

SK 하이닉스 (000660/KS)

2Q26 NDR 후기: 오해와 본질

반도체. 한동희 / donghee.han@sk.com / 3773-8826

2Q26 NDR Keywords: LTA, 주주환원

LTA: 업종 내 비중 하위 가능성 전혀 없음. 핵심은 안정, 성장, 가시성
주주환원: 배당, 자사주 매입 소각 등 검토. 메모리 재평가의 핵심 기반

매수(유지)

목표주가: 4,000,000 원(유지)

현재주가: 1,718,000 원

상승여력: 132.8%

STOCK DATA

주가(26/07/31)	1,718,000 원
KOSPI	6,595.45 pt
52주 최고가	2,919,000 원
60일 평균 거래대금	13,030 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	73,049 만주
시가총액	1,254,986 십억원
주요주주	
에스케이스퀘어(외 9)	20.00%
국민연금공단	7.32%
외국인 지분율	50.86%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2026E	2027E	2028E
매출액	십억원	348,724	535,481	642,287
영업이익	십억원	273,739	425,283	491,923
순이익(지배주주)	십억원	269,297	325,356	378,177
EPS	원	368,652	445,393	517,701
PER	배	4.7	3.9	3.3
PBR	배	3.2	1.8	1.1
EV/EBITDA	배	2.8	1.2	0.4
ROE	%	105.0	58.7	41.9
배당성향	%	0.8	0.7	0.6

2Q26 NDR Keywords: LTA, 주주환원

SK 증권은 7/29-30 SK 하이닉스의 NDR 을 진행했다. 시장 질문은 LTA, 주주환원에 집중되었다. 이는 2Q26 실적발표 컨퍼런스 콜에서 해당 주제에 대해 타 경쟁 업체들 대비 세부적인 정보에 대한 공유가 상대적으로 적었기 때문이라 판단한다. 다만, 업체 간 정책과 상황의 차이가 본질적 펀더멘털, 의지의 차이로 오해되는 것을 경계한다. SK 증권은 이번 NDR 을 통해 SK 하이닉스의 추구 전략과 LTA, 주주환원 의지, 경쟁력은 당사가 지난 11월부터 주장해 왔던 메모리 재평가 (P/E)에 부합한다고 판단한다.

LTA: 고객마다 조건 상이. 안정, 가시성, 성장 동반 추구

SK 증권은 LTA 의 계약 조건은 고객마다 모두 상이할 것이라는 기존 주장을 유지한다. 이는 일부 고객사와의 LTA 가 전체 LTA 의 성격을 설명할 수 없다는 점을 의미한다. HBM 에 대한 강력한 경쟁력 속 북미 주요 GPU 업체와의 강력한 파트너십, LTA 의 핵심 수요처는 AI 라는 점, 공급 부족 심화를 감안하면 SK 하이닉스의 잠재적 LTA 비중, 조건이 업계 내 하위가 될 이유가 전혀 없다고 판단한다. 또한 현재 70% 미만의 수요 충족률을 감안하면 비중은 선택의 영역일 뿐이다. 핵심은 개별 LTA 를 통한 가격, 물량, 안전망의 최적 조합과 공급 부족 심화 국면에서의 비 LTA 시장 노출도를 통한 안정, 성장, 가시성의 추구이다. LTA 의 본질은 고객과의 '상호인질구조'이며, 이를 통해 이익 가시성, 지속성, 하단이 구조적으로 과거대비 월등히 높아질 것이라는 점이다.

주주환원: 배당, 자사주 매입 소각 등 검토. 재평가 핵심 기반

SK 하이닉스는 연내 배당 및 자사주 매입 소각 등의 주주환원 방안을 소통할 것이라 강조했다. 업황 강세에 따른 투자 수요는 지속 확대되고 있지만, 이익 창출력 제고로 의미 있는 환원의 확대가 가능하다는 입장이다. SK 하이닉스의 주주환원 정책 상 마지막 해가 2027 년인 상황에서의 최근 발언은 주주환원에 대한 시장의 요구와 필요성에 대해 충분히 인지하고 있다는 증거이다. 구체적 시점은 공유되지 않았다. 다만 최근 메모리 업계의 주주환원 본격화의 움직임, SK 하이닉스는 ADR 상장 등 재평가를 위해 가장 선도적 행보를 보이고 있다는 점, KIOXIA SPC1 매각에 따른 배당 수익과 ADR 발행에 따른 순현금 100 조원 달성 시점이 앞당겨졌다는 점을 감안하면, 주주환원은 시장 우려처럼 먼 미래의 일은 아닐 것이다. 메모리 재평가의 핵심은 ADR 이 아닌 주주환원이며, 주주환원 가시화는 LTA 의 가치를 인정받게 할 것이라 판단한다. 투자의견 매수, 목표주가 4,000,000 원을 유지한다.

