

The Strategy

LS Edge

Investment Strategy | 투자코멘트 | 2026. 6. 29

반도체 상승의 후폭풍: 여전히 확산 기대 중

전략/퀀트 | 정다운 | dw.jung@ls-sec.co.kr

하이퍼스케일러의 투자 속도 조절론

끝없이 오를 것 같아 보이던 시장이 큰 폭의 변동성을 보이고 있다. 지금까지 시장 상승을 주도해 왔던 삼성전자와 SK하이닉스의 주가가 흔들린 탓이다. 변동성 확대의 트리거는, 아이러니하게도 너무 좋은 실적을 발표한 마이크론과 애플의 가격 인상이었다. 마이크론의 너무 높은 이익 마진율이, 반도체 실적의 지속성 우려로 이어졌으며, 메모리 가격 급등으로 제품 가격 인상을 발표한 애플로 인해 칩플레이션이 부각됐다. 이미 잠재적 리스크 요인으로 지목하고 있던, 투자 비용을 감당하는 하이퍼스케일러와 그 수혜를 가져가는 반도체 업체 간의 불균형을 다시 떠올리게 하는 이벤트였다.

당사는 하이퍼스케일러의 속도 조절 가능성 부각 등 반도체를 둘러싼 변동성 확대 요인이 좀더 이어질 것으로 전망한다. 그 이유는 ① 투자 자금 부담이 높아지는 하이퍼스케일러(SBC 등, 그림1~5 참고), ② 높아진 금리 레벨과 인플레이션, ③ AI 생태계 내에서 '비용'을 고려하는 행태, ④ 데이터센터에 대한 부정적 여론과 11월 중간선거에서 미 양당이 이를 활용할 가능성 등이다. (자세한 내용은 뒤에 이어지는 그림 참고)

非 반도체 주도주(조선, 방산), 소외주(중소형주, 코스닥 등), 고금리 수혜주(은행, 보험)

당사는 지난 하반기 전망에서 제시한대로, 非 반도체 주도주, 소외주, 고금리 수혜주 등을 선호 업종으로 제시한다. AI 투자 사이클이 당장 좌절될 것으로 바라보진 않는다. 다만 전술한 이유들로 인해, 변동성이 충분히 높아질 만한 시기로 평가한다. 하이퍼스케일러가 위기 상황이라고 할 만큼 재무적인 압박이 높은 수준은 아니며, AI 투자는 기존의 사업 영역을 지켜나가고, 미래 경쟁력 확보를 위해 필수적이기 때문이다. 다만 앞서 언급한 이유들이 수급 상의 풀림이 극대화 된 시점과 맞물려 변동성을 발생시킬 수 있다. 이러한 시기에 대안으로 부각될 만한 업종들로, 비 반도체 주도주인 조선, 방산과 고금리 수혜주이자 방어주로서의 역할이 큰 은행과 보험, 그리고 대형주 중심 시장에서 소외되어 왔던 종목들을 제시한다. 조선과 방산의 구조적인 실적 성장 스토리는 여전히 유효하다고 평가하며, 높아진 금리 레벨로 인해 수혜를 받고 주주환원에 적극적인 은행과 보험도 긍정적이다. 또한 그 동안 실적이나 펀더멘탈과는 무관하게 수급 이탈로 인해 크게 저평가 받고 있는 소외주들도 이제는 시장의 가격 발견 기능이 작동할 것으로 생각한다.

