

Morning Meeting Notes

2026-09-11

내일의 차이
현대차증권

What's Inside

[자동차] 샤오미의 전략, AI 패권 전쟁의 신호탄
[조선] HD현대중공업 엔진&SMR 증설 발표
[증권] Keep Calm and Carry On
와이씨(BUY/16,000원) 하반기 공급 확대, 내년 이후로도 성장 지속
CJ프레시웨이(BUY/35,000원) 탐방 Note: 온라인 성장 가속화
[경제] 한국경제의 새로운 균형점 - 경제성장, 잠재성장률, 중립금리 그리고 원화 재평가

주식시장

국내 증시는 혼조 마감. 고유가, 고금리 경제심리 속 전반적인 투자심리는 위축. 보험, 게임 강세. 건설, 원자력, 증권, 은행, 리츠, 음식료, 의료, 방산도 상대적으로 견조했으나, 업종내 종목별 차별화. 전력인프라, 석유화학, 바이오, 화장품, 조선은 대체로 약세. 코스닥은 반도체 소부장 일부 종목과 로봇주 강세 나오며 상승 마감.
미국 증시는 하락 마감. 트럼프 대통령의 1인당 5천달러 현금 지급 공약에 따른 재정 부담 우려와 8월 PPI 상승이 맞물리며 국제금리 급등한 영향. 국제유가도 급등하면서 물가 및 인플레이션 부담 지속되는 점도 하방 요인으로 작용. 업종별로 통신서비스, 필수소비재를 제외한 대부분의 업종이 하락했으며, AI 및 반도체 관련주의 약세가 두드러짐

금리&환율

국고채 금리는 상승 마감. 국고채는 계속되는 국제유가 상승세와 미 재무부 국채 바이백 실망감에 약세.
미국채 금리는 상승 마감. 미국채 금리는 8월 PPI 내 PCE 연계 항목의 상승과 국제유가 급등에 단기물 중심으로 급등.
원/달러 환율은 전장 대비 3.10원 오른 1,339.20원에 마감. 원/달러는 미국 PPI 발표를 앞둔 관망세 속에 소폭 상승 마감.
달러인덱스는 99.07로 상승. 국제유가 상승한 가운데, 8월 미국 도매물가 상승으로 금리 급등하며 달러는 강세

주요 뉴스

미국 경제 지표 소식
8월 PPI는 전월 대비 0.4% 상승. 시장 예상치에 부합했으나, 지난 6월 0.1% 하락, 7월 0.1% 상승과 비교해 상승 각도가 가팔라짐. 주간 신규 실업보험 청구 건수는 20만6천건으로 직전 주의 20만7천건 대비 1천건 감소, 시장 예상치(20만5천건)는 상회

New Publications

[증권] Keep Calm and Carry On(2026-09-11)
[인터넷/SW] SW/서비스의 겨울, AI인프라/네오클라우드의 봄(2026-09-02)
[자동차/반도체소부장/로보틱스] 중국 WRC 2026 방문 후기 및 투자 활용법 - 이제 그만 총추고 일할 시간(2026-08-26)
[미국주식] Data Center Asia 2026 참가기 - 800VDC, 전력의 대전환(2026-08-11)
[채권/크레딧] Fixed Income Monthly - 수요측 물가압력 다각도로 점검 결과 = 동결(2026-08-07)
[선진국 전략] 미국 장단기 전략 - 1Q27 S&P 500 Target 9,000pt(2026-07-03)
[반도체/전기전자/디스플레이/AI/로보틱스] 일본 기업 방문 후기 - Bottleneck 해소에는 시간 필요(2026-06-24)
[반도체/전기전자/디스플레이/AI/로보틱스] 대만 Computex 방문 후기 - Agentic AI가 AX 견인(2026-06-10)
[경제] 2026년 하반기 경제 전망: 기호지세(騎虎之勢) - Ride With Us or Collide With Us(2026-06-02)

Rating, Target Price Changes

삼성증권	신규	▷ BUY	146,000 원	(2026-09-11)
한국금융지주	신규	▷ BUY	312,000 원	(2026-09-11)
키움증권	신규	▷ BUY	434,000 원	(2026-09-11)
미래에셋증권	신규	▷ BUY	42,000 원	(2026-09-11)
와이씨	BUY	19,000 원 ▷ BUY	16,000 원	(2026-09-11)
CJ프레시웨이	BUY	41,000 원 ▷ BUY	35,000 원	(2026-09-11)
클리오	BUY	14,000 원 ▷ BUY	17,000 원	(2026-09-09)
유한양행	BUY	120,000 원 ▷ BUY	110,000 원	(2026-09-08)
아이에스동서	BUY	31,000 원 ▷ BUY	23,000 원	(2026-09-08)
한일시멘트	BUY	19,000 원 ▷ BUY	20,000 원	(2026-09-07)
피에스케이홀딩스	BUY	175,000 원 ▷ BUY	210,000 원	(2026-09-07)
대한제강	BUY	13,800 원 ▷ BUY	11,900 원	(2026-09-04)
컴트로닉스	BUY	47,000 원 ▷ BUY	34,000 원	(2026-09-04)
피엔에이치테크	M.PERFORM	4,400 원 ▷ M.PERFORM	3,800 원	(2026-09-04)
덕산네오룩스	BUY	57,000 원 ▷ BUY	51,000 원	(2026-09-03)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
삼성전자	143,012	삼성전자	2,305,253
SK스퀘어	126,354	SK하이닉스	1,066,403
현대모비스	70,158	한미반도체	636,190
한화에어로스페이스	61,732	DB하이텍	257,839
대한항공	61,227	주성엔지니어링	237,637

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
SK하이닉스	-1,769,516	SK스퀘어	-287,417
삼성전자	-1,546,879	현대모비스	-171,404
한미반도체	-255,754	삼성전기	-145,063
원익IPS	-142,893	삼성SDI	-139,532
DB하이텍	-136,753	셀트리온	-117,132

국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	7,033.92	-0.25	+3.24
대형주	7,698.51	-0.27	+3.42
중형주	4,155.30	-0.04	+1.31
소형주	2,416.83	+0.23	+1.08
KOSDAQ	836.92	+0.79	-2.84

투자자별 매매동향	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
KOSPI			
순매수	3,802	-26,230	5,744
누적순매수(D-20)	-169,873	-73,225	8,547

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균, 단위 : 억 원)	395,853	296,781	412,473

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	177.07	+0.26	+8.03
금융	1,148.05	+0.17	+2.54
운수장비	4,829.55	-0.20	-9.34
유통	633.82	+0.47	+1.83
음식료	4,752.70	+0.46	-2.75
의약품	15,406.09	-1.52	-7.46
전기전자	114,523.80	-0.28	+6.03
철강금속	6,955.99	+0.32	-2.03
화학	4,857.55	-1.42	+2.89
유틸리티	1,044.31	-2.02	-0.43
통신	608.81	-1.35	-0.61

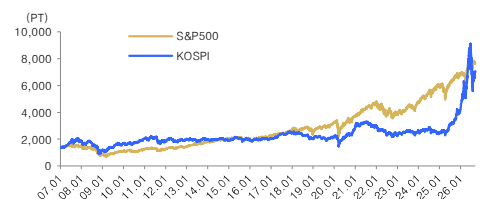
해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	7,636.36	+0.00	-2.09
NASDAQ	26,253.34	+0.00	-2.05
일본	65,270.95	+0.20	-4.45
중국	3,934.40	-0.43	+0.19
독일	25,361.15	-0.84	-3.57

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.93	+2.00	+14.90
국고채 (10년)	4.45	+5.20	+15.50
은행채AAA (3년)	4.26	+1.80	+16.50
미국국채 (2년)	4.59	+15.50	+44.35
미국국채 (10년)	4.96	+12.10	+32.00

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,339.20	+0.23	-5.65
원/백 엔	872.61	-0.19	-2.07
원/위안	200.52	+0.46	-4.87
달러/유로	1.16	-0.18	+0.72
위안/달러	6.72	+0.06	-0.40
엔/달러	154.42	+0.56	-3.19
Dollar Index	99.07	+0.29	-0.89

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	102.48	+6.69	+26.13
금 (usd/oz)	4,358.80	-2.28	-1.39
BDI	3,521.00	-2.73	+19.80
천연가스(NYMEX)	2.83	+0.43	+3.92

KOSPI, S&P 추이



본 조차지표는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사자 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

자동차/모빌리티

샤오미의 전략, AI 패권 전쟁의 신호탄

Xiaomi IFA 2026 Overview, Game Changer 등장

- IFA 2026에 첫 참가한 샤오미는 사상 최대 해외 단독 전시 부스(3,300㎡)를 통해 제품-기술-데모 등 380종 이상을 전시하고 'Human × Car × Home' 전략 비전과 생태계 및 글로벌 확장 전략을 소개. 특히 기존 AIoT 기기 제조사를 넘어 모빌리티와 주거 환경을 포괄하는 비전을 통해 AI Tomorrow → AI Today → Product Portfolio의 3단계 구조로 제품 생태계 제시

- **전략**: 샤오미는 가전과 스마트폰 중심의 사업 포트폴리오를 종합 지능형 모빌리티와 제조 인프라로 전면 확장 선언. 이번 발표가 기존 전략과 차별화되는 지점은 스마트폰 중심의 단순 사물인터넷(IoT) 연동을 넘어, 모바일 기기, 스마트홈 가전, 순수 전기차, 산업용 로봇틱스를 독자 운영체제로 관통하는 '인·차·가(Human × Car × Home)' 생태계의 실증적 완성도를 입증

- **AI/로봇틱스**: 과거 시연되던 휴머노이드 로봇 '사이버원(CyberOne)'이 단순 감정 인식과 동작 구현에 그쳤던 것과 달리, 샤오미는 실제 자사 전기차 생산 라인 너트체결 공정에 로봇 투입하여 작업 성공률을 초기 약 90%에서 98%까지 끌어올린 4개월간 성능 검증 데이터 공개. 테슬라가 기가팩토리를 오피머스 훈련장으로 활용하는 전략과 궤를 같이 함. 샤오미가 보유한 오픈소스 대형 언어 모델(LLM) Xiaomi MiMO는 2024년 7월 글로벌 토큰 사용량 1위 기록

→ 이는 지난 8/26 보고서 [중국 WRC 2026 방문 후기 및 투자 활용법 - 이제 그만 춤추고 일할 시간](#)에서 언급한 바와 같이 중국 로봇틱스 산업이 기존 실험실 단계에서 양산 전 학습과 검증 단계에 돌입함과 같은 맥락. 차량 양산 과정에서 발생하는 방대한 시각 데이터, 힘 센서 피드백, 모터 토크 및 부품 조립 궤적 데이터를 직접 수집해 로봇의 행동 파운데이션 모델을 훈련하는 '피지컬 AI(Physical AI)'의 선순환 체계가 실제 제조 현장에서 작동하기 시작했음을 의미

- **모빌리티**: 라인업과 인프라 부문에서도 체계적인 고도화 중. 양산 세단인 신형 SU7뿐만 아니라 뉴 르부르크링 랩타임 기록을 겨냥한 고성능 플래그십 'SU7 울트라(Ultra)', 가상 레이싱 기반의 콘셉트 카 '샤오미 비전 그란 투리스모'를 전면에 배치, 차량 엔지니어링 역량 강조.

→ 하드웨어 라인업의 이면에는 11억 6천만 대 이상의 활성 기기를 연결하는 통합 운영체제 '샤오미 하이퍼OS(Xiaomi HyperOS)'와 자체 개발 칩셋(XRING 등)이 중심. 중국 본토에서 첫 전기차 인도 이후 누적 70만 대 이상의 판매량을 확보한 샤오미는 2027년 독일을 비롯한 유럽 시장 진출을 공식화, 2026년부터 2030년까지 AI, OS, 자체 반도체, 스마트 EV, 로봇틱스 등에 총 2,000억 위안(한화 약 43조원)을 집중 투자하는 중장기 자본 배분 계획 확정

중국 진영의 지능화 경쟁, SDV에서 AIDV로 전환

- **AIDV로 전환**: 중국 모빌리티 시장의 기술 패러다임이 중앙 컴퓨팅 아키텍처 기반의 '소프트웨어 정의 차량(SDV)'에서 거대 인공지능 모델이 주행과 차량 물리 거동을 직접 통제하는 'AI 정의 차량(AIDV)'으로 이동. SDV가 분산 제어를 통합하고 무선 소프트웨어 업데이트(OTA) 환경을 제공하는 구조적 전환이었다면, AIDV는 신경망 모델이 인지·판단뿐 아니라 사시 역학, 조향, 제동, 구동 토크, 배터리 열관리까지 엔드투엔드(End-to-End)로 통합 제어하는 지능화 단계

OVERWEIGHT

Analyst 장문수 joseph@hmsec.com

- **기업 전략:** 인왕지능기술(화웨이 스마트카 솔루션 사업 부문이 독립)은 XMC 시스템을 앞세워 글로벌 Tier1이 점유해 온 서스펜션, 댐핑, 브레이크 제어 영역을 단일 인공지능 모델 아래 종속. BYD는 1,000V 아키텍처 기반의 5분 충전(400km 주행) 배터리 시스템과 독자 개발한 4나노 공정의 쉬anzi A3 칩을 결합하여 차량 전반의 에너지와 컴퓨팅 주도권을 동시에 내재화. 샤오펑은 중간 매개 모듈을 제거한 2세대 VLA 신경망을 적용해 반응 지연을 최소화함으로써 도심 자율주행 성능 개선.

