

하반기 주식시장

AI 성장에 적응하기



투자전략

이영원

02) 739-5848

youngwon@heungkuksec.co.kr

Executive Summary

반도체 성장의 지속가능성

한국을 비롯해 전세계 시장에서 반도체 강세가 두드러지고 있다. AI가 주도하는 성장에 핵심적인 물리적 자산을 담당하고 있기 때문이다. 전세계 시가총액 상위 20사에 반도체 기업이 8개가 포함되고 있으며 한국 삼성전자와 SK하이닉스가 11, 16위를 기록하며 반도체 호황을 증명하고 있다.

6월에도 반도체 산업 동향은 강력한 성장을 이어가고 있다. 10일까지 반도체 수출은 지난해 같은 기간에 비해 205% 성장을 기록하며 4, 5월 기록했던 성장률 171%, 167% 를 넘어서고 있다. 1분기에 이어 2분기 기업실적을 통해서도 강력한 성장의 결과를 증명할 것으로 예상된다.

반도체의 강한 성장은 AI가 주도하는 세계경제의 변화의 핵심적 역할을 담당하고 있기 때문이다. Open AI의 Chat GPT가 처음 출시된 2022년 11월 이후 AI의 성장은 실생활의 경험을 통해 변화를 주도하고 있다. 학습과 추론에 이어 에이전트 AI시대가 본격화하는 성장 경로를 거치면서 실생활의 변화를 가능하게 하는 AIDC 투자 경쟁이 이어지고 있으며 이 성장의 병목지점에 메모리 반도체가 위치하고 있다.

하반기는 물론 현재의 추론형 AI가 AGI 수준에 올라설 것으로 기대되는 시점까지 전세계 AI 성장은 지속될 수 밖에 없으며 반도체의 높은 수익성도 지속될 것으로 예상된다. 과거 경기순환적 변동을 반복하며 이익규모에 비해 낮은 평가가 이어져왔던 반도체 기업의 가치평가 기준도 지속가능한 성장을 감안해 개선될 것으로 기대되며 이 과정을 통해 KOSPI시장의 위상이 재평가될 것으로 예상된다.

Executive Summary

반도체에서 AI생태계, 물리적 제조업 전반으로 확산

AI성장의 현실적인 결과는 반도체에 이어 AI생태계 전반으로, 피지컬 AI의 대상이 되는 물리적 제조업 전반으로 확산될 것으로 예상된다. AIDC에 대한 투자 경쟁이 치열해지는 가운데 관련 인프라 투자, 전력, 냉각 시스템, 반도체를 포함한 핵심 하드웨어와 운영주체에 이르기까지 공급망 전반에 걸쳐 AI성장의 성과가 가시화되고 있다.

여기에 지식/정보 체계의 AI확산에 이어 물리적인 현실공간의 AI적용이 본격화되면서 피지컬 AI가 주도하는 변화도 본격화할 전망이다. 한국의 제조업은 피지컬 AI확산의 최적 조건을 구성하고 있다고 평가받고 있다. 로봇틱스와 자율주행 자동차에를 비롯해 피지컬 AI에 포섭될 수 있는 제조업 전반의 공급망에 대한 조명도 본격화될 전망이다.

AI성장에 적응해가는 한국 주식시장

한국 주식시장이 과거 경험해보지 못한 강한 성장을 이어가고 있다. AI가 주도하는 성장을 이익으로 구현해 가고 있기 때문이다. 가파른 주가 상승이 이어지고 있음에도 여전히 P/E 배율은 과거 평균을 하회하고 있다. 한국주식시장은 성장의 구체적인 결과를 확인해가면서 지속가능한 성장에 따른 정당한 평가를 확보해가는 과정을 거치고 있으며 이익의 지속가능성을 입증하는 분기별 실적 동향 점검 등을 통해 단계적 성장을 이어갈 수 있을 것으로 판단된다.

차례

1. 반도체가 주도하는 한국증시 – p.5
2. 반도체 호황은 AI 성장에서 – p.8
3. 반도체 지속가능한 성장 – p.15
4. 반도체에서 AI생태계로 – p.20
5. 전쟁 이후 에너지 전환 – p.25
6. 종전, 세계 경제질서 변화 – p.34
7. 금리 상승, AI투자의 제약 – p.39
8. 하반기 한국 시장의 반응 – p.47

1. 반도체가 주도하는 한국증시

반도체 비중이 확대되는 세계증시

세계 시가총액 상위 20 중 반도체 기업 8개

- AI성장이 본격화하면서 AI의 물리적 기반을 제공하는 반도체 기업 매출과 이익규모 급격하게 증가
- 2026년 반도체 기업이 세계 증시의 성장을 주도. 시가총액 상위 20사 가운데 반도체기업 2023~2025년까지 3, 4개사에서 현재 8개사로 증가
- 엔비디아 1위, 파운드리 기업 TSMC 6위, 메모리 기업 3사 모두 20위 내 포함

세계 시가총액 상위 20사

	2023년말		2024년말		2025년말		현재(6/12일)	
1	Apple	2.994	Apple	3.785	Nvidia	4.540	Nvidia	4.969
2	Microsoft	2.794	Nvidia	3.288	Apple	4.034	Alphabet	4.367
3	Saudi Aramco	2.133	Microsoft	3.133	Alphabet	3.788	Apple	4.275
4	Alphabet	1.756	Alphabet	2.321	Microsoft	3.594	Microsoft	2.902
5	Amazon	1.570	Amazon	2.306	Amazon	2.467	Amazon	2.566
6	Nvidia	1.223	Saudi Aramco	1.807	Meta	1.663	TSMC	2.198
7	Meta	0.910	Meta	1.478	Broadcom	1.640	Space X	2.104
8	Tesla	0.790	Tesla	1.296	TSMC	1.576	Broadcom	1.817
9	Berkshire Hathaway	0.777	Broadcom	1.086	Saudi Aramco	1.536	Saudi Aramco	1.752
10	Eli Lilly	0.553	TSMC	1.024	Tesla	1.495	Tesla	1.526
11	TSMC	0.539	Berkshire Hathaway	0.977	Berkshire Hathaway	1.084	Meta	1.439
12	Visa	0.535	Walmart	0.726	Eli Lilly	0.963	Samsung	1.394
13	JPMorgan Chase	0.492	Eli Lilly	0.694	Walmart	0.888	Micron Tech.	1.106
14	UnitedHealth	0.487	JPMorgan Chase	0.675	JPMorgan Chase	0.886	Berkshire	1.055
15	Novo Nordisk	0.461	Visa	0.612	Tencent	0.692	Eli Lilly	1.010
16	Broadcom	0.461	Tencent	0.493	Visa	0.677	SK Hynix	1.005
17	Walmart	0.424	Mastercard	0.483	Oracle	0.560	Walmart	0.963
18	LVMH	0.408	Exxon Mobil	0.473	Samsung	0.556	JPMorgan Chase	0.859
19	Samsung	0.402	Oracle	0.466	Mastercard	0.516	AMD	0.834
20	Mastercard	0.400	UnitedHealth	0.466	Exxon Mobil	0.513	ASML	0.718

주: 음영은 반도체 기업, 단위는 trillion USD
 자료: companiesmarketcap.com, 흥국증권 리서치센터

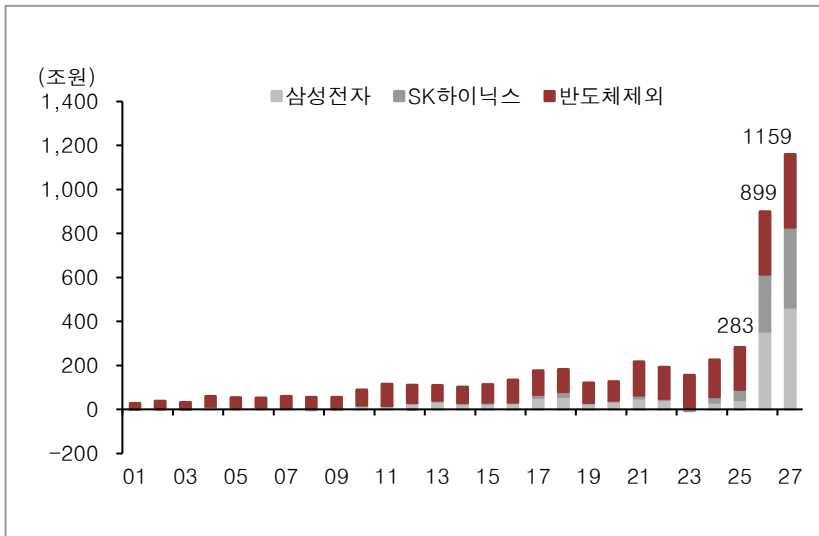
1. 반도체가 주도하는 한국증시

반도체 2사의 영업이익 폭증으로 급등한 KOSPI

삼성전자와 SK하이닉스의 이익이 주도한 주가 상승

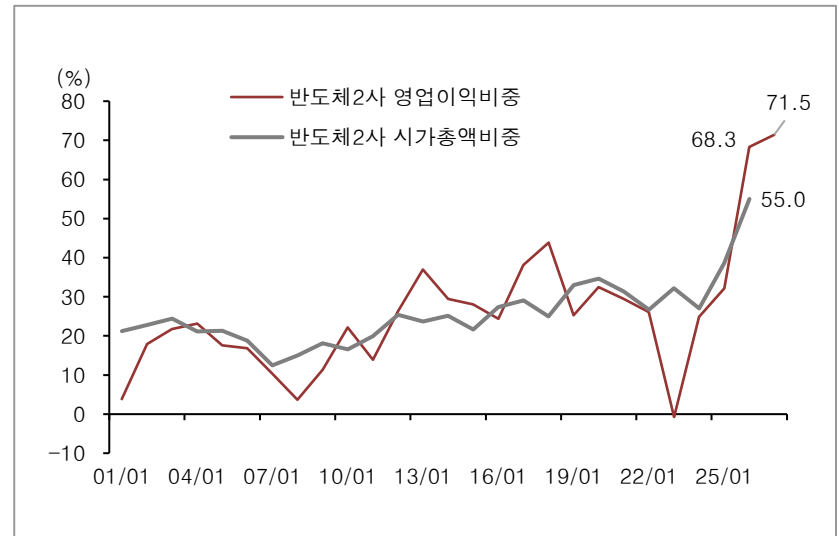
- 8000선을 넘어선 KOSPI의 강세는 반도체 2사의 영업이익 폭증이 주도
- 삼성전자와 SK하이닉스, 2024년 영업이익이 각각 32.7조, 23.5조원에서 2025년 43.6조, 47.2조로 증가
- 2026년 영업이익은 삼성전자와 SK하이닉스 각각 355.4조, 258.6조원 예상. 2027년 464.4조, 363.6조원 예상
- KOSPI200기준 시장전체 영업이익에서 반도체 2사가 차지하는 비중은 2025년 32.1%, 2026년 68.3%, 2027년 71.5% 예상
- 시가총액(KOSPI200기준)에서 반도체 2사가 차지하는 비중은 2025년 38.6%, 2026년 6월 55%로 영업이익 비중을 하회
- 2001~2024년까지 반도체 2사의 영업이익 비중 평균은 22%, 시가총액비중 평균은 23.9%

KOSPI200 영업이익 추이와 전망, 반도체 2사와 나머지



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

KOSPI200 영업이익과 시가총액 내 반도체 비중 추이와 전망



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

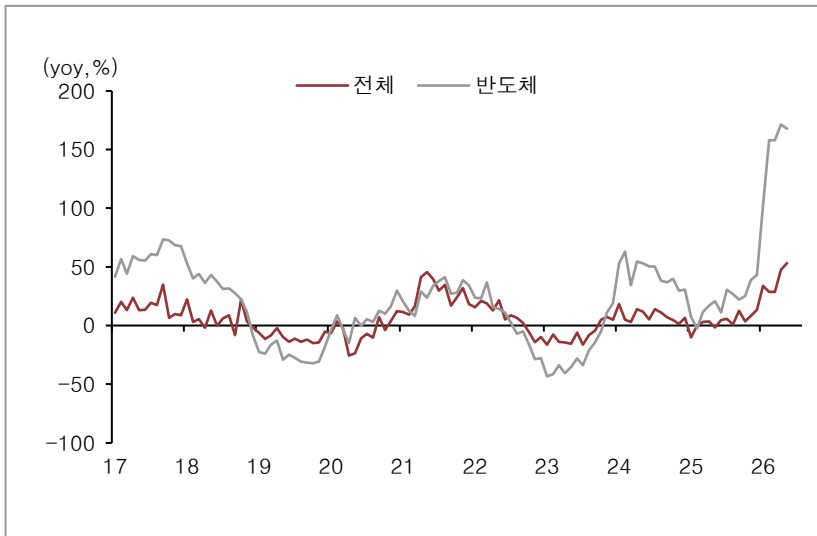
1. 반도체가 주도하는 한국증시

반도체의 수출 기여도 절대적

반도체, 수출 기여 등 경제 성장에 절대적 역할

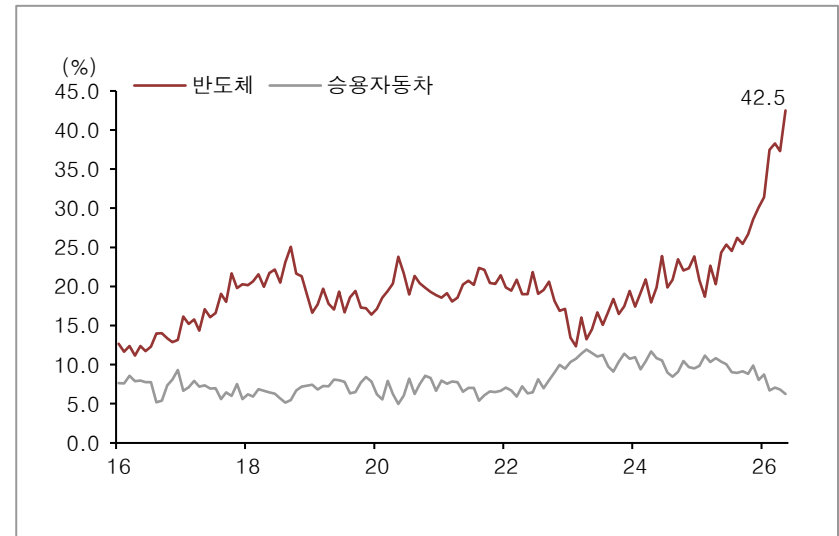
- 5월 한국 수출은 전년동월대비 53% 증가한 877억달러 기록. 반도체는 168% 증가한 373억달러 기록
- 반도체는 3개월 연속 300억달러대 수출, 4개월 연속 전년동월 대비 150%이상 증가 이어 감 (2024 - 2025년 상반기까지 월평균 120억달러)
- 5월 전체 수출에서 반도체가 차지하는 비중은 42.5%까지 상승. 수출 규모 2위인 승용자동차는 6.3%
- 반도체의 성장 지속가능 할 경우, 경제성장 속도 가속화 가능(1분기 GDP성장률, 속보치 집계 후 잠정치 상향 전기비 +1.8%, 전년 동기비 +3.8%)

한국 전년동월비 수출 증감률, 전체와 반도체



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

한국 수출 1, 2위 품목의 점유율. 반도체와 승용자동차



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

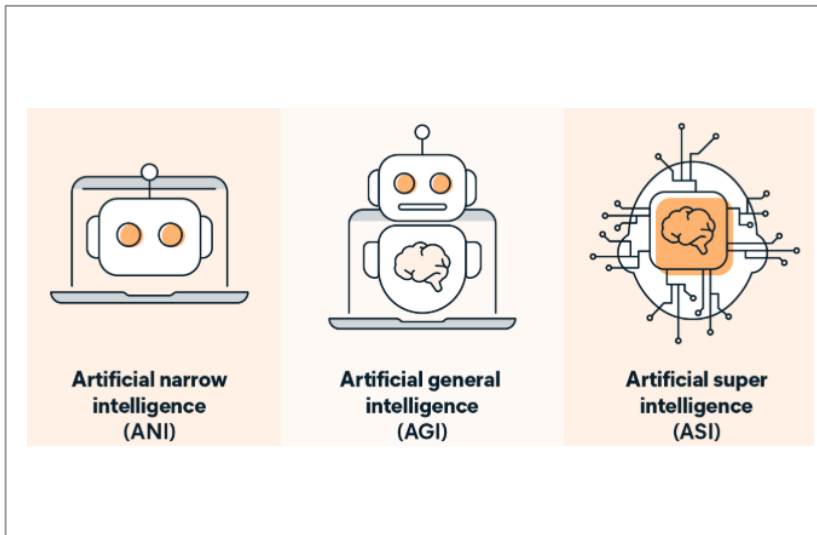
2. 반도체 호황은 AI 성장에서

AI, 가파른 성장의 지속

현재 AI 발전 수준은 예상 가능한 성장의 초반에 머물고 있어

- AI산업의 급속한 성장에도 불구하고 성장 단계 측면에서는 현재 여전히 예상가능한 발전단계의 초기 수준에 그치고 있음
- ANI-AGI-ASI 단계 구분에서 현 AI산업은 초기 ANI단계. ANI 단계는 특정 분야의 단일 작업을 수행하는 것(체스, 바둑 등)
- AGI, 일반 인공지능 단계에서는 모든 분야에서 인간과 동등하거나 그 이상 수준으로 문제를 해결함. 전세계 빅테크 기업들의 현실적인 목표 지점. ASI, 초인공지능은 인류 전체의 지적 능력을 완전히 넘어서는 AI
- 5단계 진화과정으로 현행 AI는 추론형 AI수준에 도달한 상태. 일부 에이전트 AI가 실무 적용을 시작
- 본격적인 AI시대(AGI 이상)에 진입하기까지 AI투자는 가파르게 진행될 전망

지능 수준에 따른 AI 3단계 분류



자료: clobe.ai, 홍콩증권 리서치센터

Open AI의 AI진화 5단계

	단계	수준
레벨1	대화형 AI Chatbots	인간과 자연스러운 언어로 대화하는 기본단계
레벨2	추론형 AI Reasoners	인간 수준의 논리적 추론과 문제 해결이 가능한 단계. 현재 도달 중
레벨3	에이전트 AI Agents	사용자 대신 스스로 도구(소프트 웨어 등)를 사용해 업무를 수행하는 단계, 실무 적용 시작
레벨4	혁신형 AI Innovators	새로운 지식이나 발명을 돕는 단계
레벨5	조직형 AI Organizations	조직 전체의 업무를 독자적으로 수행하는 단계

자료: clobe.ai, 홍콩증권 리서치센터

2. 반도체 호황은 AI 성장에서

AI의 성장은 막대한 데이터 처리가 가능해야

AI진화에 따라 토큰 소비량 급격하게 증가

- 토큰은 AI모델이 읽고 생각하는 기본 요소. 자연어 모델에서 토큰은 단어 전체나 일부, 구두점 등이 될 수 있으며 평균적으로 1토큰 이 0.75단어, 영어 알파벳 4개에 해당
- 처리하는 업무에 따라 토큰 소비량은 급격하게 증가하며, 업무 처리 방식에 따라서도 소비량은 급격하게 증가
- 에이전트 AI시스템이 도입되면서 토큰 사용량은 이전 추론형 AI에 비해 큰 폭으로 증가
- 에이전트 AI가 기존 모델에 비해 업무에 따른 토큰 소비량 최대 500배 이상
- 막대한 토큰 처리를 위해 물리적 저장공간, 반도체의 수요가 폭증

AI 업무별 토큰 소비량

	최저	최고
단일 챗봇 응답	200	2,000
검색된 컨텍스트를 사용한 심층적 질문	2,000	12,000
여러 페이지로 구성된 문서 요약	10,000	100,000
에이전트형/다단계 작업	,15,000	,1000,000

자료: iternal ai, 흥국증권 리서치센터

에이전트 AI시스템의 토큰 승수(vs 단일 호출)

	토큰 승수(vs 단일 호출)	작업당 토큰 수
단순(호출 1~2회)	2~3배	5,000 ~15,000
보통(호출 3~5회)	5~10배	15,000 ~ 50,000
복잡(다단계 추론)	10~30배	50,000~200,000
다중에이전트 조합	10~330배	200,000~1,000,000+
반성/자체수정 반복	50~100배 이상	50,000~5,000,000+
에이전트 코딩(SLE bench 클래스)	100~500배 이상	작업당 1,000,000~3,500,000

자료: iternal ai, 흥국증권 리서치센터

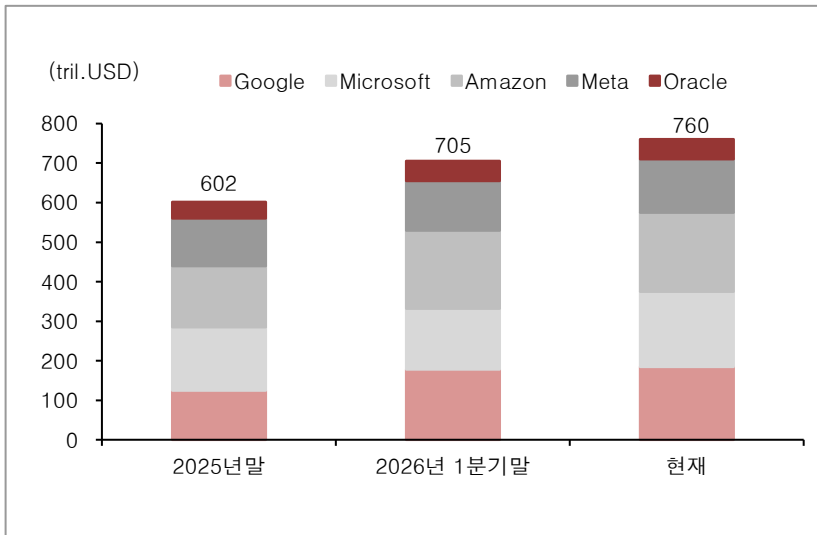
2. 반도체 호황은 AI 성장에서

AI투자자는 데이터센터 증설로 구체화

급격하게 증가하는 하이퍼스케일러 Capex

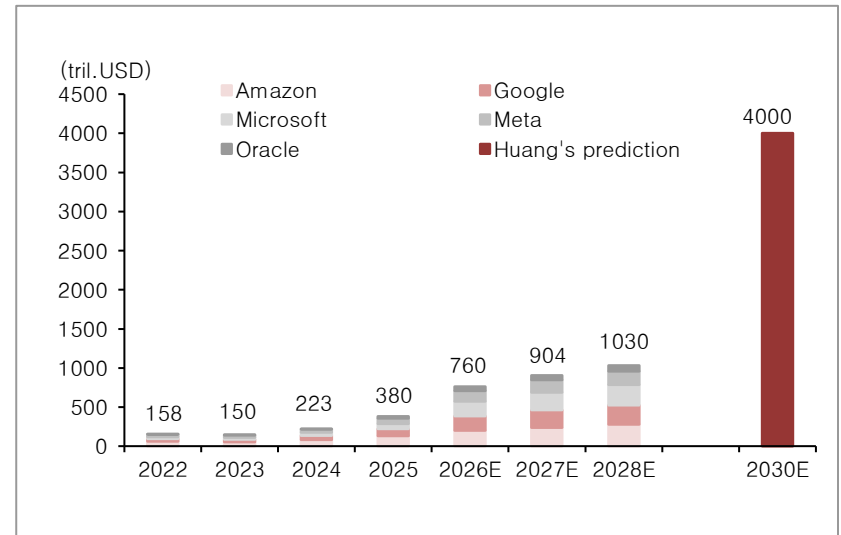
- 막대하게 증가하는 AI 데이터 처리 수요에 부응하기 위해 하이퍼스케일러의 데이터센터 투자 급격하게 증가
- 2026년 하이퍼스케일러의 Capex전망, 상반기 지나기 전에 대폭 상향조정 되고 있음. 지난 연말 Amazon, Google, Microsoft, Meta, Oracle 5사의 합산 Capex는 6,020억달러로 전망되었으나 1분기 중 7,050억달러, 현재 7,600억달러로 상향
- 장기적으로는 2028년 중 1조달러 이상 증가할 것으로 예상하는 시각이 다수이며, 엔비디아의 젠슨 황 회장은 훨씬 가파른 성장을 전망. 2030년 4조달러까지 증가할 것으로 예상
- AI성장 단계에 따라 데이터 처리량이 급속히 증가하며, 사용인구 역시 급격한 증가세가 이어질 것으로 전망하기 때문

