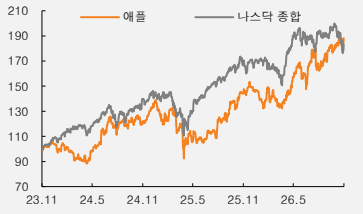
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.11.10

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**USD 410**
현재주가(26/11/9)	USD 350.69
상승여력	16.9%

나스닥 종합(p)	25,253.14
EPS 성장률(23F,%)	-
P/E(23F,x)	-
배당수익률(%)	0.3
시가총액(십억USD)	5,096.29
시가총액(조원)	6,920.25
상장주식수(백만주)	14,532.2
60일 평균 거래대금(십억USD)	14.43
52주 최저가(USD)	246.63
52주 최고가(USD)	350.69

(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.2	19.6	30.6
상대주가	12.9	24.3	19.0



[전기/전자부품, 배터리 장비]

박준서
park.junseo@miraeasset.com

AAPL US · 글로벌 테크 · 미국

애플

25억 대의 경제학

목표주가 410달러, 이익의 질이 뒷받침하는 프리미엄

투자의견 매수, 목표주가 410달러로 커버리지를 개시한다. FY28E EPS 10.15달러에 목표 P/E 40배를 적용했으며, 이는 FY24~25 평균 선행 P/E 30.9배 대비 약 30%의 프리미엄을 반영한 수준이다. **높은 밸류에이션을 정당화하는 핵심은 외형 성장보다 이익의 질과 현금창출력**에 있다.

FY26 매출액은 4,788억 달러(+15.0% YoY), 영업이익은 1,581억 달러(+18.8% YoY)를 기록했다. 고마진 Services의 이익 기여 확대와 지속적인 자사주 매입이 주당가치 성장을 뒷받침하고 있다. FY27E에는 메모리 원가 상승으로 이익 증가율이 +2.3%로 둔화되겠으나, FY28E부터 원가 부담 완화와 Services 성장에 힘입어 이익 증가율이 회복될 전망이다. 단기 수익성 부담보다 중장기 EPS 성장에 주목한다.

25억 대 생태계, Services 성장의 기반이자 밸류에이션의 핵심

25억 대 이상의 활성기기를 기반으로 한 Services의 구조적 성장이 이익 안정성을 높이고 있다. 활성기기는 2016년 10억 대에서 2026년 25억 대 이상으로 확대됐으며, 유료구독도 15억 개를 넘어섰다. 기기 간 연동과 서비스 이용이 누적되면서 고객 이탈 가능성은 낮아지고 기기당 수익화 수준은 높아지고 있다.

FY26 Services 매출액은 1,233억 달러(+13.0% YoY), 4Q26에도 316억 달러(+9.8% YoY)로 사상 최대를 기록했다. Services는 전사 매출의 약 26%지만, 76% 수준의 매출총마진율을 기반으로 매출총이익의 약 40%를 창출한다. 설치 기반 확대와 기기당 수익화가 맞물리는 구조가 밸류에이션 프리미엄의 핵심이라고 판단한다.

하드웨어, 출하량보다 가격과 믹스 개선에 주목

ASP 상승과 프리미엄 제품 중심의 믹스 개선에 있다. 4Q26 iPhone 매출액은 576억 달러(+17.5% YoY)로 9월 분기 사상 최대를 기록했으며, 출하량이 4% 감소했음에도 ASP가 약 20% 상승하며 성장을 견인했다. FY27E에도 출하량은 3% 감소하겠으나, ASP가 13% 상승하면서 iPhone 매출은 9.6% 증가할 것으로 추정한다. 다만 메모리 가격 상승에 따른 수익성 부담은 불가피하다. 프리미엄 제품 확대와 신규 폼팩터 도입, Services 믹스 개선이 원가 부담을 일부 상쇄할 것으로 판단한다. 28년부터는 원가 부담 완화와 하드웨어 수익성 회복이 이익 성장을 견인할 전망이다.

결산기 (09월)	FY25	FY26	FY27E	FY28E	FY29E
매출액 (USD 100mn)	4,162	4,788	5,196	5,377	5,654
영업이익 (USD 100mn)	1,331	1,581	1,617	1,718	1,837
영업이익률 (%)	32.0	33.0	31.1	32.0	32.5
순이익 (USD 100mn)	1,120	1,322	1,357	1,446	1,551
EPS	7.46	8.98	9.36	10.15	11.09
ROE (%)	171.4	142.3	108.9	96.3	87.2
P/E (배)	34.1	37.7	37.5	34.5	31.6
P/B (배)	51.8	44.4	37.1	30.6	25.5

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

I. 밸류에이션 및 실적 추정

목표주가 및 밸류에이션

목표주가 410달러를 제시하며 커버리지를 개시한다. FY28E EPS 10.15달러에 목표 P/E 40배를 적용했다. FY24~25 평균 선행 P/E 30.9배에 약 30%의 프리미엄을 반영한 수준이다. 단순한 하드웨어 성장률보다 Services의 이익 기여 확대와 안정적인 FCF 창출에 주목한다. 높은 밸류에이션에 대한 부담은 존재하지만, 수익성의 질적 개선과 지속적인 주주환원이 프리미엄을 뒷받침할 것으로 판단한다.

애플의 밸류에이션 상승은 이익의 성장 속도뿐 아니라 실적의 안정성이 높아졌기 때문이다. FY16~19 선행 P/E는 12.7~16.9배에 불과했는데, 이는 실적이 하드웨어 사이클에 좌우되던 시기였기 때문이다. **Services 매출 비중이 FY16 11%에서 FY25 26%로 확대됐고, 활성기기는 10억 대에서 25억 대 이상으로 증가**했다. 2012년 이후 누적 1.07조 달러의 주주환원으로 유통주식수도 약 45% 감소했다. 높은 반복 매출과 주당가치 성장이 결합되면서 과거와 다른 밸류에이션 구간에 진입했다고 판단한다.

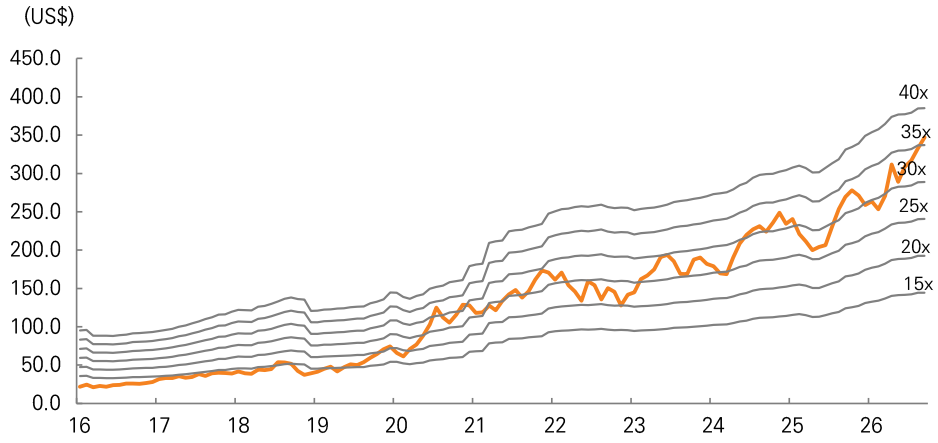
높은 PEG에 대한 부담에도 EPS 성장의 가시성은 여전히 높다고 판단한다. FY25~30E EPS CAGR은 +9.8%로, 매출 성장(+7.3%)과 수익성 개선, 연평균 약 1.7%의 주식수 감소를 반영했다. 다만 FY27E에는 메모리 원가 상승과 iPhone 출하량 감소(-2.8%)가 부담이다. 이를 ASP 상승(+10.5%)과 Services 믹스 개선이 일부 상쇄하면서 EPS는 +6.7% 성장할 것으로 전망한다.

표 1. 애플 목표주가 산정

구분	P/E (배)	값	비고
FY28E 희석 EPS		10.15	USD, YoY +8.4% (FY27E 9.36)
목표 P/E	40.0x		FY24-25 회계연도 말 12MF P/E 평균 30.9배 + 프리미엄 30%
목표주가	40.0x	410	USD (40 × 10.15 = 406, 반올림 $410)
현재주가		350.7	26.11.9 기준, US$
상승여력		16.9%	

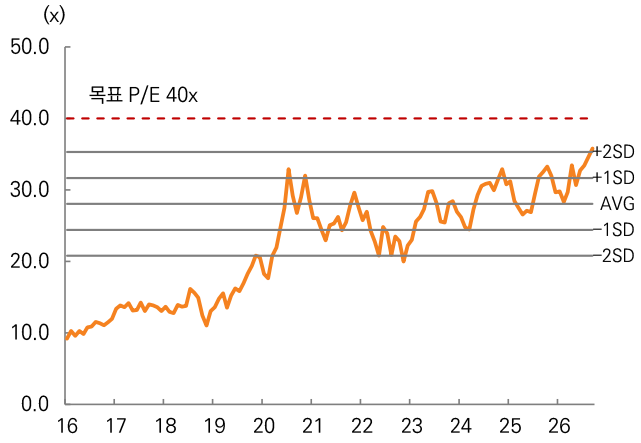
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 애플 12MF P/E 밴드 차트 (월별 주가, 2016.1-2026.10)



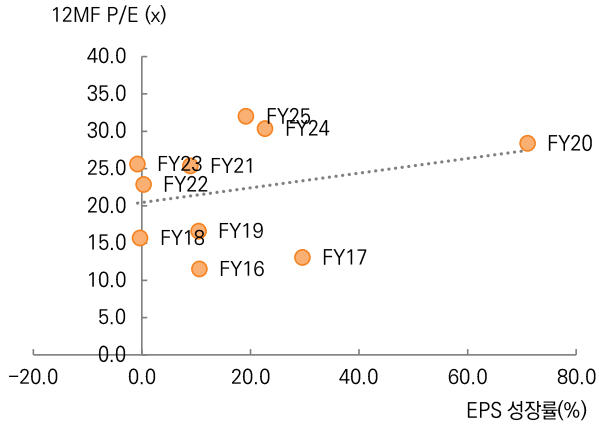
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 애플 12MF P/E 추이와 목표 P/E



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 애플 EPS 성장률 및 12MF P/E



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 목표주가 민감도 (FY28E EPS & 목표 P/E) (US$)

목표 P/E / FY28E EPS	34배	36배	38배	40배	42배	44배
9.60	326	346	365	384	403	422
9.90	337	356	376	396	416	436
10.15	345	365	386	**406**	426	447
10.40	354	374	395	416	437	458
10.70	364	385	407	428	449	471

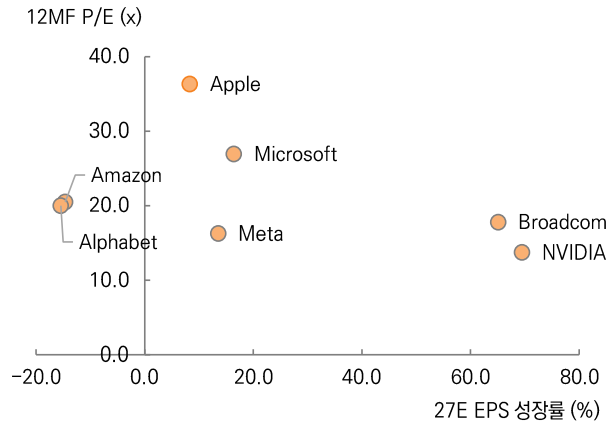
자료: 미래에셋증권 리서치센터

고밸류의 비결: 빅테크의 배수, 하드웨어의 현금흐름

하드웨어 업체 대비 높은 밸류에이션은 수익성과 현금 전환 능력에서 차이가 나타나기 때문이라고 판단한다. FY26E 영업이익률 32.9%는 삼성전자(메모리 사이클 정점)를 제외한 하드웨어 Peer 평균 약 12%를 크게 상회한다. 생산을 외부에 위탁하는 구조로 유형자산 부담이 낮고, 매출채권 회수보다 매입채무 결제가 늦어 운전자본 효율도 높다. FY25 영업현금흐름은 일회성 세금 납부에도 1,110억 달러를 기록했으며, FY26E에는 1,690억 달러로 개선될 전망이다.

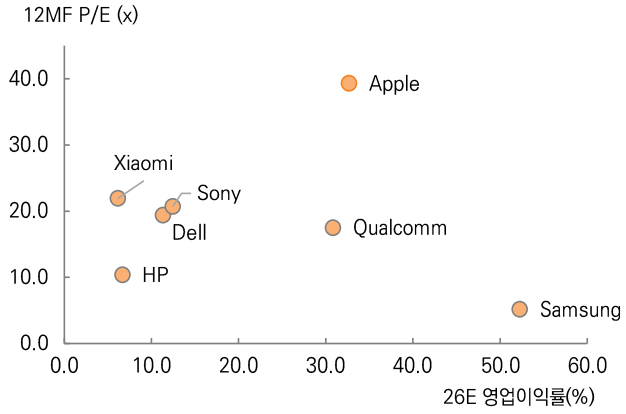
빅테크 대비 EPS 성장률은 낮지만 높은 현금창출력과 낮은 설비투자 부담에 주목할 필요가 있다. FY27E EPS 성장률은 +6.7%로 주요 빅테크 대비 낮지만, FY26E CAPEX는 99억 달러로 매출의 2.1% 수준에 그칠 전망이다. FCF는 1,590억 달러로 추정하며, 이 중 약 76%가 주주환원에 활용될 것으로 예상한다. 대규모 AI 인프라 투자 없이 기존 설치 기반에서 새로운 서비스 수요를 확보할 수 있다는 점도 중장기 성장 옵션으로 유효하다.

그림 4. 글로벌 빅테크 밸류에이션 비교 (27E EPS 성장률 vs P/E)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 하드웨어 업체 밸류에이션 비교 (26E OPM vs P/E)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 글로벌 빅테크 실적 비교 (US$bn, %)

업체명	시가총액	결산월	매출 26E	매출 27E	영업이익 26E	OPM 26E	EPS성장 26E	EPS성장 27E
Apple	**5,096**	**9**	**478.1**	**526.0**	**156.3**	**32.7**	**19.5**	**6.9**
Microsoft	4,049	6	329.5	395.4	153.6	46.6	26.5	18.2
Alphabet	3,530	12	434.1	570.1	169.0	38.9	71.2	-15.2
Amazon	2,886	12	829.0	960.3	112.4	13.6	52.8	-10.3
Meta	1,665	12	256.8	313.6	82.1	32.0	8.0	13.9
NVIDIA	4,306	1	213.8	411.1	135.7	63.5	61.4	100.2
Broadcom	1,525	10	105.9	175.0	70.9	67.0	72.9	65.2

자료: StockAnalysis(S&P Global 컨센서스), 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 글로벌 빅테크·하드웨어 밸류에이션 비교 (x, %)

업체명	P/E 26E	P/E 27E	EV/EBITDA	ROE	배당수익률	FCF yield	비고
Apple	39.7	37.2	29.6	142.3	0.3	2.6	환원수익률 2.4%
Microsoft	32.1	27.2	20.2	34.2	0.7	1.5	CY26 캐펙스 ~$190bn
Alphabet	15.5	18.2	15.5	45.0	0.3	0.6	CY26 캐펙스 $180-190bn
Amazon	19.9	22.2	13.2	27.4	-	-1.6	CY26 캐펙스 ~$200bn
Meta	19.4	17.1	14.9	32.3	0.3	1.8	CY26 캐펙스 $125-145bn
NVIDIA	38.1	19.1	30.8	117.2	0.6	2.9	
Samsung Electronics	4.0	2.4	2.0	27.6	3.2	13.0	메모리 슈퍼사이클
Xiaomi	26.6	20.8	21.6	12.6	-	-0.8	EV 투자
Dell	34.8	13.4	19.6	-	0.7	3.8	AI 서버
HP Inc	8.7	8.9	6.4	-	4.2	14.8	
Sony	22.5	18.8	12.5	-1.7	0.8	6.3	FY3/27
Qualcomm	16.3	17.9	12.8	52.8	2.1	4.7	Apple 모뎀 이탈

자료: StockAnalysis, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

실적 추정

FY26 실적은 매출액과 이익 모두 사상 최대를 기록했으며, 실적 발표 전 컨센서스를 상회했다. FY26(2025.10~2026.9) 매출액 4,788억 달러(+15.1% YoY), 영업이익 1,581억 달러(+18.8%), 순이익 1,322억 달러(+18.0%), EPS 8.98달러(+20.3%)다. iPhone 매출 2,541억 달러(+21.2%)와 Services 1,233억 달러(+13.0%)가 실적을 견인했고, Mac도 379억 달러(+12.5%)로 성장을 이어갔다. iPad 279억 달러(-0.3%), Wearables 356억 달러(-0.3%)는 보합이었다. iPhone 17 사이클(1Q26 +23%, 2Q26 +22%, 3Q26 +22%)과 MacBook Neo가 이끈 Mac(3Q26 +29%)이 두 축이었고 2Q26 +2.7pt의 FX 순풍이 더해졌다. 실적 발표 전 컨센서스는 매출 4,779억 달러, EPS 8.83달러였다.

