

Market Issue

증시 급락 코멘트: 향후 체크포인트 점검

- 높은 변동성은 당분간 이어질 전망. 국내 수급 여건이 악화된 가운데 대외 환경이 단기간 내 호전되기 어려운 상황. 매크로 환경, 기업 이익 변화를 면밀하게 확인할 필요
- 5가지의 변화를 확인. 1) AI 모델 기업 매출, 2) AI 기업들의 자금 조달 환경, 3) 빅테크 실적과 잉여현금흐름, 4) 미국 실질금리, 5) 프랑스 재정 문제
- 국내 반도체에는 잠재 경쟁자의 부각도 투자심리에 부담을 더하고 있음. CXMT(창신메모리)의 차세대 DRAM 기술 관련 진전 경계

향후 체크포인트: AI 모델 기업 매출, 자금 조달 환경, 빅테크 잉여현금흐름, 미국 실질금리 변화, 프랑스 재정 문제

코스피는 13일에 이어 15일에도 매도 사이드카가 발동되며 변동성이 확대되고 있다. 코스피200 변동성지수(VKOSPI)는 전주대비 44% 급등하며 1년 만에 가장 큰 주간 상승폭을 기록했다. 높은 변동성은 당분간 이어질 전망이다. 국내 시장내 수급 여건이 악화되면서 대외 악재에 대한 민감도가 높아졌는데, 대외 환경이 단기간내 호전되기 어려워 보이기 때문이다. 높은 인플레이션, 프랑스 재정 문제 등이 글로벌 국제 금리에 상승 압력을 부과하고 있고, 무엇보다 최근에는 AI 수요 관련 의구심이 확산되며 테크 기업들의 이익 성장성에 대한 우려도 커졌다. 이와 같은 환경에서는 금리와 기업 이익에 영향을 줄 수 있는 여러가지 변화를 확인하며 대응하는 과정이 요구된다.

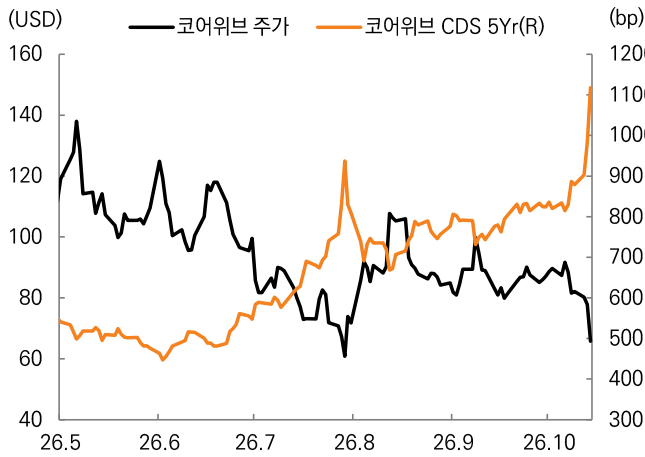
체크포인트 1(AI 모델 기업 매출): 가장 중요하게 봐야하는 부분은 AI Capex 사이클을 지탱하는 AI 수요의 둔화 여부다. 이번 테크 약세는 엔트로픽의 다소 부진한 매출 증가율에 기인했다. 엔트로픽의 경우 3분기에 전분기 대비 46% 증가한 168억달러를 기록했다. 높은 성장세와 조정 기준 흑자를 유지했지만, 2분기에 두 배 이상 증가했던 속도에는 미치지 못했다. 이는 AI 수요의 절대적 감소보다 높은 성장 기대의 재조정이라는 측면에서 살펴볼 필요가 있다. 시장의 관심도 매출 확대 자체에서 대규모 투자 지출을 뒷받침할 성장의 지속성과 현금창출력으로 옮겨가는 모습이다.

관련해 4Q 중 예정된 엔트로픽 IPO도 주목해야 하는 이슈다. 엔트로픽이 IPO 준비 과정에서 SEC에 제출한 S-1 공시 내용이 발표되기 때문이다. S-1에는 엔트로픽의 재무적 상황에 대한 정보가 자세히 담겨 있어 AI 수요에 대한 우려가 가중될 수 있다. 이르면 11월 초 IPO 로드쇼 전에 발표될 가능성도 제기되고 있다. 오픈AI의 S-1 또한 공개 예정이나 IPO가 27년 1Q중으로 밀린 만큼 발표되기까지 시간은 남아있는 상황이다. 엔트로픽의 핵심 경쟁사인 오픈AI의 상황도 유사하다. 오픈AI의 연환산 매출이 기존에 알려진 700억달러보다 낮은 500억달러로 제시된 점도 부담 요인이다.