트리거는 단일 종목 레버리지 ETF 규제, 코스닥 정책 등

앞선 전망의 트리거가 될 만한 이벤트로는, 정책 당국의 단일 종목 레버리지 ETF 규제, 그리고 코스닥 정책 등이다. 시가총액 비중이 KOSPI의 절반을 넘어서는 삼성전자와 SK하이닉스, 그리고 이를 기초자산으로 한 단일종목 레버리지 ETF 등으로 시장이 변동성이 높아졌다. 정책 당국 역시 이를 우려하고 있다. 향후 예탁금 기준 상향 등과 같은 레버리지 ETF 규제 가능성이 높다고 판단한다. 그 동안 가장 탄력적인 주가 흐름을 보였던 삼성전자와 SK하이닉스의 주가 행태가 달라질 수 있음을 시사한다. 이로 인해 삼성전자와 SK하이닉스로만 향하던 자금이 다른 곳으로 흘러갈 수 있다. 당사는 그 대상이 될만한 업종으로 앞서 언급한 관심업종을 제시하고 있다. 한편 정부는 7월부터 코스닥 부실기업 퇴출 강화(시총 기준 200억원, 동전주 상장폐지 등)가 시작되고, 하반기 승강제 도입도 진행될 예정이다. 이러한 정책은, 대안을 찾는 수급의 방향타가 될 가능성이 높다.

그림1 하이퍼스케일러 합산 CAPEX 추이(분기별): 하이퍼스케일러들은 막대한 규모의 CAPEX 진행 중 증가율(YoY)은 4Q26 정점 기록 전망 중. 이전과 같이 매 분기 CAPEX 추가 지출을 발표할 수도 있지만, 하이퍼스케일러들의 비용 환경이 다를 수 있음

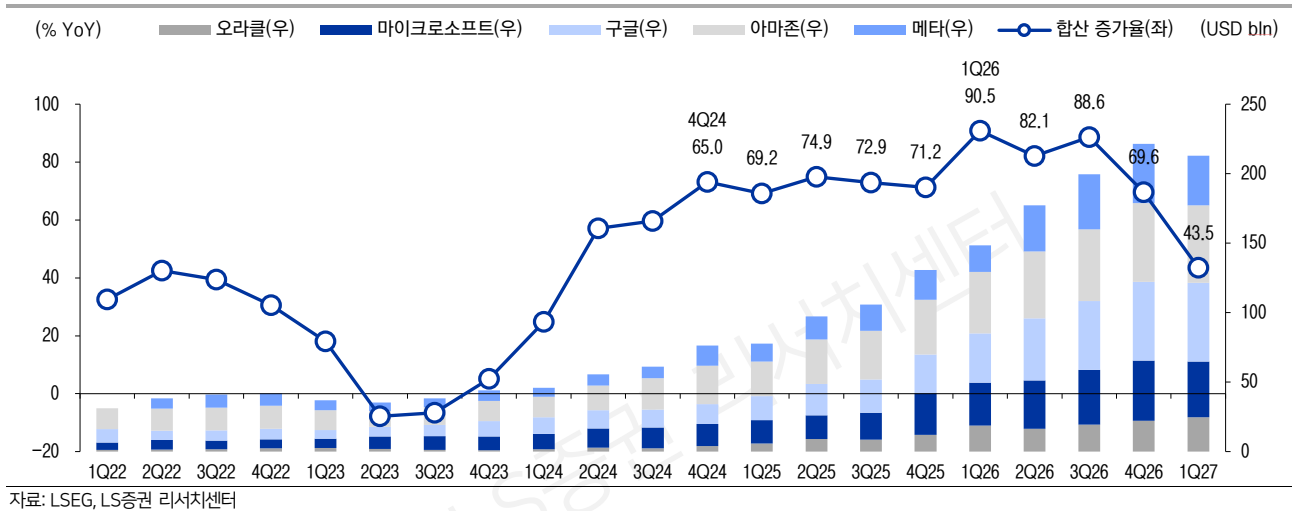


그림2 하이퍼스케일러들의 OCF 대비 CAPEX 컨센서스: 향후 12개월 기준, 하이퍼스케일러들은 영업을 통해 벌어들인 현금을 거의 다 CAPEX에 소진할 전망. 이러한 상황이기에 부채를 통해 투자 재원을 마련하는 등의 행보 100%를 쓰면, 아직은 큰 문제가 없고, 향후 OCF 증가분 만큼 투자 자원 증액도 가능하긴 함

