

Morning Meeting Brief

Daishin's View

[Daishin's View] 2026년 9월 5주차

- 금리: 韓 고성장 반영한 높은 금리 변동성. 美 추가 인상 부담 환율: 금리 인상에도 여전히 무거웠던 상단, 중기적으론 펀더멘탈 관점
- 국내 증시: 반도체 주도력 회복 & 비반도체 순환매, 정상화 국면 글로벌 증시: 9월, 계절적 약세 패턴 이겨내고 상승 방향 무게
- 원자재: 트럼프의 잃어버린 신뢰 속, 조정은 저가매수 기회 부동산: 주택은 매매 차별화/임대 상승, 상업용은 레버리지 효과 실종

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Macro

버틸만한 장기금리 5%

- 올해 미국 장기금리 상승은 성장 및 통화정책 기대 탓, 추후 안정화 예상
- 미국 경기는 현재 금리 버틸만해, 경기 하강 보다는 완만한 둔화 전망
- 달러-원 미국 금리 인상 부담에도 결국 무역흑자 따라 하방 압력

이정훈. jhoon.lee@daishin.com

Strategy

[10월 전망] Macro vs Micro. 유가/금리 압박이 완화되면? 반도체/AI 밸류체인 + 성장주 순환매

- 3분기 실적이 유가/금리 압력을 이겨내는지 여부가 중요
- 미국 중간선거를 앞두고 트럼프 정책 불확실성 완화 예상
- KOSPI 하단은 견고, 여전히 밸류에이션 저평가 국면 속 증시 방향은 우상향

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

[퀀틴전시 플랜] 유가 부담 완화에도 연휴 앞둔 관망세, 주요 이벤트 대기

- 미국-이란 협상 기대와 사우디 공급망 회복에 국제 유가 하향 안정
- 추석 연휴 앞둔 관망세, 미-중 정상회담과 9월말 주요 이벤트 대기
- 외국인, 개인 매도세에 업종 전반 약세, AI 반도체 모멘텀은 지속

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Commodity

내년 에너지 슈퍼 사이클과 함께할 알루미늄

- 구리 가격이 상승할수록 대체 수요 커지는 알루미늄, 상승 탄력 강화 요인
- 전 세계 최대 생산자 중국, 규제 강화하면서 알루미늄 생산 Capa. 제한
- 내년 도래할 에너지 슈퍼 사이클, 이는 알루미늄 가격 상승 견인할 동력

최진영. jinyoing.choi@daishin.com

[10월 전망] 금리 부담에는 이익, 관망 국면에는 배당

- 지속되는 금리, 환율 매크로 부담. 26년 하반기 이익추정치 감소세
- 과거 고금리 국면 모멘텀 약화되는 경향. 가격 움직임 보다 이익을 지속에 주목
- 거래대금, 예탁금 수준 감소. 장기 투자자금 우위로 고배당주 우위 나타나는 경향

권순호, Soonho.kwon@daishin.com

산업 및 종목 분석

[ESG/지주업] FY26 부터 주석에서 확인하는 토지 공시지가

- FY26 연차재무제표부터 원가모형 토지의 공시지가 주석공시 의무화
- 재평가모형·투자부동산·재고자산·해외 소재 토지는 공시 대상에서 제외
- 공시지가는 공정가치가 아니므로 장부금액과의 단순 비교로 기업가치 판단은 지양

이경연, kyungyeon.lee@daishin.com

[Issue & News] SK 하이닉스: 소음보다 방향성에

- 최근 시장은 2가지 Risk를 제기. 다만, 과도한 우려는 기우.
- 현 주가는 보다 강인해지는 Fundamental의 가치를 미반영한 수준.
- 비중 확대 전략 유효. 목표주가와 매수의견 유지.

류형근, hyungkeun.ryu@daishin.com

[Result Comment] HPST: 결국 숫자가 증명할 것

- 전응용처에 걸친 신규 수주 확대 효과를 반영하여 이익 전망을 상향.
- DRAM 1d, 로직/파운드리 (CPU) 등에서 추가 성장 기대.
- 목표주가를 71,000원으로 상향. 매수의견 유지.

류형근, hyungkeun.ryu@daishin.com

[Issue Comment] 마크로젠: 물량이 이익으로 전환되는 구간

- 26년 매출 2,083억원 전망. 송도센터 안정화로 이익 개선
- 27년 NGS 매출을 기반으로 영업이익 188억원, OPM 7.7% 전망
- K-DNA 계약 및 생물보안법과 삼성헬스 연계가 외형 성장 기회

한승협, Songhyeop.han@daishin.com

2026년 9월 5주차

[금리] 국고 3년 3.80~4.15%

韓 물가 외에 고성장 반영한 높은 금리 변동성. 美 추가 인상 + 국채 수급 부담
한국은 인플레이션 외에 높은 성장 전망이 부각되며 기준금리 인상 사이클의 지속 가능성을 강화. 시장금리 역시 비우호적 매크로에 대한 부담으로 추세적 상승세. 미국은 9월 기준금리 인상 이후 통화당국의 물가 안정 의지 확인으로 정책 불확실성 해소. 다만 국채 수급 부담, 추가 인상 기대 등으로 시장금리 변동성 확대 우려는 지속

[환율] 달러-원 환율 1,300~1,420원

금리 인상에도 여전히 무거웠던 상단. 중기적으로는 펀더멘털 관점 유효

그간 급락을 딛고 한 주 만에 1,390원 부근까지 급반등했으나, 위험 선호 심리 회복 되자 연휴 앞두고 곧바로 달러 매도 출회. 최근 환율 반등을 추세 전환으로 볼 근거는 아직 없음. 미국 2회 가량 금리 인상 시나리오 하에서는 달러 상단 제한. 원화는 중기적으로는 다시 막대한 무역흑자 반영 전망

