

[지주회사/거버넌스]

SK하이닉스 ADR 상장 이벤트 분석 (Feat. SK스퀘어)

김수현 리서치센터장 02-709-2650 / seankim@ds-sec.co.kr

2026.07.13

TSMC의 ADR과 구조적으로 유사

7월 10일 나스닥에 상장한 SK하이닉스의 ADR은 전환 구조 등에서 TSMC와 유사하다. 현재 SK하이닉스 ADR은 신주 발행분(전체 주식의 2.5%)로만 구성되며 본주를 ADR로 전환하는 것은 규제 당국의 승인이 필요해 당분간 불가능하다. 반대로 ADR을 본주로 바꾸는 것은 가능하다. ADR이 본주보다 싸질 경우 전환 매도하는 차익거래가 가능하지만 반대로 ADR이 비싸지는 경우 본주로 전환하는 차익 거래는 불가능하다. ADR이 본주 대비 프리미엄에 거래되는 이유다. TSMC도 동일한 구조다. 다만 ADR의 프리미엄이 무한대로 커질 수는 없다. 괴리율이 커지면 양시장에 접근이 가능한 글로벌 자금이 상대적으로 싼 본주를 매수할 수 있기 때문이다.

1) ADR이 본주 선행, 2) TSMC의 ADR과 본주 괴리율은 최근 14%로 축소 추세

ChatGPT-3.5 출시 당시 TSMC의 ADR이 먼저 급등했고 본주가 시차를 두고 따라 올랐다. 누적 수익률로는 ADR 상승률의 약 3/4 정도가 본주에 반영됐다. TSMC ADR의 프리미엄은 상장 이래 평균 16%이며 가장 높았을 때는 24~26%까지 거래됐다. 최근 몇 년은 상대적으로 싼 본주가 오르면서 그 괴리는 14%까지 축소된 상황이다.

ADR 상장으로 마이크론과의 갭 축소 ⇒ 업황 효과 제외하고 SK하이닉스 본주 최소 +8~18% 상승

12개월 Forward PER은 SK하이닉스 5.5배, 마이크론 6.8배로 마이크론이 24% 할증 거래되고 있다. 지금까지 SK하이닉스 본주에 접근이 불가능했던 패시브 자금 (미국 반도체 ETF, 나스닥 지수 추종 인덱스펀드 등)들이 ADR로 유입되면서 SK하이닉스 ADR은 마이크론에 준하는 밸류에이션을 받을 전망이다.

이러한 밸류에이션 갭 축소가 본주 주가 상승에 기여하며 1) ADR 프리미엄 (14~16%)을 차감하면 최소 +8.4%, 2) TSMC 사례의 본주 전이율 (3/4)를 적용하면 +18%로, 업황과 관련 없이 ADR 상장 이벤트만으로 본주는 최소 8~18%의 상승 효과가 기대된다.

SK하이닉스 지속적인 자사주 매입 소각을 통해 SK스퀘어 지분율 유지 병행

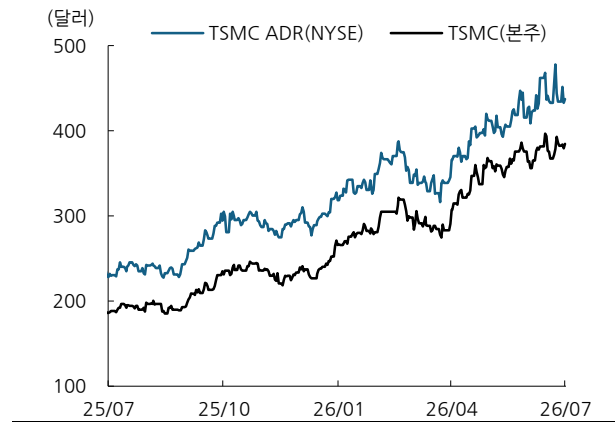
신주 발행으로 SK스퀘어의 하이닉스 지분율은 20.5%에서 20%까지 내려간다. 공정거래법상 20% (개정 전 기준) 이상을 유지해야 하므로 SK하이닉스의 자사주 매입 소각이 뒤따를 전망이다. 향후 SK하이닉스가 ADR을 추가 발행할 때도 자사주 매입 소각을 병행해야 SK스퀘어의 지분율이 유지된다. SK하이닉스의 자사주 소각과 본주 재평가로 인해 SK스퀘어의 NAV 할인율 추가 개선이 동시에 기대된다.

