.5	1.3	0.9	0.9
ROE	31.1	44.2	99.9	64.2	48.2
ROA	18.0	29.0	80.1	57.2	44.9
ROIC	28.4	54.0	188.4	170.4	164.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	62.2	45.9	17.4	9.4	6.2
순차입금 비율(%)	15.3	-4.5	-45.9	-63.0	-70.5
이자보상배율(배)	17.4	51.1	314.4	489.0	705.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.7	6.2	8.4	7.0	6.9
재고자산회전율	4.9	7.0	18.4	19.7	19.6
총자산회전율	0.6	0.7	1.1	0.9	0.7

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	42,279	69,458	278,000	561,848	946,602
현금및현금성자산	11,205	14,924	170,503	431,487	775,287
유가증권	2,382	14,680	15,276	15,896	16,541
매출채권	13,019	18,199	62,203	79,047	108,768
재고자산	13,314	14,289	22,440	27,666	38,069
비유동자산	77,576	106,650	139,206	178,873	218,469
유형자산	60,157	77,503	108,160	144,719	180,954
무형자산	4,019	4,049	5,149	6,278	7,249
투자자산	6,522	17,172	17,238	17,351	17,473
자산총계	119,855	176,108	417,206	740,721	1,165,071
유동부채	24,965	37,379	41,609	42,922	44,776
매입채무및기타채무	2,277	2,848	6,148	7,580	10,430
단기차입금	1,283	2,396	2,210	1,954	1,676
유동성장기부채	3,969	5,766	5,266	4,266	2,366
비유동부채	20,974	18,062	20,282	21,001	23,327
사채	12,409	11,206	11,206	11,206	11,206
장기차입금	5,022	2,880	1,880	1,380	1,280
부채총계	45,940	55,441	61,891	63,923	68,103
지배주주지분	73,903	120,516	355,024	676,334	1,096,271
자본금	3,658	3,658	3,581	3,581	3,581
자본잉여금	4,487	8,954	8,954	8,954	8,954
자본조정등	-2,192	-1,349	-1,349	-1,349	-1,349
기타포괄이익누계액	2,532	2,677	2,677	2,677	2,677
이익잉여금	65,418	106,577	341,161	662,471	1,082,408
비지배주주지분	12	151	291	463	697
자본총계	73,916	120,667	355,315	676,797	1,096,968
비이자부채	21076	31230	39366	43154	49613
총차입금	24,864	24,211	22,525	20,769	18,490
순차입금	11,277	-5,393	-163,254	-426,614	-773,338

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	29,796	53,373	163,492	295,962	390,258
당기순이익	19,797	42,948	237,597	331,195	427,598
비현금성 비용 및 수익	17,054	18,838	-29,710	-22,279	-17,079
유형자산감가상각비	11,985	13,099	15,000	21,441	28,765
무형자산상각비	596	831	500	671	829
운전자본변동	-5,600	-2,881	-45,550	-19,550	-35,107
매출채권의 감소	-5,098	-5,584	-44,004	-16,844	-29,721
재고자산의 감소	167	-1,059	-8,150	-5,227	-10,402
매입채무등의 증가	275	864	3,299	1,432	2,850
기타 영업현금흐름	-1455	-5532	1155	6596	14846
투자활동 현금흐름	-18,005	-48,054	-48,855	-62,561	-70,011
유형자산의 증가(CAPEX)	-15,946	-27,519	-45,657	-58,000	-65,000
유형자산의 감소	47	145	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-697	-1,058	-1,600	-1,800	-1,800
투자자산의 감소(증가)	-113	-983	-66	-113	-122
기타	-1296	-18639	-1532	-2648	-3089
재무활동 현금흐름	-8,704	-1,445	40,942	27,583	23,552
차입금의 증가(감소)	-7,376	768	-1,000	-500	-100
자본의 증가	0	0	-77	0	0
기타	-1328	-2213	42019	28083	23652
기타 및 조정	531	-155	0	1	0
현금의 증가	3,618	3,719	155,579	260,985	343,799
기초현금	7,587	11,205	14,924	170,503	431,487
기말현금	11,205	14,924	170,503	431,487	775,287

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

**투자 의견 안내 (투자기간 12개월)**

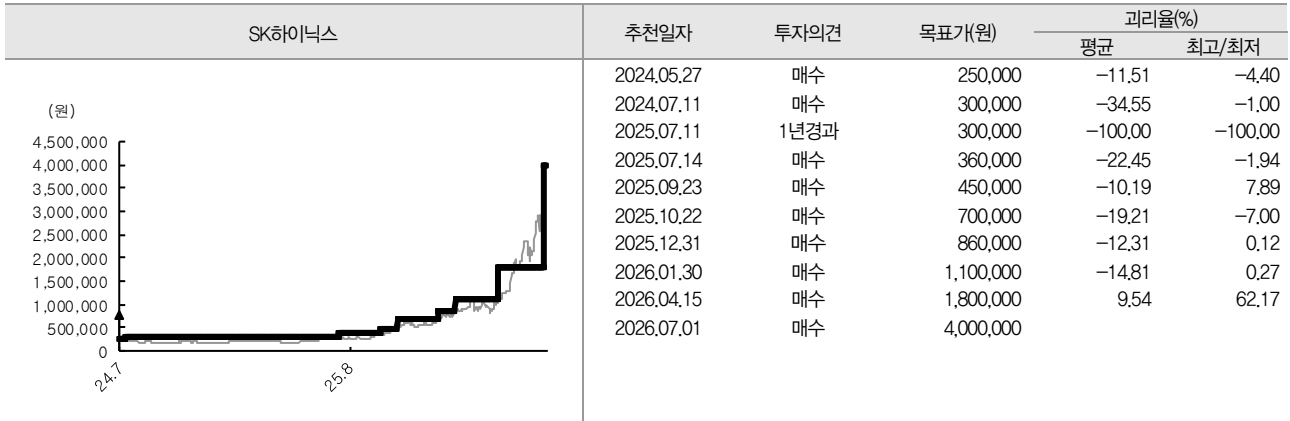
종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

**투자등급 통계 (2025.07.01~2026.06.30)**

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	143	95.3
Trading Buy (중립)	6	4
중립	1	0.7
매도	0	0

**최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이**

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경





## IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

### 투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com

### 기간산업분석부

이동욱	연구위원	에너지/소재	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com

### 혁신기업분석부

김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6915-5464	ckjins@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com

### 코스닥리서치센터

이건재	연구위원	코스닥 리서치	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
조은애	연구위원	코스닥 리서치	6915-5689	goodkid@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이/미드·스몰캡	6915-5473	kmg@ibks.com
김혜빈	연구원	로봇	6915-5669	hyebhinkim@ibks.com
유창근	연구원	헬스케어	6915-5686	ucck0726@ibks.com
유창근	연구원	코스닥 리서치	6915-5655	changsic12@ibks.com

# 신뢰를 바탕으로 함께 성장 하는 IBK투자증권



IBK기업은행 금융그룹

서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11  
대표번호 02-6915-5000  
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

IBKS Family Office	02) 536-4070	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030		