Daishin 증권

2026년 02월 23일 월요일

Morning Meeting Brief

Daishin's VIew

[Daishin's View] 2026 년 2 월 4 주차

- 금리: 韓 금리인하 종료 후 변동성 위험. 美 장기 물량 소화 여부 환율: 달러, 통화정책 기대감과 위험 선호 심리 속 추가 하락 여력
- 국내증시: 반도체 실적 래밸업, 26년 KOSPI Target 추가 상향 예정 글로벌 증시: Mr. 선진국 마켓. 2월, 미국, 유럽, 일본 비중 확대
- 원자재: OPEC+ 증산 재개 가능성 부상했지만, 이란 지정학 리스크 경계 부동산: 공급부족 여전한 주택시장, 상업용 Quality 자산 선호

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Strategy

[퀀틴전시 플랜] 글로벌 Risk-Off 를 압도한 코스피

- 글로벌 증시의 위험 회피 심리를 이겨낸 펀더멘털과 수급 모멘텀
- 금융주 정책 기대감 유효, 증권 이후 보험 업종으로 섹터 로테이션
- 글로벌 증시의 "리스크-오프" 요인. 사모신용 & 지정학적 리스크

정해창. haechang.chung@daishin.com

미국 대법원 IEEPA 관세 위헌판결, 협상 끝난 한국의 수출 환경과 트럼프 리스크의 변화

- 미국 연방 대법원의 권한 제한과 트럼프 행정부의 122조 우회 대응
- 주요 수출품목은 122조의 범위 밖, 중국/캐나다/멕시코의 수혜는 경쟁 변수
- 의회의 트럼프 견제력 증가, SNS발 트럼프 리스크의 파급력 약화

정해창. haechang.chung@daishin.com

Global Strategy

트럼프 관세 위헌 판결, 앞으로도 달라질 것은 없다 (글로벌 증시, Risk-On 국면 지속)

- 트럼프 행정부, 정면 돌파 선택. 150일 이내 새로운(영구적) 관세 부과 예상
- 연방대법원, 환급금 미포함. 주요국, 이전 관세 합의 이행 유지
- 글로벌 증시, 제 갈 길을 간다. 트럼프 통상·외교정책 피해 최소화를 위한 주요국 정책 대응이 가져온 '유동성 장세' 지속. 비중확대

문남중. namjoong.moon@daishin.com

산업 및 종목 분석

[4Q25 Review] DB 손해보험: 배당, 그리고 언더라이팅 수석 (목표주가 +83.8% 상향)

- 위험손해율 분기 대비 -8.1%p 하락하며 장기보험손익 선전, 컨센 상회
- '26년 상반기 포르테그라 인수 이후 연결 기준 배당정책 발표 예정
- 명확한 배당정책과 언더라이팅 우등생, 목표주가 및 투자의견 상향

박혜진. hyejin.park@daishin.com

[4Q25 Review] 삼성화재: 주주가치 제고, 바랍니다. (목표주가 +26.5% 상향)

- 4분기 순이익 컨센서스 하회, 예실차, 자동차보험 손실에 기인
- 매출과 마진 모두 부진, 교육세 등 영향으로 대규모 CSM조정 발생
- 미흡한 배당, 그러나 위험손해율 안정화 추세 파악, 목표주가 상향

박혜진. hyejin.park@daishin.com

[4Q25 Review] 삼성생명: 오리무중 (목표주가 +16.4% 상향)

- 4분기 순이익 각종 일회성 요인 반영되어 컨센서스 크게 하회
- '25년 DPS 5,300원, 배당소득분리과세 요건을 최소한으로 충족
- 자본증가로 목표주가 상향하나 멀티플은 하향 조정, 밸류업 공시 필요

박혜진. hyejin.park@daishin.com

[Issue&News] 삼성전자: 국민 1등 주식

- 2026년 영업이익 전망치를 기존 171조원에서 201조원으로 상향.
- 강력한 이익 성장 속 재무 체력 추가 개선. 추가 성장 기회의 동력.
- 목표주가를 270,000원으로 상향. 적극적 매수 전략 유효.

류형근. hyungkeun.ryu@daishin.com

[Issue&News] SK 하이닉스: 전인미답

- 2026년 영업이익 전망치를 기존 142조원에서 174조원으로 상향.
- 판매 정책의 변화와 ADR 발행 등의 기회요인이 상존하는 시점.
- 목표주가 145만원 제시. 판매 정책 변화 현실화 시, 추가 상승 가능.

류형근. hyungkeun.ryu@daishin.com

[Issue&News] 반도체업: 소부장 Alpha 찾기

- 반도체 소부장에선 후공정 장비와 OSAT에서 Alpha를 창출 가능할 것,
- 전공정 뿐 아니라, 후공정에서도 Capa 부족 현상이 감지.
- 후공정 장비 수요 확대, OSAT 활용 비율 강화로 이어질 수 있는 변화.

류형근. hyungkeun.ryu@daishin.com

[Issue&News] 섬유의복업: 동남아 생산기지 보유한 OEM 기업들에게 나쁠 것 없는 뉴스

- 미대법원의 관세 위법 판결 후 신규 15% 관세율 적용 방침
- 기존 관세율 대비 4~5%p 인하 효과
- 동남아 생산기지를 보유한 의류/신발 OEM 기업들에겐 나쁠 것이 없는

유정현. junghyun.yu@daishin.com

[Company Report] 제노코: KAI 편입 이후 항공, 우주 통신 핵심 부품 국산화의 전략적 허브로 재편

- 위성, 항공, 방산 전 duddur을 아우르는 체계형 통신 전문 기업
- KAI 체계 편입에 따른 구조적 수혜 본격화
- 2025년 저점 통과, 2026년 양산 전환에 따른 이익 구조 개선

김아영. ahyoung.kim@daishin.com

[Company Report] 저스템: 2026년 신제품 수주 확대와 이익 레버리지 본격화

- 글로벌 IDM 중심으로 습도, AMC 제어하는 반도체 수율 개선 업체
- 2세대 JFS 확산과 3세대 고ASP 제품 진입으로 체급 상승 구간 진입
- 2026년 수주 확대, ASP 상승효과로 영업이익 레버리지 본격화 전망

김아영. ahyoung.kim@daishin.com

Daishin's View

Daishin Research Center

2026년 2월 4주차

[금리] 국고 3년 2.80~3.30%

韓 기준금리 인하 사이클 종료 후 변동성 위험. 美 장기 국채 물량 소화 여부 주목

한국은 기준금리 인하 사이클 종료 이후 시장금리의 변동성 확대 여지가 큼. 또한 예상보다 빠른 추경 논의로 국채 발행 물량과 관련한 투자심리 불안 지속. 미국은 1월 기준금리 동결 전환에도 추가 완화 가능. 그러나 시장금리 동향에서 기준금리와의 연관성 약화된 반면 수급 영향력은 높아짐. 장기 국채 발행 물량 소화 여부 주목

[환율] 달러원 환율 1,380~1,480원

달러, 미국 통화정책 기대감과 위험 선호 심리 속 추가 하락 여력

차기 연준 의장 하에서 금리 인하가 재개될 것이라는 기대감 지속. 2분기 이후 유럽 부양안 집행도 확대 예상. 다만 금리 인하 여력과 유럽 경기 반등의 강도 모두 크지 않아 하방은 제한적. 달러-원은 달러 약세를 반영하겠지만 마찬가지로 구조적인 해외투자 수급 부담에 하방이 크게 열리기 어려운 환경

[국내 증시] KOSPI 4,600~5,800p (밴드 상향조정 예정)

