Daishin 증권

2026년 05월 26일 화요일

Morning Meeting Brief

Macro

[2026 년 하반기전망] 매크로/환율 : 가던 길을 간다

- 글로벌 AI 투자 모멘텀 여전히 강력해, 종전 후 경기 호조 지속 전망
- 한국은 수출 호조 외 내수도 동반 회복되며 2.8% 성장 전망
- 달러-원 3분기 하락 후 연말 미국 인플레 우려 재발에 반등 예상

이정훈. j hoon.lee @daishin.com

Fixed Income

[2026 년 하반기전망] 채권: 채권 자경단 되기

- 고유가로 촉발된 인플레이션 이슈 재부각. 기준금리 인상 쪽으로 한 걸음 더
- 한국 기준금리 올해 하반기 3.00%까지 인상. 미국은 내년부터 인상 사이클
- 기준금리 만큼 수급도 중요: 만만치 않은 국채 물량 부담, 글로벌 이슈

공동락. dongrak.kong@daishin.com

Strategy

[2026 년 하반기전망] 투자전략: 화려한 피날레(Finale)

- 26년 하반기 밴드 6,400 ~ 8,800p, 반도체 밸류 정상화/비반도체 밸류 추가 상승
- 여전히 경기/실적 모멘텀은 강하지만, 물가, 금리 상승 압력도 점차 커질 전망
- 수익률 극대화 전략 유효. 3분기 지나며 변동성 체크

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

[퀀틴전시 플랜] 국민성장펀드 정책 모멘텀, 코스닥 성장주 랠리 주도

- 코스닥 2거래일 연속 매수 사이드카 발동, 코스피 대비 아웃퍼폼
- 미국-이란 협상 기대감 확산, 외국인 수급 부담은 지속
- 반도체, 자동차 쉬어가며, 소외주로 순환매 전개

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Global Strategy

[2026 년 하반기전망] 글로벌전략: 차가운 머리, 뜨거운 가슴

- 증시 경로: 3Q 기간 조정, 4Q 상승 / 선호 국가: 美(AI 혁명), 中(제조업 회복), 대만・한국(반도체 사이클), 브라질(원자재 사이클)
- 선호 섹터(실적 기반): 에너지, IT, 소재, 커뮤니케이션 / 선호 스타일: 성장・대형・퀄리티 / 글로벌 테마: 비트코인 & 휴머노이드 로봇
- 하반기 S&P500 밴드: 7,000~8,400p. 투자의견: 비중확대

문남중. namjoong.moon@daishin.com

Global Strategy

[2026년 하반기전망] 신흥국전략: 공급망 재편 수혜국 선점

- 증시의 키 맞추기, 공급망 재편 수혜국을 선별해야 할 시점
- 신흥국 포트폴리오 시기별 편입 전략과 'China+N' 공급망 재편 수혜국 선점
- 3Q 기간 조정 후 4Q 상승 전환. CSI300 4,800~5,700p(비중확대)

문건우. gunwoo.moon@daishin.com

Quant

[2026년 하반기전망] 퀀트: 상승한 할인율, 주식 듀레이션과 내러티브

- 상반기 미 국채 금리, 환율, 유가 등 국내 주식시장 할인율 상승 국면
- 시차를 두고 높은 듀레이션을 가진 주식과 업종의 상방 제약으로 작용하는 경향
- 반도체, 피지컬 AI 등 낮은 듀레이션 포트폴리오의 리레이팅 요소 긍정적

권순호. soonho.kwon@daishin.com

Commodity

[2026년 하반기전망] 원자재: 돌아온 슈퍼 사이클, 인플레 견인 자산으로 헷지

- 여전히 잔존해 있는 종전 가능성, 이는 분명 원자재 가격의 하방 변수
- 그러나 일어날 일은 일어나는 법, 늦어져도 변함없을 인플레이션 방향
- 원자재 조정은 저가 매수의 기회, 내년 상반기까지 인플레 견인 자산 주목

최진영. jinyoing.choi@daishin.com

Asset Allocation

[2026년 하반기전망] 자산배분: 실적으로 넘는 금리의 벽

- 기업실적 호조와 제조업 경기 회복으로 주식시장 상승 추세 지속 예상
- 물가 우려로 주요국 중앙은행의 긴축정책 가시화. 국채금리 상승 압력 확대
- 주식 비중확대 전략 유지. 금리 상승 국면에서 채권의 투자매력 약화

조승빈. seungbin.cho@daishin.com

산업 및 종목 분석

[콥데이 후기] 하이록코리아: 에너지 공급망 재편 수혜주

- 주요 전방산업 호조로 1Q26 매출액 541억원 (yoy +10.4%) 성장
- 중형 모듈러 방식의 LNG 및 FLNG의 빠른 건설을 예상
- 26년 예상 P/E 8배로 역사적 평균 10배 대비 할인되어 거래 중

박장욱. Jangwook.Park@daishin.com

[콥데이 후기] 태광: 막힌 LNG, 빨라지는 모듈러 투자

- 미주향 수출 증가로 1Q26 매출액 823억원 (YoY +32.9%) 기록
- 중형 모듈러 방식의 미국 LNG 수출 터미널 투자 예상
- 미주향 수출 물량 증가로 펀더멘탈 개선 전망. PBR 할증 정당

박장욱. Jangwook.Park@daishin.com

[Issue & News] SK 스퀘어: 백조의 첫 날갯짓(목표주가 +50% 상향)

- NAV 대비 할인율은 24년 65.1%, 25년 51.4%, 전일 기준 47.6%
- 도전적이고, 성공적인 기업가치제고 전략. 시장 흐름을 간파한 우수 사례
- 24.11월 이후 상승률 SK스퀘어 1,374% vs. SK하이닉스 1,050%

김회재. Hoijae.kim@daishin.com

[NDR 후기] 파마리서치: 코스닥을 담는다면 이런 종목부터

- 1Q26 실적은 사업계획 부합. 연간 매출 YoY +25% 목표 유지
- 내수 의료기기 내국인 수요와 병원 확대로 방어. 2Q QoQ +10% 기대
- 수출 의료기기는 유럽, 중동 중심. 화장품은 내수, 수출 모두 업사이드

한송협. songhyeop.han@daishin.com

매크로
/환율

가던 길을 간다

- 글로벌 AI 투자 모멘텀 여전히 강력해, 종전 후 경기 호조 지속 전망
- 한국은 수출 호조 외 내수도 동반 회복되며 2.8% 성장 전망
- 달러-원 3분기 하락 후 연말 미국 인플레 우려 재발에 반등 예상

Economist 이정훈, CFA
jhoon.lee@daishin.com

여전히 강력한 AI 투자 모멘텀, 종전 후 경제는 가던 길을 간다

미국-이란 전쟁이 예상과 달리 2개월이 넘게 지속되었고, 국제유가도 100달러 수준을 이어갔지만 글로벌 경제는 전쟁 충격을 비교적 잘 견뎌냈다. 에너지 위기를 막기 위한 주요국들의 합동 대응과 우회 수출 등 공급측 요인 외에도, AI 투자 모멘텀이 매우 강력했기 때문이다.