→ 중국 전기차 산업의 도약이 개별 부품이나 배터리 가격 인하에 국한되지 않고 에너지 인프라, 샤시 모션, 컴퓨팅 칩셋, E2E 파운디션 모델 전반에서 동시다발적으로 진행되고 있음을 시사

- **모바일-모빌리티 융합:** 중국 테크/완성차 진영이 추진하는 기술 통합 1차 목표는 사용자의 일상 데이터를 중단 없이 흡수하는 라이프스타일 운영체제의 확립. 스마트폰을 통해 축적된 사용자의 일정, 소비 취향, 디지털 서비스 이용 기록은 차량 탑승과 동시에 차량 내 인터페이스로 연결, 실내 공조, 조명, 자율주행 목적지 추천, 가정 내 스마트홈 기기 제어로 확장. 자동차가 단순한 이동 수단이 아닌 주거 공간과 디지털 업무 공간을 매개하는 고부가가치 디바이스로 변화.

→ 교체 주기가 길고 일상 체류 시간이 긴 자동차 플랫폼을 장악해 타사 모바일 기기나 운영체제로의 전환을 원천적으로 봉쇄하는 강력한 생태계 락인(Lock-in) 효과 구축 목적

- **물리세계 데이터 플라이휠 선점:** AI 진화 축이 텍스트/이미지 중심의 생성형 모델에서 물리 공간과 상호작용하는 물리적 AI로 전환, 현실 세계의 다차원 센서 데이터 확보 능력이 핵심적인 경쟁 자산화. 수십만 대의 전기차 라인에서 발생하는 정밀 조립 실패·성공 데이터는 산업용 로봇의 촉각 및 행동 제어 파운디션 모델을 훈련하는 기초 자원

→ 도로 위 수백만 대의 차량 플릿(Fleet)에서 전송되는 주행 환경의 Edge Case 데이터는 자율주행 신경망 강화 요인. 제조 공장의 효율화가 차량 생산비를 낮추고, 단가 인하로 확대된 양산차가 다시 방대한 물리 데이터를 회수해 지능화 알고리즘을 갱신하는 이중 데이터 플라이휠 구조는 전통적인 하드웨어 조립 위주 제조사가 따라잡기 힘든 진입 장벽을 형성

- **사업 구조의 변화 속 중국 경쟁 우위 선점:** 중국 진영의 중국적인 사업 모델은 서구권 완성차/부품사가 100년 이상 확립해 온 계층적 분업 구도의 해체. 자체 칩셋과 통합 OS, 샤시 모션 AI를 내재화 해 전통적인 하드웨어 부품을 단순 조립 단위로 격하하고, 차량의 수익 구조를 차량 일시불 판매에서 소프트웨어 구독, 자율주행 라이선스, 디지털서비스 수수료 등 다변화. 2027년 샤오미의 독일 진출을 포함한 글로벌 확장은 단순한 전기차 수출이 아닌, 자국에서 검증된 AIDV 소프트웨어 아키텍처와 플랫폼 생태계를 선진 시장에 이식하려는 시도로 해석

글로벌 영토 분할, 시장 방어를 위한 기술 개발 속도 향상과 데이터 실행력 중심의 체질 개선 필요

- **중국발 AIDV 패권 경쟁은 한국 Tier 1 생태계에 구조 전환 강요:** 화웨이의 XMC나 BYD의 슈퍼브레인 구조처럼 차체, 조향, 제동, 현가장치를 관장하는 6개 도메인이 단일 AI 중앙 컴퓨터로 통합 제어되는 환경에서 부품사들이 납품하던 개별 전자제어장치(ECU)와 독자 펌웨어의 가치는 소멸. 소프트웨어가 완성차 제조사나 거대 테크 기업의 중앙 플랫폼으로 흡수되며 하드웨어-소프트웨어의 Decoupling이 발생. 국내 부품사는 중앙 HPC의 표준 통신 규격에 맞춘 '스마트 액추에이터(Smart Actuator)' 기술과 고신뢰성 센서 모듈 역량을 내재화하는 체질 개선 시급

- **안보 규제 이면에 중국의 주요 시장 침투 우려:** 미국과 유럽의 대중국 관세 장벽과 커넥티드 차량 데이터 안보 규제는 중국산 AIDV의 북미 진출을 차단하고 유럽 침투 속도를 일정 부분 제어하는 완충지대 역할. 현대차그룹은 이러한 지정학적 틈새를 활용해 미국 시장에서 고수익 전략 추구. 그러나 규제 장벽이 낮은 동남아시아, 중동, 중남미 등 신흥 시장에서는 BYD와 샤오핑의 초저가 AIDV 공세에 직면 중이고, 샤오미의 2027년 독일 진출 계획 같이 유럽 본토에서도 직접적인 소프트웨어 사용자 경험 경쟁이 불가피

- **중국과의 속도전에서 기존 전략과 다른 실행력 필요:** AVP본부장 및 포티투닷 박민우 사장이 강조한 "자율주행 경쟁은 결국 실행력의 전쟁"이라는 명제는 한국 자동차 산업의 연구개발 프로세스가 직면한 본질적 혁신의 방향을 지목. 스마트폰 산업의 제품 수명 주기와 AI 학습 주기를 결합하여 수개월 단위로 소프트웨어를 진화시키는 중국 진영의 속도전은 4~5년 주기의 전통적인 완성차 개발 체계와 양립하기 어렵기 때문

- **데이터 플라이휠 실질적 가동이 성공의 열쇠:** 현대차그룹이 2028년 첫 SDV를 양산하고 2029년 새 만금 AI 데이터센터를 본격 가동하기 전까지, 선행 양산차 및 글로벌 플랫폼에서 유의미한 주행 데이터를 일관되게 흡수할 수 있도록 센서 표준화 작업을 계획의 차질 없이 조기에 마무리할 필요. 의미 있는 주행 Edge Case를 선별해 인공지능 학습으로 피드백하는 데이터 플라이휠 파이프라인의 실질적 가동 여부가 기술 추격의 성패를 가를 전망

피지컬 AI 모빌리티 시대의 생존 방정식

- 샤오미의 IFA 참전과 사이버원의 생산 라인 투입은 스마트폰 제조사의 단순한 전시성 이벤트를 넘어, 운영체제, 생성형 AI, 산업용 로봇믹스, 그리고 양산 전기차가 융합된 '피지컬 AI 플랫폼'의 완전한 가동을 시장에 확인. 화웨이, BYD, 샤오핑 주도의 중국 AIDV 전환은 하드웨어 단품 판매 중심의 모빌리티 산업을 지능형 인공지능 운영체제 중심의 플랫폼 산업으로 강제 재편 중

- 현대차그룹은 탁월한 기계적 완성도와 유연한 파워트레인 전략을 기반으로 글로벌 3위의 재무적 체력을 다졌으나, 소프트웨어 중심의 핵심 전장에서는 2028년 SDV 양산 시점까지의 기술적 시차를 좁혀야 하는 중대한 시험대로 판단. 엔비디아와의 표준화 협력, AVP 본부 중심의 기민한 조직 개편, 새 만금 GPU 슈퍼컴퓨팅 인프라를 연계한 데이터 플라이휠 체계를 속도감 있게 완성해야 중국발 AIDV 공세 방어와 글로벌 피지컬 AI 모빌리티 패권의 주도권을 확보할 수 있을 것으로 판단

- 주가는 현대차 CID 이후 약세를 지속하고 있으나, 미국 중간선거 전 한미 협상 과정에서 대미 투자 구체화 속 로봇믹스 아메리카 법인 설립, 부지 선정 등 공급망 구체화와 관련한 기대감이 고조될 것으로 판단. 원화 강세와 현대차 출하 부진은 3분기 실적 부담을 높이는 부분이나 현재 원달러 환율이 분기말까지 유지 시 판매보충충당금 환입에 따른 실적 부담 완화 요인이 우려를 방어할 것으로 기대. 해당 모멘텀에 편승한 로봇믹스 밸류체인 및 완성차에 대한 비중을 확대할 필요

〈표1〉 Xiaomi IFA 2026 주요 내용

구분	핵심 내용
전시 개요	- IFA 첫 참가, 전시공간 3,300㎡+ (샤오미 사상 최대 해외 단독 전시) - 제품-기술-데모 380종+ 전시, 'Human × Car × Home' 스마트 생태계 소개 - AI Tomorrow → AI Today → Product Portfolio의 3단계 구조로 제품 생태계 제시
자동차(EV)	- 차량 3종 전시: Vision Gran Turismo, 신형 SU7, SU7 Ultra - 중국 본토 누적 70만대+ 인도, YU7 출시 첫날 확정주문 24만대+ - 독일 자동차 딜러그룹 8곳과 MoU 체결, 2027년 독일 포함 유럽 진출 계획
로봇	- CyberOne, 전시장에서 손하트-업지척 등 실시간 제스처 인터랙션 - 2세대 CyberOne: 키 170cm, 무게 66kg, 전신 66DoF (양손 33DoF) - Xiaomi Auto Factory에서 시험 운용 중 - 제조라인 네트워크 작업 성공률 4개월간 약 90%→98%
AI-반도체	- 자체 대형모델 최신 성과: MiMo-V2.5-Pro, Xiaomi Miloco, Xiaomi Midaw - AI × OS(HyperOS) × 자체 반도체(XRING)를 Human × Car × Home의 공통 기술 기반으로 제시 - Xiaomi 18 Fold: 차세대 XRING O3 칩 탑재 첫 플래그십 스마트폰
스마트홈(Mijia)	- Mijia 유럽 대규모 확장 발표 - 130개+ 카테고리 2,000종+ 제품, Xiaomi Home 앱 통합

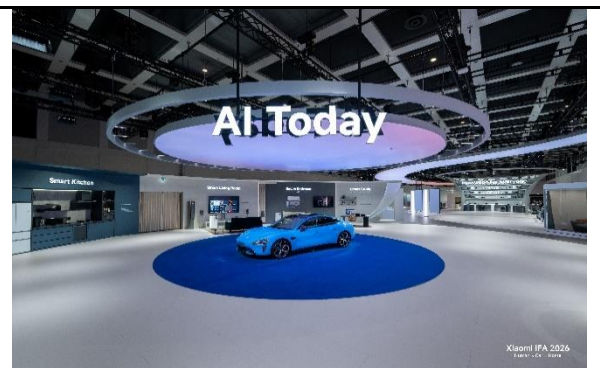
자료: Xiaomi, 현대차증권

〈그림1〉 Xiaomi IFA 2026



자료: Xiaomi, 현대차증권

〈그림2〉 Xiaomi IFA 2026



자료: Xiaomi, 현대차증권

〈그림3〉 Xiaomi CyberOne



자료: Xiaomi, 현대차증권

〈그림4〉 Xiaomi Vision GT



자료: Xiaomi, 현대차증권

〈표2〉 중국 진영의 지능화 경쟁

기업	핵심 지능화 아키텍처 및 시스템	자율주행 및 제어 특성	컴퓨팅 하드웨어 및 전동화 플랫폼	시장 포지셔닝 및 생태계 모델
화웨이 (인왕지능기술)	XMC (Chassis Motion Control) 시스템	차체, 제동, 조향 등 차시 6개 물리 영역을 단일 AI로 통합 제어	다중 라이더 기반 고성능 연산 모듈 및 실시간 제어 칩셋	완성차 제조사 상위에서 소프트웨어·차시 플랫폼을 독점하는 생태계 공급자
BYD	쉬안지(Xuanji) 아키텍처, SuperBrain 분산-중앙 제어	차량-클라우드 AI 및 엣지 AI를 결합한 전 차량 생애주기 지능 제어	中 최초 독자 4nm 차량용 AI 칩 '쉬안지 A3' (최대 2,100 TOPS), 1,000V 초급속 충전	자체 배터리·반도체 수직계열화 기반 원가통제력과 거대양산 역량
샤오펑 (Xpeng)	2세대 VLA (Vision-Language-Action) 모델	시각과 언어 인지를 물리적 주행 행동으로 직접 연결하는 2단 직결 E2E 구조	초저지연 연산 파이프라인 및 고성능 NPU 기반 비지도 학습 모델	'中 테슬라' 포지셔닝 바탕의 선행 AI 자율주행 SW 고도화
샤오미	샤오미 하이퍼OS (HyperOS), 피지컬 AI 제조 시스템	스마트폰-차량-가전 연계 상황 인지 및 연속적 에이전트 인터랙션	자체 칩셋(XRING 시리즈), EV 공장 연계 휴머노이드 로봇	방대한 스마트폰 사용자 기반 앰비언트 OS 지배력 및 B2C 접점 확보

자료: 현대차증권

〈표3〉 현대자동차그룹의 SDV 전략

구분	현대자동차그룹 핵심 로드맵 및 지표	세부 실행 내용 및 기술 아키텍처
SDV 양산 일정	2026년 SDV 페이스카 개발 후 2028년 첫 SDV 양산차 공식 출시	제네시스 플래그십 등 주요 차종에 통합 OS 및 레벨 2+ 자율주행 전면 탑재
운영체제 및 AI 모델	Pleos Vehicle OS 및 Atria AI	고정밀 지도(HD Map)를 배제하고 8개 카메라와 ~400 TOPS NPU 기반의 비전 E2E NOA 구현
센서 및 컴퓨팅 체계	엔비디아(NVIDIA) 기반 센서 규격 표준화	현대·기아·포티투닷·모셔널 간 데이터 형식을 통일하여 원시 데이터 학습 파이프라인 구축
AI 슈퍼컴퓨팅 인프라	새만금 AI 데이터센터 건립	2029년까지 GPU 5만 장 이상 규모의 연산 인프라를 가동해 독자적 데이터 플라이휠 가동
수익성 및 원가 목표	2030년 연결 영업이익률 9% 이상, 매출원가율 3%p 절감	표준화된 차체 및 센서 아키텍처 도입, 현지화 부품 공급을 통한 제조 원가 구조 혁신

