

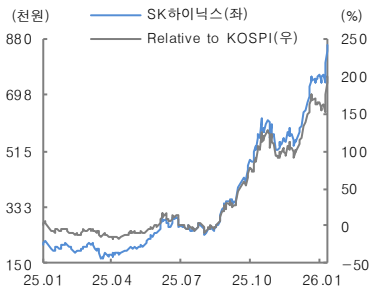
SK하이닉스 (000660)

류형근
hyungkeun.ryu@daishin.com
서지원RA
jiwon0.seo@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지
6개월 목표주가 **1,250,000**
상향
현재주가 **861,000**
(26.01.29)
반도체업종

KOSPI	5221.25
시가총액	626,810십억원
시가총액비중	18.85%
자본금(보통주)	3,658십억원
52주 최고/최저	861,000원 / 164,800원
120일 평균거래대금	19,807억원
외국인지분율	53.56%
주요주주	에스케이스퀘어 외 7 인 20.07% 국민연금공단 7.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	34.5	54.3	228.0	289.6
상대수익률	8.7	20.6	102.9	89.3



하.의.치 (하이닉스-의대-치대)

- 초호황에 다양한 사업 구조 변화 노력들이 중첩되고 있는 시점
- 중장기 수급 안정성 증대 노력 강화. 주주환원과 기업가치 제고 노력 지속.
- 목표주가를 125만원으로 상향. 적극 매수 접근 필요.

시장에 전달한 메시지

핵심 메시지는 4가지. 1) 메모리반도체 초호황의 환경에서도, 흥분하지 않고, Capex Discipline을 지킬 것을 강조했고, 2) 판매 정책의 변화 (Multi-Year LTA, Deposit, 선수금 등)를 추진하고 있음을 언급. 3) 앞단의 2가지 변화로 기업가치 극대화 (미래 성장 동력 확보)와 주주환원 강화 (ADR을 통한 Capital Yield 극대화 노력, 전통적 주주환원 정책 강화)라는 상장사의 지향점에 한발 더 다가갈 수 있는 기회를 마련했다는 판단. 4) HBM4의 경우, 시장 우려와 달리, 계획대로 출하를 준비 중이라는 입장을 제시했고, 점유율 1위 유지에 대한 강한 자신감을 피력.

1) **Capex Discipline**: SK하이닉스의 2026년 Capex는 30조 후반으로 증가할 것으로 전망. 과도한 증액은 아니라는 판단. Capital Intensity 기준 20%에 불과하며, 해당 수준의 Capex로는 2026년-2027년 상반기 구간에 생산 급증이 발생할 가능성은 제한적. 인프라 투자 중심으로 상향되고 있는 만큼 과도한 우려는 기우.

2) **기업가치 증진 노력**: 유례없는 메모리반도체 수요-공급 불균형을 활용하여 판매 정책의 변화 (Multi-year LTA, Deposit, 선수금 등)를 적극 추진 중인 것으로 추정. 중장기 수급 안정성을 극대화하기 위한 정책적 변화 노력이며, 이를 통해 주주환원 강화 및 미래 성장 동력 확보를 위한 재원 마련에 임할 것이라는 판단. 재무체력 개선세를 감안 시, 자사주 매입을 통한 ADR 발행 가능성도 상존.

3) **HBM 점유율 1위 유지**: HBM4 점유율 1위 유지. HBM3e는 물량 Upside 기대.

목표주가 125만원으로 상향

회사-임직원-주주 모두의 이익 극대화를 위한 환경적 변화가 마련. 하이닉스-의대-치대의 대상은 주주로도 확대될 것. 우리가 경험하고 있는 메모리반도체 초호황만큼이나 놀라운 변화이며, 해당 가치를 기업 가치 판단에 적극 반영할 필요. 이익 전망과 Target P/B (4.0배로 상향, Micron Technology의 12m Fwd P/B에서 15% 할인) 상향 분을 반영하여 목표주가를 125만원으로 상향.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	97,147	205,336	214,688
영업이익	-7,730	23,467	47,206	142,005	117,350
세전순이익	-11,658	23,885	50,466	146,924	122,341
총당기순이익	-9,138	19,797	42,948	110,193	90,533
자비분순이익	-9,112	19,789	42,919	110,183	90,517
EPS	-12,517	27,182	58,955	151,350	124,336
PER	NA	6.4	8.7	3.4	4.1
BPS	73,495	101,515	164,986	312,789	435,725
PBR	1.9	1.7	5.2	2.8	2.0
ROE	-15.6	31.1	44.2	63.4	33.2

주: EPS와 BPS, ROE는 자비분 기준으로 산출
자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center

What has been changed?

