



## SK하이닉스 NDR 후기: 20개 기관과의 열띤 대화의 장

IBK 투자증권에서 반도체 담당하는 김운호입니다.

2026년 1월 30일, 2월 2일 양일간 20개 기관을 대상으로 NDR을 진행했습니다.  
주가, 업황 등이 예민한 시기라 투자기관의 반응도 뜨거웠습니다.

핵심 질문의 카테고리는

- 1) 메모리 수요 현황
- 2) SK하이닉스의 대응 전략
- 3) 가격 및 수익성 전망
- 4) HBM/HBF 현황
- 5) CAPEX 규모 및 방향
- 6) 주주 환원
- 7) AI co(투자법인), 활용 방안 등입니다.

보고서 읽어 보시면 항목별로 자세히 정리가 되어 있습니다.

SK하이닉스가 보는 시황과 시장에서 보는 시황에는 큰 차이가 없어 보입니다. AI 주도 메모리 수요는 빠른 속도로 증가하고 있고, 메모리 공급업체들은 충분히 공급하지 못하고 있습니다.

PC, 모바일 수요 부진 우려와 서버 메이커들의 Double booking에 대한 우려는 현재로는 기우에 가깝다는 판단입니다. 서버 수요가 강해서 PC와 모바일 부진을 모두 흡수하고 남은 수준의 수요가 유지되고 있다는 것과 서버 메이커들의 메모리 재고가 빠른 속도로 줄어들고 있다는 것은 구매한 메모리가 모두 서버에 실장된 것을 의미한다고 보고 있습니다.

가격과 수익성의 상단에 대한 질문도 단골이었지만, 단기간에 가격이 너무 빠르게 상승하고 있어서 구체적인 숫자를 회사에서 대답하기에는 어려움이 있었습니다. 다만, 지난 사이클에서 보였던 가격, 마진율은 모두 상회할 것으로 보는데 상식적인 상황인 것으로 보입니다.

논란의 여지가 많았던 HBM4 관련 질문도 매번 있었는데 생산을 시작했고, 26년 1분기에 고객으로 전달될 것이라는 대답입니다. 수익성 훼손에 대해서는 전 세대 수준으로 회복할 것으로 보고 있습니다.

주주환원에 대해서는 이익 증가로 FCF 여유가 생긴 만큼 대응한다는 전략입니다.

시장의 우려를 해소할 수 있는 기회였던 것으로 판단합니다.

## I. 메모리 수요 현황

### 1. 메모리 수요 강도

SK하이닉스와 NDR 진행 중 가장 많은 질문이 수요의 안정성, 강도에 대한 것

이에 대해서 우선 DRAM은

- 1) 전례 없이 강한 수요가 Server 중심으로 요구
- 2) 이로 인해 재고 수준은 평상시 대비 낮아지고 있고, 가장 많은 물량을 갖고 가는 Server 메이커들의 재고가 낮아지고 있음. 이는 재고를 보유 목적이 아닌 생산에 바로 투입하고 있다는 방증. Double booking 리스크는 낮아지고 있는 것으로 판단
- 3) SK하이닉스의 재고 수준도 정상 수준 대비 낮아진 상황이고 연말로 갈수록 재고 수준은 더 낮아질 것으로 예상

NAND는

- 1) AI 수요가 강해진 것은 DRAM과 동일. 이로 인해 eSSD가 수요가 크게 늘어나고 있는 상황. KV Cache 수요 확대 영향
- 2) NAND 재고는 DRAM 수준에 근접. 점점 더 낮아질 것으로 예상
- 3) QLC 뿐만 아니라 TLC도 AI 수혜 기대. QLC는 고용량 대응, TLC는 고성능 대응. SK하이닉스는 TLC, 솔리다임은 QLC에 집중할 예정

### 2. LTA(Long Term Agreement)

공급이 부족할 때마다 등장하는 이벤트이지만 지난번과는 차이가 많이 있음

- 1) 계약 기간이 예전보다 장기적으로 접근
- 2) 요구하는 거래선이 많지만, 일일이 다 대응하기는 어려울 것
- 3) 공급 역량 대비 요구하는 거래선이 더 많음. 계약 상대방을 정하는 데도 신중할 수 밖에 없음
- 4) 이에 대응하기 위해서 상호 간의 구속력을 강화에 대한 필요성이 높아지고 있음

