

Market Comment

Strategy 변준호 02) 6915-5670 / ymaezono@ibks.com

외국인 수급 불확실성 확대

1. 2분기 어닝 시작 개막: 나쁘지 않은 출발

2분기 어닝 시즌이 개막됐다. 전일 삼성전자는 2분기 매출액 171조, 영업이익 89,4조로 역대급 호실적을 발표했다. 삼성전자 2분기 매출은 시장 예상치에 거의 부합했고, 영업이익은 시장 컨센서스가 85조원 수준이었음을 감안하면 양호한 수치로 발표된 셈이다. LG전자는 2분기 영업이익이 시장의 예상치를 크게 상회하며 어닝 서프라이즈를 기록했다. 반면, LG에너지솔루션은 3분기 만에 영업이익 흑자전환에 성공했으나 시장의 기대치에는 크게 미치지 못했다.

전반적으로 대형 3개사의 2분기 실적은 크게 나쁘지 않은 흐름으로 시작한 것으로 보인다. 특히 시장을 견인하고 있는 반도체의 경우 6월말 마이크론 실적 발표에서도 언급 됐듯이 향후 가이드언스에 대해 Positive했고 삼성전자, SK하이닉스 3분기 실적 기대감도 높을 것으로 예상된다. 월초에 발표된 6월 수출도 매우 좋았기 때문에 현재 반도체 업황과 관련한 펀더멘탈에 크게 문제가 있는 상황은 아니라고 판단된다.

2. 외국인 수급 불확실성 확대는 부담 요인

다만, 전일 삼성전자가 양호한 실적을 발표했음에도 불구하고 주가가 급락했다. 물론 시장의 눈높이가 다소 높았기 때문에 강력한 낙관론에 대비해서는 다소 아쉬움을 줄 수도 있는 실적이지만 그럼에도 불구하고 역대급 호실적대비 주가가 과도하게 하락한 것으로 판단된다. 전일 역시 시장 매도 주체는 외국인이었고 외국인의 매도 압력이 지속 및 강화되고 있다.

사실 외국인 매도 흐름은 연초부터 지속되었고 연중 일시적인 매수 국면들이 있었으나 대체로 매도 우위가 지속되었다. 특히, 2분기부터는 매도 압력이 더 강화된 가운데 6월 19일부터는 일관되게 하루도 빠짐없이 순매도를 지속하고 있다. 시장의 호재, 악재 등 재료와 상관없이 매도 압력이 지속되고 있다는 점에서 시장에 상당한 수급적 부담 요인으로 작용하고 있다. 반도체 호실적 행진에도 외국인의 매도 압력이 지속 및 강화되고 있는 배경에는 펀더멘탈보다도センチメント 피크아웃 우려가 작용하고 있는 것으로 보여진다.

하나는 최근 AI 모멘텀 관련하여 부정적 뉴스 플로우들이 나오면서 투자 심리가 위축되고 있을 수 있다는 점이다. 반도체의 전방산업으로 볼 수 있는 AI 시장 환경, 투자 환경 등은 여전히 좋은 상황으로 추정되나 반도체 주가가 상당히 큰 폭으로 상승했기 때문에 주가는 호재보다 악재에 좀 더 민감하게 반응할 수도 있다. 따라서, AI 시장 관련 뉴스 플로우가 개선될 경우 최근 주가 하락은 일시적인 노이즈 반응에 그칠 수도 있다.

이런 측면에서 보면, AI 산업과 관련하여 향후 업황 강도를 좀 더 명확하게 가늠해 볼 수 있는 7월말에 있을 빅테크들의 실적 발표와 AI 투자 관련 향후 스탠스 코멘트가 중요할 수 있다. 7월말 빅테크들의 강한 AI 투자 의지와 긍정적 코멘트가 부각될 경우 주가 흐름과 외국인 수급은 재차 개선될 수 있다.