[국내 증시] KOSPI 5,000~9,300p

반도체 주도력 회복 & 비반도체 순환매. KOSPI 밸류에이션 정상화 국면 진행 중

반도체 수출 모멘텀 및 가격 상승 확인, 밸류에이션/가격 매력을 바탕으로 KOSPI 시장 주도력 회복. 비반도체 또한 수출, 실적 모멘텀과 수급 개선, 채권금리 안정시 순환매 강화. KOSPI 12개월 선행 PER 6배 이하, 밸류에이션 정상화 국면 전개 중. KOSPI 6,800 ~ 7,000선 안착시 1차 반등 목표 선행 PER 7배(8,800선) 가시권에 들어올 전망

[글로벌 증시] S&P500 7,000~8,400p

9월 글로벌 증시, 계절적 약세 패턴 이기고 상승 무게. 변동성 확대 시, 비중확대

9월 미국 증시, 최근 5년 동안 계절적 약세. 9.30일 정부 회계연도 종료 앞두고 국채 발행, 금리 상승, 위험선호심리 약화 영향. 대형 기관, 분기 말 대규모 리밸런싱 영향 하지만 올해 9월은 2/4분기 실적 모멘텀, 성장 둔화 및 물가 하락을 나타내는 경제 지표 바탕 연준 완화적 통화정책 기대 커지며 상승 방향 예상. 변동성 확대 시 비중 확대 탐색 기회 활용

[원자재] WTI 80~105\$/bbl.

중간 선거 앞두고 거론된 종전 가능성. 그러나 이미 잃어버린 신뢰, 조정은 저가 매수 기회
트럼프 대통령, UN 총회에서 중간 선거 전후로 이란과의 전쟁이 끝날 수 있다 언급. 유가 하락 전환. 여기에 사우디 측에서 동-서 송유관 가동 재개한다며 6~8주 내 정상화 가능하다고 발표. 그러나 조정은 저가 매수 기회. 이란은 자신들의 종전 조건 수용해야 한다 강조. 특히, 보험사 입장에서 중동 공급망은 더 이상 신뢰하기 어려운 상황, 완전 정상화 어렵다는 견해 유지

[부동산] 주택: 강보합, 상업: 약보합

주택은 매매 차별화/임대 상승, 상업용은 레버리지 효과 실종 기간조정 장기화

주택 : 초고가 시장 조정 단기 마무리 국면, 구매력 급증한 수도권 동남권 지역 가격 상승 지속 예상. 상승세는 수도권 저가 지역으로 이동, 임대 시장은 강세 전망
상업 : 오피스 임대 시장 둔화로 보수적인 관점 필요, 물류 섹터는 우량 자산 중심으로 임대 시장 회복 국면. 다만, 금리 강세로 레버리지 효과 실종으로 기간 조정 및 거

Macro

Economist 이정훈, CFA
jhoon.lee@daishin.com

버틸만한 장기금리 5%

- 올해 미국 장기금리 상승은 성장 및 통화정책 기대 탓, 추후 안정화 예상
- 미국 경기는 현재 금리 버틸만한, 경기 하강 보다는 완만한 둔화 전망
- 달러-원 미국 금리 인상 부담에도 결국 무역흑자 따라 하방 압력

2023 년과는 다른 미국채 10년 5%, 가파른 상승세는 진정

9 월 FOMC 에서 연준은 3 년 만에 금리 인상으로 돌아섰다. 9 월 중 미국채 10년물 금리는 5%를 넘었다. 30년 금리는 5.4%까지 상승했다. 팬데믹 이후 금리 발작이 빈번해진 탓에 시장의 우려를 키우기에는 충분했지만, 정작 시장은 2023 년 10 월 금리 발작 당시에 비해 훨씬 안정적이었다.

장기 금리 상승에는 다양한 요인들이 있으며, 팬데믹 이후 미국 정부부채가 급증한 데 따른 공급 우려도 핵심 요인 중 하나로 지목된다. 정부부채가 금리에 구조적 요인으로 작용 중인 것은 맞지만, 적어도 올해 장기금리 상승은 경기 호조와 함께 미-이란 전쟁을 기점으로 통화정책 기대가 반전된 것이 핵심이었다. 중장기적인 상승 압력은 유효하나, 단기적으로는 정작 금리 인상을 시작한 후에는 장기금리 상승 속도는 안정을 찾을 가능성이 높다. 다만 빅테크 업체들의 막대한 장기채 공급 계획을 감안하면 하방도 견고할 것이다. 최종금리 수준이 현재 시장에 반영된 2-3 회를 넘어서지 않는 것이 중요하다

미국 경기는 금리 상승에도 버틸 체력 있어, 경기 하강 보다는 완만한 둔화

금리 인상 및 최근 장기금리 상승으로 미국 경제 둔화에 대한 우려도 조금씩 고개를 들고 있다. 하지만 현재 미국 경제 성장을 주도하는 AI 투자는 시장 금리에 상대적으로 덜 민감한 부문이다. 금리에 민감한 것으로 알려진 주택 경기의 경우 이미 부진이 장기화되고 있다. 이번 금리 인상 사이클은 결국 시차를 두고 경기를 둔화시키겠지만, 급격한 경기 하강 보다는 내년 상반기 이후 완만한 경기 둔화 가능성이 더 높다. 경기 위험을 모니터링하기 위해서는 1) 유가, 2) 일드커브, 3) 신용 여건의 경색 여부를 체크할 필요가 있다.

원화, 길게 보면 여전히 하방 우위

달러-원 환율은 급격한 하강 후 연준 금리 인상 전후로 반등했다. 하지만 과거 금리 인상기 사례를 볼 때 2-3 회의 금리 인상이라면 달러 강세 폭이나 기간 모두 제한적일 수 있다. 원화는 재차 펀더멘털을 반영해 강세를 이어갈 것으로 예상된다. 한국은 내년까지 GDP 의 20%에 육박하는 경상 흑자를 이어갈 것이 유력하다. 이는 그간 원화 약세를 주도하던 자본 유출 내러티브를 상쇄할 수 있을 정도의 규모다. 과거 달러-원 환율의 조정 폭을 감안하면 1,300 원 초반이 꽤 강한 저항이 될 수 있으나, 팬데믹 이후 고착화되었던 미국과의 성장률/금리 역전이 정말로 뒤바뀌는 것이라면 1,200 원대 진입도 배제할 수는 없다.

