

2026.06.08

Strategy Issue



DS 전략이슈

양형모 투자전략
02-709-2660
yhm@ds-sec.co.kr

과열 청구서

미국 이익 펀더멘털은 오히려 외형적 공포와 정반대 방향

본 보고서는 AI 사이클 종료나 시장 붕괴를 단정하지 않으며, 강세 시나리오의 부정도 아니다. 다만 단기에 모든 장밋빛 미래를 이미 가격에 당겨온 밸류에이션이 부담으로 작동하는 구간에 들어섰다는 점을 우려한다. 또한 고용과 AI 관련 기업 이슈를 계기로 시장이 숫자를 다시 보기 시작한 만큼, V자 반등이 아닌 단기 조정 시나리오가 '일어날 수도 있는 일'로서 점검할 가치가 있다는 판단이다.

6월 5일 하락은 과거처럼 전쟁·유가 같은 단일 변수의 충격이 아니라, 매크로(연준·고용)와 펀더멘털(브로드컴·엔비디아·xAI)이 동시에 작동한 복합 국면이다.

강한 5월 고용 헤드라인(+17.2만, 컨센서스 2배)이 연준의 인하 기대를 지우고 인상 베팅을 키웠다. 결정적으로 그날 유가는 -2.7% 하락했는데 금리·달러는 올랐다. 이번 금리 급등의 범인은 유가·전쟁이 아니라 연준이다. 다만 고용은 헤드라인만 강할 뿐 내부(가계 취업자 전년 -47.3만, 참가율 61.8%, 정규직+파트타임 '투잡' 증가, AI 화이트칼라 정보·금융 감소)는 오히려 식고 있다.

브로드컴을 도화선으로 시장이 AI 수익화의 숫자를 다시 보기 시작했다. 브로드컴의 운전자본 부담, xAI의 매출 1달러당 \$12.46 현금 소진, SpaceX의 capex>매출 구조가 과열 청구서의 실체다. 두 엔진이 겹친 날이 6월 5일이다.

과거 전쟁 등 단일 이벤트는 변동성만 만들었기에, 우리는 단기 조정 후 V자 반등을 전제로 강한 Buy를 제시해왔다. 그러나 이번엔 매크로와 펀더멘털이 겹친 복합 국면이라, 즉각적 V자 반등을 단정하기는 어렵다.

그렇다고 추세 하락(약세장)은 아니다. 이익(EPS·마진·ROE)은 여전히 사상 최고이고, 하락 종목군의 이익 전망조차 상향 중이다. 반등은 시점과 모멘텀의 함수다. 1) 이란 전쟁 종료에 따른 유가 안정, 2) AI 실수요 입증(토론 사용량 증가에 이전트 활성화), 3) 7월부터의 기업 실적 성장 등 촉매들이 도래하는 시점과 함께 시장은 다시 반등할 것이다..



DS투자증권
리서치센터

밸류에이션·포지셔닝·디레버리징 청구서

5월 15일보다 질적으로 더 무거웠던 하루

할인율 게임이라는 5월의 진단이 6월에는 디레버리징으로 한 단계 이동했음을 가리킨다.

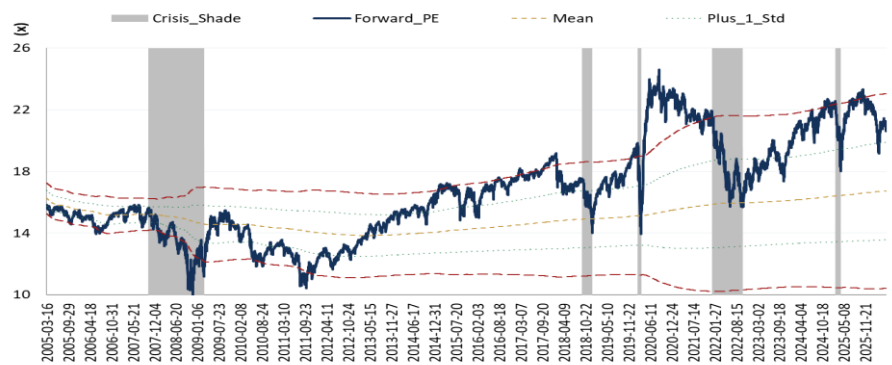
우리가 추적하는 미국 BM 컴포지트(S&P500 유사)는 6월 5일 하루 -2.68%, 6월 3일~5일 누적 -2.22% 하락했다. 5월 15일의 -1.27%보다 두 배 가까이 깊다. 그러나 이번 보고서의 결론은 5월 18일 보고서의 결론을 단순 반복하지 않는다. 데이터는 "추세 하락은 아니다"라는 큰 틀은 유지하되, 할인율 게임이라는 5월의 진단이 6월에는 디레버리징으로 한 단계 이동했음을 가리킨다.

다섯 가지 결정적 신호는 다음과 같다.

- (1) 반도체 단일 섹터가 하루 -136bp로 전체 하락(-268bp)의 51%를 만들었다. 6/3~6/5 구간으로 넓히면 반도체 -190bp(85%)로 사실상 단일 섹터 사건이다. 그리고 그 진앙은 브로드컴(AVGO)이다.
- (2) 방어 종목군의 성격이 바뀌었다. 5월 15일에는 MSFT·애플·엑슨모빌 같은 퀄리티-테크 + 에너지가 방어했지만, 6월 5일에는 버크셔·P&G·코카콜라·존슨앤드존슨·월마트 같은 순수 디펜시브로 교체됐다. 5월의 유일한 방어주 MSFT는 6월엔 하락 기여 6위로 돌아섰다. 진짜 위험 회피의 서명이다.
- (3) 낙수효과 가설이 반전됐다. 5월 15일에는 Mag7 외 종목 이익성장(14.44%)이 Mag7(12.23%)을 추월했지만, 6월 5일에는 Top7 제외 성장 9.63% < Top7 12.6%로 역전됐다. 시장의 폭이 다시 좁아지기 시작했다.
- (4) 강한 5월 고용 헤드라인(+17.2만, 컨센서스 2배)이 연준의 인하 기대를 지우고 인상 베팅을 키웠다. 결정적으로 그날 유가는 -2.7% 하락했는데 금리·달러는 올랐다. 이번 금리 급등의 범인은 유가-전쟁이 아니라 연준이다.
- (5) 가장 비싸고 뽐냈던 자리가 정확히 터졌다. Momentum 팩터 P/E 28.08(Z 3.0, Extreme Expensive), Growth 22.85(Z 1.95)—두 바스켓 모두 반도체 중심이다. 반면 Value는 P/E 8.08(Z -2.13, Extreme Cheap)로 로테이션 쿠션이 존재한다.

