



Equity

Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



국내외 주식시황 김두언 kimdooun@hanafn.com
주식시황 RA 최욱 wookchoi@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 7월 14일 | Global Asset Research

DIN (Doo It Now)

약세장이 아니라, 재가격화다

(결론적으로) 작금의 조정은 약세장의 시작보다, 1차 상승 이후 가격과 수급이 균형을 다시 찾는 재가격화 과정에 가깝다. 외국인 매도와 국민연금 리밸런싱, 개인 유동성 둔화가 지수의 복원을 늦추고 있지만 반도체 이익의 방향은 아직 꺾이지 않았다. SK하이닉스 ADR은 한국의 메모리 기업이 미국에서 AI 인프라 자산으로 다시 가격을 받는 첫 시험대다. ADR 프리미엄과 메모리 이익이 유지된다면, 이번 조정은 강세장의 끝이 아니라 2차 상승을 준비하는 구간이 될 것이다. 여주사(여전히 주도주를 사라) 전략은 유효하다.

한국 증시는 지금 분수령에 서 있다. 메타발 AI 수요 둔화 우려, 이란을 둘러싼 지정학적 긴장, 유가와 금리의 재상승 가능성이 동시에 할인율을 높이고 있다. 외국인 이탈이 이어지는 가운데 국민연금의 국내 주식 리밸런싱 부담도 다시 부각됐다. 개인은 조정 국면에서 매수에 나섰지만, 고객예탁금 감소는 추가 매수 여력이 약해졌음을 보여준다. 지금 시장의 문제는 이익보다 수급에 있다([DIN_260707 참고](#)).

그러나 메타발 우려를 AI 수요의 종료로 해석하는 것은 성급하다. 시장이 묻기 시작한 것은 투자 규모가 아니라 투자 회수 속도다. AI 인프라 투자가 줄어든 것이 아니라, 자본 효율성과 수익화에 대한 기준이 높아지고 있다. 수요의 소멸보다 평가 방식의 변화에 가깝다.

반도체 업황도 아직 정점을 말하지 않는다. WSTS(세계반도체 무역통계기구)에 따르면 2026년이 성장률의 정점일 수는 있어도, 매출과 수요의 정점은 아니다. 2027년에는 성장 속도가 낮아질 뿐 절대 시장 규모는 다시 확대된다. 성장률 둔화와 업황 하강은 같은 뜻이 아니다.

이 간극을 확인하는 첫 시험대가 SK 하이닉스 ADR이다. ADR 공모에는 약 1,715 억달러의 주문이 몰렸고, 발행 규모 대비 경쟁률은 7 배에 달했다. 공모가 역시 직전 서울 주가의 환산가격보다 약 2.9% 높은 수준에서 결정됐다. 통상적인 해외 증자가 할인 발행되는 것과 달리, SK 하이닉스는 할증 발행에 성공했다. 이는 미국 투자자가 SK 하이닉스를 단순한 메모리 사이클주가 아니라 HBM 중심의 AI 인프라 자산으로 보기 시작했다는 신호다.

프리미엄의 조건도 갖췄다. SK 하이닉스 ADR의 본주 대비 비중은 약 2.4%로, TSMC ADR의 약 20%보다 낮다. 두 수치는 신규 발행과 누적 ADR 비중이라는 점에서 직접 비교에는 한계가 있지만, 미국 시장의 잠재 수요에 비해 초기 유통 물량이 제한적이라는 해석은 가능하다. 한국은 본주와 ADR 간 전환도 홍콩보다 복잡해 차익거래가 즉시 작동하기 어렵다. 수요가 강할 경우 프리미엄이 일정 기간 유지될 수 있는 구조다.

다만 모든 ADR 에 프리미엄이 붙는 것은 아니다. POSCO 홀딩스, KT, UMC 처럼 미국 시장에서 별도의 희소성을 인정받지 못한 기업은 ADR 괴리율이 크지 않았다. 반면 TSMC 와 SAP 는 글로벌 주도 산업의 대표주였던 시기에 상장 후 1 년 평균 13% 안팎의 프리미엄을 기록했다. 결국 프리미엄은 해외 상장 자체에 대한 보상이 아니라, 미국 시장에서 대체하기 어려운 성장 자산에 대한 보상이다.

