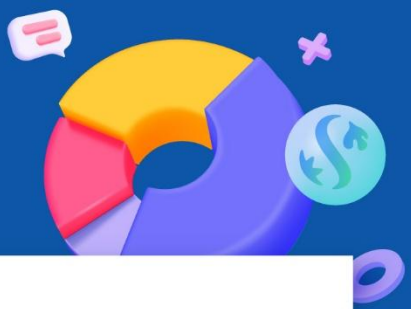
신한생각



Top down

2027년 경제 및 금융시장 전망

국내 전략: 초과이익의 유효 기간
이슈 분석: 2026 중간선거: 미국 성장모델의 시험대
퀀트/ETF: 이익의 다음 파동

국내 주식전략

5,000p 시험한 KOSPI, 반등의 조건

Bottom up

2027년 산업 전망

전기전자 (비중확대) 희소가치(부족할수록 높아지는 가치)
디스플레이/IT소부장 (비중확대)
Upgrade! (폼팩터, 메모리 CapEx)
반도체 (비중확대) 노이즈 캔슬링(소음을 잠재울 실적)

해외 주식 및 ETF 추천 종목

[주식] 스페이스X, 마이크론, ASE 테크놀로지, 타워세미컨덕터, 크라우드스트라이크, 블룸에너지, 쇼피파이, 애로우헤드, 건도적층판
[ETF] 대만 ETF

Bottom up

산업 분석

엔터/미디어/레저 (비중확대) 27년 홀수 해가 특별한 이유
하이브 (352820/매수) 다방면에서 확인되는 저점 시그널
에스엠 (041510/매수) 높은 증익과 저평가 겸비
CJ CGV (079160/매수) 시장재편과 환골탈태
CJ ENM (035760/매수) 전체 광고(TV+티빙) 플러스 전환 예상
스튜디오드래곤 (253450/매수) 성장성과 수익성 동시 확보
서부T&D (006730/매수) 더 보여줄 게 많은 OCC와 ADR

기업 분석

KT (030200/매수) 이제는 안정적인 맛
크래프톤 (259960/매수) 10주년 〈PUBG〉와 신작, 결과 증명 필요
CJ제일제당 (097950/매수) 반격의 시작은 바이오
NHN (181710/매수) 30MW 묻고 32MW 더블로 가
F&F (383220/매수) 조정 국면, 일단 대기
신세계 (004170/매수) 높은 기저, 더 높은 경쟁력
CJ대한통운 (000120/매수) 천릿길도 벌크업부터
신세계인터내셔날 (031430/매수) 장점이 부각될 때를 기다리다
헥토이노베이션 (214180/매수) 외형보다 선명했던 이익 개선

해외기업 분석

로켓랩 (RKLB.US) 발사 공급 부족이 만든 성장 기회

국내 주식 추천 종목

[MP] 반도체, 필수소비재, 통신서비스↑ VS 운송, IT가전, 조선↓
[중소형주] 휴젤, 에스엠, 현대백화점, 카카오게임즈, 선익시스템, 디바이스, 풍산, 아세아시멘트, 지투지바이오

KOSPI	KOSDAQ	KOSPI200선물	원/달러 환율	국고 3년 금리
5,239.13 (+4.39%)	667.61 (+4.48%)	812.10 (+4.67%)	1,336.20 (-3.80원)	3.639 (+2.6bp)

신한투자증권

신한 리서치 투자정보
본 자료는 당사 리서치본부에서 공표한 자료의 요약본 입니다.
자세한 내용은 당사 홈페이지에서 확인하실 수 있습니다.

국내 전략 초과이익의 유효 기간

Strategist
노동길
☎ (02) 3772-4455
✉ dk.noh@shinhan.com

반도체: 현재 주가가 인정하는 초과이익 유효기간은 2년치 불과

2026년 하반기 반도체 주가는 이익 전망과 반대로 움직였다. 이익 전망과 자본비용 10%로 역산하면 시장이 할인한 것은 초과이익 유지 기간이다. 주가는 장부가 1,100조원에 FY27 전액과 FY28 89%의 초과이익만 얹은 수준으로 6월 고점이 인정했던 10년 가까운 기간이 2년여로 줄었다. FY27 고이익 실현, FY28 급감 부재가 기본 경로다. 비중 확대 근거는 장부가 축적과 유효 기간 연장이다.

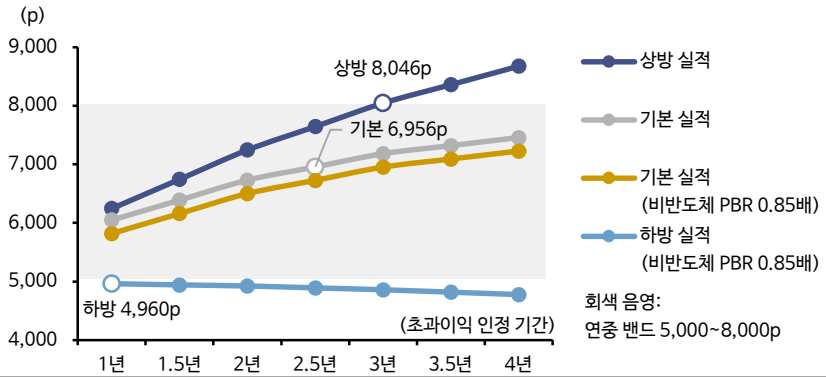
비반도체는 반도체 이익 둔화 때 확산, 주주환원·수급은 하단 지지

반도체 거래 비중 고점 일곱 번 뒤 1년간 비반도체가 앞선 경우는 세 번이었다. 비반도체 확산의 조건은 반도체 EPS 증가율 둔화였다. 은행은 완충, K-뷰티·바이오 대형·ESS 셀은 이익 상향 종목 선별, 조선·자동차·방산은 계기 확인 뒤 편입을 기본 전략으로 한다. 상법 개정 후 첫해 한국 주주환원수익률은 4%대로 일본·미국 수준을 웃돌 전망이다. 주주환원은 2027년 그래도 한국을 봐야 하는 중요 변수다. 외국인 12개월 누적 순매도는 2008년에 이어 두 번째로 시가총액의 4%를 넘었다. 과거 큰 매도 뒤 3년 안에 순매수로 돌아왔고, 기본 경로는 매도 축소다.

KOSPI 밴드 5,000~8,000p, 상반기 지수 대응, 하반기 업종 선별

2027년 말 기본 평가값은 7,000p다. 상승 원천은 멀티플이 아니라 장부가 축적이다. 밴드는 5,000~8,000p로 하단은 하방 실적·비반도체 PBR 0.85배 기준이며 연기금 매수 재량이 발생하는 보수적 구간이다. 2026년 말 횡보 뒤 2027년 1분기 분할 매수, 2분기 200일선 하락으로 추세 회복 문턱이 낮아지는 경로다. 하반기 지수 수준이 더 높아도 공급 논쟁과 매물대로 기대수익률은 상반기가 높다. 상반기 지수·반도체 비중 확대, 하반기 이익 추정 상향 중심 차별화로 대응한다.

2027년 말 KOSPI: 초과이익 유효 기간별 평가값



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 자본비용 10%. 유효 기간은 2027년 말 기준 FY28부터 센 초과이익 인정 연수(2.5년 = FY28·29 전액+FY30 절반). 나머지 KOSPI 장부가 +8.4%

초과이익의 유효 기간

반도체: 시장이 인정하는 초과이익 유효 기간에 따라 수준 결정

주가가 반영한 것은 이익 감소 전망 아닌 초과이익 유효 기간 축소

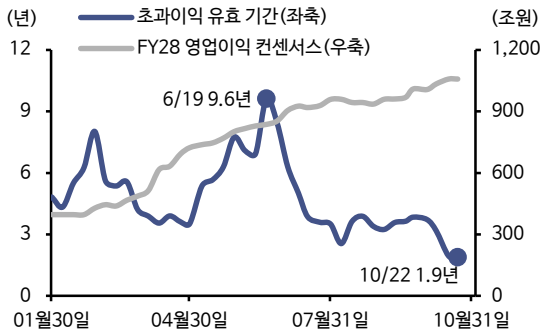
이익 전망 상향 속 가치 47% 감소, 역산하면 할인된 것은 이익 크기보다 초과이익 유효 기간으로 판단
: 시장이 향후 회복되려면 이익 상향 조정보다는 초과이익 기간에 대한 신뢰 필요

2026년 하반기 반도체 주가는 이익 전망과 반대로 움직였다. 삼성전자와 SK하이닉스 FY28 영업이익 컨센서스는 6월 주가 고점 이후 837조원에서 1,058조원으로 26% 늘었다. 두 회사 가치(우선주 포함, 자기주식 제외)는 4,194조원에서 2,222조원으로 47% 감소했다(10월 말 기준). 이는 낮은 이익이나 높은 할인율로도 설명할 수 있지만, 컨센서스 이익 상향 중의 주가 하락이어서 시장이 할인한 것은 이익 크기보다 이어질 기간으로 해석하는 것이 타당하다.

현재 주가가 인정하는 초과이익 유효 기간(시가총액이 장부가 위에 얹은 프리미엄을 연간 초과이익으로 채웠을 때의 햇수)을 역산했다. 두 회사 가치를 FY26말 장부가와 프리미엄으로 나누고 프리미엄을 해마다 벌어들일 초과이익(순이익 − 자본비용 10% × 기초 장부가)의 현재가치로 채워 나갔다. 10월 말 반도체 기업 가치 2,222조원은 장부가 1,100조원에 FY27 초과이익 전액과 FY28 초과이익의 89%를 더한 값이다. 현재 컨센서스 이익과 자본비용 10%를 적용하면 주가가 인정하는 초과이익은 약 2년치다. 이 계산에서 FY29 이후 이익에 붙은 프리미엄은 없다. 같은 방식으로 역산하면 6월 고점 주가는 FY28 수준 초과이익이 10년 가까이 이어지는 가격이었다. 즉, 6월 이후 조정은 실적 신뢰의 약화 과정이었다.

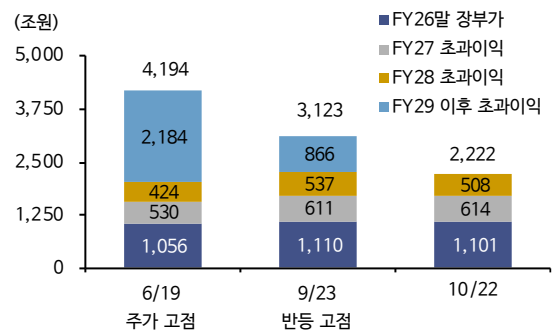
기간 할인은 이익 상향만으로 풀리지 않는다. 애널리스트가 FY28 이익을 더 올려도 시장이 그 이익을 2년치로만 계산하면 주가 반응은 작을 수밖에 없다. FY28과 이후 기간에도 높은 이익이 유지된다는 증거가 축적되면 시장은 FY29 이후를 다시 계산해야 한다. 역산 기준으로 현재 가격에는 그 재계산이 들어 있지 않다. 전략 관점에서 FY27 고이익 실현과 FY28 급감 부재를 반도체 기본 경로로 본다. 경로가 확인되면 2027년 말 시장이 인정하는 초과이익은 FY28·29 전액과 FY30 절반, 즉 2.5년치로 늘어날 수 있다. 2018년 메모리 정점 논쟁기에 시장이 인정한 기간의 중앙값이다. 지금의 수준은 2018년 하반기 수준이다.

초과이익 유효 기간(역산)과 FY28 이익 전망



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 두 회사 합산. FY27·28 초과이익을 차례로 인정, FY29 이후 FY28 수준 유지 가정

반도체 두 회사 가치의 구성: 장부가와 초과이익



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 가치 = 반도체 보통주(자기주식 제외)+삼성전자 우선주 시가총액. 초과이익은 현재가치

2027년 수출 증가율 하락은 정해진 미래, 위험 판단 요인은 물량 동반 감소

미래의 단가 하락은 예정된 일, 물량 동반 감소 여부가 2019년형과 2023년형 분기점

9월 반도체 수출 단가는 3개월 평균 기준으로 1년 전보다 179%, 물량은 16% 늘었다. 기록적인 수출과 이익은 가격이 만들었다. 2027년에는 높은 기저 때문에 수출 증가율이 낮아질 수밖에 없다. 증가율 하락 자체는 위험 신호가 아니다. 판단 기준은 단가가 꺾일 때 물량이 함께 줄어드는지 여부다.

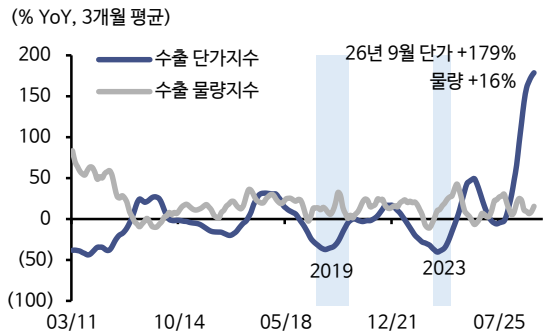
과거 두 차례 하락기가 그 차이를 보여 준다. 2019년 하반기와 2023년 상반기 모두 수출 단가가 1년 전보다 30~40% 낮았다. 경로를 결정한 것은 물량이다. 2019년 물량은 10% 안팎 늘었고, 삼성전자 반도체 영업이익은 44.6조원에서 14.0조원으로, SK하이닉스는 20.8조원에서 2.7조원으로 급감했지만 흑자를 지켰다. 2023년 1~4월에는 물량까지 5~10% 줄었고 두 회사는 연간 적자(삼성전자 DS -14.9조원, SK하이닉스 -7.7조원)로 돌아섰다. 가격 하락은 이익을 줄이고 물량 감소는 가동률을 낮춰 고정비가 이익을 잠식하게 만든다.

2027년 반도체 수출의 물량은 축소보다는 증가할 가능성이 크다. HBM에 웨이퍼를 배정할수록 범용 DRAM 생산능력이 줄고, 신규 팹의 의미 있는 물량 기여는 2028년부터다. TrendForce는 2027년 서버용 DRAM 비트 공급 증가율을 15~20%로 추정해 서버 CPU 출하 증가율보다 낮게 전망하고 있다. 공급이 수요를 따라가지 못하는 해에는 가격 상승률이 둔화해도 출하가 꺾이기 어렵다.

물량이 줄어드는 경로는 고객 쪽에 있다. 고객이 서버 투자를 미루거나 미리 확보한 재고를 소진하기 시작하면 주문이 먼저 감소하고 통관 물량 감소가 뒤따를 수 있다. 네오클라우드 자금 조달 차질이 데이터센터 가동 지연으로 이어지는지가 첫 판단 지점이다. 월간 수출 물량 증가율이 마이너스로 돌아서는 순간이 2019년형 이익 급감 속 흑자 유지와 2023년형 적자 전환을 가르는 1차 신호다.

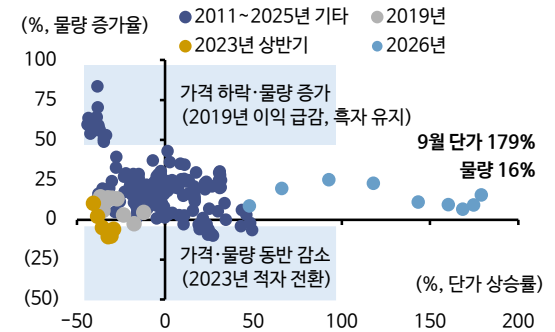
2027년 반도체 수출 증가율은 한 자릿수까지 하락할 수 있다. 물량 증가는 가격 하락 충격을 완충할 뿐 이익 감소를 막지는 못한다. 2019년에도 흑자는 지켰지만 영업이익은 69~87% 줄었다. 물량 감소가 겹치면 가동률과 고정비 부담까지 악화된다. 2027년은 단가 상승률이 둔화하는 가운데 물량이 늘어나는 경로다.

반도체 수출 단가·물량 증가율



자료: 한국은행, 신한투자증권 / 주: 달러 기준 통관 단가·물량지수, 3개월 평균. 음영은 단가 급락 국면(2019년, 2023년 상반기)

반도체 수출 단가와 물량: 국면별 위치



자료: 한국은행, 신한투자증권 / 주: 달러 기준 반도체 수출 단가·물량지수, 3개월 평균의 전년 대비 증가율

FY27 컨센서스 이익이면 장부가 1,819조원, 한 해에 65% 축적

컨센서스 이익이면 장부가 65% 증가, 인정 범위 FY30 절반까지 확대 시 가치 +42%

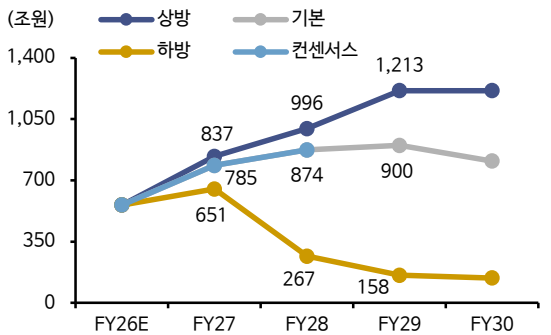
2027년 반도체 가치는 두 경로로 늘어난다. 하나는 높은 이익이 장부가로 쌓이는 경로, 다른 하나는 장부가 위 프리미엄, 즉 유효 기간이 늘어나는 경로다. 첫째 경로는 이익이 실현되기만 하면 현실화될 수 있다. 시장이 지금처럼 2년치 초과이익만 인정하더라도 장부가가 늘어난 만큼 기업의 본질적 가치는 증가한다.

기본 경로는 두 회사 FY27·28 지배순이익 컨센서스(785조원, 874조원)를 그대로 쓴다. 이익을 깎지 않는 대신 판단을 유효 기간 하나에 모은다. FY27을 애널리스트 추정 하위 25분위(평균 대비 -5%)로 낮춰도 평가값은 약 40p 줄어 결론은 다르지 않다. FY29는 업계 비트 증가 20%, 신규 생산능력 가동에 따른 실효 가격 -10%, 비트당 원가 보합으로 900조원이고, FY30 이후 순이익은 해마다 10% 줄어든다는 가정이다. 이익이 정점에서 하락해도 인정 범위인 FY30까지 초과이익은 모두 플러스(+)다.

이 경로에서 두 회사 장부가는 FY26말 1,100조원에서 FY27말 1,819조원으로 65% 늘어난다. 배당 등으로 나가는 몫을 빼고 이익의 91%가 자본으로 남는다는 컨센서스 BPS 가정을 따랐다. PBR이 그대로라면 주가도 같은 비율로 상승한다는 뜻이다. 프리미엄이 다소 줄어도 장부가 증가가 가치를 끌어올리는 구조다.

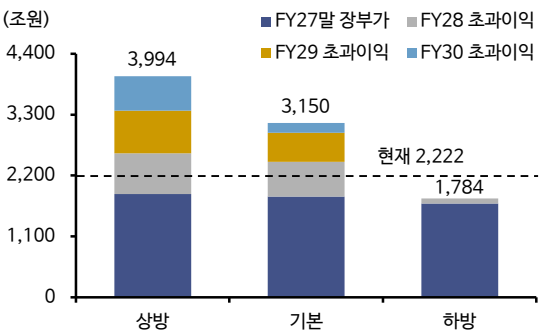
2027년 말 시장이 FY28·29 초과이익 전액과 FY30 절반을 인정하면 두 회사 가치는 3,150조원으로 현재보다 42% 크다. 인정 범위의 끝은 지금의 FY28 89%에서 FY30 절반으로 1년 반가량 늘어나고, 남은 유효 기간은 1.9년에서 2.5년이 된다. FY31 이후 초과이익은 이익 경로에 있어도 가치에는 넣지 않았다. 장기계약 하한과 고객 지급 능력이 업황의 첫 다운턴에서 입증되면 그 이후 기간도 가치 산정에 들어오게 된다. 반도체 가치 회복에 이익 추정 상향은 아직 필요 없다. 컨센서스 이익이 실현돼 장부가로 쌓이고, 한 해가 지난 뒤에도 남은 유효 기간이 지금보다 길어지면 된다. 후자는 시장이 FY30까지의 높은 이익을 일부 믿기 시작한다는 뜻이다. 상방은 FY28 이후 주문과 가격이 이익과 기간을 함께 늘릴 때, 하방은 고객 자금 문제가 주문과 가격으로 번질 때 현실화된다.

반도체 두 회사 지배순이익 경로(시나리오)



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권
주: 기본은 FY27·28 컨센서스, FY29 비트 +20%·가격 -10%, 이후 연 -10%

2027년 말 두 회사 가치의 구성



자료: 신한투자증권
주: 초과이익 = 순이익 - 자본비용 10% × 기초 장부가. 인정분은 현재가치

비반도체: 반도체 이익 증가율 둔화가 여는 기회

거래 쏠림 정점은 비반도체 전환 신호가 아님, 갈림길은 반도체 이익 속도

거래 쏠림 정점은 전환 신호 아님, 비반도체 차례는 반도체 이익 증가율 둔화가 결정

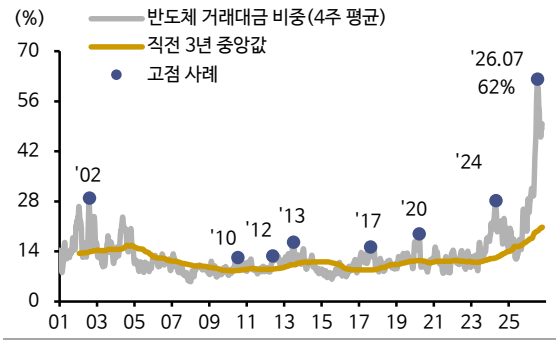
2026년 반도체는 이익뿐 아니라 거래에서도 시장을 지배했다. 반도체 거래대금 비중(4주 평균)은 7월 62%로 2001년 이후 가장 높았다. 직전 최고는 2002년 29%였다. 시가총액 비중도 7월 고점 당시 53%에 이르렀다. 반도체 거래가 줄면 비반도체로 관심과 순환매가 옮겨 간다는 기대의 배경이다.

과거 데이터는 이 기대를 그대로 지지하지 않는다. 2001년 이후 반도체 거래 비중 고점 일곱 번 뒤 1년 동안 비반도체가 반도체를 이긴 것은 세 번, 진 것은 세 번, 한 번은 대등했다(평균 +2.0%p). 2024년 4월 고점 뒤에는 비반도체가 20%p 앞섰지만 2012년 고점 뒤에는 17%p 뒤처졌다. 쏠림 정점과 통과 신호 자체는 비반도체 장세 전환 신호가 아니었다. 갈림길은 반도체 이익 속도였다. 반도체 12개월 선행 EPS 증가율이 직전 1년보다 높아지는 구간에서 비반도체는 이후 1년 동안 반도체보다 중앙값 20%p 뒤졌다. 반도체 이익 증가율이 낮아지는 구간에서는 대등했고(+1%p), KOSPI를 이긴 비반도체 업종 비율은 38%에서 48%로 늘었다. 거래 쏠림과 반도체 이익 감소가 겹칠 때만 비반도체가 확실히 앞설 수 있었다(+13%p, 승률 63%). 다만 표본이 적어 경험칙으로 일반화하기는 어렵다.

2027년 기본 경로는 '반도체의 높은 이익 레벨, 낮아지는 증가율'이다. FY28 순이익 컨센서스 증가율은 삼성전자 12%, SK하이닉스 10%로 2026년의 폭발적 증가(반도체 12개월 선행 EPS 1년간 +732%)와 거리가 멀다. 과거 같은 국면에서 비반도체 전체는 반도체와 대등했고, 이기는 업종 수가 늘었다. 다만 거래 쏠림이 겹친 둔화 초기 6개월은 반도체가 앞선 편이었다(중앙값 -8%p).

결론은 순서다. 2027년 상반기는 반도체를 핵심으로 보유하고 비반도체는 역할별로 선별한다. 반도체 이익 증가율 둔화가 이어지면 이기는 업종이 늘어나는 종목 장세가 오고 반도체 이익 하향이 확인될 때 비반도체 비중을 본격 확대한다.

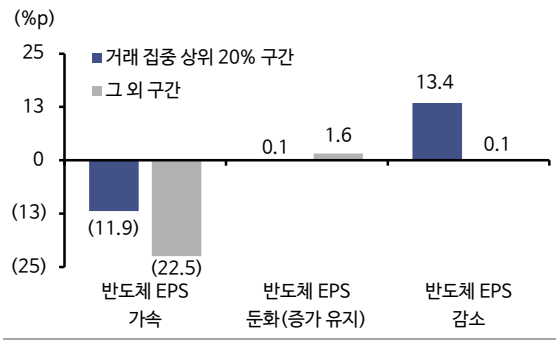
반도체 거래대금 비중과 과거 고점 사례



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: 26개 업종(KOSPI·KOSDAQ 포함) 주간 거래대금 합계 대비. 고점 = 직전 3년 최고이면서 중앙값의 1.3배 이상인 구간 최대값

반도체 이익 경로별 12개월 비반도체 상대수익



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: 거래 집중 = 반도체 거래 비중/직전 3년 중앙값, 상위 20% (1.23배 이상). 경로 = 이후 12개월 EPS 증가율과 직전 비교

비반도체 314개 종목 점검, 반도체와 따로 움직인 몫은 시장의 14%

반도체와 따로 움직이며 하락을 피한 몫은 시장의 14%, 역할별 판정이 전략의 출발점

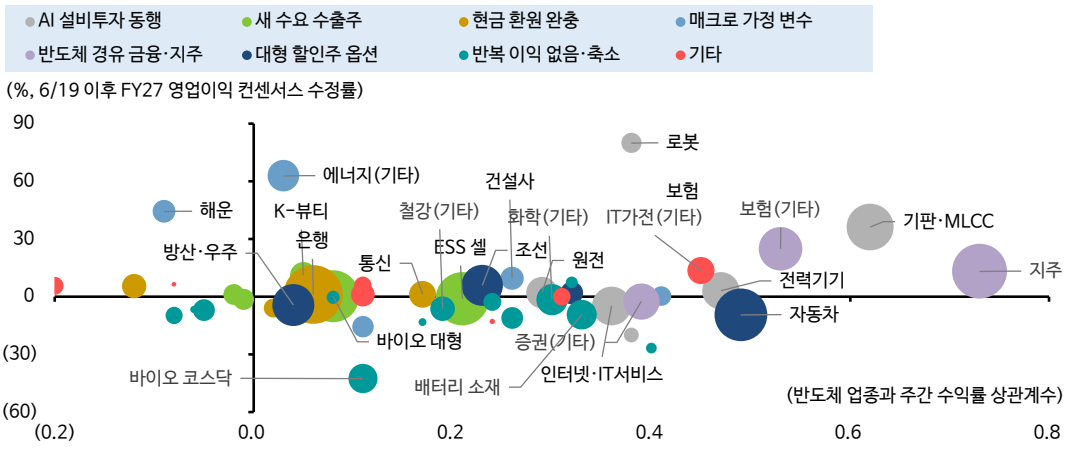
KOSPI200·KOSDAQ150에서 반도체를 뺀 314개 종목을 반도체와의 주가 상관과 FY27 이익 수정 두 축으로 일곱 그룹과 판정 보류(기타 113조원)로 분류했다. 반도체 위험을 얼마나 공유하는지, 반도체와 무관한 이익 동력이 있는지를 함께 보기 위해서다.

반도체와 같이 움직인 그룹이 비반도체의 30%에 이른다. 전력기기·기판 같은 AI 설비투자 동행(333조원)과 지주·보험·증권(312조원)은 반도체 상관이 0.6~0.7이고 6월 고점 이후 34~40% 하락했다. 전력기기·기판은 같은 AI 설비투자 사이클을 거치고, 지주·보험·증권은 일부 대형사의 반도체 지분 보유와 높은 주가 동행으로 같은 위험을 공유한다. 직접 보유와 통계적 동행이 섞여 있다. 조선·자동차·방산(351조원)은 상관이 0.36이지만 6월 이후 40% 하락했다.

하락을 피한 그룹은 은행·통신 중심 현금 환원 완충(-3%, 상관 0.06)과 K-뷰티·바이오 대형·ESS 셀 중심 새 수요 수출주(+1%) 둘뿐이다. 둘을 합쳐도 622조원으로 비반도체의 29%, 반도체를 포함한 두 지수 시가총액의 14%다. 은행·K-뷰티·조선·자동차를 따로 보는 이유도 이 지도에서 나온다. 은행은 반도체와 따로 움직인 그룹의 최대 업종(173조원), K-뷰티는 새 수요 그룹에서 이익 상향이 가장 분명한 업종, 조선과 자동차는 할인 그룹의 두 대형 업종이다.

판정은 그룹마다 갈린다. AI 설비투자 동행은 하이퍼스케일러 투자 가이던스를 확인하며 선별 확대하되 반도체와 같은 위험으로 합산해야 한다. 금융·지주는 반도체와 동행하는 위험으로 관리한다. 현금 환원은 하락장에서 방어력을 제공하는 코어로 두되 상승장에서는 비중을 조절한다. 할인주는 낮은 멀티플에도 불구하고 이익 하향 종료나 수출 실계약 등 계기를 확인한 후 진입한다. 새 수요 수출주는 이익 추정 상향되는 종목을 선별한다. 이익 회복 근거가 약한 업종은 축소한다.

비반도체 전 업종 지도: 반도체 상관 × FY27 이익 수정



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권
주: KOSPI200·KOSDAQ150 351종목 중 반도체 제외 전 종목을 업종·테마 47개로 중복 없이 배정(당사 분류). 흰 원 = 가정 변수·기타

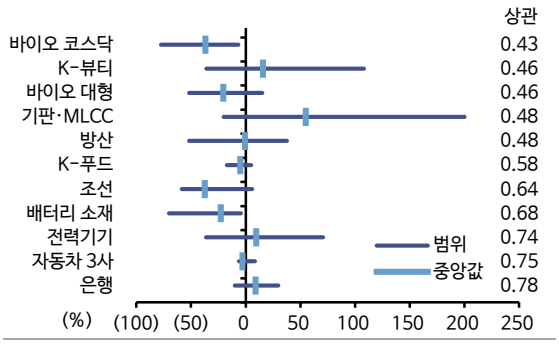
비반도체 일곱 그룹과 2027년 판정

그룹	대상 업종	시가총액 (조원)	반도체 상관·6월 고점 이후	2027년 판정
AI 설비투자 동행	전력기기, 기판·MLCC, 원전, 로봇, 인터넷	333	0.60 · -40%	선별 확대(반도체와 합산 관리)
반도체 동행 금융·지주	지주, 보험, 증권	312	0.70 · -34%	중립(반도체 동행 위험으로 관리)
현금 환원 완충	은행, 지방금융, 통신, 담배·주류	256	0.06 · -3%	코어 보유, 상승장에서 비중 조절
대형 할인주 옵션	조선, 자동차·부품, 방산	351	0.36 · -40%	중립, 계기 확인 후 진입
새 수요 수출주	K-뷰티, 바이오 대형, ESS 셀, K-푸드	366	0.19 · +1%	종목 선별
이익 회복 근거 약함	배터리 소재, 화학, 철강, 디스플레이, 게임·엔터	269	0.32 · -22%	비중 축소
매크로 가정 변수	해운, 정유, 유틸리티, 항공·여행, 건설	144	0.19 · -6%	가정별 대응

자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: KOSPI200·KOSDAQ150 중 반도체 제외 314사(10/20 시가총액). 상관은 반도체 업종과 주간 수익률(2025/1~2026/10), 등락률은 6/19 이후 시총가중. 그룹 배정은 당사 판단

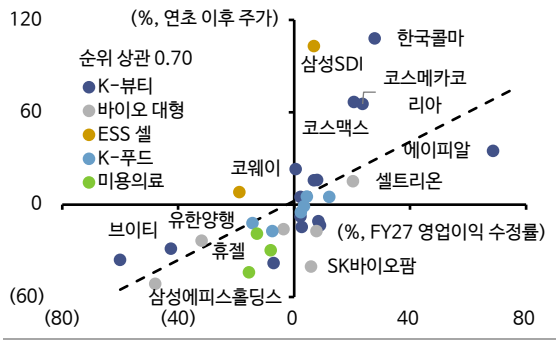
업종 내 종목 간 상관과 2026년 수익률 분산



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: KOSPI200·KOSDAQ150 구성종목, 오른쪽 숫자는 종목 간 주간 수익률 상관계수 평균

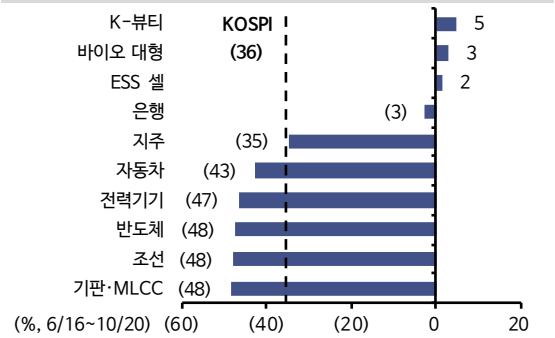
수출주: 종목별 FY27 이익 수정과 주가(연초 이후)



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

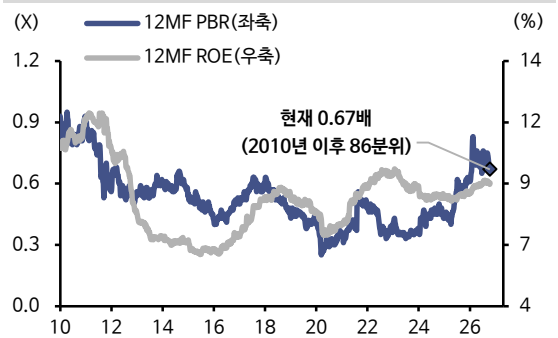
주: 컨센서스 종목만. 축 범위 밖 값 경계 표시(한국콜마 +108%, 에이피알 수정률 +69%)

6월 KOSPI 고점 이후 업종·테마별 등락률



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

은행 업종 12MF PBR과 ROE



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주주환원: 2027년은 성과가 주주에게 돌아오는 원년

상법 개정 후 첫해, 한국 주주환원수익률 4%대로 일본·미국 상회 전망

주주환원수익률 4%대로 일본·미국 상회 전망, 핵심은 금액보다 바뀐 규칙

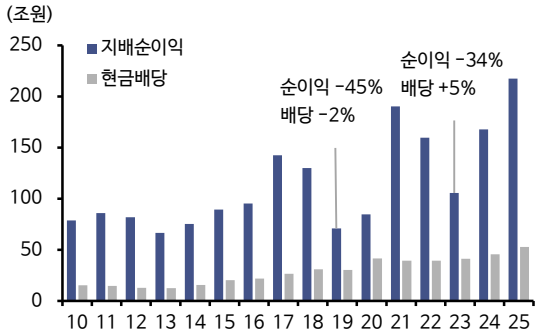
2027년 한국 주식을 다른 시장과 가르는 가장 큰 차이는 주주환원이다. 반도체 이익 사이클은 대만과 미국에도 있지만 주요 시장 가운데 이익을 주주에게 돌려주는 규칙이 1년여 사이 법으로 바뀐 곳은 한국뿐이다. 이사 충실의무가 주주로 넓어졌고 새로 산 자사주는 1년 안에 소각하는 것이 원칙이 됐다. 자산 2조원 이상 기업은 정관으로 집중투표를 배제할 수 없다(1% 이상 주주 청구 시 실시). 2027년 3월 정기주총은 이 규칙들이 함께 적용되는 무대다.

숫자도 달라진다. 2027년 KOSPI 주주환원수익률(배당수익률+순자사주매입률)은 4.1%로 추정한다. 일본(3.2%)·미국(2.4%)의 최근 실적을 웃돈다. 다만 한국 수치는 컨센서스와 당사 가정에 기댄 추정이다. 반도체 두 회사를 빼면 2.1%다. 2022년에는 자사주 순발행으로 주주 몫이 1.55% 희석되던 시장이 2027년에는 순매입으로 1.4%를 더한다. 환원액(배당+매입)의 68%가 두 반도체 기업의 몫이지만, 두 회사를 빼도 배당은 컨센서스 기준 연 19% 늘어난다. 환원은 하방경직적이다. 한국 기업 이익은 사이클에 따라 크게 흔들렸지만 배당은 그렇지 않았다. 지배순이익이 45% 줄어든 2019년 배당은 2% 감소에 그쳤고, 34% 줄어든 2023년에는 오히려 5% 늘었다. 기업은 배당성향을 높여 지급액을 지켰다.

환원이 주가로 전달되는 경로는 셋이다. 배당은 주주가 받는 현금이고, 신규 매입은 유통주식 수를 줄여 같은 이익에서 주당순이익을 높인다(순매입률 1%p당 약 1%). 소각은 재처분에 따른 희석 가능성을 없앤다. 더 긴 경로는 ROE다. 2027년 예상 총환원은 선행 순이익의 20% 안팎에 그쳐 이익 대부분이 자본으로 쌓인다. 자본이 빠르게 늘면 ROE가 하락한다. 환원이 늘어야 ROE가 지켜지고 일반주주 몫이 보장된다는 믿음이 같은 ROE에 더 높은 PBR을 부여한다. 2027년 주주환원 핵심은 금액보다 규칙이다.

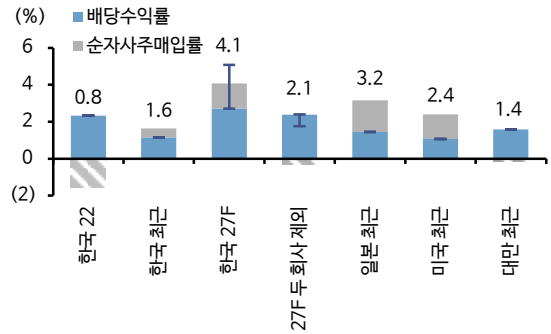
이익이 흔들려도 환원은 쉽게 줄지 않고 사들인 주식은 주총 승인 예외를 빼면 1년 안에 소각된다. 성과가 주주에게 돌아온다는 믿음이 시장 할인을 축소한다.

KOSPI 지배순이익과 현금배당(연간)



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권
주: KOSPI 지수 구성 기업 합계, 연간 실적

주주환원수익률: 한국 2027년 추정과 일본·미국



자료: Bloomberg, 에프앤가이드, 신한투자증권
주: 2027F 배당=FY27 컨센서스/현재 시총, 순자사주매입=환원 목적 매입−발행

반도체 환원은 FCF에서 발생, FCF는 Capex보다 영업현금흐름에 민감

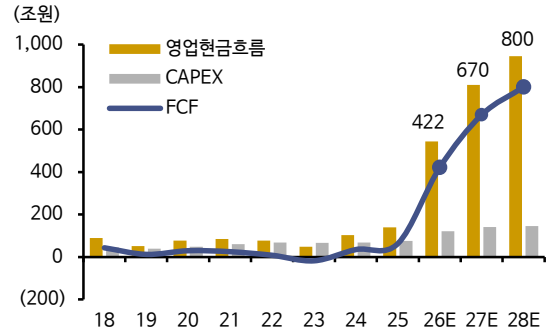
반도체 환원을 정하는 변수는 Capex 아닌 영업현금흐름, 남은 재원은 KOSPI 시총의 5.5~6%

2027년 환원 증가는 반도체에 쏠려 있다. 반도체 이익이 꺾이면 환원도 끝난다는 반론이 나오는 이유다. 두 회사 환원은 잉여현금흐름(FCF)의 일정 비율로 정해져 있다. 따져 볼 것은 FCF를 무엇이 움직이느냐다.

답은 영업현금흐름이다. 두 회사 FCF는 2025년 64조원에서 2027년 컨센서스 670조원으로 606조원 늘어나는데 영업현금 증가(672조원)가 Capex 증가(66조원)를 압도한다. 2027년 Capex가 50% 늘면 FCF는 10.5% 줄지만, 영업현금이 10%만 줄어도 FCF는 12.1% 줄어든다. 증설보다 업황이 환원을 정한다. 하이닉스는 2026~27년 FCF가 40% 하향되고 솔리다임 투자비를 제외해도 환원 재원이 86조원으로, 배당 컨센서스 42조원의 두 배다. 현재 배당 기대는 환원 재원의 5분의 1 수준이다.

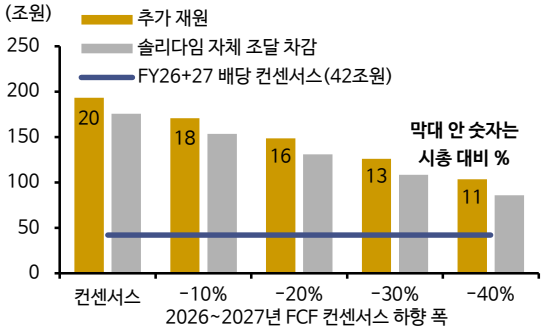
주주환원은 하방경직적이고 2027년부터 사들인 주식은 주총 승인 예외를 빼면 1년 안에 소각된다. 두 반도체가 환원의 규모를, 바뀐 제도가 성질을 맡는다. 이 조합이 성과가 주주에게 흐른다는 믿음을 시장 전체로 넓힐 수 있다.

두 반도체 기업 영업현금흐름·Capex·FCF



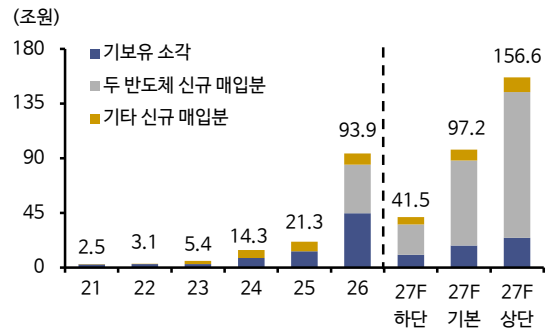
자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

SK하이닉스 추가 환원 재원 민감도



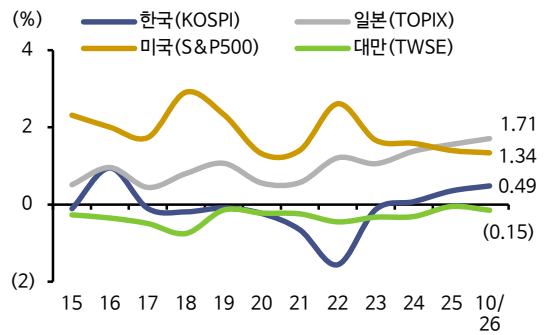
자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 솔리다임 투자 100~150억달러 중간값(원/달러 1,400원 가정 17.5조원) 전액 차감(보수적 스트레스). 배당 컨센서스에는 고정배당 포함

자사주 소각 규모: 실적과 2027년 추정



자료: DART, 신한투자증권 / 주: 2027F 기보유분은 자사주 잔고 상위 50사 중 보유 승인 받지 않은 27사 기준(시장 전체보다 작음)

국가별 지수 순자사주매입률



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 순자사주매입률 = −(자본금 감소+증가)/지수. 26은 10/22 기준

수급: 뚜렷한 매수 주체 부재, 외국인 매도 강도는 2008년 수준

외국인의 2008년급 매도, 과거 큰 매도 뒤 3년 안 순매수 복귀는 6번 중 6번

2008년급 매도 강도, 1% 이상 순매도 해 여섯 번 모두 3년 안에 순매수 복귀

2026년 외국인 순매도 207조원은 KOSPI 연평균 시가총액의 4.0%로, 금융위기의 2008년(4.5%)과 같은 크기다. 연초 외국인 보유 주식 가치의 18%를 10개월 만에 팔았다. 2008년(12%)보다 빠르고 시가총액 대비로는 팬데믹의 2020년(1.7%)의 두 배를 넘는다. 가격 효과를 뺀 외국인 보유 주식 수도 연초보다 삼성전자 13%, SK하이닉스 9%, KOSPI 전체 6% 줄었다.

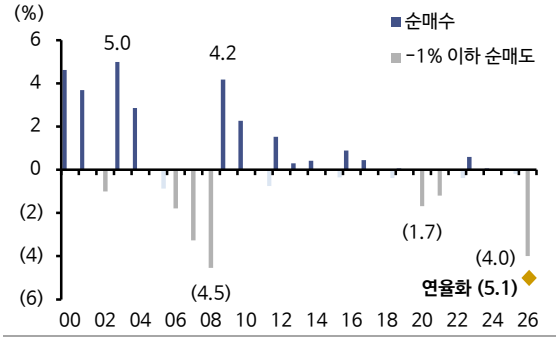
이 강도가 오래 이어진 사례는 드물다. 12개월 누적 매도가 시가총액의 4%를 넘은 해는 2008년과 지금뿐이다. 2008년에는 10월 정점(-5.2%)이 매도의 끝이었다. 이후 1년간 외국인은 25조원, 그다음 1년간 20조원을 다시 샀다. 2009년 한 해 순매수는 연초 외국인 보유액의 19%로, 직전 해 매도 규모(12%)를 넘었다.

경험칙도 같은 방향이다. 시가총액의 1% 이상을 순매도한 여섯 해 가운데 다음 해 바로 순매수로 돌아선 것은 두 번(2003년, 2009년)이다. 2년 안에는 네 번, 3년 안에는 여섯 번 모두 순매수 해가 왔다. 매도가 여러 해 이어진 2005~08년과 2020~22년도 끝난 뒤 첫해는 순매수였다(2009년 +30조원, 2023년 +11조원).

판 만큼 되사지는 않았다. 2004년 9월~2008년 11월 81조원을 판 뒤 2009년 4월~2010년 12월에는 52조원(64%), 2019년 7월~2022년 6월 71조원을 판 뒤 이후 1년 동안에는 22조원(31%)을 샀다. 207조원을 그대로 대기 매수로 볼 수는 없다. 2020년 8월처럼 개인 매수 열풍 속에 매도가 1년 더 이어진 반례도 있다.

