

2026. 10. 12

금융으로
만나는 새로운 세상

IBKS 반도체 In-Depth

올 가을 단풍은 이천이 평택보다 더 곱다

IT/반도체 김운호

02) 6915-5656

unokim88@ibks.com

RA 고혁진

02) 6915-5675

ameise02@ibks.com



SAMSUNG

평택



SK hynix

이천

*사진 제작된 이미지입니다.



IBK투자증권 리서치부문에서 반도체 담당하는 김운호입니다.

단풍으로 시작한 보고서 제목이 생뚱 맞다고 생각할 수 있겠습니다. 무르익음과 고음을 대표하는 단어이고 다가올 10월 말을 대표하는 단어이기도 합니다. 주주환원을 단풍으로 비유했기 때문입니다. 고을 것으로 결론을 지은 것은 주주환원 정책이 추가로 발표될 것으로 기대하고 있기 때문입니다. 그리고 그것이 주가를 견인하는 계기가 될 것으로 보고 있습니다.

국내 메모리 기업의 주주환원은 사상 최대 규모입니다. 한동안 그 규모는 더 커질 것으로 전망하고 있습니다. 싸이클이 아니라 성장 구간이라고 판단하기 때문입니다. NVIDIA도 여기에 동참해서 글로벌 최대 규모의 주주환원 계획을 발표했습니다. 모두 AI 생태계가 바뀌어 놓은 풍경입니다.

삼성전자와 SK하이닉스는 주주환원 정책을 발표한 후 주가 움직임이 서로 달랐는데, 배당만 언급한 삼성전자는 하락, 자사주를 언급한 SK하이닉스는 상승했습니다. 주주환원이 즉각적으로 밸류에이션 개선에 영향을 미치지는 않지만, 자사주 매입은 수급에 영향을 주기 때문에 배당에 비해서는 단기적 영향이 컸던 것으로 보입니다.

삼성전자는 배당에 높은 비중을, SK하이닉스는 자사주 매입에 높은 비중을 둘 것으로 예상하고 있습니다. 삼성전자가 배당을 선호하는 것은 금산분리법에 따라 자사주 매입 후 10%를 초과하는 금융그룹 보유 지분(삼성생명 8.51%, 삼성화재 1.49%) 물량을 매도해야 하는 이유도 있겠지만, 배당소득 분리 과세에 좀 더 의미를 두고 있다고 보고 있습니다. 이를 위해서는 배당성향 25% 이상을 지켜야 합니다. SK하이닉스의 주주환원은 글로벌 Big Tech 기업들이 선호하는 자사주 매입이 주요 수단일 것으로 보입니다. SK스퀘어의 지분(20.5%) 상승에도 도움이 되고, EPS 개선 효과, 수급 개선으로 주가 상승을 도모할 수 있을 것으로 보고 있습니다.

삼성전자와 SK하이닉스의 주주환원을 글로벌 Big Tech 업체 8개와 자세히 비교해 봤습니다. 이들은 막대한 FCF를 기반으로 주주환원에 적극적이었고 이를 통해서 주식 시장에서 그에 걸맞는 평가를 받고 있기 때문입니다. 우리나라 기업 중에서 이들과 주주환원을 갖대로 비교할 수 있는 기업이 있을 것으로는 생각조차 못했고, 이런 내용으로 반도체 애널리스트인 제가 보고서를 쓰게 될 줄도 몰랐습니다.

주주환원은 AI 투자가 판도를 뒤집어 놓았습니다. 규모에서는 압도적 1위를 유지했던 Apple이 2위가 되고 NVIDIA가 압도적 1위로 올라설 전망입니다. 삼성전자와 SK하이닉스는 그 뒤를 잇고 있습니다. 더 중요하다고 생각하는 시가총액 대비 주주환원 규모는 SK하이닉스(6.6%), 삼성전자(5.8%), Apple(2.0%), NVIDIA(1.6%) 순입니다. 질적으로는 SK하이닉스와 삼성전자가 더 앞선다고 판단합니다.

글로벌 Big Tech 업체들의 주주환원을 6개의 항목(시가총액 대비 주주 환원 비율, 예측 가능성, 주주환원 규모, 자사주/배당, FCF 대비 주주환원율, FCF Conversion)에 가중치를 두고 누가 더 주주친화적이고 투자 매력도가 높은 지 평가해 봤습니다.[표 3 참고] 3개군으로 구분이 되는데 1st Tier는 SK하이닉스, 삼성전자, NVIDIA, Apple입니다. 같은 메모리 산업에 있지만 Micron의 주주환원 정책은 삼성전자, SK하이닉스와는 비교 대상이 아닌 것으로 판단합니다.

NVIDIA가 AI발 산업혁명으로 모바일 혁명의 대표주자인 Apple을 넘어 주주환원 규모를 압도적으로 확대한 것이 성장에 대한 자신감의 표현이듯이, 삼성전자와 SK하이닉스의 주주환원은 질적으로 차별화된 글로벌 최고 수준이고, Micron과도 격을 달리하는 수준입니다. 이러한 변화에 맞는 주가 레벨을 기대합니다.

CONTENTS

AI 생태계는 주주환원 판도를 뒤집었다.....	4
글로벌 Big Tech, 자사주가 대세, AI 반도체 기업들의 부상	5
Big Tech 중에서 SK하이닉스 주주환원이 가장 매력적	6
국내 메모리 업체의 주주환원 이제 시작이다.....	8
1. 삼성전자, 배당을 우선	9
2. SK하이닉스는 자사주를 선호한다.....	11
글로벌 Big Tech, 주주환원은 FCF에 비례. 자사주가 대세.....	12
Big Tech 중에서 주주친화적 주주환원은 누가할까?.....	13
1. NVIDIA : Apple을 넘어 주주환원 1위로 올라선다	15
2. Apple : 주주환원 세계 No. 2, 쓸데 없는 현금을 갖고 있을 이유가 없다.....	16
3. 삼성전자 : Global Top Tier 수준으로 진입	17
4. SK하이닉스 : 규모는 글로벌, 방법은 자사주 우선	18
5. Microsoft : 배당 선호, 이후 여유 자금으로 자사주	19
6. Google : 돈 있으면 자사주 먼저.....	20
7. TSMC : 배당만 해도 충분	21
8. Meta : Google과 다르지 않다. 자사주 선호.....	22
9. ASML : 배당은 매년 확대, 여유가 되면 자사주 매입	23
10. Micron : 주주환원 이제는 나도 할 수 있다.....	24
주주환원과 주가.....	25
1. 자사주를 배당보다 선호하는 것이 Big Tech 대세	25
2. 주주환원은 향후 막대한 현금 창출과 안정적 성장에 대한 자신감	26
3. 주주환원에 따른 밸류에이션 개선은 시간의 문제일뿐	27
4. AI가 바꿔 놓은 메모리 업체들의 주주환원	28
5. 메모리 기업에 밸류에이션이 박할 이유는 없다	30
6. 메모리 기업들의 계단식 밸류에이션 상승을 기대한다.....	31

AI 생태계는 주주환원 판도를 뒤집었다

주주환원은
현금부자라는 말

Big Tech 기업들의 주주환원은 시간이 지나면서 규모와 방법이 다양하게 변화하고 있는 상황이다. 규모별로는 Apple이 1,000억달러, 엔비디아가 800억달러 수준이고, 2026년부터 삼성전자와 SK하이닉스도 대규모 주주환원이 예정되어 있어서 700억달러 수준으로 급증할 전망이다.

FCF가 주주환원의
밑천

주주환원의 재원은 FCF이다. 이를 바탕으로 CAPEX를 집행하고, 남는 자금을 주주환원에 사용한다. 주주환원과 관련한 규정을 제시한 업체는 NVIDIA, 삼성전자, SK하이닉스, Micron이다. 나머지 기업들은 정해진 기준 없이 FCF에서 투자하고 남는 자금에 대해서 주주에게 돌려주는 것을 원칙으로 한다.

일반적으로
자사주 매입을 선호

주주환원의 방법은 자사주 매입과 배당이 있다. 각 회사별로 다른 방법을 채택하고 있는데, 자사주 매입이 일반적이다. 자사주 매입이 배당에 비해 유연하고, EPS 상승 효과가 있고, 세금 지급에 유리하기 때문이다. 단기적으로 수급에도 유리하게 작용한다.

TSMC는 배당만

Big Tech 중에서 배당을 선호하는 기업은 TSMC, Microsoft가 대표적이다. TSMC는 배당만 지급하고 있고, Microsoft는 자사주에서 배당으로 비중을 옮기고 있는 중이다. 지난 해 주주환원에서 자사주 비중은 38.8%였다.

Google · Meta
배당 비중 증가는
FCF 고갈 때문

자사주 중심에서 배당 비중이 높아진 대표적인 기업은 Google과 Meta이다. 이들은 자사주 대비 배당에 대한 선호도가 높아진 것이 아니라 주주환원 재원이 급격히 감소하면서 배당만 지급하고 있다.

2026년 메모리 기업의
주주환원 본격 개시

AI 투자 확대는 주주환원 판도를 뒤집었는데 NVIDIA가 사상 최대 규모 자사주 매입프로그램을 승인하고 메모리 기업들의 주주환원이 급증하게 되었다. 메모리 기업의 주주환원은 사상 최대 규모이다. 삼성전자는 배당, SK하이닉스는 자사주 매입이 주요 주주환원 정책이 될 것으로 예상된다. 모두가 최대주주에게 유리한 방향으로 정해진 것으로 판단한다.

주주환원은
밸류에이션에 반영된다

주주환원은 시간은 걸리지만 반드시 밸류에이션에 반영된다. Apple은 밸류에이션 레벨업에 10년이 소요되었다. 안정적 주주 환원이 확인되면 삼성전자, SK하이닉스의 밸류에이션도 제고될 것으로 확신한다.

Apple, TSMC의
밸류에이션 상승
일부 설명 가능

주주환원 확대 이후 밸류에이션이 높아진 기업은 Apple과 TSMC가 대표적이다. 밸류에이션은 단계적으로 상승했는데 가장 먼저 비즈니스 모델과 성장성에 대한 인식 변화가 첫 번째이고, 다음에는 주식 감소에 따른 EPS 개선 효과와 안정적 현금 창출 능력에 대한 기대감의 밸류에이션 반영이다.

메모리 기업들도
단계적으로 검증받을 것

메모리 업체들의 주주환원이 밸류에이션 개선으로 이어지려면 사이클에 따른 일회성 주주환원이 아니라는 것이 검증되어야 한다. 자사주 매입을 통한 수급으로 주가 부양은 가능하지만 EPS 개선 효과가 즉각적인 주가 상승을 자극하지는 않을 것으로 판단한다.

글로벌 Big Tech, 자사주가 대세. AI 반도체 기업들의 부상

Global Big Tech 10개
비교 분석

글로벌 Big Tech 업체들의 주주환원 정책을 비교 분석했다. 선정한 Big Tech 업체는 삼성전자, SK하이닉스와 비교할 수 있는 AI 관련 서플라이 체인에서 선택했다. 하드웨어 업체로는 Apple, NVIDIA, TSMC, ASML, Micron을 선택했고, 소프트웨어 업체로 Microsoft, Google, Meta를 선택했다. 이들 업체는 아래와 같이 구분된다.

- 1) 자사주 우선 : Apple, NVIDIA, SK하이닉스, Micron
- 2) 배당 우선 : 삼성전자, Microsoft, TSMC, ASML
- 3) 자사주 우선에서 배당 중심으로 변경 : Google, Meta

FCF 기준을 확정한
업체는 NVIDIA, 삼성전자,
SK하이닉스 뿐

주주환원 정책을 FCF 기준으로 확정한 업체는 NVIDIA, 삼성전자, SK하이닉스이고, 투자 후 여유 자금인 Excess Cash를 재원으로 언급한 업체는 Apple, ASML, Micron 이다. 나머지는 특정한 정책없이 투자를 우선으로 하고 남는 자원으로 배당을 하거나 자사주를 매입하는 정책이다.

AI 투자 확대가 판을
뒤집었다

주주환원 규모는 NVIDIA가 자사주 매입 한도 1,500억달러를 추가 승인하며 글로벌 1위에 등극할 것으로 전망되고, 부진했던 국내 메모리 기업들의 주주환원이 100조원 규모로 집행될 예정이다. 이 정도로 주주환원이 가능한 기업은 NVIDIA, Apple 밖에 없다. 이는 모두 AI 투자 확대에 수혜를 받을 기업이다. 반면, AI 투자로 FCF가 마이너스로 전환한 Google과 Meta는 입장이 바뀌었다.

표 1. 글로벌 Big Tech 기업의 주주환원은 자사주와 배당

업체	자사주 비중	2026 주주환원 규모(\$M)	주주환원 원칙	비고
NVIDIA	78.4%	85,239	FCF 50% 이상	자사주 중심. 2026년 배당 비중 확대
Apple	84.0%	97,890	Excess Cash. 자사주 우선	자사주 중심
삼성전자	30.0%	74,074	FCF 50%	배당 중심. 자사주도 일부 예상
SK하이닉스	66.7%	66,666	FCF 50% 이상	자사주 중심. 배당 일부 예상
Microsoft	38.8%	28,788	투자후 배당, 남으면 자사주	배당에 좀 더 높은 비중
TSMC	0.0%	19,435	배당. 자사주보다 투자	배당만 집행. 꾸준히 증가세 유지
ASML	64.7%	10,705	Excess Cash, 배당 우선	배당 꾸준히 증가세, 간헐적 자사주 확대
Meta	0.0%	5,410	투자후 자사주	자사주 중심이었으나 CAPEX 확대로 배당 비중 급증. 배당 2024년부터 시작
Google	0.0%	4,770	투자 우선	자사주 중심이었으나 CAPEX 확대로 배당 비중 급증. 배당 2024년부터 시작
Micron	52.8%	1,232	FCF의 최소 50%, 장기로 Excess Cash 100% 환원	자사주 중심에서 2024년부터 배당 집행 시작

자료: 각 사, IBK투자증권
주: 회계연도 기준(NVIDIA, Microsoft는 FY27)

Big Tech 중에서 SK하이닉스 주주환원이 가장 매력적

주주친화적 주주환원 비교 분석

Big Tech 기업들의 주주환원을 다양한 변수를 고려해서 누가 더 주주친화적일 지에 대한 분석을 했다. 고려한 지표는 1) 시가총액 대비 주주환원 비중, 2) 예측 가능성, 3) 주주환원 규모, 4) 주주환원에서 자사주 비중, 5) FCF 대비 주주환원 비중, 6) FCF Conversion(FCF/순이익)이다.