4Q26 실적 리뷰: 매출·EPS 컨센 상회, 9월 분기 iPhone·Services·중국 사상 최대

실적은 매출 1,145억 달러(+11.7%), EPS 2.10달러(+14%)로 컨센서스(1,134억 달러 / 1.99달러)와 당사 추정(1,132억 달러 / 2.01달러)을 모두 상회했고, 총마진율 47.9%(컨센 46.3%)도 관세 환급 1pt를 제외해도 상단이었다.

부문별로는 iPhone 576억 달러(+17.5%, 9월 분기 사상 최대)이 Unit -4%(IDC) 속 Blended ASP +20%(1,005달러)로 당사(+13%)와 컨센(+15%)을 넘어섰고, Mac 108억 달러(+23.7%)은 MacBook Neo·Pro로 역대 최다 업그레이더·신규 고객을 기록하며 당사(+2%)와 컨센(+12%)을 크게 상회했다.

Services 316억 달러(+9.8%)은 사상 최대였지만 FX(3~9월 누적 약 4pt)·모바일 게임 약세·링크아웃 판결로 증가율은 둔화됐다. iPad 62억 달러(-10.4%)과 Wearables 83억 달러(-7.9%)은 공급 제약과 기저로 역성장했다. 지역별로는 Greater China +21%(분기 사상 최대, 도시 지역 판매 상위 3개 모델 모두 iPhone), 기타 아태 +15%, Europe +11.5%, Americas +10.2%, Japan -1.4%다. 영업현금흐름 280억 달러, 환원 280억 달러(자사주 240억 달러 + 배당 39억 달러), 분기 배당 0.27달러이며, FY26 전체로는 매출 4,790억 달러(+15.1%), EPS 8.98달러(+20.3%)의 사상 최대 실적을 기록했다.

1Q27 가이던스: 매출 +7~10%, 총마진율 45~46%는 메모리·Siri 램프 비용

가이던스는 매출 +7~10%(약 1,540~1,580억 달러, 역대 최대 분기), Services +8~9%, 총마진율 45~46%, 영업비용 204~208억 달러, 기타손익 약 3억 달러, 세율 약 17%다. 당사는 중간값(+8.5%, 1,559억 달러)과 총마진율 45.4%, EPS 2.87달러를 반영했다. 주가가 실적 발표 후 하락한 이유는 총마진율이다.

회사는 메모리 가격을 "전례 없는 수준"이라 표현했고 12월 분기에도 추가 상승을 예상했으며, 6월(Mac·iPad)과 9월(iPhone) 가격 인상, 보유 재고 효과, 비메모리 부품 원가 하락이 이를 일부만 상쇄한다고 밝혔다. 제조 구매약정은 6월 대비 330억 달러 늘었다. 당사는 이를 Products 총마진율 FY27E 37.1%(FY26 39.3%)로 반영했다.

반면 매출 가이던스는 표준 iPhone 18 부재와 Mac·iPad·Duo 공급 제약에도 +8.5%로 컨센 수준을 지켰고, 회사는 "순현금 중립 목표를 더 이상 두지 않는다"고 밝혀 자본배분의 유연성(차입을 통한 환원 확대)을 열었다. 당사는 이를 FY27E 자사주 분기 260억 달러, FY28E 280억 달러, FY30E 320억 달러으로 반영했다.

FY27E는 매출 5,200억 달러(+8.5%), EPS 9.36달러(+4.3%)로 성장률이 둔화되지만, 'Unit 감소·가격·믹스의 일부 흡수·자사주'의 구조로 EPS 성장은 지속될것으로 판단한다. 실적을 결정하는 변수는 세 가지다. (1) iPhone 18 분할 런칭: 18 Pro/Pro Max(9월, 1,199달러/1,299달러)와 첫 폴더블 iPhone Duo(10월 23일, 1,999~3,199달러)가 2H26에, 표준 18·18e·Air 2가 2027년 3월에 출시된다. (2) 메모리 가격 쇼크: IDC는 메모리 원가가 전년 대비 350% 올랐고 아직 상승 중이며 시장은 바닥에 도달하지 않았다고 본다.

당사는 IDC 분기 전망(2026Q4 7,600만 대 → 2027Q3 5,650만 대)에 3Q26 실적 상회분(+3.4%)을 더하고, 4Q26에 확인된 18 Pro 믹스(ASP +20%)를 세대별 ASP에 반영해 FY27E iPhone 출하 252.4mn(-3%), Blended ASP +12.7%로 iPhone 매출 +9.6%를 추정한다.

1Q27 총마진율 가이던스 45~46%(회사: 메모리 가격 '전례 없는 수준', 12월 분기 추가 상승)를 반영해 Products 총마진율은 FY26 39.3%에서 FY27E 37.1%로, 총마진율은 48.8%→47.2%로 낮아진다. 가격 인상과 Services 믹스(GM 76%)가 이를 부분 상쇄해 영업이익은 +2.3%, EPS는 자사주 효과(주식수 -1.6%)로 +4.3% 성장한다.

FY28E부터는 메모리 원가 부담 완화와 Services 성장이 EPS 증가율 회복을 이끌 것으로 예상한다. Products 총마진율은 FY28E +1.1pt, FY29E +0.5pt 개선되고 Services 매출은 연 9% 성장하는 경로를 가정했다.

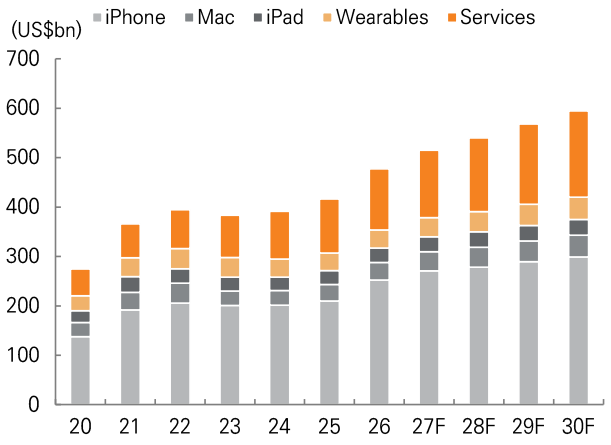
순현금 중립 목표 폐기로 자사주 매입(FY27E 1,040억 달러)이 주당가치 성장을 뒷받침할 전망이다. FY27E EPS 9.36달러는 실적 발표 전 컨센서스 9.59달러 대비 -2.4%, 매출은 -1.6% 낮은 보수적인 추정이다. 실적 발표 직후 모건스탠리가 FY27E EPS를 9.85달러로 제시한 것처럼 컨센서스는 총마진율 가이던스를 반영해 하향 조정 중이며, 당사는 마진에서 컨센서스보다 보수적이고 상향은 EPS가 아닌 배수로 반영했다.

표 5. 당사 추정치와 컨센서스 비교 (US$bn, US$, %)

항목	4Q26 실적	YoY	당사 추정	컨센서스	차이(당사)	차이(컨센)
매출액	114.5	+11.7	113.2	113.4	+1.2%	+1.0%
iPhone	57.6	+17.5	55.6	56.6	+3.5%	+1.8%
Mac	10.8	+23.7	8.9	9.7	+21.7%	+11.1%
iPad	6.2	-10.4	7.3	7.0	-14.4%	-11.0%
Wearables	8.3	-7.9	9.4	9.0	-12.1%	-7.8%
Services	31.6	+9.8	32.0	31.5	-1.3%	+0.2%
총마진율(%)	47.9	+0.7pt	47.9	46.3	0.0pt	+1.6pt
영업이익	35.6	+9.9	34.0	-	+4.8%	-
EPS(US$)	2.10	+14%	2.01	1.99	+4.5%	+5.5%

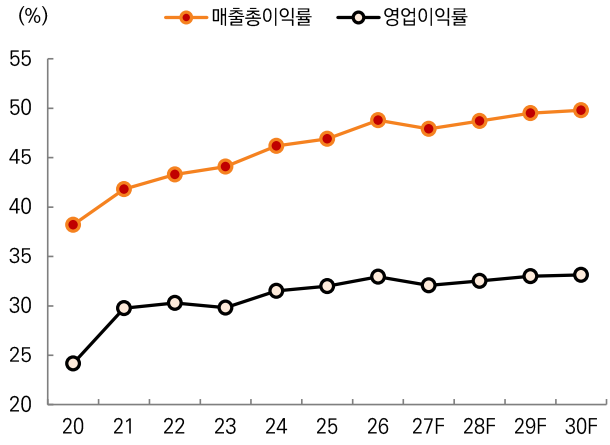
자료: S&P Global, MarketBeat, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 애플 부문별 연간 매출액 추이 및 전망



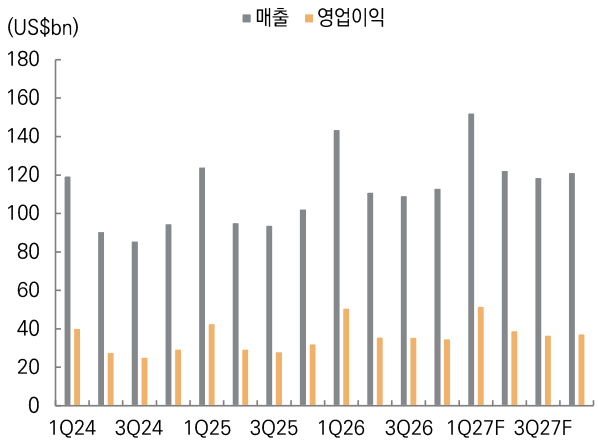
자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 애플 총마진율 및 영업이익률 추이 및 전망



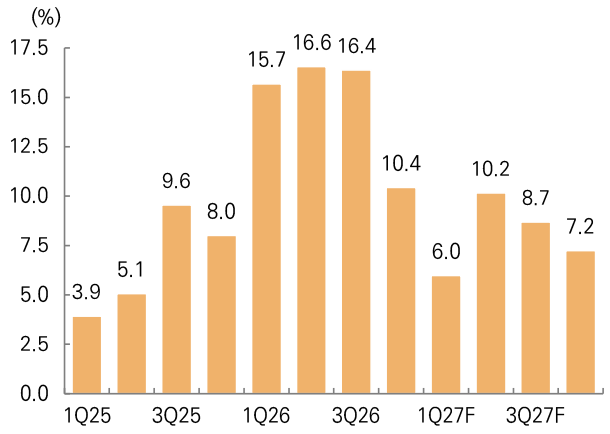
자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 애플 분기별 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 애플 분기별 매출 성장률(YoY) 추이 및 전망



자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 애플 연간 실적 추이 및 전망 (US$mn, %)

	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E
Revenue	365,817	394,328	383,285	391,035	416,161	478,834	519,613	537,672	565,428	592,123
iPhone	191,973	205,489	200,583	201,183	209,586	254,098	278,518	278,079	289,196	299,216
Mac	35,190	40,177	29,357	29,984	33,708	37,929	40,934	43,006	44,524	46,095
iPad	31,862	29,292	28,300	26,694	28,023	27,929	28,808	30,955	31,559	32,162
Wearables & Acc.	38,367	41,241	39,845	37,005	35,686	35,577	37,464	39,299	41,218	43,225
Services	68,425	78,129	85,200	96,169	109,158	123,301	133,888	146,333	158,932	171,423
Proportion	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
iPhone	52.5	52.1	52.3	51.4	50.4	53.1	53.6	51.7	51.1	50.5
Mac	9.6	10.2	7.7	7.7	8.1	7.9	7.9	8.0	7.9	7.8
iPad	8.7	7.4	7.4	6.8	6.7	5.8	5.5	5.8	5.6	5.4
Wearables	10.5	10.5	10.4	9.5	8.6	7.4	7.2	7.3	7.3	7.3
Services	18.7	19.8	22.2	24.6	26.2	25.8	25.8	27.2	28.1	29.0
YoY growth	33.3	7.8	-2.8	2.0	6.4	15.1	8.5	3.5	5.2	4.7
iPhone	39.3	7.0	-2.4	0.3	4.2	21.2	9.6	-0.2	4.0	3.5
Mac	22.9	14.2	-26.9	2.1	12.4	12.5	7.9	5.1	3.5	3.5
iPad	34.3	-8.1	-3.4	-5.7	5.0	-0.3	3.1	7.5	2.0	1.9
Wearables	25.3	7.5	-3.4	-7.1	-3.6	-0.3	5.3	4.9	4.9	4.9
Services	27.3	14.2	9.1	12.9	13.5	13.0	8.6	9.3	8.6	7.9
COGS	212,981	223,546	214,137	210,352	220,960	245,232	274,263	276,127	286,269	297,731
Gross Profit	152,836	170,782	169,148	180,683	195,201	233,602	245,350	261,544	279,160	294,391
GP Margin	41.8	43.3	44.1	46.2	46.9	48.8	47.2	48.6	49.4	49.7
Products GM	35.3	36.3	36.5	37.2	36.8	39.3	37.1	38.3	38.8	38.8
Services GM	69.7	71.7	70.8	73.9	75.4	76.2	76.3	76.4	76.5	76.6
R&D	21,914	26,251	29,915	31,370	34,550	45,765	52,220	57,320	62,120	66,920
SG&A	21,973	25,094	24,932	26,097	27,601	29,774	31,386	32,386	33,386	34,386
Operating Profit	108,949	119,437	114,301	123,216	133,050	158,063	161,744	171,838	183,654	193,085
OP Margin	29.8	30.3	29.8	31.5	32.0	33.0	31.1	32.0	32.5	32.6
Pretax Income	109,207	119,103	113,736	123,485	132,729	159,237	163,466	174,203	186,917	196,886
Tax	14,527	19,300	16,741	19,503	20,719	27,062	27,789	29,614	31,776	33,471
Tax Rate	13.3	16.2	14.7	15.8	15.6	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
Net Income	94,680	99,803	96,995	93,736	112,010	132,175	135,677	144,588	155,141	163,416
Diluted EPS (US$)	5.61	6.11	6.13	6.08	7.46	8.98	9.36	10.15	11.09	11.90
YoY growth	71.4	8.9	0.3	-0.8	22.7	20.3	4.3	8.4	9.2	7.3
# of shares (mn)	16,865	16,326	15,813	15,408	15,005	14,720	14,490	14,241	13,988	13,737
DPS (US$)	0.85	0.90	0.94	0.98	1.02	1.06	1.10	1.14	1.18	1.22

