Equity

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.

Strategist 이재만 duke7594@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 3월 23일 | Global Asset Research

화수분전략

주도주의 분기점: 반도체 vs 비반도체

국내 증시는 반도체와 비반도체로 구분된다. 2026년 3월 현재 코스피 내 반도체 시가총액 비중은 43%(S&P500 M7 30%, 대만 가권지수 TSMC 43%), 2026년 전망치 기준 반도체 순이익 비중은 59%다(S&P500 M7 26%, 대만 가권지수 TSMC 43%). 국내 반도체 업종은 S&P500의 M7, 대만의 TSMC 보다 이익 대비 시가총액 비중이 낮다.

2017년 삼성전자와 SK하이닉스의 사례를 보면, 주가 정점은 영업이익률 추정치 정점과 거의 비슷한 시기에 형성된다(단 주가는 영업이익률에 2개월 선행하고, 영업이익률 정점 통과 시 주가는 고점 대비 -10% 정도 하락해 있음). 삼성전자와 SK하이닉스의 현재 추정치 기준 영업이익률 정점은 2027년 2분기다.

영업이익률 정점 시기를 예상하는 것도 중요하지만, 향후 높은 수준의 영업이익률을 유지할 수 있는가도 국내 반도체의 사이클 업종 이미지 탈피를 위해서는 중요하다. TSMC(12개월 예상 PER 21배)와 SK하이닉스(12개월 예상 PER 5배)간의 PER의 간극이 큰 이유는 영업이익률의 안정성의 차이가 크기 때문이다.

삼성전자와 SK하이닉스를 제외한 국내 반도체와 하드웨어 업종(코스닥 포함)의 영업이익 증감은 S&P500 Tech 섹터 CAPEX 증감과 연관성이 높다. 2026년 이후 Tech 섹터의 CAPEX 증가율(YoY) 30%대에서 꾸준히 상승하고 있어 반도체와 하드웨어 이익 증가 기대는 여전히 유효하다.

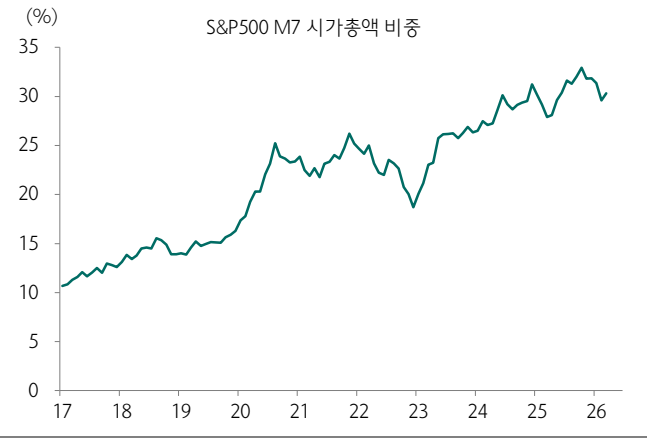
현재 코스피와 코스닥 합산 시가총액 내 삼성전자와 SK하이닉스를 제외한 국내 반도체와 하드웨어 업종의 시가총액 비중은 5.0%로 고점인 6.5%와 차이가 있기 때문에 추가적인 주가 상승도 기대해 볼 수 있다.

2026~27년 이익 증가를 기반으로 영업이익률이 10%대를 넘어설 것으로 보이는 삼성전기, 대덕전자, 20%대 진입 예상 DB하이텍, 주성엔지니어링, 30%대 진입 예상 티씨케이, 50%에 육박할 것으로 보고 있는 리노공업과 한미반도체에 대한 관심이 필요하다.

비반도체 업종의 경우에는 매크로 환경 변화를 반영하는 전략이 필요하다. 우선 [국제 유가 상승→ 기대 인플레이션 상승→ 달러 강세]의 환경이다. 기대 인플레이션 상승과 달러 강세의 매크로 환경에서 월간 기준으로 주가 수익률, PER과 PBR 상승률, EPS와 영업이익률 추정치 상승 폭이 상대적으로 큰 업종은 S&P500지수 내에서는 에너지와 은행이다. 코스피 내에서는 은행과 방산/지주다.