1st Tier: SK하이닉스,
NVIDIA, 애플, 삼성전자

3개로 그룹화할 수 있다. 1st tier는 SK하이닉스, 삼성전자, Apple, NVIDIA, 2nd Tier는 ASML, Microsoft, TSMC, 3rd Tier는 Micron, Meta, Google이다. 주주환원과 Valuation을 고려한 매력도는 SK하이닉스, 삼성전자가 압도적 우위에 있다.

표 2. 업체별 주주환원 현황

업체	시가대비 환원 규모	예측가능성	주주환원 규모(\$M)	자사주 비중	FCF 대비 환원 규모	FCF Conversion
NVIDIA	1.6%	최대 2,350억달러 자사주 매입 프로그램	85,239	78.4%	44.1%	84.3%
Apple	2.0%	올해 2분기, 최대 1,000억달러 자사주 매입 프로그램 승인(현재 잔여한도 1,350억달러)	97,890	84.0%	69.9%	107.7%
삼성전자	5.8%	24~26년 누적 FCF의 50% 환원	74,074	30.0%	40.0%	84.9%
SK하이닉스	6.6%	25~27년 누적 FCF의 50% 이상 환원	66,667	66.7%	52.2%	64.4%
Microsoft	0.8%	정기 배당 및 자사주 매입	28,788	38.8%	101.6%	19.3%
TSMC	0.8%	매분기 배당 확대 기조	19,435	0.0%	41.7%	53.7%
ASML	1.6%	26~28년 최대 120억유로 자사주 매입	10,705	64.7%	88.4%	71.7%
Meta	0.3%	정기 배당 및 자사주 매입	5,410	0.0%	-85.3%	-7.0%
Google	0.1%	최대 700억달러 자사주 매입 프로그램	4,770	0.0%	-75.4%	-2.6%
Micron	1.0%	FCF의 최소 50% 환원. 장기적으로 Excess Cash 100% 환원(자사주 매입 프로그램 잔여 한도 21.6억달러)	1,232	52.8%	2.5%	59.3%

자료: 각 사, IBK투자증권

표 3. 업체별 주주환원 평가표

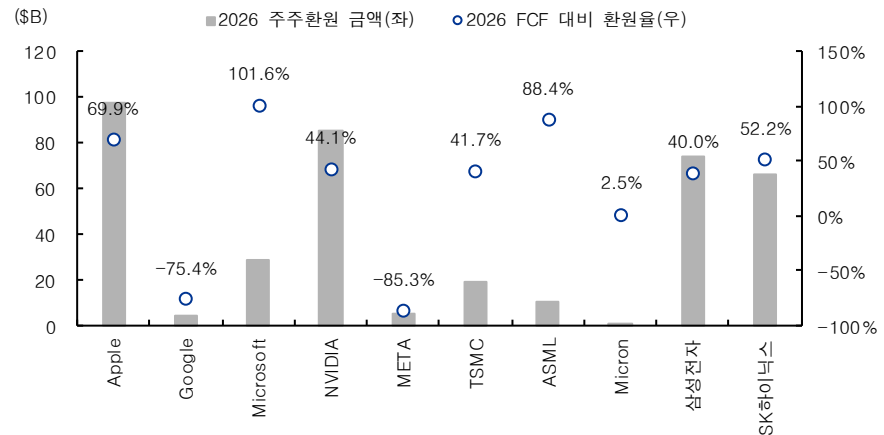
구분 (가중치)	시가대비 환원 규모 (25%)	예측가능성 (20%)	주주환원 규모 (20%)	자사주 비중 (15%)	FCF 대비 환원 규모 (10%)	FCF Conversion (10%)	종합 점수
1st tier	SK하이닉스	○	○	○	○	○	5.0
	삼성전자	○	○	△	△	○	4.5
	Apple	X	○	○	○	○	4.0
	NVIDIA	X	○	○	△	○	3.8
2nd tier	ASML	X	△	X	○	○	2.8
	Microsoft	X	△	△	○	△	2.7
	TSMC	X	○	X	△	○	2.4
3rd tier	Micron	X	X	X	X	○	2.0
	Meta	X	X	X	X	X	1.0
	Google	X	X	X	X	X	1.0

자료: IBK투자증권

주1: 시총대비 환원 규모(○ 5% 초과, △ 3% 이상~5% 이하, X 3% 미만), 주주환원 규모(○ \$50,000M 이상, △ \$20,000M 이상~\$50,000M 미만, X \$20,000M 미만), 자사주비중(○ 50% 이상, △ 30% 이상~50% 미만, X 30% 미만), FCF 대비 환원 규모(○ 0% 미만 or 50% 이상, △ 30% 이상~50% 미만, X 0% 이상~30% 미만), FCF Conversion(○ 50% 초과, △ 0% 이상~50% 이하, X 0% 미만)

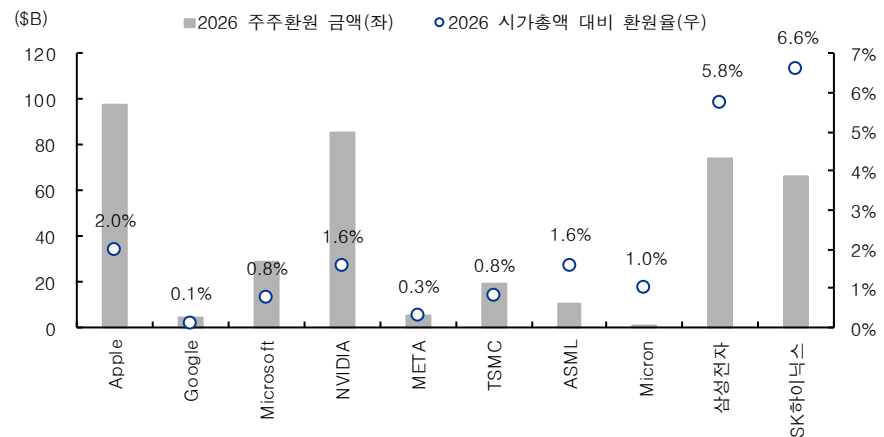
주2: ○ 5점, △ 3점, X 1점

그림 1. 주요 빅테크 2026년 주주환원 금액 및 FCF 대비 비율



자료: 각 사, IBK투자증권
 주: 회계연도 기준(NVIDIA, Microsoft는 FY27)

그림 2. 주요 빅테크 2026년 주주환원 금액 및 시가총액 대비 비율



자료: 각 사, IBK투자증권
 주: 회계연도 기준(NVIDIA, Microsoft는 FY27)

국내 메모리 업체의 주주환원 이제 시작이다

주주환원 포문을 열었다

2026년 8월 이후 삼성전자와 SK하이닉스의 주주환원에 대한 기대가 높아지고 있다. 양사가 신규 주주환원에 대해서 공시한 내용 때문이다.

SK하이닉스,
시작은 자사주 40조

2026년 8월 19일에 발표한 SK하이닉스의 주주환원 정책은 원칙인 “2024년부터 2027년까지 3년 누적 FCF의 50% 내”라는 조건을 “50% 이상”으로 변경했다. 40조원의 자사주를 2026년 11월 19일까지 매입·소각할 계획도 공시했다.

삼성전자, 배당 선호를
숨길 수 없다

삼성전자는 8월 21일 공시를 통해서 주주환원 규모를 90~110조원으로 밝혔다. 이미 진행 중인 연간 배당 약 9.8조원은 예정대로 집행하고, 26년 3분기에 약 30조원의 현금 배당을 추가 집행할 계획이다. 나머지 현금 배당과 자사주 매입·소각 계획은 2027년 1월 이사회에서 결정할 것으로 언급했다.

SK하이닉스,
재무건전성 확보

삼성전자와 SK하이닉스 모두 예정되었던 주주환원 정책에 비해서 높은 수준의 환원을 결정한 배경은 급격한 이익 증가로 FCF에 여유가 생긴 영향이다. SK하이닉스는 주주환원 대비 재무건전성 확보에 보다 높은 비중을 두는 현금 관리를 목표했었으나 충분한 현금이 확보될 것으로 판단한 결과로 해석한다.

삼성전자,
배당만으로도 충분할 듯

삼성전자의 주주환원 정책은 2026년에 마무리되고 예정대로면 2027년부터 2029년까지 새로운 주주환원 정책을 제시할 것으로 전망된다. SK하이닉스에 비해서 높은 현금 보유 상황으로 재무건전성보다는 안정적 주주환원을 목표로 하고 있다. 2026년 예상되는 FCF 규모가 급증한 영향으로 주주환원 여력이 급증해 추가 배당을 발표한 것으로 판단한다. 배당 성향 25%를 유지한다면 자사주 매입 재원은 20조원을 넘기긴 어려울 전망이다.

그림 3. 삼성전자, SK하이닉스 주주환원 정책



자료: 삼성전자, SK하이닉스, IBK투자증권

1. 삼성전자, 배당을 우선

시장 눈높이와 맞지 않은
주주환원

2026년 8월 21일에 주주환원 관련 공시를 하고 삼성전자 주가는 하락했다. SK하이닉스와는 상반된 결과이다. 원인은 크게 2가지로 판단한다.

1. 예상 주주환원 규모가 기대보다 작다.
2. 배당 외에 발표된 내용이 없다.

주주환원 재원은
시장 기대 이하

FCF를 영업활동현금흐름에서 투자자금을 제외한 금액으로 정의했다. 그리고 선수금을 제외하고 성과급을 위해 진행하는 자사주 매입도 제외했다. 뺄 거 다 빼고 주주환원을 하겠다는 것으로 해석될 만하다. EBITDA가 주주환원의 자원이라면 모두가 배제되는 변수이다.

자사주 소각은 금융그룹
주식을 감소시킨다

왜 배당만 발표되고 나머지 정책을 2027년 1월로 연기했는지는 지분구조에 답이 있다고 판단한다. 2025년에 삼성전자는 자사주 10조원을 매입 소각했다. 일부 물량 소각은 2026년에 집행되었다. 이에 따른 반작용으로 삼성금융그룹이 보유한 주식을 강제로 매각해야만 했다. 금산분리법에 따라 금융그룹의 보유 지분율을 10%로 제한한 영향이다. 금융그룹을 제외한 다른 주주의 지분율은 상승하지만 주식수가 감소하는 것에 반감이 큰 것으로 판단한다.

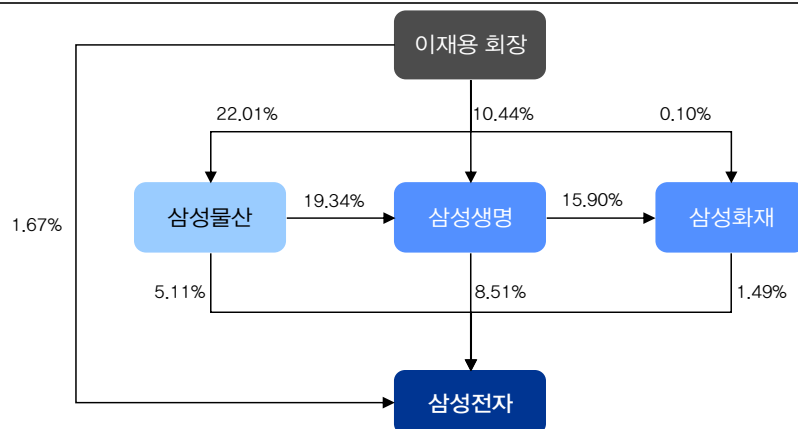
소각 경험이 있다

삼성전자는 2018년부터 배당을 중심으로 주주환원 정책을 확정했다. 2018년 보유 자사주 소각 이후 자사주를 매입/소각한 것은 2025년이 처음이다. 2017년 대량 자사주 소각으로 금융그룹의 삼성전자 보유 지분이 9.72%에서 10.45%로 높아져 2,700만주를 매각하면서 자사주 취득/소각에 대한 입장이 보수적으로 변화된 것으로 판단한다.

자사주는 소규모일 것

금융그룹의 주식 매각을 감수하더라도 자사주 매입은 가능할 것으로 예상한다. 다만 배당성향 25%를 충족한 이후일 것으로 판단한다. 이를 고려하면 자사주 재원은 20조원 미만일 전망이다.

그림 4. 삼성전자 지분 구조(2Q26 기준)



자료: IBK투자증권

주: 삼성생명과 삼성화재 등 금융그룹 지분율은 10.00%

배당은 오너 일가에 유리

삼성전자가 배당 중심으로 주주환원 정책을 유지한다면 삼성그룹 오너 일가에 상당 규모의 현금이 지급된다. 26년 3분기 30조원의 배당으로 오너 일가가 받게 되는 배당금은 1.18조원에 이를 전망이다.

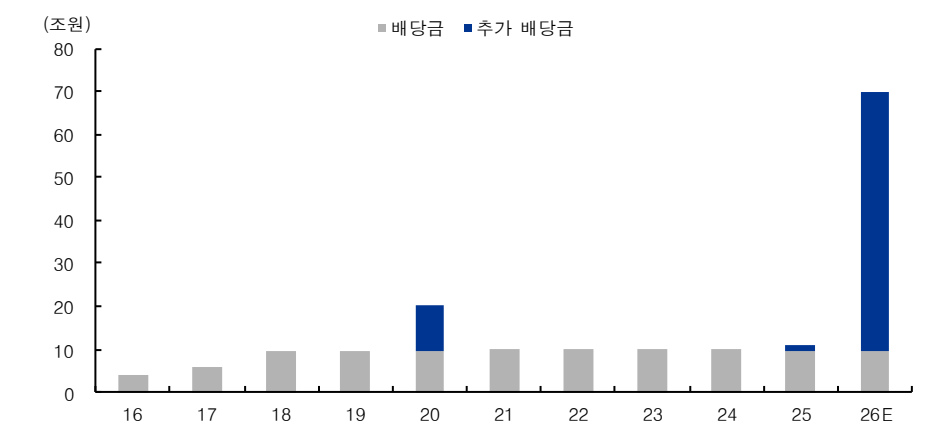
여기에 삼성물산이 배당 받은 1.36조원의 60~70%가 재배당되기 때문에 0.82~0.96조원이 배당 총액이고, 삼성 오너가는 0.29~0.34조원의 추가 배당을 확보하게 된다.

추가 주주환원도 배당 중심일 것

주주환원 재원 90~110조원 중에서 상반기에 집행한 4.9조원과 3분기에 예정인 30조원의 배당 외에는 확정된 것이 없다. 4분기 배당 규모는 3분기보다 클 것으로 전망하고, 자사주 매입도 어느 정도는 진행할 가능성이 높다고 예상한다.