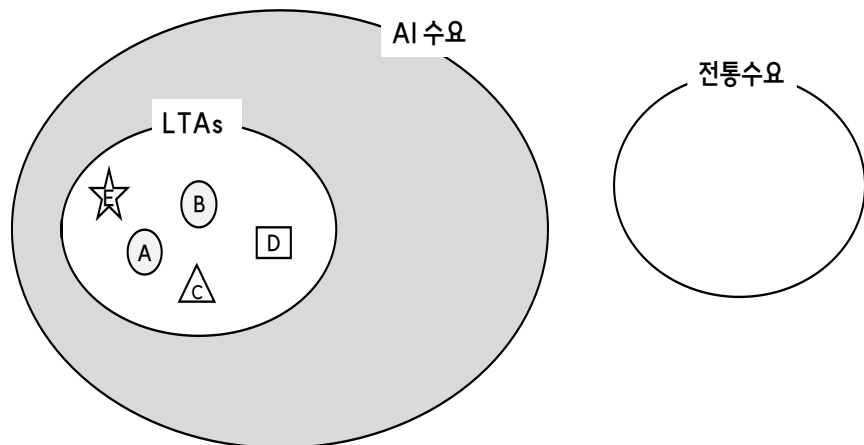
SK 하이닉스 분기 연결 실적 추이 및 전망										(단위: 십억원)		
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	17,639	22,232	24,449	32,827	52,576	79,319	99,790	117,038	66,122	97,147	348,723	535,481
QoQ %	-10%	26%	10%	34%	60%	51%	26%	17%	102%	47%	259%	54%
YoY %	42%	35%	39%	67%	198%	257%	308%	257%				
DRAM	14,005	17,013	18,934	24,855	40,771	58,061	75,457	89,632	44,998	74,807	263,922	411,174
NAND	3,179	4,685	4,882	7,495	11,608	20,804	23,862	26,809	19,103	20,241	83,083	122,410
영업이익	7,441	9,210	11,383	19,170	37,610	60,543	80,182	95,404	23,468	47,205	273,739	425,283
QoQ %	-8%	24%	24%	68%	96%	61%	32%	19%	흑전	101%	480%	55%
YoY %	158%	68%	62%	137%	405%	557%	604%	398%				
DRAM	7,510	9,438	11,415	16,707	31,405	46,098	61,946	74,647	21,044	45,070	214,095	332,527
NAND	4	(121)	(31)	2,463	6,206	14,445	18,236	20,757	2,864	2,314	59,644	92,756
지배순이익	8,107	6,997	12,595	15,220	40,330	93,820	62,279	72,867	19,789	42,919	269,024	327,008
QoQ %	1%	-14%	80%	21%	165%	133%	-34%	17%	흑전	117%	527%	22%
YoY %	322%	70%	119%	90%	397%	1241%	394%	379%				
영업이익률	42%	41%	47%	58%	72%	76%	80%	82%	35%	49%	78%	79%
DRAM	54%	55%	60%	67%	77%	79%	82%	83%	47%	60%	81%	81%
NAND	0%	-3%	-1%	33%	53%	69%	76%	77%	15%	11%	72%	76%
지배순이익률	46%	31%	52%	46%	77%	118%	62%	62%	30%	44%	77%	61%

자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 실적 추정 주요 가정												
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
DRAM												
Shipment (1Gb equiv. mn)	19,118	23,796	25,231	25,593	25,537	27,720	30,628	33,449	76,919	93,738	117,334	145,454
QoQ %	-7%	24%	6%	1%	0%	9%	10%	9%	15%	22%	25%	24%
ASP (\$)	0.50	0.51	0.54	0.67	1.11	1.42	1.70	1.85	0.43	0.56	1.55	1.96
QoQ %	0%	2%	6%	24%	64%	29%	19%	9%	80%	30%	176%	27%
NAND												
Shipment (1GB equiv. mn)	30,760	52,307	49,692	55,158	49,090	55,963	57,082	59,937	172,930	187,916	222,072	263,427
QoQ %	-19%	70%	-5%	11%	-11%	14%	2%	5%	-1%	9%	18%	19%
ASP (\$)	0.07	0.06	0.07	0.09	0.16	0.25	0.29	0.31	0.08	0.08	0.26	0.32
QoQ %	-20%	-9%	11%	33%	74%	54%	14%	7%	91%	-7%	240%	25%

