하나증권 리서치센터 Morning Brief

# 하루에 하나

2026.3.20

MARCH

| 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**

1,501.15원 (-7.55원)

**KOSPI**

5,763.22 (-161.81, -2.73%)

**KOSDAQ**

1,143.48 (-20.90, -1.79%)

**국고채 10년 금리**

3.693 (+0.087%p)

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

www.hanafn.com

## Global Asset Strategy

| | |
|---|---|
| 해외 크레딧 | PIK 이해하기: 보이는 수익에도 들어오지 않는 현금 [이영주] |
| Global Macro Alert | 3월 FOMC: 높아진 물가 위험과 점도표 밀집 [전규연] |
| 해외채권 | [3월 FOMC] 연내 한 차례 인하. 10년물 상단 4.50% [허성우] |

## 기업분석

| | |
|---|---|
| SK | 자사주 소각에 따른 재무적 효과 결국 주가에 반영 전망 [최정욱] |
| 대덕전자 | 서버 FCBGA 공급 가시화, 멀티플 리레이팅 근거 확보 [김민경] |

## 산업분석 Weekly

| | |
|---|---|
| 통신서비스 | SKT/통신 장비주 조정 시마다 매수 [김홍식] |
| 유틸리티 | 올해 배출권 가격 50% 이상 상승 중 [유재선] |

## 글로벌리서치

| | |
|---|---|
| 아르셀로미탈 | 올해 주요 지역에서의 동시 성장 기대 [박성봉] |
| Micron | 메모리 가격 현황 고려하면 가이던스는 기대치 하회 [김록호] |

## 단기투자유망종목

삼성전자, 현대차, 한화에어로스페이스, 포스코인터내셔널, 키움증권, 리가켐바이오, 노타, 쏠리드, CJ프레시웨이

하나증권

2026년 3월 20일 | Global Asset Research

# 해외 크레딧

## PIK 이해하기: 보이는 수익에도 들어오지 않는 현금

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.

### PIK, 보이지 않는 이자의 구조

사모대출 시장을 이해하려면 PIK (Payment-in-Kind) 구조를 먼저 이해해야 한다.

PIK는 차주 (대출을 받은 기업)가 이자를 현금으로 지급하지 않고, 이를 원금에 더해 이후에 상환하는 방식을 의미한다. 이 경우 채권자는 실제 현금을 수취하지 않았음에도 불구하고, 회계상으로는 이자가 발생한 것으로 인식하게 된다.

이 구조는 새로운 것이 아니다. PIK는 1980년대 LBO (Leveraged Buyout, 차입을 활용한 기업 인수) 시장에서 널리 사용된 전통적인 금융기법이다. 인수 직후 현금흐름이 충분하지 않은 기업이 초기 몇 년간 현금 이자 부담을 낮추기 위해 설계된 구조였다. 즉, PIK는 본래 기업의 초기 현금 부담을 이연시키는 방식의 자본 구조이지, 부실을 숨기기 위한 장치로 설계된 것은 아니다.

### 같은 PIK, 전혀 다른 의미

다만 최근 들어 이러한 PIK 구조가 사모대출 시장에서 다시 논란의 중심에 올라서고 있다. 이는 구조 자체의 문제가 아니라, PIK를 사용하는 의도나 목적이 달라지고 있기 때문이다. 따라서 PIK는 크게 두 가지로 구분해 살펴볼 필요가 있다. 하나는 처음부터 계약에 포함된 PIK, 다른 하나는 운영 중 추가된 PIK다. 전자는 계약 시 선택사항이지만, 후자는 의미가 달라진다.

앞서 언급하였듯이, PIK는 기업의 초기 현금 부담을 완화하기 위한 구조로, 처음부터 계약에 포함되기도 한다. 그러다 2020~2021년 사모대출 시장이 빠르게 성장하는 과정에서 사모대출 (direct lending)과 BSL (Broadly Syndicated Loan) 간 경쟁이 심화되자, deal 확보를 위해 초기부터 PIK 옵션을 포함시킨 사례가 늘어났다. 이 경우 PIK는 차입자를 유치하기 위한 경쟁 조건으로 설계된 것이었기에 무조건 부정적으로 해석할 필요는 없다.

### 문제가 되는 순간: cash-pay에서 PIK로

그러나 문제는 운영 과정에 발생한다. 최근에는 초기 설계된 구조가 아닌, cash-pay (현금이자지급)가 PIK로 전환되는 사례가 증가하고 있다. 시카고 기반 투자은행 Lincoln International에 따르면, 운영 중 추가된 PIK 비중은 2022년 약 2.5%에서 2025년 6.4%까지 확대되었고, 이를 "shadow default rate"로 볼 수 있다고 설명했다. 이는 cash-pay 계약 구조가 PIK로 전환된 만큼, 해당 기업의 현금흐름 압박이 누적되고 있음을 의미한다. 전환된 PIK 건들은 향후 공식 디폴트로 이어질 가능성도 열어둬야 한다.

이렇듯 전환이 발생한 배경에는 두 가지 원인이 작용한다. 첫째, 금리 수준이다. 과거 대비 높은 금리 환경에서는 동일한 레버리지 구조라도 이자 부담이 크게 증가한다. 여기에 일부 산업에서는 성장 둔화가 겹치면서, 현금 유입 증가 속도보다 이자 비용 증가 속도가 더 빨라졌다.

자산배분/해외크레딧
Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com

둘째, cov-lite (약정 완화 구조)의 확산이다. 과거 cov-heavy 대출에서는 실적 악화 시 covenant 위반으로 이어지며 문제가 조기에 드러나는 경우가 많았다. 반면 현재는 maintenance covenant가 약화되면서 즉각적인 트리거 없이 조건 조정이 가능해졌고, 이 과정에서 PIK 전환이 대응 수단으로 활용되고 있다. 문제는 사라진 것이 아니라, 드러나는 시점만 늦추고 있는 셈이다.

게다가, 초기부터 설계된 PIK 역시 시간이 지나며 성격이 변할 수 있다. 금리 상승이나 실적 둔화로 인해 현금 이자 지급이 어려워질 경우, 기존 구조를 유지하지 못하고 PIK 비중이 확대되거나 추가 전환이 발생할 수 있다.

결국 PIK 전환은 단순한 이자 방식의 변화가 아니라, 현금흐름 약화를 드러내는 신호로 해석되며 Lincoln International은 이를 두고 Bad PIK로 표현한 바 있다.

### 수익은 보이지만, 현금은 줄어든다

이 구조는 BDC (Business Development Company) 기업들에서 뚜렷하게 확인된다.

BDC 기업들은 발생주의 회계를 적용하기 때문에 현금 수취 여부와 관계없이 이자가 발생하면 이를 수익으로 인식한다. PIK 상황에서는 차주는 현금을 지급하지 않지만, BDC는 이자를 수익으로 인식한다. 즉 현금 유입과 수익 인식이 분리된다. 이 경우 NII (Net Investment Income)는 유지될 수 있고, 배당과 NAV 역시 단기적으로는 안정적으로 보일 수 있다. 그러나 실제로는 현금 유입이 감소한다.

BDC는 RIC (Regulated Investment Company) 구조에 따라 과세소득의 대부분을 배당으로 지급해야 한다. 문제는 이 과세소득에 PIK와 같은 비현금수익이 포함된다는 점이다. 결과적으로 현금을 받지 않았음에도 배당을 지급해야 하는 상황이 발생할 수 있다. 이 경우, BDC는 유동성을 활용하거나 자산을 매각하거나 또는 차입을 통해 현금을 확보한다. 수익은 유지되나, 현금은 외부에서 조달하게 되는 셈이다.

따라서 BDC를 분석할 때는 NII의 절대 수준보다 그 안에서 PIK 이자가 차지하는 비중을 함께 확인해야 할 것이다. NII가 증가하더라도 PIK 비중이 확대되고 있다면, 이는 안정적인 수익 증가라기보다 현금흐름 약화가 반영된 결과일 수 있다.

### 과거에도 PIK 노출 증가 사례는 존재하지… 그 결과는?

과거에도 PIK 노출 증가가 실제 BDC의 자산 건전성 악화로 이어진 사례가 있다.

Fifth Street Finance Corp.은 2014~2016년 동안 포트폴리오 내 저품질 대출과 PIK 노출이 증가했다. 장부상 수익은 유지되었지만 자산 건전성은 악화되었고, 이후 NAV가 지속적으로 하락하며 배당이 축소되었다. 결국 투자자 신뢰가 훼손되며 운용권이 외부로 이전되었고, 회사는 Oaktree 계열로 편입되었다. Medley Capital Corp. 역시 유사한 흐름을 보였다. 신용 품질이 약화되는 과정에서 PIK 비중이 증가했고, 수익과 현금창출력 간 괴리가 확대되었다. 이후 NAV 하락과 배당 불안정 속에 결국 포트 손실로 Chapter 11 절차를 밟았다.