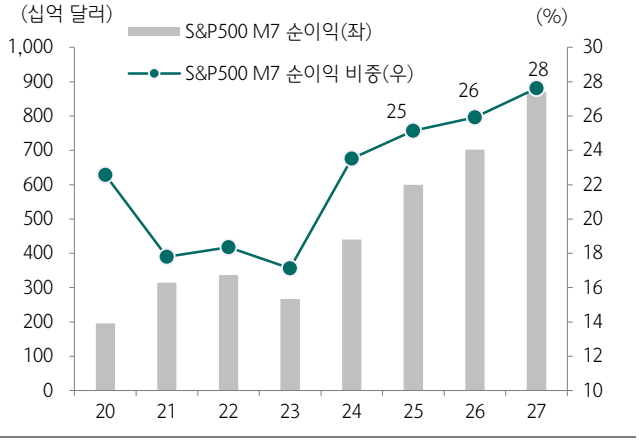
한편 향후 미국과 이란 전쟁 종전 또는 휴전 시 매크로 환경은 반대로 [국제 유가 하락→ 기대 인플레이션 하락→ 달러 약세]로 변할 수 있다. 기대 인플레이션 하락과 달러 약세의 매크로 환경에서 월간 기준으로 주가 수익률, PER과 PBR 상승률, EPS와 영업이익률 추정치 상승 폭이 상대적으로 큰 업종은 S&P500지수 내에서는 유틸리티, 제약/바이오, 소프트웨어, 하드웨어다. 코스피 내에서는 기계, 증권, 제약/바이오, 하드웨어다.

도표 1. S&P500 M7 시가총액 비중 고점 2025년 10월 33%. 2026년 3월 현재 30%



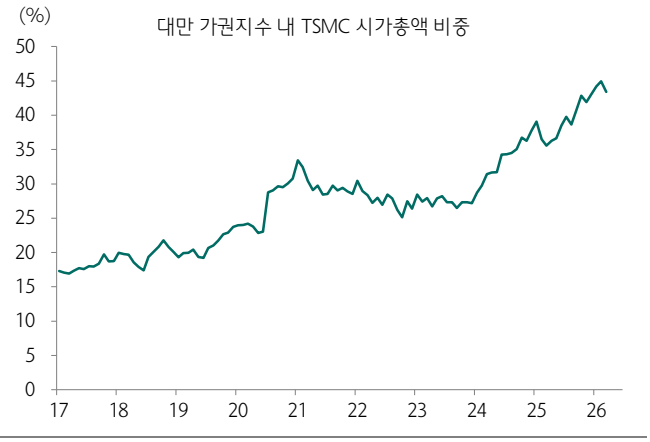
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. S&P500 M7 순이익 비중 2025년 25%→ 26년 전망치 26% → 27년 전망치 28%



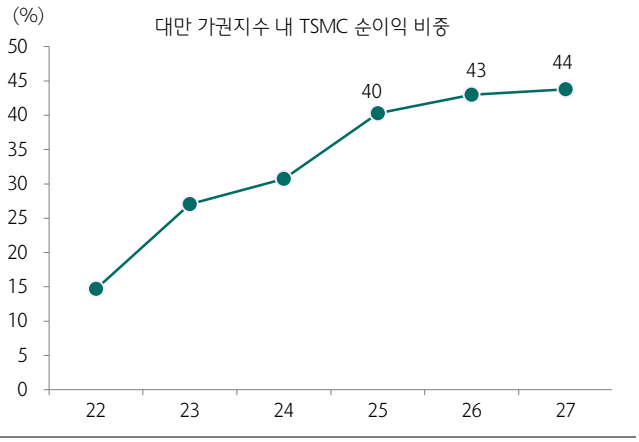
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 대만 가권지수 내 TSMC 시가총액 비중 고점 2026년 2월 45%. 3월 현재 43%



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 대만 가권지수 내 TSMC 순이익 비중 2025년 40%→ 26년 전망치 43%→ 27년 전망치 44%

