

SK하이닉스 (000660)

Analyst 노근창 greg@hmsec.com
RA 윤가영 1800694@hmsec.com

변화된 공급구조에 주목 / Blended는 Premium이 견인

BUY

TP 3,300,000원

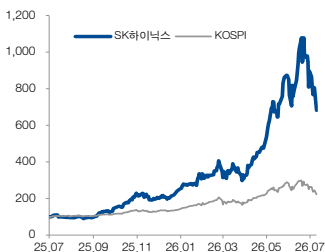
현재주가 (7/13)	1,845,000원
상승여력	78.9%
시가총액	1,314,936십억원
발행주식수	730,492천주
자본금/액면가	3,747십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	2,919,000원/245,000원
일평균 거래대금 (60일)	11,449십억원
외국인 지분율	49.87%
주요주주 지분율	
에스케이스퀘어외8인	20.50%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-14.2	77.4	150.0
상대주가(%p)	2.4	51.4	72.3

* K-FRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	335,070	418,390	3,300,000
After	325,557	448,377	3,300,000
Consensus	318,735	444,359	3,547,917
Cons. 차이	2.1%	0.9%	-7.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

-SK하이닉스에 대해 6개월 목표주가 3,300,000원 (26년과 27년 평균 BPS에 P/B 3배 적용, 27년 EPS에 P/E 10배 적용한 Valuation의 산술 평균치)에 투자 의견 매수 유지. 동사의 2분기 매출액과 영업이익은 DRAM Bit Growth가 기존 예상치를 하회할 것으로 예상됨에 따라 기존 전망대비 각각 3.1%, 1.6% 하회하는 87.6조원과 62.4조원을 기록할 것으로 예상. 동사는 1분기부터 성과급 총당금을 반영하고 있음에도 불구하고 시장 Consensus는 동 부분을 충분히 반영하고 있지 않는 것으로 보임. 또한, 동사도 5년 장기 계약을 원하는 고객 수가 증가하면서 CSP향 ASP 상승 폭은 TrendForce 등 시장 조사 기관의 가격 예상치를 하회할 것으로 보임. 다만, 이와 같은 가격 상승 폭 둔화는 주가에는 단기적으로 모멘텀 둔화로 작용할 수 있지만 가격 상승 폭 둔화가 1년 내에 제품 가격 하락으로 연결되는 과거의 패턴은 반복되지 않을 것으로 보임. 무엇보다도 현재 맺고 있는 장기 계약은 현재 가격보다는 높은 수준에서 계약되고 있으며, 일정 부분 이행 관련 조항을 강화하고 있다는 점에서 실적의 가시성도 충분히 높음. 여기에 B2C 고객의 경우 CSP와는 달리 시장가격 변화에 따라 계약을 할 것으로 예상

투자포인트 및 결론

-2017~2018년 Cloud Cycle과 현재 AI Cycle은 근본적으로 공급 구조가 다르다는 특성을 가지고 있음. Cloud Cycle은 Memory 업체들이 CSP와 직접 계약하는 형태인 것에 반해 AI Cycle에서는 HBM과 SOCAMM의 경우 NVIDIA 등을 통해 납품하고 있음. 메모리 반도체 업체들이 CSP와 직접 계약하는 비중이 과거 대비 낮아지고 있다는 점은 긍정적임. 호실적에도 불구하고 메모리 반도체 가격 급등에 따른 고객들의 애로가 크다는 점에서 최근의 CSP와의 LTA 증가와 HBM/SOCAMM처럼 맞춤 제품 비중 상승은 시장의 우려를 완화시키는 요인이 될 것으로 예상. 다만 근본적으로는 HBM4/HBM4e/LPDDR6/3DS DIMM/PCIe Gen7 등 Premium 제품 비중확대를 통한 Blended ASP 상승에 집중하는 것이 유효할 것으로 보임

주거전망 및 Valuation

-향후 3년간 급증할 이익잉여금 규모를 감안할 때 2027년 기준 P/B 2배 수준인 200만원 아래에서의 하방 경직성은 유지될 전망

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	66,193	23,467	19,789	36,049	27,182	흑전	6.4	1.7	3.8	31.1	1.3
2025	97,147	47,206	42,919	61,136	58,955	116.9	11.0	3.9	7.6	44.2	0.5
2026F	365,135	260,947	235,256	284,447	325,557	452.2	6.7	4.0	4.6	90.9	0.2
2027F	571,060	380,271	327,536	411,323	448,377	37.7	4.9	2.2	2.4	58.5	0.2
2028F	779,987	439,060	383,695	475,523	525,255	17.1	4.2	1.4	1.3	42.1	0.2