최근 미국의 성장은 상당 부분을 Tech 부문에 의존하고 있어 지난 몇 년에 비해 질적인 측면이 악화되었지만, 재고가 여전히 낮은 수준이며 관세 부담 완화, 감세안 효과 등 Tech 외 부문에도 긍정적인 요인들이 있다. 하지만 무엇보다 AI 투자 열기가 매우 강력하다. 당사는 종전 후 하반기 국제 유가를 비교적 높은 수준으로 보고 있으나, 이것이 빅테크 기업들의 투자를 당장 꺾지는 못할 것이며 미국은 올해도 2% 이상의 성장을 기록할 것으로 예상한다.

수출과 내수가 모두 회복되는 한국, 2.8% 성장 전망

한국은 반도체를 중심으로 수출이 역사적 호황을 보이며 경기를 이끌어가고 있다. 올해 연간 통관수출은 2004년 이후 처음으로 30%대의 증가율을 기록할 것으로 예상된다. 그러나 수출만 좋은 것은 아니다. 반도체 경기 호황은 관련 설비투자로, 주가 상승은 소비로 이어지고 있다. 반면 중동 발 에너지 수급 불안은 우려에 비해 관련 업계의 심각한 생산 차질로 이어지지 않았다.

2026년 한국 명목성장률은 2003년 이후 처음으로 두 자릿 수 증가율을 기록할 것으로 예상되며, 이는 주가 상승에 따른 자산 효과나 정부 세수 증대에 따른 재정 확대 등 어떤 식으로든 국내 경제에 파급 효과로 이어질 가능성이 높다. 한국은 이미 GDP 갭이 제로(0) 수준 혹은 약간의 (+)에 진입한 가운데, 2026년 2.8%, 2027년 2.3%로 2년 연속 잠재 성장률을 크게 상회할 전망이다.

달러-원, 3분기 안정 후 4분기 인플레 우려 재반영하며 반등 전망

달러-원은 중동 전쟁 발발 후 큰 폭으로 상승했다. 에너지 가격 상승으로 연내 미국 금리 인하 기대는 사실상 사라졌다. 하지만 종전 후 위험 선호 심리가 회복되는 것 만으로도 달러는 연저점 부근까지 하락할 수 있다. 원화는 최근 외국인들의 국내주식 리밸런싱에도 불구하고 지난해에 비해 수급 여건이 완화된 것은 사실이기 때문에, 달러-원도 3분기 최대 1,400원 수준까지 언더슈팅이 가능할 전망이다.

그러나 에너지 가격이 전쟁 이전으로 돌아가기는 어렵다. 종전과 함께 3분기 잠시 안정을 찾겠지만, 4분기 부터는 인플레이션 청구서가 다시 날아올 가능성이 있다. 미국도 이 때부터는 매파적 통화정책에 대한 우려가 다시 고조될 것으로 예상하며, 달러 강세 및 달러-원 반등이 예상된다.

채권

채권 자경단 되기

- 고유가로 촉발된 인플레이션 이슈 재부각. 기준금리 인상 쪽으로 한 걸음 더
- 한국 기준금리 올해 하반기 3.00%까지 인상. 미국은 내년부터 인상 사이클
- 기준금리 만큼 수급도 중요: 만만치 않은 국채 물량 부담, 글로벌 이슈

Fixed Income Strategist 공동락
dongrak.kong@daishin.com

높아진 인플레이션 위험. 이제는 금리 인상 본격화

26년 하반기 주요국들의 통화정책 기조는 기준금리 인상 본격화가 예상된다. 한국은 인상 개시, 미국은 인상 준비 본격화를 전망한다.

한번 나타난 인플레이션은 쉽게 사라지지 않는다. 유가 상승이 전반적인 인플레이션 압력으로 확산될 것으로 보이며 기대 인플레이션 역시 높은 수준을 유지할 것이다. 결국 통화당국은 물가에 기준점을 맞추고 성장과 고용은 최소 여건만 확인하는 행보를 취할 것이다.

기준금리 인상 기조 속에 시장금리 상승 전망

시장금리는 상승 경로를 예상한다. 기준금리 인하 국면에도 크게 하락하지 못했던 금리는 이제 금리 인상이 가시화될 경우 더욱 상승할 전망이다.

기준금리는 한국의 경우 2026년 하반기 총 2회, 3.00%까지 인상을 예상한다. 또 2027년까지는 추가 1회 더 인상해 기준금리는 3.25%까지 높아질 것이다

미국은 올해까지는 기준금리를 동결하겠지만, 2027년부터는 인상 사이클을 개시해 4.25%(상한 기준)까지 금리를 올릴 것이다.

이에 시장금리는 2026년 하반기 추세적인 상승 경로를 나타낸 이후 2027년부터는 통화정책 일정에 따라 고점 확인 과정을 보일 것이다.

기준금리 결정 만큼 중요한 수급도 주목해야

기준금리 동향만큼이나 채권, 특히 국채 발행 등 수급 이슈도 중요한 변수가 될 것이다. 코로나19 팬데믹을 기점으로 국채 발행 규모가 레벨업된 상태에서 채권 수급은 타이트한 구도가 이어질 전망이다.

미국, 일본 등 주요 국가들의 높은 국가 부채 및 국채 발행 물량에 대한 관심 외에도 현재는 국가 채무가 잘 관리되고 있는 한국도 차츰 수급 변수가 중요해질 것이다. 결국 채권 투자자의 입장에서는 높아진 인플레이션 위험과 기준금리 인상에 주목하는 가운데 수급 변수에 주목할 필요가 있다는 시각이다.

투자전략

화려한 피날레(Finale)

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

- 26년 하반기 밴드 6,400 ~ 8,800p, 반도체 밸류 정상화/비반도체 밸류 추가 상승
- 여전히 경기/실적 모멘텀은 강하지만, 물가, 금리 상승 압력도 점차 커질 전망
- 수익률 극대화 전략 유효. 3분기 지나며 변동성 체크

레벨업 된 순이익 기준 반도체 밸류 정상화 + 비반도체 밸류 추가 상승 반영

현재 KOSPI는 전형적인 실적/매크로 장세. 반도체를 중심으로 한 실적 전망 레벨업 영향으로 KOSPI 상승 탄력 강화. 실적 불확실성이 유입되거나, 실적 모멘텀이 정점을 통과하기 전까지 KOSPI 상단을 열어 놓을 필요가 있음. 최소한 2분기 실적 시즌까지 상승추세 지속/강화 예상

밸류에이션 측면에서는 반도체의 경우 기존 분기 단위 시가 협상 구조를 넘어 장기 계약, 선수금, 예치금을 활용한 구조 혁신이 현실화될 경우 밸류에이션 확장 가능

12M Fwd EPS도 2월말 611.6p, 3월말 666.6p에서 5월 19일 1,007p로 레벨업. KOSPI 7,000선 돌파에도 불구하고 선행 PER 7.22배 수준에 불과

밸류에이션 정상화만으로도 지수 레벨업 가능. 선행 PER 8배 8,057p, 9배 9,064p에 달하는 상황. 26년 KOSPI Target은 PER 8.77배(26년 평균)반영, 8,800선으로 상향 조정. 단기 과열 해소, 매물 소화 국면은 감안해야겠지만, 실적에 근거한 밸류에이션 정상화, KOSPI 사상 최고치 행진은 반복될 전망