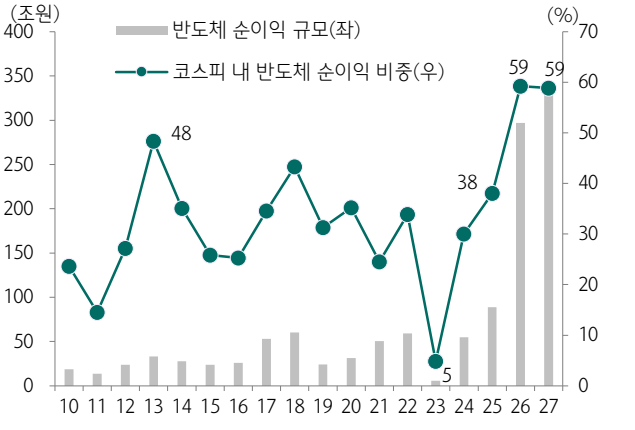


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 코스피 내 반도체 시가총액 비중은 2026년 3월 현재 43%로 역대 최고치 경신 중(참고로 2025년 3월 25%)

자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 6. 코스피 내 반도체 순이익 비중 2025년 38%→ 26년과 27년 전망치 59%

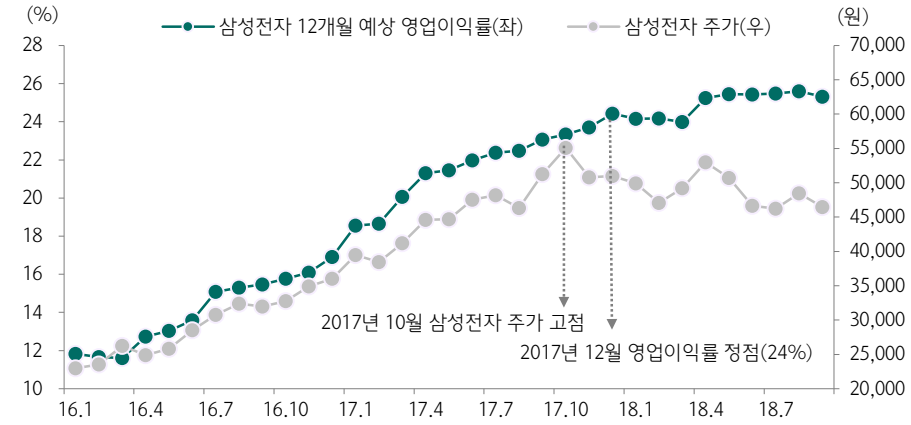


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

2017년 삼성전자 주가 고점은 10월, 12개월 예상 영업이익률 정점은 12월

주가는 영업이익률에 2개월 선행하고, 영업이익률 정점 통과 시 주가는 고점 대비 -9% 하락

도표 7. 2017년 삼성전자 주가와 영업이익률: 비슷한 시기에 정점을 형성

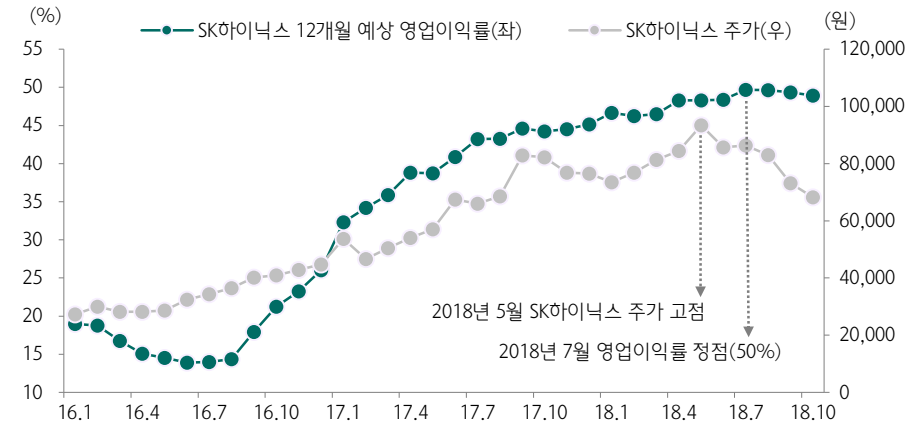


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

2018년 SK하이닉스 주가 고점은 5월, 12개월 예상 영업이익률 정점은 7월

