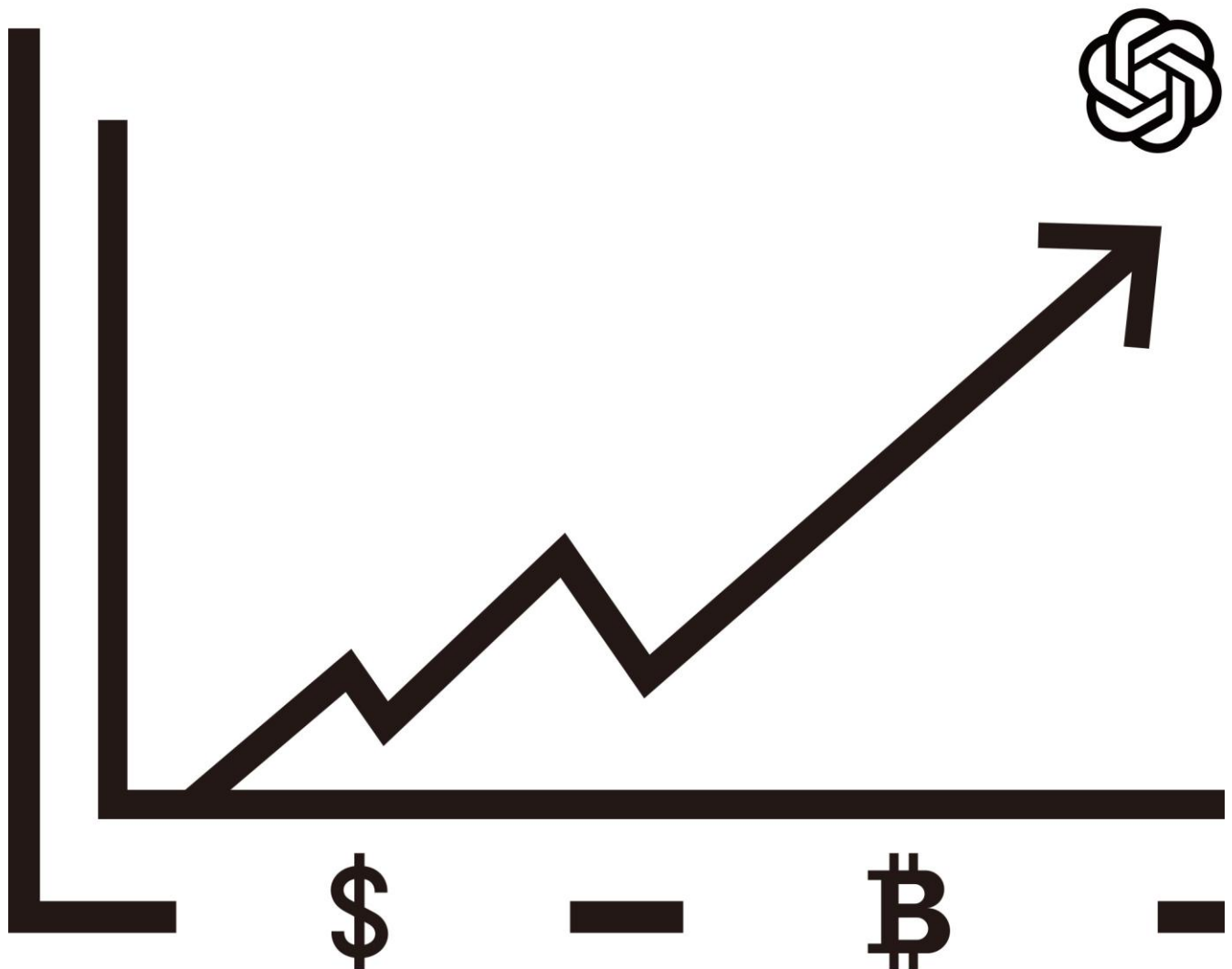


전략공감 2.0

오늘의 차트
판다채권, 달라진 성장 동력

칼럼의 재해석
메모리 반도체, 성장주인데 주주환원도 이렇게나 한다고요?



