Soon to Know

Quant

실적 시즌 AI 관전 포인트
미국은 투자, 한국은 이익 속도

Quant Analyst 권순호
soonho.kwon@daishin.com

- 한국은 이익 추정치의 속도, 미국은 현금흐름 창출력에 민감
- 미국 어닝콜은 AI 투자 · 생산성에 주목 – 생산성 언급 전년 대비 1.7배
- 메모리 비용 · CAPEX 민감도 확대 – 다운사이클 우려는 시기상조

이익, 투자, 현금흐름 – 민감도가 다른 한국과 미국

AI 확산 사이클에서 두 시장이 민감한 지점은 다르다. 미국 하이퍼스케일러의 관건은 설비투자의 정당성 확보이고, 한국은 반도체를 비롯한 수혜 업종의 이익 상승 속도다. 하이퍼스케일러의 설비투자는 전례 없는 폭으로 늘고 있고, 그로 인한 공급 부족으로 국내 반도체 수출 기업의 이익과 마진이 사상 최대를 기록할 것이라는 전망이 지배적이다.

이런 관심의 차이는 각 시장에서 아웃퍼폼해 온 팩터의 차이에서 기인한다고 생각한다. 국내 증시는 투하자본 대비 현금이익의 규모보다 향후 벌어들일 회계적 영업이익이 커지는지가 추가 수익을 가져다주는 경향이 있었고, 미국은 이익 추정치의 상향보다 투하자본 대비 현금이익의 창출이 높은 수익률을 설명하는 경향이 강했다. 누적된 시장 경험으로 미국 참여자는 현금창출능력에, 국내 참여자는 이익 상승과 상승 둔화 시그널에 민감하다.

미국의 CAPEX 확대 · FCF 축소, 한국의 이익 확대는 여전히 진행형

2026년 1분기까지의 실적과 투자계획, 자금조달 흐름은 큰 틀에서 같은 방향으로 진행 중이다. 미국 기업이 CAPEX 계획을 줄인다는 시그널은 아직 없고, 재원은 이익잉여금에 유상증자, 장기부채(회사채)까지 더해지고 있다.

국내 메모리 반도체의 이익 추정치 상향도 이어지고 있다. 다만 '26년 2분기 삼성전자 잠정 실적이 예상을 상회했음에도 차익실현(Sell-on) 매물이 출회되며 주가는 약세를 보였다. 메모리 반도체 관련 우려를 잠재울 수 있는 하이퍼스케일러의 수익성과 CAPEX 당위성에 대한 관심이 높아지며, 국내 증시의 증익 기대와 연동되고 있다고 해석할 수 있다.

컨콜에서 확인할 것 – 하이퍼스케일러는 투자 정당성, 비-IT는 생산성과 비용

이번 실적 시즌의 관건은 CAPEX를 감당할 수 있는 이익 흐름의 가능성이 보이는가이다. 어닝콜에서 AI 관련 발화의 주된 흐름은 여전히 투자·비용·매출이다. 여기에 AI 수요측 기업들의 생산성 향상·AI 매출 언급이 늘어난다면 투자 흐름에는 긍정적일 것으로 전망한다. 실제 2026년 1분기 콜에서 생산성 언급은 전년 동기 대비 1.7배로 늘었다. 다만 구체 수치를 동반한 생산성 발화는 7%에 그쳐, 투자자가 확인할 수 있는 산술적인 수치가 나오는지 지켜볼 단계다. 메모리 비용 언급 빈도도 높아지고 있으나 아직 다운사이클을 우려할 단계로 보기는 어렵다.

최근 등락은 펀더멘탈 전망 급등 이후의 부수적 효과(Side Effect)라 판단

메모리의 주요 수요처가 몰린 미국에서 투자 당위성과 비용 언급이 늘고 있으나, 호실적을 확인한 상황에서의 매물 출회와 변동성 확대는 펀더멘탈 대비 싸지는 구간을 만들어 준다는 점에서 매집 매력이 높다고 생각한다. 내재변동성 기준 월간 약 26%p의 지수 변동(1 표준편차)이 일반적으로 나타날 수 있는 환경임을 감안하면, 방향성 베팅보다 감내할 수 있는 위험 수준의 익스포저를 유지하는 접근이 유효해 보인다.

