

SK securities Research Signature

좁아지는 시장, 높아지는 천장

SK증권 리서치센터



SK securities Research Center

리서치센터장 **최도연**



자산전략부

채권/크레딧
윤원태



퀀트
황지우



주식전략
강대승



경제/FX
신윤정



주식시황
조준기



채권
원유승



기업분석1부

Mobility
윤혁진



지주회사/통신
/ESG
최관순



반도체
한동희



IT하드웨어
/배터리
박형우



반도체 소부장
이동주



인터넷/게임
남효지



금융
장영임



엔터테인먼트
박준형



기업분석2부

미래산업
/미드스몰캡
나승두



제약/바이오
이선경



유틸리티
/신재생에너지
나민식



조선
한승한



화장품/의류
형권훈



미래산업
/미드스몰캡
허선재



해외주식/AI
박제민



Executive Summary

2026년 하반기를 고민하면서 가장 먼저 들었던 생각은 “잠식형 침체 우려에도 주식시장은 왜 오르는가”다. 잠식형 침체(Growth Erosion Regime)는 플러스 성장 속에서도 실질 후생이 먼저 훼손되는 경제 구조를 의미한다. 글로벌 경기는 표면적으로 침체와 거리가 있으나, 성장 동력은 AI 투자, 국방 지출, 고소득층 소비라는 좁은 축에 집중되어 있는 것이다. 본 자료는 이러한 구조 속에서 나타나는 성장의 희소성이 자산시장과 섹터별 주도주에 어떤 프리미엄을 부여하는지 점검하고자 한다. 특히 한국 주식시장이 하반기에도 AI·반도체 중심 이익 전망 상향과 산업 구조 변화에 따른 재평가 국면을 통해 희소한 성장 내러티브를 계속해서 증폭시킬 수 있는지에 대해 분석의 초점을 두었다.

자료는 크게 매크로·자산군별 전망과 그에 따른 섹터 분석으로 구성되었다. 먼저 글로벌·미국 경기 둔화 압력, AI CAPEX에 편중된 성장, 공급발 물가와 고금리 장기화, 장기금리 변동성 확대 등 주식시장 주변을 구성하고 있는 환경을 점검했다. 이어 주식시장에서는 반도체와 IT하드웨어가 수익률과 이익 전망 상향을 압도적으로 견인하는 구조를 분석하고, 쓸림이 곧 하락 신호가 아니라 성장 희소성이 만든 시장 구조임을 밝혔다. 아울러 빅테크 기업들의 현금흐름과 같이 현재의 희소한 성장 내러티브를 흔들 수 있는 지점이 무엇이 있는지에 대해서도 점검했다. 섹터 분석 파트에서는 반도체, 반도체 소부장, IT하드웨어, 배터리, 지주회사, 증권, 유틸리티, 조선, 방산, 화장품, 의류, 엔터 등 하반기 주요 섹터별 투자포인트와 Top Picks를 제시했다. 특히 반도체는 AI 메모리 수요, HBM 공급 부족, 장기공급계약, 주주환원 확대를 통한 P/E 재평가를 핵심 축으로, 소부장은 DRAM 증설과 NAND 투자 재개, 배터리는 전지박 회복과 AI 기판용 회로박 전환을 주요 모멘텀으로 제시했다.

이번 SK증권 Signature Report는 “쓸림의 종료”가 아니라 “쓸림의 구조적 정당화와 확산 가능성”을 강조하고자 한다. AI CAPEX와 메모리 이익 사이클이 유지되는 한 반도체·AI 인프라 중심 장세는 쉽게 종료되기 어렵고, 장기공급계약과 HBM 가격 인상은 메모리 이익의 변동성을 낮추며 밸류에이션 재평가를 뒷받침할 것이다. 동시에 미국 경기 회복 신호가 확인될 경우 주도주는 K-Beauty, 에너지 인프라·강관, 전력기기, 조선·방산, 증권 등으로 확산될 수 있을 것이다. 따라서 하반기 전략은 반도체·AI 인프라 비중 확대를 기본 경로로 삼되, 신용공여잔고 감소, 미국 저축률 급등, 정책 불확실성 확대에 주식시장이 민감하게 반응하는지를 위험자산 선호 훼손의 변곡점 삼아야 한다.

PART 1.

자산전략부

PART 2.

기업분석부

-
- 7 경제: 잠식형 침체
 - 29 주식: 하이볼(High Vol)로 한잔 더
 - 71 자산배분: AI, 무게추는 투자에서 회수로
 - 89 채권: 피할 수 없는 스탭
 - 111 크레딧: 역동적 인내(Dynamic Patience)

-
- 137 2026년 하반기 섹터별 Top Picks
 - 140 반도체: P/E의 시대: 재평가의 본격화
 - 149 반도체소부장: 소부장, 조정은 곧 기회
 - 165 IT하드웨어: IT인플레이션+재고축적 > 쇼티지 부품만 살아남는다
 - 181 배터리: 업황의 핵심 변수는 가동률
 - 201 해외주식: Agent 확산기, 변하는 것에 주목
 - 220 지주회사: 할인율이 사라진다
 - 229 증권: 증권의 한계를 그은 건 어쩌면 나일지도?
 - 242 유틸리티/신재생에너지: 전압 상향 속 수요 강제 지속
 - 258 조선: MASGA의 조선&데이터센터의 엔진
 - 272 방산: 종전은 본격적인 군비 지출 확대의 신호탄
 - 285 미래산업/미드스몰캡: 인바운드는 최고치 경신, 아웃바운드는 상저하고
 - 291 제약/바이오: 과도한 조정, 기술적 성과로 반등 기대
 - 301 화장품: 미국이 끌고 유럽이 밀고
 - 313 의류: 다시 지갑이 열린다
 - 322 엔터테인먼트: 무대는 끝나지 않았다

PART 1.

자산전략부

경제
잠식형 침체

경제/FX. 신윤정
yjshin@sks.co.kr / 3773-9943

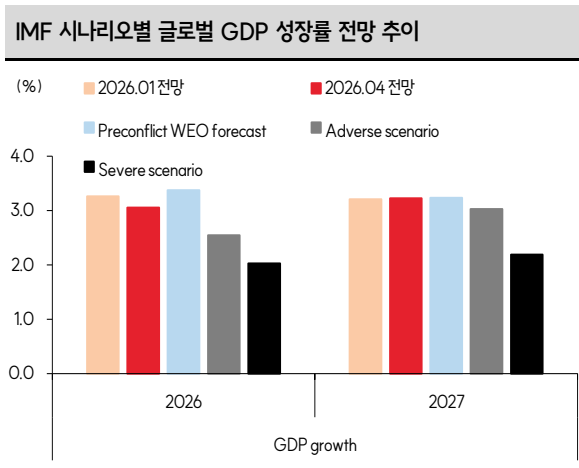
1. 글로벌 경기: Growth Erosion Regime 의 시작

(1) 견조한 성장 이면에 누적되는 리스크

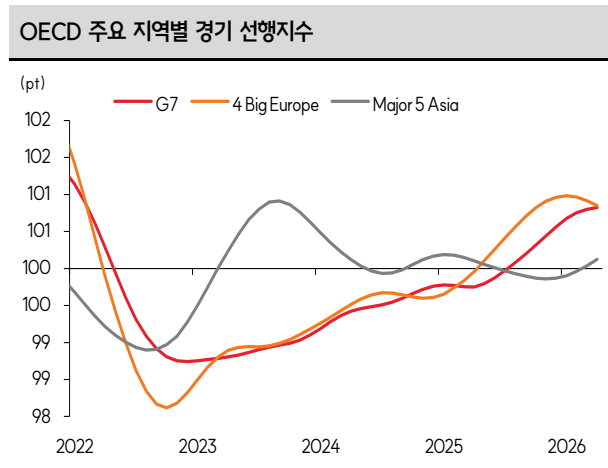
글로벌 경기, 공식 지표상 침체 아니나
성장 기반은 소수 국가·섹터에 편중,
무너지지 않는 것과 건강함은 다른 얘기

현재 글로벌 경기는 공식 지표 기준 침체와는 거리가 있는 상황이다. 주요국 선행지수는 기준선 부근에서 유지되고 있으며, IMF 역시 2026~2027년 글로벌 성장률을 3%대 초반 수준으로 전망하는 베이스 시나리오를 유지 중이다. 그러나 이 성장이 광범위한 기반 위에 있지 않다는 점이 핵심 문제다. 제조업 경기는 수축과 확장의 경계에서 벗어나지 못하고 있으며, 성장의 실질적 기여는 소수 국가와 제한된 섹터에 편중된 양상을 보이고 있다.

OECD 선행지수를 지역별로 분해해 보면 G7 과 아시아 주요 5 개국 간의 괴리가 확인된다. 무너지지 않는 것과 건강함은 다른 얘기다. 글로벌 산업생산 및 상품 무역 증가율이 정체된 가운데 분기별 세계 GDP 성장의 국가별 기여도를 분해해보면 성장이 일부 선진국과 특정 업종에 과도하게 집중되어 있음을 확인할 수 있다.



자료: IMF, SK 증권



자료: CEIC, SK 증권

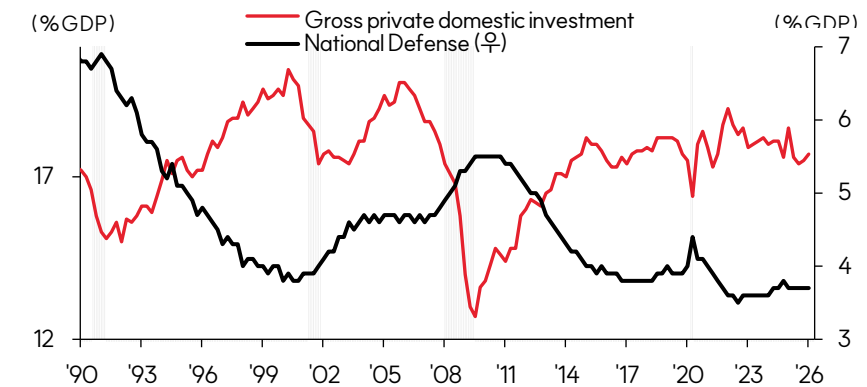
국방 지출 구조적 확대,
낮은 승수효과로 민간 구축 우려

① 재정 지출의 주요 축이 된 국방

지정학적 리스크 확대와 자국 중심주의 강화를 배경으로 주요국의 국방 지출이 구조적 확대 국면에 진입했다. GDP 대비 국방비 2% 초과 국가 비중이 빠르게 증가하고 있으며, 이러한 흐름은 중장기적으로 이어질 것으로 예상된다.

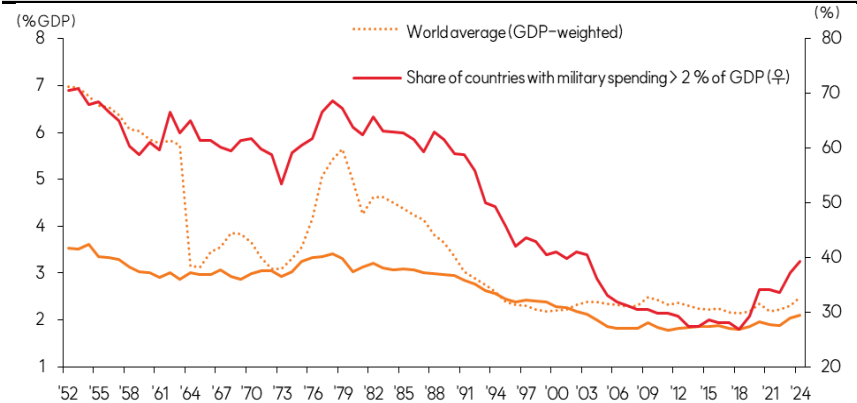
특히 나토 회원국들의 국방비 확대 요구가 강화되는 흐름 속에서 관련 지출은 구조적 증가 국면에 진입한 것으로 판단된다. 문제는 국방 지출의 경제적 성격이다. 재정 지출 항목 중 승수효과가 가장 낮은 분야로(0.6~1.2 배), 인프라(1.5~2.0 배)나 교육·보건(1.3~1.7 배) 대비 민간 경제로의 파급 효과가 제한적이다. 오히려 민간 투자를 구축(crowding-out)하는 효과가 높아 실질적인 경제 체력 강화로 이어지기 어려운 구조다. GDP 대비 민간 지출 비중이 하락하고 있다는 점이 이를 방증한다.

미국 구축효과: GDP 대비 민간 지출 비중과 국방 지출 비중 추이



자료: CEIC, SK 증권

주요 국가들 국방 지출 추이와 국방비 지출이 GDP 대비 2%를 초과하는 국가들 비중



자료: IMF, SK 증권

AI 투자는 민간 주도로
글로벌 투자의 또 다른 축 형성 중이나
빅테크 소수 기업 중심으로 편향

② 민간과 정부의 콜라보: AI 밀어주기

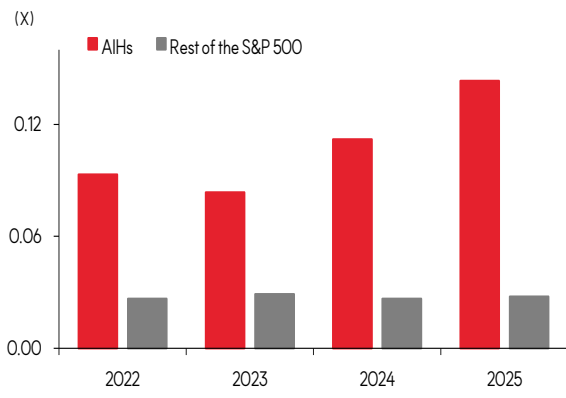
국방에 이어 현재 글로벌 투자의 또 다른 축을 형성하고 있는 것이 AI다. 민간 투자가 전체 AI 투자의 60%를 차지하며 가장 빠른 성장세를 기록 중이고, 주요 선진국 정부 역시 AI 인프라와 반도체 생태계 구축에 재정을 적극 투입 중이다. 미국의 경우 실리콘밸리 중심의 빅테크 CAPEX 확대가 전체 투자 사이클을 견인하고 있다. AI 도입은 전 산업에 걸쳐 확대되고 있으나 실질적인 투자 집중은 빅테크 중심의 소수 기업에 편중된 구조라는 점은 주목할 필요가 있다. 전체 자산 대비 CAPEX 비중은 아마존, 알파벳, 마이크로소프트, 메타, 오라클 등 소수 기업에서 빠르게 상승하고 있으며, 이는 데이터센터·반도체 인프라 집약적 투자 구조를 반영한다.

국가별 민간 및 정부 AI 투자 추이



자료: OECD, SK 증권

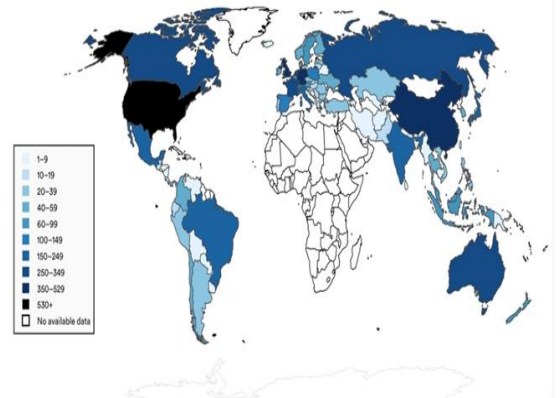
전체 자산 대비 CAPEX 비중 추이



자료: NYFED, SK 증권

주: Capex 산정 기업: 아마존, 알파벳, 마이크로소프트, 메타, 오라클

글로벌 데이터센터 분포 추이(2025년 기준)



자료: Stanford HAI, SK 증권

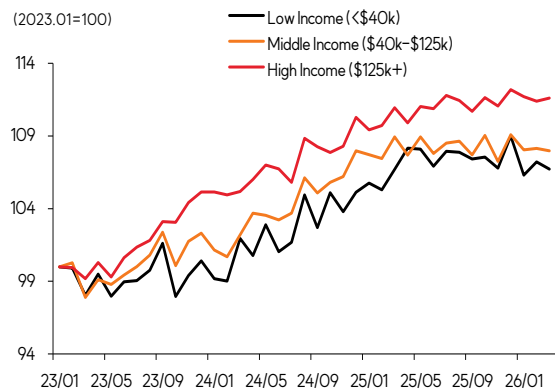
③ K자형 소비: 소비를 버텨주게 하는 힘

글로벌 소비 견조함은
고소득층 자산효과에 따른 K자
자산시장 변동성 확대 시
빠르게 무너질 수 있는 취약한 균형

글로벌 소비 지표가 표면적으로 견조함을 유지하는 배경에는 고소득 계층의 소비 모멘텀이 자리하고 있다. 사치품 소비는 꾸준한 증가세를 이어가는 반면, 저소득층의 필수품 및 에너지 지출은 오히려 감소하는 흐름이다. 소비 총량이 버텨주고 있는 것은 사실이나, 그 내부 구조는 이미 극명하게 분화된 상태다.

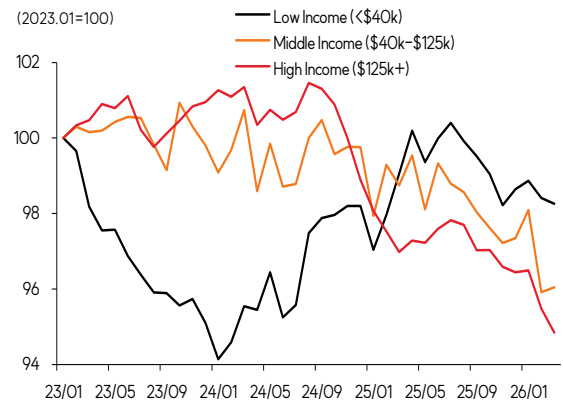
고소득 계층의 소비 여력은 자산가격 상승에 따른 부의 효과(wealth effect)에 크게 의존하고 있다. 미국 소득 분위별 실질 순자산 추이를 보면 상위 계층의 자산 증가가 압도적으로 두드러진다. 이 구조가 지속되는 한 소비가 경기 확장의 동력으로 작동하기는 어려우며, 자산시장의 변동성이 확대되는 순간 소비 전반이 빠르게 위축될 수 있는 취약한 균형이다.

미국 소득 분위별 사치품 누적 구매 추이



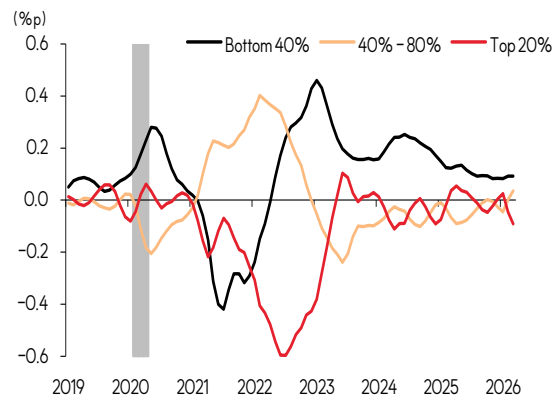
자료: NYFED, SK 증권

미국 소득 분위별 가스 누적 구매 추이



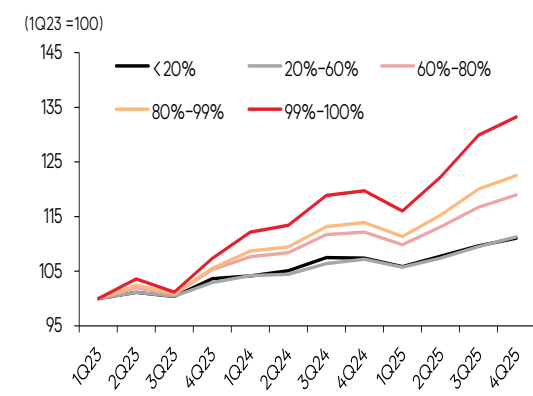
자료: NYFED, SK 증권

미국 소득분위별 인플레이션율 격차



자료: NYFED, SK 증권

미국 소득분위별 금융자산 추이



자료: NYFED, SK 증권

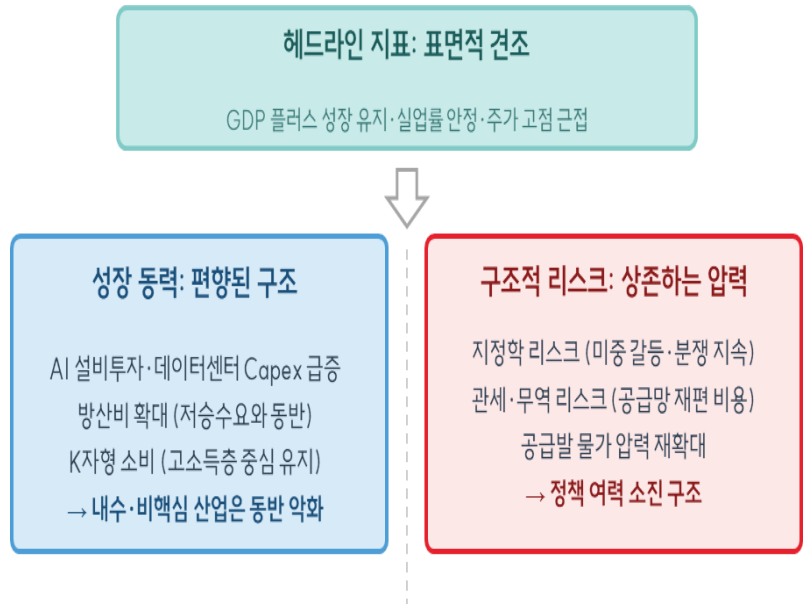
글로벌 경제 성장 동력은
AI·국방·고소득층 소비로 편향
지금의 경기는 '버티는 성장'
핵심 질문은 이 균형이 언제 균열을
드러내는가

④ 강한 게 아니라 편향된 경기, 그 차이가 만드는 리스크

지금까지의 성장을 견인해온 동력은 AI·국방 투자와 고소득층 소비로 압축된다. 이 두 축이 지표와 경제 모멘텀을 지탱해왔으나, 내수와 비핵심 산업은 동반 악화되는 흐름이 지속 중이다. 성장률이 유지되고 있다는 사실이 경기의 폭과 질을 담보하지는 않는 상황이다.

IMF에 따르면 지정학적 리스크는 GDP에 최대 -0.5~1.0%p의 하방 압력을 가하며, 장기 실질금리도 25~75bp 상승시키는 효과가 있는 것으로 추정된다. 결국 지금의 경기는 '강한 성장'이 아닌 '버티는 성장'이다. 2026년 하반기 경기의 핵심 질문은 성장의 지속 여부가 아닌, 이 균형이 언제 어떤 방식으로 균열을 드러내는가가 될 것이다.

현재 경기 구조 도식화



자료: SK 증권

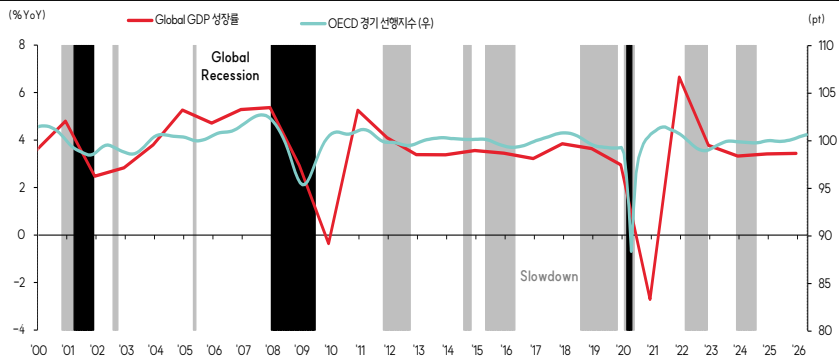
(2) 잠식형 침체(Growth Erosion Regime)

공식 지표 견조하나
실질 후생은 이미 훼손 중
이를 잠식형 침체
(Growth Erosion Regime)로 정의

현재 글로벌 경기는 통계적 침체 기준에는 미치지 못하는 상황이다. 그러나 공식 지표의 견조함이 경제 주체들의 실질 후생을 반영하지 못하고 있다는 점이 핵심이다. 고물가·고실질금리·지정학 리스크가 장기간 누적되면서 가계 구매력과 내수, 비핵심 산업의 수익성이 서서히 약화되는 국면이 이미 진행 중이다.

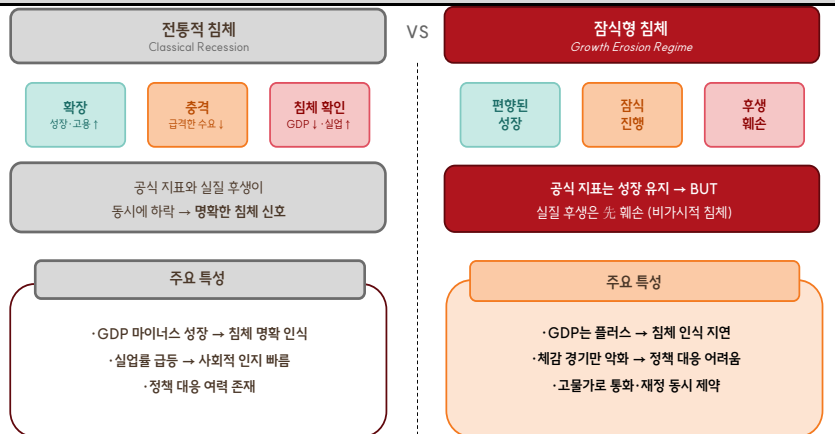
이러한 경제 상황은 잠식형 침체(Growth Erosion Regime)로 정의할 수 있다. 성장률이 급락하거나 실업률이 급등하는 전형적 침체가 아닌, 표면적 성장이 유지되는 동안 실질 후생이 먼저 훼손되는 비가시적 침체 국면이다. GDP는 플러스를 유지하면서 침체 인식이 지연되고, 체감 경기만 악화되면서 정책 대응이 어려워지는 구조가 핵심이다.

경기 구간별 Global GDP 성장률과 OECD 경기 선행지수



자료: Bloomberg, SK 증권

기존 침체와 잠식형 침체의 구조적 차이 도식화



자료: Bloomberg, SK 증권

잠식형 침체 근거 ①

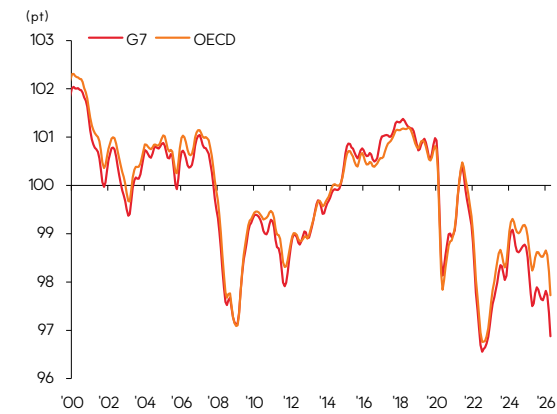
GDP·실업률은 안정적이거나
소비자신뢰·소비 전망은 동반 하락
통계와 체감의 디커플링 심화 중

① 통계는 성장, 가계는 이미 위축

잠식형 침체 가능성이 높아지고 있는 첫 번째 근거는 통계적 경기와 체감 경기의 괴리 확대다. GDP와 실업률이 안정적 수준을 유지하는 동안 소비자신뢰지수는 장기 기준선을 하회하는 흐름이 지속되고 있으며, 주요국 민간 소비 증가율 전망 역시 과거 평균을 하회하는 방향으로 수렴 중이다. K 자형 소비 구조의 양극화가 더욱 뚜렷해지면서 내수의 근간이 약해지고 있는 상황이다.

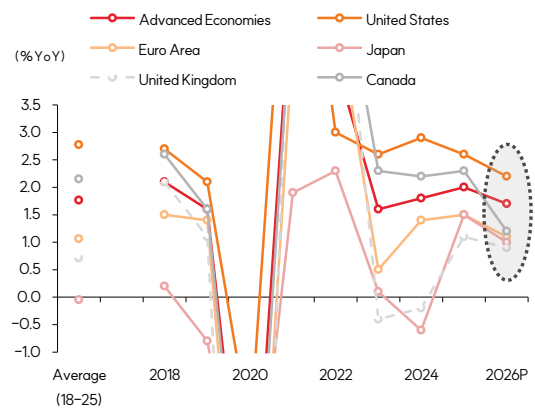
통계적 경기와 체감 경기의 디커플링 심화는 실질 후생 훼손이 공식 지표에 반영되기 이전부터 이미 진행되고 있음을 의미한다. OECD 소비자신뢰지수가 기준선을 하회하는 가운데, IMF의 민간 소비 지출 증가율 전망도 구조적으로 하향 조정되고 있다는 점은 이를 뒷받침한다.

OECD 소비자신뢰지수 추이



자료: CEIC, SK 증권

IMF 민간 소비자 지출 증가율 추이 및 전망



자료: IMF, SK 증권

② 구조적으로 장기화될 공급발 인플레이션

잠식형 침체 근거 ②

공급발 인플레이션 구조적 지속

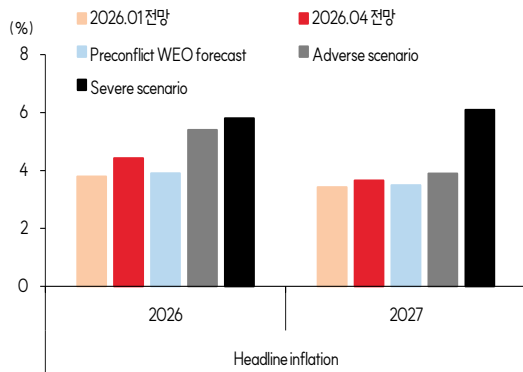
에너지·식량·엘니노 리스크 중첩되며

통화정책만으로 제어 어려운 성격

잠식형 침체 가능성을 높이는 두 번째 근거는 인플레이션의 구조적 지속이다. 현재의 물가 압력은 공급 측 요인에서 기인하고 있어 통화정책만으로 제어하기 어려운 성격을 띤다. 에너지·식량·공급망 재편 비용이 물가의 하방을 지지하는 가운데, 비료 가격 상승이 식품 생산 비용으로 전가되고 이것이 다시 서비스·보험료 등 광범위한 항목의 가격 인상으로 이어지는 연쇄 구조가 형성 중이다.

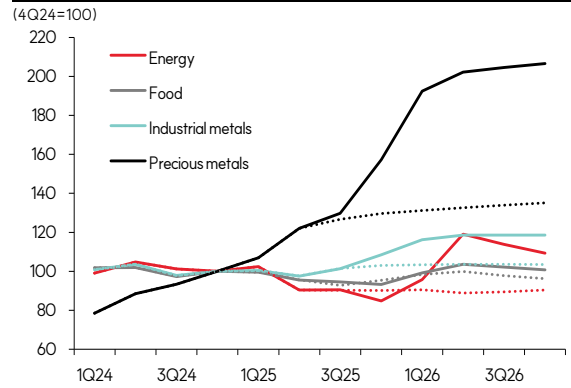
엘니노 발생 확률이 하반기로 갈수록 높아지는 방향으로 수렴하고 있으며, 이는 식품·에너지 중심의 공급발 물가에 추가적인 상방 압력으로 작용할 수 있는 요인이다. 엘니노 국면에서는 주요 농산물 생산지의 기상 조건이 악화되면서 식품 생산 차질과 운송 비용 상승이 동시에 발생하는 경향이 있으며, 앞서 언급한 비료 가격 상승과 맞물릴 경우 식품 인플레이션의 하방 경직성은 더욱 강화될 수 있다.

IMF 시나리오별 글로벌 인플레이션 전망



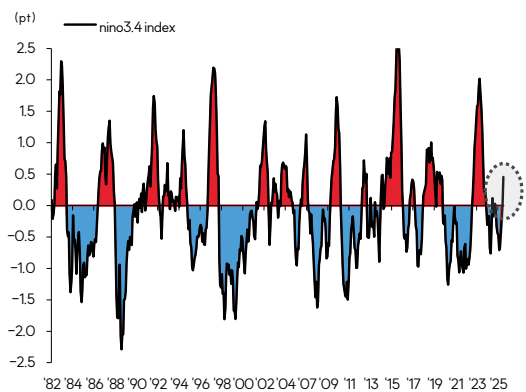
자료: IMF, SK 증권

IMF 원자재 가격 가정 추이



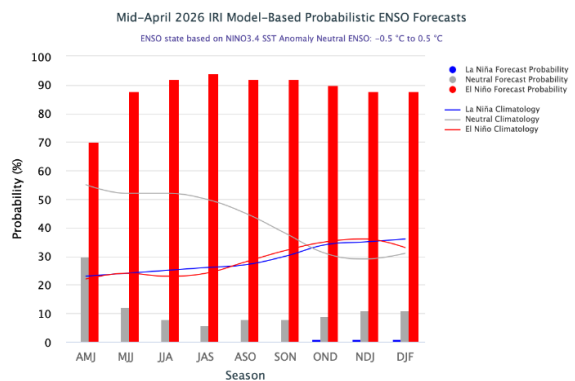
자료: IMF, SK 증권

엘니노/라니냐 지수



자료: OCPC, SK 증권

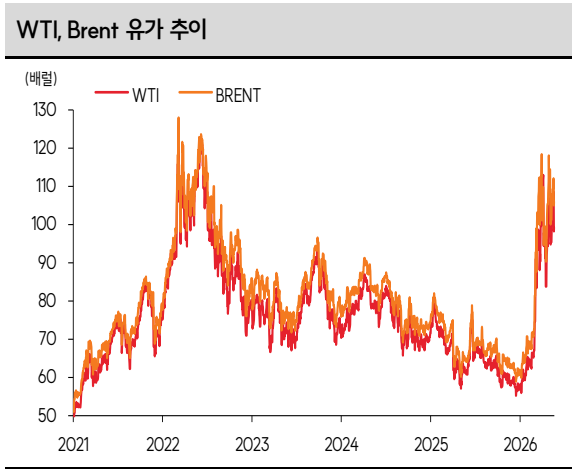
엘니노 발생 확률 추정



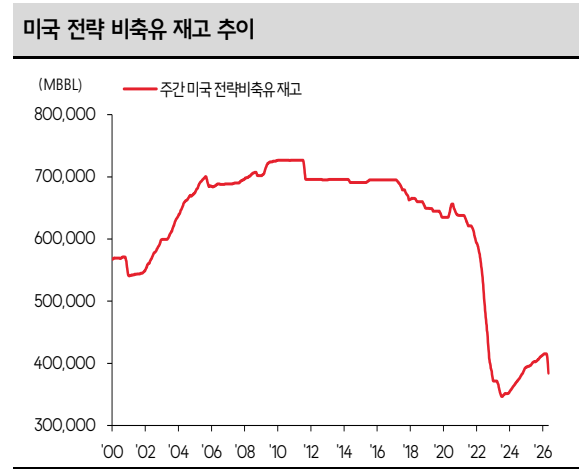
자료: IRI, SK 증권

기업들의 가격 전가 움직임과
수익성 악화 동시 진행
정책 대응 타이밍 포착 어려운 구조

공급발 인플레이션의 또 다른 축은 에너지다. 전략비축유 소진이 진행되는 가운데 생산시설 복구에 시간이 필요하다는 점, 구조적으로 석유·천연가스 의존도가 높은 에너지 믹스를 유지하는 선진국들의 특성 등은 에너지 가격 하방을 지지하는 요인으로 작용한다. 글로벌 해상 병목 지점인 호르무즈 해협을 통과하는 상품 흐름이 지정학 리스크에 취약하다는 구조적 문제도 지속되고 있다.

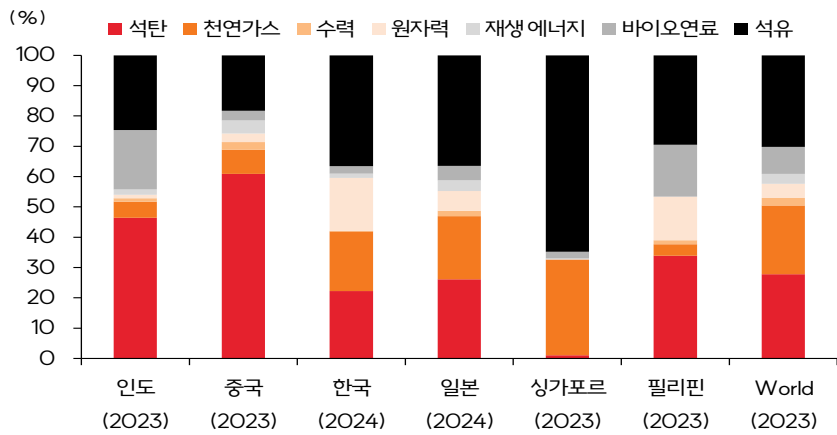


자료: Bloomberg, SK 증권



자료: Bloomberg, SK 증권

글로벌 주요 국가별 공급원별 에너지 소비 정도

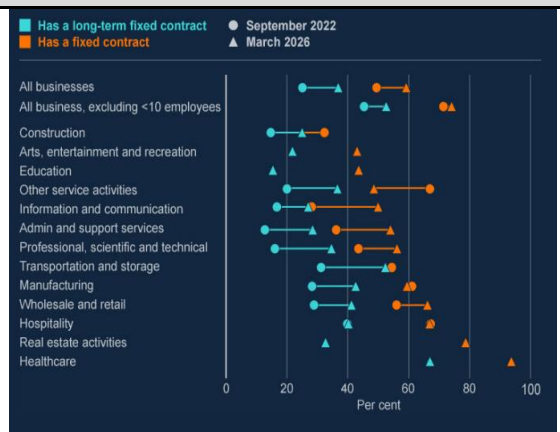


자료: OECD, SK 증권

공급발 물가 압력이 실물 경제에 반영되는 데는 구조적 시차가 존재한다. 기업마다 계약 갱신 시점이 다르고 업종별로도 노출 정도가 다르기 때문에 물가 압력이 분산 및 지연되어 나타나는 특성이 있다. 고정 가격 가스 계약을 체결한 기업 비율이 여전히 높고, 에너지 비용 상승이 사업에 미칠 영향에 우려를 표명하는 기업 비율이 증가하고 있다는 점은 이 구조적 시차를 반영한다.

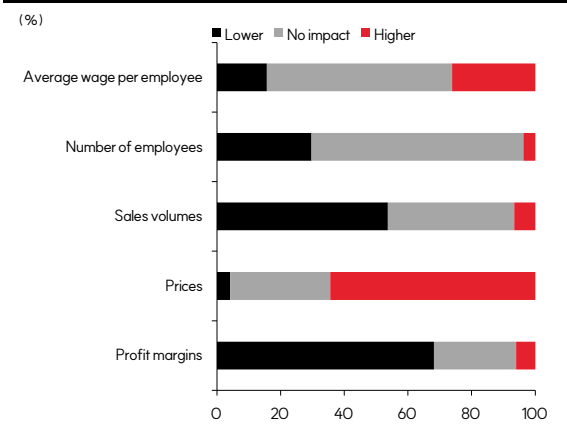
에너지 비용 상승에 직면한 기업들의 대응은 가격 인상과 이윤 폭 축소로 집중되는 양상이다. 이는 소비자 물가로의 전가가 이어지는 동시에 기업 수익성 악화로도 연결되는 이중 압력이다. 결국 이번 사이클의 핵심은 물가 압력이 언제, 어떤 속도로 반영될지 예측하기 어렵다는 점이며, 경기 둔화가 나타나도 중앙은행과 정부가 동시에 공격적으로 대응하기 어려운 구조가 형성되어 있다.

고정 가격 가스 계약을 체결한 기업의 비율



자료: BOE, SK 증권

향후 1년 에너지 가격 상승이 사업에 미칠 영향 응답 비율



자료: BOE, SK 증권

③ 딜레마 속 통화정책: 완화 전환 명분 확보 어려움

잠식형 침체 근거 ③

물가 하향 안정 기대감 약화,

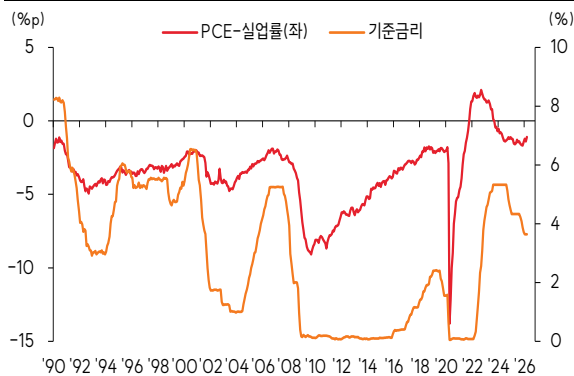
경기 둔화 신호 부재 속

통화정책 완화 전환 명분 제한적

물가가 목표 수준으로 복귀하지 못하고 있는 가운데, 경기 지표는 아직 가시적인 둔화 신호를 보이지 않는 상황이다. 이 두 가지가 맞물리면서 중앙은행은 완화로의 전환 명분을 확보하기 어려운 구조다. 미국 PCE 항목별 기여도를 보면 주거비와 서비스 인플레이션의 고착화가 여전하며, 미국 기준금리와 PCE-실업률 스프레드 추이는 현재 정책 기조가 여전히 제약적 구간에 머물러 있음을 시사한다.

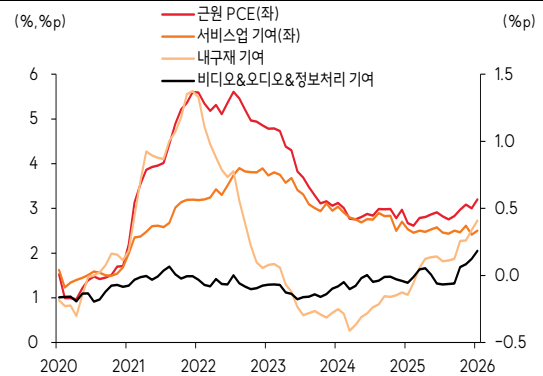
관세 역시 통화정책 제약을 심화시키는 변수다. 미국의 관세 정책은 위헌 판결 이후 스탠스가 불명확한 상황이나, 재정 적자 보전 수단으로서의 관세 수입 의존도를 고려할 때 완전한 철회를 기대하기는 어려운 구조다. 에너지·식품·반도체 비용 상승과 맞물릴 경우 가격 전가 압력은 복수의 채널을 통해 동시에 작동하며 통화정책 제약의 장기화 가능성을 높인다.

미국 기준금리와 PCE 실업률 스프레드 추이



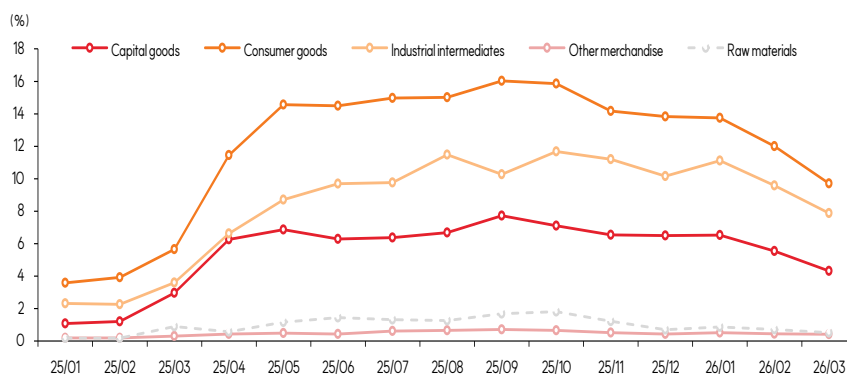
자료: Bloomberg, SK 증권

미국 PCE 항목 세부항목 기여도



자료: Bloomberg, SK 증권

상품별 미국 관세 수입 추이



자료: PIIE, SK 증권

④ 고금리 장기화: 재정 여력의 구조적 소진

잠식형 침체 근거 ④

고금리 장기화로 이자비용 확대

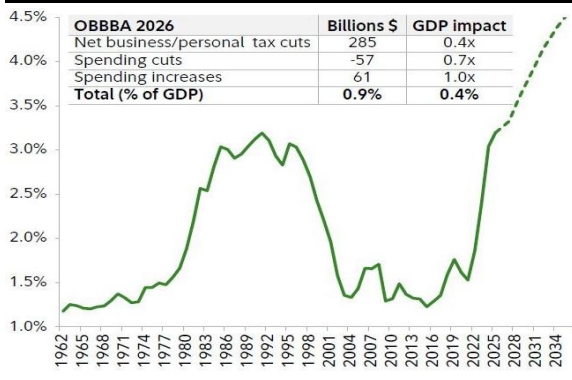
재정 여력 구조적 소진

확장 재정은 단기 하방 방어 수단임과

동시에 미래 정책 여력 소진

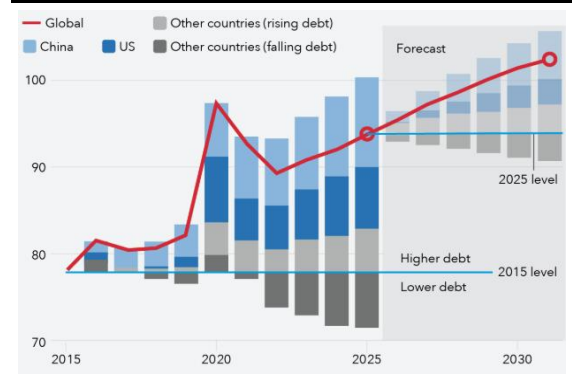
통화정책 제약으로 고금리가 장기화되면서 그 부담은 재정으로 전이되고 있다. 국채 이자 비용이 빠르게 증가하는 가운데 세입 증가는 이를 따라가지 못하면서 주요국 재정 적자는 구조적 확대 국면에 진입했다. 글로벌 공공 부채는 팬데믹 이후 빠르게 증가한 수준에서 추가 상승이 전망되는 상황이며, 미국의 GDP 대비 순이자 지출은 국방비 지출을 초과하는 수준까지 상승했다. 결국 지금의 확장 재정은 단기 하방을 제한하는 효과는 있으나, 동시에 향후 정책 대응 여력을 소진하는 양면적 성격을 지닌다.

미국 GDP 대비 순이자 지출



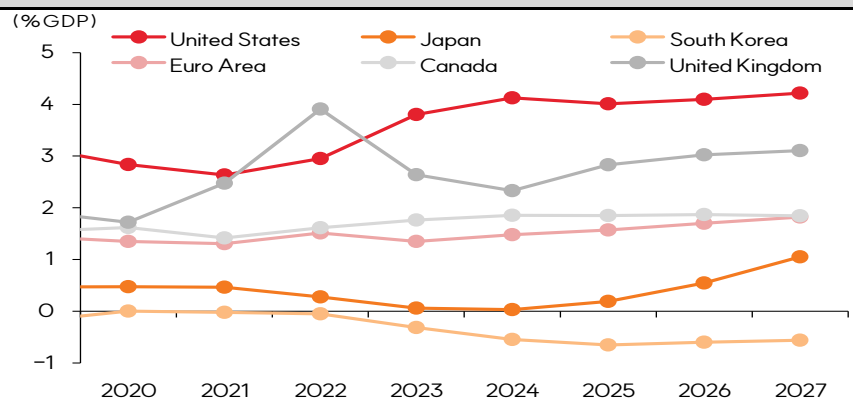
자료: Fidelity, SK 증권

글로벌 GDP 대비 공공 부채 추이 및 전망



자료: IMF, SK 증권

글로벌 주요 국가 GDP 대비 정부 순이자 지출 비중



자료: IMF, SK 증권

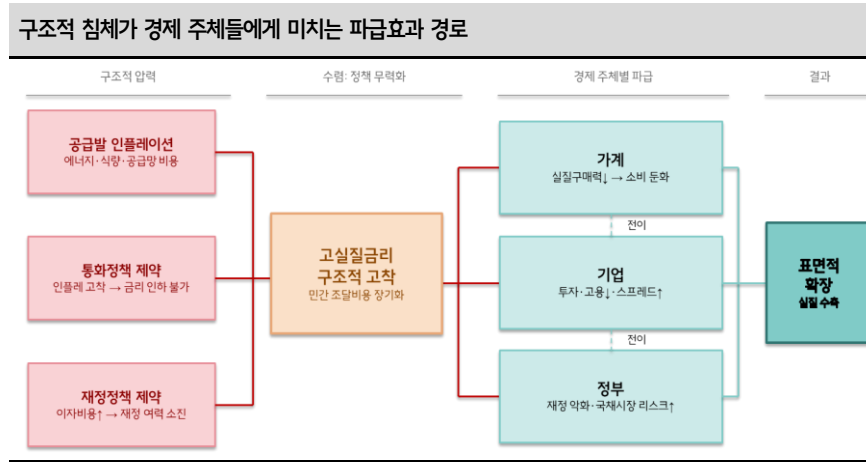
통화·재정 동시 제약 속
고실질금리가 구조적 고착
민간 조달비용 부담 장기화되는 가운데
재정 지출마저 민간 투자 대체하며
성장 잠재력 잠식

압력은 저소득 가계·중소기업부터
내수 전반으로 순차 전이되며
표면적 성장 유지 속
실질 후생은 조용히 훼손 중

통화·재정 정책이 동시에 제약된 환경에서 고실질금리는 구조적으로 고착될 가능성이 높다. 물가가 목표 수준으로 복귀하지 못하는 한 중앙은행은 완화 전환의 명분을 확보하기 어렵고, 재정 역시 이미 누적된 부채 부담으로 인해 추가 확장 여력이 빠르게 소진되고 있는 상황이다. 결국 두 정책 수단 모두 경기 하방을 방어하는 데 실질적으로 동원되기 어려운 구조가 형성되어 있다.

이 환경에서 기대 인플레이션의 고착화는 단순한 물가 문제를 넘어 민간 경제 전반의 조달비용 구조를 장기적으로 압박하는 요인으로 작용한다. 기업과 가계 모두 높은 금리 수준을 전제로 자금을 조달해야 하는 상황이 지속되면서 투자와 소비의 한계 수익성이 점진적으로 훼손되고 있으며, 재정 지출 역시 민간 투자를 보완하기보다 대체하는 성격이 강해지면서 장기 성장 잠재력의 기반을 조용히 약화시키는 방향으로 작용하고 있다.

이 압력은 경제 주체 각각에 순차적으로, 그리고 시차를 두고 전이된다. 먼저 부채 부담이 높은 저소득 가계와 중소기업에서 체감 경기 악화가 시작되고, 이것이 내수 전반의 수요 기반을 서서히 잠식하는 형태로 확산된다. 주목할 점은 이 과정이 급격한 충격이 아닌 완만하고 비가시적인 방식으로 진행된다는 것이다. 표면적 성장이 유지되는 동안 실질 후생은 조용히 훼손되고, 그 결과가 공식 지표로 가시화될 때는 이미 상당한 경제 체력이 소진된 이후가 될 것이며, 이것이 바로 잠식형 침체(Growth Erosion)가 전통적 침체보다 더 대응하기 어려운 근본적인 이유다.



자료: SK 증권

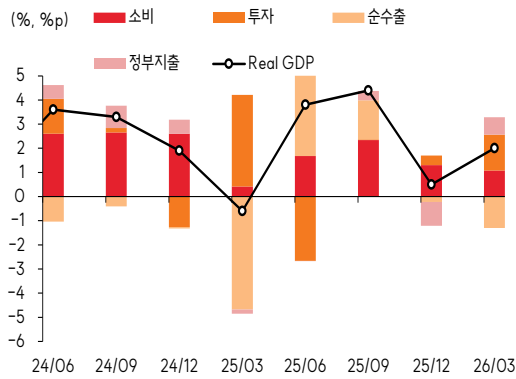
2. 미국 경기 전망: 둔화 기조와 하방 리스크

(1) AI 투자의 압도적 기여: 미국을 버티게 하는 힘

미국 경제 견조한 성장 유지 중
성장의 핵심은 AI 투자 집중이
견인하는 구조

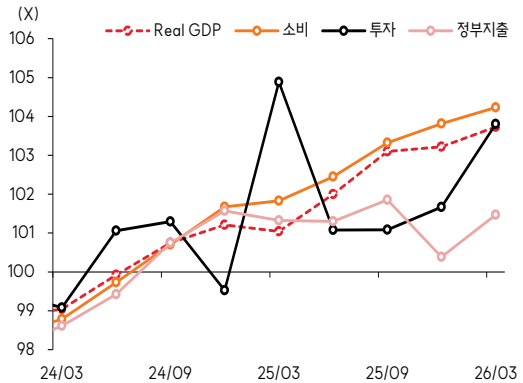
글로벌 경기 불확실성이 확대되는 가운데서도 미국 경제는 상대적으로 견조한 성장을 유지 중이다. 성장의 배경을 들여다보면 소비와 투자가 주된 기여를 하는 구조이나, 그 중심에는 AI 투자가 자리하고 있다. 데이터센터·반도체 인프라를 중심으로 한 민간 투자 집중이 전체 투자 항목 내에서 차지하는 비중을 빠르게 증가시키고 있는 상황이다.

미국 실질 GDP 상승률과 세부항목 기여도



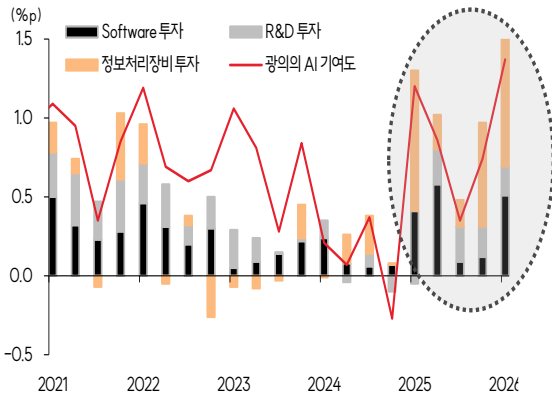
자료: CEIC, SK 증권

2024년 대비 세부 항목별 실질 GDP 상승 정도



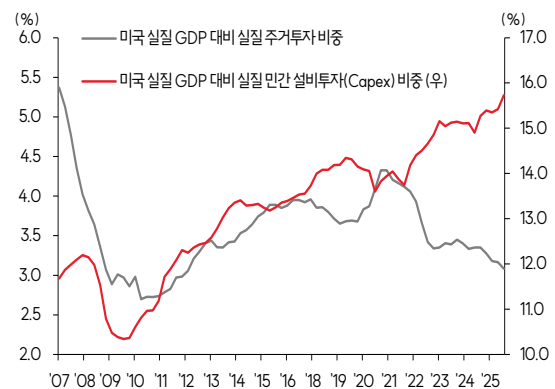
자료: CEIC, SK 증권

미국 GDP 내 AI 관련 세부항목 기여도 추이



자료: CEIC, SK 증권

미국 실질 GDP 대비 투자 비중 추이



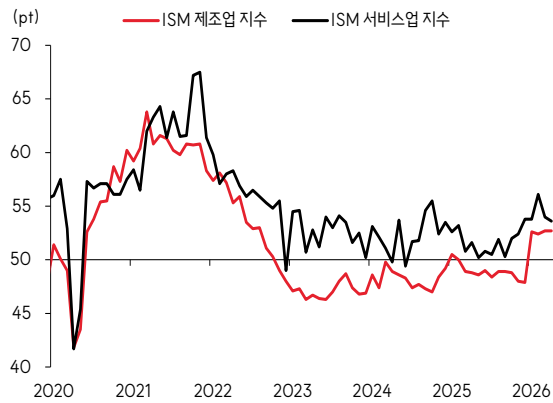
자료: CEIC, SK 증권

(2) 서비스업 소비 유지: 고소득층 중심의 소비 기반

미국 소비 서비스·고소득층이라는
좁은 두 축에 의존 중이며
그만큼 충격에 취약한 균형

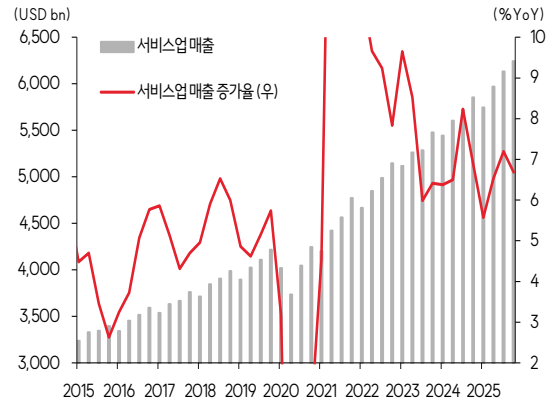
AI 투자와 함께 미국 경기를 지탱하는 또 다른 축은 소비다. 상품 소비가 둔화되는 흐름 속에서도 서비스 지출은 꾸준한 모멘텀을 유지하고 있으며, ISM 서비스업 지수도 확장 국면을 유지 중이다. 서비스업 매출 역시 완만한 증가세를 이어가고 있는 상황이다. 결국 미국 소비는 서비스와 고소득층이라는 두 개의 좁은 기반 위에서 유지되는 구조이며, 이 기반이 흔들리지 않는 한 소비 지표는 버텨주겠지만 동시에 그만큼 충격에 취약한 균형이기도 하다.

미국 ISM 서비스업 및 제조업 지수



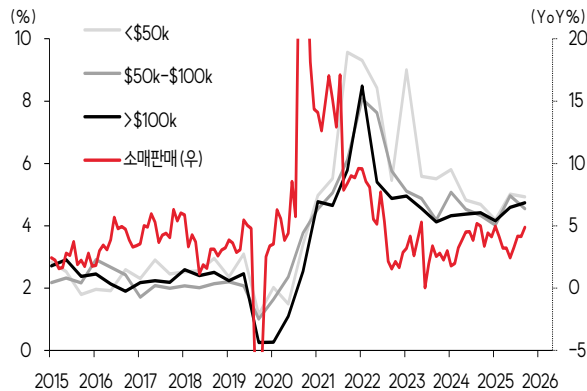
자료: CEIC, SK 증권

미국 상무부 서비스업 매출 조사



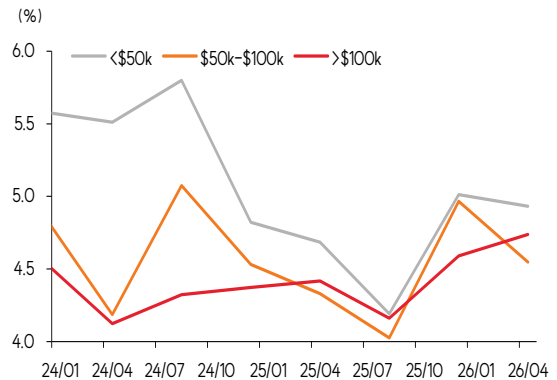
자료: CEIC, SK 증권

미국 소매판매 증가율과 소득 분위별 가계 지출 변화율



자료: CEIC, SK 증권

미국 가계 소득별 1년 전 대비 월간 가계지출 변화율



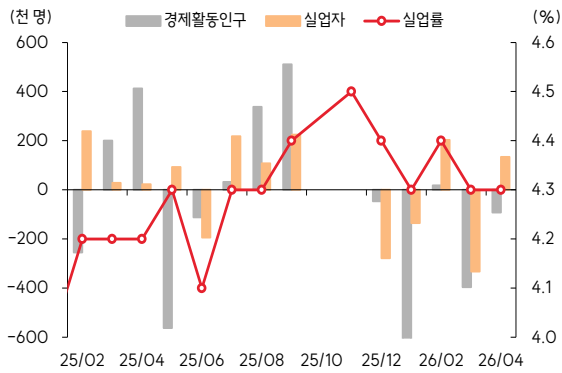
자료: CEIC, SK 증권

(3) 고용의 견조함을 믿을 수 있을까

헤드라인 실업률 안정적이거나
내부는 참가율 감소·채용률 하락 등이
동시 진행 중으로
노동시장 내부 동력 이미 악화 중

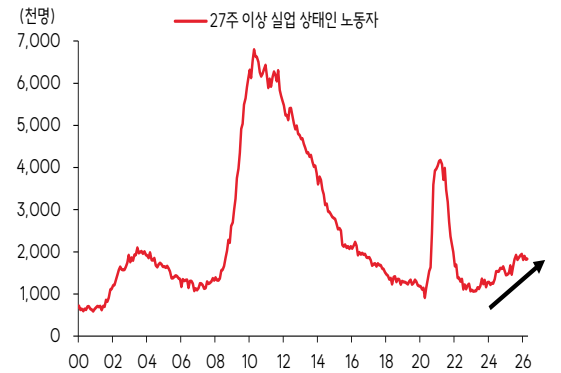
헤드라인 실업률은 표면적으로 안정적 수준을 유지 중이나, 내부를 들여다보면 고용 증가는 특정 섹터에 집중되어 있으며 경제활동참가율은 감소하고 실업자 수는 증가하는 흐름이 동시에 진행 중이다. 불법 이민 순유출이 마이너스로 전환되면서 노동 공급 자체가 줄어든 가운데, 실업률 유지에 필요한 손익분기점 고용 수준 역시 빠르게 하락하는 추세다. 비농업 채용률 하락과 자발적 퇴사율 감소도 노동시장 내부의 동력 약화를 시사하는 지표다.

미국 실업률과 경제활동인구 및 실업자 변동 추이



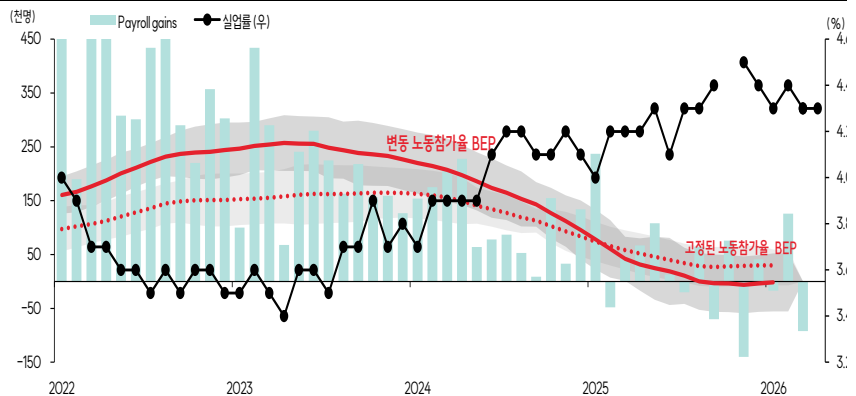
자료: CEIC, SK 증권

미국 27주 이상 장기 실업 노동자 추이



자료: CEIC, SK 증권

미국 손익분기점 고용과 실업률 추이



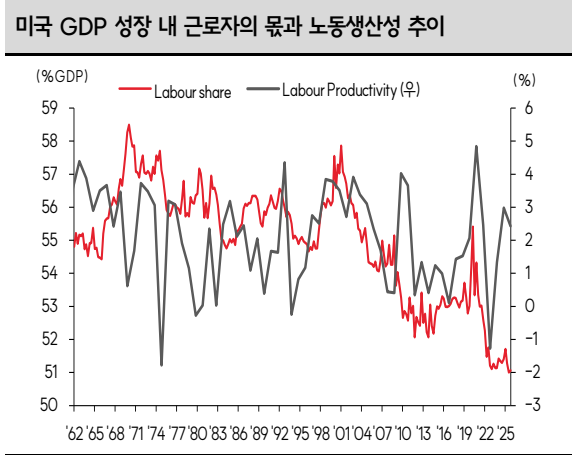
자료: CEIC, Dallas Fed, SK 증권

(4) 낮아지는 임금 협상력과 가계 부채 부담 확대

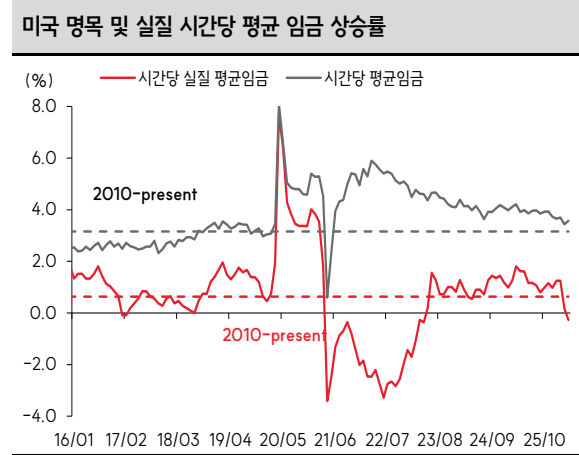
임금 협상력 약화로
근로자 몫 사상 최저 수준 하락 중
부채에 기댄 소비도 연체를 상승으로
지속 가능성에 균열 신호

고용 여건 약화는 임금 협상력 약화로 직결된다. GDP 성장 내 근로자의 몫은 사상 최저 수준까지 하락한 반면, 노동생산성 증가의 수혜는 자본으로 집중되는 방향으로 심화되고 있다. 임금 변동이 없는 제로 임금 변화 비율이 여전히 높은 수준을 유지하고 있다는 점도 노동시장 내 협상력 약화를 구조적으로 확인해준다.

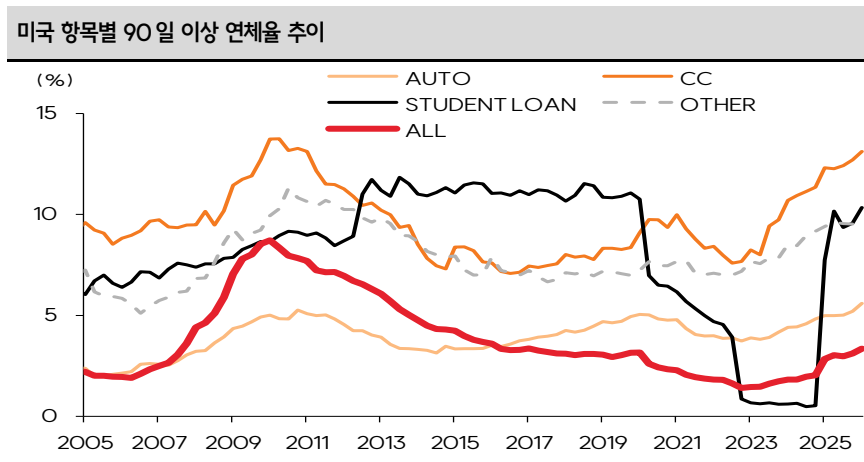
가계의 소비 여력을 유지시켜온 핵심 수단 중 하나는 부채였다. 임금이 뒷받침되지 않는 상황에서 부채에 기댄 소비는 지속 가능하지 않다. 신용카드 금리가 사상 최고 수준을 유지하는 가운데, 항목별 90일 이상 연체율이 빠르게 상승하고 있다는 점은 하방 리스크를 시사한다.



자료: CEIC, SK 증권



자료: CEIC, SK 증권



자료: CEIC, SK 증권

(5) 취약성은 높아졌고, 안정을 기대하기도 어려운 환경

에너지 가격 하방 경직성 형성
공급발 물가가 상품·서비스 전반으로
확산되는 2차 전가 국면 진입으로
물가의 하향 안정화 기대감을 형성하긴
어려운 상황

소비 기반 약화와 함께 미국 경제 체력을 동시에 잠식하고 있는 또 다른 요인은 물가의 구조적 고착이다. 에너지 가격의 경우 추가적인 대폭 상승 가능성은 제한적이거나, 전쟁 이전 수준으로의 복귀 역시 쉽지 않은 환경이다. 지정학적 분쟁의 장기화와 생산시설 재건 지연, 비축유 감소에 따른 수요 모멘텀이 에너지 가격의 하방을 구조적으로 지지하고 있으며, 계절적 수요 확대 구간이 맞물릴 경우 단기 상방 압력도 배제하기 어려운 상황이다.

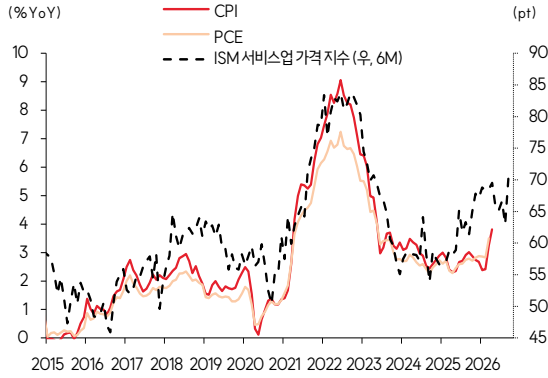
더 주목해야 할 점은 물가 고착의 성격 자체가 변화하고 있다는 것이다. 에너지와 원자재 비용 상승이 1차적으로 소비자의 직접 부담으로 작용하는 단계를 넘어, 모든 생산 활동에 투입되는 에너지 비용 상승분이 상품과 서비스 전반의 가격으로 점진적으로 전가되기 시작하는 흐름이 본격화되고 있다. 에너지와 식품에서 시작된 공급발 물가 압력이 상품과 서비스 전반으로 확산되는 2차 전가 국면에 진입한 것으로 판단되며, 물가의 하향 안정화를 기대하기 어려운 이유가 공급 측면에서 추가로 쌓이고 있는 상황이다.

소비·고용·물가 압력 중첩으로
미국 경기 실질 체력 이미 약화 중이며
표면적 안정 유지되는 지금이 오히려
리스크가 조용히 축적되는 구간

이처럼 소비·고용·물가 전반에 걸쳐 누적된 압력들이 맞물리면서, 미국 경기의 실질적 체력은 지표가 보여주는 것보다 이미 약화된 상태다. 고소득층 소비는 자산시장에, 저소득층 기반은 고용과 임금에 의존하는 구조인데 양쪽 모두에서 균열 신호가 동시에 진행 중이라는 점이 핵심이다. 실질금리 고착과 체감 경기 약화가 맞물리면서 통화·재정 정책 모두 적극적 대응이 어려운 상황에서, 그 부담은 고스란히 민간 부문이 감내하는 구조로 귀결되고 있다.

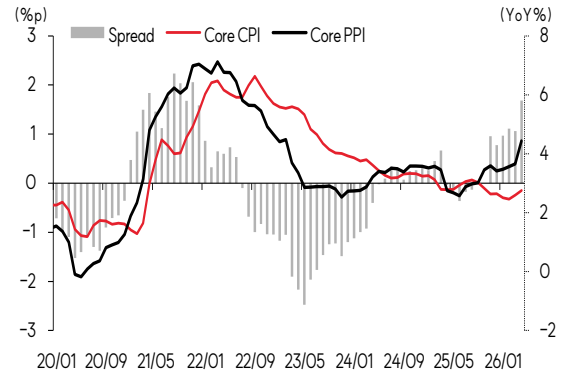
결과적으로 미국 경기는 둔화 기초를 유지하는 가운데, 하방 압력을 급격히 확대시킬 수 있는 트리거에 대한 경계심을 높여야 하는 국면에 진입했다. 기대 인플레이션이 재차 상승할 경우 실질금리 고착이 장기화되며 민간 조달비용 부담이 심화되고, 자산시장 변동성이 확대될 경우 고소득층 소비 모멘텀이 빠르게 꺾이면서 내수 전반의 하방 압력이 현실화되는 경로로 이어질 수 있다. 표면적 안정이 유지되는 지금이 오히려 리스크가 조용히 축적되는 구간일 수 있다는 점을 염두에 두어야 한다.

미국 CPI와 ISM 서비스업 가격 지수 추이



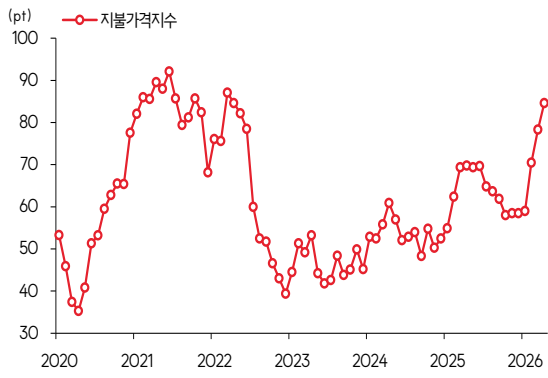
자료: CEIC, SK 증권

미국 근원 CPI와 PPI 상승률과 스프레드



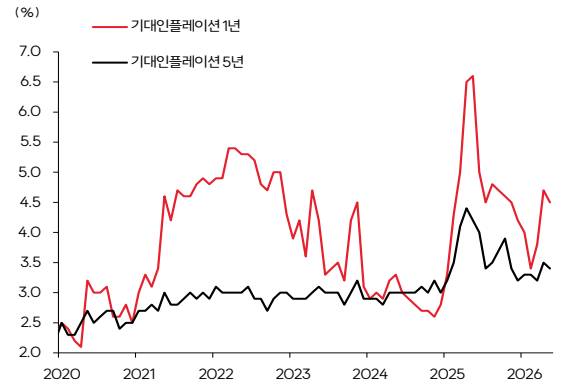
자료: CEIC, SK 증권

미국 ISM 지불가격지수



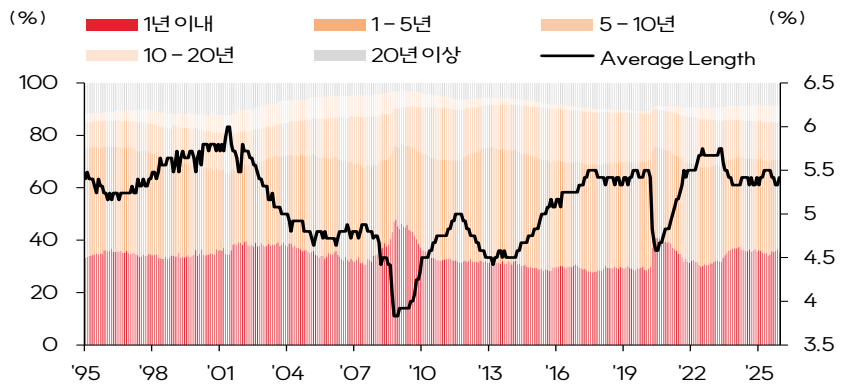
자료: CEIC, SK 증권

미국 기대인플레이션 추이



자료: CEIC, SK 증권

민간 투자자 보유 미 국채의 잔존만기별 비중



자료: CEIC, SK 증권

3. 한국 경기 전망: 반도체 편향과 내수 제약

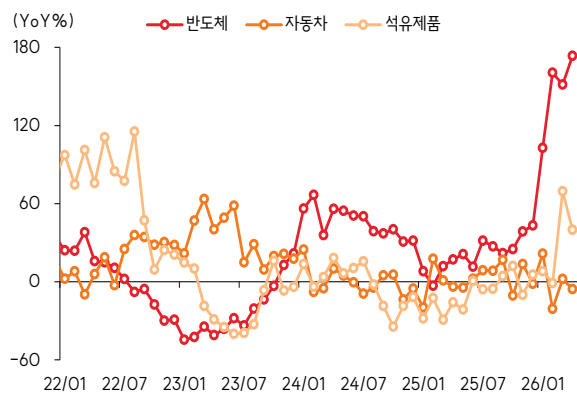
(1) 무엇이 한국을 버티게 할까: 반도체 단일 의존 구조

한국 경제 견조한 흐름 유지 중이나
반도체 단일 의존 편향 구조 심화 중

미국과 마찬가지로 한국 경제 역시 우려 대비 견조한 흐름을 유지 중이다. 그러나 그 배경을 들여다보면 성장의 기반은 매우 좁은 상황이다. 수출, 그 중에서도 반도체가 사실상 경제 성장의 대부분을 견인하는 구조다. 2024년 세부 항목별 실질 GDP 기여도를 분해해보면 반도체 관련 수출의 기여가 압도적으로 크고 그 외 항목의 실질적인 성장 측면에서의 기여는 극히 제한적임을 확인할 수 있다.

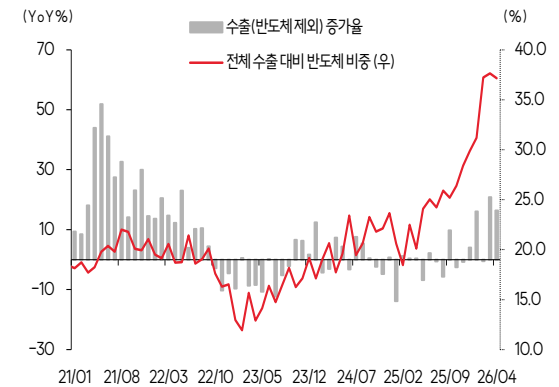
전체 수출 대비 반도체 비중이 빠르게 확대되는 가운데, 자동차·석유제품 등 여타 주력 수출 품목이 동반 약화되면서 반도체 혼자 성장을 지탱하는 편향 구조가 심화되고 있다. 이는 대기업의 금융기관 대출 태도가 긍정적으로 유지되는 반면, 중소기업은 그렇지 못하다는 기업 심리의 분화에서도 드러난다.

주력 수출 품목별 수출 증가율 추이



자료: CEIC, SK 증권

전체 수출 대비 반도체 비중과 반도체 제외 수출 증가율



자료: CEIC, SK 증권

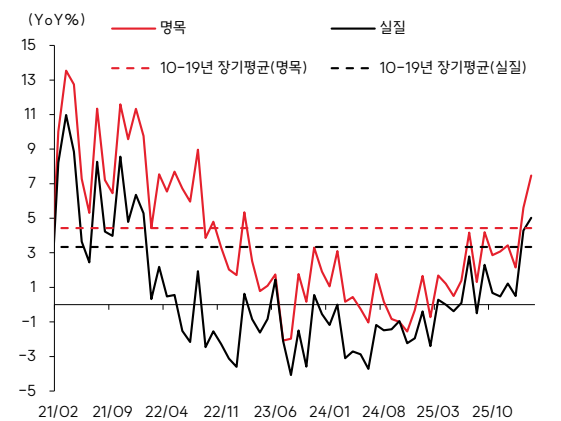
(2) 회복에 대한 기대감이 크지 못한 가계 소비

한국 가계 소비 하방은 형성됐으나
높은 부채 부담과 체감 물가가
회복 모멘텀 상쇄
소비가 경기 회복 동력으로
작동하기까지 시간 필요

한국 가계 소비는 하방을 형성했다는 점에서 긍정적이다. 명목 소매판매가 장기 평균 수준을 회복하는 흐름이 나타나고 있으며, 고용 여건 개선과 정부 지원이 상승 모멘텀으로 작용하는 구간이다. 그러나 가계 생활 수준과 국내 경기 전망에 대한 체감은 기준선을 하회하는 흐름이 지속되고 있어, 소비 지표의 개선이 심리적 회복으로 이어지지 못하는 괴리가 여전히 존재한다. 높은 체감 물가와 가계 부채 부담이 소비 개선 모멘텀을 부분적으로 상쇄하는 요인으로 작용하고 있으며, 소비가 무너지지 않는다는 것과 소비가 경기 회복을 견인한다는 것은 여전히 다른 이야기이다.

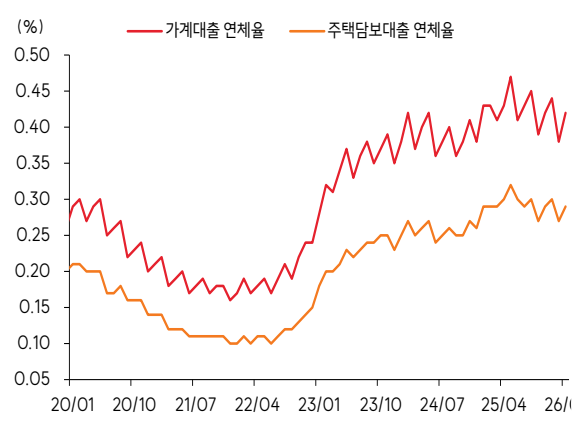
이 괴리의 근저에는 부채 구조 문제가 자리하고 있다. 이자비용 증가율이 둔화되고 있다는 점은 긍정적이나, 절대적인 부담 수준 자체가 높고 연체율도 높은 레벨을 유지하고 있다는 점에서 실질 소비 여력은 여전히 제약적이다. 이자 부담이 낮아지지 않고 신용 창출 여력도 제한된 상황에서 한국 가계의 소비 회복 경로는 구조적으로 완만할 수밖에 없다. 결국 소비 개선의 속도보다 부채 부담의 무게가 더 무거운 국면이 당분간 지속될 가능성이 높으며, 내수가 경기 회복의 실질적 동력으로 작동하기까지는 상당한 시간이 필요할 것으로 판단된다.

한국 명목 및 실질 소매판매 증가율과 장기평균 추이



자료: CEIC, SK 증권

가계 대출 연체율 추이



자료: CEIC, SK 증권

주식 하이볼(High Vol)로 한잔 더

주식전략. 강대승
ds_kang92@sks.co.kr / 3773-9122

주식시황. 조준기
junkee.cho@sks.co.kr / 3773-9996

하반기에도 증시 방향성과 무관하게 고변동성 지속 전망, 유일한 저변동성 시나리오는 박스권 장세 진입분

미국과 한국 간의 변동성 디커플링 발생 및 3분기째 지속 증으로, 강세장과 고변동성의 동거라는 새로운 조합 발생

이러한 현상에는 4 가지 미시적 동인:

- 1) 삼성전자/SK 하이닉스의 증시 비중 확대
- 2) 국내 ETF 시장의 급성장
- 3) 인버스/레버리지 ETF 효과
- 4) 상당한 파생상품 시장 규모

시장 함의:

- 1) 하반기에도 AI 내러티브가 가장 중요
- 2) ETF 시장 성장 이어지는 한 대형주 유리
- 3) 반도체 Overweight = 고변동성 포지션

1. 하반기에도 고변동성 장세는 지속된다

미국 증시에서는 여전히 저변동성과 강세장이 동행하는 교과서적 패턴이 유효하다. 반면 한국 증시에서는 강세장이 지속되고 있음에도 '강세장=저변동성'이라는 공식이 더 이상 성립하지 않는다. 변동성 측면에서 한미 디커플링이 발생하는 가운데, 예상 변동성(IV)과 실현 변동성(RV)이 동반 급등하면서 VRP 표준편차가 4 배 수준으로 확대되는 등 양극화가 진행 중이다.

이러한 구조적 변화의 배경에는 네 가지 미시적 동인이 작용한다. 첫째, 삼성전자와 SK 하이닉스의 KOSPI 시가총액 비중이 50% 전후까지 확대되면서 종목 분산효과가 사실상 소멸했고, 초대형 종목들의 가파른 상승이 지수 전체의 변동성을 증폭시키고 있다. 둘째, 국내 ETF 시장의 규모와 거래량이 급증하면서 LP 의 자동 매매가 대형주 가격 변동을 더욱 과격하게 만드는 경향이 강화되고 있다. 셋째, 국내 레버리지·인버스 ETF 의 AUM 및 거래대금 비중은 미국 대비 4 배 이상에 달하며, 매일 증가 부근 강제 리밸런싱이 변동성을 구조적으로 증폭시키고 있다. 넷째, 한국거래소는 글로벌 거래량 10 위권의 파생상품 시장으로, 외부 충격 발생 시 쏠림 매매가 변동성을 빠르게 확대하는 구조적 토양을 제공한다.

하반기에도 증시의 방향성과 무관하게 고변동성 장세의 고착화가 예상되는 만큼, 변동성 임계값 자체를 재정의할 필요가 있다. 강세장이든 약세장이든 고변동성 환경이 지속될 것으로 보이며, 박스권 진입만이 변동성 진정으로 이어지는 유일한 경로가 될 가능성이 높다. 다만 박스권 국면에서도 변동성이 평년 수준까지 완전히 회복되지는 않을 것으로 판단한다.

시장에 대한 함의는 세 가지로 정리된다. 첫째, 하반기에도 AI 가 핵심 변수이며, 뉴스가 가격을 만들고 그 가격이 다른 가격을 과격하게 변화시키는 장세가 이어질 가능성이 높은 만큼 비상장 AI 기업들의 탈중앙화 거래소 무기한 선물 거래 동향 등 대체 데이터를 보조 시그널로 적극 활용할 필요가 있다. 둘째, ETF 시장으로의 자금 유입이 지속되는 한 현재의 대형주 우위 구도 역시 이어질 전망이다. 셋째, 반도체 비중 확대는 사실상 고변동성 포지셔닝과 동의어임을 항상 염두에 두어야 한다.

2. 한미 변동성 디커플링과 이유들

(1) 변동성 방법론

한국과 미국의 변동성 지수 측정 방법은 동일한 방법론으로 산출: 미래 변동성을 가격에 반영하는 내재 변동성

미국의 VIX 지수(CBOE Volatility Index)는 S&P 500 지수의 향후 30일 기대 변동성을 옵션 시장 가격에서 추출해 연환산 표준편차(%)로 표시한 지수다. VKOSPI는 KOSPI200 옵션 가격에서 추출한 향후 30일 기대 변동성을 연환산 표준편차로 표시하며, 동일한 방법론으로 산출된다.

두 지수는 과거 가격으로부터 계산하는 통계치(realized volatility)가 아니라, 옵션 매매자들이 미래 변동성을 가격에 반영한 내재 변동성(implied volatility)이다. "공포지수(Fear Index)"로 불리기도 하지만, 정확히는 향후 30일 기대 분산(variance)의 제곱근에 100을 곱한 값이다.

변동성 지수 산출 수식

1. 개별 만기 옵션에서 분산 추출

: OTM 콜·풋 옵션 가격 전체를 $1/K^2$ 가중치로 합산

$$\sigma^2 = \frac{2}{T} \sum_i \frac{\Delta K_i}{K_i^2} e^{RT} Q(K_i) - \frac{1}{T} \left[\frac{F}{K_0} - 1 \right]^2$$

2. 30일 만기로 시간 보간

: 근월물(T1)·차월물(T2) 가중평균으로 정확히 30일 만기 분산 산출

$$\sigma_{30}^2 = \left[T_1 \sigma_1^2 \frac{N_{T_2} - N_{30}}{N_{T_2} - N_{T_1}} + T_2 \sigma_2^2 \frac{N_{30} - N_{T_1}}{N_{T_2} - N_{T_1}} \right] \cdot \frac{N_{365}}{N_{30}}$$

3. 최종 지수화 및 일간 환산

: 연환산 표준편차를 100배 스케일 > 일간 변동성은 $\sqrt{252}$ 분모

$$VIX = 100 \sqrt{\sigma_{30}^2}; \sigma_{daily} = \frac{\sigma_{annual}}{\sqrt{252}}$$

자료: SK 증권

변동성 지수 레벨대에 따른 일간 변동성은 $\sigma(\text{daily}) = VIX(VKOSPI)/\sqrt{252}$ 공식으로 환산할 수 있다(편의상 $\div 16$ 으로 근사하기도 한다). 예를 들어 VKOSPI가 30pt라면, 코스피 200지수가 일간 1σ 기준으로 $\pm 1.89\%$ 의 진폭을 나타내는 것이 옵션 시장에서 가격에 반영된 통계적 정상 수준이라는 의미다.

변동성 지수 구간별 옵션 시장에 반영된 일평균 변동 폭

VIX/VKOSPI	1σ (≈68%)	2σ (≈95%)
15	±0.95%	±1.89%
20	±1.26%	±2.52%
30	±1.89%	±3.78%
40	±2.52%	±5.04%
50	±3.15%	±6.30%
60	±3.78%	±7.56%
70	±4.41%	±8.82%
80	±5.04%	±10.08%

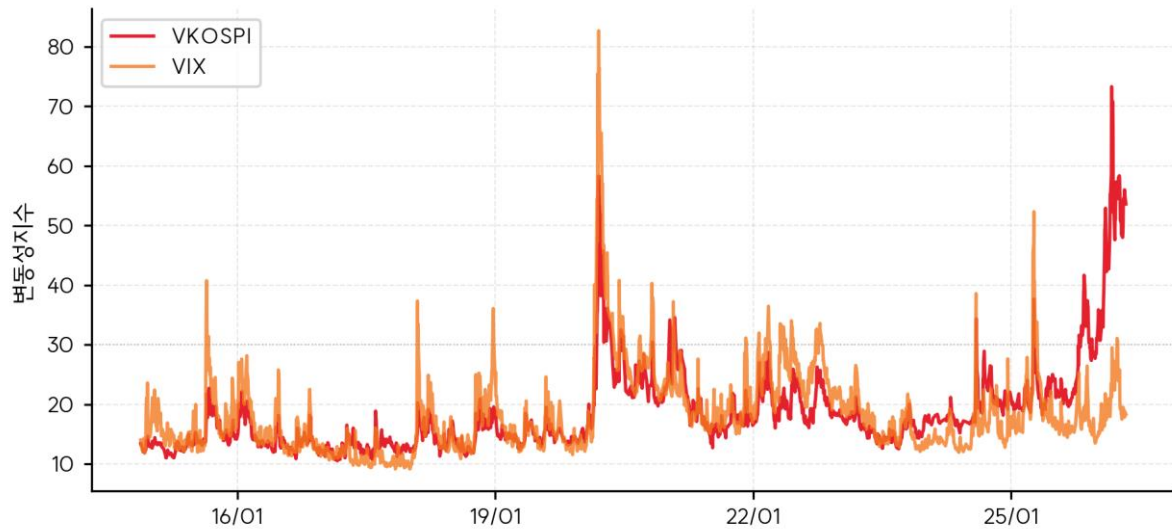
자료: SK 증권

(2) 한미 변동성 디커플링

한국-미국 변동성 디커플링 진행되는 가운데 미국은 교과서적 역관계 유지 최근 디커플링은 한국 독자적 변동 요인에 기인한 것으로 판단

최근 한국과 미국 증시가 동반 신고가 랠리를 이어가는 가운데, 가장 눈에 띄는 차이점은 양국의 변동성 지수가 동행성을 잃었다는 점이다. 미국에서는 '강세장=저변동성'의 역관계가 여전히 정상적으로 작동하고 있으며, 강세장에서의 VIX 는 평균 12~15 부근에 형성되고 약세장에서만 25 를 상회하는 경향을 보인다. VIX 30 초과는 위기 임계값, 50 초과는 패닉 영역으로 간주된다. 한국 증시는 전통적으로 미국 증시의 흐름에 큰 영향을 받아왔기 때문에 이러한 구조가 한국 시장 분석 프레임워크의 일부로 통용되어 왔다. 그러나 미국은 기존 패턴이 유지되는 반면 한국만 동행성을 이탈하고 있어, 최근의 디커플링은 한국 증시의 독자적 변동 요인에 의해 만들어진 것으로 판단된다.

VIX 와 VKOSPI 지수의 디커플링

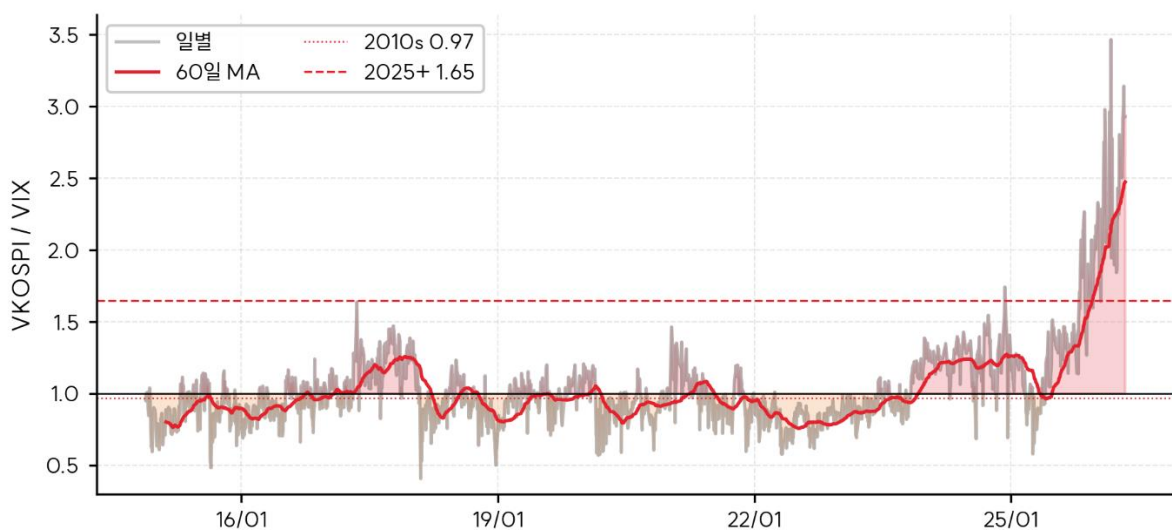


자료: Quantiwise, SK 증권

절대적인 레벨로 보아도, 상대적인 비율로 보아도 과거 데이터로 설명하기 힘든 구간에 진입한 상황

VKOSPI/VIX 비율 역시 역사적 평균을 크게 상회하며 한미 변동성 격차가 뚜렷하게 확대되고 있다. 2010~2019 년 평균 0.97, 최대 1.64 수준에 머물던 비율이 2025~2026년에는 평균 1.65(최대 3.47)로 급등해, 한국의 변동성이 미국의 1.5~3 배 수준에 형성되고 있다. 작년 하반기부터 이 비율의 60 일 이동평균이 1.0 기준선을 추세적으로 상회한 뒤 2.5 부근까지 가파르게 상승한 것은, 일시적 충격이 아니라 한국 증시의 상대 변동성이 구조적으로 높아졌음을 시사한다.

VKOSPI / VIX 비율

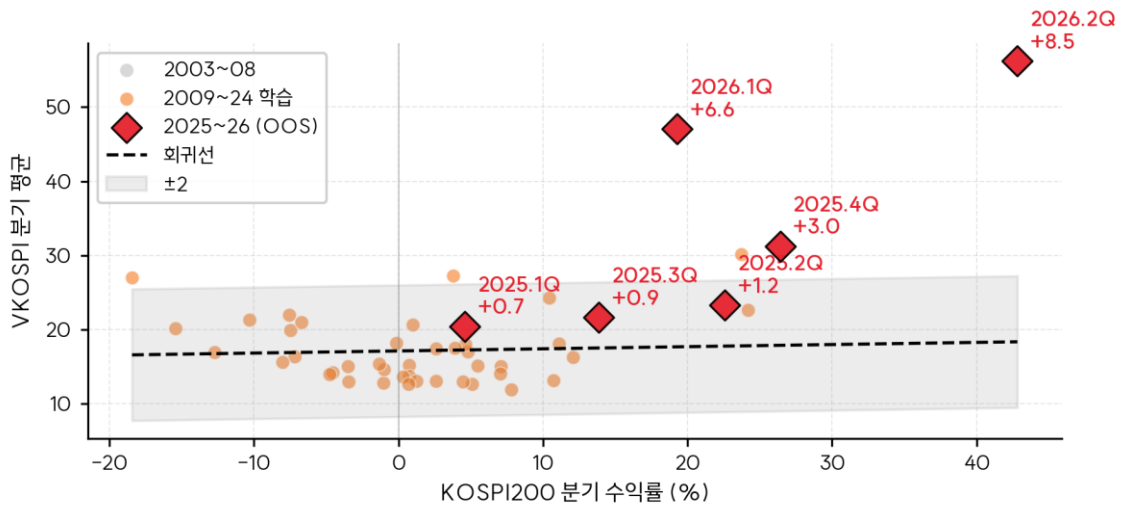


자료: Quantiwise, SK 증권

과거 데이터 기반으로는 이미 설명 불가능한 구간에 진입한 변동성과 증시 수익률의 관계

2009~2024년 분기 데이터로 도출한 회귀식을 2025~2026년 2분기(6개 분기)에 OOS(Out-of-Sample) 검정해보면, 잔차가 2025.4Q +3.0 σ 로 정상영역 경계를 넘어선 뒤 2026.1Q +6.6 σ , 2026.2Q +8.5 σ 까지 확대되며 회귀선의 설명 범위를 크게 이탈한다. 정규분포 가정에서 +6 σ 이상의 잔차는 발생 확률이 사실상 0에 가까운 영역으로, 이는 단순한 변동성 수준 상승이 아니라 KOSPI200 수익률과 VKOSPI 간의 반응 함수 자체가 변화했음을 통계적으로 입증한다. 결국 평년 데이터만으로는 2025년 이후 변동성 형성 구조를 설명할 수 없으며, 강세장 수익률에 대한 변동성 반응 함수가 영구적으로 변경되고 있음을 시사한다.

코스피 200 분기 수익률과 VKOSPI 분기 평균치 분포



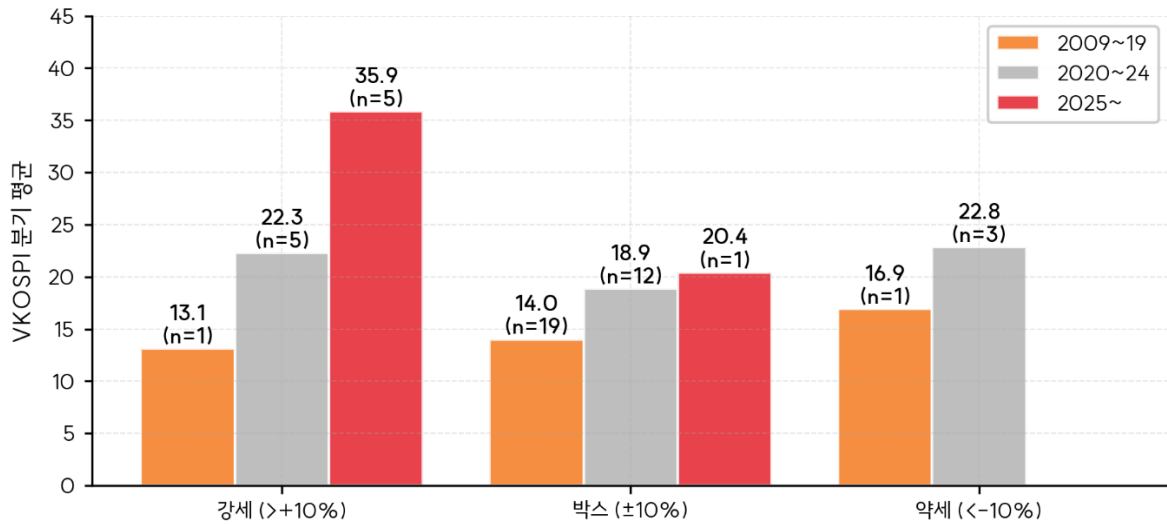
자료: Quantwise, SK 증권

(3) 강세장과 하이볼의 결합

현재 국면은 강세장과 고변동성이 함께 나타나는 국면으로 해석하는 것이 적절

분기 수익률을 강세(+10% 이상)·박스(±10%)·약세(-10% 이하)로 구분해 VKOSPI 평균을 비교해보면, 한국 시장의 변동성 구조가 시기별로 뚜렷하게 달라지고 있음을 확인할 수 있다. 강세 분기 VKOSPI 평균은 2010~2019년 13.1 > 2020~2024년 22.3 > 2025년 이후 35.9로 단계적으로 상승해 평년 대비 약 2.7배 수준까지 확대되었다. 반면 박스권 분기는 14.0에서 20.4로, 약세 분기는 16.9에서 22.8수준에 머물러, 강세 분기의 변동성 상승폭이 다른 국면을 압도하고 있다. 이처럼 과거 "강세장=변동성 안정"이라는 정상 모델에서 벗어나 2025년 이후에는 "강세장=변동성 동반 상승"이라는 새로운 함수 관계가 형성되고 있다.

코스피 분기별 강세장/약세장/박스권별 VKOSPI 분포

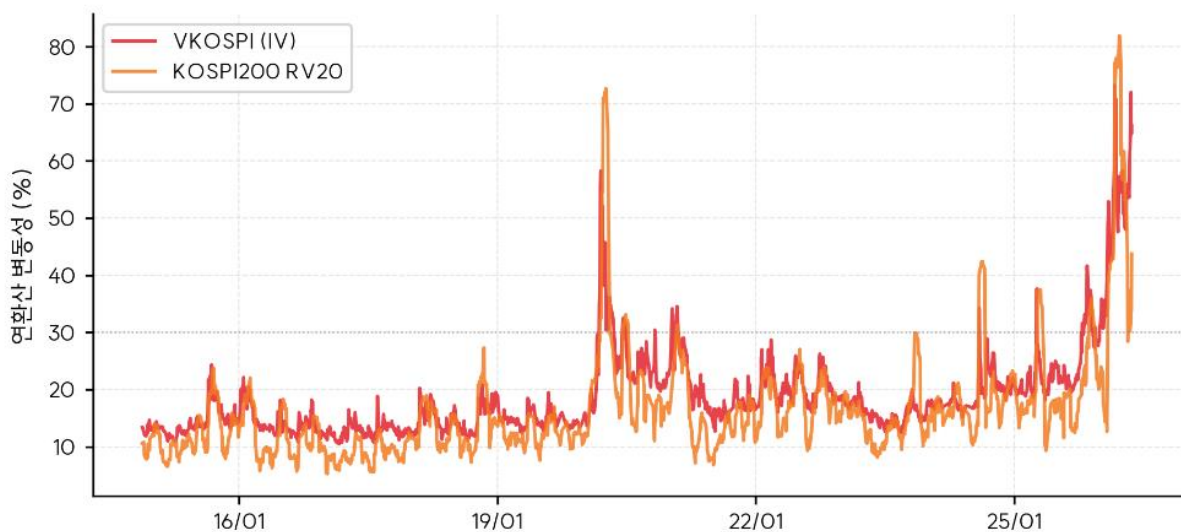


자료: Quantiwise, SK 증권

옵션 프리미엄도 있겠지만 기본적으로는 실현 변동성 자체가 높아진 것이 변동성 지수가 구조적으로 높아지게 만들

옵션 시장의 예상 변동성(IV·VKOSPI)과 기초자산의 실현 변동성(RV·KOSPI200 RV20)을 비교해보면, 2025년 들어 두 지표가 동시에 급등하며 동반 상승하는 흐름이 뚜렷하게 나타나고 있다. VRP(Variance Risk Premium)가 0에 수렴하는 것은 옵션의 IV가 하락한 결과가 아니라, 실제 기초자산의 일별 변동성이 IV 수준까지 끌어올려진 결과다. 다시 말해 시장이 가격에 반영한 기대 변동성을 실현 변동성이 그대로 충족시키고 있다는 의미다.

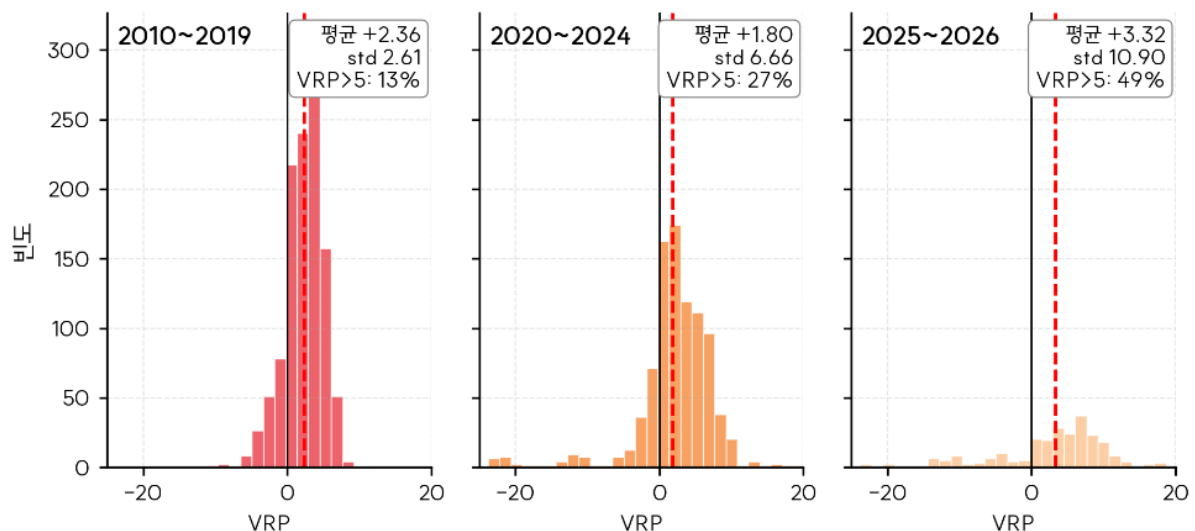
VKOSPI와 코스피 200 실현변동성 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

시기별 VRP 분포를 히스토그램으로 비교해보면, 평균 자체보다 분산이 크게 확대되면서 변동성 위험 프리미엄의 양극화가 뚜렷하게 진행되고 있다. VRP 평균은 2010~2019년 +2.36 > 2020~2024년 +1.80 > 2025~2026년 +3.32로 소폭 변화에 그쳤으나, 표준편차는 2.61 > 6.66 > 10.9로 약 4배까지 확대되었다. VRP가 5%를 초과하는 고프리미엄 구간 비중도 13% > 27% > 48%로 가파르게 늘어나, 분포의 꼬리가 양방향으로 두꺼워지는 형태를 보이고 있다. 결국 VRP 평균이 안정적으로 보이는 외형 이면에는 큰 폭의 양·음 영역이 동시에 빈번해진 구조가 자리잡고 있어, 변동성 매도·매수 전략 모두 진입 시점에 따른 손익 편차가 과거 대비 훨씬 커진 환경임을 시사한다.

시기별 VRP 분포 비교



자료: Quantiwise, SK 증권

(4) 4 가지 미시 구조의 변화

① 반도체 Big 2 시가총액 비중 급증

국내 대표 종목들인 삼성전자와 SK 하이닉스가 코스피 전체에서 차지하는 비중이 절반까지 상승

삼성전자와 SK 하이닉스 두 종목의 KOSPI 시가총액 비중이 50% 전후까지 확대되면서, 지수 흐름의 절반 가량이 사실상 반도체 2개 종목에 의해 결정되는 구조가 형성되었다. 두 종목의 코스피 내 비중은 2010년 15%에서 2020년 메모리 슈퍼사이클 당시 32%까지 확대된 뒤, 2024년 다운사이클에서 25%로 축소되었다가 2026년 AI 슈퍼사이클 폭증 국면에서 50%에 근접하는 수준까지 재차 급등했다.

코스피종합지수 내 삼성전자(우선주 포함), SK 하이닉스 시가총액 비중 추이

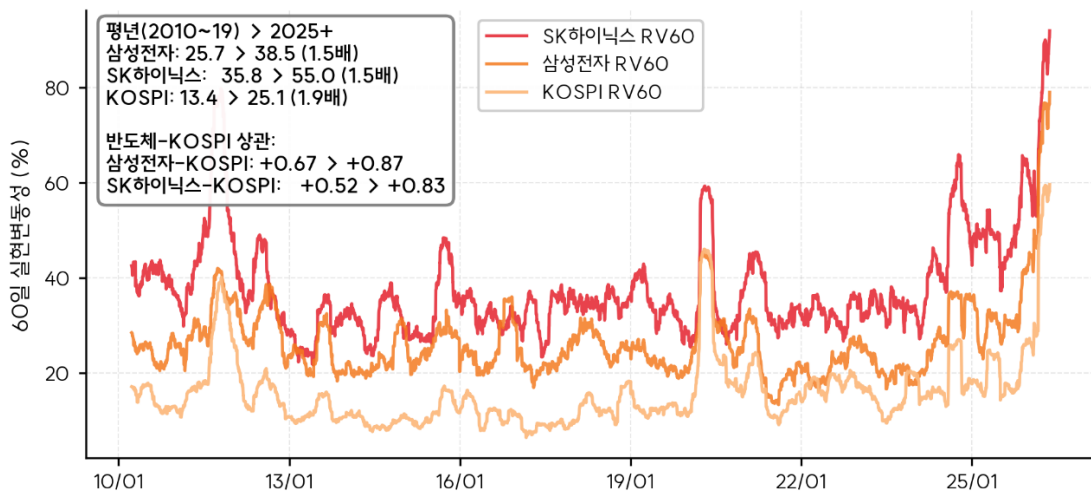


자료: Quantwise, SK 증권

삼성전자와 SK 하이닉스의 변동성 상승이 지수 자체의 변동성 상승으로 연결

2025년 이후 KOSPI 60일 실현변동성은 평년 13.4에서 25.1로 1.9배 상승했는데, 이는 같은 기간 삼성전자(25.7 > 38.5, 1.5배)·SK하이닉스(35.8 > 55.0, 1.5배)의 상승폭을 웃도는 수치다. 지수 변동성이 개별 종목보다 빠르게 상승한 것은, 종목간 분산 효과가 약화되고 있음을 의미한다. 일별 수익률 상관계수 역시 삼성전자-KOSPI가 +0.67에서 +0.87로, SK하이닉스-KOSPI가 +0.52에서 +0.83으로 급등해 반도체 이벤트가 곧 지수 변동성으로 직결되는 구조가 고착화되고 있다.

코스피종합지수, 삼성전자, SK 하이닉스 60거래일 실현 변동성 추이

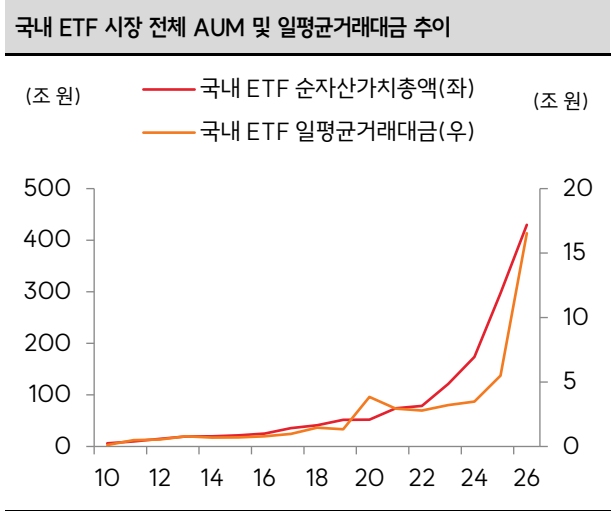


자료: Quantwise, SK 증권

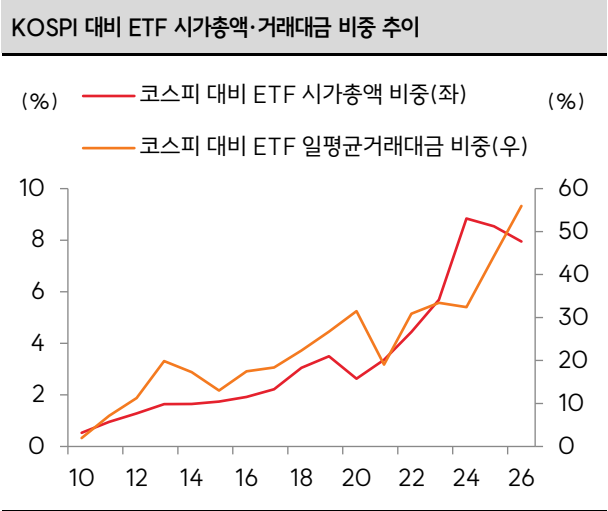
ETF 시장의 급성장도 변동성 상승에 기인. ETF 시장 규모가 커지지 않더라도 AUM 규모만큼 자동 매매가 발현되는 구조가 변동성의 구조적 상승에 영향을 줌

② ETF 시장의 급성장

국내 ETF AUM은 2010년 6조원에서 2025년 말 297조원으로 약 50배 확대되었고, 2026년 4월 말 기준으로는 430조원 수준까지 급성장했다. ETF 시장의 KOSPI 시가총액 대비 비중 역시 0.53%에서 8%로 급등해 변동성 하한(floor) 형성의 핵심 동력으로 작용하고 있으며, 특히 최근 5년간 성장 기울기가 가장 가파르다. Ben-David의 비편더멘털 변동성 가설에 따르면, ETF LP가 NAV를 추적하기 위해 지수 선물·현물을 자동으로 매매하는 과정에서 ETF 자금 흐름이 그대로 시장 베타로 전이되어 변동성을 증폭시킨다. ETF 매수세가 일시 정체되더라도 430조원의 AUM이 시장에 머무는 한 LP의 자동 매매는 매일 발현되므로, 변동성 하한이 영구적으로 상향된 상태로 유지된다는 점을 고려해야 한다.



자료: KRX, SK 증권

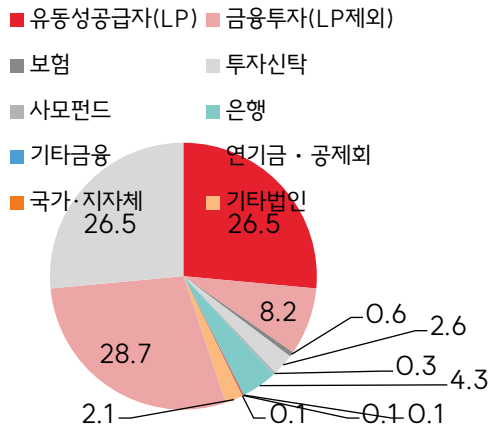


자료: KRX, SK 증권

현재 한국 시장에서 ETF를 매수하는 주요 주체는 개인이고, 금융투자은행도 개인 자금의 연장선으로 볼 수 있음

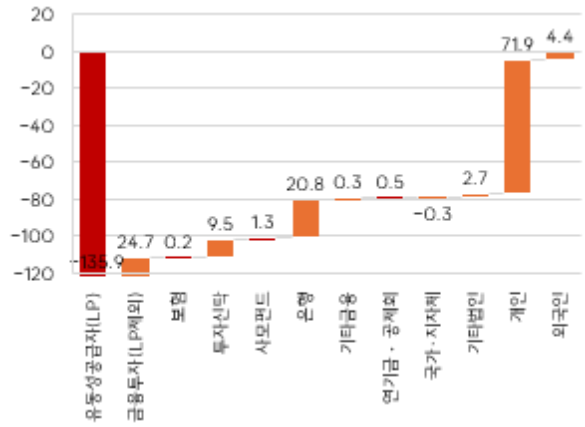
LP를 제외한 ETF 거래 참여 주체는 개인과 외국인이 대부분이며, LP 제외 기관의 거래 비중은 미미한 수준에 머물고 있다. 순매수 강도 기준으로는 개인이 ETF 시장의 최대 수급 주체로, 2025년 초~2026년 4월 누적 순매수 대금에서 개인이 압도적 1위를 차지하고 있다. LP 제외 금융투자은행이 그 뒤를 잇지만, 이들의 매수 자금 역시 개인 간접투자 자금이거나 개인 대상 금융상품 헤지 성격이 강하다는 점에서 사실상 개인 자금의 연장선으로 볼 수 있다.

2026년 4월 수급주체별 ETF 시장 거래대금 비중



자료: KRX, SK 증권

2025년 초~2026년 4월 수급 주체별 ETF 누적 순매수 대금

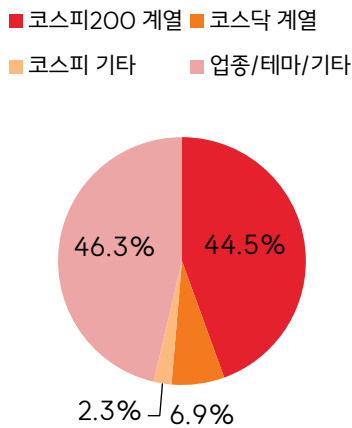


자료: KRX, SK 증권

주식형 ETF 들은 구조적으로 대형주를 담을 수밖에 없음. 따라서 ETF 시장이 커지면 커질수록 대형주에 매수세가 물리는 영향

국내 주식형 ETF AUM 중 KOSPI200 계열 비중이 44.5%에 달하며, 업종·테마 ETF(46.3%) 역시 대부분 대형주 중심으로 구성되어 있다. 시가총액이 클수록 편입 비중이 높아지는 ETF의 구조적 특성상 Top 5·Top 10 지수는 초대형주에 대한 추가 수급 유입을 지속적으로 유발한다. 이 결과 개인 자금 > ETF 유입 > LP의 바스켓 현물 매수가 금융투자 순매수와 대형주 강세로 직결되는 구조가 강하게 형성되었으며, KOSPI200의 중소형주 대비 상대강도는 금융투자 누적 순매수(=개인 ETF 매수 대응)에 의해 결정되는 경향이 뚜렷하다.

한국 주식형 ETF 시장 내 기초지수별 AUM 비중



자료: KRX, SK 증권

국내 주식형 ETF AUM Top 15 기초지수

순위	기초지수명	AUM(억)	비중
1	코스피 200	497,637	22.9%
2	코스피 200 TR 지수	129,496	5.9%
3	FnGuide 반도체 TOP10 지수	129,047	5.9%
4	코스피 200 레버리지지수	98,101	4.5%
5	MSCI Korea TR Index	88,621	4.1%
6	코스닥 150	87,273	4.0%
7	KRX 반도체	78,249	3.6%
8	코스피 200 타겟 15% 위클리 커버드콜 지수	57,036	2.6%
9	iSelect AI 전력핵심설비 지수(PR)	51,109	2.3%
10	코스닥 150 레버리지지수	44,031	2.0%

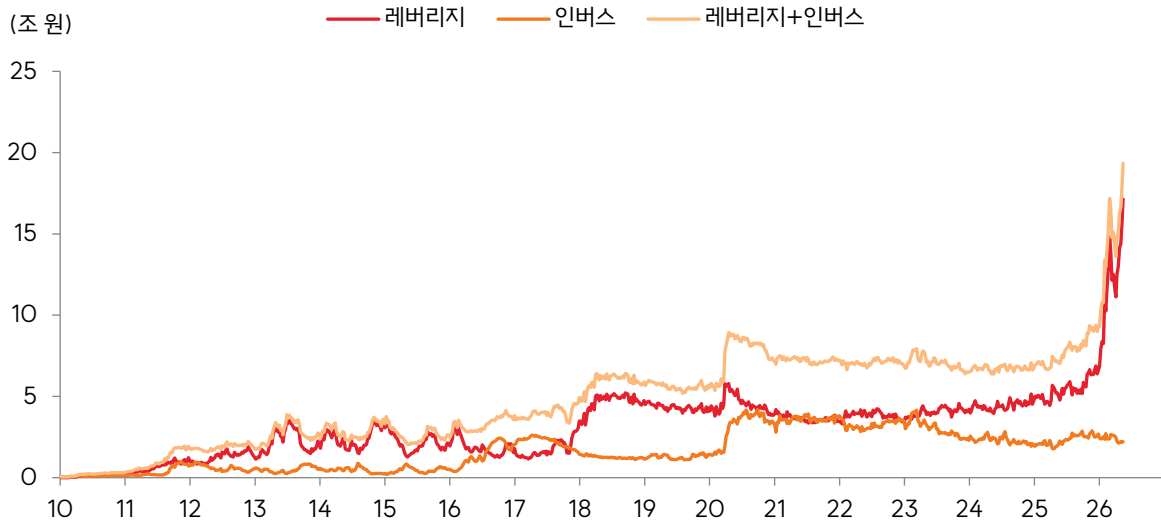
자료: KRX, SK 증권

③ 레버리지/인버스 ETF가 부르는 변동성

레버리지/인버스 ETF의 급성장도 일간 변동성의 증폭에 큰 영향을 주고 있음

레버리지/인버스 ETF의 급성장은 변동성 증폭의 또 다른 구조적 원인이다. 이들 상품은 매일 종가 부근 지수 선물을 강제 매매해 마감 30분 변동성을 구조적으로 증폭시킨다. 올해 3월 초 KOSPI가 -12.06% 하락할 당시 인버스 ETF의 일일 리밸런싱 매도가 하락을 가속화했으며, 다음 거래일 +9.63% 반등 시에도 동일한 메커니즘이 반대 방향으로 작동한 것이 확인되었다. 국내외 레버리지/인버스 ETF가 결합되며 일중·일간 변동성을 모두 평년 이상으로 키우는 동력이 지속되고 있는 만큼, 하반기 변동성 국면에서 추세 추종형 자금 쏠림에 유의해야 한다.

국내증시 레버리지/인버스 ETF 합산 AUM 추이



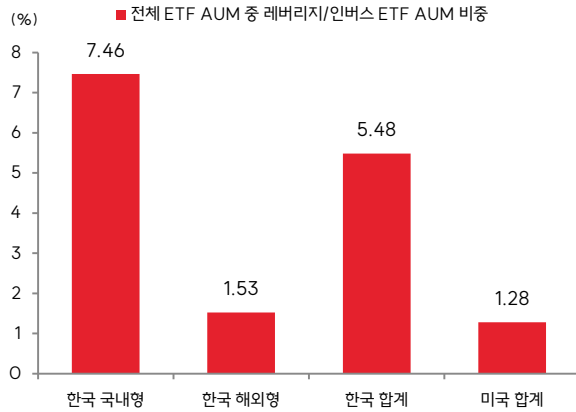
자료: Quantwise, SK 증권

주: 국내 주식형 ETF 합산, 국내 상장 해외증시 관련 ETF는 제외

미국이 한국 대비해서 레버리지/인버스의 배수나 선택의 폭은 더 다양하나 시장 내 비중, 혹은 거래 비중 측면에서는 한국이 훨씬 더 큰 지분을 차지함

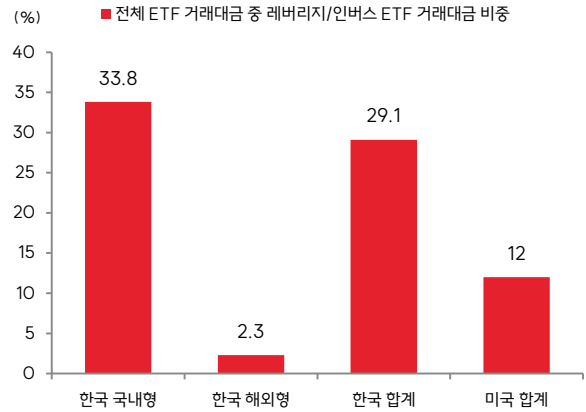
국내 ETF 시장의 전체 AUM 대비 레버리지/인버스 비중은 5.48%로 미국(1.28%)의 4 배 이상이며, 국내형만 계산하면 7.46%에 달한다. 거래대금 기준으로는 격차가 더욱 두드러져, 한국 합계 29.1%·국내형 33.8%로 미국(12% 전후)의 2~3 배에 이른다. 이처럼 레버리지·인버스 의존도가 구조적으로 높은 국내 시장에서는 외부 충격 발생 시 자동 리밸런싱이 가격 움직임을 추가로 증폭시키는 메커니즘이 상시 작동하고 있다.

한국/미국 ETF 전체 시장 규모 중 레버리지/인버스 ETF 비중



자료: 한국거래소, ETF Action, SK 증권
주: 2026년 4월 말 기준

한국/미국 ETF 전체 시장 거래 중 레버리지/인버스 ETF 비중



자료: 한국거래소, Atlantic Council, SK 증권
주: 한국은 2026년 4월 말 기준, 미국은 2025년 연간 기준

④ 여전히 큰 파생시장 규모

이전 대비 규모가 줄어들긴 했으나 한국은 파생상품 시장이 큰 규모를 가지고 있음

과거 코스피 200 옵션이 글로벌 거래량 1위를 기록하던 전성기만큼은 아니지만, 한국거래소는 여전히 상당한 규모의 파생상품 시장을 보유하고 있다. 2025년 기준 글로벌 파생상품 거래소 순위에서 한국거래소는 10위에 해당하며, 국가별로는 인도·브라질·미국·터키·중국에 이어 높은 거래량을 유지하고 있다.

2025년 거래량 기준 글로벌 파생상품 거래소 순위: 한국거래소는 글로벌 10위

순위	거래소	국가	2025년 거래량	전체 대비 비중(%)
1	National Stock Exchange of India	India	34,670,285,022	29.065%
2	BSE	India	24,442,360,527	20.491%
3	B3	Brazil	11,078,825,149	9.288%
4	CME Group	USA	7,063,891,027	5.922%
5	Intercontinental Exchange	USA	5,007,776,767	4.198%
6	Cboe Global Markets	USA	4,664,747,449	3.911%
7	Nasdaq	USA	4,144,439,898	3.474%
8	Borsa Istanbul	Turkey	3,159,687,471	2.649%
9	Zhengzhou Commodity Exchange	China	3,138,296,335	2.631%
10	Korea Exchange	South Korea	2,611,342,995	2.189%
11	Dalian Commodity Exchange	China	2,597,427,189	2.177%
12	Shanghai Futures Exchange	China	2,490,305,728	2.088%
13	Miami International Holdings	USA	2,387,741,373	2.002%
14	Eurex	Germany	2,065,936,442	1.732%
15	Multi Commodity Exchange of India	India	1,500,173,031	1.258%

자료: FIA, SK 증권

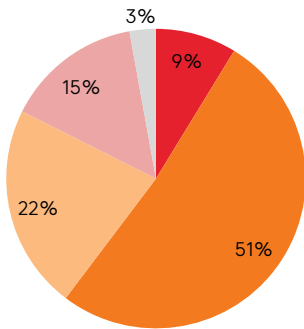
미결제약정 기준으로는 북미가 51%로 가장 큰 비중을 차지하지만, 거래량 기준으

절대적인 규모는 미국을 비롯한 북미가 가장 크지만, 거래가 빈번하게 많이 일어나는 곳은 아시아 신흥국 거래소

로는 아시아가 63%로 가장 활발한 지역이다. 아시아는 미결제약정 비중이 9%에 불과한 반면 거래량은 63%로, 포지션 보유보다 단기 매매 회전이 압도적으로 우세한 시장 구조를 보인다. 북미는 미결제약정 51% 대비 거래량 20%로, 기관 중심의 장기 헤지·포지션 유지 성격이 강하다. 회전율이 높은 시장에서는 호가 스프레드가 좁아져 유동성·체결 효율이 높아지는 반면, 외부 충격 발생 시 가격 변동성이 빠르게 확대되고 쏠림 매매가 빈번해진다. 개인 투자자 비중이 높을수록 이러한 변동성 증폭 효과는 더욱 뚜렷하게 나타나며, 이는 한국 파생시장의 구조적 특성과 맞물려 있다.