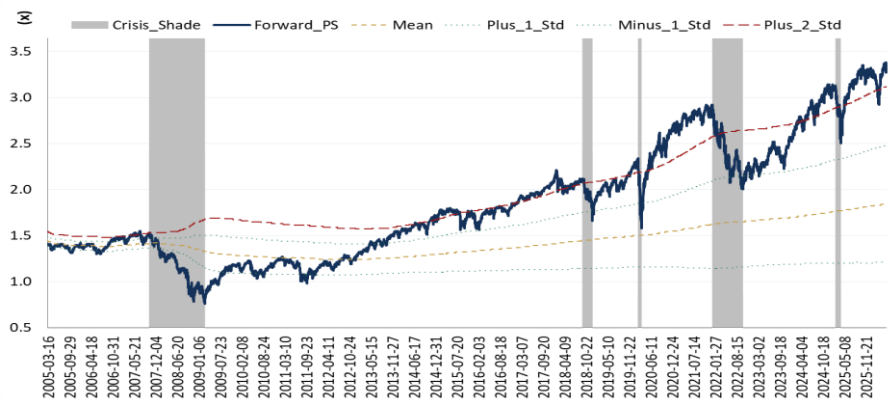
결정적으로, 펀더멘털 레이어는 여전히 사상 최고 영역에서 버티고 있다. 종합 EPS 성장률 YoY는 13.63%(Z 2.56, 상위 0.1%)로 오히려 5월(12.83%)보다 가속했고, 순이익률 16.1%-종합 ROE 30.5%는 역대 최고치다. 6월 5일 하락 종목군(243개)의 1개월 순이익 컨센서스는 +3.46%로 여전히 상향 중이며, PER만 22.8→21.7로 압축됐다. 즉 이번 하락은 이익 훼손이 아닌 순수 멀티플 압축이다. 우리는 이를 "과열 청구서"로 규정한다. 지난 5개월간 시장은 모든 AI가 최상의 시나리오로 지속된다는 가정을 가격에 반영했고, 6월 5일은 그 청구서의 첫 분납이 가장 뽐뽐던 종목들의 멀티플 압축으로 청구된 날이다.

그림1 Forward P/E — 20.59x, Z 1.23(82.7 백분위)



자료: DS투자증권 리서치센터

그림2 Forward P/S 역대 최고 수준



자료: DS투자증권 리서치센터

매크로·고용 레이어 - 6월 5일 금리 급등의 범인은 연준이다

FedWatch 기준 12월 현수
준 유지 확률은 47.4%→
26.9%로 급락한 반면 12월
인상 베팅은 42.7%로 치솟
았다.

5월의 진단이 할인율 게임, 6월이 디레버리징이라면, 그 방아쇠를 당긴 매크로 변수는 무엇인가. 답은 고용이다. 6월 5일 당일 WTI는 -2.69% 하락했는데 미 10년물은 4.534%, 2년물은 +7~11bp로 급등했고 달러도 강세였다.

전쟁이 동인이라면 유가가 올라야 한다. 유가가 빠지는데 금리가 올랐다는 사실 자체가, 이날 금리 급등이 유가-전쟁이 아니라 ‘강한 고용 → 연준 인하 기대 소멸’에서 비롯됐음을 증명한다. 즉 5월 보고서의 유가 변수가 6월에는 연준 변수로 바뀌었다.

5월 비농업 신규고용은 +17.2만으로 컨센서스(+8.0~8.8만)를 두 배 상회했고, 3·4월 +9.3만 상향까지 겹쳐 2년래 최강 3개월로 재집계됐다.

FedWatch 기준 12월 현 수준 유지 확률은 47.4%→26.9%로 급락한 반면 12월 인상 베팅은 42.7%로 치솟았다. 강한 헤드라인이 인하 카드를 지우고 인상 공포를 키운 곳 뉴스가 배드 뉴스 국면이며, 高듀레이션 / 高PER 성장주(반도체)가 할인율 충격에 가장 먼저, 가장 깊게 반응했다. 5월 15일의 전쟁→유가→금리로 이어지는 체인이 6월 5일에는 고용→연준→금리로 바뀐 것이다.

표1 5월 고용의 두 얼굴 - 표면(강세) vs 내부(약세)

지표	수치	함의
■ 표면 (강세) - 시장이 본 것		
비농업 신규고용	+17.2 만	컨센서스(+8~8.8 만)의 2 배 → 연준 인상 베팅 경화
실업률 (U-3)	4.30%	표면적 안정 (3 개월째)
시간당임금 (YoY)	3.40%	끈적한 임금
■ 내부 (약세) - 보고서가 가린 것		
가계조사 취업자 (전년)	-47.3 만	인구 +166.9 만에도 취업자 감소
경제활동참가율	61.80%	전년 62.4% → 사라진 노동자
광의 실업률 (U-6)	8.10%	전년 7.8% → 불완전고용 확대
복수직업 (정규직+파트)	2.10%	물가에 쫓긴 투잡 (인플레이 압박)
경제적 이유 시간제	3.90%	정규직 원하나 시간제에 간힘
정보·금융 고용 (5 월)	-0.2 만/-2.2 만	시 노출 화이트칼라 감소

자료: DS투자증권 리서치센터

표면은 강하나 내부는 약하다

특히 정규직을 가진 채 파트타임 부업을 뛰는 복수직업 보유자가 +2.1%, 경제적 이유로 시간제에 머무는 근로자가 +3.9% 증가

헤드라인만 강했을 뿐, 내부는 식고 있다. 신규고용 +17.2만의 100%가 레저·숙박(40.7%)·지방정부(32.0%)·의료(20.3%)·사회복지(7.0%) 등 4개 저임금·정부 부문에서 나왔고, 정작 AI가 일자리를 늘려야 할 정보(-0.2만)·금융(-2.2만)은 오히려 감소했다.

가계조사 취업자는 인구가 +166.9만 늘었음에도 전년 대비 -47.3만 줄었고, 경제활동참가율은 61.8%로 0.6%p 하락해 사라진 노동자가 늘었다. 특히 정규직을 가진 채 파트타임 부업을 뛰는 복수직업 보유자가 +2.1%, 경제적 이유로 시간제에 머무는 근로자가 +3.9% 증가했다. 물가에 쫓긴 가계의 신호이자, 헤드라인이 실제 고용보다 좋아 보이는 착시의 정체다.

시장은 강한 헤드라인만 보고 인상을 가격에 반영했지만, AI로 인한 화이트칼러 일자리 감소가 하반기로 갈수록 뚜렷해지면 노동시장은 식고, 이는 연준의 인하 명분을 키운다.

즉 단기의 인상 공포는 후행 헤드라인에 대한 과잉반응이며, 구조적 방향은 인하다. 결국 6월 5일은 이 ‘매크로(연준·고용) 엔진’과 다음 장에서 해부할 ‘펀더멘털(브로드컴·엔비디아·xAI) 엔진’이 동시에 작동한 복합 사건이다. 단일 변수(전쟁·유가)였던 5월과 질적으로 다른 이유가 여기에 있다.