또 한가지 외국인 매도와 관련하여 생각해 볼 수 있는 것은 반도체 실적 증가율이 피크 아웃 할 것으로 예상된다는 점이다. 삼성전자, SK하이닉스의 실적은 하반기와 내년까지 계속 우 상향하며 양호할 것으로 예상되나 마진이나 실적의 증가율과 같은 지표들은 하락 전환할 가능성이 높아 보인다. 현재 시장 컨센서스에 따르면, 분기 기준으로 삼성전자의 영업이익 YoY 증가율은 26년 2분기, SK하이닉스의 영업이익 YoY 증가율은 26년 2분기 혹은 3분기가 정점이 될 것으로 예상된다. 그리고 연도별 기준으로는 올해 증가율 폭증으로 인해 올해가 단기 고점이 될 전망이다.

과거 국면을 살펴 보면, 반도체 주가와 외국인 수급은 실적 자체도 중요하지만 실적 증가율에 상당히 연동되어 움직이는 경향이 있었기 때문에 이를 주시할 필요가 있다. 연도별 기준으로 봤을 때 삼성전자와 SK하이닉스의 영업이익 증가율이 정점을 보였던 2017년, 2021년, 2024년 등을 살펴 보면 외국인 투자자들은 하반기 매도 우위의 공통점을 보였다. 그 당시 당해 반도체 업황과 실적이 매우 좋았지만 하반기부터는 다음 해 증가율 둔화에 대한 선제적 차익실현에 나섰다 가능성이 있다. 반도체 업종은 내년에 40~50%의 높은 영업이익 증가율이 예상되는 점은 긍정적이나, 올해보다는 현저히 증가율이 둔화되기 때문에 투자センチ먼트는 피크아웃 할 가능성도 열려 있다.

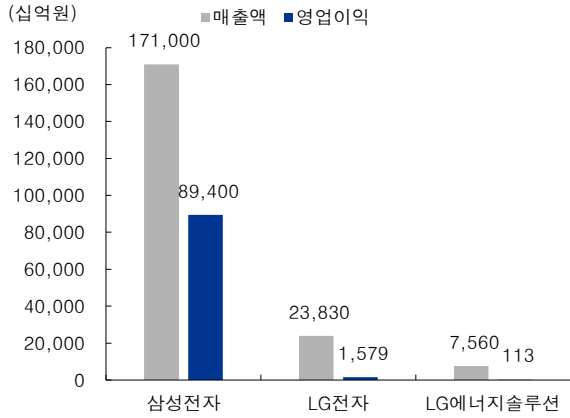
과거 실적 증가율 정점 해들의 주가 흐름은 각기 다른 모습이었지만, 하반기 외국인 매도 압력으로 주가 상승 탄력은 상반기대비 하반기에 현저히 둔화되는 모습을 보였다. 외국인 매도 우위가 반드시 주가 하락을 설명할 수는 없지만 수급 약화의 영향을 일정 부분 받았던 것으로 보여진다.

물론 과거에는 반도체 산업의 특성상 주가와 실적 모두 Cyclical한 측면이 상당히 강했기 때문에 주가와 실적의 파동이 상당히 컸고 변동성이 컸으나 현재 국면은 HBM, LTA(장기공급계약)이라고는 새로운 형태의 업황 사이클 전개가 펼쳐지고 있는 만큼 과거 사이클과 동일하게 비교하기에는 다소 무리가 있을 수 있다. 이는 반도체 단가와 실적의 안정성 측면에서 과거와 상당히 다른 이례적인 호황 국면을 의미하고, 특히 LTA 관련 계약 기간이 더욱 늘어나면서 LTA의 실적 비중이 계속 늘어나면 Cyclical 측면의 우려는 더욱 완화될 수 있다. 이는 향후 밸류에이션 상승 논리로 작용할 가능성이 있다.

결론적으로는 6월말 이후 전일까지 코스피가 단기 급락하면서 가격 메리트가 발생하고 있어 이번주 후반부터 외국인 매도 압력이 완화되고 시장 하락 위협이 완화될 수 있다. 현재 펀더멘탈 측면에서 반도체 업황 및 실적의 우려가 제한된 만큼 코스피 곧바로 고점대비 20% 이상 급락하는 약세장이 연출될 가능성은 낮다고 판단되어 7,300pt 부근에서 강력한 지지대 형성이 예상된다. 또한, 코스피 ROE가 25% 수준까지 상승해 있어 7,300pt 이하에서는 과도한 P/B 할인이 적용되는 만큼 밸류에이션 측면에서도 그 부근은 강한 단기 지지대가 될 것으로 예상된다.

