

# 26년 KOSPI Target 8,800p로 상향조정.

## 추가 상향 조건은? 그리고 변곡점 판단

Strategist 이경민  
02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)  
텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

Quant Strategist 조재운  
02) 769-2694 / [jaeun.jo@daishin.com](mailto:jaeun.jo@daishin.com)



# Summary

## 26년 KOSPI Target 8,800p로 상향조정(기존 7,500p)

[반도체 순이익 534조원 \* PER 7배(현재 4.6배)] + [비 반도체 순이익 219조원 \* PER 15배(현재 14배)] = KOSPI 8,830p

- 3월초 반도체 20%를 비롯해 주요 업종 실적, KOSPI 26년 순이익 13.87% 상향 조정 추정. 반도체 밸류에이션 정상화를 감안, 26년 KOSPI 타겟 7,500p 산출 하지만, **2월말 이후 5월 6일까지 KOSPI 순이익 전망 48% 상승**. 반도체 74% 레벨업의 힘. 지정학적 리스크 여파로 화학, 에너지, 2차전지 등 실적 전망 큰 폭 상향 조정
- 한편, **반도체 밸류에이션 정상화 수준은 중앙값에서 7배로 하향 조정**. 지정학적 리스크 유입 & 한국 은행 부총재의 금리인상 시사 발언으로 채권금리 하단 상향 조정 2010년 이후 3년물 국고채 금리와 반도체 선행 PER 회귀선을 감안했을 때 국고채 3년물 하단 3.2%를 반영할 경우 반도체 적정 PER 7배로 추정(현재 PER 4.6배) 비반도체 업종의 경우 상법 개정 시행, 대규모 자사주 소각 공시, 주주 친화 정책 강화 등을 반영해 현재 14.1배에서 15배로 소폭 밸류에이션 개선 예상
- 12M Fwd EPS도 2월말, 611.6p, 3월말 666.6p에서 **5월 7일 977.8p로 레벨업**. KOSPI 7,500선 돌파 시도에도 불구하고 선행 PER 7.66배 수준에 불과 밸류에이션 정상화만으로도 지수 레벨업 가능. 선행 PER 8배 7,822p, 9배 8,800p에 달하는 상황. **26년 KOSPI Target은 PER 9배 반영, 8,800선으로 상향 조정** 단기 과열 해소, 매출 소화 국면은 감안해야겠지만, 실적에 근거한 밸류에이션 정상화, KOSPI 사상 최고치 행진은 반복될 전망
- 현재 KOSPI는 전형적인 실적/정책장세**. 선행 EPS 상승 국면에서는 KOSPI 상승추세 지속될 전망. **선행 EPS 뛰이기 전까지 KOSPI 상단을 열어놓을 필요가 있음** 2분기 실적 시즌 체크. 반도체 업종의 2분기, 전분기대비 영업이익, 순이익 변화율은 45%, 30%. Trend Force 2분기 반도체 가격 변화율 58 ~ 75% 예상(전분기대비) 추가적인 영업이익, 순이익 전망 상향 조정 가능성 존재. 반도체 이익 모멘텀 강화, 실적 전망 상향조정 흐름은 반도체 뿐만 아니라 KOSPI 상승 여력 확대에 이어질 것 밸류에이션 측면에서도 **반도체 경우 기존 분기 단위 시가 협상구조를 넘어 LTA(장기 계약), 선수금, 예치금 등을 활용한 구조 혁신이 현실화될 경우 밸류에이션 확장 가능**
- 26년 하반기 중 KOSPI 이익 컨센서스, 증가율 변화 체크**. 선행 EPS 성장률은 KOSPI를 동행 또는 일부 후행 **EPS 성장률은 25년 4월 상승을 시작, 25년 8~9월 상승을 본격화, 26년 3분기부터 EPS 성장에 기저부담 작용 전망** 26년 실적 전망 레벨업에 따른 기저 부담도 경계. **27년 또는 28년 이익 증가율 둔화, 마이너스 반전시 선행 EPS 고점 통과 가능성 확대** **선행 EPS와 KOSPI 간의 상관관계(2001년 이후)는 0.936에 달하는 상황**. 선행 EPS 방향성이 KOSPI의 추세를 결정지을 것
- 한편, **26년 하반기부터는 유가, 물가 레벨에 따른 통화정책 스탠스 변화** 체크. 유가 수준이 높아졌고, 경기 회복과 공급 제약에 따른 유가 상승 압력이 커질 가능성 경계 유가 상승률이 전년대비 100%를 상회할 경우 실적, 경기에 부정적인 영향 강화. **실적/매크로 장세에서 역금융장세로 전환 여부는 물론, 경기/실적 정점 통과 시그널**

# [KOSPI Target 1] 반도체 밸류 정상화 & 비반도체 밸류 확장시 KOSPI 8,800선까지 상승 가능

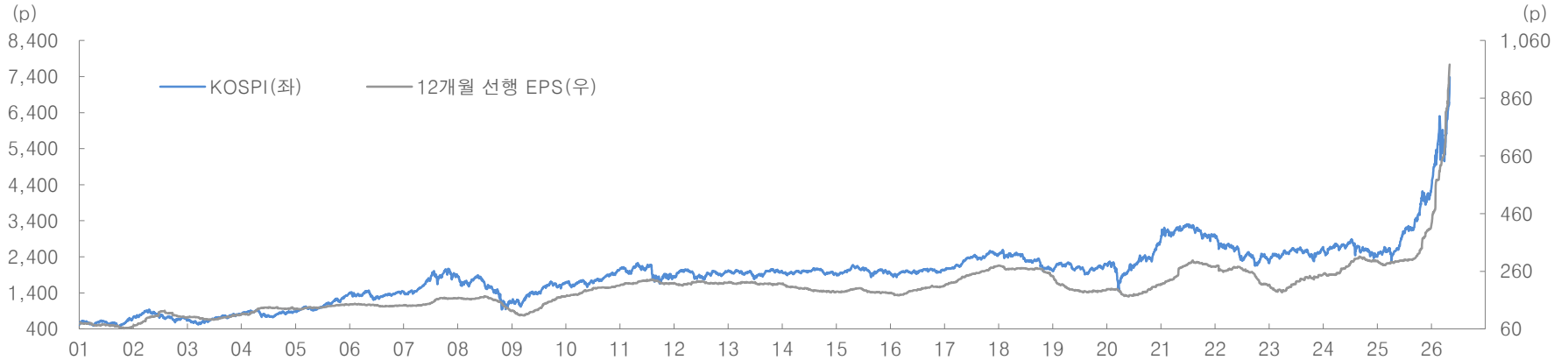
[반도체 순이익 534조원 \* PER 7배(현재 4.6배)] + [비 반도체 순이익 219조원 \* PER 15배(현재 14배)] = KOSPI 8,830p