이들 사례에서 읽히는 공통점은 분명하다. PIK 노출 확대 이후 현금흐름이 먼저 약화되었고, 시간이 지나면서 NAV 하락과 배당 축소가 뒤따랐다. 지금 시장이 PIK 증가를 우려하는 것도 이러한 사례를 경험했기 때문일 것이다.

### 결국, 무엇을 봐야 하는가

이러한 흐름을 종합하면, PIK는 단순한 이자 구조를 넘어 차주의 현금흐름과 신용 상태 변화를 드러내는 지표로 해석할 필요가 있다. 이를 바탕으로 현재 사모대출 시장을 바라볼 때 중요한 판단 기준은 다음과 같다.

첫째, PIK는 더 이상 단순 금리 옵션으로 보기 어렵다. 특히 운영 중 추가되는 PIK는 차주의 현금흐름 압박을 반영하는 신호로 의심해봐야 한다. 둘째, BDC 수익 지표는 그 자체로 해석하기보다 현금흐름과 함께 봐야 한다. 특히 NII 증가가 PIK 이자 확대에 기반한 것인지 여부를 구분할 필요가 있다. PIK 비중이 높아지는 상황에서의 수익 증가는 현금흐름을 동반하지 않을 수 있다. 셋째, 시장에서 중요한 것은 디폴트 발생 여부보다도 현금이 언제부터 줄고 있는지다. PIK는 바로 그 시점을 보여주는 구조다.

마지막으로, 이 구조는 손실이 사라진 것이 아니라 지연되고 있다는 점을 시사한다. 현금흐름과 수익 (NII) 사이의 괴리가 확대될수록, 그 차이는 결국 NAV와 가격에 반영될 가능성이 높다.

2026년 3월 19일 | Global Asset Research

# Global Macro Alert

## 3월 FOMC: 높아진 물가 위험과 점도표 밀집

### 기준금리는 3.50-3.75%로 두 차례 연속 동결 결정. 중동 상황의 불확실성 언급

미 연준은 3월 FOMC에서 정책금리 목표 범위를 3.50%~3.75%로 동결했다. 시장 예상에 부합하는 결과였다. 금번 결정은 11 대 1로 이루어졌는데, 이번에도 마이런 이사가 25bp 인하를 주장하며 반대표를 행사했다. 한편 지난 1월 금리 인하를 주장했던 월러 이사는 금번 회의에서 금리 동결에 찬성했다. 3월 성명서에는 "중동에서 전개되는 일들이 미국 경제에 미칠 영향이 불확실하다"는 문구가 추가되며 중동 전쟁 이슈를 인지하고 있지만 여파를 단언하기는 이르다는 뉘앙스를 풍겼다. 또한 고용시장은 "실업률이 일부 안정 조짐을 보인다"는 문구가 "실업률이 최근 몇 달 간 거의 변하지 않았다"는 문구로 수정되며 고용시장에 대한 낙관적인 시각이 소폭 약화되었다.

### 경제전망은 상/하방 리스크를 모두 높게 보나, 상대적으로 물가 상승 위험에 무게

3월 경제전망은 성장률과 물가, 실업률 전망치를 모두 상향 조정해 상/하방 리스크를 동시에 높였다. 하지만 전망치 변화 폭은 상대적으로 고용의 둔화 위험보다 물가 상승 위험을 더 높게 인식하고 있어 매파적으로 평가한다. 26년 성장률은 2.3%→2.4%로 상향 조정됐으며, 27~28년, 장기 성장률 전망치도 각각 0.2%p~0.3%p 가량 높아졌다. 헤드라인 물가는 26년 2.4%→2.7%, 27년 2.1%→2.2%로 상향 조정됐고, 근원 물가도 26년 2.5%→2.7%, 27년 2.1%→2.2%로 높아졌다. 한편 실업률은 26년은 4.4%로 유지, 27년은 4.2%→4.3%로 소폭 높아졌다. 점도표 중간값은 26년 3.4%, 27년 3.1%로 유지되며 올해와 내년 금리 인하가 한 차례에 그칠 것을 시사했다. 점도표의 분포는 12월보다 밀집되며 연준위원들 간 의견이 점차 일치되고 있음을 보여주었다.

### 일시적 물가 상승 거듭되며 운신의 폭 좁아진 연준, 올해 한 차례 금리 인하 예상

파월 의장은 인플레이션의 진전이 없다면 금리 인하도 볼 수 없을 것이라며 대다수 참가자들이 베이스 시나리오로 보지는 않지만 1월 의사록에서 언급됐던 것처럼(two-sided) 이번 회의에서도 다음 통화정책 조치가 금리 인상이 될 가능성이 제기됐다고 언급했다. 다만 전쟁으로 인한 영향은 지속 기간과 규모를 알 수 없다며 통화정책 여파에 대해 신중한 태도를 견지했으며, 에너지 충격에 따른 물가 상승이 기본적으로 일회성 요인일 것으로 판단했다. 관세 발 물가 상승도 일회성 요인으로, 금년 중순부터 물가가 낮아질 것으로 예상했다. 또한 고용지표에서 과대 집계로 추정되는 수치를 조정할 경우, 민간부문의 순 일자리 창출이 제로에 가깝다며 편안하게 볼 수 있는 균형은 아니라고 언급했다. 물가의 점진적 둔화 기대와 고용시장의 하방 리스크 고려 시 미 연준의 연내 금리 인하 경로는 유효하다. 다만 관세에 이어 전쟁까지 일시적인 물가 충격이 소멸될 시간이 늦춰지고 있어 운신의 폭은 좁아졌다. 하나증권은 **미 연준이 올해 9월 한 차례 금리 인하를 단행**할 것으로 전망을 수정한다.

Economy

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.

Economist 전규연 kychun@hanafn.com

2026년 3월 19일 | Global Asset Research

# 해외채권

Fixed Income

## [3월 FOMC] 연내 한 차례 인하. 10년물 상단 4.50%

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.

- 3월 FOMC, 정책금리 3.75% 동결. 소수의견은 1명 (스티븐 마이런)
- 연내 두 차례에서 한 차례 인하로 전망 수정(9월). 당분간 물가 억제에 우선순위를 둘 것. 다만, 고유가로 인한 소비 위축과 고용 둔화는 하반기 인하 명분으로 작용할 것
- 유가 추가 상승 시 금리 상방 압력 유효. 단, 이미 인하 기대감 낮아진 상황에서 상승폭은 제한적일 전망. 10년물 4.10~4.40% 레인지 내 등락. 상단은 4.50%

### 금리 추가 상승 유효. 단, 폭은 제한적

3월 FOMC는 정책금리를 3.50~3.75%로 동결해 컨센서스에 부합했다. 이번 회의에서 소수의견을 개진한 위원 수는 1명이었다(스티븐 마이런).

성명서는 12월과 비교해 큰 변화가 없었다.

1) 경제 전망을 “완만한 속도의 확장(expanding at a moderate pace)” 문구 유지
2) 실업률이 “안정되는 신호를 보이고 있다(shown some signs of stabilization)”에서 “조금 변했다(has been little changed)”로 문구 변경
3) “중동 사태가 미국 경제에 미치는 영향은 불확실하다(implications of developments in the Middle East for the U.S. economy are uncertain)” 문구 추가
4) “향후 금리 조정의 범위와 시기("the extent and timing") 문구 유지

시장이 주목했던 점도표 관련해서는 12월과 동일하게 26년 한 차례→27년 한 차례 인하 전망을 유지했다(26년 3.375%→27년 3.125%). 장기중립금리(Longer run) 중간값은 3.125%로 소폭 상향 조정했다.

26년 헤드라인과 근원 PCE 물가는 기존 2.4%과 2.5%을 각각 2.7%, 2.7%로 0.3%p, 0.2%p씩 상향 조정했다. 27년의 경우 헤드라인과 근원 PCE 모두 2.2%로 0.1%p씩 상향 조정했다. 목표치 2% 달성 시점은 28년으로 12월과 동일했다.

실질 성장률 전망치는 2026~28년 모두 상향 조정했다(26년 2.3%→2.4%, 27년 2.0%→2.3%, 28년 1.9%→2.1%). 장기잠재성장률 전망치는 1.8%에서 2.0%로 상향 조정했다.

기자회견은 전반적으로 매파적인 색체가 강했다. 관세와 에너지 가격 등 외부 충격에 대해 겸손한 태도를 유지하면서도, 추가 금리 인하를 위해선 물가에 대한 확신이 있어야 한다는 입장을 전달했다. 주요 내용을 요약하면 다음과 같다.