본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

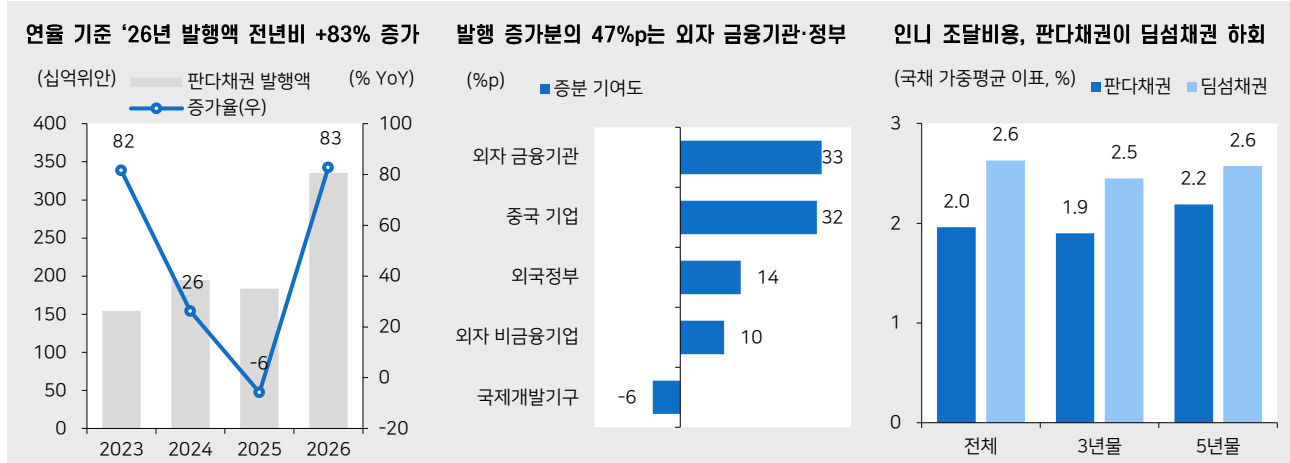
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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.

오늘의 차트

최선휘 연구위원

판다채권, 달라진 성장 동력



주: '26년 판다채권 발행액 및 기여도는 7월 말 누적 기준 연율화 수치

자료: Wind, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

7월 말 기준 올해 판다채권 발행액은 약 1,957억 위안으로 전년동기대비 68% 증가하며 이미 지난해 연간 발행규모를 넘어섰다. 현 발행 속도를 단순 연율화할 경우 2026년 연간 발행액은 전년대비 약 83% 증가하는 수준이다. 낮은 위안화 조달 금리라는 우호적인 환경 속에서, 올해 발행 확대는 외자 발행주체가 주도했다.

연율 기준 발행 증가율 83%를 주체별로 분해하면, 외자 금융기관, 외국 정부, 외자 비금융기업이 합산 57%p로 전체 증가분의 약 69%를 설명한다. 단일 주체로는 외자 금융기관이 33%p로 가장 높다. 7월 말까지 도이치, 바클레이스 등 글로벌 금융기관을 중심으로 약 520억 위안이 발행됐다. 이들의 발행 동기는 중국 내 영업용 위안화 조달보다, 저리로 조달한 자금을 역외로 이전해 글로벌 위안화 업무에 활용하려는 목적이 더 주효했던 것으로 판단된다.

외국 정부의 신규 발행도 약 14%p를 기여했다. 특히 인도네시아는 7월 말 70억 위안 규모의 첫 판다채권을 발행했다. 해당 판다채권의 가중평균 이표는 약 1.96%로, '25년 10월 이후 지속해 온 담선택권 가중평균 이표 2.63%보다 약 67bp 낮았다. 동일 만기 기준으로 판다채권 이표가 담선택권을 하회해, 인도네시아 입장에서 위안화 조달은 역내 발행이 비용 우위에 있음을 보여준다.

이러한 요인을 종합하면 판다채권 시장의 성장세는 당분간 지속될 가능성이 높다. 단기적으로는 온쇼어 위안화 조달비용 우위가 가장 직접적인 유인으로 작용하고, 중장기적으로는 글로벌 위안화 조달 수요 확대가 시장 성장을 뒷받침할 전망이다. 여기에 판다채권 발행절차 간소화, 발행등록 수수료 면제 등 최근 거론된 제도 개선이 발행 부담을 완화하고 있어, 판다채권 발행의 외연은 지속적으로 확대될 것으로 판단한다.

칼럼의 재해석

우서현 연구원

메모리 반도체, 성장주인데 주주환원도 이렇게나 한다고요? (Bloomberg)

지난 30년 동안 메모리 산업은 경기 순환적 특징을 보이며 치열한 전쟁을 치렀다. 공급부족은 막대한 증설을 불렀고, 뒤늦은 증설은 다시 공급과잉으로 이어졌다. 호황기 벌어들인 현금은 배당보다는 공장으로, 자사주 매입보다는 설비투자로 향하며 다음 치킨게임을 준비했다. 그 결과 인텔/TI/도시바 메모리사업부, 키몬다, 엘피다 등이 역사의 뒤안길로 사라졌고, 현재의 3강 체제가 완성되었다.

