하나증권 리서치센터 Morning Brief

하루에 하나

2026.1.16

JANUARY

S	M	T	W	T	F	S
				1	2	3
4	5	6	7	8	9	10
11	12	13	14	15	16	17
18	19	20	21	22	23	24
25	26	27	28	29	30	31

원/달러 환율
1,469.20원 (-8.30원)

KOSPI
4,797.55 (+74.45, +1.58%)

KOSDAQ
951.16(+8.98, +0.95%)

국고채 10년 금리
3.493 (+0.075%p)

동 자료는 오늘 발간된 자료의 요약본이 포함되어 있습니다. 자세한 내용은 홈페이지에서 각 자료를 확인해 주시기 바랍니다.

www.hanafn.com

Global Asset Strategy

자산배분의 창(窓)	은 (Silver), 더 이상 과거의 잣대로 평가하지 말라 [이영주]
하나채권	[1월 금통위] 원점에서 다시 시작 [박준우]
해외채권	브라질 채권 전략: 환 리스크를 고려해야 할 시점 [허성우]

기업분석

에스피지	산업 자동화의 심장에서 로봇의 관절로 [한유건]

산업분석

에너지/화학	4Q25 Pre: 전반 부진. 1Q26은 기대감 높여야 [윤재성]

Weekly

통신서비스	AI 네트워크 전략 방안 나왔다 [김홍식]
유틸리티	기후부 업무보고 특이사항 점검 [유재선]

글로벌리서치

Bank of America	자사주 확대와 배당금 인상으로 초과자본 계속 해소 예상 [최정욱]
TSMC	2026년에도 역대 최대 실적과 역대 최대 CAPEX 기대 [김록호]
미국 건설	미국 주택 판매 동향: 부진한 업황 속 판매량 증가 [하민호]

단기투자유망종목

삼성전자, 기아, HD현대일렉트릭, 현대로템, 풍산, 금호석유화학, 알테오젠, 에스피지, 기가비스, 오이솔루션

하나증권

2026년 1월 16일 | Global Asset Research

자산배분의 창(窓)

은 (Silver), 더 이상 과거의 잣대로 평가하지 말라

Asset Allocation

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

과거와 다른 그림을 그리는 은(Silver) 가격 상승

2025년 하반기 은 가격은 단기간에 가파르게 상승하며 금을 포함한 주요 자산군을 상회하는 성과를 기록했다. 은 가격 상승 자체는 과거에도 반복되어 왔지만, 이번 움직임은 상승이 시작된 시점과 속도, 그리고 그 폭에서 이전 사이클과 뚜렷한 차이를 보였다. 특히 글로벌 경기 회복이 명확하지 않은 국면에서도 은 가격이 빠르게 반응했다는 점은, 이를 단순한 경기 민감 자산의 반등으로 설명하기 어렵게 만들고 있다.

최근 은 가격 변동은 금-은 상대가치 왜곡, 산업 수요 구조 변화, 정책·지정학 환경 변화 등 여러 요인이 겹쳐진 결과였다. 이들 요인은 과거에도 각각 시장에 영향을 미쳐 왔으나, 2025년 하반기에는 동시에 은 가격 형성에 반영되며 변동성을 확대시켰다. 이러한 흐름을 감안해 볼 때, 일시적인 가격 변동으로 그치기 보다, 은 시장이 반응하는 조건 자체가 이전 사이클과 달라졌음을 보여주는 움직임으로 해석할 필요가 있다.

금-은 상대가치 왜곡의 누적과 해소 과정

이번 은 가격 급등의 출발점은 금과 은 사이의 상대가치 괴리가 장기간 누적된 데 있었다. 지난 25년간 금-은 비율의 장기 평균은 약 86배 수준이었으나, 팬데믹 이후 이 비율은 지속적으로 확대되었고 2025년 상반기에는 100배를 웃도는 구간까지 상승했다. 이는 위기 국면에서 자금이 금으로 집중되는 과정에서, 은이 상대적으로 저평가된 상태가 오랜 기간 유지되어 왔음을 의미했다.

이러한 상대가치 괴리의 배경에는 2022년 이후 지속된 금 랠리의 성격 변화가 자리한다. 해당 기간 금 가격 상승은 단순한 경기 방어적 움직임을 넘어, 통화·재정·지정학 리스크를 반영하는 방향으로 진화했다. 글로벌 중앙은행의 금 매입 확대, 미국의 재정적자 증가, 러시아 자산 동결 및 SWIFT 차단 이후 부각된 자산 동결 리스크는 금을 통화적·정치적 헤지 자산으로 재평가하게 만들었고, 이 과정에서 금으로의 자금 쏠림 현상이 강화되었다.

그 결과, 금-은 비율은 역사적으로 높은 수준까지 확대되었으며, 이는 은 가격에 상대가치 정상화 압력을 누적시키는 요인이 되었다. 상대가치 괴리가 이처럼 극단적으로 벌어진 구간에서는 별도의 신규 재료가 없더라도 정상화 과정이 진행될 수 있으며, 최근 은 가격 상승 또한 이러한 왜곡이 해소되기 시작한 초기 반응으로 해석할 수 있다. 과거에도 금 랠리가 일정 기간 지속될 경우, 시장은 상대적으로 가격이 낮으면서도 유사한 통화적 속성을 지닌 은으로 관심을 확장하는 경향을 보여 왔다.

다만 이번 사이클에서는 금-은 상대가치 정상화 이후에도 산업 수요와 구조적 요인이 이어지며, 은 가격의 재평가 국면이 길어지고 있다는 점이 차별적이다.

Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com
선임연구원 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

산업 수요 성격의 구조적 변화

이번 사이클에서 가장 중요한 변화는 은에 대한 산업 수요의 성격이 달라졌다는 점이다. 은은 태양광 패널의 전극, 전력망의 고전도 접점, 데이터센터 서버 및 전력 연결부, 전기차 전장 시스템 등 전기 전도성과 신뢰성이 동시에 요구되는 영역에서 사용된다. 특히 AI 확산과 데이터센터 증설은 단순한 IT 투자를 넘어 대규모 전력 인프라 투자를 동반하며, 은 수요를 구조적으로 끌어올리는 요인이 된다.

주목할 점은 이러한 수요가 전통적인 경기 순환 소비와 다른 양상을 보였다는 것이다. 전기화·AI 인프라는 정책 목표와 기술 전환 일정에 의해 추진되며, 경기 둔화 국면에서도 쉽게 중단되기 어렵다. 이는 은 수요가 단순한 경기 회복의 함수가 아니라, 정책·규제·기술 전환 일정에 의해 결정되는 중장기적 구조적 수요로 이동하고 있음을 의미한다.

에너지 전환과 함께 구조화되는 은 수요

산업 수요 변화의 연장선에서, 은의 중장기 방향성을 결정할 핵심 변수는 2030년을 향한 ESG 및 에너지 전환 흐름일 수 있다. 은은 태양광 패널, 전력망 고도화, 전기차 및 충전 인프라, 에너지 저장 시스템 등 주요 ESG 산업 전반에 필수적으로 사용되는 금속이다. 문제는 이러한 수요가 완만하게 증가하는 것이 아니라, 정책 목표와 기술 전환이 특정 임계점에 도달할 경우 비선형적으로 확대되는 구조를 가진다는 점이다.

태양광 산업의 경우 셀 효율 개선을 통해 단위 패널당 은 사용량을 줄이려는 시도가 지속되고 있으나, 글로벌 설치 용량 증가 속도가 이를 상쇄하고도 남는다. 전력망과 데이터센터 역시 고전도·고신뢰성 소재에 대한 요구가 강화되면서 은을 대체하기 어려워 보인다.

게다가, 은 공급은 광산 개발 기간, 환경 규제, 지역 사회 이슈 등으로 인해 단기간에 빠르게 확대되기 어렵다. 특히 은은 다수의 금속에서 부산물 형태로 생산되기 때문에, 가격 상승이 곧바로 공급 확대로 이어지기 어려운 구조를 가진다. 그럼에도 ESG 기준 강화로 신규 광산 개발이 제약되면서, 공급의 탄력성은 제한적인 상태다. 이는 은 시장 수급을 더욱 타이트하게 만드는 요인이 될 것이다.

종이 시장 중심 가격 구조의 한계

한편, 은 시장은 실물보다 선물·ETF·OTC 계약과 같은 종이 거래 비중이 훨씬 높은 구조를 가진다. 동일한 실물 은을 기반으로 여러 개의 금융 계약이 동시에 거래되는 이 구조에서는, 평상시에는 유동성 문제가 크게 드러나지 않는다. 그 결과 시장 참여자들은 은을 언제든 충분히 사고팔 수 있다는 인식을 갖게 된다. 이를 흔히 '유동성 환상'이라 부른다.

그러나 실물 은의 실제 공급량은 금융 거래 규모보다 훨씬 작다. 실물 인도 수요가 평소 수준에 머물 때에는 이 간극이 문제로 드러나지 않지만, 산업 수요 확대와 투자 심리 변화로 실물 확보 수요가 동시에 증가할 경우 시장은 빠르게 긴장 상태에 진입할 수 있다. 이 과정에서 그동안 풍부하다고 인식되던 유동성은 오히려 가격 변동성을 증폭시키는 요인이 되고 있다. 이번 은 가격 상승은 종이 거래 비중이 높은 시장 구조 아래에서, 실물 수급 여건까지 변화하는 국면에서 나타난 현상이기도 하다.