2027년 외국인 기본 경로는 매도 축소다. FY28 반도체 이익이 유지된다면 하반기에는 중립 이상으로 돌아설 가능성이 있다. 다만 순매수 전환을 반등 전제로 두지는 않는다. 매도가 줄어드는 것만으로 한계 매물이 사라지는 걸 의미한다.

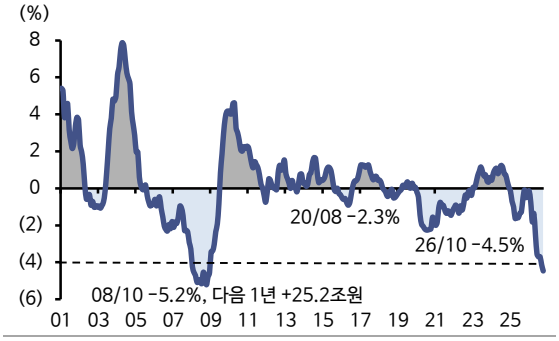
외국인 연간 순매수의 시가총액 대비 비율



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: 2026년 연율화는 영업일 비율(248/196) 적용. 흰 점은 연율화 값

외국인 12개월 누적 순매수의 시가총액 대비 비율



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: 12개월 누적 순매수 ÷ 같은 12개월 KOSPI 월평균 시가총액의 평균. 점선은 −4%

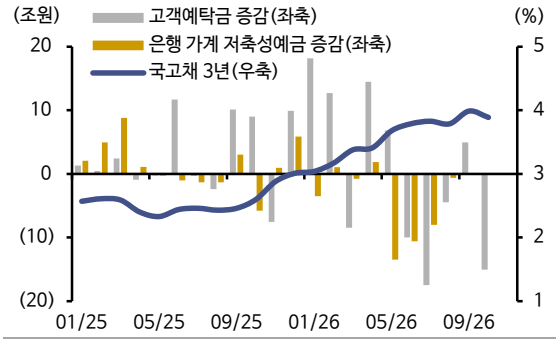
역머니무브는 유인 먼저 생겼고, 첫 매물대는 6,600~7,000p

예금 유인은 생겼으나 이동은 초기, 회복의 첫 벽은 6,600~7,000p 매물대

시장금리 상승은 예금 매력을 높였다. 국고채 3년 금리는 1년 전 2.5%에서 9월 4.0%로, 정기예금 금리는 2.6%에서 3.4~3.5%로 상승했다. 그러나 예탁금이 줄기 시작한 6월 이후 8월까지 은행 가계 저축성예금은 오히려 8.6조원 줄었다.

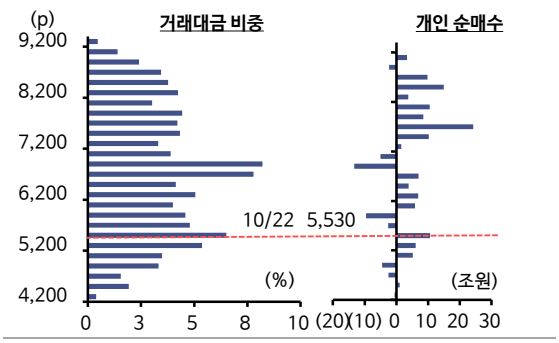
예탁금 50조원 감소를 예금 이동으로 설명하기는 어렵다. 신용 상환, ETF·해외주식 매수 등으로 흩어졌을 가능성이 크지만 직접 추적한 수치는 아니다. 한국은행은 9월 동향에서 처음 가계자금 예치 증가를 언급했다. 2026년 KOSPI 거래가 가격대 폭 대비 가장 두껍게 쌓인 곳은 6,600~7,000p(거래대금 16%, 40거래일)로 현재가 위 첫 매물대다. 그 위 7,000~7,400p는 거래 밀도가 절반 이하이고 머문 날도 13일뿐이다. 회복 과정에서 첫 매물대 돌파는 여러 차례 시도 과정을 수반할 전망이다. 돌파 뒤에는 거래가 적었던 가격대가 이어져 회복 속도가 빨라질 수 있다. 두 번째 벽은 개인 순매수 82조원이 몰린 7,400~8,800p다.

역머니무브 점검: 예탁금·가계 예금·시장금리



자료: 한국은행, 금융투자협회, 신한투자증권
주: 가계 저축성예금은 예금은행 원화예금(예금주별, 말잔)

KOSPI 가격대별 거래대금과 개인 순매수(2026년)



자료: 에프앤가이드, 한국거래소, 신한투자증권
주: 일별 거래대금을 고가~저가에 균등 배분해 200p 구간 합산

2027년 투자자별 수급 전망

주체	2026년 순매수	2027년 방향	근거	확인 지표
외국인	-207.3조원 (시총 -4.0%, 연초 보유액의 -18%)	매도 축소 → 하반기 중립~순매수 가능	12개월 매도 강도 -4.5%는 2008년(-5.2%) 다음. 큰 매도 뒤 2~3년 안 순매수 복귀. 삼성전자 지분율 46.1%(2009년 말 이후 최저). 밸류 저평가 선행 변수	FY28 반도체 이익 수정, 원화 강세 동행, 11월 MSCI 리뷰
개인	+100.0조원 (96%가 3~6월)	중립. 반등 초기엔 매물 출회	예탁금 고점 대비 -36%, 신용 30조원 잔존. 국고 3년 3.9%로 예금 기회비용 상승. 매물대 KOSPI 6,600~7,000p, 7,400~8,800p 개인 순매수 +82조원	가계 저축성예금 (9월 이후), 신용 잔고, 매물대 거래량
연기금	-9.0조원 (5·6월 월 -2조원대)	5,000~6,600p 중립. 5,000p 아래 매수 여력 확대, 4,100p 아래 비중 조절 매수	현재 비중 약 22.7% 〉 목표 20.8%. 2027년 국내주식 배분 계획 +8.8조원(월 0.7조원)	12월 허용범위 재점검, 8월말 비중 공시
기업	+67.7조원 (7~10월 +53.6조원)	규모 축소(반복 불가)	두 기업의 55조원 매입이 10월 중순 종료. 새 환원은 신규 소각·배당 결정에 달림	10/28 SK하이닉스 환원 발표, 1월 삼성전자 이사회
ETF·퇴직연금(금융투자 경로)	+70.2조원(금융투자), 국내 주식형 순설정 +43.9조원	유입 지속, 국내 몫은 경기순응적	퇴직연금 ETF 잔고 3년 연속 2배, ISA 76.5조원. 해외 주식형도 +33.3조원	국내 전용 ISA 입법, 퇴직연금 위험자산 한도

자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 2026년 순매수는 KOSPI 월간 합계. 금융투자는 기관의 일부이며 ETF 외 거래 포함

밸류에이션: 2027년 KOSPI 밴드 5,000~8,000p

연말 기본 7,000p = 쌓인 장부가 + 2.5년치 초과이익

7,000p = 쌓인 장부가 + 2.5년치 초과이익, 컨센서스 밖 추가 배당은 100조원당 약 -100p

2027년 KOSPI는 두 가지 가정으로 계산한다. 반도체 두 회사는 장부가와 그 위 초과이익 가치로 나누고 나머지 기업은 장부가 증가에 현재 PBR을 유지한다.

계산은 표 순서를 따른다. 현재 두 회사 가치 2,222조원은 장부가 1,100조원에 약 2년치 초과이익을 더한 값이다. 2027년에는 FY27 순이익 785조원 가운데 배당 등으로 나가는 몫을 뺀 91%가 쌓여 장부가가 1,819조원이 된다. 장부가에서 빠지는 FY27 환원은 컨센서스 BPS에 담긴 67조원이고 대부분 삼성전자 몫이다. SK하이닉스 추가 재원 193조원은 컨센서스 BPS에 거의 반영돼 있지 않다. 추가 환원이 2027년 중 배당으로 지급되면 장부가가 그만큼 줄어 100조원당 KOSPI 계산값이 100p 낮아진다. 적정가치 근처에서 자사주를 매입·소각하면 주당 가치는 거의 변하지 않는다. 2027년 말 시장이 인정할 FY28·29 초과이익 전액과 FY30 절반의 현재가치 1,332조원을 더하면 두 회사 가치는 3,150조원이다.

두 회사를 뺀 나머지 시가총액 2,115조원은 장부가 증가율 8.4%만큼 늘고 PBR 0.924배를 유지해 2,293조원이 된다. 8.4%는 나머지 기업 FY28 순이익 컨센서스에 유보율 70%를 적용해 2027년 장부가로 나눈 값이다. 반도체가 쉬어 가도 나머지 기업의 장부가는 해마다 이만큼 늘어난다는 가정을 깔고 있다.

2027년 말 KOSPI 평가는 7,000p다. 상승분 1,420p 가운데 1,200p가 반도체 두 회사, 220p가 나머지 기업 몫이다. 반도체 몫의 930p는 장부가 축적이고 PBR은 2.0배에서 1.7배로 낮아진다. 지수 상승 원천은 멀티플 확대가 아니라 장부가 축적이다. 유효 기간이 지금의 1.9년에 머물러도 KOSPI는 약 6,660p다. 기본 경로가 유지되면 주가 회복은 업황 재평가가 아니라 시간이 만들 것으로 보인다.

2027년 말 기본 평가값 7,000p 계산 순서

단계	산식·가정	값 (조원)
① 현재 두 회사 가치	보통주(자기주식 제외)+삼성전자 우선주	2,222
② FY26말 장부가	컨센서스 BPS × 주식 수	1,100
③ FY27 지배순이익	컨센서스 그대로 반영(하위 25분위 -5%면 평가값 약 -40p)	785
④ FY27말 장부가	컨센서스 BPS × 주식 수(유보율 91%, 가정)	1,819
⑤ FY28·29·30 순이익	FY28 컨센서스, FY29 비트 +20%·실효 가격 -10%·비트당 원가 보합, FY30 이후 연 -10%	874·900·810
⑥ 초과이익	순이익 - 자본비용 10% × 기초 장부가	692·638·466
⑦ 인정분 현재가치	FY28·29 전액 + FY30 절반, 2027년 말로 할인	629+527+175
⑧ 2027년 말 두 회사 가치	**④ + ⑦**	**3,150(+42%)**
⑨ 나머지 KOSPI	두 회사 제외 2,115조원 × 장부가 증가 8.4% × PBR 0.924배 유지	2,293(+8.4%)
⑩ KOSPI	**5,534p × [2,281조원 × ⑧/① + ⑨] ÷ 4,397조원**	**6,956p(약 7,000p)**
기여 분해	반도체 두 회사 +1,200p, 나머지 +223p	+1,423p

자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: KOSPI 시가총액 4,397조원, 두 회사 시가총액(우선주 포함) 2,281조원(10/22). FY27 환원은 컨센서스 BPS 기준(유보율 91%, 약 67조원)만 장부가에 반영. 이를 넘는 추가 배당은 100조원당 약 −100p

밴드 5,000~8,000p, 장기계약이 하단 증명하면 상단도 상승

하단 5,000p는 FY28 실적이, 상단 8,000p 돌파는 장기계약 신뢰가 결정

연중 밴드는 연말 평가값 범위에서 나왔다. 상단 8,000p는 가격이 컨센서스보다 FY27 5%, FY28 10% 높고 FY29 순이익이 1,213조원으로 늘며 시장이 FY30까지 3년치 초과이익을 인정하는 상방(8,046p)이다. 하단 5,000p는 FY28 매출이 가격·물량 동반 하락으로 컨센서스 절반이 되고 영업이익률이 DS 35%, 하이닉스 51%로 떨어지고 비반도체 PBR까지 0.85배로 낮아지는 하방(4,960p)이다. 상방 차이 1,090p 가운데 400p는 유효 기간, 하방 차이는 대부분 실적에서 나온다.

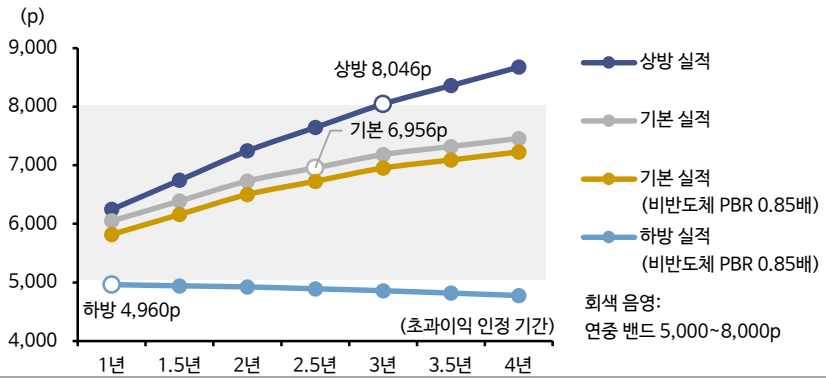
유효 기간이 1년 늘면(기본 2.5년 → 3.5년) 기본 실적에서 KOSPI는 360p, 상방 실적(3년에서 4년)에서는 630p 상승한다. 기간을 늘리는 재료가 장기계약이다. 지금은 장기계약을 가격 상단으로만 계산한다. 첫 가격 조정기에 하한이 작동하고 고객이 약정 물량을 인수하면 FY30 이후 초과이익에도 값이 붙는다. 기본 실적에 4년 인정이면 7,457p, 상방 실적과 결합하면 8,676p로 밴드 상단을 넘는다. 밴드 하단은 FY28 실적이 방어한다. 상단은 장기계약 신뢰가 열 수 있다.

시나리오별 가정과 2027년 말 평가값

구분	상방	기본	하방
FY27 실효 가격(컨센서스 대비)	+5%	**0%**	-13%
FY27 두 회사 순이익(컨센서스 785조원)	837조원	**785조원**	651조원
FY28 실효 가격(컨센서스 대비)	+10%	**0%**	-50%
FY28 영업이익률(삼성 DS·하이닉스)	70%·78%	**67%·75%**	35%·51%
FY28 두 회사 순이익(컨센서스 874조원)	996조원	**874조원**	267조원
FY29 비트·실효 가격·비트당 원가	+20%·0%·-5%	**+20%·-10%·0%**	+10%·-20%·0%
FY29 순이익·FY30 이후 증가율	1,213조원·0%	**900조원·-10%**	158조원·-10%
초과이익 인정 범위(FY28·29·30)	전액·전액·전액	**전액·전액·절반**	전액·없음·없음
2027년 말 장부가 → 두 회사 가치	1,866 → 3,994조원	**1,819 → 3,150조원**	1,696 → 1,784조원
나머지 KOSPI PBR	0.924배	**0.924배**	0.85배
KOSPI 2027년 말 평가값	8,046p	**6,956p**	4,960p

자료: 에프앤가이드, 신한투자증권
주: 실효 가격 편차는 삼성전자 DS·SK하이닉스에 적용(같은 비트·원가, 하방 FY28은 물량 감소 포함). FY29는 전년 대비

2027년 말 KOSPI: 초과이익 유효 기간별 평가값



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 자본비용 10%. 유효 기간은 2027년 말 기준 FY28부터 센 초과이익 인정 연수(2.5년 = FY28·29 전액+FY30 절반). 나머지 KOSPI 장부가 +8.4%

전략: 2026년 말까지 횡보, 2027년 상반기 중 방향성 회복

200일선은 27년 1월 말 고점 후 하락, 2분기에 추세 회복 문턱 낮아져

200일선은 1월 말 고점 후 스스로 하락, 1분기 분할 매수·2분기 추세 회복 문턱 하락

: 중기 추세선인 200일선 하향한 현재 상황에서 기본 값은 3개월 횡보 후 6개월 내 방향성 점차 형성

: 다만 보수적 가정 하에서도 현재 주가 상승 여력 있어 국내주식 매도 실익 크지 않다고 판단. 2027년 상반기까지 보유할 필요 존재

2027년 한국 주식 비중 확대를 제시한다. 반도체 장부가가 쌓이고 시장이 인정하는 초과이익 유효 기간이 늘어나면 연말 KOSPI 기본 평가값은 7,000p로 현재보다 26% 높다. 다만 한 번에 사는 전략은 유보한다. 10월 KOSPI는 200일선과 7월 저점을 하회했다. 중기 추세가 약화됐다.

추세가 꺾인 뒤 경로에는 일정 패턴이 있다. 200일선 아래 10거래일 이상 머문 과거 24개 사례에서 이후 60거래일 수익률 중앙값은 +0.8%였고, 절반은 -2.3~+6.5%에 분포했다. 24건 가운데 15건은 첫 20거래일보다 이후 21~60거래일 구간에서 더 낮은 저점을 만들었다. 120거래일 뒤에는 중앙값 +4.6%, 13건이 200일선을 회복했다. 이탈 뒤 3개월은 저점 재시험 횡보가 많았고 6개월 뒤 200일선 회복은 절반 남짓이었다. 2026년 말까지는 횡보에 가까운 경로를 예상한다.

200일선 자체도 움직인다. 지수가 5,700p에 머물러도 200일선은 1월 말 6,600p 안팎까지 상승한 뒤, 2026년 5~6월 급등 구간이 계산에서 빠지면서 2027년 3월 말 6,200p, 6월 말 5,800p로 빠르게 하락한다. 2026년 말까지 지수가 200일선을 다시 넘기기는 어렵다. 반대로 2027년 2분기에는 200일선이 5,800p대까지 하락해 지수가 소폭 상승해도 회복할 수 있다. 추세 복원 문턱은 1분기 말 6,200p대, 2분기 말 5,800p대다. 다만 하락하는 이동평균을 넘는 것만으로 상승 추세가 확인되지는 않으며 실적과 수급 신호가 함께 필요하다.

순서는 2026년 말까지 횡보와 저점 재시험, 2027년 1분기 분할 매수, 2분기 추세 복원이다. 1분기에는 반도체 실적과 FY28 수정률, 삼성전자 1월 환원 배분, 의무소각 이후 첫 정기주총이 차례로 나온다. 실적이 버티는 가운데 저점 재시험이 지켜지면 1분기에 반도체 비중을 나눠 늘리고, 200일선 회복과 장기계약 확인이 겹치는 2분기에 비중 확대를 마무리한다. 시간은 반도체 편이다. 지수가 제자리여도 반도체 장부가는 한 해 65% 늘어 PBR이 낮아지고, 200일선은 스스로 하락한다. 2027년 상반기 전략은 가격 추격보다 시간을 사는 구간으로 설정한다.

KOSPI와 200일선: 지수가 멈춰도 움직이는 기준선



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 지수 5,300·5,700·6,200p 고정 시 200일선(지수 전망 아님)

반도체는 장부가가 적정가치를 제고, 비반도체는 역할별로 선별

상반기 지수·반도체 확대,
하반기 업종 차별화.
기대수익률은 상반기 우위

전략 중심은 삼성전자와 SK하이닉스다. 시장이 초과이익을 다시 믿기까지는 시간이 걸린다. FY27 고이익과 FY28 급감 부재의 기본 가정이 무너질 근거는 약하다. 장부가가 쌓여 적정가치가 해마다 상승한다. 삼성전자 환원 60~80조원과 SK하이닉스 추가 재원 약 193조원은 주가를 받칠 수 있는 재원이다.

비반도체는 반도체 대안이 아니라 역할로 담는다. 1분기까지 은행을 완충으로 두고(2분기 축소), 지주·금융은 주총 시즌 소각 후보로 담는다. AI 전력 인프라는 미국 투자 확인 뒤 이익 상향 배전·전선을 선호한다. 새 수요 수출주는 이익 상향 종목, 조선·자동차·방산은 선가·이익 하향 종료·수출 실계약 확인 뒤 편입한다.

2027년 하반기 지수는 2분기 추세 회복 시 그 위에서 폭을 넓히는 구간으로 판단한다. 다만 주도권이 바뀐다. 신규 메모리 생산능력이 2028년에 본격 가동되므로 하반기에는 실제 가동 시점과 수율을 구체적으로 평가하는 국면으로 옮겨 간다. FY28 이익이 유지돼도 멀티플이 더 늘기 어려워 반도체는 장부가 축적만큼만 상승하는 업종이 된다. 반도체 이익 증가율이 낮아지는 국면은 과거 KOSPI를 이긴 비반도체 업종 수가 늘어난 구간이었다. 하반기 이익 추정이 상향되는 비반도체 종목으로 선별을 넓히되, 반도체 주문과 가격이 유지되면 반도체 보유를 이어 간다. 지수 6,600~7,000p는 개인 매물대에 근접한다. 이 구간을 넘으려면 FY28 이익 확인과 외국인 매도 축소가 함께 필요하다. 5,000p 안팎은 연기금 비중이 목표에 가까워져 매수 재량이 커지는 구간으로 밴드 하단과 겹친다.

하반기 지수 범위 중심은 상반기보다 높지만 기대수익률은 상반기가 높다. 현재 5,500p대에서 2분기 중심 6,500p까지가 상승분의 3분의 2이고, 계약가격 분기 상승·환원 집행·200일선 하락 교차·외국인 매도 축소가 모두 상반기 재료다. 하반기는 지수 수준이 높아도 2028년 공급 논쟁과 매물대, 연기금 매도가 겹쳐 지수 기대수익률은 낮고 분산은 크다. 상반기는 지수, 하반기는 업종 차별화다. 포트폴리오는 상반기 지수·반도체 확대, 하반기 이익 추정 상향 업종 중심의 선별 확대다.

2027년 실행 경로: 시점·지수 범위·확인 신호·세부 전략

	26년 4분기 · 횡보	27년 1분기 · 분할 매수	27년 2분기 · 추세 복원	27년 하반기 · 확산 · 종목 장세
지수 범위	5,000~6,300p	5,300~6,800p	5,800~7,300p	6,000~8,000p
확인 신호	· 10/28·29 실적·환원 발표 · 외국인 반도체 매도 둔화 · 200일선 아래 저점 재시험	· FY28 수정률 플러스 유지 · 삼성전자 1월 환원 배분 · 정기주총: 소각·집중투표	· 하락하는 200일선 회복 · 장기계약 공개·이행 확인 · 외국인 매도 → 중립	· FY28 이익 유지, 증가 둔화 · 2028년 신규 설비 수율 평가 · 6,600~7,000p 매물 소화
담을 것	· 반도체 기본 비중 유지 · 은행(완충) 보유	· 반도체 분할 확대 · 소각 후보 지주·금융	· 반도체 비중 확대 완료 · 배전·전선(미국 투자 확인) · 은행 비중 축소	· 이익 상향 수출주 종목 · 조선·자동차(계기 확인 시)

자료: 신한투자증권
주: 연말 기본 평가값 약 7,000p. 지수 범위는 당사 판단의 예시이며 목표 경로가 아님

이슈 분석 2026 중간선거: 미국 성장모델의 시험대

Market Analyst
강진혁
☎ (02) 3772-2329
✉ kjinhyeok@shinhan.com

美 중간선거, 무엇이 결정되고 권력구조는 어떻게 변하는가

미국 중간선거는 하원 435석 전체+상원 35석을 대상으로 치러졌다(주지사 36석). 미국 중간선거 핵심은 '의회 권력 재편'이다. 의회 구성에 따라 정책 추진 여건은 달라지겠지만 대통령의 행정 권한 등을 고려하면 정책의 전면 전환보다는 Trump 행정부의 예산·감독·세제 지원의 부분적 조정이 핵심이 될 전망이다.

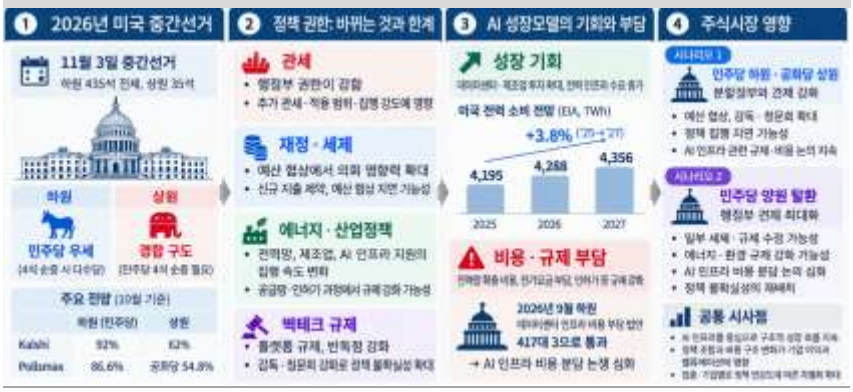
미국 성장모델의 제약과 정책 간 긴장

중간선거 이후 정책 변화는 세 가지 긴장을 통해 구체화될 수 있다. ① AI CAPEX 확대는 반도체·전력 인프라 수요를 뒷받침하지만 전력 확보 비용과 자금 조달, 투자 회수의 제약을 동반한다. ② 관세와 제조업 보호 정책은 공급망 안보와 현지 생산을 강화하려는 목표에도 불구하고 기업 원가와 소비자 가격에 부담을 줄 수 있다. ③ 전략산업 지원 역시 패권 유지라는 초당적 목표를 공유하나 재정 여력과 의회의 예산 우선순위에 따라 지원 규모·방식이 달라진다. 선거 결과 자체보다 정책 제약이 실제 투자·비용·수익성에 어떤 변화를 가져오는지가 중요하다.

선거 결과보다는 정책 실행 가능성&이익 지속성

2027년 주식시장은 정책 수혜와 주가 성과를 구분해야 한다. 미국 시장에서는 AI CAPEX가 매출과 현금흐름으로 전환되는지, 전력·자본·수용성 제약이 CAPEX 일정, 자금조달 여건 악화 여부에 따라 기업별 이익·멀티플이 차별화될 수 있다. 한국도 AI 반도체·전력 인프라 집행 시점에 따라 수혜 강도가 달라지며, 자동차·배터리 등은 관세·현지화 비용·정책 지원 조건에 따라 실적이 결정된다. 결국 핵심은 AI CAPEX·관세·지원 등 정책 제약이 커지는 상황에서 수요가 유지되는 기업과 비용 부담을 수익성으로 흡수할 수 있는 기업을 선별하는 데 있다.

美 중간선거 결과에 따른 2027 주식시장 영향 구조도



자료: 신한투자증권

2026 중간선거: 미국 성장모델의 시험대

I. 무엇이 결정되고 권력구조는 어떻게 바뀌는가

중간선거는 Trump 2기 정책의 속도를 결정

중간선거는 대통령 국정 운영에 대한 평가 역할: 이번 선거 관심은 생활비 물가, 경제 운영 중심

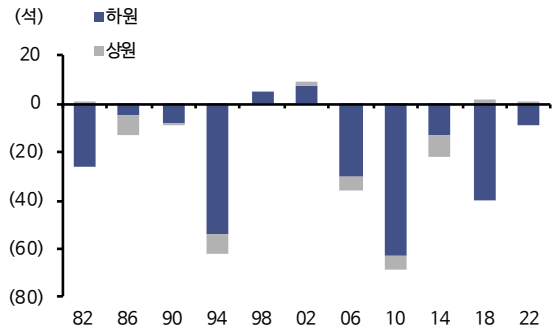
미국 중간선거 핵심은 '의회 권력 재편'이다. 의회 구성에 따라 정책 추진 여건은 달라지겠지만 대통령의 행정 권한 등을 고려하면 정책의 전면 전환보다는 Trump 정부의 예산·감독·세제 지원의 부분적 조정이 핵심이 될 전망이다. 의회 다수당은 입법·예산 통제력을 가지며 대통령 정책 추진 범위에도 영향을 미친다. 선거는 남은 Trump 임기 동안 관세·재정·규제 정책 경로를 가늠하는 변수다.

2024년 대선 결과 공화당은 백악관+상·하원을 모두 장악해 통합정부를 구성했다. 이는 Trump 행정부가 관세와 감세, 이민·산업정책 등을 빠르게 추진할 수 있는 정치적 기반이 됐다. 그렇지만 중간선거에서는 대통령 소속 정당이 하원 의석을 잃는 경향이 뚜렷하고 이번에도 하원은 민주당에 넘어갔다. 1934~2022년 실시된 중간선거 23회 중 20회에서 대통령 소속 정당의 하원 의석이 감소했고(1934·1998·2002년 예외), 평균 감소 폭은 약 32석이었다.

Trump 1기에도 통합정부로 출발을 했지만 중간선거를 거치며 하원이 민주당에 넘어갔다. 당시 상하원 분리에 따라 입법 제약이 커졌고, 감세·이민·예산 등 주요 정책에서 의회 협상 필요성이 부각됐다. 그럼에도 불구하고 Trump의 관세·수출통제·국가비상사태 등 기존 법률에 근거한 행정권의 재량 조치는 지속됐다.

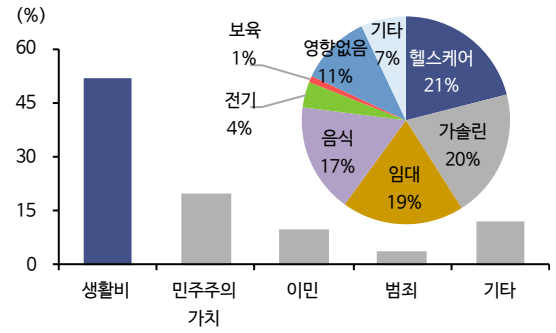
이는 중간선거가 대통령의 국정 운영에 대한 중간평가로 작용한다는 점을 보여준다. 이번 선거에서 유권자의 주요 관심사는 생활비와 물가, 에너지 비용, 경제 운영에 대한 평가였다. 2026년 10월 5일 발표된 Reuters/Ipsos 조사에서 응답자 52%가 생활비를 가장 중요한 변수로 뽑았다. 물가에 대한 불만은 전체 응답자의 67%에 달했고 공화당 지지자 37%가 물가 대응에 불만을 나타냈다(민주당 93%). 경제정책에 대한 불만이 민주당 지지층에만 국한되지 않았음을 보여준다.

중간선거에서 불리한 집권당 → 정권 심판 성격



자료: 신한투자증권
주: 여당 정당의 상하원 순증감 추이

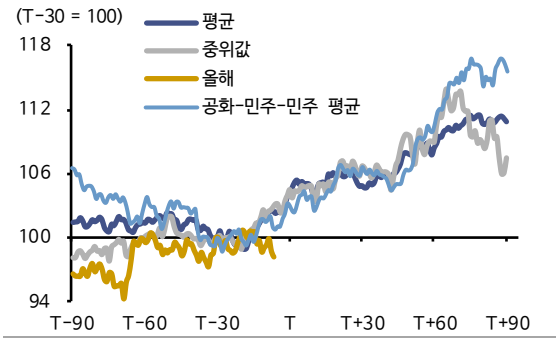
중간선거에서 유권자의 주요 관심은 생활비



자료: Reuter/Ipsos, 신한투자증권
주: 2026년 10월 5일 기준

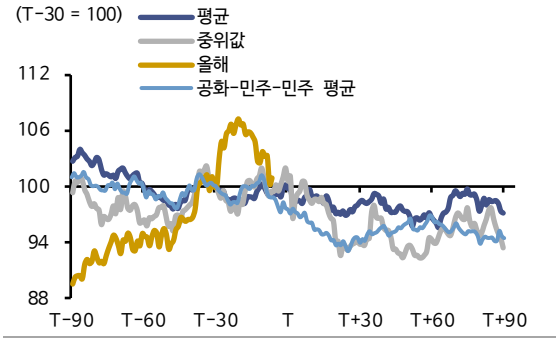
과거 중간선거 이후 주식시장은 대체로 회복세를 보였다. 1970년 이후 14차례 S&P500 평균 상승률은 선거 후 3개월 6.3%, 6개월 13.1%였다. KOSPI도 각각 4.7%, 10.8% 올랐다. 특히 선거 전후 불확실성이 완화되면서 주가가 반등하는 경향이 나타났다. 다만 정당 구성에 따른 차이는 크지 않았던 점에서 선거 결과보다 매크로·기업이익 등 시장 여건이 선거 이후 방향을 결정하는 핵심 변수였다.

중간선거 전후 S&P500은 안도 랠리에 회복 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

중간선거 이후 美 10년물 금리는 진정 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

1970년대 이후 美 중간선거 결과와 주식시장 성과

선거일	대통령	정당구성			주가 상승률(S&P500, %)			주가 상승률(KOSPI, %)		
		대통령	상원	하원	1M	3M	6M	1M	3M	6M
1970-11-03	Nixon	공화	민주	민주	5.6	15.1	22.6			
1974-11-05	Ford	공화	민주	민주	(12.0)	5.1	19.9			
1978-11-07	Carter	민주	민주	민주	3.4	3.4	5.5			
1982-11-02	Reagan	공화	공화	민주	1.0	4.2	17.9			
1986-11-04	Reagan	공화	민주	민주	2.8	13.6	17.5			
1990-11-06	G.H.W. Bush	공화	민주	민주	5.6	14.9	22.0	2.1	(9.6)	(8.9)
1994-11-08	Clinton	민주	공화	공화	(4.3)	3.3	12.5	(7.4)	(15.8)	(20.1)
1998-11-03	Clinton	민주	공화	공화	3.5	14.5	21.9	9.9	35.7	85.6
2002-11-05	G.W. Bush	공화	공화	공화	(1.0)	(7.8)	1.2	8.7	(9.7)	(10.1)
2006-11-07	G.W. Bush	공화	민주	민주	1.8	4.9	9.0	1.6	2.8	14.2
2010-11-02	Obama	민주	민주	공화	2.3	9.3	14.0	1.7	8.0	16.2
2014-11-04	Obama	민주	공화	공화	3.0	1.5	5.1	2.7	1.4	10.2
2018-11-06	Trump	공화	공화	민주	(2.2)	(0.9)	6.4	(1.0)	5.4	5.1
2022-11-08	Biden	민주	민주	공화	3.5	7.6	8.1	(1.2)	3.5	4.8
평균(전체)					0.9	6.3	13.1	1.9	4.7	10.8
중위값(전체)					2.6	5.0	13.3	1.7	3.2	5.1
평균(Blue Wave:공화-민주-민주)					0.8	10.7	18.2	1.9	(3.4)	2.7

자료: LSEG, 에프앤가이드, 신한투자증권

[참고] 2018년 Trump 1기 중간선거 전후 정책환경 비교

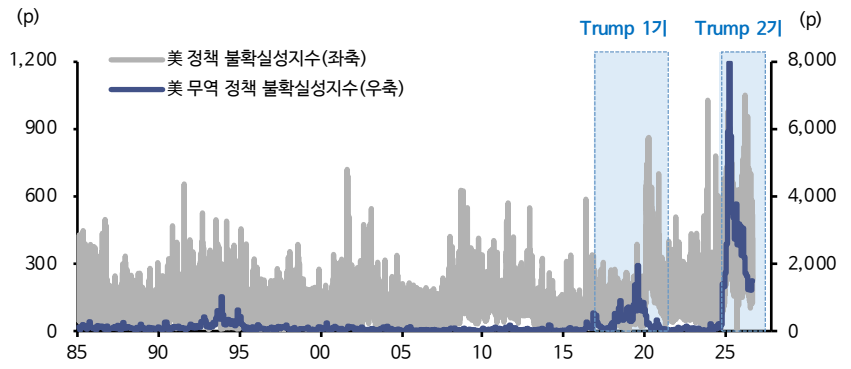
Trump 1기도 공화당 단점 정부에서 중간선거 이후에 분점 정부化 → 입법 제약이 확대되면서 관세·행정명령 등 행정부 재량권 활용도 높아지며 정책 불확실성↑

지난 Trump 1기(2017~2021)에 치러진 2018 중간선거 결과도 참고할 수 있다. 당시 중간선거 이전은 이번 2기와 동일하게 공화당 단점 정부(공화-공화-공화)였다. 다만 중간선거 후 분점 정부(공화-공화-민주)화하며 정책 환경이 변화했다.

우선 당시 상하원 분리에 따라 입법 제약이 커졌고, 감세·이민·예산 등 주요 정책에서 의회 협상 필요성이 부각됐다. 그럼에도 불구하고 Trump의 관세·수출통제·국가비상사태 등 기존 법률에 근거한 행정권의 재량 조치는 지속됐다. Huawei 제재 등 미중 기술 갈등이 진행되면서 한국의 수출 환경에도 부담 요소였다.

예산안과 관련해서는 2018년 말 국경 장벽 예산 갈등으로 35일 간 부분 셧다운 및 국가 비상사태가 선포됐다. 장기 셧다운의 정치·경제적 부담이 누적되며 예산 협상 필요성이 확대됐고, 2020년 대선을 앞두고 부담감이 커지자 2019년 초당적 예산 합의가 이뤄졌다.

Trump 1·2기 모두 단점 → 분점 정부化: 입법 제약↑ & 행정부 재량↑ → 불확실성↑



자료: Bloomberg, 신한투자증권

Trump 1기 중간선거 전후(공화-공화 → 공화-민주)

항목	정책	중간선거 이전(공화-공화)	중간선거 이후(공화-민주)
정치 환경	입법, 행정권	TCJA 등 대규모 입법 추진	행정부와 대립, 19년 말 탄핵조사 개시
재정 예산	감세안	17년 말 TCJA(10년 간 1.5조$ 감세) 통과	대규모 신규감세 입법 제약
	셧다운, 부채한도	18년 2월 부채한도 적용 유예	18년 말 35일 간 부분 셧다운 발생
	행정부 독자 정책	주요 재정 및 세제정책의 입법 지원	19년 2월 국가비상사태 선포
산업 통상	대중국 관세	18년 7월 중국산 수입품에 301조 부과	19년 5월 관세율 조정, 9월 추가 관세 발효
	기술 안보	18년 8월 외국인 투자심사법 통과	19년 5월 화웨이 제재 등 통제 강화
국내 영향	반도체	미중 관세 갈등 및 중국 수요 둔화 우려	화웨이 제재와 기술 갈등으로 공급망 교란
	철강, 자동차	18년 철강 쿼터 적용, 자동차 관세 우려	철강 쿼터 지속, 자동차 관세 232조 우려
	공급망	미국 무역제재 및 외국인 투자심사 강화	19년 일본 수출규제 중첩되며 불확실성↑

자료: 신한투자증권

II. 정책 권한: 선거가 바꾸는 것과 바꾸지 못하는 것

의회 권력은 정책의 방향보다 실행 가능성을 바꾼다

정책 변화 가능성은 누가 어떤 권한을 가지고 있는가로 출발 → 어느 정당이 무엇을 선호하는가가 다음

정당 공약과 실제 정책 변화는 구분해야 한다. 법률 개정이 필요지, 예산 승인이 필요한지, 행정부 재량으로 집행할 수 있는지에 따라 중간선거 영향은 달라진다.

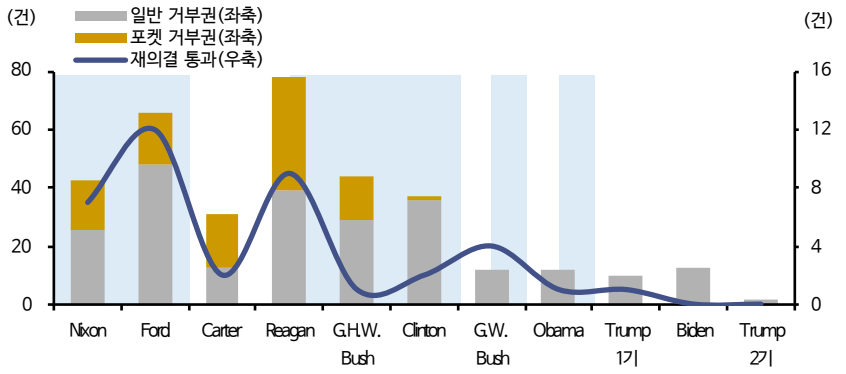
① 하원은 세입 법안의 발의와 정부 지출 관련 법안의 출발점이라는 점에서 예산·재정의 협상력이 크다. 민주당의 하원 장악은 Trump 정부의 지출 우선순위와 감세 연장, 부채한도 협상에서 영향력을 확대할 수 있다. 그 외에도 위원회 조사, 청문회 등을 통해 행정부의 정책 집행에 대한 감독을 강화할 수 있다.

② 상원은 고위 공직자 인준, 조약 동의 등에서 중요한 역할을 한다. 또한 예산 조정 절차 등 일부 예외가 존재하지만 주요 정책은 여전히 양당 간 합의가 필요할 수 있다. 일반 법안은 원칙적으로 토론 종결에 60표가 필요하기 때문에 단순 과반만 확보했다고 해서 모든 법안을 통과시킬 수 있는 것은 아니다. 민주당이 상·하원을 모두 장악해도 Trump 정책을 전면적으로 되돌리기 어려운 이유다.

③ 대통령의 거부권 역시 중요한 제약이다. 대통령이 법안에 거부권을 행사하면 이를 무력화하기 위해 양원 각각 2/3 이상 찬성이 필요하다. 현재 의석 구도에서 민주당이 단독으로 이 문턱을 넘기는 것은 현실적으로 쉽지 않다. 따라서 민주당 의회가 행사할 수 있는 영향력은 기존 정책을 일괄적으로 철회하는 것보다 예산·감독·인허가·집행 방식에 대한 견제와 일부 정책 수정에 집중될 가능성이 높다.

정책별로 보면 ① 관세는 행정부 권한이 상대적으로 강한 영역이다. 의회가 관련 법률을 수정하거나 행정부의 집행을 견제할 수 있지만, 민주당이 의회를 장악한다고 기존 관세가 자동으로 철회되는 것은 아니다. 반면 ② 세액공제·재정 지출은 법률과 예산에 연결되므로 의회 구도 변화에 상대적으로 민감하다. ③ 규제는 법 개정 없이도 집행 우선순위나 감독 강도에 변화가 나타날 수 있다. 따라서 정책 변화의 가능성은 '정당이 무엇을 선호하는가'보다 '누가 어떤 권한을 가지고 있는가'에서 출발해야 한다.

1970년대 이후 美 대통령 거부권 행사 및 의회 재의결 통과 추이



자료: US Senate, 신한투자증권 / 주: 음영은 대통령과 상하원 모두 반대

선거 결과가 주식시장에 전달되는 세 가지 경로: ① 관세·전쟁 ② 재정 ③ 규제

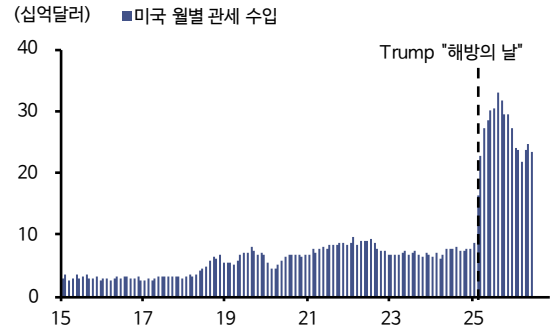
선거 결과가 주식시장에 전달되는 세 가지 경로인 ① 관세 ② 재정 ③ 규제가 상호 충돌하며 미국 성장모델 재편

앞서 세 경로는 서로 독립적이지 않다. 관세는 물가와 기업 원가에 영향을 주며 물가 부담은 재정정책의 우선순위를 바꿀 수 있다. 예산 협상은 세제 지원·규제 집행 속도에 영향을 미치며 규제는 AI 투자, 전력망 확충의 속도를 바꾼다. 이번 중간선거의 중요성은 개별 정책 하나보다 이들 정책이 맞물리는 과정에 있다.

① 관세·전쟁: 관세는 의회 동의가 필요 없고 행정부 재량 여지가 큰 만큼 선거 결과가 불리할수록 활용도는 높아질 수 있다. 재량적 정책의 확대는 예측가능성 저하와 불확실성 확대를 가져올 수 있다. 기존 관세의 전면 철회보다 추가 관세 도입 제약, 적용 범위와 예외, 통관 규정의 집행 강도 변화에 주목한다. 1) 기업의 가격 전가 가능성, 2) 미국 내 생산 전환 가능성에 따라 실적 영향은 달라진다.

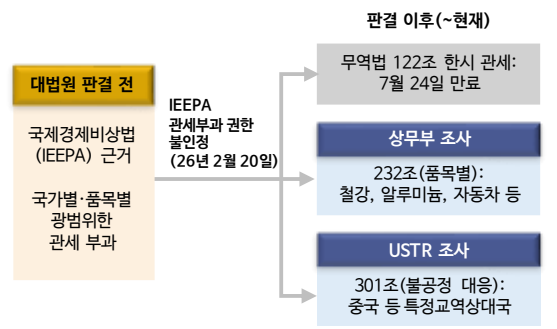
외교·안보 정책도 의회 구도 변화의 영향을 받는다. 대통령의 외교·군사적 권한과 초당적 제재 지지를 고려하면 중간선거만으로 대외 정책이 일괄로 전환된다고 보기는 어렵다. 다만 우크라 군사 지원과 대러 제재, 중동 군사 작전 등은 의회 예산 승인·감독, 제재 입법, 청문회와 조사권 등으로 견제받을 수 있다. 지정학적 충돌의 강도·빈도가 떨어지면 공급망 교란 압력의 경감을 기대할 수 있다.

25년 Trump 관세 정책 이후 美 관세 수입 증대



자료: 미국 재무부, 신한투자증권

IEEPA 위법 판결 이후 관세 정책 구조 복잡化



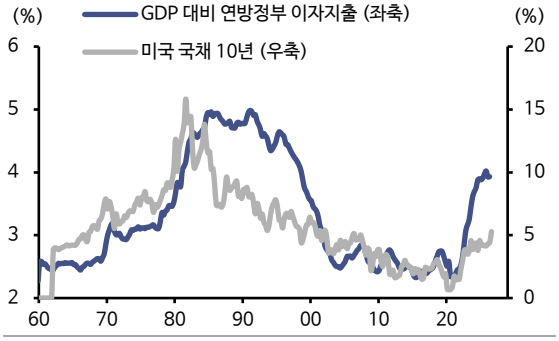
자료: 신한투자증권

중간선거 이후 재정정책 변화는 기존 정책의 전면적인 폐기보다 신규 지출확대 여부, 세제 지원 연장·수정, 예산 집행 속도 등

② 재정과 예산: 미국 GDP 대비 연방정부 이자지출 비중은 팬데믹 이후 빠르게 상승했고, 연방정부 부채도 한도 상향에도 불구하고 빠르게 소진되는 상황이 반복되고 있다. 부채와 이자 비용이 늘어날수록 정부가 경기 부양과 산업 지원에 활용할 수 있는 재정 여력은 제약받을 수 있다. 이에 따라 AI·반도체·에너지 인프라 등 전략산업의 지원 필요성이 유지되더라도, 지원 규모와 재원 조달 방식, 세제 혜택의 적용 조건 등을 둘러싼 정치적 협상은 더욱 중요해질 수 있다.

