



리서치센터 리포트
바로가기

한국 증시 전망과 전략

'26년 9월: 펀더멘털 이상으로 중요해질 수급

- 2분기 AI 관련 글로벌 기업 10개의 잉여현금흐름 합계는 반도체 쏠림은 있었으나, 전년 대비 약 111%, 전분기 대비 38%가량 급증하며 현금 창출력을 증명
- 주요 반도체 기업이 자사주 매입을 진행함에 따라 평균 매입 단가 낮은 외국인 물량 소화되며 외국인 수급도 시간이 지날수록 개선될 것으로 전망
- 반도체 등 AI 밸류체인과 산업재 위주의 포트폴리오 구성 여전히 유효할 전망

WHAT'S THE STORY?

외국인 수급은 시간이 갈수록 개선될 것으로 전망: 한국 증시가 조정을 경험한 것은 7월이지만, 외국인 매도가 많았던 것은 상반기였음. 상반기 외국인 매도의 원인을 수급의 측면에서만 살펴본다면, 1) 2026년 들어 한국 증시가 반도체 업종을 중심으로 급격하게 상승했고, 2) 이로 인해서 높은 수익률을 확보한 외국인들이 더 이상 리스크를 감내하지 않게 되어 매도했기 때문이라고 판단. 하지만, 외국인 평균 매입단가는 서서히 높아지고 있고, 주요 기업들의 자사주 매입 등이 이를 가속화시켜줄 것으로 판단. 한국 증시의 외국인 주주 구성이 장기 보유를 통해 미실현 수익을 크게 확보한 외국인에서 지금부터 미래를 긍정적으로 해석하는 외국인으로 변해갈 가능성이 높다는 것. 국적별 외국인 한국 주식 매매 동향은 패시브 자금은 여전히 매도를 지속하고 있으나, 일부 액티브 자금은 7월에 순매수로 전환했을 가능성을 보여줌

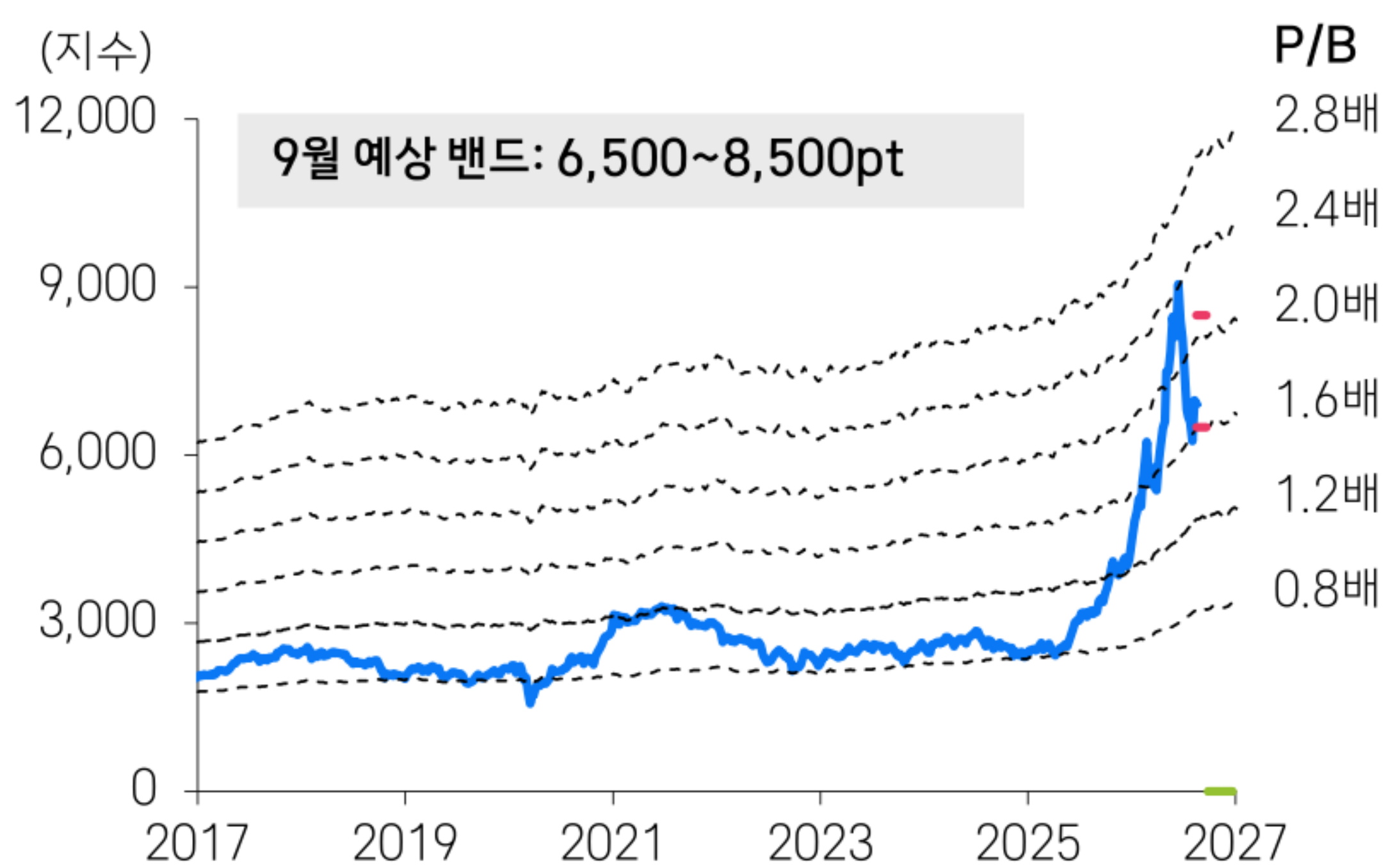
글로벌 자금이 집중되고 있는 AI 밸류체인: AI 밸류체인 10개사 (하이퍼스케일러 5개사와 메모리 반도체 3개사, 엔비디아, TSMC)의 잉여현금흐름의 합계는 1,483억 달러로 전년 대비 111%, 전분기 대비 38% 증가하며 급증. 글로벌 자금이 AI에 집중되고 있는 상황. 문제라면 메모리 3사의 잉여현금흐름의 합계가 1,153억 달러로 전체의 78%를 차지한다는 것. 글로벌 유동성과 AI 밸류체인의 현금흐름 합계가 양호하게 증가하는 한, 좋은 투자 전략은 반도체와 하이퍼스케일러를 바스켓으로 보유하는 것이지, 시장에서 멀어지는 것이 아니라고 판단

AI 밸류체인과 산업재 위주의 포트폴리오 구성 유효하다고 판단: 미국 장기 금리 상승이 글로벌 증시 상승을 저해하는 요인으로 제기되고 있음. 그러나, 2023년 10월 말 미국 국채 10년물 금리가 전고점인 4.99%를 기록한 이후 3년이 채 지나지 않은 현재 시점까지 MSCI AC World 지수는 80% 상승하였음. 장기 금리 수준과 향후 주가 수익률은 별개일 수 있다는 것. 장기금리가 안정되는 조짐을 보이기 시작하면 글로벌 증시는 매력적인 밸류에이션과 이익 성장을 근거로 강한 상승세를 보일 것으로 전망. AI 관련 종목을 포트폴리오의 중심으로 두되, 글로벌 증시 전반적으로 이익 모멘텀이 강해지는 산업재의 비중을 높일 필요도 있다고 판단. 역사적 저점으로 작용해온 12개월 예상 P/E에 해당하는 KOSPI 지수는 9,500pt로 전고점 이상임. 그러나, 글로벌 투자자들이 갖는 빅테크 기업들의 투자 지속성 관련 우려를 감안해 P/E 8배를 10~30% 할인한 6,500~8,500pt를 9월 KOSPI 트레이딩 밴드로 제시

KOSPI 지수 전망 및 밸류에이션

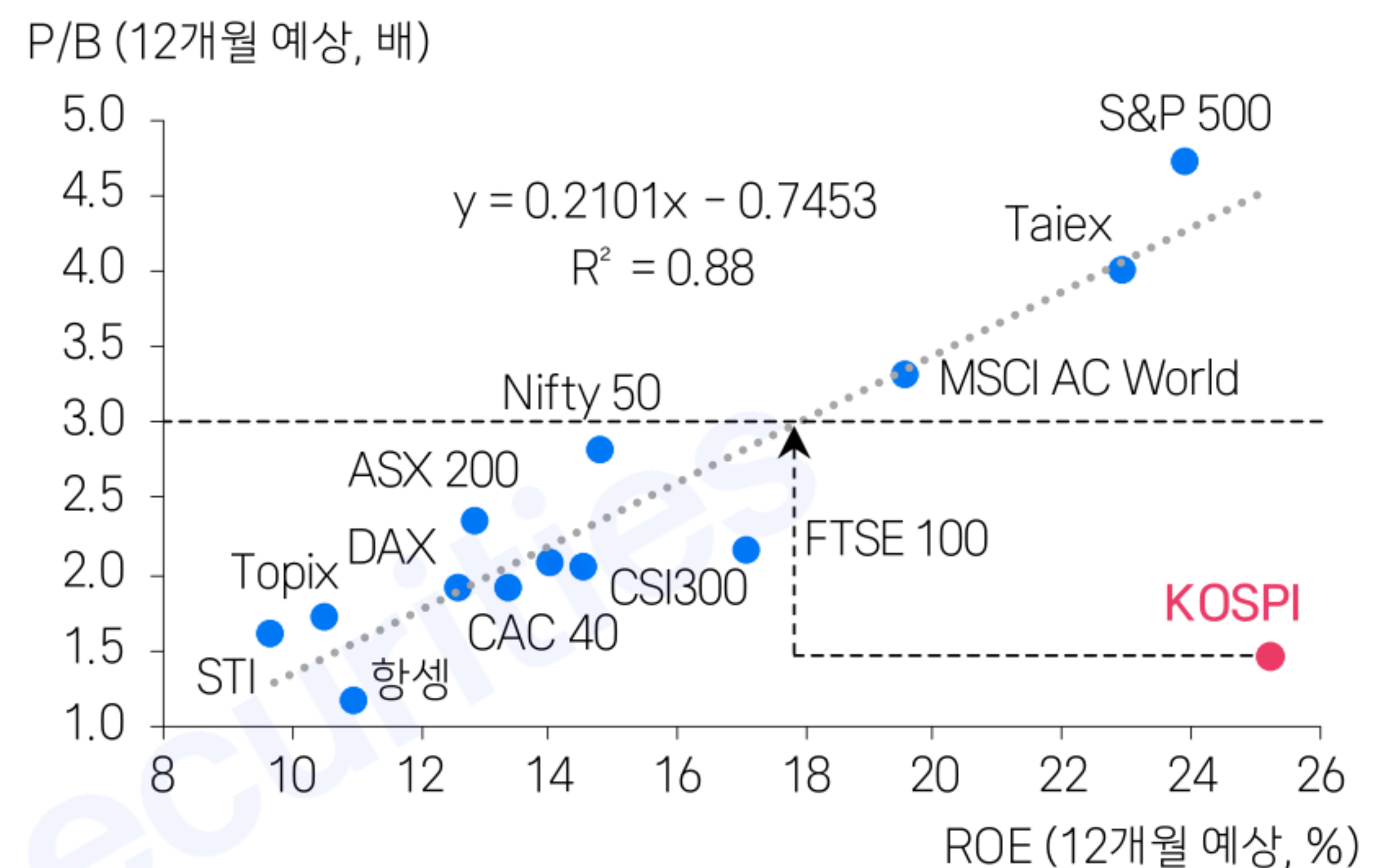
9월 KOSPI 밴드 6,500~8,500pt 제시: KOSPI 12개월 예상 ROE는 최근 들어 상승세가 둔화되기는 하였으나, 25.2%로 여전히 S&P500의 23.9%는 물론 전 세계에서 가장 높은 수준. 9월 밴드 6,500~8,500pt를 제시. 장기적 관점에서 KOSPI의 밸류에이션 하단 역할을 했던 12개월 예상 P/E 8배에 해당하는 지점은 전고점과 유사한 9,500pt. 따라서, 전고점인 9,000pt 이상도 부담스럽지는 않지만, 진행 중인 글로벌 시에 대한 투자자들의 우려를 감안하여 8배를 약 10~30% 할인하여 9월 밴드로 제시

KOSPI 12개월 예상 P/B 밴드



자료: LSEG, 삼성증권

글로벌 증시 ROE와 P/B (12개월 예상)



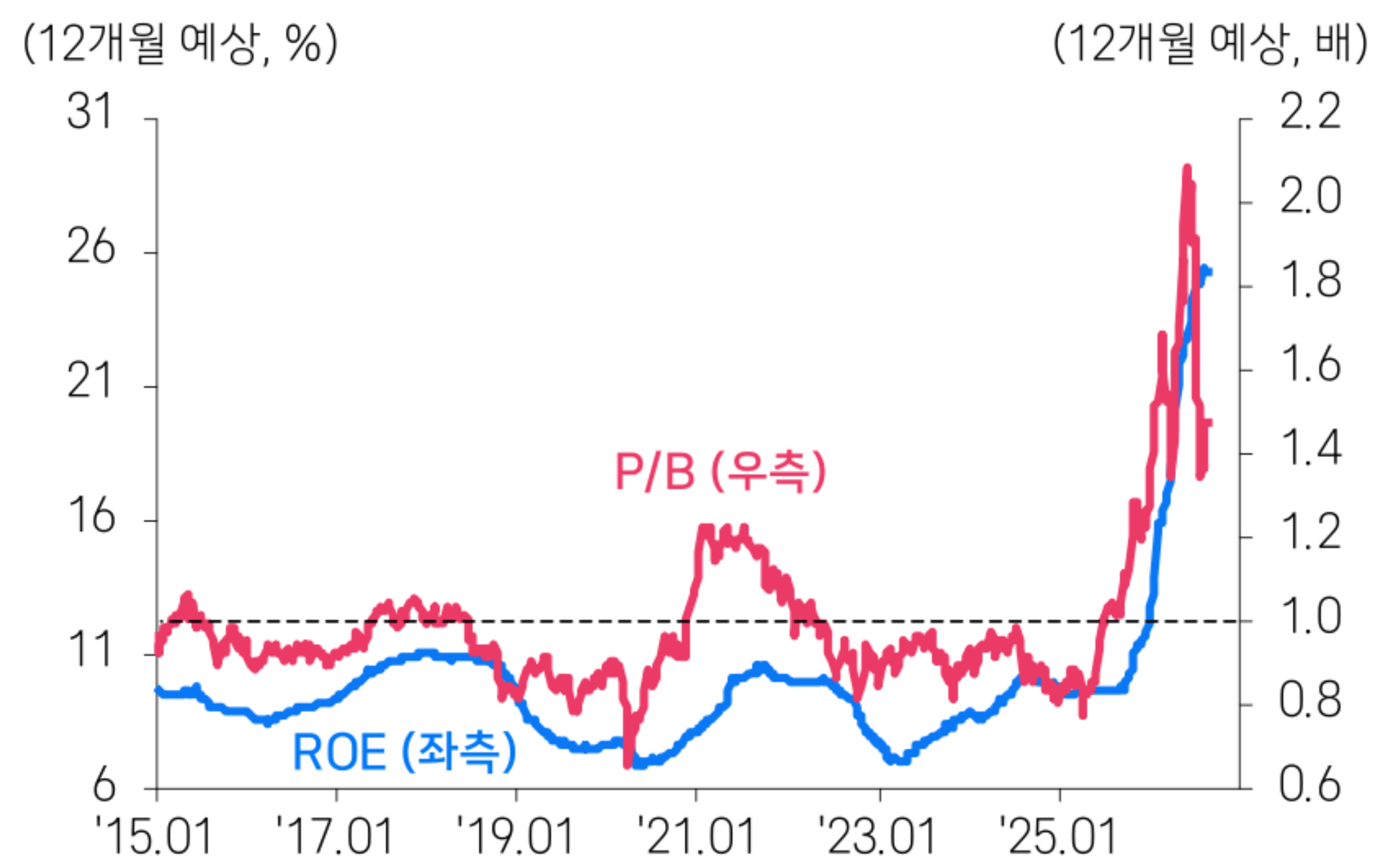
자료: LSEG, 삼성증권

KOSPI 지수와 12개월 예상 P/E



자료: LSEG, 삼성증권

KOSPI ROE와 P/B

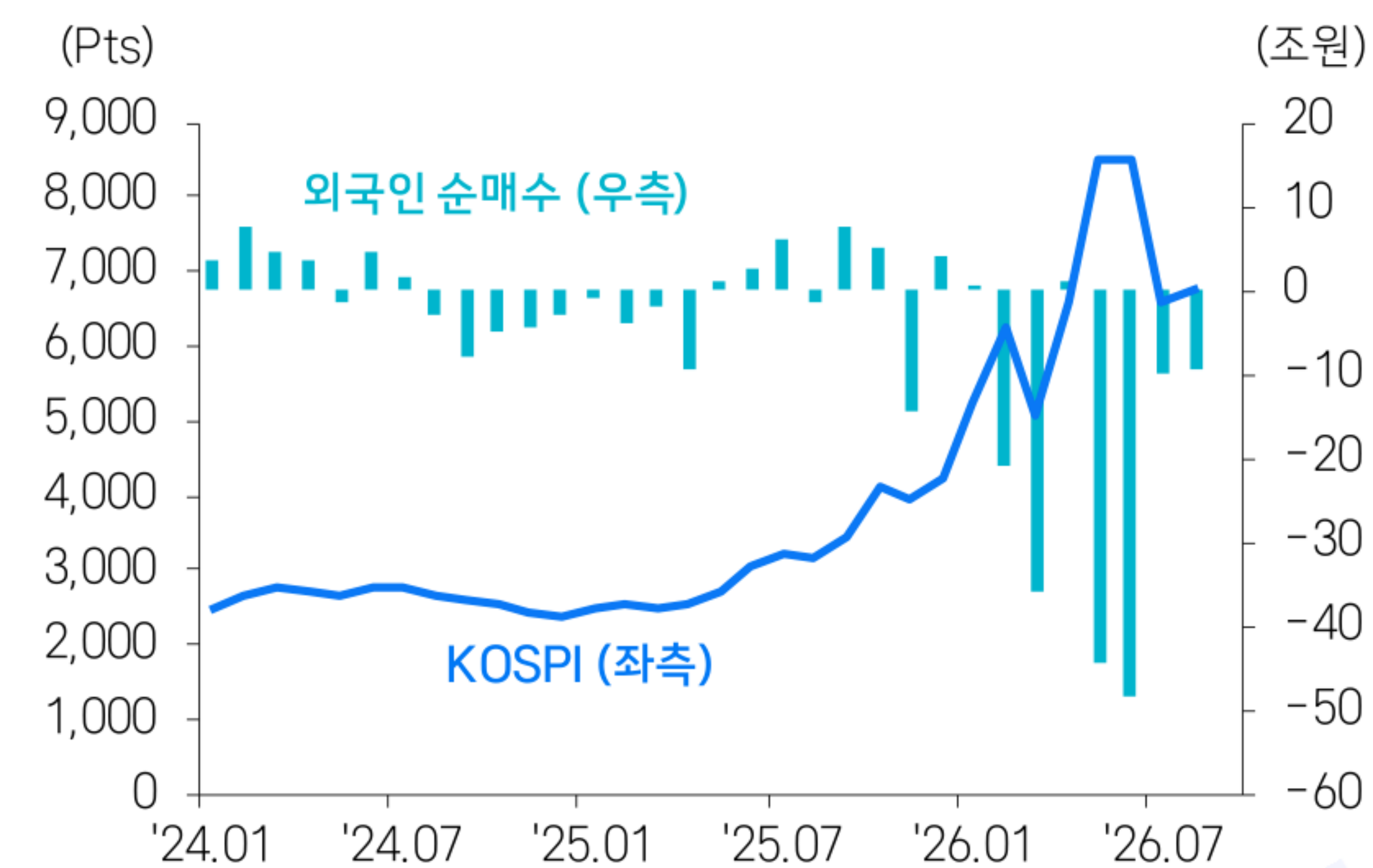


자료: LSEG, 삼성증권

한국 증시 수급 분석

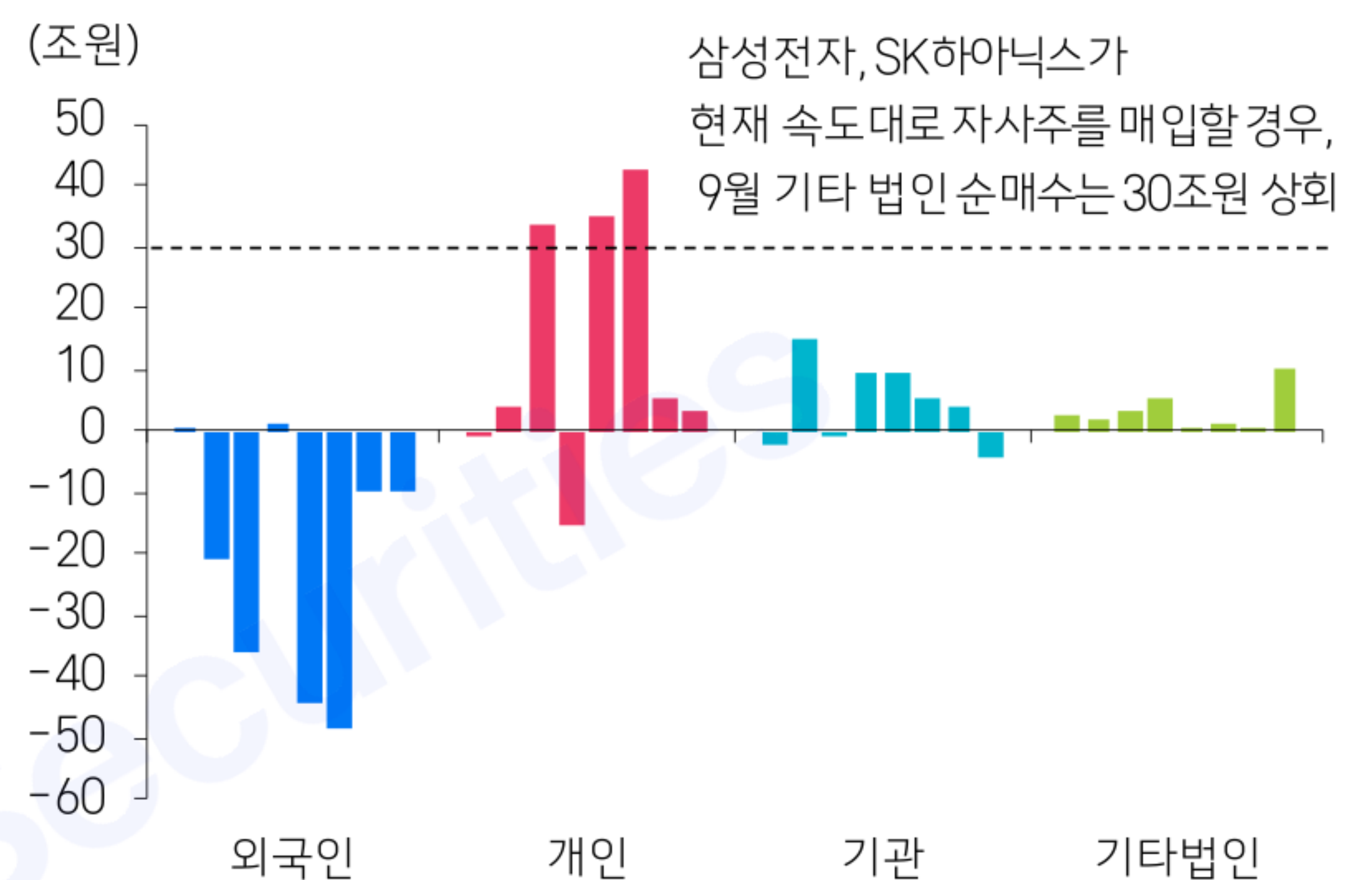
외국인 투자자들의 순매도는 2026년 상반기 집중: (펀더멘털 관련 여러 가지 노이즈가 있었겠지만) 2026년 7월 주가 하락을 수급 측면에서만 고려한다면, 상반기 증시 상승을 주도했던 개인이 외국인의 매도세를 이겨내지 못한 상황으로 해석할 수 있음. 2026년 들어 8월 28일까지 외국인은 (거래소 기준) 168조원이라는 상당한 수준의 순매도를 기록하였음. 그러나, 월별 순매수를 살펴보면 외국인은 연초 이후 6월까지 강한 매도세를 보였고, 주가 조정이 심했던 7월부터는 오히려 매도세가 둔화되는 경향을 보임. 주가가 낮은 수준에서는 급격하게 매도하지 않았다는 것

KOSPI 외국인 월간 순매수



참고: *8월은 28일까지 거래소 누계 기준
자료: Quantiverse, 삼성증권

투자 주체별 월간 순매수 (2026년 1월~8월*)



