CONDERI

MARKET & INDUSTRY INSIGHT | 대외 공개판

지수는 돌아왔고 마진은 내려간다

The Index Came Back, the Margin Did Not — One Day of Re-rating in Four Prices

이 리포트가 다루는 것

11월 18일 하루에 네 개의 가격이 동시에 다시 매겨졌습니다. 첫째는 주가입니다. 코스피가 5,067.44로 하루 만에 5,000선을 되찾았지만, 그 반등의 주체는 기관(+5,116억원)이었고 개인(−6,379억원)과 외국인(−3,273억원)은 팔았습니다. 둘째는 실적입니다. 엔비디아는 3분기 매출 1,158억 달러로 컨센서스를 67억 달러 웃돌았지만, 4분기 매출총이익률 가이던스는 71~72%로 3.9%포인트 낮췄습니다. 셋째는 자본입니다. 앤트로픽은 상장 전날 공모가를 80달러 위로 올리는 방안을 검토했고, 기관 주문은 약 4,000억 달러에 이르렀습니다. 넷째는 환율입니다. 원·달러는 1,332.80으로 0.19% 내렸습니다.

5,067.44
코스피 종가
+98.96p(+1.99%)

1,158억$
엔비디아 3분기 매출
전년비 +103%

71~72%
4분기 총이익률 가이던스
3분기 74.9%에서 하향

1.5~1.6조$
앤트로픽 상장 몸값 검토
직전 1.33조달러

Executive Summary / 요약

One day in which four prices were re-set at once

+5,116억	−3,273억	662.81	1,332.80
기관 코스피 순매수(억원)	외국인 순매도(억원)	코스닥 종가 +1.96%	원·달러 종가 −0.19%

오늘의 결론 — 반등은 가격이 아니라 참여자 구성이 바꾼 것

지수는 5,000선을 되찾았지만 반등의 질은 이전 상승과 다릅니다. 11월 18일 코스피는 5,098.82에 출발해 장중 5,133.14까지 올랐다가 4,943.17까지 밀린 뒤 종가 5,067.44로 마감했습니다. 같은 날 기관은 5,116억원을 순매수했고, 그중 금융투자 3,189억원과 투신 2,213억원, 연기금 660억원이 대부분이었습니다. 반면 개인은 6,379억원, 외국인은 3,273억원을 팔았습니다. 프로그램 비차익은 2,001억원 순매수였습니다. 상승의 폭(+2.15% 대형주, +0.41% 중형주, +0.15% 소형주)이 시가총액 상위에 집중된 것도 같은 구조를 말해 줍니다.

① 실적은 이겼고 마진은 낮췄다

엔비디아 3분기 매출 1,158억 달러(+103%), 데이터센터 1,076억 달러(전체의 92.9%). 그러나 4분기 총이익률 가이던스 71~72%는 3분기 74.9%에서 2.9~3.9%포인트 내려간 값입니다. 성장의 대가를 회계로 먼저 말한 셈입니다.

② 자본시장이 AI 가격을 다시 매긴다

앤트로픽은 19일 나스닥(ANT) 상장을 앞두고 공모가를 80달러 위로 올리는 방안을 검토했습니다. 9개월 매출 332억4,000만 달러, 10월 말 연환산 매출 약 810억 달러. 밸류에이션 논쟁이 실적 논쟁으로 이동했습니다.