Strategy

Strategist 이경민

kyoungmin.lee@daishin.com

Macro vs Micro.

유가/금리 압박이 완화되면?

반도체/AI 밸류체인 + 성장주 순환매

- 3분기 실적이 유가/금리 압력을 이겨내는지 여부가 중요
- 미국 중간선거를 앞두고 트럼프 정책 불확실성 완화 예상
- KOSPI 하단은 견고, 여전한 밸류에이션 저평가 국면 속 증시 방향은 우상향

3분기 실적이 유가/금리 압력을 이겨내는지 여부가 중요

9월에 이어 **10월에도 매크로(Macro)와 마이크로(Micro) 간 줄다리기 싸움 불가피**. 9월에 등락은 있었지만, 유가, 금리 상승 압력을 시, 반도체 모멘텀이 극복. 10월에는 3분기 실적 시즌이 시작되는 만큼 유가, 금리 상승 압박 상황에서 시, 반도체 업황/실적 모멘텀을 확인하는 국면. 3분기 주요 기업 실적 결과가 유가, 금리 압박을 이겨낼 수 있을지 여부가 중요. **결국 '이익이 유가/금리를 이기는가'가 박스권(6,500~7,200) 돌파 최대 관건**

유가, 금리 안정이 가시화될 경우 상단이 크게 열릴 것. 우선, 유가 안정이 필수 조건. 유가 등락, 레벨에 따라 물가, 통화정책, 채권금리, 달러화 등락을 넘어 글로벌 증시 흐름에도 상당한 영향을 미치기 때문. 유가 하락(상승) → 물가 하락 기대(상승 우려) → 비둘기 파적(매파적) 통화정책 스탠스 기대(경계) → 채권금리/달러화 하락(상승) → 증시 상승(하락) 전개

미국 중간선거를 앞두고 트럼프 정책 불확실성 완화 예상

최근 트럼프 지지율 급락(32%, 역대 최저), 중간선거에서 참패(블루 스윙 확률 60% 상회) 가능성 확대. **11월 4일 중간선거를 앞두고 있는 입장에서 트럼프 정책의 불확실성 완화될 수 밖에 없다고 판단**. 마찬가지로 이란과의 갈등도 중간선거 전까지 격화될 가능성 제한적이며 평화무드 형성도 가능할 것으로 예상. 게다가 카타르가 핵심 중재자로 부상한 상황에서 APEC을 앞둔 중국도 조용한 압박을 진행 중. 이란의 요구 조건도 완화되는 양상. **중간선거 전 미국과 이란 간의 평화무드 형성 시 유가 레벨다운, 금리, 채권금리 안정이 가시화되면서 KOSPI 상승 탄력 강화 예상**

10월 예정된 이벤트를 살펴보면 9월말 ~ 10월초(9/30~10/2) PCE-마이크론수출美 고용이 핵심. 수출 호조가 예상되는 가운데 **마이크론 실적을 통해 반도체 실적 전망의 방향성이 결정될 것**. **PCE와 고용 결과는 통화정책 컨센서스, 금리 행배에 영향을 줄 것**. 10월 중반(10/7~10/15)에는 삼성전자 잠정실적美 CPI-TSMC가 예정. 본격적인 프리어닝 시즌 돌입과 함께 **CPI 결과에 따라 10월말 FOMC 금리결정이 가시화될 전망**. 10월 후반(10/22~10/30)에는 금통위SK하이닉스빅테크FOMC(10/29 새벽)BOJ가 이어짐. 주요국 통화정책 일정이 집중된 주간으로 **통화정책 선반영 여부**에 따라 변곡점이 될 여지

KOSPI 하단은 견고, 여전한 밸류에이션 저평가 국면 속 증시 방향은 우상향

9월 KOSPI 6,500 ~ 6,700선 지지력 확인한 만큼 KOSPI 하단은 견고해졌다고 판단(연말까지 KOSPI 하단 5,000p에서 6,300p로 상향 조정, 선행 PER 5배 수준). 하지만, **9월 KOSPI 7,000선 회복에도 불구하고 선행 PER 5.55배에 불과**. 선행 EPS가 1,275.8p(8월말 1,240p)로 추가 상승했기 때문. 현재 KOSPI는 극심한 **밸류에이션 저평가에서 벗어나는 것만으로도 7,500 ~ 7,700선대 돌파시도 가능**. 동 지수대는 선행 PER 6배 수준이자, 선행, 확정실적 기준 PBR 26년 평균 수준으로 1차 밸류에이션 정상화 목표치. 9월말 수급선으로 불리는 60일선(6,900선)을 넘어섬. 경기선으로 불리는 120일 이동평균선이 위치한 7,100선 돌파/안착 여부가 관건

방향성에 집중할 때. 유가, 금리의 추가적인 급등세만 없다면 증시 방향성은 우상향. 경제지표, 실적 결과에 따른 등락은 기대와 현실 간의 눈높이 조정과정. **모멘텀이 견고하고 개선 방향성이 명확하다면 등락은 비중확대 기회**. 유가, 금리 상승 압력 또한 정점을 통과하는 과정일 가능성 높다고 판단. 만약 유가, 금리 안정과 3분기 실적이 예상보다 양호하다면 상승 탄력은 강해질 것. **KOSPI 선행 PER 6배 이하는 Downside Risk보다 Upside Potential이 높은 국면**

유가 부담 완화에도

연휴 앞둔 관망세, 주요 이벤트 대기

- 미국-이란 협상 기대와 사우디 공급망 회복에 국제 유가 하향 안정
- 추석 연휴 앞둔 관망세, 미·중 정상회담과 9월말 주요 이벤트 대기
- 외국인, 개인 매도세에 업종 전반 약세, AI 반도체 모멘텀은 지속