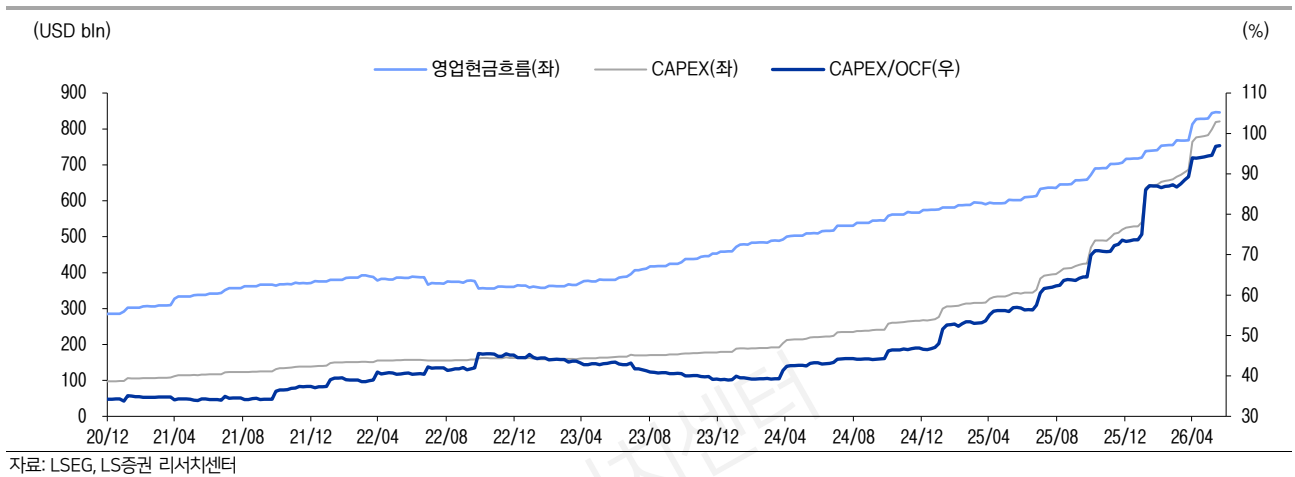
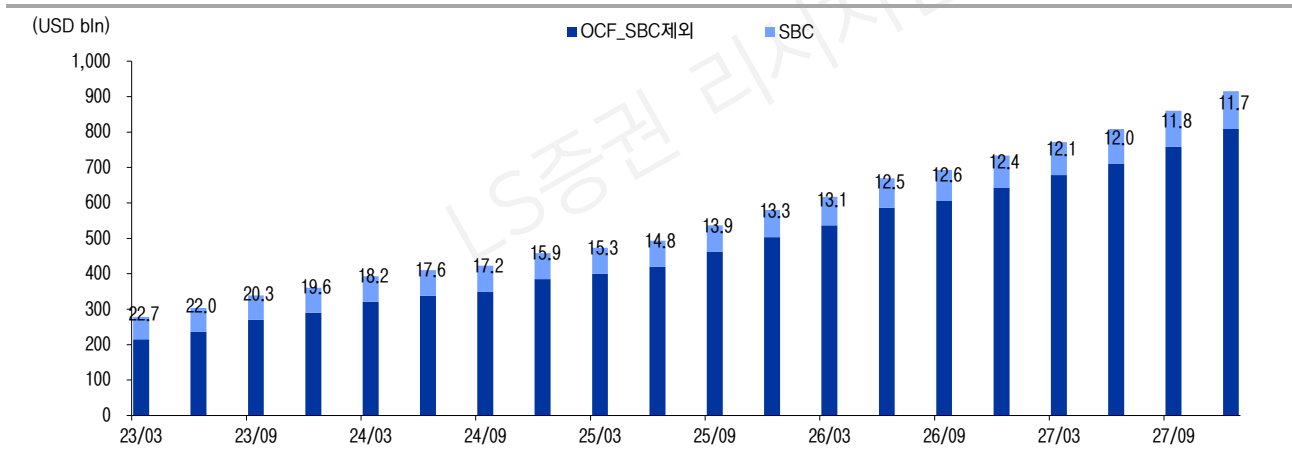