그림1 SK하이닉스와 TSMC ADR 비교

구분	SK하이닉스 ADR	TSMC ADR
상장	나스닥 2026년 7월 10일	NYSE 1997년 10월
전환비율	원주 1주 = ADR 10주	ADR 1주 = 원주 5주
ADR ⇒ 원주 전환	항상 가능 (절차 및 환전 이슈)	항상 가능 (절차 및 환전 이슈)
원주 ⇒ ADR 전환	한도 내에서만 가능 (1779만주, 전체 2.5%)	한도 내에서만 가능
원주 ADR 괴리	?	평균 16%, 정점 24~26%, 최근 14%

자료: DS투자증권 리서치센터

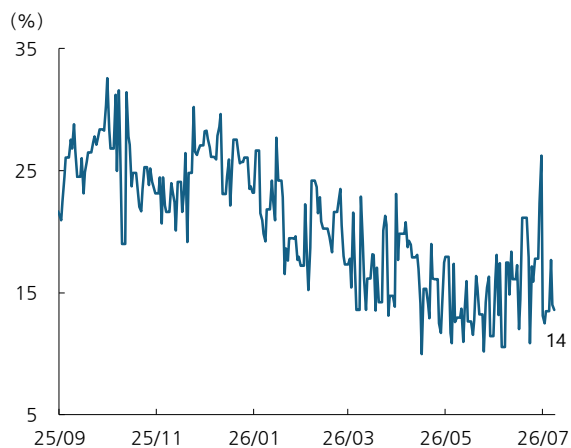
그림2 TSMC ADR과 본주는 높은 동행성을 보임



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

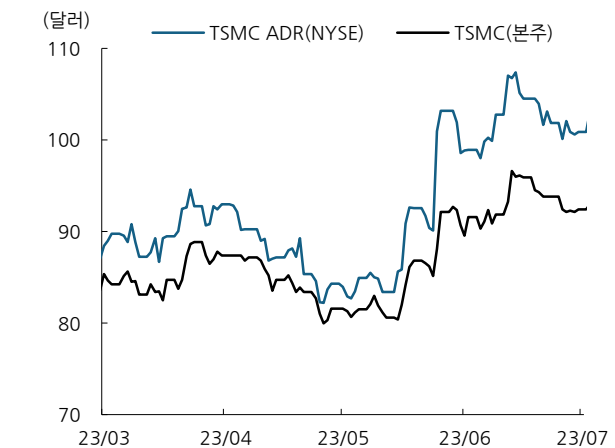
주: 본주 주가에는 교환비율 '1 ADR = 5주'를 반영

그림3 TSMC ADR과 본주 간 괴리율 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

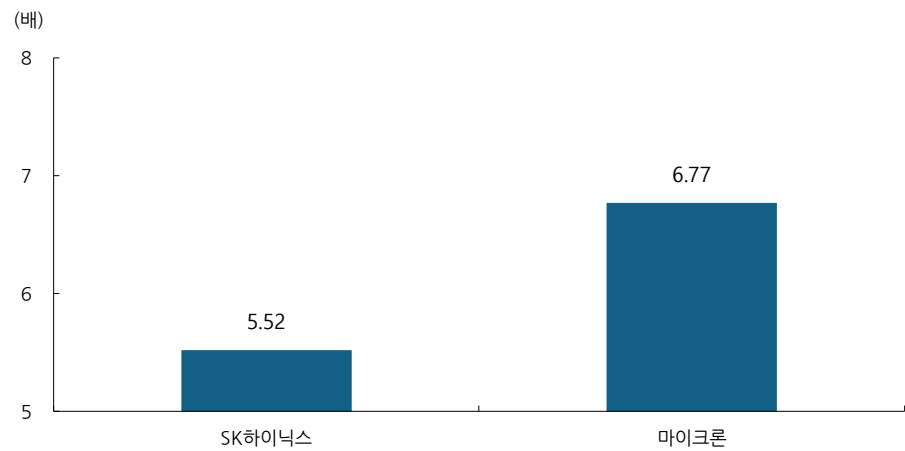
그림4 GPT-3.5 출시 당시 주가는 ADR이 선행하여 반응



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

