2026.05.28

SK securities Research Signature

# 2026년 하반기 섹터별 전망

SK증권 기업분석부

SK securities

# PART 1.

# PART 2.

# PART 3.

- 반도체 7~89
- 반도체 소부장
- IT하드웨어
- 배터리
- 해외주식

- 지주회사 90~154
- 금융
- 유틸리티
- 조선
- 방산

- 미래산업/미드스몰캡 155~202
- 제약/바이오
- 화장품
- 의류
- 엔터테인먼트

2026 년 하반기 섹터별 Top Picks

| 섹터 | 종목 | 시가총액 (십억원) | 투자포인트 |
|---|---|---|---|
| 반도체 | 삼성전자 | 1,748,037 | - AI 메모리 초강세 및 장기공급계약 기반 실적 안정성 확보 전망<br>- HBM 공급 부족 지속 속 2H26 점유율 상승 및 27 년향 가격 인상 예상<br>- 메모리 초강세, 실적 가시성 확대에 따른 주주환원정책 강화 기대 |
| | SK 하이닉스 | 1,462,465 | - AI 메모리 초강세 및 장기공급계약 기반 실적 안정성 확보 전망<br>- HBM 공급 부족 지속 중. 하반기 HBM4 반영을 통한 HBM ASP 상승 본격화<br>- 1c 전환 및 증설 통한 Conventional DRAM 대응 확대로 DRAM Blended ASP 강화 전망 |
| 반도체 소부장 | 테스 | 2,455 | - 삼성전자 P4·P5, SK 하이닉스 M15X·Y1 증설 가속으로 DRAM 투자 규모 확대 전망<br>- BSD 장비 NAND 에서 DRAM 으로 확장 통한 수익성 개선 기대<br>- 삼성전자 시안 V9 전환·국내 V10 전환 고려 등 NAND 투자 재개에 따른 수혜 예상 |
| | 코미코 | 989 | - 삼성·TSMC·Intel 파운드리 3 사 동시 대응, TSMC 캐파 부족 낙수효과 예상<br>- TSMC 매출 비중 25 년 4~5% > 27 년 두 자릿수 확대. 타이난 2 공장 7 월 가동 및 미·일·독 거점 투자로 핵심 파트너 입지 강화<br>- 미코세라믹스 ESC 중국향 공급 확대로 매출 25 년 300 억 > 26 년 700 억 성장 추정 |
| IT 하드웨어 | 삼성전기 | 100,090 | - 글로벌 부품사 중 유일하게 MLCC 와 FCBGA 를 모두 자체 생산하는 독보적 기업<br>- 메모리 다음 기판·MLCC 가 AI 핵심부품으로 부각. 쇼티지 시 동일 제품 내 인상 확대 가능<br>- 향후 실적의 최대 업사이드는 MLCC. 삼성전기의 가동률은 비수기임에도 1 분기 91% |
| | LG 이노텍 | 20,448 | - 전사적 실적 개선: 기판 호황 + 북미 증산 + 전장 수주 + 소재 경쟁력<br>- 글로벌 SiP 경쟁사의 FCBGA 증설 투자 집중, 대만 경쟁사 이탈로 동사의 과점 공급 구조가 공고해질 가능성 존재<br>- 북미 고객사 증산 맞물릴 시 쇼티지 심화. FCBGA 제외 패키징기판 OPM 2H26 내 상회 예상 |
| | 이수페타시스 | 9,257 | - 수주 물량 누적으로 수주잔고 크게 증가하는 흐름. MLB 기판의 고객 수요가 증설 속도 상회<br>- 다중적층 캐파 26 년 상반기 3K > 27 년 상반기 13K > 28 년 상반기 15K 까지 확보 계획<br>- 26 년 하반기 다중적층 본격 양산을 기점으로 믹스 개선에 따른 블렌디드 ASP 상승 전망 |
| | 비에이치 | 1,330 | - 북미 고객사의 증산 트렌드로 26 년과 27 년 모두 증익 구간 예상<br>- 노트북·태블릿 OLED, 북미 폴더블, 자율주행 및 로봇 등 신규 어플리케이션 매출 반영 본격화<br>- 제한적인 경쟁자 수는 동사에게 유리. RFPCB 시장에서 동사 점유율은 여전히 독보적 |
| 배터리 | 롯데에너지머티리얼즈 | 3,147 | - 구리가격 상승, 환율환경, 제품믹스개선 효과가 본격 반영되는 구간<br>- 배터리 전지박 회복 + 기판 회로박 공급요청 급증으로 하반기 흑자 가능성이 높아진 상황<br>- 글로벌 고객사 증설 싸이클 도래로 국내 외 대만과 일본 CCL 에게도 유력한 회로박 조달처 |
| | 삼아알미늄 | 1,458 | - 자동차 OEM 과 배터리 고객사 부진에도 ESS 물량 급증으로 2H26 가동률 90% 상회 전망<br>- 배터리 Peer(셀/소재/부품사)와 다르게 신속한 증설 요구. 대응가능 물량은 하반기 주문<br>- 지난 하반기까지 지속된 가격 하락세가 멈추고, 2 분기부터 업황 반등 시작<br>- 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<br>- SK 실트론 매각 임박, 확보한 현금으로 주주환원 확대 기대감<br>- 현주가 NAV 대비 할인율 56.7%로 높은 밸류에이션<br>- 27 년 1 월 보유 자사주 20.3% 소각 예정 |
| | SK 스퀘어 | 156,371 | - 자회사 SK 하이닉스의 DR 발행, 레버리지 ETF 출시 등 주가 상승 기대감<br>- SK 하이닉스 실제 시가총액 비중은 22%로 5 월 금융투자협회에서 공시된 비중 15.7%<br>- 편입한도 룰에 따라 기관투자자의 SK 스퀘어 매수세 유입 전망<br>- 올해 첫 현금배당 및 27 년까지 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<br>- 증시 호조로 BK 및 WM 수수료수익 증가 전망. 특히 2분기 WM 부문 성장세 높을 것<br>- 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<br>- IBKR과 제휴한 통합계좌 서비스를 정식 런칭하였음. 중장기적으로 브로커리지 수익원 다변화<br>- 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<br>- 그동안 수주잔고에 쌓여 있는 북미 변압기가 출하되면서 매출 성장 및 수익성 개선 기대<br>- 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<br>- 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<br>- ①상선&해양: 견조한 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 DC향 4행정 중속엔진 수요 급증. HD 현대중공업의 '힘센' 엔진 수주는 동사의 고마진 O&M 수주로 이어짐<br>- 하이퍼스케일러들 FDC 인콰이어리 증가 속 선박 개조를 통한 FDC 사업 진출 가장 빠를 전망<br>- 오버행 리스크 해소 및 MSCI 지수 편출로 인한 조정을 통해 모든 악재 소화했다는 판단 |
| 방산 | LIG 디펜스앤에어로스페이스 | 20,086 | - 중동 국가들의 요격미사일을 포함한 방공무기체계에 대한 수요 급증에도 글로벌 캐파는 제한적<br>- 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 EC3 K2 전차 수출 계약 체결 가능성 높음<br>- 약 30조원 규모의 가시화된 수주 파이프라인 보유에도 글로벌 Peer 대비 상당한 저평가 수준<br>- 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<br>- 카지노 매출 비중 76%까지 확대, 홀드율 마카오 수준 근접하며 수익성 글로벌 Top-Tier 성장<br>- 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<br>- 방한 중국인 증가 속도 예상보다 빠르게 나타나며 용산 드래곤시티 업황에 긍정적 영향<br>- 용산 나진상가 및 신정동 서부트럭터미널 부지 개발 시작, 올해 연말 착공 및 분양 시작 예정<br>- '27년~'31년 연 1천억원 이상의 개발 이익 반영될 것으로 예상. 부동산 디벨로퍼 매력 부각 |
| 제약/ 바이오 | 리카켐바이오 | 5,779 | - 최근 IR 발표 이후 과도한 주가 하락 지속. 이는 매분기 R&D 비용 증가에도 임상/기술 이전 성과가 가시화되지 않았기 때문<br>-현재 동사 임상 파이프 라인은 경쟁사 대비 높은 경쟁력 확보. HER2 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<br>- 최근 차세대 모달리티의 핵심 과제 역시 안전한 딜리버리 플랫폼 확보인 점을 고려하면 관심 지속적으로 확대 예상<br>-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 | - 미국 오프라인과 유럽 온·오프라인으로의 채널과 지역 다변화가 본격 실적에 반영되는 구간<br>- 미국 타깃 입점 1분기에 완료, 2~3분기 중 월마트와 코스트코에 입점해 올해 미국 오프라인 매출 2,571억 전망<br>- 서유럽 5개국 아마존에서 메디큐브의 매출 트래픽 급증하는 추세. 하반기 서유럽 현지 리테일 채널 추가 입점 예정 |
| | 한국콜마 | 2,153 | - 한국 스킨케어 수출 업황 강세. 동사의 한국법인 수주 상황이 매우 좋은 상황<br>- 기존 고객의 기존 SKU 중심으로 출하량이 크게 늘고 있어 영업이익률 1%p 내외 개선 전망<br>- 작년 대비 더 높은 이익 성장률에도 12MF PER 12배에 거래. 지난 사이클 고점인 18배 대비 리레이팅 여력 존재 |
| 의류 | 신세계인터내셔날 | 519 | - 자산효과, 고소득층의 Trading Up, 인바운드 관광으로 백화점 채널 매출 고성장 지속 예상<br>- 하반기 매출 +14%(JAJU 효과 제외) 성장 전망. 해외패션과 수입코스메틱이 성장 견인<br>- 12개월 선행 PER 8.8배로, 백화점 3사 평균치인 12배 대비 밸류에이션 매력 존재 |
| | 감성코퍼레이션 | 473 | - 현재까지 중국 내 총 4개 매장 운영 중. 연말까지 총 30개 매장 운영 계획<br>- ASP 높은 F/W 시즌 제품 출하·다수 매장이 하반기 출점 예정이기에 3분기 수출 매출에 주목<br>- 고마진 수출 매출 비중이 증가함에 따라 올해 영업이익률 +1.1%p 개선될 것으로 전망 |
| 엔터테인먼트 | 하이브 | 10,172 | - 방탄소년단 4월 9일 대규모 월드투어 시작. 역대 최대 수준의 공연과 MD 매출 전망.<br>- 코르티스의 수익화 구간 단축. 미니 2집 초동 판매량만 230만장으로 StrayKids 스페셜 앨범과 유사한 수준<br>- 캣츠아이 아메리칸뮤직어워즈 신인상 포함 3관왕을 차지하며 북미 내 인지도 확대 |
| | JYP | 2,132 | - 1H26 트와이스 활동이 마무리, 2H26 스키즈 본격적인 활동 재개에 따른 실적 개선 기대<br>- 스트레이키즈 앨범 발매 부재에도 북미/유럽에서 구보 판매 지속으로 견조한 음반 실적 유지<br>- 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/E 의 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.

## 2026 년 상반기 Review: 극강의 Fundamental

2026 년 상반기, 시장은 메모리의 강력한 Fundamental 을 재확인했다.
미국-이란 전쟁에 따른 유가 상승, 이에 따른 금리 인상에 대한 우려 등으로 주가 변동성은 확대되었지만, 주가는 여전한 상승 탄력성을 시현했기 때문이다.

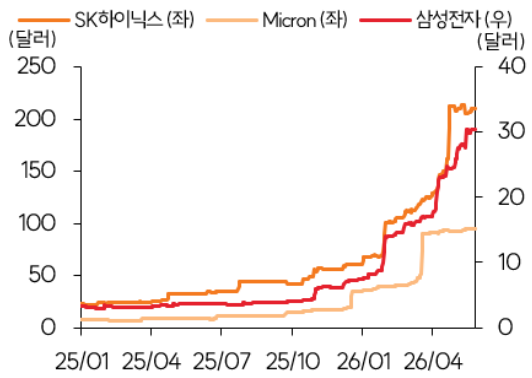
통상 물가 상승에 따른 금리 인상 우려는 향후 잠재 수요 전망의 훼손으로 이어진다. 이는 기존에 형성된 Fundamental 의 신뢰 하락을 의미한다. 2026 년 상반기 메모리의 강력한 주가 상승 이후에도 여전한 주가 탄력성은 AI 시대에서의 메모리 Fundamental 이 과거와 크게 다르다는 점을 보여준다.

2026 년 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 1 위를 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.

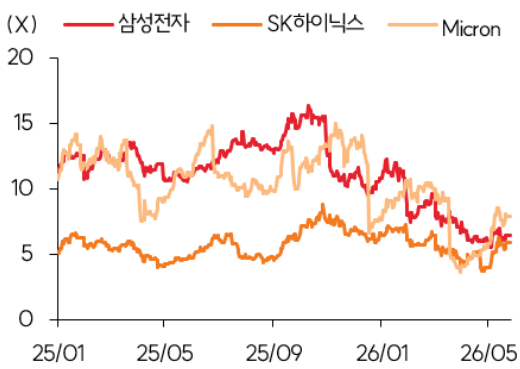
다만 삼성전자의 내부 이슈가 안정화되기 시작하고 있다는 점, 메모리 업계에서 가장 많은 이익을 창출한다는 점 등을 감안하면, 상반기 언더퍼폼은 잠재된 업사이드를 암시한다.

**메모리 3 사 12M Fwd. EPS**




자료: Bloomberg, SK 증권

**메모리 3 사 12M Fwd. P/E**




자료: Bloomberg, SK 증권

## 2026 년 하반기 전망: 재평가 본격화의 시간

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

### 1) 끝나지 않은 실적 전망 상향

SK 증권은 메모리 전망치의 상향은 여전히 진행형이라 판단한다.
2026 년의 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.

2027 년 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 2027 년향 HBM3E, HBM4, HBM4E 모든 제품의 강력한 가격 인상을 전망한다.

또한 2027 년향 HBM 가격 상승은 범용 DRAM 의 가격 강세 지속을 견인할 것이다.
HBM 의 강력한 가격 인상은 공급자들의 HBM 향 Capa. 배분율 증가로 이어지며, 범용 DRAM 향 잠재적 생산 Bit 하락에 대한 가시성 확대로 이어질 것이기 때문이다. 또한 2027 년 HBM4E 시장 개화는 수율에 대한 병목이 여전히 지속될 것임을 의미한다.

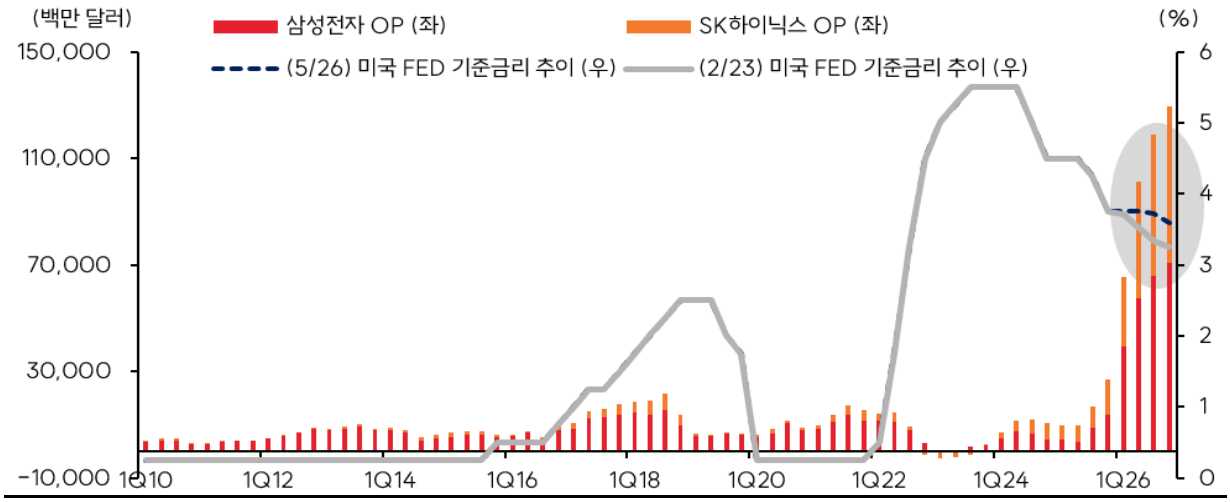
### 2) 장기공급계약을 통한 미래 실적 가시성 확보와 주주환원 강화

AI 사이클에서의 메모리의 유례없이 높은 이익 창출력은 New Normal 이다.
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 확대로 이어질 것으로 전망한다. 이는 하반기 재평가의 핵심이다.

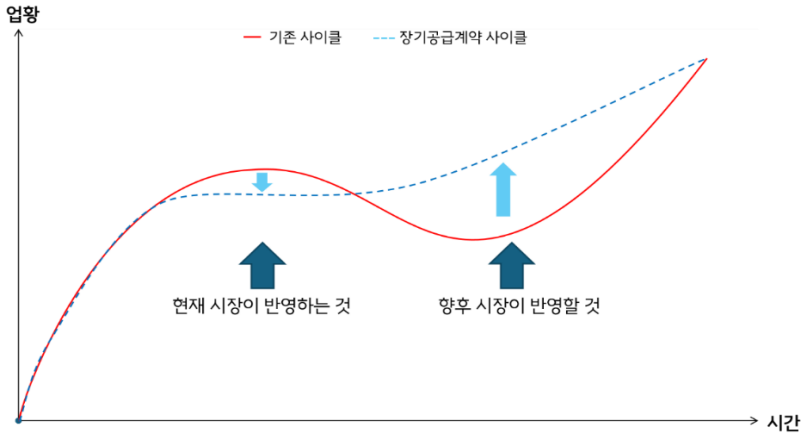
즉, 1), 2)를 감안하면, 이익 전망 상향의 의미는 과거 (단순 EPS 상향)와 달리 EPS 상향과 주주환원재원 확대를 의미하며, 이를 통한 재평가 요소까지 부각시킨다. 메모리 업계 재평가와 더불어 한국 메모리의 저평가 해소의 동반을 전망한다.

삼성전자, SK 하이닉스 분기 영업이익과 미국 FED 기준금리 추이 비교



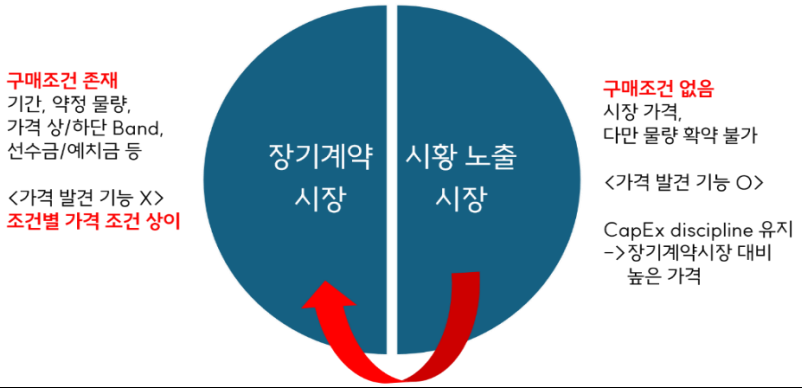

자료: Bloomberg, SK 증권 추정

기존 사이클과 장기공급계약 사이클의 차이



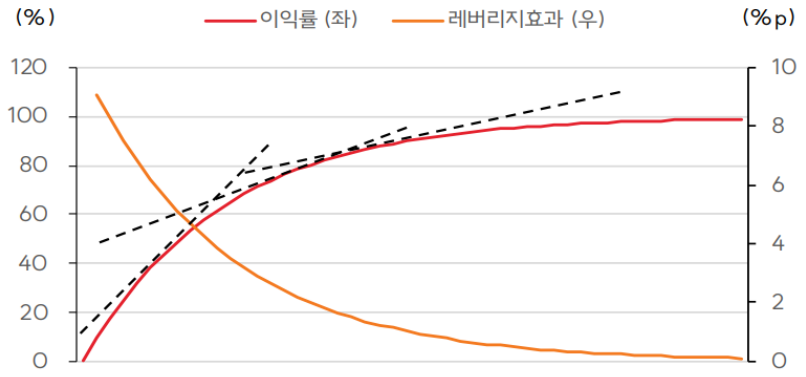

자료: SK 증권

메모리 Dual market 화의 의미: 안정+성장



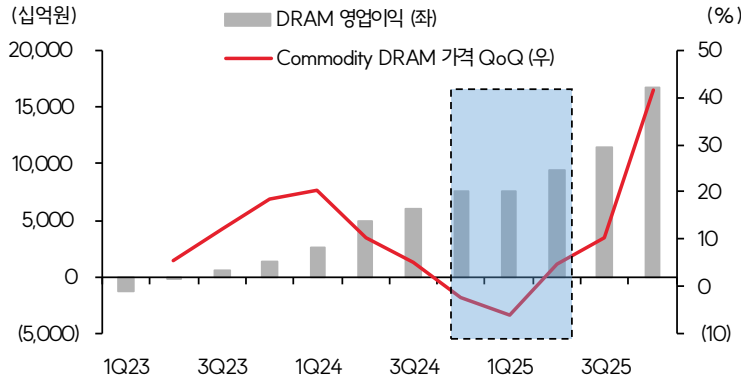

자료: SK 증권

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



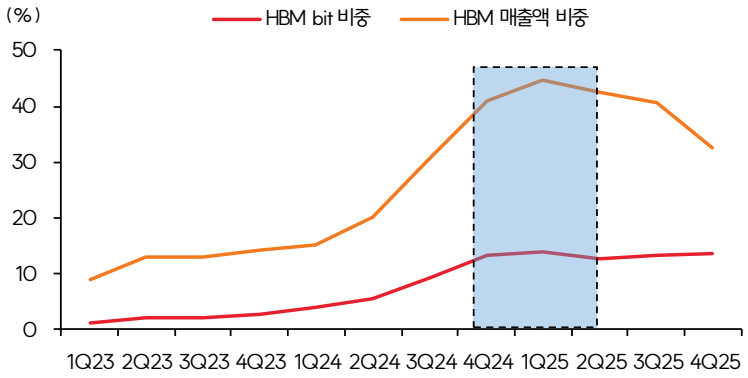

자료: Bloomberg, SK 증권

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



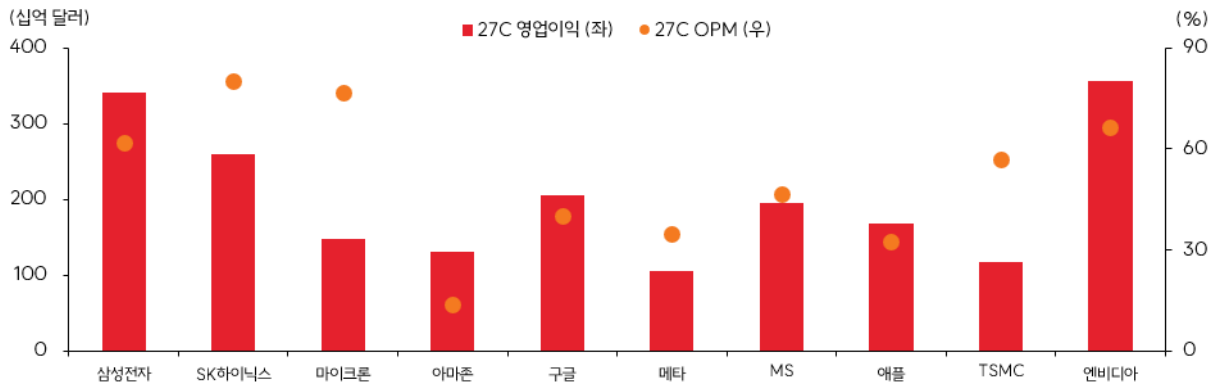

자료: SK 증권 추정

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




자료: SK 증권 추정

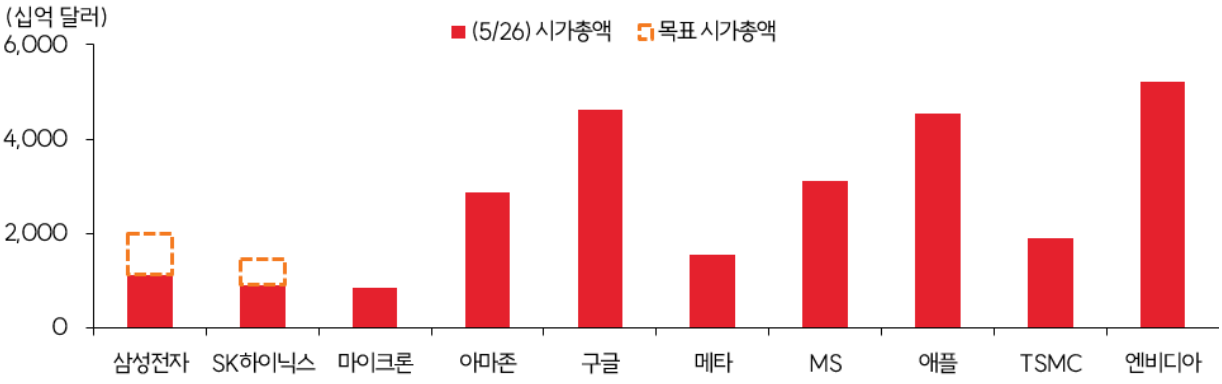
글로벌 AI 관련주 27년 영업이익, 영업이익률




자료: Bloomberg, SK 증권

주: 삼성전자, SK 하이닉스는 SK 증권 추정치

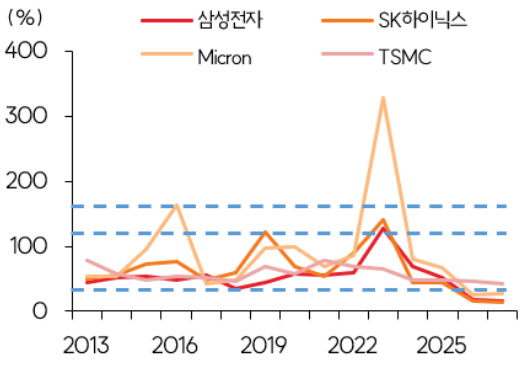
글로벌 AI 관련주 시가총액




자료: Bloomberg, SK 증권

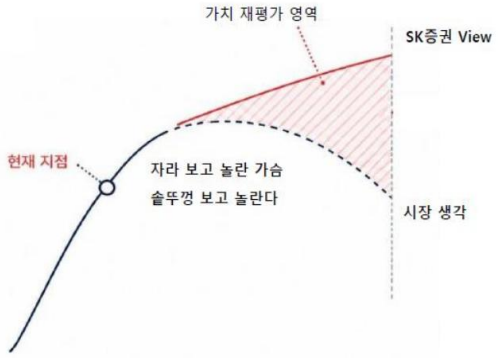
주: 삼성전자, SK 하이닉스 목표 시가총액은 SK 증권 추정치

메모리 3사, TSMC의 EBITDA 대비 CapEx 추이 및 전망




자료: Bloomberg, SK 증권

메모리 가치 재평가 필요




자료: SK 증권

## 2026 년 하반기 Top Picks

### 삼성전자 (005930/KS) – 너무나 편안한 밸류

- 2026 년 영업이익 338 조원, 2027 년 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. 26 년 하반기 삼성전자의 HBM 점유율 상승 본격화 예상
- 2027 년향 HBM 가격 대폭 인상 전망. 현재 업계의 Gb 당 D5 가격은 HBM 을 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

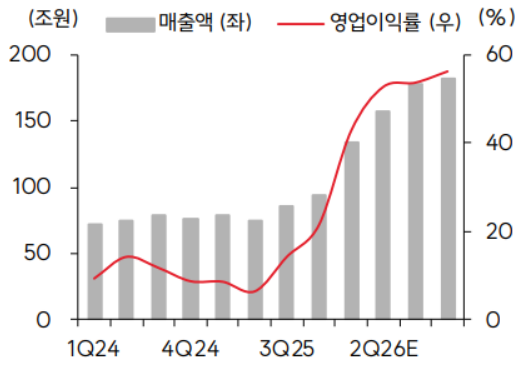
| Company Data | | 투자지표 | 단위 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 현재주가 | 299,000 원 | 매출액 | 억원 | 2,589,355 | 3,008,709 | 3,336,059 | 6,505,500 | 8,169,820 | 9,743,040 |
| 시가총액 | 17,480,373 억원 | 영업이익 | 억원 | 65,670 | 327,260 | 436,011 | 3,377,410 | 4,935,000 | 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

- 2026 년 영업이익 262 조원, 2027 년 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
- 2027 년향 HBM 가격 대폭 인상 전망. 현재 업계의 Gb 당 D5 가격은 HBM 을 상회 중. HBM 증설 유인 제공 필요
- 하반기 ADR 상장 및 주주환원 통한 재평가 국면 본격화 전망

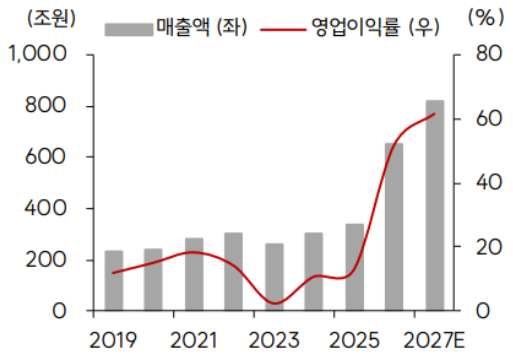
| Company Data | | 투자지표 | 단위 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 현재주가 | 2,052,000 원 | 매출액 | 억원 | 327,657 | 661,930 | 971,467 | 3,365,880 | 4,702,450 | 6,267,890 |
| 시가총액 | 14,624,653 억원 | 영업이익 | 억원 | -77,303 | 234,673 | 472,063 | 2,624,220 | 3,764,620 | 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



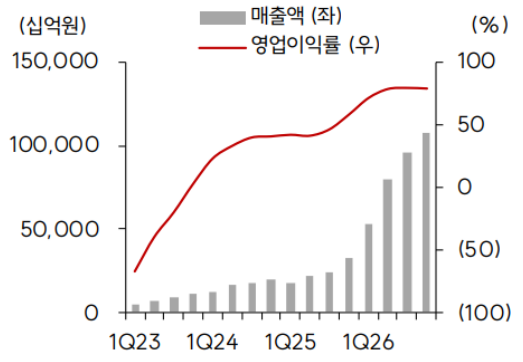

자료: 전자공시, SK 증권

삼성전자 연간 실적 추이 및 전망



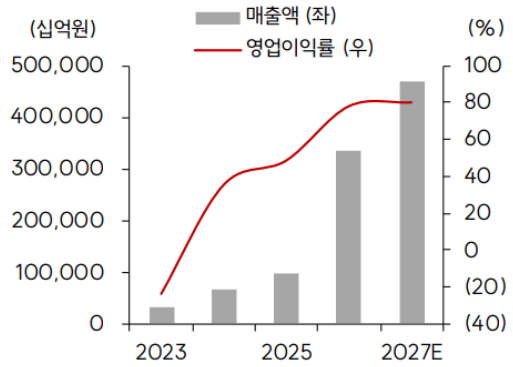

자료: 전자공시, SK 증권

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 옅어질 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, SoIC 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. 1 분기 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 테스가 최선호주이며, 원익 IPS 와 피에스케이가 차선호주이다.

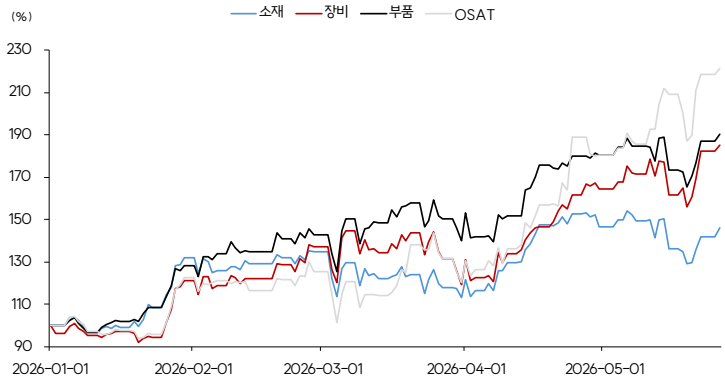
## 2026 년 상반기 Review

상반기 소부장 주가도 세부 업종별로 순환매의 성격을 띠었다. 1-3 월 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 쇼티지에 따른 비메모리 낙수 효과 등으로 소재와 OSAT 의 주가도 따라오는 흐름을 보였다.

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

1Q26 실적 발표 이후 소부장 전반에 걸쳐 2026 년, 2027 년 추정치 상향 조정이 나왔다. 눈여겨 볼만한 부분은 2026 년 대비 2027 년 추정치 상향 폭이 컸다는 점이다. 시장에서도 2027 년 DRAM(P4 & M15X)과 NAND(국내외 전환) 투자 분의 가동 램프업과 2027 년 증설(P5 & Y1)에 대한 기대감을 높여가고 있는 것으로 보인다. 또 하나는 2027년 추정치 상향 종목의 TOP5 에 전공정 장비 3 개, 부품 1 개, OSAT 1 개가 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 26 년 & 27 년 실적 추정치 상향 조정폭

| 2026년도 영업이익 컨센서스 상향 조정폭 순위 (3개월) | | |
|---|---|---|
| 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 |

| 2027년도 영업이익 컨센서스 상향 조정폭 순위 (3개월) | | |
|---|---|---|
| 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 |

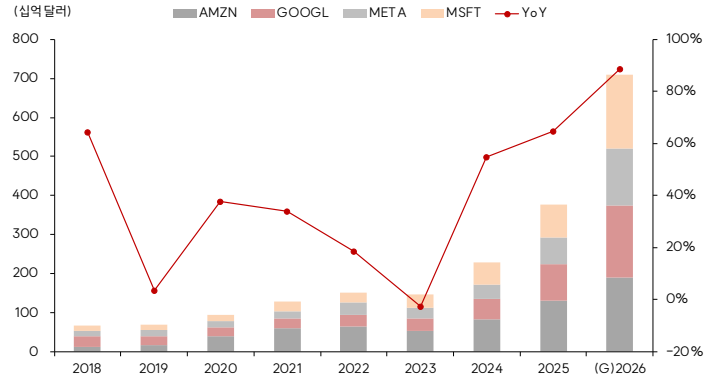
자료: SK 증권

## 2026 년 하반기 전망

**<하이퍼스케일러, 멈추지 않는 폭주 기관차>**

전통 CSP 사의 CAPEX 의 증가율이 꺾일 기세가 보이지 않는다. 25-26 년 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 CAPEX 는 메모리 수요로 직결된다. 이전과 다른 점이라고 한다면 매년 메모리 구매 비용이 커지고 있다는 점이다. AI 워크로드가 Inference 로 이동하고 Context 길이가 길어지며 KV Cache 가 폭발적으로 증가하고 있다. KV 캐시 오프로딩이 HBM, CPU DRAM, SSD 까지 넘쳐 흐르고 있다. Agentic AI 로 CPU 오케스트레이션 수요도 늘어나며 각 Agent 의 메모리 점유 요구도 커질 것이다. Vera Rubin 200 에서 HBM 용량은 전작 대비 1.5X, LPDDR5X 는 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 CSP 사의 CAPEX 가 꺾이지 않는 한 매년 확대되는 흐름을 그릴 것이다.

### 주요 CS 사 CAPEX 추이 및 전망




자료: 각 사, SK 증권

### NVIDIA 가속기 Rack 별 메모리 스펙 비교

| 항목 | GB200 NVL72<br>출시 2025 | VR200 NVL72<br>출시 H2 2026 |
|---|---|---|
| *구성 (Rack 기준)* | | |
| 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 |
| *HBM* | | |
| 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×) |
| *LPDDR5X* | | |
| 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×) |
| *총 메모리 합산 (HBM + LPDDR5X)* | | |
| 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 들려온다. 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 HBM 에 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 2027 년 상반기이다.

**<DRAM 증설: 26 년 210K, 27 년 400K, 28 년 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. 26 년 삼성전자 DRAM 투자 규모는 기존 예상 70-80K/M 에서 +10K 더 늘어난 90 K 수준으로 추정된다. P5 의 PO 는 2Q27 부터 개시될 것으로 보이며 27 년 투자 규모는 150K 에 달할 전망이다. P6 에 대한 기초 공사도 벌써 시작되었다. 첫 클린룸 오픈까지 걸리는 리드타임을 고려하면 2H28 P6 에 대한 투자 개시도 가능한 시나리오다. P5 의 투자가 대부분 27 년에 집중되어 있는 가운데 P6 가 없어진다면 28 년 증설은 27 년을 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. 26 년 투자 규모는 70K, 27 년 1 분기 잔여 10K 가 채워질 예정이다. Y1 은 27 년 2 월 첫 클린룸 오픈을 시작으로 27 년 연말까지 PH3 까지 투자가 이어질 것으로 예상된다. 27 년 총 DRAM 투자 규모는 140K 수준으로 전년 대비 2 배 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 3 월 대만 PSMC 의 P5 팹을 인수하여 CAPA 확장에 걸리는 리드 타임을 앞당겼다. 26 년 30-40K 수준은 DRAM 증설로 추정되며 27 년은 착공 중인 ID1 의 투자가 본격화될 예정이다.

**4. CXMT**

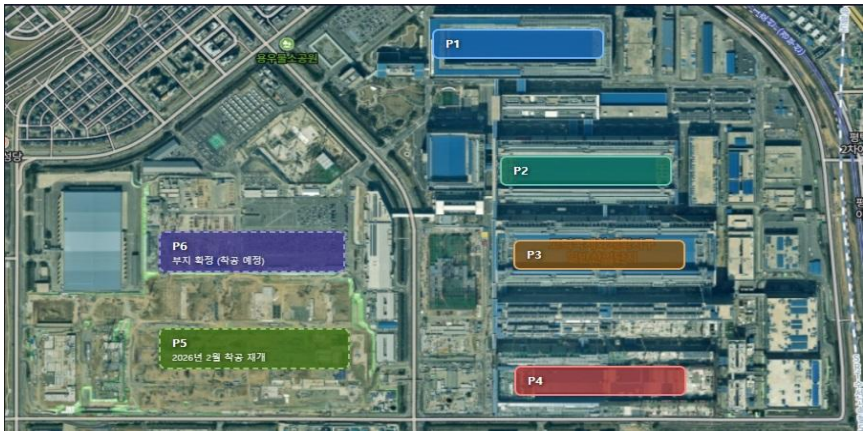
핵심 재무자료 유효기간 만료로 미뤄졌던 CXMT 상장 심사가 다시 재개되었다. 공모자금을 포함 총 7-8 조원을 CAPA 확대 및 선단 공정 장비 조달, R&D 등에 투입할 예정이다. 상하이 팹 증설도 다시금 탄력이 붙을 것으로 보인다. 상하이 팹의 증설 규모는 최대 300K 까지 늘어날 것으로 보인다. 다만, HBM3 의 수율이 10% 내외에 머무는 것을 고려하면 실질 CAPA 증가는 크지 않을 것으로 예상된다.

## 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) | | | | | | | |
| P5 | | | | | | | | | | | Ph1-2 Fab-in (100K) | | Ph3-5 Fab-in (120K) | | | |
| 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 팹 구조로 전환

자료: SK 증권

**<NAND 증설: 27 년 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 다롄 1 공장은 192 단 중심으로 전환 투자보다 노후화된 장비 교체를 통한 공정 효율 개선에 집중한다. 다롄 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 NAND 로 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.

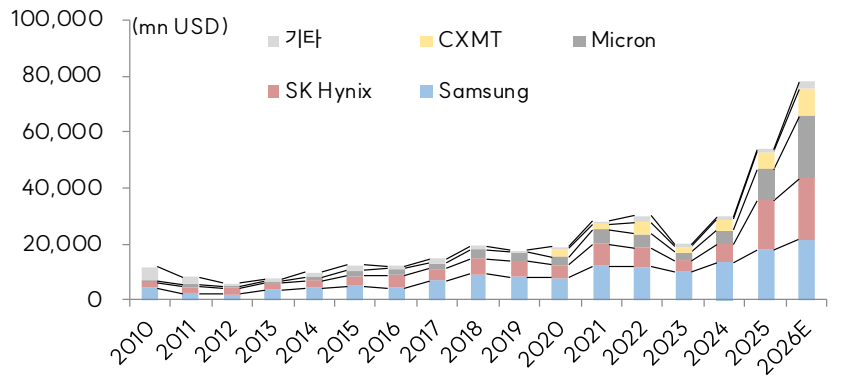
**<다시금 전공정 장비를 우선 순위로>**

과거 메모리 투자 사이클에서는 2-3 년의 강도 높은 투자 이후 공급 과잉이 나타나면서 전공정 장비의 랠리 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 3 사의 본격적인 증설은 클린룸이 확보되는 27 년으로, 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>**

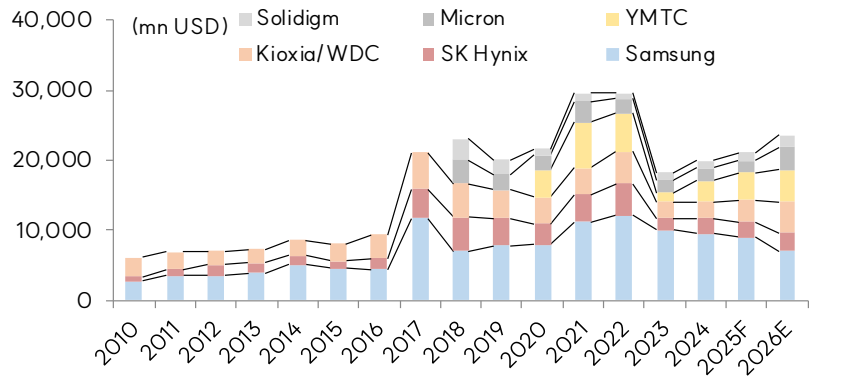
통상 국내 소재/부품 업종은 NAND 가동률에 따른 실적 민감도가 높은 편이다. 4Q25 – 1Q26 – 2Q26 으로 NAND 가동률이 점진적인 회복세를 보이고 있어 소재/부품 업체의 실적은 2Q26 에도 증익이 이어질 것으로 보인다. 2H26 에도 삼성전자 시안 V8 의 램프업으로 연말까지도 실적 분위기는 긍정적이다. 27 년에도 삼성 국내 V10 & 시안 V9, 하이닉스 다롄 2 공장 가동 등 모멘텀은 이어질 것으로 보인다. NAND 모멘텀 이외에도 삼성 파운드리 중심의 가동률 회복과 최선단 공정 도입(2 나노)의 수혜까지도 기대할 수 있는 업체가 업종 내 상대적 매력도가 가장 높다. 코미코가 최선호주이며, 동진쎄미켐과 원익머트리얼즈를 차선호주로 제시한다.

DRAM CAPEX 추이 및 전망




자료: TrendForce, SK 증권

NAND CAPEX 추이 및 전망



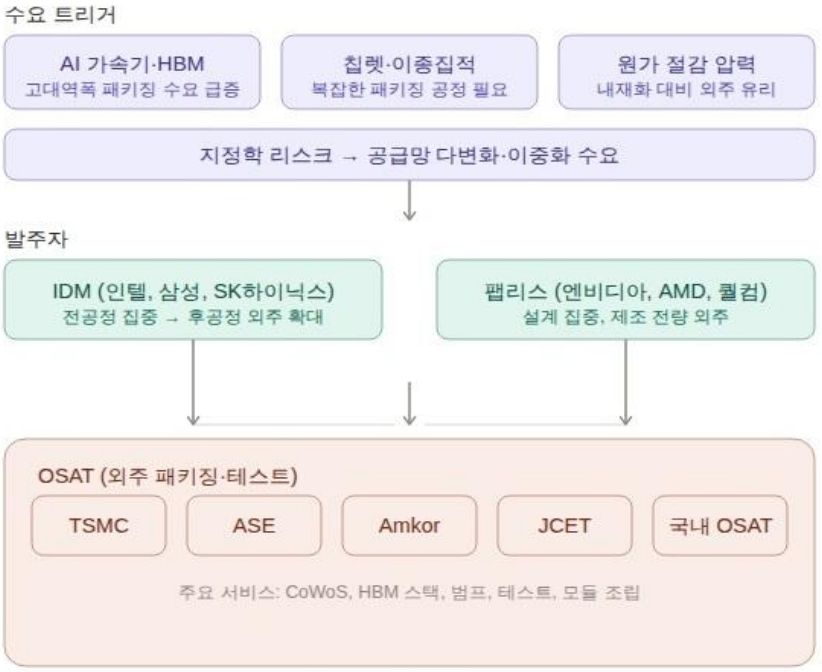

자료: TrendForce, SK 증권

**<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 가까이에 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 AI용 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.

