하나증권 리서치센터 Morning Brief

하루에 하나

2026.3.18

MARCH

S	M	T	W	T	F	S
1	2	3	4	5	6	7
8	9	10	11	12	13	14
15	16	17	18	19	20	21
22	23	24	25	26	27	28
29	30	31				

원/달러 환율

1,490.05원 (-7.45원)

KOSPI

5,640.48 (+90.63, +1.63%)

KOSDAQ

1,136.94 (-1.35, -0.12%)

국고채 10년 금리

3.692 (+0.012%p)

동 자료는 오늘 발간된 자료의 요약본이 포함되어 있습니다. 자세한 내용은 홈페이지에서 각 자료를 확인해 주시기 바랍니다.

www.hanafn.com

Special Report

중국 전략 X 음식료·담배	중국 소비주 De-Rating 종료, P/Q 동반 상승 시작 [심은주, 김경환]

Global Asset Strategy

CrediVille	누가 덜 위험한가 [김상만]
New K-ETF	미국 우주항공 [박승진]
실전 퀀트	기관 주도 '실적' 기반 종목 장세 대비 [이경수]

기업분석

우리금융	동양생명 완전자회사화는 ABL생명 통합을 위한 사전작업 [최정욱]
파마리서치	멀티플 조정, 그래도 리쥬란은 Only One [김다혜]
티에이치엔	P/E가 3배도 안 되네요 [송선재]
서울평가정보	전략적 사업 확장 체계 구축의 원년 [한유건]

산업분석

통신장비	상승 2단계 진행 중, 아직 나올 재료 넘친다 [김홍식]

Biweekly

제약/바이오	슬슬 불어오는 학회의 온기 [김선아]

글로벌리서치

바르질라	데이터센터 확대 국면. 주목할 만한 친환경 발전용 엔진 [유재선]

단기투자유망종목

삼성전자, 현대차, 한화에어로스페이스, 포스코인터내셔널, 키움증권, 리가켐바이오, 노타, 쏠리드, CJ프레시웨이

하나증권

2026년 3월 18일 | 산업분석_Update

중국 전략 X 음식료·담배

중국 소비주 De-Rating 종료, P/Q 동반 상승 시작

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2026년 3월 17일

오리온(271560)
BUY I TP 200,000원(상향) I CP 131,100원

삼양식품(003230)
BUY I TP 1,800,000원 I CP 1,082,000원

2026년 중국 소비 경기와 소비주를 더 비관하지 않는 이유

하나증권은 2026년 중국 소비 경기가 펜데믹 이후 가장 의미 있는 '자생적인' 회복의 초기 국면에 진입할 것으로 판단한다. 중국 소비주는 최근 5년간의 불황이 정점을 통과하면서 Q(소매판매)와 P(물가)가 동반 회복을 시작, 주가는 2026년 상반기를 장기 저점으로 2027년까지 '이익-멀티플'의 동반 정상화가 완만하게 진행될 것으로 판단된다. 구조적인 관점에서, 2026년 가계 신용 축소와 탈(脫) 부동산 충격이 5년만에 정점을 통과했다. 2022년 이후 중산층의 소비를 억제했던 초과 저축 현상과 역자산 효과(주택가격 고점 대비 30% 하락)가 2025년 하반기 이후 정점을 통과했고, 자산가격의 안정과 환율 강세 효과 등이 2027년까지 자생적인 소비 회복세를 유도할 수 있다. 순환적인 관점에서, 2026년 소매판매 증가율의 반등(상저하고 패턴)과 소비자물가의 '레벨 업'이 기대되며 2025년에 이어 정책 효과(구조조정/이구환신/보조금)와 자산시장 회복 기대감도 유효하다.

중국 신(新)소비 확산 지속, 음식료/외식/뷰티/의류/레저 분야 주목

2026년 소비 부양책의 중심이 내구재보다는 민생 보장과 보조금 형태로 확대되면서 대중소비(음식료/화장품/의류/플랫폼)와 서비스(면세/여행) 분야의 상대적인 고성장이 기대된다. 특히, 2025년 이후 중국의 신(新)소비 테마인 음식료(간식), 신선음료, 굿즈경제(IP), 쥬얼리, 뷰티, 반려동물 관련 시장에 주목한다. 중국의 신소비는 단순히 신규 소비층과 젊은 세대에 국한되지 않으며 수요, 공급, 유통 관점에서 새로운 시장을 형성하고 전체 비중이 빠르게 상승하고 있다.

음식료, 10년 만의 중국 사이클

국내 음식료 업체들은 중국의 내수 소비 반등과 더불어, '간식 채널'에서 기회 요인을 찾을 수 있다. '간식 채널'은 '가성비'를 앞세우면서 코로나 이후 급성장 중이다. Frost & Sullivan 컨설팅 자료에 의하면, 중국 음식료 소매 채널에서 '간식 채널' 비중은 2020년 약 8%→2026년 13%로 5%p 상승했다. 동기간 슈퍼마켓 및 식료품 채널 비중은 각각 -4.9%p, -1.3%p 하락했다. 통계에 따르면, 2020년 말 약 1,800개에 불과했던 간식 채널 수는 2025년 4만 5천 개로 증가한 것으로 추산된다. 중국 오프라인 소매가 전반적으로 압박을 받는 상황에서도 나홀로 성장세를 시현 중이다. **오리온**(20만원, 상향)은 '간식 채널 특화 제품'을 다양하게 출시하고 있다. 그 결과, 간식 채널 비중은 2020년 2% 내외→2025년 26%까지 큰 폭 상승한 것으로 추산된다. 올해 간식 채널 비중은 30% 내외까지 상승할 것으로 예상한다. **삼양식품**(180만원)도 2023년부터 간식 채널로 커버리지를 확대하기 시작했다. 간식 채널 카테고리가 초기 견과류/스낵 중심에서 최근 라면/베이커리로 다양해지고 있어 지속적인 수혜가 예상된다.

음식료/담배 심은주 yesej01@hanafn.com
중국전략 김경환 khstyle11@hanafn.com

2026년 3월 18일 | Global Asset Research

CrediVille

누가 덜 위험한가

Credit

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Analyst 김상만 credinal@hanafn.com
RA 김기범 kbkim1@hanafn.com

은행채-공사채 금리 역전 현상은 일시적이지 아닐수도

중동사태가 3주 차로 접어들면서 사태 조기 종결에 대한 기대감은 점차 옅어지고 있다. 크레딧 채권시장은 지정학적 위기 확대에 따른 위험 부각에도 불구하고 (적어도 지표상으로는) 견조한 모습을 보이고 있다. 지정학적 불안 고조에도 불구하고 크레딧 시장이 뚜렷한 움직임이 없는 것은 일종의 시차효과가 작용한 결과라 판단된다. 즉, 사태의 파장을 지금 당장 반영하기에는 불확실성이 매우 큰 상태이기에 쉽사리 방향성과 강도를 정하고 있지 못하는 것이다.

국내 크레딧 시장이 지닌 상대적 견조함의 또 다른 요인으로 들 수 있는 포인트는 사태 이전에 (내부요인에 의해) 미리 매를 맞은 상황이었기 때문이다. 국내적인 특수사정(?)에 따라 신용스프레드는 예년과 달리 연초효과가 조기 소멸된 가운데 1월 중순 이후 저점 대비 75% 이상(공사채 기준) 확대되는 조정세를 보인 바 있다.

마지막으로 들 수 있는 원인은 시장 불안심리에 따른 발행시장 위축에 있다. 공사채를 제외한 대부분 섹터의 경우 만기상환 물량만큼도 차환하지 못하는, 순발행 추세가 몇 주간 이어지고 있다. 위축된 발행시장으로 인해 가격발견기능이 저하된 상황인데 향후 발행이 본격화될 시 이번 사태의 실제 영향을 가늠해 볼 수 있을 것으로 전망된다.

한편, 중동사태의 파장이 언제 어디까지 진행될지에 대한 예측성은 떨어지지만 적어도 신용채권 내 어느 섹터가 상대적으로 양호한지(또는 상대적으로 덜 위험에 노출되어 있는지)를 가늠하면서 향후 시장 상황에 대비할 필요는 있어 보인다. 이와 관련하여 생각해 볼 수 있는 포인트는 실물과 금융 간의 다른 구조 및 차별성이다. 국내 경제 및 산업계의 경우 모든 요소의 외부 의존도가 높기 때문에 사태 진행에 따른 밸류체인상 비용 증가 부담을 그대로 떠안게 될 가능성이 높다. 물론 산업별로 그 정도는 다르겠지만 말이다. 그에 반해 금융사의 경우 이 같은 공급망 교란에 따른 비용 증대 위험에 대한 노출도가 산업계에 비해 상대적으로 낮은 구조를 지니고 있다. 물론 관련 부정적 영향에 따라 기업 대출채권의 건전성이 저하될 가능성이 있기는 하지만 시차가 존재하며 관련 파장 또한 간접적으로 받는다고 볼 수 있다. 해외 사모펀드 발 불안요소가 크지 않은 점 또한 국내 금융권 비즈니스 모델의 상대적인 안정성을 반증하는 지표로 인식될 수 있다. 물론 금융권 내부적으로는 은행과 비은행간 온도 차이는 분명히 존재한다. 하지만 비은행권이라고 하더라도 개별기관에 따라 은행과 유사한 안정성을 기대해 볼 수 있다.