* K-FRS 연결 기준

〈표1〉 실적 추정 변경 사항

(십억원)

		변경 후						변경 전					
		1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F	2027F	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F	2027F
DRAM	Bit Growth	0.1%	8.1%	7.2%	-1.2%	22.3%	22.3%	0.1%	9.4%	6.8%	-1.3%	23.1%	23.1%
	ASP변화(QoQ)	65.5%	32.5%	19.9%	9.1%	184.6%	184.6%	65.5%	38.8%	20.5%	9.0%	196.9%	196.9%
NAND	Bit Growth	-10.0%	18.0%	7.0%	-5.0%	22.4%	22.4%	-10.0%	15.0%	7.0%	-5.0%	19.9%	19.9%
	ASP변화(QoQ)	75.0%	65.0%	18.0%	10.0%	317.6%	317.6%	75.0%	65.0%	20.0%	10.0%	321.0%	321.0%
매출액		52,576	87,631	109,573	115,356	365,135	571,793	52,576	90,453	113,793	119,768	376,590	489,444
영업이익		37,610	62,427	78,211	82,699	260,947	380,271	37,610	63,420	80,447	84,667	266,145	345,283
영업이익률		71.5%	71.2%	71.4%	71.7%	71.5%	66.5%	71.5%	70.1%	70.7%	70.7%	70.7%	70.5%
세전이익		51,617	65,688	82,901	87,235	287,441	398,864	51,617	66,681	85,058	89,047	292,404	362,862
지배주주 순이익		40,330	54,156	68,818	71,952	235,256	327,536	40,330	54,975	70,609	73,446	239,360	298,188

자료: SK하이닉스, 현대차증권, Solidigm 포함

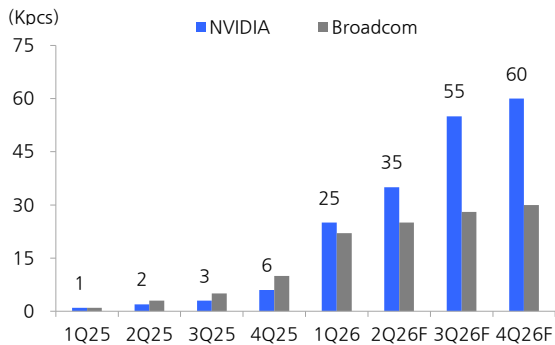
〈표2〉 분기별 실적 전망

(십억원)

	2025	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2027F
매출액 (A+B+C)	97,147	52,576	87,631	109,573	115,356	365,135	117,142	135,060	153,680	165,178	571,060
영업이익	47,206	37,610	62,427	78,211	82,699	260,947	85,157	92,852	97,365	104,898	380,271
영업이익률	48.6%	71.5%	71.2%	71.4%	71.7%	71.5%	72.7%	68.7%	63.4%	63.5%	66.6%
EBITDA	61,114	41,339	68,583	84,649	89,876	284,447	92,440	100,297	105,112	113,473	411,323
EBITDA Margin	62.9%	78.6%	78.3%	77.3%	77.9%	77.9%	78.9%	74.3%	68.4%	68.7%	72.0%
DRAM 부문											
매출액 (A)	74,719	41,010	59,804	75,226	79,965	256,005	83,031	95,105	106,046	115,638	399,821
Bit Growth (QoQ, YoY)	23.9%	0.1%	8.1%	7.2%	-1.2%	22.3%	1.3%	8.5%	7.4%	2.0%	17.4%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	31.9%	65.5%	32.5%	19.9%	9.1%	184.6%	3.9%	6.3%	3.8%	8.4%	38.3%
영업이익	44,086	32,286	46,079	59,393	63,305	201,063	65,556	72,510	77,413	85,406	300,884
영업이익률	59.0%	78.7%	77.0%	79.0%	79.2%	78.5%	79.0%	76.2%	73.0%	73.9%	75.3%
NAND 부문											
매출액 (B)	20,354	11,041	27,373	33,802	34,843	107,059	33,623	39,549	47,134	49,038	169,343
Bit Growth (QoQ, YoY)	11.1%	-10.0%	18.0%	7.0%	-5.0%	22.4%	-5.0%	15.0%	18.0%	5.0%	21.1%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	-8.7%	75.0%	65.0%	18.0%	10.0%	317.6%	3.0%	3.0%	1.0%	0.5%	35.8%
영업이익	3,349	5,372	16,407	18,883	19,465	60,127	19,648	20,397	20,016	19,561	79,621
영업이익률	16.5%	48.7%	59.9%	55.9%	55.9%	56.2%	58.4%	51.6%	42.5%	39.9%	47.0%
Others(C)											
매출액	2,073	526	453	544	548	2,071	487	407	500	502	1,896
영업이익	-229	-48	-59	-65	-71	-243	-47	-55	-63	-69	-235
영업이익률	-11.0%	-9.1%	-13.0%	-12.0%	-13.0%	-11.8%	-9.8%	-13.6%	-12.6%	-13.6%	-12.4%
세전 계속사업이익	50,466	51,617	65,688	82,901	87,235	287,441	89,428	97,151	102,277	110,008	398,864
법인세	7,518	11,271	11,510	14,056	15,255	52,093	16,500	17,103	18,026	19,572	71,200
지배주주 순이익	42,919	40,330	54,156	68,818	71,952	235,256	72,900	80,017	84,219	90,401	327,536