시는 메모리 산업의 공식을 완전히 재편하고 있다. 이들의 수익성과 현금창출력은 과거와 비교하기 어려울 정도로 높아졌으며, 세계 최고 수준을 향하고 있다. 이에 따라, 시장의 시선 역시 변화가 감지된다. 투자자들은 더 이상 ‘얼마를 벌 수 있는가’만 묻지 않는다. ‘그 열매가 얼마나 지속될 수 있는가, 그리고 그 결실이 결국 누구에게 돌아갈 것인가’를 함께 보기 시작했다.

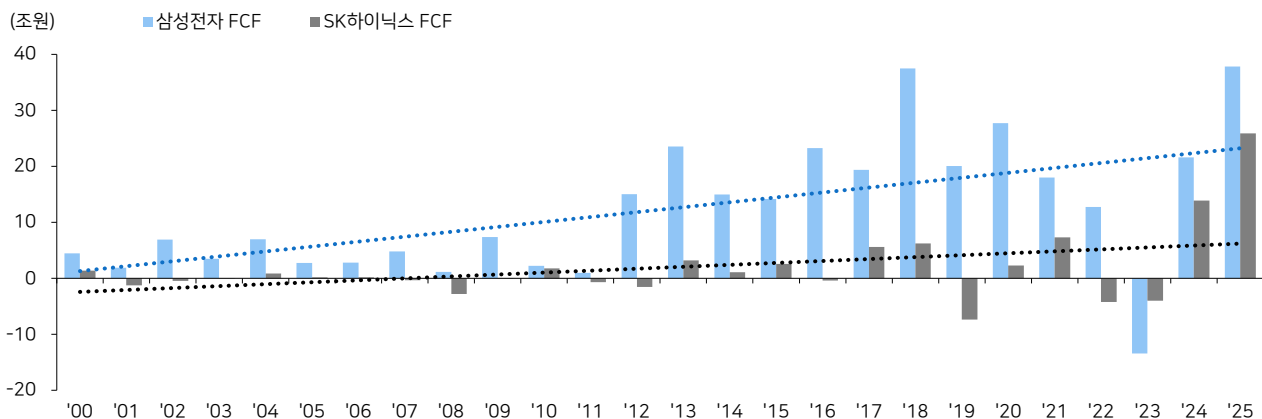
이번 칼럼에서는 애플의 자본배분 사례와 글로벌 빅테크의 주주환원 정책을 통해, AI 시대 메모리 산업의 구조적 변화와 주주환원이라는 카드가 새로운 경쟁력으로 자리잡을 수 있을지 살펴보고자 한다.

메모리 산업의 이타카는?

오디세우스가 수많은 유혹과 폭풍을 견디며 바다를 떠돌았던 이유는 단 하나, 고향인 이타카(Ithaca)로 돌아가기 위해서였다. 주식회사 역시 마찬가지다. 기업은 성장하고, 투자하고, 경쟁하며 수많은 선택을 반복하지만 결국 향해야 할 목적지는 명확하다. **‘투자자로부터 받은 자본을 더 큰 가치로 키워 다시 돌려주는 것’**, 즉 주주가치의 증대이다. 이 명제는 자본의 국경이 사라진 오늘날 더욱 중요해지고 있다. 이제 기업은 산업뿐만 아니라 자본 시장에서도 경쟁한다. 투자자들은 더 이상 자국 기업을 한정해서 투자하지 않는다. 더 명확하고, 꾸준히 이타카(주주가치 극대화)에 도달할 기업을 찾는다.

지금까지, 삼성전자와 SK하이닉스를 비롯한 메모리 기업들은 귀향을 꿈꿀 여유조차 없었다. 메모리 반도체의 경기순환적 특징 때문이다. 언제나 공급 부족은 증설을 불렀고, 증설은 다시 공급과잉으로 이어졌다. 호황기에는 막대한 이익을 벌었지만 불황기에는 그보다 빠르게 현금이 소진됐다. 이들에게 현금은 주주에게 돌려줄 잉여자본 보다는 다음 불황을 버티기 위한 생존 자금을 가까웠다.