**1) 통화정책 관련**: 현재 금리는 ‘중립 금리 상단’ 혹은 ‘완만한 제약적 범위’로 판단. 추가 인상 가능성은 낮으나, 데이터의 확신 없이는 인하를 하지 않겠다는 입장 재확인

해외채권 Analyst 허성우
deanheo@hanafn.com

**2) 물가 관련**. 연준은 관세 인상을 일회성 비용 충격으로 규정. 관세 영향이 경제 전반에 전이되는 과정에 있으며, 올해 중반부터 관세 효과가 희석될 것으로 예상. 상품 물가 하락세가 다시 확인되는 것이 2% 목표 달성의 핵심. 단, 관세 영향이 사라진 후에도 물가 하락이 나타나지 않는다면 금리 인하에 좋은 징조는 아님

**3) 에너지 및 지정학적 리스크 관련**. 중동 정세가 미국 경제에 미칠 영향은 예측할 수 없음. 다만, 미국이 에너지 순수출국으로서 석유 기업의 수익성과 시추 활동 증가 등 국내 생산 증가가 소비 위축을 일부 상쇄할 수 있을 것

**4) 노동 시장 관련**. 1~2월 지표의 상반된 결과 속에서 매우 낮은 수준의 고용 창출에 대한 우려는 위원회 내에서 여전한 상황. 하방 리스크가 존재하기에 '편안한 균형'이라고 보기는 어려움

**5) 파월 의장 거취 관련**. 법무부(DOJ) 조사가 완료될 때까지 사퇴 의사 없음을 확인. 케빈 워시의 상원 인준이 지연될 경우 '의장 대행'으로서 직무를 수행하겠다고 밝힘

금리 인하 전망을 기존 연내 두 차례 (6,9월)에서 한 차례(9월)로 수정한다. FOMC의 전통적인 대응 기조에 비추어 볼 때, 물가 안정과 최대 고용이라는 두 책무가 충돌할 때 연준은 당분간 물가 억제에 우선순위를 둘 것으로 보인다. 물가 안정이 완전 고용을 실현하기 위한 전제 조건이기 때문이다.

에너지 가격 전가 시차를 고려할 때, 5월까지는 일시적인 물가 상방 압력이 지속될 가능성이 높다. 결국 관건은 전쟁의 장기화 여부이다. 연준은 4월에도 금리를 동결하며, 유가 상승에 따른 2차 파급 효과를 차단하는 데 주력할 것으로 보인다. 현재 FOMC 내 매파적 성향의 위원들이 주도권을 쥐고 있다는 점도 고려할 필요가 있다.

다만, 파월 의장이 언급했듯 장기 기대 인플레이션이 비교적 안정적인 상황에서 공급 측 충격이 단기에 그친다면, 배럴당 $100 수준의 고유가는 가계 소비를 위축시키고 노동 시장을 둔화시키는 후행적 변수로 작용할 것이다. 이는 결과적으로 하반기 연준이 금리 인하를 단행할 수 있는 명분으로 작용할 전망이다.

미 국채 금리는 "물가 진전 없이는 인하도 없다"는 파월의 발언에 단기물 중심 상승 마감했다(2년물 +9.9bp, 10년물 +6.6bp). 현재 국채 금리는 '인플레이션 리스크'라는 상방 요인과 '고용 부진 및 신용 리스크'라는 하방 요인이 공존하고 있으나, 당분간 무게추는 전자에 쏠릴 전망이다.

주변국 정유 시설 타격 등 추가적인 공급 충격 발생 시 금리 상방 압력은 유효하다. 다만 선물시장이 이미 연내 인하 기대감을 대폭 낮춰 잡은 만큼, 유가 급등으로 인한 금리 추가 상승 폭은 제한적일 전망이다. 10년물 4.10~4.40% 내 등락 전망하며, 상단은 4.50% 수준에서 형성될 것으로 예상한다.

2026년 3월 20일 | 기업분석_Earnings Review

# SK (034730)

## 자사주 소각에 따른 재무적 효과 결국 주가에 반영 전망

**BUY (유지)**

| | |
|---|---|
| 목표주가(12M) | 400,000원(상향) |
| 현재주가(3.19) | 346,000원 |

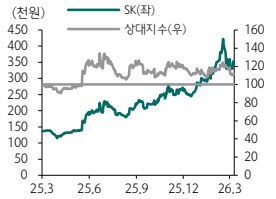
**Key Data**

| | |
|---|---|
| KOSPI 지수 (pt) | 5,763.22 |
| 52주 최고/최저(원) | 422,500/115,400 |
| 시가총액(십억원) | 25,085.9 |
| 시가총액비중(%) | 0.53 |
| 발행주식수(천주) | 72,502.7 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 264.1 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 86.6 |
| 외국인지분율(%) | 28.25 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 최태원 외 38 인 | 25.41 |
| 국민연금공단 | 7.75 |

**Consensus Data**

| | 2026 | 2027 |
|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 124,122.0 | 128,842.4 |
| 영업이익(십억원) | 5,040.1 | 6,230.5 |
| 순이익(십억원) | 7,116.8 | 9,447.1 |
| EPS(원) | 44,930 | 74,326 |
| BPS(원) | 556,900 | 837,993 |

**Stock Price**




**Financial Data** (십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F |
|---|---|---|---|---|
| 총영업이익 | 128,798.5 | 123,399.7 | 122,703.3 | 124,607.3 |
| 세전이익 | 4,754.0 | 2,396.0 | 1,818.5 | 5,202.7 |
| 지배순이익 | (853.6) | 1,328.9 | 2,637.0 | 5,851.5 |
| EPS | (776.8) | (1,292.7) | 1,597.5 | 1,985.9 |
| (증감율) | (10,496) | (17,618) | 21,863 | 27,179 |
| 수정BPS | 적전 | 적지 | 흑전 | 24.32 |
| DPS | (16.96) | (7.46) | 11.73 | 12.73 |
| PER | 0.58 | 0.36 | 0.69 | 0.88 |
| PBR | 9.92 | 12.09 | 13.82 | 10.30 |
| ROE | (3.67) | (5.64) | 6.35 | 7.65 |
| ROA | 307,557 | 370,376 | 371,368 | 392,515 |
| 배당수익률 | 5,000 | 7,000 | 8,000 | 8,500 |

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

### 자회사 지분가치 대폭 상승을 반영해 목표주가 상향. 영업이익 흑자 전환도 긍정적

SK에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 400,000원으로 상향한다. 목표가 상향 배경은 SK텔레콤과 SK스퀘어의 지분가치가 대폭 상승한데 따른 실질 NAV 증가 현상을 반영했기 때문이다. SK의 4분기 매출액은 YoY 1.3% 증가한 30.1조원, 영업이익은 YoY 흑자전환한 3,917억원을 시현했다. 영업이익 YoY 흑자전환의 배경은 SK스퀘어와 SK이노베이션의 영업이익이 큰폭 증가했기 때문이다. 1) SK하이닉스가 분기 사상 최대 실적을 경신함에 따라 SK스퀘어(SK하이닉스 지분 20.1% 보유)의 지분법이익이 대폭 증가했고, 2) SK이노베이션은 SK온의 영업이익 적자 폭이 확대되었음에도 석유/화학 실적 개선에 힘입어 영업이익이 YoY 68.6% 증가한 3,374억원을 기록했다. 3) 반면 SK텔레콤은 사이버 침해사고 영향에 따른 매출 감소와 대규모 명예퇴직, 데이터센터 관련 일회성 비용 발생 등으로 매출액과 영업이익이 YoY 모두 감소했으며, 4) 주요 비상장사인 SK실트론도 Si Wafer 고객사 재고 조정 등으로 영업이익이 YoY 32.7% 감소해 다소 부진한 실적을 기록했다

### 주요 자회사 업황 호조세 지속 기대. 시장의 우려 요인이었던 순차입금도 감소 추세

반도체 슈퍼사이클에 대한 기대로 SK하이닉스 기업가치 상승 현상이 계속되고 있고 SK이노베이션도 정유·에너지 부문의 실적 개선 가능성이 높아지고 있으며, SK텔레콤 또한 일회성 비용 소멸 이후 이익정상화 가능성이 높아 자회사들의 업황 호조세 지속에 대한 기대감이 높은 상황이다. 또한 2년간 이어진 리밸런싱 작업도 막바지에 달하면서 시장의 우려 요인이었던 순차입금도 감소 추세 지속 중이다. SK는 SK스페셜티 지분과 판교 데이터센터 매각 등 비핵심자산을 정리한데다 최근에는 바이오팜 지분 일부 처분과 PRS 계약 체결로 약 1.3조원의 현금이 유입될 예정이다. SK실트론 지분 70.6% 역시 두산그룹에 매각을 추진 중으로 향후 약 3조원의 추가 현금 유입도 예상한다. 동사는 이처럼 확보된 자금을 재무구조 개선 외에도 미래투자 재원으로 활용 중인데 대표적으로 SKC의 1조원 규모 유상증자에 5,400억원을 참여하는 등 핵심사업에 대해 선별 투자를 이어나가고 있다. 2025년말 순차입금은 리밸런싱 초기였던 2023년 11조원에 비해 2.4조원 줄었는데 향후 감소 추세가 지속될 것으로 보인다

