

전략:知

삼성전자 실적 발표 후 급락, Capex 지속성이 핵심



이재원 Market Analyst
jaewon2.lee@yuantakorea.com

삼성전자, 실적 쇼크가 아니라 기대치 미달의 문제

삼성전자의 2분기 잠정 실적은 매출 171조원, 영업이익 89.4조원으로 사상 최대치를 기록했다. 특별성과급 총당금 반영을 감안하면 실질 영업이익은 100조원을 상회한 것으로 추정된다. 엔비디아 최근 분기 영업이익을 넘어서는 글로벌 민간기업 최대 수준의 이익이었다. 공식 컨센서스도 상회했지만 주가는 급락했다. 이는 실적 절대값이 나빴기 때문이 아니라 실적 발표 직전 90조원 이상의 컨센서스가 제시됐고, 일부는 성과급 제외 100조원 안팎의 이익을 기대했기 때문이다. 매출도 컨센서스를 소폭 하회하면서 실적 발표는 신규 매수의 계기보다 차익실현의 명분이 됐다. 한국 외 아시아 주요 지수 낙폭이 제한적이었다는 점에서 실적 실망만으로 한국시장이 크게 흔들렸다고 보기는 어렵다. 외국계 IB발 메모리 조정론, 하이퍼스케일러 Capex 지속성 의구심, 단일종목 레버리지 ETF 쏠림과 외국인 매도까지 겹치며 장중 씨킷브레이커가 발동됐다. 결국 시장은 메모리 가격 상승보다 이익 지속성, 삼성전자 고유의 프리미엄 전환 여부를 묻고 있다.

그러나 사이클 종료로 보기에는 증거가 부족하다

급락 사유는 설명 가능하지만 이를 메모리 사이클 종료로 단정할 근거는 부족하다. 메모리 공급은 클린룸, 전력, 장비 리드타임, 공정 전환, 수율 안정화, HBM 패키징 병목 해소가 선행돼야 한다. 하루 만에 늘기 어렵다. AI형 메모리는 범용 DRAM보다 고객별 스펙과 공급 안정성의 진입장벽도 높다. 공급 과잉을 말하려면 실제 증설 속도 둔화, 고객 재고 축적, LTA 재협상, HBM 수율 안정화가 확인돼야 하지만 현재 확인되는 것은 오히려 공급 부족의 심화다. 고객사의 메모리 수요 총족률은 50~60% 수준에 그치고, 애플의 가격 인상도 공급자 우위 환경을 지지한다. 하반기 가격 상승 기울기는 완만해질 수 있으나 이는 레벨 하락이 아니다. LTA의 재협상 움직임은 수요 약화 신호지만 주요 고객사와 신규 체결이 본격화되면 사이클 이익을 장기 계약 이익으로 바꾸는 신호가 된다.

전략은 투매 동참이 아닌 조건부 분할 비중 확대

이번 급락은 낙폭은 과도하나 명분은 존재한다. 실적이 컨센서스를 상회했지만 암묵적 기대치에는 못 미쳤고, 하이퍼스케일러 Capex 가이드스 지속 가능성에 대한 의구심과 레버리지 ETF, 외국인 현물 매도가 낙폭을 키웠다. 그러나 공급은 단기간에 늘 수 없고 AI 수요가 꺾였다는 증거도 없다. KOSPI 12개월 선행 P/E는 금융위기 수준까지 하락해 밸류에이션상 투매를 정당화하기 어렵다. 현재 필요한 판단은 반도체를 팔아야 하는지가 아니라 AI Capex가 실제로 꺾였는지 여부다. 확인 조건은 외국인 현물 순매도 강도 축소, 60일선 지지 여부, 하이퍼스케일러 2분기 실적발표 이후 Capex 가이드스 유지 또는 상향 확인, KOSPI 이익 추정치 상향 조정이다. 여기에 하반기 메모리 가격 상승세 유지, 주요 고객사 LTA 신규 체결, 파운드리 추가 수주, 주주환원 정책 발표 등이 더해지면 수급 조건과 별개로 하반기 상방을 여는 펀더멘털 근거가 될 수 있다. 투매는 지양하되 조건부 분할 비중 확대 전략이다.

