



Equity

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



국내외 주식시황 김두언 kimdooun@hanafn.com
주식시황 RA 최욱 wookchoi@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 7월 28일 | Global Asset Research

DIN (Doo It Now)

사이클을 넘어서는 법(Feat. 경주 최부자 가문의 교훈)

(결론적으로) 3분기 한국 주식시장의 질문은 2분기 이익이 얼마나 큰가가 아니다. 그 이익이 얼마나 오래 지속될 수 있는가다. 빅테크의 투자가 주문으로 이어지고, 장기계약이 현금흐름의 가시성을 높이며, 메모리 기업이 가격과 생태계를 함께 지킬 때 한국 반도체의 할인율은 낮아진다. 공급 부족은 실적을 만들지만, 공생은 밸류에이션을 만든다. 여전히 주도주를 사되(여주사), 희소성을 반복 가능한 이익으로 바꾸는 기업을 사야 한다.

국내외 증시는 실적의 시간에 진입했다. 이란 전쟁은 홍해와 카스피해로 번지고 있고, 유가 상승으로 미국의 금리 인상 가능성도 다시 거론되고 있다. 지정학과 금리가 주가의 할인율을 높이는 가운데 AI 투자는 기업 이익의 기대치를 끌어올린다. 실적이 강할수록 주가 변동성이 커지는 이유다. 이번 주에는 SK 하이닉스를 시작으로 마이크로소프트, 메타, 삼성전자, 애플, 아마존의 실적이 연이어 발표된다. 숫자의 크기보다 중요한 것은 다음 주문이다. 하이퍼스케일러의 설비투자 가이드스, 데이터센터 가동률, 클라우드 수주잔고, 장기 공급계약이 메모리 수요의 지속성을 결정한다.

알파벳 실적은 AI 투자의 양면을 먼저 보여줬다. 2 분기 클라우드 매출은 전년 대비 82% 증가한 248 억달러, 수주잔고는 5,140 억달러로 확대됐다. 연간 설비투자 계획도 1,950 억~2,050 억달러로 높였다. 그러나 분기 설비투자 449 억달러가 영업현금흐름 391 억달러를 웃돌면서 잉여현금흐름은 -59 억달러로 전환됐다. 부채 위기라기보다 AI 투자의 회수 가능성이 평가받는 국면이다.

KOSPI 는 가격 바닥을 다지는 단계다. 외국인은 6 월 말부터 7 월 첫째 주까지 19.8 조원을 순매도했지만, 둘째 주 순매도는 4.1 조원으로 축소됐고 셋째 주에는 2,150 억원 순매수로 전환했다. 막판 되돌림이 컸지만 지난주에도 2.3 조원을 순매수했다. 추세적 복귀를 단정하기에는 이르지만, 수급의 방향은 바뀌기 시작했다. 회복의 시간도 과거보다 짧을 수 있다. 1980 년 이후 KOSPI 가 고점 대비 30% 이상 하락했던 일곱 차례의 전고점 회복기간은 평균 1,148 일이었다. 그러나 이번 조정을 금융시스템의 붕괴가 아닌 강세장 내부의 수급 정상화로 보면 이전과 다를 가능성이 있다. 숫자의 전제는 명확하다. 하이퍼스케일러의 주문 유지와 외국인 매도 진정이다([DIN0721 참고](#)).

국내 메모리 기업의 실적에서 확인할 첫 번째 변화는 장기계약이다. 세부 조건이 공개되지 않은 삼성전자와 SK 하이닉스의 LTA 보다 마이크론의 SCA 가 변화의 방향을 선명하게 보여준다. 마이크론은 16 건의 SCA 를 체결했다(14 건의 최저 약정 매출 약 1,000 억달러). 기존 LTA 가 거래기간을 늘렸다면 SCA 는 물량과 현금흐름의 하단을 묶는다. 메모리의 재평가는 가격의 상단보다 이익의 하단이 높아질 때 시작된다.

최태원 회장의 가격 발언도 업황 둔화보다 지속 가능성의 관점에서 읽어야 한다. 그는 현재 메모리 가격을 비정상적인 수준으로 평가하며, 마진이 일부 낮아지더라도 공급을 늘려 시장을 함께 키워야 한다고 강조했다. 공급자의 이익을 포기하겠다는 뜻이 아니다. 칩플레이션으로 PC 와 스마트폰 수요가 훼손되거나 새로운 경쟁자가 진입하는 것을 막겠다는 전략이다. 수급 전망은 여전히 강하다. SK 하이닉스는 2027 년이 역사상 가장 심각한 공급 부족의 해가 될 수 있으며, 적극적인 증설에도 고객 수요가 2030 년 이후까지 생산 능력을 웃돌 수 있다고 전망했다. 피크 이익을 극대화하기보다 공급 확대를 통해 이익의 수명을 연장하려는 이유다.

