

SK하이닉스

(000660)

KOREA | IT·반도체 | 2026.06.01

BUY

목표주가 2,760,000원
현재주가 2,363,000원
상승여력 +16.8%

Stock Information(6/1)

시가총액 1,720조
발행주식수 728,002,365주
외국인 지분율 52.3%
배당 수익률 0.1%
52주 최고가 2,363,000원
52주 최저가 207,500원
KOSPI 8,788.38
KOSDAQ 1,050.03

Earnings (단위: 조원)

PBR 4.8x
ROE 66%

주요주주(%)

SK스퀘어 외 20.5%
국민연금공단 8.1%

ICOK 반도체팀

팀장 | 이재우

팀원 | 고남균 배준서 조찬형 권나영 서민지



HBM이나 팔고 파라파라나 취야겠다

- ✓ 26F 영업이익 282조 — HBM 1위가 이익 폭증 주도
- ✓ 적정주가 2,760,000원(26F EPS×8.5x), 투자의견 BUY (+16.8%)

투자포인트 1. HBM 슈퍼사이클

HBM 점유율 1위(58%, 1Q26 매출 기준)로 AI 추론 확산의 구조적 수요를 직접 흡수한다. 추론이 학습을 추월하며 HBM 탑재량이 가속, 고ASP 믹스가 외형·마진을 동시에 끌어올려 26F 영업이익 282조(OPM 78%)로 이익 체력이 레벨업된다. NVIDIA향 HBM4 물량 60~70% 선확보로 27F까지 수주 가시성도 확보했다.

투자포인트 2. DRAM·NAND 가격 레버리지

HBM 캐파 집중으로 범용 DRAM·NAND 공급이 동반 축소되며 26F ASP가 각각 +180%·+256% 급등한다. 가격(P)과 출하(Q)가 함께 오르는 국면에서 레거시 비중이 높은 동사의 영업레버리지가 극대화되고, 감가상각이 끝난 라인일수록 증분 마진이 가파르다 — '범용으로 깔고 HBM으로 번다'의 이중 수익 구조.

투자포인트 3. HBM4 기술 리더십

HBM4를 Vera Rubin에 선제 진입(60~70%)시키며 세대 전환에서도 기술 선두를 유지한다. LTA(장기공급계약) 확대로 물량·가격을 사전 고정해 이익 예측가능성을 높였고, 이는 다운사이클 방어력으로 작동한다. 현 Fwd P/E 6.5x가 정상 8.5x로 re-rating되는 핵심 근거다.

항목	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	66.2	97.1	362.5	506.0
영업이익	23.5	47.2	282.7	401.7
영업이익률(%)	35.5	48.6	78.0	79.4
순이익(지배)	19.8	42.9	232.2	314.9
EBITDA	36.0	61.1	300.7	427.7
EPS(원)	27,182	58,955	325,000	441,000
PER(배)	—	—	7.3	5.4
BPS(원)	104,567	167,604	490,000	928,000
PBR(배)	—	—	4.8	2.5
ROE(% , 기말)	26.0	35.2	66	48

Contents

1. 산업분석	03
2. 기업분석	10
3. 투자포인트	16
4. Valuation	17
5. Risk Point	20

1. 산업분석

1.1 산업의 큰 그림 — AI 자본은 메모리로 흐른다

AI 자본
사이클

AI 투자 슈퍼사이클의 자본은 빅테크 → AI 가속기 → 메모리로 흐른다. 메모리는 그 가치사슬의 최종 길목에서 수요를 받는 핵심 수혜처이며, 본 장에서는 이 흐름을 매크로에서 출발해 동사까지 단계적으로 좁혀 살펴본다.

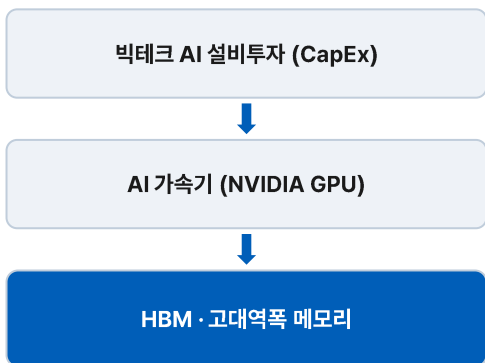
2026년 글로벌 빅테크의 AI 설비투자(CapEx)는 약 7,250억 달러로 전년 대비 +77% 급증할 전망이다(자료 2). 마이크로소프트·구글·아마존·메타 4사 합산만으로도 5,000억 달러를 넘어서며, 이는 과거 통신·인터넷 인프라 투자를 능가하는 사상 최대 규모다. AI가 학습을 넘어 추론·Agentic 단계로 확산되면서, 한 번 쓰고 끝나는 일회성 수요가 아니라 연산량과 데이터가 누적되며 성장하는 구조적 수요로 자리잡았다.

이 자본은 데이터센터 증설 → AI 가속기(NVIDIA GPU) 구매 → 가속기에 탑재되는 HBM·고용량 DRAM 순으로 흐른다(자료 1). AI 가속기 보드 원가에서 HBM이 차지하는 비중은 이미 30%를 넘는 것으로 추정돼, AI CapEx 증가분의 상당액이 결국 메모리 구매로 귀결된다. 실제로 NVIDIA는 차세대 Vera Rubin 플랫폼용 HBM4 물량의 약 70%를 동사에 배정한 것으로 알려졌다.

가속기의 성능은 연산 능력뿐 아니라 메모리 대역폭·용량에 의해 좌우된다(메모리 월). GPU가 아무리 빨라도 데이터를 제때 공급하지 못하면 성능이 제한되므로, 세대가 거듭될수록 가속기 한 장에 탑재되는 HBM 용량이 늘어난다. 가속기당 HBM 탑재량은 H100 세대 80GB에서 최신 플랫폼에서는 수백 GB로 확대되는 추세로, AI 투자 증가가 메모리(특히 HBM) 수요로 단순 비례가 아닌 레버리지로 증폭되는 구조다.

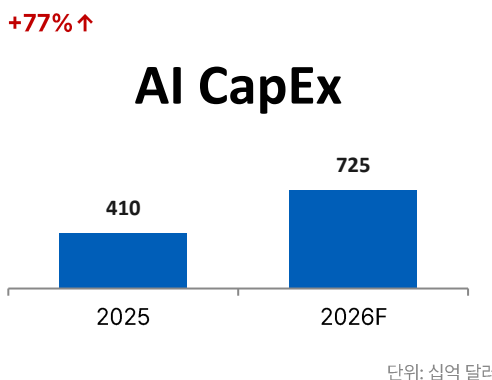
결국 AI 사이클에서 가장 확실한 수혜는 '누가 연산을 더 잘하느냐'가 아니라 '병목을 푸는 메모리를 누가 공급하느냐'에서 갈린다. HBM 시장 1위인 동사는 이 자본 흐름의 최종 길목을 선점하고 있으며, 이어지는 장에서 메모리란 무엇인지(1.2)부터 시장·수요·가격·경쟁(1.3~1.6), 그리고 한국과 동사의 기회(1.7)까지 차례로 짚는다.

자료 1. AI 밸류체인 (자본의 흐름)



가속기당 HBM 탑재량 ↑ → 메모리 수요 레버리지

자료 2. 글로벌 빅테크 AI CapEx



출처: 산업자료·ICOK

출처: 산업자료·ICOK

메모리
= AI 병목

1.2 메모리 반도체란, 그리고 왜 HBM인가

메모리는 반도체 밸류체인에서 데이터를 저장·공급하는 축이며, AI 시대의 최대 수혜는 HBM에 집중된다. 이 장은 ① 메모리란 무엇인지, ② AI 시대에 왜 필수인지, ③ 그중 어떤 제품이 가장 큰 수혜를 받는지의 세 질문으로 메모리 산업을 압축한다.

① 메모리 반도체란

반도체는 연산을 담당하는 로직(GPU-CPU)과 데이터를 담는 메모리로 나뉘며, 산업은 설계(팹리스)-제조(파운드리)-메모리-패키징으로 구성된다(자료 3). 메모리는 전원이 꺼지면 데이터가 사라지지만 속도가 빠른 DRAM과, 전원 없이도 데이터를 보존하는 NAND로 구분된다. DRAM은 다시 PC·서버용 DDR5, 모바일용 LPDDR, 그래픽·AI용 GDDR·HBM으로 세분되며, AI 서버에는 이 가운데 HBM과 서버용 DDR5가 집중 투입된다.

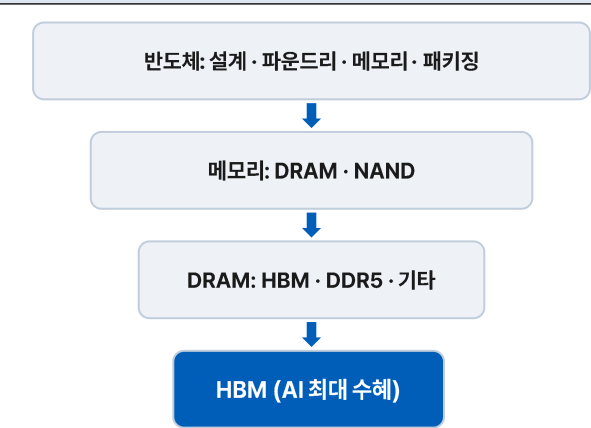
② AI 시대에 왜 필수인가

거대 AI 모델은 수천억~수조 개의 파라미터를 메모리에 상주시키고 매 연산마다 읽어들인다. GPU의 연산 속도가 아무리 빨라도 데이터를 제때 공급하지 못하면 성능이 멈추는데, 이 한계가 이른바 '메모리 월(Memory Wall)'이다. 이를 푸는 해법이 DRAM을 수직으로 쌓아 데이터 통로(대역폭)를 넓힌 HBM으로, AI 성능이 사실상 연산력과 메모리 대역폭의 곱으로 결정되면서 메모리는 'AI의 속도를 좌우하는 부품'으로 격상됐다.