2025년 파생상품시장 미결제약정 비중

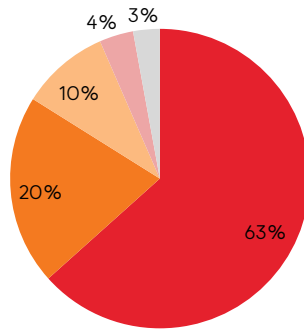
■ Asia-Pacific ■ North America ■ Latin America ■ Europe ■ Other



자료: FIA, SK 증권

2025년 파생상품시장 거래량 비중

■ Asia-Pacific ■ North America ■ Latin America ■ Europe ■ Other



자료: FIA, SK 증권

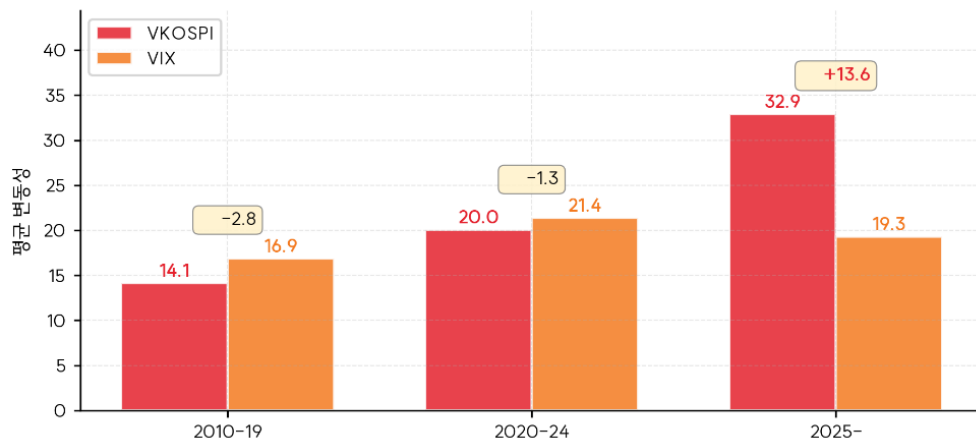
3. 고변동성 장세에서의 대응 전략

(1) 하반기 고변동성은 계속된다

하반기에도 고변동성 장세는 이어질 것으로 전망하며 이전처럼 미국 대비 변동성 낮은 국면은 만나기 힘들 것으로 예상

한국 시장은 개인 투자자들의 ETF 중심 투자가 시장의 주요 동인으로 자리 잡는 동시에, ETF 와 파생상품 시장이 서로 추세를 강화하면서 시장 자체가 변동성을 증폭시키는 국면에 진입했다. ETF AUM 증가 > LP 헤지 빈도 증가 > 옵션 OI·차익 잔고 증가 > 변동성 하한 추가 상향으로 이어지는 자기강화 루프가 고착화되고 있다.センチ먼트가 강세에서 약세로 전환되더라도 이 메커니즘은 그대로 작동할 가능성이 높아, 강세 유지 시에는 강세+고변동성, 약세 전환 시에는 약세+고변동성의 조합이 예상된다. 실제로 작년 이후 VKOSPI 평균 32.6 대 VIX 19.3 으로 한미 변동성 격차가 크게 확대되어, 한국 증시의 변동성이 미국보다 낮다는 과거의 인식은 이제 성립하지 않는다.

구간별 VIX/VKOSPI 평균치 분포: 작년부터 VKOSPI가 훨씬 높은 위치에서 형성



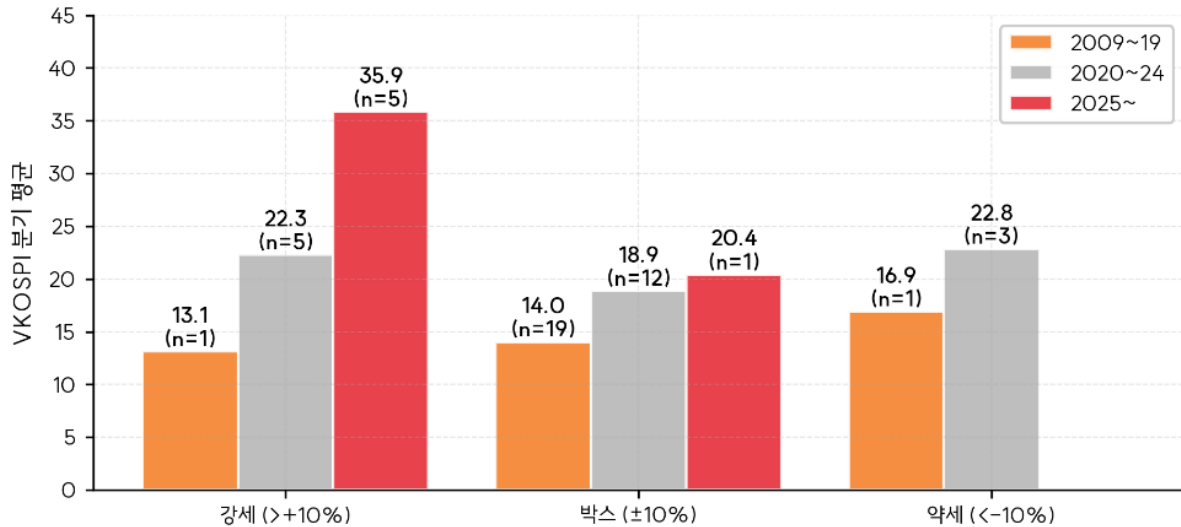
자료: Quantwise, SK 증권

표본 수 많지 않으나 최근 데이터로는 "강세장=저변동성"의 공식으로 시장을 설명하기 어려워진 상황

시기·시장 레짐별 VKOSPI 분기 평균을 살펴보면 "강세장=저변동성" 공식이 완전히 깨진 것을 확인할 수 있다. 강세 분기 변동성은 2009~2019 년 13.1 > 2020~2024 년 22.3 > 2025년 이후 35.9로 급증했으며, 박스권 역시 14.0 > 18.9 > 20.4 로 상승 추세가 이어지고 있다. 2025년 이후 아직 약세 분기는 존재하지 않으나, 이 추세가 지속된다면 약세 진입 시 변동성은 이전 약세 국면을 크게

옷도는 수준을 나타낼 것으로 예상된다.

시기/시장 레짐별 VKOSPI 분기 평균치

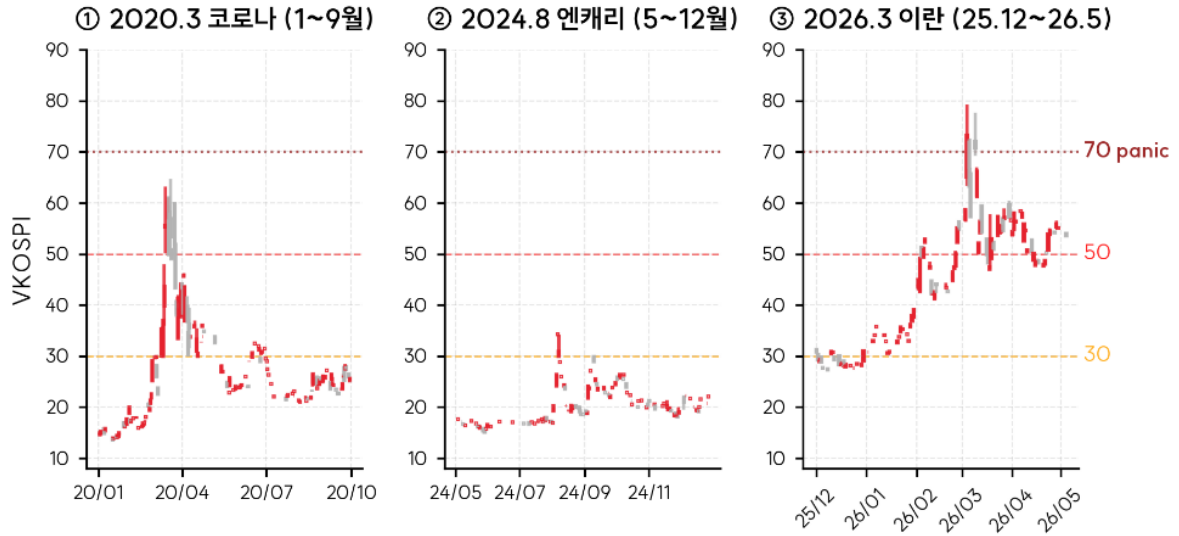


자료: Quantiwise, SK 증권

변동성의 평형도 상향 조정된 것으로 판단. 3월 이란 전쟁 당시 변동성이 2020년 코로나 팬데믹보다 높았던 것이 그 예시

레짐별 매트릭스를 시계열로 전개해보면 변동성 평형 자체의 상향이 더욱 분명하게 드러난다. 변동성 평균은 평년(2010~19) 14.1 > 2020~24년 20.0 > 2025년 이후 32.6 으로 단계적으로 상향되었으며, 실현 변동성도 동반 급증한 점에서 단발 스파이크가 아닌 평형 수준 자체의 구조적 변화로 해석하는 것이 타당하다. 평형이 이동한 만큼 임계값도 재정의를 할 필요가 있다. 평년에는 VKOSPI 50이 패닉의 기준 점이었다면, 현재 국면에서는 증가 60 이상이 위기, 70 이상은 패닉, 장중 80 이상은 극단적 상황으로 받아들이는 것이 적절하다. 실제로 현재 국면(평균 31.9, σ 13.0)에서의 분포를 보면, 일반 구간(20~40)이 56.9%, 경고 구간(40~60)이 21.5%, 위기 구간(60+)이 1.5%(4 일), 패닉 구간(70+)이 0.8%(2 일), 극단 구간(80+)은 장중 1건으로 집계된다.

과거 대형 리스크 이벤트별 VKOSPI 캔들차트: 변동성의 평형과 임계값을 다르게 볼 필요가 생김



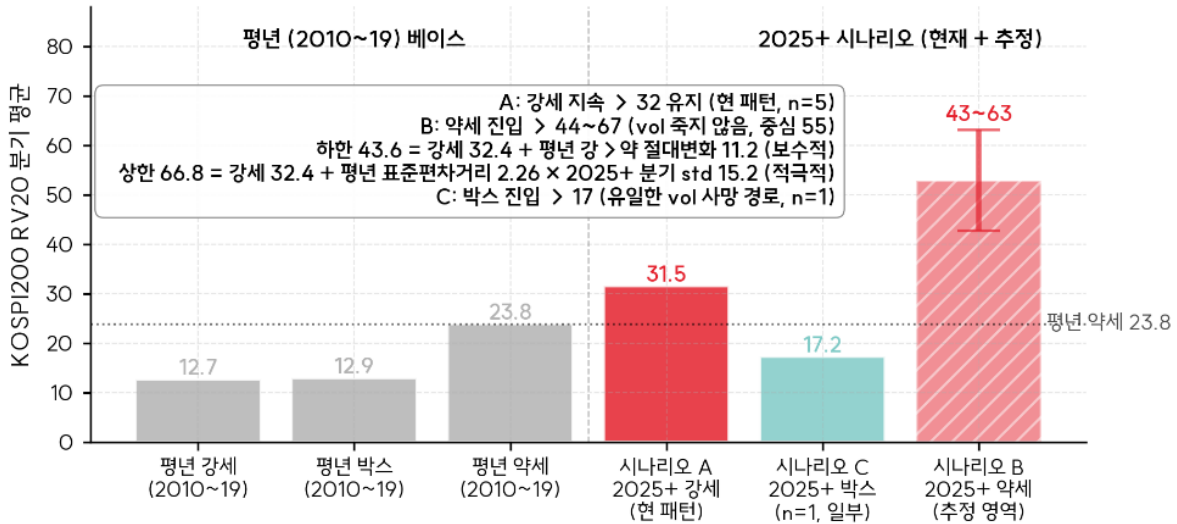
자료: Quantiwise, SK 증권

(2) 국면별 변동성 시나리오

강세장, 약세장 모두 고변동성을 나타내는 것이 기본 시나리오이며, 저변동성 국면은 박스권 장세에서나 만날 수 있을 것

어떤 방향으로 전개되더라도 변동성이 평년 수준(강세장 12.7·박스권 12.9)으로 회귀하기는 쉽지 않으며, 박스권 진입만이 변동성 진정의 유일한 경로로 판단된다. 시나리오 A(강세 지속)와 시나리오 B(약세 진입) 모두에서 고변동성 장세가 지속될 것으로 예상되며, 시나리오 C(박스권 진입)가 발생되더라도 변동성이 감소하는 데 그칠 뿐 평년 수준까지 내려가기는 어려울 것으로 본다. 결국 방향성과 무관하게 변동성 매도·언헤지 포지션에는 비대칭 리스크가 존재하며, 박스권을 제외한 모든 시나리오에서 VKOSPI 30 이상 구간에 상시 노출될 확률이 높다.

시나리오별 변동성 구간 예상치

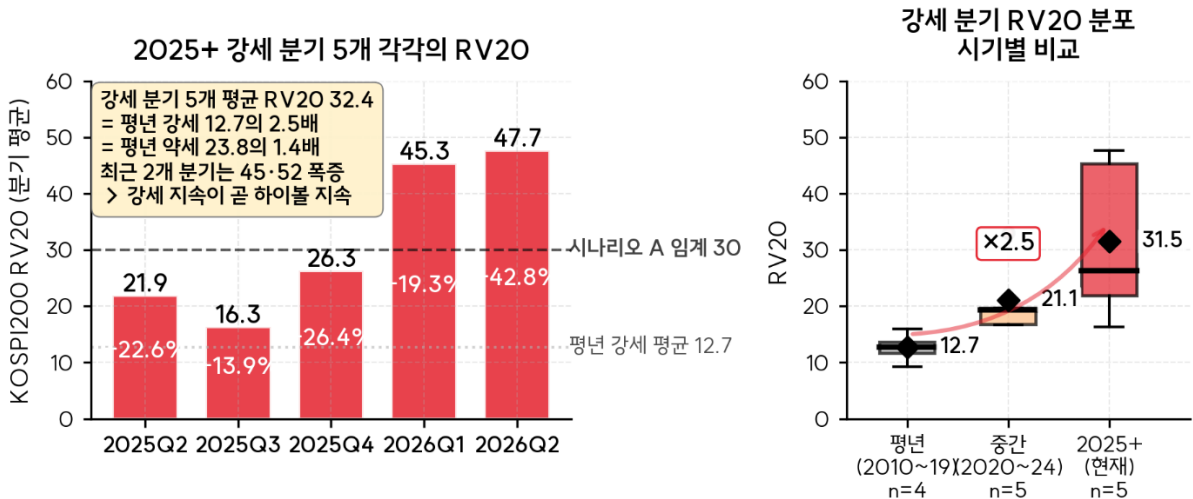


자료: Quantiwise, SK 증권

강세장을 만드는 재료들이 고변동성을 만드는 재료들과 크게 다르지 않다는 점에서 강세장과 고변동성의 동행성이 나타날 수 있음

2025년 이후 강세 분기 5개의 평균 RV20은 32.4이며, 특히 최근 2개 분기(26Q1 45.3, 26Q2 47.7)에서 폭증해 '강세 지속=하이볼 지속'이라는 패턴이 뚜렷하게 확인된다. 이미 강세장 변동성이 과거 약세장 수준마저 초과하는 비정상적 구간에 진입했으며, 강세를 유지시키는 동력(반도체 실적 서프라이즈, 글로벌 위험선호 등)이 그대로 변동성 지속 동력으로도 작용한다는 점이 핵심이다.

2025년 이후 강세 분기 내 실현 변동성 분포

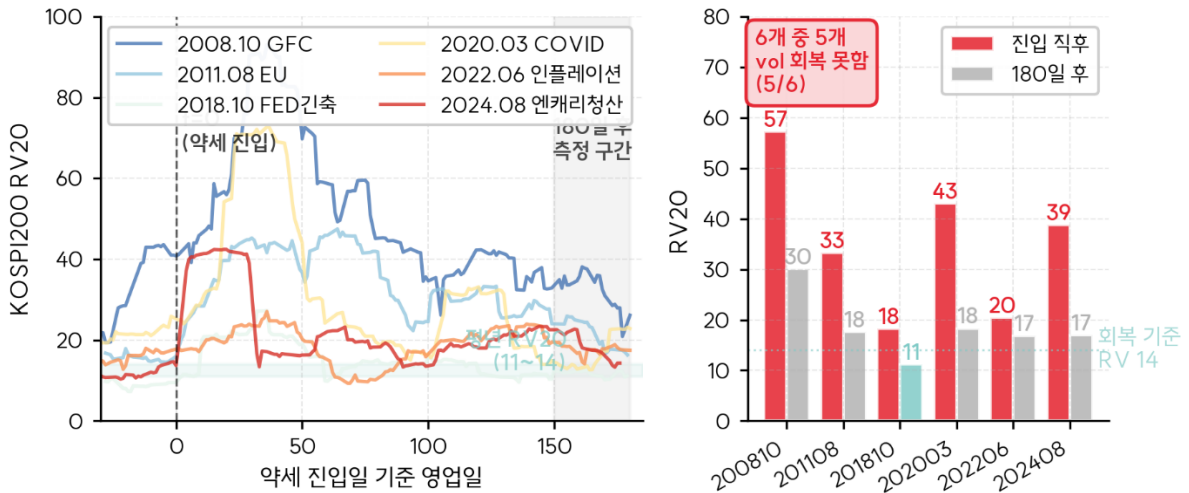


자료: Quantiwise, SK 증권

변동성이 내려가는 국면이더라도, 이전
평년 수준까지 당지는 못할 가능성이
높다는 판단

과거 6 개 위기 사례 중 5 개에서 약세 진입 후 6 개월 RV 가 평년 수준으로 회복하
지 못했다. 약세 진입은 변동성을 낮추는 것이 아니라 오히려 키우거나 유지하는 방
향으로 작동하는 것이다. 일반적으로 강세에서 약세로 전환 시 변동성 평균 회귀를
가정하지만, 한국 시장에서는 평년 회복 수준인 11~13 에 도달한 사례가 없어 이 공
식이 성립하지 않는다. 혼합 σ 접근으로 추정하면 현 강세 RV20 32에서 약세 진입
시 RV20 이 43~63(중심 55)까지 상승하며, 이는 평년 약세 24 의 약 2~3 배에
해당한다. 이 추정은 평년 강 > 약 σ 거리 2.26 을 2025 년 이후 분포에 적용한 것
으로, 보수적 추정(절대변화 11.2 가산 = 43.6)과 적극적 추정($2.26 \times \sigma = 66.8$)
두 방식 모두 평년 약세 수준 23.8 을 명확히 상회한다.

주요 위기 이벤트별 코스피 200 실현변동성 추이



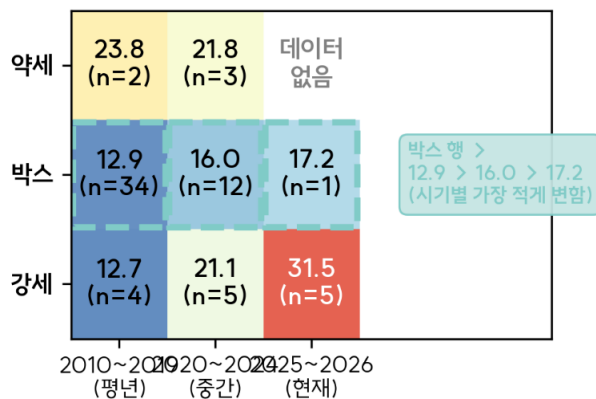
자료: Quantiwise, SK 증권

결국 상승 쪽, 그리고 하락 쪽의 모멘
텀을 모두 소진한 후에야 박스권 및 저
변동성 장세로 진입하게 될 가능성에
무게

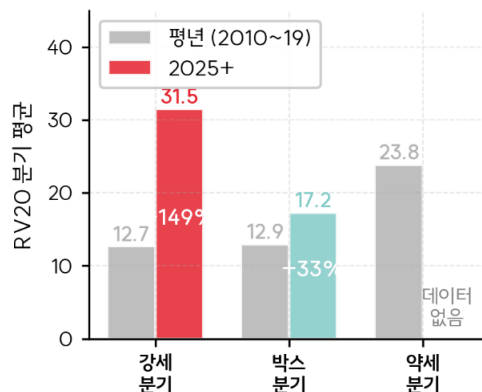
양방향 모멘텀이 동시에 소멸하는 것만이 변동성이 줄어드는 유일한 경로인데, 이는
인위적으로 만들어지기보다는 강세장과 약세장을 모두 충분히 겪고 난 후에야 발생
할 가능성이 높다. 2025 년 이후 박스권으로 전개된 분기는 표본이 1개에 불과해 일
반화에는 한계가 있으나, RV20 17.2로 강세장 32.4 의 절반 수준에 그쳐 모멘텀 소
멸 시 변동성이 즉시 절반으로 줄어드는 패턴이 확인된다.

시기 및 레짐별 변동성 매트릭스

시기 x 레짐 RV20 매트릭스



시기별 RV20 변화 박스 최소화



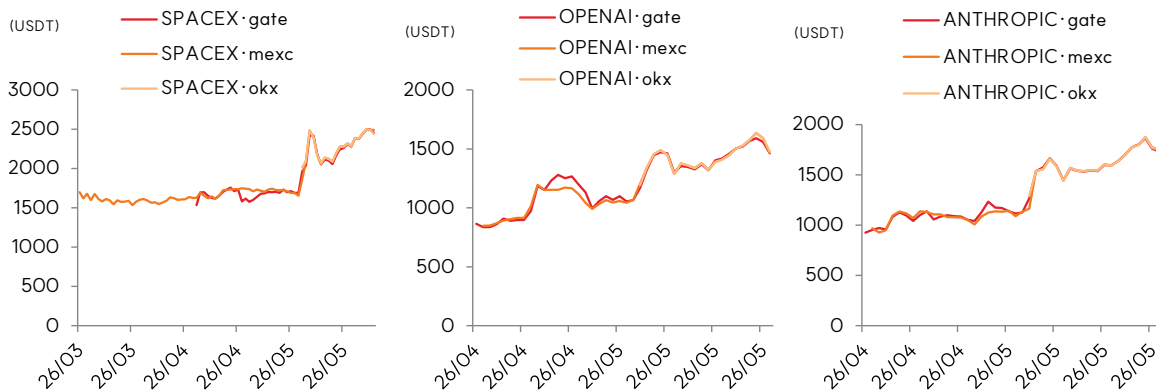
자료: Quantiwise, SK 증권

(3) 고변동성 국면 하 대응 전략

AI 투자심리가 여전히 관련이 될 수밖에 없으며, 여러 가지 대안 데이터들의 추이를 파악하는 것이 필수

하반기에도 AI 투자심리의 향방이 시장의 핵심 변수로 작용할 가능성이 높기에 다양한 대안 데이터를 보조 시그널로 활용할 필요성이 커지고 있다. 그 한 예시가 비상장 AI 기업들의 무기한 선물(perpetual futures)로, 최근 가상화폐·탈중앙화 거래소들이 이를 상장시켜 해당 기업들의 가격을 24 시간 확인할 수 있게 되었다. 물론 Anthropic 이 비인가 주식 이전을 "무효"로 선언하며 무기한 선물이 급락하는 사건이 발생하는 등 노이즈가 상당하고 유동성도 제한적이지만, 시장センチ먼트를 읽는 보조 지표로는 충분히 활용할 수 있다.

SpaceX, OpenAI, Anthropic Pre-IPO Crypto 무기한 선물 가격

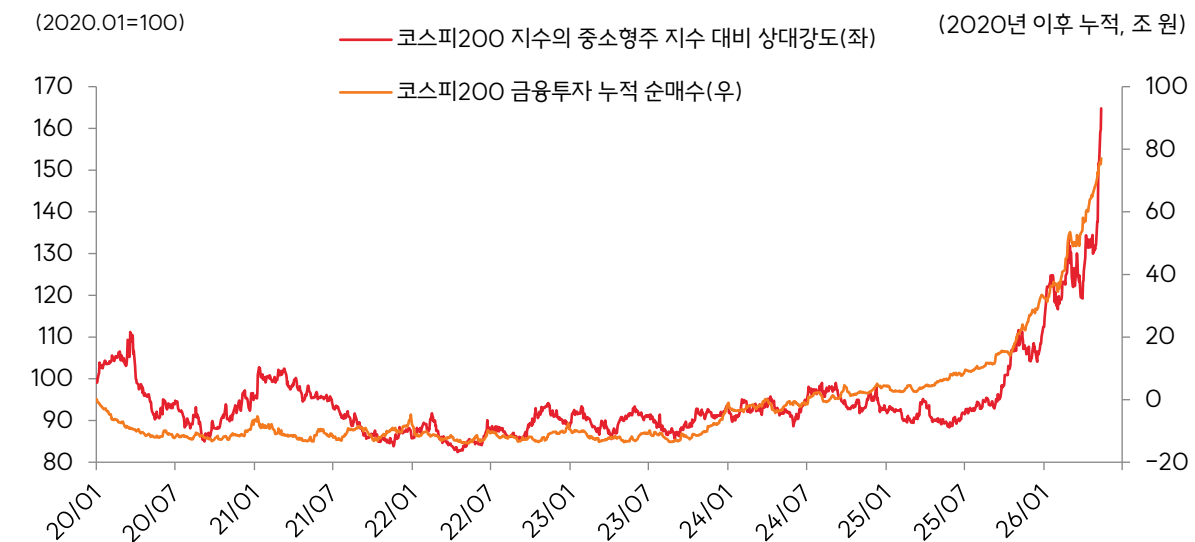


자료: Gate, MEXC, OKX, SK 증권

ETF 시장 커지는 추세 이어지는 구간
속에서는 계속 대형주 선호

ETF AUM 확대와 KOSPI 대형주 시가총액은 매우 뚜렷하게 동행하는 경향을 보이며, ETF 자금 유입이 대형주 강세를 직접 견인하는 구조가 확립되어 있다. KOSPI200의 중소형주 대비 아웃퍼폼 강도는 금융투자 순매수(개인 ETF 매수)에 의해 결정되는 경향이 뚜렷한 만큼, ETF 시장으로의 자금 유입이 지속되는 한 대형주 중심의 시장 구도 역시 이어질 것으로 판단된다.

코스피 200 지수의 중소형주 지수(WMI500 중소형주) 대비 상대강도와 코스피 200 금융투자 누적 순매수

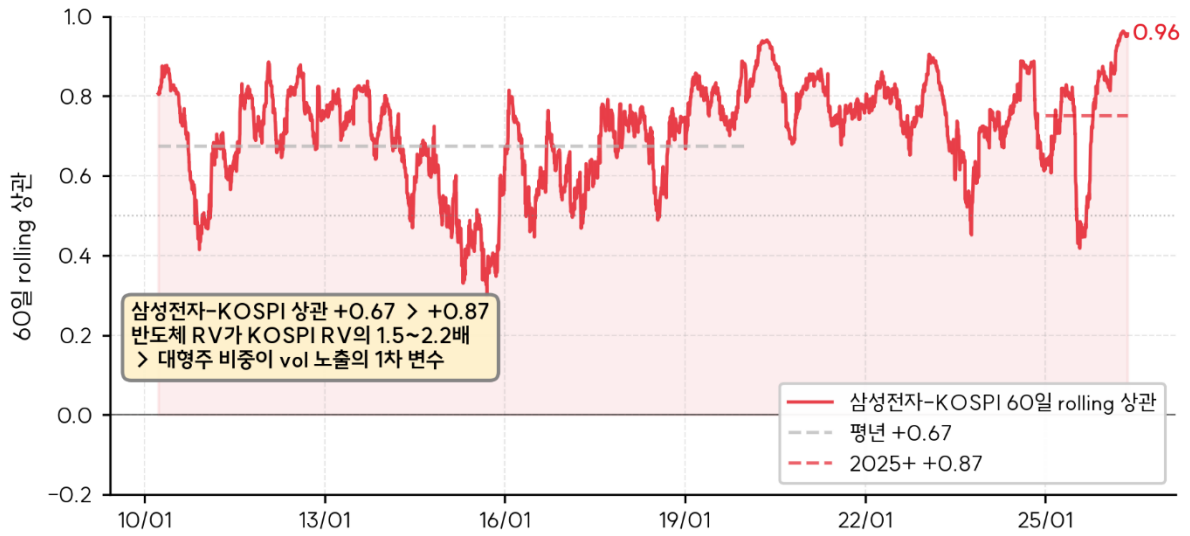


자료: Quantwise, SK 증권

최근 반도체 대표주와 코스피의 동조화가 그 어느때보다 강해진 상황으로, 이들의 변동성 감안 시 반도체 Overweight는 고변동성 포지셔닝은 인식할 필요

삼성전자와 KOSPI의 상관계수는 2010~2019년 +0.67에서 2025년 이후 +0.87로 급등해, 지수 움직임의 대부분을 삼성전자 한 종목으로 설명할 수 있을 만큼 반도체와 주가지수의 동조화가 심화되었다. 반도체 주요 종목의 실현 변동성이 코스피의 1.5~2.2배에 달한다는 점을 감안하면, 반도체 비중 확대는 곧 변동성 노출 확대와 같은 의미다. 반도체 위주의 포트폴리오를 구성할 때는 구조적으로 높은 변동성을 전제로 한 포지셔닝임을 인식해야 한다.

삼성전자와 코스피종합지수 상관계수(60D Rolling 기준)



자료: Quantiwise, SK 증권

4. 2026년 한국 주식시장 급등은 쓸림에 의해 발현

(1) 섹터 쓸림의 정량적 확인

반도체(+165%)·IT 하드웨어
(+135%) 압도적 독주

2026년 한국 주식시장 상승을 견인한 산업은 명확하다. 연초 이후 YTD 수익률 기준으로 반도체가 약 165%, IT 하드웨어가 약 135%로 시장 전체 수익률을 압도적으로 상회했으며, 그 뒤를 상사·자본재, 건설·건축, IT 가전, 기계(등 원전, 전력기기를 포함한 AI 인프라 관련 산업이 잇고 있다.

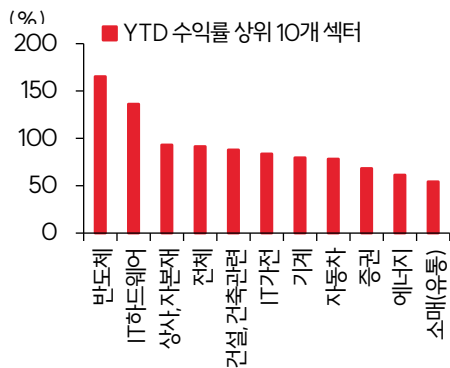
영업이익 전망치 상향 섹터: 반도체 주
도

실적의 뒷받침은 더 좁다. 전체 시장의 연초 전망치 대비 2026년 연간 영업이익 전망치 상승을 견인한 섹터는 반도체가 유일하며, 반도체의 영업이익 전망치 YTD 변화율은 약 260%에 달한다. 그 외에 영업이익 전망치가 연초 대비 상향 조정된 섹터는 비철·목재, 상사·자본재, 에너지, 증권, 조선, IT 하드웨어 등 9개에 그친다. 즉, 주가가 오른 섹터는 많지만 실적이 오른 섹터는 반도체 한 곳으로 수렴하고 있다는 의미다.

핵심 질문: 쓸림 위험 여부 아닌 구조
의 지속 여부

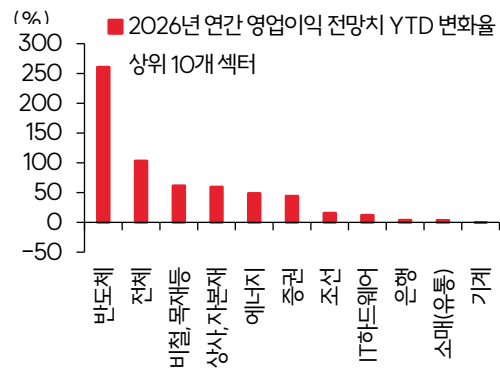
이는 자연스럽게 “주가 상승이 쓸림에 의한 단기 과열인가”라는 질문으로 이어진다. 쓸림이라는 개념이 주는 불안함이 있지만, 지금 핵심은 “쓸림이 위험한가”보다 “쓸림을 만든 구조가 무엇이며, 그 구조가 어떤 조건 하에서 깨지는가”를 봐야 한다는 점이다.

한국, 시장 대비 높은 YTD 수익률을 기록한 섹터



자료: Quantwise, SK 증권

2026년 영업이익 전망치 상승률 상위 10개 섹터



자료: Quantwise, SK 증권

(2) 쓸림이 곧 하락을 의미하지 않는다

'집중도 상승 = 위험 신호'라는 등치는 성립되지 않음

높은 집중도 자체가 변동성을 키우는 요인이라는 점은 분명하나, 이를 곧 "주식시장이 위험하다"로 등치시켜서는 안 된다. State Street 의 The Fallacy of Concentration 연구는 1926 년 이후 미국 S&P 500 의 유효 종목 수(500 개 중)와 유효 섹터 수(49 개 산업 중)를 시계열로 추적했는데, 집중도는 1920 년대 후반과 1970 년대, 1990 년대 후반, 그리고 2010 년대 후반~현재 등 여러 차례 고점을 형성해왔다. 이 가운데 일부는 약세장 진입의 전조였으나, 다른 일부에서는 집중도 상승이 추가적인 강세장으로 이어지는 모습을 보였다.

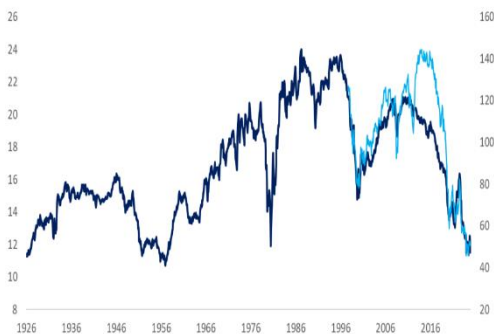
집중도의 고저에 따른 비중 조절 전략의 샤프 비율 0.39. 단순 보유 전략의 샤프 비율인 0.52 에 열위

연구진은 집중도가 높아진 시점에 포트폴리오의 주식 비중을 축소하고 집중도가 낮아진 시점에 확대하는 동적(Dynamic) 전략과, 단순히 시장에 노출을 유지하는 정적(Static) 전략의 성과를 비교했다. 결과는 명확하다. 단순 보유 전략의 샤프 비율은 0.52, 비중 조절 전략은 0.39 로, 집중도를 타이밍 지표로 사용한 전략이 오히려 열위한 성과를 기록했다. 다시 말해, 쓸림이 심하다는 사실 하나만으로 주식 비중을 축소하는 것은 통계적으로 합리화되지 않는다.

분석 초점을 쓸림 보다 쓸림을 만든 구조에 뒤야함

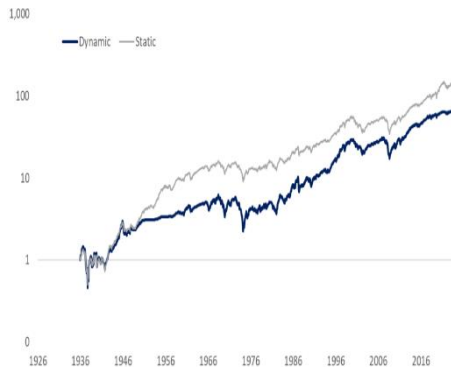
따라서 본 보고서가 채택하는 분석 프레임은 "쓸림이 깨지는가"가 아니라 "쓸림을 만든 구조가 깨지는가"이다. 두 질문은 동일해 보이지만 결정적인 차이가 있다. 전자는 결과(가격)를 보는 시각이고, 후자는 원인(자금 흐름·내러티브·실적)을 보는 시각이다. 가격은 후행적이며 노이즈가 크지만, 구조는 선행적이며 모니터링 가능한 지표를 통해 추적할 수 있다.

역사적 미국 S&P500 쓸림 정도 비교



자료: State Street, SK 증권

집중도 기반 비중조절은 단순 보유 대비 열위



자료: State Street, SK 증권

(3) 쓸림의 이유: 경기 둔화 환경에서 유일한 성장 동력으로서의 AI

경기 둔화 속 AI만 성장한 까닭에 자금 집중 구조가 형성됨

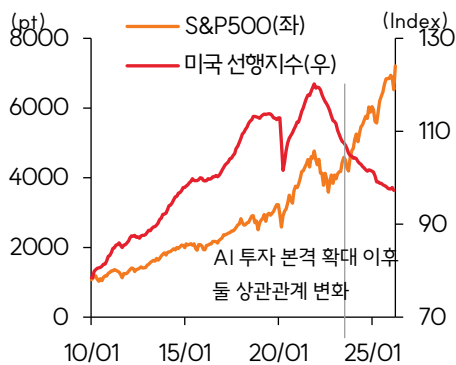
쓸림이 형성된 거시적 배경은 경기 둔화 우려와 AI의 성장이 동시에 진행되는 이중 구조에 있다. 경기 둔화·정책 불확실성이 높은 상황에서 유일하게 성장 내러티브가 살아 있는 영역이 AI이며, 투자자들은 이 좁은 출구로 자금을 집중시키고 있다. 이러한 현상은 미국 시장에서 가장 뚜렷하게 관찰되는데, S&P500과 미국 경기선행지수의 관계는 2023년 AI 투자가 본격 확대된 이후 동행성이 깨졌을 뿐만 아니라 일부 구간에서는 오히려 반대 방향으로 움직이는 모습까지 보이고 있다.

한국 M2 증가 중 예탁금 증가가 차지하는 비중은 40%로 코로나 당시를 상회

주식시장의 상승은 다시 주식시장으로의 자금 유입을 야기하는 효과를 낳는다. 특히 올해 2025년 하반기부터 급등세가 나타난 한국에서 이 패턴이 강하게 관찰된다. 2026년 한국의 M2 증가 중 투자자 예탁금 증가가 차지하는 비중은 40% 수준에 달하며, 이는 2021년 코로나 당시 기록한 수준을 상회한다. 가계의 잉여 유동성이 예금이나 부동산이 아니라 주식시장으로 직접 유입되고 있다는 의미이며, 이 흐름은 ETF를 통해 다시 대형주(특히 반도체)로 집중되는 경로를 형성한다.

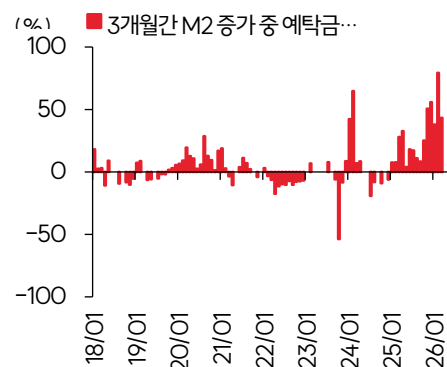
결국 지금의 쓸림은 단순한 투기적 과열이 아니라, ①경기 둔화 우려가 광범위한 섹터의 매력도를 떨어뜨리고, ②AI라는 명확한 성장 내러티브가 자금의 집중처를 제공하며, ③가계의 잉여 자금의 주식시장으로 몰리는 세 가지 요인이 결합한 결과로 이해해야 한다.

미국 선행지수와 S&P500은 2023년부터 디커플링



자료: Bloomberg, SK 증권

한국 3개월간 M2 증가 중 투자자 예탁금 증가 비중



자료: Kofia, 한국은행, SK 증권

미국 2026년 1분기 GDP 성장은 정보처리 장치, 무형 자산 투자가 주도

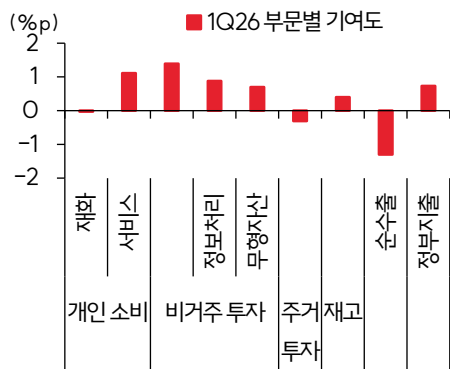
AI 관련 자금 쓸림은 단순히 주식시장의 현상이 아니다. 미국 1분기 GDP 성장의 부문별 기여도를 보면, 정보처리장치 투자와 R&D·소프트웨어를 포함한 무형자산 투자의 기여도가 압도적으로 높다. 가계 소비 측면에서도 서비스 부문, 그 중에서도 건강·금융·보험 등 고소득층이 주로 이용하는 영역의 기여도가 두드러진다. 고소득층 소비 증가는 임금 소득 외에 주식시장 상승에 따른 부의 효과가 결합된 결과로 추정된다. 이는 곧 주식시장이 경기를 선행하는 지표가 아니라 경기를 지지하는 구조물(prop)로 기능하고 있음을 시사한다.

한국 2026년 1분기 GDP 성장을 견인한 수출 증가는 반도체, 컴퓨터 부문이 견인

이러한 구조는 한국에서도 동일하게 관찰된다. 한국 경제는 2026년 1분기 전분기 대비 1.7% 상승하며 코로나 이후 최고 상승률을 기록했는데, 부문별 기여도를 보면 순수출이 가장 크고 그 다음이 소비, 설비, 건설 순이다. 한국의 15대 주요 수출 품목별 2026년 수출 증가율을 살펴보면 반도체, SSD 등이 포함된 컴퓨터 부문이 전체 수출 증가율을 사실상 견인하고 있음을 알 수 있다.

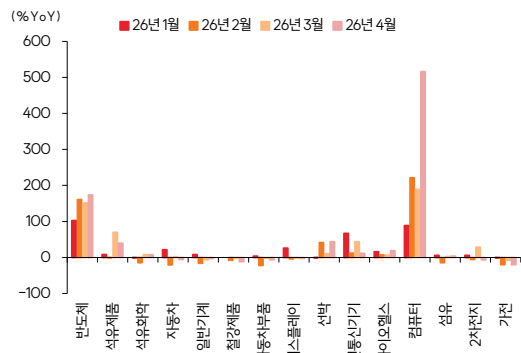
정리하면 미국과 한국 모두 AI 관련 투자·수출이 GDP 성장의 핵심 동력으로 작동하고 있다. 가계 자산 중 주식 비중이 닷컴버블·코로나 위기 이후를 모두 상회하는 수준까지 확대된 상황에서, 주식시장의 하락은 곧 경제 전반의 부의 효과 위축으로 직접 전이되는 구조다. AI에 대한 시장 내러티브의 유지 여부가 단순히 주가 변동의 문제가 아니라 거시 경제 변수가 될 수밖에 없는 이유다.

미국 1분기 GDP 성장 부문별 기여도



자료: bea, SK 증권

한국 15대 주요 수출 품목별 2026년 수출 증가율



자료: 산업통상자원부, SK 증권

(4) 기본 시나리오의 매크로 가정: 쏠림 구조 지속

하반기 기본 시나리오는 “경기 둔화 우려는 해소되지 않으며 AI 위주의 성장이 지속”되는 환경을 가정한다. 고유가 장기화는 글로벌 경기 둔화 우려의 핵심 요인이다. 이란 전쟁 종전 기대감이 존재하지만 유가 전망치 레벨은 과거 2023~2024 년 고점 수준에 머물고 있다. IMF 는 이란 전쟁에 따른 고유가 장기화를 이유로 올해 4 월 세계 경제 성장률을 3.1%로 이전 전망 대비 0.2%p 하향 조정했다.

Base 시나리오: 현 매크로 환경 유지
고유가·고금리로 인해 AI 외 경기 회복 기대 제한

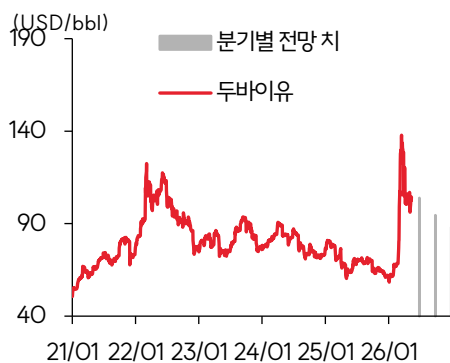
물가 상승 부담으로 미국을 제외한 주요국 중앙은행은 금리 인상 카드를 고려 중이다. 이미 호주는 3 회 연속 금리를 인상했으며, ECB 와 BOJ 등도 연내 금리 인상 가능성이 거론되고 있다. 이러한 환경에서는 글로벌 유동성 확장 기대가 제한되며, 지금은 명확한 실적 성장이 나타나는 영역으로 더욱 좁게 수렴할 수밖에 없다.

물가 상승 우려에 따른 긴축적 통화 정책은 향후 유동성 공급을 축소시킬 것

유동성 공급이 줄어든다는 사실은 주가 상승에서 밸류에이션 확장보다 EPS 상승의 중요성이 커진다는 의미이기도 하다. 미국의 실효 연방기금금리를 기준으로 직전 12 개월 대비 50bp 상승 시 유동성 긴축기, 50bp 하락 시 완화기, 그 사이를 중립기로 구분하여 S&P500 12 개월 수익률의 기여도를 분해해보면 명확한 패턴이 나타난다. 완화기에는 PE(밸류에이션) 확장이 주가 향방의 주요 결정 요인인 반면, 중립기와 긴축기에는 EPS(실적)의 설명력이 크게 높아진다.

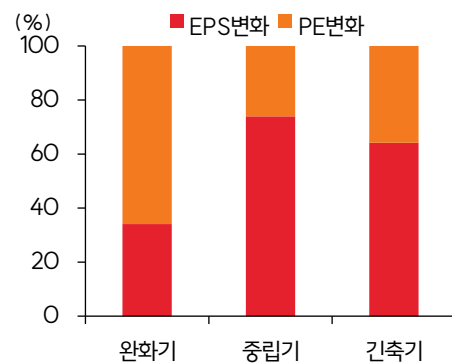
유동성 환경이 완화에서 변화한다면 주가 상승에 밸류에이션 변화보다 실적의 중요성이 확대됨

이란 전쟁 휴전 기대에도 두바이유 전망치 높은 수준



자료: Bloomberg, SK 증권

유동성 환경 별 12개월 주가 수익률 기여도 분해



자료: Shiller Data, SK 증권

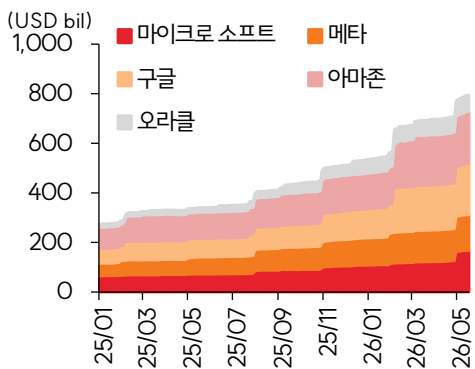
이란 전쟁 후 고유가, 고금리 우려 확대에도 투자 집행이 이뤄진 AI CAPEX 관련 산업의 실적 성장 기대 당분간 유지될 것

고금리, 고유가 장기화 우려에도 불구하고 투자가 이뤄지는 AI 산업에 투자자들의 관심이 이어질 것이다. 주요 미국 빅테크의 12 개월 CAPEX 전망치는 실적 발표 때마다 상향 조정되어 왔으며, 이란 전쟁 이후 고유가·고금리 우려가 확대된 2026년 1분기 실적 발표 이후에도 가이던스는 재차 상향되었다.

AI 인프라 기업에 대한 자금 공급 환경도 우호적이다. 네오 클라우드 기업인 코어워브·네비우스·람다는 자금 조달을 완료했으며, 특히 코어워브(S&P B+)는 메타와의 공급 계약을 담보로 85 억 달러 규모의 투자등급(무디스 A3) 회사채를 발행했다. 데이터센터 코로케이션 기업인 에퀴닉스·디지털 리얼티 역시 같은 기간 자본 조달에 성공했다. 코어워브의 5년 CDS 프리미엄은 자금 조달 성공 소식 이후 추가 하락하며 시장의 신뢰를 반영하고 있다.

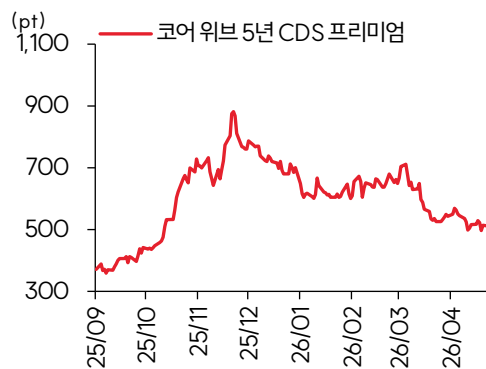
이러한 CAPEX 가이던스의 강건성이 본 시나리오의 핵심 전제다. 만약 분기 실적 발표 사이클에서 어느 한 분기라도 합산 CAPEX 가이던스가 하향 조정되거나, 코어워브 등 네오 클라우드의 회사채 발행이 좌절되거나 CDS 프리미엄이 급등할 경우, 그것은 곧 Base 시나리오의 근간이 흔들린다는 신호로 해석해야 한다.

주요 빅테크 기업들의 자본지출 전망치 이상향



자료: Bloomberg, SK 증권

코어워브 CDS 프리미엄 자금 조달 성공 소식에 추가 하락



자료: 산업통상자원부, SK 증권

기본 시나리오 하에서는 반도체 대형주
의 우상향 이어질 것. AI CAPEX 지
속, ETF의 영향력 확대 고려

(5) 기본 시나리오 하에서의 투자 전략: 반도체, 전력기기 대형주

여전히 반도체 기업들의 추가 상단을 제한하는 것은 리스크라고 판단한다. PC 용
범용 D 램(DDR5 1G16)의 Spot 가격 증가율은 둔화되었으나, 서버용 반도체
가격(DDR5 64GB 서버 디램)은 4 월까지 우상향 흐름을 유지하고 있다. 일반 IT
수요가 둔화되는 가운데 AI 데이터센터 수요는 견고한 차별화 양상이 나타나고
있다는 의미다.

특히, 반도체 섹터 접근 시 대형주 위주의 투자를 추천한다. 첫번째 이유는 공급
능력이 제한된 가운데 가격 인상만으로 실적 성장이 이뤄지는 현재 국면은 2017 년
반도체 호황기에도 코스피 반도체 지수가 코스닥 반도체 지수를 추세적으로
아웃퍼폼했다. 대형주는 가격 인상의 수혜를 그대로 가져가는 반면, 중소형주는
대형주의 CAPEX 확대에 대한 베팅이 우선되므로 가격 사이클의 직접 수혜폭이
작기 때문이다. 둘째, ETF 의 영향력이 커진 지금의 시장 구조에서는 KOSPI 200
계열·반도체 테마 ETF 로의 자금 유입이 대형주의 추가 상승 압력으로 이어진다.
이는 본 보고서의 다른 부분에서 다룬 ETF 의 자기강화 상승 루프와도 일치한다.

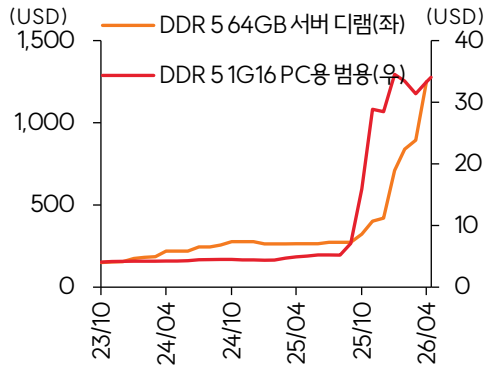
데이터 센터에 대한 수요 우위 구조 여
전하나 전력 부족이 건설에 병목으로
작용하고 있음

반도체와 함께 본 시나리오에서 주목하는 다른 한 축은 전력기기다. CBRE 가
발표한 2025 미국 데이터센터 연간 시장 보고서에 따르면 2025 년 말 기준 미국
주요 시장 내 건설 중인 데이터센터 총 용량은 감소했으며, 2026 년에도 전력
부족·허가 이슈로 건설 중인 데이터센터 용량이 다시 고점을 뚫기 어려울 것으로
분석된다. 그러나 건설 중인 용량 중 80%가 이미 선임대된 상태로, 데이터센터
수요 우위는 여전히 유지되고 있다.

전력 부족 문제 해결을 위해 데이터 센
터 건설 시 자체 전력 조달 시설을 건
설하는 BTM 전략 확대. 자체 송전망
구축을 위한 전력기기 수요 계속 이어
질 것

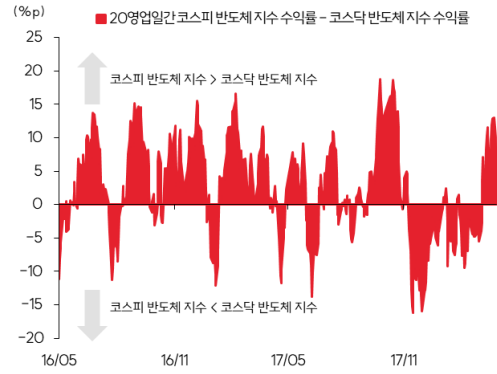
전력 부족 환경에서 데이터센터 건설 시 BTM(Behind the Meter) 전략이 주류가
될 가능성이 높다. Front of the Meter 가 전력망을 통해 전력을 공급받는
방식이라면, BTM 은 데이터센터가 자체 전력 생산 시설을 보유하는 방식이다. BTM
전략 차용을 발표한 데이터센터 용량은 2024 년 1 월 이후 빠르게 증가하여
2026 년 1 월 약 55GW 수준에 도달했다. 빅테크 기업들이 발전 설비뿐만 아니라
자체 송전망 구축을 위한 전력기기 수요를 직접 견인하게 된다는 의미다.

범용 D램 가격과 서버용 반도체 가격 흐름



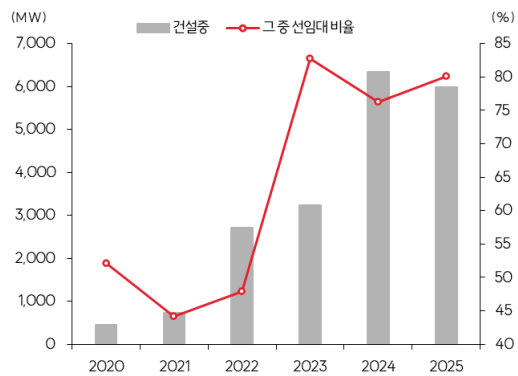
자료: Bloomberg, SK 증권

2017년 반도체 상승 사이클 당시 대형주 vs 중소형주 성과



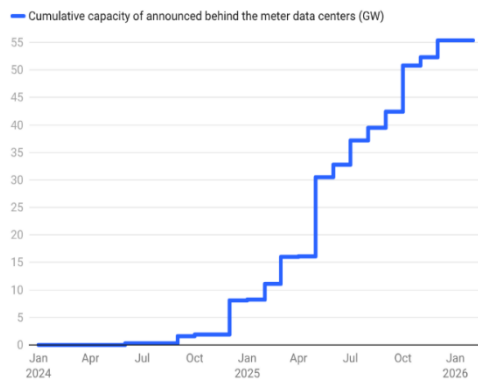
자료: Quantwise, SK 증권

미국 주요 시장에서 건설 중인 데이터 센터 용량 및 선임대 비율



자료: CBRE, SK 증권

BTM 전략 차용 계획을 발표한 데이터 센터 용량



자료: Clean View, SK 증권

(6) 긍정적 구조 변화: Ex-AI의 성장 동력 회복

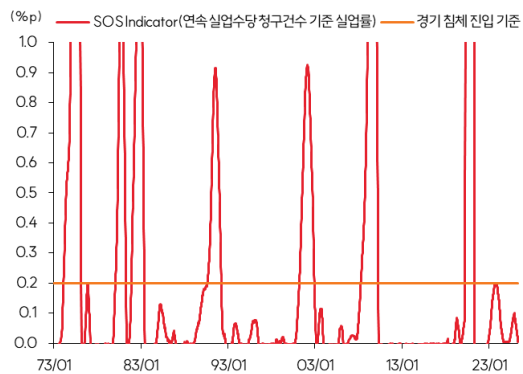
AI 이외의 부문의 성장은 베이스 시나리오 유지 구조를 훼손하는 요인

미국 경기 회복 기대가 확대되었던 2025년 11월~2026년 2월 IT 비중이 높은 S&P500은 횡보한 반면 S&P500 동일가중 지수, 러셀 2000은 상승

Base 시나리오를 깨는 첫 번째 경로는 미국 경기 회복에 의한 자금 다변화다. 이란 전쟁 발발 이전까지 주요 IB 들은 2026년 미국 경제 성장률 전망치를 단계적으로 상향 조정해왔다. 상향 근거는 2026년 OBBBA(One Big Beautiful Bill Act) 및 연준 금리 인하 효과 발현, AI 투자, 관세가 주는 기저효과 소멸 등이다. 실물 측면의 회복 신호도 일부 확인된다. 주간 연속 실업수당 청구건수를 활용한 경기침체 판단 지표(삼의 룰)는 2025년 11월 22일 고점을 기록한 이후 점차 낮아지기 시작했다. 해당 지표는 상승 시 경기 둔화 우려, 하락 시 회복 기대가 커지는 경향이 있으며, 현재 하락 흐름은 노동시장의 점진적 안정화를 시사한다.

주가 측면의 전조도 한 차례 출현했다. 2025년 11월부터 이란 전쟁 발발 이전까지 러셀 2000 과 S&P500 동일가중 지수가 S&P500 과 나스닥의 수익률을 상회했다. 경기 회복 기대 속에서 경기 민감도가 상대적으로 높은 산업으로 투자자들의 관심이 이동한 것이다. 같은 기간 S&P500 내에서는 에너지, 소재, 필수소비재 유통, 음식료·담배, 자본재 등 경기 민감 섹터가 상위 수익률을 기록했다.

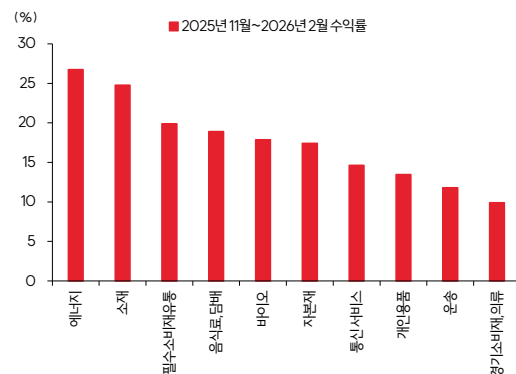
미국 노동시장지표에서 나타났던 경기 회복 기대



자료: Bloomberg, SK 증권

주: SoS 지수: 연속실업수당청구건수 기준 실업률로 산출할 삼의 룰

경기 회복 기대 확대 시 IT에서 경기 민감주로 순한대 발생



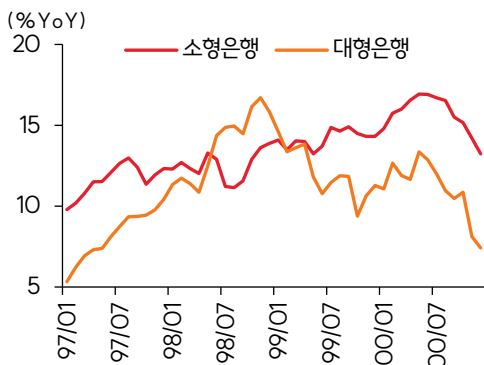
자료: Bloomberg, SK 증권

주: S&P500 섹터별 수익률

1999 년에도 경기 회복은 자금의 이동을 만들어낸 요인 중 하나로 작용

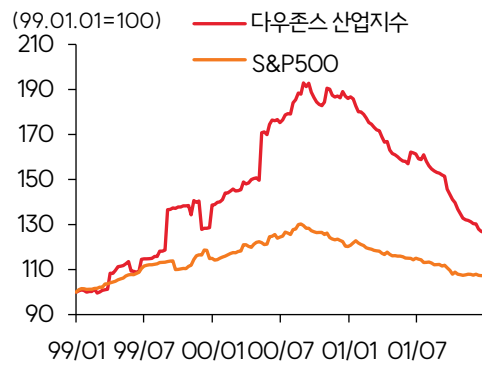
경기회복에 의한 쓸림 해소는 1999 년 경기 회복 국면의 미국 시장에서 확인된 바 있다. 미국 경기 선행지수 반등과 물가 압력으로 연준은 1998 년 단행했던 보험성 인하를 철회하고 금리 인상 사이클로 전환했다. 미국 제조업·소상공인 등 실물 경제와 관련이 높은 중소기업의 대출 증가율은 꾸준히 상승한 반면 대형 은행의 대출 증가율은 감소했다. IT 비중이 상대적으로 적은 다우존스의 EPS 전망치 증가율이 S&P500 의 EPS 전망치 증가율을 상회했다. 이 과정에서 인터넷 인프라 구축 기업들의 주요 자금 조달 방식이었던 레버리지론 시장이 붕괴의 전조를 드러냈다. 레버리지론의 샤프 비율은 1990 년대 중반 1.4~1.8 고점에서 1999~2000 년을 거치며 급격히 하락했다. 레버리지론의 샤프 비율 하락, 수익 모델을 갖춘 일반 경제의 성장은 자금의 이동을 만들어 냈다.

1997~2000 년 중반 미국 은행 규모별 대출 증가율 추이



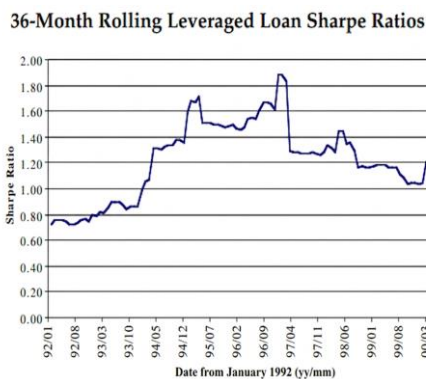
자료: Bloomberg, SK 증권

1999 년 이후 12 개월 선행 EPS 변화

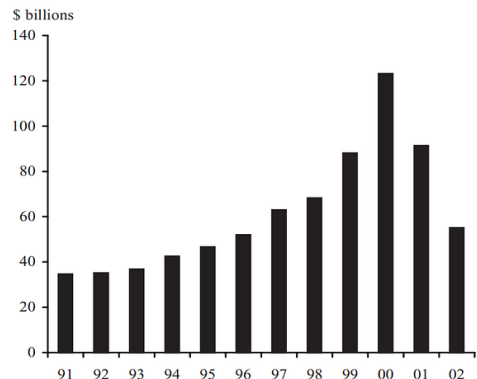


자료: Bloomberg, SK 증권

1992~2000 년 미국 레버리지론 샤프비율



통신 인프라 기업들의 CAPEX 규모 변화

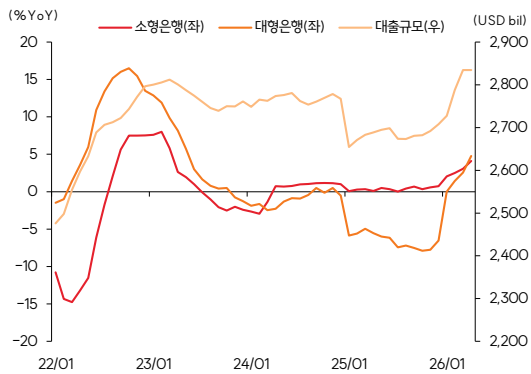


유가 부담이 크게 낮아질 경우 IT 스피릿 in Leveraged Loan Investments(O1.O9, JFI), SK 증권

해소되면서 경기 민감 섹터에 기회가 나타날 것

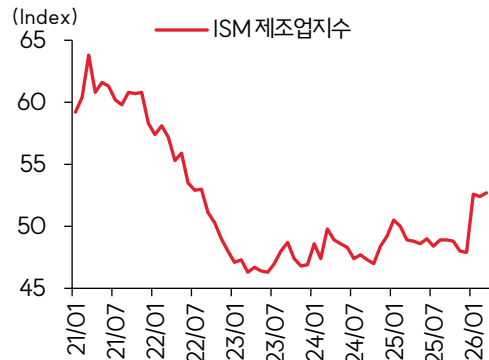
고유가 부담에 경기 회복 기대가 퇴색되었지만 경제 지표상 미국에서도 유사한 신호가 일부 관찰된다. 2025년 10월 이후 미국 은행에서 C&I 대출이 증가하기 시작했으며, 2026년 2월에는 2024년 수준을 회복했다. 특히 지역 경제와 제조업과 관련이 높은 소형 은행의 대출 증가율이 함께 우상향하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. ISM 제조업 지수는 비용 상승 부담에도 불구하고 낮은 고객 재고, 높은 수주 잔고로 50 선을 상회하며 제조업 경기 개선을 시사하고 있다. 유가가 빠르게 하향 안정화될 경우 IT 스피릿 현상이 해소되며 경기 민감 섹터에 기회가 발생할 가능성이 있다.

2025년 말 미국 상업 대출 증가



자료: FRED, SK 증권

ISM 제조업 지수: 3월과 4월 계속해서 확장 국면에 위치



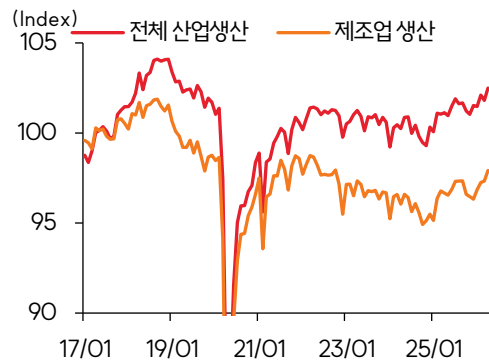
자료: Bloomberg, SK 증권

미국 CEO 자본지출 의향 상승 중



자료: Business round Table, SK 증권

미국 산업생산 증가 중



자료: Fred, SK 증권

(7) 긍정적 구조 변화 하에서의 투자 아이디어

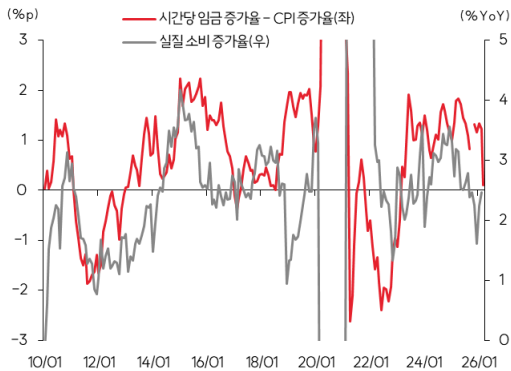
투자 아이디어 1: 가성비 소비

K 자형 경제구조 변화는 중/저소득층의 소비개선에 기인. 다만 그들의 소비 행태는 가성비를 따질 수밖에 없음. 미국에서 가성비 매력에 부각된 한국 화장품에 대한 매력 이어질 것

경기 회복 기대로 인한 긍정적 구조 변화에 따른 첫번째 투자 아이디어는 미국 중/저소득층의 소비회복에 편승하는 것이다. 전반적인 경기 회복 기대는 이제까지의 K 자형 경제 성장 구조가 변화함을 의미한다. 즉, 지금까지 고소득층 만이 소비하는 구조가 깨진다는 것이다. 다만, 미국 소비의 행태는 과거 침체 이후 회복 국면처럼 소비가 폭증하는 것보다 점진적 회복에 머무를 가능성이 높다. 실질 시간당 임금 증가율(시간당 임금 증가율 - CPI 증가율)과 실질 소비 증가율은 2026 년 3 월 에너지 가격 상승으로 동반 하락했으며, 중·저소득층이 주로 활용하는 신용카드론·오토론·학자금 대출 등의 연체율은 여전히 높은 수준이다. 이는 다변화 수혜 섹터를 선별할 때 K-Beauty 처럼 미국 중·저소득층의 가성비 소비 트렌드와 연결된 영역이 상대적으로 매력적이라는 의미이기도 하다.

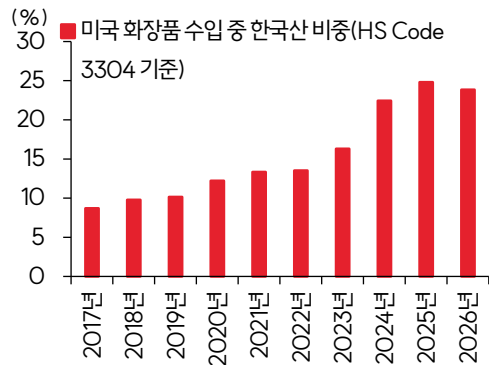
미국 화장품 전체 수입 중 한국이 차지하는 비중은 2017 년 약 9%에서 2025 년 약 25%까지 꾸준히 증가했다. 코로나 이후 색조에서 스킨케어로의 트렌드 전환 과정에서 한국 제품의 가성비가 부각된 결과이며, 한국 문화에 대한 관심 증가도 영향을 미쳤다. 미국 경기 회복이 확대될 경우, 실적 호조에 기반한 주가 상승이 이미 나타나고 있는 한국 화장품에 대한 관심이 더욱 커질 가능성이 높다.

실질 시간당 임금 증가율 근사치와 실질 소비 증가율



자료: FRED, SK 증권

미국 화장품 수입 중 한국산 비중 이상향 중



자료: Bloomberg, SK 증권

주: 2026년은 3월 기준

투자 아이디어 2: 미국 에너지 인프라
경기 회복을 위한 마중물로서 정부 정책 가능할 것. 중간선거를 앞두고 유권자들의 가장 큰 불만인 높은 에너지 가격 해결하고자 하는 정책 출회 기대

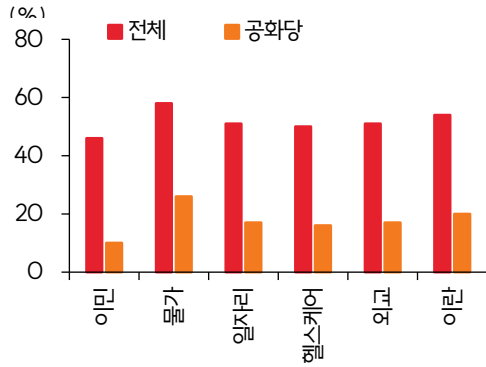
이란 전쟁으로 LNG 최대 수출국이 되었으나 인프라 부족으로 미국 천연가스 가격 변동성은 극심. 경기 민감 섹터 중 에너지 인프라 투자에 필수적인 산업에 대한 투자 기회 발생할 것으로 기대

두번째 투자 아이디어는 정부 정책 지원을 받을 수 있는 분야에 집중하는 것이다. 특히, 중간선거를 앞둔 미국에서 나타날 에너지 인프라 투자 정책에 주목하자. 중간선거를 앞둔 미국에 관심을 에서 공화당의 열위가 점쳐지는 가운데, 트럼프 행정부의 부문별 평가 설문 조사에서 물가 부문에 대한 부정 평가 비율이 전체 응답자의 50%를 넘어섰다. 공화당 지지자의 26%도 물가 관련 정책을 부정적으로 평가하고 있다. 중간선거를 앞두고 물가 안정을 위한 정책·투자가 강조될 가능성이 높으며, 특히 이란 전쟁과 인프라 부족으로 에너지 관련 비용 부담이 커진 만큼 해당 부문이 우선 언급될 가능성이 높다.

2025년 기준 미국은 최대 천연가스 수출국이지만 정작 자국 내 공급은 인프라 부족으로 가격이 불안정하다. 2026년 1~2월 북극 한파와 겨울 폭풍으로 가스전 동결, 파이프라인 운송 차질이 발생하며 미국 천연가스 생산량이 급감했고, 가격이 급등했다. 반면 퍼미안 분지 내 와하(Waha) 가스 거래 허브의 현물 가격은 미국-이란 전쟁에도 불구하고 2026년 4월 마이너스를 기록 중이다. 해당 분지에서 생산된 천연가스를 운송할 인프라가 부족해 생산업체가 오히려 돈을 지불하고 가스를 가져가도록 하고 있다는 의미다.

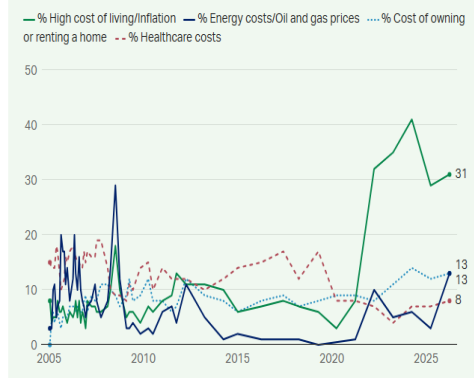
이러한 에너지 인프라 부족은 천연가스 파이프라인·강관 기업의 구조적 수혜로 연결된다. 킨더 모건, 에너지 트랜스퍼 & 엔터프라이즈 프로덕츠 등 미국 미들스트림 기업들의 12개월 포워드 CAPEX 전망치는 2022년 약 7십억 달러에서 2026년 약 20십억 달러까지 우상향하고 있다. 테나리스(TS US), 발루렉(VK FP) 등 해외 강관 기업들은 미국 천연가스 인프라 구축 수요 기대감에 최근 주가가 크게 상승했다. 빠른 인프라 확보를 위해 한국 등 해외 강관 기업을 활용할 가능성이 있으며, 미국 공장을 보유한 세아제강·넥스틸 등 한국 강관 기업의 수혜 가능성을 기대해볼 만하다.

트럼프 정책 부문별 지지율(전체 vs 공화당)



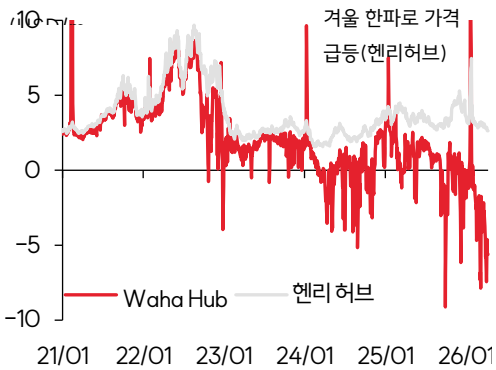
자료: CNN, SK 증권

미국인들이 꼽은 경제 문제 모두 생활비



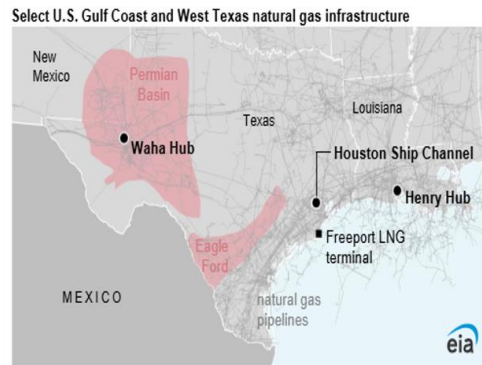
자료: Gallup, SK 증권

높은 미국 천연가스 가격 변동성, 지역별 가격 차별화



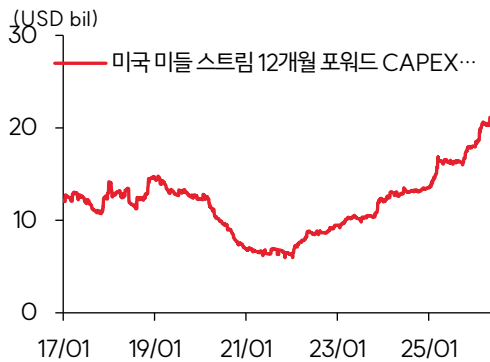
자료: Bloomberg, SK 증권

Waha Hub 와 Henry Hub 위치



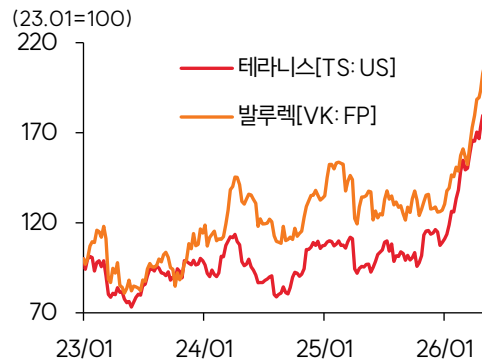
자료: EIA, SK 증권

미국 미들스트림 기업들 CAPEX 전망치 상향 조정되는 중



자료: Bloomberg, SK 증권 주: 미국 미들스트림 기업인 킨더모건, 윌리엄스

해외 강관 기업들 주가 상승



자료: Bloomberg, SK 증권

컴퍼니스, 에너지 트랜스퍼, 엔터프라이즈 프로덕트 합산

(8) 위험자산 선호 심리 변화로 인한 부정적 구조 변화 확인 지표

지금의 주가 상승 구조를 깨는 두번째
경로는 위험자산 선호 심리의 훼손

Base 시나리오를 깨는 두 번째 경로는 위험자산 선호 심리의 훼손에 따른 부정적 붕괴다. 지금까지 주식시장의 쏠림이 심하고 ETF 영향력 확대로 상승이 상승을 불러왔던 상황인 만큼, 해당 시나리오 발생 시 주식시장 하락이 크게 나타날 수 있어 주의가 필요하다. 때문에 사전에 심리 변화를 포착할 수 있는 지표를 소개하고자 한다.

과거에도 미국 주식 투자자들의 위험자
산 선호 심리를 확인할 수 있는 지표였
던 신용잔고

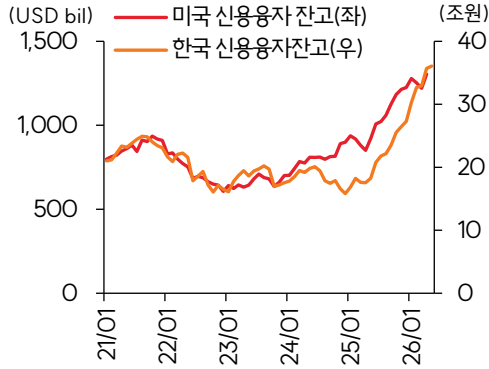
① 신용잔고 증가 흐름 지속

개인 투자자 비중이 높은 미국 시장의 경우 신용 잔고의 하락이 시장 분위기 반전 이전에 나타나는 경향이 있다. 2000 년·2007 년·2022 년 약세장 진입 사례에서 모두 신용잔고가 S&P500 고점 이전 또는 동시에 감소세로 전환되었다. 4 월 S&P500 이 신고가를 기록함과 동시에 미국 신용잔고 역시 사상 최고치를 기록 중인 만큼 미국 개인 투자자들의 투자 심리는 여전히 견조한 것으로 판단된다.

개인이 한국 주식시장 상승을 주도했던
2007년 주가 하락의 선행지표로 작
용했던 신용잔고

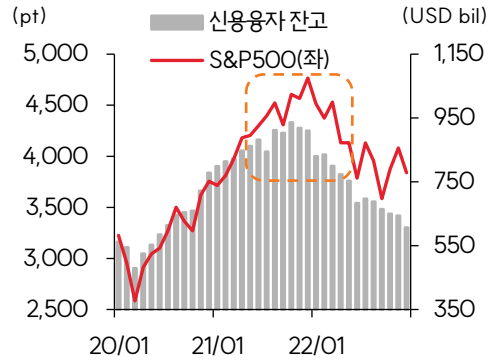
한국 증시의 경우 개인 외에 기관·외국인 비중이 크기 때문에 개인 신용잔고 상승·하락이 통상적으로 유의미한 시그널을 발생시키지 않는다. 다만 지금과 같이 개인 주도의 상승장이 나타났던 2007 년의 경우, 시장 상승 속도가 둔화되었을 때 개인 신용잔고 감소가 일치하는 모습을 보였다는 점은 주목할 만하다. 한국은 3 월 이후 주식시장 변동성 확대에도 신용잔고가 꾸준히 상승 중이다.

한국, 미국 모두 신용잔고 우상향 중



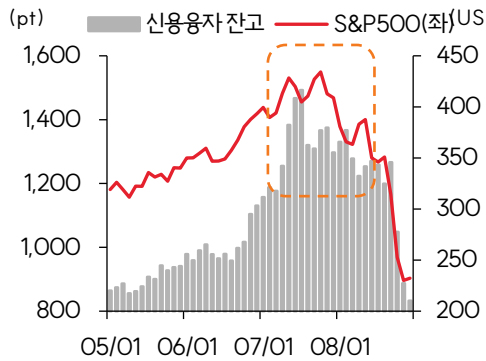
자료: Finra, Kofia, SK 증권

2022년 약세장 진입 사례



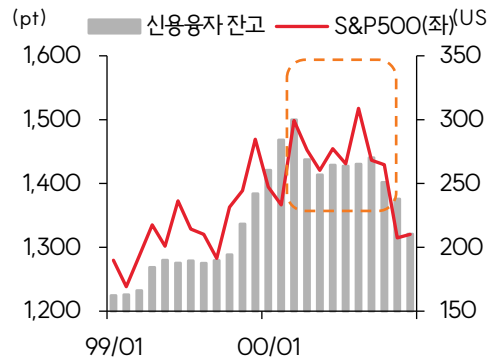
자료: Finra, Bloomberg, SK 증권

2007년 약세장 진입 사례



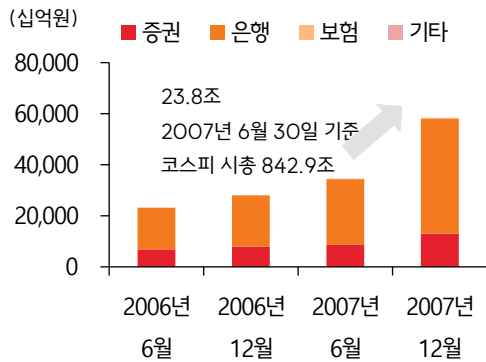
자료: Finra, Bloomberg, SK 증권

2000년 약세장 진입 사례



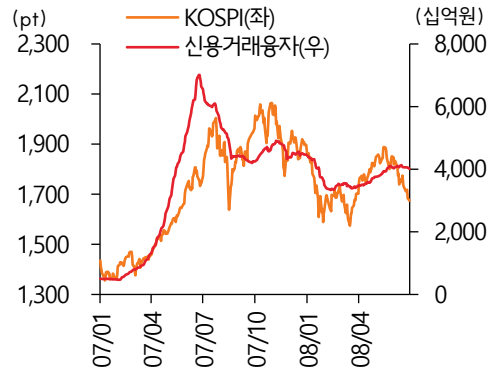
자료: Finra, Bloomberg, SK 증권

2007년 적립식 펀드 판매 급증



자료: 자본시장 연구원, SK 증권

2007년 코스피 흐름과 신용거래 용자 잔고



자료: Bloomberg, SK 증권

미국 저축은 고소득층의 전유물. 따라서 저축률 하락은 미국 가계의 소비 여력 감소가 아닌 고소득층의 소비 심리 훼손으로 해석해야 할 것

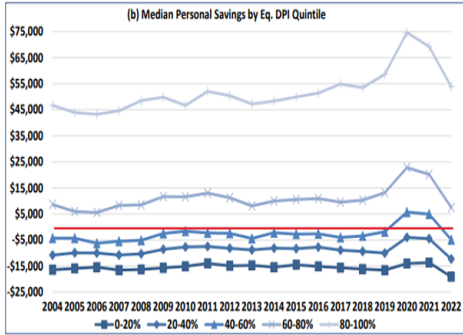
② 미국 저축률 급등은 고소득층의 소비 심리 악화를 의미

두 번째 모니터링 지표는 미국 저축률이다. 미국 경제가 현재 침체가 아닌 둔화 국면에 머무는 이유 중 하나는 미국 고소득자들의 소비가 견조하기 때문이다. 2022 년 이후 미국의 저축과 소비는 사실상 고소득자의 전유물이 되었다. 중·저소득자들의 저축 여력이 없다는 것은 가파르게 상승 중인 학자금대출·신용카드·오토론·HELOC 등의 연체율을 통해 미루어 짐작할 수 있다.

따라서 저축률 하락을 소비 여력 감소로 해석하기보다는 고소득자들의 소비심리가 유지되고 있다는 신호로 이해하는 것이 합리적이다. 반대로 저축률이 급등한다면 이는 고소득자의 소비심리가 꺾이고 있다는 강력한 시그널이다. 지난 1 년 평균 저축률 대비 이번 달 저축률이 1.5%p(1 표준편차) 이상 높아진 경우를 시그널로 정의하면, 과거 NBER 기준 침체와 상당 부분 동행하는 모습이 관찰된다. 이는 부의 효과를 통해 미국 경제 성장의 핵심 동력으로 작동 중인 주식시장의 지지대(prop)가 흔들리기 시작했음을 의미한다.

미국 BLS 자료에 따르면 2022 년 기준 소득 하위 60%의 연간 저축금액 중위값은 이미 마이너스로 진입한 상태다. 가처분 소득(DPI)·개인 소비(PO)·개인 저축(PS)의 분위별 비중을 보면, 저축의 절대다수가 소득 상위 30%에서 발생하고 있다. 분위별 임금 증가율을 보면 코로나 직후 일시적으로 저소득층의 임금 증가율이 높아진 적이 있었으나, 현재는 저소득층 임금 증가율이 코로나 이전 수준보다도 낮은 상태다. 즉 미국 소비의 견조함은 사실상 상위 소득층의 결정에 좌우되며, 그들의 저축률 변화가 곧 시장의 큰 변수로 작용할 수밖에 없는 구조다.

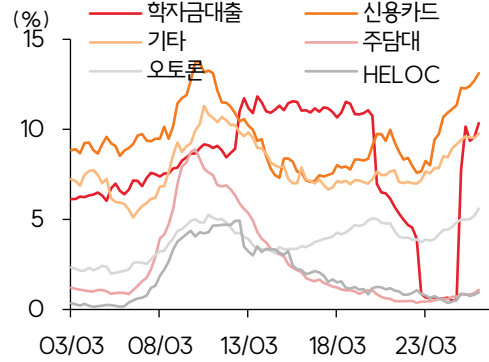
미국 저축은 소득 상위 40%에 의해서만 발생



Notes: Figure 4a ranks all households by equivalized DPI decile and then shows the respective shares of DPI, PCE, and PS for each decile. Figure 4b shows the distribution of PS by equivalized DPI quintile, in \$2017, for 2004-2022.

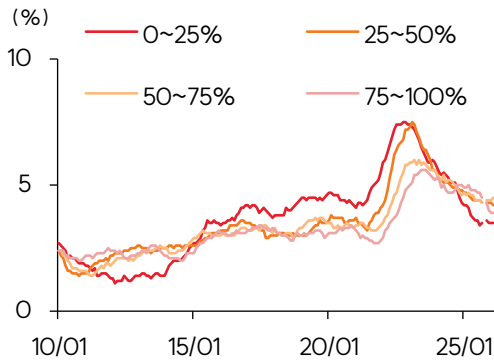
자료: BLS, SK 증권

미국 대출 연체율 변화



자료: Bloomberg, SK 증권

분위별 임금 증가율 변화



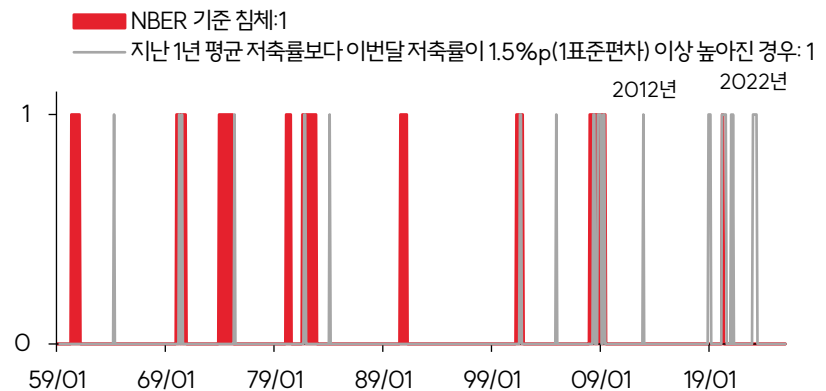
자료: Atlanta Fed, SK 증권

미국 저축률 3월 이란 전쟁 발발 이후에도 우하향 중



자료: Bloomberg, SK 증권

저축률 상승과 경기 침체와의 상관성



자료: Quantwise, U.S. Department of the Treasury, FRED, SK 증권

통화정책 불확실성 지수 상승 시 주식
시장이 하락으로 반응할 경우 주의

③ 통화정책 불확실성지수 상승 시 주식시장 반응 확인

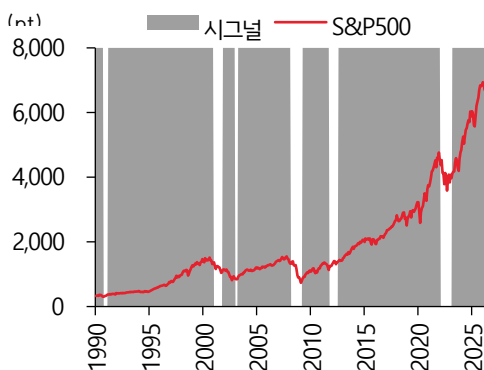
세 번째 모니터링 지표는 통화정책 불확실성에 대한 시장 반응이다. 통화정책의 변화에 대해 주식시장 반응은 일관적이지 않다. 1999년 연준의 금리 인상에도 미국 주식시장 상승은 1년 이상 더 이어진 사례도 있다. 따라서 통화정책 변화 자체보다 시장이 그 변화에 어떻게 반응하는지가 더 중요한 시그널이 된다.

통화정책이 실제로 변하기 전 연준은 소통을 강화하는 경향이 있다. 신문 기사를 활용하여 산출하는 미국 통화정책 불확실성 지수의 월간 상승 폭이 클 경우, 이는 통화정책이 기존 시장 예상과 다르게 움직이고 있다는 의미로 해석할 수 있다. 본 보고서는 통화정책 불확실성 지수 급등에 대해 시장이 하락으로 반응한 경우 이후 해당 추세가 이어지는 경향이 있음을 확인했다.

파월의 임기가 끝나고 케빈 워시의 임
기가 시작된 만큼 올해 하반기 통화정
책 불확실성 지수가 상승할 수 있음.
상승 시 주식시장 반응을 관찰할 것을
추천

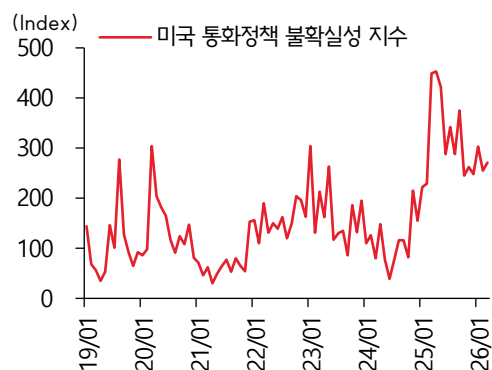
2026년 4월까지 미국 통화정책 불확실성 지수는 비교적 잠잠한 흐름을 보였다. 그러나 파월의 마지막 FOMC가 종료되고 케빈 워시 체제 도래가 예고되면서, 하반기 통화정책 불확실성 상승 가능성을 염두에 두어야 한다. 통화정책 전환기에 시장이 통화정책 불확실성 지수 급등에 대해 하락으로 반응한다면, 이는 위험자산 선호 심리가 본격적으로 훼손되기 시작했다는 강력한 신호로 해석해야 한다.

통화 정책 불확실성 지수 급변에 따른 시장 움직임 구분



자료: Bloomberg, SK 증권 주: 통화 정책 불확실성 지수 급등에 시장이
하락으로 반응한 경우 하얀 부분으로 표시

2026년 4월까지의 잠잠한 통화정책 불확실성 지수 움직임



자료: FRED, SK 증권

(9) 종합 및 투자 제언

본 챕터는 2026년 한국 주식시장의 상승이 쓸림에 의해 발생되었다는 사실로부터 출발했다. 그러나 분석의 결론은 쓸림이 아니라 쓸림을 만든 구조에 초점을 맞춰야 한다는 것이다. 경기 둔화 우려 속에서 AI라는 유일한 성장 내러티브로 자금이 집중되고, ETF·파생 시장의 자기강화 구조가 이를 증폭시키며, 반도체 빅 2의 시가총액 비중 확대까지 맞물린 현재의 쓸림은 단순한 과열이 아니라 구조적 필연에 가깝다. 이 구조가 유지되는 한 주도주 위주의 강세는 지속될 것으로 판단하며, 베이스 시나리오 하의 KOSPI 연말 타겟은 9,900pt, 하반기 밴드는 6,500~11,000pt로 제시한다.

변동성이 높을 하반기 구조 변화의 트리거를 사전에 포착하는 것이 핵심이다. 긍정적 경로(미국 경기 회복)에서는 C&I 대출 증가, ISM 제조업 50선 상회, 삼익물 완화를 선행 지표로 활용하고, 이 경우 화장품·에너지 인프라(강관 등) 미국 정책 수혜주로의 비중 이동을 고려해야 한다. 부정적 경로(위험자산 선호 붕괴)에서는 신용공여잔고 감소, 미국 저축률 급등, 통화정책 불확실성에 대한 시장의 하락 반응이 경보 신호로 기능할 것이다.

자산배분

AI, 무게추는 투자에서 회수로

퀀트. 황지우
jeewoo.hwang@sks.co.kr / 3773-8072

1. 자산배분: 메마른 지반과 얽힌 뿌리

(1) AI CAPEX 경쟁에 들어온 노란 불

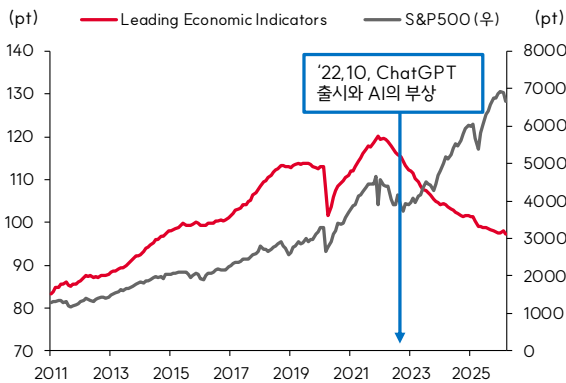
AI 서사는 매크로 부담을 지면
서사 둔화 시 가격에 다시 반영될 가능
성

금리, 물가, 경기지표의 부담은 분명 커졌지만, 시장은 그 부담보다 AI 인프라를 보유한 소수 초대형 기업의 이익 귀속 가능성을 먼저 가격에 반영해 왔다. 따라서 현재 주식시장을 설명하는 핵심 변수는 경기 전체의 온도보다 AI CAPEX의 지속성이다. ChatGPT 이후 형성된 AI 수요 서사는 고금리 환경에서도 위험자산 선호를 지탱했지만, 그 기반은 수요가 실제 수익으로 전환된다는 전제 위에서만 유지될 수 있다.

하이퍼스케일러의 CAPEX는 성장 신호이자 미래 현금흐름에 대한 선불이다. 투자 규모가 커질수록 시장의 질문은 "얼마나 더 투자하는가"에서 "그 투자가 얼마의 매출, 마진, FCF를 얼마의 시간 안에 만들어내는가"로 이동한다.

리스크의 본질은 AI 기술의 실패가 아니다. 더 현실적인 위험은 이미 높은 성공 확률이 가격에 반영된 상태에서 수익화 시간표가 늦어지는 경우다. 이 경우 그동안 뒤로 밀려 있던 물가, 금리, 경기 부담이 다시 전면으로 올라오며 주가의 할인율을 바꿀 수 있다. 결론적으로 AI exposure를 완전히 버리는 전략은 적절하지 않다. 다만 현재의 손익비가 한 방향으로 치우쳐 있다면, 유동성, 실물, 저변동 hedge를 병행하는 방식으로 CAPEX 둔화와 매크로 부담의 재가격화에 대비할 필요가 있다.

AI의 부상 이후 설명력을 잃어버린 경기민감도



자료: Bloomberg, SK 증권

높은 금리도 극복해낸 주식 수요



자료: Bloomberg, SK 증권

AI 투자는 성장 투자보다는 전략 경쟁 그러나 방향성 못지 않게 중요한 시 간표

AI 투자는 선택적 성장 투자가 아니라 국가 차원에서는 기술 패권과 안보 경쟁의 핵심, 그리고 초대형 플랫폼 기업 입장에서는 클라우드, 검색, 광고, 생산성 소프트웨어의 주도권을 잃지 않기 위한 방어적 지출이 되었다. 이 때문에 Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta 의 CAPEX commitment 는 단순한 비용 증가가 아니라 전략 경쟁에 참여하겠다는 공개적 약속으로 해석된다. 시장은 이 약속을 AI 최종 수요가 충분히 크다는 신호로 받아들였고, 그 결과 CAPEX 확대 자체가 밸류체인 주가를 끌어올리는 촉매가 되었다.

그러나 전략적 약속은 시간이 지나면서 점차 고정비적 성격을 띤다. 데이터센터 부지 확보, 전력 계약, 장비 발주, 장기 공급 계약이 진행되면 투자 규모를 단기간에 줄이기 어렵고, 이미 낮아진 FCF 환경에서는 본업 현금흐름의 방어력이 더욱 중요해진다. 초기에는 CAPEX 증가가 수요 강도의 증거로 작동한다. 하지만 가동률이 예상보다 늦어지거나 최종 수요가 매출로 전환되는 속도가 둔화되면, 같은 CAPEX 는 성장 신호가 아니라 미가동 자산, 회수 지연, 투자 규율 약화의 증거로 재해석될 수 있다.

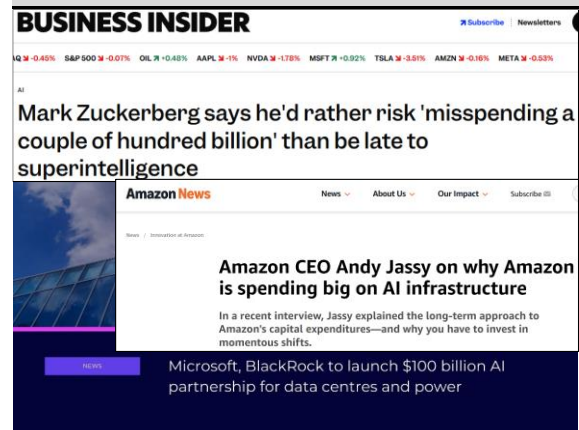
따라서 AI 인프라 투자의 핵심은 방향성보다 시간표다. 투자가 멈추는지가 아니라 투자된 자본이 어느 속도로 매출과 FCF 를 만들어내는지가 향후 주가의 설명력을 더 크게 좌우할 것이다.

AI에 진심인 강대국들



자료: 보도자료

AI에 진심인 하이퍼 스케일러들



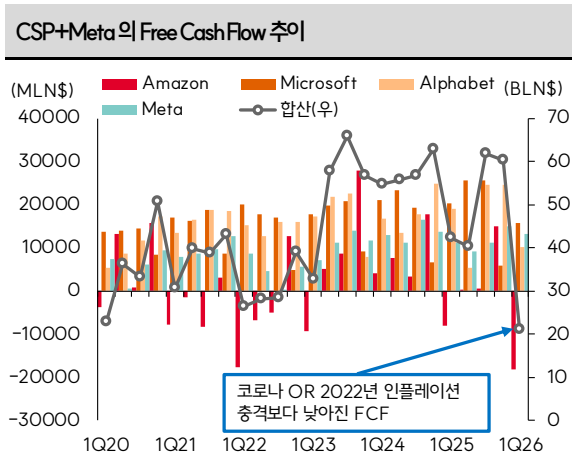
자료: 보도자료

저점 부근의 하이퍼스케일러 FCF
 높아져가는 CAPEX 가이드런스
 중요한 것은 수익화 전환

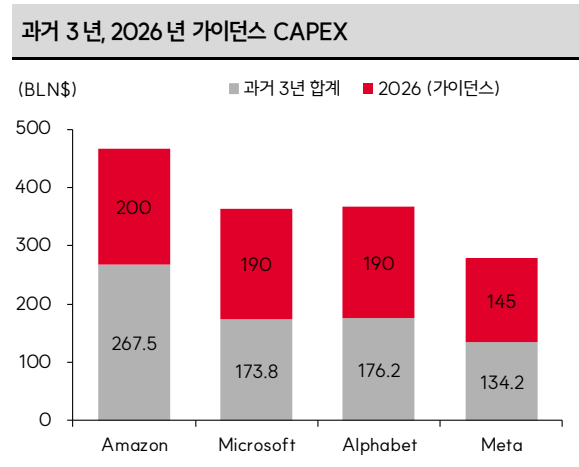
한편 클라우드와 AI 투자가 본격화되면서 주요 하이퍼스케일러의 Free Cash Flow 는 COVID-19 와 2022 년 인플레이션 충격 국면에 근접하거나 이를 하회하는 수준까지 낮아졌다. 합산 FCF 하락이 곧바로 시스템 리스크를 의미하지는 않지만, 기업별 완충력 차이가 커진 것은 중요한 변화다.

FCF 가 낮아지는 구간에서는 투자자의 질문이 자연스럽게 달라진다. 과거에는 CAPEX 확대가 성장률과 시장 지배력의 증거로 받아들여졌지만, 이제는 자금조달 여력, 투자 효율성, 주주환원 지속 가능성, 그리고 투자 회수 기간이 더 엄격한 검증 항목이 된다. 특히 일부 기업은 2027 년 CAPEX 가 2026 년 대비해서도 유의미하게 증가할 수 있음을 시사했다. 이는 AI 경쟁이 일회성 지출이 아니라 여러 해에 걸친 자본 투입 사이클임을 보여주는 동시에, 현금흐름 방어력이 낮아진 상태에서 부담이 누적될 수 있음을 뜻한다.

그렇다고 FCF 음전이나 압박을 곧바로 CAPEX 중단 신호로 해석할 필요는 없다. 하이퍼스케일러는 현금성 자산, 신용도, 장기 고객계약이라는 완충 장치를 보유하고 있으며, AI 투자는 전략적 성격상 단기 수익성만으로 중단되기 어렵다. 다만 FCF 의 노란불은 검증 기준의 전환 신호가 될 수 있으며, 시장은 더 이상 CAPEX 우상향만으로 만족하지 않고 해당 투자가 이익과 현금흐름으로 회수되는 경로를 더 구체적으로 요구할 가능성이 높다.



자료: Bloomberg, SK 증권



자료: 각 사, Bloomberg, SK 증권

FCF = OCF - CAPEX

CAPEX는 어느 정도 고정된 지출

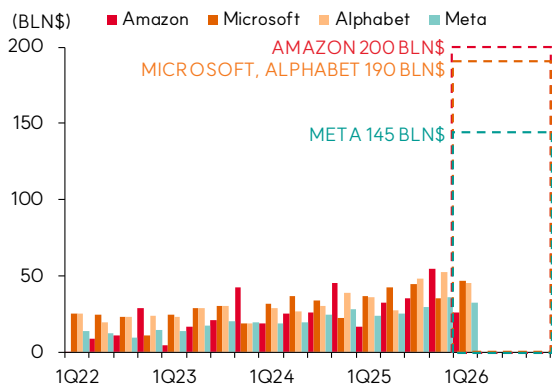
OCF는 본업에 따라 가변적 변수

AI CAPEX의 상당 부분은 가이던스, 장기계약, 공급망 발주를 통해 이미 고정된 성격을 갖는다. 따라서 단기 FCF의 변곡점은 CAPEX가 갑자기 줄어드는지보다, 손익계산서 상단의 매출과 마진이 얼마나 안정적으로 유지되는지에 따라 결정될 개연성이 있다. FCF는 구조적으로 OCF에서 CAPEX를 차감한 값이며, CAPEX가 상당 부분 잠겨 있다면 FCF 회복의 조건은 OCF의 지속성 또는 개선이고, OCF는 결국 소비, 광고, 클라우드 사용량, 가격 전가력 같은 업황 변수에 노출된다.

본업 현금흐름이 유지되면 FCF 저점 통과 논리는 성립할 수 있다. 이미 집행이 예정된 CAPEX가 일시적으로 현금흐름을 압박하더라도, 매출과 마진이 견조하다면 시장은 이를 전략적 투자 국면으로 해석할 여지가 있다. 반대로 매출 충격이 발생하면 이야기는 달라진다. CAPEX 조정은 계약과 프로젝트 일정 때문에 후행적으로 나타날 수 있고, 그 사이 FCF 회복은 지연된다. 이때 시장은 투자 규모보다 투자 집행 규율과 우선순위 조정을 더 강하게 요구하게 된다.

따라서 FCF의 다음 변곡점은 CAPEX 숫자 자체보다 OCF의 경기, 물가 민감도에 있다. 특히 B2C 노출이 큰 기업은 소비심리, 광고 경기, 클라우드 사용량 둔화가 후행적으로 반영될 수 있다는 점을 별도로 점검해야 한다.

CSP+ 영업현금흐름(OCF)와 CAPEX 전망



주: 막대는 현재까지 확정된 OCF, 점선은 각사가 제시한 2026년 CAPEX 가이던스 규모
자료: 각사, Bloomberg, SK증권

단기 FCF의 핵심 변수는 영업현금흐름의 지속성

업황에 따라 변동성이 높은 OCF는 경기와 인플레이션으로부터 얼마나 자유로울까?

Free Cash Flow \approx OCF - CAPEX

현재 경고등

시장이 반영하는 어느정도 고정된 값

자료: SK증권

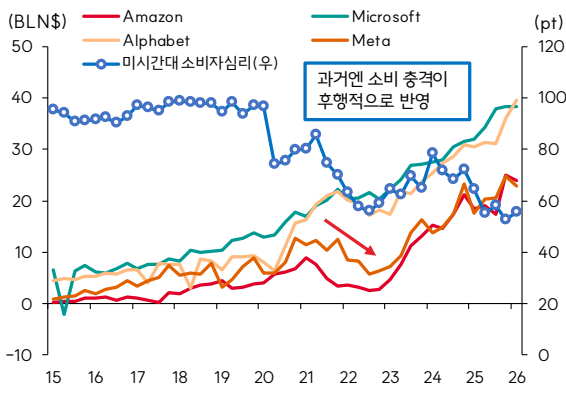
인플레이션이 본업에 전이되면 일부 하이퍼스케일러들의 FCF 추가 악화 가능성

하이퍼스케일러라고 해서 모두 동일한 현금흐름 구조를 갖는 것은 아니다. 클라우드 인프라의 전략적 중요성은 공통적으로 높지만, B2C, 광고, 커머스 노출이 큰 기업은 물가 상승과 실질소득 압박에 더 민감하게 반응할 수 있다. 2022년 사례에서 보듯 소비 충격은 즉각적으로 모든 사업부에 반영되기보다 광고 및 커머스에 시차를 두고 나타나는 경향이 있다. 소비자가 지갑을 닫으면 광고주는 예산을 조정하게 되며, 이는 곧 영업현금흐름의 악화로 연결될 개연성이 있다.

Amazon의 경우 커머스가 현금흐름의 핵심 축이고, Meta는 Family of Apps와 광고 매출이 여전히 중심이다. AI CAPEX가 전략적으로 필요하다면 본업 매출이 둔화되면 이미 낮아진 FCF 완충력은 추가로 악화된다.

이 지점에서 인플레이션은 단순한 거시 배경 변수가 아니라 기업 현금흐름의 직접 변수로 전환된다. 가격 부담이 소비심리를 훼손하고 광고주의 집행 의지를 낮추면, AI 투자기업의 현금흐름 방어력은 시장 기대보다 약해질 수 있다. 결국 AI 투자기업이라도 매출의 경기 민감도는 사라지지 않는다. CAPEX의 정당성은 인플레이션 국면에서도 본업 현금흐름이 유지되는지, 그리고 소비 둔화가 광고와 클라우드 수요로 얼마나 전이되는지에 좌우된다.

소비자 심리 지수, CSP+ 영업이익 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

Amazon, Meta의 사업부 비중

사업부	Amazon		Meta		
	22년	현재	22년	현재	
Online Stores	42.8%	35.4%	Family of Apps	49.5%	49.8%
Physical Stores	3.7%	3.2%		Advertising	49.2%
Third-Party Seller Services	22.9%	22.9%	Others	0.4%	0.8%
Subscription Services	6.9%	7.4%		Reality Labs	0.9%
AWS	15.6%	20.7%	합계	100%	100%
Advertising Services	7.3%	9.5%			
Other Services	0.8%	0.9%			

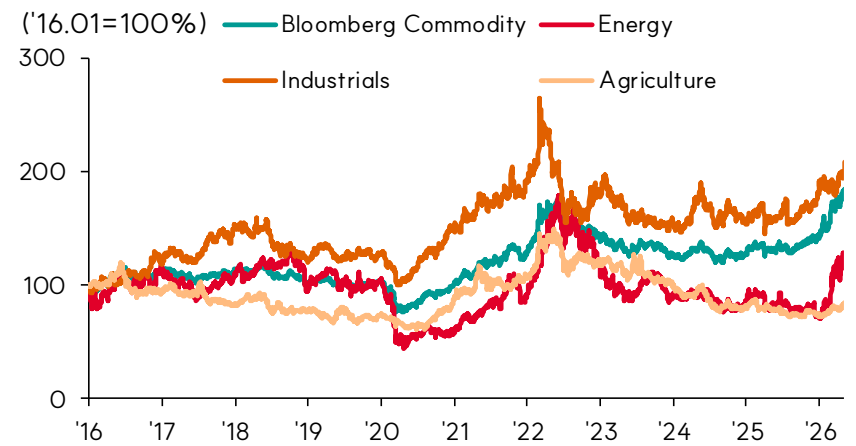
자료: Bloomberg, SK 증권

데이터센터 건설은 전력, 기계 설비, 냉각, 건축, 원자재, 물류가 동시에 맞아야 하는 복합 프로젝트다. 따라서 CAPEX는 기업이 한 번 제시하면 고정되는 단순 숫자가 아니라, 비용과 납기, 전력망 확보 능력에 따라 계속 조정되는 실행 변수에 가깝다. 공급망과 전력 장비, 원자재, 물류 가격 상승은 단순히 비용을 높이는 데 그치지 않는다. 리드타임이 길어지면 데이터센터의 가동 시점이 늦어지고, 가동 지연은 다시 매출 인식과 FCF 회복 시점을 뒤로 미룬다.

원자재 가격 상승은 CAPEX(데이터 센터 건설)의 비용 상승 요인

FCF 완충력이 축소된 상태에서 CAPEX 가 추가로 상승하면 투자 회수 시점에 대한 압박은 커진다. 비용 상승은 일부 공급기업에는 단가 수혜로 작용할 수 있지만, 최종 가동이 늦어지면 밸류체인 전반의 매출전환속도에도 변동성이 전염된다. 데이터센터는 전기 설비 비중이 높고, 액체 냉각 방식이 확대될수록 기계 설비의 중요성도 커진다. 원자재 가격과 전력 장비 병목이 동시에 발생하면, CAPEX 는 성장 신호라기보다 프로젝트 실행 능력의 시험대가 된다. 따라서 투자자는 CAPEX 가이드를 확정된 지출 총액으로 보기보다 비용, 납기, 가동률을 포함한 조건부 숫자로 해석할 필요가 있다. 병목이 길어질수록 투입 자본의 매출전환속도는 낮아진다.

원자재 비용은 2022년 고점을 상회



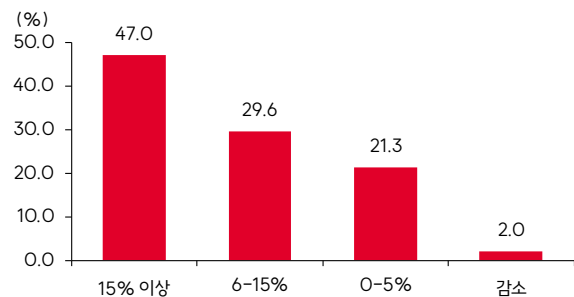
자료: Bloomberg, SK 증권

데이터센터 건설 비용 구조 예시

구분	Air-cooled	Liquid-cooled
GC/GR 및 GC 수수료	10%	10%
코어 / 셸 / 건축 공사	14%	9%
기계 설비	22%	33%
전기 설비	54%	48%
합계	100%	100%

자료: Turner & Townsend, SK 증권

데이터 센터 건설 비용 증분 설문조사



자료: Turner & Townsend, SK 증권

연장된 AI 서버·네트워크 내용 연수로
 도 이미 FCF는 바닥권
 내용 연수는 고정성이 아닌 가변적 변수

한편 서버와 네트워크 장비의 내용연수 변경은 AI 투자비 회수기간 논의에서 핵심 변수다. 내용연수를 연장하면 단기적으로 감가상각비 부담이 줄어 EPS 와 FCF 가 개선되는 효과가 나타난다. 그러나 회계상 수명과 실제 경제 수명 사이의 간극이 커지면, 그 개선분은 미래 비용으로 다시 평가될 수 있다.

AI 데이터센터는 철도나 통신망처럼 수십 년 동안 안정적으로 회수되는 전통 인프라와 성격이 다르다. 모델 구조, 칩 성능, 냉각 방식, 네트워크 설계가 빠르게 바뀌기 때문에 서버와 네트워크 장비의 기술 교체 주기는 상대적으로 짧다. 만약 실제 교체 주기가 회계상 내용연수보다 짧다면, 현재의 이익은 미래 비용을 뒤로 미룬 결과일 수 있다. 이러한 시장의 논란을 의식한 젠슨 황 NVIDIA CEO 는 구형 GPU 가 중저강도 작업에 재배치되어 내용연수가 연장될 수 있다는 논리를 언급했으나, 최근 아마존은 기존 6 년으로 연장했던 내용 연수를 5 년으로 재차 축소하여 가변성의 여지를 남겨두었다.

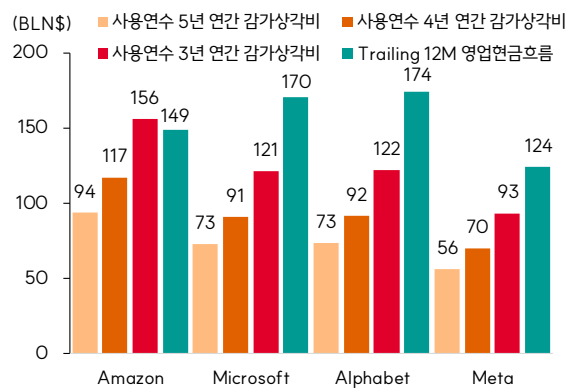
서버 내용 연수를 5 년으로 감안하더라도 연간 감가상각비는 기업들의 현금흐름을 무겁게 짓누르는 수준이다. 만약 내용연수 축소나 감가상각 재평가가 발생한다면 CAPEX 부담을 손익계산서로 이동시키며, 이는 단기 EPS 를 추가 악화시키는 요인이다. 경쟁적으로 AI 투자에 뛰어들고 있는 기업들이 공동적으로 내용연수 연장의 카드를 소진한 만큼, 혹여라도 축소되었을 때 후폭풍이 그 이상의 크기의 파도로 돌아올 수 있음을 인지해둘 필요가 있다. 서버 내용연수는 단순 회계 정책이 아니라 AI CAPEX 의 투자 회수 기간을 가늠하는 숨은 변수이며, 회계상 수명과 기술상 수명의 간극이 커질수록 장기 성장 자산의 듀레이션 리스크도 확대된다.

빅테크 서버/네트워크 장비 내용연수 변경 내역

변경 시점	회사	내용연수 변경	내용
2025-12	Amazon	서버, 네트워크 장비 6년 → 5년	축소
2025-01	Meta	서버, 네트워크 장비 4년 → 5.5년	연장
2024-01	Amazon	서버 5년 → 6년	연장
2023-01	Alphabet	서버 4년 → 6년, 네트워크 장비 5년 → 6년	연장
2022-07	Microsoft	서버, 네트워크 장비 4년 → 6년	연장
2022-Q2	Meta	서버, 네트워크 장비 4년 → 5년	연장
2022-01	Amazon	서버 4년 → 5년, 네트워크 장비 5년 → 6년	연장
2021-01	Alphabet	서버 3년 → 4년, 일부 네트워크 장비 3년 → 5년	연장

자료: 각 사, SK 증권

현재까지 CAPEX의 연간 감가상각비 추정치 (2026년 가이던스 제외)



주: 연간 감가상각비 추정치 = 과거 3년 CAPEX의 합계 / 내용 연수
 자료: Bloomberg, SK 증권

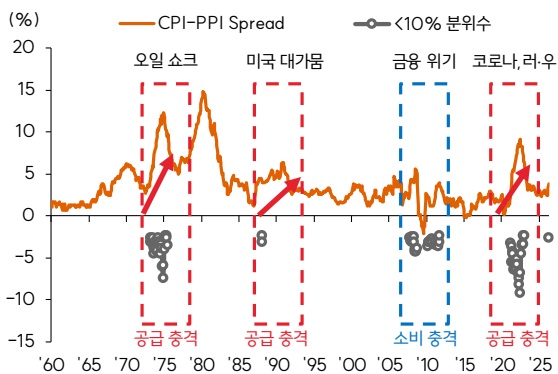
공급 충격 국면에서는 생산자물가가 소비자물가보다 먼저 상승하고, 이후 비용 전가가 진행되면서 CPI와 PPI의 스프레드가 축소되는 패턴이 반복됐다. 최근 높게 발표된 PPI 부담은 AI 서사와 별개로 할인율을 다시 높일 수도 있는 리스크다. 물가와 금리 상승은 무위험금리와 재차입 비용을 동시에 높인다. 특히 장기채와 고멀티플 성장주는 현금흐름이 먼 미래에 위치해 있기 때문에 할인율 변화에 대한 민감도가 크다. AI 관련 자산도 이 듀레이션 논리에서 완전히 벗어나 있지 않다.

Forward EPS는 상승장의 강력한 근거
 다만 하락장을 예고하는 지표는 아님

AI 서사가 강하게 유지되는 동안에는 이러한 부담이 주가의 전면에 드러나지 않을 수 있다. 시장이 CAPEX 확대를 미래 수요의 증거로 해석하는 동안에는 높은 금리도 성장 기대에 가려질 수 있기 때문이다. 그러나 투자금에 대한 수익화 속도가 부각되는 국면에서 시장은 잊고 있던 시간표를 확인할 것이다. 그 시간표는 고금리 환경에서 투자자들이 예정했던 일정에 비해 더 타이트하게 진행될 가능성이 높고, 그 순간 AI가 가려 왔던 성장주의 할인율 부담은 다시 고개를 들 개연성이 높다.

결국 AI 내러티브 둔화는 매크로 리스크가 전면으로 올라오는 통로다. 이 경우 성장주 듀레이션과 장기채 듀레이션은 동시에 압박을 받을 수 있으며, 포트폴리오의 hedge 수단도 단순 장기 듀레이션에 대한 면역성을 중심으로 설계해야 한다.

소비자 물가 연간 변화율 - 생산자 물가 연간 변화율 차이



자료: Bloomberg, SK 증권

듀레이션이 길수록(장기채, High 멀티플) 할인율 민감도가 높음

1 CAPM 기반 할인율

$$k = r_f + \beta(E[R_m] - r_f) \quad \left| \quad P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+k)^t}\right.$$

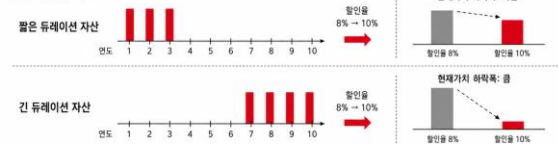
요구수익률(k) 상승 시 미래 현금흐름의 현재가치 하락

2 왜 먼 현금흐름일수록 더 크게 흔들리나?

$$\frac{\partial P}{\partial k} = - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{t \cdot CF_t}{(1+k)^{t+1}}$$

t가 클수록 할인율 변화 영향 확대. 현금흐름이 먼 미래에 올린 자산일수록 현재가치 변동폭 확대

3 직관적 비교



결론: 성장 기대가 먼 미래에 집중된 자산일수록 할인율 상승 시 가격 소용돌이 확대

자료: SK 증권

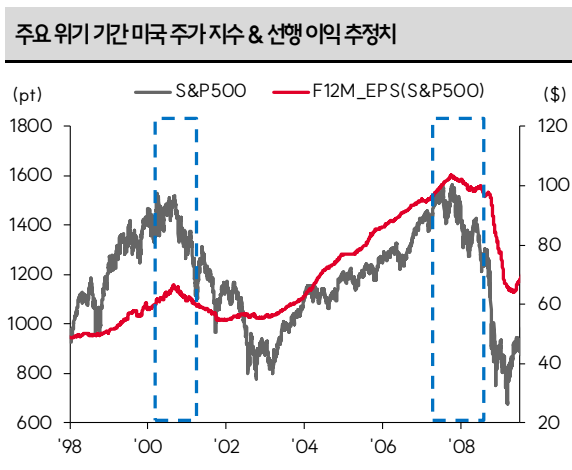
(2) 넓어진 리스크 범위와 비대칭적 손익비

현재 상승장은 단순 가격 상승이 아니라 이익이 뒷받침되는 구조적 상승으로 인식되고 있다. S&P500 Forward PER은 닷컴버블 고점 부근이지만, KOSPI Forward PER은 높은 EPS 성장 기대 덕분에 금융위기 이후 최저 수준을 유지하고

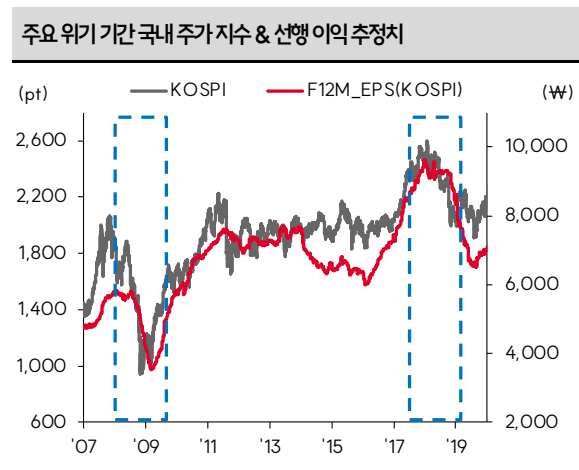
있다. Forward 멀티플이 미래 주가를 모두 설명한다면야 문제가 없겠지만 투자 의사결정은 언제나 양면적 리스크를 갖고 있다. 낮은 밸류에이션의 리스크는 미래 이익의 빠른 현실화를 전제로 하며, 따라서 AI 밸류체인 전반의 가치 창출이 차질 없이 진행되어야 비로소 정당화된다.

현재와 닷컴버블의 유사점:
 기술 방향성은 오류 없음
 투자 자본이 마진으로 전환되는 사이의
 현금흐름 공백은 리스크

과거 위기 국면에서 12 개월 선행 EPS 는 주가 하락을 선제적으로 경고하기보다 조정 이후 후행적으로 하향되는 경우가 많았다. 미국 닷컴버블과 금융위기, 국내 금융위기와 2017~2018 년 반도체 사이클 둔화 모두 이익 추정치가 먼저 훼손된 사례로 보기는 어렵다. 강한 이익 모멘텀은 상승장의 지지 기반이지만, 조정의 선행 신호로 사용하기에는 한계가 있다. 시장은 미래 이익의 방향성을 먼저 가격에 반영하고, 실제 추정치 하향은 가격 조정 이후 애널리스트 모델에 반영되는 경우가 많다.



