

SK하이닉스 (000660)

COMPANY UPDATE

Company Analysis | 반도체 | 2026.8.31

작은 것을 주고 큰 것을 취한다

HBM 성장 지속, 그러나 공급자 프리미엄은 정상화

SK하이닉스의 HBM 출하 성장과 중장기 수요에 대한 긍정적 시각은 유지한다. 다만 경쟁사의 HBM4 출하 확대와 양산성 개선이 확인될 경우 주요 고객사의 공급선 다변화 가능성은 높아질 전망이다. 이는 HBM 시장 자체의 성장 둔화를 의미하기보다 공급자 간 경쟁구도가 정상화되는 과정으로 판단한다. 향후 주가의 핵심 변수 역시 절대 HBM 수요보다는 차세대 제품에서 기술 우위와 고객사 내 높은 점유율을 얼마나 유지할 수 있는지에 달려 있다고 본다.

HBM OPM 60% 수준이 Goldilocks, 추가 개선 가능성은 잔존

당사는 기존 SK하이닉스의 2027년 HBM 영업이익률이 약 80% 수준까지 상승할 것으로 전망했으나, 최근 산업 점검 결과 2026년과 유사한 약 60% 수준이 유지되는 것으로 파악한다. HBM OPM이 80%까지 상승할 경우 엔비디아가 GPM 75% 수준을 유지하기 위해 제품 가격을 추가 인상해야 하고, 이는 메모리 가격 상승으로 이미 압박 받고 있는 빅테크 서버 예산과 Conventional DRAM 시장 확대를 제한할 수 있다. 이에 HBM OPM 약 60%를 고객사, 메모리 공급자, AI 투자 지속성을 함께 만족시키는 Goldilocks 수준으로 판단하며, 이를 반영해 2027년 HBM 이익 추정치를 하향한다. 다만 향후 수출 추가 개선에 따른 원가 절감으로 HBM 이익률이 재차 상승할 가능성은 배제하지 않는다.

HBM 이익 전망 조정 반영, 목표주가 240만원으로 하향

SK하이닉스 목표주가를 기존 330만원에서 240만원으로 하향한다. 이번 조정의 핵심은 HBM 수요 둔화나 메모리 사이클 종료가 아니라, 기존에 가정했던 2027년 HBM 초과 수익성이 현실화되지 않는 점을 반영한 HBM 실적 전망치 하향이다. 여기에 삼성전자의 HBM4 진입으로 공급자 집중에 따른 프리미엄도 일부 완화될 가능성을 반영한다. 2028E 지배주주지분 기준 PBR 1.1~1.4배를 기본 Trading Range로 제시하며, 신규 AI 수요처 확대와 차세대 HBM의 추가 수출 개선이 확인되는 구간에서는 상단 1.6배 수준까지의 확장이 가능할 전망이다.

Financial Data

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	66,193	97,147	355,209	609,988	701,308
영업이익	23,467	47,206	266,292	473,232	549,724
순이익	19,797	42,948	205,764	364,068	422,501
EPS (원)	28,719	62,158	297,764	526,785	611,284
증감률 (%)	흑전	116.4	379.0	76.9	16.0
PER (x)	6.1	10.5	5.6	3.1	2.7
PBR (x)	1.7	3.9	3.7	1.8	1.2
영업이익률 (%)	35.5	48.6	75.0	77.6	78.4
EBITDA 마진 (%)	54.5	62.9	80.7	82.3	83.3
ROE (%)	31.1	44.2	92.5	72.7	51.4

주: IFRS 연결 기준

자료: SK하이닉스, LS증권 리서치센터



Analyst 정우성
wsjung@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (하향)	2,400,000 원
현재주가	1,653,000 원
상승여력	45.2 %

컨센서스 대비

	상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(8/28)	6,788.88 pt
시가총액	12,075,039 억원
발행주식수	730,492 천주
52 주 최고가/최저가	2,919,000/256,000 원
90 일 일평균거래대금	116,307.58 억원
외국인 지분율	50.6%
배당수익률(26.12E)	1.0%
BPS(26.12E)	445,085 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -6.1%
	6 개월 47.1%
	12 개월 403.2%
주주구성	에스케이스퀘어 (외 7 인) 20.0%
	국민연금공단 (외 1 인) 7.3%
	자사주 (외 1 인) 1.1%