그림1 삼성전자, SK하이닉스 잉여현금흐름(Free Cash Flow, 이하 FCF) 추이: 극심한 변동성에 생존 자금 보유 기조 뚜렷



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

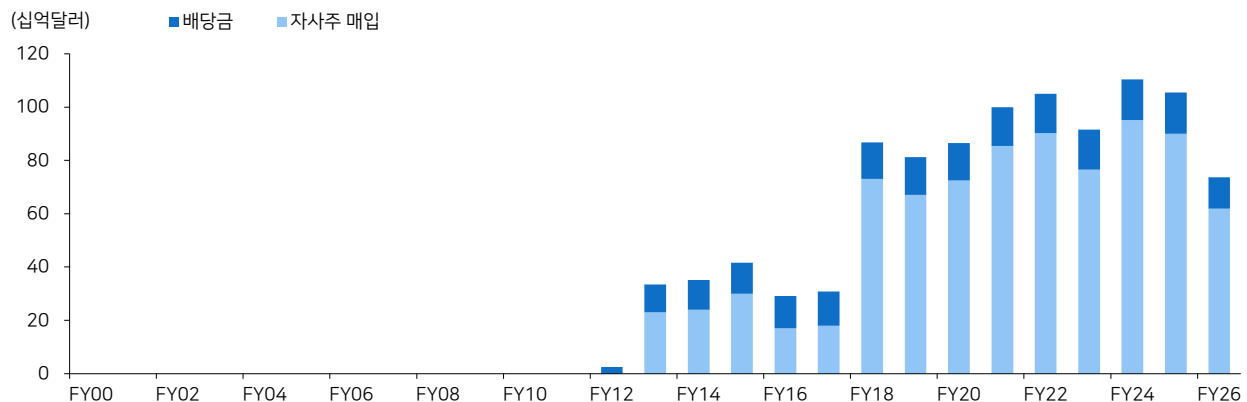
여전히 견고한 애플, 자본배분이 만든 프리미엄

메모리를 둘러싼 쟁탈전이 갈수록 치열해지고 있다. AI 데이터센터가 막대한 규모의 메모리를 흡수하면서, 애플을 비롯한 전통적인 IT 기업들의 물량 확보가 어려워졌기 때문이다. 그런데 아이러니한 것은 메모리 공급난의 최대 피해자로 꼽히는 애플이 오히려 7월말 글로벌 시가총액 1위를 일시적으로 탈환했다. 국내 메모리 공급사들은 AI 수요를 등에 업고 사상 최대 실적 경신과 더불어 막대한 현금을 벌어들이고 있음에도 시장은 애플에 더 높은 가격을 매기고 있는 것이다.

무엇이 이러한 차이를 만드는 것일까? 애플이 다른 기업과 확연히 구별되는 점은 ‘얼마를 버는가’를 넘어 **‘번 돈을 어떻게 활용하는가(자본배분)’**에 있다.

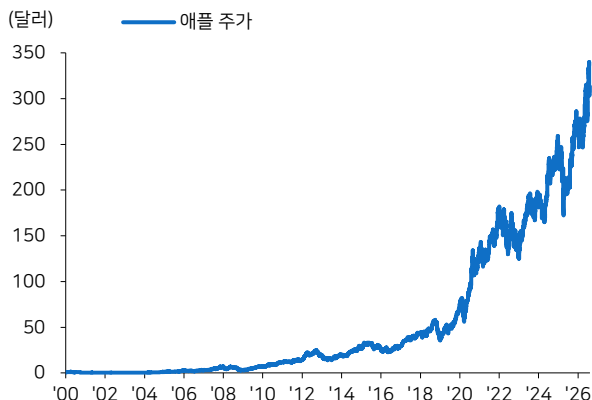
2000년대 초반의 애플 역시 전형적인 성장 기업이었다. 아이팟과 아이폰을 중심으로 새로운 생태계를 개척했고, 창출한 현금 역시 대부분 사업 확장과 제품 개발에 재투자했다. 당시 투자자들이 애플에 기대하는 바는 얼마나 빠르게 성장할 수 있는가였다. 하지만 2010년대 들어 상황이 달라졌다. 사업이 성숙하면서 현금창출력이 크게 높아졌고, 성장에 필요한 투자를 하고도 현금이 남기 시작했다. 애플은 2010년 배당을 재개했고, 이후 대규모 자사주 매입을 시작했다.