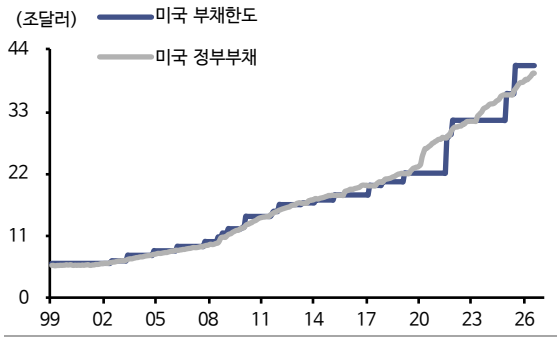
신규 지출과 세제 혜택은 의회의 입법·예산 협상에 따라 달라질 수 있지만, 이미 법률에 반영된 사업은 별도 개정이 없는 한 지속될 수 있다. 따라서 중간선거 후 재정정책 변화는 기존 정책의 전면적인 폐기보다 신규 지출의 확대 여부와 세제 지원의 연장·수정, 예산 집행 속도에서 나타날 가능성이 높다. 특히 분할정부가 형성되면 양당 간 우선순위 차이로 예산 합의가 지연되고 정부 셧다운이나 부채한도 협상을 둘러싼 불확실성이 커질 수 있다.

2020년대 들어 이자지출 부담이 빠르게 증가



자료: Bloomberg, 신한투자증권

연방 정부부채 곧 한도에 도달 → 셧다운 리스크↑



자료: LSEG, 신한투자증권

분할정부가 형성 시 양당 간 우선순위 차이로 예산 합의가 지연되고, 정부 셧다운, 부채한도 협상을 둘러싼 불확실성 확대

→ 다만, 곧바로 주식시장 하락 신호라기보다 협상 결과에 따른 우선순위의 변동을 지켜볼 필요

다만 셧다운이 발생하더라도 이를 곧바로 경기침체나 주식시장 하락의 신호로 해석해서는 안 된다. 과거 사례를 보면 셧다운의 지속 기간과 당시의 경제·시장 환경에 따라 주가 반응이 달랐으며, 셧다운 발생 사실만으로 일관된 시장 방향을 도출하기는 어려웠다. 예산 협상 지연이 단기에 그치고 핵심 정부 기능과 민간 경제활동에 미치는 영향이 제한적이라면 충격도 제한될 수 있다. 반면 셧다운이 장기화되거나 부채한도 협상과 맞물려 정부 지급 능력에 대한 우려로 확대되면 정책 불확실성과 위험 프리미엄을 높이는 요인이 될 수 있다.

따라서 시장은 셧다운의 발생 여부보다는 지속 기간과 경제활동에 미치는 영향, 투자자들의 사전 예상 수준을 함께 살펴야 한다. 중간선거 이후 재정정책의 핵심 변수 역시 단순한 정부 지출 확대·축소가 아니라, 늘어나는 이자 부담에서 전략 산업 지원과 재정 건전성 간의 우선순위가 어떻게 조정되는가에 있다. 이는 정부 수요에 대한 의존도가 높은 기업뿐 아니라, 세액공제와 보조금에 따라 경제성이 달라지는 반도체·에너지·배터리 관련 기업에 영향을 미칠 수 있다.

1970년대 이후 美 셧다운 발생 사례 및 주식시장 성과 추이

날짜	대통령	의회 구도		지속 기간	주가 상승률(S&P500, %)				주가 상승률(KOSPI, %)			
		상원	하원	(일)	셧다운 中	1M	3M	6M	셧다운 中	1M	3M	6M
1981-11-20	Reagan	공화	민주	2	(0.1)	1.3	(7.0)	(5.6)				
1990-10-06	G.H.W. Bush	민주	민주	3	(2.1)	0.0	3.0	20.5	(0.4)	14.0	13.3	5.6
1995-11-14	Clinton	공화	공화	5	1.8	4.7	11.2	12.9	(0.2)	(4.2)	(8.3)	1.7
1995-12-16	Clinton	공화	공화	21	0.1	(1.3)	4.1	8.0	(2.9)	(1.8)	(3.1)	(2.8)
2013-10-01	Obama	민주	공화	16	2.3	3.9	9.0	11.2	2.1	2.0	0.6	(0.3)
2018-01-20	Trump	공화	공화	2	0.8	(3.3)	(5.0)	(0.3)	(0.7)	(4.2)	(1.7)	(9.2)
2018-12-22	Trump	공화	공화	34	10.3	8.9	15.9	22.1	5.6	2.7	6.1	3.1
2025-10-01	Trump	공화	공화	42	2.1	1.9	2.0	(2.0)	20.1	18.9	21.9	58.5
2026-01-31	Trump	공화	공화	(부분)3	(0.3)	(0.9)	3.9	7.9	1.2	19.5	26.3	26.2
2026-02-14	Trump	공화	공화	(부분)75	5.5	(3.0)	9.7	13.9	19.8	(0.4)	44.9	26.7
평균				20.3	2.0	1.2	4.7	8.9	5.0	5.2	11.1	12.2
중위값				10.5	1.3	0.7	4.0	9.6	1.2	2.0	6.1	3.1

자료: 신한투자증권 / 주: 지속 기간 2일 미만은 제외

규제 이슈에서 가장 시장 관심도 높은 데이터센터. 의회 결과보다는 주지사 선거 결과 등 지역 문제

③ 규제: 규제는 산업별로 다른 효과를 낸다. 데이터센터에 대한 인허가 규제가 강화되면 신규 공급의 속도와 비용이 달라질 수 있고, 빅테크 시장지배력에 대한 규제는 플랫폼의 가격 결정력과 수익화 등 영향을 줄 수 있다. 다만 신규 공급이 제한된다고 해서 기존 사업자의 이익이 증가하는 것은 아니다. 전력·부지 확보 여부, 설비 가동률, 전력비 부담, 고객 수요가 함께 작용하기 때문이다.

2026년 미국 중간선거에서는 연방 의회뿐 아니라 주지사 선거도 함께 실시되는 만큼, 데이터센터 관련 규제 변화에 주목할 필요가 있다. AI 투자 확대로 데이터센터 건설이 급증하며 전력망 부담, 환경 문제, 지역 주민의 반대가 새로운 정책 어젠다로 부상하고 있기 때문이다.

실제 북미 데이터센터의 건설 중인 용량은 2020년 약 0.5GW에서 2026년 상반기 약 7.5GW로 15배 확대됐다. 반면 신규 임차·점유 용량 순증은 2025년 약 2.5GW에서 2026년 상반기 약 1.5GW로 둔화됐다. 이 상황에서 사업에 차질이 발생한 데이터센터 프로젝트 수는 2025년 약 20건에서 2026년 40건 이상으로 증가했으며, 2026년 1분기에는 규모로 약 1,300억달러에 달했다.

이러한 투자 확대는 규제 강화와 연결되어 있다. New York은 신규 대규모 데이터센터의 환경 인허가를 유예하는 조치를 추진했고, Texas는 전력망 부담 점검을 위한 허가 제한에 나섰다. Pennsylvania주 역시 전력요금 부담과 환경보호 관련 인허가 요건을 강화했다.

중간선거 후 주정부의 정책 방향에 따라 데이터센터 인허가 속도와 투자 비용이 달라질 수 있다. 특히 규제 강화는 AI 수요 훼손보다 데이터센터 착공 및 가동 지연을 거치며, 발표된 투자 계획과 실제 CAPEX 집행 간 시차를 확대하는 요인으로 작용할 수 있다. 즉, 규제 건수의 증가가 곧바로 대규모 투자 취소를 의미하지는 않지만, 주정부의 광역 규제가 확대될 경우 투자 집행의 불확실성이 커질 수 있음을 시사한다.

주정부 차원의 주요 규제·인허가 차질 사례

주(州)	조치	규제 유형	실질적 영향
New York	7/14 행정명령 62호 발동	주 전체 인허가 유예	신규 대규모 DC 환경 인허가를 최대 1년간 유예 → 일정 지연
Texas	9/21 주지사 지시 발표	주정부 허가 중단	전력망 영향 점검 위한 조사 완료 전 신규 DC 허가 발급 중단
Pennsylvania	8/18 행정명령 5호	인허가 요건 강화	개발사 GRID 요건 약속+지방정부 승인 → 주정부 인허가 심사
Illinois	7/1 세제 인센티브 처리 중단	투자 유인 축소	주정부의 DC 세제 지원 프로그램 신규 신청 처리 중단
Maine	4월 법안 통과 주지사 거부권	법안 무산	20MW 이상 DC 신규 인허가 제한(~27년 11월) 법안 무산

자료: 신한투자증권

데이터센터 개수 상위 지역의 주지사 선거 결과

주(州)	DC 개수 (개)	기존 주지사	선거 결과
Virginia	674	민주	선거 미실시
Texas	537	공화	민주
California	296	민주	민주
Georgia	276	공화	민주
Illinois	242	민주	민주
Ohio	240	공화	민주
Pennsylvania	174	민주	민주
Arizona	160	민주	민주

자료: Data Center Map, 신한투자증권

III. 정책 충돌: 정책 간 긴장 미국 성장모델 제약

① AI CAPEX: AI 패권 경쟁 vs. 전력·인프라 비용의 충돌

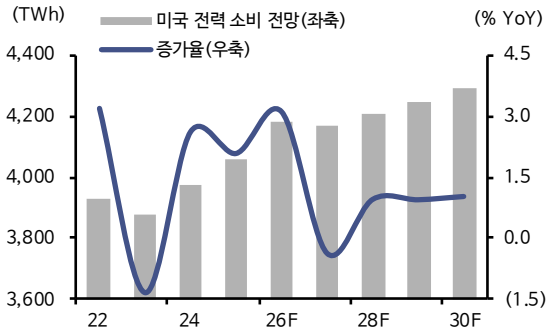
AI 경쟁력 확보는 미국의 초당적 목표. 반면 DC가 초래하는 비용이 소비자에 전가되지 않아야 한다는 점은 속도 조절 요소 작용

미국의 AI 경쟁력 확보가 국가적 목표로 자리 잡은 만큼 중간선거 만으로 AI CAPEX 사이클이 단축되지는 않을 것이다. 다만 데이터센터의 전력·용수·부지 확보와 비용을 둘러싼 갈등은 투자 확대의 새로운 제약 요인으로 부상하고 있다. AI 투자에 대한 필요와 별개로 관련 비용이 소비자에게 전가되지 않아야 한다는 문제의식 확산에 데이터센터 인허가, 비용 분담은 초당적 정책 과제가 되고 있다.

의회 구도 변화는 AI 수요 자체보다 데이터센터 인허가, 인프라 비용 분담, 에너지 지원의 우선순위에 영향을 줄 수 있다. 인허가 지연과 전력 확보 비용 상승이 현실화될 경우 신규 데이터센터의 투자 일정이 늦춰지는 한편, 이미 전력과 부지를 확보한 사업자의 상대적 경쟁력이 높아질 수 있다.

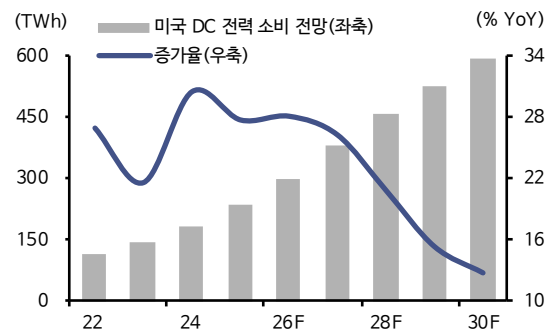
AI CAPEX는 반도체와 전력 인프라에 공통적인 수요 동력이지만, 실적에 반영되는 경로와 시점은 다르다. 데이터센터 건설 지연 시 반도체와 전력 설비 수요 모두 영향을 받을 수 있다. 다만 전력기기는 노후 설비 교체, 원전은 안정적인 전력 공급 등 수요 기반을 보유한다. 반면 AI 반도체는 고객사의 투자 계획과 연산 수요 등에 따라 실적 전망이 달라질 수 있다.

2026년 이후 전력 소비 증가 속도는 둔화



자료: EIA, 신한투자증권

美 데이터센터 전력 소비 증가율 피크 통과 전망



자료: EPRI, 신한투자증권

② 관세·대중 규제: 미국 제조업 보호 vs. 기업 비용·소비자 물가의 충돌

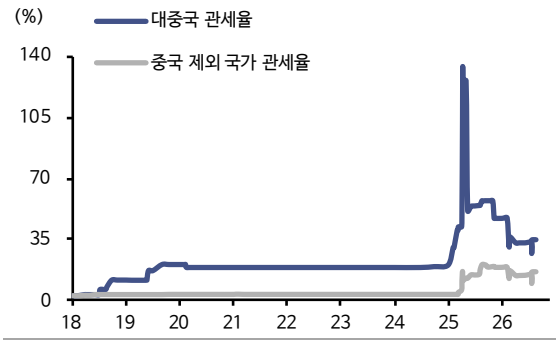
관세·규제 통한 산업 보호 편익-비용 주체별로 상이
→ 실질적 영향은 명목상 대상이 아닌'생산구조'와 '가격 전가력'에 의존

관세는 Trump 정부가 제조업 기반 강화와 전략산업의 공급망 재편을 추진하는 핵심 정책 수단이다. 그러나 수입품에 대한 관세는 기업의 원가를 높이고, 미국 내 생산 확대 역시 설비투자와 인건비, 공급망 재편 비용을 수반한다. 중간선거 이후에도 제조업 기반 강화와 공급망 안보라는 정책 목표는 유지될 가능성이 높지만 의회 구도에 따라 관세의 적용 범위와 예외, 집행 방식은 달라질 수 있다.

관세의 실질적인 영향은 기업의 생산구조와 가격 전가력에 따라 달라진다. 미국 내 생산 기반을 갖춘 기업은 관세 부담을 줄이거나 경쟁사 대비 유리한 위치를 확보할 수 있지만, 수입 부품 의존도가 높거나 생산지를 단기간에 이전하기 어려운 기업은 원가 상승과 마진 압박에 노출될 수 있다.

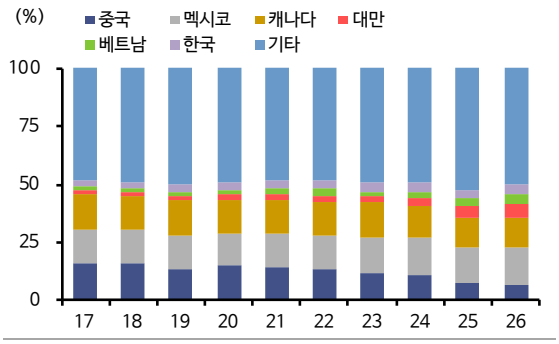
경쟁력은 미국 현지화에 필요한 투자 비용과 이를 통해 확보할 수 있는 수익성 차이에 따라 달라질 수 있다. 선제적으로 생산 기반을 확보한 기업은 시장 접근성과 공급 안정성 측면에서 유리하나, 수요가 불확실한 상황에서 현지화를 추진하는 기업은 고정비·감가상각비 부담이 수익성을 압박할 수 있다. 따라서 관세율 변화뿐 아니라 미국 투자계획, 현지 가동률 등을 함께 살펴봐야 한다.

정권 교체 시기에도 유지된 대중국 高관세율



자료: PIIE, 신한투자증권

미국의 대중국 교역 비중은 크게 축소



자료: US Census Bureau, 신한투자증권 / 주: 26년은 8월까지

③ 재정 우선순위: 전략산업 지원 vs. 재정 여력의 충돌

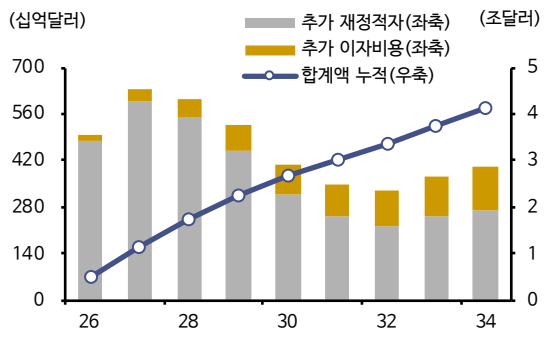
미국은 AI·반도체·에너지 등 전략 산업을 지원해야 하는 동시에 정부 부채에 대한 부담도 관리

→ 중간선거로 구성되는 의회 우선순위 따라 지원 규모·조건·속도 등 결정

미국은 AI·반도체·에너지 인프라 등 전략산업에 대한 투자를 뒷받침하는 동시에 정부 부채와 이자 비용 부담도 관리해야 한다. 전략산업 지원의 정책적 필요성이 유지되더라도 재정 여건에 따라 지원 규모와 조건, 집행 속도는 달라질 수 있다. 특히 분할정부가 형성되며 재정 지출, 세제 혜택을 둘러싼 협상이 복잡해지면서 신규 지원 제한, 세액공제 조건 조정, 예산 집행 지연 등이 나타날 수 있다. 다만 기존 시행 중인 지원이 의회 구도 변화만으로 자동 종료되는 것은 아니다.

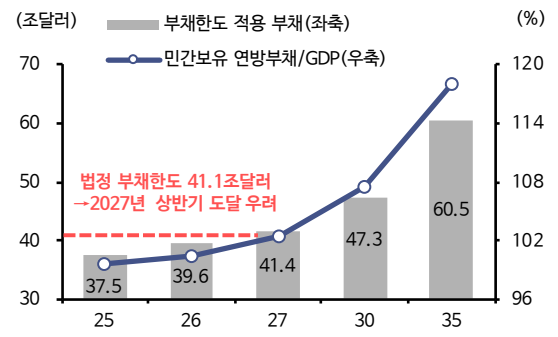
세액공제·보조금이 사업 경제성의 중요한 전제인 재생에너지·배터리·ESS 기업은 지원 조건 변화에 따라 투자 회수 기간과 수익성이 달라질 수 있다. 산업 차원에서도 안보와 공급망 자립에 직결되는 분야와 민간 투자만으로 사업성이 확보되는 분야 사이에서 지원 방식·강도가 달라질 가능성이 있다. 따라서 의회 구도 변화에 따른 예산 우선순위와 산업별 정책 의존도 차이를 살펴볼 필요가 있다.

OBBBA 법안 통과로 추가된 미국 재정적자 규모



자료: CBO, Bloomberg, 신한투자증권

2027년에는 법정 부채한도 증액 협상 필요



자료: CBO, 신한투자증권 / 주: 매년 9월말 예상 수치

IV. 주식시장: 정책의 변화와 이익의 차별화

정책 변화는 어떻게 기업 실적과 주가를 가르는가

주식시장 입장에서 정책 변화가 이익&멀티플에 미치는 영향 구분 필요

→ ① 정책 수혜와 주가 성과가 반드시 일치하지 않을 가능성,

② 기업 간 경쟁 구도와 자본 배분의 변화에 따라 산업 전체의 수혜 여부보다 기업 간 차별화로 나타날 가능성

앞서 세 정책적 긴장은 공통적으로 미국 성장전략이 유지되더라도 비용·제약은 달라질 수 있음을 보여준다. ① CAPEX는 전력·인프라 비용 분담 문제를 동반하고, ② 관세·규제는 공급망 안보와 기업 원가 사이의 상충관계를 만든다. ③전략 산업 지원도 재정 여력·우선순위에 따라 집행이 달라질 수 있다. 선거는 구조적 목표를 뒤집기보다 정책의 집행 속도와 우선순위를 조정하는 계기가 될 것이다.

주식시장에서는 정책 변화가 이익 추정치와 밸류에이션에 미치는 영향을 구분해야 한다. ① 이익 경로는 정책이 매출·원가·CAPEX를 통해 실적 전망에 영향을 준다. ② 밸류에이션 경로에서는 정책 불확실성, 성장 기대와 위험 프리미엄 변화가 멀티플에 영향을 미친다. 두 경로는 같은 방향으로 움직일 수도 있지만 반드시 일치하지는 않기에 정책 수혜와 주가 성과가 반드시 일치하지는 않는다.

따라서 2027년 주식시장에서는 정책 발표 자체보다 ① 정책 변화가 실제 투자와 비용에 반영되는지, ② 그 변화가 이익 추정치의 상향·하향으로 이어지는지, ③ 현재 주가가 이미 어느 정도의 성장을 반영하고 있는지를 함께 확인해야 한다. 결국 중간선거 결과는 결론이 아니라 이익과 밸류에이션을 변화시키는 경로다.

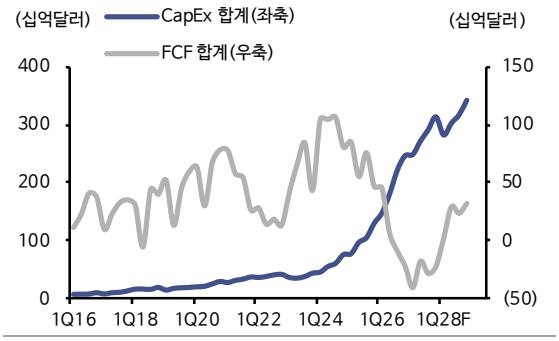
중간선거 이후, AI CAPEX 확대에서 수익성 검증으로

칩 제약, 자본 제약 외에 주민 반발과 같은 '수용성 제약'은 밸류에이션 경로 통해 AI 종목들의 추가적 조정 빌미로 작용 여지

중간선거 결과가 주목받는 가장 큰 이유 하나는 AI CAPEX다. 의회 구도 변화가 정책 집행의 속도와 비용 부담을 바꾸면, 이미 진행 중인 AI 사이클의 수익성과 자금조달 여건에도 영향을 미칠 수 있다. 특히 현재 시장에서는 AI 수요의 지속 여부 외에 막대한 CAPEX 뒷받침할 수익성과 자금조달이 중요해지고 있다.

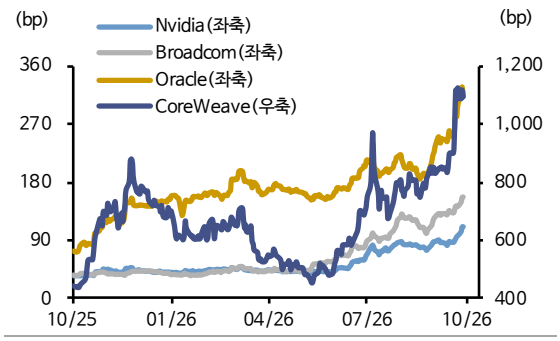
중간선거 이후 데이터센터 인허가, 전력 비용 분담 등 주민 반발이 이어질 경우 일부 프로젝트 착공·가동이 지연될 가능성도 있다. AI 수요가 유지되더라도 투자 일정이 늦어지면서 반도체·네트워크·전력 설비의 수요 실현이 뒤로 밀리게 되고, 차입 의존도가 높은 사업자는 금융비용과 현금흐름 부담이 커질 수 있다. '수용성 제약'이 자본 제약을 심화시켜 AI주 조정의 빌미로 작용할 수 있음을 의미한다.

빅테크, CAPEX를 정당화하는 수익성 증명이 요구



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: MSFT·AMZN·GOOGL·META·ORCL

약한 고리인 네오클라우드 등 자본 제약 관찰 필요



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 기업별 5Y CDS Spread

HW → SW보다는 CAPEX → 수익성&현금창출력

AI 사이클 상 CAPEX 확대 수혜 종목 → 수익성 및 현금창출력 보유 종목으로 관심이 점차 이동

이러한 환경에서는 AI 밸류체인 내에서도 시장의 평가 기준이 달라질 수 있다. 그동안 AI 사이클 상에서 GPU·메모리·네트워크 장비와 전력 인프라 등 CAPEX 확대의 직접적인 수혜 영역이 주목받았다면, 앞으로는 투자 확대가 실제 매출과 현금흐름으로 연결되는지에 대한 검증이 중요해질 수 있다.

클라우드·AI 플랫폼은 기업 고객 도입이 유료 사용량과 매출 증가로 이어지는지, 매출 증가가 추론 비용, 모델 개발비를 웃도는지를 입증해야 한다. 애플리케이션 기업 역시 AI 기능이 고객의 지불 의사와 사용 빈도를 높이고, 기존 사업의 생산성과 마진을 개선하는지가 관건이다. 단순한 매출 성장보다 비용을 차감한 뒤에도 수익성이 개선되는지가 중요해지는 것이다.

이는 시장의 관심이 HW에서 SW로 일방적으로 이동한다는 의미는 아니다. 플랫폼 수익화가 확인되면 AI CAPEX 지속 가능성에 대한 우려가 완화되고, 반도체와 인프라 수요에도 긍정적으로 작용할 수 있다. 반대로 수익화가 기대에 미치지 못해 CAPEX 속도 조절이 나오면 그 영향은 공급망 전반으로 확산될 수 있다.

따라서 중간선거 이후에는 정책의 방향뿐 아니라 정책 변화가 투자 일정·비용에 미치는 영향, AI 투자의 매출·현금흐름 전환 여부, 그리고 이러한 기대가 주가에 얼마나 반영되어 있는지를 함께 확인해야 한다. 선거 결과가 정책 실행의 조건을 바꾼다면 시장의 다음 시험대는 그 조건 아래에서도 AI 투자가 충분한 수익을 창출할 수 있는지 여부다. 실적 시즌에서 검증해야 할 변수가 늘어나는 것이다.

2027년 AI 수익화(플랫폼·AI 어플리케이션) 주목 가운데 정책 민감도 따른 미국 종목 분포

	전력·그리드	반도체·컴퓨트	데이터센터·인프라	AI 플랫폼·모델	애플리케이션·수익화
Blue Wave 영향 가능성	· NextEra Energy (재생에너지/ ESS 지원)				· Veeva (디지털 생명과학 지원) · Tempus AI (정밀의료 접근성)
초당적·구조적 영향 전망 (정책 영향↓)	· GE Vernova (전력망 현대화) · Eaton (전력 안정성 투자) · Quanta Services (송배전 인프라 확충)	· Nvidia (AI 주도권 경쟁) · Broadcom (AI 인프라 육성) · Micron (메모리 공급망 지원) · TSMC+ASML (반도체 생산 시설 투자)	· Vertiv (냉각·설비 등 인프라) · Equinix (AI 서버 설치 확대) · Digital Realty (데이터센터 전력 수요) · Arista Networks (고속 네트워크 투자)	· Microsoft (공공·기업 AI 도입) · Alphabet (AI 전반 수요 확대) · Amazon (AWS 클라우드 수요) · Snowflake (AI 데이터 활용)	· ServiceNow+ Salesforce (기업 업무 효율화) · Oracle (클라우드 수요 확대) · Meta (AI 생태계 확대)
공화당 정책 영향 가능성	· Constellation Energy (원자력 발전 확대)			· Palantir (국방·정보 AI 수요)	· Tesla+SpaceX (자율주행 규제 완화 +우주안보 투자 기대)
	AI 밸류체인 단계(좌 → 우: AI 연산 기반에서 최종 서비스·활용으로)				

자료: 신한투자증권

V. 한국 주식시장: 정책 수혜를 넘어 이익의 지속성으로

미국 정책 변화는 한국 기업의 실적에 어떻게 전달되는가

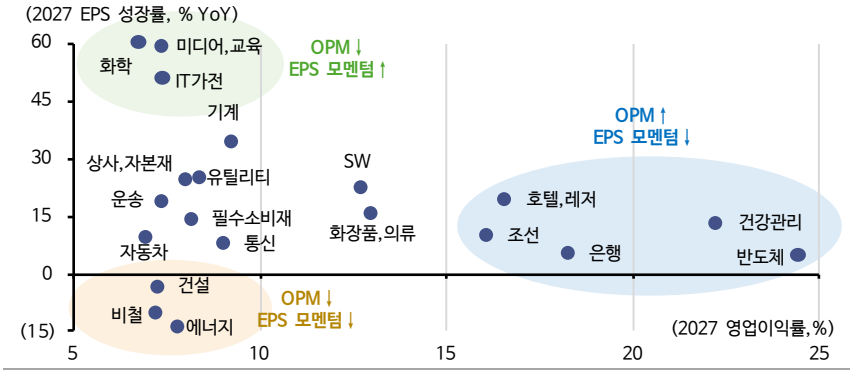
AI 인프라 관련주는 미국 데이터센터 건설 속도에 연동. 관세·규제 여파는 ① 비용 흡수 여력 ② 재무구조 등 통한 선별 필요

→ 반도체·조선·헬스케어 중심 高마진·低부채비율. 배터리 이익 성장세 부각

미국 중간선거 영향은 정책 수혜 여부보다 정책 변화가 국내 기업 이익과 투자 효율성에 미치는 영향에서 구체화될 전망이다. ①AI CAPEX, 데이터센터 건설은 반도체·전력 인프라의 수요를 뒷받침하나 투자 집행 시점과 제품별 투자 배분에 따라 실적 반영 시차는 달라질 수 있다. ②관세·현지화 정책은 미국 매출 기회와 함께 생산비용·고정비 부담을 변화시키며 ③전략산업 지원은 기업 투자 경제성과 자금조달 여건에 영향을 미친다.

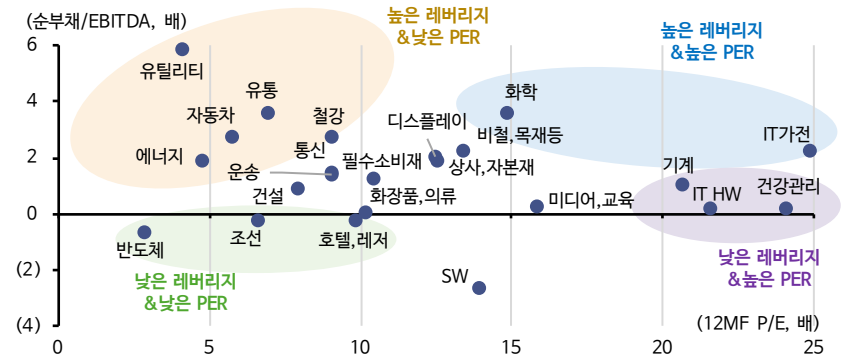
따라서 2027년 한국 업종 전략에서는 정책 노출도뿐 아니라 이익 추정치의 상향 여력, 비용 충격을 흡수할 수 있는 재무구조, 추가 투자에 대한 수익성(ROIC), 현재 밸류에이션에 반영된 기대 수준을 함께 비교할 필요가 있다. 정책 수혜가 예상되더라도 이익에 반영이 지연되면 멀티플이 할인될 수 있고, 높은 기대치가 주가에 선반영된 업종은 상대수익률이 부진할 수 있기 때문이다.

중간선거 후 정책 제약 확대에도 이익 성장 및 마진(비용 흡수 여력) 우수 업종



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

의회 구도 변화에 따른 비용 충격을 견딜 수 있는 재무구조와 밸류에이션



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

① AI 인프라: 수요의 지속과 실현 시점의 차이

AI 인프라는 산업의 장기 성장성뿐 아니라 투자가 실제 발주·이익으로 전환되는 속도가 주가 차별화 핵심 변수

→ 칩·자본·수용성 제약 등에 대한 검증이 필요

AI 인프라 분야에서는 미국 AI CAPEX가 지속되는지뿐 아니라 투자 구성, 집행 일정이 중요하다. 데이터센터 건설과 전력 확보가 계획대로 진행된다면 반도체·메모리·네트워크 장비와 전력기기 등 인프라 공급 기업의 수요 기반은 유지될 수 있다. 반면 전력 비용과 인허가, 지역사회의 반발 등으로 프로젝트가 지연되면 AI 수요 자체가 유지되더라도 관련 장비의 발주와 매출 인식 시점은 뒤로 밀릴 수 있다. 최근 AI 자본 제약과 수익성에 대한 의구심이 시장의 조정을 유발했듯, 취약한 시장 심리 하에서 '수용성 제약'도 비슷한 충격을 유발할 수 있다.

한국 반도체 기업의 경우 미국 빅테크의 투자 규모뿐 아니라 투자 자금이 GPU·메모리·네트워크 등 어떤 분야에 배분되는지, 실제 AI 서비스의 수익화가 투자 지속성을 뒷받침하는지가 중요하다. 최근 반도체 양사의 12MF PER이 3배 내외 수준으로 낮은 데는 이익 지속성에 대한 의구심이 반영돼 있을 가능성이 있다. AI 수요 확대에 따른 EPS 개선에도 불구하고, 시장은 1)현재의 마진이 유지될 수 있는지와 2)메모리 공급 확대에도 수익성이 지속될지를 검증하고 있다.

관건은 빅테크의 AI CAPEX 가이던스 확대 자체보다 수익이 확인되는지에 있다. 클라우드·AI 서비스 매출 성장과 수익화가 CAPEX를 정당화하고, 현금흐름·자금 조달 여력이 지속 가능한 수준인지 검증을 거쳐야 하는 것이다. SpaceX·Meta의 실적 발표 후 시장 반응도 CAPEX 규모뿐 아니라 자본 제약과 수익성에 대한 평가가 중요해졌음을 보여주는 사례다. 이런 검증을 거쳐 CAPEX 지속성 우려가 완화되고 메모리 수급·이익 전망이 뒷받침되면 주가 재평가 기회가 열릴 수 있다.

2027년 AI 수익화(플랫폼·AI 어플리케이션) 주목 가운데 정책 민감도 따른 한국 종목 분포

	전력·그리드	반도체·컴퓨트	데이터센터·인프라	AI 플랫폼·모델	애플리케이션·수익화
Blue Wave 영향 가능성	· SK이터닉스 · +HD현대에너지솔루션 · +씨에스윈드 (신재생에너지 지원)				· 씨어스+로킷헬스케어 +쓰리빌리언+셀바스AI (의료AI 지원 확대)
초당적·구조적 영향 전망 (정책 영향↓)	· HD현대일렉트릭 +LS ELECTRIC +효성중공업 (전력망 교체 +데이터센터 수요)	· 삼성전자+SK하이닉스 (메모리 수요 증가) · DB하이텍 (반도체 생산기반 육성) · 한미반도체+리노공업 +원익IPS +주성엔지니어링 (반도체 설비투자 지원)	· 삼성SDS+LG CNS (공공/정부 AX) · SK텔레콤+NAVER (데이터센터 투자) · SFA (물류 자동화 솔루션)	· NAVER+카카오 (AI 서비스 전반) · KT+SK텔레콤 (AI 플랫폼/통신) · 솔트룩스 (기업/공공 부문 AI 활용 지원)	· 더존비즈온 (기업 AX+생산성 지원) · 알체라 (사이버 보안 등 분야 비전 AI 적용) · 코난테크놀로지 (공공 AI 솔루션 제공)
공화당 정책 영향 가능성	· 두산에너빌리티 +현대건설+한전KPS (원전 등 발전설비)				· 한화에어로스페이스 +현대로템 (방산 수요 증가)

AI 밸류체인 단계(좌 → 우: AI 연산 기반에서 최종 서비스·활용으로)

자료: 신한투자증권

② 제조업 보호와 ③ 전략산업 지원: 비용 및 수익성의 차이

AI·변압기 등 초당적인 어젠다도 속도 조절 가능

조선·방산은 민주당 주도 의회 下 집행조건 변경↑

자동차·산업기계·로봇 등 관세·현지화 불확실성↑

미국의 제조업 보호 정책은 한국 기업에 일률적인 호재나 악재로 작용하기보다 현지 생산 구조와 추가 투자 부담에 따라 영향을 달리할 수 있다. ① 미국 현지 생산은 관세 부담을 줄이고 시장 접근성을 높일 수 있지만, ② 공장 건설과 현지 공급망 구축에 따른 고정비가 이를 상쇄할 가능성도 있다. 따라서 자동차·배터리 등 미국 생산·공급망 정책에 민감한 산업에서는 현지 생산 비중과 공장 가동률, 세제 혜택·보조금의 적용 조건을 함께 점검할 필요가 있다.

전략산업 지원도 정책 수혜 여부와 기업의 투자 매력도를 구분할 필요가 있다. 정부의 지원 우선순위가 달라지면 산업별 투자 환경과 자금 조달 여건이 변화할 수 있지만, 지원을 받는다는 사실만으로 높은 투자수익률이 보장되지는 않는다. 기업별로 지원 의존도와 추가 투자 부담, 자체 현금창출 능력을 비교해야 한다.

분점 정부 하에서는 업종별 정책 경로의 차이에 주목해야 한다. 자동차·부품은 관세 인상과 현지 생산 요구에 따른 마진 압박이, 철강·알루미늄은 관세 인상에 따른 미국 현지 생산기업의 상대적 경쟁력 변화가 핵심이다. 반도체는 보조금·세제지원 조정과 대중국 수출통제 강화, 배터리·소재는 중국산 공급망 규제와 원산지 요건 변화가 투자 및 조달 비용에 미치는 영향을 살펴야 한다. 전력기기는 인허가와 주민 반발에 따른 프로젝트 지연, 조선·방산은 의회 구도 변화에 따른 계약·예산 집행 조건의 변화가 주요 변수다.

미국 중간선거 분점 정부에 따른 한국 주요 산업별 리스크와 영향

산업	주요 통상 환경	분점 정부 시 리스크	국내 산업 영향
자동차, 부품	232조 관세 현지 생산 확대 요구	기존 관세 부담 지속 현지 투자조건 변화 우려	한국에서 생산하는 수출 기업은 관세와 원산지 부담에 이중 노출
철강, 알루미늄	232조 관세 미국산 조달 확대 요구	관세 완화 가능성 제한 추가 품목 규제 우려	美 현지 생산시설 확보 기업에 이점
반도체	첨단반도체 수출 통제 CHIPS Act 지원	보조금·세제지원조건 조정 대중국 수출통제 강화 가능성	AI 메모리 수요가 굳건하더라도 미국 정책지원 불확실성 노출
배터리, 소재	중국산 공급망 규제	기존 세액공제, 지원조건 변경 중국산 원료 규제 강화 부담	소재기업들의 공급망 재편비용 확대
전력기기	AI 데이터센터 확장 전력설비 수요 확대	송전망 인허가 비용 분담 전력망 투자 지연 가능성	변압기 등 수요 견조하겠으나 프로젝트 발주 및 집행일정 변동 우려
에너지, 원전	에너지 안보 및 美 생산 확대	에너지 믹스 변화 가능성 인허가 및 예산 협상 지연	원전, LNG 등 수주 기회가 확대되나 보조금 수위 및 지원금 불확실성
조선, 방산	美 국방력 강화 연계	美 조선 협력 기회가 지속되나 사업별 집행조건 변경	美 조선업 협력 기회 확대 vs. 사업승인 및 계약조건 변동 우려
산업기계, 로봇	232조 추가 적용 대상	품목관세 조정 우려	관세 및 현지화 비용 불확실성 고조

자료: 신한투자증권

퀀트/ETF 이익의 다음 파동

Quant Analyst
이정빈
☎ (02) 3772-2919
✉ jblee3280@shinhan.com

Global ETF Analyst
박우열, FRM
☎ (02) 3772-2324
✉ wooyeol.park@shinhan.com

2027년 이익 성장 이후 비반도체로 확산 기대

2027년 KOSPI 영업이익은 1,338조원으로 전년대비 38.2% 증가하지만 2028년에는 증가율이 9.5%로 둔화될 전망이다. 반도체 영업이익 증가율은 49.3%에서 9.0%로 낮아지는 반면 비반도체는 10.6%에서 11.2%로 높아질 것으로 예상한다. 반도체 중심의 이익 성장 이후 비반도체 업종으로 성장률 우위가 전환되는 국면에 주목할 필요가 있다. 비반도체에서 2027년, 2028년 영업이익 증가율이 높으면서 12개월 선행 EPS변화율이 양호한 업종은 IT가전, IT하드웨어, 화학, 조선, 기계, 화장품이다.

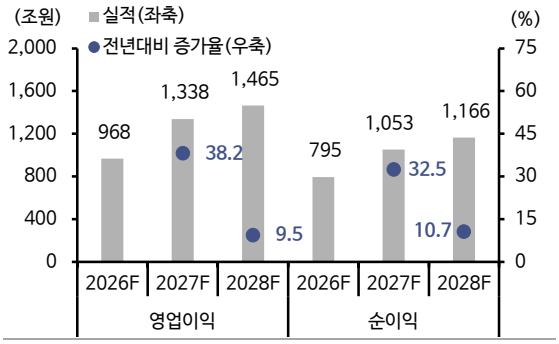
KOSDAQ 이익 개선은 반도체·IT하드웨어 등 일부 업종에 집중

KOSDAQ 영업이익은 2027년 41.8% 증가한 20조원으로 예상되며 2028년에도 19.7% 성장할 전망이다. 12개월 선행 순이익 증가율은 KOSPI 비반도체를 상회하며 상대적 이익 모멘텀이 회복되고 있다. 다만 이익 증가는 반도체·IT하드웨어·기계에 집중돼 있어 시장 전반의 확산보다는 실적 성장의 지속성과 EPS 추정치 상향이 확인되는 업종 중심의 선별적 접근이 필요하다.

2027년 ETF: 수급 및 주목할 테마 분석

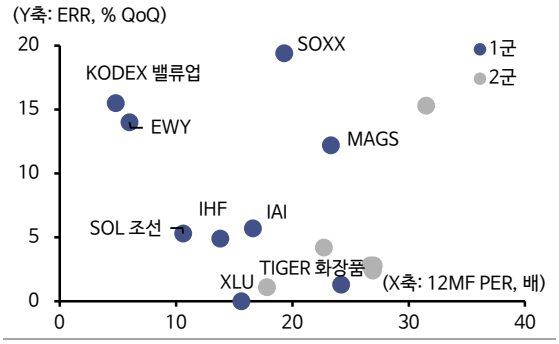
2027년 테마 ETF는 보유종목과 이익 리비전, PER 분위를 기준으로 AI 반도체·유틸리티·조선·주주환원 등 9개 테마를 선별했다. 테마 선택 핵심 변수는 AI 혁신이 생산성 향상과 기업 매출로 연결되는지 여부다. AI 밸류체인 내 다양한 테마 중 같은 전력 수요에서도 전력망 ETF(GRID.US)는 장비·공사 수주로, 유틸리티 ETF(XLU.US)는 규제 요금 결정으로 수익화 시점이 다르다. ETF 순유입 지속성, 밸류에이션, 이익수정비율 등 주요 지표와 2027년 주목할 만한 매크로, 지정학 시나리오를 기반으로 테마 ETF를 선별해 제시한다.

KOSPI 2027년, 2028년 실적 전망



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

2027년 관심이 필요한 국내외 테마 ETF



자료: LSEG, 신한투자증권

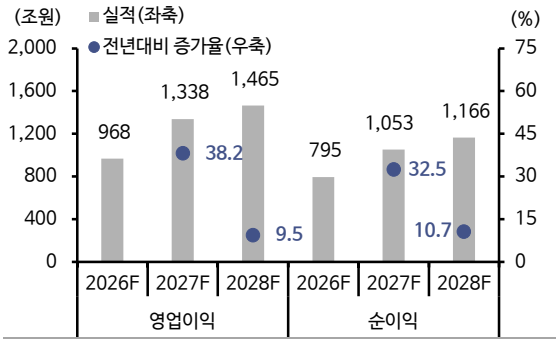
이익의 다음 파동

이익 성장세는 이어지지만 추가 상향 동력 약화

KOSPI 2027년에도 실적 증가율이 두자릿수지만 추후 상승 속도는 둔화

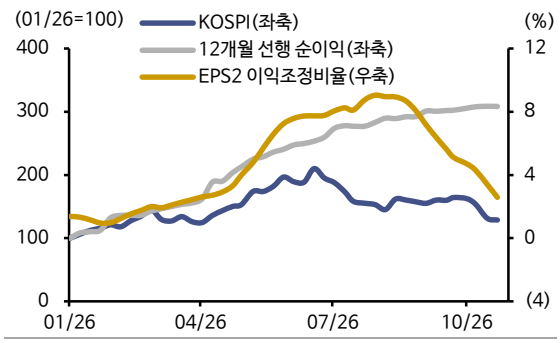
2027년 KOSPI 영업이익은 1,338조원으로 전년대비 38.2% 증가하지만 2028년에는 증가율이 9.5%로 둔화될 전망이다. 순이익 증가율도 32.5%에서 10.7%로 낮아질 것으로 예상한다. 12개월 선행 순이익은 꾸준히 상향됐으나 이익조정비율은 하반기 고점 이후 하락하며 추가 상향 동력은 약화되는 모습이다.

KOSPI 2027년, 2028년 실적 전망



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

KOSPI와 12개월 선행 순이익+이익조정비율 추이



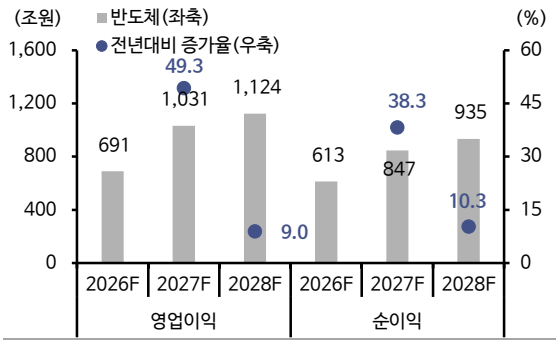
자료: 에프앤가이드, 신한투자증권
주: EPS2은 FY2(2027년 예상치 기준)

2028년 비반도체 영업이익 증가율 11.2%로 상승할 전망

반도체 영업이익은 2027년 1,031조원으로 49.3% 증가하지만 2028년에는 1,124조원으로 증가율이 9.0%까지 둔화될 전망이다. 순이익 증가율 역시 38.3%에서 10.3%로 낮아질 것으로 예상한다. 높은 기저효과로 성장률은 둔화되지만 반도체의 이익 주도력은 유지될 전망이다.

