Soon to Know

Quant

어닝시즌 프리뷰: 반도체 말고 뭐 사지?

Quant Analyst 권순호
soonho.kwon@daishin.com

- 시장가격은 반도체 이익 피크아웃 우려 반영(PER 6.5 배, 내재 성장률 -2%)
- 반도체 외 업종은 점진적 EPS 상승 기대(PER 12 배, 내재 성장률 4%)
- 중동 리스크발 원자재, 유가 변동으로 실적 하향 가능성에 유의할 필요

확실한 내러티브에도 사이클 고점 우려를 반영하고 있는 반도체 업종

메모리 가격 상승과 AI 에이전트 확산에 따른 수요 기대가 맞물리며 반도체 업종의 이익 추정치 상향은 이어지고 있다. 다만 2026 년 기준 반도체 업종의 PER 은 6.5 배로 역사적 저점권에 위치해 있으며, 요구수익률과 PBR 을 통해 역산한 내재 성장률은 -2% 수준이다. 이는 현재 애널리스트들이 추정하는 이익이 장기적으로 유지되기 어렵다는 시장의 판단이 주가에 반영돼 있음을 의미한다.

메모리 사이클이 수요 확대→가격 상승→공급 확대→가격 하락→이익 감소의 흐름을 보인다는 점을 감안하면, 현재 시장은 업사이클 정점 이후의 이익 둔화를 일정 부분 염두에 두고 있는 것으로 해석된다. 다만 AI 에이전트 확산 과정에서 메모리가 주요 병목으로 지목되고 있고, 구조적 수요 확대를 통해 높은 이익 수준이 예상보다 오래 유지된다면 반도체 업종은 여전히 저평가 상태이다.

추가로 확인할 부분은 소재·부품·장비주로의 이익 상향 확산 여부다. 지난해 9 월과 12 월 대비 관련 업종의 추정치 상향은 점차 넓어지고 있다. 아직 상향 폭은 대형주 대비 제한적이지만, 반도체 업종 내 낙수효과가 추정치에 반영되기 시작했다는 점은 의미가 있다. 결국 최근 주가 상승을 정당화하려면, 가격 상승과 함께 이익 추정치 상향이 동반되는지 확인할 필요가 있다.

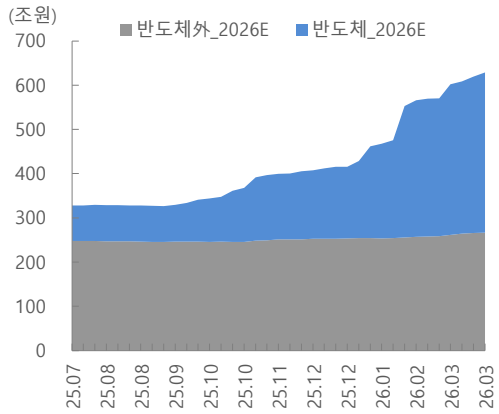
매크로 불확실성에 추정치 변동 지연, 시황과 정책에 대한 민감도 확대

반도체 외 업종 가운데 2026 년 1 분기 실적 서프라이즈 가능성이 높은 업종으로는 증권, 조선, 방산으로 예상한다. 증권과 조선은 이익 추정치가 꾸준히 상향되고 있다. 증권은 증시 상승과 변동성 확대에 따른 거래대금 급증이, 조선은 미국의 에너지 안보 강화 정책과 LNG 선 수요가 실적 개선 기대를 지지하고 있다. 방산은 현재 추정치 변화는 크지 않지만, 3 월 중동 지정학 갈등의 영향이 반영될 경우 추가 상향 가능성이 있다.

반면 화학, 유틸리티, 필수소비재는 원가 상승 부담이 여전히 남아 있다. 유가와 원자재 가격 변동성이 높아졌음에도 이러한 부담이 추정치에 신속하게 반영되지 않았을 가능성이 있다. 이처럼 매크로 불확실성이 커진 국면에서는 실적 추정치의 조정 속도가 늦어지고, 시장은 일별 시황 변화와 정책 방향성에 더 민감하게 반응하게 된다.