Ⅰ. 한국과 미국, 학습된 팩터의 차이

한국은 이익의 속도, 미국은 투하자본 대비 현금흐름에 주목

학습된 팩터 –
한국은 어닝모멘텀,
미국은 현금창출력

국내 증시에서 가장 수익성이 좋았던 팩터를 하나 고르자면, 이익 컨센서스가 상향되는 종목을 고르는 것이다. 실제로 이익 추정치 상향 종목으로 매달 리밸런싱한 포트폴리오는 장기적으로 높은 성과를 보였고, 시장 참여자도 각 기업이 향후 벌어들일 영업이익 규모가 얼마나 커질 것인가에 집중하는 경향이 있다.

반면 미국 증시에서 이익 추정치 상향보다 장기적으로 높은 성과를 보인 것은, 투하자본에서 얼마만큼의 현금흐름이 나오는지를 중심으로 투자하는 방식이었다. 지난해까지 CAPEX 부담 대비 높은 잉여현금흐름을 보였던 빅테크·하이퍼스케일러의 잉여현금흐름 전망이 급격히 줄면서, 투하자본 대비 현금흐름이 좋았던 종목들의 상대적 약세가 포착되고 있다.

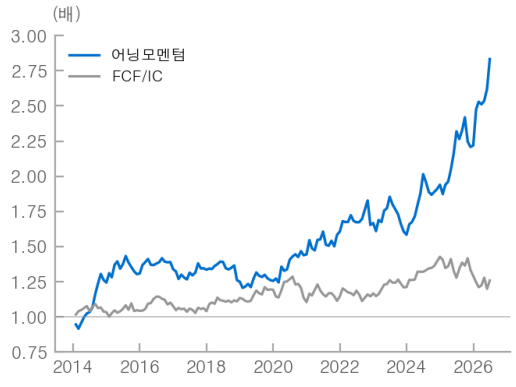
실제 AI 관련 주가 흐름 역시 미국 빅테크는 투하자본 확대(이익잉여를 넘어서는 유상증자·회사채 발행 등 외부 조달)와 CAPEX 확대에 민감하게 반응하고 있으며, 이에 대한 전망이 국내 반도체 업종의 이익 전망과 직접 연동되며 관련 뉴스에 높은 민감도를 보이고 있는 상황이다.

표 1. 2014년 전후의 팩터 성과 (롱숏, 연수익 / 위험조정)

팩터	2005~2013	2014~2026
한국 — 어닝모멘텀	+17.8% / 1.38	**+9.1% / 0.76**
한국 — 투하자본 대비 잉여현금흐름 수준	+15.2% / 1.50	+1.5% / 0.12
미국 — 기대 잉여현금흐름 리비전	+0.1% / 0.02	+4.8% / 0.76
미국 — 어닝모멘텀	+0.7% / 0.08	+4.2% / 0.55
미국 — 투하자본 대비 잉여현금흐름 수준	+5.6% / 0.52	**+8.2% / 0.69**

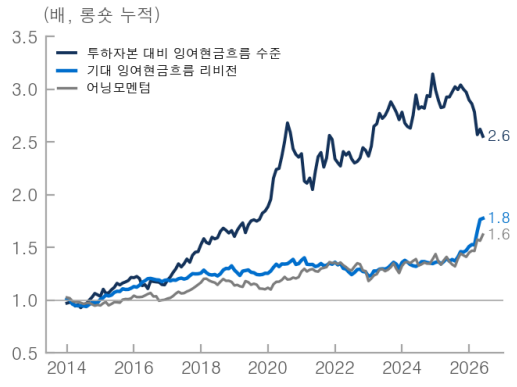
자료: FnGuide, LSEG, 대신증권 Research Center
주: 월간 리밸런싱, 시가총액 상한 가중(80분위 상한, Jensen · Kelly · Pedersen(2023) 방법론)
수준 지표는 시가총액 가중