1. Capex Discipline 유지

AI 생태계 확산 속, 메모리반도체가 강한 성장 기회를 맞이할 것이라는 입장을 유지. 과거와 달라진 점이 있다면, Capex 정책. 메모리반도체 수급 괴리율이 역사상 최대 수준으로 벌어져 있는 만큼, 고객 수요 충족을 개선 위한 Capex의 증액은 불가피한 선택. 그 과정 속에서도, Capex의 Discipline은 지속 유지될 것이라는 입장을 재확인.

당사의 경우, SK하이닉스의 2026년 Capex가 30조 후반으로 상승할 것으로 전망. 당사 예상 Capital Intensity 기준 20%에 불과하며, 인프라 투자 중심으로 증액이 나타나고 있다는 점을 감안 시, 과도한 증액은 아니라는 판단. 해당 수준의 Capex로는 2026년-2027년 상반기 구간에 생산 급증이 나타날 가능성도 제한적. 시황에 대한 면밀한 분석을 통해 Capex를 유동적으로 집행해갈 것으로 전망.

2. 기업가치 증진 노력

SK 그룹은 2021년 Financial Story를 통해 회사-임직원-주주의 이익 극대화를 추진할 것임을 언급. SK하이닉스의 경우, 2024년 Value up 프로그램을 통해 주주환원의 강화를 시사. 현재 중장기 주주환원 강화 목적으로 다양한 변화를 추진 중이며, 선결 과제로 중장기 수급 안정성 강화 정책을 시행할 것이라는 판단.

1) 판매 정책의 변화

그간의 공격적 가격 인상 정책으로, 고객들의 재료비 부담이 급증. 고객들의 가격 저항이 심화될 수 있는 만큼, 1Q26부터는 무리한 가격 인상 정책보다는 역사상 최대치로 벌어져 있는 수요와 공급 괴리율을 활용하여 분기 단위 시가 계약 구조에서 탈바꿈하는데 집중할 것이라는 판단. Multi-Year LTA, Deposit, 선수금 등의 제도 활용, AI Company를 통한 고객과의 협업 강화 등을 통해 사이클 변동성 Risk를 축소하고, 이를 기반으로 주주환원 및 미래 성장 동력 확보를 위한 재원 마련에 적극 임할 것으로 전망.

- ADR: 기존 보유 자사주 (발행 주식의 2.1%)는 소각을 결정. 다만, 해당 결정이 ADR 발행 가능성을 전면 배제하는 변화는 아니라는 판단. 메모리반도체 초호황 속, 재무 체력의 강화가 예상되는 만큼 자사주 매입을 통한 ADR 발행을 추진할 가능성 유효.

3. HBM 점유율 1위는 2026년에도 지속

2026년 SK하이닉스의 HBM 시장 점유율 (매출액 기준)은 50%로 1위를 수성 가능할 것으로 전망. HBM4의 경우, 경쟁사의 진입이 예상되나, 경쟁사의 생산 환경 (DRAM 1c 공정으로 HBM4 Core Die를 양산)을 감안 시, 주요 고객사 내 점유율 1위 방향성은 여전히 유효하다는 판단. 주요 고객사 내 HBM4 물량 기준 점유율의 경우, 50% 중반을 전망.

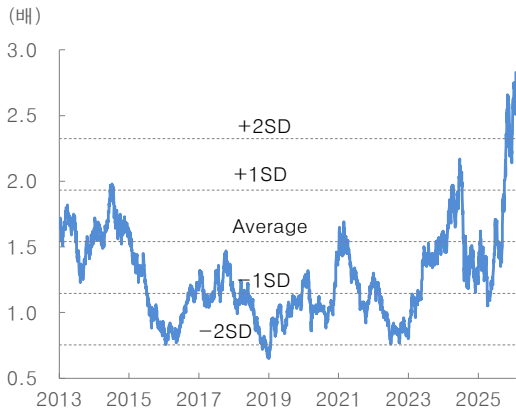
HBM3e에서는 물량 Upside를 기대 가능한 환경. H200의 중국 수출 재개와 Rubin CPX의 HBM3e 채용 등이 변화의 매개체. 보유 재고 및 높은 수율을 활용한 효율적 생산 전략 등을 통해 고객 수요 상향에 적극 대응해갈 것으로 전망.