미국-이란 협상 기대와 사우디 공급망 회복에 국제 유가 하향 안정

트럼프 대통령은 유엔 총회에서 미국 대표단이 이란 측과 3시간가량 회담을 진행했다고 언급. 합의 불발 시 추가 군사행동 가능성을 경고했지만, 합의가 성사될 경우 이란의 재건과 경제 발전이 가능하다고 강조. 또한 11월 중간선거 이후 이란과의 협상 타결이 가능하다고 발언

이란도 미군의 해상 봉쇄 해제를 전제로 호르무즈 해협을 개방할 수 있다는 입장을 표명. 여기에 사우디가 드론 공격으로 중단됐던 동서 송유관 가동을 22일 재개 하면서 원유 공급 차질 우려 완화

미국과 이란의 협상 기대와 원유 공급망 회복은 국제 유가 하락 안정화 요인으로 작용. WTI 선물은 90달러, 브렌트유는 100달러를 하회하며 투자심리 개선

추석 연휴 앞둔 관망세, 미·중 정상회담과 9월말 주요 이벤트 대기

9월 24~25일 추석 연휴로 국내 증시가 휴장하는 가운데, 9월 24일 미·중 정상회담과 9월 30일 미국 PCE 물가 등 주요 이벤트를 앞두고 관망심리 유입

미·중 정상회담에서는 11월 10일 만료되는 무역 협상 휴전 연장과 약 300억달러 규모의 상호 관세 인하 리스트, 보잉 항공기·대우 구매, 희토류 및 첨단 기술 규제 등이 주요 의제로 부각. 정상회담 결과에 따라 업종별 모멘텀 강화될 수 있는 데다, 협상 성과가 제한적일 경우 발생할 수 있는 부정적 영향도 상존. 다만 휴장 기간 중 결과를 즉시 반영하기 어렵다는 인식이 관망심리를 확대

또한 연준의 인플레이션 경계감이 이어지는 상황에서 10월 FOMC 통화정책 경로를 판단할 8월 PCE 물가와 국내 반도체 업종 실적을 가능할 마이크로 실적 발표를 앞두고 경계심리도 잔존

외국인, 개인 매도세에 업종 전반 약세, AI 반도체 모멘텀은 지속

외국인과 개인의 차익실현 매물 출회로 업종 전반 약세. AI 반도체 모멘텀은 건조

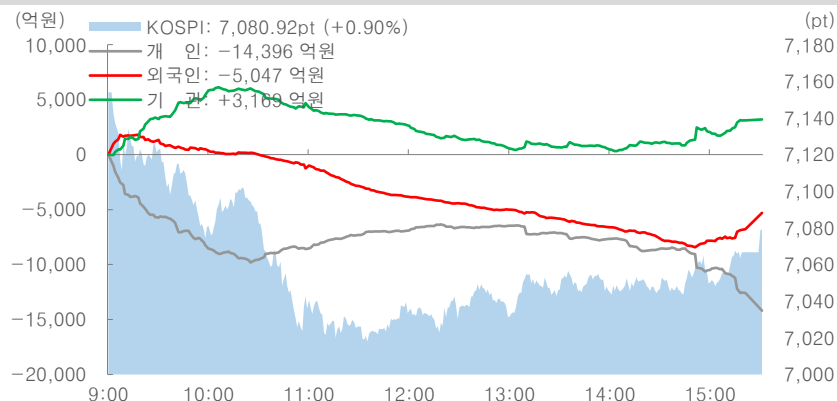
반도체: 삼성전자(+3.1%), SK하이닉스(+1.4%), SK스퀘어(+4.2%)

태양광: 한화솔루션(+6.6%), OCI홀딩스(+9.3%), 신성이엔지(+2.2%)

원전: 두산에너지(+4.6%), 현대건설(-7.2%), 대우건설(-6.4%)

조선: HD현대중공업(-3.0%), 한화오션(-1.8%), HD한국조선해양(-1.6%)

KOSPI 투자주체별 수급 및 장중흐름



자료: 대신증권 Research Center

내년 에너지 슈퍼 사이클과 함께할 알루미늄

- 구리 가격이 상승할수록 대체 수요 커지는 알루미늄, 상승 탄력 강화 요인
- 전 세계 최대 생산자 중국, 규제 강화하면서 알루미늄 생산 Capa. 제한
- 내년 도래할 에너지 슈퍼 사이클, 이는 알루미늄 가격 상승 견인할 동력

구리 가격이 상승할수록 대체 수요 커지는 알루미늄, 상승 탄력 강화 요인

구리 가격 상승세가 이어지고 있다. 전 세계 20대 구리 광산들은 지난해에 이어 올해에도 노후화와 품위 문제를 이유로 생산 가이던스를 하향 조정했다. Spot TC는 타이트한 정광 수급 탓에 마이너스(-)를 맴돌고 있다. 광산 개발 투자는 확대됐으나 새로 발견된 매장지는 극히 일부에 그치고 있다. 여기에 유동성 Proxy이자 선행 지표인 금은 구리 가격이 뒤늦게 유동성을 반영하며 내년 1/4분기 말까지 추가 상승이 가능하다고 말하고 있다.

이처럼 구리 가격이 강할 때 매력적인 자산이 있다. 바로 구리를 대체하는 알루미늄이다. 가전/전자기기, 건자재 등 고순도 구리가 불필요한 수요처(65%)에서는 구리보다 전기전도는 낮으면서도 열전도가 높은 알루미늄으로 대체하는데 에너지 소비 효율등급과 제품 수명에만 영향이 있을 뿐 대체가 불가능한 것은 아니다. 일반적으로 구리 1톤당 2.5톤의 교환 비율로 대체되는데 구리 가격을 기준으로 85~90%까지는 대체 수요를 통한 상승이 가능하다.