자료: Bloomberg, SK 증권



자료: Quantiwise, SK 증권

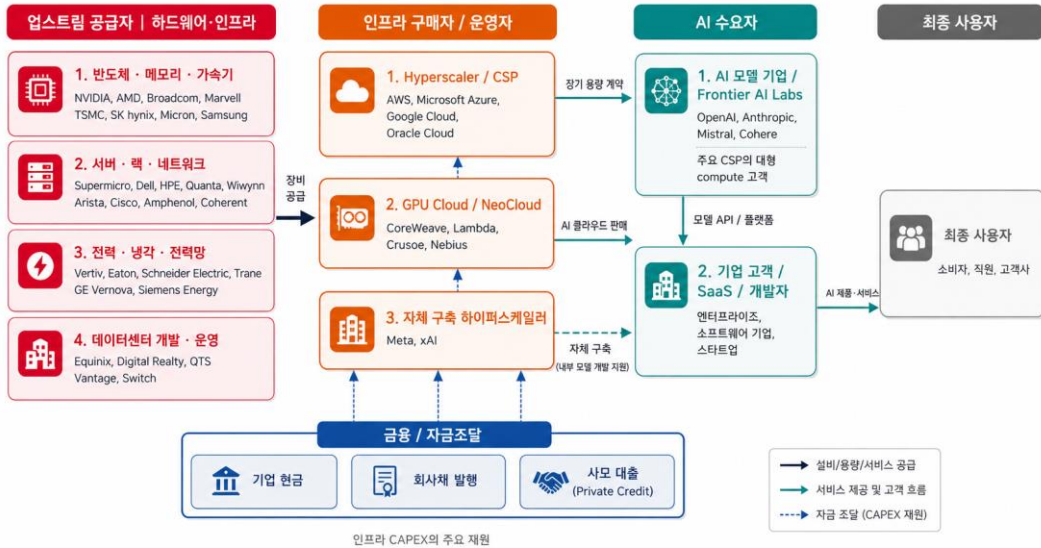
닷컴버블의 교훈도 기술 방향성의 오류가 아니었다. 인터넷 보급은 결국 현실이 되었지만, 경제적 이익의 귀속 속도, 규모, 마진을 시장이 지나치게 빠르게 선반영하면서 중간 현금흐름 공백이 주가 조정으로 이어졌다. AI CAPEX 논의도 이와 닮은 지점이 있다. 기술의 방향성은 맞을 수 있지만, 투자된 자본이 충분한 매출과 마진으로 전환되기까지의 공백이 길어지면 주가는 먼저 시간표를 재평가한다. 이때 선행 EPS 는 충분히 빠른 경고등이 되지 못할 수 있다. 따라서 AI 리스크를 점검할 때는 EPS 전망치만 볼 것이 아니라 현금흐름, 가동률, 매출전환속도, 자금조달 조건을 함께 봐야 한다. 방향이 맞아도 길은 험할 수 있고, 시장은 도로의 충격을 이익 추정보다 먼저 가격에 반영한다.

구분	Amazon	eBay	AOL	Akamai
1998	2.7	-2.6	44	-1.5
1999	-378.0	-24.1	816	-58.0
2000	-265.2	50.4	1,166	-254.8
구분	Uniphase	Lucent	Cisco	Microsoft
1998	26.1	-163	2,436	7,777
1999	20.4	-3,004	3,723	11,563
2000	1.1	-2,397	5,055	10,547

자료: Quantiwise, U.S. Department of the Treasury, FRED, SK 증권

AI 인프라가 실제로 가동되려면 토지, 전력, 냉각, 네트워크, GPU, 물류, 자금조달, 허가가 모두 필요하다. 밸류체인이 넓어질수록 병목이 발생할 수 있는 부분이 증가하고, 밸류 체인 특성상 특정 영역의 작은 병목도 더 넓은 범위의 가동률 지연으로 전염될 수 있다. 주요 기업의 현금흐름 완충력이 축소되고 투자 회수 시간표가 앞당겨진 환경에서 가동률이 지연된다면 비우호적 시나리오 하에서 CAPEX 가이드언스가 낮아질 가능성도 배제할 수 없다. CAPEX 가 절대적 지표로 군림하고 있는 현재 시장에서는 가이드언스의 미세한 조정만으로도 시장이 강하게 반응할 것이다.

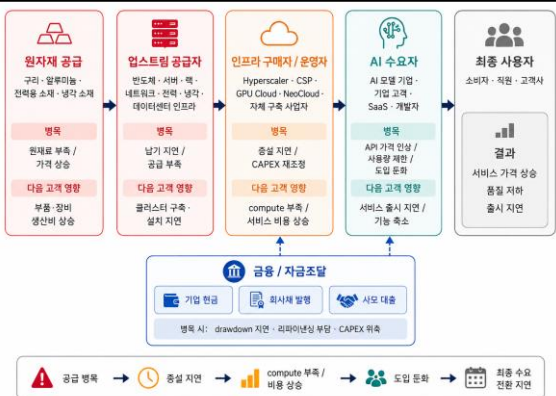
AI CAPEX Value Chain



자료: SK 증권

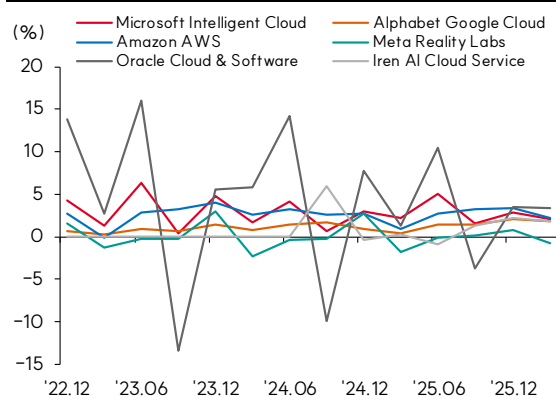
따라서 AI 밸류체인에서 중요하게 지켜봐야 할 항목 중 하나가 매출전환속도가 될 것으로 전망한다. 예컨데 과거 4 분기 투입된 CAPEX 대비 AI 사업부 매출 증가율이 앞으로 더 증가하는 추세가 보이지 않는다면 시장은 회수 기간의 불확실성에 더 큰 할인율을 부여할 가능성이 높다.

밸류 체인이 넓을수록 병목 변수 확장



자료: Bloomberg, SK 증권

AI 사업부 매출전환속도



자료: Bloomberg, SK 증권

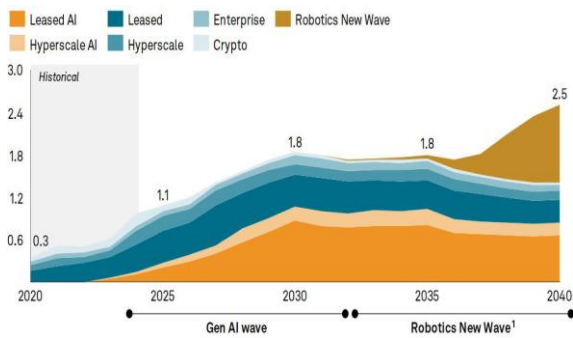
매출전환속도는 Value Chain 의 다방
면에서 발생할 수 있는 작은 병목들로
인해 느려질 리스크를 품고 있음

연쇄반응의 위험은 단일 실패보다 작은 지연들의 누적에 있다. 전력 인입이 늦어지고, 냉각 장비 납기가 밀리며, 허가와 금융 조건이 악화되면 GPU 가 확보되어도 데이터센터의 실제 매출 발생 시점은 뒤로 밀린다. 따라서 AI CAPEX 사이클의 그림자는 수요 부정이 아니라 실행 복잡성이다. 작은 병목이 가동률을 늦추고, 가동률 지연이 매출전환속도를 낮추며, 그 결과 FCF 와 자금조달 조건이 다시 악화될 수 있다

데이터센터 전력수요는 AI 성장의 가장 직접적인 병목 지표다. IEA 는 글로벌 데이터센터 전력소비가 2030 년 현재의 약 두 배 수준에 이를 것으로 전망하고 있으며, 이는 구리, 알루미늄, 전력 장비, 냉각 설비 수요를 동시에 자극한다. 구리 가격 고점 갱신과 황산 공급 부담은 데이터센터 CAPEX 와 리드타임을 동시에 자극할 수 있다. 황산은 AI 장비 자체보다 금속 제련과 공급망 비용에 영향을 주는 변수이며, 공급망이 넓어질수록 가시성이 낮은 영역에서 병목이 발생할 가능성이 높아진다.

데이터센터의 구리 수요

(단위:MLNMetricton)



자료: S&P Global

황산, 구리, 알루미늄 가격

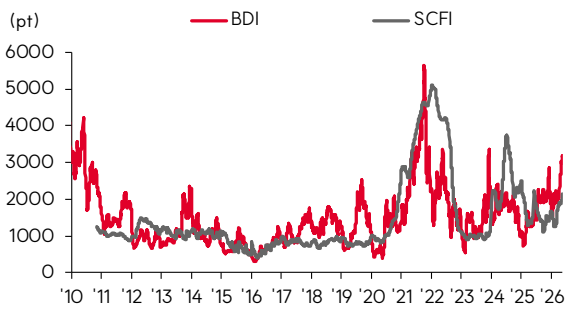


자료: Bloomberg, SK 증권

운송도 별도의 병목이다. 변압기, 발전기, 냉각설비 같은 대형 장비는 일반 드라이벤보다 flatbed 와 heavy-haul capacity 를 필요로 한다. 장비 규격, 운전자 숙련도, 도로 허가, crane 일정이 모두 맞아야 하므로 공급 탄력성은 생각보다 낮다. 실물 병목은 AI 수요의 방향성을 부정하지 않는다. 다만 CAPEX 가 실제 매출로 전환되는 속도를 낮추고, 비용 상승과 가동 지연을 통해 FCF 회복 시점을 뒤로 미룬다. 이 지연이 길어질수록 투자자는 성장률보다 회수기간을 먼저 묻게 된다.

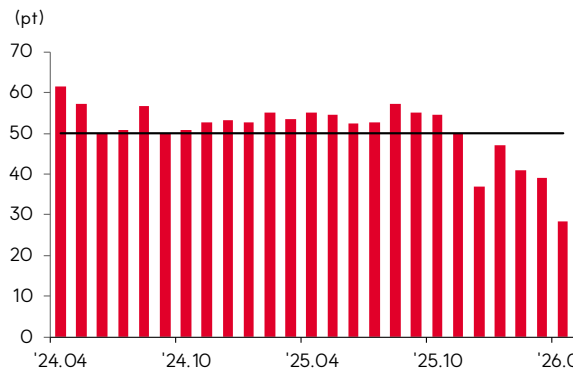
결국 원자재와 운송은 주변 변수가 아니라 AI 인프라 투자 사이클의 실행 변수다. 수요가 충분하더라도 전력망, 금속, 특수 운송이 동시에 맞지 않으면 CAPEX 의 회계적 집행과 매출 인식 사이에는 더 긴 공백이 생긴다.

주요 운임 지수 상승



자료: Bloomberg, SK 증권

미국 화물 운송 여력 축소



주: 50 이상은 운송 여력 확장, 50 이하는 운송 여력 축소

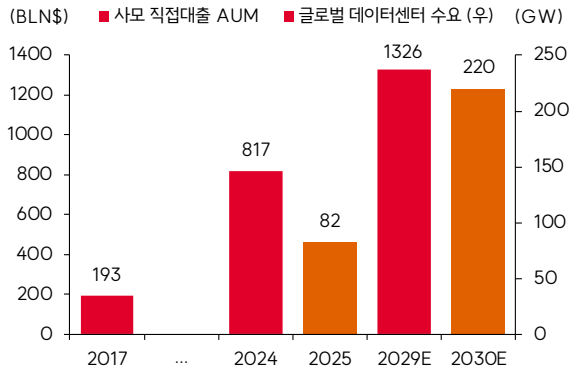
자료: Logistics Managers' Index, SK 증권

AI 투자에 대한 자금 조달은 일반적인 부채 (on-balance sheet)를 넘어 부외부채(off-balance sheet)으로 확장

한편 AI 인프라 조달은 회사채 같은 전통적 부채를 넘어 SPV, JV, 사모신용, 장기리스 구조로 확장되고 있다. 재무제표상 직접 부채로 보이지 않더라도, 경제적으로는 미래 AI 현금흐름을 담보로 한 레버리지에 가깝다. 최근 데이터센터와 GPU 기반 금융에서는 고객계약, 장비, 현금흐름을 담보화하는 구조가 확대됐다. 일정대로 매출 전환이 발생하면 이러한 구조는 자기강화적 성장의 수단이 될 수 있지만, 고객 계획 변화나 가동 지연이 발생하면 신용위험이 표면화될 수 있다. 사모 대출자의 자금공급 의지가 약화되면 프로젝트 금융 지연은 곧 착공 지연과 장비 발주 지연으로 연결된다. 호황기에는 관대한 대출이 증가하고, 이후 일부 손실이 발생하면서 사이클 고점을 통과하는 것이 부채 사이클의 전형적인 경로다.

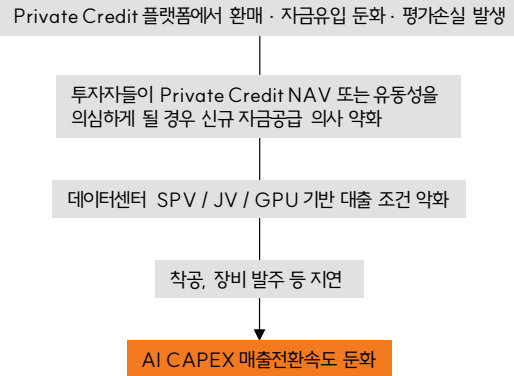
부외부채의 위험은 재무제표에 보이지 않는다는 데서 끝나지 않는다. 투자자가 private credit 의 유동성, 평가손실, NAV 를 의심하기 시작하면 신규 자금공급 조건이 악화되고, 이는 데이터센터 SPV 와 GPU 기반 대출의 조달비용 상승으로 이어질 수 있다. 따라서 부외부채는 AI 매출전환 지연을 금융시장 충격으로 바꾸는 통로가 될 수 있다. 현실성 높은 꼬리위험은 수요 붕괴보다 현금흐름 전환 지연과 자금공급 조건 악화가 결합되는 경우다.

사모 직접 대출 의존이 확대된 데이터센터



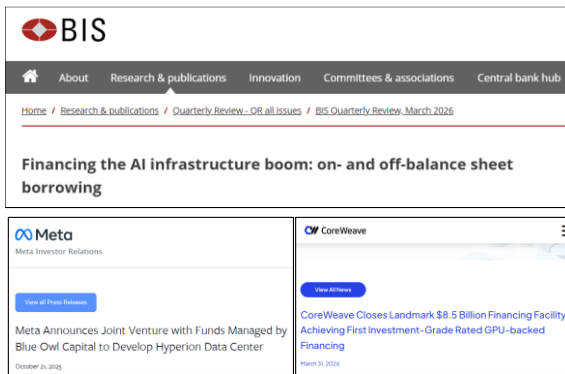
자료: BlueOwl, SK 증권

사모 대출 시장이 AI 매출 전환에 미치는 파급 경로



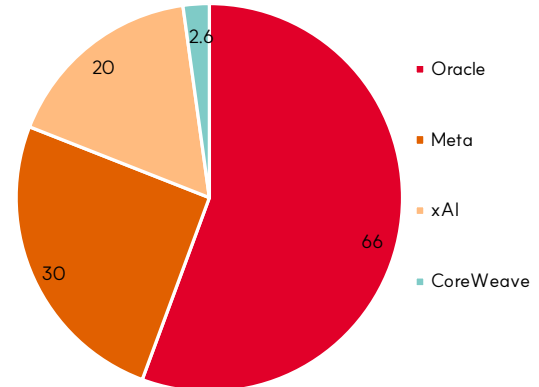
자료: SK 증권

사모 대출 시장이 AI 매출 전환에 미치는 파급 경로



자료: BIS, 각 사

120BLN\$에 육박하는 기업들의 부외 부채



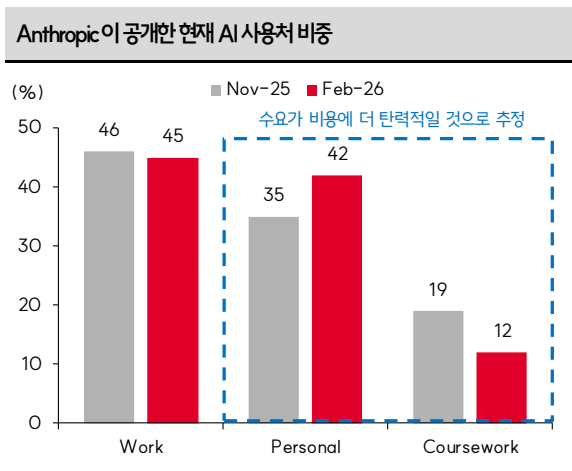
자료: Financial Times 추정, SK 증권

AI 수익화 압박이 강화되면 AI 서비스
가격 정책이 바뀔 가능성
가격 정책에 따라 최종 수요가 변동할
여지도 상존

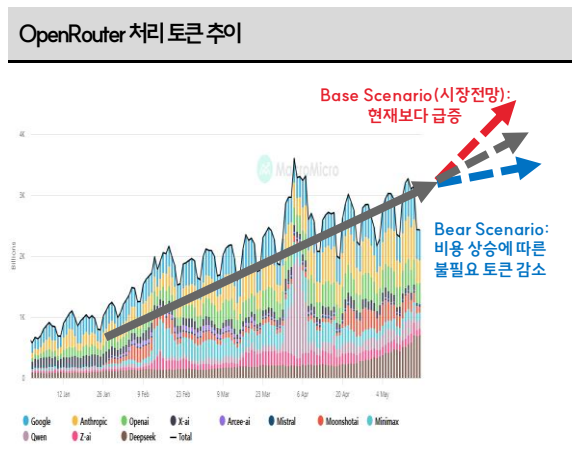
한편 AI CAPEX 의 최종 수요 측에서도 변수는 있다. 현재 AI 서비스 가격 체계는 점유율 확대와 사용 습관 형성을 위해 비용 전가가 일부 지연된 구조로 판단된다. 사용자 수, 점유율, 토큰 호출량은 성장 지표였지만, 수익성 검증 국면에서는 토큰 비용 회수율이 더 중요한 지표가 된다. AI 서비스는 사용량이 곧 추론 비용으로 이어진다. 특히 agent, coding, long-context 작업은 컴퓨팅 사용량이 높기 때문에 토큰 사용량이 늘수록 월간 정액제나 무제한형 가격 구조의 지속 가능성은 낮아진다.

물론 AI 추론 단가는 범용 및 반복 추론 작업에서 급감하고 있는 추세이나, AI 총 사용 비용은 단순히 단가 하락만으로 설명하기 어렵다. 추론 비용의 하락은 토큰당

비용을 낮추지만, agent 활용은 사용자당 메시지 및 작업수를 기하급수적으로 늘리기 때문에 전체 비용의 상방 리스크는 여전히 상존하고 있다. 만약 가격 정상화가 시작되면 수요 탄력성이 시험대에 오르게 될 것이다. 정액제 가격 인상이나 usage-based fee 도입은 실험적 사용, 저효용 반복 호출, 장시간 agent 사용을 줄일 수 있으며, 이는 토큰 사용량 성장률 둔화로 이어질 수 있다.



자료: Anthropic Economic Index, SK 증권



주: 전체 AI 사용량이 아닌 서드파티 앱·Agent 사용량 프록시 지표
자료: OpenRouter, SK 증권

상장 전까지 주요 AI 서비스 기업은 수요의 proxy 인 토큰 사용량을 위축시키는 가격 정책을 강하게 시행하기 어려울 것으로 짐작되지만 상장 이후에는 수익성 제고 요구가 높아질 가능성이 크고, 이때 비용 전가와 사용량 성장 사이의 긴장이 커진다. 월가 IB 일각에서는 Anthropic과 OpenAI의 연내 상장을 전망하고 있는 추세다.

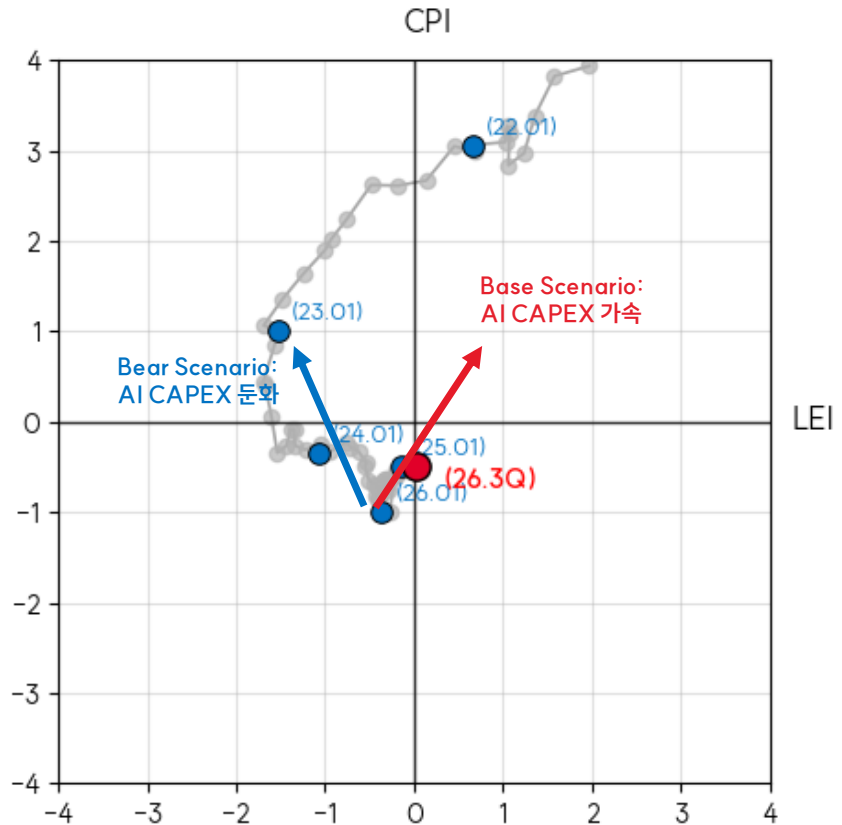
Base Scenario: AI 투자가 경제에 선순환을 일으켜 현재 불편한 경기를 견인
Bear Scenario: AI 투자와 경제 효과 사이의 현금흐름 공백이 길어지며 가려왔던 매크로 고통 재부각

AI는 실체가 있는 비가역적 기술 발전이므로 관련 투자 자산을 완전히 배제하는 전략은 합리적이지 않다. 다만 높은 성공 확률과 초과수익 가능성이 이미 가격에 많이 반영된 상태라면, 기대수익률은 확률뿐 아니라 손익비와 꼬리위험까지 함께 보아야 한다. 현재 시장의 위험은 AI 실패보다 성공 기대가 과도하게 반영된 상태에서 내러티브가 둔화되는 경우에 있으며, 포지셔닝 쓸림이 강할수록 반대 시나리오의 충격은 비선형적으로 확대되고, 단순 차익 실현은 매크로 부담의 재부각으로 이어질 수 있다.

결국 수익화 전환은 AI 인프라 수요의 하방 변수다. AI 서비스가 더 많이 쓰이는

것은 Base scenario 지만, 비용이 명시적으로 부과되는 순간 불필요한 토큰 수요가 줄어드는 Bear scenario 도 함께 고려해야 한다.

미국 경기 국면

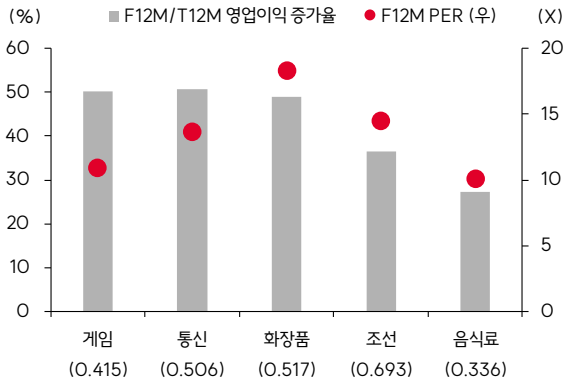


주: X 축은 경기, Y 축은 물가. AI CAPEX 가 지속되면 1/4 분면, 모종의 이유로 둔화되면 2/4 분면으로 진행 예상
자료: Bloomberg, SK 증권

자산간의 hedge, 주식간의 hedge 를
고려하여 Bear Scenario 도 대비할 시
점

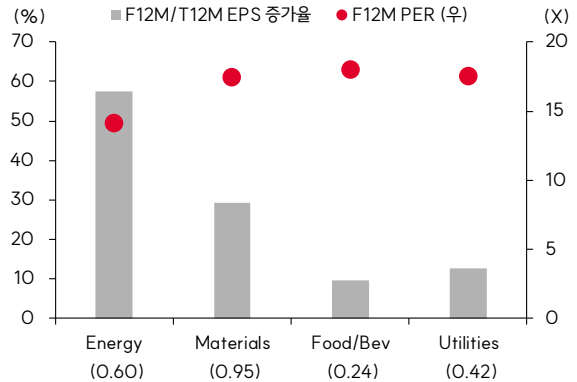
주식 hedge 는 AI 테마와 독립적인 낮은 베타, 짧은 듀레이션, 그리고 이익 성장이라는 세 조건으로 선별할 필요가 있다. 먼 미래 현금흐름으로 기업가치를 설명하는 고 PER 업종은 할인을 상승 국면에서 방어력이 낮아질 수 있다. 그리고 자산 hedge 에서는 단기채와 금의 역할을 구분해야 한다. 장기채는 성장 둔화에는 우호적이지만 물가 고착 국면에서는 듀레이션 리스크가 커지고, 금은 유효한 방어 자산이지만 ETF 와 파생 수급 영향으로 유동성 축소 국면에서 변동성이 확대될 수 있다. 따라서 양발운전의 목적은 AI 방향성 포기가 아니라 서사 둔화의 비선형 충격을 방어하는 데 있다. AI CAPEX 가 지속되는 Base 에는 참여하되, CAPEX 둔화와 매크로 부담 재부상이라는 Bear 에도 버틸 수 있는 구조가 필요하다.

국내 hedge 업종 추천 리스트



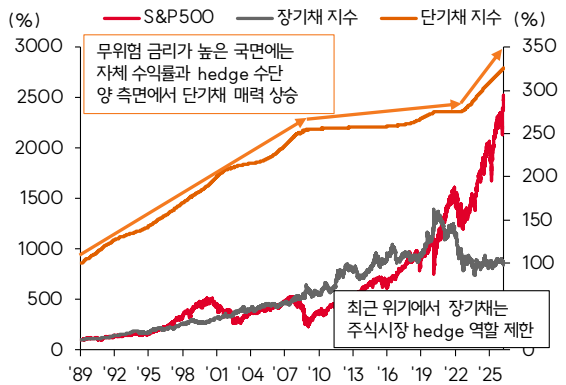
자료: Quantiwise, SK 증권

미국 hedge 업종 추천 리스트



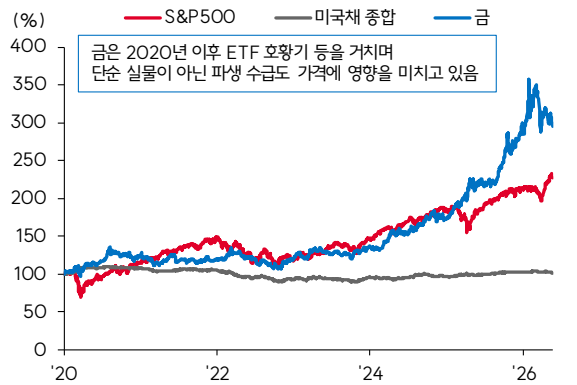
자료: Bloomberg, SK 증권

미국 주식 vs 채권 성과



자료: Bloomberg, SK 증권

미국 주식 vs 금 성과



자료: Bloomberg, SK 증권

채권 피할 수 없는 스텝

채권. 원유승
ys.won@sks.co.kr / 3773-9181

26년 하반기 채권시장, 2분기 후반~3분기 초반 일시 강세 후, 확장 재정·인상·공급 부담·미국채 변동성 확대 맞물리며 장기물 중심 고변동성 장세 전망

한국, 기대 인플레이션 상승 및 성장 우려 완화로 8월 25bp 1회 인상. 반도체 중심 성장의 낮은 고용·수요 파급력으로 연내 추가 인상은 제한적

연준, 낮은 수요측 물가 압력 및 워시인임 의장의 AI 발 디스인플레이션 논리 근거로 9월 25bp 인하 전망. 전제는 관리된 휴전과 유가 안정에 따른 물가 둔화 재개

1. 스틱을 피할 수 없다

2026년 하반기 채권시장은 '스티프(steeptening)'를 피할 수 없어 보인다. 팬데믹 이후 상수화된 확장 재정 기조가 만들어내는 구조적 스틱프닝 압력에, 미국-이란 전쟁이 촉발한 에너지·인플레이션 충격이라는 비용 측 압박이 중첩되면서, 장기물 중심의 금리 변동성이 확대되는 국면이 펼쳐질 것이다. 이는 단순히 '지정학 리스크가 해소되면 금리가 되돌림될 것'이라는 식의 기대만으로 접근해서는 안 되는 시장 환경을 의미한다.

국고채 금리는 2분기 후반에서 3분기 초반까지 일시적으로 하락한 뒤, 3분기 중반에서 4분기로 가면서 재반등하는 경로를 그릴 것으로 본다. 초기 강세 요인은 ① 호르무즈 해협 정상화 진전, ② 시장이 선반영한 다회 인상 우려의 되돌림, ③ WGBI 편입 효과 등 우호적 수급이며, 이후 약세 전환 요인은 ① 기준금리 인상기 돌입, ② 800조원 규모로 추정되는 2027년 정부 예산안, ③ 상반기 발행 조절의 반작용으로 인한 하반기 공급 부담, ④ 미국채 금리 변동성 확대의 전이다.

(1) 한국: 8월 25bp 인상, 연말 기준금리 2.75% 전망

한국은행은 2026년 8월 25bp 인상을 단행해 연말 기준금리 2.75%에 도달할 것으로 전망한다. 인상의 명분은 두 가지다. 첫째, 기대 인플레이션 상승 조짐, 둘째, 1분기 GDP 서프라이즈와 3월 소매판매 호조로 그동안 한은이 인상 단행을 망설이게 만들었던 성장 우려가 상당 부분 완화되었다는 점이다. 유상대 부총재가 인상 사이클 진입을 시사한 것도 이 같은 스탠스 전환의 신호로 읽힌다.

다만 연내 인상 횟수는 1회 인상에 그칠 것으로 판단한다. 호르무즈 부분 정상화 진전에 따라 근원 물가 파급 효과가 제한적일 가능성이 있다. 또한 반도체 중심의 성장 양극화 구조는 한은이 우려할 만한 수요 측 물가 압력을 만들어내지 못한다. 반도체의 취업유발계수는 약 3명으로 자동차(8명), 건설(9.1명), 서비스업(10명)의 절반에서 4분의 1 수준에 불과하며, 반도체 종사자 약 20만명은 제조업 전체의 5%에 그친다. 성장을 숫자는 잘 나오더라도 수요 측 물가 압력이 광범위하게 발생하기 어려운 구조다.

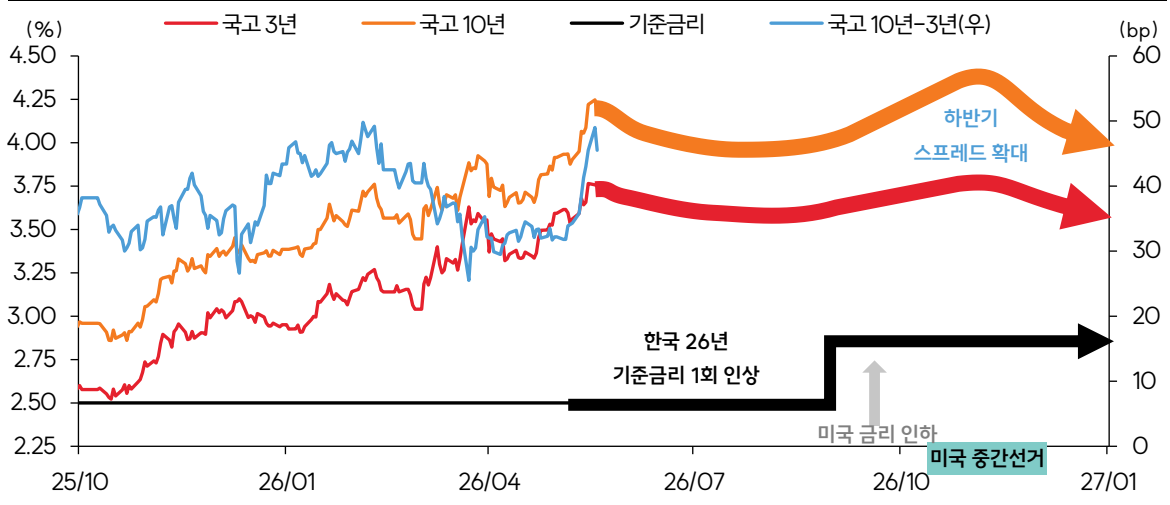
(2) 미국: 9월 25bp 인하, 연말 기준금리 상단 3.50% 전망

미 연준은 2026년 9월 25bp 인하여 연말 기준금리 상단을 3.50%로 낮출 것으로 전망한다. 이러한 전망의 전제는 두 가지다. 첫째, 미국-이란 전쟁이 '관리된 휴전(managed truce)' 시나리오에 들어간다는 것. 둘째, 그 결과 국제유가가

배럴당 95 달러 수준에서 안정화된다는 것이다. 미국은 2022 년과 달리 수요 측 물가 상방 압력이 크지 않기 때문에, 비용 충격이 완화될 경우 물가 둔화 흐름이 재개될 가능성이 존재한다.

케빈 워시(Kevin Warsh) 신임 의장의 'AI 발 디스인플레이션' 프레임워크도 인화 명분을 제공한다. 워시는 AI 사이클이 단기적으로는 데이터센터·전력 장비 수요를 통해 수요 측 물가를 자극하지만, 시간이 지남에 따라 생산성 향상이 단위노동비용을 끌어내리면서 순효과는 디스인플레이션으로 작용한다고 주장한다. 통화정책이 3~4 분기 시차를 두고 작동한다는 점을 감안하면, 지금 인화를 단행해야 디스인플레이 압력이 본격화되는 시점에 효과가 발휘된다는 논리다. 다만 파월 이사직 유지 여부와 신임 의장의 이사회 장악력 확보 가능성은 9 월 인화 경로의 정치적 변수로 남는다.

2026 년 하반기 금리 전망 요약



자료: 인포맥스, SK 증권

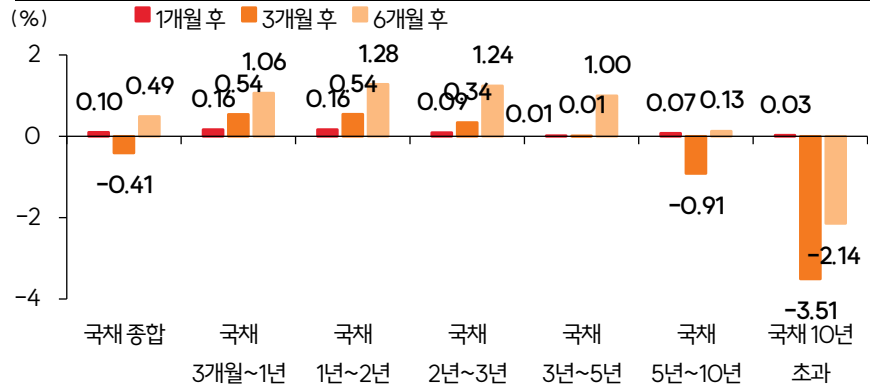
(3) 채권 투자 전략: 듀레이션 축소, 단기물 캐리·롤다운에 집중

채권 투자는 듀레이션 축소와 단기물 중심 대응을 기본으로, 금리 하락 구간은 차익실현 기회로 활용하고 만기보유 북은 2~3 년물 캐리·롤다운 구축에 집중할 필요

이러한 환경 속 채권 투자 전략 포인트는 다음과 같다. 첫째, 채권 포트폴리오의 듀레이션을 축소하고 단기물 위주의 트레이딩으로 대응할 것을 권고한다. 인상기에 진입한 이후에는 캐리·롤다운 수익보다 듀레이션 관리가 수익률에 결정적인 영향을 미친다. 둘째, 호르무즈 정상화와 과도한 인상 우려 완화로 시장금리가 하락하는 구간은 추격매수가 아니라 차익실현의 기회로 활용해야 한다. 셋째, 3년물은 10년물 대비 상대적 강세를 보일 것이다. 시장금리가 이미 2~4 회 인상을 선반영했고 스틱 구조가 지속되는 점을 고려하면, 기준금리가 한 차례 인상되더라도 단기물 위주의

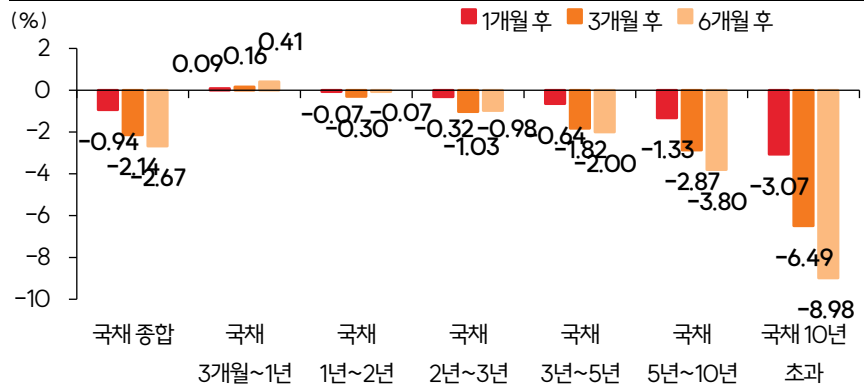
대응이 적절하다. 넷째, 만기보유 복은 높아진 절대금리를 활용해 캐리 포트폴리오 구축의 기회로 삼아야 한다. 금리 상승 구간에서 만기 2~3년물 중심의 캐리·롤다운 포트폴리오 구축을 권고한다.

2017년 인상기 돌입 이후 기간 별 총수익률



자료: 인포맥스, SK 증권

2021년 인상기 돌입 이후 기간 별 총 수익률



자료: 인포맥스, SK 증권

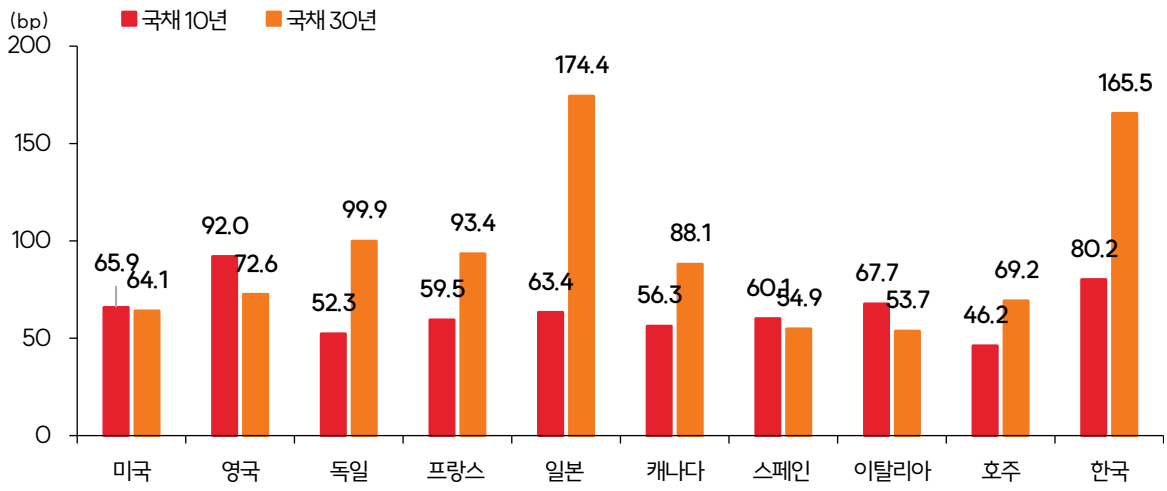
2. 스틱 구조에 더해진 비용 충격

(1) 인플레이션 충격, 글로벌 채권시장 강타

미국-이란 전쟁 이후 글로벌 장기금리는 유가발 인플레이 재가속, 인하 기대 소멸, 재정 확대에 따른 국채 공급 부담이 증첩되며 큰 폭으로 상승

2026년 2월 28일 미국-이란 전쟁이 발발한 이후 5월 중순까지 약 두 달 반의 기간 동안 글로벌 주요국의 장기 금리는 일제히 큰 폭으로 상승했다. 미국 국채 10년물 금리는 65.9bp 상승했고, 30년물은 64.1bp 상승했다. 영국은 10년물 92.0bp, 일본은 30년물 174.4bp, 한국은 30년물이 165.5bp 급등하는 등 만기가 길수록 더 큰 폭의 상승세가 관찰되었다. 이러한 글로벌 장기물 약세의 원인은 크게 세 가지다.

미국-이란 전쟁 발발 이후 주요국 장기물·초장기물 금리 변동



자료: 인포맥스, SK 증권

주: 수치는 전쟁 전(26년 2월 28일) 대비 5월 15일 기준 금리 변동 폭을 의미

첫째, 중동발 유가 충격이 인플레이션 재가속 우려로 이어졌다. 호르무즈 해협을 통한 원유 수송이 차단되면서 국제 유가가 빠르게 올랐고, 이는 곧 글로벌 헤드라인 인플레이션을 다시 자극할 수 있다는 시장의 우려로 번졌다. 둘째, 이에 따라 주요국에서 진행되던 금리 인하 기대가 소멸되고 오히려 인상 우려가 부상했다. 셋째, 각국 정부가 이미 진행하고 있던 재정 확대 기조로 인한 국채 공급 부담이 인플레이션 충격과 결합되면서 텀프리미엄을 끌어올렸다. 따라서 하반기 채권시장의 방향성은 미국-이란 전쟁 전개와 국채 공급 부담 수준에 달려 있다.

(2) 미국-이란 전쟁, '스테일 메이트(Stalemate)' 시나리오 도달

현재 전쟁은 '스테일 메이트(Stalemate)' 시나리오에 도달한 것으로 판단한다. 이는 양측의 협상이 지속 결렬되는 가운데 호르무즈 해협이 느리게 정상화되어 가는

미국-이란 전쟁은 교착 속 느린 호르무즈 정상화 국면에 진입했으며, 하반기 기본 시나리오는 관리된 휴전과 유가 95 달러대 안정에 따른 인플레 우려 완화

양상을 의미한다. 협상이 거듭 결렬되고 있고, 호르무즈를 강행 항행한 선박들이 피격당하는 사례가 보고되고 있으며, 일부 선박만이 이란 측과 접촉한 뒤 항행하는 식의 불안정한 통항이 이루어지고 있다. 호르무즈 해협 통제권은 명확하지 않다.

여기에 미국의 대이란 해상 봉쇄와, 상선 통항로 보호를 목적으로 한 '프로젝트 프리덤(Project Freedom)' 작전이 추가되면서 상황은 더욱 복잡해졌다. 이제부터는 '느린 호르무즈 정상화'가 어떤 세부 경로를 따라 전개될지에 대한 새로운 점검이 필요한 시점이다.

26년 하반기 미국-이란 전쟁 전개 시나리오			
시나리오	전개	호르무즈 상황	유가
포괄적 휴전·준종전 합의	미국 봉쇄 완화 + 이란 통항 정상화 + 원유수출 일부 재개 + IAEA 감시 하 핵 동결	70~90% 회복, 보험료 빠르게 하락하나, 완전 정상화까지는 시차 존재	Brent 85~100달러
관리된 휴전 + 호르무즈 부분 정상화	미국 추가공격 보류 → 이란 제한적 통항 허용 → 걸프국·파키스탄 중재 → 핵 협상은 우선위로 이연	전쟁 전 대비 50~70% 수준 회복, 보험료는 높지만 정부 보증·오송으로 일부 통항	Brent 95~110달러
장기 교착 + 저강도 충돌 반복	기술적으로 일부 열려 있으나 통항 예측 불가능. 보험·운임 고공행진	미국은 군사압박 유지, 이란은 버티기. 양측 모두 양보 회피	Brent 105~125달러
미국·이스라엘 재공격 + 이란 보복 확대	협상 결렬 → 미국 또는 이스라엘 핵·미사일 시설 타격 → 이란 걸프 기지·선박·이스라엘 보복	사실상 재차 봉쇄, 선박 통항 금감, 보험시장 마비	Brent 120~150달러

자료: SK 증권

주: 주황색 표시는 기본 시나리오

하반기 동안 나타날 수 있는 시나리오는 크게 네 가지로 분류된다. ① 포괄적 휴전 또는 준종전 합의, ② 관리된 휴전과 호르무즈 부분 정상화, ③ 장기 교착과 저강도 충돌 반복, ④ 미국·이스라엘의 재공격과 이란의 보복 확대다. 이 가운데 본 보고서가 채택하는 기본 시나리오는 '관리된 휴전'이다. 그 근거는 양측 모두 전쟁을 지속할 역량이 제한적이라는 점이다. 미국은 정치적·금융적 측면에서, 이란은 경제·민생 측면에서 각자의 한계에 직면해 있다. 따라서 양측은 느린 양보와 협상을 거듭하면서 호르무즈를 부분적으로 정상화시킬 것으로 보인다. 이 시나리오대로 흘러간다면 국제유가는 배럴당 95 달러대에 안착하면서 글로벌 인플레 우려가 점진적으로 완화될 수 있다.

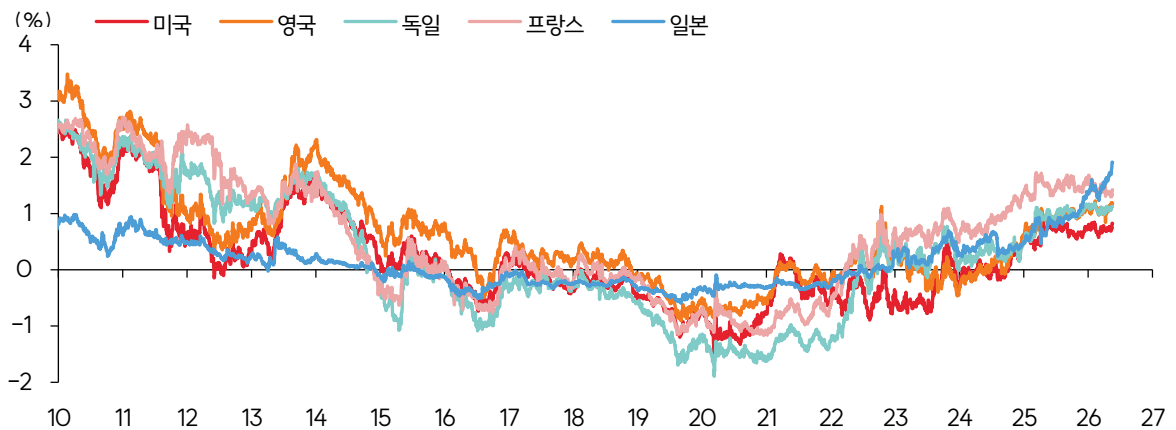
(3) 시장 구조는 여전히 스티프닝을 가리키고 있음

그러나 미국-이란 전쟁의 해소가 곧 채권시장의 완전한 회복을 의미하지는 않는다. 전쟁과 더불어 하반기 채권시장을 지배하게 될 또 하나의 핵심 요소가 '공급'이기 때문이다. 팬데믹 이후 확장적 재정정책은 일시적 대응이 아니라 '상수'가 되었다. 각국은 잠재성장을 제고, 경기 침체 대응, 국방 재건 등 각자의 필요에 따라 확장 재정을 시행하고 있다. 여기에 포퓰리즘 세력의 정치적 부상이 겹치면서, 긴축 재정은 이제 정치적으로 가능하지 않은 선택지가 되었다.

전쟁 리스크가 완화되도 확장 재정의 상수화와 국채 공급 부담이 텀프리미엄을 자극하며 하반기 채권시장은 구조적 스티프닝과 고변동성 장세를 보일 것

이러한 흐름은 글로벌 텀프리미엄의 상승 추세를 통해 확인할 수 있다. 미국, 영국, 독일, 프랑스, 일본 등 주요국의 텀프리미엄(ACM 기준)은 2025년 이후 모두 플러스(+)로 전환되었고, 국채 순발행 역시 지속적으로 확대되는 흐름이다. 결국 확장 재정이 상수가 된 시대의 채권시장은 '기본적으로 스티프닝 구조'를 띠며, 이 구조 위에 인플레이션 충격이 더해질 때 고변동성 장세가 나타나게 될 것이다. 따라서 2026년 하반기 채권시장은 '지정학 리스크의 되돌림' 국면이 아니라, 공급과 텀프리미엄을 중심으로 한 고변동성 장세를 보일 것으로 판단한다.

주요국 텀프리미엄 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

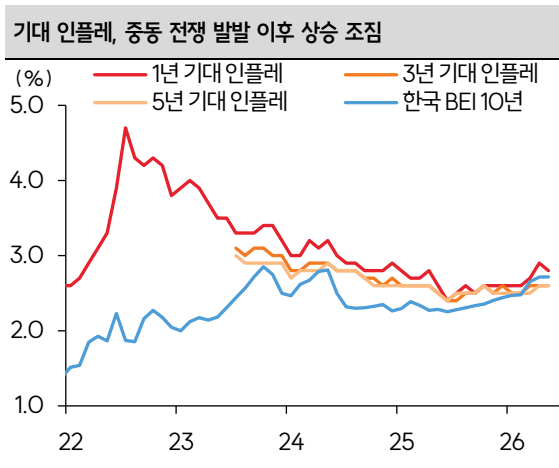
주: ACM 기준

3. 한국 채권시장 전망

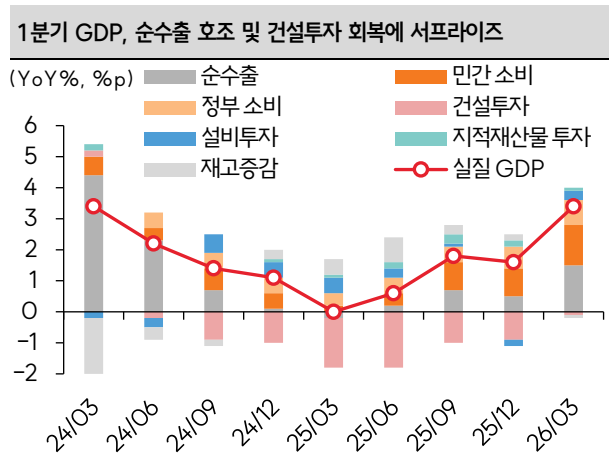
(1) 한국은행, 8월 1회 25bp 인상 전망

한은은 물가·기대인플레 우려 확대를 근거로 8월 25bp 인상에 나서겠지만, 반도체·건설 중심 성장의 취약성을 감안해 추가 인상에는 신중할 전망이다

한국은행은 2026년 8월 한 차례 25bp 인상을 단행해 연말 기준금리를 2.75%에 도달시킬 것이다. 한은 내에서 성장 우려보다 물가 우려가 더 커졌기 때문이다. 유상대 부총재가 인상 사이클 진입 가능성을 언급한 점, 그리고 1년·3년·5년 기대 인플레이션이 중동 전쟁 발발 이후 상승 조짐을 보이고 있는 점이 통화정책 대응의 명분을 제공한다.



자료: 한국은행, SK 증권



자료: 한국은행, CEIC, SK 증권

성장 측면에서는 1분기 GDP 서프라이즈와 3월 소매판매 호조 덕분에 한은이 가졌던 우려가 상당 부분 해소되었다. 그러나 완전히 해소된 것은 아니다. 1분기 성장의 상당 부분은 반도체 수출 급증에 따른 순수출 확대, 그리고 2025년 지연되었던 건설 프로젝트들의 정상화에 따른 건설투자 회복이 견인했다. 반도체의 낮은 낙수효과와 건설투자의 재위축 가능성을 고려하면, 성장 우려가 완전히 사라졌다고 보기는 어렵다. 신현송 한은 총재가 1분기 GDP 발표 이후에도 성장 하방 압력 우려를 언급한 점, OECD가 한국의 잠재성장률을 2026년 1.71%, 2027년 1.57%로 하락 추정한 점도 같은 맥락이다.

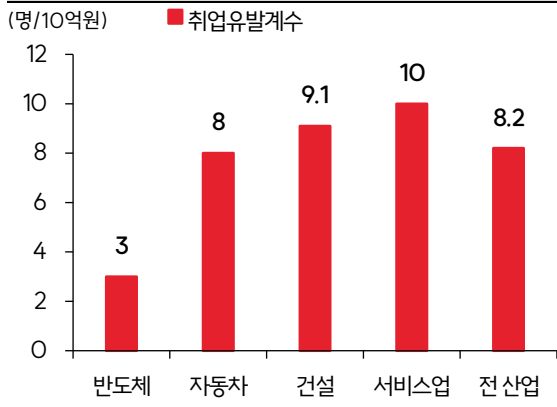
반도체 중심 성장은 타 산업 대비 고용·소득·소비 파급력이 작아 수요측 물가 압력으로 확산되기 어려움

(2) 반도체의 작은 낙수효과에 주목

성장률 숫자만 보고 한은이 강력한 긴축 사이클에 들어갈 수 없는 본질적인 이유는, 한국 경제의 성장이 반도체 단일 부문에 편중되어 있다는 점이다. 반도체는 경제적 낙수효과가 타 부문 대비 상대적으로 매우 작다.

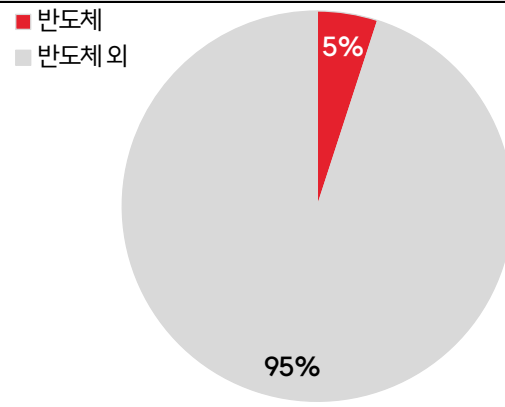
반도체의 취업유발계수는 10 억원당 3.0 명으로, 자동차(8.0 명), 건설(9.1 명), 서비스업(10.0 명), 전산업 평균(8.2 명)의 절반에서 4 분의 1 수준에 그친다. 또한 반도체 종사자 수는 약 20 만명으로 한국 제조업 전체 종사자의 5%에 불과하다. 이 구조에서는 반도체 수출이 폭발적으로 늘어나 GDP 성장률 숫자가 잘 나오더라도, 그 과실이 광범위한 가계 소득 증가와 소비 확대로 이어지기 어렵다. 한국은행이 '아웃풋 갭 정상화'를 주시하는 본질적인 이유는 성장 과열이 수요 측 물가 압력으로 전이되는지 여부인데, 반도체 중심의 양극화 구조에서는 이러한 수요 측 물가 압력이 크게 발생하기 어렵다. 따라서 한은의 인상은 연내 1 회일 것이라 판단한다.

반도체, 타 부문 대비 취업 유발 수준 낮음



자료: 한국은행, SK 증권

반도체 종사자 약 20 만명으로 제조업 전체에 5% 불과



자료: KDI, SK 증권

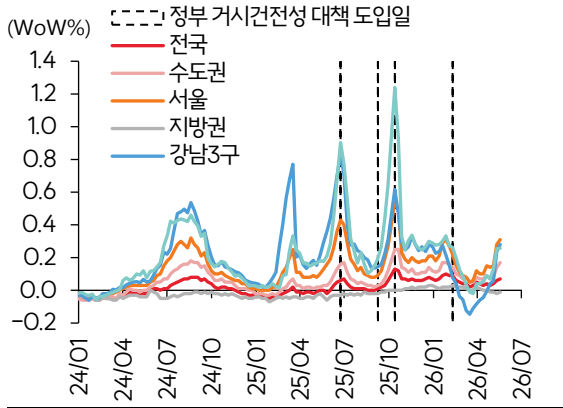
(3) 금융안정 측면 점검: 경계감 가질 필요 존재

단 추가적인 인상 가능성을 키우는 부분이 존재한다. 금융안정, 그 중에서도 서울 부동산이다. 한국은행은 서울 부동산 가격 상승에 대한 경계감을 강화하고 있다. 4 주 평균 기준 서울 아파트 주간 가격 상승률이 0.2%를 넘어설 경우 추가적인 인상 요인으로 작용할 가능성에 유의해야 한다. 주간 아파트 매매가격은 3월 말부터 상승 조짐을 보이고 있으며, 특히 서울 및 수도권 중심으로 반등세가 나타나고 있다. 비강남권의 상승세 이후 강남 3구, 마용성 등 중심권도 반등 흐름을 보이는 중이다.

전세 가격 상승에 따른 매매 전환과 장기보유 특별공제 폐지를 앞뒀던 일시적 거래 활성화일 가능성도 있으나, 증시 호황이 서울 부동산 가격을 자극할 가능성도 배제할 수 없어 경계가 필요하다. 가계대출도 경계감이 유지된다. 4 월 주택담보대출은 5.5 조원 증가해 2025 년 8 월 이후 최고치를 기록했고, 특히 정책성 대출을 제외한 은행 자체 주담대가 3 월 1.5 조원 감소에서 4 월 1.3 조원 증가로 전환된 점도 경계감을 키우는 부분이다.

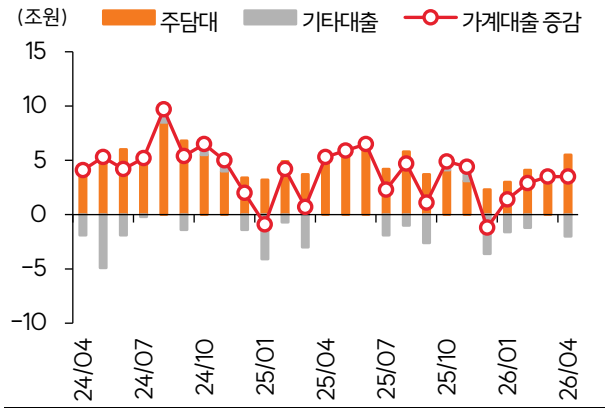
서울 부동산 가격 반등 조짐·주택담보
대출 확대, 금융안정 차원의 긴축 명분
강화될 수 있음

3월말 이후 서울·강남3구·마용성 중심으로 반등 흐름



자료: 한국부동산원, SK 증권

가계대출, 주담대 중심 확장세 이어지고 있음



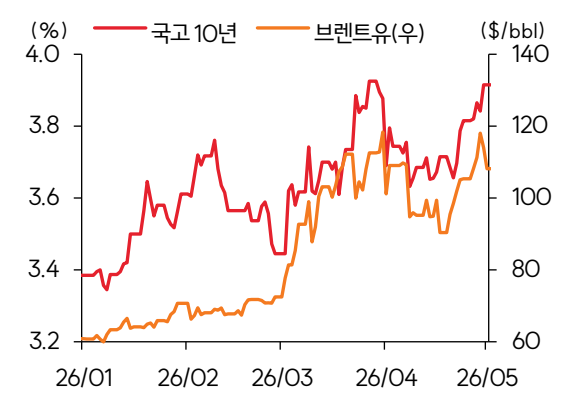
자료: 금융위원회, SK 증권

국고채 금리는 전쟁 리스크 완화·과도한 인상 우려 되돌림으로 일시 하락 후, 3 분기 공급 부담과 미국발 변동성 확대에 재반등할 전망

(4) 국고채 금리 경로: 일시 하락 후 하반기 내 재반등

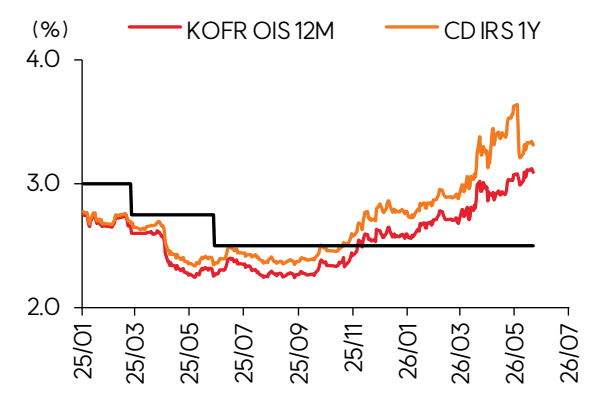
국고채 금리는 ① 미국-이란 전쟁 이슈의 점진적 해소, ② WGBI 편입 효과, ③ 과도한 인상 우려의 완화에 힘입어 일시적으로 하락한 뒤, 3 분기 중 ① 공급 확대 우려, ② 미국 중간선거 관련 변동성 확대로 재반등하는 경로를 그릴 것으로 본다. 4 월 협상 국면 진입과 WGBI 편입 개시 시점에 국고채 10 년물이 강세를 보였던 점은 시사하는 바가 크다. 오르무즈 정상화가 진전되어 국제 유가가 하락할 경우 동일한 논리로 추가 하락이 가능하며, 2 분기까지는 6 월 국채 발행 축소 예정인 점 고려 시 우호적인 수급 환경도 유효하다.

국고 10년, 미국-이란 전쟁 완화에 따른 외국인 투심 변동에 연동



자료: 인포맥스, Bloomberg, SK 증권

인상 우려, 두차례 인상 감안해도 과도한 수준. 되돌림 나타날 수 있음



자료: 인포맥스, 한국자금융개, SK 증권

인상 우려 완화 가능성도 2~3 분기 중 강세 요인이다. 현재 시장은 전반적으로 2~4 회 인상을 반영하고 있는 것으로 보인다. 그러나 앞서 살펴본 성장 양극화의 심화와 근원 물가 파급의 불확실성을 고려할 때, 현재의 인상 반영 수준은 과도하다. 이 부분이 재조정되면서 시장금리가 일부 하락 되돌림을 보일 가능성이 있다.

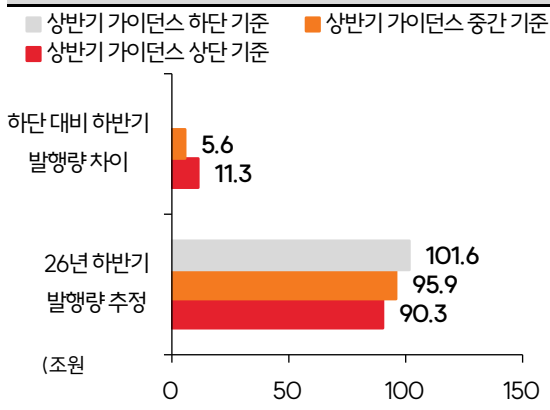
(5) 하반기 핵심 결정 요인: 공급 우려

하반기 금리 변동성의 핵심은 공급 부담. 800 조원대 예산안과 상반기 발행 조절의 반작용으로 국고채 추가 발행 우려가 장기금리 상승 압력으로 작용

그러나 하반기 시장금리 변동성을 결정짓는 핵심 요인은 결국 공급이 될 것이다. 2027년 정부 예산안은 약 800조원을 넘길 가능성이 있다. 이는 중기 재정계획 상 제시되었던 764.4 조원을 크게 상회하는 수치이며, 확장 재정과 그에 따른 국채 공급 부담에 대한 우려를 크게 키울 것이다. 세수 호황에도 불구하고 정부의 강력한 확장 재정 의지가 시장의 우려를 누그러뜨리지 못할 가능성이 크다.

과거 사례를 보면, 국고채 10년물 금리는 2000년 이후 정부 예산안 발표일을 기준으로 D+120 일 시점에 인상기 18.4bp, 동결기 22.0bp 상승했다. 인하기가 아닌 경우 10년물 금리는 예산안 발표 이후 대부분 10bp 이상 상승하는 패턴을 보였다.

상반기 공급 조절 여파, 하반기 공급량 확대로 이어질 수 있음



자료: 재정경제부, SK 증권

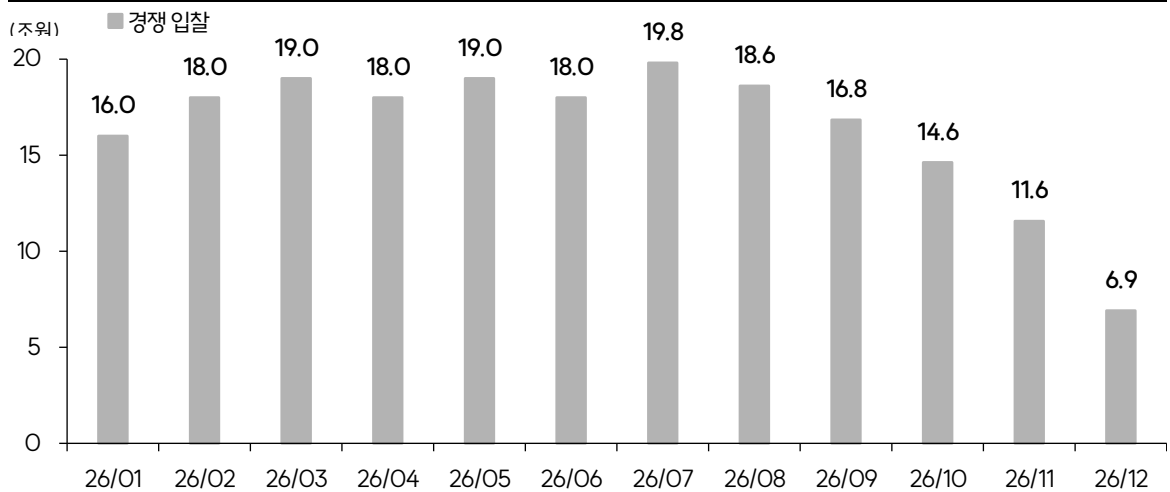
통화정책 경로 별 정부 예산안 발표일 기준 국고 10년 금리 변동

정부 예산안 발표일(D-Day) 기준 국고채 10년물 금리 변동(단위: bp)							
통화정책	D-90	D-60	D-30	D+30	D+60	D+90	D+120
인상기	5.3	5.4	-8.6	17.3	33.9	18.5	18.4
동결기	19.2	16.5	5.7	12.6	32.3	26.9	22.0
인하기	24.9	12.5	3.0	-9.7	-6.5	-13.2	-24.2

자료: 인포맥스, 한국지금중개, SK 증권

하반기 공급량 자체도 우려 요인이다. 당국은 상반기 국고채 발행량을 가이던스(55~60%) 하단 수준으로 조절했고, 6월 발행량 축소도 발표한 바 있다. 2026년 연간 발행 한도가 그대로 유지된다고 가정할 경우, 하반기 공급량은 기존 시장 예상 대비 5.6~11.3조원 추가로 확대될 가능성이 있다. 3분기 경쟁입찰 규모는 2023~2025년 월별 평균 비중을 적용해 추정해 보면, 1~2분기 규모와 크게 유사할 것으로 예상된다. 시장 참여자들의 투심이 악화된 상황에서 이 규모는 충분히 부담으로 작용할 수 있다. 세수 호황으로 인해 정부가 연간 발행 한도를 모두 채우지 않을 가능성은 있으나, 대통령이 '긴축 재정이 포퓰리즘'이라고 발언할 만큼 강한 확장 재정 의지를 드러내고 있는 점을 고려하면, 발행 한도를 채울 가능성이 더 높다고 본다.

경쟁 입찰 규모, 3분기 물량은 1,2분기와 차이 크게 없을 것



자료: 재정경제부, SK증권

주: 26년 6월 이후는 추정치

8월 인상과 11월 미국 중간선거·QRA 발
미국채 변동성 확대로 국고채 금리 변동성
재차 확대될 수 있음

(6) 인상 가능성과 미국 중간선거의 변동성 확대 효과

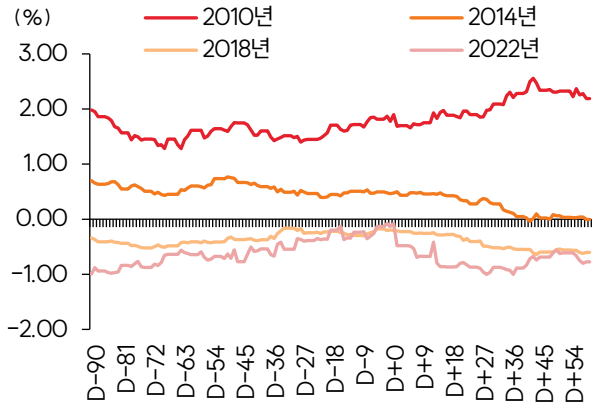
공급 우려 이외에도 하반기 변동성을 확대시킬 요인은 더 있다. 기준금리 인상과 미국채 금리 변동성 확대다. 8월 금통위는 한은 입장에서 인상을 단행하기에 가장 안전한 선택지가 될 것이다. 새로운 금통위 구성이 완료되고, 2분기 GDP와 6~7월 근원 물가 지표를 확인할 수 있는 시점이기 때문이다. 시장금리는 하반기 기준금리 인상 시 '추가 인상' 여부를 가늠하면서 변동성을 확대해 갈 것으로 본다.

한국은행, 8월 기준금리 인상 가능성 존재

회의일	예상 의장/구성	인사 변화 반영	성향 해석	통화정책 합의
5월 28일	첫 새 총재 체제 + 새 위원	총재 교체 반영	새 총재 색깔 드러나는 것 회의	새로운 물가 전망치 제시와 함께 일부 매파적 신호 제시
7월 16일	새 총재 + 새 위원	총재·인간위원 교체 반영	새 총재 색깔과 새 위원 성향이 함께 반영	5월과 유사스탠스 유지 예상
8월 27일	새 총재 + 새 위원 + 새 부총재	새 체제 완성	실무·의사결정 라인까지 모두 정립 완료	2분기 GDP, 6~7월 근원 물가 데이터 확인 시점
10월 22일	새 체제	완전 반영	새 반응암수 정적 구간	모든 구성원 변화 및 적용까지 끝나는 시기

자료: 한국은행, 언론 종합, SK 증권

미국채 텀 프리미엄, 중간선거 직전까지 상승·선거 후 하락



자료: Bloomberg, SK 증권

11월 미국 중간선거도 핵심적인 변동성 확대 요인이다. 양당의 확장 재정 공약, 9월 연준의 정치적 인하 가능성, QRA(분기 차입 계획) 내 이표채 확대 가능성이 겹치면서 미국채 10년물 금리 변동성이 확대될 것이다. 국고채 10년물 금리는 11월 WGBI 편입 완료 이후 대외금리에 대한 연동성이 더욱 높아지기 때문에, 함께 변동성이 확대될 가능성이 크다. 다만 미국채 텀프리미엄은 과거 사례를 보면 선거 직후에는 대체로 하락하는 경향이 있다. 집권당의 선거 패배가 재정 확장에 제동이 걸릴 것이라는 기대를 키우면서 텀프리미엄을 축소시키기 때문이다. 그럼에도 절대적인 금리 레벨은 중간선거 180일 이전보다 높은 수준에서 유지되었기 때문에, 중간선거 관련 금리 변동성 확대에 대한 유의가 필요하다.

4. 미국 채권시장 전망

(1) 미 연준, 9월 1회 25bp 인하 전망

미국-이란 전쟁 휴전과 유가 안정 시 7~8 월 물가 둔화가 확인되며 연준은 9월 25bp 인하 가능

미 연준은 2026 년 9 월에 25bp 인하를 단행하여 연말 기준금리 상단 3.50% 도달할 것으로 전망한다. 전망의 핵심 전제는 ① 미국-이란 전쟁이 관리형 휴전 시나리오에 들어가, ② 국제유가가 95 달러 수준에서 안정화되는 것이다. 이 전제가 충족된다면, 9 월 FOMC 이전에 나오는 7~8 월 미국 물가 지표들은 2 분기와는 다른 양상을 보일 수 있고, 이는 인하의 명분으로 작용할 것이다.

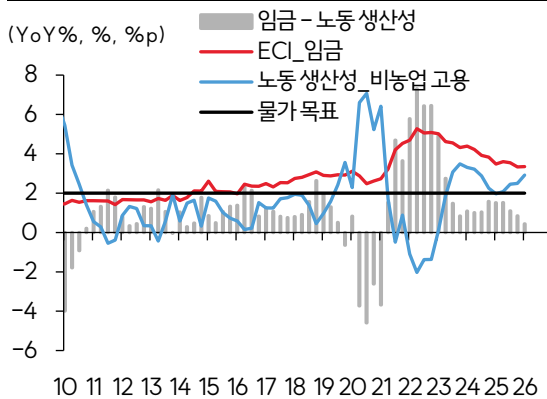
수요 측 물가 압력이 낮고 비용 충격이 3 분기 내 해소될 경우, 재정 우위 환경의 인하 압박과 맞물려 연준의 1 차례 인하가 가능함

미국 물가의 가장 큰 특징은 2022 년과 달리 수요 측 물가 상방 압력이 낮다는 점이다. 2026 년 1 분기 데이터를 보면 전쟁 여파의 일부 반영에도 불구하고 노동생산성 개선이 임금 상승보다 강하게 나타났다. 비용 충격이 3 분기 내에 해소된다면, 케빈 워시 신임 의장의 새로운 프레임워크 하에서 1 차례 인하가 가능하다고 본다. 트럼프 대통령과 미 재무부 역시 '재정 우위(fiscal dominance)' 환경에서 이자비용 축소를 위해 인하를 압박할 가능성이 크다.

파월의 이사직 유지 여부가 친트럼프 진영의 연준 이사회 장악을 제한하며 워시 의장의 9 월 인하 드라이브에 정적 걸림돌로 작용할 수 있음

다만 9 월 인하 시나리오의 가장 큰 정치적 변수는 파월 이사직 유지 여부다. 파월이 의장에서 물러난 뒤에도 이사직을 유지할 경우, 신임 의장의 동맹인 미란 이사가 이사회에 들어오지 못해 친트럼프 진영의 이사회 장악이 불가능해진다. 파월이 이사직에서 물러나는 시점과 조건에 대한 불확실성이 워시 의장의 인하 드라이브에 걸림돌로 작용할 수 있다.

3월말 이후 서울·강남3구·마용성 중심으로 반등 흐름



자료: 미 노동통계국, CEIC, SK 증권

파월 이사직 유지, 워시 신임 의장 인하 드라이브 걸림돌

직책	이름	비고
의장(예정)	케빈 워시	인플레 프레임워크 전환 강조
부의장	필립 제퍼슨	-
감독 부의장	미셸 보우먼	-
이사	제롬 파월	-
이사	크리스토퍼 월러	완화 편향 반대
이사	마이클 바	-
이사	리사 콕	-
뉴욕 연은 총재	윌리엄스	-
지역 연은 총재	닐 카사카리	4월 회의 완화 편향 반대
지역 연은 총재	베스 해맥	4월 회의 완화 편향 반대
지역 연은 총재	앤나 폴슨	-
지역 연은 총재	로리 로건	4월 회의 완화 편향 반대

자료: Fed, Bloomberg, SK 증권

(2) 워시가 생각하는 AI 발 디스인플레이션의 구조

케빈 워시 신임 연준 의장은 AI 발 디스인플레이션 '순효과(net effect)'가 존재한다는 점을 강조하면서, 이를 고려하여 통화정책을 펼쳐야 한다고 주장해 왔다. 그의 논리는 2 단계로 나뉜다.

케빈 워시의 AI 디스인플레이션 효과 구조

1단계

AI 사이클로 데이터센터·전력 장비 수요가 확대되며 일부 수요 측 물가 상방 압력이 발생

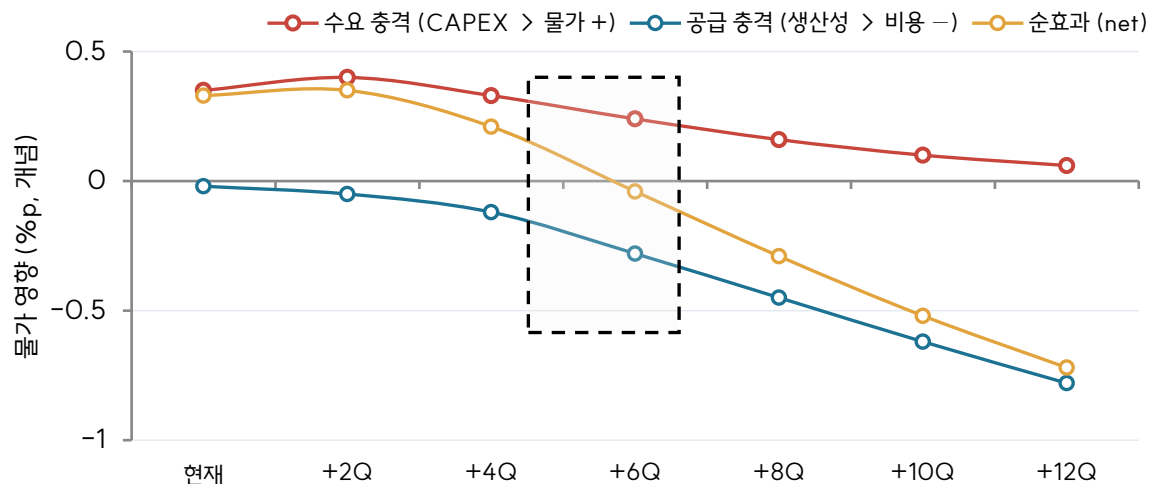
2단계

AI 생산성 향상이 단위노동비용을 낮추며 공급 측 디스인플레이션 압력이 발생

1 단계는 AI 사이클로 인한 데이터센터·전력 장비 수요 확대가 일부 수요 측 물가 상방 압력을 발생시키는 국면이다. 2 단계는 AI 로 인한 생산성 향상이 단위노동비용을 끌어내리면서 공급 측 디스인플레이션 압력을 발생시키는 국면이다. 시간이 지남에 따라 2 단계의 디스인플레이션 압력이 1 단계의 인플레이션 압력을 압도하면서, 전체적인 순효과는 '디스인플레이션'으로 작용한다는 것이 워시의 핵심 주장이다.

워시의 입장은 AI 사이클 본격화 이후 상당한 시간이 흘렀기 때문에 곧 순효과가 디스인플레이션 압력으로 전환된다는 것이다. 또한 통화정책은 3~4 분기 시차를 두고 경제에 영향을 미치므로, 디스인플레이션 압력이 본격화되는 시점에 인플레이션 효과가 발휘되도록 '지금' 인플레이션을 단행해야 한다는 것이다. 워시의 논리에 대해 비판적으로 따져볼 부분들은 많지만, 그가 이 논리에 근거해 정책 드라이브를 펼칠 것이라는 점에 대비해야 한다.

케빈 워시의 AI 발 디스인플레이션 2 단 구조



자료: 연론 종합, SK 증권

주: 해당 차트의 수치는 이해를 돕기 위해 들어간 임의의 수치

4 월 CPI 와 근원 물가가 반등 조짐을 보이면서 워시의 금리 인하 명분 확보가 쉽지 않은 상황

헤드라인 물가 반등은 전쟁 여파에 따른 에너지 가격 상승이 주도했지만, 근원 서비스·근원 CPI·초근원 CPI 반등은 연준 내 근원 물가 우려를 키우며 워시가 매파 구성원을 설득해야 하는 부담으로 작용

2 분기 물가 데이터는 에너지 쇼크로 채권시장 약세 요인
다만 운송·항공료 급등 등 일시적 요인을 제외하면 근원 물가 압력은 완화될 여지가 있으며 7~8 월 기저효과와 비용 충격 둔화가 확인될 경우 9 월 인하 명분이 마련될 수 있음

(3) 미국 물가, 우려되는 것은 분명

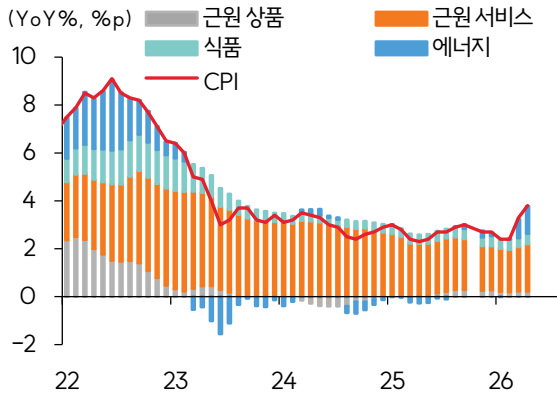
워시 신임 의장이 맞이하게 될 경제 상황은 그리 낙관적이지 않다. 인하를 위해서는 '물가 지표의 둔화'라는 명분이 필요한데, 4 월 데이터는 그 반대 방향을 가리키고 있다. 미국 4 월 CPI 는 전년동월 대비 3.8% 상승해 전월 및 컨센서스를 모두 상회했다. 이는 2023 년 5 월 이후 최대 폭 상승이다. 전월비 기준으로는 0.6% 상승해 전월 대비 상승 폭은 축소되었으나, 전월을 제외하면 2022 년 이후 가장 높은 상승률이다. 근원 물가도 반등 조짐을 보였다.

다만 헤드라인 상승의 약 30.2%(1.14%p)는 에너지 가격 기여로 설명된다. 에너지 가격을 제외한 헤드라인 CPI 는 2.63%로, 이란 전쟁 발발 전 헤드라인 CPI 의 12개월 평균(2.62%)과 거의 동일하다. 즉, 헤드라인 물가 반등은 전쟁 여파에 따른 에너지 가격 상승이 주도했다고 판단할 수 있다. 다만 전월비 기준으로 근원 서비스 물가의 기여도가 2 배 가까이 증가한 점, 근원 CPI 와 초근원 CPI 가 모두 반등세를 보인 점은 연준이 근원 물가에 대한 우려를 더 키울 수 있는 부분이다. 워시는 앞으로 본인과 생각이 다른 매파 구성원들을 설득해야 하는 위치에 서게 된다.

단 4 월 수치는 운송 부문의 일시적 수요 확대 효과와 항공료 급등 영향이 컸을 가능성이 있다. 운송 기여를 제외하면 초근원은 연율 2% 후반대 수준에 도달할 수 있다는 추정도 가능하다.

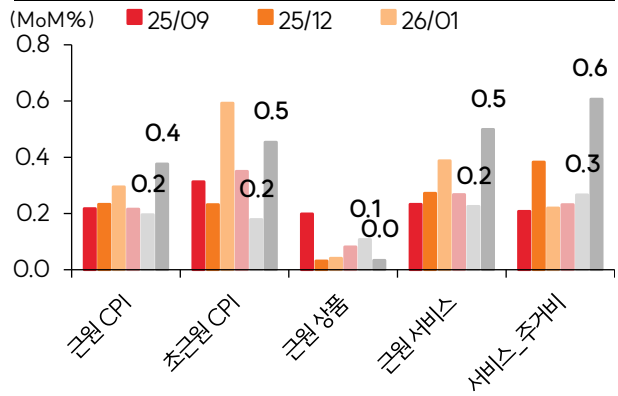
종합적으로 2 분기 물가 데이터는 에너지 쇼크 여파로 채권시장의 약세 요인으로 작용할 가능성이 크다. 그러나 9 월 FOMC 이전에 확인할 수 있는 7~8 월 데이터들은 기저효과로 인해 상승률이 낮아질 수 있고, 주요 세부 항목들의 상승 폭이 이미 축소된 점도 유의할 만한 부분이다. 비용 충격이 3 분기 내에 가라앉는다면, 9 월 인하의 명분은 갖춰질 수 있다.

초근원 물가, 연준의 인플레이 우려 확대 요소



자료: 미 노동통계국, Bloomberg, SK 증권

근원 물가, 주거비와 주거비 제외 서비스 모두 상승폭 확대

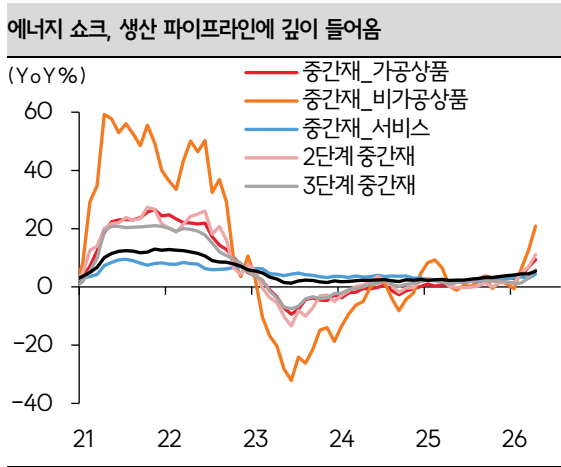


자료: 미 노동통계국, Bloomberg, SK 증권

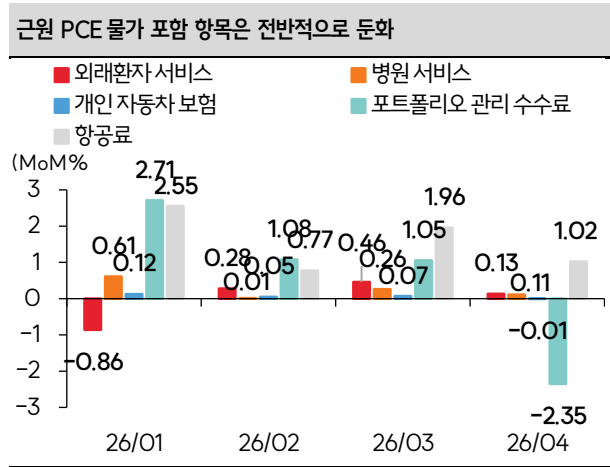
4 월 PPI 는 전년동월 대비 6.0% 상승해 컨센서스를 큰 폭으로 상회했다. 이는 2022 년 12 월 이후 최대 폭 상승이다. 전월비 기준으로도 1.4% 상승해 2022 년 3 월 이후 최대 상승률을 기록했다. 에너지 가격 상승과 서비스 부문 가격 상승이 동반된 결과다. 전쟁 여파로 에너지 가격 상승이 지속되는 가운데, 거래, 운송 및 창고업, 그리고 그 외 부문 등 서비스 생산자 물가 전반에서 기여도가 확대되고 있다. 비용 충격의 확산 조짐이 분명해지고 있다.

중간재 가격도 함께 상승세를 강화했다. 전년동월 기준으로 원자재 중심인 비가공상품(20.9%)뿐만 아니라 가공상품(9.4%)도 상승해 2022 년 10 월 이후 최대 폭 상승을 기록했다. 2 단계, 3 단계, 4 단계 중간재들도 전쟁 이후 상승 폭이 모두 확대되었다. 에너지 쇼크가 생산 파이프라인 깊숙이 침투했다는 것을 의미한다. 향후 상품 단에서 소비자물가 추가 상방 압력이 확대될 수 있는 부분이다.

다만 미국 소비자들의 높아진 가격 민감도를 고려할 때, 생산자 물가의 상승이 소비자 물가로 온전히 전가될 수 있을지는 미지수다. 또한 연준이 직접 주목하는 근원 PCE 물가지수에 포함되는 항목들은 전반적으로 둔화 흐름을 유지하고 있어, 근원 PCE는 상대적으로 안정된 모습을 보일 가능성이 있다. 전반적으로 4월까지의 미국 물가 추세는 근원 물가로의 전이 우려를 확대시킬 수 있는 부분들이 분명히 존재하지만, 유가가 2~3 분기 내에 안정된다면 파급 효과는 제한적인 수준에서 멈출 측면이 존재한다.



자료: 미 노동통계국, Bloomberg, SK 증권



자료: 미 노동통계국, Bloomberg, SK 증권

(4) 미국 성장: AI CAPEX 투자에 편중된 견조함

미국 경제는 표면적으로 견조하지만 1 분기 성장의 상당 부분이 AI 관련 설비·지식재산권 투자에 편중되어 있어, AI CAPEX 를 제외한 기저 성장 세에는 둔화 우려가 존재함

미국 경제는 표면적으로는 견조해 보이지만, 세부 내용을 보면 둔화에 대한 우려가 존재한다. 가장 두드러진 특징은 성장이 AI 관련 자본투자(CAPEX)에 극단적으로 편중되어 있다는 점이다. 1 분기 미국 실질 GDP 는 전기 대비 연율 기준 2% 성장했는데, 그 중 절반 이상인 1.1%p 를 고정투자가 기여했다. 고정투자 내부를 보면 설비투자과 지적재산권 투자가 1.6%p 를 기여한 반면, 구조물과 주거용 투자는 오히려 마이너스 기여를 기록했다. 즉, AI CAPEX 투자가 사실상 1 분기 미국 경제 성장을 단독으로 견인한 셈이다.

미국 빅테크의 AI CAPEX 확대가 2027 년까지 빠르게 이어질 전망이며, 이는 미국 성장과 미국채 금리에 중요한 영향을 미치는 핵심 변수로 작용함

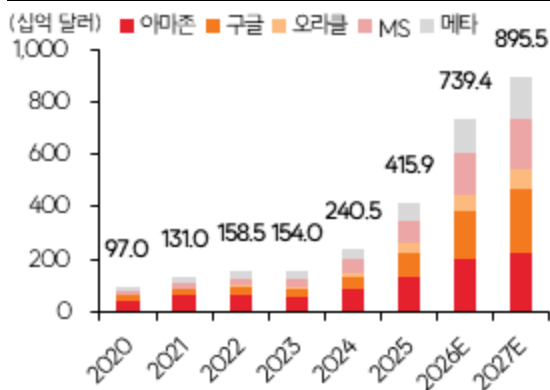
미국 빅테크 기업들은 2027 년까지 AI CAPEX 투자를 지속적으로 확대할 계획이다. 아마존, 구글, 오라클, 마이크로소프트, 메타 등 주요 빅테크의 CAPEX 합계는 2024 년 약 240.5 십억 달러에서 2025 년 415.9, 2026 년(E) 739.4, 2027년(E) 895.5 십억 달러로 빠르게 확대될 전망이다. 이러한 투자 확대는 미국채 금리 측면에서 두 가지 경로로 작용한다.

빅테크의 AI CAPEX 확대는 장기 회사채 발행 증가를 통해 미국채 장기물 수요를 잠식하며 장기금리 상방 압력으로 작용하는 한편, 데이터센터 투자의 낮은 고용 파급 효과로 인해 성장의 고용 개선 효과는 제한적일 수 있음

첫 번째는 '장기물 금리 상방 압력'이다. 빅테크들은 AI CAPEX 자금 조달을 위해 막대한 규모의 회사채를 발행하고 있으며, 주로 장기물 위주로 발행하고 있다. 빅테크는 신용도가 높아 그들의 회사채 주요 수요자는 미국채 장기물 수요자와 상당 부분 겹친다. 따라서 빅테크 회사채 발행이 대폭 늘어나면 미국채 장기물 수요를 일부 잠식하는 효과가 발생한다. 두 번째는 '낮은 고용 파급 효과'다. 데이터센터 건설 및 전력 장비 설치의 다른 부문 대비 고용 파급 효과가 낮다. 건설 당시에는

파트타임 기술자들이 순차적으로 투입될 뿐 영구적인 고용 창출 효과가 작고, 완공 이후에는 소수의 유지보수 인력만 채용된다. 또한 데이터센터 건설은 난이도가 높아 숙련 기술자가 필요한데, 이로 인해 주거용 건축 시장 내 숙련 인력들이 비주거 건설로 이동하면서 비주거 건설 노동자의 증가가 주거 건설 노동자의 감소로 상쇄되는 효과까지 나타나고 있다.

AI CAPEX 투자, 26~27년 지속적으로 늘어날 예정



자료: Bloomberg, SK 증권

가계대출, 주담대 중심 확장세 이어지고 있음

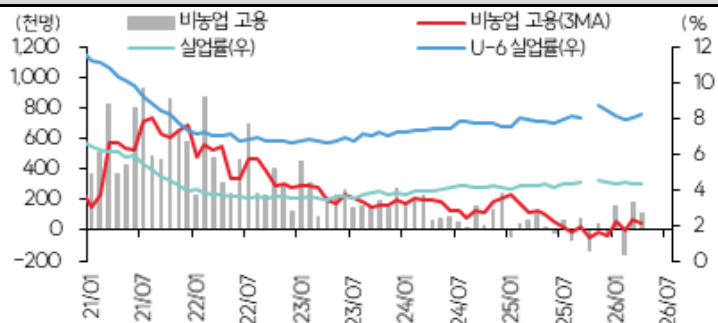


자료: 미 노동통계국, CEIC, SK 증권 / 주: 22년 12월 이후 누적 수치

미국 고용시장은 표면적으로 저고용·저해고 균형을 유지하고 있지만, 낮은 고용 수준과 U6 실업률 반등으로 고용의 질 악화가 확인되며 인화 정당화 근거로 작용 가능

미국 고용 시장은 현재 물가 우려에 가려져 있지만, 구조적으로는 '고용의 질'이 점진적으로 하락하는 양상이 분명하게 나타나고 있다. 미국 고용은 표면적으로는 '저고용-저해고' 균형을 유지하고 있으나, 일부 불안 신호가 포착되고 있다. 비농업 고용이 점진적인 회복 조짐을 보이지만, 고용 수준 자체는 여전히 예년 대비 상당히 낮다. 특히 한계실업률(U6)이 반등한 점, 8.2%로 2개월 연속 상승세를 보인 점을 고려하면, 고용의 질은 지속적으로 악화되고 있다고 판단된다. 이러한 신호는 워시 신임 의장이 인화를 정당화할 수 있는 보조적 명분으로 작용할 수 있다.

한계실업률(U6), 8.2%로 2개월 연속 상승세



자료: 미 노동통계국, Bloomberg SK 증권

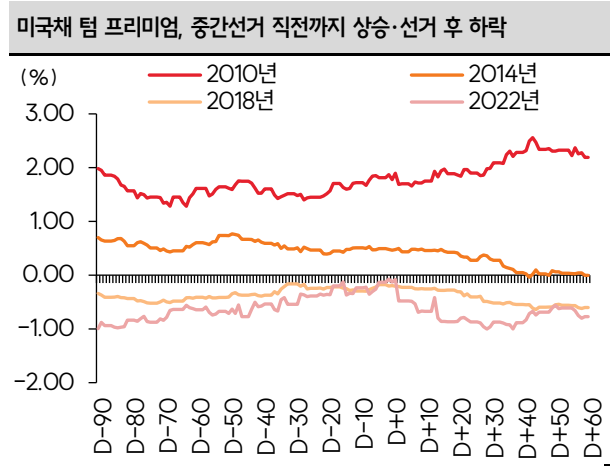
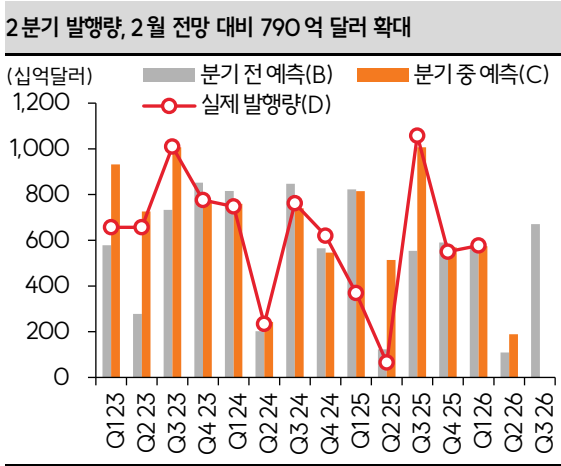
하반기 미 국채 금리: 스텝 구조 속 장기물 중심 상승 흐름 전망
11 월 중간선거 권력 분점 확인 시 하락 되돌림 가능성

미국채 발행 부담은 단기적으로 재정증권 조정을 통해 완화될 수 있으나, 전쟁 비용과 OBBBA 여파로 차입 수요가 크게 늘어난 만큼 하반기에는 공급 부담이 재차 부각될 가능성이 큼

(5) 미국채 금리 전망: 장기물 중심 상승, 단 선거 이후 일부 되돌림

미국채 금리는 스텝 구조 속에서 2026 년 하반기 장기물을 중심으로 상승 흐름을 이어갈 것으로 전망한다. 단, 11 월 중간선거 이후 권력 분점이 확인된다면 부분적인 하락 되돌림이 나타날 가능성이 있다.

미국채 발행 부담에 대한 우려가 크다. 단기적으로는 2 월 대비 차입 수요가 높아졌음에도 상방 압력은 제한적이다. 미 재무부는 2 분기 재정증권 순상환 규모 축소, 3 분기 재정증권 순발행 확대를 통해 늘어난 차입 수요에 대응할 것이다. 다만 이러한 구조는 지속 가능하지 않으며, 하반기에는 결국 공급 부담이 재차 부각될 가능성이 크다. 5 월 QRA 에서 미 재무부는 2 분기 차입 예상치를 1,890 억 달러로 제시했는데, 이는 2 월 전망 대비 790 억 달러 증가한 수치다. 분기 초 현금 잔고가 예상보다 많았던 점을 제외하고 계산하면 차입 예상치는 2 월 전망 대비 1,220 억 달러 더 많다. 전쟁 비용, OBBBA(One Big Beautiful Bill Act) 여파 등이 반영된 결과로 판단한다.



TBAC(미 재무부 차입자문위원회)가 2027~2028 년 약 1.3 조 달러 규모의 자금 부족을 우려한 점 고려 시, 재정증권 의존이 무한히 지속되기는 어렵다. 미 재무부의 재정증권을 활용한 이표채 발행 억제는 단기 미봉책에 가깝다. 높은 재정증권 비중 하에서 11 월 중간선거 앞두고 섰다운 리스크가 재부각된다면, 차환 리스크가 확대될 수 있다. 2027년에는 미 재무부가 이표채 발행 확대에 나설 수밖에 없을 가능성이 크며, 시장은 이러한 우려를 2026년 하반기에 선반영 할 수 있다.

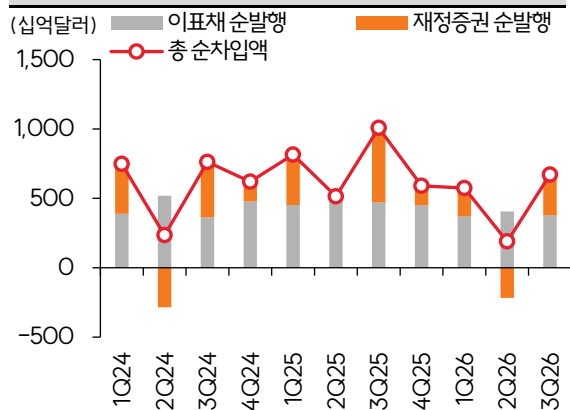
재무부 재정증권 비중이 이미 위험 수위에 근접하면서 단기물 의존에 따른 차환 주기 단축과 금리·섰다운 충격 시 자금 조달 비용 급등 위험 커지는 중

미 재무부의 재정증권 의존도가 어디까지 갈 수 있는지를 보면, 이미 위험 수위에 근접하고 있다. 연준 매입분을 제외한 민간 보유 기준 재정증권 비중은 2026년 1분기 기준 24.5%에 육박했다. 이는 팬데믹 직후 일시적 급등기 제외 글로벌 금융위기 이후 평균 수준을 크게 상회한다. 단기물 의존도가 높다는 것은 차환 주기가 짧아진다는 의미이며, 차환 시점에 단기금리가 급등하거나 섰다운 등의 정책 충격이 겹칠 경우 자금 조달 비용이 비대칭적으로 확대될 위험이 커진다.

재정 우위 환경에서는 통화정책이 인플레이 통제보다 재정 조달 비용 완화에 기울 수 있으며, 이는 장기금리에 인플레이 프리미엄을 더해 장기 신용 비용 확대로 이어질 수 있음

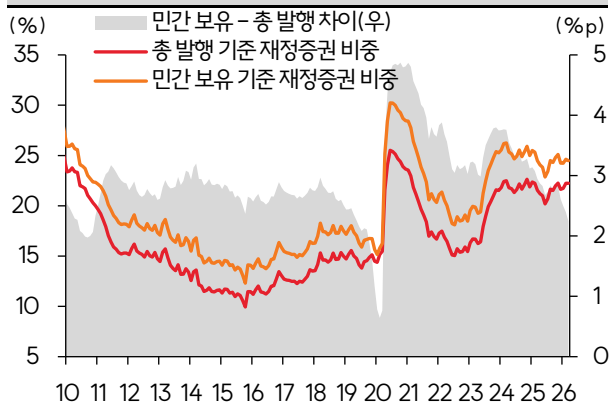
이러한 구조는 '재정 우위(fiscal dominance)'의 전형적인 모습이다. 재정 우위 상황에서는 통화당국이 인플레이 통제보다 재정 조달 비용을 우선시하게 되며, 이는 다시 장기 금리에 인플레이 프리미엄을 더하는 방향으로 작용한다. 즉, 단기적인 정책 공조가 장기적인 신용 비용 확대로 이어지는 비대칭 비용 구조다.

미 재무부, 늘어난 차입 수요 재정증권 순발행 확대에 대응



자료: 미 재무부, Bloomberg, SK 증권

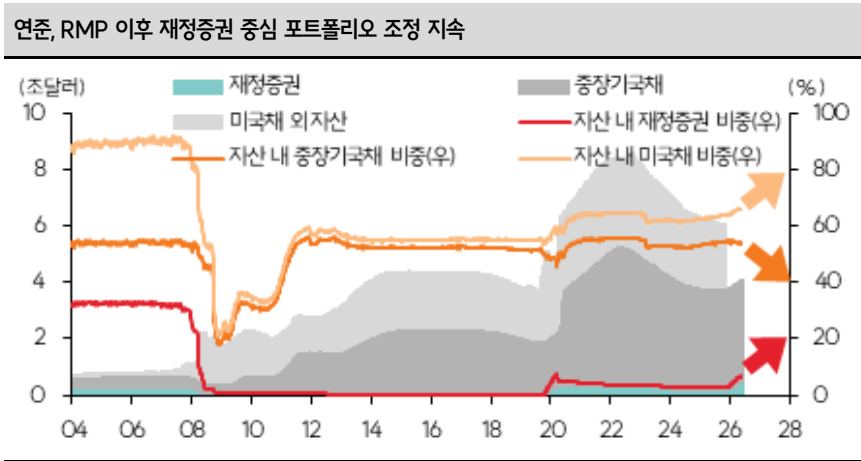
재정증권 발행 비중, 연준 매입 분 제외 시 24.5%에 육박



자료: 미 재무부, Bloomberg, SK 증권

미 재무부의 재정증권 중심 발행과 연준의 재정증권 중심 포트폴리오 조정이 맞물리면서 연준의 장기물 매수 역할이 축소되고, 이는 수요 측면에서 장기금리 상승 압력으로 작용

(6) 장기물 수요 약세 요인 우세: 연준 재정증권 중심 포트폴리오 조정
 수요 측면에서도 장기물 약세 요인이 존재한다. 연준은 재정증권 중심의 포트폴리오 조정을 지속하고 있다. 4월 이후 RMP(Reserve Management Purchase) 규모를 축소했음에도 재정증권 중심의 포트폴리오 조정 기조는 그대로 유지되고 있다. 미 재무부가 재정증권 중심 발행을 통해 이표채 공급을 억제하고 있기 때문에, 연준 입장에서도 정책 공조를 위해 동일한 방향성을 유지할 수밖에 없다. 연준이 장기물 매수 주체로서의 역할을 축소한다는 점에서 장기 금리 상승 압력으로 작용한다.



자료: Fed, Bloomberg, SK 증권

크레딧 역동적 인내(Dynamic Patience)

크레딧. 윤원태
yunwt@sks.co.kr / 3773-8919

1. 역동적인 인내(Dynamic Patience)

크레딧 스프레드로 추가 확대 여지 (+15bp 내외)가 열려 있는 상태

2026년 하반기 국내 크레딧 채권 시장은 추가적인 금리 상승 압력과 크레딧 스프레드 확대 가능성에 선제적으로 대비해야 하는 중대한 변곡점에 직면해 있다. 현재 시장은 기준금리 인상 가능성을 선반영하며 국채 금리가 급등하고 있음에도 불구하고, 과거 평균 대비 낮은 수준에 머물러 있는 크레딧 스프레드로 인해 추가 확대 여지(+15bp 내외)가 크게 열려 있는 상태이다.

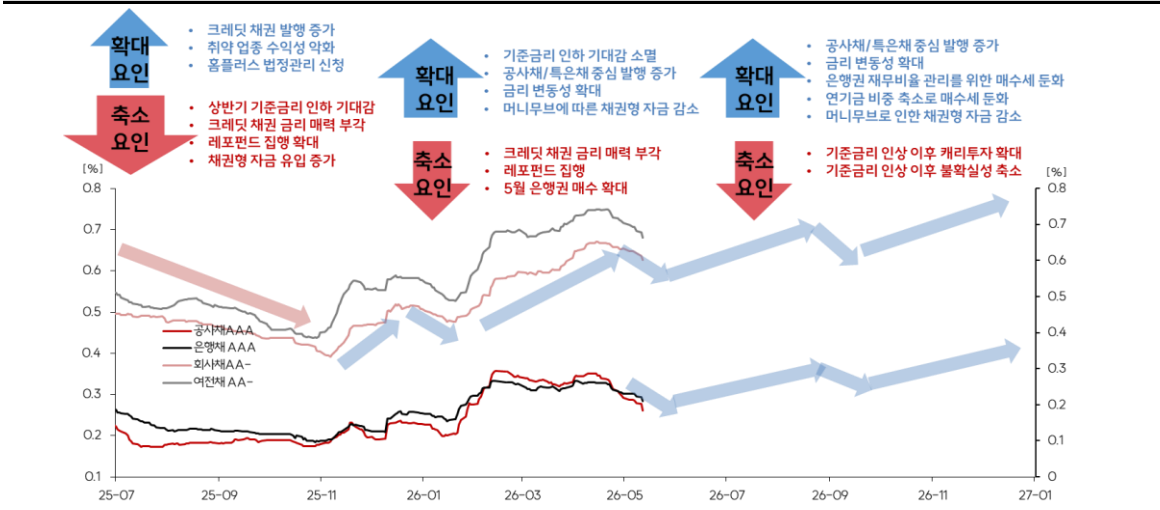
크레딧 채권 공사채와 특은채 중심으로 공급 확대
머니무브와 은행권 매수세 둔화로 매수 여력 감소

하반기 공급 측면에서는 정부의 주택 및 SOC 공급 확대 정책에 따른 공사채와 특수은행채의 발행 대형화가 수급 부담의 핵심 요인으로 작용할 전망이다. 반면 수요 측면에서는 증시 머니무브에 따른 채권 매수세 둔화와 은행권의 RWA 하한 상향 조정, Repo 펀드 자금유입 위축 등이 맞물리며 전반적인 매수 여력이 크게 약화될 것으로 예상된다.

하반기 크레딧 채권 투자 전략으로 듀레이션 축소, 높아진 절대금리를 활용한 캐리 수익 적극 활용

하반기 크레딧 채권 투자 전략은 포트폴리오의 듀레이션을 축소하여 자본 손실 위험을 방지하는 동시에, 높아진 절대금리를 캐리(Carry) 수익으로 적극 활용하는 단기 고금리채 만기보유 전략이 가장 유효할 것으로 판단된다. 투자 등급별로는 IMA 모험자본 수요 확대의 수혜가 기대되는 A 등급 회사채의 선별적 접근과 조선, 전력기기, 원전 등 펀더멘탈 및 수익성 개선 업종 중심의 압축 투자가 권장된다.

2026년 하반기 크레딧 채권 전망 - 역동적인 인내가 필요하다



자료: SK 증권

(1) 하반기 크레딧 시장 환경 및 매크로 진단

블랙록의 CIO 릭 리더가 '역동적인 인내 (Dynamic Patience) 강조

최근 글로벌 및 국내 채권 시장은 자산운용업계 전반이 채권의 무가치함과 캐리 수익의 부재 속에서 고군분투하는 어려운 국면을 지나고 있다. 블랙록의 CIO 릭 리더가 최신 보고서에서 언급한 '역동적인 인내(Dynamic Patience)'는 현재의 불확실한 거시경제 환경을 헤쳐나가기 위해 금융투자업계가 반드시 견지해야 할 핵심적인 태도라 할 수 있다. 국내 주식 시장이 간헐적인 환호성을 지르며 자금을 흡수하는 동안, 국내 채권 시장은 지속적인 금리 상승 변동성 확대에 의해 채권 보유에 따른 매력도가 저하되어 투자자들의 심리가 위축되는 비명이 이어지고 있다.

2026 년 하반기 크레딧 채권 시장은 추가적인 시장금리 상승 위험과 이에 따른 크레딧 스프레드 확대라는 이중고에 대비 필요

이러한 매크로 환경 하에서 2026 년 하반기 크레딧 채권 시장은 추가적인 시장금리 상승 위험과 이에 따른 크레딧 스프레드 확대라는 이중고에 대비해야 한다. 채권 시장의 변동성이 완화되지 않은 상태에서 하반기 기준금리 인상 가능성(1~2 회)이 시장 금리 레벨에 이미 강하게 선반영되고 있으며, 1 회 인상 이후 추가 인상까지 프라이싱하는 과정은 매우 험난하고 불확실한 여정이 될 것으로 판단된다. 통상적으로 찬바람이 부는 하반기 계절성이 도래하면 크레딧 시장의 매수세가 급격히 얼어붙는 경향이 있는 만큼, 투자자들은 올해의 단기적 성과보다는 내년 이후를 바라보며 역동적으로 인내하고 포트폴리오를 재구성하는 리밸런싱의 시기로 활용해야 할 것이다. 현시점은 공격적인 자본차익 추구보다는 보수적인 캐리 유가치함을 차분히 쌓아나갈 때이다.

(2) 하반기 크레딧 채권 공급 및 수요 점검

2026 년 연간 크레딧 채권 총 발행 규모는 약 540~550 조 원 수준 예상. 전년 대비 50 조 원 수준 증가

2026 년 연간 크레딧 채권 총 발행 규모는 약 540~550 조 원 수준에 달할 것으로 추정되며, 이는 전년 대비 유의미하게 증가한 수치로 하반기 내내 상당한 공급 부담을 야기할 전망이다. 정부가 추진 중인 강력한 주택 및 SOC 공급 확대 정책 기조에 따라 LH, SH, GH 및 국가철도공단 등 주요 공사채 발행량이 연말 기준 110~120 조 원까지 크게 늘어날 것으로 보인다. 아울러 중소기업 및 소상공인 대상 생산적 금융 지원 확대에 촉발된 특수은행채의 대규모 발행 역시 수급 환경을 악화시키는 주요 요인이다. 반면 일반 회사채는 시장금리 상승에 따른 기업들의 조달 비용 부담과 은행의 대기업 대출 금리 우위 현상으로 인해 연간 80~85 조 원 수준에 그칠 것으로 예상되며, 여전채 또한 고금리 장기화에 따른 여신전건성 악화와 충당금 적립 부담으로 90~95 조 원 수준으로 소폭 감소가 예상된다.

기관 투자자 전반의 크레딧 채권 수요
둔화
은행은 재무비율 관리를 위한 축소
투신은 머니무브로 매수 둔화
연기금은 국내 채권 비중 축소

공급 압박이 거세지는 반면, 수요 측면에서는 다각적인 위축 요인이 존재하여 수급 불균형을 심화시키고 있다. 증시로의 자금 이동을 뜻하는 머니무브 현상이 고착화되면서 소매 및 기관의 채권 매수세 둔화가 지속될 것으로 보이며, 특히 금융권 전반의 생산적 금융 확대 부담과 은행권 RWA(위험가중자산) 하한 상향(27년 70% 목표) 조치로 인해 은행권의 AA-등급 이하 크레딧 채권 매수 여력이 급격히 저하되고 있다. 자금 시장의 핵심 축인 Repo 펀드 역시 기준 금리 인상 우려가 심화되면서 자금 유입이 둔화되거나 기투자 자금의 환매 국면으로 전환될 리스크가 상존한다. 다만 국민연금 등 거대 연기금의 국내 채권 비중 축소 기조 속에서도, 증권사의 IMA(종합금융투자계좌) 및 발행어음 계좌 확대에 따른 A 등급 회사채 매수세 유입은 하반기 크레딧 수요의 유일한 보완 요인이 될 것으로 기대된다.

(3) 수급 균형점 및 크레딧 스프레드 전망

2026년 크레딧 채권 스프레드는 공급
증가와 수요 둔화에 따른 점진적인 확대
전망

하반기 크레딧 시장의 핵심 키워드는 우량 크레딧(공사채 및 특수은행채)의 공급 급증과 머니무브에 따른 민간 수요 감소가 맞물리는 '수급의 새로운 균형점 형성'이다. 이러한 비우호적인 수급 역학 관계로 인해 크레딧 스프레드는 연말로 갈수록 축소보다는 점진적으로 확대되는 약세 흐름을 보일 가능성이 매우 높다. 기준금리 인상(1~2 회)이 실제로 단행되기 전까지는 시장 전반에 약세 압력이 강하게 지속될 것이며, 금리 인상 조치가 완료된 이후에는 일시적으로 불확실성 해소에 따른 단기 강세 모멘텀이 나타날 수 있으나, 만약 시장이 2차 추가 인상 가능성까지 선반영하기 시작한다면 강세 전환은 일시적인 되돌림에 그칠 것이다.

기준금리 인상되더라도 일시적인 크레
딧 스프레드 축소

현재 AA- 3년물 스프레드는 과도하
게 낮아 연말까지 최소 +15bp 확대될
여지가 있으므로 분할 매수가 유효

현재 시장에서 거래되는 회사채 AA- 등급의 3년물 크레딧 스프레드는 국고채 금리의 급격한 급등세에도 불구하고 과거 역사적 스프레드 비중 및 밴드 대비 다소 과도하게 낮은 수준을 유지하고 있다. 이는 현재의 스프레드가 크레딧 리스크와 수급 부담을 충분히 반영하지 못하고 있음을 시사하며, 향후 과거 평균 스프레드 수준으로의 회귀 과정을 가정할 경우 연말까지 최소 +15bp 내외의 추가적인 스프레드 확대 여지가 남아있는 것으로 분석된다. 따라서 스프레드의 단기적 변동성에 현혹되어 우량 등급의 비중을 급격히 늘리기보다는, 스프레드가 충분히 넓어지는 구간을 확인하며 분할 매수하는 접근이 필요하다.

(4) 하반기 크레딧 투자 전략

크레딧 채권 포트폴리오 운용 듀레이션 (Duration) 축소, 높은 수준의 절대금리를 포트폴리오의 Carry로 적극 흡수

시장금리의 추가적인 대폭 상승 가능성이 열려 있는 현시점에서 크레딧 채권 포트폴리오 운용의 최우선 과제는 듀레이션(Duration)을 철저히 축소하여 금리 상승에 따른 채권 가격 하락 위험을 방어하는 것이다. 자본 손실 위험을 최소화하는 동시에, 최근 금리 급등으로 인해 확보된 높은 수준의 절대금리를 포트폴리오의 이자수익(Carry)으로 적극 흡수하는 '단기 고금리채 만기보유 전략(Buy-and-Hold)'이 하반기 시장을 방어할 수 있는 가장 확실하고 유효한 선택지이다. 스프레드 확대 위험이 상존하는 장기물보다는 1년 내외의 단기 크레딧 채권을 확보하여 안정적인 이자 구조를 구축하는 것이 바람직하다.

A 등급 회사채 비중 확대 추천

신용등급 및 발행사별 차별화 전략에 있어서는 대형 증권사들의 IMA 모험자본 투자 수요 확대에 힘입어 상대적인 스프레드 매력력이 부각될 수 있는 'A 등급 회사채'에 대한 선별적 비중 확대를 추천한다. 업종별로는 거시경제 변동성 속에서도 견고한 실적 턴어라운드와 가시적인 수주 잔고를 보여주고 있는 조선, 글로벌 인프라 투자 확대의 수혜를 입고 있는 전력기기, 그리고 정책적 모멘텀이 유효한 원전 등 수익성 개선 업종을 최우선적으로 고려해야 한다. 또한 발행사의 채권내재등급(BIR)이 시장 신용등급 대비 우위에 있어 펀더멘탈 리스크가 극히 제한적인 우량 발행사를 선별해 투자하는 '퀄리티 셀렉션' 접근법이 자산 안정성과 수익성을 동시에 확보하는 해법이 될 것이다.

2026년 크레딧 채권 시장 수요와 공급 변동 요인 점검 - 공급 증가와 수요 감소

구분	공급(발행)	25년 대비 26년 발행량	수요	25년 대비 26년 수요
공사채	<ul style="list-style-type: none"> SOC(도로, 철도, 공항, 항만 등) 관련 발행 증가 부동산(LH, SH, GH, HF 등) 관련 발행 증가 MBS 발행 감소 에너지 가격 상승으로 안전채 발행 소폭 증가 	'25년:91조원 '26.5월말:35조원 '26년말 예상: 110~120조원	<ul style="list-style-type: none"> 은행권의 우량 크레딧 매수 확대 보임권 자본 확충 부담 완화로 장기 공사채 수요 확대 	증가
은행채	<ul style="list-style-type: none"> 특수은행 발행 증가 생산적 금융 지원 확대로 조달 증가 시중은행 머니무브로 유동성 부족 은행권 전반 생산적 금융 확대로 기업대출 확대 	'25년:222조원 '26.5월말:93조원 '26년말 예상: 240~250조원	<ul style="list-style-type: none"> 기준금리 인상 기대와 인상 이후 단기 크레딧 수요 확대 은행권의 은행채 수요 확대 	유지
여전채	<ul style="list-style-type: none"> 카드사와 캐피탈사 자산 증가세 유지 여신건전성 악화로 중당금 설정 25년과 유사한 순발행 	'25년:97조원 '26.5월말:31조원 '26년말 예상: 90~95조원	<ul style="list-style-type: none"> Repo펀드 자금 유입 둔화 Repo펀드 기투자 자금 환매 가능성 투신사 채권형 자금 유입 둔화 단기 캐리 투자 수요 확대 	감소
회사채	<ul style="list-style-type: none"> 경기 개선에 따른 설비투자 확대로 발행 증가 채권금리 상승으로 자금 조달 부담 전방산업 만기도래 수준 대응 A등급 발행 감소 	'25년:87조원 '26.5월말:36조원 '26년말 예상: 80~85조원	<ul style="list-style-type: none"> 업종별/등급별 차별화 단기 캐리 투자 수요 확대 투신사 채권형 자금 유입 둔화 리테일 채권 수요 감소 증권사 발행어음과 IMA의 모험자본 투자 	증가

자료: SK 증권

2. 2026년 상반기 크레딧 시장 리뷰

(1) 2026년 상반기 크레딧 스프레드 리뷰

크레딧 채권 포트폴리오 운용 듀레이션 (Duration) 축소, 높은 수준의 절대금리를 포트폴리오의 Carry로 적극 흡수

2026년 상반기 크레딧 채권시장은 수급 여건 악화를 중심으로 스프레드 확대 압력이 뚜렷하게 나타났다. 2025년 4분기 이후 이어진 수급 악화 흐름이 2026년 1분기까지 지속되었으며, 연초부터 기준금리 인하 기대감이 빠르게 소멸한 가운데 중동 지역 지정학적 불안에 따른 물가 상승 압력이 국고채 금리 상승으로 이어지며 크레딧 시장 전반에 부담을 가중시켰다.

증시로의 자금 이동(머니무브)과 금리 상승으로 1분기 크레딧 채권시장의 매수세가 크게 위축

수급 측면에서도 이례적인 변화가 관찰되었다. 1분기 크레딧 채권시장의 계절적 강세 흐름은 퇴직연금 자산이 증시로 대거 이동하는 '머니무브' 현상으로 인해 매수세가 크게 약화되며 제대로 발현되지 못하였다. 국고채 3년물 금리는 연초 2.9% 수준에서 3.2%대까지 상승하였으며, 이에 연동한 크레딧 채권 절대금리도 동반 상승하면서 채권형 펀드 자금이 주식형으로 유출되는 흐름이 뚜렷해졌다.

공사채·특은채 발행 급증이 민간 회사채 수요를 흡수해 크레딧물 스프레드를 확대

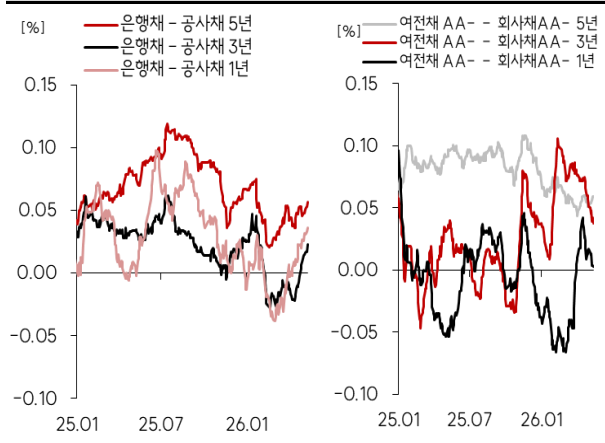
발행 측면에서는 연초부터 공사채와 특수은행채(특은채) 발행이 집중적으로 늘어나며 크레딧 채권 시장에 공급 부담으로 작용하였다. 정부의 첨단전략산업 육성 및 AI 경쟁 대응을 위한 대규모 정책자금 공급 계획에 따라 산업은행채·공공기관채 등 정책금융 성격의 채권 발행이 증가하였으며, 이는 민간 회사채 수요를 흡수하는 구축 효과로 이어지며 상위 등급 크레딧물의 스프레드 확대 요인으로 작용하였다.

26년 상반기 크레딧 스프레드 동향



자료: 인포맥스, SK 증권

크레딧 채권 상대적 강도 - 공사채, 여전채 강세



자료: 인포맥스, SK 증권

섹터별 스프레드 차별화도 두드러졌다. 은행채와 여전채는 상대적으로 약세를 보인 반면, 공사채와 회사채는 강세를 나타내는 상이한 흐름이 포착되었다. 이는 각 섹터별 발행 규모 및 투자자 수요 기반의 차이에서 비롯된 것으로, 크레딧 시장 내 K자형 양극화 양상이 심화되고 있음을 시사한다

(2) 비우호적인 국고채 시장 환경

인플레이션 압력과 한미 금리 인하 기대감 후퇴로 2026년 상반기 국고채 금리가 상승

2026년 상반기 국고채 금리는 글로벌 공급망 불안과 중동발 지정학적 리스크에 따른 유가 상승 영향으로 인플레이션 압력이 지속되며 강한 상승 압력을 받았다. 미 연준(Fed)의 통화정책 전환 속도가 예상보다 더디게 진행되면서 한국은행의 기준금리 인하 기대감 역시 하반기 이후로 후퇴하였다.

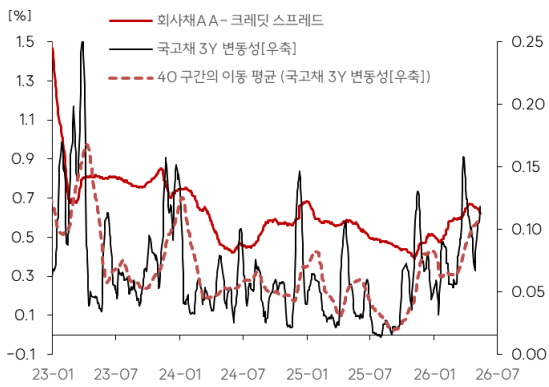
국고채 금리 상승과 변동성 확대로 크레딧 시장의 예측 가능성이 떨어지고 거래가 급감

기준금리 인하 기대로 선반영되었던 금리 하락분이 빠르게 되돌려지면서 국고채 3년물 및 10년물 금리는 연초 대비 가파른 상승세를 기록했다. 통화정책의 불확실성이 해소되지 못하자 장기물 위주로 기간 프리미엄이 확대되며 기간별 수익률 곡선(Yield Curve)이 가팔라졌다. 지속적인 국고채 금리의 변동성 확대는 크레딧 시장의 지표 금리를 뒤흔들며 크레딧 스프레드의 예측 가능성을 저하시켰다.

금리 변동성 확대로 회사채 매력에 감소하며 A급 이하 발행 심리가 극도로 위축

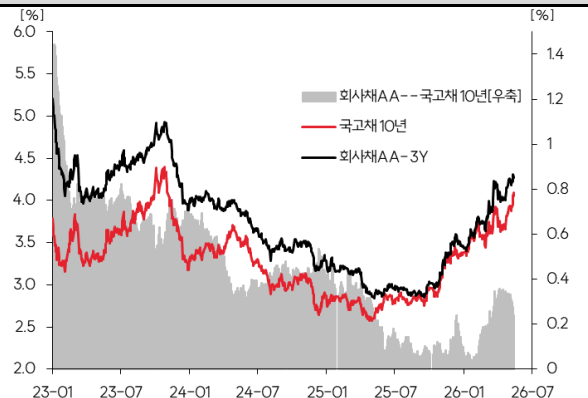
특히 국고채 금리와의 동조화 현상이 강해지면서 평가가치(Valuation) 매력이 떨어진 회사채 시장에서 매도 물량이 출회되기도 했다. 금리 변동성이 정점에 달했던 3월 전후로는 신용등급이 다소 낮은 A급 이하 회사채의 발행 심리가 극도로 얼어붙었다. 매크로 변동성이 신용위험 자체보다 크레딧 시장을 위축시키는 주된 모멘텀으로 작용했음을 보여준다.

