한화투자증권

2026년 11월 11일
투자전략



주황전략

병목 심화가 아닌 해소 경로의 가시성 확보

▶ Strategist 하장권 research.ha@hanwha.com 02-3772-7717

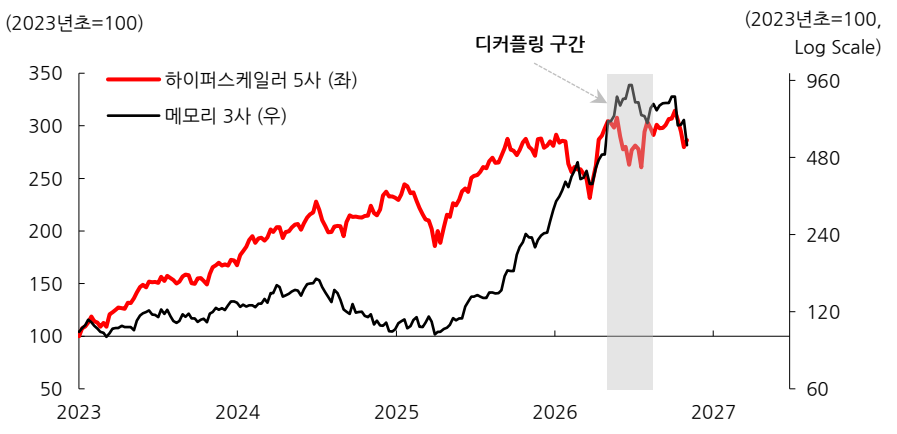
민주당 압승으로 끝난 중간선거 이후 AI 데이터센터 규제 우려가 시장을 지배. 시장이 지목한 트리거는 파이프라인 93GW로 미국 최대인 텍사스의 주지사 교체. 다만, 텍사스는 새 규제가 아닌 기존 동결의 연장. 공화당 애벗 주지사가 이미 8월 대형 데이터센터의 전력망 연결 승인을, 9월 환경 인허가를 동결한 상황. 병목은 선거 전부터 존재. 민주당 이노호사 당선인 공약의 핵심은 보호 법안 통과까지의 조건부 승인 중단. 가계 요금을 보호하는 법이 마련되면 풀리는 구조로, 병목 심화가 아닌 해소 경로의 가시성 확보로 해석. 시점도 제한적. 미국 2027년 완공 예정 용량의 약 75%는 이미 착공 단계로, 영향은 2028년 이후 완공분에 집중

하이퍼스케일러 Capex 우려도 정점 통과 국면. 5사 FCF는 3Q26 첫 적자지만, 컨센서스 저점(1Q27)과 S&P 500 Capex/FCF 정점(2Q27)이 가시권이고 그마저 과거 고점의 3분의 1 수준. 이익률은 2016년 이후 최고인데 P/E는 S&P 500을 밑돌아 밸류 부담도 완화. Capex 가이던스도 7월 상향 후 10월은 사실상 동결

시장의 초점은 Capex의 규모에서 지속 가능성으로 이동. Capex 확대가 메모리엔 호재, 하이퍼스케일러엔 부담이던 5~6월의 디커플링이 끝난 배경. 메모리 중심 코스피의 외국인 매도가 코어위브 CDS의 거울상이 된 것도 같은 맥락. 다만, CDS는 11/5 1,264bp를 고점으로 반락. 10월 이후 동반 약세는 두 업종이 같은 우려에 묶였다는 방증으로, 우려가 걷히면 함께 오르는 커플링으로 전환될 것. 메모리 2사 ERR 11월 큰 폭 반등한 것 역시 긍정적