전 세계 최대 생산자 중국, 규제 강화하면서 알루미늄 생산 Capa. 제한

증가하는 수요와 달리 공급은 타이트해지고 있다. 전 세계 최대 생산자인 중국은 미국의 관세 장벽과 EU의 보호무역주의(예: CBAM)에 맞서 공급을 제한하고 있다. 지난해 <알루미늄 질적 성장 시행 방안(2025~2027)>을 통해 1)자체 보크사이트 생산 시설을 보유하고 있으면서도 2)전력원 30% 이상이 재생에너지(2026년 8월 기준: 27.7%)일 경우 알루미늄 생산 Capa. 증설을 허용하기로 결정한 바 있다. 3)알루미늄 역시 톤당 전력 투입량이 13,000kwh 미만에 한해서만 생산 Capa. 증설을 허용한다고 명시했는데 이는 기존 기준(톤당 13,300kwh)보다 강화된 것으로 사실상 증설을 금지하겠다는 조치이다. 4)감산 유도를 목적으로 수출 부과세 환급 혜택까지 폐지했는데 전 세계 최대 생산자의 생산 Capa.가 4,500만톤대에 머물고 있는 이유이다.

내년 도래하게 될 에너지 슈퍼 사이클, 이는 알루미늄 가격 상승 견인할 동력

특히, 내년 도래하게 될 에너지 슈퍼 사이클은 알루미늄 가격 상승을 견인할 동력이다. 알루미늄은 생산 비용 중 40% 이상이 전력으로 원료인 보크사이트보다 크다. 이 때문에 비철금속 중 전력원인 화석 연료(천연가스, 연료탄 등) 가격의 변화에 가장 민감하다. 지난 자료 <천연가스, 내년에는 기상이변과 유럽을 주목(9/4)>에서 살펴본 바와 같이 화석 연료 가격 상승을 억제하는 슈퍼 엘니뇨는 내년부로 후퇴되는데 동태평양 연안 해수면 온도가 화석 연료 가격과 디커플링인 점을 고려하면 내년 알루미늄 가격의 상승을 예상할 수 있다. 타이트해지는 수급 속 뒤늦게 발생할 에너지 슈퍼 사이클, 내년 알루미늄 가격은 구리보다도 강한 성과를 보이며 사상 최고치를 경신할 것으로 예상된다.

금리 부담에는 이익, 관망 국면에는 배당

- 지속되는 금리, 환율 매크로 부담. 26년 하반기 이익추정치 감소세
- 과거 고금리 국면 모멘텀 약화되는 경향. 가격 움직임 보다 이익율 지속에 주목
- 거래대금, 예탁금 수준 감소, 장기 투자자금 우위로 고배당주 우위 나타나는 경향

지속되는 매크로 부담과 줄어든 증시 회전을

9 월 미국의 기준금리 인상과 추가 긴축 기조가 확인되고, 미국 10 년물 국채금리가 5.2% 수준에 근접하면서 국내외 증시에 할인을 부담이 이어지고 있습니다. 높아진 금리를 고려하더라도 국내 증시의 밸류에이션 부담은 크지 않지만, 금리 불확실성이 상방을 제약하는 만큼 이익 개선이 뒷받침되는 기업에 주목할 필요가 있습니다.

7~8 월 급격한 원화 강세 이후, 8 월 말부터 국내 기업의 3·4 분기 영업이익 추정치도 낮아지고 있습니다. 원화 강세는 수출기업의 원화 환산 매출과 수익성에 부담을 줄 수 있어 기존 이익 기대의 유지 여부가 중요해졌습니다. 최근 주가 흐름에서도 낮은 듀레이션만을 선택하는 것보다 영업이익 전망이 상향되는 기업군이 견조했으며, 9 월에는 예상 영업이익률이 높은 기업군도 상대적으로 양호했습니다. 금리 부담을 감내할 수 있는 수익성과 이익 개선을 함께 살펴야 한다는 판단입니다.

한편, 6 월 이후 거래대금과 투자자예탁금이 감소하면서 증시의 자금 활동도 둔화되고 있습니다. 과거 거래대금 감소 국면에서는 단기 주가 상승군의 후속 성과가 상대적으로 약했습니다. 반면, 증시 충격 이후 거래대금과 예탁금이 위축된 국면에서는 고배당군이 단기 주가 상승군과 이익상향군보다 평균적으로 견조했습니다. 관망 기간에는 이익 개선과 함께 배당매력도 고려할 필요가 있습니다.

10 월 멀티팩터 포트폴리오

10 월 멀티팩터 포트폴리오는 두 가지 관점을 제시합니다. 첫 번째는 높은 수익성이 내년에도 유지되면서 최근 이익 전망이 상향되는 기업군입니다. 낮은 듀레이션 자체보다는 견조한 수익성과 이익 개선을 기반으로 한 퀄리티형 주식을 선호합니다. 이에 2026 년과 2027 년 예상 영업이익률, 12 개월 선행 영업이익의 상향률을 결합해 종목을 선별합니다.

두 번째는 하반기 이익 전망이 견고하면서 높은 배당수익률이 기대되는 기업군입니다. 과거 거래대금과 예탁금의 동반 감소 시작 후 세 달이 지난 다음 한 달에는 고배당군이 단기 주가 상승군과 이익상향군보다 평균적으로 작은 낙폭을 보였습니다. 이러한 관측을 바탕으로 예상 배당수익률과 2026 년 3·4 분기 영업이익 추정치의 변화를 함께 고려해 배당여력의 훼손이 제한적인 기업을 제시합니다.