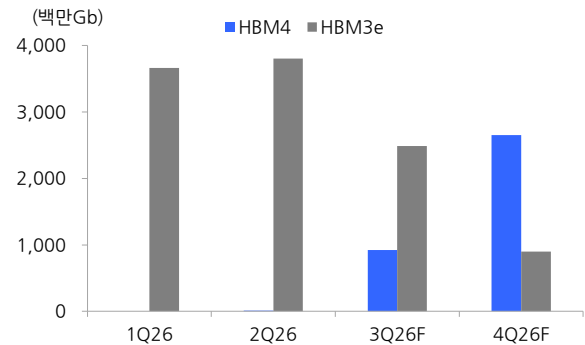
자료: SK하이닉스, 현대차증권, Solidigm 포함

〈그림1〉 NVIDIA와 Broadcom 3nm 가속기 수요



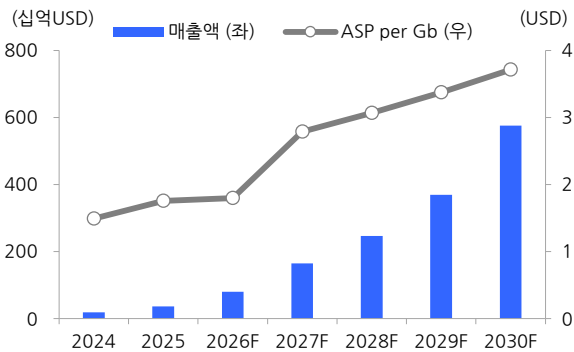
자료: TrendForce

〈그림2〉 HBM4/HBM3e 출하량 추이



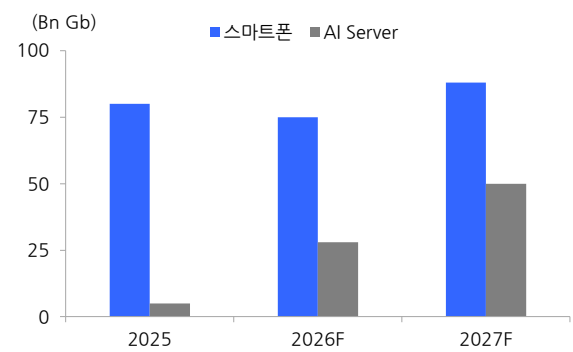
자료: 현대차증권, TrendForce

〈그림3〉 HBM시장 금액기준 전망



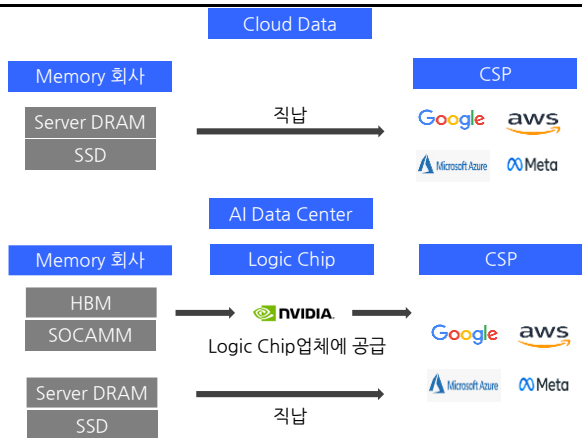
자료: 현대차증권, TrendForce

〈그림4〉 Application별 Mobile DRAM 수요



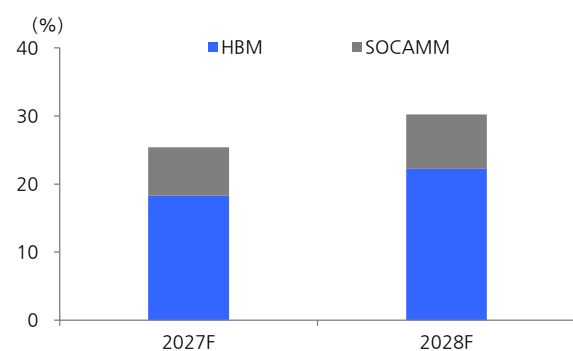
자료: 현대차증권

〈그림5〉 Cloud Data Center와 AIDC의 공급 구조



자료: 현대차증권

〈그림6〉 금액기준 맞춤 DRAM 수요



자료: 현대차증권, TrendForce

COMPANY REPORT

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	66,193	97,147	365,135	571,060	779,987
증가율 (%)	102.0	46.8	275.9	56.4	36.6
매출원가	34,365	38,456	74,491	144,407	277,774
매출원가율 (%)	51.9	39.6	20.4	25.3	35.6
매출총이익	31,828	58,691	290,644	426,653	502,213
매출이익률 (%)	48.1	60.4	79.6	74.7	64.4
증가율 (%)	흑전	84.4	395.2	46.8	17.7
판매관리비	8,361	11,484	29,697	46,382	63,152
판매비율 (%)	12.6	11.8	8.1	8.1	8.1
EBITDA	36,049	61,136	284,447	411,323	475,523
EBITDA 이익률 (%)	54.5	62.9	77.9	72.0	61.0
증가율 (%)	506.5	69.6	365.3	44.6	15.6
영업이익	23,467	47,206	260,947	380,271	439,060
영업이익률 (%)	35.5	48.6	71.5	66.6	56.3
증가율 (%)	흑전	101.2	452.8	45.7	15.5
영업외손익	456	3,824	26,520	18,593	27,791
금융수익	4,855	16,373	33,255	23,135	28,827
금융비용	5,708	12,505	6,520	4,297	1,036
기타영업외손익	1,309	-45	-215	-244	0
종속/관계기업관련손익	-38	-565	-27	0	0
세전계속사업이익	23,885	50,466	287,441	398,864	466,851