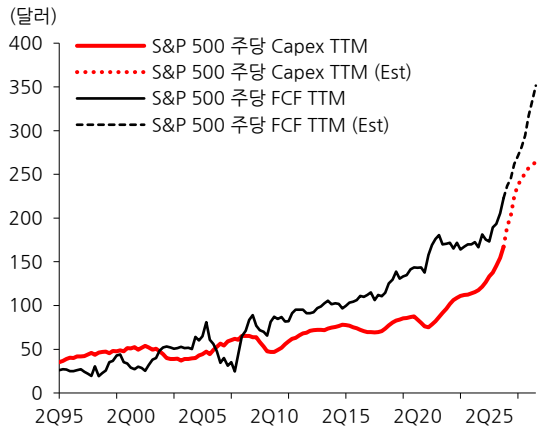
반등 탄력은 병목 우려에 크게 눌린 AI 전력망(전력기기·전선)이 클 것. 주가가 반응하는 변수는 데이터센터 건설지출보다 수주잔고. 다만, 수주잔고가 2Q26 +59%(원화)로 재가속하는 동안 전력기기·전선은 코스피 대비 고점에서 -51%, -42% 밀렸고 P/E도 장기 평균 수준까지 내려와 성장 부재까지 반영. 1순위는 전선. 2027년 영업이익 눈높이가 4개월 새 두 자릿수(+20%) 오른 유일한 테마인데, P/E 위치는 같은 기간 +2.3SD에서 +0.6SD로 하락

[그림1] Capex 확대가 메모리엔 호재, 하이퍼스케일러엔 부담이던 5~6 월의 디커플링 종료



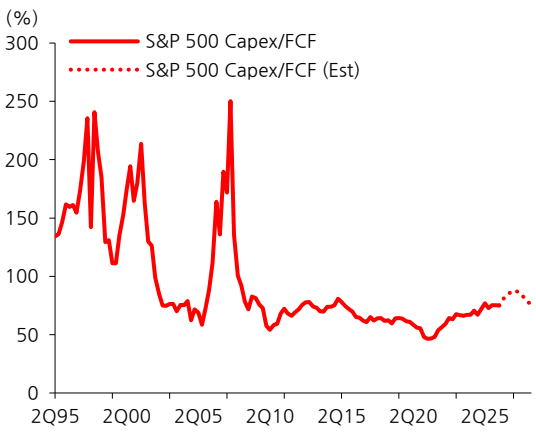
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] S&P 500, Capex 급증인 것은 사실이나



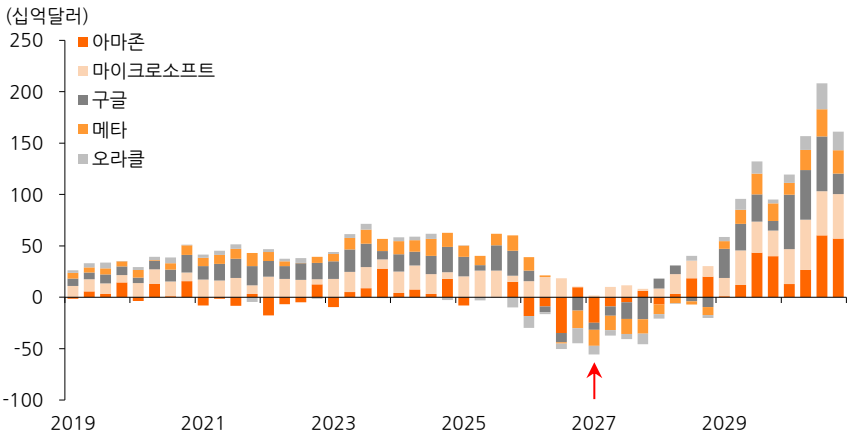
주: 주당, 최근 4개 분기 합. 점선은 Bloomberg 컨센서스
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] Capex/FCF 는 과거 고점 1/3, 정점은 2Q27



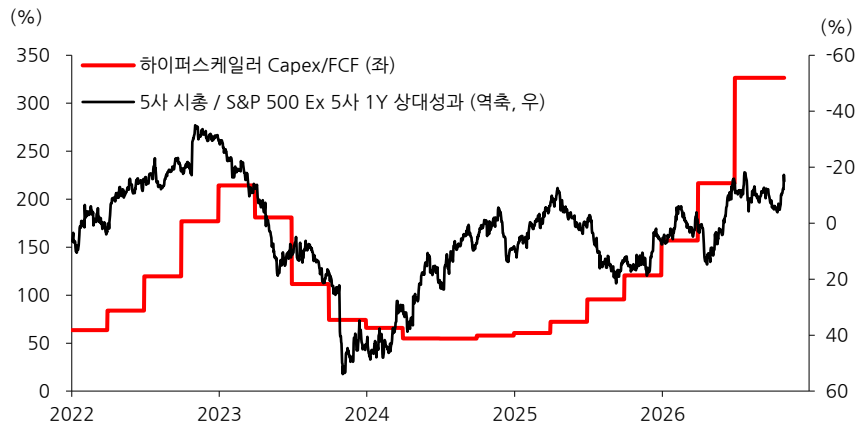
주: 주당 Capex ÷ 주당 FCF. 점선은 Bloomberg 컨센서스
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 하이퍼스케일러 5 사 FCF, 3Q26 첫 적자. 컨센서스 저점은 1Q27