| PE에 따른<br>KOSPI MATRIX                                  |             | 비반도체 PE - 순이익 219조원 - 시가총액: 3,075조원(26.05.04) |        |                  |        |        |        |              |                |        |
|---|-------------|---|--------|------------------|--------|--------|--------|--------------|----------------|--------|
|   |             | 10  | 11     | (과거 중앙값)<br>11.3 | 12     | 13     | 14     | (현재)<br>14.1 | (Target)<br>15 | 16     |
| 반도체 PE<br>순이익<br>534조원<br>시가총액<br>2,439조원<br>(26.05.04) | 3           | 4,768   | 5,043  | 5,134            | 5,318  | 5,594  | 5,869  | 5,883        | 6,144          | 6,419  |
|   | 4           | 5,439   | 5,714  | 5,805            | 5,990  | 6,265  | 6,540  | 6,554        | 6,816          | 7,091  |
|   | (현재)4.6     | 5,822   | 6,097  | 6,188            | 6,373  | 6,648  | 6,923  | <b>6,937</b> | 7,199          | 7,474  |
|   | 5           | 6,110   | 6,386  | 6,477            | 6,661  | 6,936  | 7,212  | 7,225        | 7,487          | 7,762  |
|   | 6           | 6,782   | 7,057  | 7,148            | 7,333  | 7,608  | 7,883  | 7,897        | 8,159          | 8,434  |
|   | (Target)7   | 7,453   | 7,729  | 7,820            | 8,004  | 8,279  | 8,555  | 8,568        | <b>8,830</b>   | 9,105  |
|   | 8           | 8,125   | 8,400  | 8,491            | 8,675  | 8,951  | 9,226  | 9,240        | 9,501          | 9,777  |
|   | (과거 중앙값)8.8 | 8,682   | 8,957  | <b>9,048</b>     | 9,233  | 9,508  | 9,783  | 9,797        | 10,059         | 10,334 |
|   | 9           | 8,796   | 9,072  | 9,162            | 9,347  | 9,622  | 9,898  | 9,911        | 10,173         | 10,448 |
|   | 10          | 9,468   | 9,743  | 9,834            | 10,018 | 10,294 | 10,569 | 10,583       | 10,844         | 11,120 |
| 11  | 10,139      | 10,414  | 10,505 | 10,690           | 10,965 | 11,240 | 11,254 | 11,516       | 11,791         |        |

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

# [KOSPI Target 2] 선행 EPS 급등으로 상승 여력 확대. PER 9배만으로도 8,800p 도달 가능

KOSPI와 선행 EPS 간 상관관계 0.933에 달해. 선행 EPS 급등 = KOSPI 상승 여력 확대, 선행 EPS 상승하는 동안 KOSPI 상승 추세 꺾이지는 않을 것



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

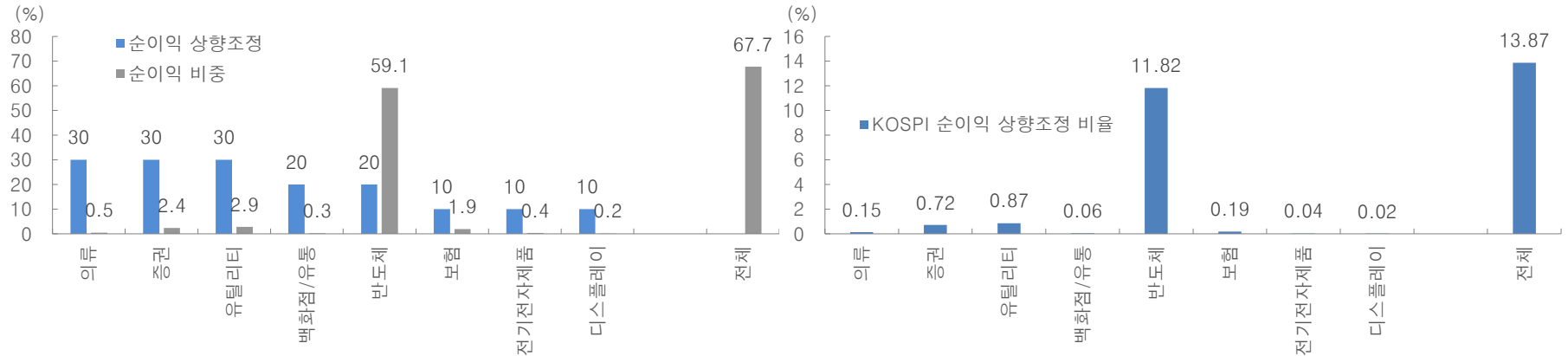
밸류에이션 정상화만으로도 KOSPI 8,000선대 진입, 선행 PER 9배만으로도 KOSPI 8,800선 도달 가능. 9.5배 수준은 9,285p

| EPS 조정 수준 (%) | 12개월 선행 EPS | 12개월 선행 PER   |              |                |                    |              |              |                  |                    |                      |                           |
|---------------|-------------|---------------|--------------|----------------|--------------------|--------------|--------------|------------------|--------------------|----------------------|---------------------------|
|               |             | 금융위기 저점 6.27X | 26년 저점 7.12X | 코로나19 저점 7.52X | 24년 8월 5일 저점 8.04X | 22년 최저점 8.5X | 26년 평균 9X    | 01년 이후 평균 9.496X | 2010년 이후 평균 9.966X | 21년 6월 이후 평균 10.219X | 2001년 이후 평균의 +1Std 11.09X |
| 5             | 1,027       | 6,437         | 7,310        | 7,721          | 8,255              | 8,727        | 9,240        | 9,750            | 10,232             | 10,492               | 11,384                    |
| 3             | 1,007       | 6,315         | 7,171        | 7,574          | 8,097              | 8,561        | 9,064        | 9,564            | 10,037             | 10,292               | 11,167                    |
| <b>현재</b>     | <b>978</b>  | <b>6,131</b>  | <b>6,962</b> | <b>7,353</b>   | <b>7,862</b>       | <b>8,311</b> | <b>8,800</b> | <b>9,285</b>     | <b>9,745</b>       | <b>9,992</b>         | <b>10,842</b>             |
| -2            | 958         | 6,008         | 6,823        | 7,206          | 7,704              | 8,145        | 8,624        | 9,100            | 9,550              | 9,792                | 10,625                    |