국고채 금리 변동성과 크레딧 스프레드



자료: 인포맥스, SK 증권

국고채 10년과 회사채 AA-3년 금리



자료: 인포맥스, SK 증권

초우량 공사채·특은채의 대규모 발행
지속이 시장에 공급 부담으로 작용해
수급을 악화

국책은행의 특은채 공급 확대가 매수
자금을 흡수해 일반 회사채와 여전채를
밀어내는 구축 효과를 유발

9년 만의 이례적인 회사채 순상환은
기업들의 보수적 자금 운용과 높은 금
리 부담

(3) 크레딧 채권 발행 동향

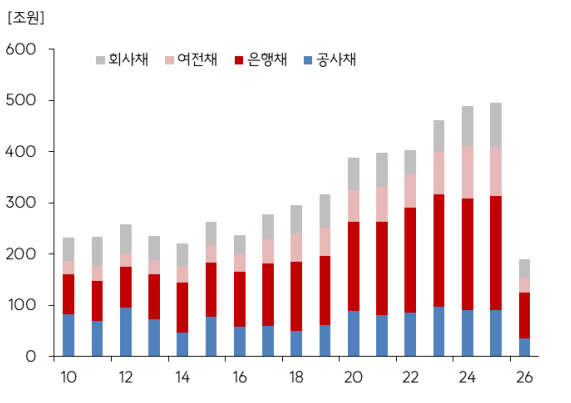
2026년 상반기 크레딧 시장의 수급 구조를 악화시킨 주된 원인 중 하나는 공사채와 특수은행채(특은채)의 대규모 발행 지속이었다. 정부의 대규모 경기 부양책 및 국가 인프라 투자 재원 마련을 위해 주요 공공기관들의 자금 조달 수요가 대폭 증가했다. 이에 따라 신용도가 가장 높은 AAA 급 초우량 물량이 시장에 대거 쏟아져 나왔다.

산업은행 및 기업은행 등 국책은행들 역시 정책 금융 지원 기조에 맞춰 특은채 발행량을 예년 대비 대폭 늘렸다. 이러한 초우량 크레딧물의 무차별적인 공급 확대는 시장의 한정된 매수 자금을 블랙홀처럼 흡수하는 결과를 낳았다. 결과적으로 후순위 섹터인 일반 회사채와 여전채로 갈 자금을 제한하는 구축 효과를 유발했다.

공사채 공급 과잉과 발행 금리 상승에 직면한 일반 기업들은 회사채 조달 비용 부담이 커지자 발행 규모를 대폭 축소했다. 대기업들은 직접금융시장을 통한 자금 조달 대신 시중은행의 시설자금 대출이나 내부 유보금을 우선적으로 활용하는 전략을 취했다. 이로 인해 2026년 상반기 회사채 시장은 발행량보다 상환량이 많은 순상환 기조로 돌아섰다.

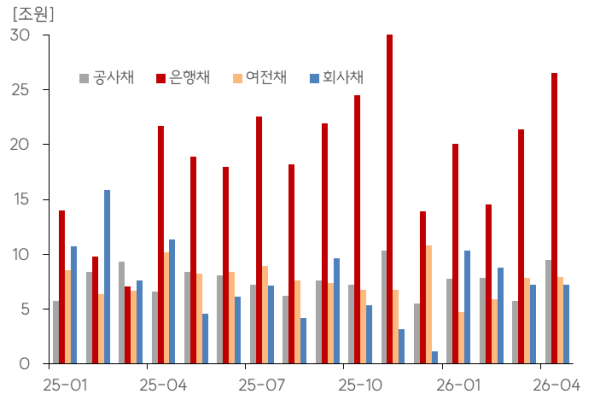
상반기 기준 회사채 시장이 순상환을 기록한 것은 지난 2017년 이후 약 9년 만에 처음 있는 이례적인 현상이다. 특히 신용등급이 양호한 AA 급 이상의 대형사들마저 만기 도래 분에 대해 전액 차환 발행을 하지 않고 일부를 현금 상환했다. 발행 시장의 급격한 위축은 기업들의 보수적인 자금 운용과 시장 금리에 대한 높은 부담감을 고스란히 반영하고 있다.

연도별 크레딧 채권 발행 현황



자료: 인포맥스, SK 증권

2025년 이후 크레딧 채권 월별 발행 현황



자료: 인포맥스, SK 증권

(4) 기관 투자자 크레딧 포지션 변화

기관들은 손실 최소화를 위해 만기를 축소하고, 은행들은 자본 관리를 위해 AAA 급 공사채에 자금을 집중

2026 년 상반기 기관 투자자들은 자산 평가손실 위험을 최소화하기 위해 듀레이션(정기 만기) 단축을 핵심 전략으로 취했다. 특히 대형 시중은행들은 규제 자본 관리와 유동성 확보를 목적으로 크레딧 채권 매입 시 AAA 급 공사채에 자금을 집중했다.

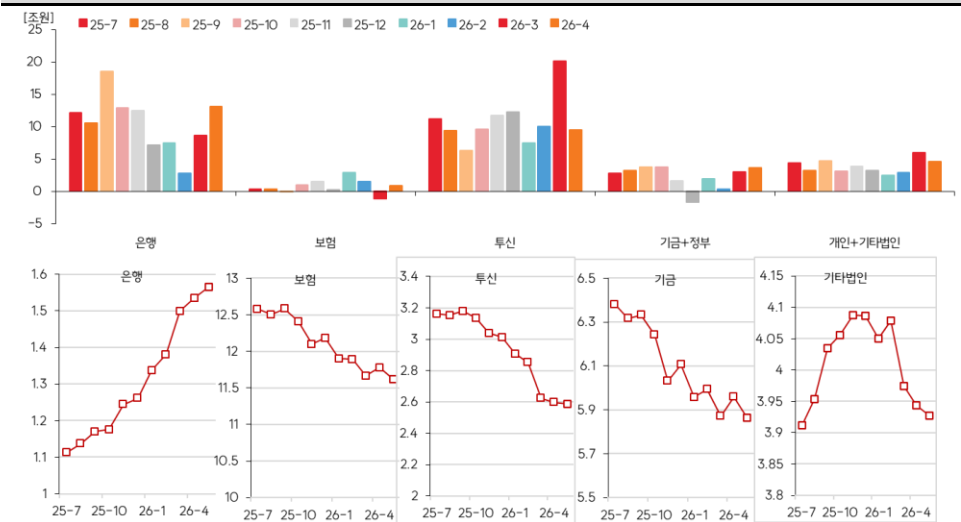
국민연금을 비롯한 주요 연기금 및 공제회 역시 매크로 변동성에 대응하기 위해 크레딧 채권의 신규 편입 속도를 조절했다. 크레딧 채권의 경우 스프레드가 충분히 확대되어 벨류에이션 매력이 발생한 시점에만 참여하는 전술적 운용에 치중했다.

보험사들은 신지급여력제도(K-ICS) 하에서 자본 변동성을 통제하기 위해 장기 우량 크레딧물에 대한 매수 기조를 이어갔다. 초장기 공사채의 경우 금리가 전년 대비 높은 수준에 형성됨에 따라 자산-부채 시차(Asset-Liability Gap)를 매칭하기 위한 좋은 기회로 활용되었다.

자금 유출로 크레딧물을 매도하던 투신 권은 2 분기 금리 고점 인식 후 단기를 중심으로 매수세를 복원

자산운용사(투신권)는 채권형 펀드와 머니마켓펀드(MMF)로의 자금 유출입에 따라 매수 여력이 크게 출렁였다. 상반기 초반 주식시장 강세로 채권형 펀드에서 자금이 유출되자 투신권은 크레딧 채권을 시장에 매물로 출회하며 스프레드 확대를 심화시켰다. 2 분기 들어 금리가 고점을 통과했다는 인식이 확산되면서 단기 크레딧물 중심의 단기 펀드로 자금이 재유입되며 매수세가 복원되었다.

크레딧 채권 투자자별 순매수 및 듀레이션 현황(26.5.15 기준)



자료: 인포맥스, SK 증권

3. 2026년 하반기 크레딧 발행 점검

(1) 2026년 크레딧 채권 발행 전망: 3년 주기 공급 폭발의 재현

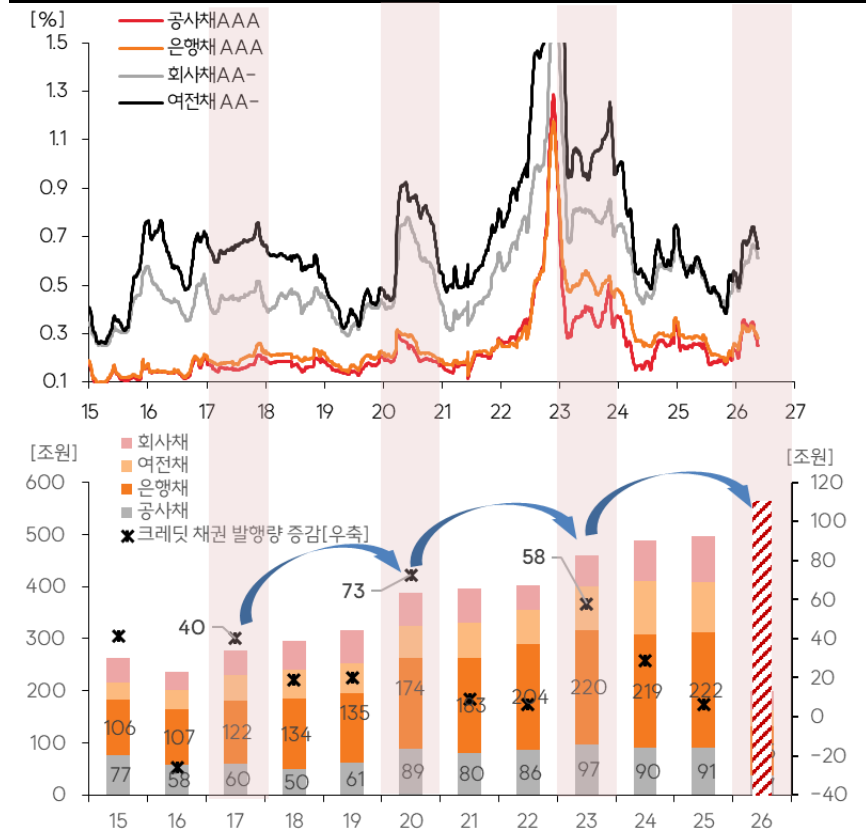
3년 만기 집중 구조로 인해 대규모 차환 수요가 도래하면서 올해 크레딧 채권 공급 부담이 가중될 전망

2026년 국내 크레딧 채권 시장은 과거 2017년, 2020년, 2023년으로 이어져 온 '3년 주기 발행 급증'의 흐름을 다시 한번 반복할 것으로 전망된다. 통상적으로 크레딧 채권의 발행 만기가 3년물에 집중되어 있다는 점을 고려할 때, 올해는 과거 대규모로 발행되었던 채권들의 만기가 일시에 도래하는 시점이다. 이에 따라 시장에서는 대규모 차환 수요가 발생하며 공급 부담이 가중될 것으로 보인다.

발행량은 540~550조 원까지 늘어 스프레드 확대 압력으로 작용할 전망

올해 만기가 도래하는 크레딧 채권 규모는 약 473조 원으로 집계되며, 이는 전년 대비 약 40조 원 이상 증가한 수치이다. 이러한 만기 물량의 증가는 필연적으로 발행량 확대로 이어져, 2026년 전체 크레딧 채권 발행 규모는 약 540조 원에서 550조 원 수준에 달할 것으로 예상된다. 이는 시장에 상당한 공급 압박으로 작용하여 크레딧 스프레드 확대를 유발할 가능성이 크다.

크레딧 채권 투자자별 순매수 및 듀레이션 현황(26.5.15 기준)



자료: 인포맥스, SK 증권

(2) 공사채 발행 증가와 부동산 공기업의 재무 부담

정부의 주택 공급 및 SOC 투자 확대
로 LH 등 부동산 공기업의 공사채 발
행 증가

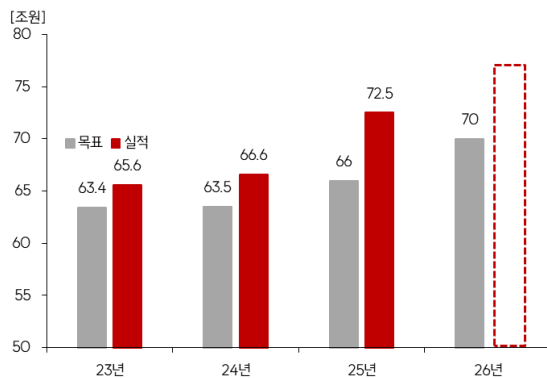
공사채 시장은 정부의 주택 공급 확대 정책과 필수 SOC 투자 계획이 맞물리며 발행 규모가 크게 확대되는 양상을 보이고 있다. 특히 한국토지주택공사(LH)를 필두로 한 부동산 관련 공기업들의 발행 비중이 압도적으로 높아지고 있다. 정부가 발표한 9.7 주택공급 확대 방안에 따라 LH 의 직접 시행 범위가 넓어지면서 관련 사업비 조달을 위한 채권 발행이 불가피한 상황이다.

LH 는 향후 5 년간 약 135 만 호의 주택 공급을 목표로 하고 있으며, 이를 위해 2026 년 한 해에만 약 22 조 원 규모의 부채 증가가 계획되어 있다. 이는 당초 계획되었던 중장기 재무관리 계획을 상회할 가능성이 높으며, 주택 매입 임대 사업 등 주거 복지 관련 지출도 발행량 증가의 원인이 되고 있다.

반면, 주택금융공사가 발행하는 MBS(주택저당증권)는 여전히 순상환 기조를 유지하며 대조적인 모습을 보이고 있다. 고금리 상황 지속과 대출 규제 강화로 인해 보금자리론 등 정책 모기지 수요가 감소했기 때문이다. 주택 가격 상승으로 대출 대상 요건을 충족하는 가구가 줄어든 점도 MBS 발행 감소의 원인이 되어, 공사채 시장 내에서도 종목별 수급 차별화가 뚜렷해지고 있다.

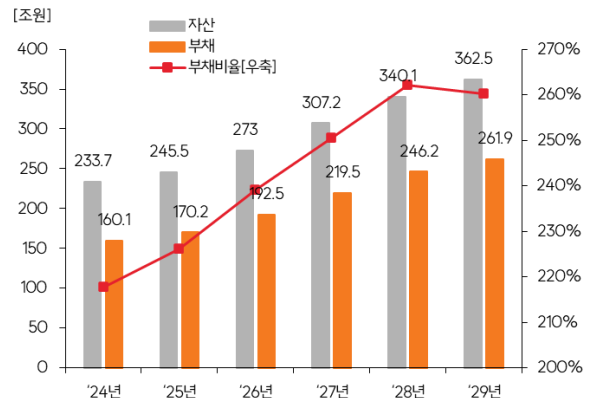
에너지 공기업인 한국전력공사의 경우, 국제 유가 및 천연가스 가격 상승에 따른 SMP(전력도매가격) 변동으로 인해 발행 전략에 변화가 감지된다. 흑자 전환 성공으로 한전채 발행을 줄이려던 계획이 있었으나, 최근 중동 정세 불안으로 인한 에너지 비용 상승이 다시 발행 확대를 자극하고 있다. 또한 2028 년 사채발행한도 축소를 앞두고 선제적인 자금 확보 움직임도 나타나고 있다.

2026 년 공공기관 투자 집행 계획



자료: 재정경제부, SK 증권

한국토지주택공사 중장기 재무 계획(25.9.1 발표)



자료: 기획재정부, SK 증권

(3) 은행채 발행 증가: 정책금융 지원과 차환 압력

정책금융 지원과 144 조 원 규모의 만기 차환으로 특수은행채 발행이 급증하며 시중 유동성을 위축

은행채 시장은 특수은행채를 중심으로 발행 부담이 급격히 가중되고 있다. 산업은행과 기업은행 등 정책금융기관들이 정부의 5 대 핵심 분야 지원과 첨단 전략 산업 육성을 위해 대규모 자금을 조달하고 있기 때문이다. 특히 2026 년 특수은행채의 만기 도래 규모는 약 144 조 원으로, 단순 차환 발행만으로도 시장의 자금을 대거 흡수하며 시중 유동성을 위축시키고 있다.

산업은행은 첨단채와 산금채 발행 증가

산업은행은 'KDB Next Korea' 프로그램을 통해 첨단 전략 산업에 대규모 정책 자금을 공급하고 있으며, 이를 위해 첨단기금채권 약 15 조 원을 포함하여 총 75 조 원 규모의 발행을 계획하고 있다. 이러한 정책 지원 목적의 채권 공급은 우량물 선호 현상을 강화시키는 동시에 일반 회사채 시장으로 가야 할 자금을 흡수하는 '구축 효과'를 유발하고 있어 크레딧 시장 전반에 부담을 준다.

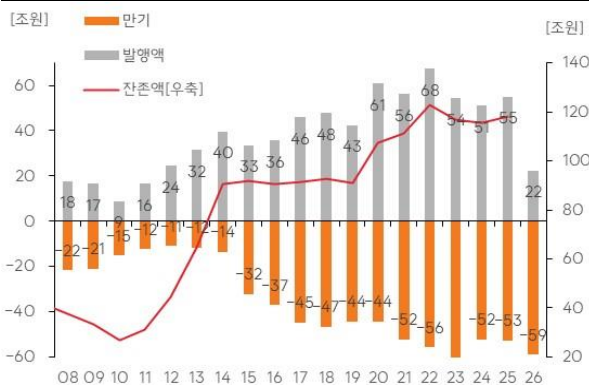
기업은행은 중금채 만기도래 증가로 발행량 증가

기업은행 역시 중소기업 대출 지원을 위한 중금채(중소기업금융채권) 발행 비중을 시장 조달 중심으로 빠르게 전환하고 있다. 과거 창구 조달에 의존하던 방식에서 벗어나 시장 조달 잔액 비중이 48%까지 확대되면서, 하반기에는 약 65 조 원 수준의 발행이 예상된다.

시중은행은 재무 비율 관리 및 머니무브로 크레딧 채권 매수세 둔화

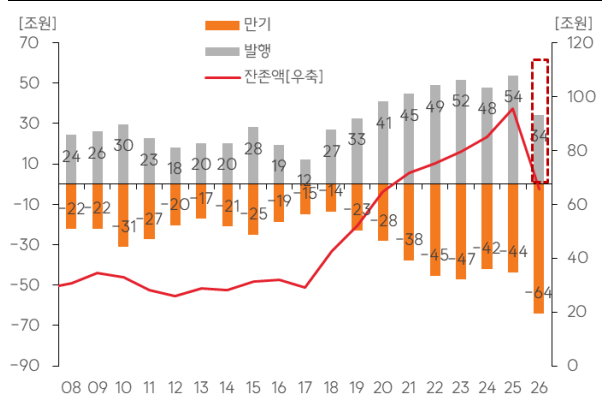
시중은행의 경우 하반기 기준금리 인상 가능성과 유동성 규제(LCR 및 RWA 관리) 대응을 위해 채권 발행을 확대할 유인이 높다. 증시 랠리로 인한 자금 이탈(Money Move)로 예금 증가세가 둔화하면서 부족한 유동성을 확보하기 위해 은행채 발행이 늘어나고 있다. 이러한 은행채의 대규모 공급은 민간 회사채 대비 금리 경쟁력을 앞세워 회사채 시장의 수급을 압박하는 요인이 된다.

산금채 연도별 발행만기 현황(26.5.18 기준)



자료: 인포맥스, SK 증권

기업은행 연도별 발행만기 현황(26.5.18 기준)



자료: 인포맥스, SK 증권

(4) 회사채 및 여전채의 발행 위축과 조달 환경 악화

조달 금리 상승과 은행 대출로의 전환
으로 회사채 시장이 이례적인 순상환

회사채 시장은 조달 금리 상승과 은행 대출과의 금리 역전 현상으로 인해 이례적인 순상환 기조를 보이고 있다. 통상적으로 1 분기는 회사채 발행의 성수기임에도 불구하고, 2026 년 상반기에는 순발행액이 마이너스를 기록하는 현상이 나타났다. 이는 발행사들이 높은 채권 금리를 부담하며 자금을 조달하기보다, 상대적으로 금리 조건이 유리한 은행 대출로 발길을 돌렸기 때문이다.

은행의 적극적인 기업대출 확대와 금리
우위로 인해, 하반기에도 기업들의 회
사채 발행 기피와 시장 위축 지속 전망

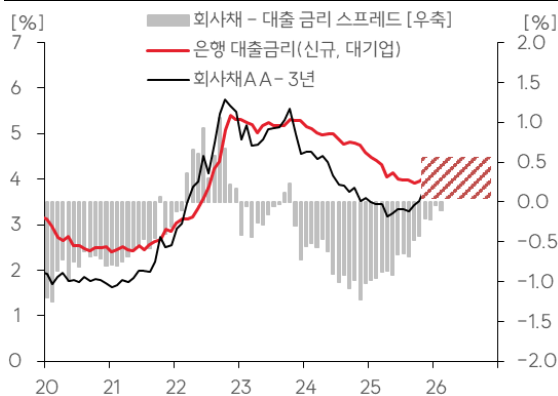
현재 시중은행들은 가계대출 규제에 대응하여 기업 대출을 적극적으로 확대하고 있으며, 정부의 생산적 금융 지원 의지에 따라 경쟁력 있는 대출 금리를 제시하고 있다. 회사채 발행 금리가 은행 대출 금리를 상회함에 따라, 기업들은 굳이 채권 시장에서 까다로운 수요예측 절차를 거치며 고금리 채권을 발행할 이유가 사라졌다.

수신 기능이 없는 여전사는 고금리와
스프레드 확대에 따른 조달 비용 부담
으로 채권 발행 감소세 전망

카드사와 캐피탈사 등 여신전문금융회사(여전사)들 또한 고금리 상황 지속에 따라 자금 조달에 어려움을 겪고 있다. 여전사는 수신 기능이 없어 채권 발행에 전적으로 의존해야 하는 구조인데, 하반기 추가 금리 인상 전망으로 인해 조달 비용 부담이 극도로 높아졌다. 국고채 금리 상승과 스프레드 확대라는 이중고 속에서 여전채 발행량은 당분간 감소세를 면치 못할 것으로 보인다.

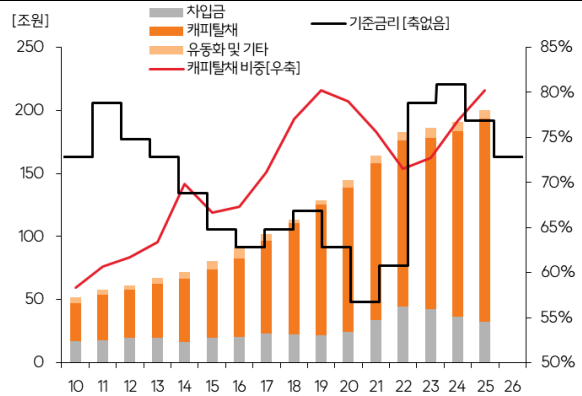
수익성이 개선된 우량 기업들을 중심으로 현금 흐름을 활용한 부채 축소 움직임이 나타나고 있는 점도 회사채 공급 감소의 배경이다. 조달 비용이 워낙 높다 보니 차환보다는 내부 유보금을 활용해 기존 채권을 상환하려는 욕구가 강해진 것이다. 이는 크레딧 시장 내에서 우량물 공급 부족 현상을 낳는 동시에, 비우량 기업들의 조달 여건을 더욱 악화시키는 양극화 현상을 심화시키고 있다.

회사채 조달 금리 부담으로 발행량 감소



자료: 인포맥스, SK 증권

26년 시장금리 상승으로 캐피탈채 조달 감소



자료: 인포맥스, SK 증권

4. 2026년 하반기 크레딧 수요 점검

(1) 시장 환경 개요 및 금리 변동성 분석

2026년 5월 기준금리 인상 우려로 국고채 금리가 급등하며 채권 시장의 투자 심리가 위축

금융기관은 역마진 리스크 해소로 채권 매수 압박이 줄었으며, 국고채의 금리 매력 부각으로 자산 재배분을 논의 중

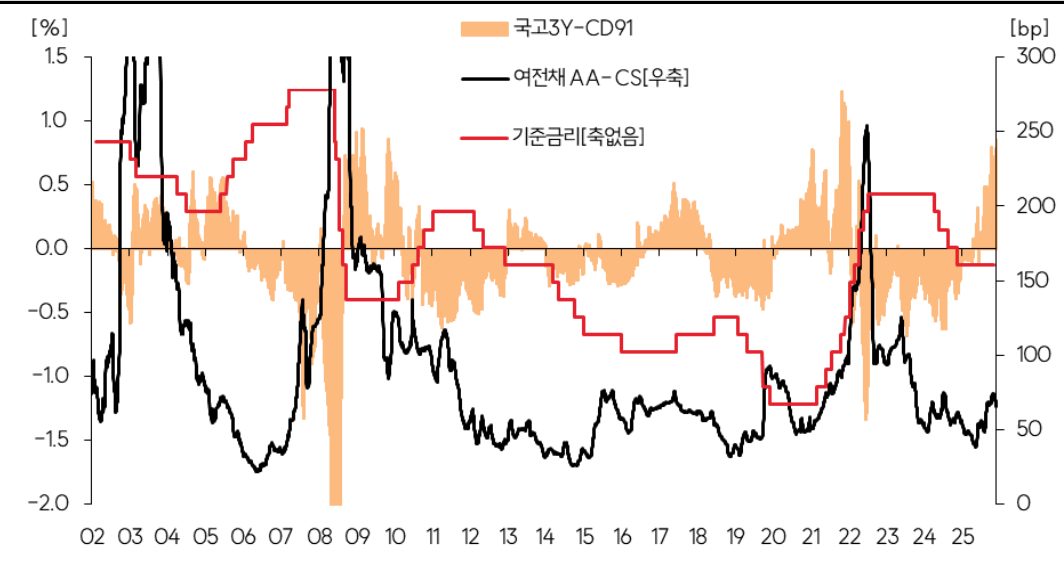
하반기 크레딧 시장은 역마진 해소와 변동성 확대가 공존해, 기관들의 포트폴리오 최적화 전략이 중요

최근 국내 금융시장은 기준금리 인상 우려가 확대됨에 따라 시장금리가 급격한 상승세를 보이고 있다. 2026년 5월 기준, 국고채 3년 금리는 기준금리 대비 125bp 이상 확대되는 등 변동성이 심화된 구간에 진입했다. 이러한 금리 급등은 채권 시장 전반의 투자 심리를 위축시키는 요인이 되고 있다.

금융기관 입장에서 긍정적인 측면은 금융기관들의 역마진 리스크가 해소되고 있다는 점이다. 조달 금리 대비 운용 금리 부담이 완화되면서 크레딧 채권 매수에 대한 압박이 일부 줄어들었다. 현재 시장은 크레딧 채권 대비 국고채의 금리 매력 부각되는 구간으로 판단되며, 이에 따른 자산 재배분이 활발히 논의되고 있다.

결론적으로 2026년 하반기 크레딧 시장은 금리 상승에 따른 역마진 해소라는 기회 요인과 변동성 확대라는 위기 요인이 공존하고 있다. 금융기관들은 단순한 수익성 확보를 넘어, 재무 건전성 규제 준수와 포트폴리오 최적화라는 복합적인 과제에 직면해 있다. 향후 투자자별 대응 전략이 시장의 향방을 결정할 주요 변수가 될 것이다.

금융기관 역마진 부담 해소, 크레딧 채권 매수 부담 완화, 크레딧 스프레드 약세 요인으로 작용할 것



자료: 인포맥스, SK 증권

(2) 은행권: RWA 관리와 질적 성장을 위한 자산 재편

바젤Ⅲ 규제에 RWA 하한선이 25년 60%에서 26년 현재 65%로 상승하며 은행권의 자본 관리 압박

자본 규제에 은행들은 위험 가중치가 낮은 AAA 급과 국고채를 늘리고, AA 급 이하 매수는 축소

정책 대출 확대와 자본 규제 강화라는 모순 속에서 은행의 유동성 확보를 위한 은행채 발행이 연말에 거세질 전망

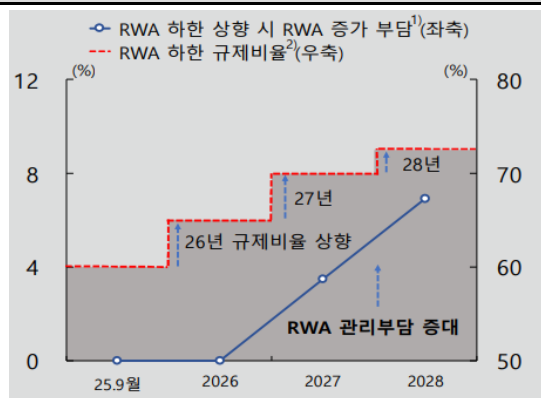
은행권 수요의 핵심 키워드는 위험가중자산(RWA)과 유동성커버리지비율(LCR) 관리이다. 특히 바젤Ⅲ 규제에 따른 RWA 하한의 단계적 상향 조정이 시작되면서 은행들의 고민이 깊어지고 있다. 2025년 60%였던 하한선이 2026년 현재 65%로 상승하며 자본 비율에 대한 압박이 가중되고 있는 상황이다.

이러한 규제 환경 변화는 은행들의 채권 매수 패턴을 변화시키고 있다. 은행들은 자본 적정성 유지를 위해 위험 가중치가 낮은 AAA 등급 크레딧 채권과 국고채 비중을 확대하고 있다. 반면, 상대적으로 위험 가중치가 높은 AA 등급 이하 크레딧 채권에 대해서는 매수 여력이 감소하고 있다.

시중 4대 은행은 현재 15~17% 수준의 안정적인 총자본비율을 유지하고 있으나, 환율 상승에 따른 외화대출자산 가치 증가는 RWA를 상승시켜 자본비율을 하락시키는 요인으로 작용한다. 또한 밸류업 기조 속에 주주환원 확대를 공표한 상황이라 내부 유보를 통한 자본 확충도 쉽지 않은 처지이다. 이는 결국 위험 자산인 크레딧 채권 매수세를 제한하는 결과로 이어진다.

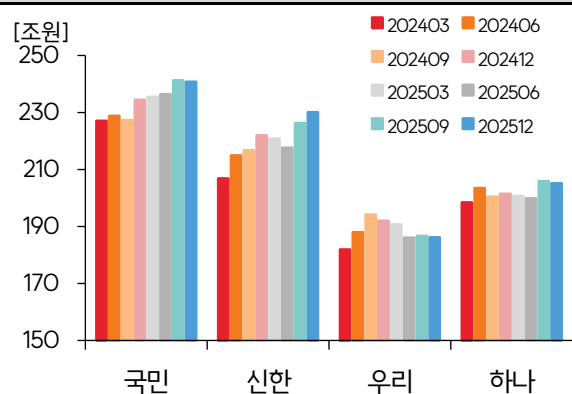
동시에 은행들은 중저신용자 대출 및 생산적 금융 확대라는 정책적 수요도 충족해야 한다. 규제 강화로 인해 우량 자산 위주의 포트폴리오 재편이 강요되는 상황에서, 정책적 대출 확대는 은행의 자본 관리를 더욱 어렵게 만든다. 이러한 모순적인 상황 속에서 은행채 발행을 통한 유동성 확보 움직임이 연말로 갈수록 거세질 가능성이 높다.

RWA 하한 강화에 따른 RWA 관리부담 증대



자료: 한국은행 금융안정보고서, SK 증권

시중 4대은행 위험가중자산



자료: 금융통계정보시스템, SK 증권

(3) 증권사: IMA 및 발행어음 기반의 A 등급 매수세 주도

초대형 증권사들이 발행어음과 IMA 를 통해 자금을 확충하며 시장의 새로운 큰손으로 부상

IMA 운용에 따른 모험자본 투자로 A 등급 회사채와 첨단전략산업기금채권에 수요가 몰려 상대적 강세

증시 활황으로 인한 CP·전단채 발행 증가는 단기 자금 시장의 부담이자 하반기 크레딧 시장의 변동성 확대 요인

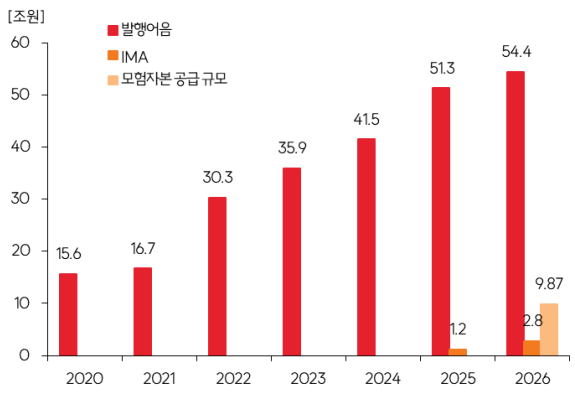
증권업계는 초대형 증권사를 중심으로 발행어음 및 IMA(종합투자계좌) 확대를 통해 자금 조달 규모를 키우고 있다. 한국투자증권과 미래에셋증권에 이어 NH투자증권까지 IMA 계좌 운용에 적극적으로 나서고 있다.

특히 주목할 부분은 증권사의 모험자본 공급 역할 강화이다. 증권사들은 IMA 계좌 운용 과정에서 정책적으로 모험자본 투자를 검토해야 하는데, 적절한 투자 대상을 찾기 위해 고심하고 있다. 이 과정에서 A 등급 회사채 및 첨단전략산업기금채권 등에 대한 수요가 집중되며 해당 채권들의 금리가 타이트해지는 현상이 발생하고 있다.

실제로 최근 발행된 첨단전략산업기금채권의 경우, 유사 등급의 특수은행채 대비 매우 강한 조건으로 발행되었다. 이는 증권사들이 IMA 계좌의 모험자본 인정 비율을 채우기 위해 일시적인 역마진을 감수하면서까지 적극적으로 매수에 임했기 때문이다. 이러한 흐름은 2026 년 하반기 A 등급 크레딧 채권의 상대적 강세를 지지하는 요인이 될 것이다.

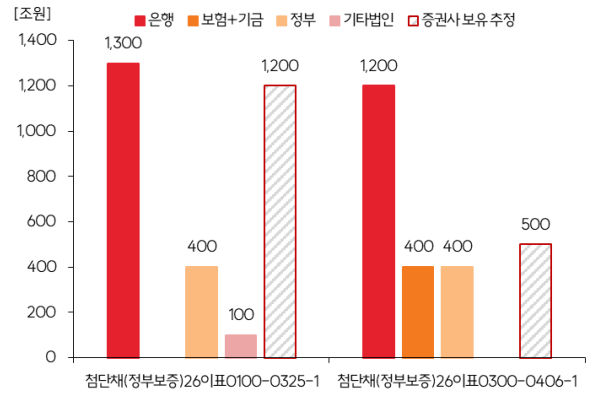
다만, 주식 시장 활황에 따른 부작용도 존재한다. 증시 거래대금 급증으로 인해 증권사들은 증거금 확보를 위한 CP 및 전자단기사채 발행을 늘리고 있다. 이는 단기 자금 시장의 공급 부담으로 작용하며 금리 변동성을 키우는 요인이 된다. 따라서 증권사는 하반기 크레딧 시장에서 강력한 수요처인 동시에 발행 시장의 변동성을 키우는 양면적 역할을 할 전망이다.

증권사 발행어음·IMA 조달 및 모험자본 공급 현황



자료: 금융감독원, SK 증권

첨단전략산업기금채권 투자자 현황 및 증권사 보유 추정액



자료: 인포맥스, SK 증권

(4) 투신권: 레포펀드 자산 유입 둔화와 유동성 리스크

2024~25년 크레딧 매수를 견인했던 투신권 레포 펀드로의 자금 유입이 2026년 들어 둔화되며 수급 변화 조짐

자산운용사를 중심으로 한 투신권은 2024년과 2025년 크레딧 채권 시장의 핵심 매수 세력이었다. 특히 레포(Repo) 펀드로의 자금 유입이 가속화되면서 여전채를 포함한 크레딧 채권 전반의 강세를 견인해 왔다. 하지만 2026년에 들어서면서 이러한 우호적인 수급 환경에 변화의 조짐이 나타나고 있다.

기관 간 레포 거래 현황을 살펴보면 자산운용사의 순매도 규모가 2025년 말 104조 원에서 2026년 3월 기준 98조 원으로 감소했다. 이는 레포 펀드로의 자금 유입세가 꺾이기 시작했음을 시사한다. 하반기 기준금리 추가 인상에 대한 기대감이 살아나면서 시장금리가 상승할 경우, 기존 펀드의 수익률 악화로 인한 환매 압력이 거세질 수 있다.

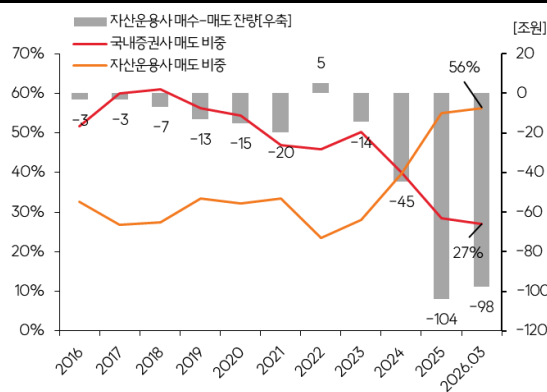
레포 펀드 자금 유출로 인한 여전채 등 매물 출회는 하반기 크레딧 스프레드 확대를 유발할 위험

레포 펀드의 자금 유출은 크레딧 채권 시장에 즉각적인 약세 압력으로 작용한다. 운용사들이 환매 자금을 마련하기 위해 보유 중인 크레딧 채권, 특히 유동성이 높은 여전채 등을 시장에 내놓을 수 있기 때문이다. 2025년까지 이어졌던 '레포 펀드 기반의 크레딧 강세' 공식이 2026년 하반기에는 반대로 '자금 유출에 따른 스프레드 확대'로 바뀔 위험이 크다.

주식 시장으로의 머니무브 현상 역시 투신권 채권형 펀드 설정액 감소의 주요 원인이다. 투자자들이 상대적으로 수익률이 높은 주식형 ETF나 직접 투자로 눈을 돌리면서, 채권형 자산의 수급 기반이 약화되고 있다. 투신권은 하반기 금리 변동성에 가장 취약한 고리가 될 수 있으므로, 레포 펀드 자금 흐름을 면밀히 모니터링해야 한다.

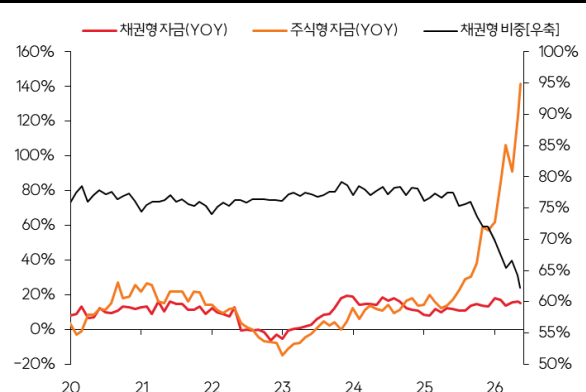
또한 주식 시장으로의 머니무브 현상 역시 투신권 채권형 펀드 설정액 감소의 주요 원인이다. 투자자들이 상대적으로 수익률이 높은 주식형 ETF나 직접 투자로 눈을 돌리면서, 채권형 자산의 수급 기반이 약화되고 있다. 투신권은 하반기 금리 변동성에 가장 취약한 고리가 될 수 있으므로, 레포 펀드 자금 흐름을 면밀히 모니터링해야 한다.

기관간 REPO 거래 현황 - 자산운용사 순매도 급증



자료: 인포맥스, SK 증권

금융기관 수신고 현황 - 주식형 자금으로 이동



자료: 인포맥스, SK 증권

(5) 연기금: 국내 채권 비중 축소와 선별적 매수 전략

국내 주요 연기금들은 국내 채권 비중을 축소 중이며, 국민연금은 2026년 비중을 전년 대비 1.6%p 낮춘 24.9%로 설정

국내 주요 연기금들은 2026년 기금운용계획에 따라 국내 채권 비중을 단계적으로 축소하고 있다. 국민연금은 2026년 국내 채권(단기 자금 포함) 비중을 전년 대비 1.6%p 낮춘 24.9%로 설정했다. 사학연금 등 다른 주요 연기금들 역시 국내 채권 비중을 소폭 축소하는 흐름에 동참하고 있다.

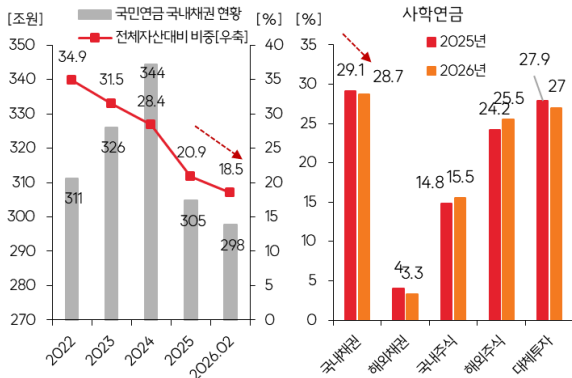
이러한 비중 축소는 신규 자금 집행의 감소와 기존 보유 물량의 매도로 이어지며 시장의 하방 압력을 높이고 있다. 연기금은 자산 배분 다변화 차원에서 국내보다는 해외 자산이나 대체 투자 비중을 늘리고 있으며, 이는 국내 채권 시장의 장기적인 수요 기반 약화로 인식되고 있다. 2026년에도 이러한 기조는 변함없이 유지될 것으로 보인다.

연기금은 국내 채권을 줄이는 과정에서도 국고채·은행채·공사채는 줄이고, 고금리인 회사채와 여전채는 잔고를 유지하거나 선별 매수

흥미로운 점은 채권 잔고를 줄이는 과정에서도 등급별로 차별화된 대응을 보이고 있다는 것이다. 연기금들은 금리 매력이 낮은 국고채와 은행채, 공사채 위주로 물량을 덜어내고 있다. 반면, 절대 금리 수준이 높은 회사채와 여전채에 대해서는 상대적으로 잔고를 유지하거나 선별적으로 매수하는 전략을 취하며 수익을 방어에 주력하고 있다.

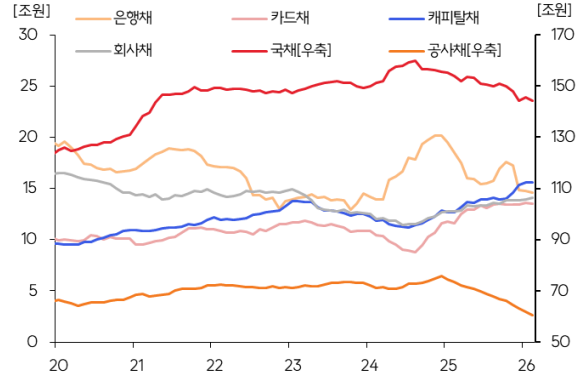
종합적으로 볼 때, 2026년 연기금은 크레딧 시장에서 과거와 같은 전방위적인 '방어막' 역할을 기대하기는 어렵다. 하지만 고금리 우량 크레딧 채권에 대해서는 여전히 안정적인 수요처로서 기능할 것이다. 결국 투자자들은 연기금의 비중 축소라는 거시적 흐름 속에서, 그들이 마지막까지 보유하고자 하는 고금리 우량물에 집중하는 전략이 필요하다.

국민연금과 사학연금의 2026년 기금운용계획



자료: 국민연금 기금운용본부, 사학연금, SK 증권

기금권 크레딧 채권 잔고 추이



자료: 인포맥스, SK 증권

5. 2026년 하반기 크레딧 스프레드 수급 균형점

(1) 하반기 기준금리 인상 전망과 크레딧 채권시장 압력

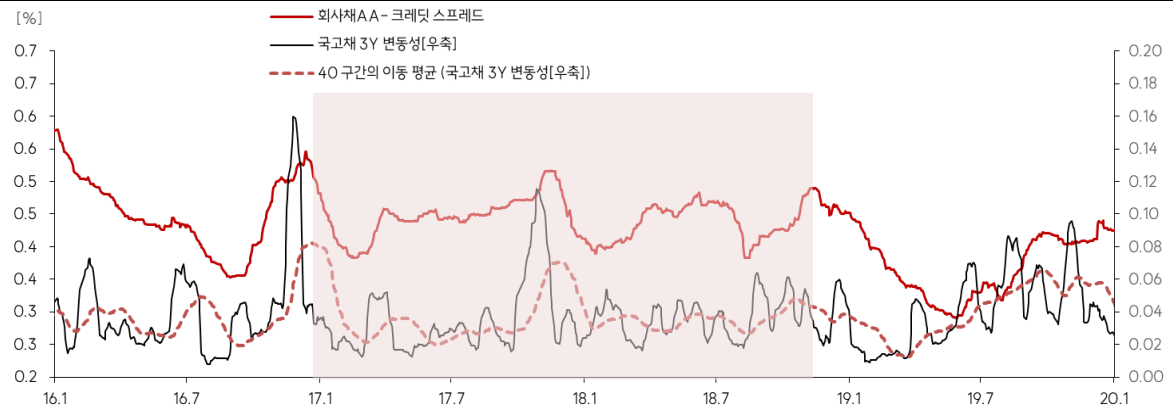
기준금리 인상 전망으로 채권시장 변동성이 확대된 가운데, 과거와 달리 이번 인상 사이클 이후에는 불확실성 해소에 따른 크레딧 강세 전환이 어려울 수 있어 주의가 필요

2026년 하반기 국내 채권시장은 기준금리 인상 전망이 우세하게 작용하면서 변동성이 확대되는 국면을 맞이하고 있다. 한국은행의 본격적인 기준금리 인상이 단행되기 전까지 크레딧 채권 전반에 걸쳐 약세 압력이 지속될 것으로 예상된다. 과거 기준금리 인상 사이클을 살펴보면 인상 조치 이후 불확실성이 해소되고 크레딧 채권의 금리 매력도가 다시 부각되면서 강세로 전환된 사례가 존재한다. 그러나 이번 사이클에서는 시장 분위기가 다소 다르게 전개될 가능성이 높아 주의가 필요하다.

최근 국내 채권시장 참여자들은 올해 하반기 중 기준금리가 1~2회 추가 인상될 가능성을 포트폴리오에 반영하고 있다. 만약 단기간 내에 2회 연속 인상 가능성이 시장에 급격히 반영될 경우, 금리 인상 조치 이후에 나타날 크레딧 채권의 강세 모멘텀은 일시적인 현상에 그칠 수 있다. 또한 하반기에는 국내 요인뿐만 아니라 글로벌 금리의 변동성이 동반 확대될 가능성이 리스크 요인으로 상존하고 있다.

과거 2017~2018년 인상기 사례를 돌아해보면, 2017년 11월 첫 번째 금리 인상이 단행된 이후 다음 인상까지 약 13개월이라는 긴 시간이 소요된 바 있다. 당시에는 기준금리 인하 이후 긴 횡보 구간을 거치면서 국고채 금리의 변동성이 확대되었고, 이에 따라 크레딧 스프레드 역시 연동되어 움직였다. 반면 2026년 현재 시장은 인상 주기가 더욱 단축될 수 있다는 우려를 선반영하고 있어, 기관 투자자들의 포트폴리오 대응과 수요 변화 추이를 면밀히 모니터링해야 하는 시점이다.

2017년 기준금리 인상 전후 국고채 금리 변동성과 크레딧 스프레드 - 기준금리 인하 후 횡보 구간에서 금리 변동성 확대



자료: 인포맥스, SK증권

(2) 새롭게 등장한 '국민성장펀드'가 채권 수급에 미치는 영향

'국민성장펀드'는 연간 30 조원 규모의 자금 유출입을 통해 국내 채권시장의 자금 순환과 수급 구조에 다각적인 영향을 미칠 전망이다

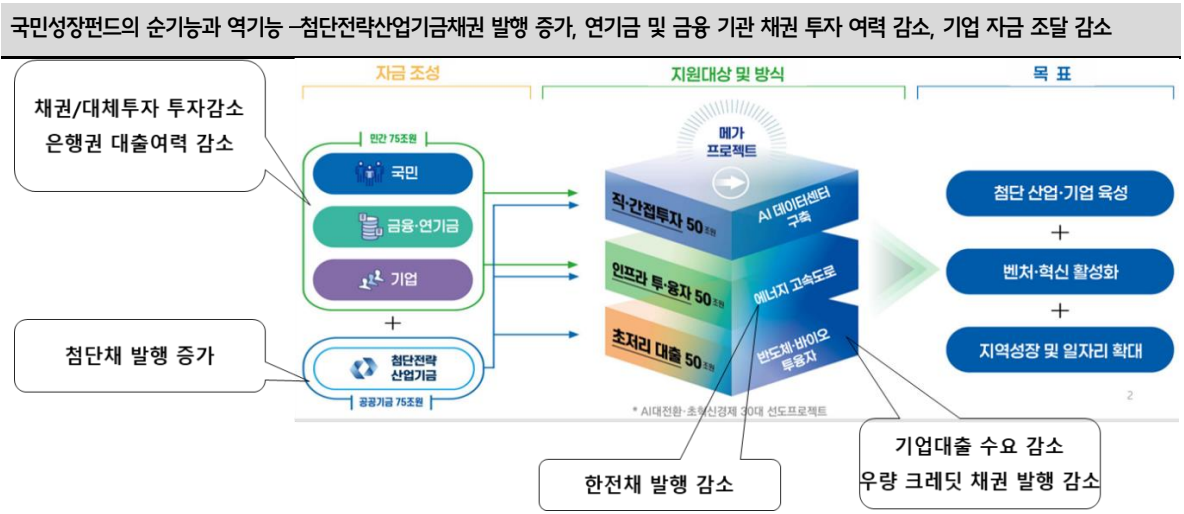
국민성장펀드 출범으로 금융기관의 전통 채권 투자 여력이 감소하는 동시에, 연간 15 조원 이하의 첨단채 발행이 추가되며 크레딧 시장의 공급 부담을 가중

국민성장펀드의 지원 확대로 기업들의 은행 대출 및 회사채·한전채 발행 수요가 감소하면서, 우량 크레딧 채권의 발행 속도로 이어져 시장의 공급 과잉 압력을 완화

2026년 새롭게 도입된 '국민성장펀드'는 향후 5년간 총 150조원 규모를 조성하여 첨단산업, 혁신기업 및 지역 균형 발전을 지원할 예정이다. 이를 단순 산술 배분으로 가정할 경우, 연간 약 30조원에 달하는 거대한 자금 흐름이 금융시장 내에서 유입 및 유출될 것으로 추산된다. 이러한 대규모 정책 펀드의 가동은 국내 채권시장의 자금 순환 구조와 수급 균형점에 복합적이고 다각적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

국민성장펀드의 출범은 채권시장에서 순기능과 역기능을 동시에 유발하며 공급과 수요 양측면을 흔들고 있다. 먼저 자금 조성 과정에서 연기금과 시중은행 등 주요 금융기관들이 펀드 지원에 참여함에 따라, 이들의 전통적인 채권 투자 여력 및 대출 여력이 크게 감소하는 역기능이 나타나고 있다. 반면 지원 방식으로 인해 메가 프로젝트 기반의 첨단전략산업기금채권(첨단채) 발행량은 매년 15조원 이하 수준으로 새롭게 증가하며 크레딧 채권 시장의 공급 부담을 가중시키고 있다.

반면 국민성장펀드가 본격적으로 첨단 산업과 기업들에게 직·간접 투자 및 초저리 대출을 확대함에 따라 기업들의 자금 조달 경로에는 변화가 생기고 있다. 정책 자금 지원 확대로 인해 기업들의 일반 은행 대출 수요가 감소하고, 회사채 및 한전채 발행을 통한 민간 조달 필요성 역시 낮아질 것으로 보인다. 결과적으로 이는 시장 내 우량 크레딧 채권의 발행 감소로 이어지며, 공급 과잉 압력을 일부 상쇄하는 복합적인 수급 재편 현상을 야기할 전망이다.



자료: 산업은행, SK증권

(3) 시나리오별 크레딧 스프레드 추정 및 향후 확대 전망

글로벌 리스크로 국고채 금리가 급등했으나, 크레딧 금리의 반영 시차로 5 월 중 스프레드가 일시 축소

최근 국내 국고채 시장금리는 글로벌 인플레이션 우려와 중동 지역의 지정학적 리스크 등 전 세계적인 금리 상승 요인이 겹치며 단기간 내에 급등세를 연출했다. 국채 금리가 단기 급등한 반면, 크레딧 채권의 민평금리는 시장 변화를 늦게 반영하는 시차가 발생함에 따라 5 월 들어 크레딧 스프레드가 일시적으로 축소되는 현상이 나타났다.

그러나 최근의 국고채 금리 레벨 대비 크레딧 스프레드의 절대적인 수준을 과거 평균과 비교해 보면 현재의 스프레드는 과도하게 낮은 수준에 머물러 있는 것으로 판단된다. 지난 5월 19일 기준으로 국고채 3년물 금리가 3.75%를 기록했을 당시, 회사채 AA- 등급 3년물의 크레딧 스프레드는 0.61% 수준에 불과했다. 이는 과거 역사적 밴드나 시장의 본질적인 신용 위험을 감안했을 때 크레딧 채권의 위험 프리미엄이 충분히 반영되지 못한 저평가 상태임을 시사한다.

회사채 AA- 3년물 스프레드는 과거 평균 수준으로 회귀할 경우 0.73%~0.75%로 약 15bp 추가 확대 가능성

향후 회사채 AA- 3년물 크레딧 스프레드가 과거의 정상적인 수준으로 회귀한다고 가정할 경우, 현재 레벨보다 약 0.15% (15bp) 수준의 추가적인 스프레드 확대가 진행될 것으로 추정된다. 국고채 3년물 금리 변화에 따른 채권 종류별 스프레드 추정치 표를 살펴보면 이러한 확대 흐름이 정량적으로 나타난다. 국고채 3년 금리가 3.60%~3.70% 범위에 위치할 때, 회사채 AA-의 현재 스프레드는 0.59%~0.60% 수준에 불과하지만 25년 평균 비중을 반영한 적정 스프레드는 0.73%~0.75% 수준으로 산출된다.

동일한 논리로 다른 크레딧 자산군 역시 국고채 금리 레벨별로 스프레드가 일제히 확대되는 방향성을 보일 가능성이 높다. 국고채 3년 금리가 3.70%일 때를 기준으로 공사채 AAA 등급은 현재 0.26%에서 과거 평균 기준인 0.32%~0.33% 수준으로 확대가 예상된다. 은행채 AAA 등급 또한 현재 0.28% 레벨에서 과거 평균값인 0.37%~0.42% 수준으로 상향 조정될 여력이 커진 상태이다.

가장 변동성이 큰 여전채 AA- 등급의 경우에도 국고채 3년 금리 3.70% 조건 하에서 현재 스프레드는 0.65% 수준을 기록하고 있다. 그러나 과거 2025년 평균 비중이나 2023년 이후 누적 평균 비중을 적용하여 정상화 시나리오를 가동하면 적정 스프레드는 0.76%에서 최대 0.89% 수준까지 넓어지게 된다.

6. 2026년 하반기 크레딧 투자 전략

(1) 2026년 채권 시장 환경과 '역동적인 인내'의 필요성

최근 국내외 채권 시장은 변동성의 확대와 더불어 금리 고점 예측이 어려워지는 국면에 진입했다. 2025년 하반기부터 본격적으로 상승하기 시작한 시장 금리는 당초 전문가들이 적정 레벨로 판단했던 수준을 넘어서서 지속적인 상승세를 기록하고 있다.

현재 국내 채권 시장 참여자들 사이에서는 2026년 하반기 중 기준금리가 1~2회 추가 인상될 것이라는 전망이 우세하게 형성되어 있다. 비록 지금의 시장 금리가 과도하게 상승했다는 인식이 존재함에도 불구하고, 인플레이션 압력과 통화 정책의 불확실성을 고려할 때 금리의 추가 상승 가능성을 배제하기 어렵다.

불확실한 시장 상황에서는 수동적 대기 대신 보유 수익(Carry)을 확보하고 포트폴리오를 전술적으로 재편하는 '역동적인 인내'가 필요

블랙록은 높아진 초기 수익률(이자 수익)이 금리 변동성을 방어할 수 있다고 강조하며, 자본을 창의적으로 투입하는 자세를 권고

이러한 환경에서 필요한 투자 태도가 바로 '역동적인 인내(Dynamic Patience)'이다. 이는 단순히 금리가 하락하기를 기다리는 수동적인 기다림이 아니다. 채권 투자의 본질인 '보유 수익(Carry)'을 적극적으로 확보하는 동시에, 다음 금리 인하기가 찾아오기 전까지 포트폴리오를 전술적으로 재편하는 기회로 활용해야 한다.

세계 최대 자산운용사인 블랙록(BlackRock) 역시 2026년 2분기 전망을 통해 보유 수익의 중요성을 강조한 바 있다. 초기 수익률이 충분히 높아진 상태에서는 금리의 변동성이 다소 발생하더라도 채권에서 발생하는 이자 수익이 이를 방어할 수 있기 때문이다. 의도적으로 수익을 쌓아가며 자본을 창의적으로 투입하는 자세가 어느 때보다 중요하다.

역동적인 인내(Dynamic Patience)가 필요한 시점

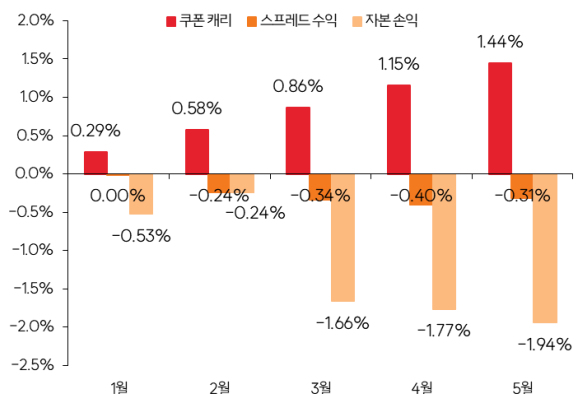
블랙록의 Fixed Income Outlook(2Q 2026) 中

Carry is playing a more central role, supported by higher starting yields that can absorb meaningful rate volatility.(보유 수익(Carry)의 역할이 더욱 중요해졌습니다. 높아진 초기 수익률이 상당 수준의 금리 변동성을 방어할 수 있기 때문이다.)

Navigating today's landscape requires what we call Dynamic Patience:deliberately building income, staying tactical on duration and deploying capital creatively. (오늘날의 투자 환경을 헤쳐나가기 위해서는 이른바 '역동적인 인내(Dynamic Patience)'가 필요하다. 이는 의도적으로 수익을 쌓아가고, 듀레이션에 대해 전술적으로 대응하며, 창의적으로 자본을 투입하는 것을 의미한다.)

자료: BlackRock 'Fixed Income Outlook 2Q 2026' 인용, SK 증권

2026년 1월 이후 월별 회사채 AA-3년 투자 수익 분해



자료: 인포맥스, SK 증권

2026년 채권시장은 '상저하고' 흐름 속에 하반기 금리 상승과 스프레드 확대가 예상

현재 시장은 장단기 금리차와 크레딧 스프레드가 동반 확대되며 약세를 보였던 2017년 동결기 궤적과 매우 유사

2017년 복기 시 금리 상승기에는 장기채보다 단기채의 방어력이 높았으며, 고금리 단기채 만기 보유 전략이 가장 유효

하반기 전략으로 채권 포트폴리오의 듀레이션(만기)을 축소해 가격 위험을 방어하고, 고금리 채권 중심의 캐리(이자 수익) 투자를 추천

(2) 국고채 금리 전망과 2017년 사례의 시사점

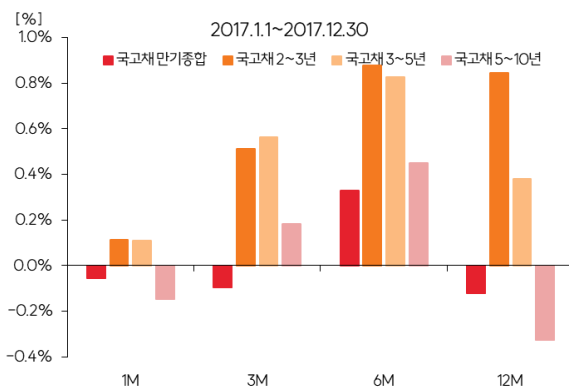
당사는 2026년 국고채 금리의 흐름이 '상저하고(上低下高)'의 형태를 보일 것으로 전망하고 있다. 상반기보다는 하반기로 갈수록 금리 상승 압력이 가중될 것으로 보이며, 크레딧 스프레드 역시 수급 여건 악화와 맞물려 연말로 갈수록 확대폭이 커질 가능성이 높다. 이는 채권 투자자들에게 보수적인 접근을 요구하는 신호이다.

현재의 시장 상황은 과거 기준금리 인하 사이클이 종료된 이후 동결 기조가 이어지던 2017년과 매우 유사한 궤적을 그리고 있다. 2017년 당시에도 시장 금리는 약세 압력을 지속적으로 받았으며, 장단기 금리차와 크레딧 스프레드가 동시에 확대되는 양상을 보였다. 과거의 경험은 현재 우리가 어떤 준비를 해야 하는지 명확한 가이드를 제공한다.

2017년 연간 국고채 만기별 총수익률(Total Return)을 복기해보면, 금리 상승기에는 만기가 긴 장기채보다는 단기채의 방어력이 높았다. 특히 크레딧 채권 시장에서도 스프레드 확대 시기에는 고금리 단기채를 만기까지 보유하여 확정 수익을 챙기는 전략이 가장 유효한 성과를 기록했던 점을 기억해야 한다.

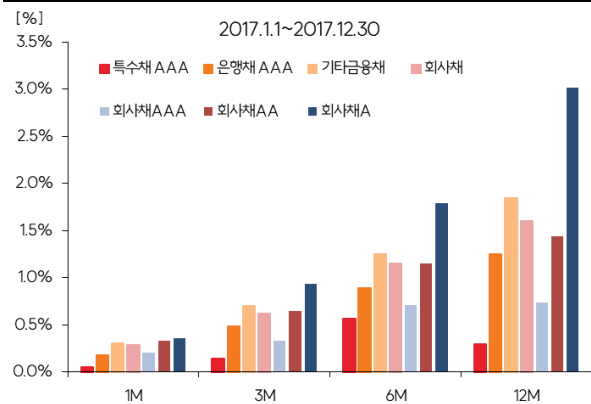
따라서 당사는 2026년 하반기 투자 전략으로 두 가지 핵심 방안을 추천한다. 첫째는 채권 포지션의 전체적인 듀레이션을 축소하여 금리 상승에 따른 가격 하락 위험을 최소화하는 것이다. 둘째는 캐리(Carry) 투자 전략을 확대하여, 절대 금리 수준이 매력적인 고금리 채권 비중을 늘려 안정적인 이자 수익을 확보하는 것이다.

2017년 연간 국고채 만기별 Total Return(KRX 채권지수)



자료: 인포맥스, SK 증권

2017년 연간 크레딧 채권별 Total Return



자료: 인포맥스, SK 증권

(3) 크레딧 시장의 차별화: 내재등급(BIR)을 통한 선별적 접근

크레딧 옥석 가리기를 위해 실제 신용 등급과 시장 금리 기반의 채권내재등급(BIR) 간 괴리에 주목하여 기업별 차별화에 대응해야

신용등급 대비 BIR 이 낮은 석유화학, 건설, 신택 업종은 등급 하향 우려로 민평 금리 차이가 벌어져 있으나 높은 금리 메리트를 제공

크레딧 시장 내에서의 옥석 가리기는 '선별적인 역동적 인내'의 핵심이다. 이를 위해 우리는 실제 신용등급과 시장에서 거래되는 금리 수준을 바탕으로 산출된 '채권내재등급(BIR)' 사이의 괴리에 주목해야 한다. 실제 등급보다 시장 수익률이 높게 형성된 기업과 반대로 낮게 형성된 기업 사이의 차별화가 심화되고 있다.

먼저 신용등급 대비 BIR 이 낮은 기업들은 시장에서 신용 등급 하향 가능성이 제기되거나 업황 악화로 인해 높은 금리 메리트를 제공하는 경우이다. 대표적으로 최근 석유화학, 건설, 신택 업종이 이에 해당한다. 이들 기업은 발행사 민평 금리와 등급 민평 금리의 차이(Gap)가 크게 벌어져 있어, 리스크를 감내할 수 있는 투자자에게는 기회가 될 수 있다.

구체적인 기업 사례를 살펴보면 삼척블루파워, 이지스자산운용, 한국자산신탁, 롯데건설 등이 신용등급 대비 높은 금리 수준에서 거래되고 있다. 특히 건설 및 신택 업종은 부동산 경기 회복 지연과 프로젝트 파이낸싱(PF) 관련 우려가 반영되어 있다. 이들 기업에 대한 투자는 철저한 펀더멘탈 분석이 선행되어야 하며 단기적인 접근이 유효하다.

반대로 신용등급 대비 BIR 이 높은 기업들은 수익성 개선 기대감이 높거나 등급 상향 가능성이 존재하는 업종이다. 조선, 전력기기, 원자전력 및 관련 지주사들이 대표적이다. 이들은 시장에서 매우 우량한 대우를 받고 있으며 금리 메리트는 낮지만, 신용 위험 측면에서는 매우 안전한 도피처 역할을 수행하고 있다.

신용등급 대비 채권내재등급(BIR) 낮은 기업

발행자	신용등급	BIR	GAP	등급 민평	발행사 민평	GAP
삼척블루파워	A+	BBB+	3	4.69	6.96	2.27
이지스자산운용	A-	BBB	2	5.43	7.35	1.93
한국자산신탁	A	BBB+	2	4.96	6.81	1.85
한국토지신탁	A-	BBB	2	5.43	7.18	1.76
CJ CGV	A-	BBB	2	5.43	7.17	1.74
롯데건설	A	BBB+	2	4.96	6.63	1.67
GS건설	A	BBB+	2	4.96	5.66	0.70
에스케이온	A+	A-	2	4.69	5.14	0.44
롯데물산	AA-	A	2	4.31	4.75	0.44
한온시스템	AA-	A	2	4.31	4.71	0.41
롯데케미칼	AA-	A	2	4.31	4.66	0.36
현대차증권	AA-	A	2	4.31	4.61	0.31
호텔롯데	AA-	A	2	4.31	4.56	0.25
고려아연	AA	A+	2	4.25	4.44	0.18
미래에셋자산운용	AA	A+	2	4.25	4.41	0.15

자료: 나이스신용평가, SK 증권

신용등급 대비 채권내재등급(BIR) 높은 기업

발행자	신용등급	BIR	GAP	등급 민평	발행사 민평	GAP
한진	BBB+	A	-2	7.69	5.33	-2.37
두산에너지리티	BBB+	A	-2	7.69	5.66	-2.03
삼성중공업	A-	A+	-2	5.43	4.73	-0.69
삼양패키징	A-	A+	-2	5.43	4.77	-0.65
대한전선	A	AA-	-2	4.96	4.44	-0.52
엘에스전선	A+	AA	-2	4.69	4.35	-0.34
하이트진로	A+	AA	-2	4.69	4.40	-0.29
삼립	A+	AA	-2	4.69	4.43	-0.26
LS	A+	AA	-2	4.69	4.44	-0.26
LX하우시스	A+	AA	-2	4.69	4.50	-0.19
엘에스일렉트릭	AA-	AAA	-3	4.31	4.13	-0.18
LG이노텍	AA-	AAA	-3	4.31	4.15	-0.16
지에스에너지	AA	AAA	-2	4.25	4.10	-0.15
SK가스	AA-	AA+	-2	4.31	4.16	-0.15
농심홀딩스	AA	AAA	-2	4.25	4.12	-0.14

자료: 나이스신용평가, SK 증권

(4) A 급 회사채의 상대적 강세와 투자 전략

2025년 수요 급감으로 약세를 보였던 A 급 채권은, 2026년 시장 금리 상승에 따른 고금리 단기채 만기 보유 수요 유입으로 다시 강세를 보일 전망

2026년 크레딧 시장의 또 다른 특징은 A 급 회사채의 상대적 강세 가능성이다. 지난 2024년에는 비은행 금융기관과 리테일 채권 수요에 힘입어 A 급 채권이 호황을 누렸으나, 2025년 들어 수요가 급감하며 약세를 보였다. 하지만 2026년에는 다시금 시장 금리 상승에 따른 고금리 단기채 만기 보유 수요가 A 급으로 몰릴 것으로 예상된다.

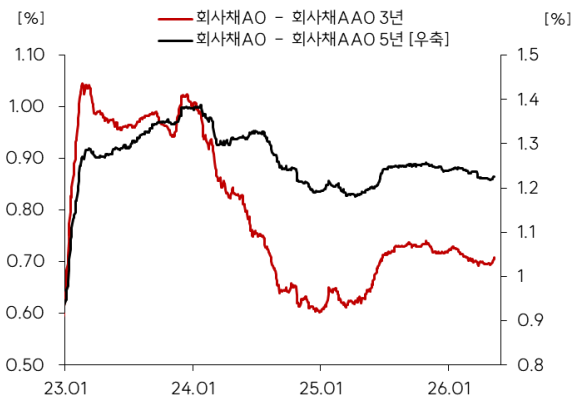
과거에는 '발행이 곧 스프레드 축소'로 이어지는 흐름이 있었으나, 이제는 등급 내에서도 차별화가 극심해지는 단계에 접어들었다. 단순히 높은 금리를 쫓기보다는 대주주의 지원 가능성이 명확하거나, 실적 개선세가 뚜렷한 기업을 중심으로 매수세가 집중될 것이다. 이는 A 급 내에서도 '우량 A 급'에 대한 선호도가 높아짐을 의미한다.

A 급 내에서도 특히 주목할 대상은 등급 상향 트리거를 충족 중인 기업들이다. 금리 상승기에는 비용 부담이 커지기 때문에, 자체적인 현금 창출 능력을 통해 재무 구조를 개선하고 있는 기업들의 가치가 돋보일 수밖에 없다. 이러한 기업들은 스프레드 확대 압력 속에서도 상대적으로 견조한 가격 흐름을 유지할 가능성이 높다.

하반기에는 AA 급 이상에만 집중하기 보다 신용 위험이 관리되는 선별된 A 급 회사채를 편입해 높은 가산금리와 알파 수익을 확보하는 전략이 필요

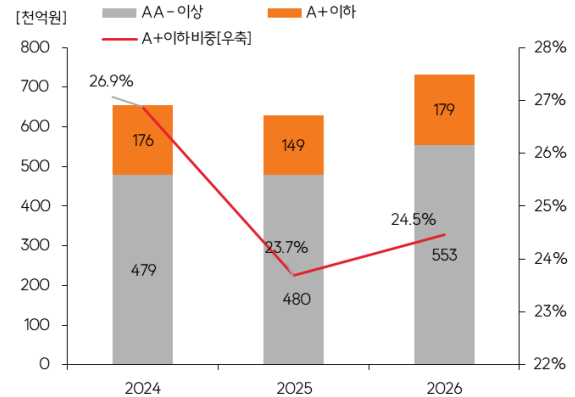
따라서 2026년 하반기에는 AA 급 이상의 우량주에만 집중하기보다는, 선별된 A 급 회사채를 통해 알파 수익을 창출하는 전략이 필요하다. 국고채 금리 대비 높은 가산금리를 확보하면서도, 신용 위험이 적절히 관리되는 기업을 포트폴리오에 편입함으로써 전체적인 수익률을 제고하는 지혜가 요구되는 시점이다.

AA 등급 대비 A 등급 스프레드



자료: 인포맥스, SK 증권

우량등급과 비우량등급 만기도래 현황



자료: 인포맥스, SK 증권

PART 2.

기업분석부

2026년 하반기 섹터별 Top Picks

섹터	종목	시가총액 (십억원)	투자포인트
반도체	삼성전자	1,748,037	- AI 메모리 초강세 및 장기공급계약 기반 실적 안정성 확보 전망 - HBM 공급 부족 지속 속 2H26 점유율 상승 및 27년향 가격 인상 예상 - 메모리 초강세, 실적 가시성 확대에 따른 주주환원정책 강화 기대
	SK 하이닉스	1,462,465	- AI 메모리 초강세 및 장기공급계약 기반 실적 안정성 확보 전망 - HBM 공급 부족 지속 중. 하반기 HBM4 반영을 통한 HBM ASP 상승 본격화 - 1c 전환 및 증설 통한 Conventional DRAM 대응 확대에 DRAM Blended ASP 강화 전망
반도체 소부장	테스	2,455	- 삼성전자 P4·P5, SK 하이닉스 M15X·Y1 증설 가속으로 DRAM 투자 규모 확대 전망 - BSD 장비 NAND에서 DRAM으로 확장 통한 수익성 개선 기대 - 삼성전자 시안 V9 전환·국내 V10 전환 고려 등 NAND 투자 재개에 따른 수혜 예상
	코미코	989	- 삼성·TSMC·Intel 파운드리 3사 동시 대응, TSMC 캐파 부족 낙수효과 예상 - TSMC 매출 비중 25년 4~5% > 27년 두 자릿수 확대. 타이안 2공장 7월 가동 및 미·일·독 거점 투자로 핵심 파트너 입지 강화 - 미코세라믹스 ESC 중국향 공급 확대에 매출 25년 300억 > 26년 700억 성장 추정
IT 하드웨어	삼성전기	100,090	- 글로벌 부품사 중 유일하게 MLCC와 FCBGA를 모두 자체 생산하는 독보적 기업 - 메모리 다음 기관·MLCC가 AI 핵심부품으로 부각. 쇼티지 시 동일 제품 내 인상 확대 가능 - 향후 실적의 최대 업사이드는 MLCC. 삼성전기의 가동률은 비수기임에도 1분기 91%
	LG 이노텍	20,448	- 전사적 실적 개선: 기관 호황 + 북미 증산 + 전장 수주 + 소재 경쟁력 - 글로벌 SiP 경쟁사의 FCBGA 증설 투자 집중, 대만 경쟁사 이탈로 동사의 과점 공급 구조가 공고해질 가능성 존재 - 북미 고객사 증산 맞물릴 시 쇼티지 심화. FCBGA 제외 패키징기판 OPM2H26 내 상회 예상
	이수퍼타시스	9,257	- 수주 물량 누적으로 수주잔고 크게 증가하는 흐름. MLB 기판의 고객 수요가 증설 속도 상회 - 다중적층 캐파 26년 상반기 3K > 27년 상반기 13K > 28년 상반기 15K 까지 확보 계획 - 26년 하반기 다중적층 본격 양산을 기점으로 믹스 개선에 따른 블렌디드 ASP 상승 전망
	비에이치	1,330	- 북미 고객사의 증산 트렌드로 26년과 27년 모두 증익 구간 예상 - 노트북·태블릿 OLED, 북미 폴더블, 자율주행 및 로봇 등 신규 어플리케이션 매출 반영 본격화 - 제한적인 경쟁사 수는 동사에게 유리. RFPCB 시장에서 동사 점유율은 여전히 독보적
배터리	롯데에너지머티리얼즈	3,147	- 구리가격 상승, 환율환경, 제품믹스개선 효과가 본격 반영되는 구간 - 배터리 전지박 회복 + 기판 회로박 공급요청 급증으로 하반기 흑자 가능성이 높아진 상황 - 글로벌 고객사 증설 싸이클 도래로 국내 외 대만과 일본 CCL 에게도 유력한 회로박 조달처
	삼아알미늄	1,458	- 자동차 OEM과 배터리 고객사 부진에도 ESS 물량 급증으로 2H26 가동률 90% 상회 전망 - 배터리 Peer(셀/소재/부품사)와 다르게 신속한 증설 요구. 대응가능 물량은 하반기 주문 - 지난 하반기까지 지속된 가격 하락세가 멈추고, 2분기부터 업황 반등 시작 - 신규 고객사 배터리 업그레이드 및 내재화도 알박 CAPEX 확대가 요구되는 상황
지주회사	SK	46,547	- 에센코어, Hi-Tech 중심의 SK 에코플랜트 및 주요 자회사 실적개선 전망 - SK 실트론 매각 임박, 확보한 현금으로 주주환원 확대 기대감 - 현주가 NAV 대비 할인율 56.7%로 높은 밸류에이션 - 27년 1월 보유 자사주 20.3% 소각 예정
	SK 스퀘어	156,371	- 자회사 SK 하이닉스의 DR 발행, 레버리지 ETF 출시 등 주가 상승 기대감 - SK 하이닉스 실제 시가총액 비중은 22%로 5월 금융투자협회에서 공시된 비중 15.7% - 편입한도 룰에 따라 기관투자자의 SK 스퀘어 매수세 유입 전망 - 올해 첫 현금배당 및 27년까지 지속적인 자사주 매입 및 소각 예정

섹터	종목	시가총액 (십억원)	투자포인트
증권	한국금융지주	14,377	- 브로커리지 뿐 아니라 펀드 및 랩어카운트 판매, 발행어음 및 IMA 조달에 있어서 경쟁우위 - 중시 호조로 BK 및 WM 수수료수의 증가 전망. 특히 2분기 WM 부문 성장세 높을 것 - 2026F 순이익이 2.8조원, ROE 21.2%로 업종 내 높은 수준임에도 P/B는 1.0배에 불과
	삼성증권	12,073	- BK 및 WM 부문의 ROE 기여도는 업종 내에서 가장 높은 수준. 주식시장 강세장에서 유리 - IBKR 과 제휴한 통합계좌 서비스를 정식 런칭하였음. 중장기적으로 브로커리지 수익원 다변화 - BK 및 WM 경쟁력, 배당 등을 고려할 때 밸류에이션 매력 존재.
유틸리티	일진전기	5,050	- 26년은 증설효과가 온전히(full-year) 반영되는 원년으로 26년에 가동률 100% 도달 전망 - 그동안 수주잔고에 쌓여 있는 북미 변압기가 출하되면서 매출 성장 및 수익성 개선 기대 - 765kV 변압기 수요 급증에 따른 경쟁사 765kV 생산 슬롯 배정 예상됨에 따라 동사 주력 제품인 300~500kV 변압기 쇼티지 강화 차원의 간접 수혜 전망
	산일전기	8,389	- '26년 (1) 데이터센터 디벨로퍼·EPC 업체 등 직접적인 플레이어들에게 (2) ASP 높은 데이터센터 내부 탑재 변압기를 공급하게 되면서, 데이터센터 밸류체인으로의 편입이 가시화 - 지난 4월 블룸에너지향 데이터센터용 변압기 수주를 공시. 신규 벤더로 진입해 반복 수주 기대
조선	HD 현대중공업	78,196	- 대미투자특별법 시행되는 6월부터 MASGA 본격화 예상되며 미국 진출 모멘텀 기대 - ①상선&해양: 건조한 실적 개선세 유지, ②엔진: 새로운 성장 동력이 될 데이터센터(DC)향 4행정 중속 가스엔진, ③특수선: 미 해군 함정 선체블록 발주 가시화 등 현재 시장에서 주목받고 있는 조선업 모든 투자포인트를 보유
	HD 현대마린솔루션	11,500	- 북미 DC 향 4행정 중속엔진 수요 급증. HD 현대중공업의 '힘센' 엔진 수주는 동사의 고마진 O&M 수주로 이어짐 - 하이퍼스케일러들 FDC 인콰이어리 증가 속 선박 개조를 통한 FDC 사업 진출 가장 빠른 전망 - 오버행 리스크 해소 및 MSCI 지수 편출로 인한 조정을 통해 모든 악재 소화했다는 판단
방산	LIG 디펜스앤에어로 스페이스	20,086	- 중동 국가들의 요격미사일을 포함한 방공무기체계에 대한 수요 급증에도 글로벌 캐파는 제한적 - 납기 및 가격 경쟁력 우위를 통해 기존 고객(UAE, 사우디, 이라크)들의 추가 주문 및 신규 고객(카타르, 쿠웨이트 등)과의 계약 체결 가능성 높다는 판단
	현대로템	23,356	- 2H26 이라크와 페루, '27년 루마니아 및 폴란드 EC3K2 전차 수출 계약 체결 가능성 높음 - 약 30조원 규모의 가시화된 수주 파이프라인 보유에도 글로벌 Peer 대비 상당한 저평가 수준 - 항공우주 및 수소 등 미래사업 대규모 투자를 통한 중장기 성장동력 확보할 전망
미래산업/ 미드스몰캡	롯데관광개발	1,540	- 내륙 도심 카지노와 다른 제주, 외국인 입도객 증가가 드롭액 증가로 직결되는 구조 - 카지노 매출 비중 76%까지 확대, 홀드올 마카오 수준 근접하며 수익성 글로벌 Top-Tier 성장 - 제주 드림타워 개장 이후 지난해 당기순이익 첫 기록, 본격적인 CAPEX 회수 구간 진입
	서부 T&D	769	- 22년 평균 12만원대였던 ADR, 25년 20만원 내외까지 상승. 호텔 영업이익률도 빠르게 개선 - 방한 중국인 증가 속도 예상보다 빠르게 나타나며 용산 드래곤시티 업황에 긍정적 영향 - 용산 나진상가 및 신정동 서부트럭터미널 부지 개발 시작, 올해 연말 착공 및 분양 시작 예정 - '27년~'31년 연 1천억원 이상의 개발 이익 반영될 것으로 예상. 부동산 디벨로퍼 매력 부각
계약/ 바이오	리카켄바이오	5,779	- 최근 IR 발표 이후 과도한 주가 하락 지속. 이는 매분기 R&D 비용 증가에도 임상/기술 이전 성과가 가시화되지 않았기 때문 - 현재 동사 임상 파이프 라인은 경쟁사 대비 높은 경쟁력 확보. HER 2 ADC 중국 임상 3상 종료/글로벌 1b 상 종료, ROR1ADC1b 상 세부 결과 발표 등 하반기 모멘텀 풍부
	삼양바이오팜	486	- 하이브리드 나노입자 플랫폼으로 차별화된 경쟁력 확보한 차세대 딜리버리 플랫폼 - 최근 차세대 모달리티의 핵심 과제 역시 안전한 딜리버리 플랫폼 확보인 점을 고려하면 관심 지속적으로 확대 예상 - 차세대 딜리버리 플랫폼은 선행 사례를 감안할 때 조기 기술이전 가능성 열려 있다는 점에서 매력적인 구간으로 판단

섹터	종목	시가총액 (십억원)	투자포인트
화장품	에이피알	14,638	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 오프라인과 유럽 온·오프라인으로의 채널과 지역 다변화가 본격 실적에 반영되는 구간 - 미국 타깃 입점 1분기에 완료, 2~3분기 중 월마트와 코스트코에 입점해 올해 미국 오프라인 매출 2,571억 전망 - 서유럽 5개국 아마존에서 메디큐브의 매출 트랙픽 급증하는 추세. 하반기 서유럽 현지 리테일 채널 추가 입점 예정
	한국콜마	2,153	<ul style="list-style-type: none"> - 한국 스킨케어 수출 업황 강세. 동사의 한국법인 수주 상황이 매우 좋은 상황 - 기존 고객의 기존 SKU 중심으로 출하량이 크게 늘고 있어 영업이익률 1%p 내외 개선 전망 - 작년 대비 더 높은 이익 성장률에도 12MF PER 12배에 거래. 지난 사이클 고점인 18배 대비 리레이팅 여력 존재
의류	신세계인터내셔널	519	<ul style="list-style-type: none"> - 자산효과, 고소득층의 Trading Up, 인바운드 관광으로 백화점 채널 매출 고성장 지속 예상 - 하반기 매출 +14%(JAJU 효과 제외) 성장 전망. 해외패션과 수입코스메틱이 성장 견인 - 12개월 선형 PER 8.8배로, 백화점 3사 평균치인 12배 대비 밸류에이션 매력 존재
	감성코퍼레이션	473	<ul style="list-style-type: none"> - 현재까지 중국 내 총 4개 매장 운영 중. 연말까지 총 30개 매장 운영 계획 - ASP 높은 F/W 시즌 제품 출하·다수 매장이 하반기 출점 예정이기에 3분기 수출 매출에 주목 - 고마진 수출 매출 비중이 증가함에 따라 올해 영업이익률 +1.1%p 개선될 것으로 전망
엔터테인먼트	하이브	10,172	<ul style="list-style-type: none"> - 방탄소년단 4월 9일 대규모 월드투어 시작. 역대 최대 수준의 공연과 MD 매출 전망. - 코르티스의 수익화 구간 단축. 미니 2집 초동 판매량만 230만장으로 StrayKids 스페셜 앨범과 유사한 수준 - 캣츠아이 아메리칸뮤직어워즈 신인상 포함 3관왕을 차지하며 복미 내 인지도 확대
	JYP	2,132	<ul style="list-style-type: none"> - 1H26 트와이스 활동이 마무리, 2H26 스키즈 본격적인 활동 재개에 따른 실적 개선 기대 - 스트레이키즈 앨범 발매 부재에도 복미/유럽에서 구보 판매 지속으로 견조한 음반 실적 유지 - 자회사 블루개러지 통한 온라인 판매 확대 및 글로벌 팝업스토어 확장으로 높은 MD 매출 흐름 지속 전망

반도체

P/E의 시대: 재평가의 본격화

반도체. 한동희
donghee.han@sks.co.kr / 3773-8826

반도체: P/E의 시대, 재평가의 본격화

반도체. 한동희 / donghee.han@sks.co.kr / 3773-8826

SK 증권은 하반기 메모리 재평가 본격화를 전망한다.

메모리 주가 랠리의 핵심은 AI 관련 주 내 메모리에 대한 현저한 저평가 인식이며, 이는 AI 시대의 메모리 '이익 창출력'의 구조적 제고에 대한 신뢰에 기반한다. 시장은 유례없는 업황 강세를 수급의 일시적 미스매치로 해석하지 않기 시작했다.

유례없는 메모리 이익 창출력의 제고는 수요의 구조적 변화가 핵심이다.

세트 교체주기에 기반했던 메모리 수요는 철저히 거시경제에 종속되어왔다. 하지만 AI 추론 고도화에서의 메모리는 AI 성능 향상과 비용 효율화 모두를 결정짓는 직접 변수로 격상되었다. 이는 AI 고도화 국면에서의 메모리 수요가 과거 대비 '더 긴 주기, 낮은 진폭'으로 변화했다는 의미이다. AI CapEx 가 둔화될 수는 있어도, 수요의 성격 변화 그 자체는 바뀌지 않는다. AI 메모리 위상 제고는 구조적이다.

장기공급계약은 이를 방증한다. 메모리 가격의 폭발적 상승이 지속됨에도, 구속력 높은 3~5 년여의 장기공급계약이 논의 중이다. 장기공급계약 시장의 안착은 메모리 시장의 Dual Market 화를 통해 고객/시장/조건별 차등의 당위성을 형성시켜 이익 창출력, 안정성 제고의 기반이 될 것이다. 시장은 이미 4Q24~1Q25 일반 DRAM 가격 하락에도 SK 하이닉스의 견조한 DRAM 이익을 경험한 바 있다.

메모리 가격 강세의 강도와 지속 기간은 예상을 상회할 것이다.

장기공급계약 시장이 공급자들의 물량 배분 최우선순위로, 시황노출시장은 구조적 후순위가 된다. 공급 부족 국면에서 지속적으로 한계물량에 노출되는 것이다. 이는 업황 대비 강한 메모리 가격을 의미한다. 또한 업계는 2027 년향 HBM 가격의 강력한 인상을 추진할 것이다. 일반 DRAM 가격의 가파른 상승으로 HBM 수익성은 열위에 놓이기 시작했기 때문이다. HBM 가격 인상은 HBM 향 생산 능력 배분의 경제적 유인을 제공, 일반 DRAM 향 생산 Bit 저하로 이어질 것이다.

전례없이 높은 이익 전망과 실적 안정성 증가, 이를 통한 주주환원 강화는 메모리 재평가의 핵심 근간이다. AI 는 메모리에 Earnings Frame 을 제공하기 시작했다. 메모리 주가 고점 논리는 P/E 로 평가받아야 하며, 이익 전망의 상향은 여전히 진행형이다. 실적이 가시적이라면, 낮은 P/E 는 기회이다. 하반기는 EPS 상향 지속과 재평가의 여정이 동반될 것이다. 반도체 비중 확대 의견을 유지한다.

2026년 상반기 Review: 극강의 Fundamental

2026년 상반기, 시장은 메모리의 강력한 Fundamental을 재확인했다.

미국-이란 전쟁에 따른 유가 상승, 이에 따른 금리 인상에 대한 우려 등으로 주가 변동성은 확대되었지만, 주가는 여전히 상승 탄력성을 시현했기 때문이다.

통상 물가 상승에 따른 금리 인상 우려는 향후 잠재 수요 전망의 훼손으로 이어진다. 이는 기존에 형성된 Fundamental의 신뢰 하락을 의미한다. 2026년 상반기 메모리의 강력한 주가 상승 이후에도 여전히 주가 탄력성은 AI 시대에서의 메모리 Fundamental이 과거와 크게 다르다는 점을 보여준다.

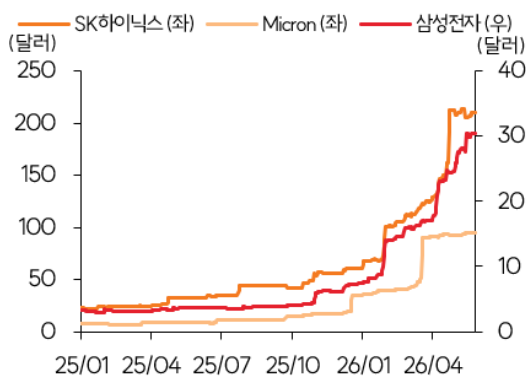
2026년 상반기 HBM3E 가격 하락, HBM4 본격화 전 영향으로 업계의 HBM Blended ASP 및 수익성 하락이 겹치는 상황이다. 반면, DRAM 과 NAND 는 AI 추론 고도화에 따른 수요 본격화로 매 분기 예상을 상회하는 가격 상승을 시현하며 이를 크게 상쇄하고 있다. 이는 1Q26 삼성전자가 메모리 영업이익 업계 1위를 재탈환하게 된 배경이 되었다.

하지만 SK 하이닉스의 주가 상승률이 더 우세했다.

삼성전자의 노사 갈등에 따른 파업 우려와 이에 따른 불확실성 확대, 순수 메모리 선호 현상, SK 하이닉스의 하반기 ADR 상장에 따른 밸류에이션 Discount 축소 기대감 등 때문이었다.

다만 삼성전자의 내부 이슈가 안정화되기 시작하고 있다는 점, 메모리 업계에서 가장 많은 이익을 창출한다는 점 등을 감안하면, 상반기 언더퍼폼은 잠재된 업사이드를 암시한다.

메모리 3사 12M Fwd. EPS



자료: Bloomberg, SK 증권

메모리 3사 12M Fwd. P/E



자료: Bloomberg, SK 증권

2026년 하반기 전망: 재평가 본격화의 시간

2026년 하반기 메모리 재평가 본격화를 전망한다. 근거는 아래와 같다.

1) 끝나지 않은 실적 전망 상향

SK 증권은 메모리 전망치의 상향은 여전히 진행형이라 판단한다.

2026년의 경우 장기공급계약 시장 형성 본격화가 시황노출시장 가격 강세를 견인할 것이다. 물량 배분의 우선순위가 장기공급계약 시장으로 확정되며, 시황노출시장은 공급부족 심화 국면에서 지속적으로 한계 물량에 노출될 것이기 때문이다.

2027년 전망치의 추가 상향은 강력한 HBM 가격 상승이 견인할 것이다.

현재 Gb 당 D5 가격은 HBM 을 상회하기 시작했다. 하반기 HBM4 반영에 따른 HBM 가격 상승에도 D5 가격 상승을 감안하면, HBM 을 생산할 경제적 유인이 낮은 국면이다. AI 고도화에서의 핵심은 여전히 HBM 이다. 고대역폭은 필수이기 때문이다. SK 증권은 2027년향 HBM3E, HBM4, HBM4E 모든 제품의 강력한 가격 인상을 전망한다.

또한 2027년향 HBM 가격 상승은 범용 DRAM의 가격 강세 지속을 견인할 것이다.

HBM의 강력한 가격 인상은 공급자들의 HBM 향 Capa. 배분을 증가로 이어지며, 범용 DRAM 향 잠재적 생산 Bit 하락에 대한 가시성 확대로 이어질 것이기 때문이다. 또한 2027년 HBM4E 시장 개화는 수율에 대한 병목이 여전히 지속될 것임을 의미한다.

2) 장기공급계약을 통한 미래 실적 가시성 확보와 주주환원 강화

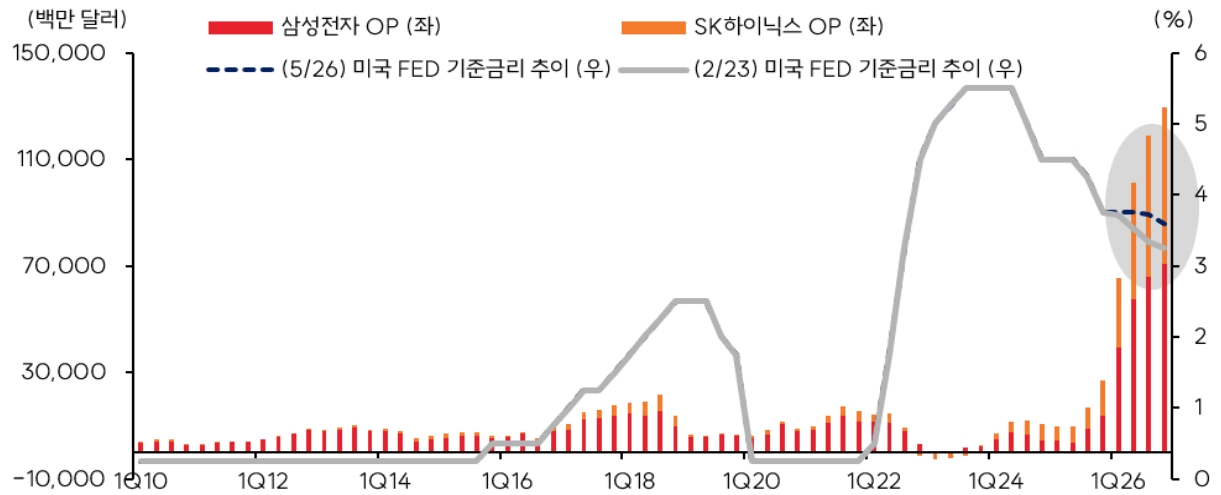
AI 사이클에서의 메모리의 유례없이 높은 이익 창출력은 New Normal이다.

메모리는 AI 성능 제고와 비용 효율화를 동시 달성하기 위한 직접 변수이며, AI Agent 확대는 여전히 초입 국면에 불과하다. 장기공급계약은 수요 가시성 확보의 근거이자, 메모리 조건부 구매를 통한 고객 차등의 당위성을 제공한다. 장기공급계약 시장에서는 안정성을, 시황 노출시장에서는 가격 강세의 기반으로 작용할 것이다.

이를 통한 미래 실적 가시성 확보, 안정 성장 추구 가능성 상승에 따른 전례없는 이익 창출력은 주주환원 확대에 이어질 것으로 전망한다. 이는 하반기 재평가의 핵심이다.

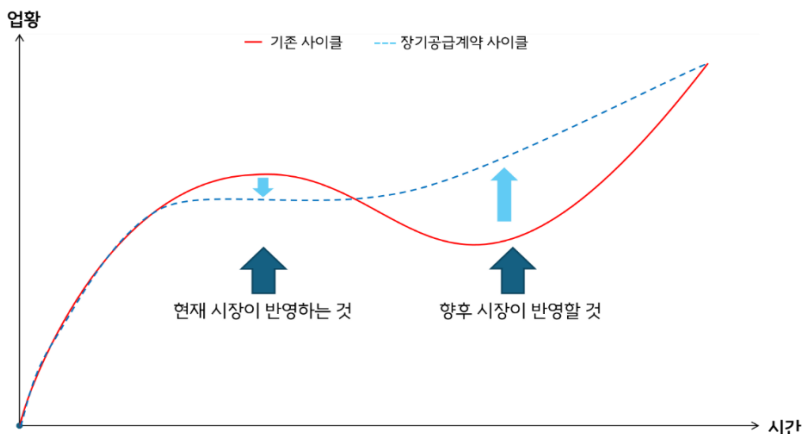
즉, 1), 2)를 감안하면, 이익 전망 상향의 의미는 과거 (단순 EPS 상향)와 달리 EPS 상향과 주주환원재원 확대를 의미하며, 이를 통한 재평가 요소까지 부각시킨다. 메모리 업계 재평가와 더불어 한국 메모리의 저평가 해소의 동반을 전망한다.

삼성전자, SK 하이닉스 분기 영업이익과 미국 FED 기준금리 추이 비교



자료: Bloomberg, SK 증권 추정

기존 사이클과 장기공급계약 사이클의 차이



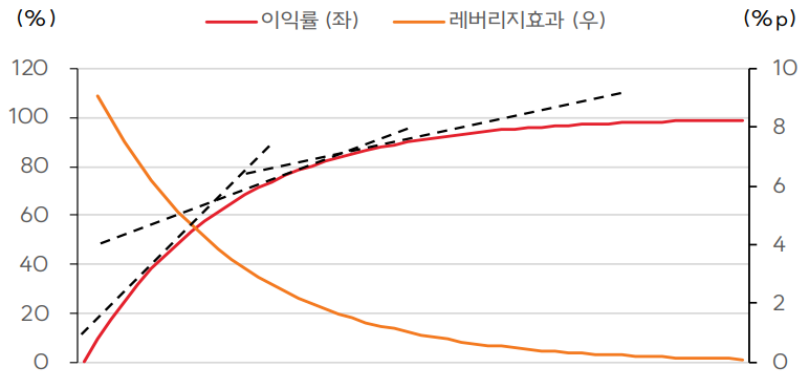
자료: SK 증권

메모리 Dual market 화의 의미: 안정+성장



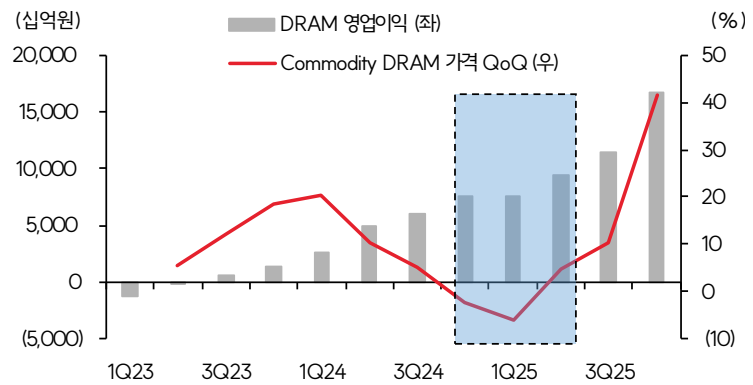
자료: SK 증권

Leverage 둔화는 De-leverage 둔화 또한 의미: 업황 변동 민감도 하락 (안정성 증가)



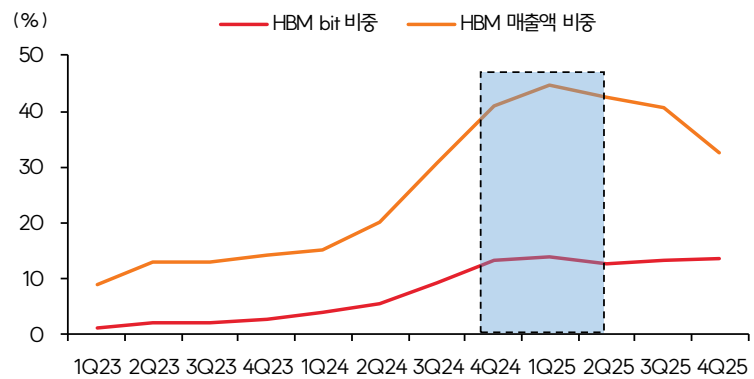
자료: Bloomberg, SK 증권

SK 하이닉스 DRAM 영업이익과 일반 DRAM ASP QoQ 변화율 (1Q23~4Q25)



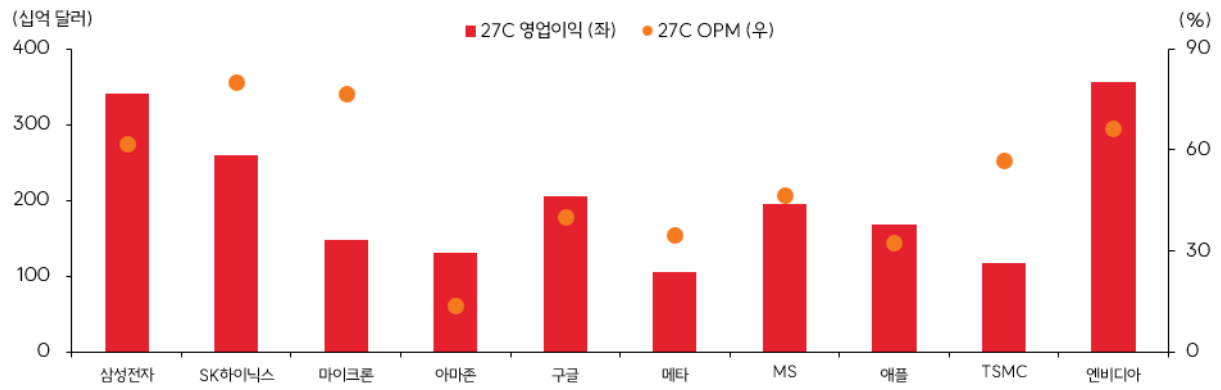
자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 DRAM 내 HBM 판매, 매출액 비중 (1Q23~4Q25)



자료: SK 증권 추정

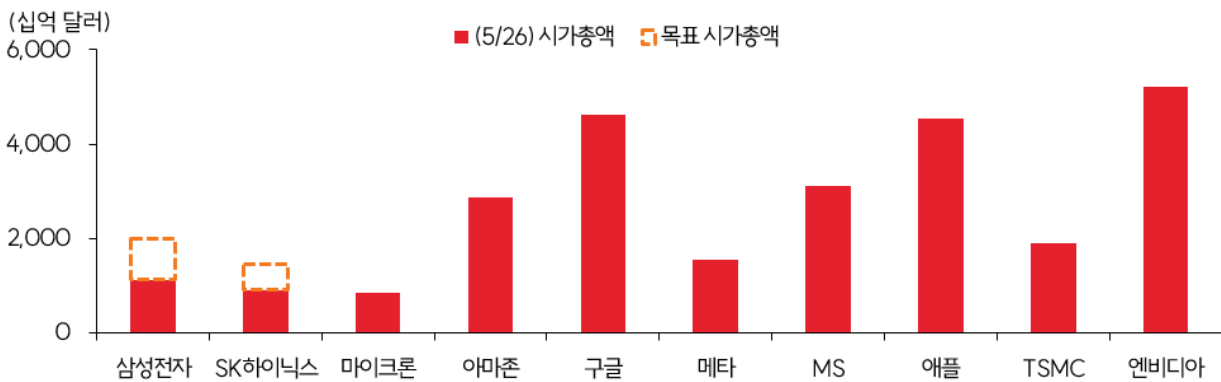
글로벌 AI 관련주 27년 영업이익, 영업이익률



자료: Bloomberg, SK 증권

주: 삼성전자, SK 하이닉스는 SK 증권 추정치

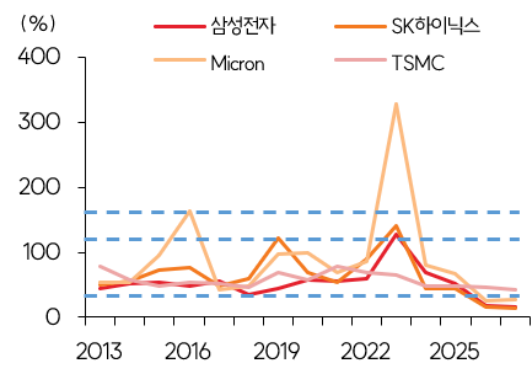
글로벌 AI 관련주 시가총액



자료: Bloomberg, SK 증권

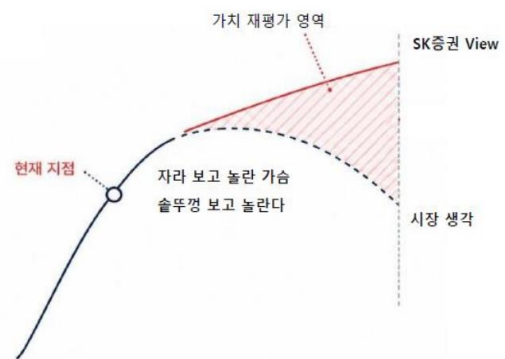
주: 삼성전자, SK 하이닉스 목표 시가총액은 SK 증권 추정치

메모리 3사, TSMC의 EBITDA 대비 CapEx 추이 및 전망



자료: Bloomberg, SK 증권

메모리 가치 재평가 필요



자료: SK 증권

2026년 하반기 Top Picks

삼성전자 (005930/KS) – 너무나 편안한 밸류

- 2026년 영업이익 338 조원, 2027년 영업이익 494 조원 (+46% YoY) 전망. AI 메모리 초강세 지속 전망
- 장기공급계약은 증설 실수 비용 하락, 실적 안정성 확보, 시황노출시장 가격 강세 견인할 것
- HBM 공급 부족 지속 중. 26년 하반기 삼성전자의 HBM 점유율 상승 본격화 예상
- 2027년향 HBM 가격 대폭 인상 전망. 현재 업계의 Gb 당 D5 가격은 HBM을 상회 중. HBM 증설 유인 제공 필요
- 파운드리 가동률 회복 중. 적자 축소 및 수주 확대에 따른 파운드리 가치의 점진적 회복 예상
- 기존 주주환원 정책 마지막 해. 메모리 초강세, 실적 가시성 확대에 따른 주주환원정책 강화 기대. 재평가 전망

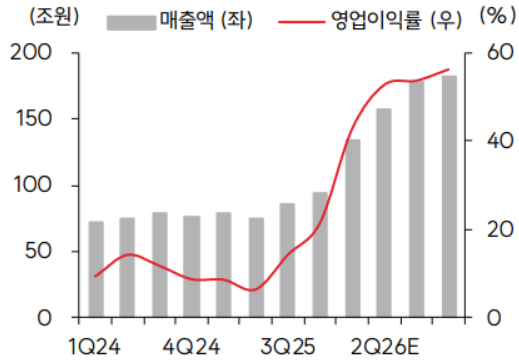
Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
현재주가	299,000 원	매출액	억원	2,589,355	3,008,709	3,336,059	6,505,500	8,169,820	9,743,040
시가총액	17,480,373 억원	영업이익	억원	65,670	327,260	436,011	3,377,410	4,935,000	6,508,210
		순이익	억원	144,734	336,214	442,610	2,524,970	3,816,410	4,929,090
발행주식 수	584,628 만주	EPS	원	2,280	5,072	6,704	37,977	57,401	74,137
주요 주주		PER	배	36.8	10.8	18.3	7.7	5.1	3.9
삼성생명보험(외 15)	19.70 %	PBR	배	1.5	0.9	1.9	2.9	1.9	1.3
국민연금공단	7.84 %	EV/EBITDA	배	9.5	3.4	7.4	3.2	1.6	0.6
외국인 지분율	48.32 %	ROE	%	4.2	9.0	10.9	46.3	44.8	38.6

SK 하이닉스 (000660/KS) – 순수 메모리의 가치

- 2026년 영업이익 262 조원, 2027년 영업이익 376 조원 (+43% YoY) 전망. AI 메모리 초강세 지속 전망
- 장기공급계약은 증설 실수 비용 하락, 실적 안정성 확보, 시황노출시장 가격 강세 견인할 것
- HBM 공급 부족 지속 중. 하반기 HBM4 반영을 통한 HBM ASP 상승 본격화 시작
- 또한 1c 전환 및 증설 통한 Conventional DRAM 대응 확대로 DRAM Blended ASP 강화 전망
- 2027년향 HBM 가격 대폭 인상 전망. 현재 업계의 Gb 당 D5 가격은 HBM을 상회 중. HBM 증설 유인 제공 필요
- 하반기 ADR 상장 및 주주환원 통한 재평가 국면 본격화 전망

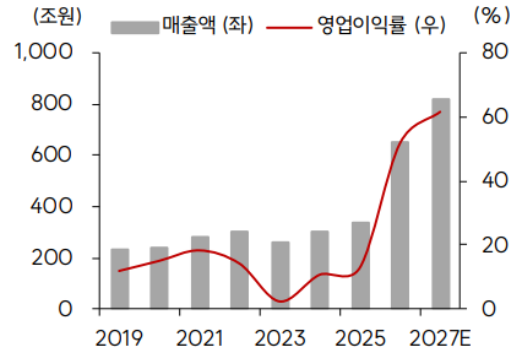
Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
현재주가	2,052,000 원	매출액	억원	327,657	661,930	971,467	3,365,880	4,702,450	6,267,890
시가총액	14,624,653 억원	영업이익	억원	-77,303	234,673	472,063	2,624,220	3,764,620	4,935,680
		순이익	억원	-91,124	197,887	429,193	2,139,570	2,894,500	2,794,410
발행주식 수	71,270 만주	EPS	원	-12,552	27,193	58,994	300,206	406,130	532,398
주요 주주		PER	배	N/A	6.4	11.0	6.5	4.8	3.6
에스케이스퀘어(외 8)	20.50 %	PBR	배	1.8	1.6	3.7	4.1	2.2	1.4
국민연금공단	7.50 %	EV/EBITDA	배	38.7	3.7	7.2	3.1	1.5	0.5
외국인 지분율	51.61 %	ROE	%	-15.6	31.1	44.2	94.5	60.8	46.9

삼성전자 분기 실적 추이 및 전망



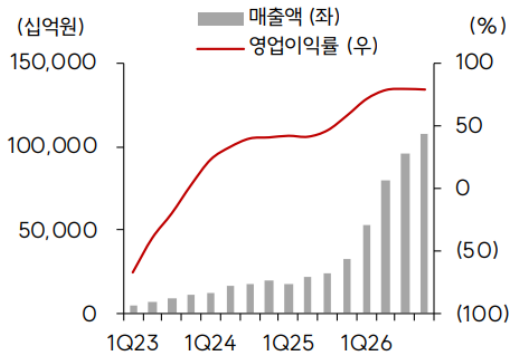
자료: 전자공시, SK 증권

삼성전자 연간 실적 추이 및 전망



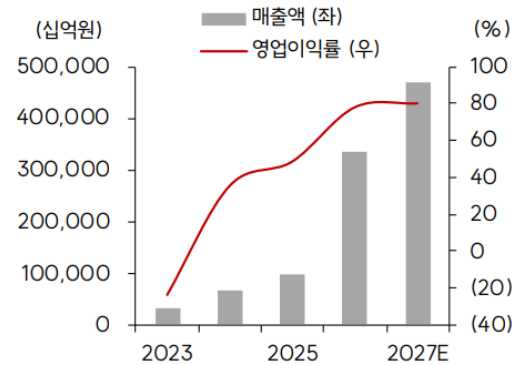
자료: 전자공시, SK 증권

SK 하이닉스 분기 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권

SK 하이닉스 연간 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권

반도체 소부장

소부장, 조정은 곧 기회

반도체 소부장. 이동주
natelee@sks.co.kr / 3773-9026

반도체 소부장: 소부장, 조정은 곧 기회

반도체 소부장. 이동주 / natelee@sks.co.kr / 3773-9026

CSP 사의 CAPEX 의 증가율이 꺾일 기세가 보이지 않는다. 25-26 년 매출 성장률은 15% 내외에 불과하나 CAPEX 성장률은 60-80%에 달할 전망이다. KV cache 증가, CPU 오케스트레이션에 따른 메모리 할당 요구 등 AI 내에 새로운 메모리 수요는 계속 생겨난다. 반면, HBM 의 CAPA 잠식 효과, 선단 공정의 수율 등 실질 CAPA 증가의 제약은 여전히 심하다. 결국 명목 CAPA 를 크게 늘리는 것이 해결책이다. LTA 로 중단기 수요에 대한 예측 가시성도 높아지고 있다. 가격의 하방을 방어하기 위한 메모리사의 노력이 시작되었기에 증설 부담 역시 크지 않다.

2027 년 상반기부터 클린룸 공간 부족이 점차 해소되기 시작한다. 메모리사의 본격적인 증설이 시작되어 2028 년말까지 이어질 예정이다. P6, Y2 와 같은 신규 팹 이후의 신규 팹 착공 관련 얘기도 벌써 들려오기 시작했다. 2027 년 증설 피크 아웃에 대한 우려도 점차 열어질 것으로 보인다. DRAM 3 사의 장비 투자는 26 년 210K, 27 년 400K, 28 년 500K 이상으로 점차 확대될 것으로 전망한다. NAND 투자 재개 움직임도 포착된다. 올해는 중국에 위치한 팹을 적극 활용할 계획이며 내년에는 국내에서 신규 투자가 재개될 가능성이 높다.

AI/HPC 수요가 폭증하며 TSMC 선단 공정 CAPA 가 부족이 심각하다. 애플의 2-3 나노 선점에 더해 엔비디아, AMD, 구글, 아마존 등 AI 관련 칩 발주를 대규모 늘리고 있다. TSMC 역시 클린룸 공간 부족은 메모리 쪽과 다를 바가 없다. EUV 장비의 리드타임까지 고려하면 탄력적인 증설은 사실상 불가능하다. 반사 수혜는 삼성전자와 인텔 쪽으로 이어진다. 후공정에서도 산업 변화 흐름도 감지된다. 선단 패키징 영역인 CoWoS, SolC 등으로 AI 수요가 몰리면서 TSMC 뿐만 아니라 OSAT 업체들도 증설에 드라이브를 걸고 있다. 27 년 전세계 CoWoS 증설 규모는 100K 를 넘어설 것으로 보인다. 자본 집약적인 후공정의 산업 특수성을 고려하면 테스트와 패키징의 외주화 흐름도 가속화될 것으로 예상된다.

소부장 내 전공정 장비를 가장 선호한다. 1분기 실적 이후 장비사들의 톤업도 감지된다. 2Q26, 3Q26 를 거치면서 2027 년 업황과 실적에 대한 확신은 더욱 강해질 전망이다. 신규 장비 모멘텀(BSD)와 NAND 기대감까지 얹혀질 수 있는 테스트가 최선호주이며, 원익 IPS 와 피에스케이가 차선호주이다.

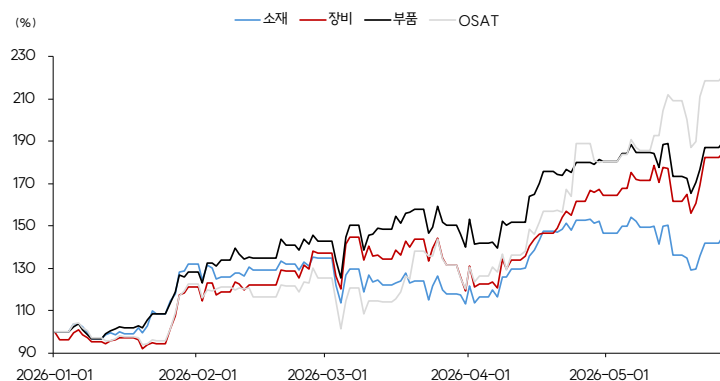
2026년 상반기 Review

상반기 소부장 주가도 세부 업종별로 순환매의 성격을 띠었다. 1-3월 중순까지는 DRAM 증설 모멘텀으로 전공정 장비와 ETF 중심의 수급 유입이 강했던 부품(후공정 중심) 주가가 강세를 보였다. 그 이후로는 NAND 증설 및 가동률 회복, TSMC 소티지에 따른 비메모리 낙수 효과 등으로 소재와 OSAT의 주가도 따라오는 흐름을 보였다.

1Q26 실적의 분위기에서는 부품/소재가 견조했다. 4Q25에 이어 1Q26에도 NAND 가동률이 5-10%p 수준의 상승폭을 그리면서 QoQ 매출이 늘어난 업체가 다수였다. 장비 내에서는 삼성전자와 SK하이닉스 Supply Chain 별로 상이한 흐름을 보였는데 삼성전자 관련 장비 업체는 4Q25 선제적 장비 입고로 1Q26 실적이 쉬어갔던 반면, SK하이닉스 관련 장비 업체는 M15X 신규와 M14, M16 전환 효과 반영으로 분기 성장세가 이어졌다.

1Q26 실적 발표 이후 소부장 전반에 걸쳐 2026년, 2027년 추정치 상향 조정이 나왔다. 눈여겨 볼만한 부분은 2026년 대비 2027년 추정치 상향 폭이 컸다는 점이다. 시장에서도 2027년 DRAM(P4 & M15X)과 NAND(국내외 전환) 투자 분의 가동 램프업과 2027년 증설(P5 & Y1)에 대한 기대감을 높여가고 있는 것으로 보인다. 또 하나는 2027년 추정치 상향 종목의 TOP5에 전공정 장비 3개, 부품 1개, OSAT 1개가 포함되었다. 전공정 장비에 대한 실적 기대감이 다른 세부 업종 대비 선행하고 있다는 점을 알 수 있다.

소부장 세부 업종별 YTD 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

소부장 26년 & 27년 실적 추정치 상향 조정폭

순위	기업명	조정폭 (%)
1	티에스이	124.0
2	브이엠	36.2
3	하나마이크론	34.2
4	피에스케이	30.7
5	후성	26.4
6	테크윙	22.1
7	디아이	21.1
8	피에스케이홀딩스	14.9
9	티씨케이	14.4
10	샘씨엔에스	14.1

순위	기업명	조정폭 (%)
1	티에스이	131.5
2	브이엠	45.0
3	피에스케이	38.5
4	원익IPS	36.6
5	두산테스나	36.1
6	피에스케이홀딩스	34.9
7	하나머티리얼즈	26.0
8	ISC	20.3
9	샘씨엔에스	20.3
10	HPSP	17.7

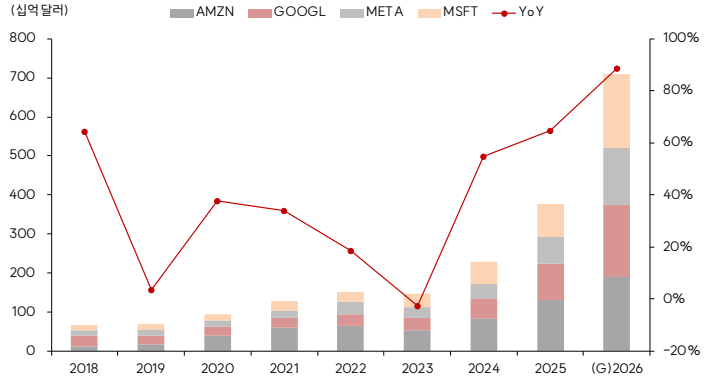
자료: SK 증권

2026년 하반기 전망

〈하이퍼스케일러, 멈추지 않는 폭주 기관차〉

전통 CSP 사의 CAPEX의 증가율이 꺾일 기세가 보이지 않는다. 25-26년 매출 성장률은 15% 내외에 불과하나 CAPEX 성장률은 60-80%에 달할 전망이다. 가장 크고 효율적인 데이터센터를 먼저 구축하는 쪽이 선단 GPU 우선 접근, 빠른 모델 학습·반복, 기업 고객과의 독점 파트너십, 강력한 포지션에서의 AI 서비스 가격 결정권 등 우위를 선점하기 때문이다. 모두가 알다시피 AI 인프라 CAPEX는 메모리 수요로 직결된다. 이전과 다른 점이라고 한다면 매년 메모리 구매 비용이 커지고 있다는 점이다. AI 워크로드가 Inference로 이동하고 Context 길이가 길어지며 KV Cache가 폭발적으로 증가하고 있다. KV 캐시 오프로딩이 HBM, CPU DRAM, SSD까지 넘쳐 흐르고 있다. Agentic AI로 CPU 오케스트레이션 수요도 늘어나며 각 Agent의 메모리 점유 요구도 커질 것이다. Vera Rubin 200에서 HBM 용량은 전작 대비 1.5X, LPDDR5X는 3.1X 늘어나 Rack 내 DRAM 용량은 75TB 수준으로 전작 대비 2.4X 증가한다. 가격의 하방을 방어하기 위한 메모리사의 노력이 시작되었기에 메모리사의 증설 부담은 과거 업사이클과는 확연히 다르다. 중장기에 메모리 수요에 대한 가시성이 높아졌다. 메모리 수요 대응을 위한 증설은 CSP사의 CAPEX가 꺾이지 않는 한 매년 확대되는 흐름을 그릴 것이다.

주요 CS사 CAPEX 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권

NVIDIA 가속기 Rack 별 메모리 스펙 비교

항목	GB200 NVL72 출시 2025	VR200 NVL72 출시 H2 2026
<i>구성 (Rack 기준)</i>		
GPU	72 × B200	72 × Rubin R200
CPU	36 × Grace	36 × Vera
트레이 구성	(Grace 2 + B200 4) / tray × 18	(Vera 2 + Rubin 4) / tray × 18
<i>HBM</i>		
HBM 세대	HBM3e	HBM4
GPU 당 용량	192 GB	288 GB (+1.5×)
GPU 당 대역폭	8 TB/s	22 TB/s (+2.75×)
랙 총 HBM 용량	13.5 TB	20.7 TB (+1.5×)
랙 총 HBM 대역폭	576 TB/s	1,584 TB/s (+2.75×)
<i>LPDDR5X</i>		
CPU 당 용량	480 GB	1,500 GB (SOCAMM) (+3.1×)
CPU 당 대역폭	~500 GB/s	1,200 GB/s (+2.4×)
NVLink-C2C BW	900 GB/s	1.8 TB/s (+2×)
랙 총 LPDDR5X	17.3 TB	54 TB (+3.1×)
<i>총 메모리 합산 (HBM + LPDDR5X)</i>		
랙 전체 합산	~30.8 TB	~74.7 TB (+2.4×)

자료: 업계 자료, SK 증권

<LTA, 증설의 트리거>

메모리 시장에서 LTA 계약 논의가 활발하다. 일부 하이퍼스케일러 중심으로 계약이 체결된 것으로 파악되며 LTA 조건은 공급자에 매우 유리한 것으로 드러난다. 메모리 가격의 하단을 닫고 상단을 여는 방향의 조건임에도 수요자는 이를 용인하는 분위기이다. 그만큼 수요자 입장에서 메모리 물량의 확보가 더욱 중요함을 시사한다. 메모리사의 공급에 대한 대응력(실질 CAPA)이 향후 시장 점유율의 Key Factor 가 될 것이다. 실질 CAPA 의 함수의 큰 인자는 명목 CAPA & 제품 믹스 & 수율이다. 예를 들어 HBM 의 웨이퍼 CAPA 잠식 효과는 범용

대비 3 배 이상으로 100K 투자가 온전히 HBM에 투입된다고 가정하면 실질 CAPA 는 30K 증가 수준이며, 선단 공정 수율 감안 시 더욱 줄어든다. 현재 메모리사의 증설이 HBM 중심임을 고려하면 향후 명목 CAPA 증설은 가파른 속도로 늘어날 것이다. 이 분기점은 클린룸 공간이 본격적으로 확보되는 2027년 상반기이다.

<DRAM 증설: 26년 210K, 27년 400K, 28년 500K 이상>

1. 삼성전자

삼성전자 P4 투자가 더욱 당겨지고 있다. PH3 는 올해 상반기, PH4 는 올해 하반기까지 공정 장비 셋업이 이루어질 것으로 보이며 전량 D1c 이다. 26년 삼성전자 DRAM 투자 규모는 기존 예상 70-80K/M 에서 +10K 더 늘어난 90 K 수준으로 추정된다. P5 의 PO 는 2Q27부터 개시될 것으로 보이며 27년 투자 규모는 150K에 달할 전망이다. P6에 대한 기초 공사도 벌써 시작되었다. 첫 클린룸 오픈까지 걸리는 리드타임을 고려하면 2H28 P6 에 대한 투자 개시도 가능한 시나리오다. P5 의 투자가 대부분 27년에 집중되어 있는 가운데 P6 가 엮어진다면 28년 증설은 27년을 또 한 번 넘어설 가능성이 농후하다.

2. SK 하이닉스

HBM 전용 팹으로 계획되었던 M15X 는 하반기 일부 라인이 범용을 위한 D1c 로 채워질 것으로 예상된다. 26년 투자 규모는 70K, 27년 1분기 잔여 10K 가 채워질 예정이다. Y1 은 27년 2월 첫 클린룸 오픈을 시작으로 27년 연말까지 PH3 까지 투자가 이어질 것으로 예상된다. 27년 총 DRAM 투자 규모는 140K 수준으로 전년 대비 2배 가까이 증가할 것으로 보인다. 현재 전방 수요와 경쟁사의 신규 팹 로드맵을 고려하면 Y1 의 완전 가동 이전에 Y2 의 착공 역시도 시작될 전망이다.