자산배분 관점에서 다시 바라본 은

종합해보면 은 가격 변동은 단기적인 과열 여부와 별개로 은이 포트폴리오 내에서 차지하는 위치가 달라지고 있음을 보여준다. 은은 금처럼 순수한 안전자산은 아니지만, 동시에 전

형적인 경기 민감 산업금속으로도 분류하기 어렵다. 실질금리 변화와 통화·재정 정책 불확실성이 커지는 환경에서는 안전 자산적 성격이 부각되는 한편, ESG·전기화·AI 인프라 확산 국면에서는 산업 수요에 기반한 가격 지지력을 동시에 갖는다.

자산배분 관점에서 은은 단기 가격 베팅보다는, 정책 환경과 산업 전환이 교차하는 국면에서 중장기적으로 포트폴리오를 보완하는 자산으로 접근하는 것이 적절해 보인다.

2026년 1월 15일 | Global Macro Strategy

하나채권

[1월 금통위] 원점에서 다시 시작

Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

채권전략 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

- 2.50%로 만장일치 동결. '인하 가능성' 문구까지 삭제. 3개월 내 인하 가이던스 1명
- 기준금리 전망을 11월 1회 인하로 수정. 향후 인상/인하는 환율보다 펀더멘털이 결정
- 국고 3년은 3.0% 수준 지속. 국고채 투자의견은 '중립'을 유지

리뷰: 만장일치 동결. '인하 가능성' 삭제. 동결 장기화 시사

금융통화위원회는 1월 통화정책 회의에서 기준금리를 2.50%로 동결했다. 작년 5월 인하 이후 5회 연속 동결이다. 작년 8, 10, 11월 모두 인하 소수의견을 개진했던 신성환 위원도 동결에 찬성해 만장일치 결정이었고, 향후 3개월 가이던스에서도 6명 중 1명만이 인하 의견을 제시했다. 5월에 임기가 만료되는 신성환 위원이 유력하다.

통화정책방향문에 결정적인 변화가 있었다 **[도표 2]**. 기존의 '금리인하 가능성을 열어두되', '추가 인하 여부 및 시기를 결정' 문구를 모두 삭제했다. 대신 성장세 회복을 지원하겠다는 문구를 추가했다. 해당 문구 변화는 인하 사이클 종료 인식을 강화시키며 기자회견 이전에 국고채 금리를 급등시켰다. 세부적으로는 대외적으로는 AI 투자, 대내적으로는 소비/고용/수출/건설 전 부문에 대한 평가가 개선됐다. 금융안정 요인은 가계대출은 대출 증가세 둔화됐으나 부동산 가격 상승 기대, 환율 상승 등 리스크가 여전하다고 평가했다.

기자회견에서 작년 10, 11월 금통위와 언론과의 인터뷰를 통해 점진적으로 (동결) 시그널을 제시해 왔다고 언급했다. 이번에 통방문 문구 변경까지 고려하면 동결 기조는 분명하다. 한편 환율이 동결의 핵심 근거였다고 밝혔다. 다만 작년 말과 달리 연초 상승은 달러화 강세 등 대외 요인이 3/4 정도의 영향을 끼쳤다고 평가했다. 그리고 일각에서 제기하는 환율 안정을 위한 '인상' 가능성에 대해서는 강하게 반발했다. 환율 그 자체가 아니라 인플레이션에 미치는 영향이 중요하며, 금리만으로 환율 안정을 위해서는 (과장해서) 200bp를 인상해야 한다고 설명했다.

전망: 11월 인하로 전망 수정. 국고 3년 3.0% 수준 지속. 투자의견은 '중립' 유지

[기준금리] 2026년 11월 1회 인하를 전망한다. 작년 11월 금통위 직후에 제시한 5, 11월 인하 전망을 대폭 수정한다. 당시 금융안정 리스크만 완화되면 여전히 인하가 가능하다고 판단했으나, 성장률 개선 흐름이 지속되고 금융안정 리스크는 더욱 확대됐다. 결정적으로 한국은행은 환율 변수에 큰 가중치를 부여하고 있다.

한은의 매파적 결정에도 불구하고 기준금리 인하 재개를 전망하는 이유는 향후 3~6개월 전후의 통화정책 전망은 한국은행의 스탠스가 중요하지만, 약 1년 후의 전망은 그것보다 펀더멘털 전망이 더 중요하기 때문이다. 장기간 동결 이후 기준금리의 방향성은 펀더멘털에 의

해 결정될 것이다. 총재의 '환율을 보고 기준금리를 결정하지 않습니다' 기자회견 발언과 일맥상통한다.

따라서 현재 성장률을 끌어올리고 있는 내수 회복과 수출 증가세가 지속되면서 성장률 전망이 2% 중반대로 꾸준히 상향 조정될 것인가, 아니면 둘 중 하나라도 기대에 미치지 못할 것인가를 판단해야 한다. 전자의 사례는 2016~2017년으로 수출과 투자 중심으로 성장률 전망이 1년 내내 상향 조정된 이후 인상으로 전환됐다. 후자의 사례로 2013~2014년에는 기준금리 인하 및 추경으로 성장률이 개선되었으나 내수 회복이 약화되자 인하를 재개했다(그 당시 통방문의 주요 내용은 **[도표 5, 6]**을 참고). 하나채권은 하반기에 성장률이 기대보다 약할 가능성이 여전하다고 판단해 인하 재개를 전망한다.

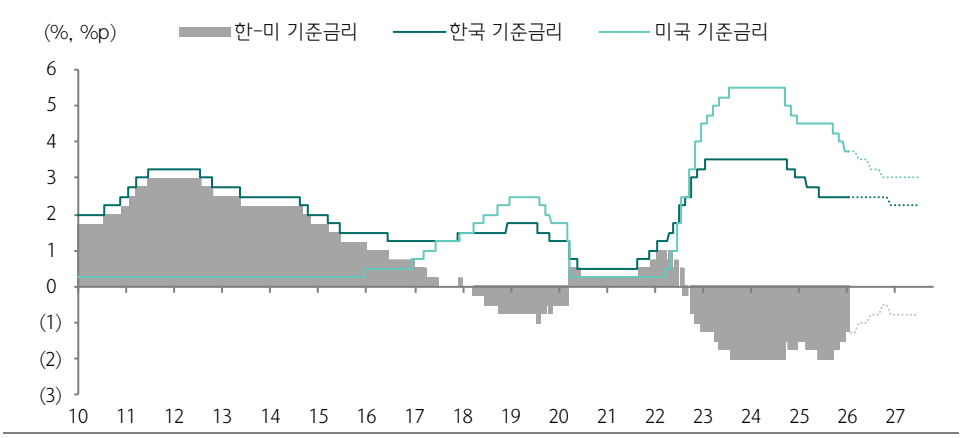
부수적으로 한은 총재가 4월에 교체될 경우, 차기 총재는 기준금리 결정에 있어서 이창용 총재보다 금융안정을 '더' 강조할 가능성은 낮고, 미국의 기준금리 인하 사이클이 지속되면 한은의 인하 여력은 개선될 전망이다.

[국채금리] 국고 3년 금리는 기준금리 대비 +50bp가 적정하다. 2016~2017년과 2013~2014년 사례를 복기하면, 향후 기준금리가 인상/인하로 완전히 엇갈렸으나 동결 장기화 기간에는 3년-기준금리 스프레드가 40~50bp 수준에서 등락했다 **[도표 3]**.

한국 국고채에 대해 1월 월보에서 제시한 '중립' 의견을 유지한다. 금통위 이후 현재 3년 금리가 기준금리 대비 50~60bp 수준에 위치해 있어 인하보다 인상 가능성을 더 반영한 상태다. 단기적으로 인상 리스크가 지속되면서 국고 3년 유사한 수준(3.0% 초반)이 지속될 전망이다. 금리가 뚜렷한 방향성을 보이기 위해서는 실제 인상 혹은 인하가 가시화돼야 하나, 상반기까지는 방향성이 부재할 것이다.

연말까지 보유가 가능한 장기 투자자는 듀레이션 소폭 확대를 추천한다. 현재 금리 레벨에서는 인하 시기를 고민하는 것이 아니라 인상과 인하 중 확률이 조금이라도 더 높은 방향에 베팅해야 하는 상황이다. 현재 국고채 3년 금리는 인상/인하가 가시화될 경우 각 +/-40bp 이상의 여력이 대칭적으로 남아있다고 보고 있다(장기물도 유사). 향후 1년 이내에 인상보다 인하 가능성이 소폭 높다고 판단하므로, 듀레이션 확대를 권한다.