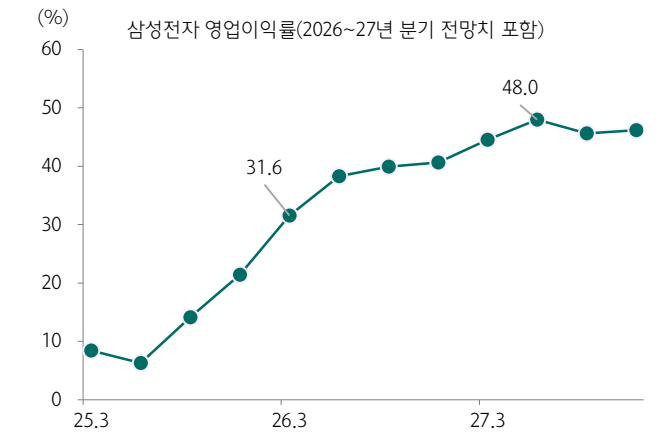
주가는 영업이익률에 2개월 선행하고, 영업이익률 정점 통과 시 주가는 고점 대비 -11% 하락

도표 8. 2018년 SK하이닉스 주가와 영업이익률: 비슷한 시기에 정점



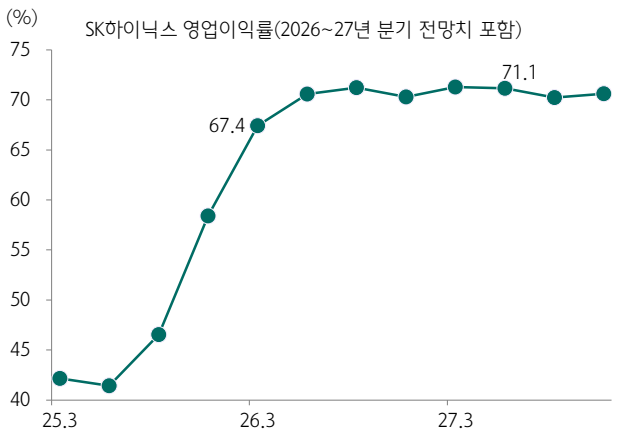
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 9. 삼성전자 영업이익률 전망치 2026년 1분기 32%에서 2027년 2분기 48%까지 상승 예상



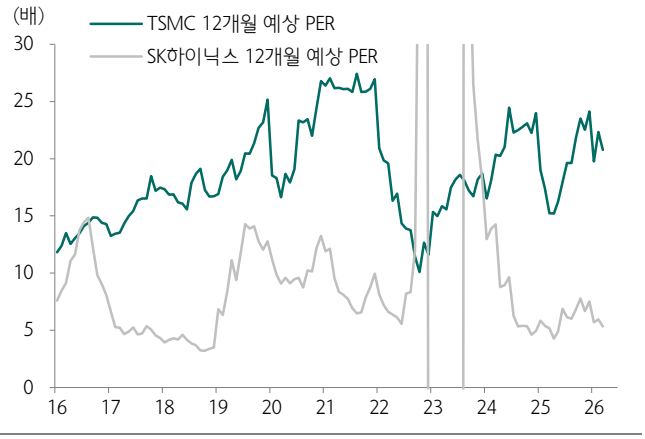
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 10. SK하이닉스 영업이익률 전망치 2026년 1분기 67%에서 2027년 2분기 71%까지 상승 예상



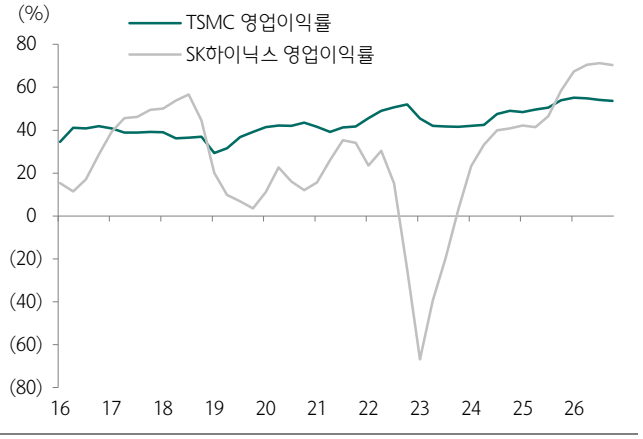
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 11. TSMC와 SK하이닉스의 PER은 큰 차이가 있음: TSMC 12개월 예상 PER 20.8배, SK하이닉스 5.4배



