



SK하이닉스 (000660)

높아지는 이익의 눈높이, 달라지는 메모리 사이클

Buy(유지)

목표주가 3,150,000원, 현재 주가(10/28): 1,487,000원

▶ Analyst 박준영 jyp94@hanwha.com 3772-7481 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

3Q26 Review: HBM4 출하 확대와 예상보다 강한 가격 상승

분기 매출액 104.6조원(QoQ +32%, YoY +328%), 영업이익 83.3조원(QoQ +38%, YoY +632%)을 기록하며 시장 기대치를 상회함. 영업이익률은 전분기 대비 약 3%p 상승한 80%로 사상 최대 분기 실적을 달성함. 특히 DRAM ASP가 전분기 대비 20% 후반 상승하며 당사 기존 예상치인 +23%를 상회한 점에 주목할 필요가 있음. NAND ASP 역시 20% 중반 상승하며 예상보다 강한 가격 흐름을 나타냄. DRAM ASP 상승에는 기존 DRAM의 가격 인상과 함께 3분기부터 본격화된 HBM4 양산 및 출하 확대에 따른 제품 믹스 개선 효과가 반영됨. 서버 DDR5 판매량 역시 전분기 대비 40% 증가하며 실적 성장을 뒷받침함. 특히 HBM4는 기존 HBM3E 대비 높은 기술적 난도를 반영한 가격으로 공급되고 있어 향후 출하 비중 확대에 따른 추가적인 ASP 상승 효과도 기대됨.

이번 실적에서 중요한 부분은 예상보다 높은 가격 상승폭이 2027년 실적 추정치의 상향 가능성을 높이고 있다는 점임. 3분기 DRAM ASP가 기존 추정치를 상회한 가운데 4분기에도 HBM4 출하 확대와 기존 DRAM의 가격 상승이 이어질 것으로 예상되기 때문임. 동사는 4분기 DRAM 출하량이 전분기 대비 20% 중반 증가할 것으로 전망했으며, HBM4 출하량이 HBM3E를 넘어 주력 제품으로 자리 잡을 것으로 예상함. 특히 HBM4의 양산 수율이 당초 목표를 상회하고 있으며 높은 고객 수요에 대응하기 위해 생산성 극대화에 집중하고 있다는 점도 긍정적임. HBM4 출하 확대에 따른 믹스 개선과 기존 DRAM 가격 상승이 동시에 진행되는 가운데 HBM과 일반 DRAM의 수익성 격차 역시 유의미하게 축소될 것으로 예상됨. 이는 특정 제품에 대한 수익성 의존도가 낮아지면서 DRAM 사업 전반의 이익 체력이 강화되고 있음을 의미함. 메모리 산업의 높은 영업 레버리지를 고려하면 예상보다 높은 ASP와 출하량 증가는 2027년 이익 추정치의 추가 상향으로 연결될 가능성이 높다고 판단함.

공급 부족의 장기화와 LTA 확대, 메모리 산업의 이익 구조 변화

이번 컨퍼런스콜에서 확인된 또 다른 중요한 변화는 공급 부족의 장기화와 장기공급계약(LTA) 확대임. 동사는 첨단 공정의 기술적 난도 상승과 신규 생산시설 구축에 소요되는 시간을 고려할 때 메모리 공급이 수요를 충족하지 못하는 환경이 2030년까지 지속될 것으로 전망함. 특히 글로벌 주요 고객사 14곳과 장기공급계약을 체결했으며, 2027~2028년 전체 생산능력의 50% 이상에 해당하는 물량을 확보함. HBM의 경우 2029년까지의 물량이 이미 판매 확정된 상황으로 중장기 수요 가시성이 상당히 높아졌다고 판단함. 주목할 부분은 LTA가 단순한 공급물량 확보를 넘어 메모리 업체의 사업 구조와 이익 안정성을 변화시키고 있다는 점임. 계약 가격은 고객 및 제품별로 차이가 있으나 합의된 범위 내에서 시장 상황을 반영하는 구조로 운영되고 있으며 예치금 등 실질적인 계약 이행력을 높이는 장치도 포함됨. 이는 장기적인 판매물량을 확보하면서도 업황 상승에 따른 가격 인상 효과를 일정 부분 누릴 수 있다는 점에서 긍정적임.