따라서 최근 은행채-공사채 간 금리(신용스프레드 갭) 역전현상은 단순히 수급적인 부담 차이만을 반영한 결과가 아닐 수 있다. 수급 자체만 놓고 보더라도 물량적으로 은행채 발행의 주축은 민간은행이 아닌 국책은행이기 때문에 은행채 vs. 공사채 구도가 아닌 공적금융기관 vs. 공적사업기관 간의 구도로 이해하는 편이 더욱 적절하지 않을까 싶다.

결론적으로 최근 은행채-공사채 간 금리 역전은 일시적이 아닌, 보다 장기화될 수 있는 가능성을 열어두어야 할 것으로 판단된다. 단순히 수급 부담이 아닌, 보다 펀더멘털적인 측면에서의 변화 또한 반영하고 있는 과정일 수 있기 때문이다.

Global ETF

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Global ETF 박승진 sj81.park@hanafn.com
RA 신민건 mingun.shin@hanafn.com

2026년 3월 17일 | Global Asset Research

New K-ETF

미국 우주항공

신규 상장 ETF(3/17)
- KODEX 미국 우주항공

KODEX 미국 우주항공: 미국 증시에 상장된 우주항공 기업들로 포트폴리오를 구성하는 테마형 패시브 ETF이다. 발사체·탐사선 기업과 위성 사업자, 우주 방산 기업, 항공우주 복합 기업, 첨단 소재 및 부품 기업, 위성 정보 서비스 기업 등 발사체부터 인프라까지 우주 항공 산업 전반에 걸친 관련 종목들을 편입 대상으로 한다. 우주항공 산업의 상업 매출이 점차 본격화되는 단계에 진입하고 있는 가운데, 향후 SpaceX의 상장 가능성과 트럼프 정부 정책 모멘텀에 따른 수혜 기대가 높아지고 있는 영역이다.

NYSE와 NASDAQ에 상장된 종목들을 유니버스로 설정한 뒤, 발사 서비스, 위성 통신 및 데이터, 우주 인프라 및 장비, 항공우주 시스템, 항공우주 부품 및 소재 등의 카테고리를 기반으로 우주 기술, 로켓 발사, 위성 통신, 우주 시스템 등의 키워드를 반영해 종목별 스코어를 산출한다. 이후 키워드 스코어 기준 상위 25개 종목을 1차 후보군으로 선정하고, 이 가운데 시가총액 5억 달러 이상 및 거래대금 300만 달러 이상(심사일/정기 리밸런싱일 기준 최근 20영업일 평균)의 조건을 충족하는 20개 기업을 최종 포트폴리오에 편입한다.

ETF 포트폴리오의 개별 종목 편입 비중은 시가총액 가중 방식(50%)과 키워드 스코어 비중(50%)을 합산하여 산출한다. 먼저 시가총액 가중 비중은 전체 합산 비중이 50%가 되도록 시가총액 가중 방식을 적용해 계산한다. 이 과정에서 종목들을 키워드 스코어 기준으로 상위 50%에 해당하는 핵심 유니버스와 하위 50%에 해당하는 일반 유니버스로 구분하고, 각각 비중 상한을 차등 적용한다. 핵심 유니버스 종목의 경우 최대 10%까지 편입이 가능하며, 일반 유니버스 종목의 경우 최대 4%의 비중 상한이 적용된다.

또한 키워드 스코어 비중은 종목의 키워드 스코어 순위에 따라 차등적으로 부여된다. 스코어 기준 1위 종목은 15%, 2위는 12%, 3위는 7%의 비중이 부여되며, 4위~6위는 각각 4%, 7위~10위는 각각 1%의 비중이 적용된다. 이러한 방식으로 산출된 시가총액 가중 비중과 키워드 스코어 비중을 합산하여 ETF의 최종 종목 편입 비중이 결정된다.

상장일(3/17) 기준의 포트폴리오에는 상업 발사서비스 및 위성 제작 기업인 Rocket Lab, 위성·휴대전화 인터넷 서비스 기업인 AST SpaceMobile, 달 착륙선 개발 및 NASA 화물 운송 기업인 Intuitive Machines, 위성 지상국 및 위성통신 인프라 기업인 Kratos Defense & Security, 지구 관측 데이터 인텔리전스 기업인 Planet Labs, 정지궤도 위성 서비스 기업인 EchoStar, 인공위성을 포함한 복합 방산 기업인 Lockheed Martin, 우주망원경 등 다양한 우주 프로젝트를 수행하는 방산·우주 기업인 Northrop Grumman, 통신위성·우주센서·로켓 엔진 관련 기술 기업인 L3Harris Technologies, 군용 위성 센서 및 탐지체계 기업인 Elbit Systems 등을 중심으로 총 20개 종목들이 편입되어 있다.

포트폴리오의 정기 리밸런싱은 매년 4회(3월/6월/9월/12월의 셋째 주 금요일 익영업일)에

걸쳐 진행되며, 시가총액과 키워드 스코어를 기준으로 각각의 최대치의 합산 비중이 반영된 25%가 Cap Rate으로 반영된다. 총 보수는 0.55%의 패시브 ETF이다.

도표 1. KODEX 미국 우주항공 ETF의 종목 개요

ETF명	KODEX 미국우주항공
상장일	2026년 3월 17일 화요일
기초지수	iSelect 미국우주항공 지수(Price Return)
복제방법	실물(패시브)
1좌당 가격	10,000원
총 보수	0.55%
구성종목 수	20종목 ('26.2월말 기준)
비중결정방식	1. 최종 편입 비중 = 시가총액 가중방식 비중(50%) + 키워드 스코어 비중(50%) 2. 시가총액 가중 : 합산 비중 50%가 되도록 계산하되, 비중 상한 부여 - 핵심 유니버스(키워드 스코어 상위 50% 종목): 개별 종목 10% Ceiling 적용 - 일반 유니버스(키워드 스코어 하위 50% 종목): 개별 종목 4% Ceiling 적용 3. 키워드 스코어 비중 : 합산 비중 50%가 되도록 스코어 순위에 따라 차등 부여
정기변경	연 4회 (3, 6, 9, 12월 셋째 주 금요일 익영업일)

자료: KRX, 하나증권

기관 주도 '실적' 기반 종목 장세 대비

실전 퀀트 | 2026.03.18

Analyst 이경수 gang@hanafn.com

RA 이철현 lch2678@hanafn.com

1분기 실적 시즌, '실적'이 핵심 팩터 된다

시장 변동성은 1분기 실적 기대감이 높은 종목군(반도체 등)으로 포트폴리오 재조정 기회

- 최근 목표주가 및 실적 상향 등의 펀더멘털 기반 종목 장세(목표주가 및 실적 상향, 거래대금 증가, 기관 순매수 상위 등의 스타일 성과 최상위)
- 이는 매년 1분기 실적 시즌 직전인 3월 계절성을 그대로 답습하는 모습
- 특히 실적 상향 팩터는 매년 6월말까지 우상향하는 경향이 뚜렷, '실적' 기반 투자가 유리한 시점
- 게다가 4월부터 저평가 팩터의 급반등 계절성에 주목해야 할 것
- 1) 4월 배당금 입금, 저평가 및 고배당주 재투자 경향성
- 2) 3월말 외부 감사인 인증의 사업보고서 제출, 호실적주 vs 상장폐지 우려 종목의 센티먼트 부각
- 3) 1분기 실적의 가시성 확보 시기, 실적대비 저평가 종목군은 셀온 우려 덜 함
- 4) 최근 기관 순매수 상위 종목군의 성과 높은 기관 주도 종목 장세, 기관은 실적 + 저평가 조합을 선호하는 경향, 연초 1분기 내러티브 성장주의 차익실현, 저평가 실적주에 진입하는 순환매 가능성
- 결국 실적 상향(1분기 및 연간 기준) + 저평가(저PER/목표주가 괴리율 등)이 부각되는 종목군이 높은 성과 예상
- 반도체, RFHIC, 피에스케이, 한국카본, HJ중공업, 하나마이크론, 티씨케이, 엔씨소프트, 비에이치아이, S-Oil, HMM, SK이노베이션, 한전기술, 한화시스템
- 이제는 코스닥 종목 장세, 코스닥 150 ETF 설정액 다소 둔화 중, 액티브 ETF 출시 후 패시브 ETF는 오히려 유출(액티브 순유입 지속)
- 다만, 코스닥 150 추종 자금 40조원으로 급격히 높아진 것으로 추정(ETF 20조원 + 연기금 등 기관투자자 20조원)
- 6월 코스닥 150 신규 편입 종목에 대한 자금 유입 임팩트는 생각보다 클 것, 편입 편출 예상 종목 업데이트 필수
- 전일 코스닥 150 수시 변경으로 메지온 편출, 큐리옥스바이오시스템즈 편입 예상