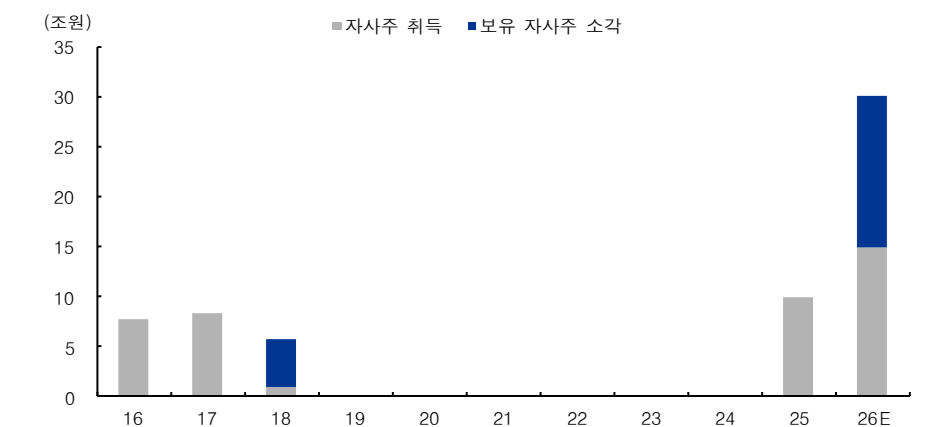
추가가 저평가 국면인 점, 향후 자금 활용의 유연성을 고려할 때 Apple, NVIDIA와 같은 자사주 중심의 주주환원 정책이 일반적이지만 삼성전자는 금융그룹이 보유한 주식 매각 리스크가 더 크게 작용하는 것으로 판단한다.

그림 5. 삼성전자 연도별 배당



자료: 삼성전자, IBK투자증권

그림 6. 삼성전자 연도별 자사주 매입소각 규모



자료: 삼성전자, IBK투자증권

2. SK하이닉스는 자사주를 선호한다

자사주가 주주환원
주요 수단

SK하이닉스 주주환원은 자사주를 주력 수단으로 할 전망이다. 2026년 8월 19일 주주환원 정책 관련 공시를 통해서 2024년에서 2027년까지 누계 FCF의 50% 이상 규모로 주주환원 재원을 확대함과 동시에 40조원 규모의 자사주 매입을 발표했다. 배당도 진행이 되겠지만 자사주 비중이 더 높을 것으로 예고했다.

과거는 주가 방어 차원

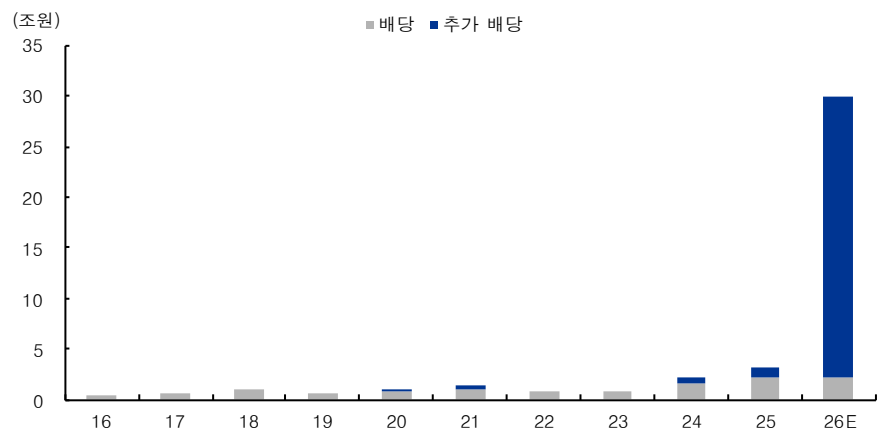
2025년까지 주주환원을 위해 자사주를 매입한 시점은 2015년과 2018년이고 두 번 모두 주주가치 제고를 목적으로 했다. 주가 방어 차원에서 집행된 것으로 판단한다. 다만 소각은 2026년에 상당 규모로 진행되었다.

배당도 병행

배당은 부진한 실적이 있었던 시기에도 꾸준히 진행되었고, 실적이 좋았던 시점에는 추가 배당도 집행해 오고 있다. 배당 규모는 2023년부터 증가세로 전환했다.

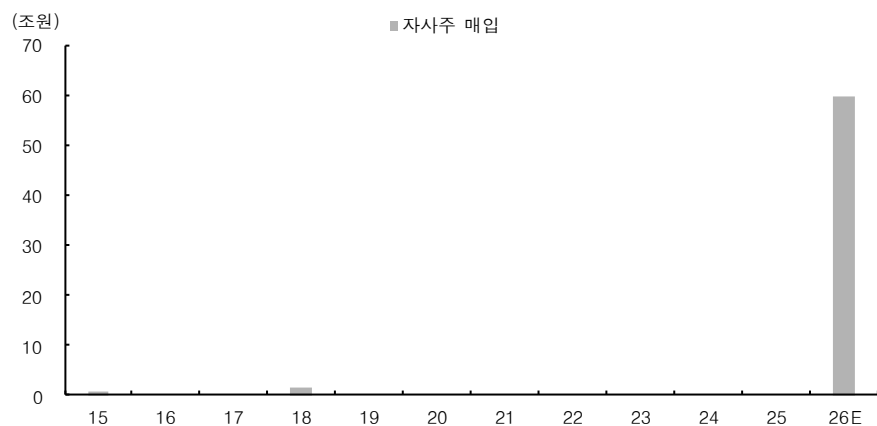
최근 개선될 실적으로 FCF가 급증하고 재무구조가 개선된 시점부터는 주주환원의 수단으로 자사주를 우선 집행할 전망이다.

그림 7. SK하이닉스 연도별 배당



자료: SK하이닉스, IBK투자증권

그림 8. SK하이닉스 연도별 자사주 매입



자료: SK하이닉스, IBK투자증권

글로벌 Big Tech, 주주환원은 FCF에 비례. 자사주가 대세

FCF가 재원,
자사주 선호 비중이 높음

글로벌 Big Tech 업체들의 주주환원 정책은 자사주/배당 중에서 어느 쪽을 선호하느냐에 따라서 구분된다. 선정한 Big Tech 업체는 삼성전자, SK하이닉스와 비교할 수 있는 AI 관련 서플라이 체인에서 선택했다.

하드웨어 업체로는 Apple, NVIDIA, TSMC, ASML, Micron을 선택했고, 소프트웨어 업체로 Microsoft, Google, Meta를 선택했다. 이들 업체는 아래와 같이 구분된다.

- 1) 자사주 우선 : Apple, NVIDIA, SK하이닉스, Micron
- 2) 배당 우선 : 삼성전자, Microsoft, TSMC, ASML
- 3) 자사주 우선에서 배당 중심으로 변경 : Google, Meta

원칙 확정: NVIDIA,
삼성전자, SK하이닉스

주주환원 정책을 FCF 기준으로 확정한 업체는 NVIDIA, 삼성전자, SK하이닉스이고, 투자 후 여유 자금인 Excess Cash를 재원으로 언급한 업체는 Apple, ASML, Micron이다. 나머지는 특정한 정책없이 투자를 우선으로 하고 남은 자원으로 배당을 하거나 자사주를 매입하는 정책이다.

배당 우선: TSMC

배당을 우선하는 업체 중에서 TSMC는 매년, 매분기 배당 규모가 전년, 전분기 대비 높아야 한다는 원칙을 갖고 있고, Microsoft는 매년 배당금이 증가하고 있고, ASML은 10년간 CAGR +21%로 배당금이 증가하고 있다.

Google/Meta, NVIDIA:
배당을 시작

주주환원에 적극적인 업체들의 공통점은 FCF의 규모가 적정 수준을 상회했을 때 본격적으로 환원을 시행한다는 것이다. 최근 들어 배당을 확대하는 업체들이 증가하고 있는 것도 특징이다. 자사주에서 배당으로 전환한 업체들은 CAPEX 급증에 따른 현금 고갈로 자사주 여력이 크게 낮아진 상황으로 분석된다.

표 4. 글로벌 Big Tech 기업의 주주환원은 자사주와 배당

업체	자사주 비중	2026 주주환원 규모(\$M)	주주환원 원칙	비고
NVIDIA	78.4%	85,239	FCF 50% 이상	자사주 중심, 2026년 배당 비중 확대
Apple	84.0%	97,890	Excess Cash, 자사주 우선	자사주 중심
삼성전자	30.0%	74,074	FCF 50%	배당 중심, 자사주도 일부 예상
SK하이닉스	66.7%	66,666	FCF 50% 이상	자사주 중심, 배당 일부 예상
Microsoft	38.8%	28,788	투자후 배당, 남으면 자사주	배당에 좀 더 높은 비중
TSMC	0.0%	19,435	배당, 자사주 보다 투자	배당만 집행, 꾸준히 증가세 유지
ASML	64.7%	10,705	Excess Cash, 배당 우선	배당 꾸준히 증가세, 간헐적 자사주 확대
Meta	0.0%	5,410	투자후 자사주	자사주 중심이었으나 CAPEX 확대로 배당 비중 급증. 배당 2024년부터 시작
Google	0.0%	4,770	투자 우선	자사주 중심이었으나 CAPEX 확대로 배당 비중 급증. 배당 2024년부터 시작
Micron	52.8%	1,232	FCF의 최소 50%, 장기로 Excess Cash 100% 환원	자사주 중심에서 2024년부터 배당 집행 시작

자료: 각 사, IBK투자증권

주: 회계연도 기준(NVIDIA, Microsoft는 FY27)

Big Tech 중에서 주주친화적 주주환원은 누가할까?

누가 누가 친화적일까	Big Tech 기업들의 주주환원을 다양한 변수를 고려해서 누가 더 주주친화적일 지에 대한 분석을 했다. 결과값은 주관적일 수 있으나 변수는 객관적인 지표를 최대한 고려해서 반영했다.
고려 지표 6개	고려한 지표는 1) 시가총액 대비 주주환원 비중, 2) 예측 가능성, 3) 주주환원 규모, 4) 주주환원에서 자사주 비중, 5) FCF 대비 주주환원 비중, 6) FCF Conversion(FCF/순이익)이다.
세금 측면에서는 배당 대비 자사주가 유리	배당과 자사주의 선호도는 다를 수 있지만 세금면에서는 자사주가 유리하다. 이 기준에서는 TSMC와 Microsoft, 삼성전자가 불리하다. Google과 Meta는 최근 FCF 고갈로 자사주 여력이 없어져서 역시 불리한 상황이다. NVIDIA의 자사주는 EPS 개선보다는 스톡옵션 충당 수준이라 Apple과는 차별화된다.
절대적인 규모 또한 중요	주주환원의 절대 규모도 중요 지표라 판단한다. Apple의 \$100B 수준이 글로벌 기업의 최대 규모였는데 NVIDIA의 자사주 프로그램 확대로 NVIDIA가 1위로 순서가 바뀔 전망이다. 그 뒤를 삼성전자, SK하이닉스가 이을 것으로 추정한다. 의미있는 변화로 판단한다. 메모리 업체들이 경기 사이클로 안정적 주주환원이 어려웠던 국면에서 주주환원이 꾸준히 증가할 수 있도록 바뀌고 있기 때문이다.
FCF 대비 환원 규모는 Microsoft가 1등	FCF 대비 주주환원 규모에서는 Microsoft가 100%를 넘기면서 1위, 2위는 ASML로 88.4%, Apple은 69.9%이다. SK하이닉스와 삼성전자가 그 뒤를 잇고 있다. FCF가 마이너스인 Google과 Meta는 하위권이다.
실제 주식 수를 고려한 시가총액 대비 주주환원 규모가 가장 중요	시가총액 대비 주주환원 규모가 가장 중요한 변수로 판단한다. 앞서 언급한 단순한 주주 환원 규모가 아니라 주식 수를 고려한 지표이기 때문이다. 이 지표에서는 SK하이닉스와 삼성전자가 5%가 넘어 압도적 수준이다. 가장 많이 하는 Apple과 NVIDIA도 2% 내외 수준이다. 삼성전자와 SK하이닉스가 가장 저평가 되어 있기 때문이기도 하다.
FCF 등 예측 가능한 기준 필요	예측 가능성도 평가에 중요한 지표라고 판단한다. 자사주 프로그램을 공개한 업체, 배당 가시성이 높은 업체들도 예측 가능성이 높은 업체라고 판단하고, FCF로 기준을 정한 업체들도 역시 마찬가지이다. Excess Cash가 기준인 기업들은 상대적으로 투명성이 낮다고 판단한다. NVIDIA와 SK하이닉스, TSMC가 상위이다.
1st tier: SK하이닉스, NVIDIA, Apple, 삼성전자	모든 변수를 고려했을 때 Big Tech는 3개로 그룹화할 수 있다. 1st tier는 SK하이닉스, 삼성전자, Apple, NVIDIA, 2nd Tier는 ASML, Microsoft, TSMC, 3rd Tier는 Micron, Meta, Google이다.
종합적 고려 시 SK하이닉스, 삼성전자가 압도적인 매력도 보유	주주환원과 Valuation을 고려한 매력도는 SK하이닉스, 삼성전자가 압도적 우위에 있다.