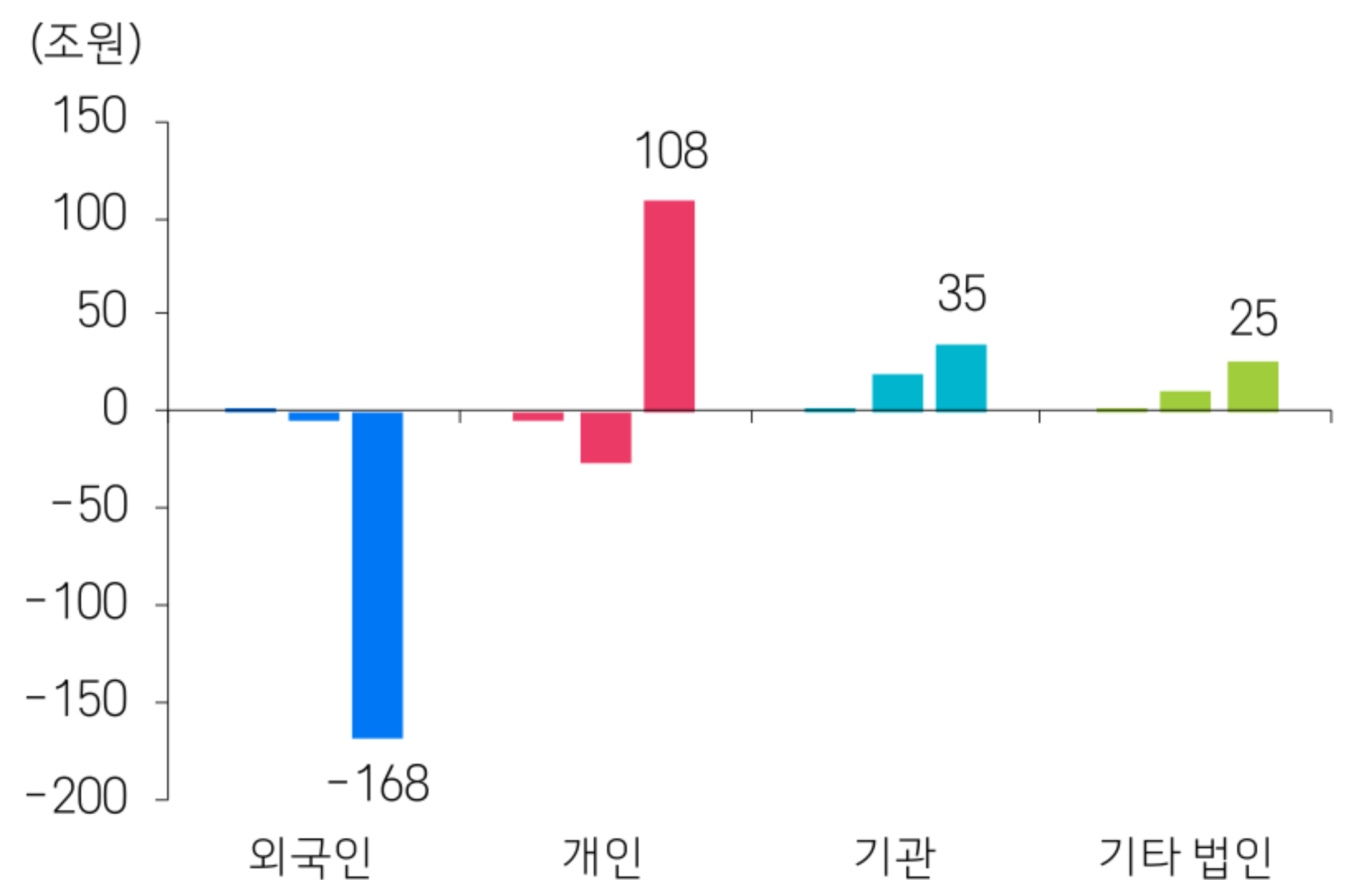
참고: *8월은 28일까지 거래소 누계 기준
자료: Quantiverse, 삼성증권

투자 주체별 누적 순매수



자료: Quantiverse, 삼성증권

투자 주체별 연간 순매수 (2024~2026*)



참고: 2026년은 8월 28일까지 누계
자료: Quantiverse, 삼성증권

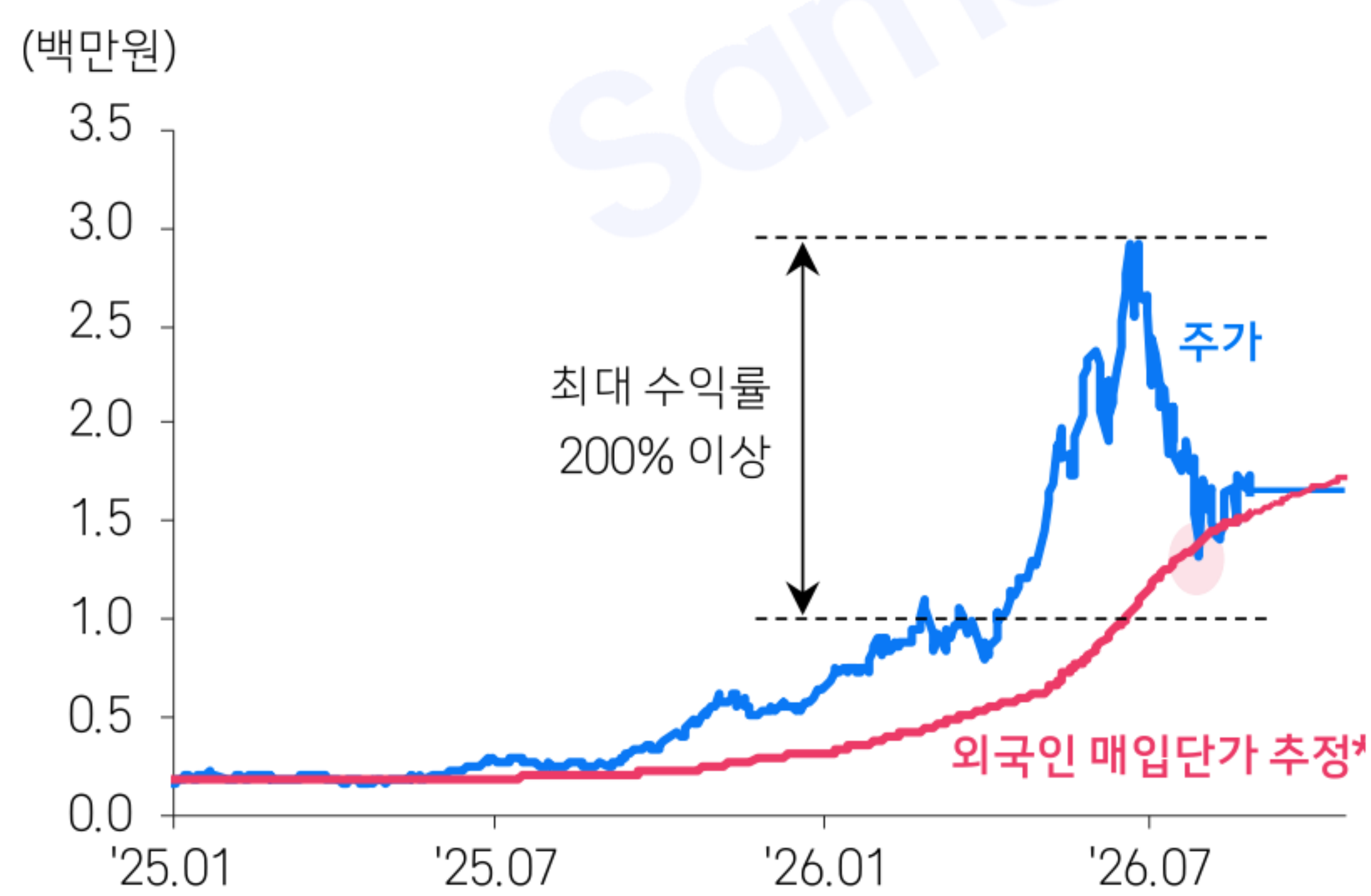
수급 측면에서 외국인들은 높은 수익률을 확정하기 위해서 올해 상반기 매도했을 가능성이 있음:

2026년 상반기 외국인의 매도 이유를 수급의 측면에서만 살펴보자면, 1) 한국 증시가 상반기에 반도체 업종을 중심으로 주가가 급하게 상승했고, 2) 이로 인해서 외국인들이 높은 수익률을 확보해 더 이상 리스크를 감내하지 않게 되었기 때문이라고 판단. 예를 들어 SK하이닉스의 경우, 외국인들의 해당 종목에 대한 수익률은 급격하게 높아져 6월 22일 주가 고점에서는 외국인들의 평균 수익률이 200% 이상이었을 것으로 추정됨. 그런 상황에서는 아무리 미래가 긍정적이라고 하더라도 이익을 확정 및 실현하는 것이 매니저로서 타당한 선택일 가능성이 높음

외국인 매입단가와 유사한 수준으로 주가가 하락하자 탄력적인 반등 경험: 아래 왼쪽 차트에서 볼 수 있듯 SK하이닉스 주가와 외국인 매입단가 추정치가 유사해지는 7월 31일 강한 반등을 경험. 물론, 해당일에 마이크로소프트 실적 서프라이즈 등의 호재가 있기도 하였으나, 상한가 수준의 반등이 나올 때는 수급적인 요인도 충분히 작용을 했을 것으로 추정됨

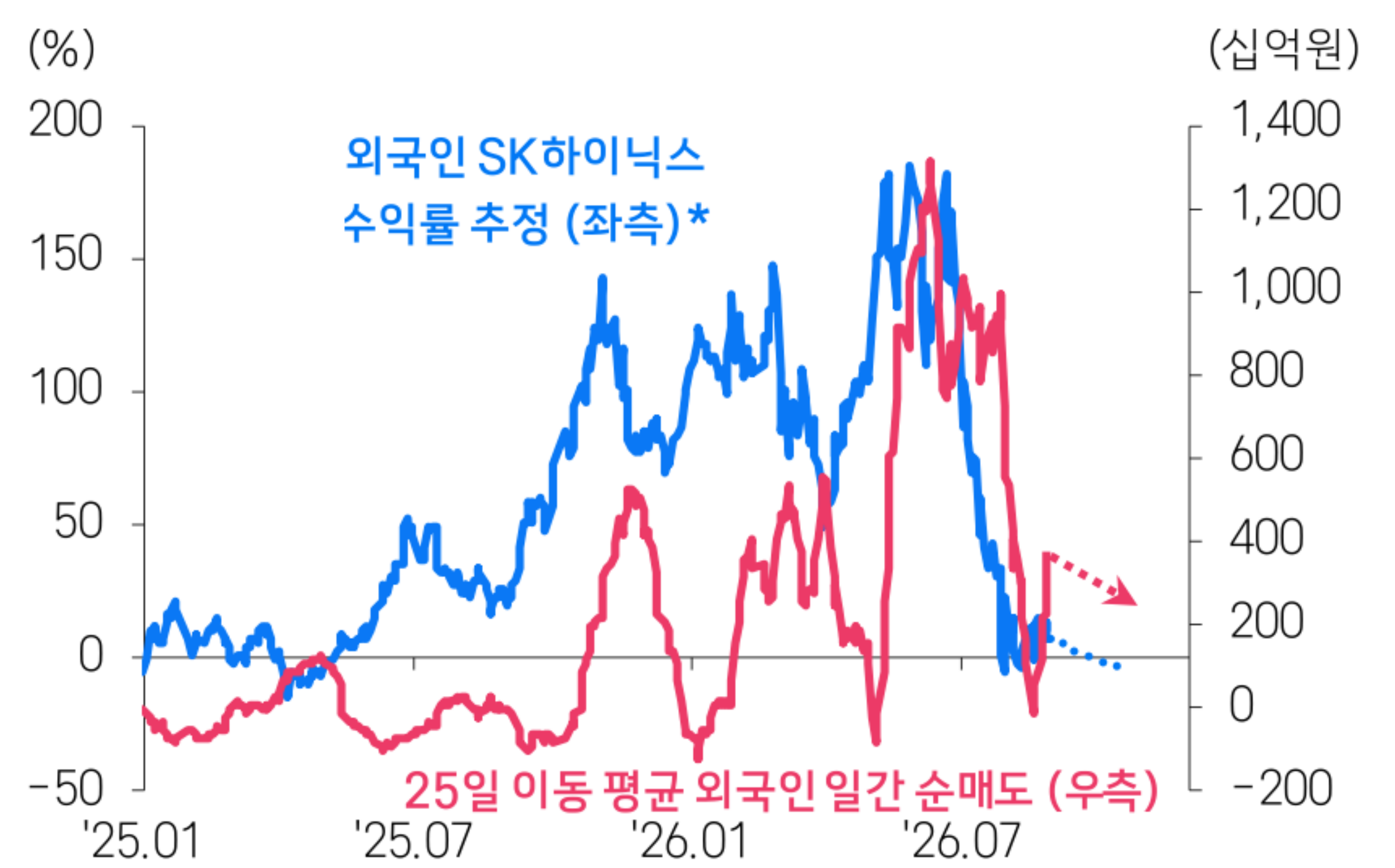
자사주는 외국인 매입 평균 단가를 높여주는 역할을 할 것으로 예상: 8월 20일 시작된 SK하이닉스의 자사주 매입은 하루에 약 1조원 정도로 진행되고 있기 때문에 현재의 빠른 속도가 유지된다고 하더라도, 약 10월 20일까지는 지속될 것으로 추정됨. 만약, 외국인이 해당 기간에 (순매수든 순매도든) 일평균 매수 3조원 이상을 지속한다고 가정하면, SK하이닉스의 자사주 매입이 마무리되기 이전에 외국인 평균 매입 단가가 170만원을 넘어서며 현재 주가를 충분히 상회할 것으로 추정됨. 한편, 오른쪽 차트는 외국인의 25일 이동 평균 일간 순매도가 SK하이닉스 수익률 추정치에 소폭 후행하는 것을 보여주는데, 외국인 추정 수익률이 0%에 수렴한 이후에도 외국인이 순매도를 지속할 가능성은 낮다고 판단. 외국인 주주들의 구성이 오래 전에 사서 이미 높은 미실현 수익률을 확보한 외국인에서, 향후 기업의 미래에 대해서 긍정적으로 전망하고 주가 상승을 예상하는 주주로 바뀌게 될 것이기 때문

SK하이닉스 주가와 외국인 추정 매입단가



참고: * 1) 주식 재고의 선입선출(First in first out)과 2) 주가 현 수준 유지를 가정
자료: Quantwise, 삼성증권

외국인의 SK하이닉스 추정 수익률과 순매도

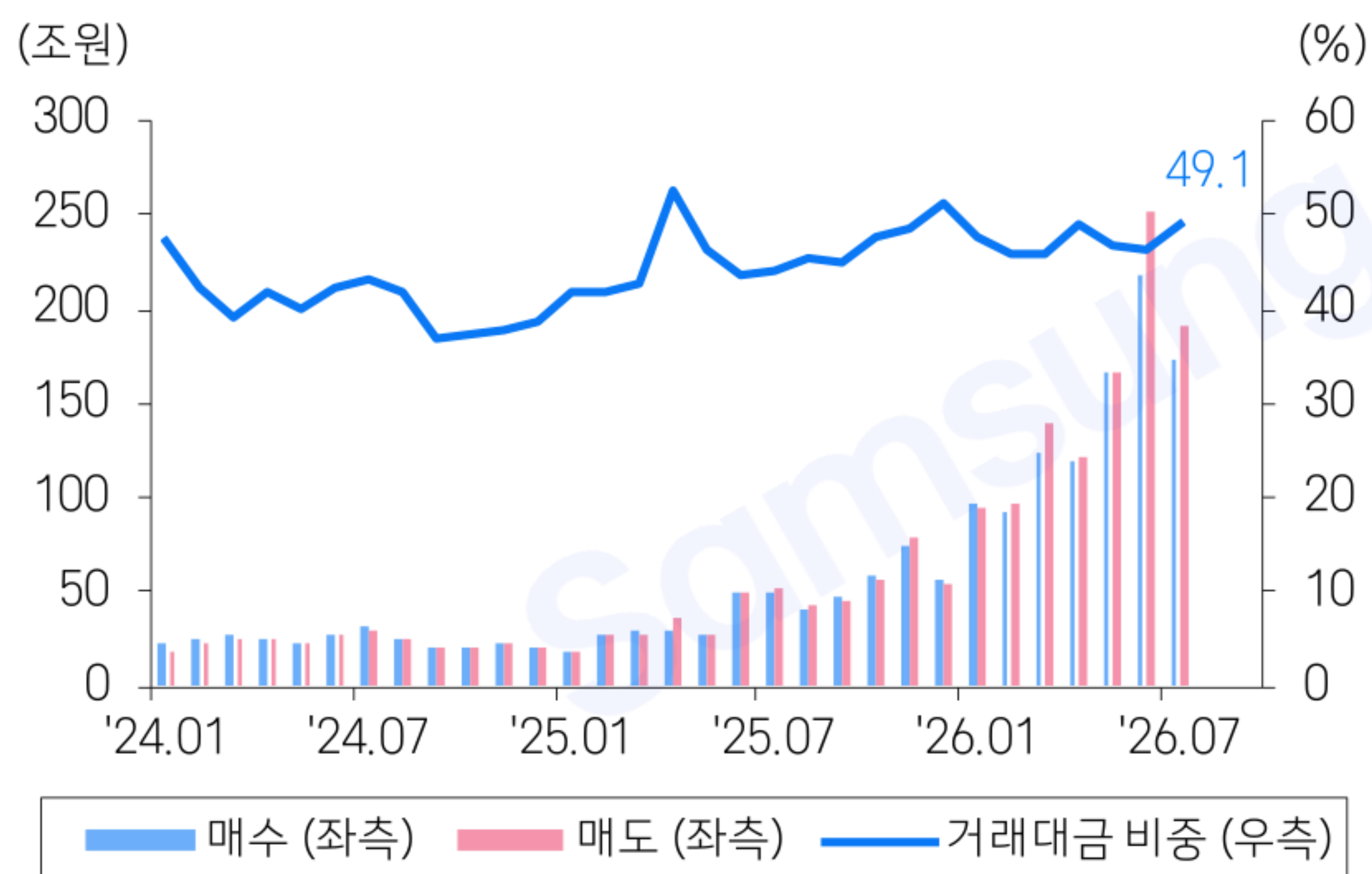


참고: * 왼쪽 차트에서 파란색과 빨간색 선의 차이 (=주가/매입단가)
자료: Quantwise, 삼성증권

패시브 투자자를 대표할 가능성이 높은 영국 투자자의 흐름: 금감원에서 집계하는 월별 외국인 국적별 매매현황에서 영국의 비중은 대부분의 시기에서 40%를 상회. 한국의 외국인 주식 거래가 기본적으로 영국과 영국 외로 나뉘진다는 것. 이는 영국에 큰 펀드가 있기 때문이라기보다는 패시브 펀드들이 1) 비용을 낮추기 위해 글로벌 커스터디안(수탁기관)이 사용하는 하나의 통합(omnibus) 계좌를 사용하고, 2) 리밸런싱 시 수십 개 시장에서 동시에 대량 매매가 발생하기에 시간대가 유리한 (미국-아시아 연계) 런던을 운용 허브로 활용하기 때문일 가능성이 높음. 3) 완전 자동화가 가능한 영역에서 런던 기반 글로벌 커스터디언이 해당 분야에 강점을 갖고 있기도 함. 그 밖에 유럽계 보험사나 연기금, 중동 국부펀드 등도 영국계 커스터디언을 사용하는 것으로 알려져 있음

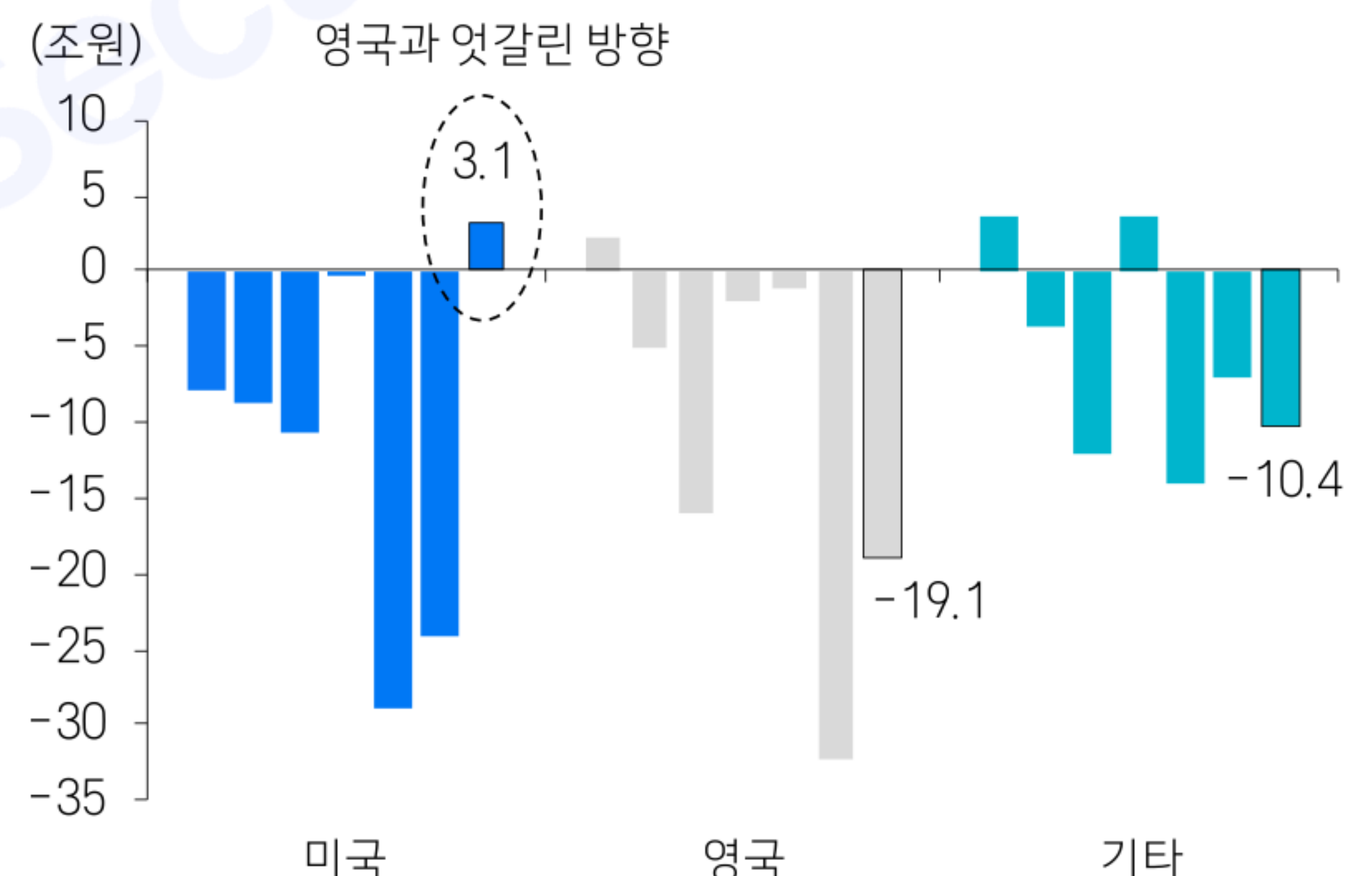
7월에 엇갈린 해외 국가별 흐름은 향후 외국인이 매도만 하지는 않을 가능성을 높여준다고 판단: 외국인의 대량 매도가 있었던 시점인 7월에 영국, 싱가포르, 룩셈부르크, 아일랜드 등은 순매도를 기록했으나, 미국, 케이맨제도, 호주, 프랑스 등은 순매수를 기록. 국가마다 다양한 성격의 펀드가 있기 때문에 단정해서 주장하기는 어려우나, 앞서 언급하였듯 패시브로 집계되는 투자자들의 매도가 강했을 가능성이 높다고 판단. 한편, 액티브 투자자의 비중도 높을 것으로 예상되는 미국 투자자가 2025년 10월부터 9개월 연속 순매도를 마치고 순매수를 했다는 점에서 외국인 수급이 바닥을 잡아가고 있을 가능성이 있다고 판단

영국으로 집계되는 투자자들의 거래대금 비중



자료: 금융감독원, 삼성증권

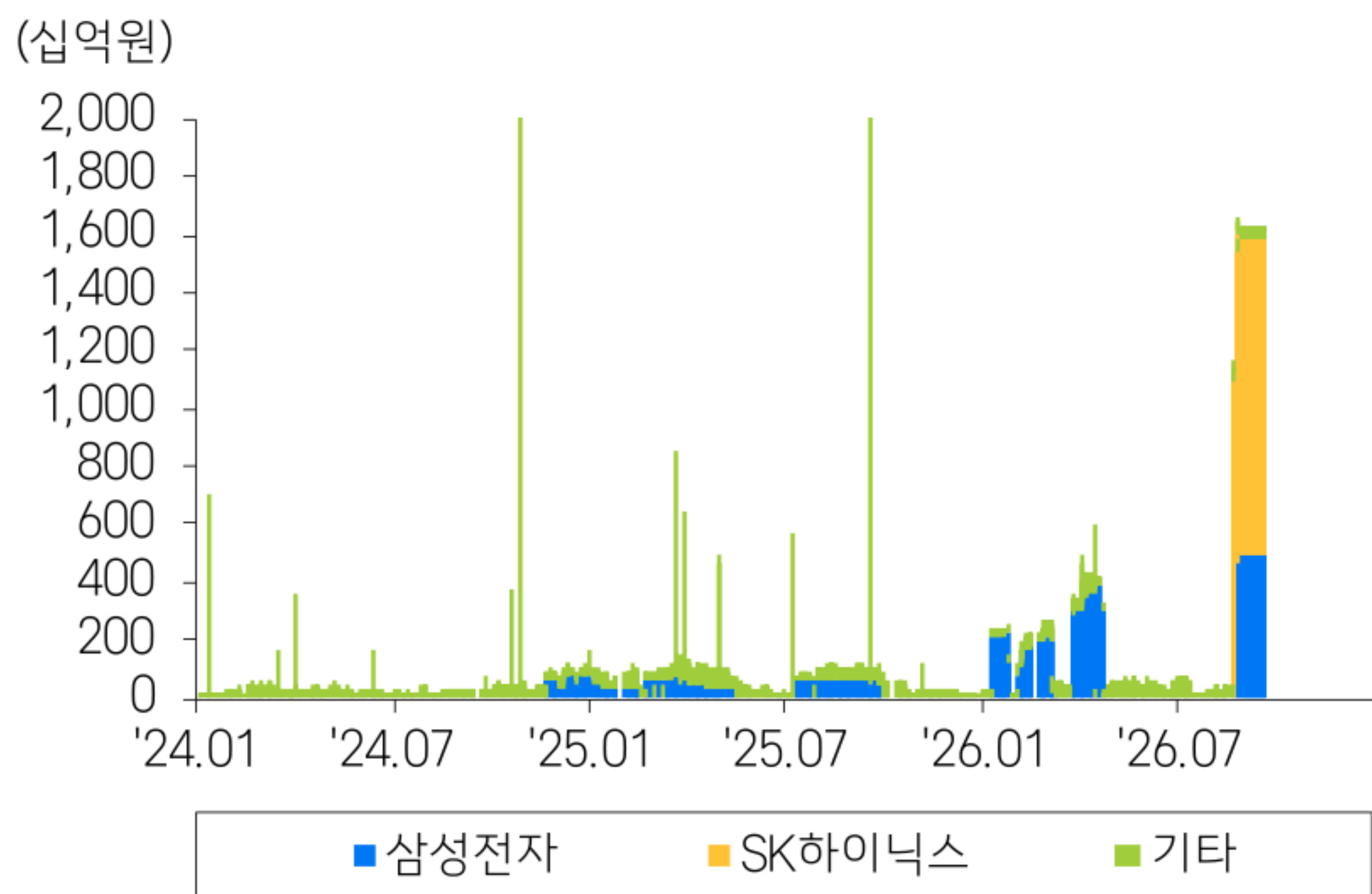
국적별 외국인 투자자 순매수 (2026년 1~7월)