### 3. 메모리 수요 전망

25년 4분기 실적 발표 자료에서

DRAM 2026년 수요 Bit Growth는 20% 이상 성장

NAND 2026년 수요 Bit Growth는 10% 후반 성장으로 제시

이전 전망 대비 높아진 수준. 서버 관련 수요를 상향 조정

- 1) DRAM 수요는 서버가 주도할 것으로 예상
- 2) SK하이닉스는 서버 Unit Growth를 10% 후반으로 가정. 과거 대비 높은 수준
- 3) NAND도 eSSD 중심으로 수요 확대될 전망

Mobile, PC 수요는 이전 전망 대비 낮아질 가능성이 높다고 판단. 높아진 DRAM 가격으로 인해 물량 감소는 불가피. 다만, High End 제품 수요 변동성은 크지 않을 것으로 기대

부진한 PC, Mobile 수요를 Server가 모두 대체할 것으로 보고 있음

CSP, Hyperscaler들은 현재 DRAM 가격 보다는 AI 하드웨어 업그레이드가 우선인 상황. AI 모델 고도화, AI 모델 간 경쟁이 원인

NDR 기간 중에는 언급되지 않았지만, Sovereign AI, Neo Cloud 등 투자 주체의 확장도 AI 수요를 강화하는 변수일 것으로 IBK투자증권은 판단

## II. SK하이닉스의 대응 방안

### 1. 메모리 공정 전환으로 수요 대응

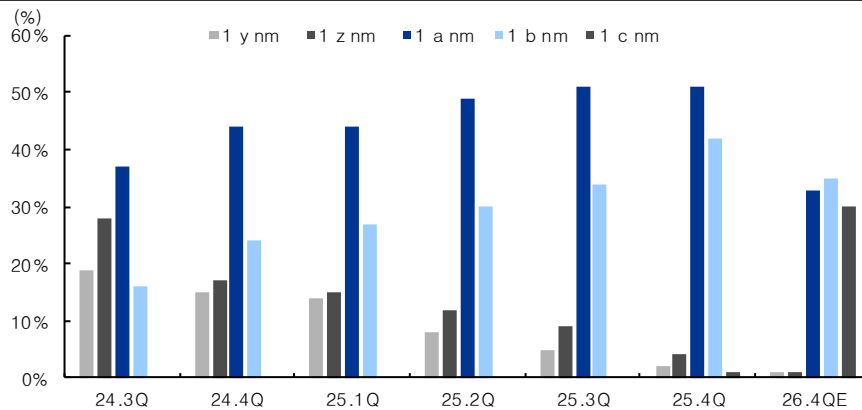
SK하이닉스는 DRAM, NAND 모두 Wafer 투입 확대는 쉽지 않은 상황

예상하는 DRAM 수요 Bit Growth는 20% 이상 수준, NAND 수요 Bit Growth는 10% 후반

이를 대응하기 위해서 공정 전환 가속, DRAM은 1c nm 비중을 연말까지 30% 수준, NAND는 321L 비중을 60% 수준으로 확대할 계획

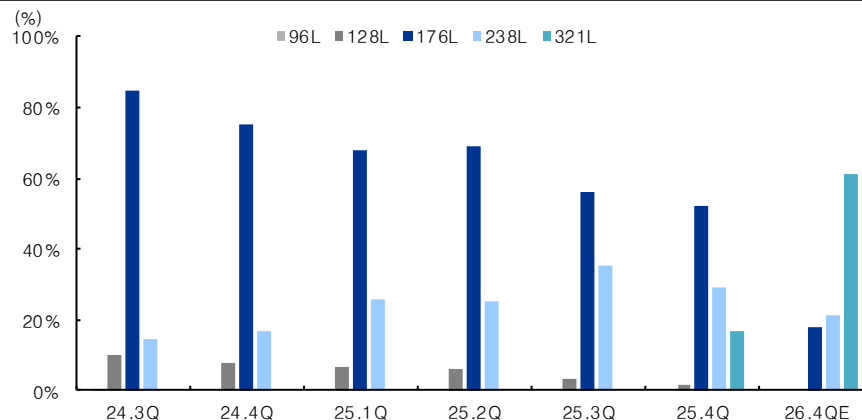
DRAM, NAND 모두 수요만큼 공급할 수 있도록 노력 중

그림 1. DRAM 공정별 비중 추이



자료: SK하이닉스, IBK투자증권

그림 2. NAND 공정별 비중 추이



자료: SK하이닉스, IBK투자증권

## 2. DRAM/NAND Fab 운영 전략

SK하이닉스는 DRAM Fab 4개 보유 중. M14, Wuxi, M16, M15x

1a nm에서 1c nm로 빠른 공정 전환을 통해 수요 대응. 연내 1c nm 비중이 30% 수준까지 상승하는 이유. GDDR7, SOCAMM2 모두 1c nm로 대응할 계획. Conventional 물량 확대를 위한 대응