삼성전자 호실적 발표 후 급락? Capex 지속성이 핵심

삼성전자, 실적 쇼크가 아니라 기대치 미달의 문제

삼성전자의 2분기 잠정 실적은 매출 171조원, 영업이익 89.4조원으로 사상 최대치를 기록했다. 노사 합의로 확정된 특별성과급 재원의 상반기 2개 분기 총당금이 일괄 반영된 수치라는 점을 감안했을 때 실질 영업이익은 100조원을 상회했을 것으로 추정된다. 엔비디아의 최근 분기 영업이익(약 82조원)을 넘어 글로벌 민간기업 분기 최대 영업이익이다. 영업이익 공식 컨센서스 84.6조원도 약 6% 상회했다. 그럼에도 발표 당일 삼성전자는 장중 저가 기준 10.1% 급락했고 SK하이닉스도 동반 급락하며 장중 서킷브레이커가 발동됐다. 사상 최대 실적 공시와 서킷브레이커가 당일 동반된 것이다. 하락 사유는 어닝 쇼크가 아니다. 실적 절댓값 자체는 좋았다. 문제는 시장의 기대치가 높아져 있었고 한국시장 내 반도체 비중이 너무 커졌다는 것이다.

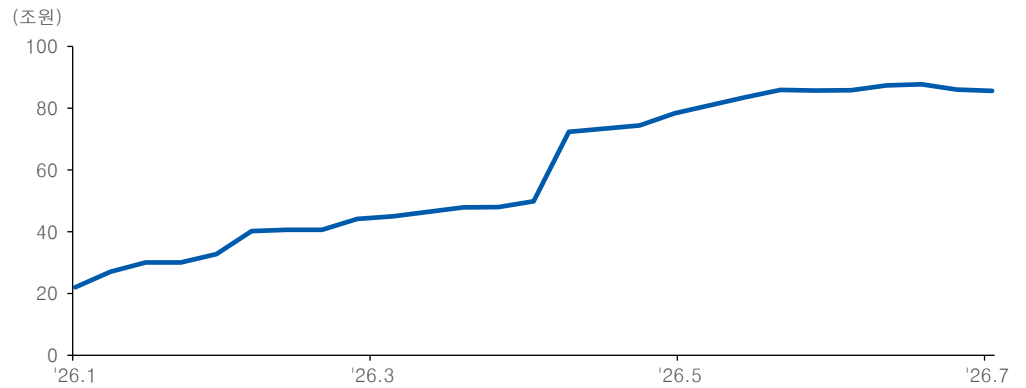
하락 사유는 다음과 같다. 첫째, 높아진 눈높이다. 실적 발표 직전 기준 영업이익 90조원을 상회하는 추정치를 다수의 애널리스트가 제시했다. 이에 시장 일부는 성과급 총당금 제외 약 100조원 안팎의 이익을 암묵적으로 기대했다. 매출액도 171조원으로 컨센서스 174.5조원을 소폭 하회했다. 결과적으로 실적 발표가 신규 매수의 기회가 아닌 차익실현의 명분이 됐다. 실적 개선이 선반영된 구간에서 셀온뉴스는 이례적인 공포라고 보긴 어렵다.

둘째, 반도체 겨울론을 제시했던 외국계 IB발 메모리 조정론이다. 그간 노이즈로 작용하던 의구심 대비 새로운 주장은 없다. AI가 대규모 지출을 정당화할 만큼 수익을 낼 수 있는지 아직 명확한 증거가 부족하고, 그로 인해 하이퍼스케일러들이 Capex 가이드를 유지할 수 있는지에 대한 판단이 필요하다는 것이다. 실적 실망감과 동반되어 투매를 야기하는 명분이 됐다.

