

SK 하이닉스 (000660/KS)

시급한 재평가

반도체. 한동희 / donghee.han@sks.co.kr / 3773-8826

Signal: AI 수혜 메모리 전체로 확산. 공급은 복합계약 심화**Key:** 수요 기반 변화. 경기→AI. 구조적 메모리 위상 격상**Step:** Earnings power 의 상향 재정의. 재평가 필요

매수(유지)

목표주가: 1,600,000 원(상향)

현재주가: 951,000 원

상승여력: 68.2%

STOCK DATA

주가(26/02/23)	951,000 원
KOSPI	5,846.09 pt
52주 최고가	951,000 원
60일 평균 거래대금	2,926 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	71,270 만주
시가총액	677,780 십억원
주요주주	
에스케이스퀘어(외 7)	20.07%
국민연금공단	7.35%
외국인 지분율	54.62%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	97,147	244,100	280,715
영업이익	십억원	47,207	175,828	192,233
순이익(지배주주)	십억원	43,543	128,367	152,757
EPS	원	59,811	180,113	214,335
PER	배	10.9	5.3	4.4
PBR	배	4.0	2.8	1.7
EV/EBITDA	배	7.6	3.1	2.1
ROE	%	46.0	71.8	48.2
배당성향	%	4.8	1.6	1.4

과거와 전혀 다른 메모리 산업

메모리 산업은 과거와 전혀 다르다. AI는 기존 HBM에서 DRAM, NAND 전체를 활용하기 시작했다. 용량, 대역, p99 지연 등 다양한 특성을 복합적으로 요구한다. 메모리의 위상이 격상된 것이다. 공급 부족 심화는 그 결과이다. 반면, 공급은 점차 복합적으로 제약된다. 생산 믹스, 후공정, 선별이 얽혀 단순 웨이퍼 캐파가 아니게 되는 것이다.

이제 NAND도 AI 메모리

NAND도 이제 AI 메모리이다. AI 추론 고도화에 따른 KV Cache 증가는 메모리 계층화를 요구한다. 그 과정에서 HBM, DRAM 과 더불어 NAND 역시 추론 상태를 담는 계층으로 상향 재편된다. NVIDIA 의 ICMS 는 그 첫 사례이다.

목표주가 1,600,000 원으로 상향

SK 증권은 SK 하이닉스의 목표주가를 1,600,000 원으로 상향 조정한다. 2026E EPS 180,113 원에 Target P/E 9X 를 적용했다. 근거는 2026 년 판가 전망 상향 (DRAM +108%, NAND +106% YoY)이다. 공급자들의 낮은 재고와 AI 메모리의 구조적 수요, 증설 여력 제약에 따른 가격 협상력이 예상을 크게 상회하고 있다. 2026 년 영업이익을 176 조원 (+272% YoY), 영업이익률 72% (+23%p YoY)로 전망한다.

한국 메모리 재평가의 명분

메모리의 재평가가 필요하다. 특히, 한국 메모리의 재평가가 필요하다.

세트 교체주기가 결정했던 수요는 이제 AI 시스템 운영 구조에서 비롯된다. AI 시스템에서 메모리는 성능 제고, 비용 효율화의 직접 변수이기 때문이다. 소순환주기 (경기) 사이클이 대순환주기 (AI) 사이클로 변화한 것이다. AI 에서 메모리 수요는 더욱 구조화되고, 이익 가시성 제고를 견인한다. 즉, 메모리 Earnings power 자체가 상향되고, 실적의 분산은 크게 완화되는 것이다. AI 는 메모리에 Earnings frame 을 제공한다. 더불어 상반기 내 가시화될 장기공급계약은 Earnings 에 대한 신뢰를 높일 것이다.

메모리 호황이 유동성 확장과 동반된 것은 처음있는 일이다.

재평가는 시작도 하지 않았고, 글로벌 AI 관련주에서 한국 메모리가 가장 저렴하다.

ADR 이 가시화될 경우 SK 하이닉스의 저평가는 더욱 부각될 것이다.