3. 마이크론

현재 경쟁사 대비 클린룸에 대한 여유 공간이 가장 부족하다. 이에 지난 3월 대만 PSMC 의 P5 팹을 인수하여 CAPA 확장에 걸리는 리드 타임을 앞당겼다. 26년 30-40K 수준은 DRAM 증설로 추정되며 27년은 착공 중인 ID1의 투자가 본격화될 예정이다.

4. CXMT

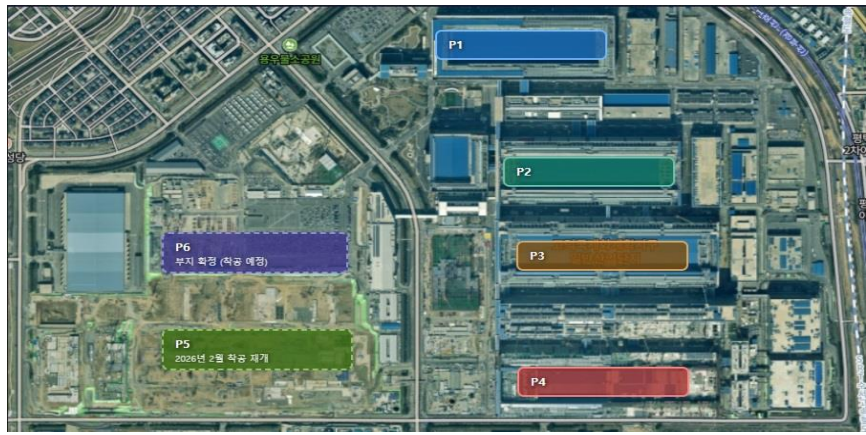
핵심 재무자료 유효기간 만료로 미뤄졌던 CXMT 상장 심사가 다시 재개되었다. 공모자금을 포함 총 7-8조원을 CAPA 확대 및 선단 공정 장비 조달, R&D 등에 투입할 예정이다. 상하이 팹 증설도 다시금 탄력이 붙을 것으로 보인다. 상하이 팹의 증설 규모는 최대 300K 까지 늘어날 것으로 보인다. 다만, HBM3 의 수율이 10% 내외에 머무는 것을 고려하면 실질 CAPA 증가는 크지 않을 것으로 예상된다.

국내 메모리 고객사 증설 스케줄 추정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
삼성전자																
P4	Ph1 Fab-in (15K)		Ph3 Fab-in (50K)		Ph4 Fab-in (50K)		Ph2 Fab-in (50K)						Ph3-5 Fab-in (120K)			
P5											Ph1-2 Fab-in (100K)					
P6													Clean room OPEN			
SK하이닉스																
M15X			Fab-in (20K)		Fab-in (60K)		Fab-in (10K)									
Y1									Ph1-3 Fab-in (150K)				Ph4-6 Fab-in (120K)			
Y2													Clean room OPEN			

자료: SK 증권

삼성전자 평택 캠퍼스



자료: NAVER, SK 증권

삼성전자 P5 & SK 하이닉스 Y1 트리플 펌 구조로 전환



자료: SK 증권

〈NAND 증설: 27년 국내에도 공간이 생깁니다〉

삼성전자 시안 1 공장은 최근 V8 로 전환 투자를 마무리한 것으로 파악되며, 하반기 램프업 준비를 하고 있다. 시안 2 공장은 V9 전환 투자를 앞두고 있으며 30-45K 수준으로 파악된다. M-Fab 의 신규 투자 가능성도 존재하나, 우선적으로 채널홀과 같은 병목 공정을 위한 증설이 예상된다.

SK 하이닉스 다렌 1 공장은 192 단 중심으로 전환 투자보다 노후화된 장비 교체를 통한 공정 효율 개선에 집중한다. 다렌 2 공장은 건물 외관이 확보된 비어있는 팹으로 하반기 V8 신규 투자가 30-50K 집행될 것으로 전망된다.

2027 년은 국내에서도 NAND 신규 투자가 재개될 가능성이 높다. 삼성전자와 SK 하이닉스의 신규 팹(P5, Y1)은 트리플 팹 구조로 Ph6 까지 상당한 클린룸 여유 공간을 확보하고 있기 때문이다. 일부 공간이 NAND로 할당될 것으로 보이며, 2H27 부터 국내에서도 투자 재개가 예상된다.

한편, 키옥시아는 지난해부터 본격적으로 NAND 투자에 시동을 걸고 있다. 2026 년 요카이치 팹 30K 증설, 2027 년 기타카미 팹 10 세대(332 단) 양산 가동이 예상된다. 마이크론 역시 싱가포르 내 신규 NAND 팹 착공을 시작으로 2028 년 본격 양산에 돌입할 전망이다.

〈다시금 전공정 장비를 우선 순위로〉

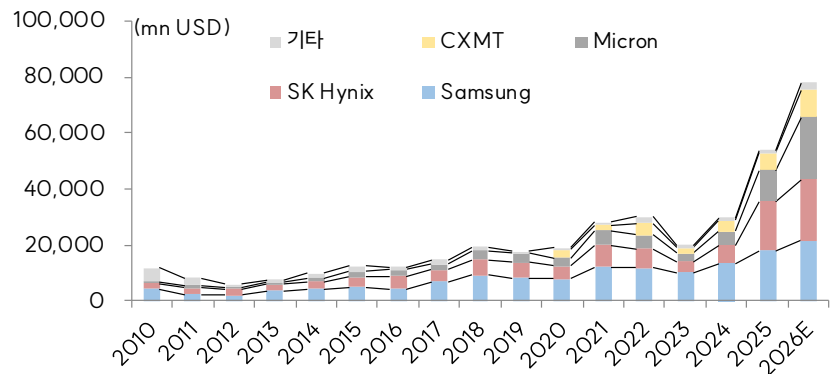
과거 메모리 투자 사이클에서는 2-3년의 강도 높은 투자 이후 공급 과잉이 나타나면서 전공정 장비의 렐리 구간도 길지 못했다. 그러나 이번 AI 사이클 아래 메모리의 명목 CAPA 증대 요구는 이전 사이클보다도 훨씬 강하다. 투자의 강도도 25 년 반등을 시작으로 28 년까지 늘어나는 흐름이다. 특히 메모리 3사의 본격적인 증설은 클린룸이 확보되는 27년으로, 전공정 장비는 그 목전에 서 있다. CAPEX 부담이 적은 장비 업계 특성상 수익성 개선 효과도 상당할 것으로 보인다. 고객사의 눈치를 보며 이익을 숨겨야 했던 과거 상황과 현재는 분명 다르다. 1 분기 실적 우려는 해소가 됐고 장비사들의 하반기 톤업도 진행 중이다. 바스켓 관점에서의 전공정 장비 매수 전략이 적절한 시점으로 판단된다. 그 중에서도 신규 장비 모멘텀(BSD)와 NAND 기대감까지 얹혀질 수 있는 테스가 최선호주이며, 원익 IPS 와 피에스케이를 차선호주로 제시한다.

〈도파민은 부족하지만 안정적인 소재/부품〉

통상 국내 소재/부품 업종은 NAND 가동률에 따른 실적 민감도가 높은 편이다. 4Q25 — 1Q26 — 2Q26 으로 NAND 가동률이 점진적인 회복세를 보이고 있어 소재/부품 업체의 실적은 2Q26 에도 증익이 이어질 것으로 보인다. 2H26 에도 삼성전자 시안 V8 의 램프업으로

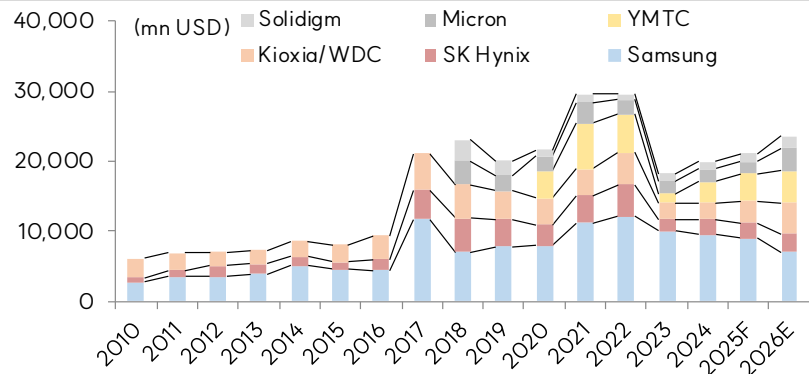
연말까지도 실적 분위기는 긍정적이다. 27 년에도 삼성 국내 V10 & 시안 V9, 하이닉스 다렌 2 공장 가동 등 모멘텀은 이어질 것으로 보인다. NAND 모멘텀 이외에도 삼성 파운드리 중심의 가동률 회복과 최선단 공정 도입(2 나노)의 수혜까지도 기대할 수 있는 업체가 업종 내 상대적 매력도가 가장 높다. 코미코가 최선호주이며, 동진세미켄과 원익머트리얼즈를 차선호주로 제시한다.

DRAM CAPEX 추이 및 전망



자료: TrendForce, SK 증권

NAND CAPEX 추이 및 전망



자료: TrendForce, SK 증권

<분업의 효율, OSAT>

과거 후공정의 영역이 단순 조립과 테스트에 머물렀다면, 현재는 전공정 미세화의 한계를 극복할 수 있는 대안으로 자리매김하였다. 기술 집약적인 비즈니스 영역임과 동시에 최신 테스트 장비당 가격이 100 억원 가까이 달하는 자본 집약적인 비즈니스 영역이기도 하다. IDM 업체들의 전략 방향도 결국 자본과 운영 효율에 초점이 맞춰지면서 후공정 OSAT 로의 외주화 비중은 지속적으로 커져 나갈 전망이다.

이러한 외주화 흐름 아래 테스트 품목에 대한 장비별 시간당 단가와 테스트 타임도 구조적으로 늘어난다. 특히 비메모리의 경우, 고가의 장비임에도 판가에 녹이는 구조이며 AI 용 칩, SoC 등 트랜지스터 수의 증가로 테스트 시퀀스가 길어지며 테스트 타임이 증가하게 된다. 감가상각비 부담이 큰 자본집약적 비즈니스인데 과거 대비 장비 Payback 기간은 크게 축소되어 갈 것이다.



자료: SK 증권

<메모리 못지 않은 병목, CoWoS>

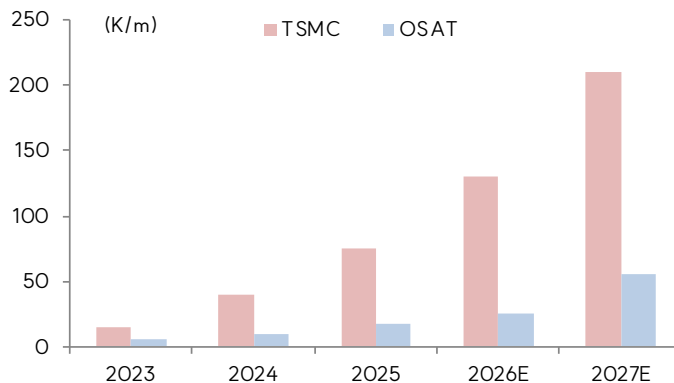
HBM의 웨이퍼 캐패시 효과는 크지만 CoWoS에서도 인터포저 면적 확대 추세로 웨이퍼 CAPA 잠식 효과가 공급 부족에 큰 영향을 미치고 있다. GPU는 레티클 한계(858mm²)를 극복하기 위한 칩렛과 듀얼 다이로 사이즈를 키워가고 있으며, HBM 스택 수도 8개에서 12개로 늘어나는 방향이다. 선단 공정 적용에 따른 집적도 향상을 고려하더라도 로직 다이 영역의 거대화, HBM 스택수 증가, 고밀도 미세 배선 인터커넥트 확대로 CoWoS 인터포저 면적은 구조적으로 커지는 흐름이다. 신규 GPU 아키텍처 출시마다 CoWoS의 CAPA 잠식 효과도 공급 단에서 부담으로 작용할 것으로 보인다. 반면, 수요 단에서는 TSMC 2027년 물량까지 완판된 상황이며 Nvidia가 그 중 60-70%를 선점한 것으로 알려진다. 기타 빅테크의 대기줄까지 길어지는 상황이다. TSMC의 CoWoS 증설이 가팔라지는 배경이다. 인터포저 대면적화로 레티클 크기를 계속해서 키워가야 하기에 수율까지도 고려하면 상당한 명목 CAPA 확장이 필요할 것으로 보인다. TSMC CoWoS CAPA는 2025년말 75K, 2026년말 130K, 2027년말 210K로 투자 규모의 성장세가 더욱 높아질 것으로 예상된다.

신규 플랫폼 출시와 CoWoS CAPA 잠식 효과

항목	H100 CoWoS-S	B200 CoWoS-L	R200 CoWoS-L + SolC
GPU 다이 1개 크기	~814mm ²	~800mm ²	~858mm ²
GPU 다이 개수	1개	2개	2개 (+ I/O 다이 2개)
HBM 세대	HBM3	HBM3e	HBM4
HBM 스택 수	5개 (+ dummy 1개)	8개	8개
CoWoS 인터포저 총면적	~2,500mm ² (3x)	~2,831mm ² (3.3x)	~4,719mm ² (5.5x 최대)
웨이퍼당 gross 패키지 수 (수율 감안 X)	~25개	~20개	~12개

자료: SK 증권

CoWoS CAPA 추이 및 전망



자료: SK 증권

2026년 하반기 Top Picks

테스 (O95610/KQ) – 전공정 장비, 여전히 Top-pick

DRAM 증설과 신규 장비 모멘텀

삼성전자 P4 투자가 더욱 당겨지고 있다. PH3는 올해 상반기, PH4는 올해 하반기까지 공정 장비 셋업이 이루어질 것으로 보인다. 26년 삼성전자 DRAM 투자 규모는 기존 예상 70-80K/M에서 +10K 더 늘어날 것으로 추정된다. P5의 PO는 2Q27부터 개시될 것으로 보이며 27년 투자 규모는 150K에 달할 전망이다. SK 하이닉스 역시 M15X 및 Y1에 투자를 서두르고 있으며 올해 대비 내년 DRAM 투자 규모는 2배 증가할 것으로 예상된다. 동사는 전방 고객사의 증설 외에도 DRAM 신규 장비 모멘텀까지 더해질 예정이다. 동사의 BSD 장비는 NAND에서 DRAM으로의 확장을 앞두고 있다. HBM 타겟으로 추정되며 고가의 증착 장비로 유의미한 수익성 개선도 기대된다.

NAND 투자 수혜는 항상 테스였다

동사는 ACL 공정 주력 PECVD로 NAND 투자 단위당 수주액이 DRAM 대비 1.5배 높다. 삼성전자 시안 2공장이 V9 전환 투자를 앞두고 있으며 투자 규모는 30-45K 수준으로 파악되며 2H26 공정 장비 입고가 시작될 것으로 추정한다. 국내 팹에선 V10 전환 투자가 고려되고 있다. 27년은 신규 투자도 기대된다. P5 클린룸의 여유 공간을 감안하면 일부 페이스에서 하이브리드 형태로 신규 투자가 재개될 가능성이 높다.

전공정 장비 Top-pick 유지

26년, 27년 영업이익 추정치를 각각 +2%, +14% 상향하였다. DRAM 증설에 대한 기대감은 여전히 유효한 것은 물론, NAND도 투자 재개 움직임이 나타나고 있다. 동사는 여기에 신규 장비 모멘텀까지 확보했다. 신규 장비의 DRAM 매출 기여가 확인되면 27년 실적 추정치 상향 조정은 재차 이루어질 전망이다. 전공정 장비 내 최선호 관점을 유지한다.

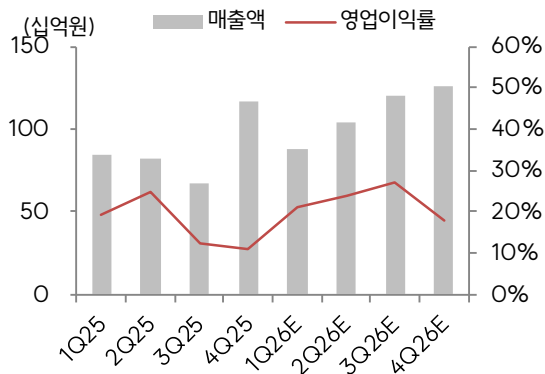
Company Data		투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
현재주가	126,800 원	매출액	억원	1,469	2,401	3,511	4,371	5,602	6,791
시가총액	24,548 억원	영업이익	억원	-59	385	578	983	1,438	1,879
		순이익	억원	16	427	569	878	1,276	1,656
발행주식 수	1,936 만주	EPS	원	79	2,158	2,885	4,537	6,590	8,553
주요 주주		PER	배	253.7	7.2	15.4	28.4	19.6	15.1
주송일(외 8)	29.46 %	PBR	배	1.2	0.8	2.0	4.9	4.0	3.2
국민연금공단	9.96 %	EV/EBITDA	배	90.9	4.5	11.3	15.0	10.4	7.7
외국인 지분율	10.57 %	ROE	%	0.5	13.6	15.8	20.5	24.5	25.4

테스 실적 추정표

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
Sales	84	82	68	117	88	104	120	126	240	351	437	560
QoQ	-2%	-3%	-18%	73%	-25%	18%	15%	5%				
YoY	100%	36%	33%	35%	4%	27%	78%	7%	63%	46%	24%	28%
반도체 장비	63	65	42	83	63	73	82	88	154	252	307	392
부품	21	17	26	33	24	30	37	36	83	97	128	164
기타	0	0	0	1	1	1	1	1	4	2	3	4
OP	16	20	8	13	18	25	32	23	38	58	98	144
QoQ	-26%	25%	-59%	52%	44%	35%	30%	-				
YoY	582%	103%	107%	-42%	13%	22%	285%	77%	흑전	50%	70%	46%
OPM	19%	25%	12%	11%	21%	24%	27%	18%	16%	16%	22%	26%

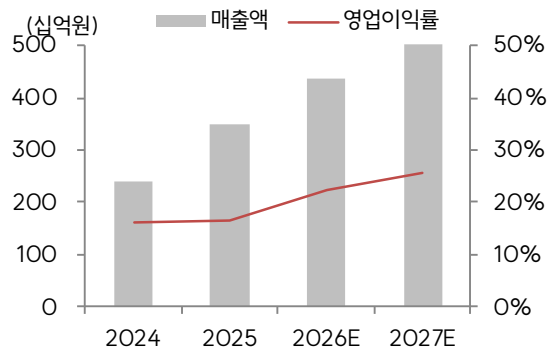
자료: 테스, SK 증권

테스 분기 실적 추이 및 전망



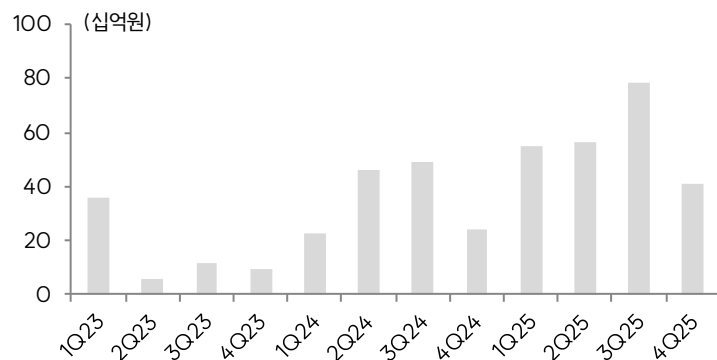
자료: 테스, SK 증권

테스 연간 실적 추이 및 전망



자료: 테스, SK 증권

테스 수주잔고 추이



자료: 테스, SK 증권

2026년 하반기 Top Picks

코미코 (183300/KQ) – 볼수록 매력있다

파운드리 3사 모두 고객입니다

동사 세정/코팅의 파운드리 매출 비중은 35% 수준이며, 삼성전자, TSMC, Intel 모두 대응 중이다. 최근 TSMC의 선단 공정의 캐파 부족에 따른 낙수 효과가 삼성전자와 Intel로 이어지면서 동사의 안성 법인 및 미국 법인(오스틴, 힐스보)의 가동률 상승으로 이어질 전망이다. 오스틴 법인은 삼성전자 테일러 팹 대응을 위한 증설이 시작되었고 캐파도 이전 대비 2배 수준까지 늘어난다. 힐스보로 법인도 Intel 파운드리 효과로 적자 폭을 줄여 나갈 전망이다. 피닉스 법인도 최근 PH1 투자를 끝내고 TSMC 대응을 위한 가동 준비에 들어갔다. 미국 법인은 향후 3개년 CAGR +30% 내외로 주요 매출 거점 중 가장 높은 매출 성장세를 보여줄 것으로 예상된다.

TSMC의 핵심 파트너를 노린다

TSMC 관련 매출 비중은 25년 4-5% 수준에서 27년 두 자릿수대로 올라설 것으로 추정된다. 현재 타이난 1공장에서 고객사 7-5 나노급 제품 대응을 하고 있으며 타이난 2공장을 통해 3-2 나노급 최선단 제품까지 대응 영역을 확대할 계획이다. 참고로 타이난 2공장은 5월 준공을 마무리하고 7월부터 본격 가동될 전망이다. 대만 이외에도 미국, 일본, 독일까지 TSMC의 주요 생산 거점 대응을 위한 CAPEX 투자가 26-28년에 걸쳐 진행될 예정이다. 세정/코팅의 핵심 파트너로 자리매김하기 위한 자본 지출이며, 중장기 안정적인 실적 기반이 될 가능성이 크다.

미코세라믹스도 실적 모멘텀 확보

연결 자회사인 미코세라믹스도 26-27년 실적 모멘텀을 확보했다. 동사 ESC는 핫프레스 타입으로 고온 특성의 이점을 바탕으로 중국형 개발품 공급이 늘어나고 있다. 참고로 ESC는 히터 대비 판가가 50% 이상 높아 제품 믹스 개선 효과까지 기대된다. 관련 매출액도 25년 300억원대에서 26년 700억원까지 늘어날 것으로 추정된다. 최근 주요 장비 OEM사와 유의미한 규모의 신규 프로젝트가 진행 중이며, 새로운 고객사 진입을 위한 쉘 테스트까지 병행하고 있기에 연내 결과에 따라 27년 실적의 상당한 업사이드 모멘텀이 될 전망이다.

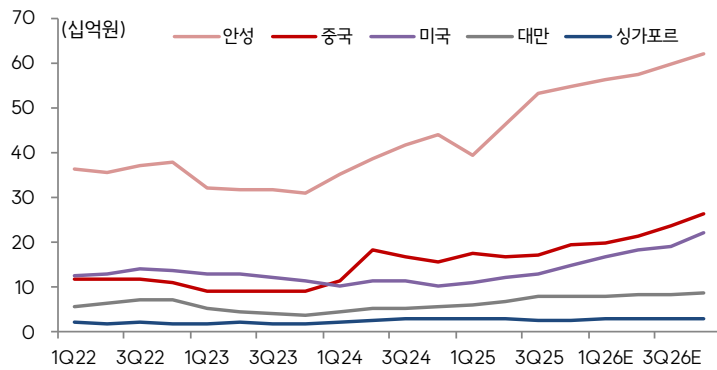
Company Data		투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
현재주가	94,500 원	매출액	억원	3,073	5,071	6,041	7,188	8,462	9,882
시가총액	9,885 억원	영업이익	억원	330	1,125	1,110	1,348	1,693	2,116
		순이익	억원	315	559	499	664	838	1,054
발행주식 수	2,055 만주	EPS	원	4,432	8,398	7,384	6,345	8,013	10,072
주요 주주		PER	배	21.0	6.9	18.6	27.9	22.1	17.6
미코	41.10 %	PBR	배	3.2	1.4	3.3	5.4	4.5	3.7
삼성자산운용	6.45 %	EV/EBITDA	배	8.0	3.0	8.8	10.5	8.5	7.0
외국인 지분율	20.19 %	ROE	%	13.5	23.4	18.5	22.4	23.5	24.1

코미코 실적 추정표

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
Sales	135	146	159	164	160	173	190	195	604	719	846
QoQ	6%	8%	9%	3%	-2%	8%	9%	3%			
YoY	14%	9%	25%	28%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	18%
세정	30	31	34	38	38	40	42	45	133	164	194
코팅	36	42	42	52	51	53	55	58	172	217	254
기타	5	14	17	10	11	13	14	16	47	54	66
미코세	64	59	66	63	61	68	79	76	253	284	332
OP	31	30	26	24	30	34	38	32	111	135	169
QoQ	66%	-3%	-14%	-8%	26%	13%	13%	-15%			
YoY	13%	-18%	-11%	26%	-4%	13%	48%	37%	-1%	21%	26%
OPM	23%	21%	16%	14%	19%	20%	20%	17%	18%	19%	20%

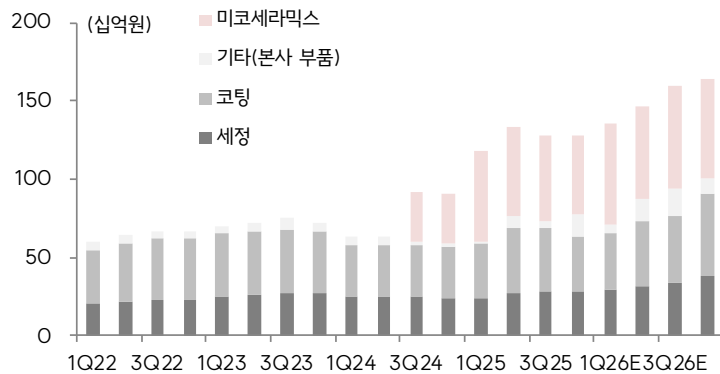
자료: 코미코, SK 증권

주요 법인별 매출액 추이 및 전망



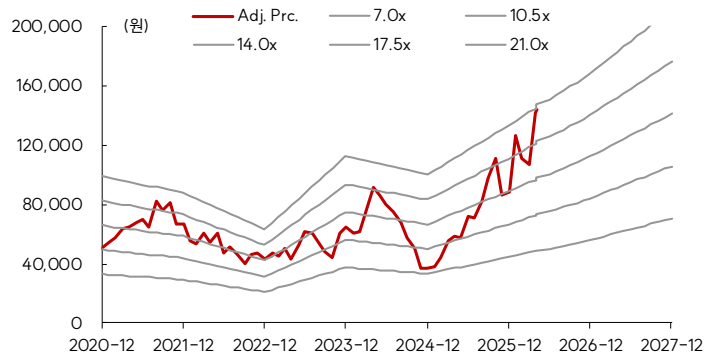
자료: 코미코, SK 증권

제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 코미코, SK 증권

코미코 12MFWD P/E Band



자료: SK 증권

IT하드웨어

IT인플레이션+재고축적 > 쇼티지 부품만 살아남는다

IT하드웨어/배터리. 박형우

R.A 정영환

hyungwou@sksec.co.kr / 3773-9035

IT 하드웨어: IT 인플레이션+재고축적 > 쇼티지 부품만 살아남는다

IT 하드웨어/배터리. 박형우, R.A 정영환 / hyungwou@sk.co.kr / 3773-9035

26년 상반기는 FCBGA 패키징기판 쇼티지·가격인상 기대감으로 전통 전기전자 부품사들이 주도주로 부상했다. 22~25년까지 AI 밸류체인 연관성이 높은 SK 스퀘어·두산·이수퍼타시스가 우선적으로 선택받던 흐름과 달리, 삼성전기·LG 이노텍 등 IT 하드웨어 대형주가 자본시장내 주도주로 자리잡았다. 다만 중국 수요 부진, 글로벌 세트 출하 1Q부터 역성장, IT 인플레이션 등 레거시 디바이스 수요 측면의 부담은 여전하다.

26년 IT 디바이스 산업의 핵심 부담은 BOM Cost 상승이다. 메모리는 세 자릿수% 가격 인상이 유력하고, AP·통신모듈·기판은 최소 20~30%(최대 50% 이상) 인상이 불가피하다. 디스플레이·카메라는 스펙 업그레이드, 내·외장재는 메탈, 부자재는 화학재료 원가 상승으로 가격 하락 여지가 제한적이다. 여기에 관세 부담까지 더해져 스마트폰·PC 총 원가 인상률은 최소 15~40%에 달할 전망이다. 세트사 CR 압박이 강해지는 구조에서 쇼티지가 명확한 부품만 마진 방어·증가가 가능하다.

애플은 불확실한 수요 환경 속에서도 공격적인 증산 전략을 펼치고 있다. 아이폰은 25년 2.4억대 > 26년 2.5억대로 증산에 돌입했고 27년에도 5% 이상 추가 증산 가능성이 대두된다. 삼성 갤럭시 역성장, 중국 업체 20~35% 감산 동향과 대비된다. 맥북은 3월 보급형 'MacBook Neo' 출시에 이어 하반기 OLED 하이엔드 라인업 강화가 예정되어 있다. 애플 밸류체인의 부품 수급은 26년을 넘어 27년에 더 타이트해질 전망이다.

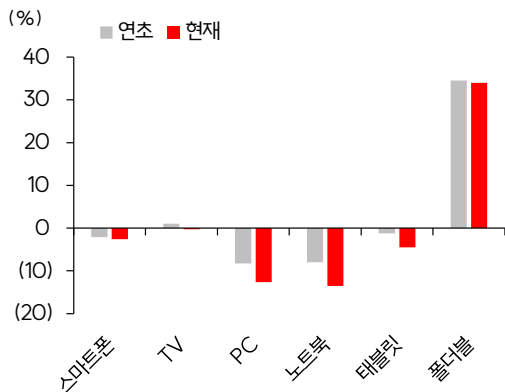
기판 산업은 5년 만의 빅사이클에 진입했다. MLB와 FCBGA의 쇼티지가 메모리모듈·하위 패키징기판으로 확산 중이다. 하반기부터는 FCBGA의 미세회로화·대면적화·고다층화 대응을 위한 대규모 Capa. 증설이 본격화되며, 고객사들은 세 가지 방식으로 투자지원을 제시하고 있다. 원재료 측면에서는 일본 소수 업체 독과점 구조로 인해 27~28년 캐파 기준 일본 외 기판 기업들의 원재료 공급이 턱없이 부족하다. AI 장비·반도체패키지의 병목이 기판이라면, 기판의 병목은 원재료다.

26년 상반기 리뷰: 기판 초호황 기대감에 주가 상승

: 한국 자본 시장내 중심섹터로 발돋움. 그러나 소비수요는 불안

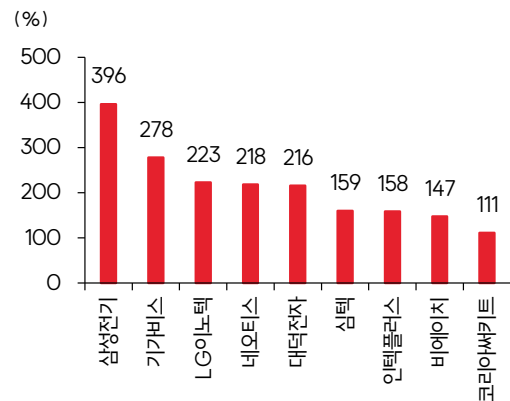
AI·반도체 중심의 주식시장 강세 속에 IT 하드웨어 대형주(삼성전기, LG 이노텍 등)들의 기업가치가 리레이팅됐다. 주가 상승률이 전 섹터 최상위권을 기록하면서, IT 하드웨어는 스마트폰 사이클(2012년) 이후 처음으로 자본시장 내 주도주로 자리잡았다. 코로나 이후 22~25년까지는 전통적 전기전자 대형주보다 AI 밸류체인과의 연결성이 높은 SK 스퀘어, 두산, 이수페타시스 등이 자본시장에서 우선적으로 선택을 받는 흐름이 뚜렷했다. 그러나 올해 상반기에는 FCBGA 패키징기판 등의 소티지 심화 및 가격인상 기대감으로 전통적인 전기전자 부품사들의 주가가 크게 상승한 것이다. 하드웨어 기업들은 상반기 중 주가가 크게 올랐지만, 레거시 디바이스의 소비수요는 향후 부담 요인으로 작용할 수 있다. ① 중국의 수요가 특히 부진하다. ② 글로벌 세트 출하량도 1분기부터 역성장하기 시작했다. ③ 다수 부품에서 IT 인플레이션이 감지되며 세트 가격 전가 부담이 커지고 있다.

2026년, 세트별 YoY 판매량 증감률 전망치 하향



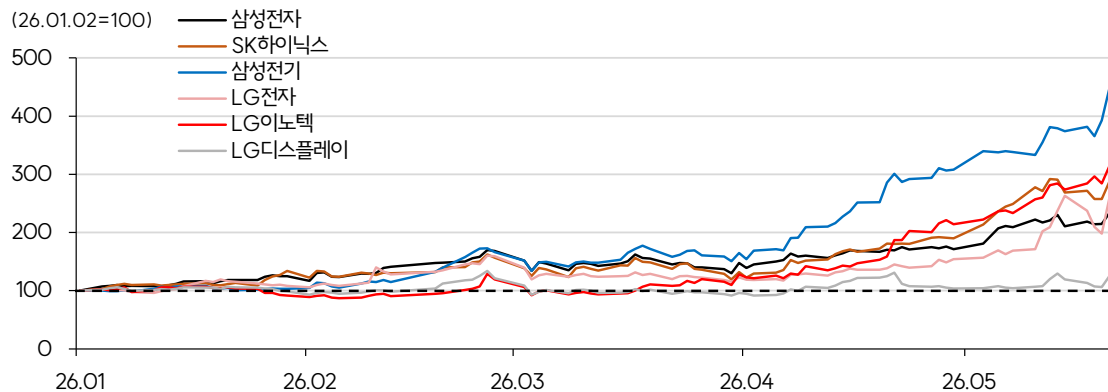
자료: 산업자료, SK 증권

IT 하드웨어 주요 종목, YTD 주가 상승률



자료: Quantwise, SK 증권

2026년 전기전자 대형주 주가 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

26년 하반기 전망: IT 인플레+재고축적 > 쇼티지 중요

1) BOM Cost 부담 : '쇼티지' 부품 옥석가리기

BOM Cost 상승은 26년 IT 디바이스 산업의 가장 큰 부담 요인이다. 지난해 플래그십 스마트폰 기준 부품별 원가 비중은 AP 28%, 메모리 12%, 통신부품 12%, 디스플레이 15%, 카메라 11%, 내·외장재 7%, 기타 15%로 구성됐다.

① 이 중 메모리는 세자릿수% 가격 상승이 유력하다. 향후 추가적인 가격 인상 가능성이 높다. ② AP·통신모듈·기타반도체 및 기판 등도 최소 20~30% (높게는 50% 이상) 가격 상승이 불가피하다. ③ 반도체 외 부품 역시 가격 하락 여지가 크지 않다. 디스플레이·카메라는 지속적인 스펙 업그레이드로 단가 하락이 제한적이다. 내/외장재는 메탈 가격 상승으로, 부자재들은 화학재료 원가 상승으로 원재료 부담이 커져 구조적 가격 하락이 어렵다. 최근에는 배터리도 메탈 등의 원가 부담으로 단가 압박이 녹록지 않다. ④ 이러한 상황에 관세 부담이 더해진다. (애플 아이폰, 한국산 갤럭시 등 일부 제외)

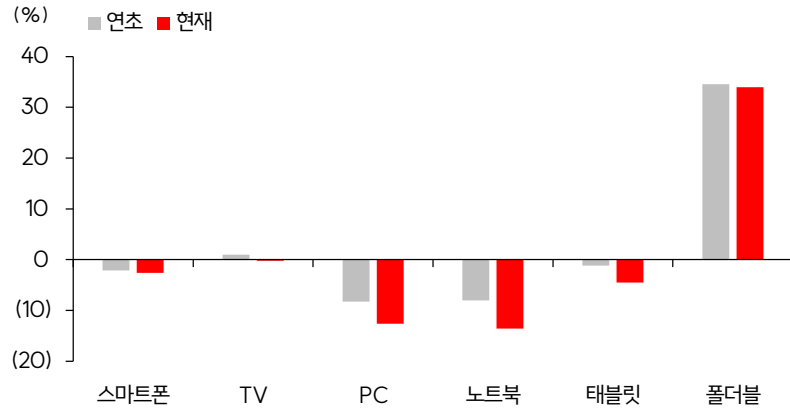
쇼티지 부품/기업을 선별해야 한다. 스마트폰, PC 등의 총 원가 인상률은 최소 15~40%에 달할 전망이다. 세트 제조사 입장에서도 부품·소재 단가 인하(CR)를 강하게 요구할 수밖에 없다. 소비자, 세트사, 부품/소재사, 원재료공급사 중 누군가가 부담을 감내해야 한다. 이 구조에서는 쇼티지가 명확한 부품만이 CR 압박을 방어할 수 있다. 마진 방어·증가까지 가능한 유일한 영역이 된다.

스마트폰, BOM Cost 구조

부품	비중	가격		비고
AP	28%	↑	53%	반도체
메모리	12%	↑		
통신부품	12%	↑		
디스플레이	15%		47%	BOE 패소
카메라	11%	↑		업그레이드
내/외장재	7%	↑		-
기타	15%	↑		-

자료: SK 증권

2026년, 세트별 YoY 판매량 증감률 전망치 하향



자료: SK 증권

글로벌 세트 출하량 전망

(단위: 억대)	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26F
스마트폰	14.9	15.1	14.3	14.1	13.0	13.6	12.0	11.5	12.2	12.7	12.2
핸드셋	18.5	18.8	18.1	17.9	16.8	17.5	14.6	13.4	14.2	14.2	13.9
TV	2.2	2.2	2.2	2.2	2.3	2.1	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1
TV(\$1500 이상)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
TV(LCD)	0.0	0.0	0.0	2.2	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
TV(OLED)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PC	2.7	2.7	2.6	2.6	2.9	3.3	2.5	2.3	2.3	2.5	2.1
데스크탑	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
노트북	1.6	1.6	1.6	1.6	2.1	2.5	1.9	1.7	1.7	1.8	1.6
서버	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
태블릿	2.0	1.8	1.7	1.6	1.9	1.8	1.6	1.4	1.5	1.6	1.5
스마트워치	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
AR/VR	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
폴더블						0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3

자료: SK 증권

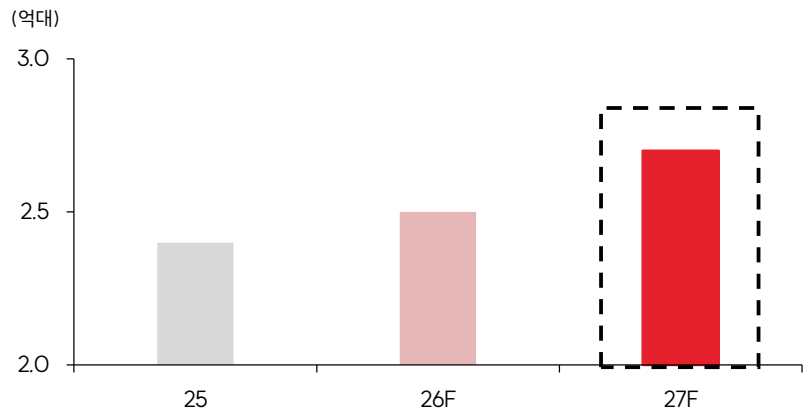
2) 애플의 약진 : '아이폰 & 맥북' 증산 전략

애플은 불확실한 소비수요 환경 속에서도 견조한 출하량을 기록하며 공격적인 증산전략을 펼치고 있다. 중국 내 세트 판매량은 2월부터 역성장을 기록 중이다. 글로벌 PC · 스마트폰 · 태블릿 등도 상황이 녹록지 않다. 이러한 가운데 부품 쇼티지와 가격 상승이 출하량 증가의 발목을 잡고 있음에도 애플은 견조한 흐름을 이어가고 있다.

애플은 중국과 한국의 경쟁사들 대비 높은 수익성을 바탕으로 세트 증산과 판매 확대를 계획한다. 소비자 판매가격 인상을 최소화해, 판매량을 늘리고, 애플 제품 사용자인 iOS 유저베이스를 늘리려는 것이다. ① 아이폰은 이미 증산에 돌입했다. (25년 2.4억대 > 26년 2.5억대) 2027년에도 아이폰을 5% 이상 증산할 가능성이 대두된다. 삼성전자의 갤럭시 판매 역성장이 예상되고, 중국 업체들은 20~35% 감산을 계획 중인 동향과 대비된다. ② 맥북의 증산 가능성도 확인된다. '맥미니'가 가정/사무용 AI 디바이스로 각광받고 있는 가운데 지난 3월 보급형 '맥북네오'를 출시했다. 하반기부터는 OLED를 탑재한 하이엔드 맥북 라인업도 강화한다.

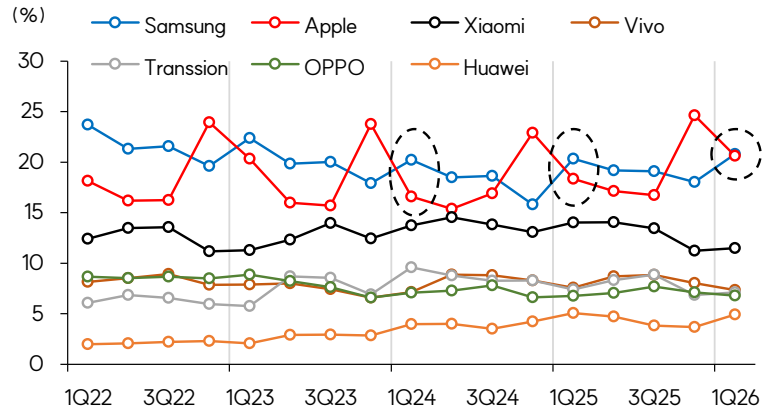
관련 부품사들의 수급은 26년을 넘어 27년에 더 타이트해질 것이다.

북미 제조사, 스마트폰 생산계획



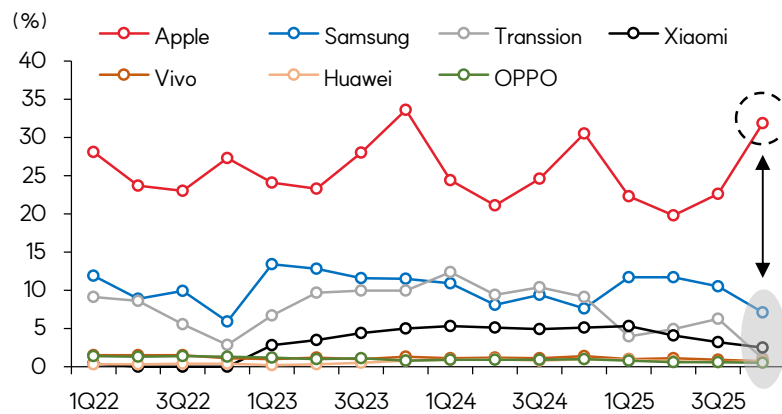
자료: SK 증권

글로벌 스마트폰 시장 점유율 추이



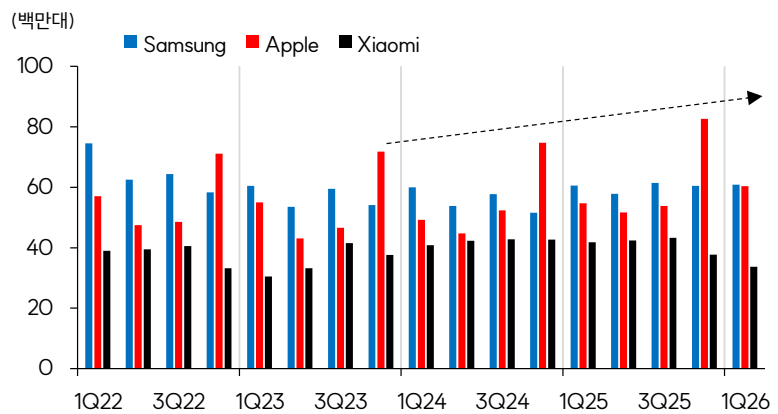
자료: 산업자료, SK 증권

글로벌 스마트폰 벤더 영업이익률 추이



자료: 산업자료, SK 증권

글로벌 스마트폰 출하량 추이



자료: 산업자료, SK 증권

3) 5년만에 돌아온 기판 빅싸이클

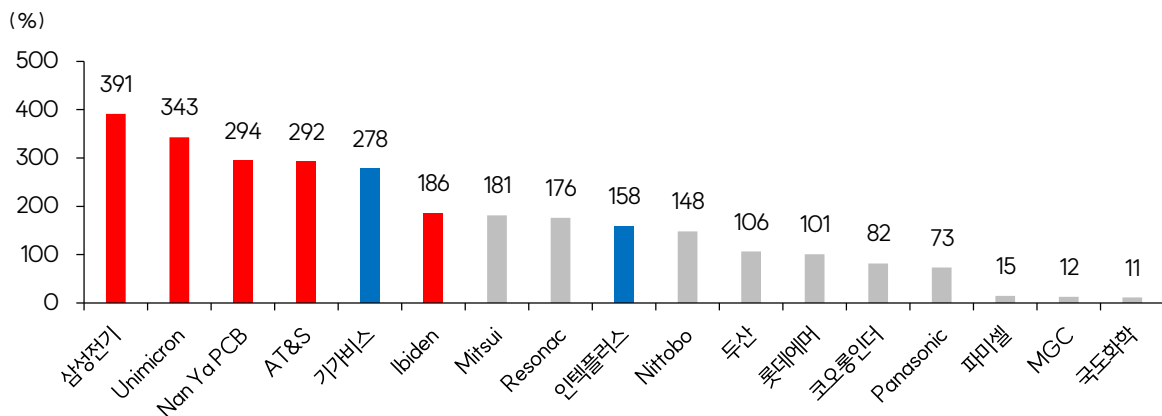
수년간 MLB 기판 홀로 호황을 누린 데 이어 올해 상반기는 FCBGA 를 중심으로 패키징기판이 부각됐다. 하반기는 기판 장비와 원재료를 주목해야 한다.

MLB 와 FCBGA 의 쇼티지가 유력해지며 가격 상승이 시작됐다. 이러한 흐름은 메모리모듈 및 하위 패키징기판으로 확산 중이다. 기판 산업에서는 가격 인상보다 향후 발생할 대규모 투자와 원재료 조달에 더 무게를 두는 분위기다.

하반기부터는 공급부족 상황을 대비해 대규모 Capa.(생산능력) 증설에 돌입한다. FCBGA 기판의 미세회로화, 대면적화 및 고다층화 때문이다. 그리고 이로 인해 하위 티어 기판들도 낙수효과로 수급이 타이트해질 전망이다. 고객사들은 크게 세 가지 방식으로 투자지원을 제시하고 있다. 하반기에는 기판기업들의 투자 모멘텀이 본격화될 전망이다. **기판 장비사들을 주목해야 한다.**

또한 원재료 조달 방안은 공급사들이 더 고심 중인 이슈다. 고사양 소재는 전 세계 기판 기업 수에 비해 공급 업체가 일본 소수에 불과해 독과점 구조가 형성된 분야다. 일본 소재사들의 공격적인 증설을 고려해도 27~28 년 캐파 기준 일본 외 기판 기업들의 원재료 공급은 턱없이 부족하다. **AI 장비와 반도체패키지의 병목이 기판이라면, 기판의 병목은 원재료다. 향후 국내외 기판 소재들이 각광받을 것이다.**

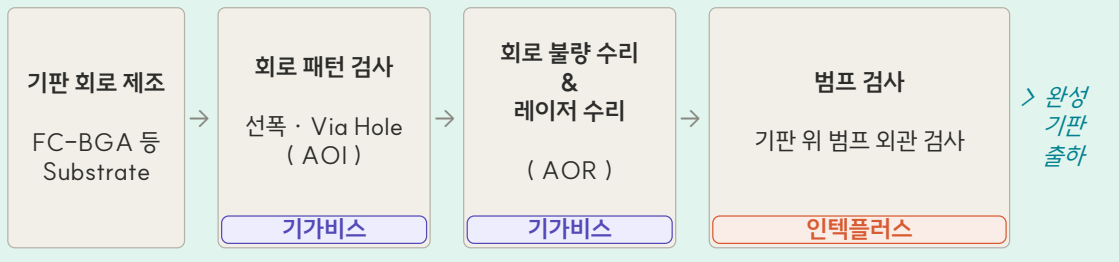
기판 관련기업 YTD 수익률 (26.01.02~)



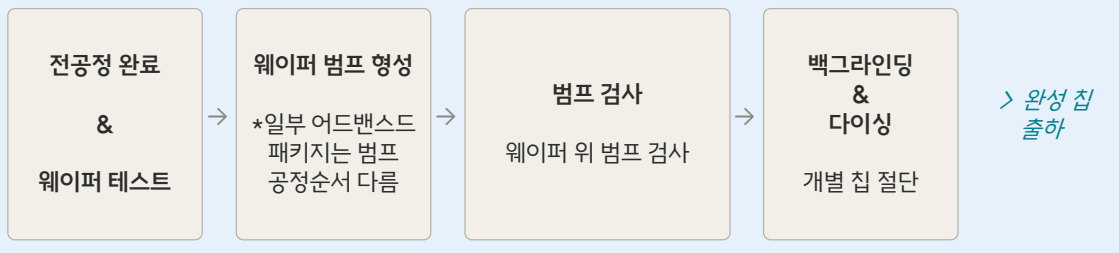
자료: QuantilWise, Bloomberg, SK 증권 / 주: 빨간색은 FCBGA, 파란색은 장비, 회색은 소재 관련 기업

반도체 패키징 공정별 검사장비 흐름

① 기판(Substrate) 제조

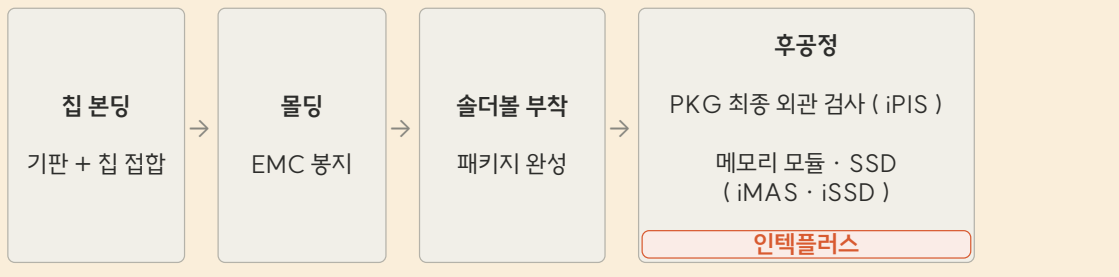


② 반도체 칩 제조

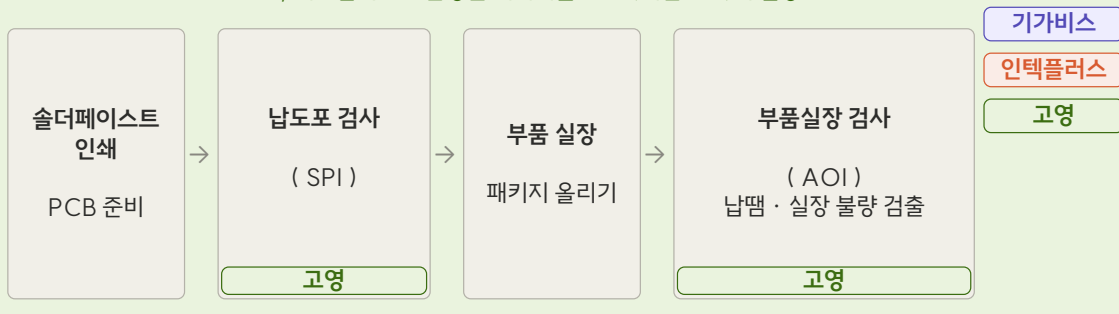


① + ② 합류 >

③ OSAT / 패키징 ① 완성 기판(섭셋) + ② 완성 칩 결합



④ SMT 라인 EMS, 세트업체 — 완성된 패키지를 PCB(메인보드)에 실장

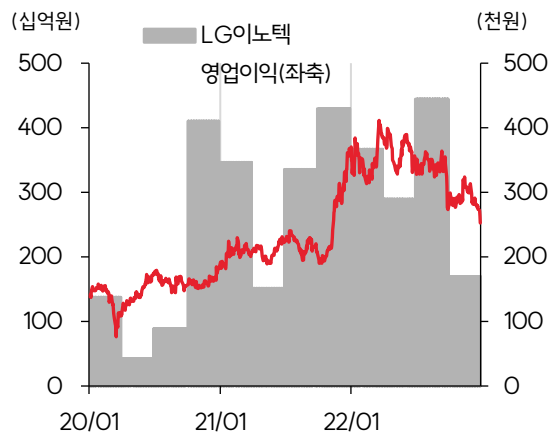


자료: SK 증권

4) 미중분쟁 반사수혜에서 기회 찾아야

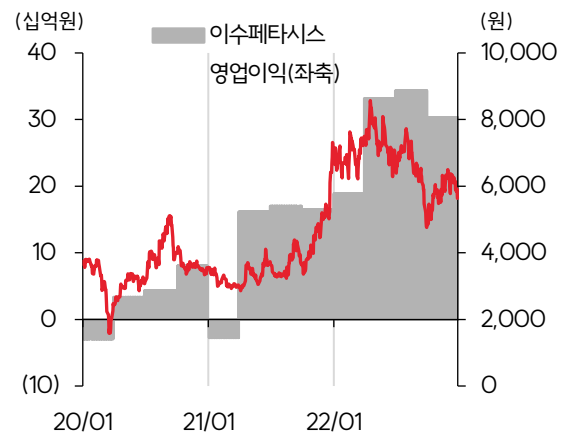
비용 부담이 가중되는 가운데 수요 회복 전망도 제한적이다. 이러한 상황에서는 미중분쟁 심화에 따른 반사수혜 가능성에 주목할 필요가 있다. 한국 IT 부품 산업은 2019년 트럼프 행정부의 대중국 제재 당시에도 반사이익을 경험한 바 있다. 이는 다수의 한국 IT 하드웨어 기업들이 중국 업체들과 직접 경쟁하는 제품군을 보유하고 있기 때문이다. 트럼프 행정부 1기 시절부터 반사수혜를 입은 대표적 품목은 통신·서버 장비용 MLB(Multi-Layer Board)였다. 최근 미중 간 관세 협상 국면에서도 애플 공급망, IT 부품, 2차전지 등 주요 밸류체인에서는 미국발 탈중국화 기조가 여전히 이어지고 있다. 향후 미중 갈등이 심화될 경우, 기술적 차별화를 갖춘 국내 기업들이 중국의 대안으로 부상할 가능성이 높다.

LG 이노텍, 영업이익 vs 주가추이



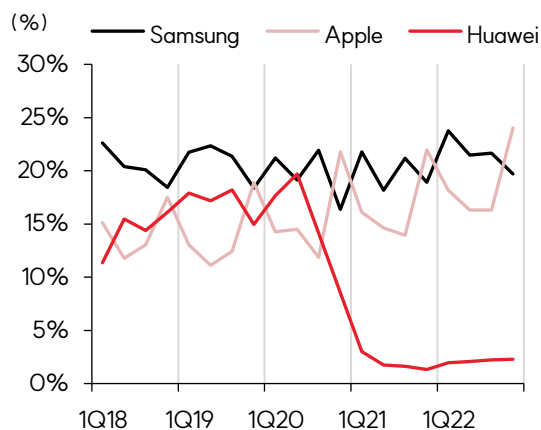
자료: QuantiWise, SK 증권

이수페타시스, 영업이익 vs 주가추이



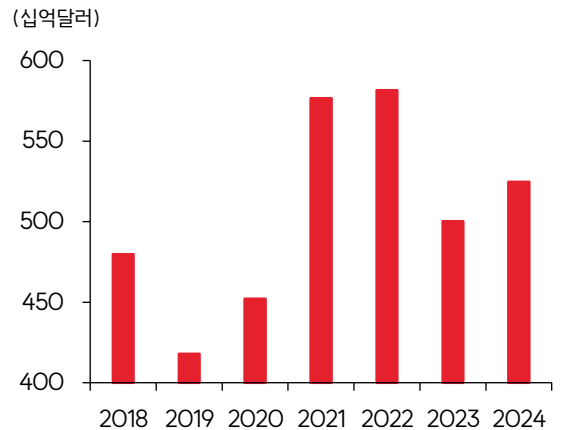
자료: QuantiWise, SK 증권

스마트폰 시장 점유율



자료: Technisights, SK 증권

중국의 대미 수출



자료: Bloomberg, SK 증권

2026년 하반기 Top Picks

삼성전기 (009150/KS) – 글로벌 1등 부품 기업

- 글로벌 부품사 중 유일하게 MLCC와 FCBGA를 모두 자체 생산하는 독보적 기업
(자체 생산 MLCC를 기판에 직접 내장 가능하며, 패키지 고도화에 따른 임베디드 구조의 수요 확대에 따른 수혜주)
- 자체 생산 실리콘 캐패시터를 유리기판에 임베딩하는 미래 방향에도 주목
(MLCC > FCBGA > 임베디드 기판 > 실리콘캐패시터 > 유리기판으로 이어지는 글로벌 유일의 기술 스택)
- 메모리 다음 기판·MLCC가 AI 핵심부품으로 부각되고 있으며, 향후 쇼티지 발생 시 동일 제품 내 인상 확대 가능
- 향후 실적의 최대 업사이드는 MLCC. 삼성전기의 가동률은 비수기임에도 1분기 91% 기록 (지난 IT 성수기: 98%)
- 글로벌 주요 MLCC 기업 가동률이 가파르게 오르는 중. 현재 삼성전기의 가격 인상은 (26YTD = 5%) 초입 수준

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
현재주가	1,340,000 원	매출액	십억원	8,892	10,294	11,315	13,414	15,911	18,099
시가총액	100,090 십억원	영업이익	십억원	661	735	913	1,567	2,443	3,293
		순이익	십억원	423	679	706	1,258	1,907	2,615
발행주식 수	7,469 만주	EPS	원	5,805	9,062	9,420	16,207	24,576	33,703
주요 주주		PER	배	28.1	14.2	28.0	82.7	54.5	39.8
삼성전자(외 4)	23.78 %	PBR	배	1.5	1.1	2.0	9.5	8.2	6.9
국민연금공단	10.51 %	EV/EBITDA	배	8.2	5.5	10.4	38.5	27.4	21.8
외국인 지분율	38.26 %	ROE	%	5.5	8.2	7.7	12.4	16.3	19.0

LG 이노텍 (011070/KS) – SiP 쇼티지와 전사적 실적 개선, 27년 부각될 모멘텀

- 전사적 실적 개선: 기판 호황 + 북미 증산 + 전장 수주 + 소재 경쟁력
- 글로벌 SiP 경쟁사의 FCBGA 증설 투자 집중, 대만 경쟁사 이탈로 동사의 과점 공급 구조가 공고해질 가능성 존재
- 북미 고객사의 증산이 맞물릴 경우 쇼티지가 심화되며, FCBGA 제외 패키징기판 OPM 26년 하반기 내 상회 예상
- 카메라 사업도 고객사 증산에 수혜이며, 올해 고객사가 하이엔드 제품에 집중하는 구조는 동사 ASP에도 긍정적
- 모빌리티 신규 수주 매출 전환 가시화와 (전장 수주 잔고 20 조원) 디스플레이 소재도 견조한 실적 이어가는 상황

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
현재주가	864,000 원	매출액	십억원	20,605	21,201	21,897	24,402	25,689	26,816
시가총액	20,448 십억원	영업이익	십억원	831	706	665	1,132	1,504	1,761
		순이익	십억원	565	449	341	791	1,114	1,323
발행주식 수	2,367 만주	EPS	원	23,881	18,983	14,419	33,432	47,054	55,906
주요 주주		PER	배	10.0	8.5	18.8	20.8	14.8	12.4
LG 전자(외 1)	40.79 %	PBR	배	1.2	0.7	1.1	2.5	2.2	1.9
국민연금공단	10.02 %	EV/EBITDA	배	4.0	2.7	4.5	7.4	6.0	5.0
외국인 지분율	27.50 %	ROE	%	12.6	8.9	6.1	12.9	15.8	16.1

2026년 하반기 Top Picks

이수페타시스 (007660/KS) – 2026년의 화두: AI + 네트워크 + 쇼티지 삼박자

- 단기 쇼티지 심화: 수주 물량 누적으로 수주잔고 크게 증가하는 흐름. MLB 기판의 고객사 수요가 증설 속도를 상회
- 다중적층 캐파 26년 상반기 3K > 27년 상반기 13K > 28년 상반기 15K 까지 확보 계획이며, 추가 캐파도 고려
- 26년 하반기 다중적층 본격 양산을 기점으로 제품 믹스 개선에 따른 블렌디드 ASP 상승이 이어질 전망
- AI 인프라 투자는 데이터센터 내부에서 외부 통신망으로 확장되고, 네트워크 투자 사이클에도 수혜 가능성 부각
- 가속기 및 스위치 등 수익성 좋은 메인 모델 비중 증가 전략, 미주향 고객 샘플 진행으로 연말·연초 양산 예정
- 실적 우상향과 가격 사이클의 본격화가 동반되며, 최근 주가 흐름 부진은 매수 기회로 작용

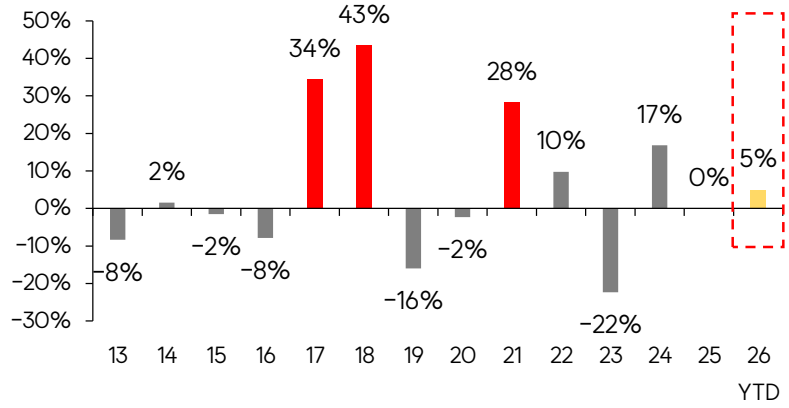
Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
현재주가	126,100 원	매출액	십억원	675	837	1,088	1,448	1,599	1,720
시가총액	9,257 십억원	영업이익	십억원	62	102	205	304	391	463
		순이익	십억원	48	74	161	246	319	383
발행주식 수	7,341 만주	EPS	원	755	1,171	2,257	3,346	4,341	5,216
주요 주주		PER	배	39.0	23.4	52.8	37.7	29.1	24.2
이수(외 5)	26.13 %	PBR	배	7.0	5.3	11.6	9.4	7.2	5.6
국민연금공단	9.92 %	EV/EBITDA	배	26.0	15.2	37.1	26.8	20.6	17.0
외국인 지분율	23.98 %	ROE	%	19.5	24.9	29.6	28.2	28.1	26.1

비에이치 (090460/KS) – 북미 고객사 증산 수혜 + 외형 성장

- 북미 고객사의 증산 트렌드로 26년과 27년 모두 증익 구간 예상. (25년 2.4억대 > 26년 2.5억대 > 27년 +5%)
- 한국과 중국 스마트폰 경쟁사의 부품 가격 부담에도 점유율 전략에 힘 입어, 동사 물량 증가로 이어질 가능성 부각
- 제품군 다각화: 노트북·태블릿 OLED, 북미 폴더블, 자율주행 및 로봇 등 신규 어플리케이션 본격적으로 매출 반영
- 제한적인 경쟁사 수는 동사에게 유리: RFPCB 시장에서 동사 점유율은 여전히 독보적. 경쟁사 신규 진입 이 제한된 상황에서 공급 단가 유지와 수익성 방어에 유리한 위치로 선점 가능하다고 판단

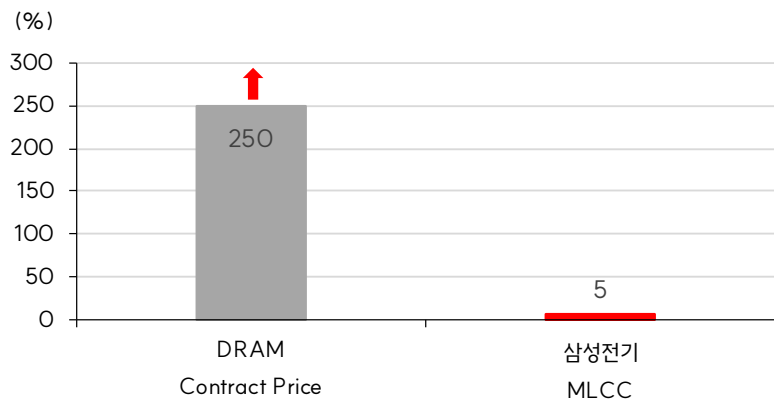
Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
현재주가	39,450 원	매출액	십억원	1,592	1,754	1,793	1,955	2,307	2,501
시가총액	1,330 십억원	영업이익	십억원	85	87	54	118	144	161
		순이익	십억원	91	67	31	100	117	133
발행주식 수	3,371 만주	EPS	원	2,462	2,251	1,187	2,958	3,465	3,947
주요 주주		PER	배	8.0	8.9	17.8	13.3	11.4	10.0
이경환(외 6)	21.85 %	PBR	배	1.1	0.8	0.7	1.5	1.4	1.2
국민연금공단	10.62 %	EV/EBITDA	배	5.1	3.6	4.3	5.4	4.3	3.5
외국인 지분율	18.35 %	ROE	%	15.1	9.9	4.2	12.6	13.1	13.2

삼성전기, MLCC 연간 가격등락률



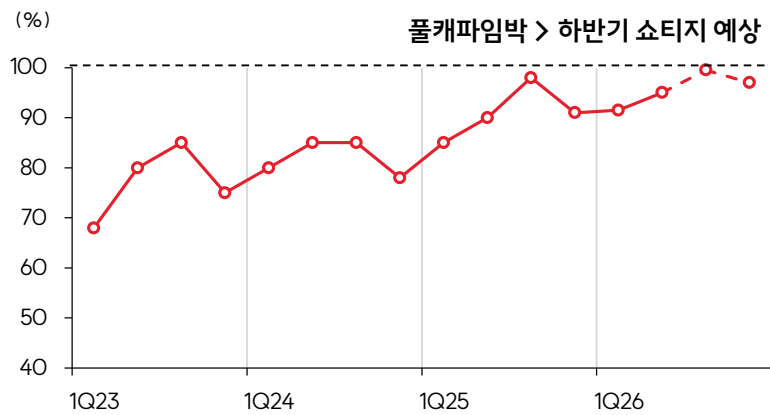
자료 : SK 증권 추산 / 주: 26 YTD는 올해 1분기말까지 기준

지난 1년 DRAM 가격상승률 vs 삼성전기 MLCC 가격 상승률



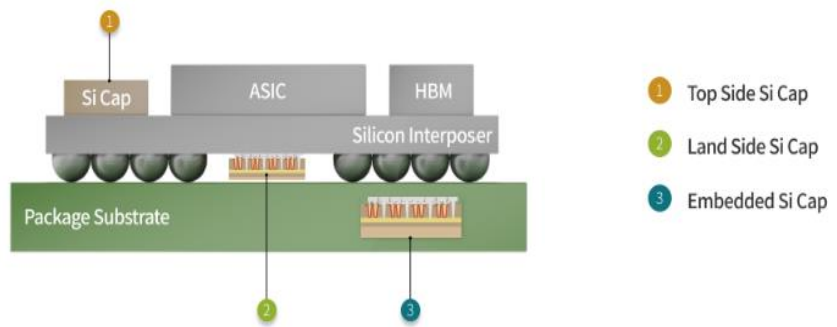
자료 : SK 증권

삼성전기 MLCC 가동률 추이 및 전망



자료 : 삼성전기, SK 증권

실리콘캐패시터, 반도체&섭스트레이트 패키지 내 마운팅 위치



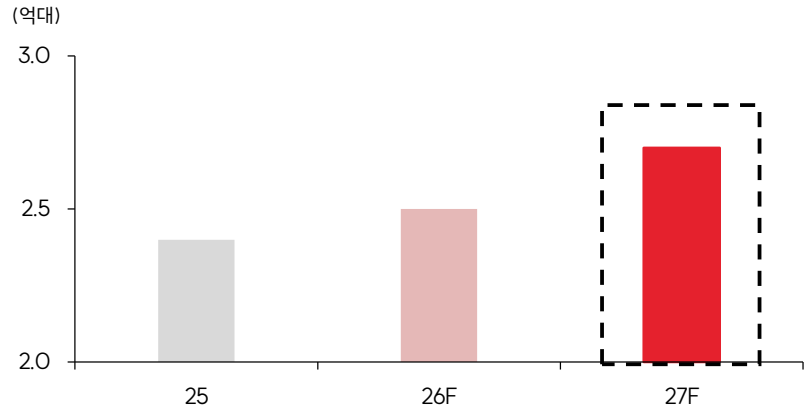
자료 : 삼성전기, SK 증권

캐패시터 비교: MLCC vs 실리콘캐패시터

Item	Structure	ESL	Magnetic Flux Cancellation	Current Loop
MLCC		60~80pH		
Silicon Capacitor		2 ↓		

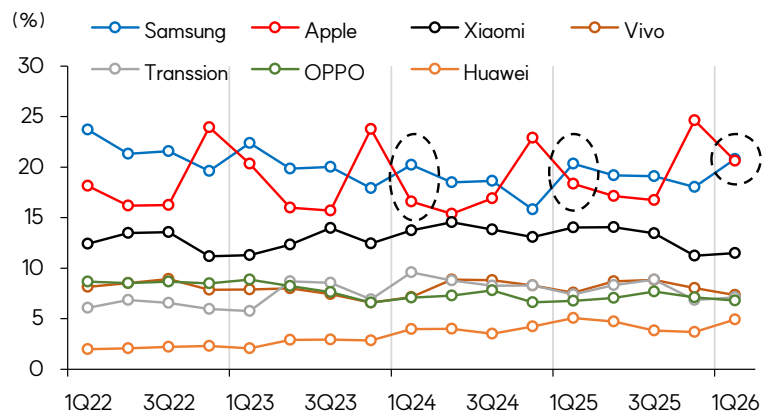
자료 : 삼성전기, SK 증권

북미 제조사, 스마트폰 생산계획



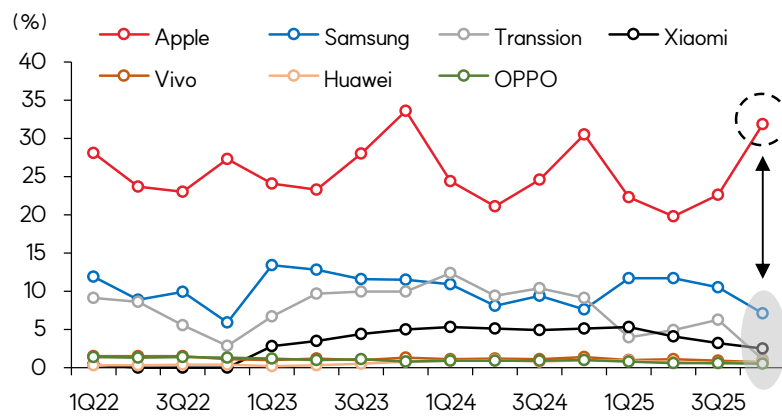
자료: SK 증권

글로벌 스마트폰 시장 점유율 추이



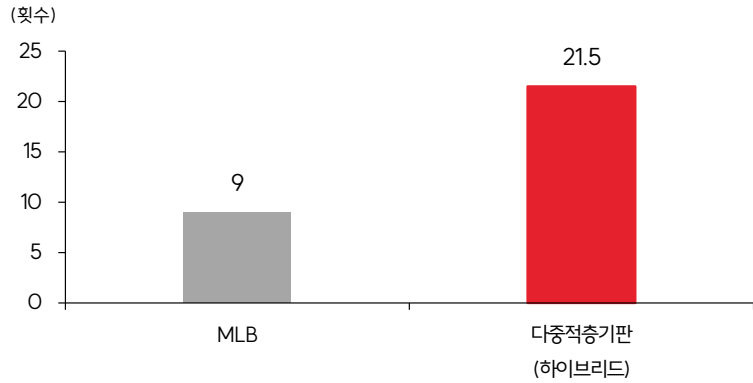
자료: 산업자료, SK 증권

글로벌 스마트폰 벤더 영업이익률 추이



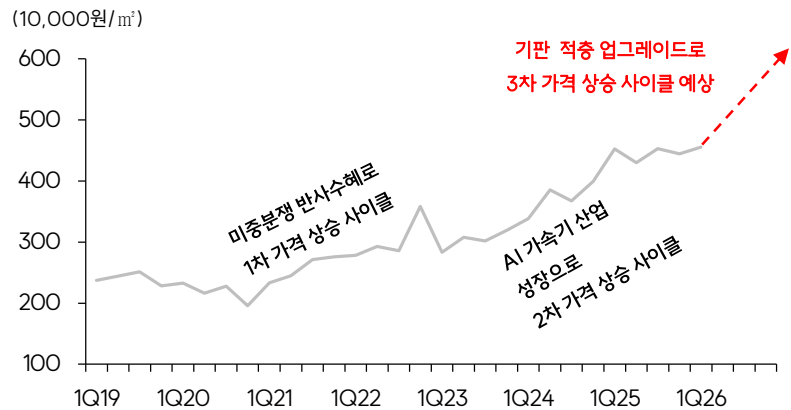
자료: 산업자료, SK 증권

이수페타시스 기판별 공정수 차이



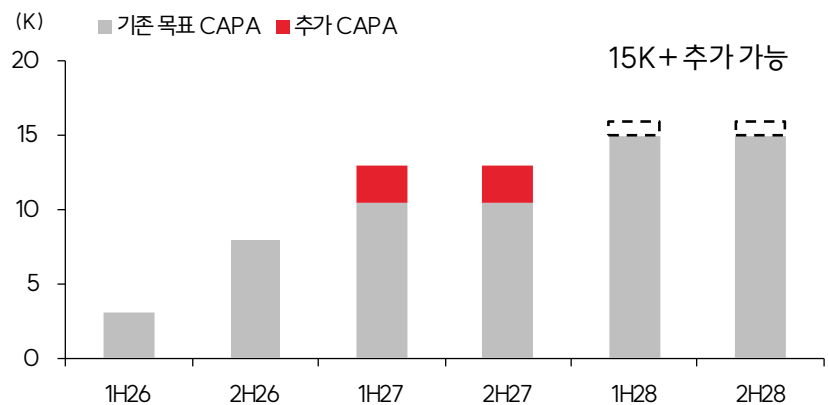
자료: SK 증권 / 주: 적층, 도금, 외층, VIA 공정 기준

이수페타시스 ASP(평균판매가격) 추이



자료: Dart, SK 증권 추정

이수페타시스 다중적층 목표 CAPA



자료: QuantiWise, SK 증권

배터리

업황의 핵심 변수는 가동률

IT하드웨어/배터리. 박형우
R.A 정영환
hyungwou@sksec.co.kr / 3773-9035

배터리: 업황의 핵심 변수는 가동률

배터리/IT 하드웨어. 박형우, R.A 정영환 / hyungwou@sks.co.kr / 3773-9035

2026년 상반기 배터리 업종은 ESS 모멘텀과 흑자전환 기대로 반등 흐름이 견조했다. 중동 지정학 리스크에 따른 유가 상승이 전기차 수요 회복 기대로 연결되며 매수세가 집중됐다. 그러나 5월부터 반락했다. ESS 기반 실적 반등이 IT 기업 대비 불투명하고, 유가 상승에도 북미 EV 구매는 미진했다. 리튬·메탈 가격 반등도 셀메이커의 판가 전가가 어려운 국면에서 밸류체인 전반의 마진 압박으로 작용 중이다. 미국 EV 구매보조금 폐지의 영향도 지속되고 있으며, 한국 셀 3사의 글로벌 점유율은 25년 1분기 19%에서 26년 1분기 15%로 하락했다.

2026년 하반기에도 가동률이 핵심 변수다. 국내 셀 3사 캐파는 전년대비 18GWh 축소되고, 출하량은 ESS 효과로 10GWh 증가가 예상된다. 공급과잉 강도는 완화되나, 대다수 Peer들의 하반기 가동률은 40~70% 후반대에 머무를 전망이다. 가동률 반등 폭이 클 업체가 유망하며, 알루미늄박과 동박이 최선호다.

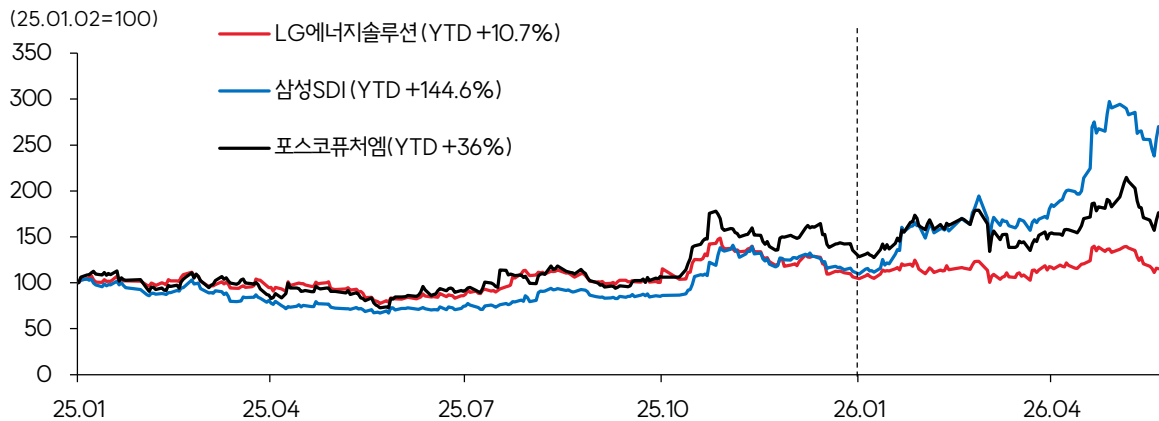
ESS 배터리 수요는 2024년 > 2026년(F), 2년 CAGR 약 27%의 고성장이 예상되며, 26~30년에도 글로벌 CAGR 약 20%, 미국 약 25%로 이어진다. 다만 EV 배터리 수요 전망치가 26년 기준 약 400GWh 하향된 반면 ESS 상향 폭은 100GWh 수준에 그쳐, ESS 성장만으로 EV 부진을 상쇄하기에는 한계가 명확하다. LFP 전환에서도 인산철(FP) 전구체 조달이 병목이다. 원료는 중국이 쥐고 있고 가격은 고객이 누르는 구조에서, 국산화 없이는 LFP 사업의 수익성 자체가 성립하지 않는다. ESS 수익성도 자명하지 않다. EV 셀 캐파의 ESS 전환 여력, 미가동 캐파의 추가 가동 여력을 감안하면 셀 3사 간 가격 경쟁이 심화될 수 있다. ESS 고객사들의 AMPC 웨어링 요구도 수익성 부담으로 작용한다.

중국과의 격차는 점유율을 넘어 기술 영역으로 확장되고 있다. CATL은 올해 하반기 양산 소듐배터리의 첫 차량 탑재를 목표로한다. LFP에서 한 발 늦었던 패튼이 소듐배터리에서 반복될 경우, 격차는 점유율 차원을 넘어 케미스트리 자체의 격차로 굳어질 수 있다. 중국의 추격 속에서도 ESS·AI 등 신규 모멘텀으로 EV 부진을 상쇄할 수 있는 기업을 선별해야 한다.

26년 상반기 리뷰: ESS 모멘텀에도 문제는 실적 : ESS 모멘텀 확대 vs 상대적으로 미진한 실적개선 강도

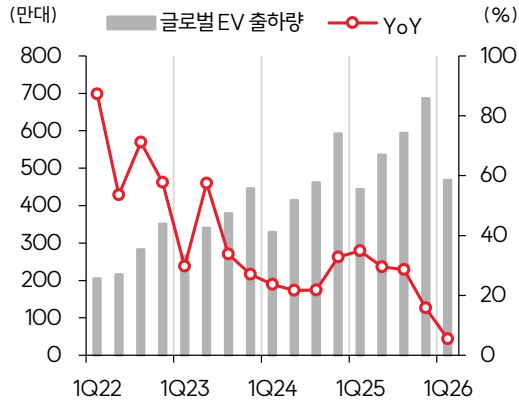
배터리 기업들의 주가는 연초부터 특히 턱어라운드 기대가 높았던 삼성 SDI, 엘앤에프 등을 중심으로 반등 흐름이 견조했다. 나아가 중동 지정학 리스크에 따른 유가 상승이 전기차 수요 회복 기대감으로 연결되며 흑자전환 예상 기업에 저점 반등 매수세가 집중됐다. 그러나 5월부터는 다시 반락했다. ① ESS 등 AI 유관 성장 모멘텀을 기반으로 한 실적 반등이 IT 기업들에 비해 상대적으로 불투명하기 때문이다. ② 유가 상승에도 북미 소비자들의 전기차 구매는 미진했다. ③ 리튬 및 메탈 가격이 반등하고 있지만, EV 수요가 부진한 국면에서 셀메이커는 판가 전가가 어렵고 OEM도 차량 가격 인상을 단행하기 부담스러운 구간이다. 결국 원가 상승분이 밸류체인 전반의 마진 압박으로 작용하고 있다. ④ 미국에서의 EV 구매보조금 폐지는 여전히 K-배터리 수요의 불확실성을 키우고 있다. ⑤ 한국 셀 3사의 글로벌 점유율은 25년 1분기 19%에서 26년 1분기 15%로 하락세가 이어지고 있다.

2026년 배터리 대형주 주가 추이



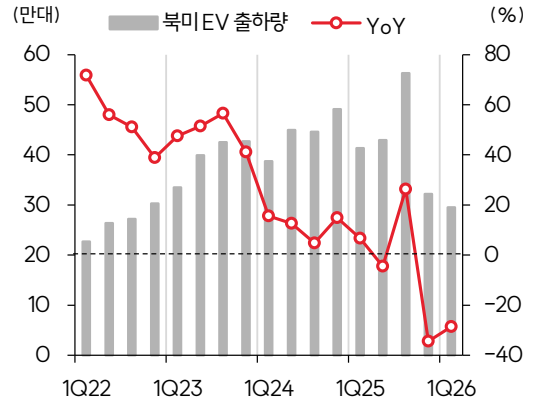
자료: QuantiWise, SK 증권

글로벌 EV 출하량



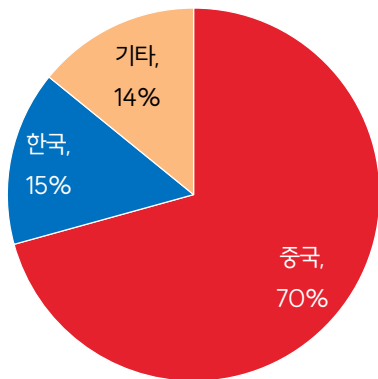
자료: Marklines, SK 증권

북미 전기차 출하량



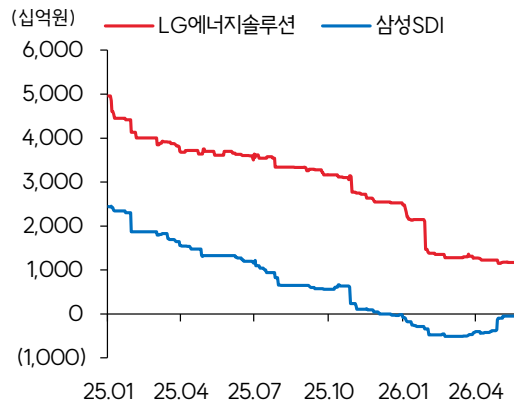
자료: Marklines, SK 증권

글로벌 EV 배터리 점유율 (26년 1분기)



자료: SK 증권

2026년 대형주 영업이익 컨센서스 추이



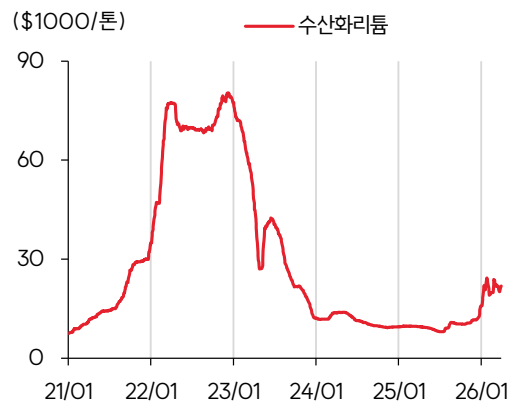
자료: Quantwise, SK 증권

탄산리튬 가격 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

수산화리튬 가격 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

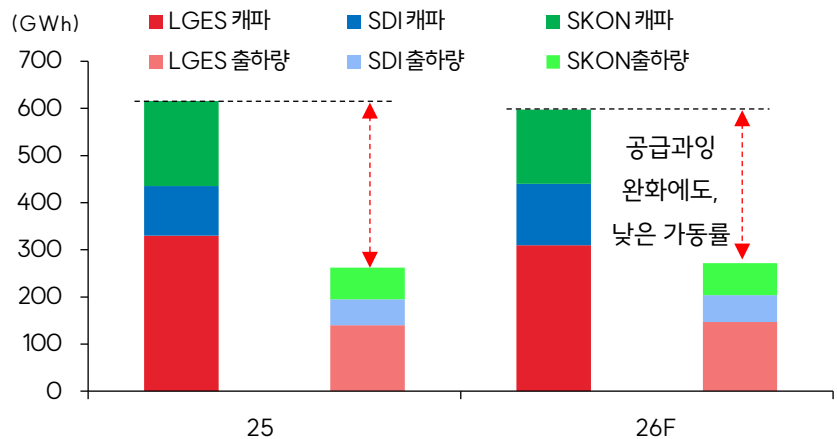
26년 하반기 전망: IT 제조업 수익성의 핵심은 가동률

1) 2026년에도 공급과잉 강도 완화. 그러나 저조한 가동률

배터리 산업 내 국내 셀메이커 3사는 설비 확장 속도 조절에 고심 중이다. LG 에너지솔루션은 전기차용 캐패를 ESS로 전환하고 신규 증설 라인들의 가동 시점을 연기하고 있으며, SK 온은 북미 및 중국 내 캐패 40GWh 이상을 JV 파트너에 양도했다. 이에 따라 국내 셀 3사의 2026년 생산능력은 전년대비 18GWh 줄어드는 데 반해, 출하량은 ESS 효과 등으로 10GWh 늘어난다고 가정했다. 즉, 공급과잉이 전년대비 완화되기 시작한다. 저점반등에 대한 요건은 갖췄다고 판단한다.

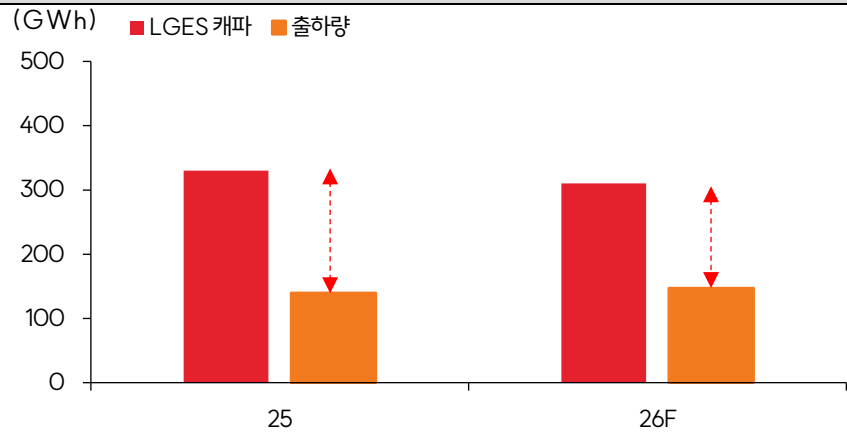
다만 IT 제조업의 핵심은 가동률이다(배터리도 IT 부품이다). 올해도 가동률 회복이 미미하다. ESS에서의 증분을 고려해도 대다수의 하반기 가동률은 40~70% 후반대 수준에 머무를 전망이다. 하반기 가동률 반등이 가장 가파를 영역에 주목해야 하며, 셀메이커보다는 배터리 소재사·장비사가 유망하다. 그 중에서도 알루미늄박과 동박이 최선호다.

글로벌 출하량 성장률



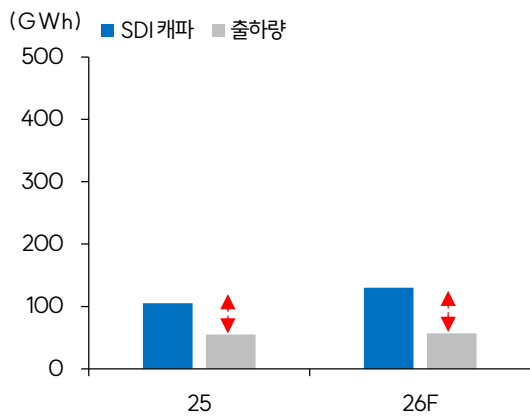
자료: 산업자료, SK 증권 추정

LG 에너지솔루션, 배터리 수급 전망



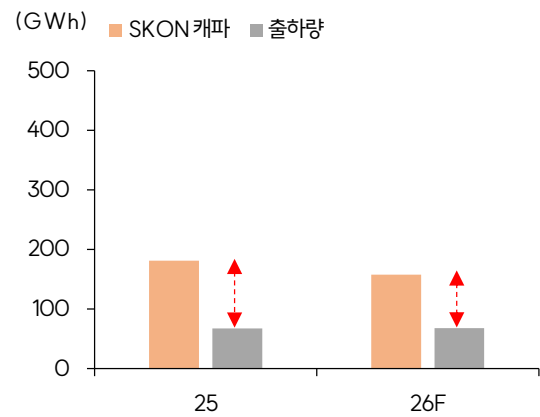
자료: 산업자료, SK 증권

삼성 SDI, 배터리 수급 전망



자료: 산업자료, SK 증권

SK On, 배터리 수급 전망

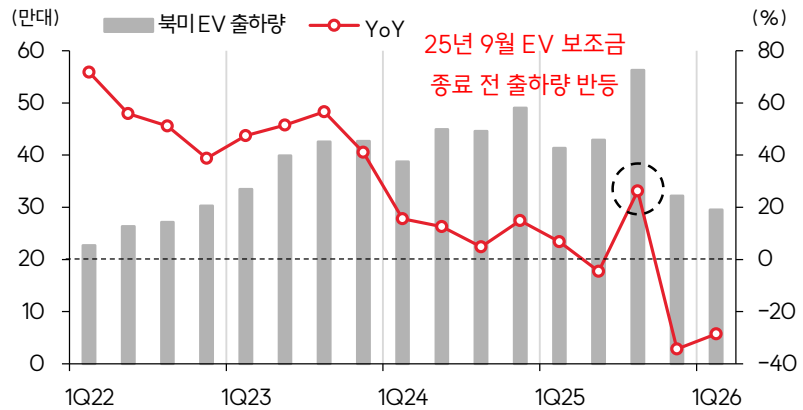


자료: 산업자료, SK 증권

문제는 북미 EV 시장

국내 셀메이커의 가장 큰 문제는 미국 EV 출하량 둔화다. 미국 트럼프 행정부는 25년 9월말 전기차 구매보조금(7,500 달러) 지급을 종료했다. 보조금 종료 직전 GM·포드·현대차 등 주요 OEM의 막판 출하 압박을 마지막으로, 미국 전기차 출하량은 부진한 상황이다. 26년 북미 전기차용 배터리 수요는 전년대비 약 20% 감소가 전망된다. 현재 GM 등은 상반기에 이어 하반기에도 극히 낮은 배터리 및 소재 수요를 제시하고 있다. 다만, 빠르면 하반기 중 주문 재개가 반등 모멘텀으로 작용할 가능성에 주목한다.

북미 EV 출하량 추이



자료: Marklines, SK 증권

미국 EV 보조금 폐지 관련 주요 타임라인

일시	내용
2025-01-20	트럼프, 취임 직후 '미국 에너지 촉진' 행정 명령으로 EV 의무화 폐지 선언
2025-05-12	미 하원 세입위원회, OBBBA 법안 초안 발의: EV 보조금 2025년 말 종료 포함
2025-05-18	미 하원 예산위원회, 법안 논의 후 초기 부결 후 재논의 및 가결
2025-05-22	미 하원, OBBBA 법안 표결 통과: EV 보조금 2025년말 종료 포함
2025-06-03	미 상원 재정위원회, EV 보조금 종료 초안 발표 및 채택 (법안 통과 후 180일 이내)
2025-06-28	미 상원, 최종 초안 발표: EV 보조금 2025년 9월 30일 종료로 합의
2025-07-01	미 상원, OBBBA 법안 가결: EV 보조금 2025년 9월 30일 종료
2025-07-03	미 하원, 상원 OBBBA 수정안 수용 및 재표결 가결
2025-07-04	트럼프, OBBBA 법안 서명으로 최종 발효: EV 보조금 2025년 09월 30일 종료
2025-09-30	북미 EV 보조금 실효 종료
2025-10-01	취득한 EV는 원칙적으로 연방 EV 세액공제 적용 불가. 단, 2025년 9월 30일 이전 구속력 있는 구매계약 및 지급이 있으면 일부 인정

자료: 각 사, 언론종합, SK 증권

2) ESS의 잠재력과 한계

ESS 시장 성장세 전망

ESS 배터리 수요는 2024년 230GWh > 2025년 288GWh > 2026년(F) 374GWh로 확대될 전망이다. 2년 CAGR은 약 27%로, 성장률이 15%를 밑도는 전기차용 배터리 시장과는 확연히 차별화된다. 고성장 흐름은 2026년 이후에도 이어질 것으로 보이며, 글로벌 ESS 시장은 2026~2030년 CAGR 약 20%, 미국 ESS 시장은 CAGR 약 25%로 전망된다.

그러나 이 성장세로도 EV 시장의 부진을 상쇄하기에는 부족하다. 전기차용 배터리 수요는 2025년 1,075GWh > 2026년 1,210GWh로 전망되는데, 이는 2년 전 전망 대비 각각 약 200GWh, 400GWh 낮아진 수준이다. 반면 ESS 시장 전망치는 26년 기준 약 100GWh 상향되었을 뿐이다. 결론적으로, ESS 시장의 빠른 성장에도 불구하고 EV 수요 둔화에 따른 배터리 전체 산업의 성장 공백을 완전히 메우기에는 부족하다.

글로벌 배터리 시장규모

(단위 : GWh)	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
배터리 시장규모, 글로벌	920	1,125	1,363	1,584	1,816	2,084	2,408	2,802
EV 배터리, 글로벌	750	895	1,075	1,210	1,367	1,545	1,761	2,026
ESS 배터리, 글로벌	170	230	288	374	449	539	647	776
ESS 배터리, 미국	15	37	54	81	101	127	158	198
배터리 시장 성장률 (YoY), 글로벌	43%	22%	21%	16%	15%	15%	16%	16%
EV 배터리, 글로벌	43%	19%	20%	13%	13%	13%	14%	15%
ESS 배터리, 글로벌	42%	35%	25%	30%	20%	20%	20%	20%
ESS 배터리, 미국	-	147%	46%	50%	25%	25%	25%	25%

자료: SK 증권 추정

LFP의 진짜 병목, FP 전구체

LFP 양극재 사업의 성패는 인산철(FP) 전구체 조달/국산화에 달려 있다.

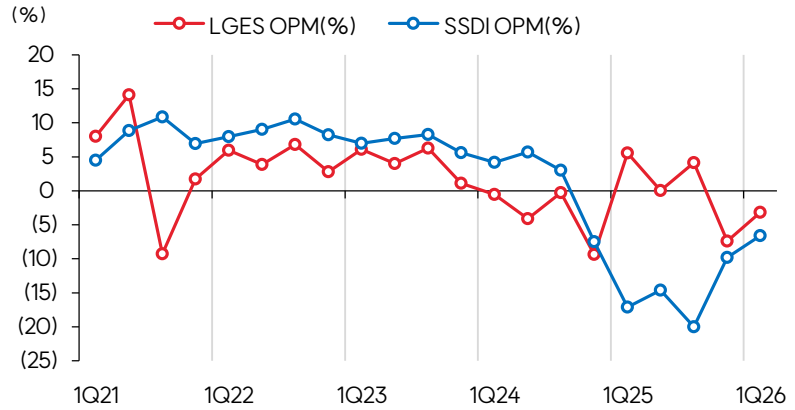
ESS 고객사들에 이어 전기차 고객사들도 국내 셀메이커와 양극재 업체들에 LFP를 요구한다. 배터리의 가성비 외에도 단가 인하의 수단으로 국내사들의 비주력 품팩터를 주문할 가능성도 배제할 수 없다. 중국과 경쟁하기 위해서, 글로벌 OEM 내 점유율을 높이기 위해서는 LFP 배터리 공급이 불가피하다.

문제는 인산철(FP) 전구체의 조달이다. 국내 셀·양극재에 사용되는 FP 전구체는 대부분 중국에서 조달된다. 중국 정부의 수출 통제 강화 가능성을 배제할 수 없으며, 중국 전구체 기업들 역시 자신들이 과점하는 소재를 낮은 단가에 공급할 이유가 없다. 반면 셀메이커들의 고객사인 자동차 OEM과 ESS 업체들은 단가 인하를 요구하는 상황이다. 원료는 중국이 쥐고 있고, 가격은 고객이 누르고 있다. **국산화 없이는 LFP 사업의 수익성 자체가 성립하지 않는다.**

ESS 수익성 불확실성 : 수주 눈치 게임

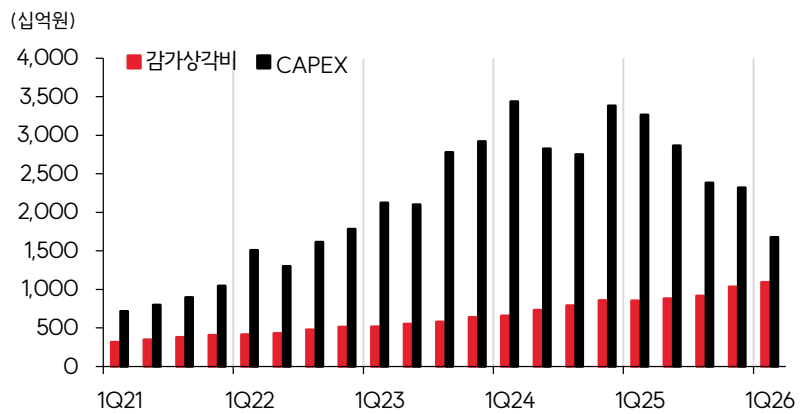
ESS 배터리의 두 자릿수 영업이익률은 담보된 약속이 아니다. 일각에서 ESS 배터리는 EV 용과 달리 10~20%대 고수익성이 가능하다고 주장하나, 높은 영업이익률을 확신하기 어렵다. ① 문제는 ESS와 EV 배터리 셀의 근간이 다르지 않다는 것이다. EV 셀 캐파는 ESS 캐파로의 전환 여력을 의미한다. 국내 셀 3사는 모두 북미에 대규모 추가 가동 여력을 보유하고 있다. 미가동 상태로 감가상각이 본격 반영되지 않은 캐파다. 즉, 셀 3사 간 가동률 확보를 위한 수주 경쟁이 심화될 수 있음을 의미한다. 가격 경쟁력 확보 여부가 수주의 결정 변수가 될 가능성이 높다. ② 또한 상당수의 ESS 고객사들은 전기차 OEM 들처럼 AMPC 웨어링을 요구한다. ③ 배터리 원가 상승 국면에서는 ESS 제품의 적정 수익성에 대한 재평가가 필요하다. **결국 ESS는 "성장하는 시장"이지 "수익이 보장된 시장"이 아니다.**

국내 배터리셀 영업이익률 추이



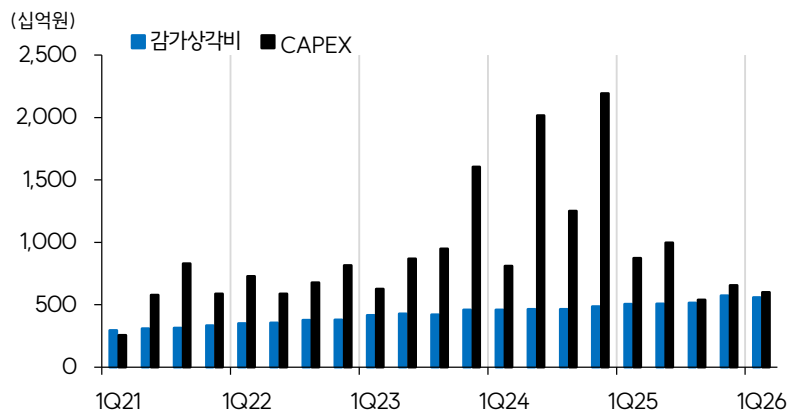
자료: Quantwise, SK 증권

LG 에너지솔루션 감가상각비 및 CAPEX 추이



자료: Quantwise, SK 증권

삼성 SDI 감가상각비 및 CAPEX 추이



자료: Quantwise, SK 증권

3) 한국 배터리를 압도하는 중국 : 소듐배터리로 전장의 이동

〈중국 배터리의 위협〉
원가/판가 경쟁력을 넘어
성능으로 차별화하고
신규 폼팩터 전환 시도

전장은 LFP 에서 소듐배터리로 옮겨가고 있다. K 배터리는 새로운 영역에서 또 한 발 늦어서는 안 된다.

중국과의 격차는 점유율에서 먼저 드러난다. 24 년 글로벌 전기차 배터리 시장에서 중국의 점유율은 60% 후반대였으나, 현재는 70% 후반대로 올라섰다. 한국 업체들의 주요 고객사 내 입지가 그만큼 좁아지고 있다는 뜻이다.

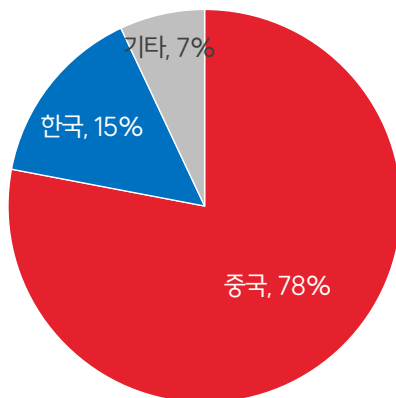
더 우려스러운 부분은 소듐배터리 영역이다. CATL은 올해 하반기 양산 소듐배터리의 첫 차량 탑재를 목표로 하고 있다. 소듐배터리는 리튬·코발트·니켈 의존도를 낮춘다는 점에서 이점이 크다. 안전성·수명·원가가 중요한 ESS 시장에서도 적합도가 높다. 반면 국내 셀메이커의 소듐배터리 양산 시점은 LG 에너지솔루션 기준 수년 뒤로, 최소 3~4 년의 시차가 존재한다. LFP 에서 한 발 늦었던 패턴이 소듐배터리에서도 반복된다면, 격차는 점유율 차원을 넘어 케미스트리 자체의 격차로 굳어질 수 있다.

소듐이온배터리



자료: CATL, SK 증권

국가별 배터리 산업 내 점유율 (2025 년)



자료: 산업자료, SK 증권

배터리 비교: 삼원계, LFP, 소듐배터리

항목	삼원계 (NCM/NCA)	LFP	소듐배터리 (Na-ion)
무게 밀도 (Wh/kg)	220~300	150~220	100~160
부피 밀도 (Wh/L)	600~750	300~450	200~300
안전성	낮음	높음	중간~높음
원가	높음	중간	낮음
상용화 수준	매우 높음	매우 높음	낮음 (중국은?)

자료: 산업 자료, SK 증권

4) 재무 안정성 점검

배터리 기업들에게 업황만큼 중요한 요소는 재무 안정성이다. 지난 5년간 대규모 투자가 이어졌지만, 현금 유입은 이에 미치지 못해 차입 부담이 누적된 상태다. 일반적으로 IT 하드웨어 기업의 재무구조를 점검할 때는 부채비율·순차입금을 많이 본다. 이는 대부분의 IT 기업들이 자산·부채 구조가 비교적 안정적이기 때문이다. 그러나 배터리 기업들은 부채 성격이 다르기 때문에, 단순한 부채비율보다 단기차입금비중·차입금의존도가 기업의 상황을 보여주는 더 적나라한 지표가 된다.

① 단기차입금비중은 1년 내 만기가 도래하는 차입금(대출·사채)의 비중이다. 단기차입금비중이 높을수록 롤오버(roll-over) 부담이 크고, 업황 둔화 시 현금흐름 리스크가 확대된다.

② 차입금의존도는 자기자본 대비 총차입금의 비중이다. 실제로 기업이 감당해야 하는 차입 규모의 무게를 의미한다. 일반적인 IT 하드웨어 기업은 차입금의존도가 30%를 넘어가면 경계영역으로 판단한다. (애널리스트 의견)

배터리 재무 (1)

백만 USD, % / 주 : 2025 CY 기준

구분	기업명	부채총계	부채비율(%)	자본총계	현금	단기금융상품	유동비율(%)	순차입금규모	순차입금비율
배터리	CATL	86,392	163	53,086	45,016	8,440.8	160	-24,270	-46
	BYD	89,452	242	36,992	9,833	9,115.9	79	2,028	5
	LGES	26,187	129	20,299	2,615	0.3	110	12,968	64
	Panasonic	31,372	94	33,326	4,790	N/A	124	6,517	20
	삼성 SDI	12,936	79	16,318	1,249	69.3	89	5,538	34
	SK 이노베이션	47,919	190	25,194	10,875	74.2	104	17,194	68
양극재/ 음극재	LG 화학	37,354	115	32,611	6,854	864.2	124	15,690	48
	Ningbo	3,207	103	3,124	221	308.5	131	2,206	71
	포스코퓨처엠	1,984	142	1,396	358	0.0	72	1,329	95
	에코프로비엠	3,663	118	3,107	822	250.8	100	1,521	49
	에코프로	3,741	202	1,852	149	0.0	102	2,194	118
	Hunan	2,936	134	2,191	357	172.7	154	1,192	54
	BTR(Lopal)	8,436	316	2,666	1,829	0.0	136	1,506	56
	Umicore	3,171	96	3,287	240	0.0	107	2,057	63
	엘앤에프	1,701	363	469	265	0.8	65	952	203
	Ronbay	2,118	181	1,168	370	24.3	119	1,197	103
	Dynanonic	1,538	177	868	104	11.5	89	926	107
	코스모신소재	155	45	344	24	0.0	89	68	20
	대주전자재료	279	156	179	60	10.6	64	156	87
전해액/ 전해질/ 첨가제	엔켐	434	130	333	8	20.7	61	138	41
	천보	265	82	324	11	21.1	39	154	47
	동화기업	962	158	609	33	5.1	32	658	108
	덕산테크피아	374	507	74	28	44.5	36	60	81
동박	캠트로스	48	127	38	6	3.5	67	6	17
	SKC	3,264	233	1,402	542	182.8	73	1,861	133
	롯데에너지머티리얼즈	287	23	1,242	73	174.0	474	-173	-14
분리막	솔루스첨단소재	841	128	655	36	10.1	41	564	86
	창신신소재	3,081	79	3,894	321	7.2	105	1,926	49
	SK 아이이	1,240	69	1,801	283	0.0	89	857	48
알루미늄박	더블유씨피	728	117	619	12	0.0	36	642	104
	DI 동일	349	97	360	28	8.4	74	224	62
	삼아알미늄	162	107	151	2	0.0	117	135	90

자료: Bloomberg, SK 증권

배터리 재무 (2)

백만 USD, % / 주 : 2025 CY 기준

구분	기업명	차입금의존도	총차입금규모	장기차입금	단기차입금규모	단기차입비중	FCF	EBITDA	이자비용
배터리	CATL	60	31,889	11,687	16,628	52	12,593	13,749	381
	BYD	57	20,978	9,401	9,440	45	-13,430	16,041	355
	LGES	77	15,585	10,740	1,856	12	-4,505	3,541	575
	Panasonic	34	11,307	7,231	2,344	21	-1,190	4,124	N/A
	삼성 SDI	47	7,665	3,803	2,710	35	-1,601	268	221
	SK 이노베이션	113	28,510	15,760	4,986	17	-2,171	2,592	1,077
양극재/ 음극재	LG 화학	72	23,408	14,665	2,266	10	-3,819	4,529	857
	Ningbo	88	2,736	1,979	88	3	-1,079	166	43
	푸스코퓨처엠	122	1,699	629	598	35	-206	151	47
	에코프로비엠	84	2,610	1,027	1,319	51	-380	254	72
	에코프로	126	2,342	764	1,309	56	-551	539	29
	Hunan	79	1,721	1,122	217	13	-308	423	45
	BTR(Lopal)	125	3,335	2,634	657	20	345	1,454	137
	Umicore	70	2,297	754	823	36	32	464	83
	엘앤에프	260	1,220	262	541	44	-117	-50	82
	Ronbay	136	1,592	615	686	43	60	98	25
	Dynanonic	120	1,041	288	509	49	-201	-29	27
	코스모신소재	27	92	N/A	88	95	65	12	5
	대주전자재료	130	232	34	117	51	-9	26	7
전해액/ 전해질/ 첨가제	엔켐	57	189	22	91	48	-13	-37	24
	천보	58	188	42	67	36	-9	18	16
	동화기업	114	697	224	313	45	-53	34	35
	덕산테크피아	179	132	51	70	53	-36	-6	18
동박	캠트로스	42	16	0	3	22	-10	3	0
	SKC	185	2,588	1,260	814	31	-599	-84	118
	롯데에너지머티리얼즈	11	137	44	13	9	-52	-37	5
분리막	솔루스첨단소재	95	620	55	244	39	-177	0	18
	창신신소재	58	2,254	714	1,242	55	-124	413	48
	SK 아이이	65	1,171	760	117	10	-109	-74	23
알루미늄박	더블유씨피	107	661	450	126	19	-179	-47	19
	DI 동일	72	261	22	215	82	-42	12	9
	삼아알미늄	91	137	77	50	36	-60	-1	3

자료: Bloomberg, SK 증권

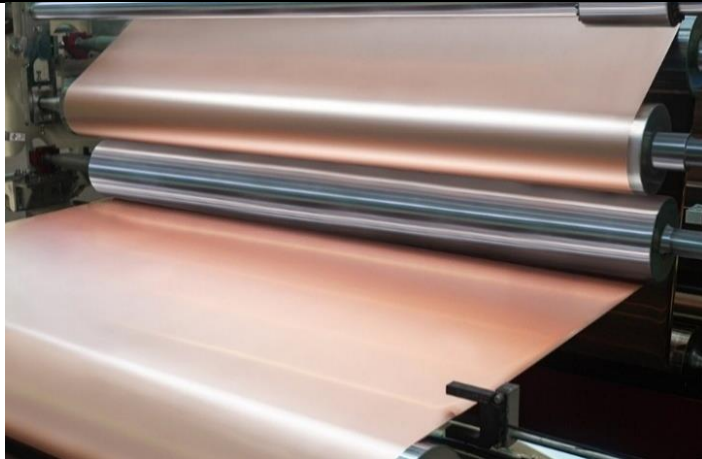
배터리 Peer Valuation											
(백만 USD, %, 배)			2025			2026F			2027F		
구분	기업명	시가총액	OPM	PER	PBR	OPM	PER	PBR	OPM	PER	PBR
배터리	CATL	279,845	17.4	27.0	5.4	18.3	19.3	4.5	18.9	15.7	3.8
	BYD	121,350	4.6	28.7	3.9	5.0	21.0	3.1	5.8	16.7	2.8
	LGES	62,554	5.7	N/A	4.6	4.8	650.3	4.6	10.0	54.2	4.2
	Panasonic	55,630	2.7	33.5	1.7	6.4	20.6	1.6	8.6	15.7	1.5
	삼성 SDI	34,447	-13.0	N/A	2.3	0.0	167.3	2.3	7.3	33.4	2.1
	SK 이노베이션	13,755	0.6	14.6	0.9	3.5	18.7	0.8	3.2	20.8	0.8
양극재/ 음극재	LG 화학	16,615	2.6	758.1	0.8	3.0	172.2	0.8	6.9	14.6	0.8
	Ningbo	14,361	1.1	N/A	5.3	2.9	512.2	5.3	3.9	248.6	5.2
	푸스코퓨처엠	14,428	5.7	530.9	12.5	3.8	445.9	12.7	5.3	195.0	12.0
	에코프로비엠	13,371	6.3	N/A	10.2	7.6	70.4	9.0	9.1	81.8	8.2
	에코프로	10,871	5.0	49.4	5.2	7.8	20.5	4.1	7.6	15.9	3.4
	Hunan	4,493	10.4	36.0	2.4	N/A	18.7	N/A	N/A	15.8	N/A
	BTR(Lopal)	7,463	5.3	16.4	2.8	17.9	15.9	2.5	13.2	14.9	2.3
	Umicore	4,874	6.3	54.1	1.5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	엘앤에프	4,299	-7.3	N/A	9.1	5.7	1299.7	10.7	5.1	76.5	9.0
	Ronbay	3,458	-0.4	N/A	2.9	2.6	56.6	2.7	3.4	39.1	2.6
	Dynanonic	2,806	-10.2	N/A	3.8	3.8	47.6	3.6	5.2	31.4	3.4
	코스모신소재	1,265	0.5	N/A	3.7	2.7	N/A	N/A	4.6	N/A	N/A
	대주전자재료	1,713	8.1	190.2	9.9	11.1	101.9	9.4	11.6	60.9	8.2
	전해액/ 전해질/ 첨가제	엔켐	553	-25.1	N/A	1.8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	천보	418	2.8	N/A	1.4	-5.6	N/A	1.5	5.4	87.5	1.5
	동화기업	338	-1.7	N/A	0.6	-0.5	N/A	0.6	3.0	100.4	0.6
	덕산테크피아	307	-36.3	N/A	4.0	3.1	N/A	N/A	8.8	N/A	N/A
	캠트로스	119	1.8	N/A	2.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
동박	SKC	4,298	-16.6	N/A	7.4	-3.5	N/A	6.3	1.8	N/A	6.8
	롯데에너지머티	2,036	-21.4	N/A	1.8	-3.9	N/A	1.9	3.8	75.8	1.9
	솔루스첨단소재	459	-11.9	N/A	1.0	-5.3	N/A	1.4	6.3	22.3	1.3
분리막	창신신소재	10,179	5.7	437.6	2.7	13.0	40.6	2.5	18.2	21.9	2.3
	SK 아이이	1,108	-94.1	N/A	0.6	-87.4	N/A	0.7	-20.2	N/A	0.7
	더블유씨피	365	-115.2	N/A	0.6	-15.4	N/A	0.7	7.4	137.4	0.7
알루미늄박	DI 동일	377	-0.3	N/A	1.0	1.8	39.6	1.0	2.7	27.4	1.0
	삼아알미늄	922	-6.5	N/A	6.2	2.4	180.7	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, SK 증권

5) 동박: AI가 견인하는 회로박 쇼티지 (신사업)

동박 산업은 전체적으로 100% 이상의 공급과잉 상태다. 이는 중국과 한국 업체들이 전지박 중심으로 과도한 캐파를 구축한 데 따른 결과다. 반면, 기판용 회로박에서는 흐름이 달라지고 있다. 회로박은 중국을 제외하면 글로벌 제조사가 5개 내외로 제한된 과점 시장이며, 전지박과 달라 생산라인 전환도 쉽지 않다. ESS 배터리용 동박은 EV 용과 동일하기에 공급과잉 시장이다. 반면, 회로박은 기판 수요가 확대될 경우 쇼티지가 장기화될 가능성이 높다. 실제로 기판 제조에 쓰이는 유리섬유, 금도금, 프리프레그 등 주요 소재 가격이 오르며 기판·소재군 전반의 수급이 빠르게 타이트해지고 있다. 결국 동박 캐파를 회로박으로 유연하게 전환할 수 있는 기업들에 구조적 기회가 열리고 있다.

하이엔드 동박 (회로박)



자료 : 롯데에너지머티리얼즈, SK 증권

AI 기판 밸류체인 : 동박 > CCL > MLB 기판 > 빅테크 & 서버/네트워크

동박

- 롯데에너지머티
- Mitsui
- 솔루스첨단소재 (매각예정)
- Furukawa
- Cotech
- ...

CCL

- Panasonic
- 두산전자
- EMC
- TUC
- ...

MLB

- 이수페타시스
- GCE
- TTM
- WUS
- Victory Giant
- Unimicron
- 대덕전자
- ...

고객사

- Nvidia
- Amazon
- Google
- Meta
- Intel
- AMD
- Arista
- Cisco
- Juniper
- ...

자료 : SK 증권

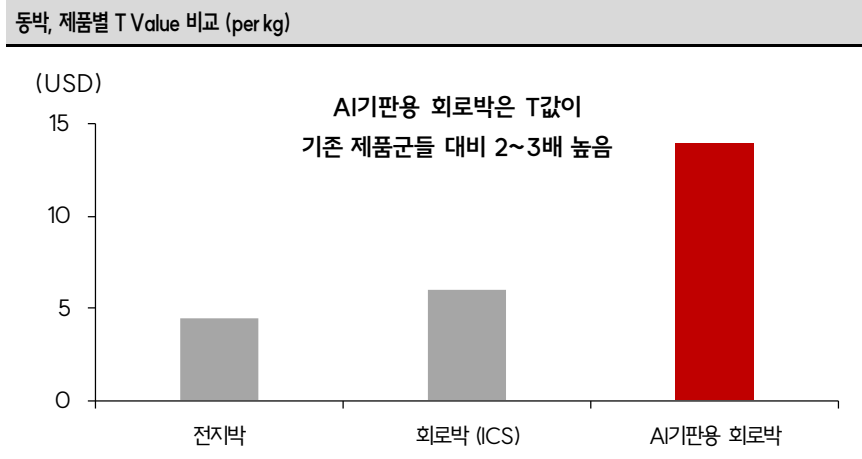
① MLB 용 회로박 시장은 2025년 1.5만톤 > 2028년 3.1만톤 > 2030년 5.4만톤으로 고성장이 전망된다. 이미 주요 회로박 업체들은 2026년부터 주문량이 보유 캐파를 넘어서는 상황에 진입하고 있다. 특히 AI 서버·네트워크 장비용 MLB 회로박의 ASP는 배터리 전지박이나 범용 메인보드용 동박 대비 3배 이상 높아 수익성 측면에서도 매력적이다.

② 반도체 패키징기판용 회로박 역시 주문이 증가하고 있다. 일부 기판 업체들은 4분기부터 회로박 확보에 어려움을 겪기 시작했다. 패키징기판용 회로박의 ASP는 범용동박 대비 10배 이상 높은 초프리미엄 시장으로, 수급 타이트 상황이 장기적으로 이어질 가능성이 크다. (주: ASP는 구리 원가를 제외한 T-Value 기준)

배터리 전지박 중심의 동박 기업들에게도 새로운 생존 전략이 열리는 국면이다.

동박 수급 현황				
대분류	중분류	App./Prodct.	수급현황	비고 (가동률)
회로박	HDI 용	범용	공급 과잉	중국 과점
		반도체용	공급 과잉	소재 탈중국
		모바일	공급 과잉	중국 과점
	FPCB 용	FCCL	공급 과잉	중국 과점
	MLB 용	HVLP	쇼티지 임박	소재 탈중국
		RTF	쇼티지 임박	소재 탈중국
패키징기판용	초극박	쇼티지 임박	미쓰이 독과점	
전지박	배터리용	EV	공급 초과잉	중국 vs K-3사
		ESS	공급 과잉	EV 용과 유사

자료: SK 증권



자료: SK 증권 추정

2026년 하반기 Top Picks

롯데에너지머티리얼즈 (020150/KS) – 'PCB/CCL 용 회로박' 라인전환 본격화

- 구리가격 상승, 환율환경, 제품믹스개선 효과가 본격 반영되고, 가동률은 하반기 중 80% 상회할 전망
- 배터리 전지박 주문 회복 + 기판 회로박 공급요청 급증이 ASP 반등을 이끌며 하반기 흑자 가능성이 높아진 상황
- 현재 전지박캐파 55,000 톤, 회로박 5,000 톤 중 전지박 15,000 톤을 상반기부터 회로박으로 전환
- PCB와 CCL 동박 국산화 벤더이며, 일본 과점 경쟁사(Mitsui)는 증설에도 공급 부족 예상. 국내사도 소극적인 상황
- 글로벌 고객사(PCB/CCL) 증설 사이클 도래하며, 국내 외 대만과 일본 CCL 에게도 유력한 회로박 조달처가 될 것

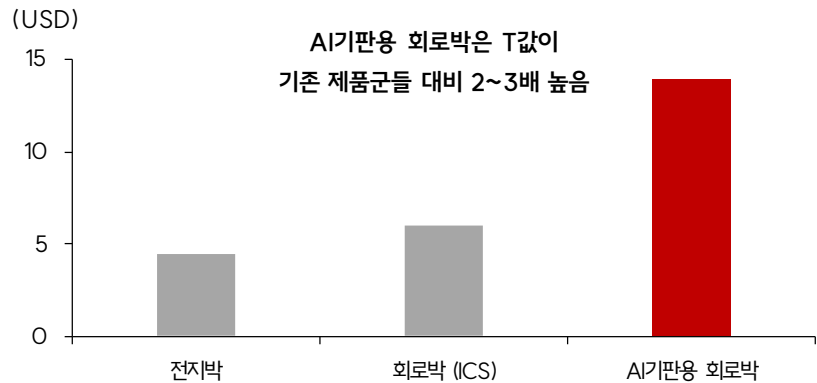
Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
현재주가	60,100 원	매출액	809	902	678	905	1,467	2,109
시가총액	3,147 십억원	영업이익	11.8	-64.4	-145	-27	101	223
		순이익	-32.5	6.3	-158	-24	103	225
발행주식 수	5,237 만주	EPS	-979	625	-3,252	-468	1,963	4,294
주요 주주		PER	N/A	173	N/A	N/A	30.6	14.0
롯데케미칼(외 12)	46.97 %	PBR	1.4	0.8	1.0	1.9	1.8	1.6
스틱스페셜	11.94 %	EV/EBITDA	33	12	N/A	56.2	18.5	10.6
외국인 지분율	9.36 %	ROE	%	-2	0	-11	-1.5	6.1

삼아알미늄 (000000/KS) – 하반기 가동률 상승. 셀메이커보다 소재사가 유망

- 자동차 OEM 과 배터리 고객사 부진에도 ESS 물량 급증으로 올해 하반기 가동률 90% 상회 전망
- 배터리 Peer(셀/소재/부품사)와 다르게 신속한 증설 요구. 대응가능 물량은 하반기 주문까지로, 캐파의 추가여력 필요
- 지난 하반기까지 지속된 가격 하락세가 멈추고, 2분기부터 업황 반등 시작. 배터리 산업 변화도 동사에게 긍정적 (LFP 양극재용 알박 제조는 기존 삼원계와 달리 후가공 공정 추가되어 일원화가 가능한 동사에게 유리)
- 신규 고객사 배터리 업그레이드 및 내재화도 알박 CAPEX 확대가 요구되는 상황 (핵심장비 부족: 알박용 압연기)

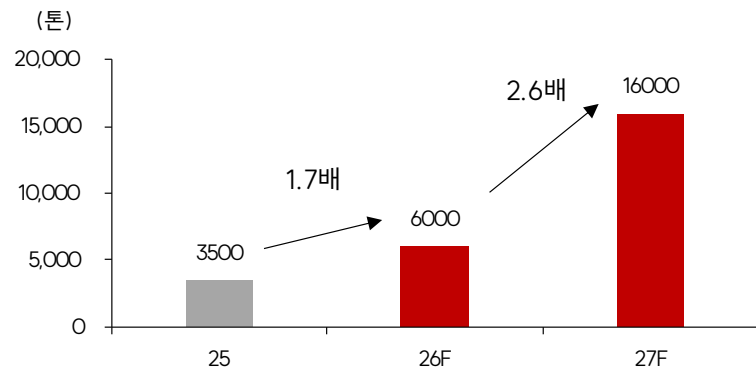
Company Data	투자지표	단위	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
현재주가	96,400 원	매출액	253	312	268	252	271	372
시가총액	1,458 십억원	영업이익	15	23	4	-10	-18	9
		순이익	12	17	3	-9	-25	8
발행주식 수	1,512 만주	EPS	1,105	1,564	236	-636	-1,692	507
주요 주주		PER	24	26	451.3	N/A	N/A	96.7
TOYO Aluminium	32.88 %	PBR	2.4	3.3	12.1	3.9	2.7	3.3
Toyota Tsusho	9.92 %	EV/EBITDA	13	17	11.8	31.0	N/A	N/A
외국인 지분율	37.83 %	ROE	%	10	13	268	252	271

동박, 제품별 T Value 비교 (per kg)



자료: SK 증권 추정

롯데에너지머티리얼즈, 회로박 전환 조기 추진



자료: 롯데에너지머티리얼즈, SK 증권

AI 기판 밸류체인 : 동박 > CCL > MLB 기판 > 빅테크 & 서버/네트워크

동박

- 롯데에너지머티
- Mitsui
- 솔루스첨단소재 (매각예정)
- Furukawa
- Cotech
- ...