ESG/ 지주업

이경연 kyungyeon.lee@daishin.com
이채리 RA cherry.lee@daishin.com

FY26 부터 주식에서 확인하는 토지 공시지가

- FY26 연차재무제표부터 원가모형 토지의 공시지가 주식공시 의무화
- 재평가모형·투자부동산·재고자산·해외 소재 토지는 공시 대상에서 제외
- 공시지가는 공정가치가 아니므로 장부금액과의 단순 비교로 기업가치 판단은 지양

FY26 연차재무제표부터 원가모형 토지의 공시지가 주식공시 의무화

금융위원회는 기업회계기준서(K-IFRS) 제 1016 호 '유형자산' 개정을 최종 확정했다. 핵심은 원가모형을 적용하는 토지에 대해 공시지가를 주식에 공시하도록 한 것이다. 적용은 2026 년 12 월 31 일로 종료하는 연차재무제표(FY26)부터이며, 소급 적용해 전기말 비교정보도 공시한다.

공시 대상은 원가모형 유형자산 중 공시지가가 산정되는 토지

공시 대상은 K-IFRS 제 1016 호에 따라 원가모형을 적용하는 유형자산인 토지 중 공시지가가 산정·공개되는 토지로 한정된다. ①재평가모형을 적용하는 토지, ②투자부동산 또는 재고자산으로 분류된 토지, ③해외 소재 토지, ④공시지가가 산정되지 않는 토지는 대상에서 제외된다.

공시 양식은 사옥·공장·사택 등 용도별로 장부금액과 공시지가를 당기말·전기말로 나란히 보여준다. 다만 공시지가¹는 K-IFRS 제 1113 호 '공정가치 측정'에 따른 공정가치²가 아니며, 기업은 이 사실도 함께 공시해야 한다. 공시지가를 공정가치로 간주하거나 장부금액³과 단순 비교해 기업가치를 판단하는 데에는 유의할 필요가 있다.

[기대 효과] 자가사용 토지 정보 공백 해소

개정 전 기준서는 원가모형 유형자산의 장부금액과 공정가치 간에 중요한 차이가 있으면 공정가치 공시를 '권장'하는 데 그쳤다. 실제로 공시하는 기업이 많지 않아 투자자가 기업 보유 자산의 실질적 가치 변동을 판단하기 어렵다는 지적이 있었다. 이번 개정으로 이미 공시지가를 주식에 공시하고 있는 일반기업회계기준(K-GAAP) 적용 기업과의 비교가능성도 높아진다. 원가모형 투자부동산은 이미 공정가치를 주식에 공시하고 있다. 이번 개정은 가격 정보가 비어 있던 사옥·공장·사택 등 자가사용 토지에 공시지가를 채우는 조치다.

당사 커버리지 지주사 중 SK, LG, CJ, 효성 4개사는 연결과 별도 재무제표 모두 토지에 원가모형을 적용하고 있어 FY26 사업보고서부터 공시지가를 주식에 공시해야 한다. HD현대, 한화, 두산 3개사는 토지에 재평가모형을 적용하고 있다. 이들 3개사는 이미 토지를 재평가금액으로 장부에 반영하고, 원가모형을 적용했을 경우의 장부금액을 주식에 함께 공시하고 있다.

투자자는 공시지와 장부금액의 차이를 곧바로 기업가치 변동으로 해석하기보다, 용도별 보유 토지의 규모와 당기말·전기말 변동을 파악하는 자료로 활용하는 것이 적절하다.

¹ 「부동산 가격공시에 관한 법률」에 따라 산정·공시되는 가격. 기업회계기준서 제1113호를 적용하여 측정한 공정가치가 아니며, 산정 목적·방법·시점의 차이로 공정가치와 다를 수 있음.

² 측정일에 시장참여자 사이의 정상거래에서 자산을 매도할 때 받거나 부채를 이전할 때 지급하게 될 가격(K-IFRS 제1113호 문단 9)

³ 감가상각누계액과 손상차손누계액을 뺀 후에 인식되는 자산 금액(K-IFRS 제1016호 문단6). 원가모형은 원가에서, 재평가모형은 재평가일의 공정가치에서 이후의 감가상각누계액과 손상차손누계액을 차감한 금액을 장부금액으로 함. 토지는 내용연수가 무한하므로 감가상각하지 않음.

SK하이닉스 (000660)

류형근

hyungkeun.ryu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

3,200,000

유지

현재주가

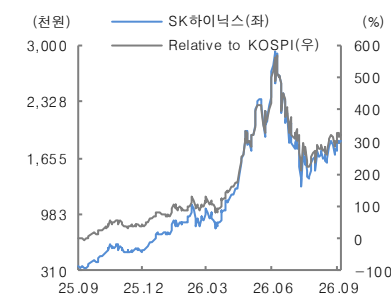
(26.09.23)

1,862,000

반도체업종

KOSPI	7080.92
시가총액	1,360,177십억원
시가총액비중	20.46%
자본금(보통주)	3,658십억원
52주 최고/최저	2,919,000원 / 336,500원
120일 평균거래대금	93,272억원
외국인지분율	50.06%
주요주주	에스케이스퀘어 외 9 인 20.00% 국민연금공단 7.32%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.6	-27.1	99.6	415.8
상대수익률	5.1	-15.6	52.4	153.9



소음보다 방향성에

- 최근 시장은 2가지 Risk를 제기. 다만, 과도한 우려는 기우.
- 현 주가는 보다 강인해지는 Fundamental의 가치를 미반영한 수준.
- 비중 확대 전략 유효. 목표주가와 매수의견 유지.

투자전략: 업황을 대변하지 못하고 있는 주가

목표주가와 매수의견 유지. 현 주가는 업황의 강세를 충분히 반영하지 못하고 있다고 생각. 1) 메모리반도체 사이클의 추가 확장 (구매 경쟁 심화에 따른 단기 가격 상승 폭 확대, 기대치를 상회할 4Q26 DRAM 판매량), 2) 3Q26 실적 발표에서 보다 구체화된 주주환원 정책의 방향성에 보다 집중할 필요.

시장에서 제기하는 Risk가 있다면, 2가지. 1) 주요 고객사향 HBM4 품질 이슈, 2) Solidigm IPO와 해외 공장 투자에 따른 경계심리 확대가 그 대상. 당사는 해당 Risk가 Fundamental을 저해할 것으로 보고 있지 않으며, 단기 노이즈보다는 사이클 확장의 선순환에 보다 주목할 필요가 있다고 생각.