③ 어떤 제품이 최대 수혜인가

메모리 내 수혜 강도는 HBM > 서버 DRAM > eSSD(NAND) 순이다(자료 4). HBM은 일반 DRAM 대비 ASP가 3~5배 높고, 같은 용량을 만드는 데 3배 이상의 웨이퍼와 첨단 패키징(TSV·본딩)이 들어가 진입장벽과 마진이 모두 높다. 따라서 같은 AI 수요라도 HBM 비중이 높은 공급사일수록 이익 레버리지가 크며, HBM 1위인 동사가 이 구조에서 가장 큰 수혜를 누린다.

자료 3. 반도체 → 메모리 밸류체인



출처: 산업자료·ICOK

자료 4. 메모리 종류별 AI 수혜도

구분	ASP(상대)	마진	AI 수혜
HBM	3~5x	최상	★★★
서버 DRAM	~1.5x	상	★★
eSSD(NAND)	1x	중	★

출처: 산업자료·ICOK

AI 메모리
슈퍼사이클

1.3 시장분석 — 메모리 시장의 구조적 성장

메모리 반도체는 DRAM·NAND Flash를 중심으로 AI 서버·데이터센터·모바일·PC·전장 수요에 민감하게 반응하는 대표적 경기순환 산업이다. DRAM은 삼성전자·동사·마이크론 3사가 과점하며, 경쟁의 축은 HBM·DDR5 등 고부가 제품으로 빠르게 이동하고 있다. AI 가속기·서버 확산으로 고대역폭 메모리 수요가 급증하면서, 범용 메모리보다 HBM 중심으로 공급이 배분되는 구조 변화가 진행 중이다.

① 시장 규모 — 구조적 성장 국면

Gartner는 글로벌 메모리 시장이 2025년 2,163억 달러에서 2026년 6,333억 달러, 2027년 7,481억 달러로 성장할 것으로 전망한다(2026.4). 2년 만에 3배를 웃도는 성장으로, 전체 반도체 시장(2026년 1.32조 달러) 내에서도 메모리는 AI 서버 투자와 데이터센터 증설을 동력으로 가장 가파른 성장세를 보인다.

② 사이클 — 상승 국면 진입

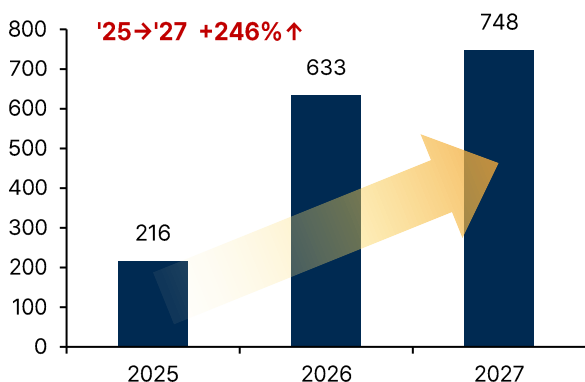
현재 사이클은 본격적인 상승 국면이다. 2023년 다운사이클 이후의 감산 효과와 AI 서버 수요가 맞물리며 가격과 출하가 동시에 회복되고 있다. TrendForce에 따르면 2025년 3분기 DRAM 매출은 414억 달러로 전분기 대비 +30.9% 증가했고, Omdia 기준 2026년 1분기 DRAM 점유율은 삼성 38.6%·동사 28.8%·마이크론 22.4%였다. 산업은 단기 업황 반등을 넘어 HBM·서버 DRAM·고용량 NAND 중심의 구조적 성장 국면에 진입했다.

③ 공급 — 고부가로 쏠리는 투자

수요만큼 공급의 구조도 바뀌고 있다. 메모리 3사는 2026년 설비투자를 전년 대비 40% 이상 확대하되 그 대부분을 HBM·서버 DRAM 등 고부가 라인에 집중하고 있어, 범용 메모리의 실질적 공급 증가는 제한적이다. 수요는 AI로 폭발하는데 공급은 고부가로 쏠리는 이 비대칭이 이번 사이클을 과거와 구분짓는 핵심이며, 그 결과가 뒤이어 살퍼볼 가격 급등(1.5)으로 나타난다.

* 시장 규모는 기관별 산정 기준이 상이하다(Fortune Business Insights 1,713억 달러, SIA/WSTS 2,231억 달러 등). 본 보고서는 전망 기준이 일관된 Gartner 수치를 대표값으로 사용한다.

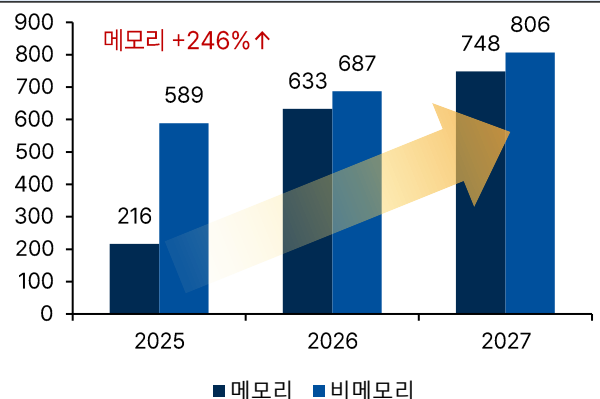
자료 5. 글로벌 메모리 시장규모



출처: Gartner(2026.4), ICOK

단위: 십억 달러

자료 6. 전 세계 반도체 매출 전망



출처: Gartner(2026.4), ICOK

단위: 십억 달러

AI 수요
HBM 집중

1.4 수요 확대의 원인 — AI-데이터센터

AI와 데이터센터의 확대는 메모리 수요 구조를 바꾸는 핵심 드라이버다. 과거 PC·스마트폰 중심이던 수요는 생성형 AI·클라우드 확산으로 데이터센터로 이동했고, AI 서버는 고용량 DRAM·기업용 SSD(NAND)·AI 가속기용 HBM을 동시에 요구한다. Micron·TrendForce 모두 이 구조적 수요가 DRAM·NAND 가격을 동반 상승시킨다고 분석한다.

① AI-데이터센터 투자 확대

글로벌 빅테크의 AI 설비투자(CapEx)는 2026년 7,250억 달러로 전년 대비 약 +77% 증가가 전망된다. TrendForce는 AI 서버 수요로 2026년 2분기 일반 DRAM 계약가격이 전분기 대비 +58~63% 상승할 것으로 본다.

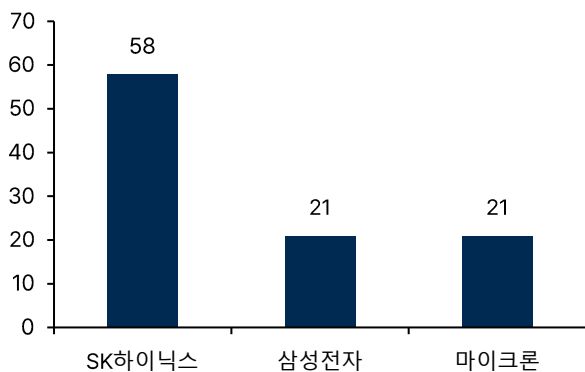
② NAND·기업용 SSD 수요 증가

AI 학습·추론은 대용량 저장과 빠른 데이터 이동을 요구해 고성능 SSD 수요를 끌어올린다. TrendForce 기준 2025년 4분기 주요 NAND 5사 매출은 211.7억 달러로 +23.8%(QoQ) 증가했으며, 2026년에도 eSSD 출하 확대와 공급 부족에 따른 가격 상승이 이어질 전망이다.

③ HBM 시장의 급성장

HBM은 AI 가속기 필수 부품으로, BofA 기준 글로벌 HBM 시장(TAM)은 2026년 546억 달러에 이를 전망이다. NVIDIA는 차세대 플랫폼 Vera Rubin용 HBM4 물량의 약 70%를 동사에 배정한 것으로 알려졌다. Counterpoint 기준 동사는 2026년 1분기 HBM 매출 점유율 58%로 삼성전자(21%)·마이크론(21%)을 크게 앞선 1위다. HBM은 일반 DRAM 대비 ASP가 3~5배 높아, 믹스 개선·ASP 상승이 실적·수익성으로 연결되는 정도가 경쟁사 대비 크다.