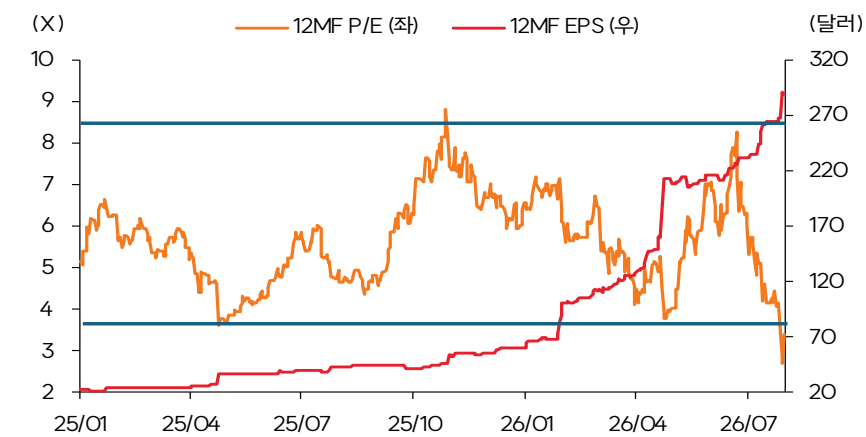
자료: SK 증권 추정

AI 시대 메모리 시장 구조



자료: SK 증권

SK 하이닉스 12MF EPS, PER (2025년 1월 이후)



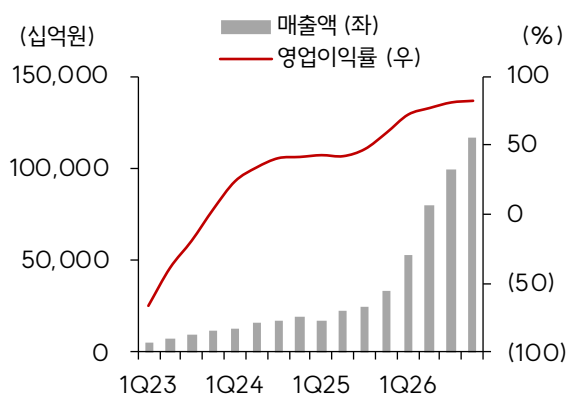
자료: Bloomberg, SK 증권

메모리 4사 시가총액, 영업이익, P/E

기업	시가총액(\$B)	영업이익(\$B)		P/E(X)	
		26C	27C	26C	27C
SK 하이닉스	874.6	190.5	295.9	5.1	3.6
삼성전자	1,056.3	262.5	381.7	5.5	3.8
마이크론	987.8	141.2	222.9	8.4	5.3
CXMT	534.9	32.3	54.0	22.2	13.6