자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 12. 2020년~25년 TSMC 영업이익률 밴드 최소 39%~최대 54%. SK하이닉스 최소 -67%~최대 58%

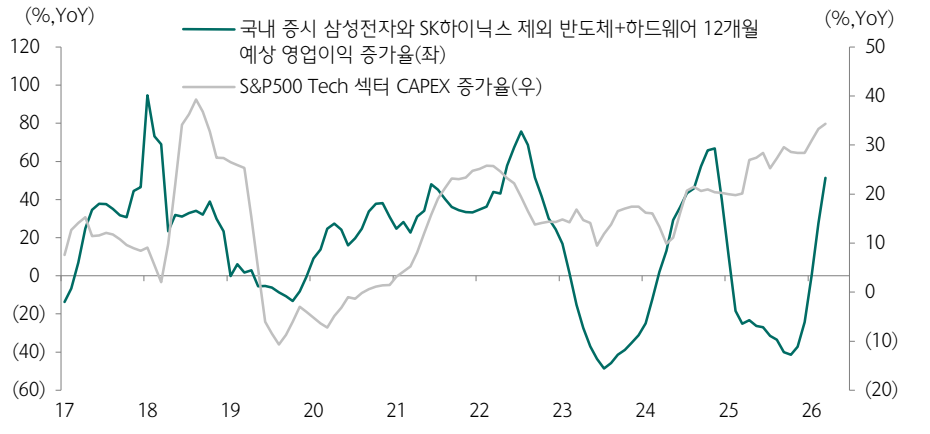


자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

현재 S&P500 Tech 섹터 CAPEX 증가율(YoY) 34%. 삼성전자와 SK하이닉스 제외 국내 반도체와 하드웨어 업종(코스닥 포함) 영업이익 증가율(YoY) 51%

2017년 CAPEX 증가율 고점 39%, 영업이익 증가율 고점 95%

도표 13. 삼성전자와 SK하이닉스를 제외한 국내 반도체와 하드웨어 업종(코스닥 포함)의 영업이익 증감은 S&P500 Tech 섹터 CAPEX 증감과 연관성 높음

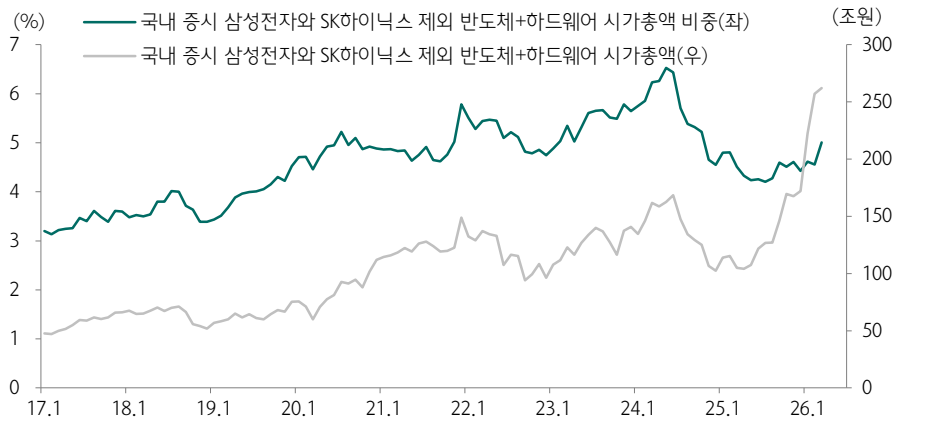


자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

현재 코스피와 코스닥 합산 시가총액 내 삼성전자와 SK하이닉스를 제외한 국내 반도체와 하드웨어 업종의 시가총액 비중은 5.0%

이전 고점인 6.5%와 상당한 차이가 있기 때문에 추가적인 주가 상승 기대

도표 14. 현재 코스피와 코스닥 합산 시가총액 내 삼성전자와 SK하이닉스를 제외한 국내 반도체와 하드웨어 업종의 시가총액 비중은 5.0%, 추가적인 주가 상승 여력 있음