CCL

- Panasonic
- 두산전자
- EMC
- TUC
- ...

MLB

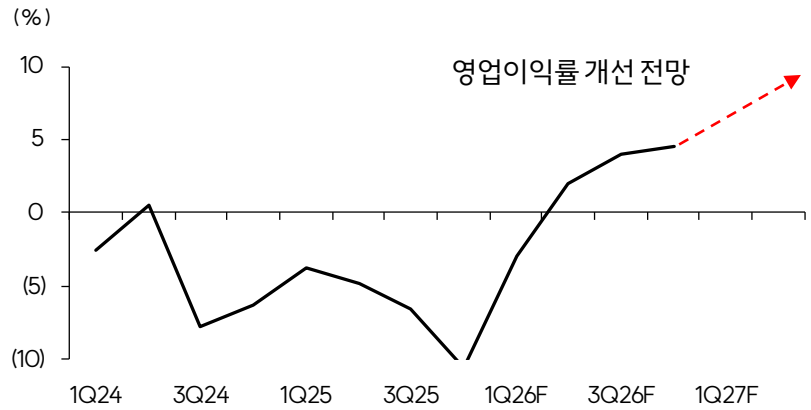
- 이수페타시스
- GCE
- TTM
- WUS
- Victory Giant
- Unimicron
- 대덕전자
- ...

고객사

- Nvidia
- Amazon
- Google
- Meta
- Intel
- AMD
- Arista
- Cisco
- Juniper
- ...

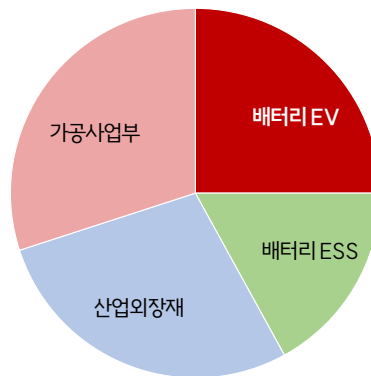
자료: SK 증권

삼아알미늄, 영업이익률 추이



자료: SK 증권

삼아알미늄 제품별 매출비중



자료: SK 증권

알루미늄 가격 트렌드



자료: TRASS, SK 증권

해외주식

Agent 확산기, 변하는 것에 주목

해외주식. 박제민
jeminwa@sks.co.kr / 3773-8884

해외주식: Agent 확산기, 변하는 것에 주목

해외주식. 박제민 / jeminwa@sks.co.kr / 3773-8884

상반기 Coding Agent 확산은 시작, 다른 서비스로 Agent 확산되며 Infra 변화에 주목

올해 AI 산업 변화의 핵심에는 'Coding Agent'의 부상'이 있다. 기업들의 전략 및 성과, 주식 시장 모두 개발자들이 Agent를 사용하기 시작하면서 따라 변화했다. 올해 출시된 Coding Agent들은 성능이 좋아졌을 뿐 아니라 자연어만 입력하면 일반인도 접근할 수 있게 범용성이 좋아졌다. 작년 9억명 이상의 고객을 모은 ChatGPT는 수익화에 대해 고민해야했지만 Coding Agent는 그렇지 않았다. 검색에는 돈을 내본적이 없는 소비자들이었지만 생산성 도구에는 기꺼이 지출이 이어졌다. 효과를 본 개인 개발자들이 먼저 월에 50만원~100만원씩 결제하기 시작하였고, 생산성 증가를 인식한 기업들도 직원들을 위한 AI 생산성 툴을 제공하는 추세가 지속 중이다.

주식 시장의 결론은 AI Infra로 귀결됐다. Coding Agent의 무서운 생산성 제공은 기업용 소프트웨어 기업(B2B SW)들에게 큰 위협으로 인식됐다. 클라우드를 임대하는 AI 모델사가 돈을 벌자 기업들의 Capex 지속성에 신뢰가 생겼다. SW는 어려워보였고, HW 투자는 계속될 것으로 보였다. 메모리, CPU, CPO, 전력 및 범용 반도체까지 다양한 인프라에서 쇼티지가 발생하거나 할 것으로 전망되고 있다. 관련 주가들이 차별적으로 상승 중이다.

Coding Agent 제품 확산세는 적어도 올해까지 지속될 것으로 보인다. 다음 수요처로 보이는 것은 1) 업무용 Agent 2) 소비자용 Agent이다. Claude가 대부분의 기업들에 보급되고 나면 이후에는 업무용 Agent로의 진화가 필요하다. 이를 위한 배포팀(FDE)의 확보에 AI 모델사들은 집중 중이다. 소비자용 Agent는 Shopping Agent가 하반기 출시될 예정이다. 아직까지 개인들은 '생산성 도구'로서 Agent를 활용하고 있으나 일상이나 놀이로써 Agent가 확산되지는 못한 상황이다. 두 변화 모두 Agent 수요를 크게 늘릴 것으로 보인다.

Coding Agent와 이어지는 업무용 Agent, 소비자용 Agent 모두 데이터센터(DC) 변화를 요청한다. Agent 보급에서 수혜를 볼 Infra, Cloud 기업들에 주목이 필요하다. Amazon과 Intel이 가장 적합한 플레이어로 판단된다. Intel은 서버용 CPU 수요가 증가하는 와중에 유일하게 자체 Fab을 통해 물량 대응이 가능한 플레이어다. Amazon은 Agent 전용 DC에서 가장 큰 해자를 발휘하여 OpenAI, Anthropic 모두에게 가장 낮은 원가로 가장 많은 양의 클라우드를 공급할 것으로 판단된다.

2026년 상반기 Review

1. Coding Agent 의 부상

Coding Agent 에 대한 수요가 상반기 두드러졌다. 코딩 AI 가 보조(Copilot, Tool)에서 동료(Cowork, Agent)로 전환되는 성능 개선이다. 작년 AI Labs 들의 매출을 B2C 챗봇이 담당했다면, 상반기부터 Coding Agent 활용을 위한 API 매출이 드라이버가 됐다.

2026년 Anthropic은 Claude Cowork 를, OpenAI는 Codex 5.3 를 App 으로 출시했다. 모두 코딩 특화 모델(Codex, Claude)을 사용자가 접근하기 쉽게 성능 및 UI/UX 를 개선한 Application 단계까지 제공한다. Codex 5.3 으로 성능 개선된 후 Codex macOS 앱은 출시 1 주일 만에 1M+ 다운로드를 기록하였고, 전체 Codex 사용자가 60% 증가했다. Claude Code는 연말 대비 사용자 다운로드 및 업데이트 수 가 129%, Codex는 1484% 증가했다.

주요 3사 코딩 서비스 Layer 정리

	모델	오케스트레이션 (CLE)	어플리케이션 (IDE, App)
Anthropic	Claude Opus/ Sonnet	Claude Code	Claude Cowork
OpenAI	GPT-Codex 5.3	Codex CLI	Codex macOS App
Google	Gemini	Gemini CLI	Antigravity

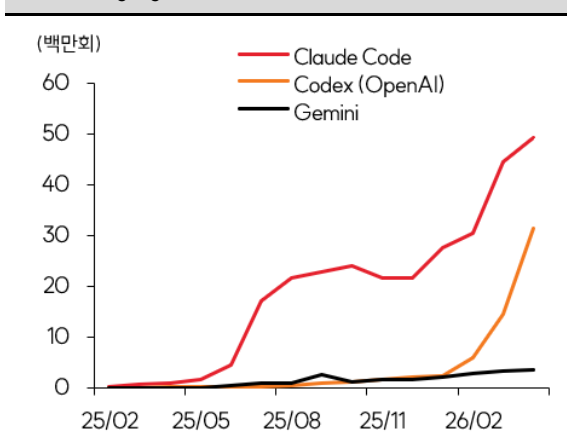
자료: SK 증권

Github 내 Claude Code 사용(commit) 횟수



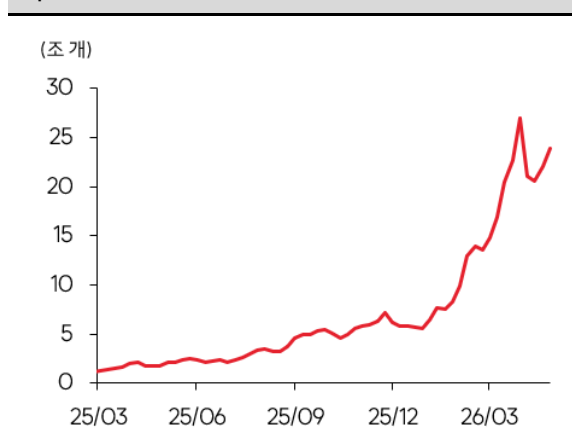
자료: Semianalysis, SK 증권

주요 Coding Agent 다운로드, 업데이트 횟수 추이



자료: NPMjs, SK 증권

OpenRouter Token 사용량 추이



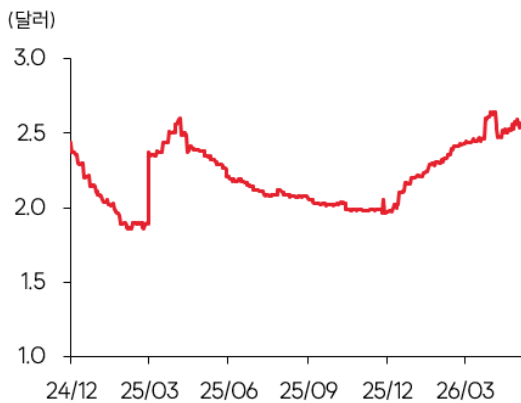
자료: OpenRouter, SK 증권

**Coding Agent 수요 강세에
이어 업무용 Agent 도입 추세**

추가로 1월 OpenClaw 가 크게 바이럴되며 코딩 봇 관심이 급증했다. Codex App, Claude Cowork 이 UI/UX 개선으로 개발자 코딩 접근성을 올렸다면 OpenClaw 는 메신저로 코딩 에이전트 접근이 가능해지면서 사용자들의 편의성을 극대화한 접근이었다. 로컬 에이전트 상시 구동 수요가 폭발하면서 미국에서는 맥 미니가 품절되는 사태로 이어졌다. 개인 개발자들의 Token 사용량을 추정해볼 수 있는 OpenRouter 의 Token 사용량은 연말 이후 4 배 이상 증가했다. 같은 기간 레거시 GPU 인 H100 의 대여 사용료 역시 20% 가량 상승했다. 두 수치 모두 급격한 수요 증가에 동행하여 움직인 것으로 판단된다.

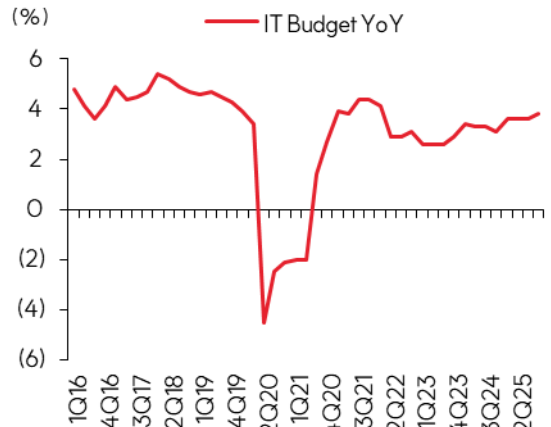
Coding Agent 이후 업무용 Agent 도래가 전망된다. 2023 년 ChatGPT 가 개인에게 바이럴된 이후 보안, 데이터 정렬, RAG 등 여러 개선들을 토대로 기업 도입이 이루어졌다. Coding Agent 역시 AI 제품으로서 B2B 판매를 촉진시키는 중이다. OpenAI 와 Anthropic 모두 기업용 Agent 도입을 위해 Palantir Like 모델 도입 인력을 채용, JV 를 설립 중이다. OpenAI 는 \$4B 초기 투자를 받아 Deployment Company 라는 자회사 출범, 이후 AI 컨설팅사인 Tomoro 를 인수하여 인력을 확보했다. Anthropic 역시 \$1.5B 규모 투자를 받아 Blackstone, H&F PE 의 포트폴리오에 applied AI 엔지니어와 파트너십 리소스를 파견하는 계약을 체결했다. 현재는 Coding Agent 의 성능으로 고객을 모집하고 있다면 향후에는 기업에게 직접적으로 AI 를 심어주고, data 를 정렬해주는 서비스를 선점하는 기업이 점유율을 확보하는 것에 유리할 것으로 판단된다.

H100 Rental Price 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

미국-유럽 기업 IT 예산 성장률 추이



자료: OpenAI, SK 증권

2. Coding Agent 수요 증가의 효과

Coding Agent 수요 급증은 AI 밸류체인 곳곳에서 다음 현상들을 만들어냈다.

Coding Agent 증가의 효과

- 1) AI Labs ARR 증가
- 2) SW 기업들의 감원
- 3) CSP 실적 개선 및 AI Capex 정당화
- 4) 광고 산업 낙수효과

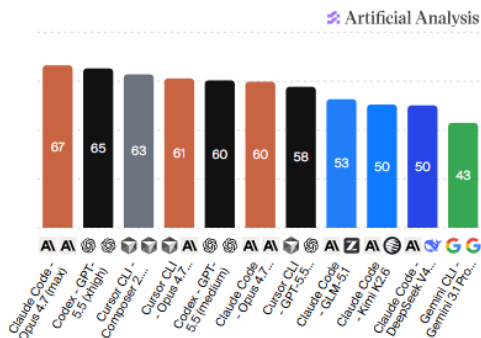
1) AI Labs ARR 급증

Chatbot 과 다르게 Coding Agent 는 사용량당 과금이 가능한 구조로 설계됐다. Anthropic 은 작년 12 월 대비 ARR(월 매출 x12)이 5.3 배, OpenAI 는 1.8 배 증가했다. Anthropic 은 매출 급증과 함께 GPM 이 기존 40%에서 70%를 상회하는 수준으로 급증했다. OpenAI 의 수익성도 개선됐을 것으로 추정된다. ChatGPT 사용자는 연말 WAU 9 억명 수준에서 아직 10 억명 달성과 관련된 얘기가 없다. 수익이 나는 Coding Agent 와 미래 사업인 업무용 Agent(Frontier Model)으로 사업을 집중하는 중이다.

주요 Coding Agent 성능 추이: 아직 차별화 존재

■ Coding Agent Index

Artificial Analysis Coding Agent Index · Higher is better

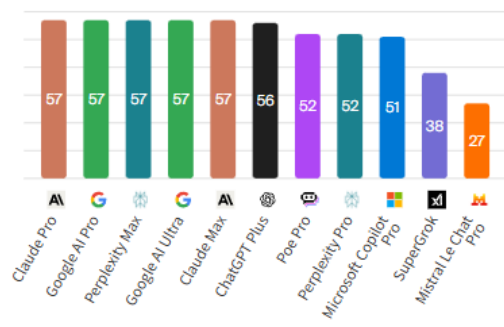


자료: Artificial Analysis, SK 증권

주요 LLM 성능 추이: 상위 모델들 유사

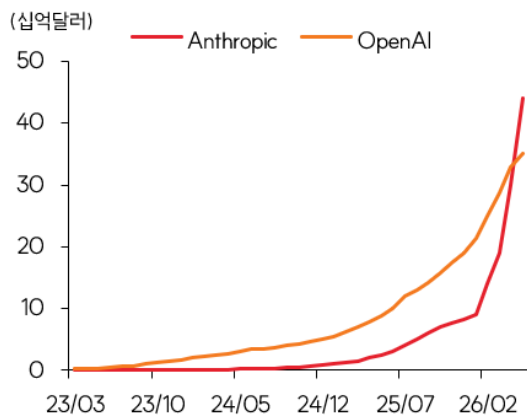
■ Intelligence of Paid Plans

Intelligence Index · Higher is better



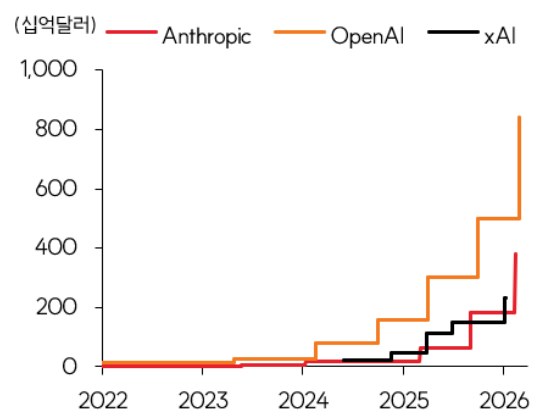
자료: Artificial Analysis, SK 증권

Anthropic, OpenAI ARR 추이



자료: 언론 종합, SK 증권

주요 AI Lab 기업가치 추이



자료: Epoch AI, SK 증권

2) SW 기업들의 감원

Coding Agent 를 위한 비용을 가장 적극적으로 지불한 개발자 업계, 즉 SW 업계에서 감원 랠리가 한창이다. Anthropic 의 ARR 상승이 전방의 이익률 상승으로 이어지며 정당화되는 초기 추세로 판단된다. Morgan Stanley 에 의하면 AI 도입 기업들은 최근 12 개월간 평균 순고용 -5%를 기록 중이다. Google 은 자사 Code 의 75%가 AI 를 통해 생산, Uber 는 코드 변경의 10%가 Agent 를 활용하고 엔지니어 95% 이상이 AI Tool 을 활용 중이라고 언급했다. Coinbase 는 AI 를 전사 시스템에 통합하면서 700명 (전체 직원의 14%) 감원 계획을 발표했다. Cloudflare 는 AI 사용량이 3개월 만에 600%+ 증가, 1,100명(전체 직원 20%) 감원한다고 발표했다. 내부에는 생산성이 100 배 상승한 직원도 존재한다고 밝혔다. Block 은 intelligence tool 을 직접적 이유로 거론하며 4,000명(전체 40%) 감원을 발표했다. Shopify 는 AI 도입으로 인해 영업/마케팅·R&D 비용 비중이 낮아지며 영업이익률 4%p 개선됐다고 언급했다.

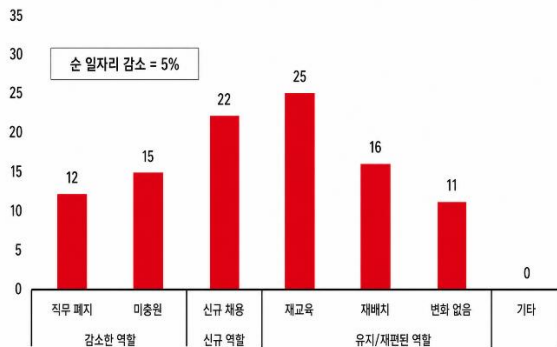
3) CSP 실적 개선 및 AI Capex 정당화

작년 하반기 Google(GCP), Microsoft(Azure), Amazon(AWS) CSP3 사들은 AI Capex 관련 투자자들의 의심을 받아야 했다. 대규모 증설을 통해 클라우드를 짓는다해도 가장 많은 서버를 사가는 OpenAI 의 수익화가 불투명했기 때문이다. 이제는 Anthropic 의 등장으로 서버 수요에 대한 강도, 지속성, 수익성이 모두 정당화가 가능해졌다. OpenAI 와 Anthropic 간 모델 경쟁으로 혼란 수요 또한 견조하다는 전망이 지배적이다. 클라우드 3사의 1Q26 매출액 성장률, 영업이익률, 수주잔고 모두 지난 분기 대비 상승하는 모습을 보였다. 일부 CSP 사업자들은 부품 가격 인상, 수요 증가로 Capex 를 상향하였으나 이제 ROIC, AI 버블을 의심하는 투자자들은 제한적이다. 추가적인 투자를 위한 채권 조달도 적극적이었다. 상반기에만 Meta 가 \$25B, Alphabet \$31B, Amazon \$51.5B 의 채권을 발행하였으며 추가적인 발행에 관한 논의도 지속 중이다.

4) 광고 산업 낙수효과

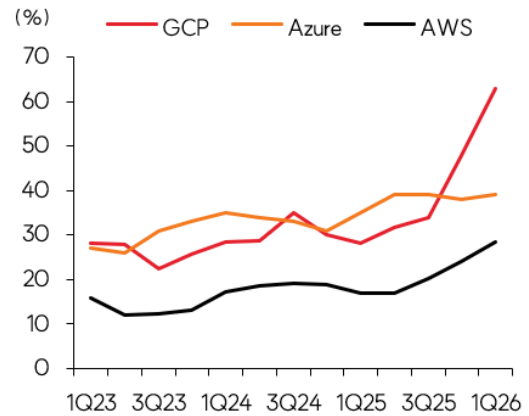
AI Labs 들의 관심이 챗봇에서 Coding Agent 로 이동하자, 빅테크들의 광고 사업부의 성장률이 상승했다. Google 의 경우 ChatGPT WAU 가 9 억명 이상임에도 구글링 횟수가 1Q26 역대 최대를 기록했다. Meta 와 Amazon 역시 앱의 방문 횟수, 노출 시간, 광고 적중률이 모두 성장 중이다. OpenAI 가 Chatbot 내 수익화에 집중했다면 일부 매출의 훼손이 가능했었을 것으로 추정된다.

최근 12개월 AI 도입 기업들의 고용 현황



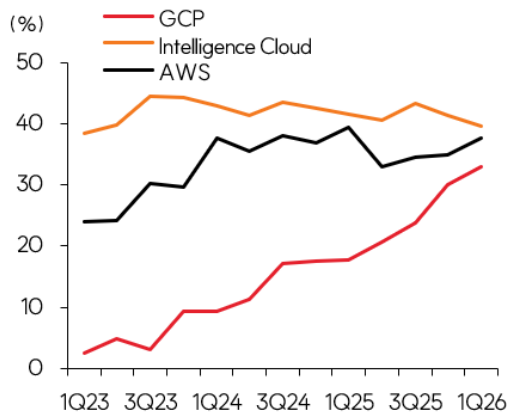
자료: MorganStanley, SK 증권

CSP 3사 매출액 성장률 추이



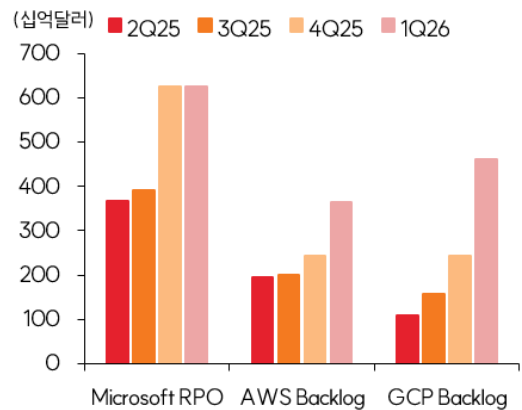
자료: Bloomberg, SK 증권

CSP 3사 영업이익 성장률 추이



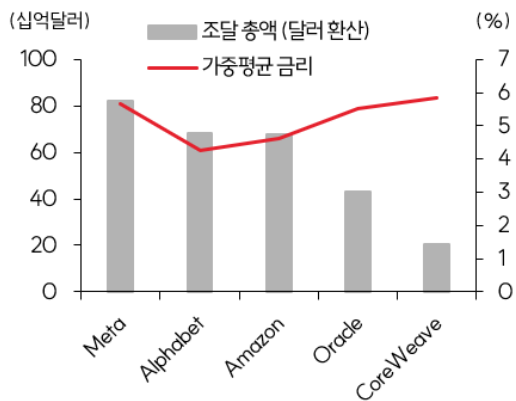
자료: Bloomberg, SK 증권

CSP 3사 수주잔고 추이



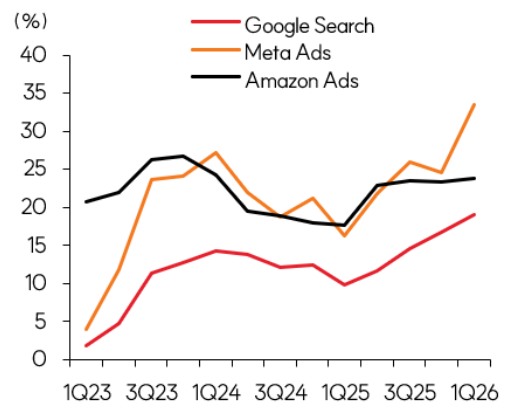
자료: 각 사, SK 증권 / 주: Microsoft는 비클라우드 매출 포함

2025년 이후 채권 발행 및 금리



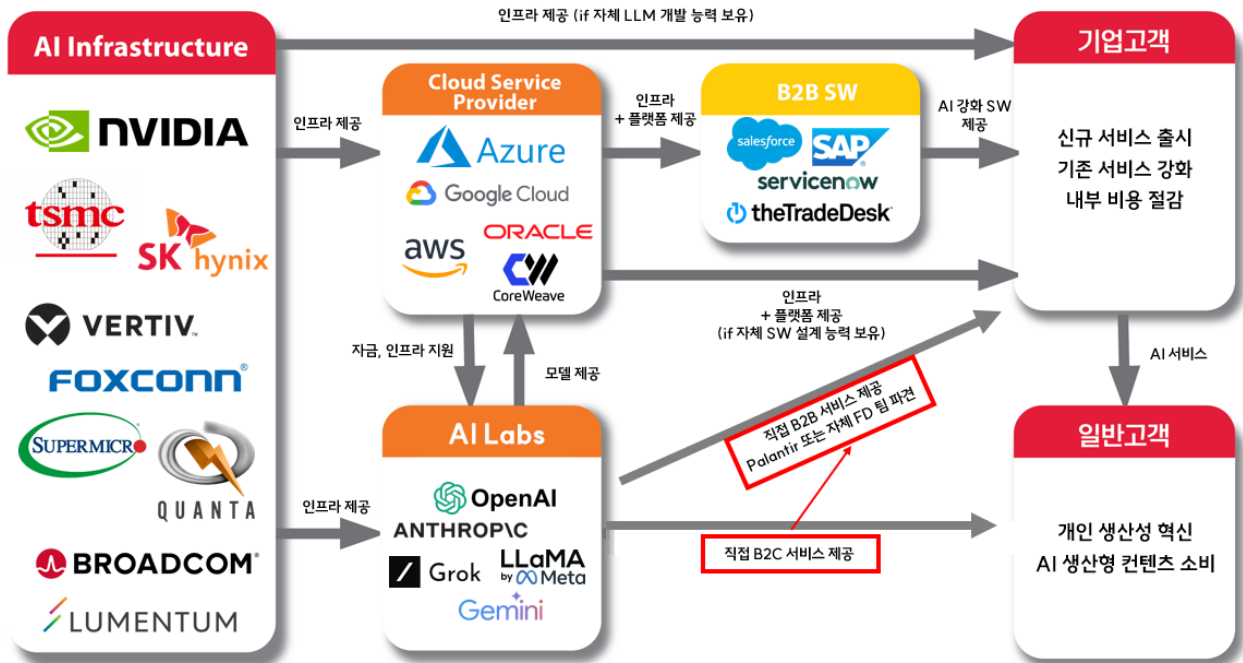
자료: 언론 종합, SK 증권

빅테크 광고 사업부 성과



자료: Bloomberg, SK 증권

AI 서버(GPU 서버) 밸류체인 흐름도



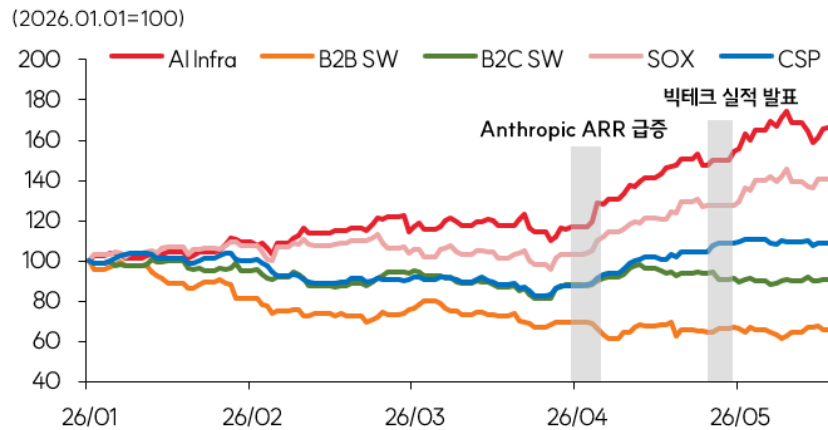
자료: SK 증권

3. 주식 시장은 Infra 집중 지속

Coding Agent 에 대한 주식 시장의 결론은 AI Infra

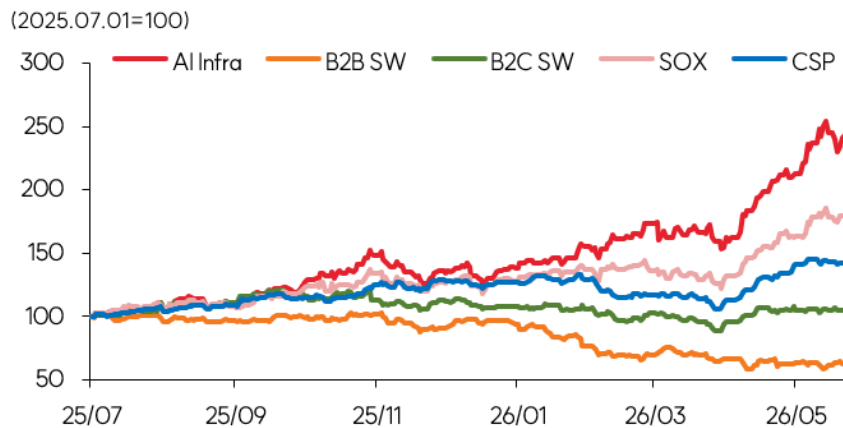
주식 시장에서 Coding Agent 수요 급증은 AI Infra 주식의 상승으로 연결됐다. AI Labs 의 수익화가 결국 빅테크 AI 의 ROIC 논란을 잠재우고 Capex 지속성을 높여줬기 때문이다. Anthropic 의 피해주 인식이 확산됐던 B2B SW 기업들의 주가는 하락세를 보였다. 뚜렷한 성과를 보여준 AI 서비스 상장사가 부재해 비상장 전방(OpenAI, Anthropic, xAI)의 확산과 경쟁을 위한 인프라 주식들이 상승했다.

2026년 이후 주요 AI 사업군별 주가 추이



자료: SK 증권 / 주: AI Infra = NVDA, AVGO, SKH, TSMC, VRT, ANET, DELL / B2B: PLTR, CRM, WDAY, NOW, ADBE, SAP / B2C: META, GOOGL, NFLX, RBLX, RDDT, SHOP

2026년 주가 추이 양상은 2H25 이후 양상의 극대화



자료: SK 증권 / 주: AI Infra = NVDA, AVGO, SKH, TSMC, VRT, ANET, DELL / B2B: PLTR, CRM, WDAY, NOW, ADBE, SAP / B2C: META, GOOGL, NFLX, RBLX, RDDT, SHOP

2026년 하반기 전망

하반기는 AI 산업은 1) Agent 확산으로 인한 Infra 변화 2) AI 서비스 사업자 두 가지에 주목한다. Infra 변화로는 프로세서 다각화와 CPU 부족을 주목한다. 서비스 사업자 중에서는 Google, Meta 등 소비자향 AI 서비스에 주목하며 Shopping Agent 활용을 주목한다. 나아가 하반기에는 현재 대표적인 AI 서비스 사업자인 OpenAI, Anthropic, SpaceXAI(구 xAI)의 상장이 예정돼 있다.

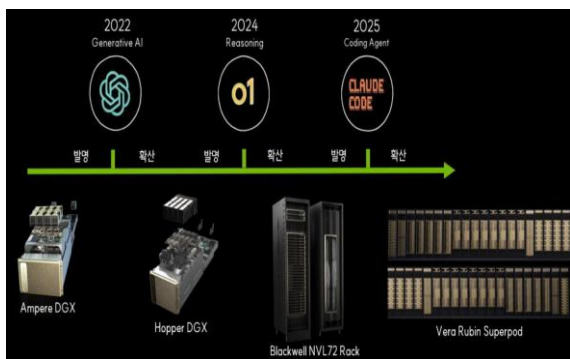
1. 3세대 DC로의 전환

3세대 DC로의 전환 OpenAI, Nvidia 모두 주목

주력 AI 제품이 Chatbot에서 Agent로 변화하면서 DataCenter 구성품이 변화 중이다. DC를 크게 3개 세대로 구분 가능하다. 2015년부터 클라우드 컴퓨팅을 위한 CPU 위주의 DC를 1세대, 2022년부터 LLM의 훈련, 추론 목적으로 증설했던 GPU 위주의 DC가 2세대이다. 현재 Agent 대응을 위해 3세대 DC가 준비 중이다.

OpenAI는 2023년 1월 2세대 DC를 Microsoft와 독점 공급하는 계약(exclusive cloud provider)을 맺었다. 그러나 2026년 2월 Amazon으로부터 투자를 받으며 AWS의 서버 공급을 받기로 추가적인 계약을 맺었다. OpenAI는 Amazon이 기존 추론, 훈련용 Stateless DC가 아닌 Agent를 위한 Stateful DC를 담당하게 된다고 설명했다. 가장 큰 인프라 수요자인 OpenAI가 2세대와 3세대를 구분한 것이다. 3월 진행된 GTC 2026에서도 인프라 변화가 눈에 띈다. 2세대 DC의 주요 라인업이었던 Blackwell, Hopper 대비 Rubin 라인업은 랙 종류가 3가지 늘어났다. LPU, CPU, STX Rack이 출시됐다.

주력 AI 제품과 AI 인프라 흐름



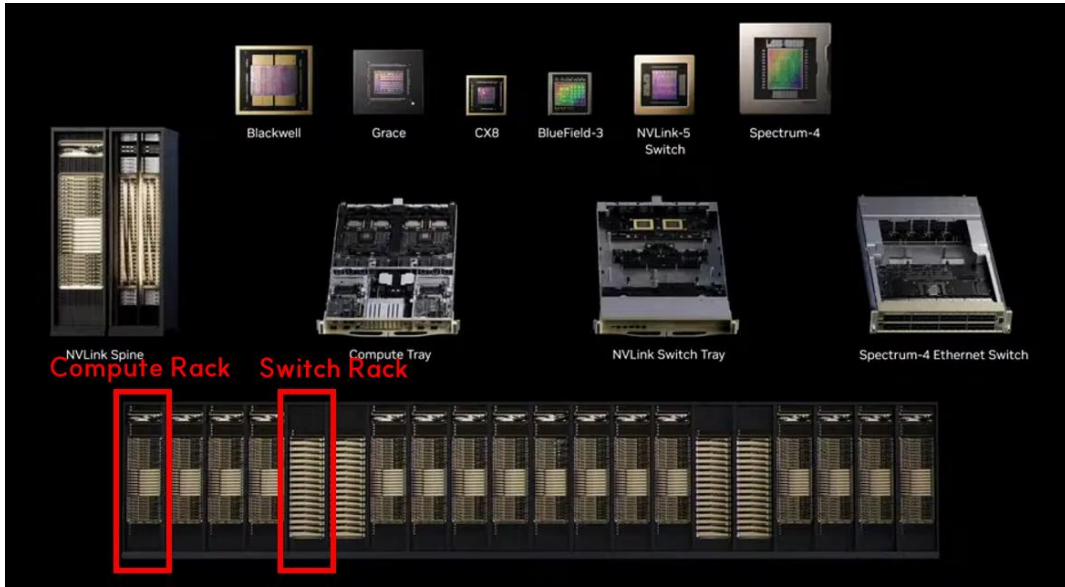
자료: SK 증권

세대별 DC 구분 및 특징

	주력 워크로드	주력 프로세서	주요 플레이어
1세대	클라우드 컴퓨팅	CPU	Amazon
2세대	Chatbot	GPU	Microsoft
3세대	Agent	CPU+GPU	Amazon 유력

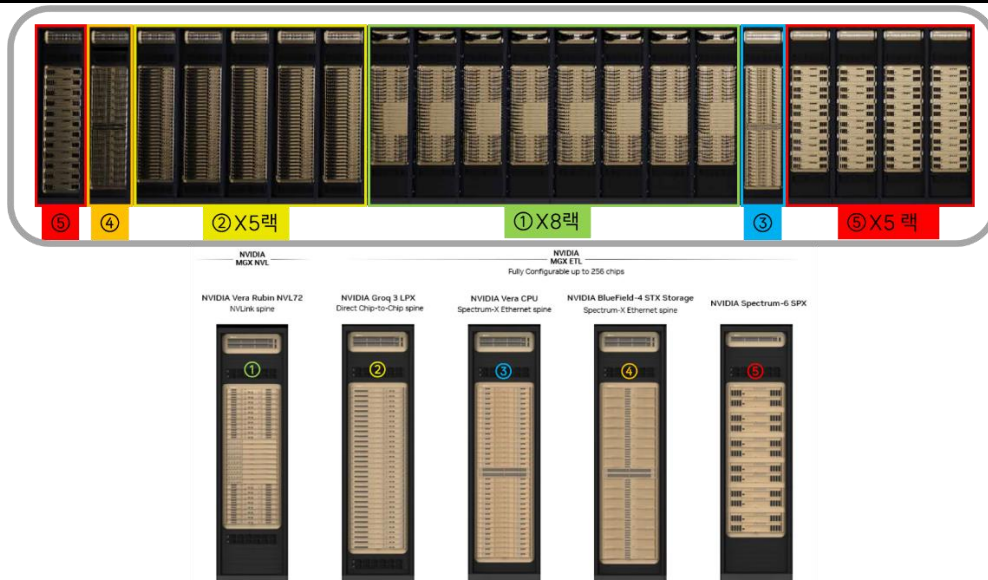
자료: SK 증권

2세대 DC: Grace-Blackwell 랙 구성: 2 종류



자료: SK 증권

3세대 DC: Vera Rubin SuperPod 내 랙 구성: 5 종류로 확대



자료: SK 증권

2) CPU: 필요 대비 물량 부족

CPU

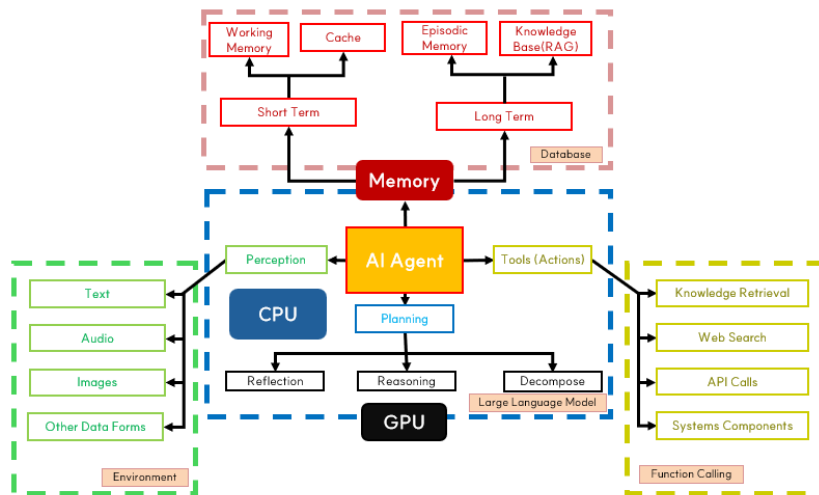
수요: 4 배 증가 혹은 그 이상

공급: 1H25 부터 TSMC Foundry
부족, 대안 파운드리 필요

3세대 DC의 주요 변화점 중 하나는 CPU의 역할 증진이다. ComputeRack 내에서 GPU2: CPU1의 구성으로 활용됐다. 그러나 3세대 DC에서는 GPU1:CPU1개의 조합이 예상된다. 이에 대응하기 위해 Nvidia는 CPU만 최대 256개 탑재가 가능한 CPU Standalone Rack을 출시했다. 워크로드 별로 두 칩의 비중은 상이할테나, 기존 2 대 1 조합 대비 훨씬 높은 비율의 CPU 탑재가 전망된다. ARM 은 탑재 코어 수의 4 배 증가를, AMD 는 이보다 높은 TAM 을 기대한다고 언급했다. Nvidia 는 서버용 CPU TAM 을 \$200B 금액으로 제시하며 기존 ARM(\$120B by 2030), AMD(\$100B by 2030)의 TAM 보다 높은 수치를 전망했다.

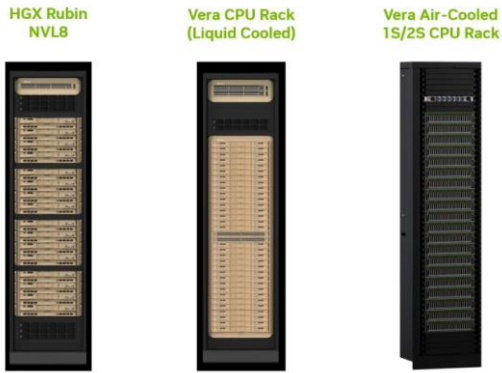
서버용 CPU 를 주목하는 추가적인 이유는 높아지는 수요(TAM 전망) 대비 공급이 제한적이기 때문이다. 선단 CPU 를 설계할 수 있는 기업은 Intel, AMD, ARM 그리고 ARM 의 IP 를 활용하는 빅테크(Nvidia, 서버 3 사) 정도다. Intel 을 제외하고는 현재 TSMC 파운드리에 전적으로 의존 중이다. 이에 높은 수요와 공급 제약에 따른 CPU 가격 상승이 필연적일 것으로 보이며, 여기에서 물량 대응이 가능한 업체로 자체 Fab 을 지닌 Intel 을 지속 주목한다. AMD 는 최근 삼성 파운드리와 관계 강화를 통해 물량 확보 노력을 지속 중이다.

AI Agent 워크로드: CPU는 파란색 영역(Perception, Planning, Tools) 담당



자료: 산업자료, SK 증권

Nvidia CPU Standalone Rack



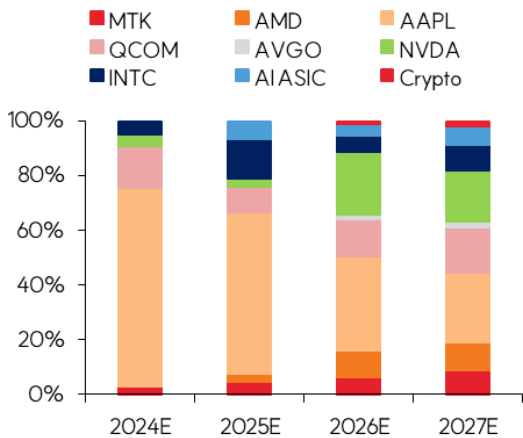
자료: Nvidia, SK 증권

ARM CPU Rack



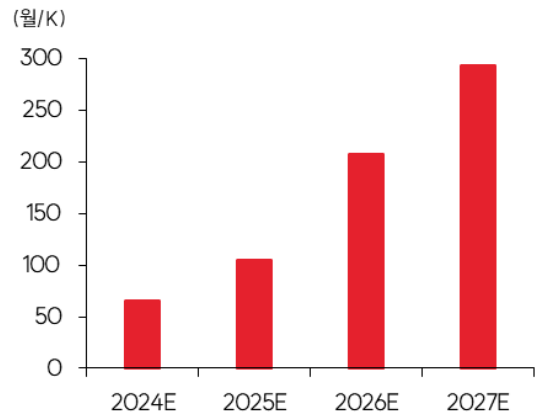
자료: Cerebras, SK 증권

TSMC N2+N3 고객 구성 (Intel 18A 경쟁)



자료: 산업 자료, SK 증권 추정

TSMC N2+N3 Capa 추이 및 전망



자료: 산업 자료, SK 증권 추정

인텔 주요 웨이퍼 파운드리 및 공정 노드 가동률/CAPA 현황

단위: 1K wafers/mo	공장 위치	추정 Capa (K/월)	주력 제품	공정 노드	양산 시작 시기	FY25 매출 비중	추정 가동률	비고
D1X	미국 오레곤	15	CC 향	18A	2H25 (CC) 1H26 예정 (서버)	<5%	~30-50%	수출 월 7-8% 개선 중 TSMC N2~3 나노 경쟁
Fab 52	미국 애리조나	40	CC 향 +서버향					
Fab 42	미국 애리조나	25	CC 향 +서버향	Intel 7	2017	~55%	공급계약	서버향 주력 라인 TSMC N6~7 계열 경쟁
Fab 28	이스라엘	25	서버향					
Fab 34	아일랜드	20	CC 향 +서버향	Intel 4	2023	~10%	~85-90%	FY26 비중 감소 예정 TSMC N5 경쟁
			서버향	Intel 3	2024	~15%	공급계약	
Fab 27	미국 오하이오	~20	미정	14A	Fab 1: 2029~ Fab 2: 2030~	-	-	400만 m ² 규모 (기존 15%) TSMC A14 라인과의 경쟁
Fab 29	독일	미정	미정	14A	미정	-	-	2025년 7월 공식 취소 TSMC A14 라인과의 경쟁

자료: Intel, 언론 종합, SK 증권

주: CC = Client Compute, PC 및 노트북향

2. 하반기 본격화되는 Agentic Shopping

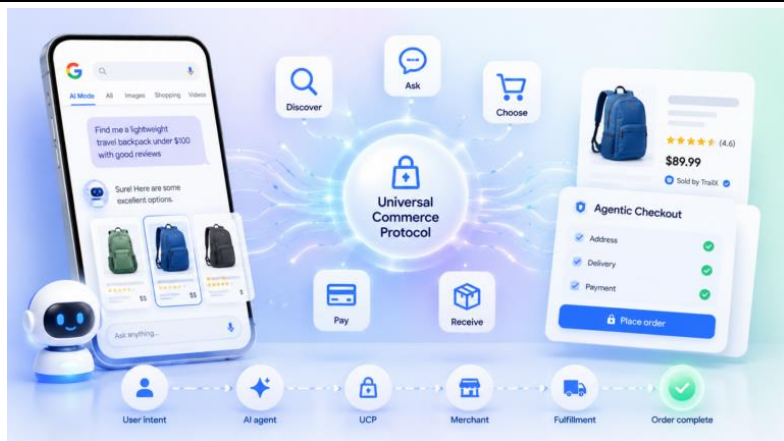
UCP 로 기반 마련
하반기 본격 경쟁 시작

가장 빠르게 Shopping Agent 도입 의지를 보였던 OpenAI 는 Instant Checkout 모델에서 공식적으로 후퇴를 선언했다. 100 만개 이상의 Shopify 가맹점 중 실제 Instant Checkout 을 도입한 가맹점은 30개 전후에 불과했다. Shopping 은 결제창 기능을 추가하는 것으로는 부족하고 장바구니 기능(Multi-item cart)과 멤버십 기능 및 각종 카테고리 알고리즘이 추가적으로 필요했다. OpenAI 는 전사적으로는 Coding Agent 에, Consumer 제품은 Shopping 에서 물러나 광고에 집중하겠다는 전략이다. OpenAI 가 인프라 구축을 포기하면서 Shopping Agent 인프라는 Google에서 추진한 UCP로 통합되고 있다. Protocol이 정리되고 있는만큼 이제는 DB, 플랫폼 노출도, 배송 등의 해자를 기반으로 경쟁이 펼쳐질 것으로 판단된다.

Google 은 5 월 I/O 를 통해 Universal Cart(장바구니 기능), AP2 (암호화 기반 결제 가드레일), Shopping Graph(500 억+ 제품)을 공개했다. Universal Cart 는 Search, Gemini, YouTube 모두에서 작동 가능하다. Google Wallet 네이티브 통합 기능으로 여름 공개 예정이다.

Amazon 은 UCP Council 가입을 통해 외부 Agent 를 신경쓰고 동시에 자사물 Agent 인 Rufus 강화에 집중하는 전략이다. 1Q26 실적발표를 통해 제 3 Agent 활용에는 여전히 개방돼있으나 외부 유입 고객의 품질이 좋지 못하다는 판단 하에 자체 Agent 에 더 집중하기로 했다고 밝혔다. ChatGPT, Gemini 를 통해 유입된 고객의 전환율이 충분하지 못했다고 해석된다. 반면 Rufus 활용 고객의 최종 구매율은 활용하지 않은 고객 대비 60% 이상 높다.

UCP: AI 에이전트가 모든 가계와 대화하는 공통 언어



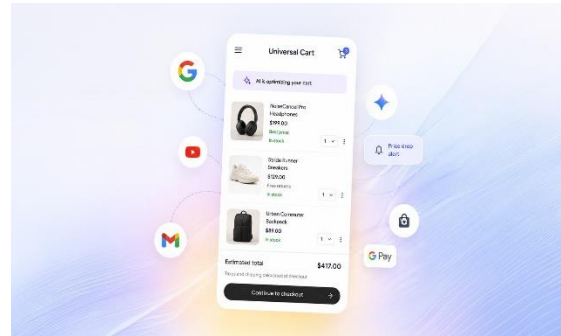
자료: 산업자료, SK 증권

Google UCP Tech Council: UCP 방향 결정 위원회



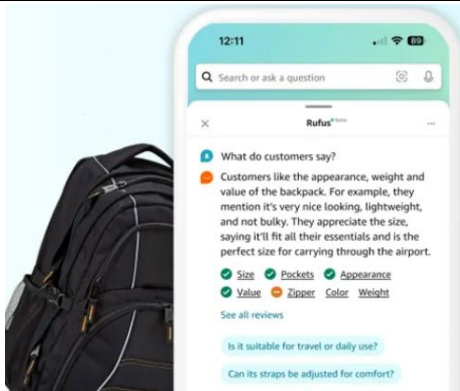
자료: Google, SK 증권

Google: Universal Cart



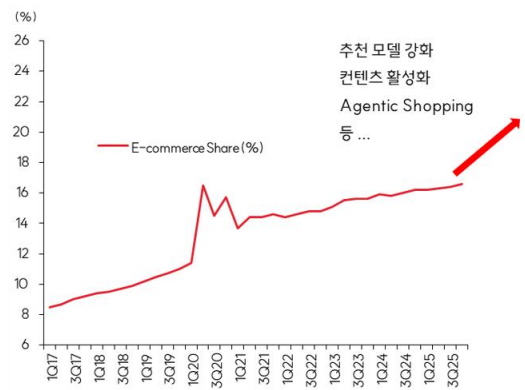
자료: Google, SK 증권

Amazon Rufus: 자사물 Agent, 자사 Data 활용



자료: Amazon, SK 증권

Agentic 쇼핑을 통한 온라인 쇼핑 비중 증가



자료: US Bureau, SK 증권

3. 신규 상장 예정 AI Labs 검토

상장 예정 시기

- 1) Anthropic: 10 월
- 2) OpenAI: 9 월
- 3) SpaceXAI: 6 월

1) Anthropic

Coding Agent 경쟁력으로 AI Labs 중 매출 1 위를 기록 중이다. 보도에 따르면 매출이 급증한 4 월 이후 GPM 이 70% 수준이다. 최근 내부 전망으로 상반기 매출액을 \$15.7B 수준으로 전망 중, 2Q 기준 흑자전환(OP \$559M)을 예상 중이다. 완료된 자본 조달 금액은 총 \$59B 규모이다. 최근 자금 조달을 \$900B 기업가치로 진행 중이라고 보도됐다. 타겟 상장 시기는 10 월로 법률 자문사가 정해졌으며 논의 중인 투자은행들이 존재하는 것으로 보도됐다.

2) OpenAI

9 억명에 달하는 ChatGPT MAU 를 기반으로 유료 구독을 포함한 수익화를 진행 중이다. 최근 ChatGPT 보다 Coding Agent 기반 B2B 사업에 집중 중이다. Codex 5.3 모델의 선전으로 Coding Agent 경쟁력을 갖추고 있으며, 4 월 공개된 GPT 5.5 모델로 범용 지능 수준은 Claude 를 넘어선다는 평가를 받으나 아직 Coding Agent 는 뒤처진다는 평가다. 완료된 자금 조달 규모가 \$174B 규모이며 마지막 조달 가치는 \$840B 이었다. 자금력을 기반으로 Claude 대비 확보된 서버양이 많을 것으로 추정된다. 타겟 상장 시기는 9 월이며 IB 자문사를 확보, 이미 IR Head 를 영입하는 등의 절차를 진행 중이다.

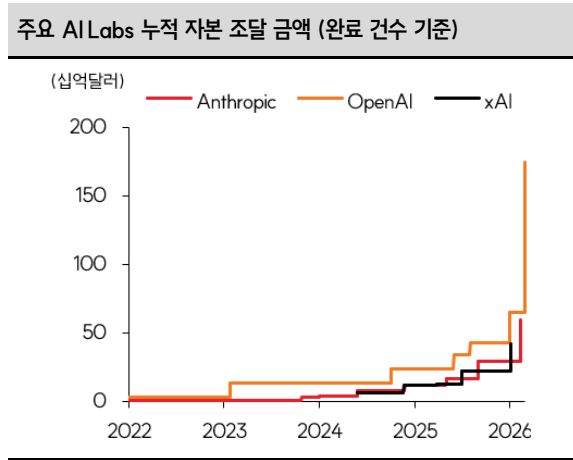
3) SpaceXAI (구 xAI)

SpaceX 자회사이다. 현재 Colossus 1 에서 훈련된 Grok 5 모델을 주력으로 가지고 있다. 자체 플랫폼 x 를 제외하고 B2C 수요처가 제한적이다. Colossus 가 최근 Anthropic 에 일부 임대되면서 추론 수요 부족이 두드러졌다. 향후에는 일론 머스크의 Tesla 자율 주행차량, Optimus 로봇, 그 외의 제조업과 관련된 AI 모델에 집중한다는 계획이다. 현재 3 위 수준의 Coding Agent 를 운영하며 높은 수준의 개발자, 고품질 Coding Data 를 보유한 스타트업인 Cursor 인수를 진행 중이다. 한때 Grok 은 최고 수준의 AI 모델 성능을 지녔었으나 xAI 의 초기 멤버들은 현재 대부분 이탈한 상황이다. 작년 Compute 비용으로 월간 \$1B 이상을 사용하였다고 공개됐다. SpaceX 의 스타링크 이익과 6 월 예정된 공모금액을 주요 자본으로 Capex 를 이어나갈 예정이다.

OpenAI, Anthropic 매출액 보도 정리

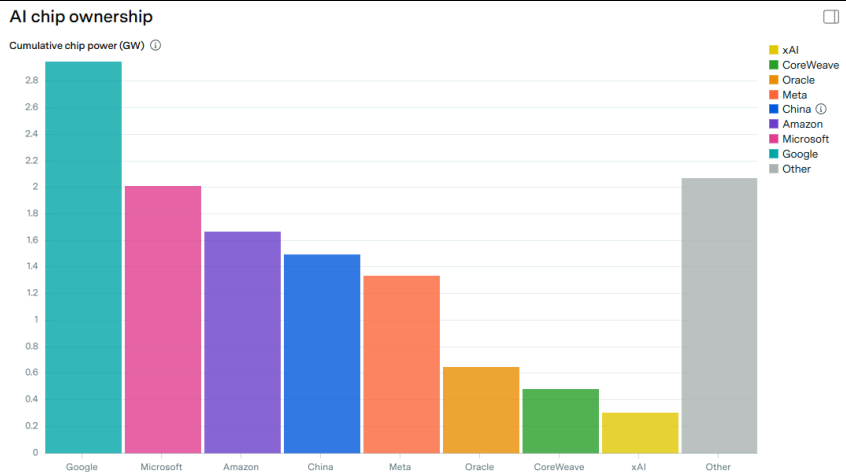
	Anthropic	OpenAI
최신 보도 ARR	\$45B (5 월)	\$30B (4 월)
1Q26 매출	\$4.8B	\$5.7B
1Q26 영업이익	적자	N/A
2Q26 매출	\$10.9B	N/A
2Q26 영업이익	\$559M	N/A
분기 흑자전환 전망	2Q26	2029년 이후

자료: 언론 종합, SK 증권



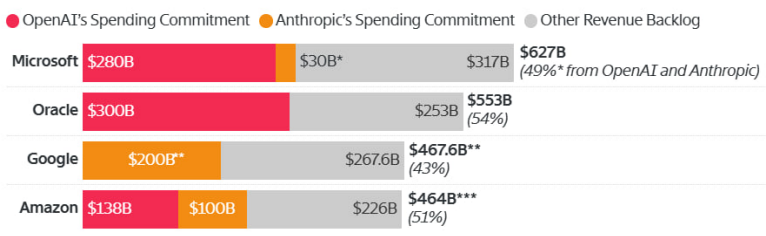
자료: Epoch AI, SK 증권

주요 AI Labs 칩 보유 현황 (1Q26 기준)



자료: EpochAI, SK 증권 / Google TPU는 GPU 용도만 있지 않은 만큼 일부 과대 계상 존재

주요 클라우드사 수주잔고 내 비중



* At least. ** Approximately. *** Including Amazon's April Anthropic agreement. Other figures as of March 31. • Source: Company filings, The Information reporting

자료: TheInformation, SK 증권

2026년 하반기 Top Picks

인텔 (INTC/US) – CPU 부족은 이제 시작

- Coding Agent 확산에 따라 AIDC 내 CPU 위상 증가. x86 + Nvidia 파트너십으로 서버용 CPU의 확실한 포지션
- TSMCN2, N3 라인 부족으로 CPU 수요 부족 대응 어려움, P 상승 가능. IDM 인만큼 노트북 라인 전환 + 신규라인 증설(18A)로 Q 대응 가능
- 후공정 파운드리를 위한 EMIB 장비 수주 보도, 일부 고객들은 후공정 파운드리 위한 소재 증설 선급금 지불 의지
- 18A 외부 고객사(MS, Amazon, 애플 등), 14A 외부 고객사(테라팸)으로 파운드리 밸류에이션 가능. PBR 은 아직 TSMC 대비 절반 수준

Company Data		투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
현재주가	118.5 USD	매출액	십억달 러	54.2	53.1	52.9	58.8	65.1	72.1
시가총액	\$595.6 B	영업이익	십억달 러	0.1	-11.7	-2.2	7.3	10	13.8
		순이익	십억달 러	1.7	-18.8	-0.3	-2.2	4.7	48.3
발행주식 수	5 B	EPS	달러	0.4	-4.4	-0.1	-0.3	0.9	1.7
주요 주주		PER	배	328.8	N/A	5144.8	107.1	75.8	51.9
BLACKROCK	8.6 %	PBR	배	4.7	5.2	5.2	5	4.7	4
VANGUARD INC	8.23 %	EV/EBITDA	배	23.5	N/A	29.6	24.5	19.3	15.7
외국인 지분율		ROE	%	1.6	-18.3	-0.3	3.6	6	7.6

아마존 (AMZN/US) – 3세대 DC에 가장 적합한 CSP

- Coding Agent 확산에 업무용 AI 수요 증가. 업무용 Agent 는 기존 클라우드 데이터 활용, 클라우드 점유율 높은 동사 유리
- Trainium 3,4 Anthropic 향 장기공급 계약 성공, Graviton 경쟁력으로 같은 GW 당 낮은 수준 원가 달성 가능
- Anthropic, OpenAI 모두와 지분 투자 및 클라우드 장기 공급 계약
- 주요 클라우드사 대비 유사한 12MF PER 로 Coding Agent 확산에 따른 성장률 증가가 높은 이익으로 치환되면서 컨센서스 상회 가능

Company Data		투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
현재주가	268.5 USD	매출액	십억달 러	575	638	717	825	933	1035.1
시가총액	\$2,888 B	영업이익	십억달 러	37	69	80	104	131	165.4
		순이익	십억달 러	30	59	78	95	110	138.6
발행주식 수	10.8 B	EPS	달러	3	5.7	7.3	8.8	10	12.9

SIGNATURE

SK securities Research Signature

지주회사 할인율이 사라진다

지주회사/통신서비스/ESG. 최관순
ks1.choi@sks.co.kr / 3773-8812

지주회사: 할인율이 사라진다

지주회사/통신서비스/ESG. 최관순 / ks1.choi@sks.co.kr / 3773-8812

전통적으로 방어주라는 인식과는 달리 NAV 대비 할인율 축소와 베타 상승으로 코스피 상승기 지주회사도 양호한 주가수익률을 기록했다. 24 년 밸류업, 25 년 상법개정 과정에서 할인율 축소 및 베타 상승이 이루어졌기 때문이다. 26 년 배당소득분리과세 및 자사주 의무소각에 대한 기대가 유효한 가운데 자본시장 체질개선을 통해 지주회사의 추가적인 리레이팅이 가능할 전망이다.

자본시장 체질개선은 중복상장 금지와 기업가치 훼손 방지로 나눌 수 있다. 중복상장은 원칙적으로 금지되며 중복상장 시 상장 필요성, 주주보호노력 등 투자자보호 조치가 수반된다. 특히 모회사 주주보호에 대한 공시가 필요하다. 또한 기업가치 훼손 방지는 합병 등의 과정에서 외부평가 의무화, 저 PBR 기업의 기업가치제고 활성화, 주요 자산에 대한 재평가 후 장부가와의 차액 공시로 구성된다. 중복상장과 기업가치 훼손 방치는 전통적으로 지주회사 할인에 대한 가장 큰 원인이었음을 고려하면 할인율 축소 요인이다.

SK 증권 지주회사 커버리지 9 개사 합산 NAV 대비 할인율은 53.9%이다. 최근 할인율 축소에도 불구하고 자사주 소각, 자본시장 체질개선 등을 통한 추가적인 할인율 축소가 가능하다. 밸류에이션, 자회사 실적개선, 주주환원 확대 등을 고려 시 SK, SK 스퀘어, 삼성물산을 하반기 지주회사 탐픽으로 제시한다.

SK 증권 지주회사 커버리지 밸류에이션 지표

(단위: 배)

종목	NAV 대비 할인율	최고	평균	최저	PBR	최고	평균	최저
SK	50.7%	71.6%	52.0%	9.0%	1.26	1.11	0.53	0.24
LG	49.9%	70.6%	57.8%	41.1%	0.66	0.86	0.51	0.32
CJ	7.8%	73.6%	54.1%	-14.2%	1.10	1.36	0.63	0.35
LS	44.6%	82.6%	58.2%	36.4%	2.85	2.68	0.59	0.20
한화	62.3%	78.5%	64.1%	47.0%	1.01	0.98	0.46	0.19
SK 스퀘어	45.8%	73.3%	64.7%	51.8%	5.63	2.73	0.66	0.23
삼성물산	54.0%	70.1%	62.1%	49.2%	1.37	1.41	0.69	0.45
현대제프홀딩스	-10.0%	85.4%	41.6%	-43.3%	0.55	0.79	0.29	0.14
롯데지주	37.2%	57.4%	31.4%	-11.0%	0.34	0.51	0.32	0.22
9개사 합산	53.5%	65.8%	59.0%	49.2%				

자료: SK 증권

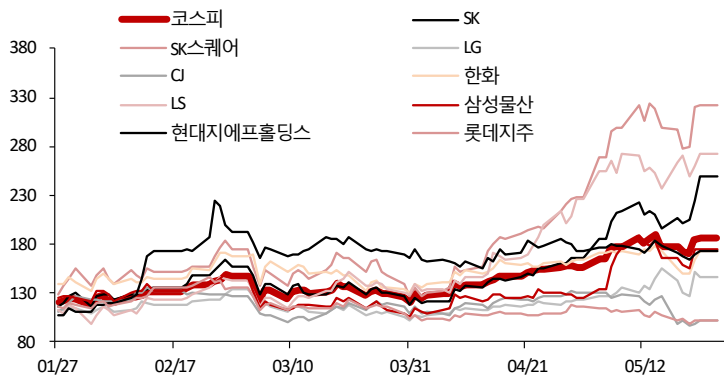
주: PBR 은 FYO 기준(2020년 이후 기준)

2026년 상반기 Review

지주회사 베타 상승으로 코스피 상승기 좋은 주가 수익률 기록

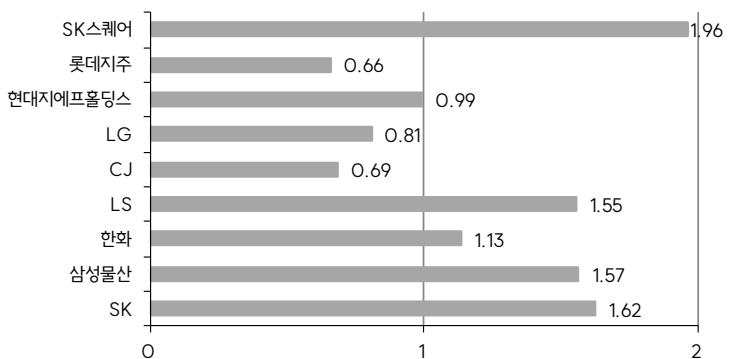
지주회사 가치의 합으로 기업가치가 결정되는 지주회사의 주가 특성상 지주회사 주가 변화에 후행하여 지주회사 주가가 움직인다. 따라서 주가 상승기에 지주회사는 시장에서 상대적으로 소외받는 것이 일반적이다. 하지만 최근 지주회사의 주가는 전통적인 흐름과는 차이가 있다. 코스피가 8,000pt 에 근접하는 등 빠르게 상승하는 가운데 지주회사 주가는 코스피 대비 높은 주가 상승을 보인 경우가 많았다. 이는 지주회사 베타를 통해서도 확인 가능하다. SK 스퀘어 1.98, SK 1.55, LS 1.52, 삼성물산 1.50 등 주요 지주회사의 현 시점 52 주 베타는 1 보다 크며 최근 코스피 상승 과정에 시장보다 높은 주가 상승률을 기록했다.

주요 지주회사 26년 상대주가



자료: Quantiwise, SK 증권
주: 25년말 종가 = 100

SK 증권 지주회사 커버리지 52 주 베타

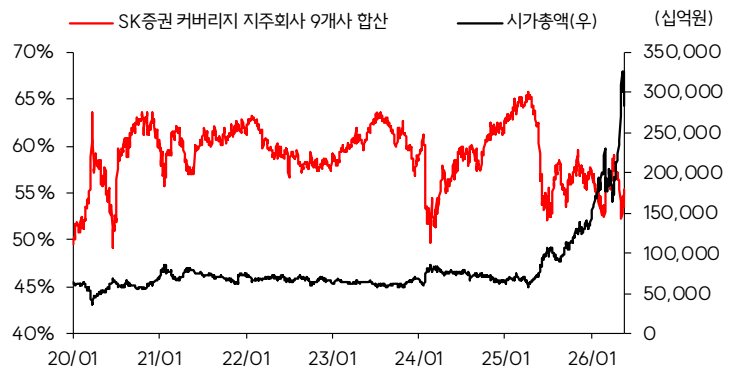


자료: Quantiwise, SK 증권

합산 할인율 54.5%
추가적인 할인율 축소 기대

현재 SK 증권 커버리지 지주회사의 합산 NAV 대비 할인율은 53.5%이다. 20년 이후 60%를 넘어섰던 NAV 대비 할인율은 밸류업, 상법개정 등의 영향으로 50% 초반까지 축소되었다. 25년 국회 본회의를 통과한 1, 2차 상법개정안 중 독립이사제도, 감사위원 선임 시 3%를 강화, 대규모 상장사의 집중투표제 의무화, 감사위원 분리선출 확대, 대규모 상장사의 전자주주총회 의무화 등이 26년 하반기부터 순차적으로 시행되면 추가적으로 할인율은 축소될 전망이다.

주요 지주회사 합산 NAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

주: SK, SK 스퀘어, 삼성물산, 한화, LS, CJ, LG, 현대제프홀딩스, 롯데지주 등 9개사 합산

상법 내용별 시행시기

구분	내용	시행시기
1차 상법개정	이사의 주주 충실의무 신설 (제 382조의 3)	2025년 07월 22일
	독립이사 제도 도입 (제 542조의 8)	2026년 07월 23일
	감사위원 선임 시 3%를 확대 (제 542조의 12)	2026년 07월 23일
	전자주주총회 도입 (제 542조의 14 신설)	2027년 01월 01일
2차 상법개정	집중투표제 의무화 (제 542조의 7 제 3항)	2026년 09월 10일
	감사위원 분리선출 확대	2026년 09월 10일
3차 상법개정	자기주식 1년 내 소각 원칙 (제 341조의 4 제1항)	2026년 03월 06일

자료: SK 증권

2026년 하반기 전망

자본시장 체질개선 추진

> 중복상장과 기업가치훼손 방지 포함

금융위원회는 자본시장 체질개선을 위해 신뢰, 주주보호, 혁신, 시장접근성 등 4대 정책방향을 중점적으로 추진할 예정이다. 이를 통해 단순한 지수상승을 넘어 자본시장이 기업 자금조달과 국민자산 증대 등 실물경제에 기여하는 선순환 구조를 안착시켜 프리미엄 시장으로의 도약을 추진한다. 4대 중점과제 중 주주보호는 중복상장 금지와 낮은 주가 방치 등 기업가치 훼손 방지를 포함하고 있다. 중복상장과 낮은 주가방치는 전통적으로 지주회사 할인의 주요 원인이었기 때문에 지주회사 할인을 축소의 트리거가 될 수 있다.

자본시장 체질개선 방안(26.03.18)

구분	내용
신뢰	- 주가조작 적발역량 및 처벌 강화 - 회계부정 엄단 등 회계투명성 강화 - 자본시장 평가인프라 기관의 객관성·공정성 제고 - 부실·저성과 기업 신속퇴출
주주보호	- 중복상장 원칙금지 - 낮은주가 방치 등 기업가치 훼손 방지 - 스튜어드십코드 내실화로 기관투자자 감시기능 강화
혁신	- 코넥스 시장의 인큐베이팅 기능 활성화 - 코스닥 시장의 경쟁력 및 역동성 제고 - 국민성장펀드·대형IB 모험자본 공급 본격 가동
시장 접근성	- 국내 장기투자 확대기반 마련 - 외환·증권시장 시스템 선진화를 통한 외국인 투자 촉진 - 디지털 자본시장 확대를 위한 신규 투자상품 활성화

자료: 금융위원회, SK 증권

자본시장 체질개선 방안 시행일정

추진과제	조치사항	일정
1. 중복상장 원칙금지		
1-1. 한국거래소 중복상장 원칙금지	거래소 상장규정 개정	26년 6월
1-2. 중복상장시 주주총실의무 적용	거래소 상장·공시규정 개정, 자본시장법 개정안 마련	26년 6월
2. 낮은 주가 방치 등 기업가치 훼손 방지		
2-1. 합병 등에 공정가액·외부평가 도입	신속 입법지원(기발의)	계속
2-2. 저PBR 기업 공표·태그노출 도입	시스템 개편 및 내부지침 마련	26년 7월
2-3. 장부가치·공정가치 차이 공시 도입	K-IRFS 개정	26년 9월
3. 스튜어드십코드 내실화로 기관투자자 감시기능 강화		
3-1. 스튜어드십코드 고려요소 확대	스튜어드십코드 개정	26년 6월
3-2. 스튜어드십코드 제3자 점검체계 신설 및 통합공시	이행점검체계 신설	26년 하반기
3-3. 법령해석 관련 불확실성 해소	법령해석집 개정	26년 하반기

자료: 금융위원회, SK 증권

중복상장 원칙적 금지

우선 한국거래소 상장심사 시 “중복상장이 원칙적으로 금지”된다. 이는 쪼개기 상장 뿐 아니라 실질적 지배력을 기준으로 중복상장 심사 및 심사기준을 명확히 정립하게 된다. 심사대상은 경제적 동일체로 인식되는 종속회사 등을 별도 상장하는 경우로 지배회사의 실질적 지배를 받는 종속회사(연결재무제표의 연결대상 종속회사)와 동일기업집단의 계열회사로서 수직적 지배관계에 있는 회사가 심사대상이다. 물적분할 자회사 상장, 지주회사 전환 목적의 인적분할한 회사의 상장, 설립·인수한 자회사 상장이 포함된다.

자회사 상장 시
모회사 주주 보호방안 마련

심사는 영업 독립성, 경영 독립성, 투자자 보호 등을 종합적으로 심사한다. 이 중 투자자 보호에서는 모회사 일반주주의 동의 여부 등도 확인한다. 모회사의 경우 중복상장이 모회사 일반주주에게 미치는 영향을 평가하고 공시하도록 의무화되는데, 자회사 상장에 따른 모회사 주가 증대·희석효과 등을 바탕으로 주주 보호방안을 마련해 공시해야 한다.

중복상장 제도개선 추진방안(26.04.16)

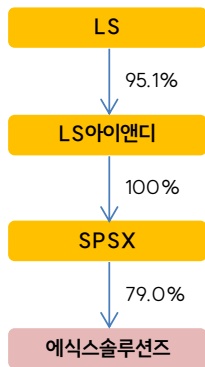
구분	내용
심사대상	- 지배회사의 실질적 지배를 받는 종속회사(연결재무제표의 연결대상 종속회사) - 동일 기업집단의 계열회사로서 수직적 지배관계에 있는 회사
심사유형	- 물적분할 자회사 상장 - 인적분할(지주회사 전환 목적) - 설립·인수한 자회사 상장
심사기준	- 영업독립성 · 자회사의 주된 영업이 모회사에 의존하지 않고 독립적인지 여부 심사 - 경영독립성 · 자회사의 의사결정 및 지배구조가 독립적인지 여부 심사 - 투자자보호 · 상장필요성, 주주소통노력, 주주보호노력
모회사 의무사항	- 영향평가 · 일반주주 관점에서 주주에게 미치는 영향 평가 - 주주 보호방안 마련 및 공시 · 주주영향 평가를 바탕으로 주주보호 필요성에 비례하는 주주 보호방안 마련 · 주주 영향 평가 결과, 주주 보호방안 등 공시 - 주주 소통 및 찬반 결정·공시 · 자회사 상장 및 주주 보호방안 관련 주주와 소통 실시(예, 설문조사, 주주간담회 등) · 주주 의견을 반영하여 자회사 상장 관련 찬반의견 결정 및 공시, 자회사 통지

자료: 금융위원회, SK 증권

지주회사의 재무구조 중요성 부각

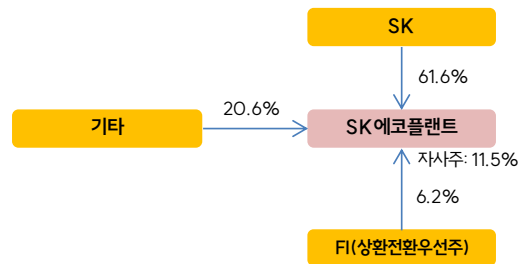
중복상장 제도개선에 따라 국내 주요 지주회사의 자회사 및 손자회사의 국내외 상장이 까다로워졌다. 상장회사의 유상증자에 대한 심사도 강화되고 있는 가운데 비상장회사의 상장도 어려움에 따라 자회사의 자금조달에 대한 고민이 커질 수밖에 없다. 특히 비상장자회사가 상장을 전제로 외부 투자를 받은 경우라면 더욱 그러하다. LS의 증손회사인 지난해말 에식스솔루션은 상장을 추진하다가 연초 철회했으며, SK는 SK 에코플랜트의 FI가 보유하고 있던 보통주 및 전환우선주를 사들였다. 자회사 자금조달에 지주회사의 역할이 더욱 커질 것이기 때문에 지주회사의 재무구조에 대한 중요성이 부각될 것이다.

에식스솔루션즈 지분구조



자료: LS, SK 증권

SK 에코플랜트 지분구조



자료: SK, SK 증권
 주: 전환우선주 인수 및 상환전환우선주의 보통주 전환 이후 지분율 기준

주요 지주회사 안정성 지표						(단위: 십억원, %)
	순부채	현금 및 현금성자산	부채비율	차입금의존도	자기자본비율	
SK	8,625	82	69.5	33.9	59.0	
SK 스퀘어	-769	534	5.0	0.0	95.2	
삼성물산	1,333	971	45.2	3.7	68.9	
한화	4,683	130	209.7	43.4	32.3	
LS	790	14	20.6	14.3	83.0	
LG	-1,347	248	5.3	0.0	95.0	
CJ	271	25	12.7	8.9	88.8	
현대지에프홀딩스	334	4	33.2	17.7	75.1	
롯데지주	3,460	1	84.1	42.3	54.3	

자료: Quantwise, SK 증권
 주: 25년말 별도기준

기업가치 훼손 방지

- 1) 합병 등에서 외부평가 의무화
- 2) 저 PBR 기업의 기업가치제고 계획 활성화
- 3) 주요 자산 재평가 차이 주석 공시

낮은 주가 방치 등 기업가치 훼손도 방지된다. 합병, 분할, 중요한 자산 및 영업 양수도, 포괄적 주식교환·이전 추진 시 공정가액 산정 및 외부평가가 의무화된다. 이때 공정가액은 주가, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려해 반영한다. 저 PBR 기업은 KRX 밸류업 홈페이지에 상시 공표하되 기업가치 제고 계획 공시를 수행한 경우에는 일정기간 면제를 통해 기업의 자발적인 기업가치 제고노력을 유도한다. 또한 주요 자산(우선적으로 토지부터 시행 예정) 재평가를 통해 장부가치와 공정가치 차이를 재무제표 주석공시가 의무화된다.

주요 지주회사 토지 장부가액

(단위: 억원)

	유형자산		투자부동산		합계	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025
SK	1,051	1,059	0	0	1,051	1,059
SK 스퀘어	97	97	32	32	129	129
삼성물산	10,751	10,760	930	925	11,681	11,685
한화	3,107	4,080	2,119	2,364	5,227	6,445
LS	132	132	0	0	132	132
CJ	80	81	154	153	234	234
LG	122	172	4,427	3,192	4,549	3,364
현대저에프홀딩스	9	9	298	298	307	307
롯데지주	0	0	781	781	781	781

자료: 각 사, SK 증권

주요 지주회사 PBR(FYO)

(단위: 배)

기업명	PBR	기업명	PBR	기업명	PBR	기업명	PBR
티와이홀딩스	0.11	매일홀딩스	0.34	HC 홈센타	0.52	CJ	1.13
KC 그린홀딩스	0.17	DL	0.34	콜마홀딩스	0.54	세아베스틸지주	1.16
KG 예코솔루션	0.18	농심홀딩스	0.34	동아쏘시오홀딩스	0.54	DN 오토모티브	1.19
한국전자홀딩스	0.19	종근당홀딩스	0.34	평화홀딩스	0.56	대덕	1.27
동국홀딩스	0.2	하이트진로홀딩스	0.34	현대저에프홀딩스	0.56	플무원	1.3
서연	0.23	롯데지주	0.34	대상홀딩스	0.57	천보	1.37
삼양홀딩스	0.23	CR 홀딩스	0.36	SNT 홀딩스	0.59	삼성물산	1.38
CS 홀딩스	0.24	한세에스 24 홀딩스	0.37	이녹스	0.61	SK	1.4
AK 홀딩스	0.25	허림지주	0.37	POSCO 홀딩스	0.61	OCI 홀딩스	1.49
골프존홀딩스	0.25	이건홀딩스	0.38	신송홀딩스	0.62	비츠로테크	1.5
KISCO 홀딩스	0.25	LX 홀딩스	0.39	쿠쿠홀딩스	0.62	효성	1.51
경동인베스트	0.25	HDC	0.39	오리온홀딩스	0.62	HD 현대	1.97
BGF	0.25	HL 홀딩스	0.4	솔브레인홀딩스	0.64	원익홀딩스	2.14
넥센	0.26	노루홀딩스	0.41	아모레퍼시픽홀딩스	0.64	HD 한국조선해양	2.24
세아홀딩스	0.27	네오위즈홀딩스	0.43	LG	0.64	한국콜마	2.36
SJM 홀딩스	0.29	HS 효성	0.43	코스맥스비티아이	0.7	한진칼	2.37
디와이	0.29	샘표	0.44	대웅	0.73	한미사이언스	2.38
크라운해태홀딩스	0.29	미원홀딩스	0.46	영원무역홀딩스	0.78	LS	2.97
한솔홀딩스	0.3	진양홀딩스	0.47	휴온스글로벌	0.81	SK 스퀘어	5.65
KPX 홀딩스	0.31	동원산업	0.47	콘텐트리중앙	0.84	SKC	5.82
해성산업	0.31	이지홀딩스	0.49	일진홀딩스	0.94	에코프로	10.03
한일홀딩스	0.31	풍산홀딩스	0.49	SK 이노베이션	0.95	두산	18.23
SK 디스커버리	0.33	한국엔컴퍼니	0.49	JW 홀딩스	1.02		
한진중공업홀딩스	0.33	코오롱	0.5	한화	1.06		
세아제강지주	0.33	GS	0.5	미스트홀딩스	1.07		

자료: Quantiwise, SK 증권

2026년 하반기 Top Picks

SK (O34730/KS) – 에코플랜트 실적개선과 주주환원 확대

- 에센코어, Hi-Tech 중심의 SK 에코플랜트 26년 실적개선 전망
- SK 실트론 매각 임박, 확보한 현금으로 주주환원 확대 기대감
- SK 스퀘어, SK 이노베이션 등 주요 자회사 실적개선 및 주가상승 기대감
- 현주가 NAV 대비 할인율 56.7%로 높은 밸류에이션
- 27년 1월 보유 자사주 20.3% 소각 예정

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
현재주가 642,000 원	매출액	십억원	128,798	123,400	122,703	154,431	154,587	156,814
시가총액 46,547 십억원	영업이익	십억원	4,754	2,396	1,818	20,221	33,152	36,131
	순이익	십억원	-777	-1,293	1,597	15,598	17,804	18,923
발행주식 수 7,250 만주	EPS	원	-24,330	-17,274	5,448	213,467	243,658	258,974
주요 주주	PER	배	-7.3	-7.6	47.1	3.0	2.6	2.5
최태원(외 33)	PBR	배	0.6	0.4	0.7	1.1	0.8	0.6
자사주 24.77 %	EV/EBITDA	배	9.9	12.1	13.8	4.4	2.4	1.7
외국인 지분율 29.68 %	ROE	%	-3.7	-5.6	6.4	47.6	36.3	28.3

SK 스퀘어 (402340/KS) – 고베타에 투자

- 자회사 SK 하이닉스의 DR 발행, 레버리지 ETF 출시 등 주가 상승 기대감
- SK 하이닉스 실제 시가총액 비중은 22%로 5월 금융투자협회에서 공시된 비중 15.7%
- 편입한도 룰에 따라 기관투자자의 SK 스퀘어 매수세 유입 전망
- SK 하이닉스 대비 높은 베타로 SK 하이닉스 주가 반등 시 SK 스퀘어 주가 빠르게 상승 전망
- 올해 첫 현금배당 및 27년까지 지속적인 자사주 매입 및 소각 예정

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
현재주가 1,185,000 원	매출액	십억원	2,278	5,882	10,456	41,975	56,307	57,465
시가총액 156,371 십억원	영업이익	십억원	-2,340	3,921	8,797	40,065	54,034	55,135
	순이익	십억원	-1,287	3,714	8,824	38,874	51,523	52,528
발행주식 수 13,196 만주	EPS	원	-16,387	27,699	66,916	294,594	390,448	398,062
주요 주주	PER	배	-3.2	2.9	5.5	4.0	3.0	3.0
SK(외 10)	PBR	배	0.5	0.6	1.8	2.4	1.3	0.9
국민연금공단 8.84 %	EV/EBITDA	배	-3.2	2.6	5.4	2.9	1.2	0.2
외국인 지분율 48.82%	ROE	%	-8.0	21.7	37.8	82.8	56.0	36.5

증권

증권의 한계를 그은 건 어쩌면 나일지도?

증권. 장영임

yijang123@sks.co.kr / 3773-8424

증권: 증권사의 한계를 그은 건 어쩌면 나일지도?

증권. 장영임 / yijang123@sks.co.kr / 3773-8424

**KOSPI 지수 신고가 경신,
일평균 거래대금 최고치 경신
증권업에는 너무 좋았던 1분기**

**KOSPI 지수 8,000pt 돌파
하반기에도 주식시장 강세
지속 전망**

**증시 호조에 따른 수혜 고려 시,
BK+WM 부문 기여도 높은
삼성증권 선호**

**주식시장 강세에 따른
운용부문 수혜 측면에서
한국금융지주 선호**

1. Summary

지난 1 분기 유례없는 증시 상승에 따라 KOSPI 6,000pt 를 돌파, 일평균 거래대금은 66.6 조원을 기록하였다. 이에 1 분기 증권업종은 1) 브로커리지 및 자산관리 수수료수익, 2) 브로커리지 관련 이자손익, 3) 운용손익이 주식시장 강세에 따라 유가증권 평가이익을 중심으로 개선되며 역대 최대 분기 실적을 기록하였다.

1분기 실적 피크아웃 우려가 존재하였으나, 2 분기에도 우호적인 분위기가 지속되고 있다. 하반기에 증시 변동성은 높겠지만 당사 자산전략팀 2026 년 KOSPI 밴드 6,500pt~11,000pt, 연말 타겟은 9,900pt 제시하고 있다. 이에 올해 일평균 거래대금 72.5 조원(KRX+NXT)을 전망하며, 유니버스 증권사의 지배주주순이익은 전년 대비 58.9% 증가한 11 조원으로 전망한다. 최근 반도체주 중심으로 주가 상승이 두드러지고 있으나, 증시 상승 및 일평균 거래대금 증가 국면에서 증권주가 소외될 이유는 없다고 판단하며, 투자 의견 OVERWEIGHT 유지한다.

1) 일평균 거래대금, 신용거래용자잔고 등 브로커리지 지표 견조

2분기 일평균 거래대금은 81.5 조원(4 월 67.8 조원, 5 월 현재 103 조원; vs. 1분기 66.6 조원)으로 전분기 대비 증가한 수준을 기록하고 있다. 투자자예탁금 2 분기 평잔 123 조원, 신용거래용자잔고 평잔 34.7 조원으로 전분기 대비 각각 15.5%, 11.7% 증가하였다. 올해 일평균 거래대금 72.5 조원(KRX+NXT)을 전망하며, 브로커리지 및 자산관리 수수료수익의 ROE 기여도가 높은 삼성증권을 선호한다.

2) 운용손익은 유가증권 평가이익, ELS, 발행어음 등으로 채권운용 부진을 얼마나 상쇄하느냐가 관건이 될 것으로 전망

1 분기에 이어 하반기에도 시중금리 상승 추세에 따라 채권운용 부진에 대한 우려가 존재한다. 반면, 주식시장 강세로 유가증권 평가이익이 하반기에도 견조할 것으로 전망한다. 따라서, 1 분기와 마찬가지로 하반기에도 채권운용 부진을 유가증권 평가이익, ELS 조기상환, 발행어음, ETF LP 등 기타 운용손익으로 얼마나 상쇄시키느냐가 관건일 것으로 예상한다. 이에 운용 자회사에서 유가증권 평가이익 기여도가 높고, ELS 및 발행어음 측면에서 경쟁력 높은 한국금융지주를 선호한다.

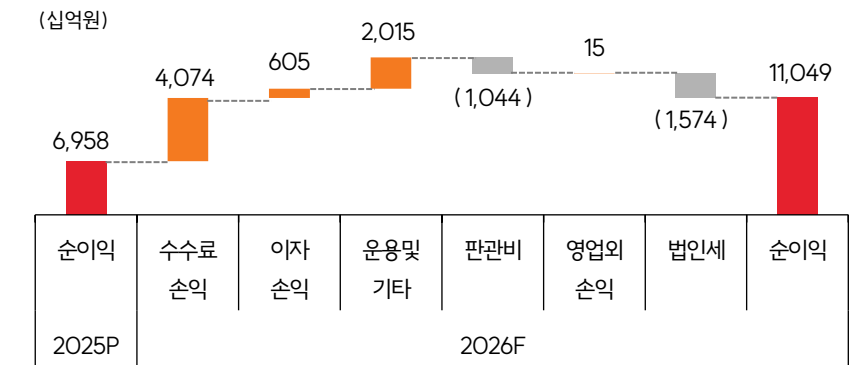
단일종목 레버리지 ETF, 외국인 통합계좌 규제 완화 등 회전을 제고 및 거래대금 지속 확대 기대

물론, 거래대금 및 증시는 변수가 많은 영역이나, 거래대금 지속 확대에 기여할 수 있는 정책들도 예정되어 있다. 증권업 입장에서는 회전율을 높이는 것이 중요한데, 5월 27일 국내 단일종목 레버리지 ETF 출시하고, KRX 거래시간 연장(프리, 애프터마켓 신설)을 9월 14일 시행 목표로 추진하고 있어 회전율 제고 및 거래 확대에 기여할 것으로 예상된다. 또한, 외국인 통합계좌 규제 완화를 통해 외국인들이 국내주식을 직접 거래할 뿐 아니라, 최근 금융당국은 외국인 통합계좌에서 투자 가능한 대상을 국내 ETF로 확대하는 것을 추진하고 있다. 외국인 개인투자자의 국내 증시 진입이 용이해지며 브로커리지 수익원이 다변화될 것으로 예상된다.

Top Picks : 한국금융지주, 삼성증권

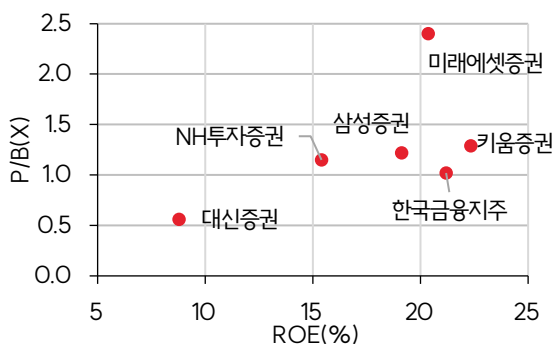
일평균 거래대금 증가에 따라 증권업종 전반적으로 브로커리지 중심으로 실적 개선이 나타나는 상황에서, 브로커리지 외의 경쟁력으로 차별화된 성과를 입증하는 종목 위주로 주가 차별화 가능하다고 판단한다. 따라서, 리테일 경쟁력을 바탕으로 BK와 WM 측면에서 ROE 기여도가 높은 삼성증권과, 발행어음/IMA 등 운용부문에서 차별화되는 한국금융지주를 최선호주로 제시한다.

유니버스 증권 2026F 연결 순이익 추정



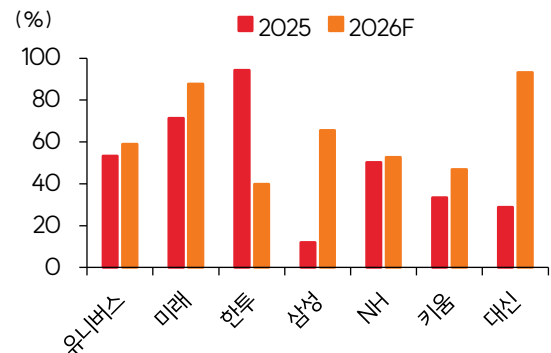
자료: 각사, SK증권

유니버스 증권 2026FROE-P/B Matrix



자료: 각사, SK증권

유니버스 증권 지배주주순이익 증가율



자료: 각사, SK증권

거래대금 급증으로 연초 강세
다만, 3~5월은 주가 상승
탄력 둔화

2. 2026년 상반기 Review

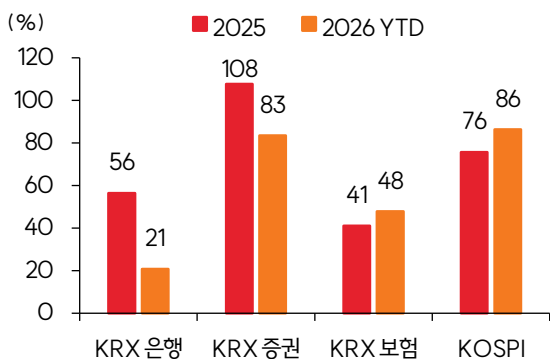
(1) 상반기 증권주 주가 Review – 뒷심 부족

KRX 증권지수는 작년에 이어 올해 상반기에도 금융업종 내에서 가장 높은 주가 상승률을 보였다. KRX 증권지수는 전년 말 대비 +83.4% 상승하였는데, KOSPI (+86.2%) 대비하여서는 소폭 언더퍼폼하였다. 상반기 주가 추이를 요약하자면, 1~2월 유례없는 증시 상승 및 거래대금 폭증으로 연초에 KOSPI 대비 강세를 시현하였으나, 3월 이후부터는 피크아웃 우려 불거지며 2분기에도 QoQ 증가세인 거래대금, 1분기 호실적 등에도 불구하고 주가 상승 탄력이 다소 떨어진 모습이다.

1~2월에 KRX 증권지수는 +89.9% 상승하며 엄청난 급등세를 시현하며 KOSPI 대비 아웃퍼폼하였다. 이는 1) KOSPI 지수의 신고가 경신과 더불어 2) 일평균 거래대금이 60조원대로 전분기 대비 80%가량 증가한 수준을 보임에 따라 증권주 투자심리 개선 및 실적에 대한 기대감, 3) 미래에셋증권의 스페이스X 투자자산 평가이익이 주목을 받는 등 여러 요인들이 복합적으로 작용한 결과이다.

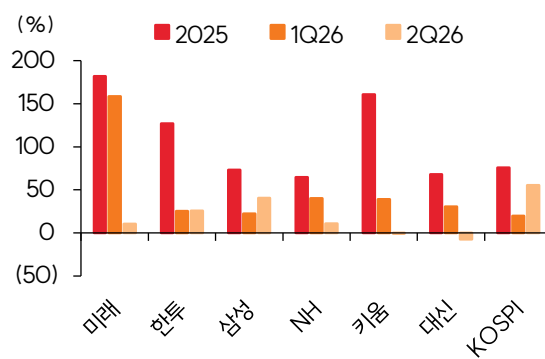
하지만, 3월에 지정학적 리스크가 부각됨에 따라 낙폭이 컸고, 4~5월에는 전반적으로 KOSPI 대비 언더퍼폼하였다. 이는 1분기 호실적이 예상됨에도 불구하고 피크아웃 우려가 불거지며 투자심리가 약화되었고, 반도체주 중심의 주가 상승으로 소외된 측면도 있다고 판단한다. 5월 삼성증권만 KOSPI 대비 +1.9%p 아웃퍼폼하고 있는데, 이는 IBKR 제휴 소식에 주가가 급등했던 것에 기인한다.

KRX 은행, 증권, 보험 주가 상승률



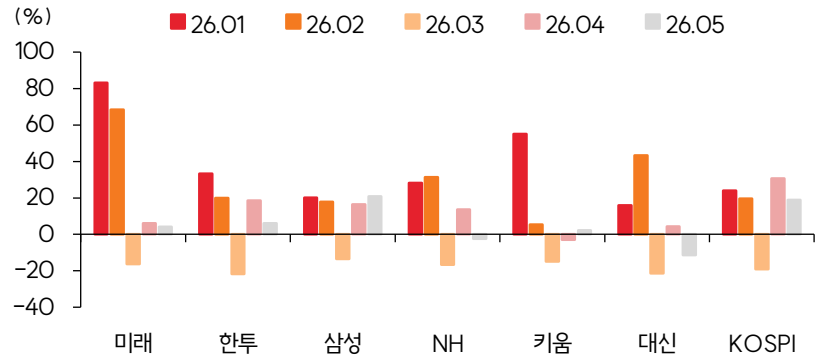
자료: Quantwise, SK 증권

유니버스 증권 주가 상승률



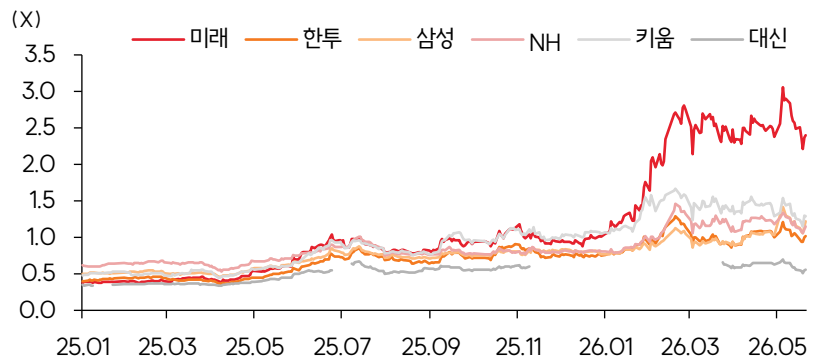
자료: Quantwise, SK 증권

유니버스 증권 월별 주가 상승률



자료: Quantwise, SK 증권

유니버스 증권 12MF P/B 추이



자료: Quantwise, SK 증권

주식시장 강세를 온전히 누린 1분기 실적이라 평가

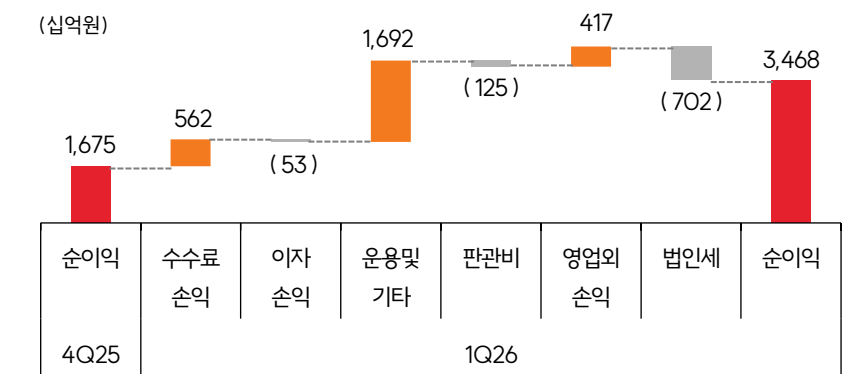
(2) 1Q26 실적 Review – 호황에 걸맞은 호실적

유니버스 증권 1분기 지배주주순이익은 3조 4,639 억원으로 전분기 대비 108.0% 증가한 호실적을 기록하였다. 공통적으로 일평균 거래대금 증가에 따른 브로커리지 손익 및 브로커리지 관련 이자손익이 개선되었고, 운용손익은 채권부문 부진에도 다른 운용손익들이 상쇄하며 개선되는 모습을 보였다.

채권 부진을 상쇄하는데 기여한 운용손익은 각 사별로 다르며, 다음과 같다.

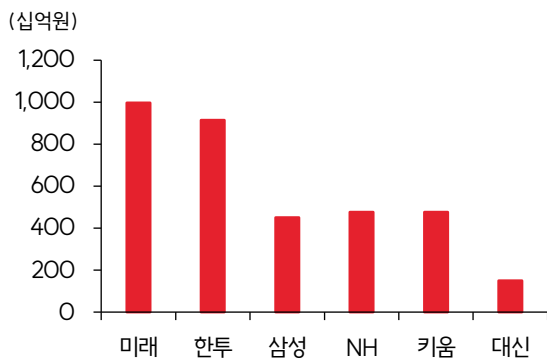
1) 미래에셋증권: 대규모 투자자산 평가이익, 2) 한국금융지주: ELS 조기상환 확대, 발행어음 사업 기여, 3) 삼성증권: IB 영업연계 자산 처분수익, 4) NH투자증권: 만기 도래 보유채권 처분이익, 5) 키움증권: 에쿼티 프랍 및 ETF LP 부문에서 기여하였다. 다만, 비용단에서는 판관비 및 법인세가 전분기 대비 증가하였는데, 이는 교육세 및 법인세율 인상 효과와 기타 인건비 등이 작용하였다.

유니버스 증권 1Q26 연결 순이익 Movement



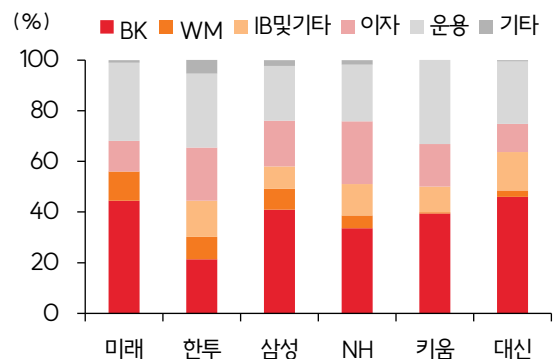
자료: 각 사, SK 증권

유니버스 증권 1Q26 지배주주순이익



자료: 각 사, SK 증권

유니버스 증권 1Q26 별도 순영업수익 구성 비중



자료: 각 사, SK 증권

3. 2026년 하반기 전망

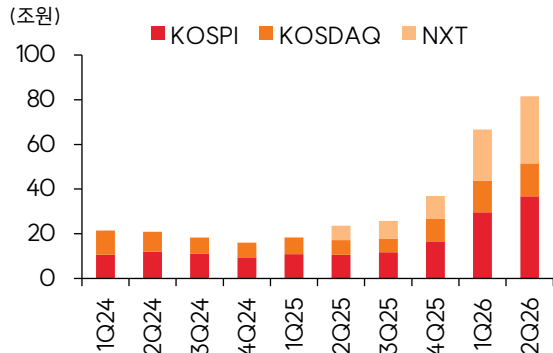
거래대금 증가에 따른 브로커리지 사업 부문에서의 영업 레버리지 효과 지속

(1) 일평균 거래대금 견조, 브로커리지 성장 동력 여전히 ining 형

하반기에도 주식시장 강세를 이어갈 것으로 예상되는 바, 일평균 거래대금 증가에 따라 브로커리지 수수료수익 부문의 영업 레버리지 효과가 클 것으로 전망한다.

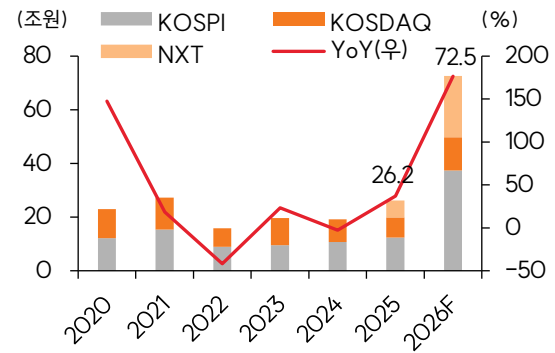
반도체주 중심으로 KOSPI 지수가 상승하여 7,000pt~8,000pt 사이를 등락하고 있으며, 5월 일평균 거래대금은 103 조원으로 100 조원대 거래대금을 기록하고 있다. 2 분기만해도 당사의 기존 추정치를 상회하는 수준을 보이고 있으며, 현 수준을 감안하여 올해 일평균 거래대금 추정치를 기존 54.2 조원에서 72.5 조원으로 33.8% 상향 조정한다. 이에 따라, 유니버스 증권사의 2026F 브로커리지 수수료손익은 7 조 1,993 억원(YoY +96.4%)으로 전망한다.

일평균 거래대금 추이



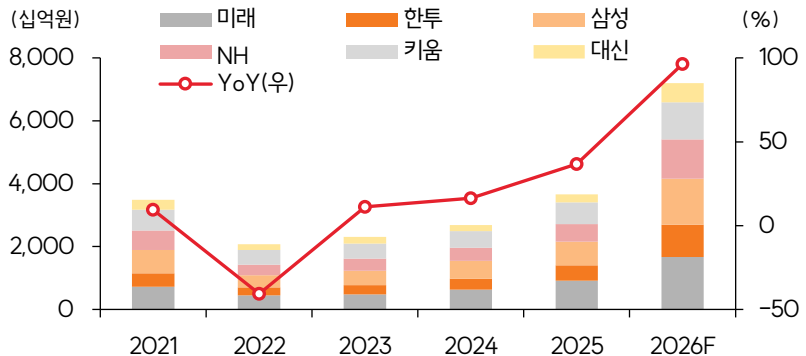
자료: Quantwise, 넥스트레이드, SK 증권

국내 일평균 거래대금 추이 및 전망



자료: Quantwise, 넥스트레이드, SK 증권

유니버스 증권 브로커리지 수수료손익 전망



자료: 각 사, SK 증권

(2) 목표전환형 펀드/랩어카운트 빠른 회전을 통한 WM 수수료수익 성장

1 분기 실적에서 보이듯이, 브로커리지 수수료수익이 크게 증가한 것에 더하여 자산관리 수수료수익 역시 높은 성장세를 시현하였다. 이는 증시 호조에 따라 목표전환형 펀드 및 랩어카운트 판매 증가 영향이다. 주식시장 상승세가 가팔랐던 만큼 거래대금 측면에서의 회전율뿐 아니라 목표전환형 상품에서 목표수익률을 단기간에 달성한 이후 청산, 재가입하는 과정이 빨라지며 WM 에서도 회전율의 개념이 눈에 띄었던 분기였다.

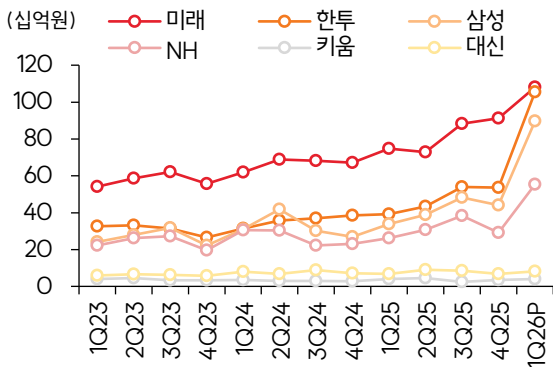
주식시장 강세 수혜는
목표전환형 상품
판매 증가로 나타남
→ 삼성, 한투, NH 우위

하반기에도 이러한 트렌드가 지속될 것으로 전망한다. 따라서, 목표전환형 펀드 및 랩어카운트에서 강점이 있는 삼성증권, 한국투자증권, NH 투자증권이 우위에 있을 것으로 판단한다. 실제로, 1 분기에도 자산관리 수수료수익 성장률이 이 세 종목에서 특히 높았다. 물론, 절대적인 자산관리 수수료수익은 퇴직연금 사업을 오래전부터 추진해온 미래에셋증권이 가장 크나, 이번 증시 호황에 따른 수혜는 펀드 및 랩어카운트 중심으로 더 크게 나타날 것으로 전망하기에 삼성증권, 한국투자증권, NH 투자증권의 매력도가 더 높은 국면이라고 판단한다.

BK+WM 기여도 높은
삼성증권 선호

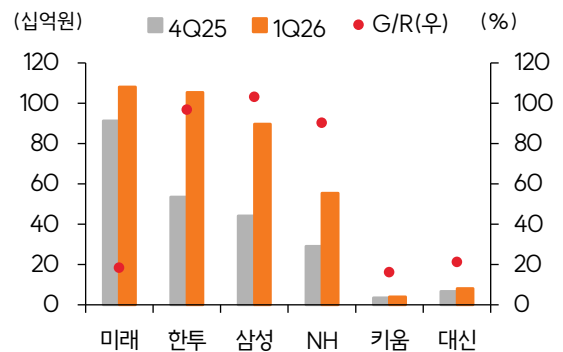
이처럼 하반기에도 주식시장 강세에 힘입어 브로커리지와 자산관리 수수료수익의 ROE 기여도가 높은 종목이 매력도가 높을 것으로 전망한다. ROE 기여도는 삼성증권이 가장 높고, 키움, 미래, NH, 대신, 한투 순서로 나타난다. 따라서, BK 와 WM 경쟁력 측면에서 삼성증권을 최선호주로 제시한다.

유니버스 증권 자산관리 수수료수익 추이



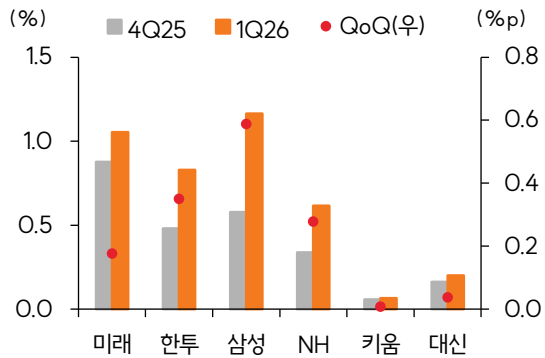
자료: 각 사, SK 증권

유니버스 증권 자산관리 수수료수익 G/R



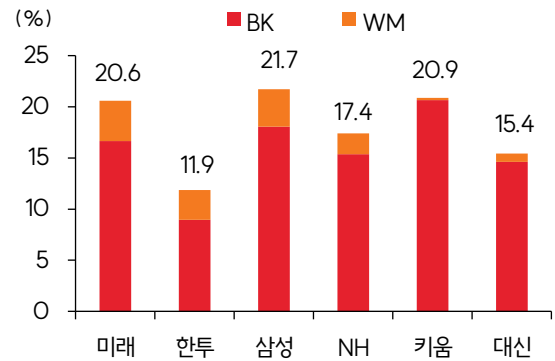
자료: 각 사, SK 증권

유니버스 증권 자산관리 수수료수익 ROE 기여도



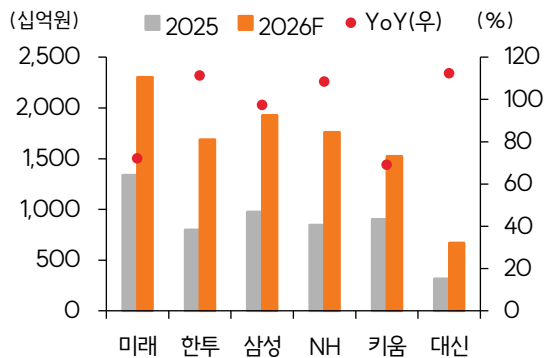
자료: 각 사, SK 증권

유니버스 증권 2026F BK+WM 수수료수익 ROE 기여도 추정



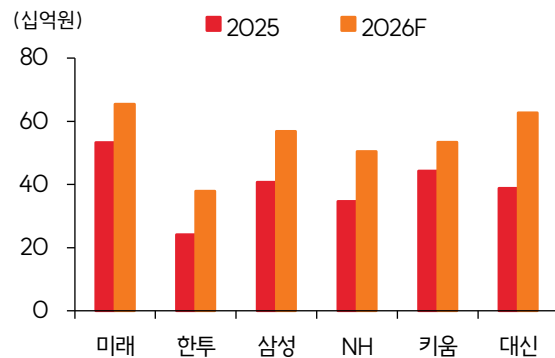
자료: 각 사, SK 증권

유니버스 증권 BK & WM 수수료수익



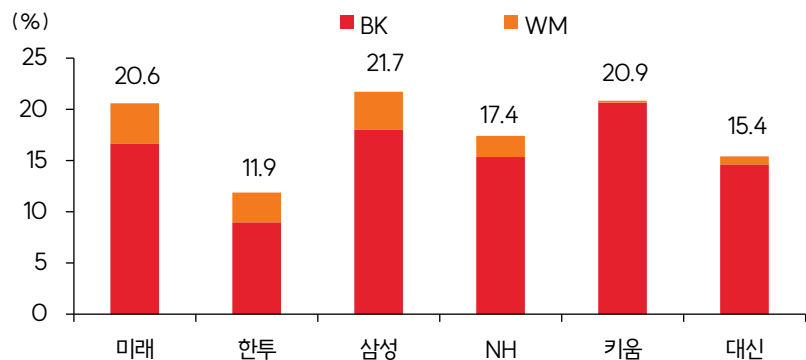
자료: 각 사, SK 증권

유니버스 증권 BK & WM 수수료수익 순영업수익 내 비중



자료: 각 사, SK 증권

유니버스 증권 2026F BK+WM 수수료수익 ROE 기여도 추정



자료: 각 사, SK 증권

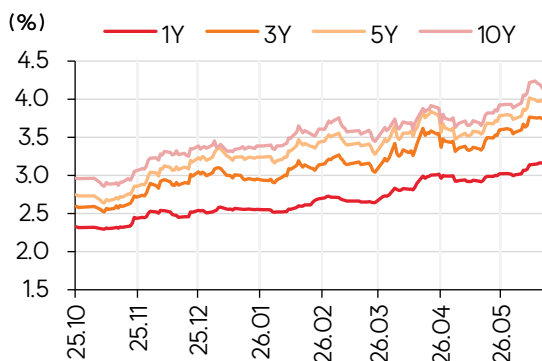
**하반기에도
채권매매평가손익보다
유가증권 매매평가손익 기여가
중요할 것으로 전망**

(3) 운용은 채권부문 부진을 유가증권에서 얼마나 상쇄하느냐가 관건

증권업 특성 상 FVPL 채권이 많다는 점에서 금리 상승 시 채권매매평가손실이 확대되는 경향이 있다. 당사 자산전략팀은 올해 1 차례의 기준금리 인상을 전망하고 있으며, 2 분기에도 시장금리가 상승세로 채권운용에 비우호적인 환경이 지속되고 있다. 따라서, 하반기에도 주식시장 강세에 힘입어 주식 및 수익증권 등의 유가증권 매매/평가이익이 얼마나 채권부문의 부진을 상쇄하느냐가 관건이 될 것이다.

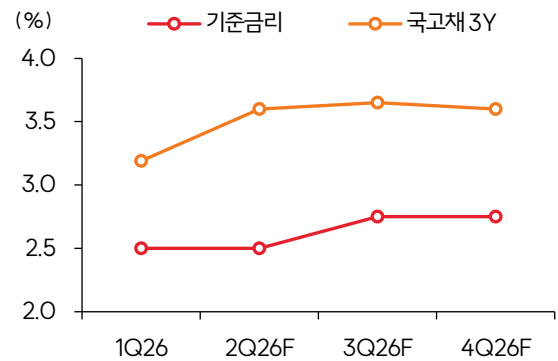
미래에셋증권의 경우, 스페이스 X IPO 에 따른 평가이익이 예상되므로 채권운용이 다소 부진하더라도 운용손익이 전년 대비 증가할 것으로 예상된다. 한국금융지주는 증권 ELS 부문 성과, 발행어음 비즈니스 뿐 아니라 운용 자회사의 주식운용 성과가 기여하며 전년도 평가이익으로 인한 기저가 높음에도 불구하고 운용손익이 전년 대비 증익 가능할 것으로 예상된다. 키움증권은 주식 PI 및 운용 자회사의 유가증권 평가이익이 기여할 것으로 전망한다. 그 외 채권 포트폴리오가 대부분인 삼성증권과 NH 투자증권을 비교 시, 보다 더 보수적인 채권 운용 기조를 유지하고 있는 NH 투자증권의 방어력이 높을 것으로 전망한다.

국고채 금리 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

기준금리 및 국고채 3년물 금리 전망



자료: SK 증권

(4) 거래대금 외에 북비즈니스도 중요. 규모에 따른 안정적인 이익 기여

올해 3월 NH 투자증권이 IMA 사업자로 지정됨에 따라 IMA 사업자는 총 3 곳이 되었으며, 발행어음 사업자는 7 곳으로 삼성증권과 메리츠증권은 인가가 지연되고 있는 상황이다. 발행어음/IMA 사업은 정부의 생산적 금융 기조 하에서 모험자본 공급이라는 방향성과 일치하고, 증권업 입장에서는 조달원을 확대함으로써 레버리지를 높이고 기업금융 중심의 IB 연계 투자를 통해 이익 저변을 확대할 수 있다.

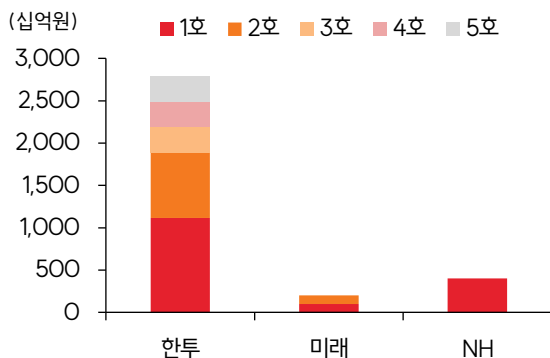
거래대금은 천수답 성격
따라서, 안정적인
이익 기여 측면에서
북비즈니스 기여도도 주목

거래대금이 증권주의 투자심리를 견인하지만, 북 비즈니스도 중요하다. 1) 레버리지 확대를 통해 운용손익 및 자본 효율성을 제고할 수 있을 뿐 아니라, 2) 증시 및 거래대금은 변수가 많다는 점에서 하반기에 거래대금 증가세가 크게 둔화될 수도 있다는 가능성을 고려할 때, 거래대금 레벨과 상관없이 꾸준히 이익 기여를 해 줄 수 있는 북비즈니스 기여도도 주목할 필요가 있다.

발행어음의 경우, 2026년 조달 규모와 각 회사별 마진을 고려했을 때, 미래에셋증권은 1,000억원, 한국금융지주 4,400억원, NH 투자증권 1,500억원, 키움증권 250억원의 이익 기여를 할 것으로 추정한다.

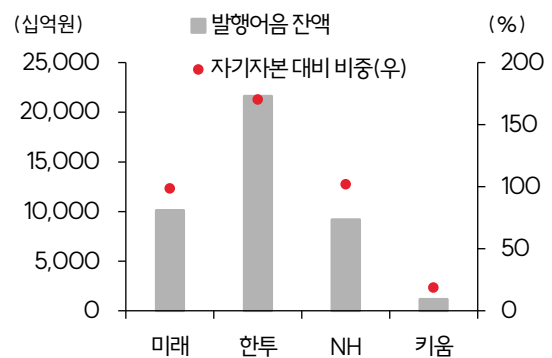
IMA의 경우에는, 언론보도에 따르면 미래에셋증권의 IMA 1호 상품의 설정 이후 기간(12/26~3/31) 수익률이 0.35%를 기록했다고 알려졌으며, 대략적으로 연환산 시 1.4%이다. 한국투자증권의 1호 상품 수익률은 1.04%, 연환산 시 3.92%로 알려졌다. 만기까지 기간이 많이 남아 있기 때문에 아직은 지켜볼 단계이지만, 한국투자증권은 기준수익률 4.0%를 달성할 가능성이 높아 보인다.

유니버스 증권 IMA 잔액



자료: 각 사, SK 증권

유니버스 증권 발행어음 잔액



자료: 각 사, SK 증권

**일평균 거래대금 증가세는
1분기보다 높기 힘든 상황**

(5) 하반기 투자전략

현재 일평균 거래대금 100 조원대를 기록하면서 우호적인 업황은 지속되고 있으나, 1 분기만큼의 높은 QoQ 증가율을 기대하기는 솔직히 어려운 상황이다. 1 분기 일평균 거래대금은 66.6 조원으로 QoQ +80.6% 증가한 수준이었다. 1 분기보다 더 높은 수준의 QoQ 증가율을 가져가기 위해서는 2 분기에 최소 120.5 조원의 일평균 거래대금을 기록하여야 하는데 쉽지 않은 레벨이다.

**회전을 제고가 중요
: 단일종목 레버리지 ETF,
KRX 거래시간 연장 등**

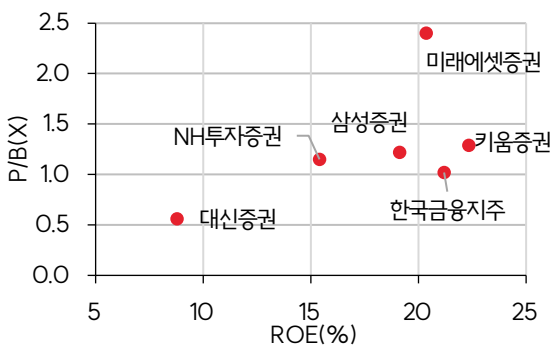
증권업의 투자심리는 여전히 거래대금에 높게 연동된다는 점에서, 결국 증권주에게 가장 중요한 핵심은 회전을 높여서 높은 수준의 거래대금을 기록할 수 있느냐이다. 회전을 및 거래대금 확대에 기여할 정책들이 예정되어 있다. 증권업 입장에서는 회전을 높이는 것이 중요한데, 5 월 27 일 국내 단일종목 레버리지 ETF 출시하고, KRX 거래시간 연장(프리, 애프터마켓 신설)을 9 월 14 일 시행 목표로 추진하고 있어 회전을 제고 및 거래 확대에 기여할 것으로 예상된다. 또한, 외국인 통합계좌 규제 완화를 통해 외국인들이 국내주식을 직접 거래할 뿐 아니라, 최근 금융당국은 외국인 통합계좌에서 투자 가능한 대상을 국내 ETF 로 확대하는 것을 추진하고 있다. 외국인 개인투자자의 국내 증시 진입이 용이해지며 브로커리지 수익원이 다변화될 것으로 예상된다.

**주식시장 강세로부터
최대한의 수혜 예상되는
포트폴리오 보유한 종목 위주
접근 추천**

회전을 제고가 가장 바람직하지만, 이 또한 거래대금처럼 예측할 수 없는 영역이다. 따라서, 투자전략으로는 유례없는 주식시장 강세로부터 최대한의 수혜가 기대되는 포트폴리오를 보유한 종목 위주로 접근을 추천한다.

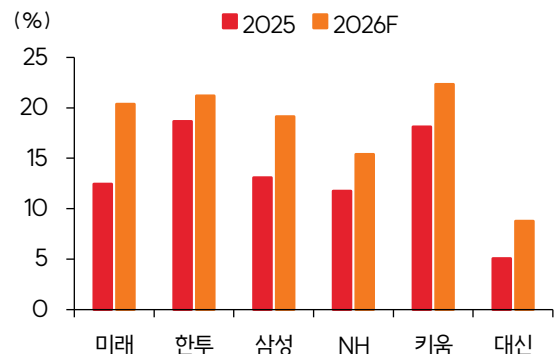
브로커리지 외에 WM 부문 이익 기여도가 높은 **삼성증권**, 운용 부문에서 유가증권 평가이익, 발행어음 등으로 이익 기여 가능한 **한국금융지주**를 최선호주로 제시한다. 브로커리지에 더해 주식 PI 부문에서 유가증권 평가이익 기여 가능한 **키움증권**을 차선호주로 제시한다.

유니버스 증권 2026FROE - P/B Matrix



자료: 각 사, SK 증권

유니버스 증권 ROE 전망



자료: 각 사, SK 증권

2026년 하반기 Top Picks

한국금융지주 (071050/KS) – 美친 이익체력 증명. 증권업계의 All-rounder

- 브로커리지 뿐 아니라 펀드 및 랩어카운트 판매, 발행어음 및 IMA 조달에 있어서 모두 경쟁우위
- 증시 호조로 BK 및 WM 수수료수익 증가 전망. 특히 WM 부문 성장세 가파르고, 2분기에도 성장세 높을 것
- 거래대금 증가세가 둔화된다고 하더라도, 발행어음 및 IMA 북비즈니스 기여가 높아 이익에 대한 우려 적음
- 올해 발행어음 22.2조원 조달, 발행어음 마진 200bp 가정 시, 연간 대략 4,000억원의 이익 기여 예상
- 연결 자회사의 유가증권 평가이익 기여도 지속될 것으로 전망
- 2026F 순이익이 2.8조원, ROE 21.2%로 업종 내 높은 수준임에도 P/B는 1.0배에 불과. Top Pick 유지

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
현재주가 254,500 원	순영업수익	십억원	1,989	2,635	4,009	5,335	4,957	5,122
시가총액 14,377 십억원	영업이익	십억원	820	1,200	2,345	3,483	2,919	2,956
	순이익(지배)	십억원	707	1,040	2,020	2,826	2,385	2,427
발행주식 수 5,573 만주	EPS	원	12,106	17,805	34,598	48,402	40,840	41,555
주요 주주	BPS	원	143,392	165,262	205,667	251,280	281,484	312,255
김남구(외 1) 21.30 %	PER	배	5.1	4.0	4.7	5.3	6.2	6.1
국민연금공단 13.13 %	PBR	배	0.4	0.4	0.8	1.0	0.9	0.8
외국인 지분율 34.43 %	ROE	%	8.8	11.5	18.7	21.2	15.3	14.0

삼성증권 (016360/KS) – 변동성 속 선명해지는 리테일 경쟁력

- BK 및 WM 부문의 ROE 기여도는 업종 내에서 가장 높은 수준. 주식시장 강세장에서 유리한 포지션 보유
- IBKR 과 제휴한 통합계좌 서비스를 정식 런칭하였음. 중장기적으로 브로커리지 수익원 다변화 측면에서 긍정적
- 올해 DPS 6,700 원 전망하며 배당수익률 5.2%. 별도 자기자본 추이 고려 시, 내년부터 40%대 배당성장 기대
- 2026F 순이익 1.7조원, ROE 19.1% 전망하며, P/B는 1.2배 수준
- BK 및 WM 경쟁력, 배당 등을 고려할 때 밸류에이션 매력 존재. Top Pick 유지

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
현재주가 129,900 원	순영업수익	십억원	1,647	2,240	2,520	3,535	3,411	3,568
시가총액 12,073 십억원	영업이익	십억원	741	1,206	1,376	2,241	2,083	2,190
	순이익	십억원	547	899	1,007	1,667	1,553	1,639
발행주식 수 8,930 만주	EPS	원	6,130	10,068	11,279	18,663	17,385	18,357
주요 주주	BPS	원	74,162	82,018	90,348	104,911	115,583	126,741
삼성생명보험(외 3) 29.62 %	PER	배	6.3	4.3	6.7	7.0	7.5	7.1
국민연금공단 13.31 %	PBR	배	0.5	0.5	0.8	1.2	1.1	1.0
외국인 지분율 26.78 %	ROE	%	8.5	12.9	13.1	19.1	15.8	15.2

유틸리티/신재생에너지

전압 상향 속 수요 강세 지속

유틸리티/신재생에너지. 나민식
minsik@sks.co.kr / 3773-9503

유틸리티/신재생에너지: 전압 상향 속 수요 강세 지속

유틸리티/신재생에너지. 나민식 / minsik@sks.co.kr / 3773-9503

전력 인프라는 "전압 상향"이라는 트렌드 아래에서 세 가지 축으로 진행되고 있다. 구체적으로 (1) 데이터센터 배전 인프라의 800VDC 전환 (2) 765kV 초고압 송전망 건설 가속화 (3) 에너지저장장치, AI CAPEX 사이클 편입에 대해서 주목할 필요가 있다.