자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 애플 분기 실적 추이 및 전망 (US$bn, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
Revenue	119.6	90.8	85.8	94.9	124.3	95.4	94.0	102.5	143.8	111.2	109.4	114.5	155.9	123.9	120.0	119.8
iPhone	69.7	46.0	39.3	46.2	69.1	46.8	44.6	49.0	85.3	57.0	54.3	57.6	93.7	65.6	59.7	59.5
Mac	7.8	7.5	7.0	7.7	9.0	7.9	8.0	8.7	8.4	8.4	10.4	10.8	9.8	9.5	11.5	10.1
iPad	7.0	5.6	7.2	7.0	8.1	6.4	6.6	7.0	8.6	6.9	6.2	6.2	8.0	7.1	6.7	7.0
Wearables	12.0	7.9	8.1	9.0	11.7	7.5	7.4	9.0	11.5	7.9	7.9	8.3	11.9	8.4	8.4	8.8
Services	23.1	23.9	24.2	25.0	26.3	26.6	27.4	28.8	30.0	31.0	30.7	31.6	32.5	33.3	33.7	34.5
YoY growth	-	-	-	-	4.0	5.1	9.6	7.9	15.7	16.6	16.4	11.7	8.5	11.4	9.7	4.7
iPhone	-	-	-	-	-0.8	1.9	13.5	6.1	23.3	21.7	21.7	17.5	9.8	15.2	10.1	3.3
Mac	-	-	-	-	15.5	6.7	14.8	12.7	-6.7	5.7	28.7	23.7	17.3	13.4	11.2	-6.8
iPad	-	-	-	-	15.2	15.2	-8.1	0.0	6.3	8.0	-5.9	-10.4	-6.6	2.1	8.0	13.0
Wearables	-	-	-	-	-1.7	-4.9	-8.6	-0.3	-2.2	5.0	6.5	-7.9	3.7	6.2	6.4	5.6
Services	-	-	-	-	13.9	11.6	13.3	15.1	13.9	16.3	12.1	9.8	8.2	7.5	9.5	9.1
GP Margin	45.9	46.6	46.3	46.2	46.9	47.1	46.5	47.2	48.2	49.3	50.1	47.9	45.4	47.5	47.9	48.6
Operating Profit	40.4	27.9	25.4	29.6	42.8	29.6	28.2	32.4	50.9	35.9	35.7	35.6	50.2	38.3	36.5	36.8
OP Margin	33.8	30.7	29.6	31.2	34.5	31.0	30.0	31.6	35.4	32.3	32.6	31.1	32.2	30.9	30.4	30.7
iPhone units (mn)	80.2	53.0	46.1	57.4	77.9	59.2	48.5	59.7	84.8	61.8	55.7	57.3	78.5	59.5	56.5	57.9
iPhone ASP (US$)	869	867	852	805	888	791	919	821	1,006	922	974	1,005	1,193	1,103	1,057	1,028
Greater China rev.	20.8	16.4	14.7	15.0	18.5	16.0	15.4	14.5	25.5	20.5	18.8	17.5	27.7	22.8	20.6	18.4

자료: 애플, IDC, 미래에셋증권 리서치센터

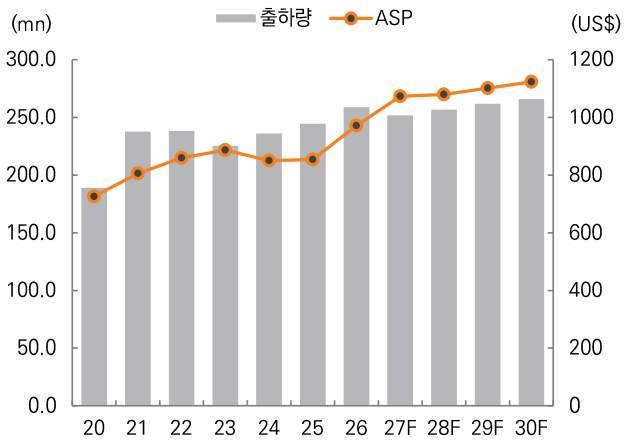
iPhone 부문: Unit은 IDC 경로, 성장은 가격과 믹스

iPhone의 성장 동력은 출하량보다 가격과 제품 믹스에 있다고 판단한다. 매출액은 FY26 2,541억 달러(+21.2%), FY27E 2,785억 달러(+9.6%), FY28E 2,781억 달러(-0.2%)로 추정한다. iPhone 17 사이클은 1Q26 +23%, 2Q26 +22%, 3Q26 +22%, 4Q26 +17%의 4개 분기 연속 두 자릿수 매출 성장을 기록했으며, FY26 출하량은 IDC 트래커 기준 259.6mn(+5.8%)이다. 4Q26은 출하량 -4%에도 Blended ASP가 +20%(1,005달러) 상승해 매출이 +17% 증가했다. 출하량보다 프리미엄 믹스가 성장을 주도한다는 당사 논리가 실적으로 확인된 분기로 판단한다. FY27E에도 출하량 증가보다 18 Pro·Duo 중심의 ASP 상승이 성장을 주도할 전망이다.

당사 iPhone 추정은 '총 출하 × 세대별 믹스 × 세대별 ASP'의 세 층으로 구성되며, Unit은 IDC 분기 전망에, ASP는 시장 눈높이 대비 보수적으로 전망한다. 당사는 Duo·18 Pro 강세를 가산해 1Q27E 7,850만(-7.4%), 2Q27E 5,950만(-3.7%), 3Q27E 5,650만(+1.4%), 4Q27E 5,790만 대(+1.0%)를 가정했다(FY27 252.4mn, -2.8%).

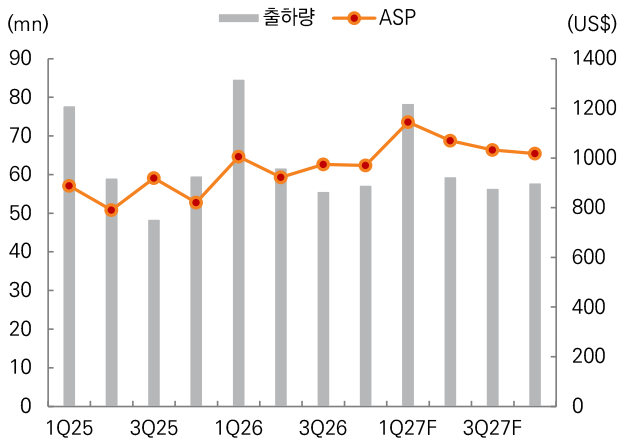
세대별 믹스는 1Q27 18 패밀리(Pro/Max 42%+Duo 7%) 49%, 17 시리즈 31%이며, 세대별 ASP는 과거 분기 매출에 최신세대 ASP에 메모리 원가 전가 지수 FY27 +10%, FY28 +3%, FY29~30 +2%를 적용했다.

그림 10. 애플 iPhone 연간 출하량 및 ASP 전망



자료: 애플, IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 애플 iPhone 분기별 출하량 및 ASP 전망



자료: 애플, IDC, 미래에셋증권 리서치센터

iPhone 18 분할 런칭의 핵심 효과는 계절성이 줄어들면서 1Q27E Blended ASP +19%(1,193달러)이다. 분할 런칭은 생산 평탄화와 Pro 믹스 극대화라는 장점과 1Q27 표준 모델 공백이라는 단점을 동시에 갖는다. 당사는 1Q27 출하 7,850만 대 중 18 Pro/Pro Max 3,300만 대(ASP 1,450달러), Duo 550만 대(ASP 2,300달러), 17 시리즈 2,430만 대(ASP 950달러)를 가정했다.

애플은 1Q27에도 Duo가 공급 제약 상태라고 밝혔다. Duo는 10월 16일 사전주문 30분 만에 미국 배송이 2027년 1월로 지연됐고, 이는 수요가 아닌 일부 부품의 공급이 제약으로 파악된다. 2Q27 일반 18(799달러)·18e(599달러)·Air 2(999달러)가 가세해 3Q27부터 풀 라인업 믹스로 전환될 것으로 판단한다.

표 8. iPhone 출하량 및 ASP 민감도 및 EPS 영향

출하 YoY / ASP YoY	7%	+10.5% (기본)	+13%
-5%	258 / -0.43	267 / -0.25	273 / -0.12
-2.8% (기본)	264 / -0.30	273 / -0.12	279 / +0.01
0%	272 / -0.14	281 / +0.05	287 / +0.18

자료: 미래에셋증권 리서치센터

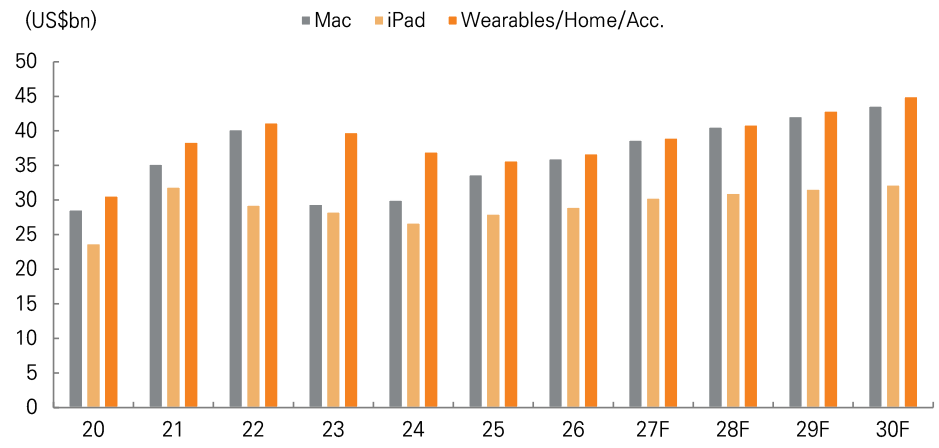
Mac·iPad·Wearables 부문: Mac의 점유율 확대, iPad는 가격이 Unit을 상쇄

Mac은 점유율 확대와 가격·믹스 개선이 동시에 기대된다. FY26 매출액 379억 달러(+12.5%), FY27E 409억 달러(+7.9%)를 추정한다. 4Q26 Mac 매출은 108억 달러(+23.7%)로 당사(+2%)와 컨센서스(+12%)를 크게 상회했다.

회사는 MacBook Neo로 역대 최다 신규 고객을 기록했고 필리핀 교육 시장에만 17만 대를 공급했다고 밝혔다. 시장 전반의 출하 감소에도 애플의 점유율은 약 10% 수준을 유지하고 있다. 당사는 FY27E 출하량 +3.7%, ASP +4.1%를 가정했으며, 1Q27은 공급 제약으로 성장률이 소폭 둔화될 전망이다. 다만, 하이엔드 제품인 터치스크린 OLED MacBook Pro와 M6 라인업이 확대될 경우 ASP의 추가 상승도 가능할 것으로 판단한다.

iPad와 Wearables 역시 가격과 제품 믹스 개선에 힘입어 완만한 성장이 가능할 전망이다. FY27E 매출 성장률은 각각 +3.1%, +5.3%로 추정한다. iPad는 출하량 감소(-11%)를 ASP 상승(+16%)이 상쇄하는 구조이며, Wearables는 AirPods Pro 3와 Watch의 신제품 효과가 반영될 전망이다. 다만 두 사업의 성장 속도는 iPhone과 Services보다는 완만할 것으로 판단한다.

그림 12. 애플 Mac·iPad·Wearables 매출 추이 및 전망



자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

Services 부문: 9개 라인 빌드업, FY27E +8.6%

Services는 FY26E $124bn(+13.0%), FY27E $136bn(+8.6 %), FY30E $175bn(FY25-30E CAGR +9.4%)으로 성장할 것으로 전망한다. (1) App Store는 결제액 × 수수료율로 FY26E $125bn × 25.2% = $31.5bn이며, 수수료율은 미국 link-out 판결·EU DMA·일본 MSCA의 영향으로 분기 15bp씩 하락(FY30E 22.9%)한다고 가정했다.

(2) Google 검색 라이선스(TAC)는 알파벳의 분기 TAC 공시 중 배분 파트너 비중의 약 68%를 애플 수취로 추정해 FY26E $28.4bn이며, 2025년 9월 DOJ 구제 판결로 '소멸 리스크'는 제거됐다. (3) 구독(Music·TV+·Arcade·News+·Fitness+) $20.7bn, (4) iCloud+ $13.3bn, (5) AppleCare+ $11.9bn, (6) 광고 $9.3bn(+20%), (7) 이연수익 상각 $4.2bn, (8) Apple Pay $0.6bn, (9) 기타 $3.8bn이다.

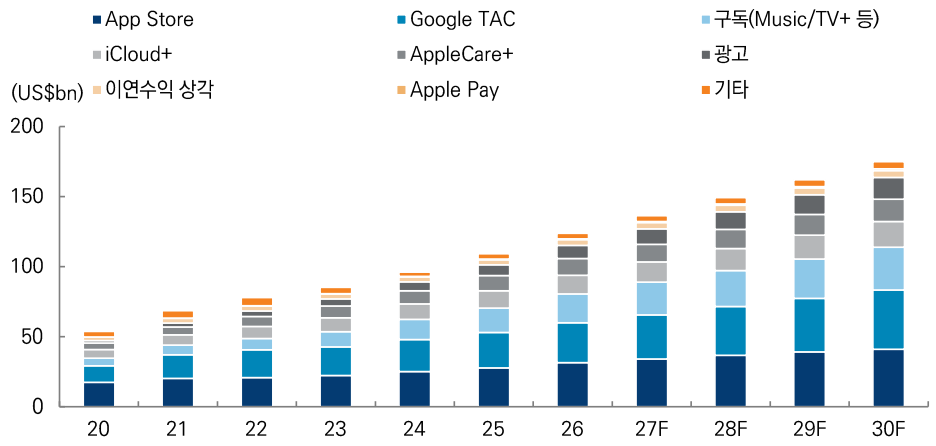
Services의 성장은 활성기기 확대와 기기당 수익화가 동시에 진행되고 있다는 점에서 의미가 크다. FY27E 매출 성장률은 +8.6%로 추정하며, 환율 효과 둔화와 수수료율 하락을 보수적으로 반영했다. 유료 구독은 2020년 5.85억 개에서 2026년 7월 15억 개로 확대됐고(당사 모델 FY26 1.51bn), 활성기기당 연간 Services 매출도 FY20 33달러에서 FY26 51달러로 상승했다. Services 총마진율은 FY18 60.8%에서 FY25 75.4%로 15pt 개선됐으며, 당사는 FY26 76.2%에서 연 +0.1pt의 완만한 개선을 가정한다. Services 비중이 1pt 오를 때 총마진율은 약 0.38pt 개선되며, Services 비중 확대가 전사 수익성을 높이는 구조가 이어질 전망이다.

표 9. 애플 Services 매출 구성 추정 (US$bn, %)

라인	FY24	FY25	FY26	FY27E	FY28E	FY30E	27E YoY	25-30E CAGR	FY26 비중
App Store	25.1	27.8	31.5	33.5	35.9	40.2	6	7.7	26
Google TAC(검색 라이선스)	22.8	25.2	28.4	30.6	33.8	41.0	8	10.3	23
Music/TV+/Arcade/News+/Fitness+	14.4	17.5	20.7	23.3	25.8	30.6	13	11.8	17
iCloud+	11.1	12.3	13.3	14.5	15.7	18.3	8	8.2	11
AppleCare+	9.3	10.9	11.9	12.6	13.6	15.9	6	7.7	10
광고	6.5	7.6	9.3	10.7	12.3	15.1	15	14.6	8
이연수익 상각(Maps/Siri/무료 iCloud)	3.5	3.6	4.2	4.6	4.6	5.0	8	6.4	3
Apple Pay	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9	1.3	21	19.4	1
기타(라이선스·MFi 등)	3.0	3.7	3.3	3.4	3.7	4.2	3	2.4	3
Services 합계	96.2	109.2	123.3	133.9	146.3	171.4	9	9.4	100

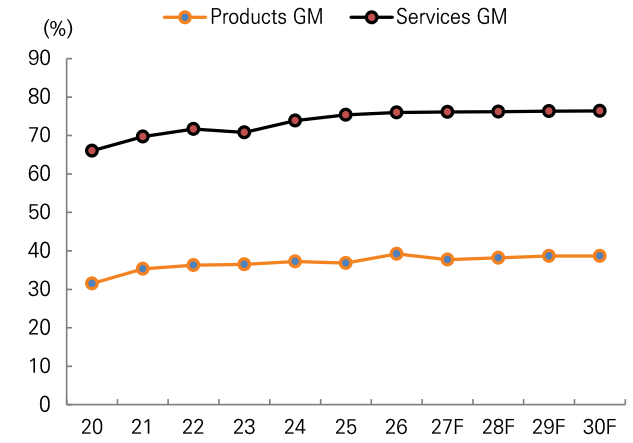
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정 (앱스토어 결제액·구독자·TAC 배분은 Sensor Tower, Alphabet 공시, 당사 가정에 기반)