Stock Price



표1 SK 하이닉스 실적 전망

(단위: 조원)	항목	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2026E	2027E
매출액	DRAM	40.2	57.7	77.3	87.4	101.1	106.8	111.6	121.4	262.6	440.9
	NAND	11.7	20.9	27.9	30.4	37.7	40.8	43.2	45.7	90.9	167.3
	기타	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	1.7	1.8
	합계	52.5	79.3	105.8	118.5	139.6	148.3	155.5	167.9	355.2	610.0
영업이익	DRAM	30.7	45.9	60.3	68.7	80.3	84.5	88.2	95.5	205.7	348.5
	NAND	6.8	14.6	18.6	20.6	26.8	28.8	30.2	31.7	60.6	117.4
	기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	합계	37.6	60.5	78.9	89.3	107.1	113.2	118.4	127.2	266.3	465.8
OPM(%)	DRAM	76.5	79.4	78.0	78.6	79.4	79.1	79.1	78.7	78.3	79.0
	NAND	58.2	69.9	66.7	67.8	70.9	70.6	69.9	69.4	66.7	70.2
	합계	71.6	76.3	74.6	75.4	76.7	76.4	76.1	75.7	75.0	76.4

자료: LS증권 리서치센터

표2 SK 하이닉스 메모리 사업부 주요 가정

		1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2026E	2027E
DRAM	Shipment(Mil GB)	2,672	2,707	3,088	3,222	3,523	3,633	3,730	3,958	11,689	14,844
	bit growth	-3%	1%	14%	4%	9%	3%	3%	6%	11%	27%
	ASP (\$/GB)	10.3	14.2	17.9	18.7	19.8	20.3	20.6	21.2	15.5	20.5
	qoq / yoy	65%	38%	26%	5%	6%	2%	2%	3%	207%	32%
NAND	Shipment(Mil GB)	45,244	50,625	55,531	57,370	64,718	69,920	74,005	78,294	208,770	286,937
	bit growth	-12%	12%	10%	3%	13%	8%	6%	6%	17%	37%
	ASP (\$/GB)	0.18	0.28	0.36	0.37	0.40	0.40	0.40	0.40	0.30	0.40
	qoq / yoy	74%	56%	30%	2%	10%	0%	0%	0%	244%	34%

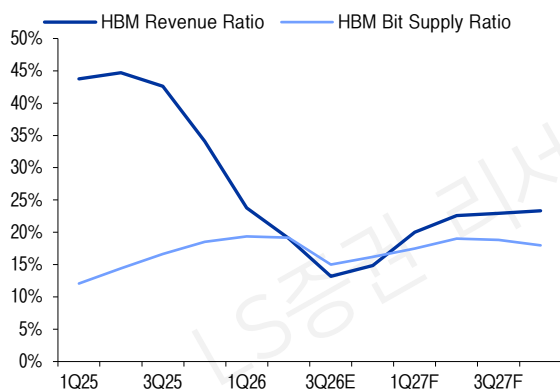
자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