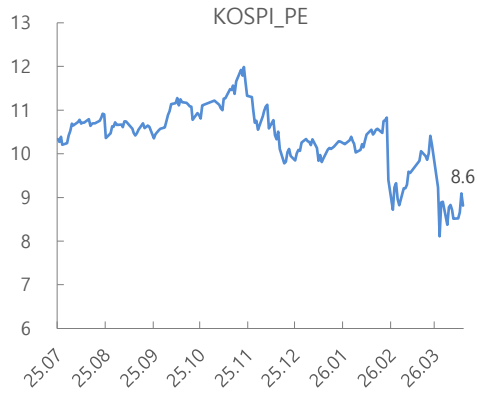
결국 이번 1 분기 실적 시즌의 핵심은 반도체에서는 피크아웃 우려를 완화할 수 있는지, 반도체 외 업종에서는 불확실성 속에서도 이익 방어와 성장 내러티브를 유지할 수 있는지 여부다. 이에 따라 업종별 주가 반응도 민감하게 갈릴 가능성이 높다.

그림 1. '26 년 예상 영업이익 추이(반도체, 반도체 外)



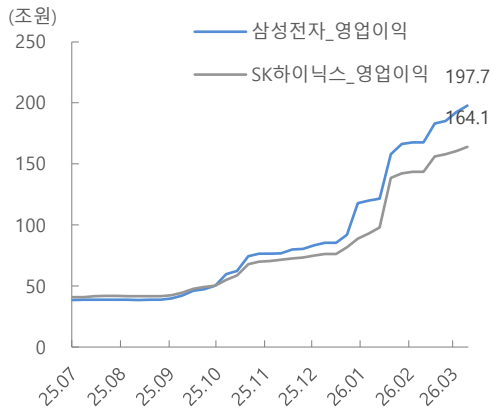
자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 코스피 P/E 추이



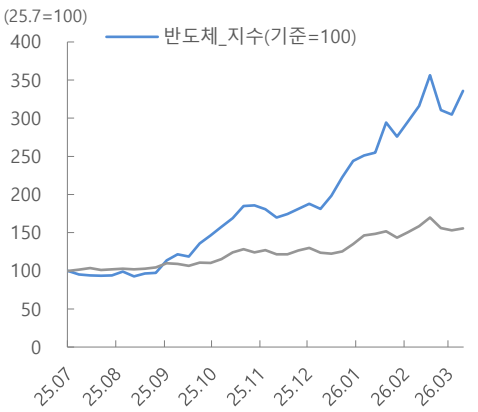
자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼성전자, SK 하이닉스 '26 년 영업익 추정치



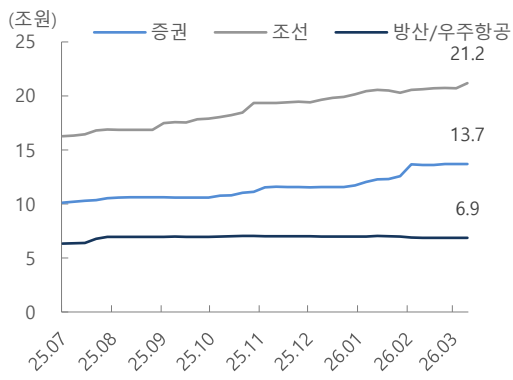
자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 4. 반도체, 반도체 外 가격 변동



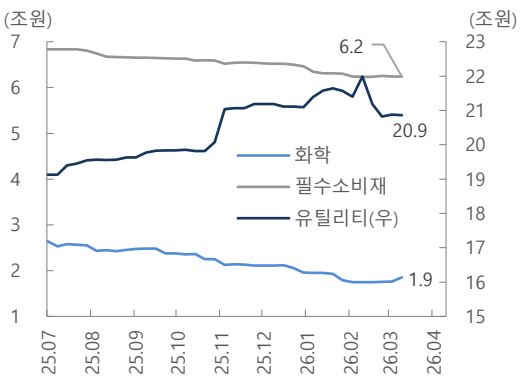
자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 5. 증권, 조선, 방산 영업이익 추정치 추이