특히 전체 생산능력의 50% 이상을 LTA로 확보하면서 나머지 물량은 시장 상황에 따라 탄력적으로 대응할 수 있다는 점에 주목할 필요가 있음. 장기계약을 통해 안정적인 매출 기반을 확보하는 동시에 미계약 물량을 활용해 추가적인 가격 상승에 대응할 수 있기 때문임. 물론 장기계약이 메모리 가격 하락을 완전히 방어하는 것은 아니지만, 과거와 비교해 물량 가시성과 고객사와의 협상력이 동시에 개선되고 있다는 점은 분명함. 과거 메모리 산업이 높은 이익을 창출하는 국면에서도 낮은 밸류에이션을 적용 받았던 이유 중 하나는 이익의 지속성에 대한 불확실성이었음. 그러나 장기계약 확대와 공급 계약의 장기화가 동시에 진행된다면 시장이 평가하는 이익의 지속성 역시 높아질 수 있음. 따라서 향후 주가 상승은 단순한 EPS 추정치 상향뿐 아니라 이익 변동성 축소에 따른 밸류에이션 재평가가 동시에 진행되는 형태로 나타날 가능성이 높다고 판단함.

AI 인프라 투자에 대한 우려 역시 중장기 메모리 수요를 훼손할 가능성은 제한적이라고 판단함. 당사는 주요 하이퍼스케일러의 클라우드 매출이 전년 대비 30~80% 성장하고 있으며 기업용 AI 솔루션 계약 확대와 클라우드 수주잔고 증가를 통해 AI 투자의 사업적 성과가 확인되고 있다고 설명함. 특히 초기 AI 투자가 소수 빅테크에 집중되었던 것과 달리 최근에는 일반기업의 자체 인프라 구축, 소버린 AI, 온프레미스 등으로 투자 주체가 다변화되고 있다는 점도 긍정적임. 특정 사업자의 투자 속도 조절이 전체 AI 인프라 수요에 미치는 영향은 과거 대비 완화될 수 있기 때문임. AI 투자에 대한 우려가 지속되는 상황에서도 실제 메모리 수요와 고객사들의 장기계약 확대가 확인되고 있다는 점에서 메모리 업황의 구조적 성장에 대한 긍정적인 시각을 유지함.

HBM4 경쟁력 강화와 CAPEX 확대, 이익 성장과 주주환원의 선순환

HBM4의 본격적인 출하 확대와 신규 생산능력 확보 역시 2027년 실적 성장의 중요한 기반이 될 전망이다. 당사는 M15X의 생산능력을 연말까지 최대 수준으로 확대할 계획이며 HBM4의 양산 수율 역시 당초 목표를 상회하는 등 안정적인 생산체계를 확보하고 있음. 특히 HBM 수요가 공급능력의 두 배를 상회하는 상황에서 고객사들의 높은 선호가 이어지고 있다는 점은 경쟁력 유지에 긍정적임. 최근 일부 고객사들이 HBM 적층 단수를 낮추는 방안을 검토하고 있으나 이는 공급 부족 상황에서 제한된 물량을 효율적으로 활용하기 위한 전략으로 판단됨. 적층 단수 조정이 전체 HBM 수요 감소로 직결되는 것은 아니며 오히려 후공정 생산능력에 대한 요구가 확대될 가능성도 존재함. HBM4E와 커스텀 HBM 개발 역시 고객사 일정에 맞춰 진행되고 있어 차세대 제품에서도 경쟁력을 유지할 것으로 기대됨.

한편 2027년 CAPEX는 선단 공정 전환과 용인 클러스터를 비롯한 국내외 생산 인프라 확충으로 전년 대비 증가할 전망이다. 다만 CAPEX 확대를 과거와 같은 공급 과잉의 신호로 해석할 필요는 없다고 판단함. 선단 공정의 기술적 난도 상승과 고부가 제품 비중 확대에 따라 투자금액 증가가 실제 생산량 증가로 정비례하지 않기 때문임. 특히 당사는 신규 팹 건설 일정을 앞당기면서도 클린룸은 순차적으로 개방하고 실제 생산능력 확대는 최종 수요와 수익성을 고려해 단계적으로 진행할 계획임. 고객사의 투자 계획뿐 아니라 재무건전성과 자금조달 여력, 공급망 준비 상황까지 점검해 CAPEX 집행에 반영한다는 점도 긍정적임. 이는 AI 인프라 투자 확대에 대응하면서도 과거 메모리 산업의 공급 과잉 위험을 최소화하기 위한 전략으로 판단함.

당사는 이에 더해 2026년 회계연도 기준 약 100조원 규모의 주주환원 계획을 발표했음. 현금배당 30조원 이상, 자사주 매입 및 소각 60조원 이상으로 구성되며, 기존에 약속했던 잉여현금흐름(FCF)의 50% 이상을 주주에게 환원한다는 원칙을 구체화한 것임. 지난 8월 발표한 40조원 규모의 자사주 매입은 10월 21일 완료됐으며, 해당 주식은 향후 소각될 예정임. 이번 3분기 이사회에서는 현금배당 14조원과 추가 자사주 매입 20조원을 결의했으며, 자사주 매입액 중 10조원은 전량 소각하고 나머지 10조원은 임직원 보상에 활용할 계획임. 임직원 보상용 자사주는 주주환원 규모에서 제외됨. 특히 향후에도 자사주 매입을 지속할 계획이라는 점에서 주주환원 정책의 지속성이 강화됐다는 판단임.

