



**키움증권** 리서치센터 투자전략팀  
퀀트/자산배분 Analyst **최재원** cju5056@kiwoom.com

## ▶ 에너지 가격 상승과 수익성 악화 점검

### Summary

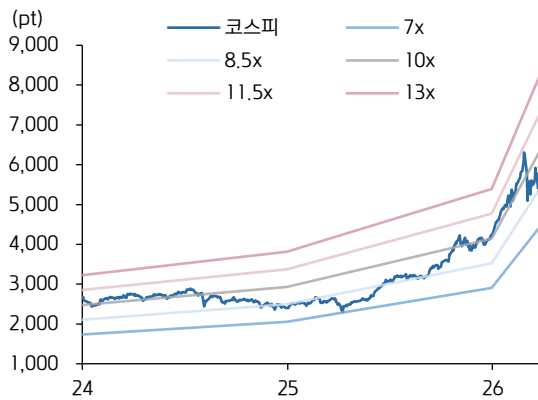
- 연초 이후 코스피의 2026년 영업이익은 50% 상승한 644조원(114%, YoY)으로 전망
- 실적 모멘텀과 함께 연출된 주가 조정 흐름으로 코스피 P/E(Fwd, 12M)는 7.9배 수준(평균 대비 -1.84σ)
- 에너지 비용 부담에 따른 수익성 악화 가정 시 선행 12개월 순이익은 10~16% 하향 조정 가능.
- 순이익 하향 가정 시에도 코스피의 PER(Fwd, 12M)은 8.8~9.5배 수준으로 역사적 평균 하회

### 지정학 리스크와 실적 상향이 만들어낸 저평가 구간

미국과 이란의 전쟁이 한 달째 지속되면서 국내외 증시는 지정학적 충격에 따른 높은 변동성을 이어가고 있다. 특히 견조한 상승세를 보였던 코스피는 3월 한 달간 약 15% 하락하며 밸류에이션 부담이 크게 완화되었다. 3월 30일 기준 코스피의 12개월 선행(12M Fwd) PER은 7.93배까지 내려왔으며, 2018년 10월 이후 처음으로 8배를 하회했다. 이처럼 저평가 매력이 부각되는 배경에는 AI 테마 확산에 따른 반도체 업황 개선 사이클이 자리 잡고 있다. 최근의 불안정한 정세에도 불구하고 국내 기업의 실적 전망치는 상향 조정되는 추세다. 특히 2026년 코스피 영업이익 컨센서스는 644조 원(YoY +114%)까지 높아지며 증시의 저평가 환경을 뒷받침하고 있다.

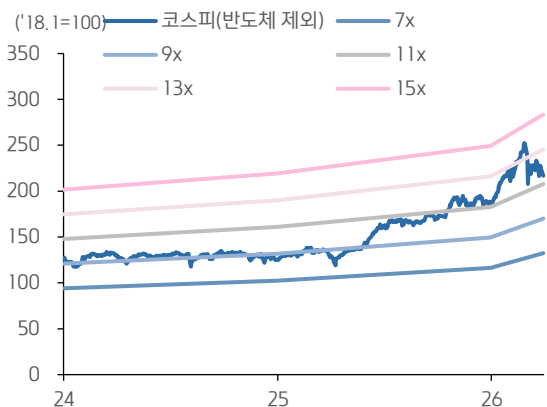
다만, 실적 전망 상향이 대형 반도체 업종에 편중되어 있다는 점은 유의해야 한다. 반도체 제외 시 코스피의 12개월 선행 PER은 11.5배 수준이다. 지난 2월 말 14배를 상회했던 것에 비하면 밸류에이션 부담이 낮아졌으나, 최근 5년 평균(10.5배) 대비로는 여전히 +0.7σ 수준에 위치해 있다. 한국 증시가 글로벌 AI 생태계의 핵심 수혜처로 분류되며 매력적인 구간에 진입한 것은 사실이나, 미-이란 갈등이 중동 전역의 리스크로 확산될 경우 실적 추정치 훼손이 불가피하다는 우려도 나온다. 1분기 어닝 시즌을 앞두고 개별 기업의 수정 실적 전망 발표를 앞두고 있는 현재 최근 에너지 비용 상승 등에 따른 매크로 측면의 수익성 악화 영향을 점검해 볼 필요가 있다.