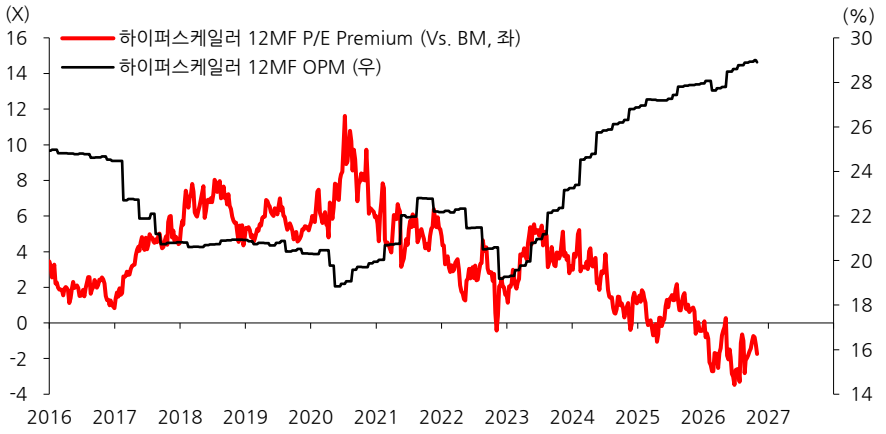
주: MS·알파벳·아마존·메타·오라클의 분기 FCF. 4Q26 이후는 Bloomberg 컨센서스
자료: SEC, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 하이퍼스케일러 상대 부진은 Capex 부담을 반영



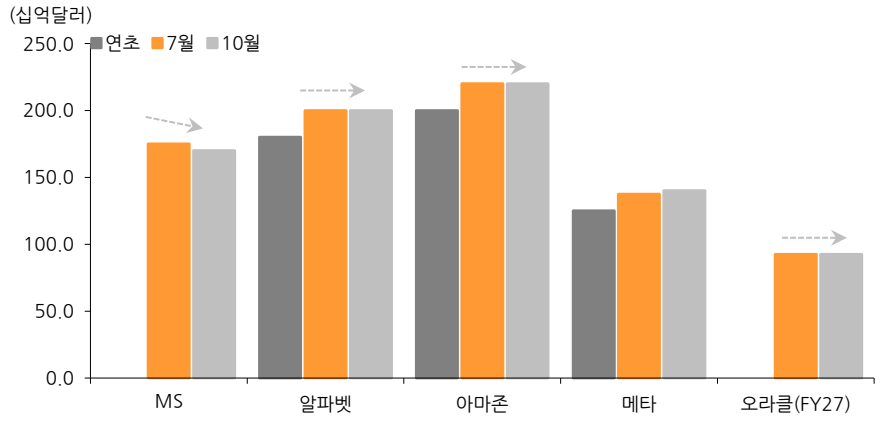
주: Capex/FCF는 5사 합산 최근 4개 분기(2Q26까지). 상대성과는 S&P 500 ex 5사 대비 1년
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 반면, 이익률(12MF OPM) 상승은 지속. 할인은 과도



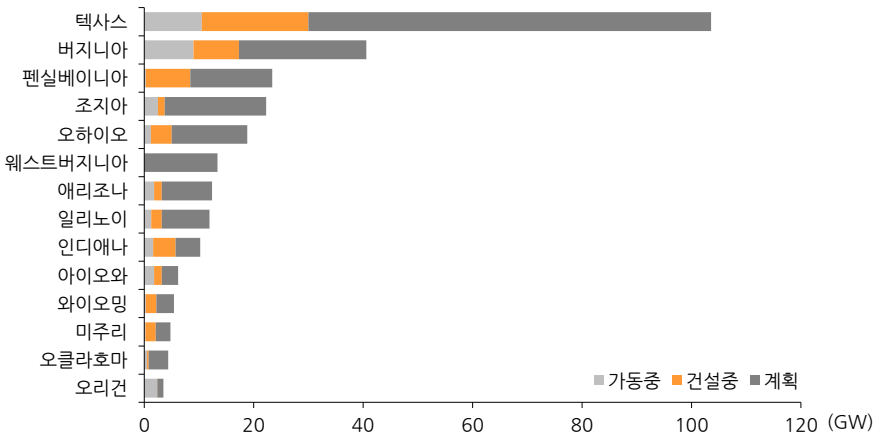
주: P/E 프리미엄은 S&P 500 대비 12MF P/E 차이(배)
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 하이퍼스케일러, Capex 톤 조절 시작