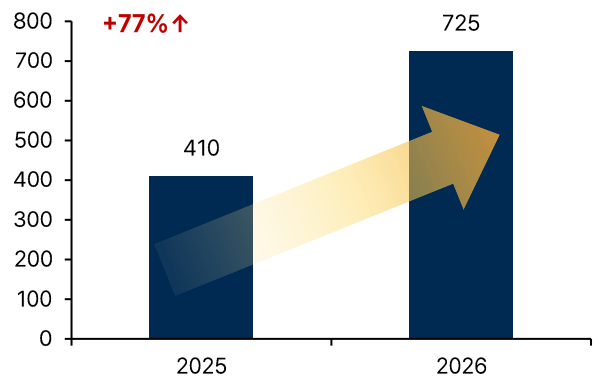
자료 7. HBM 매출 점유율(1Q26)



출처: Counterpoint, ICOK

단위: %

자료 8. 글로벌 빅테크 AI CapEx



출처: 산업자료, ICOK

단위: 십억 달러

1.5 DRAM·NAND 가격 사이클

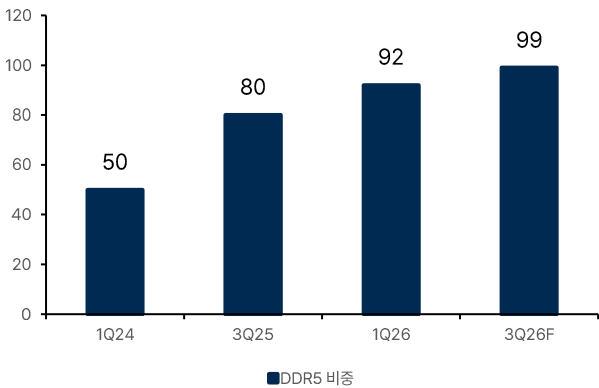
DRAM·NAND 가격은 2025년부터 구조적 상승 국면에 진입해 2026년 현재까지 전례 없는 상승세를 잇고 있다. TrendForce는 2026년 1분기 DRAM 계약가격이 전분기 대비 +90~95% 급등할 것으로 전망했고, 동사 DRAM ASP는 1Q25 \$0.515에서 1Q26 \$1.099로 4개 분기 만에 2배 이상 상승한 것으로 추정된다(ICOK 추정). NAND ASP도 동기간 +64%(QoQ) 이상 급등했다. IDC는 이를 단순 수급 불균형이 아닌 AI 데이터센터 중심의 구조적·전략적 웨이퍼 재배치의 결과로 규정한다.

구조적 상승 원인 세 가지

- ① HBM 공급 잠식 — 제조사들이 HBM 생산을 위해 기존 DDR 대비 3배 이상의 웨이퍼를 전환 배치하면서 범용 DRAM 공급이 구조적으로 축소된다.
- ② DDR4 단종 — 삼성·마이크론은 2025년 중 DDR4 생산을 사실상 중단했고 동사도 비중을 20%까지 축소했다.
- ③ 증설의 물리적 한계 — 클린룸 리드타임이 수년에 달해 신규 DRAM 설비의 공급 기여는 2027년 이전엔 어렵고, 공급사들은 2026년 말까지 월 10~20% 수준의 추가 인상을 예고하고 있다.

특히 DDR4의 퇴장은 단순한 세대 교체가 아니라 범용 메모리의 가격 하방 자체를 끌어올리는 구조적 변곡점이다. 웨이퍼가 선단 공정으로 재배치되면서 DDR5 비중은 2026년 들어 사실상 시장 전체로 수렴하고 있으며, 레거시 수요가 갈 곳을 잃은 일부 구간에서는 단종을 앞둔 DDR4 현물가가 신제품 DDR5를 역전하는 이례적 현상까지 빚어졌다. 공급이 고부가 제품으로 이동할수록 남은 범용 물량의 희소성은 커지고, 가격 결정력은 전적으로 공급사로 귀속된다. 이러한 가격 결정력의 이동은 메모리 업체의 이익 변동성을 과거보다 크게 낮추는 효과로 이어진다. 가격이 공급사 주도로 형성되는 국면에서는 다운사이클의 골이 얕아지고, 이는 동사의 밸류에이션 리레이팅 논거와도 직결된다(4장).

자료 9. DDR5 비중 확대 추이



자료 10. DRAM·NAND 가격 변화

구분	기간	변화
DRAM	1Q26	+90~95%
DRAM	2Q26	+58~63%
NAND	2Q26	+70~75%
SKH DRAM	1Q26	\$1.099
SKH 연간	26F	ASP+180%

출처: 산업자료, ICOK

단위: %

출처: TrendForce, ICOK

3사 과점
SKH HBM 1위

1.6 글로벌 경쟁 구도 (3사)

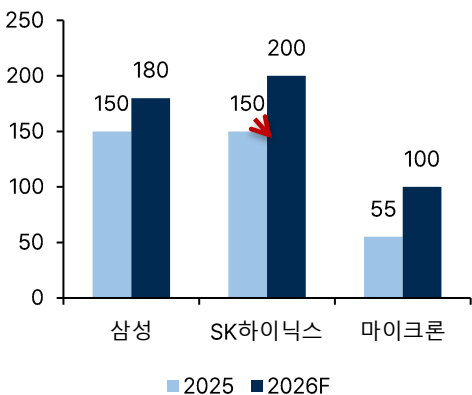
DRAM은 동사·삼성전자·마이크론 3사가 글로벌 공급의 약 100%를 과점한다. 2026년 1분기 점유율은 삼성전자 38.6%·동사 28.8%·마이크론 22.4% 수준이나, 수익성 기준으로는 순위가 역전된다. 동사는 1Q26 영업이익률 72%로 마이크론(67.6%)·TSMC(58%)를 모두 앞섰고, 정합표 기준 2026년 연간 OPM은 78%에 달할 전망이다. 반면 삼성전자는 가전·파운드리 등 비메모리 사업의 수익성 희석으로 상대적으로 낮은 마진 구조를 보인다.

HBM은 3사 격차가 가장 뚜렷한 전장이다. 2025년 4분기 출하량(bit) 점유율은 동사 60%·마이크론 22%·삼성 18%로 동사가 압도적 선두다. 삼성은 HBM3E 품질 이슈를 딛고 1c nm 기반 HBM4로 반전을 노리지만, Counterpoint는 2026년 HBM4 시장에서도 동사 54%·삼성 28%·마이크론 18%를 전망한다. 마이크론은 연간 공급분 완판에도 HBM4에서는 중간 추론용 가속기 중심 공급에 머물러, 고부가 영역의 동사 우위는 유지될 전망이다.

3사 구도의 본질은 점유율의 우열을 넘어 증설 여력의 격차에 있다. 동사는 2026년 HBM 생산능력을 월 200K 규모까지 끌어올리며 삼성전자(180K)·마이크론(100K)을 앞서고 있고, 이 차이는 곧 고객사 물량을 선점하는 협상력으로 직결된다. 범용 대비 3~3.5배에 이르는 HBM의 웨이퍼 소모 구조를 감안하면, 선두의 Capa 우위는 외형의 차이를 넘어 경쟁사의 범용 공급까지 잠식하는 이중의 해자로 작동한다.

투자 관점에서 3사는 같은 업황을 공유하지만 이익 레버리지는 다르다. 매출이 사실상 메모리 단일 사업인 동사·마이크론은 HBM·DRAM 가격 상승이 곧바로 이익으로 직결되는 반면, 삼성전자는 파운드리·가전 등 비메모리 부문의 적자·저마진이 전사 수익성을 희석한다. 결국 순수 메모리 플레이 가운دة 가장 높은 마진과 HBM 점유율을 동시에 갖춘 동사가 이번 사이클의 이익 레버리지를 가장 온전히 누리는 구조이며, 이는 다음 장에서 다룰 '왜 한국, 왜 동사인가'로 이어진다.

자료 11. DRAM 3사 HBM Capa(K/월)



자료 12. 글로벌 메모리 3사 경쟁력 비교

항목	SK	삼성	마이크론
DRAM 점유율(1Q26)	28.8%	38.6%	22.4%
HBM 출하 점유율(4Q25)	60%	18%	22%
HBM4 전망(26F)	54%	28%	18%
OPM(1Q26)	72%	비공개	67.6%
DRAM ASP(1Q26)	\$1.099	—	—
HBM4 NVIDIA 공급	~70%	진입	중하위

출처: 각 사·언론 종합, ICOK

출처: Omdia·Counterpoint, ICOK

한국
구조적 수혜

1.7 한국의 기회 — 왜 한국 메모리인가

AI 메모리 슈퍼사이클의 구조적 수혜는 한국 메모리 2사(동사·삼성전자)로 집중된다. 메모리 산업의 ① 과점 구조, ② 높은 진입장벽, ③ 지정학적 위치라는 세 축이 맞물려, 시장이 커질수록 늘어나는 부가가치의 대부분이 한국으로 귀속되는 구조다.

① 과점 구조 — 첨단 메모리 3사 중 2사가 한국

첨단 DRAM·HBM은 동사·삼성전자·마이크론 3사의 과점이며, 그중 둘이 한국 기업이다. DRAM은 한국 2사 합산 약 67%, HBM은 출하량(bit) 기준 약 78%로 한국이 절대적 비중을 차지한다(자료 13). 메모리 시장이 AI로 구조적으로 커질수록 그 성장의 과실 대부분이 한국 2사로 흘러드는 구조이며, 이는 개별 기업의 전략 이전에 산업 구조 자체가 한국에 유리하게 짜여 있음을 의미한다.

② 진입장벽 — 후발 추격을 막는 기술·자본 해자

메모리는 수십 년간 누적된 미세공정·수율 노하우와 조 단위 설비투자가 동시에 요구되어 신규 진입이 사실상 불가능하다. 중국(CXMT 등)이 범용 DRAM에서 추격하고 있으나, HBM·1c급 최첨단 공정에서는 한국과 수년의 기술 격차가 유지된다. AI가 요구하는 영역이 정확히 이 최첨단 구간이라는 점에서, 후발 공급의 침투가 어려운 한국의 해자는 시간이 갈수록 오히려 강화된다.