자료: 현대차, 현대차증권

조선

HD현대중공업 엔진&SMR 증설 발표

엔진 & SMR 증설 발표로 단기/중기/장기 성장 확인

HD현대중공업은 9/10 AI 데이터센터 중심의 전력 수요 증가에 대응해 엔진과 SMR에 총 1.07조원(엔진 신공장 8,336억원, SMR 2,386억원)을 투자한다고 발표. 증설이 완료되는 2028년 힘센엔진 CAPA는 7.2GW(선박용 3.2GW, 육상용 4.0GW)로 2025년 말 3GW 대비 2.4배 확대. 영암 공장 전환(단기), 신공장 램프업(중기), 엔진 수요 지속과 SMR(장기)로 이어지는 증설 효과는 공백 없이 이어질 것으로 판단. 당사 추정 발전용 엔진 증설에 따른 기업가치 증분은 2028년 6조원(신공장 가동률 30%, 영암 가동 가정). 신공장 및 영암 합산 기준 램프업 시 최대 18조원의 기업가치 기여가 가능할 것으로 추정

1) 4행정 엔진 증설

(1) 단기 영암 확장으로 발전용 매출 확대: 현재 힘센엔진 CAPA 3GW(울산 2.3GW, 영암 0.7GW) 중 발전용 생산은 연 약 200MW로. HD현대엔진(영암)은 2027년 6월까지 보완투자를 통해 CAPA를 1GW로 늘릴 계획. 기존 선박용 물량은 울산(2.3GW → 3.2GW)으로 이전하고, 영암은 9MW급(20H35GV) 발전용 엔진 중심으로 운영. 영암 1GW 전량을 발전용으로 판매 시 연간 약 3,000억원 내외의 영업이익 증가가 가능할 것으로 추정

(2) 중기: 신공장은 2028년 5월 준공 후 6월 가동 예정. 20MW급 16H54GV 전용 라인으로 연 150대(3GW) 규모이며, 2028년 생산은 정상 CAPA의 약 30%, 2030년 100% 가동을 목표.. Aperion 계약 기준 단가(\$621k/MW), OPM 35%, 평균환율 1,370원을 가정해 영업이익 증가분을 추정한 결과, 2028년 신공장 가동률 30%(0.9GW) 기준 영업이익은 2,979억원 증가. 2030년 풀램프업 시 신공장 영업이익 증가분은 8,938억원.(9/10 기준 28F HD현대중공업 매출액 컨센서스 28.6조 영업이익 5.48조) 신공장 투자금 8,336억원은 풀가동 기준 연간 영업이익 증가분의 약 1년치로, 투자비 회수 우려는 제한적
기업가치 증분은 영업이익 증가분에 세후(법인세율 22%) 기준 바르질라 28F P/E 19.8배를 적용해 산출 시 2028년 신공장 30% 가동 기준 EV 증분은 약 4.5조원, 풀램프업 시 신공장 EV 증분은 13.7조까지 확대

(3) 장기: 공급 부족 국면은 2030년 이후에도 지속 가능성 높아. 주요 가스터빈 5개사는 풀CAPA 상태로, 공급 정상화 시점은 2031~2032년으로 예상. 다만 AI 데이터센터 수요 증가 속도를 감안하면 이 시점이 더 늦어질 가능성도 있어. 바르질라 역시 2Q26 기준 2028년 인도 슬롯이 대부분 확정되었고 2029년 예약이 진행 중. 20MW급 대출력 4행정 엔진 라이선서는 바르질라,

OVERWEIGHT

Analyst 백주호 juho4281@hmsec.com

에버런스, 힘센엔진 3개사에 불과하다. 바르질라-에버런스의 증설 후 합산 CAPA도 약 4.7GW 수준. HD현대중공업의 증설후 4행정엔진 CAPA는 4GW 고려 시 HD현대중공업 M/S 건조할 것으로 기대. 수요처 역시 AI 데이터센터(미국 비중 80~90%) 외에 국가 전력망, 산업용, 원전·가스터빈 비상용, FDC·발전선으로 다변화

2) SMR 증설

테라파워 나트륨(Natrium) SMR 주기기를 연 2기(1기 345MW급) 생산할 수 있는 CAPA 확보가 목적을 2,386억원 투자를 발표 2026년 6월 테라파워와 향후 발주 일정이 포함된 주기기 제작 프레임워크 어그리먼트를 체결. 와이오밍 실증 플랜트의 일부 구성품은 이미 수주해 2026년 말 제작에 착수. 2028년 일부 매출이 발생할 예정이며, 이번 투자는 다단계 투자 중 1단계다. 향후 다른 4세대 노형과 SMR 발전선·추진선으로 확장할 수 있어

9/10 증설 발표 이후 주가는 하락했으나, 현재 주가는 단기 영암 전환, 중기 신공장 램프업, 장기 SMR로 이어지는 단계별 가치를 반영하지 못하고 있다고 판단하며, 이번 주가 조정은 매수 기회로 판단. 추가 발전용 엔진 수주 공시, 2027년 영암 발전용 매출 가시화, 신공장 램프업 일정 준수가 차례로 확인될수록 증설 가치는 주가에 순차적으로 반영될 것

〈그림1〉 HD현대중공업 엔진 공장 투자 사항

구 분	주요 내용	비 고
투자 구분	· 신규시설투자	
투자 내역	· 총 8,336 억원 (부지 포함)	엔진 조립·시운전 및 핵심부품(크랭크샤프트·블록) 일관생산 설비 포함
투자 목적	· 엔진발전 시장 대응을 위한 대출력 발전엔진 생산 능력 확충	20MW 급 16H54GV 전용, 연 3GW(약 150 대) 규모
투자 기간	· '26.9 월 ~ '28.5 월	28.6 월 가동, '30년 100% 목표
대상 부지	· 울산시 울주군 온산읍	전체 부지 약 6.5 만평, 잔여 부지는 추가 증설용
시설 구성	· 토지 · 엔진 조립/시운전 공장 (1 동) · Crankshaft 가공 공장 (1 동) · Engine Block 주조 공장 (1 동)	
추진 일정	· 설계/인허가: '26.9 월 ~ '27.2 월 · 공장 건설: '27.3 월 ~ '28.5 월	

자료: HD현대중공업 현대차증권

〈그림2〉 HD현대중공업 SMR 주기기 투자 사항

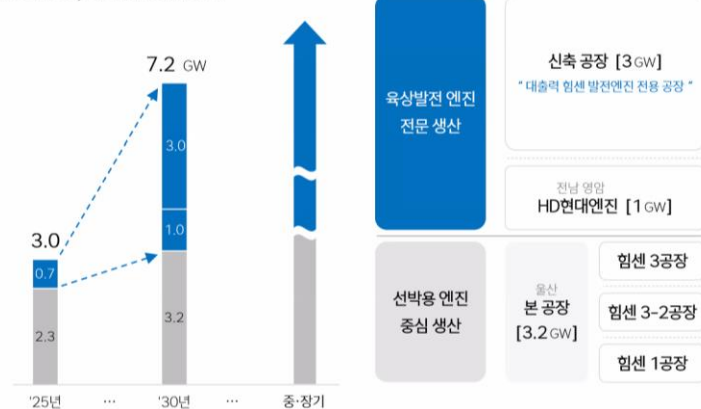
구 분	주요 내용	비 고
투자 구분	· 신규시설투자	
투자 내역	· 총 2,386 억원	자체 부지 보유, 일부 기존 건물 활용
투자 목적	· SMR 주기기 제작사업 생산시설 구축	테라파워 Natrium 주기기 연 2 기(1 기 345MW 급) CAPA, 다단계 투자 중 1 단계
투자 기간	· '26.10 월 ~ '29.4 월	'28년 일부 매출 발생 예정

자료: HD현대중공업 현대차증권

〈그림3〉 힘센엔진 공장 운영변화

□ 선박용 엔진 중심 공장 → 선박용 및 육상발전용 엔진 특성을 고려하여 **공장 운영 최적화**

【공장별 Capa. 증설 및 운영 계획】



자료: 언론보도 현대차증권

〈그림4〉 발전용 엔진 증설 규모·영업이익률별 연간 영업이익 증가분

(단위: 십억원)		발전용 엔진 영업이익률				
엔진 증설분 (GW)		20%	25%	30%	35%	40%
1		170.2	212.8	255.4	297.9	340.5
2		340.5	425.6	510.7	595.8	681.0
3		510.7	638.4	766.1	893.8	1,021.4
4		681.0	851.2	1,021.4	1,191.7	1,361.9
5		851.2	1,064.0	1,276.8	1,489.6	1,702.4

자료: 현대차증권

주: 증설분 전량 판매 가정, 평균환율 1,370원 적용

〈그림5〉 발전용 엔진 증설 규모·영업이익률별 연간 기업가치 증가분

		발전용 엔진 영업이익률				
엔진 증설분 (GW)		20%	25%	30%	35%	40%
1		2,615.9	3,269.9	3,923.9	4,577.8	5,231.8
2		5,231.8	6,539.8	7,847.7	9,155.7	10,463.7
3		7,847.7	9,809.7	11,771.6	13,733.5	15,695.5
4		10,463.7	13,079.6	15,695.5	18,311.4	20,927.3
5		13,079.6	16,349.5	19,619.4	22,889.2	26,159.1

자료: 현대차증권

주: 증설분 전량 판매 가정, 평균환율 1,370원 적용, '26.04 Aperia energy 참고

. 법인세율 22%, 와르질라 28FP/E 19.7배 적용

증권업

Keep Calm and Carry On



증권 | 김성훈 seonghun.kim@hmsec.com

CONTENTS

[Executive Summary] | 02

[Key Charts] | 03

동력 잃은 증권주. 고민이 필요한 시점 | 08

상반기 호실적과 엇갈린 주가 흐름 | 08

업황 둔화와 매크로 불확실성으로 26년 실적은 상고하자 전망 | 10

주가 조정기 높아진 Valuation 매력과 배당수익률 | 14

다음은 지속가능한 이익 Level Up 을 증명 | 15

천수답형 사업구조와 이익변동성 우려. 해소되지 않은 저 PBR | 15

일본 증권사들의 이익 안정성 제고 속 주주환원 강화 | 17

국내 증권업도 나아가고 있는 방향 | 19

리테일을 중심으로 한 이익 Level Up 에 주목 | 21

가계자산내 증권업으로의 자본 이동 수요 확대. 리테일 고객 자산의 높은 성장 여력 | 21

금융상품비즈니스의 성장. WM 사업의 실적 기여도 증가 전망 | 24

퇴직연금 사업과 ETF 시장의 성장세. 리테일 고객 자산의 장기 Lock in | 27

발행어음/IMA 를 중심으로 증권사들의 리테일 수신 기능 강화 | 30

Digital 과 Global 로 확장되는 리테일 | 33

디지털자산 비즈니스의 출발점 STO. 단기 이익 기여는 제한적 | 33

디지털 자산 비즈니스도 핵심은 리테일 기반 확대 | 41

외국인통합계좌. 글로벌 리테일과의 점점 확대 노력 | 45

결론 및 투자전략 | 48

리테일 역량을 기반으로 한 수익 체질 개선은 중장기 리레이팅 요인으로 귀결 | 48

최선호주: 삼성증권 / 차선후주: 한국금융지주 | 48

기업분석 | 51

삼성증권(016360)

한국금융지주(071050)

키움증권(039490)

미래에셋증권(006800)

증권업

Keep Calm and Carry On

증시 불확실성 확대 속 증권업의 리테일 역량 기반 수익구조 개선에 주목

1H26 증권주는 사상 최대 수준의 실적에도 불구하고 실적 Peak Out 우려와 함께 증시 조정 국면 속 연초 주가 상승분을 상당 부분 반납했다. 시장 및 거래대금 의존도가 높은 국내 증권업 특성상, 증시의 상승 국면 이탈로 가시화된 '상고하저' 실적에 대한 우려를 빠르게 반영한 결과이다.

지수의 단기간 가파른 상승이 실적 변동성을 키워냈지만, 그동안 증권업내에서는 이익 안정성 제고를 위한 사업구조 변화가 진행되었다. 리테일 고객 자산 기반 금융상품판매 및 자산관리(WM)비즈니스가 확대되고, 수신 기능 강화에 따른 안정적 조달 기반이 더해지며 반복·경상수익 기반이 공고해지고 있다. 자본시장 활성화와 가계자산의 금융소비트렌드 변화 속 타금융업권 대비 증권사의 리테일 고객 자산 확보 역량은 강화되고 있으며, 이에 더해 디지털자산 비즈니스와 글로벌 리테일 시장을 두 축으로 그 외연을 넓혀 나가고 있다. 수익구조의 체질개선은 장기적으로 증권사들의 실적 변동성 축소와 함께 지속가능한 이익 성장을 견인할 것으로 전망한다.

증권업종에 대해 투자 의견 OVERWEIGHT 제시하며 커버리지 개시

상반기 대비 제한적인 증시 상승 여력과 매크로 불확실성 속에서도, 현시점 증권업종은 충분히 비중확대 관점에서 접근 가능하다. 1)26년 견조한 실적(커버리지사 합산 지배순이익 YoY+ 79.4%, 평균 ROE 23.2%) 고려시 현시점 주가 수준은 높아진 Valuation 매력과 배당수익률에 주목할 필요가 있다. 특히 역사적 고점 수준의 배당수익률이 주가 하단을 지지할 것으로 본다. 2)리테일 역량 기반 지속가능한 이익 Level Up과 ROE 변동성 축소가 안정적인 주주환원 확대로 이어지며 증권주의 저평가 해소를 전망한다. 물론 증시의 추가 약세 및 시장금리의 재상승에 따라 단기적인 주가 변동성이 확대될 수 있다. 그러나 현 주가에는 관련 우려가 상당 부분 반영된 것으로 판단되며, 추가 하방 리스크보다는 중장기 리레이팅 가능성에 무게를 둘 수 있는 시점이다.