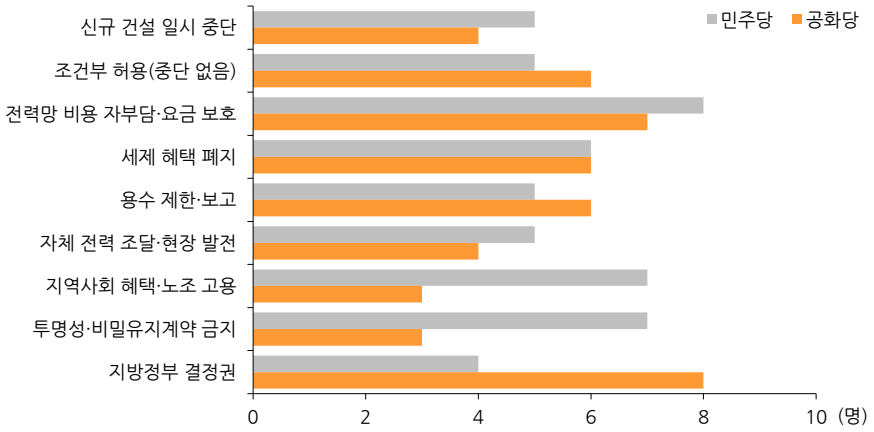
주: 시점별 최신 가이던스 중간값(연초=4Q25, 7월=2Q26, 10월=3Q26 발표). 오라클은 FY27(26.6~27.5) 기준
자료: 각사 8-K·실적 콜(보도 인용), Oracle IR, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 텍사스, 파이프라인 93GW 로 압도적. 건설 중 기준으로도 미국 전체의 28%



주: 2026년 10월 기준. 파이프라인은 전력 수치 공개 프로젝트(약 44%)만 집계해 하한에 가까움
자료: US Data Center Map, Singularity Research, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 중단 공약은 양당 비슷(민주 5명 vs 공화 4명). 최대 쟁점은 비용 자부담·요금 보호



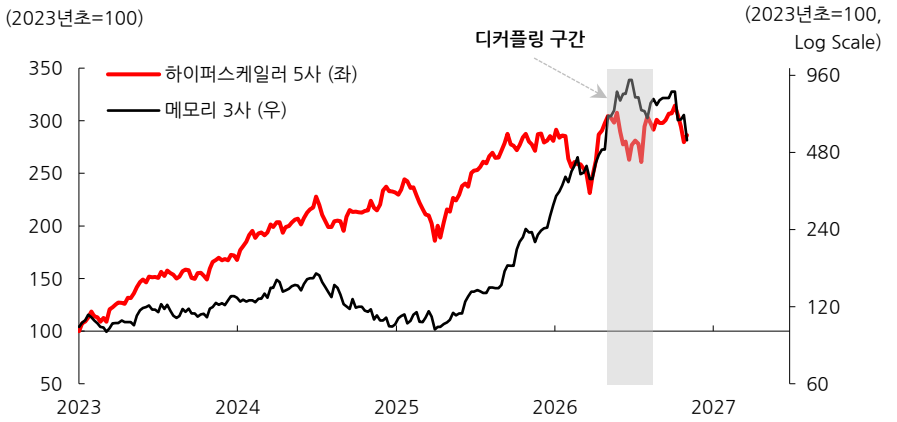
주: 데이터센터 상위 14개 주 중 주지사 선거 10개 주의 양당 후보 20명, 복수 입장 집계
자료: SemiAnalysis, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 주요 주 모두 민주당 승리. 다만, 규제는 선거 전부터 진행