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	17,639	22,232	24,449	32,827	45,997	56,762	66,999	74,342	66,122	97,147	244,100
QoQ %	-10%	26%	10%	34%	40%	23%	18%	11%	102%	47%	151%
YoY %	42%	35%	39%	67%	161%	155%	174%	126%			
DRAM	14,005	17,013	18,934	24,855	35,284	43,951	53,091	59,609	44,998	74,807	191,935
NAND	3,179	4,685	4,882	7,495	10,229	12,287	13,451	14,157	19,103	20,241	50,123
영업이익	7,441	9,210	11,383	19,170	30,984	41,342	49,496	54,007	23,468	47,205	175,828
QoQ %	-8%	24%	24%	68%	62%	33%	20%	9%	흑전	101%	272%
YoY %	158%	68%	62%	137%	316%	349%	335%	182%			
DRAM	7,510	9,438	11,415	16,707	25,725	34,307	41,823	46,216	21,044	45,070	148,071
NAND	4	(121)	(31)	2,463	5,259	7,035	7,673	7,790	2,864	2,314	27,757
지배순이익	8,107	6,997	12,595	15,843	22,503	30,181	36,224	39,459	19,789	43,543	128,134
QoQ %	1%	-14%	80%	26%	42%	34%	20%	9%	흑전	120%	194%
YoY %	322%	70%	119%	98%	178%	331%	188%	149%			
영업이익률	42%	41%	47%	58%	67%	73%	74%	73%	35%	49%	72%
DRAM	54%	55%	60%	67%	73%	78%	79%	78%	54%	60%	77%
NAND	0%	-3%	-1%	33%	51%	57%	57%	55%	0%	11%	55%
지배순이익률	46%	31%	52%	48%	49%	53%	54%	53%	30%	45%	52%

자료: SK 증권 추정

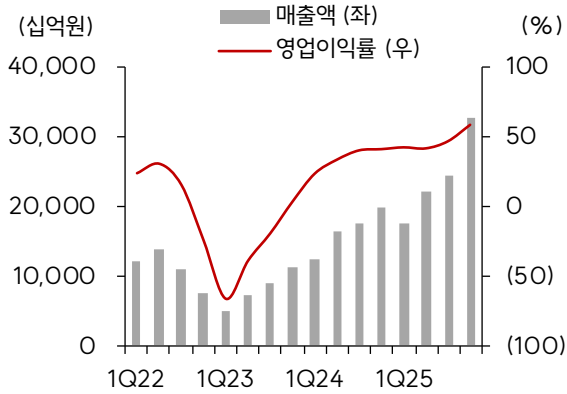
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
DRAM											
Shipment (1Gb equiv. mn)	19,118	23,796	25,231	25,593	25,337	27,488	30,286	33,125	76,919	93,738	116,237
QoQ %	-7%	24%	6%	1%	-1%	8%	10%	9%	15%	22%	24%
ASP (\$)	0.50	0.51	0.54	0.67	0.96	1.13	1.24	1.29	0.43	0.56	1.16
QoQ %	0%	2%	6%	24%	43%	17%	10%	3%	80%	30%	108%
NAND											
Shipment (1GB equiv. mn)	30,760	52,307	49,692	55,158	53,503	54,573	57,302	60,740	172,930	187,916	226,118
QoQ %	-19%	70%	-5%	11%	-3%	2%	5%	6%	-1%	9%	20%
ASP (\$)	0.07	0.06	0.07	0.09	0.13	0.16	0.17	0.17	0.08	0.08	0.16
QoQ %	-20%	-9%	11%	33%	40%	20%	5%	0%	91%	-7%	106%

자료: SK 증권 추정

	변경 후				변경 전				차이			
	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	45,997	56,762	66,999	74,342	39,438	47,294	55,561	62,853	17%	20%	21%	18%
DRAM	35,284	43,951	53,091	59,609	30,301	36,124	42,778	47,998	16%	22%	24%	24%
NAND	10,229	12,287	13,451	14,157	8,654	10,646	12,325	14,128	18%	15%	9%	0%
영업이익	30,984	41,342	49,496	54,007	26,774	33,477	40,551	46,415	16%	23%	22%	16%
DRAM	25,725	34,307	41,823	46,216	22,230	27,329	33,213	37,865	16%	26%	26%	22%
NAND	5,259	7,035	7,673	7,790	4,544	6,147	7,338	8,550	16%	흑전	5%	-9%
영업이익률	67%	73%	74%	73%	68%	71%	73%	74%	-1%p	2%p	1%p	-1%p
DRAM	73%	78%	79%	78%	73%	76%	78%	79%	0%p	2%p	1%p	-1%p
NAND	51%	57%	57%	55%	53%	58%	60%	61%	-2%p	-1%p	-3%p	-6%p
지배순이익	22,503	30,181	36,224	39,459	21,691	26,485	31,670	36,455	4%	14%	14%	8%
지배순이익률	49%	53%	54%	53%	55%	56%	57%	58%	-6%p	-3%p	-3%p	-5%p