그림 13. 애플 Services 라인별 매출 추이 및 전망



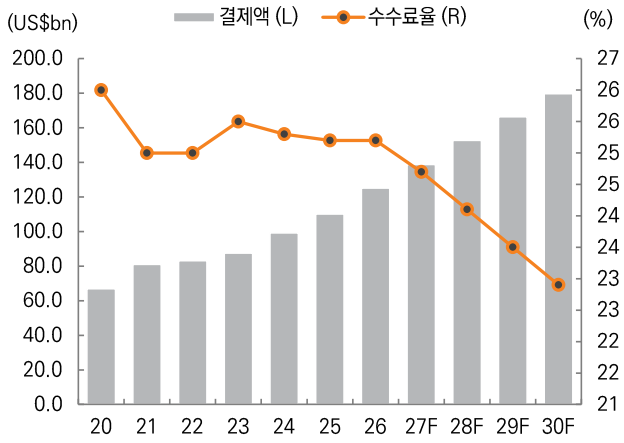
자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 애플 Products·Services 총마진율 추이 및 전망



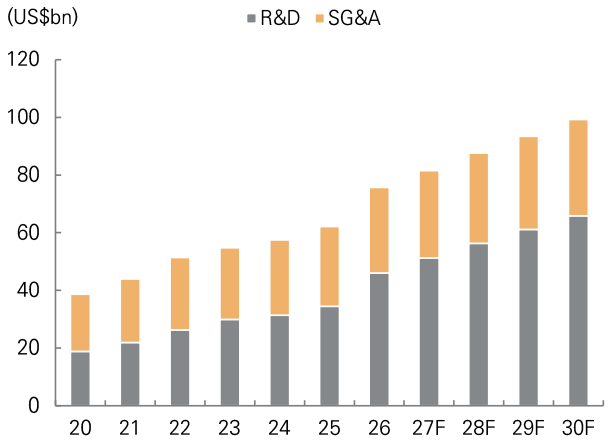
자료: 애플, IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. App Store 결제액 및 수수료율 추정



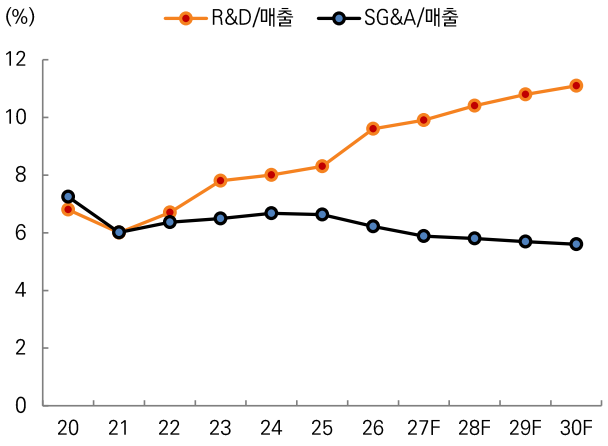
자료: 애플, IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 애플 영업비용(R&D·SG&A) 추이 및 전망



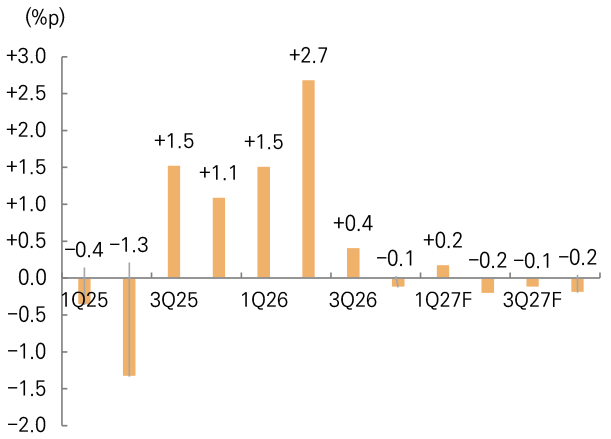
자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 애플 매출 대비 R&D·SG&A 비중 추이 및 전망



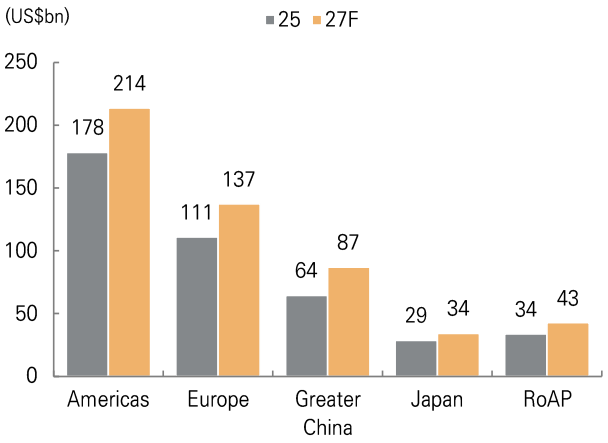
자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 애플 분기별 FX 영향 추정 (매출 성장률 기여)



자료: 애플, poundsterlinglive, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 애플 지역별 매출: 25 vs 27F



자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

II. 투자포인트

투자포인트 요약

애플의 투자 매력은 단순한 하드웨어 성장률보다 반복적인 현금창출력과 주당가치 확대에 있다고 판단한다. 하드웨어 출하량은 성숙기에 접어들었지만, 25억 대 이상 활성기기를 기반으로 Services의 성장 여력이 지속되고 있다. 여기에 높은 FCF와 자사주 매입이 더해지면서 중장기 EPS 성장의 가시성이 높아지고 있다.

투자포인트는 세 가지다.
첫째, 높은 FCF와 지속적인 주주환원이 주당가치 성장을 뒷받침
둘째, 25억 대 이상의 활성기기를 기반으로 Services 매출과 이익 기여도가 확대
셋째, 하드웨어는 출하량보다 가격과 제품 믹스 개선, 폴더블 등 신규 제품으로 믹스 개선
따라서 FY25~30E EPS CAGR +9.8%가 가능할 것으로 판단한다.

표 10. 애플 투자포인트 요약 정리

투자포인트	내 용	핵심 지표
1. 장기 초과수익을 만든 현금창출력과 주주환원	2015년 말 이후 총수익 +1,348%(연 28%) vs S&P 500 +350%(연 14.9%) vs 나스닥-100 +591%. 배당 제외 주가만으로도 +1,203% vs 지수 +275%. 11개 연도 중 8개 연도·45개 분기 중 31개 분기 S&P 상회. 영업이익률 33%, FCF $159bn → R&D $46bn + 환원 $102bn	10년 CAGR 29.4% vs 15.6%
2. 소프트웨어의 지속 성장과 락인	활성기기 10억(2016)→25억(2026). 유료구독 15억, 기기당 ARPU $51→$61(FY30E). Services FY26E $124bn → FY30E $171bn, GM 76%, 매출총이익 비중 40%→45%.	Services GM 76%
3. 하드웨어의 성장과 변화	Products FY27E +8.5%: iPhone Unit -2.8%에도 ASP +12.7%(4Q26 실적 +20%), 18 Pro·Duo(FY27 16mn)·분할 런칭. 프리미엄($600+) 점유율 65%, IDC iOS 점유율 2025 19.9% → 2027 24.4%. Mac 점유율 10%+, 폴더블 시장 CY27 27mn	프리미엄폰 점유율 65%

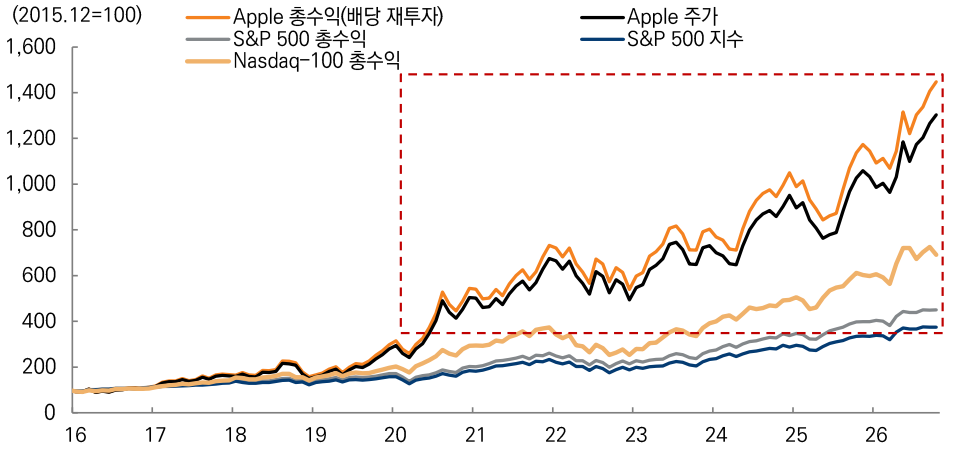
자료: Digrin, IDC, Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트 1. 애플의 장기 초과수익을 만든 현금창출력과 주주환원

높은 현금창출력과 주주환원이 애플의 장기 주당가치 성장을 뒷받침한다고 판단한다. 2015년 말 이후 배당 재투자 총수익률은 +1,348%로 S&P 500(+350%)과 나스닥-100(+591%)을 상회했다. 다만 과거 수익률 자체보다는 FY26E 영업이익률 32.9%, FCF 1,590억 달러, 지속적인 주주환원이 앞으로도 이어질 수 있는지에 주목할 필요가 있다.

즉 애플의 초과수익은 배당의 효과가 아니라 주가 자체의 효과이며, 배당 재투자는 그 위에 145%p의 초과 수익이 가능했다. 기간을 좁혀도 10년 연율 29.4%(S&P 15.6%, 나스닥 100 20.7%), 5년 18.6%(12.3%, 13.8%), 1년 27.3%(13.4%, 12.9%)로 모든 구간에서 앞서며, 유일한 예외는 AI 랠리가 집중된 3년 구간(애플 26.7% vs 나스닥-100 27.3%)이다.

그림 20. Apple vs S&P 500 vs Nasdaq-100 누적 수익률: 배당 재투자 총수익과 주가수익



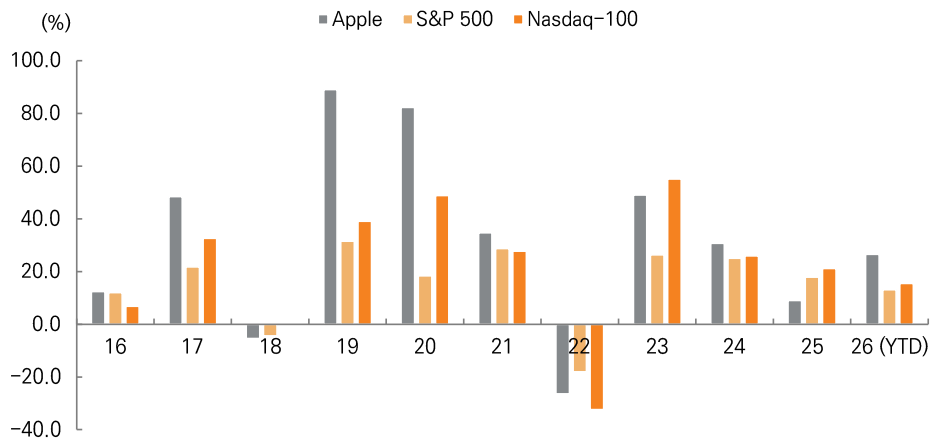
자료: Digrin, S&P Dow Jones Indices, 애플, 미래에셋증권 리서치센터

연간으로 보면 11개 연도 중 8개 연도에서 S&P 500을, 8개 연도에서 나스닥-100을 아웃퍼폼, 언더퍼폼은 2018·2022·2025년 세 번뿐이다. 2016년(+12.4% vs +12%)과 2021년(+34.7% vs +28.7%)은 근소한 승리였고, 2017년(+48.4%), 2019년(+89%), 2020년(+82.3%), 2023년(+49%)은 큰 폭의 승리였다.

언더퍼폼의 세 해는 모두 '멀티플 수축'의 해였다. 2018년(-5.4% vs -4.4%)은 금리 인상과 아이폰 XS 수요 우려, 2022년(-26.4% vs -18.1%)은 금리 쇼크, 2025년(+9% vs +17.9%)은 관세와 AI 지연 우려였다.

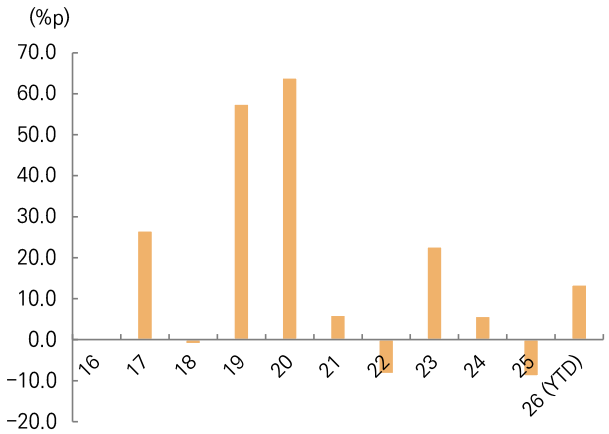
그러나 모두 이듬해 +89%(2019), +49%(2023), +26.5%(2026 YTD)로 시장(+31.5%, +26.3%, +13.1%)을 상회하며 회복했다. 연평균 초과수익은 S&P 500 대비 +16.2%p다.

그림 21. 연간 총수익률 비교: Apple vs S&P 500 vs Nasdaq-100 (2016~2026 YTD)



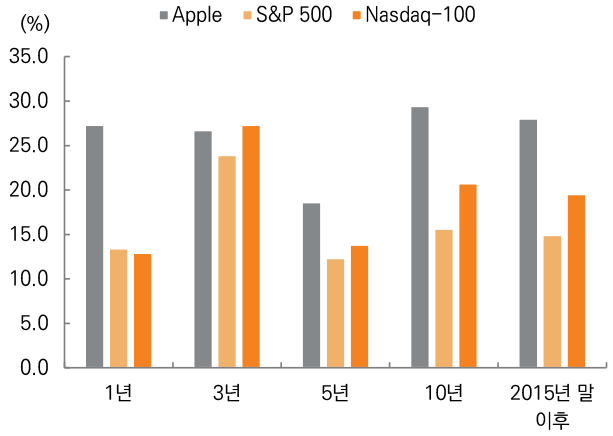
자료: Digrin, S&P Dow Jones Indices, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. Apple의 S&P 500 대비 연간 초과 총수익률



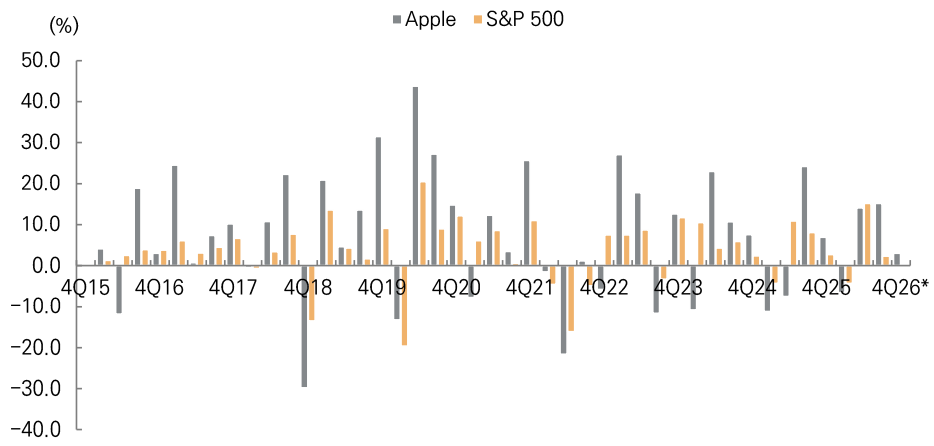
자료: 애플, Digrin, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 연율화 총수익률: Apple vs S&P 500 vs Nasdaq-100



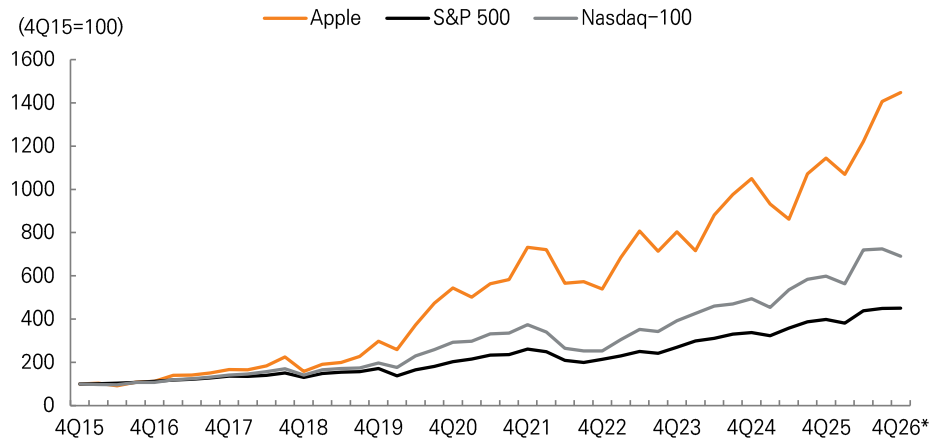
자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 분기 총수익률: Apple vs S&P 500 vs Nasdaq-100 (2016.1Q~2026.4Q*)