반도체 주도 실적 레벨업, 상승 여력↑. 26년 KOSPI Target 추가 상향 조정 예정

26.1Q 프리어닝 시즌 앞두고 반도체 주도 실적 전망 상향조정 재개 예상. KOSPI 12M Fwd EPS 576p에서 추가 레벨업 가능. 26년 KOSPI Target 5,800p에서 상향 조정 예정. 반도체 레벨업 이후 순환매로 2차 상승 전개.4분기 실적 시즌 이후 단기 과열해소, 매물소화 국면 가능성. 내수주 중심의 순환매 대응과 함께 반도체, 자동차, 조선 등 매집 기회

[글로벌 증시] S&P500 6,400 ~ 7,700p

Mr. 선진국 마켓. 2월, 추월 차선에 들어서다. 미국, 유럽, 일본 증시 비중 확대

美 25.4/4분기 어닝시즌, M7 중심의 실적 견인력은 AI 낙관론 뒷받침. 친 트럼프 성향의 차기 연준의장 지명, 향후 연준 금리 인하 기조가 유지될 것이라는 위험자산 선호 요인 해석 . 日 2.8일 중의원 선거 전 자민당 과반 확보 전망. 식품 소비세 인하 등 적극 재정정책에 기댄 다카이치 트레이드 부각될 것. 실적 증가 속도보다 주가 상승 속도가 느렸던 선진 증시 부각

[원자재] WTI 57~70$/bbl.

OPEC+ 증산 재개 가능성 부상했지만, 이란 지정학 리스크(호르무즈 해협) 경계

OPEC+ 증산 재개 가능성↑ 4월부터 증산 재개하는 쪽으로 내부 의견 기울기 시작. 비수기를 이유로 중단됐던 증산, 성수기인 중동 냉방 시즌(4~9월) 도래 시 명분 상실, 유가 하방 요인. 다만, 당장은 경계. 백악관 내부에선 이란 핵협상 무용론 떠오르며 군사 옵션 거론. 중간선거 앞두고 돌발 행동 제한적이나 글로벌 석유 물동량의 21%인 호르무즈 해협 봉쇄 가능성 경계

[부동산] 주택 : 상승, 상업 : 상승.

공급부족, 가격 상승, 세후 수익률도 여전한 주택시장, 상업용 Quality 자산 선호지속

주택 : 추가 핀셋 규제 및 공급 대책 예상되나, 주택의 세후 수익률을 크게 낮추는 새로운 규제나 시장 예상 수준을 크게 상회하는 공급 계획이 아니라면 변곡점 되기 어렵다는 판단

상업 : 임대 지표 둔화 속에서도 우량 오피스에 대한 투자자들의 선호 지속, 물류센터 또한 우량 자산에 대한 투자자 유입 확인 될 2026년

Strategy

글로벌 Risk-Off를 압도한 코스피

Strategist Jr. 정해창
haechang.chung@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

- 글로벌 증시의 위험 회피 심리를 이겨낸 펀더멘털과 수급 모멘텀
- 금융주 정책 기대감 유효, 증권 이후 보험 업종으로 섹터 로테이션
- 글로벌 증시의 "리스크-오프" 요인. 사모신용 & 지정학적 리스크

글로벌 증시의 위험 회피 심리를 이겨낸 펀더멘털과 수급 모멘텀

– 금일 "BlackRock Fund Advisors"는 SK하이닉스와 삼성전기의 지분 5% 초과 보유를 공시. 특히 하이닉스가 6%대 상승하며 코스피 지수 상승 중 약 48.4pt 기여

– 글로벌 최대 패시브 자산운용사인 BlackRock은 최근 이수페타시스(2/11), 우리금융지주(2/10), KT&G(1/30) 등의 기업에 대해서도 5% 초과 보유를 공시

– 개별 종목에 대한 투자가 아닌 한국 증시 전체에 대한 패시브 자금 추가유입

– 패시브 유입 기대: SK하이닉스(+6.2%)와 삼성전기(+5.3%)

– 반도체(SK하이닉스)와 조선/방산, 원자력 등 실적 기여도 높은 업종이 상승 주도

금융주 정책 기대감 유효, 증권 이후 보험 업종으로 섹터 로테이션

– 2월 임시국회가 진행중인 가운데 3차 상법개정안에 대한 기대감 지속. 기업들 또한 호응하는 모습에 코리아 디스카운트 해소 전망 또한 중장기적 관점에서 코스피의 상승 추세를 이끄는 요인

– 최근 정책 기대로 상승한 증권 업종은 종목 간 키맞추기 지속, 보험 업종은 금융섹터 중 상승폭이 낮았던 업종으로 순환매 전개

증권: SK증권(+18.4%), 메리츠금융지주(+7.3%), 삼성증권(+2.7%) 등

보험: 한화생명(+29.9%), 현대해상(+10.5%), DB손해보험(+4.9%) 등

글로벌 증시의 "리스크-오프" 요인. 사모신용 & 지정학적 리스크

– 전일 미국증시와 함께 글로벌 증시는 전반 약세. 그러나 국내증시 영향은 제한적

– Blue Owl Capital의 사모 신용 펀드, 총 14억 달러 규모의 신용 자산 매각 이후 분기별 환매 중단. 이는 사모 신용시장의 투명성과 리스크에 대한 경고로 해석

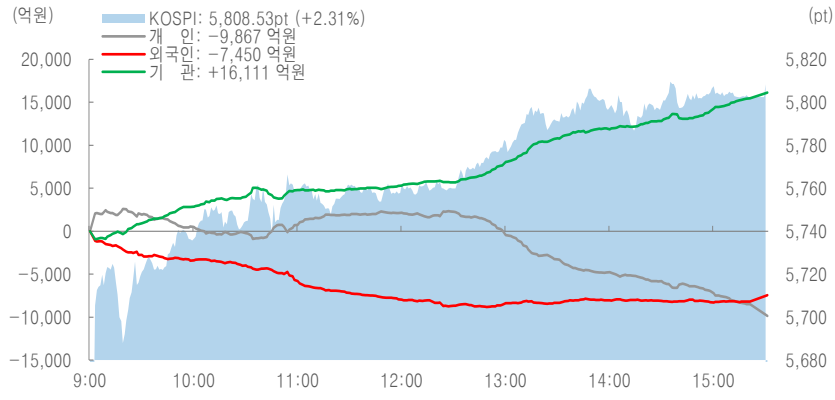
– 미국 트럼프 대통령은 이란과 향후 10일 이내에 의미 있는 합의가 이루어지지 않을 경우 군사적 옵션을 결정할 수 있음을 경고, 지난해에도 유사한 경고 이후 핵시설 타격에 나섰던 전례

– 그러나 국내 증시에서는 오히려 방산, 정유 업종의 강세로 작용

방산: 한화에어로스페이스(+8.1%), 한화시스템(+9.5%), 현대로템(+4.8%) 등

정유/에너지: SK이노베이션(+7.6%), S-Oil(+8.2%), GS(+3.4%) 등

KOSPI 투자주체별 수급 및 장중흐름



자료: 대신증권 Research Center

Issue Comment

Strategy

미국 대법원 IEEPA 관세 위헌판결, 협상 끝난 한국의 수출 환경과 트럼프 리스크의 변화

Strategist Jr. 정해창
haechang.chung@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

- 미국 연방 대법원의 권한 제한과 트럼프 행정부의 122조 우회 대응
- 주요 수출품목은 122조의 범위 밖, 중국/캐나다/멕시코의 수혜는 경쟁 변수
- 의회의 트럼프 견제력 증가, SNS발 트럼프 리스크의 파급력 약화