### 자사주 소각 발표에도 하락한 주가. 주당가치 상승과 ROE 제고 효과 결국 반영될 것

SK는 기보유 중이던 자사주 24.6% 중 임직원보상용 4.5%를 제외한 20.1%를 전량 소각하기로 결정했다. 그럼에도 소각 발표 이후 주가는 하락했는데 소각 예정일이 2027년 1월 4일로 당장 실시하는 것도 아니며, 관련 내용은 이미 시장에 어느정도 인지되어 왔던 뉴스였기 때문이다. 자사주 소각 진행시 이연되었던 합병차익 확정으로 약 4,000억원대의 법인세 부담 발생도 예상되는 상황이다. 다만 자사주 소각에 따른 주식수 감소로 EPS, BPS 등의 주당가치 상승과 ROE 개선 효과는 결국 중장기 주가에 긍정적으로 반영될 전망이다

2026년 3월 20일 | 기업분석_Update

# 대덕전자 (353200)

## 서버 FCBGA 공급 가시화, 멀티플 리레이팅 근거 확보

**BUY (유지)**

| | |
|---|---|
| 목표주가(12M) | 110,000원(상향) |
| 현재주가(3.19) | 77,300원 |

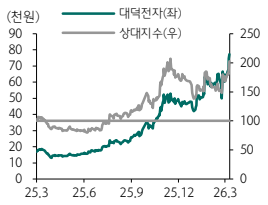
**Key Data**

| | |
|---|---|
| KOSPI 지수 (pt) | 5,763.22 |
| 52주 최고/최저(원) | 77,300/13,120 |
| 시가총액(십억원) | 3,819.9 |
| 시가총액비중(%) | 0.08 |
| 발행주식수(천주) | 49,416.9 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 1,251.7 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 72.2 |
| 외국인지분율(%) | 15.93 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 대덕 외 6 인 | 32.77 |
| 국민연금공단 | 12.03 |

**Consensus Data**

| | 2025 | 2026 |
|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 1,049.6 | 1,401.7 |
| 영업이익(십억원) | 47.0 | 174.6 |
| 순이익(십억원) | 45.6 | 149.5 |
| EPS(원) | 887 | 2,868 |
| BPS(원) | 17,510 | 20,132 |

**Stock Price**




**Financial Data** (십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 909.7 | 892.1 | 1,065.3 | 1,503.2 |
| 영업이익 | 23.7 | 11.3 | 49.2 | 202.6 |
| 세전이익 | 28.4 | 30.2 | 53.5 | 209.9 |
| 순이익 | 25.4 | 23.8 | 48.8 | 167.9 |
| EPS | 493 | 461 | 947 | 3,399 |
| 증감율 | (86.19) | (6.49) | 105.42 | 258.92 |
| PER | 54.87 | 33.62 | 49.74 | 22.01 |
| PBR | 1.60 | 0.91 | 2.69 | 3.67 |
| EV/EBITDA | 8.47 | 4.49 | 13.96 | 11.24 |
| ROE | 2.95 | 2.73 | 5.49 | 17.22 |
| BPS | 16,857 | 16,996 | 17,505 | 20,365 |
| DPS | 300 | 400 | 400 | 400 |

Analyst 김민경 minkyung.kim@hanafn.com

### 목표주가 11만원으로 상향

26년 대덕전자 영업이익 추정치를 16% 상향조정하고 목표주가를 110,000원으로 상향한다. 목표주가는 26년 예상 EPS 3,399원에 Target P/E 31.7배를 적용했으며 Target P/E는 글로벌 기판 업체들의 평균 멀티플이다. 26년 하반기 서버급 FCBGA 공급을 기점으로 탑티어 기판 업체로서 멀티플 리레이팅의 근거를 확보했다고 판단한다. 특히 27년에는 초저지연 추론용 가속기향 FCBGA 공급 시작될 것으로 예상되어 대면적 FCBGA 공급에 따른 수익성 개선이 이루어질 것으로 기대된다.

### 1Q26 Preview: 단기 실적 이상 무

26년 1분기 매출 3,315억원(YoY +54%, QoQ +4%), 영업이익 435억원(YoY 흑전, QoQ +50%, OPM 13%)을 기록할 전망이다. 메모리 패키지 기판은 GDR7, LPD5 등 고수익성 패키지 기판 수요 호조로 풀가동 상태가 유지되고 있다. FCBGA는 1분기 중반부터 자율주행용 FCBGA 물량이 증가하며 전분기대비 가동률이 소폭 상승했으며 데이터센터향 광모듈 및 하이스피드 컨트롤러 수요 또한 견조한 것으로 파악된다. MLB는 풀가동 수준이 유지되고 있으며 점진적 캐파 확대가 순조롭게 이루어지고 있다. 25년 4분기 재고조정으로 인해 일시적으로 감소했던 AI 가속기 물량 또한 회복된 것으로 파악된다.

### 2026 Preview: 전 제품군의 성장세 지속

26년 연간 매출 1조 5,032억원(YoY +41%), 영업이익 2,026억원(YoY +312%, OPM 13.5%)을 기록할 전망이다. 기판 업황 호조에 힘입어 메모리 패키지 기판, 로직 패키지 기판 및 MLB 전 제품군의 성장세가 예상되며 특히 FCBGA의 경우 26년 하반기부터 서버급 제품 양산을 시작할 것으로 기대된다. 메모리 패키지기판은 GDDR7 등 고부가 기판 중심으로 수주가 지속되는 가운데 데이터센터 내 일반 디램 및 낸드 수요 성장에 대응하기 위해 연내 신규 증설에 대한 계획이 구체화 될 것으로 예상된다. FCBGA는 기존 전장 및 데이터센터용 수요가 견조한 가운데 26년 하반기 서버급 제품 양산이 시작되며 27년에는 초저지연 추론용 가속기향 FCBGA 공급이 예상된다. 서버급 제품의 공급이 시작되며 FCBGA 역시 Capa Loss 확대에 따른 시설투자 필요성은 커질 전망이다. FCCSP 또한 전장용 레이다 센서 및 컨트롤러 수요 증가로 전년대비 50% 이상 증가할 전망이다. MLB는 기존 계획대로 2분기 중 증설 작업 마무리 후 하반기부터 유의미한 매출 성장이 시작될 것으로 예상된다.

# SKT/통신 장비주 조정 시마다 매수

통신서비스 Weekly | 2026.3.20

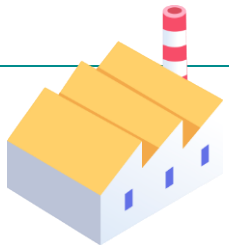
Analyst 김홍식_pro11@hanafn.com
RA 이상훈 sanghunlee0121@hanafn.com

## 주간 동향 및 코멘트

### 다음주 투자 전략 및 이슈 점검

- 다음주 통신 3사 중에선 SKT에 주목할 것을 권한다. 결국 4월 1분기 프리뷰와 첫 분기 배당 발표에 투자가들의 이목이 집중될 것인데 아무래도 SKT 주가 상승 기대감이 가장 높을 것이기 때문이다. KT의 경우엔 1분기 역기저 효과로 이익 감소가 유력한데다가 신임 CEO 취임 이후 당장 1분기부터 배당을 올리는 데에 대한 부담이 클 것이다. 한번 올리면 내리기 어렵기 때문이다. LGU+ 역시 1분기 이익은 증가하겠지만 아직 주주환원증가에 대한 확신이 크지 않을 시점이다. 약간의 주가 반등을 기대하면 좋을 것 같다. 반면 SKT는 지난해 1분기 실적이 좋았던 탓에 2026년 1분기 이익 감소가 발생할 수는 있겠지만 그렇다고 해도 2분기 연속 무배당에서 2024년 수준의 배당 원상 복귀가 확인되면서 매수세가 들어올 가능성이 높아 긍정적이다. 더불어 이번 주총을 통해 비과세 배당이 승인될 가능성이 높고 당장 1분기 배당부터 적용된다고 보면 4월 SKT 주가 전망을 밝게 한다. 1분기 DPS가 800~900원 수준이 될 것임을 감안하면 4월 내 10만원까지의 주가 상승을 기대할 수 있을 것 같다.
- 광통신 장비 업체들을 중심으로 최근 통신장비주들이 단기 하락하는 양상을 보였다. 원론적으로는 구리선-광 교체 수요 증가에 대한 불신이 문제였지만 실질적으로는 단기 주가 급등에 따른 밸류에이션 부담이 원인이라고 볼 수 있겠다. 하지만 오이솔루션은 물론 주가가 이미 10배 이상 오른 RF머트리얼즈 조차 주가 고점 논란을 논할 상황은 아닌 것으로 보인다. 2027년도에도 광통신 수요가 크게 증가할 것임을 엔비디아/AT&T/루멘텀/RF머트리얼즈를 통해서 확인할 수 있고 프론트홀 중심인 오이솔루션은 말할 것도 없거니와 RF머트리얼즈 역시 2027년 무선 투자 증가에 대한 수혜가 있을 것이기 때문이다. 아직 국내 광통신장비 업체들이 2027년 실적 전망을 완벽하게 주가에 반영했다고 보긴 어려워 추가적인 주가 상승이 나타날 가능성이 높다고 판단한다.
- 최근 AI-RAN에 대한 투자가들의 관심이 높다. 아마도 MWC 영향이 큰 것으로 보인다. 그런데 현 시점에서 중요한 것은 AI RAN 수요 증가 여부가 아니다. 근원적으로 AI 활성화를 위한 향후 네트워크의 변화가 나타날 것인가가 훨씬 더 중요하다. 5G SA와 6G로 진화할 것이냐는 것이다. 엔비디아/노키아 주도형 모델이 각광을 받을 것인지 에릭슨 제안 솔루션이 주류를 이룰지는 아직 알 수 없다. 하지만 분명한 것은 5G SA 및 6G 도입 필요성이 높아지고 있다는 점이다. 결국 AI의 성공을 위해 차세대 네트워크가 도입될 것이며 과거 운송용 IoT와 유사한 개념인 피지컬 AI가 4차 산업의 대세로 자리잡을 전망이다. 최근 무선 주파수 센서에 대한 관심이 높아졌다. 카메라 비전은 움직이는 물체를 포착하는 데 사용할 수 있지만 경로를 추적할 수는 없으며 장애물이 있으면 물체를 감지하지 못하는데 무선 주파수 센서는 물체의 위치/속도/거리를 보여줄 수 있고 가시광선 없이도 물체의 존재를 감지할 수 있어서다. SKT와 협력 관계에 있는 HFR을 주목하는 상황이지만 쏠리드/이노와이어리스/KMW 등 무선 통신장비 업체에 대한 전체적인 관심 증대가 필요하다는 판단이다.
- 다음주 통신서비스 업종 종목별 투자 매력도는 SKT>LGU+>KT 순으로 제시한다. 통신 3사 중에선 SKT를 Top Pick으로 제시한다. 비과세 배당이 유력해 세후 기대배당수익률이 SKT가 가장 높고 특히 4월 1분기 DPS 발표를 통해 올해 DPS 성장에 대한 강한 확신이 생겨날 것이기 때문이다. 통신장비 업종에선 RFHIC/KMW/쏠리드/이노와이어리스/RF머트리얼즈/오이솔루션을 추천 종목으로 제시한다. 광통신장비 업체에 대한 성과가 본격화되는 가운데 미국 AT&T의 CAPEX 증대 발표 이후 무선 부문으로의 수혜 확산 기대감이 커질 것으로 예상되기 때문이다.

# 올해 배출권 가격 50% 이상 상승 중



유틸리티 Weekly | 2026.03.20

Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com

RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

## 주간 리뷰 및 관심종목

### 주간 리뷰

- 주간 커버리지 합산 수익률은 시장을 4.5% 하회했다. 18일 종가 기준 WTI는 96.0달러/배럴(WoW +10.6%), 미국 천연가스는 3.0달러/mmbtu(-5.9%), 아시아 LNG 현물은 20.2달러/mmbtu(+26.3%), 호주산 유연탄은 131.1달러/톤(-1.5%), 원/달러 환율은 1,508.4원(+2.1%)을 기록했다. 아시아 천연가스 가격이 유가 레벨을 상회 중이다. 가격도 문제지만 공급 안정성이 더 중요하다.
- 2022년 유럽 전쟁 전후 가스 가격이 정점을 기록하는 과정에서 공공요금은 일정 부분 인상 요인이 반영되었지만 실제 비용 증분을 감당하기에는 역부족이었다. 한편 에너지 수급이 안정화되면서 원가가 하락한 이후 한국전력이 대규모 이익을 기록할 수 있었던 것은 당시에 부족하게나마 인상했던 요금 덕분이었다. 현재 진행 중인 중동 에너지 공급망 마비 국면이 지속되는 만큼 원가 상승을 부담해야 하는 기간도 길어진다. 만약 현재 매크로 지표 수준이 유지된다고 가정하면 이익 체력은 급속도로 약화될 수밖에 없다. 원가 상승으로 요금 인상 압박이 강해지고 한전채 발행도 다시 늘어날 수 있다. 하지만 지금은 물가 안정이 공공요금 인상보다 우선시되는 국면이며 이란의 해협 봉쇄가 완전히 해소되기 전까지는 낙관보다 경계가 필요할 것으로 보인다.
- 17일 해상풍력특별법의 구체적인 실행 지침이 담긴 시행령이 국무회의에서 의결되었고 26일부터 시행된다. 사업 추진 방식이 기존 민간 주도에서 정부의 계획입지 체계로 개편된다. 전력계통, 주민 수용성 등 인허가 관련 불확실성을 최소화하여 실질적인 사업 준비 기간이 기존 10년에서 5~6년 수준으로 크게 단축될 전망이다. 과거 풍력발전 경쟁입찰에서 낙찰되더라도 군 작전성 협의 등의 이슈로 추가 진행이 어려워졌던 프로젝트가 다수 발생했지만 예비지구 지정 등 정부가 먼저 개발 가능한 지역적 범위를 설정해준다면 리스크가 감소할 수 있다.
- 여수 산단 지역 계통 부담이 늘어날 것으로 예측되는 모습이다. 서부발전의 여수 복합화력, 동서발전의 신호남 복합화력, E1의 여수 그린에너지 복합화력, 한화에너지의 신규 집단에너지와 LNG 전환, 한양의 묘도 열병합, 포스코의 광양 열병합 등 다수 발전소가 추진 중이다. 인근 수요처 생산설비 감축 및 재생에너지 증가 등 가동률 및 수익성 측면에서 경계할 요소가 존재한다.
- 온실가스 배출권(KAU25) 가격은 19일 종가 기준 16,000원으로 전주대비 5.6% 상승, YTD 53.8% 상승했다. 제4차 계획기간 동안 할당량이 축소되는 것을 반영하는 모습이다. 향후 온실가스 배출권 가격의 방향이 변할 수 있는 이벤트를 두 가지 경로를 가정하여 예상해볼 수 있다. 첫 번째는 석탄 발전량 급증이다. 현재 정부는 원유 자원안보 위기경보를 관심에서 주의로 상향 발령한 바 있다. 천연가스의 경우 국내 저장 가스재고가 법정 의무수준을 상회했기 때문에 관심 단계를 유지하는 모습이다. 향후 북반구 겨울철 성수기가 종료된 시점이고 여름철 전력수용 대응 목적으로 재고를 확충하는 과정에서 물량 확보 경쟁이 치열해질 경우 상황이 달라질 여지가 있다. 3월 현재 미세먼지 계절관리제가 시행 중임에도 유연탄 발전량 80% 상한을 해제한 점에서 볼 수 있듯이 천연가스 부족을 대비하는 방법으로 석탄 활용이 제기되었다. 석탄 발전량이 늘어난다면 배출권 수요는 사후적으로 증가하게 된다. 두 번째는 수급 차질로 인한 산업설비 가동 정지다. 납사가 경제안보품목으로 한시 지정되었고 호르무즈 해협 봉쇄가 장기화될 경우 기초소재 부족으로 제조업 전반의 가동률 저하로 이어질 여지가 있다. 2022년 태풍과 홍수로 포스코가 침수된 이후 잉여 배출권에 의한 공급과잉이 지속된 사례를 감안하면 제조업 가동률이 유지되어야 배출권 가격도 지지된다.