이 기준에서 SK 하이닉스는 우위에 있다. HBM 시장의 선도기업이고, 미국 증시에서 직접 투자할 수 있는 순수 AI 메모리 자산은 제한적이다. ADR 상장 이후에는 같은 통화와 거래시간, 같은 투자자 기반에서 마이크론과 직접 비교된다. 과거에는 한국 시장 할인과 메모리 사이클 할인을 동시에 받았다면, 이제는 HBM 경쟁력과 이익 지속성을 중심으로 평가받을 가능성이 높아졌다.

그러나 ADR 프리미엄을 주가 상승의 원인으로 해석해서는 안 된다. 과거 사례에서도 프리미엄과 주가가 함께 오른 구간은 관찰되지만, 프리미엄이 본주 상승을 직접 유발했다고 보기는 어렵다. 1994 년 한국 제조 기업 최초로 뉴욕 거래소에 ADR 상장한 POSCO 홀딩스를 시작으로 SK 하이닉스 이전 마지막 ADR 상장이었던 LG 디스플레이까지 ADR 상장 이전과 이후 본주와 ADR 주가 간에 차이를 보면 상장 이후 1 개월 평균 0.8%, 3 개월 평균 3.4%를 보였다. 프리미엄은 엔진이 아니라 계기판이다. 프리미엄이 유지된다는 것은 미국 투자자의 수요가 ADR 공급보다 강하다는 뜻이고, 빠르게 소멸한다면 글로벌 관심이 약해졌다는 신호다.

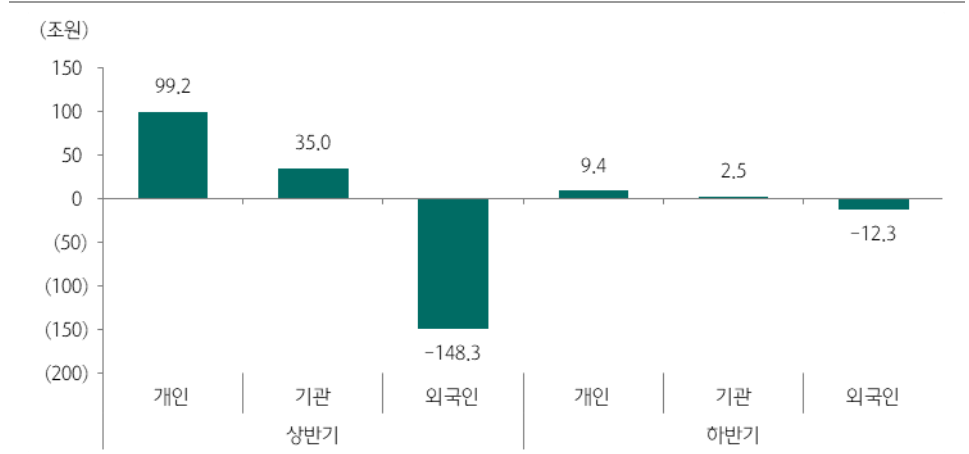
중국의 추격도 점검해야 한다. CXMT 의 상장과 증설은 범용 DRAM 과 LPDDR 시장의 공급 부담을 높일 수 있다. 그러나 중국의 공급 확대는 아직 HBM 과 첨단 패키징의 병목을 해소할 수준은 아니다. 중국의 추격은 메모리 업황 전체의 종료보다, 범용과 고부가 시장의 차별화를 심화시키는 요인에 가깝다.

전략은 명확하다. 지수 전체보다 가격 결정 체계가 바뀌는 자산을 먼저 봐야 한다. SK 하이닉스 ADR 프리미엄이 안정적으로 유지되고, HBM 과 범용 메모리 가격 및 이익 추정치가 훼손되지 않는다면 반도체 대표주 중심의 비중을 유지할 필요가 있다. 반대로 ADR 프리미엄이 빠르게 축소되고 메모리 가격과 이익 전망이 동시에 낮아진다면 2 차 상승 가설을 재검토해야 한다.

이번 장세를 판단할 숫자는 세 가지다. 첫째, SK 하이닉스 ADR 프리미엄, 둘째, 메모리 가격과 이익 추정치, 그리고 셋째, 고객예약금의 바닥이다. 세 숫자가 함께 안정된다면 외국인 매도와 연기금 리밸런싱은 추세 전환보다 수급 정상화로 끝날 가능성이 높다.

가격은 이미 약세장을 반영하고 있다. 그러나 이익은 아직 약세장을 말하지 않는다. 지금은 강세장의 종료를 선언할 때가 아니라, 미국에서 새롭게 형성되는 한국 AI 자산의 가격을 확인할 때다. 약세장이 아니라, 재가격화다. 여전히 주도주를 산다(여주사).