표3 SK하이닉스 DRAM 부문 추정치

항목	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2026E	2027E
Blended HBM Max Yield	82.0%	82.9%	70.1%	75.0%	80.5%	82.8%	84.0%	85.3%	-	-
HBM Advantage	140.7%	130.7%	108.6%	110.8%	107.4%	108.3%	110.4%	114.7%	-	-
Wafer Input % for HBM	29.2%	30.8%	31.4%	32.5%	34.6%	34.4%	36.1%	34.5%	-	-
TSV Capa Ratio	29.2%	30.8%	31.4%	32.5%	34.6%	36.6%	36.1%	34.5%	-	-
TSV Utilization Rate	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	94.0%	100.0%	100.0%	-	-
TSV Wafer Capa(K/Q)	495	540	570	600	660	720	720	720	2,205	2,820
HBM Bit/Total TSV Wafer(GB)	1,045	961	813	869	933	960	974	989	917	752
Designed HBM Bit/Wafer(GB)	1,045	961	858	908	890	1,003	957	971	-	-
HBM Bit Supply(Mil GB)	518	519	463	521	616	691	702	712	2,021	2,119
HBM ASP(\$/GB)	12.6	14.2	15.7	17.2	22.7	24.1	25.2	27.5	14.9	32.0
HBM Revenue(Mil USD)	6,523	7,346	7,285	8,953	13,973	16,636	17,645	19,555	30,107	67,809
Conv. DRAM Wafer Capa(K/Q)	1,200	1,215	1,245	1,245	1,245	1,245	1,275	1,365	4,905	5,130
Conv. DRAM Bit/Input Wafer(GB)	1,795	1,801	2,108	2,169	2,335	2,363	2,376	2,378	1,971	2,363
Conv. DRAM Bit Supply(Mil GB)	2,154	2,189	2,624	2,701	2,907	2,942	3,029	3,246	9,668	12,124
Conv. DRAM ASP(\$/GB)	9.7	14.2	18.3	19.0	19.2	19.4	19.6	19.8	15.6	19.5
Conv. DRAM Revenue(Mil USD)	20,899	31,137	47,942	51,310	55,778	57,011	59,288	64,177	151,28	236,25
Total DRAM Bit Supply(Mil GB)	2,672	2,707	3,088	3,222	3,523	3,633	3,730	3,958	11,689	14,844
Blended DRAM ASP(\$/GB)	10.3	14.2	17.9	18.7	19.8	20.3	20.6	21.2	15.5	20.5
DRAM Revenue(Mil USD)	27,422	38,483	55,227	60,262	69,751	73,647	76,933	83,732	181,39	304,06
HBM Revenue Ratio	23.8%	19.1%	13.2%	14.9%	20.0%	22.6%	22.9%	23.4%	16.6%	22.3%
Conv. DRAM Revenue Ratio	76.2%	80.9%	86.8%	85.1%	80.0%	77.4%	77.1%	76.6%	83.4%	77.7%
HBM Bit Supply Ratio	19.4%	19.2%	15.0%	16.2%	17.5%	19.0%	18.8%	18.0%	17.3%	14.3%
Conv. DRAM Bit Supply Ratio	80.6%	80.8%	85.0%	83.8%	82.5%	81.0%	81.2%	82.0%	82.7%	81.7%

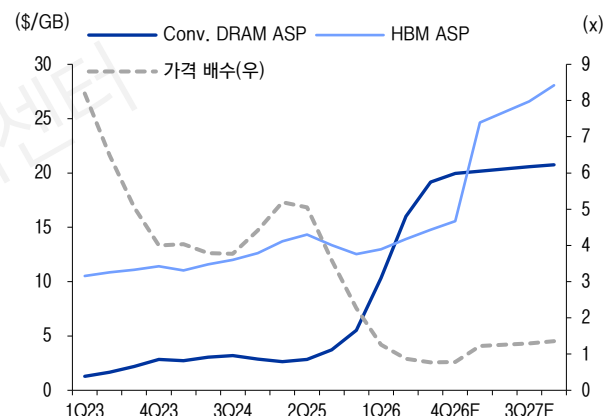
자료: LS증권 리서치센터

그림1 HBM 매출액 비중/HBM 비트 비중 추이



자료: LS증권 리서치센터

그림2 DRAM 가격 추이



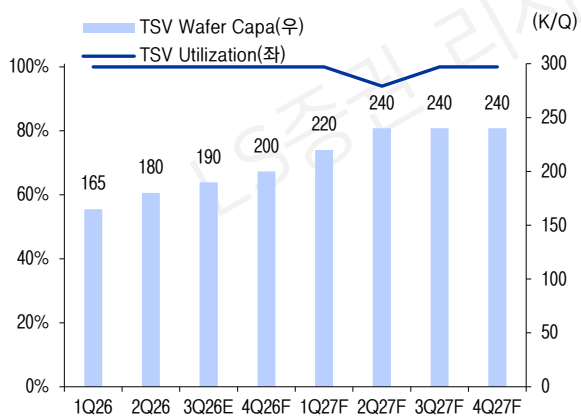
자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