표2 고용 데이터

부문	5월 증감 (천명)	전체 대비 비중	분류
레저·숙박	70	40.7%	저임금 서비스
(이중) 외식·주점	48	27.9%	레저·숙박내
지방정부	55	32.0%	정부
의료	35	20.3%	의료
사회복지	12	7.0%	의료·복지
정보 (Information)	(2)	(1.2%)	시·노출 화이트칼러
금융	(22)	(12.8%)	시·노출 화이트칼러
제조업	7	4.1%	참고
4개 부문 합 (레저·숙박+지방정부+의료+사회복지)	172	100.0%	→ 헤드라인의 100%

자료: DS투자증권 리서치센터

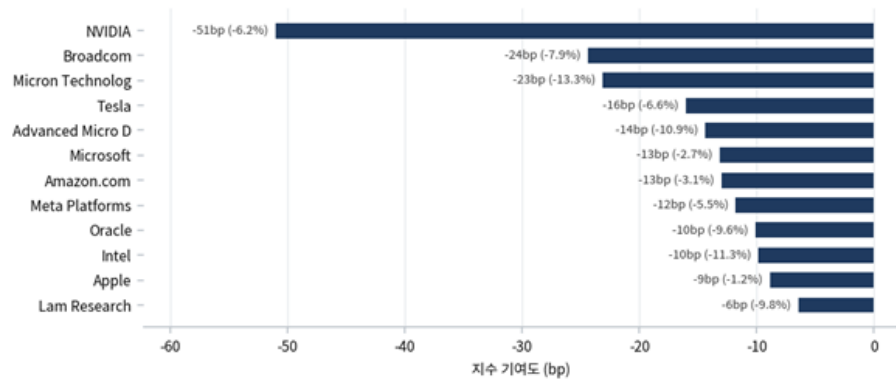
진단은 무엇이 상승하고, 떨어졌는가에서 출발

5월 15일의 상위 10종목 - 102bp / 전체의 80%와 동일한 메가캡 집중 패턴이 돼, 절대 규모가 두 배 가까이 커짐

6월 5일 BM 컴포지트는 -2.68% 하락했고, 하락 기여 상위 10종목이 약 -187bp로 전체 -268bp의 약 70%를 만들었다. 5월 15일의 상위 10종목 -102bp / 전체의 80%와 동일한 메가캡 집중 패턴이 되, 절대 규모가 두 배 가까이 커졌다.

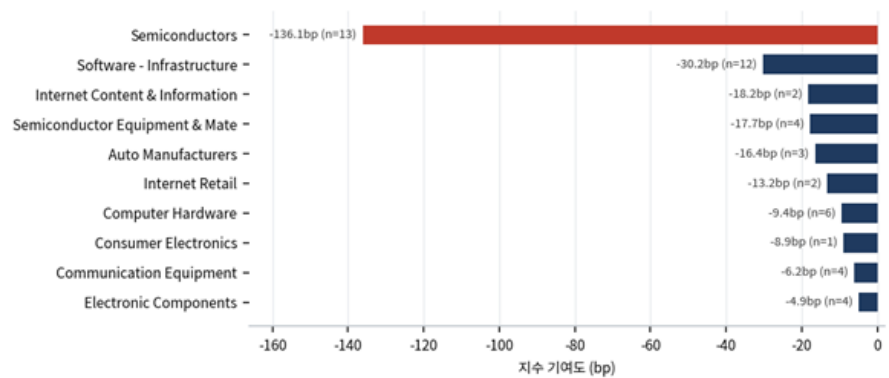
종목을 섹터로 집계하면 구조가 한층 명료해진다. 반도체 13종목이 단일 섹터 -136bp로 전체 하락의 약 51%를 단독으로 설명한다. 그 뒤를 소프트웨어-인프라(-30bp), 인터넷 콘텐츠(-18bp), 반도체 장비(-18bp), 자동차(-16bp)가 잇는다. 5월 15일의 반도체 -74.5bp와 동일한 구조이되 강도가 1.8배다.

그림3 6월 5일 하락 기여 상위 종목 (bp)



자료: DS투자증권 리서치센터

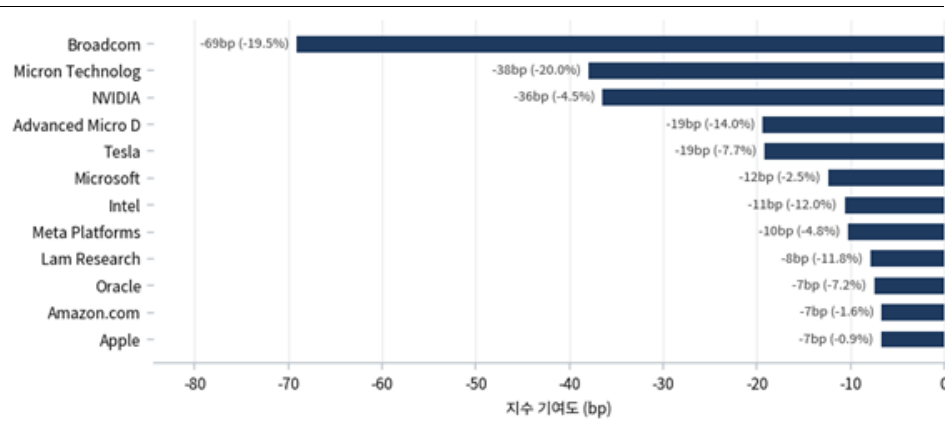
그림4 6월 5일 섹터별 하락 기여 (bp)



자료: DS투자증권 리서치센터

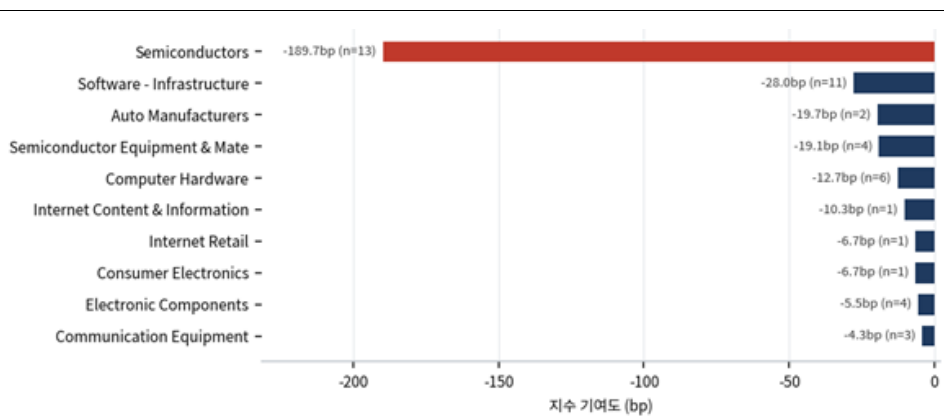
하루치만 보면 NVIDIA가 1위지만, 시계를 6월 3일~5일로 넓히면 전망이 바뀐다. 브로드컴(AVGO)이 -19.51% 폭락하며 -69bp로 단연 1위, 마이크론(MU) -19.97%/-38bp, NVIDIA -4.49%/-36bp, AMD -14.03%/-19bp, 테슬라 -7.72%/-19bp 순이다. 구간 전체로 반도체 섹터는 -190bp로 누적 하락(-222bp)의 85%를 차지한다. 브로드컴은 커스텀 AI 실리콘(XPU)의 최대 수혜주이자 AI 캐팩스의 화폐화(monetization)를 가장 순수하게 대리하는 종목이다. AI 수익성 의문이 시장에 진입하는 순간, 가장 먼저 그리고 가장 깊게 재평가되는 자리가 바로 여기였다.