지역	공화당 후보	민주당 후보	결과
텍사스	**그렉 애벗 (현직)** - 9/21 TCEQ에 데이터센터 인허가 중단 지시 - 자체 자금·전력·용수 재사용 요구 - 12/10 전력망 감사 보고 이후 재개 입장, 차기 회기 세제 혜택 폐지 추진	**지나 이노호사** - 주 의회 규제 법안 통과 시까지 모라토리엄(2027년 9월 전후 추정) - 가계 요금·용수 보호, 노조 고용, NDA 금지, 세제 혜택 폐지 등이 조건	민주당
펜실베이니아	**스테이시 개리티** - 전면 중단에서 3년 미만 한시 중단으로 완화 - 지방정부의 용도지역 조례 갱신 시간 확보가 명분	**조시 샤피로 (현직)** - 모라토리엄 반대, 건설 찬성 - 행정명령으로 25MW 초과 시설에 발전 용량 확보·계통 보강 비용 부담 의무	민주당
조지아	**릭 잭슨** - 우호적이나 조건부 - 지역 동의, 연방 환경기준, 주민 요금·재산세 경감 요구	**키샤 랜스 보텀스** - 주 전역 신규 건설 즉시 중단(약 6개월 추정) - 요금 상승과 부동산 가치 하락이 근거	민주당
오하이오	**비벡 라마스와미** - 기준 충족 시까지 승인 보류(조건부 중단) - 자체 발전, 주민 전기요금 대납, 데이터센터 재산세 감면 반대	**에이미 액턴** - 조건 미충족 시 중단(조건부 모라토리엄) - 전력 비용 자부담, 노조 고용, 투명성, 지역사회 혜택 협약	민주당

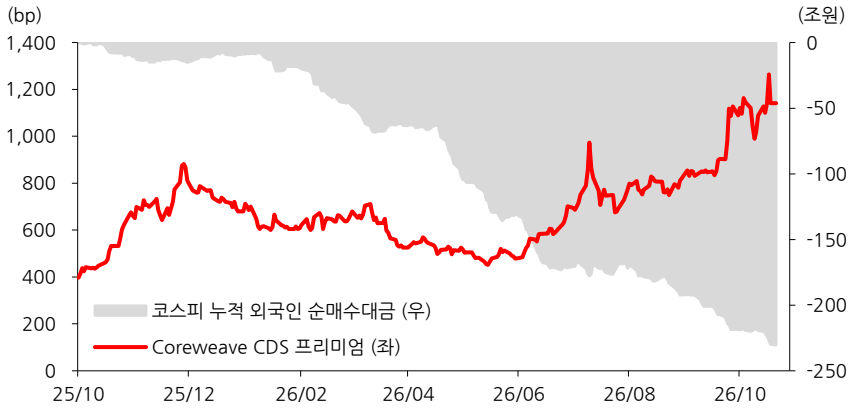
주: 결과는 11/4 개표 기준 잠정치. 라마스와미 입장은 SemiAnalysis 분류. 텍사스 9월은 법안 통상 발효일(9/1) 기준
자료: SemiAnalysis, Texas Tribune, Spotlight PA, Axios, Ohio Capital Journal, NBC, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] Capex 확대가 메모리엔 호재, 하이퍼스케일러엔 부담이던 5~6 월의 디커플링 종료



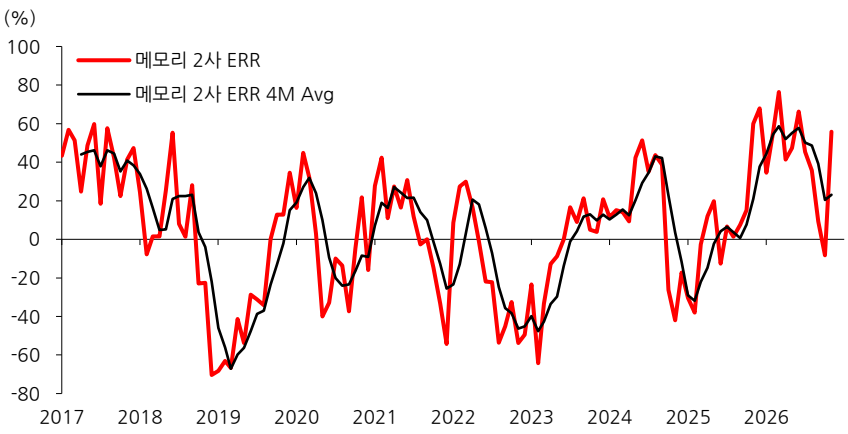
주: 주간, 수익률은 26.5.1~6.26. 5사는 MS·알파벳·아마존·메타·오라클, 3사는 삼성전자·SK하이닉스·마이크론
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 코스피 외국인 매도는 코어위브 CDS 의 거울상. CDS 는 11/5 1,264bp 이후 반락