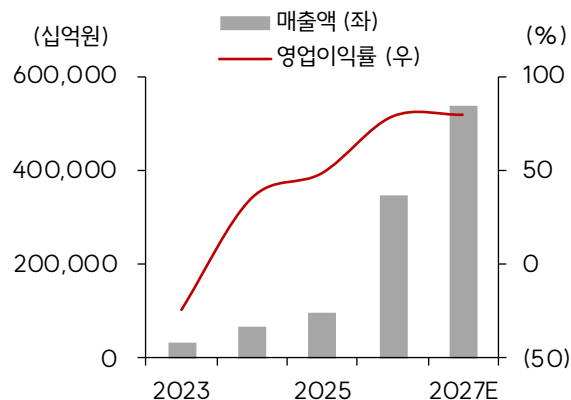
자료: Bloomberg, SK 증권

SK 하이닉스 분기 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스 연간 실적 추이 및 전망



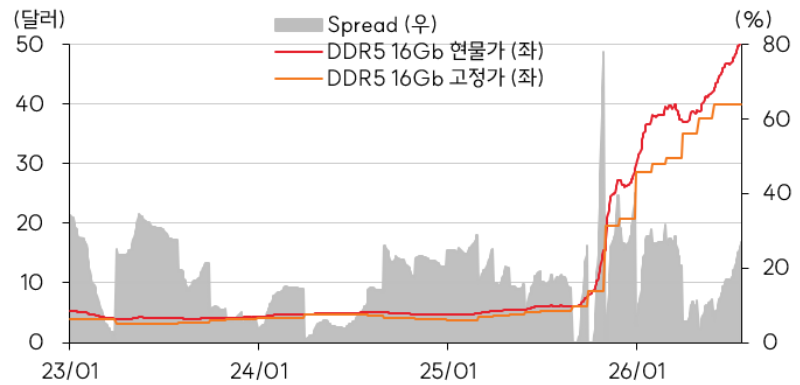
자료: 전자공시, SK 증권 추정

메모리 Dual market 화



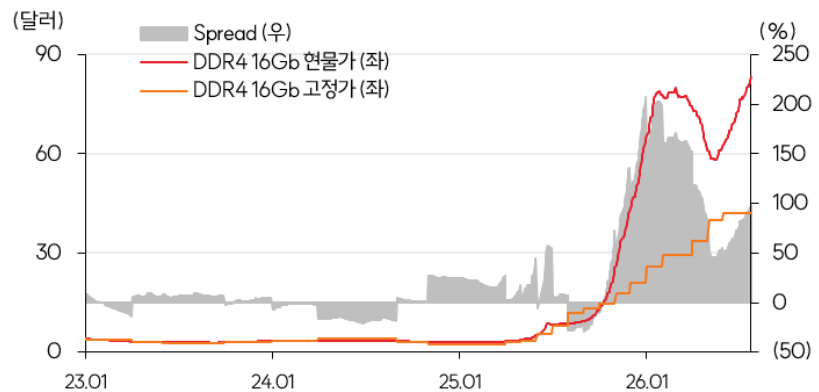
자료: SK 증권

DDR5 16Gb 현물, 고정가격, Spread 추이



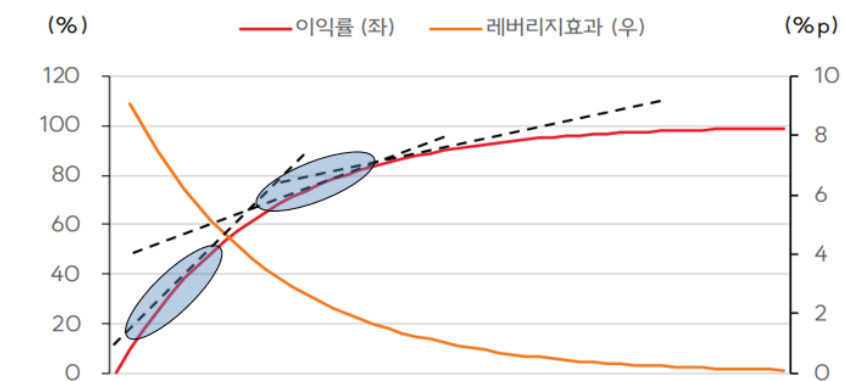
자료: Trendforce, SK 증권

DDR4 16Gb 현물, 고정가격, Spread 추이



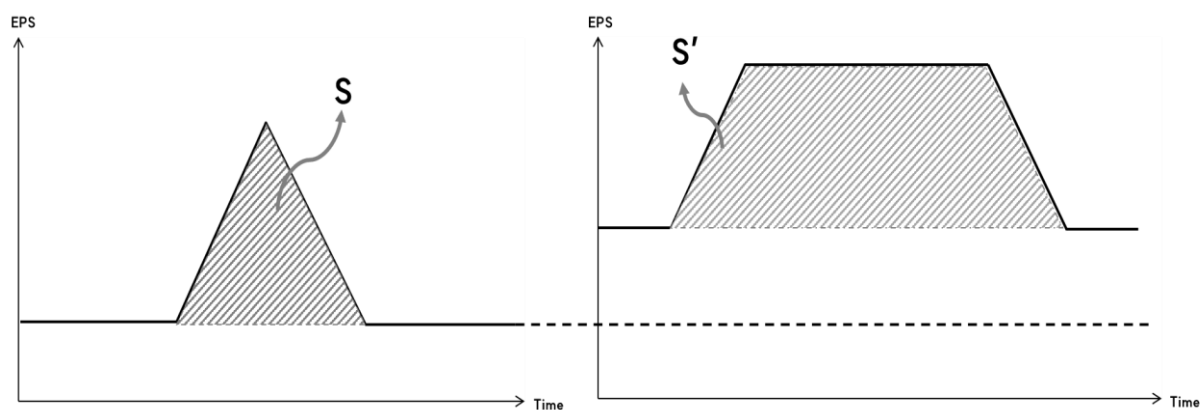
자료: Trendforce, SK 증권

Leverage 둔화는 De-leverage의 둔화 또한 의미: 업황 변동 민감도 하락



자료: SK 증권

(좌) Past Memory EPS, (우) AI Strategic Memory EPS



자료: SK 증권

AI 발전 단계와 병목, 가치 포착자

AI 발전 단계	핵심 병목	가치 포착자
Model discovery	모델 / 알고리즘	AILab, 플랫폼
Compute scaling	GPU / 가속기	GPU 업체, 클라우드
System scaling	HBM / 패키징 / 전력	메모리, 파운드리, 장비, 전력
Cost optimization	DRAM / NAND / Storage tier	메모리, SSD, 데이터센터 인프라
Industrial diffusion	안정적 생산능력	생산자, 운영 인력, 국가 인프라