하이퍼스케일러의 2026년 Capex 전망 변화



자료: IEEE, CNBC, 홍콩증권 리서치센터

하이퍼스케일러 Capex 추이와 전망



자료: CNBC, 홍콩증권 리서치센터

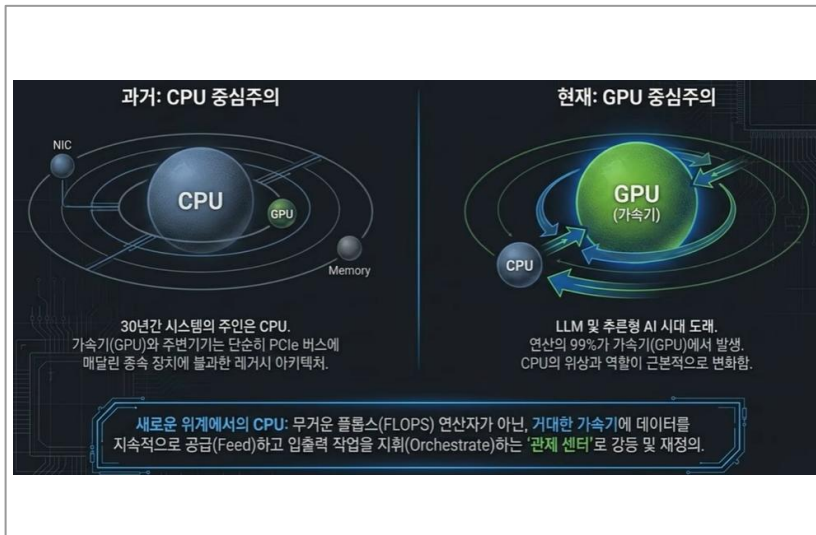
2. 반도체 호황은 AI 성장에서

GPU주도 컴퓨팅, 메모리 수요 급증

CPU주도 컴퓨팅에서 GPU주도 컴퓨팅으로

- AI성장이 본격화되면서 세계 컴퓨팅 시장은 CPU중심의 시스템에서 GPU중심으로 재편
- 대규모 데이터의 병렬 처리를 위해 GPU를 중심으로 CPU가 입출력을 보조하는 형태로 진화
- 엔비디아 Vera Rubin 플랫폼, GPU가 주요 연산을 담당하고 자사 개발 CPU가 GPU에 지속적으로 데이터를 공급
- 엔비디아, PC기반의 RTX Spark 칩셋 발표. PC시장의 기존 Wintel 구도가 Winvidia 구도로 전환
- 막대한 메모리 수요를 충족하기 위해 엔비디아 젠슨황, 메모리 업체와 협력 강화
- 급증하는 수요에도 불구하고, 메모리 공급은 기존 3사 중심 체제 지속. 상당기간 공급자 우위 시장구도 지속 예상

컴퓨팅 시스템의 무게중심 이동



자료: 테크 딥다이브, 홍콩증권 리서치센터

Wintel과 Winvidia

	과거 40년 (Wintel 동맹)	새로운 시대 (Winvidia 시대)
핵심 연산 축	x86 CPU 중심	Arm v9.2 + CUDA GPU 중심
메모리 구조	분리형 (병목 발생) CPU ↔ Memory (Bottleneck)	통합 메모리 풀 (병목 해소) CPU ↔ LPDDR5X Unified Memory Pool ↔ GPU (Efficiency)
개발자 환경	클라우드 의존적 AI 개발 Cloud AI	랩톱에서 네이티브 CUDA 코드 구동 Native CUDA Engine
생태계 지위	인텔이 주도하는 레거시 생태계 Legacy	에뮬레이터로 격하된 x86 환경 arm NVIDIA x86 Environment (Emulated)

자료: 테크 딥다이브, 홍콩증권 리서치센터

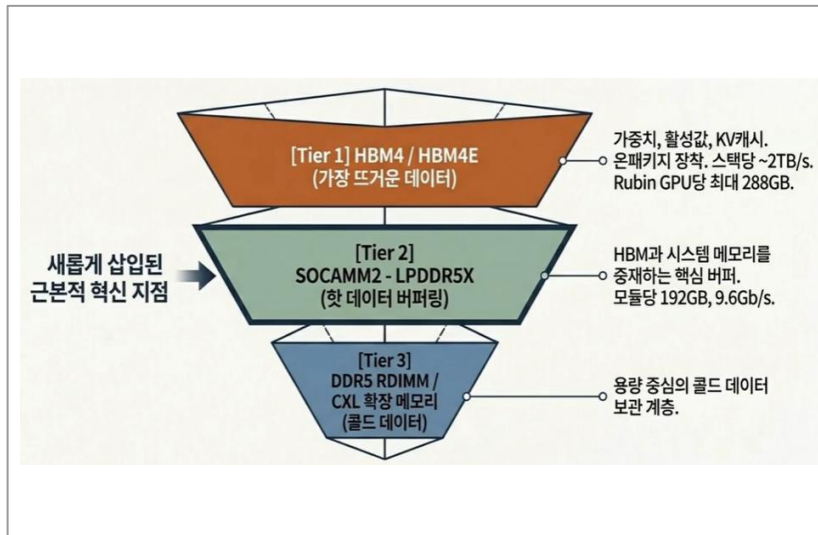
2. 반도체 호황은 AI 성장에서

AI성능 향상의 병목, 메모리 반도체

Nvidia와 SK하이닉스의 장기 협력은 메모리 병목 해소를 위한 전략

- Nvidia와 SK하이닉스, 장기 협력을 통해 메모리 병목 해소에 합의
- SK하이닉스의 메모리 반도체 3개의 층위로 공급. HBM4, HBM4E 는 Rubin GPU에 대응, DDR5 RDIMM은 기존 용량 중심의 콜드데이터 보관용
- SOCAMM2 방식의 LPDDR5, 새롭게 채택된 핫 데이터 버퍼링용 메모리, Vera CPU에 대응
- 엔비디아와 SK하이닉스, 엔비디아 제품 출시 일정에 맞춰 SK하이닉스의 팹 증설 계획을 동기화, 메모리가 AI팩토리 성능의 병목이자 공급부족의 핵심요인을 넘어서는 전략적 동맹 관계 구축. 메모리 반도체 장기호황의 토대 구축

SK하이닉스와 NVIDIA의 전략적 협력에 기초한 메모리 구조



자료: 테크 딥다이브, 홍콩증권 리서치센터

SK하이닉스와 NVIDIA의 전략적 협력에 기초한 메모리 사양

	기존 서버용 RDIMM	기존 모바일용 LPDDR	서버용 SOCAMM2
최적화 목표	저지연 (Low Latency)	전성비 & 고대역폭	전성비 & 고대역폭 버퍼링
폼팩터	슬롯 탈부착형	기판 납땜형 (Soldered)	압착식 교체형 (Compression-attached)
주요 적용처	일반 서버 및 PC	스마트폰 및 랩톱	AI 데이터센터 (AIDC)

자료: 테크 딥다이브, 홍콩증권 리서치센터

2. 반도체 호황은 AI 성장에서

Nvidia 플랫폼 변화와 메모리 탑재량

차세대 아키텍처 베라 루빈 본격 출시

- 6월 대만에서 개최된 컴퓨텍스 2026에서 엔비디아, AI의 미래를 그리는 청사진을 제시
- 본격 생산을 선언한 AI 플랫폼 베라 루빈은 이전 블랙웰 플랫폼에 비해 에이전트 처리량이 10배 이상 향상
- Blackwell 이후 GPU는 CPU와 결합, 시스템을 구축. 최신 GPU 아키텍처인 Rubin의 경우 CPU Vera와 2대1 조합으로 구성
- Vera Rubin으로 서버를 구축할 경우 최소 72개 GPU, 36개 CPU, 20.7TB의 HBM4와 54TB의 LPDDR5 메모리가 요구되며 CPU에 대응하기 위한 NAND도 대규모로 요구됨. 데이터 센터 구축을 위해 메모리 수요 폭증, 강력한 반도체 사이클이 탄생

NVIDIA GPU 아키텍처 별 HBM 탑재

GPU 아키텍처	모델	출시	HBM세대	탑재량	스택 수
Pascal	P100	2016	HBM2	16	4
Volta	V100	2017	HBM2/HBM2e	32	4
Ampere	A100	2020	HBM2e	80	6
Hopper 100	H100	2022	HBM3	80	6
Hopper 200	H200	2022	HBM3e	144	6
Blackwell	B100	2024	HBM3e	192	8
Blackwell Ultra	B200	2025	HBM3e	192	8
Rubin	R100	2026	HBM4	288	8

자료: NVIDIA, 홍콩증권 리서치센터

NVIDIA GPU Vera Rubin 스펙

	NVIDIA Vera Rubin NVL72	NVIDIA Vera Rubin Superchip	NVIDIA Rubin GPU
구성	72개 NVIDIA Rubin GPU 3 6개 NVIDIA Vera CPU	Rubin GPU 2개 Vera CPU 1개	1 Rubin GPU
NVFP4 추론	3,600 PFLOPS	100 PFLOPS	50 PFLOPS
NVFP4 훈련	2,520 PFLOPS	70 PFLOPS	35 PFLOPS
FP8/FP6 훈련	1,260 PFLOPS	35 PFLOPS	17.5 PFLOPS
GPU 메모리 대역폭	20.7 TB HBM4 1,580 TB/s	576 GB HBM4 44 TB/s	288 GB HBM4 22 TB/s
CPU 코어 수	3,168개 NVIDIA Olympus 코어	88개 NVIDIA Olympus 코어	-
CPU 메모리	54 TB LPDDR5X	1.5 TB LPDDR5X	-
NVIDIA + HBM4 칩	1,296	30	12

자료: NVIDIA, 홍콩증권 리서치센터

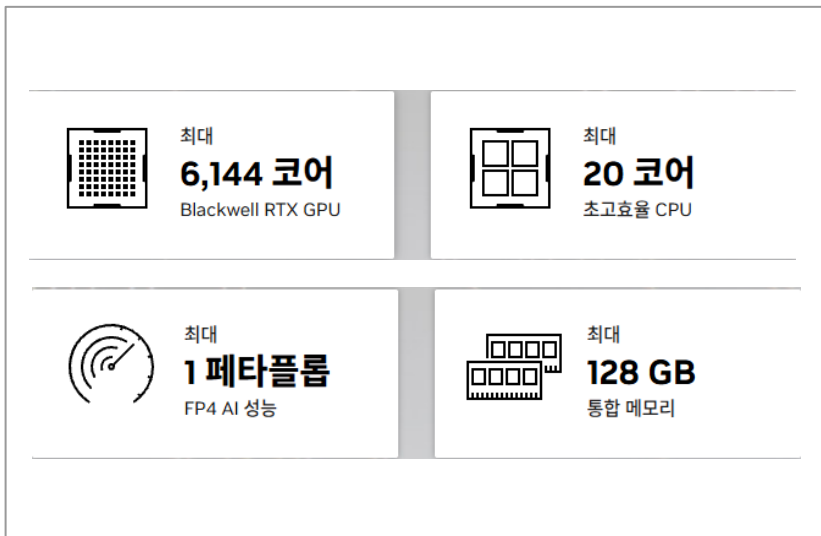
2. 반도체 호황은 AI 성장에서

Nvidia가 그리는 AI 미래와 반도체

에이전트 AI PC, RTX Spark

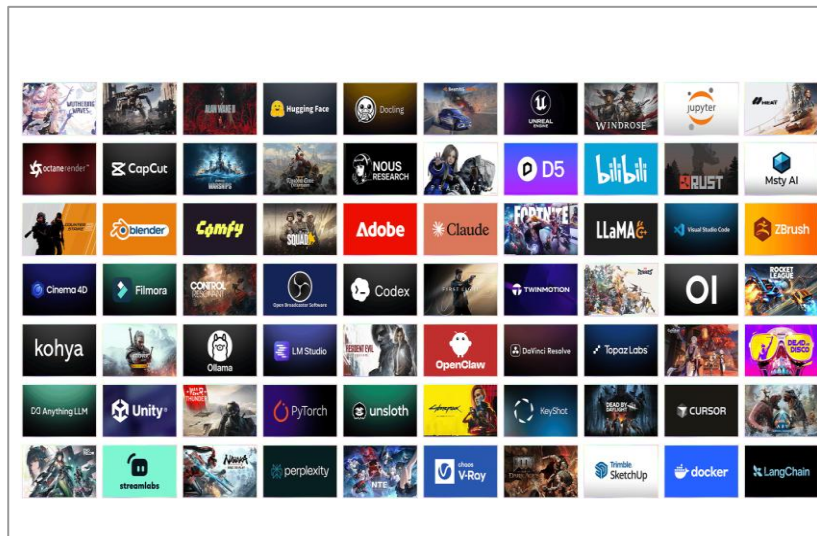
- 엔비디아, 6월 대만 컴퓨텍스 2026에서 AI 컴퓨팅을 가능케 하는 RTX Spark 발표
- RTX Spark는 20코어 Arm기반 CPU와 6144개 CUDA 코어를 가진 블랙웰 GPU, 128GB의 통합 메모리를 단일 칩에 모두 담은 SoC(System on Chip)의 형태로 되어 있음. 기존 AI PC가 NPU를 통해 수십 TOPS의 연산을 처리하는 것에 비해 RTX Spark는 페타플롭의 연산능력을 구현(페타플롭은 TOPS의 약 1000배 성능)
- 클라우드를 경유하는 기존의 AI시스템과 달리 개인 PC 차원에서 에이전트 AI를 구현
- 기존 PC의 16~32GB를 넘어서는 128GB 메모리 탑재로 메모리 수요 견인 예상

NVIDIA RTX Spark



자료: NVIDIA, 홍콩증권 리서치센터

RTS Spark로 구동되는 PC가 지원하는 가속화된 앱



자료: NVIDIA, 홍콩증권 리서치센터

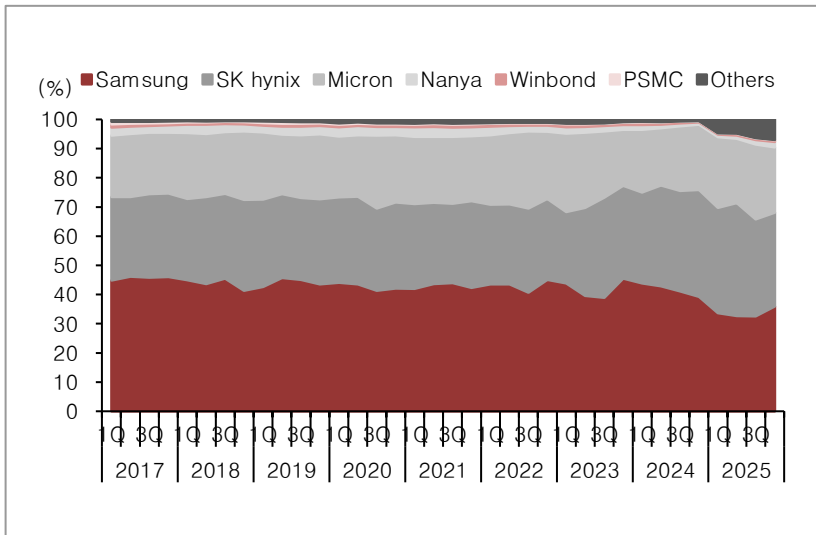
3. 반도체 지속가능한 성장

과점 체제의 메모리 반도체 산업

메모리 반도체의 깊은 해자, 독점적 이익 장기화

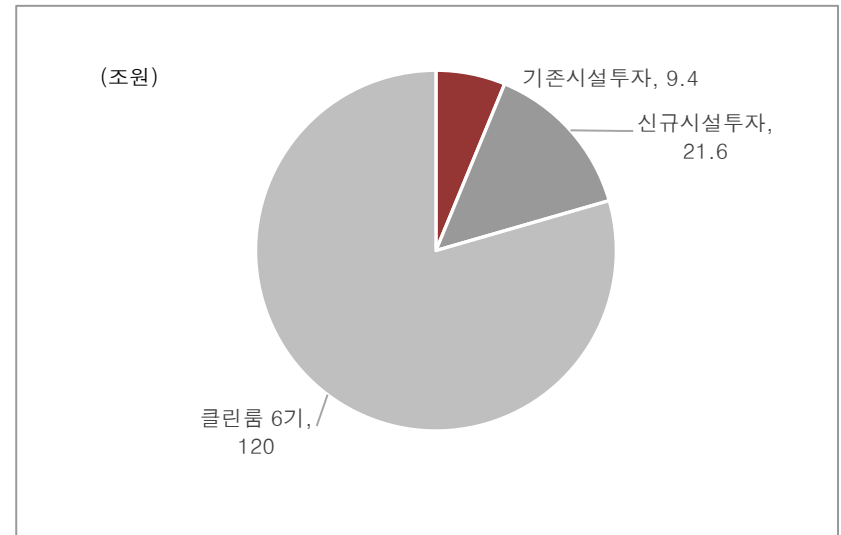
- 메모리 반도체 호황이 장기화될 것으로 예상되고 있음에도 신규 업체의 진입은 제한적. 상위 3사(삼성전자, SK하이닉스, 마이크론 테크놀로지)의 점유율은 2025년 4분기 90.5%
- 난야, 윈본드, PSMC 등 대만 메모리 업체 점유율은 2%대 중반. 중국 메모리 반도체 점유율이 7% 수준까지 확대
- 최첨단 팹의 신규 설비에 막대한 투자비용 소요. 후발업체의 참여를 제한. SK하이닉스의 용인 신규팹의 경우 시설투자 31조원, 클린룸 설비에 120조원, 총 150조원 이상 소요될 것으로 추정
- 중국 반도체 업체의 경우 EUV 장비 공급 제한으로 상위 3사와 격차는 지속될 전망

메모리 반도체 업체별 점유율



자료: Trendforce, 홍콩증권 리서치센터

용인 SK하이닉스 신규 팹 1기당 투자규모



자료: 언론보도, 홍콩증권 리서치센터

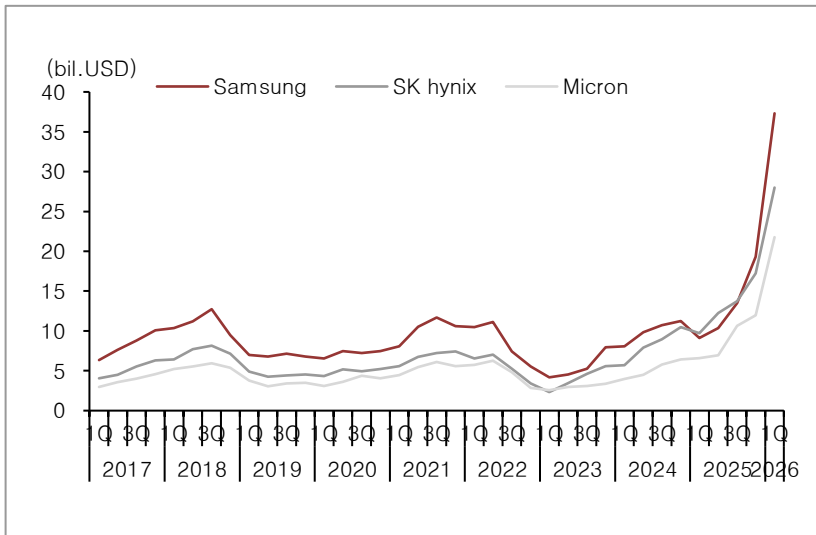
3. 반도체 지속가능한 성장

2026년 메모리 반도체 매출의 폭발적 성장

DRAM, NAND 반도체 1분기 매출 급성장

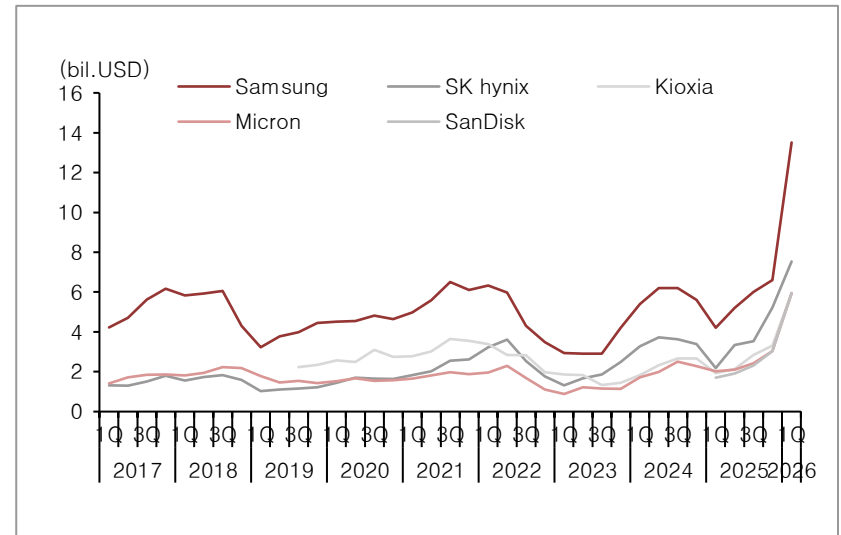
- 메모리 반도체 매출이 2026년 1분기 폭발적으로 성장. DRAM 반도체 매출은 260%, NAND Flash 반도체 매출은 223% 성장
- 삼성전자의 DRAM과 NAND 매출은 각각 310%, 221%, SK하이닉스의 DRAM과 NAND 매출은 188%, 245% 성장
- DRAM 매출에서 국내 2사의 매출 점유율은 1분기 67.3%, NAND 매출에서 국내 2사의 매출 점유율은 49.2%를 기록