그림 1. 한국 — 어닝모멘텀 vs 현금흐름 팩터



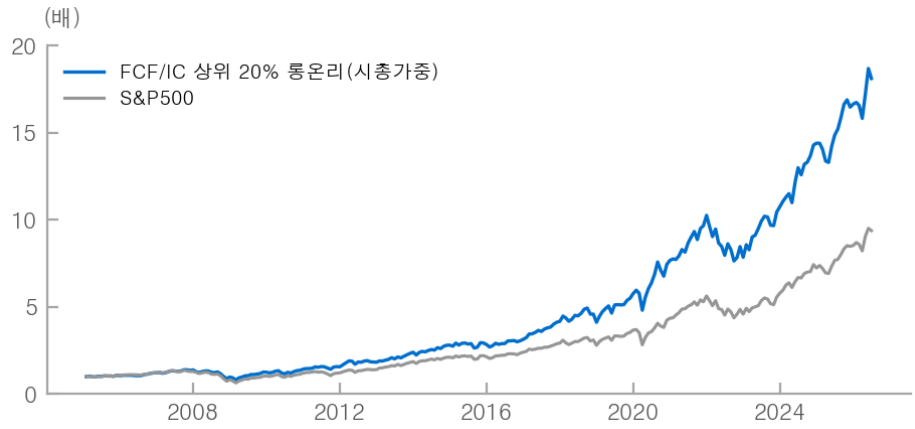
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 2. 미국 — 기대 현금흐름 리비전 vs 어닝모멘텀



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 3. **미국 현금수익성 상위분위 롱온리 vs S&P500**



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

II. 어닝콜에 나타난 AI 흐름

주된 흐름은 투자, 늘어나는 것은 생산성, 확인할 것은 숫자

생산성 언급 1년 새 1.7배, 수치 동반은 7%

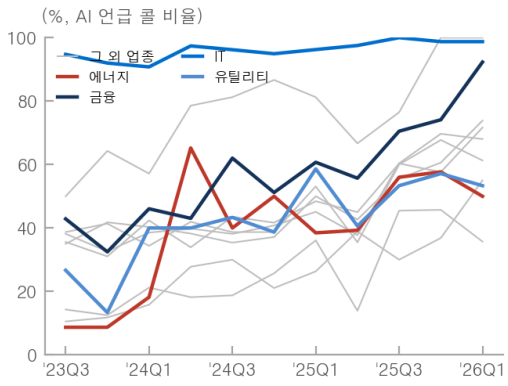
'26년 1분기까지의 미국 어닝콜 6,800건(705개+ 기업, 2023~2026)의 텍스트 카운트와 맥락에서도 AI 관련 투자·이익·비용·생산성 언급이 늘어나고 있음을 확인할 수 있다. AI 발화의 주된 흐름은 투자이며(분기 1,700건대, 그림 5) 방향까지 보면 구조가 선명하다. 투자 발화는 비용·CAPEX 상승 방향이 절감 방향의 2~3배로, AI 투자는 비용 부담의 맥락에서 나타난다. 반대로 생산성 발화는 네 채널 중 유일하게 절감 방향이 우위다. 생산성 문장의 16%는 투자·자본 문맥과 함께 나오는데, 생산성이 CAPEX의 정당화 논리로 쓰이고 있다는 뜻이다.