도표 1. 한미 기준금리 추이 및 전망



주: 점선은 하나증권 전망
자료: 인포맥스, 하나증권

2026년 1월 16일 | Global Asset Research

해외채권

Fixed Income

브라질 채권 전략: 환 리스크를 고려해야 할 시점

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

- 미국 대법원의 관세 무효화 판결 시 라틴 아메리카 내에서 브라질이 가장 큰 수혜국
- 상반기 금리 인하에 따른 국채 금리 추가 하락 기대감 유효하지만 미국과 브라질 간 기준금리 격차 축소는 헤알화 약세 요인. 대선 직전 헤알화 약세 전환도 감안할 필요
- 작년보다 헤알화 강세 기대감 낮춰 잡고 달러 표시 채권에도 관심을 가져볼 시점

달러 표시 채권도 매력적인 투자처

미국 대법원은 1/14 예정되었던 의견 발표일(Opinion day)에서도 국제비상경제권한법(IEEPA) 기반 관세에 대한 판결을 유보했다. 불확실성이 연장된 가운데, 대법원이 해당 관세를 전격 무효화할 경우 재정 우려가 재차 부각되면서 미국채 금리 상방 요인으로 작용할 전망이다.

관세 무효화가 실제로 발생한다면 작년 4월 이후 징수한 2,000억 달러가 넘는 누적 관세 수입을 기업들에 환급해야 할 법적 의무가 생기게 된다. 트럼프 행정부가 감세 및 지출 법안으로 인한 세수 공백을 관세 수입으로 보전하려 했던 '재정 선순환' 계획에 차질이 생기는 셈이다. 물론 무역확대법 232조(국가 안보)나 무역법 301조(불공정 무역 관행) 등 대안이 존재하지만, IEEPA 기반 관세보다는 범위가 제한적이다.

대법원의 관세 무효화 판결 시 라틴 아메리카 내에서는 브라질이 가장 큰 수혜를 받을 것으로 예상된다. 현재 브라질산 수출품은 미국 시장에서 고율 관세라는 높은 진입 장벽에 가로막혀 있다. '25년 10월 기준 미국의 브라질산 수입품에 대한 평균 실효 관세율(Effective Tariff rate)은 22.4% 수준이다.

브라질 입장에서 제 2의 수출국인 미국으로의 관세율이 유의미하게 낮아진다면 수출 물량 확대로 인한 무역수지 흑자 폭 개선 기대감으로 이어질 수 있다. 헤알화 강세를 지지하는 요인이다.

하지만 헤알원 환율(BRLKRW) 이면에는 한국과의 체력 차이가 존재한다. '25년 연간 기준 브라질은 680억 달러, 한국은 780억 달러의 무역수지 흑자를 기록했다. 브라질은 11년 연속 흑자 기조를 유지 중이나 최근 2년간 흑자 규모가 감소세에 있고, 한국은 '24년 흑자 전환 이후 2년 연속 개선세를 보이는 디커플링 국면에 있다는 점을 주목할 필요가 있다.

과거 '브라질 무역수지 감소+한국 무역수지 증가'가 동시에 나타났던 적은 4차례 존재했다('25년 제외). 해당 국면 이듬해에 헤알화가 원화 대비 약세를 보였던 적은 3차례 존재했다. 전체 평균으로 보면 헤알화는 원화 대비 8% 하락했으며, 헤알화 약세 국면으로만 좁혀보면 평균 14% 하락했다.

Analyst 허성우 deanheo@hanafn.com

이는 '25년에 기록했던 원화 대비 헤알화 강세폭(10%)을 대부분 되돌리는 수준이다. 현재 시장에는 관세 수혜라는 '기회'와 대선 및 무역 체력 약화라는 '리스크'가 혼재되어 있다.

올해 상반기부터 시작될 브라질 금리 인하에 따른 국채 금리 하락 기대감은 유효하나, 미국과 브라질 양국의 기준금리 격차 축소에 따른 헤알화 약세 가능성도 고려할 필요가 있다. 물론 환율 약세에 따른 환차손은 비과세 이자 수익으로 일정 부분 상쇄가 가능할 것으로 보인다.

다만, 10월 대선을 앞두고 있는 만큼 변동성 장세는 이어질 전망이다. 과거 대선 당해 연도의 패턴을 복기해보면 1분기까지는 헤알화 강세와 장기물 금리 하락이 동반되는 우호적 환경이 조성되었으나, 2분기부터는 대선 불확실성이 본격화되며 헤알화 약세 전환과 금리 반등이 나타나는 경향이 뚜렷했다.

종합해보면, 국채 금리 추가 하락 여력은 있지만 헤알화 강세에 대한 기대감은 작년보다 낮춰 잡을 필요가 있다고 판단한다. 이제는 달러 표시 채권에도 관심을 가져볼 시점이다.

2025년 1월 16일 | 기업분석_스몰캡_Report

에스피지 (058610)

산업 자동화의 심장에서 로봇의 관절로

Not Rated

현재주가(1.15) **96,900원**

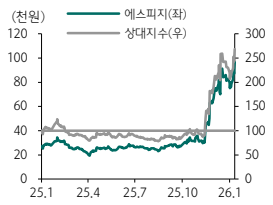
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	951.16
52주 최고/최저(원)	96,900/19,440
시가총액(억원)	21,489.9
시가총액비중(%)	0.41
발행주식수(천주)	22,177.4
60일 평균 거래량(천주)	1,688.3
60일 평균 거래대금(억원)	1,048.0
외국인지분율(%)	3.23
주요주주 지분율(%)	
이준호 외 4 인	37.97

Consensus Data

	2025	2026
매출액(억원)	3,530	4,426
영업이익(억원)	180	285
순이익(억원)	171	272
EPS(원)	771	1,226
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data (억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023	2024
매출액	4,163	4,405	3,938	3,885
영업이익	235	255	160	123
세전이익	255	219	126	143
순이익	229	197	110	131
EPS	1,053	888	496	591
증감율	63.5	(15.7)	(44.1)	19.2
PER	11.3	19.4	72.6	39.6
PBR	1.3	1.8	3.6	2.0
EV/EBITDA	3.6	3.0	5.1	4.7
ROE	11.9	9.2	5.0	5.2
BPS	8,819	9,627	9,871	11,459
DPS	250	200	200	150

Analyst 한유건 hyg0619@hanafn.com
RA 신민건 mingun.shin@hanafn.com

국내 대표 감속기 및 정밀 제어용 모터 제조기업

에스피지는 정밀 제어용 모터 및 감속기 전문 제조기업으로, 다년간 축적된 설계, 제조 기술을 바탕으로 표준 제품뿐만 아니라 다품종 소량 생산에도 강점을 보유하고 있다. 동사는 공장 자동화(FA), 사무자동화(OA), 가전, 로봇 등 산업 전반에 걸쳐 폭넓은 수요 기반을 확보하고 있다. 3Q25 기준, 자회사 매출 비중은 약 33.0%, 별도 매출이 약 67.0%를 차지한다. 또한 해외 매출 비중은 전체 매출의 약 71%를 차지한다.

차별화된 기술력으로 글로벌 점유율 확대

최근 전세계 로봇산업은 '피지컬AI' 등장으로 제조, 물류, 방산, 건설 등 산업계 전반에 걸쳐 자동화 및 휴머노이드 시장의 폭발적 성장이 예상된다. 이러한 환경 속에서 2026년을 기점으로 에스피지의 글로벌 시장 점유율 확대가 기대되는데, 그 핵심 배경은 차별화된 기술 경쟁력에 있다. 동사는 자체 개발한 SDD(SPG Direct Drive, 감속기, 모터, 제어기 통합 솔루션)를 통해 해외 경쟁사 대비 진동, 소음, 발열, 경량화 측면에서 우수한 성능을 확보했다. 특히 다중 물리 최적화 기술을 기반으로 고정밀 제조 역량과 충분한 생산능력을 동시에 보유하고 있어, 대량 수주 대응력과 납기 준수 측면에서 뚜렷한 경쟁 우위를 갖는다. 이러한 기술 차별화는 기존 고객사와의 협력 관계를 더욱 공고히 하는 한편, 국내외 글로벌 신규 고객사 확보로 이어지며 중장기 실적 성장의 기반이 될 전망이다. 이에 따라

2026년 에스피지의 순수 로봇 매출은 300억원 이상으로 확대되며, 전체 예상 매출액의 약 7.2% 수준까지 성장할 것으로 예상된다. 로봇 매출 증가의 주요 요인은 ① 핵심 고객사인 레인보우로보틱스향으로 감속기 공급 확대, ② S사 해외 공장의 감속기 부품 교체 MRO, ③ 국방 무인화 사업 정밀감속기 초도 물량 공급, ④ 글로벌 기업향 신규 제품 의뢰로 판단된다. 아울러 최근 LG사이언스파크와 고효율 액추에이터 및 감속기 기술협력 MOU를 체결한 점도 주목할 만하다. 해당 협력은 빠른 시일 내 사업화로 이어질 가능성이 높아, 사업 확대에 추가적인 성장 동력으로 작용할 전망이다.