세계 DRAM 반도체 3사 매출 추이



자료: Trendforce, 흥국증권 리서치센터

세계 NAND Flash 반도체 상위 5사 매출 추이



자료: Trendforce, 흥국증권 리서치센터

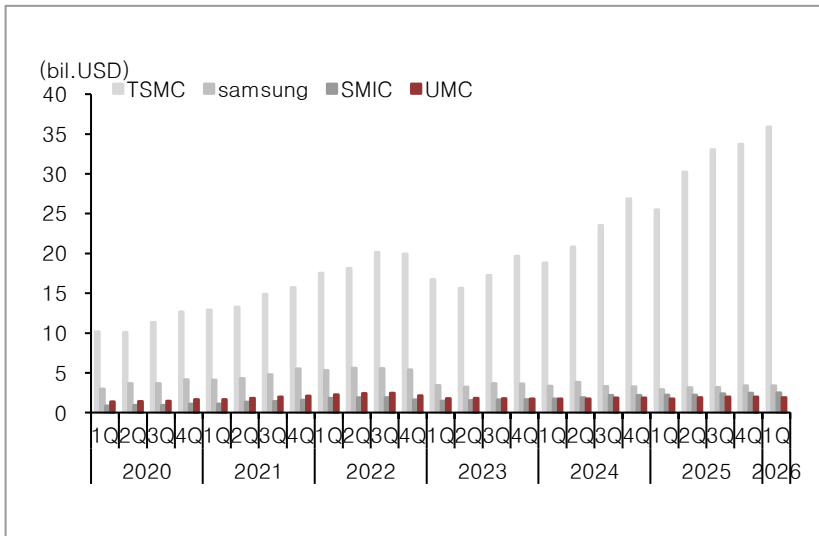
3. 반도체 지속가능한 성장

파운드리를 넘어서는 메모리 반도체

삼성전자 반도체 매출, TSMC 반도체 매출을 넘어서

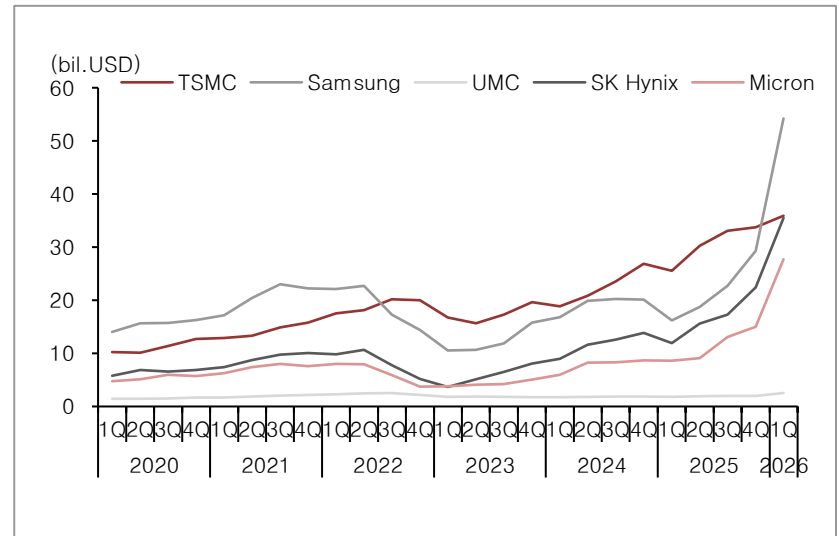
- 파운드리 매출도 2026년 성장 지속. TSMC 전년대비 41%, 삼성전자, SMIC, UMC 각각 17.5%, 11.3%, 8% 성장
- 메모리의 폭발적인 매출 성장에 미치지 못하는 완만한 성장 기록
- 반도체 매출 규모, 2026년 1분기 삼성전자가 TSMC를 넘어서 1위 탈환(삼성전자 542억달러, TSMC 359억달러). 2022년 3분기 반도체 매출 순위 1위로 TSMC가 올라선 이후 처음
- SK하이닉스의 반도체 매출도 355억달러로 TSMC 매출액에 근접

세계 파운드리 상위 4사 매출 추이



자료: Trendforce, 흥국증권 리서치센터

세계 반도체 제조 상위 5사의 매출 추이



자료: Trendforce, 흥국증권 리서치센터

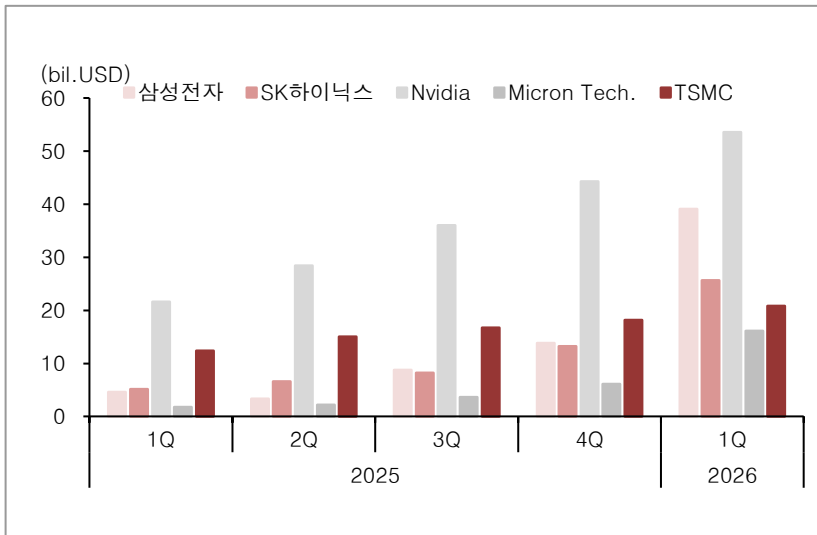
3. 반도체 지속가능한 성장

영업이익 규모, 영업이익률도 메모리가 앞서

SK하이닉스 주요 반도체 기업 중 영업이익률 최고 기록

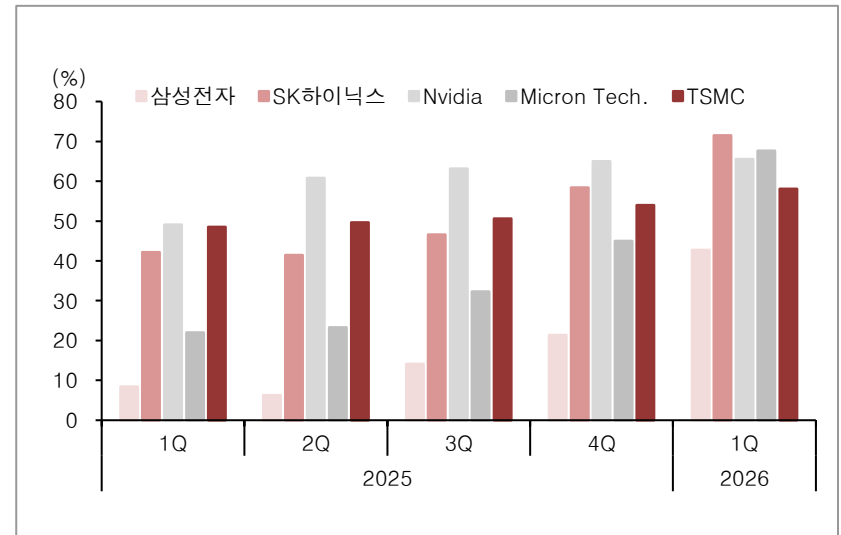
- 엔비디아를 포함, 2026년 1분기 영업이익 규모 1위는 엔비디아, 2위 삼성전자, 3위 SK하이닉스
- 영업이익율(영업이익/매출액 비율) 1위는 SK하이닉스, 71.5%, 2위 마이크론 67.6%, 3위 엔비디아 65.6%
- 파운드리 1위 기업인 TSMC, 2020년 이후 매분기 40% 이상의 꾸준한 영업이익률 기록, 반면 SK하이닉스와 마이크론은 2022-2023년간 분기별 적자 발생하며 큰 진폭 기록

주요 반도체 기업 분기별 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

주요 반도체 기업 분기별 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

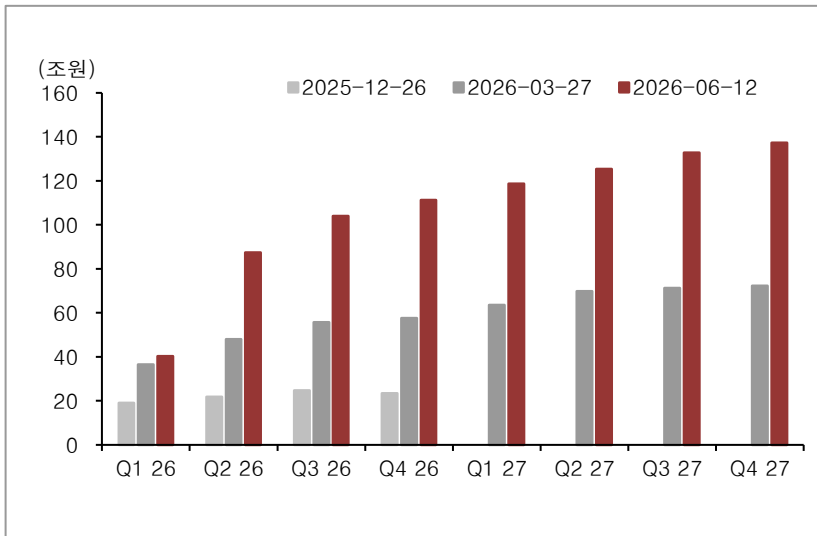
3. 반도체 지속가능한 성장

국내 반도체 2사의 이익전망

반도체 제조업체의 깊은 해자, 변동성 큰 이익추이가 지속가능한 이익 구조로 전환

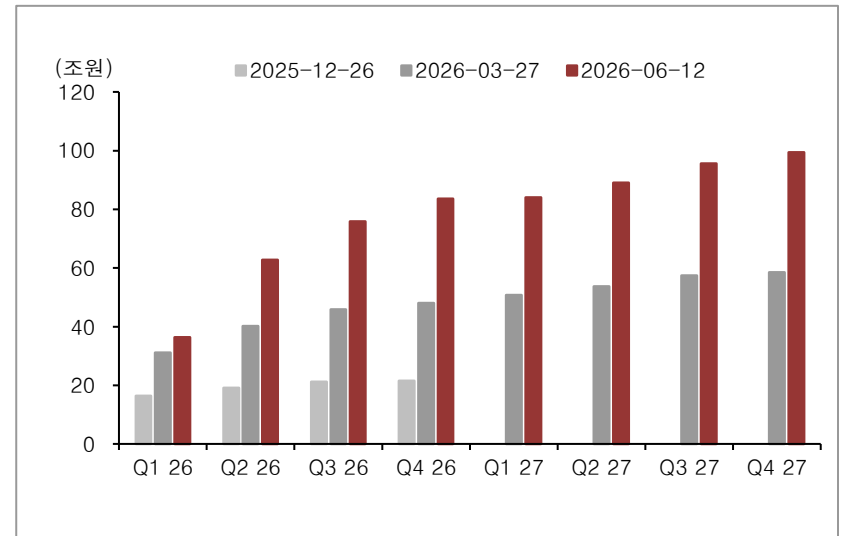
- 삼성전자와 SK하이닉스, 국내 최대 산업 반도체의 주력기업이나 2025년까지 이익규모 변화가 큰 경기순환적 특징을 보임
- 2010년 이전 양사 합산 영업이익은 2004년을 제외하고 10조원 미만의 등락을 반복
- 2010년부터 2025년까지는 10조 이상, 100조 미만의 등락(2023년은 적자 전환)
- 2026년 이후 각 사의 영업이익, 분기별 10조원을 넘어 2027년 분기별 100조원대까지 상향
- 제한적인 경쟁기업 진입 리스크 이어지는 가운데 장기계약을 통한 이익 증가 추세 유지되는 지속가능한 이익구조로 전환 예상

삼성전자 분기별 이익전망



자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터

SK하이닉스 분기별 이익전망



자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터

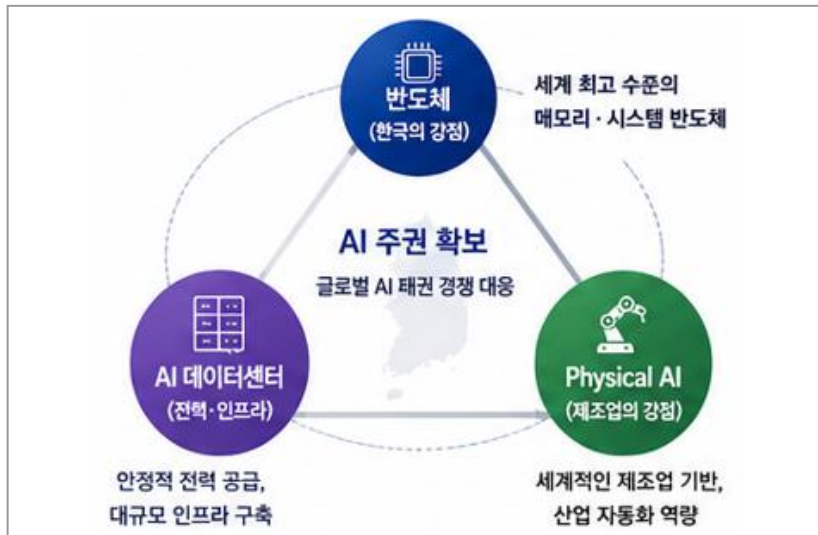
4. 반도체에서 AI생태계로

소버린 AI와 AI생태계 투자

구체화 되어가는 국내 AI 정책

- 국내 AI정책이 구체화되어가면서 반도체 포함 AI생태계의 본격 투자가 가시화될 전망
- 소버린 AI 구축을 하나의 축으로, AI 글로벌 공급망의 핵심 거점으로 도약하기 위한 반도체-데이터센터-피지컬AI로 구성되는 프로젝트 트리니티 구상을 또 하나의 축으로 진행
- 미국의 특정 AI모델(엔트로픽의 페이블5, 미토스5)에 대한 수출금지 조치, 미국 이외 국가의 소버린 AI 개발의 필요성 환기
- 청와대 정책실장, 프로젝트 트리니티 구상을 통해 데이터센터 인프라와 피지컬AI를 아우르는 AI생태계 전반에 걸친 성장을 강조

청와대 정책실의 제안 “프로젝트 트리니티”



자료: 흥국증권 리서치센터

엔트로픽 Fable5, Mythos5에 대한 미국 정부의 해외사용금지

Announcements

Statement on the US government directive to suspend access to Fable 5 and Mythos 5

2026년 6월 12일

The US government, citing national security authorities, has issued an export control directive to suspend all access to Fable 5 and Mythos 5 by any foreign national, whether inside or outside the United States, including foreign national Anthropic employees. The net effect of this order is that we must abruptly disable Fable 5 and Mythos 5 for **all** our customers to ensure compliance. **Access to all other Anthropic models will not be affected.**

자료: Anthropic, 흥국증권 리서치센터

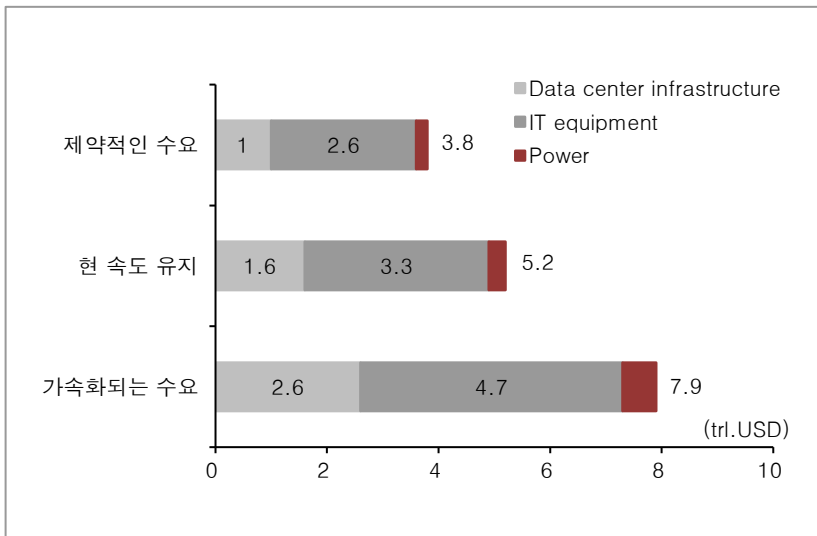
4. 반도체에서 AI생태계로

AIDC(AI데이터센터) 투자

반도체 이외 인프라, 전력 등 생태계 전반 투자

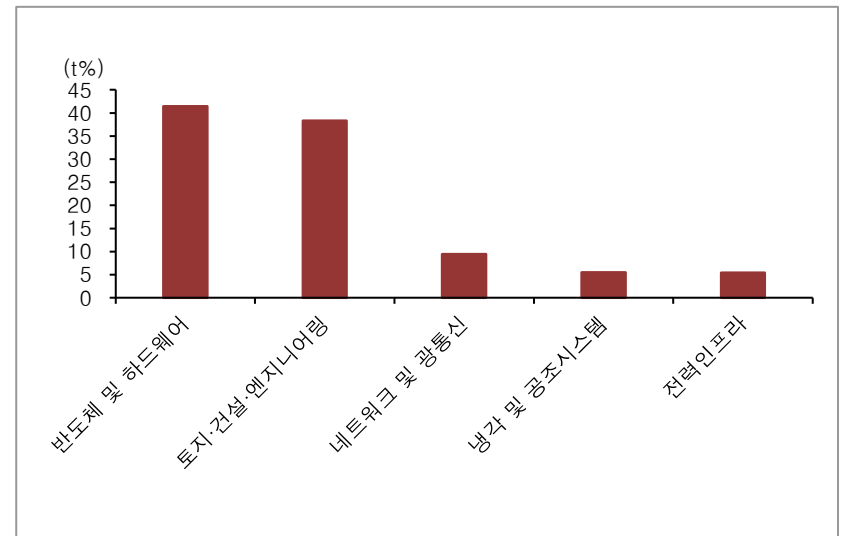
- AIDC 특별법이 국회본회의에서 의결, 2027년 2월부터 시행에 들어 감
- 인허가 일괄처리, 비수도권 전력계통 영향평가 면제, 재생에너지, LNG 직접공급 특례, 건축법 등 다수 법령상 시설의무 완화 등을 내용으로 AIDC 투자를 촉진할 것으로 예상
- AIDC 투자는 반도체, 하드웨어 뿐 아니라 데이터센터 건설, 네트워크 건설, 냉각/공조 시스템과 전력 인프라에 이르기까지 다양한 산업 분야의 투자를 촉진하게 됨
- 2030년까지 최대 8조원 수준의 AIDC 투자를 예상

2030년까지 AI DC 투자비용 추정



자료: Mckinsey, 한국증권 리서치센터

데이터센터 산업별 투자 비중



자료: 매일경제, 한국증권 리서치센터

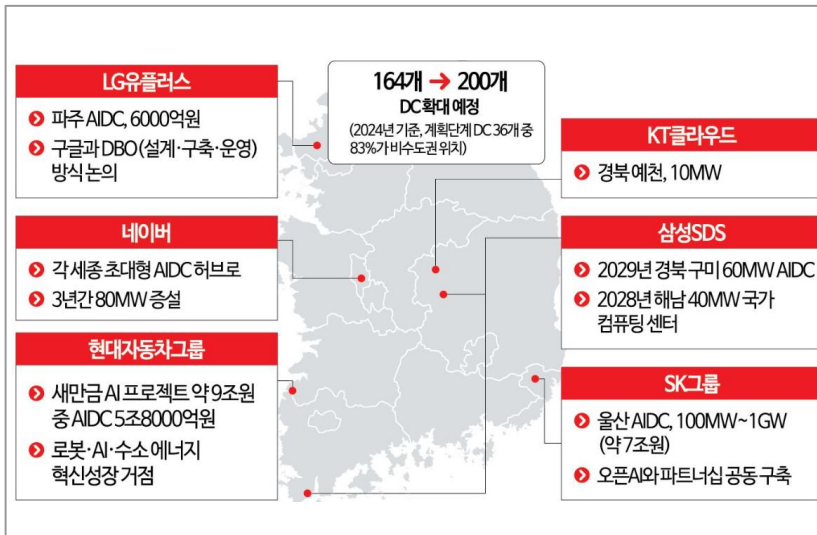
4. 반도체에서 AI생태계로

AIDC(AI데이터센터) 투자

대기업의 지방 AIDC 투자

- AIDC 특별법 통과 이후 대규모 데이터센터 계획이 본격화되고 있음
- 현대차 새만금의 경우 로봇, 수소 클러스터, 태양광 발전 단지와 연계된 AIDC 사업 구체화
- 네이버 GW급 AI 팩토리 사업 구상, 2027년 상반기 55MW에서 2028년 누적 200MW, 2031년 1GW까지 확장 예정. 국민성장펀드 자금 4천억 투자유치. 국방 인공지능 사업 참여
- SK텔레콤, AWS와 협업으로 2027년 부분가동, 2029년 103MW용량 확보, 장기적으로 GW급으로 성장예정. 전력은 SK가스의 LNG, LPG기반 가스복합발전소 활용

전국 주요 데이터센터 현황



자료: 아주경제, 흥국증권 리서치센터

대기업 지방 AIDC 프로젝트 현황

구분	SK	삼성	현대차	신세계
거점	울산	해남·포항	새만금	미정(청라 검토설)
사업 성격	하이퍼스케일 AIDC	국가·민간 AIDC	로봇·수소 클러스터 일부	신규 AI 인프라 사업
핵심 파트너	AWS	삼성SDS·NHN 등	현대건설	리플렉션시
DC 비중	핵심	주요 사업	일부	핵심
임차인	AWS 확보	불확실	자체 수요 중심	미확보
전력/부지	LNG·분산에너지	해남 재생에너지, 포항 전력망	재생에너지·수소	미확보
진행 단계	착공·투자유치	사업 재조정	마스터플랜 수립	TF 구성·부지 검토
주요 변수	낮은 수익성	앵커테넌트 확보	그룹 내 우선순위	수전·토지·운영역량

자료: Invest Chosun, 흥국증권 리서치센터

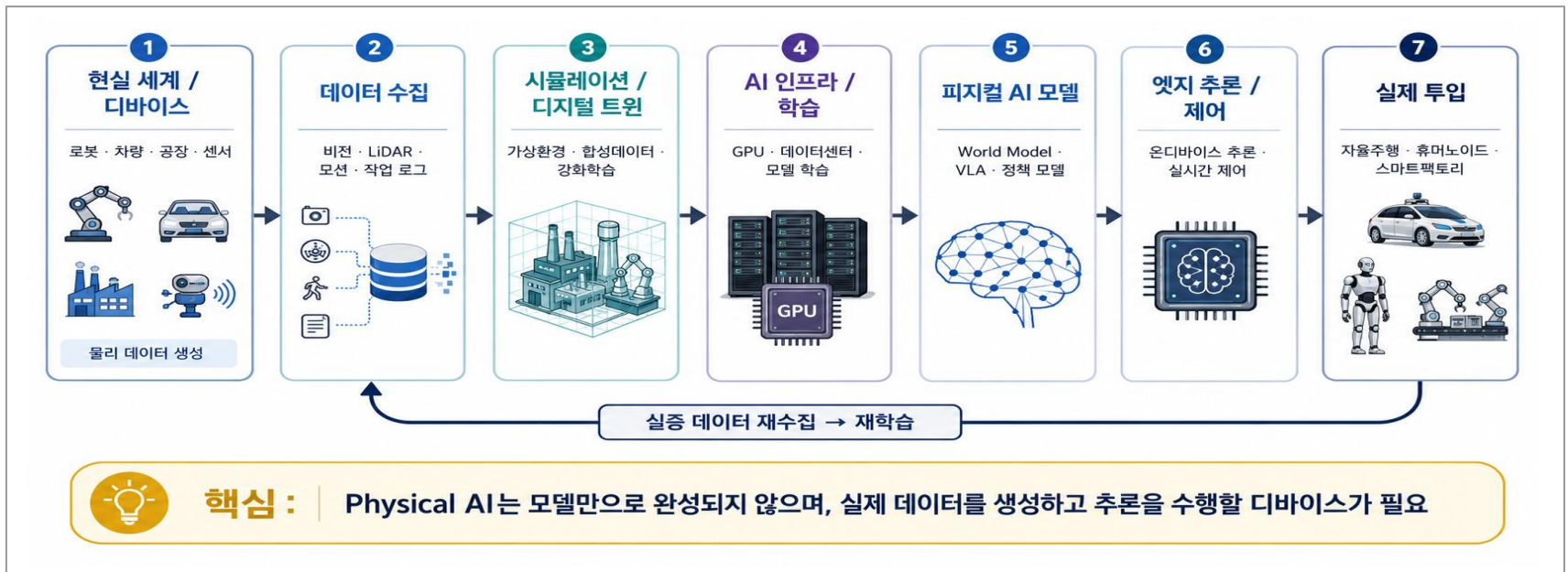
4. 반도체에서 AI생태계로

피지컬 AI

AIDC와 더불어 국내 AI전략의 중요 축으로 부상

- AI의 발전을 현실 세계에서 구동하기 위해 피지컬 AI 부상
- 현실세계의 데이터 수집과 학습, 실제 투입을 위해 제조업 기반의 성숙한 산업 인프라 필요. 한국의 제조업 강점이 피지컬 AI 도입의 유인으로 작동
- 현대차 그룹의 휴머노이드 로봇 사업이 구체적인 실증사례가 될 수 있으며 많은 제조업 현장에 적용 확대 예상