표 5. 업체별 주주환원 현황

업체	시총대비 환원 규모	예측가능성	주주환원 규모(\$M)	자사주 비중	FCF 대비 환원 규모	FCF Conversion
NVIDIA	1.6%	최대 2,350억달러 자사주 매입 프로그램	85,239	78.4%	44.1%	84.3%
Apple	2.0%	올해 2분기, 최대 1,000억달러 자사주 매입 프로그램 승인(현재 잔여한도 1,350억달러)	97,890	84.0%	69.9%	107.7%
삼성전자	5.8%	24~26년 누적 FCF의 50% 환원	74,074	30.0%	40.0%	84.9%
SK하이닉스	6.6%	25~27년 누적 FCF의 50% 이상 환원	66,667	66.7%	52.2%	64.4%
Microsoft	0.8%	정기 배당 및 자사주 매입	28,788	38.8%	101.6%	19.3%
TSMC	0.8%	매분기 배당 확대 기조	19,435	0.0%	41.7%	53.7%
ASML	1.6%	26~28년 최대 120억유로 자사주 매입	10,705	64.7%	88.4%	71.7%
Meta	0.3%	정기 배당 및 자사주 매입	5,410	0.0%	-85.3%	-7.0%
Google	0.1%	최대 700억달러 자사주 매입 프로그램	4,770	0.0%	-75.4%	-2.6%
Micron	1.0%	FCF의 최소 50% 환원, 장기적으로 Excess Cash 100% 환원(자사주 매입 프로그램 잔여 한도 21.6억달러)	1,232	52.8%	2.5%	59.3%

자료: 각 사, IBK투자증권

표 6. 업체별 주주환원 평가표

구분 (가중치)	시총대비 환원 규모 (25%)	예측가능성 (20%)	주주환원 규모 (20%)	자사주 비중 (15%)	FCF 대비 환원 규모 (10%)	FCF Conversion (10%)	종합 점수
1st tier	SK하이닉스	○	○	○	○	○	5.0
	삼성전자	○	○	○	△	○	4.5
	Apple	X	○	○	○	○	4.0
	NVIDIA	X	○	○	△	○	3.8
2nd tier	ASML	X	△	X	○	○	2.8
	Microsoft	X	△	△	○	△	2.7
	TSMC	X	○	X	△	○	2.4
3rd tier	Micron	X	X	X	X	○	2.0
	Meta	X	X	X	X	X	1.0
	Google	X	X	X	X	X	1.0

자료: IBK투자증권

주1: 시총대비 환원 규모(O 5% 초과, △ 3% 이상~5% 이하, X 3% 미만), 주주환원 규모(O \$50,000M 이상, △ \$20,000M 이상~\$50,000M 미만, X \$20,000M 미만),
자사주비중(O 50% 이상, △ 30% 이상~50% 미만, X 30% 미만), FCF 대비 환원 규모(O 0% 미만 or 50% 이상, △ 30% 이상~50% 미만, X 0% 이상~30% 미만),
FCF Conversion(O 50% 초과, △ 0% 이상~50% 이하, X 0% 미만)

주2: ○ 5점, △ 3점, X 1점

1. NVIDIA : Apple을 넘어 주주환원 1위로 올라선다

AI 성장의 모범 사례

NVIDIA의 주주환원은 자사주 비중을 70% 이상 유지하며 진행됐다. 2020년부터 2022년까지는 자사주 매입을 중단하였다. Mellanox 인수에 자금을 투입한 영향이다. 2023년에는 자사주 매입 규모를 100억달러 확대했다. FCF의 2.7배 규모이다.

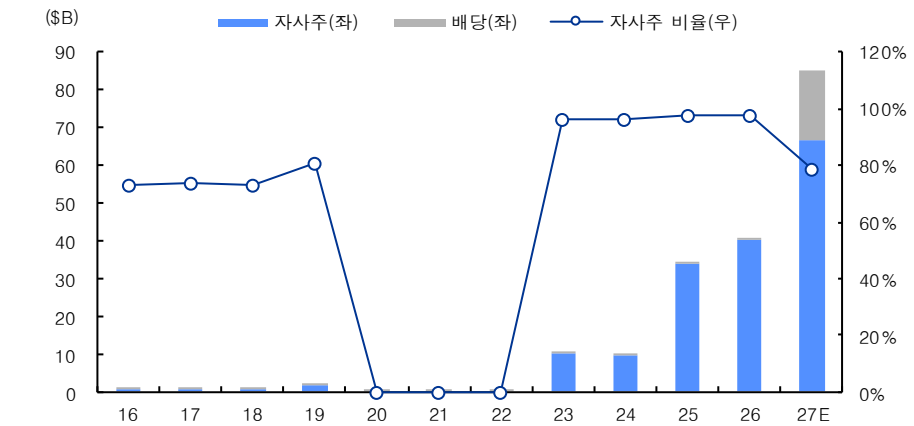
FCF에 비례해서 증가,
배당도 시작

NVIDIA 주주환원 정책이 본격적으로 변화한 시점은 2024년이다. GPU 수요 확대로 안정적 FCF 확보가 기대되면서 주주환원 비중을 높이기 시작했다. 2026년 5월에는 배당을 이전 대비 25배 확대했고, 자사주 규모도 2024년 대비 3배 이상 증가했다.

자사주 중심 주주환원

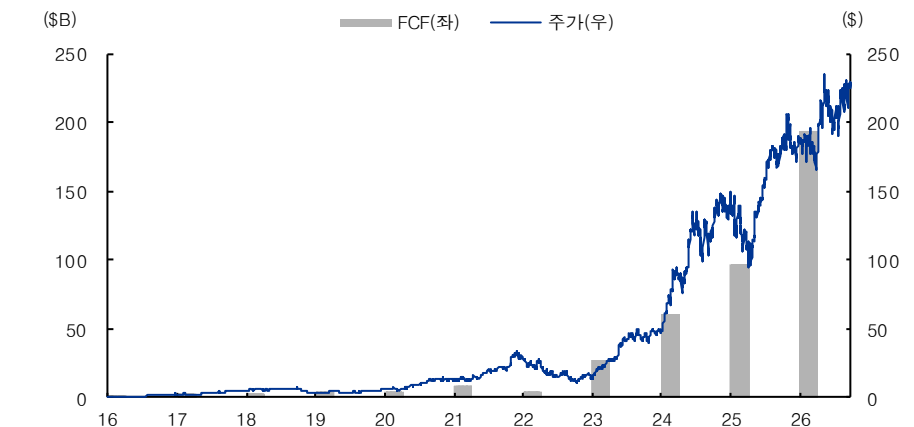
NVIDIA 주주환원 특징은 1) 주주환원 규모가 꾸준히 증가하고 있고, 2) 자사주를 선호하며 안정적 배당에 대한 필요성도 인식하고 있고, 3) FCF의 50% 이상을 주주환원에 사용해 안정적 수익 확보에 대한 비전을 확보하고 있고, 4) 주주환원 확대(특히 배당 25배 확대)가 주가 밸류에이션 제고보다는 향후 사업에 대한 확신으로 해석되는 것이다.

그림 9. NVIDIA 주주환원 추이



자료: NVIDIA, IBK투자증권
주: 회계연도 기준

그림 10. NVIDIA FCF 및 주가 추이



자료: NVIDIA, IBK투자증권
주: 회계연도 기준

2. Apple : 주주환원 세계 No. 2, 쓸데 없는 현금을 갖고 있을 이유가 없다

주주환원 규모 No.1

Apple의 주주환원 규모는 전세계에서 가장 많은 수준이다. 2018년부터 크게 증가한 이후로 2021년부터 자사주와 배당으로 1,000억달러 내외 주주환원을 유지하고 있다.

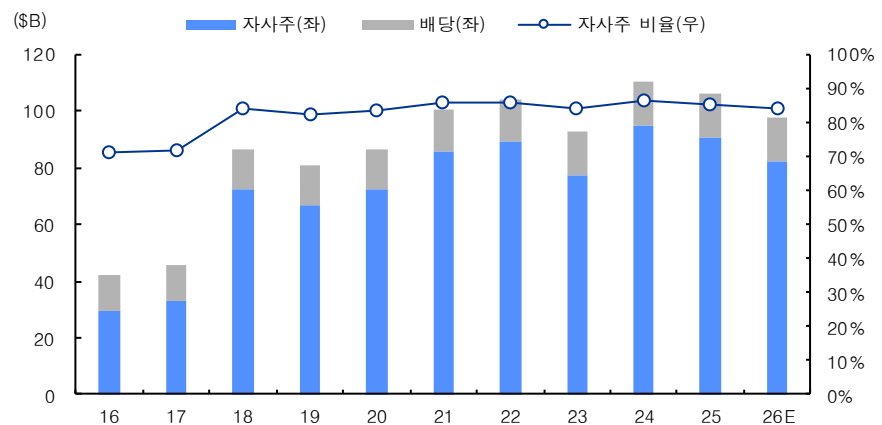
2018년부터 급증한 것은
TCJA 영향

2018년에 주주환원 규모가 급증한 것은 2017년 시행된 TCJA(Tax Cuts & Jobs Act) 때문이다. 이전까진 해외 보유 현금을 국내 반입/사용하는 것이 제한되었으나 TCJA 시행으로 해외 보유 현금을 국내에서 사용할 수 있게 되었다. 2017년말 Apple이 보유한 순현금 규모가 1,630억달러였다. 이를 주주환원에 적극 반영했다. 이 시점부터 시행한 Net Cash Neutral 정책을 2025년까지 유지했다.

자사주 선호, 기업가치
제고 대표 사례

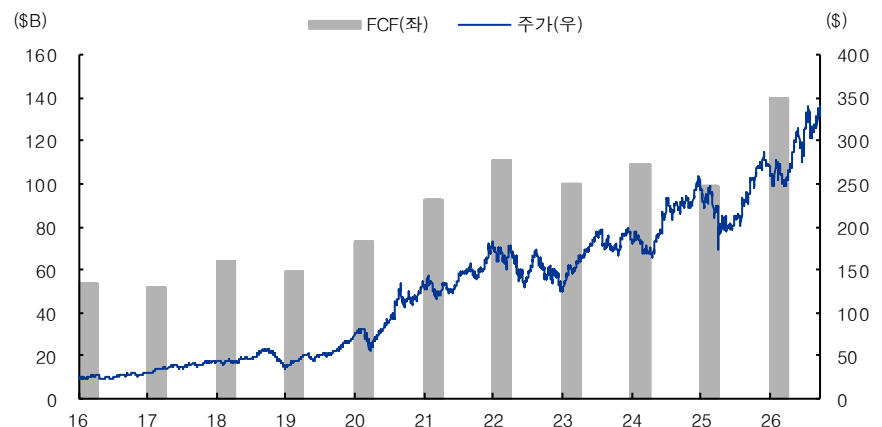
Apple 주주환원 특징은 1) 주주환원 규모를 안정적 밴드에서 유지하고 있고, 2) 자사주를 선호(유연성, EPS 상승 효과)하고, 3) Net Cash Neutral 정책에서 투자 후 남는 Excess Cash를 재원으로 하는 주주환원으로 정책을 변경했고, 4) 적극적인 주주환원으로 밸류에이션 제고도 동반된 것이다.

그림 11. Apple 주주환원 규모 추이



자료: Apple, IBK투자증권
주: 회계연도 기준

그림 12. Apple FCF 및 주가 추이



자료: Apple, IBK투자증권
주: 회계연도 기준, 26년 FCF는 Bloomberg 컨센서스

3. 삼성전자 : Global Top Tier 수준으로 진입

자사주는 금융그룹의
아킬레스 건

삼성전자는 주주환원 방법으로 배당을 더 선호한다. 2017년 자사주 취득 후 금융그룹 보유 지분이 10%를 상회하면서 보유 주식을 매각했던 이후부터는 배당에 집중한 주주환원 정책을 취했다. 2024년 발표한 자사주 10조원 취득은 2025년까지 집행되었다. 이 중 소각 규모는 8.4조원으로, 나머지는 임직원 보상 용도이다.

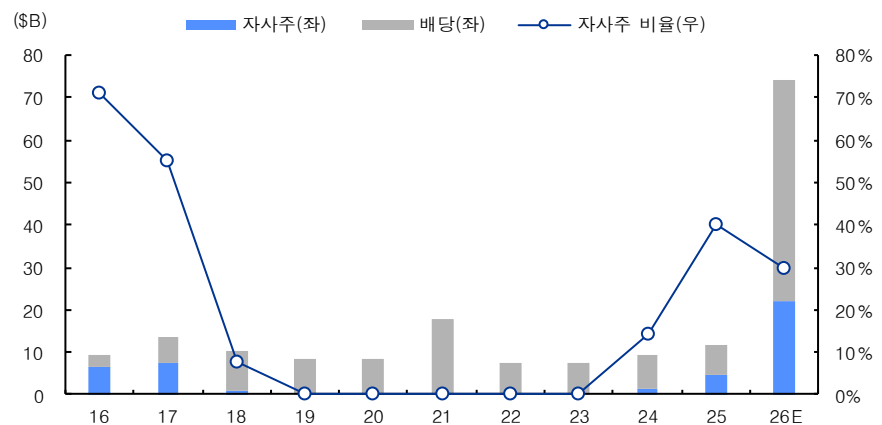
배당 중심의
꾸준한 주주환원

배당은 2018~2020년 연간 9.6조원, 2021~2023년은 연간 9.8조원, 2024~2026년은 연간 9.8조원을 집행할 계획이었다. 여기에 3분기에 30조원 추가 배당을 공시했고, 나머지 주주환원은 2027년 1월에 발표할 예정이다. 주주환원에서 자사주가 완전히 배제되지는 않겠지만, 배당 규모가 더 클 것으로 예상된다.

FCF의 50%가 원칙

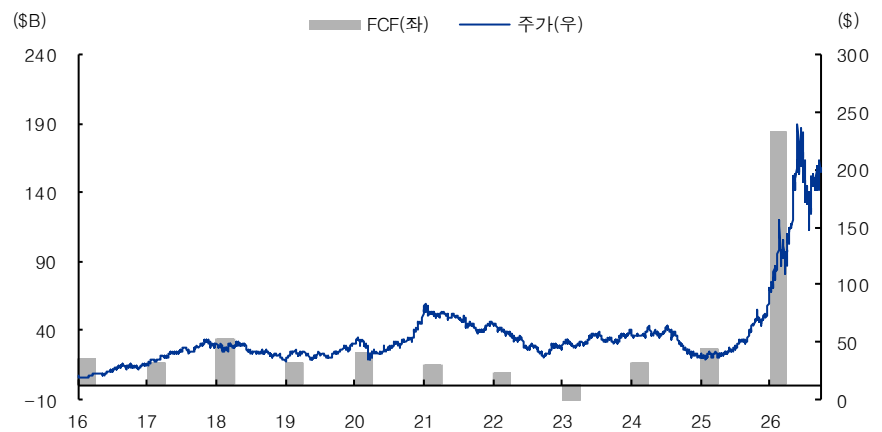
삼성전자 주주환원은 1) 성장형이고, 2) 배당 중심이고, 3) 주주환원 규모는 FCF의 50%를 재원으로 한다.

그림 13. 삼성전자 주주환원 추이



자료: 삼성전자, IBK투자증권

그림 14. 삼성전자 FCF 및 주가 추이



자료: 삼성전자, IBK투자증권
주: 26년 FCF는 당사 추정치

4. SK하이닉스 : 규모는 글로벌, 방법은 자사주 우선

재무건전성 속제는 끝

SK하이닉스 주주환원은 2026년부터가 본격적으로 시작되는 원년이다. 2024년과 2025년은 FCF 증가를 반영해서 추가 배당을 집행했지만 규모는 FCF 50% 원칙에 미치지 못하는 수준이었다. FCF 사용 목적에 주주환원보다는 재무건전성 확보가 선결 과제였기 때문이다.