고부가 정밀 로봇 감속기 성장 가속화

에스피지의 2026년 예상 실적은 매출액 4,186억원(YoY+19.4%), 영업이익 271억원(YoY+46.4%, OPM 6.5%)를 기록할 전망이다. 시장규모가 급격히 커져 가는 가운데, 기존 가전, 산업용 모터 중심의 사업 구조에서 로봇용 고부가 정밀 감속기 중심으로 전환이 본격화되고 있다. 아울러 글로벌 주요 고객사에 대한 탄탄한 레퍼런스를 확보함에 따라 단발성 공급을 넘어 플랫폼 확산에 따른 반복 수주 구조가 형성되고 있으며, 이에 따른 영업 레버리지 확대가 기대된다. 시장 환경 또한 우호적이다. 글로벌 로봇 시장의 교체 수요가 본격화되는 시점에서, 동사의 고도화된 H/W 제조 역량을 기반으로 국산 감속기 대체 수요를 흡수하여 감속기 시장에서 실질적인 성과를 창출하는 원년이 될 전망이다.

1. 실적 추정 및 전망

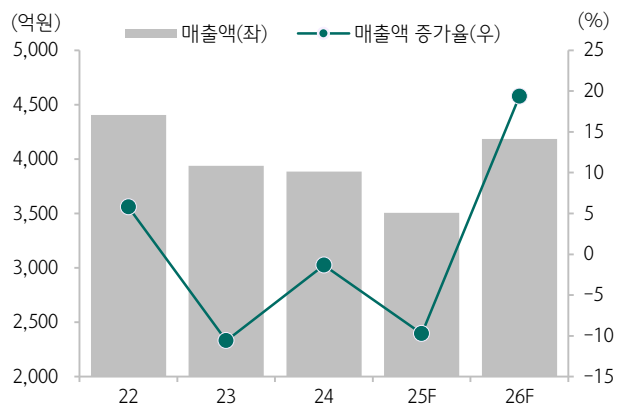
도표 1. 에스피지 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	**933.0**	**804.7**	**840.8**	**928.4**	**1,097.9**	**1,061.9**	**985.8**	**1,042.6**	**3,884.8**	**3,506.8**	**4,186.1**
표준AC모터	217.3	208.4	203.8	216.3	254.3	260.8	237.9	236.0	875.9	845.8	989.1
콘덴서/컨트롤러	117.9	136.3	108.6	116.9	137.4	141.3	129.8	130.6	422.8	479.8	539.2
DC모터	39.5	43.1	32.5	29.2	43.3	47.1	39.9	37.2	171.9	144.4	167.5
BLDC 모터	132.9	110.3	128.8	108.1	142.1	145.0	132.9	124.5	461.4	480.1	544.4
기타	73.9	77.0	89.6	114.0	110.0	130.4	120.3	118.3	349.8	354.4	479.0
연결 매출	351.5	229.5	277.5	343.7	410.7	337.4	324.9	396.0	1,603.0	1,202.3	1,466.8
매출원가	**786.0**	**640.4**	**703.1**	**705.6**	**911.3**	**838.9**	**828.1**	**799.5**	**3,247.9**	**2,835.2**	**3,377.8**
매출원가율, %	84.3	79.6	83.6	76.0	83.0	79.0	84.0	76.7	83.6	80.8	80.7
매출총이익	**146.9**	**164.2**	**137.7**	**222.8**	**186.6**	**223.0**	**157.7**	**243.1**	**636.9**	**671.6**	**808.3**
매출총이익률, %	15.7	20.4	16.4	24.0	17.0	21.0	16.0	23.3	16.4	19.2	19.3
판관비	**106.0**	**125.0**	**88.4**	**167.1**	**119.2**	**163.1**	**98.6**	**156.4**	**513.5**	**486.5**	**537.3**
판관비율, %	11.4	15.5	10.5	18.0	10.9	15.4	10.0	15.0	13.2	13.9	12.8
영업이익	**40.9**	**39.2**	**49.3**	**55.7**	**67.4**	**59.9**	**59.1**	**86.7**	**123.4**	**185.1**	**271.0**
YoY, %	*33.1*	*13.2*	*49.0*	*123.9*	*64.9*	*52.7*	*19.9*	*55.7*	*-22.8*	*50.1*	*46.4*
OPM	4.4	4.9	5.9	6.0	6.1	5.6	6.0	8.3	3.2	5.3	6.5
지배순이익	**31.2**	**24.1**	**36.5**	**36.0**	**51.1**	**46.1**	**40.5**	**63.7**	**131.1**	**127.8**	**201.4**
YoY, %	*19.8*	*-40.8*	*47*	*-8.8*	*64.0*	*91.5*	*11.0*	*76.7*	*19.3*	*-2.6*	*57.7*
NPM	3.3	3.0	4.3	3.9	4.7	4.3	4.1	6.1	3.4	3.6	4.8

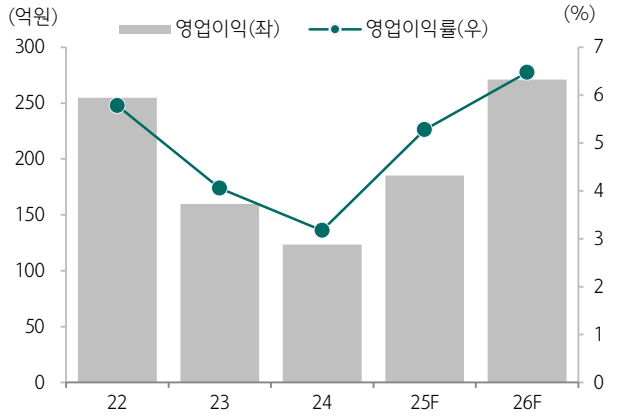
자료: 에스피지, 하나증권 추정

도표 2. 에스피지 매출액 및 매출액 증가율



자료: 에스피지, 하나증권 추정

도표 3. 에스피지 영업이익 및 영업이익률



자료: 에스피지, 하나증권 추정

2026년 1월 16일 I Earnings Preview

에너지/화학

4Q25 Pre: 전반 부진. 1Q26은 기대감 높여야

에너지/화학

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2026년 1월 15일

S-Oil(010950)
BUY I TP 110,000원I CP 91,800원

금호석유화학(011780)
BUY I TP 180,000원 I CP 142,400원

대한유화(006650)
BUY I TP 200,000원 I CP 159,200원

효성티앤씨(298020)
BUY I TP 300,000원(상향) I CP 265,500원

KCC(002380)
BUY I TP 520,000원 I CP 441,000원

Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

4Q25 Pre: 정유 컨센 상회. 화학은 대한유화가 유일하게 컨센 상회

정유업체의 이익은 전분기 대비 대폭 개선된다. 정제마진 호조와 PX 개선 덕이다. S-Oil/SK 이노베이션은 각각 컨센을 +42%/+25% 상회할 전망이다. 재고관련손실 제거와 OSP 하향, PX/BTX 개선 감안 시 1Q26에도 증익되며 컨센을 상회할 전망이다. 석유화학은 QoQ 감익되며 전반적으로 컨센을 하회할 전망이다. 유가/판가 하락에 따른 역래깅 효과, 일회성 손실 반영 영향이다. 대한유화가 높은 가동률 덕에 유일하게 컨센을 +10% 상회한다. 컨센을 크게 하회하는 업체는 롯데케미칼(-57%)/LG화학(-33%)/KCC(-32%)/유니드(-31%)다.

정유: OSP 하향과 PX/BTX 개선이 추가적인 트리거

현재 정제마진은 11~12$/bbl 수준으로 러-우 전쟁 직후를 제외하면 과거 10년 최대치인 10~11$/bbl 을 상회한다. 러시아 공급차질, 미국의 정제설비 폐쇄 국면 진입 등을 감안하면 강세는 지속될 전망이다. 추가적인 모멘텀은 OPS와 PX/BTX에 있다. 사우디는 2월 아시아향 OSP를 0.3$/bbl로 2025년 평균 대비 -1.7$/bbl 하향했다. 캐나다의 아시아향 수출 확대와 베네수엘라의 미국향 수출 확대 및 증산 등을 감안하면 M/S 방어를 위한 사우디의 OSP 인하는 지속될 전망이다. 2026년 중 OSP (-)를 경험할 것이라 판단한다. 정유사의 주요 석유화학 생산 품목 PX의 마진 개선도 긍정적이다. PX 마진은 2025년 261$/톤에서 현재 320$/톤으로 +22% 상승했다. 휘발유 강세에 따른 생산량 감소와 중국의 PX 증설 사이클 종료 등을 감안하면 마진 개선과 한국 업체의 중국향 수출량 회복을 기대할 수 있다. 특히, NCC 구조조정에 따른 BTX 생산량 축소는 최대 생산업체인 정유사에 반사 수혜다. 2026년 OSP 하락과 PX/BTX 마진 개선에 따른 추정치 상향을 전망하며, Top Pick은 S-Oil이다.