최선후주 삼성증권, 차선후주 한국금융지주 제시

주식시장 변동성 속에서도 견고한 리테일 역량을 바탕으로 안정적인 이익 성장세와 주주환원을 지속할 수 있는 종목들 위주로 저평가가 빠르게 해소될 것으로 전망한다.

삼성증권의 경우 고액자산가 기반 리테일 비즈니스의 안정적 이익 창출력과 함께 향후 발행어음(9월 인가) 잔고 확대를 통한 추가적인 실적 업사이드가 기대된다. 나아가 커버리지 내 최고 수준의 배당수익률과 중장기 배당성향 50% 정책 고려시, 증시 불확실성 확대 국면에서 최선후 방어주로 판단한다.

한국금융지주는 증권부문에서의 탄탄한 수신 역량과 높은 레버리지 기조로 수익원이 확대되고 있고, 자회사들에 의한 연결 이익 변동성 역시 축소될 것으로 전망한다. 향후 15% 이상의 지속 가능한 ROE 창출력을 감안할 때, 현 주가에 반영된 밸류에이션은 펀더멘털 대비 현저한 저평가를 받고 있다고 판단한다.

OVERWEIGHT

Analyst 김성훈 seonghun.kim@hmsec.com

〈표2〉 중국 진영의 지능화 경쟁

기업	핵심 지능화 아키텍처 및 시스템	자율주행 및 제어 특성	컴퓨팅 하드웨어 및 전동화 플랫폼	시장 포지셔닝 및 생태계 모델
화웨이 (인공지능기술)	XMC (Chassis Motion Control) 시스템	차체, 제동, 조향 등 사시 6개 물리 영역을 단일 AI로 통합 제어	다중 라이더 기반 고성능 연산 모듈 및 실시간 제어 칩셋	완성차 제조사 상위에서 소프트웨어·사시 플랫폼을 독점하는 생태계 공급자
BYD	쉬안지(Xuanji) 아키텍처, SuperBrain 분산-중앙 제어	차량-클라우드 AI 및 엣지 AI를 결합한 전 차량 생애주기 지능 제어	中 최초 독자 4nm 차량용 AI 칩 '쉬안지 A3' (최대 2,100 TOPS), 1,000V 초급속 충전	자체 배터리·반도체 수직계열화 기반 원가통제력과 거대양산 역량
샤오펑 (Xpeng)	2세대 VLA (Vision-Language-Action) 모델	시각과 언어 인지를 물리적 주행 행동으로 직접 연결하는 2단 직결 E2E 구조	초저지연 연산 파이프라인 및 고성능 NPU 기반 비지도 학습 모델	'中 테슬라' 포지셔닝 바탕의 선행 AI 자율주행 SW 고도화
샤오미	샤오미 하이퍼OS (HyperOS), 피지컬 AI 제조 시스템	스마트폰-차량-가전 연계 상황 인지 및 연속적 에이전트 인터랙션	자체 칩셋(XRING 시리즈), EV 공장 연계 휴머노이드 로봇	방대한 스마트폰 사용자 기반 앰비언트 OS 지배력 및 B2C 접점 확보

자료: 현대차증권

〈표3〉 현대자동차그룹의 SDV 전략

구분	현대자동차그룹 핵심 로드맵 및 지표	세부 실행 내용 및 기술 아키텍처
SDV 양산 일정	2026년 SDV 페이스카 개발 후 2028년 첫 SDV 양산차 공식 출시	제네시스 플래그십 등 주요 차종에 통합 OS 및 레벨 2+ 자율주행 전면 탑재
운영체제 및 AI 모델	Pleos Vehicle OS 및 Atria AI	고정밀 지도(HD Map)를 배제하고 8개 카메라와 ~400 TOPS NPU 기반의 비전 E2E NOA 구현
센서 및 컴퓨팅 체계	엔비디아(NVIDIA) 기반 센서 규격 표준화	현대·기아·포티투닷·모셔널 간 데이터 형식을 통일하여 원시 데이터 학습 파이프라인 구축
AI 슈퍼컴퓨팅 인프라	새만금 AI 데이터센터 건립	2029년까지 GPU 5만 장 이상 규모의 연산 인프라를 가동해 독자적 데이터 플라이휠 가동
수익성 및 원가 목표	2030년 연결 영업이익률 9% 이상, 매출원가율 3%p 절감	표준화된 차체 및 센서 아키텍처 도입, 현지화 부품 공급을 통한 제조 원가 구조 혁신

자료: 현대차, 현대차증권

와이씨(232140)

Analyst 윤동욱 donguk.youn@hmsec.com

하반기 공급 확대, 내년 이후로도 성장 지속

BUY

TP 16,000원

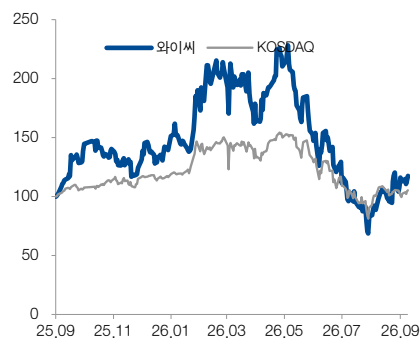
현재주가 (9/10)	12,200원
상승여력	31.1%
시가총액	1,001십억원
발행주식수	82,045천주
자본금/액면가	8십억원/100원
52주 최고가/최저가	23,700원/7,140원
일평균 거래대금 (60일)	13십억원
외국인 지분율	3.67%
주요주주 지분율	
선택외8인	52.25%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	19.4	-14.4	-41.8
상대주가(%p)	21.9	-2.7	-20.8

* KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	360	527	19,000
After	391	504	16,000
Consensus	389	495	17,500
Cons. 차이	0.5%	1.8%	-8.6%

최근 12개월 추가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 와이씨에 대해 목표주가 16,000원 제시하며 BUY 의견 유지
- 1) 고객사의 HBM 투자 확대에 따라 테스터 공급 지속 증가할 전망이며, 2) P5 등 신규 Fab 공간 증설에 따라 내년 하반기 이후로도 성장세 지속될 것

주요이슈 및 실적전망

- 와이씨 2Q26 실적은 매출액 1,050억원(YoY +30.6%, QoQ +215.2%), 영업이익 151억원(YoY +244.9%, QoQ +276.8%, OPM 14.3%)로 컨센서스(매출액 841억원, 영업이익 102억원)을 상회. 1분기 이연되었던 장비 물량이 2분기부터 정상적으로 공급되고 있으며, 수익성이 높은 장비 업그레이드 매출도 2분기 일부 발생한 것으로 보임
- 3Q26 실적은 매출액 1,224억원(YoY +83.9%, QoQ +16.6%), 영업이익 181억원(YoY +270.3%, QoQ +20.3%, OPM 14.8%)를 기록할 것으로 추정. 올해 공급 예정인 약 70대 이상의 장비 중 하반기 예정 물량도 계획대로 출하될 것으로 보이며, 2026.04 공시되었던 약 422억원의 장비 업그레이드 매출 잔여분도 하반기 반영될 것으로 예상
- 고객사가 올해 하반기부터 HBM 투자 본격적으로 확대할 것으로 기대되는 가운데, 동사는 2026.08 해당 고객사로부터 1,622억원 규모의 수주를 공시. 내년 상반기에 50대 이상의 테스터 공급하고, 2H27부터는 P5형 테스터 공급도 시작될 것으로 전망. 동사 MT8311 장비는 HBM뿐 아니라 메모리 전반에 대응할 수 있는 장비로 고객사 투자 확대에 따라 2028년까지도 실적 성장세 이어질 것으로 판단. 자회사 샘씨엔에스도 Probe Card 업황 호조에 대응해 Capa 증설하고 있어 와이씨 연결 매출 성장에 기여할 것으로 기대

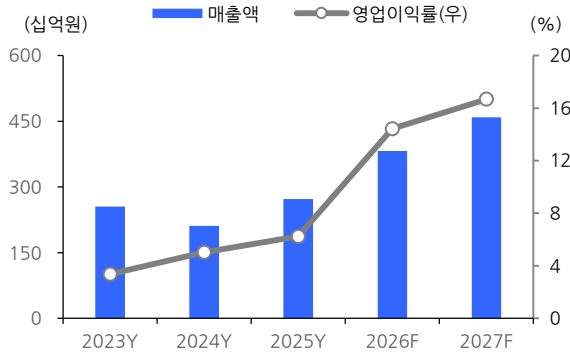
주가전망 및 Valuation

- Valuation 방식은 P/E Valuation 유지. 와이씨 2027F EPS 504원에 글로벌 테스터 기업 Peer의 2027F P/E 31.6배를 곱하여 목표주가 16,000원 산출(기존 목표주가는 와이씨 2027F EPS 527원에 글로벌 테스터 기업 Peer의 2027F P/E 36.9배를 곱하여 19,000원 산출)

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	211	11	11	19	134	-18.5	76.0	2.6	49.1	3.5	0.0
2025	273	17	19	27	235	74.9	61.6	3.2	44.9	5.6	0.0
2026F	382	55	32	68	391	66.4	30.1	2.4	15.7	8.3	0.0
2027F	459	75	41	89	504	28.8	23.4	2.2	11.8	9.7	0.0
2028F	569	101	57	115	698	38.6	16.9	1.9	8.7	12.0	0.0

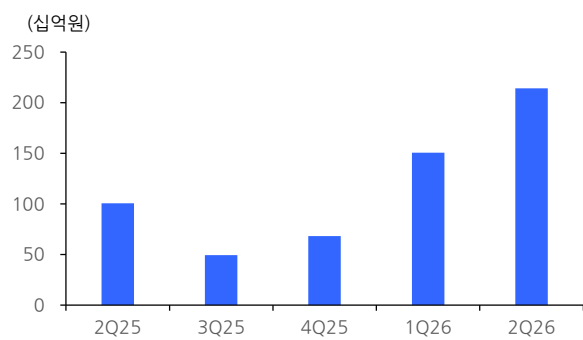
* KIFRS 연결 기준

〈그림1〉 와이씨 실적 추이 및 전망



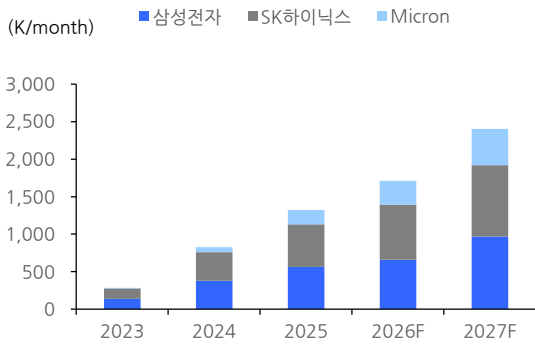
자료: 와이씨, 현대차증권

〈그림2〉 와이씨 수주잔고 추이



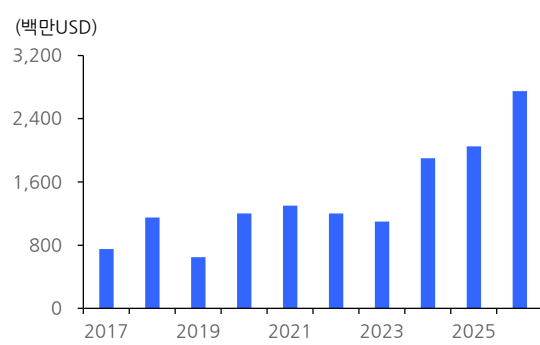
자료: 와이씨, 현대차증권

〈그림3〉 주요 메모리 제조사 TSV Capa 추이 및 전망



자료: TrendForce, 현대차증권

〈그림4〉 Memory Tester 시장 규모 추이 및 전망



자료: Advantest, 현대차증권

주: 2026F 기준 2.2 - 2.7억달러에서 2.5 - 3.0억달러로 상향

〈표1〉 와이씨 주요 수주 내역 공시

(단위: 백만원)

계약일자	계약금액	계약 상대방	주요 내용
2025-03-26	51,150	삼성전자	반도체 검사장비
2025-05-19	20,088	삼성전자	반도체 검사장비
2025-06-18	29,450	삼성전자	반도체 검사장비
2025-12-18	38,750	삼성전자	반도체 검사장비
2026-03-03	40,300	삼성전자	반도체 검사장비
2026-04-10	42,160	삼성전자	MT6133 LPE-B Upgrade
2026-05-29	93,000	삼성전자	반도체 검사장비
2026-08-26	162,150	삼성전자	반도체 검사장비

자료: 와이씨, 현대차증권

〈표2〉 분기별 매출추정

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	39.0	80.4	66.6	86.7	33.3	105.0	122.4	121.4	272.6	382.2	459.4
YoY(%)	14.7	23.6	37.7	35.6	-14.5	30.6	83.9	40.1	29.1	40.2	20.2
반도체 장비/부품	19.7	59.5	43.5	59.7	2.4	72.2	89.3	86.4	182.5	250.3	287.3
샘씨엔에스	15.8	18.7	20.8	22.7	27.2	28.3	29.8	31.4	78.0	116.8	158.3
기타	3.5	2.2	2.2	4.3	3.7	3.1	3.3	3.6	12.2	13.7	13.7
영업이익	-1.5	4.4	4.9	9.2	4.0	15.1	18.1	18.0	17.0	55.2	75.3
YoY(%)	적자전환	-56.3	흑자전환	737.3	흑자전환	244.9	270.3	94.9	60.3	224.7	36.6
OPM(%)	-3.9	5.4	7.3	10.7	12.0	14.3	14.8	14.8	6.2	14.4	16.4
지배주주순이익	-1.6	1.5	2.6	16.8	1.2	10.5	10.3	10.0	19.3	32.1	41.3
YoY(%)	적자전환	-79.9	흑자전환	194.3	흑자전환	595.2	298.2	-40.7	74.9	66.4	28.8
지배주주순이익률(%)	-4.2	1.9	3.9	19.4	3.7	10.0	8.4	8.2	7.1	8.4	9.0

자료: 와이씨, 현대차증권

Valuation 및 목표주가 산출

PER Valuation 적용하여 목표주가 16,000원 제시

와이씨에 대해 목표주가 16,000원으로 18.8% 하향. 와이씨의 2027F EPS 504원에 글로벌 테스터 기업 Advantest의 2027F P/E 31.6배를 Target P/E로 적용. 기존 목표주가 19,000원은 와이씨 2027F EPS 527원에 글로벌 테스터 기업 Peer의 2027F P/E 36.9배를 곱하여 산출.