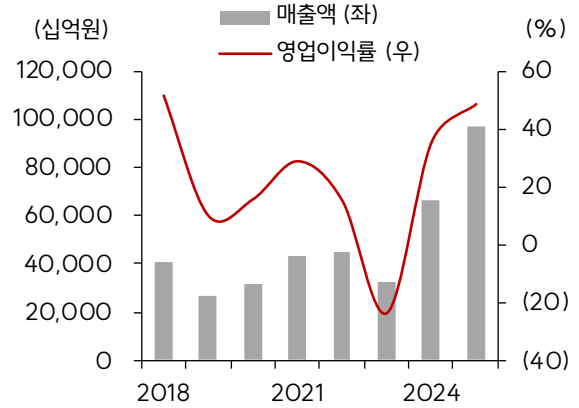
주: 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스 분기 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스 연간 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스의 주주환원정책 (2025~2027)

신규 주주환원정책 (2025 ~ 2027)

- 지속적인 기업가치 제고를 위해 Downturn 시에도 안정적인 사업운영이 가능한 재무 건전성 확보가 필요합니다.
- 이에, 신규 주주환원 정책은 재무 건전성 강화와 주주환원 확대를 균형있게 추진하고자 합니다.

주당 1,500원 고정배당금 + 재무 건전성 목표* 달성 시, 3년 누적 FCF의 50% 범위 내 추가 환원

* 재무 건전성 목표: Net Cash 전환과 적정 수준의 현금 확보

연간 고정배당금 25% 상향

- 고정배당금을 주당 1,200원에서 1,500원으로 상향
- 연간 현금 배당금은 고정배당금만 지급하며, 기존 정책하에서 지급하던 연간 FCF 5%는 재무 건전성 강화에 우선 활용

FCF 50% 범위 내 추가 환원

- 장액기간 종료 후, 재무 건전성 목표를 유지하는 범위 내 실행
- 유의미한 수준의 FCF가 창출될 경우, 일부 조기 환원 여부를 검토

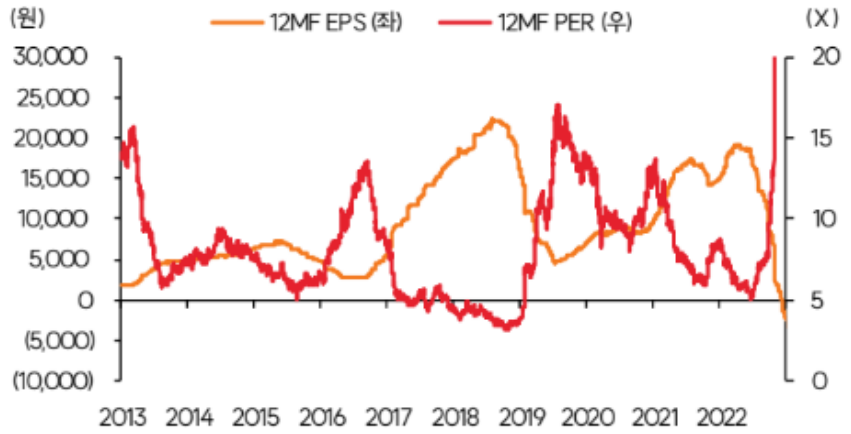
자료: SK 하이닉스 SK 증권

목표주가 산정

	2026E	비고
EPS	180,113	
Target P/E	9.0	마이크론 2026E P/E 대비 25% 할인
목표주가	1,600,000	
현재주가	951,000	
상승여력	68%	