자료: 금융감독원, 삼성증권

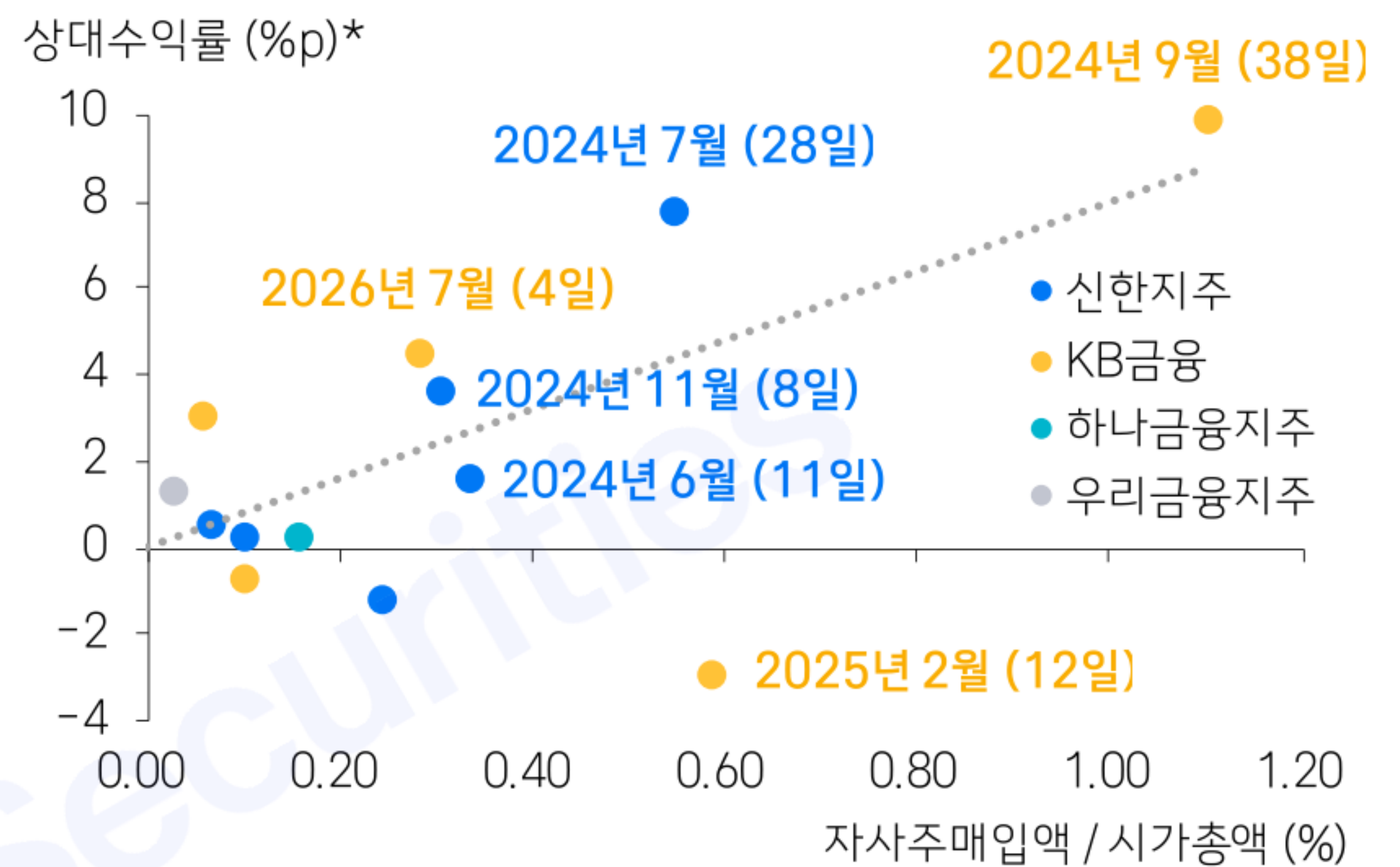
반도체 기업들의 유례가 없는 수준의 주주환원 금액: 삼성전자는 올해 90~110조원의 주주환원 계획을 발표하였고, SK하이닉스도 40조원의 자사주 매입을 8월 20일부터 진행 중. 삼성전자는 주주환원 계획과 별개로 15조원 규모의 임직원 보상용 자사주 매입을 8월 24일부터 시작. 이로 인해 8월까지 두 기업은 하루에 각각 1조원, 0.5조원의 속도로 자사주를 매입 중. 이는 과거 어떤 시기보다 공격적인 자사주 매입 속도로 한국 증시 수급에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상됨. 참고로, 삼성전자는 2024년~2025년 주주가치 제고 차원에서 10조원 규모의 자사주를 매입하였고, 2026년 상반기에도 임직원 성과급 지급용으로 자사주를 매입한 바 있음

KOSPI200 자사주 매입액 추정



참고: 8월은 28일까지 거래소 누계 기준. 기타법인의 마지막 막대는 9월 30조원 추정치
자료: Quantivise, 삼성증권

은행 업종 자사주 매입 효과



참고: * 대형 4사 중 단독으로 자사주 매입 시 W126 은행지수 대비 상대수익률
괄호 안은 지속기간, 점선은 시가총액 1% 자사주 매입 시 8%p 아웃퍼폼 의미
2025년 2월 KB금융 주가 부진은 자본비율, 주주환원 규모 시장 예상 하회에 기인
자료: Quantivise, 삼성증권

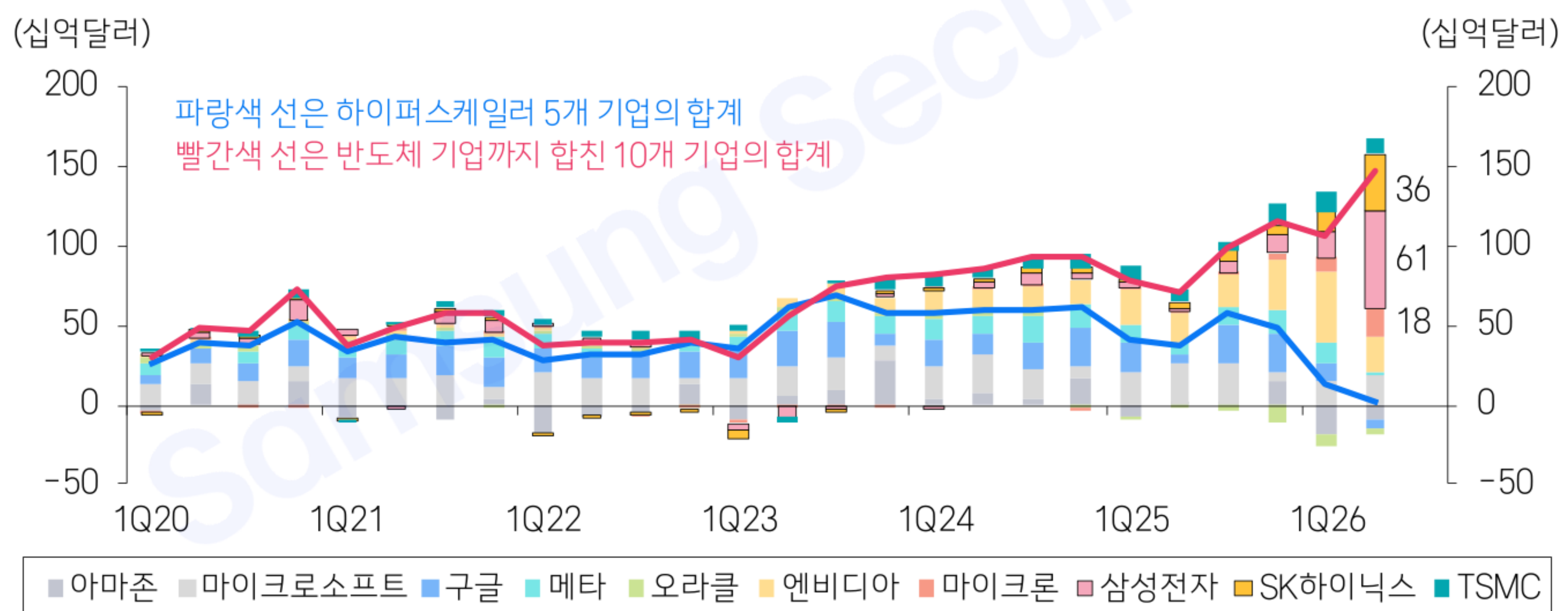
자사주를 매입하는 동안 주가가 부진하기는 어려움: 한국 증시는 수급에 민감한 편이라고 판단. 재무학적으로 세금 효과를 제외하면 자사주 매입과 배당은 기업가치에 동일한 영향을 미치지만, 변동성이 높고, 투자자들이 투자 기간이 짧다면 투자자들은 자사주 매입을 선호할 가능성이 높음. 관련해서, 은행 업종의 경우, 4대 대형주(KB, 신한, 하나, 우리) 중 하나의 기업이 나머지 3개 기업이 자사주를 매입하지 않을 때, 단독으로 자사주를 매입하게 되면 시가총액의 1% 매입 시 약 7~8%가량 은행 업종 지수를 아웃퍼폼했던 경험이 있음. 은행 지수에 자사주 매입 기업의 주가도 포함되는 것을 감안하면 실제 효과는 그 이상일 것. 외국인 수급이 중립을 유지한다면, 반도체 업종의 자사주 매입도 효과를 보여줄 것으로 판단

한국 증시 기업 이익 및 펀더멘털 분석

AI 밸류체인 내 합계 잉여 현금흐름은 높은 속도로 증가 중: 글로벌 하이퍼스케일러 5개사(알파벳, 마이크로소프트, 아마존, 메타, 오라클)와 반도체 기업 5개사(엔비디아, 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론, TSMC) 합계 잉여현금흐름은 1,483억 달러로 전년 대비 111%, 전분기 대비 38% 증가(Bloomberg 기간 조정 수치). AI 생태계로 글로벌 자금이 쏟아지고 있는 상황으로 볼 수 있음. 문제는 반도체 5개사 합계 잉여현금흐름이 1,461억 달러로 전체의 98.6%에 달하고, 메모리 반도체 3사(삼성전자, SK하이닉스, 마이크론)의 잉여현금흐름 합계가 1,153억 달러로 전체의 77.8%에 달하기 때문에 쏠림 현상이 심한 편이고, 하이퍼스케일러의 투자가 지속되지 못할 가능성에 대한 투자자들의 우려가 발생한다는 것

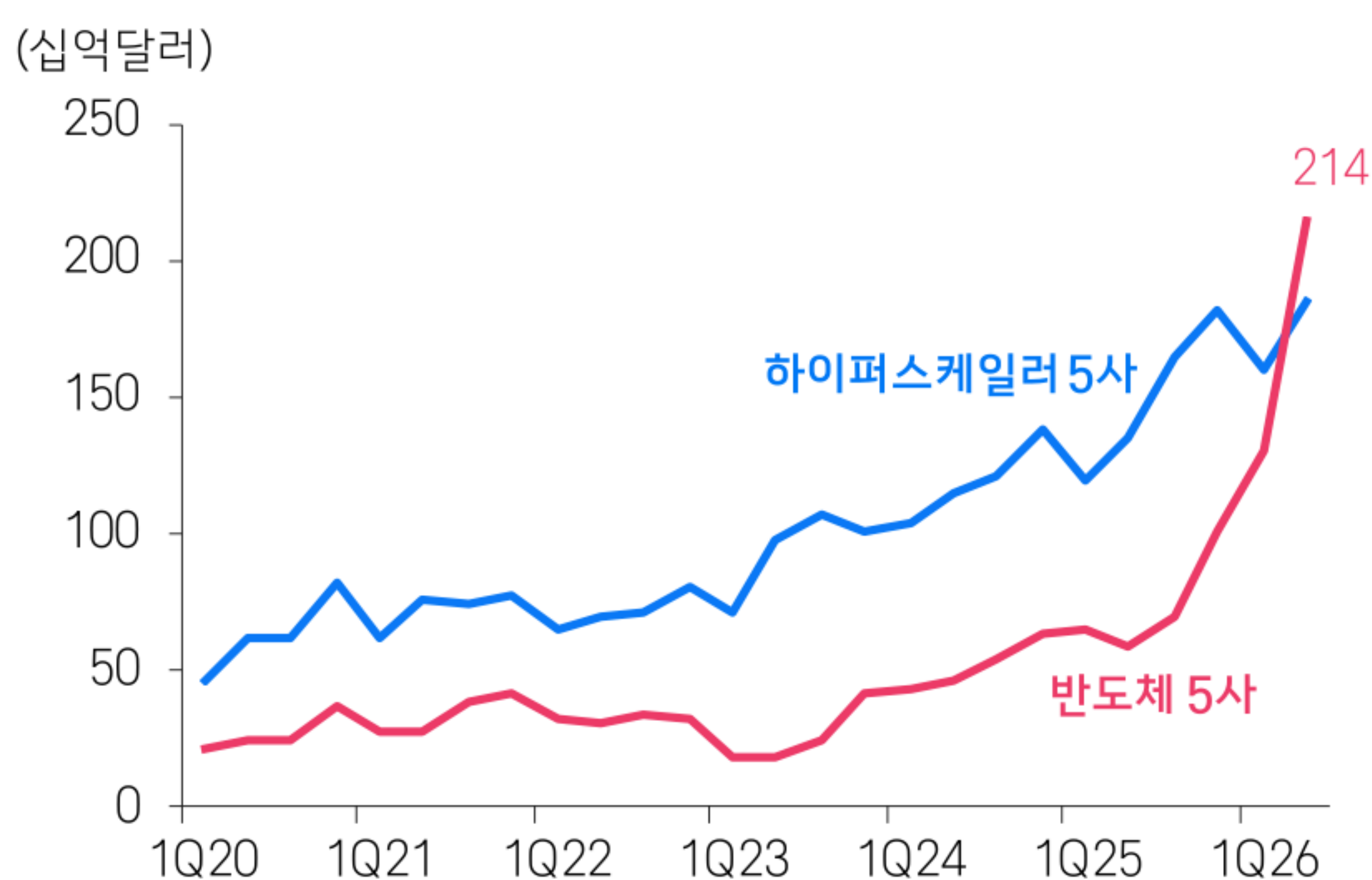
반도체와 하이퍼스케일러를 바스켓으로 사는 것이 정답일 것: 투자자들은 같은 현금흐름에 대해서도 관성적으로 매우 다른 차원의 밸류에이션을 적용 (하이퍼스케일러 18~20배 vs 메모리 반도체 4~5배). 그러나, 글로벌 물가가 급등하거나, 신용경색이 심각하게 나타나지 않는 한, 한 번 발행된 현금이 금융시장에서 쉽게 사라지지는 않음. 결국, 반도체 기업들의 장기 계약 비중 확대가 글로벌 빅테크 기업의 장기 현금흐름 전망을 양호하게 만들어준다면, 순서와 폭의 차이가 있을 수는 있겠으나, AI 밸류체인 내 기업들의 주가 상승 가능성이 높다고 판단.

주요 기술 기업들의 잉여현금흐름 합계



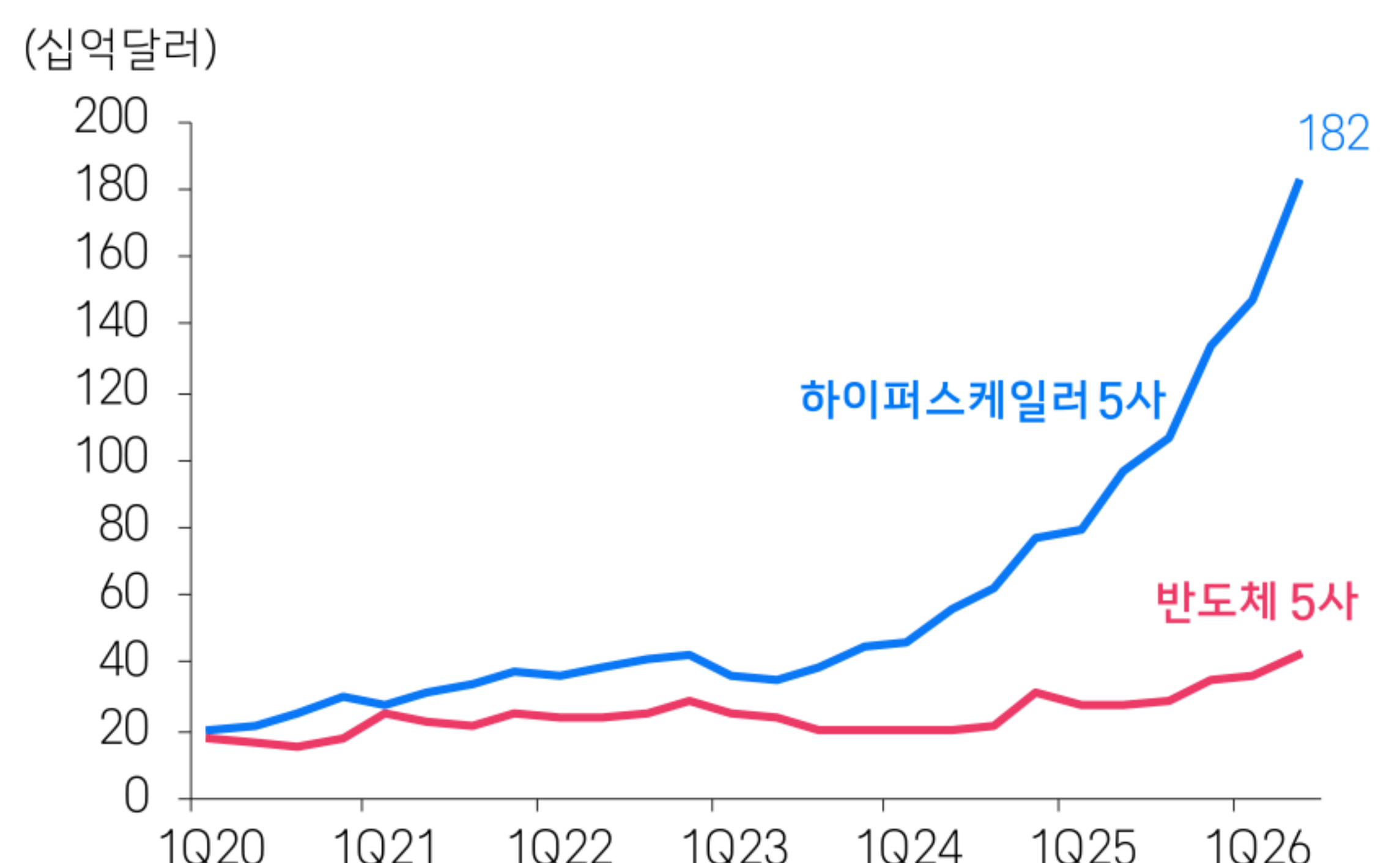
자료: Bloomberg, 삼성증권

주요 기술 기업들의 영업활동 현금흐름 합계



자료: Bloomberg, 삼성증권

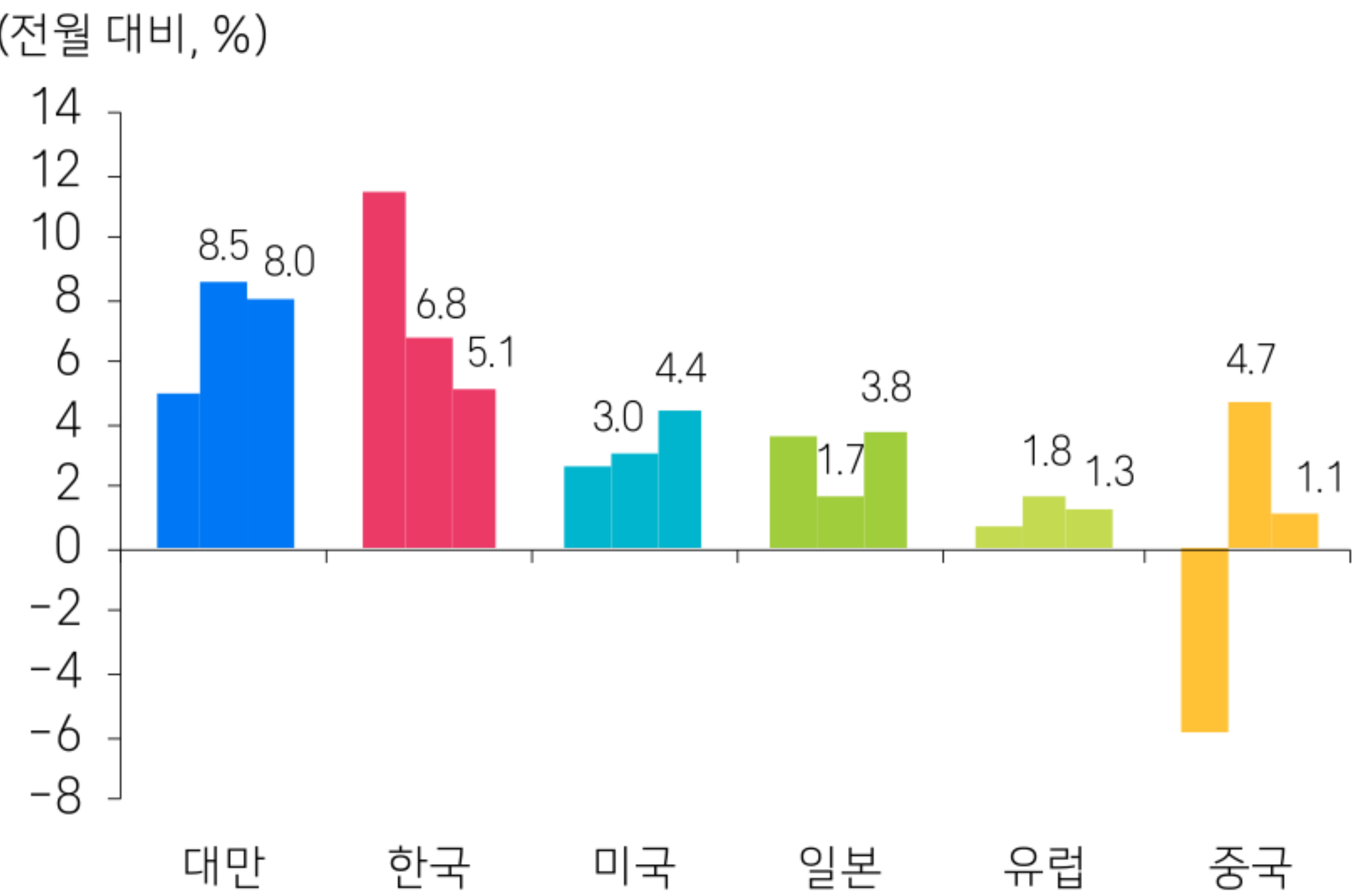
주요 기술 기업들의 Capex 합계



자료: Bloomberg, 삼성증권

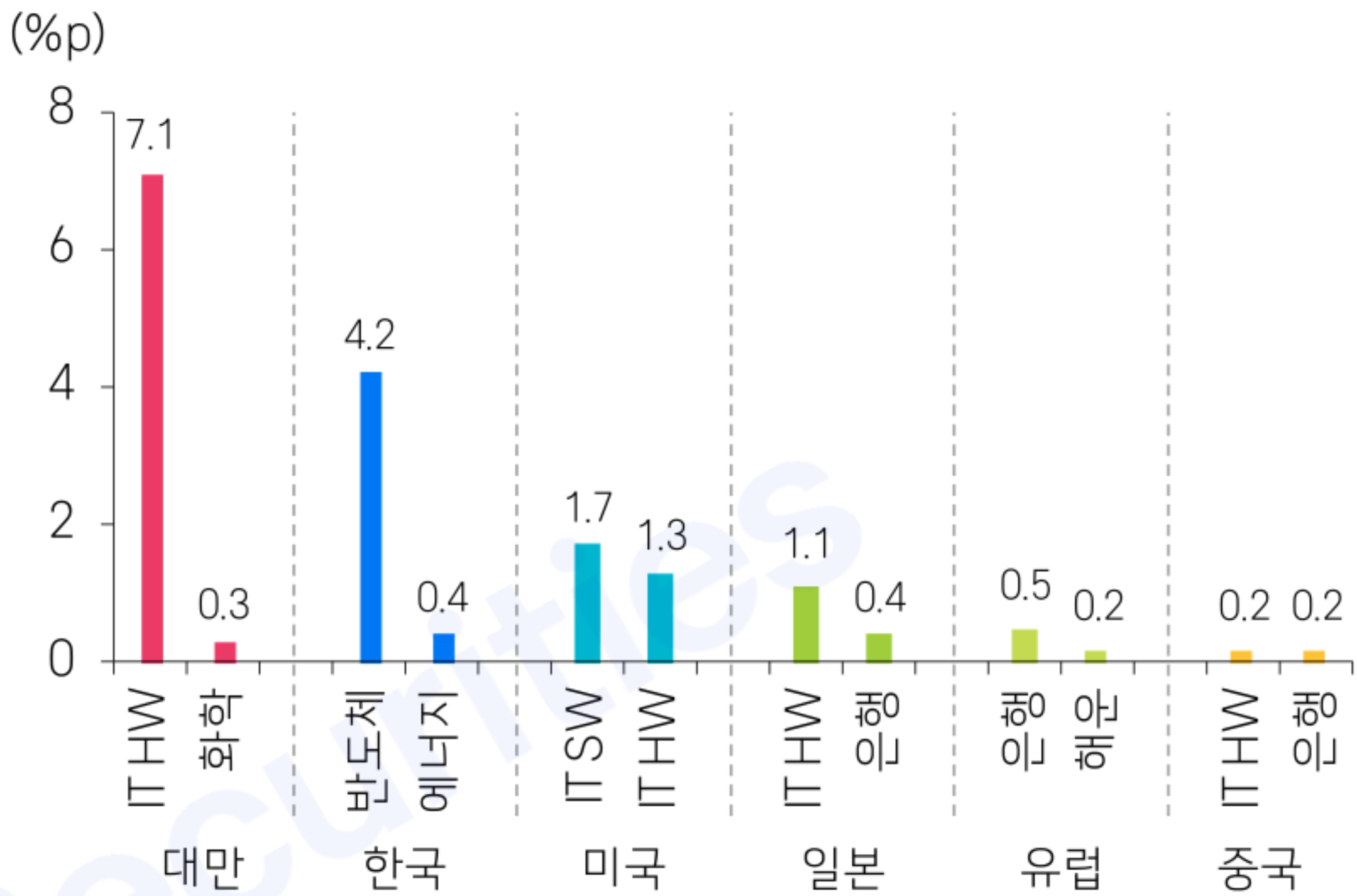
강력한 글로벌 기업 이익 모멘텀: 글로벌 이익 모멘텀은 여전히 시가 건인. 미국의 엔비디아, 알파벳, 아마존, 마이크론, 마이크로소프트 등이 견인하며 S&P500의 12개월 예상 순이익은 전월 대비 4% 이상 증가하였을 것으로 추정되고, TSMC가 견인하는 대만 증시 역시 글로벌 증시에서 가장 강한 모멘텀을 시현하고 있으며, 일본의 경우, 이익 모멘텀이 다양한 업종에서 나타나고 있음. 12개월 예상 EPS, 혹은 순이익 전망치 상향 조정폭이 전월 대비 2%만 상회를 해도 강력하다고 부를 수 있는데, 4%에 육박하거나 상회하는 국가들이 대거 나타나고 있는 상황이어서, 글로벌 기업 경기가 나쁘지 않다는 점을 시사함

