

반도체

AI 성장과 주당가치 제고의 동반

반도체. 한동희 / donghee.han@sks.co.kr / 3773-8826

Signal: SK 하이닉스 주주환원 정책 변경: 50% 이내→50% 이상. 명확한 기준과 제한된 재량 구조
Key: 'AI 성장과 주당가치 제고의 동반, 재평가'. 성장위한 투자에도 압도적 환원 가능
Step: 주주환원이 주주가치는 바꿀 수 있다. Peak-out 아닌 Duration 장기화에 초점 맞출 것을 권고

SK 하이닉스 주주환원 정책 변경: 25~27년 누적 FCF 의 50% 이상

SK 하이닉스는 전일 주주환원 정책을 변경했다. 2025~2027년 누적 FCF 의 50% '이상'이다. 기존 정책이 50% '이내'였다는 점을 감안하면, 기존 상단이 하단으로 변경된 것이다. 실적 가시성에 대한 경영진의 자신감을 확인할 수 있는 대목이다. 또한 4Q 조원의 자사주 매입 및 소각 역시 발표했다. 이는 발행 주식수의 3.3% 수준이며, 8월 20일부터 11월 19일까지 매입 완료 후 빠르게 소각할 예정이다. 또한 환원 기준 범위 내에서 추가 환원 역시 검토될 것이며, 배당의 경우 매 분기 실적발표를 통해 업데이트, 주주가치 제고를 위해 전체 주주환원 중 매입 소각 비중을 높일 것이라 밝혔다.

해외 메모리 업체 대비 '관측 가능한 기준'을 제시했다는 점에서도 긍정적이라 판단한다. 마이크론, 샌디스크 등은 초과 현금 (Excess cash)라는 다소 모호한 기준에서의 높은 환원율을 제시하고 있지만, SK 하이닉스는 FCF (영업현금흐름-유형자산 설비투자)라는 명확한 분모를 기준으로 하기 때문이다. 즉, 그들의 정책은 FCF Payout policy 가 아니라 Cash sweep policy 인 것이다. 또한 FCF 를 기준으로 한다는 점에서 ADR 발행대금 등의 재무활동현금흐름은 실질 환원율을 높이는 효과를 낼 것으로 판단되며, 인수합병 등에 따른 금액은 포함되지 않고 환원규모가 산정될 것이다. 이를 감안하면, 사실상 총량은 규칙으로 묶고, 집행은 재량으로 남긴 '제한된 재량' (bounded discretion) 구조이며, 이는 추가 환원의 '잠재적 개입 효과'를 내재한다.

2027년 SK 하이닉스의 FCF 는 263조원 수준으로 전망되며, 최소치인 50%를 가정한다면 130조원 수준의 환원이 가능하다. 이는 현재 시가총액의 12%에 해당하는 규모이며, 매입 소각 중심으로 진행될 경우 EPS, FCF/Share 는 더욱 돋보이게 될 것이다.

메모리: AI 성장과 주당가치 제고의 동반

SK 증권이 주장하는 메모리의 투자 포인트는 AI 시대에서 'AI 성장과 주당가치 제고의 동반이 견인하는 재평가'이다. 현 시점 글로벌 AI 관련주 중 가장 차별화되는 포인트이기 때문이다. 가장 중요한 것은 성장을 위한 투자를 늘려 집행하면서도 압도적인 주주환원 여력을 보유하기 시작하고, 경영진이 이를 신뢰하며 환원의 시작을 본격화하기 시작했다는 점이다. 전형적인 고배당주의 형태와 매우 다르다. 즉, AI 수요의 성장성만 흡수하는 것이 아닌, 창출된 현금을 배당과 주식 수 감소로 전환하며 주당가치를 복리로 높이는 산업으로 전환되고 있는 것이다. SK 하이닉스의 이번 주주환원 정책 변경 결정은 이 변화가 기대가 아니라, 실제 자본배분 정책으로 전환되기 시작했다는 증거이다. SK 증권은 이를 SK 하이닉스 뿐 아니라 메모리 업계 전반적인 자본배분 정책의 변화라고 판단한다. 확산은 정해진 미래이며, 시점의 문제일 뿐이다. 주주환원이 기업가치를 바꾸지는 못해도, 주주가치는 바꿀 수 있다.