그림3 하이퍼스케일러들의 OCF와 주식보상(Stock Based Compensation) – 차트 내 숫자는 OCF 대비 SBC 비중

: 그런데, 영업현금흐름에서 잡아내지 못하는 현금 유출이 있음. 그 중 하나가 SBC인데, 직원을 회사에 잡아두기 위해 향후 주식을 지급하는 보상 제도. SBC 금액만큼 현금 유출이 발생하지만, 회계 처리 방식 상 현금 지출 없는 비용으로 인식되기 때문에 현금흐름 상에서는 잡히지 않는 부분

SBC 진행 시, 직원들은 소득에 대한 세금 납부가 필요한데, 이 세금을 기업이 대신 납부[SBC 금액 X 직원들의 세율] 만큼 현금 지출하고, 차액만큼 주식을 지급. 한편 주식 수가 증가하여 희석 효과가 발생하기 때문에 그 만큼 또 자사주 매입([SBC 금액 X (1-직원들의 세율)]을 해야 함. 따라서 SBC 금액 만큼 하이퍼스케일러들은 현금을 지출해야 함

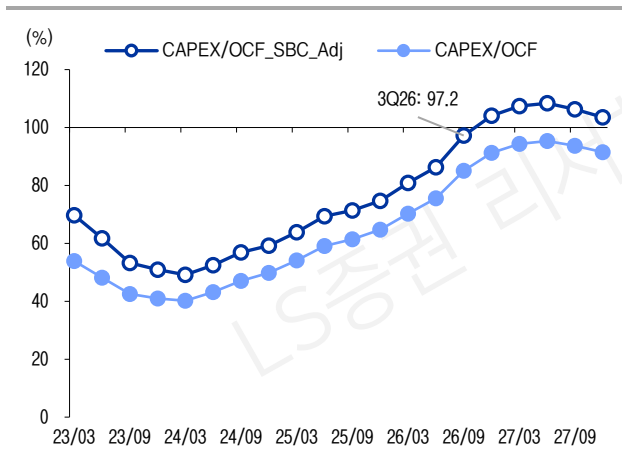
얼마 전 알파벳의 핵심 인력 유출 소식이 보도됐는데, 이는 오히려 남아있는 직원에 대한 보상 확대와 신규 인력 유치를 위한 더 적극적인 보상을 약속하게 하기 때문에 SBC 등과 같은 인건비 부담을 더 확대할 수 있는 요인



자료: LSEG, LS증권 리서치센터

그림4 SBC 금액 조정 OCF 대비 CAPEX:

최근 4개 분기 합산 기준, 2026년(4Q26)부터 영업을 통해 벌어들인 현금 이상을 CAPEX에 쏟아부을 예정인 하이퍼스케일러

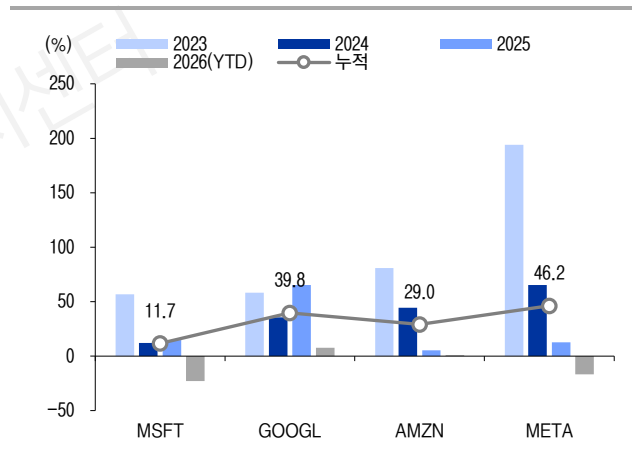


자료: LSEG, LS증권 리서치센터

그림5 하이퍼스케일러 연도별 추가수익률

(2026년은 6월 26일 종가 기준):