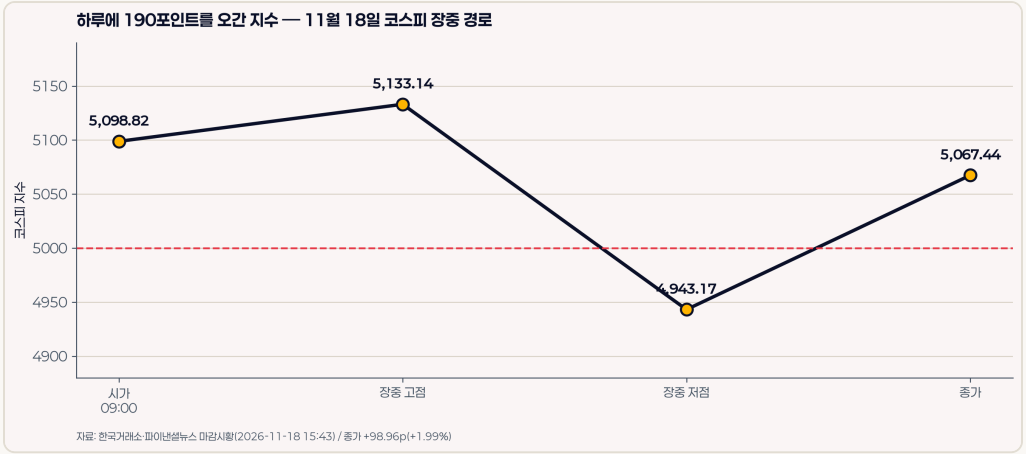
③ 환율과 금리의 조용한 압력

원·달러는 1,332.80으로 소폭 내렸고 니케이(+0.28%), 상해(+0.09%), 대만(+0.26%) 모두 보합권이었습니다. 한국만 +2%대였습니다. 반등의 근거가 글로벌 유동성이 아니라 국내 수급이었다는 뜻입니다.

한 줄 지수는 기관이 되찾았고, 마진은 엔비디아가 내려놨고, 몸값은 앤트로픽이 올렸다 — 세 가격이 서로 다른 방향을 가리킨 하루

I. 시장 — 하루에 190포인트를 오간 지수

KOSPI 5,067.44 (+1.99%) · KOSDAQ 662.81 (+1.96%)



자료: 한국거래소·파이낸셜뉴스 마감시황(2026-11-18)

장 초반의 낙관

엔비디아 실적 발표(한국시간 18일 새벽) 이후 코스피는 5,098.82에 출발해 5,133.14까지 올랐습니다. 상승률로는 3%를 넘던 구간이 있었습니다.

오전의 반납

상승분을 모두 돌려주며 4,943.17까지 밀렸습니다. 4거래일 연속 하락의 연장선에서 나온 프로그램 매물과 외국인 현·선물 매도가 겹쳤습니다.

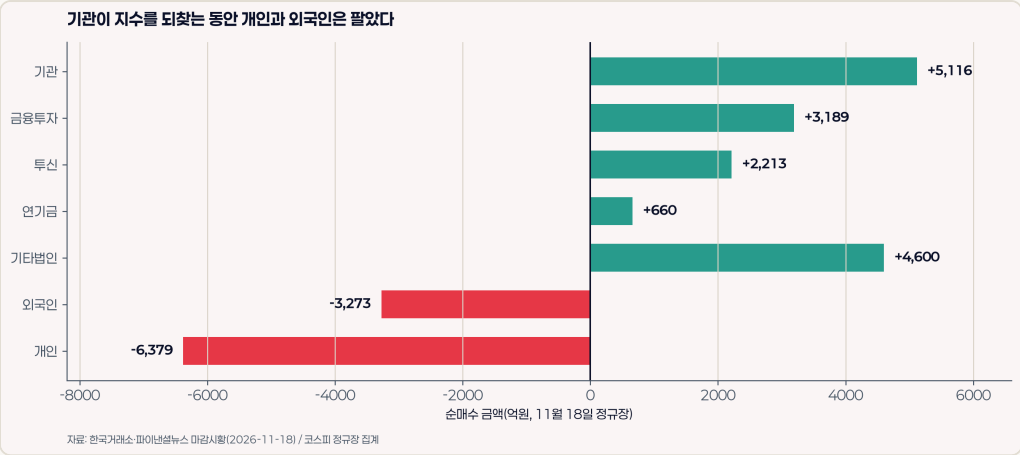
오후의 전환

금융투자와 투신이 매수 규모를 키우고 연기금이 매수 우위로 돌아서며 종가 기준 5,067.44로 마감했습니다. 나흘 연속 하락이 끊긴 지점입니다.