미국 연방 대법원의 권한 제한과 트럼프 행정부의 122조 우회 대응

2월 20일, 미국 연방대법원은 국제긴급경제권한법(IEEPA)가 대통령에게 관세를 부과할 수 있는 독립적인 권한을 부여하지 않는다고 판결. 무역확대법 제232조(국가안보 위협 대응)에 근거한 기존 관세(철강, 알루미늄 등)는 그대로 유지

트럼프 행정부는 즉각 무역법 제122조를 발동해 전 세계 수입품에 대해 10%의 추가 보편 관세를 부여(이후 SNS를 통해 15% 인상 선언). 베센트 재무장관은 다른 무역법 조항들을 강화함으로써 26년 정부의 전체 관세 수입이 결국 변하지 않은 것임을 강조. 제122조의 150일 기한 제한과 의회 승인을 우회하기 위해 무역법 제301조(국가별 불공정 무역 관행 대응)에 따른 새로운 조사를 대거 개시할 예정

주요 수출품목은 122조 범위 밖, 중국/캐나다/멕시코 수혜는 경쟁 변수

주목할 부분은 10% 관세에서 의약품, 반도체, 항공부품, 희토류 등 공급망 안정이 필요한 주요 수출 품목들은 예외로 지정되었다는 점. 중간 선거를 앞둔 상황에서 전면적인 관세 전쟁은 어려움을 시사

한편, 지난해 한미 협상 결과로 부과된 15%의 상호관세 협상의 법적 근거가 무효가 되면서 재협상 가능성 존재. 협상 과정에서의 노이즈는 불가피하나 미국의 법적 근거가 약해졌기 때문에 불리할 것은 없을 것으로 판단. 다만 중국/캐나다/멕시코 등 수출 경쟁국과의 관세율 차이 축소는 불확실성으로 작용. 301조 조사를 앞두고 주요 기업들의 선제적인 수요가 증가할 수 있다는 점은 한국 수출 기업에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음

의회의 트럼프 견제력 증가, SNS발 트럼프 리스크의 파급력 약화

대법원이 '관세 부과 권한'을 전적인 의회의 권한으로 명시하면서 의회의 트럼프 행정부에 대한 견제 기능 강화. SNS를 통해 이뤄지던 트럼프 대통령의 즉흥적인 관세 위협들의 법적 근거가 사라지면서 '트럼프 불확실성'이 전반적으로 낮아졌음. 한편, 트럼프 대통령이 10%의 행정명령 서명 이후 SNS를 통해 15% 인상을 발표한 것은 '미치광이 전략'을 가능하도록 했던 즉흥적 발언의 파급효과가 약해지는 것을 방지하기 위한 계산적 행동으로 판단

그동안 기 징수된 약 1,750억 달러의 관세는 대법원이 환급에 대한 판단을 유보, 하급심으로 환송함에 따라 하급심에서의 법적 공방을 예고

Global Strategy

Global & DM Strategist 문남중
namjoong.moon@daishin.com

트럼프 관세 위헌 판결, 앞으로도 달라질 것은 없다.

(글로벌 증시, Risk-On 국면 지속)

- 트럼프 행정부, 정면 돌파 선택. 150일 이내 새로운 관세 부과 예상
- 연방대법원, 환급금 미포함. 주요국, 이전 관세 합의 이행 유지
- 글로벌 증시, 제 갈 길을 간다. 트럼프발 '유동성 장세' 지속. 비중확대

트럼프 행정부, 무역법 122조 근거 글로벌 관세 15% 즉시 부과, 150일 이내 새로운(영구적) 관세 부과 예상

20일 美 연방대법원의 상호관세 위헌 판결 후, 트럼프 행정부는 상호관세 징수 중단과 동시에 무역법 122조를 통한 글로벌 관세 15%를 부과했다(21일, 10%→ 15%). 동 관세의 최대 부과 기간인 150일 안에(이후, 의회 승인 필요) 기존 품목별 관세(무역법 301조, 무역확장법 232조) 부과 근거 수정을 통해 새로운(영구적) 관세 부과가 예상된다. 또한 24일 트럼프 대통령의 의회 국정연설에서 향후 관세 정책 방향을 제시하거나, 상황에 따라서는 대대적인 관세정책을 발표할 가능성도 있다.

트럼프 행정부, 정면 돌파 선택. 150일 안에, 美 연방대법원 판결 전 상황으로 돌아갈 것. 1) 美 연방대법원, IEEPA 근거 관세 무효 환급금 미포함, 2) 한국 등 주요국, 기존 미국과 맺었던 관세 합의 이행 관련 우호적 협의 진행 유지

트럼프 행정부는 무역법 112조(글로벌 관세 15% 부과, 150일 기한)를 통해 시간을 벌면서, 기존 관세 부과 근거(무역법 301조, 무역확장법 232조) 수정을 통해 영구적인 관세를 도입하려는 전략을 세울 것이다. 또한 연방대법원이 국제비상경제권한법(IEEPA) 근거 관세 무효 판결을 내렸지만, 환급금(최대 1,750억 달러) 사항은 포함되지 않았다. 관세를 돌려받으려는 국가 및 기업간 소송은 불가피한 상황이지만 트럼프 행정부 이후 소송 결과를 확인할 수 있거나 트럼프 행정부가 새로운 관세를 도입하면서 환급 자체를 무력화할 수 있다.

주요국들은 美 연방대법원 판결 불구, 기존 미국과 맺었던 관세 합의를 이행하려는 분위기이다. 한국 정부는 3,500억 달러 규모의 대미 투자를 당초 계획대로 진행할 것으로 밝혔으며, 5,500억 달러 규모의 투자를 추진하고 있는 일본 정부는 공식 대응을 발표하지 않고 있다. EU는 미국과 무역협정 비준 연기 여부를 논의할 예정이지만 러-우 전쟁 등 안보 상황을 감안하면 전면 재검토로 확대되지 않을 것이다. 이처럼 대부분의 국가들이 美 연방대법원 판결에 기존 투자 계획을 수정하거나 재협상을 요구하는 움직임은 보이지 않을 것으로 판단한다.

트럼프 관세 부과, 앞으로도 달라질 건 없다. 올해 '돈로 독트린' 사례처럼, 글로벌 증시는 제 갈 길을 간다. 유동성 장세, AI 혁명, 반도체 상승 사이클 등 위험 선호 요인 뒷받침. 혹시나 이번 사태가 일시적인 변동성 확대로 연결될 시, 비중확대 기회

현 글로벌 증시가 추세적인 Risk-On 국면에 놓인 핵심 요인은 다음과 같다. 주요국들이 트럼프 행정부의 통상(고율관세 부과), 외교정책(무역협정 재협상) 피해를 최소화하기 위해 통화 완화, 재정정책 강화 움직임을 가속화하면서, 유동자금이 증시로 유입된 결과물이다. 트럼프 행정부가 막을 내리기 전까지, 관세 부과는 지속된다는 점에서 위에서 언급한 동 투자환경이 유동성 장세를 이끌 것이다. 또한 AI가 산업 지평을 바꾸며 국가 생산성 향상과 반도체 수요 견인을 이끌며, 위험 선호 심리를 견인하고 있다. 혹시나 美 연방대법원 위헌 판결이 일시적인 변동성 확대로 연결된다면, 증시에 대한 비중확대 기회로 삼아야 할 것이다.