체크포인트 2(AI 기업들의 자금 조달 환경): AI 수요에 대한 의구심은 투자 지출의 지속성에 대한 의구심으로 이어진다. AI 투자에 나서는 기업들의 CDS를 관찰해야 하는 이유다. 구글, 마이크로소프트, 아마존, 메타 등 빅테크 기업들의 CDS도 상승하고 있지만, 재무적으로 가장 취약한 기업들로부터 이상 신호가 먼저 나오고 있다. 네오클라우드 기업 코어워브의 CDS는 1000bp를 넘어섰고, 2032년 만기 채권 수익률은 10월 초 13.42%에서 14일 15.06%로 상승했다. 주가는 당일 약 15% 하락했다.

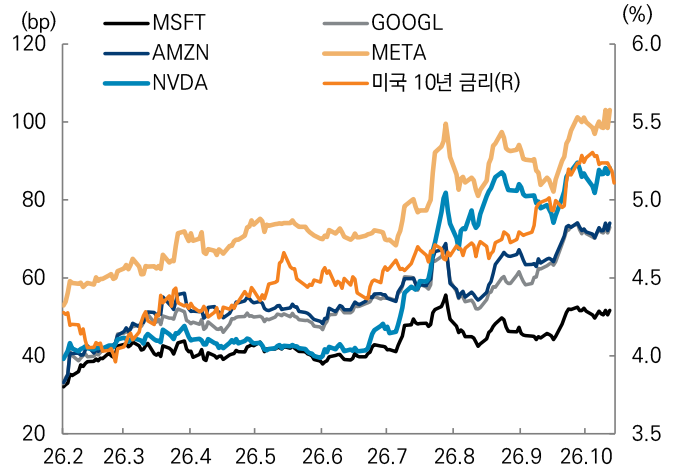
체크포인트 3(빅테크 실적과 잉여현금흐름): 자금 조달 환경이 근본적으로 개선되기 위해서는 하이퍼스케일러들이 시장에서 기대하고 있는 현금을 실제로 창출하는 모습을 보여줄 필요가 있다. 현금 흐름이 개선되어야 결국 Capex 비용 부담도 줄기 때문이다. 하이퍼스케일러들의 FCF는 올해 3Q에 마이너스권에 진입했는데, 시장은 27Q1을 계기로 회복세를 기대하고 있다. 이번 3Q 실적 발표를 시작으로 기업들이 기대보다 빠른 FCF 회복을 보이면 AI 지속성 우려가 완화되겠지만, 반대로 회복 시점이 늦어지면 악재로 작용할 전망이다. 이번 3Q에는 10/21일 예정된 메타 실적 발표를 시작으로 마이크로소프트(10/28), 구글(10/28), 아마존(10/30), 엔비디아(11/19)의 발표가 예정되어 있다.

그림 1. Coreweave 주가와 CDS 프리미엄



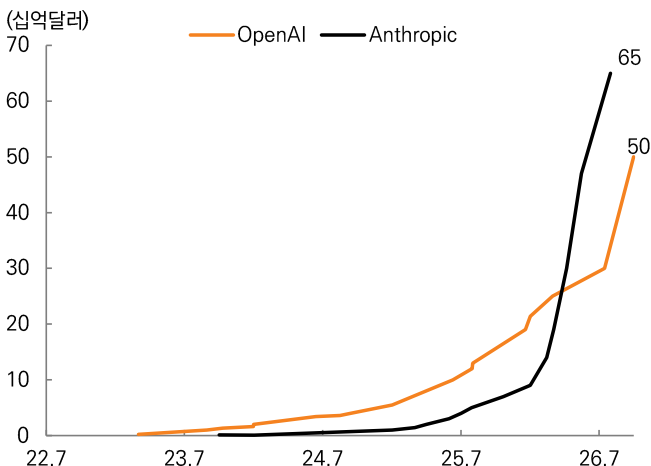
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 빅테크 기업들의 CDS 프리미엄



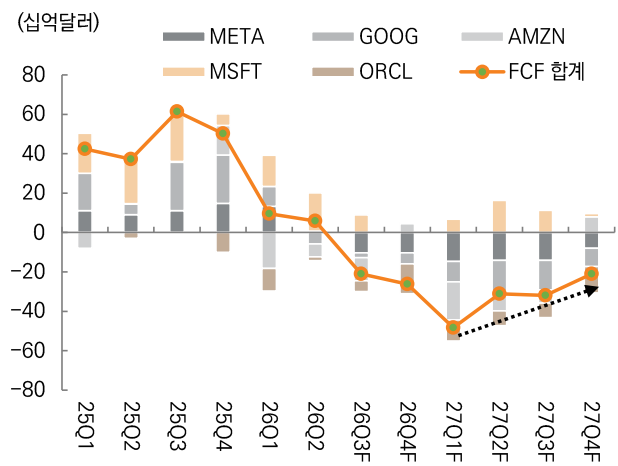
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 발표된 OpenAI, 앤트로픽 연환산 매출 추이