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

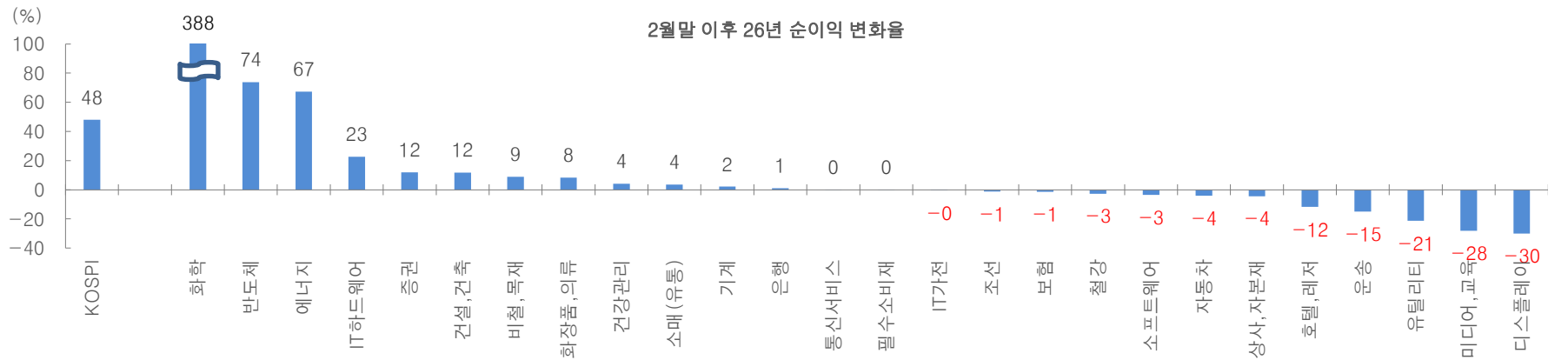
# [KOSPI Target 변경] 26년 KOSPI 순이익 전망 13.87% 상승 예상했지만, 48% 레벨업

주요 업종 26년 순이익 상향조정 비율과 순이익 비중. 반도체의 영향력이 59.1%로 압도적인 가운데 KOSPI 순이익 전망 13.87% 상승 예상



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

2월말 이후 KOSPI 순이익 48% 상향 조정. 반도체 74% 레벨업의 힘. 지정학적 리스크 여파로 화학, 에너지, 2차전지 등 실적 전망 큰 폭 상향 조정

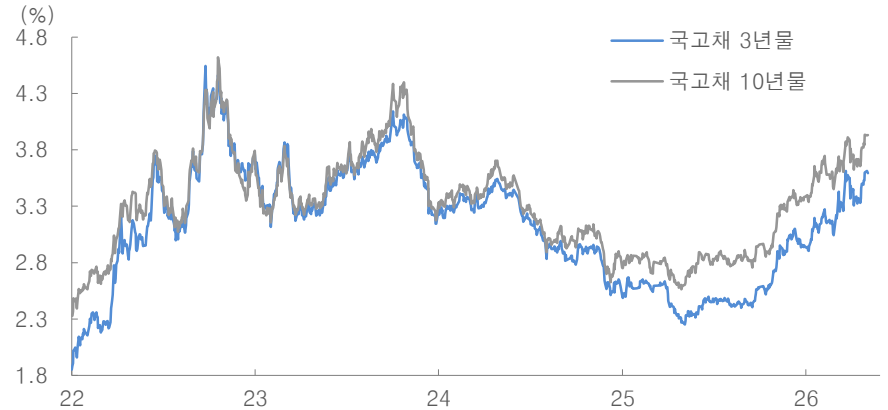


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

# [KOSPI Target 변경] 반도체 밸류 정상화, 중앙값에서 7배로 하향 조정. 채권금리 상승 반영

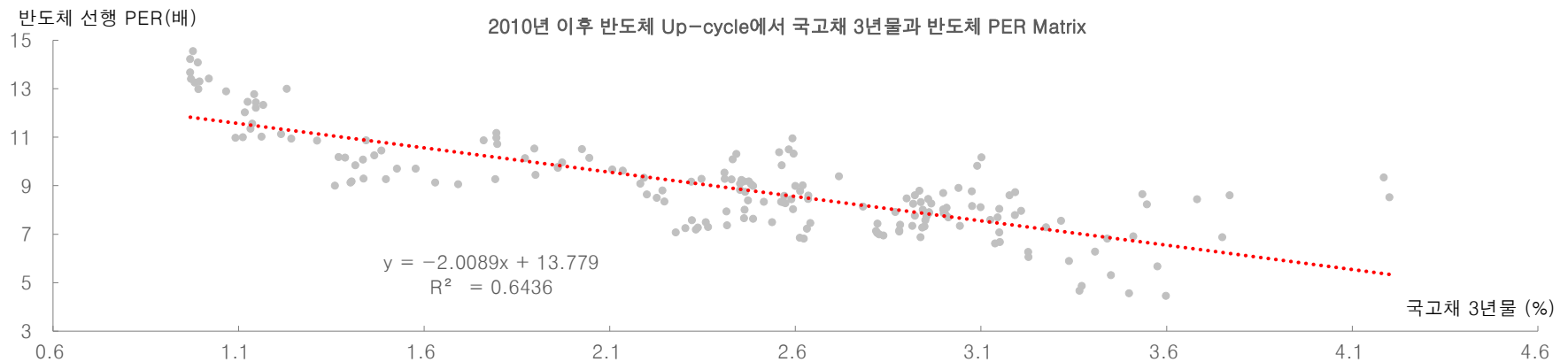
지정학적 리스크 유입, 장기화에 이어 한국은행 부총재의 금리인상 시사 발언. 2월말대비 3년물 55bp, 10년물 48bp 레벨업

- 5월 4일 아시아개발은행(ADB) 연차총회에 참석한 유상대 한국은행 부총재는 **중동 전쟁의 영향으로 최신 물가 및 성장 경로를 확인한 결과 5월 금통위에서는 인상 시그널이 나올 가능성 시사**
- 또한 유가 급등으로 인한 인플레이션 우려의 경우 최고가격제 등 정부의 물가안정 대책 등을 감안해도 상당한 압력이 가해지고 있다고 진단
- 한국은행 부총재는 당연직 금통위원으로 실제 금리 결정에 참여하는데, 최근 금통위원이 공개 발언을 통해 금리 인상을 거론한 것은 처음