자료: Digrin, S&P Dow Jones Indices, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 분기말 누적 총수익: Apple vs S&P 500 vs Nasdaq-100 (2016.1Q~2026.4Q*)



자료: Digrin, S&P Dow Jones Indices, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. Apple vs S&P 500 vs Nasdaq-100 기간별 총수익률 비교

(%, %p)

기간	Apple 총수익	Apple 연율	Apple 주가	S&P 500 총수익	S&P 500 연율	Nasdaq-100 총수익	Nasdaq-100 연율	초과수익 (연, vs S&P)
1년	30.0	30.0	30.5	9.2	9.2	9.6	9.6	20.8
3년	87.9	23.4	90.4	73.6	20.2	83.6	22.5	3.2
5년	137.1	18.8	142.7	70.4	11.2	81.4	12.6	7.6
10년	1201.4	29.3	1315.4	301.0	14.9	541.8	20.4	14.4
2015년 말 이후	1232.7	26.9	1381.7	333.3	14.5	570.7	19.2	12.5

주: 월말 종가 기준, 배당 재투자. S&P 500 총수익은 S&P DJI 연간 총수익률로 월별 보정,
자료: Digrin, S&P Dow Jones Indices, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. Apple vs S&P 500 vs Nasdaq-100 연간 총수익률 (%)

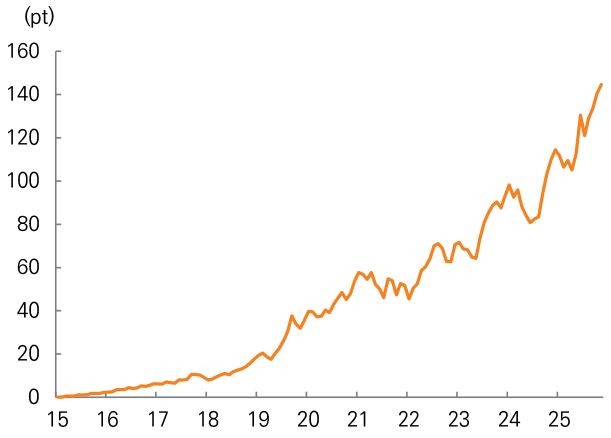
연도	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026YTD
Apple 총수익	10.0	46.1	-6.8	86.2	80.7	33.8	-26.8	48.2	30.1	8.6	29.0
Apple 주가	12.5	48.5	-5.4	89.0	82.3	34.6	-26.4	49.0	30.7	9.1	29.3
S&P 500 총수익	12.0	21.8	-4.4	31.5	18.4	28.7	-18.1	26.3	25.0	17.9	8.8
S&P 500 지수	9.5	19.4	-6.2	28.9	16.3	26.9	-19.4	24.2	23.3	16.4	10.3
Nasdaq-100 총수익	7.3	33.0	0.0	39.5	48.9	27.5	-32.4	55.1	25.9	21.0	11.1
Apple - S&P (%p)	-1.9	24.3	-2.4	54.7	62.3	5.1	-8.7	21.9	5.0	-9.3	20.2

자료: Digrin, S&P Dow Jones Indices, 미래에셋증권 리서치센터

배당 재투자의 기여는 145%p로 전체의 약 11%에 불과하지만, 애플의 진짜 '배당'은 자사주 매입이다. 배당수익률 0.3%의 종목에서 이 정도 기여가 나오는 것은 2012년 배당 재개 이후 매년 4~5%씩 인상 (분할조정 연간 DPS 2013년 $0.42 → FY26E $1.06)해 왔고, 재투자된 배당이 주가 상승의 복리를 탔기 때문이다.

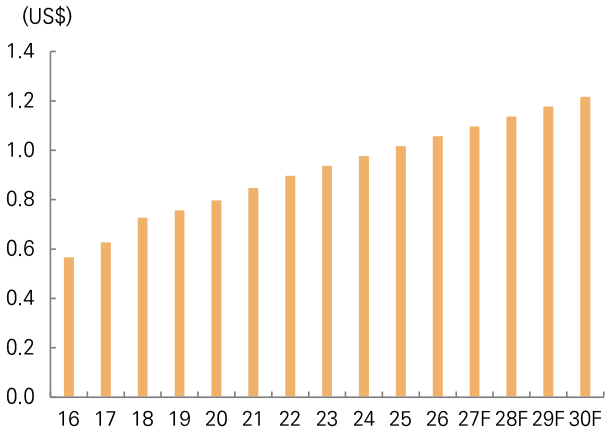
여기에 FY27E 자사주 수익률 2.1%를 더한 총환원수익률 2.4%가 매년 EPS를 높인다. 주가가 횡보한 2025년에도 EPS는 +22.7% 성장했고, 이것이 2026년 +26.5%의 재평가로 이어졌다

그림 26. Apple 배당 재투자 기여: 총수익 지수 - 주가 지수



자료: 애플, Digrin, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 애플 연간 주당배당금 추이 및 전망



자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

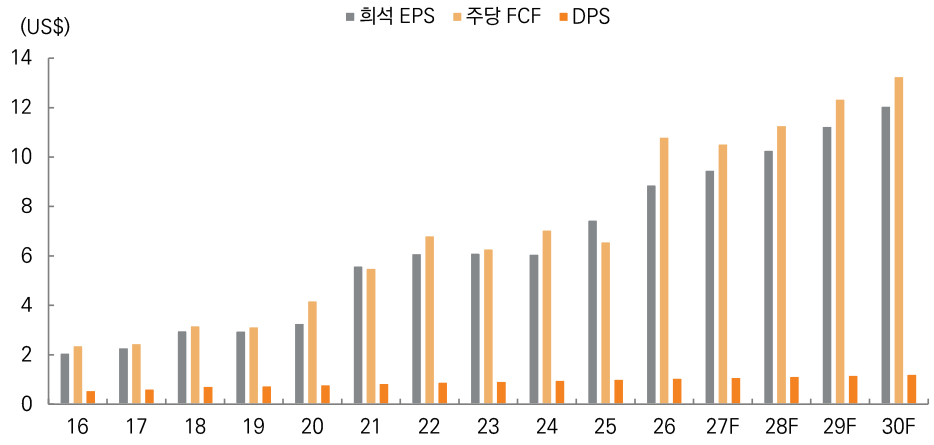
왜 가능한가 ①: 높은 수익성: 영업이익률 33%, 순이익을 넘는 FCF

첫 번째 이유는 이익의 규모보다 질이 높다는 점이다. 애플의 FY26 영업이익률 33.0%는 하드웨어 피어 평균(약 12%)의 2.7배이고, 매출총이익률은 FY16 39%에서 FY26 48.8%로 10년간 10pt 올랐다. 이익이 늘어나는 동안 자본은 가벼워졌다.

생산은 Foxconn·TSMC가, 유통은 통신사와 자체 매장이 맡고, 애플은 설계·OS·브랜드에 집중한다. 그 결과 FY25 Capex는 매출의 3.1%, 총자산 대비 유형자산은 13%에 불과하며, 매입채무(DPO 약 110일)가 매출채권(DSO 약 30일)보다 훨씬 길어 성장할수록 운전자본이 현금을 창출한다. FY26 영업현금흐름 1,450억 달러는 순이익 1,320억 달러의 110%, FCF 1,360억 달러는 103%다.

FCF는 순이익과 함께 10년간 2.6배가 됐고, 당사는 FY30E 1,790억 달러까지 연 12.6% 성장을 추정한다. FY16 FCF 530억 달러 → FY25 990억 달러(EU 일회성 세금 납부 약 100억 달러 반영) → FY26 1,360억 달러이다. 주당 FCF는 FY16 2.38달러에서 FY26 9.24달러로 4.5배가 됐는데, FCF 3.0배에 주식수 -33%가 곱해진 결과다. 주당 FCF가 EPS를 꾸준히 상회한다는 점(FY26 9.24달러 vs EPS 8.98달러)은 회계 이익이 현금으로 뒷받침된다는 의미이며, 이것이 S&P 500 평균(P/E 22배)보다 높은 배수가 10년간 유지된 근거다.

그림 28. 주당 EPS·FCF·DPS 추이 및 전망 (FY16~FY30E)



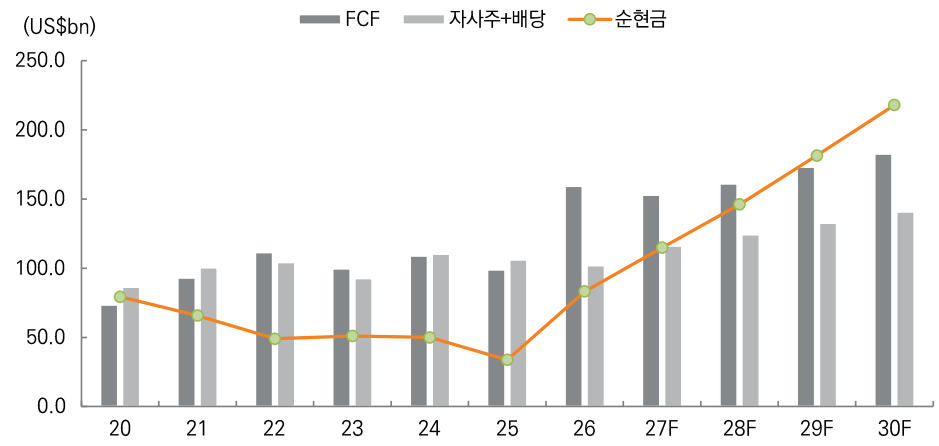
자료: Apple, 미래에셋증권 리서치센터 (FY26E 이후 당사 추정)

왜 가능한가 ②: FCF가 창출되면서 계속 투자가 가능

두 번째 이유는 영업현금흐름이 R&D 투자와 주주환원을 동시에 뒷받침하는 구조다. 애플은 성장을 위한 투자를 줄이지 않고도 FCF의 82%를 환원한다. R&D는 FY16 100억 달러에서 FY26 460억 달러으로 4.6배(매출 대비 4.7% → 9.6%) 늘었고, Apple Silicon(M 시리즈), 자체 모뎀(C1/C2), Apple Intelligence·Private Cloud Compute가 그 산물이다. 같은 기간 자사주 매입은 연 300억 달러에서 900억 달러으로, 배당은 120억 달러에서 150억 달러으로 늘었다.

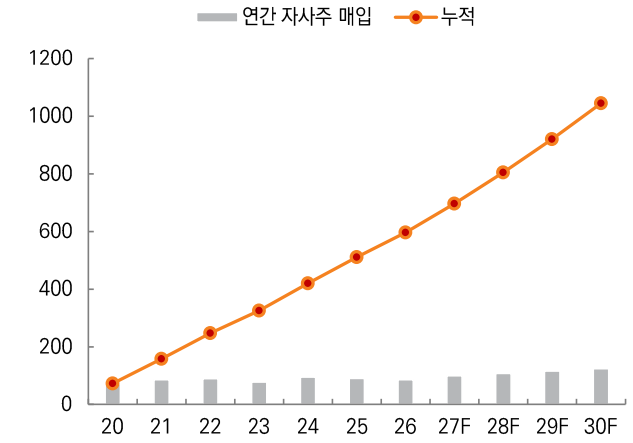
2012년 이후 누적 환원 1.07조 달러으로 유통주식은 45% 줄었고, 순이익이 2.7배 늘 때 EPS는 4.7배가 됐다. 빅테크 5사가 2026년 7,250억 달러의 AI Capex를 집행하며 FCF가 압축되는 국면에서 애플의 캐펙스는 90억 달러이며, 당사는 FY27E 이후 자사주 1,000억 달러 → FY30E 1,240억 달러, 순현금 FY30E 1,570억 달러의 재축적을 추정한다.

그림 29. FCF vs 주주환원(자사주+배당) vs 순현금 추이 및 전망



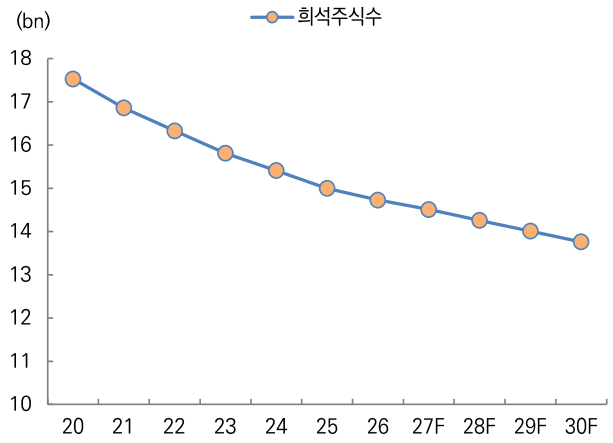
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 애플 연간·누적 자사주 매입 추이



자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 애플 희석주식수 추이 및 전망



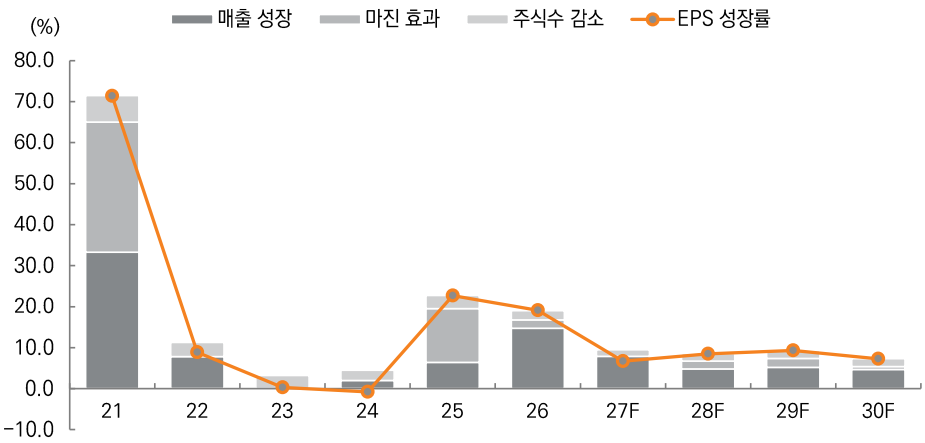
자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

왜 가능한가 ③: 성장률에 합당한 주가: EPS 지속 성장

애플의 EPS는 매출·마진·주식수의 세 층으로 복리를 만들며, 당사 FY25-30E EPS CAGR +9.8%는 매출 +7.3%, 순이익 +7.8%, 주식수 -1.7%/yr로 분해된다. FY21-25 5년간 EPS CAGR은 +7.4%(매출 +3.3%)였고 같은 기간 총수익은 연 18.6%였다. 즉 주가는 이익 성장에 배수 확장을 더한 만큼 올랐고, 이는 '성장의 분산이 낮다'는 사실에 시장이 프리미엄을 지불한 결과다.

애플 주가가 아이폰 출하 사이클에 종속됐던 시기는 2019년에 끝났다. FY15 2.31억 대 정점 이후 출하가 2.1~2.6억 대 박스권에 머무는 동안 주가는 13배가 됐고, Unit 정체 속 주가를 높인 요인은 (1) ASP 상승(FY19 770달러 → FY26 979달러), (2) Services 2.7배 성장(FY19 460억 달러 → FY26 1,230억 달러), (3) 주식수 -21%(FY19 18.6bn → FY26 14.7bn)다. FY27E의 'Unit -2.8%, 매출 +8.5%, EPS +4.3%'는 이 구조의 반복이며, 4Q26의 'Unit -4%, iPhone 매출 +17%'가 그 실적 증거다.