표 1. SK 하이닉스: 목표주가 산출

(원 배)	2026E	비고
BPS	312,789	2026년 당사 예상 BPS 적용
Target P/E	4.0	Micron Technology 의 12m Fwd P/B 에서 15% 할인
목표주가	1,250,000	
현재 주가	861,000	2026년 1월 29일 종가 기준
Upside (%)	45.2	

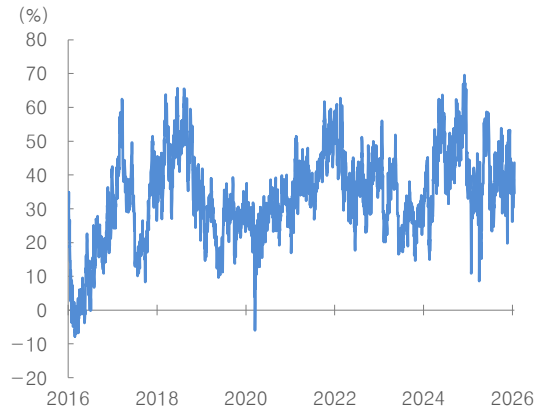
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. SK 하이닉스: 12m Fwd P/B 추이



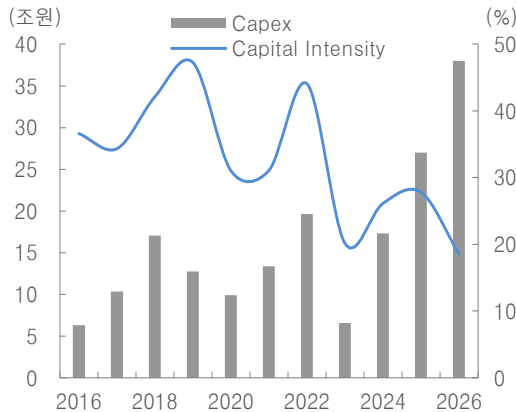
참고: 평균과 표준편차는 2023-2026년 일별 데이터 기준으로 산출
 자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. SK 하이닉스와 마이크론의 Valuation 격차



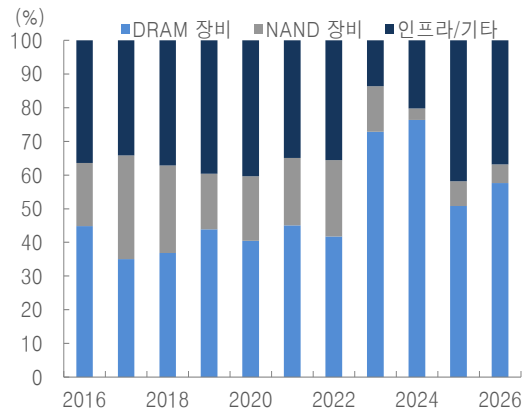
참고: SK하이닉스 대비 마이크론이 받고 있는 Valuation Premium (12m Fwd P/B 기준)
 자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

그림 3. SK 하이닉스: Capex 추이 및 전망



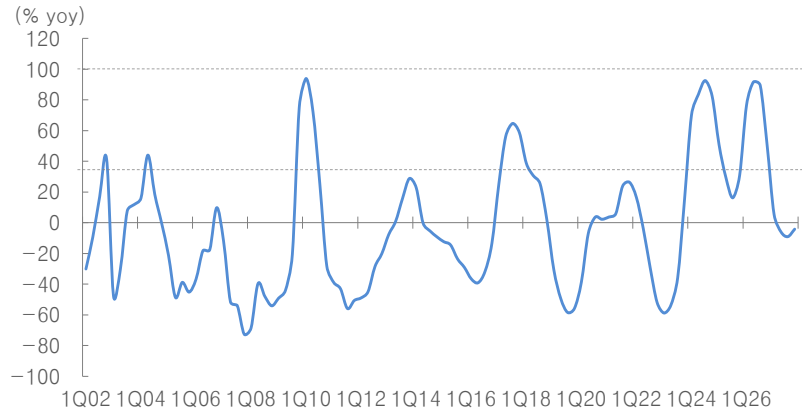
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. SK 하이닉스: Capex Breakdown