그림5 6/3~6/5 누적 하락 기여 상위 종목 — 브로드컴 발화



자료: DS투자증권 리서치센터

그림6 6/3~6/5 누적 섹터별 하락 기여 (반도체 -190bp = 85%)



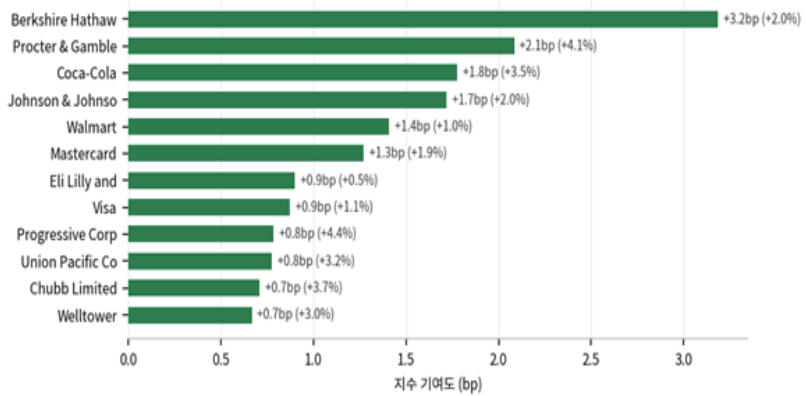
자료: DS투자증권 리서치센터

버크셔 해서웨이, P&G, 코카콜라, 존슨앤드존슨, 월마트가 방어

하락의 진앙만큼 중요한 것이 "방어 구조"다. 6월 5일 상승 종목군은 5월과 질적으로 다르다. 버크셔 해서웨이(+1.98%), P&G(+4.09%), 코카콜라(+3.46%), 존슨앤드존슨(+2.02%), 월마트(+0.97%)를 비롯해 마스터카드·일라이릴리·비자·프로그레시브·유니온퍼시픽·처브·웰타워 등 필수소비재·헬스케어·보험·결제가 방어 상위를 채웠다. 순수 디펜시브로의 이동이다.

특히 두 가지가 결정적이다. 첫째, 5월 15일 지수 하락의 11%를 단독 방어했던 마이크로소프트가 6월 5일에는 -2.66%로 하락 기여 6위로 돌아섰다. AI 인프라의 대표 켈리티주가 더는 피난처가 아니다. 둘째, 에너지가 방어하지 않았다. 유가가 하락(WTI -2.69%)했기 때문이며, 이는 뒤의 "전쟁 쇼크가 아니다"라는 판정의 직접 근거가 된다.

그림7 6/3~6/5 누적 하락 기여 상위 종목 — 브로드컴 발화



자료: DS투자증권 리서치센터

5월 15일 vs 6월 5일 — 할인율에서 디레버리징으로

6월 5일 하락군(243종목)의 ROE는 24.8%로 상승군(211종목) 17.4%를 7.4%p 추월

5월 18일 보고서의 진단은 위험 회피가 아닌 할인율 게임이었다. 그 근거는 명확했다. 5월 15일 상승 종목군 ROE(26.05%)가 하락군(20.02%)을 6%p 추월했다. 즉 시장은 고탈인율·고PER 민감 종목을 차익실현하고 상대적으로 ROE 높은 종목으로 일시 로테이션했을 뿐, 성장주를 버린 것이 아니었다. 6월 5일은 이 구조가 정확히 반대로 뒤집혔다. 하락군/상승군 펀더멘털 집계를 보면, 6월 5일 하락군(243종목)의 ROE는 24.8%로 상승군(211종목) 17.4%를 7.4%p 추월한다. 5월과 부호가 뒤집혔다. 이번에는 시장이 ROE 높은 고퀄리티 AI 종목을 팔아 ROE 낮은 디펜시브를 사고 있다. 할인율 리프라이징(고PER 종목만 선별 매도)이 아니라, 고퀄리티 자산까지 내다 파는 광범위한 위험 축소다.

그렇다면 하락군의 펀더멘털 자체가 훼손됐는가? 아니다. 하락 종목군의 5/28→6/5 펀더멘털 시계열을 보면, 순이익은 일별로 2,028k→2,043k로 오히려 증가했고, ROE는 약 24.8%로 견조하게 유지됐다. 변한 것은 PER뿐이다. 22.8배에서 21.7배로 압축됐다. 이익(분자)은 그대로인데 가격(분모 멀티플)만 내려갔다. 이것이 이번 하락이 "이익 사건"이 아니라 "멀티플 사건"이라는 가장 직접적인 스모킹 건이다.

표3 5/15와 6/5의 Down/Up 그룹 비교

구분	5/15 하락군	5/15 상승군	6/5 하락군	6/5 상승군
ROE	20.02%	26.05%	24.80%	17.40%
PER	21.37x	20.70x	21.7x	18.3x
일간 수익률	-(하락)	+(상승)	-2.97%	1.46%
1M 순이익 리비전	9.32%	-	3.46%	1.21%
해석	할인율 게임	(UP ROE)	디레버리징	(DOWN ROE)

자료: DS투자증권 리서치센터

그림8 하락 종목군 펀더멘털 시계열 (5/28~6/5) — 순이익·ROE 유지, PER만 압축



자료: DS투자증권 리서치센터

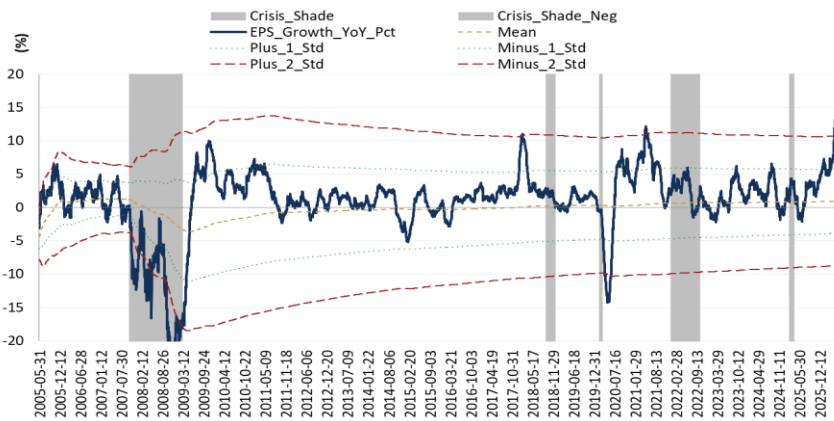
이익 성장 레이어 — "더 좋아질 여지"가 통계적으로 희박해지는 정점의 신호

Forward EPS는 Z-스코어 3.55, 100 백분위로 사상 최고치를 경신 중

종합 EPS 성장률 YoY는 13.63%로, Z-스코어 2.56, 역사적 백분위 상위 0.1% 영역이다. 5월 15일의 12.83%보다 오히려 +80bp 가속했다. 분기 성장률(QoQ)도 4.52%로 견조하다. 매출 성장률 YoY는 3.6%에 그쳐 EPS-매출 갭이 10.03%p에 달하는데, 이는 성장이 외형이 아니라 마진 확장에서 나오고 있음을 뜻한다.