③ 지정학 — 미·중 디커플링의 안전 공급기지

미·중 기술 패권 경쟁은 한국 메모리에 구조적 호재다. 미국 빅테크가 중국을 배제하고 안정적으로 조달할 수 있는 첨단 메모리 공급원이 사실상 한국에 집중돼 있기 때문이다. 첨단 메모리가 전략 물자로 다뤄질수록, 신뢰할 수 있는 비(非)중국 공급 기지로서 한국 2사의 위상과 가격 협상력은 더욱 높아진다.

요약하면 한국 메모리 2사는 과점·기술장벽·지정학의 삼중 구조 위에서 AI 메모리 수혜를 구조적으로 독식한다. 그리고 그 한국 2사 가운데, 고부가의 정점인 HBM에서 글로벌 1위이자 순수 메모리 플레이어인 동사가 이 구조적 수혜를 가장 온전히 누린다. 이어지는 2장(기업분석)에서 그 동사의 실체를 들여다본다.

자료 13. 한국 메모리의 글로벌 위상 — DRAM·HBM 점유율

구분	한국 2사 (동사·삼성)	글로벌 경쟁자
DRAM 점유율	약 67% (삼성38.6+동사28.8)	마이크론 22.4% · 중국 한 자릿수
HBM 점유율	약 78% (동사60+삼성18, bit)	마이크론 22% · 중국 진입 전
최첨단 공정	HBM4·1c 양산 주도	마이크론 후발 · 중국 수년 격차
AI 수혜 강도	구조적 중심 (최대)	부분(마이크론) · 제한(중국)

2. 기업분석

2.1 기업 개요

AI 메모리
전환

동사는 AI 시대의 핵심 메모리 반도체를 생산하는 글로벌 종합 반도체 기업이다. 1949년 설립, 2012년 SK그룹에 편입되며 현 상호로 변경했다. DRAM·NAND Flash·MCP를 주력으로, 시스템LSI(CIS)·파운드리도 영위했으나 최근 사업구조를 AI 메모리 중심으로 전환하고 있다. SK스퀘어가 20.5%를 보유한 안정적 최대주주 체제이며, 국민연금(8.1%)·외국인(52.3%) 등 기관 비중이 높다.

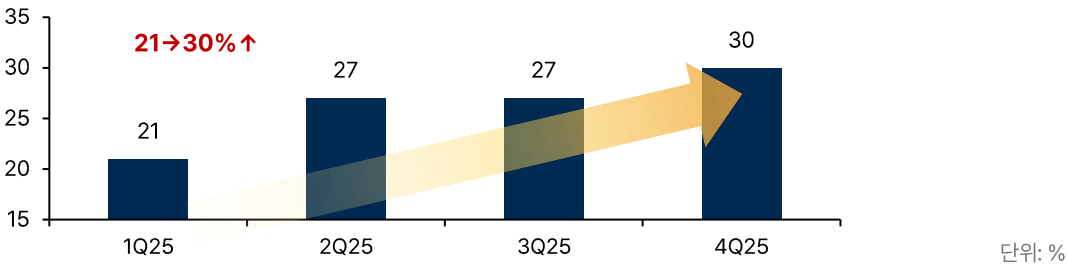
HBM
핵심 동력

2.2 사업 개요 (DRAM·NAND·HBM)

DRAM은 서버·PC·모바일 주기억장치로 전체 매출의 약 74%를 차지하며, AI 서버 증설로 서버용 비중이 확대되며 ASP·수익성을 견인한다. HBM은 DRAM을 수직 적층한 차세대 제품으로 AI 가속기 필수 부품이며, DRAM 매출 내 비중이 약 44%까지 확대된 핵심 성장·고수익 동력이다. NVIDIA와의 장기 공급관계와 선제적 HBM3E·HBM4 양산 역량이 경쟁우위의 핵심이다.

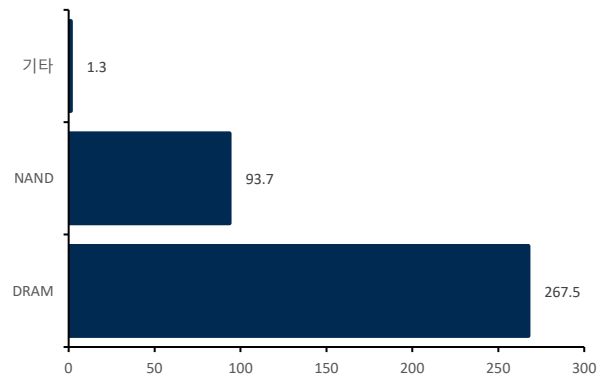
NAND 부문의 반등을 이끄는 측은 기업용 SSD(eSSD)다. AI 서버가 연산용 HBM과 함께 대용량 저장장치를 동반 수요하면서, 동사는 솔리다임(Solidigm)을 앞세워 eSSD 시장 점유율을 2025년 1분기 21%에서 4분기 30% 수준까지 끌어올렸다. 단순 용량 경쟁을 넘어 고용량·고성능 제품 믹스로 이동하는 흐름은, 범용 NAND의 가격 회복과 맞물려 NAND 부문의 수익성 개선을 구조적으로 뒷받침한다.

자료 14. SK하이닉스 eSSD 점유율 추이



출처: TrendForce, ICOK

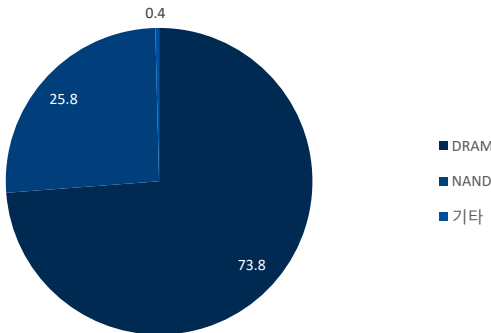
자료 15. 부문별 매출(26F)



출처: SKH, ICOK

단위: 조원

자료 16. 매출 비중(26F)



출처: SKH, ICOK

단위: %

2.3 매출구조 P×Q

동사 매출은 메모리 특성상 가격(P: ASP)과 출하량(Q: bit shipment)의 곱으로 분해된다(매출 = Σ P×Q). 회사가 제품별 판매수량을 공시하지 않으므로 업계 관행에 따라 HBM·일반 DRAM·NAND를 기준으로 ASP·bit를 추정해 분해하며, 실적 기여가 큰 HBM은 DRAM에서 분리해 별도 축으로 본다. P와 Q를 나눠 보는 이유는, 같은 매출 증가라도 그 원천이 가격인지 물량인지에 따라 지속성과 이익의 질이 달라지기 때문이다. 가격(P) 주도 성장은 공급 부족이 풀리면 되돌릴 여지가 있는 반면, 물량(Q) 주도 성장은 구조적 수요 확대를 반영한다. 여기에 고가 HBM 비중 상승이 ASP를 끌어올리는 믹스(Mix)가 제3의 레버로 작용한다.

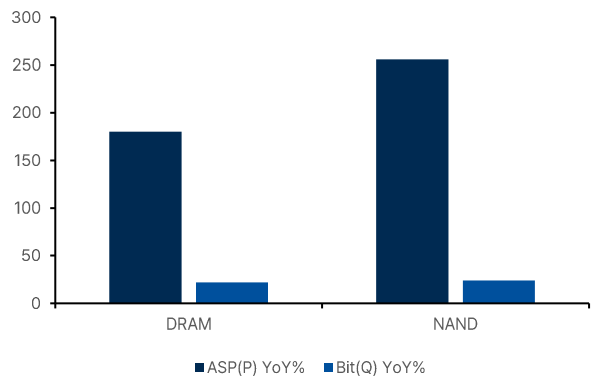
2.3.1 HBM — 26년 HBM3E 중심, 27년 HBM4 확장

HBM은 매출 성장의 핵심축이자 P와 Q가 동시에 오르는 유일한 제품이다. 회사는 1Q26 분기 최대 실적의 배경으로 HBM·서버 DRAM·eSSD 등 고부가 제품 판매 확대를 제시했고, 시장도 동사를 사실상 AI 메모리 중심 기업으로 평가한다. P 측면에서 HBM ASP는 일반 DRAM의 3~5배에 달하고 세대가 올라갈수록 추가 상승하며, Q 측면에서도 가속기당 탑재량 증가와 신규 데이터센터 증설로 출하가 함께 늘어난다. 2026년은 HBM3E 출하 확대와 높은 ASP가 성장을 주도하고, 2027년에는 성장의 중심이 HBM4로 이동하며 초기 프리미엄 ASP와 수요 확대가 동시에 작용하는 세대 전환형 성장이 예상된다. 결국 HBM은 P·Q·믹스 세 레버가 모두 우상향하는 구간으로, 전사 ASP와 마진을 동시에 끌어올린다.