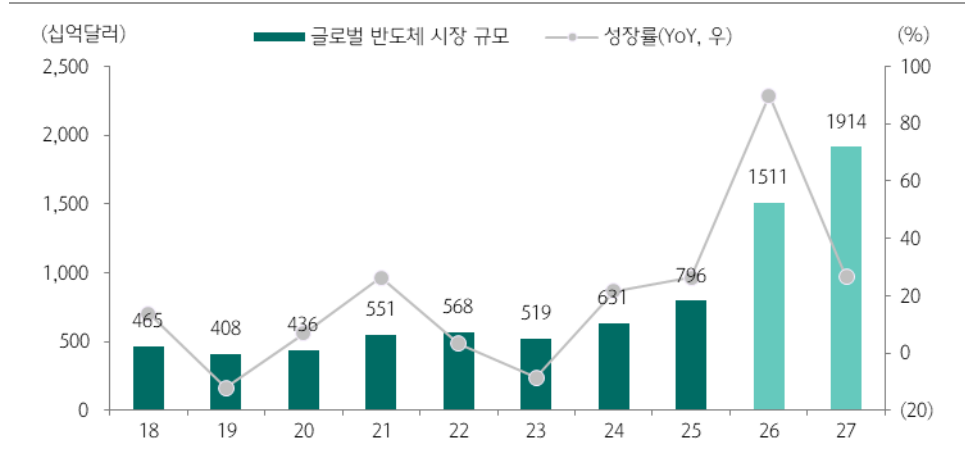
도표 1. 코스피 투자 주체별 수급 흐름



자료: Quantiwise, 하나증권

주: 7/1 이후는 하반기

도표 2. 반도체 업황은 추세 지속



자료: WSTS, 하나증권

도표 3. 과거 ADR 사례와 비교한 SK하이닉스 ADR

기업	공모연도	공모 규모	주문금액	공개 경쟁률
Focus Media	2005	1,717 억 달러	34.3 억 달러	20 배
Perfect World	2007	1,888 억 달러	37.8 억 달러	20 배
WuXi PharmaTech	2007	1.85 억 달러	31.5 억 달러	17 배
SK 하이닉스	2026	265 억 달러	1,715 억 달러	7 배
Satyam Computer	2001	1,408 억 달러	9.86 억 달러	7 배
Charm Communications	2010	0.742 억 달러	3.71 억 달러	5 배
ICICI Bank	2007	21.5 억 달러	107.5 억 달러	5 배
HDFC Bank	2007	6.07 억 달러	20 억 달러	3.3 배
Sterlite Industries	2007	17.5 억 달러	37 억 달러	3 배
VisionChina Media	2007	1.08 억 달러	2.70 억 달러	2.5 배

자료: FinanceAsia, 언론종합, 하나증권

주: 주문금액은 리테일 제외

도표 4. 2026년 SK하이닉스 ADR 결과, 성공적으로 볼 수 있음

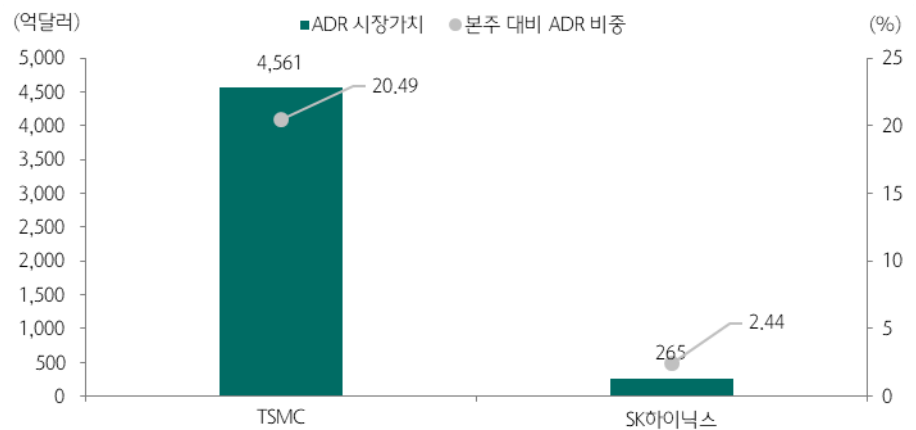
기업	공모년월	할인율
SK하이닉스	2026.7	2.9%
알파벳	2026.6	-1.84%
컨스틸레이션 에너지	2026.6	-2.35%
아메리칸 일렉트릭파워	2026.5	-3.74%
Medline	2026.3	-4.38%
샌디스크	2026.2	-7.72%
HDFC 은행(ADR)	2018.7	-2.04%
TSMC(ADR)	2007.5	5.20%
도요타자동차(ADR)	2006.11	-2.01%

자료: Bloomberg, 하나증권

주: 1) 유상증자는 최근 1년 내 증자 기업, ADR은 SK하이닉스 ADR과 동일한 Sponsored Level 3 ADR 중 시가총액 상위 기업 선정.