셋째, 수급이다. 7월 7일 거래대금 상위 10개종목 중 1, 2위는 SK하이닉스와 삼성전자였고 3~10위중 삼성전자-SK하이닉스 단일종목 레버리지(인버스 포함) 종목이 4개 포함됐다. 레버리지ETF 출시 이후 변동률(일간 고가 대비 저가)은 삼성전자 7.1%, 하이닉스 8.6%로 26년 출시 이전 4.4%, 5.1% 대비 대폭 확대됐다. 지수 시가총액 비중 50%를 넘어선 두 종목이 일평균 7~8% 움직이는 것은 KOSPI 지수 전체의 변동성 확대를 야기한다. 금일 서킷브레이커 발동 수준의 급락에도 아시아 주요 지수 낙폭은 미미했다(토픽스 -0.97%, 상해종합 -1.3%, 대만 가권 -2.3%). 실적 실망만으로 한국시장이 아시아 주요국 대비 이 정도로 크게 흔들리기는 어렵다.

외에도 DX 사업부(모바일·세트 부문)는 메모리 가격 상승에 따른 원가 부담을 받고 있다. HBM4에서 삼성전자가 SK하이닉스와의 격차를 얼마나 좁힐지도 아직 검증 과제다. 파운드리와 시스템LSI 적자 역시 삼성전자 전체 밸류에이션의 할인 요인으로 남아 있다. 특히 이별 발표는 세부 사업부 실적과 가이드스가 공개되지 않은 잠정 실적이었다는 점에서 해당 의구심들을 바로 해소하지 못했다. 결국 시장은 '메모리 가격이 좋다'는 사실은 이미 알고 있고, 이제는 이익이 얼마나 오래 지속 가능하고, 삼성전자 고유의 프리미엄으로 연결될 수 있느냐를 묻고 있다.

삼성전자 2분기 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

7월 7일 KOSPI 거래대금 상위 종목

순위	종목명	등락률(%)	거래대금(백만원)
1	SK 하이닉스	-7.51	20,898,658
2	삼성전자	-8.49	17,164,632
3	KODEX SK 하이닉스단일종목레버리지	-12.56	4,573,415
4	SOL SK 하이닉스선물단일종목인버스2X	11.84	2,914,113
5	삼성전기	-11.43	2,681,741
6	KODEX 200	-4.93	2,677,633
7	KODEX 레버리지	-10.04	2,556,135
8	TIGER SK 하이닉스단일종목레버리지	-12.44	2,148,311
9	SK 스퀘어	-11.97	2,023,330
10	KODEX 삼성전자단일종목레버리지	-13.71	1,958,972

자료: Infomax, 유안타증권 리서치센터

그러나 사이클 종료로 보기에는 증거가 부족하다

급락 사유는 설명 가능하지만, 이를 메모리 사이클 종료로 단정할 새로운 근거는 발생한 바 없다. 먼저 공급이다. 메모리 공급은 하루 만에 늘지 않는다. 클린룸·전력·장비 리드타임, 공정 전환, 수율 안정화, HBM 패키징 병목 해소가 모두 선행돼야 한다. AI형 메모리는 범용 DRAM보다 고객별 스펙과 공급 안정성의 진입장벽이 높다. 공급 과잉을 말하려면 실제 증설 속도, 고객 재고 축적, LTA(장기공급계약) 재협상, HBM 수율 안정화가 확인돼야 하는데, 현재 확인되는 것은 오히려 공급 부족의 심화다. 고객사의 메모리 수요 충족률이 50~60% 수준에 그친다는 진단이 공통적으로 나오고 있으며, 애플조차 가격 인상을 현실화했다. 이 정도의 미충족 수요는 하반기에도 공급자 우위의 가격 환경을 지지한다. 하반기에는 높아진 기저효과로 가격 상승의 기울기 자체는 완만해질 수 있으나, 그것은 레벨의 하락이 아니라 모멘텀의 정상화다. 이 국면에서 LTA는 양면의 관찰 항목이다. 재협상 움직임이 나온다면 수요 악화의 신호지만, 인프라 투자를 가속하는 주요 고객사와의 신규 체결이 본격화된다면 이는 사이클 이익을 계약 이익으로 바꿔 이익의 가시성을 높이는 신호다. 확인해야 할 것은 LTA라는 단어가 아니라 그 방향이다.