석유화학/태양광: 최악을 통과. 중국 구조조정 구체화에 주목

최근 중국 석유화학 현/선물 가격이 상승세다. 중국의 구조조정이 구체화될 가능성 때문이다. 중국 석탄기반 PVC 등에 대한 구조조정이 구체화될 경우, 아시아의 공급과잉 해소에 긍정적 효과가 예상된다. 2~3년 간 유가 약세와 공급과잉으로 고객사의 재고가 매우 낮은 수준이라는 점을 감안하면 1~2분기 중 재고확보에 따른 석유화학 시황 반등을 예상한다. 천연가스/에탄 강세로 미국 업체들의 원가 압박이 가시화되는 점도 긍정적이다. ExxonMobil은 지난 12월부터 미국 PE 가격을 누적 +220$/톤 인상했으며, 최근 TPC Group은 ECC의 가동률 조정에 따라 원재료인 Crude C4 조달 차질을 이유로 BD 공급 불가항력을 선언했다. 아시아 NCC 설비 가동률 회복 가능성을 감안해 NCC에 대한 Trading BUY 전략이 유효하다. Top Pick은 금호석유화학 이다. NCC 구조조정에 따른 BD 강세로 모멘텀이 발생할 가능성이 높기 때문이다. 대한유화, 효성티앤씨, KCC는 관심종목이다. 태양광은 미국 모듈 재고가 소진된 것으로 추정되며, 미국 셀 통관 지연 해소 및 2026년 초 AD/CVD와 FEOC 규정 구체화 가능성 등 영향으로 최악의 국면을 탈피할 것으로 예상된다.

AI 네트워크 전략 방안 나왔다

통신서비스 Weekly | 2026.1.16

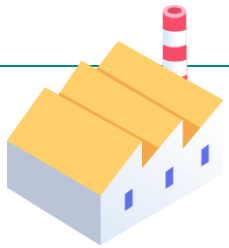
Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com
RA 이상훈 sanghunlee0121@hanafn.com

주간 동향 및 코멘트

다음주 투자 전략 및 이슈 점검

- 얼마전 국내에서 하이퍼(Hyper) AI 네트워크 전략 회의가 개최되었다. 한국이 글로벌 AI 3대 국가로 성공하려면 네트워크가 중요하다는 긴박함 속에 진행되었다. XR 글래스와 피지컬 AI 시대에 대응하려면 이전과는 차원이 다른 네트워크가 요구되는데 대규모 트래픽을 효율적으로 처리하는 동시에 온디바이스 AI의 추론 능력 한계와 중앙 클라우드의 지연 시간 한계를 보완하는 엣지 컴퓨팅 AI 구축이 필요하다는 주장이다.
- 가장 관심이 높은 이동통신의 경우 2028년 LA 올림픽과 연계한 6G 시범서비스를 거쳐 2030년 6G 상용서비스를 개시한다는 계획을 제시했다. 다만 6G로 바로 뛰기 전 현재의 5G 체질도 바꿀 예정이다. LTE/5G 코어를 함께 쓰는 5G NSA를 2026년에 5G SA로 전환해 네트워크 슬라이싱을 통한 새로운 서비스 확산을 촉진할 것으로 보인다. 더불어 2026년부터 AI RAN를 적극 확대해 피지컬 AI 의 실시간/초정밀 동작을 지원하는 차세대 기지국 인프라 구축에 나설 예정이다. 제도 측면에서는 6G 기지국 및 AI RAN 투자 세제 혜택 확대(2026년~), 주파수 재할당 및 5G/6G 신규 주파수 공급(2026~2029년), 6G 주파수 전략 수립(2028년) 등을 통해 투자 유인을 높이고 저전력 기지국 인증제(2026년) 도입도 추진할 계획이다.
- 유선의 경우에는 전국 주요 거점과 데이터센터를 연결하는 백본(backbone)망 용량을 2030년까지 4배 이상 확대해 대규모 트래픽을 안정적으로 수용하고 초저지연 통신을 보장할 예정이다. 가입자망은 현재 광케이블 보급률이 91%로 높지만 AI 서비스의 보편적 이용을 위해 2030년까지 전국 모든 수요 가구를 대상으로 광케이블/기가급 인터넷 인프라를 98% 수준으로 확대할 계획이다. 망이 받쳐줘야 AI가 서비스가 된다는 논리를 가정/기업 단까지 적용한 셈이다.
- 최근 국내 통신 시장은 미국과 달리 네트워크 투자 기대감이 전혀 없는 상태이다. 신규 주파수 경매에 대한 이야기도 없고 유선 투자 역시 이슈가 없는 상황이다. 그런데 피지컬 AI에 대응하기 위해 5G SA를 도입해야 한다는 의견이 국내외적으로 빅 이슈로 부상하고 있어 이제 국내도 진정한 글로벌 5G 도입 경쟁에 뛰어들 것으로 보인다. 물론 5G Stand Alone이 Release 18라고 불리는 5G Advanced를 의미하지는 않는다. 그럼에도 불구하고 5G SA는 통신장비 투자를 촉진할 것이며 신규 5G 요금제 출시를 불러올 가능성이 높다. 충분하진 않지만 이미 5G 인프라가 확충된 지 수년이 지난 상황에서 기존 주파수에 추가 투자를 할 경우 CAPEX 효율성이 떨어지기 때문이다. 결국 2026년도엔 전세계 주요 국가들이 신규 주파수 경매 및 투자에 나서고 5G SA로 진화하는 가운데 차세대 서비스 도입 명분 하에 새로운 5G 요금제를 도입, 요금제 업셀링에 나설 공산이 크다. 단기 미국을 중심으로 통신 장비 업종에 큰 수혜가 될 것이지만 장기적으로 국내 시장에도 진보된 네트워크 도입 압력 증대와 더불어 신규 요금제 출시를 앞당길 것으로 보여 통신서비스 업종에도 수혜가 될 전망이다.
- 국내 K뱅크 IPO와 더불어 미국 엔트로픽 연내 상장 가능성이 높아지고 있다. KT 기업가치가 10% 정도 상승하고 SKT 지분 매각 차익이 1.5조원 정도 예상된다. 그런데 주가 측면에서 KT는 물론 SKT에도 긍정적 영향이 예상된다. 현금 흐름 개선이 기대되기 때문이다. 특히 SKT의 경우 2026년에도 2024년 수준의 배당 정상화를 낙관하기 어려운 상황인데 대규모 현금 유입이 이루어진다면 배당 정상화 시기가 앞당겨질 수도 있어 긍정적이다.
- 다음주 통신서비스 업종 종목별 투자 매력도는 KT>LGU+>SKT 순으로 제시한다. 통신 3사 중에선 KT를 최우선 종목으로 제시한다. 통신장비 업종에선 미국 주파수 경매 수혜주인 기지국 장비 업체 KMW, RFHIC, 이노와이어리스와 더불어 광 투자 붐 관련주인 RF머트리얼즈, 양자암호통신 핵심 수혜주인 ICTK를 추천한다.

기후부 업무보고 특이사항 점검



유틸리티 Weekly | 2026.01.16

Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com

RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

주간 리뷰 및 관심종목

주간 리뷰

- 주간 커버리지 합산 수익률은 시장을 3.7% 상회했다. 14일 종가 기준 WTI는 61.8달러/배럴(WoW +10.4%), 미국 천연가스는 3.1달러/mmbtu(-12.6%), 아시아 LNG 현물은 9.6달러/mmbtu(-0.0%), 호주산 유연탄은 109.0달러/톤(+2.0%), 원/달러 환율은 1,463.0원(+1.0%)을 기록했다. 유가와 환율이 꾸준하게 상승하고 있다. 연말 나타났던 비용 개선 분위기가 악화되는 양상이다.
- 13일 기후부 '에너지 분야 공공기관 업무보고' 내용이 공개되었다. 21개 기관이 각자의 중점 추진 과제 등을 작성한 것을 취합 자료이며 안전 및 재난관리, 지역경제 활성화, 대국민 소통 노력 등이 공통적으로 경영관리실적 안건에 포함되었다. 방대한 내용을 담고 있지만 언론의 보도는 한국전력과 한수원을 중심으로 이뤄지면서 국내 원전 밸류체인 주가 변동성이 확대되었다.
- 한국전력공사는 25개 건설사업 중 서해안 에너지 고속도로를 포함한 7개 사업의 준공 시한을 기존 2031년에서 2030년으로 1년 앞당기는 계획을 밝혔다. 국민성장펀드 활용 또는 조성 관련 정부와 협의할 예정이다. 송배전 시장 개방의 시작점으로 해석할 여지가 있겠으나 근본적인 망 소유권 및 운영권이 한국전력으로부터 이탈할 가능성은 현재 시점에서는 높게 보이지 않는다. 시간대별 지역별 요금제로의 개편을 언급했으며 도매시장 지역별가격제(LMP)와 동반 추진될 수 있다. 수도권과 비수도권 전력 사용량 비율은 4:6이기 때문에 LMP 제도 도입 시 수도권 중심 소매요금(전기요금) 및 도매요금(SMP) 상승이 나타날 전망이다.
- 한국수력원자력은 원전 이용률 제고를 추진한다. 2025년 84.6%에서 2026년 89%로 4.4%p 상향을 목표로 한다. 현재 수명 연장 절차 과정에서 정지된 노후 원전과 예정된 계획예방정비 일정을 감안하면 89% 목표 달성은 쉽지 않다. 신규 원전에 대해서도 정부 정책방향, 정책토론회, 여론조사 결과에 따라 기존 11차 전기본에 반영된 대형 원전 2기, SMR 1기 건설 부지 확보를 적기에 추진할 계획이다. 업무보고라는 것을 감안하면 아직은 해당 내용으로 확정되지 않았으며 후행 절차가 필요하다. 기존에 대형 원전 재검토 여지는 있었으나 취소되었던 사례가 아니므로 국내 원전 밸류체인의 방향 또는 시각을 바꿀 이벤트는 아니다.
- 탄소중립 과정에서 열에너지의 가치가 부각되는 중이다. 지난해 12월에는 히트펌프를 사용한 공기열을 재생에너지로 인정하는 제도 개선도 있었다. 난방용 열 수요는 히트펌프로 대응 가능하나 한국 기후 특성 상 효율이 낮고 산업용 열 수요는 대응하기 어렵기 때문에 무탄소를 최우선 가치로 고려한다면 열량 확보 측면에서 태양열 용융염 또는 SMR이 불가피한 선택지다. 향후 제도 마련 후 폐열, 지열, 공기열 등을 활용한 열에너지 네트워크가 구축될 예정이다. 집단에너지, 도시가스, 발전, 보일러 등 이해관계자가 많아 2014년 중단된 수도권 광역 열배관망 건설사업(수도권 그린히트 프로젝트)이 재현될 가능성도 있다.
- 온실가스 배출권(KAU25) 가격이 연초 이후 완만한 상승 추세를 기록하고 있다. KAU25 거래기간은 9월 2일까지고 KAU26으로 이월될 수 있는 물량도 상당 부분 남아있기 때문에 상반기까지는 제한적인 변동성을 나타낼 것으로 보인다. 계획기간 내 평균 할당량 감소와 가파른 유상할당비율 상승을 감안하면 KAU26 거래가 본격화되는 시점부터 우상향 흐름이 확인될 전망이다.

