

HK market insight



최악의 가능성을 반영하는 KOSPI 시장

흥국투자전략 이영원 / (02)739-5848 / youngwon@heungkuksec.co.kr

- KOSPI 6000선까지 위협하며 폭락 지속
- 반도체 산업 우려가 집중적으로 반영. 산업 수요에 대한 의구심과 공급 경쟁에 대한 우려 동시 반영
- 실적 발표를 계기로 지나친 우려와 과도한 낙관 사이의 균형 모색

반도체 산업 우려가 야기한 폭락

KOSPI 시장이 반도체 주가의 폭락으로 6000선마저 위협받으며 폭락을 이어갔다. 28일 하루 지수 하락폭 -732.09p는 지난 6월 23일 이후 사상 두 번째 기록이며, 하락률 -10.83%는 지난 3월 4일과 2001년 9월 12일 911 테러 이후 기록했던 -12.06%, -12.01%에 이어 세번째 기록이다.

6월 이후 극심해진 주가 변동성은 사이드카 발동을 6월의 10회에서 7월 14회로 늘렸고 연초 이후 서킷브레이커도 8번째 발동되었다. 연중 고점 대비 KOSPI지수는 -33.9%, KOSDAQ 지수는 -42.4%의 하락률을 기록 중이다.

지난 6월 9000을 넘어 거침없이 상승하던 주가가 방향전환을 하게 된 것은 상승을 이끌던 반도체 기업, 삼성전자와 SK하이닉스의 급격한 하락전환 때문이다. 두 기업의 시가총액이 시장의 과반을 넘어설 정도로 압도적이었던 점을 고려하면 고점 대비 각각 -40%, -48.5% 하락한 삼성전자와 SK하이닉스가 전체 시장이 방향을 결정한 모습이다.

반도체 기업의 주가 하락은 AI성장의 과실이 반도체 산업에 집중적인 성과로 이어질 것이라는 기대가 의구심으로 바뀌는 과정에서 현실화되고 있다. 삼성전자와 SK하이닉스가 정부와 함께 메가 프로젝트를 발표하고 샌프란시스코에서 엔비디아, AMD, 오픈AI, 엔트로픽과 협력 계획을 발표하며 성장에 대한 자신감을 구체화하고 있는 반면, 시장에서는 하이퍼스케일러의 투자 계획에 대한 의구심, 중국 반도체 업체의 약진, 이익전망의 정점 우려 등이 겹치며 정반대의 평가가 진행된 것이다.

지난 주 알파벳의 2분기 실적 발표과정에서 2026년 CAPEX 가이드언스의 상향은 현금흐름의 악화 전망을 부각시켰으며, 샌프란시스코에서 엔비디아의 한국기업과 투자협력 계획 발표는 엔비디아의 순환 금융, 순환 출자에 대한 논란을 다시 자극했다.

엔비디아는 지난해 9월 Open AI에 1000억달러 규모의 출자 계획을 발표하며 순환출자 논란을 야기한 바 있다. 당시 엔비디아의 출자는 Open AI의 엔비디아 GPU구매에 활용할 것으로 알려지면서 논란이 확산되었고 결국 장기 지분출자 계획은 철회되고 IPO를 앞둔 300억달러의 지분투자로 마무리된 바 있다.

최근 발표되고 있는 엔비디아와 SK그룹과의 5000억달러 협력 계획이나 네이버 10억달러 투자 계획에도 엔비디아 GPU 공급이 포함되어 있는 것으로 알려지고 있으며 Open AI에 대한 2500억달러의 보증까지 가세하며 순환출자, 순환금융에 대한 논란이 다시 확산되고 있다.

엔비디아의 GPU 주 수요처인 AI모델 개발업체의 수익성 확보에 시간이 걸리는 상황에서 엔비디아의 출자를 활용한 비즈니스 모델에 대한 의구심이 지난 2000년 닷컴버블 당시 시스코사의 통신사 지원/출자를 통한 라우터/스위치 판매 사례를 상기시키고 있고 AI성장에 기대고 있는 반도체 산업 전반에 대한 눈높이 조정으로 이어지고 있는 것이다.

중국 반도체 산업의 위협은 국내 반도체 기업에 더욱 직접적인 부담으로 작용하는 모습이다. 중국 창신반도체, CXMT의 상장과 애플 등 빅테크 기업의 중국 반도체 조달 가능성 타진 소식이 메모리 반도체 시장의 기존 과점 구조를 위협하는 요인으로 지목되고 있기 때문이다.

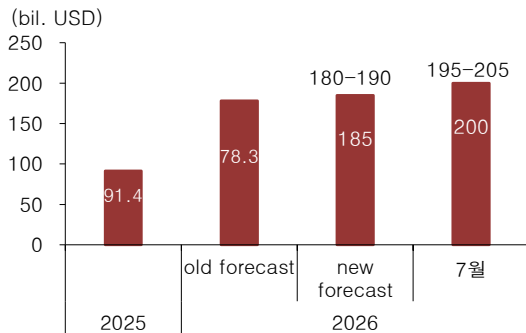
여기에 중국의 DUV 자체 개발 소식이 더해지며 중국 반도체의 경쟁력에 대한 우려가 확산되는 양상이다. 물론 현실적으로 중국의 DUV 개발이 HBM4 등 첨단 반도체 생산으로 이어질 수는 없다. 중국이 개발한 것으로 알려진 ARF 침습 DUV 역시 현재 첨단 공정에 채택되고 있는 ASML의 EUV에 비해 몇 단계 뒤진 장비이며, 2026년 중 생산량 5대, 2027년 생산량 20대 정도로 시장의 판도에 직접적인 영향을 미칠 가능성은 크지 않아 보인다.

