

SK하이닉스 (000660)

ADR은 목적이 아닌 수단. 결국은 주주환원

반도체/디스플레이

Analyst 김선우
sunwoo.kim@meritz.co.krRA 우서현
seohyun.woo@meritz.co.kr

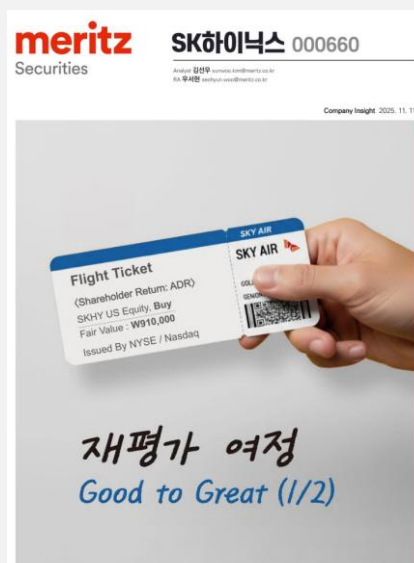
[SK하이닉스, ADR 발행 계획 공시]

SK하이닉스는 금일 공시를 통해 미국 증권거래위원회(SEC)에 미국 주식예탁증서(ADR, American Depositary Receipt)에 관한 상장 공모 관련 등록신청서(Form F-1)를 비공개로 제출(confidential submission)했음을 밝힘. 2026년 연내 상장을 목표로 추진 중이나, 상장 공모의 규모, 방식, 일정 등 세부사항은 미확정 상태라고 설명

당사는 지난해 11월 메모리 반도체 업황의 구조적 개선을 예상하며, 폭발적으로 증가하는 영업이익과 풍부한 현금흐름이 '모든' 주주에게까지 새로운 형태의 영향을 미치리라 예상했음. 특히 이는 영업이익의 10%를 구성원 성과급으로 지급하기로 결정한 SK하이닉스 주주에게 더욱 폭발적일 것으로 예측함. 미국에 상장된 '마이크론'이라는 피어를 가진 동사 입장에서는 수익성·기술력·고객대응력에서 우수함에도 밸류에이션 저평가라는 직접 비교가 가능하며, 이를 주주들을 위해 직관적으로 해결해야 하기 때문 (2026E 마이크론 P/B 3.9배 vs ROE 65.1%. SK하이닉스 P/B 2.9배 vs ROE 71.0%. 블룸버그 컨센서스 기준)

Meritz Research 2026. 3. 25

그림1 SK하이닉스 ADR 발행 가능성 분석자료: Good to Great, 2025.11.11



자료: 메리츠증권 리서치센터

결국 주주가치 제고 노력이 요구되는 현재 사회·정치 구조 상 SK하이닉스 입장에서는 밸류에이션 프리미엄 (할증거래)은 커녕 디스카운트 (할인거래)되는 상황을 탈피하기 위한 가장 효율적 방법으로써 ADR을 통한 주주환원이 가장 적합한 방법으로 분석되었음 (그림 1). 다만 방법론적으로는 1) 자사주 매입을 통한 ADR 전환, 2) 미국 격리시장 신주발행을 통한 ADR 상장 등 다양한 접근 방식이 있는 상황임. 이번주 보도된 기사에 따르면 이중 후자 (ADR 신주 발행)를 통한 상장이 추진되는 것으로 보여지는 상황

[방법론 전개를 위한 사전작업 (=잠재적 주주환원 계획)에 주목할 필요]

최근 정치권에서 추진되고 있는 상법 개정안에는 ‘자사주 매입 시 소각 의무화’ 조항이 포함되어 있음. 향후 법률 보완·개정을 통해 기타 주주친화적 방안에 대한 예외조항이 신설될 가능성은 있으나, 법률 제정 초기에는 본래 취지에 맞는 자사주 강제 소각이 요구되리라 예상됨. 아마 SK하이닉스가 해외 신주 발행을 통해 ADR을 추진하는 이유는 이러한 움직임에 부합하려는 목적으로 해석됨. ADR이 폭발적 재평가 동력을 입증할 경우, 당사는 자사주 매입을 통한 ADR 전환도 언젠가는 추진 가능해지리라 예상됨