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

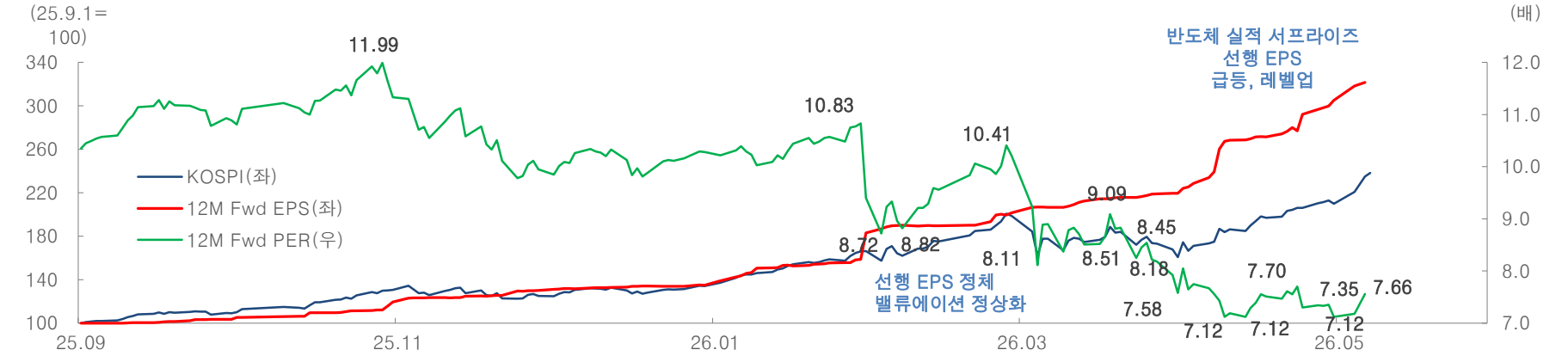
지정학적 리스크 해소시 채권금리 하향 안정 예상. 하단은 기존 예상보다 높아질 것. 국고채 3년물 3.2% 전후에서 저점 형성시 적정 반도체 PER 7.15배



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

# [선행 EPS 레벨업] EPS와 동행하는 KOSPI 급등. 여전히 선행 PER 8배 이하

12개월 선행 EPS도 2월말 611p, 3월말 666.55p에서 5월 7일 977.8p로 레벨업. 현재 선행 PER은 7.66배에 불과. 코로나 저점(7.52배) 수준



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

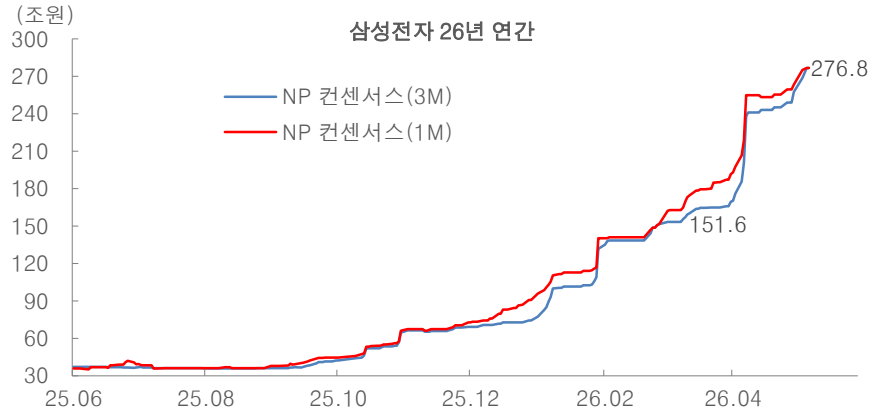
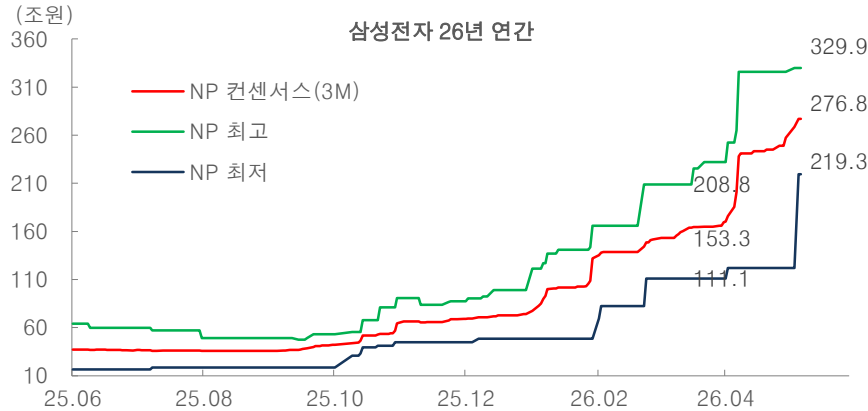
실적 레벨업으로 KOSPI 12M Fwd PER 7배 수준에서 등락 반복. 코로나 저점 수준. 8배 하회 시점은 경기 불확실성 + 돌발 악재 발생. 현재는?



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

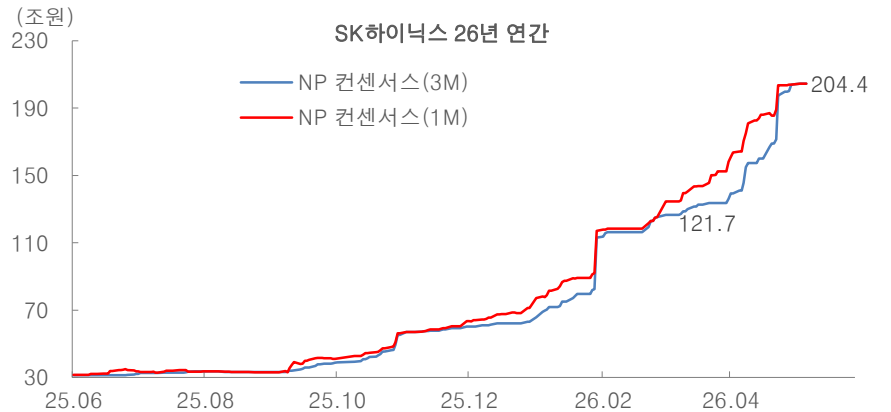
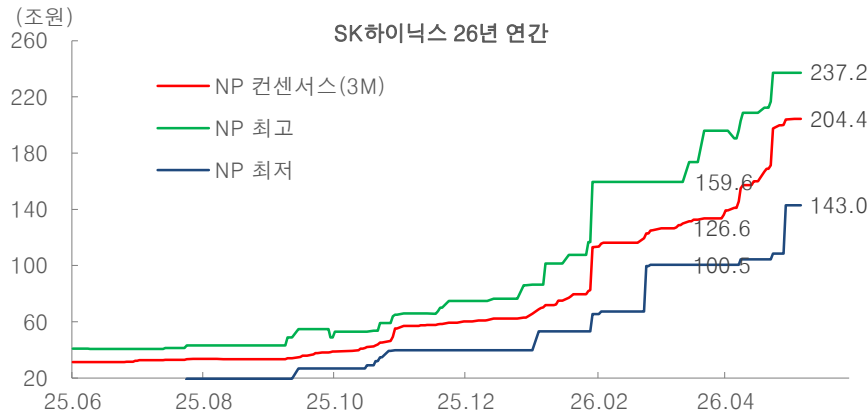
# [선행 EPS 레벨업] 삼성전자, SK하이닉스 실적 전망 급등의 힘

삼성전자 26년 NP 컨센 26년 1월말 135.2조원 -> 2월말 153.3조원, 현재는 276.8조원으로 1분기 실적 서프라이즈 이후 이익 전망 레벨업