2) 할인율은 직전 증자 대비 공모가 괴리를

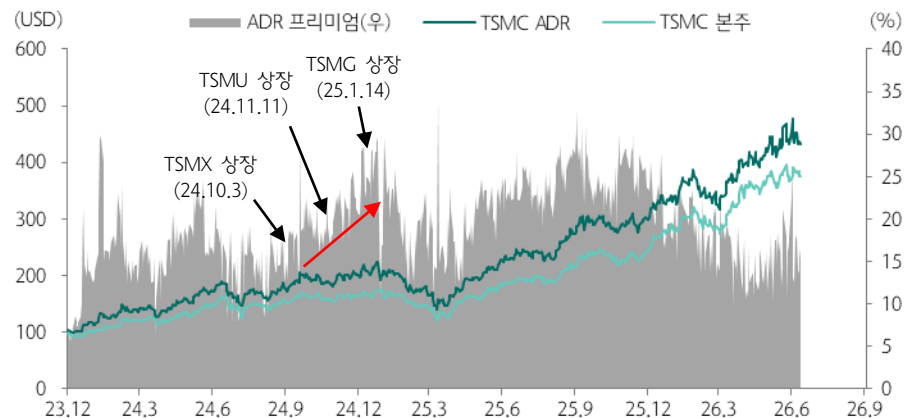
도표 5. ADR관점에서 TSMC(2007년 5월)와 비교해본 SK하이닉스(2026년 7월)



자료: Bloomberg, 하나증권

주: 2026.7.10 기준

도표 6. TSMC ADR 레버리지 ETF 상장 당시 프리미엄 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

주: ADR 프리미엄 = (ADR 주가 - 본주 주가)/본주 주가

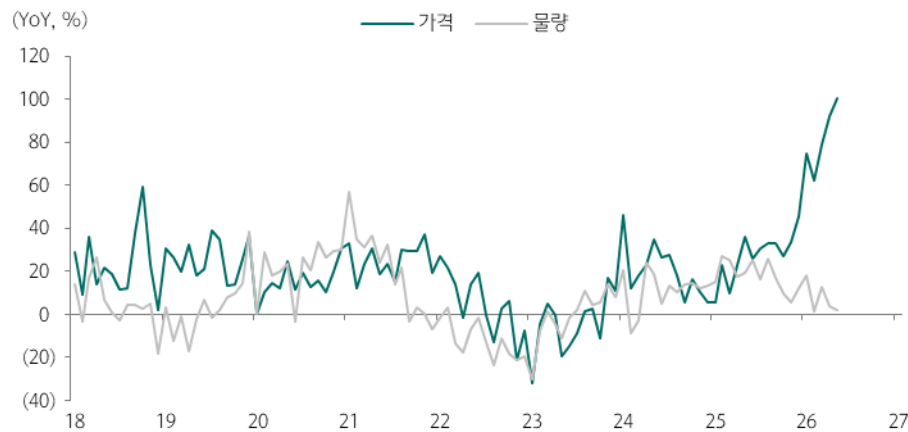
도표 7. 과거 한국 기업들의 ADR 상장 전후 본주와 ADR 주가 추이