2026년 3월 18일 | 기업분석_Earnings Preview

우리금융 (316140)

동양생명 완전자회사화는 ABL생명 통합을 위한 사전작업

BUY (유지)

목표주가(12M)	43,000원
현재주가(3.17)	32,600원

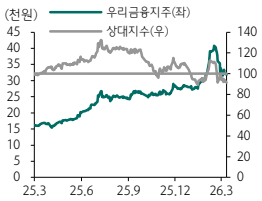
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,549.85
52주 최고/최저(원)	40,800/15,370
시가총액(십억원)	23,417.0
시가총액비중(%)	0.51
발행주식수(천주)	734,076.3
60일 평균 거래량(천주)	2,277.8
60일 평균 거래대금(십억원)	74.6
외국인지분율(%)	47.08
주요주주 지분율(%)	
우리금융지주우리사주 외 1 인	7.70
국민연금공단	7.09

Consensus Data

	2026F	2027F
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	3,613	4,573
순이익(십억원)	3,318	3,428
EPS(원)	4,378	4,507
BPS(원)	48,350	51,824

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
총영업이익	10,440	10,957	11,676	12,152
세전이익	4,223	4,116	4,528	4,737
지배순이익	3,086	3,141	3,303	3,462
EPS	4,157	4,281	4,541	4,800
(증감율)	24.7	3.0	6.1	5.7
수정BPS	45,933	49,107	54,070	59,340
DPS	1,200	1,360	1,530	1,730
PER	3.7	6.5	7.2	6.8
PBR	0.33	0.57	0.60	0.55
ROE	9.4	9.0	8.8	8.4
ROA	0.6	0.6	0.5	0.5
배당수익률	7.8	4.9	4.7	5.3

Analyst 최정욱, CFA cuchoi@hanafn.com
RA 정소영 soyoungjung@hanafn.com

동양생명 완전자회사화에 따른 신주 발행은 CET 1 비율 약 15bp 개선 요인 예상

우리금융에 대한 투자의견 매수와 목표주가 43,000원을 유지한다. 전일 주요 언론에 따르면 우리금융이 동양생명 잔여주식을 100% 인수해 완전자회사화를 추진한다고 보도했다. 동양생명의 완전자회사화를 서두르는 이유는 ABL생명과의 통합을 위한 사전작업이기 때문이다. 향후 합병을 통해 양사의 재무 및 전산시스템을 결합하면 효율성 개선 및 비용절감 효과가 나타나고, 자산 기준 5위권의 생보사로 발돋움할 수 있다. 언론 보도에 의하면 우리금융은 양사 통합비용을 3,000억원 수준으로 책정한 것으로 알려지고 있으며, 동양생명의 완전자회사화는 우리금융 신주 발행을 통한 주식맞교환 방식이 유력할 것으로 예상한다. 이는 소규모 주식교환에 해당되어 우리금융 주주에게는 주식매수청구권이 부여되지 않는다. 향후 교환비율 여부에 따라 달라지겠지만 우리금융이 동양생명 완전자회사화를 위해 신주를 발행하게 되면서 추후 약 15bp 내외의 CET 1 비율 개선 효과가 나타날 것으로 추정한다

1분기 순익은 외화환산손실 발생 예상에도 케이뱅크 관련익으로 컨센서스 상회 전망

1분기 추정 순익은 9,010억원으로 YoY 46.1% 증가해 시장컨센서스를 상당폭 상회할 전망이다. 1) 환율 상승에 따른 외화환산손실 발생에도 케이뱅크 관련익이 이를 전부 상쇄하고도 남을 것으로 예상되며, 2) 대출성장은 0.8%로 1분기에도 크지 않겠지만 NIM이 유지되면서 이자이익이 양호할 것으로 전망되기 때문이다. 3) 특히 지난 6개분기동안 매분기 발생했던 추가 충당금은 금번에는 발생하지 않을 가능성이 높아 그룹 대손비용도 4,200억원대로 낮아질 것으로 기대한다. 한편 동사는 1분기 중 케이뱅크 주식 7.5백만주를 매도해 약 200억원의 매각익이 발생한 것으로 추정되는데 잔여주식 37.4백만주에 대해서도 계정재분류를 통해 약 400억원 내외의 재평가익이 추가 발생할 전망이다. 이는 원/달러 환율 상승에 따른 예상 외화환산손실 400억원(환율 1,490원 기준)을 충분히 상쇄할 수 있는 수준이다

1분기 CET 1 비율 드디어 13% 상회 전망. 총주주환원율 큰폭 상승의 기폭제 될 듯

1분기 CET 1 비율은 13.1% 내외로 QoQ 약 20bp 개선되면서 드디어 13%를 상회할 전망이다. 환율 상승에 따른 하락 요인에도 불구하고 은행 자본규제 합리화 방안에 따른 상승요인이 15bp 이상 발생하고, 경쟁사들과는 달리 바젤 3 경과 규정에 따른 비은행 보유 주식 위험가중치 상향의 부정적인 요인도 적을 것으로 예상한다. 동사의 밸류업 정책상 CET 1 비율이 13%를 상회하게 될 경우 총주주환원율이 그동안의 임계점이었던 40%를 뛰어넘을 수 있기 때문에 총주주환원율이 큰폭 상승하는 기폭제로 작용할 전망이다. 따라서 상반기 자사주 매입 2,000억원 외에 하반기에도 약 1,500~2,000억원 내외 추가 매입 실시가 예상되며, 총주주환원율도 2025년 36.6%에서 올해에는 45~46%대로의 상향이 현실화될 것으로 보인다. 그동안 지분율을 계속 확대하던 외국인들이 2월 들어 순매도로 돌변하면서 주가 조정 폭이 크게 나타났는데 향후 반등 국면시 탄력은 더 강할 수 있다고 판단한다

2026년 03월 18일 | 기업분석_스몰캡_Update

파마리서치 (214450)

멀티플 조정, 그래도 리쥬란은 Only One

BUY (유지)

목표주가(12M)	480,000원(하향)
현재주가(3.17)	320,000원

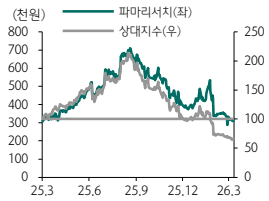
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	1,136.94
52주 최고/최저(원)	711,000/288,000
시가총액(십억원)	3,324.7
시가총액비중(%)	0.53
발행주식수(천주)	10,389.6
60일 평균 거래량(천주)	179.1
60일 평균 거래대금(십억원)	73.1
외국인지분율(%)	7.14
주요주주 지분율(%)	
정상수 외 7 인	34.92

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	547.5	674.3
영업이익(십억원)	228.1	272.3
순이익(십억원)	181.3	219.8
EPS(원)	15,886	18,993
BPS(원)	61,483	77,684

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	261.0	350.1	535.7	742.1
영업이익	92.3	126.1	214.3	300.8
세전이익	100.7	115.8	218.3	310.6
순이익	76.6	92.0	175.5	240.4
EPS	7,481	8,608	15,104	20,785
증감율	86.42	15.06	75.46	37.61
PER	14.64	30.49	26.68	15.40
PBR	2.58	5.64	6.62	3.95
EV/EBITDA	9.84	18.26	16.80	11.59
ROE	19.71	18.93	28.34	29.47
BPS	42,415	46,558	60,868	81,005
DPS	950	1,100	1,100	1,100

Analyst 김다혜 kim.dahae@hanafn.com

내수 의료기기 절반에 해당하는 인바운드 관광객 수요 견조

파마리서치의 1Q26F 실적은 매출 1,627억원(YoY+39%), 영업이익 638억원(YoY+43%, 영업이익률 39%) 추정한다. 국내 리쥬란 수요의 50%를 구성하는 방한 관광객이 1분기 내수 의료기기, 화장품 고성장을 견인할 것이다. 1월 방한 관광객은 127만명(YoY+13%), 1~2월 누적 외국인 피부과 소비액은 1,596억원(YTD YoY+42%)을 기록했다. 이를 토대로 1Q26F 파마리서치 의료기기 내수는 622억원(YoY+29%), 화장품 내수는 137억원(YoY+28%) 추정한다. 3월 BTS 콘서트로 방한 관광객 증가 폭이 확대되면, 리쥬란의 높은 글로벌 인지도와 방한 외국인 시술 수요로 인해 동사가 가장 직접적인 수혜를 받을 것으로 예상된다.