2.3.2 일반 DRAM — 업황 회복·서버 중심 수요

일반 DRAM은 HBM만큼의 프리미엄은 없지만 여전히 매출의 큰 비중을 차지하며, 26F 성장은 철저히 가격(P)이 주도한다. 26F DRAM은 ASP가 전년 대비 +180% 급등하는 반면 출하(bit)는 +22%에 그쳐(자료 17), 매출이 75.3조→267.5조로 +255% 늘어나는 가운데 대부분이 가격 효과로 설명된다(자료 18). 분기로도 1Q26 ASP가 mid-60% 오른 반면 출하는 flat~low-single에 머물러 동일한 P 주도 패턴이 확인된다. 가격이 원가보다 빠르게 오르므로 수익성 레버리지가 커, DRAM 영업이익은 44.9조→218.8조로 매출 증가율(+255%)을 웃도는 +387% 증가가 전망된다(자료 18). HBM이 초과이익을 만드는 영역이라면 일반 DRAM은 업황 회복·공급 타이트로 실적의 바닥을 높이는 축이며, 2027년에는 가격 상승률이 둔화되는 대신 출하 기여가 커지는 P→Q 전환이 진행될 전망이다.

자료 17. 26F 부문별 P·Q 분해



자료 18. 부문별 매출·영업이익

구분	25A	26F	27F
DRAM 매출	75.3	267.5	370.1
NAND 매출	20.4	93.7	134.6
DRAM 영업이익	44.9	218.8	305.5
NAND 영업이익	2.2	63.8	96.1

2.3.3 NAND — 가격 회복과 eSSD 중심 개선

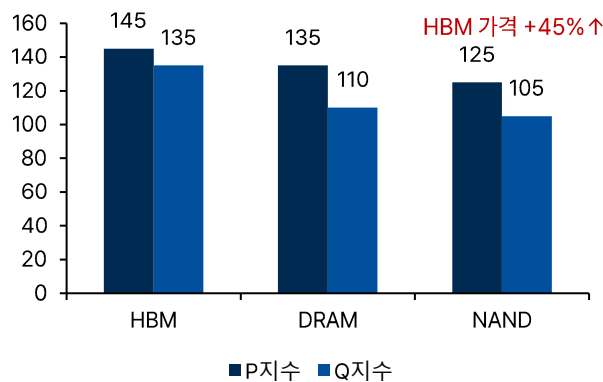
NAND는 최근 몇 년간 상대적 약한 고리였으나 2026년 들어 가격(P) 주도의 강한 턴어라운드 국면에 진입했다. 1Q26 NAND ASP는 전분기 대비 mid-70% 급등한 반면 bit는 약 -10% 감소해(자료 20), 매출·수익성 개선이 출하가 아닌 가격 반등에 기인한 전형적 가격 주도형 회복임을 보여준다. 연간으로도 26F ASP +256%·bit +24%로 가격 기여가 압도적이며, 그 결과 NAND 영업이익은 25A 2.2조에서 26F 63.8조로 급증해 미미하던 이익 기여가 본격화된다. 출하(Q)는 eSSD·AI 서버용 저장장치 수요 확대로 점차 회복될 전망이다 — 대형 AI 서버가 연산용 HBM과 함께 대용량 eSSD를 동반 수요하므로 HBM 성장과 NAND 개선은 일정 부분 연결된다. 다만 매출 기여·전략적 중요성에서는 HBM·DRAM에 후순위인 보완적 축이다.

2.3.4 종합 — 26년 P, 27년 P+Q 병행

종합하면 2026년은 HBM·서버 DRAM·NAND 전반의 ASP 급등이 매출을 끌어올리는 가격(P) 중심의 해다. P지수가 Q지수를 전 제품에서 상회하며(자료 19: HBM 145 vs 135, DRAM 135 vs 110, NAND 125 vs 105), 분기로도 1Q26 DRAM ASP mid-60%·NAND ASP mid-70% 상승 대비 출하 증가는 제한적이거나 감소했다(자료 20). 여기에 고가 HBM 비중 확대가 ASP를 추가로 끌어올리는 믹스 효과가 더해져, 매출과 마진이 함께 확대된다.

이는 최근 실적이 단순 물량 확대가 아니라 AI 메모리 공급 부족과 고부가 믹스에 따른 가격 결정력 강화에 기반함을 보여준다. P 주도 국면에서는 ASP 가정이 매출·이익 추정치 최대 변수이며(상세 4.1), 2027년에는 가격 상승률이 둔화되는 대신 HBM4 램프업과 일반 메모리 출하 회복이 더해지는 P+Q 병행 구조로 전환되어 성장의 질이 '가격'에서 '가격+물량'으로 넓어진다. 그 중심에는 일관되게 HBM을 축으로 한 AI 메모리 전략이 있다.

자료 19. 부문별 P·Q 지수(26F)



자료 20. 분기 ASP·Bit 변화

구분	2025 4Q	2026 1Q	해석
DRAM ASP	+20%	mid-60%	가격 주도
DRAM Bit	low-single	flat~low	출하 제한적
NAND ASP	두 자릿수	mid-70%	강한 반등
NAND Bit	low-single	약 -10%	출하 감소·ASP가 방어

출처: SKH, ICOK

단위: 지수(2025=100)

출처: SKH, ICOK

2.4 재무분석

2.4.1 실적 (25A~27F)

실적
고성장

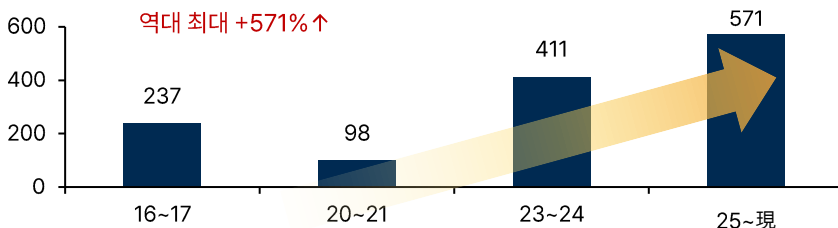
동사 실적은 2025년을 기점으로 구조적 고성장 국면에 진입했다. 2025년 매출 97.1조·영업이익 47.2조·순이익 42.9조로 사상 최대 실적을 기록했고 영업이익률은 48.6%에 달했다. HBM 등 AI 메모리 경쟁력 강화와 고부가 믹스 확대가 본격 반영된 결과다. 4Q25에는 매출 32.8조·영업이익 19.2조로 분기 최고를 경신했다.

매출
급증

2026년 1분기에는 매출 52.6조·영업이익 37.6조·순이익 40.3조로 또다시 사상 최대 분기 실적을 달성했다. 영업이익률은 72%로 급등했는데, 계절적 비수기에도 AI 인프라 투자 확대로 HBM·고용량 서버 DRAM·eSSD 수요가 강하게 유지된 결과다. 1Q25 대비 매출 +198%·영업이익 +405% 증가로, 분기 영업이익만으로 2024년 연간 영업이익(23.5조)을 상회한다.

본 보고서는 ICOK 자체 산출 기준으로 2026F 매출 362.5조·영업이익 282.7조(OPM 78.0%), 2027F 매출 506.0조·영업이익 401.7조(OPM 79.4%)를 추정한다. 주목할 점은 현 국면의 강도다. 지난 10년 네 차례의 상승 Cycle 가운데 영업이익 증가율은 2016~17년 +237%, 2023~24년 +411%였으나 2025년 이후 현 국면은 +571%로 역대 최대치를 경신하고 있으며, 이는 실적 모멘텀의 정점이 아직 확인되지 않았음을 시사한다.

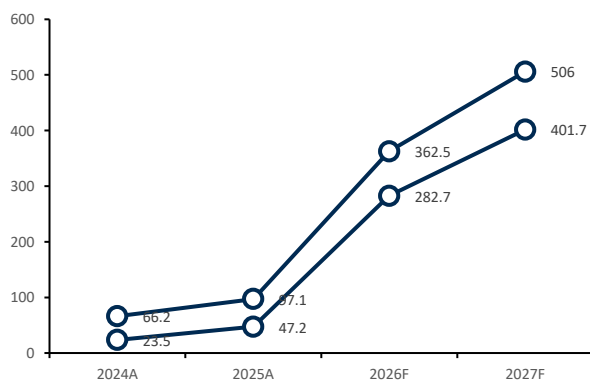
자료 21. 과거 상승 Cycle 영업이익 증가율



단위: %

출처: QuantiWise, ICOK

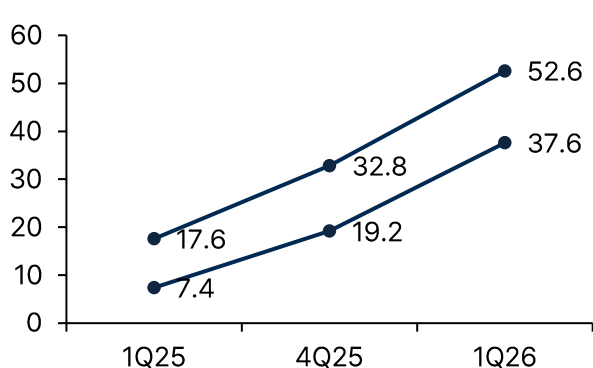
자료 22. 매출·영업이익 추이



출처: ICOK 추정

단위: 조원

자료 23. 분기 실적 추이



출처: ICOK 추정

단위: 조원

2.4.2 수익성 (OPM)

수익성
급개선

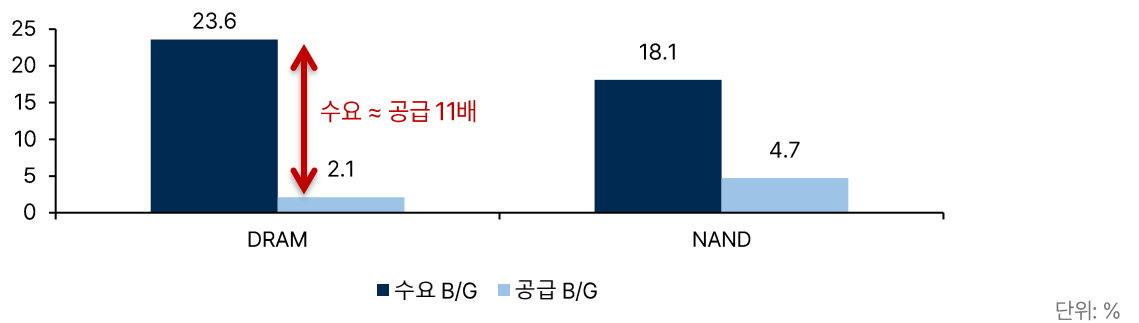
수익성은 2025년부터 급격히 개선됐다. 연간 영업이익률은 2024년 35.5%에서 2025년 48.6%로 상승했고, 메모리 업황 반등과 함께 HBM·DDR5·eSSD 등 고부가 제품 비중 확대로 ASP와 제품 믹스가 동시에 개선된 결과다. 하반기로 갈수록 HBM3E·서버 메모리 판매가 빠르게 늘며 분기 OPM도 지속 상승했다.