**OSAT 외주화 산업 흐름**




자료: SK 증권

**<메모리 못지 않은 병목, CoWoS>**

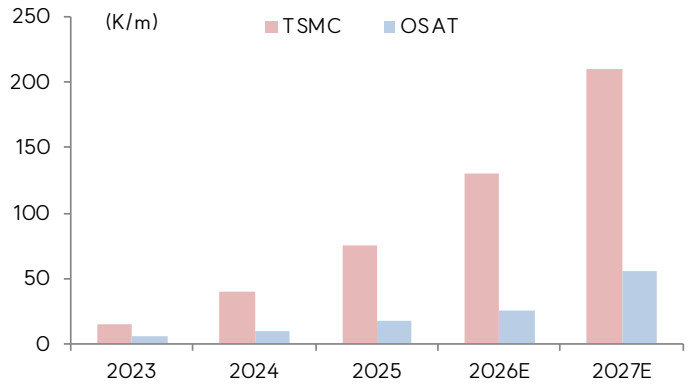
HBM 의 웨이퍼 캐파 잠식 효과가 크듯 CoWoS 에서도 인터포저 면적 확대 추세로 웨이퍼 CAPA 잠식 효과가 공급 부족에 큰 영향을 미치고 있다. GPU 는 레티클 한계(858mm²)를 극복하기 위한 칩렛과 듀얼 다이로 사이즈를 키워가고 있으며, HBM 스택 수도 8 개에서 12 개로 늘어나는 방향이다. 선단 공정 적용에 따른 집적도 향상을 고려하더라도 로직 다이 영역의 거대화, HBM 스택수 증가, 고밀도 미세 배선 인터커넥트 확대로 CoWoS 인터포저 면적은 구조적으로 커지는 흐름이다. 신규 GPU 아키텍처 출시마다 CoWoS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

**신규 플랫폼 출시와 CoWoS CAPA 잠식 효과**

| 항목 | H100<br>CoWoS-S | B200<br>CoWoS-L | R200<br>CoWoS-L + SoIC |
|---|---|---|---|
| GPU 다이 1 개 크기 | ~814mm² | ~800mm² | ~858mm² |
| GPU 다이 개수 | 1 개 | 2 개 | 2 개<br>(+I/O 다이 2 개) |
| HBM 세대 | HBM3 | HBM3e | HBM4 |
| HBM 스택 수 | 5 개<br>(+dummy 1 개) | 8 개 | 8 개 |
| CoWoS 인터포저 총면적 | ~2,500mm²<br>(3x) | ~2,831mm²<br>(3.3x) | ~4,719mm²<br>(5.5x 최대) |
| 웨이퍼당 gross 패키지 수<br>(수율 감안 X) | ~25 개 | ~20 개 | ~12 개 |

자료: SK 증권

**CoWoS CAPA 추이 및 전망**




자료: SK 증권

## 2026 년 하반기 Top Picks

### 테스 (095610/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. 26 년 삼성전자 DRAM 투자 규모는 기존 예상 70-80K/M 에서 +10K 더 늘어날 것으로 추정된다. P5 의 PO 는 2Q27 부터 개시될 것으로 보이며 27 년 투자 규모는 150K 에 달할 전망이다. SK 하이닉스 역시 M15X 및 Y1 에 투자를 서두르고 있으며 올해 대비 내년 DRAM 투자 규모는 2 배 증가할 것으로 예상한다. 동사는 전방 고객사의 증설 외에도 DRAM 신규 장비 모멘텀까지 더해질 예정이다. 동사의 BSD 장비는 NAND 에서 DRAM 으로의 확장을 앞두고 있다. HBM 타겟으로 추정되며 고가의 증착 장비로 유의미한 수익성 개선도 기대된다.

### NAND 투자 수혜는 항상 테스였다

동사는 ACL 공정 주력 PECVD 로 NAND 투자 단위당 수주액이 DRAM 대비 1.5 배 높다. 삼성전자 시안 2 공장이 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. 27 년은 신규 투자도 기대된다. P5 클린룸의 여유 공간을 감안하면 일부 페이즈에서 하이브리드 형태로 신규 투자가 재개될 가능성이 높다.

### 전공정 장비 Top-pick 유지

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

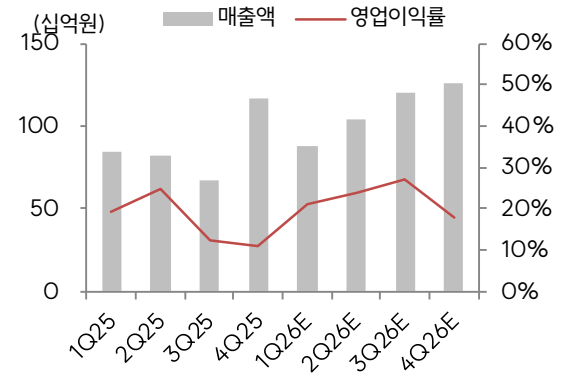
| Company Data | | 투자지표 | 단위 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 현재주가 | 126,800 원 | 매출액 | 억원 | 1,469 | 2,401 | 3,511 | 4,371 | 5,602 | 6,791 |
| 시가총액 | 24,548 억원 | 영업이익 | 억원 | -59 | 385 | 578 | 983 | 1,438 | 1,879 |
| | | 순이익 | 억원 | 16 | 427 | 569 | 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 |
| 주승일(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% | -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% |

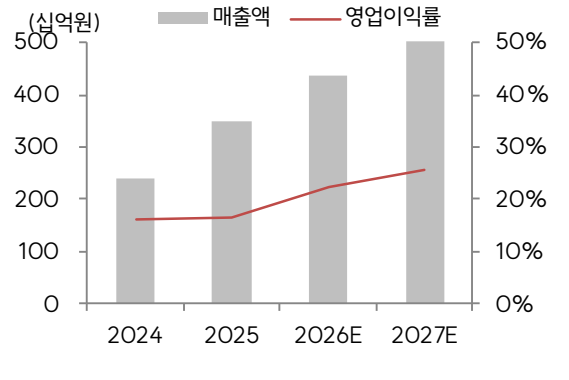
자료: 테스, SK 증권

**테스 분기 실적 추이 및 전망**



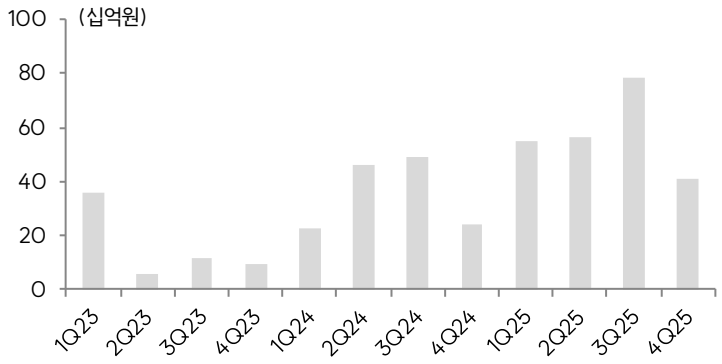

자료: 테스, SK 증권

**테스 연간 실적 추이 및 전망**




자료: 테스, SK 증권

**테스 수주잔고 추이**




자료: 테스, SK 증권

## 2026 년 하반기 Top Picks

### 코미코 (183300/KQ) – 볼수록 매력있다

### 파운드리 3 사 모두 고객입니다

동사 세정/코팅의 파운드리 매출 비중은 35% 수준이며, 삼성전자, TSMC, Intel 모두 대응 중이다. 최근 TSMC 의 선단 공정의 캐파 부족에 따른 낙수 효과가 삼성전자와 Intel 로 이어지면서 동사의 안성 법인 및 미국 법인(오스틴, 힐스보로)의 가동률 상승으로 이어질 전망이다. 오스틴 법인은 삼성전자 테일러 팹 대응을 위한 증설이 시작되었고 캐파도 이전 대비 2 배 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 3 개년 CAGR +30% 내외로 주요 매출 거점 중 가장 높은 매출 성장세를 보여줄 것으로 예상한다.

### TSMC 의 핵심 파트너를 노린다

TSMC 관련 매출 비중은 25 년 4-5% 수준에서 27 년 두 자릿수대로 올라설 것으로 추정된다. 현재 타이난 1 공장에서 고객사 7-5 나노급 제품 대응을 하고 있으며 타이난 2 공장을 통해 3-2 나노급 최선단 제품까지 대응 영역을 확대할 계획이다. 참고로 타이난 2 공장은 5 월 준공을 마무리하고 7 월부터 본격 가동될 전망이다. 대만 이외에도 미국, 일본, 독일까지 TSMC 의 주요 생산 거점 대응을 위한 CAPEX 투자가 26-28 년에 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 26-27 년 실적 모멘텀을 확보했다. 동사 ESC 는 핫프레스 타입으로 고온 특성의 이점을 바탕으로 중국향 개발품 공급이 늘어나고 있다. 참고로 ESC 는 히터 대비 판가가 50% 이상 높아 제품 믹스 개선 효과까지 기대된다. 관련 매출액도 25 년 300 억원대에서 26 년 700 억원까지 늘어날 것으로 추정된다. 최근 주요 장비 OEM 사와 유의미한 규모의 신규 프로젝트가 진행 중이며, 새로운 고객사 진입을 위한 퀄 테스트까지 병행하고 있기에 연내 결과에 따라 27 년 실적의 상당한 업사이드 모멘텀이 될 전망이다.

| Company Data | |
|---|---|
| 현재주가 | 94,500 원 |
| 시가총액 | 9,885 억원 |
| | |
| 발행주식 수 | 2,055 만주 |
| 주요 주주 | |
| 미코 | 41.10 % |
| 삼성자산운용 | 6.45 % |
| 외국인 지분율 | 20.19 % |

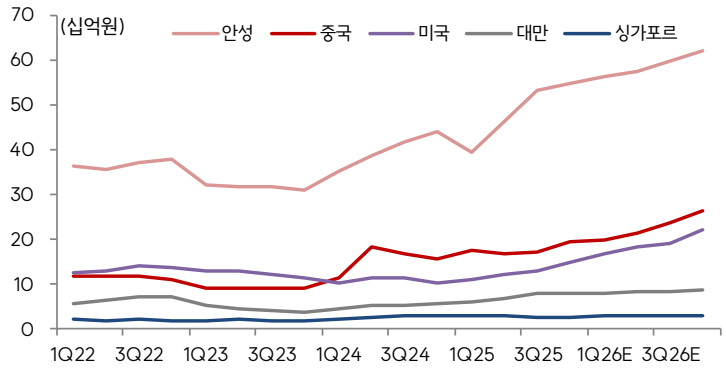
| 투자지표 | 단위 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 억원 | 3,073 | 5,071 | 6,041 | 7,188 | 8,462 | 9,882 |
| 영업이익 | 억원 | 330 | 1,125 | 1,110 | 1,348 | 1,693 | 2,116 |
| 순이익 | 억원 | 315 | 559 | 499 | 664 | 838 | 1,054 |
| EPS | 원 | 4,432 | 8,398 | 7,384 | 6,345 | 8,013 | 10,072 |
| PER | 배 | 21.0 | 6.9 | 18.6 | 27.9 | 22.1 | 17.6 |
| PBR | 배 | 3.2 | 1.4 | 3.3 | 5.4 | 4.5 | 3.7 |
| EV/EBITDA | 배 | 8.0 | 3.0 | 8.8 | 10.5 | 8.5 | 7.0 |
| 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%** |

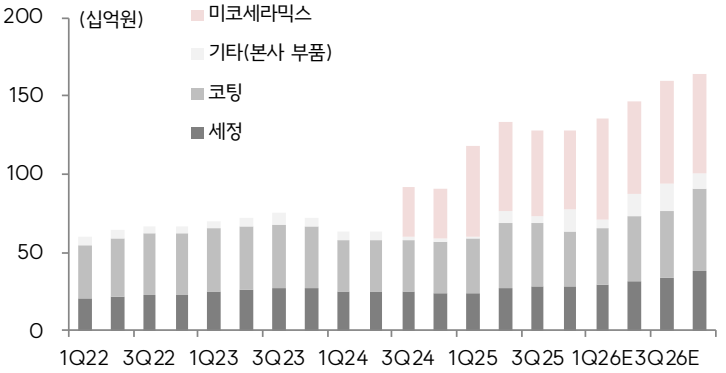
자료: 코미코, SK 증권

### 주요 법인별 매출액 추이 및 전망



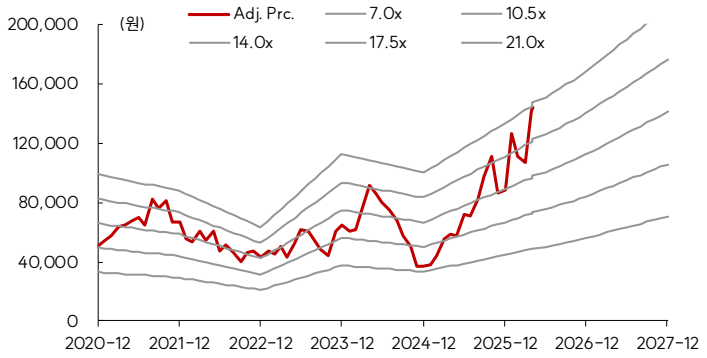

자료: 코미코, SK 증권

### 제품별 매출액 추이 및 전망




자료: 코미코, SK 증권

**코미코 12M FWD P/E Band**




자료: SK 증권

# IT하드웨어

## IT인플레이션+재고축적 > 쇼티지 부품만 살아남는다

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

## IT 하드웨어: IT 인플레이션+재고축적 > 쇼티지 부품만 살아남는다

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

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

26 년 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.

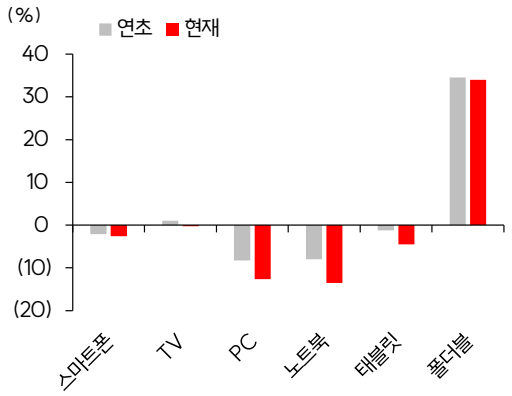
애플은 불확실한 수요 환경 속에서도 공격적인 증산 전략을 펼치고 있다. 아이폰은 25 년 2.4 억대 > 26 년 2.5 억대로 증산에 돌입했고 27 년에도 5% 이상 추가 증산 가능성이 대두된다. 삼성 갤럭시 역성장, 중국 업체 20~35% 감산 동향과 대비된다. 맥북은 3 월 보급형 'MacBook Neo' 출시에 이어 하반기 OLED 하이엔드 라인업 강화가 예정되어 있다. 애플 밸류체인의 부품 수급은 26 년을 넘어 27 년에 더 타이트해질 전망이다.

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

**26 년 상반기 리뷰: 기판 초호황 기대감에 주가 상승**
**: 한국 자본 시장내 중심섹터로 발돋움. 그러나 소비수요는 불안**

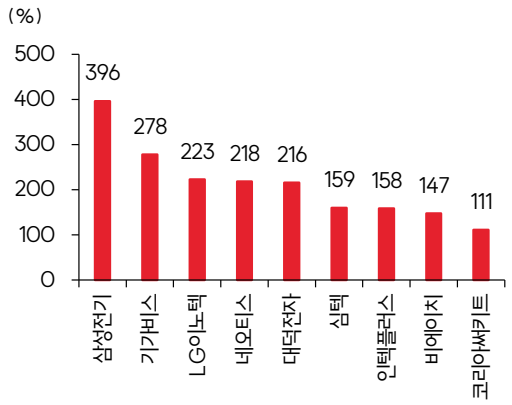
AI·반도체 중심의 주식시장 강세 속에 IT 하드웨어 대형주(삼성전기, LG 이노텍 등)들의 기업가치가 리레이팅됐다. 주가 상승률이 전 섹터 최상위권을 기록하면서, IT 하드웨어는 스마트폰 싸이클(2012 년) 이후 처음으로 자본시장 내 주도주로 자리잡았다. 코로나 이후 22~25 년까지는 전통적 전기전자 대형주보다 AI 밸류체인과의 연결성이 높은 SK 스퀘어, 두산, 이수페타시스 등이 자본시장에서 우선적으로 선택을 받는 흐름이 뚜렷했다. 그러나 올해 상반기에는 FCBGA 패키징기판 등의 쇼티지 심화 및 가격인상 기대감으로 전통적인 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 1 분기부터 역성장하기 시작했다. ③ 다수 부품에서 IT 인플레이션이 감지되며 세트 가격 전가 부담이 커지고 있다.

**2026 년, 세트별 YoY 판매량 증감률 전망치 하향**



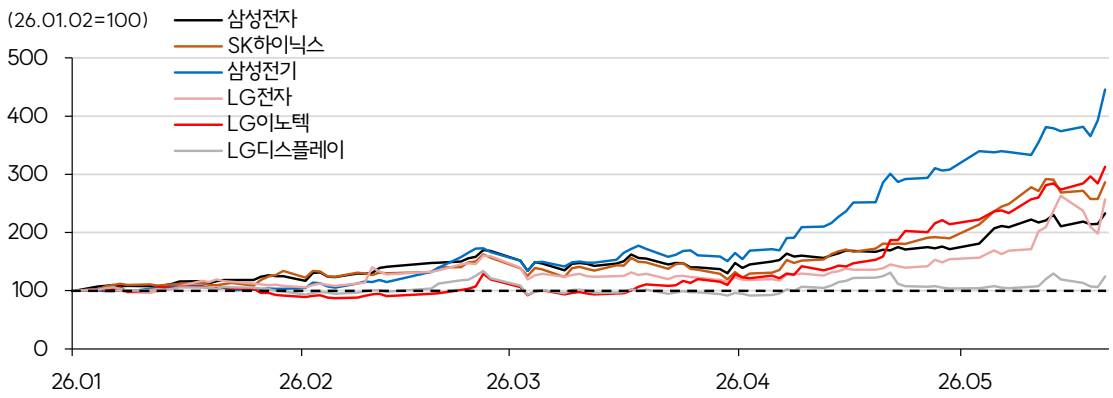

자료: 산업 자료, SK 증권

**IT 하드웨어 주요 종목, YTD 주가 상승률**




자료: Quantiwise, SK 증권

**2026 년 전기전자 대형주 주가 추이**




자료: QuantiWise, SK 증권

## 26 년 하반기 전망: IT 인플레+재고축적 > 쇼티지 중요

### 1) BOM Cost 부담 : '쇼티지' 부품 옥석가리기

BOM Cost 상승은 26 년 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 가능성도 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)

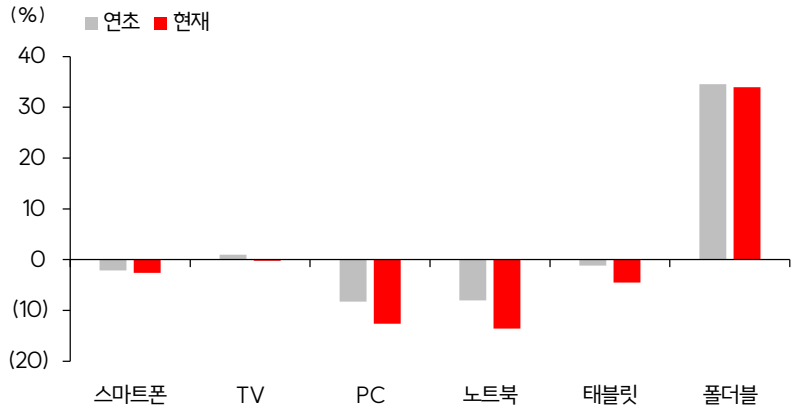
쇼티지 부품/기업을 선별해야 한다. 스마트폰, PC 등의 총 원가 인상률은 최소 15~40%에 달할 전망이다. 세트 제조사 입장에서도 부품·소재 단가 인하(CR)를 강하게 요구할 수밖에 없다. 소비자, 세트사, 부품/소재사, 원재료공급사 중 누군가가 부담을 감내해야 한다. 이 구조에서는 **쇼티지가 명확한 부품만이 CR 압박을 방어할 수 있다. 마진 방어·증가까지 가능한 유일한 영역이 된다.**

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

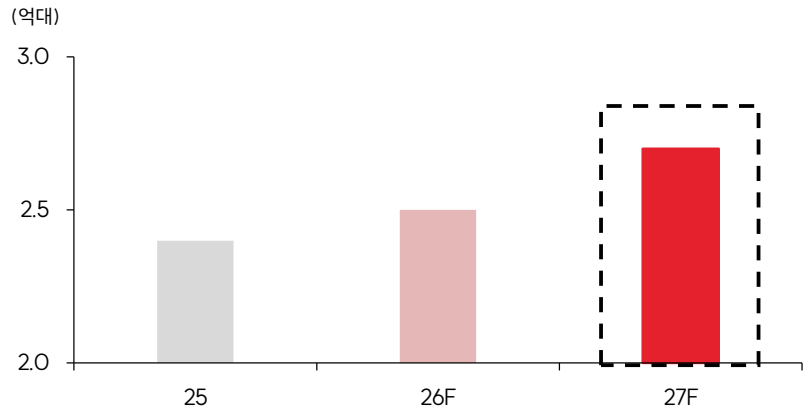
### 2) 애플의 약진 : '아이폰 & 맥북' 증산 전략

애플은 불확실한 소비수요 환경 속에서도 견조한 출하량을 기록하며 공격적인 증산전략을 펼치고 있다. 중국 내 세트 판매량은 2 월부터 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 3 월 보급형 '맥북네오'를 출시했다. 하반기부터는 OLED 를 탑재한 하이엔드 맥북 라인업도 강화한다.

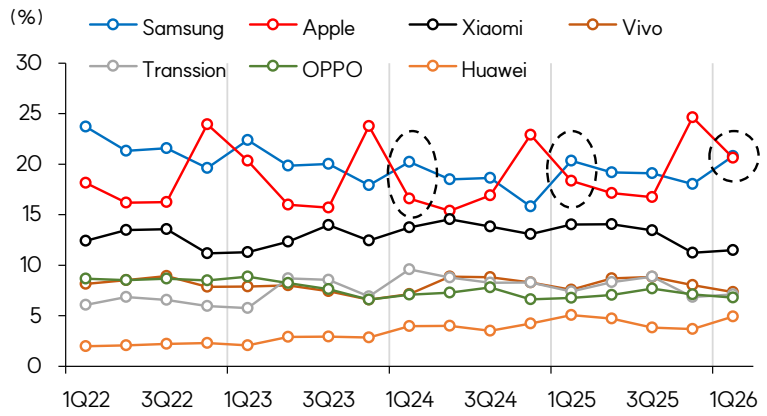
**관련 부품사들의 수급은 26 년을 넘어 27 년에 더 타이트해질 것이다.**

북미 제조사, 스마트폰 생산계획



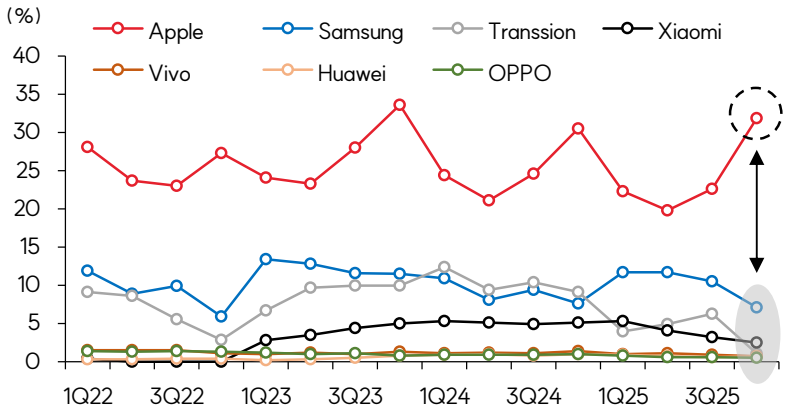

자료: SK 증권

글로벌 스마트폰 시장 점유율 추이



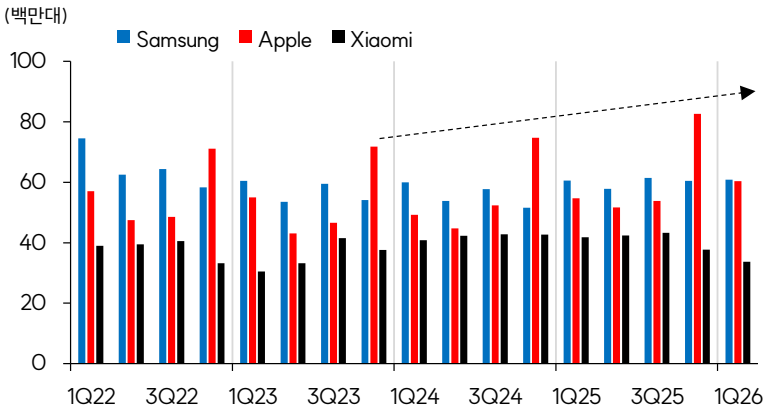

자료: 산업자료, SK 증권

글로벌 스마트폰 벤더 영업이익률 추이




자료: 산업자료, SK 증권

글로벌 스마트폰 출하량 추이




자료 : 산업자료, SK 증권

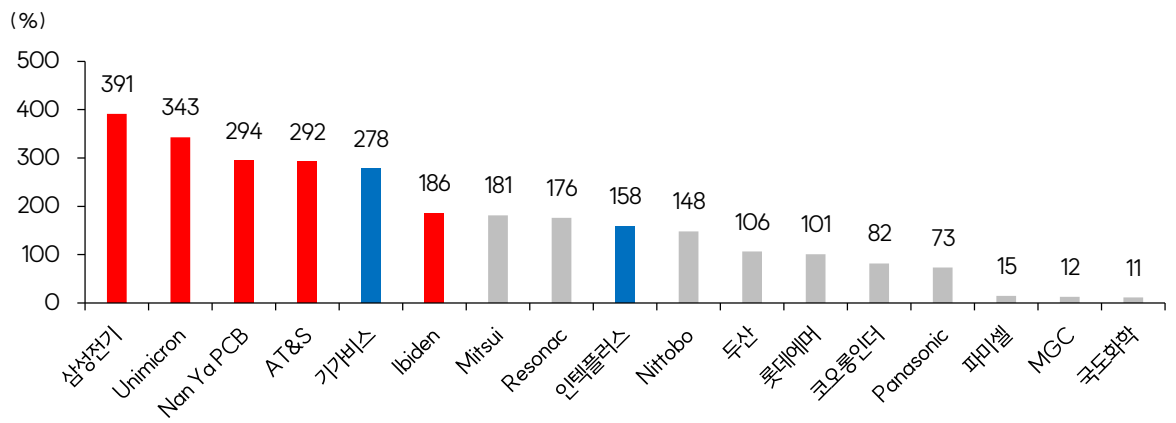
### 3) 5 년만에 돌아온 기판 빅싸이클

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

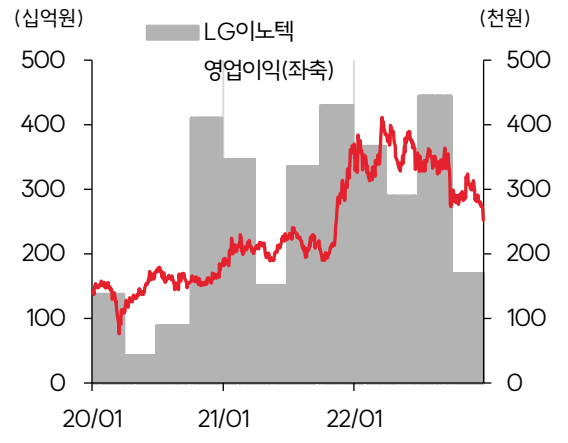
반도체 패키징 공정별 검사장비 흐름

자료: SK 증권

### 4) 미중분쟁 반사수혜에서 기회 찾아야

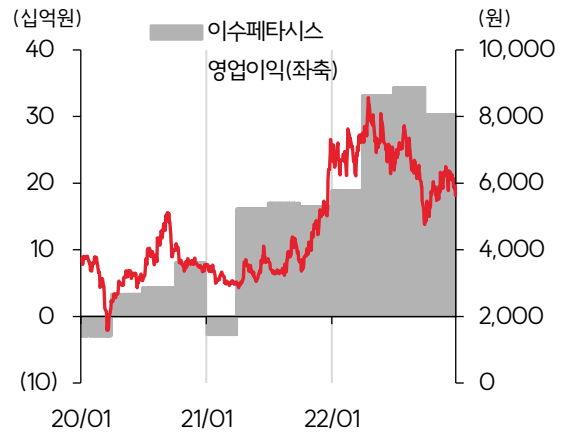
비용 부담이 가중되는 가운데 수요 회복 전망도 제한적이다. 이러한 상황에서는 미중분쟁 심화에 따른 반사수혜 가능성에 주목할 필요가 있다. 한국 IT 부품 산업은 2019 년 트럼프 행정부의 대중국 제재 당시에도 반사이익을 경험한 바 있다. 이는 다수의 한국 IT 하드웨어 기업들이 중국 업체들과 직접 경쟁하는 제품군을 보유하고 있기 때문이다. 트럼프 행정부 1 기 시절부터 반사수혜를 입은 대표적 품목은 통신·서버 장비용 MLB(Multi-Layer Board)였다. 최근 미중 간 관세 협상 국면에서도 애플 공급망, IT 부품, 2차전지 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



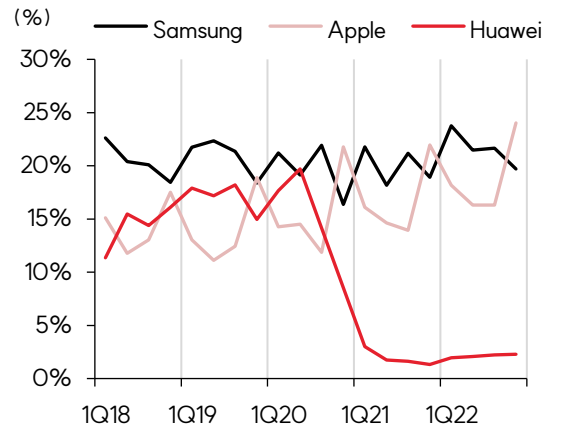

자료: QuantiWise, SK 증권

이수페타시스, 영업이익 vs 주가추이



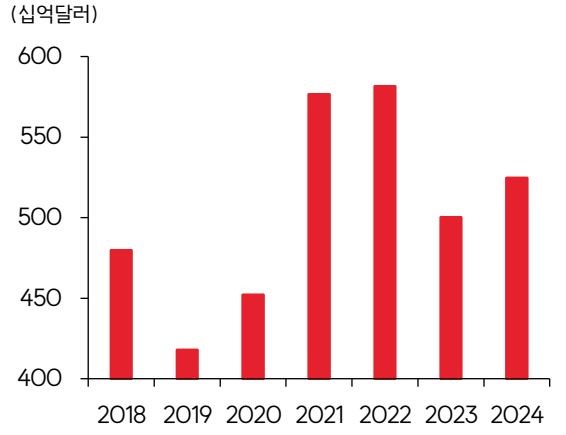

자료: QuantiWise, SK 증권

스마트폰 시장 점유율




자료: Techinsights, SK 증권

중국의 대미 수출




자료: Bloomberg, SK 증권

## 2026 년 하반기 Top Picks

### 삼성전기 (009150/KS) – 글로벌 1 등 부품 기업

- 글로벌 부품사 중 유일하게 MLCC 와 FCBGA 를 모두 자체 생산하는 독보적 기업
(자체 생산 MLCC 를 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·MLCC 가 AI 핵심부품으로 부각되고 있으며, 향후 쇼티지 발생 시 동일 제품 내 인상 확대 가능
- 향후 실적의 최대 업사이드는 MLCC. 삼성전기의 가동률은 비수기임에도 1 분기 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, 27 년 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 26 년 하반기 내 상회 예상
- 카메라 사업도 고객사 증산에 수혜이며, 올해 고객사가 하이엔드 제품에 집중하는 구조는 동사 ASP 에도 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 |

## 2026 년 하반기 Top Picks

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

- 단기 쇼티지 심화: 수주 물량 누적으로 수주잔고 크게 증가하는 흐름. MLB 기판의 고객사 수요가 증설 속도를 상회
- 다중적층 캐파 26 년 상반기 3K > 27 년 상반기 13K > 28 년 상반기 15K 까지 확보 계획이며, 추가 캐파도 고려
- 26 년 하반기 다중적층 본격 양산을 기점으로 제품 믹스 개선에 따른 블렌디드 ASP 상승이 이어질 전망
- AI 인프라 투자는 데이터센터 내부에서 외부 통신망으로 확장되고, 네트워크 투자 싸이클에도 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 싸이클의 본격화가 동반되며, 최근 주가 흐름 부진은 매수 기회로 작용

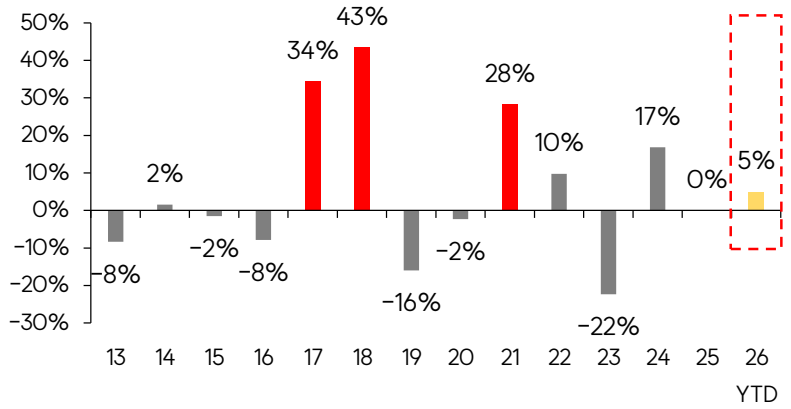
| Company Data | | 투자지표 | 단위 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 현재주가 | 126,100 원 | 매출액 | 십억원 | 675 | 837 | 1,088 | 1,448 | 1,599 | 1,720 |
| 시가총액 | 9,257 십억원 | 영업이익 | 십억원 | 62 | 102 | 205 | 304 | 391 | 463 |
| | | 순이익 | 십억원 | 48 | 74 | 161 | 246 | 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 26 년과 27 년 모두 증익 구간 예상. (25 년 2.4 억대 > 26 년 2.5 억대 > 27 년 +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 경쟁자 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

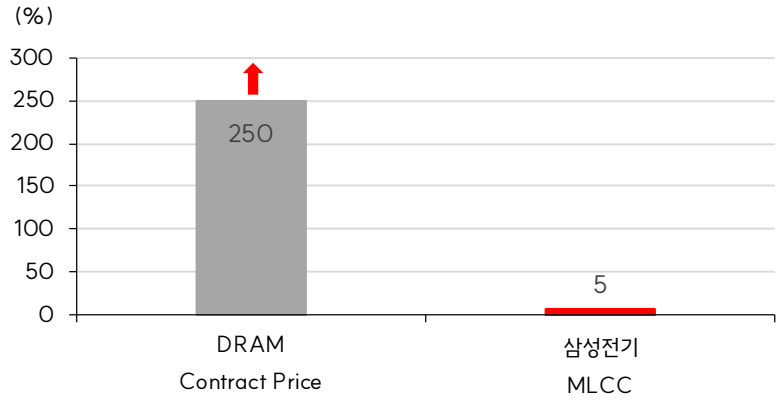
| Company Data | | 투자지표 | 단위 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 현재주가 | 39,450 원 | 매출액 | 십억원 | 1,592 | 1,754 | 1,793 | 1,955 | 2,307 | 2,501 |
| 시가총액 | 1,330 십억원 | 영업이익 | 십억원 | 85 | 87 | 54 | 118 | 144 | 161 |
| | | 순이익 | 십억원 | 91 | 67 | 31 | 100 | 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



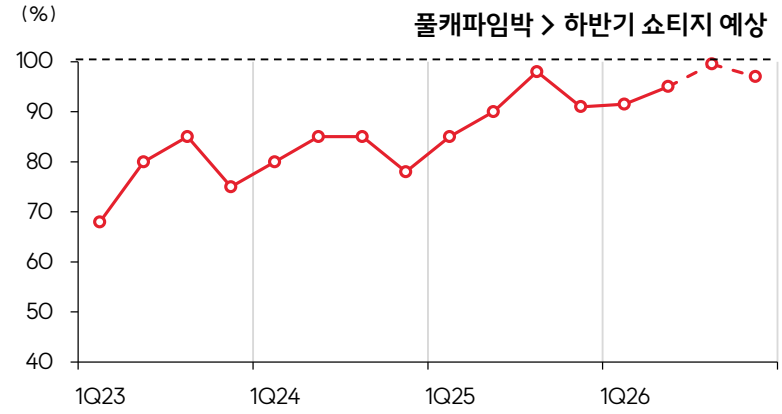

자료 : SK 증권 추산 / 주: 26 YTD는 올해 1분기말까지 기준

지난 1년 DRAM 가격상승률 vs 삼성전기 MLCC 가격 상승률



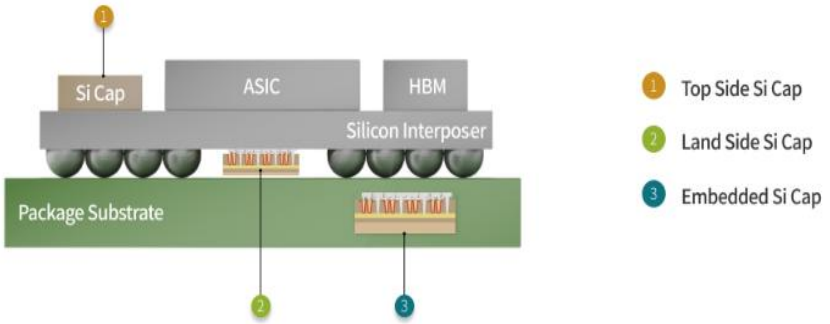

자료 : SK 증권

삼성전기 MLCC 가동률 추이 및 전망



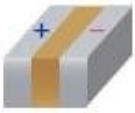
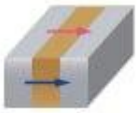
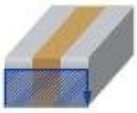
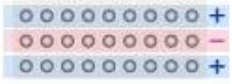
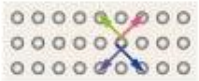

자료 : 삼성전기, SK 증권

실리콘캐패시터, 반도체&섭스트레이트 패키지 내 마운팅 위치



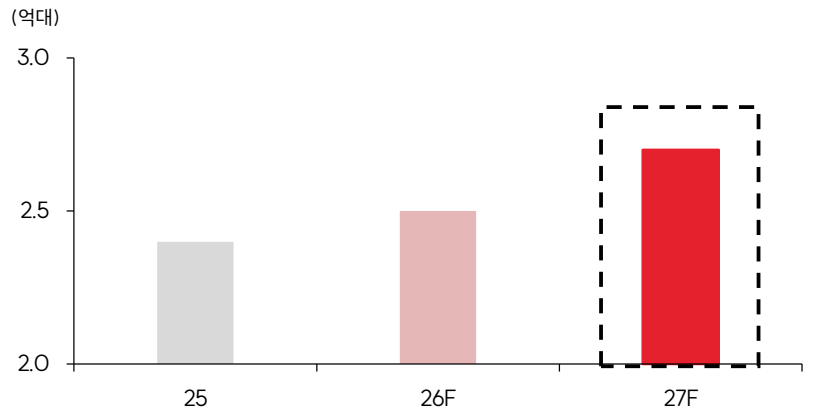

자료 : 삼성전기, SK 증권

캐패시터 비교: MLCC vs 실리콘캐패시터

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

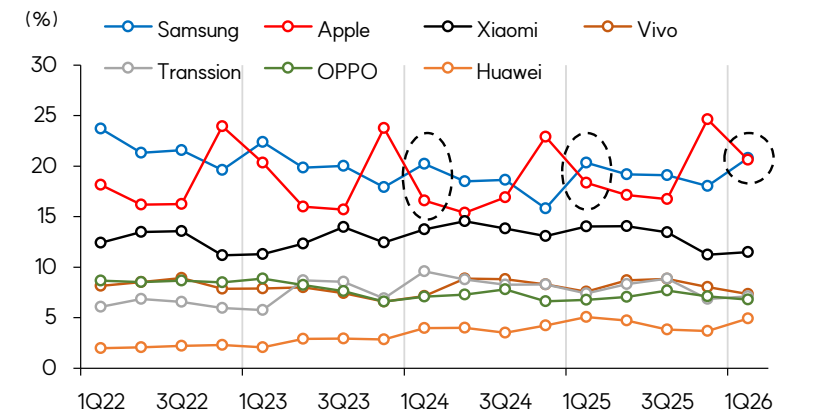
자료 : 삼성전기, SK 증권

**북미 제조사, 스마트폰 생산계획**



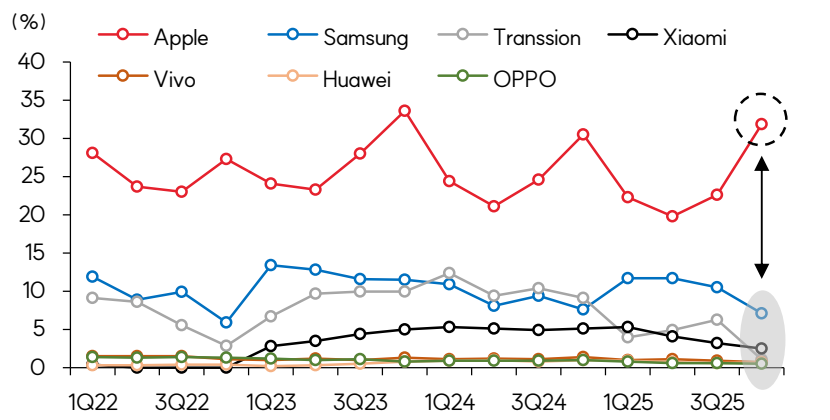

자료: SK 증권

**글로벌 스마트폰 시장 점유율 추이**



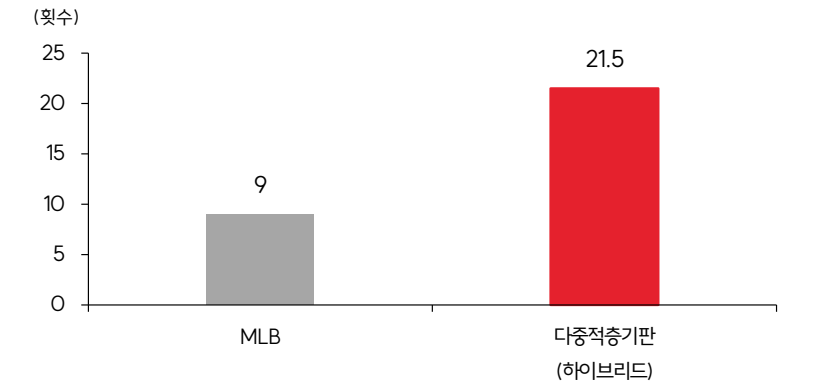

자료: 산업자료, SK 증권

**글로벌 스마트폰 벤더 영업이익률 추이**



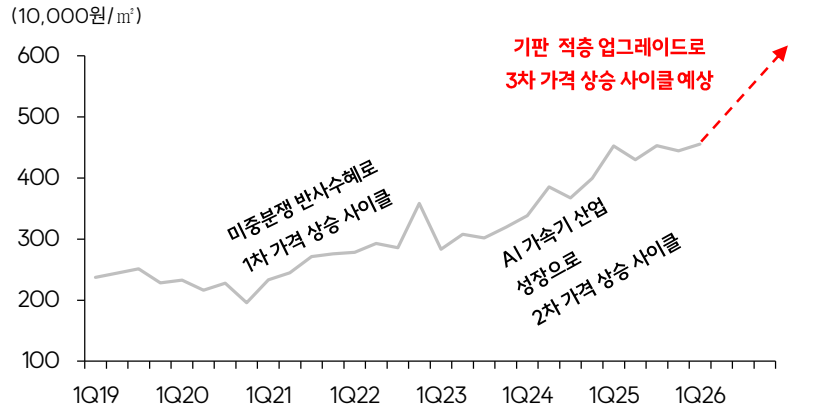

자료: 산업자료, SK 증권

이수페타시스 기판별 공정수 차이



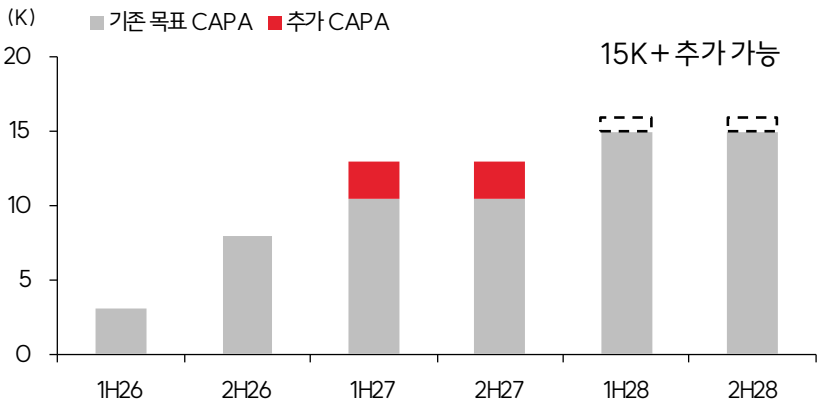

자료: SK 증권 / 주: 적층, 도금, 외층, VIA 공정 기준

이수페타시스 ASP(평균판매가격) 추이




자료: Dart, SK 증권 추정

이수페타시스 다중적층 목표 CAPA




자료 : QuantiWise, SK 증권

SK securities Research Signature

# 배터리

## 업황의 핵심 변수는 가동률

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

## 배터리: 업황의 핵심 변수는 가동률

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

2026 년 상반기 배터리 업종은 ESS 모멘텀과 흑자전환 기대로 반등 흐름이 견조했다. 중동 지정학 리스크에 따른 유가 상승이 전기차 수요 회복 기대로 연결되며 매수세가 집중됐다. 그러나 5 월부터 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 3 사의 글로벌 점유율은 25 년 1 분기 19%에서 26 년 1 분기 15%로 하락했다.