자료: SK 증권

AI 생산함수 (개념)

$$\text{AI Output} = f(\text{Model, Compute, Memory, Power, Data, Data Center, Manufacturing Capacity})$$

$$= \text{Model} \times \text{Compute} \times \text{Memory} \times \text{Power} \times \text{Data} \times \text{Manufacturing Capacity}$$

자료: SK 증권

메모리 생산자의 가치 (과거)

할인 요인	내용	밸류에이션 영향
높은 고정비	팹, 장비, 감가상각 부담	다운사이클에서 이익 급감
재고 부담	수요 둔화 시 재고 평가손 발생	이익 변동성 확대
공급 과잉	증설 경쟁 이후 가격 하락	Peak earnings 신뢰도 하락
낮은 제품 차별화	범용재 이미지	가격 협상력 제한
짧은 이익 Duration	호황 이익이 오래 지속되지 않음	P/E 불가, P/B
높은 CapEx 부담	현금흐름 변동성	주주환원 가시성 제한

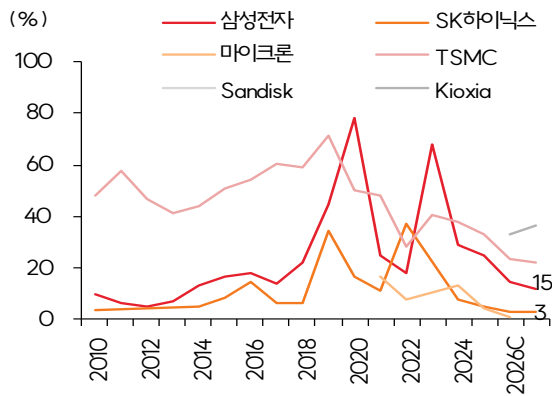
자료: SK 증권

메모리 생산자의 가치 (AI 시대)

검증 지표	의미	밸류에이션 함의
SCA/LTA 비중 상승	수요 가시성 강화	EPS duration 연장
고객별 capacity reservation	증설 리스크 공유	Capex risk 완화
Prepayment / Deposit 구조	고객 commitment 강화	이익 안정성 상승
AI SSD / enterprise SSD mix 상승	NAND의 Strategic value 상승	NAND multiple 개선
ASP 하락기 margin floor 상승	Cycle downside 완화	Through valuation 상향
재고 부담 완화	공급 discipline 강화	이익 변동성 축소
Custom HBM 및 Roadmap 공유	Switching cost 상승	고객 락인 강화
CapEx와 Customer commitment의 연동	무차별 증설 리스크 감소	공급 과잉 우려 완화
Cycle-average ROIC 상승	구조적 수익성 개선	Higher-quality P/E 정당화
EPS Duration 확대	이익 가시성 상승	P/E multiple 정당화
주주환원 가시성 상승	현금흐름 신뢰도 상승	Equity duration 확대