코스피, 선행 12개월 밸류에이션 밴드



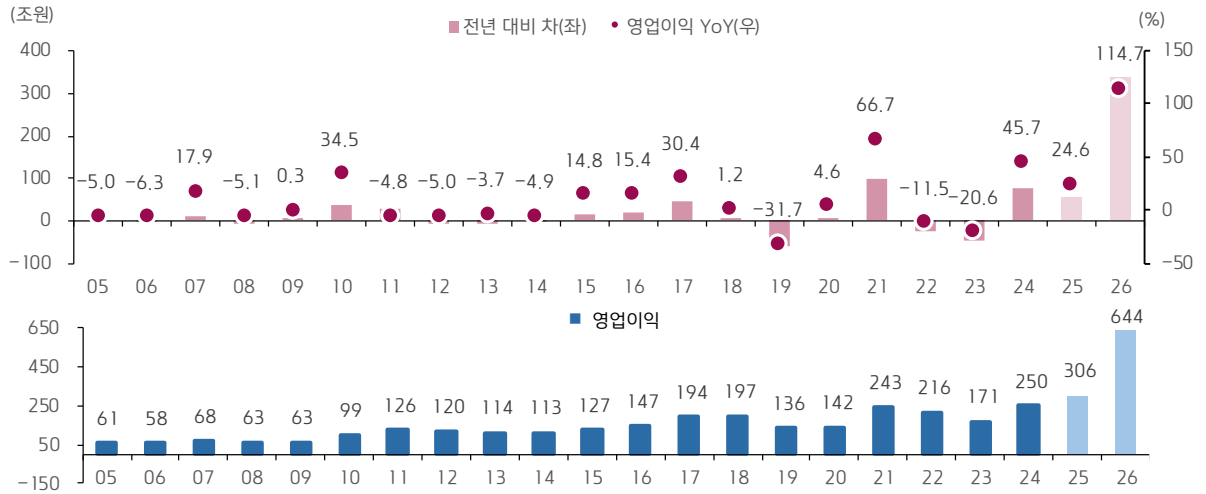
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피(반도체 제외), 선행 12개월 밸류에이션 밴드



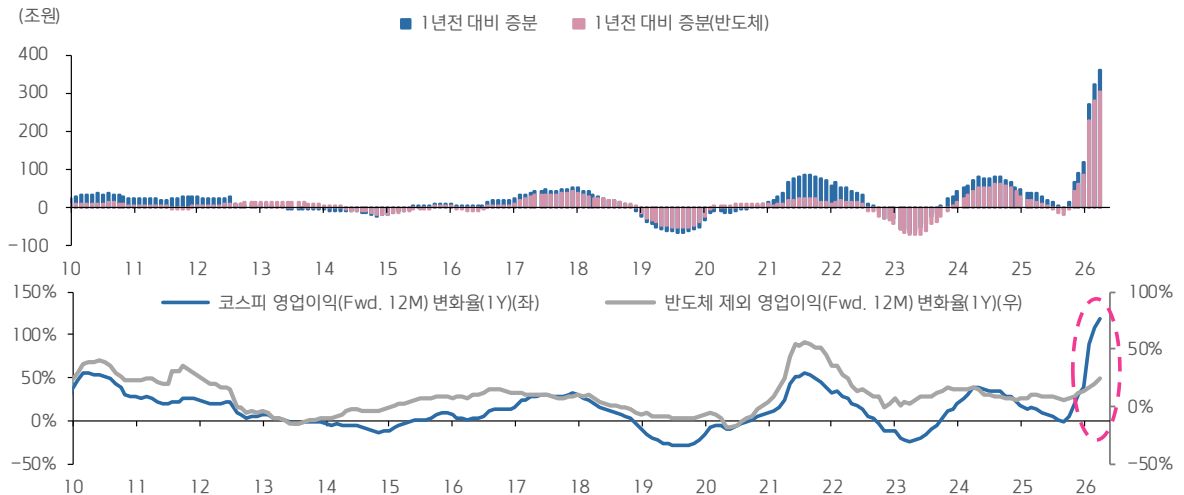
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피, 연도별 영업이익, 증분, 변화율