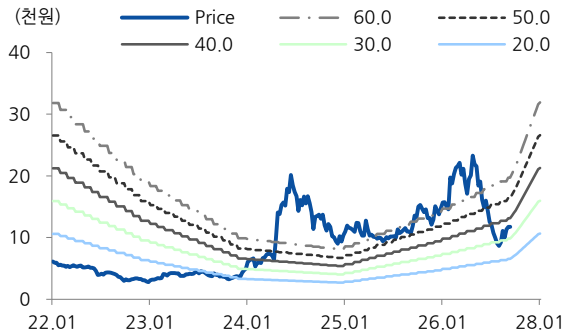
〈표3〉 와이씨 Valuation Table

(단위: 십억원, 주, 배, 원, %)

구분	내용	비고
2027F EPS	504	①
Target Multiple	31.6	②: 글로벌 테스터 기업 Advantest의 2027F P/E
적정 주가	15,919	
목표 주가	16,000	③ = ① × ②
전일 종가	12,200	2026.09.10 종가
상승 여력	31.1%	

자료: 와이씨, 현대차증권

〈그림5〉 와이씨 P/E Band



자료: Quantivise, 현대차증권

〈그림6〉 와이씨 P/B Band



자료: Quantivise, 현대차증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	211	273	382	459	569
증가율 (%)	-17.3	29.4	39.9	20.2	24.0
매출원가	153	201	269	326	407
매출원가율 (%)	72.5	73.6	70.4	71.0	71.5
매출총이익	58	72	113	134	162
매출이익률 (%)	27.5	26.4	29.6	29.2	28.5
증가율 (%)	18.4	24.1	56.9	18.6	20.9
판매관리비	48	55	58	58	61
판매비율 (%)	22.7	20.1	15.2	12.6	10.7
EBITDA	19	27	68	89	115
EBITDA 이익률 (%)	9.0	9.9	17.8	19.4	20.2
증가율 (%)	35.7	42.1	151.9	30.9	29.2
영업이익	11	17	55	75	101
영업이익률 (%)	5.2	6.2	14.4	16.3	17.8
증가율 (%)	22.2	54.5	223.5	36.4	34.7
영업외손익	6	3	6	3	4
금융수익	19	14	8	5	6
금융비용	15	11	3	2	2
기타영업외손익	2	-0	1	0	0
종속/관계기업관련손익	-1	-0	-0	0	0
세전계속사업이익	16	19	61	78	106
세전계속사업이익률	7.6	7.0	16.0	17.0	18.6
증가율 (%)	-5.9	18.8	221.1	27.9	35.9
법인세비용	3	-10	4	9	13
계속사업이익	13	29	57	69	93
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	13	29	57	69	93
당기순이익률 (%)	6.2	10.6	14.9	15.0	16.3
증가율 (%)	0.0	123.1	96.6	21.1	34.8
지배주주지분 순이익	11	19	32	41	57
비지배주주지분 순이익	2	10	25	28	36
기타포괄이익	-6	7	3	0	0
총포괄이익	7	36	61	69	93

(단위:십억원)					
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	-24	41	10	65	92
당기순이익	13	29	57	69	93
유형자산 상각비	8	10	12	13	13
무형자산 상각비	1	0	1	1	1
외환손익	1	0	-1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-50	13	-62	-17	-15
기타	3	-11	3	-1	0
투자활동으로인한현금흐름	-39	10	-38	-16	-15
투자자산의 감소(증가)	-16	-1	-7	-1	-0
유형자산의 감소	0	8	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-27	-16	-29	-15	-15
기타	4	19	-2	0	0
재무활동으로인한현금흐름	60	28	-11	1	0
차입금의 증가(감소)	22	-0	-2	0	0
사채의증가(감소)	-40	0	-10	0	0
자본의 증가	1	10	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	77	18	1	1	0
기타현금흐름	0	-0	1	0	0
현금의증가(감소)	-2	79	-39	51	77
기초현금	21	19	98	59	110
기말현금	19	98	59	110	186

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)					
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	261	277	327	403	487
현금성자산	19	98	59	110	186
단기투자자산	90	73	0	0	0
매출채권	14	13	18	21	22
재고자산	129	84	152	174	180
기타유동자산	9	7	10	12	12
비유동자산	316	330	358	361	363
유형자산	222	223	243	245	247
무형자산	24	24	24	24	23
투자자산	62	70	81	82	82
기타비유동자산	8	12	11	11	11
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	577	607	685	764	849
유동부채	101	74	81	90	82
단기차입금	31	36	36	36	36
매입채무	42	7	21	30	22
유동성장기부채	8	8	8	8	8
기타유동부채	20	23	15	16	17
비유동부채	57	57	57	58	59
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	53	52	48	48	48
장기금융부채	0	0	2	2	2
기타비유동부채	5	4	7	8	8
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	159	131	138	148	141
지배주주지분	325	368	406	447	504
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	113	123	123	123	123
자본조정 등	29	36	37	37	37
기타포괄이익누계액	-4	2	6	6	6
이익잉여금	179	199	231	272	330
비지배주주지분	93	108	141	169	204
자본총계	418	476	547	616	709

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	158	353	696	841	1,132
EPS(지배순이익 기준)	134	235	391	504	698
BPS(자본총계 기준)	5,097	5,804	6,663	7,504	8,637
BPS(지배지분 기준)	3,966	4,485	4,944	5,447	6,145
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	64.8	41.0	16.9	14.0	10.4
P/E(지배순이익 기준)	76.0	61.6	30.1	23.4	16.9
P/B(자본총계 기준)	2.0	2.5	1.8	1.6	1.4
P/B(지배지분 기준)	2.6	3.2	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA(Reported)	49.1	44.9	15.7	11.8	8.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	0.4	124.2	97.1	20.8	34.6
EPS(지배순이익 기준)	-18.5	74.9	66.4	28.8	38.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	3.3	6.5	11.2	11.9	14.0
ROE(지배순이익 기준)	3.5	5.6	8.3	9.7	12.0
ROA	2.4	4.9	8.8	9.5	11.5
안정성 (%)					
부채비율	37.9	27.5	25.3	24.1	19.9
순차입금비용	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	5.9	7.9	32.0	46.3	62.3

CJ프레시웨이(051500)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

탐방 Note: 온라인 성장 가속화

BUY

TP 35,000원

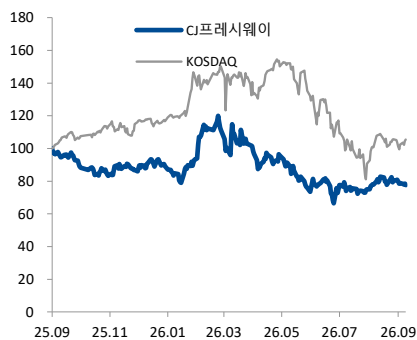
현재주가 (9/10)	23,300원
상승여력	50.2%
시가총액	277십억원
발행주식수	11,872천주
자본금/액면가	12십억원/1,000원
52주 최고가/최저가	36,050원/20,000원
일평균 거래대금 (60일)	십억원
외국인 지분율	18.32%
주요주주 지분율	
CJ외인	47.96%

추가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-2.9	-0.6	-28.3
상대주가(%p)	-0.9	13.0	-2.5

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	5,100	6,012	41,000
After	3,946	4,723	35,000
Consensus	4,557	5,634	43,500
Cons. 차이	-13.4%	-16.2%	-19.5%

최근 12개월 추가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

주요이슈 및 실적전망

- **1) 2Q26 Review:** 매출액 9,232억원(+4.5%yoy), 영업이익 235억원(-14.2%yoy, OPM 2.5%) 기록
- **식자재 유통:** 매출액 4,184억원(+6.4%yoy, 외식 식자재 +3.7%yoy, 식품원료 +14.3%yoy), 영업이익 적전. 2Q26 프랜차이즈형 취급고 지속 확대 및 온라인(식보) 매출액은 521억원(+51%yoy)로 적극적인 프로모션에 따른 고객 유입 가속화되며 GMV 지속 확대되고 있다는 점 긍정적. 다만, 수익성 측면에서는 온라인 초기 시장 선점 위한 단기 비용 증가 및 마켓보로 편입에 따른 일회성 비용 반영에 따라 적자 전환
- **급식 사업:** 매출액 4,982억원(+2.9%yoy, 급식 식자재 +1.4%yoy, 단체급식 +4.9%yoy), 영업이익 244억원(-11.5%yoy, OPM 4.9%) 시현. 단체급식 신규 수주는 컨세션/산업체/병원 지속 성장하고 있으나, 레저는 디마케팅으로 감소하며 수익성은 다소 감소
- **2) 3Q26 Preview:** 매출액 9,576(+6.3%yoy), 영업이익 287억원(-14.6%yoy, OPM 3.0%) 전망
- **식자재 유통:** 매출 +9.8%yoy 전망(외식 식자재 +9.9%yoy, 식품 원료 +9.3%yoy). 프랜차이즈 성장 지속되는 가운데, 하반기는 특히 온라인(식보) 성장이 더욱 가속화될 것으로 전망. 3Q26 온라인 GMV는 1,000억원 상회 가능할 것으로 기대. 다만, 온라인 성장 위한 투자 비용은 하반기에도 지속될 것으로 전망됨에 따라 단기 실적에 대한 눈높이 조정은 필요할 것으로 판단
- **급식 사업:** 매출 +4.7%yoy (급식 식자재 +2.8%yoy, 단체급식 +4.6%yoy), 단체 급식 군급식 등 하반기에도 신규 수주 추가될 것으로 전망. 급식 식자재 부문 저수익 채널 디마케팅 채널 정리에 따른 실적 둔화는 다소 아쉬우나 점진적인 개선 전망

주가전망 및 Valuation

- CJ프레시웨이에 대한 투자의견 BUY, 목표주가는 기존 41,000원에서 35,000원으로 하향. 목표주가는 12M Fwd EPS 4,528원(기존 5,404원), Target P/E 7.6배(CJ프레시웨이 22~25년 역사적 P/E 평균, 기존과 동일 P/E 적용)를 적용하여 산출. 하반기 온라인 성장 가속화 및 프레스원 통합으로 인한 중장기 성장에 대한 방향성은 여전히 유효하나, 온라인 성장 위한 비용 투입은 불가피할 것으로 판단

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	3,225	94	26	170	2,184	-52.4	8.0	0.5	2.3	7.4	2.6
2025	3,481	102	50	186	4,221	93.3	6.3	0.7	2.6	11.5	1.9
2026F	3,686	92	47	236	3,946	-6.5	5.9	0.6	1.7	10.2	2.3
2027F	3,875	106	56	275	4,723	19.7	4.9	0.5	1.0	11.5	2.5
2028F	4,046	121	68	261	5,763	22.0	4.0	0.5	0.6	12.6	2.5

* K-IFRS 연결 기준

□

〈표1〉 CJ프레시웨이 목표 주가 산정

	내용	비고
12M Forward EPS(원)	4,528	- 12M Fwd EPS 추정치
Target P/E(배)	8	- CJ 프레시웨이 22~25 년도 Historical P/E 평균
적정 주가(원)	34,869	
목표주가(원)	35,000	
전일 종가(원)	23,300	- 2026.09.10 종가
상승여력(%)	50.2	
투자의견	BUY	