관찰 같은 하루에 190포인트를 오간 지수 — 방향을 정한 것은 뉴스가 아니라 종가 무렵의 기관 주문이었다

II. 수급 — 기관이 산 것을 개인과 외국인이 팔았다

누가 지수를 되찾았고 누가 팔았는가



자료: 한국거래소·파이낸셜뉴스 마감시황(2026-11-18)

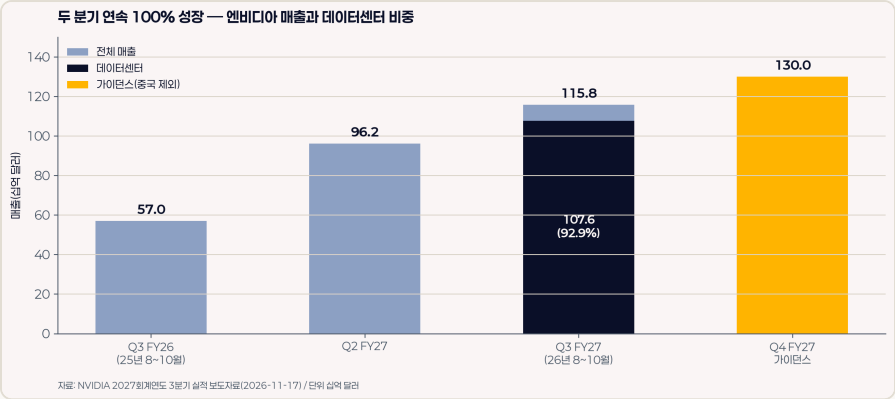
구분	코스피	코스닥
개인	−6,379억원	−1,231억원
기관	+5,116억원	+1,768억원
외국인	−3,273억원	−445억원
기타법인	+4,600억원	—

수급이 말하는 세 가지

첫째, 이 반등은 주주 구성의 변화 없이 만들어진 반등입니다. 외국인이 장 마감 집계에서 순매도로 돌아섰다는 점은 19일 이후 추세의 지속성을 의심하게 만듭니다. 둘째, 매수의 성격이 단기입니다. 금융투자와 투신의 합계 5,402억원은 모두 트레이딩·설정 성격이 강한 자금으로, 연기금 660억원과는 회전 속도가 다릅니다. 셋째, 반도체 대형주 집중입니다. 삼성전자 +2.31%(19만4,700원), SK하이닉스 +4.19%(114만4,000원)가 지수를 끌었고 중소형주는 0.4%대에 머물렀습니다.

III. 엔비디아 — 1,158억 달러와 71%라는 숫자

숫자는 이겼고 마진은 내려놨다



자료: NVIDIA 2027회계연도 3분기 실적 보도자료(2026-11-17)

항목	3분기 실적	시장 기대	4분기 가이던스
매출	1,158억 달러 (+103%)	1,091억 달러	1,300억 달러 ±3%
데이터센터	1,076억 달러 (+110%)	—	중국 매출 미반영
조정 EPS	2.68 달러	2.47~2.48 달러	—
매출총이익률	74.9%	74% 내외	71.0~72.0%

두 분기 연속 100% 성장, 그리고 처음 맞은 100%의 벽

3분기 매출은 전년 대비 103%, 전분기 대비 20% 늘었습니다. 4분기 가이던스 1,300억 달러는 컨센서스 1,251억 달러를 49억 달러 웃도는 값이고, 여기에는 한 주가 더 들어 있습니다. 회사는 가이던스에 중국 데이터센터 매출을 전혀 반영하지 않았다고 명시했습니다. 베라 루빈 NVL72는 회사 역사상 가장 빠른 제품 램프로, 코어위브·구글 클라우드·마이크로소프트 애저·오라클 클라우드·네비우스에서 이미 가동 중입니다. 에지 컴퓨팅 매출은 82억 달러로 전년 대비 42% 늘었습니다.