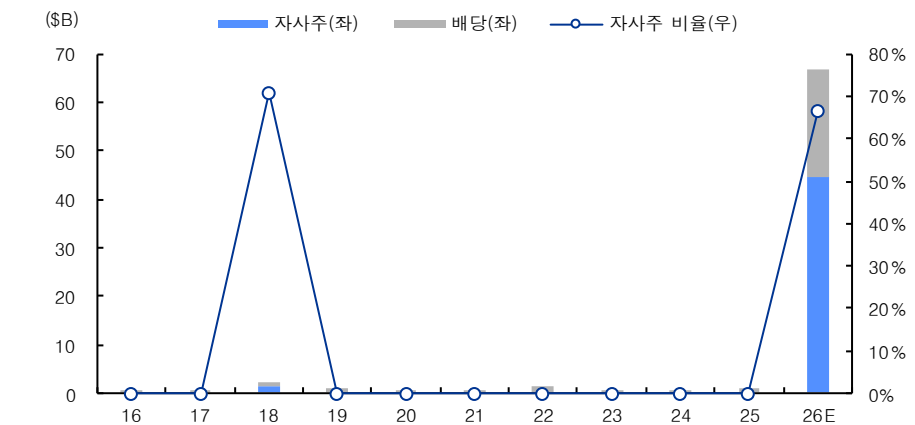
FCF의 50% 이상을 주주환원

2026년 8월 19일에 신규로 공시한 주주환원 정책에서 자사주 매입을 우선으로 하고, 주주환원 규모를 FCF 50% 이상으로 변경하였다. Big Tech 업체들 수준으로 주주환원 규모가 확대될 것으로 기대한다.

자사주 매입 선호

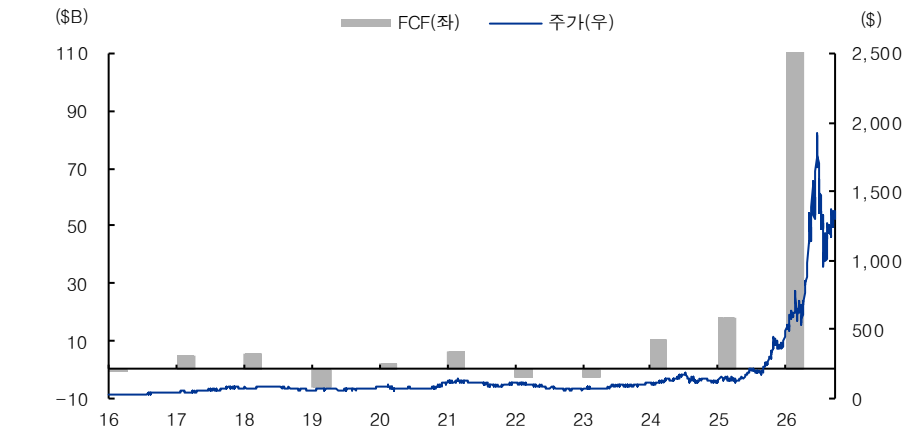
예상되는 현금흐름을 고려하면 SK하이닉스의 주주환원은 1) 성장형이고, 2) 자사주 매입을 선호하고, 3) 주주환원은 FCF 50% 이상을 재원으로 한다.

그림 15. SK하이닉스 주주환원 추이



자료: SK하이닉스, IBK투자증권

그림 16. SK하이닉스 FCF 및 주가 추이



자료: SK하이닉스, IBK투자증권

주: 26년 FCF는 당사 추정치

5. Microsoft : 배당 선호, 이후 여유 자금으로 자사주

안정적으로 증가하는 배당

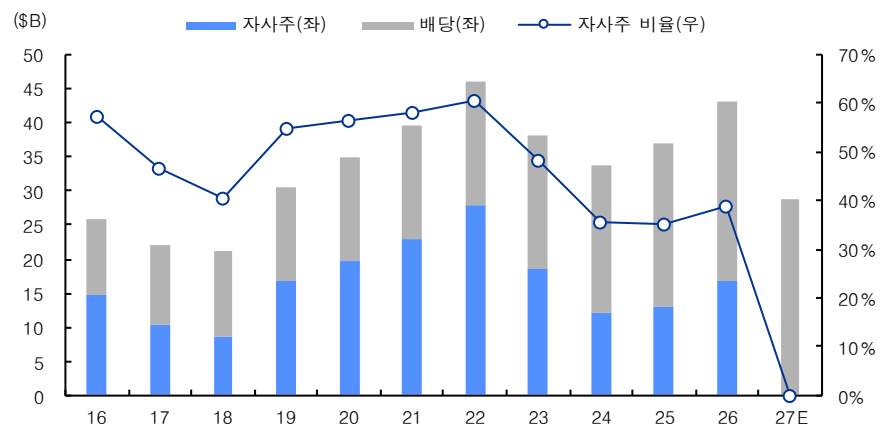
Microsoft의 주주환원은 안정적으로 증가하는 배당이 원칙이다. 2022년까지는 주주환원 규모가 증가세를 보이다가 FCF가 감소한 2023년부터 자사주 매입 규모가 축소되었으나, 배당은 꾸준히 증가하는 추세이다.

FCF에 따라 유동적인 자사주

CAPEX 증가로 FCF가 감소하더라도 배당은 지속적인 수준으로 유지하고 증가할 것으로 전망한다. 최근 CAPEX 증가로 2027년 자사주 매입은 없을 전망이다. 배당은 2026년 대비 증가할 것으로 전망한다.

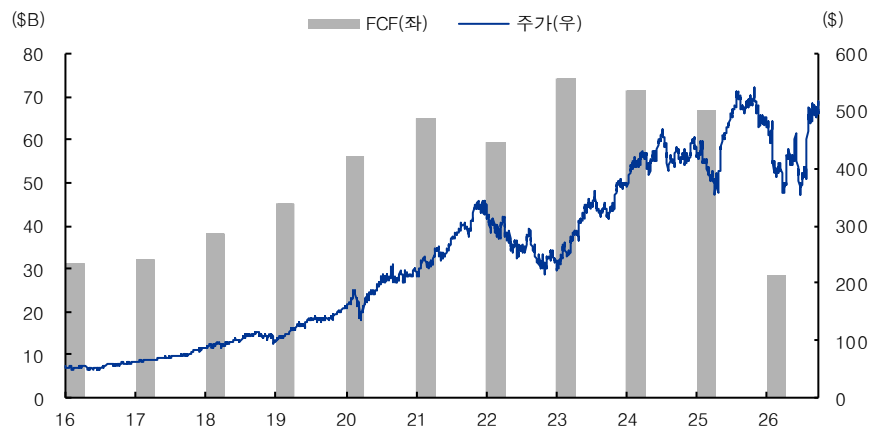
Microsoft의 주주환원은 1) 배당 규모를 확대하는 것이 원칙이고, 2) 주주환원의 규모는 CAPEX에 따라 유동적이고, 3) 규모에 대해서 정해진 원칙은 없다.

그림 17. Microsoft 주주환원 추이



자료: Microsoft, IBK투자증권
주: 회계연도 기준

그림 18. Microsoft FCF 및 주가 추이



자료: Microsoft, IBK투자증권
주: 26년 FCF는 FY27 Bloomberg 컨센서스

6. Google : 돈 있으면 자사주 먼저

자사주를 우선.
늦게 시작한 배당

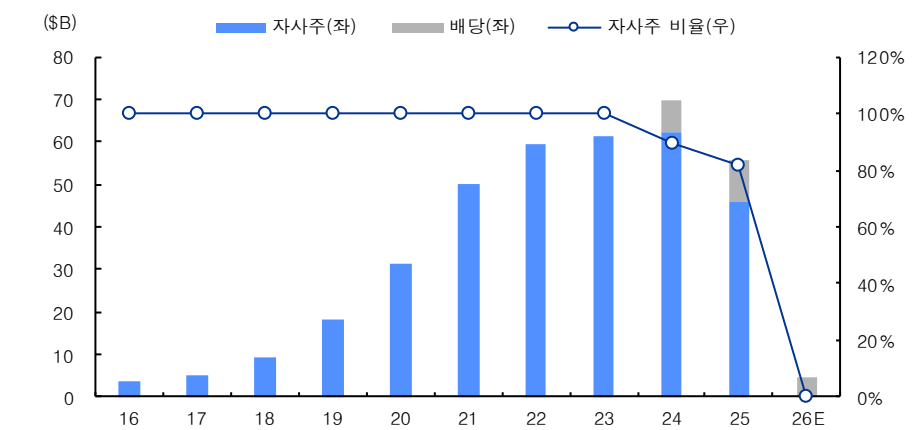
Google은 주주환원에서 자사주 매입을 우선한다. FCF가 증가하는 구간에서는 자사주 선호가 뚜렷했다. 2024년부터 배당을 하기 시작했고, 배당 규모는 점차 증가하는 추세이다. 매년 5%씩 DPS를 인상하고 있다.

FCF에 비례한 주주환원

CAPEX는 2025년부터 빠르게 증가하기 시작했고, 2026년에는 FCF가 마이너스가 될 정도로 투자 금액이 커졌다. 이로 인해 2026년 주주환원은 배당만 가능할 것으로 예상된다. 자사주 매입 한도는 695억달러이지만 투자를 위한 외부 자금 조달 규모가 496억달러인 상황에서 자사주 매입은 쉽지 않을 것으로 전망한다.

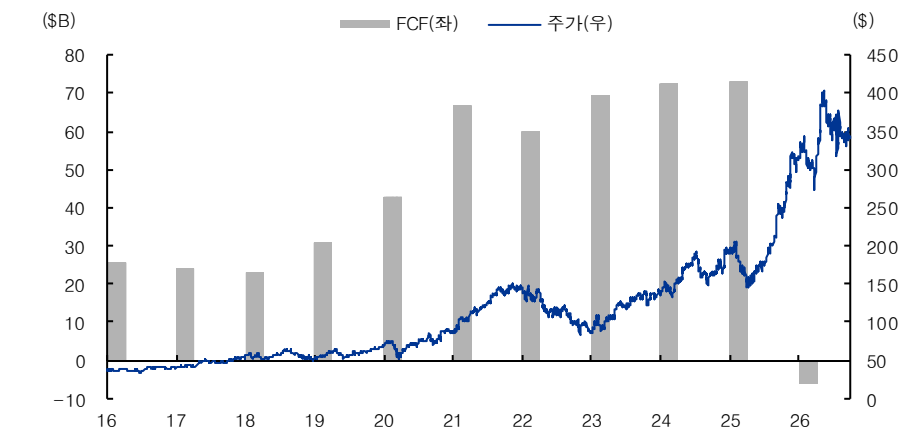
Google의 주주환원은 1) FCF와 유사하게 진행하지만 투자가 우선이고, 2) 자사주를 배당보다 선호했고, 3) 주주환원 재원에 관련된 정해진 기준은 없다.

그림 19. Google 주주환원 추이



자료: Google, IBK투자증권
주: 회계연도 기준

그림 20. Google FCF 및 주가 추이



자료: Google, IBK투자증권
주: 회계연도 기준, 26년 FCF는 Bloomberg 컨센서스

7. TSMC : 배당만 해도 충분

주주환원 수단은 배당

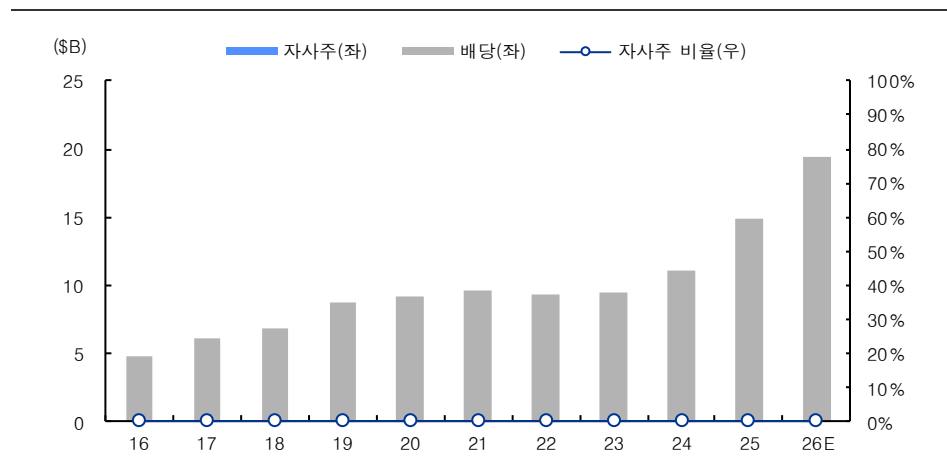
주주환원 수단으로 배당만 고집하는 유일한 업체이다. 자사주 매입보다는 직접 투자하는 것이 낫다는 원칙을 갖고 있다. 배당 원칙은 매분기 배당이며, 규모는 전 분기 대비 많아야 한다. 이를 반영하여 배당금은 매년 꾸준히 FCF 증가에 비례해서 증가하고 있다.

매년 증가하는 규모

배당성향은 일관성이 있지는 않고 꾸준히 배당 규모를 확대하는 경향이다.

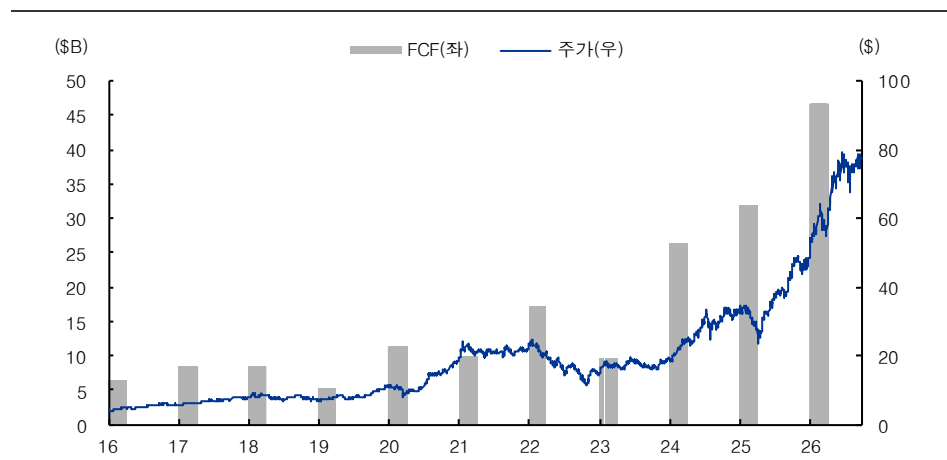
TSMC의 주주환원은 1) 배당만 하고, 2) 매년 규모가 증가하고, 3) 주주환원 규모에 대한 원칙은 없다.