### 종목 코멘트

- SK가스(Top Pick): 프로판 가격 급등은 단기 실적에 긍정적. 미국산 프로판 조달 비중 높아 상대적으로 공급망 안정성 높음
- 한국가스공사(Top Pick): 미수금 증가 vs 해외 자원개발 이익 개선 및 손상차손 환입 가능성. 주가 레벨 낮아 단기 관심 필요
- 지역난방공사: 민간 집단에너지와 달리 미수금 회계처리로 열 부문 이익은 안정적. 발전도 원가 Mix 감안하면 마진 개선 가능
- 한국전력: 2022년 정도는 아니지만 원가 부담이 상당한 수준으로 발생 중. 단기 유가 변동보다 해협 봉쇄 해제 여부에 관심

2026년 3월 20일 | Global Equity

# 아르셀로미탈(MT. NA)

## 올해 주요 지역에서의 동시 성장 기대

룩셈부르크

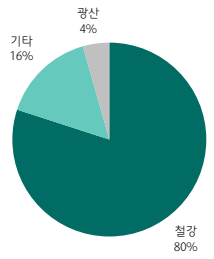
| | |
|---|---|
| TP(컨센서스) | 53.27 EUR |
| CP(03.18) | 45.59 EUR |

**Key Data**

| | |
|---|---|
| 국가 | LUXEMBOURG |
| 상장거래소 | EN Amsterdam |
| 산업 분류 | 소재 |
| 주요 영업 | 금속 & 채광 |
| 홈페이지 | www.corporate.arcelormittal.com |
| 시가총액(십억USD) | 35.3 |
| 시가총액(조원) | 60.8 |
| 52주최고/최저(EUR) | 57.42/20.54 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| LUMEN INVESTMENTS LTD | 35.59 |
| NUAVAM INVESTMENTS SARL | 8.21 |

| 주가상승률 | 1M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|
| 절대 | (18.5) | 53.9 | 52.7 |
| 상대 | (17.5) | 46.8 | 43.3 |

**매출구성**




**Financial Data** (백만 USD)

| 투자지표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|
| 매출 | 62,441 | 61,352 | 66,957 | 70,071 |
| 영업이익 | 3,310 | 3,628 | 5,206 | 6,530 |
| 순이익 | 1,339 | 3,152 | 3,622 | 4,967 |
| EPS(USD) | 2.1 | 2.9 | 4.9 | 6.5 |
| EPS(YOY, %) | (40.2) | 38.7 | 66.5 | 32.9 |
| ROE(%) | 2.6 | 6.1 | 6.8 | 8.3 |
| PER(배) | 13.7 | 11.1 | 10.7 | 8.0 |
| PBR(배) | 0.4 | 0.6 | 0.7 | 0.6 |
| 배당률(%) | 1.8 | 1.3 | 1.2 | 1.3 |

Analyst 박성봉 sbpark@hanafn.com
RA 김승규 sgkim@hanafn.com

### 4Q25 유럽과 북미 지역의 수익성 악화

4분기 아르셀로미탈의 매출액과 영업이익은 각각 149.7억달러(YoY +1.7%, QoQ -4.4%)와 3.2억 달러(YoY -38.2%, QoQ -39.9%)를 기록했으며, 전체 철강 출하량은 1,298만톤(YoY -3.9%, QoQ -4.4%)으로 전분기 대비 감소했다. 지역별로 살펴보면 유럽은 전분기 대비 판매 감소와 스프레드 축소, 그리고 일회성 비용 반영 등의 영향으로 영업이익이 4,900만달러(YoY -55.9%, QoQ -79.0%)로 급감했다. 북미 지역 역시 비수기와 멕시코 봉강 및 판재 공장 보수 영향으로 판매량이 소폭 감소하며 영업적자로 전환했다. 반면, 인도 AMNS JV는 견조한 내수에 힘입어 역대 최대치인 226만톤(YoY +6.0%, QoQ +16.9%)의 출하량을 달성했다. 광산 부문 또한 라이베리아 광산이 분기 최대치인 1,001만톤(YoY +33.1%, QoQ +23.7%)의 출하하며 1.9억달러(YoY -19.3%, QoQ +39.6%)의 영업이익을 기록, 기타 주요 부문의 이익 감소를 일부 만회했다.

### 1Q26 북미와 유럽 모두 영업실적 개선 전망

지난 4분기 가동 중단되었던 멕시코 봉강 공장의 전기로가 1분기에 재가동되었고, 한 달간 보수에 들어갔던 판재 공장 또한 가동을 재개함에 따라 북미 지역의 생산 및 판매 모두 증가할 것으로 예상된다. 여기에 지난 4분기 미국 철강 가격 상승분을 감안하면 ASP(평균판매단가) 상승 및 스프레드 확대로 영업이익 또한 증가할 전망이다. 유럽에서는 1월부터 탄소국경조정제도(CBAM)가 본격적으로 적용되었고, 오는 7월에는 신규로 저율할당쿼터제(TRQ)도 시행을 앞두고 있어 역내 철강 수입이 큰 폭으로 감소할 전망이다. 이에 아르셀로미탈은 유휴설비 재가동을 통해 생산량을 늘리며 시장 점유율 확대에 나설 것으로 기대된다. 유럽의 철강 가격 또한 4분기부터 상승세로 전환되면서 전반적으로 부진했던 북미와 유럽의 영업실적이 1분기에는 개선될 전망이다.

### 유럽 수입 쿼터 축소와 인도에서의 증설에 기반한 외형성장 기대

아르셀로미탈에 따르면 EU의 TRQ 제도 도입으로 인해 무관세 수입 쿼터가 47% 가량 축소하여 연간 1,000만톤의 철강 수입이 감소할 것으로 예상했다. 이에 유휴 설비 재가동과 스페인 히혼(Gijon) 전기로 신설을 통해 유럽 내 점유율을 확대할 계획이다. 한편, 올해 인도의 철강 수요는 6~8% 증가할 것으로 예상되는 가운데 지난해부터 인도 정부가 주요 판재류에 대해 세이프가드(기간별로 11~12%의 관세율 적용)를 적용함에 따라 아르셀로미탈의 인도내 판매 확대에 유리한 환경이 조성되었다. 특히 인도내 하지라(HAZIRA) 제철소의 대규모 증설 작업(기존 900만톤에서 올해 중으로 1,500만톤)이 진행 중인데 연말 시운전 이후 내년부터 본격적으로 매출 확대에 기여할 전망이다. 한편, 적극적인 주주환원 정책도 긍정적인데, 배당 후 잉여현금흐름의 50%를 주주환원하는 기존 정책을 유지하는 가운데, 2026년 배당금을 주당 0.55달러에서 0.6달러로 9% 인상을 발표했다.

2026년 3월 20일 | Global Equity

# Micron(MU.US)

## 메모리 가격 현황 고려하면 가이던스는 기대치 하회

### FY2Q26 Review: 가격 상승을 기반으로 회계연도 2025년 연간 매출액 상회

Micron은 회계연도 26년 2분기 매출액 239억 달러(YoY +196%, QoQ +75%), Non-GAAP 기준 EPS 12.2달러(YoY +682%, QoQ +155%)를 기록했다. 매출액과 EPS 모두 컨센서스를 크게 상회했다. DRAM과 NAND 가격이 전분기 대비 각각 60% 중반, 70% 후반 상승하면서 컨센서스인 40%대를 대폭 상회한 것이 주효했다. 서버용 메모리 중심의 견조한 수요에 더해 예상보다 낮은 스마트폰 업체들의 가격 저항이 맞물리면서 타이트한 수급이 지속된 것으로 보인다. DRAM의 B/G는 전분기 대비 한 자릿수 중반, NAND는 전분기 대비 한 자릿수 초반 증가했다. 전방산업별 매출총이익률은 CMBU 74%(YoY +19%p, QoQ +8%p), CDBU 74%(YoY +27%p, QoQ +23%p), MCBU 79%(YoY +64%p, QoQ +25%p), AEBU 68%(YoY +47%p, QoQ +23%p)를 달성했다.

### FY3Q26 가이던스: 전분기대비 매출액 증가폭 40% 제시

다음 분기 가이던스로 매출액 327.5~342.5억 달러, Non-GAAP 기준 매출총이익률 81%를 제시했다. 중간값 기준으로 컨센서스 대비 매출액은 42%, 매출총이익률은 8.6%p 상회했다. 전분기대비 매출액 증가폭은 40% 내외인데, 1~2분기 메모리 가격 상승 추세를 감안하면 증가폭이 다소 보수적으로 느껴진다. HBM 가격이 포함된 Blended ASP 기준으로 삼성전자와 SK하이닉스의 26년 1분기 DRAM 가격 상승폭이 50~60%에 달하고, 2분기도 30~40% 이상으로 눈높이가 상향 조정되고 있다. 아울러 2분기에는 출하량도 한 자릿수 후반 정도 증가할 수 있는 점을 감안하면, 매출액 증가폭은 최소 50% 이상으로 제시되었어야 했다는 판단이다. 이로 인해 애프터마켓에서 주가는 약 4% 하락했다. Micron의 보수적인 가이던스 이유를 추정해 보면, 1) 지난 분기 Bit 출하가 예상보다 컸기 때문에 오히려 다음 분기 출하 증가폭이 국내 업체들보다 작을 수 있다. 2) HBM 관련 판가가 예상보다 낮아서 Blended ASP 상승폭을 제한했을 수 있다. 아울러 장기 공급 계약은 메모리 업체 입장에서 안정적인 중장기 수요를 담보하는 대신에 가격 상승 측면에서는 고객사 친화적이기 때문임을 상기해야 한다. 메모리 업체 별로 고객사 및 계약 조건은 상이할 것이기 때문에 Micron의 보수적 가이던스는 개별 이슈일 가능성이 높다는 판단이다.