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

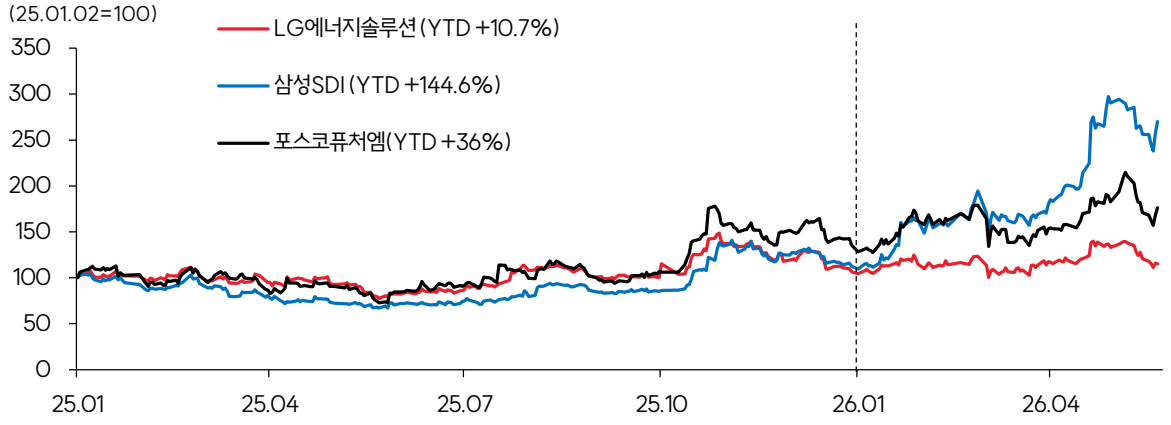
ESS 배터리 수요는 2024 년 > 2026 년(F), 2 년 CAGR 약 27%의 고성장이 예상되며, 26~30 년에도 글로벌 CAGR 약 20%, 미국 약 25%로 이어진다. 다만 EV 배터리 수요 전망치가 26 년 기준 약 400GWh 하향된 반면 ESS 상향 폭은 100GWh 수준에 그쳐, ESS 성장만으로 EV 부진을 상쇄하기에는 한계가 명확하다. LFP 전환에서도 인산철(FP) 전구체 조달이 병목이다. 원료는 중국이 쥐고 있고 가격은 고객이 누르는 구조에서, 국산화 없이는 LFP 사업의 수익성 자체가 성립하지 않는다. ESS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

중국과의 격차는 점유율을 넘어 기술 영역으로 확장되고 있다. CATL 은 올해 하반기 양산 소듐배터리의 첫 차량 탑재를 목표한다. LFP 에서 한 발 늦었던 패턴이 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.**

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

배터리 기업들의 주가는 연초부터 특히 턴어라운드 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 5 월부터는 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 OEM 도 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 3 사의 글로벌 점유율은 25 년 1 분기 19%에서 26 년 1 분기 15%로 하락세가 이어지고 있다.

2026 년 배터리 대형주 주가 추이

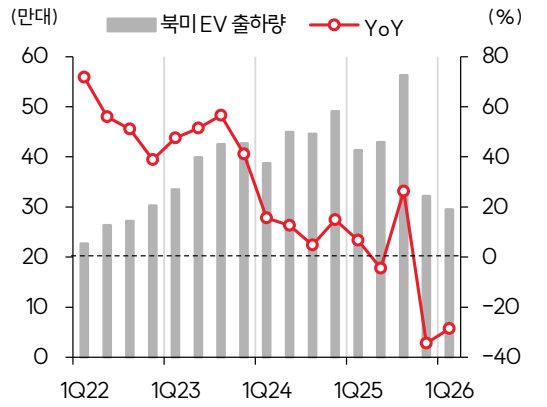



자료: QuantiWise, SK 증권

글로벌 EV 출하량

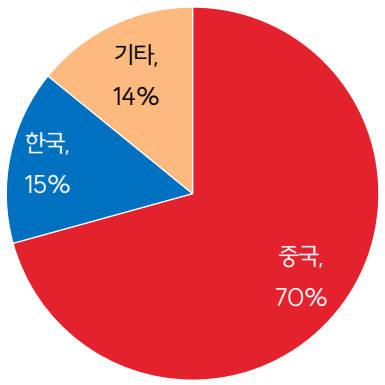
자료: Marklines, SK 증권

북미 전기차 출하량



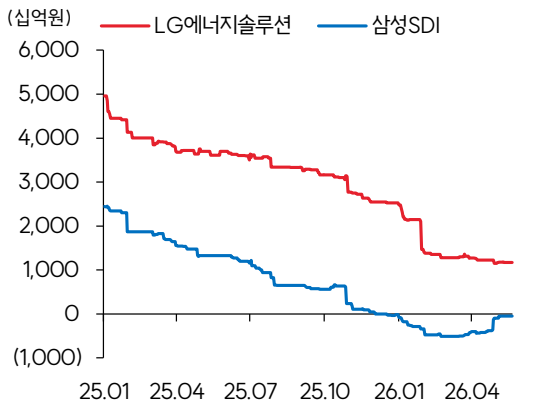

자료: Marklines, SK 증권

글로벌 EV 배터리 점유율 (26 년 1 분기)



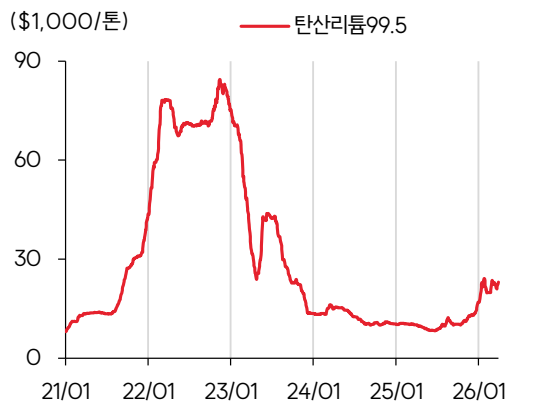

자료: SK 증권

2026 년 대형주 영업이익 컨센서스 추이




자료: Quantiwise, SK 증권

탄산리튬 가격 추이




자료: Bloomberg, SK 증권

수산화리튬 가격 추이

자료: Bloomberg, SK 증권

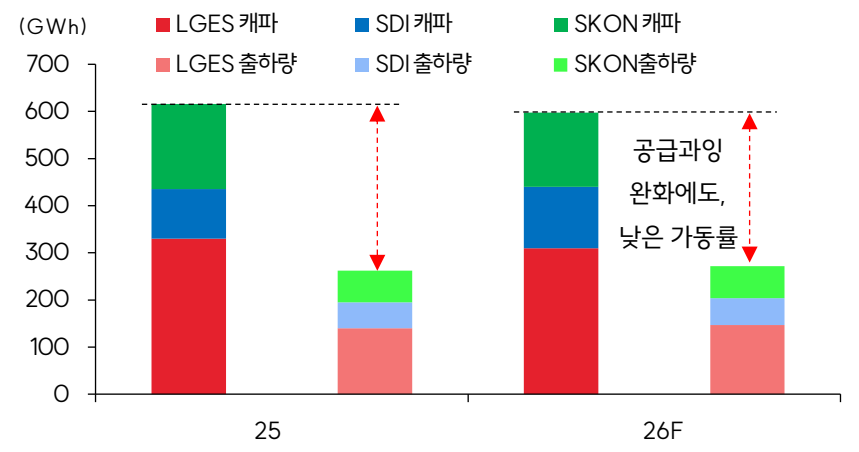
## 26 년 하반기 전망: IT 제조업 수익성의 핵심은 가동률

### 1) 2026 년에도 공급과잉 강도 완화. 그러나 저조한 가동률

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

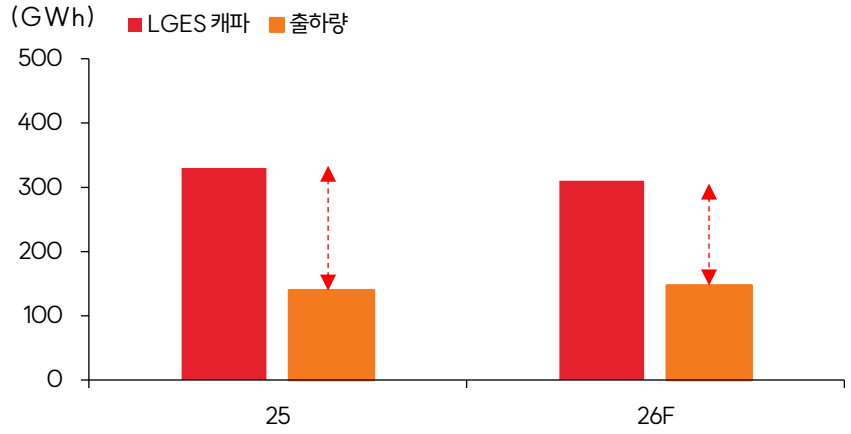
다만 IT 제조업의 핵심은 가동률이다(배터리도 IT 부품이다). 올해도 가동률 회복이 미미하다. ESS 에서의 증분을 고려해도 대다수의 하반기 가동률은 40~70% 후반대 수준에 머무를 전망이다. 하반기 가동률 반등이 가장 가파를 영역에 주목해야 하며, 셀메이커보다는 배터리 소재사·장비사가 유망하다. 그 중에서도 알루미늄박과 동박이 최선호다.

**글로벌 출하량 성장률**



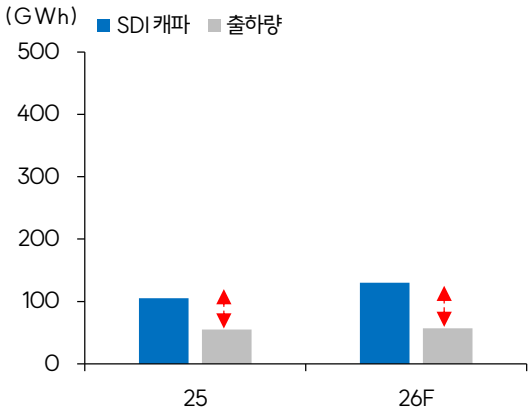

자료: 산업자료, SK 증권 추정

LG 에너지솔루션, 배터리 수급 전망



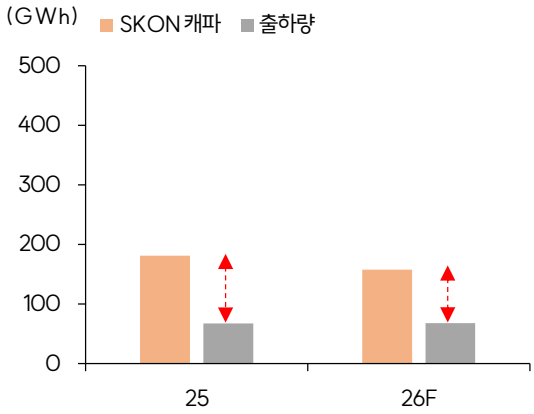

자료: 산업자료, SK 증권

삼성 SDI, 배터리 수급 전망




자료: 산업자료, SK 증권

SK On, 배터리 수급 전망

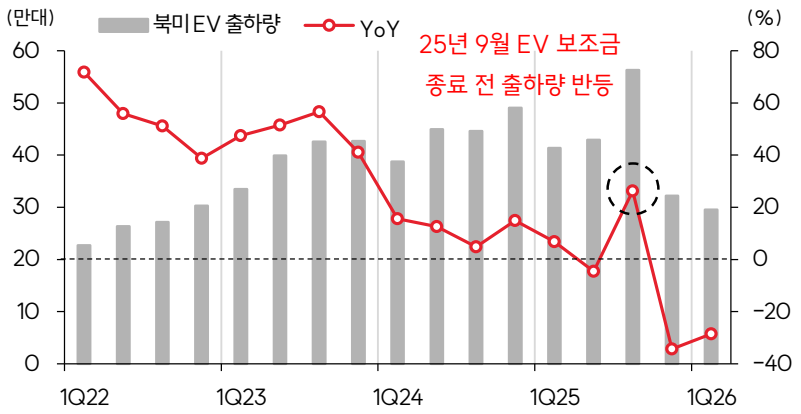



자료: 산업자료, SK 증권

## 문제는 북미 EV 시장

국내 셀메이커의 가장 큰 문제는 미국 EV 출하량 둔화다. 미국 트럼프 행정부는 25 년 9 월말 전기차 구매보조금(7,500 달러) 지급을 종료했다. 보조금 종료 직전 GM·포드·현대차 등 주요 OEM 의 막판 출하 압박을 마지막으로, 미국 전기차 출하량은 부진한 상황이다. 26 년 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 2025 년 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 2025 년말 종료 포함 |
| 2025-06-03 | 미 상원 재정위원회, EV 보조금 종료 초안 발표 및 채택 (법안 통과 후 180 일 이내) |
| 2025-06-28 | 미 상원, 최종 초안 발표: EV 보조금 2025 년 9 월 30 일 종료로 합의 |
| 2025-07-01 | 미 상원, OBBBA 법안 가결: EV 보조금 2025 년 9 월 30 일 종료 |
| 2025-07-03 | 미 하원, 상원 OBBBA 수정안 수용 및 재표결 가결 |
| 2025-07-04 | 트럼프, OBBBA 법안 서명으로 최종 발효: EV 보조금 2025 년 09 월 30 일 종료 |
| 2025-09-30 | 북미 EV 보조금 실효 종료 |
| 2025-10-01 | 취득한 EV 는 원칙적으로 연방 EV 세액공제 적용 불가. 단, 2025 년 9 월 30 일 이전 구속력 있는 구매계약 및 지급이 있으면 일부 인정 |

자료: 각 사, 언론종합, SK 증권

## 2) ESS 의 잠재력과 한계

### ESS 시장 성장세 전망

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

그러나 이 성장세로도 EV 시장의 부진을 상쇄하기에는 부족하다. 전기차용 배터리 수요는 2025 년 1,075GWh > 2026 년 1,210GWh 로 전망되는데, 이는 2 년 전 전망 대비 각각 약 200GWh, 400GWh 낮아진 수준이다. 반면 ESS 시장 전망치는 26 년 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

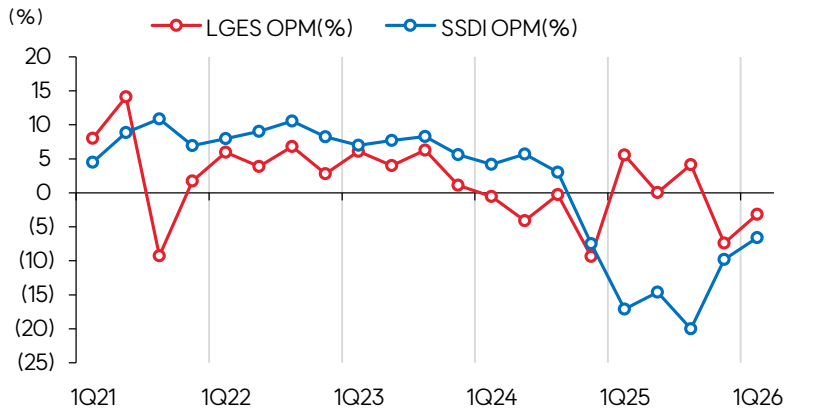
## LFP 의 진짜 병목, FP 전구체

LFP 양극재 사업의 성패는 인산철(FP) 전구체 조달/국산화에 달려 있다.
ESS 고객사들에 이어 전기차 고객사들도 국내 셀메이커와 양극재 업체들에 LFP 를 요구한다. 배터리의 가성비 외에도 단가 인하의 수단으로 국내사들의 비주력 폼팩터를 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 OEM 과 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

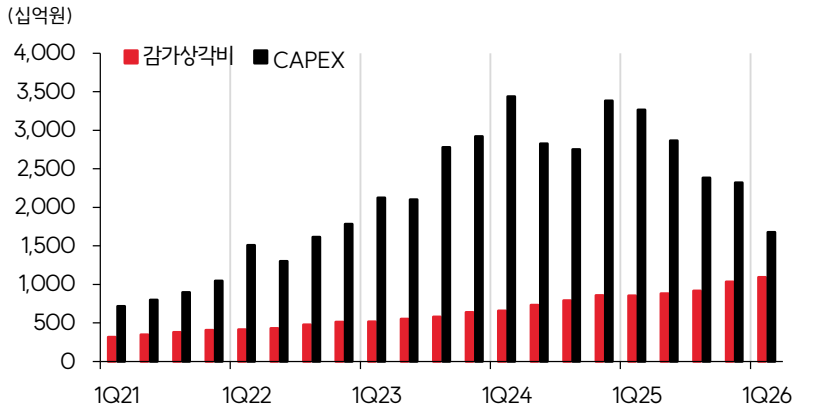
ESS 배터리의 두 자릿수 영업이익률은 담보된 약속이 아니다. 일각에서 ESS 배터리는 EV 용과 달리 10~20%대 고수익성이 가능하다고 주장하나, 높은 영업이익률을 확신하기 어렵다. ① 문제는 ESS 와 EV 배터리 셀의 근간이 다르지 않다는 것이다. EV 셀 캐파는 ESS 캐파로의 전환 여력을 의미한다. 국내 셀 3 사는 모두 북미에 대규모 추가 가동 여력을 보유하고 있다. 미가동 상태로 감가상각이 본격 반영되지 않은 캐파다. 즉, 셀 3 사 간 가동률 확보를 위한 수주 경쟁이 심화될 수 있음을 의미한다. 가격 경쟁력 확보 여부가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

국내 배터리셀 영업이익률 추이



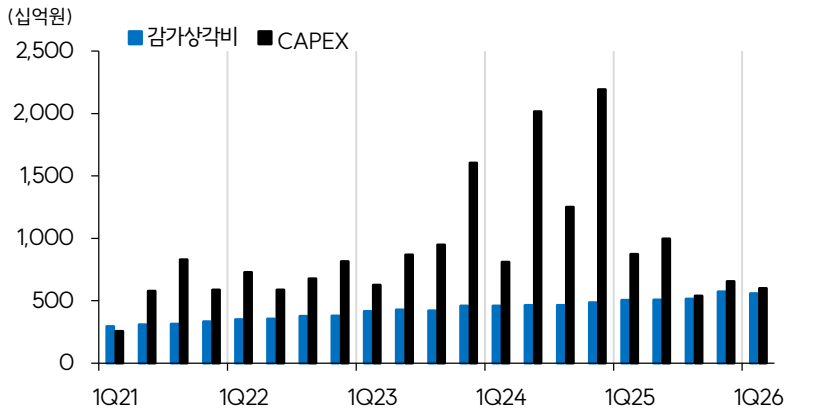

자료: Quantiwise, SK 증권

LG 에너지솔루션 감가상각비 및 CAPEX 추이




자료: Quantiwise, SK 증권

삼성 SDI 감가상각비 및 CAPEX 추이




자료: Quantiwise, 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.

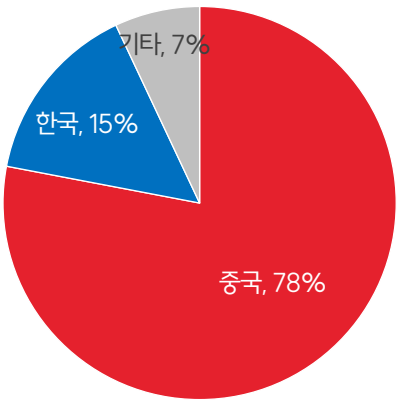
중국과의 격차는 점유율에서 먼저 드러난다. 24 년 글로벌 전기차 배터리 시장에서 중국의 점유율은 60% 후반대였으나, 현재는 70% 후반대로 올라섰다. 한국 업체들의 주요 고객사 내 입지가 그만큼 좁아지고 있다는 뜻이다.

더 우려스러운 부분은 소듐배터리 영역이다. CATL 은 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 1 년 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 |
| | 덕산테코피아 | 374 | 507 | 74 | 28 | 44.5 | 36 | 60 | 81 |
| | 켐트로스 | 48 | 127 | 38 | 6 | 3.5 | 67 | 6 | 17 |
| 동박 | SKC | 3,264 | 233 | 1,402 | 542 | 182.8 | 73 | 1,861 | 133 |
| | 롯데에너지머티 | 287 | 23 | 1,242 | 73 | 174.0 | 474 | -173 | -14 |
| | 솔루스첨단소재 | 841 | 128 | 655 | 36 | 10.1 | 41 | 564 | 86 |
| 분리막 | 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 |
| | 더블유씨피 | 728 | 117 | 619 | 12 | 0.0 | 36 | 642 | 104 |
| 알루미늄박 | 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 |
| | 포스코퓨처엠 | 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 |
| | 덕산테코피아 | 179 | 132 | 51 | 70 | 53 | -36 | -6 | 18 |
| | 켐트로스 | 42 | 16 | 0 | 3 | 22 | -10 | 3 | 0 |
| 동박 | SKC | 185 | 2,588 | 1,260 | 814 | 31 | -599 | -84 | 118 |
| | 롯데에너지머티 | 11 | 137 | 44 | 13 | 9 | -52 | -37 | 5 |
| | 솔루스첨단소재 | 95 | 620 | 55 | 244 | 39 | -177 | 0 | 18 |
| 분리막 | 창신신소재 | 58 | 2,254 | 714 | 1,242 | 55 | -124 | 413 | 48 |
| | SK 아이이 | 65 | 1,171 | 760 | 117 | 10 | -109 | -74 | 23 |
| | 더블유씨피 | 107 | 661 | 450 | 126 | 19 | -179 | -47 | 19 |
| 알루미늄박 | 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 |
| | 포스코퓨처엠 | 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 | 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 |
| | 덕산테코피아 | 307 | -36.3 | N/A | 4.0 | 3.1 | N/A | N/A | 8.8 | N/A | N/A |
| | 켐트로스 | 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: AI 가 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 5 개 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 | CCL | MLB | 고객사 |
|---|---|---|---|
| • 롯데에너지머티<br>• Mitsui<br>• 솔루스첨단소재 (매각예정)<br>• Furukawa<br>• Cotech<br>… | • Panasonic<br>• 두산전자<br>• EMC<br>• TUC<br>… | • 이수페타시스<br>• GCE<br>• TTM<br>• WUS<br>• Victory Giant<br>• Unimicron<br>• 대덕전자<br>… | • Nvidia<br>• Amazon<br>• Google<br>• Meta<br>• Intel<br>• AMD<br>• Arista<br>• Cisco<br>• Juniper<br>… |

자료 : SK 증권

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

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

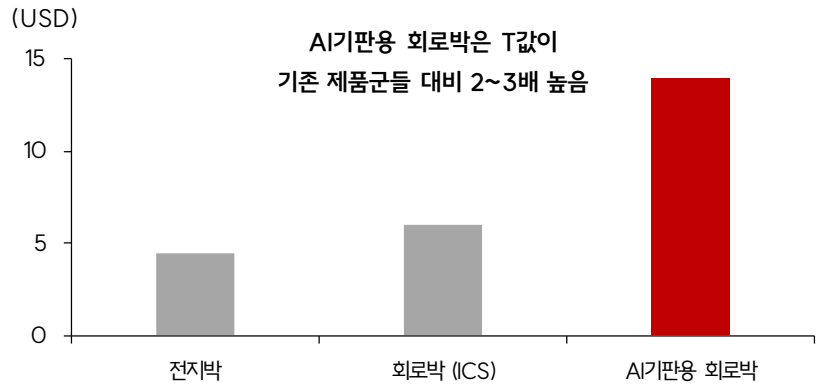
배터리 전지박 중심의 동박 기업들에도 새로운 생존 전략이 열리는 국면이다.

**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 | 미쯔이 독과점 |
| 전지박 | 배터리용 | EV | 공급 초과잉 | 중국 vs K-3 사 |
| | | ESS | 공급 과잉 | EV 용과 유사 |

자료: SK 증권

**동박, 제품별 T Value 비교 (per kg)**




자료: SK 증권 추정

## 2026 년 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
- PCB 와 CCL 동박 국산화 벤더이며, 일본 과점 경쟁사(Mitsui)는 증설에도 공급 부족 예상. 국내사도 소극적인 상황
- 글로벌 고객사(PCB/CCL) 증설 싸이클 도래하며, 국내 외 대만과 일본 CCL 에게도 유력한 회로박 조달처가 될 것

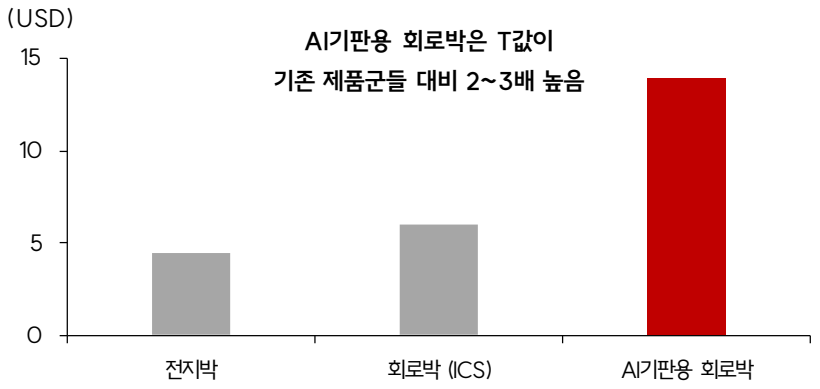
| Company Data | | 투자지표 | 단위 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 현재주가 | 60,100 원 | 매출액 | 십억원 | 809 | 902 | 678 | 905 | 1,467 | 2,109 |
| 시가총액 | 3,147 십억원 | 영업이익 | 십억원 | 11.8 | -64.4 | -145 | -27 | 101 | 223 |
| | | 순이익 | 십억원 | -32.5 | 6.3 | -158 | -24 | 103 | 225 |
| 발행주식 수 | 5,237 만주 | EPS | 원 | -979 | 625 | -3,252 | -468 | 1,963 | 4,294 |
| 주요 주주 | | PER | 배 | N/A | 173 | N/A | N/A | 30.6 | 14.0 |
| 롯데케미칼(외 12) | 46.97 % | PBR | 배 | 1.4 | 0.8 | 1.0 | 1.9 | 1.8 | 1.6 |
| 스틱스페셜 | 11.94 % | EV/EBITDA | 배 | 33 | 12 | N/A | 56.2 | 18.5 | 10.6 |
| 외국인 지분율 | 9.36 % | ROE | % | -2 | 0 | -11 | -1.5 | 6.1 | 12.2 |

### 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, 2 분기부터 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)

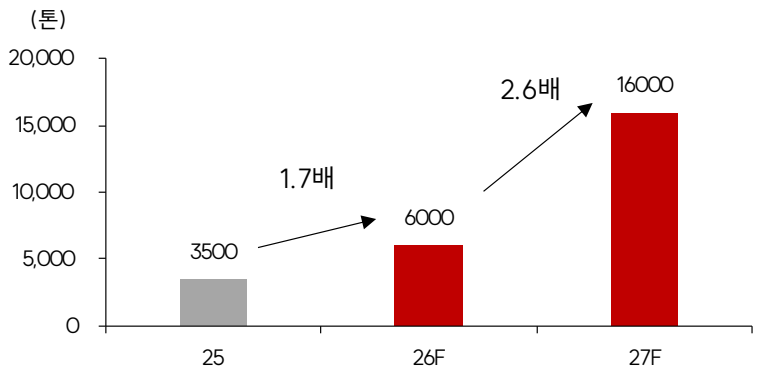
| Company Data | | 투자지표 | 단위 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 현재주가 | 96,400 원 | 매출액 | 십억원 | 253 | 312 | 268 | 252 | 271 | 372 |
| 시가총액 | 1,458 십억원 | 영업이익 | 십억원 | 15 | 23 | 4 | -10 | -18 | 9 |
| | | 순이익 | 십억원 | 12 | 17 | 3 | -9 | -25 | 8 |
| 발행주식 수 | 1,512 만주 | EPS | 원 | 1,105 | 1,564 | 236 | -636 | -1,692 | 507 |
| 주요 주주 | | PER | 배 | 24 | 26 | 451.3 | N/A | N/A | 96.7 |
| TOYO Aluminium | 32.88 % | PBR | 배 | 2.4 | 3.3 | 12.1 | 3.9 | 2.7 | 3.3 |
| Toyota Tsusho | 9.92 % | EV/EBITDA | 배 | 13 | 17 | 11.8 | 31.0 | N/A | N/A |
| 외국인 지분율 | 37.83 % | ROE | % | 10 | 13 | 268 | 252 | 271 | 3.5 |

동박, 제품별 T Value 비교 (per kg)




자료: SK 증권 추정

롯데에너지머티리얼즈, 회로박 전환 조기 추진



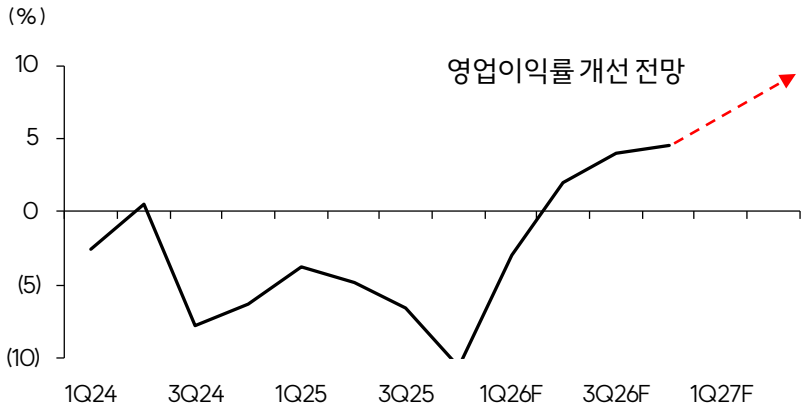

자료: 롯데에너지머티리얼즈, SK 증권

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

| 동박 | CCL | MLB | 고객사 |
|---|---|---|---|
| • 롯데에너지머티<br>• Mitsui<br>• 솔루스첨단소재 (매각예정)<br>• Furukawa<br>• Cotech<br>… | • Panasonic<br>• 두산전자<br>• EMC<br>• TUC<br>… | • 이수페타시스<br>• GCE<br>• TTM<br>• WUS<br>• Victory Giant<br>• Unimicron<br>• 대덕전자<br>… | • Nvidia<br>• Amazon<br>• Google<br>• Meta<br>• Intel<br>• AMD<br>• Arista<br>• Cisco<br>• Juniper<br>… |

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 Agent 를 사용하기 시작하면서 따라 변화했다. 올해 출시된 Coding Agent 들은 성능이 좋아졌을 뿐 아니라 자연어만 입력하면 일반인도 접근할 수 있게 범용성이 좋아졌다. 작년 9 억명 이상의 고객을 모은 ChatGPT 는 수익화에 대해 고민해야했지만 Coding Agent 는 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 Infra 로 귀결됐다. Coding Agent 의 무서운 생산성 제공은 기업용 소프트웨어 기업(B2B SW)들에게 큰 위협으로 인식됐다. 클라우드를 임대하는 AI 모델사가 돈을 벌자 기업들의 Capex 지속성에 신뢰가 생겼다. SW 는 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 Agent 이다. Claude 가 대부분의 기업들에 보급되고 나면 이후에는 업무용 Agent 로의 진화가 필요하다. 이를 위한 배포팀(FDE)의 확보에 AI 모델사들은 집중 중이다. 소비자용 Agent 는 Shopping Agent 가 하반기 출시될 예정이다. 아직까지 개인들은 '생산성 도구'로서 Agent 를 활용하고 있으나 일상이나 놀이로써 Agent 가 확산되지는 못한 상황이다. 두 변화 모두 Agent 수요를 크게 늘릴 것으로 보인다.

Coding Agent 와 이어지는 업무용 Agent, 소비자용 Agent 모두 데이터센터(DC) 변화를 요청한다. Agent 보급에서 수혜를 볼 Infra, Cloud 기업들에 주목이 필요하다. Amazon 과 Intel 이 가장 적합한 플레이어로 판단된다. Intel 은 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.

## 2026 년 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.

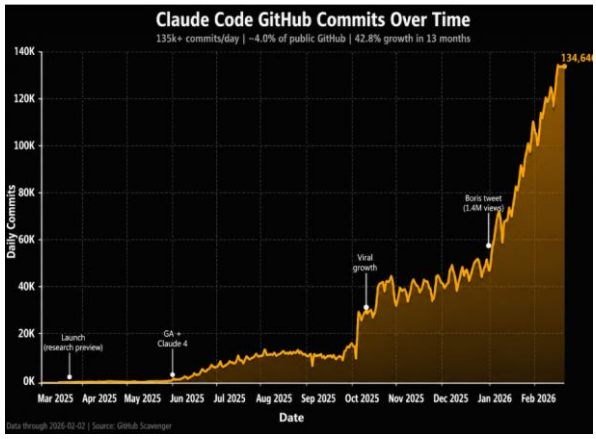
2026 년 Anthropic 은 Claude Cowork 를, OpenAI 는 Codex 5.3 를 App 으로 출시했다. 모두 코딩 특화 모델(Codex, Claude)을 사용자가 접근하기 쉽게 성능 및 UI/UX 를 개선한 Application 단계까지 제공한다. Codex 5.3 으로 성능 개선된 후 Codex macOS 앱은 출시 1 주일 만에 1M+ 다운로드를 기록하였고, 전체 Codex 사용자가 60% 증가했다. Claude Code 는 연말 대비 사용자 다운로드 및 업데이트 수 가 129%, Codex 는 1484% 증가했다.

주요 3 사 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 |

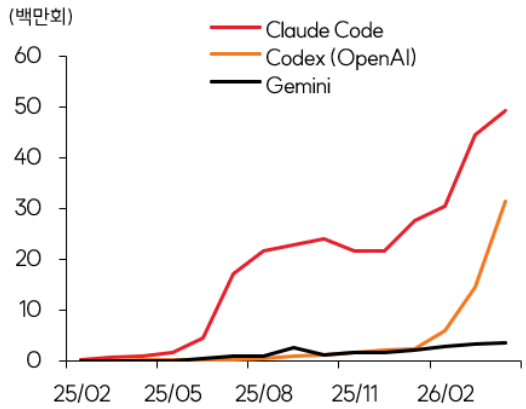
자료: SK 증권

Github 내 Claude Code 사용(commit) 횟수



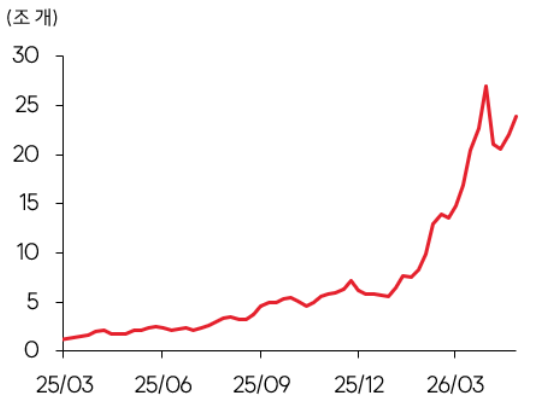

자료: Semianalysis, SK 증권

주요 Coding Agent 다운로드, 업데이트 횟수 추이




자료: NPMjs, SK 증권

OpenRouter Token 사용량 추이



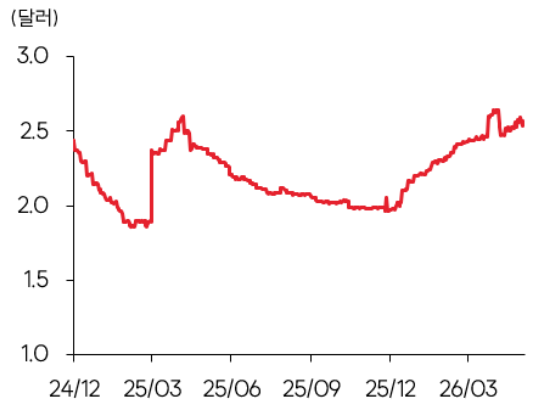

자료: OpenRouter, SK 증권

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

추가로 1월 OpenClaw 가 크게 바이럴되며 코딩 봇 관심도가 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.

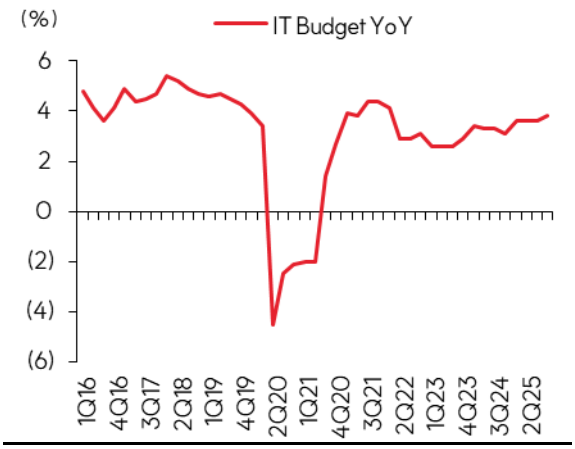
Coding Agent 이후 업무용 Agent 도래가 전망된다. 2023 년 ChatGPT 가 개인에게 바이럴된 이후 보안, 데이터 정렬, RAG 등 여러 개선들을 토대로 기업 도입이 이루어졌다. Coding Agent 역시 AI 제품으로서 B2B 판매를 촉진시키는 중이다. OpenAI 와 Anthropic 모두 기업용 Agent 도입을 위해 Palantir Like 모델 도입 인력을 채용, JV 를 설립 중이다. OpenAI 는 $4B 초기 투자를 받아 Deployment Company 라는 자회사 출범, 이후 AI 컨설팅사인 Tomoro 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

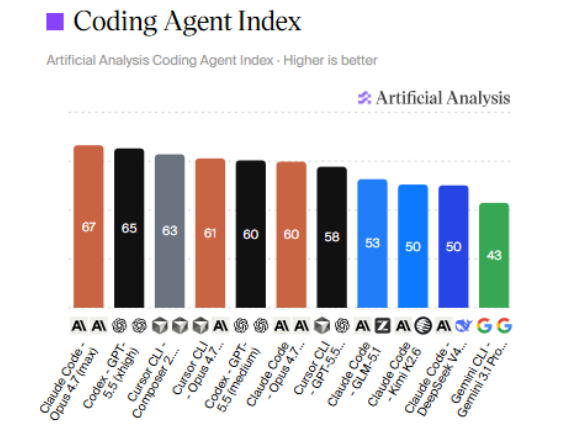
Coding Agent 수요 급증은 AI 밸류체인 곳곳에서 다음 현상들을 만들어냈다.

**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

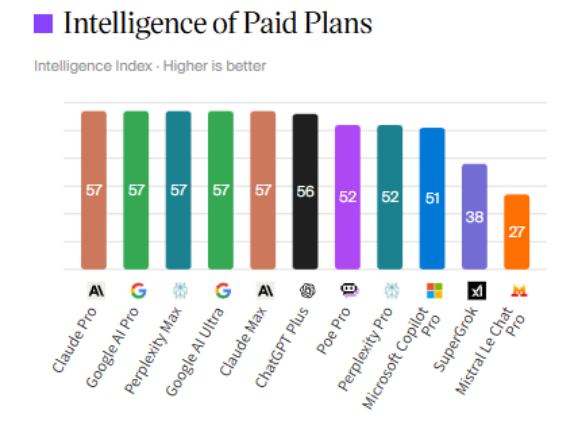
Chatbot 과 다르게 Coding Agent 는 사용량당 과금이 가능한 구조로 설계됐다. Anthropic 은 작년 12 월 대비 ARR(월 매출 x12)이 5.3 배, OpenAI 는 1.8 배 증가했다. Anthropic 은 매출 급증과 함께 GPM 이 기존 40%에서 70%를 상회하는 수준으로 급증했다. OpenAI 의 수익성도 개선됐을 것으로 추정된다. ChatGPT 사용자는 연말 WAU 9 억명 수준에서 아직 10 억명 달성과 관련된 얘기가 없다. 수익이 나는 Coding Agent 와 미래 사업인 업무용 Agent(Frontier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

**주요 Coding Agent 성능 추이: 아직 차별화 존재**



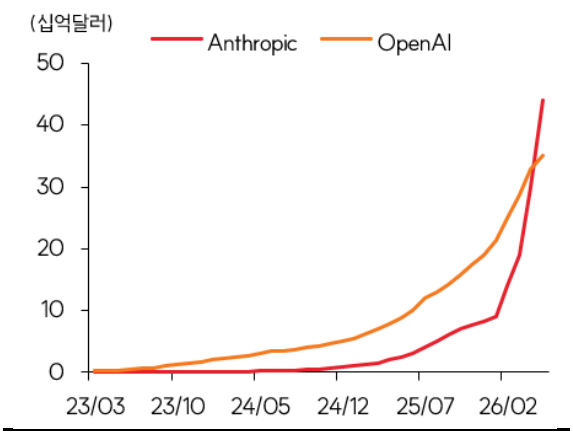

자료: Artificial Analysis, SK 증권

**주요 LLM 성능 추이: 상위 모델들 유사**



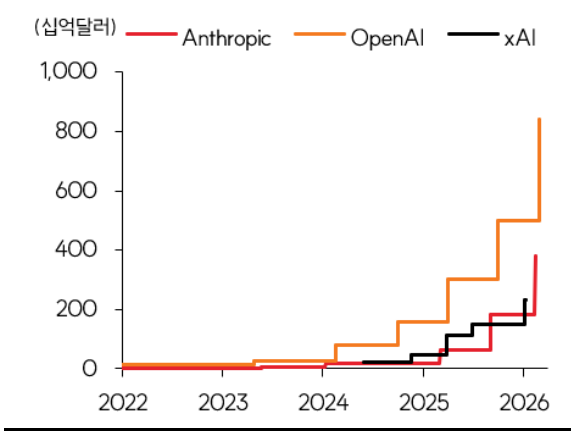

자료: Artificial Analysis, SK 증권

**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 700 명 (전체 직원의 14%) 감원 계획을 발표했다. Cloudflare 는 AI 사용량이 3 개월 만에 600%+ 증가, 1,100 명(전체 직원 20%) 감원한다고 발표했다. 내부에는 생산성이 100 배 상승한 직원도 존재한다고 밝혔다. Block 은 intelligence tool 을 직접적 이유로 거론하며 4,000 명(전체 40%) 감원을 발표했다. Shopify 는 AI 도입으로 인해 영업/마케팅·R&D 비용 비중이 낮아지며 영업이익률 4%p 개선됐다고 언급했다.

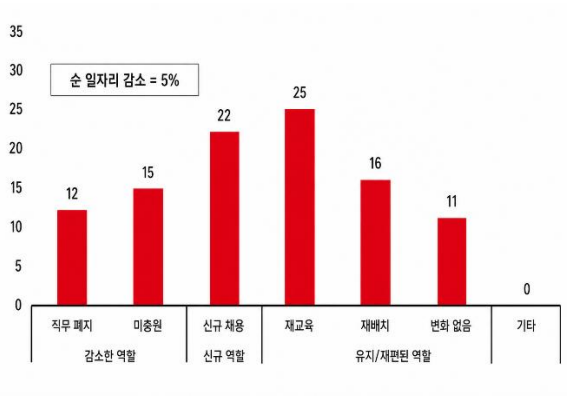
3) CSP 실적 개선 및 AI Capex 정당화

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 훈련 수요 또한 견조하다는 전망이 지배적이다. 클라우드 3 사의 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

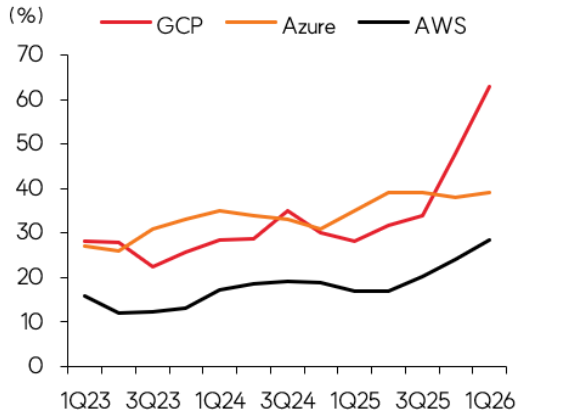
AI Labs 들의 관심이 챗봇에서 Coding Agent 로 이동하자, 빅테크들의 광고 사업부의 성장률이 상승했다. Google 의 경우 ChatGPT WAU 가 9 억명 이상임에도 구글링 횟수가 1Q26 역대 최대를 기록했다. Meta 와 Amazon 역시 앱의 방문 횟수, 노출 시간, 광고 적중률이 모두 성장 중이다. OpenAI 가 Chatbot 내 수익화에 집중했다면 일부 매출의 훼손이 가능했었을 것으로 추정된다.