그림 21. TSMC 주주환원 추이



자료: TSMC, IBK투자증권
주: 회계연도 기준

그림 22. TSMC FCF 및 주가 추이



자료: TSMC, IBK투자증권
주: 회계연도 기준, 26년 FCF는 Bloomberg 컨센서스

8. Meta : Google과 다르지 않다. 자사주 선호

자사주가 우선 배당도 한다

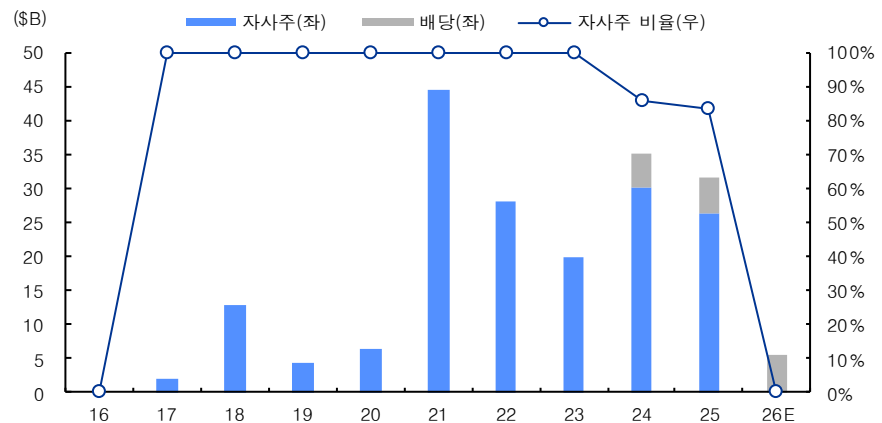
Meta의 주주환원에 대한 원칙은 없지만 배당보다는 자사주 매입을 우선으로 한다. Google과 아주 유사한 주주환원 흐름을 보이고 있다. 2024년부터 배당을 시작한 것도 동일하다.

FCF에 비례한 주주환원

주주환원 관련 정해진 원칙은 없지만 FCF와 상당히 높은 상관관계를 갖고 있다. 2021년에 자사주 매입이 급증한 것은 자사주 매입한도 750억달러를 추가한 영향이다. 2022년 CAPEX 증가로 FCF가 감소하자 자사주 매입 규모도 동반 축소되었다. 2024년에는 다시 보유현금 확대로 주주환원 규모가 증가했다. 이때부터 배당을 시작했다. 배당은 안정적 규모로 조금씩 증가하는 추세이다. 2026년 FCF가 마이너스로 전환함에 따라 자사주보다는 배당으로만 주주환원이 가능할 전망이다.

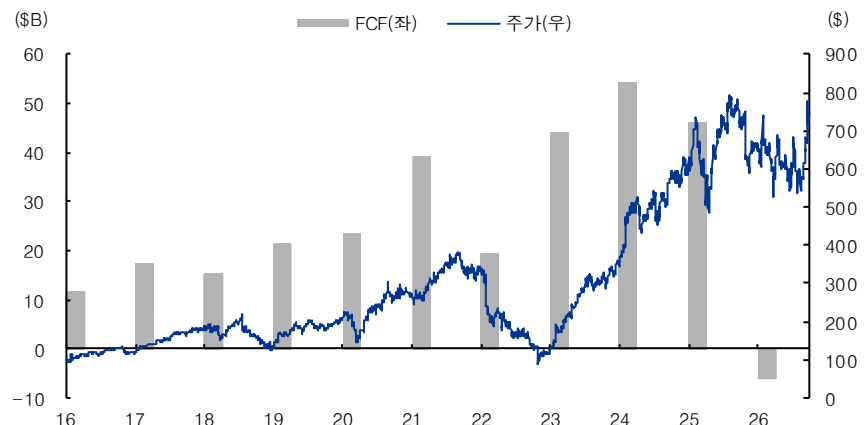
Meta의 주주환원 특징은 1) 자사주를 우선(2024년부터 배당 시작)하고, 2) 주주환원 규모는 FCF에 비례하고, 3) 주주환원 규모에 관련된 원칙은 없다는 점이다.

그림 23. Meta 주주환원 추이



자료: Meta, IBK투자증권
주: 회계연도 기준

그림 24. Meta FCF 및 주가 추이



자료: Meta, IBK투자증권
주: 회계연도 기준, 26년 FCF는 Bloomberg 컨센서스

9. ASML : 배당은 매년 확대, 여유가 되면 자사주 매입

배당은 꾸준히 더 늘면
자사주

ASML의 주주환원 규모는 FCF 규모와 유사하다. 배당은 매년 확대하고, 자사주는 FCF에 맞게 매입하는 구조이다. 자사주 매입이 급증했던 시점은 2021년인데 영업 상황 호전으로 FCF가 2020년 대비 3배 가까이 증가했다. 2020~2022년까지 자사주 매입계약 규모는 최대 60억유로였는데, 2021년 7월에 최대 90억유로를 추가하고, 2021년에 86억유로를 매입했다. 2025년에도 자사주 매입이 급증한 이유는 FCF가 전년 대비 50% 증가했기 때문이다.

주주환원에 대한 원칙은 1) 매년 배당을 확대하고, 2) FCF에 여유가 있으면 자사주 매입에 충분히 반영하고, 3) 주주환원 규모에 대한 확정된 기준은 없다는 것이다.

그림 25. ASML 주주환원 추이

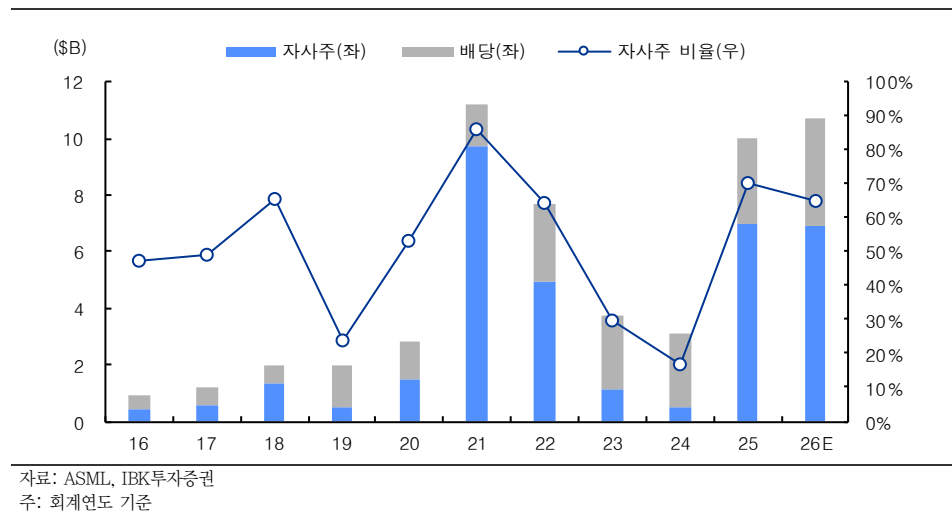
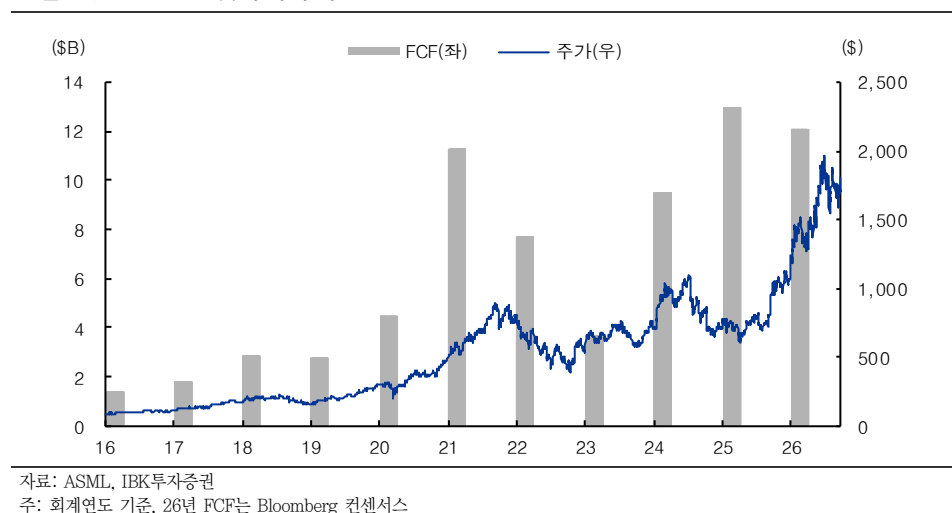


그림 26. ASML FCF 및 주가 추이



10. Micron: 주주환원 이제는 나도 할 수 있다

FCF 50% 보다
재무건전성이 우선

2018년 자사주 프로그램
아직 유지. 유일하게
CHIPS법에 저촉

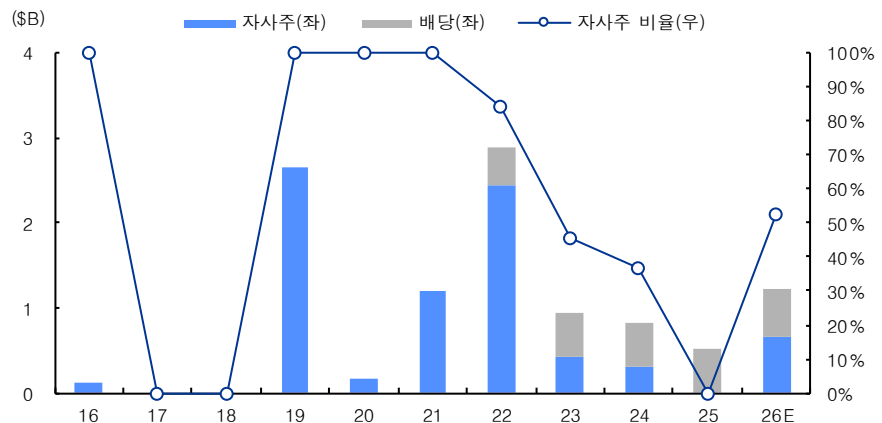
2026년부터는 달라질
주주환원 규모

Micron은 FCF의 50%를 최소한의 주주환원 재원이라고 명시했다. 하지만, 2025년의 SK하이닉스와 마찬가지로 재무구조 개선이 가장 우선된 기준이었고, 부채 상황에도 FCF가 투입되었다.

현재 보유하고 있는 자사주 예산은 21.6억달러다. 2018년에 할당된 100억달러 매입 프로그램이 아직 유지되고 있다. 자사주 확대가 어려운 이유는 CHIPS 법에 해당되는 업체이기 때문이다. 미국 생산법인이 지원 받은 보조금을 주주환원에 사용하는 것을 금지하고 있다. 이에 대한 제한도 12월 9일 이후 완화될 여지는 있다.

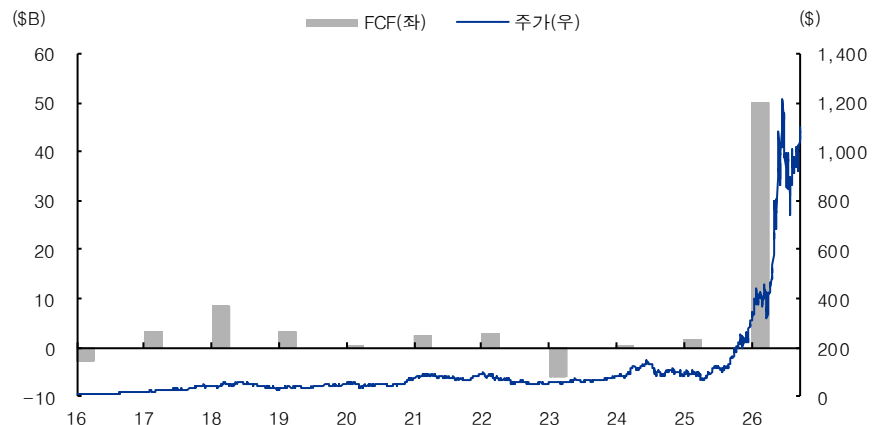
2026년부터는 주주환원 규모가 커질 것으로 전망한다. 급증한 FCF가 재원으로 사용될 전망이다. NVIDIA가 주주환원을 확대한 것처럼 점차 규모가 커질 것으로 기대한다. 다만 상대적으로 열위에 있는 생산능력에 대한 투자로, 국내 메모리 업체에 비해서는 낮은 수준의 주주환원 규모로 이어질 전망이다.

그림 27. Micron 주주환원 추이



자료: Micron, IBK투자증권
주: 회계연도 기준

그림 28. Micron FCF 및 주가 추이



자료: Micron, IBK투자증권
주: 회계연도 기준, 26년 FCF는 Bloomberg 컨센서스

주주환원과 주가

1. 자사주를 배당보다 선호하는 것이 Big Tech 대세

자사주 비중이 높다

주주환원은 크게 자사주 매입을 통한 주식 소각과 배당을 통한 배당금을 지급하는 방법이 있다. 앞서 Global Big Tech의 기본적인 주주환원은 자사주 매입이다. 배당을 선호하는 업체는 TSMC, Microsoft 정도이지만 TSMC를 제외하고는 자사주 매입이 동반된다.

자사주는 유연성,
EPS 제고 효과

자사주 매입을 선호하는 이유는

- 1) 주주환원 재원 사용에서 유연하고,
- 2) EPS 제고로 주가 상승이 가능하기 때문이다.

배당은 고정비 성격이
강해 부담

배당은 장기적인 고정비 성격이 강하다. 배당을 지급하는 업체들의 배당 금액이 감소하는 경우는 거의 없다. 배당만 지급하는 TSMC, 배당을 우선하는 Microsoft는 매년 배당금이 증가하고 있고, ASML은 10년간 CAGR +21%로 배당금이 증가하고 있다.

투자 규모가 큰 기업들은
자사주 선호

현금흐름이 투자에 따라서 유동적인 Tech업체들은 자사주를 선호할 수 밖에 없다. TSMC가 예외인데 자사주 매입할 재원을 투자에 투입하는게 더 의미 있다고 판단하고 있다.

자사주는 EPS 개선 효과

NVIDIA와 같이 스톡옵션을 상쇄하기 위해서 자사주 매입을 하는 경우를 제외하면 EPS 개선 효과가 있다. Apple이 대표적인 사례이다. 성장이 둔화되는 시점에서 이익 개선이 크지 않았지만 적극적인 자사주 매입/소각으로 EPS가 빠르게 개선되었고, 밸류에이션 제고에도 기여한 것으로 판단한다.