의료기기 수출 유럽 선적이 견인, 화장품 수출 신규 채널 입점

유럽 지역 유통사 VIVACY향 선적이 4Q25에서 1Q26으로 미뤄지며 1월 프랑스로 약 20억원(140만달러) 선적이 인도되었다. 추가 선적은 4월 예정이며, 상반기 유럽향 의료기기 수출 약 60억원 예상된다. 하반기 유사한 선적이 이뤄진다면 유럽향 의료기기 연간 수출은 약 120억원으로 연초 소통한 MOQ 기반의 가이던스 100억원을 20% 상회할 것이다. 화장품 수출도 긍정적 흐름 이어지고 있다. 3월 리쥬란 코스메틱의 중국, 미국 세포라 온/오프라인 스토어 입점이 예정되어 있으며, 두 국가 합해서 300개 이상의 매장 입점을 위한 초도 물량과 오프라인 접점 확대로 인한 브랜드 인지도 상승은 화장품 수출 성장으로 연결될 것이다. 1분기 의료기기 수출 299억원(YoY+41%), 화장품 수출 323억원(YoY+87%) 추정한다.

동종진피 ECM 스킨부스터 등장에 멀티플 조정, 그러나 리쥬란은 Only One

파마리서치는 연초 제시한 가이던스를 충족할 것으로 전망하며, 2026년 매출 7,421억원(YoY+39%), 영업이익 3,008억원(YoY+40%) 추정한다. 스킨부스터 품목 내 동종진피 ECM 주사제가 소비자 호응을 얻어 빠르게 성장하고 있다. 동종진피 ECM 스킨부스터는 의료기기가 아닌 인체조직이므로 정식 품목 허가를 얻기 전에는 리쥬란처럼 도포형 화장품으로 주요 해외 시장에 진입하는게 불가능하다. 제한된 해외 접점으로는 리쥬란만큼 방한 관광객에게 소구되기 어려워 동종진피 ECM이 파마리서치의 인바운드 수요를 위협하진 않을 것이다.

동종진피 ECM이 잇따른 후발 제품으로 인해 카테고리화 되고 있는 현재, 내국인 수요 분산이 불가피하므로 파마리서치에게 과거의 독보적 입지에 따른 멀티플을 다시 부여하기는 어렵다. 그러나 강력한 경쟁자 쥬베룩의 등장에도 '압도적 브랜드 가치를 지닌 PN 주사제'라는 포지셔닝으로 파마리서치는 멀티플을 회복했고, 향후 동종진피 ECM이 스테디셀러가 되더라도 다른 기전에 따른 효능의 차이는 결국 리쥬란의 자리를 지켜낼 근거가 될 것이다. 2020년 쥬베룩 출시 2년 뒤 파마리서치의 2022년 멀티플은 전년대비 23% 하락 후 이듬해 11% 상승했다. 동종진피 ECM 스킨부스터 리투오가 출시된 지 2년이 된 올해, 파마리서치 멀티플은 전년대비 하락 후 회복할 것으로 추정해 Target P/E를 2025년 평균 12m fwd P/E 27.0배를 23% 할인한 20.8배로 조정, 12m fwd EPS 23,137원을 적용하여 목표주가를 480,000원으로 변경한다.

2026년 03월 18일 | 기업분석_Earnings Review

티에이치엔 (019180)

P/E가 3배도 안 되네요

Not Rated

목표주가(12M)	N/A
현재주가(3.17)	9,040원

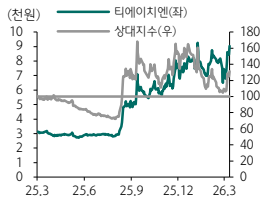
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,640.48
52주 최고/최저(원)	9,260/2,720
시가총액(십억원)	162.7
시가총액비중(%)	0.00
발행주식수(천주)	18,000.0
60일 평균 거래량(천주)	662.8
60일 평균 거래대금(십억원)	5.4
외국인지분율(%)	10.79
주요주주 지분율(%)	
이광연 외 2 인	37.86

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023	2024
매출액	403	470	586	651
영업이익	20	1	43	31
세전이익	24	2	37	38
순이익	17	(6)	28	33
EPS	955	(264)	1,579	1,769
증감율	흑전	적전	흑전	12.0
PER	4.6	(13.2)	2.2	1.8
PBR	0.9	0.7	0.6	0.4
EV/EBITDA	6.2	14.0	2.6	2.9
ROE	19.8	(5.5)	25.5	21.5
BPS	4,826	4,827	6,196	8,221
DPS	50	50	60	60

Analyst 송선재 sunjae.song@hanafn.com

자동차용 와이어링 하네스 생산업체

티에이치엔은 자동차 내 각종 전기전자장치를 연결하는 와이어링 하네스(Wiring Harness)를 생산하는 회사로 주고객사는 현대차/현대모비스/기아 등이다. 현대차 내 점유율은 13% 수준으로 3위 업체이고(경신 46%, 유라 41%), 주력 납품 모델은 투싼/팰리세이드/산타페/아이오닉6/셀토스/EV9/G70/HB20/크레타 등이다. 해외 법인으로는 파라과이/브라질/중국/필리핀/베트남 등이다. 주요 원재료는 전선류이고, 대원전산 등에서 수급한다. 2025년 5월 관계사인 제이에스엔의 와이어링 하네스 사업부문을 영업양수했다.

2025년 큰 폭의 실적 개선

2025년 매출액/영업이익은 전년 대비 52%/126% 증가한 9,891억원/700억원(영업이익률 7.1%, +2.3%p)으로 큰 폭 개선되었다. 이유는 두 가지이다. 첫째, 고단가 신차 효과이다. 티에이치엔이 주력으로 공급하는 모델은 투싼/팰리세이드/산타페 등 SUV 모델인데, 팰리세이드/팰리세이드HEV 신형 모델이 1분기/2분기, 투싼/산타페 모델의 연식 변경이 3분기, 브라질 내 크레타 부분변경 모델이 4분기 출시되면서 물량이 호조를 보였다. 더불어 SUV 및 HEV/EV 모델들은 고사양/고단가 와이어링 하네스를 사용하기 때문에 믹스 효과도 더해졌다. 둘째, 2025년 5월 제이에스엔(티에이치엔 대주주들이 지분을 보유한 관계사)의 와이어링 하네스 사업부를 영업양수한 효과이다. 티에이치엔은 와이어링 하네스 사업의 통합을 목적으로 현금 98억원을 지급하면서 제이에스엔의 생산/판매 자산을 양수했다. 해당 사업부는 2023년 기준 매출액 1,400억원을 기록했는데(2023년/2024년 제이에스엔의 전체 매출액은 각각 1,488억원/1,596억원), 2025년 5월 이후 분기 약 300억원대의 매출액이 추가된 효과가 발생했다. 또한, 규모의 경제 효과로 자산의 효율적 사용, 원자재 수급상 협상력 증대, 그리고 공통비 절감 등으로 수익성에도 기여했다. 2026년에도 이러한 효과는 지속될 것으로 예상한다. 2025년 연중 출시된 모델들이 2026년 온기 반영되는 효과가 있고, 셀토스 신형 모델과 브라질 HB20 신형 모델에 따른 신차 효과도 기대된다. 제이에스엔으로부터 영업양수한 사업부의 기여 효과도 4월까지 발생할 것이다. 이에 따라 2026년 매출액/영업이익은 7%/6% 증가한 1.06조원/741억원(영업이익률 7.0%)로 예상한다.

P/E 2배대로 동종업종 내 지나치게 낮은 Valuation

2025년 실적 기준으로 P/E 2배 중반의 낮은 Valuation을 기록 중이다. 단일 고객군 내 특정 모델들에 대한 의존도가 높아 고객사 판매 동향 및 모델 사이클에 매출액/이익률이 연동되고(모델 사이클 하락시 이익률 하락), 제품 특성상 부가가치가 상대적으로 낮고 구리 가격의 영향을 받는다는 점이 할인 요인이지만, 이러한 점들을 고려하더라도 동종업종 내 지나치게 낮은 수준이라는 판단이다. 업력에 비해 이익잉여금이 크지 않아 P/B는 0.7배대로 동종업종 평균 수준이다. 주당 배당금은 120원으로 배당수익률은 1.3%이다.