IV. 마진 — 성장의 대가를 먼저 말한 회계

구성 변화·램프 비용·중국 제외라는 세 가지 가정

왜 총이익률이 71~72%인가

3분기 74.9%에서 4분기 71~72%로의 하락은 매출 감소가 아니라 구성 변화에서 옵니다. 첫째, 베라 루빈 NVL72는 랙 단위 판매로 메모리·네트워킹·조립 부품의 외부 조달 비중이 H100 세대보다 큽니다. 랙 매출이 커질수록 매출총이익률은 구조적으로 낮아집니다. 둘째, 4분기에 한 주가 더 들어가 매출은 늘지만 고정비 흡수 효과는 분기 중반에 집중됩니다. 셋째, 회사가 중국 데이터센터 매출을 0으로 가정했습니다. 가정을 보수적으로 잡은 대신, 실제로 중국 매출이 발생하면 가이던스는 상향 여지가 생깁니다.

투자자가 읽어야 할 세 줄

첫째, 130억 달러는 성장률로는 +12%지만 전년 동기 대비로는 여전히 +100%를 넘는 수준입니다. 둘째, 영업비용 가이던스는 GAAP 110억 달러로 3분기 92억 달러에서 20% 가까이 늘어납니다. 램프 비용이 손익에 먼저 반영됩니다. 셋째, 연간 유효세율 16~18%는 일회성 항목을 제외한 값으로, 세제 환경 변화가 생기면 순이익률이 흔들릴 수 있습니다.

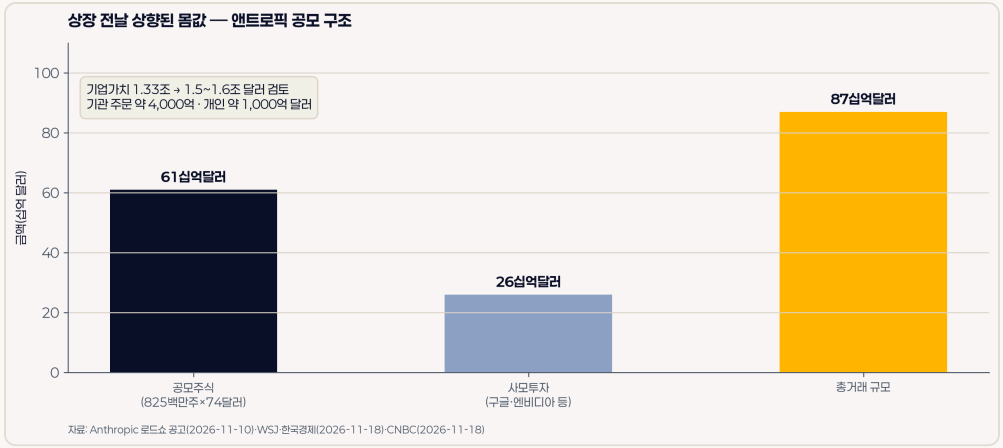
구분	3분기(FY27)	2분기(FY27)	전년 동기(FY26)
매출	1,158억 달러	962억 달러	570억 달러
매출총이익률(GAAP)	74.8%	75.0%	73.4%
영업이익	775억 달러	637억 달러	360억 달러
순이익	653억 달러	597억 달러	319억 달러

한국 기업에 옮겨지는 세 가지

첫째, 메모리입니다. 랙 단위 판매 확대는 HBM과 서버 D램의 탑재량을 늘립니다. SK하이닉스가 이날 +4.19% 오른 것은 이 경로의 직접 반영입니다. 둘째, 램프 비용입니다. 랙 조립·검증·네트워킹 물량은 국내 서버·부품 협력사에 남습니다. 셋째, 할인입니다. 총이익률 하락이 고객사 가격 인하로 이어지면 AI 인프라 도입 단가가 낮아지고, 이는 곧 도입 장벽 완화로 이어집니다.

