

SK하이닉스 (000660)

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

아직 변한 것은 없다 / 중국 메모리는 위협이 될까?

BUY

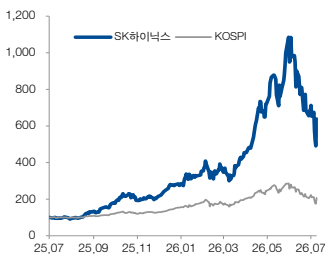
TP 3,300,000원

현재주가 (7/31)	1,718,000원
상승여력	92.1%
시가총액	1,254,986십억원
발행주식수	730,492천주
자본금/액면가	3,747십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	2,919,000원/245,000원
일평균 거래대금 (60일)	13,026십억원
외국인 지분율	50.86%
주요주주 지분율	
에스케이시스템외9인	20.00%
추가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-35.2 33.6 89.0
상대주가(%p)	-16.7 33.7 49.7

※ K-FRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	325,557	448,377	3,300,000
After	387,831	443,472	3,300,000
Consensus	341,331	437,410	3,322,083
Cons. 차이	13.6%	1.4%	-0.7%

최근 12개월 추가수익률



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 투자의견 매수 유지. 동사의 2분기 매출액과 영업이익은 DRAM Bit Growth가 기존 예상치를 하회하였고 상대적으로 높은 HBM비중 등으로 인해 추정치를 각각 9.5%, 3.0% 하회하는 79.3조원과 60.5조원을 기록하였음. 3분기 DRAM과 NAND의 Bit Growth는 각각 9.7%, 1.5%가 예상되는 가운데 HBM4가 본격적으로 매출에 가세하면서 LTA 비중 증가에도 불구하고 DRAM ASP는 QoQ로 19.9% 상승하면서 Market Price 상승률 대비는 양호할 것으로 보임. HBM4 효과에 힘입어 3분기 매출액과 영업이익은 QoQ로 각각 30.6%, 30.5% 증가한 103.6조원과 79조원을 기록할 것으로 예상. LTA 계약의 경우 5년 계약 비중이 큰 것으로 추정되며 선수금 확보 등으로 인해 고객사들의 계약 취소 가능성은 크게 줄어들 것으로 보임

주요 이슈 및 실적 전망

- 주요 북미 CSP들의 Capex는 FCF 약화와 조달 금리 상승에도 불구하고 2028년까지 확장세는 이어질 것으로 보임. 여기에 물리적으로 떨어진 Data Center간을 연결하는 Scale Across가 대규모 AI Workload에 있어서 비효율성이 부각되면서 Open AI와 Anthropic은 기존 CSP로부터 임대한 Data Center의 일정부분을 자체 Mega AIDC 구축을 통해 극복할 예정이며, 양사 모두 IPO를 준비 중이라는 점에서 IPO에서 확보한 자금의 일부를 자체 AIDC 투자에 할당할 것으로 보임. 일부 CSP들이 Capex를 줄이더라도 충분히 상쇄될 것으로 보임. 한편, CXMT 부각에 대한 우려가 있지만 TSMC와 메모리 반도체 3사의 대규모 Capex로 CXMT는 외산 장비 확보에 어려움이 클 것으로 예상되며, 미국에 반도체 공장을 짓고 있는 Micron의 미국 투자 위축 가능성 등으로 인해 Apple 등이 중국산 메모리 반도체를 탑재할 가능성은 미미하며 미국의 미국 장비 제재가 더욱 강화될 것으로 보임

주가전망 및 Valuation

- 향후 3년간 급증할 이익잉여금 규모를 감안할 때 현재 주가는 과매도 국면으로 판단되며 Buy & Hold 전략 유지

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	354,372	268,842	280,257	286,174	387,831	557.8	3.6	2.3	2.6	99.6	0.3
2027F	541,424	387,489	323,953	410,426	443,472	14.3	3.2	1.3	1.1	53.8	0.3
2028F	723,375	448,632	380,307	477,230	520,618	17.4	2.7	0.9	0.2	40.0	0.3

* K-FRS 연결 기준

〈표1〉 실적 추정 변경 사항

(십억원)

