

Market 준클리

균형을 찾아가는 중

Market Comment

[전략] 김준영 2122-9246 elvis.kim@imfnsec.com

Check Point

미국/한국 신용 레버리지가 과했음. 3분기내 전고점 탈환보다는 연말까지 박스권 탐색 국면이 이어질 것으로 보임
빅테크 실적의 관전 포인트는 capex 규모가 아님. 지출을 뒷받침하는 실적 등 지속성이 중요
자산집약 전환으로 멀티플 압축이 정당화되는 구간. AI 인프라는 성장만을 밸류에이션에 녹여낼 수 없다

과한 레버리지의 반작용, 그리고 박스권

미국과 한국 모두 레버리지 활용이 과했다. 미국 신용 융자 잔고는 6월초 고점을 지났지만 시장 조정에도 크게 줄어들지 않았다. 증거금에서 신용융자를 뺀 수치는 역대급으로 낮았다. 한국에 비해 하락폭을 겪은 종목의 비중도 적고 하락폭 또한 하이닉스보다 작았기 때문으로 보인다. 미국도 한국처럼 신용에 의존한 롱 베팅이 강했다. 작금의 조정이 향후의 추세와 무관하게 필연적인 수준이었을 수도 있겠다. 과도한 신용잔고 등 마켓 데이터는 시점을 특정하기 어려웠을 뿐 계속 위험 시그널을 주고 있었다.

한국은 코스피와 코스닥의 패턴이 조금 다르다. 코스닥은 5월초 지수의 고점이 신용잔고의 고점이다. 지수가 하락함과 신용 잔고가 동시에 줄었다. 하락할 때 추가 베팅보다는 비중을 줄이는 패턴이 줄곧 이어졌다. 10조원 수준에 육박했던 코스닥 신용 잔고는 6조대로 약 30% 하락했다. 코스피는 조금 다르다. 코스피 지수가 6월 22일 9,100pt 수준에서 7월 8일 7,200pt대까지 하락하는 동안 신용잔고는 전혀 줄지 않았다. 오히려 6월 고점보다 7월에 더 높은 날이 있었다. 신용 잔고는 6월말부터 7월초까지 29조대를 유지했다. 지수가 7,200pt에서 반등에 성공하지 못하면서 신용 잔고는 2조가량 줄었다. 지수가 하락하고 난 이후 뒤늦게 신용 잔고가 약 10% 줄었다. 여전히 상승 베팅에 대한 투자자들의 믿음이 코스닥에 비해 강하다는 것을 보여준다. 반대로 지수가 추가 하락시 신용발 매물 출회 가능성을 염두에 둘 필요가 있다.

레버리지 상품 확대에 인한 숏감마는 방향에 큰 영향을 주기보다는 변동성을 증폭시킨다. 신용잔고가 쌓여있는 상황에서 고변동성은 시장의 출렁임을 더 키울 것으로 보인다. 커지는 변동성을 감안하면 현재 하락폭은 3월 전쟁 이후 하락 당시와 유사한 수준이다. 아직 약세장에 진입했다고 보기는 어려운 대목이다.

전고점 탈환 가능성보다는 박스권 장세를 예상한다. 기존의 10,000pt 수준에서 진행될 것으로 전망했던 박스권 레벨이 낮아졌다. 다만 경로에 대한 뷰가 크게 바뀌진 않았다. 반도체 사이클의 지속성에 대해 넘어야 할 산이 많이 남아있다. 내년 연간 이익 레벨은 견조할 것으로 보인다. 이것이 지수 하방을 지지할 것이다. 닷컴 버블, 17년 반도체 사이클 모두 고점 통과 이후 지수는 약 6개월 횡보했다. 상승의 성격은 달라도 고점 통과 이후의 패턴은 유사할 가능성이 있다. 지수가 한번에 빠지기보다는 박스권을 횡보하면서 10,000pt를 돌파할 수 있는지 살피는 탐색의 기간이 연말까지 지속될 가능성이 커 보인다.

빅테크 실적에서 확인해야 하는 것

2분기 실적 시즌의 하이라이트가 다음 주부터 시작된다. 알파벳과 테슬라 발표가 현지시간 7월 22일 예정되어 있다. 29일에는 마이크로소프트와 메타가 FOMC와 같은 날 발표한다. 30일 애플과 아마존이 뒤를 잇고 늘 그렇듯 엔비디아 실적발표일은 한참 뒤인 8월 26일이다.