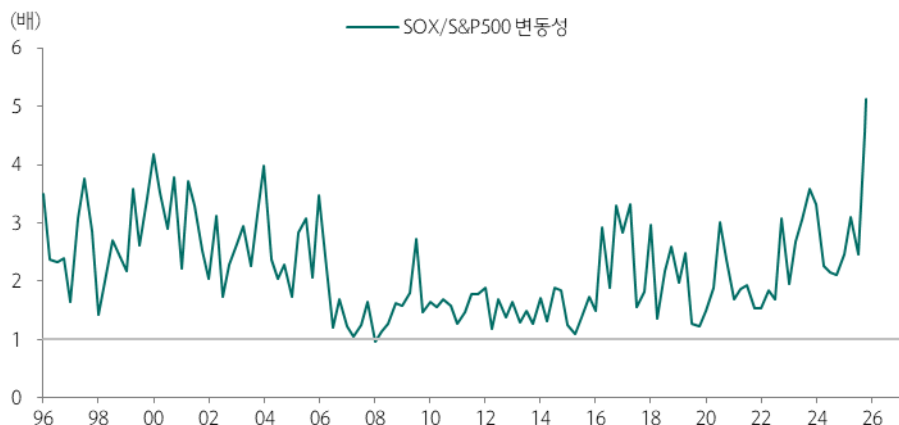
샌프란시스코 AI 서밋은 이를 산업 차원으로 확장했다. 발표된 협력 규모는 총 9,500 억달러다. SK 그룹 관련 협력은 7,500 억달러, 이 가운데 엔비디아와의 차세대 메모리, 데이터센터 협력은 5,000 억달러다. 삼성전자와 브로드컴의 협력도 최대 2,000 억달러에 달한다. SK 텔레콤은 2027 년 가동을 목표로 2GW 급 AI 데이터센터를 추진한다. 확정 매출과 MOU 를 구분해야 하지만, 한국 메모리가 단순 납품업체에서 공동 투자자와 설계 파트너로 이동하고 있다는 점은 분명하다.

하나증권이 주시하는 MaaS 도 같은 방향을 가리킨다. 삼성전자는 이미 2023 년 Memory as a Service 를 새로운 사업모델로 제시했다. 최태원 회장도 나스닥 상장 직후 메모리 제조업체에서 서비스 제공자로 확장할 가능성을 언급했다. 아직 구체화 단계지만 방향은 명확하다. LTA 는 거래기간을 늘리고, SCA 는 주문을 구속하며, MaaS 는 일회성 매출을 반복 매출로 바꾸려는 전략이다.

일본의 사례는 반면교사다. 일본 기업은 1990 년 전후 범용 DRAM 시장에서 70% 이상을 차지했지만 이후 점유율은 10% 안팎으로 추락했다. 1986 년 미일 반도체 협정과 엔고뿐 아니라 가격 급락, PC 중심의 수요 변화, 한국 기업의 대규모 투자와 생산체계 전환에 제대로 대응하지 못한 결과다. 압도적인 점유율이 지속 가능한 지배력을 보장하지는 않았다. 1989 년 이시하라 신타로와 모리타 아키오의 『NO 라고 말할 수 있는 일본』이 기술 패권에 대한 자신감을 상징했다면, 오늘날 한국 메모리의 선택은 고객과 함께 시장을 키우는 것이다. 이는 미국에 대한 양보가 아니다. 공급망의 핵심 지위를 장기계약과 공동투자, 서비스로 교체시키는 전략이다. 기술을 독점하는 데서 멈추지 않고 고객이 떠날 수 없는 관계를 만드는 것이다. 일례로 경주 최부자 가문은 12 대에 걸쳐 “만석 이상의 재산을 모으지 말라”는 가르침을 지켰다. 부를 제한한 것이 아니라 부가 지속될 수 있는 관계를 지킨 것이다. 메모리 기업의 상생 전략도 같은 원리다. 과도한 가격은 한 분기의 이익을 높이지만 적절한 가격과 안정된 공급은 시장 전체를 키운다.