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

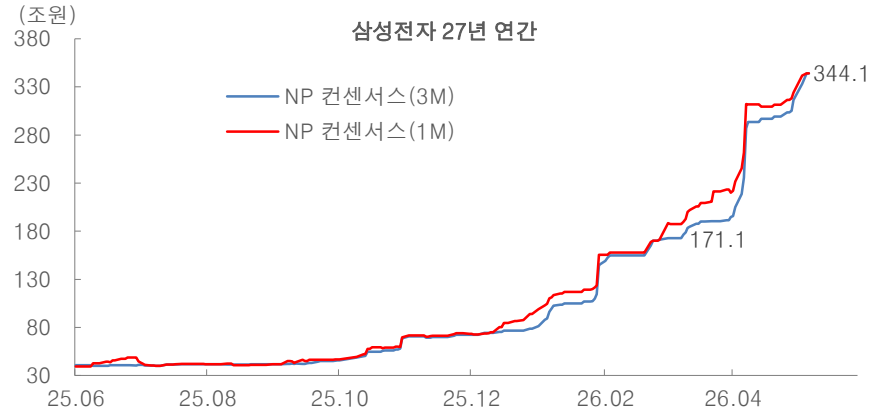
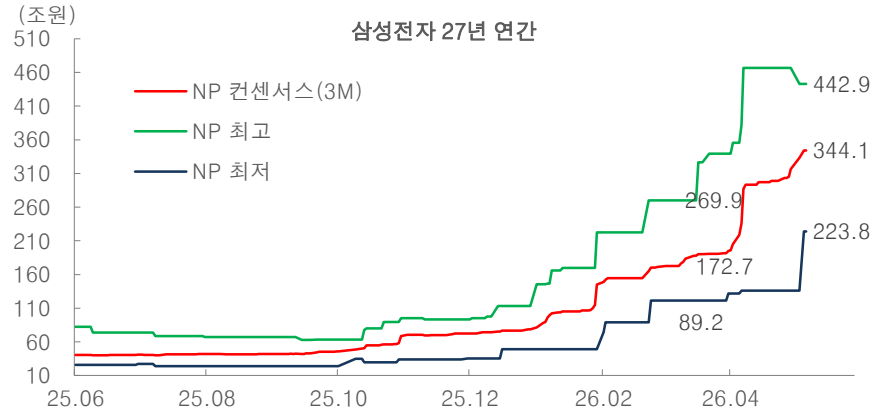
SK하이닉스 26년 NP 컨센 26년 1월말 113조원 -> 2월말 126.6조원, 현재는 204.4조원. 26년 1분기 실적 확인 이후 실적 전망 상향 조정 빨라져



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

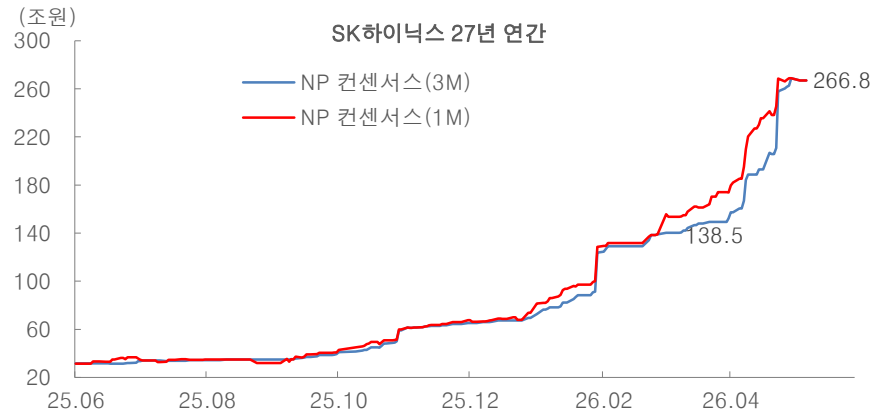
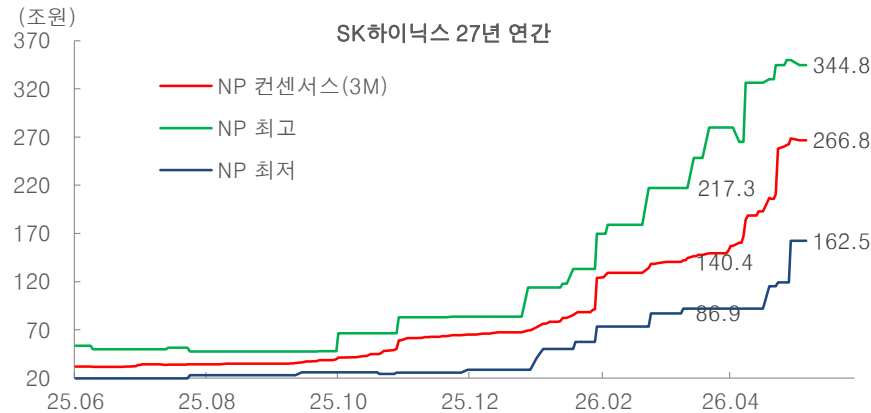
# [선행 EPS 레벨업] 삼성전자, SK하이닉스 실적 전망, 27년 상향 조정 폭 확대

삼성전자 27년 NP 컨센 26년 1월말 149조원 -> 2월말 172.7조원, 현재는 344.1조원. 26년은 물론, 27년 이익 기대도 증폭



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

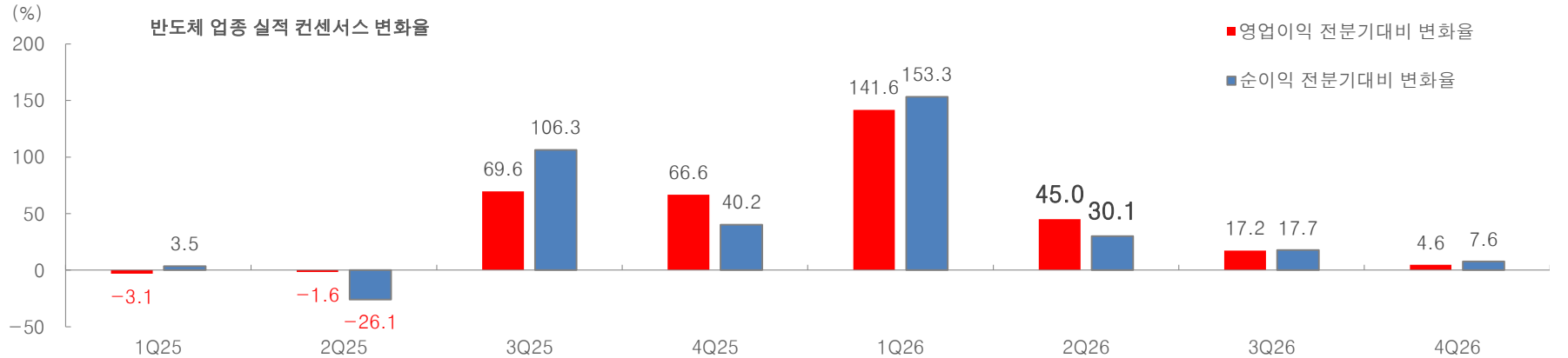
SK하이닉스 27년 NP 컨센 26년 1월말 123.8조원 -> 2월말 140.4조원, 현재 266.8조원. 26년 1분기 실적 시즌 동안 추가 레벨업