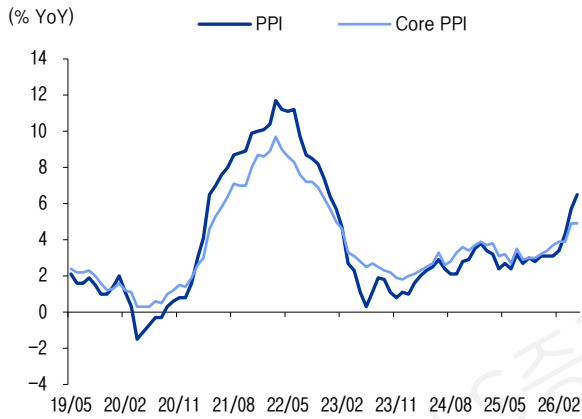
심지어 SBC는 SBC를 약속한 시기의 주가를 기준으로 비용을 인식하기 때문에, 추가 상승률 만큼의 추가적인 비용과 현금지출이 더 늘어나야 할 것



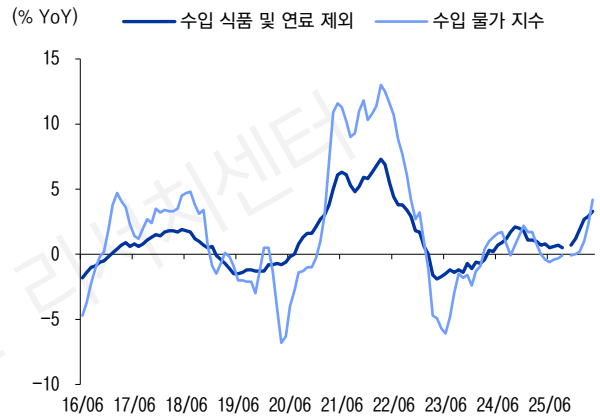
자료: LSEG, LS증권 리서치센터

그림6 미국 PPI(좌)와 수입물가(우): 그런데 인플레 상방압력으로 금리도 높은 수준일 것.

지금 시장은 인플레이션과 관련하여 “유가 만능론”에 가까운 모습. 지정학적 리스크 완화 → 유가 안정 → 인플레 안정 → 연준의 완화적 스탠스의 흐름인데, 주말 동안 재차 중동에서의 무력 충돌이 발생했음. 또한 원유 생산 정상화에 필요한 시간과, 낮아진 재고 수준을 감안하면 유가도 재차 상승 가능. 한편 에너지와 식품을 제외한 Core 물가에서도 상방 압력이 확인 중. 애플의 제품 가격 인상과 그 뒤를 이을 다른 기업들의 가격 인상도 인플레이션 상방 요인