Physical AI 구조도



자료: 흥국증권 리서치센터

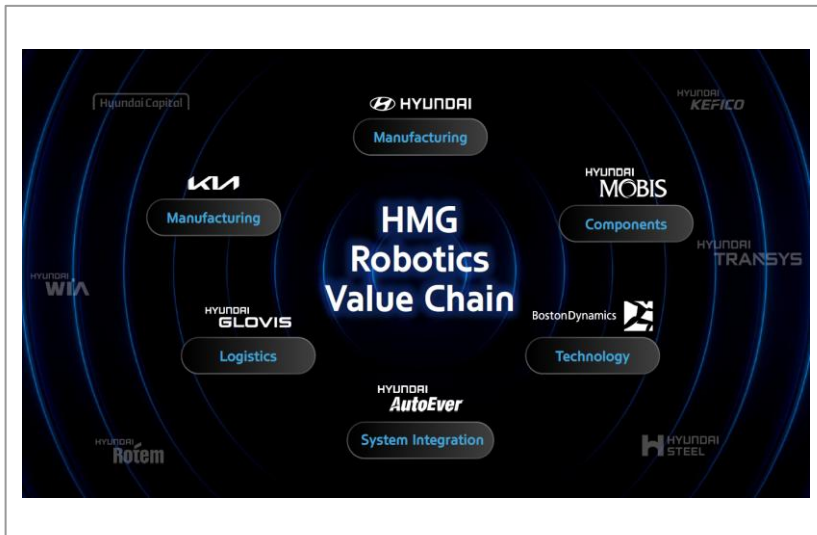
4. 반도체에서 AI생태계로

현대차 그룹과 피지컬 AI

현대차그룹은 로봇 AI 모델 자체보다는 Physical AI를 구현할 디바이스와 현장을 보유한 기업

- 현 시점에서 현대차그룹은 Physical AI가 실제로 작동할 수 있는 디바이스를 보유한 기업으로 평가하는 것이 타당
- 현대차그룹의 핵심 자산은 완성차 제조라인, 차량 데이터, 로봇 하드웨어, RMAC/HMGMA 실증 현장, 현대모비스 등 부품 밸류체인
- 이는 현대차그룹이 특정 AI 모델의 승패와 무관한 디바이스 레이어에 위치함을 의미
- 현재 AI에서 반도체가 ‘모델 승자와 무관한 공통 인프라’였다면, Physical AI에서는 로봇·차량·제조라인이 ‘VLA 모델 승자와 무관한 구현 인프라’가 될 수 있음을 시사

현대자동차그룹 계열사별 로봇틱스 부문 내 역할



자료: 현대차, 흥국증권 리서치센터

현대차그룹의 Physical AI 구현 자산

분류	자산	의미
차량 디바이스	2025년 현대차·기아 합산 글로벌 727만대 판매	대규모 물리 데이터 생성 디바이스
로봇 하드웨어	BD(Atlas, Spot, Stretch) 및 로보틱스랩	Physical AI 구현 디바이스
SDV 전략	2026년 하반기 SDV Pace Car 공개 예정 및 2028년 SDV 양산	센서·제어 기반 데이터 축적
AI 인프라	NVIDIA GPU 기반 새만금 AI DC	학습·검증·배포 인프라
실증 현장	2026년 하반기 RMAC 개소, 2028년 Atlas HMGMA 투입	로보틱스·스마트팩토리 실증 공간

자료: 현대차, 흥국증권 리서치센터

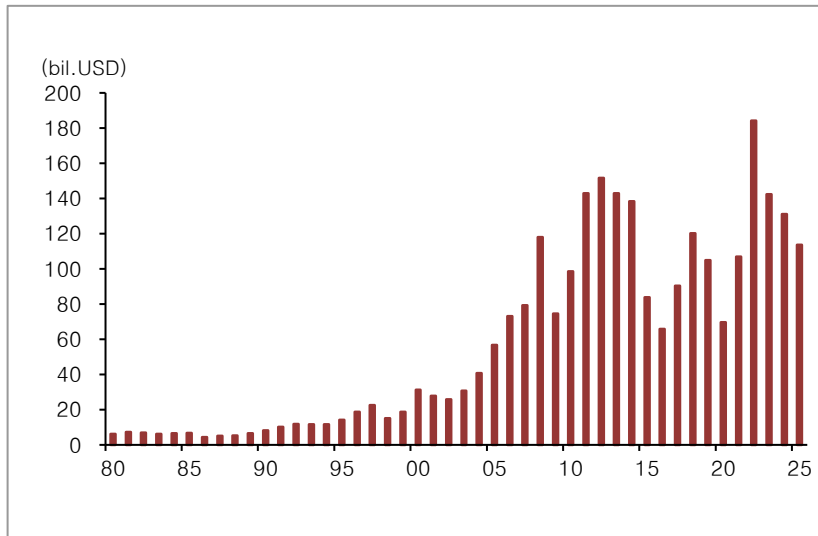
5. 전쟁 이후 에너지 전환

전쟁으로 부각된 한국의 에너지 해외 의존문제

에너지를 수입에 의존하는 한국경제

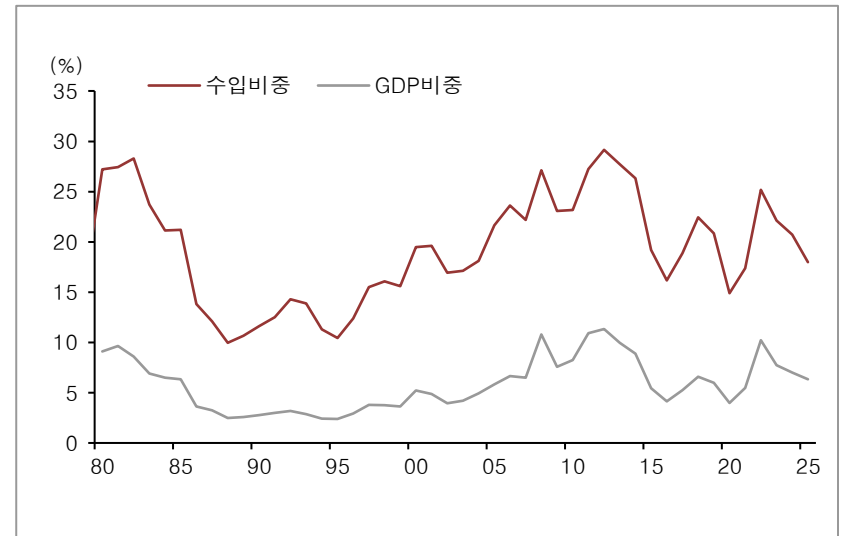
- 제조업 강국인 한국, 그러나 에너지는 전적으로 해외 수입에 의존. 에너지 가격의 등락에 따라 에너지 비용 부담 변동이 매우 큼
수입 규모 역시 전체 수입 가운데 20%를 넘나들고 GDP대비 수입비중은 많을 때 10% 이상, 적을 때에도 5% 내외를 유지
- 향후 에너지 측면에서 두 가지 큰 변화가 불가피한 상황. 하나는 에너지 다소비 산업의 확산에 따른 에너지 소비 증가이며 다른 하나는 탄소배출 억제를 위한 재생에너지, 원자력 등 무탄소 전원의 증가임
- 반도체, AI 데이터센터 등 에너지 다소비 산업의 증가와 탄소배출의 억제를 조화시키는 것이 기회인 동시에 제약조건이 될 수 있음
- 여기에 전쟁으로 인한 에너지 안보 관점의 에너지 전환 요구가 급격하게 대두

에너지(석유+가스+석탄) 수입금액 추이



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

에너지수입/전체수입 비중, 에너지수입/GDP비중



자료: KITA, IMF, 흥국증권 리서치센터

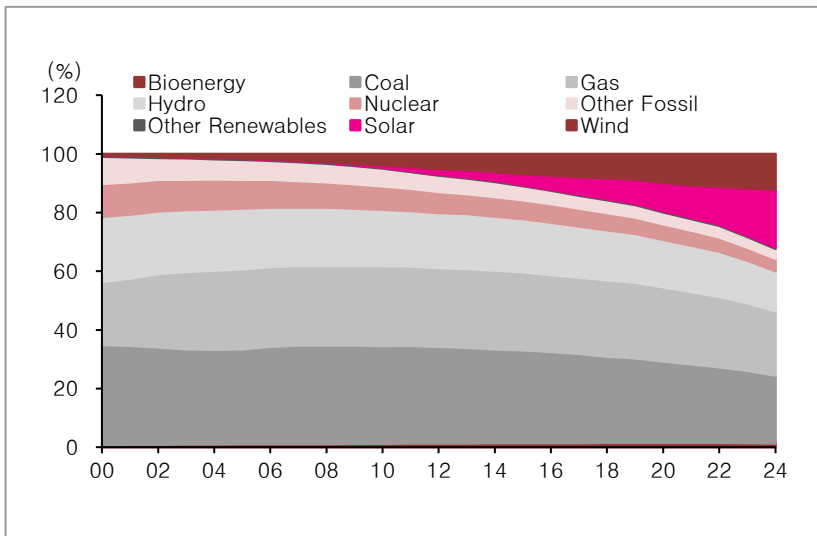
5. 전쟁 이후 에너지 전환

신재생 기반 전력화 가속

급격한 에너지 수요 증가에 대응하는 수단으로 주목되는 태양광

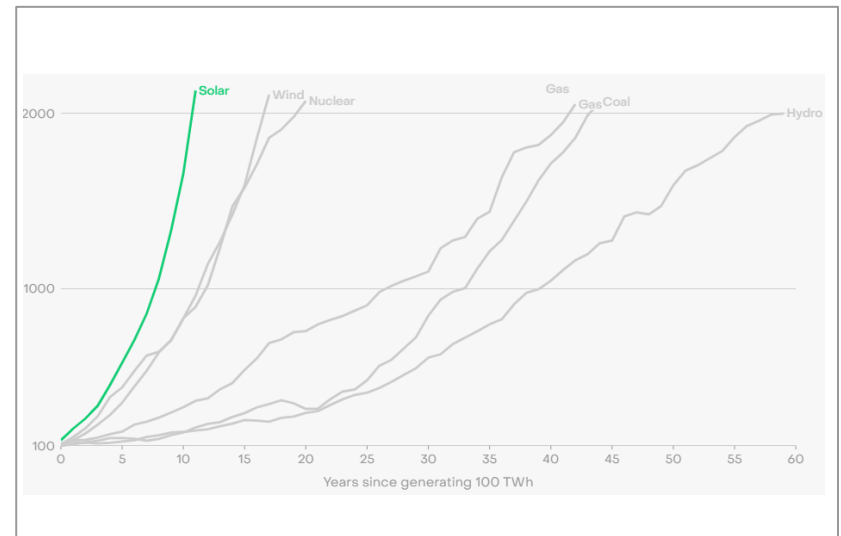
- AI 데이터 센터의 막대한 전력 수요와 맞물려 태양광 설비의 급격한 증가가 주목되고 있음
- 전세계 전력 설비에서 태양광이 차지하는 비중은 2016년 4.7%, 2020년 9.7%에 불과했으나 2024년 19.9%까지 폭발적으로 증가. 2024년 석탄 23.1%, 가스 21.9%에 육박하며 3위를 기록, 1~2년 내 역전될 것으로 예상
- 태양광의 보급 속도는 여타 전력원에 비해 매우 가파른 모습. 100TWh 발전 이후 1000TWh 발전까지 확장하는데 걸린 시간이 석탄 30년, 가스 25년, 원자력과 풍력이 10년 씩 소요된 것에 비해 태양광은 8년 만에 10배 발전량을 기록했고 2000TWh에 도달하는 데에는 추가 3년이 소요됨

2000년 이후 전세계 전력원별 전력 설비용량 구성비



자료: Ember, 영국증권 리서치센터

전력원별 100TWh 발전 이후 1000TWh, 2000TWh 도달 기간



자료: Ember, 영국증권 리서치센터

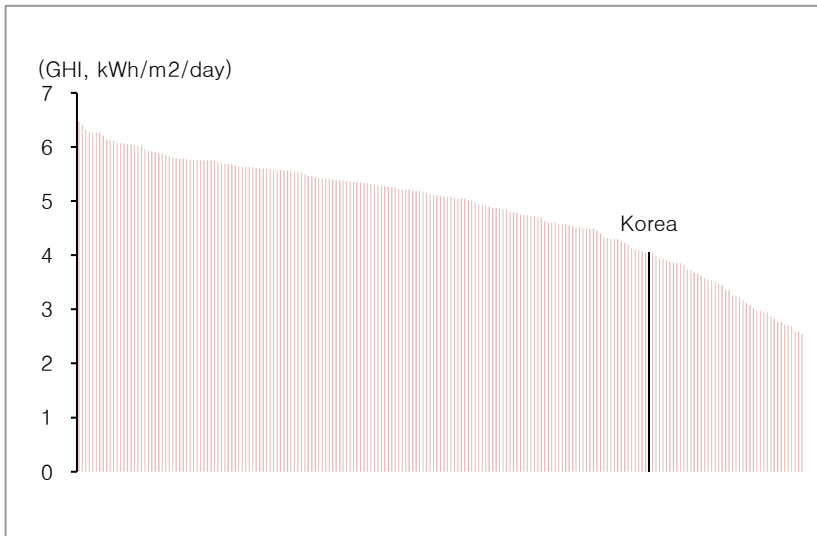
5. 전쟁 이후 에너지 전환

한국의 신재생에너지 잠재력

한국의 태양과 잠재력

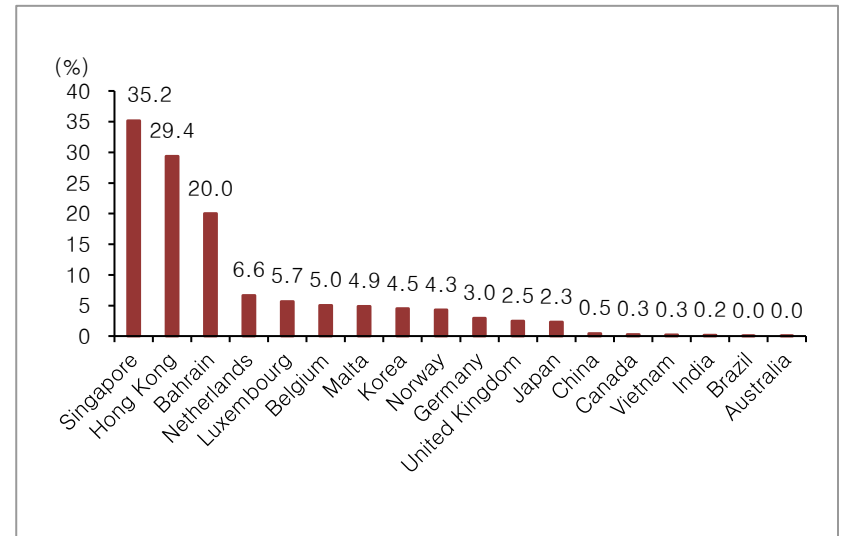
- 에너지 전환에 대한 요구가 시급하게 제기되고 있음에도 불구하고, 한국의 에너지 전환에는 여러 논쟁과 의견 대립 상존
- 태양광 발전 비중이 급격히 상승하고 있는 전세계 상황과 달리 한국의 경우 태양광 에너지 확산이 정체되는 모습
- 한국의 태양광 투자 정체에는 상대적인 입지 취약성 등도 부각됨. 그러나 태양광 입지 최고 지역에 비해 잠재력이 낮지만 국가 총 전력 수요를 감당하기 충분한 태양과 에너지 자원을 보유
- 한국의 경우도 연간 전력소비를 태양광으로 충당하기 위한 국토면적인 전체 4.5%에 불과

세계 국가별 이론적 태양광 잠재량



자료: Solargis, World Bank, 흥국증권 리서치센터

국가별 연간 전력 소비량을 태양광으로 생산하기 위한 국토면적 비율



자료: Solargis, World Bank, 흥국증권 리서치센터

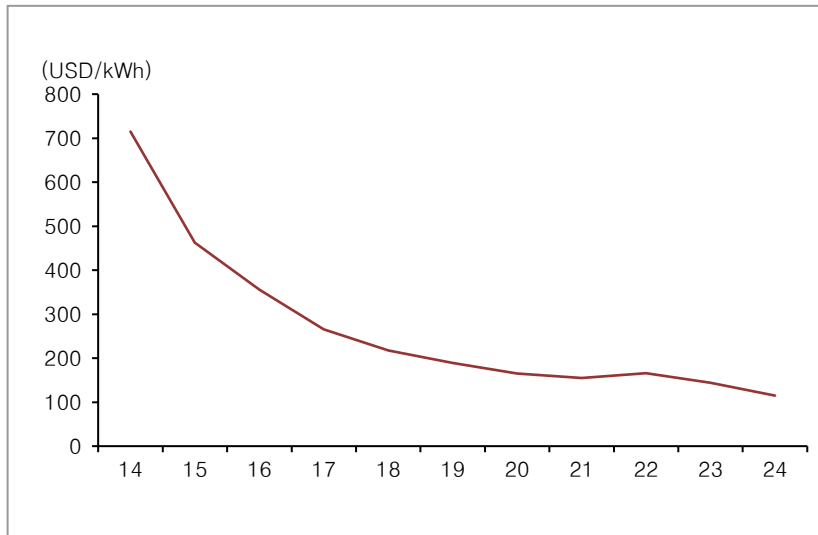
5. 전쟁 이후 에너지 전환

BESS와 결합한 태양광

태양광을 보완하는 배터리, 가격 하락과 함께 가파른 성장

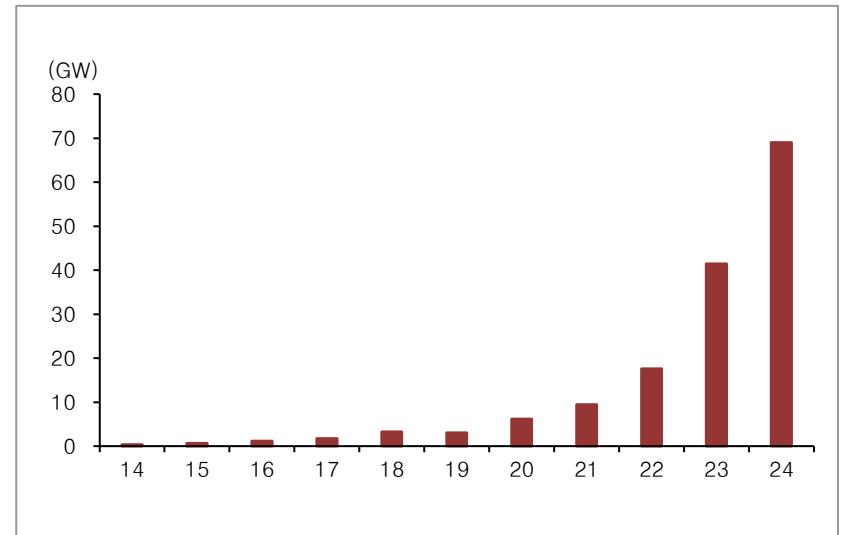
- 태양광 등 신재생에너지 발전 비중이 증가함에 따라 간헐성 문제 극복이 과제로 대두됨
- 간헐성 극복을 위해 천연가스 발전 등 부하조절이 필요한 발전원이 대안으로 자리해 왔으나 탄소배출을 자극하는 문제 노정
- BESS가 간헐성 극복을 위한 수단으로 적합하나 가격 문제로 채택이 쉽지 않았음. 그러나 2020년 이후 지속적인 가격 하락으로 BESS 설비 증설이 폭발적으로 진행

평균 배터리팩 비용 추이



자료: Ember, 홍콩증권 리서치센터

배터리 저장장치 설비 증설 추이



자료: Ember, 홍콩증권 리서치센터

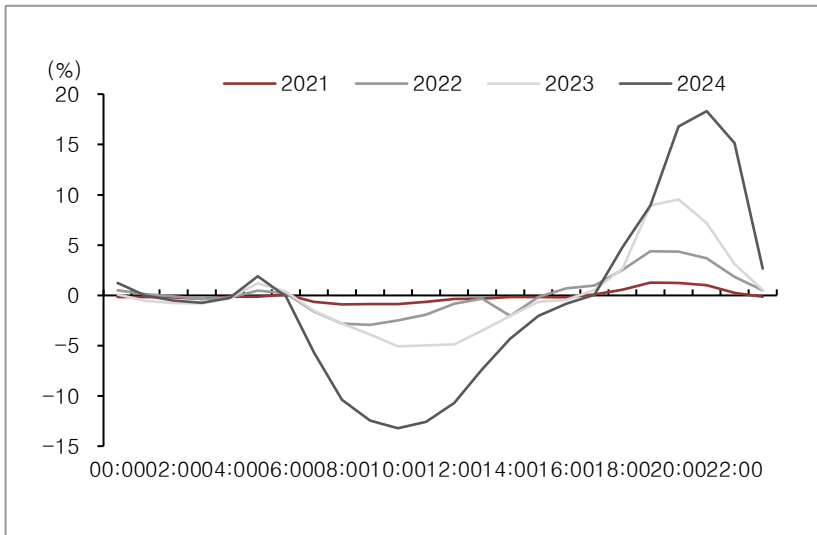
5. 전쟁 이후 에너지 전환

태양광 + BESS의 실증

배터리 채용 확대로 전력망내 재생에너지 비중 증가

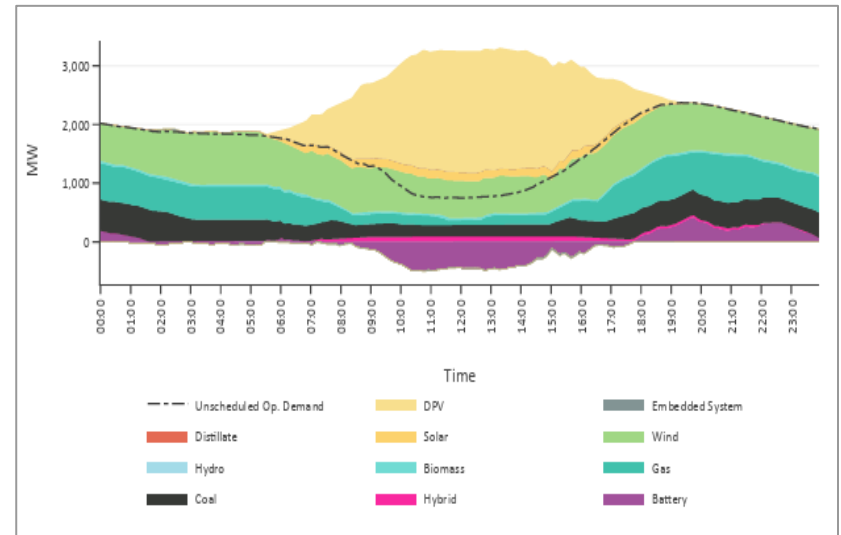
- 미국 캘리포니아주, 호주의 서호주 등에서 BESS 채택으로 태양광의 간헐성을 극복하는 사례 만들어지고 있음
- 캘리포니아주의 경우 2024년 여름 배터리의 전력공급 점유율이 저녁 피크 시간대에 20%에 육박할 정도로 확대됨. 2026년 3월 말 배터리 전력공급 점유율은 최대 44%까지 상승 기록(Renew Economy)
- 실질적인 고립형 전력망을 유지하고 있는 서호주의 경우 배터리 채택으로 신재생에너지 발전 담당 비율이 91.1%를 기록
- 간헐성 문제로 신재생에너지 비중확대의 부담을 지적하는 경우 많으나 가격 하락이 빠르게 진행되는 BESS와의 연계로 신재생에너지 전력공급 확대가 가능