여전히 경기/실적 모멘텀은 강하지만, 물가, 금리 상승 압력도 점차 커질 전망

26년 하반기에도 실적, 경기 모멘텀에 근거한 상승추세 유효. 글로벌 경기는 제조업 중심으로 개선세를 보이는 가운데 한국 증시와 경제는 반도체 주도의 차별적인 모멘텀 강화 전개

한국 GDP 성장률은 2.8%로 상향 조정될 가능성 높고, 이익 모멘텀 또한 27년까지 견고할 것으로 예상. 미국, 이란 종전 협상 타결시 3분기 유가 안정, 채권금리, 달러화 하향 안정에 힘입어 KOSPI 상승 탄력 강화 예상

하반기 유가, 물가, 통화정책 변화 체크. 경기회복에 근거한 유가 및 물가 상승 압력 확대 예상. 4분기 수요 회복, 공급 불확실성 확대 시 유가 레벨업도 가세할 수 있음. Non-US 금리인상 사이클 재개와 함께 미국까지 통화정책 스탠스 변화 예상

26년 하반기까지는 실적 경기 모멘텀이 물가, 금리인상 압박을 버텨낼 수 있을 것. 다만, 물가 레벨과 누적된 금리인상 여파로 27년 실적, 경기 불확실성 확대 불가피

수익률 극대화 전략 유효. 3분기 지나며 변동성 체크

26년 3분기까지 KOSPI 대세 상승 지속. 단기 급등에 따른 과열, 상승 피로로 인한 과열 해소 물량 소화 국면은 비중확대 기회(26년 2Q)

이 과정에서 KOSPI 7,000선대 초반, 그 이하는 26년 3분기까지 전개될 KOSPI 8,000시대를 염두에 둔 비중확대 필요

KOSPI 7,000시대를 주도한 반도체, 2차전지, 전력기기를 필두로 자동차, 조선 등 수출주와 제약/바이오, 인터넷 등 구조적 성장주 주목. 이들 업종은 26년 이익 개선 기여도가 높고, 이익 모멘텀이 강한 업종. 수출 비중이 높은 내수주, 소비주도 관심. 화장품, 소매(유통) 등

3분기를 지나며 물가, 통화정책 스탠스 변화와 선행 EPS 모멘텀 둔화 여부를 체크하며 베타가 높은 수출주, 성장주 비중 축소 고려. 내수주, 배당주 등 포트폴리오 재편은 상대적 안정성 확보 측면에서 유효

Strategy

국민성장펀드 정책 모멘텀, 코스닥 성장주 랠리 주도

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

- 코스닥 2거래일 연속 매수 사이드카 발동, 코스피 대비 아웃퍼폼
- 미국-이란 협상 기대감 확산, 외국인 수급 부담은 지속
- 반도체, 자동차 쉬어가며, 소외주로 순환매 전개

코스닥 2거래일 연속 매수 사이드카 발동, 코스피 대비 아웃퍼폼

올해 7조원 규모의 투자가 예정된 국민성장펀드가 금일 출시. 국민에게 배정된 6,000억원 규모 물량이 빠르게 소진되면서 시장의 관심도 확대

제약/바이오, 로봇, 우주항공 등 첨단 산업에 속한 기업들로 자금 공급이 확대될 수 있다는 기대가 부각. 코스닥은 성장주 비중이 높아 정책 모멘텀이 강하게 반영

코스닥에서 외국인은 약 6,000억원, 기관은 2,900억원 순매수했고, 코스피 대비 아웃퍼폼 두드러지며 2거래일 연속 매수 사이드카 발동

업종별로는 제약/바이오 강세가 뚜렷. 최근 시장에서 소외되었지만, 국민성장펀드 자금 유입 기대와 저가매수세가 맞물리며 급등. 2차전지도 외국인 순매수로 강세

코스닥 바이오: HLB(+8.8%), 에이비엘바이오(+9.4%), 리가켐바이오(+12.8%)

코스닥 2차전지: 에코프로(+12.9%), 에코프로비엠(+12.8%), 엔켐(+11.1%)

미국-이란 협상 기대감 확산, 외국인 수급 부담은 지속

트럼프 대통령은 이란의 고농축 우라늄을 회수해야 한다고 발언한 반면, 하메네이 이란 최고지도자는 농축 우라늄의 국외 반출을 금지하라고 지시하며 입장 차 확인

다만 파키스탄의 중재 속에서 양국이 최종 합의안을 준비하고 있다는 소식이 전해짐. 미국과 이란의 종전 협상 기대감이 확산되었고

반면 외국인 수급은 부담 요인으로 작용. 외국인 투자자는 12거래일 연속 순매도를 이어갔으며, 달러-원 환율도 1,517원까지 상승해 외국인 매수 여력을 제한

반도체, 자동차 쉬어가며, 소외주로 순환매 전개

반도체, 자동체 업종 전일 급등 후 차익매물 출회되면서 숨 고르기 양상. 이에 최근 주가가 부진했던 제약/바이오, 방산, 정유/화학 등으로 순환매 전개

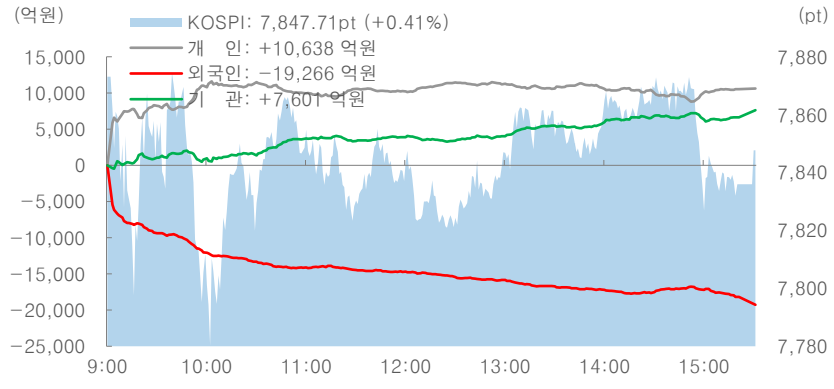
반도체: 삼성전자(-2.3%), SK하이닉스(+0.1%), 한미반도체(-3.6%)

자동차: 현대차(-1.7%), 기아(-1.9%), 현대모비스(-3.6%)

제약/바이오: 셀트리온(+4.8%), 유한양행(+5.0%), 한올바이오파마(+12.0%)

방산: LIG디펜스앤에어로스페이스(+7.3%), 현대로템(+5.4%)

KOSPI 투자주체별 수급 및 장중흐름



자료: 대신증권 Research Center

Global Strategy

차가운 머리, 뜨거운 가슴

Global Strategist 문남중
namjoong.moon@daishin.com

- 증시 경로: 3Q 기간 조정, 4Q 상승 / 선호 국가: 美, 中, 대만, 한국, 브라질
- 섹터: 에너지, IT, 소재, 커뮤니케이션 / 스타일: 성장/대형/퀄리티 / 테마: 비트코인&휴머노이드 로봇
- 하반기 S&P500 밴드: 7,000~8,400p. 투자의견: 비중확대