2026년 3월 18일 | 기업분석_Update

서울평가정보 (036120)

전략적 사업 확장 체계 구축의 원년

Not Rated

현재주가(3.17) **2,130원**

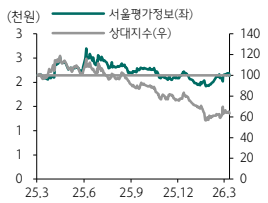
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	1,136.94
52주 최고/최저(원)	2,695/1,918
시가총액(억원)	748.6
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	35,145.0
60일 평균 거래량(천주)	304.8
60일 평균 거래대금(억원)	6.5
외국인지분율(%)	1.75
주요주주 지분율(%)	
진원홀딩스컴퍼니 외 8 인	57.40

Consensus Data

	2025	2026
매출액(억원)	410	445
영업이익(억원)	70	77
순이익(억원)	55	62
EPS(원)	161	182
BPS(원)	913	1,034

Stock Price



Financial Data (억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023	2024
매출액	504	409	344	381
영업이익	101	46	4	52
세전이익	72	33	8	35
순이익	58	24	5	27
EPS	164	67	13	78
증감률	(6.3)	(59.1)	(80.6)	500.0
PER	20.3	59.1	269.2	31.4
PBR	4.0	4.6	4.2	2.9
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	20.1	7.9	1.6	10.2
BPS	833	860	825	838
DPS	40	50	50	60

Analyst 한유건 hyg0619@hanafn.com
RA 윤채리 yooncherry@hanafn.com

국내 유일 종합 신용정보서비스 기업

서울평가정보는 국내 유일 종합 신용정보서비스 기업으로 신용 데이터를 중심으로 기업금융, 금융, 공공 부문이 핵심 수요처이다. 사업 부문은 1) 신용평가, 2) 신용조회, 3) 신용조사, 4) 채권추심이며, 종속회사 서울신용평가는 CP, ABS, 전자단기사채 신용평가업을 수행한다. 주요 서비스는 개인 종합신용관리 서비스 SIREN24, 기업 신용등급 산정 비즈레이팅(BIZRATING), 기업 기술신용평가 서비스 TCB(Tech Credit Bureau) 등이 대표적이다. 종속회사는 기업의 채무상환능력을 평가하는 서비스 외 주식가치, 사업성, PF, 기업구조조정 평가 등 다양한 보조 서비스를 제공 중이다. 2025년 잠정 실적은 매출액 412.6억원(YoY+8.3%), 영업이익 67.5억원(YoY+31.0%), 당기순이익 80.9억원(YoY+142.4%)으로 호실적을 기록했다.

비용 효율화 및 디지털 금융 영역 진출

서울평가정보는 고도화된 개인 및 사업자 신용평가모형뿐만 아니라 데이터 사이언스를 기반으로 고도화된 모델 체계를 구축했다. 이는 곧 탄탄한 시장 진입장벽 구축과 더불어 동사의 핵심 경쟁력이며, 최근에는 AI 전문평가모델을 도입하여 1) 비용 효율화, 2) 신사업 진출을 적극 추진 중이다. 이는 실제 동사의 실적 개선으로 나타나고 있다. 기업신용평가 부문은 자동화를 통해 구조적인 효율을 달성하여 이익률은 증가하고 있고, 신용 리포트의 보고서 단가 인상과 대상기업 확대(기술금융가이드라인 개정)로 지속 성장 가능한 모멘텀을 확보했다. 건전한 재무상태를 기반으로 주주가치 제고에도 서울평가정보는 적극적이다. 지속적인 배당 확대를 통한 주주수익을 강화(DPS '20년 35원 → '24년 60원)하고 있으며, 자사주 매입 및 소각을 단계적으로 추진 중이다. 2026년 2월 24일에는 약 35.5만주 자기주식 소각을 결정함에 따라 유통주식 수 축소와 주당가치 제고 효과 또한 기대해 볼만하다. 시장 상황에 따라 추가적인 소각도 검토 중인 것으로 파악된다. 또한 동사는 디지털 금융 영역 확장 전략의 일환으로 금융위로부터 토큰증권(STO) 장외거래소 예비 인가를 받은 넥스트레이드-뮤직카우(NXT)에 출자하여 사업에 참여함에 따라 평가 및 데이터 영역을 중심으로 협력 관계를 확대할 것으로 예상된다.

실적 개선 및 하방 경직 확보

기업신용평가 부문의 구조적 효율화와 보고서 단가 개선 및 고마진 포트폴리오 전환이 본격화 됨에 따라 2025년과 2026년 예상 매출액은 414억원(YoY+8.7%), 영업이익 75억원(YoY+44.2%, OPM 18.1%) 2026년 예상 매출액 약 440억원(YoY+6.3%), 영업이익 100억원(YoY+33.3%, OPM 22.7%)를 기록할 것으로 전망한다. 안정적인 사업 영역을 탈피하여 새로운 디지털 금융 영역으로의 확장은 향후 동사의 베타를 키울 핵심 요소로 판단된다.

2026년 3월 18일 | 산업분석_Update

통신 장비

상승 2단계 진행 중, 아직 나올 재료 넘친다

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2026년 03월 17일

쏠리드(050890)
BUY | TP 20,000원 | CP 12,650원

알에프에이치아이씨(218410)
BUY | TP 100,000원 | CP 77,900원

이노와이어리스(073490)
BUY | TP 60,000원 | CP 40,900원

케이엠더블유(032500)
BUY | TP 50,000원 | CP 28,750원

아이씨티케이(456010)
BUY | TP 28,000원 | CP 14,890원

우리넷(115440)
BUY | TP 10,000원 | CP 7,720원

RF머트리얼즈(327260)
BUY | TP 80,000원 | CP 56,300원

오이솔루션(138080)
BUY | TP 50,000원 | CP 32,900원

유비쿼스(264450)
BUY | TP 22,000원 | CP 14,240원

Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com
RA 이상훈 sanghunlee0121@hanafn.com

미국 주파수 경매에 이어 통신사 CAPEX 계획 나온 상황, 두번째 상승 요인 발생

통신장비 업종 주가는 과거 총 3단계에 걸쳐 상승하는 패턴을 보인다. 첫번째는 규제 기관의 주파수 신규 할당 및 재배치, 두번째는 통신사의 CAPEX 가이드라인 상향 조정, 세번째 단계는 통신장비 업체의 수주와 실적이다. 그런데 이미 전세계 통신장비 시장의 25~30%를 차지하는 미국에서 2025년 7월 크고 아름다운 하나의 법안(OBBBA) 제정을 통해 향후 3년간 800MHz에 달하는 대규모 주파수 공급 계획을 발표했으며, AT&T가 5G/광섬유/위성 네트워크 인프라 확장을 위해 향후 5년간 2,500억 달러(370조원)를 투자하겠다는 계획을 밝힌 상태다. 2024~2025년 평균의 2.5배에 달하는 수준이다. OBBBA 이후 사실상 두번째 강력한 투자 신호라고 볼 수 있겠다.

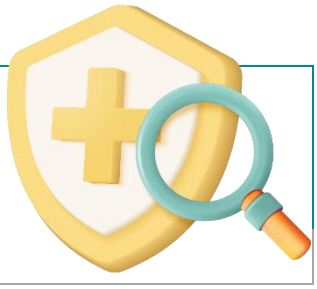
버라이즌 투자, 삼성 AT&T 진출, 에릭슨 RFHIC/KMW 선정 등 나올 재료 많아

현재 투자가들은 버라이즌도 CAPEX 증대에 가세할 것인지에 대해 질문한다. 과거 사례를 감안하면 CAPEX 증가에 나설 공산이 커 보인다. 3G/4G/5G 도입 초기 때마다 네트워크 우위를 점하려는 신경전이 심했기 때문이다. 여기에 2021년초 아쉽게 미국 AT&T 진출에 실패했던 삼성전자가 이번엔 벤더로 선정될 가능성을 배제하기 어렵고, 최근 수년간 에릭슨 진출에 공을 들였던 RFHIC와 KMW가 신규 공급업체로 선정될 가능성이 높아진 상황이다. 그렇다고 보면 수주나 실적 공시가 나오기 전이라도 앞으로 나올 재료는 꽤 많다는 판단이다. 수주 성과가 나오기 전 순차적인 주가 반영을 통해 상반기 내 통신장비 업체들의 주가는 크게 상승해 있을 가능성이 높다.