		변경 후						변경 전					
		1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2026F	2027F	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2026F	2027F
DRAM	Bit Growth	0.1%	7.3%	9.7%	4.4%	24.9%	17.8%	0.1%	8.1%	7.2%	-1.2%	22.3%	17.5%
	ASP변화(QoQ)	65.5%	29.5%	19.9%	13.4%	184.0%	33.1%	65.5%	32.5%	19.9%	9.1%	184.6%	37.9%
NAND	Bit Growth	-10.0%	14.0%	1.5%	1.0%	17.7%	18.4%	-10.0%	18.0%	7.0%	-5.0%	22.4%	17.5%
	ASP변화(QoQ)	75.0%	54.0%	18.0%	10.0%	277.3%	39.1%	75.0%	65.0%	18.0%	10.0%	317.6%	37.9%
매출액		52,576	79,319	103,604	118,873	354,372	541,424	52,576	87,631	109,573	115,356	365,135	571,793
영업이익		37,610	60,543	78,991	91,698	268,842	387,489	37,610	62,427	78,211	82,699	260,947	380,271
영업이익률		71.5%	76.3%	76.2%	77.1%	75.9%	71.6%	71.5%	71.2%	71.4%	71.7%	71.5%	66.5%
세전이익		51,617	122,708	83,825	96,370	354,520	406,428	51,617	65,688	82,901	87,235	287,441	410,770
지배주주 손이익		40,330	93,886	68,341	77,699	280,257	323,953	40,330	54,156	68,818	71,952	235,256	327,443

자료: SK하이닉스, 현대차증권. Solidigm 포함

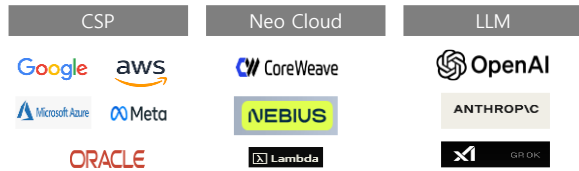
〈표2〉 분기별 실적 전망

(십억원)

	2025	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2026F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2027F	1Q28F	2Q28F	3Q28F	4Q28F	2028F
매출액 (A+B+C)	97,147	52,576	79,319	103,604	118,873	354,372	116,010	122,696	142,667	160,052	541,424	160,272	170,610	185,499	206,994	723,375
영업이익	47,206	37,610	60,543	78,991	91,698	268,842	89,577	89,850	97,497	110,565	387,489	111,282	106,604	110,966	119,780	448,632
영업이익률	48.6%	71.5%	76.3%	76.2%	77.1%	75.9%	77.2%	73.2%	68.3%	69.1%	71.6%	69.4%	62.5%	59.8%	57.9%	62.0%
EBITDA	61,114	41,339	64,653	83,464	96,718	286,174	94,749	95,312	103,347	117,017	410,426	117,865	113,470	118,226	127,670	477,230
EBITDA Margin	62.9%	78.6%	81.5%	80.6%	81.4%	80.8%	81.7%	77.7%	72.4%	73.1%	75.8%	73.5%	66.5%	63.7%	61.7%	66.0%
DRAM 부문																
매출액 (A)	74,719	41,010	57,903	74,615	87,111	260,638	84,947	88,559	101,996	117,741	393,241	119,875	126,160	138,596	158,704	543,335
Bit Growth (QoQ, YoY)	23.9%	0.1%	7.3%	9.7%	4.4%	24.9%	-3.5%	3.0%	13.6%	6.6%	17.8%	-1.7%	3.8%	9.6%	7.8%	21.5%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	31.9%	65.5%	29.5%	19.9%	13.4%	184.0%	2.5%	1.9%	1.4%	9.8%	33.1%	5.0%	1.4%	0.2%	6.2%	16.7%
영업이익	44,086	32,286	48,406	61,880	72,946	215,518	70,793	71,188	78,704	92,028	312,712	92,456	87,733	92,256	103,734	376,180
영업이익률	59.0%	78.7%	83.6%	82.9%	83.7%	82.7%	83.3%	80.4%	77.2%	78.2%	79.5%	77.1%	69.5%	66.6%	65.4%	69.2%
NAND 부문																
매출액 (B)	20,354	11,041	21,337	28,913	31,685	92,976	30,576	34,067	40,600	42,240	147,483	39,950	44,385	46,837	48,224	179,396
Bit Growth (QoQ, YoY)	11.1%	-10.0%	14.0%	1.5%	1.0%	17.7%	-5.0%	10.0%	18.0%	5.0%	18.4%	-5.0%	10.0%	5.0%	4.0%	21.2%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	-8.7%	75.0%	54.0%	18.0%	10.0%	277.3%	3.0%	2.0%	1.0%	0.5%	39.1%	1.0%	1.0%	0.5%	-1.0%	3.0%
영업이익	3,349	5,372	12,199	17,120	18,762	53,454	18,832	18,672	18,802	18,546	74,853	18,872	18,880	18,718	16,055	72,526
영업이익률	16.5%	48.7%	57.2%	59.2%	59.2%	57.5%	61.6%	54.8%	46.3%	43.9%	50.8%	47.2%	42.5%	40.0%	33.3%	40.4%
Others(C)																
매출액	2,073	526	79	77	77	759	487	71	70	71	699	446	66	65	66	644
세전 계속사업이익	50,466	51,617	122,708	83,825	96,370	354,520	93,990	94,185	102,502	115,751	406,428	117,718	113,388	118,145	127,316	476,567
법인세	7,518	11,271	28,786	15,457	18,641	74,154	19,521	19,310	20,258	23,259	82,348	23,876	22,860	23,718	25,658	96,112
지배주주 손이익	42,919	40,330	93,886	68,341	77,699	280,257	74,440	74,845	82,212	92,455	323,953	93,806	90,493	94,390	101,618	380,307