자사주는 세금에도 유리

세금도 중요한 기준으로 작용한다. 주식 수익에 대해서 세금을 부과하는 국가에서는 세금 납부 시점에 자율성이 있는 자사주를 선호한다. 배당은 지급 받는 즉시 세금이 부과되기 때문이다. 다만 미국은 2023년 excise tax(자사주 매입한 기업이 매입 규모의 1%를 세금 납부) 도입으로 자사주 선호도가 낮아지고 있다.

표 7. 주주환원 방식별 특징

구분	자사주	배당
지속의무	낮음	높음
중단시 시장 반응	제한적	매우 부정적
EPS	상승	없음
저평가 국면	주가 상승 수급 이슈 있을 때 극적 효과	중립적
세금	시점 선택 가능	지급 시점
유연성	높음	낮음
경영진 선호도	높음	낮음

자료: IBK투자증권

2. 주주환원은 향후 막대한 현금 창출과 안정적 성장에 대한 자신감

해석은 두 가지

Big Tech의 주주환원은 두 가지 형태로 해석할 수 있다. Apple과 NVIDIA의 주주환원 규모는 900억달러 내외 수준이지만 시장에서 해석은 달리고 있다.

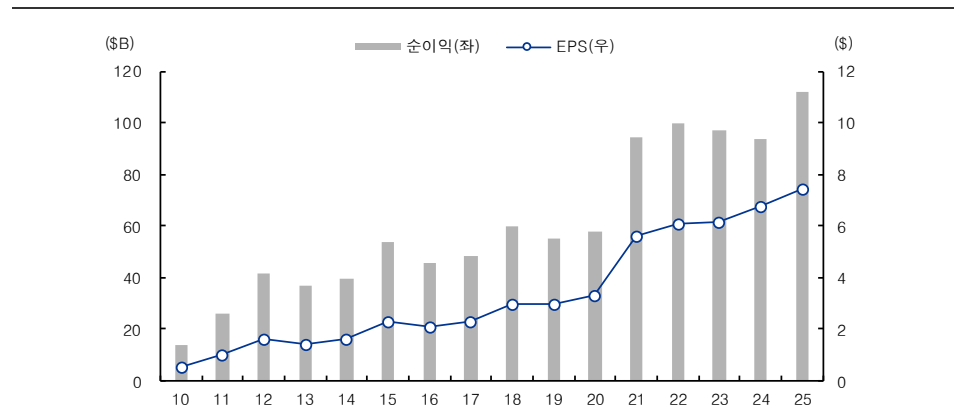
성장 정체 돌파구

1) Apple의 주주환원은 넘치는 현금이 원천이지만 성장이 정체된 기업의 선택으로 해석한다. 실제 Apple은 EPS가 꾸준히 상승하긴 했지만, 순이익은 정체된 국면이 지속되고 있기 때문이다. 이로 인해 장기간 동안 밸류에이션이 레벨업되는 결과를 얻고 있다. Apple은 2010년부터 2025년까지 순이익은 약 700% 증가했지만, EPS는 약 1,300% 증가했다.

성장에 대한 확신

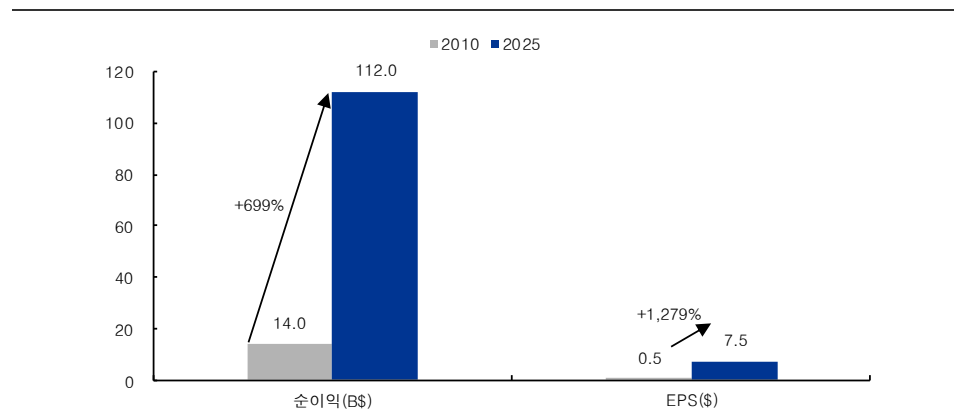
2) NVIDIA와 다른 Big Tech 기업들은 주주환원이 향후 성장에 대한 자신감으로 해석된다. Big Tech 기업들의 성장은 투자를 발판으로 하고 투자 규모가 지속적으로 증가하면 주주환원 규모가 커지기는 어렵다는 판단이 일반적이다. 그럼에도 Big Tech의 주주환원 규모가 꾸준히 증가해 왔다는 것은 투자를 하고도 꾸준한 현금흐름을 확보할 수 있다는 자신감의 표현으로 해석된다. 대표적인 기업이 NVIDIA이다.

그림 29. Apple 순이익 및 EPS 추이



자료: Apple, IBK투자증권

그림 30. Apple 순이익 및 EPS 변화(2010 VS 2025)



자료: Apple, IBK투자증권

3. 주주환원에 따른 밸류에이션 개선은 시간의 문제일뿐

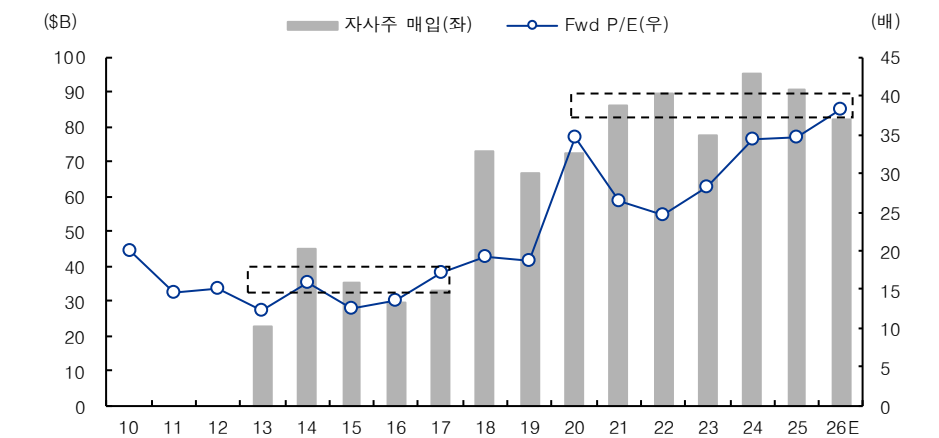
밸류에이션 제고는
장기간에 진행

주주환원을 통한 밸류에이션 제고는 장기간에 걸쳐 시장에 반영된다. 자사주 매입을 적극적으로 진행했던 Apple의 EPS 개선 외에 PER 레벨 상승은 두 번에 걸쳐 있었는데 처음이 2019년이었고, 주주환원을 시작한지 7년 만이었다. 그 이후 Set가 아닌 Platform 기업으로 인식되고, 주주환원 규모가 1,000억달러 수준에 이르렀던 2021년에 2차 레벨업이 된 것으로 해석한다.

NVIDIA는 밸류에이션을
검증하는 과정은 아님

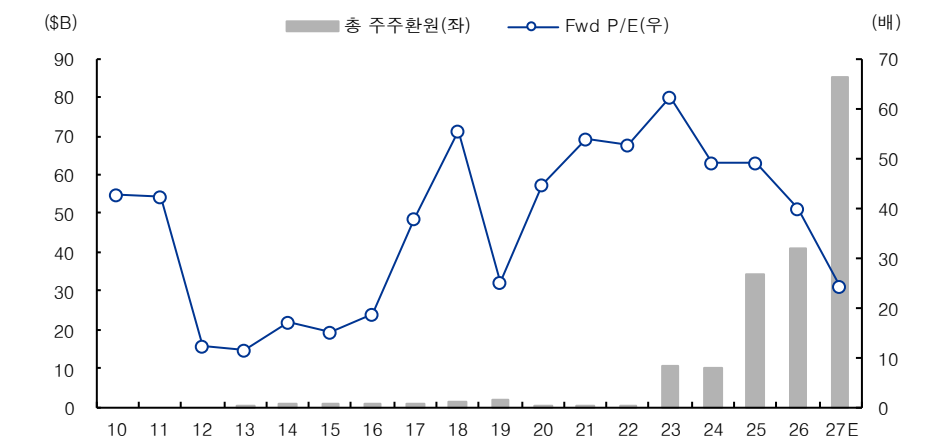
NVIDIA의 주주환원이 밸류에이션에 미치는 영향은 아직 제한적이다. 자사주를 중심으로 주주환원 규모는 매년 큰 폭으로 증가하고 있는데 밸류에이션에 미치는 영향은 아직 크지 않은 것으로 보고 있다. 성장주로서의 실적 개선 기대감이 더 크기 때문이다. 2023년(회계연도 기준)에는 성장에 대한 우려가 큰 자사주 프로그램을 무색하게 만들기도 했다. 2026년부터 급증하는 주주환원 규모도 밸류에이션을 높이고 있지는 않지만 회사의 정체성을 고성장 기업에서 Mega-cap cash machine으로 밸류에이션을 적용받을 수 있을 전망이다.

그림 31. Apple 자사주 매입과 PER 추이



자료: Apple, IBK투자증권
주: 2020년은 팬데믹 사태에 따른 예외 사례

그림 32. NVIDIA 주주환원과 PER 추이



자료: NVIDIA, IBK투자증권

4. 시가 바뀌 놓은 메모리 업체들의 주주환원

이례적인 메모리 업체들의 주주환원

메모리 기업들의 주주환원은 이례적이다. 업황에 따라 이익의 변동폭이 크고, 투자비도 커서 FCF의 여유가 생기기 어려운 구조이기 때문이다. 상대적으로 안정적 현금흐름과 보유 현금이 많은 삼성전자가 배당 중심으로 연간 10조원 가까이 꾸준히 주주환원을 한 것에 비해서, 지난 10년 동안 SK하이닉스의 주주환원은 성장 사이클에서 추가적으로 확보한 현금으로 자사주 매입이 한 번 있었고, 소규모 배당만 지급했다.

재원은
(FCF-CAPEX)*50%

삼성전자, SK하이닉스 모두 주주환원 재원으로 FCF를 사용한다. 삼성전자는 FCF에서 CAPEX를 제외한 현금의 50%를, SK하이닉스는 동일한 재원에서 50% 이상을 주주환원 한다는 정책이다.

2025년까지는
재무건전성 확보가 우선

2025년에는 양사 모두 특별 배당을 통해서 주주환원 규모를 확대했지만, SK하이닉스는 주주환원 재원의 50%를 모두 주주환원에 할당하지는 않았다. 재무구조 개선을 우선 순위로 두고 있었기 때문이다. 이는 Micron도 동일한 상황이다.

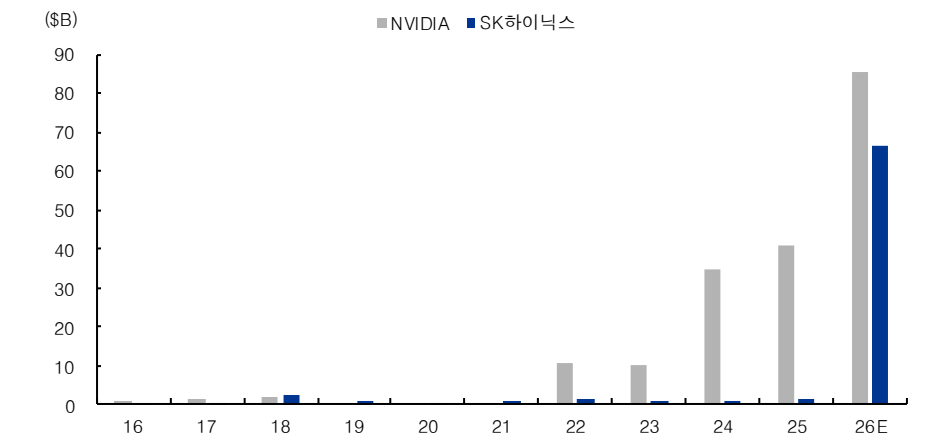
2026년부터
주주환원 본격화

2026년부터는 상황이 크게 바뀔 것으로 예상된다. 삼성전자는 100조원 이상, SK하이닉스도 100조원 규모의 주주환원을 집행할 것으로 기대한다. 영업이익 급증으로 주주환원 재원이 크게 증가한 영향이다.

일회성은 아닐 것으로
판단

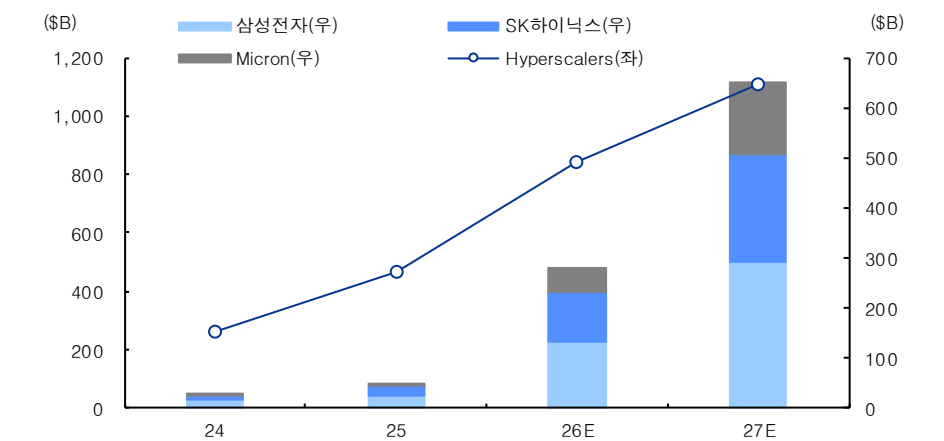
메모리 시장의 공급 부족이 당분간 지속되고, 가격 변동이 크지 않고, 수익성이 유지 된다면 FCF는 꾸준히 증가할 것으로 전망한다. 이로 인해 메모리 업체들의 주주환원 재원 규모도 동반되어 증가할 것으로 예상된다. 연간 증가하는 CAPEX에는 한계가 있을 것으로 추정하기 때문이다.