3 분기는 실적 장세의 끝이 아니라 평가 기준이 바뀌는 분수령이다. 시장은 화려한 2 분기 이익보다 빅테크의 설비투자과 잉여현금흐름, 메모리 장기계약의 구조를 평가할 것이다. 여전히 주도주를 사는 전략은 유효하다. 다만 공급 부족으로 가장 많은 돈을 버는 기업보다, 그 희소성을 주문·계약·서비스·생태계로 전환하는 기업을 사야 한다. 사이클의 고점에서 이익은 커진다. 구조가 바뀌는 순간 밸류에이션이 높아진다.

도표 1. S&P500과 필라델피아 반도체 지수 변동성 상대 비율



자료: Bloomberg, 하나증권

주: 분기 관찰

도표 2. 차주 빅테크 및 주요 한국 기업 실적발표 일정

한국시간		기업명	주요 확인 포인트
29日	(06:00)	KLA	메모리 공정 검사장비 수요와 투자 방향
	(09:00)	SK하이닉스	HBM 수요와 LTA 조건, AI 서밋 협력계약 구체화
30日	(05:30)	메타	AI 서버 증설과 데이터센터 CAPEX 전망
	(06:00)	램리서치	DRAM·NAND 장비 매출과 고객사 CAPEX
	(06:30)	마이크로소프트	Azure 성장과 AI 인프라 투자 지속성, 회사채 발행 계획
	(10:00)	삼성전자	HBM4 출하와 LTA 구조, 미국 AI 기업 협력 확대
31日	(06:00)	애플	아이폰·맥 판매와 모바일 메모리 수요, 공급 계약 계획
	(06:00)	아마존	AWS 성장과 AI 데이터센터 CAPEX 전망

자료: 하나증권

도표 3. 미국 하이퍼스케일러와 반도체 기업의 12m FWD FCF 추이

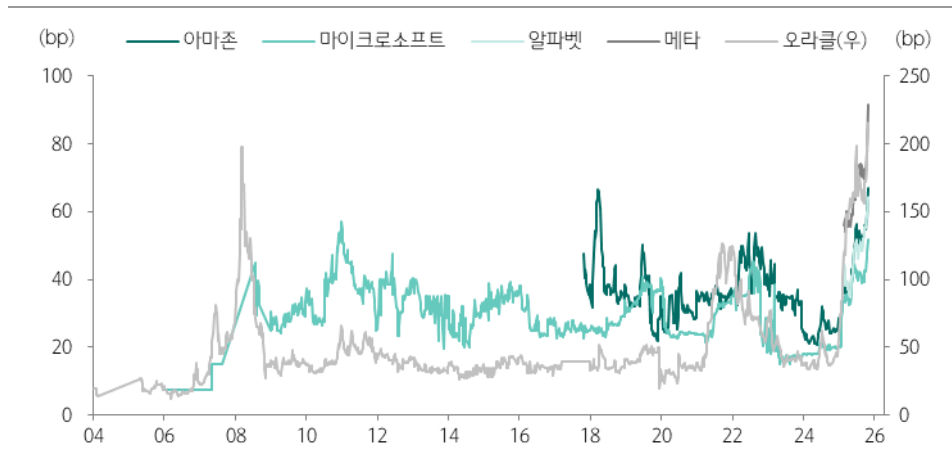


자료: Bloomberg, 하나증권

주: 1) 하이퍼스케일러 = 아마존, 알파벳, 마이크로소프트, 메타, 오라클

2) 반도체 기업 = 엔비디아, 마이크론, 브로드컴, 어플라이드 머티어리얼즈

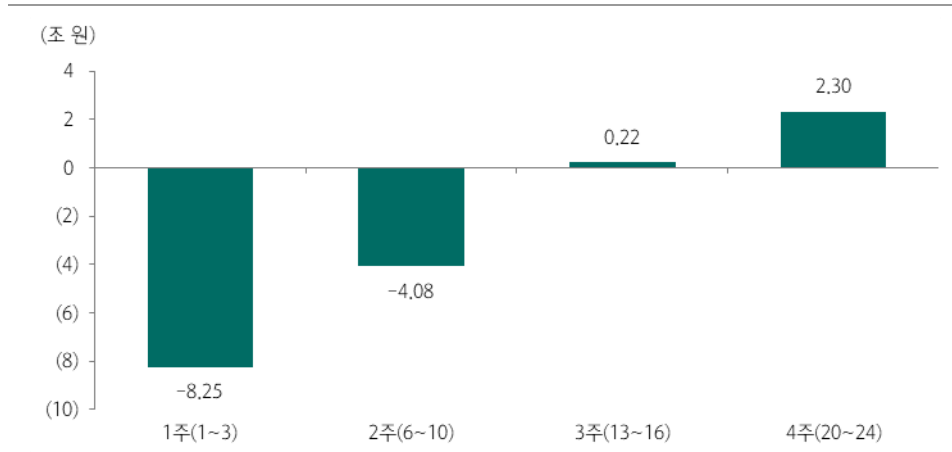
도표 4. 미국 하이퍼스케일러 CDS 프리미엄 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