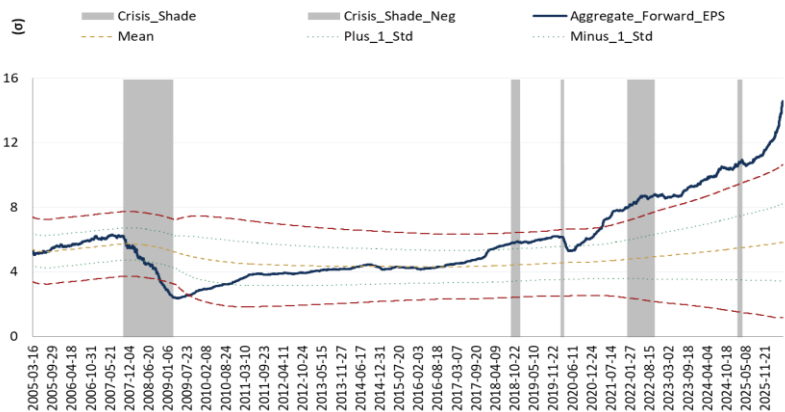
Forward EPS는 Z-스코어 3.55, 100 백분위로 사상 최고치를 경신 중이다. 이익 추정의 절대 레벨이 역사상 가장 높은 곳에 있다는 의미다. 이는 양면적이다. 한편으로는 이익 모멘텀이 견고하다는 증거이고, 다른 한편으로는 "더 좋아질 여지"가 통계적으로 희박해지는 정점의 신호이기도 하다.

그림9 종합 EPS 성장률 YoY —역대 최고치, "더 좋아질 여지"가 통계적으로 희박해지는 정점의 신호



자료: DS투자증권 리서치센터

그림10 Aggregate Forward EPS — Z 3.55, 사상 최고치 경신



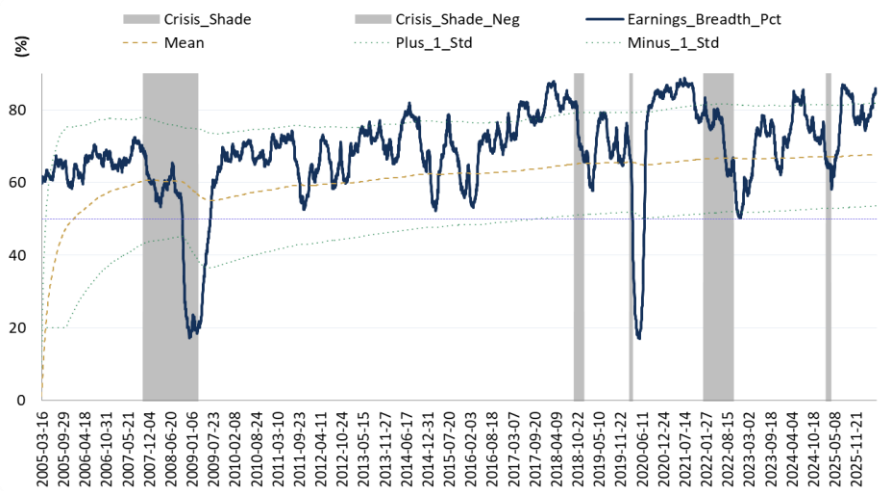
자료: DS투자증권 리서치센터

5월 15일 리비전 브레드스는 0.819(약 10:1). 6월은 0.802(9.1:1)로 소폭 둔화

이익의 질을 보는 두 지표 모두 여전히 위기와 거리가 멀다. 어닝 브레드스(흑자 기업 비중 기반)는 85.02%로 95 백분위, 흑자 기업 비중은 99.3%에 달한다. EPS 리비전 브레드스는 0.802로 상향:하향이 9.1:1(상향 409 / 하향 45)이다.

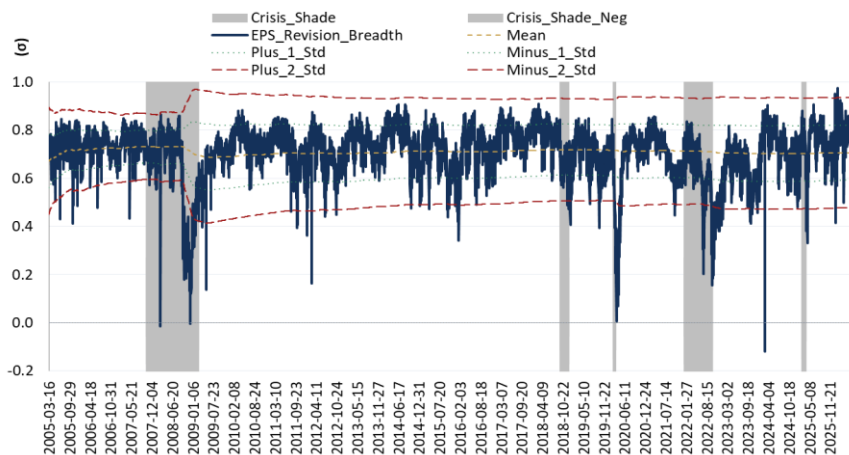
다만 여기서 첫 균열이 관측된다. 5월 15일 리비전 브레드스는 0.819(약 10:1)였다. 6월은 0.802(9.1:1)로 소폭 둔화했다. 절대 수준은 여전히 압도적 상향이지만, 리비전 강도(magnitude)와 모멘텀이 중립으로 식어가는 첫 신호다. 이 지표가 본 보고서의 핵심 감시 변수다. 0.5선을 하향 돌파하는 순간, "펀더멘털 건재" 가설은 폐기된다.

그림11 Earnings Breadth — 85.02%, 95 백분위로 견조



자료: DS투자증권 리서치센터

그림12 EPS Revision Breadth — 0.802(9.1:1), 다만 5월 10:1에서 소폭 둔화

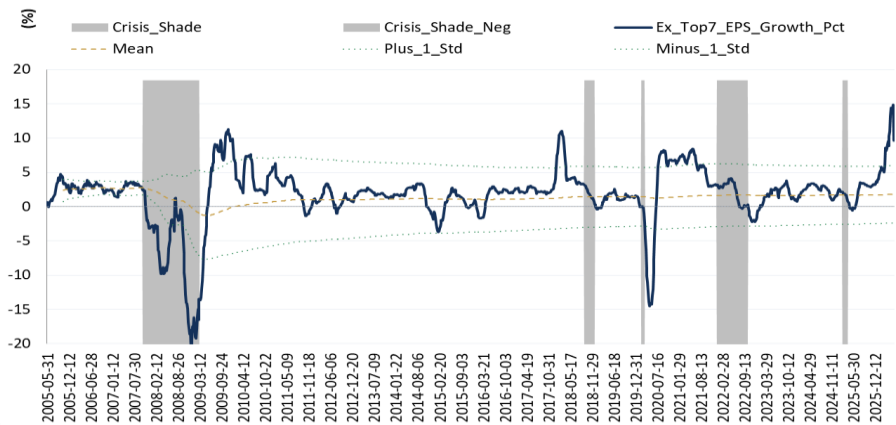


자료: DS투자증권 리서치센터

5월 18일 보고서가 강세 논거의 핵심으로 삼았던 명제가 있다. Mag7을 제외한 종목군의 성장률(14.44%)이 Mag7(12.23%)을 추월하기 시작했다는 것이다. 즉 AI의 낙수효과가 실질화되고 있다고 보였다. 그러나 6월 5일, 이 명제가 정확히 반전됐다. Top7 제외 종목군의 EPS 성장률은 9.63%로, Top7의 12.6%를 다시 하회한다. 시장의 이익 성장이 다시 소수 메가캡으로 집중되고 있다. 폭의 축소는 방어 바스켓의 디펜시브 전환과 같은 방향을 가리킨다. 시장 내부가 좁아지고 있다.