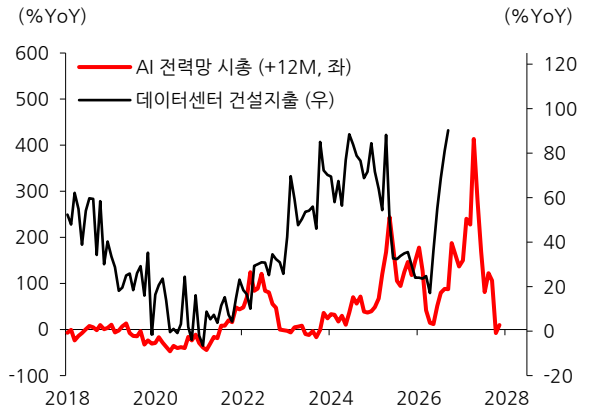
주: 외국인 누적 순매수(십억원)는 25.10.20부터. 코어위브 CDS는 5년물
자료: Refinitiv, FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 메모리 2 사 ERR, 11 월 들어 재반등



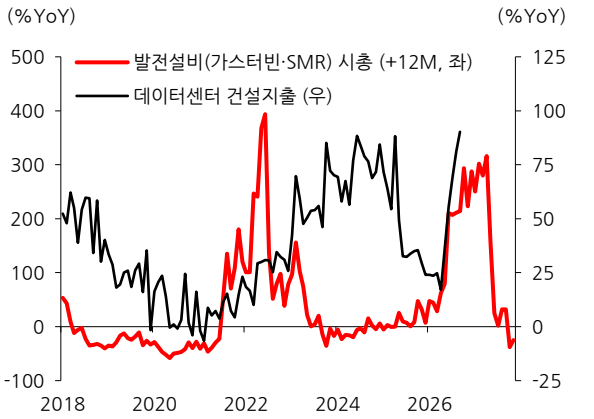
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] AI 전력망 주가는 건설 급랭 선반영. 실제는 가속



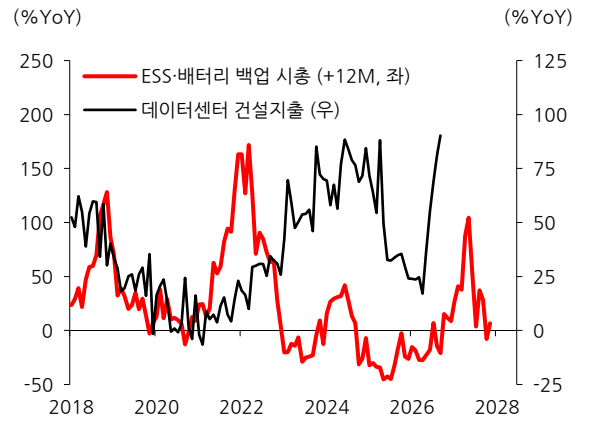
주: 전력기기 6·전선 5종목 합산
자료: 미 센서스국, 네이버 증권, wisereport, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 발전설비, 시총 YoY -25%로 건설 가속과 정반대



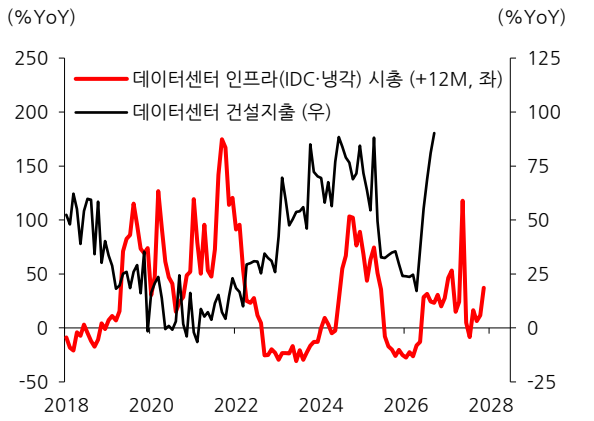
주: 두산에너빌리티·비에이치아이·한전기술
자료: 미 센서스국, 네이버 증권, wisereport, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] ESS·배터리 백업도 건설 가속과 괴리