실적 확인한 후 통신장비 매수하는 전략은 70% 주가 반영 후 매수하는 것

통신장비 업체 투자는 생각보다 까다롭다. 과거 쏠리드/에이스테크 사례로 보면 실적과 주가와의 상관관계를 설명하기 어렵고 KMW의 경우엔 주가가 실적을 1년 이상 선반영했기 때문이다. 하지만 뚜렷한 법칙은 분명히 존재한다. 국가 정책과 통신사 구체적인 투자 방침이 모두 나오면 이미 통신장비사 주가는 한참 오른 상태라는 것이다. KMW/오이솔루션은 2026년 연말에나 흑자 전환할 전망이며 쏠리드 이익이 급증하는 패턴이 나타나려면 2027년도를 기다려야 할 것이다. 하지만 KMW 주가는 2027년 미국 시장 진입을 가정해 미리 움직이고 쏠리드는 3G/5G 도입 당시처럼 실적이 주가를 1~2년 선행할 수도 있다. 2019년 1분기 KMW가 연결 영업이익 흑자 전환했다고 발표했을 당시 KMW 주가는 3만원이었다. 이번에도 흑자 전환을 확인한 후 KMW에 매수에 임한다면 이미 많은 기회를 상실한 이후가 될 가능성이 높고 쏠리드의 경우엔 이익 급증을 확인한 후 매수한다면 손실을 볼 가능성도 존재한다. 2021년 하반기 이후 쏠리드 이익이 급성장했지만 주가는 하락한 전례가 있기 때문이다. 통신장비 업종 주가는 커플링 성향이 강하고 실적 기대감으로 선발업체 주가가 오르면 후발업체 주가가 동반 수혜 가능성으로 갭메꾸기식 상승을 나타낸 경우가 많았다. 실적 확인 후 통신장비주 매수하는 건 많은 기회를 상실하는 전략일 수 있다.

하나 Biweekly 제약/바이오(3월 중간)



제약바이오 Biweekly | 2026년 3월 18일

Analyst 김선아 seona.kim@hanafn.com
RA 유창근 changkeunyoo@hanafn.com

슬슬 불어오는 학회의 온기

1) 2026년 3월 제약/바이오 산업 중간점검

- **4월 AACR 학회에 주목하기 시작할 때** 4월 AACR(미국종양학회)을 앞두고 학회에 참석하는 바이오텍들에 대한 관심과 기대감이 높아지는 분위기이다. 바이오텍 수익률이 유난히 부진한 때라 더 많은 관심이 몰리는 듯 하다. AACR은 5월 ASCO에 비해 초기 임상이나 전임상에 집중된 분위기이나, 상장 3년 내 초기 바이오텍은 파이프라인 수가 적어 이벤트가 많지 않고 파트너십의 개발 단계도 그리 높지 않기 때문에 AACR 같은 학회도 큰 의미를 갖는다. 무게를 ASCO에 더 높게 싣고 있어서 AACR 참석은 크게 홍보하지 않는 기업도 있으니(ex. 리가켐바이오), 평소에 관심이 있었던 기업의 학회 참석 여부를 따로 확인할 필요가 있다. 현재 다양한 경로를 통해 파악된 바로는 리가켐바이오, 동아ST, 삼성에피스홀딩스, 보로노이, 알지노믹스, 큐리언트, 오름테라퓨틱, 와이바이오로직스, HLB이노베이션(자회사인 Verismo Therapeutics, Elevar Therapeutics) 등이 참석한다. 이 중 알지노믹스는 국내 사로는 유일하게 구두 발표 기회를 얻었으니 주목할 만하다. 초록의 제목과 저자가 3월17일 공개되는 것으로 알려져 있으나, 전문은 4월17일 학회 개최일에 공개되니 참고하면 좋겠다.
- **가뭄에 더 부각된 액티브ETF 효과** 정부의 코스닥 부양 정책에 따라 많은 기대감을 이끌었던 "KoAct 코스닥액티브ETF"와 "TIME 코스닥액티브ETF"의 신규상장, 그리고 이러한 시기에 "TIGER 기술이전바이오액티브 ETF"도 등장하면서 제약/바이오 기업 간의 수익률 격차가 커지는 경향이 보였다. 기업에 별다른 이슈가 없었음에도, 편입할 것으로 예상했던 종목이 실제 편입되지 않거나 비중이 낮아 주가가 크게 하락한 반면, 시가총액이 작은데 비중이 크게 확대된 종목은 25% 이상의 수익률을 기록하는 등 변동성이 컸다. 제약/바이오 섹터 내 이벤트가 부재하고 타 섹터 대비 수급이 적었던 탓에 액티브ETF의 효과가 유난히 강했던 것으로 보인다. 종목과 비중은 필요에 따라 언제든 조정될 수 있고, 최근 2-3월의 분위기가 이어진다면(곧 학회 시즌이라 나아질 것으로 보이지만) 이런 현상은 반복될 것이라는 전망이다. 이럴 때일수록 보유한 종목의 펀더멘털이나 성장성을 점검해 둬야, 잠깐 이동하는 수급에 흔들리지 않을 수 있을 것이다.

2) 2026년 3월 추천 종목

- **3월 코스피 Top pick(추가): 삼성바이오로직스, 삼양바이오팜** 1) 삼성바이오로직스는 '26년에 매출 성장 가이던스를 15~20% 제시했으나 주가가 부진하다. 아무래도 5공장 ramp-up에 대한 확신을 얻기를 바라는 듯하고, 6공장 착공 소식이 그 확신을 줄 것으로 예상한다. 1Q26 실적발표 때 미국 록빌 공장 인수 완료로 인한 연간 가이던스 상향도 기대한다. 2) 삼양바이오팜은 우리가 3월에 발간한 유전자치료제 인덱스에도 간단히 소개한 바와 같이 LNP 플랫폼을 보유한 기업이다. 회사가 시장에 잘 알려지지 않은 것은 상장 후 본격적인 기업 홍보 활동을 하지 않았기 때문이라 판단하는데, LNP 플랫폼 파트너십 활동은 1월 JPMHC부터 최근 3월 East-West Biopharma Summit 등 꾸준히 이어온 것으로 보인다. 3월23일 주주총회 후 본격적인 IR 활동이 개시되며 시장의 관심도 모일 것으로 기대하는 바이다.
- **3월 코스닥 Top pick(변경): 알지노믹스, 인투셀** 1) 알지노믹스는 '25년 12월에 상장했지만, 비상장 시절부터 Lilly와 유전성난청치료제 개발 목적의 1.9조원 규모의 계약을 체결한 성과를 갖고 있다. 4월 AACR에서는 국내사 유일하게 임상1상 중간 결과(간암) 구두 발표 기회를 얻은 만큼 많은 주목을 받을 것으로 기대된다. 2) 인투셀은 이번 4월 AACR에 파이프라인을 직접 공개하지 않지만, 에피스의 ADC 신약 SBE-303 전임상 데이터 공개로 OHPAS 링커가 주목받을 가능성이 있다. 또한 3월 주주총회를 앞두고 양사간의 본계약도 체결될 것으로 기대해 본다. 기존에 추천 종목이었던 에스티팜과 올릭스는 긍정적인 전망은 유지하고, 3월 단기적인 모멘텀에서의 순위 교체일 뿐이니 참고하면 좋겠다.

2026년 3월 18일 | Global Equity

바르질라(WRT1V.HEL)

데이터센터 확대 국면. 주목할 만한 친환경 발전용 엔진

핀란드

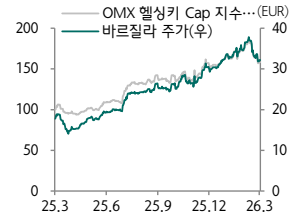
TP(컨센서스)	30.38 EUR
CP(3.16)	32.20 EUR

Key Data

국가	FINLAND
상장거래소	Helsinki
산업 분류	산업재
주요 영업	기계
홈페이지	www.wartsila.com
시가총액(십억EUR)	19.1
시가총액(조원)	32.7
52주최고/최저(EUR)	37.4957/13.3583
주요주주 지분율(%)	
인베스토르	17.70
블랙록	4.77

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(7.8)	26.0	79.1
상대	(8.2)	9.6	57.1

Stock Price



Financial Data (백만 EUR)

투자지표	2024	2025P	2026F	2027F
매출	6,449	6,914	6,958	7,591
영업이익	716	816	902	1,018
순이익	503	626	676	760
EPS(EUR)	1.1	1.1	1.1	1.3
EPS(YOY, %)	0.0	0.0	7.2	12.5
ROE(%)	21.2	23.2	24.0	25.2
PER(배)	20.1	28.7	28.3	25.2
PBR(배)	4.0	6.2	6.4	5.8
배당률(%)	2.6	1.8	2.1	2.3

자료: Bloomberg, 하나증권

Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

친환경 선박 엔진과 에너지 중심의 사업 포트폴리오

바르질라는 핀란드에 본사를 둔 글로벌 기업으로 1834년에 설립됐다. 1970-80년대 다수의 한국 중공업 회사와 기술 제휴 및 합작법인을 설립한 이력이 있다. 2015년 이후 중국 조선사와 협력 중이다. 사업은 크게 조선과 에너지 사업으로 구분된다. 조선은 선박 추진시스템, 엔진을 제조한다. 이중연료, 디젤, 메탄올, 암모니아, 하이브리드 엔진과 프로펠러, 기어 등이 포함된다. 에너지 사업 부문은 육상발전소 엔진 제조와 셀을 제외한 배터리 에너지 저장 시스템(BESS)의 설계와 시공을 담당한다. 이 외 가스솔루션, 선박용 ESS, 선박용 운송솔루션 등의 디지털 서비스 사업을 영위한다. 모든 엔진 제품은 친환경 연료로 구동이 가능하다. 2024년 세계 최초 100% 수소 연료 엔진발전소를 준공하여 구동을 시작했다.