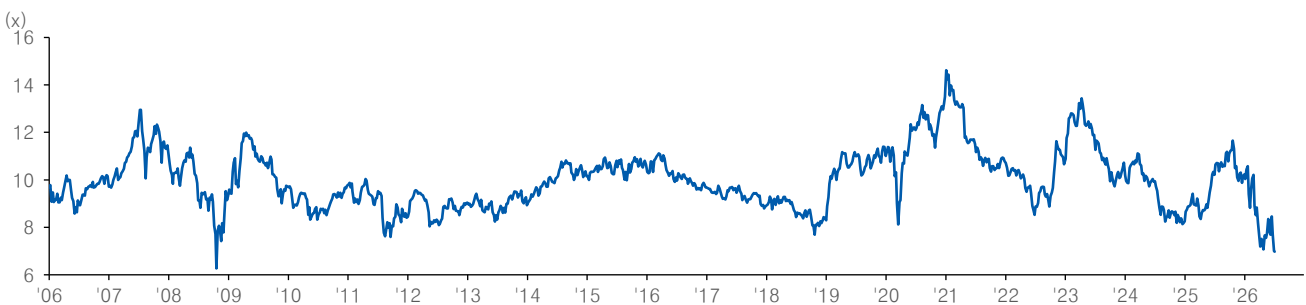
다음은 수요다. 수요 측면에서 핵심은 하이퍼스케일러의 Capex 가이드스 유지 여부이다. AI 수익화 검증이 끝나지 않았다는 것과 투자가 멈춘다는 것은 다른 명제다. 하이퍼스케일러 간 AI 경쟁이 끝나지 않은 이상 연산 자원 확보 경쟁은 지속될 가능성이 높다. 그 투자는 GPU, HBM, 서버 DRAM, 네트워크, 전력·냉각 등 AI 인프라 수요로 연결된다.

밸류에이션도 투매를 정당화하지 않는다. KOSPI의 12개월 선행 P/E는 7월 7일 종가 기준 6.97 배에 불과하다(Quantiwise 기준). 금융위기 수준이다. 물론 레거시 메모리를 여전히 시클릭 산업으로 바라본다면 사이클 고점에서 P/E가 낮아 보이는 착시가 발생할 수 있다. 그러나 이 착시 논리가 성립하려면 '내년 이익 급감'이 전제돼야 한다. 메모리 조정론을 제시한 외국계IB조차 내년 이익 증가를 전망하고 있다는 점에서 이익 급감은 컨센서스라 보기 어렵다. 여기에 서버용 DRAM, HBM, LTA, 메모리 커스터마이제이션 등 이익의 '지속성'을 높이는 구조 변수가 과거 범용 사이클과의 차이를 만들고 있다. 낮은 PER만으로 매수를 주장할 수는 없지만, 공급 부족과 AI Capex가 유지되는 구간과 현재 밸류에이션 수준에서의 투매는 과도하다.

수급 이벤트도 남아 있다. SK하이닉스는 나스닥 ADR 상장을 추진 중이며, 주요 투자자들의 대규모 참여 관심이 확인되고 있다. ADR은 중기적으로는 미국 투자자 접근성을 높이고 마이크로 대비 밸류에이션 갭을 축소할 수 있는 이벤트다. 과밀했던 국내 수급 구조를 글로벌 수급으로 분산시키는 통로이기도 하다.

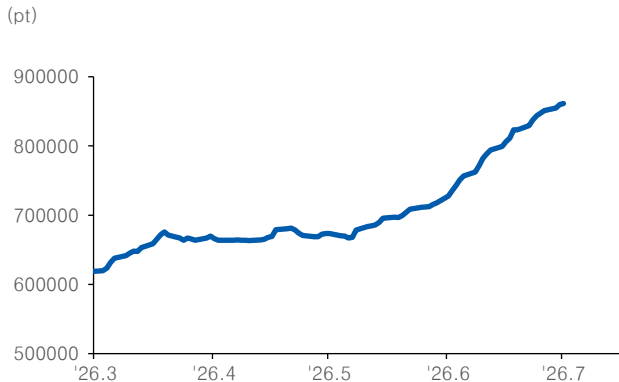
따라서 지금 필요한 판단은 '반도체를 팔아야 하는가'가 아니라 'AI Capex가 실제로 꺾였는가'다. 실제 Capex 가이드스 하향 조정, LTA 재협상, 서버 DRAM 가격 하락, HBM 주문 둔화 등 그 어떤 것도 확인된 것은 없다. 지금까지 확인된 것은 펀더멘털 훼손이 아니라 기대치 부담과 수급 충격이다.