미국 캘리포니아 여름철 배터리 전력공급 시간대별 변화



자료: Ember, 흥국증권 리서치센터

서호주 전력망, 재생에너지 발전비중 기록 2025.12.20일 91.1%



자료: AEMO, 흥국증권 리서치센터

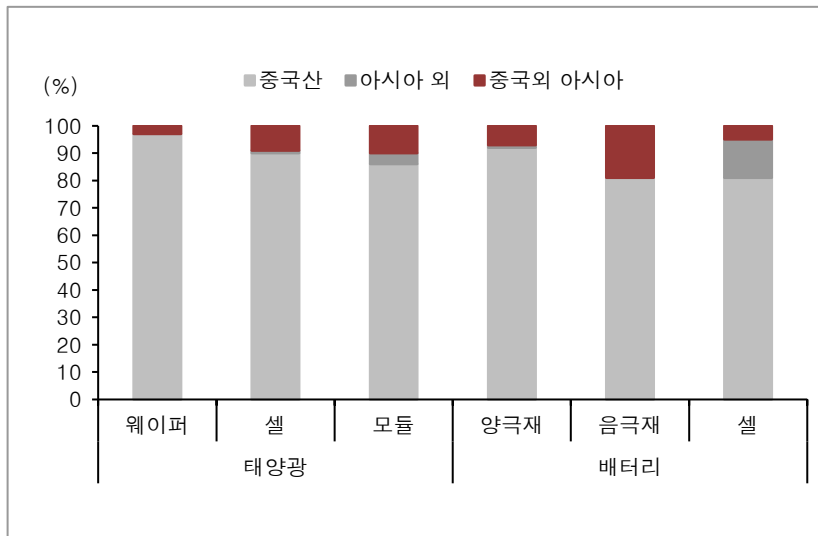
5. 전쟁 이후 에너지 전환

신재생에너지, 한국 제조업의 기회

신재생에너지 관련 산업, 중국의 압도적 점유율

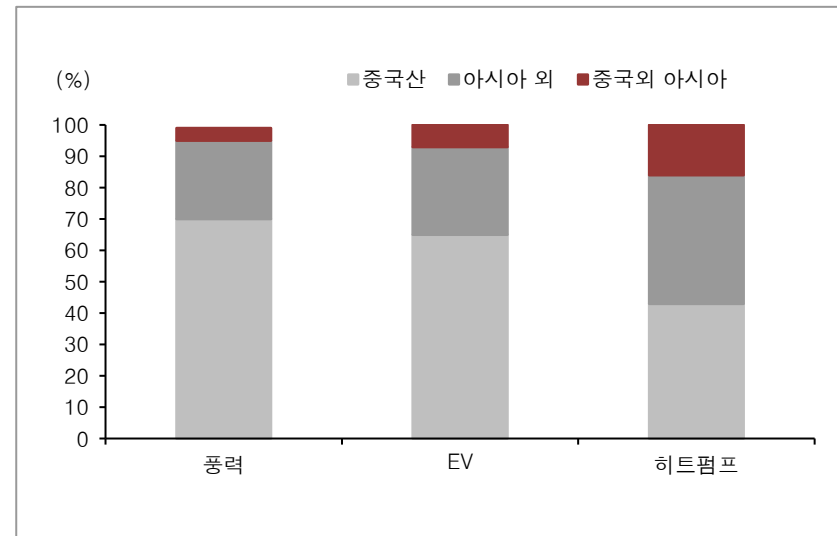
- 에너지 전환을 위한 투자의 수혜는 중국 제조업이 대부분 차지하게 됨
- 태양광+배터리, 풍력, 전기차, 히트펌프 등 모든 신재생에너지 관련 산업은 중국의 압도적 경쟁력으로 재편 되어있는 상태
- 중국 이외 국가에서 관련 제조업 명맥이 이어지는 곳 중 하나가 한국(태양광, 배터리, 전기차 등)
- 신재생 에너지 투자에 있어 공급망 내 중국기업 편입 비중을 낮추려는 시도가 본격화할 경우, 한국 기업의 활동 공간 창출 가능

태양광 발전과 배터리 중국과 중국 이외 국가 점유율



자료: Ember, 홍콩증권 리서치센터

풍력, 전기차, 히트펌프 중국과 중국 이외 국가 점유율



자료: Ember, 홍콩증권 리서치센터

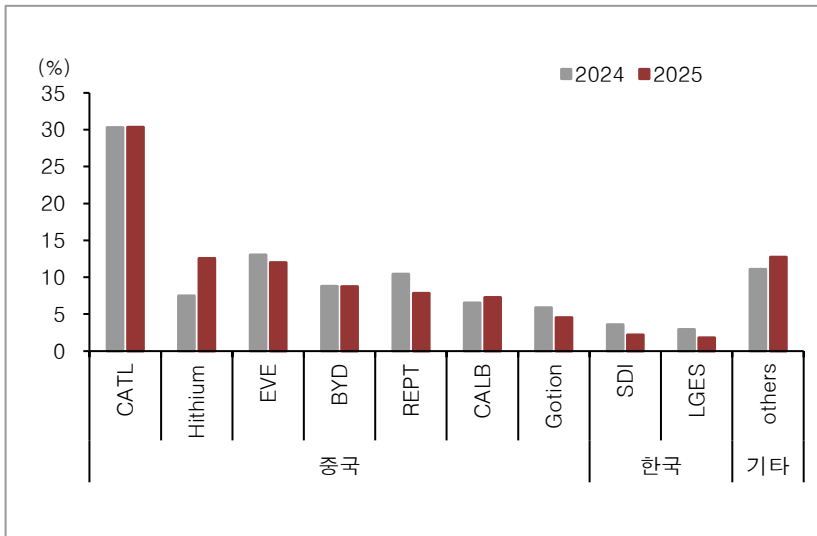
5. 전쟁 이후 에너지 전환

공급망 제한과 한국 제조업

BESS시장 중국의 압도적 우위 지속, 그러나 한국 기업의 투자도 증가

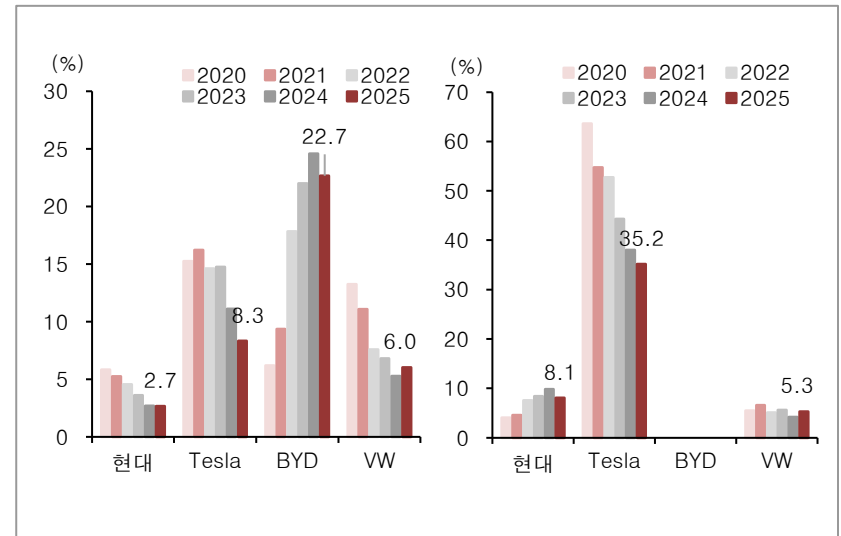
- 현 국제 BESS시장은 중국의 압도적인 우위 구도가 정착되어 있음
- 상대적으로 저렴한 LFP계열 배터리를 활용한 BESS로 2025년 전세계 점유율 80% 이상을 장악. 한국 업체의 점유율은 2025년 4%로 하락
- 전기차 시장에서 북미 시장이 점유율 확대가 가능한 것처럼 BESS시장에서도 중국 공급망 배제를 위한 정책 대응이 구체화되면 한국의 BESS 시장 확대의 계기가 될 수 있음

BESS 업체별 전세계 시장 점유율



자료: SNE Research, 흥국증권 리서치센터

주요 EV 4사의 전세계, 북미시장 점유율



자료: Mark Lines, Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

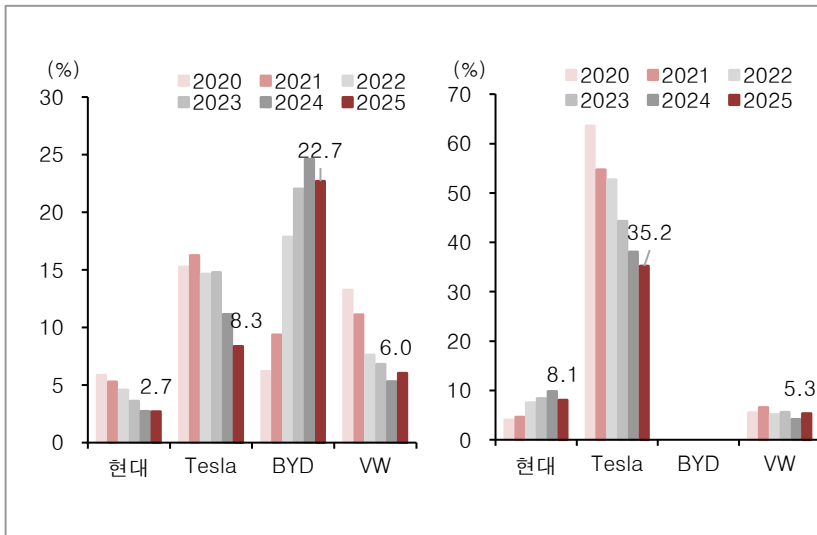
5. 전쟁 이후 에너지 전환

공급망 분절의 영향

기회와 위기가 공존하는 전기차 산업의 공급망 단절

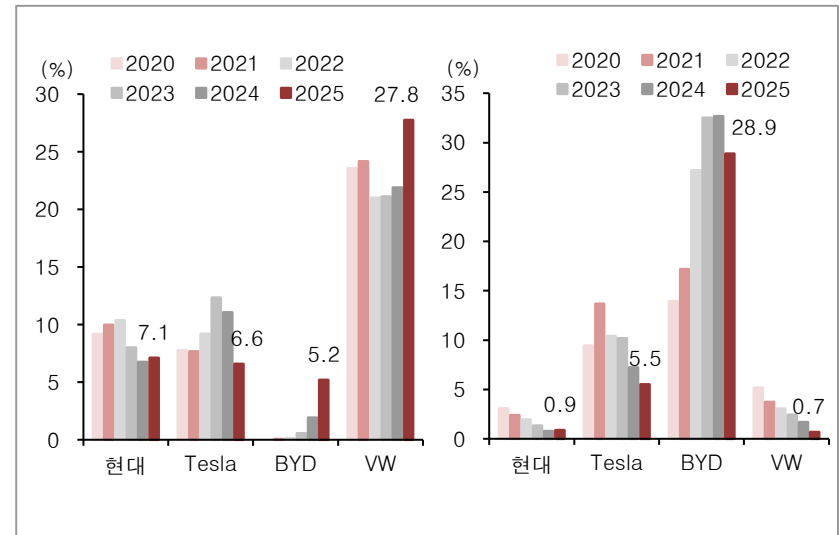
- 전기차의 경우, 공급망 단절에 따른 수혜와 위험을 모두 겪은 산업. 미국-중국 무역 분쟁이 격화된 이후 민주당 바이든 행정부 내에서 전기차의 공급망을 중국과 철저하게 분리하는 정책을 시행
- 전기차-배터리-핵심광물에 이르는 전기차 공급망 전체에서 중국을 분리해 내면서 한국 전기차, 배터리 등의 기회가 부각, IRA법 시행 등으로 미국 내 점유율 확대
- 트럼프 2기 출범 이후 전기차 지원정책 폐기로 미국 시장 공략 제한. 아시아 등 분절된 다른 시장 내 경쟁력 상실

주요 EV 4사의 전세계, 북미시장 점유율



자료: Mark Lines, Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

주요 EV 4사의 유럽, 아시아시장 점유율



자료: Mark Lines, Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

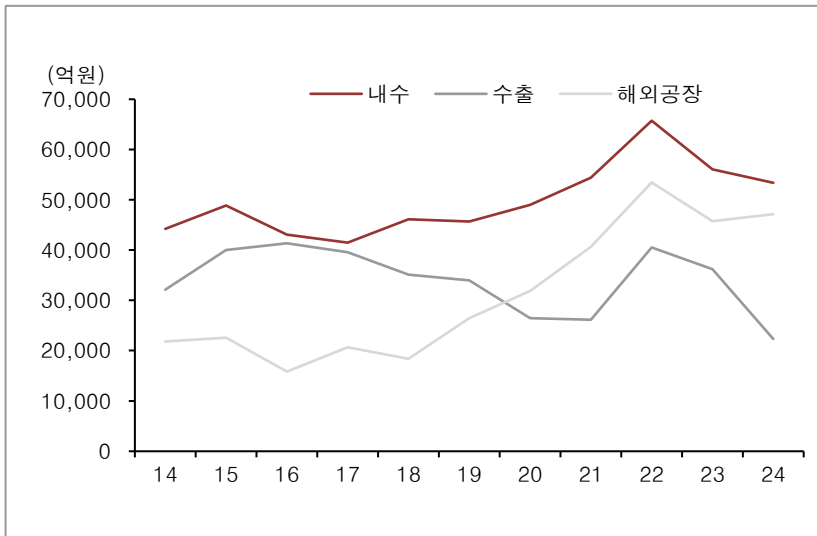
5. 전쟁 이후 에너지 전환

국내투자 선행으로 신재생 에너지 제조업 반등 가능

해외 시장 공략 이전 내수 시장의 성장 필요

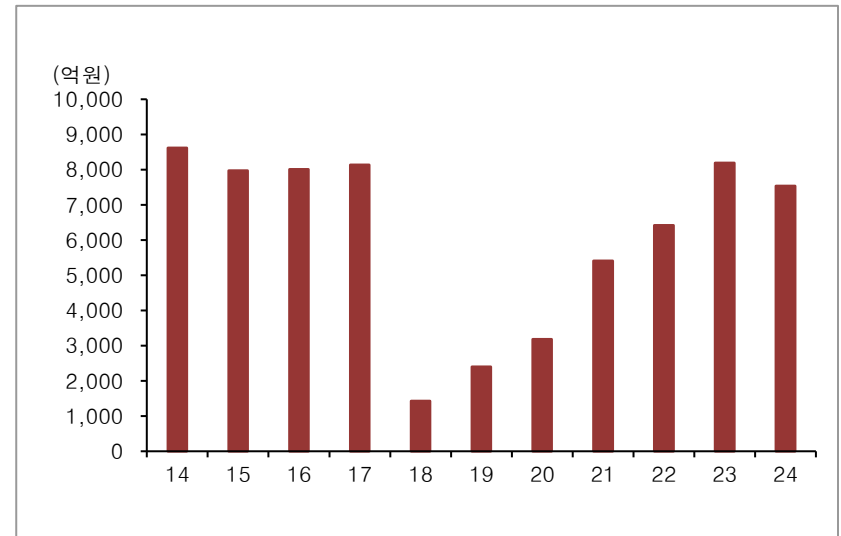
- 신재생 에너지 관련 제조업 수출, 2022년을 고점으로 급격히 위축. 2022년 수출 4조원을 초과했으나 2024년 2조2300억원 기록
- 국내 기업의 해외거점 매출은 비교적 안정적인 수준을 유지. 2021년 이후 4년 연속 4조원 이상 매출 기록
- 내수 매출, 2022년 6.5조원 고점 이후 2년 연속 하락. 국내 기업의 경쟁력 강화, 수출 확대를 위해서는 내수시장의 확산이 필요
- 에너지 전환이 본격적으로 시도되면서 대규모 신재생 발전단지 투자가 이어지게 되면 국내 시장 확대는 물론, 국내 기업의 경쟁력 제고를 통한 해외시장 진출에도 긍정적 역할 기대
- AIDC, 반도체 신규 팹 등 대규모 에너지 소비 설비투자로 신재생 발전단지 대규모 구축 시급

한국 신재생에너지 제조업 매출 추이



자료: 한국에너지공단, 흥국증권 리서치센터

한국 신재생에너지 제조업 투자 추이



자료: 한국에너지공단, 흥국증권 리서치센터

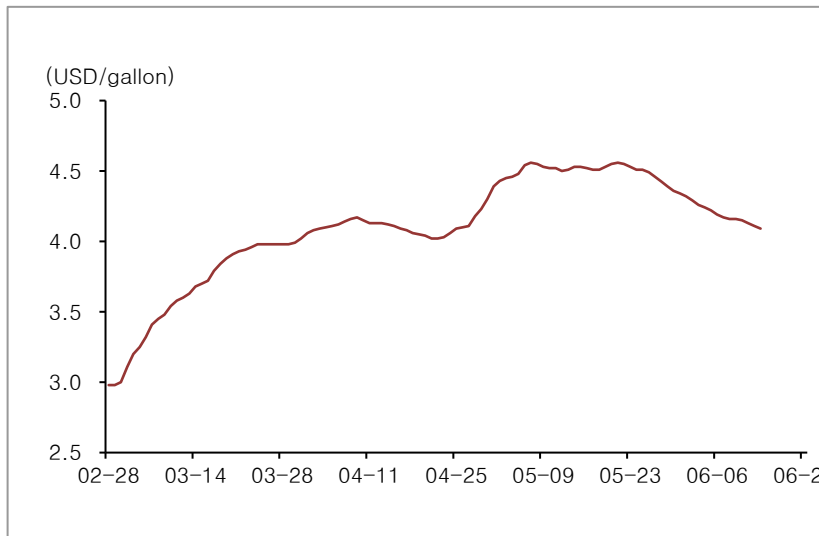
6. 종전, 세계 경제질서 변화

마침내 종전에 도달, 그러나

미국, 이란 종전 협상 타결

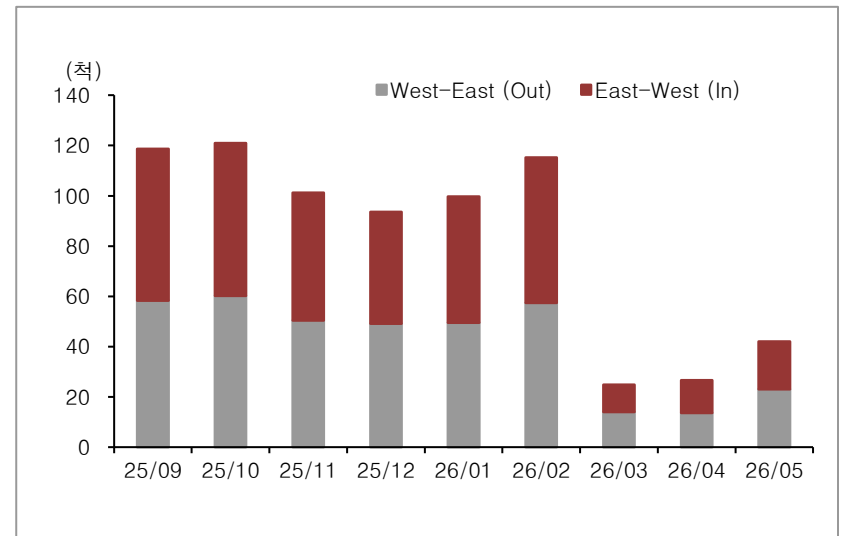
- 100일 이상 지속되어 온 전쟁, 마침내 종전 협상 타결로 해소국면 진입
- 종전 MOU 이후 구체적 종전 조건을 확정하기 위한 실무 협상은 지속 예정이며, 긴장이 재고조 될 가능성 배제할 수 없음
- 그러나 전쟁이후 세계경제 혼란의 핵심인 호르무즈 해협의 항행이 자유화되면, 전쟁장기화에 대한 부담을 해소할 것으로 기대
- 생산의 정상화, 재고 관리 등을 거치며 원유가와 석유제품가격을 안정화는 완만하게 전개될 전망

미국 전국 주유소 평균 가솔린 가격



자료: NBC, AAA, 홍콩증권 리서치센터

호르무즈 해협 통과 선박



자료: NBC, S&P Global, 홍콩증권 리서치센터

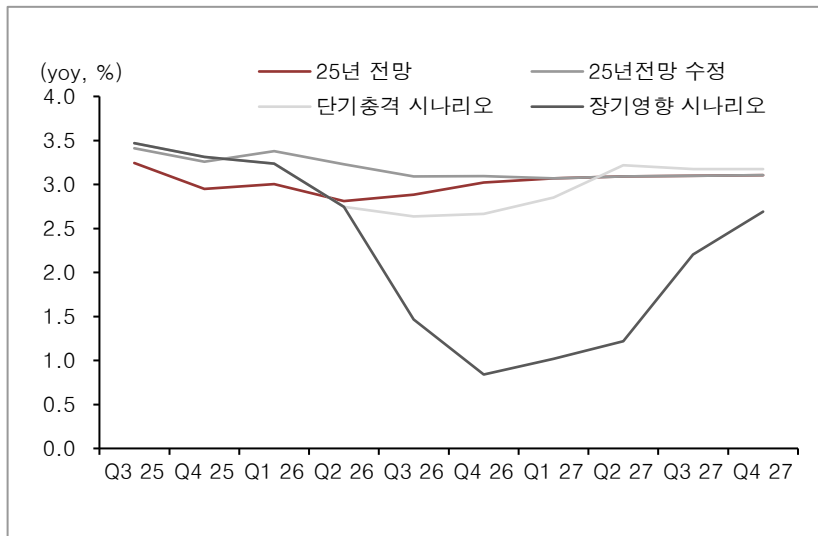
6. 종전, 세계 경제질서 변화

전쟁의 영향, 세계경제 성장률과 물가에 영향

종전으로 장기 악영향 가능성은 회피

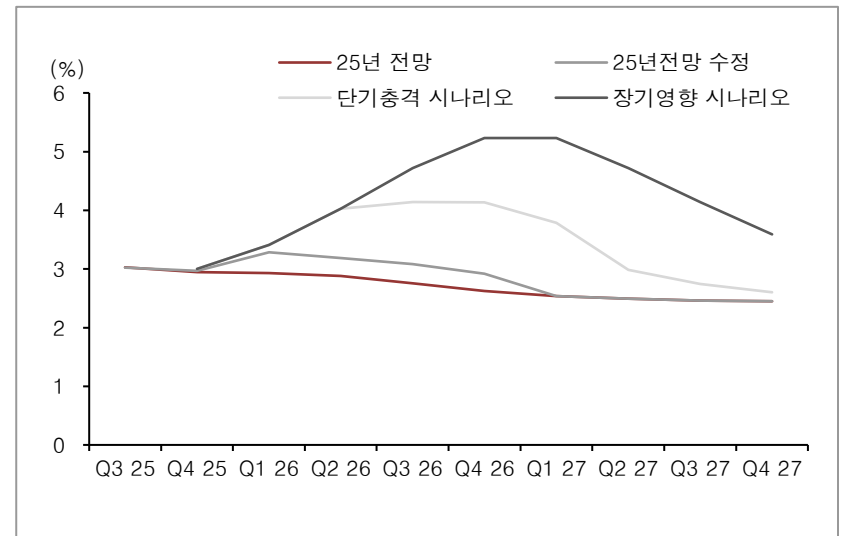
- 미국 이란 전쟁 발발 후 100일 넘는 기간 지속 후 종전 돌입
- 당초 수준내 종료를 공언했으나 예상보다 장기화되며 경제 부담 누적
- OECD에서는 2027년말까지 전쟁 종료 불가능해지는 장기 시나리오도 대비
- 성장률 충격보다 물가 충격이 보다 직접적으로 작용하고 있음