주: 각 기업을 준거기업으로 하는USD 표시 선순위 5년물 CDS 스프레드

도표 5. 코스피 7월 외국인 순매수 추이



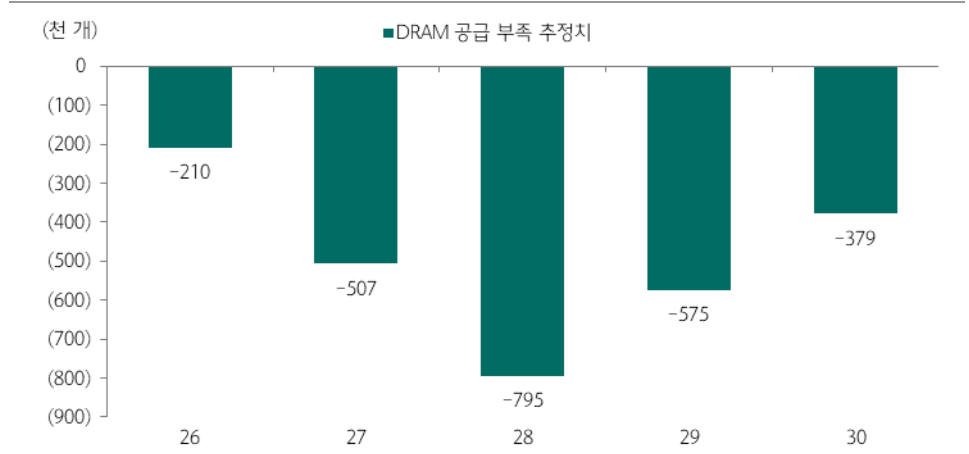
자료: Quantiverse, 하나증권

도표 6. LTA와 SCA

구분	LTA (Long Term Agreement)	SCA (Strategic Customer Agreement)
성격	장기 공급계약	전략적 고객 계약
기간	1~3년 이상 가능	3~5년 이상 가능
핵심	공급 안정과 관계 유지	핵심 물량 선점, 공급권 확보
가격	주기적으로 재협상되는 경우가 많음	가격 상/하단, 고정가격 또는 시장 연동
구매자 부담	필요시 물량 조정 여지	Take-or-Pay (가져가든 안 가져가든 약정 물량에 대한 지급 의무)
시장 의미	기존 메모리 사이클의 보완 장치	메모리가 전략 자산화됐다는 신호

자료: 하나증권

도표 7. DRAM 공급 부족 전망



자료: Gartner, 하나증권

주: WSPM(Wafer Starts Per Month, 월간 공정 투입 웨이퍼 수) 수요-공급 기반 추정

도표 8. 샌프란시스코 AI 서밋 발표 내용

구분	주요 발표 내용	의미
AI 공급망 핵심국가	메모리반도체 경쟁력을 기반으로 AI 반도체의 안정적 생산·공급 체계를 구축하고, 데이터센터와 피지컬 AI까지 연결	한국의 역할을 메모리 공급국에서 AI 인프라 풀스택 공급국 으로 확대
글로벌 AI 테스트베드	제조·물류·도시·공공서비스·국민 생활에 AI를 빠르게 적용하고, 올해 말부터 '모두의 AI' 프로젝트 추진	한국을 글로벌 기업의 AI 기술을 검증·상용화하는 대규모 수요시장 으로 육성
글로벌 AI 시장 허브	국가·기업 간 협력 네트워크를 구축하고 각국의 언어·문화·산업에 적합한 AI 개발 지원	선진국뿐 아니라 신흥국을 연결하는 AI 수출·협력 플랫폼 지향
AI 기본사회	AI기본법을 토대로 안전성과 신뢰성을 확보하고 교육·의료·중소기업·취약계층까지 혜택 확산	AI 성장의 과실을 사회 전체가 공유하는 인간 중심 분배 모델 제시
AI 투자 협력안	SK – 엔비디아·MS·애플·AWS 간 메모리 공급 및 AI 데이터센터 구축 등 향후 5년간 총 7,500억 달러 규모 협력	SK하이닉스의 장기 메모리 수요 확보와 SKT의 AI 인프라 임대사업 확대
	삼성전자 – 브로드컴 간 HBM·파운드리·첨단 패키징 분야 향후 5년간 최대 2,000억 달러 규모 협력	삼성전자의 메모리·파운드리·패키징 턴키 경쟁력 강화
	국민연금 – 운용자산 합계 약 3,130억 달러 규모 글로벌 VC 6개사와 국내 AI·딥테크 기업 공동 발굴·투자 협력	국내 AI 산업의 투자 기반을 인프라에서 모델·소프트웨어·스타트업 까지 확대