OPM
78%대

2026년 1분기 영업이익률은 72%로 역사상 최고 수준에 도달했다. 메모리 산업은 통상 이익률 변동폭이 크지만, 이번 개선은 단순 업황 반등이 아니라 가격 반등·제품 믹스 개선·공급 타이트가 동시에 작용한 결과다. 정합표 기준 연간 OPM은 2026F 78.0%·2027F 79.4%로 이례적 고마진이 예상된다. 특히 HBM4·LTA 확대로 과거 감익기 10% 미만까지 떨어지던 이익률이 향후엔 30% 이상에서 구조적으로 방어된다.

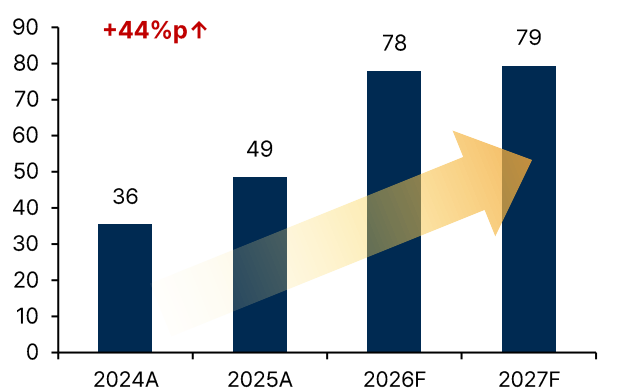
다만 수익성 지속에는 변수도 있다. ① HBM 시장에서 삼성전자·마이크론의 추격, ② 공격적 CapEx의 공급 확대 전환, ③ AI 투자 사이클 둔화 가능성이 핵심 점검 항목이다. 그럼에도 이 고마진의 토대는 결국 수급의 비대칭에 있다. 2026년 수요 증가율(DRAM +23.6%·NAND +18.1%)이 공급(+2.1%·+4.7%)을 압도하는 가운데, 가격(P)이 출하(Q)를 대신해 이익률을 직접 끌어올리는 구조가 공급 본격화 시점인 2027년 하반기까지 이어질 가능성이 높다.

자료 24. 2026F 메모리 수급 (Bit Growth)



출처: 각 사·언론 종합, ICOK

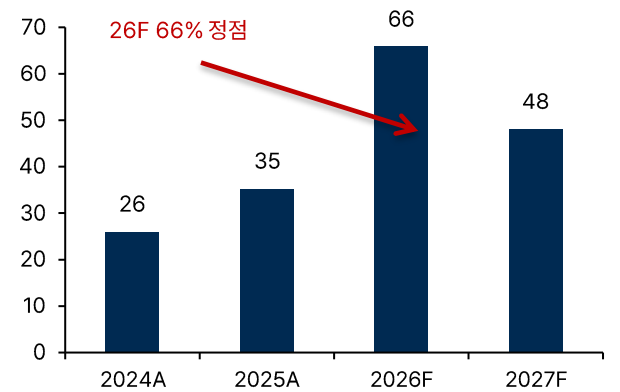
자료 25. 영업이익률(OPM) 추이



출처: DART, ICOK

단위: %

자료 26. ROE 추이



출처: DART, ICOK

단위: %

2.4.3 CAPEX

반도체는 대규모 설비투자 산업이며, 당사는 업황 호조기에 오히려 투자를 늘린다. CapEx는 2024년 15.9조에서 2025년 27.5조로 확대됐고, 정합표 기준 2026F 43.0조·2027F 55.0조로 증가가 예상된다. 청주 M15X 램프업, 용인 클러스터 인프라(용인 1공장 31조 투입 계획), EUV 등 핵심장비 확보, HBM4·첨단 패키징 증설이 중심이다. 이는 유지보수성 투자가 아니라 차세대 AI 메모리 지배력 유지를 위한 공격적 성장투자다.

영업현금창출력이 매우 빠르게 확대되고 있어 CapEx 증가가 곧바로 재무위험으로 직결되지는 않는다. 관건은 투자 확대가 수익성 하락 없이 고부가 메모리 공급능력 확대로 연결되는지이며, 계획대로 집행되고 HBM 수요가 유지된다면 현재 CapEx는 단기 비용이 아닌 향후 실적을 위한 선행지출로 평가된다.

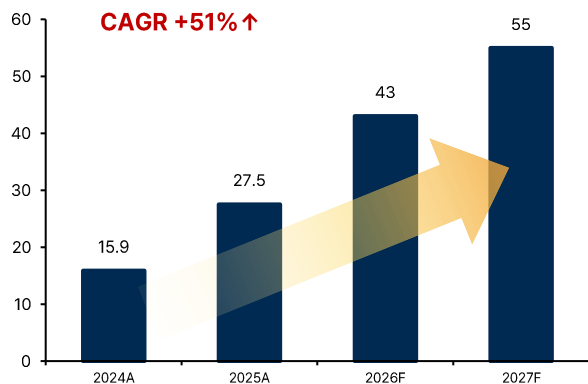
2.4.4 재고

재고는 메모리 기업 분석의 핵심 지표다. 재고자산은 2024년 13.3조·2025년 14.3조로 안정적으로 관리되다, 외형 급증에 연동해 2026F 53.3조·2027F 63.8조로 증가한다. 다만 이는 2023년식 적체가 아니라 HBM·서버 메모리 등 실수요 기반의 고부가 재고 성격이 강하다. 공급 타이트 국면에서 전략적으로 관리되는 재고로, 향후 범용 메모리 재고 누적 여부와 HBM 수급 균형이 핵심 점검 지표다.

2.4.5 종합

동사는 실적 고성장·고수익성·공격적 CapEx·재고 정상화의 네 축에서 강한 국면에 있다. 전통적 경기민감주를 넘어 AI 메모리 중심의 구조적 성장주로 재평가되는 구간이며, 핵심은 HBM 경쟁우위가 2027년 이후에도 유지되는지다.

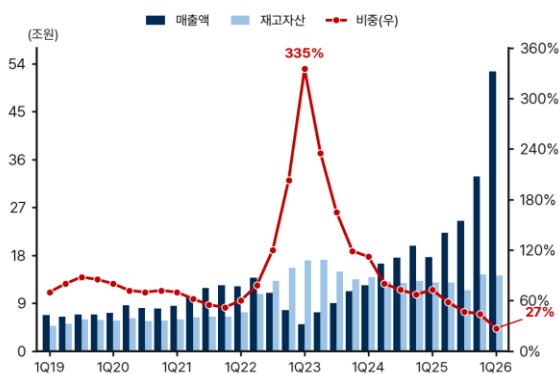
자료 27. CAPEX 추이



출처: DART, ICOK

단위: 조원

자료 28. 매출액 대비 재고자산 비중 추이



출처: DART, ICOK

단위: 조원

3. 투자 포인트

투자포인트 1. HBM 슈퍼사이클 — AI 추론이 견인하는 고부가 메모리 1위

AI가 학습을 넘어 추론·Agentic 단계로 확산되며 HBM·고용량 서버 DRAM·eSSD 등 고부가 메모리의 초과수요가 구조화되고 있다. 동사는 2026년 HBM 시장(570억 달러, +59% YoY)에서 연간 HBM 점유율 48%(매출 기준)로 압도적 1위를 유지하며, HBM 생산능력도 200K/월로 경쟁사를 앞선다. HBM은 범용 DRAM 대비 웨이퍼 교환비가 1:3.5(HBM4 1:4)에 달해 범용 공급을 잠식하는 동시에 추가 가격 인상 여력을 제공한다. HBM4 본격 출하(4Q26)와 NVIDIA Vera Rubin 물량 선점으로 수주 가시성과 ASP 프리미엄이 동시에 강화된다.

투자포인트 2. 범용 DRAM·NAND 가격 레버리지 — 역대 최강 Cycle

현 메모리 Cycle은 과거 10년 내 가장 강력하다. 2025년 이후 누적 추가 +590.8%·영업이익 +571.4%로, AI 시작기(23~24년, 영업이익 +411%)를 크게 상회한다. 2026년 수요 증가율(DRAM +23.6%·NAND +18.1%)이 공급(Bit 기준 DRAM -2.1%·NAND -4.7%)을 압도하며, CapEx를 +40% 늘려도 신규 출하는 2H27 이후·수급 완화는 2028년 이후로 예상된다. 레거시(DDR4·HDD)→선단(DDR5·SSD) 전환과 북미 데이터센터 공실률 역대 최저(1.4%)가 가격 상승을 장기화한다. 동사 ASP는 2026F DRAM +180%·NAND +256% 상승이 전망된다.