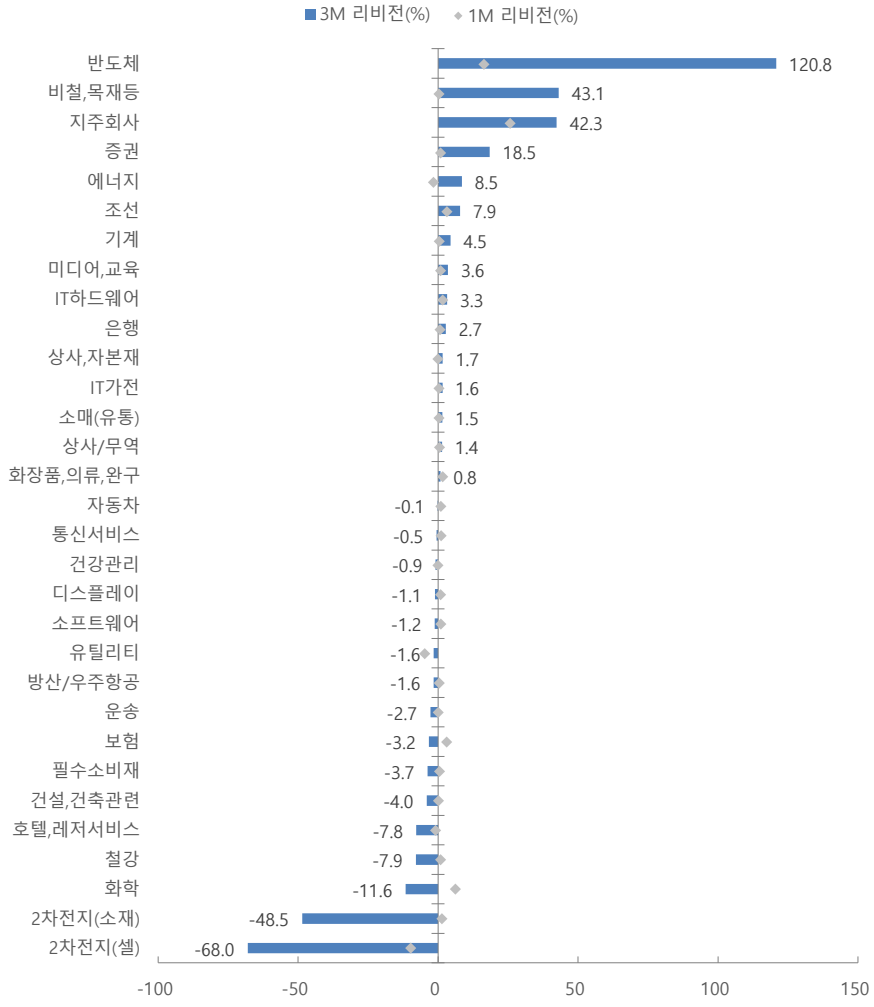
자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 6. 화학, 유틸리티, 필수소비재 추정치 추이



자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 7. 업종별 영업이익 기간별 추정치 변동(3 개월, 1 개월)



자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

확실한 내러티브에도 사이클 고점 우려를 반영하고 있는 반도체 업종

메모리 반도체 피크아웃을 반영한 현재 시장 가격

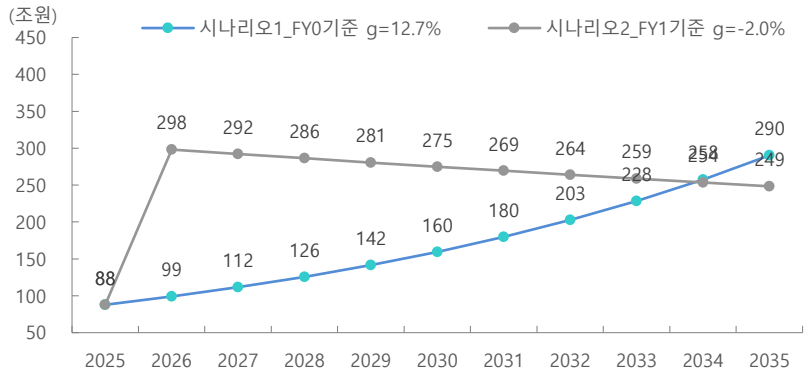
현재 반도체 업종 내 주도주인 삼성전자와 SK하이닉스의 2026년 영업이익 추정치는 지난해 9월 이후 이어진 메모리 가격 상승 흐름과 맞물려 각각 198조원, 164조원 수준에서 컨센서스가 형성되어 있다. 이익 추정치는 지속적으로 상향되고 있지만, 현재 반도체 업종의 PER은 6.5배 수준에 머물러 있어 역사적 저점 부근에 위치해 있다.

시장이 반영하고 있는 내재 성장률을 PBR=(ROE-PBR×r)/(r-g) 식을 통해 단순 추정하면, 현재 주가는 시장이 예상하는 EPS 수준을 기준으로 장기적으로 -2%의 성장률을 내재하고 있는 것으로 해석된다. 즉, 현재 애널리스트들의 이익 추정치가 현실화된다고 가정하더라도, 시장은 이를 지속 가능한 이익 규모로는 평가하지 않고 있다.