2025년 매출액 6,914백만유로, 영업이익 833백만유로로 컨센서스에 부합

2025년 매출액은 6,914백만유로(YoY +7%), 조선과 에너지 매출액은 각 3,494백만유로(YoY +14%), 2,048백만유로(YoY +8%)를 기록했다. 에너지저장 사업과 포트폴리오 사업 매출액은 각 694백만유로(YoY -13%), 677백만유로(YoY -4%)이다. 에너지저장 사업은 프로젝트 납기와 매출 인식 시점 차이로 매출액 감소를 기록했다. 포트폴리오 사업은 ANCS(자동화, 항해 및 제어시스템) 유닛 매각으로 사업 내 서비스 매출액이 전년대비 28% 감소했지만 동일 사업 내 가스솔루션 매출액이 5% 증가하여 상쇄가 가능하였다. 영업이익은 833백만유로(YoY +16%)로 조선 449백만유로(YoY +23%), 에너지 351백만유로(YoY +18%)이다. 에너지저장 사업과 포트폴리오 사업은 각 23백만유로(YoY -29%)와 46백만유로(YoY -11%)를 기록했다. 매출액 감소에 따른 고정비 부담 영향이다.

신규수주 저성장 국면. 데이터센터 발전용 엔진의 시장 반응을 지켜볼 필요

2025년 신규수주는 8,102백만유로(YoY +0%)로 저성장에 그쳤다. 수주잔고는 8,248백만유로(YoY -1%), 수주잔고 대비 매출 비율(Book-to-Bill)은 1.17(YoY -0.08p)을 기록하였다. 지정학적 리스크와 국가간 높은 긴장감으로 무역 패턴이 변화해 선박 부문 신규수주가 감소했기 때문이다. 수주 사이클 트리거로 기대했던 친환경 선박 규제 IMO 결정 연기로 역성장 가능성도 존재한다. 중국산 배터리 셀을 사용하는 에너지 저장 시스템은 미국 관세 정책과 투자세액 공제로 가격 경쟁력이 악화됐다. 2026년은 미국 데이터센터 발전용 On-Site 엔진의 수주를 기대해 볼 수 있다. 증가하는 전력 수요와 신규 데이터센터 수전 용량 규모 확대가 대체 발전원 시장 확대로 이어지기 때문이다. 발전용 엔진은 낮은 초기 투자비, 주변 환경 온도의 낮은 제약성, 낮은 기술적 난이도, 신뢰성이 장점이다. 2025년 4분기 미국 데이터센터 시장에 첫 진출했고 직접 전력을 공급하는 방식의 발전용 엔진들을 납품할 예정이다.

단기 투자유망종목

글로벌투자분석실

종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
삼성전자 (005930.KS)	3/16	183,500	193,900	5.67%	• AI 수요 견조하게 유지되는 가운데, DDR4 가격상승과 더불어 NAND 업황 개선 맞물려 • DDR 및 NAND 가격 상승은 레거시 비중이 높은 삼성전자에게 긍정적
현대차 (005380.KS)	3/16	517,000	522,000	0.97%	• SDV 데모카 공개, 자율주행·로보틱스 협력 확대, 보스턴다이내믹스 지분가치 반영 기대 • 이익 흐름 양호한 상황에서 주주환원 및 주당배당금 증가 기대감
한화에어로스페이스 (012450.KS)	3/16	1,488,000	1,396,000	-6.18%	• 현 시점에서 지상방산 수주 파이프라인 50조원 이상으로 추산 • 유럽 내 점유율 확대가 현실화될 경우 수주파이프라인 규모는 더 커질 것으로 전망
포스코인터내셔널 (047050.KS)	3/16	73,700	72,000	-2.31%	• 호주 Senex 가스전 증산과 미얀마 가스전 안정적 판매 증가로 에너지 실적 개선 기대 • 신규 팜 농장 인수 및 정제 사업 확대에 따른 식량 사업 규모 확대 기대
키움증권 (039490.KS)	3/16	429,000	444,000	3.50%	• KOSDAQ 중심으로 개인 매수세가 본격화될 경우, M/S 반등 가능성 높아 • 3월 중 2개년 주주환원 정책 발표 예정되어 있어 배당 확대 기대감 유효
리가켐바이오 (141080.KQ)	3/16	201,000	210,000	4.48%	• 파트너들의 임상개발 진전 및 자체 보유 파이프라인의 임상진입, 기술수출 기대 • 2027년까지 신약 ADC 파이프라인에서 약 10개의 IND 신청 예정
노타 (486990.KQ)	3/16	45,750	45,150	-1.31%	• AI 모델 경량화 플랫폼 'NetsPresso'를 기반으로 온디바이스 AI 시장에서 경쟁력 확보 • 반도체 생태계 내 상용화 매출 확대와 밸류에이션 재평가 가능성 부각
쏠리드 (050890.KQ)	3/16	12,750	12,650	-0.78%	• 2026년~2027년 미국/유럽/국내 시장 회복을 바탕으로 이익 성장을 지속할 전망 • 무선장비주로의 순환매 본격화, 특히 미국 AT&T CAPEX 증액 선언 긍정적
CJ프레시웨이 (051500.KQ)	3/16	32,750	31,400	-4.12%	• 코스닥액티브 ETF 자금 유입에 따른 수급 개선 기대감 존재 • 내수 경기 부진에도 식자재 유통의 방어, 급식사업의 성장 기대감

단기 투자유망종목 수익률

주간(This Week)		누적(YTD)	
수익률	BM대비 수익률	수익률	BM대비 수익률
-1.05%	-3.83%p	+52.33%	+20.31%p

주: BM은 KOSPI. BM대비 누적수익률은 일 평균 종목수익률을 BM과 비교 적용한 후 누적 계산. 주기 단위로 Rebalancing. 손절가(Loss cut)는 종가기준 -10%선 적용

중장기 투자유망종목

글로벌투자분석실

종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
두산에너빌리티 (034020.KS)	3/9	98,000	104,400	6.53%	• 글로벌 원전 투자 확대와 체코·미국 등 대형 원전 프로젝트 수주 기대 • 2026년 에너빌리티 부문 가이던스 매출액 7.4조원, 신규 수주 13.3조원 제시
POSCO홀딩스 (005490.KS)	3/9	353,500	342,500	-3.11%	• 1Q26부터 대수리 영향 해소와 자회사 실적 개선으로 안정적 수익성 회복 전망 • 수입산 철강 규제·중국 생산 규제 수혜로 철강 부문 스프레드 확대 기대
포스코인터내셔널 (047050.KS)	3/9	73,300	72,000	-1.77%	• 호주 Senex 가스전 증산과 미얀마 가스전 안정적 판매 증가로 에너지 실적 개선 기대 • 신규 팜 농장 인수 및 정제 사업 확대에 따른 식량 사업 규모 확대 기대
RF머트리얼즈 (327260.KQ)	3/9	51,900	56,300	8.48%	• AI 서버·데이터센터용 광통신 패키지(루멘텀향 포함) 수요 급증으로 실적 개선 기대 • 중국산 부품 제재 및 피지컬 AI 시대 통신용 광모듈 수요 확대 기대
KB금융 (105560.KS)	2/9	149,300	150,700	0.94%	• 4분기 실적의 특징은 수수료이익 대폭 증가, 기말배당 큰폭 확대, 주주환원 재원 확보 • NIM 상승과 판관비 감소, 충당금 추가 적립 및 과징금 불확실성 해소도 긍정적 요인
키움증권 (039490.KS)	2/9	405,000	444,000	9.63%	• 증시로의 자금 유입 속도를 감안 시 2026년 국내·해외주식 거래대금 견조한 수준 유지 전망 • 실적 변동성과 무관하게 배당 확대 기조를 유지하겠다는 입장 밝혀
기아 (000270.KS)	1/12	133,200	167,300	25.60%	• 셀토스 풀체인지 모델 출시 및 판매 본격화로 신차 효과 통한 물량 확대 지속 기대 • 이익 개선및 그룹미래 모빌리티 사업구체화 통한 밸류업 기대
삼성전자 (005930.KS)	1/2	119,900	193,900	61.72%	• AI 수요 견조하게 유지되는 가운데, DDR4 가격상승과 더불어 NAND 업황 개선 맞물려 • DDR 및 NAND 가격 상승은 레거시 비중이 높은 삼성전자에게 긍정적
SK하이닉스 (000660.KS)	1/2	651,000	970,000	49.00%	• 4Q25 Review 매출액 32.8조원(YoY +66.0%), 영업이익 19.2조원(YoY +137.0%) 기록 • 빅테크 중심의 HBM 수요가 견조한 가운데, 대규모 CAPEX가 동반되며 HBM 수혜 전망
한국항공우주 (047810.KS)	1/2	114,400	202,000	76.57%	• 일회성 비용 부재와 완제기 수출 부문의 일시적 믹스개선으로 3Q25 수익성 개선 • 2026년 말레이시아 2차, 이집트 경전투기 사업 등의 대형 사업 예정
S-Oil (010950.KS)	1/2	83,000	106,500	28.31%	• 미국 내 정제설비 폐쇄 증가 감안시, 타이트한 수급 환경 유지되며 정제마진 강세 전망 • 트럼프의 중동 전략 변화, OPEC+의 빠른 감산 완화로 인해 OSP 안정화 가능성 높아