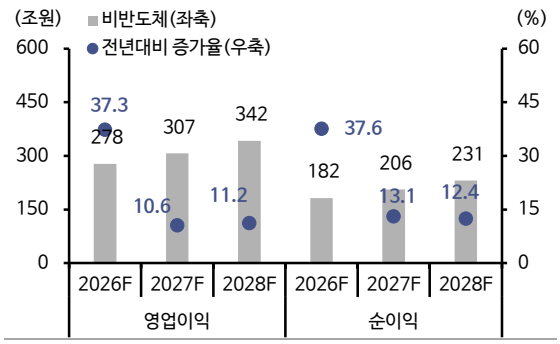
반면 비반도체 영업이익 증가율은 2027년 10.6%에서 2028년 11.2%로 높아질 전망이다. 순이익도 206조원에서 231조원으로 증가하며 안정적인 성장세가 예상된다. 2028년에는 비반도체 영업이익 증가율이 반도체를 상회하면서 이익 성장의 상대적 우위가 전환될 전망이다.

KOSPI 반도체 2027년, 2028년 실적 전망



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

KOSPI 비반도체 2027년, 2028년 실적 전망



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

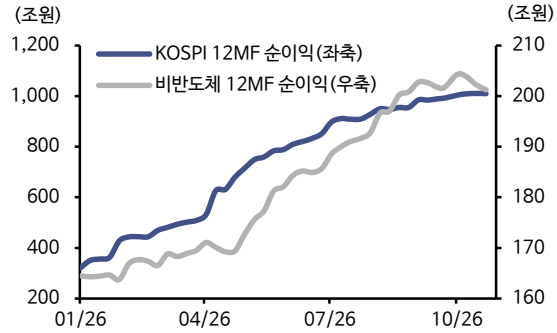
KOSPI 이익 개선에도 업종 간 차별화 심화

기업 규모별로 이익 격차 확대. 대형주에 이익 상향 집중

KOSPI 12개월 선행 순이익은 연초 이후 꾸준히 상향됐으며 비반도체 순이익도 동반 증가했다. 다만 반도체 중심의 이익 개선이 이어지면서 비반도체의 상대적 성장세는 제한적이었다. 이익 전망의 개선이 시장 전반으로 확산되기보다는 일부 업종에 집중되는 모습이다.

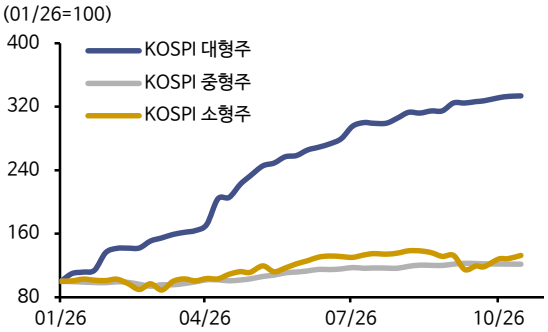
기업 규모별로도 이익 개선의 차별화가 뚜렷하다. KOSPI 대형주의 12개월 선행 순이익은 연초 대비 3배 이상 증가한 반면 중형주와 소형주의 증가폭은 상대적으로 제한적이었다. 반도체 중심의 대형주가 전체 이익 성장을 주도하면서 기업 규모별 이익 격차가 확대되는 양상이다.

KOSPI와 비반도체 12개월 선행 순이익



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권
주: 비반도체에 SK스퀘어 영향 제거(2026년 6월 반도체로 변경)

KOSPI 대중소 사이즈 12개월 선행 순이익

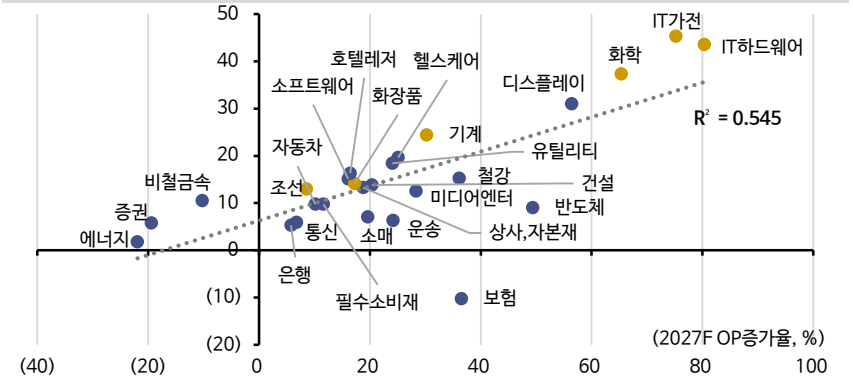


자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

2027년, 2028년 영업이익 증가율이 높고 EPS가 상향 조정돼 실적 지속성이 높은 업종에 주목할 필요

2027~2028년 업종별 영업이익 증가율은 양의 관계(R^2 =0.545)를 보이며 성장 전망의 차별화가 이어지고 있다. IT가전과 IT하드웨어는 두 연도 모두 높은 성장률이 예상되며 화학과 기계도 상대적으로 양호한 증가세를 보인다. 향후에는 이익 성장의 지속성과 EPS 추정치 상향이 동시에 확인되는 업종에 주목할 필요가 있다. 해당 업종에 화학, 기계, 화장품, 조선도 포함된다.

KOSPI 2027년, 2028년 영업이익 성장 지속성



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 음영처리 된 업종은 12개월 선행 EPS변화율(3M)도 모두 "+"

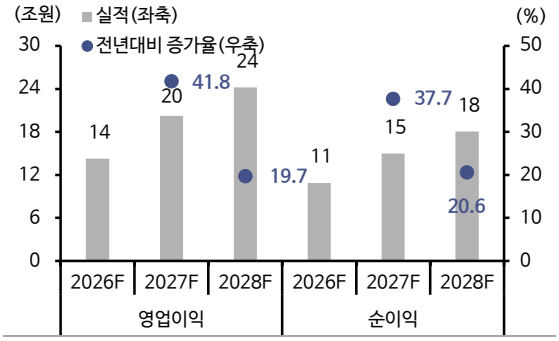
2027년 KOSDAQ 이익 성장세 확대 전망

KOSDAQ 영업이익 증가율은 산업재와 IT가 주도

KOSDAQ 영업이익은 2027년 20조원으로 전년대비 41.8% 증가하고 2028년에는 24조원으로 19.7% 늘어날 전망이다. 순이익 증가율도 2027년 37.7%, 2028년 20.6%로 높은 성장세가 예상된다. 업종별로는 산업재와 IT가 이익 성장을 주도하며 헬스케어와 소재도 양호한 증가세를 보일 전망이다.

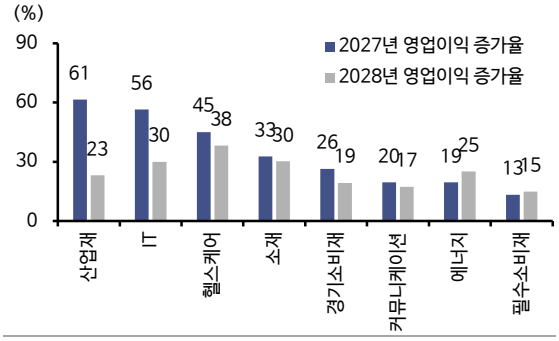
2027년 KOSDAQ 업종별 영업이익 증가율은 산업재 61%, IT 56%, 헬스케어 45% 순으로 높게 나타난다. 2028년에는 헬스케어 38%, IT 30%, 소재 30% 등으로 성장세가 이어질 전망이다. 다만 업종별 성장률 격차가 큰 만큼 시장 전체보다는 이익 개선이 지속되는 업종을 중심으로 접근할 필요가 있다.

KOSDAQ 2027년, 2028년 실적 전망



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

KOSDAQ 2027년, 2028년 예상 실적 증가율

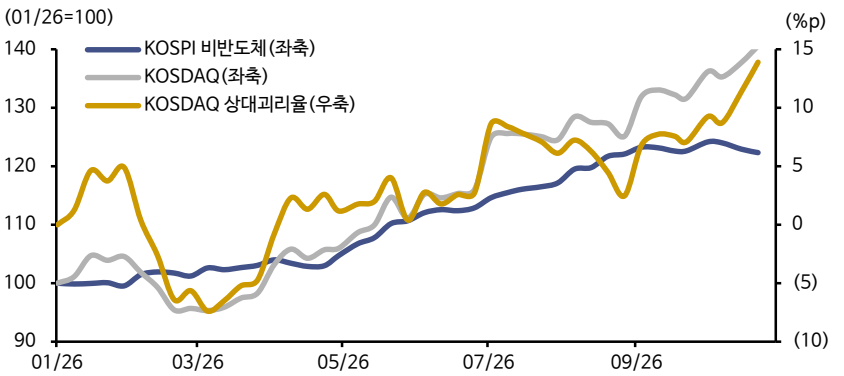


자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

KOSPI 비반도체 대비 KOSDAQ 이익 전망 개선세 강화

KOSDAQ의 12개월 선행 순이익은 연초 대비 약 40% 증가하며 KOSPI 비반도체의 약 22% 상승률을 상회했다. 상대괴리율도 3월 저점인 -7%p 수준에서 최근 13%p 이상으로 반등하며 상대적 이익 모멘텀이 회복되는 모습이다. 다만 이익 개선이 일부 업종에 집중돼 있어 시장 전반으로의 확산 여부는 추가 확인이 필요하다.

KOSPI 비반도체와 KOSDAQ 12개월 선행 순이익 상대 비교



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

KOSDAQ 이익 증가 중심은 반도체와 IT하드웨어

KOSDAQ 이익 증가 중심은 반도체와 IT하드웨어

2027년 KOSDAQ 영업이익 증가 규모는 반도체가 2.2조원으로 가장 크며 전체 증가분의 상당 부분을 차지한다. 헬스케어와 IT하드웨어도 각각 8,396억원, 8,367억원 증가하며 주요 성장 업종으로 부각된다. 이익 증가가 일부 업종에 집중되는 만큼 업종별 실적 차별화가 이어질 전망이다.

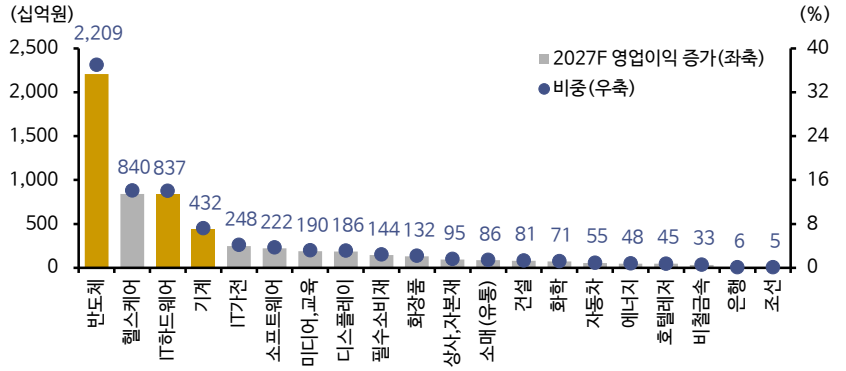
반도체는 AI 투자 확대와 메모리 업황 개선에 힘입어 KOSDAQ 이익 증가를 주도할 전망이다. 반도체 장비·소재·부품 기업의 실적 개선이 예상되며 관련 기업들의 이익 추정치 상향 여부가 중요하다. 다만 반도체 업황의 성장 속도가 둔화될 경우 실적 개선 강도도 약화될 가능성이 있다.

이익 증가 기여도와 EPS 상향 강도에서 업종별 차별화

IT하드웨어 2027년 영업이익 증가 규모는 반도체에 이어 주요 이익 기여 업종으로 나타난다. AI 관련 부품 수요와 전자부품 업황 회복이 실적 개선의 주요 동력으로 작용할 전망이다. 향후 이익 증가의 지속성과 EPS 추정치 상향 여부를 함께 확인할 필요가 있다.

헬스케어 2027년 영업이익 증가 규모는 IT하드웨어와 유사한 수준이다. 다만 영업이익 증가 규모만으로 업종 전반의 이익 상향 확산을 판단하기는 어렵다. 헬스케어는 EPS 변화율은 상대적으로 제한적이라 실적 측면에서 반도체와 IT하드웨어 대비 매력도가 떨어진다. IT가전과 필수소비재도 EPS 하향 조정이 나타나며 선별적 접근이 필요하다.

KOSDAQ 2027년 업종별 영업이익 증가 규모



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

2027년 ETF: 수급 및 주목할 테마 분석

글로벌 ETF: 자산·유입 사상 최대, 신규 자금은 액티브로

글로벌 ETF 자산 87개월 연속 순유입, 성장 계속되는 주요 유형 분석

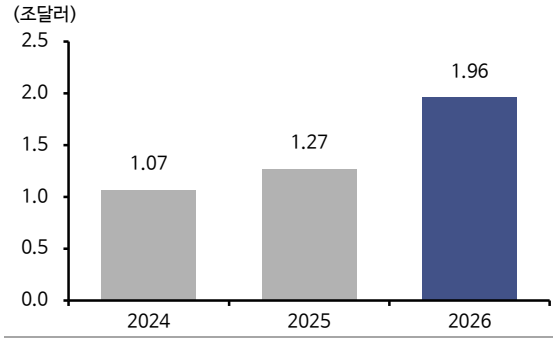
글로벌 ETF 시장 꾸준한 자금 순유입에 힘입어 ETF AUM은 2026년 글로벌 24조 달러, 국내 500조원(고점 기준)을 돌파했다. 1~8월 누적 순유입은 1.96조달러로 전년 동기(1.27조달러) 대비 54% 증가했고, 순유입은 87개월 연속 이어졌다. 다만 연초 이후 자산 증가 4.19조달러 가운데 순유입은 1.96조달러로 절반에 못 미쳤다.

채권 ETF는 금리 방향 베팅보다 현금과 만기 관리 수단으로, 옵션, 인컴 ETF는 하락장에서는 방어력을 가지면서도 상승장은 향유할 수 있는 형태로 진화하고 있다. 한국 ETF 시장은 상반기 고점에서 500조원을 돌파한 뒤 하락하는 구간에서도 자금 순유입은 계속됐다. 하락 구간에서 주로 순유입된 ETF는 미국 지수형, 배당형, 단기채 파킹형(MMF) ETF 위주였다.

ETF AUM 기준으로는 11%에 불과한 액티브 ETF가 신규 유입의 34%를 차지해 액티브 ETF 성장세도 두드러졌다. 액티브 ETF 자산은 2025년 말 1.91조달러에서 2.72조달러로 늘었는데, 증가분 0.81조달러 중 약 82%가 순유입이었다. 1~8월 액티브 순유입은 6,636억달러로 전년 동기 대비 76% 늘었고, 같은 기간 채권형 ETF 유입보다 컸다.

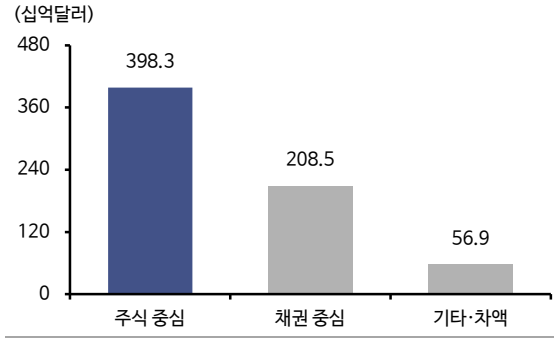
액티브 유입의 구성을 보면 주식 중심이 60%(3,983억달러), 채권 중심이 31%(2,085억달러), 기타가 9%였다. 주식 액티브에도 옵션 인컴과 체계적 전략이 섞여 있는데, 옵션 전략은 진화를 거듭하며 변동성 장에는 성과를 방어하고 상승장도 향유하는 형태로 나아가면서 자금을 끌어모으고 있다. 액티브 경쟁의 초점은 향후 초과수익과 하락장 대응으로 옮겨갈 가능성이 높다.

1~8월 누적 순유입: 전년비 54%↑



자료: ETFGI, 신한투자증권

액티브 1~8월 순유입 구성



자료: ETFGI, 신한투자증권

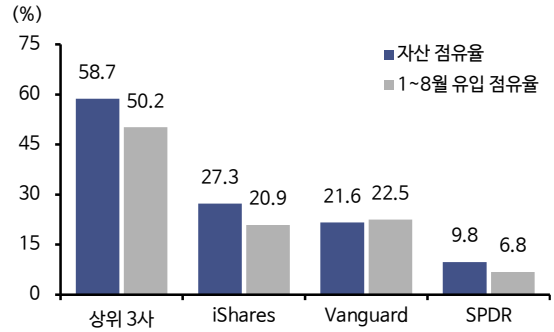
운용사 경쟁: 상위사 집중 지속, 반복 유입 채널이 관건

상위 3사 자산 점유율 58.7%, 유입 점유율 50.2%

ETFGI에 따르면 iShares·Vanguard·SPDR 3사의 자산은 14.1조달러로, 전 세계 17,713개 ETF와 1,044개 운용사 가운데 압도적인 규모다. 3사의 자산 점유율은 58.7%였지만 1~8월 유입 점유율은 50.2%로 8.5%p 낮았다. 액티브 시장에서는 상위 3사의 비중이 자산 30.4%, 유입 23.4%로 더 분산돼 있다. 다만 한 구간의 비교여서 집중도가 낮아지는 추세로 확정하기는 이르다.

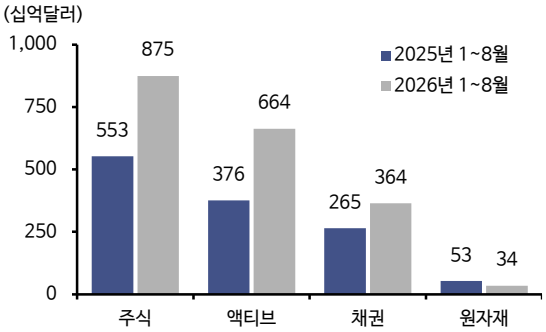
대표지수 ETF는 비용과 유동성, 전략 ETF는 성과와 설명력으로 경쟁하는 구도가 굳어지고 있다. 운용사의 성과지표도 출시 건수보다 상장 후 6·12개월 순유입의 지속성, 손익분기 규모 도달 여부, 연금, 모델포트폴리오 등 반복 유입 채널로 옮겨가는 것으로 판단된다.

운용사별 자산 vs. 유입 점유율



자료: ETFGI, 신한투자증권

자산군별 1~8월 순유입

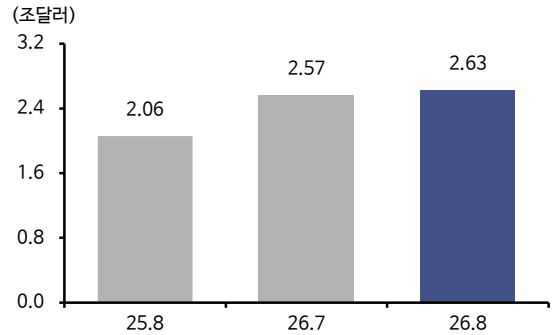


자료: ETFGI, 신한투자증권

미국 채권 ETF 1년간 27.6% 증가, 목적별 수요로 저변 확대

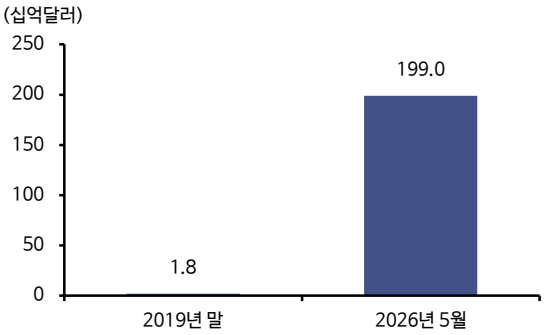
미국 채권 ETF 자산은 2025년 8월 말 2.06조달러에서 2026년 8월 말 2.63조달러로 27.6% 늘어 미국 ETF 전체의 16.1%를 차지했다. 글로벌 채권 ETF의 1~8월 순유입도 3,641억달러로 전년 동기 대비 37% 증가했다. 단기채·우량채·만기매칭 등 현금 관리 수요 기반 성장이 계속될 것으로 보인다. 옵션 인컴 상품 자산은 2019년 말 약 18억달러에서 2026년 5월 약 1,990억달러로 약 110배 늘었으며 변동성 시기에는 성과를 방어하고 상승도 향유하는 형태로 진화하고 있다.

미국 채권 ETF: 1년간 27.6%↑



자료: ICI, 신한투자증권

옵션 인컴 자산: 약 110배



자료: BlackRock, 신한투자증권

2027 조건 점검: 거시 환경과 AI 전망 분석

2027년 주목할 테마 ETF 핵심 변수: 거시 변수 및 AI 전망

2027년 주목할 테마 ETF의 성과의 핵심 변수는 거시 환경과 AI 투자 환경이다. 완만한 성장과 물가 안정 국면에서는 광범위 주식과 우량채, 액티브 ETF 수요가 늘 수 있다. 물가가 다시 오르고 장기금리가 상승하면 단기채와 물가연동채가 유리한 반면 장기채와 고밸류 성장주는 가격 부담을 진다. 경기 침체와 신용위험이 커지는 국면에서는 국채·현금성·퀄리티 ETF가 대안이 된다.

AI 투자가 이어지면서 수익화가 빨라지면 AI 밸류체인에 주목해야 한다. 반대로 수익화가 늦어지면 플랫폼의 잉여현금흐름 감소와 감가상각 부담이 커져 배당·퀄리티 ETF가 상대적으로 낫다. 지정학 충격으로 해협 통항이 차질을 빚을 때는 에너지 주식과 단기채가, 장단기 금리가 다시 역전될 때는 현금성 자산이 방어 수단이 될 가능성이 높다.

1군: 이익·리비전 양수, PER 분위 80% 미만

12MF 이익 추정치를 ETF 편입비로 합산해 테마별 12MF PER, CY27 EPS 성장률, 3개월 이익 리비전(ERR)을 계산했다. 이익과 리비전이 양수이면서 PER이 10년 분위 80% 미만인 테마를 1군으로 분류했다. AI 반도체(SOXX), 유틸리티(XLU.US), 조선, 주주환원(KODEX 코리아밸류업), 미국 증권(IAI.US), 의료 서비스(IHF.US), 뷰티, 빅테크(MAGS.US)가 1군에 속했다.

전력망(GRID.US), 헬스케어(XLV.US), 방산(ITA.US), 사이버보안(CIBR.US)은 이익과 리비전은 양수지만 PER이 10년 분위 82~91%로 높아 2군으로 분류했다. 소프트웨어(IGV.US)는 분위가 9%로 낮지만 AI의 소프트웨어 대체 우려를 반영해 2군에 두었다.

2027 모니터링 지표

지표	현재 값	주목할 변화	다시 볼 판단
액티브 유입 비중	33.9% (26.1~8월)	유입 비중이 자산 비중으로 수렴	액티브 반복 유입
유형별 순유입 ÷ 기초 순자산	커버드콜 가파른 순유입세 지속	현금관리, 인컴 유입 둔화	국내 반복 유입 기반
플랫폼 현금 설비투자 ÷ 영업현금흐름	82.9%, FCF 1,210억달러	설비투자 부담 속 클라우드 성장 둔화	AI 이익 전환
공급기업 영업이익률	NVIDIA 65%, Micron 75%	마진 하락 전환, 수주·재고 증가	인프라 공급 노출
10년-3개월 금리차	0.88%p	역전 재발	밸류에이션 부담
레버리지·인버스 거래대금 비중	32.9%	보완 규제 후에도 유지·상승	투자자 보호
국내 ETF 순자산	422.9조원	순유입과 반대로 움직임	자금 성격 판단
완전 액티브 ETF	입법 미정, 신규 상장 중단	규제 완화 여부 계류 중	ETF 라인업

자료: LSEG, 신한투자증권

점검표: 이익 성장률, 리비전, 밸류에이션 부담 기반 관심 ETF 선별

테마 점검표는 2027년에 확인할 지표와 이익·리비전·밸류에이션, 최근 3개월 자금 흐름을 분석했다. AI 반도체는 CY27 EPS 성장률 47%, 리비전 19.4%로 이익 모멘텀이 가장 강했고, 한국 시장과 주주환원은 PER 분위 1%로 밸류에이션 부담이 가장 낮았다. 전력망(12.1%)과 반도체 장비·소재(27.5%)는 최근 3개월 기초 순자산 대비 유입이 10%를 넘어 자금이 가격에 먼저 반영된 것으로 보인다.

테마 ETF 점검표: 이익, 리비전, 밸류에이션

테마 ETF	2027 모니터링 지표	CY27 EPS (%)	ERR (%)	PER 분위 (%)	3M 수급 (% AUM)	근거	판정
AI 반도체 (SOXX)	HBM 가격 상승, 메모리 공급 부족	47	28.1/19.4	64	미 (3.7) / 국 0.7	높음	1군
유틸리티 (XLU)	전력 수요 및 규제 변화	9	2.1/0.0	6	미 5.3	높음	1군
조선 (SOL 조선TOP3플러스)	3사 '29 상반기 슬롯 소진, 美 해군 MRO	21	9.8/5.3	0	국 (0.7)	높음	1군
한국 시장 (EWY)	메모리 반도체 사이클	31	20.4/14.0	1	국 지수 5.2	높음	1군
주주환원 (KODEX 코리아밸류업)	자사주 1년 내 소각(상법 2/25), 배당 분리과세	29	21.4/15.5	1	밸류업 (0.6) / 배당 8.3	중간	1군
미국 증권·거래소 (IAI)	美 3Q 주식 트레이딩 GS 72%·MS 41%	13	8.7/5.7	32	미 (4.8)	높음	1군
의료 서비스 (IHF)	민간 보험사 메디케어 수익 개선	11	7.5/4.9	28	미 5.5	중간	1군
뷰티·화장품 (TIGER 화장품)	화장품 수출 1Q 최대, 대미 41%	15	4.7/1.3	0	국 (10.7)	제한	1군
빅테크 (MAGS)	AI 투자 '27 1.2조$, 부채 조달 약 35%	10	14.5/12.2	6	미 15.6 / 국 9.4	제한	1군
전력망·전력기기 (GRID)	美 DC 전력 31 → 66GW, 전력기기 55%·건설 10%	17	7.9/4.2	89	미 12.1 / 국 2.1	높음	2군
반도체 장비·소재 (SOL AI반도체소부장)	전세계 웨이퍼 팹 장비 매출 증가	36	22.3/15.3	91	국 27.5	제한	2군
헬스케어 (XLV)	특허 절벽에 따른 M&A, 경구 GLP-1, 유전자조작 기술	22	5.8/1.1	83	미 5.5	높음	2군
방산 (ITA)	다극 세계 빈번해진 지정학 충돌	21	7.3/2.8	87	미 (2.7) / 국 0.8	높음	2군
사이버보안 (CIBR)	AI 보안 지출 확대	14	5.7/2.4	85	미 12.5	중간	2군
소프트웨어 (IGV)	에이전트 AI 지출 '27 챗봇 추월 vs AI 대체 우려	16	6.5/2.8	9	미 (1.4)	높음	2군

자료: LSEG, 신한투자증권

주: ERR 우측 수치는 시간 경과에 따른 자연 상승분을 제외한 것, 2군은 밸류에이션 부담 반영

조건별 우호 테마: AI 수익화 속도가 관건

2027년 테마 선택을 가르는 핵심 변수는 AI 투자의 수익화 속도다. 수익화가 가속되는 시나리오에서 소프트웨어, 빅테크, 사이버보안을 수혜 ETF로 선별했다. 투자는 이어지지만 수익화가 지연되는 시나리오에서는 메모리, 장비, 전력 등 공급 병목 ETF를 제안한다. AI 투자가 둔화되면 의료 서비스, 조선, 방산, 배당, 뷰티처럼 AI와 무관한 테마가 대안이 될 가능성이 높다. 조건별로 늘릴 테마와 줄일 테마, 판단을 바꿀 전환 신호를 정리해 다음과 같이 제시한다.

조건별 우호 테마와 대표 ETF

조건		우선 테마	미국 상장	국내 상장	줄이거나 피할 테마	전환 신호
거시	완만한 성장, 물가 안정	AI 반도체, 유틸리티, 한국 주주환원, 미 증권	SOXX, XLU, IAI	TIGER 반도체TOP10, KODEX 코리아밸류업	현금성·방어 섹터 과다	리비전 둔화 혹은 밸류에이션 과열
	물가 상승, 장기금리 상승	에너지, 국내 은행, 고배당	XLE	TIGER 은행고배당플러스TOP10	바이오·소프트웨어, 고PER 전력기기	실질금리 하락 전환
	경기 침체, 신용위험	헬스케어·의료 서비스, 유틸리티, 금	XLV, IHF, XLU, GLD	KODEX 미국S&P500헬스케어, ACE KRX금현물	조선·방산·국내 증권 등 고베타, 레버리지	신용스프레드 축소, 이익 하향 멈춤
AI	투자 지속, 수익화 가속	소프트웨어, 빅테크, 사이버보안	IGV, MAGS, CIBR	SOL 미국AI소프트웨어, ACE 미국빅테크TOP7 Plus	유틸리티·필수소비재	클라우드 매출, 감가상각 증가를 상회
	투자 지속, 수익화 지연	공급 병목: 메모리, 장비, 전력	SOXX, XLU, GRID	PLUS 글로벌HBM반도체, SOL AI반도체소부장, KODEX AI전력핵심설비	빅테크, 소프트웨어	플랫폼 FCF, 부채 조달 비중
	투자 둔화	AI 독립: 의료 서비스, 조선, 방산, 배당, 뷰티	IHF, XLV, ITA	SOL 조선TOP3플러스, PLUS K방산, PLUS 고배당주, TIGER 화장품	반도체·장비·전력기기, 일간 2배	설비투자 가이던스, 메모리 가격
지정학 충격		에너지, 단기채, 방산	XLE, ITA	PLUS K방산	대만·한국 집중 신흥국 (AIA·EMXC), 금	지정학 리스크 현실화
장단기 금리 역전 재발		금, 헬스케어, 단기채	GLD, XLV	ACE KRX금현물	고PER 테마 (사이버·전력기기·방산)	10년–3개월 금리차, 신용스프레드

자료: 신한투자증권

국내 주식전략

2026 년 11 월 11 일

5,000p 시험한 KOSPI, 반등의 조건



Strategist
노동길
☎ (02) 3772-4455
✉ dk.noh@shinhan.com

1) 반도체 이익 전망: 중간선거 이후 하락 재개, 이익과 주가 괴리

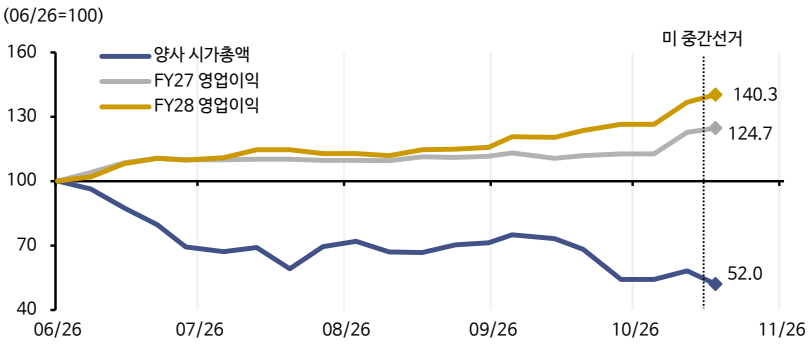
5,000p 시험 뒤 반등 시도, 핵심 관건은 2027 년 반도체 발주·출하 유지

미국 중간선거 이후 장중 5,000p 를 하회했던 KOSPI 는 11 월 10 일 5,239p 로 4.4% 반등했다. 미국의 대이란 추가 군사행동 우려가 완화되면서 국제유가가 하락했고 미국 반도체주 반등도 국내 위험선호 회복을 뒷받침했다. 반등으로 4,800p 를 재시험할 압력은 다소 줄었다. 반면 반도체 조정을 키운 데이터센터 인허가와 프로젝트 자금 조달의 불확실성은 여전히 남아 있다. 반등이 이어질지는 2028 년 단가·마진 조정이 2027 년 발주와 출하로 번지는지에 달려 있다.

6 월 중순 이후 양사 합산 시가총액이 절반 가까이 감소하는 동안 2027 년과 2028 년 영업이익 전망은 모두 상향됐다. 주가는 공표된 컨센서스에 앞서 움직이는 경우가 많다. 현재 컨센서스는 2027 년 영업이익률을 SK 하이닉스 80%, 삼성전자 60% 수준으로 전제하고 있다. 연간전망 보고서에서는 이 괴리를 시장이 높은 이익을 인정하는 기간이 짧아진 결과(초과이익의 유효 기간 단축)로 해석했다.

반등 시도 이후에도 시장이 어느 해의 이익부터 의심하는지 구분할 필요가 있다. 2028 년 단가와 마진에 대한 의심이라면 2027 년 이익이 장부가에 온전히 쌓인다는 전제에서 지수를 평가할 수 있다. 기존 주문과 인도가 감소하기 시작하면 향후 1 년간 쌓일 장부가도 위협받는다. 이 경우 1 년 뒤 장부가를 낮춰 4,800p 의 하방 기준도 다시 계산해야 한다.

삼성전자·SK하이닉스 시가총액과 FY27·FY28 영업이익 전망

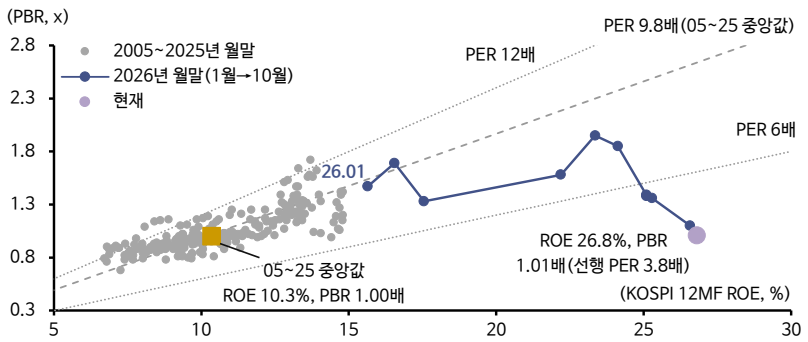


자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

PBR은 과거 중앙값, 장부가 대비 기대 이익은 2005년 이후 최고

11 월 초 KOSPI 선행 PBR(주가순자산비율)은 장기 중앙값 부근까지 낮아진 반면 같은 장부가에서 기대하는 이익을 보여주는 선행 ROE(자기자본이익률)는 과거 범위를 크게 상회했다. 그 결과 선행 PER(주가수익비율)은 낮게 산출되고 있다. 낮은 PER 을 가격 매력으로 받아들이려면 현재의 높은 수익성이 얼마나 유지될지에 대한 판단이 먼저 필요하다. 단순히 이 조합만으로 저평가를 단정하기는 이르다. 2028 년 수익성에 대한 확신을 낮추더라도 2027 년 이익이 실현된다면 향후 1 년간 쌓일 장부가는 지수 평가의 출발점이 될 수 있다.

KOSPI ROE와 PBR의 장기 분포



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

기본 경로 현재가치 6,300p 안팎, 조건부 하방 기준 4,800p

이익 상향에도 반도체 시총은 절반 가까이 감소 : 연간 기본 경로의 현재 환산치 6,300p 안팎 : 4,800p 는 2027 년 이익 유지 시 조건부 하방 기준

연간전망에서 제시한 기본값은 2027 년 말 KOSPI 7,000p 다. 반도체 양사는 2027 년 말까지 쌓일 장부가에 2028~29 년 초과이익 전액과 2030 년 절반을 더하고, 나머지 기업은 장부가 증가와 현재 PBR 유지를 가정했다. 자기자본비용은 평시 기준인 10%를 적용했다. 이를 같은 할인율로 현재 시점까지 환산하면 6,300p 안팎이다. 11 월 10 일 반등 이후에도 KOSPI 는 이보다 17%가량 낮다. 기본 경로가 유지되면 현재 지수 대비 상승 여지는 약 20%이며, 시장의 의심이 극단으로 확대되는 경우에도 조건부 하방 기준까지의 거리는 9% 안팎이다.

연간 기본 경로와 별도로 시장의 의심이 가장 크게 확대되는 경우의 하방도 점검했다. 할인율과 초과이익 전제가 서로 달라 하나의 예상 거래 범위로 해석하기보다 각기 다른 질문에 대한 답으로 보는 것이 타당하다. 6,300p 는 기본 경로가 유지될 때의 현재 가치다. 4,800p 는 의심이 극단으로 확대될 때 점검 기준선이다.

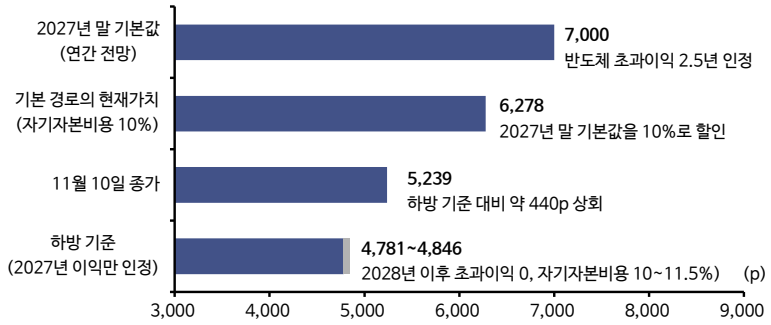
하방 평가는 시장이 무엇을 의심하는지에서 출발했다. 선행 PER 이 3 배대까지 낮아진 지금은 PER 보다 장부가가 하방을 가늠하는 데 유용하다고 판단한다. 이익이 정점 부근이라는 의심을 받는 국면에서는 PER 의 분모인 이익 자체의 신뢰도가 낮아지기 때문이다. 장부가는 이미 쌓인 자본과 1 년 안에 쌓일

이익으로 구성돼 업황 변화에 상대적으로 안정적이다. 이에 2027 년 이익은 인정하되 그 이후의 초과이익은 0 으로 두는 보수적 경우를 상정해 지수의 하방을 평가할 수 있다.

계산은 장부가부터다. 11 월 초 KOSPI 의 현재 장부가는 약 4,000p 다. 2027 년 이익 전망이 유지되면 향후 1 년간 이익에서 배당 등을 제외한 금액이 더해져 1 년 뒤 장부가는 약 5,300p 가 된다. 그 이후 기업이 자기자본비용만큼 이익을 낸다고 가정하면 장부가를 넘어서는 가치는 0 이 되며, 1 년 뒤 적정 PBR 은 1 배다.

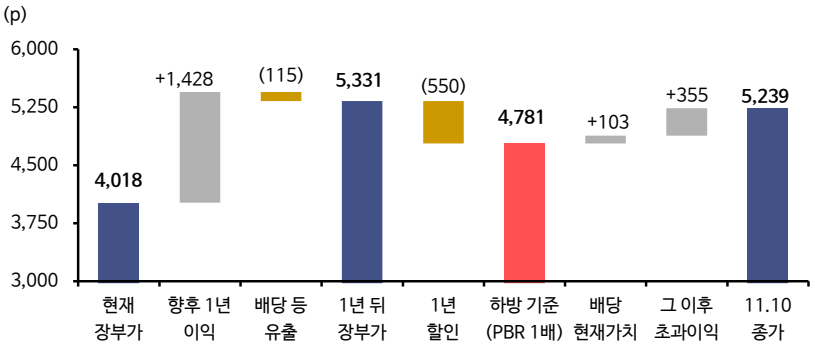
자기자본비용은 평시 10%, 변동성이 큰 국면에서는 11.5%를 적용했다. 11.5%는 한국 증시의 장기 평균 할인율을 참고해 적용한 분석상 가정이다. 1 년 뒤 장부가를 11.5%로 할인하면 4,800p 부근이 산출되며, 평시 기준인 10%를 적용해도 4,850p 안팎으로 결과는 크게 다르지 않다. 현재 장부가 대비 약 1.2 배, 1 년 뒤 장부가의 0.9 배 내외에 해당하는 수준이다.

KOSPI 평가 구간: 하방 기준, 현재 지수, 기본 경로



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 가격은 11월 10일 종가, 장부가는 11월 5일 기준. 기본 경로의 현재가치는 연간전망의 2027년 말 기본값을 평시 자기자본비용 10%로 할인(배당 제외)

KOSPI 4,800p 하방 기준의 산출 구조



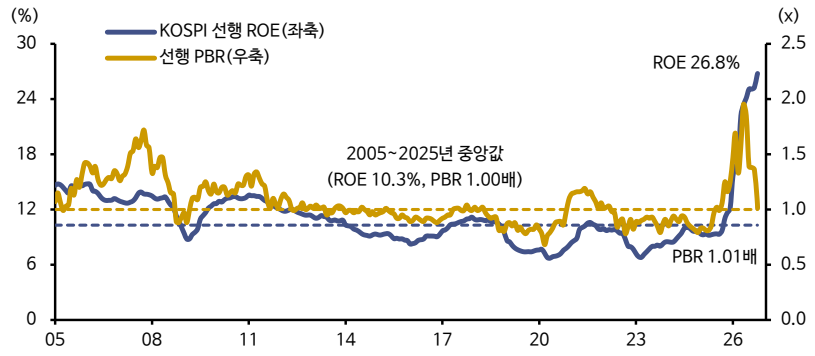
자료: 에프앤가이드, 자본시장연구원, 신한투자증권 / 주: 가격은 11월 10일 종가, 장부가·이익은 11월 5일 기준. 자기자본비용 11.5%, 중간 배당 제외. 배당 등 유출은 장부가 연결식 잔차

4,800p는 가능성 높은 시나리오로 보기보다는 시장이 미래 전망을 극단적으로 축소할 때 기준으로 보는 것이 타당

1년 뒤 PBR 1배는 수익성 측면에서 매우 보수적인 가정이다. KOSPI 선행 ROE는 과거 중앙값의 2.6배로 2005년 이후 최고 수준이다. PBR 1배는 이 수익성이 2028년부터 곧바로 자기자본비용 수준까지 낮아진다고 보는 것과 같다. 과거 선행 PBR이 1배를 밑돈 기간은 전체의 절반가량이었으나, 당시 선행 ROE는 거의 모두 자기자본비용(11.5%)보다 낮았다. 산식의 결과인 1년 뒤 장부가 대비 0.9배는 과거 월말 분포의 하위 25% 부근에 해당한다. 수익성이 과거 최고 수준인데도 하방 기준은 과거 분포의 하단에 위치하는 셈이다. 4,800p는 가능성 높은 시나리오로 보기보다는 시장이 미래 반도체 산업 이익 전망을 극단적으로 축소할 때의 평가로 보는 것이 타당하다.

다만 PBR이 1배 아래로 내려갔던 사례도 있다. 2018년 10월 말에는 이익 추정치가 본격적으로 하향되기 전에 선행 PBR이 0.79배까지 낮아졌다. 시장이 1년 뒤 장부가 자체를 의심하게 되면 지수는 4,800p를 하회할 수 있다. 4,800p는 2027년 이익을 컨센서스대로 인정하고 그 이후의 초과이익 가치를 0으로 둘 때의 조건부 하방 평가 기준이다. 2027년 이익의 실현 여부는 지수 수준보다 내년 반도체 산업의 발주와 출하에서 확인해야 한다.

KOSPI 선행 ROE와 PBR 추이



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 선행 ROE=선행 EPS÷선행 BPS. 월말 기준

11월 10일 종가 기준으로 KOSPI는 4,800p를 약 440p 웃돈다. 하방 기준이 1년 뒤 장부가에 PBR 1배를 적용한 값이라면, 현재 가격은 같은 산식에서 1년 뒤 PBR 1.1배에 해당한다. 시장은 2027년 이익 축적에 더해 그 이후 초과이익도 일부 가격에 반영하고 있다. 두 수준의 차이는 예상 낙폭보다 전제의 차이로 읽는 것이 타당하다. 2027년 이익이 낮아지면 쌓이는 장부가가 감소하고, 요구수익률이 높아지면 같은 장부가의 현재가치도 낮아진다. 선행 장부가가 5% 낮아지면 같은 가정으로 평가한 하방 기준은 4,500p 대 중반으로 내려간다. 4,800p를 의미 있게 하회할 경우에는 2027년 발주·출하 전망의 악화, 요구수익률 상승, 2028년 이후 수익성이 자본비용을 밑돌 가능성 가운데 어느 전제가 달라졌는지 구분해야 한다.

반등 지속성은 현재 가격에 남은 프리미엄이 무엇으로 정당화되는지에 달려 있다. 2027년 발주와 출하가 유지되고 장부가가 계획대로 축적되면 지수는 연간 기본 경로의 현재 환산가치에 다가설 근거를 확보한다. 반대로 2028년 단가 조정이 2027년 출하로 번지면 장부가 전제부터 낮아져 4,800p 역시 하향 조정된다. 6,300p와 4,800p는 할인율과 초과이익 전제가 서로 다른 별개의 기준이다. 지수가 그 사이 어디에 머물지는 2027년 이익에 대한 신뢰와 요구수익률 변화가 함께 결정한다.