Results Comment

DB손해보험 (005830)

배당, 그리고 언더라이팅 수석

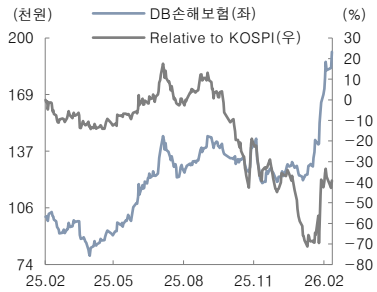
박혜진
hyejin.park@daishin.com

권용수RA
yongsu.kwon@daishin.com

투자의견	Buy 매수, 상향
6개월 목표주가	250,000 상향
현재주가 (26.02.20)	192,300 보험업종

KOSPI	5,808.53
시가총액	13,343십억원
시가총액비중	0.40%
자본금(보통주)	35십억원
52주 최고/최저	192,300원 / 78,900원
120일 평균거래대금	272억원
외국인지분율	44.09%
주요주주	김남호 외 14 인 25.96% 국민연금공단 7.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	49.2	60.1	47.7	90.8
상대수익률	25.5	10.4	-20.4	-12.8



- 위험손해율 분기 대비 -8.1%p 하락하며 장기보험손익 선전, 컨센 상회
- '26년 상반기 포르테그라 인수 이후 연결 기준 배당정책 발표 예정
- 명확한 배당정책과 언더라이팅 우등생, 목표주가 및 투자의견 상향

투자의견 및 목표주가 모두 상향 조정

2025년 DPS 7,600원 결의하여 배당성향 29.73%로 배당소득분리과세 요건 충족. 회사는 당초 K-ICS비율 200%~220% 구간에서 중기적으로 35% 이상 배당성향을 계획하였는데, '26년 상반기 미국 포르테그라 보험사 인수가 완료되면 연결기준 배당정책을 새롭게 발표할 예정

명확한 배당정책과 더불어 큰 폭의 위험손해율 개선, 이에 따른 예실차손실 축소 등 어려운 환경에서도 뛰어난 언더라이팅 관리 능력을 보여줌. 이에 따라 우리는 동사의 목표주가를 250,000원으로 상향하고 투자의견 역시 Market perform에서 Buy로 상향. 목표주가는 2026년 BPS에 ROE를 고려한 적정 PBR 1.4x 적용하여 산정

4Q25 순이익 3,350억원(QoQ +14.3%, YoY +72.4%) 기록

4분기 순이익은 당사 추정 및 컨센서스를 20% 이상 상회하는 양호한 실적을 기록. 동사의 금번 실적은 상당히 고무적이었는데, 경쟁사와는 달리 위험손해율이 크게 하락하였고, 이에 따라 예실차손실도 분기 대비 오히려 축소되었기 때문. 3분기 컨퍼런스콜에서 사측이 설명했지만, IBNR적립 이슈가 컸었기 때문에 관련 영향이 소멸했고, 배상책임보험을 포함한 재물담보 등 손해율이 높은 담보에 대해 보험료 인상을 크게 단행하여 이에 대한 영향이 4분기부터 드러나는 것으로 추정. 손실부담계약에서도 환입요인 발생하여 적자가 아닌 160억 흑자 달성. 이에 따라 장기보험손익은 2,750억원(QoQ +84.3%, YoY 92.5%)으로 분기 및 전년 동기 대비 증가하였음

신계약 CSM은 7,090억원(QoQ -2%, YoY -20.9%)로 배수는 거의 변동 없었으나 매출이 감소한 영향. 다만 CSM조정이 -1.78조원으로 대거 발생하였는데, 사업비 가이드라인 변경 효과 선 반영 및 교육세 인상 영향 9,000억원, 계리적 가정변경 영향 6,000억원 반영. 사업비 가이드라인 변경 영향분을 선 반영했기 때문에 경상적 조정액은 -1.18조원으로 추정

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, %)

	2023	2024	2025P	2026E	2027E
보험손익	1,550	1,619	1,036	1,308	1,610
투자손익	459	744	1,078	970	970
순이익	1,537	1,772	1,535	1,651	1,871
YoY	56.7%	15.3%	-13.4%	7.6%	13.3%
기말 CSM	11,351	11,516	11,537	13,179	14,222
ROE	17.7	21.1	15.6	15.5	15.0
PBR	0.62	0.79	0.85	1.09	0.92
PER	3.5	3.7	5.4	7.0	6.2
DPS	5,300	6,800	7,600	8,500	10,500

자료: DB손해보험, 대신증권 Research Center

Results Comment

삼성화재 (000810)

주주가치 제고, 바랍니다.

박혜진 hyejin.park@daishin.com

권용수RA yongsu.kwon@daishin.com

투자의견 Marketperform (시장수익률, 유지)

6개월 목표주가 620,000 (상향)

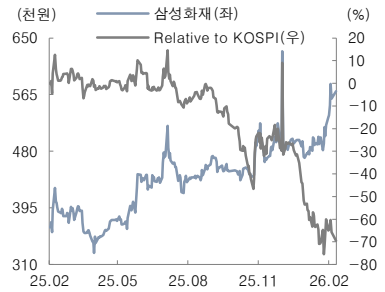
현재주가 (26.02.19) 570,000

보험업종

- 4분기 순이익 컨센서스 하회, 예실차, 자동차보험 손실에 기인
- 매출과 마진 모두 부진, 교육세 등 영향으로 대규모 CSM조정 발생
- 미흡한 배당, 그러나 위험손해율 안정화 추세 파악, 목표주가 상향

KOSPI	5,677.25
시가총액	27,562십억원
시가총액비중	0.83%
자본금(보통주)	25십억원
52주 최고/최저	630,000원 / 327,500원
120일 평균거래대금	454억원
외국인지분율	56.32%
주요주주	삼성생명보험 외 5인 19.05% 국민연금공단 7.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.6	21.5	28.7	41.4
상대수익률	2.5	-15.9	-28.6	-33.4



목표주가 620,000원으로 26.5% 상향하나 투자의견 시장수익률 유지

'25년 보통주 DPS 19,500원, 배당성향 41% 기록하여 배당소득분리과세 요건을 최소한으로 충족. 260%를 상회하는 K-ICS비율을 감안하면 다소 미흡한 수준. 사측은 2028년 배당성향 50% 달성을 목표로 하고 있기 때문에 '26년부터 속도감 있는 DPS상향이 이뤄져야함

우리는 동사의 목표주가를 상향하는데, 이는 2026년 BPS적용과 더불어 PBR 멀티플을 1.2x로 상향 조정하였기 때문. 미흡한 배당에도 불구하고 멀티플을 상향조정한 이유는 1) '25년 4분기를 고점으로 손해율이 안정화될 것으로 예상하고 2) 유지율 상승폭이 커버리지 중 가장 높은데, 이는 곧 계약 퀄리티를 방증하기 때문이며, 3) 어쨌든 배당을 늘릴 수 있는 여력이 가장 많기 때문. 동사의 지속가능한 ROE를 감안했을 때 적정 PBR은 1.2x로 판단되며 투자의견을 유지한 이유는 최근 순환매에 따른 단기적인 주가 급등에 기인

4Q25 지배주주 순이익 2,347억원(QoQ -56.4%, YoY +13.3%) 기록

4분기 순이익은 당사추정을 10.7% 상회하고 컨센서스를 22%하회. 실적부진은 이미 예견되어 있었는데, 예실차 및 자동차보험 손실 악화에 기인. 보험금/사업비 예실차 손실은 각각 -773억원, -496억원 기록. 그럼에도 위험손해율은 97.2%로 3분기 대비 -0.6%p 하락하였는데, 이는 3, 4세대 실손보험 손해율 개선 영향인 것으로 파악. 따라서 예실차 악화는 손해율보다는 IBNR효과가 컸던 것으로 보임. 실제로 IBNR제외한 손해율은 92.6%를 기록. 전술한 실손보험 영향으로 기타보험손익 중 손실부담비용에서 173억원의 환입이 발생. 자동차보험은 1,249억원 손실 기록. 요율 인하 누적과 원가 상승 부담 지속되어 불가피한 결과. 일반보험손익은 141억원(QoQ -71.8%, YoY -45%)으로 다소 부진하였는데, 말레이시아, 라오스 등 해외법인 중형사고 발생 영향