1. HBM4 품질 이슈, 과도한 우려는 기우

3Q26부터 HBM4 출하가 본격화될 것이라는 기존 입장을 유지. HBM4 비중은 3Q26 전체 판매량의 40%, 2027년 연간 50% 중반까지 상승할 것.

일각에서는 주요 고객사향 HBM4 품질 이슈로 사업 성과가 기대치를 하회할 수 있다는 우려를 표출. 다만, 과도한 우려는 기우. 후공정 단계에서 문제가 일부 발생했을 수 있으나, 해결 불가능한 Risk라 보기 어렵고, 불량에 따른 배상금을 논할 단계도 아니라는 판단.

2. 해외 공장 투자, 실보다 득이 크다

언론보도에 따르면, SK하이닉스는 해외 공장 투자와 Solidigm IPO를 추진 중. 해당 결정이 현실화될 경우, 시장은 단기적으로 이를 부정적으로 받아들일 가능성이 존재. 다만, 결과적으로, 실보다 득이 큰 선택이 될 것이라 생각.

– 해외 투자가 현실화되더라도, 실질 생산 기여 시점은 2028년 이후일 가능성이 높음. 미국의 건설 경기와 공장 구축의 세부 단계 등을 감안할 필요.

– 해외 투자 결정이 관세 Risk를 축소시킬 수 있는 변화라는 점도 감안할 필요. “불확실성 해소”는 Upcycle의 중반부에서 반도체 주식에 대한 좋은 투자 포인트가 되어왔고, 이번에도 다르지 않을 것이라는 판단.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	97,147	345,929	526,321
영업이익	-7,730	23,467	47,206	270,312	426,402
세전순이익	-11,658	23,885	50,466	349,700	435,243
총당기순이익	-9,138	19,797	42,948	265,799	317,728
지배지분순이익	-9,112	19,789	42,919	265,676	317,684
EPS	-12,517	27,182	58,955	367,630	434,890
PER	NA	6.4	11.0	7.3	6.1
BPS	73,495	101,515	165,544	540,035	915,554
PBR	1.9	1.7	11.2	3.4	2.0
ROE	-15.6	31.1	44.2	104.0	60.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center

HPSP (403870)

류형근

hyungkeun.ryu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

71,000

상향

현재주가

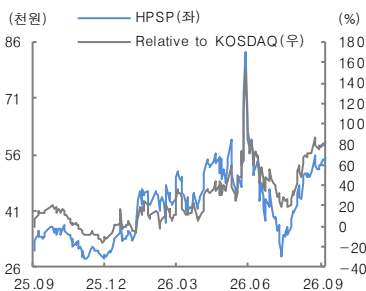
(26.09.23)

55,500

반도체업종

KOSDAQ	844.48
시가총액	4,568십억원
시가총액비중	0.79%
자본금(보통주)	42십억원
52주 최고/최저	83,500원 / 28,150원
120일 평균거래대금	2,025억원
외국인지분율	33.76%
주요주주	히트2025홀딩스 유한회사 20.46% 삼성자산운용 7.43%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	23.6	4.7	12.8	61.1
상대수익률	17.4	10.6	46.5	66.4



결국 숫자가 증명할 것

- 전용용처에 걸친 신규 수주 확대 효과를 반영하여 이익 전망을 상향.
- DRAM 1d, 로직/파운드리 (CPU) 등에서 추가 성장 기대.
- 목표주가를 71,000원으로 상향. 매수의견 유지.

투자전략: 결국 모든 것은 숫자가 증명한다

이익 전망 상향 분을 반영하여 목표주가를 71,000원으로 상향. 반도체 공급 업계의 Capex 상향 효과에 Bottom up 단의 긍정적 변화 (고객 다변화 효과)가 중첩되며, 향후 2년 동안 차별화된 성장을 전망. 1) 보다 강력해지는 이익 성장, 2) 신규 장비 (HPO, Toxin 가스 활용 신장비) 기대감, 3) 풍부한 현금흐름을 기반으로 한 Inorganic 성장 기회 등을 감안 시, 현 주가는 여전히 저평가. 보다 적극적인 매수 접근이 필요한 시점이라는 판단.

1. NAND, 성장의 1등 공신으로 거듭날 것

2027년 NAND향 장비 출하량은 전년대비 70% 상승 전망. 고객 다변화 효과 기반 ASP 상승 효과도 동반될 것이라는 판단. 지난날 (2023-2025년)의 부진을 딛고, 전사 성장을 견인할 핵심 매개체로 거듭날 것으로 예상.

1) **최선단공정 전환투자 수혜**: 고부가 제품 (서버 중심) 수요 대응 목적으로 최선단공정 전환투자가 활성화. 고무적인 점은 고압 어닐링 장비의 침투율 확대 효과가 본격화된다는 점. 3D NAND의 적층단수가 300단 이상으로 확대되며, 고압 어닐링 장비 활용의 실익이 증가했고, 사실상 모든 NAND 업계가 장비 채택을 결정한 것으로 추정. 2027년 5개 고객사향 공급을 전망.

2) **HCB에서 찾는 기회**: 차세대 3D NAND 공정 개발의 특징이 있다면, 고단수 공정 (적층단수 확대)과 저단수 공정 (HCB 적용 신공정)이 동시 개발되고 있다는 점. HCB (Wafer to Wafer Bonding) 침투율 확대는 고압 어닐링 장비의 활용성을 드높일 수 있는 변화. 추가 Upside 또한 기대 가능한 환경.

2. DRAM, 고객 다변화의 시작

2027년부터 고객 다변화 효과가 본격화될 것. 현재 2개 고객사를 확보한 것으로 추정되며, DRAM 1d 개발 완료 시, 고객사는 3개로 늘어날 것.