표4 SK 하이닉스 Valuation Table

항목	수치	비고
Non-HBM 사업 가치		
2026F 지배주주지분(억원)	3,240,228	
4Q26F 기준 HBM 누적 세후순이익	352,048	
조정 지배주주지분	2,110,279	(2026E FCF-2027년 Capex) 만큼의 유보 현금은 NOA로 간주
2017년 평균 Forward PBR	1.12	
2026F ROE	57.5%	(2026E FCF-2027년 Capex) 만큼을 2026E 지배주주순이익에서 조정
2017F ROE	37.2%	
COE	13.6%	베타=1.91, Rf=4.30%, MRP=4.87
2026F HBM 매출액 비중	16.6%	
2026F TSV Utilization	100%	
Non-HBM Target PBR	2.2	조정 지배주주지분*2017년 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)	5,325,359	추정 내재가치 내 비중 30.1%, (2026E FCF-2027년 Capex) 보상함
HBM 사업 가치		
2027F HBM 세후순이익 추정치	437,451	2026년 대비 +60% yoy 성장 가정
2015~2026F 빅테크 Capex CAGR	35.1%	HBM 매출액에 대한 정상 성장률 가정
Long-term HBM EPS Growth	45.6%	DOL 1.3x 가정
HBM Target PER(x)	25.1	PEG 0.5 → 0.65로 상향: 우선공급자 지위 공고 & AI 투자 지속성 강화 흐름
HBM Value(억원)	10,978,481	추정 내재가치 내 비중 69.9%
Equity Value		
추정 내재가치(조원)	1,630	Non-HBM Value + HBM Value
보통주 발행주식수(백만주)	694	
보통주 자기주식수(백만주)	8	
목표주가(원)	2,377,347	
현재 시가총액(조원)	1,208	
현재 주가(원)	1,653,000	
Upside Potential	43.8%	