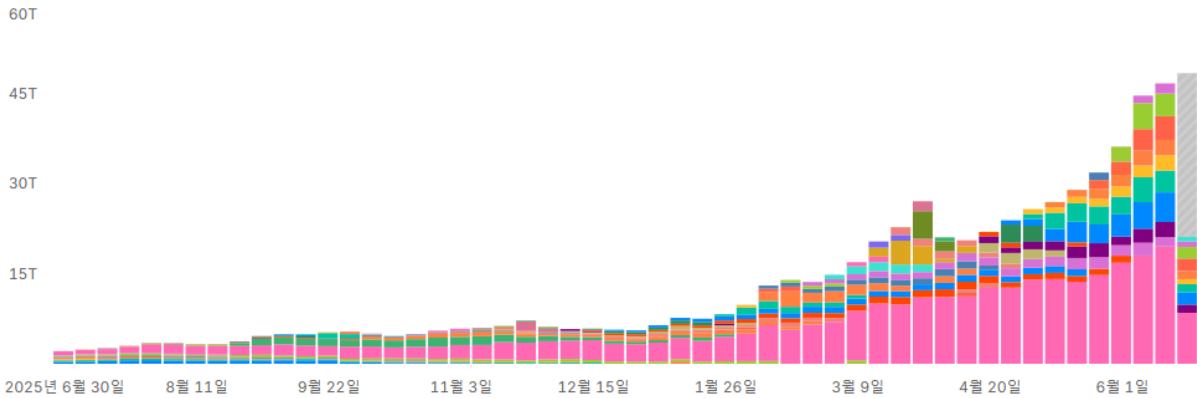


자료: LSEG, LS증권 리서치센터



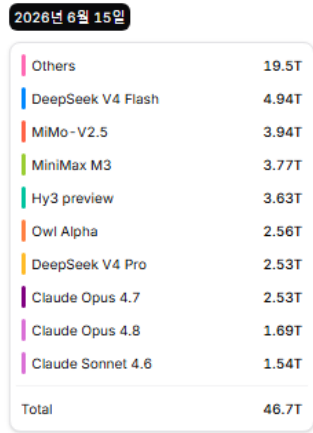
자료: LSEG, LS증권 리서치센터

그림7 토큰 사용량 추이: 토큰 수요는 지속적으로 증가하는 양상. AI 수요가 높다는 점을 확인 중. 그러나 세부적으로 보면, 중국 모델인 DeepSeek V4 Flash, MiMo - V2.5, MiniMax 3, Hy3 Preview 등 주간 단위 사용량 최상위 모델 4개가 모두 중국 모델. 이는 AI 활요에 대한 비용 민감성(가격 탄력성)을 보여주는 것



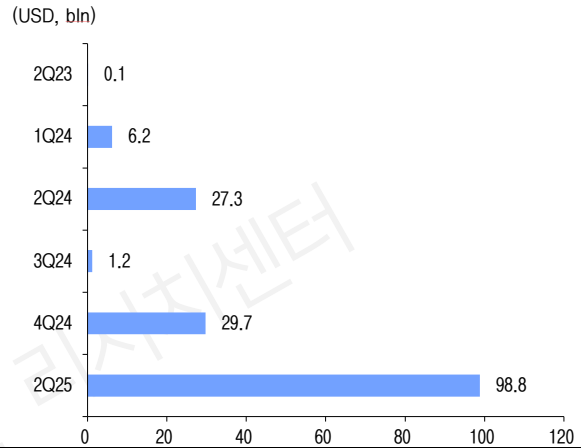
자료: Openrouter, LS증권 리서치센터

그림8 모델별 토큰 사용량(상위 순):
1 위부터 4 위까지가 모두 중국 모델이 차지



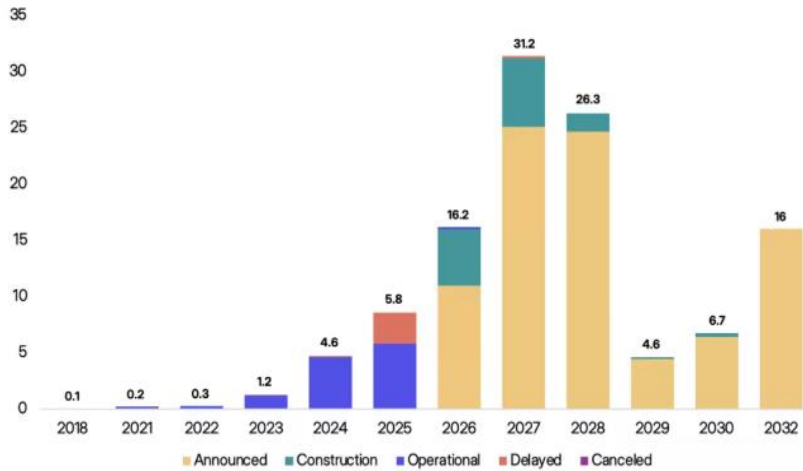
자료: Openrouter, LS증권 리서치센터

그림9 데이터센터 반대 행위로 지연된 프로젝트 규모:
데이터센터에 대한 지역사회의 민심은 좋지 않은 상황.
중간선거를 앞두고 양당은 이를 전략적으로 활용 가능성