### DRAM과 NAND 모두 수요 전망 상향. 연간 CAPEX도 25% 상향 조정

Micron은 이번 실적발표에서 DRAM/NAND 수요 전망치를 일부 상향 조정했다. 구체적으로 DRAM은 기존 20% 초반을 소폭 상회할 것으로 제시했고, NAND는 기존 10% 후반에서 약 20%로 상향했다. AI용 LPDDR5 채택 확산과 eSSD 수요 확대가 주요인으로 보인다. 반면, 공급은 DRAM/NAND 모두 약 20% 수준을 유지했다. 클린룸 제약이 지속되고 있는 것으로 파악된다. 이외에 2026년 CAPEX도 기존 200억 달러에서 250억 달러로 상향 조정했다. 상향분의 대부분은 클린룸 건설 관련 비용이며, CAPEX 내에서 건설 비중이 장비 비중보다 높은 것으로 파악된다. 2027년 CAPEX에 대해서도 짧게 언급했다. 아이다호 2기 팹 등을 위한 건설 비용이 100억 달러 증가할 것으로 밝혔다.

## 미국

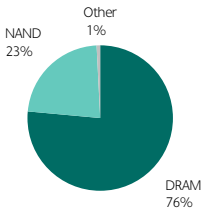
| | |
|---|---|
| TP(컨센서스) | 496 USD |
| CP(3.19) | 462 USD |

**Key Data**

| | |
|---|---|
| 국가 | UNITED STATES |
| 상장거래소 | NASDAQ GS |
| 산업 분류 | 정보기술 |
| 주요 영업 | 반도체 & 반도체 장비 |
| 홈페이지 | www.micron.com |
| 시가총액(십억USD) | 519.7 |
| 시가총액(조원) | 779.4 |
| 52주최고/최저() | 471.34/61.54 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| VANGUARD GROUP | 9.47 |
| 블랙록 | 8.95 |

| 주가상승률 | 1M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|
| 절대 | 9.7 | 173.4 | 352.4 |
| 상대 | 13.4 | 173.5 | 335.7 |

**매출구성**




**Financial Data** (백만 USD)

| 투자지표 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|
| 매출 | 25,111 | 37,378 | 89,715 | 131,958 |
| 영업이익 | 1,304 | 9,770 | 58,195 | 91,508 |
| 순이익 | 778 | 8,539 | 50,735 | 80,632 |
| EPS(USD) | 1.3 | 8.3 | 45.8 | 75.5 |
| EPS(YOY, %) | (129.2) | 537.7 | 451.9 | 65.0 |
| ROE(%) | 1.7 | 17.2 | 55.1 | 48.3 |
| PER(배) | 134.3 | 15.8 | 10.1 | 6.1 |
| PBR(배) | 2.3 | 2.5 | 5.2 | 3.0 |
| 배당률(%) | 0.1 | 0.4 | 0.1 | 0.2 |

자료: Micron, Bloomberg

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

# 단기 투자유망종목

글로벌투자분석실

| 종목 | 편입일 | 기준가 | 전일종가 | 수익률 | 투자 포인트 |
|---|---|---|---|---|---|
| 삼성전자 (005930.KS) | 3/16 | 183,500 | 200,500 | 9.26% | • AI 수요 견조하게 유지되는 가운데, DDR4 가격상승과 더불어 NAND 업황 개선 맞물려<br>• DDR 및 NAND 가격 상승은 레거시 비중이 높은 삼성전자에게 긍정적 |
| 현대차 (005380.KS) | 3/16 | 517,000 | 522,000 | 0.97% | • SDV 데모카 공개, 자율주행·로보틱스 협력 확대, 보스턴다이내믹스 지분가치 반영 기대<br>• 이익 흐름 양호한 상황에서 주주환원 및 주당배당금 증가 기대감 |
| 한화에어로스페이스 (012450.KS) | 3/16 | 1,488,000 | 1,375,000 | -7.59% | • 현 시점에서 지상방산 수주 파이프라인 50조원 이상으로 추산<br>• 유럽 내 점유율 확대가 현실화될 경우 수주파이프라인 규모는 더 커질 것으로 전망 |
| 포스코인터내셔널 (047050.KS) | 3/16 | 73,700 | 71,800 | -2.58% | • 호주 Senex 가스전 증산과 미얀마 가스전 안정적 판매 증가로 에너지 실적 개선 기대<br>• 신규 팜 농장 인수 및 정제 사업 확대에 따른 식량 사업 규모 확대 기대 |
| 키움증권 (039490.KS) | 3/16 | 429,000 | 449,000 | 4.66% | • KOSDAQ 중심으로 개인 매수세가 본격화될 경우, M/S 반등 가능성 높아<br>• 3월 중 2개년 주주환원 정책 발표 예정되어 있어 배당 확대 기대감 유효 |
| 리가켐바이오 (141080.KQ) | 3/16 | 201,000 | 199,900 | -0.55% | • 파트너들의 임상개발 진전 및 자체 보유 파이프라인의 임상진입, 기술수출 기대<br>• 2027년까지 신약 ADC 파이프라인에서 약 10개의 IND 신청 예정 |
| 노타 (486990.KQ) | 3/16 | 45,750 | 44,850 | -1.97% | • AI 모델 경량화 플랫폼 'NetsPresso'를 기반으로 온디바이스 AI 시장에서 경쟁력 확보<br>• 반도체 생태계 내 상용화 매출 확대와 밸류에이션 재평가 가능성 부각 |
| 쏠리드 (050890.KQ) | 3/16 | 12,750 | 12,900 | 1.18% | • 2026년~2027년 미국/유럽/국내 시장 회복을 바탕으로 이익 성장을 지속할 전망<br>• 무선장비주로의 순환매 본격화, 특히 미국 AT&T CAPEX 증액 선언 긍정적 |
| CJ프레시웨이 (051500.KQ) | 3/16 | 32,750 | 30,700 | -6.26% | • 코스닥액티브 ETF 자금 유입에 따른 수급 개선 기대감 존재<br>• 내수 경기 부진에도 식자재 유통의 방어, 급식사업의 성장 기대감 |

## 단기 투자유망종목 수익률

| 주간(This Week) | | 누적(YTD) | |
|---|---|---|---|
| 수익률 | BM대비 수익률 | 수익률 | BM대비 수익률 |
| -1.29% | -6.38%p | +52.09% | +17.76%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 |
|---|---|---|---|---|---|
| 두산에너빌리티 (034020.KS) | 3/9 | 98,000 | 106,300 | 8.47% | • 글로벌 원전 투자 확대와 체코·미국 등 대형 원전 프로젝트 수주 기대<br>• 2026년 에너빌리티 부문 가이던스 매출액 7.4조원, 신규 수주 13.3조원 제시 |
| POSCO홀딩스 (005490.KS) | 3/9 | 353,500 | 338,000 | -4.38% | • 1Q26부터 대수리 영향 해소와 자회사 실적 개선으로 안정적 수익성 회복 전망<br>• 수입산 철강 규제·중국 생산 규제 수혜로 철강 부문 스프레드 확대 기대 |
| 포스코인터내셔널 (047050.KS) | 3/9 | 73,300 | 71,800 | -2.05% | • 호주 Senex 가스전 증산과 미얀마 가스전 안정적 판매 증가로 에너지 실적 개선 기대<br>• 신규 팜 농장 인수 및 정제 사업 확대에 따른 식량 사업 규모 확대 기대 |
| RF머트리얼즈 (327260.KQ) | 3/9 | 51,900 | 60,500 | 16.57% | • AI 서버·데이터센터용 광통신 패키지(루멘텀향 포함) 수요 급증으로 실적 개선 기대<br>• 중국산 부품 제재 및 피지컬 AI 시대 통신용 광모듈 수요 확대 기대 |
| KB금융 (105560.KS) | 2/9 | 149,300 | 155,700 | 4.29% | • 4분기 실적의 특징은 수수료이익 대폭 증가, 기말배당 큰폭 확대, 주주환원 재원 확보<br>• NIM 상승과 판관비 감소, 충당금 추가 적립 및 과징금 불확실성 해소도 긍정적 요인 |
| 키움증권 (039490.KS) | 2/9 | 405,000 | 449,000 | 10.86% | • 증시로의 자금 유입 속도를 감안 시 2026년 국내·해외주식 거래대금 견조한 수준 유지 전망<br>• 실적 변동성과 무관하게 배당 확대 기조를 유지하겠다는 입장 밝혀 |
| 기아 (000270.KS) | 1/12 | 133,200 | 170,500 | 28.00% | • 셀토스 풀체인지 모델 출시 및 판매 본격화로 신차 효과 통한 물량 확대 지속 기대<br>• 이익 개선및 그룹미래 모빌리티 사업구체화 통한 밸류업 기대 |
| 삼성전자 (005930.KS) | 1/2 | 119,900 | 200,500 | 67.22% | • AI 수요 견조하게 유지되는 가운데, DDR4 가격상승과 더불어 NAND 업황 개선 맞물려<br>• DDR 및 NAND 가격 상승은 레거시 비중이 높은 삼성전자에게 긍정적 |
| SK하이닉스 (000660.KS) | 1/2 | 651,000 | 1,013,000 | 55.61% | • 4Q25 Review 매출액 32.8조원(YoY +66.0%), 영업이익 19.2조원(YoY +137.0%) 기록<br>• 빅테크 중심의 HBM 수요가 견조한 가운데, 대규모 CAPEX가 동반되며 HBM 수혜 전망 |
| 한국항공우주 (047810.KS) | 1/2 | 114,400 | 190,400 | 66.43% | • 일회성 비용 부재와 완제기 수출 부문의 일시적 믹스개선으로 3Q25 수익성 개선<br>• 2026년 말레이시아 2차, 이집트 경전투기 사업 등의 대형 사업 예정 |
| S-Oil (010950.KS) | 1/2 | 83,000 | 111,200 | 33.98% | • 미국 내 정제설비 폐쇄 증가 감안시, 타이트한 수급 환경 유지되며 정제마진 강세 전망<br>• 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 |
| +32.98% | -1.35%p | +32.98% | -1.35%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