그림2 애플의 프리미엄은 적극적인 주주환원으로부터 시작 (FY26 = FY3Q26 누적)



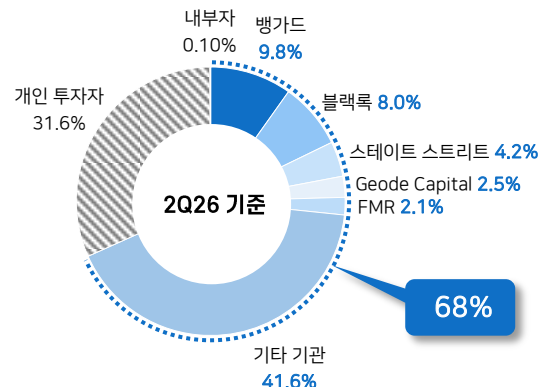
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 애플 주가 추이



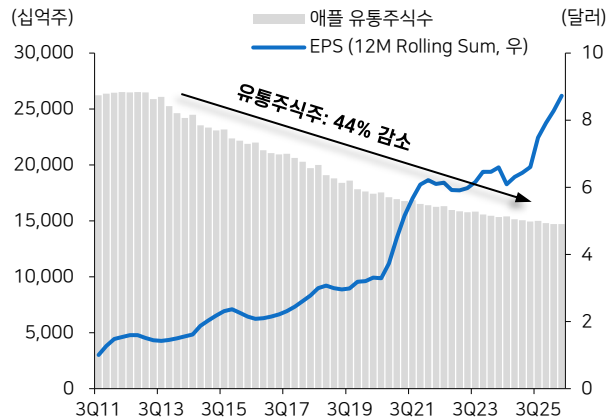
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 애플 지분구조



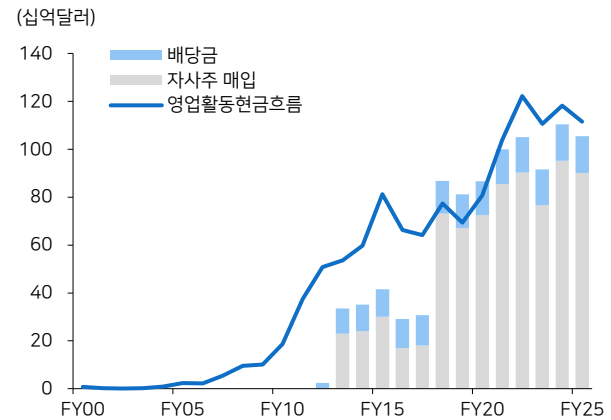
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 애플 유통주식수 & EPS 추이: 자사주 매입 지속 확대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 애플 영업활동현금흐름과 주주환원 규모 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

중요한 것은 단순히 주주환원을 늘렸다는 사실이 아니다. 사업에 필요한 자금은 계속 투자하되, 그 이상으로 창출되는 현금의 주주에게 돌려준다는 원칙을 세우고 지속적으로 이행한다는 점이다. 이후 애플의 경쟁력은 제품에서만 국한되지 않는다. 매년 막대한 현금을 창출하고, 이를 예측 가능한 방식으로 주주에게 돌려주는 능력 역시 중요한 경쟁력이 됐다. 자사주 매입은 주식 수를 줄여 주당순이익(EPS)을 높였고, 배당은 현금창출의 결실을 주주에게 직접 전달했다.

결국 시장이 애플에 부여하는 프리미엄은 단순히 높은 이익률이나 강력한 브랜드에서만 나오는 것이 아니다. 앞으로 벌어들일 현금이 얼마나 안정적인지, 그리고 그 현금이 얼마나 효율적으로 주주가치로 연결될 수 있는지에 대한 신뢰까지 밸류에이션에 반영된 결과이다. 이 지점에서 메모리 기업과의 차이가 나타난다.

자본시장의 최종 목적지, 주주환원

그렇다면, 삼성전자와 SK하이닉스의 다음 과제는 무엇일까? 이제 시장의 관심은 단순한 이익 규모를 넘어섰다. AI가 만들어낸 높은 수익성이 얼마나 지속될 수 있는지, 그리고 그 수익이 얼마나 꾸준히 주주와 공유될 수 있는지가 핵심 질문이 되고 있다.