선행 장부가 변화와 1년 뒤 PBR에 따른 KOSPI 평가

행: 선행 BPS 변화율, % 열: 1년 뒤 PBR, 배	0.95	1.00	1.05	1.10
(10)	4,088	4,303	4,518	4,733
(5)	4,315	4,542	4,769	4,996
0	4,542	**4,781**	5,020	**5,259**
5	4,769	5,020	5,271	5,522
10	4,996	5,259	5,522	5,785

기준 4,781p (평시 10% 적용 시 4,846p)

11.10종가 1년 뒤 PBR 1.1배 역산

기준: 선행 BPS 5,330.5p(11.05 기준), 자기자본비용 11.5%(변동성 국면), 중간 배당 제외

자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

2) 회복의 패턴, 이익 하향 진행되는 동안에 비로소 주가 반등

2018·2024년, 이익 전망보다 앞선 가격 조정 발생 → 이후 반등도 앞서

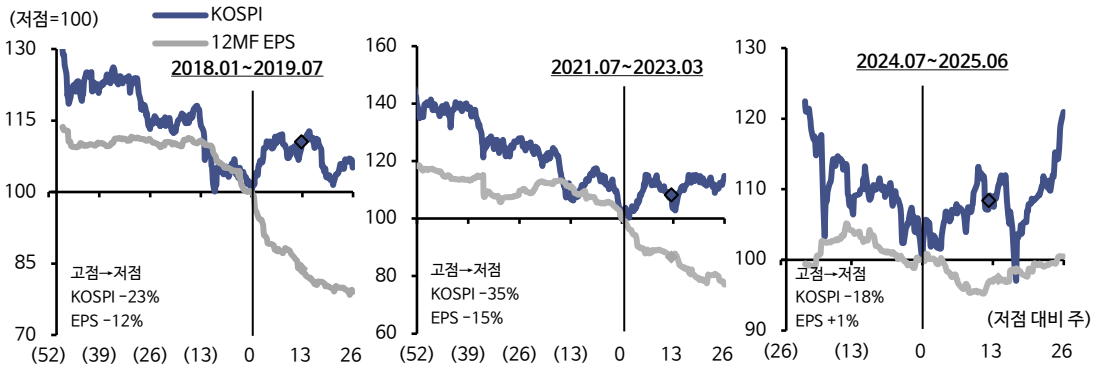
가격이 이익 전망보다 먼저 조정되는 패턴
: 이익 하향 중에도 주가 반등 가능
: 첫 반등은 반등 지속성 시험하는 과정

2018년에는 연초 고점부터 10월 말까지 지수가 큰 폭으로 하락했으나 선행 이익 전망 조정은 상대적으로 작았다. 2024년에는 여름 고점부터 연말 저점까지 지수가 하락하는 동안 선행 이익 전망이 오히려 소폭 상향됐다. 두 사례 모두 가격이 컨센서스보다 먼저 이익 하향을 반영했다. 저점 이후 주가가 반등하는 동안에도 이익 전망은 계속 낮아졌다.

첫 반등 이후의 경로는 사례마다 달랐다. 2019년과 2024~25년에는 이익 전망이 낮아지는 동안 KOSPI가 반등했으나 이후 더 낮은 저점을 기록했다. 첫 반등은 그때까지의 이익 하향을 주가가 일정 부분 소화했다는 신호에 그쳤다. 하향 범위가 넓어지거나 새로운 위험이 부각되면 지수는 다시 저점을 시험했다.

개별 종목과 시장 전체에서도 같은 순서가 확인된다. 2019년 1월 초부터 7월 초까지 삼성전자와 SK하이닉스 주가는 각각 22%, 17% 상승했으나 같은 기간 두 회사의 2019년 영업이익 전망은 45%, 77% 하향됐다. 2022년 10월부터 이듬해 3월까지 KOSPI는 15% 상승한 반면 12개월 선행 EPS는 23% 감소했다. 반대 사례도 있다. SK하이닉스는 2021년 10월부터 석 달간 37% 반등했으나 2022년 말 주가는 반등 출발점을 하회했다. 회복의 지속성은 이익 전망의 방향보다 이후 업황과 할인율 변화에 좌우됐다.

KOSPI 저점 전후의 지수와 12개월 선행 EPS



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

2028년 이익 전망, 단가 가정의 눈높이 조정 여지도 존재

6월 감익 전망이던 2028년 컨센서스는 현재 10% 증익 전망으로 전환
: 2028년 조정은 단가 가정부터 반영될 여지
: 장기공급계약은 이익 상단 제한과 하단 보호를 동시에 반영

이익 하향이 가장 먼저 나타날 수 있는 연도는 2028년이다. 6월 중순 컨센서스는 2028년 영업이익을 2027년보다 낮게 전망했으나 이후 40%가량 상향되면서 현재는 전년 대비 10% 증익을 전제하고 있다. 먼 연도일수록 현재의 높은 단가가 이어진다는 가정이 많이 반영된다. 메모리 수익성이 사상 최고 수준인 상황에서 이익을 좌우하는 변수는 물량보다 단가로 보인다. 장기공급계약은 2027~28년 물량의 가시성을 높이지만 SK하이닉스가 밝힌 대로 가격은 합의된 범위 안에서 시장 상황을 반영한다. 여기에 미국 데이터센터 사업자의 조달 부담이 커지면서 고객사 투자 속도에 대한 불확실성도 가격에 반영되고 있다. 단가 정상화 논의가 시작된다면 2027년보다는 2028년 전망부터 조정될 가능성이 높다고 판단한다.

장기공급계약의 효과는 양면적일 수 있다. 가격 밴드는 호황기 이익의 상단을 낮추는 동시에 하락기 이익과 현금흐름 하단을 높인다. 이익 추정치가 낮아지더라도 이익의 변동성이 줄어 요구수익률이 낮아지면 주가에는 긍정적으로 작용할 수 있다. 시장이 현재 확인하려는 것은 계약의 존재보다 계약으로 확보할 수 있는 이익의 수준과 기간이다.

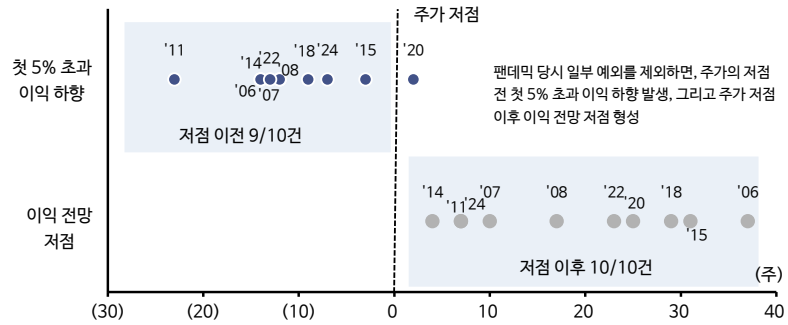
조정 폭은 단가 경로에 좌우된다. 2018년 사이클에는 재고 조정과 계약가 하락이 겹치며 업종 주가 저점 이후 반년 동안 다음 연도 영업이익 전망이 절반 넘게 하향됐다. 이번에는 11월 초까지 서버 DRAM 계약가가 상승해 같은 충격을 기본 경로로 두기는 이르다. 다만 과거 연말 기준으로 3년 차 이익 전망이 5% 이상 낮아진 사례에서는 2년 차 전망도 함께 하향됐다. 2028년 하향이 2027년으로 번질 가능성을 열어둔다. 현재까지 2027년 전망 하향의 조짐은 관찰되지 않아 기본 가정은 2027년 이익 유지로 두되, 1월 실적 시즌의 우선 점검 사항으로 둬야 한다.

역사적 반등 패턴, 이익 하향 조정 이후 주가 반전 관찰

반도체 업종 하락 사례에서는 업종지수와 양사 회계연도별 영업이익 전망을 비교했다. 대부분의 사례에서 첫 이익 하향 이후에도 업종 주가는 추가로 하락했으나 이익 전망의 저점은 모든 사례에서 주가 저점보다 늦게 형성됐다.

첫 하향은 실적 조정 시작을 알리는 신호이고, 남은 조정 폭은 이후 하향 경로에서 드러났다. 추세 전환의 판단에는 첫 하향과 첫 반등 이후의 경로 확인이 필요하다. 이번에도 2028년 추정치가 추가로 낮아질 때 삼성전자·SK하이닉스가 각자의 직전 저점을 지키는지를 우선 확인해야 한다. KOSPI가 더 낮은 저점을 기록한 2019년과 2024~25년에도 양사 주가는 직전 저점을 지켰던 만큼 지수의 저점 방어는 별도로 확인할 필요가 있다.

반도체 업종 주가 저점 전후 이익 추정치 수정 시점



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권
주: 2006~2024년 반도체 업종 하락 10건, 이익 추정치는 양사 합산 영업이익 기준

2028년 이익 조정, 반등 지속성의 시험대

2028년 컨센서스, 주가 수준으로 수렴할 여지
: 하향 중 양사 주가의 직전 저점 방어가 판단 기준
: 2027년 발주·출하로 번지면 4,800p 전제 재점검

주가는 이미 2028년 이익의 일부 조정을 반영하고 있으며, 컨센서스가 이를 뒤따를 여지가 있다. 한 자릿수 후반까지의 조정은 2028년 증익 폭의 축소에 그친다. 과거에는 이익 전망이 내려가는 동안 주가가 먼저 반등했고 이익 전망의 바닥은 그보다 뒤에서 형성됐다. 일부 사례에서는 첫 반등 이후 저점을 다시 시험했다. 11월 10일 반등으로 하방 기준과의 거리는 벌어졌으나 반등의 지속성은 아직 확인 단계에 있다. 첫 하향이 단가·마진 조정에 머물고 2027년 발주와 출하가 유지된다면 실적 하향은 주가 하락을 키우기보다 가격과 이익 전망의 간극을 좁히는 계기가 될 수 있다. 판단 기준은 2028년 하향이 이어져도 양사 주가가 직전 저점을 지키는지, 2027년 발주·출하가 유지되는지다. 반대로 하향이 2027년 이익과 출하로 번지면 4,800p 전제가 흔들린다. 이때는 지수 레벨보다 이익 전제를 먼저 재점검해야 한다.

3) 향후 변곡점: 12월 정책 불확실성 완화, 1월 이후 발주·출하

FY28 하향의 분기점, 단가 조정의 FY27 출하 전이 여부

12월은 규제 적용 범위 확인과 안도 반등 구간 : 1월 하순~2월 초는 기존 발주·인도 확인 구간

첫 하향이 나오면 그 성격부터 구분해야 한다. 2027년 전망이 유지된다는 전제에서 현재 컨센서스의 2028년 이익은 한 자릿수 후반의 하향까지는 전년 수준을 유지할 수 있다. 이 범위의 하향은 증익 폭 축소에 해당하며 2027년 장부가 전제는 그대로다. 하향 폭이 이를 넘어서면 2028년 감익을 반영하게 되고, 2028년 이후 수익성에 대한 평가도 함께 낮아질 수 있다. 장기공급계약으로 물량이 유지되더라도 실현 단가가 낮아지면 이익과 초과이익 인정 경로는 영향을 받을 수 있다.

2027년 장부가를 인정할 근거는 물량에 있다. SK하이닉스는 확보한 장기공급계약 물량이 2027~28년 생산능력의 절반을 넘는다고 공개했다. 2027년 HBM과 서버 DRAM 상당 부분도 장기계약으로 묶였다. 2027년 이익의 변수는 신규 수요보다 계약 물량 인수와 인도 일정이다. 이 전제를 바꾸는 경로는 고객사 조달 부담이 인도 이연과 약정 물량 축소로 이어지는 경우다.

11월 초 CoreWeave의 2032년 만기 회사채 유통수익률이 16% 안팎까지 상승한 것은 데이터센터를 예정대로 가동해 투자금을 회수할 수 있는지에 대한 의구심을 보여준다. 조달이 어려워진 사업자가 신규 착공을 늦추는 단계에서는 기존 프로젝트의 주문이 유지될 수 있다. 지연이 이미 진행 중인 사업으로 확대되면 장비 인도와 메모리 출하 시점이 늦춰진다. 인도 이연이 주문 축소로 이어지면 이익에 미치는 영향이 커진다. 자금과 전력을 확보한 다른 고객이 수요 일부를 흡수한다면 위험은 낮아지게 된다. 어느 단계까지 진행됐는지는 발주와 인도 일정에서 확인해야 하며 앞으로 하이퍼스케일러와 네오클라우드 실적 발표에서는 기존 계약 인도 일정, 투자계획, 조달 여건 변경 여부가 확인 대상이다.

12월 정책 불확실성 완화, 1월 하순~2월 초 실제 발주 점검

12월에는 텍사스 데이터센터 영향 보고서(감사 결과)에서 기존 승인 사업의 적용 범위와 계통접속 심사 기준이 구체화되는지를 파악해야 한다. 기존 승인 사업이 일정대로 진행될 수 있다는 점이 확인되면 정책 불확실성이 완화되고 안도 성격의 반등도 가능하다. 다만 개별 사업의 착공과 발주에는 전력 배정, 계통접속, 인허가가 뒤따르므로 반도체 주문 회복 판단에는 시간이 더 필요할 것으로 보인다.

2027년 1월 하순~2월 초에는 고객사 투자계획과 반도체 양사 출하 전망을 함께 점검할 수 있다. 기존 발주와 인도가 유지되고 신용스프레드가 안정된 가운데 2028년 이익 하향에도 주가가 직전 저점을 지킨다면 반등 지속성을 높게 평가할 근거가 생긴다. 반대로 기존 주문이 줄거나 인도 이연이 확대되면 2027년 이익 전망을 다시 검토하고, 낮아진 장부가로 4,800p의 하방 평가도 다시 계산해야 한다. 200일선으로 대변되는 중기 추세가 약화된 이후 추세 형성까지 3~6개월가량이 소요된다는 점을 고려하면 1월 하순~2월 초를 기술적 주요 변곡점으로 삼을 수 있는 상황이다.

반등을 지속시키는 조건과 일정

시점	확인할 자료	반등 해석 강화되는 경우	판단을 늦출 경우
11월 11일 07:00(한국시간) CoreWeave IR 3Q26	CoreWeave 3Q26 실적 콜: - 가동 설비 매출 - 기존 계약 가동·인도 일정 - 후속 프로젝트 조달 계획	기존 계약의 인도 일정이 유지되고 후속 조달 경로 제시 → 조달 부담이 기존 발주로 번지지 않음	기존 인도 이연이나 고객 계약 축소가 언급 → 조달 부담 2027년 GPU·메모리 발주 번지는지 점검
12월 10일 보고서 공개 시한·12월 17일 PUCT 회의 ERCOT 데이터센터 영향 보고서 일정, PUCT 회의 일정	- ERCOT·PUCT 영향 보고서 - 기존 승인 사업의 적용 범위 - 조건부 심사 재개 경로	중단 범위 좁아지고 조건부 심사 재개 경로 구체화 → 안도 반등 가능	적용 범위 확대 또는 심사 장기화. 보고서 공개 뒤에도 전력 배정·계통접속·인허가 지연되면 실제 사업 재개는 별도 확인
1월 하순~2월 초	- 텍사스 신임 주정부 규제 방향 - 빅테크 4분기 Capex 가이던스 - 삼성전자·하이닉스 장기공급계약·2027년 출하 - 신용스프레드	FY27 발주·인도 유지, 신용스프레드 안정, FY28 하향 발표 뒤에도 양사 주가와 코스피가 직전 저점 지킴 → 추세 반등 확인	규제 강화나 인도 지연이 이어지고 Capex가 낮아짐, FY28과 함께 FY27 전망까지 하향 → 추세 반등 판단 이연

자료: 신한투자증권

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 노동길).
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

Shinhan



전기전자

비중확대 (유지)

희소가치 *부족할수록 높아지는 가치

신한투자증권
기업분석1부

오강호 연구위원
☎ 02-3772-2579
✉ snowkh@shinhan.com

신한 리서치 투자정보

Investment Summary

전망 – 실적에 대한 믿음, 글로벌 Top Tier로 도약

수주, 수익성을 바탕으로 2028~2029년 성장 지속 기대

2027년 실적 성장 가속화와 함께 주가 반등이 기대된다. 과거 IT업체들의 주가 움직임을 살펴보면 실적 성장 구간(디바이스 수요↑) 평균 1~2년의 주가 랠리가 나타났으며 실적 Peak 이전 9~12개월을 선행했다. 2028년 성장 기울기 우려가 현재 밸류에이션 하향으로 연결된 대표적인 이유다. 이번 자료에서는 2028~29년 성장 가능성에 무게를 두고 있다. 이에 2027년 주가 성장을 전망한다.

성장 이유는 1) 공급 부족, 2) 수주 확대에 따른 실적 가시성 때문이다. 공급 측면에서 AI로 인한 고부가 제품 수요가 병목 현상을 만든다. Capa loss 발생, 가동률 상승이 나타나며 결국 P(가격), Q(수량)가 동반 상승하는 구조적 성장으로 이어진다. 삼성전기는 2026년 8개 수주 공시를 발표했다. 규모는 5조 1,888억원이다. 컴포넌트 수주총액은 2026년 사업부 매출 비중의 약 67.4%로 추정된다. 장기 공급 계약도 확대 중이다. 2027년도 신규 수주가 지속된다면? 주요 제품들의 고객사 니즈, 특히 고부가 중심의 수요가 핵심이다. 증설 효과도 2027년부터 순차적으로 반영된다. 신규 수주 확대 가능성과 성장 지속성에 무게를 두는 이유다.

2027 핵심 주제: 희소가치 병목 심화 카테고리 주목

2027년 주제는 희소가치다. 즉 병목 발생이 심화되는 제품 카테고리에 주목한다. 상술한 MLCC, 기판 및 프로브카드, 소켓이 대표적이다. 이를 증명하는 포인트는 수익성이다. 결국 실적 성장과 함께 가동률, 수주 확대가 기대되는 한 해다.

1) MLCC: 높은 가동률(90%↑)이 유지되고 있다. 글로벌 빅테크와 공급 계약을 진행하며 성장 가시성이 높아졌다. 하이엔드 MLCC의 경우 높은 수익성이 특징이다. 과거 컴포넌트 사업부의 영업이익률은 2024년 10.0%, 2025년 11.7%로 추정된다. 고부가 제품 비중 확대에 따라 2027년 영업이익률은 31.5%로 전망된다.

2) 기판: 수주잔고, 가동률, ASP(평균판매단가) 모두 작년 하반기 기점 우상향 중이다. SOCAMM, FC-BGA 등 고부가 제품 중심이다. 공급 부족 심화로 하반기 제품 가격 상승이 예상된다. 올해 PCB 수출액 기준 월 평균 ASP는 과거 Cycle 대비 27%, 전년동기대비 20% 상승했다. P, Q 동반 상승 구간 진입을 의미한다.

3) 프로브카드/소켓: AI시대 기술 경쟁력(영업이익률), 제품 단가 상승이 본격화되고 있다. 칩 고성능화의 수혜다. 신제품 개발을 확대하며 글로벌 업체의 대표 밸류체인으로 도약이 예상된다. 실적 성장과 함께 밸류에이션 재평가가 예상된다.

Top Picks – 삼성전기, LG전자, 티에스이, 대덕전자

Top Picks: 성장 측면 2027>2026 예상 업체

업종 내 삼성전기, LG전자를 최선호주로 제시한다. IT부품의 경우 MLCC, 기판, 부품(프로브카드) 등을 주요 카테고리로 선정한다. 기판 부문은 심텍, 대덕전자에 주목한다. 부품의 경우 티에스이를 최선호주로 제시한다. 성장 측면에서 2027>2026 흐름이 예상되는 업체들이다. 제품 및 고객사 다변화를 통해 글로벌 동종업체와 밸류에이션 키 맞추기도 가능하다. 전기전자 반등의 원년이다.

Top Picks 주요 투자 포인트

구분	종목코드	종목	주요 투자 포인트
전기전자	009150	삼성전기	• 고부가 FC-BGA 수요 확대에 대응해 6.78조원 증설, 2027년부터 Capa 효과 순차 반영 • FC-BGA 비중 향후 80~90%까지 확대 기대, 고부가 기판 ASP 상승·수익성 개선이 핵심
	066570	LG전자	• AIDC 향 냉각솔루션 수주 확대 및 HVAC 사업 성장 본격화, AI 밸류체인 편입 기대 • 클로이드 로봇 양산 준비와 액추에이터 초도 생산 등 로봇 사업 상용화 가속화
	000150	두산	• 네트워크·반도체향 수요 확대와 증설 효과로 전자BG의 고성장 지속 • 고부가 제품 확대 → ASP 상승 전망, 전자BG 성장이 주가 방향성을 결정하는 핵심
	011070	LG이노텍	• FC-BGA 공급 확대 및 고부가 패키지 기판 수요 증가에 따른 중장기 성장 본격화 기대 • 패키지솔루션 비중 확대와 고부가 제품 Mix 개선으로 수익성 ↑, 밸류에이션 재평가 기대
부품	131290	티에스이	• 고부가 DRAM 프로브카드 비중 확대 → 2027년 고성장 지속 전망 • 인터페이스보드 글로벌 고객사 수요 증가 및 자회사 턴어라운드 기대
	074600	원익QnC	• 쿼츠 가동률/설비 투자 확대 → 실적 성장 연결. 주요 고객사향 가동률 90~95% 추정 • IT업황 개선에 따라 쿼츠, 세정 등 반도체 부문 성장 가속화 전망
기판	353200	대덕전자	• FC-BGA·FC-CSP 증설과 AI·데이터센터향 대면적 기판 확대가 핵심 • MLB·비메모리 및 고부가 메모리 제품 중심 Mix 개선 및 단가 인상 지속 기대
	222800	심텍	• SOCAMM·mSAP 중심 고부가 기판 비중 확대로 ASP 상승세 지속 • 수주 및 단가 인상과 함께 제품 Mix 개선으로 P·Q 동반 상승
	195870	해성디에스	• 리드프레임, 기판 사업부의 동반 매출액 성장에 따른 수익성 개선 전망 • 1) 리드프레임 실적 안정화, 2) 패키지 기판 성장 가속화가 핵심

자료: 신한투자증권 / 주: 카테고리별 시가총액순

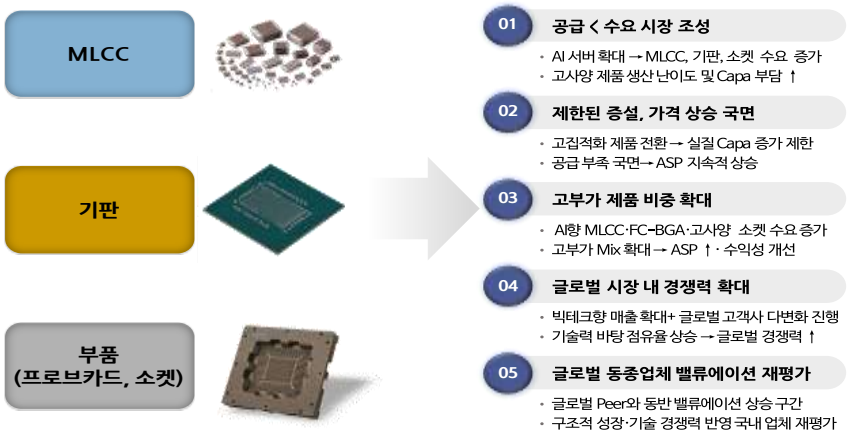
Top Picks 밸류에이션 테이블

구분	종목코드	종목	시가총액 (십억원)	매출액 성장률		영업이익 성장률		PER		PBR	
				26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
전기전자	009150	삼성전기	65,879.8	27.6	38.0	153.7	116.8	38.4	17.6	6.2	4.6
	066570	LG전자	22,803.9	6.4	6.1	70.0	18.6	13.3	10.0	0.8	0.7
	000150	두산	9,055.0	13.0	18.4	73.5	46.3	24.2	17.1	5.8	4.5
	011070	LG이노텍	6,579.5	10.1	5.5	26.1	39.2	10.9	7.7	1.0	0.9
부품	131290	티에스이	2,037.5	73.9	27.4	300.2	38.0	13.5	9.3	3.9	2.8
	074600	원익QnC	603.3	14.8	13.6	89.6	29.9	9.2	7.4	1.0	0.8
기판	222800	심텍	4,159.3	46.7	21.0	2,445.9	74.1	24.1	10.4	5.6	3.7
	353200	대덕전자	3,953.4	49.9	23.4	497.4	54.7	18.8	11.5	3.8	2.9
	195870	해성디에스	640.9	34.5	15.1	117.0	39.8	9.1	6.2	1.0	0.9

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권 추정 / 주: 카테고리별 시가총액순

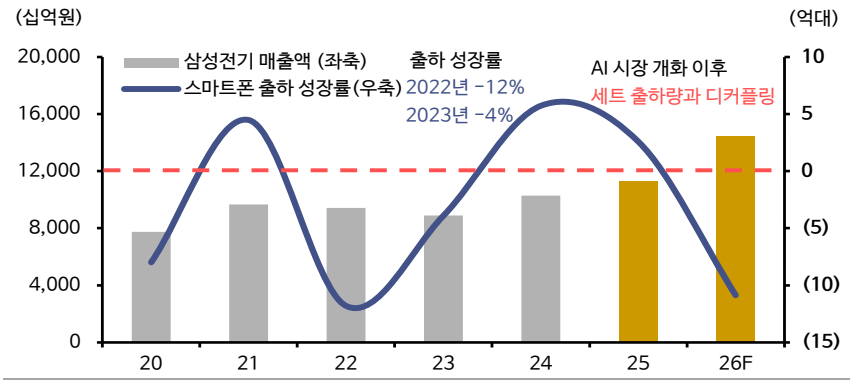
I. Key Charts

주요 투자 아이디어



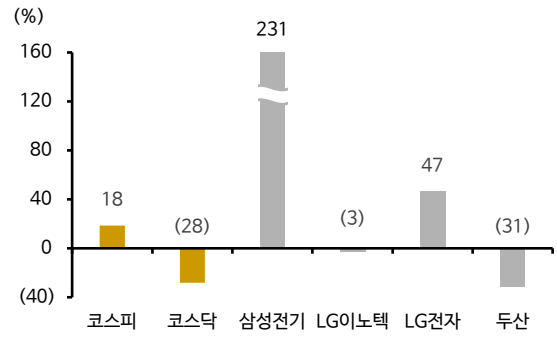
자료: 신한투자증권

스마트폰 출하량, 삼성전기 매출액 추이 및 전망



자료: TechInsights, 신한투자증권 추정

전기전자 주요 종목 연초대비 주가 수익률



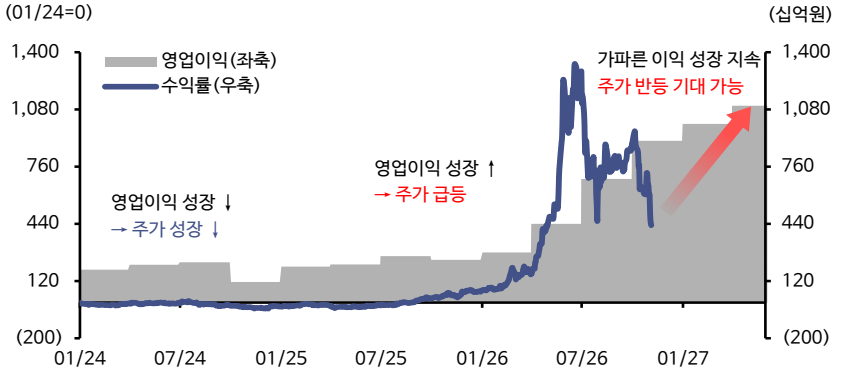
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권
주: 2026년 11월 9일 종가 기준

산업별(기판, 반도체 장비, 부품) 상대 주가 수익률



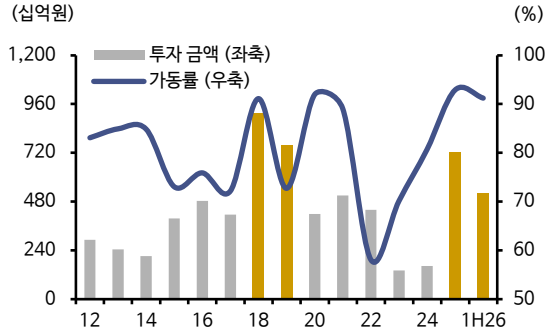
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권
주: 2026년 11월 9일 종가 기준

삼성전기 영업이익, 주가수익률 추이 및 전망



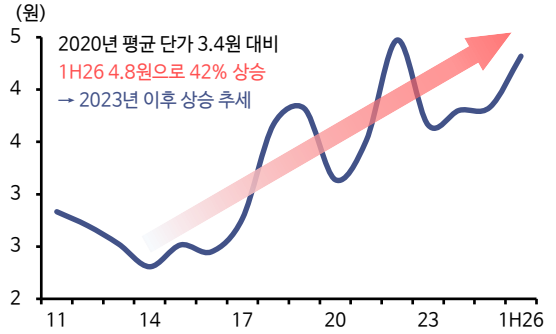
자료: Dart, 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권 추정

삼성전기 컴포넌트 증설 투자금액 및 가동률 추이



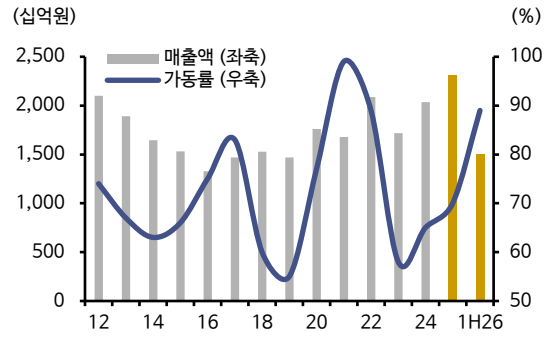
자료: Dart, 신한투자증권

삼성전기 MLCC ASP(평균판매단가) 추이



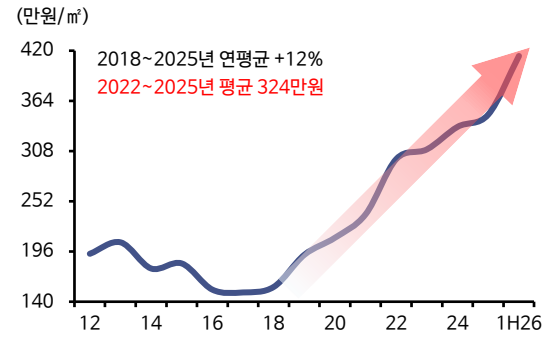
자료: Dart, 신한투자증권

삼성전기 패키지기판 매출액 및 가동률 추이



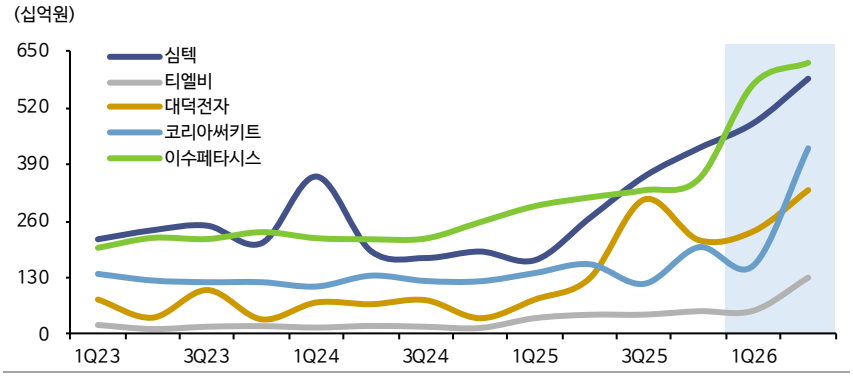
자료: Dart, 신한투자증권

삼성전기 패키지기판 ASP 추이



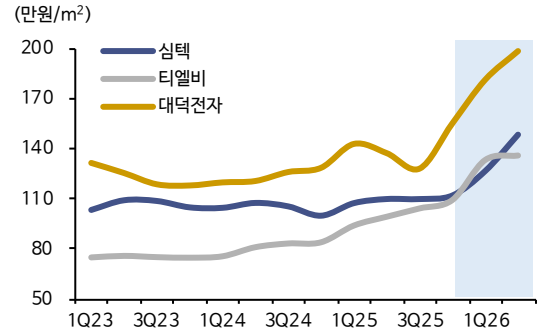
자료: Dart, 신한투자증권

주요 기판 업체별 수주잔고



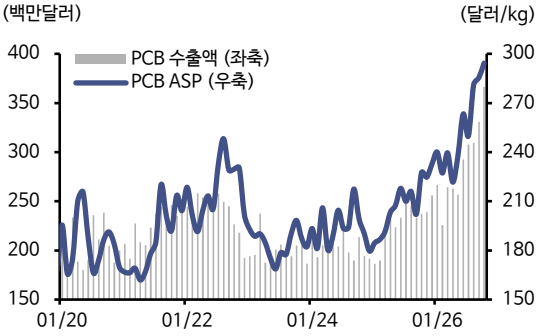
자료: Dart, 에프엔가이드 QuantiWise, 신한투자증권
주: 심텍은 달러 공시로 분기 평균 환율 적용

주요 기판 업체별 ASP



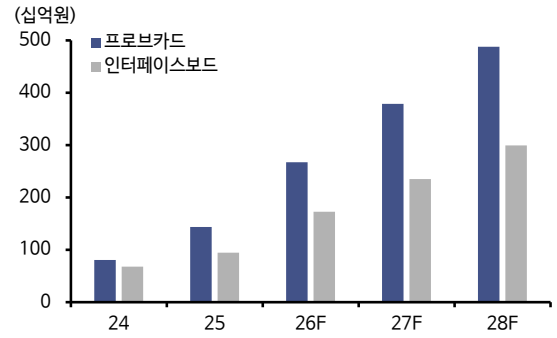
자료: Dart, 신한투자증권

국내 PCB 수출 중량 및 수출 단가



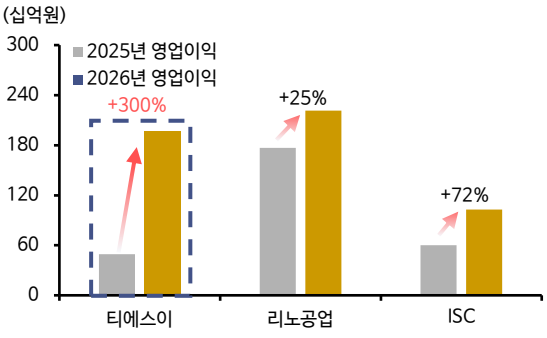
자료: TRASS, 신한투자증권 / 주: 2026년 10월 기준

티에스이 주요 제품 매출 추이 및 전망



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권 추정

2026년 주요 소켓 업체 영업이익 성장률



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권 추정

Shinhan



디스플레이/IT 소부장

비중확대 (유지)

Upgrade! *폼팩터, 메모리 CapEx

신한투자증권
기업분석1부

박현우 선임연구원
☎ 02) 3772-1568
✉ phw@shinhan.com

김예성 연구원
☎ 02) 3772-2672
✉ yesung.k@shinhan.com

신한 리서치 투자정보

Investment Summary

전망 – Upgrade! <디스플레이-FormFactor, 반도체 장비-CapEx>

디스플레이: 폼팩터(폴더블, XR) 업그레이드 주목

세트 수요 둔화 불가피, 폼팩터 업그레이드 주목

2027년 스마트폰 출하량은 10억대 초반(-5%, 이하 전년대비)를 전망한다. 세트 수요 전반의 둔화가 불가피한 가운데 국내 OLED 패널사, 소재/부품사는 수익성 둔화 위기에 직면했다. 믿을 것은 폼팩터 업그레이드다. 아이폰 20주년 신작 내 4면 벤딩 등 신기술 적용 시 패널가 하락 압력은 일부 상쇄될 것으로 예상한다.

아이폰 듀오 출하량 성장 가속화는 2027년

AR글라스 고성장에 따른 마이크로디스플레이 투자 확대 기대

올해 아이폰 듀오 출하량은 500만대 내외로 추정한다. 부품 쇼티지/낮은 수율 등으로 인한 생산차질을 반영한 결과다. 하드웨어·소프트웨어 측면의 약점을 보완한 후속작 출시로 내년 출하량은 1,300만대(+160%)를 전망한다. 삼성디스플레이는 Z시리즈·듀오 흥행, 독점 생산에 힘입어 27F 폴더블 OLED 점유율 71%로 추정한다. 폴더블 부품주에도 관심을 가질 필요가 있다. 메타의 Muse 출시로 AI Agent 시장은 스마트글라스로 확장 중이다. 2027년 AR글라스 출하량은 235만대(+79%)로 고성장이 예상된다. 마이크로디스플레이 투자 확대에 주목한다.

반도체 장비: 모멘텀 부재 우려에도, CapEx Cycle은 최소 28년까지 연장

Base Case 기준 삼성전자, SK하이닉스 DRAM 신규 투자 +57%

2027년 DRAM, NAND 공급 B/G(전년대비)는 21%, 23%로 추정하며 수요 충족률은 각각 -7%, -5%로 전망한다. 지속적인 초과 수요 환경이 예상되는 만큼 공급업체들의 CapEx Pulling은 가속화되고 있다. Base Case 기준 2027년 삼성전자, SK하이닉스의 DRAM 신규 투자는 최소 125K, 110K로 추정한다. 그린필드 투자 증가율은 약 57%에 달한다. Y1, P5 신규 Fab 클린룸 오픈 시점 및 전공정 장비의 리드타임 감안 시 26년말~27년초 전공정 장비주의 PO 본격화를 전망한다. CY27 WFE(웨이퍼 제조 장비) 시장은 2,000억달러+α로 30% 이상의 성장이 전망된다. 클린룸 부족·부품 병목 등의 제약에도 중장기 장비 수요는 공급 여력을 상회한다. 장비주 모멘텀 부재, AI 인프라 투자 등에 관한 우려 확대로 주가 조정이 심화되고 있다. AI 투자 지속성 재평가 시 실적과 주가 간 괴리 축소를 기대한다.

27F WFE 시장 2,000억달러 중장기 장비 수요는 공급 여력을 상회 중

Top Picks – 디스플레이: 선익시스템 / 장비: 이오테크닉스, 테스

Top Picks: 업그레이드 수혜

디스플레이: 선익시스템
장비: 이오테크닉스·테스

[디스플레이] Top Pick은 선익시스템이다. AI Agent 확산에 따른 '스마트글라스 보급화 → 디스플레이 탑재율↑→ OLEDoS 채용률↑' 경로를 기대한다. OLEDoS 증착기 점유율은 90%를 상회한다. 중화권 OLEDoS 증설이 지속되는 가운데 기수주 4건, 연내 추가 수주를 목표한다. 내년 영업이익 1,438억원(+76%)을 전망한다.

[반도체 장비] 이오테크닉스는 글로벌 생산업체들의 증설 수혜를 향유 중이다. 어닐링·커팅 장비는 고객사/애플리케이션 확대가 기대된다. PCB는 장비 라인업 다변화 및 글로벌 Top-tier 회사들의 리드타임 연장에 따른 반사수혜를 예상한다. 테스는 NAND 단위당 투자액이 높은 점을 감안하면 신규 Fab 내 일부 Phase 내 하이브리드(ex. DRAM 30K+NAND 10K) 생산 시 동종업종 내 가장 큰 수혜를 전망한다. BSD, Tetra 등 신규 장비 매출 비중 확대로 Mix 개선을 예상한다.