당 분기 건강보험보다 마진이 상대적으로 낮은 운전자보험 절판영향으로 CSM배수는 하락, 보장성 인보험 배수 14.7배(QoQ -1x, YoY -1.6x) 기록하여 전반적인 신계약 CSM은 7,102억원(QoQ -7.4%, YoY -27.1%)으로 부진하였음. 무엇보다 4분기 논란은 CSM조정이었음. 조정액 -1.29조원 발생하여 기말 CSM잔액은 14.2조원(QoQ -5.6%, YoY 0.7%)으로 분기 대비 감소하였음. 교육세율 인상효과 3,000억원을 비롯하여 손해율 계리적 가정 변경으로 대규모 조정액 발생. 법인세율 인상 영향도 4분기 이연법인세 비용으로 780억원 가량 반영된 것으로 추정됨

구분	4Q24	3Q25	4Q25P					1Q26E		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
순이익	207.1	538.0	212.0	234.7	13.3%	-56.4%	273.7	537.6	-11.6%	129.0%

자료: 삼성화재, FnGuide, 대신증권 Research Center

Results Comment

삼성생명 (032830)

오리무중

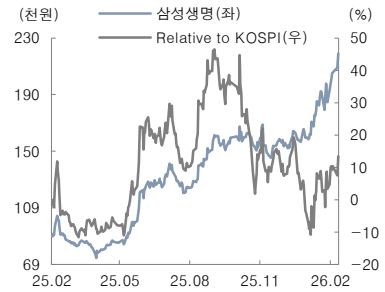
박혜진 hyejin.park@daishin.com

권용수RA yongsu.kwon@daishin.com

투자의견	Marketperform 시장수익률, 유지
6개월 목표주가	220,000 상향
현재주가 (26.02.20)	219,000 보험업종

KOSPI	5,808.53
시가총액	43,800십억원
시가총액비중	1.32%
자본금(보통주)	100십억원
52주 최고/최저	219,000원 / 73,600원
120일 평균거래대금	506억원
외국인지분율	23.21%
주요주주	삼성물산 외 7 인 43.56% 신세계 외 1인 8.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.0	48.5	68.7	129.3
상대수익률	5.1	2.4	-9.1	4.8



- 4분기 순이익 각종 일회성 요인 반영되어 컨센서스 크게 하회
- '25년 DPS 5,300원, 배당소득분리과세 요건을 최소한으로 충족
- 자본증가로 목표주가 상향하나 멀티플은 하향 조정, 밸류업 공시 필요

목표주가 220,000원으로 상향하나 투자의견 Marketperform 유지

'25년 DPS 5,300원, 배당성향 41.3% 기록하여 배당소득분리과세 요건을 최소한으로 충족. 금번 회계처리 변경으로 부채로 계상되어 있던 계약자 지분조정금액 17.6조원이 자본 내 OCI 계정 12.8조원, 이연법인세부채 4.8조원으로 나누어 반영되었음. 이에 따라 '25년말 동사의 자기자본은 52조원에서 64.8조원으로 변경. 증가한 자본과 더불어 BPS 적용시점을 2026년으로 변경함에 따라 우리는 동사의 목표주가를 기존 189,000원에서 220,000원으로 16.4% 상향 조정함. 다만 타겟 멀티플은 0.5x로 하향하였는데, 회계적 변경이긴 하나 자본증가에 따라 지속가능한 ROE가 낮아지기 때문. 멀티플 상향을 위해서는 밸류업 공시와 함께 삼성전자 자사주 소각 및 특별배당을 고려한 전향적 배당정책이 필요하다고 판단함. 따라서 투자의견은 동사의 배당정책이 변한 것이 없기 때문에 기존 시장수익률 유지

4Q25 연결기준 순이익 1,857억원(QoQ -74.3%, YoY +187%) 기록

4분기 순이익은 당사 추정 및 컨센서스를 20% 이상 하회. 예실차 손실 확대 및 기타보험손실 발생하여 보험서비스손익이 -1,182억원으로 적자전환한 데 기인. 예실차 가운데 사업비 부문이 -730억원으로 다소 크게 반영되었는데, 이는 성과급 지급 및 명예퇴직 실시했기 때문. 기타보험손실인 CSM손실액은 -2,970억원으로 적자 지속되었는데, 유배당연금 손실계약비용 2,320억원 반영한 영향

건강보험 신계약은 상당히 양호하였으나 사망보장보험 신계약은 분기 대비 감소하였고, 무엇보다 전 보종에 걸쳐 CSM배수가 하락하여 신계약 CSM은 7,620억원(QoQ -12.6%, YoY -2.3%)으로 다소 부진. 특히 건강보험 배수가 14.7배로 하락폭이 컸는데, 환급형 건강보험 판매비중이 높아진 데 기인. CSM조정액은 -1.36조원으로 대거 발생. 교육세율 인상 영향 3,000억원과 1, 2세대 실손보험 보험료 인하 및 청구액 증가에 따른 계리적 가정 변경 6,500억원 반영되었기 때문. 이에 따라 기말 CSM은 13.2조원(QoQ -5.9%, YoY +2.4%)으로 분기 대비 감소. 기말 K-ICS비율은 198%로 분기 대비 상승, 삼성전자 주가 상승 영향

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023	2024	2025P	2026E	2027E
보험손익	1,449	542	975	1,180	1,220
투자손익	1,110	3,265	3,011	3,407	3,689
순이익	1,895	2,107	2,303	2,489	2,649
YoY		11.2%	9.3%	8.1%	6.4%
기말 CSM	12,393	13,081	13,453	13,124	12,986
ROE	4.47	6.86	3.67	3.15	3.25
PBR	0.27	0.61	0.45	0.50	0.48
PER	6.01	8.83	12.29	15.80	14.85
DPS	3,700	4,500	5,300	6,000	6,500

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

삼성전자 (005930)

국민 1등 주식

류형근
hyungkeun.ryu@daishin.com
서지원RA
jiwon0.seo@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	270,000 상향
현재주가 (26.02.20)	190,100
	반도체업종

- 2026년 영업이익 전망치를 기존 171조원에서 201조원으로 상향.
- 강력한 이익 성장 속 재무 체력 추가 개선. 추가 성장 기회의 동력.
- 목표주가를 270,000원으로 상향. 적극적 매수 전략 유효.

이익 전망 상향

2026년 메모리반도체 가격 전망 상향 분을 반영하여 2026년 영업이익 전망치를 171조원에서 201조원으로 상향. 1Q26 메모리반도체 영업이익 1위 탈환, 연간으로는 200조원 대 영업이익 시대를 여는 기념비적 한 해가 될 것.

1) 범용 반도체: 2026년 범용 DRAM과 NAND ASP는 전년대비 154%, 89% 상승 전망. 최대 Capa 이점 기반 강력한 이익 레버리지를 기대 가능한 환경.

2) HBM: HBM4의 경우, I/O Speed 기준 11.7Gbps 구현 가능. I/O Speed를 기준으로 시장이 분화될 경우 (11.7Gbps, 10.6Gbps), 스피드 상의 이점을 기반으로 ASP 상승 기회를 노려볼 수 있을 것이라는 판단.