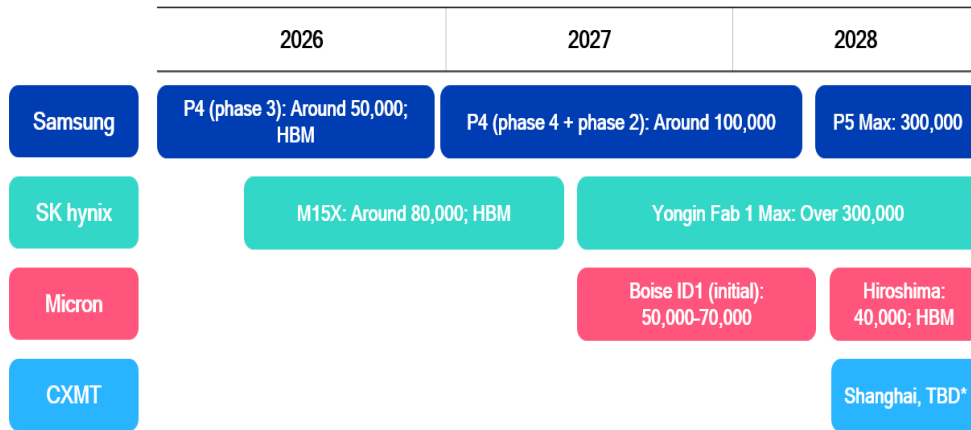
M15x는 HBM 전용라인. 1b nm로 구축 중. 전체 생산량은 80~90K/월 수준으로 추정

Wuxi는 미국 제재로 인해 1a nm를 주로 생산 중. 추가 공정 전환은 어려울 것

용인 Fab은 2027년 2월에 Clean Room Open 예정. 장비 입고 이후 양산 물량 출하 시점은 27년 4분기 수준으로 전망. 1c nm 중심. 향후 HBM4e 대응

인디애나 후공정 라인은 2028년 이후 가동 예정

그림 3. DRAM Fab Ramp up outlook



자료: Omdia, IBK투자증권

표 1. SK하이닉스 DRAM 라인별 현황

(단위: K wafers quarterly and annually)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
M-14	480	480	480	495	495	480	465	450	450	435	420	414
WUXI-China	480	510	540	570	570	570	570	570	570	555	540	525
M-16	210	240	300	330	330	450	540	570	570	570	570	570
M-15X	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15	75	111
<b>합계</b>	<b>1,170</b>	<b>1,230</b>	<b>1,320</b>	<b>1,395</b>	<b>1,395</b>	<b>1,500</b>	<b>1,575</b>	<b>1,590</b>	<b>1,590</b>	<b>1,575</b>	<b>1,605</b>	<b>1,620</b>

(단위: 1Gb million units)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
<b>12" 합계</b>	<b>16,585</b>	<b>17,771</b>	<b>19,386</b>	<b>21,055</b>	<b>20,212</b>	<b>22,185</b>	<b>23,731</b>	<b>24,490</b>	<b>24,389</b>	<b>25,052</b>	<b>25,866</b>	<b>26,696</b>

자료: Omdia, IBK투자증권

NAND 생산 라인은 M11, M12, M14, M15, 솔리다임(대련)을 보유

Omdia 추정치로는 25년 4분기 대비 26년 4분기 Wafer는 감소할 것으로 예상. SK하이닉스는 감소는 아닐 것으로 전망  
 솔리다임 생산능력 확대도 고민 중이나 당장엔 실현되기 어려움