주요국 증시 전월 대비 12개월 EPS (6, 7, 8월)



참고: 8월 21일 기준, 한국 KOSPI 200, 미국 S&P 500, 유럽 MSCI 유럽, 일본 Nikkei 225, 대만 가권 지수, 중국 CSI 300 흑자 기업 대상
자료: LSEG, Quantiwise, 삼성증권

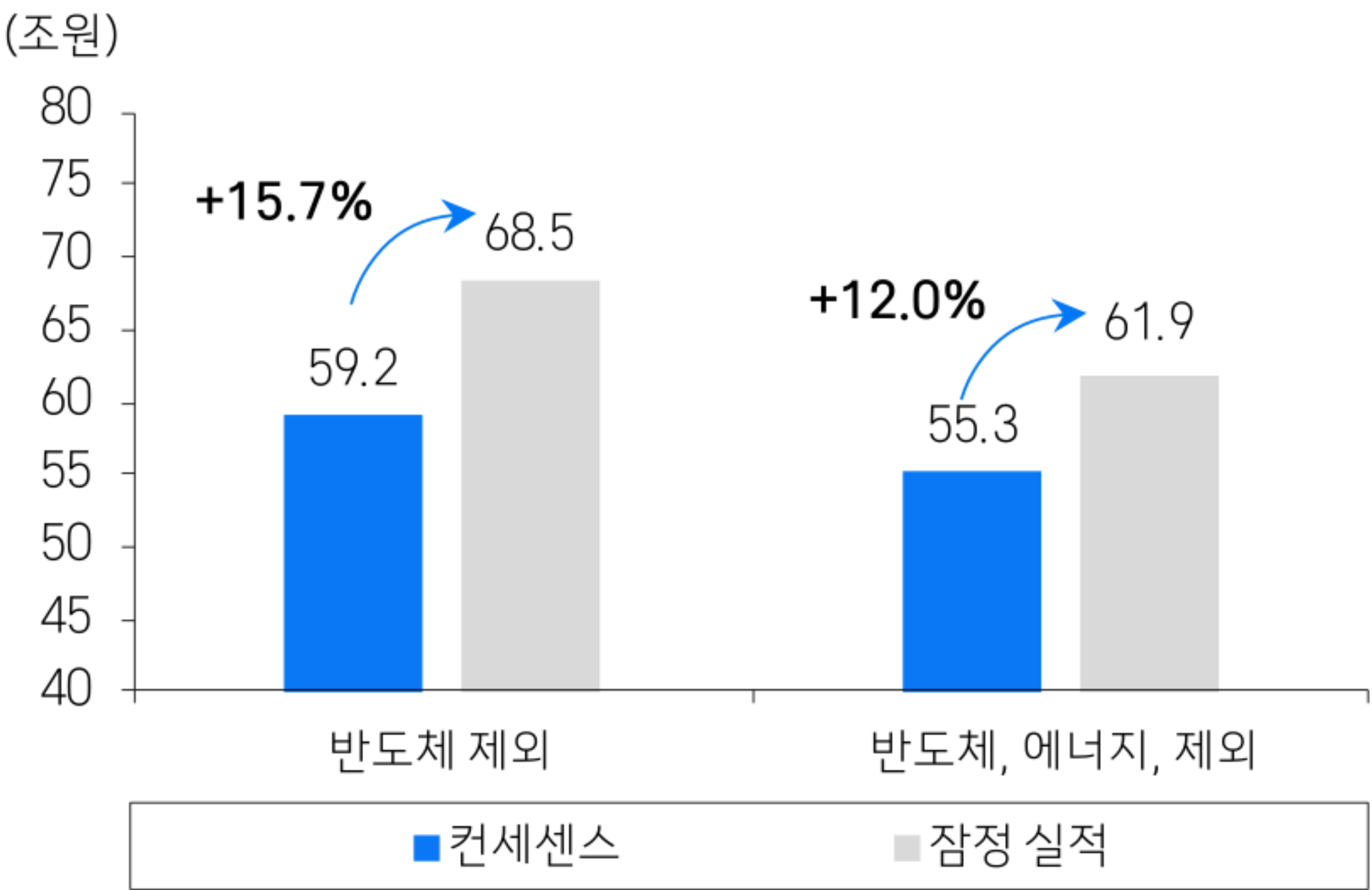
8월 업종별 증시 순이익 상향 조정 기여도



참고: 오른쪽 차트의 합계가 왼쪽 차트의 8월 수치를 설명. 차이는 기타 업종
미국 IT SW에 소매업종인 아마존 0.6%p 포함
자료: LSEG, Quantiwise, 삼성증권

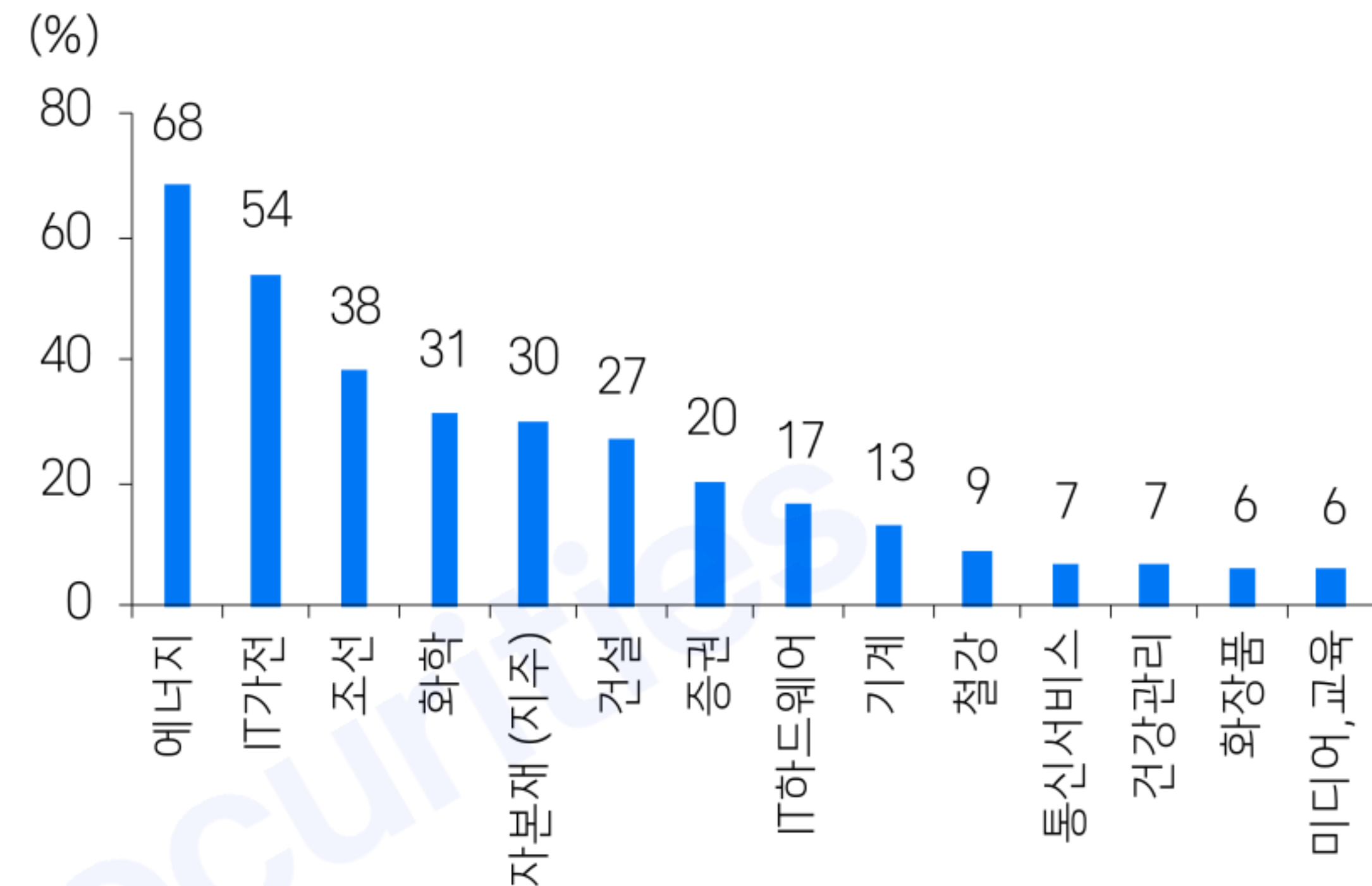
다양한 업종에서 컨센서스를 상회한 2분기 한국 기업들: 2분기 반도체 업종 영업이익은 170조원으로 컨센서스 160조원을 6.1% 상회. 양호한 실적이었으나, 시장은 더 큰 기대를 했었던 것으로 추정됨. 반면, 반도체를 제외한 영업이익은 77조원으로 컨센서스 65조원을 18.5% 상회. 일회적일 수도 있는 재고 평가이익을 경험한 에너지 업종을 제외한다고 해도 컨센서스를 12.5% 상회. 상당히 많은 업종이 서프라이즈를 기록한 것. 다만, 유통, 자동차, 은행, 필수소비재 등 내수 관련 업종의 실적은 기대보다 부진했던 것으로 추정

KOSPI200 기업 2분기 영업이익



참고: KOSPI200 중 컨센서스가 있는 기업 대상. WI26 분류 기준
자료: Quantiverse, 삼성증권

업종별 2분기 영업이익 (컨센서스 대비)



참고: KOSPI200 중 컨센서스가 있는 기업 대상. WI26 분류 기준
자료: Quantiverse, 삼성증권

높지 않은 2027년 기대가 주가 측면에서는 기회가 될 전망: 2분기 양호한 실적 발표에도 불구하고, 2027년에 대한 시장의 기대는 높지 않은 것으로 추정. 시장 애널리스트들은 반도체를 제외한 업종의 이익이 2026년에 전년 대비 46% 증가하였음에도 불구하고, 2027년에는 11.7% 증가에 그칠 것으로 전망하고 있음. 은행, 통신 등의 이익 전망치 상향 조정 가능성이 있다고 판단하고, 이익 전망치 감소폭이 클 것으로 추정되는 증권 업종도 컨센서스를 상회할 가능성이 있을 것으로 판단

2026년 전년 대비 영업이익 증가 기여도 상위 업종

(조원)	2025	2026E	차이	(%)
반도체와반도체장비	100.3	705.9	605.6	603.6
에너지	4.0	31.2	27.3	688.6
자본재	40.2	65.9	25.7	64.1
증권	11.4	19.1	7.6	66.8
소재	3.5	10.7	7.2	207.3
전자와 전기제품	(0.3)	5.8	6.1	(2113.6)
은행	31.3	35.0	3.7	11.7
자동차와부품	28.5	30.9	2.5	8.6
기술하드웨어와장비	1.3	3.2	1.9	143.0
미디어와엔터테인먼트	5.0	6.5	1.5	29.7
합계	282.5	972.1	689.6	244.1
반도체 제외	182.1	266.2	84.0	46.1
반도체와 자본재 제외	178.2	235.0	56.8	31.9

참고: KOSPI 200 기업 대상
자료: Quantiverse, 삼성증권

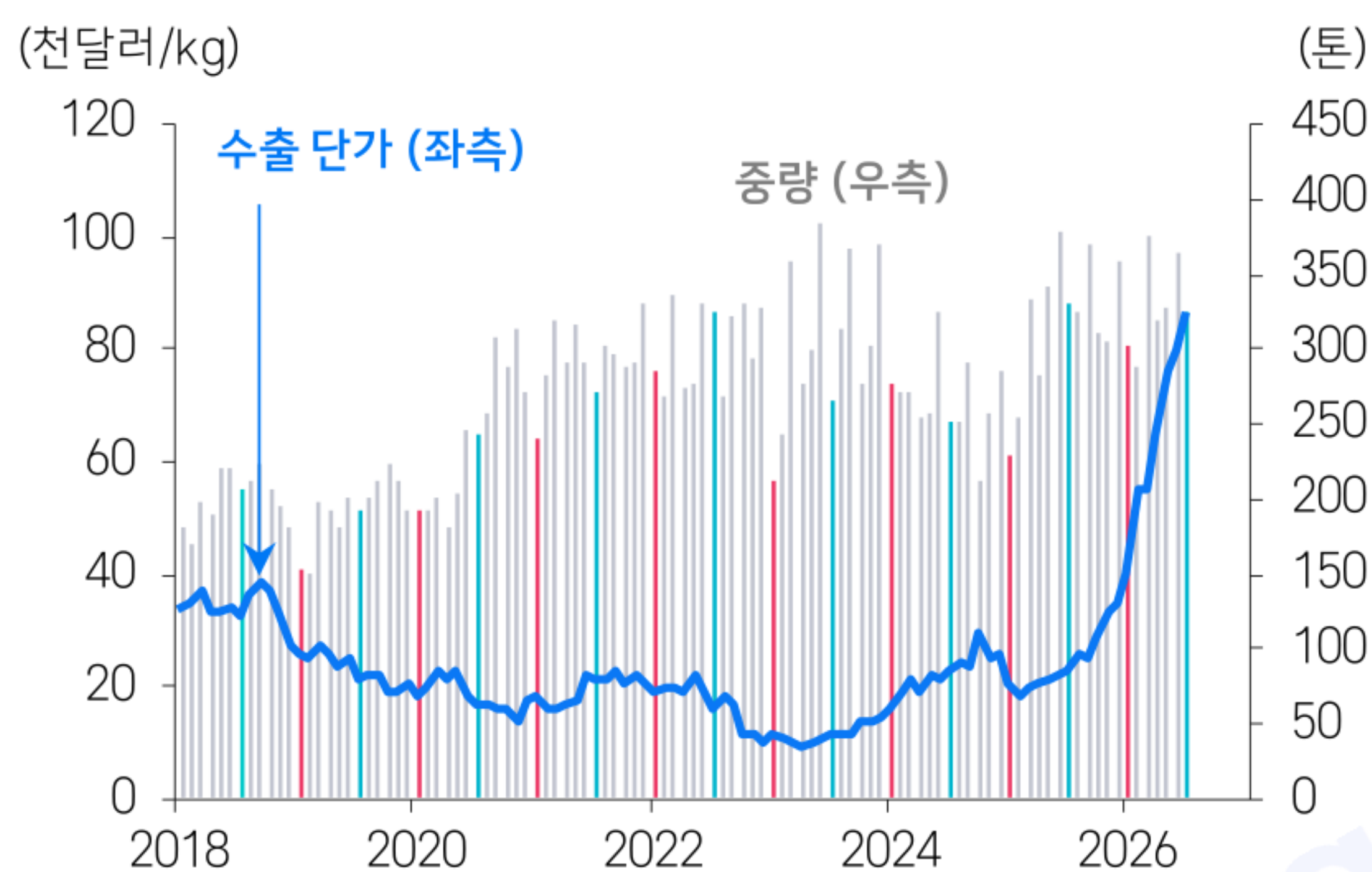
2027년 전년 대비 영업이익 증가 기여도 상위 업종

(조원)	2026E	2027E	차이	(%)
반도체와반도체장비	705.9	995.1	289.1	41.0
자본재	65.9	76.6	10.7	16.2
전자와 전기제품	5.8	10.3	4.5	78.2
소재	10.7	15.1	4.4	41.3
보험	11.3	15.5	4.3	37.7
자동차와부품	30.9	34.9	4.0	12.9
유틸리티	11.2	14.5	3.3	29.7
기술하드웨어와장비	3.2	5.2	2.0	61.5
은행	35.0	36.9	1.9	5.4
제약과생물공학	5.6	6.8	1.1	20.1
합계	972.1	1,292.3	320.2	32.9
반도체 제외	266.2	297.2	31.0	11.7
반도체와 자본재 제외	200.3	220.6	20.3	10.1

참고: KOSPI 200 기업 대상
자료: Quantiverse, 삼성증권

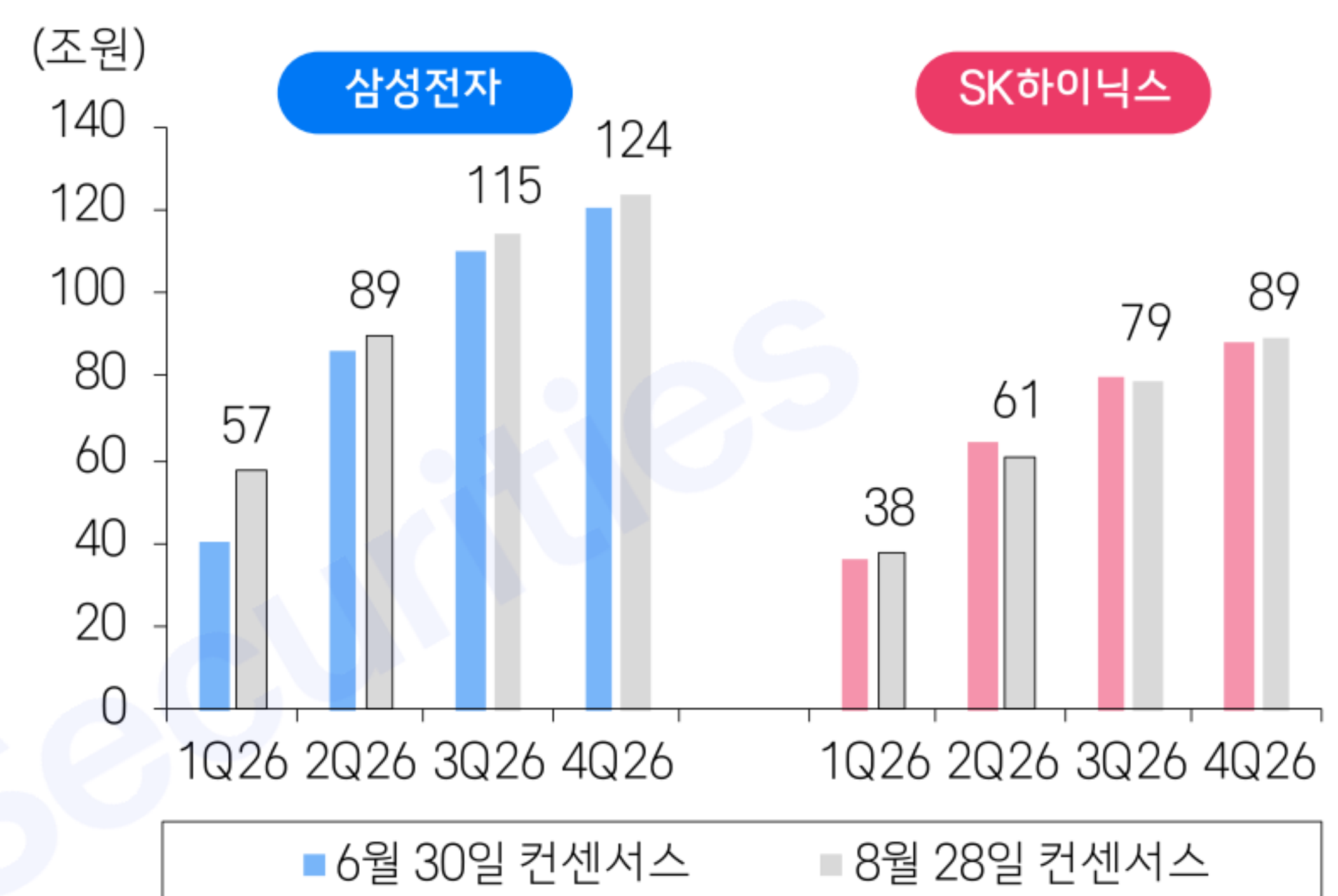
시장이 우려하는 반도체 가격 상승률의 둔화에 대해서는 크게 우려하지 않음: 상당수 투자자들은 반도체 가격 상승률 둔화를 우려함. 그러나, 이는 이익 규모나 밸류에이션이 아닌 이익 모멘텀에 경도된 한국 특유의 투자 방식이라고 판단. 만약 아래 왼쪽 그림에서 수출단가가 영원히 같은 각도(일직선)로 상승한다고 해도 (기저가 높아지기 때문에) 상승률은 둔화되게 되어 있음. 그러나, 그 경우 기업 가치 및 주가는 무한대가 되어야 함. 현재 추세를 감안하면 3분기에도 반도체 가격 전분기 대비 상승률은 시장의 예상 대비 높을 것으로 판단하고, 개인적으로 이 부분에 대해서는 크게 우려하지 않음. 글로벌 유동성이 증가하는 속도가 둔화되지 않고 일정한 수준을 유지하고 있기 때문에 공급이 제한된 시기에는 현재 시장이 예상하는 수준보다 높은 수준의 반도체 가격 상승이 가능할 것으로 전망

한국 반도체 수출 단가



참고: 2026년 8월은 20일 누계 x 3/2
자료: 관세청, 삼성증권

한국 반도체 기업 분기 영업이익 전망치



참고: 1,2분기 오른쪽 막대는 실적치
자료: Quantivise, 삼성증권

우려하는 부분은 장기 계약 확대에 대한 시장의 해석: 다만, 3분기 개별 기업 실적이 차별화될 가능성은 있는 것으로 판단. 펀더멘털에 문제가 있다기보다는 장기 계약 가격 및 비중 확대 속도의 차이에서 오는 격차일 것으로 판단되는데, 과점 시장에서 하나의 플레이어가 장기 계약을 낮은 가격에 오랜 기간 체결하게 될 경우, 다른 플레이어는 반도체 가격이 상승하는 시기에 더 큰 수혜를 볼 가능성이 높음. 다만, 시장이 장기 계약에서 오는 실적 안정성을 인정하고 높은 밸류에이션을 부여한다면 단기 이익 상향 조정 모멘텀이 둔화된 기업에게도 큰 주가 조정은 없을 것으로 판단. 그럼에도 불구하고 리스크를 회피하기 위해 반도체 업종을 바스켓으로 매수하는 것을 추천

글로벌 경제 및 원자재 분석

8월 글로벌 증시의 화두 미국 장기 금리의 상승: 8월 한 달 동안(8월 28일 기준), 미국 S&P500과 한국 KOSPI는 각각 3%, 2.9% 상승. 부진한 상승률이라고 할 수는 없으나, KOSPI의 경우, 7월에 22% 급락하였기 때문에 이후 회복하는 관점에서는 만족스럽지 못한 흐름이라고 여겨짐. 투자자들이 가장 많이 꼽는 부진한 수익률의 원인은 중 하나는 최근 5%를 상회 중인 미국 30년물 국채 금리. 높은 장기 금리는 특히 기술주 밸류에이션 확장을 제한하는 요인으로 해석되기 때문