메모리 사이클이 통상 수요 확대 → 가격 상승 → 공급 확대 → 가격 하락 → 이익 감소의 흐름을 보인다는 점을 감안하면, 현재 시장은 업사이클 정점 통과 이후의 이익 둔화를 일정 부분 염두에 두고 있는 것으로 해석된다. 다만 AI 에이전트 확산 과정에서 메모리가 주요 병목 요인으로 지목되고 있고, 구조적 수요 확대를 통해 높은 이익 수준이 예상보다 장기간 유지된다면 반도체 업종은 여전히 저평가 상태라고 볼 수 있다.

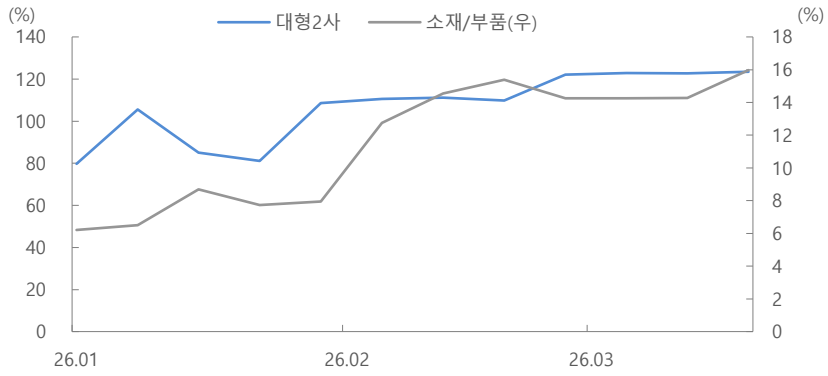
추가로 확인할 부분은 소재·부품·장비 업종으로의 이익 상향 확산 여부이다. 지난해 12월 이후 관련 업종의 이익 추정치 상향은 점차 폭넓게 나타나고 있다. 아직 상향 폭 자체는 대형주 대비 제한적이지만, 반도체 업종 내 낙수효과가 추정치에 반영되기 시작했다는 점에서는 의미가 있다. 결국 최근 주가 상승을 정당화하기 위해서는 가격 상승과 함께 이익 추정치 상향이 동반되고 있는지 확인할 필요가 있다.

그림 8. 시장에 밸류에이션에 반영된 반도체 업종 순이익 전망



자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 9. 반도체 업종 내 이익추정치 3 개월 상승률



자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

반도체 외 업종 이익 추정치 추이와 주요 사항

완만한 EPS 성장을 기대하는 여타 업종

반도체를 제외한 코스피 시장의 PER 밸류에이션은 12배 수준이다. 이를 반도체 업종과 동일한 방식으로 내재 성장률로 환산하면, 시장은 올해 추정 이익을 기준으로 연간 약 4% 수준의 점진적인 성장이 이어질 것을 기대하고 있는 것으로 해석된다. 결국 업종별로 실적 개선 내러티브와 업황 회복 기대가 유효하게 지속되는지 확인할 필요가 있다.

반도체 외 업종 가운데 2026년 1분기 실적 서프라이즈 가능성이 높은 업종으로는 증권, 조선, 방산을 제시한다. 증권과 조선은 이익 추정치가 꾸준히 상향되고 있다는 점이 긍정적이다. 증권 업종은 증시 상승과 변동성 확대에 따른 거래대금 증가가, 조선 업종은 미국의 에너지 안보 강화 기조와 LNG선 수요 확대가 실적 개선 기대를 지지하고 있다. 방산 업종은 아직 추정치 변화가 크지 않지만, 3월 중동 지역의 지정학적 갈등 영향이 실적 추정에 반영될 경우 추가적인 이익 상향 가능성이 있다.