2026년 하반기 글로벌 투자환경 및 투자전략

25~26년 전반적인 투자환경은 트럼프 행정부의 통상, 외교정책 피해를 최소화하기 위해 주요국들의 정책 대응(통화 완화, 재정정책 강화)이 유동성 증가로 연결. 다만 올해 3월 이란 전쟁 발발(4~5월 종전 늦춰지는 상황)로 시차(2~3달)를 두고 실물 경제 영향 불가피. 주요국 경기를 저해하지 않는 수준의 고용 · 소비, 제조업 · 서비스업 PMI 확인 가능할 것. 다만 이란 전쟁 종전이 예상보다 길어지면서 3/4 분기 물가, 금리 상승 자극. 그 외 미국 신행정부 집권 2년차 징크스 주목

2026년 하반기 증시 경로 및 투자 선호도

미국 통상/외교 정책 피해를 최소화하기 위한 각국 중앙은행의 정책 대응 변화. 이란 전쟁 영향으로 공급측 요인에 따른 물가, 금리 상승. 3/4분기 일부 중앙은행, 선제적 금리 인상 또는 매파적 소수의견 대두. 4/4분기, 물가금리 상승 다소 진정되며, 위험 선호 심리 자극. 하반기 내 영향을 미칠 AI 낙관론, 경기확장 국면, 기업 실적 개선 요인은 각각 3/4분기 지수 하방 경직성↑, 4/4분기 상승 강도 강화 역할 예상

증시 경로: 3Q 기간 조정, 4Q 상승 / **선호 국가:** 미국(AI혁명 주도), 중국(제조업 회복), 브라질(원자재 사이클), 대만 · 한국(반도체 상승 사이클). **선호 섹터:** 에너지, IT, 소재, 커뮤니케이션 (실적 기반) / **선호 스타일:** 성장, 대형, 퀄리티(4/4분기 기준)

2026년 하반기 글로벌 테마: 비트코인 & 휴머노이드 로봇

비트코인의 시장가치(Market Value)와 실현가치(Realized Value)를 비교. 역사적으로 MVRV Z-Score 0 이하로 내려간 시점은 비트코인 가격이 바닥을 다지고 반등을 시작한 구간. 0~-1 사이를 터치하고 나서 비트코인 가격은 견조하게 상승

26년은 휴머노이드 로봇 상용화 분기점 전망. 전 세계 출하량이 5만 대를 넘어서며 전년 대비 700% 이상 급증 예상(트렌드포스). 글로벌 휴머노이드 로봇 시장이 24년 243억 달러에서 32년 6,600억 달러 전망(포천비즈니스인사이트). **[미국, 중국]** 완성품 양산과 실전 배치를 앞당기며 응용 분야 확대. **[일본]** 액추에이터와 센서, 제어시스템 같은 핵심부품 기술에 집중해 시장 진입장벽 높이는 전략 구사

2026년 하반기 S&P500 밴드: 7,000~8,400p, 투자의견: 비중확대(연말 기준)

상단(8,400p): 26년(E) EPS 334.06$ X 최근 5년 PE Max 25.4배 적용. 26년 기업 실적 상승 속도(21.5%)보다 주가 상승 속도(연초 이후 8.2%, 5.15일 기준) 현저히 낮은 저평가 상황. **[3/4분기]** 이란 전쟁 여파로 실물 경제 영향(물가↑⇒ 금리 ↑, 달러 ↑) 불가피 등. **[4/4분기]** 이란 전쟁 영향 제한, AI 낙관론 지속, 트럼프 행정부의 감세와 규제완화 환경 고려 시 기업 실적 증가 우호적 환경

신흥국 전략

EM Strategist 문건우
gunwoo.moon@daishin.com

공급망 재편 수혜국 선점

- 증시의 키 맞추기, 공급망 재편 수혜국을 선별해야 할 시점
- 신흥국 포트폴리오 시기별 편입 전략과 'China+N' 공급망 재편 수혜국 선점
- 3Q 기간 조정 후 4Q 상승 전환. CSI300 4,800~5,700p(비중확대)

투자 환경: 미국-중국 정상회담 기점으로 G2 관계 회복 국면 진입. 제조업 업황 회복과 산업 구조 변화에 따른 개별 장세

전세계 증시의12개월 선행 EPS 성장률과 글로벌 제조업 PMI는 높은 상관관계(과거 5년 기준 약 0.7), 현재 상승 국면 진입은 EM 이익 사이클의 선행지표 역할. 제조업 비중이 높은 신흥국 수혜 기대. 미국-이란 전쟁 이전부터 제조업 업황 회복 신호 확인. 미국 · 독일 · 한국 · 일본 · 중국 등 주요국의 제조업 PMI는 '26년 일제히 확장 국면 진입. 글로벌 제조 무역 규모는 '24년 이후 뚜렷한 회복세 지속.

글로벌 AI 혁명으로 반도체 · AI · 인프라(HS84 · HS85) 관련 비중이 높은 대만 · 한국 중심으로 EM 내 극단적 성과 격차 발생. 다만 '18년 트럼프 1기 행정부 이후 진행된 공급망 재편으로 주요 신흥국 제조업은 이미 구조적 변화 단행으로 증시의 키 맞추기 근거로 작용. 중동 분쟁 장기화로 인플레이션 재부각 및 통화긴축 전환 우려는 증시 변동성 요인

투자 전략: 공급망 재편 수혜국을 정책 시기별로 비중 확대

관세 체제의 본질은 공급망 재편. 관세 체제가 보편 관세에서 품목 · 국가별 정밀 타겟팅으로 전환되는 과정에서, 각국의 수혜 강도는 제조업 고도화 단계 · 교역 구조 · 정책 대응 · 밸류에이션에 따라 뚜렷하게 갈릴 것. 5월 미국-이란 휴전 협상 국면에서 지정학적 우려로 증시 하락폭이 컸던 베트남 또는 인도 편입, 7월 USMCA 재검토 결과 전후로 멕시코, 9월 FTSE 신흥 권역 편입에 따른 패시브 수급 시 베트남, 10월 대통령 선거 전후로 경기 부양책과 원자재 사이클이 맞물리는 브라질, 11월 미국 중간선거 이후 정부 경기 부양 효과 가시화와 제조업 수혜가 기대되는 중국에 대한 비중을 확대하는 전략

증시 경로: 3Q 기간 조정(글로벌, 미국), 키 맞추기(신흥국)/ 4Q 상승 전환

26년 하반기 신흥 증시 밴드: 1,650~2,000p. 투자의견: 비중확대

26년 하반기 CSI300 밴드: 4,500~5,700p. 투자의견: 비중확대

3Q 기간 조정 → 4Q 상승 전환. 공급망 재편 수혜가 기대되는 신흥국 선별 및 비중 확대. 선호 국가는 제조업 업황 회복(중국), 원자재 사이클(브라질), 반도체 상승 사이클(대만, 한국)

중국은 신질생산력 중심 산업 고도화, 내수 중심의 성장 동력 재편과 경기 부양 정책, 글로벌 제조업 부가가치 30%를 차지하는 대체 불가한 공급망 감안 시 제조업 업황 회복의 가장 큰 수혜가 기대되는 국가. [3/4분기] 부동산 지표 부진과 미국 중간선거 변동성으로 상승 제한 예상. [4/4분기] 중국 정부 경기 부양책 효과 가시화, 제조업 업황 회복, 원자재 사이클 수혜 기대로 상승폭 확대 전망. 반면 부동산 추가 침체, 중간선거 결과에 따른 미국 대중 정책 재강화, 미국-이란 전쟁 장기화에 따른 물가 충격은 증시 변동성 요인