- DRAM3사는 연말 내 DRAM 1d 개발 완료를 목표, 2027년 구간에 준공 완료될 신공장에 DRAM 1d 라인을 셋업할 계획인 것으로 추정.

- DRAM 3사 중 2개사가 DRAM 1d에 고압 어닐링 장비를 활용할 것으로 전망. 이에 기반한 이익 전망의 추가 상향 가시성 또한 높아지고 있다는 판단.

3. 로직/파운드리, 신규 수주의 개선

로직/파운드리 업계의 Capex 상향 효과로 로직/파운드리향 장비 매출 성장도 재개. 추가 성장의 기회요인은 CPU, Agentic AI로 CPU의 쇼티지가 심화. 신규 수주의 상향을 기대할 수 있는 변화라는 판단.

4. Key Risk에 대한 생각

시장은 여전히 경쟁사의 시장 진입 가능성에 민감한 모습. 설령 신규 진입이 가시화되더라도, 2028년까지 점유율에 미칠 영향은 10% 이내일 것이라는 판단 (지난 5년의 Reference 및 고객사별 장비 채용 계획 반영). 실질 영향은 미미할 것이며, 관련 Risk에 대한 과도한 우려는 지양할 필요.

마크로젠 (038290)

한승협

songhyeop.han@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

21,000

하향

현재주가

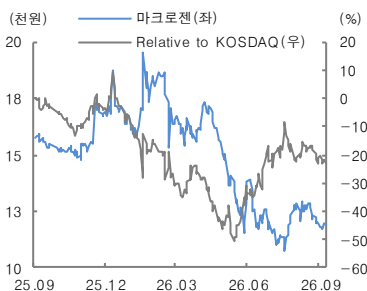
12,090

(26.09.23)

스몰캡 업종

KOSDAQ	844.48
시가총액	1,311억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	54억원
52주 최고/최저	19,520원 / 10,700원
120일 평균거래대금	5억원
외국인지분율	4.12%
주요주주	서정선 외 6 인 20.13%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.7	-5.0	-26.3	-23.8
상대수익률	-8.6	9.8	2.3	-21.4



	2025	2026F
주당배당금(DPS) (원)	500	500
수익률(%)	2.8	4.1
총주주환원 (십억원)	5.4	5.4
수익률(%)	2.8	4.1

주: 대신증권 Research Center 추정

물량이 이익으로 전환되는 구간

- 26년 매출 2,083억원 전망. 송도센터 안정화로 이익 개선
- 27년 NGS 매출을 기반으로 영업이익 188억원, OPM 7.7% 전망
- K-DNA 계약 및 생물보안법과 삼성헬스 연계가 외형 성장 기회

투자의견 매수 유지, 목표주가 21,000원으로 하향(기존 대비 -16%)

목표주가는 12개월 선행 EPS 1,299원에 Target PER 16.5배를 적용해 21,000원으로 하향. 적용 멀티플은 낮졌으나, 자동화와 해외법인 효율화에 따른 이익 개선 전망에는 변화가 없어 투자의견 매수를 유지. 최근 일루미나를 비롯한 글로벌 유전체 기업들의 주가 강세도 동사 재평가 가능성을 높이는 요인

송도가 채워질수록 마진이 오른다

2026년 매출액 2,083억원(YoY +6.7%), 영업이익 84억원(OPM 4.0%) 전망. 송도글로벌지놈센터 가동 안정화와 공정 자동화로 해외 분석 물량이 송도센터에 집약되며 운영 효율이 개선되는 구간. 하반기 물량 집중과 운영 효율화 효과를 반영해 매출총이익률(GPM)은 상반기 약 36.4%에서 연간 38.4%로 개선될 것으로 추정

국가 통합 바이오 빅데이터 구축사업(K-DNA) 계약금액은 정정공시 기준 약 180억원으로 컨소시엄 전체의 47%. 대규모 전장유전체 분석 경험은 후속 수주 경쟁력을 높이는 동시에 송도센터 가동을 상상을 통한 단위당 비용 절감에도 기여할 전망

2027년은 NGS 성장과 고정비 레버리지 본격화

2027년 매출액 2,450억원(YoY +17.6%), 영업이익 188억원(OPM 7.7%) 전망. K-DNA 후속 물량과 해외 수주 확대를 가정한 NGS 매출은 1,655억원(YoY +21.4%)으로, 연결 매출 증가분의 약 80%를 담당할 것으로 추정. 매출총이익률은 39.5%로 1.1%p 개선되는 반면, 대손상각비를 포함한 판관비 증가율은 8.9%로 매출 성장률을 하회할 전망. 2028년에도 판관비 증가율이 12.1%로 매출 성장률(15.5%)을 밑돌며 OPM 9.7%까지 상승 예상

해외 사업의 성장 기회도 확대. 생물보안법으로 미국 내 중국계 분석업체의 대체 수요가 늘어날 경우 현지 인프라를 갖춘 미국 자회사 소마젠이 직접적인 수혜를 받을 전망. 공급망 다변화가 글로벌 고객사의 조달 기준으로 자리잡으면 마크로젠 유럽, 재팬 등 동사의 해외 법인 전반으로 수주 기회가 확대될 것으로 기대. 젠톡은 삼성헬스 연계를 통해 유전정보와 일상 건강데이터를 결합한 서비스로 고도화 중이며, 향후 삼성헬스의 글로벌 사용자 기반을 활용해 북미 등 해외 DTC 시장으로 고객 접점을 넓힐 수 있을 것으로 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,358	1,953	2,083	2,450	2,829
영업이익	-65	2	84	188	274
세전순이익	-99	0	100	200	280
총당기순이익	-78	-2	81	161	226
지배지분순이익	-76	20	81	161	226
EPS	-701	187	746	1,484	2,082
PER	NA	90.1	16.2	8.1	5.8
BPS	14,834	14,505	14,751	15,735	17,318
PBR	1.1	1.2	0.8	0.8	0.7
ROE	-4.8	1.3	5.1	9.7	12.6

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