그림 10. **업종별 영업이익 추이**

자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

표1. 업종별 영업이익 추정치 변동과 주요 내용

반도체 (3M: +121.5%, 1M: +16.2%)
- 메모리 가격 상승 지속, 삼성전자/SK하이닉스 이익 추정치 지속 상향
- 장비 · 소재주로 이익 모멘텀 확산 (1M 이익 상향 비율 12월 46%→ 3월 23일 58%)

지주회사 (3M: +42.3%, 1M: +25.5%)
- SK스퀘어 연결 이익 급증 = SK하이닉스 지분법 이익 + 비상장 자회사 흑자 전환
- 개정상법 발효로 자사주 소각 가속, NAV 할인율 구조적 축소 구간
- CJ(올리브영), 두산(에너빌리티) 등 핵심 자회사 가치 재평가

증권 (3M: +18.5%, 1M: +0.6%)
- 유례없는 거래대금 폭증. 3월 10일까지 일평균 거래 대금 약 70조원 전 분기 대비 67조원 급증
- 발행어음 및 종합투자계좌(IMA)를 통한 자금 조달
- 배당성향 및 자사주 소각을 통한 주주환원 확대 지속

에너지 (3M: +8.7%, 1M: -2.0%)
- 중동 전쟁 장기화로 유가 강세, 정제마진 개선 기대
- SK이노베이션·S-Oil 석유화학 부문 구조조정 진행 중

조선 (3M: +7.9%, 1M: +2.8%)
- 지정학 불안으로 인한 함정 수요 확대(HD현대중공업, 한화오션)
- 미국 에너지 안보 강화정책 및 FDI 가속화 LNG 선박 수요 견조
- 탱커 시장 노후 선박 교체주기 도래 신규 발주 확대

IT하드웨어 (3M: +6.2%, 1M: +1.9%)
- 1분기 전통적 비수기, 금, 구리등 주요 원자재 가격 상승
- 반도체 업종 호황 낙수효과로 2분기 부터 기판의 ASP 두자릿수 상승율 보일 것으로 기대

기계 (3M: +5.0%, 1M: -0.0%)
- AI 데이터센터 전력 수요 강세 지속 → HD현대일렉트릭, LS ELECTRIC 수주 호조
- 두산에너빌리티 원전/가스터빈 수주 확대, 해외 원전 신규 프로젝트 기대
- 밸류에이션 부담 존재하나 수주잔고 기반 실적 가시성 높음

미디어/교육 (3M: +3.7%, 1M: +0.5%)
- 하이브 아티스트 라인업 강화(BTS 복귀 기대), JYP 해외 투어 매출
- 제일기획 AI 기반 광고 플랫폼 전환, 디지털 광고 성장
- 콘텐츠 제작비 부담 vs 글로벌 유통채널 확대

은행 (3M: +2.8%, 1M: +0.4%)
- NIM 하락 안정화, 순이자이익 견조 유지 (KB·신한·하나·우리)
- 밸류업 프로그램 본격화 — 자사주 소각, CET1 비율 관리 중심
- 충당금 부담 완화되나 PF 관련 불확실성 잔존

건강관리 (3M: +2.2%, 1M: +0.2%)
- 삼성바이오로직스·셀트리온 바이오시밀러 CDMO 수주 견조
- 알테오젠·비만치료제(GLP-1) 관련 파이프라인 기대감 지속
- 3M 이익 추정치 하향(-5.2%)은 일부 바이오 신약 임상 지연 영향

IT가전 (3M: +1.9%, 1M: +0.0%)
- LG전자 피지컬 AI에서 성과 기대, 엔비디아 협력 예상
- 두산퓨얼셀 수소연료전지 수주 기대

소매(유통) (3M: +1.7%, 1M: +0.0%)
- 이마트·롯데쇼핑 구조조정(점포 정리) 통한 수익성 개선
- 실리콘투 K-뷰티 유통 플랫폼 고성장
- 오프라인 소비 회복 더디나, 온라인 채널 전환 가속

자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

표2. 업종별 영업이익 추정치 변동과 주요 내용

상사/무역 (3M: +1.5%, 1M: +0.5%)
- 포스코인터내셔널 LNG 트레이딩 수익 변동성
- LX인터내셔널 팜오일·석탄 가격 연동
- 이익 추정치 1M −1.2% 하향, 원자재 가격 변동에 민감

화장품/의류 (3M: +0.9%, 1M: +1.3%)
- K-뷰티 글로벌 확장 지속 (에이피알, 아모레 북미/일본)
- 중국 시장 불확실성 잔존하나 면세 채널 점진적 회복
- 영원무역 OEM 수주 호조, 한섬 온라인 전환 효과

디스플레이 (3M: −0.4%, 1M: +1.5%)
- LG디스플레이 OLED TV 패널 흑자 전환 기대
- IT용(태블릿·노트북) OLED 채택 확대, 삼성디스플레이 투자 사이클
- 중국 BOE 등 경쟁 심화로 LCD 수익성은 제한적