세전계속사업이익률	36.1	51.9	78.7	69.8	59.9
증가율 (%)	흑전	111.3	469.6	38.8	17.0
법인세비용	4,088	7,518	52,093	71,200	83,006
계속사업이익	19,797	42,948	235,348	327,664	383,845
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	19,797	42,948	235,348	327,664	383,845
당기순이익률 (%)	29.9	44.2	64.5	57.4	49.2
증가율 (%)	흑전	116.9	448.0	39.2	17.1
지배주주지분 순이익	19,789	42,919	235,256	327,536	383,695
비지배주주지분 순이익	8	29	92	128	150
기타포괄이익	1,248	69	1,024	0	0
총포괄이익	21,044	43,017	236,372	327,664	383,845

(단위: 십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	29,796	53,373	257,482	359,419	420,805
당기순이익	19,797	42,948	235,348	327,664	383,845
유형자산 상각비	11,985	13,099	22,550	30,272	35,866
무형자산 상각비	596	831	950	780	596
외환손익	352	509	-879	0	0
운전자본의 감소(증가)	-5,600	-2,881	-86	503	498
기타	2,665	-1,133	-401	200	0
투자활동으로인한현금흐름	-18,005	-48,054	-94,616	-78,072	-82,706
투자자산의 감소(증가)	-568	-10,676	-12,642	-3,984	-3,942
유형자산의 감소	47	145	15	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-15,946	-27,519	-44,464	-51,133	-56,246
기타	-1,539	-10,004	-37,524	-22,955	-22,517
재무활동으로인한현금흐름	-8,704	-1,445	52,030	5,365	4,960
차입금의 증가(감소)	-7,739	2,098	13,651	8,289	8,202
사채의증가(감소)	2,919	-1,203	-456	0	0
자본의 증가	115	4,467	39,580	0	0
배당금	-826	-1,681	-2,109	-2,923	-3,242
기타	-3,172	-5,125	1,363	0	0
기타현금흐름	530	-155	499	0	0
현금의증가(감소)	3,618	3,719	215,396	286,713	343,059
기초현금	7,587	11,205	14,924	230,319	517,032
기말현금	11,205	14,924	230,319	517,032	860,091