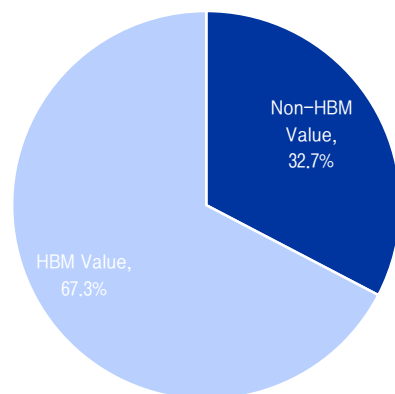
자료: LS증권 리서치센터

그림3 TSV Wafer Capa & Utilization rate 추이



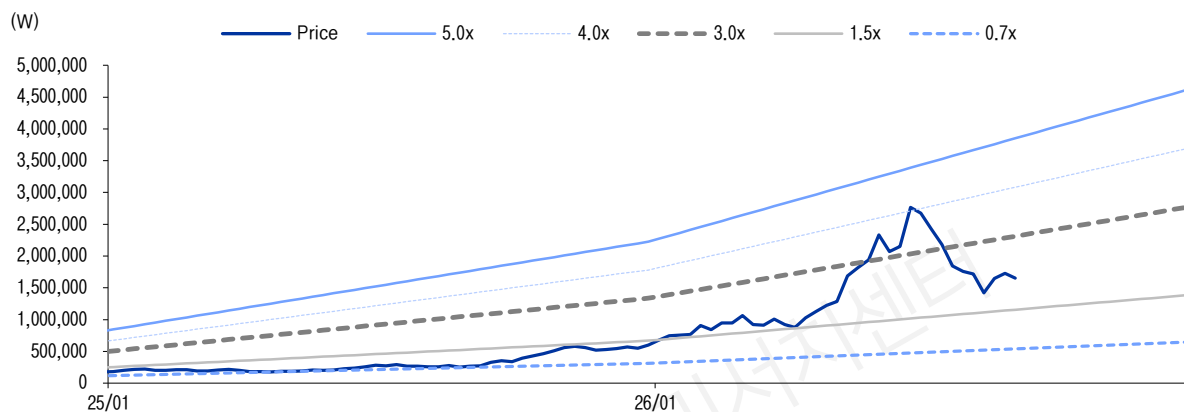
자료: LS증권 리서치센터

그림4 내재가치 내 Non-HBM & HBM Value 비중



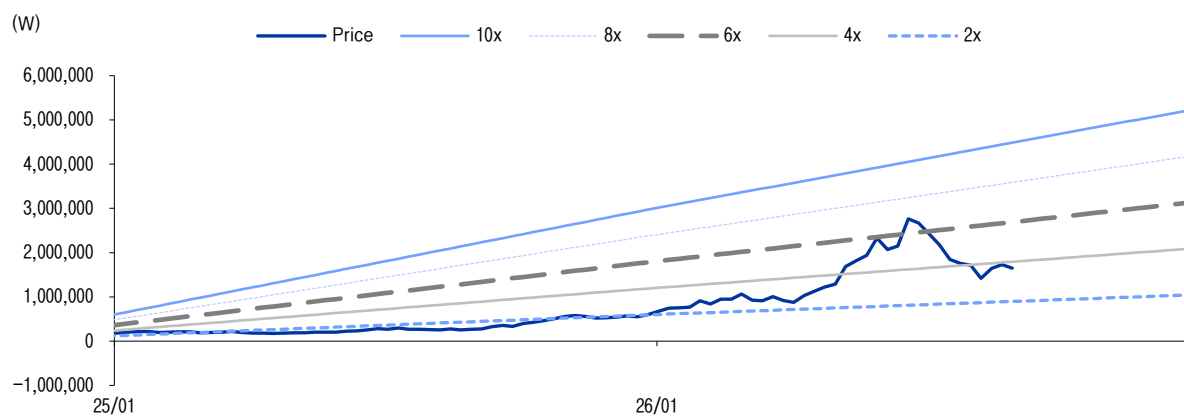
자료: LS증권 리서치센터

그림5 SK 하이닉스 Forward PBR 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림6 SK 하이닉스 Forward PER 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	42,279	69,458	290,496	668,789	974,086
현금 및 현금성자산	11,205	14,924	160,029	460,318	737,558
매출채권 및 기타채권	13,299	18,468	58,076	99,731	114,662
재고자산	13,314	14,289	50,465	86,661	99,635
기타유동자산	4,461	21,777	21,927	22,078	22,231
비유동자산	77,576	106,650	126,761	139,029	135,883
관계기업투자등	5,982	15,868	16,185	16,509	16,839
유형자산	60,157	77,503	77,503	68,844	58,455
무형자산	4,019	4,049	3,401	2,721	2,007
자산총계	119,855	176,108	417,258	807,818	1,109,970
유동부채	24,965	37,379	75,006	113,388	127,145
매입채무 및 기타채무	13,386	15,884	53,511	91,893	105,650
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	93,084	131,482	145,256
지배주주지분	73,903	120,516	324,023	676,185	964,563
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	310,083	662,245	950,624
비지배주주지분(연결)	12	151	151	151	151
자본총계	73,916	120,667	324,173	676,335	964,714

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	29,796	53,373	167,810	332,491	435,466
당기순이익(손실)	19,797	42,948	205,764	364,068	422,501
비현금수익비용가감	17,054	18,838	202	7,894	27,112
유형자산감가상각비	11,985	13,099	19,376	28,034	33,641
무형자산상각비	596	831	850	893	938
기타현금수익비용	4,472	4,907	-20,024	-21,033	-7,466
영업활동 자산부채변동	-5,600	-2,881	-38,156	-39,470	-14,147
매출채권 감소(증가)	-5,098	-5,584	-39,608	-41,656	-14,931
재고자산 감소(증가)	167	-1,059	-36,175	-36,196	-12,974
매입채무 증가(감소)	-1,103	980	37,627	38,382	13,757
기타자산, 부채변동	435	2,782	0	0	0
투자활동 현금흐름	-18,005	-48,054	-20,610	-20,628	-24,521
유형자산처분(취득)	-15,898	-27,374	-19,376	-19,376	-23,251
무형자산 감소(증가)	-697	-1,058	-202	-213	-223
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	-11,575	-133,704
차입금의 증가(감소)	-7,977	171	0	0	0
자본의 증가(감소)	-732	-1,616	-2,095	-11,575	-133,704
배당금의 지급	826	1,681	-2,095	-11,575	-133,704
기타재무활동	6	0	0	0	0
현금의 증가	3,618	3,719	145,105	300,289	277,240
기초현금	7,587	11,205	14,924	160,029	460,318
기말현금	11,205	14,924	160,029	460,318	737,558