이제 '긴 사이클'만 시장이 신뢰하면 된다. 금리 등 거시경제 환경은 불투명하지만, SK 증권은 AI 투자 지속성과 메모리 위상 변화 속 공급 부족 장기화, LTA 에 따른 실적 가시성 및 안정성 확대에 주목한다. Peak-out 아닌 Duration 장기화에 초점을 맞출 것을 권고한다. 메모리 업계 경영진도 이를 신뢰하기 시작했다. 메모리 비중확대 의견을 유지한다.

주요 메모리사 주주환원 정책 비교

업체	구분	기존	최신
삼성전자	환원 기준	3개년 누적 FCF의 50% + 연 정규배당 약 9조8,000억원	-
	적용 기간	2024~2026년 누적	
	핵심 내용		
	핵심 특징	국내 기업 최초 FCF 기반 환원 정책 도입	
SK하이닉스	환원 기준	누적 FCF 50% 범위 내 (상한)	누적 FCF 50%의 이상 (하한)
	적용 기간	2025~2027년 누적	기간 동일 · 조기 이행
	핵심 내용		40조원 매입 후 전량 소각(2.407만주, 발행주식의 3.3%) 8/20~11/19 · 추가 환원 검토
	핵심 특징	상한액 정책 — 환원 규모에 천장	상한 → 하한 전환 · 국내 상장사 최대 소각
Micron	환원 기준	명시적 목표 없음 (CHIPS법이 자사주 제약)	장기적으로(over time) 초과현금(excess cash)의 100% 환원 계획
	적용 기간	기간 설정 없음	2026.12.9~ 확대 (CHIPS 확정계약 2주년)
	핵심 내용		FY3Q26 자사주 매입 X · 부채 \$4.37B 선상환 · 배당 동결
	핵심 특징	보조금 조건에 묶인 사실상 최소 환원	자사주 중심 환원 예고 · 배당수익률 0.1% 미만
SanDisk	환원 기준	정책 없음 — 무배당·승인액 기반 재량	투자 집행 후(after investing) 초과현금(excess cash)의 100% 환
	적용 기간	기간 설정 없음	FY28~FY30 장기 재무모델 연동
	핵심 내용		\$4.5B 집행 + \$14B 추가 승인 → 잔여 \$15.5B (시총의 약 8.6%)
	핵심 특징	스핀오프 직후 정책 공백	8사 중 최고 강도 · 무배당("자사주 또는 배당" 병기)
Kioxia	환원 기준	기준 없음 (무배당·무자사주)	초과 누적(excess cumulative) FCF의 약 50% + 누진배당 (progressive dividend) 도입
	적용 기간	없음 (2024.12 상장 후 무배당)	누진배당 - 이르면 27년 3월(26년 4월~27년 3월)부터 적용 가능
	핵심 내용		8,000억원 자사주 매입, 1:3 주식 분할(10/1 실시 예정)
	핵심 특징	상장 후 환원 이력 전무	자본효율 위해 자사주 먼저, 배당 기조 불변
Nanya	환원 기준	목표 없음 - "적정 비율은 주주와 협의"	배당성향은 40% 인פק 계획 (2Q26 컨퍼런스콜 중 구두로만 제시)
	적용 기간	연 단위 · 별도 기간 없음	연 단위 · 별도 기간 없음
	핵심 내용	FY25분 주당 NT\$1.35 승인 — 2년 만의 재개	주당 배당금 NT\$1.347 확정 · 7/7 배당락 · 자사주 관련 프로그램 없음
	핵심 특징	환원 채널이 배당 단독	8사 중 유일 순이익 기준 · 신규 랩 capex로 성향 이향
WDC	환원 기준	초과(excess) FCF 전액 · 비율 목표 없음	초과(excess) FCF 전액 · 비율 목표 없음
	적용 기간	분기 단위 · 별도 기간 없음	분기 단위 · 별도 기간 없음
	핵심 내용		FY4Q26 \$672M(+CB 전환프리미엄 청산 \$328M) · FY26 총환원 \$3.1B
	핵심 특징	배당·자사주 병행 정착 단계	FY26 중 FCF \$3.5B의 약 88% 환원 · 순연금 전환
Seagate	환원 기준	FCF의 75% 이상	FCF의 75% 이상 · FY26 실제 이행률 26%
	적용 기간	분기 단위 · 별도 기간 없음	분기 단위 · 별도 기간 없음
	핵심 내용		4개 분기 연속 \$0.74 동결 · FY26 총환원 \$810M
	핵심 특징	정량 하한을 제시한 유일한 회사	부채 \$1.4B 상환 우선 · 주식수 218 → 227M 증가