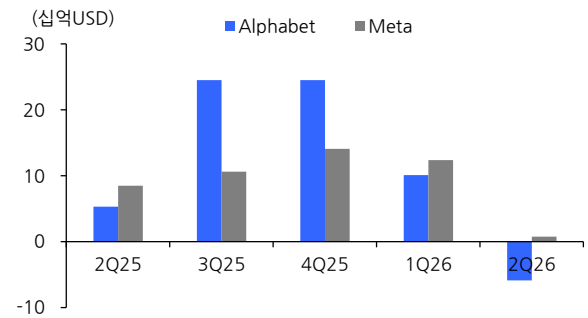
자료: SK하이닉스, 현대차증권. Solidigm 포함

〈그림1〉 미국 AIDC 주요 투자 기업들



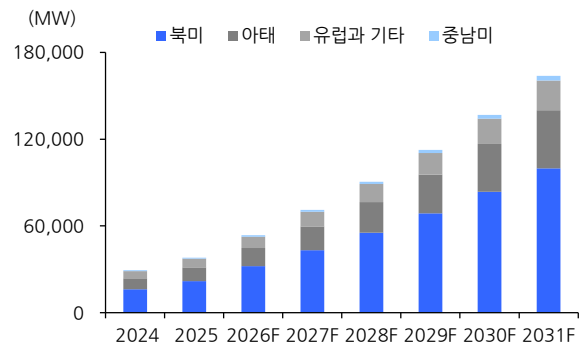
자료: 현대차증권

〈그림2〉 북미 CSP FCF 추이



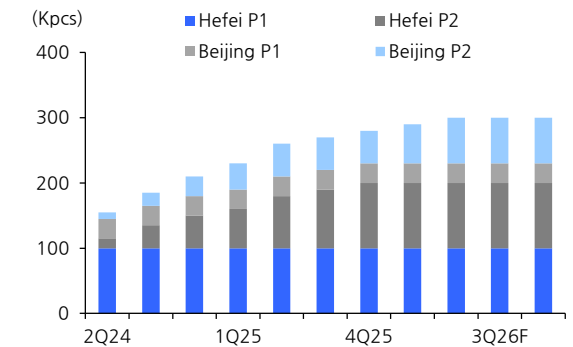
자료: 각사

〈그림3〉 전세계 Data Center Capa 추이



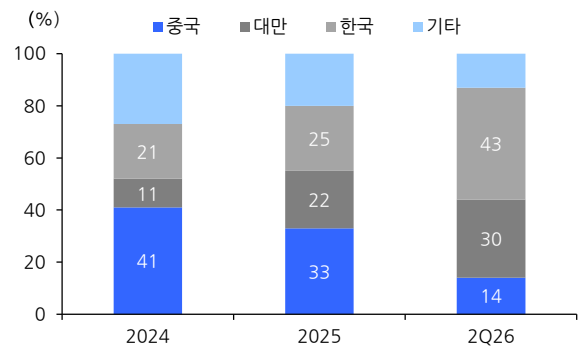
자료: Synergy Research Group

〈그림4〉 CXMT Wafer Capa 추이



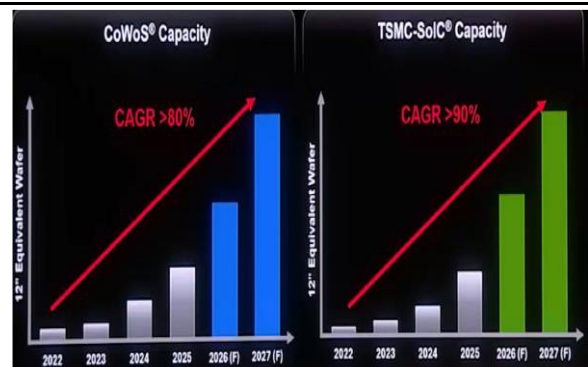
자료: 현대차증권

〈그림5〉 ASML 지역별 매출액 비중



자료: ASML

〈그림6〉 TSMC의 첨단 Packaging Capa 증가율



자료: TSMC

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	66,193	97,147	354,372	541,424	723,375
증가율 (%)	102.0	46.8	264.8	52.8	33.6
매출원가	34,365	38,456	57,868	110,114	216,321
매출원가율 (%)	51.9	39.6	16.3	20.3	29.9
매출총이익	31,828	58,691	296,504	431,310	507,055
매출이익률 (%)	48.1	60.4	83.7	79.7	70.1
증가율 (%)	흑전	84.4	405.2	45.5	17.6
판매관리비	8,361	11,484	27,662	43,821	58,423
판매비율 (%)	12.6	11.8	7.8	8.1	8.1
EBITDA	36,049	61,136	286,174	410,426	477,230
EBITDA 이익률 (%)	54.5	62.9	80.8	75.8	66.0
증가율 (%)	506.5	69.6	368.1	43.4	16.3
영업이익	23,467	47,206	268,842	387,489	448,632
영업이익률 (%)	35.5	48.6	75.9	71.6	62.0
증가율 (%)	흑전	101.2	469.5	44.1	15.8
영업외손익	456	3,824	85,705	18,939	27,935
금융수익	4,855	16,373	33,606	23,556	28,936
금융비용	5,708	12,505	6,513	4,281	1,000
기타영업외손익	1,309	-45	58,611	-336	0
종속/관계기업관련손익	-38	-565	-27	0	0
세전계속사업이익	23,885	50,466	354,520	406,428	476,567
세전계속사업이익률	36.1	51.9	100.0	75.1	65.9