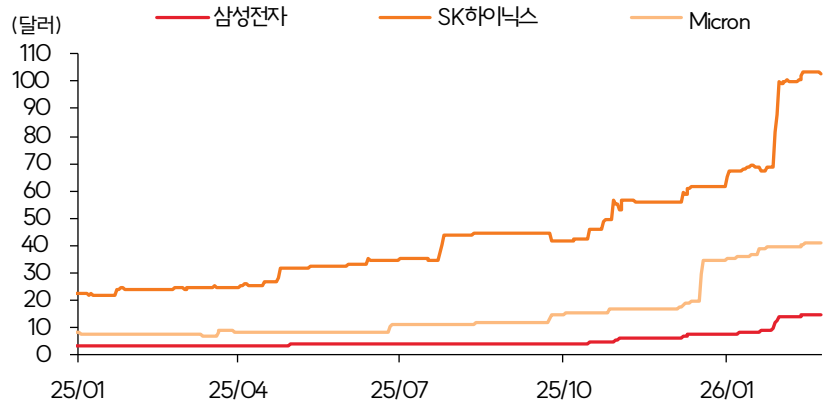
자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스의 12MFwd. EPS, P/E 추이 (AI 사이클 이전)



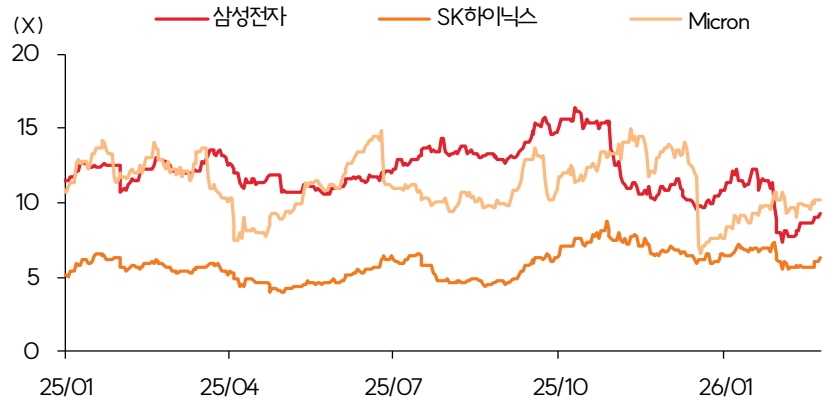
자료: Bloomberg, SK 증권

메모리 3사 12MFwd. EPS 추이 (2025년 이후)



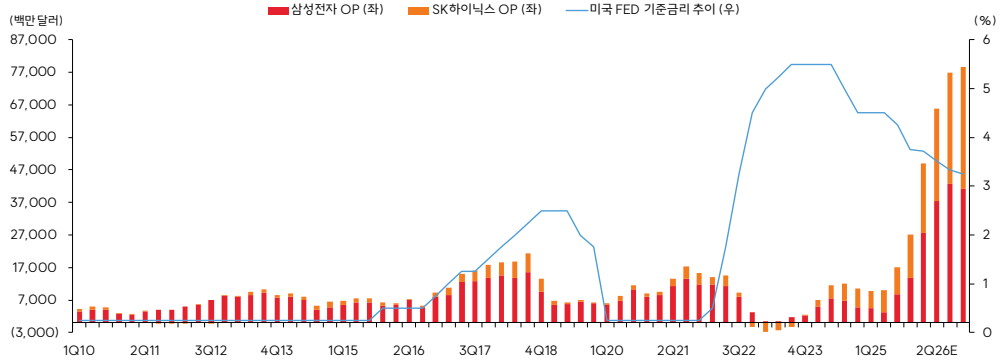
자료: Bloomberg, SK 증권

메모리 3사 12MFwd. P/E 추이 (2025년 이후)