### 최근 12 개월 AI 도입 기업들의 고용 현황



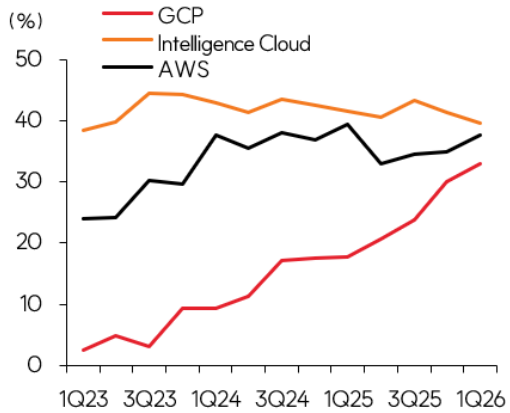

자료: MorganStanley, SK 증권

### CSP 3 사 매출액 성장률 추이



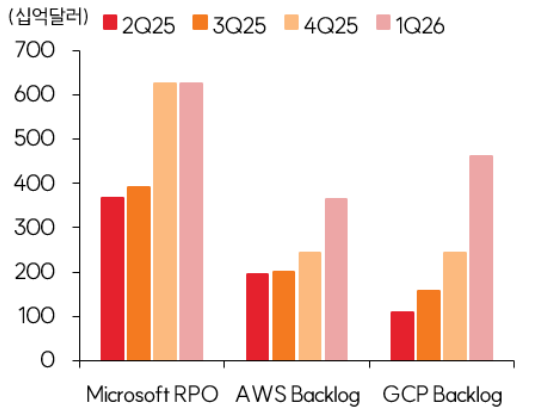

자료: Bloomberg, SK 증권

### CSP 3 사 영업이익 성장률 추이



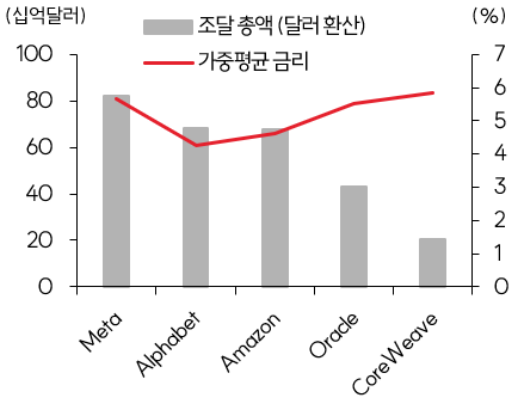

자료: Bloomberg, SK 증권

### CSP 3 사 수주잔고 추이



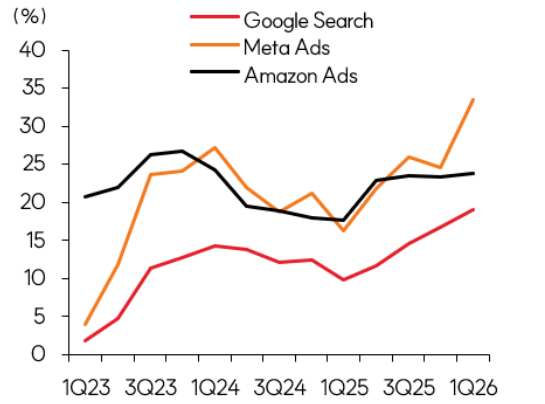

자료: 각 사, SK 증권 / 주: Microsoft 는 비클라우드 매출 포함

### 2025 년 이후 채권 발행 및 금리



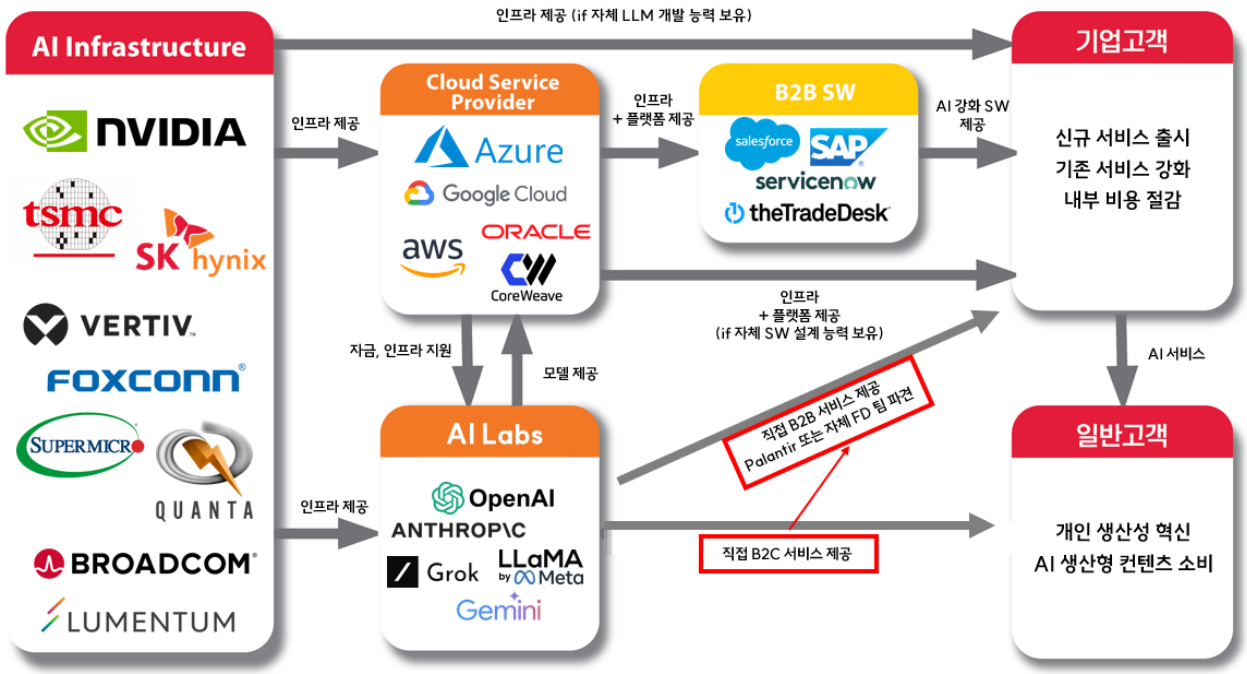

자료: 언론 종합, SK 증권

### 빅테크 광고 사업부 성과




자료: Bloomberg, SK 증권

AI 서버(GPU 서버) 밸류체인 흐름도



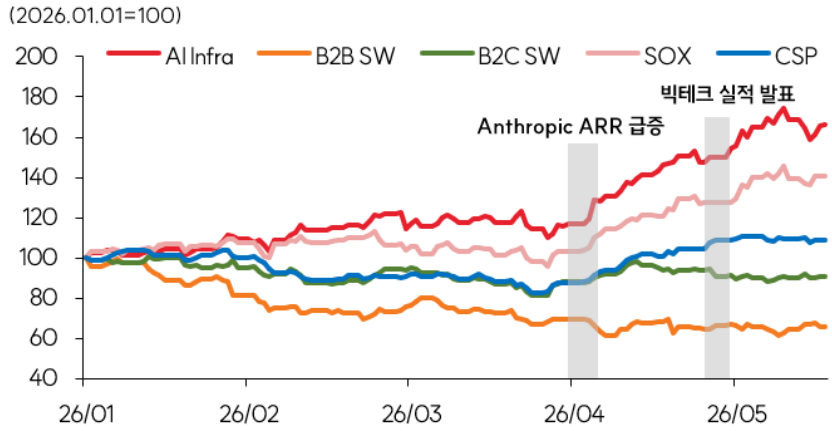

자료: SK 증권

### 3. 주식 시장은 Infra 집중 지속

**Coding Agent 에 대한 주식 시장의 결론은 AI Infra**

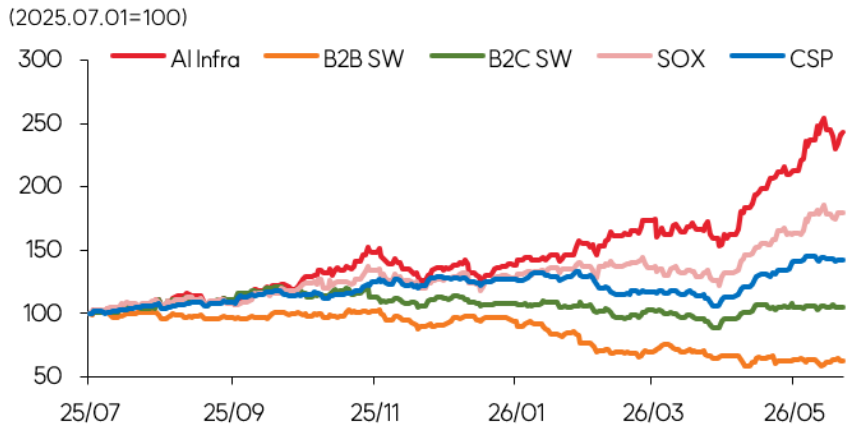
주식 시장에서 Coding Agent 수요 급증은 AI Infra 주식의 상승으로 연결됐다. AI Labs 의 수익화가 결국 빅테크 AI 의 ROIC 논란을 잠재우고 Capex 지속성을 높여줬기 때문이다. Anthropic 의 피해주 인식이 확산됐던 B2B SW 기업들의 주가는 하락세를 보였다. 뚜렷한 성과를 보여준 AI 서비스 상장사가 부재해 비상장 전방(OpenAI, Anthropic, xAI)의 확산과 경쟁을 위한 인프라 주식들이 상승했다.

**2026 년 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

**2026 년 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

## 2026 년 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.

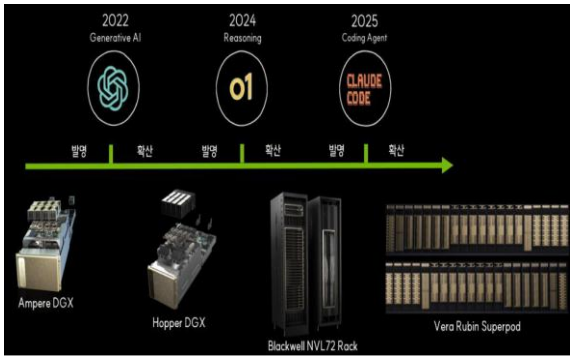
### 1. 3 세대 DC 로의 전환

**3 세대 DC 로의 전환**
**OpenAI, Nvidia 모두 주목**

주력 AI 제품이 Chatbot 에서 Agent 로 변화하면서 DataCenter 구성품이 변화 중이다. DC 를 크게 3 개 세대로 구분 가능하다. 2015 년부터 클라우드 컴퓨팅을 위한 CPU 위주의 DC 를 1 세대, 2022 년부터 LLM 의 훈련, 추론 목적으로 증설했던 GPU 위주의 DC 가 2 세대이다. 현재 Agent 대응을 위해 3 세대 DC 가 준비 중이다.

OpenAI 는 2023 년 1 월 2 세대 DC 를 Microsoft 와 독점 공급하는 계약(exclusive cloud provider)을 맺었다. 그러나 2026 년 2 월 Amazon 으로부터 투자를 받으며 AWS 의 서버 공급을 받기로 추가적인 계약을 맺었다. OpenAI 는 Amazon 이 기존 추론, 훈련형 Stateless DC 가 아닌 Agent 를 위한 Stateful DC 를 담당하게 된다고 설명했다. 가장 큰 인프라 수요자인 OpenAI 가 2 세대와 3 세대를 구분한 것이다. 3 월 진행된 GTC 2026 에서도 인프라 변화가 눈에 띈다. 2 세대 DC 의 주요 라인업이었던 Blackwell, Hopper 대비 Rubin 라인업은 랙 종류가 3 가지 늘어났다. LPU, CPU, STX Rack 이 출시됐다.

**주력 AI 제품과 AI 인프라 흐름**



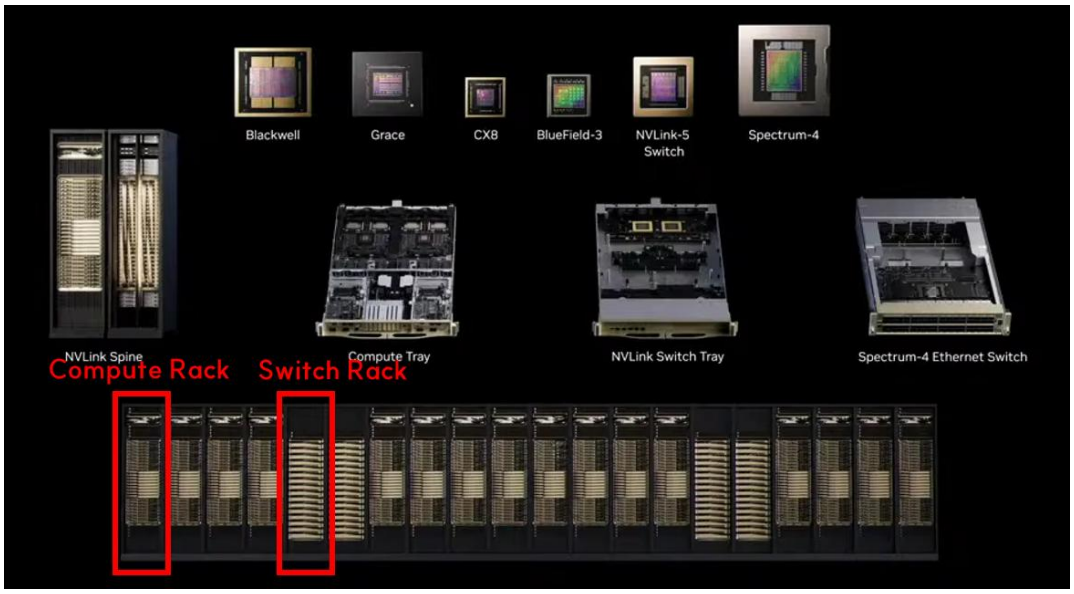

자료: SK 증권

**세대별 DC 구분 및 특징**

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

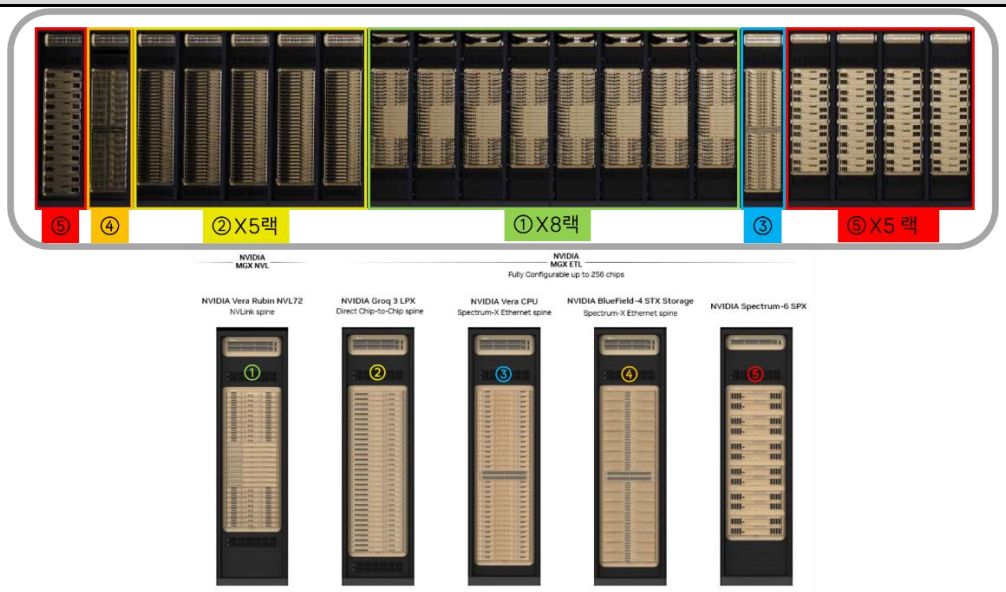
자료: SK 증권

2 세대 DC: Grace-Blackwell 랙 구성: 2 종류




자료: SK 증권

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




자료: SK 증권

1) 신규 프로세서: GPU 혼자 하기엔 Agent 는 복잡하다

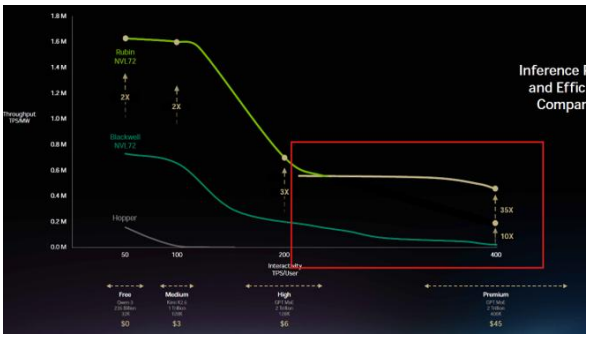
**SRAM 활용 프로세서**
**1) High TPS 구간 전성비 증가**
**2) Low Latency 달성 가능**
**3) 소비자향 서비스 확대 가능성**

3 세대 DC 에는 GPU 의 워크로드를 일부 분산하고 High TPS(Token Per Second) 서비스 위주의 대응을 맡을 SRAM 활용 칩들이 포진될 예정이다. 고도화된 Agent, 또는 빠른 서비스를 위해 대역폭 성능이 강화된 칩들이 인프라 SW 와 함께 동원된다. 대표적으로 Nvidia 의 LPU 와 5 월 신규 상장한 Cerebras 의 WSE-3 칩이 존재한다.

엔비디아는 GTC 를 통해 향후 SRAM 기반의 연산이 전체 연산량의 25% 수준을 차지할 것으로 전망했다. 리서치 기관 Semianalysis 는 2026 년 4 월 기준 자사 개발자들의 AI 활용에서 80% 이상의 토큰이 Fast 모델(추가 과금을 통해 높은 TPS 제공)에 집중돼있다고 밝혔다. 더 높은 모델인 Opus 4.7 에 Fast 모델이 부재하자 Opus 4.6 에서 업그레이드하지 않는 개발자들의 현황도 포착된다. Cerebras 또한 S-1 을 통해 고지능만큼이나 빠른 서비스에 대한 수요가 높으며 이를 집중 겨냥할 수 있는 자사칩의 성능을 강조했다.

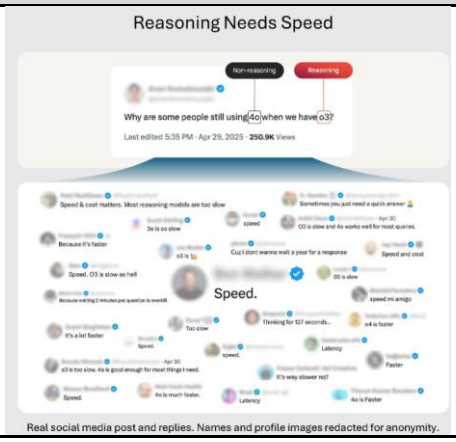
AI 서비스 확장 방향에 따라 필요 인프라는 지속 변화할 것이다. 그러나 빠른 서비스에 대한 요구는 지속 심화될 것으로 판단된다. 젠슨황은 실적발표를 통해 현재 SRAM 이 전체 연산에서 차지하는 비중은 매우 미미하며 당분간 10% 아래의 연산만을 담당하는 '니치 마켓'이 될 것으로 밝혔다. 그러나 시장의 수요는 다른 방향을 가리킨다. Coding Agent 에서 나아가 Consumer AI 제품이 보편화된다면 높은 TPS(= low latency)는 더 중요한 문제가 된다. 과거 Google, Amazon 등 많은 인터넷 기업들의 리서치에서 개인은 웹사이트의 퀄리티보다 Latency 에 더 민감하게 이탈률이 높아졌다. Google 은 Deloitte 와 작성한 보고서 Milliseconds Make Millions 에서 사이트 속도 0.1 초 개선이 구매 전환율은 8% 이상, 주문 금액을 9% 이상 증가시킨다고 연구한 바 있다.

**SRAM 활용 효과: High TPS 구간 전성비 대폭 증가**




자료: Nvidia , SK 증권

**Inference 내에서 속도 중요성을 강조한 Cerebras**




자료: Cerebras, SK 증권

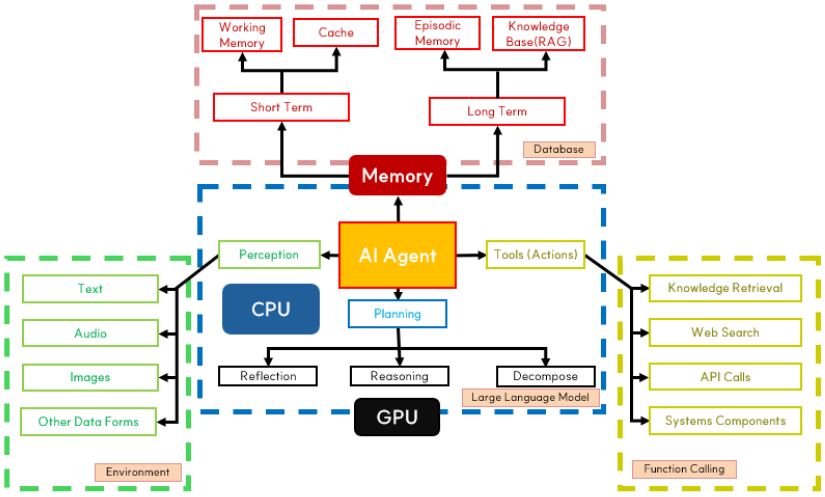
2) CPU: 필요 대비 물량 부족

**CPU**
**수요: 4 배 증가 혹은 그 이상**
**공급: 1H25 부터 TSMC Foundry 부족, 대안 파운드리 필요**

3 세대 DC 의 주요 변화점 중 하나는 CPU 의 역할 증진이다. Compute Rack 내에서 GPU 2: CPU 1 의 구성으로 활용됐다. 그러나 3 세대 DC 에서는 GPU 1: CPU N 개의 조합이 예상된다. 이에 대응하기 위해 Nvidia 는 CPU 만 최대 256 개 탑재가 가능한 CPU Standalone Rack 을 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 서버향 CPU TAM 을 $200B 금액으로 제시하며 기존 ARM($120B by 2030), AMD($100B by 2030)의 TAM 보다 높은 수치를 전망했다.

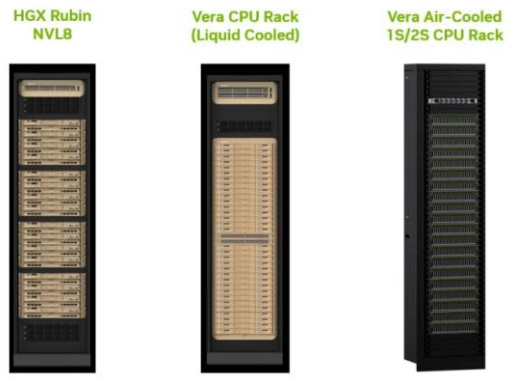
서버향 CPU 를 주목하는 추가적인 이유는 높아지는 수요(TAM 전망) 대비 공급이 제한적이기 때문이다. 선단 CPU 를 설계할 수 있는 기업은 Intel, AMD, ARM 그리고 ARM 의 IP 를 활용하는 빅테크(Nvidia, 서버 3 사) 정도다. Intel 을 제외하고는 현재 TSMC 파운드리에 전적으로 의존 중이다. 이에 높은 수요와 공급 제약에 따른 CPU 가격 상승이 필연적일 것으로 보이며, 여기에서 물량 대응이 가능한 업체로 자체 Fab 을 지닌 Intel 을 지속 주목한다. AMD 는 최근 삼성 파운드리와 관계 강화를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

**AI Agent 워크로드: CPU 는 파란색 영역(Perception, Planning, Tools) 담당**



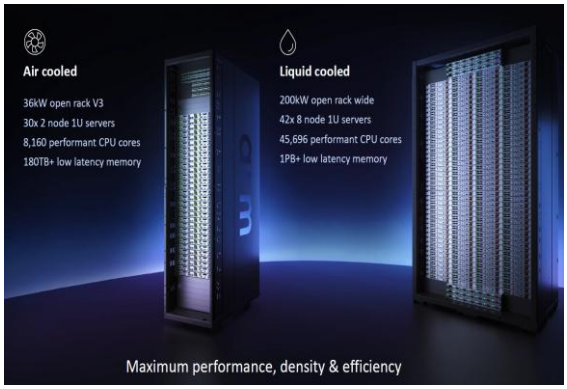

자료: 산업자료, SK 증권

### Nvidia CPU Standalone Rack



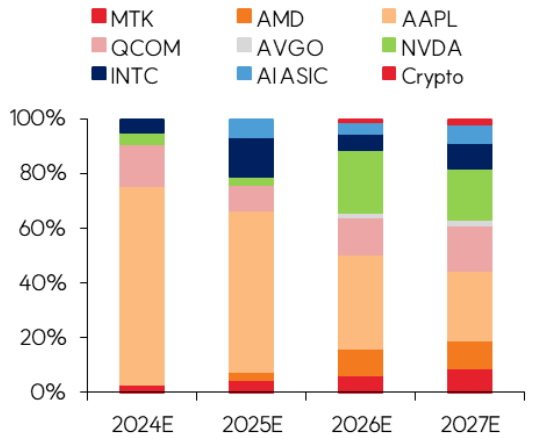

자료: Nvidia , SK 증권

### ARM CPU Rack



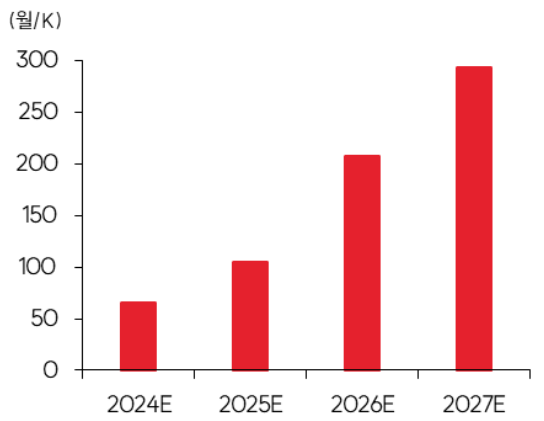

자료: Cerebras, SK 증권

### 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 | CC향 | 18A | 2H25 (CC)<br>1H26 예정 (서버) | <5% | ~30-50% | 수율 월 7-8% 개선 중<br>TSMC N2~3 나노 경쟁 |
| Fab 52 | 미국 애리조나 | 40 | CC향 +서버향 | | | | | |
| Fab 42 | 미국 애리조나 | 25 | CC향 +서버향 | Intel 7 | 2017 | ~55% | 공급제약 | 서버향 주력 라인<br>TSMC N6~7 계열 경쟁 |
| Fab 28 | 이스라엘 | 25 | 서버향 | | | | | |
| Fab 34 | 아일랜드 | 20 | CC향 +서버향 | Intel 4 | 2023 | ~10% | ~85-90% | FY26 비중 감소 예정<br>TSMC N5 경쟁 |
| | | | 서버향 | Intel 3 | 2024 | ~15% | 공급제약 | TSMC N3 경쟁 |
| Fab 27 | 미국 오하이오 | ~20 | 미정 | 14A | Fab 1: 2029~<br>Fab 2: 2030~ | - | - | 400만 $m^2$ 규모 (기존 15%)<br>TSMC A14 라인과 경쟁 |
| Fab 29 | 독일 | 미정 | 미정 | 14A | 미정 | - | - | 2025년 7월 공식 취소<br>TSMC A14 라인과 경쟁 |

자료: Intel, 언론 종합, SK 증권
주: CC = Client Compute, PC 및 노트북향

## 2. 하반기 본격화되는 Agentic Shopping

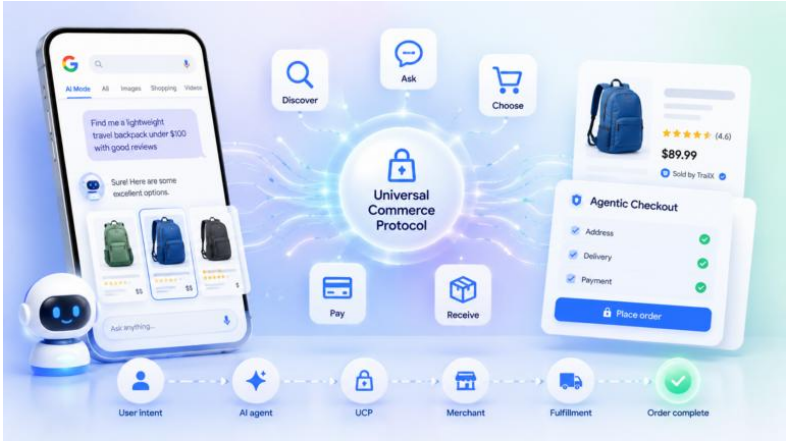
**UCP 로 기반 마련 하반기 본격 경쟁 시작**

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 30 개 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 Google 에서 추진한 UCP 로 통합되고 있다. Protocol 이 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 신경씀과 동시에 자사몰 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 가게와 대화하는 공통 언어

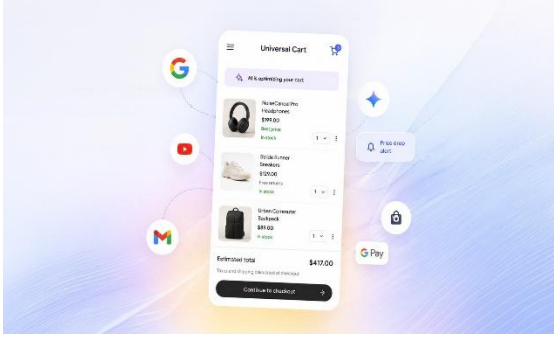



자료: 산업자료, SK 증권

### Google UCP Tech Council: UCP 방향 결정 위원회

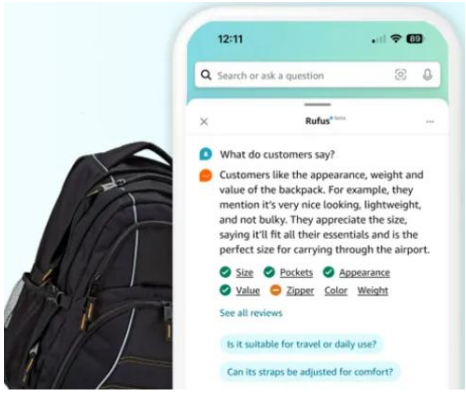
자료: Google, SK 증권

### Google: Universal Cart



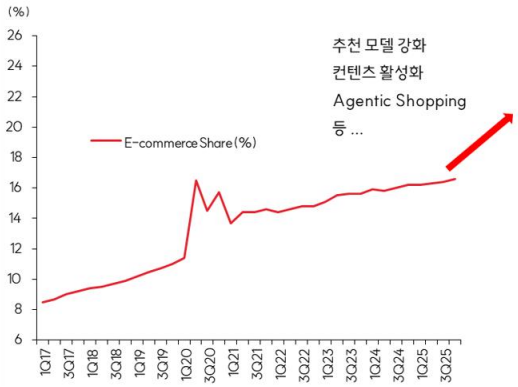

자료: Google, SK 증권

### Amazon Rufus: 자사몰 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)

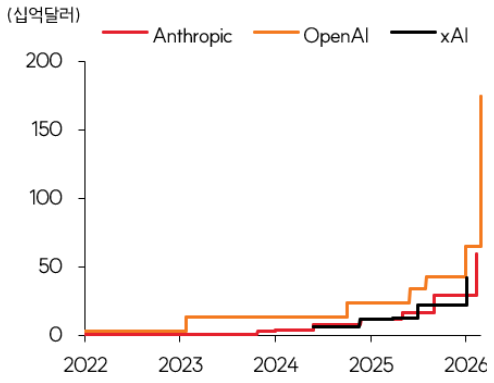
SpaceX 자회사이다. 현재 Colossus 1 에서 훈련된 Grok 5 모델을 주력으로 가지고 있다. 자체 플랫폼 x 를 제외하고 B2C 수요처가 제한적이다. Colossus 가 최근 Anthropic 에 일부 임대되면서 추론 수요 부족이 두드러졌다. 향후에는 일론 머스크의 Tesla 자율 주행차량, Optimus 로봇, 그 외의 제조업과 관련된 AI 모델에 집중한다는 계획이다. 현재 3 위 수준의 Coding Agent 를 운영하며 높은 수준의 개발자, 고품질 Coding Data 를 보유한 스타트업인 Cursor 인수를 진행 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 | 2029 년 이후 |

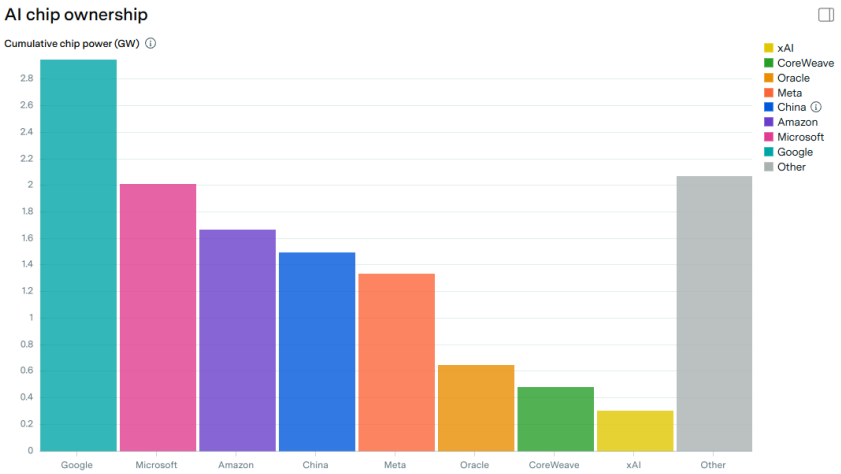
자료: 언론 종합, SK 증권

### 주요 AI Labs 누적 자본 조달 금액 (완료 건수 기준)



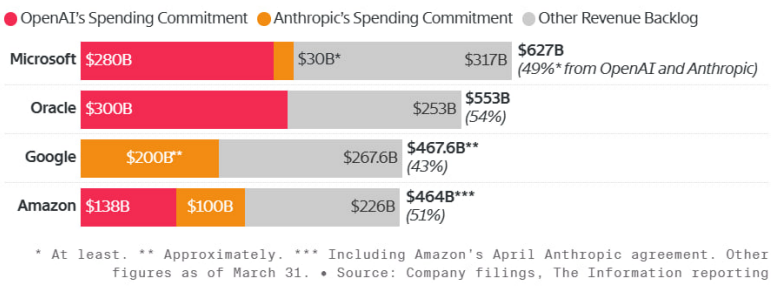

자료: Epoch AI, SK 증권

### 주요 AI Labs 칩 보유 현황 (1Q26 기준)




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

### 주요 클라우드사 수주잔고 내 비중




자료: TheInformation, SK 증권

## 2026 년 하반기 Top Picks

### 인텔 (INTC/US) – CPU 부족은 이제 시작

- Coding Agent 확산에 따라 AI DC 내 CPU 위상 증가. x86 + Nvidia 파트너십으로 서버향 CPU 의 확실한 포지션
- TSMC N2, 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(테라팹)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 | 십억달러 | 54.2 | 53.1 | 52.9 | 58.8 | 65.1 | 72.1 |
| 시가총액 | $595.6 B | 영업이익 | 십억달러 | 0.1 | -11.7 | -2.2 | 7.3 | 10 | 13.8 |
| | | 순이익 | 십억달러 | 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) – 3 세대 DC 에 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 | 십억달러 | 575 | 638 | 717 | 825 | 933 | 1035.1 |
| 시가총액 | $2,888 B | 영업이익 | 십억달러 | 37 | 69 | 80 | 104 | 131 | 165.4 |
| | | 순이익 | 십억달러 | 30 | 59 | 78 | 95 | 110 | 138.6 |
| 발행주식 수 | 10.8 B | EPS | 달러 | 3 | 5.7 | 7.3 | 8.8 | 10 | 12.9 |
| 주요 주주 | | PER | 배 | 92 | 48 | 38 | 26 | 23 | 18.6 |
| Bezos Jeffrey | 8.19 % | PBR | 배 | 14 | 10 | 7 | 5 | 4 | 3.4 |
| VANGUARD INC | 7.96 % | EV/EBITDA | 배 | 18 | 19 | 15 | 14 | 11 | 9 |
| 외국인 지분율 | | ROE | % | 17 | 24 | 22 | 20 | 18 | 18.1 |

# 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 탑픽으로 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 |
| 현대지에프홀딩스 | -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 |
| **9 개사 합산** | 53.5% | 65.8% | 59.0% | 49.2% | | | | |

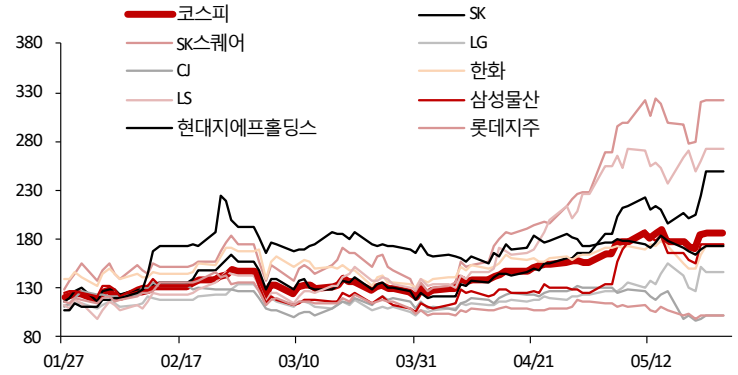
자료: SK 증권
주: PBR 은 FY0 기준(2020 년 이후 기준)

## 2026 년 상반기 Review

**지주회사 베타 상승으로 코스피 상승기 좋은 주가 수익률 기록**

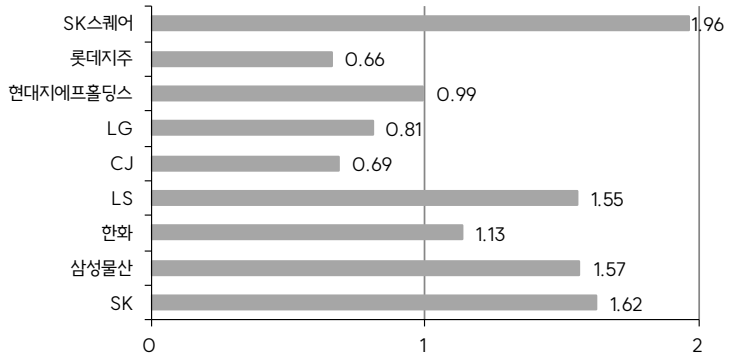
자회사 가치의 합으로 기업가치가 결정되는 지주회사의 주가 특성상 자회사 주가 변화에 후행하여 지주회사 주가가 움직인다. 따라서 주가 상승기에 지주회사는 시장에서 상대적으로 소외받는 것이 일반적이다. 하지만 최근 지주회사의 주가는 전통적인 흐름과는 차이가 있다. 코스피가 8,000pt 에 근접하는 등 빠르게 상승하는 가운데 지주회사 주가는 코스피 대비 높은 주가 상승을 보인 경우가 많았다. 이는 지주회사 베타를 통해서도 확인 가능하다. SK 스퀘어 1.98, SK 1.55, LS 1.52, 삼성물산 1.50 등 주요 지주회사의 현 시점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

**주요 지주회사 26 년 상대주가**




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

**SK 증권 지주회사 커버리지 52 주 베타**

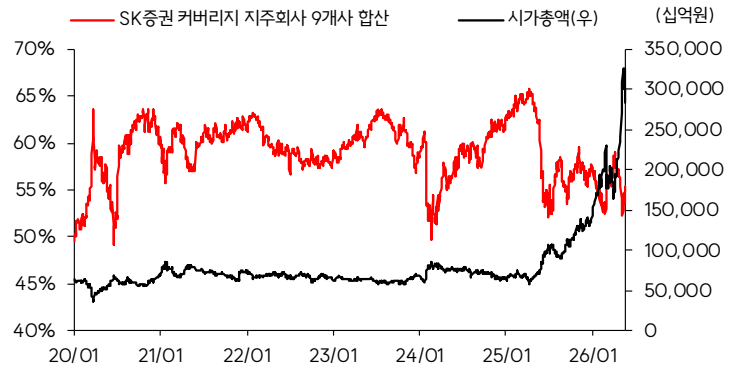



자료: Quantiwise, SK 증권

**합산 할인율 54.5%**
**추가적인 할인율 축소 기대**

현재 SK 증권 커버리지 지주회사의 합산 NAV 대비 할인율은 53.5%이다. 20 년 이후 60%를 넘어섰던 NAV 대비 할인율은 밸류업, 상법개정 등의 영향으로 50% 초반까지 축소되었다. 25 년 국회 본회의를 통과한 1, 2 차 상법개정안 중 독립이사제도, 감사위원 선임 시 3% 룰 강화, 대규모 상장사의 집중투표제 의무화, 감사위원 분리선출 확대, 대규모 상장사의 전자주주총회 의무화 등이 26 년 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, 현대지에프홀딩스, 롯데지주 등 9 개사 합산

**상법 내용별 시행시기**

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

자료: SK 증권

## 2026년 하반기 전망

**자본시장 체질개선 추진**
**> 중복상장과 기업가치훼손 방지 포함**

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

**자본시장 체질개선 방안(26.03.18)**

| 구분 | 내용 |
|---|---|
| 신뢰 | - 주가조작 적발역량 및 처벌 강화<br>- 회계부정 엄단 등 회계투명성 강화<br>- 자본시장 평가인프라 기관의 객관성·공정성 제고<br>- 부실·저성과 기업 신속퇴출 |
| 주주보호 | - 중복상장 원칙금지<br>- 낮은주가 방치 등 기업가치 훼손 방지<br>- 스튜어드십코드 내실화로 기관투자자 감시기능 강화 |
| 혁신 | - 코넥스 시장의 인큐베이팅 기능 활성화<br>- 코스닥 시장의 경쟁력 및 역동성 제고<br>- 국민성장펀드·대형 IB 모험자본 공급 본격 가동 |
| 시장 접근성 | - 국내 장기투자 확대기반 마련<br>- 외환·증권시장 시스템 선진화를 통한 외국인 투자 촉진<br>- 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 주주충실의무 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. 저 PBR 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)**

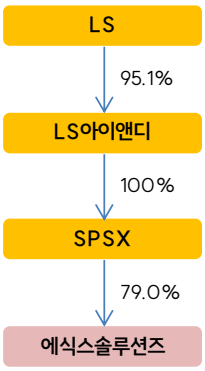
| 구분 | 내용 |
|---|---|
| 심사대상 | - 지배회사의 실질적 지배를 받는 종속회사(연결재무제표의 연결대상 종속회사)<br>- 동일 기업집단의 계열회사로서 수직적 지배관계에 있는 회사 |
| 심사유형 | - 물적분할 자회사 상장<br>- 인적분할(지주회사 전환 목적)<br>- 설립·인수한 자회사 상장 |
| 심사기준 | - 영업독립성<br>· 자회사의 주된 영업이 모회사에 의존하지 않고 독립적인지 여부 심사<br>- 경영독립성<br>· 자회사의 의사결정 및 지배구조가 독립적인지 여부 심사<br>- 투자자보호<br>· 상장필요성,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

자료: 금융위원회, SK 증권

**지주회사의 재무구조 중요성 부각**

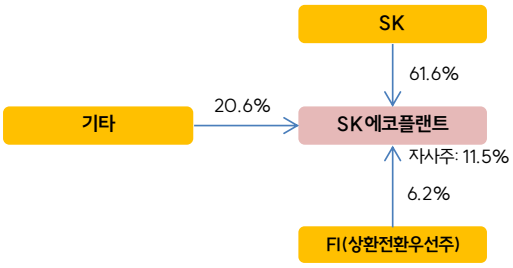
중복상장 제도개선에 따라 국내 주요 지주회사의 자회사 및 손자회사의 국내외 상장이 까다로워졌다. 상장회사의 유상증자에 대한 심사도 강화되고 있는 가운데 비상장회사의 상장도 어려워짐에 따라 자회사의 자금조달에 대한 고민이 커질 수밖에 없다. 특히 비상장자회사가 상장을 전제로 외부 투자를 받은 경우라면 더욱 그러하다. LS의 증손회사인 지난해말 에식스솔루션은 상장을 추진하다가 연초 철회했으며, SK는 SK 에코플랜트의 FI가 보유하고 있던 보통주 및 전환우선주를 사들였다. 자회사 자금조달에 지주회사의 역할이 더욱 커질 것이기 때문에 지주회사의 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: Quantiwise, SK 증권
주: 25년말 별도기준

**기업가치 훼손 방지**

**1) 합병 등에서 외부평가 의무화**
**2) 저PBR 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 |
| 현대지에프홀딩스 | 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 에코솔루션 | 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 | 현대지에프홀딩스 | 0.56 | 풀무원 | 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 | 한세예스 24 홀딩스 | 0.37 | 이녹스 | 0.61 | SK | 1.4 |
| AK 홀딩스 | 0.25 | 하림지주 | 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 | 한국앤컴퍼니 | 0.49 | JW 홀딩스 | 1.02 | | |
| 한진중공업홀딩스 | 0.33 | 코오롱 | 0.5 | 한화 | 1.06 | | |
| 세아제강지주 | 0.33 | GS | 0.5 | 미스토홀딩스 | 1.07 | | |

자료: Quantiwise, SK 증권

## 2026 년 하반기 Top Picks

### SK (034730/KS) – 에코플랜트 실적개선과 주주환원 확대

- 에센코어, Hi-Tech 중심의 SK 에코플랜트 26 년 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
- 27 년 1 월 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) | 25.42% | 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 5 월 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 27 년까지 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) | 32.20 % | 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: 증권의 한계를 그은 건 어쩌면 나일지도?