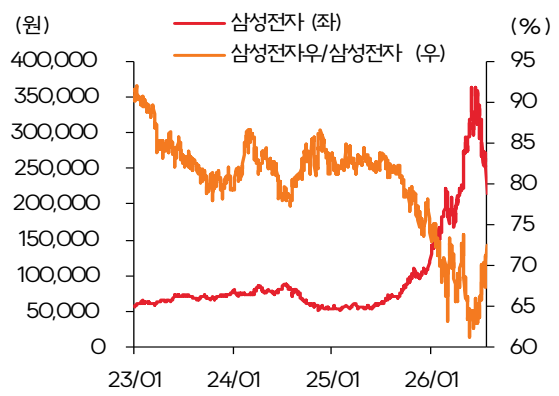
자료: SK 증권

주요 메모리 업체들의 배당성향 추이 및 전망



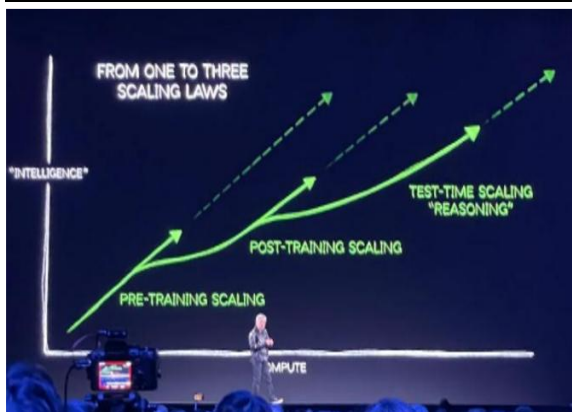
자료: Bloomberg, SK 증권

삼성전자 우선주의 보통주 대비 괴리 추이



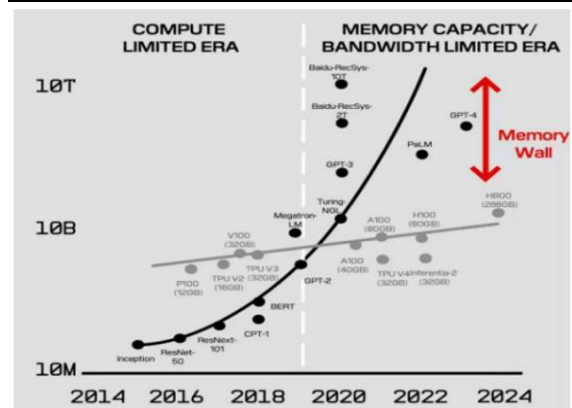
자료: Bloomberg, SK 증권

AI Scaling law



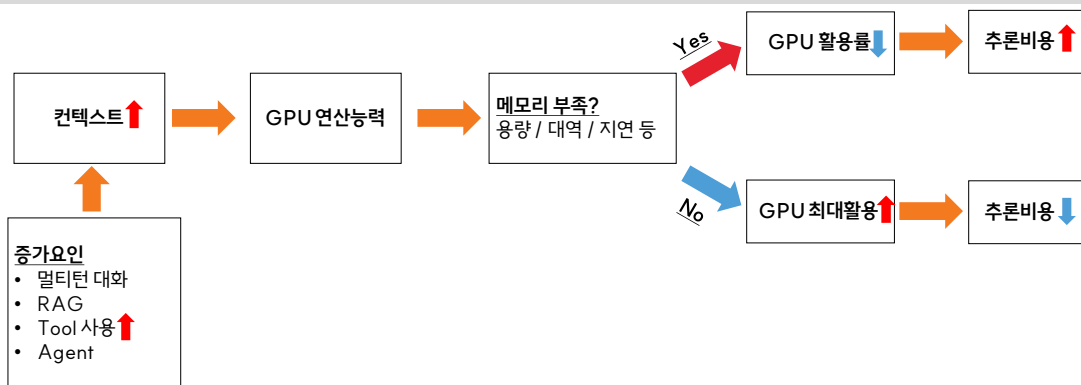
자료: 엔비디아, SK 증권

Memory wall



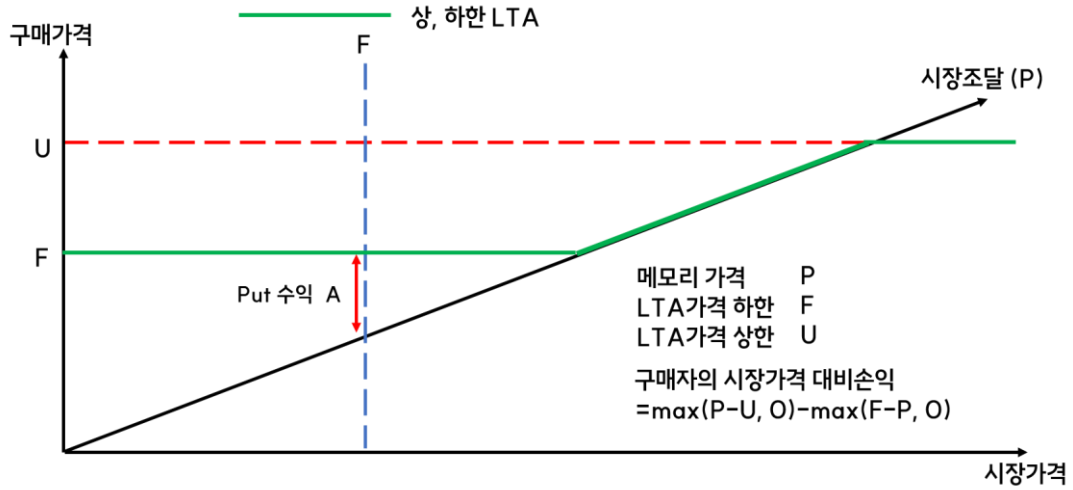
자료: 산업자료, SK 증권

AI 메모리는 성능, 비용의 직접 변수



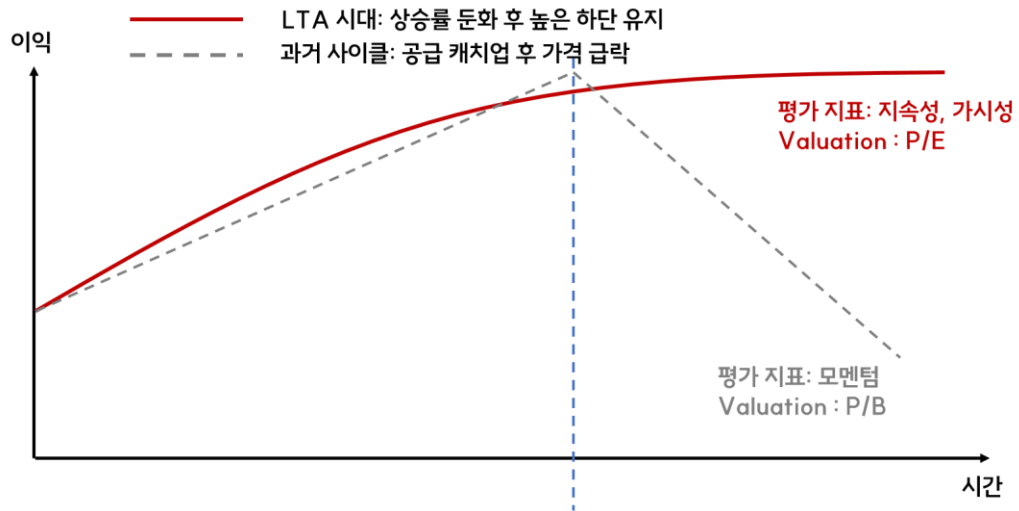
자료: SK 증권

코어워브의 Put option 설정 논의의 본질



자료: SK 증권

AI 기반 LTA 시대와 과거 사이클의 차이



자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	42,279	69,458	344,095	633,188	986,889
현금및현금성자산	11,205	14,924	195,273	444,607	787,617
매출채권 및 기타채권	13,299	18,468	58,576	75,974	80,694
재고자산	13,314	14,289	33,684	43,689	46,403
비유동자산	77,576	106,650	141,514	194,493	233,294
장기금융자산	5,736	17,404	16,218	19,243	21,878
유형자산	60,157	77,503	111,102	160,295	195,765
무형자산	4,019	4,049	3,479	2,841	2,320
자산총계	119,855	176,108	485,608	827,681	1,220,183
유동부채	24,965	37,379	71,237	88,066	102,723
단기금융부채	7,582	13,623	17,842	23,142	27,758
매입채무 및 기타채무	9,244	9,283	36,847	47,792	57,324
단기충당부채	265	225	401	520	623
비유동부채	20,974	18,062	21,578	23,289	24,377
장기금융부채	19,617	16,051	15,416	15,416	15,416
장기매입채무 및 기타채무	529	395	402	402	402
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	45,940	55,441	92,815	111,355	127,100
지배주주지분	73,903	120,516	392,454	715,632	1,091,631
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,487	8,954	8,510	8,510	8,510