다만, 미국을 중심으로 반도체 공급망에서 중국을 배제하기 위한 여러 노력에도 불구하고 중국의 반도체 굴기에 일정한 성과가 쌓여가고 있으며 독자적인 공급망을 구축할 가능성이 점점 높아지고 있다는 점에서 장기적인 위협, 산업 전체의 경쟁력을 점검해야 하는 핵심 이슈임에는 분명해 보인다.

단기적으로 현재 시장은 반도체 산업과 관련한 수요측면의 우려, 하이퍼스케일러의 투자 지속 가능성 여부에 대한 의구심과 공급측면의 우려, 중국의 경쟁상대로서의 부상 가능성에 대한 우려 모두를 현실화하며 가격 조정을 진행하고 있다.

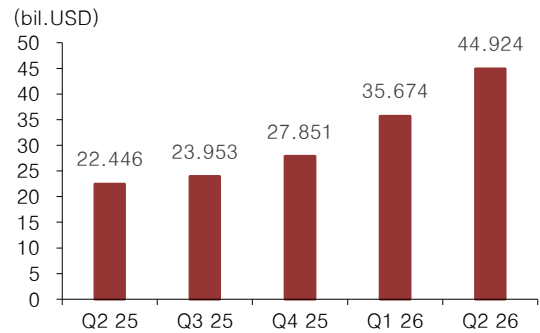
하지만 12개월 선행 추정 이익을 기준으로 삼성전자와 SK하이닉스의 P/E 배율이 각각 3.3배, 3.9배에 그치고 있으며 KOSPI200 기준 시장의 P/E 배율도 5배 미만까지 하락한 상태다. 각 기업의 실적 발표를 통해 현재 제기되고 있는 산업내 수요와 공급 관련 우려들의 정당한 평가가 진행될 경우 과도한 주가 조정의 보정이 진행될 수 있을 것으로 보인다. 제기되는 의구심들과 낙관적인 장기전망 사이의 적절한 성장경로를 찾아가야 하는 어려운 과제가 남아있다.

그림 1 알파벳 2026년 CAPEX 전망 변화



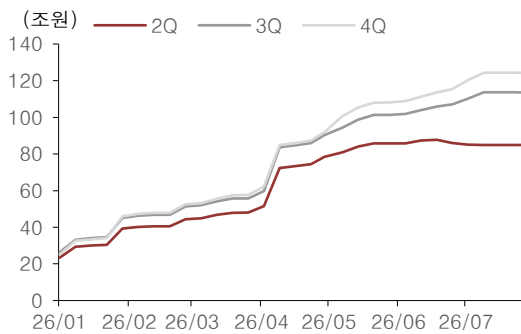
자료: Alphabet, 흥국증권 리서치센터

그림 2 알파벳 분기별 자본지출



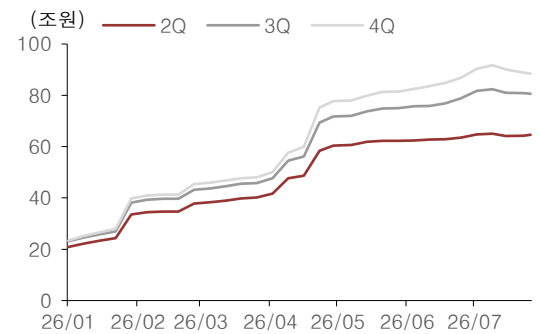
자료: Alphabet, 흥국증권 리서치센터

그림 3 삼성전자 분기 영업이익 전망 컨센서스 추이



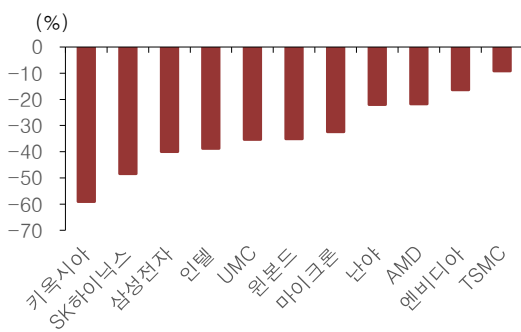
자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

그림 4 SK하이닉스 분기 영업이익 전망 컨센서스 추이



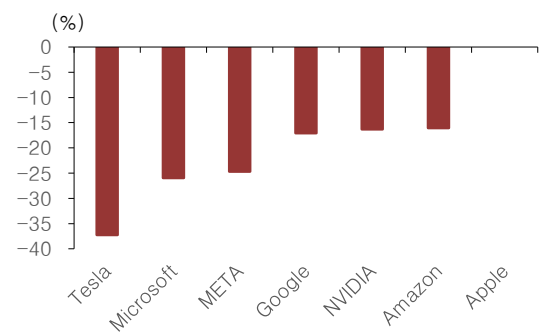
자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

그림 5 주요 반도체 업체 주가 하락률(고점 대비)



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 6 M7 주가 하락률(고점 대비)



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

본 보고서에 사용된 흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02)739-6286