생산성에 대한 언급도 늘어나고 있다. 2026년 1분기 생산성 언급은 891건으로 전년 동기(519건)의 1.7배가 됐고, 특히 비-AI 업종에서 빠르다. 그러나 구체적인 수치를 동반한 생산성 발화는 7%로 매출(17.5%)이나 비용(16.3%) 주장의 절반 이하다(그림 6). 다양한 기업군이 생산성 향상을 말하고 있으나 '26년 1분기까지 수치로 확인하기는 어려웠다. AI 수요측 기업군의 컨콜에서 생산성 언급의 확산과 함께 수치가 확인되는지가, AI 투자와 비용 확대의 정당성을 뒷받침해 줄 요인이 될 것으로 본다. 확산의 면에서는 AI 언급 콜 비율이 에너지(8.7%에서 47.9%)와 유틸리티에서 가장 빠르게 올랐고(그림 4), 커뮤니케이션 서비스는 84.5%로 IT(98%) 다음이다. 발화의 구성으로 보면 AI가 하드웨어·소프트웨어 인프라 기업의 이익과 가장 크게 연동돼 있음을 알 수 있다.

비-IT 메모리 언급 1년 새 3배 성격도 전환

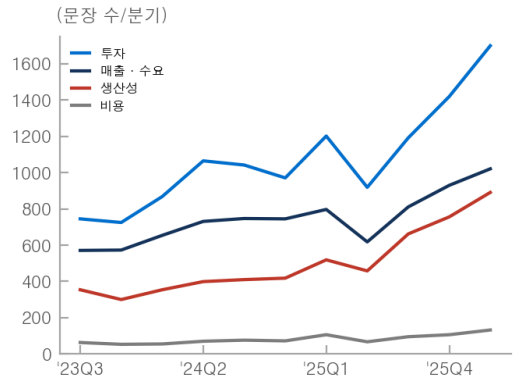
메모리 가격은 밸류체인 밖 기업의 원가 어젠다로 올라왔다. 메모리를 언급한 비-IT 업종 콜의 비율은 2024Q3 3.7%에서 2026Q1 10.5%로 약 3배가 됐고(그림 7), 경기소비재·산업재 등 하드웨어 노출 업종이 상승을 이끈다. 발화의 성격도 바뀌었다. 가격·수급 맥락의 메모리 문장이 2025년까지 분기 1~4건에서 2026Q1 48건으로 늘었다. 지브라는 메모리 가격 급등으로 총마진 약 2%p 역풍을 명시했고, 가민은 가이던스에 메모리 부품 비용을 반영했으며, 폭스바겐 콜에서는 애널리스트가 메모리 가격 역풍의 반영 폭을 직접 물었다. 한국 메모리 사이클이 미국 기업의 비용으로 전이되는 고리가 텍스트에서 포착된다. 다만 이는 공급 부족, 즉 사이클의 강도를 방증하는 신호이기도 하다. 메모리 비용 언급의 확대만으로 다운사이클을 우려하는 것은 확대 해석에 가깝다고 본다.

그림 4. 업종별 AI 언급 콜 비율



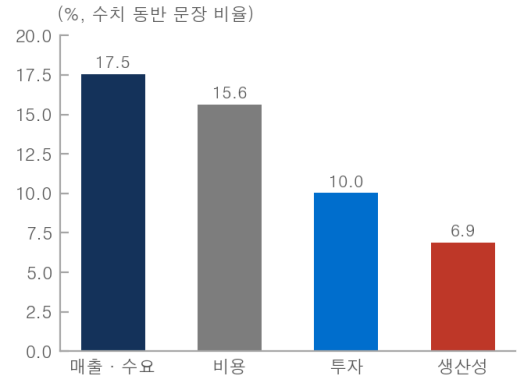
자료: 기업 실적 콜 트랜스크립트, 대신증권 Research Center

그림 5. 경로별 AI 문장 수 추이



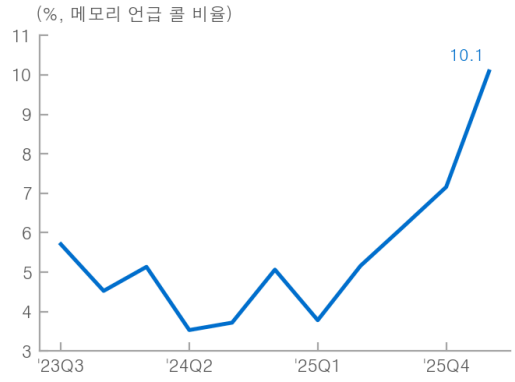
자료: 기업 실적 콜 트랜스크립트, 대신증권 Research Center