종목 코멘트

- 지역난방공사(Top Pick): 겨울철 실적 성수기. 원가 부담도 낮았기 때문에 긍정적 결과 기대. 2월 말까지 대응 유효
- SGC에너지(Top Pick): 예상 DPS 1,700원 기준 배당수익률 8% 상회. 2020년 당시 주가 저점 대비 낮아 극도의 저평가
- 한국전력: 원전 이용률 84% 수준 예상. 예방정비 일정 변경 시 상향 가능하나 연간 이동평균으로 80% 중반이 적정 수준
- 한국가스공사: 공시 기준 2025년 판매량 3,451만톤(YoY +0.9%). 목표치(+4.3%) 하회로 4분기 요금기저 (-) 정산요인 발생

2026년 1월 16일 | Global Equity

Bank of America (BAC.US)

자사주 확대와 배당금 인상으로 초과자본 계속 해소 예상

미국

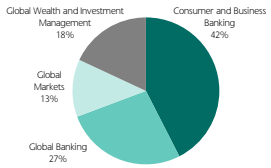
TP(컨센서스)	62.33 USD
CP(1.15)	52.48 USD

Key Data

국가	UNITED STATES
상장거래소	New York
산업 분류	금융
주요 영업	은행
홈페이지	www.bankofamerica.com
시가총액(십억USD)	383.23
시가총액(조원)	562.27
52주최고/최저(USD)	57.55/33.065
주요주주 지분율(%)	
VANGUARD GROUP	8.6
블랙록	7.78

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(4.8)	11.5	11.4
상대	(6.3)	1.0	(5.0)

순익구성



Financial Data (백만 USD)

투자지표	2023	2024	2025	2026F
총영업이익	98,581	105,856	113,097	117,200
세전이익	28,342	33,223	37,695	39,254
지배순이익	26,515	26,973	30,509	35,196
EPS(USD)	3.1	3.2	4.4	5.1
EPS(YOY, %)	(3.4)	4.2	35.4	15.7
보통주ROE(%)	9.8	9.5	11.2	12.2
PER(배)	10.9	13.6	12.0	10.4
PBR(배)	1.0	1.2	1.3	1.2
배당수익률(%)	2.7	2.3	2.3	2.5

자료: Bloomberg, 하나증권

Analyst 최정욱, CFA cuchoi@hanafn.com
RA 정소영 soyoungjung@hanafn.com

4분기 순익 컨센서스 소폭 상회. 이자이익 확대와 역사적으로 낮은 대손비용률 덕분

BOA 4분기 순익은 YoY 14.7% 증가한 76.5억달러(EPS 0.98달러)를 기록해 컨센서스를 소폭 상회했다. BOA는 금번에 회계 처리 방법을 변경했는데 이는 경쟁사들과 동일한 기준으로 작성하기 위함이며, 회계 변경의 영향은 손익계산서 항목들간의 재분류로서 순익에 미치는 영향은 거의 없었다. 1) 4분기 총대출은 QoQ 1.6%, YoY 7.7% 증가했는데 이는 신용카드 대출이 QoQ 3.8%, 상업용부동산대출 또한 QoQ 2.6% 증가한 점에 주로 기인했다. 2) NIM은 2.08%로 QoQ 7bp 상승하면서 은행권 전반의 NIM 상승 흐름을 동사도 향유했다. NIM 상승은 만기도래 대출의 금리 re-pricing과 신규 자금의 적절한 예대스프레드 확보, 조달금리에 영향을 미치는 연준 기준금리가 평균 SOFR 금리보다 더 하락한데 따른 영향 등으로 추정한다. 3) 다만 수수료를 포함한 비이자이익은 약 126.2억달러로 QoQ 8.6% 감소했다. 4) 판관비는 수익 연동 성과급 지급 및 거래량 증가에 따른 결제/거래소 비용 증가 등에도 FDIC 특별분담금 환입 등으로 QoQ 0.6%, YoY 3.9% 소폭 증가에 그쳤다. 5) 대손비용은 신용카드 부문의 건전성 안정화와 상업용부동산 손실 감소 등에 힘입어 YoY 9.9% 감소했고, 역사적으로 낮은 수준을 유지했다

대출성장은 양호하지만 예수금 정체 현상 두드러짐. 다만 성장률 괴리 현상 완화 전망

2025년 총대출성장률은 7.7%로 강력했던 반면 예수금성장률은 2.7%에 그쳤는데 현재의 미국 경제 및 고용 상황 등을 가정할 경우 다소 이례적이다. 이는 주식시장 활황 외에 MMF 금리마저 상승하면서 자산관리 부문에서 상당한 자금이 이동되었기 때문으로 추정한다. 예수금 정체 현상은 BOA에서 더욱 두드러졌다. BOA의 경우 68만개의 신규 계좌가 늘어났지만 5만~50만달러 고액 예금 보유자들의 잔액이 상당폭 감소했다. 다만 회사측은 자금 이동 흐름이 일단락되었고, 연말에는 자산관리 예금도 증가세로 돌아서는 점을 확인했다고 언급했다. 따라서 여수신 성장률의 괴리 현상은 다소 완화될 것으로 전망한다

성장과 주주환원 확대로 초과자본을 해소. 자사주 확대와 배당금 인상 계속 이어질 듯

4분기 CET 1 비율은 11.4%로 QoQ 23bp 하락했는데 여기에는 회계 변경에 따른 추가 하락 영향 -12bp가 있었으며 이는 향후 몇 년에 걸쳐 다시 환원될 예정이다. 4분기에 63억달러의 자사주 매입과 21억달러의 보통주 배당금을 지급했는데 자사주 매입 금액은 3분기보다 약 10억달러 더 늘어난 수치이다. 동사의 규제 관련 최소 요구 CET 1 비율은 10.0%이고, 회사측의 목표 관리비율은 약 10.5% 수준이다. 따라서 초과자본을 RWA 증가를 수반하는 대출 증가와 주주환원 확대에 사용하면서 초과자본을 해소하고 있는데 초과분이 해소될 때까지는 자사주를 계속 매입하고, 배당금도 인상될 수 밖에 없을 전망이다. 아직 바젤 3 Endgame이 확정되기 전인데 규제비율이 확정될 경우 더욱 공격적인 주주환원도 기대한다

2026년 1월 16일 | Global Equity

TSMC(2330.TT)

2026년에도 역대 최대 실적과 역대 최대 CAPEX 기대

대만

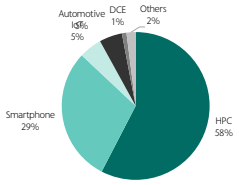
TP(컨센서스)	2,009 TWD
CP(1.15)	1,690 TWD

Key Data

국가	TAIWAN
상장거래소	Taiwan
산업 분류	정보기술
주요 영업	반도체 & 반도체 장비
홈페이지	www.tsmc.com.tw
시가총액(십억TWD)	43,826.0
시가총액(조원)	2,033.4
52주최고/최저()	1720/780
주요주주 지분율(%)	
TAIWAN SEMICONDUCTOR MANUFACT DR	20.49
NATIONAL DEVELOP FUND EXEC YUAN	6.38