자료: 현대차증권

〈표2〉 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	798.6	883.3	901.2	898.0	833.9	923.2	957.6	971.6	3,224.8	3,481.1	3,686.4
YoY(%)	9.2%	8.9%	8.3%	5.6%	4.4%	4.5%	6.3%	8.2%	4.9%	7.9%	5.9%
1. 식자재유통	379.9	393.1	390.4	398.8	399.9	418.4	428.5	448.4	1,464.8	1,562.2	1,695.2
YoY(%)	11.5%	8.3%	5.1%	2.3%	5.3%	6.4%	9.8%	12.4%	1.9%	6.7%	8.5%
2. 급식사업	412.4	484.0	504.0	492.9	427.4	498.2	522.1	516.6	1,706.5	1,893.3	1,964.4
YoY(%)	9.4%	11.4%	13.0%	9.7%	3.6%	2.9%	3.6%	4.8%	135.1%	10.9%	3.8%
3. 제조 외	6.3	6.2	6.8	6.3	6.6	6.5	7.0	6.6	53.5	25.6	26.7
YoY(%)	-55.0%	-56.0%	-52.1%	-43.8%	4.8%	4.8%	2.9%	4.8%	-14.1%	-52.1%	4.3%
영업이익	10.6	27.4	33.6	30.0	11.0	23.5	28.7	29.1	94.0	101.7	92.4
OPM(%)	1.3%	3.1%	3.7%	3.3%	1.3%	2.5%	3.0%	3.0%	2.9%	2.9%	2.5%
YoY(%)	0.9%	-8.9%	19.3%	19.0%	3.8%	-14.2%	-14.6%	-2.7%	-5.3%	8.1%	-9.1%
세전이익	1.6	20.0	27.6	11.9	4.3	12.8	21.7	17.9	41.8	61.2	56.7
세전이익(%)	0.2%	2.3%	3.1%	1.3%	0.5%	1.4%	2.3%	1.8%	1.3%	1.8%	1.5%
YoY(%)	-49.5%	-5.3%	-1161.6%	-40.7%	162.7%	-36.1%	-21.3%	50.5%	-42.5%	46.2%	-7.3%
지배주주순이익	3.1	11.7	17.5	14.5	4.4	17.0	17.0	17.7	25.9	50.1	46.8
순이익(%)	0.4%	1.3%	1.9%	1.6%	0.5%	1.8%	1.8%	1.8%	0.8%	1.4%	1.3%
%YoY	135.5%	-26.5%	-304.2%	-16.3%	39.6%	45.4%	-2.9%	22.0%	-52.4%	93.3%	-6.5%

자료: CJ프레시웨이, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,225	3,481	3,686	3,875	4,046
증가율 (%)	4.9	7.9	5.9	5.1	4.4
매출원가	2,624	2,847	3,039	3,188	3,322
매출원가율 (%)	81.4	81.8	82.4	82.3	82.1
매출총이익	600	634	647	687	724
매출이익률 (%)	18.6	18.2	17.6	17.7	17.9
증가율 (%)	4.5	5.7	2.1	6.2	5.4
판매관리비	506	533	555	580	603
판매비율(%)	15.7	15.3	15.1	15.0	14.9
EBITDA	170	186	236	275	261
EBITDA 이익률 (%)	5.3	5.3	6.4	7.1	6.5
증가율 (%)	0.0	9.4	26.9	16.5	-5.1
영업이익	94	102	92	106	121
영업이익률 (%)	2.9	2.9	2.5	2.7	3.0
증가율 (%)	-5.1	8.5	-9.8	15.2	14.2
영업외손익	-51	-40	-35	-35	-35
금융수익	31	29	26	39	36
금융비용	44	43	41	48	44
기타영업외손익	-38	-26	-20	-26	-27
중속관계기업관련손익	-1	-0	-1	0	0
세전계속사업이익	42	61	57	71	86
세전계속사업이익률	1.3	1.8	1.5	1.8	2.1
증가율 (%)	-42.5	45.2	-6.6	24.6	21.1
법인세비용	14	11	10	12	14
계속사업이익	27	50	47	59	72
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	27	50	47	59	72
당기순이익률 (%)	0.8	1.4	1.3	1.5	1.8
증가율 (%)	-55.0	85.2	-6.0	25.5	22.0
지배주주지분 순이익	26	50	47	56	68
비지배주주지분 순이익	1	0	0	3	4
기타포괄이익	46	-2	0	0	0
총포괄이익	74	48	47	59	72

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	111	127	272	223	212
당기순이익	27	50	47	59	72
유형자산 상각비	69	75	135	160	133
무형자산 상각비	7	9	9	8	8
외환손익	6	-1	4	0	0
운전자본의 감소(증가)	-22	-66	43	-16	-6
기타	24	60	34	12	5
투자활동으로인한현금흐름	-41	-35	-63	-63	-58
투자자산의 감소(증가)	4	10	53	-3	-3
유형자산의 감소	3	8	2	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-47	-44	-57	-73	-73
기타	-1	-9	-61	13	18
재무활동으로인한현금흐름	3	-102	-139	-60	-30
차입금의 증가(감소)	4	-7	7	0	0
사채의증가(감소)	-21	-77	142	-10	0
자본의 증가	-1	16	-30	0	0
배당금	-7	-5	-7	-7	-7
기타	28	-29	-251	-43	-23
기타현금흐름	1	0	1	0	0
현금의증가(감소)	75	-9	71	101	125
기초현금	66	140	131	202	303
기말현금	140	131	202	303	428

* K-IFRS 연결 기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	654	674	845	975	1,127
현금성자산	140	131	202	303	428
단기투자자산	8	11	12	13	13
매출채권	312	340	389	406	423
채고자산	175	168	216	226	235
기타유동자산	19	24	26	27	28
비유동자산	910	915	823	731	666
유형자산	518	518	461	374	314
무형자산	92	86	104	96	88
투자자산	123	114	61	64	67
기타비유동자산	177	197	197	197	197
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,564	1,589	1,668	1,706	1,792
유동부채	816	891	963	958	987
단기차입금	71	58	143	143	143
매입채무	406	414	443	452	470
유동성장기부채	101	164	8	-12	-12
기타유동부채	238	255	369	375	386
비유동부채	333	243	288	278	272
사채	116	40	74	64	64
장기차입금	7	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	7	7	7
기타비유동부채	210	203	207	207	201
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,149	1,134	1,251	1,237	1,259
지배주주지분	415	455	464	514	576
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	70	86	55	55	55
자본조정 등	56	56	56	56	56
기타포괄이익누계액	158	141	141	141	141
이익잉여금	120	161	200	250	311
비지배주주지분	0	0	-48	-45	-42
자본총계	415	455	416	469	534

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	2,308	4,221	3,957	4,971	6,067
EPS(지배순이익 기준)	2,184	4,221	3,946	4,723	5,763
BPS(자본총계 기준)	34,990	38,342	35,073	39,494	44,960
BPS(지배지분 기준)	34,990	38,342	39,141	43,314	48,477
DPS	450	500	550	600	600
P/E(당기순이익 기준)	7.6	6.3	5.9	4.7	3.8
P/E(지배순이익 기준)	8.0	6.3	5.9	4.9	4.0
P/B(자본총계 기준)	0.5	0.7	0.7	0.6	0.5
P/B(지배지분 기준)	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(Reported)	2.3	2.6	1.7	1.0	0.6
배당수익률	2.6	1.9	2.3	2.5	2.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-54.1	82.8	-6.2	25.6	22.0
EPS(지배순이익 기준)	-52.4	93.3	-6.5	19.7	22.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	7.0	11.5	10.8	13.3	14.4
ROE(지배순이익 기준)	7.4	11.5	10.2	11.5	12.6
ROA	1.9	3.2	2.9	3.5	4.1
안정성 (%)					
부채비율	276.6	249.1	300.6	263.8	235.8
순차입금비용	45.7	36.2	41.8	9.6	순현금
이자보상배율	4.0	4.6	3.5	4.2	4.9

한국경제의 새로운 균형점

경제성장, 잠재성장률, 중립금리 그리고 원화 재평가

Economist 최제민

02-3787-2191

jmchoi@hmsec.com

RA 김백중

02-6106-2732

bjbj210@hmsec.com

Executive Summary: 반도체 호황을 넘어 성장과 금리의 새로운 균형점으로

2026년 성장을 3.6%로 상향: 성장 중심은 반도체 수출과 투자

한국경제는 단순한 반도체발 경기회복을 넘어 **성장률·잠재성장률·중립금리**의 균형점이 함께 높아질 가능성을 시험할 것이다. 당사는 2026년 실질 경제성장률을 한국은행 전망 3.3%보다 높은 **3.6%**, 2027년은 **2.8%**로 전망한다(현재 26Q3 나우캐스팅 추정치 QoQ +1.0% 등 반영). 반도체가 정상적인 경기경로를 따랐다면 성장률은 각각 약 **2.4%**, **1.9%**에 그쳤을 것으로 추정되며, 현재 반도체 호황은 두 해의 성장률을 각각 약 **0.9%p**, **1.0%p** 높이는 것으로 판단한다(한국은행 8월 성장률 전망 기준). 이번 사이클의 차별점은 수출 증가가 기업이익에 그치지 않고 전례 없는 규모의 설비투자자와 자본축적으로 이어지고 있다는 점이다.

반도체 호황에서 새로운 잠재성장률로: 자본스톡 + 총요소생산성(TFP) 개선 폭이 좌우

이러한 변화는 잠재성장률의 하락경로도 바꿀 수 있다. **AI의 추가 생산성 효과가 없다면** 2030년 잠재성장률은 약 **1.6%**까지 낮아질 것으로 예상되지만, **AI가 점진적으로 생산성에 반영될 경우(AI-Base)** 잠재성장률은 **1.8%**로 올라가는 것으로 추정된다. **AI발 생산성 향상이** 제조·금융·물류·서비스 등 산업 전반으로 확산될 경우(**AI-Bull**)에는 **2.1%** 수준까지 유지될 수 있다. 즉 이번 변화의 의미는 잠재성장률이 다시 빠르게 상승한다기보다, 2020년대 후반 한국 경제의 고령화와 노동공급 감소에 따른 **기존 잠재성장률 하락을 (1%대 중반) AI를 통해 1%대 후반~2% 안팎에서 방어할 가능성이 생겼다**는 것이다.

중립금리도 지금보다 높은 곳에서 새로운 균형점 모색

중립금리 역시 같은 방향으로 재평가될 수 있다. 현재까지의 데이터를 이용한 당사의 계량모형(Lubik-Matthes 모형 기반 Bayesian TVP-BEXVAR-SV로 추정)은 한국의 명목 중립금리를 **중심값 약 2.5%**, 모형 간 종합 범위 **2.45~2.71%**로 추정한다. 높은 AI 설비투자자와 투자수요가 지속되고 생산성이 점진적으로 개선되는 환경에서는 중기 명목 중립금리가 **2.5~2.9%**, 전 산업으로 강한 생산성 확산이 나타나는 경우에는 **2.8~3.1%** 수준까지 높아질 수 있다. 이는 최근 한국은행의 금리인상 고점뿐 아니라 향후 경기둔화 시 **기준금리가 다시 어디까지 내려갈 수 있는지에 대한 시장의 판단 자체가 달라질 수 있음**을 의미한다. 더욱이 우리가 추정한 중립금리는 금융안정을 모형에 반영하지 않았으므로 금융안정 문제가 결부되면 중립금리 수준이 더 높아질 가능성도 염두에 둘 필요가 있다.

한은 최종금리 전망치 3.5%로 상향

이러한 성장·중립금리 재평가, 최근 유가 재급등과 전쟁 장기화 리스크를 반영해 당사는 이번 금리인상 사이클의 **최종 기준금리 전망을 기존 3.25%에서 3.5%로 상향**한다. 당사는 2026년 성장을 3.6%, CPI 2.8%, 근원물가 2.6%를 전망하며 기준금리는 11월 25bp 인상을 통해 연말 3.25%까지 도달할 것으로 본다. 2027년에는 성장률과 헤드라인 물가가 각각 2.8%, 2.4%로 둔화되더라도 근원물가가 2.5% 수준에 머물고 중립금리의 상향 재평가가 이어지면서, 한 차례 추가 인상을 통해 최종금리가 3.50%에 도달할 것으로 예상한다. 다만 3.50%는 새로운 중립금리 자체가 아니라, 현재의 높은 성장률과 물가압력·금융안정 리스크를 제어하기 위해 중립금리보다 일정 수준 높은 긴축영역까지 기준금리를 올리는 경로임을 주지할 필요가 있다.

자산시장 시사점: 주식과 원화에 우호적. 단, 채권시장은 엇갈림

새로운 균형은 자산시장에서는 **주식과 원화에 구조적으로 우호적**이고, 채권에는 **단기와 중장기의 시사점이 엇갈린다**. 주식은 성장률과 기업이익 전망 상황이 긍정적이지만 중립금리와 시장금리 상승은 밸류에이션의 상단을 제약한다. 따라서 단순한 유동성 장세보다는 **이익 증가가 할인을 상승을 넘어설 수 있는 업종이 주도하는 실적 중심 장세**가 예상된다. 원화는 반도체 수출, 경상수지, 성장을, 금리의 동반 개선에 힘입어 중기적인 강세 방향을 예상한다. 반면 채권은 물가와 유가가 안정될 경우 현재 수준에서 금리가 하락할 수 있으나, 새로운 중립금리 환경에서는 과거 저금리 수준으로의 완전한 복귀는 제한될 가능성이 높다.

새로운 균형점 도달 위한 관전 포인트 3가지

다만 새로운 균형점은 아직 확정된 결과가 아니라 진행 중인 변화다. 반도체 기업의 높은 이익이 가계소비로 확산되는 효과는 한국경제의 소득분배 구조와 낮은 고용유발효과 때문에 상대적으로 제한적이며, 고금리·고물가에 노출된 가계와 자영업자의 소비여력도 강하지 않다. 따라서 향후 핵심은 반도체 수출 증가가 지속되는지보다 ① **높은 설비투자가 실제 자본스톡 증가로 이어지는지**, ② **AI 도입이 경제 전반의 총요소생산성을 끌어올리는지**, ③ **수출·기업이익 개선이 고용과 가계소득으로 확산되는지**다. 이 세 가지가 확인될 경우 이번 국면은 단순한 반도체 호황이 아니라 한국경제의 성장률·중립금리·자산가격의 균형점을 높이는 구조적 변화로 평가할 수 있을 것이다.