그림 6. 경로별 수치 동반 비율



자료: 기업 실적 콜 트랜스크립트, 대신증권 Research Center

그림 7. 비-IT 업종의 메모리 언급 콜 비율



자료: 기업 실적 콜 트랜스크립트, 대신증권 Research Center

Ⅲ. 숫자로 보는 투자·현금흐름·이익

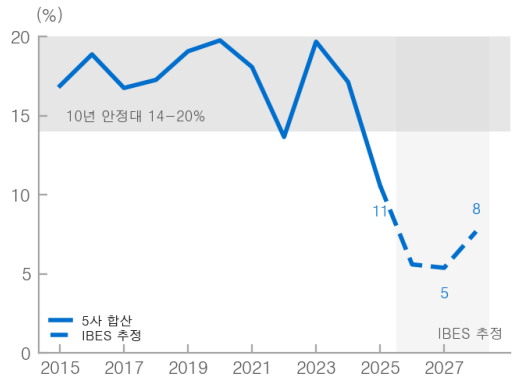
의심할 여지가 없는 펀더멘탈, 불안 가중시키는 피크아웃 논리

하이퍼스케일러 투하자본 대비 현금흐름 컨센서스 저점 5%대

미국 하이퍼스케일러 5사의 투하자본 대비 잉여현금흐름은 10년간 14~20% 안정대에 있다가 2025년 10.6%로 표본 최저를 기록했다(달력연도 기준). CAPEX를 줄인다는 시그널은 컨센서스에도 없다. 설비투자 추정치는 2024년 2,430억달러에서 2028년 9,450억달러까지 늘고, 이 비율은 2026~27년 5%대 저점을 지나 2028년 8%로 돌아오는 경로가 반영돼 있다(그림 8·9). 재원도 이익잉여만으로 부족해지기 시작했다. 2025 회계연도 투하자본 증가분 중 부채성 조달이 24%로 처음 대규모(+1,090억달러)로 등장했고, 유상증자 등 자본시장 조달도 더해지고 있다. 자사주 매입은 급감했다. 향후 1년 기대 잉여현금흐름 합계(IBES 집계 기준)는 2024년 8월 고점 대비 사실상 전액이 하향됐고 3사는 음수까지 내려왔다(그림 10, 피크=100 지수). 그림 9의 연간 경로가 '앞으로의 눈높이'라면 그림 10은 '그 눈높이가 깎여 온 속도'다. 우려는 사실이되 기대에는 이미 극단까지 반영됐다. 관건은 하향이 멈추는지다.

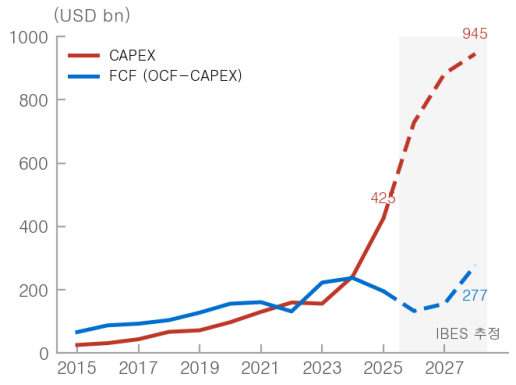
한국 이익전망은 수준으로 사상 최고권이다. 12개월 선행 영업이익 추정치가 세 달 전보다 오른 종목의 비율이 78%로 과거 상향 사이클의 고점(64%, 70%)을 모두 넘었다(그림 11). 컨센서스 자체가 슈퍼사이클 스케일로 커져, 삼성전자의 12개월 선행 영업이익 컨센서스는 1년 사이 35조원 안팎에서 390조원 안팎이 됐다. 다만 방향 지표는 꺾이는 중이다. 메모리-수요 리비전 격차는 4월 +167%p 사상 최대에서 7월 초 +42%p로 반감했고, 이것이 이익 가시성이 높고 듀레이션이 낮은 그룹(소매·은행·화장품)으로 로테이션이 나타나는 근거가 되는 것으로 보인다. 수준은 최고, 방향은 둔화 초입이라는 조합이며, 앞서 언급한 이익 상승폭 둔화 우려가 변화율 측면에서 나타나고 있음을 확인할 수 있다.