그림 32. EPS 성장 분해: 매출 성장 + 마진 효과 + 주식수 감소 (FY21~FY30E)



자료: Bloomberg, Digrin, 미래에셋증권 리서치센터

표 13. Apple 주요 하락 국면과 회복

(월말 총수익 기준, %)

하락 국면	고점	저점	최대 낙폭	당시 S&P 500	Apple 총수익	S&P 500	배경
2018년	2018.08	2018.12	-30.4	-13.5	+89	+31.5	금리 인상, iPhone XS 수요 우려, 미중 분쟁
2020년(코로나)	2020.01	2020.03	-17.6	-19.6	+82.3	+18.4	팬데믹, 3개월 내 전고점 회복
2022년	2021.12	2022.12	-26.4	-23.8	+49	+26.3	금리 쇼크, 중국 봉쇄. FY22 EPS +9%
2025년	2024.12	2025.05	-19.6	-5.3	+26.5 (YTD)	+13.1 (YTD)	관세, AI Siri 지연. 분기 최대 자사주 $25.9bn

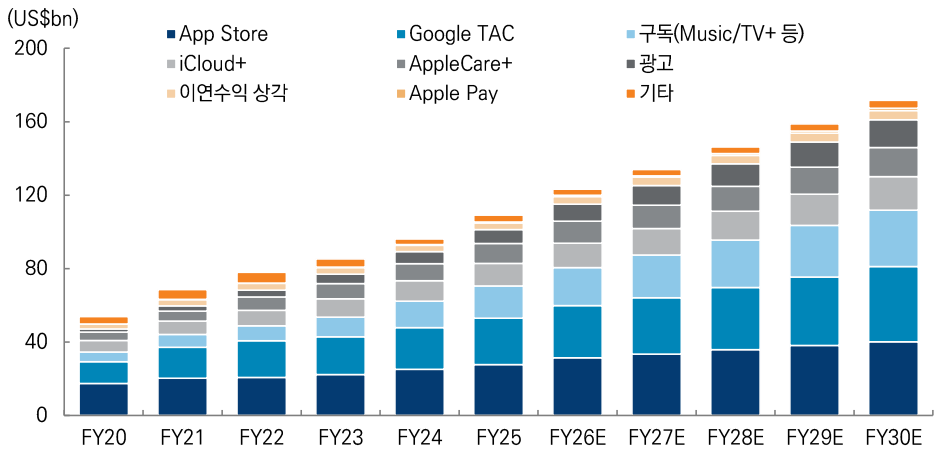
자료: Digrin, S&P Dow Jones Indices, Apple, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트 2. 소프트웨어 지속 성장과 락인: 25억 대 위에서 커지는 반복 매출

25억 대 이상의 활성기기는 Services 성장의 기반이라는 점에서 중요하다. 애플이 공시하는 활성기기(active installed base)는 10억 대에서 25억 대로 10년간 연 9.6% 증가했으며, 이 분모가 Services 매출과 하드웨어 교체수요를 동시에 결정한다. 같은 기간 iPhone 연간 출하가 2.1~2.6억 대 박스권이었음을 감안하면 설치기반 성장의 엔진은 (1) 기기 수명 연장과 중고 유통, (2) 1인당 기기 수 증가(iPhone 1대당 약 1.9대), (3) 신흥시장 신규 유입이다. 고객이 기기를 교체하더라도 기존 계정과 서비스 이용을 유지할 가능성이 높고(CIRP: 미국 iPhone 구매자 중 기존 iPhone 사용자 87%), 복수 기기 사용과 유료 서비스 확대도 수익화에 기여한다.

4Q26 컨콜에서 회사는 활성기기 25억 대 이상, 모든 주요 제품군·지역에서 사상 최대를 재확인했고, 유료·거래 계정 모두 사상 최대, App Store 주간 방문자 약 10억 명, Siri 일 25억 건 요청을 공개했다. **당사는 활성기기를 FY30E 28억 대(연 +3.6%)로 추정**한다.

그림 33. Service 매출 break-down



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 애플 활성기기 및 활성기기당 Services 매출 추이

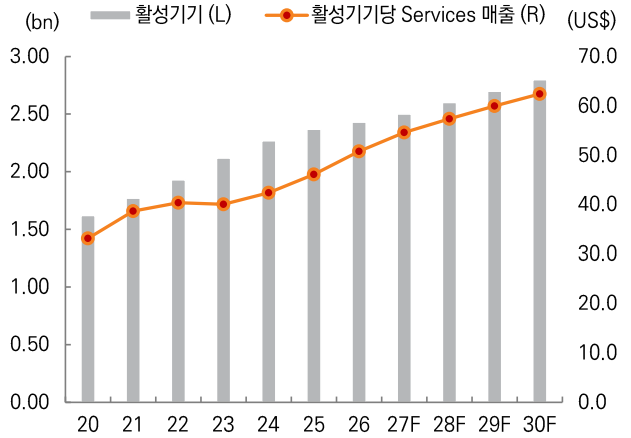
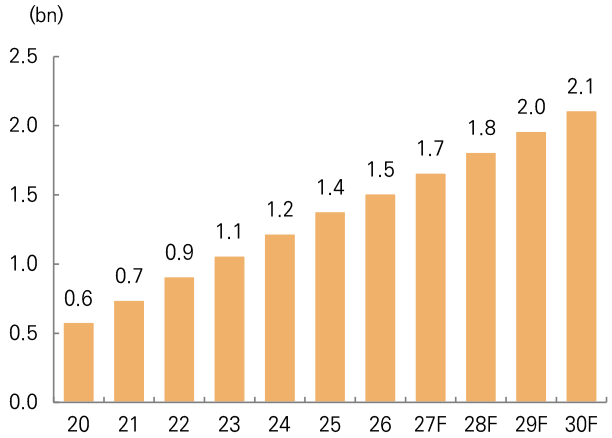
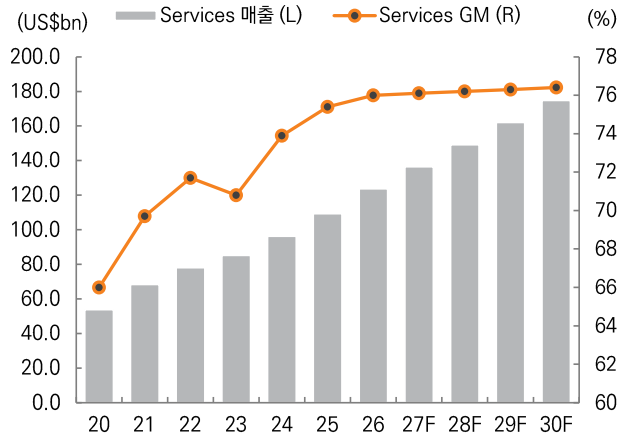


그림 35. 애플 유료 구독 수 추이 및 전망



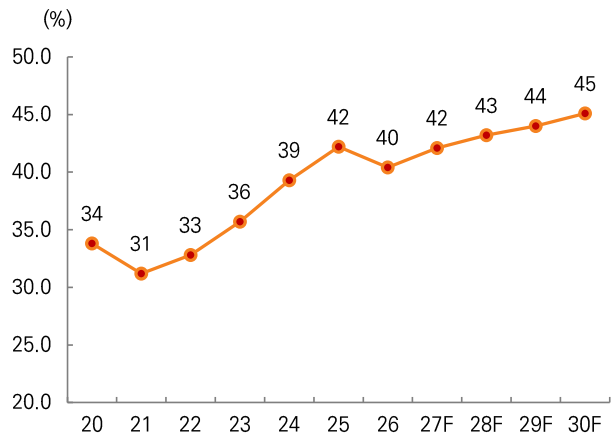
자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. Services 매출 추이 및 전망



자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 매출총이익 내 Services 비중 추이 및 전망



자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

iPhone 연간 판매량이 2.1~2.6억 대 박스권에 머무는 동안 활성기기가 2.5배가 된 이유는 세 가지이다. 이는 멀티디바이스 효과(+9.4억)가 가장 크고 기기 수명 연장(+3.2억)·중고 재사용(+2.4억)이 뒤따른다. (1) 기기 사용기간이 길어져 기존 제품이 설치기반에 더 오래 남는 효과: 당사 추정 iPhone 교체주기는 2016년 3.0년에서 2026년 5.5년으로 길어졌고, 신품 기준 iPhone 설치기반은 약 6.2억 → 9.4억 대(+3.2억)로 늘었다.

(2) iPhone 사용자가 Mac·iPad·Watch·AirPods를 추가 구매하는 효과: iPhone 외 기기는 약 3.8억 → 12.3억 대(+8.5억, 반올림 +9.4억은 Watch·AirPods 포함 당사 추정)로 늘어 iPhone 1대당 기기 수가 1.6대 → 1.9대가 됐다. 또한 (3) 신흥시장 신규 유입과 중고 기기의 재사용: 중고·2차 소유 iPhone은 약 1.0억 → 3.4억 대(+2.4억)로 추정한다.

FY26→FY30E Services 성장 480억 달러을 분해하면 활성기기 증가(+15%)의 기여가 180억 달러(38%), 기기당 수익화(ARPU +21%)의 기여가 300억 달러(62%)이다. FY30E Services 1,710억 달러과 기기당 61달러를 역산하면 필요한 활성기기는 2.80bn 대로 현재 25억 대 대비 12% 증가 수준이다. 즉 당사 Services 전망의 핵심 가정은 분모의 급증이 아니라 기기당 수익화의 꾸준한 상승(연 +4.9%)이며, 그 동력은 유료 구독 침투(FY26 1.51bn → FY30E 2.11bn 개), iCloud+·Apple One 상위 티어, 광고, 그리고 App Store 결제액 성장(연 +8.9%)이다.

AI는 애플을 '통해서' 쓴다: Gemini 기반 Siri와 Private Cloud Compute

AI 시대의 소프트웨어 락인은 더 깊어진다. Gemini 기반 새 Siri는 iOS 27과 함께 2026년 가을 iPhone 11 이상에 배포되며, 25억 대 기기가 AI의 기본 접점이 된다. 2026년 1월 애플과 구글은 다년 협력을 발표했다. 차세대 Apple Foundation Models는 Gemini 모델을 기반으로 하되 기기 내 처리와 Private Cloud Compute에서 구동되며 구글은 애플 사용자 데이터를 받지 않는다. 6월 WWDC에서 공개된 새 Siri는 개인 맥락 이해, 화면 인식, 앱 간 작업 수행, 전용 Siri 앱을 갖췄고 10월 13일 발표된 HomeView·Apple TV·HomePod mini 2에 탑재된다.

애플의 AI 전략은 모델 경쟁이 아니라 유통 경쟁이다. 빅테크 4사가 2026년 7,250억 달러의 Capex를 AI 인프라에 투입하는 동안 애플의 Capex는 100억 달러 내외이며, 구글이 검색 유통 대가로 연 280억 달러을 지불해 온 구조가 AI 시대에도 반복될 수 있다.

4Q26 컨콜에서 회사는 서버 기반 Siri AI 기능에 사용량 한도를 두고 '유료 확장 접근(paid expanded access)'을 제공할 계획을 처음 공식화했다. 애플이 AI 어시스턴트 자체에 과금 경로를 연 것이며, Siri 일 25억 건 요청과 25억 대 기기가 그 분모다.

규제: 수수료율은 내려가지만 생태계는 커진다

규제는 Services의 가장 큰 리스크이자 가장 자주 과대평가되는 리스크다. 당사 모델은 App Store 수수료율 25.2% → FY30E 22.9%의 하락으로 추정한다. 미국에서는 Epic 판결(2025년 4월, link-out 수수료 0%)에 대해 9순회법원이 2025년 12월 '전면 수수료 금지'를 파기환송했고, 대법원이 2026년 6월 상고를 허가해 2027년 상반기 판결이 예상된다.

EU는 2026년 8월 애플의 개정 App Store 약관(대체 앱스토어·웹 배포 선택권, 수수료 단순화, 10월 시행)을 환영하며 추가 과징금을 보류했고, 일본 MSCA는 2025년 12월 시행됐다. 수수료율 1pt당 Services 매출 약 13억 달러(1%)이다.

Google TAC는 소멸이 아니라 재협상의 리스크다. 2025년 9월 DOJ 구제 판결은 지급을 허용하되 독점 계약을 금지하고 계약 기간을 1년으로 제한했으며, 알파벳의 TAC는 2Q26 162억 달러(+10%)으로 오히려 확대 중이다. 당사는 애플 Google TAC 수취분을 FY26 284억 달러 → FY30E 410억 달러으로 증가할 것으로 추정한다.

표 14. Services 규제 현황과 당사 모델 반영

이슈	현황 (2026.10 기준)	당사 반영
미국 Epic v. Apple	9순회법원 전면 수수료 금지 파기환송(2025.12), 대법원 상고 허가(2026.6.30), 2027년 상반기 판결 예상	App Store 수수료율 -15bp/qtr
EU DMA	€500mn 과징금(2025.4, 항소 중). 2026.8 개정 약관 (대체 스토어·웹 배포, 수수료 단순화) EU "환영", 10월 시행	수수료율 하락에 포함
일본 MSCA / 영국·한국	2025.12 시행, 대체 결제·스토어 허용	수수료율 하락에 포함
DOJ v. Google 구제	지급 허용, 독점 금지, 계약 1년 제한(2025.9). 항소 진행	TAC +10%/yr (FY30E $41bn)
관세(IEEPA/232)	IEEPA 위헌(2026 초), $3.3bn 환급(3Q26 GM +2pt). Section 122 15%, 반도체 232는 소비자기기 예외	4Q26 이후 관세 비용 중립

자료: IPWatchdog, Courthouse News, 9to5Mac, 미래에셋증권 리서치센터

표 15. Google TAC 시나리오와 EPS 민감도

시나리오	TAC 변화	Services 매출 영향 (US$bn)	EPS 영향(US$)	FY27E EPS	현재 P/E(36배) 적용 주가
기본: 연 +10%, 계약 1년 갱신	0%	0	0	9.36	337
지급률 하향 재협상	-20%	-6.1	-0.33	9.03	325
AI 검색 전환으로 쿼리 급감	-50%	-15.3	-0.83	8.53	307
지급 중단 (판결상 허용된 지급이 자발적으로 중단)	-100%	-30.6	-1.66	7.7	277

자료: 미래에셋증권 리서치센터

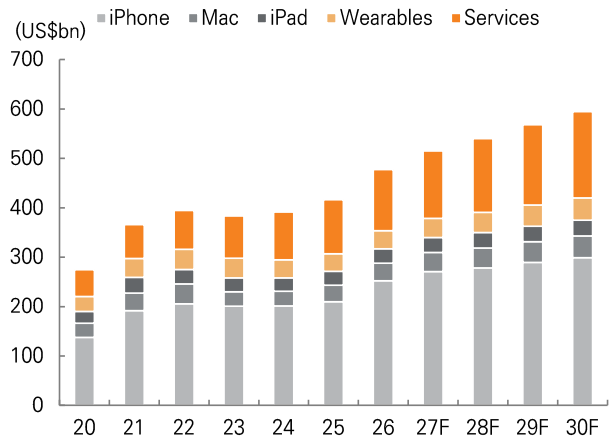
투자포인트 3. 하드웨어도 지속 성장. 가격·믹스의 성장과 폴더블 폼팩터 추가

하드웨어는 출하량보다 프리미엄 제품 비중과 ASP 상승이 성장을 견인할 것으로 판단한다. Products 매출은 FY25 3,070억 달러에서 FY26 3,555억 달러(+15.8%), FY30E 4,207억 달러로 성장할 전망이며, 그 동력은 Unit이 아니라 ASP와 믹스다.

iPhone Blended ASP는 FY19 770달러에서 FY26 979달러(+14.6% YoY)로 올랐고 FY27E 1,103달러(+12.7%)를 추정한다. iPhone 18 분할 출시와 폴더블 Duo 진입은 제품 믹스를 높이는 요인이다.