첫째, 랙 전력밀도가 MW 급으로 치솟으면서 데이터센터 배전 인프라가 변하고 있다. 엔비디아는 기존 서버랙에 공급하는 54V 전압을 800V 로 상향시키는 로드맵을 발표했다. 엔비디아는 전력변환 단계를 줄이는 SST(반도체 변압기) 개발을 요청했고, 이에 맞춰 GE 버노바, Vertiv, Eaton 등이 동시다발적으로 제품 개발이 진행되고 있다. 업체별로 차이가 있지만 26 년 하반기에 시제품 생산, 27 년 대량생산을 목표로하고 있다.

둘째, 송전망 측면에서는 장거리 대용량 전송을 위한 765kV 초고압 전력망 건설이 본격화되고 있다. 데이터센터 및 대형공장 등 대용량 전력부하를 지원하기 위함이다. 북미에서 765kV 전력망에 필요한 변압기, 차단기 업체는 5 개 정도로 제한적이기 때문에 수익성이 매우 높은 것으로 추정한다. HD 현대일렉트릭 및 효성중공업에게 기회요인이 될 것으로 판단한다.

셋째, AI 데이터센터의 GPU 동기화 문제로 인해서 전력부하 변동성이 화두로 떠오르고 있다. 단일 데이터센터의 전력부하 변동성이 높아지면서 전력망에 부담을 줄 수 있기 때문에 그 중간에 다양한 에너지저장장치를 구비해야 한다. 그리고 부하패턴에 따라서 밀리초단위의 커패시터, 초단위의 BBU, 분~시간 단위의 BESS 등의 수요가 증가할 것으로 판단한다. 관련 기업으로는 LS 일렉트릭이 있다.

Top-pick 으로는 일진전기, 산일전기를 제시한다. 근거는 다음과 같다. (1) 두 업체 모두 경쟁사 대비해서 증설결정을 빨리 내렸다, 여전히 전력기기 공급부족 상황이 이어지고 있는 상황에서 두각을 나타낼 것으로 판단한다. (2) 주가측면에서는 할인 요인이 개선되면서 멀티플 상향이 기대된다. 일진전기는 매출액의 70%를 차지하는 전선사업부의 수익성개선, 산일전기는 Bloom energy 벤더사에 등록되며 멀티플 상향효과가 이어질 것으로 판단한다.

2026년 상반기 Review: 산업 데이터 점검

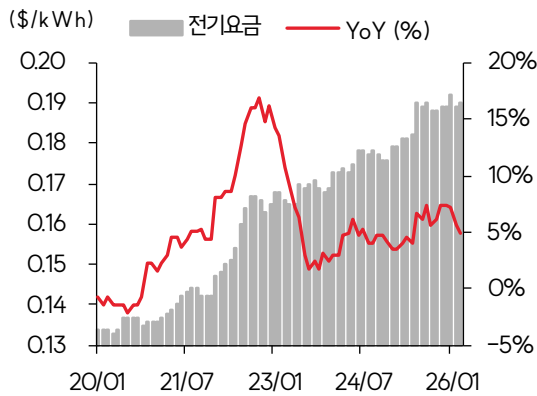
상승하는 미국 전기요금
그리고 억제노력

트럼프 행정부 이후 미국 전기요금은 전국적으로 상승하고 있다. 그리고 그 원인으로는 수요 급증과 인프라 투자 비용의 요금 전가라는 점에서 전력기기 사이클과 동전의 양면 관계에 있다.

EIA 가 2026년 5월 발표한 전력월보에 따르면 미국 평균 소매 전기요금은 kWh 당 약 18.05 센트, 전년 동월 대비 약 7% 상승했다. 부문별로는 주거용이 약 10% 상승하며 가장 큰 폭을 보였고, 상업용이 약 6%, 산업용이 약 4% 상승했다.

상승의 구조적 원인은 세 가지로 요약된다. (1) 데이터센터 등 대형 부하의 급증으로 송배전망 증설과 신규 발전 설비 투자가 동시에 필요해졌고, (2) 변압기·개폐기 등 전력기기의 공급 부족(shortage)과 단가 상승이 요금 기저에 반영되고 있으며, (3) 2026년 들어 미국-이란 전쟁 여파로 천연가스 변동성이 확대됐기 때문이다.

미국 전기요금 상승



자료: EIA, SK 증권

뉴저지 주지사 당선인 취임 첫날 유틸리티 요금 비상사태 선언



자료: 언론사

전기요금 상승이 정치적 부담으로 작용하면서, 요금 인상을 억제하기 위한 두 갈래의 대응이 나타나고 있다. 첫째는 자본 조달의 외부화, 둘째는 대형 부하에 대한 비용 분리다.

첫 번째, 미국은 인프라 투자 재원의 일부를 동맹국 자본으로 충당하는 방식을 택했다. 미국과 일본은 2025년 7월 무역 합의에서 5,500억달러(\$550B) 규모 대미 투자를 약속했고, 같은 해 10월 이행 각서에 서명했다. 이 자금의 절반 이상이 에너지 부문으로 향할 것으로 알려졌다. 2026년 3월 발표된 2차 프로젝트군은 약 730억달러(\$73B) 규모로, GE Vernova-Hitachi의 SMR(약 \$40B)과 펜실베이니아·텍사스 가스발전(약 \$33B)이 포함됐다. 명시된 공급사로는 도시바(변압기, 전력모듈), GE 버노바(HVDC, 송변전) 등이 포함된다.

두 번째, 데이터센터 같은 대형 부하가 유발하는 인프라 비용을 일반 소비자가 아닌 해당 부하에 직접 부담시키는 대형부하 요금제(large load tariff)의 신설이다. 데이터센터 신규 유입이 집중되는 오하이오·버지니아·텍사스 등에서 대형 부하 전용 요금 체계 도입 논의가 확산되고 있다. 이는 일반 소비자의 요금 인상을 억제하면서 동시에 데이터센터 사업자에게 전력 인프라 비용의 예측 가능성을 제공하는 구조다.

일본, 대미투자 프로젝트 진행 중



자료: 언론사

SB Energy(Softbank 자회사), AEP \$4.2B 송전투자비 부담



자료: 언론사

미국-이란 전쟁 두바이유 상승이 만드는 변화

2026년 2월 발발한 미국-이란 전쟁은 유가와 LNG 가격을 끌어올렸다. 이 충격은 약 2 개 분기 시차를 두고 26 년 하반기부터 한국전력의 원가부담 + 민자 발전사의 수익성 개선으로 전이될 가능성이 높아 보인다.

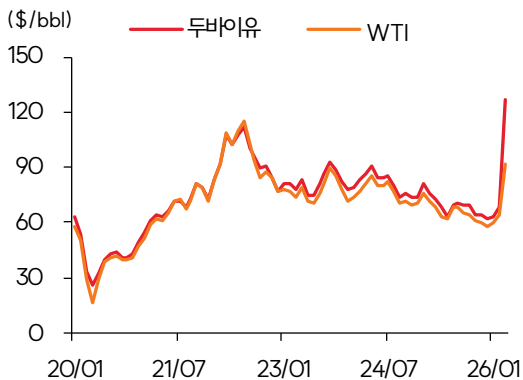
첫 단계는 유가다. 브렌트유는 4 월 7 일 배럴당 138 달러(\$138/bbl)로 고점을 형성했고, 4 월 평균은 117 달러(\$117/bbl) 수준이었다. 5 월 하순 미국-이란 합의 진전 보도로 WTI 가 배럴당 91 달러(\$91/bbl)까지 약 5% 하락하며 일부 진정된 상황이다. 두바이유 역시 중동 지정학 리스크에 직접 연동되어 같은 방향으로 움직였다.

사실상 호르무즈 해협이 재개된다고 하더라도 급격한 유가하락(하반기 한국전력 원가부담을 막을 정도)을 기대하기는 어렵다고 판단한다. 해운 보험이 정상화될 때까지 시차가 필요할 뿐만 아니라, 전쟁으로 인한 인프라 재건 역시 시간이 필요하기 때문이다.

두 번째 단계는 LNG 가격(JKM)이다. 동북아 LNG 벤치마크인 JKM(Japan Korea Marker)은 4 월 24 일 MMBtu 당 16.02 달러(\$16.02/MMBtu)로 봉쇄 이전 대비 약 51% 급등했으며, 5 월 22 일에는 18.81 달러(\$18.81/MMBtu)로 전월 대비 약 15%, 전년 동월 대비 약 51% 높은 수준을 기록했다.

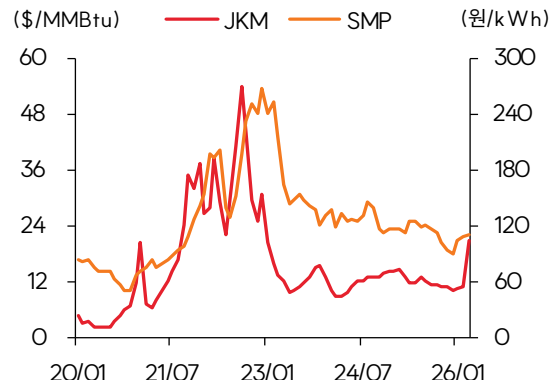
마지막 단계는 계통한계가격(SMP)이다. 한국전력의 연료비 구조는 일반적으로 두바이유 변동에 약 2 개 분기의 시차를 두고 반영된다. 두바이유에서 JKM 으로, JKM 에서 계통한계가격(SMP)으로 이어지는 과정에 약 6 개월이 소요되기 때문이다.

두바이유 및 WTI 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

JKM 및 SMP 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

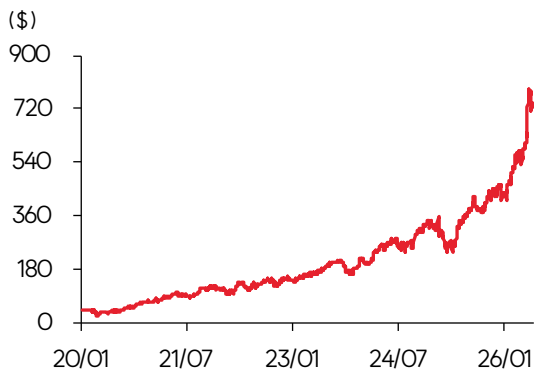
전력 인프라기업 수주잔고 데이터 점검

미국의 송전망을 건설하는 EPC 기업은 변전소, 송전선, 전력설비를 실제로 건설하는 시공사이다. 결국 EPC 수주잔고와 발주 코멘트가 전력기기 수요 전망의 가시성을 보여주는 가장 강력한 데이터라고 판단한다.

전력 및 가스 EPC 1 위 기업 Quanta Services(PWR)의 1 분기 말 총 수주잔고는 485 억달러(\$48.5B)로 사상 최고치를 기록했다. 성장률 역시도 데이터센터 배전 인프라 수요 증가로 인해서 4Q25 를 시작으로 더 증가하고 있다.

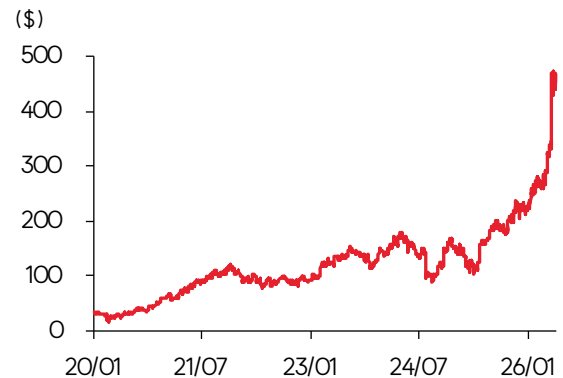
MYR Group(MYRG)는 Quanta Services 대비해서 규모에서는 밀리지만, 순수한 전력 EPC 기업으로 전력인프라 사이클 점검에 중요한 데이터를 제공해준다. 대형 송전 프로젝트에 대해서는 2027년 이후에 본격화될 것이라는 언급이 있었다.

Quanta Services 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

MYR Group 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

2026년 하반기 전망

1. 800VDC: 단일 제품이 아니라 시스템 접근법 필요

800VDC 개념정리

800VDC 인프라는 전력은 전압과 전류의 곱($P=VI$)이라는 단순한 물리 법칙에서 시작한다. 랙당 전력밀도는 과거 5~10kW 수준에서 현재 100~300kW 로 급등했고, 차세대 제품(Rubin Ultra) 이후부터는 1MW 를 넘어설 것으로 예측한다.

기존의 54VDC(또는 48VDC) 랙 내부 분배 방식을 유지한 채 전력만 키우면 전류가 폭증한다. 전류가 늘면 구리 사용량과 발열, 전압 강하가 모두 증가하고 랙 내부 공간을 전력 변환 장치가 잠식한다.

해법은 전압을 높여 같은 전력을 더 낮은 전류로 전달하는 것이며, 엔비디아는 그 목표 전압으로 800VDC 를 제시했다. 전압을 높이면 전류가 감소하며 도체 질량과 열손실, 공간 점유가 감소해 같은 면적에 더 많은 연산자원을 집어넣을 수 있다.

800VDC 전환의 핵심은 전력 변환 단계의 축소다. 전통적 데이터센터는 전력망의 교류(AC)를 받아 변압·정류·변환·강압을 3~4 단계 거쳐 서버에 직류(DC)를 공급했다. 이 과정 단계마다 전력이 발열로 낭비되며, 전력 인프라가 복잡해지며 유지보수 포인트가 많아진다.

800VDC 중앙집중식 분배는 이 변환 사슬을 단축하고, 랙 내부의 전력 변환 장치를 별도 캐비닛(사이드카)으로 분리해 랙 공간 전체를 연산에 할당할 수 있게 한다. 엔비디아의 차세대 Rubin Ultra 플랫폼이 800VDC 를 전제로 설계되면서 전력 공급망 전반이 이 규격에 맞춰 재편되고 있다.

엔비디아가 공개한 800VDC 생태계 파트너는 다음과 같다.

반도체(14 개사): 아날로그디바이스, AOS, EPC, 인피니언, 이노사이언스, MPS, 나비타스, 온세미, 파워인티그레이션, 르네사스, 리치텍, 로옴, ST 마이크로일렉트로닉스, 텍사스인스트루먼트

전력 시스템 부품(7 개사): 비즈링크, 델타, 플렉스, GE 버노바, 리드웰스, 라이트온, 맥미트

데이터센터 전력 시스템(9 개사): ABB, 이튼, GE 버노바, 헤론파워, 히타치에너지, 미쓰비시전기, 슈나이더일렉트릭, 지멘스, 버티브

800VDC 기본개념

	800VDC 개념	장점
1	전압 상승 (54V - > 800V)	구리 사용량 절감 케이블/버스덕트 소형화
2	교류/직류 변환 중앙화	서버 랙 물리적 공간 확보

자료: SK 증권

전력 변압, 전환 단계별로 에너지 손실

Legacy AC data center power conversion architecture

Total system loss: 9-16%

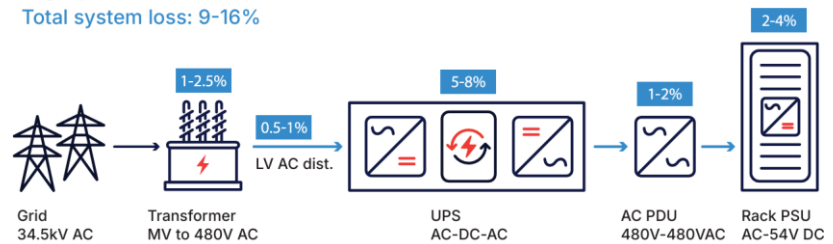
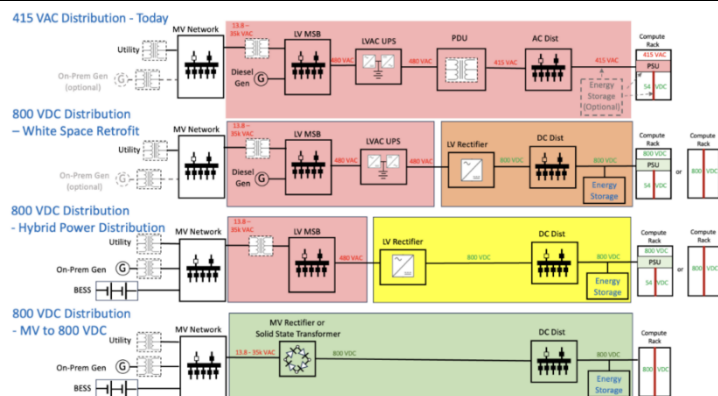


Figure 2 - Conversion losses in AC data centers

자료: Solar Edge

단계별 800VDC 전환 방식 제시



자료: Nvidia

SST 제품개발 업데이트

800VDC 전환의 한가운데에는 SST(Solid-State Transformer, 반도체 변압기)가 있다. SST 는 코일을 감은 전통식 철심 변압기를 전력 반도체로 대체한 차세대 변압기다. 교류-직류 변환 그리고 전압 변압을 단일 장치에서 수행한다. 이를 통해 변환 단계를 줄여 효율성을 높이고, 능동적 제어로 부하 변동에 빠르게 대응하는 것이 강점이다. 이에 주요 전력기기 업체들의 제품 개발이 동시다발적으로 진행되고 있다.

GE Vernova 는 NVIDIA 와 협력해 기가와트급 AI 팩토리용 800VDC 시스템을 개발 중이다. GEV 는 기존 HVDC 및 고전압 변압기와 연계해서 800VDC 배전 시스템에 통합 솔루션을 제공할 수 있다는 포지셔닝을 강조하고 있다.

Vertiv Holdings 는 전력+냉각+서비스 전체를 공급할 수 있는 강점이 있음. 800VDC 제품 포트폴리오를 2026 년 하반기에 출시, 2027 년 NVIDIA Rubin Ultra 도입을 지원하겠다고 밝혔다.

Enphase Energy 는 2026 년 4 월 28 일 IQ Solid-State Transformer 제품을 공개하며 가장 구체적으로 로드맵을 제시했다. 1.25MW 렉에 342 개의 반도체·소프트웨어 정의 전력 모듈을 직렬·병렬로 결합해 98.5% 효율과 99.999% 가용성을 목표로 하며, 중전압 교류(15kV·35kV 급)를 단일 단계로 800VDC(±400VDC)로 변환한다. 2027 년 시범생산, 2028 년 양산을 계획하고 있다.

Eaton 은 2025 년 8 월 레질리언트 파워 시스템스(Resilient Power Systems)를 인수했다. 레질리언트는 전기차 충전용으로 개발된 중전압 SST 지식재산(IP)을 보유하고 있다. 2026 년까지 초도생산, 양산은 2027 년을 목표로 하고 있다.

SolarEdge 는 2~5MW SST 를 인피니언과 공동개발을 진행하고 있다. 2026 년 3 월 자사가 개발하는 SST 백서를 공개. 다만 초도생산 및 양산에 대한 타임라인은 미정이다.

한국기업 중에서는 효성중공업에 주목할 필요가 있다. 22.9kV SST 개발을 완료하고 미국 데이터센터 직류(DC) 인프라 사업화를 공식화했다. STATCOM, ESS 와 묶어서 데이터센터 전력부하 솔루션 공급자로 포지셔닝을 목표로 하고 있다.

단일 해법이 아닌 시스템 접근법 필요

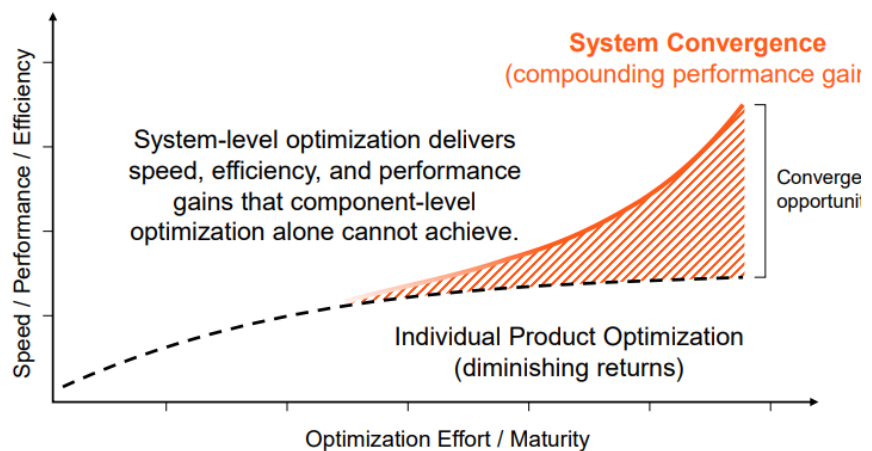
800VDC 로의 전환이 곧 데이터센터 배전 인프라가 단일 표준으로 수렴한다는 의미는 아니다. 오히려 Vertiv 가 2026 년 5 월 Analyst Day 에서 던진 핵심 메시지는 그 반대였다. 전압이 올라가고 변환 단계가 줄어드는 큰 방향은 분명하되, 데이터센터마다 비즈니스 모델과 목표가 다르기 때문에 여러 아키텍처가 공존할 수밖에 없다는 것이다.

그 근거로 제시된 차트의 가로축은 최적화 노력과 성숙도, 세로축은 속도·성능·효율이다. 검은 점선은 개별 제품 최적화(individual product optimization)로, 처음에는 빠르게 올라가지만 점점 평평해진다. CDU, UPS, 변압기 효율성을 개선하더라도 어느 시점부터는 수확체감의 법칙이 작동한다.

반면에 주황색 실선은 시스템 융합(system convergence)으로, 효율성이 가속해서 올라간다. 즉, 전력과 열과 IT 를 따로따로 최적화하는 것이 아니라, 데이터센터 전체를 하나의 시스템으로 묶어 최적화할 때만 나오는 성능 이득이 존재한다는 주장이다.

시스템 접근이 불가피한 이유는 데이터센터 설계를 좌우하는 변수 중에서 복잡성이 증대되고 있기 때문이다. 기존 데이터센터 규모가 250MW 에서 1GW 용량으로 커지면서 변압기, UPS, CDU, 공조기, 칠러 등 부품이 어떻게 동기화되는지가 중요해지고 있다. 부품 하나만 만드는 회사는 이 동기화의 복잡성을 감당할 수 없고, 종단간(end-to-end)으로 시스템을 공급할 수 있어야 한다는 것이다.

통합 시스템 최적화 > 개별 제품 최적화



자료: Vertiv Holdings

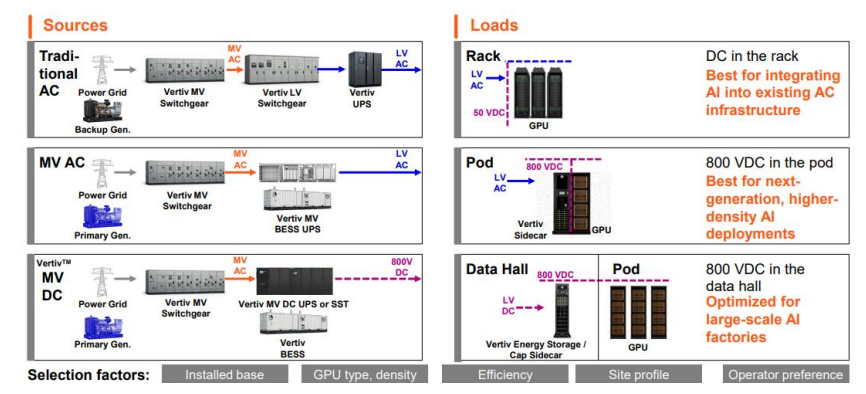
시스템 접근법이 필요한 또 다른 이유는 같은 데이터센터라 하더라도 비즈니스 모델과 목표에 따라 요구사항이 다르기 때문이다.

첫 번째 그룹은 유연성 우선 고객이다. Digital Realty, Equinix, Vantage 같은 데이터센터 임대업자가 여기 속한다. 이들은 최종 임차인이 누구인지 모르는 경우가 많고 임차 계약은 10~15 년인 반면 그 사이 GPU 세대는 여러 번 바뀐다. 한 아키텍처에 베팅했다가 임차인이 다른 것을 요구하면 큰 손실이므로, 모든 GPU 세대를 받아들일 수 있는 유연성 아키텍처가 필요하다. 이들은 전통적 교류(AC) + 사이드카 직류(DC) 같은 하이브리드 구조를 선호한다.

두 번째 그룹은 최적화 우선 고객이다. xAI, OpenAI, Meta 의 자체 시설 같은 목적 지향 AI 팩토리가 여기 속한다. 이 시설들은 'GPT-X 학습용', 'Grok-X 학습용'으로 처음부터 의도가 명확하고 사용하는 GPU 세대가 정해져 있다. 따라서 단일 세대에 최적화하면 되고, 변환 단계가 적을수록 좋으며 효율 1% 차이가 학습 시간과 전기료에 직접 반영된다. 이들에게는 전력 효율을 극대화하는 중전압 직류(MV DC) 또는 SST 중심 아키텍처가 적합하다.

800VDC 전환의 실질적 수혜는 고전압, 고효율 전력 스위칭을 담당하는 전력반도체 기업으로 귀결될 것으로 판단한다. SST 와 800VDC 변환 모듈의 성능은 결국 전력 반도체 소자의 효율성과 전력밀도에 결정되기 때문이다. 관련종목으로는 Navitas Semiconductor, Onsemi, Monolithic Power Systems, Vicor, Infineon, Texas Instruments 를 꼽을 수 있다.

3 x 3, 다양한 접근법을 제시하는 Vertiv Holdings



자료: Vertiv Holdings

2. 765kV - 송전망 측의 초고압화

왜 765kV 인가?

765kV 는 상용 전력망 중 가장 높은 전압을 사용하는 전력망이다. 장거리·대용량 송전의 효율을 극대화하는 송전망 측의 초고압화 흐름을 대표한다. 송전 전압을 높이면 같은 전력을 더 적은 손실로 더 멀리 전송이 가능하다.

기존에는 초기 투자비 부담으로 345~500kV 전력망이 주력으로 사용되었으나, 데이터센터와 대형공장 등 대형부하가 급증하면서 765kV 송전망 수요가 커지고 있다. 이에 미국의 전력 사업자들은 765kV 송전망 구축이 핵심 과제로 부상하고 있다. 미국에서 가장 광범위한 765kV 인프라를 보유한 AEP(American Electric Power)는 약 720 억달러(\$72B) 규모의 CAPEX 계획에 765kV 송전망 프로젝트를 포함하고 있다.

765kV 급 변압기는 기술 요건과 인증 절차가 까다로워 북미에서 공급 가능한 업체는 5 개 업체로 제한적이다.

전력계통 단계별 전압 등급 체계

단계	전압	비고
송전(Transmission)	765kV	교류(AC) 전압 중 최고 수준*
	500kV	
	345kV	
	230kV	
	161kV	
	138kV	
	115kV	
준송전(Sub-transmission)	69kV	송전의 최저 단계 전압
	69kV	
	46kV	
배전(Distribution)	34.5kV	
	34.5kV	
	24.9kV	
	13.2kV	
	12.5kV	
	4.2kV	

자료: Larson Electronics, SK 증권

Quanta Services
"765kV 더 빨라지고 있다"

미국 송배전 EPC 1 위 기업 Quanta Services(PWR)을 통해서 765kV 송전망 건설 진행 속도를 가늠할 수 있다. 2025 년까지만 하더라도 Quanta Services 어닝콜에서 765kV 송전망에 대한 언급은 전혀 없었다. 그러나 2026 년 이후부터 전력 유틸리티의 CAPEX 규모가 커지면서 진행속도가 더 빨라지고 있다는 메시지를 던지고 있다.

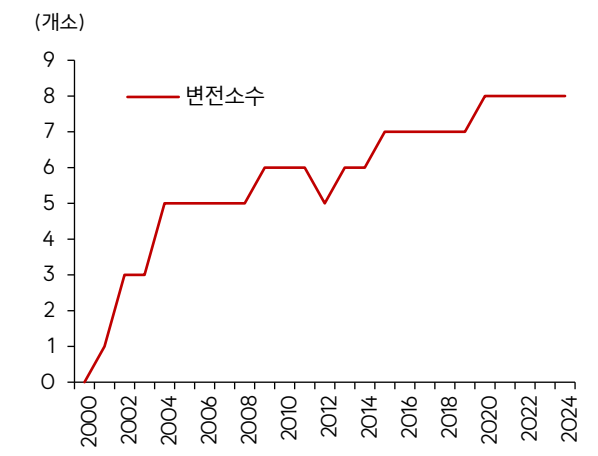
2026 년 2 월 (4Q25 어닝콜) : 2026 년에는 765kV 송전건설 프로젝트 작업은 없음, 수주잔고에도 미반영, 경영진은 2027 년 하반기부터 본격적으로 수주잔고에 들어올 것이라고 했다. 즉 이 시점에서는 765kV 건설된다, 그러나 아직 1년 반 뒤에 걸린다고 언급했다.

그러나 2026 년 4 월 (1Q26 어닝콜) 이후에는 시장 예상보다 빨라지고 있다는 언급 있다. 단 3 개월 만에 의미있는 첫 번째 765kV 프로젝트가 수주잔고에 진입했다는 언급이 있었다. 총 규모는 \$1B 미만으로 작지만 수주잔고 진입 시점이 예상보다 약 1년 앞당겨진 것이다.

HD 현대일렉트릭, 효성중공업
765kV 는 기회

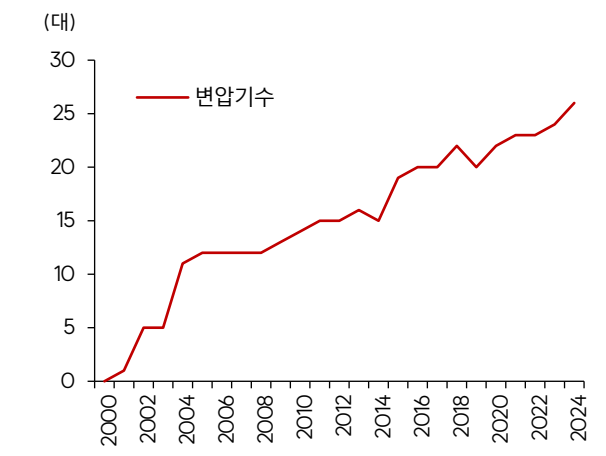
미국 765kV 시장은 공급 업체가 극소수라는 구조적 특성 덕분에 한국 전력기기 업체에 기회요인이라고 판단한다. 765kV 급 변압기를 북미에 공급할 수 있는 업체는 전 세계적으로 5 개사에 불과하며, HD 현대일렉트릭과 효성중공업이 그 핵심에 있다. 국내기업의 경쟁력으로는 (1) 한국전력 주도의 765kV 송전 프로젝트 진행 (2) 미국내 현지생산이 가능하다는 점을 꼽을 수 있다.

국내 765kV 변전소 수



자료:EPSIS, SK 증권

국내 765kV 변압기 수



자료:EPSIS, SK 증권

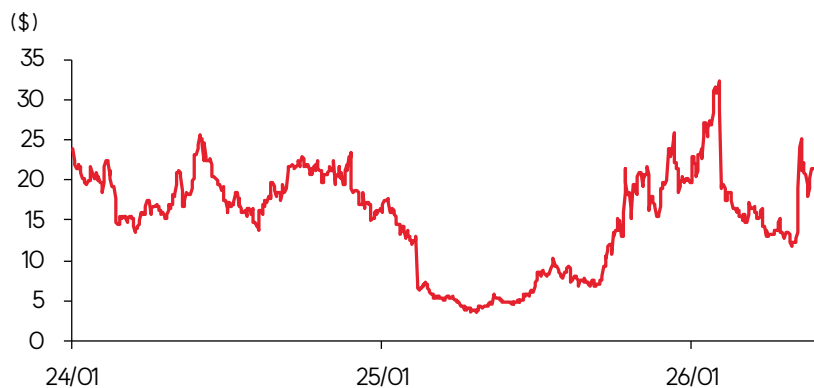
3. 에너지저장장치, AI CAPEX 사이클에 편입

기존의 데이터센터는 전력공급이 중요했다면, 앞으로는 전력부하 패턴 변화에 주목할 필요가 있다. AI 데이터센터의 부하는 동적(dynamic)이고 동기적(synchronous)이다. 수천 개 GPU가 일제히 같은 동작을 하면 데이터센터 전력부하 전체가 움직인다. 그리고 이 충격이 상류 송전망의 안정성까지 흔들 수 있다.

이에 대응하려면 밀리초 단위의 랙·칩 레벨(배터리·커패시터), 초·분 단위의 데이터홀 레벨(UPS), 시간·일 단위의 사이트 레벨(BESS)이 세 가지 시간 영역에 걸쳐 조율되어야 한다. 특히 UPS의 정체성이 전통적 비상 백업에서 능동적 전력 평할기로 확장됐다는 점이 중요하다. GPU 측의 동적 부하를 받아 상류 전력망에는 평탄한 부하로 전환하는 역할이다. 이 모든 것을 단일 부품으로는 풀 수 없고, 종단간(end-to-end) 시스템으로만 해결할 수 있다는 것이 결론이다.

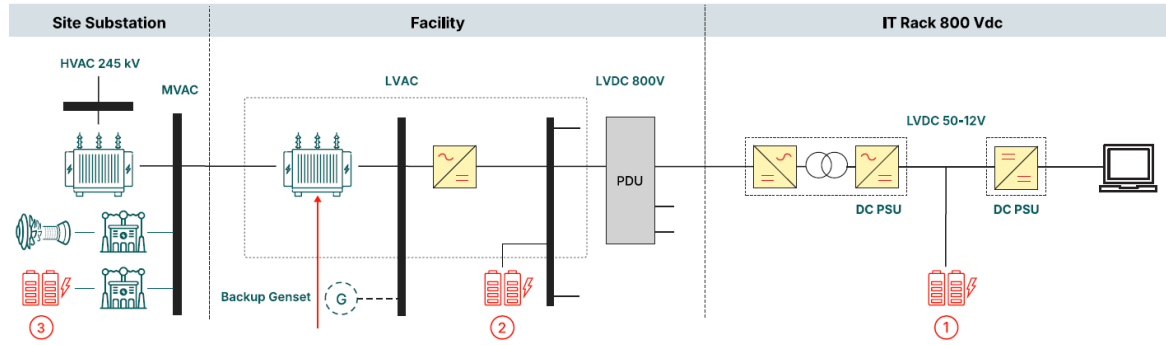
에너지저장장치의 중요성은 기술적인 필요성에서 끝나는 게 아니라, 실제 수주까지 이어지고 있다. 대표적으로 Fluence energy는 CY1Q26 어닝콜에서 2개의 하이퍼스케일러로부터 MSA 계약을 체결했다는 언급이 있었다. 구체적인 구매계약(PO)은 26년 상반기 중에 공시할 계획이다. 또한 그 용도가 단순한 백업 시스템이 아니라 전력부하 변동성 관리를 위한 것이라고 밝혔다.

Fluence Energy 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

에너지저장장치 설치 위치



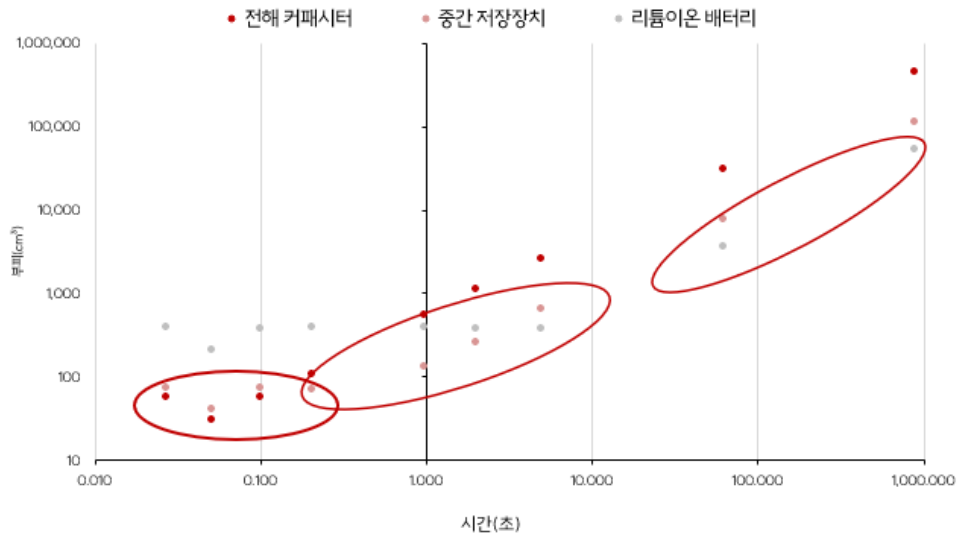
자료: GE Vernova

에너지저장장치 설치 위치에 따른 용도 차이

Requirement	time	③ ES AT Substation	② ES AT 800VDC BUS	① ES AT IT Rack
LLMIT Load overshoot	milliseconds			✓
LVRT buffering	seconds	✓	✓	
Back-up power	minutes	✓	✓	
AllIT load fluctuations	second~minutes	✓	✓	
Grid services	peak shaving	✓		

자료: GE Vernova

에너지 저장장치별 지속시간 및 물리적 부피 차이



자료: NVIDIA, SK 증권

2026년 하반기 Top Picks

일진전기 (103590/KS) – Q-growth 가장 빠르게, 강하게 나타난다

- '26년 매출액 2조 3,353억원, 영업이익 2,186억원, OPM 9.4% 전망
- 26년은 증설효과가 온전히(full-year) 반영되는 원년으로 26년에 가동률 100% 무리 없이 도달할 전망
- 그동안 수주잔고에 쌓여 있는 북미 변압기가 출하되면서 매출액 성장, 수익성 개선이 동시에 나타날 예정
- 765kV 변압기 수요 급증에 따른 경쟁사 765kV 생산 슬롯 배정 예상됨에 따라 동사 주력 제품인 300~500kV 변압기 쇼티지 강화 차원의 간접 수혜 전망

Company Data		투자지표	단위	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
현재주가	105,900 원	매출액	억원	11,647	12,467	15,772	20,446	23,353	26,548
시가총액	50,499 억원	영업이익	억원	315	608	797	1,512	2,186	2,625
		순이익	억원	242	345	462	1,073	1,632	1,972
발행주식 수	4,769 만주	EPS	원	611	871	969	2,250	3,422	4,135
주요 주주		PER	배	8.2	12.2	28.1	24.2	31.0	25.6
일진홀딩스(외 2)	43.79 %	PBR	배	0.6	1.1	2.6	4.4	6.8	5.5
국민연금공단	8.74 %	EV/EBITDA	배	7.4	7.1	14.1	14.9	13.3	10.6
외국인 지분율	11.79 %	ROE	%	7.3	9.6	10.6	19.6	24.5	23.7

산일전기 (O62040/KS) – BE 수주를 시작으로 데이터센터 밸류체인 편입 본격화

- '26년 매출액 6,775억원, 영업이익 2,508억원, OPM 37.0% 전망
- '26년 (1) 데이터센터 디벨로퍼·EPC 업체 등 직접적인 플레이어들에게 (2) ASP 높은 데이터센터 내부 탑재 변압기를 공급하게 되면서, 데이터센터 밸류체인으로의 편입이 가시화
- 지난 4월 블룸에너지향 503억원 규모의 데이터센터용 변압기 수주를 공시. 신규 벤더로 진입해 반복 수주 기대
- BE 벤더 등록을 계기로 한 멀티플 리레이팅 지속과 더불어 데이터센터향 수주 확대 및 교대근무·추가 고용 통한 CAPA 확장을 반영한 실적 추정치 상향이 주가 상승을 동반 견인할 전망

Company Data		투자지표	단위	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
현재주가	274,000 원	매출액	억원	1,077	2,145	3,340	5,019	6,775	9,027
시가총액	83,887 억원	영업이익	억원	122	466	1,092	1,790	2,508	3,416
		순이익	억원	41	391	837	1,491	2,053	2,752
발행주식 수	3,062 만주	EPS	원	855	7,921	2,748	4,899	6,705	8,989
주요 주주		PER	배	0.0	0.0	25.0	26.6	40.9	30.5
박동석(외 2)	45.07 %	PBR	배	0.0	0.0	4.8	6.8	11.1	8.6
국민연금공단	8.23 %	EV/EBITDA	배	2.7	-0.1	17.5	20.6	27.2	20.3
외국인 지분율	17.16 %	ROE	%	9.8	46.2	29.9	29.2	30.7	31.9

조선 MASGA의 조선&데이터센터의 엔진

조선/방산. 한승한
R.A 고서영
shane.han@sks.co.kr / 3773-9992

조선: MASGA 의 조선&데이터센터의 엔진

조선/방산. 한승한, R.A 고서영 / shane.han@sks.co.kr / 3773-9992

올해와 내년 북미 중심의 대규모 LNG 프로젝트들의 FID 가 예상되는 가운데, 국내 조선업은 다시 한번 LNGC 슈퍼사이클 국면에 진입하고 있다. 조선 3 사는 이미 '29 년 상반기 슬롯 대부분을 소진했으며, 3 년 이상의 안정적인 수주잔고를 기반으로 고선가 건조 비중 확대에 따른 실적 개선세가 이어질 전망이다. 특히 중국 조선소들의 단납기 슬롯 부족으로 하반기부터 국내 조선 3사가 주도하는 LNGC 선가 상승 압력이 본격화될 가능성이 높다.

엔진 부문에서는 데이터센터 전력 수요 확대에 따른 4 행정 중속 가스엔진 시장의 구조적 성장 가능성이 부각되고 있다. 바르질라는 이미 대규모 데이터센터향 엔진 수주 트랙레코드를 확보하며 밸류에이션 리레이팅이 진행 중이다. 국내에서는 HD 현대중공업, 한화엔진, STX 엔진 등 엔진 기업들의 중장기 성장 동력이 될 전망이다.

특수선 부문에서는 미국 함정 선체 블록 제작을 통한 구조적 성장이 예상된다. 미 해군은 FY27NDAA 에 보조함 해외 건조와 전투함 비민감 선체블록의 해외 제작 허용을 추진 중이며, 이에 따라 국내 조선소들이 미 해군 함정 사업에 본격 참여할 가능성이 커지고 있다. 이는 단순 상선을 넘어 국내 조선업의 중장기 특수선 성장 사이클의 원동력이 될 것이다.

2026 년 하반기 조선업에 대한 비중확대(Overweight) 의견을 제시한다. 오는 6 월 18 일에 시행 예정인 대미투자특별법을 시작으로, 미국 함정, 미국 상선, LNGC&FLNG 등 본격적인 마스가(MASGA) 모멘텀에 따른 조선 3 사는 주가 상승세 이어갈 가능성 높다. 또한 데이터센터향 4 행정 중속 가스엔진에 대한 수요 급증은 국내 엔진 밸류체인 종목들의 구조적 성장으로 이어질 전망이며, 이에 따른 리레이팅 필요하다는 판단이다.

조선 업종 최선호주로 HD 현대중공업과 HD 현대마린솔루션을 제시한다. HD 현대중공업의 경우 ①상선&해양: 견조한 실적 개선세 유지, ②엔진: 새로운 성장 동력이 될 데이터센터(DC)향 4 행정 중속 가스엔진, ③특수선: 미 해군 함정 선체블록 발주 가시화 등 현재 조선업 모든 투자포인트를 보유하고 있다. HD 현대마린솔루션의 경우, HD 현대중공업이 DC 향 4 행정 중속엔진 수주를 할 때 마다 당사의 유지보수 사업 수주로 이어질 수 밖에 없으며, 최근 오버행 리스크 해소 및 MSCI 지수 편출로 인한 조정을 통해 모든 악재 소회했다는 판단으로 안정적인 주가 상승세 이어갈 전망이다.

2026년 상반기 Review: 매우 준수했던 수주와 실적, 반면 실망스러운 주가

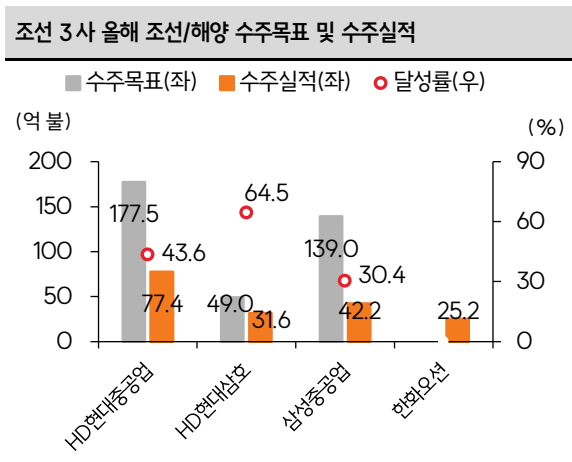
올해 4월까지 한국의 선박 수주량은 약 473만 CGT 로, 글로벌 점유율의 18.1%를 차지했다. 이에 반해 중국의 선박 수주량은 약 1,852 만 CGT 로, 글로벌 점유율의 약 71.0%를 차지하면서 글로벌 1위 자리를 유지 중이다.

HD 현대중공업은 올해 조선/해양 수주목표 177.5 억불 중 약 43.6% 달성(77.4 억불), 삼성중공업은 139 억불 중 약 30.4% 달성(42.2 억불)했다. 수주 목표치를 제공하지 않은 한화오션은 25.2 억불을 수주했다.

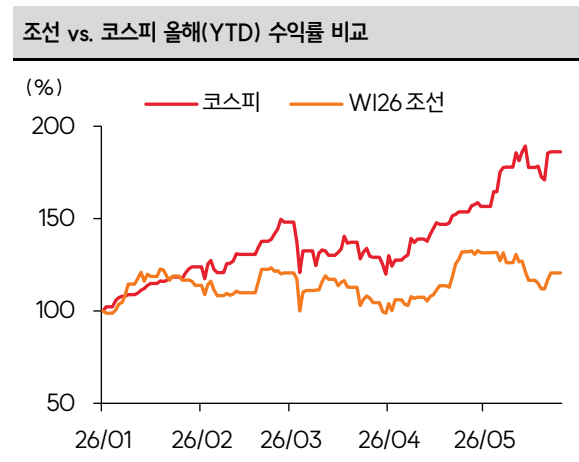
작년 대비 글로벌 선박 발주량 감소 우려에도 불구하고 조선 3 사 모두 LNGC, VLGC/VLAC, VLCC 중심의 우호적인 수주세 이어가며, 다시 한번 3 년치 이상의 안정적인 백로그 레벨 유지 중이다.

실적 관점에서도 고선가 건조 비중 확대 및 생산성 향상, 우호적 환율 등을 기반으로 점진적인 이익 개선세 이어가고 있다. 올해 1 분기 HD 현대중공업과 한화오션은 컨센서스를 상회하는 어닝 서프라이즈 시현했으며, 삼성중공업은 성과급 분기 안분 변경을 고려하면 시장예상치에 근접한 무난한 실적 개선 이어가는 중이다.

하지만 견조한 수주세와 실적 개선세 시현에도 불구하고, 반도체 중심의 수급 이슈, 노조 파업 리스크 부각, 원가 상승 우려 등으로 주가 상승률은 5 월 25 일 기준 코스피 지수 대비 약 66%p 언더퍼폼했다.



자료: Clarksons, 각 사, SK 증권



자료: Quantwise, SK 증권

2026년 하반기 전망: MASGA의 조선&데이터센터의 엔진

▶상선: LNGC로 가득 채울 수주잔고, 본격적인 선가 상승 전망

조선 3사는 올해 하반기 북미 대규모 LNGC 수주를 중심으로 3년치 이상의 백로그 레벨 계속 유지할 전망이며, 고선가 건조 비중 확대 및 생산성 향상을 통한 실적 개선세 시현할 것으로 예상된다.

북미 중심의 LNG 프로젝트들의 FID 기초를 기반으로 GTT와 Clarkson은 올해 각각 150척, 140척의 LNGC 발주를 전망하고 있다. 작년 총 83.6MTPA 규모의 LNG 프로젝트들의 FID에 이어 올해 현재까지 32.5MTPA 규모의 총 3건의 LNG 프로젝트들이 FID가 완료됐다.

또한 Texas LNG, Sabine Pass Stage 5 Phase 1, Delfin FLNG, LNG Canada 등 연내 FID를 목표로 하는 북미 LNG 프로젝트들이 다수 포진되어 있기에 올해 하반기 뿐만 아니라 내년에도 조선 3사의 LNGC 수주 물량은 걱정 없다. 고수익성 가스운반선 중심으로 다시 한번 3년 이상의 안정적인 수주잔고 유지하며 '28년 이후에도 실적 개선세 이어갈 전망이다.

'25~'26년 FID 완료 및 '26~'27년 FID 예상 LNG 프로젝트

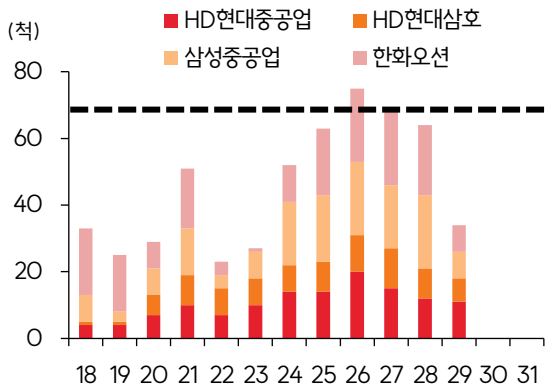
구분	LNG 프로젝트명	지역	운영사	생산량 (Mtpa)	계약 (SPA)	비고
'25년 FID 완료	Argentina Phase 1-FLNG 1	아르헨티나	Southern Energy	2.4	-	예정 생산연도: 2027년
	CP2 Phase 1	미국 동부	Venture Global	14.4	-	예정 생산연도: 2027년
	Corpus Christi Midscale Trains 8&9	미국 동부	Cheniere	5.0	-	예정 생산연도: 2028년
	Argentina Phase 1-FLNG 2	아르헨티나	Golar/YPF	3.5	-	예정 생산연도: 2028년
	Coral Norte FLNG	모잠비크	ENI	3.4	-	예정 생산연도: 2028년
	Woodside Louisiana Phase 1	미국	Woodside	16.5	-	예정 생산연도: 2028년
	Rio Grande Train 4	미국 동부	Next Decade	5.9	-	예정 생산연도: 2029년
	Port Arthur Phase 2	미국 동남부	Sempra	13.5	-	예정 생산연도: 2030년
	Rio Grande Train 5	미국 동부	Next Decade	5.9	-	예정 생산연도: 2030년
'26년 FID 완료	Mozambique LNG-1	모잠비크	Total Energies	13.1	-	예정 생산연도: 2031년
	CP2 Phase 2	미국 동부	Venture Global	7.0	-	예정 생산연도: 2028년
	Commonwealth LNG	미국 동부	Commonwealth LNG	9.5	-	예정 생산연도: 2029년
'26~'27년 FID 가능성 높은 프로젝트	Qatar North Field West	카타르	Qatar Energy	16	-	예정 생산연도: 2033년
	Texas LNG	미국	Glenfarne	4.0	100%	
	Sabine Pass Stage 5 Phase 1	미국 동부	Cheniere	7.0	90%	6월 FERC 공동 승인 신청, '26년 FID 목표
	Delfin FLNG1	미국 동부	Delfin	3.3	100%	해양교통청(MARAD) 및 에너지부(DoE) 승인 완료, 연내 FID 목표
기타 FID 가능성 높은 프로젝트	Argentina Ph2-2 FLNGs	아르헨티나	YPF	12.0	지분 투자	
	Sabine Pass Stage 5 Phase 2	미국 동부	Cheniere	12.0	20%	
	LNG Canada Phase 2	캐나다 서부	Shell	14.0	지분 투자	
	PNG expansion	파푸아뉴기니	Total/Exxon	4.2	지분 투자	
	Delfin FLNG2	미국 동부	Delfin	4.4	0%	
	Saguaro Energía Phase 1&2	멕시코 서부	Mexico Pacific	15.0	약 90%	
Corpus Christi Stage 4	미국 동부	Cheniere	24.0	0%		
Plaquemines expansion	미국 동부	Venture Global	26.0			

자료: GTT, SK 증권

국내 조선 3사는 올해 현재까지 총 32 척의 LNGC(HD 현대중공업 11척, HD 현대삼호 5척, 삼성중공업 11척, 한화오션 5척)를 수주했으며, 중국은 총 15 척의 LNGC 를 수주했다. 한국 조선 3사는 29년 상반기 슬롯을 거의 소진했으나, 2H29~'30년 단납기 슬롯을 확보 중인 상황이다.

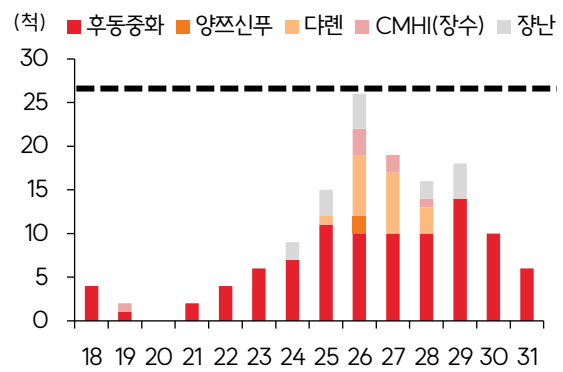
이에 반해 중국의 경우, 후동중화조선이 이미 '29~30년 슬롯이 거의 소진된 상황으로, 정상운항 트랙레코드가 부족한 다른 조선소에 발주할 LNGC 선주는 제한적일 수밖에 없다는 판단이다. '29~'30년 생산 가동 예정 LNG 프로젝트향 LNGC 발주 물량 확보에 압박이 가해지고 있기에 하반기부터 본격적인 선가 상승세 나타날 전망이다.

한국 조선소의 LNGC 인도 및 인도예정 척 수



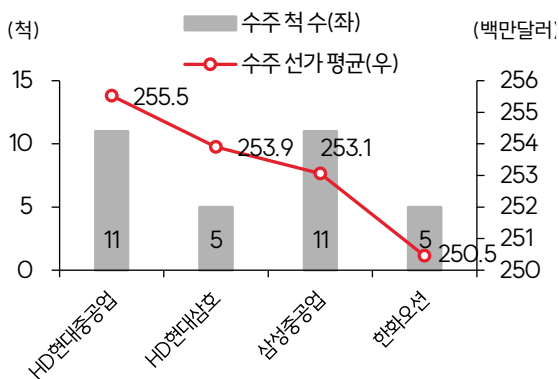
자료: Clarksons, SK 증권

중국 조선소의 LNGC 인도 및 인도예정 척 수



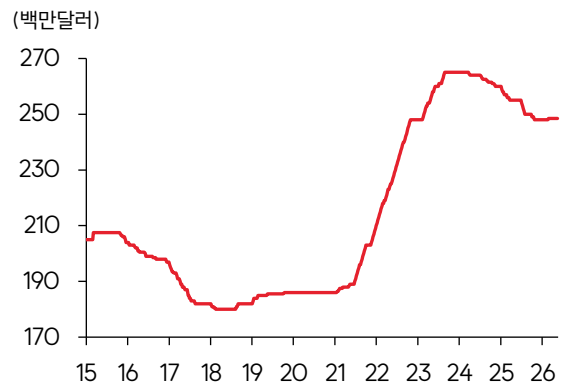
자료: Clarksons, SK 증권

조선 3사 올해 LNGC 수주 척 수 및 수주 선가 평균



자료: Clarksons, SK 증권

174K-CBM급 LNGC 신조선가치수 추이



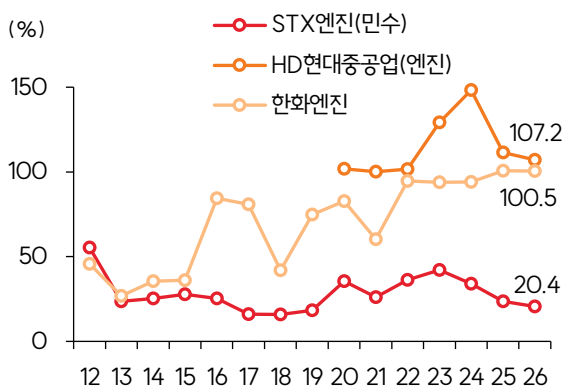
자료: Clarksons, SK 증권

▶엔진: 데이터센터향 4 행정 중속엔진 수요 급증, 캐파증설 기반의 구조적 성장 전망

올해 2 분기에 이어 하반기에도 조선 기자재 종목 중 데이터센터(DC)향 4 행정 중속엔진 생산 및 유지보수 업체들(HD 현대중공업, 한화엔진, STX엔진, HD현대마린솔루션)을 주목할 필요가 있다. 현재 이 시장에서 글로벌 선두주자인 바르질라의 경우 2Q25 부터 현재까지 누적기준 총 2.4GW 규모의 데이터센터향 4 행정 가스엔진 납품+EPC+O&M 사업을 수주하면서 주가 상승세 이어가는 중으로, '28 년 기준 P/E 24.5 배를 기록 중이다. HD 현대중공업 19.5 배, 한화엔진 18.3 배, STX 엔진 13.8 배로, 국내 4 행정 엔진 업체들의 멀티플 리레이팅 필요한 시점이다.

현재 HD 현대중공업 엔진기계사업부의 4 행정(HiMSEN) 캐파는 연간 1,600 대, 3GW 수준이다. 하지만 해당 캐파 대부분 선박 보기엔진 수요를 대응해야 되기 때문에 늘어나는 데이터센터 수요를 커버하기 위해서는 캐파증설이 불가피할 전망이다. 다만 국내 엔진 서플라이체인을 확보하고 있기 때문에 의사결정만 되면 증설 속도는 바르질라를 포함한 경쟁사 보다 빠를 것으로 예상된다. 또한 자체 라이선스(HiMSEN)를 보유하고 있기 때문에 바르질라와 같은 고마진 시현이 충분히 가능할 전망으로, 바르질라와 동일한 멀티플 부여는 합리적이라는 판단이다.

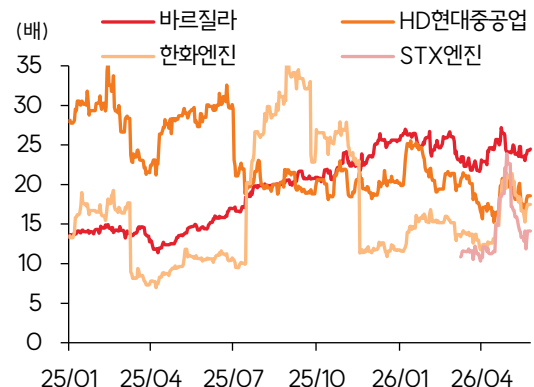
국내 4 행정 중속엔진 생산 업체들의 엔진부문 가동률 추이



자료: 각 사, SK 증권

주: '26년은 1Q26 기준

글로벌 4 행정 중속엔진 생산 업체들의 '28E P/E 추이 비교



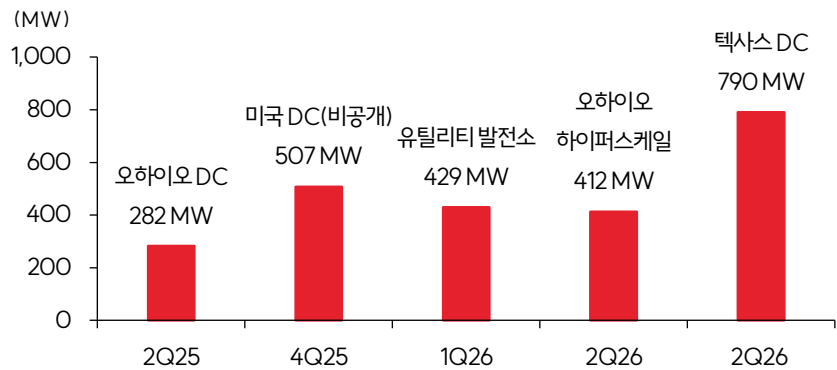
자료: Bloomberg, SK 증권

한화엔진의 경우 4 행정 중속엔진 캐파증설을 통해 연간 약 180 대 대응이 가능하나, 이 중 약 70~80%는 선박 보기엔진 대응으로 소통하고 있기에 잔여 20~30%로는 현재 글로벌 데이터센터향 수요를 충분히 감당하기에 부족하다. 따라서 추가적인 캐파증설이 필요하며, 이에 따른 구조적 성장 이어갈 수 있다는 판단이다.

STX 엔진의 경우 1Q26 기준 민수사업 엔진 가동률이 약 20.4%에 불과하기 때문에 캐파증설 없이도 인력 수급 및 일부 투자를 통해 데이터센터향 수요 대응이 가능할 전망이다.

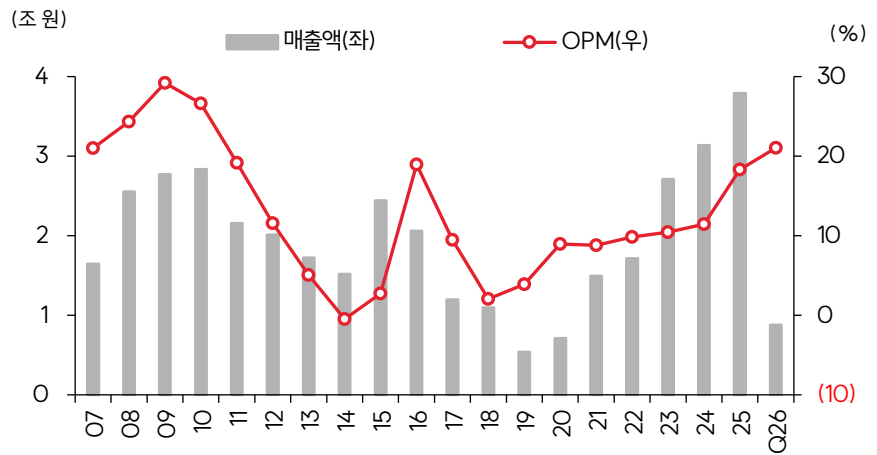
다만 두 업체 모두 Everlence 의 OEM 생산업체로, 로열티 지급에 따른 HD 현대중공업과 바르질라 대비 상대적으로 낮은 수익성 시현할 것으로 예상된다.

바르질라(Wartsila)의 미국 데이터센터향 4 행정 중속엔진 사업 수주 트랙레코드



자료: Wartsila, SK 증권

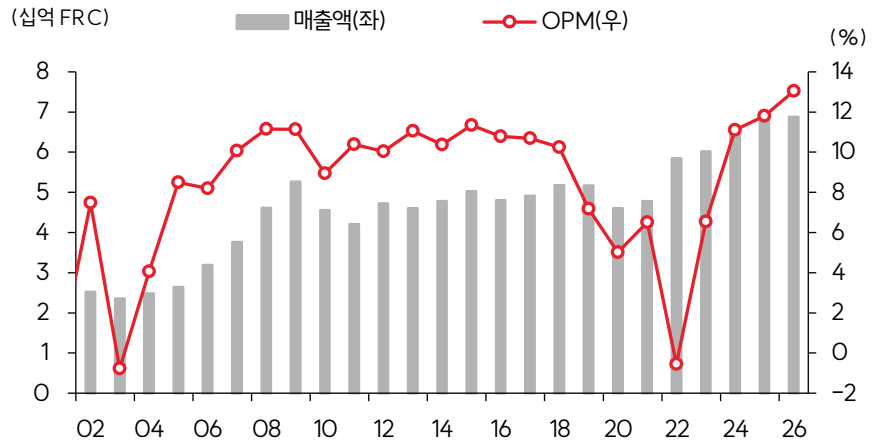
HD 현대중공업 엔진기계사업부 매출액 및 영업이익률 추이



자료: HD 현대중공업, SK 증권

주: '26 년은 1분기 기준

바르질라 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



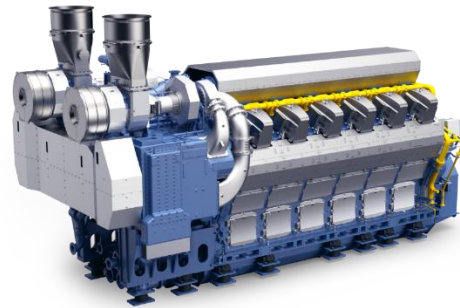
자료: Bloomberg, SK 증권
 주: '26년은 컨센서스 예상치

HD 현대중공업 10MW 급 4 행정 중속 가스엔진_H35GV



자료: HD 현대중공업, SK 증권

HD 현대중공업 20MW 급 4 행정 중속 가스엔진_H54GV



자료: HD 현대중공업, SK 증권

바르질라 10MW 급 4 행정 중속 가스엔진_35GS



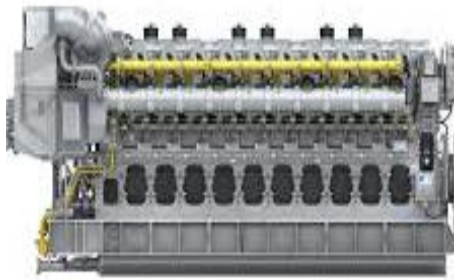
자료: 바르질라, SK 증권

바르질라 20MW 급 4 행정 중속 가스엔진_50GS



자료: 바르질라, SK 증권

Everlence 10MW 급 4 행정 중속 가스엔진_V35/44G



자료: Everlence, SK 증권

Everlence 20MW 급 4 행정 중속 가스엔진_V51/60G



자료: Everlence, SK 증권

▶특수선: 미 해군 전투함 선체블록 제작, 한국 조선소에 맡긴다

미 해군이 최근 발표한 함정 조달 계획에서 해외 조선소에서 미 해군 전투함 선체블록 제작할 수 있도록 법안 개정을 요청하고 있으며, 상선 뿐만 아니라 미 함정 건조를 통한 특수선 사업부의 구조적 성장을 기대할 수 있다.

PB27 기준, 향후 5년(FY27~FY31) 간 전투전력함 75 척, 보조함 18 척, 무인수상정(MUSV) 47 척을 조달할 계획이며, 향후 30년(FY27~FY56) 간 전투함 369 척, 보조함 39 척, 무인수상정(MUSV) 347 척을 조달할 계획이다. 미 해군은 FY27 NDAA(국방수권법)에 최대 2 척의 보조함(Auxiliary Ship) 해외 건조 허용 및 수상전투함(Surface Combatants)의 비민감 모듈(ex. 선체블록)을 해외 조선소 건조 허용을 의회에 요청하고 있다.

미국 전투함 선체블록 사업의 경우, 미국 내 주계약자(Prime Contractor)가 외국 조선소(Sub Contractor)에 하도급 계약 발주 방식으로 이루어질 계획이다. HD 현대중공업은 헌팅턴잉걸스(HII)과 협업을 통한 수주 물량 기대할 수 있으며, 한화오션은 미국 조선업 재건에 도움을 주고 있는 한화필리조선소를 이용해 미국 내&외에서 미 해군 함정 사업 수주가 가능할 전망이다.

이번 미 해군의 공식적인 미국 내 조선업 역량 부족 인정 및 해외 조선소 활용 계획 발표로, 트럼프 행정부의 황금함대(Golden Fleet) 전략 실행에 대한 강한 의지를 다시 한번 확인할 수 있었다. 최근 미국 내 조선업 재건을 위해 SHIPS Act 및 Ensuring Naval Readiness Act 승인 촉구가 강해지고 있기에 올해 하반기 내 해당 법안들 승인될 것으로 전망이며, FY2027 NDAA(국방수권법)에 관련 예산 편성 이후, 내년부터 해외 조선소 미 함정 선체블록 제작 예산 집행과 함께 국내 조선소들의 특수선 부문의 중장기 성장 동력으로 이어질 것을 예상한다.

향후 5년(FY27~FY31) 미 해군 함정 전력 계획 규모(척 수 기준)

함정 종류		FY27	FY28	FY29	FY30	FY31
Battle Force Ships	전투 전력 함정	288	288	290	293	299
Auxiliary Ships	보조함	68	67	66	69	68
Unmanned Vessels	무인 함정	39	49	59	71	83
총합(척)		395	404	415	433	450

자료: U.S. Navy, SK 증권

향후 5년(FY27~FY31) 미 해군 함정 전력 신규 건조 예산(SCN)

구분	단위	FY27	FY28	FY29	FY30	FY31	FY DP
전투함	척	18	14	13	14	16	75
	\$B	54.63	58.48	42.29	56.65	56.03	268.07
보조함	척	16	9	6	7	9	47
	\$B	1.82	0.99	1.09	1.33	1.81	7.04
MUSV (중형무인수상정)	척	3	10	10	12	12	47
	\$B	0.17	0.69	0.68	0.76	0.81	3.11
합계 (유인+무인)	척	37	33	29	33	37	169
	\$B	56.61	60.16	44.06	58.74	58.65	278.22

자료: U.S. Navy, SK 증권

PB27 기준 향후 5년(FY27~FY31) 미 해군 함정 전력 신규 건조 예산(SCN)_함정 세부 종류별

Ship Type(\$M)	한글명	FY2027		FY2028		FY2029		FY2030		FY2031		FYDP	
		백만달러	척	백만달러	척	백만달러	척	백만달러	척	백만달러	척	백만달러	척
CVN	항공모함	4,067		4,822		5,358	1	5,027		3,066		22,341	1
BBG(X)	유도미사일순양함	1,000		16,970	1	1,000		13,028	1	11,528	1	43,526	3
DDG51	구축함	3,268	1	5,784	1	3,707	1	6,111	2	6,462	2	25,332	7
FF(X)	호위함	1,429	1	297		1,650	1	912		2,760	2	7,048	4
SSN774	공격잠수함	13,986	2	12,634	2	13,578	2	11,597	2	11,115	2	62,910	10
SSBN826	탄도미사일잠수함	15,203	1	11,742	1	10,974	1	12,090	1	12,020	1	62,030	5
LHA(R)	대형강습상륙함	3,852	1	452		400		2,433	1	2,430		9,568	2
LPD17	상륙수송함	2,549	1	2,292	1	2,795	1	2,732	1	2,507	1	12,875	5
LSM (Medium Landing Ship)	중형상륙함	1,888	6	1,765	6	1,191	4	1,166	4	839	3	6,849	23
T-AO205	유조보급함	2,229	2	1,123	1	1,033	1	984	1	2,101	2	7,470	7
T-AOL(Next Generation Logistics Ship)	차세대군수지원함									623	1	623	1
T-AGOS25	해양감시함	711	1	594		601	1	570	1	579	1	3,055	5
AS(X)	잠수함모함	4,444	2									4,444	2
Total New Construction	신규 건조 총계	54,626	18	58,475	14	42,287	13	56,650	14	56,030	16	268,071	75

자료: U.S. Navy, SK 증권

2026년 하반기 Top Picks

HD 현대중공업 (329180/KS) - 조선주 모든 투자포인트 보유

- '26년 매출액 24 조 8,700 억원, 영업이익 4 조 230 억원, OPM 16.2% 전망
- 대미투자특별법 시행되는 6월부터 MASGA 본격화 예상. HD 한국조선해양과 동사의 미국 진출 모멘텀 기대
- 북미 데이터센터향 4 행정 중속 가스엔진 수요 급증. 힘센(HiMSEN) 라이선스로 고수익성의 새로운 성장 동력 확보
- 미 해군의 전투함 선체블록 해외 동맹국가 조선소 발주 계획 공식화. 특수선 부문의 중장기 성장 동력이 될 전망
- ①상선&해양: 건조한 실적 개선세 유지, ②엔진: 새로운 성장 동력이 될 데이터센터(DC)향 4 행정 중속 가스엔진, ③특수선: 미 해군 함정 선체블록 발주 가시화 등 현재 시장에서 주목받고 있는 조선업 모든 투자포인트를 보유

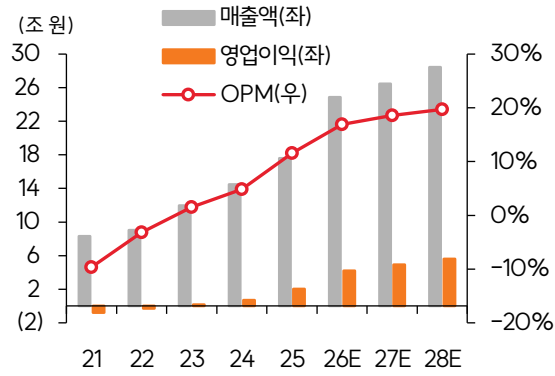
Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
현재주가	749,000 원	매출액	억원	119,639	144,865	175,806	248,699	264,751	286,735
시가총액	781,961 억원	영업이익	억원	1,786	7,052	20,375	40,234	46,293	53,404
		순이익	억원	247	6,215	14,155	31,785	36,572	42,189
발행주식 수	10,496 만주	EPS	원	278	7,001	13,486	30,283	34,843	40,195
주요 주주		PER	배	463.9	41.1	37.7	22.9	19.9	17.2
에이치디한국조선해양(외 4)	69.28 %	PBR	배	2.2	4.5	5.7	6.1	5.1	4.3
국민연금공단	6.24 %	EV/EBITDA	배	30.4	26.3	21.7	15.9	13.9	12.0
외국인 지분율	13.63 %	ROE	%	0.5	11.4	18.8	29.9	27.9	27.1

HD 현대마린솔루션 (443060/KS) - 데이터센터 엔진 수혜의 알짜배기

- '26년 매출액 2 조 4,435 억원, 영업이익 4,387 억원, OPM 18.0% 전망
- 북미 DC 향 4 행정 중속엔진 수요 급증. HD 현대중공업의 '힘센' 엔진 수주는 동사의 고마진 O&M 수주로 이어짐
- 하이퍼스케일러들의 FDC 인콰이어리 증가. 중고 선박 개조를 통한 글로벌 FDC 사업 진출 가장 빠를 것으로 예상
- 오버행 리스크 해소 및 MSCI 지수 편출로 인한 조정을 통해 모든 악재 소화했다는 판단. 주가 하방 요인 제한적
- 4Q26, IMO MEPC 에서 중기조치 채택 투표 재개 예정. 채택 시 친환경 선박 교체 및 개조 수요 급증하며 동사의 핵심사업부문 중장기 성장동력으로 이어질 전망

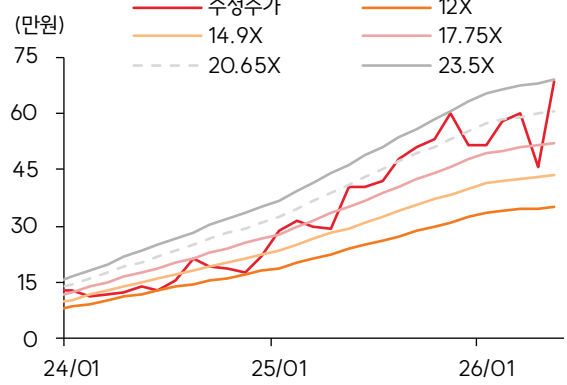
Company Data	투자지표	단위	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	
현재주가	256,000 원	매출액	억원	13,338	14,305	17,455	19,827	24,435	26,890
시가총액	114,998 억원	영업이익	억원	1,420	2,015	2,717	3,501	4,387	5,778
		순이익	억원	1,049	1,511	2,279	2,696	3,545	4,620
발행주식 수	4,483 만주	EPS	원	2,623	3,778	5,085	6,013	7,908	10,305
주요 주주		PER	배	0.0	0.0	31.7	32.2	31.0	23.8
에이치디현대(외 3)	55.33 %	PBR	배	0.0	0.0	9.4	10.5	11.3	9.4
GIC Private Limited	7.04 %	EV/EBITDA	배	0.2	0.2	23.7	22.4	16.8	12.6
외국인 지분율	29.28 %	ROE	%	62.3	71.6	45.0	33.7	39.4	43.1

HD 현대중공업 실적 추이 및 전망



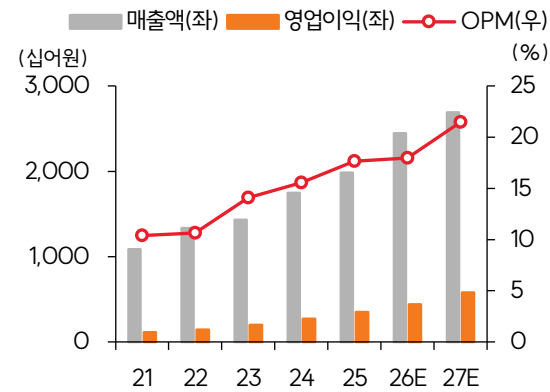
자료: Quantiwise, SK 증권 추정

HD 현대중공업 P/E Band Chart



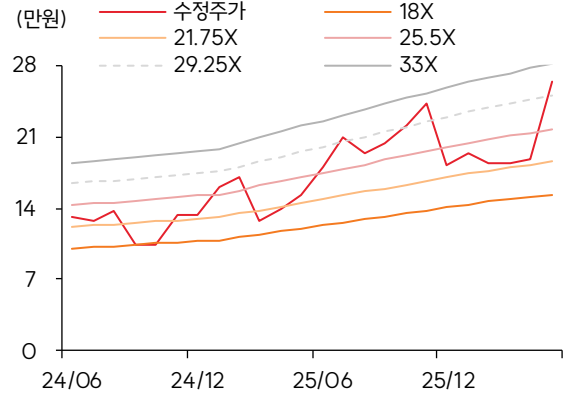
자료: Bloomberg, SK 증권

HD 현대마린솔루션 실적 추이 및 전망



자료: Quantiwise, SK 증권 추정

HD 현대마린솔루션 P/E Band Chart



자료: Bloomberg, SK 증권

방산

종전은 본격적인 군비 지출 확대의 신호탄

조선/방산. 한승한
R.A 고서영
shane.han@sks.co.kr / 3773-9992

방산: 종전은 본격적인 군비 지출 확대의 신호탄

조선/방산. 한승한, R.A 고서영 / shane.han@sks.co.kr / 3773-9992

트럼프 2 기 행정부 출범 이후 미국이 국방예산을 대폭 확대하고, 러시아·중국·이란발 지정학 리스크가 동시에 심화되면서 글로벌 탈세계화와 자주국방 기조가 빠르게 강화되고 있다. 세계화는 패권 안정기에서만 유지되는 예외적 국면이었으며, 현재는 각국이 안보와 공급망을 우선시하는 'De-Globalization' 시대로 진입했다는 판단이다.

실제로 러-우 전쟁과 이란 전쟁 이후 GPR Index 는 과거 평균 대비 2 배 이상 높은 수준을 유지 중이며, 2018 년 이후 글로벌 국방비 증가율은 GDP 성장률을 상회하는 구조적 변화가 나타나고 있다.

2026 년 하반기 방위산업에 대한 비중확대(Overweight) 의견을 제시한다. 지난 2 월 말 미국-이란 간의 전쟁 발발 이후 휴전, 그리고 최근 종전 협상에 진척이 이루어지는 중이다. 전쟁의 시작과 끝을 예측하는 건 매우 어려운 일이나, 이번 이란 전쟁의 종전 여부와 상관없이 증동은 유럽에 이어 국내 방산 업체들의 새로운 성장 동력이 될 전망이다.

물론 종전 시 글로벌 방산주들의 단기センチ 약화는 불가피할 전망이다, 이는 좀 더 낮은 가격으로 매수할 수 있는 좋은 기회라는 판단이다. 완전한 지정학적 리스크 해소가 이뤄지지 않는 이상, 해당 지역에서 종전은 결국 군비 증강을 위한 본격적인 예산 집행의 시작을 알리는 신호탄이 될 것이기 때문이다.

방위산업 최선호주로 LIG 디펜스앤에어로스페이스와 현대로템을 제시한다. LIG 디펜스앤에어로스페이스의 경우, 방공무기체계에 대한 글로벌 수요 급증으로 천궁-2 와 향후 L-SAM 수출 계약 확대가 예상되며, 현대전에서 필수인 ISR·C4I를 포함한 통합 역량을 바탕으로 구조적 리레이팅이 기대된다. HD 현대로템의 경우, 이란 전쟁 이후 전자 무용론까지 거론되며 조정세가 이어졌으나, 폴란드를 포함한 견조한 다수의 수출 파이프라인을 보유하고 있으며, 중·장기적 관점에서 중등 또한 국방지출 확대 기조 하에 주력전차 도입을 추진할 것으로 예상된다.

2026년 상반기 Review: 이란 전쟁 발발, 중동은 새로운 성장의 축

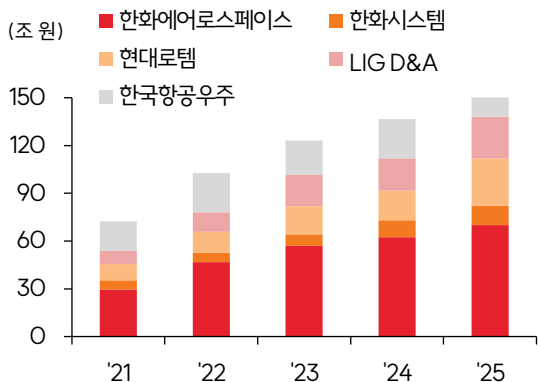
올해 상반기 글로벌 가장 큰 이슈는 당연컨데 미국-이란 전쟁이었다. 기존 국내 방산업체들의 핵심 성장동력은 유럽 지역 중심의 수출 확대였다. 러시아-우크라이나 전쟁 장기화 이후 폴란드, 루마니아 등 NATO 동부전선 국가들을 중심으로 재래식 전력 증강 수요가 급증했고, 한국 방산업체들은 빠른 납기와 가격 경쟁력을 기반으로 K2 전차, K9 자주포, 천무 등 주요 무기체계 수출을 확대해왔기 때문이다.

반면 올해 상반기 들어서는 중동 지역이 새로운 성장축으로 부상하고 있다. 이란 전쟁 이후 중동 내 지정학적 리스크 확대와 더불어 방공 및 미사일 방어체계 수요를 빠르게 자극하고 있다. 특히 탄도미사일·드론·순항미사일 대응 필요성이 커지면서 천궁-2, L-SAM 등 한국형 방공체계에 대한 관심 역시 높아지는 분위기다.

특히 글로벌 방산 공급 부족 환경 속에서 국내 업체들의 빠른 생산 대응 능력이 부각되고 있다. 미국과 유럽 주요 방산업체들은 요격미사일 및 방공체계 생산능력 부족으로 납기 장기화가 이어지고 있는 반면, 국내 업체들은 상대적으로 낮은 가격 경쟁력을 기반으로 빠른 CAPA 확대와 공급 대응이 가능하다는 점에서 중동 국가들의 긴급 전력화 수요에 적합한 공급자로 평가받고 있다.

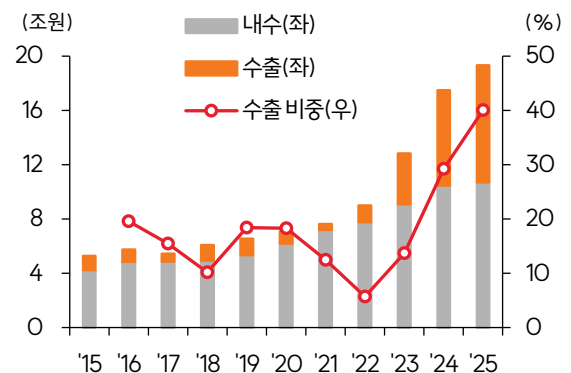
다만 중동 수요 확대가 기존 유럽 성장 스토리를 훼손하는 것은 아니다. 러시아-우크라이나 전쟁은 여전히 진행 중이며, NATO 국가들의 구조적인 국방비 증액 기조 역시 지속되고 있다. 결국 국내 방산업종은 기존 유럽 중심의 재래식 무기 수요에 더해 중동 지역의 방공·요격체계 수요까지 추가되며, '유럽 + 중동' 구조로 확장되고 있다.

방산 5사 수주잔고 규모 추이



자료: 각 사, SK 증권

방산 5사 내수 및 수출 매출액 규모, 그리고 수출 비중 추이



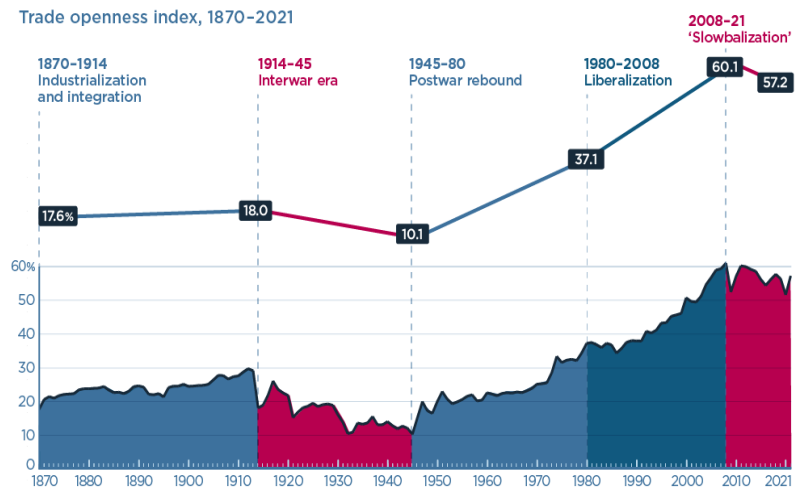
자료: 각 사, SK 증권

2026년 하반기 전망: 중전은 본격적인 군비 지출 확대의 신호탄

▶글로벌 지정학 리스크 및 국방비 지출 확대는 예정된 수순

인류 역사 전체로 보면 세계화는 특정 패권 안정기와 제도적 합의 하에서만 유지된 예외적이고 짧은 국면이었으며, 지정학적 충돌 및 패권 전환, 그리고 안보 우선주의가 강화되는 순간 무역과 자본, 그리고 인적 이동은 반복적으로 축소됐다. 즉, 세계화는 특정 조건이 충족될 때만 유지되는 특수 국면이며, 현재는 이를 벗어나 탈세계화가 가속화되는 구간에 들어선 것이다.

Globalization ▶ Slowbalization ▶ De-Globalization?



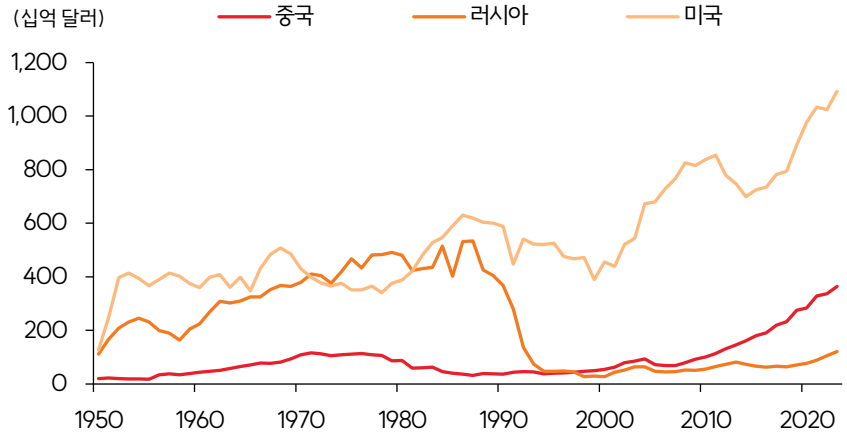
자료: PPIE, SK 증권

트럼프 미 대통령은 지난 '26년 1월 8일(현지시간) 2027년 미국 국방예산을 1.5조 달러로 확대하겠다고 발표했으며, 지난 4월 5일(현지시간) 백악관은 의회 승인을 요청할 같은 규모의 국방비 예산안 개요를 공개했다. 이는 2026년 대비 약 43% 증액된 규모이다.

미국과 중국, 그리고 러시아 3개국 모두 국방비 자체는 어느 정도 꾸준히 증가 추세를 보이다가, 2010년대 이후 모두 국방비를 급격하게 확대하는 몇 안 되는 구간에 진입했다. 러시아는 유럽의 군비 지출 확대를, 중국은 아시아 태평양 지역의 군비 지출 확대를, 이란 전쟁은 중동의 군비 지출 확대를, 그리고 이 3개 요인 모두 미국의 군비 지출 확대를 견인하고 있다.

미국이 글로벌 경찰 역할을 내려놓은 후부터 글로벌 탈세계화, 각자도생, 자주국방 시대로의 전환 속도가 빨라지고 있으며, 결국 이에 따른 정치적, 경제적, 종교적 대립에 의한 분쟁은 점진적으로 확대될 전망이다.

미국과 중국, 그리고 러시아(소련 포함)의 군비지출 규모 추이

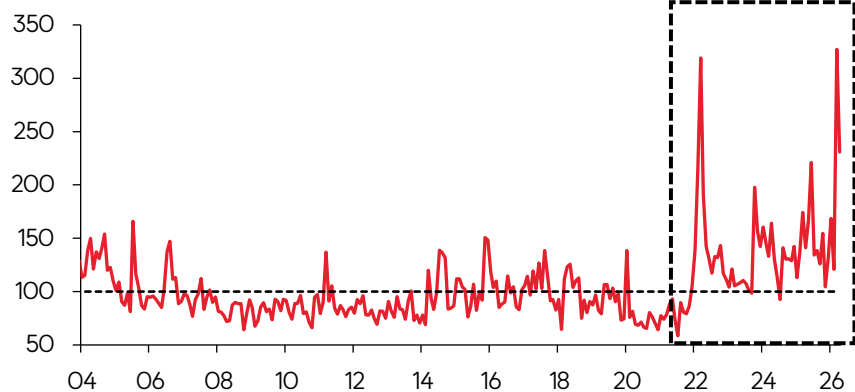


자료: OVID, SK 증권

GPR Index(Geopolitical Risk Index)는 글로벌 주요 언론 기사에서 '지정학적 긴장·전쟁·군사 갈등' 관련 키워드가 등장하는 빈도를 기반으로 산출된 지수다. 러-우 전쟁이 발발한 '22년 2월부터 최근 이란 전쟁 발발 이후인 '26년 4월까지의 GPR Index의 평균은 약 143으로, '00~'19년 평균인 100보다 높은 긴장 상태를 유지하고 있다.

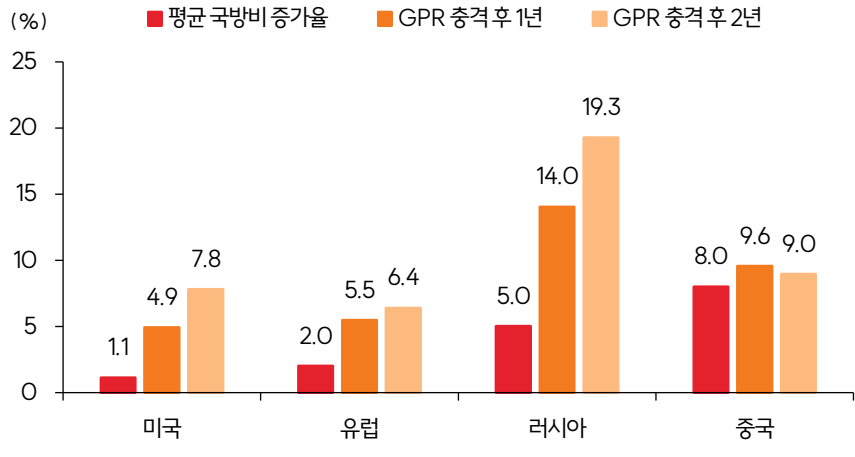
글로벌 지정학 리스크 지표(GPR Index) 추이

('00~'19 평균 = 100)



자료: Caldara & Iacoviello, SK 증권

글로벌 지정학 리스크와 국방비 지출과의 상관관계 (1993~2024)



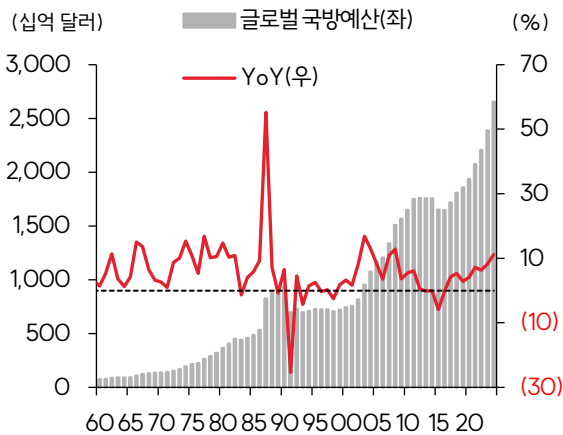
자료: SIPRI, World Bank, SK 증권 추정

주: GPR 충격이란 전년 대비 GPR Index가 30% 이상 상승한 지점

일반적으로 GDP와 국방비는 양의 상관관계를 갖고 있다. GDP가 성장하는 구간에서 국방비 지출 또한 확대되는데, 국방비가 GDP에서 차지하는 비중이 1960년 약 6% 수준에서 2024년 기준 2.5%까지 점진적으로 감소해 왔다. 이는 평균적으로 GDP 성장률 대비 국방비 성장률이 더 낮았다는 뜻이다.

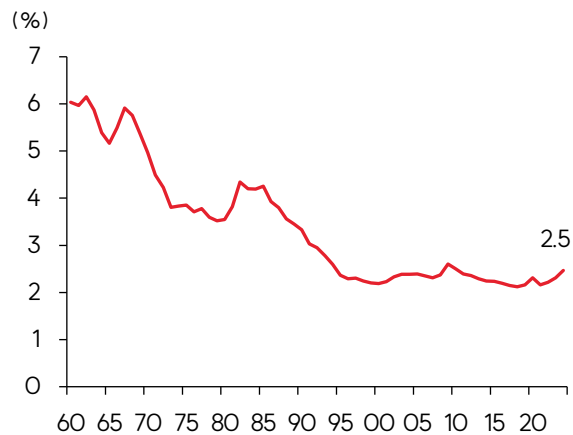
하지만 이러한 추세는 2019년대 후반 들어 정반대의 흐름을 보인다. 2021년 코로나 이후 글로벌 경기 회복에 따른 GDP 급성장 구간을 제외하면, 2018년 이후부터 글로벌 국방비 지출의 연 성장률이 GDP 성장률을 상회하는 구간이 유지되고 있다. 탈세계화 국면으로의 전환은 이미 시작됐으며, 이러한 기조는 단기 내 바뀔 가능성은 매우 낮다는 판단이다.

글로벌 국방 예산 규모 및 연 성장률 추이



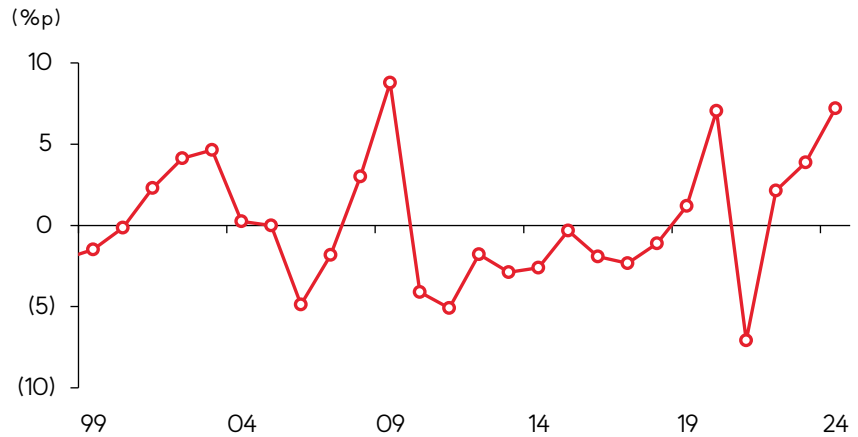
자료: SIPRI, SK 증권

글로벌 GDP 중 국방 지출이 차지하는 비중 추이



자료: SIPRI, SK 증권

글로벌 국방비 지출 YoY – 글로벌 GDP YoY



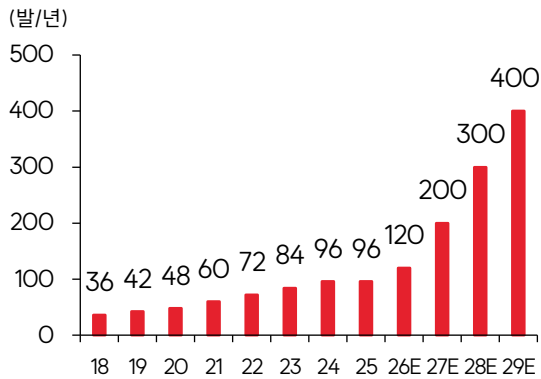
자료: SIPRI, World Bank, SK 증권

▶글로벌 요격미사일 쇼티지 속 K-방공무기 발사!

이란 전쟁 발발 이후 중동 지역 국가들은 이란의 탄도미사일 및 자폭드론 방어를 위해 상당분의 요격미사일 재고를 소진했다. 미국과 유럽 모두 기존 생산능력이 우크라이나 및 중동 동시 수요를 감당하기 어렵다는 판단 하에 글로벌 주요 요격미사일 생산업체들은 캐파 증설을 단행하고 있다.

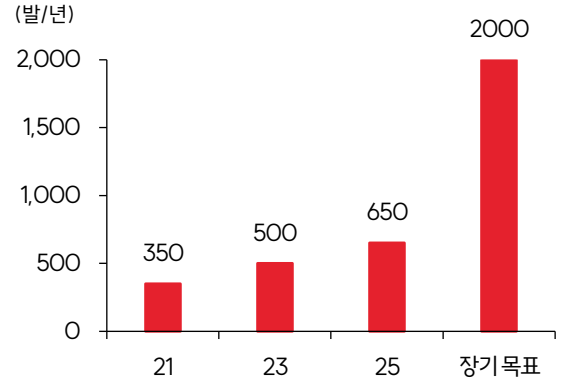
미국 Lockheed Martin 은 향후 7 년간 THAAD 요격미사일 생산능력을 기존 연 96 발 수준에서 최대 연 400 발 규모까지 확대할 계획이다. 패트리엇 PAC-3 MSE 요격미사일 역시 연간 약 2 천발 수준까지 생산능력 확대를 추진 중이다. 이를 위해 '30년까지 약 80 억~90 억달러 규모의 투자를 계획하고 있으며, 앨라배마 Troy 공장과 Arkansas Camden 시설에 신규 생산라인 및 MAC 을 건설 중이다.

THAAD 생산 캐파 추이 및 계획



자료: Lockheed Martin, SK 증권

패트리엇 PAC-3MSE 생산 캐파 추이 및 계획



자료: Lockheed Martin, SK 증권

프랑스 MBDA는 '23~'25년 사이 전체 미사일 생산량을 2배 확대했으며, '26년에도 추가로 생산량을 40% 늘릴 계획이다. 이를 위해 '26~'30년 동안 총 50억유로 규모의 생산능력 투자 계획을 발표했다. 특히 Aster 계열 방공미사일 역시 생산능력 확대가 진행 중이며, 납기 단축 및 공급망 병목 해소에 집중하고 있다.

RTX 또한 SM-3 계열 요격미사일 캐파 확대에 나섰다. SM-3 Block IIA는 이미 폴케파 가동 국면에 진입했으며, 미국과 일본 수요 대응을 위한 대규모 양산 체계 확대가 진행 중이다. 동시에 RTX는 장기 프레임워크 계약을 기반으로 SM-3 Block IB 생산 속도 역시 가속화하고 있다.

특히 UAE의 경우 천궁 2 요격미사일 상당분을 소진한 것으로 추정되며, 재고 보충을 위한 요격미사일 추가 주문은 불가피하다. 중동 기존 고객(UAE와 사우디 등)의 추가 주문은 물론이며, 카타르 및 쿠웨이트 등 신규 고객과의 수출 계약 체결 가능성은 매우 높은 상황이다.

천궁 2가 끝이 아닐 것이다. 결국 요격미사일 방어의 끝판왕은 고고도 요격이다. 물론 국내 양산 단계인 L-SAM Block-I은 THAAD 대비 낮은 요격 사거리를 보유하고 있으나, 값비싼 THAAD로 모든 고고도를 방어하는 건 비효율이다. 그보다 지금은 당장 살 수 있고, 먼저 납품해줄 수 있는 방공무기체계가 우선적이며, 천궁 2와 별개로 다층방어체계에 대한 수요로 인해 국내 양산 완료 이전 L-SAM 선 수출 계약 체결이 이루어질 수밖에 없다. 이란 전쟁 종전 이후 중동 국가들의 빠른 예산 집행과 함께 천궁 2와 L-SAM 수출 계약 가시화 및 이와 관련된 국내 방산 기업들의 주가 상승 모멘텀이 강화될 전망이다.

중거리 지대공 요격 미사일 비교

미사일	제조사	연간 생산 캐파	가격/발	증산 계획(목표)
PAC-3 MSE	Lockheed Martin	~600-650 발	60 억원	~2,000 발
Aster 30	MBDA	~150-200 발	40 억원	~300 발
Barak-8	Israel Aerospace Industries	~100 발+	30 억원	확대 중
천궁-2	LIG D&A	~150-200 발(추정)	15 억원+	확대 중

자료: 각 사, 언론보도, SK 증권 추정

장거리(고고도) 지대공 요격 미사일 비교

미사일	제조사	연간 생산 캐파	가격/발	증산 계획(목표)
THAAD	Lockheed Martin	~96 발	170~190 억원	~400 발
SM-3	RTX / 미쓰비시중공업	~40-60 발	150~180 억원	~80 발
Arrow-3	Israel Aerospace Industries	~30-50 발	45 억원	~100 발
L-SAM	LIG D&A +한화에어로스페이스	미공개	30~50 억원(추정)	??

자료: 각 사, 언론보도, SK 증권 추정

▶ 국내 방산 5사 주요 수주 파이프라인

유럽 국가별 K 방산무기 수출 파이프라인

국가	기업	무기체계	수량	규모 (십억원)	수주 예상	사업 단계	비고
폴란드	한화에어로스페이스	레드백 (IFV)	-	-	-	-	-
		K-9 자주포 (3차)	~308	-	2026	-	기본계약 672문 중 308문 (현지생산분)
	현대로템	K-2 전차 (3차 실행계약)	180	-	2027	-	2차 계약 이후 잔여 물량 640대
	LIG 디펜스앤에어로스페이스	KGGB	-	-	-	-	-
루마니아	한화에어로스페이스	천무	-	-	-	-	-
	현대로템	K-2 전차	216	10,700	2027	의회 승인 절차	65억 유로 규모, 216대+지원차량 76대
노르웨이	LIG 디펜스앤에어로스페이스	천궁-2	-	-	-	-	-
에스토니아	LIG 디펜스앤에어로스페이스	신궁	-	-	-	-	-
스웨덴	한화에어로스페이스	K-9 자주포	40	-	-	-	-
		천무	-	-	-	-	-
	현대로템	K-2 전차	-	-	-	-	관심 표명('25년 11월)
스페인	한화에어로스페이스	K-9 자주포	128	7,700	-	-	내각 승인, 독일 PzH2000과 경쟁
		천무	-	-	-	-	이스라엘 PULS 취소
라트비아	한화에어로스페이스	천무	-	-	-	마케팅 단계	에스토니아 계약 교두보로 발탁 확대 추진
리투아니아	한화에어로스페이스	천무	-	-	-	마케팅 단계	에스토니아 계약 교두보로 발탁 확대 추진
슬로바키아	한국항공우주(KAI)	FA-50	10	700	-	-	-
슬로베니아	한국항공우주(KAI)	FA-50	-	-	-	-	-
불가리아	한국항공우주(KAI)	FA-50	-	-	-	-	-
영국	한화에어로스페이스	장악	-	-	-	-	추진제 생산 공장 설립 추진
프랑스	한화에어로스페이스	천무	-	-	-	-	-
그리스	한화에어로스페이스	장갑차 현대화 (M113)	-	-	-	-	-
이탈리아	한화시스템	AESA 레이더	-	-	2026	-	레오나르도와 경쟁격기/무인기용 개발 협력
아르메니아	현대로템	K-2 전차	-	-	-	-	구매 가능성 검토

자료: 각 사, 언론보도, SK 증권

중동 지역 천궁 2(M-SAMBlock II) & L-SAM 수출 파이프라인

국가	지역	사업명	무기체계	수량	규모(십억원)	수주예상	사업 단계	비고
사우디아라비아	중동	-	L-SAM	-	-	-	-	-
UAE	중동	-	L-SAM	-	-	-	-	-
쿠웨이트	중동	-	천궁-2	-	-	-	-	-
카타르	중동	-	천궁-2	-	-	-	-	-
이집트	중동	-	천궁-2	-	-	-	-	-
모로코	아프리카	-	천궁-2	-	-	-	-	-

자료: 언론보도, SK 증권

중동 지역 K2 전차 수출 파이프라인

국가	지역	무기체계	수량	규모(십억원)	수주예상	사업 단계	비고
오만	중동	K2ME	76	1,000	-	-	-
이라크	중동	K2ME	250	9,000	2026	-	-
사우디	중동	K2ME	-	-	-	-	-
UAE	중동	K2ME	-	-	-	-	-
이집트	중동	K2ME	-	-	-	-	기술이전 요구, 협의 가능성
카타르	중동	K2ME	-	-	-	-	연합훈련 참여, 수출협의 미확인
모로코	아프리카	K2ME	400	-	-	-	-

자료: 언론보도, SK 증권

중동 지역 K9 자주포 수출 파이프라인

국가	지역	무기체계	수량	규모(십억원)	수주예상	비고
이라크	중동	K-9	-	-	-	100문 내외 추정
사우디아라비아	중동	K-9	-	-	-	미국산 M109 계열 자주포(약 110문)의 노후화
UAE	중동	K-9	-	-	-	-

자료: 언론보도, SK 증권

중동 지역 천무 다연장로켓 수출 파이프라인

국가	지역	무기체계	수량	규모(십억원)	수주예상	비고
이라크	중동	천무	-	-	-	-
이집트	중동	천무	-	-	-	-
UAE	중동	천무	-	-	-	미사일 추가 구매

자료: 언론보도, SK 증권

중동 지역 전투기 수출 파이프라인

국가	지역	무기체계	수량	규모(십억원)	수주예상	사업 단계	비고
UAE	중동	KF-21	-	21,000	-	-	11월 이재명 대통령 순방에서 수출 기대감 상승 (150 억불)
사우디아라비아	중동	KF-21	-	~10,000	-	-	-
이라크	중동	KF-21	-	-	-	-	도입 협의(25년 10월 ADEX 이후 언급)
이집트	중동	FA-50	36~100	~1,430 (1차 36대)	2026	-	-
UAE	중동	T-50	-	-	-	-	-
UAE	중동	수리온/LAH	10+	1,700	2026년 상반기	계약단계	-
이라크	중동	수리온/LAH	28+	-	2026년 상반기	최종 시험평가 완료	2024년 소방형상 2대 1359억원에 수주

자료: 언론보도, SK 증권

2026년 하반기 Top Picks

LIG 디펜스앤에어로스페이스 (079550/KS) - 글로벌 요격미사일 쇼티지 속 해결책

- '26년 매출액 5조 652억원, 영업이익 4,690억원, OPM 9.3% 전망
- 중동 국가들의 요격미사일을 포함한 방공무기체계에 대한 수요 급증하고 있으나 글로벌 캐파는 제한적
- 납기 및 가격 경쟁력 우위를 통해 기존 고객(UAE, 사우디, 이라크)들의 추가 주문 및 신규 고객(카타르, 쿠웨이트 등)과의 계약 체결 가능성 높다는 판단이며, 올해 하반기 뿐만 아니라 내년에도 이어질 전망
- 현재 70~80% 수준의 가동률과 올해 및 내년 각각 약 3천억원의 설비 투자로 인한 캐파 확대분의 매출이 '28년에 인식될 전망. 이에 따라 현재 '28년 EPS 컨센서스를 상회할 가능성 높으며, 밸류 부담 해소될 것

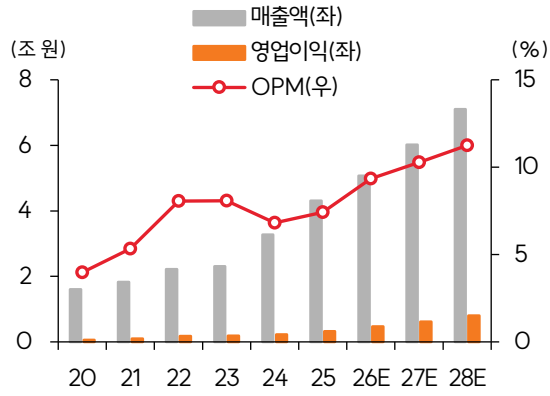
Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
현재주가 916,000 원	매출액	억원	23,086	32,763	43,069	50,652	60,166	71,013
시가총액 200,860 억원	영업이익	억원	1,864	2,234	3,194	4,690	6,137	7,931
	순이익	억원	1,750	2,128	2,375	3,705	4,848	6,266
발행주식 수 2,200 만주	EPS	원	7,953	9,974	11,516	16,843	22,036	28,481
주요 주주	PER	배	16.4	22.1	36.6	54.9	42.0	32.5
엘이이지(외 8) 38.21%	PBR	배	2.7	4.0	6.5	11.7	9.6	7.7
국민연금공단 9.67%	EV/EBITDA	배	10.6	15.6	23.0	22.8	18.4	15.1
외국인 지분율 23.53%	ROE	%	17.6	19.4	19.2	23.4	25.1	26.4

현대로템 (064350/KS) - 충분한 조정, 이제는 사야 할 때

- '26년 매출액 7조 413억원, 영업이익 1조 2,668억원, OPM 18.0% 전망
- 올해 하반기 내 이라크와 페루, 그리고 '27년 루마니아 및 폴란드 EC3K2 전차 수출 계약 체결 가능성 높음
- 특히 올해 하반기 내 이라크 내각 구성 완료되며 K2ME 계약 체결 전망. 이후 중동 국가들의 러브콜 이어질 것
- 약 30조원 규모의 가시화된 다수의 수주파이프라인 보유하고 있으나, 글로벌 Peer 대비 상당한 저평가 수준
- 방산·철도 사업 뿐만 아니라 항공우주 및 수소 등 미래사업 대규모 투자를 통한 중장기 성장동력 확보할 전망

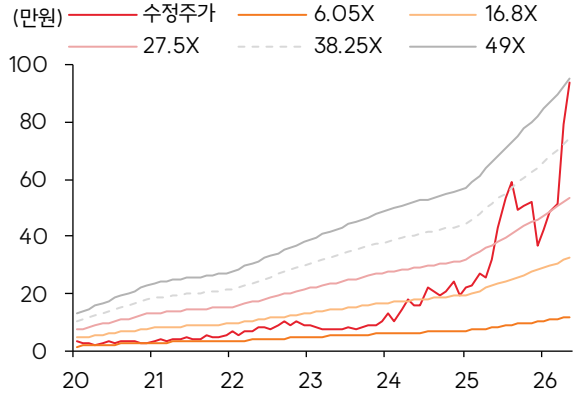
Company Data	투자지표	단위	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
현재주가 214,000 원	매출액	억원	31,633	35,874	43,766	58,390	70,413	85,419
시가총액 233,564 억원	영업이익	억원	1,475	2,100	4,566	10,056	12,668	18,017
	순이익	억원	1,945	1,568	4,053	7,705	10,055	14,407
발행주식 수 10,914 만주	EPS	원	1,812	1,475	3,728	7,055	9,091	13,026
주요 주주	PER	배	15.7	18.0	13.3	26.6	22.7	15.8
현대자동차(외 2) 33.77%	PBR	배	2.0	1.7	2.7	6.7	5.6	4.2
국민연금공단 8.08%	EV/EBITDA	배	17.8	9.8	9.9	18.1	12.9	9.0
외국인 지분율 35.44%	ROE	%	14.1	10.1	21.8	30.1	28.0	30.4

LIG 디펜스앤에어로스페이스 실적 추이 및 전망



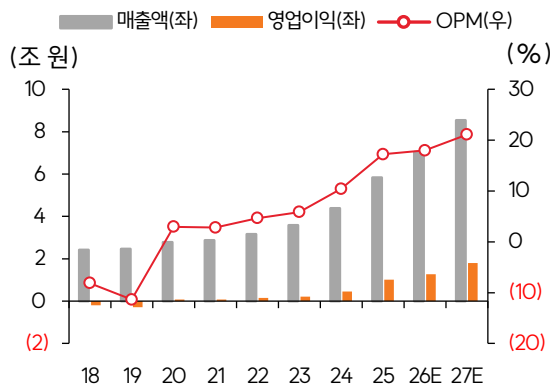
자료: Quantwise, SK 증권 추정

LIG 디펜스앤에어로스페이스 P/E Band Chart



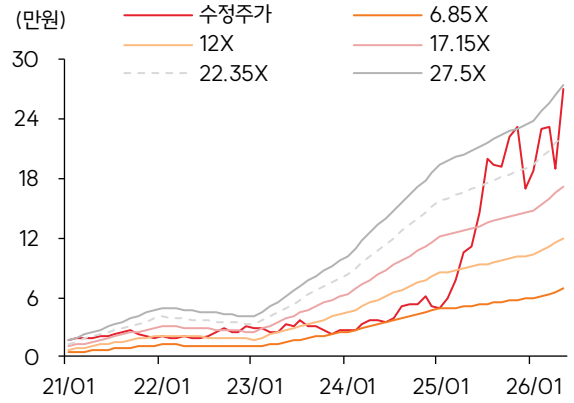
자료: Bloomberg, SK 증권

현대로템 실적 추이 및 전망



자료: Quantwise, SK 증권 추정

현대로템 P/E Band Chart



자료: Bloomberg, SK 증권

미래산업/미드스몰캡 인바운드는 최고치 경신, 아웃바운드는 상저하고

미래산업/미드스몰캡. 나승두
nsdoo@sks.co.kr / 3773-8891

미래산업/미드스몰캡: 인바운드는 최고치 경신, 아웃바운드는 상저하고

미래산업/미드스몰캡. 이승두 / nsdoo@sks.co.kr / 3773-8891

2026 년 상반기 여행/호텔/레저 산업의 핵심 포인트는 인바운드 관광객의 사상 최고치 경신이다. 4 월까지 외국인 입국자는 누적 701 만명으로 전년 동기 대비 +20.8% 증가했다. 특히 중국(+27.3%), 대만(+35.1%), 홍콩(+33.6%) 등 중화권 국가들의 회복이 두드러졌다. 3 월과 4 월 연속 월 200 만명을 넘기며 올해 연 2,000 만명 시대 진입은 사실상 확실해 보인다. 이에 따라 주요 도시 거점 호텔 객실 예약률은 80% 중후반대를 유지 중이다. 사실상 만실(滿室) 수준인 것이다. 반면 우리나라 국민이 해외를 찾는 아웃바운드 관광객의 경우 부진한 모습을 보였다. 4 월까지 누적으로 내국인 해외 출국은 +6.7%에 그쳤는데, 중동 전쟁발 불안 심리와 유가 상승, 5 월 항공 유류할증료 최고단계(33 단계) 진입으로 인한 소비 심리 위축 등의 영향이 미쳤다. 다만 일본(+21.9%), 중국(+23.6%) 등 유류할증료 부담이 낮은 단거리 여행 수요는 여전히 견조하다.

한 가지 눈 여겨 볼 점은 인바운드 관광객 증가가 카지노 실적으로 직결되지는 않았다는 점이다. 과거 단체 관광 코스에 포함되던 카지노 투어 대신 K 문화 체험 및 가성비 소비로 여행 성향이 바뀌면서 도심형 외국인 전용 카지노의 드롭액 상승은 기대에 못 미치고 있다. 이미 코로나 19 팬데믹 이전 수준까지 드롭액을 회복했으나, 중국 단체 관광 비자면제 효과는 제한적으로 나타나는 중이다. 반면 제주도는 여행 목적성이 분명하고 접근 편의성이 뛰어나다는 장점 덕분에 외국인 입도객 증가 추이가 카지노 매출 증가로 직접 연결되는 차별적 흐름이 나타났다.

결국 2026 년 하반기 핵심은 인바운드 관광객의 동향에 따라 달라질 것으로 판단된다. 특히 호텔의 경우 지난해까지 P 와 Q 의 동반 성장을 보였지만, 이제는 P 만 상승하는 변곡점에 진입했다. 가격 상승은 이익 레버리지를 키울 수 있지만 무리한 인상은 소비자의 가격 저항에 부딪힐 수 있다. 그리고 이익 증가율은 기업마다 다르게 나타나기에 주가도 차별적으로 움직일 가능성이 크다.

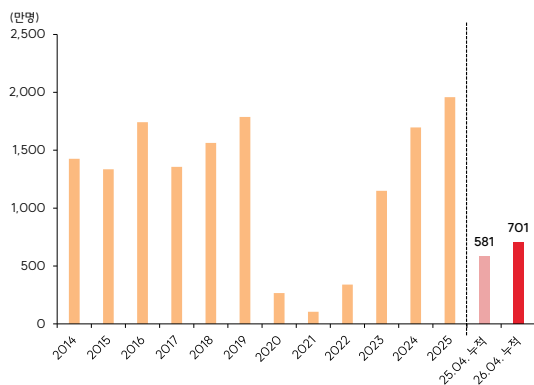
결론적으로 지난해 강세였던 호텔주들은 전고점 회복까지는 가능해 보이지만 이를 뛰어넘는 레벨업을 위해서는 추가적인 모멘텀이 필요하다. 또, 유가 하락에 따른 유류할증료 인하가 아웃바운드 관광 심리를 자극할지 여부도 하반기 주요 관전 포인트다.

2026년 상반기 Review

올해도 우리나라를 찾는 외국인의 발길은 계속되는 중이다. 4월까지 누적 외국인 입국자는 701 만명으로 사상 최고치를 경신했다. 작년 같은 기간 대비 20.8% 증가한 수치다. 국가별 입국자(출발지 기준) 추이를 살펴보면 확실히 중화권 국가에서의 우리나라 입국이 눈에 띈다. 중국은 누적 176 만명이 입국했는데, 이는 지난해 같은 기간 대비 27.3% 증가한 수치다. 대만은 35.1% 증가한 75 만명, 홍콩은 33.6% 증가한 36 만명을 기록했다. 일본도 145 만명으로 19.3% 증가했다. 3월과 4월 두 달 연속 월 200 만명 이상의 외국인이 우리나라를 찾으면서 드디어 올해 외국인 관광객 연 2,000 만명의 시대를 맞이할 것으로 예상된다. 직관적으로 호텔업에 대한 관심이 높아질 수밖에 없다. 실제로 우리나라 주요 도시 거점별 주요 호텔의 객실 예약률은 평균 80% 중후반 수준을 기록 중이다. 사실상 만실(滿室)이 계속되는 중이다.

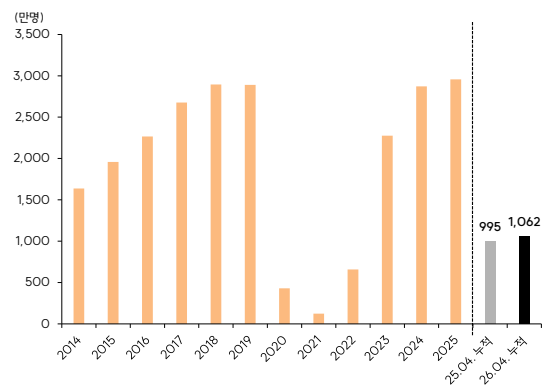
반면 우리나라 국민 해외 출국자 수 증가는 더딘 편이다. 올해 4월까지 누적 1,062 만명이 출국하면서 작년 같은 기간 대비 6.7% 증가했지만, 당초 예상에는 미치지 못하는 수준이다. 심지어 4월은 3월 229 만명 대비 -0.3% 감소한 228 만명이 출국하면서 중동 전쟁으로 인한 불안 심리 및 유가 상승 영향이 반영되는 듯 보였다. 심지어 5월부터 항공 유류할증료가 최고 단계(33 단계)에 접어들면서 해외 여행에 대한 소비 심리는 많이 위축된 것이 사실이다. 그럼에도 일본을 찾는 출국자는 4월 누적 381 만명으로 지난해 같은 기간 대비 21.9% 증가했고, 중국은 112 만명으로 23.6% 증가했다. 상대적 유류할증료 증가 부담이 낮은 단거리 여행 수요 증가는 여전히 기대해볼 수 있다는 해석이 가능하다.

외국인 입국자 추이



자료: 법무부, SK 증권

우리나라 국민 출국자 추이

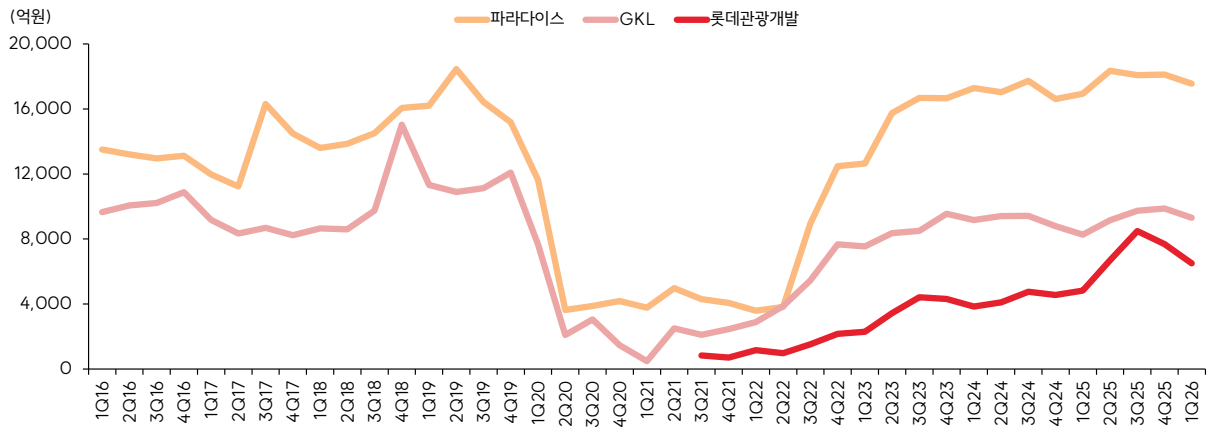


자료: 법무부, SK 증권

외국인 입국자 수는 사상 최고치를 기록 중이지만, 카지노 업체의 실적은 확연히 엇갈리는 모습이 나타났다. 과거 우리나라를 찾는 외국인 관광객, 특히 중화권 관광객의 경우 단체 여행 코스 중 카지노 투어를 포함하고 있는 경우가 많았는데 최근에는 K 문화 체험 및 가성비 소비에 초점이 맞춰지고 있기 때문이다. 실제로 도심형 외국인 전용 카지노를 운영하는 국내 기업들의 경우 코로나 19 팬데믹 이전 수준의 분기별 드롭액을 회복했지만, 중국인 단체 관광객 비자 면제 등의 효과가 크게 나타났다고 보기는 어렵다. 관광객들의 여행 성향이 확연히 달라진 것이다.