자료: Data Center Watch, LS증권 리서치센터

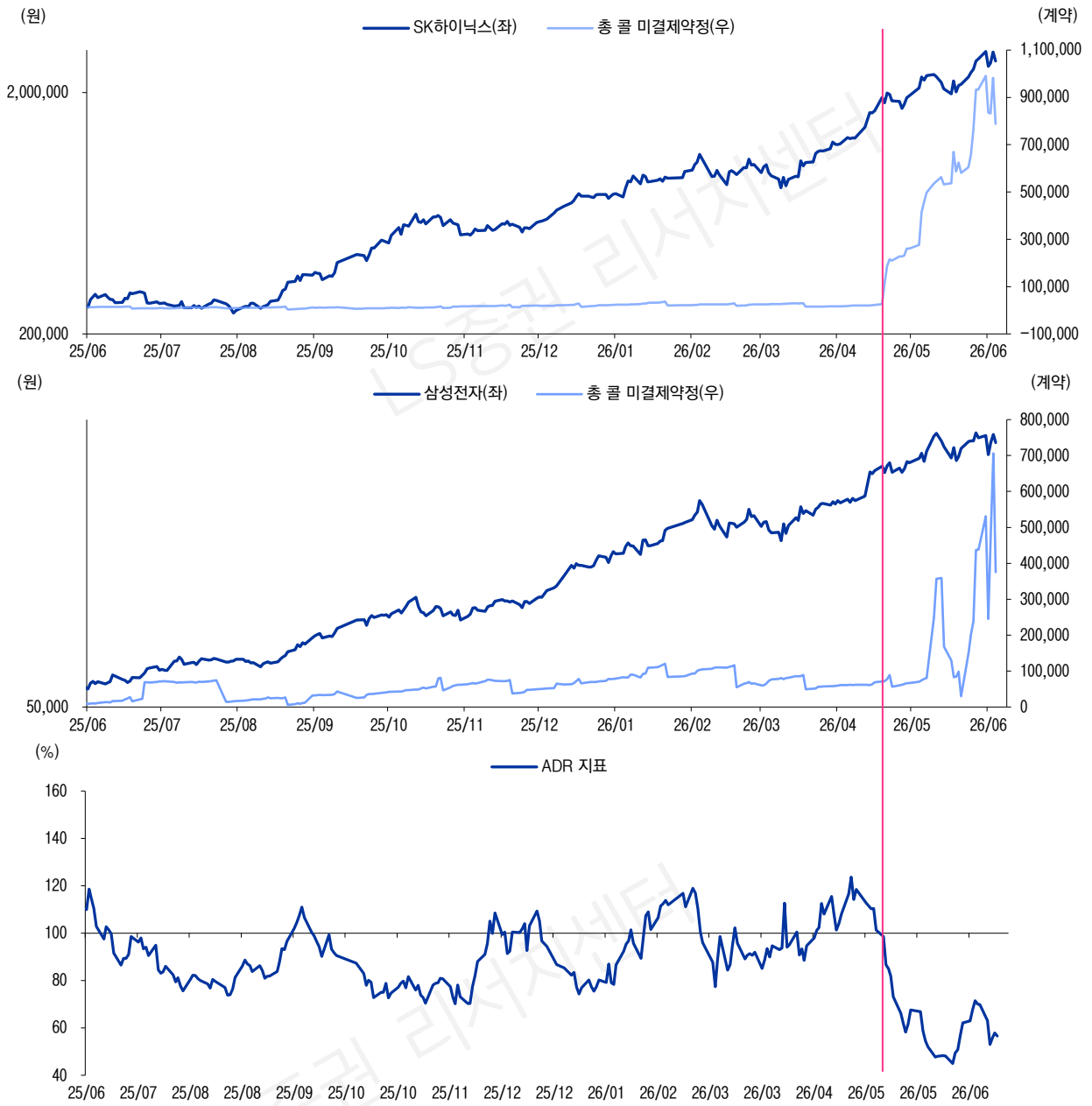
그림10 미국 연도별 데이터센터 프로젝트(운영일 기준): 지난 2월 Sightline Climate 에서 발표한 데이터센터 전망 자료는, 미국 내 데이터센터 프로젝트 중 30~50%의 지연 또는 취소 가능성 제기. 2025년 운영 시작 예정이었던 데이터센터 110개 중 26%는 지연. 10%는 전력, 인허가, 건설 제약 으로 운영일 연기. 2026년 16GW 가동 예정이나, 건설 중인 데이터센터는 5GW 에 불과. 지연 원인은 전력 문제, 지역사회 반대, 전력망 장비 부족 등