자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권

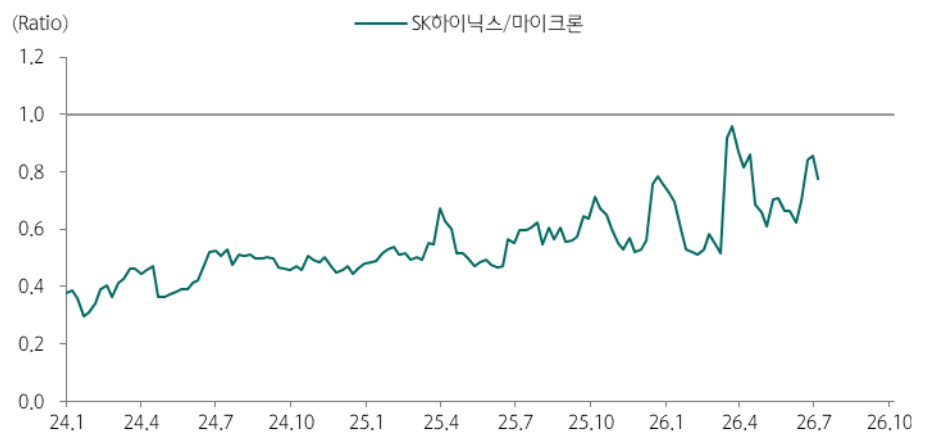
주: 본주 상장일이 ADR보다 이전이며, 상장폐지되지 않은 기업만 선정(POSCO홀딩스, 한국전력, SK텔레콤, KT, 신한금융지주)

도표 8. 중국 반도체 수출 가격과 물량 추이



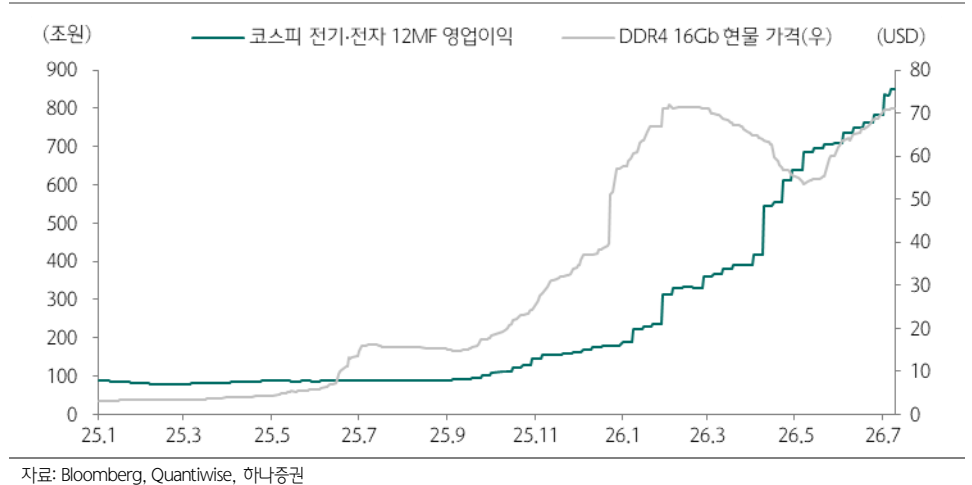
자료: CEIC, 하나증권

도표 9. SK하이닉스 대비 마이크론의 12개월 선행 PE 추이



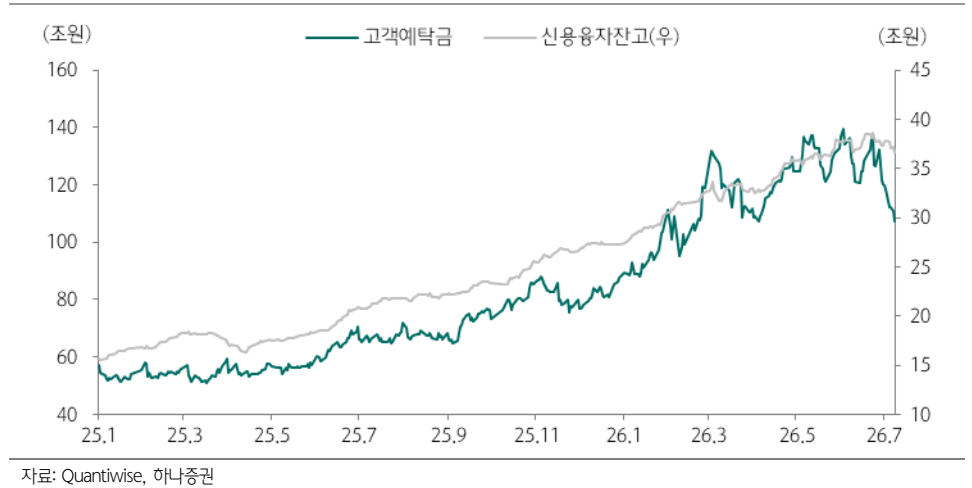
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 메모리 가격과 이익 증가는 지속



자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

도표 11. 이번 조정 장에 개인들의 예약금 감소



자료: Quantiwise, 하나증권