숫자를 보면 의외의 사실이 드러난다. 메모리 기업들의 이익과 현금창출력은 이미 글로벌 최상위권에 올라섰다. 총주주환원율(TSR) 역시 글로벌 빅테크와 비교해 크게 뒤처진다고 보기 어려우며, 현 환원책을 감안시 오히려 이를 상회한다. 실제로 삼성전자와 SK하이닉스는 FCF의 약 50%를 주주에게 환원하는 정책을 운영하고 있으며, 삼성전자의 경우 최근 수년간 배당과 자사주 매입 규모 역시 꾸준히 확대해왔다. 그럼에도 시장은 여전히 메모리 기업에 디스카운트만을 적용할 뿐이다. (표1, 2)

이는 주주환원의 규모보다 주주환원의 지속성에 대한 문제에 가깝다. 애플이 높은 평가를 받는 이유는 단순히 많은 자사주를 매입해서가 아니다. 투자자들이 앞으로 창출되는 현금이 '일정한' 원칙 아래 '꾸준히' 주주에게 돌아갈 것이라고 믿기 때문이다. 아울러, 빅테크들 역시 AGI(인공일반지능)를 향한 무한 경쟁으로 막대한 보유 현금을 쏟고 있어 현금활용에 대한 가시성이 뚜렷하다. 정리하자면, 시장 은 자본의 양보다 자본배분의 가시성과 타당성을 더 높게 평가한다.

반면 메모리 산업은 오랜 기간 경기순환 산업으로 인식돼 왔다. 투자자들은 여전히 AI 호황 이후를 걱정한다. 지금의 높은 수익성이 얼마나 지속될 수 있는지, 벌어들인 현금이 임직원 성과금과 설비투자로 전부 향하진 않을지 의문을 갖는다.

결국 메모리 기업들이 직면한 과제는 단순히 주주환원 늘리는 것이 아니라, 주주환원의 우선순위 재확인과 지속 가능성에 대한 신뢰를 만드는 것이다.

표1 글로벌 테크 기업 총주주환원을 & 현금흐름 비교: 보유 현금 활용이 관건

TTM 기준	자사주매입수익률 (%)	배당수익률 (%)	총주주환원수익률 (%)	Free Cash Flow (백만달러)	Net Cash Flow (백만달러)
엔비디아	0.85	0.02	0.01	119,076	-1,997
애플	1.95	0.34	0.02	136,683	3,275
구글	0.40	0.24	0.01	53,273	34,875
마이크로소프트	0.60	0.71	0.01	66,987	-196
아마존	0.00	0.00	0.00	-11,625	-314
마이크론	0.14	0.06	0.00	26,172	14,853
삼성전자	1.28	0.74	0.02	101,077	47,413
SK하이닉스	0.00	0.20	0.00	64,938	32,274

주: CY2Q26 기준 4개 분기 누적, 시가총액은 현재 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 글로벌 시가총액 상위기업 비교

(백만달러)	시가총액	매출액		영업이익		P/E (배)		P/B (배)		ROE (%)	
		2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
1 엔비디아	5,448,872	393,780	566,225	261,342	377,332	25.2	17.4	18.00	11.13	89.1	74.0
2 애플	4,464,797	477,282	520,418	155,854	165,129	34.8	32.1	41.35	29.84	135.8	114.0
3 구글	4,216,328	434,118	544,294	172,278	217,140	18.2	20.8	5.90	4.67	57.7	39.9
4 마이크로소프트	3,678,615	329,524	390,981	153,575	182,214	29.2	25.1	8.24	6.52	30.7	28.2
5 아마존	2,833,025	828,380	948,915	109,839	140,632	18.0	21.3	4.91	3.90	25.6	17.6
TOP 5 평균		492,617	594,167	170,578	216,489	25.1	23.3	15.68	11.21	67.8	54.8
6 TSMC	1,938,816	168,511	226,560	98,701	131,952	22.2	17.0	8.12	6.01	41.1	40.0
7 브로드컴	1,869,681	105,849	174,098	70,544	113,695	34.0	20.3	17.25	10.32	55.9	61.6
8 스페이스X	1,845,449	44,231	101,716	4,614	29,370	na	83.5	9.58	9.94	3.6	15.4
9 아람코	1,708,843	491,206	461,942	243,110	235,984	13.6	14.2	3.88	3.69	29.6	25.5
10 메타	1,502,647	254,008	304,703	87,669	102,516	16.8	15.4	4.91	3.82	30.3	24.2
12 삼성전자	1,133,616	514,428	688,372	271,302	402,579	5.7	3.9	2.54	1.63	52.8	48.4
14 마이크론	1,097,386	129,619	248,180	98,334	204,881	13.4	6.4	8.17	3.77	74.2	70.9
18 SK하이닉스	860,192	246,802	380,560	191,256	299,275	4.7	3.5	3.12	1.69	101.1	61.9

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

결국 앞으로의 관전 포인트는 단순히 배당 규모나 자사주 매입 규모가 아니다. 메모리 기업의 현금창출력을 일시적인 호황이 아닌 구조적 변화로 인정하기 시작할 것인가, 그리고 기업들이 이를 얼마나 일관된 자본배분 정책으로 연결할 수 있는가이다.