증가율 (%)	흑전	111.3	602.5	14.6	17.3
법인세비용	4,088	7,518	74,154	82,348	96,112
계속사업이익	19,797	42,948	280,366	324,080	380,456
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	19,797	42,948	280,366	324,080	380,456
당기순이익률 (%)	29.9	44.2	79.1	59.9	52.6
증가율 (%)	흑전	116.9	552.8	15.6	17.4
지배주주지분 순이익	19,789	42,919	280,257	323,953	380,307
비지배주주지분 순이익	8	29	109	126	148
기타포괄이익	1,248	69	1,024	0	0
총포괄이익	21,044	43,017	281,390	324,080	380,456

(단위: 십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	29,796	53,373	266,368	347,632	409,528
당기순이익	19,797	42,948	280,366	324,080	380,456
유형자산 상각비	11,985	13,099	16,383	22,157	28,002
무형자산 상각비	596	831	950	780	596
외환손익	352	509	-879	0	0
운전자본의 감소(증가)	-5,600	-2,881	-50	416	474
기타	2,665	-1,133	-30,401	200	0
투자활동으로인한현금흐름	-18,005	-48,054	-71,174	-78,804	-87,348
투자자산의 감소(증가)	-568	-10,676	17,077	-3,292	-3,753
유형자산의 감소	47	145	15	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-15,946	-27,519	-49,135	-56,505	-62,155
기타	-1,539	-10,004	-39,131	-19,007	-21,439
재무활동으로인한현금흐름	-8,704	-1,445	52,602	3,855	4,488
차입금의 증가(감소)	-7,739	2,098	14,236	6,851	7,810
사채의 증가(감소)	2,919	-1,203	-456	0	0
자본의 증가	115	4,467	39,580	0	0
배당금	-826	-1,681	-2,122	-2,995	-3,322
기타	-3,172	-5,125	1,363	0	0
기타현금흐름	530	-155	499	0	0
현금의증가(감소)	3,618	3,719	248,295	272,683	326,668
기초현금	7,587	11,205	14,924	263,219	535,902
기말현금	11,205	14,924	263,219	535,902	862,570