자료: 각사 종합, SK 증권

주요 메모리 27년 FCF Payout ratio scenario에 따른 환원 가능 규모와 시가총액 대비 비중

기업	시가총액 (\$B)	FCF (\$B)				Payout ratio scenario					시가총액 대비 (%)				
		25	26C	27C	28C	50%	60%	70%	80%	90%	50%	60%	70%	80%	90%
삼성전자	1,084	26.6	168.3	263.4	273.8	131.7	158.0	184.4	210.7	237.1	12.1	14.6	17.0	19.4	21.9
SK하이닉스	853	18.2	118.9	197.6	205.3	98.8	118.6	138.3	158.1	177.9	11.6	13.9	16.2	18.5	20.9
Micron	1,062	6.8	75.9	143.9	163.3	71.9	86.3	100.7	115.1	129.5	6.8	8.1	9.5	10.8	12.2
SanDisk	238	1.0	19.4	34.2	36.6	17.1	20.5	23.9	27.3	30.8	7.2	8.6	10.0	11.5	12.9
Kioxia	172	0.9	20.3	46.8	59.9	23.4	28.1	32.8	37.4	42.1	13.6	16.3	19.0	21.8	24.5
Nanya	52	0.2	4.9	8.2	11.7	4.1	4.9	5.7	6.6	7.4	7.9	9.5	11.1	12.6	14.2
WDC	171	2.3	5.0	8.5	11.5	4.3	5.1	6.0	6.8	7.7	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5
Seagate	205	1.7	4.7	8.9	12.8	4.5	5.4	6.2	7.1	8.0	2.2	2.6	3.0	3.5	3.9

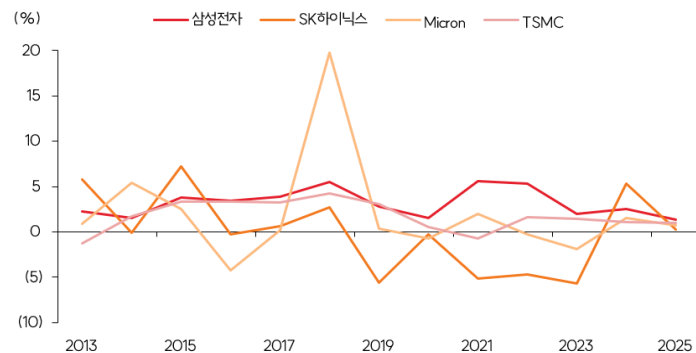
자료: Bloomberg, SK 증권

주요 메모리사, 하이퍼스케일러 2027년 예상 Shareholder Yield Scenario

(단위: \$m)	시가총액	27E CFO	27E CAPEX	27E FCF	27E FCF Yield	Payout scenario						27E 지배순이익	27E P/E
						50%	60%	70%	80%	90%	100%		
삼성전자	1,079,843	342,149	69,545	272,604	25%	13%	15%	18%	20%	23%	25%	320,407	3.7
SK하이닉스	853,659	226,781	42,601	184,180	22%	11%	13%	15%	17%	19%	22%	240,038	3.4
마이크론	1,062,488	192,007	52,720	139,287	13%	7%	8%	9%	10%	12%	13%	173,252	6.2
키옥시아	172,019	45,255	3,198	42,057	24%	12%	15%	17%	20%	22%	24%	34,701	4.9
샌디스크	238,045	37,231	761	36,469	15%	8%	9%	11%	12%	14%	15%	33,051	7.7
TSMC	1,907,150	140,947	73,831	67,115	4%	2%	2%	2%	3%	3%	4%	115,384	16.8
마이크로소프트	3,576,365	240,346	205,243	35,103	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	147,289	24.4
아마존	2,798,509	245,363	275,994	-30,631	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	135,404	21.0
메타	1,385,003	169,701	196,768	-27,068	-2%	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%	-2%	99,720	14.2
구글	4,192,208	270,466	305,448	-34,982	-1%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	189,912	20.8
애플	4,524,634	164,735	13,075	151,660	3%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	138,196	32.4