결론: 이번 국면의 핵심은 성장률·최종금리 전망 변화 보다 균형점의 이동

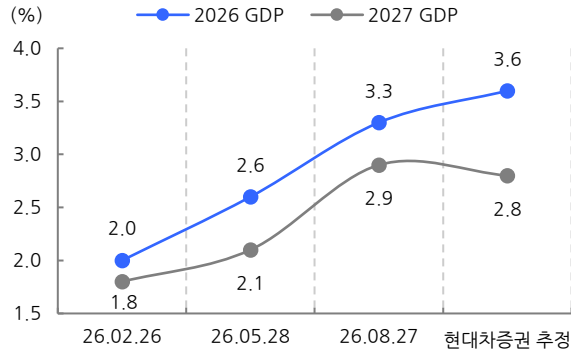
결국 이번 사이클의 핵심은 2026년 성장률 3.6%나 최종금리 3.5%라는 단기 숫자에 있지 않다. 더 중요한 변화는 반도체·AI 호황이 일시적인 수출 호조를 넘어 기업이익과 설비투자, 자본축적, 생산성 향상으로 이어지면서 한국경제의 장기 균형 자체를 바꿀 수 있다는 점이다.

이 경로가 현실화되면 한국경제는 과거처럼 잠재성장률이 빠르게 1%대 중반으로 내려가고, 중립금리도 낮아지는 구조에서 벗어나 **잠재성장률은 1%대 후반~2% 안팎, 명목 중립금리는 2%대 후반~3% 안팎으로 재평가되는 새로운 구간**에 진입할 수 있다. 이는 통화정책의 의미도 바꾼다. 3.5%의 최종금리는 단순한 경기과열 대응의 고점 이 아니라, 향후 물가가 안정된 뒤에도 정책금리의 하단이 과거보다 높게 형성될 수 있음을 시사한다.

자산시장 역시 같은 방향의 재평가가 필요하다. 채권은 현재의 높은 금리에서 하락 여지가 존재하지만 과거 저금리 체제로의 완전한 복귀는 제한될 수 있고, 주식은 낮은 금리에 의존하는 밸류에이션 장세보다 이익 증가가 할인을 상승을 이기는 실적 중심 장세가 중요해지며, 원화는 수출·경상수지·성장·금리의 동반 개선을 반영해 중기적으로 더 강세를 보일 여지가 있다.

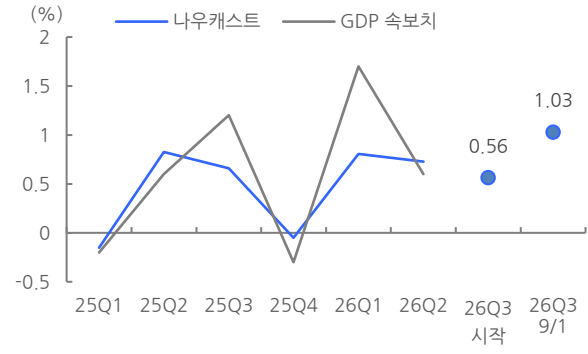
결국 앞으로 확인해야 할 것은 반도체 호황이 얼마나 오래가는지보다는, **그 과정에서 축적된 자본과 AI가 한국경제의 생산성과 투자수익률을 얼마나 영구적으로 끌어올리느냐**이며, 바로 그 지점이 이번 사이클을 단순한 업황 호조와 '새로운 균형점'으로 가르는 분기점이 될 것이다.

〈그림 1〉 한국 성장률 전망, 연이은 상향 조정



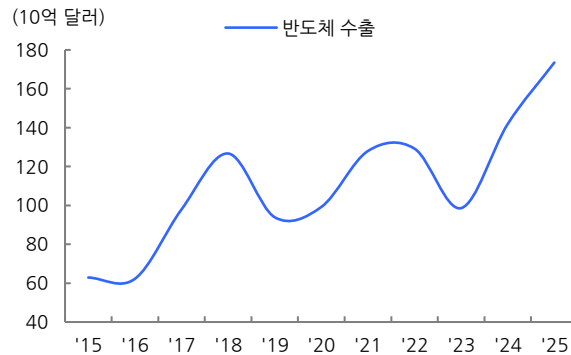
주: 추정치는 당사 전망 기준. 2월, 5월, 8월은 한은 경제전망 기준
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림 2〉 최근 8분기 나우캐스트 및 GDP 속보치



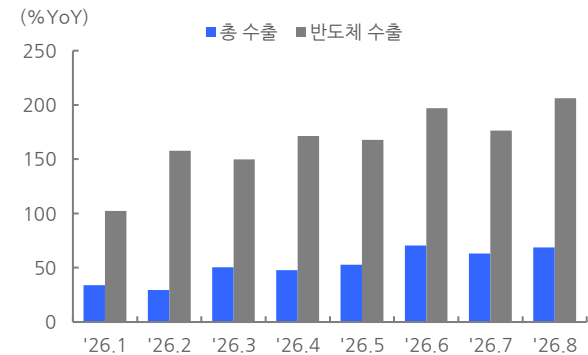
자료: 현대차증권 추정

〈그림 3〉 반도체 수출액 (2015년~2025년)



자료: 산업통상부, 현대차증권

〈그림 4〉 반도체 수출 증가율, 전체 수출을 크게 상회



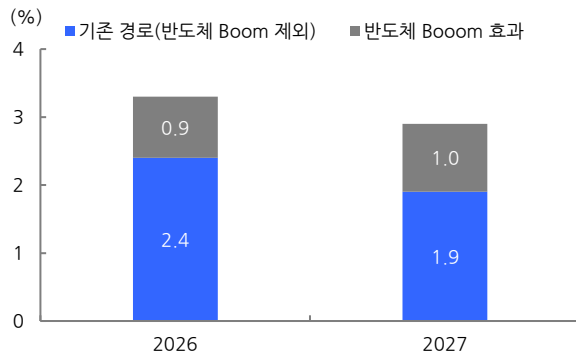
자료: 산업통상부, 현대차증권

〈표 1〉 AI 확산 시나리오별 잠재성장률과 중립금리

	현재 계량추정	AI 점진 확산	AI 광범위 확산
2030 잠재성장률	—	1.80%	2.08%
2026~30 잠재성장률 평균	—	1.98%	2.12%
실질 중립금리	0.45~0.71%	0.5~0.9%	0.8~1.1%
명목 중립금리	2.45~2.71%	2.5~2.9%	2.8~3.1%

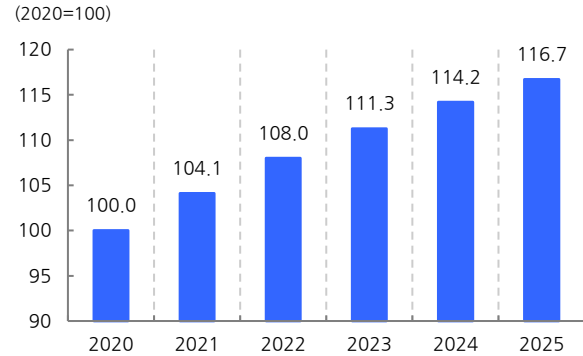
자료: 현대차증권

〈그림 5〉 반도체 붐 효과 제외 시 성장률 2%대 초반



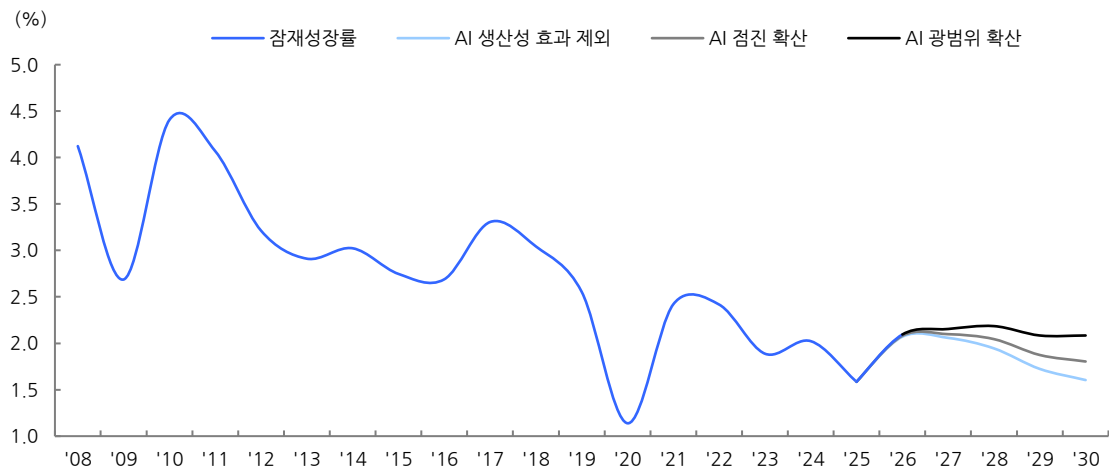
자료: 현대차증권 추정

〈그림 6〉 자본서비스 지수 추이



자료: ECOS, 현대차증권

〈그림 7〉 잠재성장률 추이 및 AI 반영 추정 경로



주: '26년~'30년은 당사 추정치

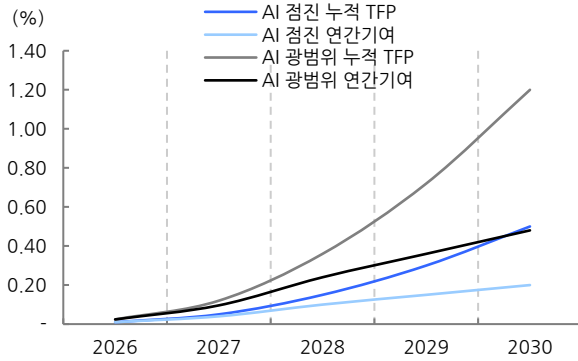
자료: 현대차증권 추정

〈표 2〉 AI 확산 시나리오별 생산성 및 잠재성장률 효과

	AI 생산성 효과 없음	AI 점진 확산	AI 광범위 확산
2030 누적 TFP 수준효과	0	0.50%	1.20%
2026 AI TFP 성장기여	0	+0.01%p	+0.024%p
2028	0	+0.10%p	+0.24%p
2030	0	+0.20%p	+0.48%p
2030 잠재성장률	1.60%	1.80%	2.08%

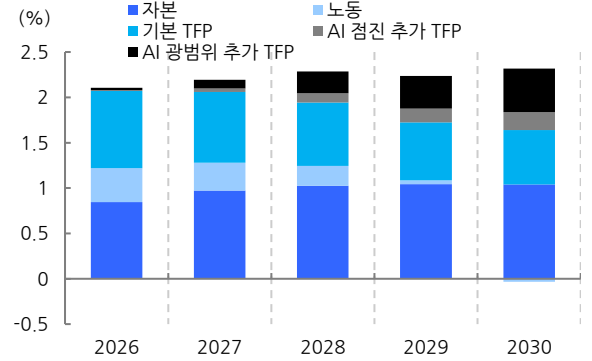
자료: 현대차증권

〈그림 8〉 AI 생산성 J-Curve



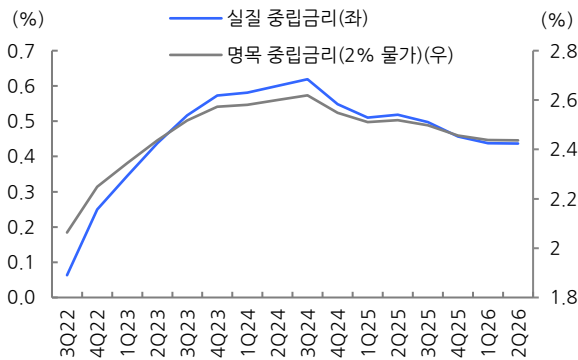
자료: 현대차증권 추정

〈그림 9〉 자본·노동·TFP 기여도



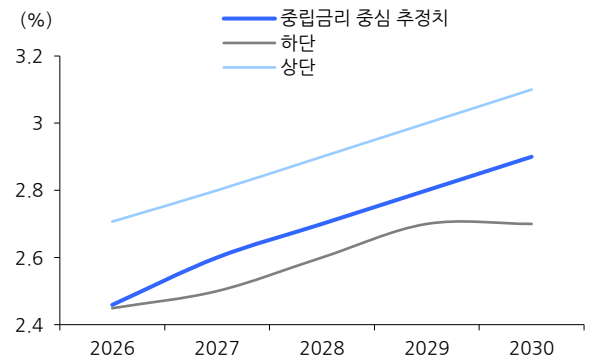
자료: 현대차증권 추정

〈그림 10〉 실질 중립금리 및 명목 중립금리



자료: 현대차증권 추정

〈그림 11〉 중립금리 추정치 및 상하단



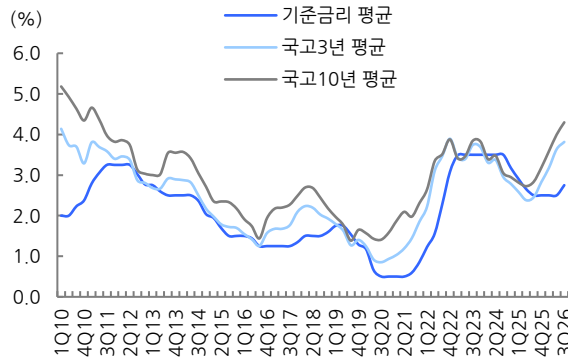
주: TVP-BEVAR-SV 및 Static BEVAR 모형 추정치
자료: 현대차증권 추정

〈표 3〉 AI 확산 시나리오별 중립금리 추정

구분	실질 중립금리	명목 중립금리	성격
Bayesian 중심값	0.46%	2.46%	현재 실제 추정
Bayesian prior 강건성	0.449%~0.530%	2.449%~2.530%	현재 실제 추정
현재 모형 종합범위	0.449%~0.707%	2.449%~2.707%	현재 실제 추정
AI 점진 확산	0.5%~0.9%	2.5%~2.9%	조건부 중기 시나리오
AI 광범위 확산	0.8%~1.1%	2.8%~3.1%	조건부 상방 시나리오