3) 수익성: 메모리반도체의 경우, 사상 최대 수익성 경신 전망. 2017-2018 슈퍼사이클에서의 고점 (DRAM +70%, NAND +53%)을 넘는 수익성을 기대. 부품 가격 상승으로 세트 사업에서의 수익성 둔화 우려가 산재하나, 반도체와 디스플레이 사업에서의 성장이 강한 전사 수익성 향상을 이끌 것.

적극적 매수 전략 유효

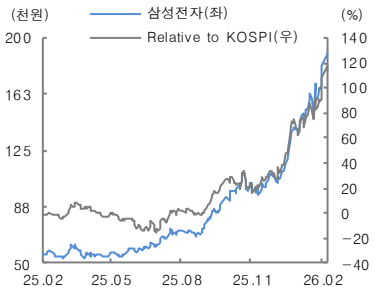
이익 전망 및 Target P/B 상향 (Target P/B 3.0배 적용) 분을 반영하여 목표주가를 270,000원으로 상향. 국민 1등 주식으로의 면모를 추가 발휘할 것.

– 강력한 메모리반도체 가격 상승이 전사 이익 성장을 견인. 그 과정에서 현금 및 현금성 자산과 FCF (잉여현금흐름) 성장이 동반 (현금 및 현금성 자산: 2025년 말 125조원, 2026년 말 215조원, 2027년 말 278조원 전망).

– 강력한 재무 체력 기반 장기 성장 가치를 높일 것으로 기대. 이를 위해, 돈 버는 메모리반도체 (판매 정책 변화 기반 장기 수급 안정성 확대 노력)로의 구조 변화를 추진할 가능성. 늘어나는 현금 재원은 주주환원 강화, 비메모리 반도체 경쟁력 강화, AI 맞춤형 제품 포트폴리오 구축의 동력으로 작용할 것.

KOSPI	5808.53
시가총액	1,235,561십억원
시가총액비중	37.15%
자본금(보통주)	773십억원
52주 최고/최저	190,100원 / 53,000원
120일 평균거래대금	27,681억원
외국인지분율	51.09%
주요주주	삼성생명보험 외 15 인 19.82% 국민연금공단 7.75%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	30.9	89.0	169.6	225.5
상대수익률	10.1	30.3	45.3	48.7



영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	333,606	520,559	568,867
영업이익	6,567	32,726	43,601	201,200	215,184
세전순이익	11,006	37,530	49,481	208,417	223,200
총당기순이익	15,487	34,451	45,207	156,313	162,936
지배지분순이익	14,473	33,621	44,261	155,383	162,034
EPS	2,131	4,950	6,564	23,069	24,056
PER	36.8	10.7	10.7	3.1	2.9
BPS	52,002	57,663	62,903	84,969	100,572
PBR	1.5	0.9	3.0	2.2	1.9
ROE	4.1	9.0	10.8	31.2	25.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

SK하이닉스 (000660)

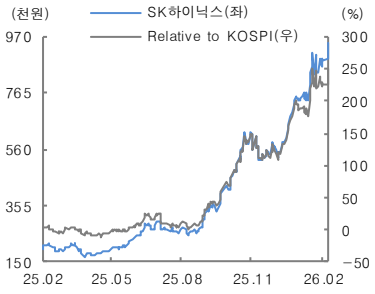
전인미답

류형근
hyungkeun.ryu@daishin.com
서지원RA
jiwon0.seo@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	1,450,000 상향
현재주가 (26.02.20)	949,000
	반도체업종

KOSPI	5808.53
시가총액	690,874십억원
시가총액비중	20.77%
자본금(보통주)	3,658십억원
52주 최고/최저	949,000원 / 164,800원
120일 평균거래대금	23,646억원
외국인지분율	53.47%
주요주주	에스케이스퀘어 외 7 인 20.07% 국민연금공단 7.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	27.7	66.2	271.4	347.6
상대수익률	7.4	14.6	100.2	104.5



- 2026년 영업이익 전망치를 기존 142조원에서 174조원으로 상향.
- 판매 정책의 변화와 ADR 발행 등의 기회요인이 상존하는 시점.
- 목표주가 145만원 제시. 판매 정책 변화 현실화 시, 추가 상승 가능.

이익 전망 상향

2026년 가격 전망 상향 분을 반영하여 2026년 영업이익 전망치를 142조원에서 174조원으로 상향. 창사 이래, 가장 강력한 수익성을 보여줄 것.

1) 범용 반도체: 서버 중심의 실수요 폭증과 제한적 생산 증가 속, 가격 상승 폭 확대. 2026년 범용 DRAM과 NAND ASP는 전년대비 159%, 91% 상승 전망. 메모리반도체 인플레이션에 따른 세트 출하 부진 우려가 산재하나, 극단적으로 벌어진 수요-공급 괴리율을 감안 시, 가격 강세는 지속될 것.

2) HBM: 제품 불문 DRAM 공급 부족이 지속. 주요 고객사의 경우, DRAM 공급 부족 장기화에 대비하여 2028년까지의 장기 수요 Forecast를 상향. 안정적 공급 역량을 보유한 SK하이닉스가 공급망에서 배제될 가능성은 희박. 1Q26 내 제품 인증 완료 전망. 메인 벤더 지위는 2026년에도 지속될 것.

3) 수익성: 사상 최대 수익성 경신 전망. 2017-2018 슈퍼사이클에서의 고점(DRAM +65%, NAND +23%)을 넘어 새로운 역사를 이룩할 것. 금번 사이클에서의 영업이익률 고점은 DRAM +85%, NAND +57% 내외에서 형성될 것.

3박자의 조화 (이익, 정책 변화, ADR)

강력한 수익성 외에도 기대할 수 있는 변화는 다량 남아있다는 판단. 이익 전망 상향 분을 반영하여 목표주가를 1,450,000원으로 상향. 판매 정책 변화에 따른 장기 수급 안정성 강화 노력이 현실화될 경우, 기업 가치의 상승 폭은 당사의 현 전망 대비 확대될 수 있으며, 해당 가능성에 주목할 필요.

1) 판매 정책의 변화 (LTA, 선수금, 예치금): 분기 단위 시가 협상 구조에서 연단위 장기 계약 구조로의 변화 노력 지속. 계약 구조 변화가 현실화될 경우, 장기 수급 안정성은 보다 강화될 것. Valuation 할증 요인으로 작용할 것.

2) ADR: 자사주 매입과 신주 발행 등의 방식으로 ADR 발행 시도가 구체화될 것. 2026년 3월 내 계획 구체화 기대. 기업 가치에 긍정적 변화가 될 것.

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	97,147	230,341	260,753
영업이익	-7,730	23,467	47,206	174,097	180,921
세전순이익	-11,658	23,885	50,466	179,669	187,026
총당기순이익	-9,138	19,797	42,948	134,752	138,399
지배지분순이익	-9,112	19,789	42,919	134,747	138,395
EPS	-12,517	27,182	58,955	185,091	190,102
PER	NA	6.4	8.7	2.8	2.7
BPS	73,495	101,515	164,986	346,530	535,232
PBR	1.9	1.7	5.8	2.7	1.8
ROE	-15.6	31.1	44.2	72.4	43.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center

Issue & News

반도체업

소부장 Alpha 찾기

류형근 hyungkeun.ryu@daishin.com
서지원RA jiwon0.seo@daishin.com

투자의견

Overweight

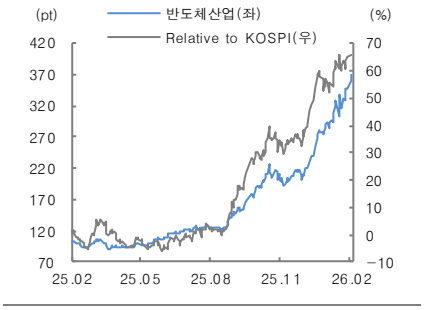
비중확대, 유지

- 반도체 소부장에선 후공정 장비와 OSAT에서 Alpha를 창출 가능할 것,
- 전공정 뿐 아니라, 후공정에서도 Capa 부족 현상이 감지.
- 후공정 장비 수요 확대, OSAT 활용 비율 강화로 이어질 수 있는 변화.