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

# [반도체 실적 전망] 2분기 실적 컨센서스, 반도체 가격 변화를 보다 낮아... 추가 상향 조정 가능?

전분기대비 영업이익, 순이익 변화율 45%, 30%. 하지만, Trend Force 2분기 반도체 가격 변화율은 58 ~ 75% 수준



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

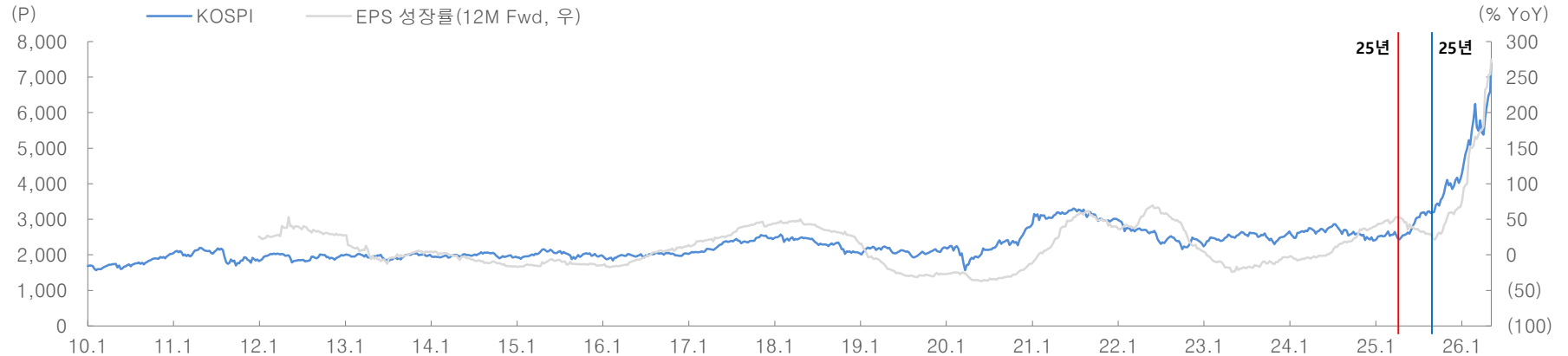
Trend Force는 반도체 가격 전망치를 상향 조정. 기존 전망대비 Dram은 2배 가까운, Nand는 3배 이상 가격 증가 예상

| 전분기 대비 가격 변화율 | 26년 1분기     |             | 26년 2분기     |             | 26년 3분기    |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
|               | 기존          | 변경(최신)      | 기존          | 변경(최신)      | 신규         |
| 전체 Dram       | 55 ~ 60% 상승 | 93 ~ 98% 상승 | 13 ~ 18% 상승 | 58 ~ 63% 상승 | 3 ~ 8% 상승  |
| 전체 Nand       | 33 ~ 38% 상승 | 85 ~ 90% 상승 | 18 ~ 23% 상승 | 70 ~ 75% 상승 | 8 ~ 13% 상승 |

자료: Trend Force, 대신증권 Research Center

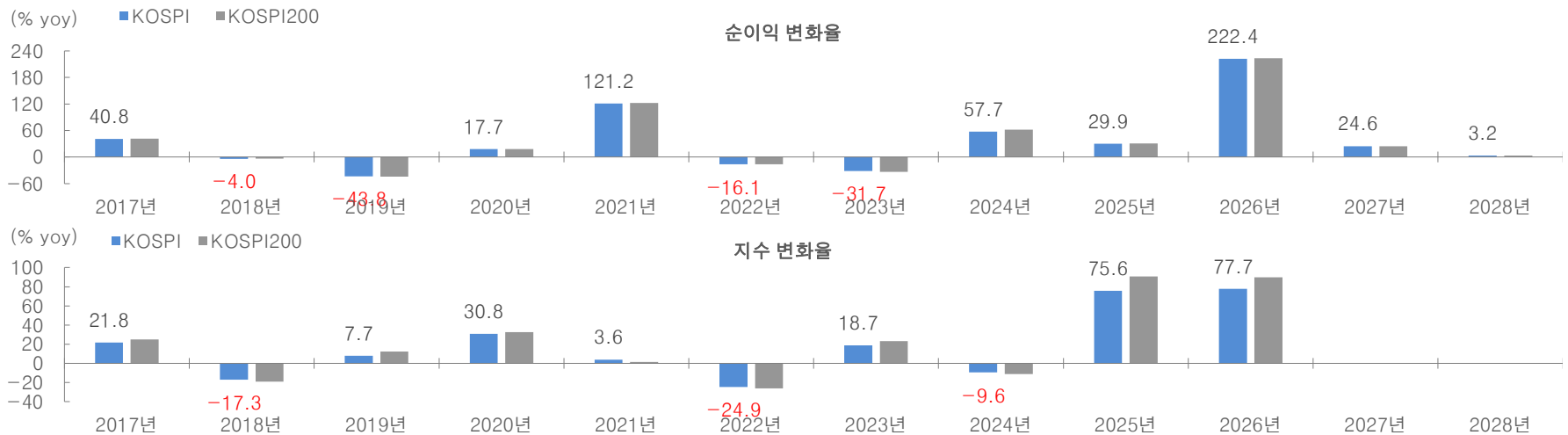
# [변곡점 & Check Point] 3분기 EPS 모멘텀 정점 통과 가능성. 27년, 28년 실적 변화 체크

EPS 성장률 KOSPI 동행 또는 소폭 후행. EPS 성장률 25년 4월 상승을 시작으로 25년 8~9월 상승 본격화. 26년 3분기부터 기저부담 작용 전망