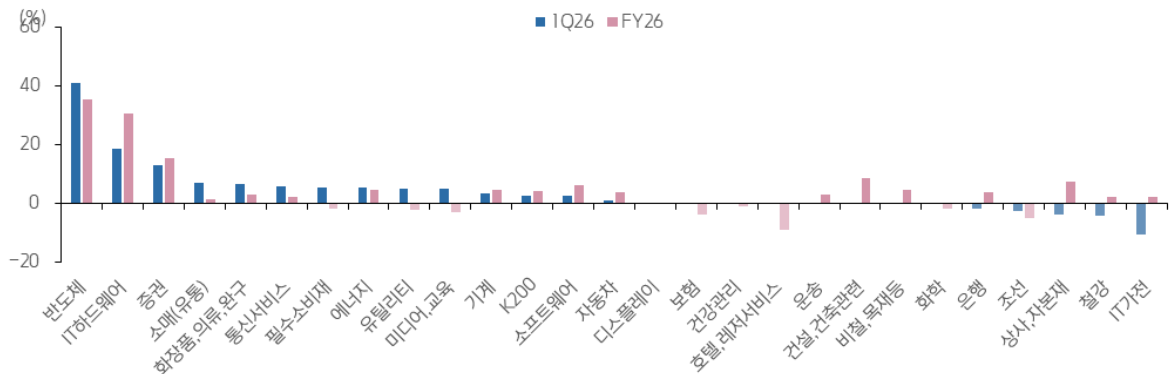
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피 그리고 반도체 업종의 영업이익(Fwd. 12M) 변화 및 증가율



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

1Q26 과 2026년 이익조정비용



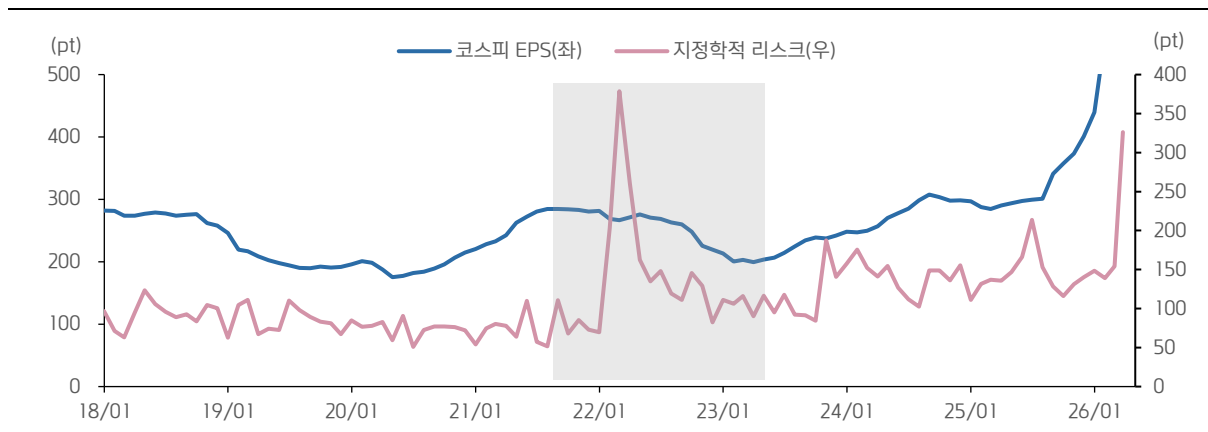
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

## 지난 러-우 전쟁 시기와는 다른 매크로 환경

지정학적 리스크가 불거질 때마다 2000년대 중동 분쟁 사례들이 거론되지만, 시기적 인접성과 전개 양상 면에서는 2022년 러시아-우크라이나 전쟁(이하 러-우 전쟁)이 현재와 가장 유사한 비교 대상으로 꼽힌다. 특히 에너지 가격 급등이 기업의 비용 부담을 가중시키고, 장기적으로 글로벌 수요 충격을 유발할 수 있다는 우려가 공통분모다. 실제로 2022년 러-우 전쟁 발발 직후 유가가 폭등하며, 약 1년 뒤 코스피 12개월 선행 EPS 전망치는 고점 대비 약 25% 하향 조정된 바 있다.