중장기 투자유망종목 수익률

분기(1Q)		누적(YTD)	
수익률	BM대비 수익률	수익률	BM대비 수익률
+31.01%	-1.01%p	+31.01%	-1.01%p

주: BM은 KOSPI. BM대비 누적수익률은 일 평균 종목수익률을 BM과 비교 적용한 후 누적 계산. 분기 단위로 Rebalancing. 손절가(Loss cut)는 종가기준 -10%선 적용

ETF 투자유망종목

해외주식분석실

국내 ETF

종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
KODEX AI반도체 (395160)	2026.02.27	29,560	27,380	-7.4%	• 6세대 고대역폭메모리(HBM4) 양산 본격화에 따른 수혜가 기대되는 삼성전자, SK하이닉스 및 한미반도체 등 국내 AI 반도체 밸류체인 핵심 기업에 집중 투자 • 온디바이스 AI 확산과 AI 서버 수요 폭증으로 인한 메모리 수급 불균형 속에서, 차별화된 기술력을 보유한 국내 반도체 소부장(소재·부품·장비) 기업들의 실적 개선 및 가치 재평가 기대
WON 초대형IB &금융지주 (0154F0.KS)	2026.02.24	15,160	13,885	-8.4%	• 국내 자본시장 활성화 정책 및 밸류업 프로그램의 직접적인 수혜가 기대되는 대형 증권사와 주요 금융지주 등 핵심 금융주에 집중 투자하는 패시브 ETF • 초대형 IB의 구조적 성장성과 금융지주의 안정적인 배당 매력을 동시에 추구. 미래에셋증권, 한국금융지주, KB금융, 신한지주 등 국내 금융 섹터를 대표하는 우량 종목들로 구성
에셋플러스 코리아 대장장이액티브 (442090.KS)	2026.02.24	25,365	24,575	-3.1%	• 전방 산업의 경쟁 심화 속에서 부품, 장비, 소재 등 후방 산업(소부장) 내 독점적 지위를 가진 대장장이 기업들에 집중 투자하는 액티브 ETF • 반도체, 방산, 조선 등 한국의 핵심 수출 산업 밸류체인에서 차별화된 기술력을 보유한 강소기업들을 선별 편입. 국내 주요 수출주들의 실적 개선과 맞물려 시장 지수 대비 추가적인 수익 창출 기대
PLUS 글로벌방산 (496770.KS)	2025.03.04	13,000	21,400	64.6%	• 미국과 유럽의 주요 방산기업들을 편입하는 종목. 독일 방산업체 라인메탈디펜스, 이탈리아의 레오나르도, 스웨덴의 사브 등이 포트폴리오에 포함 • 트럼프 행정부의 NATO 방위비 압박으로 주요국들의 국방비가 증액되는 추세. 안보 환경 변화에 따른 구조적 수혜를 누릴 것으로 기대

Global ETF

종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
QDF (미국 퀄리티 배당 주식)	2026.02.02	82.93	80.47	-3.0%	• 우량 배당주 선별 투자. 미국 상장 기업 중 펀더멘털(수익성, 경영 효율성, 현금흐름)이 우수하면서도 배당 수익률이 높은 '퀄리티' 기업들로 구성 • 정책 변화와 금리 변동성 확대 구간에서, 재무구조가 탄탄한 기업들은 하락 방어력이 높음. 성장보다는 안정성과 현금 창출에 집중하는 균형추 역할 기대
XLE (미국 에너지)	2026.01.02	45.65	57.90	26.8%	• 미국 S&P500 에너지 업종 ETF. 에너지 섹터의 대형주 20여개로 구성된 포트폴리오. ExxonMobil과 Chevron의 비중이 40%를 상회하는 구성 • 트럼프 정부의 중남미 영향력 확장 시도 가운데, 베네수엘라 정권 개입 상황이 미국 대표 원유 관련 기업들의 이익 증가 및 자산 회복 기회로 연결될 가능성. 유가 모멘텀은 제한되나 높은 비중을 차지하고 있는 기업들의 개별 요인 주목
SMH (글로벌 반도체)	2025.11.24	339.12	393.92	16.2%	• 대형주 비중이 높은 대표 글로벌 반도체 ETF. 매출의 50%가 반도체와 반도체 장비 생산 분야에서 발생하는 기업들을 시가총액 가중방식으로 편입 • 엔비디아의 실적과 가이던스를 통해 AI 산업의 꾸준한 성장 모멘텀 확인. SMH는 NVIDIA와 TSMC가 30% 이상의 비중을 차지. Capex 경쟁 지속 가운데 소버린 AI 시장 확장, 신제품 교체 기반의 견고한 수요 기대 유효
MADE (미국 제조업 기업)	2025.10.27	30.66	34.09	11.2%	• 미국 내 매출비중 조건 반영. 중대형 제조업, 제조업 관련 기업들로 구성된 ETF • 관세 구조와 트럼프 정책의 지속성에 초점. 상호관세는 협상 여지가 있는 반면, 품목관세는 협상 가능성이 낮아 장기간 유지될 가능성이 높은 상황. 공급망의 리쇼어링 현상 확대 전망. 정책 수혜 및 내수 익스포저 기반의 수혜 기대

주: 기준가는 편입일 당일의 종가, 전일종가는 한국 시장 3시 30분 기준.

Calendar

글로벌투자분석실

SUN	MON	TUE	WED	THU	FRI	SAT
3.15	3.16	3.17	3.18	3.19	3.20	3.21
	▪ 미국 2월 전월대비 광공업 생산 (0.2%, 1월 0.7%)	▪ 일본 1월 전월대비 3차 산업지수 (1.7% 12월 -0.5%)	▪ 유로권 2월 전년대비/전월대비 CPI 발표 (최종) (E 1.9%/0.7%, 1월 1.9%/0.7%) ▪ 한국 2월 실업률(계절조정) (E 3.0%, 1월 3.0%)	▪ 미국 FOMC 금리결정 (E 3.50~3.75%, 이전치 3.50~3.75%) ▪ 일본 BOJ 금리결정 (E --, 이전치 0.75%) ▪ 유로존 ECB 금리결정 단기수신금리/기준금리/한계대출금리 (E --/--/--, 이전치 2.00%/2.15%/2.40%) ▪ 미국 3월 2주차 신규 실업수당 청구건수 (E --)	▪	
3.22	3.23	3.24	3.25	3.26	3.27	3.28
	▪	▪ 일본 2월 전년대비 전국 CPI (E--, 1월 1.50%) ▪ 유로권 3월 전월대비 HCOB 제조업 PMI (잠정) (E --, 2월 50.8)	▪ 미국 3월 3주차 MBA 주택융자 신청지수 (E --)	▪ 미국 3월 3주차 신규 실업수당 청구건수 (E --)	▪ 미국 3월 미시간대 소비자신뢰지수 (최종) (E --)	

주: 1) 괄호 안은 예상치(E), 전월 순, 한국시간 기준 (*E)는 당사 추정치. 2) 유로권, 북미는 전월대비(PCE 디플레이터는 전년동월대비), 아시아, 신흥국은 전년동월대비 기준, 3) P(속보치), A(잠정치), F(확정치)
자료: Bloomberg, 하나증권

Compliance Notice

- 본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료를 작성한 담당자는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 담당자는 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.