Quant

상승한 할인율 주식 듀레이션과 내러티브

Quant Analyst 권순호
soonho.kwon@daishin.com

- 상반기 미 국채 금리, 환율, 유가 등 국내 주식시장 할인율 상승 국면
- 시차를 두고 높은 듀레이션을 가진 주식과 업종의 상방 제약으로 작용하는 경향
- 반도체, 피지컬 AI 등 낮은 듀레이션 포트폴리오의 리레이팅 요소 긍정적

상승하는 할인율과 듀레이션 별 파급효과

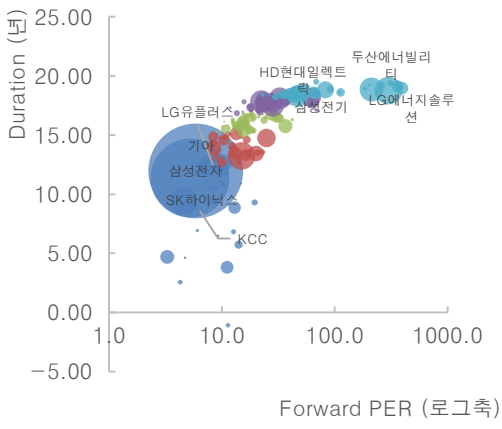
상반기 시장은 미국-이란 전쟁과 견고한 경기 흐름이 맞물리며 미 국채 금리, 유가, 원/달러 환율 등 주요 할인 요인이 상승하는 구간을 통과했다. 이는 성장 기대보다 할인율 변화에 대한 민감도가 시장 스타일을 결정하는 핵심 변수로 작용했음을 의미한다. 이에 따라 이익 추정치, 매출 성장률, 자본의 장부가치 등을 기반으로 기업별 현금흐름의 시간 가중치를 산출하고, 이를 주식 듀레이션 지표로 변환했다. 과거 할인 요인 상승 이후 짧은 듀레이션 포트폴리오와 긴 듀레이션 포트폴리오의 상대 성과를 비교한 결과, 짧은 듀레이션 종목군의 우위가 확인되었다.

할인율 부담이 높아지는 구간에서는 먼 미래의 성장 기대보다 현재 현금흐름과 자본가치가 뒷받침되는 기업의 상대 매력이 부각될 수 있다. 주요 대형주로는 삼성전자, 현대차, 삼성물산, LG 전자, POSCO 홀딩스, KT 등이 해당된다.

강세장 지속, 주도주와 차별화되는 내러티브와 낮은 주가 상관관계

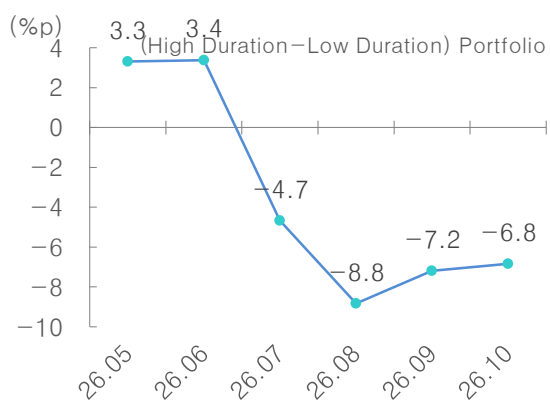
과거 2011 년, 2017 년, 2021 년 강세장 후반부에서는 시장 상승세가 종료되기 전까지 기존 주도주의 흐름이 지속되는 경향이 나타났다. 다만 이후에는 2011 년 차·화·정에서 필수소비재·화장품, 2017 년 바이오에서 방산, 2021 년 플랫폼에서 2 차전지로 주도주 손바뀜이 진행되었다. 즉 강세장 후반부는 기존 주도주가 쉽게 무너지기보다, 주도 흐름이 유지되는 가운데 다음 상승 국면을 이끌 업종이 점진적으로 형성되는 구간으로 해석할 수 있다. 피크 이후 동반 하락 구간을 제외하면 기존 주도주와 차기 주도주 간 상관관계는 낮게 형성되는 경우가 많았다. 최근에도 반도체와 피지컬 AI·소프트웨어 업종은 급락 구간을 제외할 경우 낮은 상관관계를 보이고 있다. 이는 반도체 주도 흐름의 연장 가능성을 인정하되, 동시에 피지컬 AI 와 소프트웨어 등 차기 성장 내러티브에 대한 선별적 접근이 필요함을 시사한다.

그림 1. 코스피 상대수익률과 외국인 수급 관계



자료: 에프엔가이드, 대신증권 Research Center
주: 코스피의 MSCI ACWI 대비 3개월 상대 수익률 대비 익월 외국인 순매도 규모

그림 2. 외국인 순매수, KOSPI 지분율 추이



자료: 에프엔가이드, 대신증권 Research Center

Commodity

돌아온 슈퍼 사이클, 인플레 견인 자산으로 헷지

Commodity Analyst 최진영
jinyoing.choi@daishin.com

- 여전히 잔존해 있는 종전 가능성, 이는 분명 원자재 가격의 하방 변수
- 그러나 일어날 일은 일어나는 법, 늦어져도 변함없을 인플레이션 방향
- 원자재 조정은 저가 매수의 기회, 내년 상반기까지 인플레 견인 자산 주목

여전히 잔존해 있는 종전 가능성, 이는 분명 원자재 가격의 하방 변수

지난 4월 28일, 트럼프 대통령은 호르무즈 해협 봉쇄가 장기화될 것을 대비하라 지시했다. 이란의 자금줄인 에너지 수출을 통제해 협상을 유도하겠다는 심산이다. 호르무즈 해협 봉쇄(원유 수출 중단 + 저장 시설 포화)는 단순 병목 현상이 아닌 구조적 문제를 야기할 리스크 요인이다. 유정을 인위적으로 폐쇄할 시 워터 코닝 현상으로 인해 영구적인 생산성 훼손을 유발한다. 폐쇄 기간별 차이가 존재하지만 기술력이 부족한 이란에게는 치명적일 수밖에 없다. 이란과 달리 미국은 버틸 체력이 있다. 2015년 폐지한 EPCA(에너지 수출 허가제)를 부활시켜 미국에 한해 중동발 인플레이션 우려를 진압할 수 있다. 수세에 몰릴 이란, 그렇기에 종전 가능성은 완전히 배제할 수 없다. 종전은 에너지 뿐만 아니라 비철금속 제련에 사용되는 황산, 곡물의 원료인 질소계 비료 가격까지 안정시킨다는 점에서 분명 원자재의 하방 변수이다.

그러나 일어날 일은 일어나는 법, 늦어져도 변함없을 인플레이션 방향

그러나 머피의 법칙처럼 일어날 일은 일어나는 법이다. 종전이 인플레이션 도래 시점을 늦출 수는 있어도 방향은 불변이다. 1)이라크, 쿠웨이트 등 호르무즈 해협 내 산유국들은 이미 유정 폐쇄가 장기간 진행된 상태이다. 추후 유가에 생산성 문제가 가격에 반영될 수밖에 없다. 2)세계 공장인 중국의 가격 인상 역시 불가피하다. 그간 중국은 제재 받고 있는 국가(이란, 베네수엘라, 러시아)로부터 염가의 원유를 수입하며 디플레이션을 수출할 수 있었지만 제재가 하나, 둘 해제되려는 상황에서는 지금과 같은 모델을 유지하기 어렵다. 특히, 3)유동성을 선반영하는 자산이자 기대 인플레이션을 선행하는 금 가격(상승률)이 말해주는 것처럼 2027년 말까지 인플레이션의 방향은 불변이다.