그림 33. NVIDIA vs SK하이닉스 연도별 총 주주환원 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권
 주: 회계연도 기준(NVIDIA는 FY27)

그림 34. Hyperscalers CAPEX와 메모리 3사 FCF 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권
 주: Hyperscalers는 Amazon, Meta, Microsoft, Oracle, Google

5. 메모리 기업에 밸류에이션이 박할 이유는 없다

이론적으로는
주주환원 규모가 클수록
높은 밸류에이션 적용

이론적으로는 FCF/당기순이익(FCF Conversion)가 커지고, FCF에서 주주환원률이 높을수록 적정 PER은 상승한다. FCF를 이용한 적정 PER 구하는 식은 아래와 같다.

$$PER = (FCF \text{ Conversion} \times FCF \text{ 주주환원율}) / Ke-g$$

Ke-g를 4%로 가정하고,

SK하이닉스 2026년 예상 수치를 적용하면

FCF Conversion = 62%, FCF 주주환원율은 59%가 예상된다. 이에 따른 적정 PER은 8.4배 수준이다. 현재 밸류에이션에 비해서 2배 가까이 높은 수준이다.

밸류에이션 레벨업이
진행된 기업은 Apple,
TSMC가 대표적

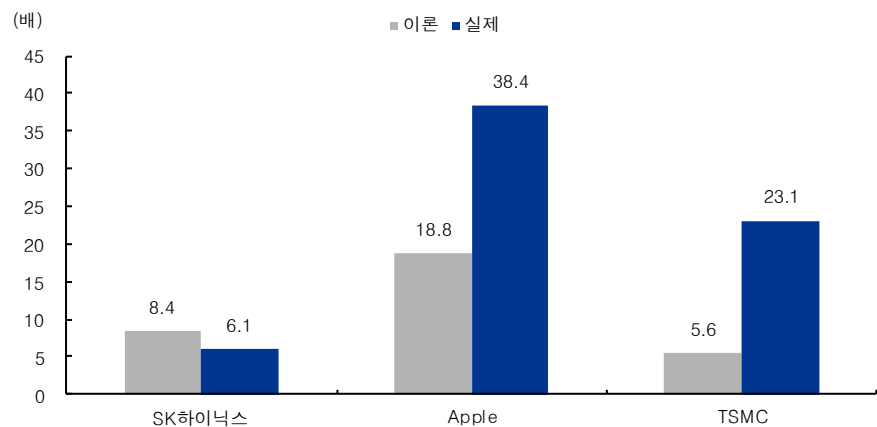
Apple과 TSMC는 주주환원 확대와 사업 모델 진화, 안정적 성장이 밸류에이션에 반영되면서 점차적으로 밸류에이션이 높아졌다. 이들 기업의 밸류에이션은 FCF를 고려한 이론적 PER을 크게 상회한다.

Apple의 FCF Conversion은 108%, 주주환원/FCF는 70%이고, Ke-g 4%를 적용하면 적정 PER은 18.8배 수준이고, 현재 Forward PER은 38배 수준이다.

TSMC의 FCF Conversion은 54%, 배당/FCF는 42%이다. 여기에 Ke-g 4%를 적용하면 적정 PER은 5.6배에 불과하다. 현재 TSMC의 Forward PER은 23배 수준이다.

이는 주가에 반영되는 변수가 주주환원보다는 안정적 성장, 독점적 지위, 높은 수익성에 대해서 좀 더 높게 반영하고 있기 때문이다.

그림 35. 이론적 밸류에이션과 실제 밸류에이션



자료: Bloomberg, IBK투자증권

6. 메모리 기업들의 계단식 밸류에이션 상승을 기대한다

2026년 한번 만으로는
부족. 검증이 필요

메모리 기업들의 주주환원을 고려한 PER 대비 실제 PER의 괴리가 큰 이유는 메모리 업체들의 주주환원에 대한 신뢰가 확보되지 않아서이다. 이를 극복하기 위해서는

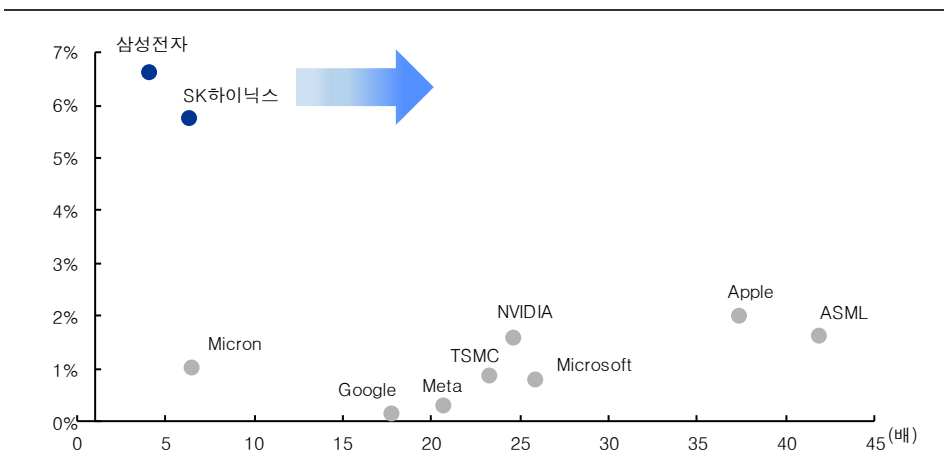
- 1) 안정적 수익성 확보
- 2) 꾸준한 이익 증가
- 3) 안정적 FCF와 이를 바탕으로 한 안정적 주주환원의 조건이 검증되어야 한다.

이는 장기적으로 하락 사이클이 없거나 하락 사이클에도 주주환원 규모 감소는 없어야 한다는 의미다.

삼성전자와 SK하이닉스의 주주환원은 Big Tech 기업과 비교해도 주주환원의 규모, FCF 대비 주주환원 비율, 시가총액 대비 주주환원 비율 모두 Top Tier이다. 그에 비해서 PER은 가장 낮은 수준에 머물러 있다.

주주환원이 2026년 대규모 일회성이 아니라 안정적으로 정착이 되고, FCF가 지속적으로 증가하는 것이 검증이 되면 현 수준의 밸류에이션에서 한 단계 레벨업 될 것으로 기대한다.

그림 36. Big Tech 업체들 PER(X축) vs 시가총액 대비 주주 환원율(Y축)



자료: IBK투자증권

Compliance Notice

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

동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

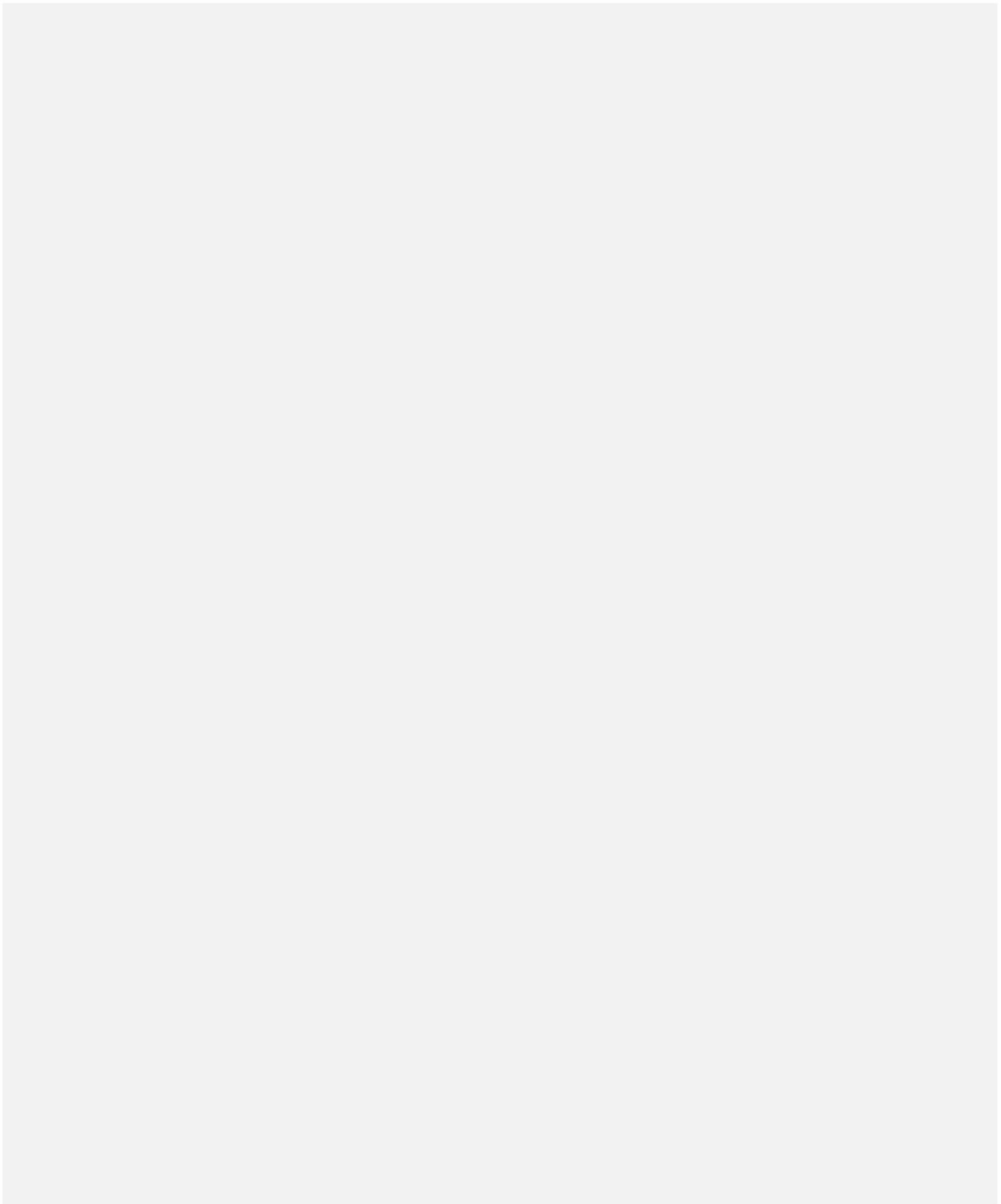
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

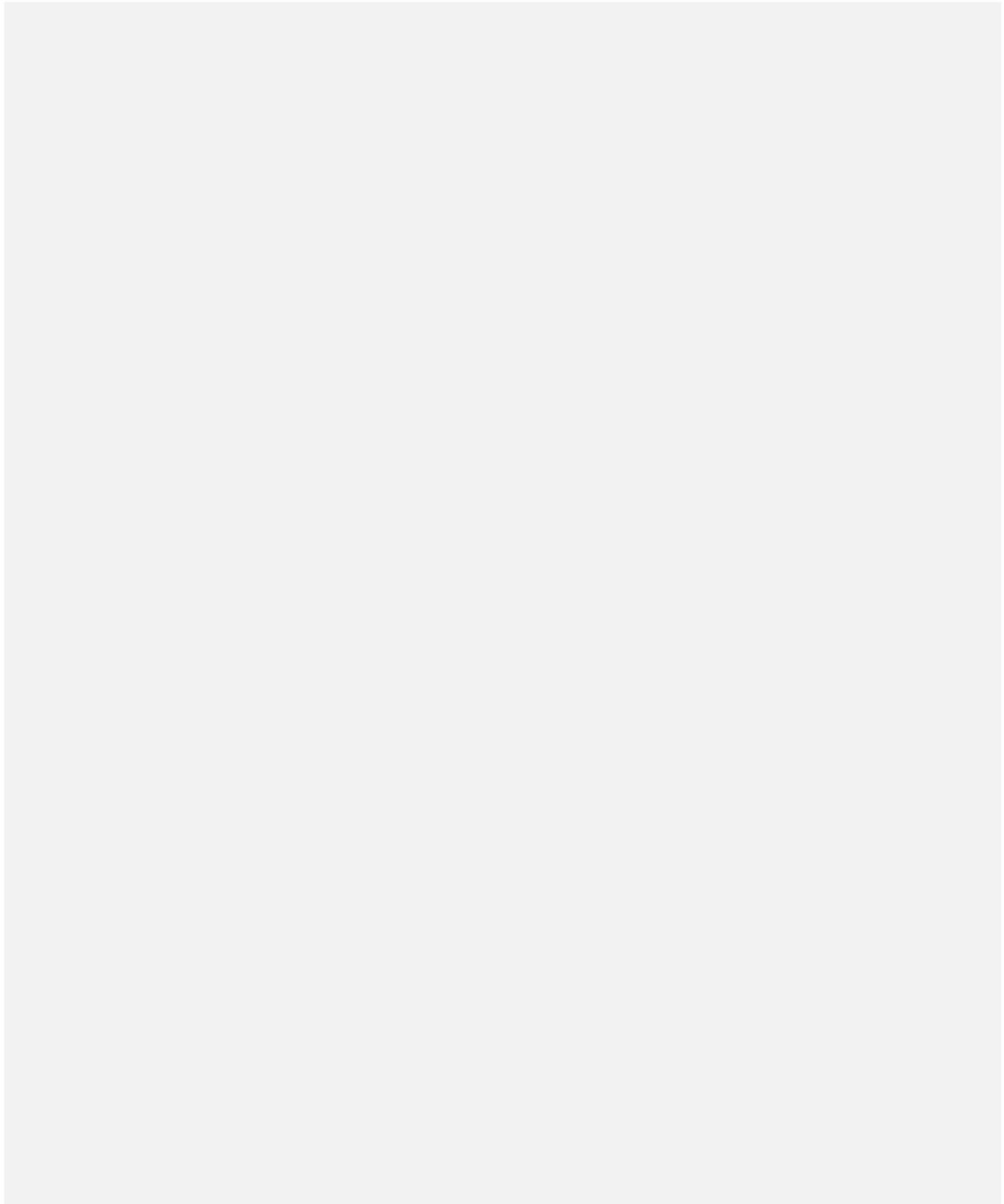
동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

Note



Note





IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/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
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
정상휘	연구원	Quant	6915-5663	sh.jeong@ibks.com
김예슬	연구원	글로벌 전략	6915-5526	chchu93@ibks.com

기간산업분석부

이동욱	연구위원	에너지/소재	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
장성호	연구원	조선/기계/운송	6915-5661	cpszoo9080@ibks.com

혁신기업분석부

김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	유틸리티/방산/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
조경진	연구위원	화장품	6915-5464	ckjins@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com

코스닥리서치센터

이건재	연구위원	코스닥 리서치	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
조은애	연구위원	코스닥 헬스케어	6915-5689	goodkid@ibks.com
정이수	연구위원	코스닥 제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
강민구	연구원	코스닥 반도체/장비	6915-5473	kmg@ibks.com
김혜빈	연구원	코스닥 로봇	6915-5669	hyebhinkim@ibks.com
유창근	연구원	코스닥 스톡캐	6915-5655	changsic12@ibks.com
김승규	연구원	코스닥 IT	6915-5686	kimsg@ibks.com

신뢰를 바탕으로 함께 성장 하는 IBK투자증권



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

IBKS Family Office	02) 536-4070	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030		