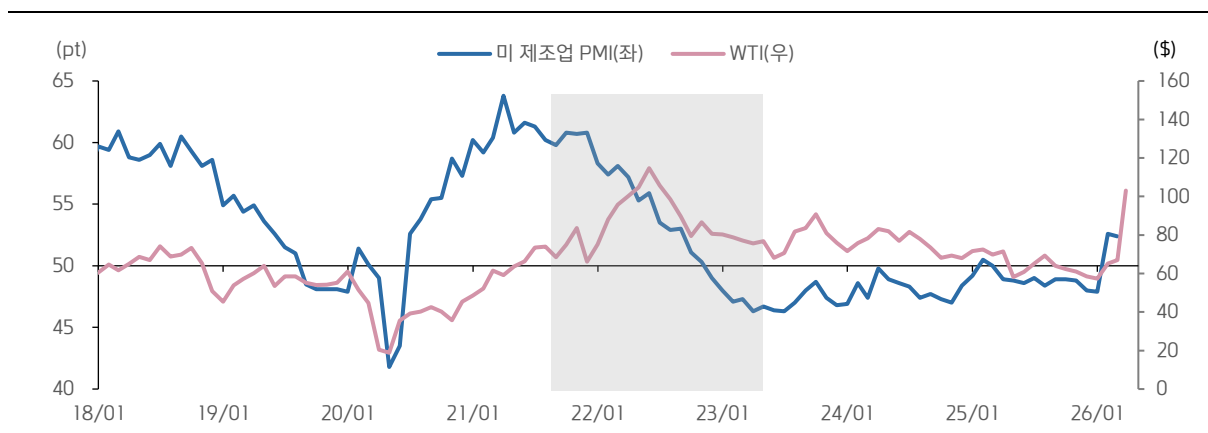
다만, 과거 사례를 이번 미-이란 사태에 그대로 대입하여 실적 하향을 단정하기에는 경기 펀더멘털 측면의 차이가 존재한다. 2022년 당시에는 전쟁 발발 이전부터 팬데믹 유동성을 회수하려는 중앙은행의 공격적인 긴축 기조가 이어졌으며, 이로 인해 주요 경기 및 제조업 지표들이 이미 고점을 확인하고 하강 곡선을 그리던 시점이었다. 즉, 긴축에 따른 경기 위축 압력이 전쟁이라는 공급 쇼크를 만나 실적 전망의 급격한 훼손으로 이어진 것이다. 반면 현재는 경기 선행지수(CLI)와 제조업 지표가 하락보다는 개선 흐름에 무게를 두고 있다. 향후 전쟁의 지속성에 따라 가변성은 있겠으나, 경기 흐름 자체가 부진했던 2022년과는 기저 동력이 다르다는 점에 주목해야 한다.

### 글로벌 지정학적 리스크와 코스피 EPS(Fwd, 12M) 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 제조업 PMI 지수와 국제 유가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 비용 부담에 따른 수익성 악화에도 밸류에이션은 양호

당초 미국은 이란과의 전쟁 작전 완료까지 4~6 주가 소요될 것으로 예상했으나, 현재 4 주를 넘어서고 있다는 점과 호르무즈 해협 봉쇄 장기화 가능성 등이 복합적으로 작용하며 국제 유가는 100 달러 선을 상회하고 있다. 전일 해협 통과 시도가 무산됐던 중국 선박이 사흘 만에 해협을 통과하고 이란의 호르무즈 통행료 징수 계획이 승인되는 등의 소식이 전해졌으나, 여전히 유가를 비롯한 상품 가격 전반에 대한 불안 심리가 지속되는 모습이다. 이후 극적인 갈등 해소 시 에너지 가격 불안 또한 빠르게 완화될 수 있지만, 현재의 고유가 수준이 지속되는 경우 중장기적으로 기업들의 수익성 악화 요인으로 작용할 가능성이 크다.

최근 발표된 산업연구원 자료에 따르면, 단기적인 공급 충격으로 국제 유가가 105 달러 수준을 넘어서게 될 경우 직간접적인 효과를 고려한 제조업 생산비는 평균 5.4%, 서비스업은 1.4% 상승할 것으로 전망된다. 만약 구조적인 공급 충격으로 유가가 150 달러 선에서 고착화된다면 제조업 생산비는 평균 11.8%, 서비스업은 3.1%까지도 상승할 수 있을 것으로 본다. 이러한 산업별 생산비 증가 가정을 반영하게 되면, 단기 충격 시 제조업의 선행 12 개월 영업이익률은 21.2%에서 19.5%로, 서비스업은 14.6%에서 13.5%로 낮아질 것으로 예상된다. 나아가 중기 충격으로 확산될 경우 제조업과 서비스업의 영업이익률은 각각 18.6%, 12.8% 수준까지 하락하게 된다. 해당 수치들은 중간재 비용 상승에 따른 수익성 변화만을 살피기 위해 매출 변화나 영업외손익 등은 고정하되, 업종별 중간재 비용 증가에 따른 가격전가력을 반영하여 영업이익률을 산출한 결과이다.