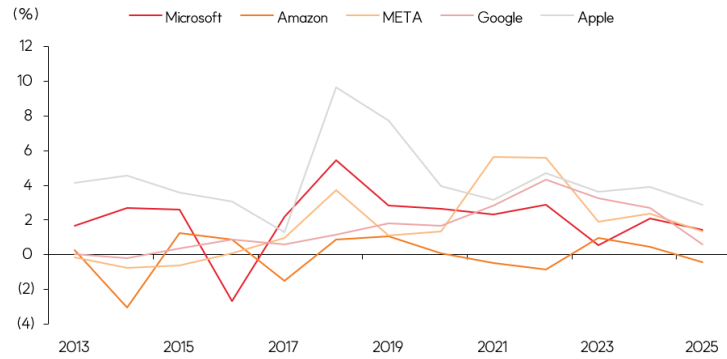
자료: Bloomberg, SK 증권

메모리 3사, TSMC의 Shareholder Yield History



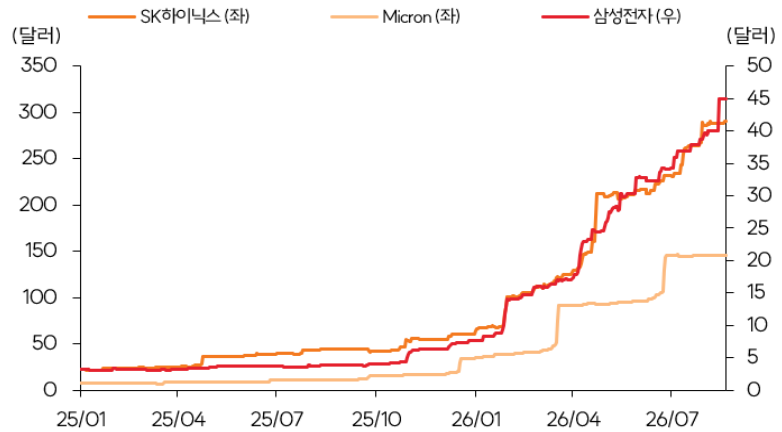
자료: Bloomberg, SK 증권

메모리 3사, TSMC의 Shareholder Yield History



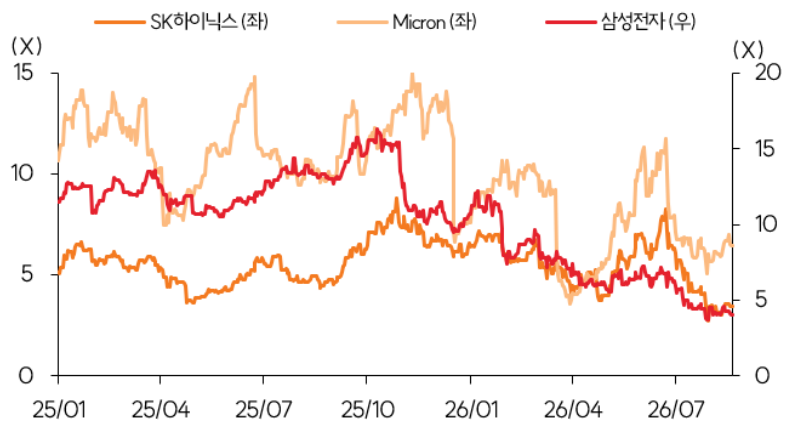
자료: Bloomberg, SK 증권

메모리 3사 12MF EPS 추이



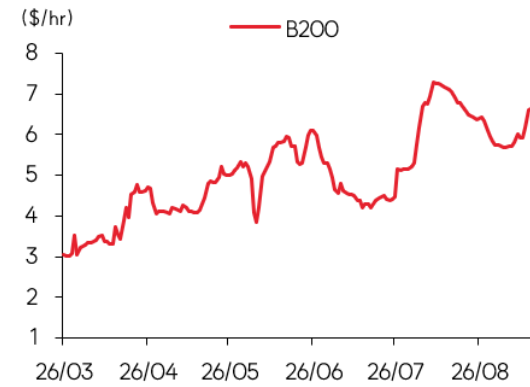
자료: Bloomberg, SK 증권

메모리 3사 12MFP/E 추이



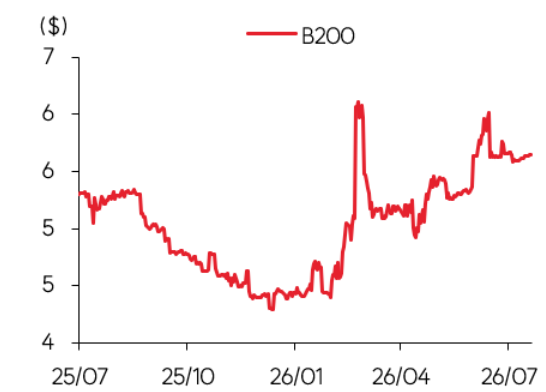
자료: Bloomberg, SK 증권

B200 임대 가격 추이



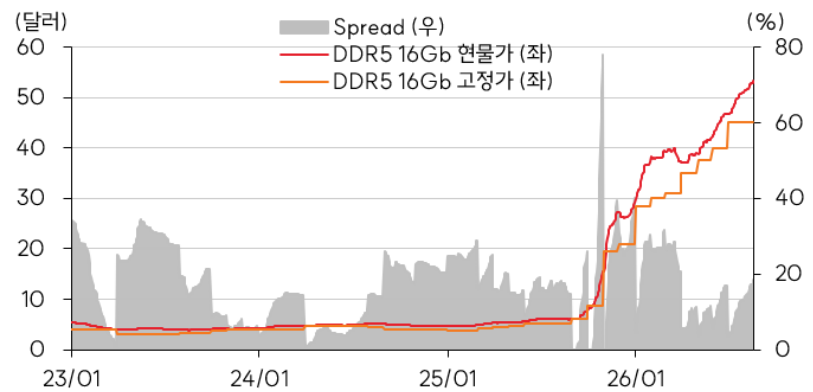
자료: Omn, SK 증권

B200 임대 가격 추이



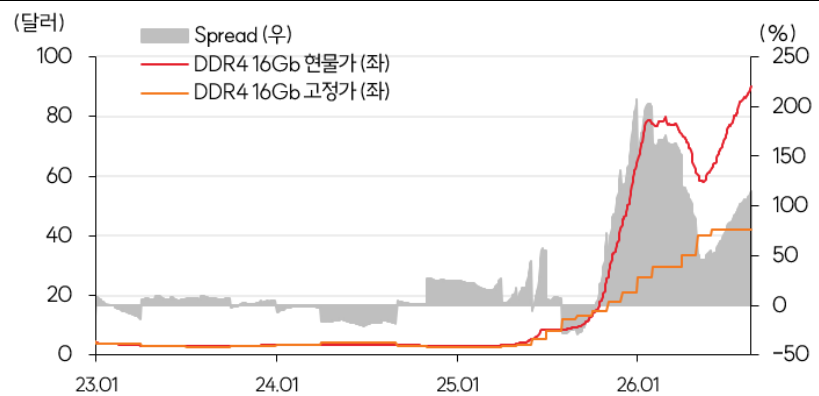