최근 삼성전자(2024~2026년)와 SK하이닉스(2025~2027년)는 3분기내 현재 진행 중인 3개년 주주환원 정책(FCF의 50%)의 결산 규모를 공개할 것임을 언급했다. 아울러, 향후 공개될 차기 주주환원 정책과 그 이후의 실행 과정은 메모리 기업의 새로운 잣대를 견줄 수 있는 중요한 단서가 될 것이다.

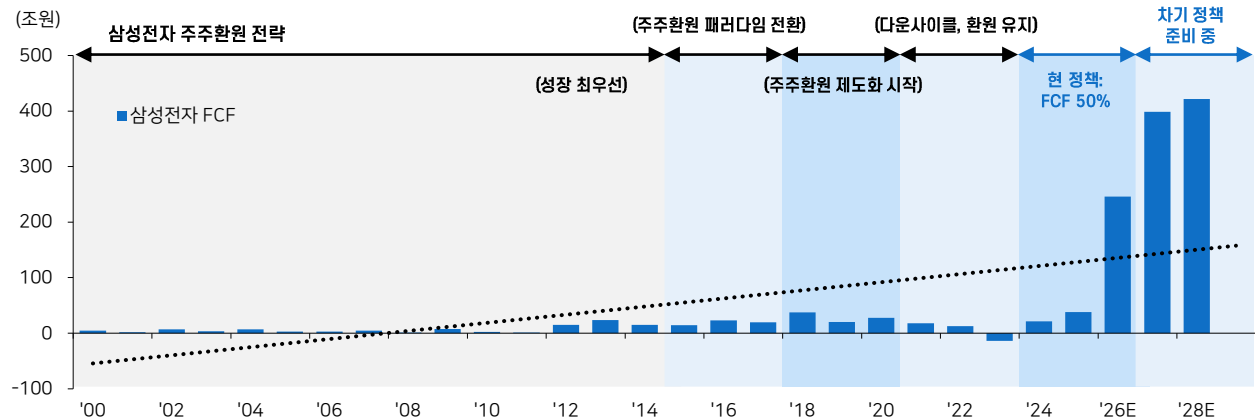
따라서 지금 필요한 것은 낙관도 비관도 아니다. 애플을 비롯한 글로벌 테크 기업과 동일한 시각으로 국내 기업을 바라보는 일이다. 앞으로의 매출과 이익 규모뿐만 아니라, 자본을 어떻게 배분(투자, 환원 등)할지 그리고 얼마나 예측 가능하게 주주와 공유할 것인지를 냉정하게 비교할 필요가 있다. 메모리 기업들의 이타카(주주환원)를 향한 여정에 주목할 시점이다.

표3 삼성전자 역대 주주환원 정책 정리

2000~2014	(성장 최우선) 정규 배당정책 / 배당성향 11.6% (15년 평균)
2015~2017 (33.5조원)	(주주환원 패러다임 전환) 2015.10 첫 3개년 주주환원책 발표 + 11.3조원 자사주 매입/소각 회사 주가가 저평가 상태라고 판단해 자사주를 매입 향후 3년간 연간 발생하는 잉여현금흐름(Free Cash Flow, 이하 FCF)의 50%를 배당 및 자사주 매입에 활용할 것 <u>앞으로도 우선주 주가가 보통주에 비해 10% 이상 낮을 경우, 우선주 매입 비중을 높여 같은 금액으로 더 많은 주식을 소각</u> +) 2017.05 보유 자사주 50% 소각
2018~2020 (39.5조원)	(주주환원 제도와 출발점) 2017.10 차기 3개년 주주환원 발표 연간 정규 배당 매년 9.6조원 지급 주주환원의 기준이 되는 FCF 계산시 M&A 차감 X 3년간의 FCF의 50% 중 정규 배당 집행 후 발생한 잔여재원 10.7조원 특별배당으로 지급 +) 2018.12 보유 자사주 잔여분 전량 소각
2021~2023 (29.4조원)	(주주환원 유지) 2021.01 신규 3개년 주주환원 정책 발표 3년간 발생하는 FCF의 50% 환원 유지 → 연간 정규 배당 9.8조원 지급 포함 메모리 다운 사이클임에도 불구하고, 정규 배당을 유지하면서 FCF의 50%인 9.4조원을 대폭 상회하는 29.4조원을 집행
2024~2026 (~진행 중)	(주주환원 유지) 2024.01 신규 3개년 주주환원 정책 발표 기존 주주환원 유지 (3년간 발생하는 FCF의 50% 환원 유지 → 연간 정규 배당 9.8조원 지급 포함) 매년 잔여재원을 산정하여 충분한 잔여재원이 발생할 경우 정규 배당 외에 일부 조기 추가 환원 검토 <u>정책 종료 이전이라도 M&A 추진, 현금 규모 등을 감안하여 탄력적으로 신규 주주환원 정책 발표 및 시행</u> <u>고객사 장기공급계약 선수금 및 임직원 성과급 보상용 자사주 매입 등이 FCF에 영향을 줄 수 있음</u> +) 2024.11 주주가치 제고 등 목적으로 3조원 자사주 매입 +) 2025.02 주주가치 제고 및 임직원 주식보상 등 목적으로 3조원 자사주 매입 +) 2025.07 주주가치 제고 및 임직원 주식보상 등 목적으로 3.9조원 자사주 매입 / Total 10조원