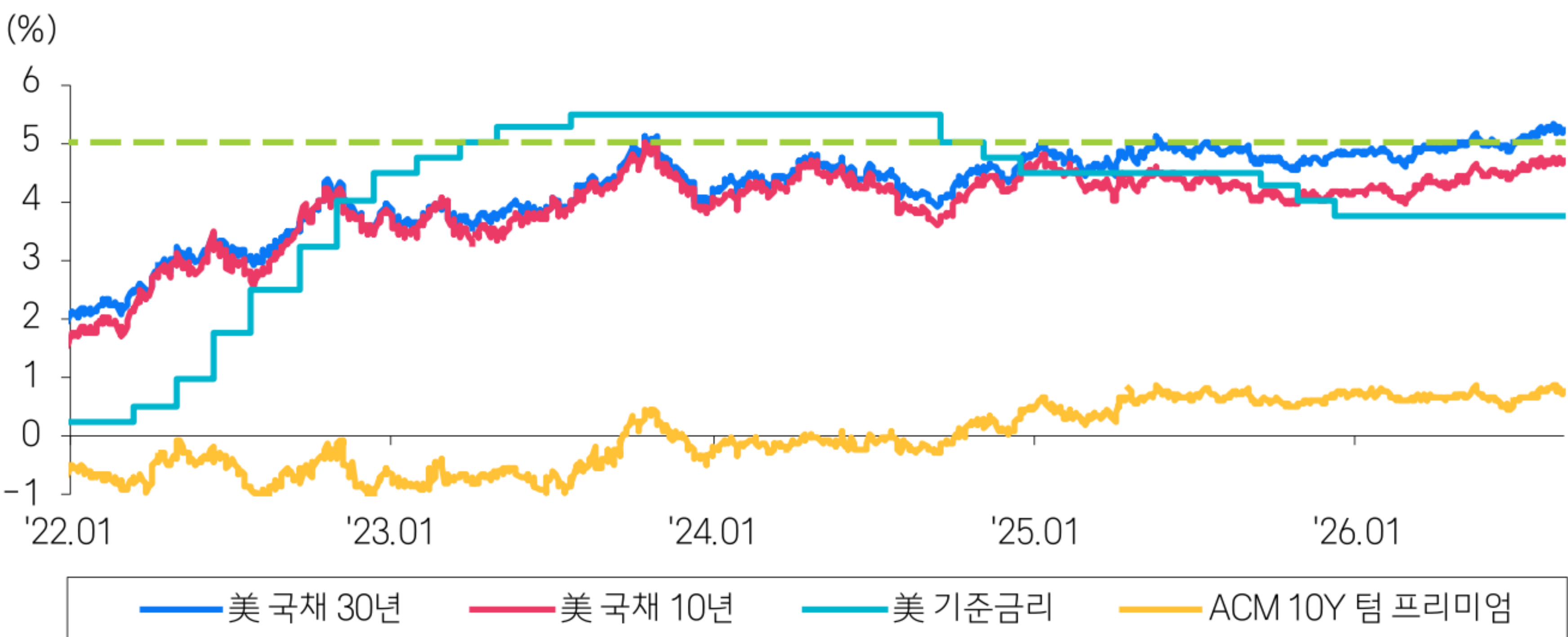
최근 장기 금리 상승이 부각된 원인은 플레이션 우려에 더해 수급 요인이 가세한 결과: 8월 중순 이슬라 마바드 양해각서 상의 60일 협상 시한이 별다른 소득 없이 종료되면서 이란 전쟁은 미국 국가 부채 부담 확대와 유가 상승을 경유한 인플레이션 재가속 우려를 자극. 그러나 수급 요인에 주목할 필요가 있다고 보는데, 기대 인플레이션이 크게 상승했다고 보기 어렵고, 지정학적 요인이 5년 이상 지속된다고 가정하기는 어렵기 때문. 빅테크 기업들의 회사채 발행 확대에 따른 채권 시장 수급 악화와 상호작용해 장기 금리 상승의 빌미를 제공한 측면이 크다고 판단. 수급적인 측면이 강했다면 9월 9일부터 11월 4일까지 진행될 미국 재무부 국채 바이백의 영향에도 관심을 가질 필요 있다고 판단

장기 금리 급등 사례 비교: 2023년 vs. 2026년

	2023년 10월 금리 고점	2026년 8월 금리 고점
금리 고점	• 2023년 10월 19일	• 2026년 8월 17일
美 국채 금리	• 30년물 5.11%, 10년물 4.99%	• 30년물 5.31%, 10년물 4.72%
미국 재정	• 2023년 8월 미국 신용등급 강등 (AAA→AA+)	• 미국 국가부채 증가: 관세 환급, 이란 전쟁
통화정책	• higher for longer 우려 • 양적 긴축(QT)	• 유가 상승, 인플레 불확실성으로 긴축 우려 • 워시 의장 포워드 가이드언스 축소
명목 성장	• 높은 명목성장률	• 견조한 성장률
국채 수급	• 재무부 장기 국채 발행 증가 • BOJ YCC 운용 유연화('23년 7월) • 일본 생보사, 은행 美 국채 수요 감소	• 빅테크 장기 회사채 발행 • 일본 국채 금리 상승으로 美 국채 수요 감소
재무부 대응	• 장기채 발행 증가 속도 조절 • 단기, 중기물 조달 확대로 발행 부담 배분	• 10-30Y 바이백(Buyback) 확대

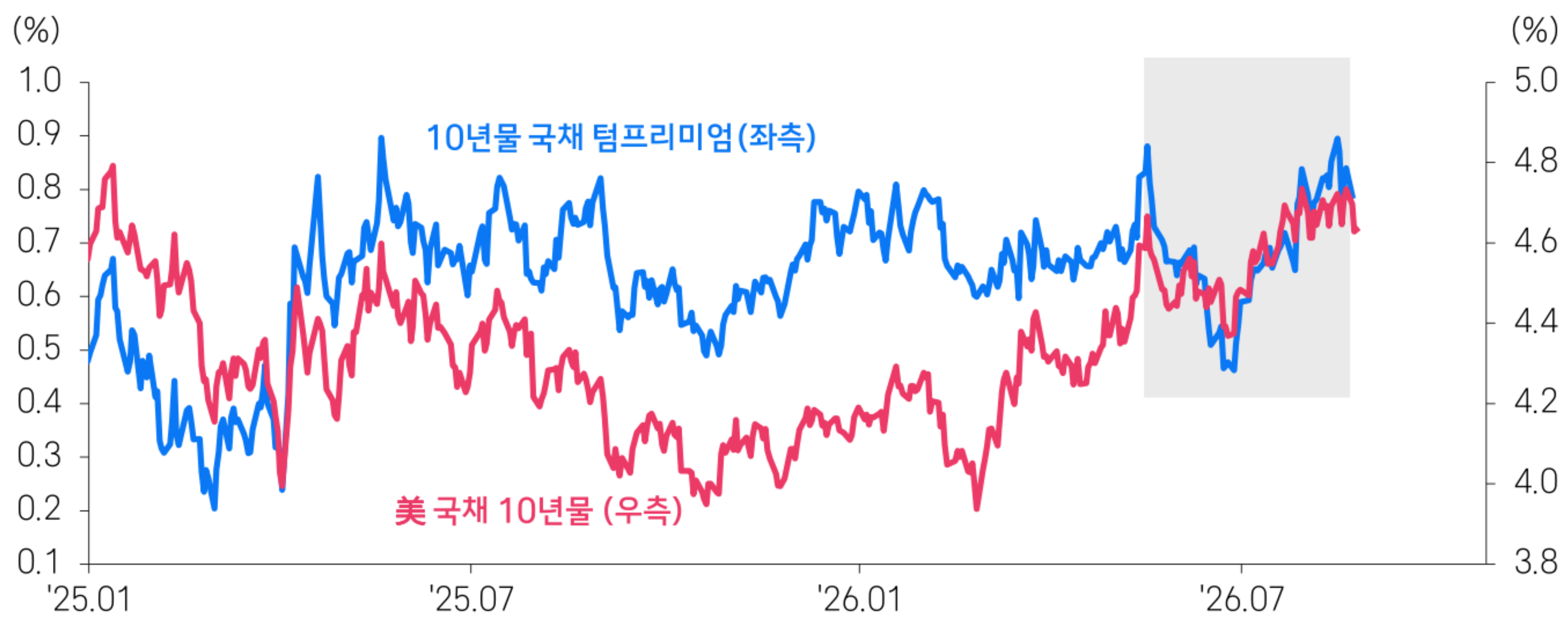
자료: 삼성증권 정리

美 국채 10년, 30년 금리와 기준금리와 ACM 텀 프리미엄



자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 10년물 국채 수익률과 텀 프리미엄

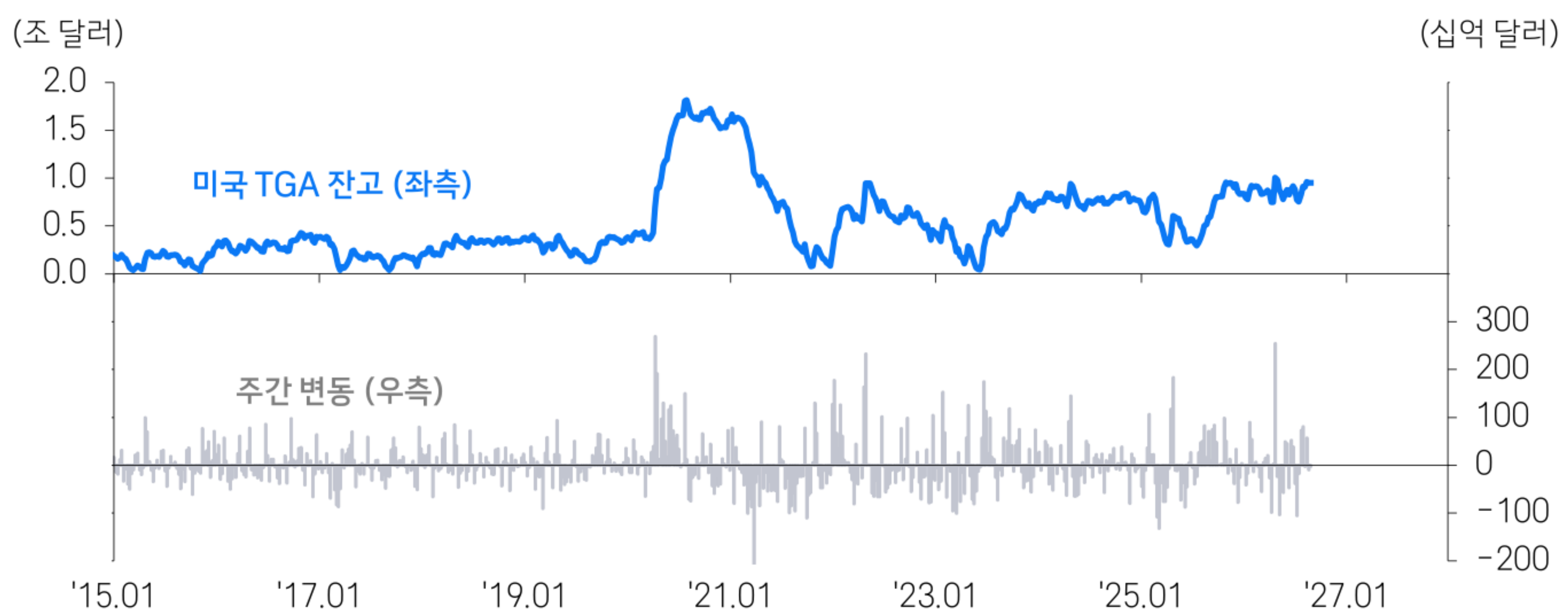


참고: 텀 프리미엄은 Adrian, Crump, and Moench(ACM) 모델 기준
자료: Federal Reserve Bank of New York, Bloomberg, 삼성증권

미국 재무부는 9월 9일부터 장기채 Buyback 시작: 7월 이후 美 국채 10년물은 텀 프리미엄(term premium) 상승에 기인하여 4.7%를 상회. 30년물은 '07년 이후 최고치를 기록하였음. 국채 금리 안정화를 위해 스콧 베센트 美 재무부 장관은 한시적으로 장기채 바이백 한도를 건 당 20억 달러에서 최소 40억 달러로 늘림. 첫 장기물 확대 매입은 9.9일 10-20년 구간부터 이루어져 11.4일까지 진행될 계획. 재무부는 Fed와 달리 발권력이 없으므로 금융시장에 미치는 유동성 공급 효과는 제한적. 단기채를 발행하거나, 재무부 일반 계정(TGA) 내 현금을 활용하는 방식으로 장기채를 사들일 수밖에 없기 때문.

바이백의 시장 영향력은 제한적일 전망: 먼저, 바이백 재원을 단기채로 조달할 경우 총 부채나 공급되는 유동성에는 변화가 없어 단순히 장기 채무를 단기로 바꾸는 부채 관리 조치가 됨. (이른바 Treasury Twist) 반면 1조 달러에 달하는 TGA를 재원으로 사용할 경우 지급준비금이 늘어 유사 양적완화(QE) 효과를 보일 것이나, 해당 계정은 '15년 이후 1주일치 현금 필요액 이상으로 자금을 유지하도록 하는 위험 관리 계정으로 운용되고 있으며 언젠가 다시 채워 넣어야 하는 금액이므로 실제 투입 규모가 확정되기까지 시장 영향력은 제한적일 것

미국 재무부 일반 계정(TGA) 잔고 - 베센트 취임 이후 증가



자료: Fed, Bloomberg, 삼성증권

장기 금리 급등 위험이 관리되고 있다는 점은 긍정적: 재무부가 상대적으로 거래가 뜸한 경과물(off-the-run) 채권을 매입함으로써 국채 시장의 유동성을 일부 개선할 수 있음. 한편, 바이백 규모 자체는 적지만 정부라는 주체가 암묵적인 장기채 금리 상단을 정해두고 그 이상을 상회하는 금리에 대해 불편한 심기를 내비침으로써 '신호효과'가 발생하고 있음. 최근 월가에서는 재무부의 조치에 회의적이면서도 장기채에 대한 숏 포지션이 과밀한 상황에서 채권 금리 상승 요인 중 하나라도 균열이 발생하게 되면 숏 커버링에 휘말릴 수 있다는 우려가 제기. 이는 적극적인 장기채 약세 포지션 확대를 철회하는 유인으로 작용하고 있는 것으로 보임. 구조적 요인으로 인해 장기채 금리의 뚜렷한 하방 전개를 기대하기는 어려운 상황이지만, 제한적 내지는 박스권 흐름을 통해 증시 반등 제약 요인의 완화를 기대.

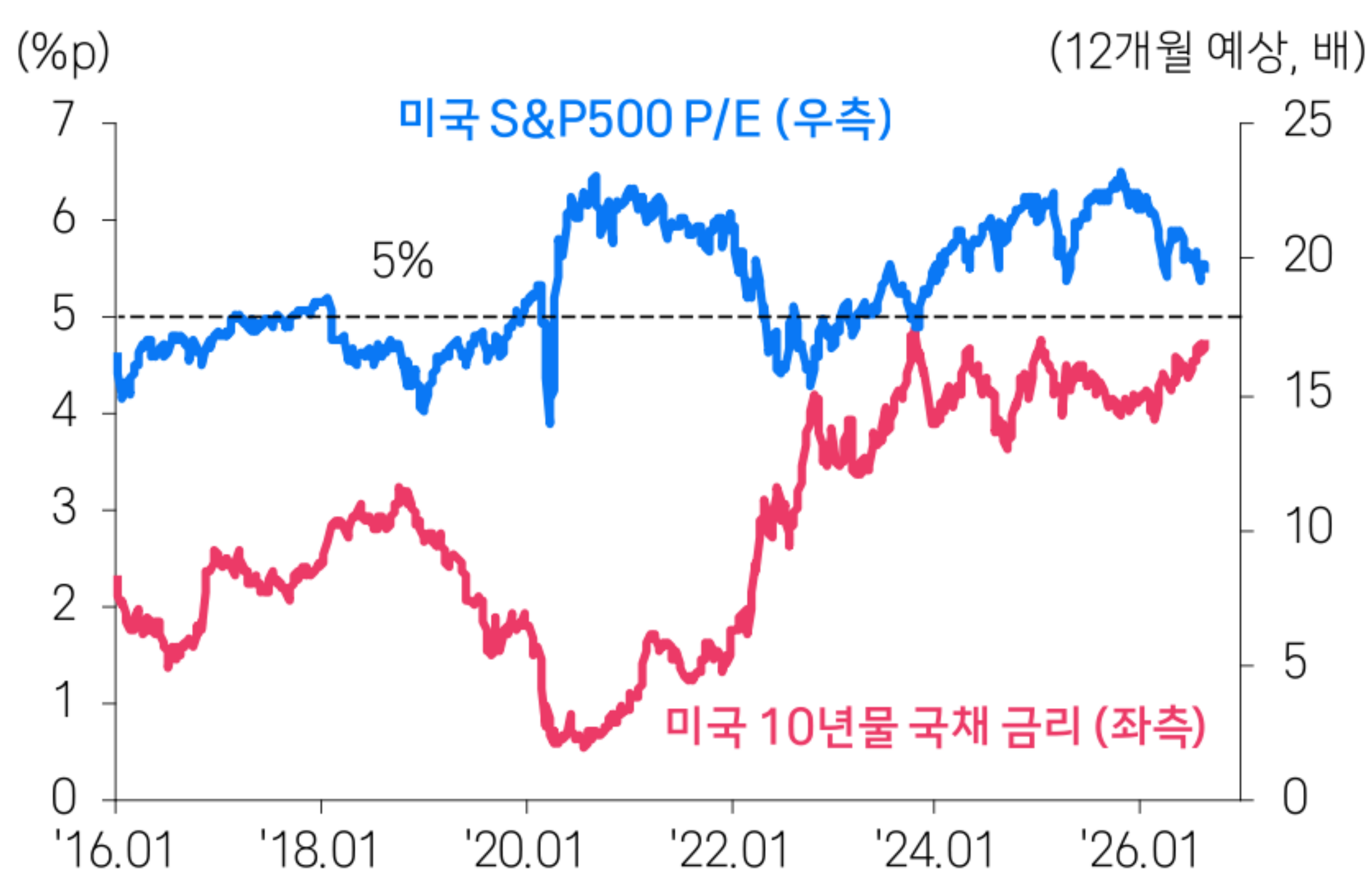
레버리지 펀드의 미국 장기채 선물 순명목 포지션 - 초장기물 중심 숏포지션 과밀



참고: 레버리지 펀드의 국채 선물 익스포저. CTA, 헤지펀드 등 자산 운용사 대상
자료: CFTC Traders in Financial Futures(TTF), Bloomberg, 삼성증권

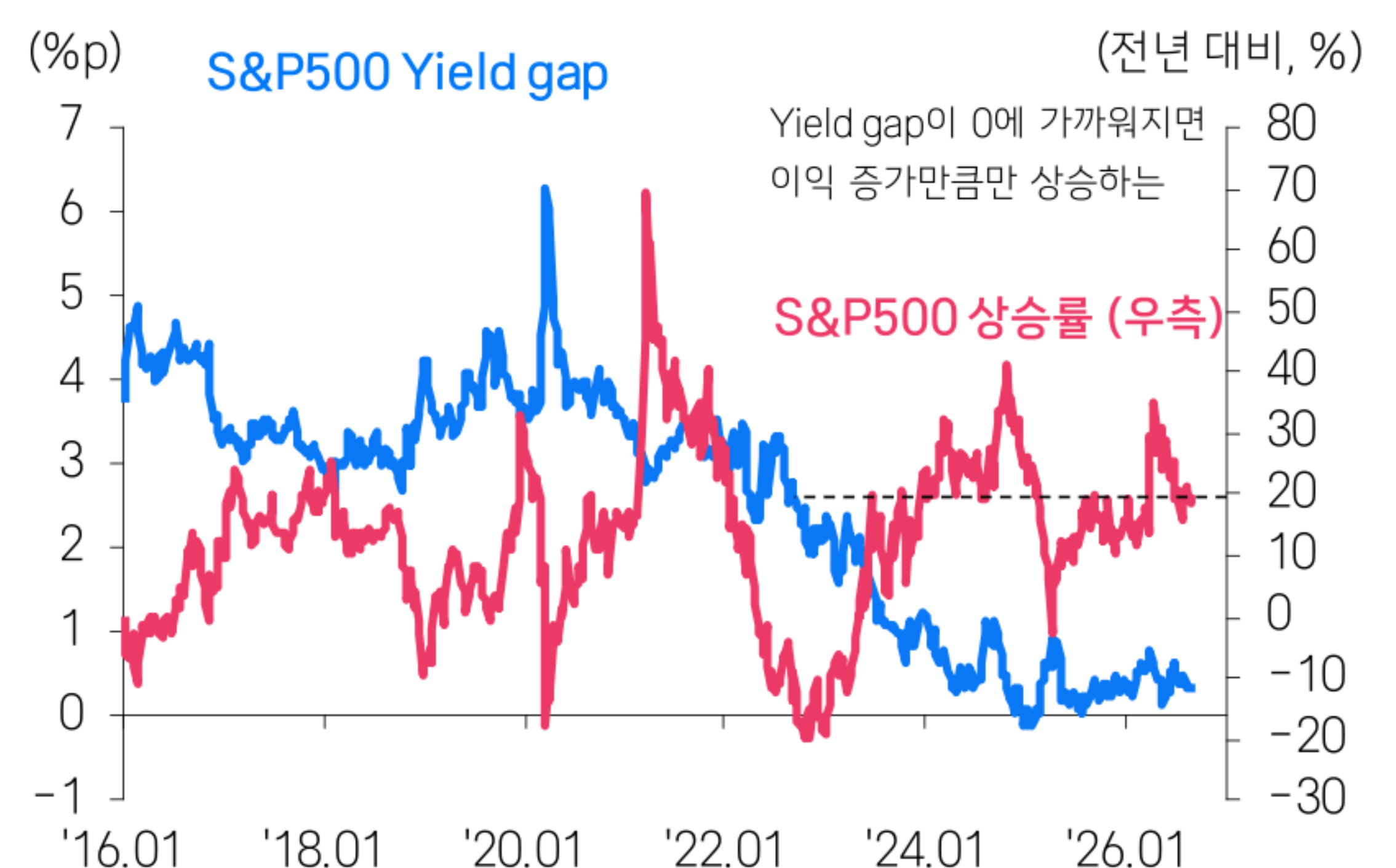
장기 금리가 높다는 점과 주식의 장기 수익률이 낮다는 점은 항상 같은 얘기는 아님: 미국 국내 10년물 금리가 전고점인 4.99%를 기록한 2023년 10월 말 이후 3년이 채 되지 않은 현재 시점까지 MSCI AC World는 80% 상승. (S&P500은 83%, KOSPI는 186% 상승). 미국 장기 금리가 높은 수준이더라도 이후 주가 상승이 양호할 수 있음은 의미. 다만, 최근의 미국의 30년물 금리가 10년물에 비해서 유독 상승하는 것은 미국 재정적자 확대에 의한 국채 발행 물량 부담 등 조금은 구조적이고 체계적인 문제들에 대한 우려도 있는 만큼 모니터링은 필요할 것