섹터별 성장 분포를 보면 상업서비스(+22.3%)·화학(+7.6%)이 견조한 반면, 자동차 부품(-11.3%)·음료(-3.1%)·항공우주(-4%)는 역성장이다. 성장의 견인이 여전히 일부 영역에 집중돼 있고, 그 집중처가 바로 가장 비싸게 거래되는 반도체·소프트웨어라는 점이 위험으로 연결된다.

그림13 Top7 제외 종목군 EPS 성장률 — 6/5 기준 Top7 하회로 반전



자료: DS투자증권 리서치센터

수익성 레이어 — 정점(Peak)의 경고

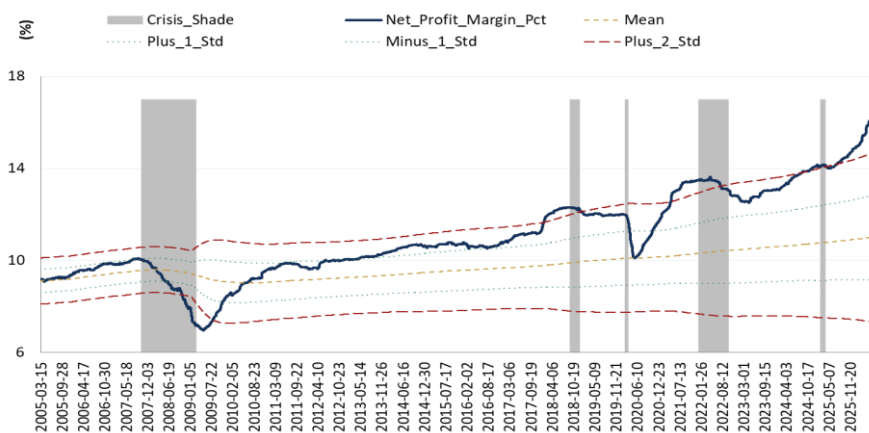
성장의 가속도(growth acceleration)는 -1.13으로 이미 감속구간에 진입

순이익률(NPM)은 16.1%로 Z-스코어 2.79, 100 백분위 — 역사상 최고 마진이다. EBITDA 마진은 25.3%. 종합 ROE는 30.5%로 Z 2.50, 99.9 백분위로 역시 기록적이다. 듀폰 분해로 보면 ROE 30.5% = 순이익률 16.1% × 자산회전율 0.68배 × 재무 레버리지 2.80배다. 즉 현재의 사상 최고 ROE는 마진 확장이 주도하고 있으며, 회전율이나 과도한 레버리지에 기댄 것이 아니라는 점은 질적으로 건강하다.

이익 사이클 진단은 정점(Peak) 국면을 가리킨다. 순이익 YoY 성장률은 +8.5%로 여전히 플러스이지만, 성장의 가속도는 -1.13으로 이미 감속 구간에 진입했다. 사이클 정점의 전형적 서명이다 — 레벨은 여전히 높고 성장도 플러스지만, "더 빨라지던 속도"가 "느려지는 속도"로 바뀌는 변곡이 먼저 나타난다. 리비전 브래드스의 소폭 둔화(0.819→0.802)와 정확히 같은 메시지다.

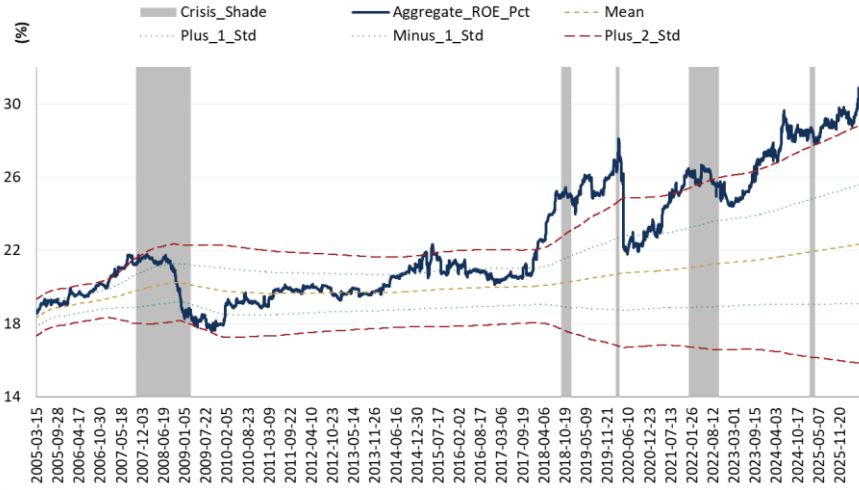
섹터별 순이익률 상위는 반도체(35%)·반도체&클린테크(33.3%)·인터랙티브 미디어(32.8%)·소프트웨어(31.5%)·제약(29.8%) 순이다. 가장 마진이 높은 섹터가 정확히 6월 5일 가장 많이 팔린 섹터(반도체·소프트웨어)와 겹친다. 사상 최고 마진을 누리던 섹터일수록 "정점 이후 정상화"에 대한 재평가 압력을 먼저 받는다. 이것이 L2가 강세이면서 동시에 경고인 이유다 — 펀더멘털은 멀쩡하지만, 멀쩡함의 정점이라는 사실 자체가 멀티플 압축의 빌미가 된다.