금융위기 수준으로 하락한 KOSPI 12개월 선행 PER, EPS 추가 상향 조정 고려시 지수 하단은 닫혀있다는 판단



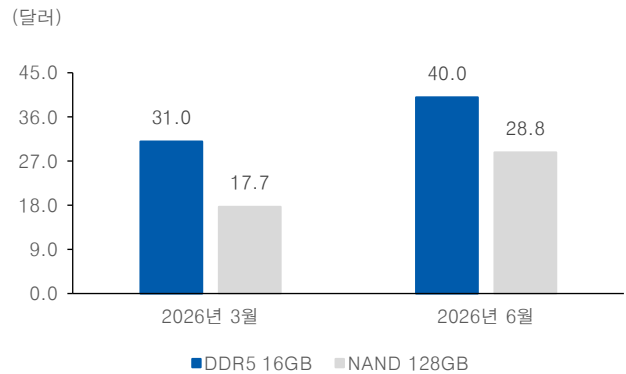
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

DXI Index(메모리 업황 지수) 추이



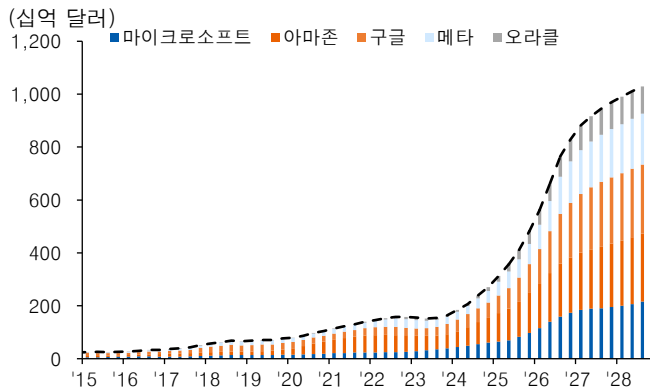
자료: LSEG, 유안타증권 리서치센터

메모리 고정가격 추이



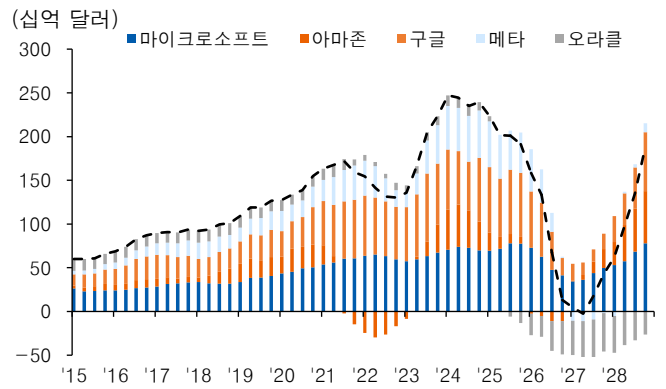
자료: LSEG, 유안타증권 리서치센터

하이퍼스케일러 Capex



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

하이퍼스케일러 FCF(잉여현금흐름)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

전략은 투매 동참이 아니라 조건부 분할 비중 확대

이번 급락은 그 낙폭은 과도하나 명분은 존재한다. 실적은 공식 컨센서스를 상회했지만 암묵적 기대치에 못 미쳤고, 하이퍼스케일러의 Capex 가이드의 지속 가능성에 대한 의구심도 존재하며, 레버리지 ETF와 외국인 바스켓 매도가 낙폭을 확대시켰다. 그러나 명분이 존재하는 것과 명분이 이성적인 것은 다르다. 삼성전자는 글로벌 민간기업 최대의 분기 영업 이익을 냈다. 공급은 단기간에 늘 수 없으며, AI 수요가 꺾였다는 증거는 없다. KOSPI 밸류에이션은 역사적 하단 구간이다. 이번 조정은 AI Capex에 대한 의구심 속 수급 충격으로 발생한 밸류에이션 디레이팅에 가깝다. 전략은 투매가 아니라 조건부 분할 비중 확대다. 다만 곧바로 레버리지를 키울 구간도 아니다. 재진입 판단을 위한 확인 조건은 다음과 같다.