그림 8. 하이퍼스케일러 투하자본 대비 잉여현금흐름



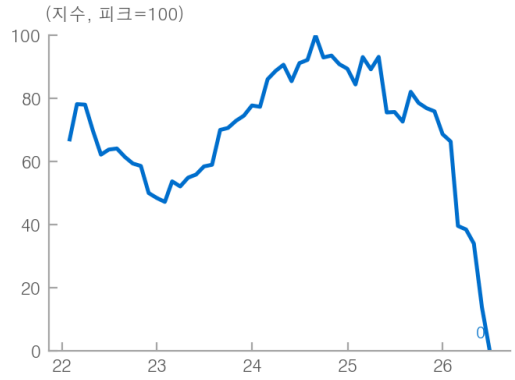
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 9. 하이퍼스케일러 잉여현금흐름과 설비투자



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 10. 기대 잉여현금흐름의 리비전 (미국)



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 11. 이익전망 상향 종목 비율 (한국)

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

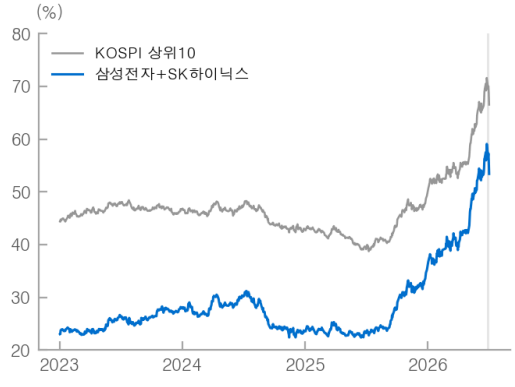
Ⅳ. 시사점 – 변동성 속의 펀더멘탈 접근

피크아웃 우려는 시기상조, 저평가 구간 매집 유효

국내 메모리 업체의 부침, 하이퍼스케일러의 비용 부담, 높아진 시가총액 집중과 변동성 환경(코스피-미국 변동성지수 스프레드 역대 최고권)에서는 월 26%p 수준의 지수 변동이 펀더멘탈의 변화 없이도 쏠림 해소·차익실현·비중조절 과정에서 나타날 수 있다고 본다. 집중도는 국내 증시에서 더 심화되어 있어 변동성을 키우는 요인으로 파악하며, 하반기에 점진적인 해소 과정을 거칠 것으로 예상한다. 삼성전자·SK하이닉스가 코스피의 53~59%, 하이퍼스케일러 5사가 S&P500의 17~19%를 차지한다(그림 12·13). 메모리 비용과 CAPEX 당위성에 대한 민감도는 확대됐지만, 이는 공급 부족 사이클의 강도를 보여주는 것이기도 하다. 이익 추정치라는 펀더멘탈은 우상향을 유지하고 있어(상향 비율 78% 사상 최고권) 증시 전반의 피크아웃을 우려하기에는 이르며, 이익 수준 대비 저평가 구간에서는 변동성 확대를 매집 기회로 활용하는 접근이 유효할 것으로 예상한다.

결국 '26년 2분기 실적 발표에서 주목할 것은 투자의 정당성과 규모의 지속, 이를 뒷받침할 생산성 효과의 가시성, 그리고 반도체 가격 상승의 감내 여부가 될 것으로 생각한다.

그림 12. 코스피 시가총액 집중도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 13. S&P500 내 하이퍼스케일러 5사 시총 비중

자료: LSEG, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
(담당자: 권순호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.