하지만 제주도는 조금 다른 양상이다. 제주도를 찾는 외국인 관광객은 특별 소비에 대한 목적성을 갖는 경우가 많고, 지리적 접근 편의성도 높다. 따라서 내륙 지역의 외국인 관광객 수 증가가 도심형 카지노 드롭액 증가로 직결된다 보기 어렵지만, 제주도는 외국인 입도객 수 증가가 카지노 드롭액 증가와 어느정도 비슷한 흐름을 보이고 있다. 실제로 올해 3 월까지 제주도를 찾은 외국인 입도객은 누적 48 만명으로 지난해 같은 기간 대비 27% 증가했는데, 롯데관광개발의 카지노 매출은 같은 기간 40% 증가하는 모습을 보였다. 같은 듯 다른 움직임이다.

국내 외국인 전용 카지노 3사 분기별 드롭액 추이



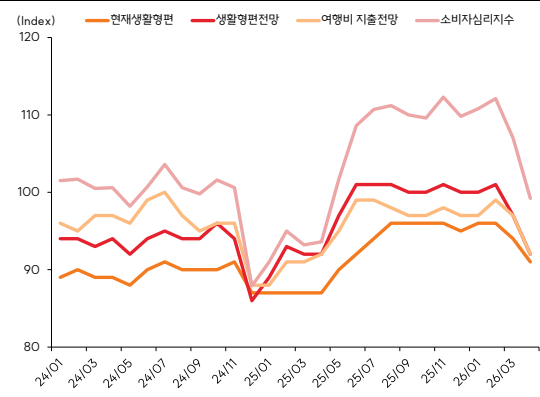
자료: 각 사, SK 증권

2026년 하반기 전망

중동 전쟁으로 인한 정세 불안은 중동 주요국 공항들의 허브 역할을 마비시키는 결과로 이어졌다. 결국 경유 등을 통한 장거리 여행은 조금 힘들어졌지만, 단거리 여행 수요는 계속될 것으로 예상된다. 특히 상대적으로 인구 수가 많은 동아시아 권역의 잠재 여행객들이 서구/북미권 여행이 상대적으로 힘들어진다면, 우리나라는 충분히 반사 이익을 누릴 수 있다. 문제는 외국인 여행객이 늘어난 만큼 충분한 호텔 숙박 시설이 제공되기는 어렵다는 점이다. 3성급 호텔 및 공유 숙박 서비스가 빠르게 성장하는 가운데 4성/5성급 호텔은 단기간 객실 공급을 늘리기 어렵다. 즉, 지난해부터 객실 예약률(OCC)과 객실 단가(ADR)이 함께 성장해왔지만, 이제는 객실 예약률은 어느 정도 한계에 도달한 상황에서 객실 단가만 상승하는 국면에 진입했다는 것이다. 이는 P와 Q의 동반 성장에서 P만 상승하는 변곡점을 의미하며, 호텔업을 영위하는 국내 기업들은 상대적으로 완만해진 실적 성장을 기울기를 어떻게 관리해야 할지 고민이 깊어질 수밖에 없다.

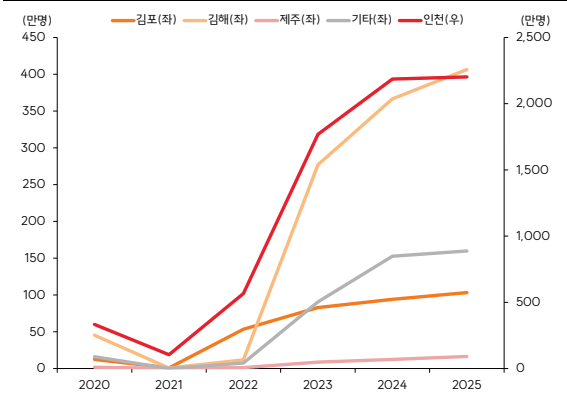
반대로 P의 상승은 이익 레버리지를 확대시키는 결과로 연결될 수도 있다. 하지만 무조건적인 가격 인상은 소비자의 가격 저항성에 직면할 가능성이 크고, 절대적인 금액의 증가보다 상대적인 증가율은 호텔마다 기업마다 다르게 나타난다는 점에서 주가도 차별적 움직임이 나타날 가능성이 크다는 판단이다. 지난해 주가 흐름 좋았던 호텔 관련주들은 충분히 전고점 수준까지 오를 수 있는 업황이다. 하지만 이를 극복하고 주가 레벨이 한 단계 더 올라서기 위해서는 또 다른 모멘텀이 필요할 것으로 예상된다. 유가 하락으로 인한 유류할증료 인하가 아웃바운드 관광객의 심리를 얼마나 자극할 수 있을지에 대한 부분도 하반기 관전 포인트다.

소비자심리지수 추이



자료: 통계청, SK 증권

국내 주요 공항 출국자 수 추이



자료: 한국항공협회, SK 증권

2026년 하반기 Top Picks

롯데관광개발 (032350/KS) - 나 홀로 성장, 카지노+호텔+여행 3박자 매력

- 내륙 도심 카지노와 다른 제주, 외국인 입도객 증가가 드롭액 증가로 직결되는 구조, 드림타워 외국인 투숙 증가
- 전체 매출에서 카지노가 차지하는 비중 1Q26 기준 76%까지 상승, 외형 성장 그대로 수익성 개선으로 연결
- 홀드올 매출 다르지만 마카오 초대형 리조트 카지노 수준까지 근접, 수익성 자체 글로벌 Top-Tier로 성장 중
- 제주 드림타워 개장 이후 지난해 당기순이익 첫 기록, 본격적인 CAPEX 회수 구간 진입, 구조적 체질 전환
- 2025년 연간 EBITDA 급증, 금융비용 낮아지며 현금창출 능력 대비 이자 부담 빠르게 감소
- 중간 배당 도입 등 긍정적 검토 분위기, 주주 환원 정책 강화되면 추가적인 주가 상승 여력 더해질 것으로 예상

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
현재주가	19,350 원	매출액	억원	3,135	4,715	6,534	7,892	8,651	9,050
시가총액	15,403 억원	영업이익	억원	-606	390	1,433	1,914	2,355	2,419
		순이익	억원	-2,022	-1,166	278	976	1,446	1,510
발행주식 수	7,960 만주	EPS	원	-2,669	-1,530	349	1,226	1,817	1,897
주요 주주		PER	배	N/A	N/A	66.6	16.2	10.9	10.5
김기병(외 4)	38.49 %	PBR	배	10.3	1.8	5.0	3.4	2.6	2.1
국민연금공단	10.02 %	EV/EBITDA	배	76.4	14.8	13.3	9.4	7.5	7.1
외국인 지분율	21.73 %	ROE	%	-132.9	-60.4	8.1	23.2	26.7	21.9

서부 T&D (006730/KQ) - 호텔은 만실, 부동산 개발 실적도 가시권

- 2022년 평균 12만원대였던 ADR, 2025년 20만원 내외까지 상승, 호텔 영업이익률도 빠르게 개선
- 객실 예약률(OCC) 슬슬 한계 도달하면서 객실 단가(ADR) 만으로 이익 레버리지 커지는 구간 진입
- 자회사 신한서부터엔디리츠 등을 통해 총 2,300여개 객실 보유한 국내 최대 호텔 운영 업체
- 방한 중국인 증가 속도 예상보다 빠르게 나타나며 용산 드래곤시티 업황에 긍정적 영향
- 용산 나진상가 및 신정동 서부트럭터미널 부지 개발 시작, 올해 연말부터 착공 및 분양 시작 예정
- 2027년부터 2031년까지 연 1천억원 이상의 개발 이익 반영될 것으로 예상, 부동산 디벨로퍼 매력 부각

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
현재주가	11,850 원	매출액	억원	1,692	1,809	2,483	2,850	3,220	3,677
시가총액	7,694 억원	영업이익	억원	372	481	703	816	1,154	1,331
		순이익	억원	1,383	344	791	347	455	464
발행주식 수	6,493 만주	EPS	원	2,052	521	1,220	534	700	714
주요 주주		PER	배	3.5	10.4	10.7	25.7	19.6	19.2
엠와이에이치(외 14)	49.75 %	PBR	배	0.6	0.4	0.8	0.8	0.8	0.8
자사주	1.93 %	EV/EBITDA	배	25.1	24.9	27.0	24.7	18.1	20.8
외국인 지분율	20.71 %	ROE	%	18.0	3.7	7.7	3.2	4.1	4.0

제약/바이오

과도한 조정, 기술적 성과로 반등 기대

제약/바이오. 이선경
seonkyung.lee@sks.co.kr / 3773-9089

제약/바이오: 과도한 조정, 기술적 성과로 반등 기대

제약/바이오. 이선경 / seonkyoung.lee@sks.co.kr / 3773-9089

미국 정책 불확실성·지정학적 리스크에 따른 인플레이션 우려 및 금리 인하 기대감 약화로 상반기 제약/바이오 섹터는 시장 내 소외 흐름이 지속됐다. 계절적 비수기와 맞물린 저조한 실적이 호실적을 기록한 타 섹터 대비 상대적 매력도를 낮추며 소외 흐름을 심화시킨 가운데 ①저조한 기술이전 성과, ②후기 임상 연이은 실패, ③기업 신뢰도 하락, ④빅파마형 기술이전 파이프라인의 가시화 지연이 맞물리며 개별 이슈가 섹터 전반의 불확실성 확대에 해석됐다.

제약/바이오 섹터의 변동성을 결정하는 핵심 변수는 기술적 성과로, 매출 성장과 영업이익 확보에 직결되는 글로벌 혁신 신약의 FDA 승인과 미래 시장을 견인할 초기·임상 연구 결과다. 자본 유동성 측면에서는 개발 기간이 길고 투입 자본 규모가 큰 신약개발의 특성상, 금리와 M&A·기술이전을 통한 현금 유입이 섹터 내 핵심 변수로 작용한다.

이러한 측면에서 미충족 의학적 수요가 높은 적응증에서의 치료 공백 해소, 신규 타겟 및 신규 모달리티에 대한 성과가 가시화되며 신약 개발에 대한 기대감이 확대되었으며, 빅파마의 수요 지속으로 M&A 거래 규모 또한 확대되었다. 최근 FDA 인사 불확실성으로 인한 리스크 요인이 존재하나 급격한 정책 변화 가능성은 제한적이며, 오히려 규제 일관성 개선에 대한 기대도 형성되고 있다. 상반기 대내외 악재로 인한 과도한 밸류에이션 조정으로 2025년 하반기 상승 이전 수준으로 되돌아오며 가격 부담이 해소된 구간에 진입한 상황 또한 긍정적인 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

하반기에는 5월 27일 유럽간학회(EASL)를 시작으로 5월 29일 미국임상종양학회(ASCO), 6월 5일 미국당뇨병학회(ADA) 등 시장이 주목하는 대형 학회 이벤트가 집중되어 있다. 주요 학회에서 국내 기업들의 긍정적인 임상 결과 발표가 이어지고, 이를 기반으로 기술이전 성과의 가시화까지 더해진다면 제약/바이오 섹터에 대한 시장의 관심과 투자심리는 빠르게 회복될 수 있을 것으로 판단된다.

투심 회복 시 단기 이벤트 중심의 기업보다는 글로벌 시장에서 경쟁력 있는 기술을 보유하고 있음에도 불구하고 최근 기업 펀더멘털과 무관하게 과도한 조정을 받은 기업들을 중심으로 빠른 회복을 예상, 리카엠바이오와 삼양바이오팜을 섹터내 최선호주, 오스코텍, 오름테라퓨틱, 앵클론, 와이바이오로직스를 관심종목으로 제시한다.

26년 상반기, 약재에 민감했던 제약/바이오

미국 내 정책적 불확실성이 지속되는 가운데 지정학적 리스크로 인한 인플레이션의 우려 확대 및 금리 인하 기대감 약화로 코스피 제약지수는 7.7% 하락하며 코스피지수 대비 94%p 하회, 코스닥 제약지수는 4.8% 하락하며 코스닥지수 대비 30%p 하회했다.

실적에 따라 주가 방향성이 결정되는 코스피 제약주의 특성상, 계절적 비수기와 맞물린 저조한 실적이 반도체·조선·금융 등 호실적을 기록한 타 섹터 대비 상대적 매력도를 낮추며 시장 내 소외 흐름이 이어졌다. 이에 따라 개별 대형주 역시 수익성 개선 구간임에도 불구하고 실적 기대감보다는 글로벌 경쟁 심화에 따른 리스크가 크게 부각되었다.

특히 기술이전 소식 및 임상 결과 발표에 민감하게 반응하는 시장 특성상, 이번 상반기는 아래의 요인들이 맞물리며 개별 기업의 부정적 이슈가 섹터 전반의 불확실성 확대로 해석되었다.

- ① 저조했던 국내 기업의 글로벌 기술이전 성과
- ② 후기 임상 결과의 연이은 실패
 - > 한올바이오 파마의 TED 임상 3상, 에이비엘 바이오의 담도암 글로벌 임상 2/3상
- ③ 국내 제약/바이오 기업의 신뢰도 하락
 - > 알테오젠 로열티 이슈, 삼천당제약 급락, 휴온스랩 합병 논란 등
- ④ 빅파마형 기술이전 파이프라인의 성과 가시화 지연에 따른 리스크 부각
 - > 유한양행-J&J 로열티 저조, 에이비엘-사노피 파이프라인 후순위 변경, 한미약품-MSD 결과 발표 이슈 등

국내 기업 주요 글로벌 기술이전 현황

구분	2024			2025			2026		
	국내기업	해외기업	규모(\$M)	국내기업	해외기업	규모(\$M)	국내기업	해외기업	규모(\$M)
1	오름	Vertex	945	에이비엘	Lilly	2,562	아리바이오	Fosun	4,700
2	아이엠	Navigator	940	에이비엘	GSK	2,114	알테오젠	Biogen	569
3	리기캠	오노	700	알테오젠	AZ	1,350	큐라클	Memento	539
4	에이프릴	Evommune	475	알지노믹스	Lilly	1,300	알테오젠	GSK	285
5	지놈앤컴퍼니	Debiopharm	426	오스코텍/아델	Sanofi	1,040			
6	LG 화학	Rhythm	305	에임드바이오	Boehringer	991			
7	알테오젠	Daiichi	300	올릭스	Lilly	630			
8	알테오젠	MSD	변경 계약	한미약품	Gilead	34			

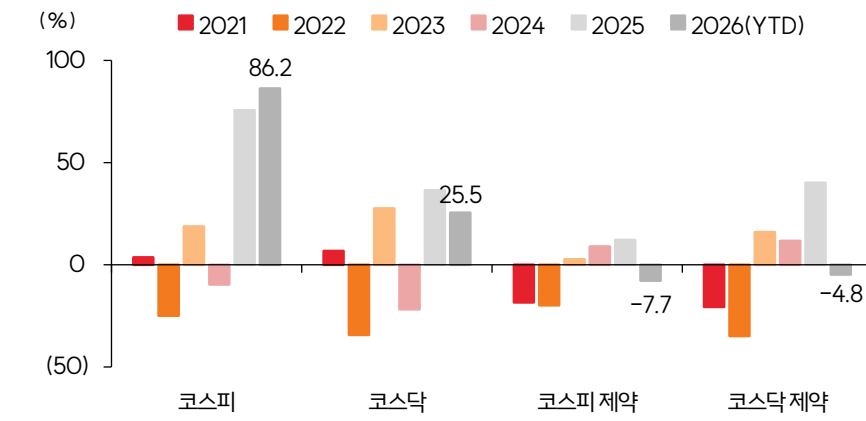
자료: 시장자료, SK 증권

26년 1월 1일부터 시행된 IRA, 2월 5일 론칭한 TrumpRx 등 약가 인하 압박에 따른 수익성 우려와 블록버스터 특허 만료에 따른 매출 공백, 작년부터 지속되어 온 FDA 정책적 불확실성으로 NBI는 3.5% 상승하며, 나스닥 대비 10.1%p, S&P 500 대비 6.2%p 하회했다.

인플레이션 및 금리 인하 기대감 약화에 따른 리스크 부각으로 XBI ETF는 3월 말 YTD 기준 횡보, 3월 말-4월 초 M&A 기대감에 힘입어 반등에 성공하며 5월 26일 YTD 기준 8% 상승했으나 나스닥 대비 5.6%p, S&P500 대비 1.7%p 하회했다.

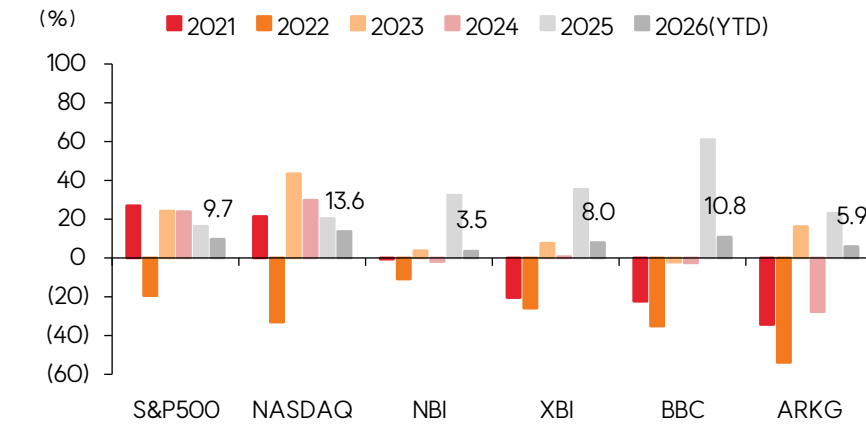
임상 파이프라인 중심의 BBC ETF는 긍정적인 임상 결과 발표 및 FDA의 신약개발 비용 절감 및 가속 승인 정책, 빅파마의 M&A 활성화에 힘입어 10.8% 상승하며 나스닥 대비 2.9%p 하회했으나 S&P500 대비 1.1%p 상회했다.

국내 제약/바이오 섹터 연도별 수익률



자료: Bloomberg, SK 증권

미국 제약/바이오 섹터 연도별 수익률



자료: Bloomberg, SK 증권

혁신 기술의 가속화 및 AI 기반의 효율성 극대화로 구조적인 호재에 직면 26년 하반기, 국내 기업들의 기술적 성과 입증으로 반등 기대

제약/바이오 섹터의 변동성을 결정하는 핵심 변수는 기술적 성과로 ①매출 성장과 영업이익 확보에 직결되는 글로벌 혁신 신약의 FDA 승인, ②미래 시장을 견인할 초기·임상 연구 결과가 핵심 요인이라 할 수 있다.

자본 유동성 측면에서는 개발기간이 매우 길고 투입 자본 규모가 큰 신약개발의 특성상 ③금리와 ④M&A·기술이전을 통한 현금 유입이 섹터 내 핵심 변수로 작용한다. 특히 M&A는 바이오텍의 가장 성공적인 Exit 경로로 간주되며, IPO 대비 높은 밸류에이션으로 Exit이 가능하다는 점에서 M&A > Follow-on > IPO > VC로 이어지는 투자심리 회복 사이클의 출발점으로 작용해 섹터 지수 상승을 견인한다.

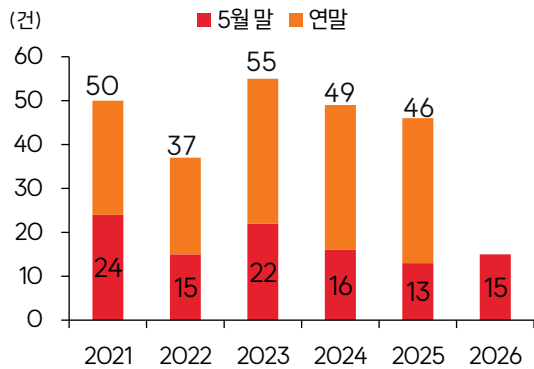
이러한 제약/바이오 섹터의 특성을 고려할 때, ①혁신 신약의 FDA 승인과 ②초기·임상 연구 결과는 매우 고무적인 상황으로 미충족 의학적 수요가 높은 적응증에서의 치료 공백 해소, 신규 타겟 및 신규 모달리티에 대한 성과가 가시화되고 있음을 확인했다.

이러한 흐름은 하반기에도 지속될 것으로 판단되는데 중국에서 Keytruda 병용 1차 NSCLC 치료제로 승인이 예상되는 TROP-2 ADC, 2024~2025년 기술이전이 집중된 PD-(L)1xVEGF 이중항체들의 후기 임상 데이터 발표, 헤지암의 새로운 표준치료로 등극 가능성이 부각되고 있는 pan-RAS 억제제의 Phase 3 결과, 상반기 긍정적인 임상 성과를 발표한 파이프라인들의 FDA 정식 승인 및 가속 승인 등 하반기에도 기대할 수 있는 모멘텀은 풍부하기 때문이다.

다만 FDA 인사 불확실성에 따른 리스크 요인도 존재하는데 5월 12일 Marty Makary FDA 국장의 갑작스러운 사임으로 주요 직책 3개가 대행 체제로 전환됐으며, 대행자에게는 210일의 임기 제한이 적용된다. 후임 체제에서 AI 도입·심사 기간 단축 등 신약 승인 가속화를 뒷받침해 온 기존 정책 기조의 연속성에 대한 불확실성이 일부 존재하나, 급격한 정책 변화 가능성은 제한적이라는 시각이 우세한 상황이다.

오히려 Makary 재임 시 반복됐던 과학자 의견 무시 및 비일관적 규제 기준 문제가 완화될 수 있다는 기대까지도 형성되고 있어, 결국 FDA 인사 리스크보다는 하반기 임상 성과와 파이프라인 모멘텀이 섹터 방향성을 결정하는 핵심 변수가 될 것으로 판단된다.

FDA 신약 승인 건수



자료: FDA, SK 증권

초기/임상 주요 성과

아데노바이러스 벡터, 건성 황반변성 3/24 Ocugen, 임상 2상 탈락인 발표 > 대조군 대비 통계적 유의성 확보	pan RAS, 췌장암 4/13 Revolution, 전이성 췌장관 선암 2차 치료 임상 3상 결과 > 화학요법 대비 통계적 유의미한 결과 발표
C5 siRNA, 중증근무력증 4/21 Regeneron, 임상 3상 결과 발표 > 3개월 1회 투약, 위약군 대비 통계적 유의성 확보	TROP-2 ADC 5/18 MSD, 자궁내막암 임상 3상 키트루다 병용 NSCLC 1차 임상 3상
GLP-1 유전자 치료제 5/11 Fractyl Health 임상 진입	IL-18, 아토피 5/14 Apollo, 2a 결과 발표 > 듀피젠트 실패 환자 대상 효능 확인

자료: 시장자료, SK 증권

규제기관 승인, 주요 성과

신규 치료옵션 최초의 원발성담증성담관염(PBC) 가려움증 치료제 3/17 GSK의 Lynavoy (IBAT 억제제, 경구용)	20년만에 승인된 헌터 증후군 치료제 증상 개선 겨냥한 최초의 신약 3/24 Denali의 Avlayah (IDS enzyme+TransportVehicle™)	최초의 비항정신성 알츠하이머 초조 증상 치료제 4/30 Axsome의 Auvelity (NMDA 수용체 길항제+ 비정형 항우울제 복합제, 적응증 확장)
신규 타겟 최초의 선택적 글루코코르티코이드 수용체 길항제 3/25 Concept의 Lifyorli (백금저항성 난소암 치료제, 경구용)	최초 BCL-2 억제제 가속승인 5/13 BeOne의 Beqalzi (재발성·불응성 외투세포림프종(MCL))	최초의 BCMA X CD3 이중항제 + CD38 병용 3/5 J&J의 Tecvayli (재발성·불응성 다발성 골수종, 가속승인) > 정식 FDA 승인
신규 모달리티 LAD-1에 대한 최초의 유전자치료제 가속 승인 3/27 Rocket의 Kresladi (헨티바이러스 벡터 기반 환자의 HSC에 ITGB2 유전자 도입)	최초의 PROTAC 3/25 Pfizer·Arvinas의 VEPPANU (ER+/HER2-, ESR1 변이 유방암)	유전성 난청에 대한 최초의 유전자 치료제 가속 승인 4/23 Regeneron의 Otarmeni (아데노바이러스 벡터 기반 OTOF 유전자 치료제)

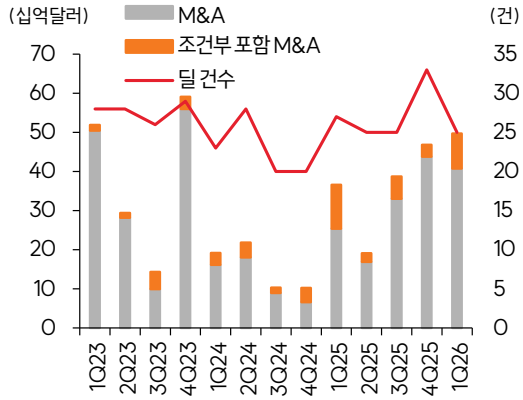
자료: 시장자료, SK 증권

유동성 측면에서는 ③금리 인하에 대한 기대감은 약화되고 있는 상황으로 이에 따른 리스크가 부각되고 있지만 ④M&A·기술이전은 견조한 흐름을 유지하고 있다.

26년 3월 말 기준 M&A는 다른 분기 대비 건수는 줄었으나 총 거래 규모는 증가, 후기 임상 및 상업화 중심의 선별된 고부가 가치 M&A가 집중적으로 진행된 것을 확인했다. 조건부 계약금을 제외했을 때 현금 가치는 408억 달러로, 평균 선지급 가치가 21억 달러에서 26억 달러로 증가했으며 조건부 계약금을 포함한 거래 규모의 경우 지난 4분기 468억 달러보다 소폭 증가한 497억 달러를 기록했다.

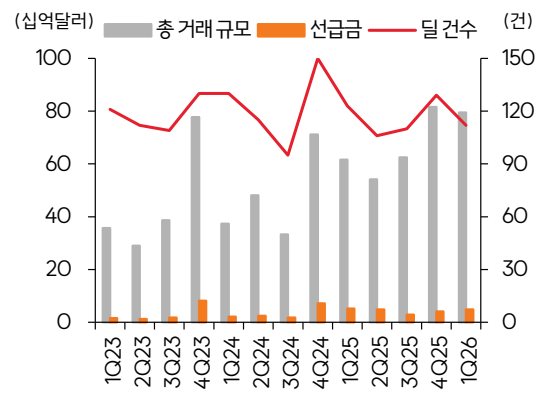
일반적으로 4분기가 M&A가 가장 활성화된다는 점과 블록버스터 특허 만료와 약가 인하 압박에 대응한 빅파마의 파이프라인 확충 수요가 지속되는 구조적 배경을 감안하면, M&A 거래 규모는 하반기로 갈수록 점진적으로 확대될 것으로 판단된다.

분기별 M&A 현황



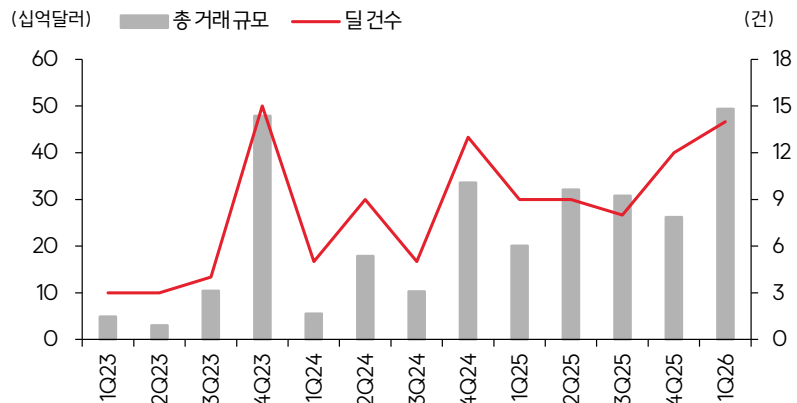
자료: DEALFORMA, SK 증권

분기별 R&D 협력 현황



자료: DEALFORMA, SK 증권

\$100M 미만 규모의 R&D 협력 현황



자료: Bloomberg, SK 증권

이처럼 제약/바이오 섹터의 펀더멘털을 결정하는 핵심 요인들은 현재까지 견고한 상황이나, 대외 환경의 불확실성과 국내 기업들의 개별 이슈에 따른 리스크 부각으로 밸류에이션은 2025년 하반기 상승 이전 수준으로 되돌아온 상태다. 오히려 이는 가격 부담이 해소된 구간으로, 선별적 접근에 따른 기회 요인이 확대될 수 있다고 판단된다.

하반기에는 5월 27~30일 유럽간학회(EASL)를 시작으로 5월 29일~6월 2일 미국임상중양학회(ASCO), 6월 5~8일 미국당뇨병학회(ADA), 9월 12~15일 국제폐암학회(WCLC) 등 시장이 주목하는 대형 학회 이벤트가 집중되어 있다. 주요 학회에서 국내 기업들의 긍정적인 임상 결과 발표가 이어지고, 이를 기반으로 기술이전 성과의 가시화까지 더해진다면 제약/바이오 섹터에 대한 시장의 관심과 투자심리는 빠르게 회복될 수 있을 것으로 판단된다.

하반기 국내 기업 주요 일정 (기업 시총순)

기업명	파이프라인	적응증	주요일정	비고
코오롱 티슈진	인보사	골관절염	임상 3상 결과 발표 기대 (26년 7월 예상)	
유한양행	YH35324/GI-301 (IgE Trap)	알러지	임상 2상 진입, 글로벌 기술이전 기대감 존재	원개발사: 지아이이노베이션
	Lazertinib (mEGFR TKI)	비소세포폐암	Amivantamab 병용 mOS 결과 발표 기대	파트너사: 안센 원개발사: 오스코텍
에이비엘바이오	플랫폼		알츠하이머 항체 치료제+BBB 플랫폼 기술이전 발표 기대	
	ABLOO1 (DLL4 x VEGF)	담도암	4/27 PFS, OS, 안전성 결과 발표 완료, FDA 미팅 후 연말 BLA 제출 예정	파트너사: 컴패스
펩트론	플랫폼	비만	일라이 릴리 기술 평가 계약 연장 (기존 14개월(25/12) > 최대 24개월(26/09)) ADA(6/05~08) 월 1회 세마글루타이드 전임상/ Human Interim 결과 발표 예정	
한미약품	HM1732 (LA-UCN2)	비만	2H26 임상 1상 결과 발표 기대 ADA(6/05~08): 비임상 결과 업데이트 및 병용 요법 비임상 결과	
	Efinopegdutide (GLP/GCG)	MASH	26년 임상 2상 결과 발표 기대	파트너사: MSD
	Efpeglenatide(GLP)	비만	26년 국내 허가 승인 기대, 64주 전체 데이터 발표 기대	
리가캠바이오	LCB14 (HER2 ADC)	유방암	익수다 임상 1b 종료 및 결과 발표, 복성제약 유방암 임상 3상 종료	파트너사: 복성제약, 익수다
	LCB71 (ROR1 ADC)	혈액암	R-CHOP 병용 임상 1b 톱라인 결과 발표 완료, 2H26 세부 데이터 발표 기대	파트너사: 시스템
	LCB84 (Trop-2 ADC)	고형암	임상 1상 종료/임상 2상 개시, 옵션행사 시 \$200M(약 3천억원) 현금 유입 가능	파트너사: 안센
	플랫폼		플랫폼 기술이전 발표 기대	
보로노이	VRN11 (4세대 EGFR)	비소세포폐암	ASCO(5/29~6/02) 발표 예정	
올릭스	OLX702A (MARC 1)	MASH	1H26 임상 1상 완료, 결과 발표 기대/ 2상 개시에 따른 일라이 릴리 마일스톤 수령 기대 MACR1+ 비만/심혈관 타겟 > 릴리 우선협상권 보유로 기술이전 확대 기대	파트너사: 일라이 릴리
	OLX104C (안드로겐수용체)	탈모	1b 상 24명 4주 데이터 발표 기대	
	지방 타겟 플랫폼		원숭이 데이터 발표 하반기 학회 발표 예정 (타겟: ALK7)	

자료: 시장자료, SK 증권

하반기 국내 기업 주요 일정 (기업 시총순)

기업명	파이프라인	적응증	주요일정	비고
디앤디파마텍	DDO1(GLP/GCG)	MASH	EASL(5/28~30) 섬유화 데이터 발표 예정	
	MET-097o/224o (GLP-1)	비만	임상 1상 체중 감소 및 내약성 결과 발표 기대	파트너사: 화이자(멧세라)
한울바이오파마	IMVT-1402	자가면역질환	2H26D2T RA 및 CLE 탐라인 결과 발표 기대	파트너사: 이뮤노반트
	HLO36	안구건조증	4Q26 임상 3상 결과 발표 기대	
오름테라퓨틱	ORM-1153 (CD123 DAC)	AML	2H 임상 1상 IND 신청 예정	
	ORM-6151 (CD33 DAC)	AML	임상 중간 발표 업데이트 기대	파트너사: BMS
에이프릴바이오	APB-A1(CD40L)	갑상선안병증(TED)	1b 탐라인 ENDO(6/13-16) 학회 발표 예정	파트너사: 룬드벡
	APB-A3(IL-18)	아토피	2a 탐라인 결과 발표 완료 > 2H26 임상 2b 진입 예정	파트너사: 에보문
HK 이노엔	케이캡(P-CAB)	위식도역류질환	유럽 기술이전 기대	파트너사: 세벨라
지투지바이오	플랫폼	비만/CNS	1H26 파트너사 기술 평가 결과 업데이트 기대 ADA(6/05~08) 월 1회 아말린/GLP 병용 주사제 및 터제파타이드, 레타트루타이드	
지아이이노베이션	GI-101/102 (CD80 x IL2)	ICI 불응 고형암	키트루다 병용 임상 ASCO(5/29~6/02) 발표 예정	
애플클론	AT101 (CD19 CAR-T)	혈액암	26년 국내 품목 허가 기대	
	HLX22(AC101)	위암/유방암	2H26 유방암 HER2low 임상 2상 결과 발표	파트너사: 헨리우스
일동제약	ID110521156 (GLP-1, 저분자)	비만	ADA(6/05~08): 임상 1상 결과 발표, 기술이전 기대	
셀비온	Lu-177-DGUL (PSMA)	전립선암	ASCO(5/29~6/02) 발표 예정, 2H26 연내 국내 허가 기대	

자료: 시장자료, SK 증권

2026년 하반기 Top Picks

리가캠바이오 (141080/KQ) - 이유 없는 조정, 하반기 가시화될 플랫폼의 가치에 주목

- 섹터 내 투심이 약화되고 있는 상황에서 최근 IR 발표 이후 과도한 주가 하락 지속, 이는 매분기 R&D 비용 증가에도 불구하고, 상반기 내 시장에서 기대하고 있는 임상적/기술이전 성과가 가시화되지 않았기 때문
- 특히 ADC 경쟁 심화에 따른 우려가 과도하게 선반영, 다만 현재까지 동사의 임상 파이프라인은 경쟁사 대비 높은 Safety Margin으로 경쟁력을 확보 있는 상황이며, MSD Trop-2 ADC의 고무적인 임상 3상 결과 발표로 안센으로 기술이전 한 동사의 파이프라인 경쟁력과 주목도 또한 동반 상승한 상황
- HER2 ADC 중국 임상 3상 종료/글로벌 1b상 종료, ROR1 ADC 1b상 세부 결과 발표 등 하반기 모멘텀도 풍부

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	
현재주가	156,100 원	매출액	십억원	34	125	228
시가총액	5,779 십억원	영업이익	십억원	-81	-28	67
		순이익	십억원	-74	10	145
발행주식 수	3,702 만주	EPS	원	-2,593	277	3,964
주요 주주		PER	배	-25.1	394.0	43.8
팬 오리온 (외 7)	25.93 %	PBR	배	12.1	6.3	8.1
국민연금공단	5.96 %	EV/EBITDA	배	-22.2	-130.0	40.4
외국인 지분율	11.03 %	ROE	%	-40.1	2.6	20.6

삼양바이오팜 (0120GO/KS) - 저평가된 차세대 딜리버리 플랫폼, 차별화된 경쟁력에 주목

- SENS™는 Viral Vector·LNP의 한계를 극복한 하이브리드 나노입자 플랫폼으로 낮은 면역원성, 반복 투약에 따른 안전성, 조직 선택적 전달이라는 차별화된 경쟁력을 확보한 차세대 딜리버리 플랫폼
- 최근 떠오르고 있는 차세대 모달리티인 ASO나 in-vivo CAR-T의 핵심 과제 역시 안전한 딜리버리 플랫폼 확보인 점을 고려할 때 글로벌 시장에서 SENS™ 플랫폼의 관심은 지속적으로 확대될 것으로 판단
- 최근 유전자, 핵산/펩타이드 관련 글로벌 학회 3곳에 참가해 구두 발표 및 파트너링을 진행, 고무적인 초기 연구성과를 기반으로 글로벌 시장에 SENS™ 경쟁력을 본격적으로 알리고 있는 상황
- 차세대 딜리버리 플랫폼은 전임상 초기 단계에서도 기술이전이 가능한 분야로, 선행 사례를 감안할 때 SENS™의 초기 기술이전 가능성이 열려 있다는 점에서 매력적인 구간으로 판단

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	
현재주가	65,300 원	매출액	십억원	123	138	149
시가총액	486 십억원	영업이익	십억원	11	19	20
		순이익	십억원	19	22	14
발행주식 수	744 만주	EPS	원	-	-	1,861
주요 주주		PER	배	-	-	28.2
김원(외 27)	52.39 %	PBR	배	-	-	1.7
자사주	0.08 %	EV/EBITDA	배	-	-	-2.6
외국인 지분율	4.56 %	ROE	%	-	-	1.9

화장품

미국이 끌고 유럽이 밀고

화장품/의류. 형권훈
kh.hyung@sks.co.kr / 3773-9997

화장품: 미국이 끌고 유럽이 밀고

화장품. 형권훈 / kh.hyung@sks.co.kr / 3773-9997

화장품 업종의 수출 모멘텀은 올해 상반기에 다시 강세 전환했다. 4월 누적 기준 수출 성장률(중국 제외)은 +31% 성장했으며, 이는 작년 같은 기간 성장률인 +22%를 상회하는 수치다. 지역별로 북미와 유럽의 기여가 컸는데, K 뷰티가 미국 뷰티 시장에서 더 이상 니치 마켓에 국한되지 않고 메인스트림 시장으로 편입되고 있으며, 유럽에서는 온·오프라인 채널에서 K 뷰티의 침투율이 증가하고 있다.

올해 하반기는 상반기와 유사한 흐름이 이어질 것으로 전망한다. 미국의 경우 아마존 채널에서 K 뷰티의 점유율이 안정적으로 유지되는 한편, 더 다양한 브랜드가 더 많은 오프라인 리테일 채널에 입점함에 따라 미국 오프라인 시장 침투가 본격화할 것이다. 얼타와 세포라의 CEO는 K 뷰티의 경쟁력과 주류 시장으로의 편입 가능성에 대해 꾸준히 언급했으며, 실제로 K 뷰티 입점을 늘리고 있다. 스페셜티 리테일러뿐만 아니라 에이피알의 경우 타깃, 월마트, 코스트코와 같이 매스 리테일러까지 입점하고 있다. 미국 뷰티 시장의 59%에 해당하는 오프라인 채널이 열릴 것이다.

유럽은 미국과 더불어 올해 하반기 화장품 수출 성장을 견인할 것으로 전망한다. 온·오프라인 채널 침투가 동시에 진행되고 있는데, 온라인의 경우 서유럽 5개 국가의 아마존 채널에서 메디큐브와 달바를 필두로 K 뷰티 BSR 총점이 급증하고 있어 침투율이 크게 증가하고 있다. 오프라인의 경우 하반기에는 메디큐브, 조선미녀, 아누아, 바이오던스 등 미국에서의 성과 레퍼런스가 확실한 브랜드 위주로 현지 드럭스토어나 스페셜티 스토어에 입점할 것이다.

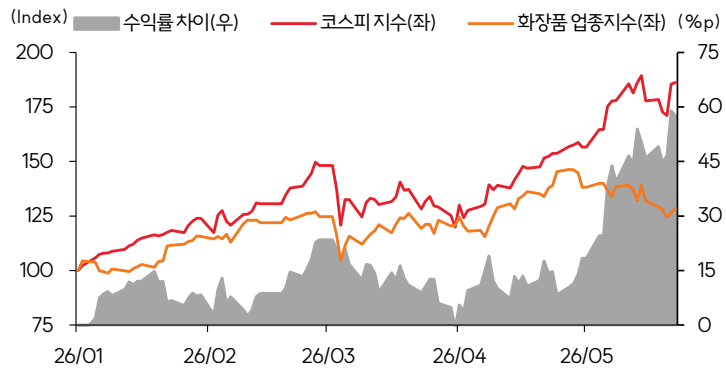
하반기 추천 종목으로는 에이피알과 한국콜마를 제시한다. 에이피알은 올해 미국 오프라인과 유럽 온·오프라인으로 지역과 채널 확장이 상장 브랜드 중에 가장 빠르게 진행되고 있어 실적과 밸류에이션 멀티플의 상방을 열어놓고 접근할 필요가 있다. 한국콜마는 화장품 수출 모멘텀 강세 관점에서 가장 투자 매력도가 높다. 올해 별도법인 매출액 성장률은 작년보다 높은 20% 기록할 것이며, 기존 SKU 중심으로 수량이 크게 성장하고 있어 1%p 내외의 영업이익률 개선될 것이다.

2026년 상반기 Review

강한 수출 업황에도 주가는 차별화

올해 상반기 WICS 분류 기준 화장품 업종지수의 수익률은 29%로, 같은 기간 코스피 상승률인 86% 대비 57%p 하회했다. 상대 수익률로 보면 코스피 대비 부진했지만, 화장품 업종지수의 상반기 상승률은 작년 같은 기간 수치인 25%를 상회했다.

코스피 지수 vs. 화장품 업종지수 연초 대비 증가 추이 비교

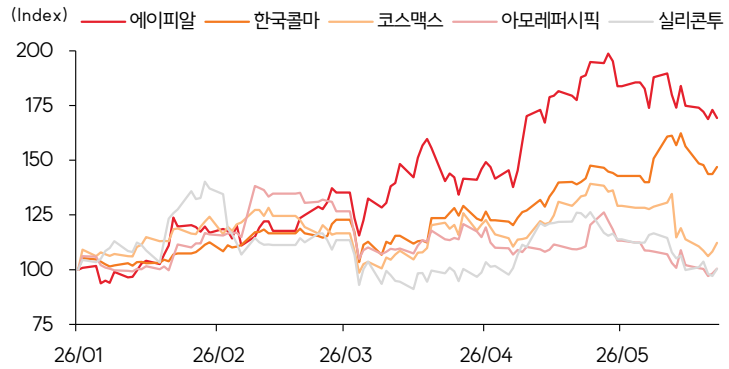


자료: Quantiwise, SK 증권

올해 상반기 화장품 업종의 분위기는 작년과 비교해 성격이 달라졌다. 중국을 제외한 한국 화장품 수출 성장률은 4월 누적 기준 30% 기록해 작년 같은 기간 성장률인 26%를 상회했다. 수출 모멘텀은 더욱 강해졌지만, 실제 주가 상승률로 체감되는 업종의 열기는 작년보다 미지근하다.

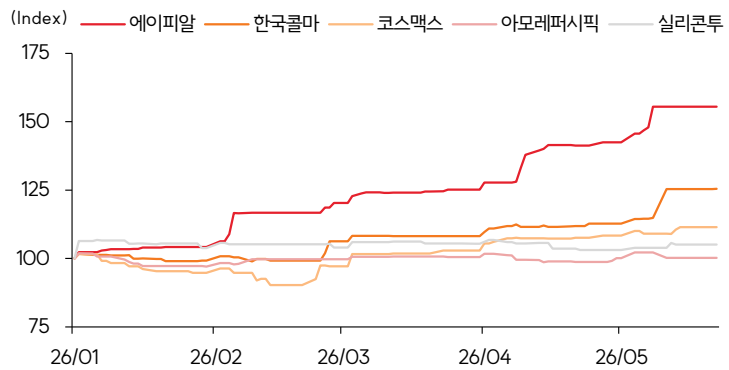
실제로 기업별 YTD 주가 수익률을 살펴보면 당사 커버리지 중에서는 에이피알과 한국콜마 두 종목의 주가만 유의미하게 상승했는데, 각각 연초 대비 69%, 47% 상승했다. 반면 코스맥스와 실리콘투는 각각 12%, 0% 상승해 같은 수출 업황 속에서도 주가 수익률이 차별화되었다. 통상 ODM 과 유통사는 화장품 수출 모멘텀에 실적과 주가가 연동되는 모습을 보였지만 올해 상반기에는 한국콜마 홀로 업황의 수혜를 누렸다.

SK 증권 커버리지 화장품 종목별 연초 대비 주가 추이 비교



자료: Quantwise, SK 증권

SK 증권 커버리지 화장품 종목별 연초 대비 12MF EPS 추정치 추이 비교



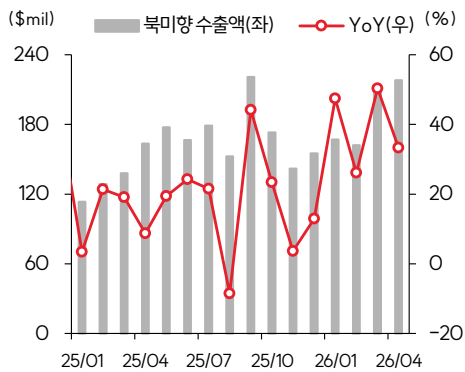
자료: Quantwise, SK 증권

기업별로 주가 상승률이 차별화된 이유는 작년에 비해 올해 업종에 생긴 변수들 때문이다. ① 이란 전쟁으로 용기 가격, 운반비 상승과 같이 외생변수에 의한 실적 불확실성이 커졌고, ② 기초 화장품 수출이 크게 성장한 반면, 색조 화장품 수출이 감소했고, ③ 올리브영이 K 뷰티의 해외 유통사업을 본격화하려는 움직임이 보인 것이 주요했다고 본다. 색조 화장품 매출 비중이 상대적으로 크고, 용기 가격 상승에 따른 이익률 영향 우려에 코스맥스의 실적과 주가가 부진했고, 올리브영이라는 거대한 경쟁사의 등장과 운반비 걱정이 실리콘투의 주가를 눌렀다.

2026년 하반기 전망

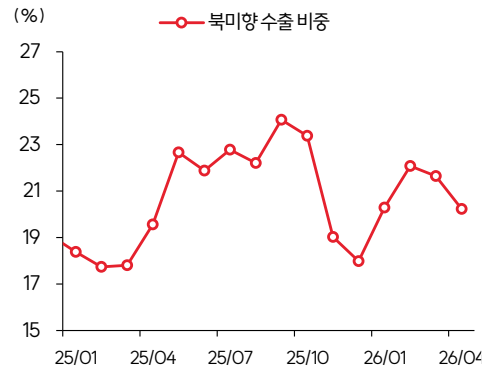
미국 오프라인 시장 침투 확대

북미향 한국 화장품 수출 추이



자료: TRASS, SK 증권

한국 화장품 수출 중 북미향 비중 추이

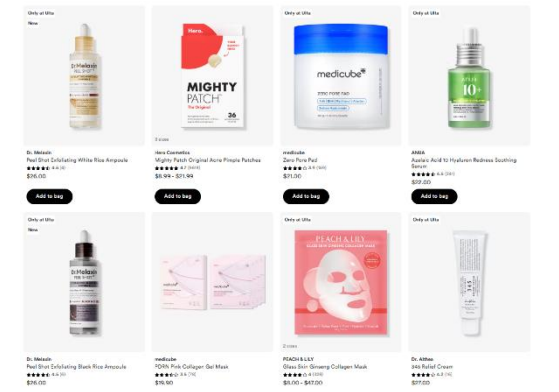


자료: TRASS, SK 증권

지금까지는 K 뷰티가 온라인 중심으로 성장해왔다면, 앞으로는 미국 오프라인 채널 침투가 성장을 만들어낼 것이다. K 뷰티는 이미 온라인에서 인지도를 충분히 쌓았다. 본격적으로 온라인 침투를 시작한 2023년부터 지난 3년간 K 뷰티는 미국 아마존 채널을 완전히 정복했다. 이미 미국에서 K 뷰티가 한 때의 유행이 아니라 미국인들의 일상적인 화장품 구매 리스트에 들어갔다고 본다.

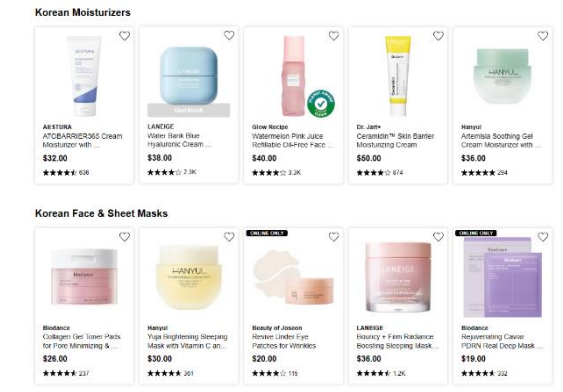
이제는 온라인에서 쌓은 인지도를 지렛대 삼아 오프라인 시장 침투가 본격화될 것이다. 작년에도 미국 오프라인 채널로 간 브랜드들은 있긴 했다. 다만 조선클리닉, 메디큐브, 아누아, 바이오던스 같이 소수의 선두 브랜드에 불과했다. 올해는 다르다. 엘시아, 달바, 라운드랩 등이 얼타 및 세포라에 입점하는 등, 입점 브랜드 수가 증가하고 있다. 얼타와 세포라는 온라인몰에서 K 뷰티 전용관까지 운영 중이다.

Ulta Beauty 한국 스킨케어 전용관 페이지



자료: Ulta, SK 증권

미국 Sephora 한국 스킨케어 전용관 페이지



자료: Sephora, SK 증권

오프라인 입점 사례가 늘어나는 것은 K 뷰티의 시장성을 리테일러들이 체감했기 때문이라고 본다. 알타뷰티와 세포라의 경영진들은 작년부터 꾸준히 K 뷰티가 미국 뷰티 시장의 주류로 편입되었으며, 따라서 적극적으로 K 뷰티를 유치할 계획임을 언급했다. 미국도 K 자 경제가 뚜렷한데, 스페셜티 리테일러 입장에서도 가격 대비 품질이 좋은 제품 중심으로 매대 구성을 바꿀 필요성을 느꼈을 것이다. K 뷰티가 현지에서 가격 대비 품질이 뛰어나다는 평가를 받고 있고, 무엇보다 K 뷰티의 시장성이 이미 입증되었기 때문에 리테일러들이 재고 리스크를 부담하면서까지 K 뷰티를 입점시킬 명분이 충분히 쌓였다.

Ulta Beauty, Sephora 경영진의 K 뷰티에 관한 최근 발언 정리

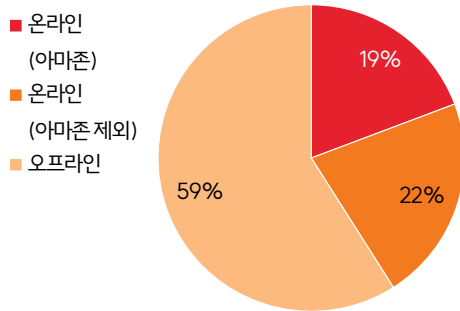
날짜	소속	인물	직위	핵심 내용
2025.07	Ulta Beauty	Kaitlin Rinehart	VP	"한국 화장품에서 지금 흥미로운 점은 포뮬러, 텍스처, 패키징이다. K-뷰티는 이 모든 것을 매우 잘 해낸다"
2026.03	Ulta Beauty	Shianna Davey	VP	"K-뷰티는 신상품(novelty) 단계를 넘어섰다. 이제 K-뷰티는 모든 연령대에 걸쳐 공감을 얻고 있다"
2026.04	Ulta Beauty	Kecia Steelman	CEO	"K-뷰티, 특히 스킨케어 분야에서 그것이 다가오고 있고 계속 자리잡을 것이다"
2025.01	Sephora	Brooke Banwart	SVP	"우리는 K-뷰티가 단순한 트렌드가 아니며, 한국 스킨케어가 카테고리로서 진지하게 받아들여져야 하고 마땅한 인정을 받아야 한다는 것을 보여주고자 한다"
2026.01	Sephora	Priya Venkatesh	Global Chief Merchandising Officer	"한국 뷰티는 현재 뷰티에서 가장 혁신적이고, 가장 빠르게 성장하며, 가장 매력적인 카테고리 중 하나다"
2026.01	Sephora	Guillaume Motte	CEO	"오늘날 가장 혁신적이고 추구되는 세그먼트 중 하나인 한국 뷰티의 정수를 제공하게 되어 자랑스럽다"
2026.02	Sephora	Carolyn Bojanowski	EVP	"우리는 한국 스킨케어 혁신이 계속 성장을 견인할 것으로 예상한다"

자료: 언론보도 종합, SK 증권

미국 화장품 시장에서 온라인과 오프라인 비중은 유로모니터의 산업자료를 근거로 41:59이며, 온라인 내에서 아마존의 비중은 47%로 추정된다. 지금까지 K 뷰티는 미국 전체 화장품 시장의 19%에 해당하는 비교적 작은 무대에서 성장해 왔는데,

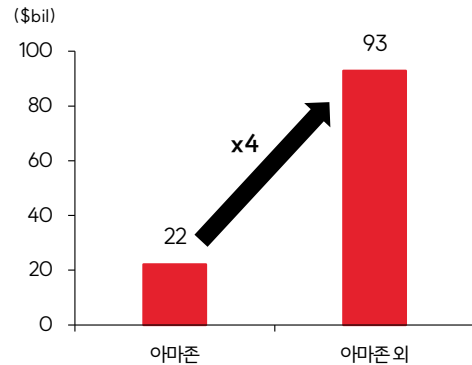
오프라인 시장이 열리게 되면 보수적으로 봐도 미국 전체 뷰티 시장의 59%에 해당하는 시장이 열리게 되어 K 뷰티의 TAM 이 크게 증가하게 된다. 물론 기존 아마존, 틱톡이랑 겹치는 영역도 존재하겠지만 기본적으로 확장되는 시장 규모 자체가 크기 때문에 K 뷰티 수출 성장에 큰 기여를 할 것으로 전망한다.

유통 채널별 미국 뷰티 시장 점유율



자료: Euromonitor, SK 증권

메이저 리테일 채널 입점을 통한 K 뷰티의 TAM 확장 전망

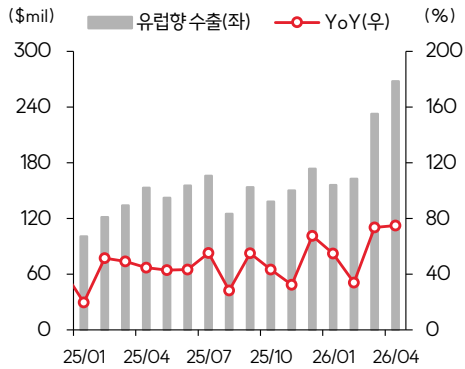


자료: Euromonitor, SK 증권

브랜드 입장에서는 당연히 매출이 증가하는 것도 좋지만, 이익 기여도가 크다는 점에 주목할 필요가 있다. 아마존은 물류 비용, 플랫폼 수수료, 광고비를 필요로 하기 때문에 수익성 측면에서 뛰어난 채널이 아니다. 반면 오프라인은 단가 협상에 따라 마진율이 달라지겠지만 기본적으로 재고 부담이 없고, 판관비가 들어가지 않기 때문에 마진율이 상대적으로 높다. 브랜드들이 미국 오프라인 채널에서 발생하는 매출이 증가함에 따라 이익률이 같이 개선될 가능성이 높다는 점도 주목할 만한 포인트다.

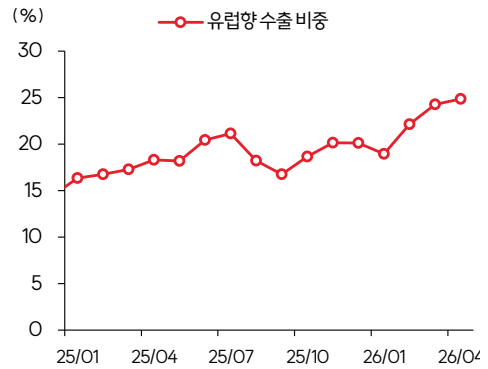
유럽 온·오프라인 침투 확대

유럽향 한국 화장품 수출 추이



자료: TRASS, SK 증권

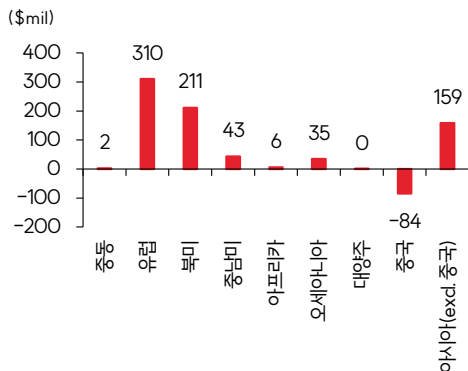
한국 화장품 수출 중 유럽향 비중 추이



자료: TRASS, SK 증권

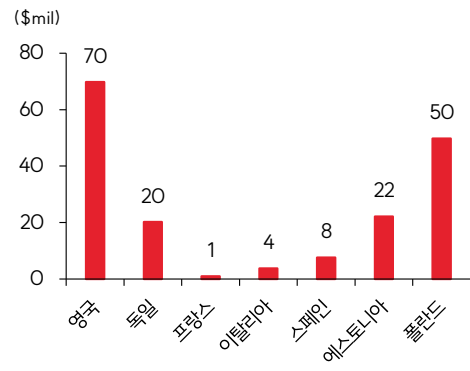
유럽은 미국만큼 한국 화장품 수출 성장에 크게 기여할 것으로 전망한다. 최근 유럽향 화장품 수출 성장세가 심상치 않다. 1~4 월 누적 기준 유럽향 화장품 수출은 '25 년에 \$150 억 성장했는데, 올해 \$310 억으로 크게 성장했다. 작년보다 더 다양한 지역이 고르게 수출에 기여하고 있는데, 올해에도 폴란드와 에스토니아 모두 여전히 높은 성장률을 보이고 있지만, 영국, 독일의 성장세가 눈에 띈다.

지역별 '25 vs. '26년 4월 누적 수출 증가 금액



자료: TRASS, SK 증권

유럽 주요 국가향 '25 vs. '26년 4월 누적 수출 증가 금액

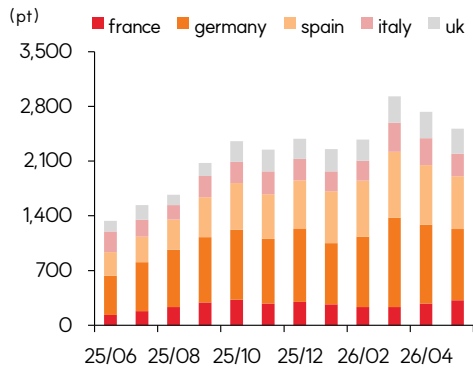


자료: TRASS, SK 증권

또한 하단의 차트들은 서유럽 5 개 국가(영국, 독일, 프랑스, 스페인, 이탈리아) 아마존에서 K 뷰티 브랜드들의 BSR 점수(BSR 점수에 관한 설명은 당사의 "Weekly Amazon Beauty Check" 보고서의 작성 방법론 부분을 참고)를 나타내는데 작년 말부터 성장 곡선의 기울기가 매우 가팔라졌다. 여기에는

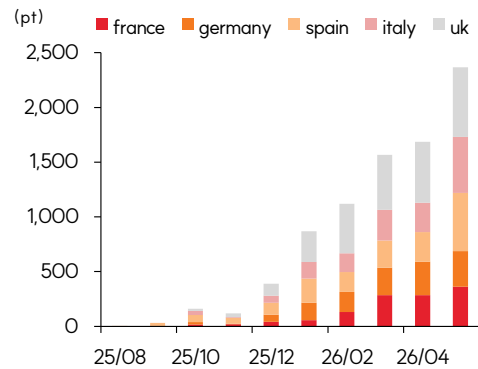
메디큐브와 달바의 기여도가 매우 컸던 게 사실이나, 두 브랜드를 제외한 BSR 점수도 이미 작년 말 블랙 프라이데이 수준을 훨씬 뛰어넘어 계절성을 무시하고 트래픽이 QoQ 증가하고 있다. K 뷰티가 유럽 아마존 채널을 점령하고 있다.

서유럽 5개국 아마존 K 뷰티(메디큐브 제외) BSR 점수 추이



자료: Amazon, SK 증권
주: Skin Care 카테고리 기준임

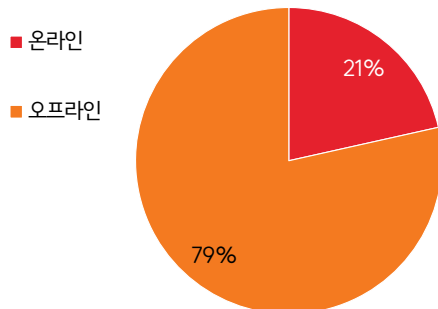
서유럽 5개국 아마존 '메디큐브' BSR 점수 추이



자료: Amazon, SK 증권
주: Skin Care 카테고리 기준임

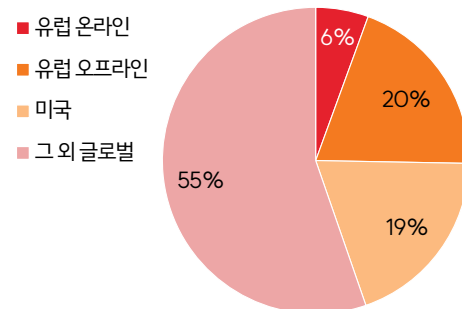
유럽 온라인만 해도 시장 규모가 글로벌 뷰티 시장의 약 6%로 작지 않지만, 유럽 지역의 주된 채널은 오프라인이다. 미국의 경우 구매 온라인과 오프라인 시장 비중이 41:59로 비등비등한 반면, 유럽은 21:79로 오프라인의 비중이 훨씬 크다. 오프라인까지 합칠 경우 유럽 시장은 글로벌 뷰티 시장의 26%를 차지한다.

채널별 유럽 BPC 시장 규모 비중



자료: Euromonitor, SK 증권

유럽 시장은 온오프라인 합쳐 글로벌 뷰티 시장의 26% 비중



자료: Euromonitor, SK 증권

K 뷰티 브랜드들의 유럽 오프라인 채널 입점도 순조롭게 진행되고 있다. 아직은 주로 메디큐브, 조선미녀, 아누아, 바이오던스와 같이 미국에서 독보적인 인기를 선두 브랜드들의 입점 사례가 대다수이긴 하나, 유럽 내에서 K 뷰티의 입지가 상승함에 따라 점차 더 다양한 브랜드들의 입점 소식이 들려올 것으로 전망한다. 특히 미국에서 최근 얼타나 세포라에 입점하는 K 뷰티 브랜드들의 사례가 늘어나고 있는데, 이는 유럽 현지 리테일러에게도 K 뷰티 브랜드를 입점시킬 만한 레퍼런스로 작용할 것이다.

지정학적 리스크의 영향

최근 이란 전쟁으로 인해 화장품 산업은 용기 가격과 운임료 상승의 비용 증가 압력을 받고 있다. 전쟁이 2월 말에 발생했기 때문에 1분기 기업들의 실적에 영향이 없었지만, 2분기부터는 전쟁이 실적에 본격적으로 영향을 미치기 시작할 것이다.

용기 가격과 운임료 상승이 실적에 미치는 영향은 화장품 산업 내에서도 업종별로, 기업별로 차별화될 것이다. 우선 용기 가격은 ODM 과 브랜드사의 비용 상승 요인이다. 플라스틱으로 만드는 화장품 용기의 주요 원재료는 PE(폴리에틸렌)과 PP(폴리프로필렌)인데, 전쟁 발생 전인 2월 대비 5월 현재 두 원재료 모두 가격이 약 40% 상승했다.

이에 ODM 기업들은 고객들과 단가 인상 협상을 진행하고 있는데, 기업별로 가격 전가 정도에 차이가 존재한다. 한국콜마의 경우 가격 전가를 통해 2 분기에 원재료 가격 상승이 영업이익에 미치는 영향이 없을 것으로 추정한다. 반면 코스맥스의 경우 신규 SKU 에 한정해 단가 인상이 가능한 구조로, 한국콜마에 비해 영업이익에 미치는 영향이 클 것이다.

용기 가격이 각 밸류체인인의 이익에 미칠 영향을 계산하는 것은 불가능하지만, 화장품 용기 가격과 밸류체인별 매출원가율과 원재료비 비중을 고려해 추산한 바로는 ODM 의 경우 영업이익률의 약 3%p 하락 압력이 있을 것이다. 이는 용기 생산에 필요한 모든 원재료비가 40% 상승하고, ODM 이 고객사에 비용 전가가 불가능한 최악의 상황을 가정한 것이므로, 실제로는 이것보다 훨씬 작을 것이나 100% 전가가 불가능한 코스맥스의 경우 실적에 영향을 줄 것이다. ODM 이 보유한 기존 용기 재고 덕에 2 분기 실적 영향은 5 월부터 부분적으로 영향을 줄 것이며, 3 분기부터 온기로 반영될 것이다.

한편 브랜드사의 경우 용기 가격 상승분을 전부 전가 받는 최악의 경우에도 영업이익률은 1%p 미만의 하락 압력이 있을 것이다. 이 또한 브랜드사마다 영향이 다를 텐데, 에이피알 같은 대형 브랜드일수록 경우 가격 협상력과 낮은 매출원가율로 인해 마진 영향이 타 브랜드에 비해 적을 것으로 추정한다.

운임료도 가파르게 상승했다. 브랜드사와 실리콘투 같은 유통사들은 주로 해운이나 항공을 통해 해외 물류창고로 물건을 보내고 있는데, 상하이컨테이너선 운임 지수는 5월 현재 기준 전쟁 전에 비해 약 70% 상승했으며, 발틱 항공 운임료 지수는 약 28% 상승했다. 매출액 대비 운반비는 에이피알이 약 7%, 실리콘투가 약 2~3% 수준으로 작지 않다. 다만 두 기업 모두 재고와 비용 관리를 통해 매출액 대비 운반비율의 상승을 최소화하고 있다.

실리콘투의 경우 전쟁이 발발하고 미리 재고를 현지에 충분히 보내 놔기 때문에 당장 2 분기에도 1 분기와 유사한 2%대의 매출액 대비 운반비율을 예상한다. 그 이후 실적 영향은 전쟁의 종식 여부와, 이에 따른 글로벌 운임지수의 방향성에 따라 일부 영향을 받을 것이다. 에이피알의 경우 해상 운송 비중을 높여 운임료 상승에도 매출액 대비 운반비율을 안정적으로 가져갈 계획이다. 1 분기에 특히 유럽 지역을 거의 100% 항공으로 커버했는데, 현지 재고를 확충함에 따라 해상 운송의 비중을 늘릴 계획이다.

정리해보면 이란 전쟁으로 인한 용기와 운임료 상승이 화장품 산업에 미치는 영향은 그리 크지 않을 것이다. 굳이 영향의 정도를 따져보면 ODM 이 브랜드사보다 클 것으로 전망하며, ODM 내에서는 코스맥스의 영향 정도가 한국콜마보다 크고, 브랜드사 중에서는 에이피알과 같은 대형 브랜드일수록 영향의 정도가 작을 것이다.

2026년 하반기 Top Picks

에이피알 (278470/KS) - 실적의 상방이 열린다

- 미국 오프라인과 유럽 온·오프라인으로의 채널과 지역 다변화가 본격적으로 실적에 반영되는 구간
- 타깃 입점 1분기에 완료, 2~3분기 중으로 월마트와 코스트코에 입점해 올해 미국 오프라인 매출 2,571억 전망
- 서유럽 5개국 아마존에서 메디큐브의 매출 트래픽 급증하는 추세, 올해 유럽 B2C 매출 2,589억 전망
- 4월에 유럽 세포라 450개 매장 입점 완료했으며 하반기 서유럽 현지 리테일 채널 추가 입점 예정
- 지역과 채널 다변화가 동시다발적으로 이뤄지고 있어 실적 추정치와 멀티플의 상방을 열어놓고 접근할 필요

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
현재주가	391,000 원	매출액	십억원	524	723	1,527	2,878	3,706	4,429
시가총액	14,638 십억원	영업이익	십억원	104	123	366	722	951	1,147
		순이익	십억원	82	108	290	544	714	860
발행주식 수	3,744 만주	EPS	원	2,242	2,822	7,738	14,532	19,060	22,970
주요 주주		PER	배		17.7	29.9	26.9	20.5	17.0
김병훈(외5)	34.82 %	PBR	배		5.0	19.4	20.1	13.4	9.6
자사주	0.00 %	EV/EBITDA	배		13.1	21.4	16.2	12.1	9.8
외국인 지분율	38.27 %	ROE	%	54.9	41.3	75.3	92.6	78.3	65.7

한국콜마 (161890/KS) - ODM 최선호주

- 한국 스킨케어 수출이 4월 누적 기준 +41% 성장해 업황 강세 보이고 있으며, 이러한 추세 하반기까지 이어질 것
- 동사의 한국법인 수주 상황이 매우 좋은 상황으로, 최소 3분기까지 매출액이 매 분기 QoQ 성장할 전망
- 기존 고객의 기존 SKU 중심으로 출하량이 크게 늘고 있어 매출 성장에 따라 영업이익률 1%p 내외 개선 전망
- 미국 법인 실적은 바닥을 통과. 하반기에 신규 프로젝트가 예정되어 있어 실적 업사이드 요인 존재
- 작년 대비 더 높은 이익 성장률에도 12MF PER 12배에 거래. 지난 사이클 고점인 18배 대비 리레이팅 여력 존재

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
현재주가	91,200 원	매출액	십억원	2,156	2,452	2,722	3,039	3,308	3,576
시가총액	2,153 십억원	영업이익	십억원	136	194	240	319	376	424
		순이익	십억원	25	125	168	218	260	297
발행주식 수	2,361 만주	EPS	원	227	3,816	5,299	6,875	8,203	9,354
주요 주주		PER	배	236.2	14.4	11.7	13.3	11.1	9.8
한국콜마홀딩스(외22)	26.58 %	PBR	배	1.9	1.6	1.6	2.1	1.8	1.5
NIHONKOLMAR	11.77 %	EV/EBITDA	배	12.3	10.3	9.1	8.5	7.5	6.7
외국인 지분율	38.27 %	ROE	%	0.8	12.5	14.7	16.6	17.2	16.9

의류

다시 지갑이 열린다

화장품/의류. 형권훈
kh.hyung@sks.co.kr / 3773-9997

의류: 다시 지갑이 열린다

의류. 형권훈 / kh.hyung@sks.co.kr / 3773-9997

1 분기에 당사 커버리지 기업 중 매스 브랜드의 합산 매출이 5% 성장한 반면, 신세계인터내셔널과 한섬의 매출은 11% 성장해 아웃퍼폼했다. 대중 브랜드의 매출도 전년 대비 성장해 작년에 비해 회복하는 모습이나, 럭셔리 브랜드의 매출 성장률이 이를 압도해 K 자형 소비 양상을 보였다. 당사는 하반기에도 이러한 추세가 지속될 것으로 전망한다. 백화점 상장사가 올해 이익 대비 PER 13 배로 평가받는 것에 비해 신세계인터내셔널은 9 배, 한섬은 7 배로 상대적인 밸류에이션 매력도가 부각되기에, 하반기 내수 소비 관점에서는 패션 유통사를 선호한다.

중국 소비도 턴어라운드 조짐을 보이고 있다. 디플레이션이 주된 경기 우려였던 작년과 달리 CPI 와 PPI 모두 올해 반등하고 있으며, 중국 GDP 성장률에 대한 글로벌 IB 들의 컨센서스도 작년 말부터 지속적으로 상향되고 있다. 무엇보다 패션 소매판매가 회복 중이라는 점에 주목한다. 중국 패션 소비의 회복 관점에서 F&F 를 관심종목으로 제시한다. F&F 의 MLB 는 중국에서 성숙기에 진입해 실적이 중국 패션 소비 업황에 연동되는 모습을 보이고 있다. 국내 실적도 MLB 와 디스커버리 모두 작년 대비 회복하고 있어 실적의 하방은 제한되고, 상방은 중국 실적이 열어줄 것이다. 중국 소비 회복 관점에서 저점 매수를 추천한다.

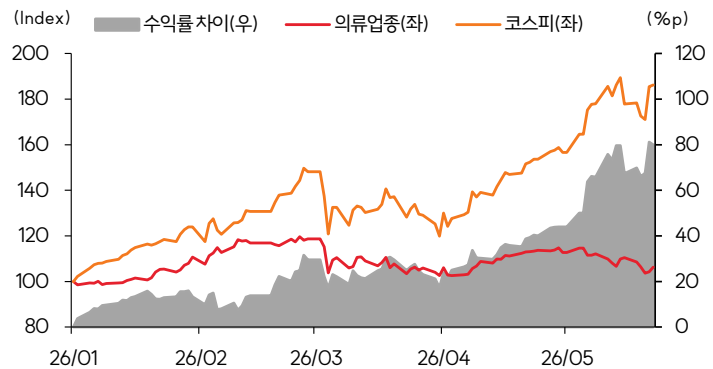
중국향 수출 모멘텀 관점에서 감성코퍼레이션도 주목할 만하다. 올해 3 개 매장이 추가되어 총 4 개 매장을 운영하고 있는데, 연말까지 총 30 개 매장 운영을 목표로 현지 파트너사인 비인러펀과 협업 중이다. 매장당 매출은 연에 40 억 원 페이스로, 1 선 도시 대형 매장이라는 입지 덕에 초기 매출 규모가 큰 편이다. 올해 감성코퍼레이션의 중국향 수출 매출은 약 300 억 원을 기록할 것이며, 영업이익은 90 억 원 기여할 것이다. 전체 수출 사업에서 영업이익 기여도가 올해 18%로 예상되는 바, 기여도가 낮지 않음에도 밸류에이션 멀티플은 12MF PER 9 배에 거래되고 있다. 과거 F&F 와 미스토홀딩스가 수출 호황기에 부여받았던 15~20 배 대비 밸류에이션 매력도가 높다고 판단한다.

2026년 상반기 Review

주가 회복세와 내수 소비주의 역습

올해 상반기에 WICS 분류 기준 의류 업종 지수가 연초 대비 6% 상승했는데, 같은 기간 코스피 지수의 상승률인 86%를 크게 하회했다. 상대 수익률로 보면 매우 부진했지만, 지난 '21년 하반기부터 '25년까지 상반기까지 3년 넘는 기간에 걸쳐 줄곧 하락했던 것에 비해 주가는 바닥을 형성했다.

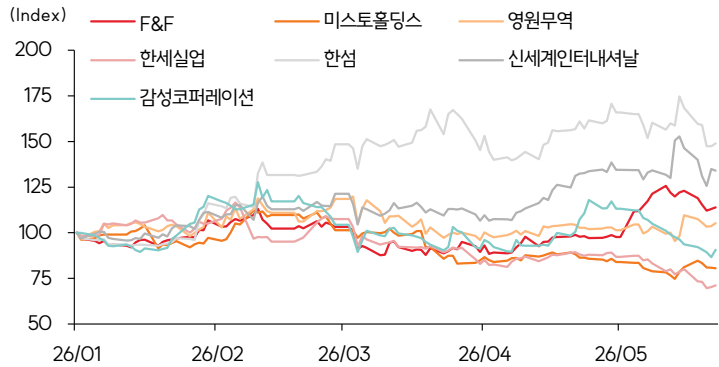
코스피 지수 vs. 의류 업종지수 연초 대비 증가 추이 비교



자료: Quantiwise, SK 증권

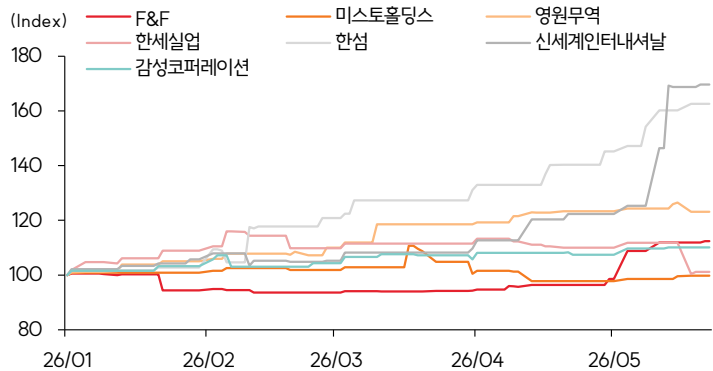
시총과 주가 수익률을 고려했을 때 상반기 지수 상승에 기여가 컸던 종목은 한섬, 신세계인터내셔널, F&F 정도였는데, 내수와 중국 소비의 턴어라운드가 상반기 주요 주가 상승의 동인이었음을 유추할 수 있다. 특히 내수 소비가 K 자형 회복을 보임에 따라 백화점 채널을 중심으로 해외 수입 브랜드를 유통하는 한섬과 신세계인터내셔널의 주가 수익률이 좋았는데, 두 종목은 연초 대비 49%, 34% 상승해 지수 상승률을 크게 상회했다.

의류업종 주요 종목별 연초 대비 주가 추이 비교



자료: Quantiwise, SK 증권

의류업종 주요 종목별 연초 대비 12MF EPS 추정치 추이 비교



자료: Quantiwise, SK 증권

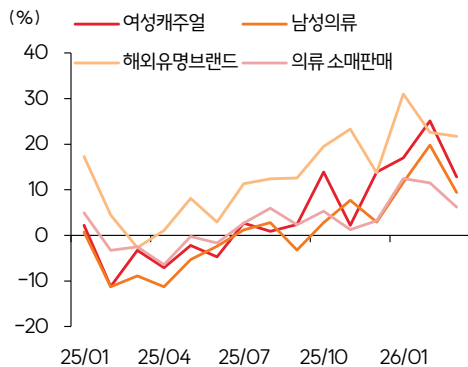
OEM 종목들은 다소 부진한 흐름을 보였다. 영원무역은 연초 대비 주가가 5% 상승했는데, OEM 부문의 이익이 성장하고, SCOTT 의 적자폭이 크게 축소되어 펀더멘탈이 긍정적이나, 주요 고객사인 Amer Sports 가 올해 Technical Apparel 부문의 매출 성장률 가이드언스를 작년 대비 보수적으로 제시했고, 이란 전쟁에 따른 원부자재 가격 상승 우려를 시장이 선반영해 주가는 강보합에 그쳤다. 한세실업은 미국의 소비 양극화로 오더가 약세를 지속했고, 비용 상승 압박에 대한 우려까지 겹쳐 실적과 주가 모두 부진했다.

2026년 하반기 전망

#K자형 내수 소비 강세 지속

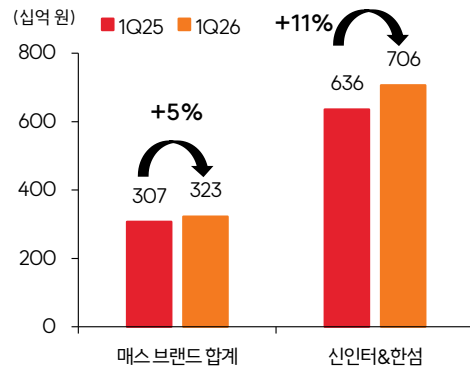
1 분기에 당사 커버리지 기업 중 매스 브랜드의 매출은 5% 성장한 반면, 신세계인터내셔널과 한섬의 매출은 11% 성장해 아웃퍼폼했다. 대중 브랜드의 매출도 전년 대비 성장해 작년에 비해 회복하는 모습이나, 럭셔리 브랜드의 매출 성장률이 이를 압도해 K 자형 소비 양상을 보였다. 당사는 하반기에도 이러한 추세가 지속될 것으로 전망한다.

백화점 패션 매출과 의류 소매판매 YoY 증감률 추이



자료: KOSIS, SK 증권

매스 브랜드 vs. 백화점 패션유통사 1Q26 매출 성장률



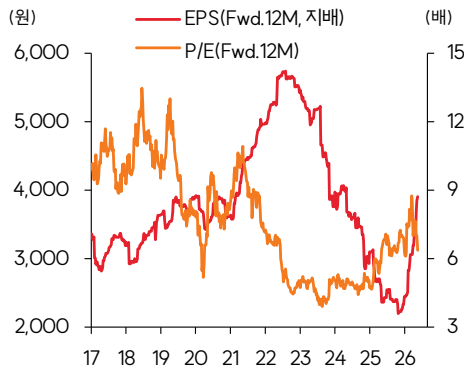
자료: 각 사, SK 증권

주: 매스 브랜드는 MLB, Discovery, FILA, Snowpeak Apparel 합산임

럭셔리 혹은 프리미엄 패션 세그먼트의 경우 경기 순환에 소비가 흔들리지 않는 고정 수요층이 수요의 하단을 받쳐준다. 따라서 기존에 미들 또는 매스 브랜드를 주요 소비하던 수요층이 Trading Up 을 통해 얼마큼 유입되는지가 시장의 크기를 결정하는 경향이 있다. 하반기에는 주식과 부동산 가격 상승에 따른 자산 효과에 더해 고소득자를 중심으로 소비의 Trading Up 이 발생함에 따라 프리미엄 혹은 럭셔리 패션 시장으로 수요가 이동할 것으로 전망한다.

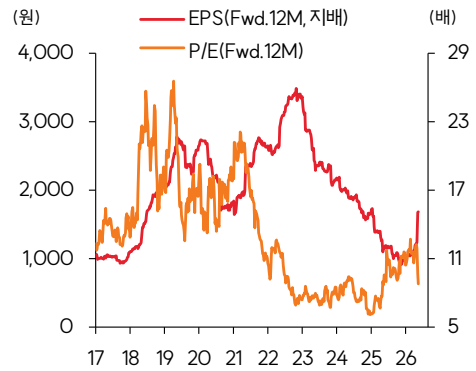
따라서 하반기에도 주로 백화점 채널을 통한 해외 브랜드 유통을 주된 사업모델로 하고 있는 신세계인터내셔널, 한섬의 실적 성장 기운기가 F&F 나 미스트홀딩스와 같은 매스 브랜드사를 압도할 것이다. 백화점 상장사가 올해 이익 대비 PER 13 배로 평가받는 것에 비해 신세계인터내셔널은 9 배, 한섬은 7 배로 상대적인 밸류에이션 매력도가 부각되기에, 하반기 내수 소비 관점에서 패션 유통사를 선호한다.

한섬 12MF EPS와 PER 추이



자료: Quantwise, SK 증권

신세계인태내셔널 12MF EPS와 PER 추이

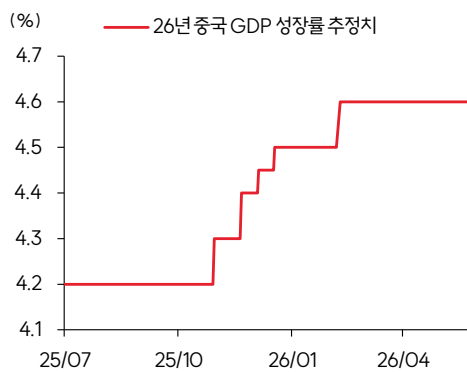


자료: Quantwise, SK 증권

중국 소비 턴어라운드

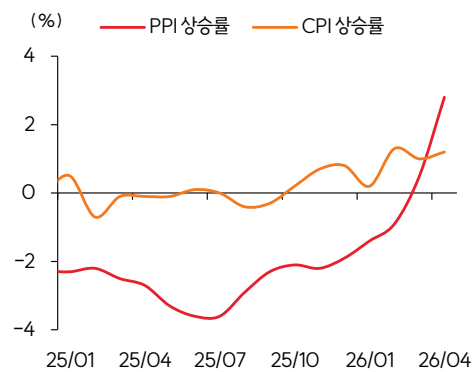
중국 소비도 턴어라운드 조짐을 보이고 있다. 디플레이션이 주된 우려였던 작년과 달리 CPI 와 PPI 모두 올해 반등하고 있으며, 중국 GDP 성장률에 대한 글로벌 IB 들의 컨센서스도 작년 말부터 지속적으로 상향되고 있다. 무엇보다 패션 소매판매가 회복 중이라는 점에 주목한다.

중국 '26년 GDP 성장률 글로벌 IB 추정치



자료: Bloomberg, SK 증권

중국 PPI, CPI 상승률

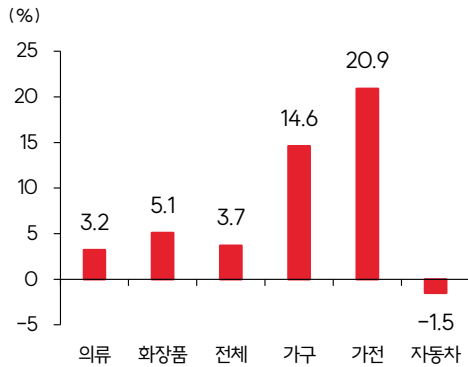


자료: Bloomberg, SK 증권

중국 전체 소매판매는 4 월 누적 기준 전년 대비 1.9% 성장했는데, 자동차 판매가 보조금 감소로 인한 수요 공백으로 10.6% 감소한 영향으로, 패션과 화장품처럼 대표적인 비내구 재량 소비재의 소매판매는 각각 8.1%, 5.6% 성장해 뚜렷한 회복세를 보이고 있다. '24 년과 '25 년이 중국 정부의 이구환신 정책으로 내구재 중심으로 소비가 회복되는 시기였다면, 올해는 중국 경기 회복세, 대도시 중심의

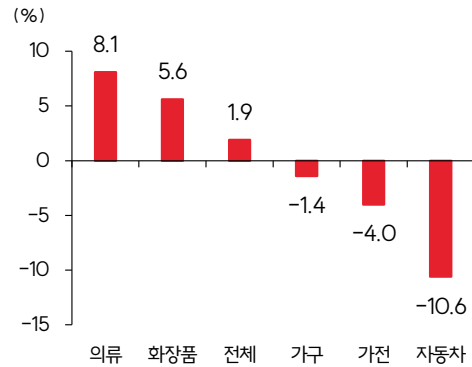
부동산 가격 하락 안정화와 맞물려 비내구재 중심으로 소비가 회복될 가능성을 제시한다.

중국 '25년 제품별 소매판매 성장률



자료: 중국 국가통계국, SK 증권

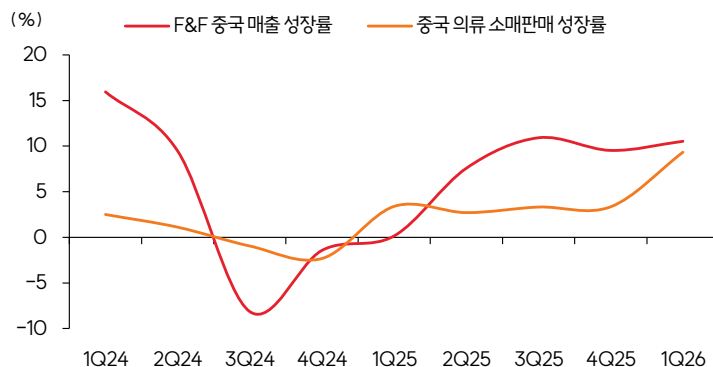
중국 '26년 4월 누적 기준 제품별 소매판매 성장률



자료: 중국 국가통계국, SK 증권

중국 패션 소비의 회복 관점에서 F&F 를 관심종목으로 제시한다. F&F 의 MLB 브랜드는 중국 내에서 1,000 개가 넘는 매장을 운영하고 있어 성숙기에 진입했다. 그 결과 MLB 중국 실적은 과거 대비 중국 패션 소비 업황에 연동되는 모습을 보이고 있다. 국내 실적의 경우 MLB 와 디스커버리 모두 작년 대비 회복하고 있어 실적의 하방은 제한되고, 상방은 중국이 열어줄 것이다. 12MF PER 6 배 수준에 거래되고 있어 밸류에이션 멀티플이 역사적으로 낮은 수준이기 때문에 중국 소비 회복 관점에서 저점 매수를 추천한다.

분기별 F&F 중국 매출(위안화 기준) vs. 중국 의류 소매판매 성장률 추이



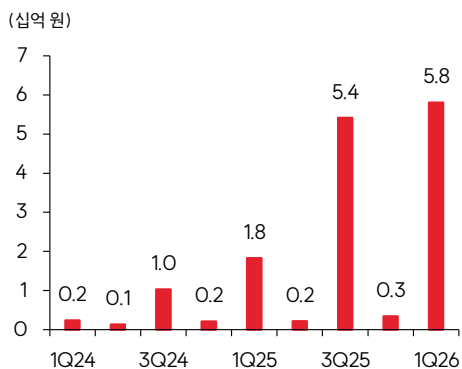
자료: F&F, 중국 국가통계국, SK 증권

중국 수출주

한편 중국향 수출 모멘텀 관점에서 감성코퍼레이션도 주목할 만하다. 감성코퍼레이션의 스노우피크 어패럴 브랜드는 올해부터 중국 사업을 본격적으로 확장하고 있다. 기존에 운영 중이던 상하이 1 호점을 포함해 올해 새로 오픈한 광저우 2 개, 충칭 1 개 매장을 합해 총 4 개 매장을 운영 중이다. 올해 연말까지 총 30 개 매장 운영을 목표로 현지 파트너사인 비인러펀과 협업 중이다.

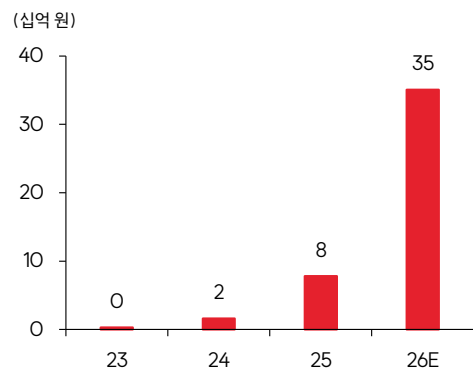
매장당 매출은 연에 40 억 원 페이스로, 1 선 도시 대형 매장이라는 입지 덕에 초기 매출 규모가 큰 편이다. 하반기에 현지 마케팅을 강화하고, 온라인 판매를 시작할 예정이기에 매장당 매출은 현재 수준보다 증가할 가능성이 높다. 매장당 평균 연 매출을 30 억 원으로 다소 보수적으로 가정해도 올해 감성코퍼레이션의 중국향 수출 매출은 약 300 억 원을 기록할 것으로 전망한다.

감성코퍼레이션 분기별 수출 매출 추이



자료: 감성코퍼레이션, SK 증권

'26년 수출 매출 350억 원 전망



자료: 감성코퍼레이션, SK 증권

수출의 이익 기여도가 높다는 점에 주목하는데, 수출 매출은 홀세일 방식으로 인식하기 때문에 매출 인식 과정에서 마케팅비, 판매수수료, 운반비 등 부대비용이 들지 않아 이익률이 높다. 과거 유사한 사업 모델로 중국 사업을 전개했던 F&F 의 영업이익률이 중국 매출 비중에 연동되어 증가한 사례를 참고해 감성코퍼레이션의 수출 사업의 영업이익률을 30%로 가정해 올해 영업이익 100 억 원 기여할 것으로 전망한다. 수출 사업에서의 영업이익 기여도가 올해 18%로 예상되는 바, 기여도가 낮지 않음에도 밸류에이션 멀티플은 12MF PER 기준 9 배에 거래되고 있다. 과거 F&F 와 미스토홀딩스가 수출 호황기에 부여받았던 15~20 배 대비 밸류에이션 매력도가 높다고 판단한다.

2026년 하반기 Top Picks

신세계인터내셔널 (031430/KS) - 내수 소비 회복 수혜주

- 하반기에도 자산효과, 고소득층의 Trading Up, 인바운드 관광으로 백화점 채널 매출 고성장 지속할 것
- 전쟁으로 인한 소비심리 위축에도 4월 매출은 1분기와 유사한 페이스 기록했으며 5월은 1분기를 상회 중
- 하반기 매출 +14%(JAJU 효과 제외) 성장 전망. 해외패션(+21%)과 수입코스메틱(+13%)이 성장 견인할 것
- 업황 개선에 따른 할인 축소 및 영업 레버리지 효과로 하반기 영업이익률은 +12%p 개선될 전망
- 12개월 선행 PER 8.8 배로, 백화점 3사 평균치인 12 배 대비 밸류에이션 매력 존재

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
현재주가	14,830 원	매출액	십억원	1,354	1,074	1,110	1,285	1,360	1,406
시가총액	519 십억원	영업이익	십억원	49	7	-11	54	70	79
		순이익	십억원	40	33	4	52	62	70
발행주식 수	3,499 만주	EPS	원	1,098	496	-155	1,555	1,839	2,071
주요 주주		PER	배	16.7	20.4	-70.5	9.5	8.1	7.2
신세계(외1)	55.16 %	PBR	배	0.8	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5
네이버	6.99 %	EV/EBITDA	배	7.4	10.2	14.9	8.0	6.6	5.9
외국인 지분율	5.34 %	ROE	%	4.7	3.8	0.5	6.4	7.2	7.7

삼성코퍼레이션 (036620/KS) - 수출 실적 기여도 본격적으로 올라오는 구간

- 현재까지 중국 내 총 4개 매장 운영 중(상하이, 광저우 2개, 충칭). 연말까지 총 30개 매장 운영 계획
- ASP 높은 F/W 시즌 제품이 출하되며, 다수의 매장이 하반기 출점 예정이기에 3분기 수출 매출에 주목
- 올해 총 수출 매출 350억 원, 영업이익 105억 원 기여해 어퍼럴 내 매출 비중 12%, 영업이익 비중 18% 전망
- 고마진 수출 매출 비중이 증가함에 따라 올해 영업이익률 +1.1%p 개선될 것으로 전망
- 밸류에이션 멀티플 12MF PER 9 배로, 과거 수출주가 부여받은 15~20 배 대비 밸류에이션 업사이드 존재

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
현재주가	5,230 원	매출액	십억원	178	220	250	306	362	411
시가총액	473 십억원	영업이익	십억원	32	36	45	58	73	78
		순이익	십억원	24	29	35	46	57	60
발행주식 수	9,050 만주	EPS	원	267	315	391	503	631	665
주요 주주		PER	배	11.9	9.8	14.7	10.4	8.3	7.9
김호선(외4)	29.74 %	PBR	배	3.7	2.5	3.8	3.0	2.5	2.2
자사주	0.71 %	EV/EBITDA	배	7.1	6.2	10.0	7.7	6.2	5.7
외국인 지분율	16.33 %	ROE	%	37.5	30.7	28.7	31.4	33.5	30.2

엔터테인먼트 무대는 끝나지 않았다

엔터테인먼트. 박준형
jh.park@sks.co.kr / 3773-8589

엔터테인먼트: 무대는 끝나지 않았다

엔터테인먼트. 박준형 / jh.park@sks.co.kr / 3773-8589

2026 년 상반기 엔터테인먼트 산업은 지정학적 리스크와 특정 섹터로의 수급 쏠림 영향으로 시장 내 소외되며 주가 조정이 이어졌다. 현재 엔터테인먼트 업종 평균 12MF PER 은 19.4 배 수준으로 밴드 하단에 위치해 있어 밸류에이션 부담은 제한적인 구간으로 판단한다.

2025 년 6 월 BTS 멤버 전원이 군 복무를 마치며 시장에서는 완전체 활동 복귀에 대한 기대감이 크게 형성됐다. 다만 3 월 20 일 컴백 이후 광화문 무료 공연에 대한 엇갈린 반응과 신곡에 대한 초기 아쉬움이 추가적인 주가 하락 요인으로 작용했다. 그러나 실제 성과는 시장 우려와 달리 견조한 흐름을 보이고 있다. 정규 5 집 'Arirang'은 빌보드 200 에서 3 주 연속 1 위를 기록했고, 빌보드 핫 100 에는 전 수록곡이 차트인했다. 음반 판매량 역시 역대 정규 앨범 최고치를 경신했으며, 월드투어 또한 전석 매진 흐름이 이어지고 있다. 특히 이번 투어는 스타디움 360 도 무대 중심으로 구성되어 있어 역대 최대 수준의 공연 매출이 기대된다.

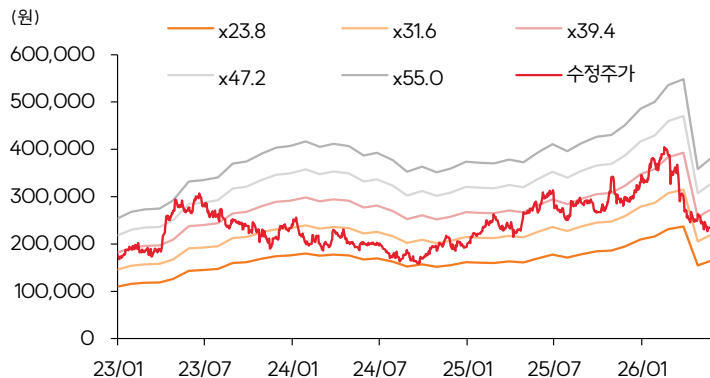
하반기에는 BTS 의 월드투어 일정이 지속되는 가운데, 2 분기 컴백한 주요 아티스트들의 투어 활동 역시 본격화될 전망이다. BIGBANG, EXO, Stray Kids 등 주요 남자 아이돌 중심의 활동 비중이 확대되고 있는 만큼, 레거시 IP 기반 팬덤 소비력 또한 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다.

메가 IP 뿐만 아니라 저연차 및 신인 아티스트들의 성장세 역시 가파르게 나타나고 있다. Cortis, Hearts2Hearts, 베이비몬스터 등은 단기간 내 밀리언셀러 달성, 월드투어 진입, 서구권 팬덤 확대 등 과거 고연차 아티스트들도 달성하기 어려웠던 성과를 빠르게 나타내고 있다. 이는 엔터 산업의 글로벌 팬덤 저변 확대와 IP 수익화 속도가 과거 대비 구조적으로 빨라지고 있음을 보여주는 부분이다.

업종 내 Top-Pick 은 하이브로 유지한다. 방탄소년단의 대규모 월드투어 본격화, 신인 아티스트 코르티스의 빠른 수익화 구간 진입, 그리고 북미 현지화 아티스트 'KATSEYE'의 흥행 성과를 바탕으로 하반기 실적 성장세가 가장 두드러질 것으로 판단한다. 특히 KATSEYE 는 북미 중심 팬덤 확장과 음원 성과가 동시에 나타나고 있어, 동사의 글로벌 사업 구조 다변화 측면에서도 긍정적이다.

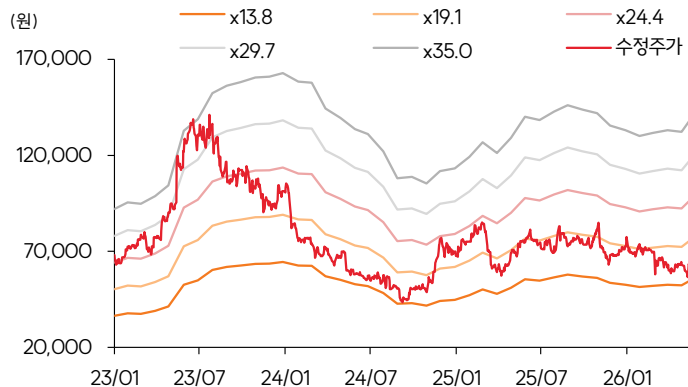
차선후주는 JYP Ent.로 제시한다. 하반기 스트레이키즈의 본격적인 활동 재개가 핵심포인트로 작용할 전망이다. 스트레이키즈의 군입대 가능성과 저연차 IP 의 성장 속도 둔화 가능성은 리스크 요인으로 존재한다. 다만 동사의 MD 사업 전략 강화는 TWICE 월드투어와 다양한 IP 라이선싱 성과를 통해 이미 입증되고 있다. 이는 메가 IP 비활동기에도 안정적인 매출 창출이 가능하다는 점에서 의미가 있으며, 메가 IP 의존도 완화와 저연차의 더딘 성장 속도를 일부 보완할 것으로 판단한다.

하이브 PER BAND CHART



자료: Quantwise, SK 증권

JYP Ent. PER BAND CHART



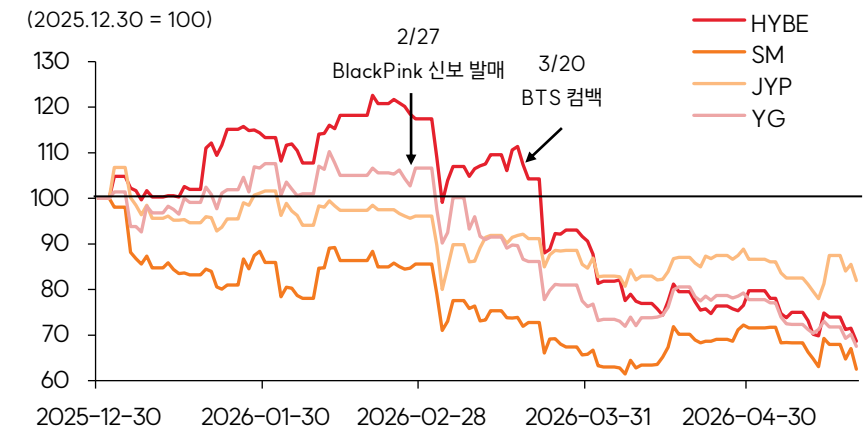
자료: Quantwise, SK 증권

2026년 상반기 Review

: 소외된 엔터테인먼트 산업

2026년 상반기 엔터테인먼트 산업은 BTS, BLACKPINK 등 메가 IP의 활동 복귀에도 불구하고, 지정학적 리스크와 AI 관련 산업으로의 수급 쏠림 영향으로 섹터 전반의 투자심리는 위축된 모습이다. 아티스트 활동 비수기였던 1 분기에도 주요 엔터사의 실적은 시장 컨센서스를 상회하는 수준을 나타냈으며, 대다수 아티스트 활동이 집중되는 2 분기 실적 모멘텀에 대한 기대감 역시 유효하다. 다만 메가 IP 복귀에도 불구하고 주가 흐름은 부진한 모습을 이어가고 있으며, 국내 주요 엔터 4사의 주가는 YTD 기준 평균 약 30% 이상 하락했다.

2026년 엔터 4사 주가 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

1H25 vs 1H26 컴백 아티스트

	1H25 (33)	1H26 (35)
HYBE	진, 세븐틴, TWS, ILLIT, ENHYPEN, &Team, BoyNextDoor, KATSEYE, 르세라핌, 부석순, 호시 X 우지	BTS, 도겸 X 승관, ENHYPEN, TWS, ILLIT, TXT, &Team, 르세라핌, BoyNextDoor, Cortis, KATSEYE
JYP	NMIXX,Xdinary Heroes, NiziU, KickFlip(2), ITZY	MiSaMo, 원필, 유나, ITZY, NMIXX, Xdinary Heroes, KickFlip, NEXZ
SM	RIIZE, NCT WISH, SMTOWN, Hearts2Hearts(2), 슬기, 텐, 마크, 카이, 도영, 아이린&슬기, 샤이니, aespa	EXO, Hearts2Hearts(2), NCT JNJM, 아이린, 효연, 태용, aespa, NCT WISH, Way V, XngHan&Xoul, 려욱
YG	Treasure	BlackPink, Treasure, BabyMonster

자료: 각사, SK 증권, 주: 싱글, 솔로, 유닛 포함, 일본 활동 제외

아티스트의 성과가 부진했는가?

올해 상반기는 전년 대비 더 많은 아티스트 활동이 이어졌으며, BTS의 완전체 활동 복귀와 BLACKPINK의 신보 발매가 시장 내 가장 큰 기대 요인으로 작용했다. 다만 BTS의 광화문광장 무료 공연에 대한 엇갈린 시장 반응과 컴백 앨범에 대한 초기 평가 부담, BLACKPINK의 추가 활동 부재 등이 맞물리며 주가 상승 탄력은 제한적인 모습을 보였다.

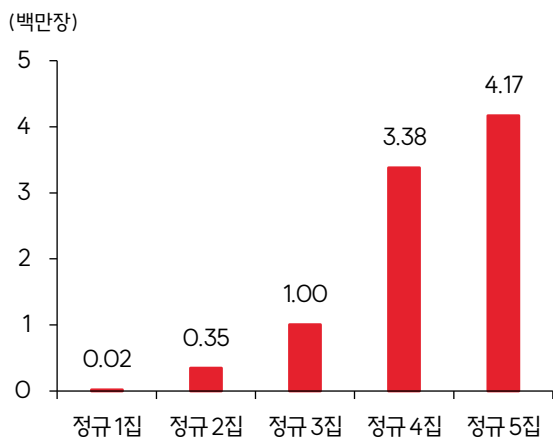
그러나 실제 성과는 시장 기대치를 상회하는 수준으로 나타나고 있다. BTS의 정규 5집 'Arirang'은 역대 정규 앨범 판매량 최고치를 경신했으며, 글로벌 음원 지표 역시 예상치를 웃도는 성과를 기록했다. 또한 전 트랙이 빌보드 차트 순위권에 진입했고, 역대 최대 규모 투어의 연이은 전석 매진, FIFA 북중미 월드컵 결승전 하프타임쇼 공동 헤드라이너 선정 등 글로벌 영향력을 다시 한번 입증하고 있다.

방탄소년단 FIFA 북중미 월드컵 결승전 하프타임쇼 헤드라이너 확정



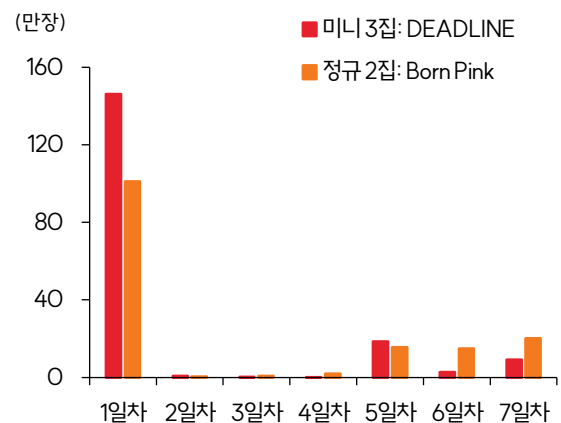
자료: 언론보도, SK 증권

방탄소년단 정규 앨범 초동 판매량 추이



자료: 한터차트, SK 증권

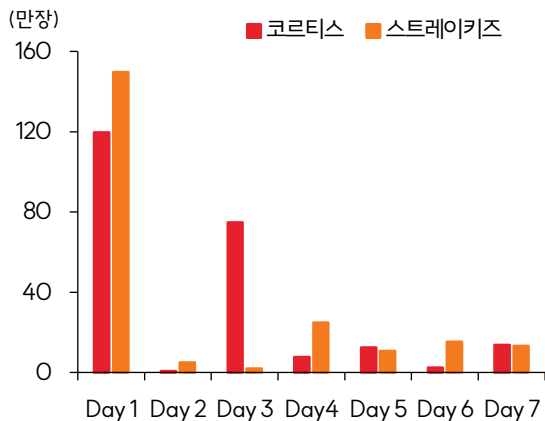
BlackPink 역대 최대 초동 판매량 기록 (177.4 만장)



자료: 한터차트, SK 증권

저연차/신인 아티스트의 성과도 빠르게 성장하는 모습을 보였다. 음반, 음원, 팬덤 규모 확장 속도는 과거 아이돌들의 초기 성적 대비해서 이례적인 변화를 보였다. 저연차 및 신인 아티스트의 음반·음원 성과와 팬덤 확장 속도는 과거 아이돌 초기 성장 구간과 비교해도 가파른 흐름을 보이고 있다. 대표적으로 지난해 8 월 데뷔한 Cortis 는 데뷔 앨범 누적 판매량 200 만장을 돌파한 데 이어, 5 월 4 일 발매한 두 번째 미니 앨범 'GREENGREEN'으로 초동 약 230 만장을 기록했다. 이는 Stray Kids 스페셜 앨범 판매량과 유사한 수준으로, 데뷔 초기임에도 빠른 성장세와 높은 팬덤 규모를 입증하고 있다. 글로벌 시장 진입 속도 역시 과거 대비 유의미하게 빨라진 모습이다. 상대적으로 서구권 팬덤이 약세로 평가받아온 SM 의 신인 걸그룹 Hearts2Hearts 역시 음원 성과가 꾸준히 개선되고 있으며, 글로벌 플랫폼 내 인지도 확대 흐름도 점진적으로 나타나고 있다.

코르티스, 스트레이키즈 스페셜 앨범 수준까지 성장



자료: 한타차트, SK 증권

주: Cortis - 미니 2집 'GreenGreen', SKZ - SKZIT TAPE 'DO IT'

Cortis 선공개 싱글 2천만 조회수 이상 기록



CORTIS (코르티스) 'REDRED' Official MV

HYBE LABELS 및 CORTIS

조회수 2819만회 · 1개월 전

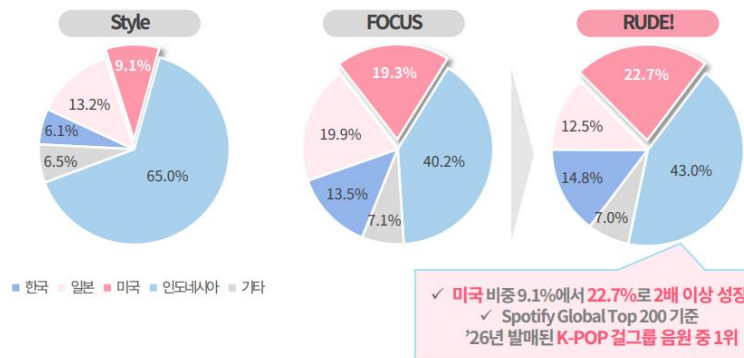
자료: Youtube, SK 증권

주: 2026년 05월 25일 기준

하트투하트 북미 음원 비중 두 배 증가 (9.1% → 22.7%)

[글로벌 음원 성적]

발매 첫 2주 Spotify 국가별 누적 스트리밍



자료: SME, SK 증권

2026년 하반기 전망

: 실적 모멘텀 본격 진입

올 한 해는 메가 IP 들의 대거 컴백으로 본격적인 실적 개선 구간에 진입하는 동시에, 저연차 아티스트들의 흥행 성과를 확인할 수 있는 중요한 시기이기도 하다. 특히 BTS 의 대규모 월드투어는 연중 지속될 예정이다. 하반기에는 미국과 유럽을 시작으로 남미 및 아시아 지역까지 투어 범위를 확대하며 글로벌 팬들과 만날 계획이다. 이번 투어는 전 공연 스타디움급 규모와 360 도 무대 연출을 기반으로 진행되며, 높은 객석 회전율과 규모의 경제 효과를 통해 매출 성장세가 가파르게 나타날 것이다. 이에 따른 아티스트 정산율에 대한 원가 리스크 또한 상대적으로 완화되는 흐름이다.

또한 2 분기 엔터 4 사 주요 아티스트들의 대규모 컴백이 집중된 만큼, 이에 연계된 월드투어 역시 하반기에 몰릴 전망이다. 베이비몬스터는 5 월 4 일 컴백 이후 6 월 말부터 두 번째 월드투어에 돌입한다. 2024 년 데뷔 아티스트가 데뷔 3 년 차 만에 두 번째 월드투어를 진행한다라는 점에서 의미가 크며, 북미 시장에 빠르게 안착한 데 이어 이번 투어를 통해 남미·유럽·오세아니아 등으로 활동 지역을 확대하고 있다는 점도 긍정적이다. 중장기적으로 글로벌 팬덤 확장에 따른 성장 가능성에 주목할 필요가 있다. 추가로 데뷔 20 주년을 맞은 BIGBANG 의 컴백 기대감도 높아지고 있다.

aespa 는 월드투어를 기반으로 에스엠의 북미 시장 확대를 견인할 전망이며, JYP 는 상반기 TWICE 활동 종료 이후 StrayKids 의 본격적인 활동 재개가 예정되어 있다. StrayKids 의 경우, 2025 년 빌보드에서 집계한 K-Pop 월드 투어 중 \$2.6 억으로 가장 높은 매출을 기록했다. 하반기에는 대형 IP 중심의 공연과 MD 모멘텀과 신인급 아티스트들의 성장 여부가 동시에 주가와 실적 그리고 밸류에이션에 핵심 변수로 작용할 전망이다.

BTS: Arirang(2026) 투어 일정							
분기	일정	국가	도시	공연장	횟수	모객수	총 모객수
2Q26	26.04.09, 11-12	대한민국	고양	고양 스타디움	3	55,000	165,000
	26.04.17-18	일본	도쿄	Tokyo Dome	2	55,000	110,000
	26.04.25-26, 28	미국	탬파	Raymond James Stadium	3	75,000	225,000
	26.05.02-03	미국	엘파소	Sun Bowl Stadium	2	51,500	103,000
	26.05.07, 09-10	멕시코	멕시코시티	Estadio GNP Seguros	3	65,000	195,000
	26.05.16-17, 19	미국	스탠퍼드	Stanford Stadium	3	50,400	151,200
	26.05.23-24, 27-28	미국	라스베이거스	Allegiant Stadium	4	65,000	260,000
	26.06.12-13	대한민국	부산	부산아시아드 주경기장	2	80,000	160,000
3Q26	26.06.26-27	스페인	마드리드	RIYADH AIR METROPOLITANO	2	60,000	120,000
	26.07.01-02	벨기에	브뤼셀	KING BAUDOUIIN STADIUM	2	50,093	100,186
	26.07.06-07	영국	런던	TOTTENHAM HOTSPUR STADIUM	2	62,850	125,700
	26.07.11-12	독일	뮌헨	ALLIANZ ARENA	2	75,024	150,048
	26.07.17-18	프랑스	파리	STADE DE FRANCE	2	80,000	160,000
	26.08.01-02	미국	뉴저지	METLIFE STADIUM	2	82,500	165,000
	26.08.05-06	미국	폭스버러	GILLETTE STADIUM	2	65,878	131,756
	26.08.10-11	미국	볼티모어	M&T BANK STADIUM	2	71,008	142,016
	26.08.15-16	미국	알링턴	AT&T STADIUM	2	80,000	160,000
	26.08.22-23	캐나다	토론토	ROGERS STADIUM	2	50,000	100,000
4Q26	26.08.27-28	미국	시카고	SOLDIER FIELD	2	61,500	123,000
	26.09.01-02, 05-06	미국	로스앤젤레스	SOFI STADIUM	4	53,438	213,752
	26.10.02-03	콜롬비아	보고타	Estadio El Campín	2	39,500	79,000
	26.10.09-11	페루	리마	Estadio San Marco	3	32,000	96,000
	26.10.16-18	칠레	산티아고	Estadio Nacional	3	60,000	180,000
	26.10.23-25	아르헨티나	부에노스아이레스	Estadio Único de La Plata	3	53,000	159,000
	26.10.28, 30-31	브라질	상파울루	Estádio do Morumbi	3	62,000	186,000
	26.11.19, 21-22	대만	가오슝	Kaohsiung National Stadium	3	55,000	165,000
	26.12.03, 05-06	태국	방콕	Rajamangala National Stadium	3	65,000	195,000
	26.12.12-13	말레이시아	쿠알라룸푸르	TM Stadium Nasional	2	85,500	171,000
1Q27	26.12.17, 19-20, 22	싱가포르	싱가포르	National Stadium	4	55,000	220,000
	26.12.26-27	인도네시아	자카르타	Gelora Bung Karno Main Stadium	2	77,193	154,386
	27.02.12-13	호주	멜버른	Marvel Stadium	2	77,000	154,000
	27.02.20-21	호주	시드니	Accor Stadium	2	83,500	167,000
	27.03.04, 06-07	홍콩	홍콩	Kai Tak Stadium	3	50,000	150,000
	27.03.13-14	필리핀	마닐라	Philippine Sports Stadium	2	25,000	50,000

자료: BigHit, SK 증권

주1: 모객수는 각 공연장 수용 가능 인원으로서 실제 티켓 판매량과는 별개

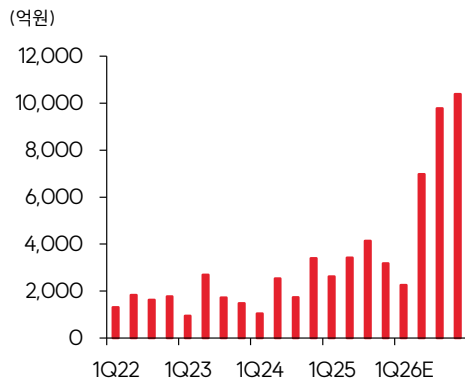
주2: 미정인 공연장의 경우, 스타디움급 투어로 가정하여 모객수 약 5만명으로 가정

2025년 K-Pop Best Tour (StrayKids - DominATE)

투어 총 매출	\$263.3M	평균 티켓 가격	\$132.7
North America	\$76.2M	North America	\$155.1
Asia	\$74.2M	Asia	\$109.9
Europe	\$64.4M	Europe	\$164.5
Latin America	\$41.1M	Latin America	\$113.7
Oceania	\$7.4M	Oceania	\$115.8
티켓 판매량	1,983,821	공연 횟수	54 회
North America	491,451	North America	13 회
Asia	675,409	Asia	23 회
Europe	391,496	Europe	8 회
Latin America	361,540	Latin America	8 회
Oceania	63,925	Oceania	2 회

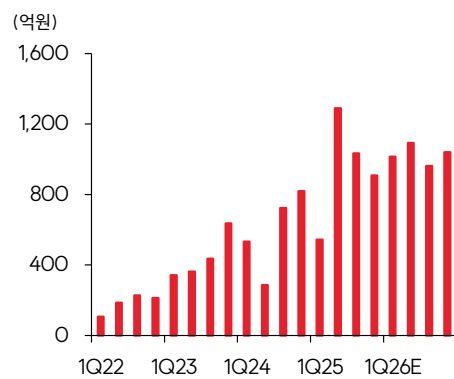
자료: touring data, SK 증권

하이브 공연 + MD 매출 추이 및 전망



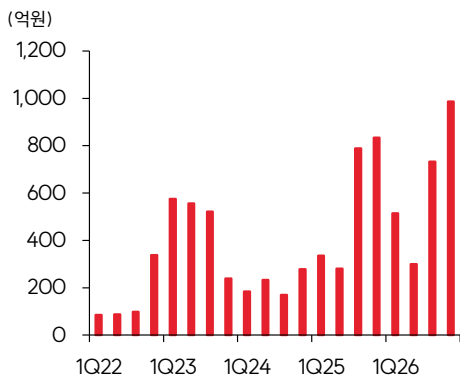
자료: HYBE, SK 증권 추정

JYP 공연 + MD 매출 추이 및 전망



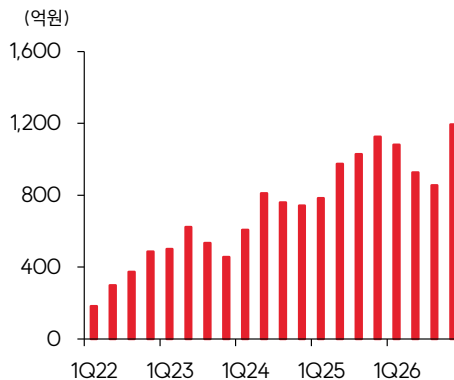
자료: JYP, SK 증권 추정

YG 공연 + MD 매출 추이 및 전망



자료: YG, SK 증권 추정

SM 공연 + MD 매출 추이 및 전망



자료: SM, SK 증권 추정

BTS 응원봉 리뉴얼 'Army Bomb'



자료: HYBE, SK 증권

SKZOO X TAMAGOTCHI 콜라보



자료: JYP Ent., Tamagotchi, Youtube, SK 증권

aespa 응원봉 리뉴얼



자료: SME, SK 증권

하츠투하츠 응원봉 공개



자료: SME, SK 증권

JYPMD 사업 전략 강화

MD 판매 채널/상품 카테고리 확대와 글로벌 IP 라이선싱 강화를 통한 전략적 MD 매출 성장, 자회사 사업 구조 효율화로 수익성 근본적 개선

1 WORLD TOUR POP-UP

- TWICE 월드투어 21개 도시 팝업 진행 (25.Q4 아시아 등 5개, 26.Q1 북미/대만 7개, Q2 북미/일본/유럽 9개)
- 도시별 팝업 일정 차등 판매로 상품 카테고리 차별화
- 전사 캐릭터즈 월드 투어 연계 팝업 확대 계획

2 GLOBAL EXPANSION OF CHARACTER IP & LICENSING

- 글로벌 SKZOO 판매스톤이 주요 도시 계획
- 미국, 일본, 중국 등 주요 국가별 캐릭터샵 기반 현지 MD 기획
- 일본 밴드이자자 콜라보 등 캐릭터 IP 라이선싱 확대

3 BLUE GARAGE ECOMMERCE OPTIMIZATION

- 상시 판매 품목 확대 및 프로모션 다각화로 매출 증대
- 인기 브랜드 제휴 및 수요 예측 고도화를 통한 재고 관리 강화
- 미국, 중국, 유럽 등 해외 유통 거점을 확보하여 배송 기간 및 배송비 축소
- 워런체, 유로화 등 결제 통화 확대 및 현지 결제 수단 도입



자료: JYP, SK 증권

2026년 하반기 Top Picks

하이브 (352820/KS) – 환상의 삼박자: 메가, 신인, 그리고 현지화

- 방탄소년단 4월 9일 대규모 월드투어 시작. 3분기 북미, 유럽을 넘어 남미 그리고 아시아까지 진행 예정
- 역대 최대 수준의 공연과 MD 매출 전망. 방탄소년단 공연 매출 분기 2,500~3,000억원 추정
- 코르티스의 수익화 구간 단축. 미니 2집 초동 판매량만 230만장으로 StrayKids 스페셜 앨범과 유사한 수준
- 코르티스 미니 2집 'GREENGREEN' 빌보드 200 3위로 차트인
- 캣츠아이 성과 가시화. 아메리칸뮤지어워즈(AMA) 신인상 포함 3관왕을 차지하며 북미 내 인지도 확대

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
현재주가	236,000 원	매출액	억원	21,781	22,557	26,499	42,849	37,113	40,824
시가총액	10,172 십억원	영업이익	억원	2,956	1,840	493	2,473	3,907	4,298
		순이익	억원	1,835	-34	-2,544	1,936	3,706	3,999
발행주식 수	4,310 만주	EPS	원	4,496	225	-5,569	4,523	8,674	9,360
주요 주주		PER	배	51.9	858.8	N/A	52.0	27.1	25.1
방시혁(외 11)	28.58 %	PBR	배	3.3	2.5	4.3	2.9	2.7	2.4
국민연금공단	7.53 %	EV/EBITDA	배	22.9	24.9	69.9	30.0	21.7	19.9
외국인 지분율	17.96 %	ROE	%	6.6	0.3	-7.3	5.8	10.4	10.2

JYP Ent. (035900/KQ) – 아티스트 IP 는 이렇게 활용하는 겁니다

- 2026년도 상반기 트와이스 활동이 마무리되어 가고, 하반기 스키즈 본격적인 활동 재개에 따른 실적 개선세 기대
- 스트레이키즈 앨범 발매 부재에도 북미/유럽에서 구보 판매 지속으로 견조한 음반 실적 유지
- 트와이스 월드투어를 통한 도시 팝업 MD 전략 효과 입증. 전사 아티스트 확대 적용 시 추가 매출 확대 효과 기대
- 자회사 블루게러지를 통한 온라인 판매 확대 및 글로벌 팝업스토어 확장 효과로 높은 MD 매출 흐름 지속 전망
- MD 사업 다각화를 통한 메가 IP 의존도 완화로 군입대와 같은 아티스트 활동 공백기나 더딘 저연차 성장 속도도 보완 가능할 것으로 판단

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
현재주가	60,000 원	매출액	억원	5,665	6,018	8,219	8,710	9,593	9,114
시가총액	2,132 십억원	영업이익	억원	1,694	1,283	1,553	1,675	1,969	1,642
		순이익	억원	1,050	977	1,606	1,349	1,527	1,282
발행주식 수	3,553 만주	EPS	원	2,969	2,751	4,519	3,849	4,328	3,632
주요 주주		PER	배	34.1	25.4	16.1	16.0	14.2	17.0
박진영(외 3)	15.95 %	PBR	배	8.9	5.1	4.1	2.8	2.4	2.1
자사주	6.75 %	EV/EBITDA	배	18.6	16.0	12.8	11.2	9.1	10.1
외국인 지분율	17.85 %	ROE	%	30.4	22.4	29.2	19.9	18.4	13.2

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도