3분기 주당 배당금은 2만원으로, 실적 개선을 반영한 일반배당 1만원과 키옥시아 투자수익을 활용한 특별배당 1만원으로 구성됨. 총 배당 규모는 약 14조원이며 회사는 올해 실현한 키옥시아 투자수익의 대부분을 3분기 및 연말 특별배당을 통해 주주에게 환원할 계획임. 이번 결정은 메모리 가격 상승과 고부가 제품 확대에 따른 현금창출력 개선이 실질적인 주주환원 확대로 연결되고 있음을 보여줌. 특히 2027년 설비투자 확대가 예상되는 상황에서도 대규모 현금배당과 자사주 소각을 병행한다는 점은 재무적 여력에 대한 자신감을 반영하는 것으로 판단됨. 향후에도 안정적인 실적 성장과 FCF 확대가 이어질 경우 주주환원의 지속 가능성이 높아질 전망이며 이는 과거 대비 높아진 이익 창출력과 함께 중장기 밸류에이션 재평가를 뒷받침하는 요인으로 작용할 것으로 예상됨.

결국 이번 실적발표에서 확인된 핵심은 예상보다 강한 메모리 가격 상승과 HBM4의 본격적인 출하 확대, 그리고 장기계약을 통한 이익 가시성 개선임. 특히 HBM4의 높은 가격과 안정적인 양산 수율, 기존 DRAM의 가격 상승이 동시에 확인되면서 2027년 이익 추정치의 추가 상향 가능성이 높아졌다고 판단함. 여기에 LTA 확대에 따른 중장기 이익 안정성 개선과 대규모 주주환원까지 더해지고 있음. 실적 추정치 상향과 이익의 지속성 개선이 동시에 진행되고 있다는 점에서 긍정적인 투자 시각을 유지함.

[Compliance Notice]

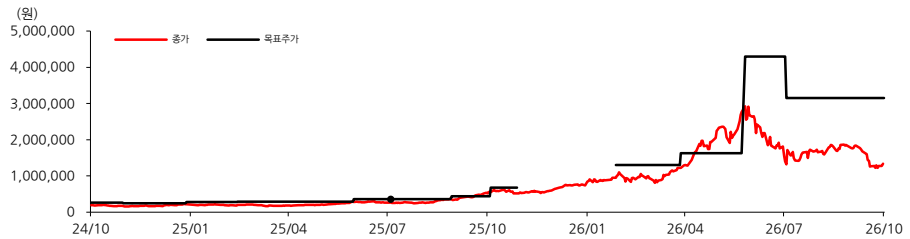
(공표일: 2026년 10월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박준영, 김나우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK하이닉스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.11.01	2024.11.05	2024.11.27	2024.11.29	2024.12.27
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		260,000	260,000	250,000	250,000	250,000
일 시	2025.01.13	2025.01.24	2025.02.21	2025.03.12	2025.03.28	2025.04.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	250,000	280,000	280,000	290,000	290,000	290,000
일 시	2025.04.25	2025.05.14	2025.05.30	2025.06.27	2025.07.17	2025.07.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	290,000	290,000	290,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2025.08.08	2025.08.29	2025.09.09	2025.09.25	2025.10.31	2026.02.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표가격	360,000	360,000	360,000	440,000	680,000	박준영
일 시	2026.02.23	2026.04.24	2026.06.02	2026.06.22	2026.06.25	2026.06.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,300,000	1,630,000	1,630,000	4,300,000	4,300,000	4,300,000
일 시	2026.07.02	2026.07.30	2026.08.20	2026.09.02	2026.10.27	2026.10.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	4,300,000	3,150,000	3,150,000	3,150,000	3,150,000	3,150,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.27	Buy	250,000	-26.47	-9.80
2025.01.24	Buy	280,000	-28.29	-21.07
2025.03.12	Buy	290,000	-29.11	1.03
2025.06.27	Buy	360,000	-21.46	0.28
2025.09.25	Buy	440,000	1.26	29.09
2025.10.31	Buy	680,000	-0.95	39.56
2026.02.23	Buy	1,300,000	-23.64	-5.77
2026.04.24	Buy	1,630,000	20.29	69.57
2026.06.22	Buy	4,300,000	-49.49	-32.12
2026.07.30	Buy	3,150,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%