* K-IFRS 연결기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	42,279	69,458	394,225	745,276	1,152,002
현금성자산	11,205	14,924	230,319	517,032	860,091
단기투자자산	2,441	14,993	52,685	75,440	97,958
매출채권	13,019	18,199	57,053	81,695	106,079
채고자산	13,314	14,289	33,200	47,539	61,729
기타유동자산	1,731	1,715	6,025	8,627	11,202
비유동자산	77,576	106,650	139,024	163,088	186,814
유형자산	60,157	77,503	99,827	120,688	141,068
무형자산	4,019	4,049	3,311	2,531	1,935
투자자산	6,522	17,172	29,881	33,864	37,806
기타비유동자산	6,878	7,926	6,005	6,005	6,005
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	119,855	176,108	533,249	908,365	1,338,816
유동부채	24,965	37,379	108,563	152,907	196,789
단기차입금	1,283	2,396	2,522	2,522	2,522
매입채무	2,277	2,848	10,010	14,333	18,611
유동성장기부채	3,969	5,766	3,369	3,369	3,369
기타유동부채	17,436	26,369	92,662	132,684	172,287
비유동부채	20,974	18,062	27,390	33,421	39,388
사채	12,409	11,206	10,751	10,751	10,751
장기차입금	5,022	2,880	2,676	2,676	2,676
장기금융부채	6	2	1	1	1
기타비유동부채	3,537	3,973	13,962	19,993	25,960
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	45,940	55,441	135,953	186,328	236,177
지배주주지분	73,903	120,516	397,132	721,744	1,102,197
자본금	3,658	3,658	3,747	3,747	3,747
자본잉여금	4,487	8,954	48,444	48,444	48,444
자본조정 등	-2,192	-1,349	-368	-368	-368
기타포괄이익누계액	2,532	2,677	3,745	3,745	3,745
이익잉여금	65,418	106,577	341,564	666,176	1,046,629
비지배주주지분	12	151	165	293	442
자본총계	73,916	120,667	397,296	722,037	1,102,639

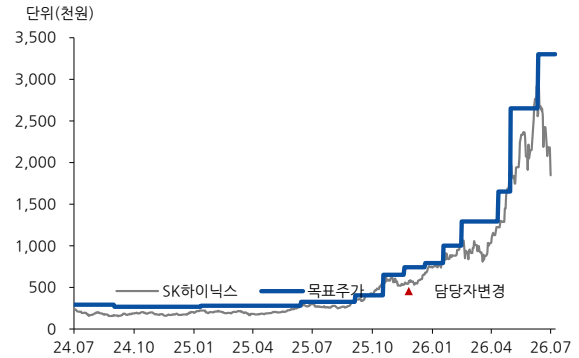
(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	27,193	58,994	325,684	448,552	525,460
EPS(지배순이익 기준)	27,182	58,955	325,557	448,377	525,255
BPS(자본총계 기준)	101,532	165,750	543,875	988,425	1,509,446
BPS(지배지분 기준)	101,515	165,544	543,649	988,024	1,508,841
DPS	2,204	3,000	4,125	4,575	4,875
P/E(당기순이익 기준)	6.4	11.0	6.7	4.9	4.1
P/E(지배순이익 기준)	6.4	11.0	6.7	4.9	4.2
P/B(자본총계 기준)	1.7	3.9	4.0	2.2	1.4
P/B(지배지분 기준)	1.7	3.9	4.0	2.2	1.4
EV/EBITDA(Reported)	3.8	7.6	4.6	2.4	1.3
배당수익률	1.3	0.5	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	116.9	452.1	37.7	17.1
EPS(지배순이익 기준)	흑전	116.9	452.2	37.7	17.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	31.1	44.1	90.9	58.5	42.1
ROE(지배순이익 기준)	31.1	44.2	90.9	58.5	42.1
ROA	18.0	29.0	66.4	45.5	34.2
안정성 (%)					
부채비율	62.2	45.9	34.2	25.8	21.4
순차입금비율	14.6	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	17.4	51.1	344.8	423.8	423.7

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.07.12	BUY	290,000	-36.55	-19.66
2024.09.13	BUY	265,000	-30.88	-14.91
2025.01.24	BUY	280,000	-27.44	2.14
2025.06.26	BUY	325,000	-15.23	7.08
2025.09.17	BUY	405,000	4.34	37.78
2025.10.30	BUY	650,000	-12.10	-4.62
2025.12.01	BUY	740,000	-22.72	-12.03
2026.01.02	BUY	790,000	-4.03	8.99
2026.01.30	BUY	1,000,000	-8.59	9.90
2026.02.27	BUY	1,290,000	-23.40	-5.04
2026.04.24	BUY	1,650,000	-7.43	13.94
2026.05.13	BUY	2,650,000	-16.78	10.15
2026.06.24	BUY	3,300,000	-28.04	-11.61
2026.07.14	BUY	3,300,000		

▶ 최근 2년간 SK하이닉스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 중간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 노근창의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%p 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%p 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%p 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.07.01~2026.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	189건	95.5%
보유	9건	4.5%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.