자료: Openrouter, LS증권 리서치센터

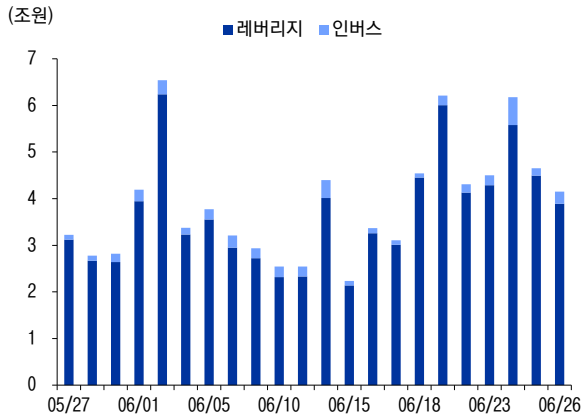
그림11 SK하이닉스, 삼성전자 콜옵션 미결제 약정, KOSPI ADR:

주식시장의 급격한 쓸림이 완화되기 위해서는, 수급 유입과 탄력적인 주가 상승의 순환 구조가 바뀌어야 할 필요. 정책 당국이 단일종목 레버리지 ETF 로 인한 높은 변동성을 우려하고, 이를 제어하기 위한 규제를 고심 중. 예탁금 허들 상향 등과 같은 규제가 현실적인 방안이 될 수 있으며, 이는 순환 구조의 변화를 자아내는 트리거로 작동하며 주식 시장의 폭(ADR)을 넓혀주는 트리거가 될 가능



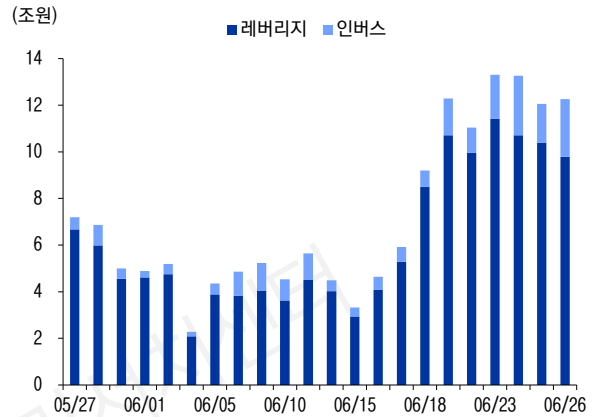
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림12 삼성전자 단일종목 레버리지/인버스 ETF 거래대금



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림13 SK하이닉스 단일종목 레버리지/인버스 ETF 거래대금



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정다운).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.