산업 형태별 수익성 변화를 가정해 코스피의 선행 12 개월 순이익 전망치 변화를 살펴보면, 유가 105 달러 수준의 단기 공급 충격 시 현 수준 대비 약 10%의 실적 전망 하향이 이루어질 수 있을 것으로 보인다. 유가가 120 달러를 상회하는 중기 공급 충격 시에는 약 16%의 실적 하향이 예상된다. 각 시나리오에 따른 순이익 전망 변화를 적용해 현 주가 수준의 12 개월 선행 PER 밸류에이션을 살펴보면, 단기 및 중기 충격 시 멀티플은 각각 8.83 배와 9.47 배 수준으로 추정된다. 에너지 가격 상승에 따른 10~16% 수준의 순이익 하향 가능성에도 불구하고, 이를 가정한 밸류에이션 멀티플이 여전히 장기 평균인 10 배 중반 수준을 하회하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 물론 지정학적 불안이 구조적으로 고착화되어 인플레이션 심리를 자극하고 긴축적인 환경을 심화시킬 경우, 수요 둔화에 따른 추가적인 실적 하향 가능성도 배제할 수 없다. 하지만 실현 가능성이 높은 단기 또는 중기 충격 시나리오를 고려한다면, 주요 수출 기업들을 중심으로 한 이익 체력에 보다 집중해야 할 구간으로 판단된다.

## 유가 충격 시나리오에 따른 순이익 전망 및 밸류에이션 변화

	단위	현재 컨센서스	단기 공급 충격(S1) (유가 105~125 \$)	중기 공급 충격(S2) (유가 120~160 \$)
제조업 영업이익률	(%)	21.17	19.53	18.56
서비스업 영업이익률	(%)	14.60	13.47	12.78
순이익(Fwd. 12M)	(조원)	508.3	456.67	425.89
추정치 대비	(%)		-10.2%	-16.2%
PER(Fwd. 12M)	(배)	7.93	8.83	9.47

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

주 1) 매출 및 영업외손익 전망은 고정, 수익성 악화에 따른 영업이익률 하락 가정

주 2) 중간재 비용 10% 상승에 따른 가격전가율은 제조업 8.2%, 서비스업 0.7% 가정 (BOK 이슈노트: 최근 임금 흐름에 대한 평가 및 가격전가율의 분석 참조)

주 3) 제조업/서비스업 유형에 따라 1 개 분기 이후 중간재 가격 상승에 따른 가격전가 가정:

## 유가 상승 시나리오에 따른 주요 제조 산업별 생산비 상승률 전망

산업명	단기 공급 충격(S1) (유가 105~125 \$)	중기 공급 충격(S2) (유가 120~160 \$)	구조적 공급 충격(S3) (유가 150~180 \$)
농림수산물	2.2	3.5	5.0
광산물	3.8	6.0	8.5
음식료품	2.1	3.3	4.7
섬유 및 가죽제품	2.3	3.6	5.1
목재 및 종이, 인쇄	3.3	5.2	7.4
석탄 및 석유제품	38.5	60.4	83.0
화학제품	6.8	10.7	14.8
비금속광물제품	5.4	8.6	12.1
1차 금속제품	3.9	6.2	8.9
금속가공제품	2.3	3.7	5.3
컴퓨터, 전자 및 광학기기	1.6	2.6	3.7
전기장비	1.6	2.6	3.6
기계 및 장비	1.7	2.7	3.9
운송장비	2.2	3.5	5.1
기타 제조업 제품	2.0	3.2	4.5
제조업가공 및 산업용 장비 수리	1.4	2.2	3.1
전력, 가스 및 증기	33.4	53.4	77.7
수도, 폐기물처리 및 재활용서비스	2.3	3.6	5.1
건설	2.0	3.2	4.5

자료: "미국-이란 충돌과 호르무즈 리스크" 산업연구원, 키움증권 리서치센터

## Compliance Notice

- 당사는 3월 30일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.