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

## 1. Summary

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

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.

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

1 분기 실적 피크아웃 우려가 존재하였으나, 2 분기에도 우호적인 분위기가 지속되고 있다. 하반기에 증시 변동성은 높겠으나 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 증권의 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, 투자의견 OVERWEIGHT 유지한다.

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

**1) 일평균 거래대금, 신용거래융자잔고 등 브로커리지 지표 견조**

2 분기 일평균 거래대금은 81.5 조원(4 월 67.8 조원, 5 월 현재 103 조원; vs. 1 분기 66.6 조원)으로 전분기 대비 증가한 수준을 기록하고 있다. 투자자예탁금 2 분기 평잔 123 조원, 신용거래융자잔고 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.

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

**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.

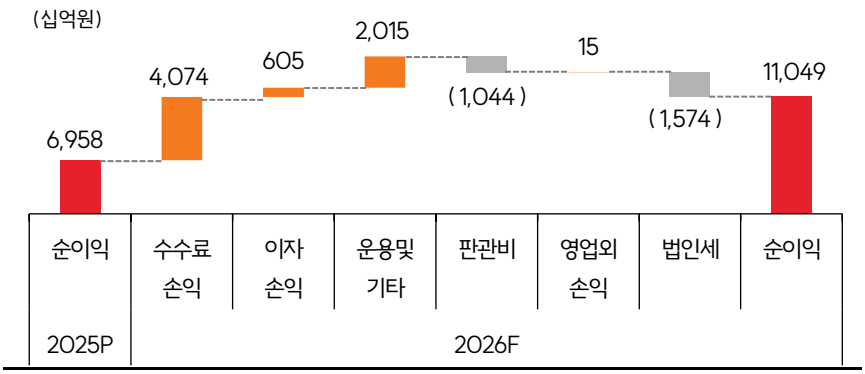
**단일종목 레버리지 ETF, 외국인 통합계좌 규제 완화 등 회전율 제고 및 거래대금 지속 확대 기대**

물론, 거래대금 및 증시는 변수가 많은 영역이나, 거래대금 지속 확대에 기여할 수 있는 정책들도 예정되어 있다. 증권업 입장에서는 회전율을 높이는 것이 중요한데, 5월 27 일 국내 단일종목 레버리지 ETF 출시하고, KRX 거래시간 연장(프리, 애프터 마켓 신설)을 9 월 14 일 시행 목표로 추진하고 있어 회전율 제고 및 거래 확대에 기여할 것으로 예상한다. 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 예상한다.

**Top Picks**
**: 한국금융지주, 삼성증권**

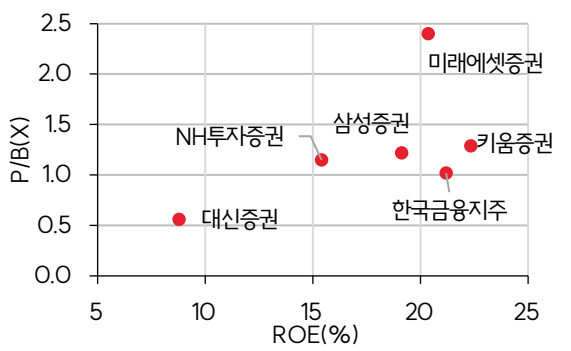
일평균 거래대금 증가에 따라 증권업종 전반적으로 브로커리지 중심으로 실적 개선이 나타나는 상황에서, 브로커리지 외의 경쟁력으로 차별화된 성과를 입증하는 종목 위주로 주가 차별화 가능하다고 판단한다. 따라서, 리테일 경쟁력을 바탕으로 BK 와 WM 측면에서 ROE 기여도가 높은 삼성증권과, 발행어음/IMA 등 운용부문에서 차별화되는 한국금융지주를 최선호주로 제시한다.

**유니버스 증권 2026F 연결 순이익 추정**



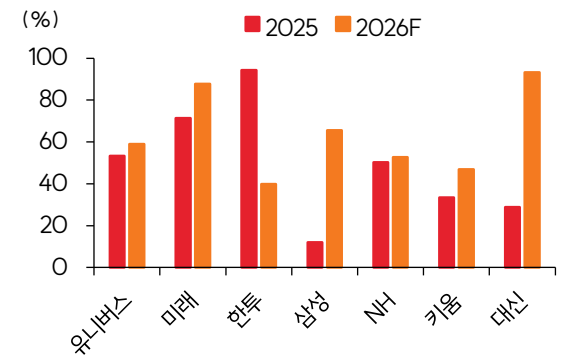

자료: 각 사, SK 증권

**유니버스 증권 2026F ROE – P/B Matrix**




자료: 각 사, SK 증권

**유니버스 증권 지배주주순이익 증가율**




자료: 각 사, SK 증권

## 2. 2026 년 상반기 Review

### (1) 상반기 증권주 주가 Review – 뒷심 부족

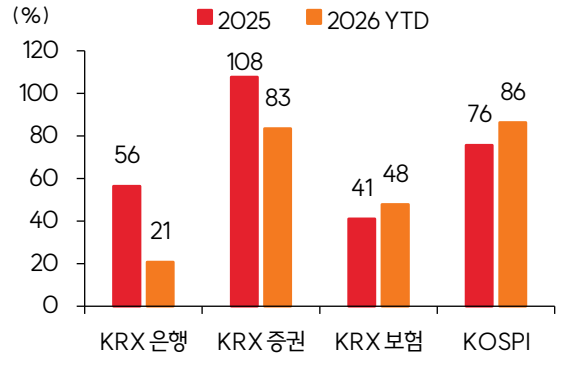
**거래대금 급증으로 연초 강세 다만, 3~5 월은 주가 상승 탄력 둔화**

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, 1~2 월 유례없는 증시 상승 및 거래대금 폭증으로 연초에 KOSPI 대비 강세를 시현하였으나, 3 월 이후부터는 피크아웃 우려 불거지며 2 분기에도 QoQ 증가세인 거래대금, 1 분기 호실적 등에도 불구하고 주가 상승 탄력이 다소 떨어진 모습이다.

1~2 월에 KRX 증권지수는 +89.9% 상승하며 엄청난 급등세를 시현하며 KOSPI 대비 아웃퍼폼하였다. 이는 1) KOSPI 지수의 신고가 경신과 더불어 2) 일평균 거래대금이 60 조원대로 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.

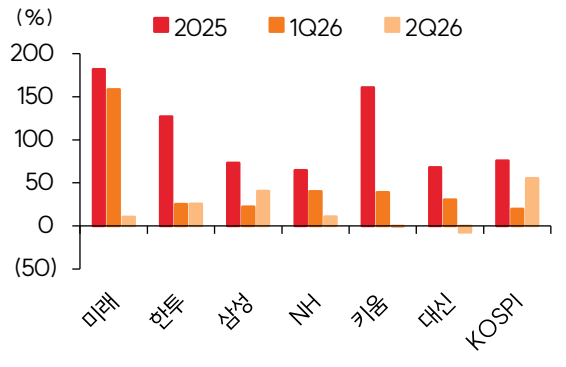
하지만, 3 월에 지정학적 리스크가 부각됨에 따라 낙폭이 컸고, 4~5 월에는 전반적으로 KOSPI 대비 언더퍼폼하였다. 이는 1 분기 호실적이 예상됨에도 불구하고 피크아웃 우려가 불거지며 투자심리가 약화되었고, 반도체주 중심의 주가 상승으로 소외된 측면도 있다고 판단한다. 5 월 삼성증권만 KOSPI 대비 +1.9%p 아웃퍼폼하고 있는데, 이는 IBKR 제휴 소식에 주가가 급등했던 것에 기인한다.

**KRX 은행, 증권, 보험 주가 상승률**



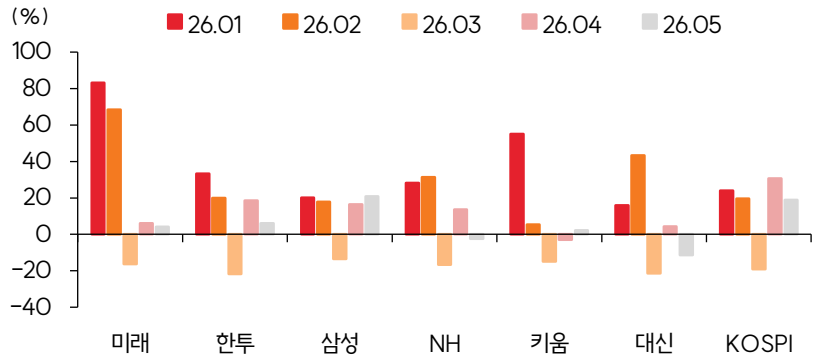

자료: Quantiwise, SK 증권

**유니버스 증권 주가 상승률**



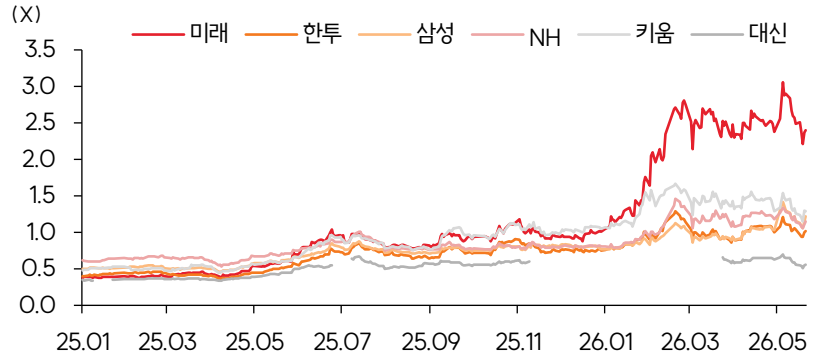

자료: Quantiwise, SK 증권

유니버스 증권 월별 주가 상승률




자료: Quantiwise, SK 증권

유니버스 증권 12MF P/B 추이




자료: Quantiwise, SK 증권

**주식시장 강세를 온전히 누린 1분기 실적이라 평가**

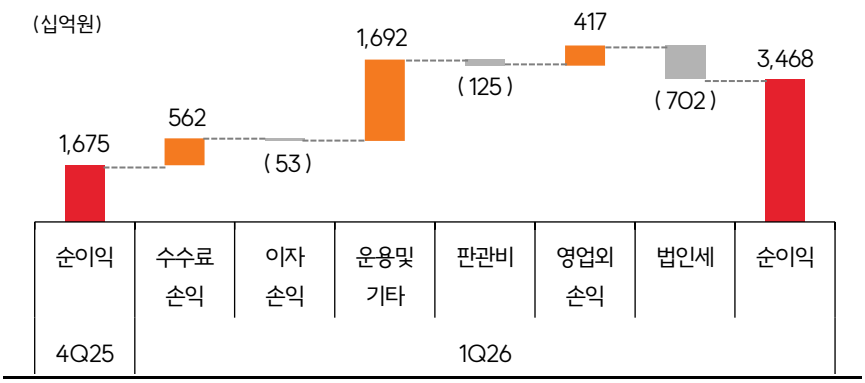
### (2) 1Q26 실적 Review – 호황에 걸맞은 호실적

유니버스 증권의 1분기 지배주주순이익은 3조 4,639억원으로 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.

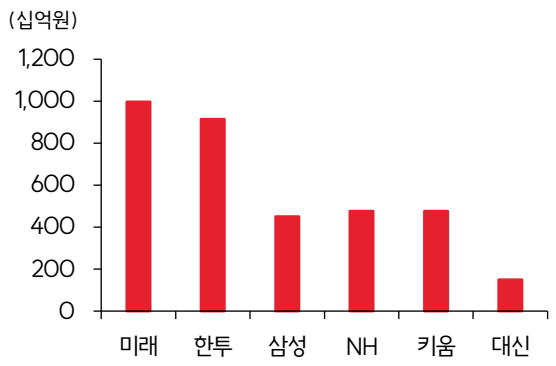
1) 미래에셋증권: 대규모 투자자산 평가이익, 2) 한국금융지주: ELS 조기상환 확대, 발행어음 사업 기여, 3) 삼성증권: IB 영업연계 자산 처분수익, 4) NH투자증권: 만기도래 보유채권 처분이익, 5) 키움증권: 에쿼티 프랍 및 ETF LP 부문에서 기여하였다. 다만, 비용단에서는 판관비 및 법인세가 전분기 대비 증가하였는데, 이는 교육세 및 법인세율 인상 효과와 기타 인건비 등이 작용하였다.

**유니버스 증권 1Q26 연결 순이익 Movement**



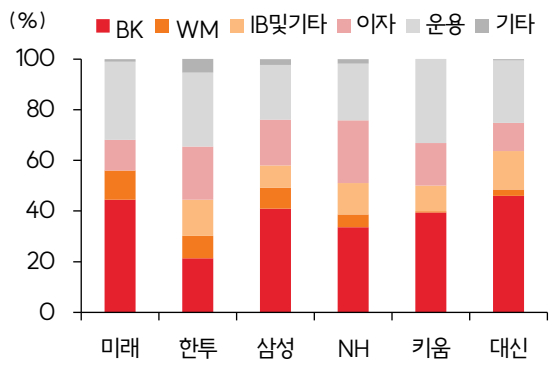

자료: 각 사, SK증권

**유니버스 증권 1Q26 지배주주순이익**




자료: 각 사, SK증권

**유니버스 증권 1Q26 별도 순영업수익 구성 비중**




자료: 각 사, SK증권

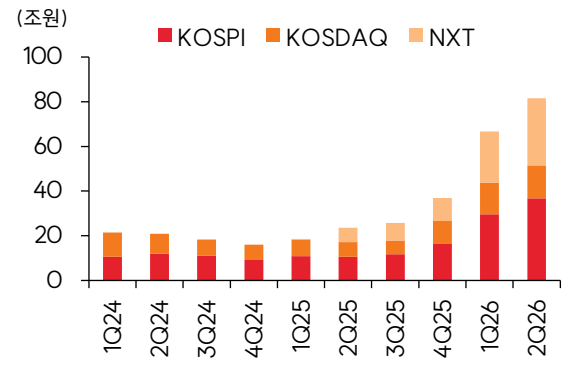
## 3. 2026 년 하반기 전망

**거래대금 증가에 따른 브로커리지 사업 부문에서의 영업 레버리지 효과 지속**

### (1) 일평균 거래대금 견조. 브로커리지 성장 동력 여전히 ing 형

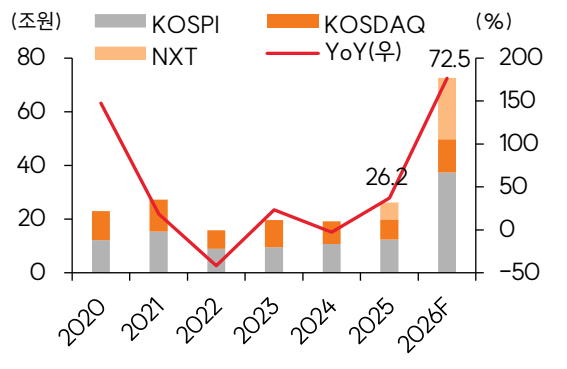
하반기에도 주식시장 강세를 이어갈 것으로 예상되는 바, 일평균 거래대금 증가에 따라 브로커리지 수수료수익 부문의 영업 레버리지 효과가 클 것으로 전망한다. 반도체주 중심으로 KOSPI 지수가 상승하여 7,000pt~8,000pt 사이를 등락하고 있으며, 5 월 일평균 거래대금은 103 조원으로 100 조원대 거래대금을 기록하고 있다. 2 분기만해도 당사의 기존 추정치를 상회하는 수준을 보이고 있으며, 현 수준을 감안하여 올해 일평균 거래대금 추정치를 기존 54.2 조원에서 72.5 조원으로 33.8% 상향 조정한다. 이에 따라, 유니버스 증권의 2026F 브로커리지 수수료손익은 7 조 1,993 억원(YoY +96.4%)으로 전망한다.

**일평균 거래대금 추이**



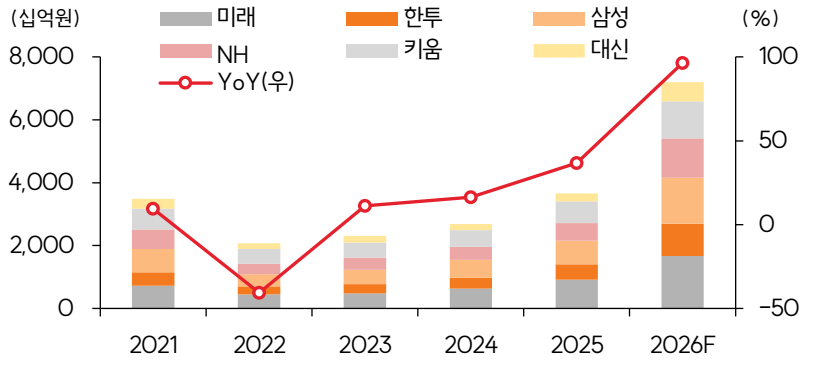

자료: Quantiwise, 넥스트레이드, SK 증권

**국내 일평균 거래대금 추이 및 전망**




자료: Quantiwise, 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.

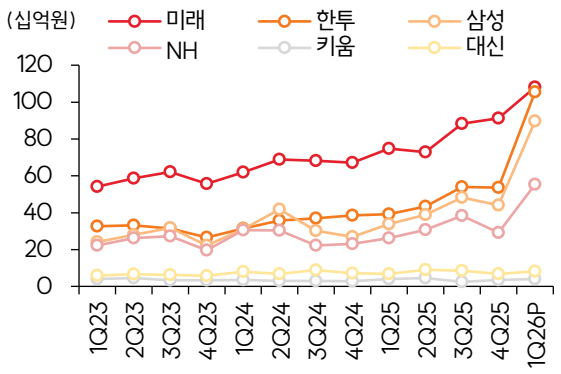
**주식시장 강세 수혜는 목표전환형 상품 판매 증가로 나타남 → 삼성, 한투, NH 우위**

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**

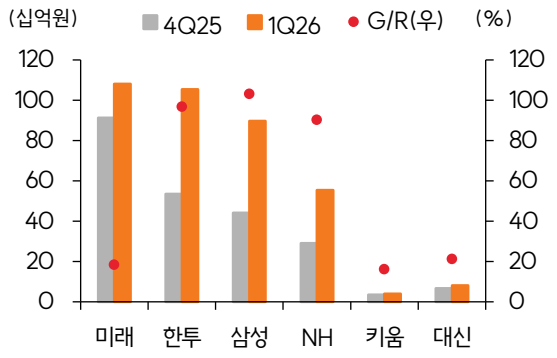
이처럼 하반기에도 주식시장 강세에 힘입어 브로커리지와 자산관리 수수료수익의 ROE 기여도가 높은 종목이 매력도가 높을 것으로 전망한다. ROE 기여도는 삼성증권이 가장 높고, 키움, 미래, NH, 대신, 한투 순서로 나타난다. 따라서, BK 와 WM 경쟁력 측면에서 삼성증권을 최선호주로 제시한다.

유니버스 증권 자산관리 수수료수익 추이



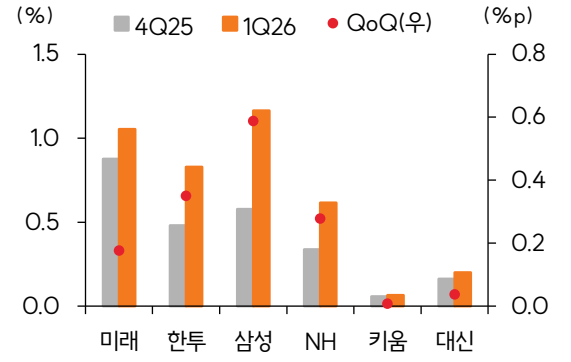

자료: 각 사, SK 증권

유니버스 증권 자산관리 수수료수익 G/R



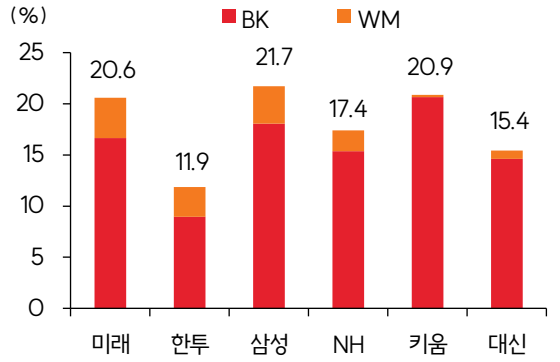

자료: 각 사, SK 증권

유니버스 증권 자산관리 수수료수익 ROE 기여도



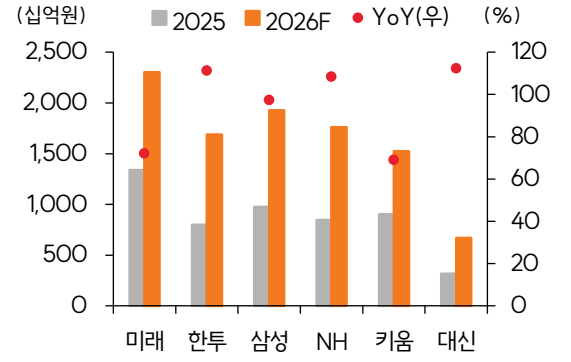

자료: 각 사, SK 증권

유니버스 증권 2026F BK+WM 수수료수익 ROE 기여도 추정



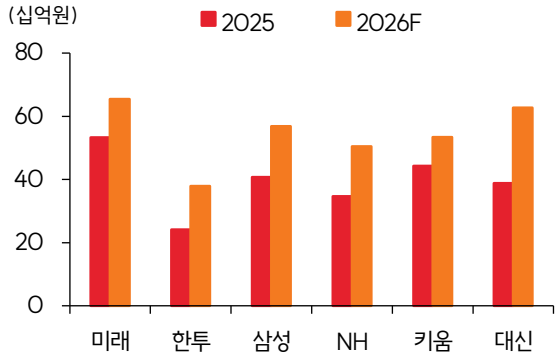

자료: 각 사, SK 증권

유니버스 증권 BK & WM 수수료수익



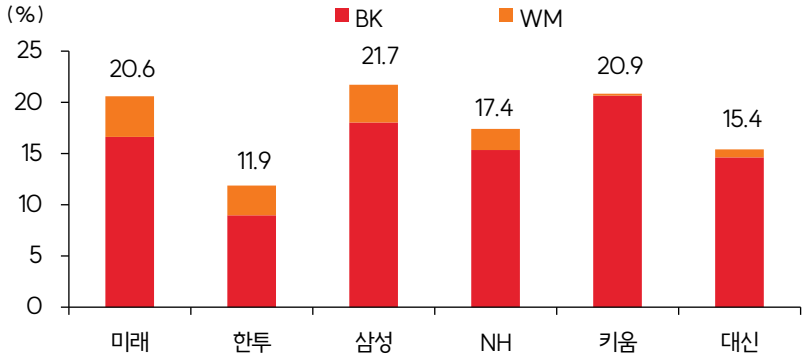

자료: 각 사, SK 증권

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

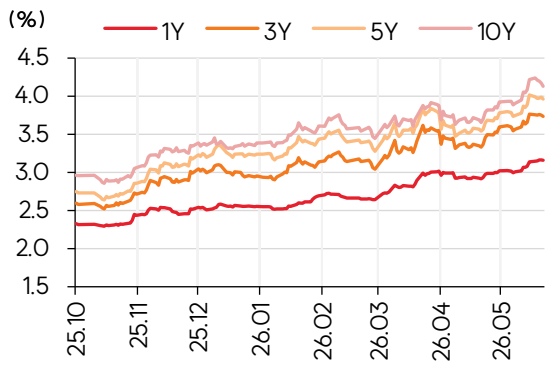
**하반기에도 채권매매평가손익보다 유가증권 매매평가손익 기여가 중요할 것으로 전망**

### (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.

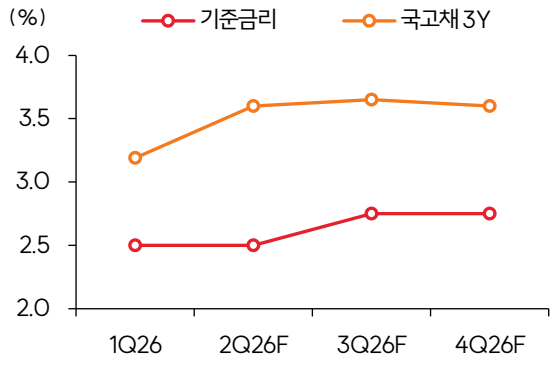
미래에셋증권의 경우, 스페이스 X IPO 에 따른 평가이익이 예상되므로 채권운용이 다소 부진하더라도 운용손익이 전년 대비 증가할 것으로 예상한다. 한국금융지주는 증권의 ELS 부문 성과, 발행어음 비즈니스 뿐 아니라 운용 자회사의 주식운용 성과가 기여하며 전년도 평가이익으로 인한 기저가 높음에도 불구하고 운용손익이 전년 대비 증익 가능할 것으로 예상한다. 키움증권은 주식 PI 및 운용 자회사의 유가증권 평가이익이 기여할 것으로 전망한다. 그 외 채권 포트폴리오가 대부분인 삼성증권과 NH 투자증권을 비교 시, 보다 더 보수적인 채권 운용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

**국고채 금리 추이**




자료: Quantiwise, SK 증권

**기준금리 및 국고채 3 년물 금리 전망**




자료: SK 증권

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

올해 3 월 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.

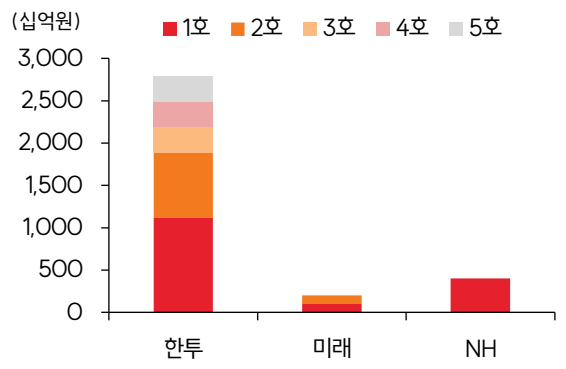
**거래대금은 천수답 성격 따라서, 안정적인 이익 기여 측면에서 북비즈니스 기여도도 주목**

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 꾸준하게 이익 기여를 해 줄 수 있는 북비즈니스 기여도도 주목할 필요가 있다.

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

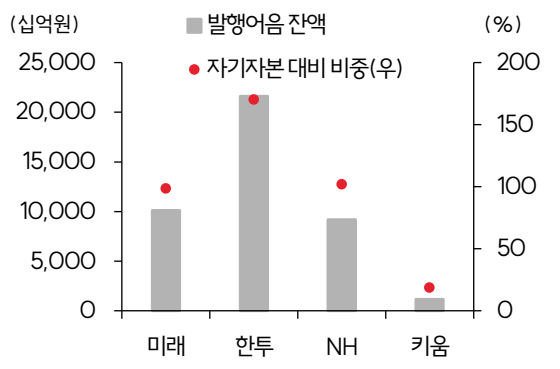
IMA 의 경우에는, 언론보도에 따르면 미래에셋증권의 IMA 1 호 상품의 설정 이후 기간(12/26~3/31) 수익률이 0.35%를 기록했다고 알려졌으며, 대략적으로 연환산 시 1.4%이다. 한국투자증권의 1 호 상품 수익률은 1.04%, 연환산 시 3.92%로 알려졌다. 만기까지 기간이 많이 남아 있기 때문에 아직은 지켜볼 단계이지만, 한국투자증권은 기준수익률 4.0%를 달성할 가능성이 높아 보인다.

유니버스 증권 IMA 잔액




자료: 각 사, SK 증권

유니버스 증권 발행어음 잔액




자료: 각 사, SK 증권

### (5) 하반기 투자전략

**일평균 거래대금 증가세는 1분기보다 높기 힘든 상황**

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.

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

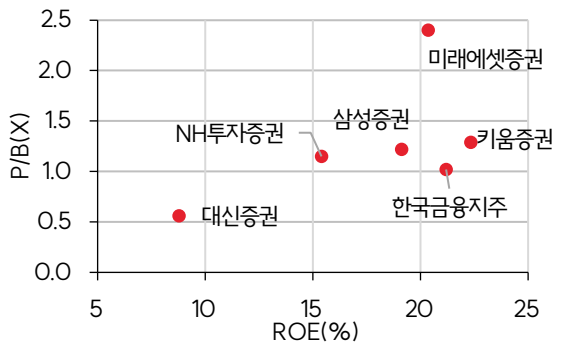
증권업의 투자심리는 여전히 거래대금에 높게 연동된다는 점에서, 결국 증권주에게 가장 중요한 핵심은 회전율을 높여서 높은 수준의 거래대금을 기록할 수 있느냐이다. 회전율 및 거래대금 확대에 기여할 정책들이 예정되어 있다. 증권업 입장에서는 회전율을 높이는 것이 중요한데, 5 월 27 일 국내 단일종목 레버리지 ETF 출시하고, KRX 거래시간 연장(프리, 애프터마켓 신설)을 9 월 14 일 시행 목표로 추진하고 있어 회전율 제고 및 거래 확대에 기여할 것으로 예상한다. 또한, 외국인 통합계좌 규제 완화를 통해 외국인들이 국내주식을 직접 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 예상한다.

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

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

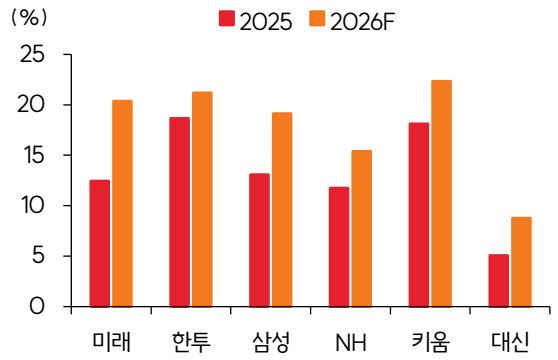
브로커리지 외에 WM 부문 이익 기여도가 높은 **삼성증권**, 운용 부문에서 유가증권 평가이익, 발행어음 등으로 이익 기여 가능한 **한국금융지주**를 최선호주로 제시한다. 브로커리지에 더해 주식 PI 부문에서 유가증권 평가이익 기여 가능한 **키움증권**을 차선호주로 제시한다.

유니버스 증권 2026F ROE – P/B Matrix




자료: 각 사, SK 증권

유니버스 증권 ROE 전망




자료: 각 사, SK 증권

## 2026 년 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, 2 분기에도 성장세 높을 것
- 거래대금 증가세가 둔화된다고 하더라도, 발행어음 및 IMA 북비즈니스 기여가 높아 이익에 대한 우려 적음
- 올해 발행어음 22.2 조원 조달, 발행어음 마진 200bp 가정 시, 연간 대략 4,000 억원의 이익 기여 예상
- 연결 자회사의 유가증권 평가이익 기여도 지속될 것으로 전망
- 2026F 순이익이 2.8 조원, ROE 21.2%로 업종 내 높은 수준임에도 P/B 는 1.0 배에 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 배당성향 기대
- 2026F 순이익 1.7 조원, ROE 19.1% 전망하며, P/B 는 1.2 배 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 목표하고 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.

## 2026 년 상반기 Review: 산업 데이터 점검

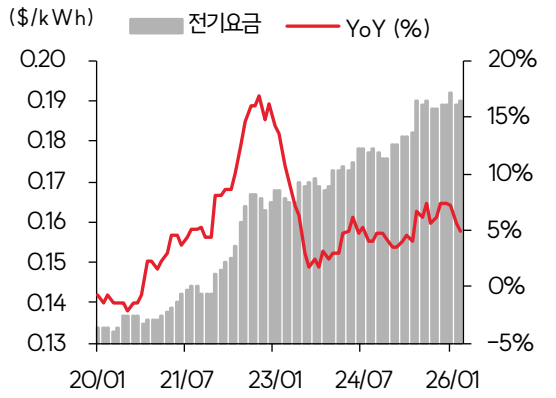
### 상승하는 미국 전기요금 그리고 억제노력

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 2026 년 5 월 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) 2026 년 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 2025 년 7 월 무역 합의에서 5,500 억달러($550B) 규모 대미 투자를 약속했고, 같은 해 10 월 이행 각서에 서명했다. 이 자금의 절반 이상이 에너지 부문으로 향할 것으로 알려졌다. 2026 년 3 월 발표된 2 차 프로젝트군은 약 730 억달러($73B) 규모로, GE Vernova-Hitachi 의 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.

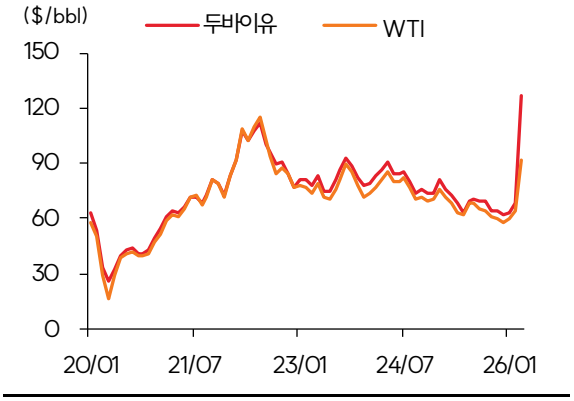
첫 단계는 유가다. 브렌트유는 4 월 7 일 배럴당 138 달러($138/bbl)로 고점을 형성했고, 4 월 평균은 117 달러($117/bbl) 수준이었다. 5 월 하순 미국·이란 합의 진전 보도로 WTI 가 배럴당 91 달러($91/bbl)까지 약 5% 하락하며 일부 진정된 상황이다. 두바이유 역시 중동 지정학 리스크에 직접 연동되어 같은 방향으로 움직였다.

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.

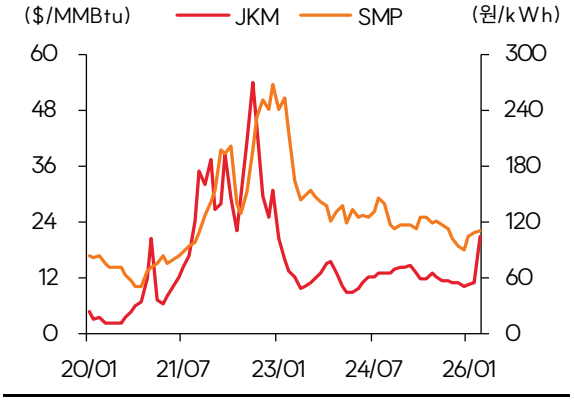
마지막 단계는 계통한계가격(SMP)이다. 한국전력의 연료비 구조는 일반적으로 두바이유 변동에 약 2 개 분기의 시차를 두고 반영된다. 두바이유에서 JKM 으로, JKM 에서 계통한계가격(SMP)으로 이어지는 과정에 약 6 개월이 소요되기 때문이다.

**두바이유 및 WTI 추이**




자료: Bloomberg, SK 증권

**JKM 및 SMP 추이**




자료: Bloomberg, SK 증권

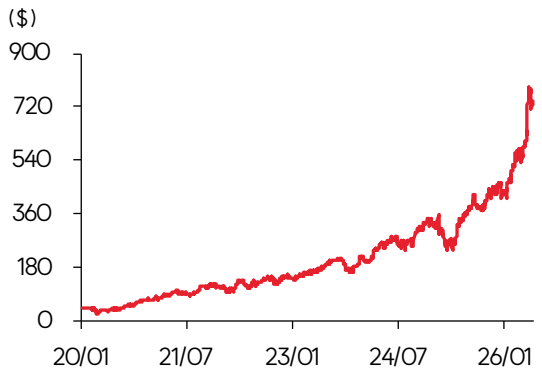
**전력 인프라기업 수주잔고 데이터 점검**

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.

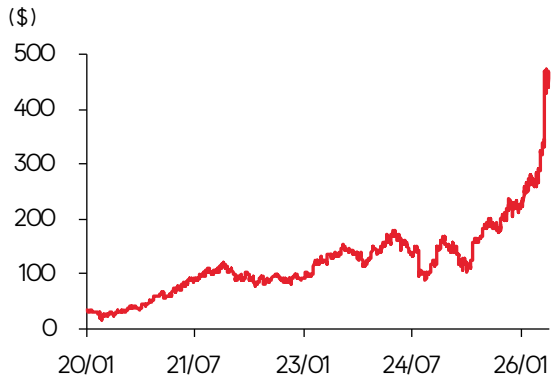
MYR Group(MYRG)는 Quanta Services 대비해서 규모에서는 밀리지만, 순수한 전력 EPC 기업으로 전력인프라 사이클 점검에 중요한 데이터를 제공해준다. 대형 송전 프로젝트에 대해서는 2027 년 이후에 본격화될 것이라는 언급이 있었다.

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.

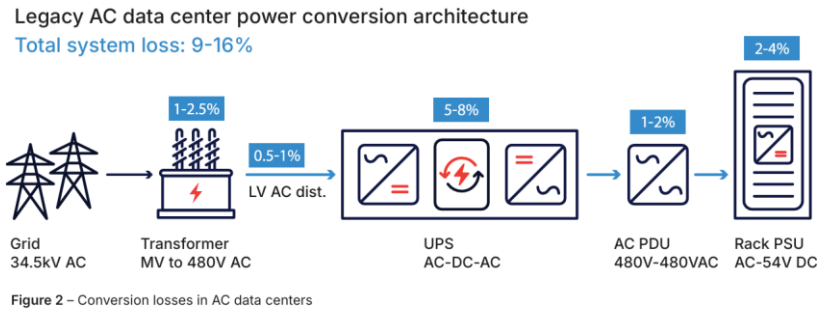
반도체(14 개사): 아날로그디바이스, AOS, EPC, 인피니언, 이노사이언스, MPS, 나비타스, 온세미, 파워인티그레이션스, 르네사스, 리치텍, 로옴, ST 마이크로일렉트로닉스, 텍사스인스트루먼츠
전력 시스템 부품(7 개사): 비즈링크, 델타, 플렉스, GE 버노바, 리드웰스, 라이트온, 멕미트
데이터센터 전력 시스템(9 개사): ABB, 이튼, GE 버노바, 헤론파워, 히타치에너지, 미쓰비시전기, 슈나이더일렉트릭, 지멘스, 버티브

## 800VDC 기본개념

| | 800VDC 개념 | 장점 |
|---|---|---|
| 1 | 전압 상승<br>(54V -> 800V) | 구리 사용량 절감<br>케이블/버스덕트 소형화 |
| 2 | 교류/직류 변환 중앙화 | 서버 랙 물리적 공간 확보 |

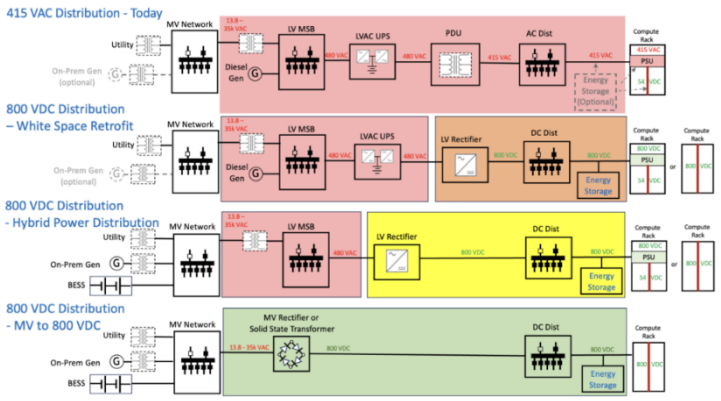
자료: SK 증권

## 전력 변압, 전환 단계별로 에너지 손실




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 랙에 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 목표하고 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 목표하고 있다.

**단일 해법이 아닌 시스템 접근법 필요**

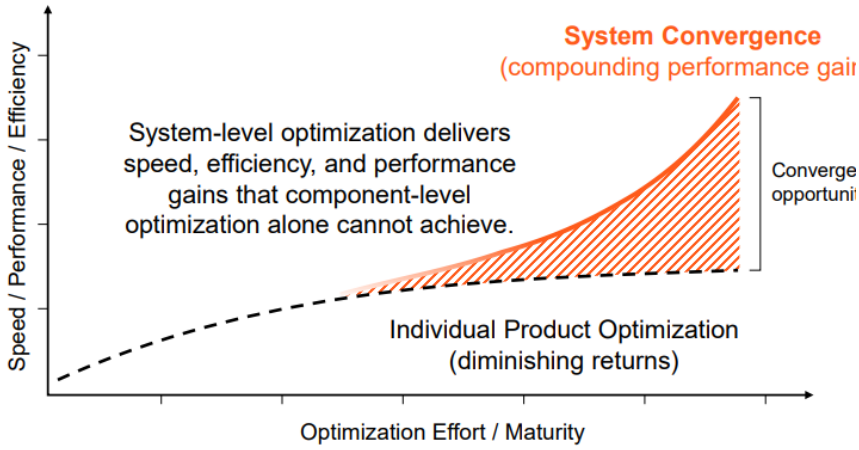
800VDC 로의 전환이 곧 데이터센터 배전 인프라가 단일 표준으로 수렴한다는 의미는 아니다. 오히려 Vertiv 가 2026 년 5 월 Analyst Day 에서 던진 핵심 메시지는 그 반대였다. 전압이 올라가고 변환 단계가 줄어드는 큰 방향은 분명하되, 데이터센터마다 비즈니스 모델과 목표가 다르기 때문에 여러 아키텍처가 공존할 수밖에 없다는 것이다.

그 근거로 제시된 차트의 가로축은 최적화 노력과 성숙도, 세로축은 속도·성능·효율이다. 검은 점선은 개별 제품 최적화(individual product optim ization)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

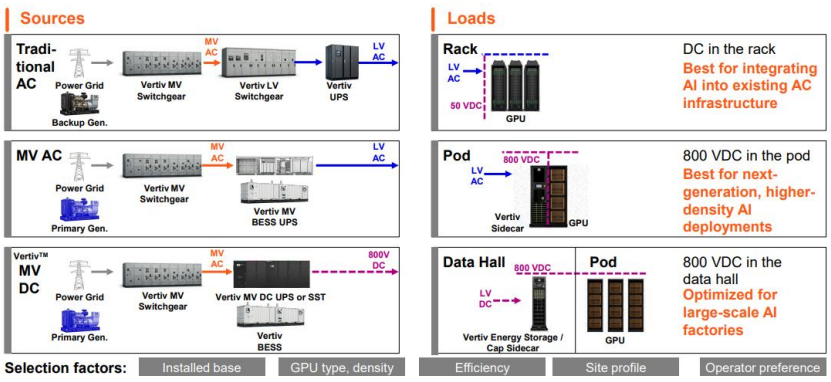
시스템 접근법이 필요한 또 다른 이유는 같은 데이터센터라 하더라도 비즈니스 모델과 목표에 따라 요구사항이 다르기 때문이다.

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 받아낼 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 × 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 | |
| | 69kV | 송전의 최저 단계 전압 |
| 준송전(Sub-transmission) | 69kV | |
| | 46kV | |
| | 34.5kV | |
| 배전(Distribution) | 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.