첫째, 외국인 현물 순매도 강도의 축소다. 외국인의 삼성전자 지분율은 2008년 금융위기를 제외하고 역사적 저점 부근에 도달했다. 최근 개인투자자의 추가 순매수 여력이 약화되고 있기에 외국인 일별 순매도 규모가 추세적으로 줄어드는지를 수거래일에 걸쳐 확인해야 한다.

둘째, 60일선 지지 여부를 확인한다. 중기 추세선인 60일선은 중기 상승 추세 훼손 여부를 판단하는 1차 기준선이며 25년 하반기 이후 반도체 종목의 주요 지지선으로 작용했다. 해당 구간에서 지수가 저점을 방어하고 외국인 매도 강도가 둔화된다면 조정은 과밀 포지션 해소 이후의 기술적 조정 구간으로 해석된다. 반대로 60일선을 증가 기준으로 이탈하고 외국인 현선물 매도 역시 지속된다면 단순 놀림이 아닌 중기 추세 조정 성격으로 확대될 가능성을 염두에 뒀다 한다.

셋째, 7월 말 발표될 하이퍼스케일러 2분기 실적에서 AI Capex 가이드언스의 유지 또는 상향이 필수적이다. 1분기 하이퍼스케일러 실적 이후 Capex 가이드언스가 상향되며 Sell in May를 잊게 했던 5월 신고가 랠리가 재차 전개될 수 있다. 금일 발표된 아마존의 250억 달러 규모 채권 발행 보도를 비롯해 하이퍼스케일러의 자금 조달은 지속되고 있다. Capex 하향 조정될 가능성은 낮다는 판단이다.

넷째, 이익 추정치의 상향 조정이다. 금일의 삼성전자 실적은 투자자의 심리적 기대치를 하회했을 뿐 공식적인 추정치를 상회했다. 상향 조정 여력은 남아있다. 추정치 상향 조정과 함께 밸류에이션상 지수 밴드 하단은 높아질 전망이다.

수급 조건과 별개로 하반기 상방을 여는 펀더멘털 여건 마련은 다음과 같은 조건 등에서 비롯될 수 있다. 첫째, 하반기 메모리 가격 상승세 유지, 둘째, 주요 고객사와의 LTA 신규 체결, 셋째, 파운드리 추가 수주, 넷째, 주주환원 정책 발표다. 수급 조건이 '팔 이유의 소멸'을 가리키는 신호라면, 이 조건들은 '살 이유의 탄생'을 가리키는 신호다. 다만 아직 관측과 예정의 영역에 있는 만큼 판단의 근거가 아닌 후행적 추적의 대상으로 둔다.

반대로 하이퍼스케일러 Capex 가이드언스 하향 조정, LTA 재협상, HBM 인증 지연, 서버 DRAM 가격 둔화가 확인된다면 그때는 수급 조정이 아니라 사이클 훼손으로 판단을 전환해야 한다. 그러나 현재까지의 증거는 후자보다 전자, 즉 수급 충격의 흔적이 압도적이다.

결론적으로 쇼크는 실적이 아니라 기대치와 포지션에서 발생했다. 공급이 단기간에 늘기 어렵고, AI Capex가 꺾인 증거가 없으며, 밸류에이션이 역사적 하단에 위치한 현 상황에서 공포에 동참할 이유는 약하다. 현 구간은 외국인 매도 강도 둔화와 7월 말 하이퍼스케일러 Capex 가이드언스 확인, SK하이닉스 ADR 상장, 단일종목 레버리지ETF 제도 개선 등 모멘텀을 기다리며 반도체 대형주의 분할 비중 확대 기회를 탐색하는 구간으로 판단한다.