원자재 조정은 저가 매수의 기회, 내년 상반기까지 인플레 견인 자산 주목

그렇기에 인플레이션에 베팅할 것을 권고한다. 과거 기대 인플레이션이 급등했던 구간(예: '20~'22년, '16~'17년, '09~'10년)에서 우수한 성과를 도출한 자산들을 주목할 필요가 있다. 로봇, 신흥국, 중소형주 등 다양한 자산들이 아웃퍼폼했지만 그 중에서도 원자재가 양호한 성과를 도출했다. 원유/천연가스를 비롯해 구조적 공급 부족 노출된 구리, 구리 대체재인 알루미늄, 2차전지향 금속이 우수한 성과를 보였다. 원자재는 경기 후행 자산이다. 경기 침체 직전까지도 상승한다는 점에서 매력적이다. 지금 당장은 IT H/W에 모든 이목이 집중되어 있지만 인플레이션 견인 자산들을 통한 알파 창출도 필요하다. 그러한 점에서 호르무즈 해협이 다시 개방된다 하더라도 에너지와 비철금속에 대한 기존 비중 확대 의견을 유지(2027년 상반기限)할 것을 권고한다.

자산배분

실적으로 넘는 금리의 벽

- 기업실적 호조와 제조업 경기 회복으로 주식시장 상승 추세 지속 예상
- 물가 우려로 주요국 중앙은행의 긴축정책 가시화. 국채금리 상승 압력 확대
- 주식 비중확대 전략 유지. 금리 상승 국면에서 채권의 투자매력 약화

Asset Allocation 조승빈
seungbin.cho @daishin.com

기업실적 호조와 제조업 경기 회복으로 주식시장 상승 추세 지속 예상

2022년 10월 저점 이후 OECD G20 경기선행지수는 상승 흐름 지속. 양호한 경기 흐름이 이어지면서 글로벌 주식시장도 상승 추세 유지

올해 들어 OECD G20 기업경기 신뢰지수 뚜렷하게 개선. 재고 부담이 낮아 제조업 경기 추가 개선 가능하다고 판단. 기업경기 신뢰지수 회복은 기업실적에 긍정적

1Q26 실적 시즌이 기대 이상으로 진행되면서 기업실적 전망치 가파르게 상향조정. 실적 컨센서스 개선은 주가 상승 모멘텀 강화와 함께 밸류에이션 부담 완화 요인

물가 우려로 주요국 중앙은행의 긴축정책 가시화. 국채금리 상승 압력 확대

미국&이스라엘과 이란의 전쟁으로 유가가 급등. 실질금리와 기대 인플레이션 모두 상승하며 국채금리 상승 압력을 높이는 모습

최근 미 국채 10년물 금리는 연준의 향후 통화정책에 대한 시장의 반응에 민감. 최근 발표된 물가지표가 예상치를 상회하면서 연준의 긴축정책 전환에 대한 우려가 높아진 상황. 한편, 유럽과 일본의 경우 미국보다 앞서 올해부터 기준금리 인상이 재개될 것으로 시장은 예상

투자자들이 기대하는 대로 조만간 전쟁이 종료될 경우 유가 하락과 함께 시장금리도 안정될 것으로 예상. 하지만 글로벌 제조업 경기 회복이 본격화되고 있는 만큼 원자재 수요가 늘어나면서 연말로 갈수록 기대 인플레이션은 다시 상승할 가능성이 높다고 판단

연준의 통화정책 전환에 대한 우려 확대는 채권시장 내재 변동성(MOVE) 확대 요인. MOVE 지수가 상승할 때 주식시장에도 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 점에서 연준의 긴축정책 전환 여부 주목

주식 비중확대 전략 유지. 금리 상승 국면에서 채권의 투자매력 약화

견조한 기업실적과 글로벌 제조업 경기 회복으로 주식시장 상승 추세 지속 예상. 투자 과열에 따른 변동성 확대는 비중 확대의 기회로 활용하는 전략 유효

주식 시장에서는 기업 실적 성장에 대한 신뢰도가 높은 미국과 한국 증시 선호. 미국 이외 증시는 유럽의 경기선행지수 둔화와 기준금리 인상 재개 등을 고려할 때 투자매력도가 상대적으로 낮다고 판단

물가에 대한 우려와 국채 발행 물량 확대 등 국채금리의 상승 가능성은 채권 전반에 대한 투자매력도를 낮추는 요인. 기준금리 인상이 재개될 경우 주식과 채권의 상관관계가 높아졌다는 점에서 장기채권의 자산배분 효과는 기대하기 어려운 상황

단기채나 MMF 등 현금성 자산으로 포트폴리오의 안정성을 높이고, 주식과 원자재 등 위험자산의 가격 조정시 비중확대의 재원으로 활용하는 전략이 필요하다고 판단

콥데이 후기

하이록코리아 (013030)

에너지 공급망 재편 수혜주

- 주요 전방산업 호조로 1Q26 매출액 541억원 (yoy +10.4%) 성장
- 중형 모듈러 방식의 LNG 및 FLNG의 빠른 건설을 예상
- 26년 예상 P/E 8배로 역사적 평균 10배 대비 할인되어 거래 중

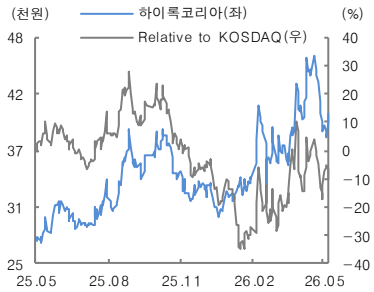
박장욱

jangwook.park@daishin.com

투자의견	N.R
6개월 목표주가	N.R
현재주가 (26.05.22)	40,300
	스몰캡업종

KOSDAQ	1161.13
시가총액	4,743억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	68억원
52주 최고/최저	46,150원 / 27,100원
120일 평균거래대금	28억원
외국인지분율	28.71%
주요주주	문휴건 외 6 인 39.73% FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC 외 8 인 10.44%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.9	6.9	25.2	48.7
상대수익률	-1.2	6.2	-6.9	-8.1



중동 분쟁으로 중동향 매출 일부 지연에도 호실적 기록

1Q26 매출액 541억원(YoY +10.4%), 영업이익 127억원(YoY +23.6%) 기록. 중동 분쟁으로 인해 중동향 화학 플랜트 등 매출 일부 지연되었음에도, 반도체, 조선, 해양 등 다양한 전방 산업이 실적 호조를 보임에 따라 1분기 호실적을 기록함

호르무즈 해협 열리더라도 수출량 V자 반등은 어려울 것

Dow Chemical에 따르면, 카타르 수출용 메가트레인 4 · 6번이 피격된 것으로 파악됨. 장비 파손으로 LNG 터미널 복구까지 2~3년의 시간이 소요될 것으로 예상. 이는 글로벌 LNG 공급량의 2.5~3%에 달하는 물량으로, 호르무즈 해협이 당장 개방되더라도 단기간 LNG 수급 차질은 불가피할 것

리드타임이 긴 메가트레인. 대안인 중형 모듈러 방식의 수혜 예상

대형 및 메가트레인 LNG 수출 터미널에 사용되는 가스터빈, 압축기, 극저온 열교환기의 리드타임은 2.5 ~ 4년으로 파악됨. 좀 더 빠르게 생산이 가능한 중형 모듈러 방식의 BAXT 방식의 LNG 및 FLNG 프로젝트들의 진행 속도가 빨라지는 방향으로 LNG 부족분에 대한 투자가 이뤄질 것.