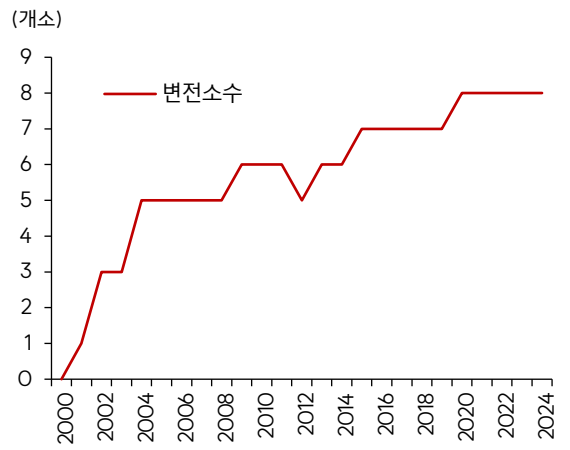
2026 년 2 월 (4Q25 어닝콜) : 2026 년에는 765kV 송전건설 프로젝트 작업은 없음, 수주잔고에도 미반영, 경영진은 2027 년 하반기부터 본격적으로 수주잔고에 들어올 것이라고 했다. 즉 이 시점에서는 765kV 건설된다, 그러나 아직 1 년 반 뒤에 걸린다고 언급했다.

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**

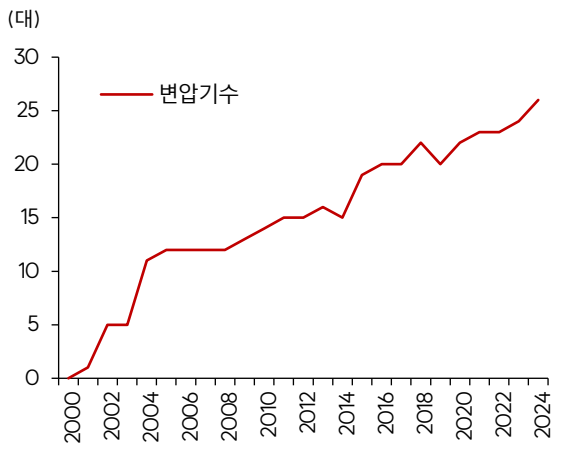
미국 765kV 시장은 공급 업체가 극소수라는 구조적 특성 덕분에 한국 전력기기 업체에 기회요인이라고 판단한다. 765kV 급 변압기를 북미에 공급할 수 있는 업체는 전 세계적으로 5 개사에 불과하며, HD 현대일렉트릭과 효성중공업이 그 핵심에 있다. 국내기업의 경쟁력으로는 (1) 한국전력 주도의 765kV 송전 프로젝트 진행 (2) 미국내 현지생산이 가능하다는 점을 꼽을 수 있다.

**국내 765kV 변전소 수**




자료: EPSIS, SK 증권

**국내 765kV 변압기 수**




자료: EPSIS, SK 증권

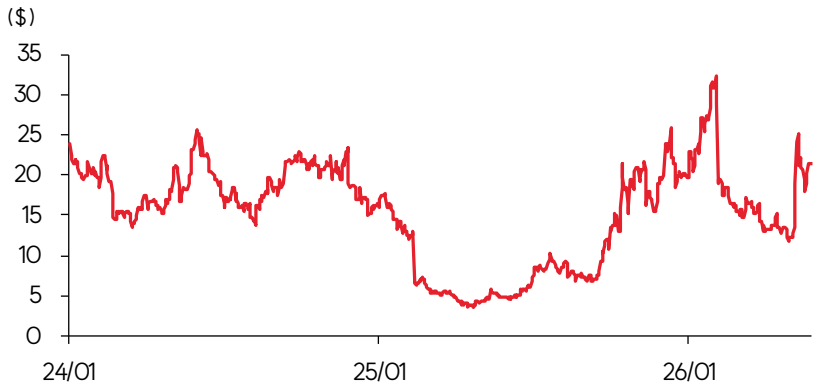
### 3. 에너지저장장치, AI CAPEX 사이클에 편입

기존의 데이터센터는 전력공급이 중요했다면, 앞으로는 전력부하 패턴 변화에 주목할 필요가 있다. AI 데이터센터의 부하는 동적(dynamic)이고 동기적(synchronous)이다. 수천 개 GPU 가 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 UPS 의 정체성이 전통적 비상 백업에서 능동적 전력 평활기로 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.

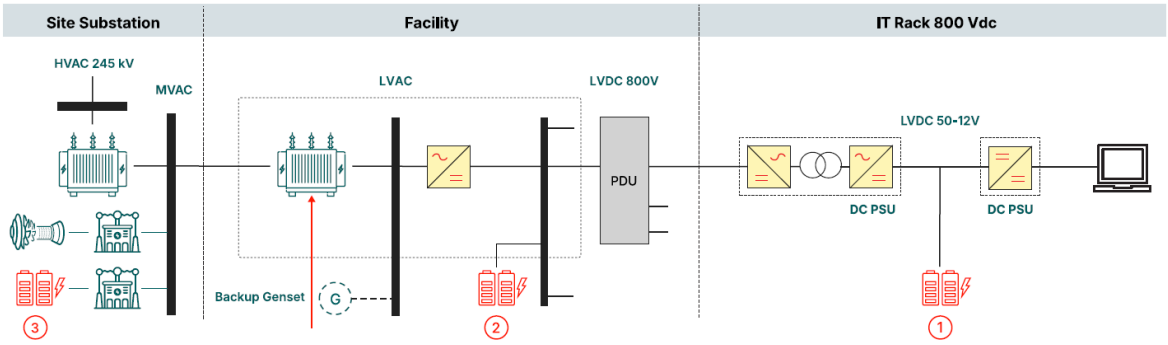
에너지저장장치의 중요성은 기술적인 필요성에서 끝나는 게 아니라, 실제 수주까지 이어지고 있다. 대표적으로 Fluence energy 는 CY1Q26 어닝콜에서 2 개의 하이퍼스케일러로부터 MSA 계약을 체결했다는 언급이 있었다. 구체적인 구매계약(PO)은 26 년 상반기 중에 공시할 계획이다. 또한 그 용도가 단순한 백업 시스템이 아니라 전력부하 변동성 관리를 위한 것이라고 밝혔다.

Fluence Energy 주가 추이




자료: Bloomberg, SK 증권

## 에너지저장장치 설치 위치



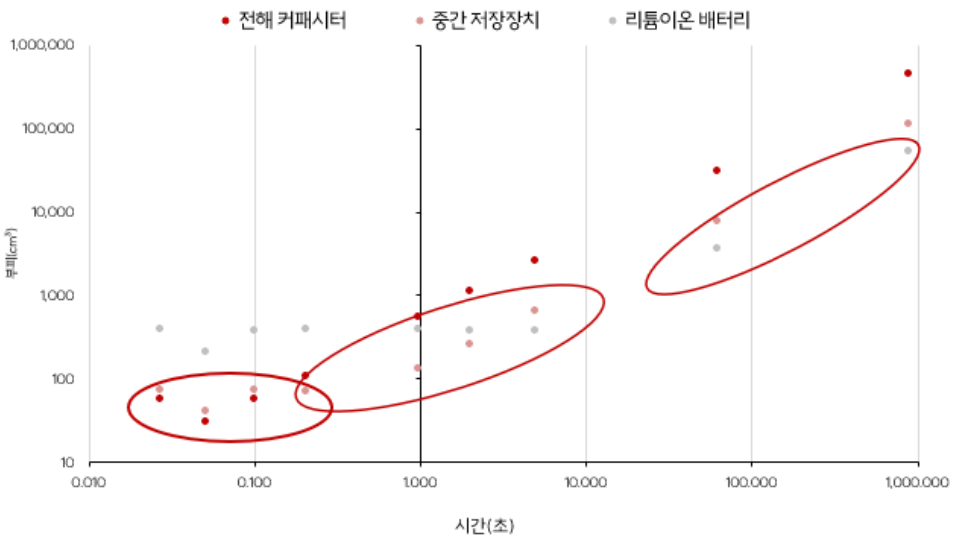

자료: GE Vernova

## 에너지저장장치 설치 위치에 따른 용도 차이

| Requirement | time | ③ ES AT Substation | ② ES AT 800VDC BUS | ① ES AT IT Rack |
|---|---|---|---|---|
| LLM IT Load overshoot | milliseconds | | | ✓ |
| LVRT buffering | seconds | ✓ | ✓ | |
| Back-up power | minutes | ✓ | ✓ | |
| AI IT load fluctuations | second~minutes | ✓ | ✓ | |
| Grid services | peak shaving | ✓ | | |

자료: GE Vernova

## 에너지 저장장치별 지속시간 및 물리적 부피 차이




자료: NVIDIA, SK 증권

## 2026 년 하반기 Top Picks

### 일진전기 (103590/KS) – Q-growth 가장 빠르게, 강하게 나타난다

- '26 년 매출액 2 조 3,353 억원, 영업이익 2,186 억원, OPM 9.4% 전망
- 26 년은 증설효과가 온전히(full -year) 반영되는 원년으로 26 년에 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 (062040/KS) – BE 수주를 시작으로 데이터센터 밸류체인 편입 본격화

- '26 년 매출액 6,775 억원, 영업이익 2,508 억원, OPM 37.0% 전망
- '26 년 (1) 데이터센터 디벨로퍼·EPC 업체 등 직접적인 플레이어들에게 (2) ASP 높은 데이터센터 내부 탑재 변압기를 공급하게 되면서, 데이터센터 밸류체인으로의 편입이 가시화
- 지난 4 월 블룸에너지향 503 억원 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 3 사가 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 소화했다는 판단**으로 안정적인 주가 상승세 이어갈 전망이다.

### 2026 년 상반기 Review: 매우 준수했던 수주와 실적, 반면 실망스러운 주가

올해 4 월까지 한국의 선박 수주량은 약 473 만 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 1 위 자리를 유지 중이다.

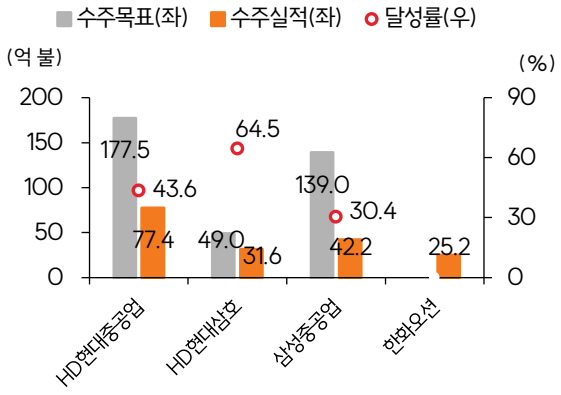
HD 현대중공업은 올해 조선/해양 수주목표 177.5 억불 중 약 43.6% 달성(77.4 억불), 삼성중공업은 139 억불 중 약 30.4% 달성(42.2 억불)했다. 수주 목표치를 제공하지 않은 한화오션은 25.2 억불을 수주했다.

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.

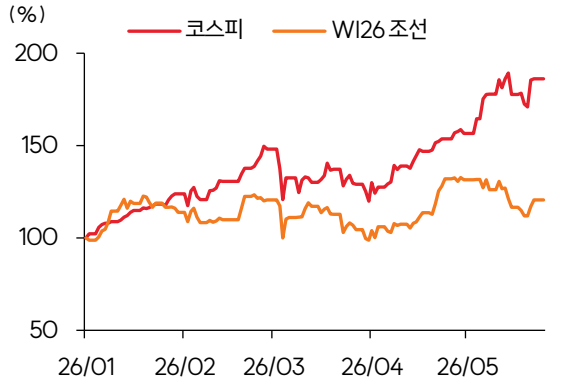
하지만 견조한 수주세와 실적 개선세 시현에도 불구하고, 반도체 중심의 수급 이슈, 노조 파업 리스크 부각, 원가 상승 우려 등으로 주가 상승률은 5 월 25 일 기준 코스피 지수 대비 약 66%p 언더퍼폼했다.

**조선 3 사 올해 조선/해양 수주목표 및 수주실적**




자료: Clarksons, 각 사, SK 증권

**조선 vs. 코스피 올해(YTD) 수익률 비교**




자료: Quantiwise, SK 증권

## 2026 년 하반기 전망: MASGA 의 조선&데이터센터의 엔진

### ▶상선: LNGC 로 가득 채울 수주잔고, 본격적인 선가 상승 전망

조선 3 사는 올해 하반기 북미 대규모 LNGC 수주를 중심으로 3 년치 이상의 백로그 레벨 계속 유지할 전망이며, 고선가 건조 비중 확대 및 생산성 향상을 통한 실적 개선세 시현할 것으로 예상한다.

북미 중심의 LNG 프로젝트들의 FID 기조를 기반으로 GTT 와 Clarkson 은 올해 각각 150 척, 140 척의 LNGC 발주를 전망하고 있다. 작년 총 83.6MTPA 규모의 LNG 프로젝트들의 FID 에 이어 올해 현재까지 32.5MTPA 규모의 총 3 건의 LNG 프로젝트들이 FID 가 완료됐다.

또한 Texas LNG, Sabine Pass Stage 5 Phase 1, Delfin FLNG, LNG Canada 등 연내 FID 를 목표로 하는 북미 LNG 프로젝트들이 다수 포진되어 있기에 올해 하반기 뿐만 아니라 내년에도 조선 3 사의 LNGC 수주 물량은 걱정 없다. 고수익성 가스운반선 중심으로 다시 한번 3 년 이상의 안정적인 수주잔고 유지하며 '28 년 이후에도 실적 개선세 이어갈 전망이다.

'25~'26 년 FID 완료 및 '26~27 년 FID 예상 LNG 프로젝트

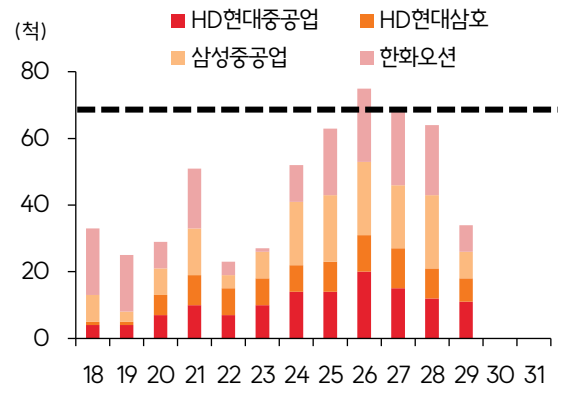
| 구분 | LNG 프로젝트명 | 지역 | 운영사 | 생산량 (Mtpa) | 계약 (SPA) | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| '25 년 FID 완료 | Argentina Phase 1 - FLNG 1 | 아르헨티나 | Southern Energy | 2.4 | - | 예정 생산연도: 2027 년 |
| | CP2 Phase 1 | 미국 동부 | Venture Global | 14.4 | - | 예정 생산연도: 2027 년 |
| | Corpus Christi Midscale Trains 8&9 | 미국 동부 | Cheniere | 5.0 | - | 예정 생산연도: 2028 년 |
| | Argentina Phase 1 - FLNG 2 | 아르헨티나 | Golar/YPF | 3.5 | - | 예정 생산연도: 2028 년 |
| | Coral Norte FLNG | 모잠비크 | ENI | 3.4 | - | 예정 생산연도: 2028 년 |
| | Woodside Louisiana Phase 1 | 미국 | Woodside | 16.5 | - | 예정 생산연도: 2028 년 |
| | Rio Grande Train 4 | 미국 동부 | Next Decade | 5.9 | - | 예정 생산연도: 2029 년 |
| | Port Arthur Phase 2 | 미국 동남부 | Sempra | 13.5 | - | 예정 생산연도: 2030 년 |
| | Rio Grande Train 5 | 미국 동부 | Next Decade | 5.9 | - | 예정 생산연도: 2030 년 |
| | Mozambique LNG-1 | 모잠비크 | Total Energies | 13.1 | - | 예정 생산연도: 2031 년 |
| '26 년 FID 완료 | CP2 Phase 2 | 미국 동부 | Venture Global | 7.0 | - | 예정 생산연도: 2028 년 |
| | Commonwealth LNG | 미국 동부 | Commonwealth LNG | 9.5 | - | 예정 생산연도: 2029 년 |
| | Qatar North Field West | 카타르 | Qatar Energy | 16 | - | 예정 생산연도: 2033 년 |
| '26~'27 년 FID 가능성 높은 프로젝트 | Texas LNG | 미국 | Glenfarne | 4.0 | 100% | |
| | Sabine Pass Stage 5 Phase 1 | 미국 동부 | Cheniere | 7.0 | 90% | 6 월 FERC 공동 승인 신청, '26 년 FID 목표 |
| | Delfin FLNG1 | 미국 동부 | Delfin | 3.3 | 100% | 해양교통청(MARAD) 및 에너지부(DoE) 승인 완료, 연내 FID 목표 |
| | Argentina Ph2 - 2 FLNGs | 아르헨티나 | YPF | 12.0 | 지분 투자 | |
| 기타 FID 가능성 높은 프로젝트 | 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 3 사는 올해 현재까지 총 32 척의 LNGC(HD 현대중공업 11 척, HD 현대삼호 5 척, 삼성중공업 11 척, 한화오션 5 척)를 수주했으며, 중국은 총 15 척의 LNGC 를 수주했다. 한국 조선 3 사는 29 년 상반기 슬롯을 거의 소진했으나, 2H29~'30 년 단납기 슬롯을 확보 중인 상황이다.

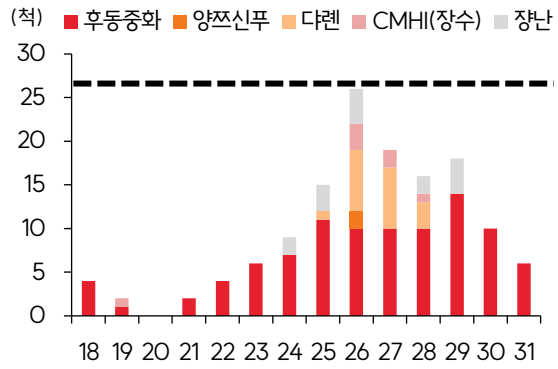
이에 반해 중국의 경우, 후동중화조선이 이미 '29~30 년 슬롯이 거의 소진된 상황으로, 정상운항 트랙레코드가 부족한 다른 조선소에 발주할 LNGC 선주는 제한적일 수밖에 없다는 판단이다. '29~'30 년 생산 가동 예정 LNG 프로젝트향 LNGC 발주 물량 확보에 압박이 가해지고 있기에 하반기부터 본격적인 선가 상승세 나타날 전망이다.

**한국 조선소의 LNGC 인도 및 인도예정 척 수**



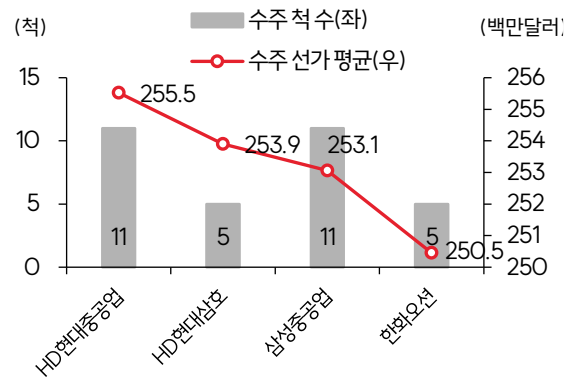

자료: Clarksons, SK 증권

**중국 조선소의 LNGC 인도 및 인도예정 척 수**



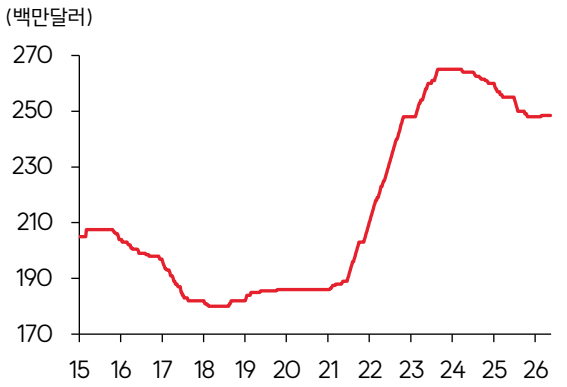

자료: Clarksons, SK 증권

**조선 3 사 올해 LNGC 수주 척 수 및 수주 선가 평균**




자료: Clarksons, SK 증권

**174K-CBM 급 LNGC 신조선가지수 추이**



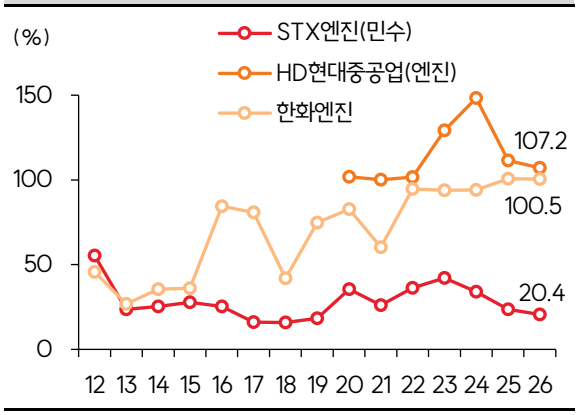

자료: Clarksons, SK 증권

**▶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, STX 엔진, HD 현대마린솔루션)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.

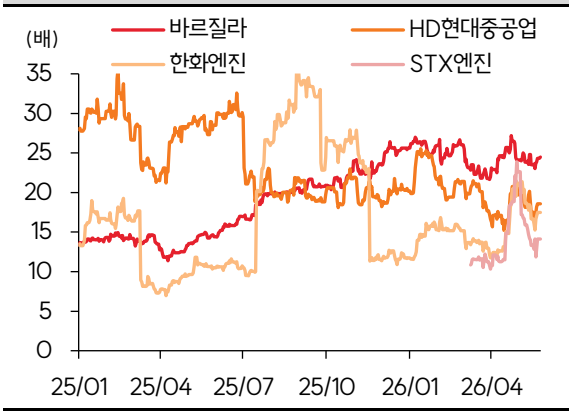
현재 **HD 현대중공업 엔진기계사업부**의 4 행정(HiMSEN) 캐파는 연간 1,600 대, 3GW 수준이다. 하지만 해당 캐파 대부분 선박 보기엔진 수요를 대응해야 되기 때문에 늘어나는 데이터센터 수요를 커버하기 위해서는 캐파증설이 불가피할 전망이다. 다만 국내 엔진 서플라이체인을 확보하고 있기 때문에 의사결정만 되면 증설 속도는 바르질라를 포함한 경쟁사 보다 빠를 것으로 예상된다. 또한 자체 라이선스(HiMSEN)를 보유하고 있기 때문에 바르질라와 같은 고마진 시현이 충분히 가능할 전망으로, 바르질라와 동일한 멀티플 부여는 합리적이라는 판단이다.

**국내 4 행정 중속엔진 생산 업체들의 엔진부문 가동률 추이**




자료: 각 사, SK 증권
주: '26 년은 1Q26 기준

**글로벌 4 행정 중속엔진 생산 업체들의 '28E P/E 추이 비교**



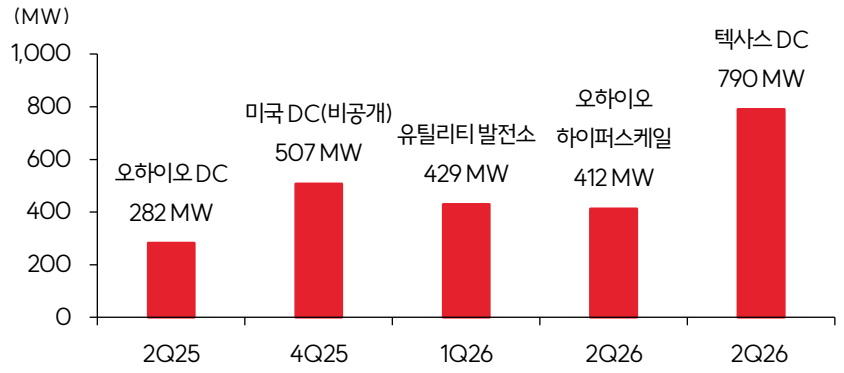

자료: Bloomberg, SK 증권

**한화엔진**의 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 엔진**의 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.

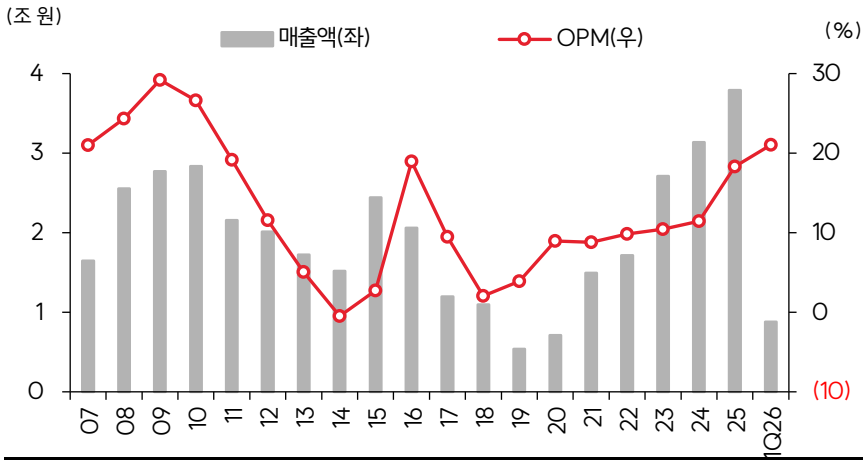
다만 두 업체 모두 Everllence 의 OEM 생산업체로, 로열티 지급에 따른 HD 현대중공업과 바르질라 대비 상대적으로 낮은 수익성 시현할 것으로 예상된다.

**바르질라(Wartsila)의 미국 데이터센터향 4 행정 중속엔진 사업 수주 트랙레코드**



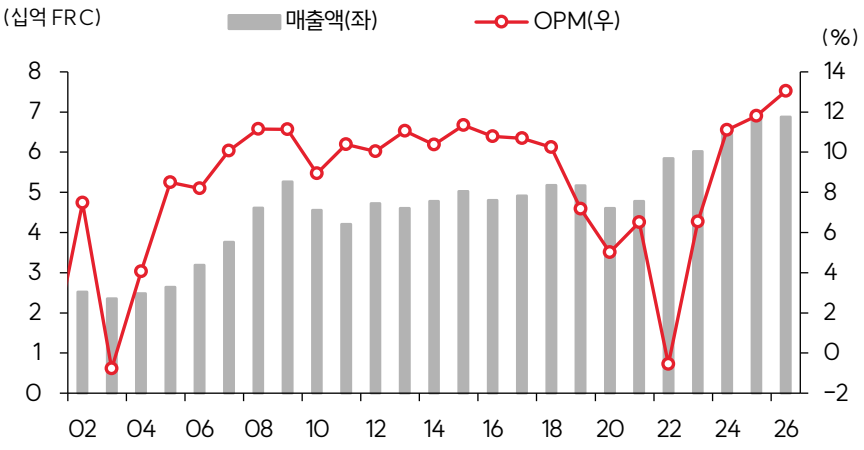

자료: Wartsila, SK 증권

**HD 현대중공업 엔진기계사업부 매출액 및 영업이익률 추이**




자료: HD 현대중공업, SK 증권
주: '26 년은 1 분기 기준

바르질라 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망

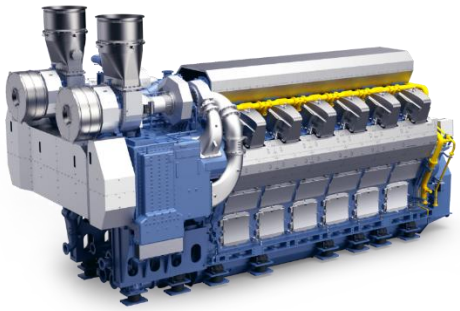



자료: Bloomberg, SK 증권
주: '26 년은 컨센서스 예상치

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

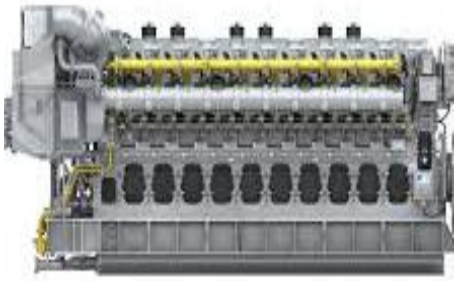
바르질라 10MW 급 4 행정 중속 가스엔진_35GS

자료: 바르질라, SK 증권

바르질라 20MW 급 4 행정 중속 가스엔진_50GS

자료: 바르질라, SK 증권

Everllence 10MW 급 4 행정 중속 가스엔진_V35/44G



자료: Everllence, SK 증권

Everllence 20MW 급 4 행정 중속 가스엔진_V51/60G

자료: Everllence, 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 75척, 보조함 18척, 무인수상정(MUSV) 47 척을 조달할 계획이며, 향후 30 년(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 | FYDP |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 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 | 신규건조총계 | 54,626 | 18 | 58,475 | 14 | 42,287 | 13 | 56,650 | 14 | 56,030 | 16 | 268,071 | 75 |

자료: U.S. Navy, SK 증권

## 2026 년 하반기 Top Picks

### HD 현대중공업 (329180/KS) - 조선주 모든 투자포인트 보유

- '26 년 매출액 24 조 8,700 억원, 영업이익 4 조 230 억원, OPM 16.2% 전망
- 대미투자특별법 시행되는 6 월부터 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: 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 시장에서 주목받고 있는 조선업 모든 투자포인트를 보유

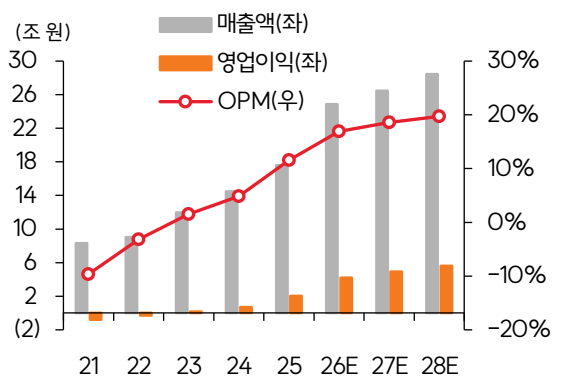
| Company Data | | 투자지표 | 단위 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 현재주가 | 749,000 원 | 매출액 | 억원 | 119,639 | 144,865 | 175,806 | 248,699 | 264,751 | 286,735 |
| 시가총액 | 781,961 억원 | 영업이익 | 억원 | 1,786 | 7,052 | 20,375 | 40,234 | 46,293 | 53,404 |
| | | 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

- '26 년 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

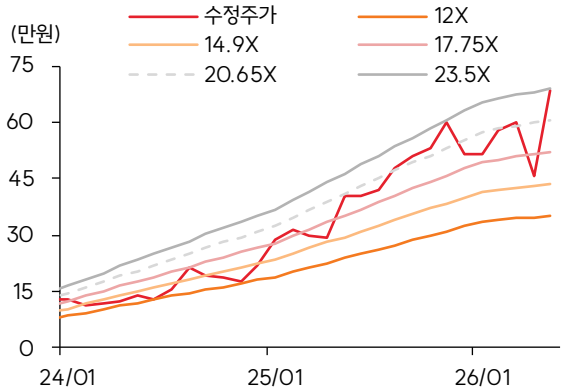
| Company Data | | 투자지표 | 단위 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 현재주가 | 256,000 원 | 매출액 | 억원 | 13,338 | 14,305 | 17,455 | 19,827 | 24,435 | 26,890 |
| 시가총액 | 114,998 억원 | 영업이익 | 억원 | 1,420 | 2,015 | 2,717 | 3,501 | 4,387 | 5,778 |
| | | 순이익 | 억원 | 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



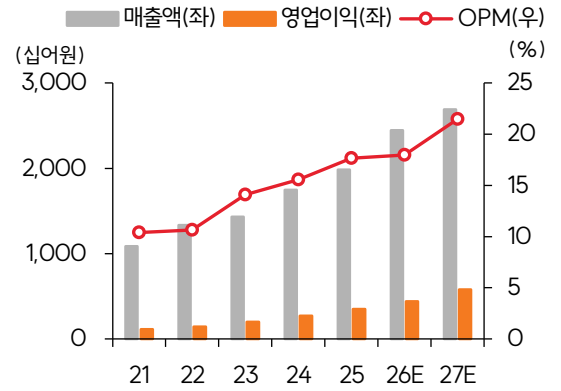

자료: Quantiwise, SK 증권 추정

HD 현대중공업 P/E Band Chart



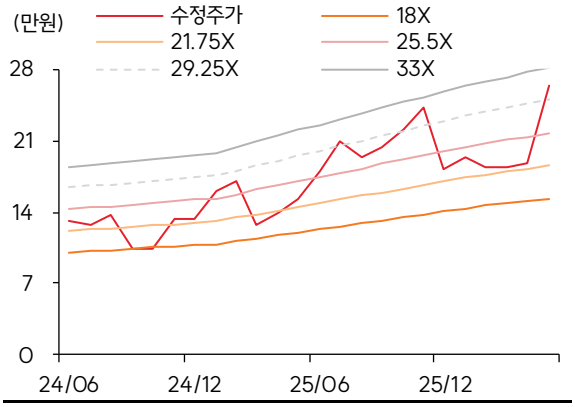

자료: Bloomberg, SK 증권

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 중동은 유럽에 이어 국내 방산 업체들의 새로운 성장 동력이 될 전망이다.

물론 종전 시 글로벌 방산주들의 단기 센티 악화는 불가피할 전망이나, 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 전차 무용론까지 거론되며 조정세가 이어졌으나, 폴란드를 포함한 견조한 다수의 수출 파이프라인을 보유하고 있으며, 중·장기적 관점에서 중동 또한 국방지출 확대 기조 하에 주력전차 도입을 추진할 것으로 예상된다.

## 2026년 상반기 Review: 이란 전쟁 발발, 중동은 새로운 성장의 축

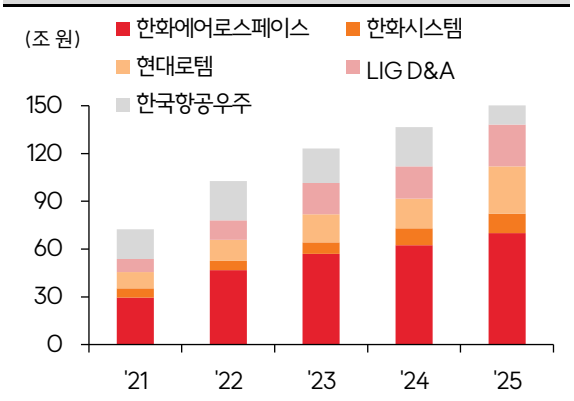
올해 상반기 글로벌 가장 큰 이슈는 당연컨데 미국-이란 전쟁이었다. 기존 국내 방산업체들의 핵심 성장동력은 유럽 지역 중심의 수출 확대였다. 러시아-우크라이나 전쟁 장기화 이후 폴란드, 루마니아 등 NATO 동부전선 국가들을 중심으로 재래식 전력 증강 수요가 급증했고, 한국 방산업체들은 빠른 납기와 가격 경쟁력을 기반으로 K2 전차, K9 자주포, 천무 등 주요 무기체계 수출을 확대해왔기 때문이다.

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.

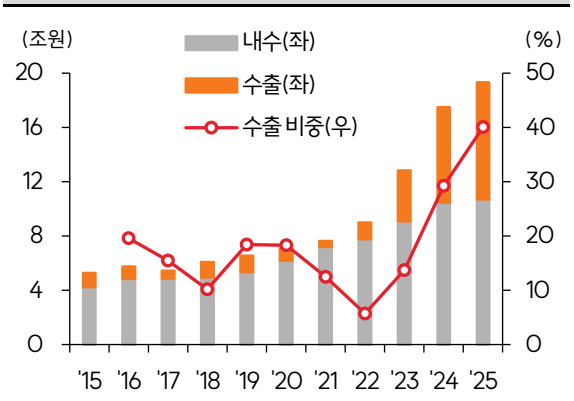
다만 중동 수요 확대가 기존 유럽 성장 스토리를 훼손하는 것은 아니다. 러시아-우크라이나 전쟁은 여전히 진행 중이며, NATO 국가들의 구조적인 국방비 증액 기조 역시 지속되고 있다. 결국 국내 방산업종은 기존 유럽 중심의 재래식 무기 수요에 더해 중동 지역의 방공·요격체계 수요까지 추가되며, '유럽 + 중동' 구조로 확장되고 있다.

**방산 5사 수주잔고 규모 추이**




자료: 각 사, SK 증권

**방산 5사 내수 및 수출 매출액 규모, 그리고 수출 비중 추이**



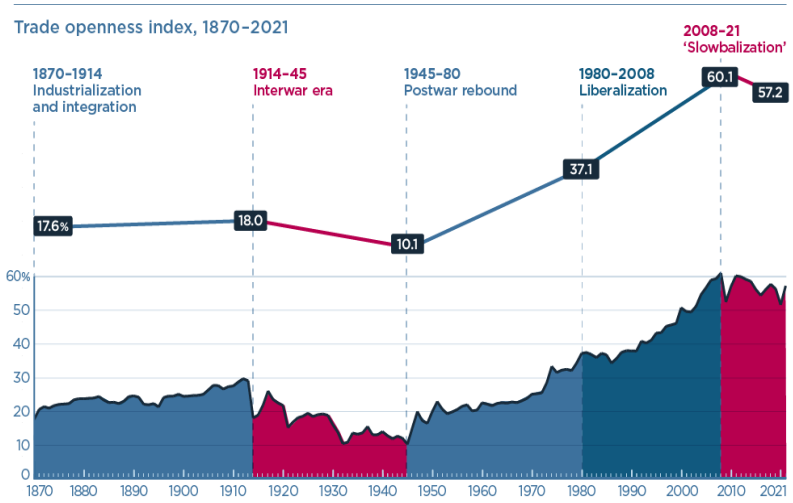

자료: 각 사, SK 증권

## 2026 년 하반기 전망: 종전은 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?



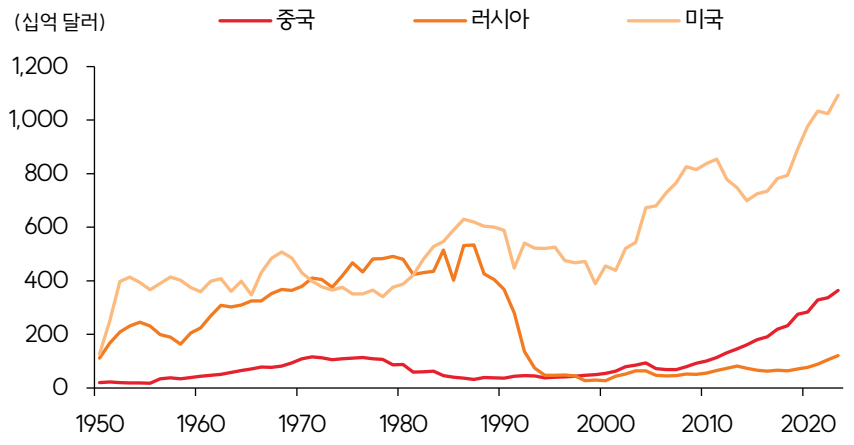

자료: PIIE, SK 증권

트럼프 미 대통령은 지난 '26 년 1 월 8 일(현지시간) 2027 년 미국 국방예산을 1.5 조 달러로 확대하겠다고 발표했으며, 지난 4 월 5 일(현지시간) 백악관은 의회 승인을 요청할 같은 규모의 국방비 예산안 개요를 공개했다. 이는 2026 년 대비 약 43% 증액된 규모이다.

미국과 중국, 그리고 러시아 3 개국 모두 국방비 자체는 어느 정도 꾸준히 증가 추세를 보이다가, 2010 년대 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 3 개 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.

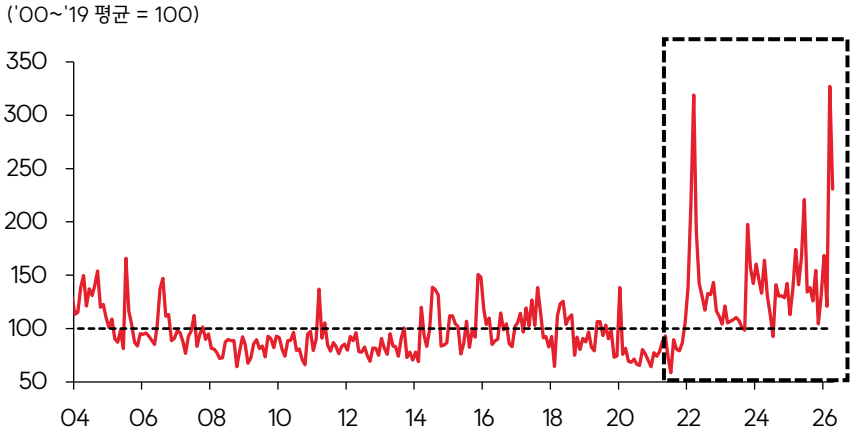
**미국과 중국, 그리고 러시아(소련 포함)의 군비지출 규모 추이**




자료: OWID, SK 증권

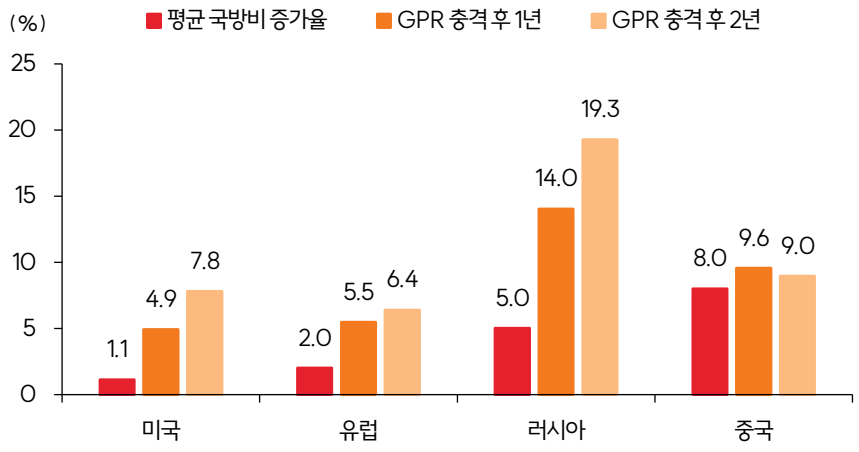
GPR Index(Geopolitical Risk Index)는 글로벌 주요 언론 기사에서 '지정학적 긴장·전쟁·군사 갈등' 관련 키워드가 등장하는 빈도를 기반으로 산출된 지수다. 러-우 전쟁이 발발한 '22 년 2 월부터 최근 이란 전쟁 발발 이후인 '26 년 4 월까지의 GPR Index 의 평균은 약 143 으로, '00~'19 년 평균인 100 보다 높은 긴장 상태를 유지하고 있다.

**글로벌 지정학 리스크 지표(GPR Index) 추이**




자료: Caldara & Iacoviello, SK 증권

글로벌 지정학 리스크와 국방비 지출과의 상관관계 (1993~2024)

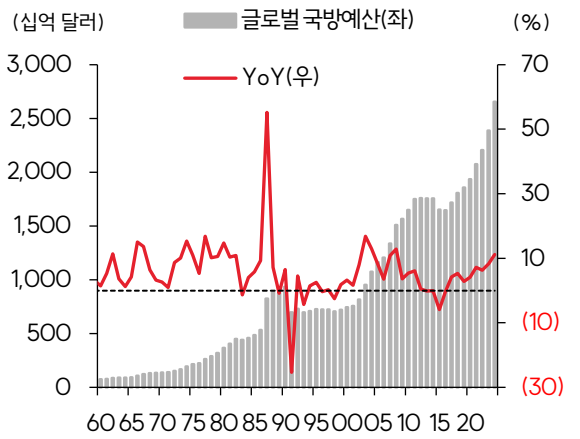



자료: SIPRI, World Bank, SK 증권 추정
주: GPR 충격이란 전년 대비 GPR Index 가 30% 이상 상승한 지점

일반적으로 GDP 와 국방비는 양의 상관관계를 갖고 있다. GDP 가 성장하는 구간에서 국방비 지출 또한 확대되는데, 국방비가 GDP 에서 차지하는 비중이 1960 년 약 6% 수준에서 2024 년 기준 2.5%까지 점진적으로 감소해 왔다. 이는 평균적으로 GDP 성장률 대비 국방비 성장률이 더 낮았다는 뜻이다.