자료: Epoch AI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 하이퍼스케일러 기업들의 잉여현금흐름 추이



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

체크포인트 4(실질 금리의 변화): 자금 조달 환경에 영향을 주는 국채 금리도 계속 지켜 볼 필요가 있다. 미국 국채금리는 물가 충격 이후 안정됐지만, 높은 수준은 지속되고 있다. 향후에는 금리 하락의 배경도 구분할 필요가 있다. 물가와 통화긴축 우려가 완화되는 가운데 금리가 낮아지면 할인율 부담을 덜어줄 수 있다. 반면 성장·이익 전망 약화와 함께 실질 금리가 하락하고 신용스프레드가 확대된다면, 조달 여건과 위험선호의 개선으로 해석하기는 어렵다.

체크포인트 5(프랑스 재정 문제): 금리와 관련해서는 프랑스 재정 문제에 대한 관심도 유지해야 한다. 프랑스 금리 상승세는 미국을 비롯한 다른 주요국 금리에도 영향을 줘 주식 시장의 금리 부담을 가중시킬 수 있고, 시장내 수급적 위험도 키울 수 있는 요인이다. 프랑스 국채를 활용한 캐리 트레이드가 줄면서 전반적인 리스크 포지션 감소 필요성이 커질 수 있기 때문이다. 프랑스 10년 국채 금리의 독일 국채 대비 스프레드(140bp)는 유로존 위기의 중심에 있던 이탈리아의 레벨(110bp)을 넘어섰다.

한편, 국내 반도체에는 잠재 경쟁자의 부상도 투자심리에 부담을 더하고 있다. 중국 CXMT(창신메모리)의 차세대 DRAM 기술 진전은 향후 공급 확대와 수익성에 대한 경계감을 자극하는 요인이다. 다만 기술 발표와 고객사 검증, 안정적인 대량생산은 구분할 필요가 있으며, 이를 국내 업체의 HBM 경쟁력 약화로 곧바로 연결하기는 어렵다. 현재로서는 당장의 이익 훼손보다 높은 수익성이 얼마나 오래 유지될 수 있는지에 대한 의구심이 주가에 반영되는 과정으로 볼 수 있다. 매수 기반이 약해진 상황에서는 이러한 경쟁 우려도 매도 압력을 키울 수 있다.

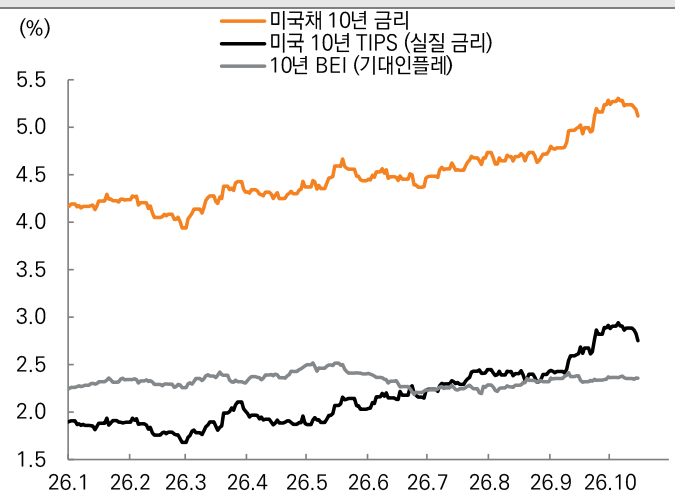
MSCI 한국 지수의 12개월 선행 P/E는 5.3배, P/B는 1.7배다. 낮은 P/E는 가격 부담 완화를 시사하지만, 반도체 중심의 높은 예상 이익이 유지된다는 전제도 함께 반영하고 있다. 국내 증시에서는 외국인 매도 강도와 이익 추정치 변화를 우선 살피되, AI 매출 성장과 현금흐름이 조달 부담을 감당할 수 있는지도 확인할 필요가 있다. 이러한 여건이 안정되면 낮은 밸류에이션의 매력이 부각될 여지가 있다.

그림 5. 독일 10년 국채와의 스프레드: 프랑스 > 이탈리아



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 미국 10년 국채 금리: 실질금리 중심으로 이동



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.