V. 자본 — 앤트로픽 상장 D-0, 다시 매겨지는 AI의 가격

ANT · 19일 나스닥 첫 거래



자료: Anthropic 로드쇼 공고·한국경제·CNBC(2026-11-18)

공모 구조

8억2,500만 주(자사 8억135만3,540주 + 구주 2,364만8,646주), 희망범위 70~78달러, 초과배정 1억2,375만 주. 중간값 74달러 기준 공모 규모 약 610억 달러, 구글·엔비디아 등이 참여하는 사모 260억 달러를 더하면 총 870억 달러입니다. 개인 배정은 최대 20%입니다.

왜 상향하나

기관 주문이 물량의 약 6배(약 4,000억 달러), 개인 주문이 약 1,000억 달러로 알려졌습니다. 9개월 매출 332억4,000만 달러(전년비 약 1,200% 증가), 10월 말 연환산 매출 약 810억 달러(9월 대비 +100억 달러). 앨티미터는 50억 달러를 청약했습니다.

위험은 어디에 있나

9개월 순손실 1,040억 달러는 대부분 전환사채·파생상품 공정가치 변동에서 나온 회계 손실입니다. 상장 후에는 이 항목이 사라지고 실제 비용 구조가 드러납니다. 공모가가 80달러를 넘으면 매출 배수 논쟁이 다시 시작됩니다.

전망 AI의 몸값은 이제 실적표에서 매겨진다 — 19일 첫 거래가 그 가격의 첫 검증이 된다

VI. 거시·자금 — 반등의 근거는 글로벌이 아니라 국내

아시아 보합 속 한국만 2%대

1,332.80	59,024.28	3,597.83	40,194.91
원·달러 종가 −0.19%	니케이 +0.28%	상해종합 +0.09%	대만 가권 +0.26%

한국만 2%대였다는 사실

같은 날 아시아 시장은 보합이었습니다. 니케이 +0.28%, 상해 +0.09%, 대만 +0.26%로 모두 0.3%를 넘지 않았습니다. 코스피 +1.99%, 코스닥 +1.96%는 아시아 공통의 위험선호 회복이 아니라 한국 시장 고유의 요인, 즉 낙폭 과대에 따른 기관 저가 매수와 반도체 대형주 집중 매수에서 나온 수치입니다. 원·달러가 1,332.80으로 0.19% 내린 것도 외국인 유입의 결과가 아니라 달러 약세의 반영으로 읽는 편이 안전합니다.

19일의 세 가지 확인 지점

① 앤트로픽 공모가 확정과 첫 거래 — 80달러 위에서 결정되면 AI 밸류에이션 재평가가 글로벌로 확산될 수 있습니다. ② 외국인 수급의 방향 전환 여부 — 18일 종가 무렵 순매도로 돌아선 만큼, 19일 오전 수급이 반등의 지속성을 가릅니다. ③ 반도체 대형주 집중의 해소 — 중형주·소형주 지수가 0.4%대에 머문 상태에서 대형주만 오르는 흐름이 이어지면 지수는 버티지만 체감 경기는 나빠집니다.

창업가에게

투자 유치 협상에서 비교 대상이 바뀌었습니다. 매출 배수 논쟁보다 연환산 매출과 총이익률을 함께 제시해야 설득이 됩니다.

경영진에게

AI 인프라 도입 단가가 내려갈 조짐입니다. 총이익률 하락은 고객 가격 인하의 전조일 수 있으니, 4분기 견적을 3개월 단위로 재협상할 근거가 생깁니다.

실무자에게

지수 반등과 실적 개선을 구분해서 보고해야 합니다. 18일의 상승은 수급, 엔비디아의 숫자는 실적, 앤트로픽의 몸값은 기대입니다.