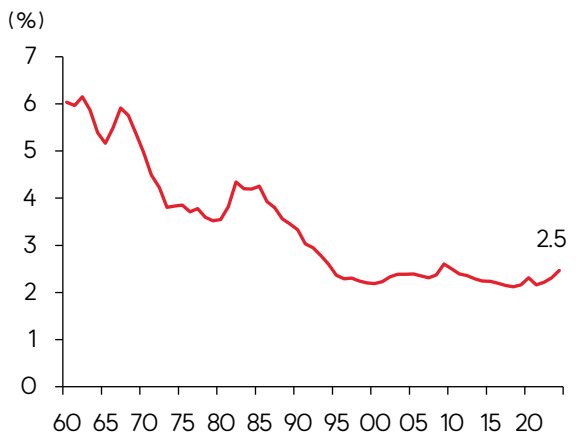
하지만 이러한 추세는 2019 년대 후반 들어 정반대의 흐름을 보인다. 2021 년 코로나 이후 글로벌 경기 회복에 따른 GDP 급성장 구간을 제외하면, 2018 년 이후부터 글로벌 국방비 지출의 연 성장률이 GDP 성장률을 상회하는 구간이 유지되고 있다. 탈세계화 국면으로의 전환은 이미 시작됐으며, 이러한 기조는 단기 내 바뀔 가능성은 매우 낮다는 판단이다.

글로벌 국방 예산 규모 및 연 성장률 추이



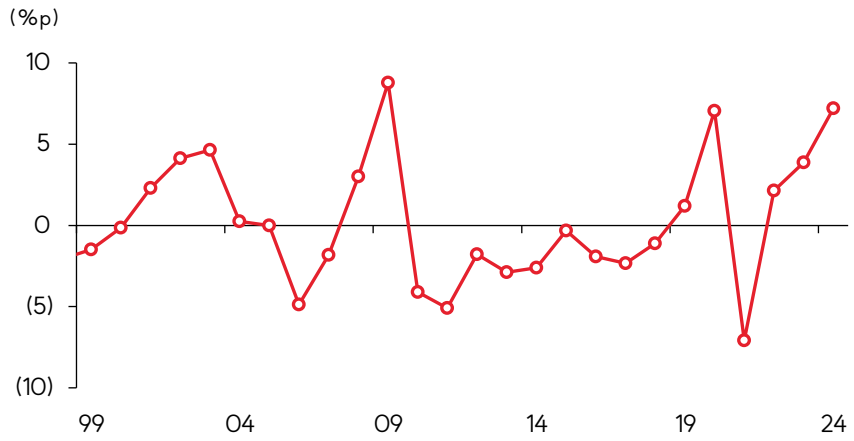

자료: SIPRI, SK 증권

글로벌 GDP 중 국방 지출이 차지하는 비중 추이




자료: SIPRI, SK 증권

글로벌 국방비 지출 YoY – 글로벌 GDP YoY



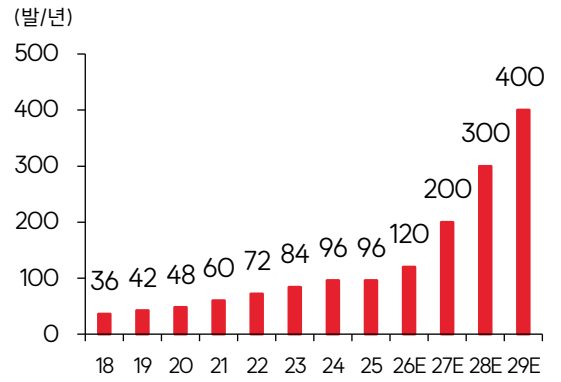

자료: SIPRI, World Bank, SK 증권

**▶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.

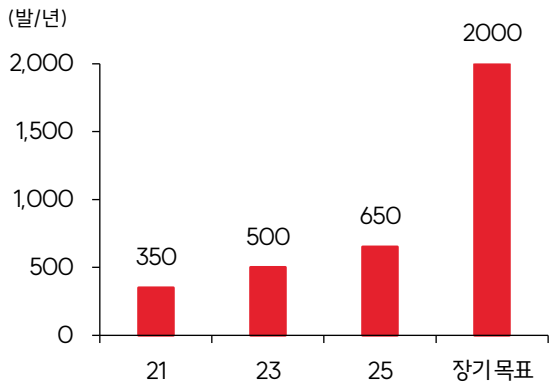
미국 Lockheed Martin 은 향후 7 년간 THAAD 요격미사일 생산능력을 기존 연 96 발 수준에서 최대 연 400 발 규모까지 확대할 계획이다. 패트리어트 PAC-3 MSE 요격미사일 역시 연간 약 2 천발 수준까지 생산능력 확대를 추진 중이다. 이를 위해 '30 년까지 약 80 억~90 억달러 규모의 투자를 계획하고 있으며, 앨라배마 Troy 공장과 Arkansas Camden 시설에 신규 생산라인 및 MAC 을 건설 중이다.

THAAD 생산 캐파 추이 및 계획




자료: Lockheed Martin, SK 증권

패트리어트 PAC-3 MSE 생산 캐파 추이 및 계획




자료: Lockheed Martin, SK 증권

프랑스 MBDA 는 '23~'25 년 사이 전체 미사일 생산량을 2 배 확대했으며, '26 년에도 추가로 생산량을 40% 늘릴 계획이다. 이를 위해 '26~'30 년 동안 총 50 억유로 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 IIA 는 이미 풀캐파 가동 국면에 진입했으며, 미국과 일본 수요 대응을 위한 대규모 양산 체계 확대가 진행 중이다. 동시에 RTX 는 장기 프레임워크 계약을 기반으로 SM-3 Block IB 생산 속도 역시 가속화하고 있다.

특히 UAE 의 경우 천궁 2 요격미사일 상당분을 소진한 것으로 추정되며, 재고 보충을 위한 요격미사일 추가 주문은 불가피하다. 중동 기존 고객(UAE 와 사우디 등)의 추가 주문은 물론이며, 카타르 및 쿠웨이트 등 신규 고객과의 수출 계약 체결 가능성은 매우 높은 상황이다.

천궁 2 가 끝이 아닐 것이다. 결국 요격미사일 방어의 끝판왕은 고고도 요격이다. 물론 국내 양산 단계인 L-SAM Block-I 은 THAAD 대비 낮은 요격 사거리를 보유하고 있으나, 값비싼 THAAD 로 모든 고고도를 방어하는 건 비효율이다. 그보다 지금은 당장 살 수 있고, 먼저 납품해줄 수 있는 방공무기체계가 우선적이며, 천궁 2 와 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 2 와 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 발틱 확대 추진 |
| 리투아니아 | 한화에어로스페이스 | 천무 | - | - | - | 마케팅 단계 | 에스토니아 계약 교두보로 발틱 확대 추진 |
| 슬로바키아 | 한국항공우주(KAI) | FA-50 | 10 | 700 | - | - | - |
| 슬로베니아 | 한국항공우주(KAI) | FA-50 | - | - | - | - | - |
| 불가리아 | 한국항공우주(KAI) | FA-50 | - | - | - | - | - |
| 영국 | 한화에어로스페이스 | 장약 | - | - | - | - | 추진제 생산 공장 설립 추진 |
| 프랑스 | 한화에어로스페이스 | 천무 | - | - | - | - | - |
| 그리스 | 한화에어로스페이스 | 장갑차 현대화 (M113) | - | - | - | - | - |
| 이탈리아 | 한화시스템 | AESA 레이더 | - | - | 2026 | - | 레오나르도와 경공격기/무인기용 개발 협력 |
| 아르메니아 | 현대로템 | K-2 전차 | - | - | - | - | 구매 가능성 검토 |

자료: 각 사, 언론보도, SK 증권

### 중동 지역 천궁 2(M-SAM Block 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 | - | - | - | 100 문 내외 추정 |
| 사우디아라비아 | 중동 | K-9 | - | - | - | 미국산 M109 계열 자주포(약 110 문)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 | - | - | 11 월 이재명 대통령 순방에서 수출 기대감 상승 (150 억불) |
| 사우디아라비아 | 중동 | KF-21 | - | ~10,000 | - | - | - |
| 이라크 | 중동 | KF-21 | - | - | - | - | 도입 협의(25 년 10 월 ADEX 이후 언급) |
| 이집트 | 중동 | FA-50 | 36~100 | ~1,430 (1 차 36 대) | 2026 | - | - |
| UAE | 중동 | T-50 | - | - | - | - | - |
| UAE | 중동 | 수리온/LAH | 10+ | 1,700 | 2026 년 상반기 | 계약단계 | - |
| 이라크 | 중동 | 수리온/LAH | 28+ | - | 2026 년 상반기 | 최종 시험평가 완료 | 2024 년 소방형상 2 대 1359 억원에 수주 |

자료: 언론보도, SK 증권

## 2026 년 하반기 Top Picks

### LIG 디펜스앤에어로스페이스 (079550/KS) – 글로벌 요격미사일 쇼티지 속 해결책

- '26 년 매출액 5 조 652 억원, 영업이익 4,690 억원, 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 3 천억원의 설비 투자로 인한 캐파 확대분의 매출이 '28 년에 인식될 전망. 이에 따라 현재 '28 년 EPS 컨센서스를 상회할 가능성 높으며, 밸류 부담 해소될 것

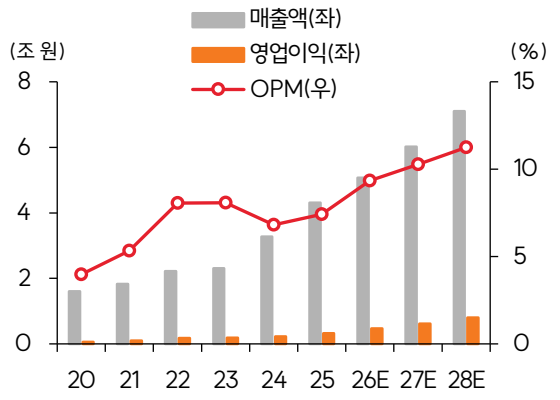
| Company Data | | 투자지표 | 단위 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 현재주가 | 916,000 원 | 매출액 | 억원 | 23,086 | 32,763 | 43,069 | 50,652 | 60,166 | 71,013 |
| 시가총액 | 200,860 억원 | 영업이익 | 억원 | 1,864 | 2,234 | 3,194 | 4,690 | 6,137 | 7,931 |
| | | 순이익 | 억원 | 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 |
| 엘아이지(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

- '26 년 매출액 7 조 413 억원, 영업이익 1 조 2,668 억원, OPM 18.0% 전망
- 올해 하반기 내 이라크와 페루, 그리고 '27 년 루마니아 및 폴란드 EC3 K2 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 30 조원 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

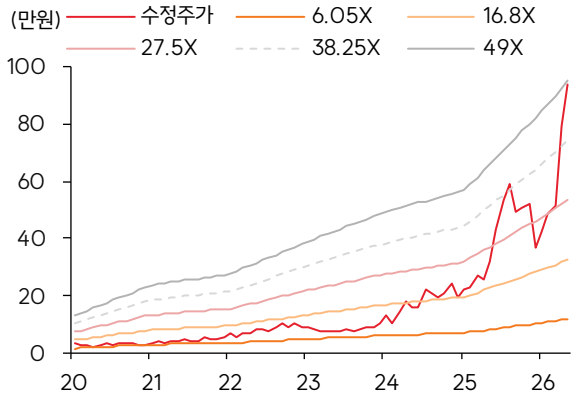
| Company Data | | 투자지표 | 단위 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 현재주가 | 214,000 원 | 매출액 | 억원 | 31,633 | 35,874 | 43,766 | 58,390 | 70,413 | 85,419 |
| 시가총액 | 233,564 억원 | 영업이익 | 억원 | 1,475 | 2,100 | 4,566 | 10,056 | 12,668 | 18,017 |
| | | 순이익 | 억원 | 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



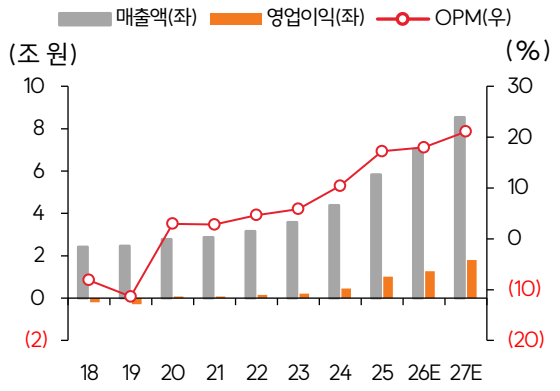

자료: Quantiwise, SK 증권 추정

LIG 디펜스앤에어로스페이스 P/E Band Chart



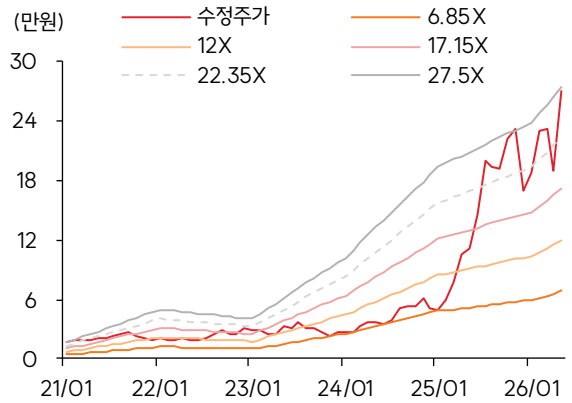

자료: Bloomberg, SK 증권

현대로템 실적 추이 및 전망




자료: Quantiwise, 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. 나승두 / 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.

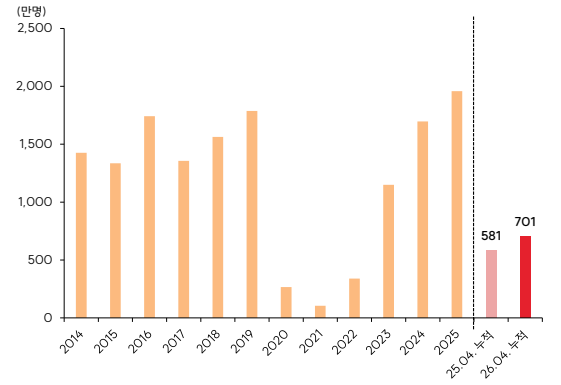
결론적으로 지난해 강세였던 호텔주들은 전고점 회복까지는 가능해 보이지만 이를 뛰어넘는 레벌업을 위해서는 추가적인 모멘텀이 필요하다. 또, 유가 하락에 따른 유류할증료 인하가 아웃바운드 관광 심리를 자극할지 여부도 하반기 주요 관전 포인트다.

## 2026 년 상반기 Review

올해도 우리나라를 찾는 외국인의 발길은 계속되는 중이다. 4 월까지 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. 3 월과 4 월 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.

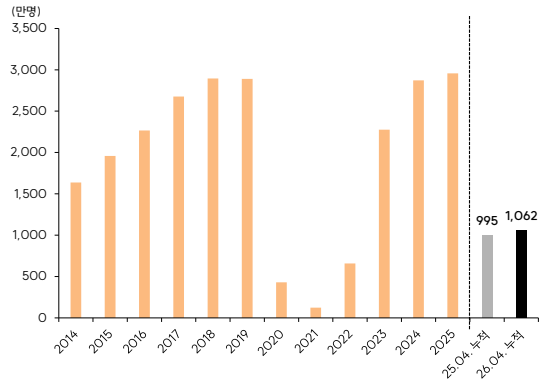
반면 우리나라 국민 해외 출국자 수 증가는 더딘 편이다. 올해 4 월까지 누적 1,062 만명이 출국하면서 작년 같은 기간 대비 6.7% 증가했지만, 당초 예상에는 미치지 못하는 수준이다. 심지어 4 월은 3 월 229 만명 대비 -0.3% 감소한 228 만명이 출국하면서 중동 전쟁으로 인한 불안 심리 및 유가 상승 영향이 반영되는 듯 보였다. 심지어 5 월부터 항공 유류할증료가 최고 단계(33 단계)에 접어들면서 해외 여행에 대한 소비 심리는 많이 위축된 것이 사실이다. 그럼에도 일본을 찾는 출국자는 4 월 누적 381 만명으로 지난해 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**

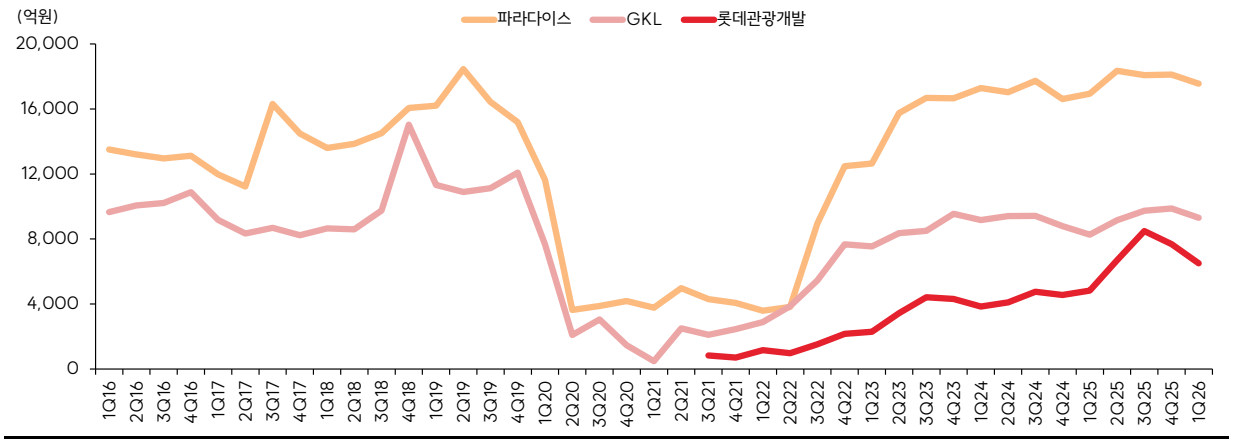



자료: 법무부, SK 증권

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**



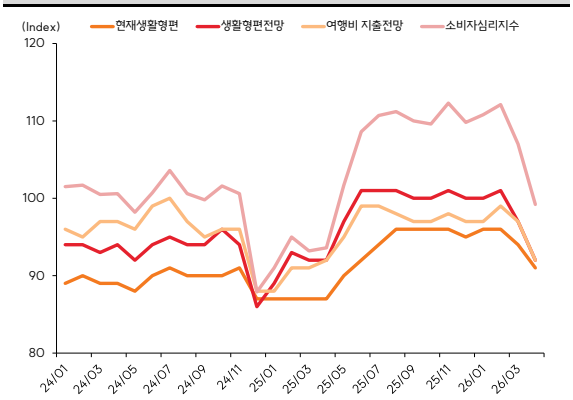

자료: 각 사, SK 증권

## 2026 년 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 예상한다. 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. 3 성급 호텔 및 공유 숙박 서비스가 빠르게 성장하는 가운데 4 성/5 성급 호텔은 단기간 객실 공급을 늘리기 어렵다. 즉, 지난해부터 객실 예약률(OCC)와 객실 단가(ADR)이 함께 성장해왔지만, 이제는 객실 예약률은 어느 정도 한계에 도달한 상황에서 객실 단가만 상승하는 국면에 진입했다는 것이다. 이는 P 와 Q 의 동반 성장에서 P 만 상승하는 변곡점을 의미하며, 호텔업을 영위하는 국내 기업들은 상대적으로 완만해진 실적 성장률 기울기를 어떻게 관리해야 할지 고민이 깊어질 수밖에 없다.

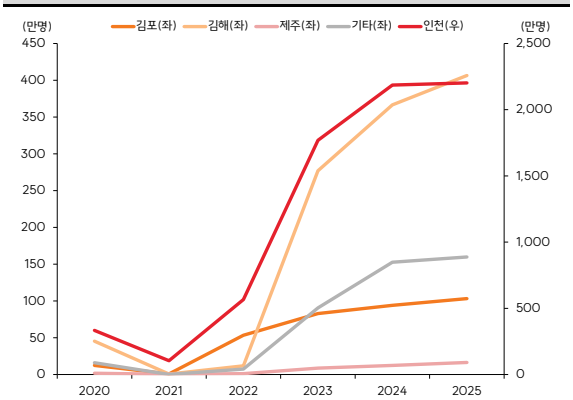
반대로 P 의 상승은 이익 레버리지를 확대시키는 결과로 연결될 수도 있다. 하지만 무조건적인 가격 인상은 소비자의 가격 저항성에 직면할 가능성이 크고, 절대적인 금액의 증가보다 상대적인 증가율은 호텔마다 기업마다 다르게 나타난다는 점에서 주가도 차별적 움직임이 나타날 가능성이 크다는 판단이다. 지난해 주가 흐름 좋았던 호텔 관련주들은 충분히 전고점 수준까지 오를 수 있는 업황이다. 하지만 이를 극복하고 주가 레벨이 한 단계 더 올라서기 위해서는 또 다른 모멘텀이 필요할 것으로 예상된다. 유가 하락으로 인한 유류할증료 인하가 아웃바운드 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

## 2026 년 하반기 Top Picks

### 롯데관광개발 (032350/KS) - 나 홀로 성장, 카지노+호텔+여행 3 박자 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
- 홀드율 매월 다르지만 마카오 초대형 리조트 카지노 수준까지 근접, 수익성 자체 글로벌 Top-Tier 로 성장 중
- 제주 드림타워 개장 이후 지난해 당기순이익 첫 기록, 본격적인 CAPEX 회수 구간 진입, 구조적 체질 전환
- 2025 년 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

- 2022 년 평균 12 만원대였던 ADR, 2025 년 20 만원 내외까지 상승, 호텔 영업이익률도 빠르게 개선
- 객실 예약률(OCC) 슬슬 한계 도달하면서 객실 단가(ADR) 만으로 이익 레버리지 커지는 구간 진입
- 자회사 신한서부티엔디리츠 등을 통해 총 2,300 여개 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
- 2027 년부터 2031 년까지 연 1 천억원 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 임상의 연이은 실패, ③기업 신뢰도 하락, ④빅파마향 기술이전 파이프라인의 가시화 지연이 맞물리며 개별 이슈가 섹터 전반의 불확실성 확대로 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 2025 년 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, 리가켐바이오와 삼양바이오팜을 섹터내 최선호주, 오스코텍, 오름테라퓨틱, 앱클론, 와이바이오로직스를 관심종목으로 제시한다.

## 26 년 상반기, 악재에 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 3 상, 에이비엘 바이오의 담도암 글로벌 임상 2/3 상
③ 국내 제약/바이오 기업의 신뢰도 하락
> 알테오젠 로열티 이슈, 삼천당제약 급락, 휴온스랩 합병 논란 등
④ 빅파마향 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**

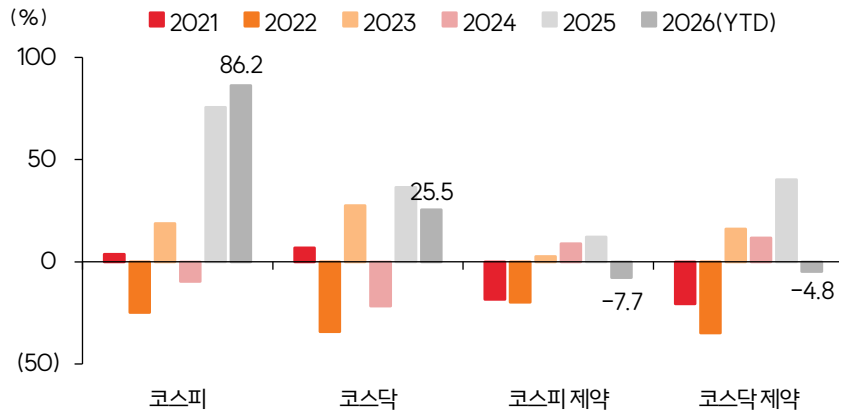
| 구분 | 2024 | | | 2025 | | | 2026 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 국내기업 | 해외기업 | 규모($M) | 국내기업 | 해외기업 | 규모($M) | 국내기업 | 해외기업 | 규모($M) |
| 1 | 오름 | Vertex | 945 | 에이비엘 | Lilly | 2,562 | 아리바이오 | Fosun | 4,700 |
| 2 | 아이엠 | Navigator | 940 | 에이비엘 | GSK | 2,114 | 알테오젠 | Biogen | 569 |
| 3 | 리가켐 | 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

26 년 1 월 1 일부터 시행된 IRA, 2 월 5 일 론칭한 TrumpRx 등 약가 인하 압박에 따른 수익성 우려와 블록버스터 특허 만료에 따른 매출 공백, 작년부터 지속되어 온 FDA 정책적 불확실성으로 NBI 는 3.5% 상승하며, 나스닥 대비 10.1%p, S&P 500 대비 6.2%p 하회했다.

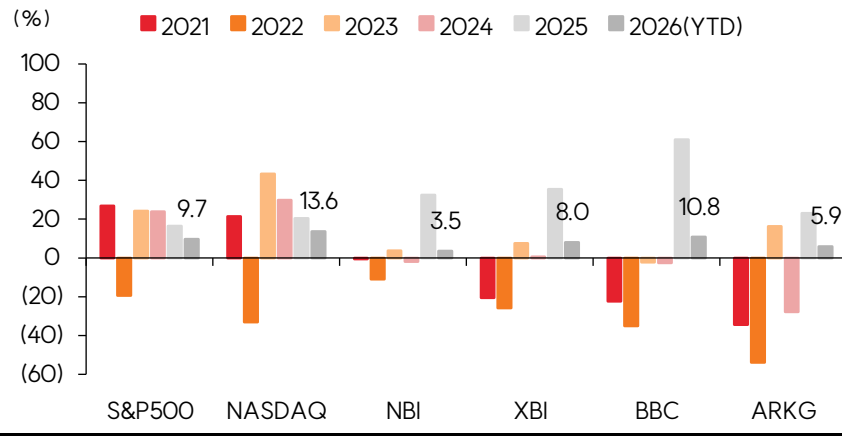
인플레이션 및 금리 인하 기대감 약화에 따른 리스크 부각으로 XBI ETF 는 3 월 말 YTD 기준 횡보, 3 월 말-4 월 초 M&A 기대감에 힘입어 반등에 성공하며 5 월 26 일 YTD 기준 8% 상승했으나 나스닥 대비 5.6%p, S&P500 대비 1.7%p 하회했다.
임상 파이프라인 중심의 BBC ETF 는 긍정적인 임상 결과 발표 및 FDA 의 신약개발 비용 절감 및 가속 승인 정책, 빅파마의 M&A 활성화에 힘입어 10.8% 상승하며 나스닥 대비 2.9%p 하회했으나 S&P500 대비 1.1%p 상회했다.

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**
**26 년 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&A 는 바이오텍의 가장 성공적인 Exit 경로로 간주되며, IPO 대비 높은 밸류에이션으로 Exit 이 가능하다는 점에서 M&A > Follow-on > IPO > VC 로 이어지는 투자심리 회복 사이클의 출발점으로 작용해 섹터 지수 상승을 견인한다.

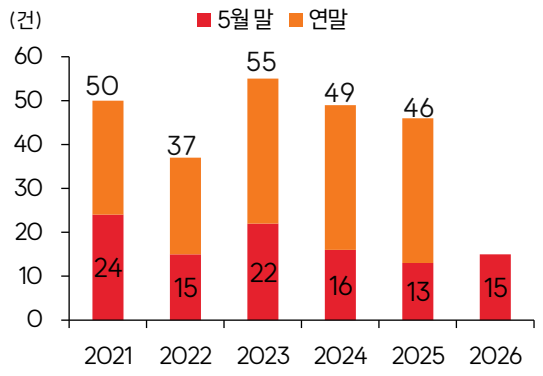
이러한 제약/바이오 섹터의 특성을 고려할 때, ①혁신 신약의 FDA 승인과 ②초기·임상 연구 결과는 매우 고무적인 상황으로 미충족 의학적 수요가 높은 적응증에서의 치료 공백 해소, 신규 타겟 및 신규 모달리티에 대한 성과가 가시화되고 있음을 확인했다.

이러한 흐름은 하반기에도 지속될 것으로 판단되는데 중국에서 Keytruda 병용 1 차 NSCLC 치료제로 승인이 예상되는 TROP-2 ADC, 2024~2025 년 기술이전이 집중된 PD-(L)1×VEGF 이중항체들의 후기 임상 데이터 발표, 췌장암의 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 5 월 12 일 Marty Makary FDA 국장의 갑작스러운 사임으로 주요 직책 3 개가 대행 체제로 전환됐으며, 대행자에게는 210 일의 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**<br>3/24 Ocugen, 임상 2상 탑라인 발표 > 대조군 대비 통계적 유의성 확보 | **pan RAS, 췌장암**<br>4/13 Revolution, 전이성 췌장관 선암 2차 치료 임상 3상 결과 > 화학요법 대비 통계적 유의미한 결과 발표 |
| **C5 siRNA, 중증근무력증**<br>4/21 Regeneron, 임상 3상 결과 발표 > 3개월 1회 투약, 위약군 대비 통계적 유의성 확보 | **TROP-2 ADC**<br>5/18 MSD, 자궁내막암 임상 3상 키트루다 병용 NSCLC 1차 임상 3상 |
| **GLP-1 유전자 치료제**<br>5/11 Fractyl Health 임상 진입 | **IL-18, 아토피**<br>5/14 Apollo, 2a 결과 발표 > 듀피젠트 실패 환자 대상 효능 확인 |

자료: 시장자료, SK 증권

**규제기관 승인, 주요 성과**

| | | | |
|---|---|---|---|
| **신규 치료옵션** | **최초의 원발성담즙성담관염(PBC) 가려움증 치료제**<br>3/17 GSK의 Lynavoy (IBAT 억제제, 경구용) | **20년만에 승인된 헌터 증후군 치료제 증상 개선 겨냥한 최초의 신약**<br>3/24 Denali의 Avlayah (IDS enzyme+TransportVehicle™) | **최초의 비항정신성 알츠하이머 초조 증상 치료제**<br>4/30 Axsome의 Auvelity (NMDA 수용체 길항제+ 비정형 항우울제 복합제, 적응증 확장) |
| **신규 타겟** | **최초의 선택적 글루코코르티코이드 수용체 길항제**<br>3/25 Corcept의 Lifyorli (백금저항성 난소암 치료제, 경구용) | **최초 BCL-2 억제제 가속승인**<br>5/13 BeOne의 Beqalzi (재발성·불응성 외투세포림프종(MCL)) | **최초의 BCMA X CD3 이중항체 + CD38 병용**<br>3/5 J&J 의 Tecvayli (재발성·불응성 다발성 골수종, 가속승인> 정식 FDA 승인) |
| **신규 모달리티** | **LAD-I에 대한 최초의 유전자치료제 가속 승인**<br>3/27 Rocket의 Kresladi (렌티바이러스 벡터 기반 환자의 HSC에 ITGB2 유전자 도입) | **최초의 PROTAC**<br>3/25 Pfizer·Arvinas의 VEPPANU (ER+/HER2-, ESR1 변이 유방암 ) | **유전성 난청에 대한 최초의 유전자 치료제 가속 승인**<br>4/23 Regeneron의 Otarmeni (아데노바이러스 벡터 기반 OTOF 유전자 치료제) |

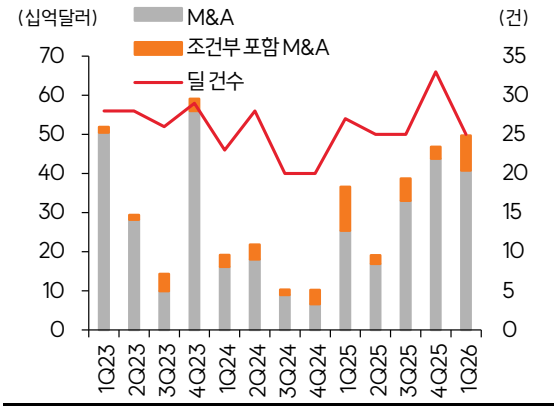
자료: 시장자료, SK 증권

유동성 측면에서는 ③금리 인하에 대한 기대감은 약화되고 있는 상황으로 이에 따른 리스크가 부각되고 있지만 ④M&A·기술이전은 견조한 흐름을 유지하고 있다.

26 년 3 월 말 기준 M&A 는 다른 분기 대비 건수는 줄었으나 총 거래 규모는 증가, 후기 임상 및 상업화 중심의 선별된 고부가 가치 M&A 가 집중적으로 진행된 것을 확인했다. 조건부 계약금을 제외했을 때 현금 가치는 408 억 달러로, 평균 선지급 가치가 21 억 달러에서 26 억 달러로 증가했으며 조건부 계약금을 포함한 거래 규모의 경우 지난 4 분기 468 억 달러보다 소폭 증가한 497 억 달러를 기록했다.

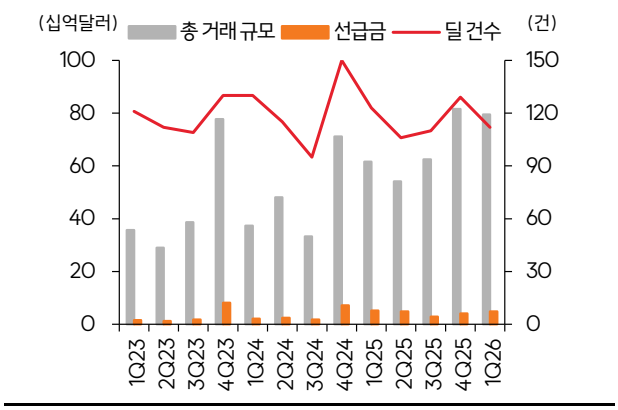
일반적으로 4 분기가 M&A 가 가장 활성화된다는 점과 블록버스터 특허 만료와 약가 인하 압박에 대응한 빅파마의 파이프라인 확충 수요가 지속되는 구조적 배경을 감안하면, M&A 거래 규모는 하반기로 갈수록 점진적으로 확대될 것으로 판단된다.

**분기별 M&A 현황**



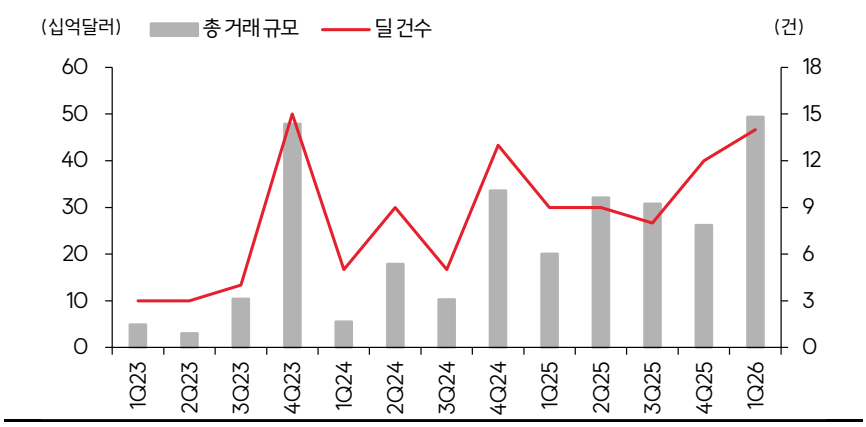

자료: DEALFORMA, SK 증권

**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 2025 년 하반기 상승 이전 수준으로 되돌아온 상태다. 오히려 이는 가격 부담이 해소된 구간으로, 선별적 접근에 따른 기회 요인이 확대될 수 있다고 판단된다.

하반기에는 5 월 27~30 일 유럽간학회(EASL)를 시작으로 5 월 29 일~6 월 2 일 미국임상종양학회(ASCO), 6 월 5~8 일 미국당뇨병학회(ADA), 9 월 12~15 일 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 3 상 결과 발표 기대 (26 년 7 월 예상) | |
| 유한양행 | YH35324/GI-301 (IgE Trap) | 알러지 | 임상 2 상 진입, 글로벌 기술이전 기대감 존재 | 원개발사: 지아이이노베이션 |
| | Lazertinib (mEGFR TKI) | 비소세포폐암 | Amivantamab 병용 mOS 결과 발표 기대 | 파트너사: 얀센<br>원개발사: 오스코텍 |
| 에이비엘바이오 | 플랫폼 | | 알츠하이머 항체 치료제+BBB 플랫폼 기술이전 발표 기대 | |
| | ABL001 (DLL4 x VEGF) | 담도암 | 4/27 PFS, OS, 안전성 결과 발표 완료,<br>FDA 미팅 후 연말 BLA 제출 예정 | 파트너사: 컴패스 |
| 펩트론 | 플랫폼 | 비만 | 일라이 릴리 기술 평가 계약 연장<br>(기존 14 개월(25/12) > 최대 24 개월(26/09))<br>ADA(6/05~08) 월 1 회 세마글루타이드 전임상/<br>Human Interim 결과 발표 예정 | |
| 한미약품 | HM1732 (LA-UCN2) | 비만 | 2H26 임상 1 상 결과 발표 기대<br>ADA(6/05~08): 비임상 결과 업데이트 및<br>병용 요법 비임상 결과 | |
| | Efinopegdutide (GLP/GCG) | MASH | 26 년 임상 2 상 결과 발표 기대 | 파트너사: MSD |
| | Efpeglenatide(GLP) | 비만 | 26 년 국내 허가 승인 기대, 64 주 전체 데이터 발표 기대 | |
| 리가켐바이오 | LCB14 (HER2 ADC) | 유방암 | 익수다 임상 1b 종료 및 결과 발표,<br>복성제약 유방암 임상 3 상 종료 | 파트너사: 복성제약,<br>익수다 |
| | LCB71 (ROR1 ADC) | 혈액암 | R-CHOP 병용 임상 1b 탑라인 결과 발표 완료,<br>2H26 세부 데이터 발표 기대 | 파트너사: 시스톤 |
| | LCB84 (Trop-2 ADC) | 고형암 | 임상 1 상 종료/임상 2 상 개시,<br>옵션행사 시 $ 200M(약 3 천억원) 현금 유입 가능 | 파트너사: 얀센 |
| | 플랫폼 | | 플랫폼 기술이전 발표 기대 | |
| 보로노이 | VRN11 (4 세대 EGFR) | 비소세포폐암 | ASCO(5/29~6/02) 발표 예정 | |
| 올릭스 | OLX702A (MARC 1) | MASH | 1H26 임상 1 상 완료, 결과 발표 기대/<br>2 상 개시에 따른 일라이 릴리 마일스톤 수령 기대<br>MACR1+ 비만/심혈관 타겟 > 릴리 우선협상권 보유로<br>기술이전 확대 기대 | 파트너사: 일라이 릴리 |
| | OLX104C (안드로겐수용체) | 탈모 | 1b 상 24 명 4 주 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 | DD01(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) |
| 한올바이오파마 | IMVT-1402 | 자가면역질환 | 2H26 D2T RA 및 CLE 탑라인 결과 발표 기대 | 파트너사: 이뮤노반트 |
| | HL036 | 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 탑라인 ENDO(6/13-16) 학회 발표 예정 | 파트너사: 룬드벡 |
| | APB-A3(IL-18) | 아토피 | 2a 탑라인 결과 발표 완료 > 2H26 임상 2b 진입 예정 | 파트너사: 에보뮨 |
| HK 이노엔 | 케이캡(P-CAB) | 위식도역류질환 | 유럽 기술이전 기대 | 파트너사: 세벨라 |
| 지투지바이오 | 플랫폼 | 비만/CNS | 1H26 파트너사 기술 평가 결과 업데이트 기대<br>ADA(6/05~08) 월 1회 아밀린/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 | |
| 앱클론 | AT101 (CD19 CAR-T) | 혈액암 | 26년 국내 품목 허가 신청 기대 | |
| | HLX22(AC101) | 위암/유방암 | 2H26 유방암 HER2 low 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,<br>2H26 연내 국내 허가 기대 | |

자료: 시장자료, SK 증권

## 2026 년 하반기 Top Picks

### 리가켐바이오 (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 불구, 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 Margin 으로 경쟁력을 확보 있는 상황이며, MSD Trop-2 ADC 의 고무적인 임상 3 상 결과 발표로 얀센으로 기술이전 한 동사의 파이프라인 경쟁력과 주목도 또한 동반 상승한 상황
- HER2 ADC 중국 임상 3 상 종료/글로벌 1b 상 종료, ROR1 ADC 1b 상 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 (0120G0/KS) – 저평가된 차세대 딜리버리 플랫폼, 차별화된 경쟁력에 주목

- SENS™는 Viral Vector·LNP 의 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 ASO 나 in-vivo CAR-T 의 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 3 곳에 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 조기 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 |

SK securities Research Signature

# 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. 4 월 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 CEO 는 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 5 개 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.

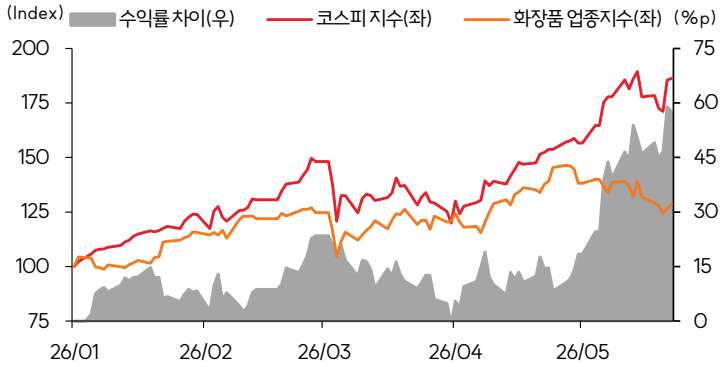
하반기 추천 종목으로는 에이피알과 한국콜마를 제시한다. 에이피알은 올해 미국 오프라인과 유럽 온·오프라인으로 지역과 채널 확장이 상장 브랜드 중에 가장 빠르게 진행되고 있어 실적과 밸류에이션 멀티플의 상방을 열어놓고 접근할 필요가 있다. 한국콜마는 화장품 수출 모멘텀 강세 관점에서 가장 투자 매력도가 높다. 올해 별도법인 매출액 성장률은 작년보다 높은 20% 기록할 것이며, 기존 SKU 중심으로 수량이 크게 성장하고 있어 1%p 내외의 영업이익률 개선될 것이다.

## 2026 년 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 종가 추이 비교**

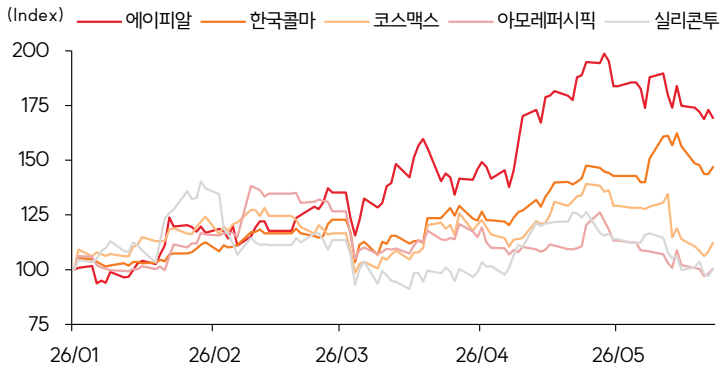



자료: Quantiwise, SK 증권

올해 상반기 화장품 업종의 분위기는 작년과 비교해 성격이 달라졌다. 중국을 제외한 한국 화장품 수출 성장률은 4 월 누적 기준 30% 기록해 작년 같은 기간 성장률인 26%를 상회했다. 수출 모멘텀은 더욱 강해졌지만, 실제 주가 상승률로 체감되는 업종의 열기는 작년보다 미지근하다.

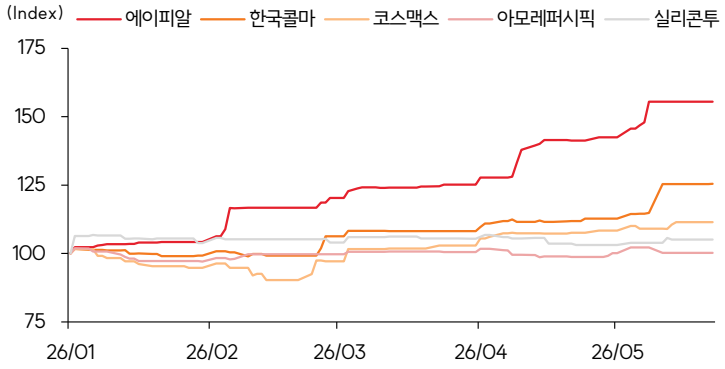
실제로 기업별 YTD 주가 수익률을 살펴보면 당사 커버리지 중에서는 에이피알과 한국콜마 두 종목의 주가만 유의미하게 상승했는데, 각각 연초 대비 69%, 47% 상승했다. 반면 코스맥스와 실리콘투는 각각 12%, 0% 상승해 같은 수출 업황 속에서도 주가 수익률이 차별화되었다. 통상 ODM 과 유통사는 화장품 수출 모멘텀에 실적과 주가가 연동되는 모습을 보였지만 올해 상반기에는 한국콜마 홀로 업황의 수혜를 누렸다.