표 2. SK하이닉스 NAND 라인별 현황

(단위: K wafers quarterly and annually)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
M-11	120	120	120	120	114	108	108	108	96	96	105	120
M-12	150	150	150	150	150	150	150	150	126	126	135	159
M-14	75	75	75	60	60	60	60	60	30	30	30	30
Cheongju M-15	180	165	150	150	150	150	165	165	150	150	165	165
Total K wafers	525	510	495	480	474	468	483	483	402	402	435	474

자료: Omdia, IBK투자증권

표 3. 솔리다임 NAND 라인별 현황

(단위: K wafers quarterly and annually)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Fab 68 (Dalian)	180	180	180	180	165	165	180	180	180	180	180	180
Total K wafers	180	180	180	180	165	165	180	180	180	180	180	180

자료: Omdia, IBK투자증권

### III. 가격 및 수익성 전망

#### 1. 메모리 가격 전망

수급에 이어 가장 예민하고 민감한 질문인 만큼 회사에서 공식적으로 대응하지는 못함

다만, 상승하는 분위기에 편승. 최근 언론 보도를 모두 다 적용하기는 어렵지만 상승률은 점점 더 높아지는 추세

NAND 가격 움직임에 대해서도 공식적인 언급을 할 시기는 아닌 것으로 판단하고 있음. San Disk 실적 발표 이후 NAND에 대한 공식적인 언급은 자제

이전까지 언급되었던 Gb 당 단가가 전 고점인 \$1를 상회하긴 어렵다는 인식이 있었지만, 현재 수급 상황에서는 특정 가격을 확정하기는 어려운 것으로 인식 공유

IBK투자증권은 가격 상승세가 연내 지속될 것으로 전망하고 있음. 현재 수급 상황을 고려하면 현실적인 가정으로 판단됨

#### 2. 메모리 수익성 전망

공식적인 대답을 듣기는 어려운 질문이지만, 25년 4분기 DRAM은 약 70%, NAND는 약 30%라는 시장 의견이 다수. IBK투자증권은 DRAM은 67.5%, NAND는 31%로 추정. 26년 1분기는 25년 4분기 대비 개선 여지가 있다는 수준의 대응

과거 수익률 고점이 한계라는 인식도 의미가 없어지고 있다고 판단. 지난 고점 수익률은 DRAM, NAND 모두 경쟁사 수치고, SK하이닉스는 지난 2018년 DRAM, NAND 수익률을 모두 상회한 것으로 추정. 향후 개선 여지는 충분히 더 있을 것으로 기대

NAND 수익성에 대해서는 좀 더 검증할 필요가 있지만, 가격 상승을 상쇄할 만한 변수는 크지 않을 것으로 보고 있어서 수익성 개선 여지가 아직 더 남아 있을 것으로 판단

## IV. HBM/HBF 현황

### 1. HBM(High Bandwidth Memory) 현황

HBM4에 관한 질문이 다수였는데 SK하이닉스의 HBM 관련 메시지는

- 1) HBM4 양산 시작했고, 26년 1분기에 고객으로 공급 시작
- 2) HBM4 점유율은 이전 세대 제품 수준을 목표로 하고 있음. 고객 내 공급사는 지난 세대 보다는 많아질 것으로 보고 있지만 점유율 훼손은 없을 것
- 3) HBM4 Base die 공정 사양은 고객이 원하는 수준에 맞게 최적의 비용으로 대응한다는 전략. 비용 구조를 인위적으로 악화시킬 이유는 없다고 판단
- 4) Package는 16Hi까지는 현재 방식으로 충분히 대응 가능. 20Hi 넘는 제품에 대해서는 고민할 필요가 있지만 현재 방식의 기술 진보도 대안
- 5) Custom HBM은 HBM4e로 구현될 것. Base는 현재 공정 그대로 유지하고, 고객 요구가 있을 경우에는 신규 공정 적용할 것. 공정 관련 최대한 효율적으로 운용할 계획
- 6) HBM4은 26년 하반기에 이전 세대와 Croos over 예상. 고객의 신제품 출시와 물량 증가 속도와 비례할 것