전쟁의 충격에 따른 OECD 세계 경제성장률 전망 시나리오



자료: Bloomberg, 한국증권 리서치센터

전쟁의 충격에 따른 OECD 세계 물가 상승률 전망 시나리오



자료: Bloomberg, 한국증권 리서치센터

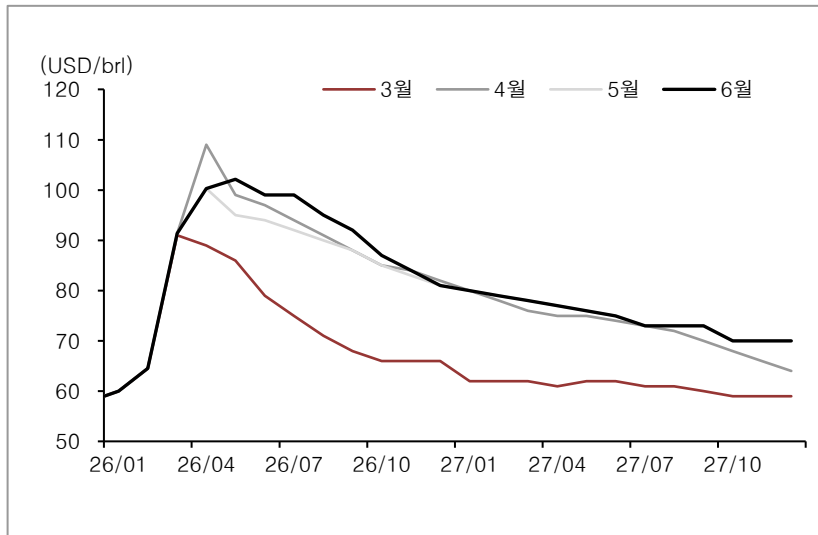
6. 종전, 세계 경제질서 변화

종전에도 불구하고 고유가 기조 연말까지 지속

배럴당 80달러대 이상 연말까지

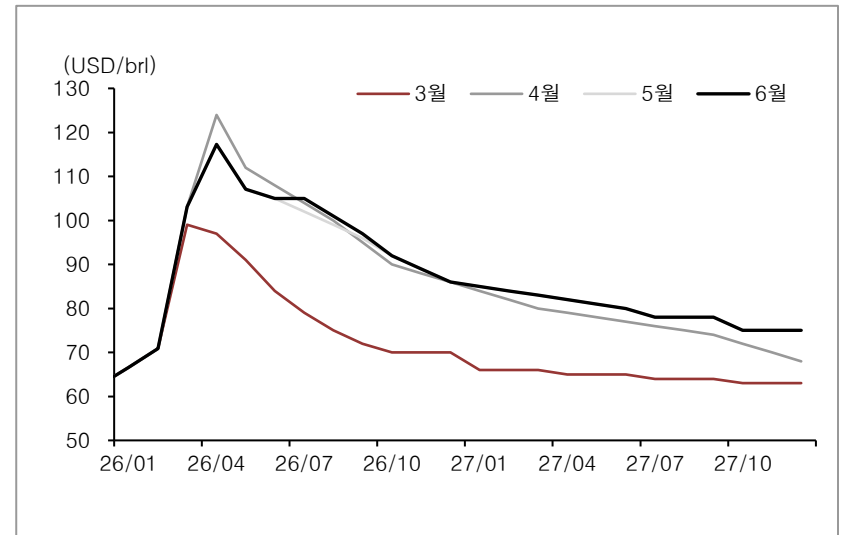
- 전쟁 직전 배럴당 50~60달러대 머물던 국제유가, 종전 이후에도 당분간 배럴당 80달러대 지속 가능성 높음
- 종전으로 호루무즈 통행 재개되어도 중단된 생산시설의 재개까지 수개월 소요. 감소한 재고의 확충을 위한 수요까지 감안하면 전쟁 이전 수급상태로의 복귀까지는 상당시일 소요 예상
- 연말까지 유가는 80달러대 유지 가능성 높고, 2027년 이후 추가 하락 기조 진입 예상
- 전쟁으로 화석연료에서 전기화로 에너지 전환이 본격 추진될 경우 장기적인 유가 기조는 하향으로 유지될 수 있을 듯

EIA, WTI 유가 전망의 변화



자료: EIA, 흥국증권 리서치센터

EIA, 브렌트 유가 전망의 변화



자료: EIA, 흥국증권 리서치센터

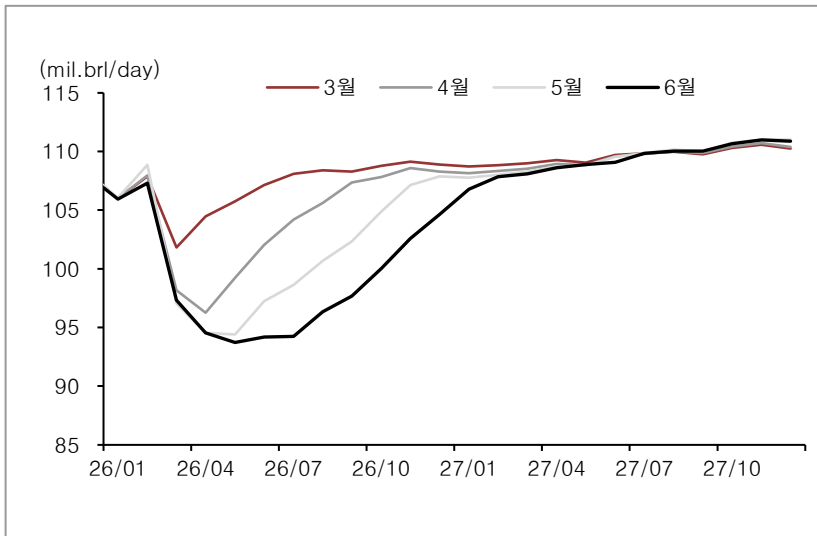
6. 종전, 세계 경제질서 변화

석유생산차질 장기화, 석유 수급구조의 불균형 초래

재고 감소의 한계에 다다르고 있는 석유 생산차질

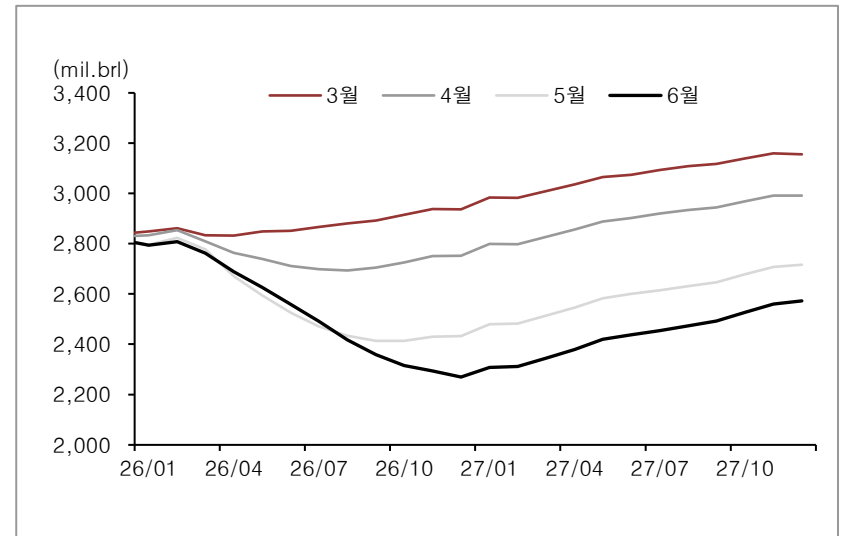
- 종전을 강제한 것은 석유재고의 감소 때문. 평상 수급구조의 유지가 불가능해질 경우 석유 시장의 가격 폭등 가능성 내재
- EIA 단기전망에 따르면 전쟁 개시 후 OECD기준 석유 재고량은 2억 8천만 배럴에서 5월말 2억 6천만 배럴 수준으로 감소. 연말까지 2억 3천만 배럴까지 감축 전망. 재고 하한선으로 여겨지는 2억배럴에 접근 우려
- 생산 차질은 더욱 크게 나타남. 일 평균 13백만배럴의 생산차질로 월간 3억8천만 배럴 수준. 전쟁 개시 직후 5월말까지 생산 차질량 10억배럴, 연말에는 27.5억배럴까지 예상. 생산 차질의 상당량을 소비 감소로 흡수해도 재고의 감소 속도가 가속화될 우려가 큰 상황

EIA, 전세계 석유생산량 전망의 변화



자료: EIA, 흥국증권 리서치센터

EIA, OECD 석유재고 전망의 변화



자료: EIA, 흥국증권 리서치센터

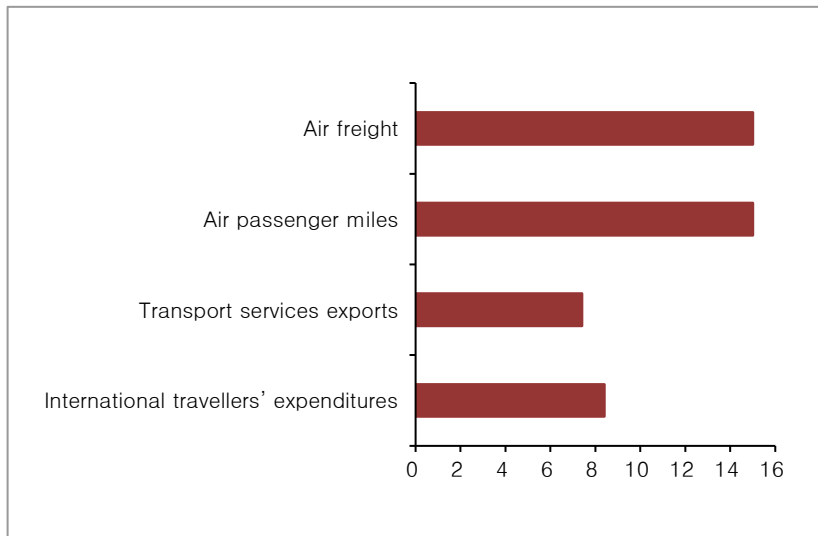
6. 종전, 세계 경제질서 변화

전쟁으로 인한 경제구도의 변화

지경학적 의미변화, 공급망 안보 부상

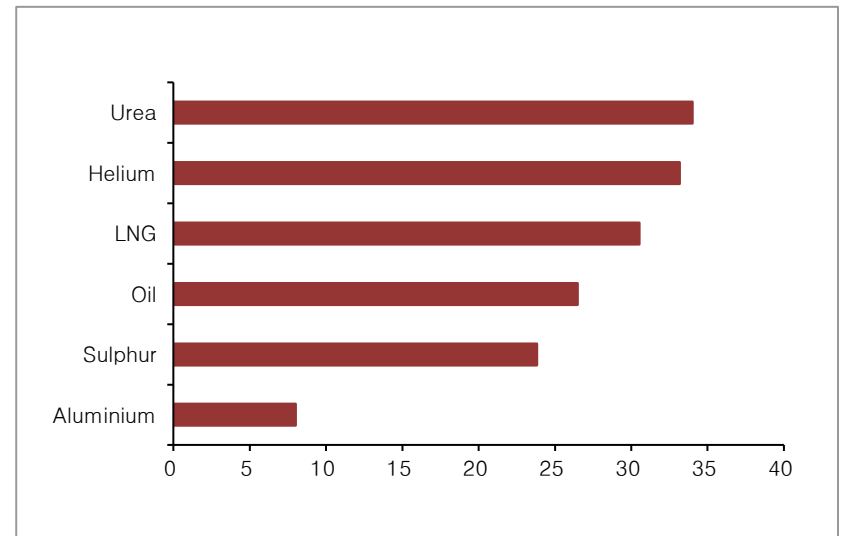
- 이란 전쟁으로 호르무즈 해협이 봉쇄되면서 글로벌 경제구도의 변화가 가시화되고 있음
- 지경학적 구도의 변화, 페르시아만 국가의 지위 하락 예상. 사우디 아라비아, UAE, 카타르 등 미국과 협력을 강화했던 페르시아만 국가들, 전쟁 과정에서 이란의 공격에 노출되는 등, 지금껏 누리온 안전함에 대한 신뢰 하락
- 글로벌 수송 허브, 경제 투자 허브로의 역할 위축 불가피
- 요소, 황, 헬륨 등 페르시아만 비중이 높은 공급망의 수급 차질도 본격화 예상

페르시아만 걸프 국가의 국제 물류에서 차지하는 비중



자료: OECD, 영국증권 리서치센터

페르시아만 걸프 국가의 핵심 상품 생산 비중



자료: OECD, 영국증권 리서치센터

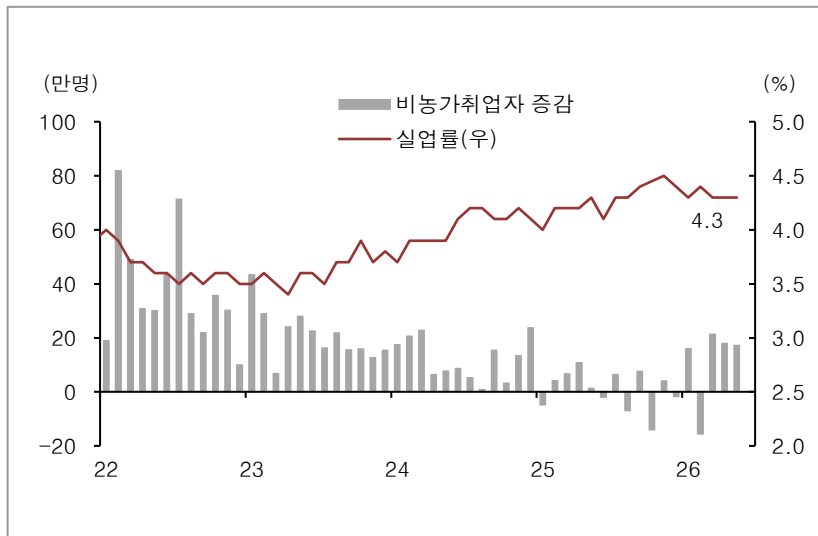
7. 금리 상승, AI투자의 제약

장기 금리의 상승, 기준금리 정책의 변화 가능성

물가, 고용지표 등 경기 상황의 변화

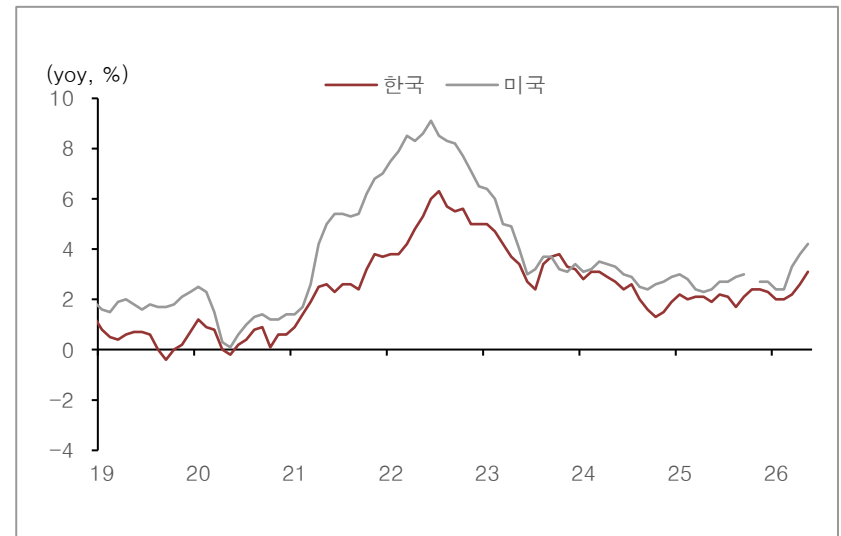
- 미국을 비롯 주요 중앙은행, 기준금리 상승 압력이 고조되고 있음
- 호주의 2차례 금리인상에 이어 하반기 한국, ECB 등 기준금리 인상 가능성 상승
- 미국도 고용지표의 개선, 높은 소비자 물가 상승률 등으로 금리 정책 전환 압력 고조
- 미국 고용지표, 비농업 취업자수가 3개월 연속 시장 예상 이상의 긍정적 성과 거둠. 기준금리 인하 필요성을 제기했던 고용시장 약화 추세가 중단되고 반전(그러나 17.2만명의 취업자 증가 중 정부 +5.5만, 여가 및接客업 +7만 등은 월드컵 특수 주장도 있음)
- 전쟁 이후 미국 소비자물가 상승률 5월 4.2%까지 상승, 한국 소비자물가, 5월에 3.1%

미국 고용지표



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

한국과 미국 소비자물가(headline) 상승률



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

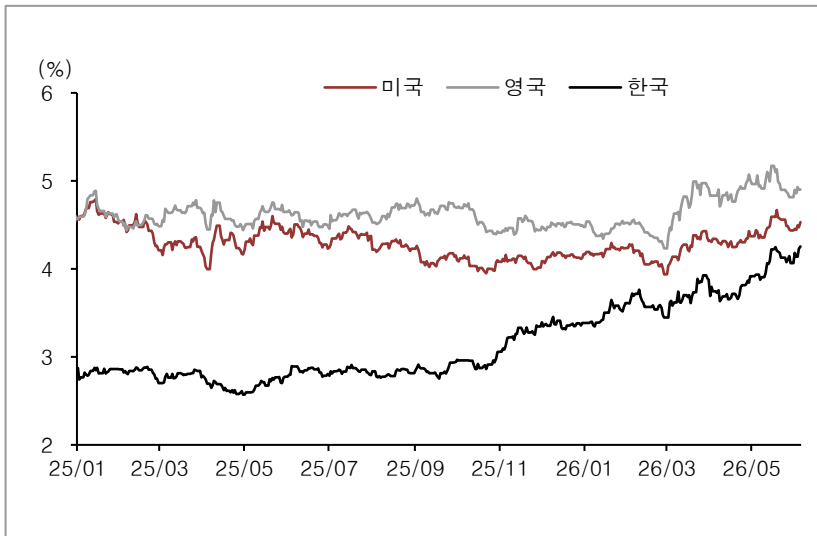
7. 금리 상승, AI투자의 제약

장기 금리의 상승, 기준금리 정책의 변화 가능성

금리 리스크 증가

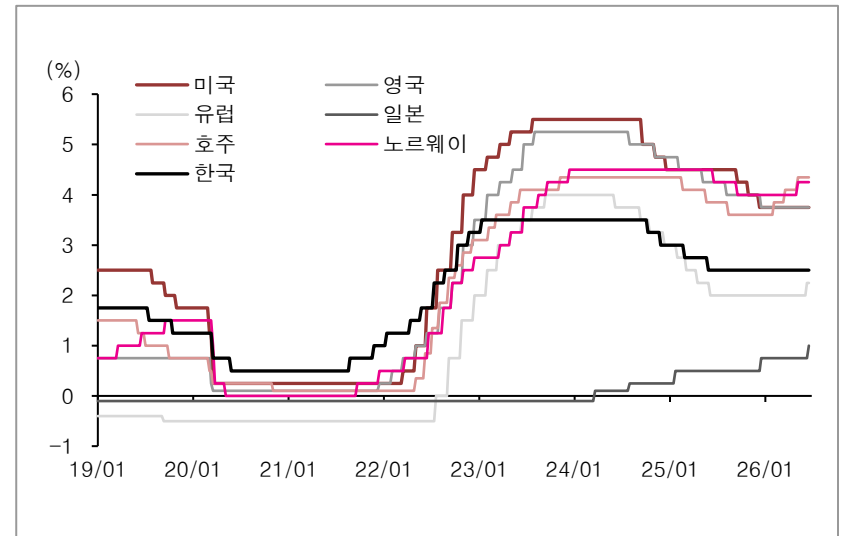
- 트럼프의 선택으로 취임한 캐빈 워시 연준의장, 비둘기파적 기대에도 불구하고 정책 전환의 기로에 처함
- 물가 상승, 경제 성장 지표 개선으로 기준 금리 인하 가능성 급속히 낮아져. 호주, 노르웨이의 선제적 금리인상에 6월 ECB, 일본 각 25bp씩 기준금리 인상
- 한국, 미국 등 주요국 기준금리 인상 예정이거나 인상 압력 고조
- 장기금리, 전쟁 부담 등으로 상승압력 재개. 영국 10년 국채 금리 5%, 미국 30년 국채 5%를 넘나드는 상승세 지속

미국, 영국, 한국의 10년 국채 수익률



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

미국, 영국, ECB, 일본, 호주, 노르웨이, 한국의 기준금리



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

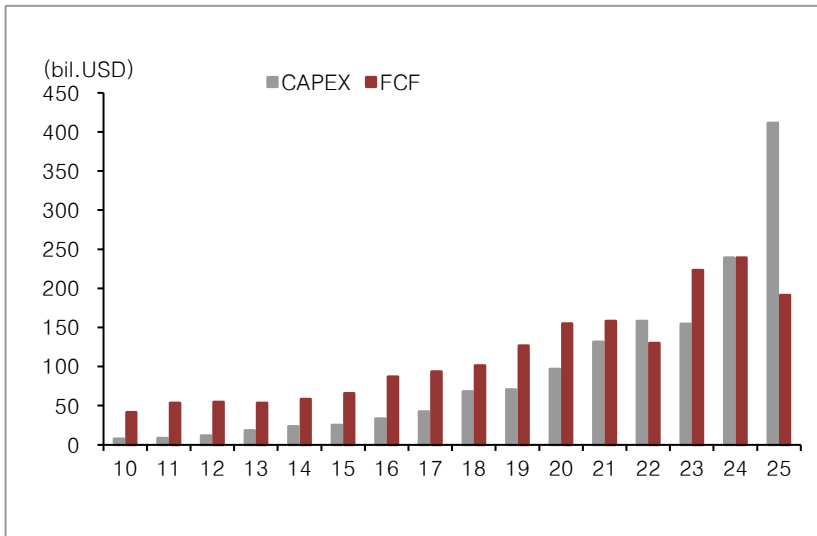
7. 금리 상승, AI투자의 제약

금리상승, AI투자 제약 리스크로

투자규모 급증과 외부자금 조달비중의 상승

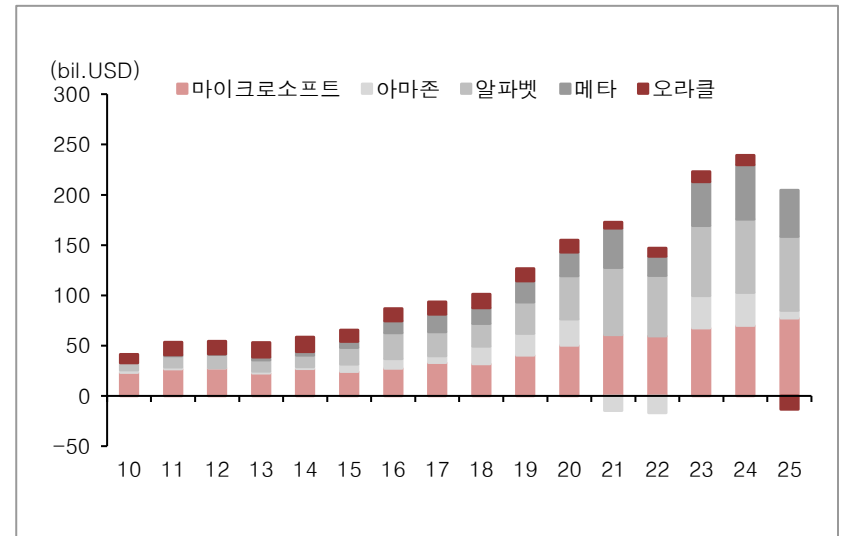
- AI의 발전과 이로 인한 AI 생태계의 성장이 전세계 경제성장을 주도하고 있음
- 하지만 투자규모의 급격한 증가는 FCF에 바탕을 둔 내부 자금만으로 충당하기 어려운 수준에 도달. 외부자금 조달이 투자의 지속성 여부를 가르는 판단기준이 됨
- 전쟁과 관세 등 영향, 인플레이션 부담 증가 등으로 글로벌 금리 변동성 확대, 차입비용의 증가와 투자 위축으로 이어질 우려 제기