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

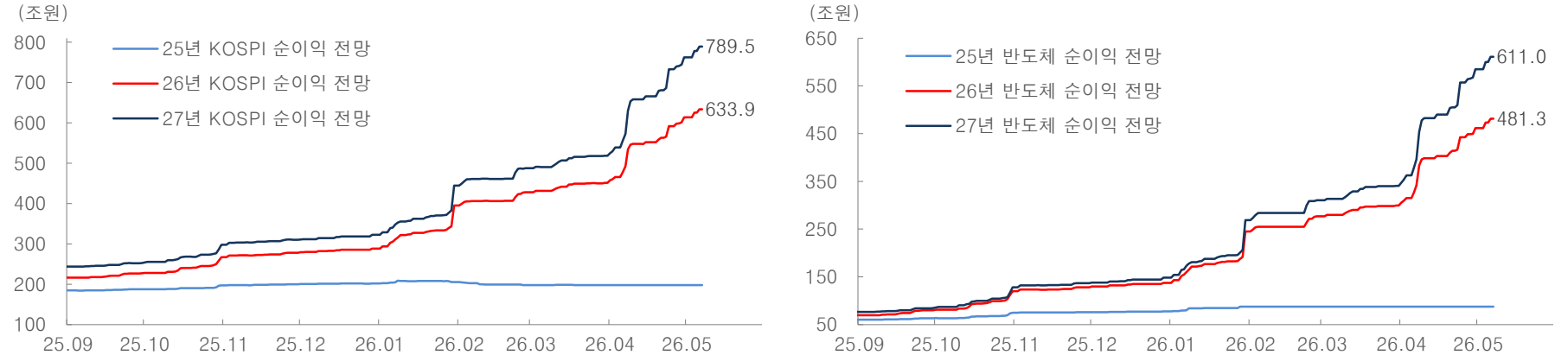
KOSPI 연간 수익률은 다음해 이익 모멘텀과 상관관계가 높아. 27년 KOSPI 순이익 증가율 24.6%로 큰 폭 둔화, 28년은 마이너스 반전 가능성



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

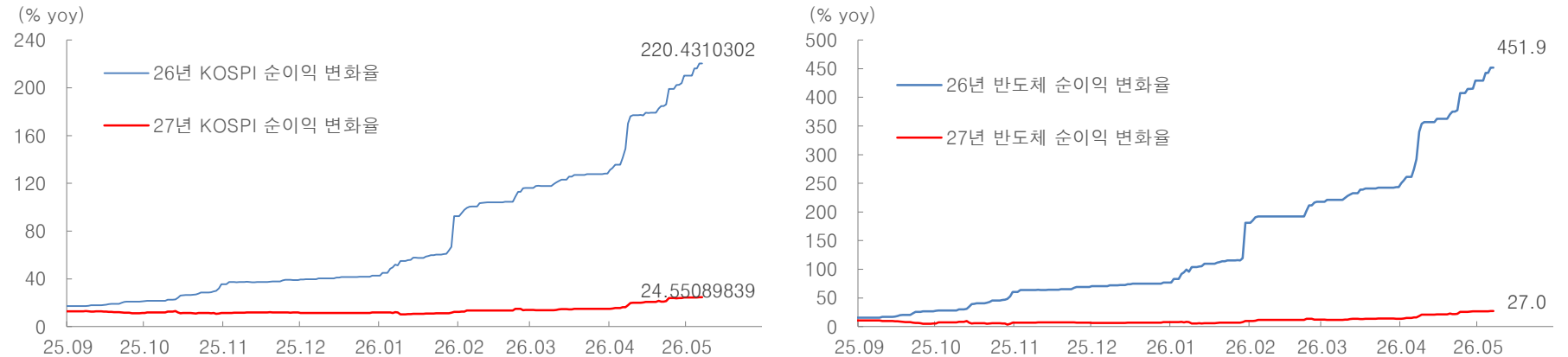
# [Check Point] 실적 전망 상향 조정 강도 차이로 27년 이익 모멘텀 (-) 반전시 경계 강화

26년, 27년 순이익 전망 동반 상향 조정. 최근 27년 순이익 전망 상향 조정 속도가 빠른 상황



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

26년 순이익 변화율 큰 폭 레벨업. 27년 변화율도 23%대로 상승. 반도체 27년 순이익 변화율 27%. 모멘텀 둔화, 마이너스 반전 시 경계심리 강화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

# [Check Point] 유가, 물가 레벨에 따른 통화정책 스탠스가 26년 하반기 유동성 환경 결정

하반기는 유가, 물가 레벨에 따라 등락이 결정될 전망



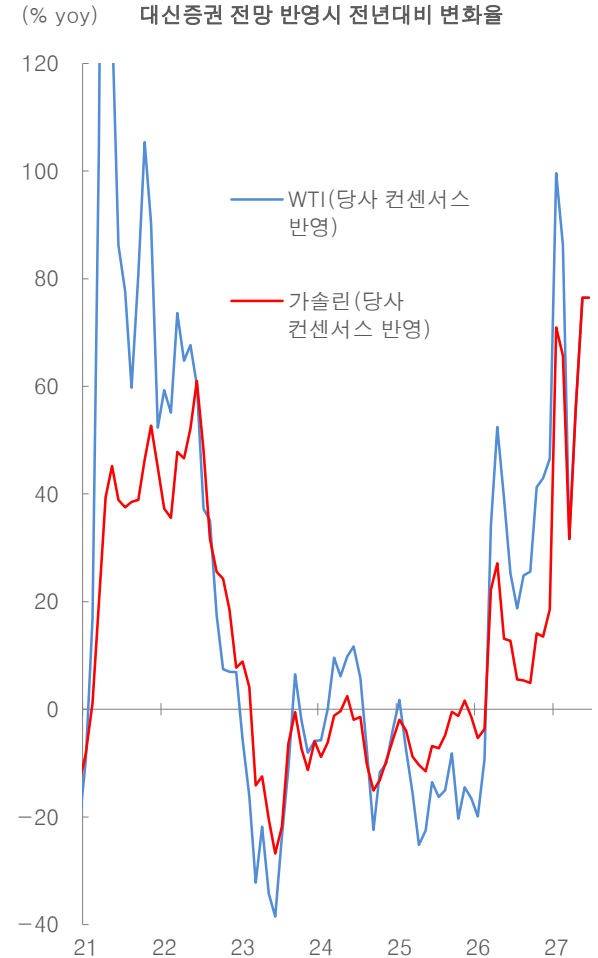
자료: 대신증권 Research Center

물가, 연준의 스탠스에 따른 하반기 세가지 시나리오

| 변수<br>(Variable) | 시나리오 1: 완만한 회복    | 시나리오 2: 불확실성 지속        | 시나리오 3: 급격한 조정     |
|------------------|-------------------|------------------------|--------------------|
| 물가 레벨            | 3% 내외 안정          | 3% 중반 완만한 상승           | 4% 이상 급등           |
| 연준 스탠스           | 완화적 (Dovish)      | 중립적 / 소통이 중요 (Neutral) | 긴축적 급선회 (Hawkish)  |
| 핵심 동력/위험         | 실적 장세로의 성공적 전환    | 연준의 정책 불확실성            | 조기 금리인상 공포, 할인을 상승 |
| 증시 방향성           | 안정적 상승 (2차 고점 형성) | 박스권 등락 또는 완만한 하락       | 강력하고 즉각적인 조정       |