## 2. HBF(High Bandwidth Flash)

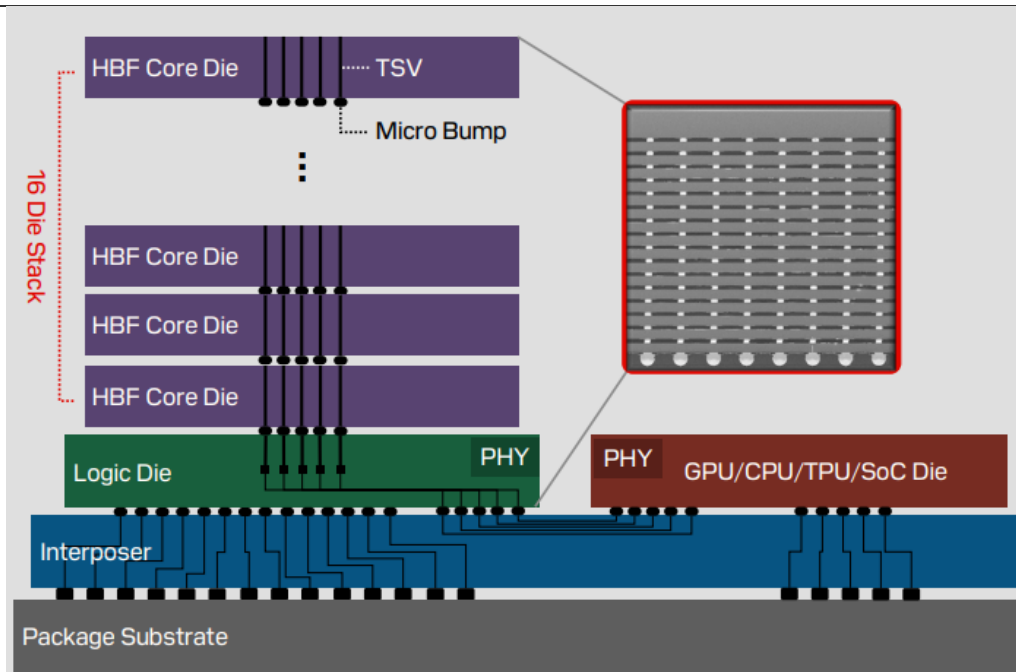
제품 성격은 HBM을 보완하고 DRAM과 NAND 중간 역할. KV Cache 메모리에 좀 더 적합한 NAND 제품으로 판단

고용량/고대역폭 지원하는 HBM과 같은 병렬 적층 구조

DRAM 보다 고용량이지만 속도는 느릴 것. 일반 NAND 보다는 빠른 속도 지원

JEDEC(Joint Electron Device Engineering Council) 승인 받기 위해 노력

그림 4. HBF 개념도



자료: Sandisk, IBK투자증권

## V. CAPEX 규모 및 방향

매출액의 35%가 집행되나는 질문이 다수 있었음

회사에서는 매출대비 30% 중반 선에서 관리하겠다는 입장을 밝힘

2026년 투자 규모는 2025년보다는 상당 수준 증가한 규모일 것. 구체적인 언급은 없음

DRAM 중심으로 진행될 것이고 2025년과 마찬가지로 장비 비중이 높을 것으로 계획하고 있음

## VI. 주주환원

2025년 4분기에 추가 배당, 자사주 소각 등 예상 수준 이상의 주주환원

2026년 FCF 증가한 부분에 대한 주주환원 계획에 대해서는 현재 계획하고 있는 주주환원의 기본 방침에 대한 변화는 없고 여유가 생기는 부분에 대해서는 다양한 방법으로 집행할 계획

여유 FCF를 전부 배당 재원으로 사용하는 것은 아님. 불황을 대비할 필요도 있고, Capital Intensity가 낮아지고 있어서 향후 Fab 확보를 위한 투자 규모는 현재 수준을 상회할 것으로 예상되기 때문

## VII. AI co.(투자법인)

4년에 걸쳐 \$10B(약 14조원 규모)을 투자할 예정

미국 솔리다임 법인을 자회사로 편입하는 구조

법인 설립은 AI 데이터센터 관련 다양한 영역으로 사업 기회를 확보하기 위한 전초 기지 마련이 목적

그룹사 보유 투자자산 이전 관련해서는 결정된 바 없음

### Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 입력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.



## IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	SI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

### 투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6815-5464	ckjins@ibks.com
권순호	연구원	Quant	6915-5667	snowkonn@ibks.com

### 기간산업분석부

이동욱	연구위원	에너지/소재	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터/레저	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com

### 혁신기업분석부

이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이	6915-5473	kmg@ibks.com

## “국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11  
대표번호 02-6915-5000  
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200