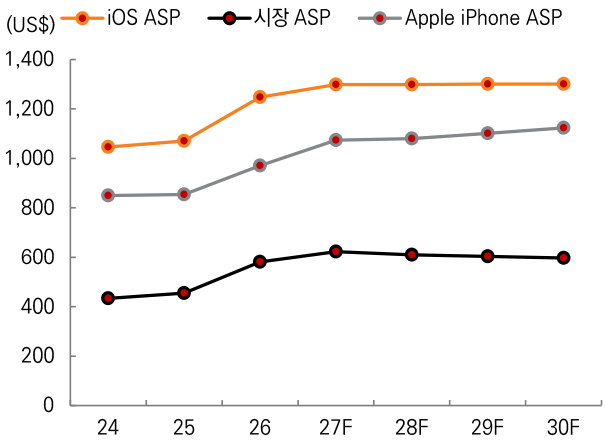
IDC는 2026년 스마트폰 시장이 -16.7% 역성장하는 동안 iOS는 -1.3%로 점유율이 19.9%에서 23.6%로 오르고, 2027년에는 24.4%까지 올라간다고 추정했다. 또한 시장 ASP가 CY25 455달러에서 CY27 622달러로 37% 오르는 동안 iOS ASP는 1,070달러에서 1,299달러로 21% 오른다는 것이 IDC의 전망했다. 다만 메모리 원가 상승이 부담인 만큼 ASP 상승분이 수익성 개선으로 온전히 이어지기보다는 원가 충격을 일부 상쇄하는 구간으로 예상한다.

그림 38. Products 매출: iPhone vs Mac·iPad·Wearables 추이



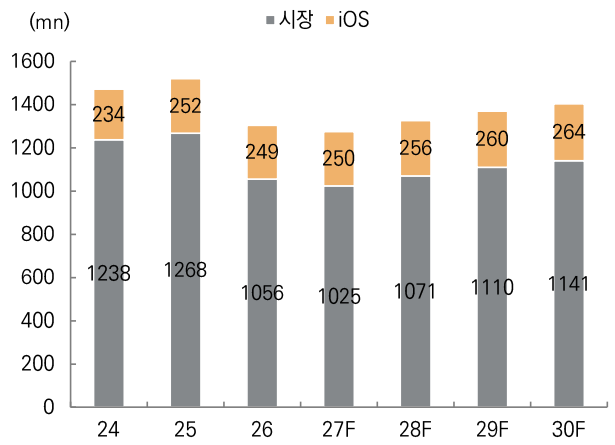
자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. IDC iOS ASP vs 시장 ASP vs 당사 iPhone ASP



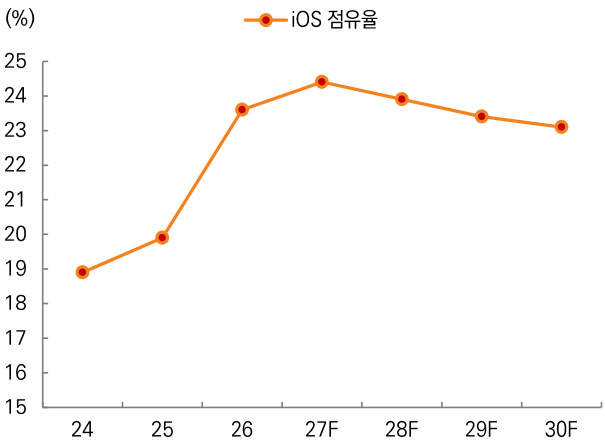
자료: 애플, IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. IDC 스마트폰 시장 vs iOS 출하 전망



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

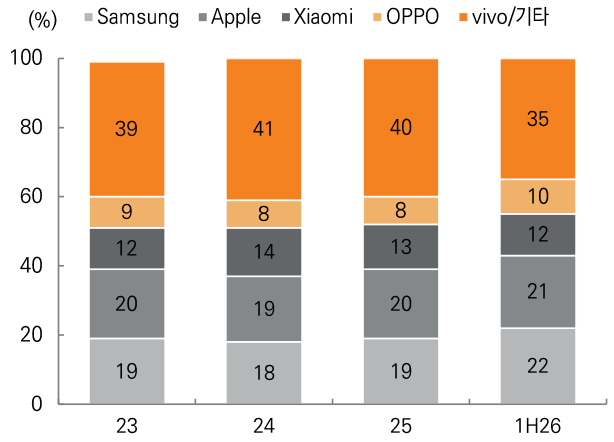
그림 41. IDC iOS 글로벌 출하 점유율 전망



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

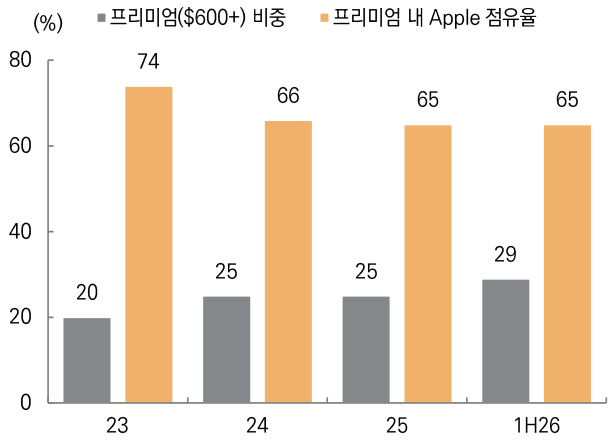
현재 메모리 가격 쇼크 국면에서 글로벌 점유율은 오히려 올라갈 것으로 추정한다. IDC 기준 3Q26(9월 분기) 글로벌 출하는 2억 5,530만 대(-22%)로 사상 최대 감소를 기록했지만 애플은 5,730만 대(-4.0%)로 점유율 22.4%(2025Q3 18.2%)를 기록해 삼성(22.6%)과 0.2pt 차로 좁혔고, 샤오미(-29%)·OPPO(-35%)·vivo(-32%)와의 격차는 크게 벌어졌다. Counterpoint 기준 1H26 600달러 이상 프리미엄 세그먼트(시장 Unit의 29%, 사상 최대)에서 애플은 65%를 차지한다. 중국에서도 3Q26 애플은 -4.3%로 시장(-15.4%)을 크게 상회하며 점유율을 15.8%에서 17.8%로 올렸다. IDC는 "스케일·안정적 공급·프리미엄 믹스를 가진 업체가 작아진 시장에서 점유율을 계속 가져간다"고 평가한다.

그림 42. 글로벌 스마트폰 출하 점유율 추이 (IDC)



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 프리미엄($600+) 세그먼트 비중과 Apple 점유율



자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 글로벌 스마트폰 업체별 출하량 및 점유율 추이

(백만대, %)

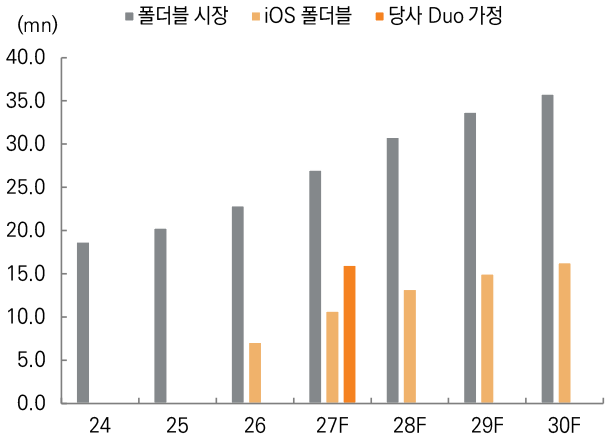
업체	CY2024	점유율	CY2025	점유율	1H26	점유율	3Q26	점유율	3Q26 YoY
Samsung	223.5	18.1	241.2	19.1	125.5	22.2	57.8	22.6	-5.8
Apple	233.1	18.9	247.8	19.7	116.8	20.6	57.3	22.4	-4
Xiaomi	168.4	13.6	165.3	13.1	65	11.5	30.7	12	-29.2
OPPO	104.8	8.5	102	8.1	59.6	10.5	25.6	10	-34.5
vivo	101.2	8.2	103.9	8.2	42.4	7.5	19.1	7.5	-31.5
기타	405.2	32.8	400	31.7	156.7	27.7	64.8	25.4	-32.5
합계	1,236.3	100	1,260.30	100	566	100	255.3	100	-22

자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

iPhone 18 사이클: 분할 런칭과 첫 폴더블 Duo — 하드웨어의 변화를 애플이 주도한다

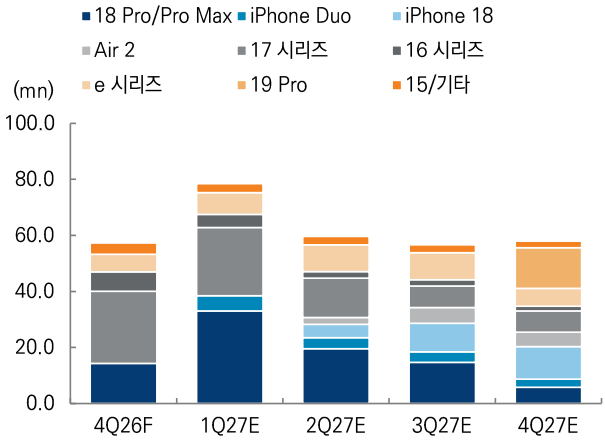
애플은 폴더블에 '늦게' 진입했지만, 2027년 폴더블 시장 2,700만 대의 40%를 iOS가 가져간다고 판단한다. 폴더블 스마트폰 시장은 2024년 1,870만 대에서 2026년 2,290만 대, 2030년 3,580만 대로 성장하지만 삼성·화웨이 중심의 틈새 시장이었다. 10월 23일 출시된 iPhone Duo($1,999~3,199, 256GB~2TB)는 사전주문 30분 만에 미국 배송이 2027년 1월로 밀렸고, 애플은 수요를 'extraordinary'라고 표현했다. 당사는 FY27 1,600만 대(1Q27 550만 대)를 가정한다. 폴더블은 ASP $2,250으로 iPhone 평균의 2배이므로 Unit 6%가 매출 13%를 만들고, 삼성디스플레이 독점의 폴더블 OLED·UTG·힌지 등 한국 공급망의 BOM 상승이 이루어질 것으로 판단한다.

그림 44. 폴더블 시장과 iOS 폴더블 (IDC) vs 당사 Duo 가정



자료: IDC, WW Quarterly Mobile Phone Tracker Forecast, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. iPhone 18 분할 런칭: 분기별 서브모델 출하 추정



자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

분할 런칭은 iPhone의 매출 계절성과 믹스를 구조적으로 바꾼다. 9월 Pro/Duo, 3월 일반/Air의 2회 런칭은 계절성 축소, Pro 믹스 극대화, 상반기 신제품 효과의 세 가지를 동시에 얻는다. 1Q27(12월 분기)에는 표준 신모델이 없어 18 Pro/Pro Max 비중이 42%(전년 17 Pro 계열 약 35%)로 극대화되고 Duo 7%가 더해져 Blended ASP가 +19% 오른다.

2Q27(3월 분기)에는 표준 18·18e·Air 2가 출시돼 전통적 비수기에 신제품 효과가 생기며, 당사는 2Q27E iPhone 매출 +15.2%를 추정한다. 또한 교체주기 장기화(CIRP: 미국 구매자 중 3년 이상 사용 비중 2020년 24% → 2025년 42%)는 단기 Unit 판매량을 억누르지만 '밀린 교체수요'를 쌓이고 있어, 추가적인 세트 성장도 기대해볼 수 있다.

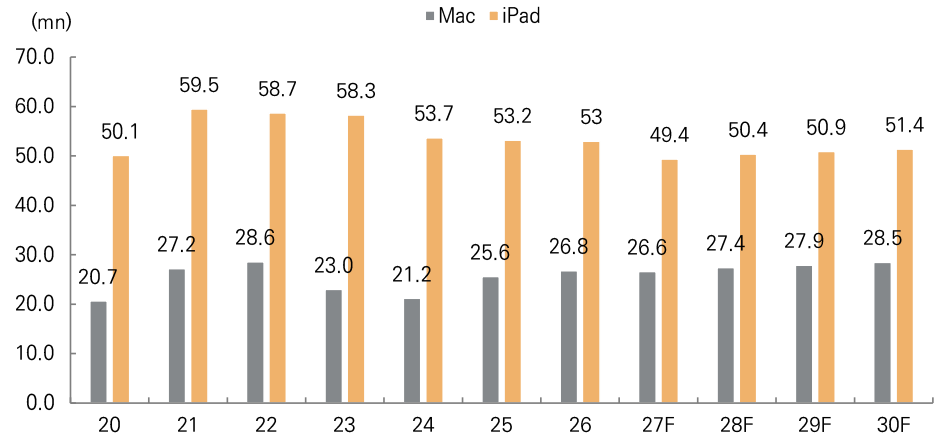
Mac·iPad·Wearables: Apple Silicon 이후의 두 번째 10년

Mac은 Apple Silicon 전환 6년차에 PC 점유율 8.5%(2024)에서 10%+로 올라섰고, 10월 28일 발표된 터치스크린 OLED MacBook Pro·M6 라인업이 ASP 상승을 견인할 것으로 판단한다.

보급형 MacBook Neo가 교육·기업 시장에서 Windows·Chromebook을 대체하며, 3Q26 Mac 매출 104억 달러(+29%)은 6월 분기 사상 최대를 기록했다. IDC는 macOS 점유율을 2027년 10.9%, 2030년 11.1%로 올라갈 것으로 추정했다. iPad는 태블릿 점유율 36%의 확고한 1위로 2026년 가격 인상(iOS 태블릿 ASP 2026 +14%, 2027 +13%)이 Unit 감소를 상쇄하고, OLED iPad mini(10월)가 믹스를 돕는다.

Wearables는 AirPods Pro 3·Watch 리뉴얼과 10월 발표된 HomeView (7인치 홈 허브)·Apple TV·HomePod mini 2가 'AI 홈' 라인업을 구성하며, Vision Pro는 분기 6만 대 수준이 지속될 것으로 판단한다.

그림 46. Mac·iPad 출하량 추이 및 전망



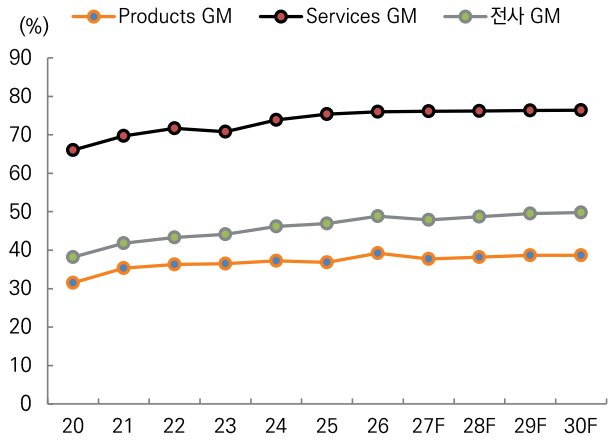
자료: Bloomberg, Digrin, 미래에셋증권 리서치센터

메모리 쇼크와 공급: 하드웨어의 리스크이자 점유율 확대의 기회

하드웨어의 최대 리스크는 메모리 원가와 선단 공정 캐파이며, 당사는 FY27E Products 총마진율을 37.1%(FY26E 39.3%)로 낮춰 반영했다. IDC는 메모리 원가가 전년 대비 약 350% 올랐고 아직 상승 중이며 2026년 3분기 전분기 대비 상승률이 두 자릿수 초반으로 둔화된 것으로 추정한다. 쿡 CEO는 3Q26 컨콜에서 '메모리 가격의 100년 홍수'를 언급하며 iPad·Mac 가격을 인상했고, 4Q26 컨콜에서 회사는 메모리 가격을 '전례 없는 수준'으로 표현하며 12월 분기 추가 상승을 예고했다(제조 구매약정 6월 대비 +330억 달러).

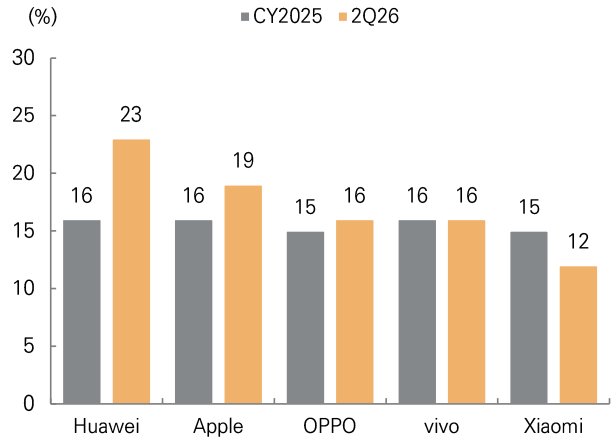
보급형 안드로이드가 출하를 줄이는 동안 애플은 가격을 올리면서 점유율을 가져가고, 2028년 이후 메모리 가격이 정상화되면 인상된 가격은 마진으로 남을 것으로 판단한다.