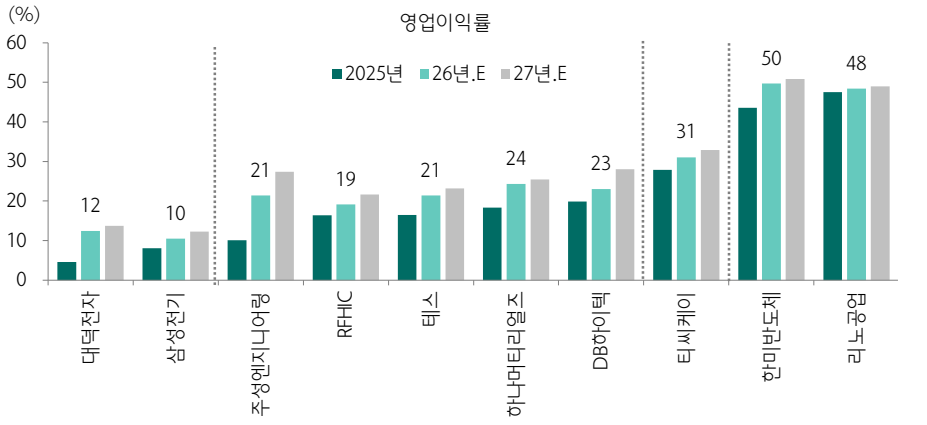


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 15. 삼성전자와 SK하이닉스를 제외한 국내 반도체와 하드웨어 업종 내 영업이익률 레벨이 변할 수 있는 기업 관심 유지

2026~27년 이익 증가를 기반으로 영업이익률 10%대를 넘어설 것으로 보이는 대덕전자와 삼성전기. 20%대 진입을 예상하고 있는 DB하이텍, 주성엔지니어링, RFHIC.

30%대 진입 예상되는 티씨케이. 50%에 육박할 것으로 보고 있는 리노공업과 한미반도체

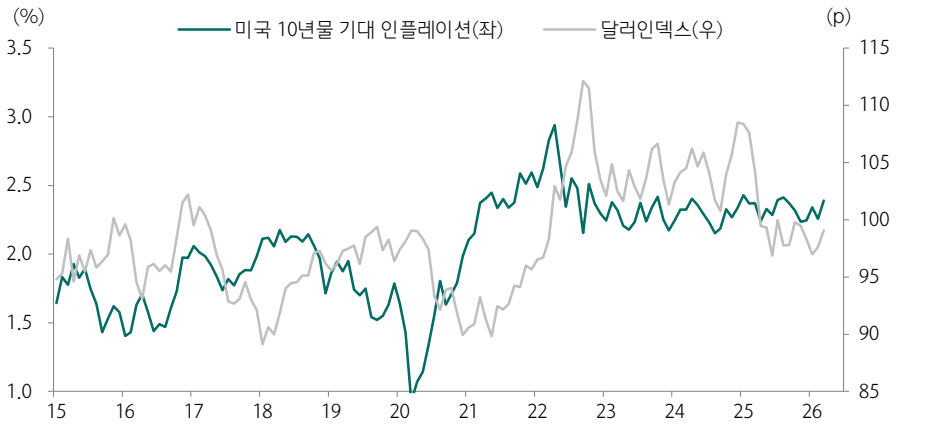


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 16. 비반도체 업종의 경우에는 매크로 환경 변화를 반영하는 전략 필요

우선 [국제 유가 상승→ 기대 인플레이션 상승→ 달러 강세] 환경과

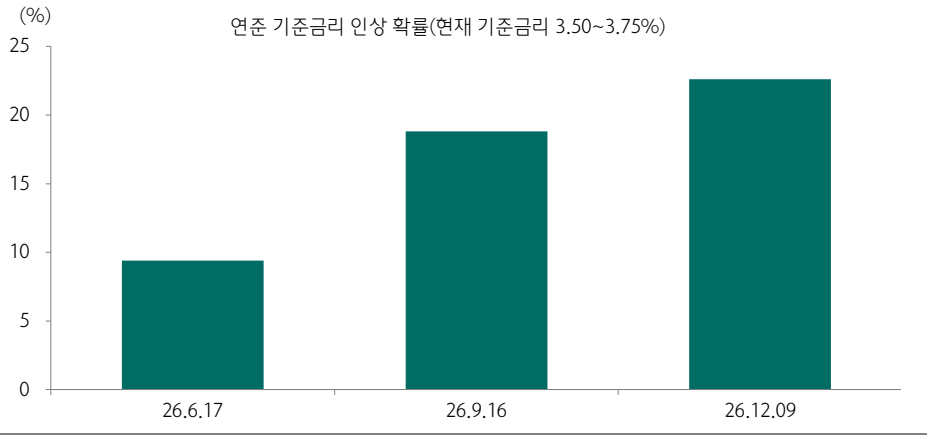
한편 향후 미국과 이란 전쟁 종전 또는 휴전 시 매크로 환경은 반대로 [국제 유가 하락→ 기대 인플레이션 하락→ 달러 약세]로 변할 수 있음