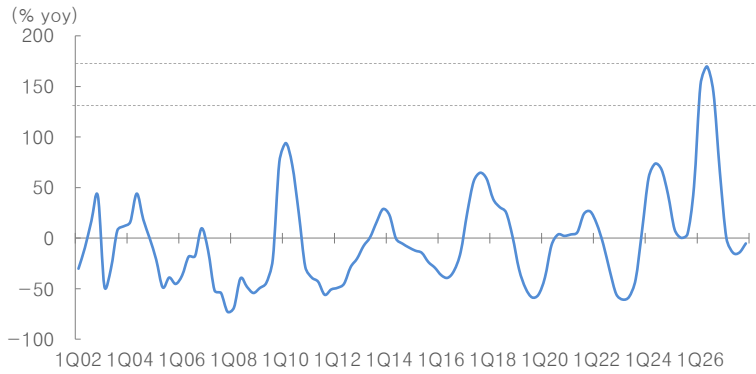
자료: 대신증권 Research Center

그림 5. SK 하이닉스: DRAM ASP 추이 및 전망 (전년동기 대비)



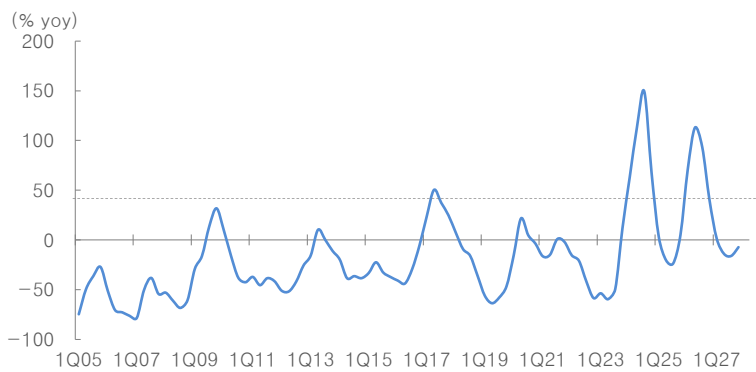
자료: 대신증권 Research Center

그림 6. SK 하이닉스: 범용 DRAM ASP 추이 및 전망 (전년동기 대비)



자료: 대신증권 Research Center

그림 7. SK 하이닉스: NAND ASP 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

표 2. SK 하이닉스: 주요 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
환율 (KRW/USD)	1,453	1,404	1,385	1,451	1,450	1,430	1,400	1,400	1,365	1,423	1,420
DRAM 출하량 (십억 Gb)	18.7	23.4	25.3	25.5	25.6	27.6	30.7	31.2	75.0	92.9	115.2
QoQ	-7	25	8	1	0	8	11	2			
YoY	16	19	32	26	37	18	21	22	16	24	24
DRAM ASP/Gb (USD)	0.51	0.52	0.54	0.67	0.91	0.99	1.03	1.01	0.43	0.57	0.99
QoQ	0	1	5	24	35	10	3	-2			
YoY	51	29	16	31	77	92	89	50	81	30	74
범용 DRAM 출하량 (십억 Gb)	16.0	20.4	22.1	22.1	21.4	22.9	25.2	26.4	68.6	80.6	96.0
QoQ	-8	27	8	0	-3	7	10	5			
YoY	4	10	28	27	34	12	14	19	9	17	19
범용 DRAM ASP/Gb (USD)	0.33	0.34	0.37	0.53	0.82	0.92	0.92	0.87	0.34	0.40	0.88
QoQ	-7	4	10	41	55	12	0	-5			
YoY	9	0	4	51	151	170	144	65	58	18	121
NAND 출하량 (십억 GB)	33.7	58.9	55.2	60.6	59.8	61.7	64.6	66.1	190.0	208.4	252.1
QoQ	-19	75	-6	10	-1	3	5	2			
YoY	-36	14	26	45	77	5	17	9	-1	10	21
NAND ASP/GB (USD)	0.064	0.058	0.064	0.084	0.109	0.124	0.124	0.118	0.074	0.068	0.119
QoQ	-20	-9	11	31	30	13	0	-5			
YoY	3	-20	-24	5	71	113	94	40	93	-8	74