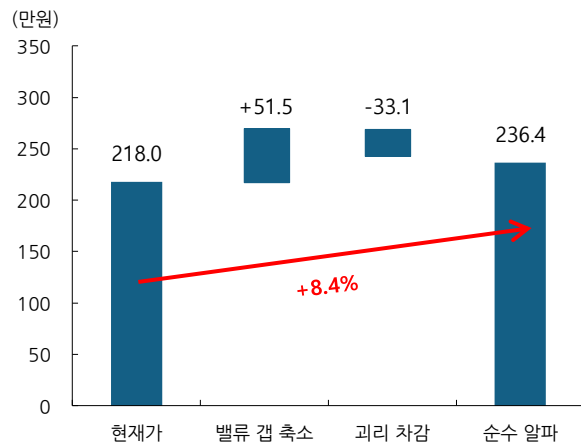
주: 본주 주가에는 교환비율 '1 ADR = 5주'를 반영

그림5 SK하이닉스와 마이크론 12MF P/E 배수



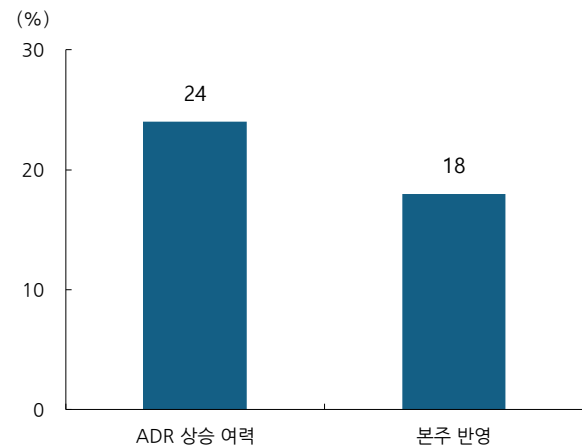
자료: Bloomberg, Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림6 ADR 상장 이벤트의 본주 기대 상승률 Breakdown



자료: DS투자증권 리서치센터

그림7 TSMC 전이율 적용 시 SK하이닉스 본주 상승 여력



자료: DS투자증권 리서치센터

그림8 과거 SGX에 교차상장 한 STX팬오션은 주식이동 허용 이후 괴리를 빠르게 축소

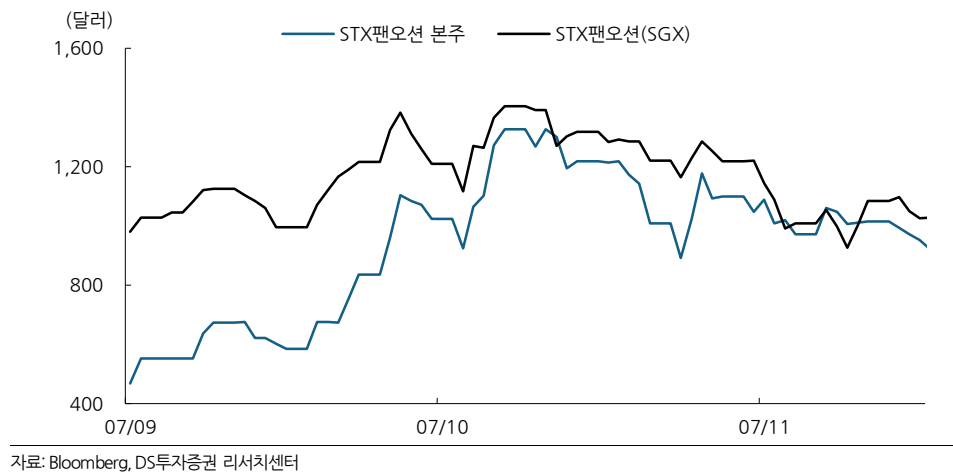


그림9 할인없이 거래되는 KB금융지주 사례

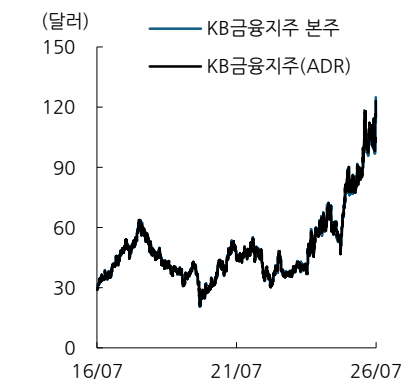


그림10 할인없이 거래되는 신한금융지주 사례

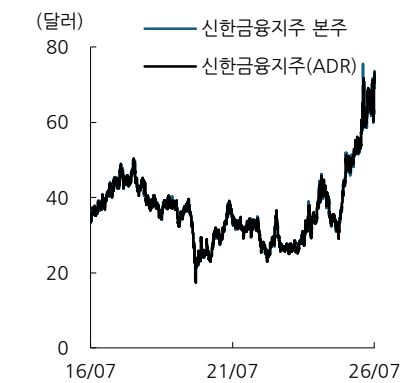
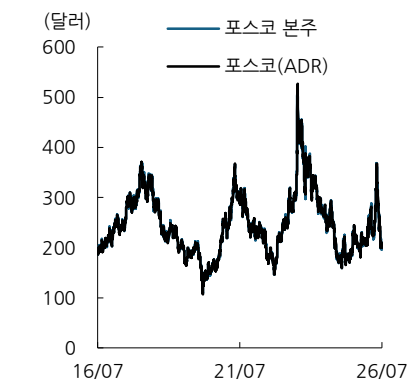


그림11 할인없이 거래되는 포스코 사례



주: 본주 주가에는 교환비율 '1ADR=4주'를 반영

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.
-