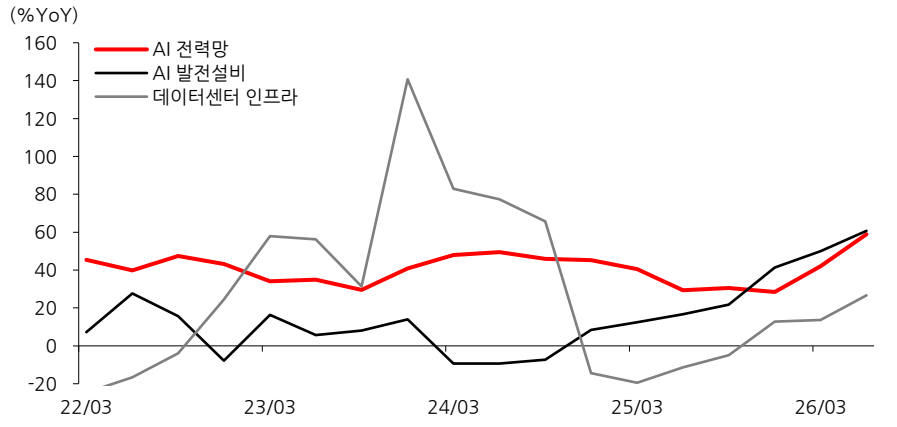
주: LG엔솔·삼성SDI·서진시스템·LS머트리얼즈
자료: 미 센서스국, 네이버 증권, wisereport, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 데이터센터 인프라는 상대적 선방



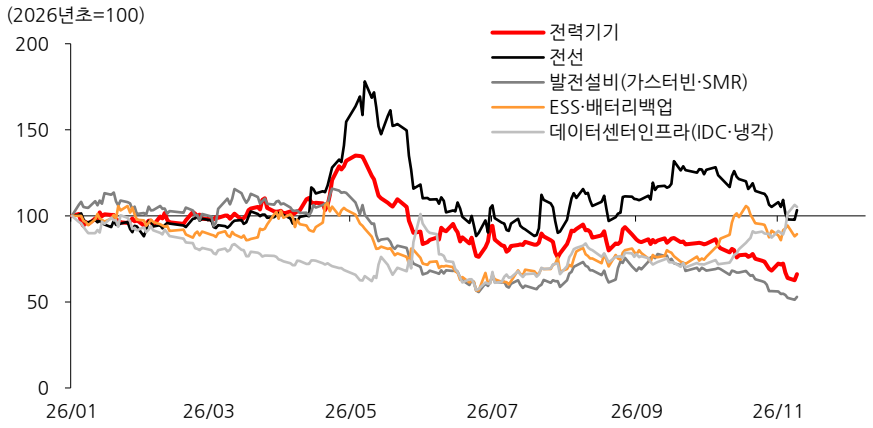
주: 케이아이엔엑스·케이엔솔·LG씨엔에스
자료: 미 센서스국, 네이버 증권, wisereport, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 수주잔고는 오히려 재가속. AI 전력망 2Q26 +59%(원화)



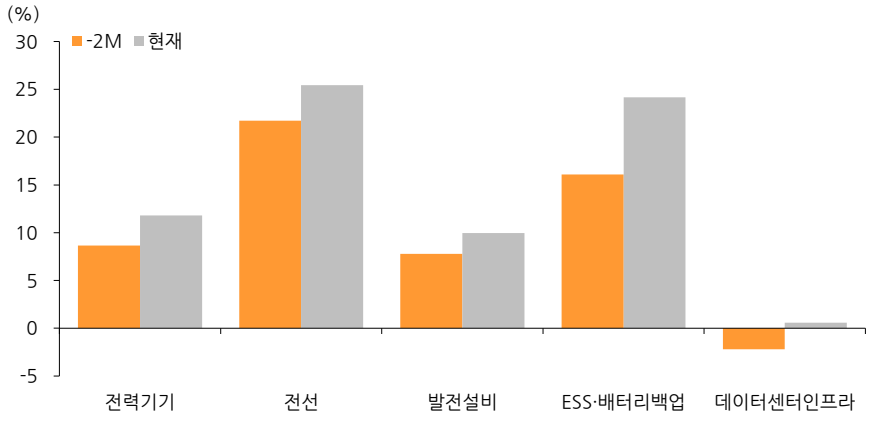
주: 분기말 원화 수주잔고 YoY, 환율 효과 포함. 발전설비 4Q25는 체코 원전, DC 인프라는 케이엔솔·LG씨엔에스
자료: DART, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 코스피 대비 고점에서 전력기기 -51%, 전선 -42%, 발전설비 -54%