자료: 대신증권 Research Center

표 3. SK 하이닉스: 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	17,639	22,232	24,449	32,827	43,551	50,543	55,794	55,447	66,193	97,147	205,336
DRAM	14,037	17,124	19,084	24,948	33,651	39,211	44,121	44,053	44,732	75,193	161,037
NAND	3,229	4,728	4,989	7,550	9,489	10,908	11,232	10,924	19,274	20,496	42,553
기타	373	380	376	328	411	423	441	470	2,187	1,458	1,746
영업이익	7,441	9,213	11,383	19,170	29,523	35,912	40,191	36,378	23,467	47,206	142,005
DRAM	7,500	9,500	11,500	17,000	25,605	30,827	34,639	31,857	20,959	45,500	122,928
NAND	15	-202	-86	2,256	3,960	5,127	5,597	4,569	2,800	1,984	19,252
기타	-75	-85	-31	-87	-41	-42	-44	-47	-292	-278	-175
세전이익	9,299	8,723	14,790	17,653	30,299	36,779	41,339	38,507	23,885	50,466	146,924
순이익	8,108	6,996	12,598	15,246	22,724	27,584	31,004	28,880	19,797	42,948	110,193
이익률 (%)											
영업이익	42	41	47	58	68	71	72	66	35	49	69
DRAM	53	55	60	68	76	79	79	72	47	61	76
NAND	0	-4	-2	30	42	47	50	42	15	10	45
기타	-20	-22	-8	-26	-10	-10	-10	-10	-13	-19	-10
세전이익	53	39	60	54	70	73	74	69	36	52	72
순이익	46	31	52	46	52	55	56	52	30	44	54

자료: SK 하이닉스, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	97,147	205,336	214,688
매출원가	33,299	34,365	38,456	47,197	80,670
매출총이익	-533	31,828	58,691	158,140	134,017
판매인원분담비	7,197	8,361	11,485	16,135	16,667
영업이익	-7,730	23,467	47,206	142,005	117,350
영업외수익	-236	35.5	48.6	69.2	54.7
EBITDA	5,943	36,049	62,528	161,984	141,441
영업외손익	-3,928	418	3,259	4,920	4,992
관계기업손익	15	-38	-94	-25	-39
금융수익	2,262	4,855	10,887	10,080	11,094
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-6,093	-5,708	-6,230	-5,241	-6,009
외환평가손실	2,222	3,952	3,952	3,952	3,952
기타	-111	1,309	-1,303	105	-54
법인세비용차감전순이익	-11,658	23,885	50,466	146,924	122,341
법인세비용	2,520	-4,088	-7,518	-36,731	-31,809
계속사업순이익	-9,138	19,797	42,948	110,193	90,533
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	42,948	110,193	90,533
당기순이익	-27.9	29.9	44.2	53.7	42.2
비재계분포이익	-25	8	29	10	16
재계분포이익	-9,112	19,789	42,919	110,183	90,517
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	10	125	137	151	166
포괄손익	-9,037	21,044	44,320	111,703	92,193
비재계분포포괄이익	-22	11	30	10	16
재계분포포괄이익	-9,015	21,033	44,291	111,693	92,177

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-12,517	27,182	58,955	151,350	124,336
PER	NA	6.4	8.7	3.4	4.1
BPS	73,495	101,515	164,986	312,789	435,725
PBR	1.9	1.7	5.2	2.8	2.0
EBITDAPS	8,164	49,517	85,890	222,505	194,287
EV/EBITDA	21.5	3.9	9.9	3.4	3.5
SPS	45,008	90,924	133,443	282,054	294,900
PSR	3.1	1.9	6.5	3.1	2.9
CFPS	8,098	50,619	90,572	229,468	201,348
DPS	1,200	2,204	3,000	3,000	3,000

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액증가율	-26.6	102.0	46.8	111.4	4.6
영업이익증가율	작전	흑전	101.2	200.8	-17.4
순이익증가율	작전	흑전	116.9	156.6	-17.8
수익성					
ROI	-7.8	24.4	41.7	86.6	57.5
ROA	-7.6	21.3	32.0	62.2	36.2
ROE	-15.6	31.1	44.2	63.4	33.2
안정성					
부채비율	87.5	62.2	46.2	23.4	15.5
순차입금비율	46.7	17.6	-6.4	-31.5	-41.1
이자보상비율	-5.3	17.4	0.0	0.0	0.0

