



재평가 여정
Good to Great (1/2)

Contents

Summary	3
Part 1. 압도적 실적개선, 그러나 여전한 저평가	6
폭발적 이익 증가에 비례하는 인건비 부담	7
주주환원 강화 필요 시점, 배당보다는 자사주 활용이 효율적	9
Part 2. ADR이 왜 신의 한수가 될 수 있는가?	10
반도체 등 해외 성장주 투자 펀드들의 특징	10
SK하이닉스 vs 마이크론 - 밸류에이션 격차 해소는 언제쯤?	12
월가행 티켓, ADR이란 무엇일까?	13
ADR의 구조와 작동 원리	14
Part 3. ADR 성공 방정식: TSMC와 ASML의 전략에서 배운다	16
1) TSMC 사례: 자사주(블록딜) 지분 적극 활용법	16
2) ASML 사례: ADR, 가격 안정화 장치	18
3) 국내 사례 (SK텔레콤): 초기 발행 목적은 외국인 지분 제한 해소	19
Part 3. SKHY US Equity (≡ 000660 KS Equity) 적정주가 재산정	20
ADR이 발행된다면, SK하이닉스의 위치는 어디쯤일까?	20
투자 의견 Buy, 적정주가 91만원	22



SK하이닉스

Buy

적정주가

910,000원

Summary. SK하이닉스, 저평가의 딜레마 해소 최적의 환경 조성

완벽한 피어 대비 만년 저평가, 어떻게 해소 가능할까?

메모리 산업의 구조적 성장 및 이번 업사이클의 특징 (계단식 수요폭증, 보수적 공급 정책, 유례없는 수급오차율 등)에 관해 당사는 이미 지난 1년 이상 다수의 기업 보고서 및 산업 보고서 (AI진화론 시리즈 등)을 통해 지속 조명해왔다.

이번 보고서를 통해 당사는 SK하이닉스 주주친화 정책의 전향적 선화를 예상하며 투자자들의 고정관념 탈피를 요구한다. 특히, 동사는 전통적 주주친화 정책 (배당 및 자사주 매입·소각) 뿐이 아닌 보유 자산의 효율적 활용을 통해 주주가치 제고를 강하게 관철시킬 것으로 예상된다. 큰 그림에서 이미 동사가 소속된 SK그룹은 지난 수년간 '파이낸셜 스토리' 등을 통해 기업가치 극대화에 초점을 맞춰온 바 있다. 특히 SK하이닉스의 경우, 2024~25년 스페셜티 메모리의 독점공급자 지위에 기반해 TSMC 수준의 시가총액·밸류에이션 도달이 무리가 아니라는 시각이 산업 안팎에서 제시된 바도 있다.

당사는 메모리 업체들이 New IT 시대 ('Information Technology, 정보기술'에서 'Intelligence Technology, 지능기술'로 변화) 내 단순 커머리티 공급사가 아닌 AI 반도체 공동 설계자로서 평가절상되며, 통념적이고 관성적인 밸류에이션 한계에서 벗어나리라 예상한다. SK하이닉스는 그 첫 단추로, 메모리 산업 내 풀리지 않는 미스터리인 마이크론 대비 만년 저평가 해소 도전도 가능하다. 독특하게도, 여러 산업 내 SK하이닉스-마이크론처럼 완벽한 피어를 찾기도 어렵다. 제품 포트폴리오 및 집중도, 그에 따른 이익 사이클과 주가 등락 방향성 등 두 업체는 경쟁사면서 또 완벽한 닮은 꼴이다. 하지만 SK하이닉스는 마이크론 대비 최근 10여년간 P/B 배수 기준 0.5~1.2배p 수준에서 늘 저평가되어왔으며, 최근 2023~25년의 압도적 영업성과에도 불구하고 그 차이는 좁혀지지 않고 있다.

당사는 SK하이닉스는 주주환원 강화에 나설 수 밖에 없는 환경이 조성되었다 판단한다. 동사가 올해 결정한 '영업이익 10% 임직원 보너스' 정책은 성과 보상 및 동기부여 측면에서 긍정적이지만, 주주입장에선 급격한 비용 증가로 비춰지며 주주몫의 환원 강화 요구는 날로 커질 전망이다. 이러한 시각은 2026년도 3월 주주총회에서 크게 분출될 수도 있다.