Top Picks 주요 투자 포인트

구분	종목코드	종목	주요 투자 포인트
디스플레이	034220	LG디스플레이	• 신기술 FLiPP 발표 → 8.6G 신규 투자 없이 미래 기술 리더십 확보 노력 긍정적 • 폴더블폰 리드타임 연장에 따른 플래그십 반사수혜와 모니터 중심 대형 출하 견조할 전망
	171090	★ 선익시스템	• 스마트글라스 보급화 → 디스플레이 탑재율 ↑ → OLEDoS 채용률 ↑ 기대 • OLEDoS 수주 가시화 및 주요 태양광 셀 업체 초기 투자 가능성으로 리레이팅 전망
반도체 장비	039030	★ 이오테크닉스	• 주력 제품인 마커는 내년 중반까지 수주 확보, 3Q26부터 PCB 매출 성장 가세 예상 • 어닐링/커팅 장비 고객사·애플리케이션 확대 및 PCB 회복에 의한 레버리지 효과 기대
	240810	원익IPS	• 4Q26 탑라인 성장에 따른 견조한 수익성 기대 • DRAM은 P4 잔여 Phase향 출하 집중, 파운드리는 이연 매출 가세 등 예상
	095610	★ 테스	• 신규 Fab의 일부 Phase 내 하이브리드(DRAM+NAND) 생산 시 수혜 강도 1위 • BSD, Tetra 등 신규 장비 매출 비중 확대에 따른 Mix 개선 유효
	170920	엘티씨	• 국산화 장비 및 4Q Y1 PO 본격화 예상 → 올해 Full Capa에 가까운 공급 예상 • NAND 고단화로 인한 HSP(소재) 매출 확대 지속 → 장비/소재 투자 포인토 동시 향유
	036200	유니셈	• 2H26 기점 수익성 턴어라운드 전망, 6월말 수주잔고 1,112억원(+126% QoQ) 기록 • 짧은 리드타임(2달) 및 P4 Ph2 조기 반입으로 매출 성장 가속화. P, Q, C 모두 우호적

자료: 신한투자증권 / 주: 카테고리별 시가총액순

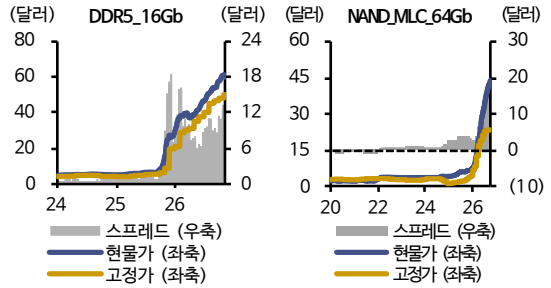
Top Picks 밸류에이션 테이블

구분	종목코드	종목	시가총액 (십억원)	매출액 성장률		영업이익 성장률		PER		PBR	
				26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
디스플레이	034220	LG디스플레이	3,645.0	(6.4)	3.5	7.0	68.0	92.3	6.9	0.5	0.5
	171090	★ 선익시스템	627.9	(22.0)	63.6	(26.7)	76.0	11.3	4.9	3.0	2.0
반도체 장비	039030	★ 이오테크닉스	4,237.9	31.7	29.9	67.2	62.2	35.2	23.4	5.4	4.6
	240810	원익IPS	3,357.3	30.1	36.1	135.5	78.0	17.7	12.0	2.9	2.4
	095610	★ 테스	1,626.2	37.5	24.9	80.6	33.6	14.8	12.6	3.4	2.8
	170920	엘티씨	312.7	48.9	51.1	139.1	66.4	11.1	6.5	2.0	1.6
	036200	유니셈	233.1	27.4	20.5	177.5	56.2	8.0	5.8	0.9	0.8

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권 추정 / 주: 카테고리별 시가총액순

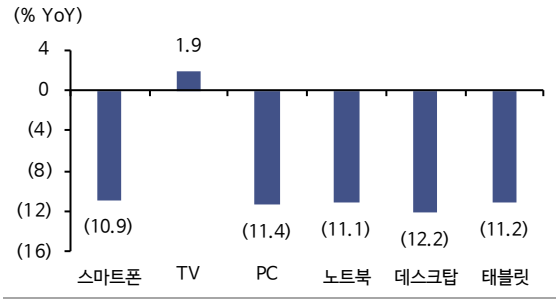
I. Key Charts

메모리 현물가, 고정가 추이



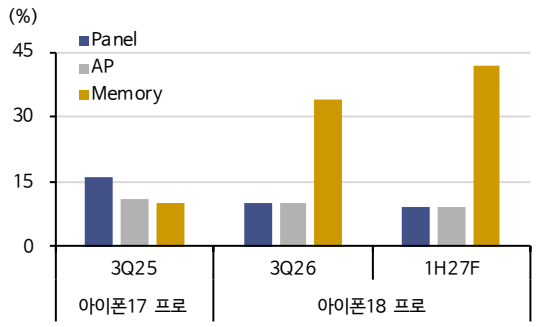
자료: DRAMeXchange, 신한투자증권

2026F 세트별 출하 성장률



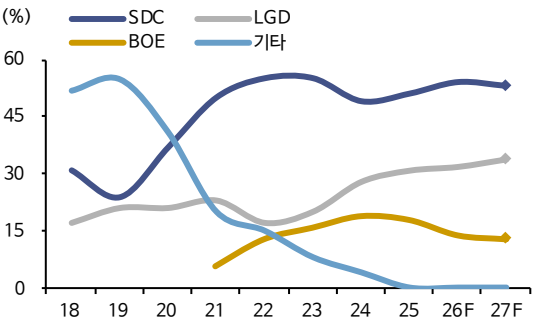
자료: 산업 자료, 신한투자증권 추정

아이폰 17, 18 Pro BoM Cost 내 주요 부품 비중



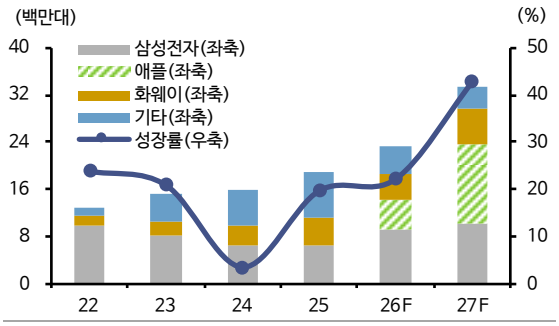
자료: 언론 보도, 신한투자증권 추정

아이폰 내 패널사별 점유율 추이 및 전망



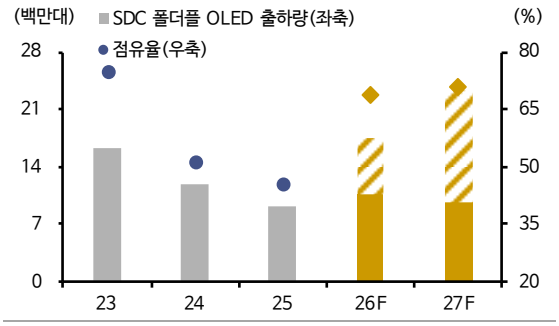
자료: 산업 자료, 신한투자증권 추정. 주: 아이폰 전체 물량 기준

폴더블폰 브랜드별 판매량 및 시장 성장률



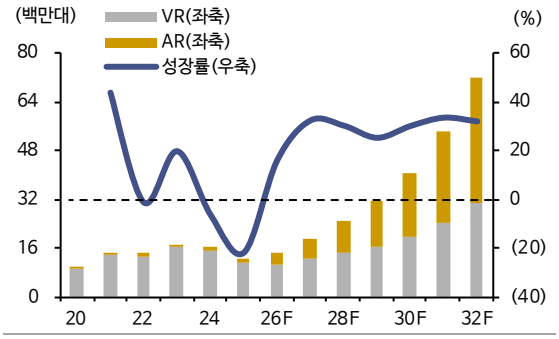
자료: 산업 자료, 신한투자증권 추정

삼성디스플레이 폴더블 OLED 출하량 및 점유율



자료: 산업 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 패턴은 애플향 추정

XR 기기 출하량 및 성장률



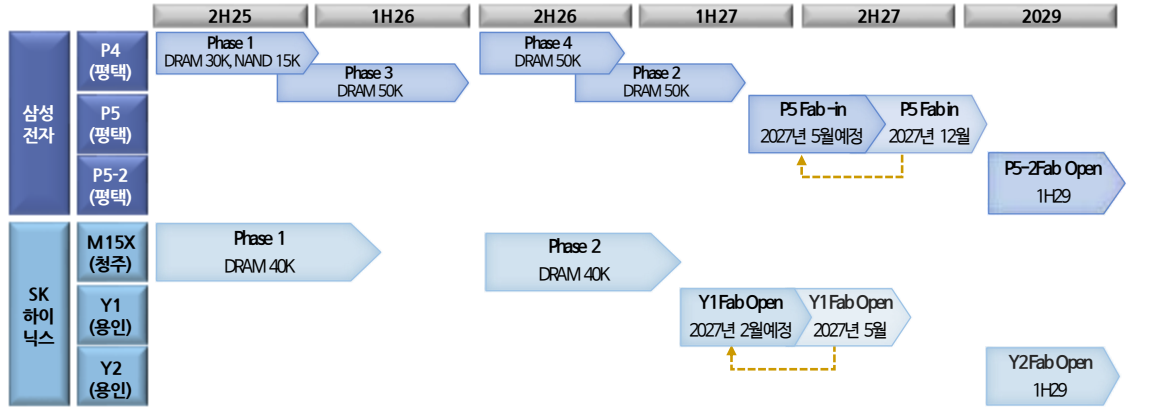
자료: 산업 자료, 신한투자증권

AI글라스 패널 탑재율/OLEDoS 채용률 상승 경로



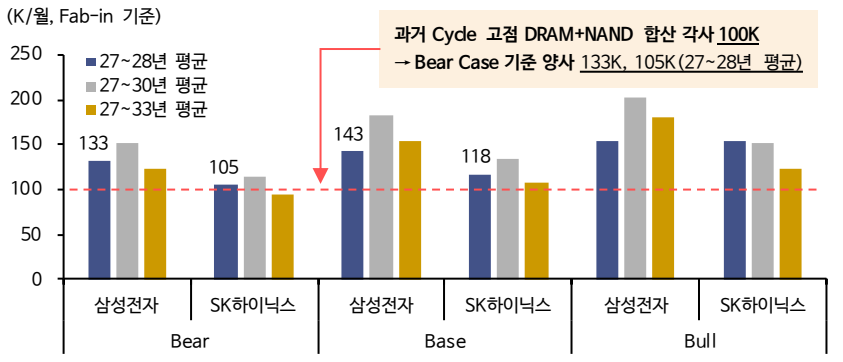
자료: 신한투자증권

국내 메모리 생산업체 증설 타임라인



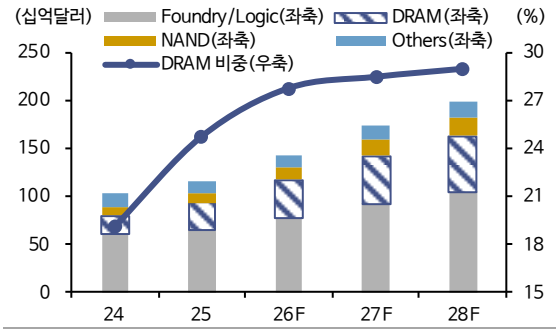
자료: 회사 자료, 언론 종합, 신한투자증권

국내 메모리사 중장기 신규 투자 규모 추정(Fab-in 기준)



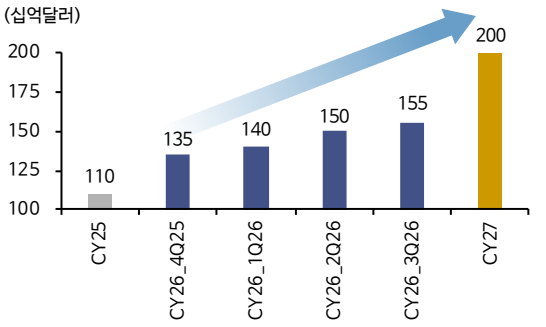
자료: 신한투자증권 추정

웨이퍼 팹 장비 제품별 추이 및 전망



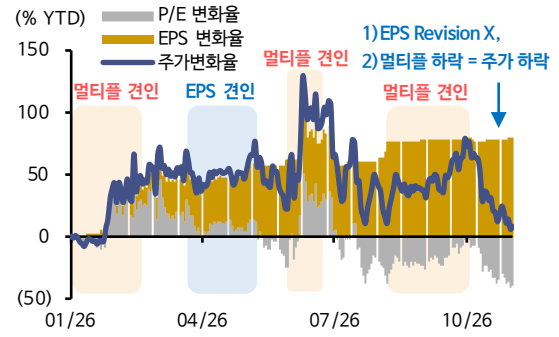
자료: SEMI, 신한투자증권 / 주: 2026년 7월 자료 인용

램 리서치(LRCX) WFE 시장 규모 전망



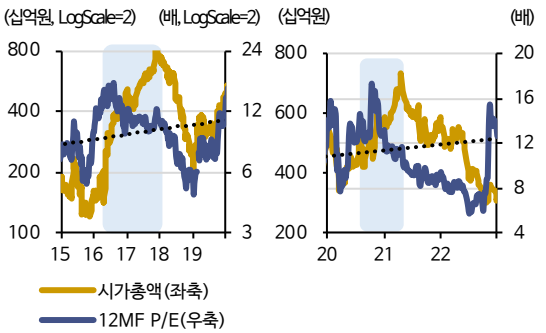
자료: 램 리서치, 신한투자증권

원익IPS 2026년 주가 변화율 요소 분해



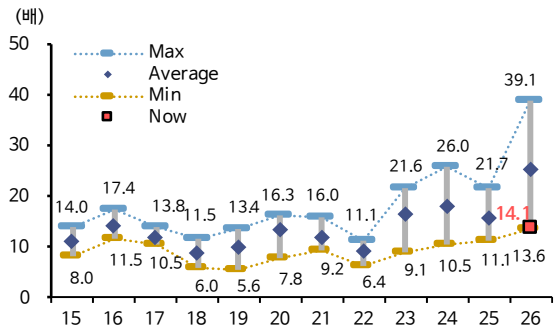
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

테스 Cycle별 시가총액과 12MF P/E



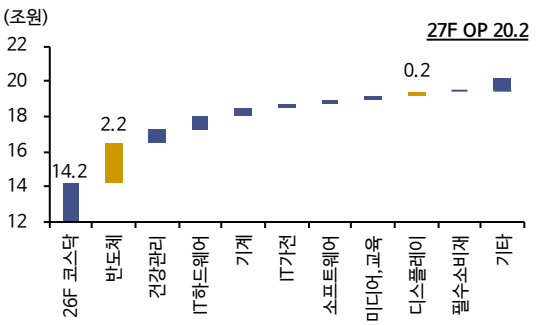
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

전공정 장비주 12MF P/E Box Plot



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

27F 코스닥 업종별 영업이익 기여도



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권 / 주: KSQ WICS 26



반도체

비중확대 (유지)

노이즈 캔슬링 *소음을 잠재울 실적

신한투자증권
기업분석1부

김형태 수석연구원
☎ 02) 3772-3609
✉ calebkim@shinhan.com

송혜수 연구원
☎ 02) 3772-2679
✉ hyesus@shinhan.com

신한 리서치 투자정보

Investment Summary

전망 – 노이즈보다는 숫자를 믿어볼 시간

27년 메모리 공급 B/G
- DRAM +21%
- NAND +23%

2027년 DRAM, NAND 공급 B/G(전년대비)는 21%, 23%, 수요 충족률은 각각 -7%, -5%로 추정된다. 공급사들의 공격적인 CapEx 집행 의지가 확인되고 있으나 타임라인 고려 시 지속적인 초과 수요 환경이 전개될 것으로 예상된다. 연간 메모리 ASP 상승률은 DRAM 평균 40%, NAND 평균 31% 수준을 전망한다.

제한적 출하 성장
DRAM: HBM 비중 확대
NAND: 전환 투자 집중

2027년 DRAM 3사(삼성전자, SK하이닉스, 마이크론) CapEx는 전년대비 40% 이상 증가할 전망이다. DRAM 투자 Pulling, NAND 전환투자가 가속화되고 있으나 타임라인 상 유의미한 수급 불균형 완화는 1H28 이후 반영될 것으로 추정된다. 2027년 DRAM은 HBM 생산 비중 확대에 따라 예상 대비 B/G가 제한적 수준에 그칠 가능성도 상존한다. NAND는 공간 제약에 따라 전환(Migration) 중심 투자가 지속될 것으로 예상돼 타이트한 수급 환경이 유지될 것으로 보인다.

다시 부각될 HBM
- 단가 인상 효과 기대

1Q27 DRAM은 HBM 단가 인상 효과로 Blended ASP 상승폭 재가속(+10~15%)이 확인될 전망이다. 스마트폰 출하 감소 우려에도 SOCAMM 공급 본격화로 LPDDR(저전력 DRAM) 가격도 인상될 것으로 예상한다. 스펙 하향 조정 우려가 불거졌으나 용량 기준 계약 물량은 변화가 없는 것으로 파악된다. 견조한 범용 DRAM 가격과 신규 애플리케이션 확장 효과가 맞물리는 시기로 판단된다. HBM 수요는 2026년 350억Gb → 2027년 590억Gb으로 69% 증가가 기대된다.

장기 계약(LTA)
- 수요 가시성 확보
- 최소 마진 50% 상회

2026년 말 LTA 체결 비중(Capa 기준)은 35~40%로 추정되며 2027년부터 50%를 상회할 것으로 전망된다. 계약 구조상 가격 Band는 공급사 수익성에 맞춰 단가 변동을 반영할 가능성도 존재한다. 가격 하락을 가정하더라도 최소 50%를 상회하는 수익성이 기대된다. 글로벌 메모리 시장은 2026년 9,750억달러(+334%, DRAM 6,573억달러, NAND 3,178억달러)에서 2027년 1조 6,771억달러(+72%, DRAM 1조 2,179억달러, NAND 4,592억달러)로 성장할 전망이다.

Top Picks – 삼성전자, SK하이닉스, 피에스케이, 피에스케이홀딩스

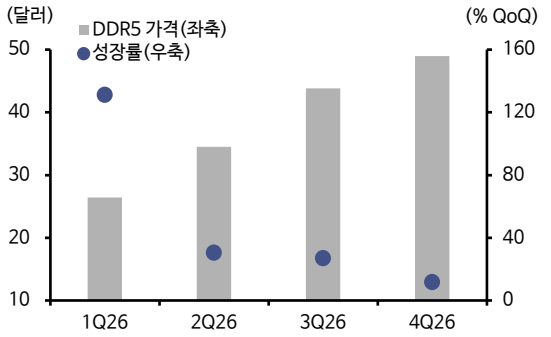
삼성전자는 HBM 가격 인상이 반영된 이후 시장 침투가 가속화된다는 점에 주목한다. 향후 전개될 cHBM 시장 형성 과정에서도 Base die 자체 생산(턴키)이 강점으로 작용할 수 있다. 반도체 부문 연간 영업이익률은 75.5%로 전망하며 파운드리 사업 개선 속도에 따라 추가 상향도 가능할 것으로 예상된다.

SK하이닉스의 수익성 추가 개선 기대감도 유효하다. HBM 가격은 시장 예상보다 높은 수준으로 단가 협상이 마무리됐을 것으로 판단된다. 범용 메모리 ASP의 동반 상승 기조 유지되며 2027년 연간 영업이익률은 80.5%로 개선될 전망이다.

피에스케이, 피에스케이홀딩스는 공통적으로 1) 주요 글로벌 칩 메이커 레퍼런스 확보, 2) 독과점적 시장 지배력을 확보하고 있다. 글로벌 반도체 CapEx 상승 구간이 본격화됨에 따라 국내외 투자 확대 수혜가 온전히 반영될 가능성이 높다.

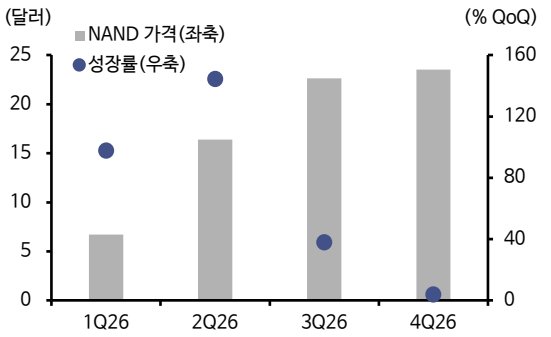
I. Key Charts

2026년 분기별 DRAM 가격 상승폭



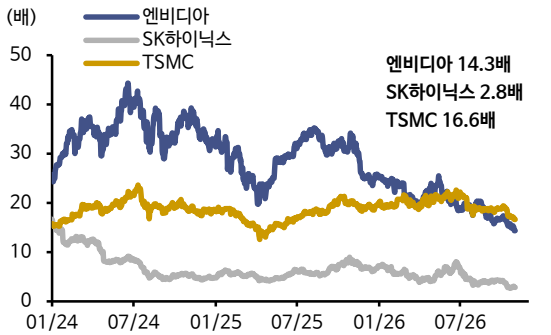
자료: DRAMeXchange, 신한투자증권

2026년 분기별 NAND 가격 상승폭



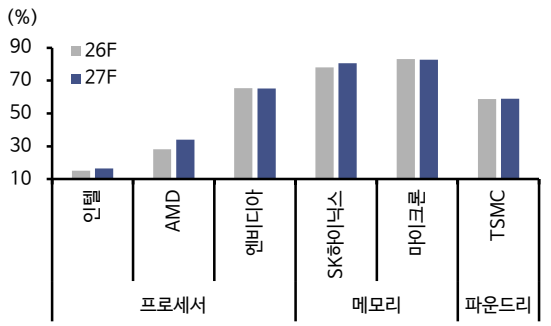
자료: DRAMeXchange, 신한투자증권

프로세서/메모리/파운드리 12개월 선행 PER 추이



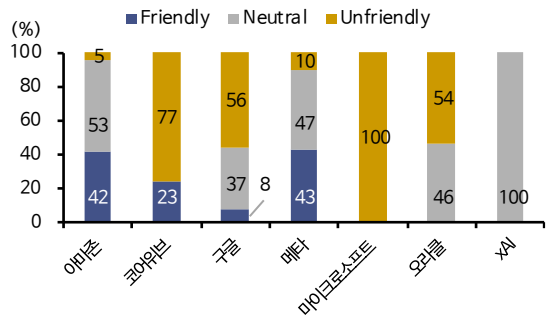
자료: Bloomberg, 신한투자증권

프로세서/메모리/파운드리 OPM 비교



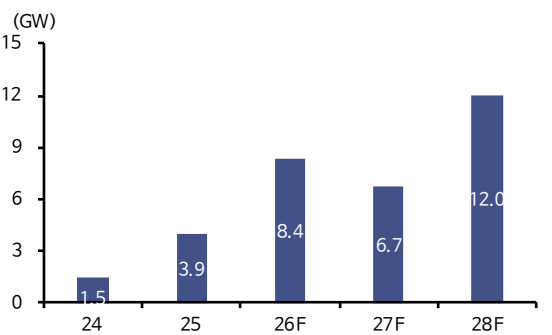
자료: Bloomberg, 신한투자증권

기업별 데이터센터 우호/비우호 지역 노출도



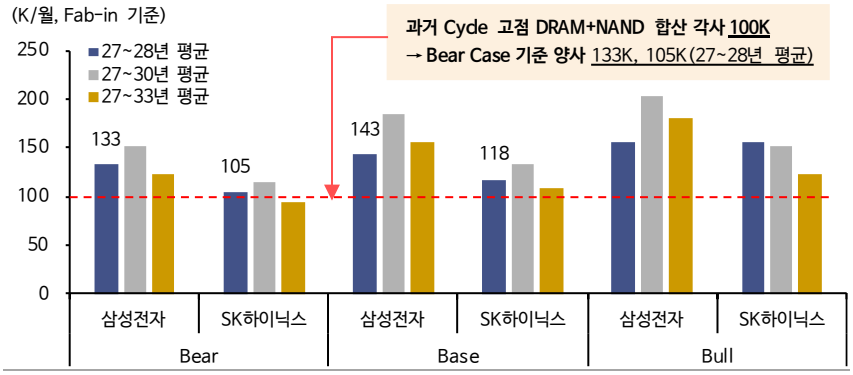
자료: Brownstein, Epoch AI, 신한투자증권

미국 연도별 데이터센터 용량 증가량



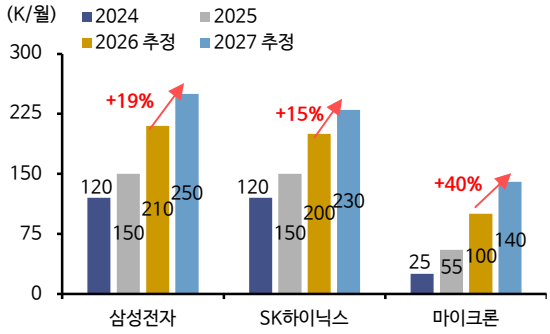
자료: Epoch AI, 신한투자증권

국내 메모리사 중장기 신규 투자 규모 추정(Fab-in 기준)



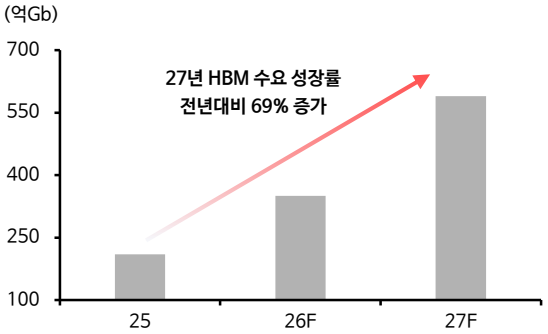
자료: 신한투자증권 추정

DRAM 3사 HBM Capa 추정



자료: Trendforce, 신한투자증권 추정

HBM 수요 추이 및 전망



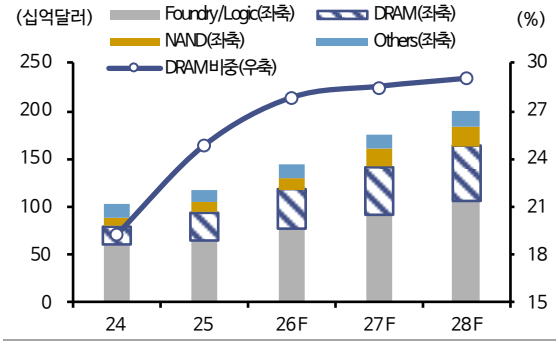
자료: Trendforce, 신한투자증권 추정

메모리 업체들의 LTA 체결 현황

	2026년	중장기 목표
삼성전자	대형 고객 10개사와 LTA 체결, 추가 10개사 협의 중	30년까지 Capa의 60~70%
SK하이닉스	주요 고객 14개사와 LTA 체결	27~28년까지 Capa의 50% 이상, 29년까지 DRAM 완판
마이크론	26건의 SCA 체결	FY27 생산량 75% 이상 SCA, 일반 계약 합산 확보, 30년까지 매출의 약 50% SCA로 확보 목표
샌디스크	주요 고객 8개사와 체결	FY28 기준 2/3 이상 확보. 추가 상승 예상

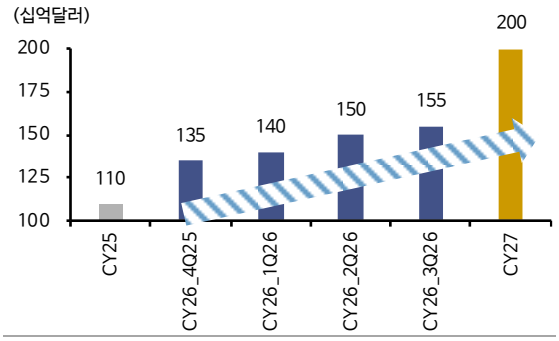
자료: 각 사, 신한투자증권

웨이퍼 팹 장비 제품별 추이 및 전망



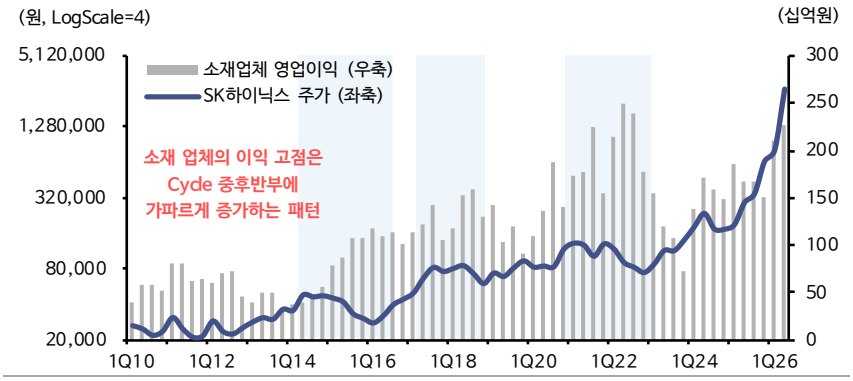
자료: SEMI, 신한투자증권 / 주: 2026년 7월 자료 인용

램 리서치(LRCX) WFE 시장 규모 전망



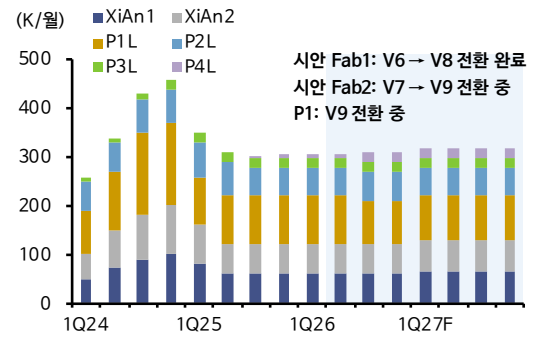
자료: 램 리서치, 신한투자증권

소재 업체의 이익은 Cycle 중반부터 증가하는 패턴



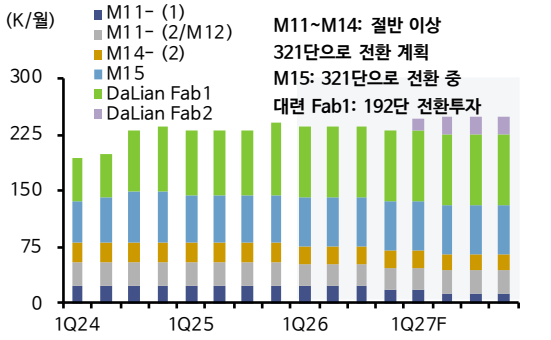
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

삼성전자 NAND 라인별 전환투자



자료: Trendforce, 신한투자증권 추정

SK하이닉스 NAND 라인별 전환투자



자료: Trendforce, 신한투자증권 추정

신한 Premier 리서치

Shinhan



엔터/미디어/레저

비중확대 (유지)

27년 홀수 해가 특별한 이유

신한투자증권
기업분석2부

지인해 연구위원
☎ 02-3772-1562
✉ inhae.ji@shinhan.com

신한 리서치 투자정보

I. Investment Summary

전망 - 27년 특별한 홀수 해 맞이

26년의 서러움을 뒤로하고, 27년 특별한 홀수 해가 시작된다. 엔터/미디어/레저에 대한 비중확대 의견을 제시한다. 업종마다 27년이 특별한 이유는 다음과 같다.

[엔터] 26년 10월 저점 ~ 27년은 28년 기대감을 선반영할 전망 하이브+에스엠

엔터 실적은 27년 다소 쉬어간다. 합산 매출액 7.2조원, 손익 9,946억원으로 전년대비 9%, 4%(일회성 제거) 감소할 전망이다. 하지만 실적과 주가가 늘 같지만은 않다. 엔터는 보통 짝수 해 말이 저점이었다. 그것도 합산 시가총액은 11조원 저점~반등 시 23조원까지 유사한 레벨에서 움직였다. 24~25년을 제외하면 늘 증익해 온 산업이나, W자 주가 패턴을 반복해왔다. 공통점은 1) 불확실성 해소, 2) 모멘텀 포착, 3) 미래가치 선반영이다. 26년 짝수 해 말에도 반등이 유효하다.

합산 시가총액 11조원으로 '저점 레벨 기준에 부합'한다. 반면 PER은 11배~20배로 역사적 저점이다. 우려는 해소돼가는 중이다. 슈퍼 IP 레버리지의 불확실성은 분기 실적으로 점차 입증해가고 있고, 월드투어 이후에도 BTS 활동이 지속될 것이라는 공식 코멘트로 2H27 공백 우려가 사라질 것이다. 5세대 IP의 ramp-up은 빠르게 확인된다. 하이브 26년 투어 관객 중 非BTS가 49%다. 5세대 IP의 투어+굿즈 본격화로 이익 기여 상승이 자명하다. 28년은 BTS 컴백+세븐틴 완전체+5세대 IP 성장+고연차 IP의 2년 주기 활동 등이 맞물린다. 26년보다 큰 이익 사이클이다. 주가는 현재 하단~27년에 28년 재료들을 선반영시킬 가능성이 높다.

[미디어] 시장재편으로 긴 불황의 끝자락 CJ 그룹 내 콘텐츠 삼총사

미디어의 키워드는 시장재편이다. 홈플러스 회생 절차로 이마트가 주목받았던 맥락과 유사하다. 유동성 위기를 겪고 있는 채널로부터 TV광고물량은 이탈돼 유사한 경쟁력을 지닌 CJ ENM과 SBS로 흘러들어갈 가능성이 높다. 27년은 적자 프로젝트인 대형 스포츠도 상대적으로 적은 홀수 해다. 오롯이 콘텐츠로만 광고를 유치해야 하기에 양사에 유리한 사업환경이다. 각각 티빙 턴어라운드 기조와 온라인 수익 증가로 OTT 성장도 뚜렷하다. CJ ENM의 전체 광고매출(레거시 TV+티빙 중간광고)은 6년 만에 플러스 성장 전환될 전망이다. 양질의 시놉시스는 스튜디오드래곤(제작비 효율화+편수 증가+hit-ratio↑), 스튜디오S에 쏠릴 수 있는 기회다. 극장은 CJ CGV 중심 재편이 예상된다. 메가박스와 롯데시네마의 사이트 폐점, 유명 특별관 브랜드 보유 및 운영, 4DPLEX 재평가 때문이다.

[레저] 인바운드 27년 2,600만명, 50조원 호텔 우위 지속

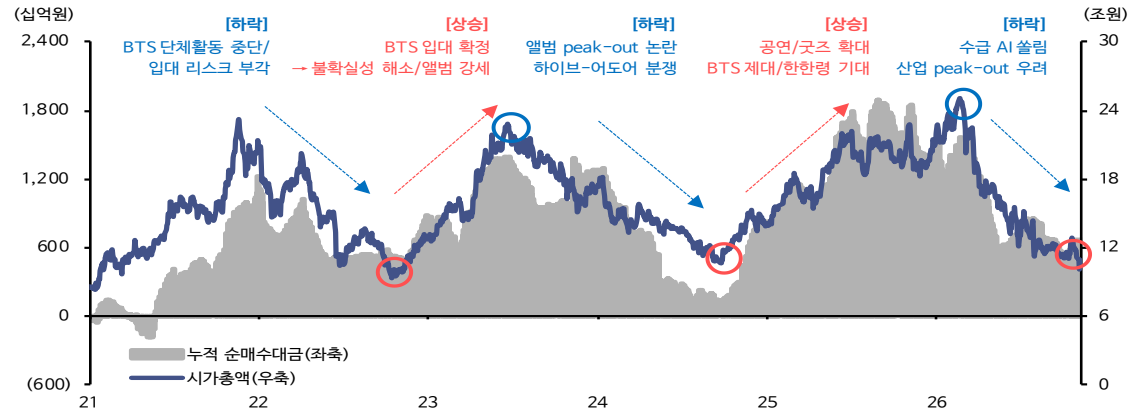
레저는 27년 2,600만명, 관광수입 50조원으로 인바운드 호황이 지속될 전망이다. 28년 정부 목표 3천만명을 위해서라도 비자 규제 완화 등 우호적인 정책이 펼쳐질 가능성이 높다. 투자심리가 훼손된 외인 카지노 대비 호텔이 우세하다.

Top Picks - 하이브(352820), 서부T&D(006730)

로열티 강한 팬덤 소비로 금리와 물가에서도 자유로운 엔터는 하이브(최선호)·에스엠(선호), 레저는 이어지는 호텔 실적 성장+부동산 디벨로퍼 가치가 반영되는 서부T&D(최선호)를 추천한다. 오래 소외돼 온 미디어는 시장재편의 수혜주인 CJ 그룹 내 콘텐츠 삼총사(CJ ENM·스튜디오드래곤·CJ CGV)가 선호주다.

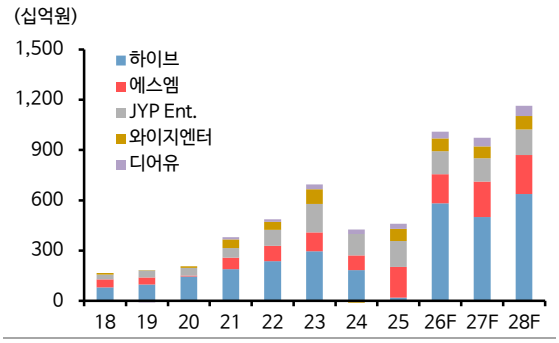
II. Key Charts

엔터 5개사 외인+기관 수급 및 합산 시가총액 추이



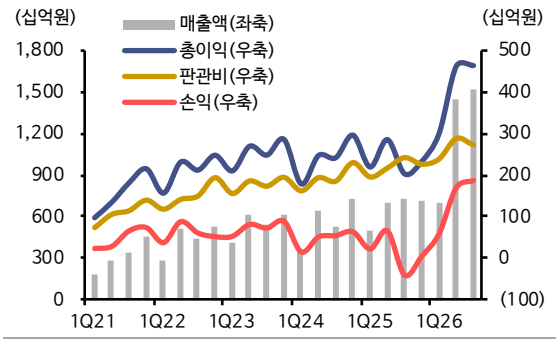
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

엔터업종 커버리지 영업손익 추이 및 전망



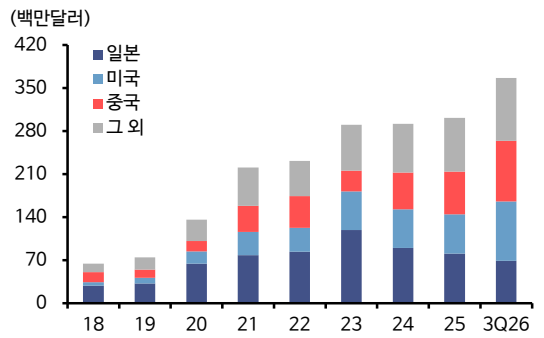
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

하이브 실적 추이



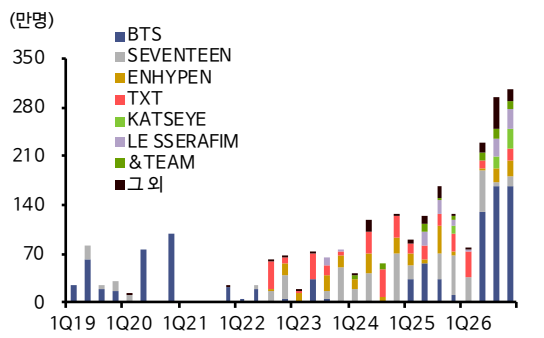
자료: 회사 자료, 신한투자증권

국가별 앨범 수출액



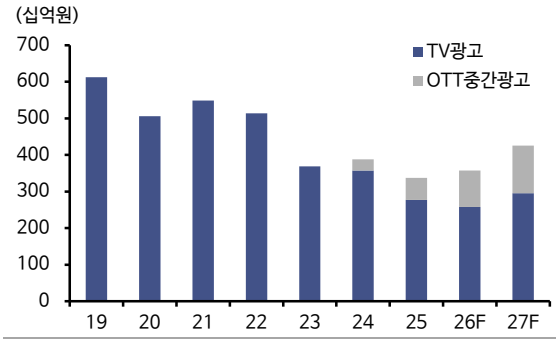
자료: KITA, 신한투자증권

하이브 BTS vs. 非BTS 콘서트 관객수



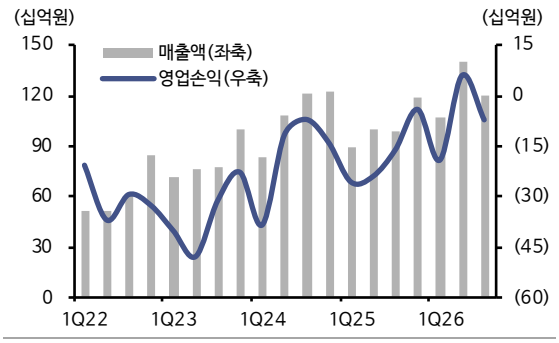
자료: 회사 자료, 신한투자증권

CJ ENM TV광고+OTT중간광고 합산



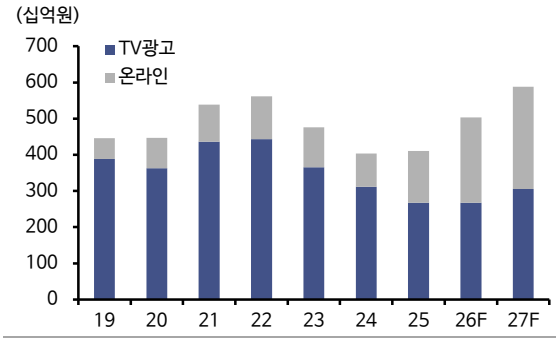
자료: 회사 자료, 신한투자증권

티빙 분기 실적 추이



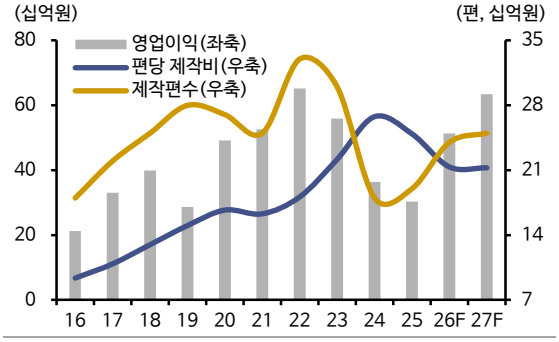
자료: 회사 자료, 신한투자증권

SBS 주요 사업부 연간 매출액



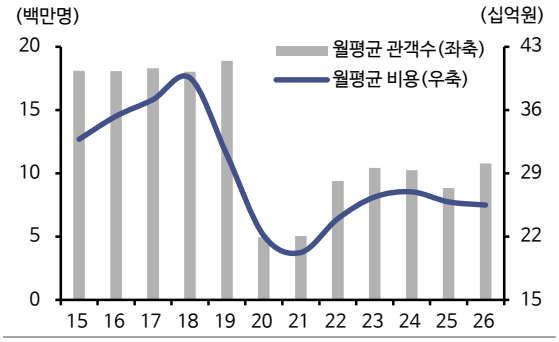
자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 제작편수, 편당 제작비, 손익



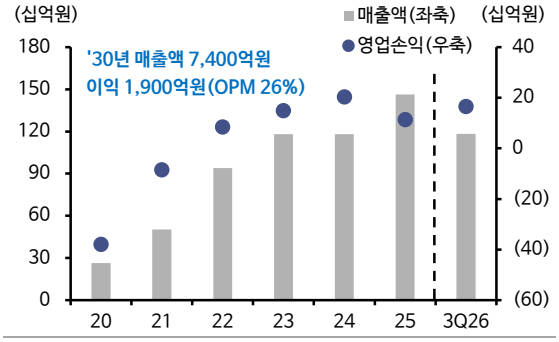
자료: 회사 자료, 신한투자증권

CJ CGV 월평균 관객수와 비용



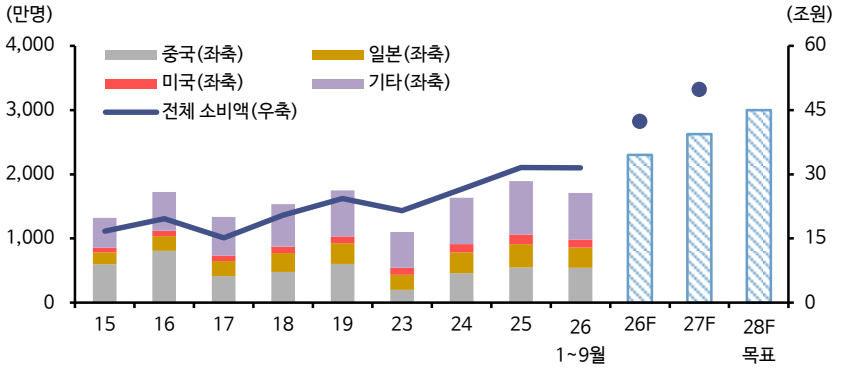
자료: 회사 자료, 신한투자증권
주: 26년은 1~9월 평균

4D PLEX 실적 추이 및 목표치



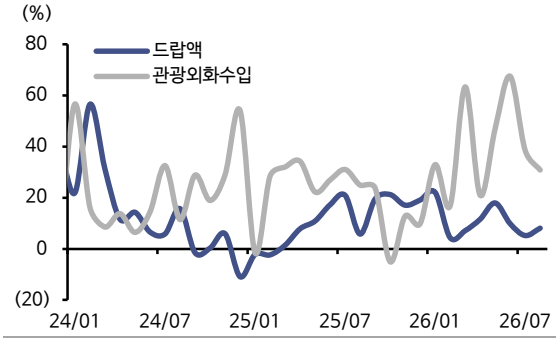
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연도별 인바운드 규모와 외국인의 국내 소비 추이 및 전망



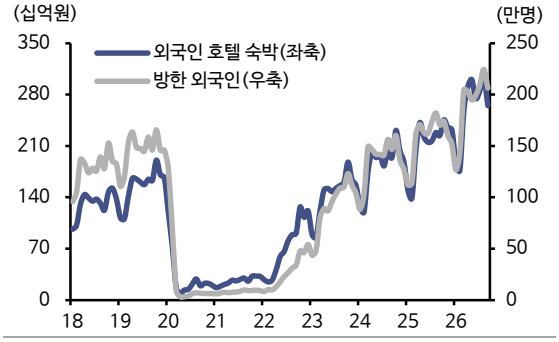
자료: ECOS, 관광지식정보시스템, 신한투자증권

카지노 드랍액 vs. 관광외화수입 YoY 증감률



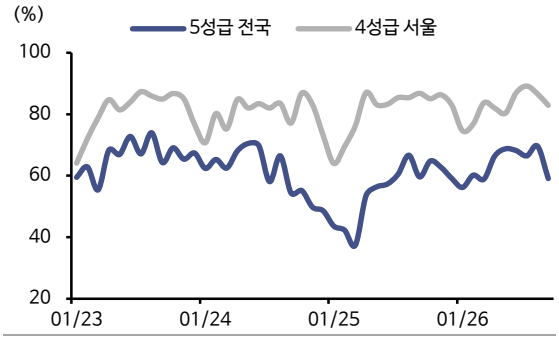
자료: 회사 자료, ECOS, 신한투자증권

인바운드와 외국인의 호텔 숙박비



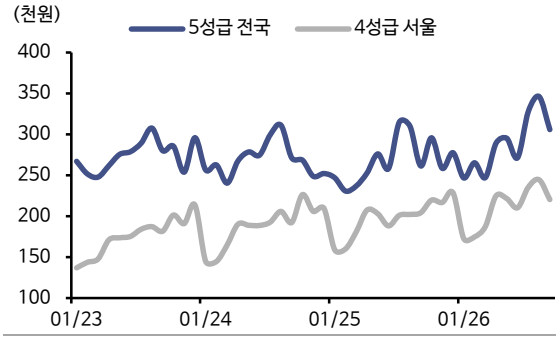
자료: ECOS, 관광지식정보시스템, 신한투자증권

5성급 전국 vs. 4성급 서울 호텔 객실점유율(OCC)



자료: 야놀자, 신한투자증권

5성급 전국 vs. 4성급 서울 평균객실요금(ADR)



자료: 야놀자, 신한투자증권

V. Top Picks

하이브, 서부T&D, CJ 그룹 내 콘텐츠 종목들

[엔터]
최선호주: 하이브
- BTS 캐시카우+5세대 IP
선호주: 에스엠
- 코스닥 엔터주 중 수익화 IP 최다 보유

짝수 해 말의 기적, 그리고 특별한 27년의 홀수 해를 맞이한 엔터업종에서는 하이브와 에스엠을 추천한다. 하이브는 1) 슈퍼 IP(BTS)의 캐시카우 위에 2) 5세대 IP(캣츠아이, 코르티스 등)의 글로벌 성과를 차곡차곡 쌓아가며 3) 내년 미국 현지 걸그룹/보이그룹 데뷔를 앞둔 대장주다. 26년 투어 관객수 중 非BTS가 49%나 된다. 본격적인 공연+굿즈 수익화로 5세대 IP의 이익 기여도는 지속 상향되겠다. 주가는 불확실성을 해소하는 지금부터 27년 내내 28년의 이익 사이클과 새로운 주가 상승 재료들을 선반영할 것으로 기대된다. 선호주는 에스엠이다. 수익화 중인 IP 자산이 가장 많다. 내년에도 주력 IP(에스파/NCT 등) + 신인 IP(라이즈, 하츠투하츠, 신규 데뷔) + 레거시 IP(소녀시대)의 조화가 가장 원활하다.

[미디어] CJ 콘텐츠 3사 시장재편·구조조정 기대
CJ ENM: TV광고 반사 수혜
드래곤: 양질의 콘텐츠 생산
CJ CGV: 극장 재편 수혜와 4DPLEX 재평가

미디어는 CJ 그룹 내 콘텐츠 종목들에 기다린 보람이 크겠다. CJ ENM, 스튜디오드래곤, CJ CGV다. 시청 소비트렌드 변화(TV, 극장 → OTT)와 제작비 증가에 따른 긴 불황 끝에 의미 있는 시장재편/구조조정이 기대되기 때문이다. 홈플러스 회생 절차로 이마트가 주목받았던 맥락과 유사하다. 특정 채널로부터 이탈한 TV광고의 반사 수혜는 유사한 콘텐츠 경쟁력을 지닌 CJ ENM과 SBS가 볼 가능성이 높다. 특히 27년은 대형 스포츠 이벤트도 상대적으로 적을 홀수 해로 오롯이 콘텐츠로만 광고를 유치해야 한다. 양질의 좋은 시놉시스는 이미 제작비 효율화와 제작편수 증가, hit-ratio 확대로 턴어라운드 기조가 명확한 스튜디오드래곤에게 더 쏠릴 수 있는 기회다. 최근 메가박스와 롯데시네마의 사이트 폐점, 유명 특별관 브랜드 보유 및 운영, 4DPLEX 재평가로 CJ CGV 중심의 재편이 예상된다.

[레저] 서부T&D
인바운드+공급 부족에 디벨로퍼 가치 부각 기대

레저는 인바운드가 좋지만, 수혜 종목이 제한적이다. 수혜가 확실한 외인 카지노는 불편한 홀드율 변동성, 마카오 주가 부진, 세금 인상 가능성, 비우호적인 정책 등으로 투자심리가 대폭 위축됐다. 인바운드 호조+수요 대비 공급 부족 스토리가 유효한 호텔업에는 여전히 기회가 있다. 그 중 지속되는 호텔 실적 성장(경쟁사 대비 OCC 및 ADR 상승 여력 풍부)과 부동산 디벨로퍼(용산, 신정동 재개발)로서의 가치가 반영될 서부T&D를 추천한다.