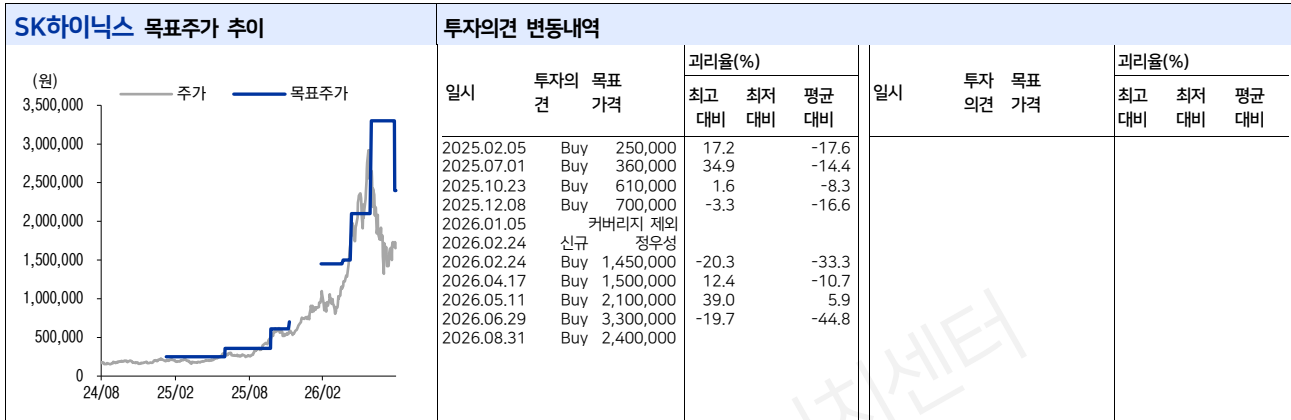
자료: SK하이닉스, LS증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	66,193	97,147	355,209	609,988	701,308
매출원가	34,365	38,456	69,155	111,924	123,028
매출총이익	31,828	58,691	286,055	498,064	578,280
판매비 및 관리비	8,361	11,484	19,763	24,832	28,556
영업이익	23,467	47,206	266,292	473,232	549,724
(EBITDA)	36,049	61,136	286,518	502,159	584,302
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	267,921	474,047	550,131
계속사업법인세비용	4,088	7,518	62,158	109,979	127,630
계속사업이익	19,797	42,948	205,764	364,068	422,501
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	19,797	42,948	205,764	364,068	422,501
지배주주	19,789	42,919	205,602	363,737	422,082
총포괄이익	21,315	43,093	205,764	364,068	422,501
매출총이익률 (%)	48.1	60.4	80.5	81.7	82.5
영업이익률 (%)	35.5	48.6	75.0	77.6	78.4
EBITDA 마진률 (%)	54.5	62.9	80.7	82.3	83.3
당기순이익률 (%)	29.9	44.2	57.9	59.7	60.2
ROA (%)	18.0	29.0	69.3	59.4	44.0
ROE (%)	31.1	44.2	92.5	72.7	51.4
ROIC (%)	25.1	43.5	153.8	193.1	192.6

주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	6.1	10.5	5.6	3.1	2.7
P/B	1.7	3.9	3.7	1.8	1.2
EV/EBITDA	3.9	7.7	3.7	1.5	0.8
P/CF	3.4	7.7	5.8	3.2	2.7
배당수익률 (%)	1.3	0.5	1.0	11.7	17.4
성장성 (%)					
매출액	102.0	46.8	265.6	71.7	15.0
영업이익	흑전	101.2	464.1	77.7	16.2
세전이익	흑전	111.3	430.9	76.9	16.1
당기순이익	흑전	116.9	379.1	76.9	16.1
EPS	흑전	116.4	379.0	76.9	16.0
안정성 (%)					
부채비율	62.2	45.9	28.7	19.4	15.1
유동비율	169.3	185.8	387.3	589.8	766.1
순차입금/자기자본(x)	18.3	-0.2	-44.9	-65.9	-75.0
영업이익/금융비용(x)	17.4	51.1	288.3	512.3	595.1
총차입금 (십억원)	27,200	29,674	29,674	29,674	29,674
순차입금 (십억원)	13,554	-242	-145,497	-445,937	-723,331
주당지표(원)					
EPS	28,719	62,158	297,764	526,785	611,284
BPS	101,515	165,544	445,085	928,822	1,324,945
CFPS	50,619	84,870	282,919	510,935	617,598
DPS	2,204	3,000	16,763	193,638	287,701



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 리서치본부의 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 당사에 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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 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) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15%~+15% 기대 -15% 이하 기대	90.3% 9.7% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경 투자 의견 비율은 2025.7.1 ~ 2026.6.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)