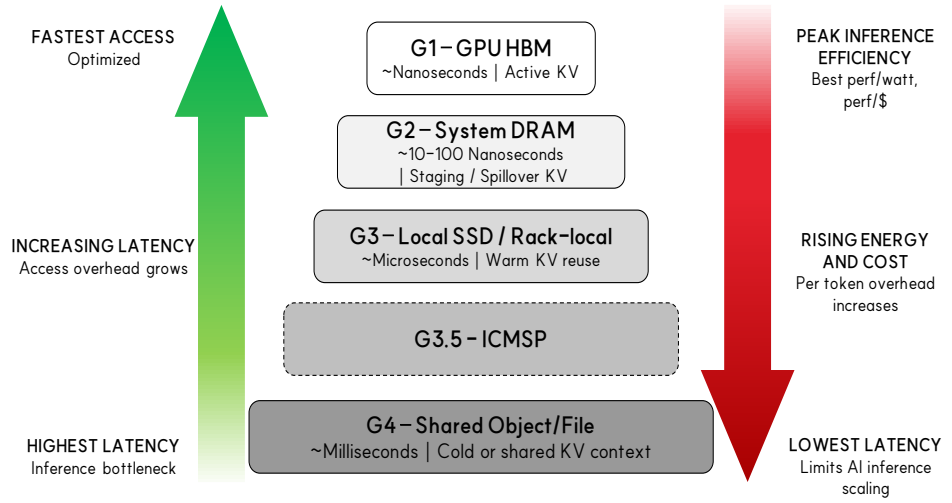
자료: Bloomberg, SK 증권

삼성전자, SK 하이닉스 영업이익 미국 FED 기준금리 추이 비교



자료: Bloomberg, SK 증권

KV Cache memory hierarchy



자료: 산업자료, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	30,468	42,279	66,167	203,838	341,886
현금및현금성자산	7,587	11,205	10,284	82,088	228,984
매출채권 및 기타채권	6,942	13,299	17,297	39,172	32,469
재고자산	13,481	13,314	16,413	37,171	30,811
비유동자산	69,862	77,576	99,580	124,944	146,679
장기금융자산	5,845	5,736	11,932	12,406	13,362
유형자산	52,705	60,157	72,661	94,148	114,385
무형자산	3,835	4,019	3,764	3,091	2,539
자산총계	100,330	119,855	165,747	328,782	488,565
유동부채	21,008	24,965	32,379	67,356	76,751
단기금융부채	11,968	7,582	10,526	23,839	27,414
매입채무 및 기타채무	5,139	9,244	15,905	36,020	41,423
단기충당부채	287	265	336	760	874
비유동부채	25,819	20,974	17,775	19,514	19,189
장기금융부채	22,013	19,617	15,959	15,959	15,609
장기매입채무 및 기타채무	3,240	529	442	442	412
장기충당부채	2	0	0	0	0
부채총계	46,826	45,940	50,154	86,870	95,940
지배주주지분	53,504	73,903	115,569	241,864	392,549
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,757	4,757	4,757
기타자본구성요소	-2,269	-2,192	-2,099	-2,099	-2,099
자기주식	-2,273	-2,221	-2,141	-2,141	-2,141
이익잉여금	46,729	65,418	107,274	233,570	384,254
비지배주주지분	-1	12	24	48	76
자본총계	53,504	73,916	115,593	241,912	392,625
부채외자본총계	100,330	119,855	165,747	328,782	488,565

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	4,278	29,796	48,861	125,488	184,433
당기순이익(손실)	-9,138	19,797	43,548	128,391	152,786

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	32,766	66,193	97,147	244,100	280,715
매출원가	33,299	34,365	38,382	47,373	60,354
매출총이익	-533	31,828	58,765	196,727	220,361
매출총이익률(%)	-1.6	48.1	60.5	80.6	78.5
판매비와 관리비	7,197	8,361	11,558	20,898	28,128
영업이익	-7,730	23,467	47,207	175,828	192,233
영업이익률(%)	-23.6	35.5	48.6	72.0	68.5
비영업손익	-3,928	418	5,413	-2,327	6,190
순금융손익	-1,252	-1,000	-446	453	-5
외환관련손익	-319	269	-464	-5,575	6,470
관계기업등 투자손익	15	-38	-75	11	15
세전계속사업이익	-11,658	23,885	52,620	173,501	198,423
세전계속사업이익률(%)	-35.6	36.1	54.2	71.1	70.7
계속사업법인세	-2,520	4,088	9,072	45,110	45,637
계속사업이익	-9,138	19,797	43,548	128,391	152,786
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	43,548	128,391	152,786
순이익률(%)	-27.9	29.9	44.8	52.6	54.4
지배주주	-9,112	19,789	43,543	128,367	152,757
지배주주귀속 순이익률(%)	-27.8	29.9	44.8	52.6	54.4
비지배주주	-25	8	5	24	28
총포괄이익	-9,037	21,044	42,989	128,391	152,786
지배주주	-9,015	21,033	42,979	128,352	152,739
비지배주주	-22	11	10	39	46
EBITDA	5,943	36,049	61,241	192,014	211,049