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
삼성전자	Buy	270,000
SK하이닉스	Buy	1,450,000

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	29.7	79.4	199.8	258.8
상대수익률	9.1	23.7	61.5	64.0



반도체 소부장 투자전략: Alpha 찾기

KOSDAQ 시장 강세와 반도체 사이클 장기화 기대감 속, 반도체 소부장 주가 Rally가 지속. 당사의 경우, 반도체 후공정 장비와 OSAT에서 Alpha를 창출할 수 있을 것이라 생각.

후공정 공장도 부족합니다

메모리반도체 Fab Space 부족 현상은 전공정 뿐 아니라 후공정에서도 나타날 것으로 전망. 3가지 변화에 주목할 필요가 있다는 판단.

1. HBM Capa의 확대: DRAM 3사의 HBM Capa는 2025년 말 월 360K에서 2026년 말 월 495K, 2027년 말 월 580K로 확대될 전망. 중국도 HBM 국산화를 목표하고 있으며, 미국의 반도체 장비 수출 통제 상황을 감안하여 국산 반도체 후공정 장비에 대한 수요가 발생할 가능성 존재.

– 2024년 말–2025년 말 DRAM 3사의 HBM Capa 증설 폭은 월 75K 수준이었던 것으로 추정. 예상 대비 빠른 HBM3e 수율 향상 효과 및 주요 고객사향 HBM3e 제품 인증 지연 영향으로 증설 폭이 기대 대비 적었던 것으로 판단.

– 2025년 말–2026년 말 증설 폭은 월 135K로 확대 전망. 수율 확보가 어려운 HBM4 Capa의 Ramp up이 본격화되는 영향. HBM의 침투 확대 속, 후공정 Fab Space 부족 현상이 심화될 것으로 전망.

2. Fab Space 효율화: 전공정 공장의 Fab Space 효율을 높이기 위해, 기존 후공정 공장의 부담이 확대되고 있는 것으로 추정. 전공정 Capa 부족 현상이 당분간 지속될 것으로 예상되는 만큼, 중장기적 관점에서도 후공정 공장 확대의 필요성은 늘어날 것이라는 판단.

3. 지정학적 변화: 한국 메모리반도체의 경우, 한국, 중국, 베트남 중심으로 후공정 공장을 운영 중. 이중, 중국에 위치한 후공정 공장의 중장기 활용성은 지속 하락하는 분위기. 미국의 대중 관세 정책 불확실성 (고율의 관세 부과 시, 중국 후공정 공장은 중국 내수 대응용으로 활용성 축소)을 감안할 필요. 이에, 한국과 베트남 중심으로 후공정 Site 개편이 지속될 것이라는 판단.

앞으로의 변화 방향성은?

후공정 장비와 OSAT에 주목할 필요. 후공정 Capa 증설 목적으로 Greenfield 프로젝트 (신공장 준공)와 Brownfield 프로젝트 (기존 공장 인수)가 활성화될 것으로 전망. 후공정 장비 수요를 드높일 수 있는 변화가 될 것.

Fab Space 활용 효율성 강화 목적에서는 메모리반도체 OSAT 활용성이 강화될 것으로 전망. Legacy 반도체의 외주 비율이 지속 확대될 것이라는 판단. 메모리반도체 OSAT의 중장기 이익 체력이 강화될 수 있는 변화.

섬유의복업

유정현 junghyun.yu@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
영원무역	Buy	120,000원
한세실업	Buy	18,000원
화승엔터프라이즈	Buy	8,000원

동남아 생산기지 보유한 OEM 기업들에게 나쁠 것 없는 뉴스

- 미대법원의 관세 위법 판결 후 신규 15% 관세율 적용 방침
- 기존 관세율 대비 4~5%p 인하 효과
- 동남아 생산기지를 보유한 의류/신발 OEM 기업들에겐 나쁠 것이 없는

미대법원의 관세 위법 판결 이후 트럼프 대통령 15% 관세율 적용 방침

지난 20일 금요일 미국 연방대법원은 트럼프 대통령이 관세 정책이 위법이라고 판결. 이에 대해 트럼프 대통령은 즉시 무역법 122조에 근거해 전 세계에 10% 글로벌 관세를 부과하는 행정 명령에 서명하였으며 행정명령에 따른 10% 글로벌 관세는 24일 자정(미 동부시간 기준)부터 발효될 예정이었음. 그러나 트럼프 대통령은 다시 미국의 교역국을 상대로 관세율을 15%로 올리겠다고 밝히면서 추가 행정명령 등 후속 조치가 뒤따를 것으로 예상됨. 15% 관세율은 언제부터 적용될지는 아직 공개되지 않은 상황

처음 대법원의 관세 위법 판결이 나온 즉시 금요일 밤 미국과 유럽 주식 시장에서는 관세 피해주로 분류되었던 주요 소비재 기업들의 주가가 대부분 크게 오르는 양상이었으나 시간이 흐를수록 연방대법원의 판결이 위법이라는 판결에도 불구하고 실제 나올 후속 조치는 오히려 시장의 혼란을 가중시킬 것이라는 전망들이 제기되면서 주가 상승분을 반납하는 양상 뚜렷

기존 관세율 대비 4~5p%p 인하 효과

당사는 이에 대해 관세 이슈가 국내 의류 및 신발 OEM 기업들에게 미치는 영향은 neutral 이상이라고 판단. 국내 의류/신발 OEM 기업들의 주요 생산기지가 집중돼있는 베트남과 방글라데시 관세율은 각각 20%와 19%로 미 정부의 이번 관세 조치로 실제 4~5%p 관세율 인하 효과가 발생하기 때문임

동남아 생산기지를 보유한 의류/신발 OEM사들에겐 나쁠 것 없는 뉴스

그러나 이러한 점들을 고려하더라도 동남아시아 주요 생산 국가들에게 기존 관세율 20% 수준 보다 더 높은 관세율이 적용될 가능성이 크지 않고 이미 지난 해 4월 관세 이슈가 처음 불거진 이후 고객사들의 재고 수준이 과거 어느 때 보다 낮아진 점 등이 앞으로 실적에 더 중요하게 영향을 미칠 것으로 보임. 결과적으로 지난 주말 관세 정책 위법 판결 이후 나온 일련의 후속 조치들은 국내 OEM 업계로서는 손해 볼 것이 없는 조치라고 생각되며 따라서 주가에 미치는 영향은 긍정적인 측면이 더 클 것으로 판단

Company Report ★★★★☆

제노코 (361390)

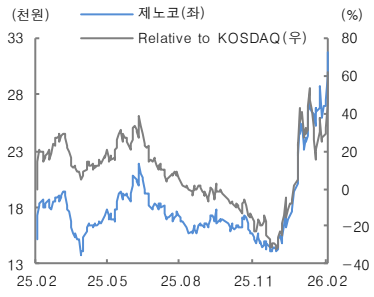
김아영

ahyoung.kim@daishin.com

투자의견	N/R
6개월 목표주가	N/R
현재주가 (26.02.13)	30,250
	스몰캡업종

KOSDAQ	1154
시가총액	2,845억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	44억원
52주 최고/최저	31,700원 / 13,840원
120일 평균거래대금	70억원
외국인지분율	18.25%
주요주주	한국항공우주 외 1 인 47.00% 안동명 6.56%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	34.6	108.8	89.4	73.7
상대수익률	15.5	73.4	39.4	17.7