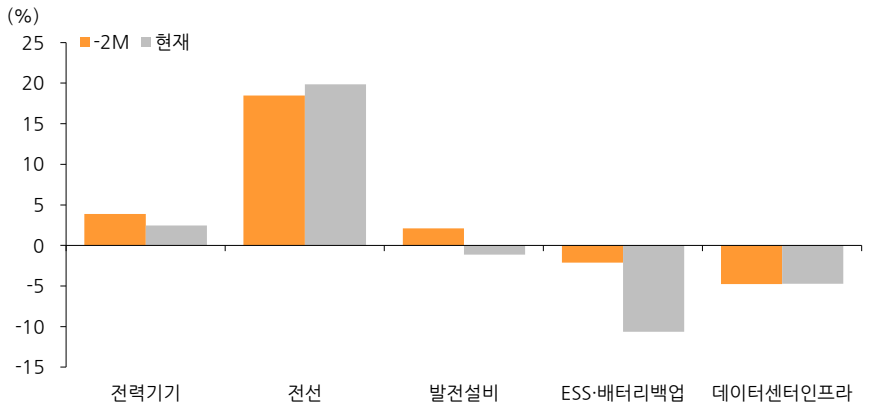
주: 테마 시가총액 합의 코스피 대비 지수(2026.1.2=100), 11/10 기준. ESS는 6종목, DC 인프라는 4종목
자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 12 개월 선행 영업이익 증가율, 전선(+25%)이 최고



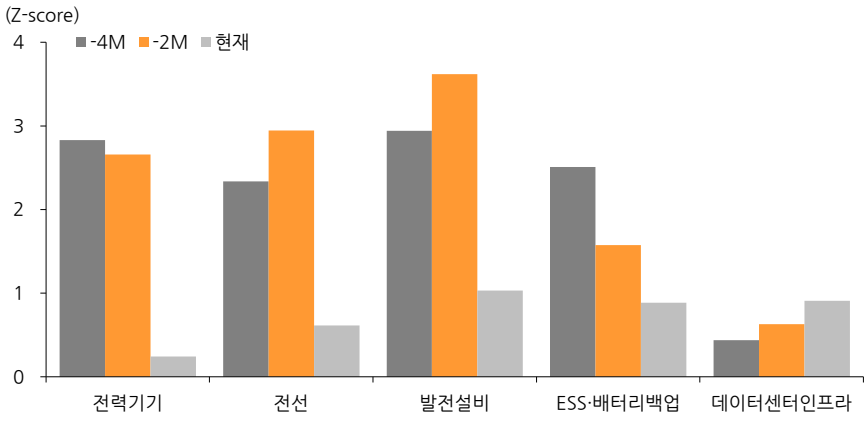
주: 4개월 전(7/9) 대비 12MF 영업이익 증가율(-2M=9/9, 현재=11/9). 컨센서스 종목 합산, 기간 이동 효과 포함
자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 27 년 영업이익 눈높이, 두 자릿수 상향은 전선(+20%)뿐



주: 4개월 전(7/9) 대비 2027년 영업이익 컨센서스 증가율. 전선은 LS(연결)·대한전선·LS에코에너지 합산
자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 이익은 오르는데 P/E 위치는 급락. 전선 4 개월 새 +2.3SD → +0.6SD



주: 12MF P/E의 2010년 이후 z-score(P/E 0~100배만 반영). -4M=7/9, -2M=9/9, 현재=11/9
자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice] (공표일: 2026 년 11 월 11 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (하장권)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.