그림 47. Products·Services 총마진율 추이 및 전망



자료: IDC, 애플, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 중국 스마트폰 점유율: CY2025 vs 2Q26



자료: IDC, 애플, 미래에셋증권 리서치센터

III. 기업개요

사업 구조: 하드웨어 74% + Services 26%, 매출총이익은 60:40

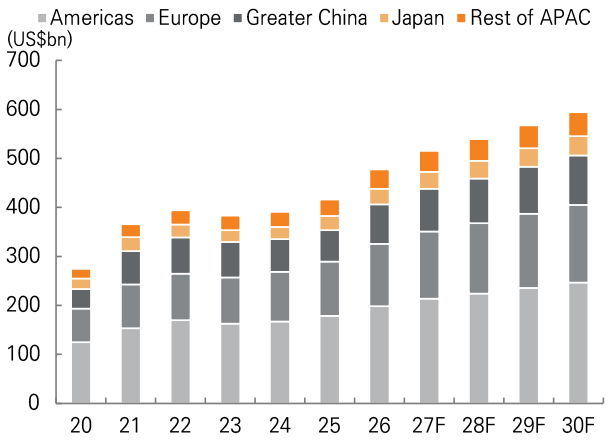
애플은 하드웨어 74%·Services 26%의 매출 구조지만 매출총이익은 60:40인 수직통합 플랫폼 기업이다. 1976년 설립, 2007년 iPhone 출시 이후 스마트폰을 중심으로 Mac·iPad·Watch·AirPods·Vision Pro의 하드웨어와 iOS/macOS 생태계 위의 Services를 결합했다. FY25(2025년 9월 결산) 매출 $416.2bn, 영업이익 $133.1bn(OPM 32.0%), 순이익 $112.0bn, EPS $7.46이다. 매출 구성은 iPhone 50.4%($209.6bn), Mac 8.1%, iPad 6.7%, Wearables/Home/Accessories 8.6%, Services 26.2%($109.2bn)이며, 지역별로는 Americas 42.9%, Europe(인도·중동·아프리카 포함) 26.7%, Greater China 15.5%, Japan 6.9%, Rest of APAC 8.1%, 채널은 직접 40%·간접 60%다. 임직원은 약 16.6만 명(FY25)이다.

표 15. 애플 세그먼트별 실적 및 핵심 드라이버 (US$bn, %)

세그먼트	FY25 매출	비중	FY25 YoY	FY27E 매출	25-27E CAGR	핵심 드라이버
iPhone	209.6	50	4.2	270.8	13.7	교체주기, Pro 믹스, Duo, 메모리 전가
Mac	33.7	8	12.4	38.7	7.1	Apple Silicon, MacBook Neo, PC 점유율 10%+
iPad	28.0	7	5.0	30.3	4.0	태블릿 점유율 36%, 가격 인상
Wearables/Home/Acc.	35.7	9	-3.6	39.0	4.5	Watch, AirPods, HomeView, Vision
Services	109.2	26	13.5	136.4	11.8	구독 15억 × ARPU, App Store, TAC
합계	**416.2**	**100**	**6.4**	**515.2**	**11.3**	

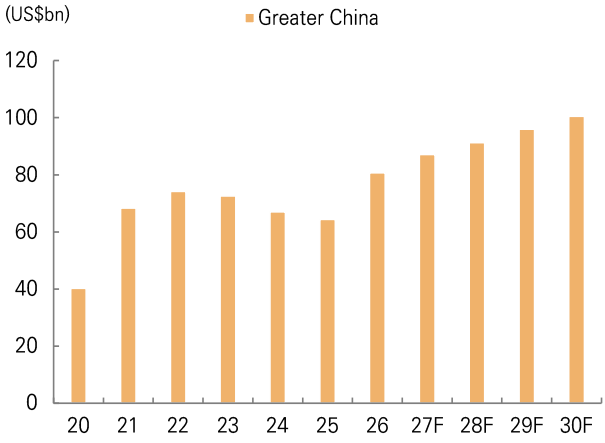
자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 애플 지역별 매출 추이 및 전망



자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 애플 Greater China 분기 매출 추이 및 전망



자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 애플 주요 연혁

연도	내 용
1976	Steve Jobs, Steve Wozniak, Ronald Wayne 설립. Apple I 출시
1984	Macintosh 출시
1997	Steve Jobs 복귀, NeXT 인수
2001	iPod, iTunes, Mac OS X 출시
2007	iPhone 출시, 사명 Apple Computer→Apple Inc.
2008	App Store 개설
2010	iPad 출시, 자체 설계 A4 칩
2011	Tim Cook CEO 취임, iCloud 출시
2012	배당 재개·자사주 매입 프로그램 개시
2015	Apple Watch, Apple Music 출시
2016	활성기기 10억 대 돌파
2019	Apple TV+, Apple Arcade, Apple Card 출시, Services 본격화
2020	Apple Silicon(M1) 전환 개시, 4:1 액면분할
2023	Vision Pro 공개, 유료구독 10억 돌파
2024	Apple Intelligence 발표, 활성기기 22억 대
2025	iPhone 17 Air, 미국 $600bn 투자 계획, C1 자체 모뎀
2026	구글과 Gemini 협력(1월), 활성기기 25억 대, John Ternus CEO 선임(9월), iPhone 18 Pro·Duo 출시, HomeView 발표

자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

경영진 교체와 자본배분 철학

2026년 9월 존 터너스 CEO 체제가 출범했으며, 쿡 체제의 자본배분 대원칙(순현금 중립·배당 인상·FCF 환원·대형 M&A 회피)은 유지될 것으로 본다. 2026년 4월 20일 애플은 팀 쿡의 Executive Chairman 전환과 존 터너스(John Ternus, 하드웨어 엔지니어링 총괄)의 CEO 선임(9월 1일자), 조니 스루지(Johny Srouji)의 Chief Hardware Officer 선임을 발표했다. 쿡 체제 15년(2011-2026)의 성과는 매출 3.8배, 순이익 4.3배, 시가총액 14배, 누적 환원 $1tn+이며, 공급망·자본배분·Services 전환이 핵심이었다. 터너스 체제의 과제는 Apple Silicon 이후 하드웨어 로드맵(Duo, Vision, 홈 로봇, 자체 모뎀 C2)과 AI 통합이다. 역대 최대 M&A는 2014년 Beats $3bn이며, 재무구조는 FY25 말 현금·투자자산 $132bn, 총차입금 $99bn(순현금 $34bn), 자기자본 $74bn으로 순현금 중립 목표에 사실상 도달했다.

표 17. 애플 주요 경영진

이름	직책	비고
John Ternus	CEO (2026.9.1~)	2001년 입사, 하드웨어 엔지니어링 SVP. iPhone·Mac·iPad·Apple Silicon 제품 총괄
Tim Cook	Executive Chairman	2011~2026 CEO. 공급망·자본배분·Services 전환 주도
Kevan Parekh	CFO (2025.1~)	전 재무기획 VP, Luca Maestri 후임
Johny Srouji	Chief Hardware Officer	Apple Silicon(A/M/C 시리즈) 설계 총괄
Craig Federighi	SVP Software Engineering	iOS·macOS, Apple Intelligence·Siri 총괄
Eddy Cue	SVP Services	App Store·Music·TV+·iCloud·광고, 구글 계약 담당
Sabih Khan	COO (2025.7~)	전 운영 SVP, Jeff Williams 후임. 공급망·제조

자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

공급망·관세·한국 밸류체인

공급 측면의 실제 병목은 관세가 아니라 선단 공정(TSMC 3nm/2nm) 캐파와 메모리다. 생산은 중국·인도·베트남 중심의 아웃소싱(Foxconn·Pegatron·Luxshare·Tata 등)이며 미국향 iPhone의 인도 생산 비중을 빠르게 높였다. 핵심 부품은 TSMC(AP·모뎀 파운드리), 삼성디스플레이·LG디스플레이(OLED), 소니(이미지센서), 삼성전자·SK하이닉스·마이크론(메모리), 국내 부품사(삼성전기·LG이노텍 등 카메라모듈·기판·MLCC)에서 조달한다. 2025년 8월 발표한 $600bn 미국 투자 계획은 반도체(Section 232) 관세 면제의 근거가 됐고, 2026년 초 대법원의 IEEPA 상호관세 위헌 판결로 약 $3.3bn의 관세 환급 대상이 됐다(3Q26 GM +2pt 일회성). 대체된 Section 122 글로벌 관세(15%)와 선별적 반도체 232 관세(소비자 전자기기 최종용도 예외)는 제한적 영향에 그칠 전망이다.

한국 공급망에는 'Unit이 아니라 ASP'가 변수이며, iPhone 18 사이클의 수혜는 폴더블 OLED → 카메라·패널 → 메모리 → 모듈·기판의 순서로 전개된다. (1) Duo의 UTG·힌지·폴더블 OLED(삼성디스플레이 독점), (2) 18 Pro의 가변 조리개 카메라와 LTPO+ 패널, (3) 메모리 가격 상승에 따른 DRAM/NAND 매출액 확대(삼성전자·SK하이닉스), (4) 2027년 Air 2·18 표준의 카메라 모듈·기판(LG이노텍·삼성전기)의 순서다. 애플 Unit이 정체하더라도 ASP 상승 국면에서는 대당 부품 원가(BOM)가 늘어나므로 국내 부품사의 애플향 매출은 Unit보다 ASP에 연동된다.

리스크 요인

표 18. 애플 주요 리스크 요인 및 민감도

리스크	내용	민감도 / 당사 가정
메모리 원가	DRAM/NAND 가격이 2028년까지 상승하면 FY27E Products GM 37.7%의 추가 하락 가능. IDC: 원가 +350%, 아직 상승 중	Products GM 1pt = EPS $0.15
수요 탄력성	가격 전가(ASP +10%)가 Unit 감소(-2.8%)를 상쇄한다는 가정은 신흥시장·보급형 수요 이탈에 취약	출하 1%p = 매출 $2.7bn
Duo 공급·불량	FY27 16mn 가정은 IDC 8월 전망(10.7mn) 상회. 폴더블 OLED·힌지 수율, 생산 램프 리스크	Duo ±5mn = 매출 ±$11bn, EPS ±$0.35
공급 제약	선단 공정(TSMC 3nm/2nm) 캐파 부족이 iPhone·Mac·iPad 전반에 확대. 4Q26 가이던스에 반영	분기 매출 1~2% 이연 가능
App Store 규제	대법원 판결(2027E), EU DMA, 일본·영국·한국 규제가 수수료율 하락 속도를 가속할 가능성	수수료율 1pt = Services $1.3bn
Google TAC	연 단위 재협상, 검색의 AI 전환으로 TAC 규모 축소 가능성	FY26E $28.4bn(Services의 23%)
중국	매출 15.5%. 화웨이 경쟁, 보조금, 지정학. 3Q26 점유율 17.8%로 회복 중	중국 매출 10% = 총매출 1.5%
AI 실행	Gemini 기반 Siri의 품질, 구글 의존도, R&D 확대(FY26E +33%)	R&D $1bn = EPS $0.06
밸류에이션	FY27 P/E 36.2배는 10년 중간값(23.8배)의 1.5배. EPS 상향 둔화 시 배수 조정 압력	P/E 1배 = 주가 $10

자료: 미래에셋증권 리서치센터

애플 (AAPL US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(USD 100mn)	FY26	FY27E	FY28E	FY29E
매출액	**4,788**	**5,196**	**5,377**	**5,654**
매출원가	**2,452**	**2,743**	**2,761**	**2,863**
매출총이익	**2,336**	**2,453**	**2,615**	**2,792**
판매비와관리비	**755**	**836**	**897**	**955**
영업이익	**1,581**	**1,617**	**1,718**	**1,837**
비영업손익	**12**	**17**	**24**	**33**
금융손익	-	14	20	26
관계기업관련손익	-	-	-	-
기타이익추가	12	3	4	6
법인세차감전순이익	1,592	1,635	1,742	1,869
법인세	271	278	296	318
당기순이익	**1,322**	**1,357**	**1,446**	**1,551**
지배주주	1,322	1,357	1,446	1,551
비지배주주	-	-	-	-

Growth & margins	FY26	FY27E	FY28E	FY29E
매출액증가율	15.1	8.5	3.5	5.2
매출총이익증가율	19.7	5.0	6.6	6.7
영업이익증가율	18.8	2.3	6.2	6.9
순이익증가율	18.0	2.6	6.6	7.3
EPS증가율	20.3	4.3	8.4	9.2
매출총이익률	48.8	47.2	48.6	49.4
영업이익률	33.0	31.1	32.0	32.5
당기순이익률	27.6	26.1	26.9	27.4

예상 재무상태표 (요약)

(USD 100mn)	FY26	FY27E	FY28E	FY29E
유동자산	**1,739**	**2,076**	**2,438**	**2,850**
현금성자산	363	653	970	1,324
매출채권	837	871	920	976
재고자산	145	172	175	182
기타유동자산	393	379	373	368
비유동자산	**2,307**	**2,272**	**2,239**	**2,209**
투자자산	802	742	682	622
유형자산	521	546	573	603
무형자산	262	262	262	262
기타비유동자산	722	722	722	722
자산총계	**4,045**	**4,348**	**4,677**	**5,058**
유동부채	**1,699**	**1,753**	**1,819**	**1,907**
매입채무	823	849	864	897
단기차입금	119	119	119	119
기타유동부채	758	784	836	891
비유동부채	**1,225**	**1,225**	**1,225**	**1,225**
장기금융부채	682	682	682	682
기타비유동부채	543	543	543	543
부채총계	**2,925**	**2,978**	**3,045**	**3,132**
지배주주지분(연결)	**1,121**	**1,370**	**1,633**	**1,926**
자본금	-	-	-	-
자본잉여금	1,048	1,204	1,367	1,538
이익잉여금	137	230	330	452
기타	(64)	(64)	(64)	(64)
비지배주주지분(연결)	**-**	**-**	**-**	**-**
자본총계	**1,121**	**1,370**	**1,633**	**1,926**

예상 현금흐름표 (요약)

(USD 100mn)	FY26	FY27E	FY28E	FY29E
영업활동 현금흐름	**1,451**	**1,603**	**1,722**	**1,852**
당기순이익	1,322	1,357	1,446	1,551
감가상각비	134	144	151	158
기타	-5	103	125	142
투자활동 현금흐름	**-173**	**-61**	**-70**	**-80**
- 자본적 지출(CAPEX)	-90	-141	-150	-160
기타	-82	80	80	80
재무활동 현금흐름	**-1,274**	**-1,252**	**-1,335**	**-1,418**
배당금	-157	-159	-162	-165
자본 증가	-932	-1,093	-1,173	-1,253
장단기금융부채의 증가(감소)	-183	-	-	-
기타	-2	-	0	-
현금의 증감	4	290	317	354
기초현금	359	363	653	970
기말현금	363	653	970	1,324

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	FY26	FY27E	FY28E	FY29E
P/E (배)	37.7	37.5	34.5	31.6
P/S (배)	10.4	9.8	9.3	8.7
P/B (배)	44.4	37.1	30.6	25.5
EV/EBITDA (배)	28.7	28.4	26.2	23.9
EPS	8.98	9.36	10.15	11.09
BPS	7.61	9.46	11.46	13.77
DPS	1.06	1.10	1.14	1.18
배당성향 (%)	11.8	11.7	11.2	10.6
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율 (회)	11.5	11.6	11.5	11.5
재고자산회전율 (회)	24.2	17.3	15.9	16.1
매입채무 회전율 (회)	3.2	3.3	3.2	3.3
ROA (%)	34.6	32.3	32.0	31.9
ROE (%)	142.3	108.9	96.3	87.2
ROIC (%)	103.6	99.9	108.3	119.2
부채비율 (배)	260.9	217.4	186.5	162.7
유동비율 (배)	102.3	118.4	134.0	149.4
순차입금/자기자본 (배)	-50.7	-56.8	-62.2	-66.9

자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.