주가상승률	1M	6M	12M
절대	15.5	56.2	60.6
상대	5.8	19.3	23.1

매출구성



Financial Data (십억 TWD)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	2,894	3,809	4,760	5,783
영업이익	1,322	1,936	2,395	2,902
순이익	1,173	1,718	2,093	2,514
EPS(TWD)	45.3	66.3	78.4	93.7
EPS(YOY, %)	39.9	46.4	18.4	19.5
ROE(%)	30.3	35.4	34.1	32.1
PER(배)	23.8	23.4	21.6	18.0
PBR(배)	6.5	7.4	6.4	5.0
배당률(%)	1.6	1.6	1.4	1.6

자료: TSMC, 하나증권

Analyst 김록호 roko.kim@hanafn.com
RA 김영규 kyg1019@hanafn.com

4Q25 Review: 높은 가동률이 이익 희석을 상쇄하며 역대 최대 매출총이익률 경신

TSMC는 2025년 4분기 매출액 337억 달러(YoY +26%, QoQ +2%), 매출총이익률 62.3%(YoY +3.3%p, QoQ +2.8%p)를 기록했다. Bloomberg 컨센서스 대비 매출액은 3%, 매출총이익률은 2.8%p 상회했다. 매출총이익률은 2022년 이후 처음으로 60% 이상을 기록했다. 해외 팹의 이익 희석에도 불구하고, 역대 최대 매출총이익률을 경신했다. 비용 개선과 높은 가동률이 해외 팹의 이익 희석을 상쇄한 것으로 추정된다. 매출액에서는 전 부문이 전년동기대비 증가했다. 구체적으로 HPC향은 전년동기대비 약 30%, 스마트폰향은 15%, IoT는 25%, 자동차는 57%, DCE는 25% 증가한 것으로 추정된다.

1Q26 Preview: 또다시 역대 최대 실적 경신 전망

TSMC는 26년 1분기 가이던스 매출액 346~358억 달러, 매출총이익률 63~65%를 제시했다. 중간값 기준 컨센서스 대비 매출액은 6%, 매출총이익률은 4.4%p 상회했다. 가이던스 하단 기준으로도 역대 최대 실적이 기대된다. 해외 팹으로 인한 이익 희석이 지속되고 있음에도, 매출총이익률이 컨센서스를 대폭 상회했다. AI를 포함한 선단 공정 수요가 지속되면서 높은 가동률이 이익 희석을 지속적으로 상쇄할 것으로 보인다. AMD를 비롯한 주요 미국 고객사들의 수요 증가로 애리조나 팹이 규모의 경제를 시현 중인 것으로 보인다. 또한 기존 팹들의 가동률도 상승하면서 총이익률이 빠르게 상승하고 있는 것으로 추정된다.

2026년에도 고성장 지속할 것

TSMC는 2026년 연간 매출액 가이던스로 전년대비 약 30% 성장을 제시했다. 2025년 연간 매출액 성장폭이 36%임을 고려하면, 매출 증가폭은 둔화될 것으로 보인다. 다만, 2024년과 2025년에 모두 30% 이상의 고성장을 시현했음을 고려하면, 성장 둔화를 우려할 필요는 없다. 절대 금액으로 보면, 2025년에는 전년대비 323억 달러 증가했고, 2026년에는 약 367억 증가하며 증가폭이 확대될 전망이다. 다만, 이익 측면에서는 해외 팹에서의 이익 희석과 더불어 하반기부터는 N2 램프업, A16 양산 시작 등 희석요인이 추가되면서 이익률 하락 우려가 상존한다. 그럼에도 장기적으로 56% 이상의 이익 목표는 유지했다.

연간 CAPEX로는 520~560억 달러를 제시했다. 중간값 기준 전년 대비 32% 증가한 전망치이다. 전체 투자액 중 약 70~80%는 N3/N2 등 선단 공정 투자에 쓰이고, 약 10%는 특수 공정, 약 10~20%는 어드밴스드 패키징 등 후공정에 투자할 계획이다. 장기적으로 향후 3년간 1,010억 달러(지난 3년간의 CAPEX)를 훨씬 초과하는 CAPEX를 집행할 것으로 언급했다. N2 등 선단 공정에서 요구하는 CAPEX가 N3 대비 현저히 크기 때문이다. TSMC는 그간 CAPEX에 있어서 보수적으로 제시해온 만큼, 이번 CAPEX 전망치 제시가 AI 중심의 강력한 수요를 반영한 것으로 판단된다.

이외에 AI 가속기 매출액의 2024년~2029년 연평균 성장률 가이던스를 기존 40% 중반에서 50% 중후반으로 상향 조정했다. 견조한 AI 수요와 함께 전 세계에서 진행 중인 CAPA 확대가 뒷받침된 것으로 보인다.

미국

2026년 1월 16일 | 글로벌 산업분석

미국 건설

미국 주택 판매 동향: 부진한 업황 속 판매량 증가

신규주택: 가격 인하 정책 / 기존주택: Lock-In 지속

2025년 10월(셧다운 지연) **신규주택** 판매는 73.7만호로 전년동기대비 18.7% 증가했다. 2007년 이후 최고수준을 기록하고 있는 재고에도 불구하고 판매 속도가 빨라지면서 신규주택 공급일수는 9.3개월에서 7.9개월로 축소됐다. 중위 가격은 39.2만달러(YoY -8.0%)하며 2024년 8월 이후 가장 큰 낙폭을 기록했다. 같은 기간(10월) 기존주택 중위 가격은 41.5만달러를 기록하며 여전히 신규주택이 기존주택보다 저렴한 구간을 유지 중이다. 홈빌더들이 적극적으로 가격 인하 정책과 소형 주택 판매 전략으로 물량을 밀어내는 모습이다.

한편, 2025년 12월 **기존주택** 판매는 435만호로 전년동기대비 5.1% 증가했지만 여전히 역사적 저점 수준을 유지 중이다. 중위 가격은 40.4만달러로 전년동기대비 0.4% 상승해 30개월 연속 상승 중이다. 거래량이 바닥권을 이루고 있지만, 가격은 조정되지 않는 모습이다. 재고는 118만호로 전월대비 18.1% 감소해 3.3개월치 공급분에 불과한 상황이다. 모기지 금리가 내려오면서(1/8 Freddie Mac 기준 6.16%) 수요를 끌어낼 것으로 보이지만, 기존 주택 보유자들이 매물 출회를 꺼리는 탓에 아직까지 Lock-In 상황이 지속되고 있다.

가계가 보유한 자가보유 주택의 총 가치는 전월대비 약 3,600억달러(YoY -1.1%) 감소해 48조달러 수준을 기록, 모기지 부채는 13.6조달러까지 늘어나 LTV는 약 71.6%를 유지하면서 여전히 높은 수준을 유지하고 있다.

남부 중심 쏠림 현상 지속

지역별로 신규주택 판매의 편차가 나타났는데, 2025년 10월 기준 판매는 남부 51.3만호(YoY +42.1%)로 전국 신규주택 물량의 70%를 차지했다. 기타 중서부 9.1만호(+21.3%), 북동부 2.4만호(-41.5%)와 서부 9.0만호(-25.3%)는 부진하며 2022년 이후 최저치를 기록했다. 2025년 처음으로 신규주택 판매의 절반 이상이 40만달러 이하 구간에서 이뤄졌다. 홈빌더들이 저렴한 입지에서, 더 작은 평수을 공급하면서 첫 주택 구입자와 중산층을 흡수하고 있다는 의미로 해석된다. 기존주택 역시 연간 기준으로 남부만 증가, 중서부·서부는 보합, 북동부는 감소를 기록했다. 기존주택에서도 남부 중심 수요 쏠림이 지속되고 있다.

홈빌더에게 쏠리는 눈, 주택주 보수적인 접근 필요

이미 마진을 충분히 희생하면서 affodabilty를 제공한 홈빌더들과 구매자 사이에 정책 기대감과 불확실성이 동시에 던지지고 있다. 가시적 결과가 필요하기 때문에 모기지 매입 확대와 같은 수요 부양책이 실제 시행될 경우 상반기 내 거래량은 끌어올려질 공산이 크다. 다만 정책이 선거용 일회성으로 끝나거나 규모가 축소된다면, 정치적 모멘텀에 따른 단기 성과 압박과 이후 조정 가능성을 감안한 보수적인 접근이 필요하다.