하이퍼스케일러 CAPEX와 FCF 추이



자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

하이퍼스케일러 5사의 FCF



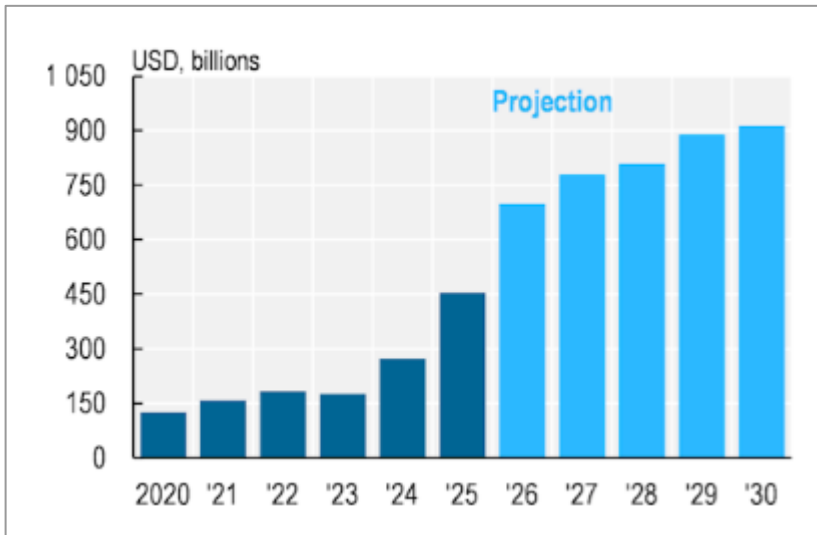
자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

막대한 AI 투자와 채권시장

하이퍼스케일러의 자본수요와 채권시장의 수용 능력

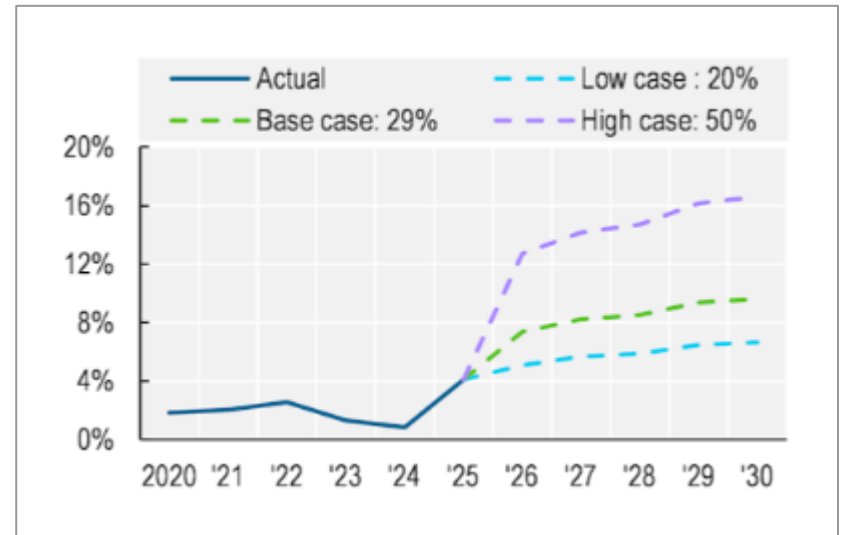
- OECD가 추정한 8개 하이퍼스케일러의 Capex는 2026년부터 2030년까지 5년간 누적 4조1천억달러. 상위 4개사의 Capex는 3조 5천억달러. 이는 2025년 미국 전체 비금융기업의 연간 Capex 3조달러를 상회하는 수준
- Capex의 상당분은 기업 부채시장을 통해 조달해야 함
- 2030년까지 Capex의 29%를 부채시장을 통해 조달할 경우 보수적인 시나리오(전체 조달규모의 29%를 채권시장에서 조달) 전 세계 비금융기업의 채권발행액의 9%를 하이퍼스케일러가 차지하게 되며, 50%를 조달할 경우 하이퍼스케일러의 비중은 15%를 넘어서게 됨

주요 하이퍼스케일러의 Capex 추이와 전망



자료: OECD, 홍콩증권 리서치센터

하이퍼스케일러의 전세계 비금융 채권(회사채)발행 비중 전망



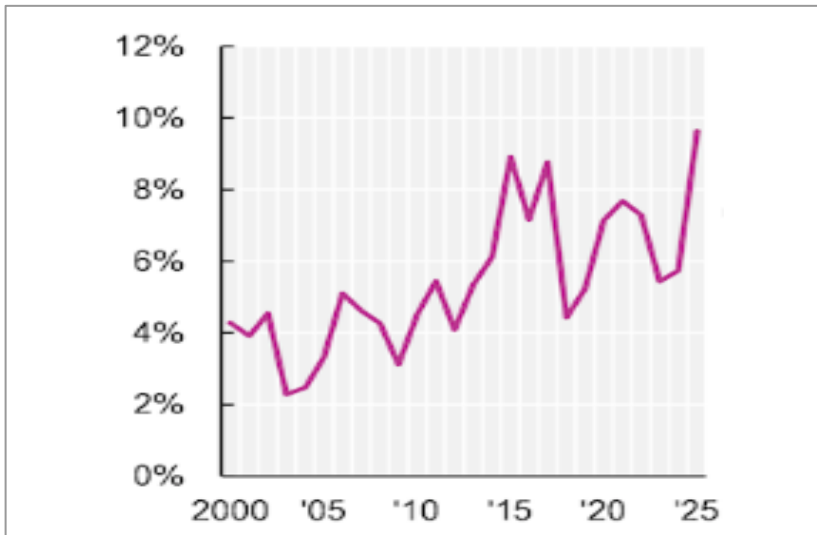
자료: OECD, LSEG, 홍콩증권 리서치센터

막대한 AI 투자와 채권시장

테크 섹터의 채권 발행시장 비중은 사상최고 수준

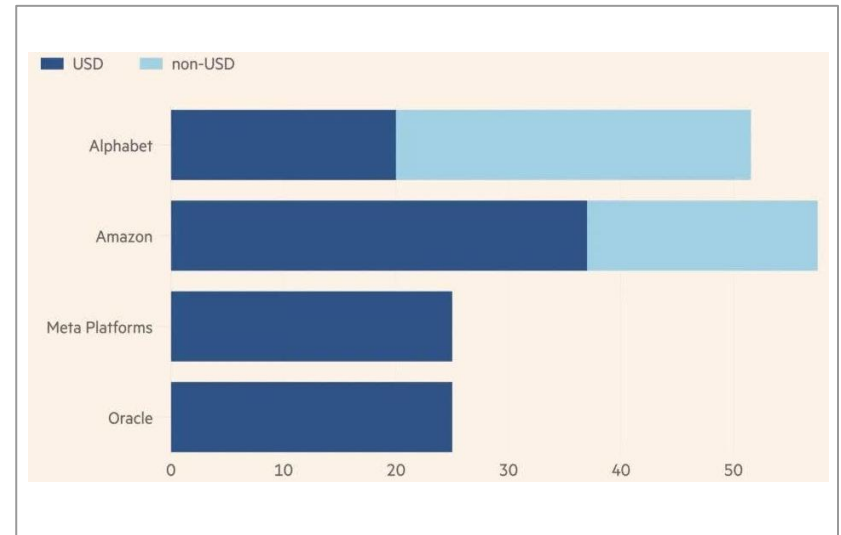
- 하이퍼스케일러를 포함한 테크 섹터의 채권(비금융기업) 발행시장 내 비중은 2025년 9.6%로 2000년 이후 최고치를 기록
- 주요 하이퍼스케일러, 미국 이외 시장에서 채권 발행 본격화. 2026년 아마존, 메타, 알파벳, 오라클 4개사의 채권발행 규모는 1590억달러 기록(FT, LSEG기준)
- 알파벳은 전체 조달의 60%를 미국 이외 시장에서 조달
- 유로, 파운드, 스위스 프랑 채권시장에서 투자등급 공급물량의 20% 이상을 미국 빅테크가 점유

기술 섹터의 글로벌 채권 발행 비중



자료: OECD, 홍콩증권 리서치센터

2026년 주요 하이퍼스케일러 채권 발행 현황



자료: FT, LSEG, 홍콩증권 리서치센터

7. 금리 상승, AI투자의 제약

하이퍼스케일러의 자본지출

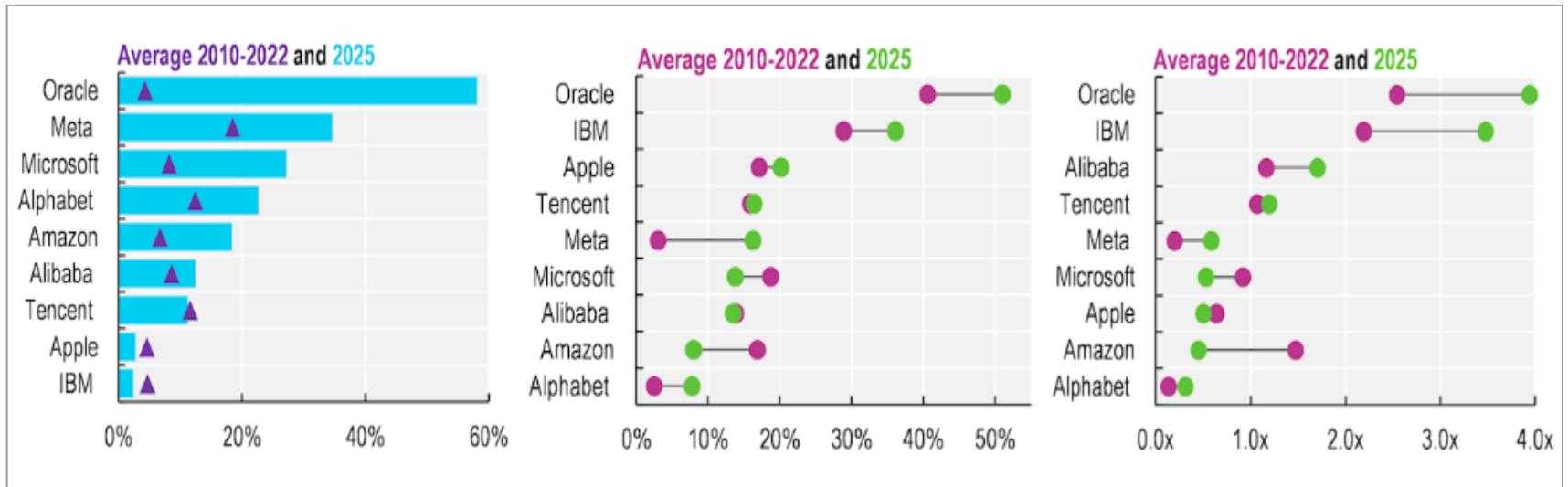
내부자금조달 비중이 높았던 하이퍼스케일러, 2025년 이후 변화 본격화

- 2010-2022년, 9개 하이퍼스케일러, 전통적으로 높은 현금흐름 비중을 유지해왔고 투자에 있어 외부자금보다는 자기자본에 의존하는 성향을 유지해옴
- 그러나 AI DC등에 대한 막대한 자본지출이 이어지면서 외부 차입 증가, 부채비율이 상승하고 있음
- 2025년 이후 자본지출 규모 폭증, 대부분 기업의 부채 급격하게 증가

하이퍼스케일러 매출액 대비 자본지출

총자산 대비 장기 부채

EBITDA대비 장기부채



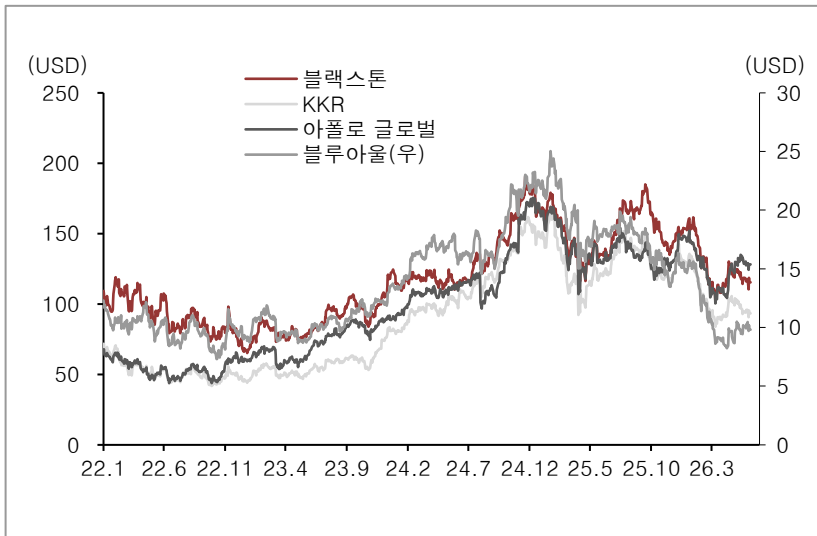
자료: OECD, LSEG, 홍콩증권 리서치센터

SaaSpocalypse, 사모펀드 변동성

금리상승 부담과 소프트웨어 산업의 리스크

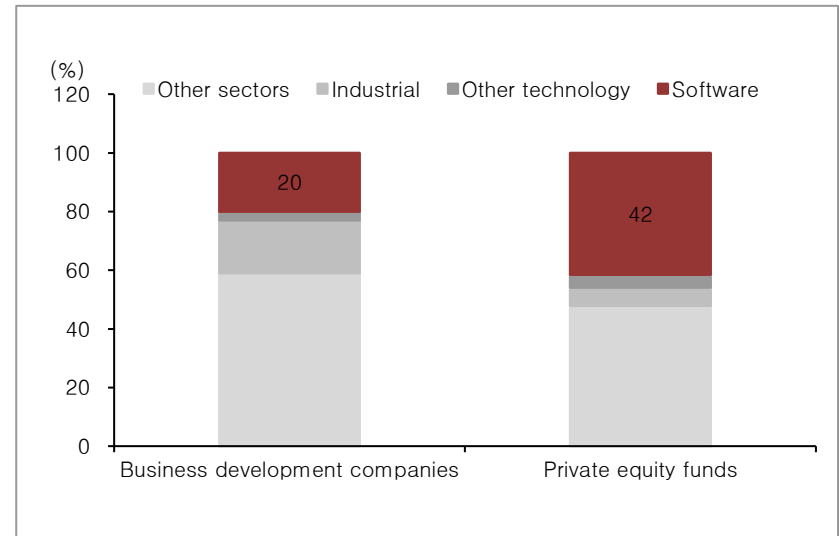
- 블루아울에 이어 블랙스톤, KKR 등 유수의 사모펀드가 환매요청에 따른 혼란이 제기되고 있음
- 단순한 구조와 투자대상기업과 자금공여자의 유연한 연계를 장점으로 했던 사모펀드, 사모대출 업계의 고속 성장에 제동이 걸림
- 사모펀드 환매 문제는 꾸준한 금리 상승, 최고의 투자대상으로 여겨졌던 데이터센터, SaaS 구조 소프트웨어 산업의 취약성에 기인
- AI의 성장, 특히 에이전트 AI의 등장 이후 클라우드 기반의 소프트웨어 산업(SaaS)의 경쟁력 약화 우려가 제기
- 클라우드 기반 소프트웨어 산업에 대한 대출비중이 높은 사모대출, 사모펀드의 혼란은 반복적으로 등장할 가능성 높음

주요 사모펀드 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국증권 리서치센터

BDC와 사모펀드의 산업별 익스포저 비율



자료: OECD, 한국증권 리서치센터

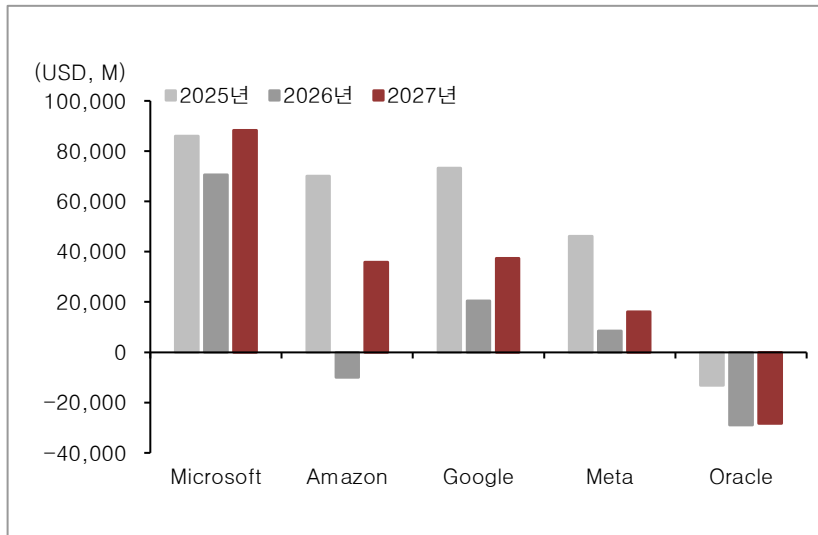
7. 금리 상승, AI투자의 제약

반도체 급등락의 원인

금리 상승으로 AI Capex 제한?

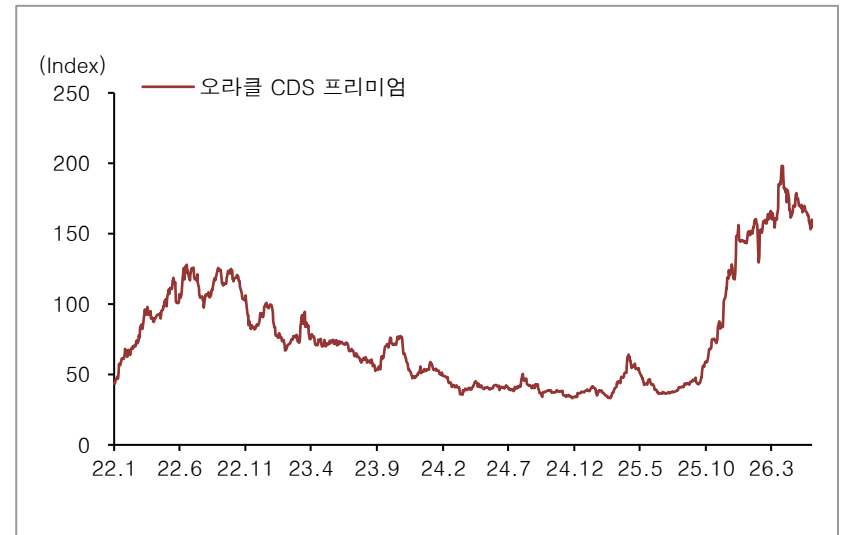
- 금리 상승은 AI Capex 위축을 초래할 수 있음
- 미국 주요 하이퍼스케일러, 막대한 Capex를 자체 감당하기 어려워지고 있음. 오라클, 메타 등 외부 자본에 의존한 Capex 비중 증가. 금리인상에 따라 금융비용 부담 증가
- 오라클 CDS 프리미엄의 상승, 향후 Capex 위축 가능성을 경고
- 현재까지 가파른 AI투자 성장 전망 유효하나 금리 상황에 따른 위축 가능성 부상. 반도체 주가의 변동성 확대의 주요 원인으로 부각

하이퍼 스케일러 FCF 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

Oracle CDS premium 추이



자료: IMF, 흥국증권 리서치센터

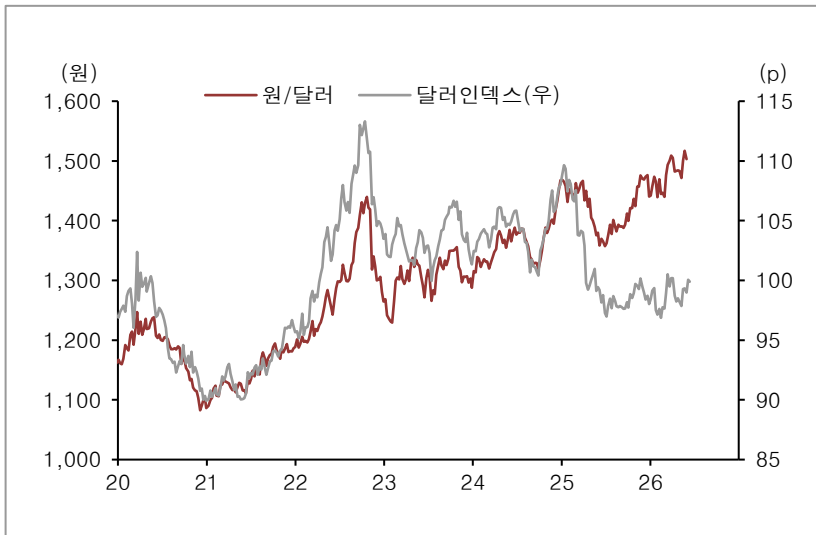
8. 하반기 한국 시장의 반응

원화의 저평가 심화, 왜?