투자포인트 3. 장기계약(LTA) — 이익 가시성 확대 → 멀티플 re-rating

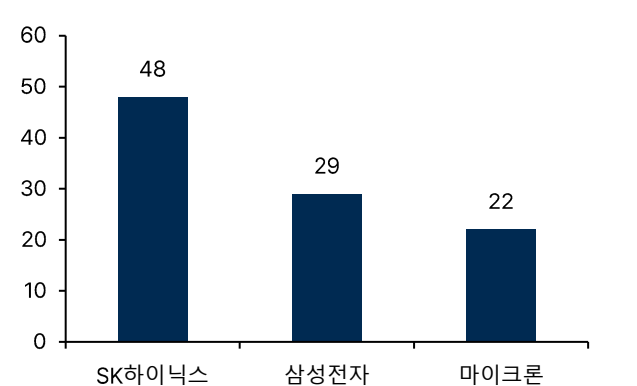
메모리 공급사 주도권 강화로 장기계약(LTA) 구조가 근본적으로 바뀌고 있다. 계약 기간이 1년에서 3~5년으로 장기화되고, 관계 기반에서 법적 강제력·재무 페널티(선금금 10~30%, 위반 시 보증금 몰수·손해배상)로 전환됐다. 전체 공급물량의 절반 수준이 계약 물량으로 진행 중이며, 샌디스크는 3건·최소 420억 달러 규모 계약을 체결했다.

2H26 협의 구체화와 2027년 대규모 계약으로 실적 안정성이 담보되면, 동사는 메모리 사이클 기업에서 구조적 이익주로 재평가받을 수 있다. 과거 감익기에 10% 미만까지 떨어지던 영업이익률이 향후엔 LTA로 하방이 방어되며, 이는 현 Forward P/E의 멀티플 re-rating을 정당화하는 핵심 근거다.

자료 29. 과거 10년 상승 Cycle 비교

구분	⑩16~17	⑩20~21	⑩23~24	⑩25~現
주가 상승률(%)	114.4	93.7	34.2	590.8
영업이익 증가율(%)	237.2	98.0	411.3	571.4
DRAM 고정가(%)	115.8	40.4	43.0	579.5
NAND 고정가(%)	68.2	4.3	19.6	365.4

자료 30. HBM 점유율(2026F)



4. Valuation

4.1 매출·이익 추정 논리

2026F 이익은 가격이 만든다. 범용 가격의 V자 반등과 HBM 믹스가 영업이익 282.7조(OPM 78%)·26F EPS 32.5만원을 만든다.

추정은 매출을 가격(ASP)×출하(Bit)로 분해하고 HBM을 별도 축으로 분리하는 방식이며, 추정치는 ICOK가 자체 산출했다.

2026F는 가격이 주도한다. 범용 DRAM ASP +180%·NAND +256%, Bit +22%/+24%에 고 ASP HBM 믹스가 더해져 매출 362.5조(+273%)·영업이익 282.7조(OPM 78.0%)에 이른다.

2027F는 P와 Q가 병행한다. HBM4 본격화로 출하 기여가 커지고 가격 상승률은 둔화하며, 매출 506.0조(+39.6%)·영업이익 401.7조(OPM 79.4%)로 전망된다.

결론적으로 26F EPS 32.5만원에 Forward P/E 8.5x를 적용해 목표주가 276만원(+16.8%), 투자 의견 BUY를 제시한다. 8.5x의 근거는 4.2에서 전개한다.

SK하이닉스 (000660) — 실적 추정

자료: 정합표 기준 · 단위: 십억원 · PER/PBR/EV/EBITDA는 현재가 기준

■ 실적 추정		(단위: 십억원, 원)			
항목	2024A	2025A	2026F	2027F	
매출액	66,193	97,147	362,497	505,987	
YoY(%)		46.8%	273.1%	39.6%	
영업이익	23,467	47,206	282,673	401,675	
OPM(%)	35.5%	48.6%	78.0%	79.4%	
순이익(지배)	19,789	42,919	232,239	314,862	
EBITDA	36,049	61,136	300,704	427,707	
EPS (원)	27,182	58,955	325,000	441,000	
BPS (원)	104,567	167,604	490,000	928,000	
PER (배)			7.3x	5.4x	
PBR (배)			4.8x	2.5x	
EV/EBITDA (배)			5.7x	4.0x	
ROE (%)	26.0%	35.2%	66.0%	48.0%	
현재가 (원)	2,363,000				

4.2 밸류에이션 논거 (1) — 왜 PER인가

메모리 평가의 무게중심이 자산가치(PBR)에서 이익가치(PER)로 이동했다.

PBR→PER

역사적 PBR 밴드는 0.8~3.8x(2022~25년)였으나, 현 PBR은 선행 BPS 기준 4.8x·당기 기준 8.0x로 역사 밴드 상단을 명백히 돌파했다(자료 32). 자산가치 잣대로는 설명되지 않는 구간이다.

전환의 동인은 LTAD다. 장기공급계약이 감익기 영업이익률을 30%대에서 방어하며 이익의 사이클 변동성이 축소되자, 변동성 큰 자산가치 대신 PER로 평가하는 것이 정합적이게 됐다.

피크이익 역설

메모리주는 통상 이익 정점에 낮은 P/E가 붙는다(피크이익=저PER). Forward P/E는 이익저점 2022년 24.5x까지 확대됐다가 2023년 적자로 NM을 거쳐, 이익이 급증하는 26F·27F에는 7.3x·5.4x로 압축됐다(자료 33). 낮은 절대 P/E가 곧 고평가는 아니라는 뜻이다.

4.2 밸류에이션 논거 (2) — 왜 8.5x인가

현 6.5x는 잔존 할인 탓이고, 8.5x는 그중 좁혀지는 할인분만 반영한 값이다. 9x가 천장이다.

할인 6요인

동사는 OPM 78.0%·ROE 66%(기말자본 기준)로 Peer 최고 수준인데도 EV/EBITDA 4.8x·P/E 6.5x로 Micron 대비 절반 수준에 거래된다(자료 34). 다만 이 할인은 주로 미국 피어 Micron 대비 격차이며(Micron 멀티플은 8월 결산 기준이라 캘린더 차이가 일부 과장), 동사가 삼성을 웃도는 EV/EBITDA는 이미 HBM 프리미엄을 일부 반영한다. '싸니까 오른다'는 비약이며, 이 할인을 6요인으로 분해하면 정당해 잔존하는 부분(①사이클·②코리아·③자본집약·④고객집중)과 좁혀지는 부분(⑤ADR 접근성·⑥HBM 1위 미스프라이싱)이 걸린다.

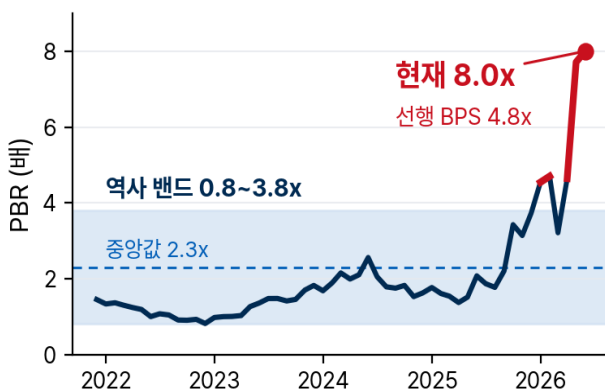
Re-rating

따라서 8.5x는 '할인 소멸'이 아니라 '좁혀지는 할인분만 반영한 보수적 수렴'이다. 현 6.5x(12MF)에 LTA 이익가시성(+1.0x)·HBM4 재인식(+0.5x)·ADR 접근성(+0.5x)을 더해 선행 8.5x에 도달하며, 정당한 잔존 할인(②③④)은 그대로 둔다(자료 35).

멀티플의 천장은 9x로 고정된다. 변동성 축소는 멀티플의 위치를 밴드 상단(8.5x)으로 올릴 뿐이며, 10x↑(US 테크식)는 'AI 효율성'(가격 상승분을 고객이 마진·신용창출로 지속 수취하는지)이 입증되기 전까지 과대평가다.

선행 8.5x를 26F EPS 32.5만원에 적용하면 목표주가 276만원이 도출된다. 이는 멀티플이 현 6.5x에서 8.5x로 re-rating되는 효과를 반영한 값이다(자료 35). 별도 교차검증으로 정상화 EBIT(≈350조)에 EV/EBIT 6.5~7.5x를 적용하면 약 320~360만원이 산출되는데, 목표 276만원은 이 정상화 적정이 하단보다도 낮은 보수적 수치다.