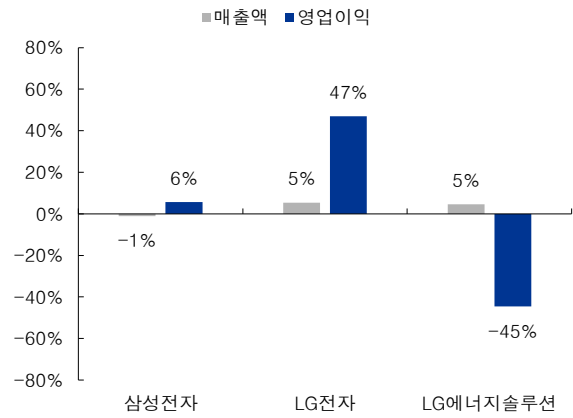
다만, 시장은 반도체를 중심으로 한 외국인 매도 압력이 지속되는 수급 불확실성에 직면해 있어 시장이 다시 의미 있는 반등 추세를 보이기 위해서는 AI 및 반도체 업황에 대한 투자センチ먼트 개선 요인이 대두되거나 적극적인 국내 자금 유입이 필요한 상황이다 판단된다.

그림 1. 전일 잠정 실적 발표 기업들의 매출액, 영업이익



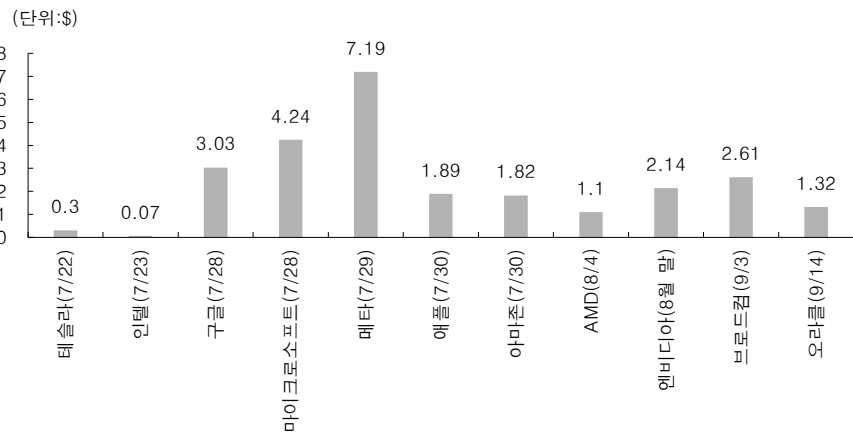
자료: 에프앤가이드QuantiWise, IBK투자증권

그림 2. 전일 잠정 실적 발표 기업들의 시장 예상대비 상, 하회율



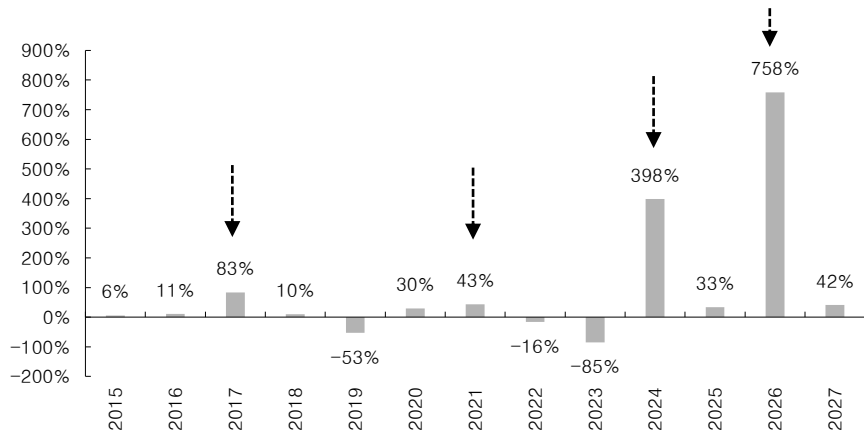
자료: 에프앤가이드QuantiWise, IBK투자증권

그림 3. AI 및 반도체 관련 미국 주요 성장 기업들의 2분기 실적 발표 예정일과 추정 EPS



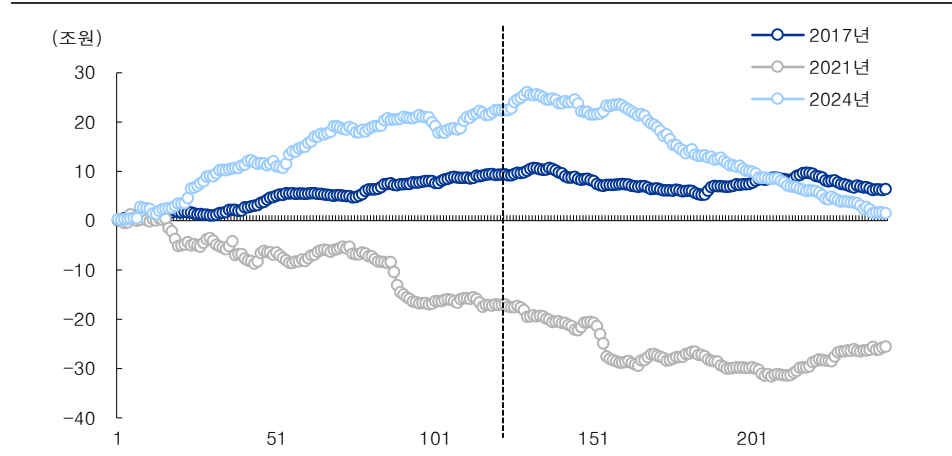
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 4. [삼성전자+SK하이닉스] 연도별 영업이익 YoY 증가율 추이 및 전망



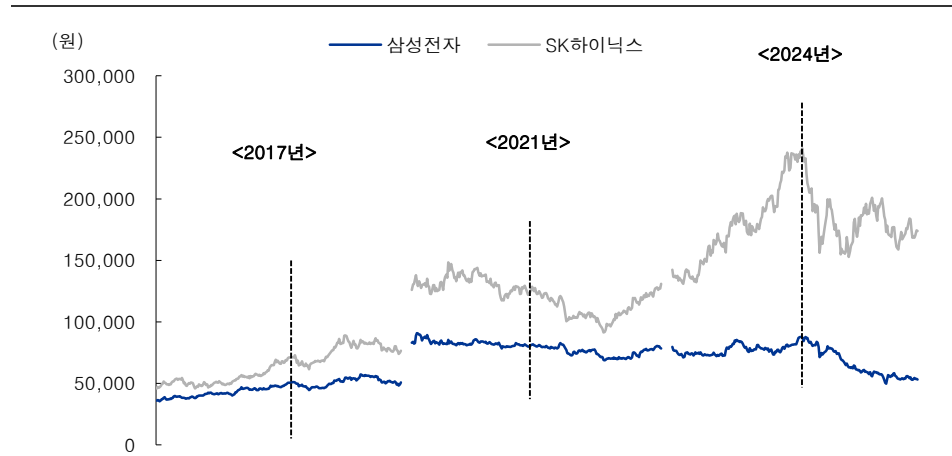
자료: 에프앤가이드QuantiWise, IBK투자증권. 주: 26, 27년은 컨센서스 추정치

그림 5. [삼성전자+SK하이닉스] 영업이익의 YoY 증가율 정점 해, 외국인의 연초 이후 순매수 추이



자료: 애프엔가이드QuantiWise, IBK투자증권.

그림 6. [삼성전자+SK하이닉스] 영업이익의 YoY 증가율 정점 해, 연초 이후 주가 추이



자료: 애프엔가이드QuantiWise, IBK투자증권. 주: 차트 내 선은 각 해의 하반기 시작점