미국 10년물 국채 금리와 S&P500 P/E



자료: LSEG, 삼성증권

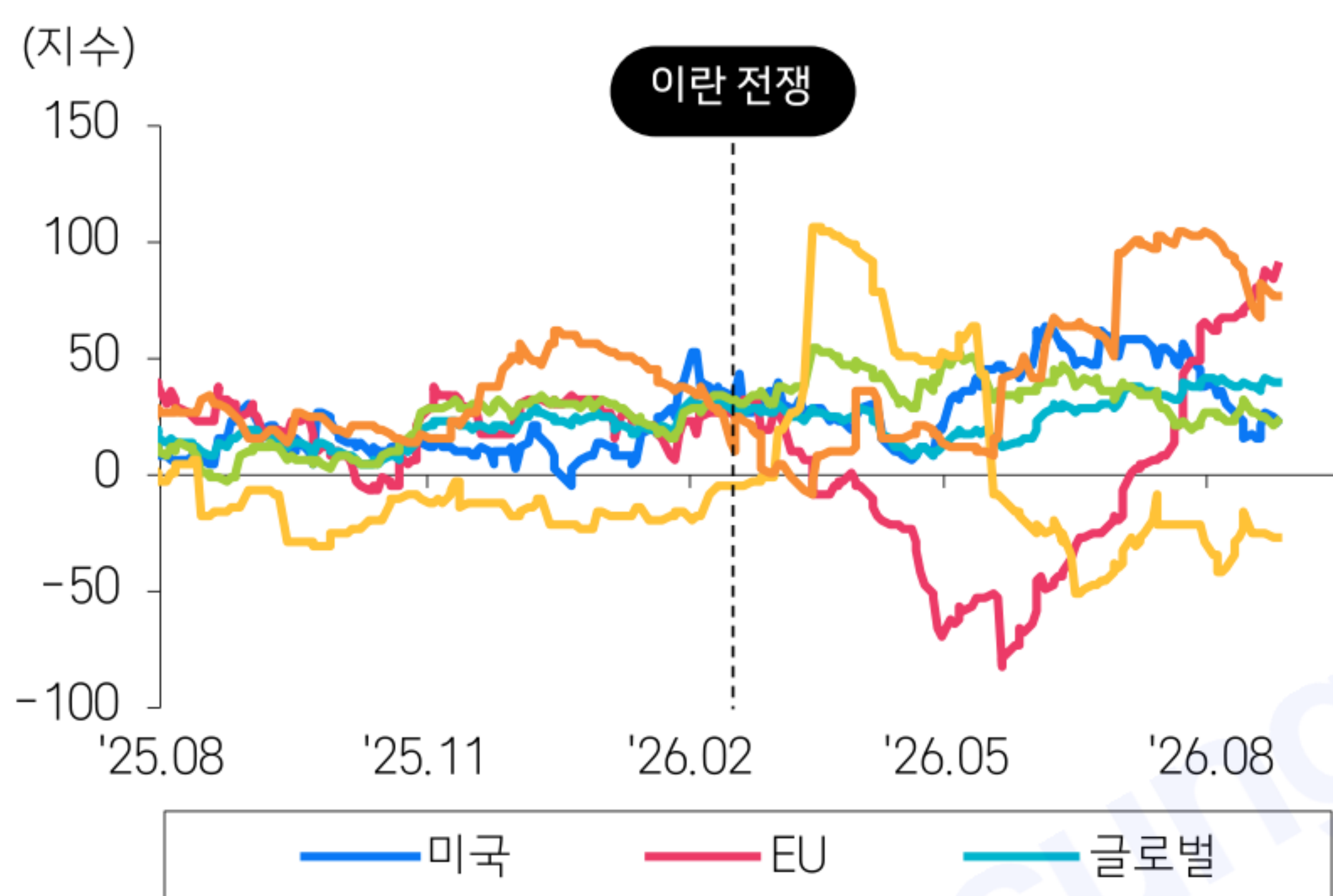
S&P500 일드갭과 지수 상승률



자료: LSEG, 삼성증권

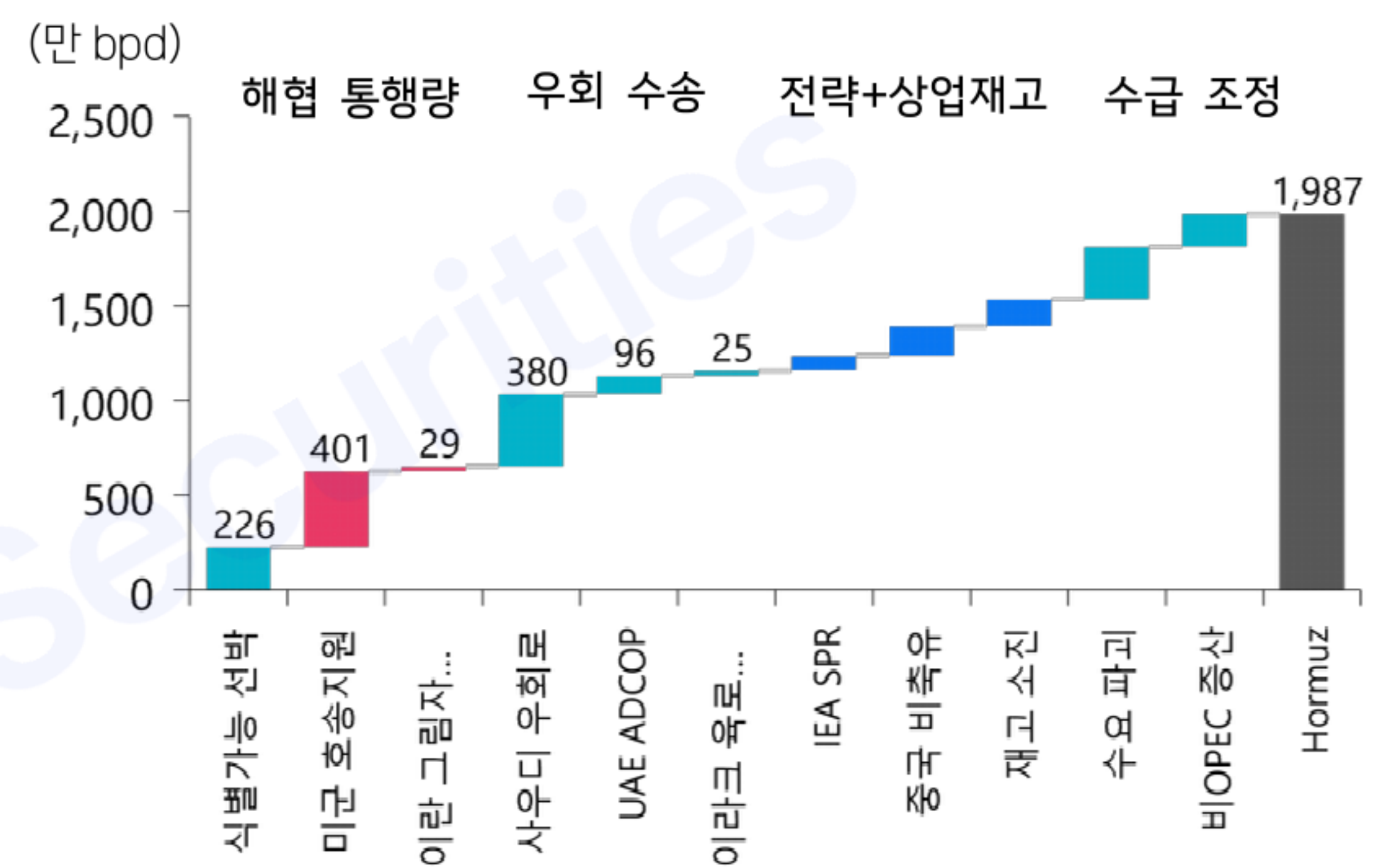
대규모 원유 공급 충격에도 불구하고, 글로벌 전반의 경기 성장 모멘텀은 견조: 호르무즈 해협 봉쇄 6개월차라는 거대한 헤드라인에도 불구하고 아직까지 중동의 에너지 공급 위기가 성장에 미치는 충격은 제한되고 있음. 대체 에너지원 활용이 확대되며 주요국 경제의 석유의존도가 낮아졌고 원유 시장의 회복력이 공급 충격을 약화시켰기 때문. 전쟁 기간 동안 완충조치(해협 우회 수송로 가동, IEA 4억 배럴 전략비축유 방출, 해상 재고 소진 등)가 작동하며 주요 선진국과 EM 경기는 견조한 모습을 보임. '22년 러우 전쟁 당시 에너지 가격 상승세에 가장 취약했던 EU 역시 6월 종전 MOU 합의 성사 이후 시장 컨센서스를 상회하는 경기지표가 확인되고 있음. 여기에는 각국에서 긴급 추가 예산을 편성하여 재정 부양책에 나선 영향도 작용할 것. 이는 공급 충격이 발생할 때마다 소환되는 스태그플레이션 내러티브를 논하기에는 현재의 경기 펀더멘털이 너무도 견조하다는 의미. 글로벌 제조업 경기의 선행 지표 격인 한국 수출 증가율은 제조업 경기 호조세가 한동안 연장될 것을 시사.

지역별 Economic Surprise 지수 - EU의 반등세 뚜렷



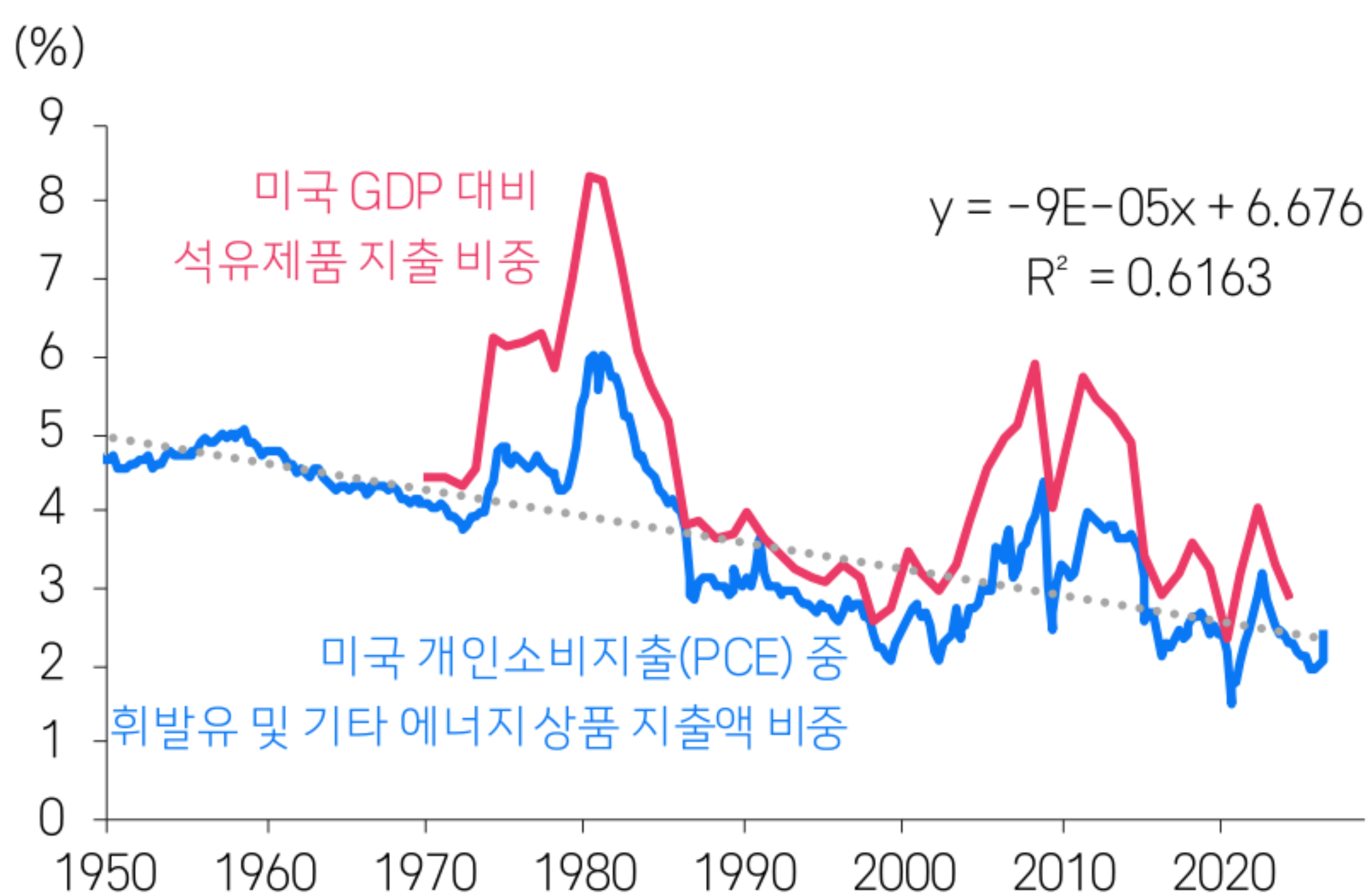
참고: Citi Economic Surprise Index 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

호르무즈 해협 순공급 차질량 - 원유 시장 완충 조치 작동



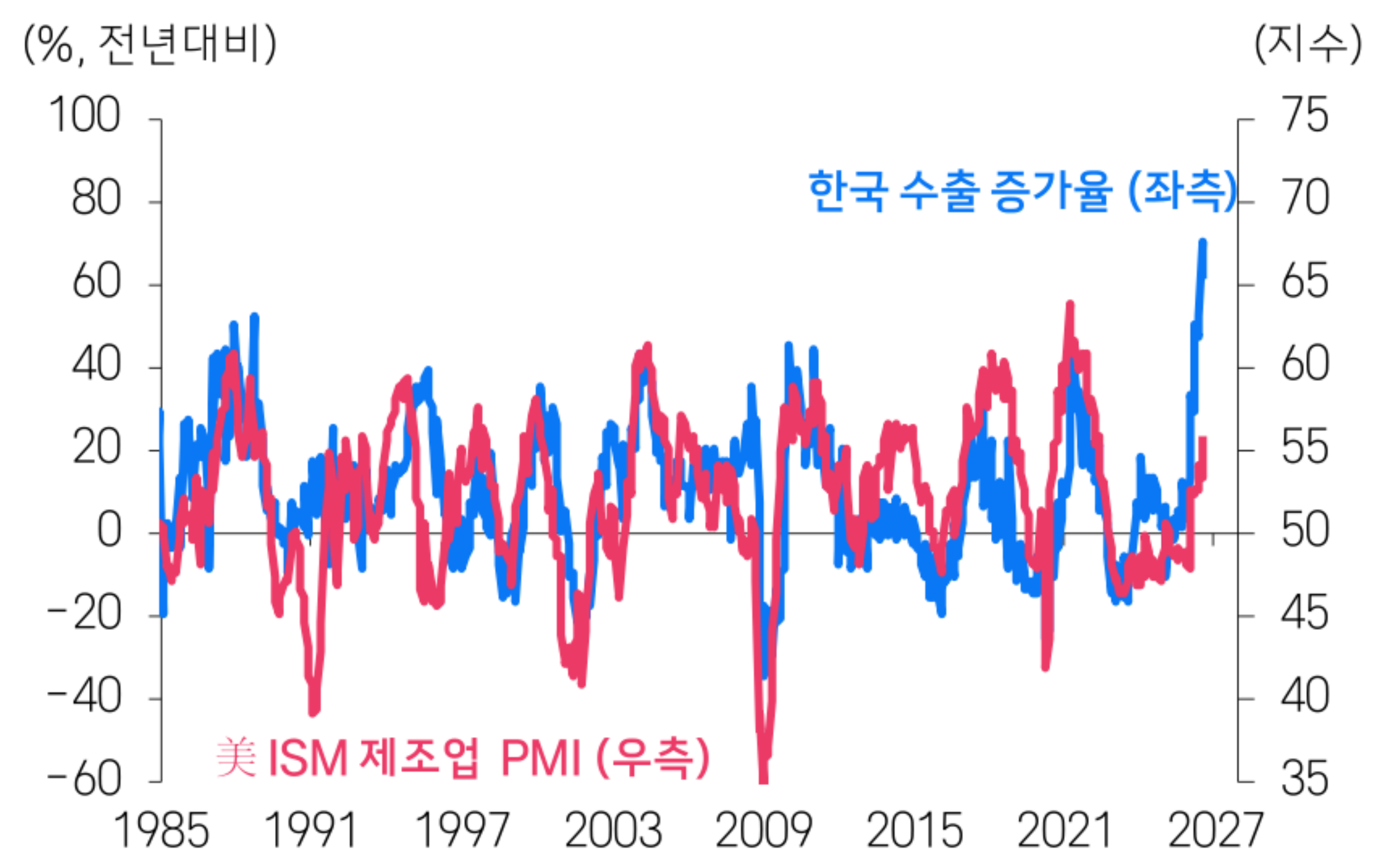
자료: CENTCOM, Bloomberg, Kpler, Vortexa 인용, IEA, EIA, 삼성증권 추정

미국 경제의 석유 의존도 - 장기 하향 추세



자료: EIA, Bloomberg, 삼성증권

한국 수출과 美 ISM 제조업 PMI - 제조업 경기 호황 지속



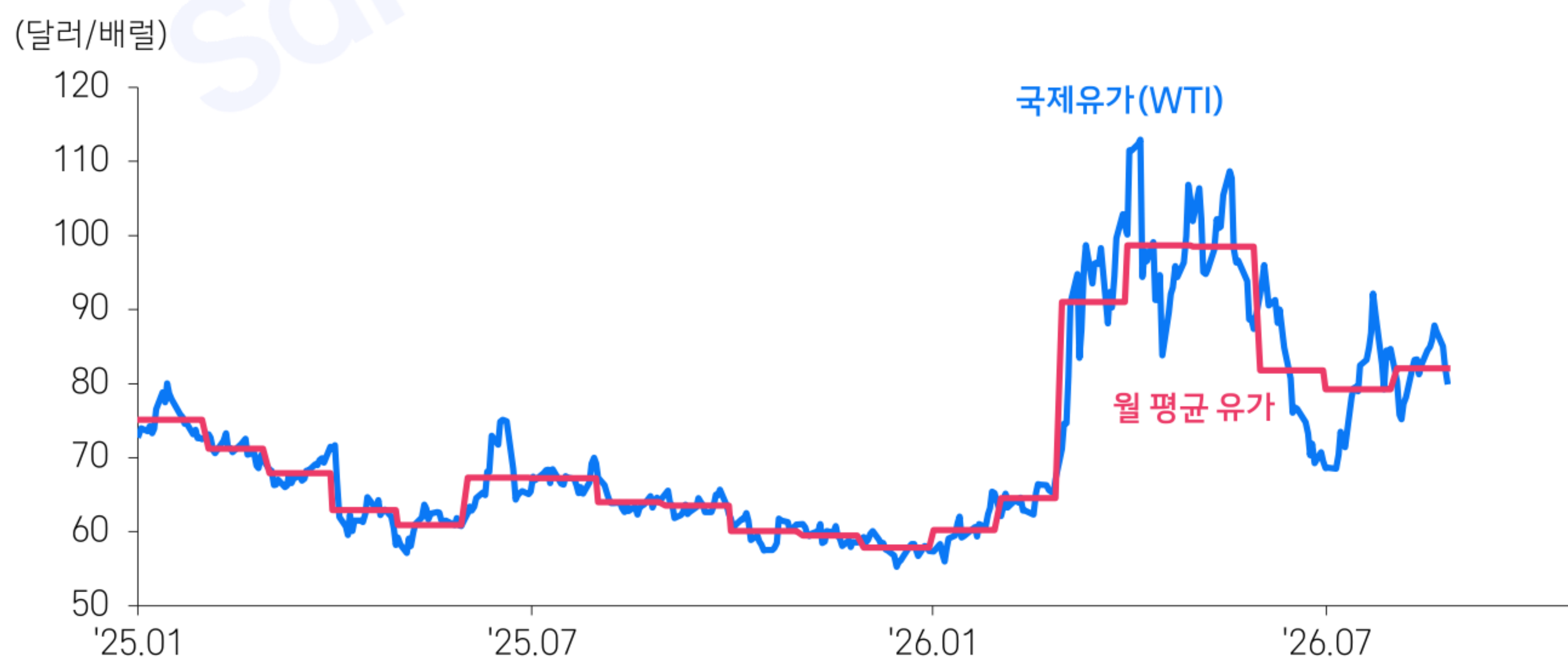
자료: Bloomberg, 삼성증권

유가 변동성에도 불구하고, 기초적 물가 상승 압력은 높지 않음: 상반기 극심한 변동성에도 불구하고 월평균 유가는 3~4월 99달러/배럴에서 7월 79달러/배럴로 하락. '25년 연초 유가가 75달러/배럴임을 감안하면 긴축의 시급성이 높지는 않은 시기. 8월 유가가 재차 반등을 시도하였으나, 물가 상승세는 여타 품목까지 확산되지 않고 아직까지 에너지 관련 품목에 국한되고 있음. 가격 변동성이 큰 상하위 8% 품목을 제외하여 산출한 클리블랜드 절사평균 CPI와 중앙값 CPI, Sticky CPI는 7월까지 안정세를 지속. 유가 변동성에 좌우되는 헤드라인 물가지표와 달리 기초적 물가 상승 압력이 그리 크지 않음을 보여줌

유가 재급등 리스크를 우려하겠으나, 간헐적인 급등 구간은 단기에 그칠 것: 현재 남은 하반기 가장 큰 리스크 중 하나는 유가 재급등 리스크일 것. 8.26일 이란과 오만은 호르무즈 해협 공동항로 개설과 기뢰 제거 프로젝트에 합의하였다고 발표하였으나, 이스라엘의 휘방과 이란 강경파 및 미국의 상호 양보 여부가 관건. 그러나 6월 고점 이후, 조정을 거치며 WTI 90달러/배럴 이하에서는 국내 증시의 매크로 민감도가 낮아졌고, 유가 변동성 자체도 양측의 대립이 군사적 충돌이 아닌 경제 제재전으로 넘어가며 축소됨. 이란 역시 국내 연료 수급난, 가파른 환율 상승 등 경제난을 겪고 있음. 미국과 이란 양측 모두 11월 중간선거를 앞두고 중국의 중재 시도가 적극 이뤄질 수 있는 9~10월 내 합의를 마무리 짓는 것이 유리하다는 판단

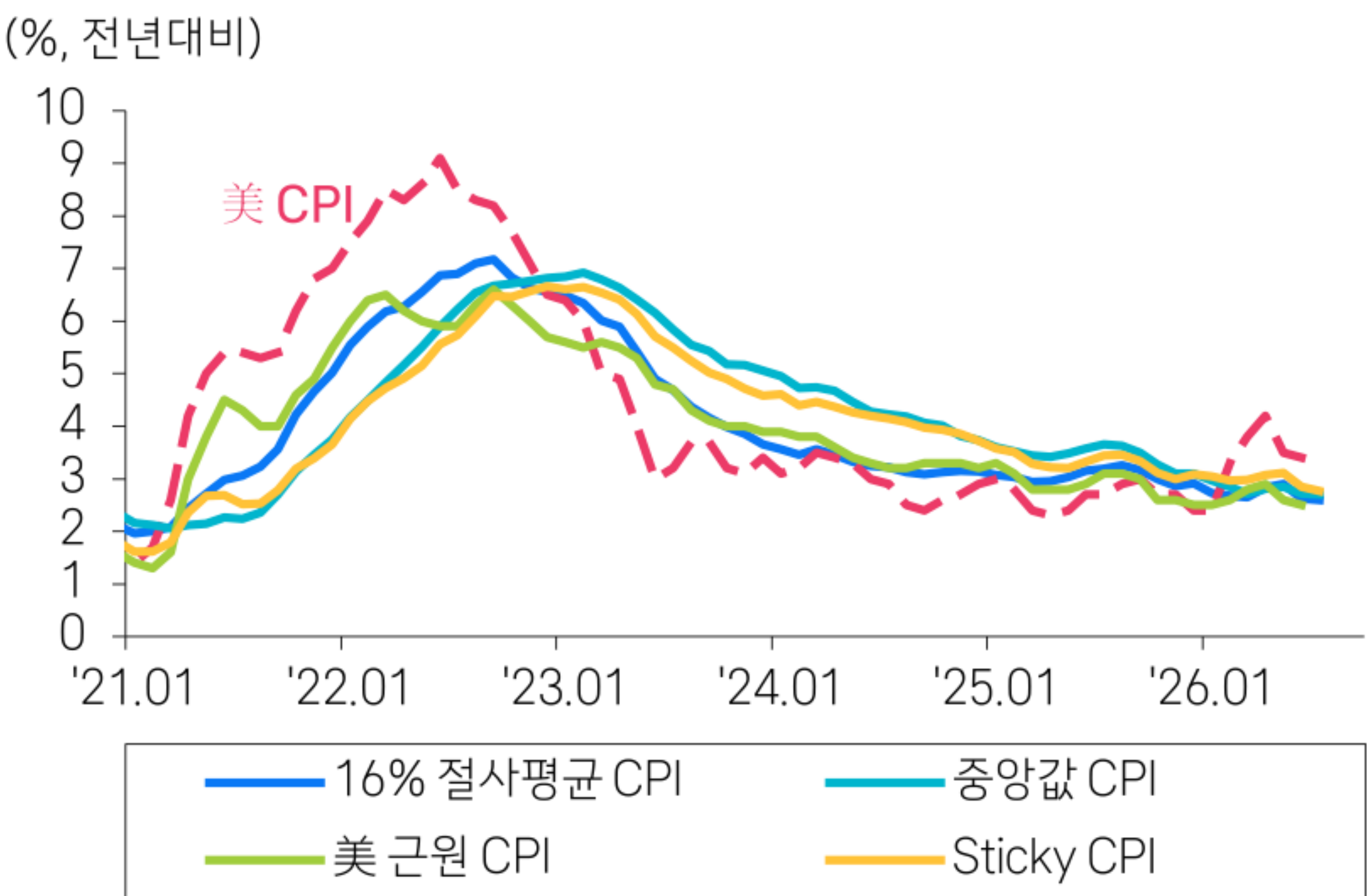
9월 FOMC 경계감은 지속되겠으나, 연말까지 진행될 디스인플레이션은 위험자산 선호 지지할 전망: 포워드 가이드를 지양하는 연준의 기초 변화로 9월 FOMC 전후 시장의 긴축 경계감은 여전하겠으나, 당사는 하반기 올 4분기~내년 1분기 중 관세와 에너지 가격 상승 효과가 소멸됨에 따라 늦어도 내년 3월 금리 인하 여건이 조성될 것으로 전망. 현재 금리선물시장에 내재된 연내 금리인상 횟수는 1회로 이란의 군사적 충돌이 격화되며 2회 인상을 예상했던 7월 말 대비 후퇴. 매파적 기대의 추가적인 되돌림은 증시 상승에 우호적인 여건으로 작용할 것. 반면 9월 깜짝 금리 인상 단행 시에도 금융 시장은 이를 상당 부분 반영하고 있어 시장 충격이 제한적일 것에 무게