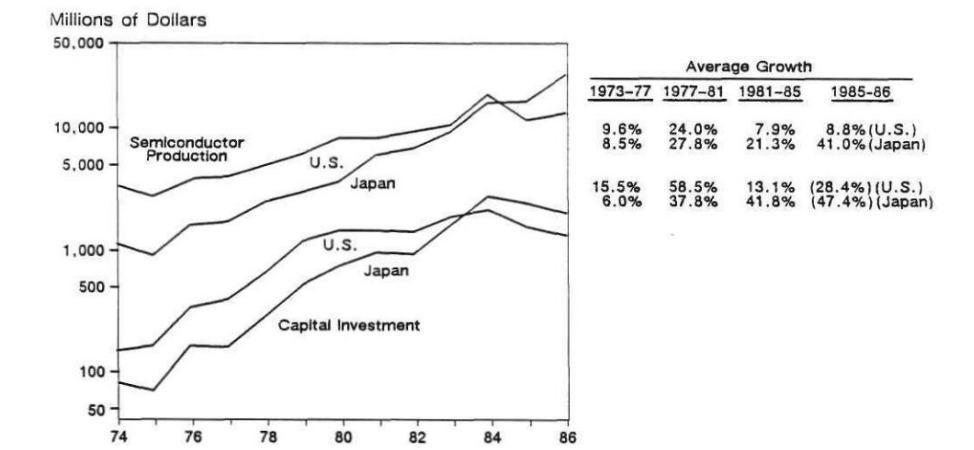
자료: 언론 종합, 하나증권

도표 9. MaaS(Memory as a Service) 사업 구조

기존 사업 모델	MaaS 확장 모델
HBM·DRAM·SSD 개별 판매	HBM·CXL·SSD 통합 메모리 시스템 제공
제품 수량과 가격 중심	처리량·지연시간·토큰 비용 등 성능 중심
납품 이후 고객이 직접 운영	설치·운영·최적화·업그레이드 지속 제공
일회성 하드웨어 매출	소프트웨어·유지보수·용량예약 등 반복 매출

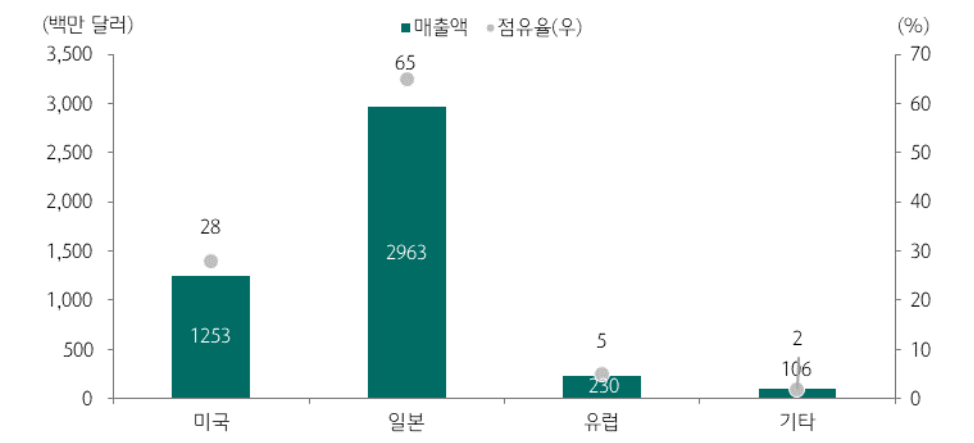
자료: 하나증권

도표 10. 1970~80년대 미국과 일본의 반도체 생산 및 투자 규모 추이



자료: Dataquest, 하나증권

도표 11. 1986년 글로벌 메모리 반도체 시장 점유율(국가별)



자료: Dataquest, 하나증권

도표 12. 경주 최부자 가문의 육훈

육훈(六訓) 여섯가지 행동지침
과거를 보되 진사 이상 벼슬을 하지마라
만석 이상의 재산은 사회에 환원하라
흉년기에는 땅을 늘리지 말라
과객을 후하게 대접하라
주변 100리 안에 굶는 사람이 없도록 하라
시집 온 며느리들은 3년간 무명옷을 입어라

자료: 하나증권