SK 증권 커버리지 화장품 종목별 연초 대비 주가 추이 비교




자료: Quantiwise, SK 증권

SK 증권 커버리지 화장품 종목별 연초 대비 12MF EPS 추정치 추이 비교



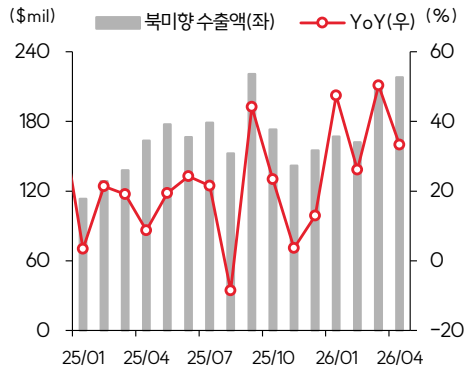

자료: Quantiwise, SK 증권

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.

## 2026 년 하반기 전망

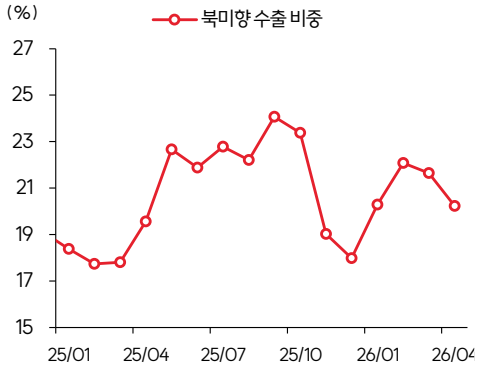
### # 미국 오프라인 시장 침투 확대

**북미향 한국 화장품 수출 추이**




자료: TRASS, SK 증권

**한국 화장품 수출 중 북미향 비중 추이**

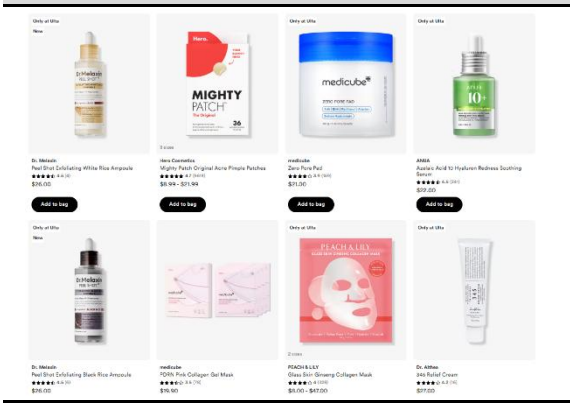



자료: TRASS, SK 증권

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 2023 년부터 지난 3 년간 K 뷰티는 미국 아마존 채널을 완전히 정복했다. 이미 미국에서 K 뷰티가 한 때의 유행이 아니라 미국인들의 일상적인 화장품 구매 리스트에 들어갔다고 본다.

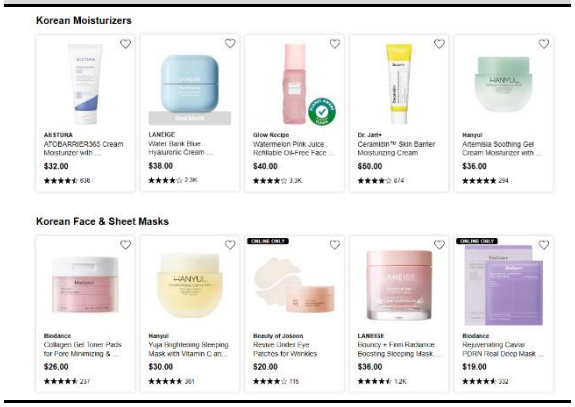
이제는 온라인에서 쌓은 인지도를 지렛대 삼아 오프라인 시장 침투가 본격화될 것이다. 작년에도 미국 오프라인 채널로 간 브랜드들은 있긴 했다. 다만 조선미녀, 메디큐브, 아누아, 바이오던스 같이 소수의 선두 브랜드에 불과했다. 올해는 다르다. 엘시아, 달바, 라운드랩 등이 얼타 및 세포라에 입점하는 등, 입점 브랜드 수가 증가하고 있다. 얼타와 세포라는 온라인몰에서 K 뷰티 전용관까지 운영 중이다.

**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. 얼타뷰티와 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**

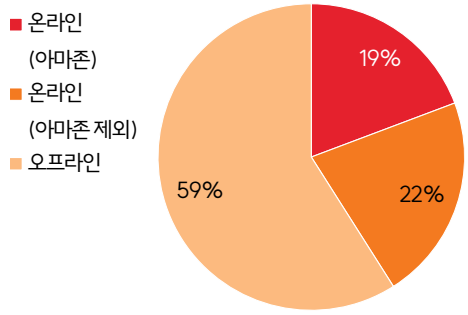
| 날짜 | 소속 | 인물 | 직위 | 핵심 내용 |
|---|---|---|---|---|
| 2025.07 | Ulta Beauty | Kaitlin Rinehart | VP | "한국 화장품에서 지금 흥미로운 점은 포뮬러, 텍스처, 패키징이다. K-뷰티는 이 모든 것을 매우 잘 해낸다" |
| 2026.03 | Ulta Beauty | Shianna Davey | VP | "K-뷰티는 신상품(novelty) 단계를 넘어섰다. 이제 K-뷰티는 모든 연령대에 걸쳐 공감을 얻고 있다" |
| 2026.04 | Ulta Beauty | 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 41:59 이며, 온라인 내에서 아마존의 비중은 47%로 추정된다. 지금까지 K 뷰티는 미국 전체 화장품 시장의 19%에 해당하는 비교적 작은 무대에서 성장해 왔는데,

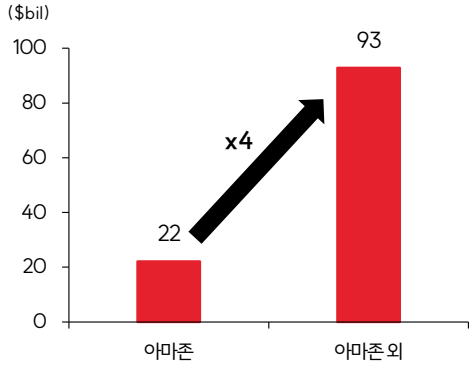
오프라인 시장이 열리게 되면 보수적으로 봐도 미국 전체 뷰티 시장의 59%에 해당하는 시장이 열리게 되어 K 뷰티의 TAM 이 크게 증가하게 된다. 물론 기존 아마존, 틱톡이랑 겹치는 영역도 존재하겠지만 기본적으로 확장되는 시장 규모 자체가 크기 때문에 K 뷰티 수출 성장에 큰 기여를 할 것으로 전망한다.

**유통 채널별 미국 뷰티 시장 점유율**




자료: Euromonitor, SK 증권

**메이저 리테일 채널 입점을 통한 K 뷰티의 TAM 확장 전망**

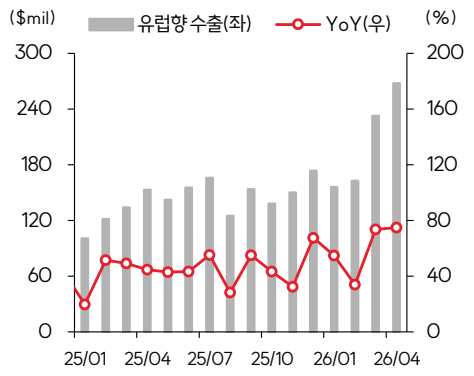



자료: Euromonitor, SK 증권

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.

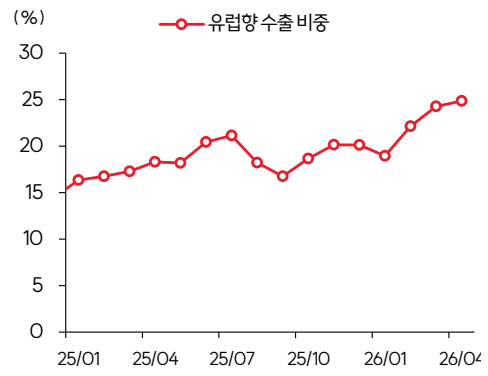
## # 유럽 온·오프라인 침투 확대

**유럽향 한국 화장품 수출 추이**




자료: TRASS, SK 증권

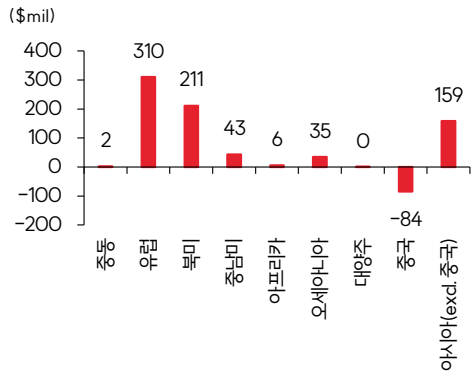
**한국 화장품 수출 중 유럽향 비중 추이**




자료: TRASS, SK 증권

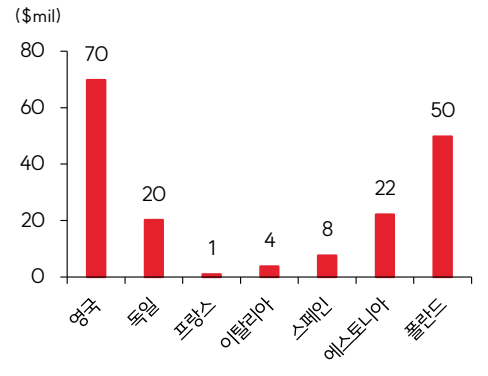
유럽은 미국만큼 한국 화장품 수출 성장에 크게 기여할 것으로 전망한다. 최근 유럽향 화장품 수출 성장세가 심상치 않다. 1~4 월 누적 기준 유럽향 화장품 수출은 '25 년에 $150 억 성장했는데, 올해 $310 억으로 크게 성장했다. 작년보다 더 다양한 지역이 고르게 수출에 기여하고 있는데, 올해에도 폴란드와 에스토니아 모두 여전히 높은 성장률을 보이고 있지만, 영국, 독일의 성장세가 눈에 띈다.

**지역별 '25 vs. '26 년 4 월 누적 수출 증가 금액**




자료: TRASS, SK 증권

**유럽 주요 국가향 '25 vs. '26 년 4 월 누적 수출 증가 금액**

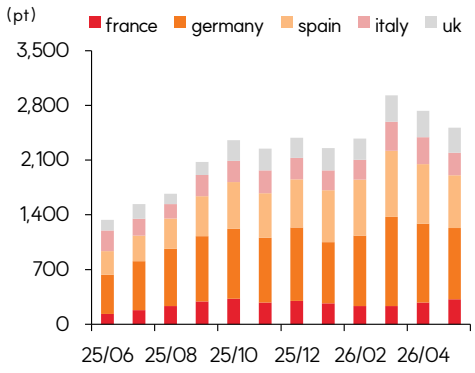



자료: TRASS, SK 증권

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

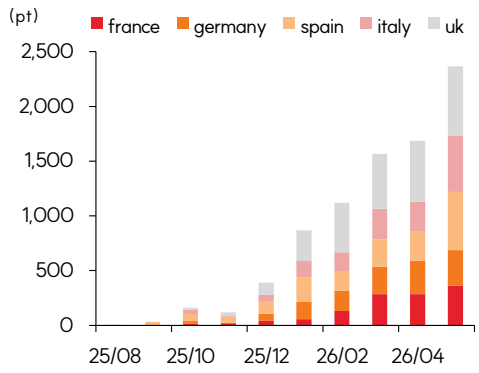
메디큐브와 달바의 기여도가 매우 컸던 게 사실이나, 두 브랜드를 제외한 BSR 점수도 이미 작년 말 블랙프라이데이 수준을 훨씬 뛰어넘어 계절성을 무시하고 트래픽이 QoQ 증가하고 있다. K 뷰티가 유럽 아마존 채널을 점령하고 있다.

**서유럽 5 개국 아마존 K 뷰티(메디큐브 제외) BSR 점수 추이**




자료: Amazon, SK 증권
주: Skin Care 카테고리 기준임

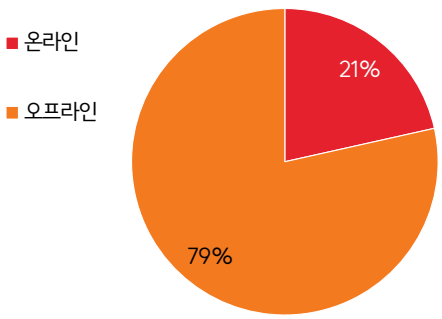
**서유럽 5 개국 아마존 '메디큐브' BSR 점수 추이**




자료: Amazon, SK 증권
주: Skin Care 카테고리 기준임

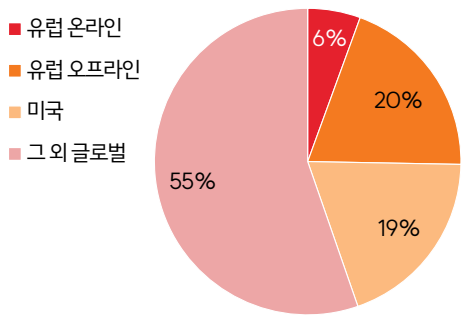
유럽 온라인만 해도 시장 규모가 글로벌 뷰티 시장의 약 6%로 작지 않지만, 유럽 지역의 주된 채널은 오프라인이다. 미국의 경우 구매 온라인과 오프라인 시장 비중이 41:59 로 비등비등한 반면, 유럽은 21:79 로 오프라인의 비중이 훨씬 크다. 오프라인까지 합칠 경우 유럽 시장은 글로벌 뷰티 시장의 26%를 차지한다.

**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 2 월 대비 5 월 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 밸류체인의 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 5 월 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 놨기 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.

## 2026 년 하반기 Top Picks

### 에이피알 (278470/KS) - 실적의 상방이 열린다

- 미국 오프라인과 유럽 온·오프라인으로의 채널과 지역 다변화가 본격적으로 실적에 반영되는 구간
- 타깃 입점 1 분기에 완료, 2~3 분기 중으로 월마트와 코스트코에 입점해 올해 미국 오프라인 매출 2,571 억 전망
- 서유럽 5 개국 아마존에서 메디큐브의 매출 트래픽 급증하는 추세, 올해 유럽 B2C 매출 2,589 억 전망
- 4 월에 유럽 세포라 450 개 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(외 5) | 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 4 월 누적 기준 +41% 성장해 업황 강세 보이고 있으며, 이러한 추세 하반기까지 이어질 것
- 동사의 한국법인 수주 상황이 매우 좋은 상황으로, 최소 3 분기까지 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 12 배에 거래. 지난 사이클 고점인 18 배 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(외 22) | 26.58 % | PBR | 배 | 1.9 | 1.6 | 1.6 | 2.1 | 1.8 | 1.5 |
| NIHON KOLMAR | 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 |

SK securities Research Signature

# 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, 신세계인터내셔날과 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 신세계인터내셔날은 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.

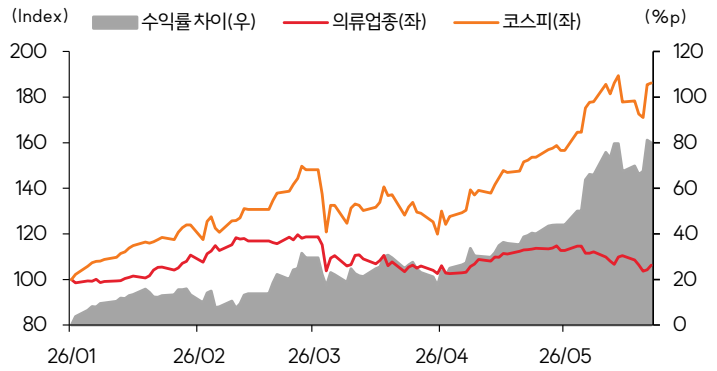
중국향 수출 모멘텀 관점에서 감성코퍼레이션도 주목할 만하다. 올해 3 개 매장이 추가되어 총 4 개 매장을 운영하고 있는데, 연말까지 총 30 개 매장 운영을 목표로 현지 파트너사인 비인러펀과 협업 중이다. 매장당 매출은 연에 40 억 원 페이스로, 1 선 도시 대형 매장이라는 입지 덕에 초기 매출 규모가 큰 편이다. 올해 감성코퍼레이션의 중국향 수출 매출은 약 300 억 원을 기록할 것이며, 영업이익은 90 억 원 기여할 것이다. 전체 수출 사업에서 영업이익 기여도가 올해 18%로 예상되는 바, 기여도가 낮지 않음에도 밸류에이션 멀티플은 12MF PER 9 배에 거래되고 있다. 과거 F&F 와 미스토홀딩스가 수출 호황기에 부여받았던 15~20 배 대비 밸류에이션 매력도가 높다고 판단한다.

## 2026 년 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 '21 년 하반기부터 '25 년까지 상반기까지 3 년 넘는 기간에 걸쳐 줄곧 하락했던 것에 비해 주가는 바닥을 형성했다.

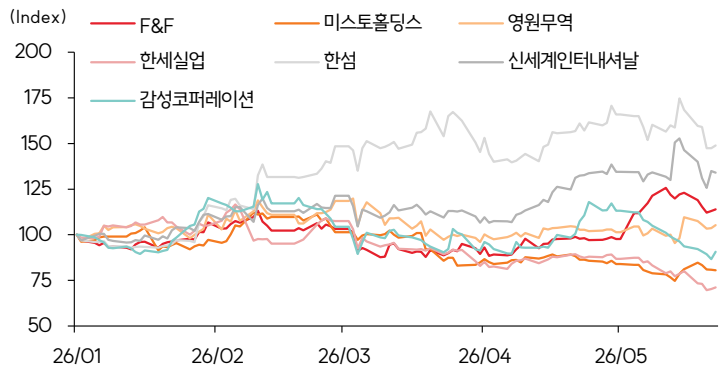
**코스피 지수 vs. 의류 업종지수 연초 대비 종가 추이 비교**




자료: Quantiwise, SK 증권

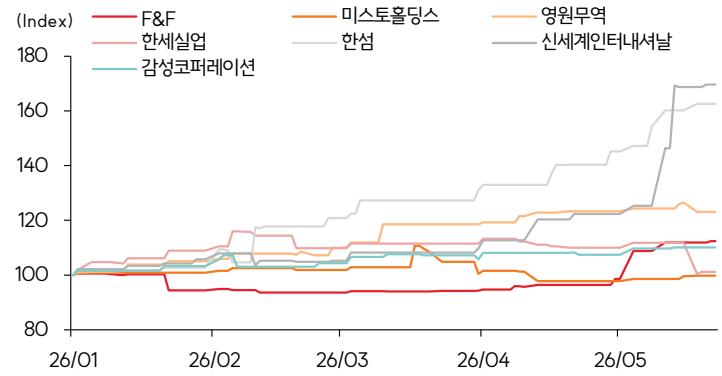
시총과 주가 수익률을 고려했을 때 상반기 지수 상승에 기여가 컸던 종목은 한섬, 신세계인터내셔날, F&F 정도였는데, 내수와 중국 소비의 턴어라운드가 상반기 주요 주가 상승의 동인이었음을 유추할 수 있다. 특히 내수 소비가 K 자형 회복을 보임에 따라 백화점 채널을 중심으로 해외 수입 브랜드를 유통하는 한섬과 신세계인터내셔날의 주가 수익률이 좋았는데, 두 종목은 연초 대비 49%, 34% 상승해 지수 상승률을 크게 상회했다.

**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

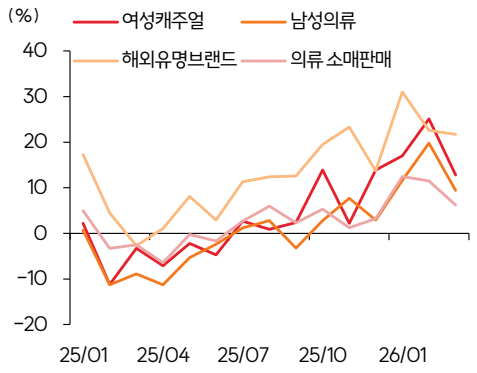
OEM 종목들은 다소 부진한 흐름을 보였다. 영원무역은 연초 대비 주가가 5% 상승했는데, OEM 부문의 이익이 성장하고, SCOTT 의 적자폭이 크게 축소되어 펀더멘탈이 긍정적이나, 주요 고객사인 Amer Sports 가 올해 Technical Apparel 부문의 매출 성장률 가이던스를 작년 대비 보수적으로 제시했고, 이란 전쟁에 따른 원부자재 가격 상승 우려를 시장이 선반영해 주가는 강보합에 그쳤다. 한세실업은 미국의 소비 양극화로 오더가 약세를 지속했고, 비용 상승 압박에 대한 우려까지 겹쳐 실적과 주가 모두 부진했다.

## 2026 년 하반기 전망

### # K 자형 내수 소비 강세 지속

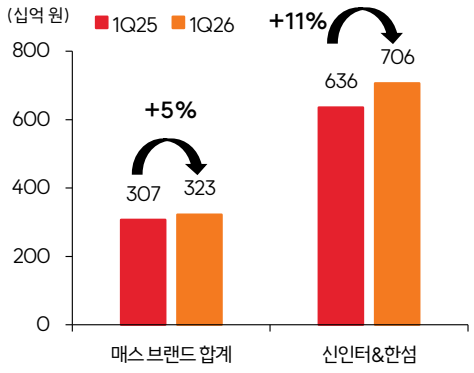
1 분기에 당사 커버리지 기업 중 매스 브랜드의 매출은 5% 성장한 반면, 신세계인터내셔날과 한섬의 매출은 11% 성장해 아웃퍼폼했다. 대중 브랜드의 매출도 전년 대비 성장해 작년에 비해 회복하는 모습이나, 럭셔리 브랜드의 매출 성장률이 이를 압도해 K 자형 소비 양상을 보였다. 당사는 하반기에도 이러한 추세가 지속될 것으로 전망한다.

**백화점 패션 매출과 의류 소매판매 YoY 증감률 추이**




자료: KOSIS, SK 증권

**매스 브랜드 vs. 백화점 패션유통사 1Q26 매출 성장률**

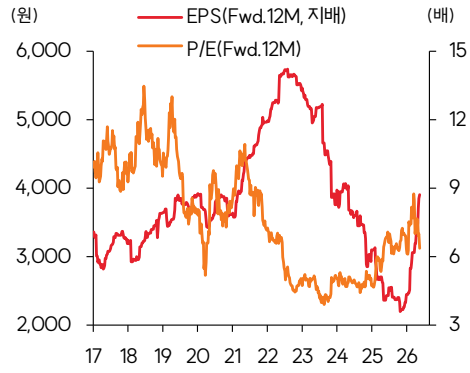



자료: 각 사, SK 증권
주: 매스 브랜드는 MLB, Discovery, FILA, Snowpeak Appral 합산임

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 얼만큼 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.

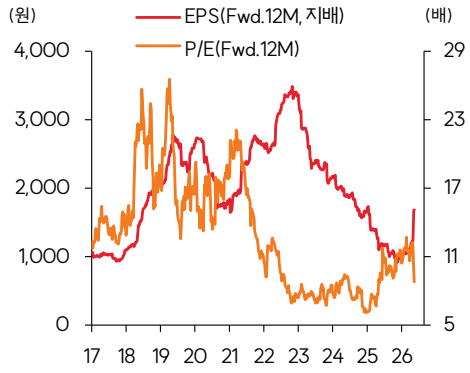
따라서 하반기에도 주로 백화점 채널을 통한 해외 브랜드 유통을 주된 사업모델로 하고 있는 신세계인터내셔날, 한섬의 실적 성장 기울기가 F&F 나 미스토홀딩스와 같은 매스 브랜드사를 압도할 것이다. 백화점 상장사가 올해 이익 대비 PER 13 배로 평가받는 것에 비해 신세계인터내셔날은 9 배, 한섬은 7 배로 상대적인 밸류에이션 매력도가 부각되기에, 하반기 내수 소비 관점에서 패션 유통사를 선호한다.

한섬 12MF EPS 와 PER 추이




자료: Quantiwise, SK 증권

신세계인터내셔날 12MF EPS 와 PER 추이

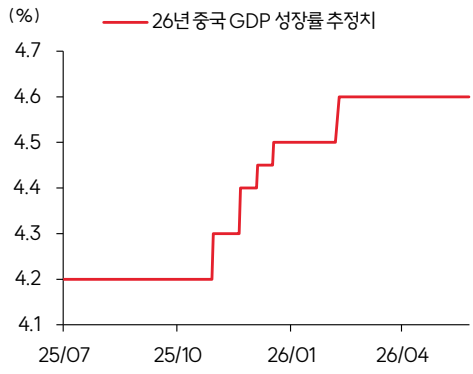



자료: Quantiwise, SK 증권

## # 중국 소비 턴어라운드

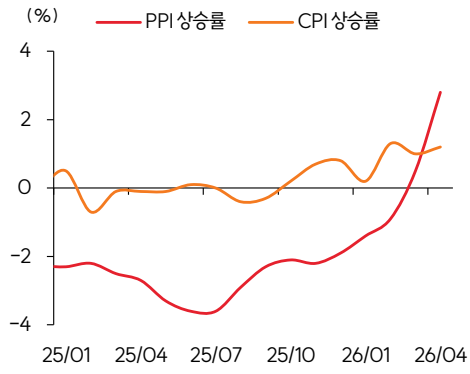
중국 소비도 턴어라운드 조짐을 보이고 있다. 디플레이션이 주된 우려였던 작년과 달리 CPI 와 PPI 모두 올해 반등하고 있으며, 중국 GDP 성장률에 대한 글로벌 IB 들의 컨센서스도 작년 말부터 지속적으로 상향되고 있다. 무엇보다 패션 소매판매가 회복 중이라는 점에 주목한다.

중국 '26 년 GDP 성장률 글로벌 IB 추정치




자료: Bloomberg, SK 증권

중국 PPI, CPI 상승률

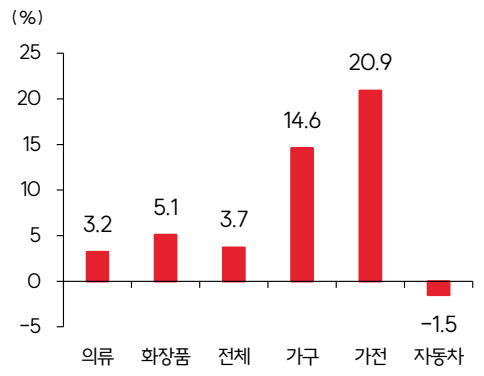



자료: Bloomberg, SK 증권

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

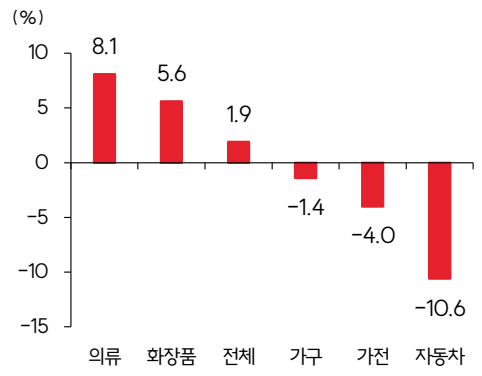
부동산 가격 하락 안정화와 맞물려 비내구재 중심으로 소비가 회복될 가능성을 제시한다.

**중국 '25 년 제품별 소매판매 성장률**




자료: 중국 국가통계국, SK 증권

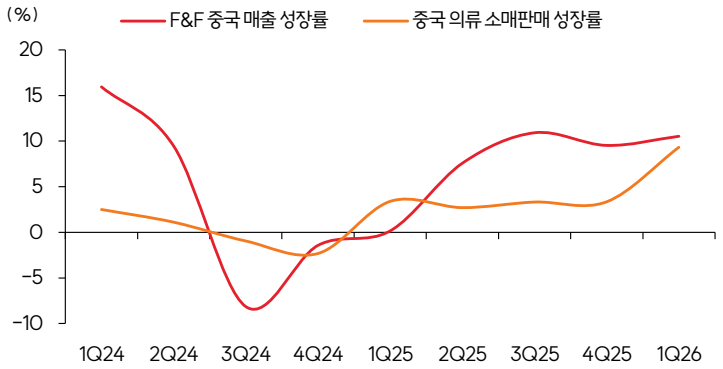
**중국 '26 년 4 월 누적 기준 제품별 소매판매 성장률**




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**



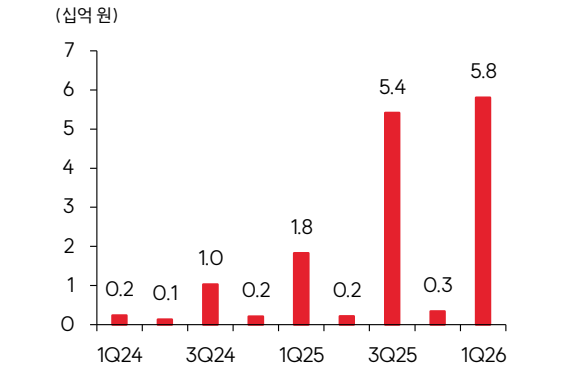

자료: F&F, 중국 국가통계국, SK 증권

## # 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.

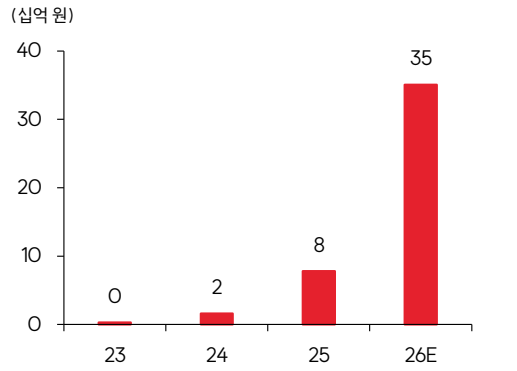
매장당 매출은 연에 40 억 원 페이스로, 1 선 도시 대형 매장이라는 입지 덕에 초기 매출 규모가 큰 편이다. 하반기에 현지 마케팅을 강화하고, 온라인 판매를 시작할 예정이기에 매장당 매출은 현재 수준보다 증가할 가능성이 높다. 매장당 평균 연 매출을 30 억 원으로 다소 보수적으로 가정해도 올해 감성코퍼레이션의 중국향 수출 매출은 약 300 억 원을 기록할 것으로 전망한다.

**감성코퍼레이션 분기별 수출 매출 추이**




자료: 감성코퍼레이션, SK 증권

**'26 년 수출 매출 350 억 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.

## 2026 년 하반기 Top Picks

### 신세계인터내셔날 (031430/KS) – 내수 소비 회복 수혜주

- 하반기에도 자산효과, 고소득층의 Trading Up, 인바운드 관광으로 백화점 채널 매출 고성장 지속할 것
- 전쟁으로 인한 소비심리 위축에도 4 월 매출은 1 분기와 유사한 페이스 기록했으며 5 월은 1 분기를 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
- 12 개월 선행 PER 8.8 배로, 백화점 3 사 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(외 1) | 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 |

### 감성코퍼레이션 (036620/KS) – 수출 실적 기여도 본격적으로 올라오는 구간

- 현재까지 중국 내 총 4 개 매장 운영 중(상하이, 광저우 2 개, 충칭). 연말까지 총 30 개 매장 운영 계획
- ASP 높은 F/W 시즌 제품이 출하되며, 다수의 매장이 하반기 출점 예정이기에 3 분기 수출 매출에 주목
- 올해 총 수출 매출 350 억 원, 영업이익 105 억 원 기여해 어패럴 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(외 4) | 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 |

SK securities Research Signature

# 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.

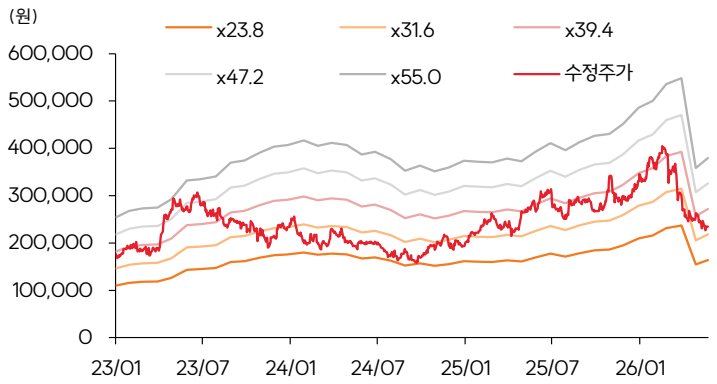
하반기에는 BTS 의 월드투어 일정이 지속되는 가운데, 2 분기 컴백한 주요 아티스트들의 투어 활동 역시 본격화될 전망이다. BIGBANG, EXO, Stray Kids 등 주요 남자 아이돌 중심의 활동 비중이 확대되고 있는 만큼, 레거시 IP 기반 팬덤 소비력 또한 높은 수준을 유지할 것으로 예상한다.

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.

차선호주는 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: Quantiwise, SK 증권

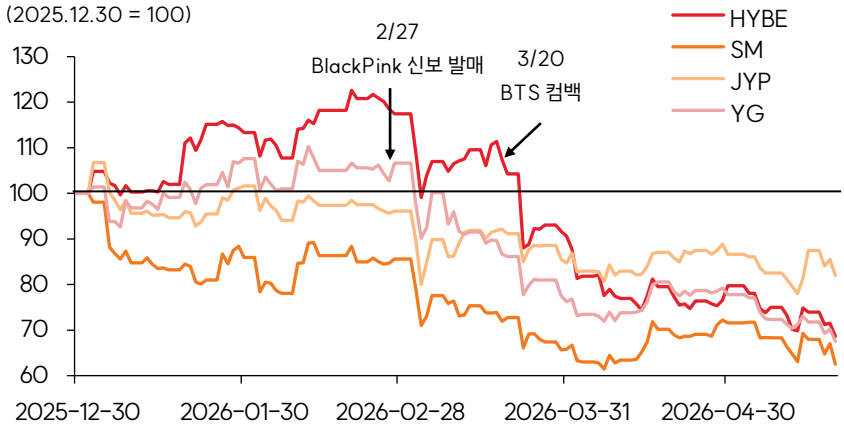
**JYP Ent. PER BAND CHART**

자료: Quantiwise, SK 증권

## 2026 년 상반기 Review
## : 소외된 엔터테인먼트 산업

2026 년 상반기 엔터테인먼트 산업은 BTS, BLACKPINK 등 메가 IP 의 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 4 사의 주가는 YTD 기준 평균 약 30% 이상 하락했다.

**2026 년 엔터 4 사 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?

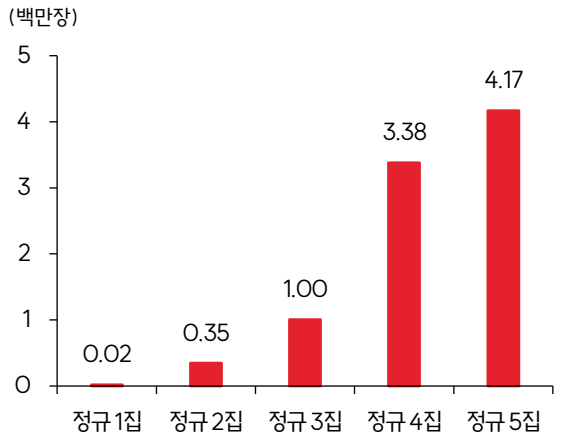
올해 상반기는 전년 대비 더 많은 아티스트 활동이 이어졌으며, BTS 의 완전체 활동 복귀와 BLACKPINK 의 신보 발매가 시장 내 가장 큰 기대 요인으로 작용했다. 다만 BTS 의 광화문광장 무료 공연에 대한 엇갈린 시장 반응과 컴백 앨범에 대한 초기 평가 부담, BLACKPINK 의 추가 활동 부재 등이 맞물리며 주가 상승 탄력은 제한적인 모습을 보였다.

그러나 실제 성과는 시장 기대치를 상회하는 수준으로 나타나고 있다. BTS 의 정규 5 집 '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**

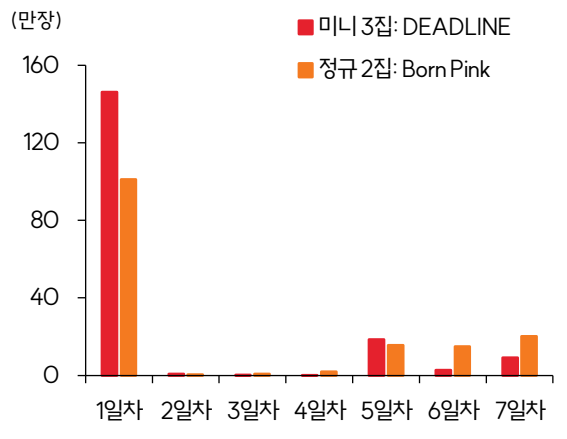
자료: 언론보도, SK 증권

**방탄소년단 정규 앨범 초동 판매량 추이**




자료: 한터차트, SK 증권

**BlackPink 역대 최대 초동 판매량 기록 (177.4 만장)**

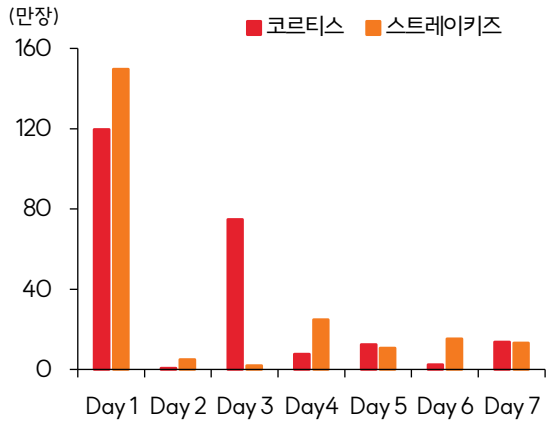



자료: 한터차트, SK 증권

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**

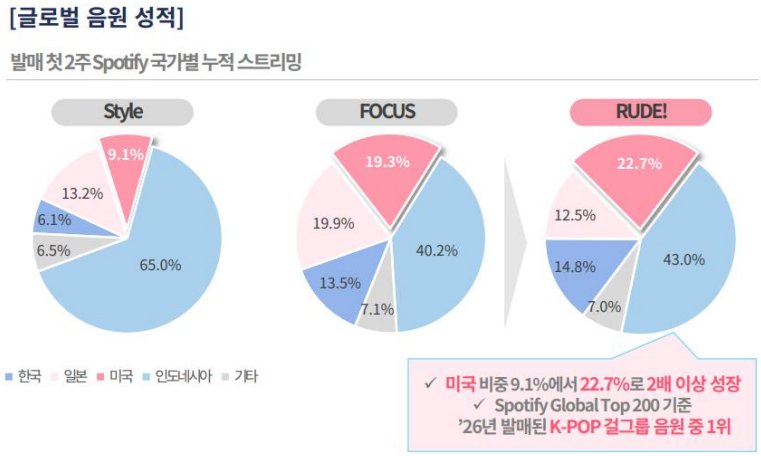



자료: 한터차트, SK 증권
주: Cortis – 미니 2 집 'GreenGreen; SKZ – SKZIT TAPE 'DO IT'

**Cortis 선공개 싱글 2 천만 조회수 이상 기록**

자료: Youtube, SK 증권
주: 2026 년 05 월 25 일 기준

**하츠투하츠 북미 음원 비중 두 배 증가 (9.1% → 22.7%)**




자료: SME, SK 증권

**2026 년 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 진행한다는 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 |
| | 26.06.26-27 | 스페인 | 마드리드 | RIYADH AIR METROPOLITANO | 2 | 60,000 | 120,000 |
| 3Q26 | 26.07.01-02 | 벨기에 | 브뤼셀 | KING BAUDOUIN 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 |
| | 26.08.27-28 | 미국 | 시카고 | SOLDIER FIELD | 2 | 61,500 | 123,000 |
| | 26.09.01-02, 05-06 | 미국 | 로스앤젤리스 | SOFI STADIUM | 4 | 53,438 | 213,752 |
| 4Q26 | 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 |
| | 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 |
| 1Q27 | 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

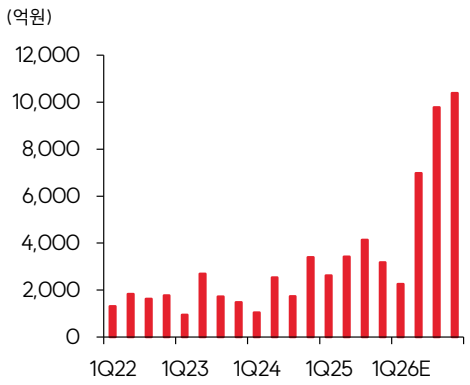
주 1: 모객수는 각 공연장 수용 가능 인원으로 실제 티켓 판매량과는 별개

주 2: 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** | **54회** |
| North America | 491,451 | North America | 13회 |
| Asia | 675,409 | Asia | 23회 |
| Europe | 391,496 | Europe | 8회 |
| Latin America | 361,540 | Latin America | 8회 |
| Oceania | 63,925 | Oceania | 2회 |

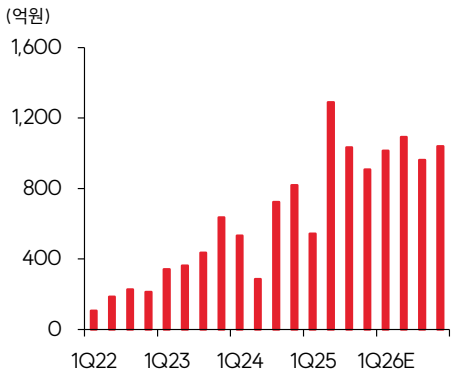
자료: touring data, SK 증권

하이브 공연 + MD 매출 추이 및 전망



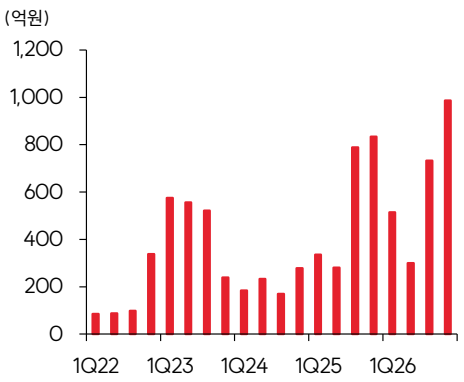

자료: HYBE, SK 증권 추정

JYP 공연 + MD 매출 추이 및 전망



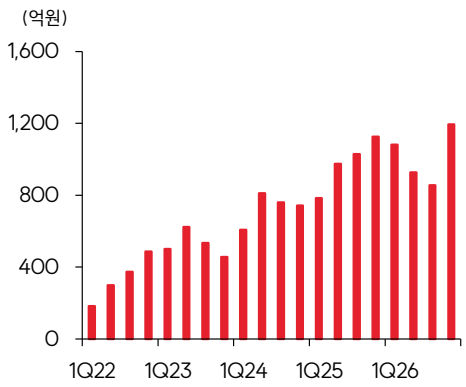

자료: JYP, SK 증권 추정

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

### JYP MD 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 2개 도시 팝업 진행 (25.Q4 아시아 등 5개, 26.Q1 북미/대만 7개, Q2 북미/일본/유럽 9개)
- 도시별 팝업 한정 제품 판매로 상품 카테고리 차별화
- 전사 아티스트 월드 투어 연계 팝업 확대 계획

2 **GLOBAL EXPANSION OF CHARACTER IP & LICENSING**

- 글로벌 SKZOO 팝업스토어 주요 도시 개최
- 미국, 일본, 중국 등 주요 국가별 파트너십 기반 현지 MD 기획
- 일본 반다이 가챠 콜라보 등 캐릭터 IP 라이선싱 확대

3 **BLUE GARAGE ECOMMERCE OPTIMIZATION**

- 상시 판매 품목 확대 및 프로모션 다각화로 매출 증대
- 원가 절감 지속 및 수요 예측 고도화를 통한 재고 관리 강화
- 미국, 중국, 유럽 등 해외 물류 거점을 확보하여 배송 기간 및 배송비 축소
- 위안화, 유로화 등 결제 통화 확대 및 현지 결제 수단 도입

▲ TWICE <THIS IS FOR> POP-UP & EXCLUSIVE POP-UP MD

▼ STRAY KIDS GLOBAL POP-UP
<SKZOO EVERYWHERE ALL AROUND THE WORLD> STORE in SEOUL

자료: JYP, SK 증권

## 2026 년 하반기 Top Picks

### 하이브 (352820/KS) – 환상의 삼박자: 메가, 신인, 그리고 현지화

- 방탄소년단 4 월 9 일 대규모 월드투어 시작. 3 분기 북미, 유럽을 넘어 남미 그리고 아시아까지 진행 예정
- 역대 최대 수준의 공연과 MD 매출 전망. 방탄소년단 공연 매출 분기 2,500~3,000 억원 추정
- 코르티스의 수익화 구간 단축. 미니 2 집 초동 판매량만 230 만장으로 StrayKids 스페셜 앨범과 유사한 수준
- 코르티스 미니 2 집 'GREENGREEN' 빌보드 200 3 위로 차트인
- 캣츠아이 성과 가시화. 아메리칸뮤지어워즈(AMA) 신인상 포함 3 관왕을 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

- 2026 년도 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 블루개러지를 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(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도