국제유가(WTI) 추이 - 변동성은 크지만 점진적 하향 안정화 진행



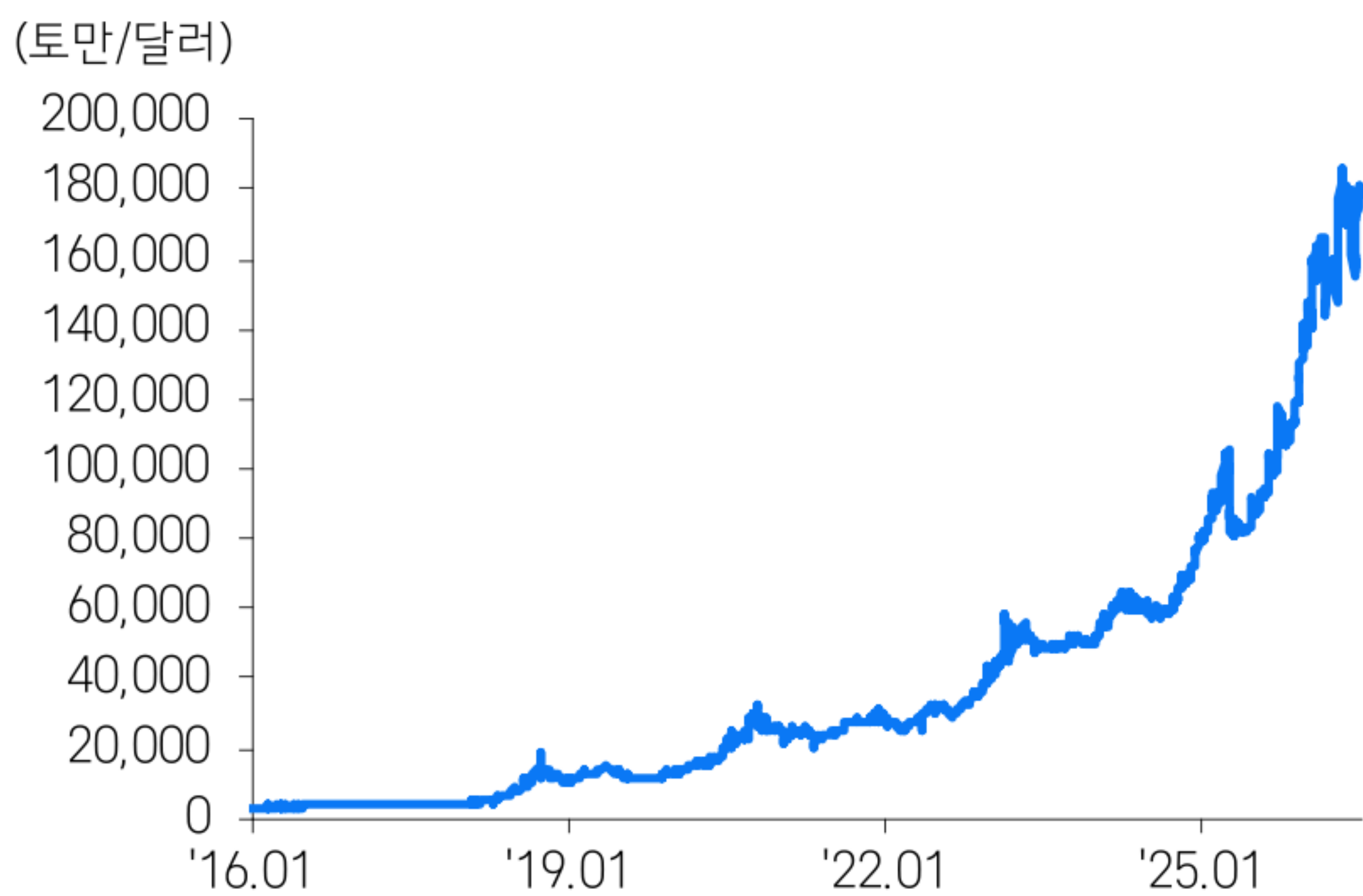
자료: Bloomberg, 삼성증권

Headline CPI vs. 기조적 인플레이션 추이 - 안정적



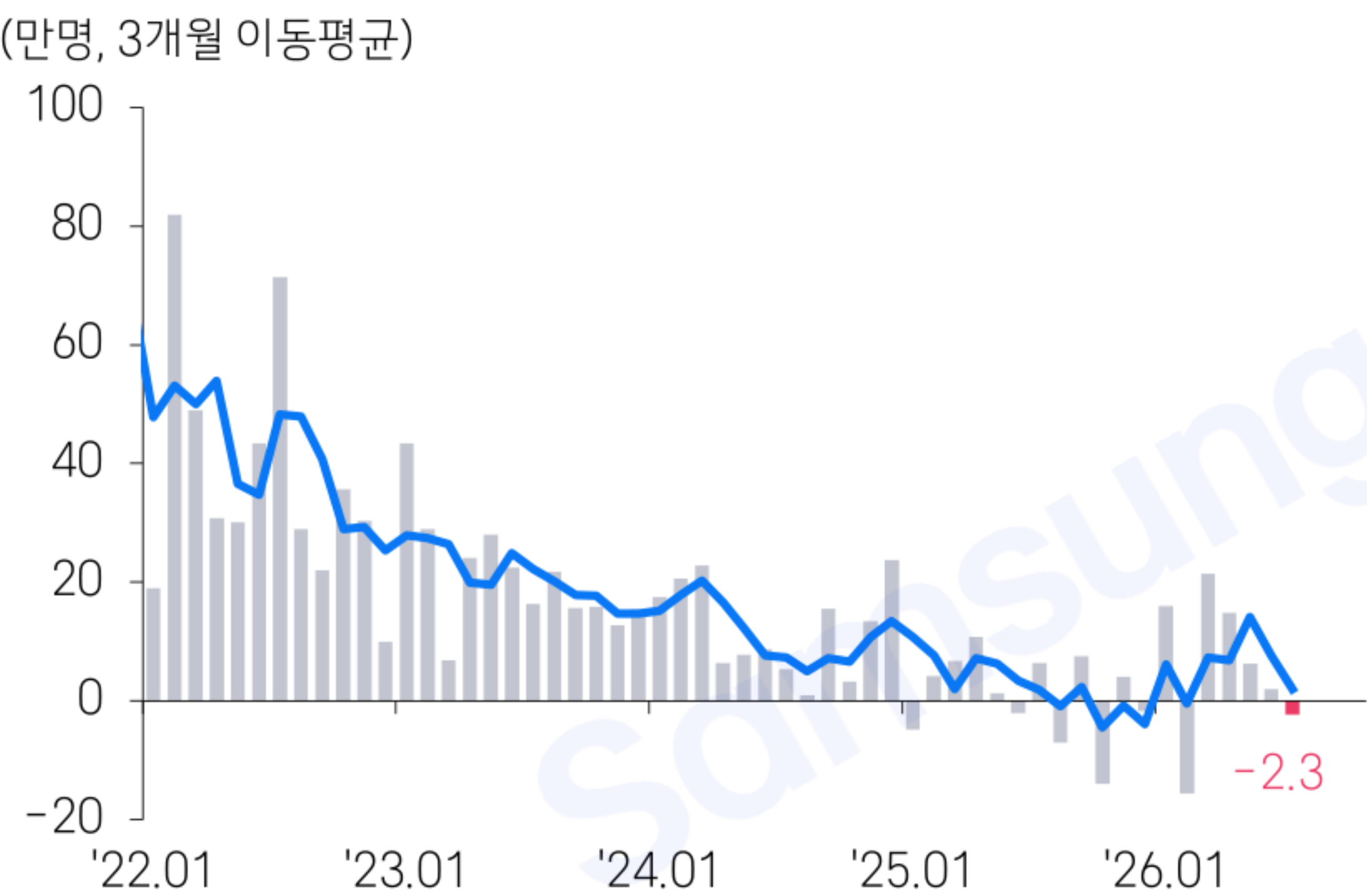
자료: 클리블랜드 연준, 애틀랜타 연준, Bloomberg, 삼성증권

이란 자유시장 리알화 환율 추이



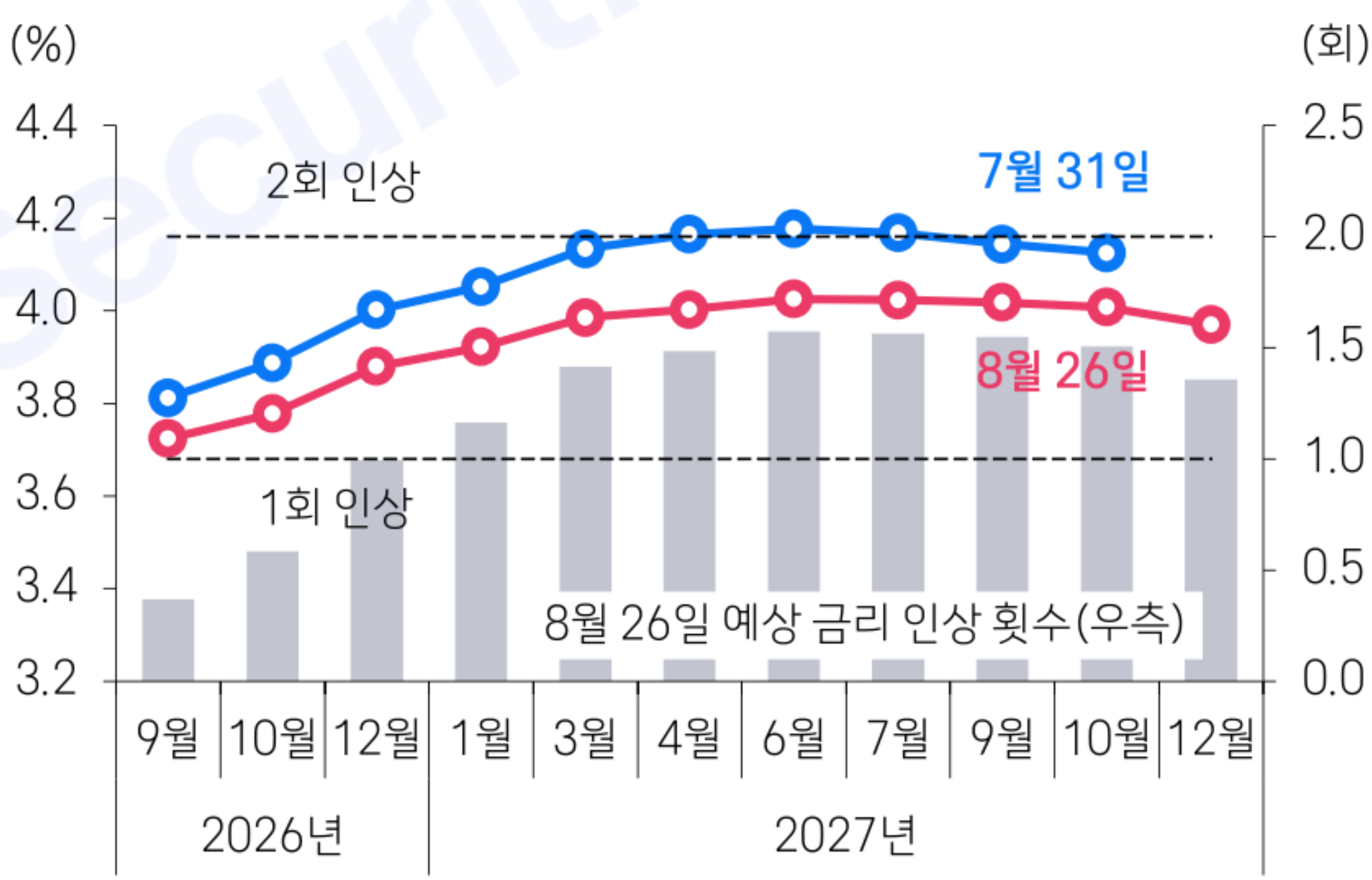
참고: 1토만 = 10리알
자료: TGJU, 삼성증권

미국 비농업고용자수 월간 변동 - 완만한 Cool down



참고: '26년 7월 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

금리선물시장에 반영된 금리 인상 기대 - 긴축 경계 완화 예상



자료: Bloomberg, 삼성증권

Top picks

AI 밸류체인에 대한 선호 유지: 반도체 기업 내 3분기 실적 차별화에 따른 주가 변동성 확대 가능성도 있겠으나, 글로벌 빅테크 기업들의 실적 양호하고, 전반적인 반도체 가격 흐름 견고하며, 자사주 매입으로 인한 우호적인 수급으로 인해 반도체 업종의 주가 부진하지 않을 것으로 판단. 그 외에는 글로벌 전반적으로 이익 모멘텀 개선되고 있는 산업재에 대한 관심도 높일 필요가 있을 것. 삼성전자, SK하이닉스, 삼성전기, HD현대중공업, 두산에너빌리티, SK텔레콤, NH투자증권, 삼성E&A, HD건설기계, 신세계를 탑픽으로 제시

목표주가와 주가 수익률 (Top 10 picks)

종목명	업종명*	시가총액 (조원)	현재 주가 (원)	목표주가 (원)	주가 수익률	
					1개월	연초 이후
삼성전자	반도체	1,502.5	257,000	400,000	-2.1	114.3
SK하이닉스	반도체	1,207.5	1,653,000	3,000,000	-3.8	153.9
삼성전기	IT하드웨어	106.1	1,421,000	1,400,000	24.4	457.3
HD현대중공업	조선	48.0	457,000	806,000	-5.0	-10.2
두산에너빌리티	기계	56.5	88,200	112,000	31.4	17.1
SK텔레콤	통신서비스	21.2	98,600	115,000	21.1	84.3
NH투자증권	증권	9.8	26,650	41,000	-6.5	26.3
삼성E&A	건설,건축관련	9.6	48,750	64,000	11.3	102.7
HD건설기계	기계	6.5	136,600	192,000	9.4	38.8
신세계	소매(유통)	3.8	405,500	970,000	-4.1	64.2

참고: 8월 28일 종가 기준

* W126 분류 기준. Toppick 업종 top pick 중에서 선호 업종을 고려하여 선정

자료: Quantwise, 삼성증권

밸류에이션과 배당 수익률 (Top 10 picks)

종목명	P/E (배)		P/B (배)		ROE (%)		배당수익률 (%)	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
삼성전자	5.3	3.9	2.4	1.5	56.4	48.5	3.0	2.3
SK하이닉스	4.7	3.8	3.2	1.7	101.7	60.0	0.6	1.3
삼성전기	71.7	37.8	9.7	7.7	14.9	23.3	0.2	0.2
HD현대중공업	14.8	12.9	4.2	3.4	31.0	29.1	2.3	2.5
두산에너빌리티	176.9	99.5	6.8	6.3	4.0	6.6	n/a	n/a
SK텔레콤	15.8	15.1	1.5	1.4	10.0	9.9	3.3	3.6
NH투자증권	5.9	6.9	0.9	0.9	16.9	13.2	7.6	7.2
삼성E&A	12.9	10.4	1.8	1.6	14.7	16.0	1.7	2.0
HD건설기계	11.1	9.7	1.2	1.1	16.3	11.9	1.6	1.9
신세계	9.2	8.2	0.7	0.7	9.0	9.3	1.4	1.4

자료: Quantwise, 삼성증권

업종 전망 및 top picks

업종 / 애널리스트	구분	의견
반도체 이종욱	업종 이슈	삼성전자, SK하이닉스의 주주환원 정책, 하이퍼스케일러 Capex 전망치 상향 조정, 오라클 CDS 스프레드 확대 여부
	전망	메모리 고객사들은 LTA 체결을 통해 이익 지속성을 확대. 주요 메모리 업체들은 향후 Capa의 50% 이상을 LTA 물량으로 배정하는 것을 계획 중이며, LTA는 실적 변동성을 낮추고 중장기 수요 가시성을 높일 것으로 기대. 주주환원정책 발표는 이익 지속성에 대한 경영진의 신호이자 주가 상승 여력을 부각시키는 촉매. SK하이닉스는 40조원의 자사주 매입 소각을 발표. 또한 25~27년 누적 FCF의 50% 이상을 주주환원으로 사용할 예정. 이에 따라 27년까지 시가총액의 15% 수준의 추가 주주환원을 전망. 향후 삼성전자의 특별배당 및 2027~2029년 3개년 주주환원정책 발표에 주목.
	Top picks	삼성전자*: 디램 이익의 지속성은 '28년까지 연장되었으며, HBM 추격과 범용 디램 가격 레버리지, 파운드리와 AI 디바이스의 수혜가 기대됨. 주주환원정책 구체화를 통한 추가 업사이드 기대.
전기 전자 / IT 부품 이종욱	Investor pushback	Q) 주주환원 정책이 메모리 기업의 추가적인 주가 상승 모멘텀이 될 수 있는지? A) 가능하다고 판단. 주주환원 정책은 현금 환원을 넘어 향후 수년간의 이익 지속성에 대한 자신감을 보여주는 지표라는 점에서 유의미. 특히 중장기 주주환원 규모를 사전에 제시한다는 것은 과거 대비 메모리 사이클의 가시성이 높아지고, 높은 이익 수준이 장기간 유지될 수 있음을 시사. 과거 디램 가격 상승과 분기 여닝 서프라이즈가 주가를 견인했다면, 향후에는 안정적 이익 창출을 기반으로 한 대규모 주주환원이 주가의 하방을 제한하고 추가 상승 여력을 제공할 것.
	업종 이슈	기판 업체들의 Capex 상향 조정 여부, MLCC 및 기판 가격 상향 조정 여부, 고객사 선수금 및 LTA 여부
	전망	MLCC 업계 전반 2026년 가동률 90~100% 수준. Murata와 삼성전기는 상반기 가격 인상을 발표. AI MLCC 쇼티지로 저부가가치 IT MLCC Capa 잠식되며 업계 전반 MLCC 가격 상승 전망 AI GPU 수요 증가에 따라 고다층 FCBGA 중심의 수요 강세. 고객사는 FCBGA 물량 확보를 위해 LTA, 선수금, Capex 투자금 지급 등을 단행하며 중장기적 수요 가시화. FCBGA 쇼티지의 낙수효과로 BT 기판 쇼티지도 심화되는 중.
반도체 소부장 문준호	Top picks	삼성전기*: 5월 IT/커머리티 대리점형 제품 판가 인상 후 7월 추가 인상 단행. AI향 1005 47uF MLCC 제품은 신규 AI 플랫폼 채용 확대에 따라 2027년 수요가 올해 대비 7배 이상 증가할 것으로 전망되나 AI MLCC의 캐파 잠식 효과로, 올해 Capa 증가에도 불구하고 유닛 출하 성장률은 제한적. 타이트한 수급이 지속되며 빅테크 및 주요 반도체 업체 10여 개 고객사와 LTA 체결 완료. 저수익 레거시 기판 판가 인상 단행 후에도 FCBGA 중심 믹스 개선 지속 및 전략적 가격 대응을 통한 이익률 성장 전망. 최근 2040년까지의 패키지 기판 사업 투자 발표, Capex 가시화에 따른 밸류에이션 상향 조정 기대
	Investor pushback	Q) 기판 업체들의 과도한 Capex 투입으로 인해 2023년처럼 초과공급이 우려되는 것은 아닌가? A) 과거와 달리 고객사로부터 선수금 및 Capex 투자금을 받고 있는 상황. 대규모 Capex 투입에 따른 리스크를 고객사와 분담하고, 장기적인 수요 가시성을 확보할 수 있다는 점에서 초과공급 우려는 과도하다고 판단
	업종 이슈	반도체 CAPEX 증가에 따른 증설 규모 확대 및 cycle 장기화
2차전지 장정훈	전망	메모리와 비메모리 모두 공급이 부족한 상황으로, 제조업체들은 선제적 Capa 확보를 목적으로 투자를 가속화. 이에 소부장 전반의 이익 가시성이 연장될 것으로 전망하며, CAPEX cycle 역시 조기 국면으로 판단
	Top picks	HPSP: DRAM, NAND, 파운드리 등 모든 애플리케이션향으로 매출 확대 전망. 특히 내년에는 NAND 침투율이 본격적으로 확대되며 전사 실적을 견인할 것. 국내외 반도체 제조 업체들의 CAPEX 확대에 따라, 고객사와 응용처의 동반 확대에 기반한 성장에 주목
	Investor pushback	Q) DRAM 가격 상승 전환에 따른 CAPEX 상향 기대감이 반영되어온 지 1년째, 추가 catalyst가 있을까? A) 지난 2분기 중 인텔의 CAPEX 확대 계획 공개와 이어진 자금 조달. 관련 밸류체인에는 추가 upside 발생 가능할 것. 중장기적 관점에서는 디램 1d 도입과 NAND 신규 투자 재개 시점을 확인할 필요
2차전지 장정훈	업종 이슈	북미 ESS 물량 증가와 탈중국 공급망 관련 국내 LFP 양극재 확보 경쟁, 그리고 리튬 가격 반등 가능성
	전망	2차전지 밸류체인내에서 북미 배터리셀사의 ESS 가동률 증가 및 신규 라인 램프업으로 셀사의 AMPC 개선과 관련 공급망의 가동률 개선 역시 기대됨. 또한 세액공제를 받기 위한 셀 사의 국내 LFP 양극재 물량 확보 경쟁이 해당 밸류체인 계약 및 증설 기대감으로 확대될 가능성. 한편, 5월 중순 이후 조정 받고 있는 리튬 가격이 횡보 구간에서 벗어나 상승 가능성도 존재
	Top picks	삼성SDI: 북미 ESS 두번째 라인 본격 가동을 앞두고, 손익 개선에 대한 기대치가 높아진데다, 8월 말 보유하고 있던 삼성디스플레이 지분 매각에 따른 현금 확보로 북미의 또다른 LFP 양산 사이트에 대한 설비 투자가 본격화될 가능성이 투자심리에 긍정적인 전망
2차전지 장정훈	Investor pushback	Q) Sodium(나트륨) 배터리의 ESS 상업화 움직임으로 리튬 가격 조정이 지속되지 않을까? A) Sodium 배터리는 값싼 원재료와 LFP에 비해 장수명 특성으로 낮은 에너지밀도의 약점을 상쇄시키며 일정 부분 ESS 시장에 점유율을 키워갈 가능성이 있음. 이에 따라 LFP 성장률 기대치가 낮아지면 관련 리튬 수요도 줄어들지 않을까 하는 시각임. 하지만 Sodium의 규모의 경제 효과는 LFP에 비해 현저히 낮은 상황이고, 낮은 에너지밀도로 인해 특정 ESS 시스템에 필요한 에너지를 맞추려면 LFP에 비해 셀 외의 시스템 비용이 커지기 때문에 가격 이점이 셀 가격에 비해 줄어들 것으로 보임. BNEF 추정에 따르면 ESS 시장내 Sodium 비중은 2030년에 3%에 불과할 것으로 보는 상황. 따라서 Sodium의 상업화 시작이 단기가 LFP 수요를 줄이고 이어 리튬 수요도 줄 것이라 보는 것은 무리.

참고: 파란 음영 업종은 긍정 전망, 붉은 음영 업종은 중립 전망

(다음 페이지에 계속)

* Top 10 picks 포함 종목

자료: 삼성증권

업종 / 애널리스트	구분	의견
자동차 임은영	업종 이슈	판매 부진 만회 방법과 로봇 모멘텀의 재개
	전망	현대차그룹은 Level 2+ 자율주행 기술 적용이 2028년 초로 경쟁사 대비 늦어, 2027년까지 한국 시장 M/S 회복 지연 예상. 자동차 부분의 실적이 부진할수록, Physical AI 전환을 위한 실행 속도는 더욱 빨라질 전망. 향후 기대할 수 있는 모멘텀은 미국 빅테크의 BD에 대한 지분 투자 여부와, 미국 정부의 로봇 육성 정책.
	Top picks	현대모비스: 극심한 시장 변동성으로 주가는 고점 대비 40% 이상 하락했으나, 하반기 실적 성장과 로봇 사업에 모멘텀 뚜렷 2분기 실적은 반도체 비용 부담 확대와 인도 공장 화재 영향에도 모듈 사업부 흑자 전환을 기록했으며, A/S 사업 호조 지속과 함께 11월부터 로봇 액추에이터 프로토타입 납품 예정.
	Investor pushback	Q) 현대차의 로봇 사업 구조가 자회사로 분산되면 현대차에 부여됐던 로봇 사업 Valuation 프리미엄이 약화되는 것 아닌지? A) 현대차 정관 상 사업 목적에는 로봇틱스 사업이 부재. 로봇 사업을 별도 자회사 형태로 진행할 것으로 예상되면서, 이에 따라 현대차 Valuation 하락 우려 존재. 다만 외부 투자 유치에 따른 현대차 지분 가치 희석과, 신사업 초기 적자를 현대차 연결 실적에 직접 반영하지 않을 수 있다는 장점 존재. 다만 별도 법인이 향후 상장 등을 통한 명확한 Exit 통로를 확보하기 어렵다면, 외부 투자자가 높은 가치를 인정하면서 투자할 유인이 제한될 가능성.
조선 한영수	업종 이슈	업황 피크아웃 가능성, 노조문제 발생 리스크
	전망	업황 지표는 양호한 수준에서 유지될 것. 해양과 방산 부문에서의 추가 모멘텀도 기대. 발표된 2분기 손익도 긍정적. 반면 주가는 이를 제대로 반영하고 있지 못한 상황. 조선산업의 밸류에이션 매력에 점진적으로 주가에 반영될 것. 다만, '단기'의 모멘텀 측면에만 국한하면, 8-9월은 연휴와 상반기 대규모 수주로 인해(=높은 기저와 조선사들의 선별수주 강화) 최종 수주 계약의 체결 건수가 감소.
	Top picks	HD현대중공업*: 밸류에이션 매력과 엔진 부문을 활용한 전력사업 진출 모멘텀 기대
	Investor pushback	Q) 임단협 및 파업 관련 리스크는? A) 시장의 연간이익 추정치에 미치는 영향은 크지 않을 것. 관련 이슈가 시장의 예상이 어느 정도 반영된, 매년 되풀이되는 이슈이고, 고선가 물량의 매출 인식으로 인한 수익성 개선효과가 관련 리스크를 일정부분 상쇄시킬 것으로 기대되기 때문
기계/방산 한영수	업종 이슈	북미 건설장비 수요 회복 여부, 방위산업 해외 수출 수주 모멘텀
	전망	해외 방산 프로젝트들은 여전히 최종 계약 시점이 지연. 중동발 지정학적 불확실성이 해당 지역에서 진행되는 방산 프로젝트의 최종 계약 시점을 지연시키고 있는 것. 올해 방산분야는 수주와 실적 모두 연말에 모멘텀이 집중되는 구조. 건설장비는 업황 회복의 기초가 선명해지는 상황. 전세계 최대 시장인 북미 지표들이 개선되고 있기 때문. 특히 발표된 캐터필러의 2분기 실적에서는 북미에서 홀세일과 리테일(end user)수요가 동반 개선. 전력기기 업체들도 2분기 실적 발표와 함께 올해 수주 가이드스를 상향. 그만큼 업황 지표는 건고.
	Top picks	HD건설기계*: 건설기계 업황 회복의 수혜, 엔진 부문에서 데이터 센터 모멘텀도 기대 한화에어로스페이스: 미국 자주포 사업 시제품 단독 공급업체로 선정. 올해 대형사 중 유일하게 실질적인 수출 계약 체결 중
	Investor pushback	Q) 미국에서의 데이터 센터 건설 제한이 전력기기 업체들에 미치는 영향은? A) 이미 국내 전력기기 업체들은 캐파 이상의 수주와 잔고를 확보 중. 애초에 전력기기 건설 제한 움직임의 배경 중 하나가 미국 현지 전력부족 문제. 그만큼 현재 전력기기 수요는 건고. 특히 HD현대일렉트릭과 효성중공업은 데이터 센터 관련 비중이 높지 않은 편. 오히려 이들은 대형 발전소 건설에 따른 초고압 제품 수요 증가에서 더 큰 수혜를 누리는 구조. 우려는 과도
화학 조현렬	업종 이슈	국제유가 급등 영향 및 중국 수요 동향
	전망	범용 화학제품을 중심으로 한 전반적인 화학 시황 약세는 지속될 전망이며, 최근 중동전쟁으로 인한 긍정적 재고효과도 3Q26부터 소멸되어 실적 하향 불가피. 중동 전쟁 이전에도 이익 창출 가능했던 업체 위주로 선호.
	Top picks	LG화학: 범용 화학 실적은 다소 둔화되겠지만, 배터리 소재 사업 실적과 배터리 자회사 실적 개선이 2H26 두드러지게 나타날 전망. 특히 원통형 배터리향 양극재 판매가 본격화되며 적자 폭 축소 및 흑자전환 가능할 전망.
	Investor pushback	Q) 최근 국내 화학 구조조정이 긍정적 촉매로 작용 가능하진 않을까? A) 국내 화학업체의 구조조정은 중장기 관점에서 필수적이나, 해당 설비의 영구폐쇄가 아니라 잠정 가동 중단인만큼 의미있는 업황 회복 기대하기 어려울 것.
정유 조현렬	업종 이슈	정제마진 급등세 지속과 중동 지정학 리스크 확산 여부
	전망	중동 전쟁 종료에도 유럽/중동의 저위 재고 및 중동 정제설비 훼손으로 등경유 중심의 마진 강세 지속될 것. 특히 최근 중동 내 지정학 긴장 재발은 공급 차질이 쉽게 끝나지 않을 것을 시사.
	Top picks	S-Oil: 높은 정유 사업 비중을 기반으로 중동 전쟁으로 인한 디젤/등유(동사의 합산 제품 수율은 53%) 마진 강세 수혜가 국내 업체 중 가장 강할 것
	Investor pushback	Q) 중동 지정학 위기 추가 확대될 경우 원료 수급 어려움 없을까? A) 최근 반복되는 중동 위기로 원유보다 정유제품 수급 타이트 심화. 이에 따라 항공유 및 등유가 필요한 선진국가에서 원유 공급 지원할 것으로 전망. 그만큼 정유제품 공급 타이트가 심화되었음을 방증