4대 하이퍼스케일러의 2026년 합산 capex 가이드는 약 7,250억 달러로 전년비 77% 늘었다. 아마존 약 2,000억 달러, 마이크로소프트 약 1,900억 달러, 알파벳 1,800억~1,900억 달러, 메타 1,250억~1,450억 달러다. 다만 capex 규모 자체는 더 이상 관련 포인트가 아니다. 지출 확대를 성장 의지로 읽고 추가로 보상하던 국면은 지났다. 시장이 이번에 확인하려는 것은 두 가지다. 지출을 뒷받침하는 실적과 지출을 지속할 의지다

분기 서프라이즈 한번으로는 시장의 마음을 돌리기 쉽지 않을 것이다. 지속성 점검의 핵심은 현금흐름 구조다. capex가 이 규모로 늘면 영업현금흐름 증가분을 투자가 잠식한다. 하반기에는 FCF가 눈에 띄게 얇아지거나 역성장하는 기업이 나올 수 있는 구간이다. 자사주 매입과 배당 여력이 줄어드는지, 부족분을 차입으로 메우기 시작하는지, 감가상각비가 손익에 얼마나 빠르게 올라오는지. 이런 항목들이 앞으로의 실질적인 쟁점이 될 것이다.

FCF가 더 이상 다가 아니다

정당 멀티플은 성장률만의 함수가 아니다. 그 성장을 사는 데 드는 자본의 함수다. 성장성만 보고 높은 P/E를 줄 수는 없다. 매출을 일정 비율로 늘릴 때 필요한 재투자 비중을 재투자율이라 하고 성장률을 ROIC로 나눈 값(g/ROIC)으로 근사된다. 자산경량형(asset light) 소프트웨어는 ROIC가 사실상 무한대에 가까워 재투자율이 0에 수렴한다. 성장이 자본을 거의 요구하지 않으니 성장분이 그대로 주주현금이 된다. 소프트웨어에 높은 멀티플 정당성의 배경이다.

자산집약형(asset heavy)으로 가면 같은 성장률에 훨씬 많은 자본이 필요하다. 성장률이 동일해도 재투자율이 올라가면 주주에게 귀속되는 현금이 줄고 정당 멀티플은 내려온다. 성장이 둔화되지 않아도 멀티플이 압축될 수 있는 이유다. 하이퍼스케일러에 적용하면 본사업과 AI사업이 섞이게 되면서 ROIC는 구조적으로 하락한다. 소프트웨어 위에 자산집약적 사업을 얹고 있기 때문이다. 자산집약 산업으로의 전환 자체가 멀티플 압축을 정당화한다. 시장이 소프트웨어의 멀티플을 다 주기 어려울 수 있다. M7의 멀티플 확장이 멈춘 배경으로 볼 수 있다.

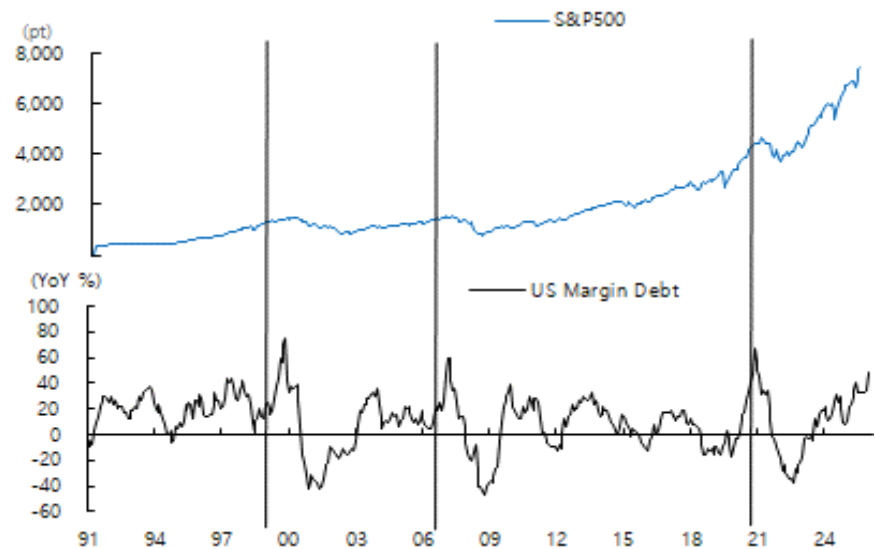
구체적인 예를 보자. 두 사업부 A와 B가 있고 둘 다 매출성장률 목표는 15%로 같다. A는 asset light다. 투하자본 200억 달러에 ROIC 40%로 연간 80억 달러를 번다. 성장률 15%를 유지하는 데 필요한 재투자율은 $15/40$, 약 37.5%다. 창출 이익의 62.5%가 주주에게 귀속된다. B는 asset heavy다. 투하자본 1,500억 달러에 ROIC 8%로 120억 달러를 번다. 성장률 15%를 유지하려면 재투자율이 $15/8$, 즉 187.5%가 된다. 버는 것보다 많이 재투자해야 하니 외부조달이 불가피하고 그 성장은 가치를 창출하는 게 아니라 훼손한다.

문제는 B도 당장의 FCF는 얼마든지 좋게 보일 수 있다는 점이다. 재투자를 미루면 이번 분기 FCF는 A와 비슷하게 찍힌다. 그 FCF는 성장을 포기한 대가일 뿐인데 지표에는 그 사실이 나타나지 않는다. 하이퍼스케일러의 사업이 A에서 B 방향으로 이동하는 중이라면 FCF가 유지된다는 것은 안심의 근거가 아니라 착시일 수 있다. 하이퍼스케일러를 단일 실체로 평가하지 말고 사업부별로 분해해야 한다. asset light 본업과 AI 인프라라는 asset heavy 신규사업에 서로 다른 자본비용과 배수를 적용하는 SOTP 접근이 현 국면에 더 적합하다.

코어위브와 같은 네오클라우드의 경우 asset heavy 산업이다. 코어위브는 2026년 1분기 매출 20.8억 달러에 FCF -47억 달러를 기록했다(회사 공시 기준). 버는 돈의 두 배가 넘는 자본이 들어가고 전액 외부조달이다. 총부채는 249억 달러로 한 분기에 16% 늘었고 이자비용만 매출의 26%다. 여기에 ROIC 자체가 감가상각 가정의 함수라는 점도 고려해야 한다. GPU 내용연수를 얼마나 잡는지에 따라 셈법은 달라지겠지만 시간이 지남에 따라 가치가 급격하게 하락하는 자본재임을 염두에 두어야 한다. OpenAI와 앤스로픽 또한 유사하다. GPU를 거의 소유하지 않아 재무제표만 보면 asset light다. 하지만 컴퓨트를 소유 대신 장기 약정으로 살 뿐이다. OpenAI의 코어위브 약정만 누적 224억 달러 규모다. 리스 자본화와 같은 논리로 이 약정을 투자자본에 넣으면 이들은 asset heavy에 속한다. 프런티어 모델 훈련비는 성장 유지에 필수라는 점에서 R&D가 아니라 재투자에 가깝다. 재투자율은 100%를 한참 넘고 그 갭을 지분 조달로 메운다. 부채 대신 equity로 조달한다는 점만 다를 뿐 구조는 네오클라우드와 같다.

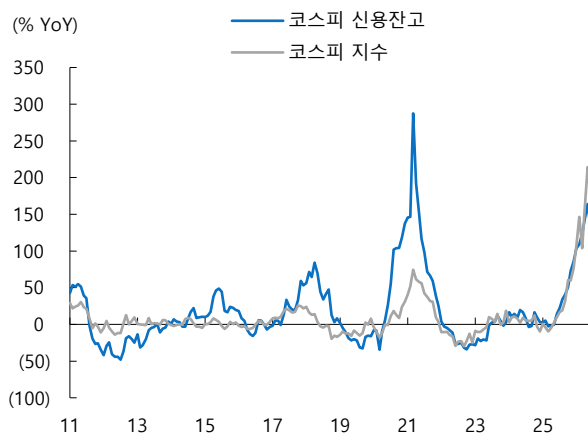
성장성에만 초점을 두고 밸류에이션을 해야 하는 구간을 지나는 중으로 보인다. 메모리에 대한 사이클 고민은 결국 빅테크와 프런티어 AI랩의 수익성에 대한 고민으로 이어진다. 수익성에 대한 우려를 해야 하는 시점에 가까워지고 있고 이는 빅테크와 프런티어 AI랩의 밸류에이션을 짓누를 수 있다. 메모리 가격이 높으면 메모리를 사서 AI를 개발하는 진영의 밸류에이션이 눌려진다. 반대로도 마찬가지일 것이다. 곡괭이와 광산 업체가 동시에 높은 밸류에이션을 받기 어렵다. 적절한 균형을 시장은 찾아나가는 중으로 보인다.

그림1. 미국 시장 또한 레버리지로 랠리의 강도가 컸음



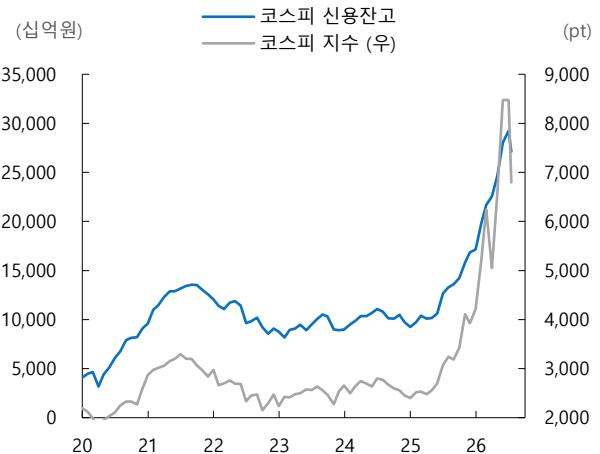
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. 과도했던 레버리지를 되돌리는 과정



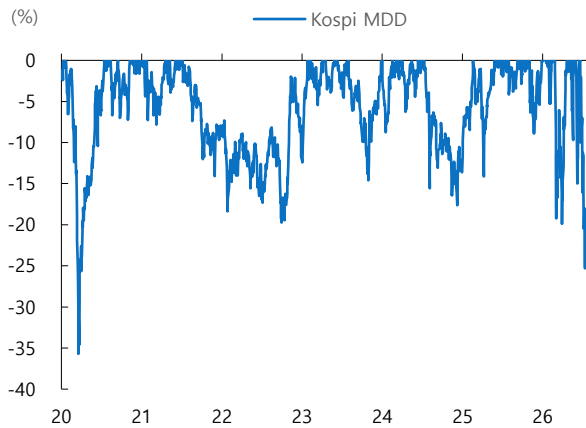
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림3. 조정에 명분을 실어준 레버리지



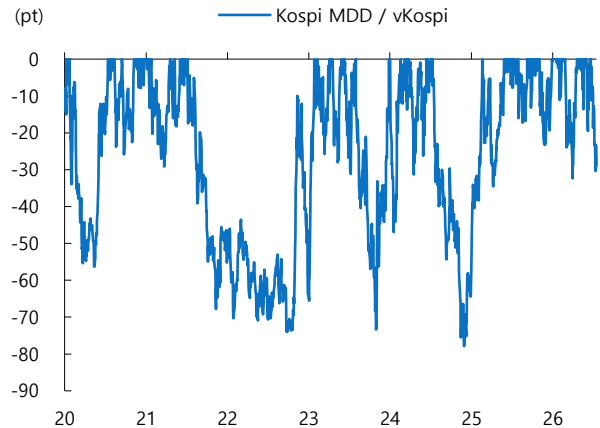
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림4. 코로나 이후 가장 큰 MDD



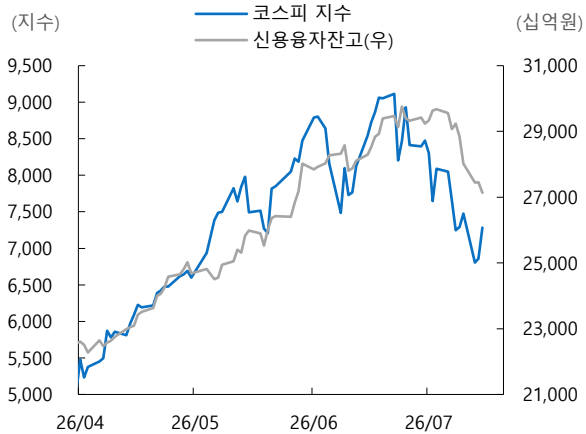
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림5. 변동성을 감안하면 큰 하락은 아님



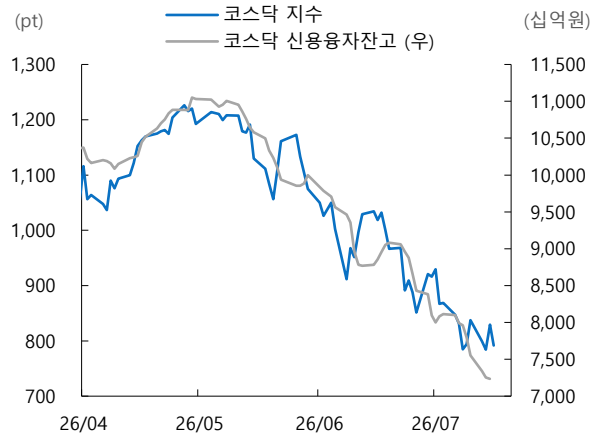
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림6. 코스피 지수와 신용 잔고는 시차를 두고 하락



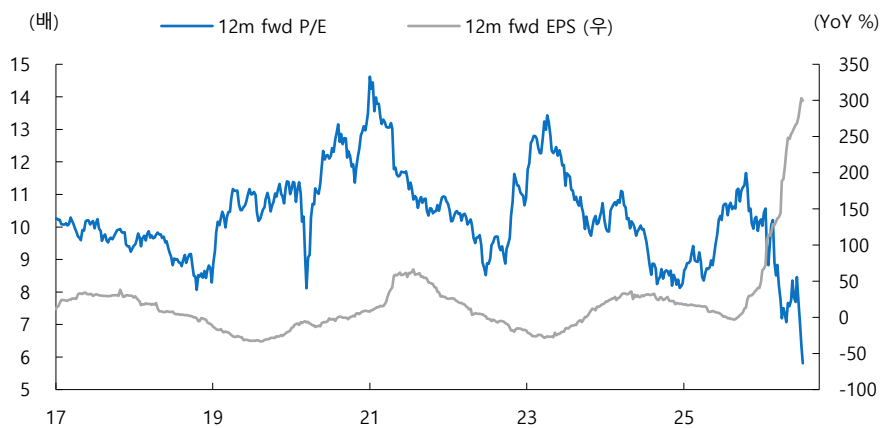
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림7. 코스닥의 경우 동시에 하락



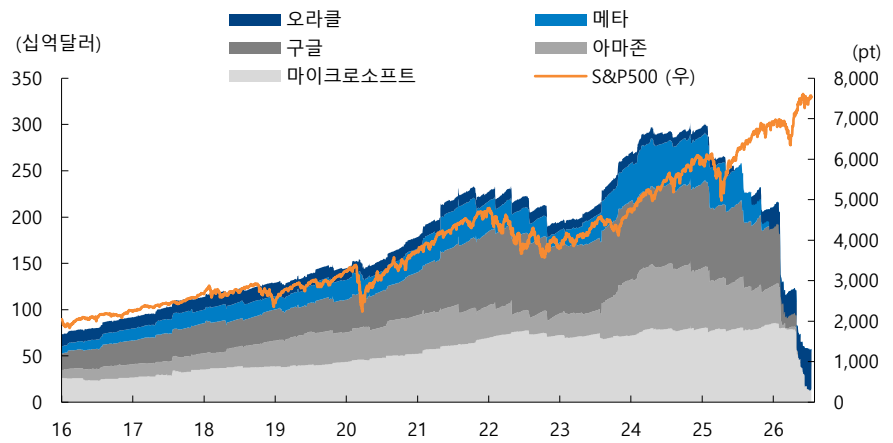
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림8. 한국 시장은 시클리컬임을 시장은 프라이싱 중



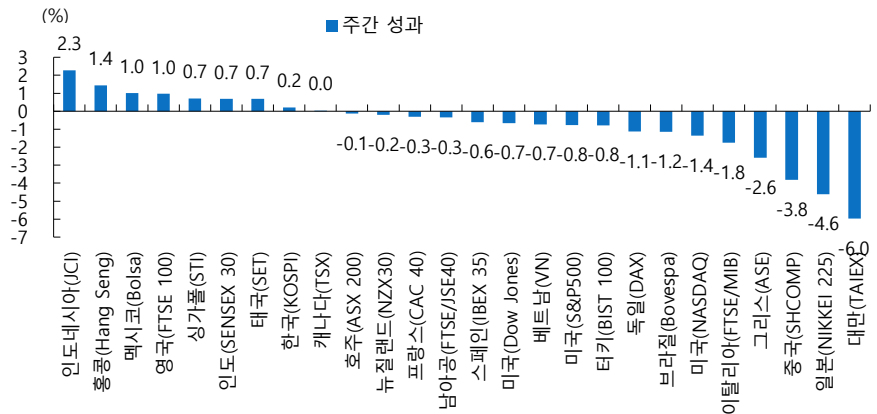
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림9. FCF 여력이 향후 투자에 큰 영향을 줬지만 앞으로는 수익성이 더 중요한 요인으로 작용할 것



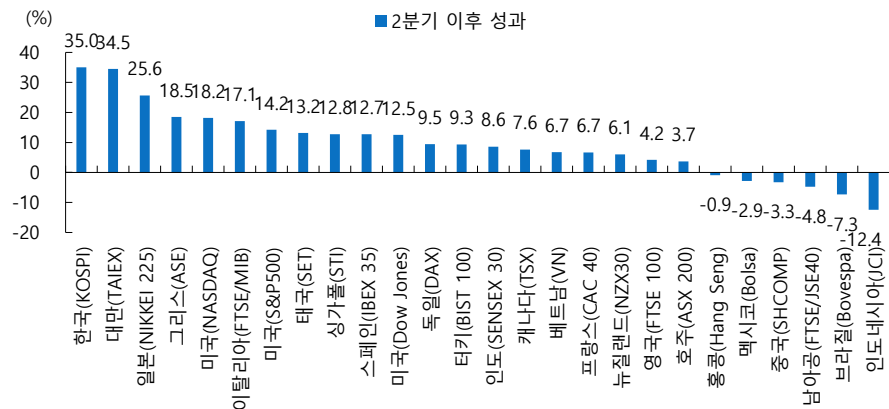
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 6,800pt에서 시작해서 6,800pt로 끝난 한 주



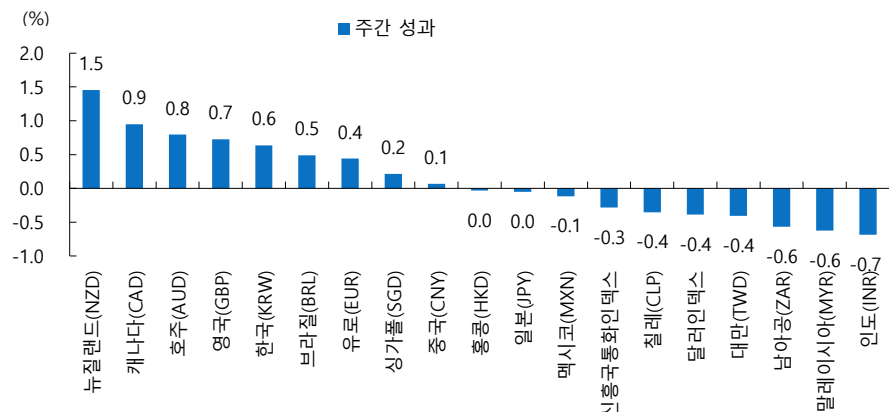
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. 한국과 대만의 성과는 크게 좁혀짐



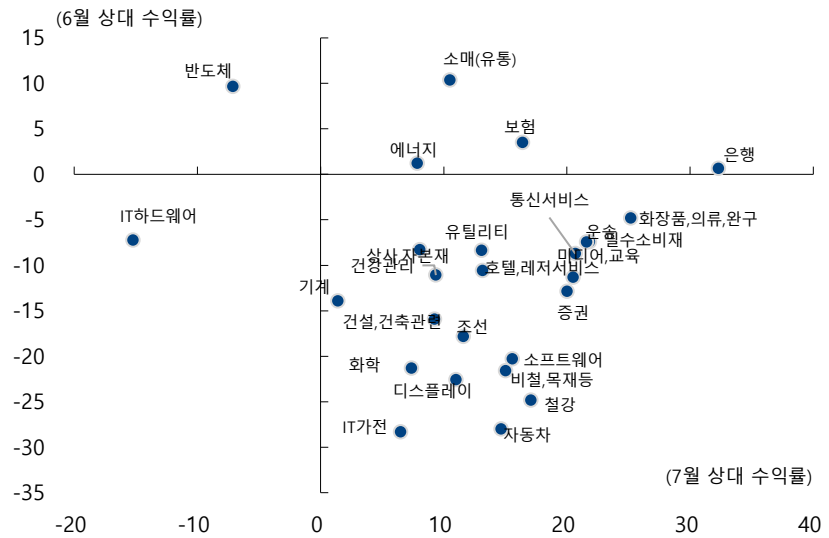
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. 외국인 수급 개선 및 외환 시장 수급 개선 대감 속 원화 강세