성장주 관점에서 배당 강화보다는 연구개발 및 설비투자가 주주가치에 긍정적이라 평가되는 바, 자사주를 활용한 주주환원 강화가 동사 주주입장에서 더욱 유리하다. 기보유 자사주 2.4% 상황에서, 단순한 소각 결정보다는 추가 자사주 매입을 통한 ADR (미국 예약증서) 발행 등 동사의 적극적 밸류에이션 개선 의욕이 필요하다. 동사 입장에선 경영권 참여 요구 등 잠재적 리스크 요인도 고려하겠지만, 주주 친화에서 오는 효용이 비용을 압도하리라 전망된다.

동사의 ADR 발행 등 적극적 주주환원이 현실화될 경우, 동사의 적정가치는 마이크론의 밸류에이션을 즉각적으로 초월하리라 예상된다. 적극적 투자자들의 룡샷 전략 뿐 아니라, 나스닥 및 필라델피아 반도체 지수 추종 펀드들의 수급 유입 속 동사의 주가 상승은 가파를 전망이다.

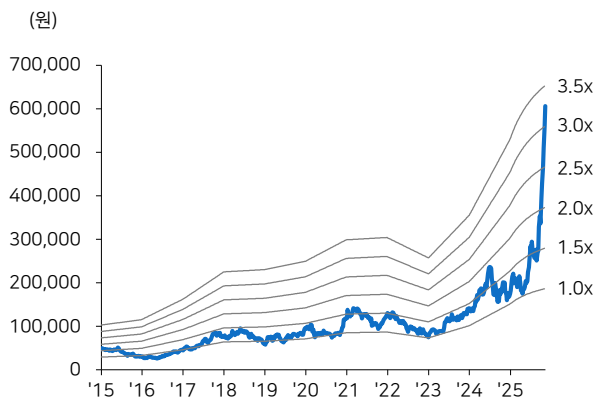
당사는 동사의 '재평가 여정 1단계'로 2026E P/B 배수 4.0배를 적용, 신규 적정주가 91만원을 제시한다. 이는 전통적 밸류에이션 기준, 피어 대비 동사의 ROE 이익 창출 능력을 적절한 수준으로 반영할 뿐이다. 향후 동사 주가는 2026년 내 '재평가 2단계' 과정에서 SOTP (Sum-of-the-Parts) 밸류에이션을 통해 '중장기 메모리 확정계약 (LTA), 빅테크와의 전략적 파트너십' 등 영업가치의 상승여력을 추가 반영 가능하다.

표1 SK하이닉스, 마이크론 주요 지표

	SK하이닉스		마이크론	
종가 (원/달러)	606,000		237.92	
	2025E	2026E	FY25	FY26E
BPS 추정치 (원/달러)	151,318	227,204	48.3	66.0
P/B (배)	4.0	2.7	4.9	3.7
ROE 추정치	42.0%	41.3%	17.2%	35.2%
EPS 추정치 (원/달러)	53,084	78,176	8.3	18.9
P/E (배)	11.4	7.8	28.7	12.6

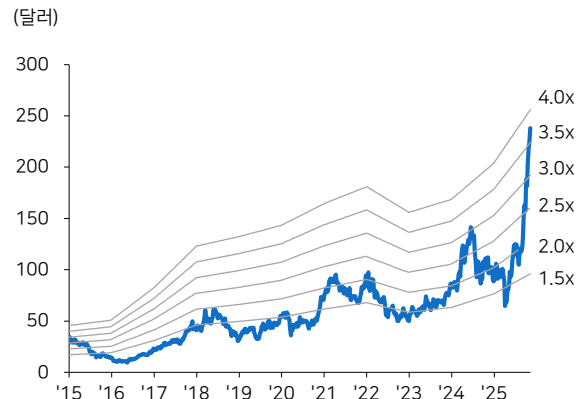
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK하이닉스 PBR 밴드 (1년 Rolling forward)