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	68,921	142,635	204,805
현금및현금성자산	7,587	11,205	21,517	64,551	117,478
매출채권및기타채권	6,942	13,299	18,395	31,996	36,534
재고자산	13,481	13,314	14,289	14,951	17,888
기타유동자산	2,458	4,461	14,720	31,137	32,906
비유동자산	69,862	77,576	106,650	138,484	161,665
유형자산	52,705	60,157	77,503	96,098	112,664
관계기업투자지급	1,367	1,941	1,906	1,871	1,836
기타비유동자산	15,790	15,478	27,241	40,515	47,165
자산총계	100,330	119,855	175,571	281,119	366,470
유동부채	21,008	24,965	37,582	39,792	39,249
매입채무및기타채무	7,026	13,386	20,896	21,782	23,113
차입금	4,146	1,283	2,396	1,396	896
유동상채무	5,712	3,969	5,766	4,901	4,166
기타유동부채	4,125	6,327	8,524	11,712	11,074
비유동부채	25,819	20,974	17,859	13,578	9,960
차입금	19,611	17,431	14,086	9,086	6,086
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	6,207	3,543	3,773	4,492	3,874
부채총계	46,826	45,940	55,441	53,370	49,209
자본자본	53,504	73,903	120,110	227,711	317,209
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	8,954	8,954	8,954
이익잉여금	46,729	65,418	106,817	214,001	303,018
기타자본변동	-1,255	341	681	1,099	1,579
비재계자본	-1	12	20	38	53
자본총계	53,504	73,916	120,130	227,749	317,262
순차입금	24,960	12,984	-7,656	-71,645	-130,541

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,278	29,796	53,299	117,351	109,051
당기순이익	-9,138	19,797	42,948	110,193	90,533
비현금항목의 기감	15,033	17,054	22,989	56,860	56,049
감상상각비	13,674	12,582	15,322	19,980	24,091
외환손익	332	352	-269	-269	-269
자본평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,027	4,120	7,936	37,149	32,227
자산부채의 증감	794	-5,600	-5,149	-13,000	-5,751
기타현금흐름	-2,411	-1,455	-7,488	-36,702	-31,779
투자활동 현금흐름	-7,335	-18,005	-41,860	-56,790	-44,184
투자자산	-19	-113	-3,488	-2,755	-1,808
유형자산	-6,785	-15,898	-26,953	-37,953	-39,953
기타	-531	-1,993	-11,420	-16,081	-2,423
재무활동 현금흐름	5,697	-8,704	-2,552	-10,461	-6,331
당기차입금	0	0	1,113	-1,000	-500
사채	0	0	-1,203	-4,000	-2,000
장기차입금	6,969	-7,376	-2,142	-1,000	-1,000
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-826	-826	-1,520	-3,000	-1,500
기타	-446	-502	1,201	-1,461	-1,331
현금의 증감	2,610	3,618	10,312	43,034	52,927
기초 현금	4,977	7,587	11,205	21,517	64,551
기말 현금	7,587	11,205	21,517	64,551	117,478
NOPLAT	-6,059	19,450	40,174	106,504	86,839
FCF	-1,165	15,389	27,941	87,233	69,680

자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

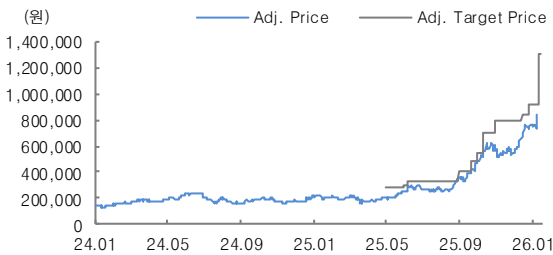
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:류형근)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

SK하이닉스(000660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.01.30	26.01.13	26.01.02	25.11.19	25.10.29	25.10.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,250,000	910,000	840,000	800,000	700,000	550,000
과다율(평균%)		(16.15)	(12.40)	(29.39)	(15.84)	(7.45)
과다율(최대/최소%)		(7.58)	(10.00)	(15.38)	(11.43)	1.45
제시일자	25.10.10	25.09.18	25.06.26	25.06.18	25.05.20	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	480,000	400,000	330,000	300,000	280,000	
과다율(평균%)	(7.90)	(9.19)	(16.21)	(11.53)	(21.74)	
과다율(최대/최소%)	1.15	7.00	5.45	(4.67)	(11.07)	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260127)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	87.9%	12.1%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상