VII. 실행 — 오늘 확인하고 90일 안에 끝낼 다섯 가지

Actionable checklist

구분	90일 안에 할 일	판단 기준
가격	AI 인프라·SaaS 견적을 3개월 단위로 재협상	엔비디아 총이익률 71~72% 가이던스가 실제 인하로 이어지는지
자본	투자 유치 자료에 연환산 매출·총이익률 병기	앤트로픽 공모가(80달러 초과 여부)와 첫 거래일 종가
수급	국내 수급 의존 매출 비중 점검	외국인 순매수 전환 여부(3거래일 연속 기준)
조직	AI 도입으로 줄인 직무와 새로 만든 직무의 비율 기록	자체 인사 데이터 — 외부 통계보다 우선
교육	교사·학생 활용률을 가입률과 분리해 측정	가입률이 아닌 주간 활성 활용률

이 리포트를 인용할 때

모든 수치는 발행일 기준 공개 자료에서 확인한 값이며, 출처는 각 도표 하단에 표기했습니다. 투자 판단의 근거로 사용할 경우 원문 공시와 교차 확인하시기 바랍니다. 본 리포트는 투자 자문이 아닙니다.

행동 반등은 하루, 마진은 네 분기 — 확인할 것은 지수가 아니라 숫자의 방향

English Summary / 영문 요약

Four prices re-set in one session: equity, earnings quality, capital and currency

Market close, November 18

The KOSPI closed at 5,067.44 on November 18, up 98.96 points or 1.99%, reclaiming the 5,000 mark one day after losing it and ending a four-session decline. The index opened at 5,098.82, touched 5,133.14, fell to 4,943.17 and recovered into the close. Institutions bought KRW 511.6 billion, led by financial investment at KRW 318.9 billion, investment trusts at KRW 221.3 billion and pension funds at KRW 66 billion. Individuals sold KRW 637.9 billion and foreigners KRW 327.3 billion after turning net sellers at the close. The KOSDAQ rose 1.96% to 662.81. Samsung Electronics gained 2.31% to KRW 194,700 and SK Hynix 4.19% to KRW 1,144,000. Large caps rose 2.15% while mid and small caps added 0.41% and 0.15%. The won closed at 1,332.80 per dollar, down 0.19%.

NVIDIA third quarter, fiscal 2027

Revenue reached USD 115.8 billion, up 103% year on year and 20% sequentially against consensus of USD 109.1 billion. Data centre revenue was USD 107.6 billion, 92.9% of the total and up 110% year on year. Non-GAAP earnings per share were USD 2.68 against consensus of USD 2.47 to 2.48 and GAAP gross margin was 74.8%. The fourth-quarter outlook of USD 130.0 billion plus or minus 3% includes an additional week and assumes no data centre compute revenue from China; consensus stood at USD 125.1 billion. Management guided gross margin down to 71% to 72% and operating expenses to about USD 11.0 billion on a GAAP basis. Vera Rubin NVL72 entered volume production with CoreWeave, Google Cloud, Microsoft Azure, Oracle Cloud Infrastructure and Nebius. Edge computing revenue was USD 8.2 billion, up 42%. It was the first earnings release without founder Jensen Huang; interim CEO and CFO Colette Kress led the call.

Anthropic prices its listing

Anthropic is due to price its initial public offering after the close of November 18 and begin trading on the Nasdaq under ANT on November 19. The deal covers 825 million shares of its A-series common stock at an indicated range of USD 70 to 78, and the company was reported to be considering pricing above USD 80 with an implied valuation of USD 1.5 to 1.6 trillion, against USD 1.33 trillion previously discussed. Institutional demand was reported at about USD 400 billion and retail demand near USD 100 billion. Revenue for the nine months to September 30 was USD 33.24 billion, up roughly 1,200%, and run-rate revenue reached about USD 81 billion at the end of October, up USD 10 billion in a month.

Summary **The index was bought by institutions, the margin was cut by Nvidia, the valuation was raised by Anthropic**

발행 CONDERI AI산업전략연구실 | 문서등록번호 CONDERI-IR-2026-11-19 | 문의 contact@conderi.com