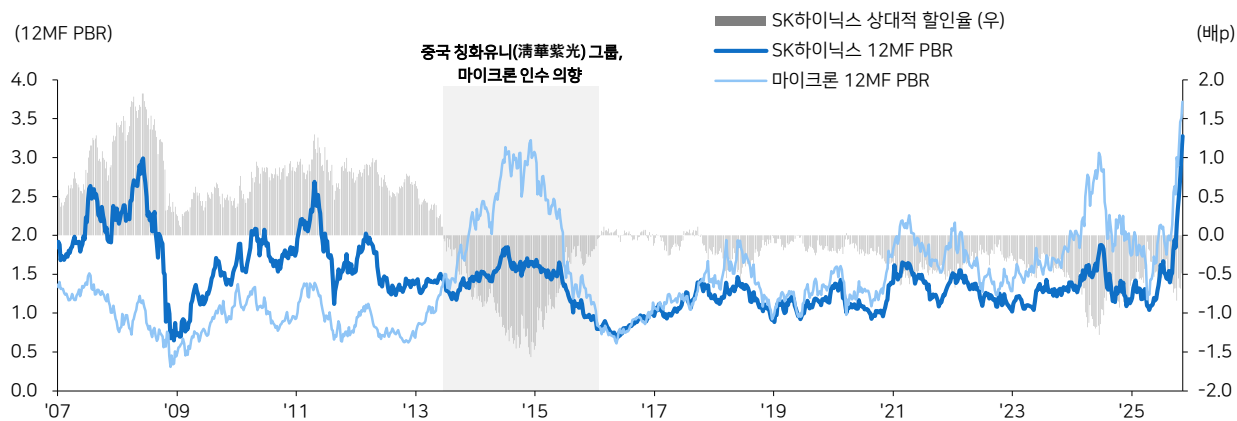
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 마이크론 PBR 밴드 (1년 Rolling forward)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK하이닉스 vs 마이크론 12MF PBR 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	32,765.7	66,193.0	91,048.4	126,424.8	144,174.3
매출액증가율(%)	-26.6	102.0	37.5	38.9	14.0
매출원가	33,299.2	34,364.8	37,831.3	41,043.0	47,435.8
매출총이익	-533.5	31,828.2	53,217.1	85,381.8	96,738.4
판매관리비	7,196.9	8,360.8	12,036.0	16,520.1	18,802.6
영업이익	-7,730.3	23,467.3	41,181.8	68,861.8	77,935.9
영업이익률(%)	-23.6	35.5	45.2	54.5	54.1
금융손익	-3,831.4	-852.9	703.8	3,120.7	4,914.5
종속/관계기업손익	15.1	-38.3	10.8	69.2	69.2
기타영업외손익	-3,816.3	-891.2	4,489.0	3,189.9	4,983.7
세전계속사업이익	-11,657.8	23,885.4	45,670.2	72,051.7	82,919.6
법인세비용	-2,520.3	4,088.5	7,016.7	15,130.9	18,242.3
당기순이익	-9,137.6	19,796.9	38,653.5	56,920.8	64,677.3
지배주주지분 순이익	-9,112.4	19,788.7	38,645.1	56,912.4	64,668.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	48,667.2	67,989.4	80,394.6	48,667.2	67,989.4
당기순이익(손실)	38,653.5	56,920.8	64,677.3	38,653.5	56,920.8
유형자산상각비	15,300.0	17,500.0	18,900.0	15,300.0	17,500.0
무형자산상각비	754.6	867.4	796.8	754.6	867.4
운전자본의 증감	-2,700.6	-6,849.7	-3,018.7	-2,700.6	-6,849.7
투자활동 현금흐름	-33,794.5	-30,442.8	-24,442.8	-33,794.5	-30,442.8
유형자산의증가(CAPEX)	-28,000.0	-31,000.0	-25,000.0	-28,000.0	-31,000.0
투자자산의감소(증가)	3.6	17.8	17.8	3.6	17.8
재무활동 현금흐름	-3,556.0	-4,989.0	-7,160.9	-3,556.0	-4,989.0
차입금의 증감	-1,607.1	-3,313.3	-4,153.0	-1,607.1	-3,313.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	10,937.9	32,557.6	48,790.9	10,937.9	32,557.6
기초현금	11,205.1	22,143.0	54,700.6	11,205.1	22,143.0
기말현금	22,143.0	54,700.6	103,491.5	22,143.0	54,700.6