자료 32. PBR 밴드 (역사 0.8~3.8x 돌파)



출처: FnGuide DataGuide6, ICOK

자료 33. 이익급증 ↔ Forward P/E 압축



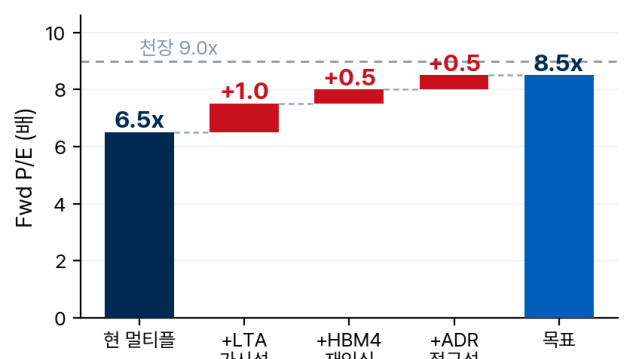
출처: FnGuide DataGuide6, ICOK

자료 34. 글로벌 메모리 Peer 비교 (2026F)

2026F	SK하이닉스	마이크론	삼성전자
OP마진	78%	72%	52%
ROE	66%	71%	51%
EV/EBITDA	4.8x	11.3x	3.9x
P/E	6.5x	15.1x	7.1x

출처: Bloomberg·ICOK (ROE 기말기준·Micron 8월결산)

자료 35. Re-rating 워터폴 (현 6.5x → 목표 8.5x)



출처: ICOK, ICOK

4.3 밸류에이션 — 목표주가 · 교차검증

목표주가 276만원은 멀티플 re-rating(현 6.5x→8.5x)을 반영한 값으로, 정상화 EBIT 기준 적정가(~320~360만)보다 보수적이다.

276만원 = 26F EPS 32.5만 × Forward P/E 8.5x이며(자료 35), 정상화 EBIT(≈350조)×EV/EBIT 6.5~7.5x 교차검증치 320~360만원 대비 당해연도 이익·컨센 상방편향을 덜어낸 보수적 목표다.

EV/EBITDA SOTP로 교차검증한다. 메모리 5.1x·HBM 15.0x 자체 산출(≈6.0x)로 적정주가 250.5만원이 산출되며(자료 36·37), 3법 브래킷은 SOTP 251만 < P/E 276만 < 360만으로 P/E 목표가 보수 영역에 있다.

민감도상 주가를 좌우하는 건 멀티플보다 이익(EPS)이다 — EPS가 컨센 -25%면 정상 8.5x로도 208만원이다. 다만 하방은 계약 이익이 받친다: LTA가 26F 영업이익의 약 60%(≈170조)를 고정한다고 보면 세후 EPS 약 18만·7.5x 기준 약 140만원이 구조적 하방이다.

P/E 8.5x
→ 276만

교차검증·민감도

주방법: Forward P/E 8.5x (밴드 7.5~8.5x 상단) · 26F EPS는 자체 추정 · 단위: 원

■ 시나리오 (Bear / Base / Bull)			(단위: 원)
구분	Bear	Base (목표)	Bull
시나리오 가정	다운사이클·감익	26F 자체 추정	27F 연간·내년 이익체력
EPS 기준 (원)	200,000	325,000	441,000
Forward P/E	8.5x	8.5x	8.5x
목표주가 (원)	1,700,000	2,760,000	3,750,000
현재가 대비	(28.1%)	16.8%	58.7%

■ Valuation 요약 (Base)	
주방법	Forward P/E (2026F EPS 기준)
목표주가 (원)	2,760,000
현재가 (원)	2,363,000
상승여력	16.8%
EV/EBITDA 교차검증	현 5.7x → 목표 6.6x
[보조] EV/EBITDA SOTP (원)	2,505,000 메모리5.1x·HBM15x

주) Bull은 27F 연간 EPS 기준 — 선행 12개월(NTM) 이익이 26년 하반기 실적 램프(2H26 영업이익의 1H26 대비 +79%)로 27F 이익체력에 근접해 27F 연간을 적용.

■ EV/EBITDA SOTP				(단위: 십억원, 원)
항목	EBITDA (십억원)	Target EV/EBITDA	가치 (십억원)	비고
메모리(일반)	272,799	5.1x	1,391,273	Peer 평균
HBM	27,905	15.0x	418,580	파운드리 Peer
영업가치 (A)	300,704	6.0x	1,809,853	합산 EBITDA
비영업가치 (B)			1,254	비상장·SiFive
순현금 (C)			12,700	현금성·총차입
주주가치 (A+B+C)			1,823,807	
÷ 발행주식수 (천주)			728,002	
적정주가 (원)			2,505,000	EV/EBITDA SOTP
현재가 대비			6.0%	

[참고] 주방법 Forward P/E 8.5x → 2,760,000원 · 보조 EV/EBITDA SOTP → 2,505,000원

5. Risk Point

5.1 메모리 사이클 변동성·경쟁 심화

HBM·서버 메모리 중심의 구조적 성장에도 메모리 업황의 가격·수급 변동성은 잔존한다. 삼성전자·마이크론의 HBM4 추격, 공격적 CAPEX에 따른 공급 확대로 2027년 이후 수급이 완화될 가능성, AI 투자 사이클 둔화 가능성이 핵심 점검 항목이다(자료 39).

또한 LTA는 양날의 검이다. 장기 고정가 계약은 다운사이클에서 이익의 하방을 방어하는 대신, 현물 가격이 계약가를 크게 웃도는 강한 업사이클에서는 그 상승분을 충분히 누리지 못하는 기회비용을 수반한다(자료 38). 다만 이는 이익 극대화가 아니라 변동성 축소·가시성 확보와의 의도된 교환이다.

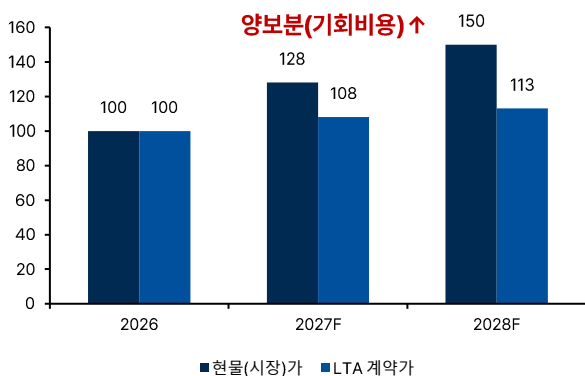
5.2 거사·시장 관점 (Buy-side View)

멀티플 상한(9x)을 누르는 본질은 AI 사이클의 '효율성'이다. 가격 인상이 지속되려면 이를 받아주는 고객사가 ① 생산성의 밸류체인 하향 전이, 또는 ② 건전성 범위 내 신용창출로 소화해야 한다. 이 조건의 불확실성이 남는 한, 장기계약(LTA)이 쌓여도 멀티플을 US 테크식 10x로 끌어올리기는 어렵다.

빅테크 자금조달 사이클도 밸류에이션을 무겁게 누르는 변수다. 무부채 기반 자사주 매입이 유보현금을 소진하면 채권 발행으로, 발행 경쟁이 심화되면 유상증자로 이행한다. 이는 단기 유동성이 아닌 구조적 변수지만, 그럼에도 현 레벨이 과도하게 비싸다고 보기는 어렵다. 상대수익률 측면에서 메모리의 NDX 베타가 일부 빅테크 대비 낮아 NDX 35K 상승 중반에는 일시적 언더퍼폼이 가능하다. 그러나 이는 종목 선택 기준을 절대밸류에서 리스크지표로 옮길 이유가 되지 못한다. 동일 AI 가정 아래 NVIDIA류 P/E 30x+ 대비 동사 6.5x의 밸류 갭이 안전마진이며, HBM 1위 미스프라이싱·ADR 촉매·LTA 하방을 종합하면 동사는 메모리 내 risk-adjusted 우위 종목이다.

버블 여부는 기술의 효용 자체보다 사회·경제가 그것을 실현시킬 수 있는가에서 갈린다. 미국이 과열에 제동을 걸지 않는 배경에는 중국의 가파른 추격이라는 실존적 위협이 있어, 과열 국면은 상당 기간 지속될 수 있다. 한편 메모리가 '갭'이 될수록 확대되는 LTA는 국면별로 작동한다. 다운사이클엔 고정가가 현물을 상회해 이익을 방어하고, 업사이클엔 현물 업사이드 일부를 양보하는 대신 물량·가격 가시성을 얻는다. 따라서 LTA의 본질은 이익 극대화가 아니라 리스크조정 후 이익 변동성을 줄여 NPV를 높이는 데 있다. 본 관점은 결론을 정해두고 근거를 끼워맞추는 '무적 논리'를 경계하며, 긍정·부정 어느 쪽이든 논리적 타당성을 전제로 한다.

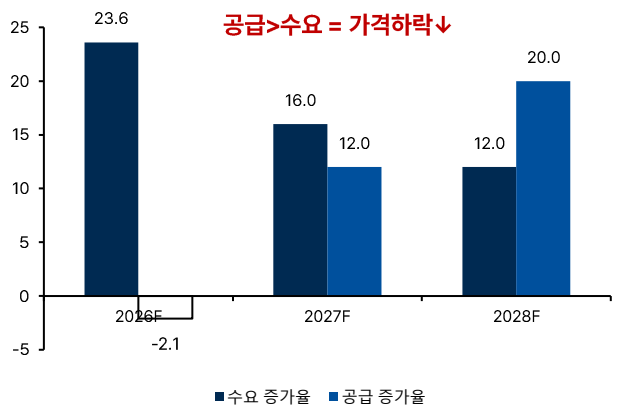
자료 38. LTA 기회비용 — 현물 급등 시 포기 상승분



출처: ICOK

단위: 지수(2026=100)

자료 39. 수급 시나리오 — 공급 확대 리스크



출처: ICOK 추정

단위: %(bit, YoY)