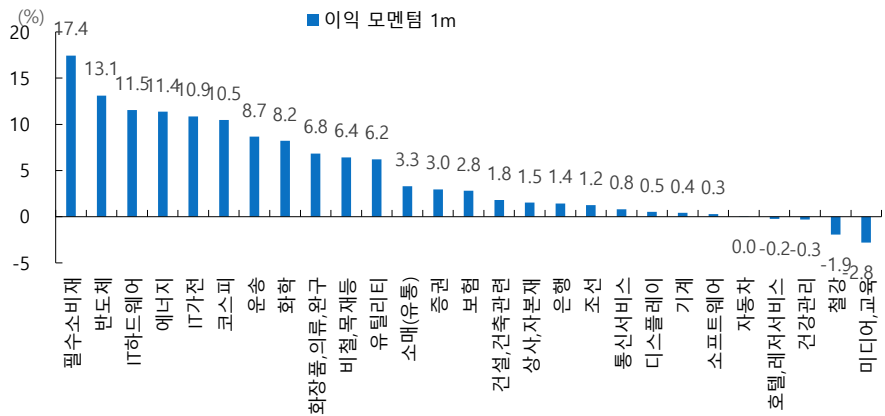
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13.주도주 조정 속 은행 아웃퍼폼 지속



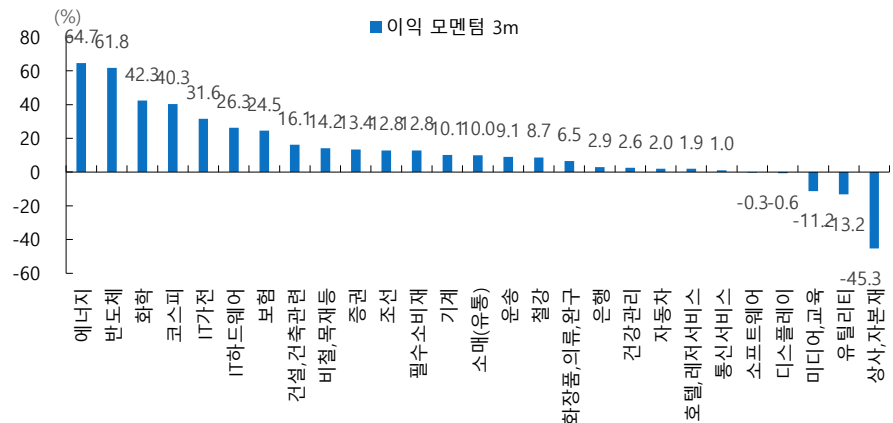
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림14. 1개월 이익 모멘텀은 반도체 이외 섹터에서도 다양하게 확인



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림15. 3개월 이익 모멘텀은 에너지 반도체 화학 순



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림16.이익 전망치 상향 섹터 Top 5

이익 전망치 상향 섹터 Top 5								
섹터	이익 1M 증가율 (증감, 십억원)	순위	종목명	1m 기여도	1m 증가율	3m 증감	3m 증가율	섹터내 시총 비중
필수소비재	17.37% (+1,150.67)	1	삼양식품	15.37	1.92%	75.82	10.23%	13.29%
		2	KT&G	13.77	0.88%	54.20	3.55%	30.82%
		3	CJ제일제당	5.74	0.42%	13.85	1.01%	4.59%
		4	롯데웰푸드	5.51	2.75%	23.11	12.64%	1.53%
		5	오리온	2.92	0.43%	28.59	4.39%	8.38%
IT하드웨어	11.53% (+673.18)	1	삼성전기	385.79	17.88%	925.89	57.23%	58.07%
		2	LG이노텍	87.15	7.17%	324.78	33.24%	9.63%
		3	심텍	43.81	19.88%	104.37	65.30%	2.45%
		4	대덕전자	24.14	8.36%	104.36	50.00%	4.15%
		5	코리아씨키트	14.70	8.33%	39.87	26.36%	1.03%
IT가전	11.34% (+888.04)	1	LG전자	340.08	8.32%	690.08	18.46%	16.63%
		2	LG에너지솔루션	234.03	9.15%	566.90	25.47%	44.57%
		3	삼성SDI	166.27	23.49%	802.90	1127.35%	19.97%
		4	엘앤에프	12.96	5.70%	74.44	44.84%	2.13%
		5	에코프로비엠	9.08	5.63%	35.18	26.00%	6.27%
에너지	11.09% (+2,402.82)	1	SK	1,786.26	19.75%	5,403.08	99.54%	39.46%
		2	SK이노베이션	256.07	6.42%	1,715.71	67.79%	19.26%
		3	S-Oil	220.18	7.83%	1,165.42	62.38%	15.31%
		4	한화솔루션	45.81	4.63%	186.98	22.02%	4.45%
		5	GS	31.24	0.85%	767.01	26.24%	7.22%
반도체	11.05% (+87,459.90)	1	삼성전자	53,380.67	12.63%	152,383.39	47.09%	47.89%
		2						
		3	SK하이닉스	28,125.97	8.85%	131,064.69	60.99%	42.17%
		4	파두	76.08	88.88%	161.68		0.11%
		5	티에스이	29.52	17.23%	110.89	123.31%	0.10%

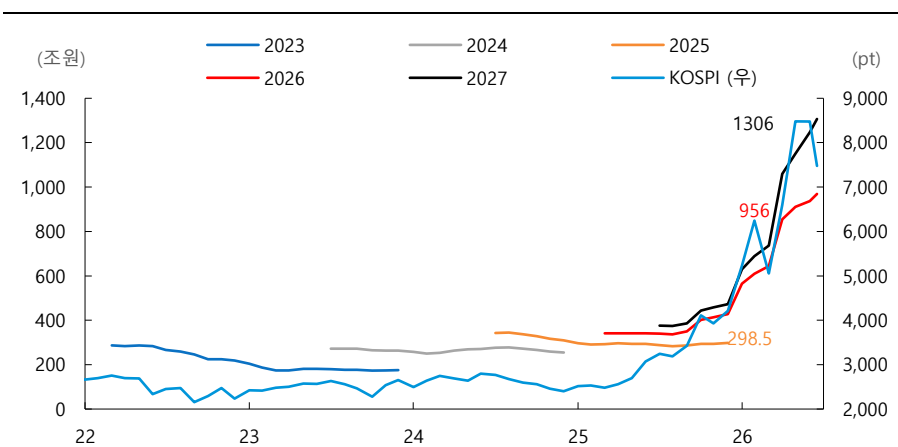
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림17.이익 전망치 하향 섹터 Top5

이익 전망치 하향 섹터 Top5								
섹터	이익 1M 증가율 (증감, 십억원)	순위	종목명	1m 기여도	1m 증가율	3m 증감	3m 증가율	섹터내 시총 비중
미디어, 교육	-1.96% (-43.28)	1	제일기획	-3.38	-338.00%	-9.71	-2.70%	8.74%
		2	CJ ENM	-1.01	-0.53%	-21.57	-10.20%	2.62%
		3	와이지엔터테인먼트	-0.47	-0.61%	-3.46	-4.33%	3.07%
		4	스튜디오드래곤	-0.47	-0.82%	-2.12	-3.61%	2.50%
		5	JYP Ent.	-0.24	-0.13%	11.24	6.37%	6.77%
철강	-1.56% (-83.24)	1	POSCO홀딩스	-95.98	-2.64%	202.66	6.08%	67.02%
		2	현대제철	-37.01	-5.95%	-76.01	-11.50%	9.62%
		3	KG스틸	-23.20	-13.76%	-32.12	-18.09%	1.39%
		4	세아베스틸지주	2.11	1.20%	26.84	17.69%	3.16%
		5	세아홀딩스	3.83	1.68%	-3.67	-1.56%	1.36%
건강관리	-0.78% (-73.12)	1	삼성에피스홀딩스	-153.75	-33.04%	-139.87	-30.98%	3.58%
		2	리가캠바이오	-10.98	-19.41%	-82.56	-550.40%	1.39%
		3	원텍	-4.12	-6.21%	-6.93	-10.02%	0.17%
		4	대웅제약	-2.74	-1.22%	-10.10	-4.35%	0.51%
		5	종근당	-1.56	-1.80%	-0.11	-0.13%	0.34%
호텔, 레저	-0.62% (-7.09)	1	파라다이스	-8.72	-4.19%	-10.75	-5.12%	10.16%
		2	하나투어	-4.43	-6.47%	-6.65	-9.41%	5.04%
		3	강원랜드	-2.39	-1.04%	-5.58	-2.39%	33.19%
		4	서부T&D	1.11	1.18%	3.68	4.01%	6.85%
		5	롯데관광개발	1.23	0.56%	4.71	2.17%	9.92%
소프트웨어	0.19% (+20.01)	1	풀어비스	-25.91	-7.92%	56.49	23.07%	1.59%
		2	시프트업	-15.79	-12.34%	-35.50	-24.03%	1.41%
		3	넷마블	-11.11	-2.69%	-40.77	-9.20%	2.20%
		4	LG씨엔에스	-4.02	-0.61%	12.12	1.87%	4.66%
		5	SOOP	-2.98	-2.49%	-7.42	-5.98%	0.40%

자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림18.영업이익 전망치 추이



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (김준영)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.