자동차 (3M: −0.5%, 1M: +0.4%)
- 현대차/기아 하이브리드 라인업 확대, 미국 관세 리스크는 앨라배마·조지아 현지공장으로 완충
- 현대차그룹 새만금 9조원 투자(로봇 4천억 포함), 2H26 로봇 양산 수주 본격화 전망
- 부품사(에스엘, 화신) 로봇 신사업 진출로 저PBR 탈피 시작 (에스엘 PBR 0.6→1.1배)

통신서비스 (3M: −0.5%, 1M: +0.7%)
- SK텔레콤·KT AI 데이터센터/클라우드 신사업 투자 가속
- ARPU 완만한 상승 기조, 5G 가입자 전환 효과
- 배당수익률 4~5%대 유지, 방어적 밸류에이션

소프트웨어 (3M: −1.1%, 1M: +0.8%)
- 네이버 하이퍼클로바X, 카카오 AI 비서 등 수익화 초기 단계
- SaaS/클라우드 시장 성장 (삼성SDS, 현대오토에버 기업향 수요)
- 크래프톤 신작 모멘텀(배그 신규 IP)

유틸리티 (3M: −1.5%, 1M: −5.1%)
- 한전 2분기 전기요금 동결, 연료비 부담 지속
- 신재생에너지 투자 확대되나 수익성은 아직 미흡
- 이익 추정치 1M −5.1%로 하향 추세

방산/우주항공 (3M: −1.6%, 1M: +0.1%)
- 한화에어로스페이스 수주잔고 사상 최대, 폴란드 K2·K9 납품 본격화
- 중동/유럽 지정학 갈등으로 방산 수출 파이프라인 확대
- 우주항공(한화시스템 SAR 위성, 한국항공우주 KF-21) 신사업 매출 가시화 시작

운송 (3M: −2.9%, 1M: −0.6%)
- HMM 컨테이너 운임 하락 구간, 벌크 시황은 견조. 운임 비용 상승에도 원가부담
- 대한항공 아시아나 합병 시너지 기대
- 현대글로비스 완성차 물류 + 전기차 배터리 재활용 신사업

보험 (3M: −3.1%, 1M: +2.7%)
- IFRS17 이후 보험수익 안정화, CSM 잔액 기반 이익 가시성 확보
- 삼성화재·DB손보 합산비율 개선, 한화생명 보장성보험 전환 효과
- 국채금리 상승에 따른 채권 평가손 → NI 하향 요인, 최근 1M 반등 중

건설/건축 (3M: −4.1%, 1M: −0.9%)
- 해외 수주(중동·동남아) 확대, 국내 주택시장은 규제 영향으로 제한적
- 원가율 개선 기조 (마진Rev +0.01%p), PF리스크 점진적 해소

자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

표3. 업종별 영업이익 추정치 변동과 주요 내용

필수소비재 (3M: -4.3%, 1M: +0.1%)
- 삼양식품 해외 라면 수출 성장 지속
- KT&G 궐련형 전자담배 글로벌 확장
- 내수 소비 둔화로 오리온·CJ제일제당 등 성장 제한적

호텔/레저 (3M: -8.5%, 1M: -1.1%)
- 서부T&D 사상 최대 호텔 이익, 개발사업 가시화
- 강원랜드 입장객 회복 제한적, VIP 매출 비중 확대
- 관광 수요 회복은 점진적, 이익 추정치 하향 중

철강 (3M: -8.9%, 1M: +0.1%)
- 중국 감산 정책 기대 있으나 실효성 불확실
- POSCO홀딩스 리튬 등 2차전지 소재 사업 다변화

화학 (3M: -12.2%, 1M: +6.0%)
- 중동 전쟁, 유가 급등으로 인한 스프레드 축소 구간, 컨센서스는 래깅하며 점진적으로 반영될 것으로 전망
- 구조조정을 통한 이익성 개선 전망(연간)
- AI 반도체 및 태양광 등 스페셜티 제품 수요는 확대(일부)

2차전지 (3M: -55%~, 1M: -5%~)
- ESS 부문 성장, 하지만 전기차 수요부진 지속
- 삼성SDI 삼성디스플레이 지분 매각으로 현금확보
- 음극재: 미국의 중국에 대한 FEOC(우려외국집단) 규제 강화와 중국의 흑연 수출 통제

자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:000)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.