중동전쟁 이후 원화 저평가 심화. 위험회피, 달러강세 및 주식투자자금 순유출이 주원인

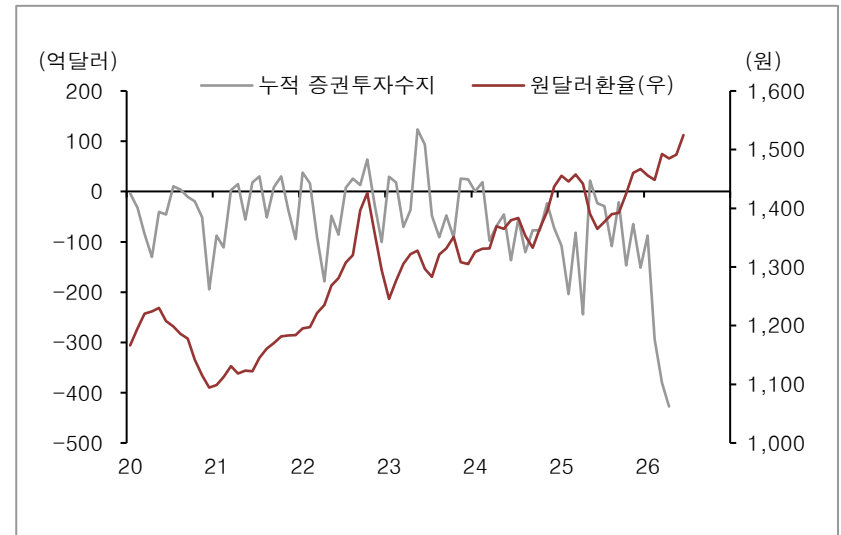
- 지정학적 불확실성 속 안전자산 선호 강화로 달리는 제한적 강세, 엔화 등 주요국 통화 동반 약세
- 반도체 수출 호조에 따른 경상수지 흑자 대폭 확대(25년 1,230억달러 → 26년E 3,000억 달러)에도 불구하고 외국인의 국내 주식 순매도, 내국인의 해외투자 증가로 증권투자자금 순유출 지속
 - 외국인 투자자의 국내 주식 누적 순매수: 25년중 -6.2조원 → 26년중 -113.5조원(거래소+코스닥)
 - 26.1~4월중 주식투자 770억 달러 순유출, 채권투자 204억 달러 순유출, 직접투자 173억 달러 순유출 (총 1147억달러)

달러 인덱스와 원달러



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

누적 증권투자수지(순유출)와 원달러 환율



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

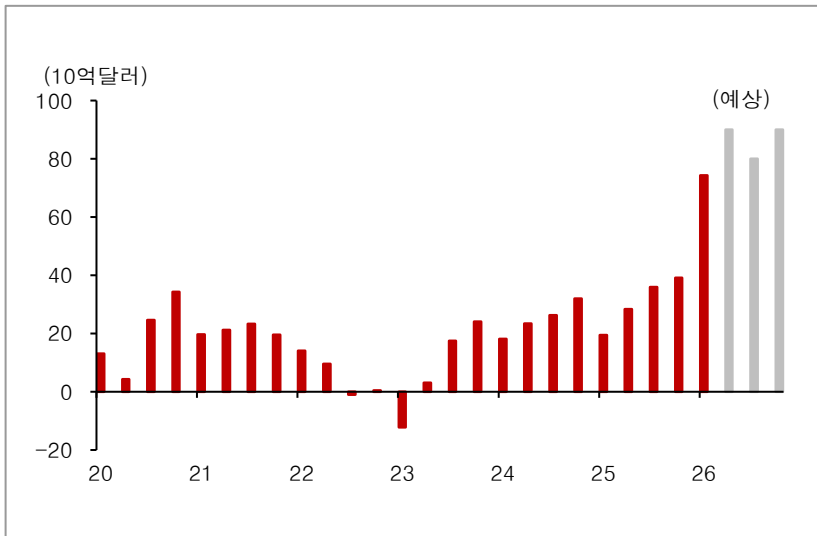
8. 하반기 한국 시장의 반응

원화 가치 안정의 계기

금리차 축소, 펀더멘털 여건 및 수급 개선 가능성에 따라 원달러 안정세 회복 기대

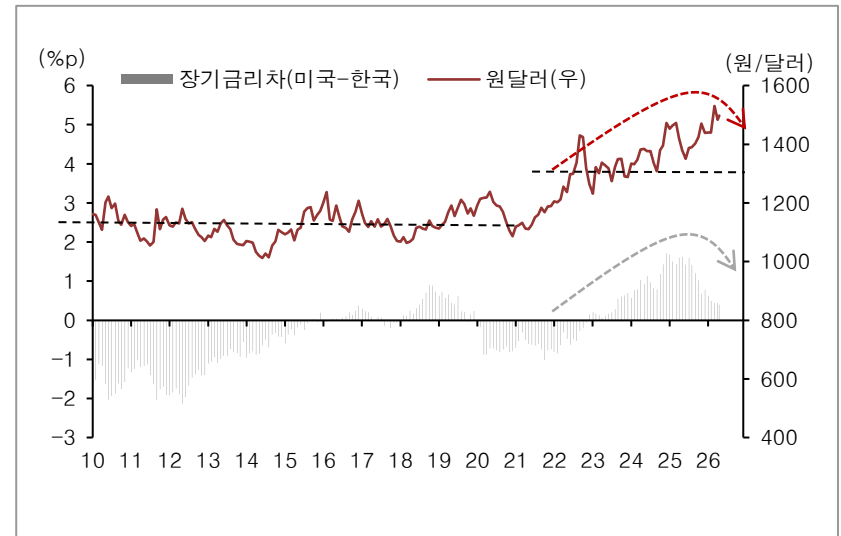
- 대규모 무역수지 확대에도 불구하고 고환율, 대외 공급망 불안, 국내외 투자 확대(증설 및 해외투자) 필요에 따라 외환시장 달러공급은 제한적인 것으로 추정
 - 국책은행 및 대형 수출업체 보유달러 공급 확대 가능성 vs. 미국 대형 IPO 등에 따라 달러수요 증가(외국인 주식매도 등)
- 한은 금리인상 가능성 등 내외 금리차 축소 지속, 반도체 사이클 및 국내경기 회복세 강화 등 펀더멘털 여건 개선 가능성
- 26년 하반기 1,450원~1,500원대 안정 회복 가능성 (연말 1,475원 내외 예상)

분기별 경상수지 추이와 예상



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

원달러와 미-한 금리차



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

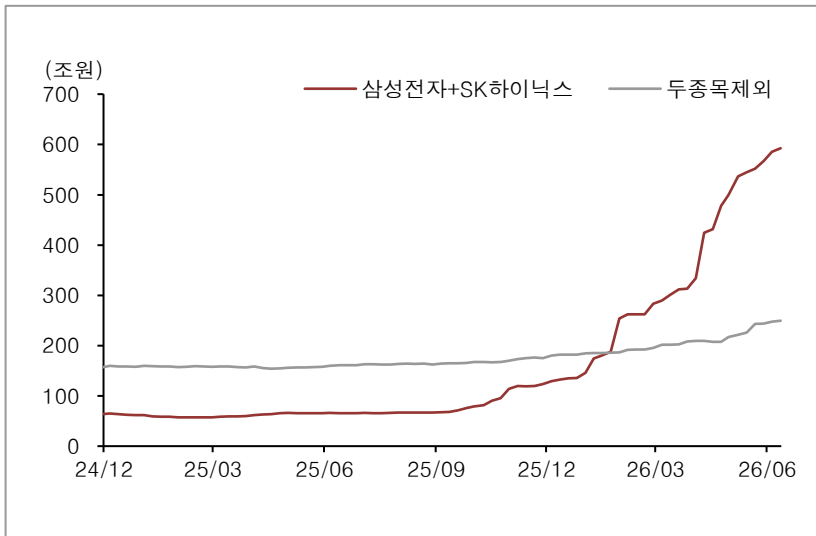
8. 하반기 한국 시장의 반응

반도체 이익 폭증과 낮아진 밸류에이션

전쟁 장기화 부담에도 불구하고 밸류에이션 개선 여력 증가

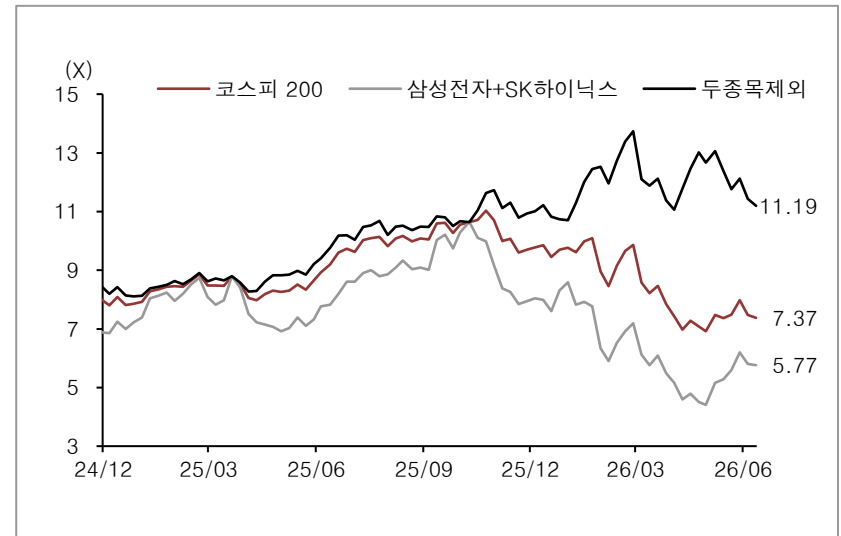
- 2월말 이후 전쟁의 부담으로 주식시장이 조정 과정을 거쳤으나 최근 전고점을 회복하며 상승 추세 복귀
- 전쟁의 부담은 장기화 조짐을 보이고 있음. 글로벌 경제 전반에 걸쳐 물가 상승 압력이 증가하고 소비위축 등 경기 충격이 불가피한 상황이나 한국 주식시장의 경우 이익 대비 저평가된 상태가 심화되고 있음
- 12개월 선행 EPS를 기준으로 한국 시장 P/E 배율은 7.1배까지 하락(현재 7.4), 글로벌 금융위기 시점 이후 최저 수준 기록 중
- 2026년말 이익을 기준으로 반도체 기업의 강력한 이익 증가는 한국시장의 상승 여력을 확보해주고 있음. 다만 반도체 이외 종목의 경우 P/E 배율 13.8배까지 상승했으나 이익전망의 개선으로 11.2배로 안정

KOSPI200 기업 12m fwd 당기순이익, 반도체와 반도체 제외



주: KOSPI200 지배주주순이익 전망 기준
자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터

KOSPI 200 P/E 배율, 2026년 예상 순이익 기준



주: KOSPI200 지배주주 순이익 전망 기준
자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터

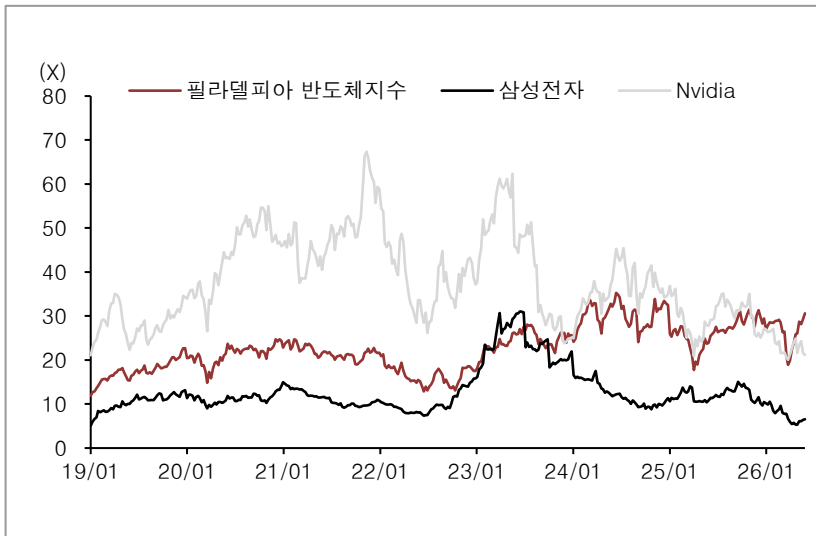
8. 하반기 한국 시장의 반응

변동성 완화, 반도체 밸류에이션 개선

경기변동성이 완화된 반도체

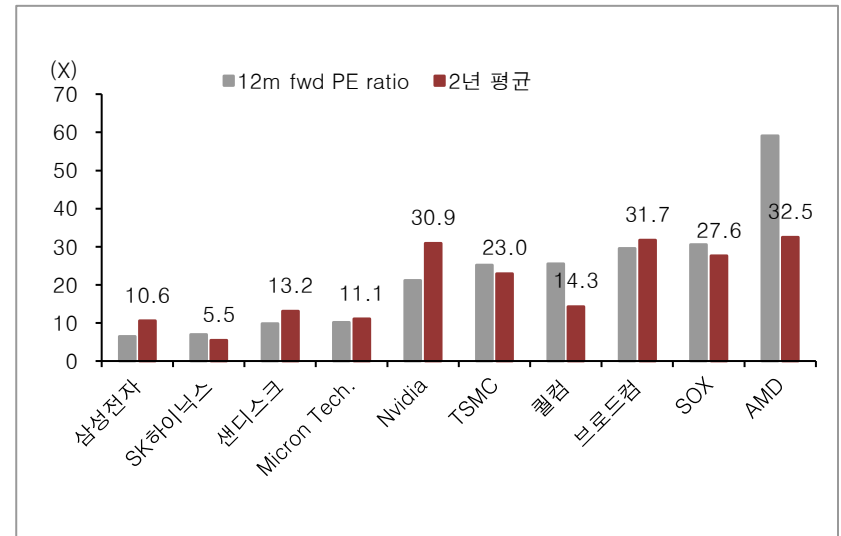
- 메모리 반도체의 호황 장기화 전망이 확산되면서 반도체 밸류에이션 논쟁도 본격화
- 한국 주력 반도체업체를 포함, 메모리 반도체의 경기 변동성은 밸류에이션을 제약하는 요인. 적자와 흑자가 교차되며 이익변동성이 극단적인 진폭을 보이기 때문
- 메모리 반도체를 제외한 팹리스(엔비디아, 퀄컴, AMD 등)와 파운드리(TSMC)의 경우 평균적인 PE 배율 등락범위가 안정적이면서 높은 수준을 유지
- 최근 2년 PE배율의 평균, 필라델피아 반도체지수는 27.6배, 엔비디아 30.9배, TSMC 23배

필라델피아 반도체 지수, 엔비디아, 삼성전자 PE배율 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

주요 반도체 업체의 PE 배율



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

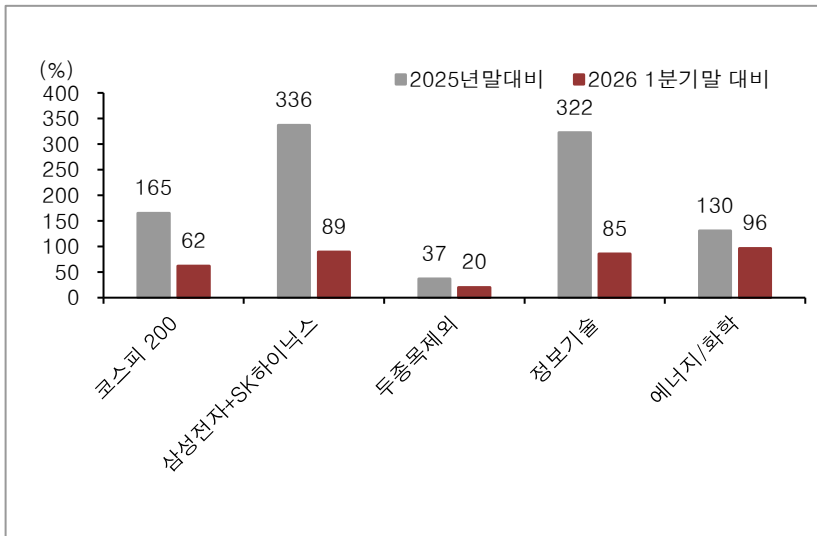
8. 하반기 한국 시장의 반응

반도체 이외 종목의 이익전망도 개선

2025년말 이후 반도체 이외 종목의 이익전망도 37% 상승

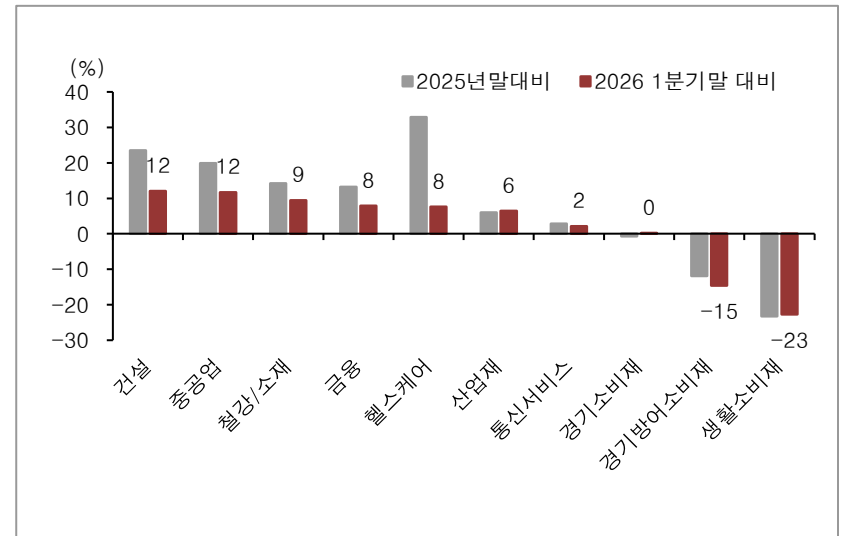
- 2025년말 이후 KOSPI200 기업이익 전망(12m fwd 당기순이익 기준)은 165% 상승. 이는 대부분 반도체 2사(삼성전자, SK하이닉스)의 이익전망 상향에서 기인. 전체 이익전망 증가의 87.2%가 반도체 2사에 의함
- 그러나 반도체 2사를 제외한 나머지 기업 이익전망 역시 37% 상승. 이란전쟁 이후 수출이 급증한 에너지/화학 업종 등이 주도
- 정보기술, 에너지/화학 업종을 제외하고도 건설, 중공업, 철강/소재, 금융, 헬스케어, 산업재 섹터 등의 이익전망 개선. 1분기 말 이후에도 10% 내외의 이익전망 상향
- 반도체의 이익 주도는 여전히 강력하나 여타 섹터의 이익전망이 개선되면서 밸류에이션 부담 희석되며 상승여력 배가

KOSPI200, 반도체2사, 정보기술과 에너지/화학섹터 이익전망 변화



주: 12m fwd 당기순이익 기준
 자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터

KOSPI200 섹터별 이익전망 변화(정보기술, 에너지/화학 제외)



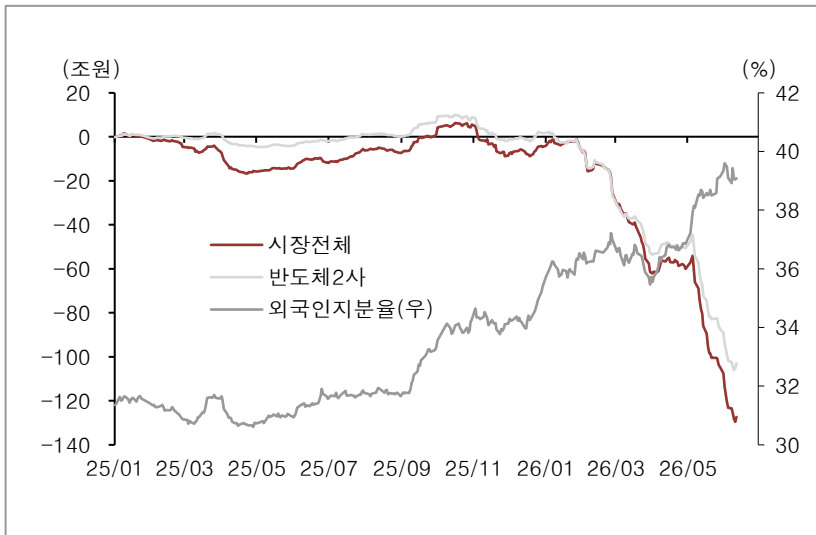
주: 12m fwd 당기순이익 기준
 자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터

8. 하반기 한국 시장의 반응

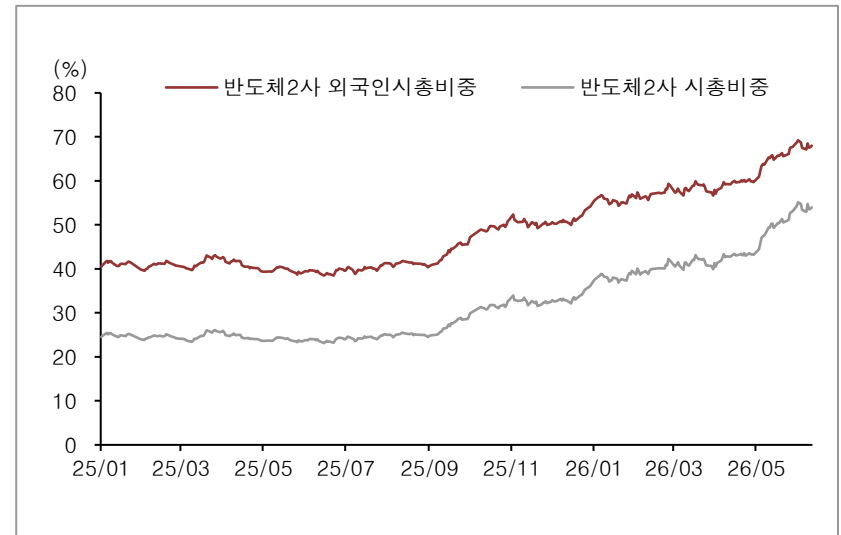
수급구도의 부담은 지속

반도체 산업의 성장은 역설적으로 외국인 매도를 초래

- 2025년 등락을 주도했던 외국인 매매는 2026년 주가 급등 구간에서 순매도로 일관. 6/12일까지 시장 전체 외국인 순매도 규모는 누적 122조원에 달함. 외국인 매도는 반도체 2사(삼성전자, SK하이닉스)에 대한 매도가 주도. 연초 이후 양사의 순매도 누적 규모는 104조원으로 전체 시장 매도 규모의 85.2%를 차지
- 외국인 매도가 반도체 기업에 집중된 것은 급등 이후 차액 실현, 포트폴리오 내 특정종목 비중의 지나친 확대에 따른 조정 등 다양한 원인 추정. 다만 반도체 기업 매도가 이어져도 전체 시가총액에서 반도체 2사의 비중과 외국인 보유 시가총액 중 반도체 2사의 비중은 지속 상승 중
- MSCI 지수 편입 개편으로 한국 벤치마크의 변화가 현실화될 경우, 투자한도 문제로 인한 외국인 매도공세는 완화될 것으로 예상
외국인 순매수 누적과 외국인 지분율



자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터



자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터

8. 하반기 한국 시장의 반응

반도체와 AI산업을 축으로 성장 능력 반영

성장의 지속가능성을 신뢰하는 수준에 따라 시장 등락범위 결정

- 2026년 반도체 기업의 폭발적인 이익성장을 바탕으로 KOSPI지수도 8000선 넘어까지 상승
- 가파른 주가 상승에도 이익 전망 상황이 더욱 빠르게 전개되며 12m fwd P/E 배율은 7.5배 수준에 그치고 있는 상황
- 특히 반도체 기업(삼성전자, SK하이닉스)은 이익 성장을 주도하면서 P/E 배율이 5.8배 수준에 그치고 있음
- 이익의 꾸준한 성장과 지속가능한 업황 개선에 대한 기대가 형성되고 있음에도 이에 대한 시장의 신뢰는 여전히 낮은 밸류에이션을 유지하게 함. 시장의 신뢰개선 수준에 따라 반도체 기업 밸류에이션의 개선, 시장 평균 P/E배율의 과거 평균 수준 복귀 여부가 결정될 전망. 10년 평균 P/E배율 10.3배를 적용할 경우 KOSPI는 10800대까지 상승 가능

2026년 한국 KOSPI시장 예상 밸류에이션 테이블

	-2.5σ	-2.0σ	-1.5σ	-1.0σ	-0.5σ	10년 평균
+15%	8255	9092	9929	10767	11604	12441
+10%	7896	8697	9498	10298	11099	11900
+5%	7537	8302	9066	9830	10595	11359
현재 EPS	7179	7906	8634	9362	10090	10818
-5%	6820	7511	8203	8894	9586	10277
-10%	6461	7116	7771	8426	9081	9736
-15%	6102	6720	7339	7958	8577	9195

자료: Quantwise, 한국증권 리서치센터

8. 하반기 한국 시장의 반응

반도체와 AI산업을 축으로 성장 능력 반영

한국경제의 기회요인을 반영하는 포트폴리오 구축

- 반도체를 중심으로 2026년 하반기 한국 주식시장은 이익 성장을 주도하는 산업이 성과를 기록하는 기간이 될 것으로 예상
- 반도체 2사 뿐 아니라 반도체 공급망 전후에 포진한 소재, 부품, 장비 업종, 반도체를 포괄하고 있는 AI 생태계에 속하는 업종의 강세가 두드러질 전망
- 본격적인 AIDC 투자가 진행될 경우 건설, 인프라에서 피지컬 AI에 이르기까지 관련 생태계의 전반적인 성장세가 두드러질 것
- AIDC 투자와 함께 주목받을 에너지 전환 관련 업종, 세계질서 재편에 따른 공급망 이슈가 부각되는 방산, 조선, 정유 등도 긍정적

2026년 하반기 성장을 주도하는 핵심 분야

분야	산업	비고
반도체	메모리, 패키징	한국의 대표 반도체 제조사, 광주전남 패키징 공장투자
	소재, 부품, 장비	핵심 소부장 업체
AI생태계	건설, 인프라	AIDC 투자에 필수적인 데이터센터 전문 건설사, 통신, 커뮤니케이션 인프라
	AI 하드웨어	핵심 장비 구성, AI칩 설계, 메모리, 파운드리 및 패키징, 서버/장비 컴포넌트
	에너지, 냉각	에너지 인프라(신재생에너지, SMR, 천연가스발전), 전력망 기자재, 냉각 시스템
	피지컬 AI	로보틱스, 자율주행, 스마트팩토리, 드론
에너지 전환	신재생에너지	태양광(웨이퍼, 셀, 모듈), 풍력, BESS(이차전지, 수소)
	원자력	표준형 원자로, SMR, 원자력 기자재(터빈, 가압기, 원자로)
공급망 분할	방산, 조선	지정학적 동맹질서 재편과정에서 급증하는 방산수요 대응
	정유, 화학	이란전쟁으로 야기된 정유능력의 격차, 경쟁력 반영

자료: 흥국증권 리서치센터

Thank you

<http://www.heungkuksec.co.kr>

본 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다.
본 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.

<input type="checkbox"/> 주소	(본사) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32(여의도파이낸스타워 14층) (사무소) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
<input type="checkbox"/> 전화번호	영업부 대표 02)6742-3600
<input type="checkbox"/> 팩스	영업부 대표 02)6742-3629