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 17. 미국 인플레이션 우려 확산으로 인해 연내 기준금리 인상까지도 제시되고 있음

Fed watch 기준 현재 6월, 9월, 12월 FOMC회의에서 연준이 기준금리를 인상할 수 있다는 가능성도 나타나고 있음



자료: Fed watch, 하나증권

도표 18. 기대 인플레이션 상승과 달러 강세의 매크로 환경에서 월간 기준으로 주가 수익률, PER과 PBR 상승률, EPS와 영업이익률 추정치 상승 폭이 상대적으로 큰 업종은 S&P500지수 내에서는 에너지와 은행. 반대로 기대 인플레이션 하락과 달러 약세의 매크로 환경에서 월간 기준으로 주가 수익률, PER과 PBR 상승률, EPS와 영업이익률 추정치 상승 폭이 상대적으로 큰 업종은 유틸리티, 제약/바이오, 소프트웨어, 하드웨어

2015년 이후 미국 10년물 기대 인플레이션 상승과 달러인덱스 상승: 전월 대비 월간 변화율(%, OPM %p)					
지수/업종	주가 수익률	PBR	PER	EPS	OPM
S&P500	0.53	0.60	0.09	1.02	0.03
반도체	2.51	1.59	1.15	4.11	0.21
에너지	2.41	1.91	-1.15	4.11	0.21
은행	2.26	1.96	1.15	1.45	0.23

2015년 이후 미국 10년물 기대 인플레이션 하락과 달러인덱스 하락: 전월 대비 월간 변화율(%, OPM %p)					
지수/업종	주가 수익률	PBR	PER	EPS	OPM
S&P500	1.06	-0.54	-0.42	0.56	0.01
반도체	3.75	2.04	1.76	1.84	0.13
유틸리티	1.85	1.54	1.24	0.61	0.05
제약/바이오	1.44	0.21	0.80	0.17	0.02
소프트웨어	1.26	-1.10	-0.91	1.12	0.01
하드웨어	1.22	0.17	-0.28	0.93	0.00

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 19. 기대 인플레이션 상승과 달러 강세의 매크로 환경에서 월간 기준으로 주가 수익률, PER과 PBR 상승률, EPS와 영업이익률 추정치 상승 폭이 상대적으로 큰 업종은 코스피 내에서는 은행, 방산/지주. 반대로 기대 인플레이션 하락과 달러 약세의 매크로 환경에서 월간 기준으로 주가 수익률, PER과 PBR 상승률, EPS와 영업이익률 추정치 상승 폭이 상대적으로 큰 업종은 기계, 증권, 제약/바이오, 하드웨어

2015년 이후 미국 10년물 기대 인플레이션 상승과 달러인덱스 상승: 전월 대비 월간 변화율(%, OPM %p)					
지수/업종	주가 수익률	PBR	PER	EPS	OPM
코스피	-0.25	-0.40	-0.54	0.46	0.04
반도체	1.05	-0.11	0.23	1.11	0.13
은행	1.01	0.45	0.06	0.75	-
방산/지주	2.26	1.96	1.15	1.45	0.23

2015년 이후 미국 10년물 기대 인플레이션 하락과 달러인덱스 하락: 전월 대비 월간 변화율(%, OPM %p)					
지수/업종	주가 수익률	PBR	PER	EPS	OPM
코스피	1.51	0.74	0.28	1.17	0.05
반도체	1.18	0.14	1.21	0.80	0.14
기계	3.32	2.12	0.32	3.11	0.01
증권	2.81	2.40	1.65	2.08	-
제약/바이오	2.79	2.95	1.83	2.00	0.00
하드웨어	2.05	1.68	1.59	2.08	-0.03

자료: Bloomberg, 하나증권