주요투자지표

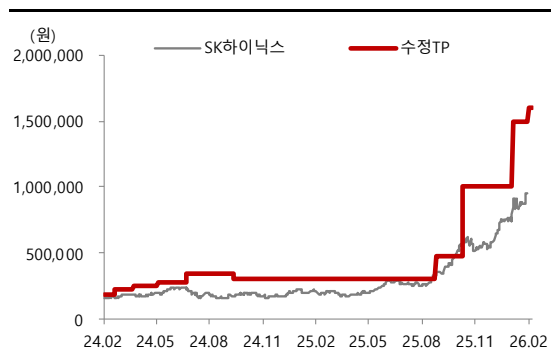
12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-26.6	102.0	46.8	151.3	15.0

비현금성항목등	15,033	17,054	17,485	60,966	58,000
유형자산감가상각비	13,121	11,985	13,218	15,513	18,263
무형자산상각비	553	596	816	673	552
기타	1,359	4,472	3,452	44,780	39,185
운전자본감소(증가)	794	-5,600	-3,054	-19,229	19,272
매출채권및기타채권의감소(증가)	-1,406	-5,098	-4,646	-21,875	6,702
재고자산의감소(증가)	2,288	167	-3,043	-20,758	6,360
매입채무및기타채무의증가(감소)	83	-1,103	3,434	20,115	5,403
기타	-3,795	-2,007	-17,648	-89,750	-91,262
법인세납부	-1,384	-552	-8,529	-45,110	-45,637
투자활동현금흐름	-7,335	-18,005	-49,592	-61,453	-37,841
금융자산의감소(증가)	140	-1,415	-18,680	-19,900	-3,760
유형자산의감소(증가)	-6,785	-15,898	-23,542	-37,000	-38,500
무형자산의감소(증가)	-454	-697	-561	0	0
기타	-235	6	-6,809	-4,554	4,419
재무활동현금흐름	5,697	-8,704	-1,911	11,240	1,153
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-915	13,312	3,576
장기금융부채의증가(감소)	6,507	-7,977	631	0	-350
자본의증가(감소)	36	115	270	0	0
배당금지급	-826	-826	-1,677	-2,072	-2,073
기타	-21	-15	-219	-0	-0
현금의 증가(감소)	2,610	3,618	-921	71,805	146,896
기초현금	4,977	7,587	11,205	10,284	82,088
기말현금	7,587	11,205	10,284	82,088	228,984
FCF	-2,507	13,897	25,319	88,488	145,933

자료 : SK하이닉스, SK증권 추정

영업이익	적전	흑전	101.2	272.5	9.3
세전계속사업이익	적전	흑전	120.3	229.7	14.4
EBITDA	-71.6	506.5	69.9	213.5	9.9
EPS	적전	흑전	120.0	201.1	19.0
수익성 (%)					
ROA	-8.9	18.0	30.5	51.9	37.4
ROE	-15.6	31.1	46.0	71.8	48.2
EBITDA마진	18.1	54.5	63.0	78.7	75.2
안정성 (%)					
유동비율	145.0	169.3	204.4	302.6	445.4
부채비율	87.5	62.2	43.4	35.9	24.4
순차입금/자기자본	46.7	17.6	-4.9	-36.0	-59.7
EBITDA/이자비용(배)	4.0	26.8	65.3	168.0	315.0
배당성향	-9.1	7.7	4.8	1.6	1.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-12,517	27,182	59,811	180,113	214,335
BPS	76,616	104,567	161,689	342,366	553,793
CFPS	6,265	44,464	79,088	202,823	240,735
주당 현금배당금	1,200	2,204	3,000	3,000	3,000
Valuation지표 (배)					
PER	-11.3	6.4	10.9	5.3	4.4
PBR	1.8	1.7	4.0	2.8	1.7
PCR	22.6	3.9	8.2	4.7	4.0
EV/EBITDA	21.5	3.9	7.6	3.1	2.1
배당수익률	0.8	1.3	0.5	0.3	0.3

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.02.24	매수	1,600,000원	6개월		
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%
2024.07.16	매수	340,000원	6개월	-47.40%	-35.15%
2024.05.27	매수	280,000원	6개월	-20.57%	-13.93%
2024.04.15	매수	250,000원	6개월	-27.32%	-20.00%
2024.03.14	매수	220,000원	6개월	-19.73%	-14.36%



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 투자의건은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 02 월 24 일 기준)	매수	92.95%	중립	7.05%	매도	0.00%
--	----	--------	----	-------	----	-------