금융위기 제외 최저 수준의 삼성전자 외국인 지분율



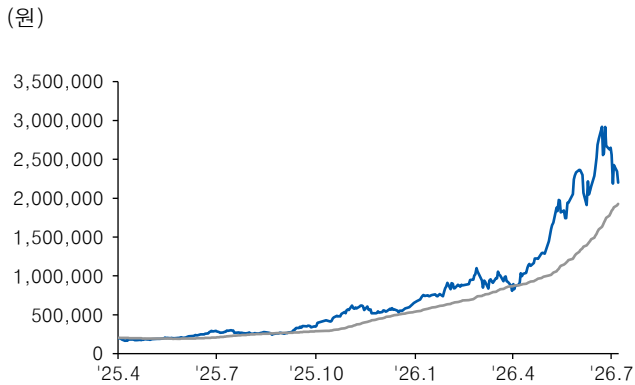
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

HBM 재평가 이후 최저 수준의 SK하이닉스 외국인 지분율



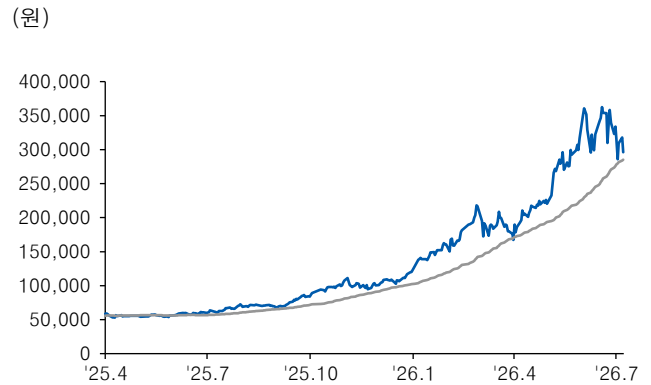
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주요 지지선으로 작용했던 SK 하이닉스 주가와 60일 이동평균선



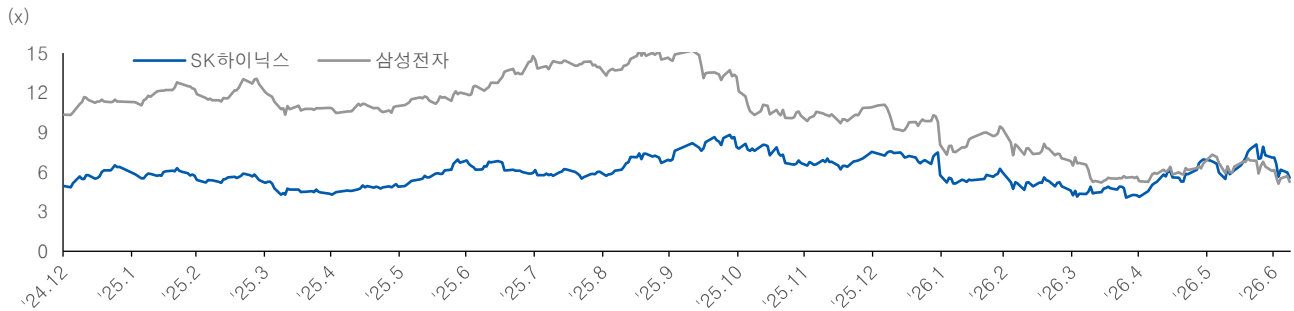
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주요 지지선으로 작용했던 삼성전자 주가와 60일 이동평균선



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

삼성전자, SK 하이닉스 12개월 선행 PER 추이



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

올해 주요 하이퍼스케일러 외부 자금 조달 사례

기업	조달 방식	조달 규모
Alphabet	회사채 + 유상증자	약 \$116B
Amazon	회사채 + 대출	약 \$106B
Meta	회사채	\$25B
Oracle	회사채 + 에퀴티	\$45~50B
합계		약 \$293~298B

자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

메모리 수요 둔화 변수

확인 변수	현재 판단
하이퍼스케일러 Capex 가이드선 하향	확인 안 됨
HBM 장기공급계약 축소	확인 안 됨
서버 DRAM 가격 상승 둔화	확인 안 됨
차세대 GPU 주문 감소	확인 안 됨
AI 추론 수요 둔화	오히려 확대 가능성 우세

자료: 유안타증권 리서치센터

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재원)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.