에너지 지형의 변화와 높아질 기저 체력

26년 매출액 2,362억원(YoY +10.1%), 영업이익 667억원(YoY +13.2%)을 전망함. 호르무즈 사태 이후, 아시아 국가들의 비중동향 LNG 수입처 물량 확대에 따른 해양부문 등의 수혜가 예상됨. 26년 예상 P/E 8배로 역사적 평균 PER 10배 대비 할인 거래 중

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 억원, 원 , %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,905	2,146	2,362	2,483	2,622
영업이익	501	589	667	745	774
세전순이익	631	657	756	828	856
총당기순이익	480	508	585	640	662
지배지분순이익	475	503	579	634	624
EPS	3,718	4,141	4,920	5,387	5,299
PER	6.8	7.4	7.9	7.2	7.3
BPS	33,784	37,411	42,221	46,307	50,310
PBR	0.7	0.8	1.0	0.9	0.8
ROE	11.4	11.4	12.2	12.2	11.0

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

콥데이 후기

태광 (023160)

막힌 LNG, 빨라지는 모듈러 투자

박장욱

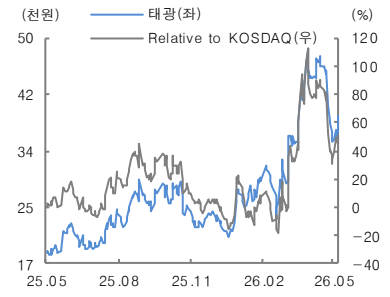
jangwook.park@daishin.com

투자의견	N.R
6개월 목표주가	N.R
현재주가 (26.05.22)	38,650

스몰캡업종

KOSDAQ	1161.13
시가총액	9,998억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	129억원
52주 최고/최저	48,500원 / 18,210원
120일 평균거래대금	135억원
외국인지분율	20.52%
주요주주	대신인터내셔날 외 10 인 46.75% 국민연금공단 5.55%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.2	25.3	74.1	112.2
상대수익률	-11.8	24.5	29.5	31.2



- 미주향 수출 증가로 1Q26 매출액 823억원 (YoY +32.9%) 기록
- 중형 모듈러 방식의 미국 LNG 수출 터미널 투자 예상
- 미주향 수출 물량 증가로 펀더멘탈 개선 전망. PBR 할증 정당

미주향 수출 증가 및 일부 호르무즈 우회 해협 투자로 매출 성장

1Q26 매출액 823억원 (YoY +32.9%), 영업이익 93억원(YoY +25.6%) 기록. 중동 분쟁으로 인한 일부 중동향 품목 납기 지연 및 2차전지 기자재업체인 HYTC의 적자 지속에도 미주향 매출 비중이 확대되며 매출 및 영업이익 상승. 미주향 매출은 4Q25 190억원에서 1Q26 220억원으로 1분기 매출 성장을 견인함. 일부 호르무즈 우회 항로에 대한 투자에 따른 물량 매출 일부 발생

원유와 달리 대안 수출로가 부재한 LNG 수출 터미널

원유의 경우, 제한적이지만 홍해 얀부(Yanbu) 항을 통한 우회 물량과 UAE 푸자이라(Fujairah) 항을 통한 일부 수출 물량이 존재함. 우회 물량은 호르무즈에서 막힌 물량의 15 ~ 27%에 해당함. 반면, LNG 수출 터미널은 호르무즈해협을 지나는 것 외에는 대안이 부재함. LNG의 경우, 우회 항로를 짓더라도 대안 항로에 LNG 수출 터미널을 신규로 지어야 하나, 현재 LNG 수출터미널 장비는 병목 구간에 위치함

리드타임이 긴 메가트레인. 대안인 중형 모듈러 방식의 수혜 예상

대형 및 메가트레인 LNG 수출 터미널에 사용되는 가스터빈, 압축기, 극저온 열교환기의 리드타임은 2.5 ~ 4년으로 파악됨. 좀 더 빠르게 생산이 가능한 중형 모듈러(BAHX) 방식의 LNG 및 FLNG 프로젝트들의 진행 속도가 빨라지는 방향으로 LNG 부족분에 대한 투자가 이뤄질 것. 중형 모듈러 방식의 미국 LNG 수출 터미널에 노출도가 있는 동사의 수혜가 예상됨

늘어나는 북미향 수출 비중. 개선될 펀더멘탈

26년 매출액 3,291억원(YoY +10.8%), 영업이익 486억원(YoY +25.5%)을 전망. 미주향 수출 물량 증가로 이익의 기저 레벨 높아질 것. 26년 예상 PBR 1.6배 수준. 최근 10년 평균 PBR 0.7배 대비 할증 거래 중. 본격 업사이클 구간에 위치한 상황으로 PBR 할증은 정당

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 억원, 원 , %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,668	2,970	3,291	3,834	4,054
영업이익	399	387	486	690	791
세전순이익	578	862	409	615	718
총당기순이익	461	655	311	468	546
지배지분순이익	449	639	299	463	540
EPS	1,736	2,469	1,151	1,790	2,089
PER	10.2	8.8	33.6	21.6	18.5
BPS	21,360	23,569	24,699	26,303	28,147
PBR	0.8	0.9	1.6	1.5	1.4
ROE	8.2	10.7	4.7	7.0	7.7

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

Issue & News

SK스퀘어 (402340)

김회재

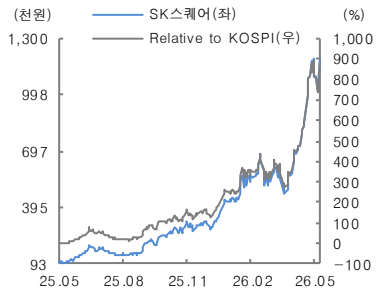
hojae.kim@daishin.com

투자의견	**BUY** 매수, 유지
6개월 목표주가	**1,500,000** 상향
현재주가 (26.05.22)	**1,185,000**

통신서비스업종

KOSPI	7847.71
시가총액	156,371십억원
시가총액비중	2.87%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	1,190,000원 / 98,500원
120일 평균거래대금	3,986억원
외국인지분율	48.82%
주요주주	SK 외 10 인 32.20% 국민연금공단 8.84%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	64.6	104.3	345.5	1,103.0
상대수익률	34.6	51.2	118.7	297.6



백조의 첫 날갯짓

- NAV 대비 할인율은 24년 65.1%, 25년 51.4%, 전일 기준 47.6%
- 도전적이고, 성공적인 기업가치제고 전략. 시장 흐름을 간파한 우수 사례
- 24.11월 이후 상승률 SK스퀘어 1,374% vs. SK하이닉스 1,050%

투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 1,500,000원으로 +50% 상향

목표주가는 NAV에 할인율 31% 적용(기존 30%). 21.11.29 분할 신규 상장 후 형성된 할인율은 39~77%, 평균 66%. NAV의 98%를 차지하는 SK하이닉스의 시총 상승 및 추가 상승 전망 반영