기타자본구성요소	-2,192	-1,349	-368	-368	-368
자기주식	-2,221	-1,500	-251	-251	-251
이익잉여금	65,418	106,577	376,910	700,088	1,076,086
비지배주주지분	12	151	339	693	1,451
자본총계	73,916	120,667	392,793	716,326	1,093,082
부채와자본총계	119,855	176,108	485,608	827,681	1,220,183

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	29,796	53,373	250,760	333,260	421,913
당기순이익(손실)	19,797	42,948	269,563	325,711	378,935
비현금성항목등	17,054	18,838	71,560	100,283	134,836
유형자산감가상각비	11,985	13,099	15,719	21,007	25,530
무형자산상각비	596	831	782	638	521
기타	4,472	4,907	55,060	78,638	108,784
운전자본감소(증가)	-5,600	-2,881	-33,852	-14,164	3,932
매출채권및기타채권의감소(증가)	-5,098	-5,584	-37,594	-17,398	-4,719
재고자산의감소(증가)	167	-1,059	-19,146	-10,005	-2,714
매입채무및기타채무의증가(감소)	-1,103	980	18,018	10,944	9,532
기타	-2,007	-11,422	-130,051	-178,396	-208,978
법인세납부	-552	-5,891	-73,539	-99,825	-113,188
투자활동현금흐름	-18,005	-48,054	-63,505	-86,778	-80,014
금융자산의감소(증가)	-1,415	-16,843	-18,313	-12,150	-2,240
유형자산의감소(증가)	-15,898	-27,374	-48,893	-70,200	-61,000
무형자산의감소(증가)	-697	-1,058	-212	0	0
기타	6	-2,779	3,912	-4,428	-16,774
재무활동현금흐름	-8,704	-1,445	6,072	3,121	2,438
단기금융부채의증가(감소)	0	0	9,827	5,300	4,616
장기금융부채의증가(감소)	-7,977	171	-2,902	0	0
자본의증가(감소)	115	4,467	-443	0	0
배당금지급	-826	-1,681	-804	-2,178	-2,178
기타	-15	-4,402	394	-0	0
현금의 증가(감소)	3,618	3,719	180,349	249,334	343,009
기초현금	7,587	11,205	14,924	195,273	444,607
기말현금	11,205	14,924	195,273	444,607	787,617
FCF	13,897	25,999	201,867	263,060	360,913