Analyst 하민호 minhoha@hanafn.com

단기 투자유망종목

글로벌투자분석실

종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
삼성전자 (005930.KS)	1/12	139,000	143,900	3.53%	• AI 수요 견조하게 유지되는 가운데, DDR4 가격상승과 더불어 NAND 업황 개선 맞물려 • DDR 및 NAND 가격 상승은 레거시 비중이 높은 삼성전자에게 긍정적
기아 (000270.KS)	1/12	133,200	152,500	14.49%	• 셀토스 풀체인지 모델 출시 및 판매 본격화로 신차 효과 통한 물량 확대 지속 기대 • 이익 개선및 그룹미래 모빌리티 사업구체화 통한 밸류업 기대
HD현대일렉트릭 (267260.KS)	1/12	848,000	892,000	5.19%	• 미국 내 중장기 전력부하 증가 및 노후교체 등으로 송전 투자 확대 지속 • 미국 전력인프라 이외 유럽, 한국 등지의 전력 인프라 투자 확대 본격화
현대로템 (064350.KS)	1/12	219,000	219,500	0.23%	• 페루 전차/장갑차 총괄합의서 체결로 26년, 27년 영업이익 추정치 상향 가능성 높아짐 • 플랜사업 사업규모 축소로 인한 그룹 관계사 매출 비중 확대 긍정적
풍산 (103140.KS)	1/12	120,900	131,100	8.44%	• 4Q25 Preview 매출액 1.5조원(YoY +19.8%), 영업이익 1,013억원(YoY +199.0%) 전망 • 1분기 동가격 상승으로 영업실적 호조 지속 전망
금호석유화학 (011780.KS)	1/12	121,700	142,400	17.01%	• 최근 석유화학 시황에서 부타디엔과 MDI 가격 동반 강세 보이며 업황 개선 시그널 확인 • 제품 가격 상승에 따른 영업이익 및 지분법 이익(금호미쓰이화학) 기대
알테오젠 (196170.KQ)	1/12	511,000	470,500	-7.93%	• 피하주사 전환에 대한 니즈가 투약 편의성 개선, 바이오시밀러 방어의 이유로 증가 중 • 파트너사의 지속적인 유입 전망, 공장 증설에 따른 제품 수익 증가 기대
에스피지 (058610.KQ)	1/12	79,000	96,900	22.66%	• 대표적인 정밀기계부품인 유성/SH/SR감속기를 모두 양산 가능한 국내 독보적인 기업 • 미국 주요 로봇 메이커의 4족 보행로봇에 에스피지의 유성감속기 적용 시작
기가비스 (420770.KQ)	1/12	33,350	43,250	29.69%	• 글로벌 FCBGA 증설 투자 사이클 진입에 따라 장비 수요 증가 전망 • 26년부터 통합형 FA 설비 및 컬러 AOI 출하가 본격화되며 ASP 우상향 기조
오이솔루션 (138080.KQ)	1/12	15,220	15,020	-1.31%	• 글로벌 AI 데이터센터 증설과 함께 고속 광트랜시버 수요 구조적 확대 기대 • 매출 믹스 전환과 일본 스미토모 구조 변화에 대한 수혜 전망

단기 투자유망종목 수익률

주간(This Week)		누적(YTD)	
수익률	BM대비 수익률	수익률	BM대비 수익률
+8.81%	+4.28%p	+18.14%	+5.05%p

주: BM은 KOSPI. BM대비 누적수익률은 일 평균 종목수익률을 BM과 비교 적용한 후 누적 계산. 주기 단위로 Rebalancing. 손절가(Loss cut)는 종가기준 -10%선 적용

중장기 투자유망종목

글로벌투자분석실

종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
기아 (000270.KS)	1/12	133,200	152,500	14.49%	• 셀토스 풀체인지 모델 출시 및 판매 본격화로 신차 효과 통한 물량 확대 지속 기대 • 이익 개선및 그룹미래 모빌리티 사업구체화 통한 밸류업 기대
HD현대중공업 (329180.KS)	1/12	609,000	631,000	3.61%	• 가스선 비중이 70%를 상회하고 있음에도 상선 선종 Mix 개선 현재 진행 중 • 미 해군 입찰 시스템 변경을 시작으로 해외 조선소 건조 여지 방안 확대
에스피지 (058610.KQ)	1/5	82,700	96,900	17.17%	• 대표적인 정밀기계부품인 유성/SH/SR감속기를 모두 양산 가능한 국내 독보적인 기업 • 미국 주요 로봇 메이커의 4족 보행로봇에 에스피지의 유성감속기 적용 시작
삼성전자 (005930.KS)	1/2	119,900	143,900	20.02%	• AI 수요 견조하게 유지되는 가운데, DDR4 가격상승과 더불어 NAND 업황 개선 맞물려 • DDR 및 NAND 가격 상승은 레거시 비중이 높은 삼성전자에게 긍정적
SK하이닉스 (000660.KS)	1/2	651,000	749,000	15.05%	• 3Q25 Review 매출액 24.5조원(YoY +39.0%), 영업이익 11.4조원(YoY +62.0%) 기록 • 빅테크 중심의 HBM 수요가 견조한 가운데, 대규모 CAPEX가 동반되며 HBM 수혜 전망
삼성바이오로직스 (207940.KS)	1/2	1,695,000	1,965,000	15.93%	• 신규 수주 기반으로 5공장 안정적인 ramp-up, 1분기 초 6공장 증설 계획 발표 예상 • 1월 12~15일 개최되는 JPM healthcare에서 향후 사업전망 main track에서 발표 예정
KB금융 (105560.KS)	1/2	124,700	130,100	4.33%	• 경쟁은행 대비 확대되었던 PBR gap이 좁혀지면서 가격 매력 재부각 • 2026년에도 추정 순익 약 5.9조원 내외를 기록하며 증익 추세 굳건히 지속될 전망
삼성전기 (009150.KS)	1/2	255,000	289,500	13.53%	• 컴포넌트 사업부 외에도 패키지 및 광학솔루션 사업부의 우상향 가시성 확보 • 고부가 AI 서버 및 전장향 MLCC 공급 확대로 연간 실적 호조 전망
하이브 (352820.KS)	1/2	330,000	338,500	2.58%	• BTS, 26년 봄 신보 발매를 시작으로 연중으로 대규모 투어 진행 예정 • 글로벌 주요 거점 지역에서 다양한 현지 아티스트 데뷔를 준비하며 글로벌 시장 확대 기대
한국항공우주 (047810.KS)	1/2	114,400	166,600	45.63%	• 일회성 비용 부재와 완제기 수출 부문의 일시적 믹스개선으로 3Q25 수익성 개선 • 26년 말레이시아 2차, 이집트 경전투기 사업 등의 대형 사업 예정
한국금융지주 (071050.KS)	1/2	161,700	177,000	9.46%	• 국내 증시 거래대금 증가에 따른 브로커리지 수익 증가로 호실적 기대 • IMA 출시 이후 추가된 조달재원을 기반으로 레버리지 및 운용자산 규모 확대 기대
S-Oil (010950.KS)	1/2	83,000	91,800	10.60%	• 미국 내 정제설비 폐쇄 증가 감안시, 타이트한 수급 환경 유지되며 정제마진 강세 전망 • 트럼프의 중동 전략 변화, OPEC+의 빠른 감산 완화로 인해 OSP 안정화 가능성 높아

중장기 투자유망종목 수익률

분기(1Q)		누적(YTD)	
수익률	BM대비 수익률	수익률	BM대비 수익률
+13.70%	+0.60%p	+13.70%	+0.60%p

주: BM은 KOSPI. BM대비 누적수익률은 일 평균 종목수익률을 BM과 비교 적용한 후 누적 계산. 분기 단위로 Rebalancing. 손절가(Loss cut)는 종가기준 -10%선 적용

Calendar

글로벌투자분석실

SUN	MON	TUE	WED	THU	FRI	SAT
1.11	1.12	1.13	1.14	1.15	1.16	1.17
		▪ 일본 11월 BoP 경상수지 (3.7조엔, 10월 2.8조엔) ▪ 미국 12월 전년대비 CPI/Core CPI (2.70%/2.60%, 11월 2.70/2.60%)	▪ 미국 11월 전월대비 소매판매 (0.60%, 10월 0.00%) ▪ 미국 11월 전년대비 PPI (3.00%, 10월 2.70%) ▪ 한국 1월 실업률 (4.00%, 12월 2.70%)	▪ 미국 뉴욕주 1월 제조업 지수 (E --, 12월 -3.9p) ▪ 일본 12월 전년대비 PPI (2.40%, 11월 2.70%)	▪ 미국 12월 전월대비 광공업생산 (E --, 11월 0.20%)	
1.18	1.19	1.20	1.21	1.22	1.23	1.24
	▪ 중국 4분기 전년대비 GDP (E 4.4%, 3분기 이전치 4.8%) ▪ 일본 11월 전월대비 광공업생산 (E --, 10월 -2.6%) ▪ 유로 12월 전년대비/전월대비 CPI (E --/--, 11월 2.0/0.2%)	▪ 한국 12월 전년대비 PPI (E --, 11월 1.9%)	▪ 미국 12월 주택착공건수 (E --, 11월 --)	▪ 미국 주간 신규 실업수당 청구건수 (E -- / 이전치 --) ▪ 한국 4분기 전년대비 GDP 성장률 (E --, 3분기 4.3%)	▪ 한국 1월 소비자심리지수 (E --, 12월 109.9p) ▪ 일본 12월 전년대비 CPI (E --, 1월 2.9%)	

주: 1) 괄호 안은 예상치(E), 전월 순, 한국시간 기준 (*E)는 당사 추정치. 2) 유로권, 북미는 전월대비(PCE 디플레이터는 전년동월대비), 아시아, 신흥국은 전년동월대비 기준, 3) P(속보치), A(잠정치), F(확정치)
자료: Bloomberg, 하나증권

Compliance Notice

- 본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료를 작성한 담당자는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 담당자는 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.