엔터/미디어/레저 선호 종목 정리

	매출액			영업손익			영업이익률		
(십억원, %)	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F
하이브(최선호)	2,649.9	5,097.1	4,245.8	49.3	347.9	522.1	1.9	6.8	12.3
에스엠(선호)	1,174.9	1,275.0	1,434.4	183.0	177.1	211.7	15.6	13.9	14.8
CJ CGV(선호)	2,275.4	2,498.4	2,648.3	96.2	147.4	158.8	4.2	5.9	6.0
CJ ENM(선호)	5,134.5	5,114.8	5,561.7	132.9	125.5	214.1	2.6	2.5	3.8
스튜디오드래곤(선호)	530.7	590.6	622.9	30.4	51.3	63.5	5.7	8.7	10.2
서부T&D(최선호)	248.3	337.0	366.8	70.3	91.1	101.9	28.3	27.0	27.8

자료: 신한투자증권 / 주: 하이브 26F 일회성 비용을 제외한 조정영업이익은 6,029억원(OPM 11.8%)

하이브 (352820)

다방면에서 확인되는 저점 시그널

2026년 11월 11일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	210,000 원 (하향)
✓ 상승여력	46.4%	✓ 현재주가 (11 월 10 일)	143,400 원

신한생각 실적은 다소 쉬어가나, 주가는 재료 선반영 기대

BTS 캐시카우+5세대 IP를 차곡차곡 쌓아가는 중. 주가는 불확실성이 해소되는 현재 저점~28년 IP 기반 이익 사이클을 27년 내내 선반영해 갈 전망

3Q26 Review: 3개 분기 연속 서프라이즈

매출 1.5조원(YoY 110%, 이하 동일), 손익 1,885억원(흑전, OPM 12.4%)으로 연이은 호실적. 매출원가율 69.7%, 판관비 2,745억원(18%)은 당사 추정치 부합. 비용 증가와 원화강세를 압도하는 외형 성장이 핵심. 앨범 930만장(코르티스 구보 180만장⇒팬덤 유입), 다수 IP들의 투어로 전사업부 실적 호조. 다만 원화강세에 따른 환관련 일회성 비용으로 순이익 쇼크

27년 매출 4.25조원(-17%), 손익 5,221억원(50%, 일회성 감안 시 -13%) 예상. 감익 예상에도 주가는 저점 시그널. 동사 주가는 불확실성 해소+새로운 재료+미래가치 선반영이 맞물릴 때 반등. 현재도 유사한 환경. 1) 우려했던 BTS 불확실성 해소. 레버리지는 3개 분기 연속 실적으로 입증, '투어 이후에도 BTS 완전체&솔로 활동이 이어질 것'이라고 공식 발표⇒2H27 실적 공백 최소화, 2) 코르티스, 캣츠아이 등 성장 IP의 글로벌 성적(26년 非BTS 관객수 비중 49%, 27년 투어+굿즈 기여 본격화)과 27년 글로벌 IP 2팀 데뷔는 주가 상승 재료, 3) 28년 더 큰 이익 사이클(BTS 컴백+세븐틴 완전체+5세대 수익화) 미래가치는 빠르게 '선반영' 할 것

Valuation & Risk: IP 흥행에도 공모가에 가까운 주가

기존 투자의견 유지. 27년, 28년 PER 각각 17배, 14배. 사상 최대 실적에도 역사적 하단 멀티플과 공모가에 가까운 주가가 하단을 지지할 전망

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	2,255.6	2,649.9	5,097.1	4,245.8	5,100.0
영업이익 (십억원)	184.0	49.3	347.9	522.1	662.5
순이익 (십억원)	9.4	(237.3)	69.0	366.7	455.2
ROE (%)	0.3	(7.3)	2.1	10.7	12.2
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.5	1.8	2.2
PER (배)	858.8	-	89.5	16.9	13.6
PBR (배)	2.5	4.3	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA (배)	24.9	69.9	12.1	8.7	6.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[엔터테인먼트]

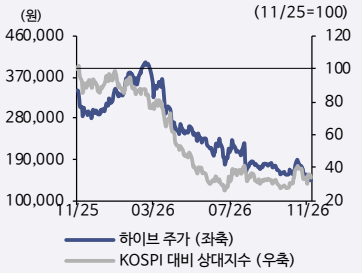
지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

Revision	
실적추정치	상향
Valuation	하향

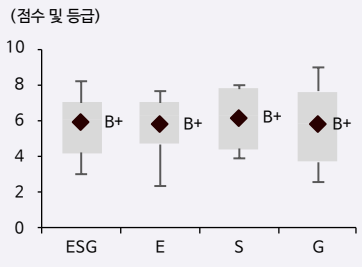
시가총액	6,181.5 십억원
발행주식수(유동비율)	43.1 백만주(57.3%)
52 주 최고가/최저가	404,500 원/138,000 원
일평균 거래액 (60 일)	38,779 백만원
외국인 지분율	18.2%
주요주주 (%)	
방시혁 외 11 인	28.6
넷마블	7.1

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(12.5)	(22.0)	(53.1)	(58.6)
상대	10.7	(6.2)	(63.5)	(65.9)

주가



ESG 컨센서스



에스엠 (041510)

높은 증익과 저평가 겸비

2026년 11월 11일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	110,000 원 (유지)
✓ 상승여력	48.8%	✓ 현재주가 (11 월 10 일)	73,900 원

신한생각 가장 큰 경쟁력은 팬덤 사업의 이해도와 다수의 수익화 IP

27년 Full Cycle로 확실한 증익 엔터주. 경영쇄신 목표 하에 4년째 이어지는 본사와 자회사 실적 및 체질 개선, 재무적 성과, 주주환원까지 이어지는 흐름 가장 원활. 27년 PER 13배는 자명한 저평가로 매수 기회

3Q26 Review: 27년 성과를 위한 일보 후퇴

매출 2,911억원(YoY -9.5%, 이하 동일), 손익 355억원(-26.4%, OPM 12.2%)으로 추정치 하회. 1) 투어/팝업/캐릭터/라이센싱 전반에 걸친 전략 강화로 굿즈 호조(621억원(23.5%))에도 불구, 2) 예상보다 앨범/투어가 더 부진했던 탓. 신보 발매 감소로 앨범 매출 228억원(-67%), 비중 13.1%로 축소, 투어는 횟수 대비 적은 venue로 MG와 수익성 하락. 3) 지속되는 자회사 실적 개선은 고무적, 4) 순이익은 원화강세에 따른 외화평가손실

27년은 다시 'Full Cycle'로 매출 1.4조원(12.5%), 손익 2,117억원(19.5%, OPM 14.8%) 전망. 25년 NCT 공백, 26년 에스파의 서구권 투자를 다른 IP들이 커버해줬다면, 27년은 팬덤을 키워가는 NCT Wish(앨범 판매량 급증)와 라이즈의 월드 투어 체급 확대+NCT 완전체 컴백+수익성이 담보된 아시아 중심으로 재차 집중하는 에스파+하츠투하츠 성장과 신규 보이그룹+레거시 소녀시대 가세. 28년 신규 IP 1개, 29년까지 중국 IP 데뷔 계획

Valuation & Risk: 확실한 증익과 저평가(PER 13배)

기존 투자의견 유지. IP Full Cycle 감안 시 실적 하향 가능성 제한적. 반면, 현주가는 27년 PER은 13배에 불과. 과거 한한령, 엔저, IP 사건사고에서도 꿋꿋하게 버텼던 멀티플 보다 낮은 역사적 하단. 높은 증익x저평가=매수!

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	989.7	1,174.9	1,275.0	1,434.4	1,563.5
영업이익 (십억원)	87.3	183.0	177.1	211.7	233.8
순이익 (십억원)	18.3	347.2	99.2	133.4	148.9
ROE (%)	2.6	41.6	9.5	11.8	12.1
배당수익률 (%)	0.5	1.2	1.8	2.4	2.6
PER (배)	97.2	8.9	17.1	12.7	11.4
PBR (배)	2.7	3.1	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA (배)	10.4	11.7	6.0	5.0	4.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[엔터테인먼트]

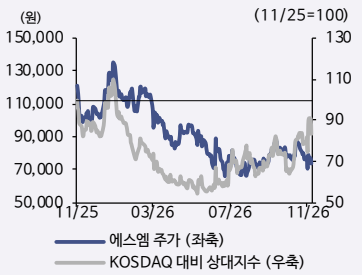
지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

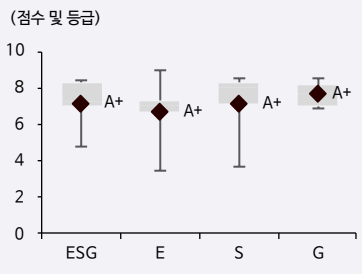
시가총액	1,691.9 십억원
발행주식수(유동비율)	22.9 백만주(58.3%)
52 주 최고가/최저가	135,000 원/66,500 원
일평균 거래액 (60 일)	8,670 백만원
외국인 지분율	29.9%
주요주주 (%)	
카카오 외 8 인	41.7
TME Hong Kong Limited	9.7

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(4.6)	(3.1)	(28.0)	(44.2)
상대	27.4	24.0	(4.3)	(20.9)

주가



ESG 컨센서스



CJ CGV (079160)

시장재편과 환골탈태

2026년 11월 11일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	6,300 원 (유지)
✓ 상승여력	22.3%	✓ 현재주가 (11 월 10 일)	5,150 원

[미디어]
지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

신한생각 극장 재편의 수혜주로 주목할 때

27년 시장재편과 특별관 재평가로 크게 수혜 볼 극장+기술주. 다년간 노력해 온 체질 개선으로 이익 레버리지/실적 성장/멀티플 상향 여력 충분

3Q26 Review: 레버리지 확인, 16년 이후 최대 실적

매출 6,881억원(YoY 18%, 이하 동일), 손익 736억원(215%, OPM 11%)으로 기대치 상회. 〈오디세이〉, 〈스파이더맨〉 흥행 기여. 항목별 손익/OPM은 국내 280억원/10.8%, 4DPLEX 90억원/21.2%, ONS 165억원/7.4%, 베트남+중국 등 해외 224억원/10.7%. 1) 키오스크 자동화, 구조조정, 비용통제 기반 국내 레버리지 확인. 3Q19→3Q26 전국 관람객 61백만→40백만, 손익(OPM) 265억원(9.4%)→280억원(10.8%). 2) 4DPLEX 성장 지속. GBO 2억달러(33.3%)로 최대치, 4Q26 사이트 오픈(95관+) 가속화 예정

27년 매출 26,483억원(6.0%), 손익 1,588억원(7.7%, OPM 6.0%) 전망. 1) 경쟁사 반사 수혜(타사 사이트 폐업), 2) 코로나19 이후 적극적인 비용구조 개편으로 국내 전체 관람객수 1.2억명만 있어도 BEP 레벨로 자생력 확보(19년 2.3억명→24년 1.2억명), 3) 국내 유일하게 IMAX관 보유, 4DX, SCREENX 직접 운영하는 등 4DPLEX 특별관 재평가(사이트 확장→특별관 영화 확대→글로벌 BO 확장→BO RS로 이어지는 asset-light 성장 구조) 기대. 4DPLEX에서만 30F 이익 가이던스 1,900억원(OPM 26%) 제시

Valuation & Risk: EV/EBITDA 극장 7~8배 vs. 특별관 11~12배

기존 투자의견 유지. 27F EV/EBITDA 극장 7.2배 vs. IMAX 11.5 배 vs. CGV 5.9배→극장 멀티플에 기술력을 더할 때. 7년 만에 순이익 흑전은 덤

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	1,957.9	2,275.4	2,498.4	2,648.3	2,807.2
영업이익 (십억원)	75.9	96.2	147.4	158.8	182.5
순이익 (십억원)	(171.0)	(143.8)	4.6	8.3	39.7
ROE (%)	(30.7)	(22.8)	0.8	1.4	6.1
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
PER (배)	-	-	186.9	102.9	21.5
PBR (배)	1.3	1.7	1.4	1.4	1.2
EV/EBITDA (배)	8.5	7.8	5.9	5.9	5.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	852.8 십억원
발행주식수(유동비율)	165.6 백만주(45.6%)
52 주 최고가/최저가	6,570 원/4,220 원
일평균 거래액 (60 일)	2,302 백만원
외국인 지분율	6.1%
주요주주 (%)	
CJ 외 1 인	50.9

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	2.4	(7.5)	3.0	(11.5)
상대	29.5	11.2	(19.9)	(27.2)

주가



CJ ENM (035760)

전체 광고(TV+티빙) 플러스 전환 예상

2026년 11월 11일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	50,000 원 (유지)
✓ 상승여력	26.3%	✓ 현재주가 (11 월 10 일)	39,600 원

[미디어]
지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

신한생각 드디어 확인된 본업 회복

5년간의 불황을 딛고 미디어 실적 개선과 주효한 티빙 성장 확인. 커머스와 음악은 전략적 투자로 수익성 악화됐으나, 경쟁사 대비 압도적인 외형 성장으로 시장지배력 강화 중. 펀더멘털 개선⇒주가 상승으로 본격화될 때

3Q26 Review: 유의미한 미디어/콘텐츠 실적 개선

매출 1.2조원(YoY -4%, 이하 동일), 손익 221억원(26%, OPM 1.9%)으로 당사 추정치 상회. 이익 기준 미디어 59억원(흑자전환), 영화드라마 155억원(126.8%)이 호실적 견인. 1) 비수기에도 플랫으로 선방한 TV광고, 2) 유의미한 티빙 성장 덕. 티빙은 매출 22%(그 중 중간광고 42%) 성장, -72억원 손실 기록했지만, 일회성 비용이 없었다면 2Q26부터 시작된 흑자전환 지속됐을 것으로 추정. 3) 음악과 커머스는 전략적 투자(엠넷플러스 플랫폼, 오리지널 콘텐츠, MLC 마케팅 등)로 이미 소통됐던 수익성 부진

27년 매출액 5.6조원(8.7%), 영업이익 2,141억원(70.6%, OPM 3.8%) 예상. 기업가치에 가장 중요한 미디어 실적 개선에 주목. TV광고는 규제완화와 경쟁사 반사 수혜, 티빙은 MAU 천만 기반의 구독수익, 고마진 해외판매와 중간광고수익이 더해져 구조적인 턴어라운드 지속돼 ⇒ 전체 광고 매출액(레거시 TV+OTT 중간광고)은 6년 만에 플러스 성장 전환될 전망

Valuation & Risk: 재무, KBO 재계약은 우려 요인

투자의견 유지. '28년 전략적으로 투자해 온 다양한 사업부의 수익 본격화' 장기 전략에 근접하는 중. 실적은 추정치 대비 소폭 상향하나, 재무적인 이슈와 KBO 재계약에 따른 비용 증가는 우려 요인으로 지켜볼 필요

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	5,231.4	5,134.5	5,114.8	5,561.7	5,951.0
영업이익 (십억원)	104.5	132.9	125.5	214.1	249.9
순이익 (십억원)	(503.4)	29.5	12.3	74.5	111.2
ROE (%)	(16.7)	1.1	0.4	2.6	3.8
배당수익률 (%)	-	-	-	-	3.5
PER (배)	-	48.0	70.7	11.7	7.8
PBR (배)	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (배)	2.3	2.8	2.5	2.3	2.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	상향
Valuation	유지

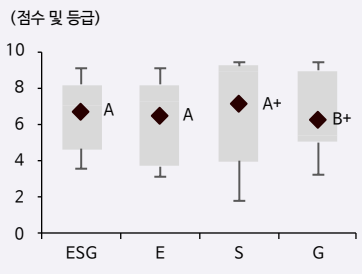
시가총액	868.4 십억원
발행주식수(유동비율)	21.9 백만주(51.9%)
52 주 최고가/최저가	80,000 원/28,850 원
일평균 거래액 (60 일)	3,011 백만원
외국인 지분율	10.5%
주요주주 (%)	
CJ 외 8 인	42.8

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	9.5	7.6	(40.3)	(40.6)
상대	46.4	37.7	(20.5)	(15.9)

주가



ESG 컨센서스



스튜디오드래곤 (253450)

성장성과 수익성 동시 확보

2026년 11월 11일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	30,000 원 (유지)
✓ 상승여력	30.7%	✓ 현재주가 (11 월 10 일)	22,950 원

[미디어]
지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

신한생각 증명한 실적이 드디어 주가로!

5개 분기 연속 증명한 실적 턴어라운드 기조 ⇒ 본격적인 주가 반등으로 이어지는 흐름. 27년은 대작 2편(일반 작품의 3배), 넷플릭스 재계약 등으로 성장성과 수익성 모두 확보할 전망. 27년 PER 15배로 매수 추천

3Q26 Review: 턴어라운드 기조 유지

매출 1,590억원(YoY 16.5%, 이하 동일), 손익 151억원(44.4%, OPM 9.5%)으로 당사 추정치 소폭 하회. 방영회차 60회(-16.7%). 하회 이유는 1) 기존 추정 회차 대비 〈닥터X〉 4회분, 2) 구작 중 일부가 4Q26로 이연된 영향. 그래도 3) 다수 작품이 글로벌 선판매되고, 4) 최대 스케일 〈천천히 강렬하게〉 넷플릭스 오리지널이 반영돼 해외 리쿱율 101.8%로 대폭 개선. 4Q26는 보류됐던 〈시그널2〉 포함 60회 반영돼 호실적 이어질 전망

27년 매출 6,229억원(5.5%), 손익 635억원(23.7%, OPM 10.2%) 예상. 1) 제작편수가 보수적으로 26년(24편)만큼만 유지되더라도 2) 〈혼〉, 〈하렘의 남자들〉 기반 스케일 확장, 3) 지속될 채널 다변화와 제작비 효율화 정책, 4) 1Q27부터 넷플릭스 재계약 효력(선판매 작품 대상 리쿱율 하단 상향 조정) 발생, 5) 캡티브 채널의 TV광고사업 호전이 모두 어우러진 효과

Valuation & Risk: 27년 첫 배당 가능성

기존 투자의견 유지. 5개 분기 증명한 흑자전환 강화 기조와 성장성과 수익성 두 마리 토끼를 다 잡을 27년 해가 다가오는 시점. 27년 PER 15배는 역사적 하단, 빈 수급 영향으로 주가 반등 본격화될 전망. 27년 영업이익률 10.2%는 상장 이후 첫 배당 시행을 가능케 할 것으로 예상

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	550.1	530.7	590.6	622.9	651.0
영업이익 (십억원)	36.4	30.4	51.3	63.5	69.4
순이익 (십억원)	33.5	10.3	37.3	46.8	51.5
ROE (%)	4.6	1.3	4.6	5.5	5.8
배당수익률 (%)	-	-	-	2.0	2.2
PER (배)	38.6	124.5	18.5	14.7	13.4
PBR (배)	1.7	1.6	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (배)	6.1	7.5	4.1	4.5	4.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

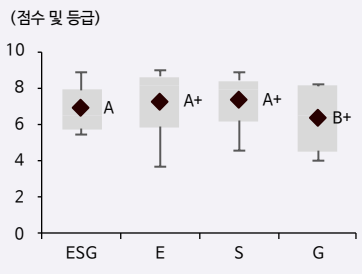
시가총액	689.8 십억원
발행주식수(유동비율)	30.1 백만주(45.2%)
52 주 최고가/최저가	50,000 원/19,700 원
일평균 거래액 (60 일)	1,435 백만원
외국인 지분율	8.9%
주요주주 (%)	
CJ ENM 외 3 인	54.8
네이버	6.3

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	10.9	(9.6)	(43.1)	(50.7)
상대	48.2	15.6	(24.3)	(30.2)

주가



ESG 컨센서스



서부 T&D (006730)

더 보여줄 게 많은 OCC와 ADR

2026년 11월 11일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	15,000 원 (유지)
✓ 상승여력	47.8%	✓ 현재주가 (11 월 10 일)	10,150 원

[레저]
지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

신한생각 호텔은 아직 보여줄 게 더 많다!

재개발 공사가 많은 용산 특성상 OCC와 ADR 측면에서 성장 여력이 더 많이 남은 호텔 사업자. 호텔 고성장에 더불어 부동산 디벨로퍼로서 자산 가치 재평가와 분양매출 인식 임박. 27년 PER 10배는 여전히 저평가 영역

2027년 전망: Q와 P 동반 확대

27년 매출 3,668억원(YoY 8.8%, 이하 동일), 손익 1,019억원(11.9%, OPM 27.8%) 전망. 1) 방한 인바운드 2,627만명, 관광외화수입 50조원으로 여전히 견조한 인바운드 환경 속 높은 호텔사업 성장세 기대. 2) 정부 목표 28년 3천만명을 위해서라도 비자 규제 완화 등 인바운드 관광 정책 확대에 3) 2H27 세계청년대회도 한국에서 개최. 예상 방문객만 100만명 이상, 서울 중심부에 KTX와 근접한 드래곤시티 호텔이 협력 호텔로 선정

현재 OCC 80% 육박(주말 감안 풀부킹)→수요 대비 수도권 호텔 공급 부족 현상으로 현재 약 21만원에서 본격적인 ADR 상승 탄력→이익 레버리지 선순환으로 이어질 시점. 27년은 부동산 디벨로퍼로서의 가치 평가도 임박. 오래 보유해 온 신정동 부지(2.8만평, 1979년 매입)와 용산 나진상가(1,823평, 2020년 매입)를 각각 아파트/쇼핑몰, 하이엔드 오피스텔/오피스로 재개발 시작. 관련 분양매출과 자산가치 평가 반영될 전망

Valuation & Risk: 호텔과 자산가치 재평가

기존 투자의견 유지. 드래곤시티가 위치한 곳은 주변 재개발이 한창인 용산의 특성상 아직 ADR이 높지 않은 편. 경쟁사 대비 보여줄 실적 성장 여력이 더 높다고 판단. 27년 PER 10배는 아직 반영할 게 많은 저평가

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	180.9	248.3	337.0	366.8	397.2
영업이익 (십억원)	48.1	70.3	91.1	101.9	111.6
순이익 (십억원)	34.4	79.1	55.4	64.3	69.5
ROE (%)	3.7	7.7	5.1	5.7	5.8
배당수익률 (%)	1.8	0.8	1.5	1.5	1.5
PER (배)	10.5	10.9	11.8	10.2	9.4
PBR (배)	0.4	0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (배)	24.9	27.0	19.1	16.8	14.9

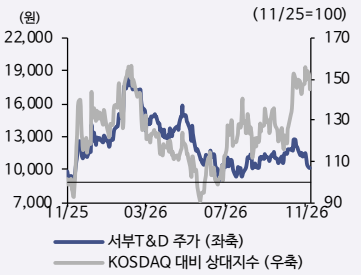
자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	652.4 십억원
발행주식수(유동비율)	64.3 백만주(51.4%)
52 주 최고가/최저가	18,580 원/8,710 원
일평균 거래액 (60 일)	4,802 백만원
외국인 지분율	16.9%
주요주주 (%)	
엠와이에이치 외 12 인	47.6

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(14.4)	(8.3)	7.6	(20.6)
상대	14.4	17.4	43.2	12.4

주가



KT (030200)

이제는 안정적인 맛

2026년 11월 11일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	68,000 원 (유지)
✓ 상승여력	33.3%	✓ 현재주가 (11 월 10 일)	51,000 원

신한생각 방어주 관점에서 업종 Top Pick

2027년 통신 3사 중 가장 높은 주주환원수익률 전망(KT 6.8% vs. SK텔레콤 4.1%, LG유플러스 4.6%). SK텔레콤과 LG유플러스가 자본배치 우선순위를 추가 주주환원과 부채 상환에서 데이터센터로 변경하면서, 2027년 업종 내 유일하게 자사주 매입할 전망. 실적도 3Q26이 바닥. 방어주 관점에서 업종 Top Pick 유지

3Q26 Review: 4분기를 기약하며

3분기 영업이익(이하 YoY)은 5,053억원(-6.1%)으로 컨센서스를 6% 하회. 별도 영업이익이 2,993억원(-12.2%)으로 부진. 고객 보상 프로그램 여파로 무선(-4.0%YoY, -0.7%QoQ) 회복이 더뎠고, 인터넷(+0.1%)과 미디어(-2.4%)가 기대치를 하회. 비용 단에서는 인건비(+1.9%)와 판매비(-3.4%)에 임단협, 판매비 환입 일회성 요인 있었으나 대체로 상쇄. 그룹사는 계속해서 순항. 부동산 프로젝트 관련 일회성 이익 제거하면 2개 분기 연속 전년대비 300~400억원씩 이익 체력 개선

4분기부터는 별도 실적 개선 전망. 고객 보상 프로그램 종료 이후 핸드셋 가입자, ARPU(월평균요금) 회복세. B2B 수주금액도 전년대비 20% 이상 증가

Valuation & Risk: 약세장에 든든하게

SOTP Valuation으로 산출한 목표주가 68,000원 유지. 자회사 중심의 실적 성장 이뤄지면서 2027년 배당금 확대 가능성은 불투명. 그러나 경쟁사가 데이터센터 투자에 집중하면서, 배당금 늘리지 않아도 상대적으로 주주환원 매력 부각. 상반기 2,500억원 규모 자사주 매입도 주가 하방 지지

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	26,431.2	28,244.2	27,353.2	27,681.0	28,021.0
영업이익 (십억원)	809.5	2,469.1	2,064.8	2,031.4	2,133.6
순이익 (십억원)	470.3	1,731.0	1,397.1	1,336.4	1,411.8
ROE (%)	2.9	10.2	7.8	7.2	7.4
배당수익률 (%)	4.6	4.6	4.7	4.7	4.8
PER (배)	23.7	7.7	9.2	9.6	9.1
PBR (배)	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	4.3	3.6	3.8	3.7	3.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[통신서비스]

김아람 선임연구원
✉ kimaram@shinhan.com

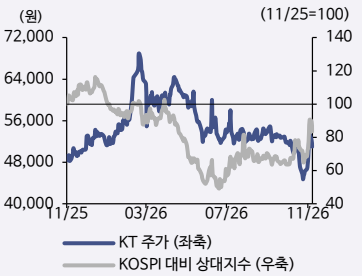
김효원 연구원
✉ kim.hw@shinhan.com

Revision	
실적추정치	하향
Valuation	유지

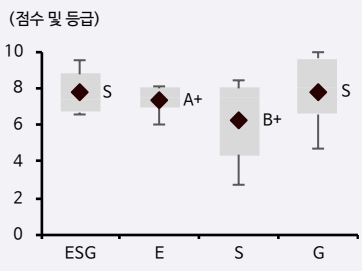
시가총액	12,853.1 십억원
발행주식수(유동비율)	252.0 백만주(50.9%)
52 주 최고가/최저가	68,900 원/44,700 원
일평균 거래액 (60 일)	18,399 백만원
외국인 지분율	48.8%
주요주주 (%)	
현대자동차 외 1 인	8.1
국민연금공단	7.1

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(2.1)	(2.7)	4.7	(0.6)
상대	23.8	17.0	(18.6)	(18.2)

주가



ESG 컨센서스



크래프톤 (259960)

10주년 <PUBG>와 신작, 결과 증명 필요

2026년 11월 11일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	270,000 원 (유지)
✓ 상승여력	24.7%	✓ 현재주가 (11 월 10 일)	216,500 원

신한생각 〈PUBG〉 영향력은 인정하나, 시장은 그 다음을 요구

주주환원 강화는 분명히 긍정적이나 게임에서의 성과 증명이 필요

3Q26 Review: 알고있었던 3분기, 4분기를 바라보자

크래프톤은 3Q26 영업수익 9,714억원(YoY + 11.6%, QoQ -24.7%), 영업이익 2,250억원(YoY -35.5%, QoQ -45.2%, 영업이익률 23.2%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 2,726억원 하회. 3분기 PC 매출액은 2,389억원으로 전년동기대비 32.5% 감소. PUBG PC의 〈주술회전〉 콜라보 성과에도, 이외 콜라보가 4분기에 진행된 영향. 〈서브노티카2〉 출시 판매 효과도 안정화. PUBG M은 〈나루토〉, 〈페라리〉 콜라보를 통해 5,043억원 기록하며 성장

영업비용은 7,464억원(YoY +43%, QoQ -15.1%) 기록. 마케팅비와 지급수수료는 전년동기대비 증가. 각각 게임스컴 참가와 신작 홍보, PUBG 2.0 및 신작 개발 영향. 영업외손실은 외화관련손실 등으로 3,058억원 발생

4Q26 〈벤틀리〉, 〈IVE〉 콜라보와 신규모드 등으로 PC 반등 기대. 단순 콜라보 이상의 팬덤과의 접점 확대 통한 트래픽과 매출 상승 전망. 모바일도 UGC와 PUBG MOBILE FLASH, BGMI Air 등 기존 이용자 참여 확대와 신흥시장 접근성 개선 추진. 27년 10주년을 맞아 3월 대규모 업데이트를 시작으로 매월 이벤트와 콜라보 진행 예정으로 과금 피로도 관리에 주목

Valuation & Risk: 10주년 〈PUBG〉와 신작들이 결과로 증명해야

투자의견 '매수', 목표주가 270,000원 유지. 게임스컴에서 공개된 5종 모두 내년 출시 계획. 〈인조이〉와 〈팰월드 모바일〉까지 준비 중으로 PUBG 외 게임의 성과로 지속 가능한 수익원 확보를 증명해야 재평가가 가능할 것

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	2,709.8	3,326.6	4,644.4	4,796.2	5,047.4
영업이익 (십억원)	1,182.5	1,054.4	1,322.7	1,298.3	1,438.2
순이익 (십억원)	1,306.1	734.8	570.9	956.8	1,134.1
ROE (%)	21.1	10.6	8.1	12.9	14.0
배당수익률 (%)	-	0.9	1.4	1.5	1.6
PER (배)	11.5	15.9	17.6	10.3	8.7
PBR (배)	2.2	1.7	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA (배)	8.7	7.5	5.2	5.0	4.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[게임]

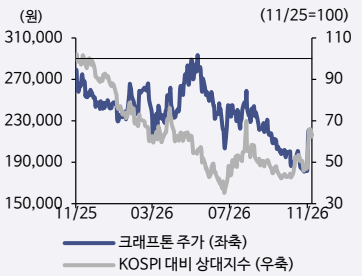
고준혁 연구원
✉ jhko0330@shinhan.com

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

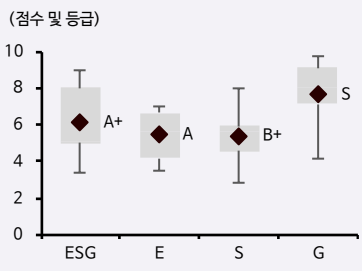
시가총액	9,847.0 십억원
발행주식수(유동비율)	45.5 백만주(56.8%)
52 주 최고가/최저가	293,500 원/181,000 원
일평균 거래액 (60 일)	18,271 백만원
외국인 지분율	44.0%
주요주주 (%)	
장병규 외 30 인	22.8
IMAGE FRAME INVESTMENT (HK)	14.6

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	15.8	(10.5)	(18.6)	(12.7)
상대	46.5	7.6	(36.7)	(28.2)

주가



ESG 컨센서스



CJ 제일제당 (097950)

반격의 시작은 바이오

2026년 11월 11일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	260,000 원 (유지)
✓ 상승여력	46.4%	✓ 현재주가 (11 월 10 일)	177,600 원

신한생각 유가 상승이 만드는 새로운 에너지 구조의 수혜

중국발 공급 증가와 경쟁 심화로 바이오 실적 부진 장기화되며 주가 약세. 다만 유가 및 곡물 가격 상승으로 시황이 회복되며 전사 영업이익 개선의 핵심 동력으로 작용. 2027년 바이오 업황 정상화에 따른 이익 레버리지 확대 주목. 이외에 사업 재편 등 재무구조 개선을 위한 빠른 실행력 요구

3Q26 Review: 쉽지 않은 식품, 바이오 부진 탈피에 위안

3Q26 매출과 영업이익은 7조 3,952억원(-0.6%, 이하 YoY), 3,090억원(-10.8%) 기록, 컨센서스 부합. CJ대한통운을 제외한 매출과 영업이익은 4조 2,300억원(-7.5%), 2,030억원(+6.9%) 기록. 바이오는 부진 통과하나, 원가 부담으로 식품 부진 지속. 4Q25부터 연결 손익에서 제외된 생물자원 제외 시 매출과 영업이익은 +5.7%, +14.1%. 급격한 원화강세로 순이익 -48%

1) 라이프스타일 식품 매출 +4%, 소비 부진과 원화 강세로 국내(+4%)와 해외(+4%) 모두 아쉬운 외형 성장. 원가 부담으로 영업이익 전년수준. 2) 기술소재 매출 +20.2%, 영업적자 지속. 3) 핵심소재 매출 +7%, 영업이익 +36%, 1Q26을 바닥으로 부진 탈피하는 모습. 곡물가격 상승에 따른 판가 상승, 미국과 브라질, EU 등 주요 권역에서의 중국산 라이신 반덤핑 관세 부과 등의 변화가 동사에 우호적으로 작용하며 이익 기여도 확대 전망

Valuation & Risk: 결국 글로벌 식품이 전사 밸류에이션 결정

목표주가 260,000원(SOTP Valuation, 사업부문별 가치합산평가) 유지. 밸류에이션(12개월 선행 주가수익비율 9배) 매력적. 바이오 사업이 전사 실적 하방 지지, 향후 글로벌 식품 성장성이 중장기 밸류에이션 레벨 결정

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	27,239.7	27,342.6	29,092.9	30,546.5	32,243.2
영업이익 (십억원)	1,452.1	1,233.6	1,136.1	1,294.3	1,405.7
순이익 (십억원)	132.3	(571.5)	163.3	368.5	444.6
ROE (%)	1.8	(7.7)	2.3	5.0	5.8
배당수익률 (%)	2.3	2.9	3.4	3.4	3.4
PER (배)	33.7	-	18.7	8.1	6.7
PBR (배)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (배)	6.2	6.4	6.4	5.8	5.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[음식료]

조상훈 연구위원
✉ sanghoonpure.cho@shinhan.com

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

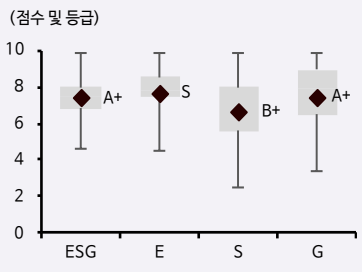
시가총액	2,673.6 십억원
발행주식수(유동비율)	15.1 백만주(51.9%)
52 주 최고가/최저가	246,500 원/168,700 원
일평균 거래액 (60 일)	10,313 백만원
외국인 지분율	12.5%
주요주주 (%)	
CJ 외 7 인	45.5
국민연금공단	8.1

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(3.3)	(13.6)	(22.8)	(14.2)
상대	22.3	3.9	(40.0)	(29.4)

주가



ESG 컨센서스



NHN (181710)

30MW 묻고 32MW 더블로 가

2026년 11월 11일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	87,000 원 (상향)
✓ 상승여력	12.4%	✓ 현재주가 (11 월 10 일)	77,400 원

[인터넷]
고준혁 연구원
✉ jhko0330@shinhan.com

신한생각 이익으로 확인한 GPU 사업, 100MW로 확대되는 성장성

27F AI DC 30MW 증설 목표는 62MW로 확장. AI DC 사업 본격화

3Q26 Review: 본격적인 AI DC 사업 확장 발표

NHN은 3Q26 영업수익 7,583억원(YoY+21.2%, QoQ -0.1%), 영업이익 588억원(YoY +112.7%, QoQ +1.5%, 영업이익률 7.8%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 539억원을 상회. 게임 부문은 일본 모바일게임의 전분기 높은 기저에도 웹보드 매출과 추석 효과로 국내 모바일 호조. 결제 부문은 NHN KCP 거래대금 17.3조원, 해외 가맹점 거래 비중 25.3% 등 최고치 경신하며 성장. 웹보드와 결제 이익 기반에 GPU 사업 확대로 성장 지속

27F 기존 시설 포함 약 100MW AI DC 운영 계획 발표. 기존에 발표한 포항 임차 20MW와 자체 구축 10MW에 더해, 장성 파인 DC 26MW와 서울 가산·인천 가좌 6MW 추가. 신규 확보 계획은 총 62MW로, 이 중 52MW는 임차 언급. 수도권 신규 거점을 통해 B300 1,700장 구축, 27년 1월 서비스 개시 예정. 기존 27년말 30MW 증설 계획에서, 연초부터 신규 GPU 매출원이 더해질 계획. 27년 양평 온기 반영과 수도권 매출이 성장 견인 전망. 27F AI DC 매출액은 1,908억원, 영업이익은 460억원 추정

Valuation & Risk: 좋아질 일만 남았다

투자의견 '매수' 유지. 목표주가 87,000원으로 19.2% 상향. 목표주가는 12개월 선행 주당순이익 4,858원에 목표배수 18배 적용. ① 향후 정부 GPU 사업을 통한 추가 물량 확보, ② AI 컴퓨팅 단가의 지속적 상승, ③ 목표기간 내 AI DC 용량 확보를 통한 이익 추정치 상향과 멀티플 재평가 전망

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	2,456.1	2,516.2	2,977.0	3,422.3	4,021.3
영업이익 (십억원)	(32.6)	132.4	207.7	279.4	412.1
순이익 (십억원)	(132.5)	32.1	103.1	154.9	234.7
ROE (%)	(8.6)	2.2	6.9	9.7	13.3
배당수익률 (%)	2.8	1.7	0.8	0.9	1.0
PER (배)	-	30.4	24.5	16.2	10.7
PBR (배)	0.4	0.7	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA (배)	6.5	(0.7)	5.5	5.1	4.0

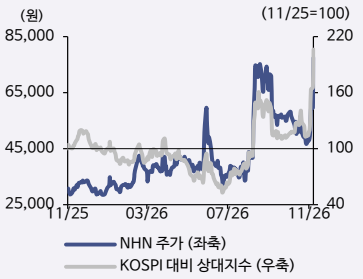
자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	상향
Valuation	상향

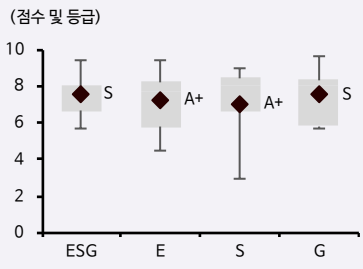
시가총액	2,502.3 십억원
발행주식수(유동비율)	32.3 백만주(36.6%)
52 주 최고가/최저가	77,400 원/28,450 원
일평균 거래액 (60 일)	15,204 백만원
외국인 지분율	13.6%
주요주주 (%)	
이준호 외 15 인	57.4
국민연금공단	9.9

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	38.0	85.4	165.1	150.9
상대	74.5	122.9	106.1	106.4

주가



ESG 컨센서스



F&F (383220)

조정 국면, 일단 대기

2026년 11월 11일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	84,000 원 (하향)
✓ 상승여력	34.2%	✓ 현재주가 (11 월 10 일)	62,600 원

신한생각 더 나을 성장 위해 조정 중

디스커버리 브랜드의 효율화 작업이 지속되는 상황에서 중국법인도 이익 기여가 낮아짐. 중국 재고 조정이 마무리 국면으로 보이나 실제 중국 매출 회복세로 이어질지는 시장 상황 체크 필요

3Q26 Review: 국내&해외 실적 저조, 고정비 부담 증가

3Q26 연결매출 4,521억원, 영업이익 1,084억원으로 전년동기대비(이하 동일) 매출 5%, 영업이익 15% 감소해 당사 추정 영업이익(1,483억원)과 컨센서스 영업이익(1,259억원) 하회. 지역별 매출 증감률은 한국 -3%, 중국 -4%, 홍콩 +5%로, 매출 비중 높은 한국과 중국이 모두 부진. 한국에선 디스커버리 매출이 13% 감소해 시장 성장률 하회. 다만 MLB는 4% 신장. MLB 면세 매출은 전년 수준 유지, 플래그십 채널과 직영, 대리점 매출이 고르게 한 자리 중반 성장. 디스커버리는 비효율 매장 정리(25년 9월 277개→ 26년 9월 260개) 중으로 효율화 작업 지속할 전망

문제는 중국 MLB 재고 건전화를 위한 출고 조정으로 중국법인 매출 부진 지속 중. 마진율이 높은 중국향 유통 매출의 감소로 영업이익 하락세가 예상 수준을 초과. 7~8월 중국 내 기후 영향으로 오프라인 트래픽 및 리테일 판매가 감소했던 것으로 파악. 9월은 반등했으나 지속성 있을지는 확인 필요. 디스커버리는 중국 내 9월 말 기준 27개 매장 운영 중. 예상보다 중국 출점 속도 느려 중국 실적 가정치의 하향 조정이 불가피

Valuation&Risk: 시장도, 실적도 모멘텀 저하

실적 추정치 20% 이상 하향 및 목표 주가수익비율 7배(업종 밸류에이션 하락 및 ROE 하향세 감안)로 조정. 목표주가 84,000원으로 15.2% 하향

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	1,896.0	1,934.0	1,979.3	2,172.2	2,358.8
영업이익 (십억원)	450.7	468.6	469.1	536.1	603.8
순이익 (십억원)	360.4	398.5	414.1	467.4	524.2
ROE (%)	25.3	23.2	20.4	19.9	19.3
배당수익률 (%)	3.1	3.9	5.1	5.6	6.2
PER (배)	5.8	6.6	5.8	5.1	4.6
PBR (배)	1.3	1.4	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA (배)	4.2	4.7	3.8	3.1	2.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[섬유/의복]

박현진 연구위원
✉ hpark@shinhan.com

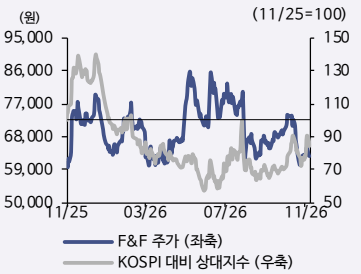
권채윤 연구원
✉ chaeyun.k@shinhan.com

Revision	
실적추정치	하향
Valuation	하향

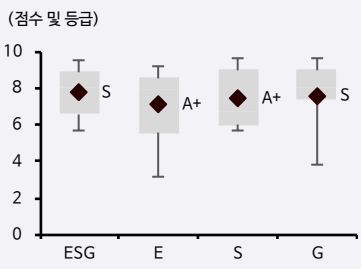
시가총액	2,398.0 십억원
발행주식수(유동비율)	37.5 백만주(35.0%)
52 주 최고가/최저가	86,100 원/60,000 원
일평균 거래액 (60 일)	4,134 백만원
외국인 지분율	13.7%
주요주주 (%)	
F&F 홀딩스 외 9 인	62.8
국민연금공단	8.3

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(15.3)	(7.8)	(1.7)	(5.6)
상대	7.1	10.9	(23.6)	(22.3)

주가



ESG 컨센서스



신세계 (004170)

높은 기저, 더 높은 경쟁력

2026년 11월 11일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	380,000 원 (하향)
✓ 상승여력	54.8%	✓ 현재주가 (11 월 10 일)	245,500 원

신한생각 동급최강, 대장주의 위엄

업종 최선호주 의견 유지. 최근 자산시장 조정에도 불구하고 백화점 실적 우려 대비 순항. 반도체 성과급 지급에 따른 고소득층 소비 여력 확대, 주요 점포 리뉴얼, 차별화된 MD 경쟁력으로 경쟁사 대비 외형 성장 두각. 면세는 시내점 경쟁 완화와 공항점 흑자전환에 따른 영업 레버리지 기대

3Q26 Review: 전 사업부 증익

3Q26 매출과 영업이익은 1조 6,562억원(+1.2%, 이하 YoY), 1,643억원(+64.7%) 기록, 컨센서스 부합. 백화점 강세 속 전 사업부 영업이익 증가

1) 백화점 총매출 성장률 +8.5%(10월 -2.8%)로 전분기(+15.5%)대비 하락했으나, 우려 대비 선방. 대형 점포(본점 +44% 등)와 외국인(+71%, 비중 7.5%)이 견인. 대규모 리뉴얼 투자에 따른 감가상각비 증가(84억원)에도 불구하고 매출 증가에 따른 레버리지 효과로 영업이익 4개 분기 연속 증가(+23%). 4Q부터는 감가상각비 증가율 더욱 완화. 2) 인터내셔날은 해외 패션 호조로 흑자 기조 유지. 3) 면세는 할인율(계절적 비수기) 및 원가율(원화 강세) 상승으로 전분기대비 감익(2Q26 333억원→3Q26 253억원)

Valuation & Risk: 목표주가 하향, 10년만에 찾아온 Re-rating 기회

목표주가 380,000원(SOTP Valuation, 사업부문별 가치합산평가)으로 17% 하향. ROE 개선폭이 제한적인 점을 반영해 글로벌 동종업종 밸류에이션(27F 백화점 EV/EBITDA 5배) 20% 할인 적용. 백화점 성장률 둔화 우려로 12개월 선행 주가수익비율 5.5배까지 하락. ROE 상승을 위해서는 본업의 펀더멘털 개선 이외에도 적극적인 주주환원 정책이 요구됨. 고속터미널 부지 재개발 이슈에 따른 자산가치 부각도 밸류에이션 정상화 요인

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	6,570.4	6,929.5	7,190.3	7,414.9	7,739.8
영업이익 (십억원)	477.0	480.0	747.2	808.2	878.9
순이익 (십억원)	107.8	13.9	408.6	418.0	473.7
ROE (%)	2.5	0.3	8.8	8.3	8.7
배당수익률 (%)	3.4	2.1	3.2	4.2	4.5
PER (배)	12.1	171.5	5.7	5.5	4.9
PBR (배)	0.3	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (배)	8.3	9.0	6.8	6.3	5.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

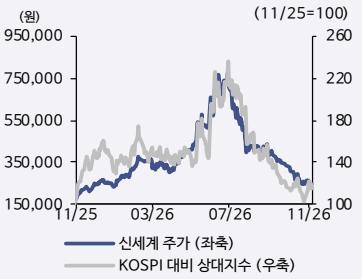
[유통]
조상훈 연구위원
✉ sanghoonpure.cho@shinhan.com

Revision	
실적추정치	하향
Valuation	하향

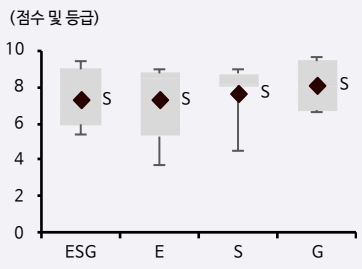
시가총액	2,318.8 십억원
발행주식수(유동비율)	9.1 백만주(63.0%)
52 주 최고가/최저가	776,000 원/203,000 원
일평균 거래액 (60 일)	25,670 백만원
외국인 지분율	31.0%
주요주주 (%)	
정유경 외 3 인	29.8
국민연금공단	11.3