KAI 편입 이후 항공, 우주 통신 핵심부품 국산화의 전략적 허브로 재편

- 위성, 항공, 방산 전 영역을 아우르는 체계형 통신 전문 기업
- KAI 체계 편입에 따른 구조적 수혜 본격화
- 2025년 저점 통과, 2026년 양산 전환에 따른 이익 구조 개선

위성-항공-방산 통신 전 영역을 아우르는 항공우주 통신 전문 기업

위성탑재체/본체/지상국, EGSE/시험장비장비, 항공전자, 방산 핵심부품을 영위하는 항공우주 통신 전문 기업. 위성 발사부터 운용까지 아우르는 토탈 솔루션을 보유. 2025년 KAI가 지분 37.95%를 확보하며 최대주주로 등극했으며, KAI의 항공, 우주 체계 내 핵심 통신, 전자 부품 파트너로 자리 매김

K-우주, K-방산 정책과 KAI 체계 편입 수혜 본격화

1) 정부의 우주, 방산 투자 확대의 직접적 수혜 기대. 제노코는 주요 국가 우주, 방산 프로젝트에 다수 참여해 레퍼런스를 보유함. 정부의 위성 발사 확대(2040년까지 총 69기 계획)는 동사의 수주 확대로 이어질 것

2) KAI 편입에 따른 항공, 우주 체계 내 역할 고도화: 제노코는 KAI의 최대주주 편입 이후 단순 부품 공급을 넘어 항공전자, 위성통신 국산화의 핵심 축으로 역할 확장 중. KF-21 혼선방지기(IBU), FA-50/T-50, LAH 인터콤, 군단급 UAV IMC 등 항공전자 분야에서 양산, 수출 레퍼런스를 확보함

3) 위성, 항공전자, EGSE 중심의 기술 진입 장벽 확보: 제노코의 핵심 경쟁력은 '우주, 항공 Heritage'가 필수적인 시장에 이미 진입한 것으로 고신뢰성, 레퍼런스 중심 사업으로 높은 진입장벽을 확보함

2025년 저점 통과, 2026년 양산 기반 실적 개선 기대

2026년 매출액은 847억원(YoY +42.6%), 영업이익 38억원(흑자전환)이 예상됨. 특히 2025년 개발, 시험 중심이던 위성통신 프로젝트들이 2026년부터 본격적인 양산, 진행률 인식구간에 진입하며 매출 및 이익 구조가 개선될 전망이며, KAI 편입 효과로 중장기 수주가시성이 커짐. 다만, 현 주가는 턴어라운드 기대를 상당 부분 반영하고 있어, 실적 확인 후 점진적 리레이팅이 합리적일 것으로 판단됨

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	551	568	594	847	972
영업이익	12	-22	-17	38	58
세전순이익	14	-34	-17	38	58
총당기순이익	17	-31	-14	30	47
지배지분순이익	17	-31	-14	30	47
EPS	221	-412	-185	407	622
PER	75.6	NA	171.3	78.0	51.0
BPS	4,645	4,575	4,389	4,796	5,418
PBR	6.8	6.9	7.2	6.6	5.9
ROE	4.8	-8.9	-4.2	8.5	11.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 제노코, 대신증권 Research Center

Company Report ★★★★☆

저스템 (417840)

2026년 신제품 수주 확대와 이익 레버리지 본격화

- 글로벌 IDM 중심으로 습도, AMC 제어하는 반도체 수율 개선 업체
- 2세대 JFS 확산과 3세대 고ASP 제품 진입으로 체급 상승 구간 진입
- 2026년 수주 확대, ASP 상승효과로 영업이익 레버리지 본격화 전망

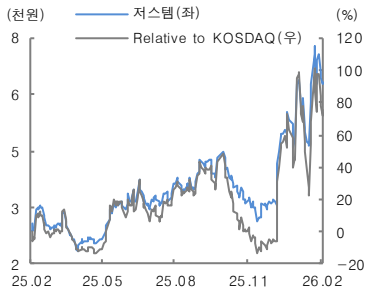
김아영

ahyoung.kim@daishin.com

투자의견	N/R
6개월 목표주가	N/R
현재주가 (26.02.20)	6,600
	스몰캡업종

KOSDAQ	1154
시가총액	1,490억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	36억원
52주 최고/최저	7,500원 / 2,197원
120일 평균거래대금	49억원
외국인지분율	2.37%
주요주주	임영진 외 3 인 28.69%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.8	83.1	59.3	130.5
상대수익률	-14.9	52.0	17.3	56.1



글로벌 IDM 중심의 반도체 수율 개선 '습도, AMC 제어' 솔루션 업체

저스템은 반도체 제조공정 중 FOUP, EFEM 구간의 습도 및 분자오염(AMC)을 제어해 수율을 개선하는 N_2 Purge 기반 환경제어 시스템 전문 업체. 3Q25 누계기준 매출 비중은 반도체 83%, 디스플레이 7%, 태양광 8%, 2차전지 1%. 주요고객은 글로벌 IDM 업체로 상위 3개 고객사가 매출의 79%를 차지함. 핵심 제품군은 LPM, CFB, JFS이며 최근에는 HBM용 Hybrid Bonder 개발 등 첨단 패키징 장비로 포트폴리오를 확장 중

JFS 증설 사이클 본격화와 3세대 고ASP 제품으로 체급 변화

1) 2세대 JFS 증설이 실적을 견인: JFS는 기존 N_2 Purge 대비 제어 범위와 안정성이 확장된 장비로 신규 Fab 및 HBM 라인 증설 시 채택 가능

2) 3세대 신제품 진입 시 ASP 상승과 이익 레버리지 확대 가능성: EFEM 내부 환경을 통합 제어하는 고사양 모델로 단가가 수배까지 상승. 기존 FOUP 제어→EFEM 영역 확장→공정 전 구간 환경 안정화로 구조적으로 성장 국면

3) 디스플레이, 플라즈마 사업 확대에 따른 포트폴리오 다변화: OLED 공정에서의 이오나이저 수요 증가, 중화권의 장비 투자 회복이 맞물리며 외형 확대

2026년 증설 사이클 수혜에 따른 실적 레버리지 본격화

2026년 매출액은 807억원(YoY +61.6%), 영업이익은 197억원(+239.2%)을 전망. 매출 증가는 1) HBM 및 선단공정 증설에 따른 2세대 JFS 물량의 본격 증가 2) 3세대 고사양 제품의 수주 가시화에 따른 ASP 상승효과에 기인. 2026년은 고정비 부담을 상쇄하는 구간으로 영업 레버리지가 크게 상승 가능. 현재 주가는 2026년 예상 당기순이익의 PER 8배 수준으로 중소형 반도체 장비 평균 대비 프리미엄을 정당화할 수 있는 구간에 진입 가능성 높음

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	461	359	387	499	807
영업이익	71	3	-46	58	197
세전순이익	74	-48	-32	74	197
총당기순이익	63	-34	-22	59	158
지배지분순이익	63	-34	-21	59	158
EPS	1,171	-486	-302	813	2,174
PER	6.4	NA	NA	8.1	3.0
BPS	3,130	2,307	2,255	12,030	14,204
PBR	2.1	2.8	2.9	0.5	0.5
ROE	24.9	-6.8	-4.4	6.8	15.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 저스템, 대신증권 Research Center

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.