* K-IFRS 연결기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	42,279	69,458	431,667	757,526	1,144,813
현금성자산	11,205	14,924	263,219	535,902	862,570
단기투자자산	2,441	14,993	54,292	73,099	94,538
매출채권	13,019	18,199	58,793	79,159	102,376
채고자산	13,314	14,289	34,212	46,064	59,574
기타유동자산	1,731	1,715	6,209	8,359	10,811
비유동자산	77,576	106,650	150,144	187,004	224,314
유형자산	60,157	77,503	110,665	145,013	179,166
무형자산	4,019	4,049	3,311	2,531	1,935
투자자산	6,522	17,172	30,162	33,454	37,208
기타비유동자산	6,878	7,926	6,005	6,005	6,005
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	119,855	176,108	581,811	944,530	1,369,127
유동부채	24,965	37,379	111,693	148,344	190,125
단기차입금	1,283	2,396	2,522	2,522	2,522
매입채무	2,277	2,848	10,315	13,888	17,961
유동성장기부채	3,969	5,766	3,369	3,369	3,369
기타유동부채	17,436	26,369	95,488	128,565	166,273
비유동부채	20,974	18,062	27,816	32,800	38,482
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	14,388	19,372	25,054
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	45,940	55,441	139,509	181,144	228,607
지배주주지분	73,903	120,516	442,119	763,077	1,140,063
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	386,551	707,510	1,084,495
비지배주주지분	12	151	182	309	457
자본총계	73,916	120,667	442,302	763,386	1,140,520

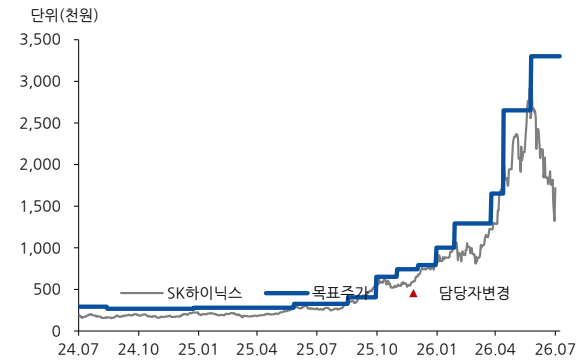
(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	27,193	58,994	387,982	443,645	520,821
EPS(지배순이익 기준)	27,182	58,955	387,831	443,472	520,618
BPS(자본총계 기준)	101,532	165,750	605,484	1,045,029	1,561,303
BPS(지배지분 기준)	101,515	165,544	605,235	1,044,607	1,560,677
DPS	2,204	3,000	4,125	4,575	4,875
P/E(당기순이익 기준)	6.4	11.0	3.6	3.2	2.7
P/E(지배순이익 기준)	6.4	11.0	3.6	3.2	2.7
P/B(자본총계 기준)	1.7	3.9	2.3	1.3	0.9
P/B(지배지분 기준)	1.7	3.9	2.3	1.3	0.9
EV/EBITDA(Reported)	3.8	7.6	2.6	1.1	0.2
배당수익률	1.3	0.5	0.3	0.3	0.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	116.9	557.7	14.3	17.4
EPS(지배순이익 기준)	흑전	116.9	557.8	14.3	17.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	31.1	44.1	99.6	53.8	40.0
ROE(지배순이익 기준)	31.1	44.2	99.6	53.8	40.0
ROA	18.0	29.0	74.0	42.5	32.9
안정성 (%)					
부채비율	62.2	45.9	31.5	23.7	20.0
순차입금비율	14.6	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	17.4	51.1	358.5	439.7	448.4

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	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	-37.50	-11.61
2026.08.03	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 해당종목과 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.