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(19.6)	(43.2)	20.9	6.3
상대	1.6	(31.7)	(6.0)	(12.6)

주가



ESG 컨센서스



CJ 대한통운 (000120)

천릿길도 벌크업부터

2026년 11월 11일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	100,000 원 (유지)
✓ 상승여력	47.5%	✓ 현재주가 (11 월 10 일)	67,800 원

[운송]
최민기 선임연구원
✉ minki.choi@shinhan.com

신한생각 성장에 대한 갈증부터 해소

택배 점유율 확대와 CL·글로벌·건설 신규 수주를 통해 외형 성장의 기반 강화되는 중. 낮은 밸류에이션에서 중기 이익 개선 기다릴 수 있는 구간

3Q26 Review: 영업일수 감소에도 택배 물량 성장은 지속

3Q26 매출 3조 3,581억원(+9.5%, 이하 YoY), 영업이익 1,105억원(-25.3%, OPM 3.3%)으로 OP 컨센서스 3.5% 하회. 택배(OP 380억원, -40%)는 추석 시점차에 따른 영업일수 감소와 허브 운영비용 중첩되며 수익성 둔화. 일평균 택배 물동량은 신LMD 중심으로 9% 증가하며 레거시 택배사 내 점유율 확장 추이는 지속. CL(OP 492억원, -11%)은 신규 수주 및 기존 고객 물량 확대에도 유가 및 하역비 상승으로 감익. 글로벌(OP 118억원, -41%)도 미국 신규 거점 초기 운영 비용 발생과 중동 지정학적 차질에 따른 포워딩 사업 프로젝트 물류 가동 이연으로 수익성 둔화

4Q26 영업이익 1,399억원(-12.3%) 추정. 택배 물량의 고성장 및 영업일수 회복으로 감익폭 완화 전망. 2027년에는 택배 물량 증가에 따른 고정비 흡수, 기타 사업부 신규 수주분 매출 반영되며 영업이익 턴어라운드 예상(5,247억원, +18.1%). 중동 지정학적 긴장 완화될 시 CL(고유가) 및 글로벌(포워딩 차질) 수익성 훼손 요인 제거되며 빠른 이익 개선 가능할 전망

Valuation & Risk: 반가운 주주환원

수주 확대와 택배 물동량 성장 반영해 매출 중심으로 추정치 상향하되 ROE 고려해 타겟 멀티플 소폭 하향, 목표주가 유지. 자사주 5% 연내 현물배당 예정, 잔여 자사주 활용 방안도 정기 주총 전까지 발표할 계획

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	12,116.8	12,284.7	13,425.0	14,263.9	14,882.5
영업이익 (십억원)	530.7	508.1	444.1	524.7	585.1
순이익 (십억원)	248.5	242.1	193.5	257.3	299.3
ROE (%)	6.6	6.0	4.7	6.0	6.6
배당수익률 (%)	0.9	0.8	1.2	1.3	1.3
PER (배)	7.7	8.9	8.0	6.0	5.2
PBR (배)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA (배)	4.5	5.0	4.9	4.5	4.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	상향
Valuation	하향

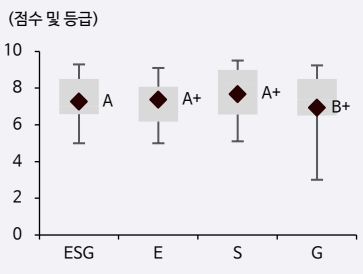
시가총액	1,546.7 십억원
발행주식수(유동비율)	22.8 백만주(47.2%)
52 주 최고가/최저가	145,700 원/64,000 원
일평균 거래액 (60 일)	3,100 백만원
외국인 지분율	15.7%
주요주주 (%)	
CJ 제일제당 외 2 인	40.2
국민연금공단	9.5

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(2.2)	(13.9)	(25.6)	(28.6)
상대	23.7	3.6	(42.1)	(41.3)

주가



ESG 컨센서스



신세계인터내셔날 (031430)

장점이 부각될 때를 기다리다

2026년 11월 11일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	16,000원 (하향)
✓ 상승여력	61.0%	✓ 현재주가 (11월 10일)	9,940원

신한생각 장점과 단점이 동시에 묻어난 분기

해외 패션 브랜드 중심 매출 성장률이 전체 시장 성장률을 최소 15%p 이상 상회. 하지만 국내 패션은 시장 성장률을 하회하며 브랜드 간 간극 확대되는 중. 실적 턴어라운드 기조가 맞긴 하나 너무 높았던 기존 당사 추정치 조정은 불가피. 화장품 이익 기여 확대가 주가 추세 회복에 관건

3Q26 Review: 수입 패션 강세, 국내 패션 부진, 화장품 양호

3Q26 연결매출 2,995억원, 영업이익 51억원으로 전년동기대비(이하 동일) 각각 +17%, 영업흑자 전환(중단사업 제외 기준)에 성공. 다만 당사 추정 이익(122억원)과 컨센서스 영업이익(72억원) 대비 큰 폭 하회. 국내 패션 부문 영업적자 확대와 화장품 영업이익이 기대보다 낮았던 탓. 부문별 매출 증감률은 해외 패션 +28%, 국내 패션 -9%, 화장품 +16%로 해외 패션이 성장 견인. 'UGG', 'Brunello Cucinelli', 'Herno' 등 해외 패션 브랜드가 매출 성장 주도하고 있는 것으로 파악

화장품은 수입 부문이 강세. '딥디크, 바이레도, 로라메르시에' 등 메가 브랜드 매출 견조. 프랑스 럭셔리 향수 브랜드 '메종'과 '아워글래스'도 매출 두 자리 성장률 기록 중인 것으로 파악. 하지만 제조 부문에선 '연작', '어뮤즈' 브랜드 등의 매출 기여는 제한적. 미국법인을 비롯한 해외법인 영업적자 축소 흐름은 긍정적이나 의미 있는 실적 기여는 다소 지연. 패션과 화장품에서 해외 매출 기여가 4Q26부터 증가하겠으나 그 폭은 확인 필요

Valuation & Risk: 너무 높았던 실적 눈높이 조정

연간 순이익 추정치 20% 이상 하향. 업종 밸류에이션 하락세 감안해 목표주가수익비율을 8배로 조정, 목표주가 16,000원으로 20% 하향 제시

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	1,073.6	1,110.0	1,280.0	1,505.3	1,786.4
영업이익 (십억원)	7.2	(11.5)	43.2	63.0	85.7
순이익 (십억원)	32.5	4.3	49.2	67.2	84.5
ROE (%)	3.8	0.5	5.8	7.5	8.9
배당수익률 (%)	4.0	3.7	4.0	6.0	8.0
PER (배)	11.1	90.7	7.1	5.2	4.1
PBR (배)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (배)	10.2	14.9	6.1	5.7	5.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[섬유/의복]

박현진 연구위원
✉ hpark@shinhan.com

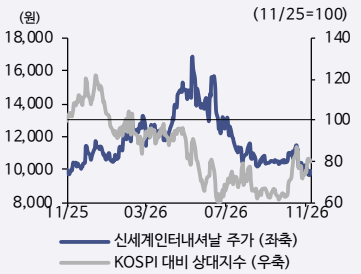
권채윤 연구원
✉ chaeyun.k@shinhan.com

Revision	
실적추정치	하향
Valuation	하향

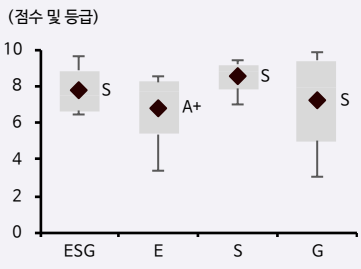
시가총액	347.8십억원
발행주식수(유동비율)	35.0백만주(43.7%)
52주 최고가/최저가	16,900원/9,670원
일평균 거래액 (60일)	829백만원
외국인 지분율	6.2%
주요주주 (%)	
신세계 외 1인	55.2
네이버	7.0

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(9.9)	(14.2)	(0.7)	(6.3)
상대	14.0	3.2	(22.8)	(22.9)

주가



ESG 컨센서스



헥토이노베이션 (214180)

외형보다 선명했던 이익 개선

2026년 11월 11일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	21,500 원 (하향)
✓ 상승여력	58.7%	✓ 현재주가 (11 월 10 일)	13,550 원

신한생각 이익 체력 확인, 2027년 신제품·해외사업 본격화

3Q26 분기 최대 영업이익 기록. IT정보서비스의 고마진 믹스 확대와 핀테크 정상화로 이익 체력 확인. 단기 실적 눈높이는 낮추지만 2027년 헬스케어 신제품·해외사업 및 디지털월렛 모멘텀을 고려한 긍정적 접근 유효

3Q26 Review: 세 사업부 동반 개선, 이익은 분기 최대

3Q26 매출액 1,088억원(+13.8% 이하 YoY), 영업이익 153억원(+4.0%), 지배순이익 100억원(+19.2%) 기록. 당사 추정치 대비 매출액은 6.3% 하회했으나 영업이익은 2.6% 상회. IT정보서비스 매출 351억원(+14.9%) 기록. 고수익 정보서비스 비중 확대와 연초 마케팅 이후 영업레버리지 효과가 수익성 개선 견인. 핀테크는 매출 462억원(+15.5%)으로 2Q 거래구조 조정 이후 회복세 확인. 헬스케어는 매출 238억원(-0.1%)으로 외형 성장은 기대에 미치지 못했으나 전분기 대비 수익성 개선

4Q26 매출액 1,130억원(+14.3%), 영업이익 137억원(+32.2%, OPM 12.1%) 전망. 연말 비용 집행과 헬스케어 신제품·해외진출 관련 선행투자 부담을 반영해 3Q 대비 마진 하락 예상. 2027F 이익 성장 재가속 전망. IT정보서비스 영업레버리지 지속과 BN-202M 등 헬스케어 신제품 매출 기여가 수익성 회복을 견인할 전망

Valuation & Risk: 목표주가 21,500원으로 하향

목표주가 21,500원으로 종전 23,000원 대비 6.5% 하향. 실적 추정치와 목표주가는 하향하나 3Q를 통해 본업의 이익 체력을 재확인했으며, 2027년 신사업 성장 기여를 감안하면 주가 상승여력은 여전히 충분

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	319.5	375.8	437.0	503.0	566.0
영업이익 (십억원)	48.9	50.2	56.4	73.5	87.4
순이익 (십억원)	27.9	30.5	28.4	46.2	55.6
ROE (%)	14.6	14.2	12.3	17.9	18.8
배당수익률 (%)	4.0	3.1	5.8	7.0	8.5
PER (배)	5.9	6.9	6.2	3.8	3.2
PBR (배)	0.8	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (배)	(0.6)	0.6	0.6	0.4	0.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[핀테크]

김유민 선임연구원
✉ yumin.kim@shinhan.com

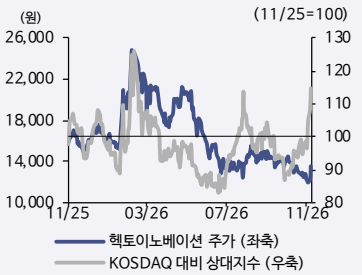
최승환, CFA 연구위원
✉ hani86@shinhan.com

Revision	
실적추정치	하향
Valuation	유지

시가총액	176.1 십억원
발행주식수(유동비율)	12.9 백만주(57.5%)
52 주 최고가/최저가	24,800 원/11,960 원
일평균 거래액 (60 일)	685 백만원
외국인 지분율	15.7%
주요주주 (%)	
이경민 외 3 인	39.4
프리미어성장전략엠앤에이사모투자합자회	10.3

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(3.1)	(11.0)	(18.8)	(16.5)
상대	29.4	13.9	8.1	18.2

주가



로켓랩 (RKLB.US)

발사 공급 부족이 만든 성장 기회

2026년 11월 10일

✓ 투자판단	★★★★☆	✓ 목표주가 (LSEG, 컨센서스)	101.2 달러
✓ 상승여력	71.9%	✓ 현재주가 (11월 9일)	58.9 달러

[글로벌 산업재]

이주은 연구위원

✉ junelee@shinhan.com

신한생각 로켓랩의 Pricing Power와 기회 확대

금리 상승과 뉴트론 첫 발사 연기로 주가가 조정되며 PSR 기준 밸류에이션 부담은 이전 대비 완화. 반면 제한적 발사 공급을 바탕으로 수요가 증가하면서 대규모 신규 수주와 ASP 상승 발생. 뉴트론 8회 신규 계약 확보하면서 수요 입증. 단, 뉴트론 발사 일정에 따라 높은 주가 변동성은 지속

3Q26 Review: 역대 최대 매출과 수주잔고 기록

매출 2.7억달러(+73% YoY, 이하 전년대비)로 역대 최대치. 우주시스템 2.1억달러(+88%), 발사서비스 0.5억달러(+29.8%), GPM 33.6%(-3.4%p), 조정 EBITDA 손실 1,800만달러 기록. 수주잔고 35.7억달러(+226%, +52% QoQ)로 확대됐으며, 발사 117회와 55기 이상의 우주선 개발·생산 물량 확보. 4Q26 가이던스로 매출 2.8억달러(+56%), GPM 35%(-3%p), 조정 EBITDA 손실 1,700만달러 제시. 뉴트론 개발 및 생산능력 확대로 비용 지출은 당분간 지속. 첫 발사 6개월 이후 EBITDA 흑자 전환 기대

발사 공급 부족, 신규 계약 확대에서 ASP 상승으로

3Q26 정부·상업 고객으로부터 10억달러(54회)의 신규 발사 서비스 계약 확보. 뉴트론은 첫 시험 발사 이전임에도 8회, 5.2억달러 이상의 신규 계약을 추가 확보하며 총 16회 발사 물량 확보, 다음 계약 가능 슬롯은 30년대 이후로 넘어간 상황. 발사 공급 부족을 바탕으로 뉴트론의 기준 발사 가격도 5,500만달러에서 7,000만달러로 27% 상승했으며 일렉트론과 HASTE 역시 견조한 수요를 바탕으로 추가적인 ASP 상승 가능성 높아짐. 27년 뉴트론과 일렉트론, HASTE 발사 빈도 확대와 새로운 발사장(LC-4) 운용으로 발사 서비스 사업 20% 이상 성장 전망

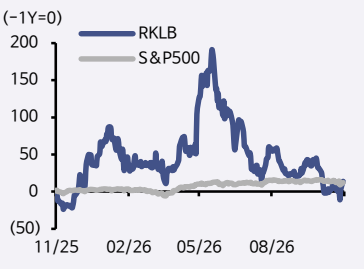
12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (백만달러)	436	602	961	1,327	1,723
영업이익 (백만달러)	(190)	(235)	(172)	(51)	130
영업이익률 (%)	(43.5)	(39.0)	(17.9)	(3.9)	7.5
EPS (달러)	(0.38)	(0.37)	(0.26)	(0.08)	0.07
PER (배)	-	-	-	-	444.4
ROE (%)	(40.6)	(18.8)	(7.1)	(0.7)	3.9
PBR (배)	78.1	18.7	11.9	10.3	14.9
EV/EBITDA (배)	-	-	-	338.5	113.5

자료: LSEG, 신한투자증권

S&P500 지수 (pt)	7,376.9
시가총액 (십억달러)	31.8
발행주식수 (백만주)	543.6
유동주식비율 (%)	99.2
52주 최고가 (달러)	151.0
52주 최저가 (달러)	37.6
주요주주 (%)	
VK Services, LLC	5.8
BlackRock Institutional Trust Company	4.9

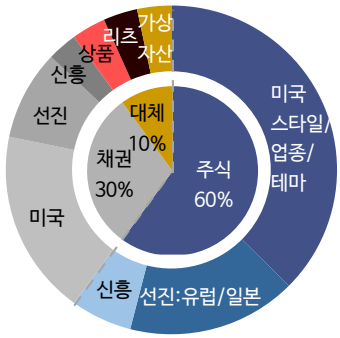
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(13.7)	(28.9)	14.0	(15.6)
상대	(8.1)	(24.6)	4.2	(23.4)

주가

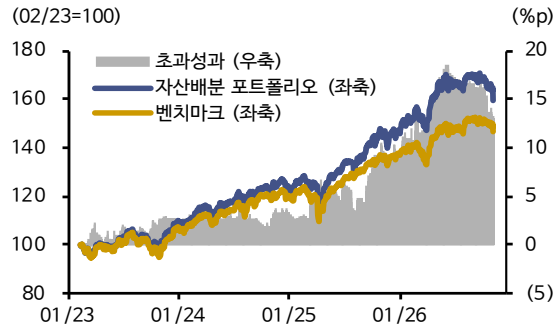


포트폴리오 신한 리서치 포트폴리오: ① 자산배분형

포트폴리오: 글로벌 자산배분 포트폴리오 분해



자산배분 포트폴리오 성과 추이



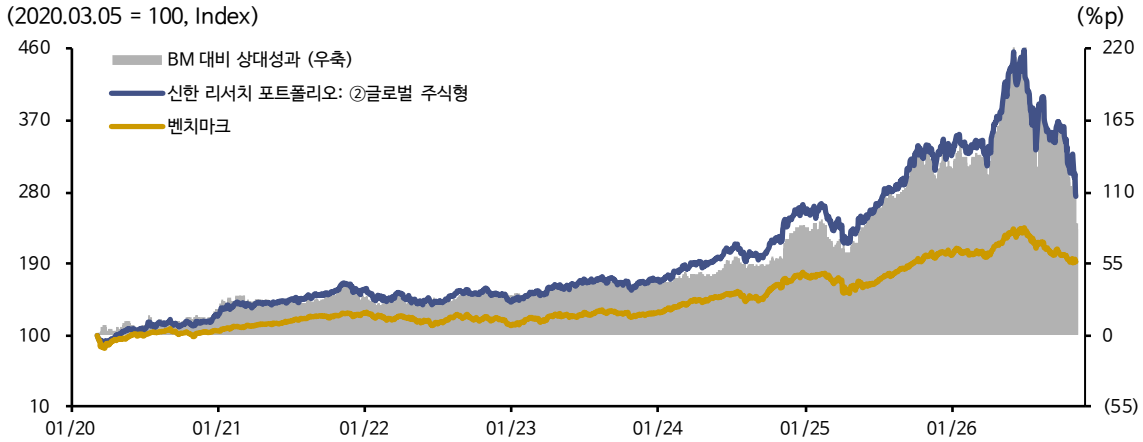
종목명	비중			티커	수익률 (%)		
	조정비	SAA	TAA		1M	3M	편입후
주식	60.0	60.0	0.0		(4.2)	(4.3)	30.4
선진	50.0	54.0	(4.0)				
미국	36.5	36.0	0.5				
S&P500 ETF	29.5	29.0	0.5	SPY.US	(5.4)	(4.8)	77.4
스타일&업종	7.0	0.0	7.0				
반도체지수 ETF	2.0	0.0	2.0	SOXX.US	(32.9)	(25.4)	110.5
헬스케어 ETF	2.0	0.0	2.0	XLV.US	10.5	12.6	0.0
홈빌더 ETF	1.0	0.0	1.0	ITB.US	15.2	(1.6)	0.0
리테일 ETF	1.0	0.0	1.0	XRT.US	9.8	(0.4)	0.0
사이버보안 ETF	1.0	0.0	1.0	CIBR.US	(14.1)	(6.7)	0.1
기타 선진	13.5	18.0	(4.5)				
유럽 ETF	9.0	10.9	(1.9)	FEZ.US	(1.2)	(7.5)	51.9
일본 ETF	4.5	3.6	0.9	EWJ.US	(11.1)	(7.3)	(4.3)
기타 선진	0.0	3.5	(3.5)				
신흥	10.0	6.0	4.0				
중국	4.0	1.9	2.1				
ChiNext ETF	1.0	0.0	1.0	159915.SZ	(18.1)	(27.4)	(32.1)
A50 ETF	2.0	1.9	0.1	2823.HK	(5.3)	(11.1)	19.7
Star50 ETF	1.0	0.0	1.0	588000.SS	(16.0)	(24.0)	(21.4)
기타 신흥국	6.0	4.1	1.9				
한국 ETF	0.7	0.7	0.0	EWY.US	(31.2)	(22.2)	107.6
신흥국 ETF	2.3	2.3	0.0	EEM.US	(15.5)	(11.7)	34.8
대만 ETF	1.0	0.0	1.0	EWT.US	(27.2)	(15.6)	(9.4)
비중국EM ETF	1.0	0.0	1.0	EMXC.US	(19.3)	(12.8)	(15.4)
라틴 ETF	1.0	0.0	1.0	ILF.US	(15.8)	(9.1)	(12.5)
인도 ETF	0.0	1.1	(1.1)	INDA.US	7.4	(0.6)	0.0

종목명	비중			티커	수익률 (%)		
	조정비	SAA	TAA		1M	3M	편입후
채권	28.8	30.0	(1.2)		1.3	(0.7)	(1.7)
미국 국채	11.5	12.0	(0.5)				
국채 단기	2.9	3.0	(0.1)	SCHO.US	0.7	(0.2)	(0.6)
국채 중기	5.5	5.7	(0.2)	VGIT.US	2.3	(1.1)	(2.2)
국채 장기	1.7	1.8	(0.1)	VGLT.US	5.8	(1.3)	(18.8)
물가채	1.4	1.5	(0.1)	TIP.US	2.2	(0.7)	(1.9)
미국 크레딧	5.8	6.0	(0.2)				
MBS	2.9	3.0	(0.1)	MBB.US	3.4	(1.3)	(3.0)
IG 단기	0.2	0.2	(0.0)	VCSH.US	1.0	(0.9)	2.5
IG 중기	1.4	1.4	(0.1)	VCIT.US	2.4	(2.0)	(0.0)
IG 장기	0.7	0.7	(0.0)	VCLT.US	4.0	(2.4)	(11.5)
HY 단기	0.1	0.2	(0.0)	SJNK.US	(0.3)	(3.0)	(3.4)
HY 중기	0.4	0.5	(0.0)	HYG.US	0.4	(2.8)	1.6
비미국	11.5	12.0	(0.5)				
전체	1.2	1.2	(0.0)	IAGG.US	1.7	(0.4)	2.7
선진	8.6	9.0	(0.4)	BNDX.US	1.6	(0.9)	(1.9)
신흥	1.7	1.8	(0.1)	EMLC.US	(0.2)	(3.7)	(1.2)
대체	11.2	10.0	1.2		0.2	1.8	18.9
상품	5.2	4.0	1.2				
금	1.5	1.0	0.5	GLD.US	(1.1)	(3.6)	114.6
원유	2.0	2.0	0.0	USO.US	2.9	29.0	116.7
산업금속	0.8	0.5	0.3	DBB.US	(2.7)	(4.6)	17.5
농산물	0.9	0.5	0.4	DBA.US	(8.1)	(5.3)	30.5
리츠	4.0	4.0	0.0				
물류/산업	1.0	1.0	0.0	INDS.US	8.9	(3.3)	(3.2)
미국 부동산	1.0	1.0	0.0	VNQ.US	7.9	(2.7)	6.2
미국 부동산액티브	2.0	2.0	0.0	DFAR.US	8.0	(2.7)	(0.5)
디지털 자산	2.0	2.0	0.0				
비트코인	2.0	2.0	0.0	BITO.US	(11.5)	15.5	(12.7)

주: 수익률은 11월 5일 종가 기준

포트폴리오 신한 리서치 포트폴리오: ② 글로벌 주식형

포트폴리오 성과



종목/테마		1D	편입 후
미국/선진			
엔비디아	NVDA.US	(4.3)	669.3
일라이 릴리	LLY.US	4.3	130.0
블룸에너지	BE.US	11.9	60.1
샌디스크	SNDK.US	6.2	(3.7)
마이크로소프트	MSFT.US	2.7	9.8
레볼루션메디슨	RVMD.US	4.1	(0.3)
애플	AAPL.US	2.4	7.1
크라우드스트라이크	CRWD.US	5.4	(9.3)
ASML	ASML.US	6.2	(16.8)
ASE테크놀로지	ASX.US	8.6	(25.0)
애브비	ABBV.US	0.7	3.4
쇼피파이	SHOP.US	2.1	(9.1)
아스트라제네카	AZN.US	1.0	9.0
AMD	AMD.US	13.3	12.4
마이크론	MU.US	6.3	246.4
아마존	AMZN.US	2.9	2.7
파이브빌로우	FIVE.US	5.6	5.4
로얄캐리비안크루즈	RCL.US	3.0	4.3
엘프뷰티	ELF.US	2.8	10.4
GE 에어로스페이스	GE.US	3.8	5.8
인튜이티브 서지컬	ISRG.US	1.7	0.8

종목/테마		1D	편입 후
중국/신흥			
ETF			
단기채 (CNY)	511360.SS	0.0	1.6
단기채 (USD)	SHV.US	0.0	(0.3)
과창판 AI 반도체 ETF	588200.SH	0.6	(29.6)
S&P500 ETF	SPY.US	2.4	(2.3)
나스닥100 ETF	QQQM.US	3.4	(9.8)
MSCI대만 ETF	EWT.US	7.2	(16.5)
신재생/친환경 ETF	ICLN.US	1.0	1.4
차이나 인터넷 ETF	KWEB.US	(2.3)	(1.1)

편입: / 편출:

주: 수익률은 11월 09일 기준

포트폴리오 신한 리서치 포트폴리오: 월간 Top Picks

스페이스X (SPCX.US) | 앤트로픽 상장과 15차 스타십 시험 비행 모멘텀

- 앤트로픽은 스페이스X AI 컴퓨팅 분야 최대 고객. IPO 신청서에서 29년까지 계약은 최대 1,205억달러
- 15차 시험 비행에서 1단과 2단을 로봇팔로 잡는 캐치타워 메카질라 테스트 진행. 재사용성 검증

마이크론 (MU.US) | 메모리 업황 강세 재확인

- 판가 주도 성장, DRAM(B/G+5%, ASP+19%), NAND(B/G+10%, ASP+30%). SSD 주도의 NAND 믹스개선 효과
- 3~5년 SCA 고객사가 26개로 10건 늘어나며 장기 계약 확대, 2030년까지 매출 35% 이상이 다년계약 기반

ASE 테크놀로지 (ASX.US) | AI 첨단 패키징 공급 부족에 CPO 모멘텀까지 가세

- TSMC의 CoWoS 생산능력 부족에 따른 외주 확대의 핵심 수혜. 엔비디아 AI 반도체 패키징 공급망의 주요 업체
- 첨단 패키징+테스트(LEAP) 매출 2026년 기존 목표 35억달러 상회. 2027년 추가로 2배 성장 목표

타워세미컨덕터 (TSEM.US) | 광학 내러티브를 숫자로 입증하는 CPO 핵심 병목 팹

- 2Q26 실적 사상 최고치. 특히 SiPho 매출 런레이트 2Q25 1.8억달러에서 2Q26 6.8억달러로 급증
- 27F SiPho 계약 매출 13억달러와 선급금 2.9억달러 확보. 28년 목표 매출 36억달러, 순이익 12억달러로 상향

크라우드스트라이크 (CRWD.US) | 빈번해지는 보안 위험, 사이버보안 AI 동행이 가속될 필요

- 최근 보안주 전반의 조정은 산업 리스크에서 기인하지 않고 고밸류에이션 조정이기에 실적 발표 후 회복을 기대
- 프론티어급 모델이 과거 대비 훨씬 짧은 시간 안에 종합 공격을 할 수 있게 되어 AI 전용 제품의 수요 급상승

블룸에너지 (BE.US) | 10GW로 가는 길목, 연간 현금흐름과 실적 방향성에 주목

- 3분기 호실적 기록했으며, 구매약정을 통해 장기 실적 가시성도 확보. 다만 투자금 확대로 OCF 적자 전환
- 단기 주가 변동성 확대에도 연간 FCF 흑자 유지, 27년 실적 방향성에 주목할 필요. 에너지 최선호주 유지

쇼피파이 (SHOP.US) | 높아진 기대치를 충족할 3분기 실적. AI는 위협이 아닌 순풍

- 검색·소셜·마켓플레이스·AI 에이전트로 소비자 발견 채널이 쪼개질수록 쇼피파이 사용 유인 증가
- 메타의 AI 에이전트 Muse의 결제 파트너로 참여. 노출이 아니라 거래에서 수익. 어느 AI 인터페이스가 이기든 수혜

애로우헤드 (ARWR.US) | RNA, 비만에서 뇌질환으로 확장

- RNA 기반 약물, 알츠하이머 치료제로 초기 임상에서 가능성 확인. 뇌질환 관련 호재 주가 반영 기대감
- 올해 초 비만약 임상 1/2a상 양호한 데이터 공개한 가운데 4분기 개선된 효능 입증시 투심 반등 전망

건도적층판 (1888.HK) | CCL 쇼티지 지속. 10월에도 가격 인상 단행. 올해들어 8번째

- PCB 핵심 소재인 동박적층판(CCL) 쇼티지 지속. 10월 기준 연내 8번째 가격 인상. 내년 상반기까지 공급 제약 지속
- 글로벌 3위 CCL 사업자. 수직계열화 강점 앞세워 AI용 CCL 소재 후발주자에서 고부가 시장 공격적 진출

대만 ETF (EWT.US) | 8월 이후 두드러지는 대만 증시 차별적 강세. AI 투자 패러다임 전환 수혜

- 대만 증시는 파운드리부터 첨단 패키징, 고성능 기판/소재, 네트워킹, 서버 ODM까지 AI 인프라 전반에 걸친 수혜
- 대만 AI 밸류체인 기업들은 2027~2028년 신규 설비 가동과 고부가 제품 비중 확대로 이익 레버리지 사이클 지속

Compliance Notice

- 본 자료는 리서치센터 해외주식팀의 의견을 반영하여 주식과 ETF 등으로 구성한 글로벌 포트폴리오이며 장기투자의견과 상이하거나, 투자의견이 변경될 수 있습니다.
- 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 포트폴리오 변경은 주가 수익률 변화와 변동 상황 발생 시 진행하고 있으며 비중 및 편·출입은 상승과 하락에 따른 조정으로 투자 권유나 매도를 의미하지 않습니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 편입 이후 15% 이상 하락할 경우 Stop Loss 규정에 의해 포트폴리오에서 제외합니다.
- 글로벌 포트폴리오의 벤치마크(BM)는 MSCI AC World Index(70%) + Bloomberg Bardays World Bond Index(30%)입니다.
- 상기 종목 정보는 FnGuide, Bloomberg 및 WIND(중국, 홍콩)의 정보와 컨센서스 및 각 ETF 운용사 제공 자료를 인용했습니다.
- 주가(각국 통화 기준)는 각 시장의 직전거래일 기준 종가입니다. (단, 미국 및 유럽 주식, 해외 상장 ETF의 주가는 전전거래일 종가 기준)
- 수익률은 편입일의 종가 대비 직전거래일 종가를 원화로 환산해 계산한 수치입니다. (단, 미국 및 유럽 주식, 해외 상장 ETF는 전전거래일 종가 기준)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 상기 회사(애플, 페이스북, 넷플릭스, 테슬라, 아마존, 엔비디아, AMD, 구글, 마이크론테크놀로지)를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다. 기타의 종목은 회사와의 이해관계가 발생하지 않으며 회사 정책에 따라 추가 변경도 가능합니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 임의로 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

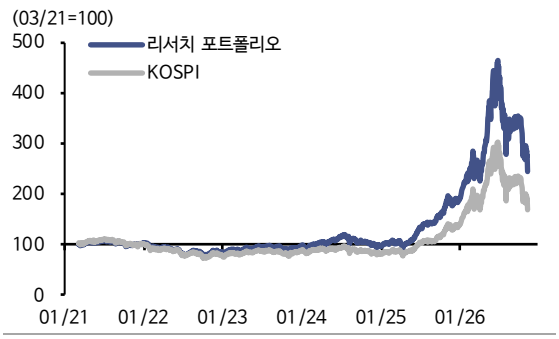
포트폴리오 신한 리서치 포트폴리오: ③ 국내주식형

11월 신한 리서치 포트폴리오

섹터	업종	코드	종목명	업종 비중	제안 비중	차이	종목 비중	전일 차이
에너지				2.1	2.0	(0.1)		
	에너지	A010950	S-Oil	2.1	2.0	(0.1)	2.0	0.0
소재				3.0	1.5	(1.5)		
	화학	A051910	LG화학	1.6	1.0	(0.6)	1.0	0.0
	철강	A005490	POSCO홀딩스	0.8	0.5	(0.3)	0.5	0.0
산업재				12.2	9.1	(3.1)		
	건설,건축관련	A028050	삼성E&A	1.2	2.1	0.9	2.1	0.0
	기계	A010120	LS ELECTRIC	2.8	2.0	(0.8)	2.0	1.0
	조선	A329180	HD현대중공업	2.4	1.0	(1.4)	1.0	0.0
	상사,자본재	A012450	한화에어로스페이스	4.2	4.0	(0.2)	1.6	0.0
		A402340	SK스퀘어				2.4	0.7
경기관련소비재				6.1	6.1	(0.0)		
	자동차	A005380	현대차	3.9	4.0	0.1	2.0	0.0
		A000270	기아				1.0	0.0
		A012330	현대모비스				1.0	0.0
	화장품,의류,완구	A090430	아모레퍼시픽	1.4	1.5	0.1	1.5	0.0
	미디어,교육	A352820	하이브	0.3	0.6	0.3	0.6	0.0
필수소비재				1.4	4.0	2.6		
	필수소비재	A033780	KT&G	1.4	4.0	2.6	3.0	(2.0)
		A003230	삼양식품				1.0	(4.0)
의료				4.3	3.5	(0.8)		
	건강관리	A196170	알테오젠	4.3	3.5	(0.8)	0.5	(0.5)
		A207940	삼성바이오로직스				3.0	0.0
금융				9.1	8.5	(0.6)		
	은행	A105560	KB금융	4.8	4.5	(0.3)	2.5	0.0
		A316140	우리금융지주				2.0	0.0
	증권	A138040	메리츠금융지주	1.7	2.0	0.3	2.0	0.0
	보험	A032830	삼성생명	2.6	2.0	(0.6)	2.0	1.0
IT				60.0	61.5	1.5		
	소프트웨어	A035420	NAVER	2.6	2.0	(0.6)	2.0	0.0
	IT하드웨어	A009150	삼성전기	2.1	2.5	0.4	2.5	2.0
	반도체	A005930	삼성전자	51.7	54.5	2.8	28.8	1.4
		A000660	SK하이닉스				22.9	2.3
		A104830	원익머트리얼즈				2.8	0.1
	IT가전	A006400	삼성SDI	3.4	2.0	(1.4)	2.0	0.0
	디스플레이	A034220	LG디스플레이	0.1	0.5	0.4	0.5	0.0
통신서비스				0.9	3.0	2.1		
	통신서비스	A030200	KT	0.9	3.0	2.1	3.0	(2.0)
유틸리티				0.8	0.8	(0.0)		
	유틸리티	A018670	SK가스	0.8	0.8	(0.0)	0.8	0.0

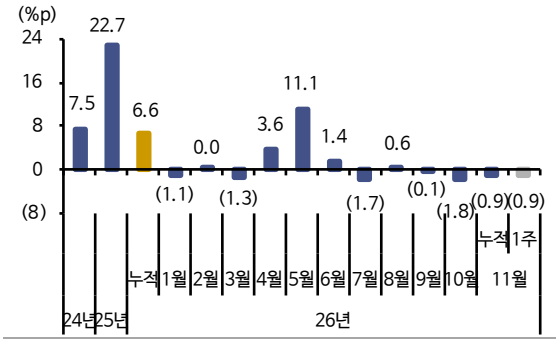
자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 업종 분류는 에프앤가이드 WI26 기준, 11월 9일 종가 기준으로 작성

KOSPI와 신한 리서치 포트폴리오 성과 추이



자료: 신한투자증권

신한 리서치 포트폴리오 상대수익률



자료: 신한투자증권

Compliance Notice

- 본 자료는 리서치본부의 포트폴리오이며 장기투자의견과 상이하거나, 투자의견이 변경될 수 있습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, **투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적**으로 하고 있습니다. 따라서 **종목의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단**으로 하시기 바랍니다.
- 포트폴리오 변경은 주가 수익률 변화와 변동 상황 발생 시 진행하고 있으며 **비중 및 편·출입은 상승과 하락에 따른 조정으로 투자 권유나 매도를 의미하지 않습니다**.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 상기 회사 NAVER, SK하이닉스, 삼성전자, 우리금융지주, 현대차를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- 당사는 상기 회사 삼성바이오로직스의 주권의 모집 주선, 인수 관련 계약을 체결하고 해당 업무를 수행하고 있거나, 최근 40일 이내에 주권의 모집 주선, 인수 관련 업무를 수행한 사실이 있습니다.
- 당사는 상기 회사 알테오젠과 상당한 이해관계가 있다고 인정되는 금융투자사임을 고지합니다.
- 당사는 상기 회사 기아, 메리츠금융지주를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- 당사는 상기 회사 기아, 메리츠금융지주를 기초자산으로 한 주식옵션의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- 당사는 상기 회사 KT&G, 삼성E&A의 자사주 취득/처분 위탁투자중개업자임을 고지합니다.
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 조사분석 담당자 이동헌은 상기 회사 한화에어로스페이스의 기업설명회에 해당회사 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

추천 종목 중소형주

휴젤 (145020) KDQ

주가 (원)	199,300
추천일	26년 11월 6일
수익률	6.3%
상대수익	7.9%p

- 미국 직판 전환 과도기 3Q 실적 저점 통과. 4Q26부터 미국 매출인식 정상화 및 ASP 상승
- 미국 외 빅마켓인 브라질/중국/유럽 내 견조한 인마켓 수요 확인. 화장품 채널 확장
- 27F PER 12.5배로 밴드 하단에 위치해 밸류에이션 매력적. 탑라인 성장에 주목

에스엠 (041510) KDQ

주가 (원)	73,900
추천일	26년 11월 6일
수익률	-6.6%
상대수익	-5.0%p

- 27년 확실한 증익 코스닥 엔터주
- 주력 IP(에스파, NCT 등) + 성장 IP(라이즈, 하투하, 신인 데뷔 등) + 레거시 IP(소녀시대)의 조화
- PER 12배로 저평가 매력 부각

현대백화점 (069960) KSP

주가 (원)	83,700
추천일	26년 11월 6일
수익률	-2.7%
상대수익	-1.1%p

- 자산시장 조정에도 불구하고 백화점 우려 대비 순항, 성과급 지급 등 고소득층 소비 여력 확대
- 인바운드 모멘텀 확대에 따른 외국인 매출 비중 상승 긍정적('25 5%→'26F 8%→'27F 9% 이상)
- 면세 영업 레버리지 효과, 부진했던 지누스 실적 턴어라운드에 따른 전체 연결 영업이익 개선

카카오게임즈 (293490) KDQ

주가 (원)	11,900
추천일	26년 11월 6일
수익률	-6.2%
상대수익	-4.6%p

- <도깨비의세계> 양대마켓 매출 최상위권 유지. 라이트한 BM으로 다양한 연령층 확보
- 27년 1월 <오딘Q> 출시 예정. 탄탄한 팬덤과 글로벌 원빌드 플레이로 장기 흥행 기대
- <도깨비의세계 글로벌>, <크로노 오디세이>를 비롯 27년 신작들의 성과 따라 이익 추정치 상향

선익시스템 (171090) KDQ

주가 (원)	62,000
추천일	26년 10월 13일
수익률	-20.2%
상대수익	1.2%p

- 3Q OLEDoS, 4Q 8.6G OLED, OLEDoS 증착기 매출 발생으로 하반기 턴어라운드 극대화
- Meta의 Muse 출시로 AI Agent 시장 AI글라스로 확장. OLEDoS 증착기 TAM 확대 기대
- 중화권 OLEDoS 패널사 증설 지속, Tandem·RGB 등 OLEDoS 기술 고도화에 대응 가능

디바이스 (187870) KDQ

주가 (원)	9,450
추천일	26년 10월 2일
수익률	-28.5%
상대수익	-3.1%p

- 디스플레이(OLED FOUP, 세정장비) 호황으로 증가된 수주 하반기 본격 반영 전망
- 국내 메모리 고객사 내 공급 지위 강화로 반도체 매출 비중 26년 40% -> 28년 51% 확대 추정
- SWC 평가 진행중으로, 양산 진입시 기존 FOUP 대비 높은 ASP와 시장 확대 가능성 보유

풍산 (103140)	KSP
주가 (원)	52,900
추천일	26년 9월 18일
수익률	-32.3%
상대수익	-13.5%p

- 3분기 중에 있었던 구리 가격 상승이 상반기에 이어 추가적인 신동 부문 실적 개선 이끌 것
- 반도체·AI 인프라용 판재·봉선 판매 확대와 수출 다변화가 구조적 물량 성장을 더해주는 구간
- 2Q 방산은 수락시험·중동 선적 지연으로 부진했지만 계약 소멸이 아닌 이연 성격

아세아시멘트 (183190)	KSP
주가 (원)	9,050
추천일	26년 9월 7일
수익률	-16.1%
상대수익	1.8%p

- 주택착공물량 증가 전환에 따른 시멘트 출하량 턴어라운드 기대
- 메가프로젝트 발 토목공사 고려 시 실적 추가 업사이드 기대 가능
- 출하량 증가 시 원가 부담 가격으로 전가 시도 예상

지투지바이오 (456160)	KDQ
주가 (원)	35,100
추천일	26년 7월 8일
수익률	-1.1%
상대수익	18.6%p

- InnoLAMP 지속형 비만치료제 플랫폼 개발사
- 베링거, 유럽 제약사와 비만치료제 공동개발 연내 본계약 체결 및 추가 공동개발사 확장 기대
- 도네페질 1개월 제형 임상 1상에서 검증 완료. 플랫폼의 비만치료제 확대 가능성 높다고 판단

Compliance Notice

- 본 자료는 리서치본부의 포트폴리오이며 장기투자의견과 상이하거나, 투자의견이 변경될 수 있습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 포트폴리오 변경은 주가 수익률 변화와 변동 상황 발생 시 진행하고 있으며 비중 및 편·출입은 상승과 하락에 따른 조정으로 투자 권유나 매도를 의미하지 않습니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 편입 이후 15% 이상 하락할 경우 Stop Loss 규정에 의해 포트폴리오에서 제외합니다.
- 국내 포트폴리오의 벤치마크(BM)는 KOSDAQ(100%)입니다.
- 중소형주 추천 종목은 추천일 직전거래일 종가 기준 시가총액 3조원 미만의 종목입니다.
- 주가는 직전거래일 종가 기준이며, 일부 종목 정보는 FnGuide를 참고하였습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 임의로 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

[편출]

없음.

주요 경제지표 발표 및 이벤트 일정

월	화	수	목	금
11/9	11/10	11/11	11/12	11/13
	미 10월 소비자물가 일 9월 경상수지	한 10월 실업률	일 10월 생산자물가	미 10월 기존주택매매 10월 생산자물가 한 10월 수출입물가 유 9월 무역수지
11/16	11/17	11/18	11/19	11/20
일 3Q GDP 속보치 중 10월 소매판매 10월 산업생산 유 9월 산업생산	미 10월 소매판매 10월 수출입물가	미 NAHB 주택시장지수 일 10월 수출입	미 10월 FOMC 의사록 일 9월 핵심기계수주	미 10월 경기선행지수 한 10월 생산자물가 일 10월 소비자물가 중 11월 1·5년 대출우대금리 유 11월 소비자기대
11/23	11/24	11/25	11/26	11/27
미 11월 S&P 글로벌 PMI 유 11월 S&P 글로벌 PMI	미 11월 소비자신뢰 한 11월 소비자심리	미 10월 핵심 PCE 디플레이터 10월 신규주택매매	한 11월 금융통화위원회	
11/30	12/1	12/2	12/3	12/4
	한 11월 수출입 11월 S&P 글로벌 PMI 일 10월 실업률	미 11월 ISM 제조업지수 10월 JOLTs 보고서 한 11월 소비자물가 일 11월 소비자기대 유 10월 실업률	유 10월 생산자물가	미 11월 ISM 서비스업지수 유 10월 소매판매
12/7	12/8	12/9	12/10	12/11
	미 11월 소비자신용 10월 수출입 한 10월 경상수지 일 10월 경상수지 중 11월 수출입	일 11월 생산자물가 중 11월 생산자물기	미 11월 기존주택매매 12월 FOMC 기준금리 11월 소비자물가	

자료: Marketpoint, 언론 자료, 신한투자증권

신한아이 화면번호 안내



[주식/시황 정보]

0100	1054	1058	1059
주식종합	지수추이	주요 거래지표	증시자금 추이
1110	1503	1863	3101
현재가종합	업종별시세	주가등락률 상하위	시황티커
4050			
파워차트			

[선물]

2000	2450	4101
지수선물 현재가	상품선물옵션 현재가	KOSPI 선물/옵션 분봉

[수급 정보]

1200(당일)/1203(일자별)	1205	1306	1314
투자주체별 순매수 금액	업종별 투자주체	실시간 외국계 매매종목	외국인/기관 (장중) 매매현황 추정
1407	1457	1670	1881
투자주체별 매도/매수 상위 종목	투자자별 프로그램매매	종목별/일별 대차거래 내역	공매도 일간/누적 상위종목
4540			
장중 투자주체별 매매 추이 (Light)			

[환율/금리/원자재]

3204	3213	3214
환율 동향	원자재 동향	국내외 금리

[국내 포트폴리오/리서치 정보]

3150	3154
신한아이 리서치	리서치 종목 시세

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 11월 9일 기준)

매수 (매수)	96.77%	Trading BUY (중립)	0.72%	중립 (중립)	2.51%	축소 (매도)	0.00%

메모

메모