현재 대다수의 투자자들은 ‘ADR 발행’이라는 나무에만 주목하는 경향이 있음. 당사는 지속 나무 (방법론)가 아닌 숲 (목적: 주주가치 제고)을 봐야한다고 설명함. 당사는 해외시장 신주 발행이 실제로 추진될 경우 다양한 사전작업이 필연적으로 발생하리라 전망하며 이는 주주가치 증대 목적에 부합할 것으로 예측함. 이는,

- 주주환원 계획 발표: 해외 신주 발행이 발생할 경우, 이론적으로 주당 가치는 희석되며 감소가 불가피함. 회사 입장에서는 신주 발행에 따른 현금 유입 (예, 5% 신주 발행 시 35~40조원)이 발생하기에 그 금액 또는 그 이상을 오롯이 주주환원에 사용하리라 예상됨. 그렇지 않을 경우, 이는 주주가치 제고 목적에 부합하지 않기 때문. 예를 들어, 당사는 2025년부터 영업이익의 10%를 추가적인 인건비 (성과급)으로 사용하기 시작함. 반면, 주주 입장에서는 특별배당 1,500원이 포함되었음에도 불구하고 영업이익의 3.6%만 지급된 바 있음. 반드시 비례할 순 없겠지만, 주주 가치 제고 속도는, 구성원 가치 제고 속도와 유사할 필요가 있음. 당사는 향후 동사의 ADR 발행 세부조건이 발표되기 전, 다양한 자사주 매입 및 소각 계획 또는 대규모 배당 계획이 도출되리라 추정함

- SK스퀘어의 SK하이닉스 지분을 관리: 지주회사법에 따라 자회사 (또는 손자회사)에 대한 20% 이상의 지분 유지가 행위요건으로 요구됨. 현재 SK스퀘어는 20.07%의 지분을 보유 중이며, 향후 SK하이닉스가 발표한 대로 기보유 자사주 2.1%를 소각할 경우 소폭 증가할 전망이다. 만약 SK하이닉스가 향후 신주 발행을 통한 ADR 발행량을 점진적으로 늘릴 경우, SK스퀘어는 20% 지분을 유지를 위해 두 가지 방법을 추진할 수 있음. 이는 1) SK하이닉스의 대규모 배당 및 SK스퀘어의 SK하이닉스 지분 매입, 2) SK하이닉스의 선제적 자사주 매입·소각을 통한 발행주식수 감소. 두 방안 공히 SK하이닉스 주주에게 긍정적인 방안으로 풀이됨

폐쇄적이며 보수적인 국내 경영 구조 상, 적극적 목적의 ADR 발행은 선례가 없기에 당장 주주들에게는 다양한 불확실성으로 다가올 수 있음. 지금까지 발행된 국내 기업의 ADR들은 유틸리티 또는 공기업 성격의 산업군에서 피어그룹이 부재한 요식행위 성격의 구조였기 때문. 미국 내 선진시장 (DM) 및 Tech 산업 담당 포트폴리오 매니저 입장에서는 투자 적격 대상에 해당되지도 않았음

동사가 향후 ADR 발행 전개 과정을 투자자들에게 공유할 때마다 다양한 우려 요인은 지속 등장할 수 있음. 이에 동사는 더욱 적극적으로 주주들에게 ‘방법론’이 아닌 ‘목적’을 설명할 필요가 있음 (주당 가치 회석 vs 격리된 시장 대상 신주발행으로 오버행 없음). 당사는 향후 메모리 업황은 더욱 가속화되며 개선되리라 예상하며 (2Q26 CSP 중심 서버 응용처 수요 폭발 → 3Q26~4Q26 모바일 중심 수요 폭발) 영업가치의 주주가치 이전이 금융시장 내 최대 관심사로 부각될 것으로 예상함. 향후 ADR 발행과정에서 다양하게 등장하는 세부 내용들 (IB 주관사 선정, 수요예측 결과, 발행 규모와 시기, 사전작업 등)이 공유될수록 동사의 주당 가치 역시 폭발적으로 개선되리라 예상함

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.