자료: 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

그림7 삼성전자 잉여현금흐름(FCF) 추이



주: 2026E~2028E FCF는 컨센서스

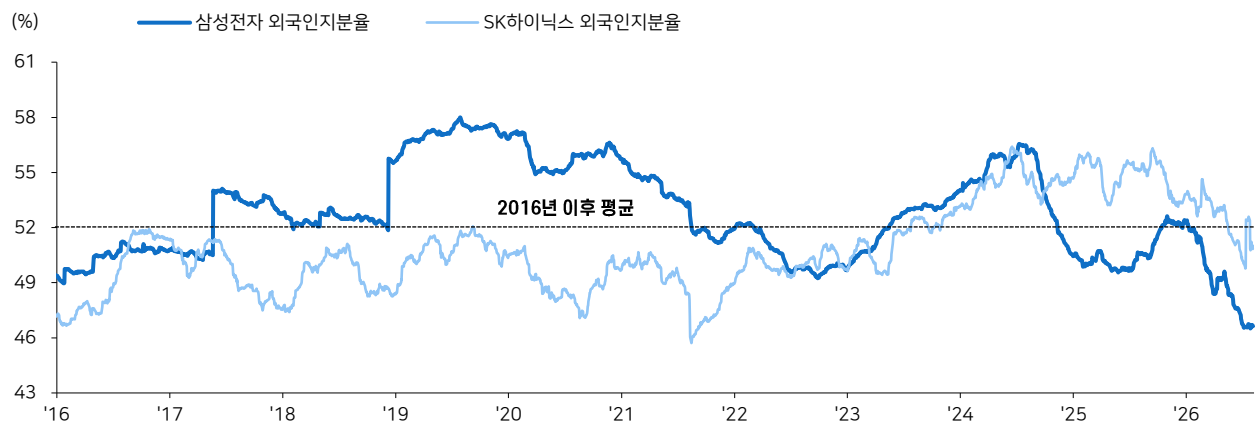
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표4 메모리 기업 주주환원 정책 정리

기업	현재 주주환원 정책	구체적 규모
삼성전자	FCF 50% 환원	집행 내역: 연간 정규 배당 9.8조원 + 자사주 매입 10조원 + 추가 환원안 발표 예정
SK하이닉스	FCF 50%를 재원으로 환원	집행 내역: 25년 연간 배당 총액 2.1조원 & 26년 0.5조 + 추가 환원안 3Q26 발표 예정
마이크론	초과 현금(Excess Cash)의 100% 환원	FY26 배당 + 자사주 매입에 적극적 * 초과현금: 사업 운영, 설비투자, 부채 상환 등을 제하고 남은 금액
키옥시아	누적 FCF N% 환원 (미정, 예시로 50% 제시)	8,000억엔 규모의 첫 자사주 매입 (2026년 8~10월)
샌디스크	자사주 매입 중심	아직 정량 가이드라인 부재 / 현재 140억달러 규모 자사주 매입 프로그램 승인
난야	현금배당 중심	이익 규모에 연동

자료: 각사 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림8 삼성전자, SK하이닉스 외국인 지분을 추이: 삼성전자는 10년내 최저 수준



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

원문: Peak Memory Fears Put Focus on Samsung, SK Hynix Cash Returns (Bloomberg)