# ETF 투자유망종목

해외주식분석실

## 국내 ETF

| 종목 | 편입일 | 기준가 | 전일종가 | 수익률 | 투자 포인트 |
|---|---|---|---|---|---|
| KODEX AI반도체 (395160) | 2026.02.27 | 29,560 | 28,560 | -3.4% | • 6세대 고대역폭메모리(HBM4) 양산 본격화에 따른 수혜가 기대되는 삼성전자, SK하이닉스 및 한미반도체 등 국내 AI 반도체 밸류체인 핵심 기업에 집중 투자<br>• 온디바이스 AI 확산과 AI 서버 수요 폭증으로 인한 메모리 수급 불균형 속에서, 차별화된 기술력을 보유한 국내 반도체 소부장(소재·부품·장비) 기업들의 실적 개선 및 가치 재평가 기대 |
| WON 초대형IB &금융지주 (0154F0.KS) | 2026.02.24 | 15,160 | 14,000 | -7.7% | • 국내 자본시장 활성화 정책 및 밸류업 프로그램의 직접적인 수혜가 기대되는 대형 증권사와 주요 금융지주 등 핵심 금융주에 집중 투자하는 패시브 ETF<br>• 초대형 IB의 구조적 성장성과 금융지주의 안정적인 배당 매력을 동시에 추구. 미래에셋증권, 한국금융지주, KB금융, 신한지주 등 국내 금융 섹터를 대표하는 우량 종목들로 구성 |
| 에셋플러스 코리아 대장장이액티브 (442090.KS) | 2026.02.24 | 25,365 | 25,110 | -1.0% | • 전방 산업의 경쟁 심화 속에서 부품, 장비, 소재 등 후방 산업(소부장) 내 독점적 지위를 가진 대장장이 기업들에 집중 투자하는 액티브 ETF<br>• 반도체, 방산, 조선 등 한국의 핵심 수출 산업 밸류체인에서 차별화된 기술력을 보유한 강소기업들을 선별 편입. 국내 주요 수출주들의 실적 개선과 맞물려 시장 지수 대비 추가적인 수익 창출 기대 |
| PLUS 글로벌방산 (496770.KS) | 2025.03.04 | 13,000 | 21,315 | 64.0% | • 미국과 유럽의 주요 방산기업들을 편입하는 종목. 독일 방산업체 라인메탈디펜스, 이탈리아의 레오나르도, 스웨덴의 사브 등이 포트폴리오에 포함<br>• 트럼프 행정부의 NATO 방위비 압박으로 주요국들의 국방비가 증액되는 추세. 안보 환경 변화에 따른 구조적 수혜를 누릴 것으로 기대 |

## Global ETF

| 종목 | 편입일 | 기준가 | 전일종가 | 수익률 | 투자 포인트 |
|---|---|---|---|---|---|
| QDF (미국 퀄리티 배당 주식) | 2026.02.02 | 82.93 | 79.65 | -4.0% | • 우량 배당주 선별 투자. 미국 상장 기업 중 펀더멘털(수익성, 경영 효율성, 현금흐름)이 우수하면서도 배당 수익률이 높은 '퀄리티' 기업들로 구성<br>• 정책 변화와 금리 변동성 확대 구간에서, 재무구조가 탄탄한 기업들은 하락 방어력이 높음. 성장보다는 안정성과 현금 창출에 집중하는 균형추 역할 기대 |
| XLE (미국 에너지) | 2026.01.02 | 45.65 | 58.43 | 28.0% | • 미국 S&P500 에너지 업종 ETF. 에너지 섹터의 대형주 20여개로 구성된 포트폴리오. ExxonMobil과 Chevron의 비중이 40%를 상회하는 구성<br>• 트럼프 정부의 중남미 영향력 확장 시도 가운데, 베네수엘라 정권 개입 상황이 미국 대표 원유 관련 기업들의 이익 증가 및 자산 회복 기회로 연결될 가능성. 유가 모멘텀은 제한되나 높은 비중을 차지하고 있는 기업들의 개별 요인 주목 |
| SMH (글로벌 반도체) | 2025.11.24 | 339.12 | 393.67 | 16.1% | • 대형주 비중이 높은 대표 글로벌 반도체 ETF. 매출의 50%가 반도체와 반도체 장비 생산 분야에서 발생하는 기업들을 시가총액 가중방식으로 편입<br>• 엔비디아의 실적과 가이던스를 통해 AI 산업의 꾸준한 성장 모멘텀 확인. SMH는 NVIDIA와 TSMC가 30% 이상의 비중을 차지. Capex 경쟁 지속 가운데 소버린 AI 시장 확장, 신제품 교체 기반의 견고한 수요 기대 유효 |
| MADE (미국 제조업 기업) | 2025.10.27 | 30.66 | 33.89 | 10.5% | • 미국 내 매출비중 조건 반영. 중대형 제조업, 제조업 관련 기업들로 구성된 ETF<br>• 관세 구조와 트럼프 정책의 지속성에 초점. 상호관세는 협상 여지가 있는 반면, 품목관세는 협상 가능성이 낮아 장기간 유지될 가능성이 높은 상황. 공급망의 리쇼어링 현상 확대 전망. 정책 수혜 및 내수 익스포저 기반의 수혜 기대 |

주: 기준가는 편입일 당일의 종가, 전일종가는 한국 시장 3시 30분 기준.

# Calendar

글로벌투자분석실

| SUN | MON | TUE | WED | THU | FRI | SAT |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 3.15 | 3.16 | 3.17 | 3.18 | 3.19 | 3.20 | 3.21 |
| | ▪ 미국 2월 전월대비 광공업 생산 (0.2%, 1월 0.7%) | ▪ 일본 1월 전월대비 3차 산업지수 (1.7% 12월 -0.5%) | ▪ 유로권 2월 전년대비/전월대비 CPI 발표 (최종) (1.9%/0.6%, 1월 1.9%/0.7%)<br>▪ 한국 2월 실업률(계절조정) (2.9%, 1월 3.0%) | ▪ 미국 FOMC 금리결정 (3.50~3.75%, 이전치 3.50~3.75%)<br>▪ 일본 BOJ 금리결정 (0.75%, 이전치 0.75%)<br>▪ 유로존 ECB 금리결정 단기수신금리/기준금리/한계대출금리 (E --/--/--, 이전치 2.00%/2.15%/2.40%)<br>▪ 미국 3월 2주차 신규 실업수당 청구건수 (E 215K, 213K) | ▪ | |
| 3.22 | 3.23 | 3.24 | 3.25 | 3.26 | 3.27 | 3.28 |
| | ▪ | ▪ 일본 2월 전년대비 전국 CPI (E--, 1월 1.50%)<br>▪ 유로권 3월 전월대비 HCOB 제조업 PMI (잠정) (E --, 2월 50.8) | ▪ 미국 3월 3주차 MBA 주택융자 신청지수 (E --) | ▪ 미국 3월 3주차 신규 실업수당 청구건수 (E --) | ▪ 미국 3월 미시간대 소비자신뢰지수 (최종) (E --) | |

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.