스퀘어의 NAV에서 하이닉스의 비중이 높고, 단일 종목 편입 한도 10% 제한 기준에 따라 스퀘어가 하이닉스에 대한 대안 투자의 성격이 높기 때문에, 스퀘어의 NAV에 대한 타겟 할인율을 하이닉스 목표주가의 타겟 PBR 할증/할인과 연동

컨센서스 기준 SK하이닉스의 목표 시총은 12M FWD BPS에 3.8배 적용 수준 PBR 3.8배는 12M FWD PBR 밴드 상단인 3.2배 대비 20% 할증 수준

스퀘어의 목표주가 산정을 위한 NAV 할인율을 밴드 하단인 38.8%에 20% 할인을 적용한 31%로 적용

도전적이고, 성공적인 기업가치제고 전략. 시장 흐름을 간파한 우수 사례

〈자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령〉 제8조에 따라 주식형 펀드에 대한 단일 종목 편입 한도 10% 제한 기준 적용. 25.10월부터 하이닉스에도 적용

금융투자협회에서는 하이닉스 시총 비중을 월 1회씩 조정하고 있으나, 하이닉스의 급등에 따라 금투협이 제시하는 비중과 실제 하이닉스 시총 사이의 괴리 발생

5/4에 공지한 시가총액 비중은 4월 평균 시총을 반영한 15.7%이나, 전일 기준 하이닉스의 시총 비중은 22.2%. 하이닉스 실적 전망 상향에 따른 주가 급등이 지속되고 있기때문에, 6월초에 발표할 하이닉스 시총 비중은 여전히 하이닉스의 실제 시총 비중을 하회할 가능성이 높아서, 스퀘어의 대안 투자 매력 지속

SK스퀘어는 이러한 상황을 전략적으로 활용한 기업가치제고 우수 기업

24.11.21 기업가치제고계획 발표. 27년까지 NAV 할인율 50% 이하 목표. 당시 NAV 할인율은 3Q24 기준 65.2%였기 때문에, 상당히 도전적인 목표

25.11.25. 기업가치제고계획 업데이트. 28년까지 NAV 할인율 30% 이하 목표. 당시 NAV 할인율은 3Q25 기준 52.7%. 1년 만에 27년까지의 목표를 달성하고, 추가로 도전 목표 제시. 하이닉스의 대안 투자 수요를 전략적으로 활용한 사례

NAV 할인율은 26.5월초 38.8%까지 축소 후 전일 기준 47.6%

24.11.21 기업가치제고계획 발표 이후 주가 상승률
SK스퀘어 1,374% vs. SK하이닉스 1,050%

25.11.25 기업가치제고계획 업데이트 이후 주가 상승률
SK스퀘어 308% vs. SK하이닉스 274%

NDR 후기

파마리서치 (214450)

코스닥을 담는다면 이런 종목부터

한송협

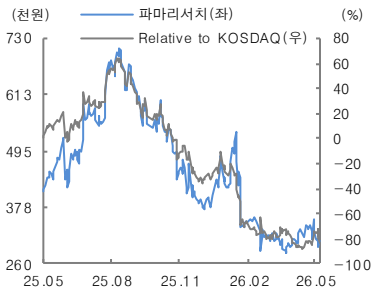
songhyeop.han@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	620,000 유지
현재주가 (26.05.22)	305,000

의료 장비 및 서비스 업종

KOSDAQ	1161.13
시가총액	3,169십억원
시가총액비중	0.47%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	711,000원 / 282,500원
120일 평균거래대금	559억원
외국인지분율	6.21%
주요주주	정상수 외 7 인 34.92%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.5	-12.6	-33.8	-30.8
상대수익률	2.2	-13.1	-50.8	-57.2



- 1Q26 실적은 사업계획 부합. 연간 매출 YoY +25% 목표 유지
- 내수 의료기기 내국인 수요와 병원 확대로 방어. 2Q QoQ +10% 기대
- 수출 의료기기는 유럽, 중동 중심. 화장품은 내수, 수출 모두 업사이드

5/14~15 파마리서치 기관투자자 NDR 진행

1Q26 매출액 1,461억원(YoY +25%, QoQ +2%), 영업이익 573억원(OPM 39%)으로 사업계획에 부합. GPM 77%, OPM 39%로 목표 수익성 유지. 2026년 연간 매출 YoY +25%, OPM 30% 후반대 목표도 유지

NDR 핵심은 2Q26 이후 성장 포인트 확인. 내수 리쥬란 방어, 유럽과 중동 중심의 수출 의료기기 회복, 화장품 업사이드가 주요 관심사. 2Q26은 내수 의료기기 QoQ +10%, 수출 의료기기 QoQ +25% 회복을 기반으로 전사 매출 QoQ 한 자릿수 후반 성장 목표 제시. **코스닥 투자 활성화와 기관 자금 유입 기대가 높아지는 환경에서 동사는 수익성, 재무 안정성, 해외 성장성을 갖춘 대표 코스닥 성장주로 부각될 가능성**

주요 내용 요약: 내수 방어, 유럽 리오더, 화장품 업사이드

내수 의료기기는 외국인 피부과 소비 둔화에도 방어. 1Q26 방한 외국인 피부과 지출액은 4Q25 대비 약 30% 감소했으나, 내국인 수요 증가와 거래 병원 확대가 이를 상쇄. 2Q26은 외국인 수요 회복까지 더해지며 내수 의료기기 QoQ +10% 성장 목표

수출 의료기기는 중국과 일본 부진으로 1Q26 QoQ 감소했으나, 2Q부터 유럽과 중동 중심의 회복 기대. 유럽은 VIVACY향 1월 초도 20억원, 4월 리오더 30억원 이상 발생. 초기 재고 소진도 빨라 2Q 중 추가 리오더 가능성 존재

화장품은 이번 NDR에서 부각된 실적 업사이드 요인. 내수는 올리브영과 면세점 중심의 관광객 소비가 견인했고, 수출은 동남아 쇼피, 중국 세포라, 미국 세포라 진입이 핵심. 화장품 비중 확대에도 수출 판가와 직접영업 구조 감안 시 전사 수익성 훼손은 제한적

주요 QnA: 내수 방어+수출 성장 (추가 내용 4~5p 참고)

Q) 1Q26 내수 의료기기 방어 요인은?
A) 외국인 감소를 내국인 수요와 거래 병원 확대가 상쇄

Q) ECM 스킨부스터와 리쥬란의 수요 중복 가능성은?
A) 일부 수요 중복은 가능하나 사용 목적은 점차 구분되는 흐름

Q) 수출 의료기기 회복의 중심 지역은?
A) 유럽과 중동. 유럽 리오더와 중동 신규 진입이 2Q 실적의 핵심

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	350	536	692	881	1,041
영업이익	126	214	277	359	426
세전순이익	116	217	296	370	438
총당기순이익	89	168	226	285	337
지배지분순이익	92	165	224	282	334
EPS	8,743	15,391	21,579	27,169	32,101
PER	30.0	26.2	15.4	12.2	10.4
BPS	50,448	59,317	75,291	96,377	121,893
PBR	5.2	6.8	4.1	3.2	2.5
ROE	18.9	26.9	28.7	28.4	26.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 파마리서치, 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.