그림14 순이익률(NPM) — 16.1%, Z 2.79로 사상 최고 마진



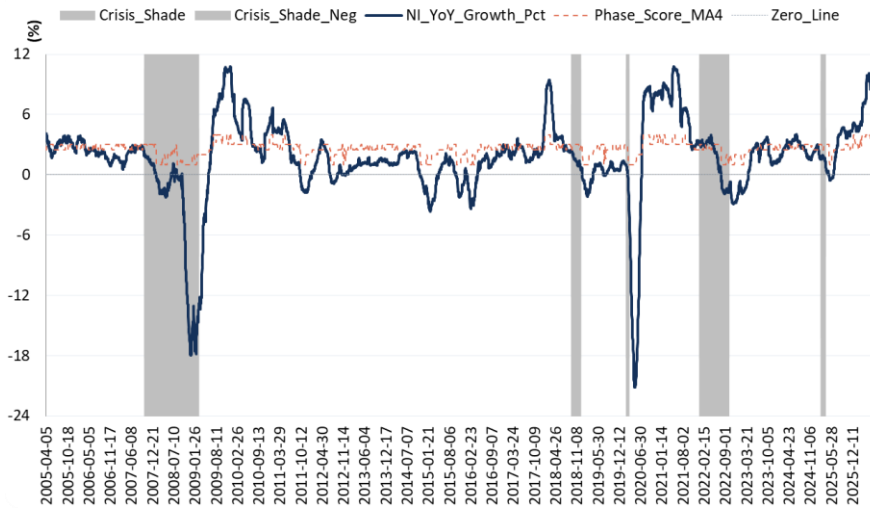
자료: DS투자증권 리서치센터

그림15 ROE — 30.5%, Z 2.50로 역대 최고 자본수익률



자료: DS투자증권 리서치센터

그림16 이익 사이클 — 정점(Peak) 국면, 성장가속도 -1.13으로 감속 전환



자료: DS투자증권 리서치센터

팩터 레이어 — 가장 붐빈 자리가 터졌다

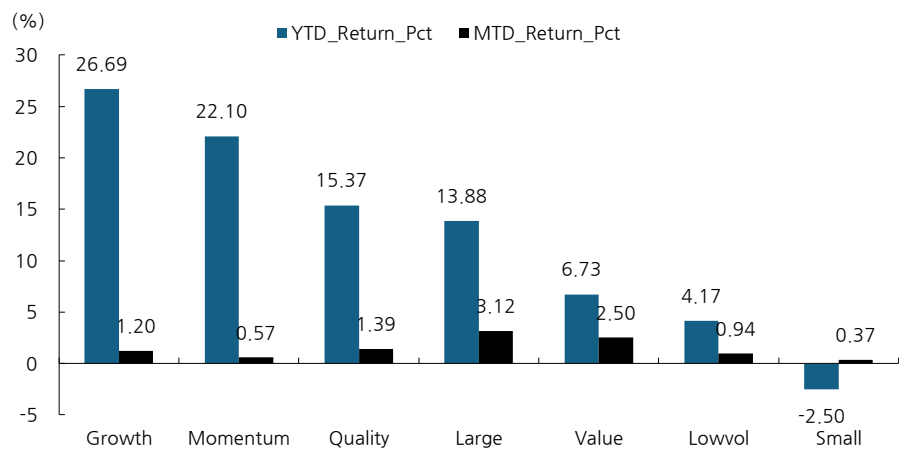
"방어바스켓 디펜시브 전환", "낙수효과 반전"과 동일한 로테이션의 팩터 버전

연초 이후(YTD) 성과는 Growth +26.69%(1위), Momentum +22.1%, Quality +15.37%, Large +13.88%, Value +6.73%, LowVol +4.17%, Small -2.5% 순이다. 그러나 월중(MTD) 흐름은 정반대다. Large +3.12%, Value +2.5%, Quality +1.39%, Growth +1.2%를 기록했다. 자금이 Growth에서 빠져나와 Value·Large·Quality로 이동하고 있다. "방어 바스켓 디펜시브 전환", "낙수효과 반전"과 동일한 로테이션의 팩터 버전이다.

팩터별 밸류에이션이 이번 사건의 핵심을 푼다. Momentum 팩터의 P/E는 28.08배로 Z-스코어 3.0, 과도하게 비싼 수준(Extreme Expensive)이다. Growth는 22.85배(Z 1.95), Quality 23.46배(Z 1.08). 반면 Value는 8.08배로 Z -2.13, 과도하게 싼(Extreme Cheap) 수준이다. 결정적으로, 비싼 바스켓의 구성종목이 전부 반도체 중심이다. Growth = 반도체(13)·정유(11), Momentum = 반도체(12), Quality = 소프트웨어(10)·반도체(9). 즉 시장에서 가장 비싸고 가장 붐볐던 자리가 반도체였고, 6월 5일 정확히 그 자리가 터졌다.

Growth와 Value의 P/E 격차(GV 스프레드)는 14.77(Growth 22.85 - Value 8.08)로 장기 평균 3.19의 4.6배다. 성장주와 가치주의 밸류에이션 분산이 역사적 극단에 있다. 이 분산 자체가 두 가지를 의미한다. 1) 단기적으로는 비싼 쪽(Growth/Momentum)의 조정 여지가 크고, 2) 동시에 싼 쪽(Value Z -2.13)이 로테이션 쿠션을 제공한다. 후자가 이번 하락을 추세 전환이 아닌 스타일 로테이션을 동반한 변동성 조정으로 보게 하는 근거다.

그림17 팩터별 성과 — YTD Growth·Momentum 주도, MTD Value·Large로 로테이션



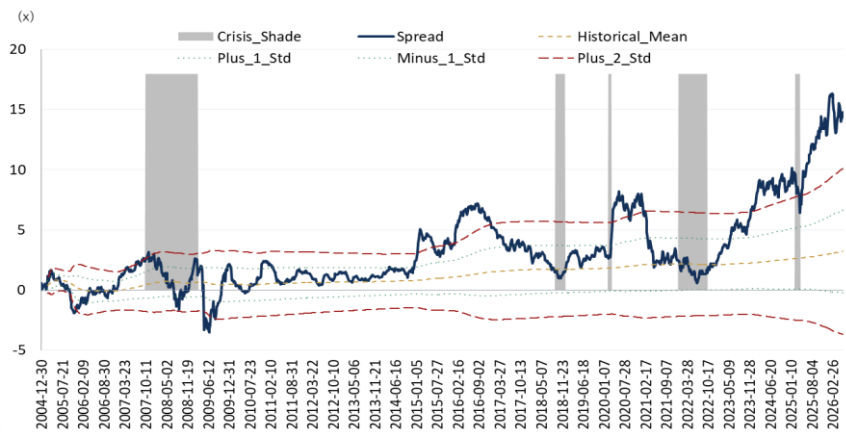
자료: DS투자증권 리서치센터

표4 팩터별 밸류에이션 Z— Momentum Z 3.0(극단 고평가), Value Z -2.13(극단 저평가)

Factor	Current_PE	Mean_PE	Std_PE	ZScore	Percentile	Valuation
Momentum	28.08	16.14	3.33	3.00	99.30	Extreme Expensive
Growth	22.85	16.09	3.46	1.95	95.80	Expensive
Quality	23.46	20.01	3.19	1.08	85.40	Expensive
Lowvol	22.96	20.73	2.75	0.81	77.60	Fair
Value	8.08	12.90	2.26	-2.13	0.80	Extreme Cheap

자료: DS투자증권 리서치센터

그림18 GV 스프레드(Growth P/E – Value P/E) — 14.77, 평균(3.19) 대비 극단 분산



자료: DS투자증권 리서치센터

브로드컴, xAI가 다시 컨 벨류에이션 스위치

I. 브로드컴 — 시장이 숫자를 다시 보기 시작한 변곡점

브로드컴의 매출채권이 단순한 회계 항목이 아니라 하이퍼스케일러 투자 급증이 면의 재정적 압박을 보여주는 지표일 수 있음을 시사

동사의 분기 매출 \$22.19B를 연간 환산하면 \$88.8B다. 시가총액 \$2.28조를 적용하면 주가매출비율(PSR)은 25.7배, 후행 PER은 94배다. 투자자가 연간 매출 \$100B를 관대하게 가정해도 PSR 22.8배, 런레이트 대비 약 69% 성장한 \$150B를 가정해도 15.2배다. 여전히 프리미엄인 10배 수준에 닿으려면 \$228B(현재 연간화의 2.6배)의 매출이 필요하다. 시장은 이를 아직 가격에 반영하지 않았었다. 수년간 거의 완벽에 가까운 실적을 기대한 셈이었다.