자료 : SK하이닉스, SK증권 추정

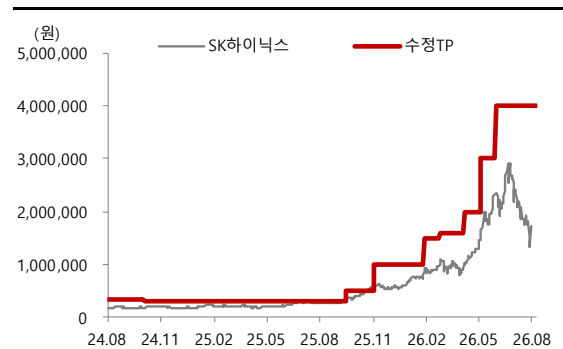
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	66,193	97,147	348,724	535,481	642,287
매출원가	34,365	38,456	60,865	94,654	115,612
매출총이익	31,828	58,691	287,859	440,828	526,676
매출총이익률(%)	48.1	60.4	82.5	82.3	82.0
판매비와 관리비	8,361	11,484	14,120	15,545	34,752
영업이익	23,467	47,206	273,739	425,283	491,923
영업이익률(%)	35.5	48.6	78.5	79.4	76.6
비영업손익	418	3,259	77,346	254	200
순금융손익	-1,000	-429	1,457	5,448	1,592
외환관련손익	269	-448	635	-12,365	-12,921
관계기업등 투자손익	-38	-565	-21	27	30
세전계속사업이익	23,885	50,466	351,085	425,537	492,123
세전계속사업이익률(%)	36.1	51.9	100.7	79.5	76.6
계속사업법인세	4,088	7,518	81,522	99,825	113,188
계속사업이익	19,797	42,948	269,563	325,711	378,935
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	19,797	42,948	269,563	325,711	378,935
순이익률(%)	29.9	44.2	77.3	60.8	59.0
지배주주	19,789	42,919	269,297	325,356	378,177
지배주주귀속 순이익률(%)	29.9	44.2	77.2	60.8	58.9
비지배주주	8	29	266	355	758
총포괄이익	21,044	43,017	270,587	325,711	378,935
지배주주	21,033	42,984	270,484	325,588	378,791
비지배주주	11	33	103	124	144
EBITDA	36,049	61,136	290,240	446,928	517,975

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	102.0	46.8	259.0	53.6	19.9
영업이익	흑전	101.2	479.9	55.4	15.7
세전계속사업이익	흑전	111.3	595.7	21.2	15.6
EBITDA	506.5	69.6	374.7	54.0	15.9
EPS	흑전	116.9	525.3	20.8	16.2
수익성 (%)					
ROA	18.0	29.0	81.5	49.6	37.0
ROE	31.1	44.2	105.0	58.7	41.9
EBITDA마진	54.5	62.9	83.2	83.5	80.6
안정성 (%)					
유동비율	169.3	185.8	483.0	719.0	960.7
부채비율	62.2	45.9	23.6	15.5	11.6
순차입금/자기자본	17.6	-4.6	-55.5	-66.2	-74.5
EBITDA/이자비용(배)	26.8	66.2	408.4	505.4	783.5
배당성향	7.7	4.9	0.8	0.7	0.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	27,182	58,955	368,652	445,393	517,701
BPS	104,567	167,604	537,590	980,001	1,494,721
CFPS	44,464	78,090	391,240	475,024	553,364
주당 현금배당금	2,204	3,000	3,000	3,000	3,000
Valuation지표 (배)					
PER	6.4	11.0	4.7	3.9	3.3
PBR	1.7	3.9	3.2	1.8	1.1
PCR	3.9	8.3	4.4	3.6	3.1
EV/EBITDA	3.9	7.7	2.8	1.2	0.4
배당수익률	1.3	0.5	0.2	0.2	0.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.06.01	매수	4,000,000원	6개월		
2026.05.07	매수	3,000,000원	6개월	-34.90%	-22.23%
2026.04.08	매수	2,000,000원	6개월	-39.26%	-19.95%
2026.02.24	매수	1,600,000원	6개월	-41.23%	-31.31%
2026.01.28	매수	1,500,000원	6개월	-41.01%	-36.60%
2025.11.03	매수	1,000,000원	6개월	-37.63%	-20.00%
2025.09.17	매수	480,000원	6개월	-9.79%	18.33%
2024.10.04	매수	300,000원	6개월	-28.14%	16.00%
2024.08.19	매수	340,000원	6개월	-49.90%	-41.26%



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 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 (2026 년 08 월 02 일 기준)

매수 93.96% 중립 6.04% 매도 0.00%