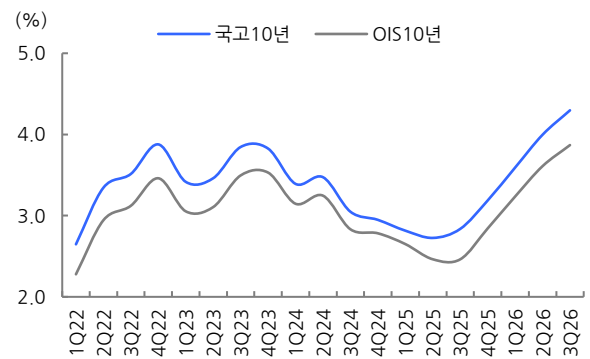
자료: 현대차증권

〈그림 12〉 기준금리·국고 3년·10년(분기평균)



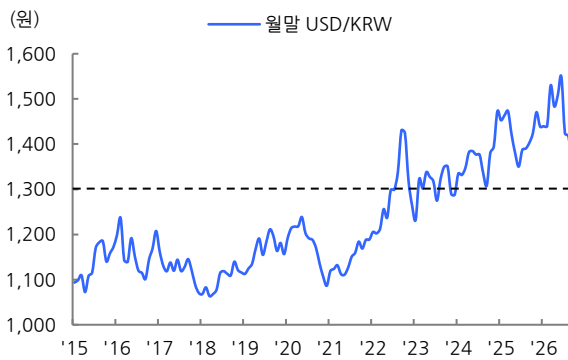
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 13〉 국고 10년물·OIS 10년물(분기평균)



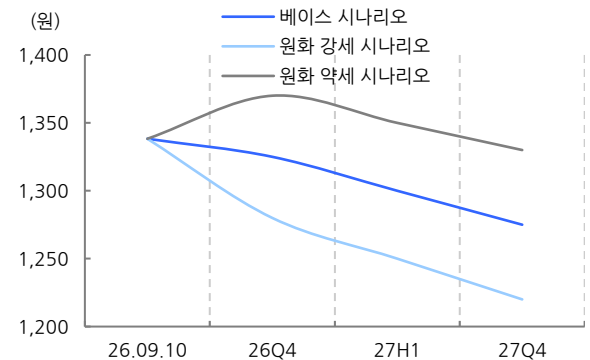
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 14〉 월말 기준 원/달러 환율 추이



자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 15〉 시나리오별 원/달러 환율 전망



자료: 현대차증권 추정

〈표 4〉 AI/반도체 투자 및 정책지원 규모

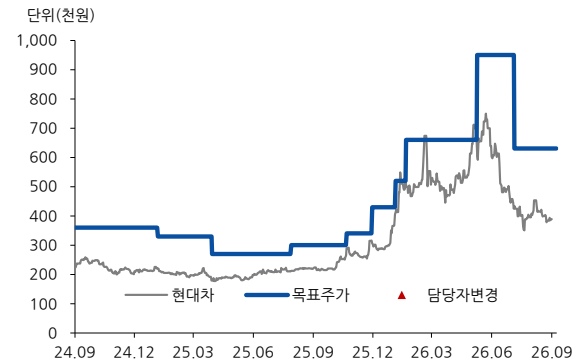
항목	금액(조원)	발표일	성격
국민성장펀드 총 규모	150	2025.09.10	향후 5 년간 조성 · 공급 계획
삼성전자 2025 시설투자 실적	52.7	2026.01.29	2025 년 연간 CAPEX 실적
삼성전자 2026 투자계획	110	2026.03.19	2026 년 시설투자+R&D 계획
SK 하이닉스 2026 투자계획	40	2026.07.29	2026 년 투자 전망
국민성장펀드 2026 운용규모	30.6	2026.09.08	2026 년 민관합동자금 운용계획

자료: 언론 취합, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.03.15	BUY	360,000	-29.74	-17.22
2024.09.15	AFTER 6M	360,000	-38.12	-28.06
2025.01.15	BUY	330,000	-38.66	-32.73
2025.04.08	BUY	270,000	-26.28	-17.41
2025.08.07	BUY	300,000	-24.85	-11.67
2025.10.31	BUY	340,000	-20.17	-7.21
2025.12.09	BUY	430,000	-27.93	-5.58
2026.01.14	BUY	520,000	-5.88	5.58
2026.01.30	BUY	660,000	-19.50	7.88
2026.05.19	BUY	950,000	-39.01	-21.05
2026.07.15	BUY	630,000	-36.36	-28.10
2026.09.11	BUY	630,000		

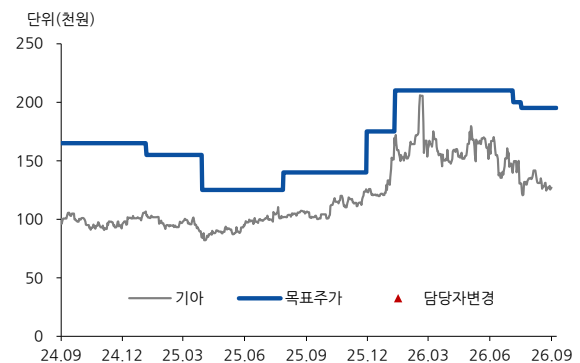
▶ 최근 2년간 현대차 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.03.15	BUY	165,000	-30.75	-19.82
2024.09.15	AFTER 6M	165,000	-40.70	-35.33
2025.01.15	BUY	155,000	-37.74	-33.29
2025.04.08	BUY	125,000	-24.14	-11.68
2025.08.07	BUY	140,000	-22.09	-10.29
2025.12.09	BUY	175,000	-26.61	-3.14
2026.01.20	BUY	210,000	-24.16	-1.90
2026.07.15	BUY	200,000	-28.22	-25.10
2026.07.27	BUY	195,000	-33.14	-27.33
2026.09.11	BUY	195,000		

▶ 최근 2년간 기아 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.03.15	BUY	350,000	-34.13	-23.43
2024.09.15	AFTER 6M	350,000	-34.35	-26.71
2024.10.28	BUY	400,000	-38.22	-35.38
2025.01.15	BUY	380,000	-33.23	-24.87
2025.04.28	BUY	360,000	-19.48	-9.86
2025.10.13	BUY	390,000	-21.24	-18.97
2025.11.03	BUY	440,000	-21.24	3.98
2026.01.20	BUY	570,000	-22.21	14.04
2026.05.19	BUY	810,000	-27.87	-5.19
2026.07.15	BUY	690,000	-31.28	-20.72
2026.09.11	BUY	690,000		

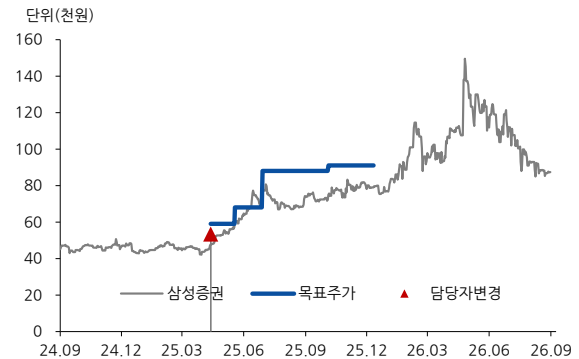
▶ 최근 2년간 현대모비스 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.06.05	BUY	47,000	-4.35	7.87
2025.04.23	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2025.04.23	BUY	59,000	-9.31	-3.22
2025.05.29	BUY	68,000	0.65	13.53
2025.07.09	BUY	88,000	-18.61	-8.41
2025.10.15	BUY	91,000	-13.75	-8.46
2026.04.15	AFTER 6M	91,000	18.71	-6.59
2026.09.11	담당자 변경	담당자 변경		
2026.09.11	BUY	146,000		

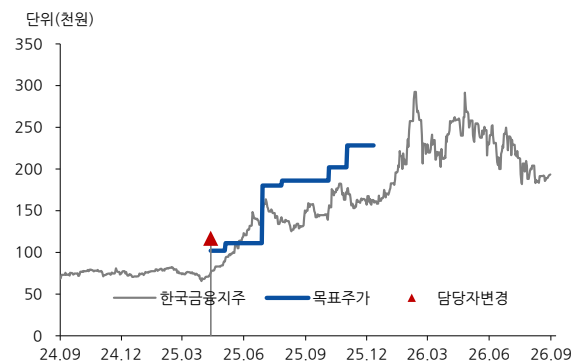
▶ 최근 2년간 삼성증권 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.05.27	BUY	81,000	-9.12	1.85
2025.04.23	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2025.04.23	BUY	102,000	-18.52	-12.35
2025.05.15	BUY	111,000	8.77	33.69
2025.07.09	BUY	180,000	-17.83	-9.11
2025.08.07	BUY	186,000	-24.31	-14.52
2025.10.16	BUY	202,000	-14.61	-9.75
2025.11.12	BUY	228,000	-29.25	-22.37
2026.05.12	AFTER 6M	228,000	-4.65	-20.31
2026.09.11	담당자 변경	담당자 변경		
2026.09.11	BUY	312,000		

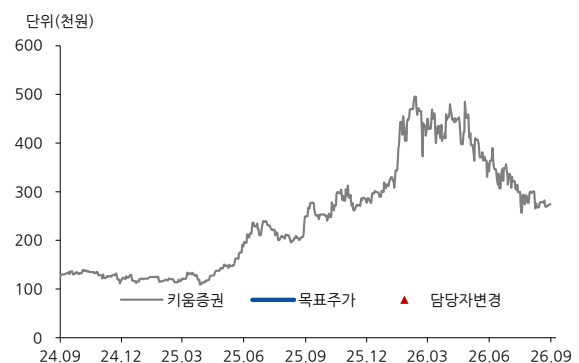
▶ 최근 2년간 한국금융지주 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2026.09.11	신규 커버리지 개시	434,000		

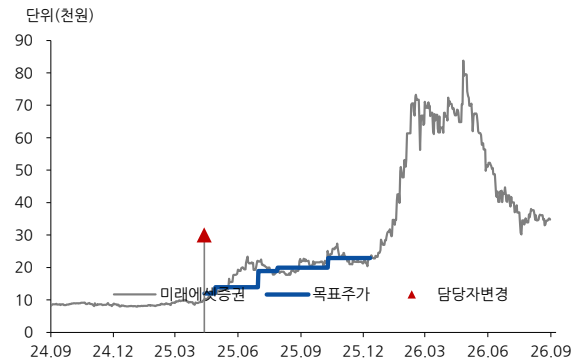
▶ 최근 2년간 키움증권 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.04.17	M.PERFORM	7,468	10.76	34.66
2025.04.23	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2025.04.23	BUY	11,948	-6.31	1.42
2025.05.09	BUY	13,940	27.23	67.49
2025.07.11	M.PERFORM	18,918	4.34	-5.68
2025.08.08	M.PERFORM	19,914	1.89	26.25
2025.10.21	M.PERFORM	22,901	0.10	-11.09
2026.04.21	AFTER 6M	22,901	110.20	31.87
2026.09.11	담당자변경	담당자변경		
2026.09.11	BUY	42,000		

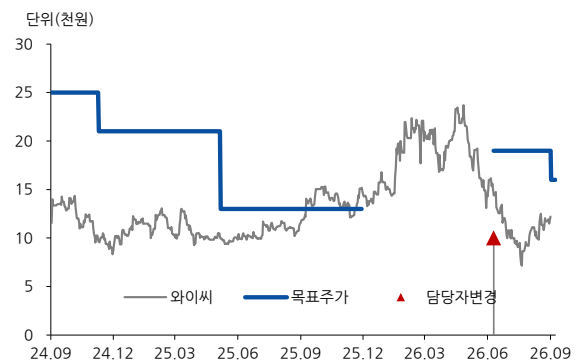
▶ 최근 2년간 미래에셋증권 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.05.31	BUY	25,000	-41.02	-12.40
2024.11.19	BUY	21,000	-48.75	-37.76
2025.05.16	BUY	13,000	-10.32	17.85
2025.11.16	AFTER 6M	13,000	3.59	-6.77
2026.06.19	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2026.06.19	BUY	19,000	-43.17	-22.37
2026.09.11	BUY	16,000		

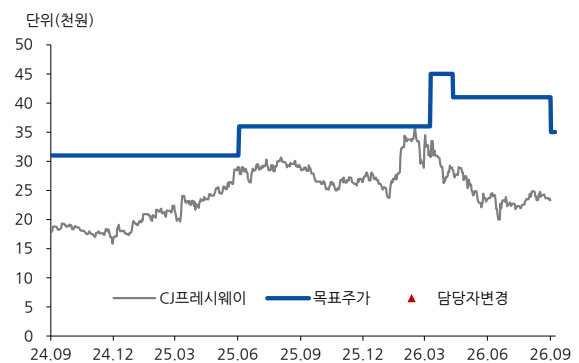
▶ 최근 2년간 와이씨 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.07.30	BUY	31,000	-40.64	-32.58
2025.01.30	AFTER 6M	31,000	-25.49	-6.45
2025.06.12	BUY	36,000	-22.45	-14.86
2025.12.12	AFTER 6M	36,000	-18.53	0.14
2026.03.19	BUY	45,000	-34.81	-25.67
2026.04.21	BUY	41,000	-41.58	-29.27
2026.09.11	BUY	35,000		

▶ 최근 2년간 CJ프레시웨이 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 추천일 현대차, 기아, 현대모비스와 관련하여 계열 회사의 관계에 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘탈과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.07.01~2026.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	189건	95.5%
보유	9건	4.5%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.