재고는 FY25 말 \$2.27B에서 2026년 2분기 \$4.33B로 두 분기 만에 약 +91% 늘었다. 같은 기간 매출은 전년 대비 약 48% 증가했다. 매출채권은 FY25 말 \$7.15B에서 \$10.83B로 약 +52%(분기 매출의 약 49%) 증가했다. 재고와 매출채권 증가를 합치면 \$5.75B의 현금이 운전자본에 묶였다. 대규모 AI 확장을 준비하는 정상적 비축일 수도 있으나, 출하생산은 늘었으나 수요 흡수와 현금 회수가 그만큼 따라오지 못한다는 가능성을 함께 시사할 수 있겠다.

브로드컴의 AI 성장은 하이퍼스케일러 맞춤형 칩 수요와 밀접하다. 구글/알파벳은 TPU 프로그램을 통해 브로드컴의 최대 AI 고객 중 하나로 알려져 있다. 알파벳이 AI 투자 확대를 위해 \$84.8B의 자본을 조달하고 있다는 사실은 브로드컴의 매출채권이 단순한 회계 항목이 아니라 하이퍼스케일러 투자 급증 이면의 재정적 압박을 보여주는 지표일 수 있음을 시사한다. 만약 대형 고객이 자본지출을 줄이거나 프로젝트를 지연하거나 대금 지급을 미루거나 가격 협상을 강화한다면, 동사의 매출채권은 실적 발표와 실제 상황이 다를 수 있다는 첫 단서가 될 수 있다.

표5 매출이 \$228B(현재의 2.6배)에 달해야 비로소 PSR 10배

시나리오	연간매출가정	PSR(주가매출비율)
현재 런레이트	\$88.8B	25.7배
관대한 가정	\$100B	22.8배
성장 가정(+69%)	\$150B	15.2배
10배 목표	\$228B (런레이트의 2.6배)	약 10.0배

자료: DS투자증권 리서치센터

xAI의 현재 12.5% 성장률을 가정하면 매출이 자본지출 부담을 따라잡는 데 약 21년, 인플레이션 3%를 가정하면 28~29년, 4%면 약 32년이 걸림

2. SpaceX S-1과 xAI — LLM 사업의 첫 공개 손익

SpaceX는 자산 경량화된 소프트웨어 기업이 아니다. S-1에 따르면 2025년 총매출은 \$18.674B였으나 같은 해 자본지출은 \$20.696B에 달했다. 즉 자본지출이 매출의 약 111%. 한 해 매출 전부보다 더 많은 금액을 자본지출에 쏟았다는 의미다. 발사 인フラ·위성·지상국·AI 데이터센터·컴퓨팅 용량 등 동시에 자본을 투입해야 할 영역이 너무 많기 때문이다. 더불어 2025년 매출 \$18.674B에 IPO 예상가치 \$1.75조를 부여하면 PSR은 약 93.7배다.

S-1의 진정한 충격은 SpaceX 본체가 아니라 xAI 부문에 있다. Q1 2026 매출은 \$818M(+12.5% YoY)에 그쳤으나, 비용은 +97.7%, 영업손실은 +163.8% 늘었다. R&D만 \$2,378M(+162%)로 매출의 약 291%다. 매출이 \$91M 증가하는 동안 총비용은 \$1,624M 증가했다. 즉 매출 1달러 증가당 추가 비용 \$17.85인 셈이다

적자 구조를 가장 명확히 보여주는 방법은 매출 1달러를 분모로 모든 비용·손실·자본지출을 정규화하는 것이다. Q1 2026 매출 \$818M을 기준으로 보면, 영업손실은 매출 1달러당 -\$3.02(영업이익률 -302%), 분기 자본지출은 \$9.44(매출의 944%), 둘을 합친 현금 소진 손익비는 매출 1달러당 -\$12.46다. 정상적 산업·소프트웨어 기업의 손익비가 +0.1~+0.4(매출 1단위에 이익 0.1~0.4단위)인 점을 감안하면, xAI는 '이익을 내는 구조'의 정반대 극단에 있다.

xAI Q1 매출총이익은 \$362M으로 GPM은 약 44.3%다. 통신·인프라·산업 기업이라면 용인될 수치지만, AI/소프트웨어로 평가받는 기업에는 낮다. 사용자에게는 소프트웨어처럼 느껴지지만, 비용 구조는 산업 인프라에 더 가깝다. 모든 쿼리에 추론 비용이 들고, 모델 업그레이드에 학습 비용이 더해지며, GPU·전력·데이터센터·감가상각이 끊임없이 따라온다.

자본지출 강도는 2025년 매출의 398%에서 Q1 2026 분기 944%로 심화됐다. Q1 수치를 연간화하면 매출 약 \$3.27B에 영업손실+capex 합산 부담은 약 \$40.77B(매출의 약 12.5배)다. 현재 12.5% 성장률을 가정하면 매출이 이 부담을 따라잡는 데 약 21년, 인플레이션 3%를 가정하면 28~29년, 4%면 약 32년이 걸린다. 더 심각한 점은 이것이 단지 매출 손익분기일 뿐 이익·잉여현금흐름·주주수익률 손익분기가 아니라는 것, 그리고 그동안 xAI가 추가 capex를 전혀 쓰지 않는다는 비현실적 가정이 깔려 있다는 것이다.

표6 매출 1달러당 손실 \$3.02, capex \$9.44, 합산 부담 \$12.46

매출 1달러당 항목 (Q1 2026)	금액	산출 근거
매출원가	\$0.56	\$456M / \$818M
매출총이익(잔여)	\$0.44	GPM 44.3%
R&D	\$2.91	매출의 291%
SG&A	\$0.57	\$463M / \$818M
영업손실	(\$3.02)	영업이익률 -302%
분기 자본지출(capex)	\$9.44	\$7,723M / \$818M
영업손실 + capex 합산 부담	(\$12.46)	-\$10,192M / \$818M

자료: DS투자증권 리서치센터

표7 매출 \$3.3B에 연간 손실+capex 부담 \$40.8B(매출의 약 12.5배), 손익분기 21~32년

xAI 자본지출 강도	2025 (연간)	Q1 2026 (분기)
AI 부문 매출	\$3,201M	\$818M
AI 관련 자본지출	\$12,727M	\$7,723M
자본지출 / 매출 비율	398%	944%
매출 1달러당 capex	\$3.98	\$9.44
xAI 연간화 (Q1 × 4)	금액	비고
AI 매출 (연간화)	≈ \$3.27B	현재 12.5% YoY 성장률
영업손실 (연간화)	≈ -\$9.88B	Q1 -\$2,469M × 4
AI 자본지출 (연간화)	≈ \$30.89B	Q1 \$7,723M × 4
영업손실 + capex 합산 부담	≈ \$40.77B	연간 자본 소진 규모
매출이 부담을 따라잡는 시점	약 21년	현재 12.5% 성장률 가정
인플레이션 3% 시	약 28~29년	—
인플레이션 4% 시	약 32년	—

자료: DS투자증권 리서치센터

Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양형모)
 - 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 - 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.
-