자료: Silicon Data, SK 증권

DDR5 16Gb 현물, 고정가격, Spread 추이



자료: Trendforce, SK 증권

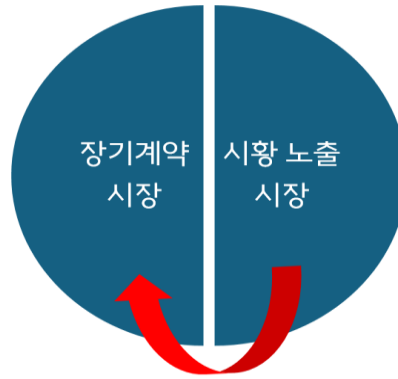
DDR4 16Gb 현물, 고정가격, Spread 추이



자료: Trendforce, SK 증권

메모리 Dual market 화

구매조건 존재
기간, 약정 물량,
가격 상/하단 Band,
선수금/예치금 등
<가격 발견 기능 X>
조건별 가격 조건 상이



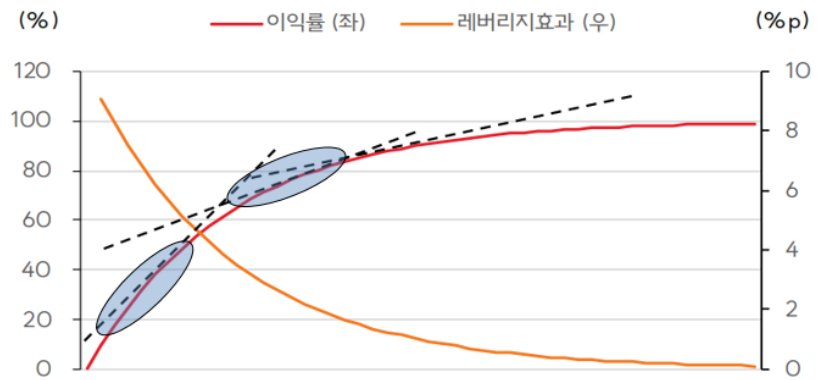
구매조건 없음
시장 가격,
다만 물량 확보 불가

<가격 발견 기능 O>

CapEx discipline 유지
→ 장기계약시장 대비
높은 가격

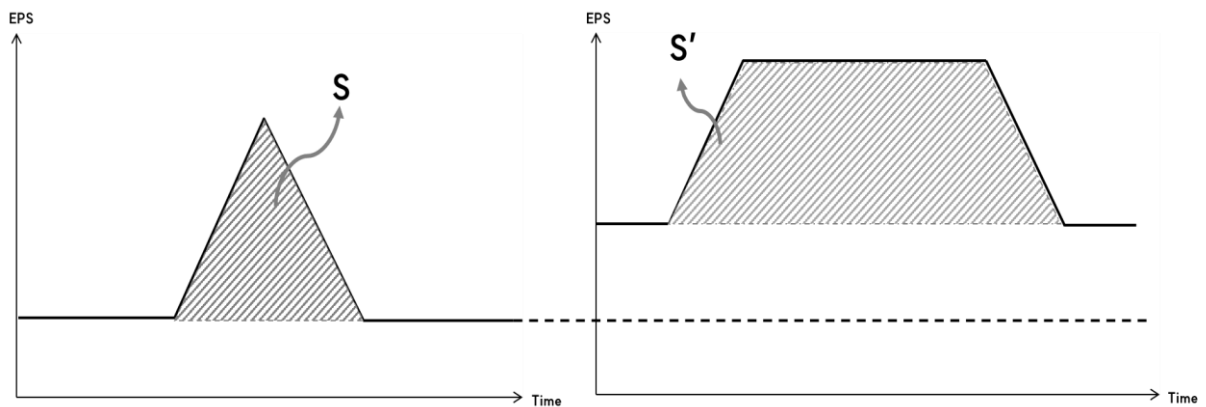
자료: SK 증권

Leverage 둔화는 De-leverage의 둔화 또한 의미: 업황 변동 민감도 하락



자료: SK 증권

(좌) Past Memory EPS, (우) AI Strategic Memory EPS



자료: SK 증권

AI 발전 단계와 병목, 가치 포착자

AI 발전 단계	핵심 병목	가치 포착자
Model discovery	모델 / 알고리즘	AI Lab, 플랫폼
Compute scaling	GPU / 가속기	GPU 업체, 클라우드
System scaling	HBM / 패키징 / 전력	메모리, 파운드리, 장비, 전력
Cost optimization	DRAM / NAND / Storage tier	메모리, SSD, 데이터센터 인프라
Industrial diffusion	안정적 생산능력	생산자, 운영 인력, 국가 인프라

자료: SK 증권

AI 생산함수 (개념)

$$\text{AI Output} = f(\text{Model, Compute, Memory, Power, Data, Data Center, Manufacturing Capacity})$$

$$= \text{Model} \times \text{Compute} \times \text{Memory} \times \text{Power} \times \text{Data} \times \text{Manufacturing Capacity}$$

자료: SK 증권

메모리 생산자의 가치 (과거)

할인 요인	내용	밸류에이션 영향
높은 고정비	팹, 장비, 감가상각 부담	다운사이클에서 이익 급감
재고 부담	수요 둔화 시 재고 평가손 발생	이익 변동성 확대
공급 과잉	중설 경쟁 이후 가격 하락	Peak earnings 신뢰도 하락
낮은 제품 차별화	범용재 이미지	가격 협상력 제한
짧은 이익 Duration	호황 이익이 오래 지속되지 않음	P/E 불가, P/B
높은 CapEx 부담	현금흐름 변동성	주주환원 가시성 제한

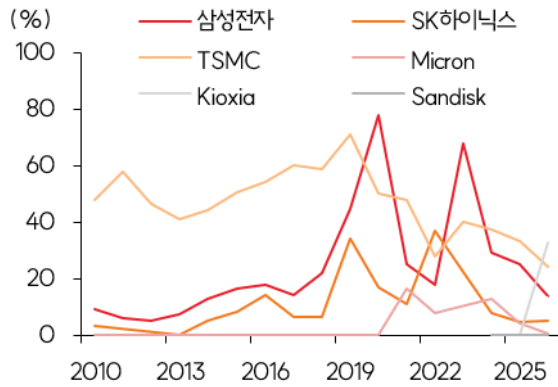
자료: SK 증권

메모리 생산자의 가치 (AI 시대)

검증 지표	의미	밸류에이션 함의
SCA/LTA 비중 상승	수요 가시성 강화	EPS duration 연장
고객별 capacity reservation	중설 리스크 공유	Capex risk 완화
Prepayment / Deposit 구조	고객 commitment 강화	이익 안정성 상승
AI SSD / enterprise SSD mix 상승	NAND의 Strategic value 상승	NAND multiple 개선
ASP 하락기 margin floor 상승	Cycle downside 완화	Through valuation 상향
재고 부담 완화	공급 discipline 강화	이익 변동성 축소
Custom HBM 및 Roadmap 공유	Switching cost 상승	고객 락인 강화
CapEx 와 Customer commitment 의 연동	무차별 중설 리스크 감소	공급 과잉 우려 완화
Cycle-average ROIC 상승	구조적 수익성 개선	Higher-quality P/E 정당화
EPS Duration 확대	이익 가시성 상승	P/E multiple 정당화
주주환원 가시성 상승	현금흐름 신뢰도 상승	Equity duration 확대

자료: SK 증권

주요 메모리 업체들의 배당성향 추이 및 전망



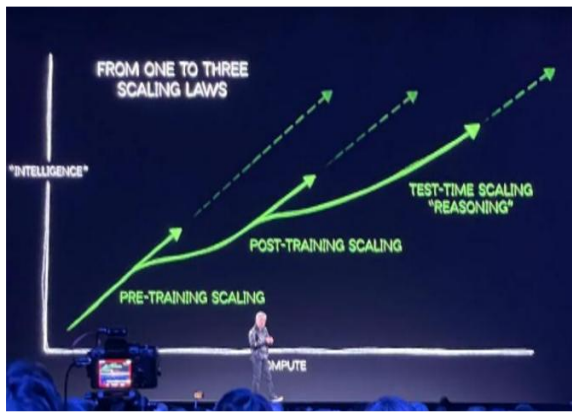
자료: Bloomberg, SK 증권

삼성전자 우선주의 보통주 대비 괴리 추이



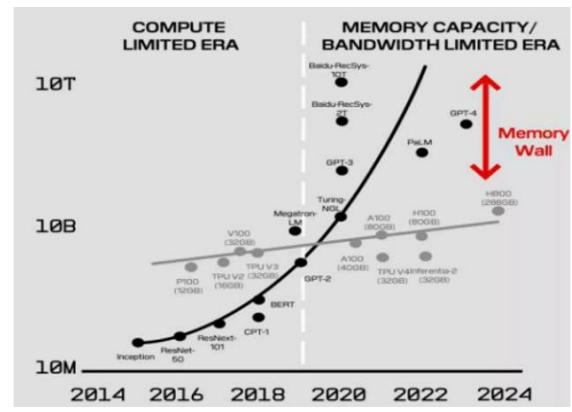
자료: Bloomberg, SK 증권

AI Scaling law



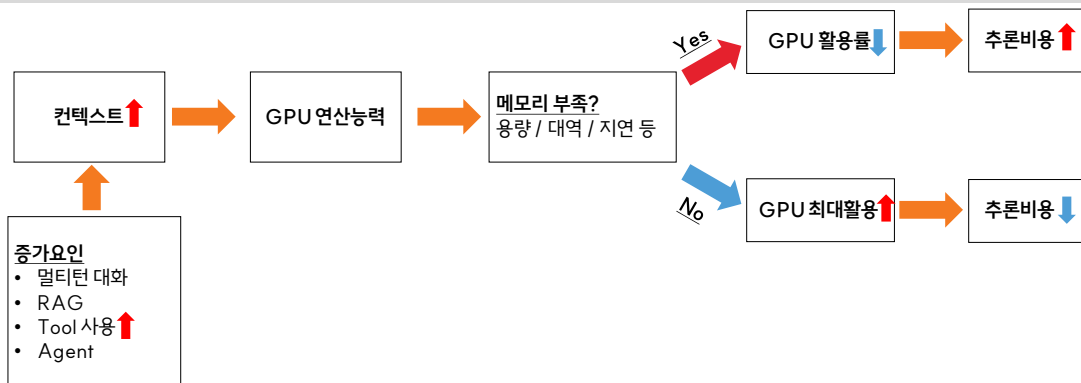
자료: 엔비디아, SK 증권

Memory wall



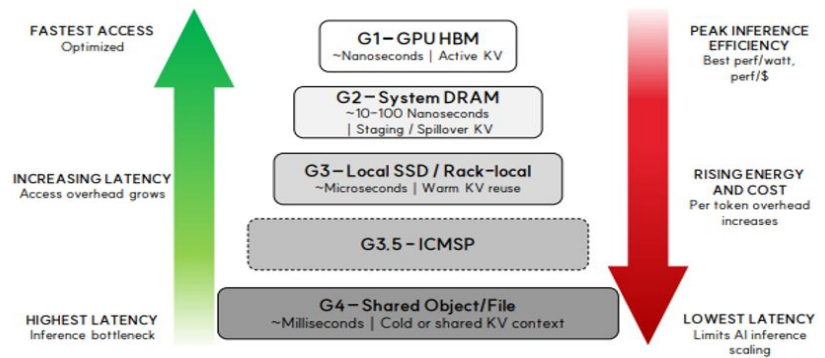
자료: 산업자료, SK 증권

AI 메모리는 성능, 비용의 직접 변수



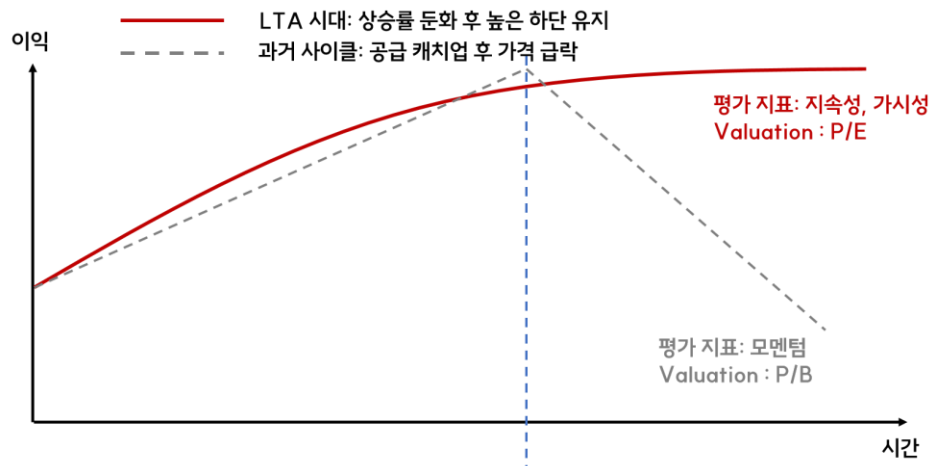
자료: SK 증권

KV cache memory hierarchy



자료: 산업자료, SK 증권

AI 기반 LTA 시대와 과거 사이클의 차이



자료: SK 증권

COMMENT

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 08월 20일 기준)

매수

96.40%

중립

3.60%

매도

0.00%