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	30,468.1	42,278.9	61,742.7	104,307.1	157,564.0
현금및현금성자산	7,587.3	11,205.1	22,143.0	54,700.6	103,491.5
매출채권	6,600.3	13,019.0	17,604.0	22,729.3	24,988.1
재고자산	13,480.7	13,313.9	14,002.8	18,079.7	19,876.4
비유동자산	69,862.1	77,576.3	94,442.6	118,038.0	134,377.1
유형자산	52,704.9	60,157.5	72,930.3	86,430.3	92,530.3
무형자산	3,834.6	4,018.9	4,193.0	3,725.5	3,328.7
투자자산	1,367.4	1,940.7	1,824.3	1,875.7	1,927.2
자산총계	100,330.2	119,855.2	156,185.3	222,345.1	291,941.1
유동부채	21,007.8	24,965.4	31,987.9	45,695.7	56,558.2
매입채무	1,845.5	2,277.4	3,079.4	3,975.9	4,371.1
단기차입금	4,145.7	1,283.5	5,601.1	5,601.1	5,601.1
유동성장기부채	5,711.5	3,968.8	3,866.4	3,492.2	2,339.2
비유동부채	25,818.6	20,974.1	14,022.5	11,229.3	8,293.5
사채	9,490.4	12,409.4	7,357.2	5,399.5	3,399.5
장기차입금	10,152.6	5,037.7	3,247.9	2,266.6	1,266.6
부채총계	46,826.4	45,939.5	46,010.3	56,925.0	64,851.7
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,372.6	4,487.1	4,725.6	4,725.6	4,725.6
기타포괄이익누계액	1,014.1	2,532.1	1,490.2	1,490.2	1,490.2
이익잉여금	46,729.3	65,418.1	102,390.4	157,635.5	219,304.8
비지배주주지분	-0.5	12.3	15.3	15.3	15.3
자본총계	53,503.8	73,915.7	110,175.0	165,420.1	227,089.4

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	45,008	90,924	125,066	173,660	198,041
EPS(지배주주)	-12,517	27,182	53,084	78,176	88,831
CFPS	3,586	4,969	15,025	44,722	67,020
EBITDAPS	8,164	49,518	78,621	119,820	134,110
BPS	73,495	101,515	151,318	227,204	311,914
DPS	1,200	2,204	2,697	3,879	5,212
배당수익률(%)	0.2	0.4	0.4	0.6	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	(48.4)	22.3	11.4	7.8	6.8
PCR	169.0	121.9	40.3	13.6	9.0
PSR	13.5	6.7	4.8	3.5	3.1
PBR	8.2	6.0	4.0	2.7	1.9
EBITDA(십억원)	5,943.4	36,048.9	57,236.4	87,229.2	97,632.7
EV/EBITDA	16.7	3.9	2.5	1.2	0.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-17.0	26.8	42.0	41.3	33.0
EBITDA 이익률	-67.7	94.2	82.9	78.8	70.0
부채비율	87.5	62.2	41.8	34.4	28.6
금융비용부담률	3.8	1.5	0.6	0.0	-0.9
이자보상배율(x)	-5.3	17.4	47.4	87.9	120.6
매출채권회전율(x)	5.6	6.7	5.9	6.3	6.0
재고자산회전율(x)	2.3	2.6	2.8	2.6	2.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3 자에게 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.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%

2025년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 하이닉스 (000660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.11.08	산업분석	Buy	167,000	김선우	-20.5	-15.3	
2024.01.02	기업브리프	Buy	185,000	김선우	-25.6	-18.9	
2024.02.15	산업분석	Buy	190,000	김선우	-10.9	-0.8	
2024.04.22	기업브리프	Buy	220,000	김선우	-15.1	-5.7	
2024.06.10	산업분석	Buy	260,000	김선우	-22.0	-7.3	
2024.09.10	산업분석	Buy	230,000	김선우	-21.0	-2.0	
2025.01.23	기업브리프	Buy	270,000	김선우	-19.7	11.1	
2025.07.24	기업브리프	Buy	320,000	김선우	-16.6	-4.1	
2025.09.12	채권분석	Buy	370,000	김선우	9.5	44.6	
2025.10.29	기업브리프	Buy	670,000	김선우	-13.4	-7.5	
2025.11.11	기업브리프	Buy	910,000	김선우	-	-	