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

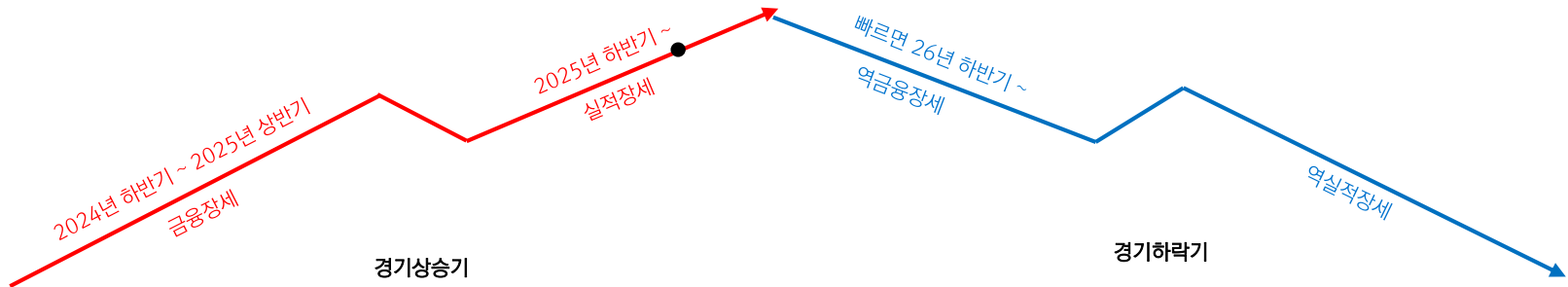
27년 1Q 중 유가상승률 100% 상회 예상



자료: US BLS, Bloomberg, 대신증권 Research Center  
 주: 유가 전망은 당사 전망치 반영. 26.2Q 85\$, 3Q 80\$, 4Q 85\$, 27년 연간 105달러

# [국면 전환 가능성] 빠르면 26년 하반기, 늦으면 27년 역금융장세로 전환 가능성

우라가미 구니오 [주식시장의 사계]. 2025년 상반기까지 금융(유동성) 장세. 2025년 하반기부터 실적(펀더멘털) 장세로 전환  
 빠르면 26년 하반기, 늦어도 27년에는 역금융장세로 전환 가능성 경계



| 구분       | 금융(유동성) 장세                   | 실적(펀더멘털) 장세                              | 역금융장세                              | 역실적장세                   |
|----------|------------------------------|--|------------------------------------|-------------------------|
| 국면       | 회복기                          | 활황기                                      | 후퇴기                                | 침체기                     |
| 주가       | ↑                            | ↗  | ↓                                  | ↘                       |
| 특징       | 단기 큰 폭 상승                    | 장기간 안정상승                                 | 큰 폭 하락                             | 부분적 투매                  |
| 금리       | ↓                            | ↗  | ↑                                  | ↘                       |
| 실적       | ↘                            | ↑  | ↗                                  | ↓                       |
| 경기       | 자금수요 감소 금리인하, 물가안정 민간소비지출 증가 | 생산판매활동 증가 설비투자, 소비 증가 물가상승, 통화긴축 자금수요 증가 | 실질이자율 상승 내구소비재수요 감소 생산활동 위축        | 재고누적 실업률 가속 금리인하, 경기부양책 |
| 주도주 (과거) | 금리하락 수혜주 업종 대표주              | 소재, 가공산업 업종 순환상승                         | 중소형 우량주 (활황기말~후퇴기초) 저PER주 (후퇴기 후반) | 내수관련주 (경기방어주) 자산주, 소우량주 |
| 주도주 (현재) | 성장주 강세 & 낙폭과대 종목 급반등 (순환매)   | 꾸준한 실적 개선 업종 반도체, 인터넷, 2차 전지, 제약/바이오     | 인플레이션 헷지가 가능한 종목군 (실적/펀더멘털 장세) 후반  | 경기방어주, 자산주              |

자료: 대신증권 Research Center

# [투자전략] 수익률 극대화 전략 유효. 3분기 지나며 변동성 체크

반도체, 2차전지가 핵심. 수출주(자동차, 조선), 성장주(인터넷, 제약/바이오) 비중확대

## 1Q (상승 추세 강화)

- 미국 금리인하사이클 유효
- 미국 견조한 경기 모멘텀 + 중국, 유럽 등 Non-US 경기 회복
- 한국 강력한 반도체 슈퍼사이클 최대 수혜. 26년, 27년 실적 전망 레벨업
- 트럼프 관세 정책 대법원 판결 변수. 트럼프 리스크로 인한 단기 등락 감안
- 관세 대법원 판결 이후 트럼프 재정 드라이브 강화(중간선거 승리 전략)
- 주식 비중 유지/확대 전략 유효
- 5,000선 전후, 단기 등락은 적극 비중확대 기회

## 2Q (상승 추세 지속)

- 미국 금리인하 재개. 트럼프 경기 부양 정책 현실화. 중국, 유럽, 한국 등 경기 부양 드라이브 지속/강화
- 1분기 실적 호조. 26년, 27년 이익 전망 추가적인 레벨업
- 채권금리 하락 = 성장주 강세, 달러 약세 = Non-US 증시 상대적 강세
- KOSPI 7,000시대 진입. 8,000시대 가시화
- 실적 전망 상향 조정 폭과 강도에 따라 Upside Potential 확대

## 3Q (고점 통과, 변동성 ↑)

- 금리인하 + 경기 회복 = 물가 상승 압력 확대. 유가 저점 통과, 레벨 체크
- 미국을 비롯한 글로벌 주요국 금리인하 사이클 종료 가능성
- 채권금리, 달러화 저점 통과
- 미국 경제 상황에 따라 Non-US 상대적 약세, US 상대적 강세 국면 전환 가능성
- KOSPI 8,500선 이상에서는 점진적으로 포트폴리오 베타 축소, 배당/방어주 비중 확대
- 27년, 28년 이익 변화 체크. 선행 선행 EPS 정점 통과 징후 감지

## 4Q (박스권 등락, 순환매)

- 유가와 물가 레벨이 중요
- 통화정책 스탠스 변화 여부 체크. 금리 동결 지속 vs 금리인하 사이클 재개 가능성
- 11월 미국 중간선거 판세에 따른 등락 불가피
- US 경기 모멘텀 둔화 & 통화정책 불확실성 확대 = 위험회피 심리 강화
- 채권금리, 달러화 상승 압력 확대로 Non-US 증시 부진. US 증시 상대적 강세
- 방어주로 안정성 강화

순환매

실적 개선 수출 대형주 & 성장주

통신, 유틸리티 등 방어주

KOSDAQ, 중소형주

배당주

수출주(반도체, 자동차, 조선, 화장품)와 구조적 성장주(인터넷, 제약/바이오, 2차전지)

비중 축소 & 포트폴리오 베타 낮추기 전략  
방어주, 배당주로 포트폴리오 안정성 확보

## Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: FICC리서치부 이경민, 조재운)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.