(다음 페이지에 계속)

업종 / 애널리스트	구분	의견
유통 백재승	업종 이슈	백화점 기존점 성장률 peak out 여부, 원/달러 환율 하락 지속 여부
	전망	한국 증시 조정 이후 백화점 기존점 성장률이 하반기 둔화 우려로 인해 valuation 조정 경험했으나, 현재 valuation에서 추가 하락 가능성 제한적이라 판단. 다만, 주가 회복 또한 기존점 성장률 둔화가 어느 정도 마무리된 이후에 나타날 것으로 보여 4Q26 실적까지 다소 기다림 필요할 것. 대형마트 업태 매출이 3Q26 가장 좋겠지만, 이마트는 연결대상 자회사 실적 부진이 다소 아쉬운 흐름. 이에 따라, 단기적으로는 편의점(BGF리테일, GS리테일)의 안정적 실적 흐름이 상대적으로 부각될 것
	Top picks	신세계*: 조정 우려로 최근 주가 하락 경험했으나, 1) 외국인 매출 비중은 여전히 상승 추세에 있으며, 2) P/E 10배 이하에 거래되고 있는 현재 valuation은 회사 실적 체력 감안 시 매력적으로 판단 BGF리테일: 1) 안정적인 기존점 성장률에 더해, 2) 작년부터 점포 수 순증 속도를 조절하며 올해 영업이익 증가율이 예상을 상회하고 있으며, 3) 2Q26 물류 파업에 따른 일회성 비용 반영 감안 시 3Q26은 전분기 대비 기저 효과 경험할 수 있을 것
	Investor pushback	Q) 백화점 기존점 성장률 둔화 감안 시, 언제쯤 다시 진입 고려할 수 있을까? A) 부터 기존점 성장률이 회복되어 4Q26에도 기저효과 측면에서는 유리하진 않은 상황. 다만, 주가가 이미 이러한 우려까지 반영한 것으로 판단되며 4Q26 기존점 성장률에 대한 눈높이가 낮아진 만큼 4Q26 실제 실적들을 확인해가며 재진입 타이밍 고려할 것으로 판단
제약/바이오 서근희	업종 이슈	한미약품-제넨텍 HM17321(UCN2, 비만), 올릭스-한소제약 siRNA 염기서열 2중 L/O 소식으로 기술이전 기대감 훈풍
	전망	바이오 기업이 보유한 파이프라인, 플랫폼의 확장성이나 임상 모멘텀, 기술 이전 가능성이 높은 종목에 대해 본질적인 기업 가치에 집중하며 관심 유지. 글로벌 M&A 열기가 최대 수준에 달한 지금, 코스보더 딜 모멘텀이 가시화되는 종목 위주로 디커플링 해소와 함께 기업 가치 재평가 가능한 구간으로 진입.
	Top picks	알테오젠, 에스티팜
	Investor pushback	Q) 머크-모더나 mRNA 암백신 임상 3상 성공으로 많은 주목, mRNA 이외에도 주목할만한 기전이나 신약 분야가 있는지? A) 머크-모더나 3상 성공은 개인 맞춤형 암백신의 가능성 입증했다는 점에서 의미가 크며, 해당 임상은 키트루다를 병용하여 향후 알테오젠에도 긍정적 영향 가능. mRNA 이외 주목할만한 분야는 여전히 비만/대사 질환 및 ADC, 이중항체 등. 경쟁력 있는 파이프라인 보유한 기업에 주목 필요.
의료기기 정동희	업종 이슈	내수 경쟁 심화 속 3분기 시술 비수기 극복 여부
	전망	q-q 성장률 둔화는 불가피하나, 매출 중심이 내수에서 의료기기 수출과 화장품 사업으로 확대되면서 계절성 완화 전망
	Top picks	파마리서치
	Investor pushback	Q) 수출 및 화장품 성장 속도가 국내 경쟁 심화 속도를 상회할 수 있을까? A) 2분기 실적에서 고무적인 포인트는 행사 효과가 작용한 미주 매출뿐만 아니라 아시아에서의 매출 상승. 기존 의료기기 리쥬란의 매출이 발생하던 지역으로 유기적인 품목 확장이 확인되는 곳인 만큼 안정적인 실적 베이스로 작용할 것이며, 서유럽향 의료기기 리쥬란도 상반기 런칭 행사 이후 Ramp-up 전망
화장품 정동희	업종 이슈	2분기 행사 기저를 넘어 연이은 분기성장 가능할 것인지
	전망	수익성 좋은 B2B 채널로의 확장 효과 본격화 및 2분기 높은 마케팅 비용 기저 효과로 3분기 지속 성장 전망
	Top picks	에이피알, 실리콘투
	Investor pushback	Q) 하반기에도 계속 이런 현재와 같은 성장이 이어질 수 있다고 보는지? A) 브랜드사는 해외 오프라인으로 채널 확장하며 안정적인 공헌이익률(50% 전후 추정)의 B2B 매출 확대되며 수익성 개선 및 4분기 성수기 진입으로 실적 기대감 확보, 유통사의 경우 4분기 성수기 앞둔 상황에서 리테일러 재고 축적을 위한 주문량 상승으로 분기 매출 peak 달성 전망
은행 김재우	업종 이슈	경상적 ROE의 레벨업 여부 및 금리 상승 사이클 전환
	전망	은행주는 NIM, 대출성장, 대손비용률 사이클 개선은 물론 증권 계열사 중심 비은행 강화에 따른 ROE 레벨업에 기반한 Valuation Re-rating을 전망
	Top picks	KB금융, 하나금융
	Investor pushback	Q) 상반기 중 양호한 ROE 개선이 있었으나, 증시 호황 등에 따른 증권사 실적 개선이 크게 기여. 즉, 은행들의 경상적 ROE가 10%를 상회할 수 있는가? A) 2Q 실적에 증권사의 가파른 이익 성장이 긍정적으로 기여한 것은 사실이나, 간과되고 있는 것은 은행들의 양호한 이자이익 성장, 그리고 판관비용률 관리에 따른 ROE 제고 여력. 실제로 은행들의 이자이익은 2Q까지 견조한 개선세를 보인 가운데, 교육세 인상 등의 부담에도 불구하고 은행의 안정적인 판관비용률 관리가 확인됨에 따라 구조적 ROE의 상승 기반 강화는 확인 가능. 하반기 중 추가적인 대출성장이 예상되는 가운데, 한국은행의 기준금리 인상 사이클 진입은 NIM 회복으로 이어지며 이자이익 증가 속도를 제고, 은행들의 구조적 ROE 개선에 대한 가시성을 높일 것으로 기대. 이는 궁극적으로 “은행 ROE는 10%”라는 선입견을 완화, 은행주 Valuation Re-rating으로 이어질 것으로 예상.

(다음 페이지에 계속)

업종 / 애널리스트	구분	의견
증권 정민기	업종 이슈	3분기 증시 조정, 금리 상승폭 확대 등에 따른 운용 부문 손실 여부
	전망	8월(MTD 기준) 증시 거래대금은 전월 대비 21%, 2분기 대비 42% 수준 감소한 상황. 단일종목 레버리지 ETF 거래 기준 강화 등에 따른 회전율 감소 및 증시 변동성 확대에 따른 개인투자자 증시 참여 축소 등에 따라 낙폭이 확대된 상황. 한편, 3분기 중 주가 조정 폭 확대 및 금리 상승 등으로 운용 손익 가시성 또한 불투명. 다만, 현재 당사 추정 상반기 대비 하반기 50% 감익을 가정한 보수적 전망에도, 업종 내 커버리지 종목군들의 26E PER 4~5배, 배당(총주주환원)수익률 6%를 상회하는 상황으로 저평가 메리트는 확인. 모멘텀 부재에 따른 주가 소외 현상은 지속될 수 있으나, 중장기 기반 투자 관점에서는 매력적인 진입점을 제공하고 있는 것으로 판단.
	Top picks	NH투자증권*
	Investor pushback	Q) 신용공여 잔고 축소(반대매매 등)에 따른 증권사 별 손실충당 가능성은 없는지? A) 과거 특정 사례와 달리, 신용공여 익스포저에 대한 거래 상대방/디폴트 리스크는 제한적일 것으로 판단. 증권사 별로 신용공여담보 유지비율은 약 140% 내외로 형성되어 있으며, 해당 비율 하락 시 반대매매를 통해 담보 주식을 청산함으로써 대출 익스포저를 회수하기 때문. 다만, 담보 주식 종목이 n거래일 연속 지속적인 하한가를 기록하는 매우 특이한 상황에서 미수채권 등 발생할 수 있으나, 최근 장세(대형 종목 위주)에서 해당 가능성은 제한적일 것으로 판단.
보험 정민기	업종 이슈	금리 상승 수혜, 언더라이팅 손익 전환
	전망	장기 채권 금리 상승 기조 하, 금리 상승에 유리하고 증시 내 방어주 성격을 보유한 보험업종에 대한 관심 높아질 것으로 기대. 이에 더해 보험사들의 보험손익(특히, 장기보험손익)은 하반기 턴어라운드 국면에 돌입할 것으로 기대. 이는 1) 도수치료 관리급여 도입 등 실손보험 모럴해저드 방지책이 본격 시행되는 가운데, 2) 회사별 수익성 관리 기조 전환에 따른 출혈경쟁 자제로 지표(손해율, 유지율 등) 개선이 기대되기 때문.
	Top picks	현대해상, DB손해보험
	Investor pushback	Q) 도수치료 관리급여 도입에 따른 실제 보험사 손익 개선 정도는? A) 2분기 실적 시즌 보험사 별 코멘트에 따르면, 관리급여 도입 이후 7월 약 한달간 기존 대비 도수치료 관련 보험금은 약 30% 수준까지 감소한 것으로 파악. 금액 기준으로는 대형 손보사 기준 월간 약 50~60억원 수준으로 추정. 다만, 반대로 건보 통제에 따른 기타 진료 품절효과 등 동반될 수 있어, 추이의 면밀한 관찰이 당분간 필요.
지주회사 박세웅	업종 이슈	하반기 발표될 '주가누르기 방지법 (저PBR법)' 및 '지주회사 현물출자 과세 이연 특례 연장' 최종안 내용
	전망	결국 지주회사 주가 관건은 NAV 할인율의 축소 여부이며, 이를 위해선 지주회사의 현금창출 능력 향상이 증명될 필요. 최근 주가 조정으로 NAV 할인율이 평균 수준보다 벌어진 기업 중, 현금창출 능력 개선이 기대되는 기업에 주목할 시점이라 판단. 이에 더해, 하반기에는 주주환원 측면의 메리트를 보유한 기업의 주가가 더욱 부각될 가능성.
	Top picks	한화: 한화는 인적분할 후 8/25 재상장된 주가가 NAV할인율 70% 수준으로, 거래 정지 이전 할인율이 약 60%였음을 감안 시 주가 저평가 구간. 계열사 이익 성장에 따른 지주회사 배당 확대 예상. NAV 할인율 축소에 따른 주가 상승 기대. SK: SK는 Tech 계열회사의 이익 성장에 따른 배당 및 브랜드 로열티 수익 증가 기대. 또한, SK스퀘어의 현금배당이 올해부터 실시된 점도 긍정적인 요소. 주주환원 관점에서도 향후 DPS 증가 기대.
	Investor pushback	Q) 상법개정, 중복상장 금지법안 등이 이미 통과된 상황에서, 하반기 주가 catalyst가 있을지? A) 하반기에도 저PBR 법안 등 정책 모멘텀 존재. 지난 법안들을 통해 기업별로 상이한 주주친화적 스탠스가 관찰되었으며, 이를 토대로 주주친화적 지주회사는 지속적인 밸류에이션 프리미엄 (NAV 할인율 개선)을 향유 가능할 것.
건설 허재준	업종 이슈	3대 메가프로젝트 수혜주 인식 및 한국 정부의 웨스팅하우스 지분 인수 기대감/고물가, 고금리 지속에 따른 실적 악화 우려
	전망	건설사 주가가 올해 고점 대비 상당히 조정을 받은 상태이기 때문에 언론 보도들에 반응하여 주가가 큰 변동성을 보일 가능성 있음. 다만, 여전히 실적 악화 우려가 있는 상황에서 건설사별로 밸류에이션이 차별화되고 있기 때문에, 실적과 밸류에이션에 기인한 선택적 투자를 권고
	Top picks	삼성E&A*, GS건설
	Investor pushback	Q) GS그룹 데이터센터 수주 모멘텀 긍정적이나, 2029년까지만 반영되는 요인 아닌지? 그 이후는 어떻게 보는지? A) GW 규모 AI 데이터센터를 건설해본 경험이 있는 건설사가 지금까지 없는 가운데, 캡티브 물량이라 하더라도 상당히 유의미한 트랙 레코드가 될 것. 이를 통해 중장기 성장동력 마련할 것으로 기대
미디어/엔터 최민하	업종 이슈	주요 엔터사의 신인 IP 데뷔 사이클 가동 및 저연차 IP 중심의 포트폴리오 다변화
	전망	주요 엔터사들의 신인 걸/보이 그룹이 순차적으로 출격하며 차세대 라인업 구축과 파이프라인 다변화가 가속화될 전망. 저연차 라인업의 가파른 글로벌 인지도 확대를 바탕으로 업종 전반의 실적 모멘텀 강화와 이익 체력 확대 기대
	Top picks	와이지엔터테인먼트: 빅뱅의 월드투어 시작과 다양한 MD 컬렉션 출시. 베이비몬스터의 팬덤 확대에 따른 본격적인 공연 매출 성장 전망. 올해와 내년 각각 보이그룹과 걸그룹 데뷔 예정 CJENM: 티빙의 2분기 분기 흑자전환 등 수익성 개선, 플랫폼 사업 고도화를 통한 성장성 강화, 비용 효율화와 사업 구조 개선 등을 통한 중장기 성장 방향성은 유효
	Investor pushback	Q) 티빙(CJENM)가 분기 흑자 전환한 배경과 흑자 기조는 유지될 수 있는가? A) 오리지널 콘텐츠, KBO 리그 중계 등으로 가입자 증가와 광고 매출 성장. 티빙 오리지널 콘텐츠의 해외 OTT 등 판매 확대로 수익성 개선. 콘텐츠 판매 규모 등에 따라 단기 수익성의 변동성은 있겠지만, 이용자 규모와 광고 매출이 안정 궤도에 올라서면서, 티빙의 수익성이 구조적으로 개선될 수 있음을 입증했다는 점에서 의미

(다음 페이지에 계속)

업종 / 애널리스트	구분	의견
통신 최민하	업종 이슈	AI 인프라 사업자로 부상, AI 데이터센터 사업 드라이브
	전망	AI 데이터센터(AIDC)를 필두로 AI 인프라 사업자로의 체질 개선이 본격화되는 구간. 주요 사업자들의 하이퍼스케일급 AIDC의 순차적 가동에 힘입어 관련 사업 부문의 실적 성장세가 지속될 전망
	Top picks	SK텔레콤* : 1등 AI 인프라 사업자로 진화하겠다는 비전을 제시. AI 데이터센터를 중심으로 중장기 성장 동력을 확보해 나가고 있으며, 상장 추진 중인 앤스로픽 등 보유 지분가치의 상승에 따른 기업가치 리레이팅 가능성도 주목할 필요
	Investor pushback	Q) 신규 AIDC 증설 및 상용화 타임라인의 가시성은 어떻게 되는지? A) KT(KT클라우드)는 금년 말 부천 AIDC 개소를 목표로 하고 있으며, SK텔레콤은 내년 하반기 울산 AIDC 1단계 가동, LG유플러스는 내년 하반기 파주 AIDC의 전산 1동 개소를 시작으로 순차적 개소 예정
인터넷/게임 오동환	업종 이슈	AI 데이터센터 성장동력 부각과 카카오 인적 분할
	전망	NAVER의 AI 팩토리 사업에 대한 시장 의구심 있으나, 3분기 중 고객사 계약 체결 뉴스 보도 시 사업 가시성 상승으로 기업 가치 재평가 전망. 카카오는 인적 분할 결정 이후 지주사 디스카운트 부각으로 주가 정체 전망
	Top picks	네이버 : 커머스, AI 인프라, 금융을 중심으로 미래 성장 포트폴리오 확장 중. 하반기 투자 증가로 단기 수익성은 악화가 예상되나, AI 팩토리 고객사 계약 공개로 신사업 기업 가치가 주가에 반영될 전망
	Investor pushback	Q) 글로벌 네오클라우드 기업들 적자 지속 중인데 네이버의 AI 팩토리가 수익성 확보 가능한가? A) 고객사와 계약 체결 시 체결 규모만큼 SPV로부터 GPU를 임차하는 백투백 구조 계약으로 진행되는 만큼 GPU 과대 임차에 따른 수익성 하락 리스크는 제한적
섬유/의복 이혜인	업종 이슈	국내 소비 확대 지속 여부 및 환율 안정화
	전망	올해 4분기~내년 1분기 국내 주요 대기업들의 성과급 및 연말 인센티브 지급이 집중되는 시기까지는 현재와 같은 소비 확대 기조 유지될 것으로 판단. 가파른 원화 강세로 하반기 OEM 등 수출 비중 높은 업체들의 성장세는 소폭 둔화될 가능성 존재
	Top picks	F&F : 1) 수출 중심의 의류 기업 중 유일하게 인바운드 확대 수혜를 받고 있는 기업인 만큼 국내 MLB 성장 지속 전망. 2) 현재 중국 내 MLB 소매 판매 견조하고 디스커버리 매장 확대 지속되는 만큼 하반기 중국 수출 매출 확대 가능. 또한 3) 테일러메이드 인수 결정 시, 주가의 추가 모멘텀으로 작용할 것으로 기대
	Investor pushback	Q) 견조한 펀더멘탈 대비 저평가가 지속되는데, 주가 상승을 위한 모멘텀은? A) 1) 중국 내 디스커버리 매장 확대 가속화, 2) 테일러메이드 인수. 인수에 4조원 이상이 필요할 것으로 전망되나, 중국 외 미국 시장 확대 및 대형 골프 브랜드 확보를 통한 포트폴리오 다변화는 주가에 긍정적으로 기여할 것으로 전망.
레저 이혜인	업종 이슈	카지노 세금상한을 현행 10%에서 신규 세금 구간 설립을 통해 15%를 확장시키는 방안 논의 중
	전망	신규 세율 구간에 따라 영업이익 하락 가능성은 기존 추정치 대비 낮을 가능성 존재. 다만, 구체적인 법 발의안 확인할 필요
	Top picks	롯데관광개발 : 하반기 직접 영업 고객 비중 확대에 따른 홀드울 개선과 성장 지속 기대
	Investor pushback	Q) 지속 성장 가능성 ('24년과 '25년의 매출액 성장률은 각각 50%, 39% 수준. 이와 유사한 매출 성장 흐름 가져갈 수 있는지?) 및 홀드울 개선은 구조적인지? A) 1)에 대한 질문은 가능하다는 판단. 이에 대한 요인은 인바운드 수요는 여전히 견조하고, 제주 및 국내 복합리조트의 인바운드 트래픽 자체의 성장 궤적은 훼손되지 않고 있음. 2) 현재로서는 구조적으로 계속 높아진다고 말하기는 어려운 상황. 다만, 현재 롯데관광개발의 홀드울은 18~19%으로 마카오의 매스 테이블 홀드울 22~23% 고려할 때, 현재 수준에서 추가 성장할 여력은 있는 상황.
운송 김영호	업종 이슈	항공: 유가와 환율 정상화에 따른 실적 회복 여부 / 해운: 단기적으로 높은 수준의 운임의 하반기 변화 양상
	전망	항공: 유가와 환율이 정상화 여부가 항공사 실적 회복에 중요. 국제선 수요 성장은 제한적으로 대한항공-아시아나 합병 이후 가격 결정력 확인 필요 / 해운 : 상반기 운임 강세는 외생 요인으로 인한 것으로 판단. 따라서 상고하자 운임 예상하며 중장기 공급 과잉으로 중립 의견
	Top picks	현대글로벌비스
	Investor pushback	Q) 자동차 운반선에 대한 공급과잉 우려는 없는지? A) 중국 자동차 수출 물량이 YoY로 60% 내외로 증가, 현재로서는 수급 상황이 타이트함. 또한 2022~2026년까지 자동차 운반선 폐선이 거의 없었기에, 폐선 수요를 고려하면 공급과잉 우려는 낮음
철강/금속 백재승	업종 이슈	중국 철강 시장 회복 여부, 글로벌 보호무역 강화가 한국 철강업에 미칠 영향
	전망	중국 철강 수급이 단기간에 크게 변화하긴 어렵다고 판단되기에, 중국 철강 시장 회복에 기댄 적극적 베팅이 쉽진 않은 상황. 작년부터 강화된 한국 철강업의 보호무역 강화가 3Q26까지 한국 철강사들의 전분기 대비 이익 개선 모멘텀으로 작용할 수 있어, valuation을 고려한 trading 전략 유효할 것
	Top picks	세아베스틸지주 : 9~10월 중 중국산 특수강봉강에 대한 관세 부과 여부가 결정될 것으로 예상되며, 관세 부과 시 회사 본업 실적 회복이 2027년에 두드러질 것. 이에 더해, 미국 특수합금 공장 완공 이후 2027년부터 이익 기여 기대되는 바, 해당 사업 가치 재부각 기대 현대제철 : 철강사업 실적은 1Q26을 바닥으로 3Q26까지 한국의 보호무역에 기반해 회복 기대되며, 특히 3Q26 실수요향 가격 인상에 주목 필요. 더불어, AI 데이터센터 건설 확대 및 반도체 기업들의 증설 등이 봉형강 수요 증가로 이어질 수 있는 모멘텀이라는 점도 현대제철이 주목되는 이유
	Investor pushback	Q) 올해 하반기 철강업종 주가 상승을 위한 가장 중요한 변화는 무엇이며, 그에 대한 당사의 view는? A) 철강업에 대한 편만한 투자의 전제 조건은 중국 철강 시장 회복이며, 이를 위해 중국 부동산 및 인프라 투자 확대를 통한 수요 증가 혹은 더 강력한 구조조정/감산을 통한 공급 조절 필요. 다만, 올해 하반기 중국 철강 수급의 큰 폭 변화는 아직 크게 감지되지 않는 상황임을 고려 필요

(다음 페이지에 계속)

업종 / 애널리스트	구분	의견
결제 김재우	업종 이슈	경기 회복에 따른 소비 증가와 스테이블 코인 입법
	전망	수출기업 중심의 경기 회복이 소비 증가로 이어질 경우, 결제사들의 실적 개선을 기대. 한편, 스테이블 코인 입법 관련 불확실성은 여전히 높지만, 이와 관련된 news flow는 주가 변동성을 야기할 전망.
	Top picks	카카오페이, NHNKCP
	Investor pushback	Q) 경상 GDP 상승으로 경기 회복 기대가 높고, 하반기 중 스테이블 코인 입법에 대한 기대도 높은 상황. 이러한 이슈들이 실제 결제사들의 실적 개선으로 이어질 수 있는가? A) 경기 회복에 따른 소비 여력 개선은 다소 시차를 두고 영향을 줄 것으로 기대되는 만큼, 결제사들의 관련 실적 개선도 올해 하반기 보다는 내년 상반기에 보다 클 것으로 전망. 기업 실적 호조에 따른 상여금 지급 등은 올해보다 내년 초에 이행될 여지가 크고, 정부의 예산 확대 효과도 내년 상반기에 본격화될 것으로 기대. 한편, 스테이블 코인 입법화와 관련된 news flow는 이미 최근 결제사들의 주가 변동성을 높이는 요인으로 작용 중. 다만, 스테이블 코인 입법 후 실제 도입까지의 시차는 물론, 이에 따른 실적 개선 효과도 현 시점에서 낙관하기 이르다고 판단. 즉, 해당 이슈는 보다 보수적인 관점에서 접근하는 것을 추천.
대체투자 (리츠/인프라) 이경자	업종 이슈	금리 인상에 따라 이자비용 증가, 인프라펀드는 데이터센터 및 재생에너지 시장 확대와 국민성장펀드 집행으로 시장 확대
	전망	금리 인상은 현재 시장금리 및 주가에 기반영된 상태, 리츠의 선제적 대비(자산매각, 배당재원 유보)로 배당 일관성 유지
	Top picks	SK리츠, KB발해인프라
	Investor pushback	Q) 금리 인상에 따른 이자비용 증가는 리츠 및 인프라펀드의 배당컷 가능성을 높이지 않는가? A) 지난 금리 인상 사이클과 달리 이번 인상 사이클에서는 기초자산들의 임대료 재계약 시기라는 점에서 상쇄 가능할 것

Compliance notice

- 당사는 2026년 8월 28일 현재 삼성전자, 삼성 SDI, 삼성전기, 삼성 E&A 와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 당사는 2026년 8월 28일 현재 KB 금융의 자기주식 취득 또는 처분을 위한 계약체결기관으로 지정되어 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 8월 28일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 8월 28일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

Samsung Securities

Samsung Securities

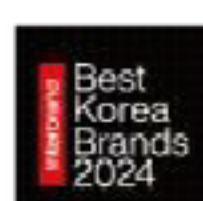
삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA