Morning Meeting Notes

2026-01-09

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

[제약/바이오](OVERWEIGHT) RNA 비만치료제, 꿈의 비만 치료제로
삼성E&A(BUY/35,000) 4Q25 Preview: 연말 기대감은 연초로 집중
코스메카코리아(BUY/95,000) 4Q25 Preview: 견조한 성장 지속
[경제] 지정학적 리스크 점검 - 러우 전쟁 종전 가능성 점검 및 경제 영향
[미국주식] 여의도 하스팟 - 4Q25 어닝 시즌 기점으로 본격화될 순환매

주식시장

국내 증시는 혼조 마감. 삼성전자 실적발표 이후 반도체 업종에 셀온 나타났으나 개인의 저가매수세 유입되며 낙폭 축소. 방산주는 트럼프 대통령의 국방 예산 50% 증액 발표에 상승했으며, JPMHC 기대감에 제약/바이오 업종 강세. 다만, 하락 종목이 3배 이상 많은 수급 쏠림 지속
미국 증시는 혼조 마감. 최근 강했던 AI 및 반도체 관련주 위주로 차익실현성 매도가 이어지며 필라델피아 반도체지수(-1.83%)와 나스닥 지수(-0.44%)는 약세 양상. 반면, 우량주 및 경기순환주로 순환매하는 흐름이 나타나며 S&P 500지수(+0.01%) 및 다우존스 지수(+0.55%)는 상승 마감. 업종별로는 기술과 의료건강 섹터가 하락했고, 나머지 업종은 모두 상승. 특징 종목으로 록히드마틴은 트럼프 대통령이 국방비를 5천억달러 증액해야한다 주장하면서 주가가 4.34% 상승

금리&환율

국고채 금리는 하락 마감. 국고채는 국내 주요 이벤트 및 지표 부재한 상황 속, 외국인 매매 방향에 휘둘리는 장세 이어지는 모습. 간밤 유가 하락과 미국 고용지표 부진, 아시아장에서 호주와 뉴질랜드 국채 금리 하락도 국고채 강세 요인으로 작용
미국채 금리는 상승 마감. 유로존 주요국들이 한날 국채 발행에 나서자 물량 압박에 따라 분트 10년물 수익률이 상승하였고, 미국채 금리도 이에 영향받아 상방 압력을 받음
원/달러 환율은 전날 대비 4.80원 오른 1,450.60원에 마감. 이날 조금씩 상승하던 원/달러는 장 막판 숏 스퀴즈 물량이 유입되면서 상승폭이 확대됨
달러인덱스는 98.92로 상승. 달러는 미국의 무역수지 적자가 대폭 축소되었다는 소식에 강세 양상. 미 상무부에 따르면 작년 10월 무역수지 적자는 294억달러로 전달(-481억달러) 대비 39% 급감

주요뉴스

美 주요 경제 지표
작년 미국의 3분기 비농업 부문 단위 노동비용 예비치는 전분기 대비 1.9% 감소
이는 시장 전망치인 1.0% 증가와 반대의 결과인데, AI 등으로 기업의 생산성이 크게 늘어난 효과로 분석
한편, 지난 3일로 끝난 주간 신규 실업보험 청구 건수는 계절 조정 기준 20만8천건으로 직전주 대비 8천건 증가

New Publications

[자산배분] 대체투자 비중확대와 자산배분 - 대체투자 벤치마크 한계와 TPA의 대안(2025-01-07)
[중국] 2026년 중국 경제/증시 전망 - 소비&투자 확대가 5%성장의 Key (2025-12-15)
[반도체] (OVERWEIGHT) 2026년 반도체 산업 전망(2025-12-08)
[지주] (OVERWEIGHT) 2026년 지주회사 전망 - 계속 여력이 남아있다(2025-11-26)
[건설] (OVERWEIGHT) 2026년 건설 전망 - 오늘보다 나은 내일(2025-11-21)
[음식료/화장품] (OVERWEIGHT) 2026년 음식료/화장품 전망 - 이제는 K-소비재가 Trend Setter! (2025-11-21)

Rating, Target Price Changes

삼성전기	BUY	288,000 원 ▷	BUY	340,000 원	(2026-01-08)
삼성물산	BUY	270,000 원 ▷	BUY	320,000 원	(2026-01-07)
현대제철	BUY	47,000 원 ▷	BUY	43,000 원	(2026-01-07)
LG에너지솔루션	BUY	613,000 원 ▷	BUY	500,000 원	(2026-01-02)
SK하이닉스	BUY	740,000 원 ▷	BUY	790,000 원	(2026-01-02)
삼성전자	BUY	129,000 원 ▷	BUY	143,000 원	(2025-12-29)
덕산네오룩스	BUY	58,000 원 ▷	BUY	57,000 원	(2025-12-24)
세아베스틸지주	BUY	40,000 원 ▷	BUY	59,000 원	(2025-12-23)
리가켐바이오	BUY	150,000 원 ▷	BUY	240,000 원	(2025-12-22)
한일시멘트	M.PERFORM	19,000 원 ▷	M.PERFORM	21,000 원	(2025-12-22)
한미약품	BUY	400,000 원 ▷	BUY	550,000 원	(2025-12-18)
아모레퍼시픽	BUY	170,000 원 ▷	BUY	160,000 원	(2025-12-15)
CJ제일제당	BUY	280,000 원 ▷	BUY	300,000 원	(2025-12-12)

외국인 순매수

순매수	금액(백만)
SK하이닉스	182,500
한화오션	171,444
한화에어로스페이스	139,054
삼성바이오로직스	93,457
HD현대일렉트릭	68,525

국내기관 순매수

순매수	금액(백만)
한화오션	126,121
한화에어로스페이스	102,621
한국항공우주	65,740
SK스퀘어	63,224
LIG넥스원	62,087

외국인 순매도

순매도	금액(백만)
삼성전자	-532,158
현대차	-218,454
현대모비스	-47,357
한국항공우주	-47,166
고려아연	-46,257

국내기관 순매도

순매도	금액(백만)
삼성전자	-1,435,679
SK하이닉스	-294,849
카카오	-107,558
두산에너빌리티	-92,516
현대차	-90,735

국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	4,552.37	+0.03	+10.75
대형주	4,790.20	+0.18	+13.00
중형주	3,704.43	-0.85	-4.08
소형주	2,453.85	-1.70	-4.11
KOSDAQ	944.06	-0.35	+1.01

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	15,247	-1,019	-16,896
누적순매수(D-20)	-27,971	47,780	-26,390

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	367,013	396,536	231,489

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	99.86	-0.56	-1.69
금융	789.49	-1.05	+2.16
운수장비	5,282.62	+2.03	+10.59
유통	502.97	+0.33	+0.11
음식료	4,416.49	-0.17	-2.98
의약품	19,081.13	+3.48	+8.84
전기전자	56,337.19	-0.13	+21.45
철강금속	6,515.25	-0.53	-3.92
화학	4,000.02	-0.65	-6.87
유틸리티	1,436.04	-0.90	-0.85
통신	479.80	-1.07	-1.05

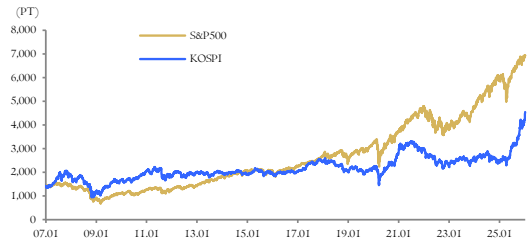
해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	6,919.53	-0.02	+0.27
NASDAQ	23,480.02	-0.44	-0.48
일본	51,117.26	-1.63	+1.93
중국	4,082.98	-0.07	+5.41
독일	25,122.26	+0.00	+3.41

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	2.90	-0.80	-19.90
국고채 (10년)	3.34	-1.30	-3.70
은행채AAA (3년)	3.16	+0.00	-18.50
미국국채 (2년)	3.49	+1.75	-5.10
미국국채 (10년)	4.17	+1.85	+1.00

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,450.60	+0.33	-1.52
원/백 엔	924.22	+0.22	-2.37
원/위안	207.72	+0.53	-0.47
달러/유로	1.17	-0.24	-0.76
위안/달러	6.98	-0.20	-1.05
엔/달러	156.95	+0.11	+0.87
Dollar Index	98.92	+0.21	+0.60

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	57.76	+3.16	+0.28
금 (usd/oz)	4,462.50	+0.00	+3.47
BDI	1,718.00	-6.12	-29.30
천연가스(NYMEX)	3.41	-3.35	-19.48

KOSPI, S&P 추이



본 조사지표는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 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.

제약/바이오

RNA 비만치료제, 꿈의 비만치료제로

OVERWEIGHT

Analyst 여노래 noraeyeo@hmsec.com

Arrowhead Pharmaceutical의 siRNA 비만치료제 2종의 임상 1상 중간 결과 발표

- 나스닥 상장 바이오텍 Arrowhead Pharmaceutical은 ALK7-액티빈E(Activin E) 경로상에서 지방 세포의 합성을 저해하는 방식으로 작동하는 2종의 siRNA 비만치료제(ARO-INHBE, ARO-ALK7)를 현재 임상 1상 개발 중. 1월 6일 두 파이프라인의 임상 1상 중간 결과를 발표.

- ALK7-액티빈 경로는 식사 시 간세포의 INHBE 유전자의 발현에서 시작, INHBE 유전자는 액티빈E 단백질로 번역되어 지방 조직(Adipose tissue)에서 ALK7 수용체 단백질과 결합. 지방 조직에서 지방 저장 촉진, 지방 분해 억제를 유도해 지방 세포의 크기와 함량을 증가시키는 지방 저장/합성 신호전달 경로. 해당 경로상의 ALK7수용체 또는 액티빈E의 mRNA인 ALK7과 INHBE를 표적하는 siRNA가 파이프라인.

ARO-INHBE, 단독 투여 16주차 내장 지방 9.9%감소, 마운자로 병용 시 9.4% 체중 감소 달성

- ARO-INHBE는 임상 1상에서 단회용량(SAD; Single Ascending Dose)에서 25명, 다회용량(MAD; Multiple Ascending Dose)에서 36명을 대상으로 투약. 임상의 평가 지표는 안전성과 PK, 혈중 액티빈-E 농도, 체중감량, 지방간 해소 및 당화혈색소 개선. 평균 BMI는 SAD 35, MAD 36.

- ARO-INHBE는 용량 의존적으로 혈중 Activin-E를 감소, 400mg의 최대용량에서 85%감소를 확인. 또한 동일 용량에서 단회 투약으로 16주차에 내장 지방(Visceral Adipose)은 9.9% 감소, 지방간은 8주차와 16주차 유사하게 37~38% 감소. 반복 투약 시 플라시보 보정된 최대 내장지방 감소는 15.6%를 확인.

- 데이터의 핵심은 마운자로/젭바운드(Tirzepetide; 이하 마운자로)와의 병용 코호트. 각 용량군별 코호트에서 5mg의 마운자로와 병용 투약하여, 단독으로 5mg의 마운자로를 투약한 환자와 비교. 해당 투약군은 2형 당뇨(T2D; Type 2 Diabetes)와 비만이 동시에 발생한 환자를 대상. **16주차에 일반 마운자로 투약군은 4.8%체중 감소를 확인하였으며, ARO-INHBE 병용 투약군은 최대 9.4%의 체중 감소를 확인.**

- 내장 지방은 -23.2%(마운자로 -7.4%), 지방간 -76.7%(마운자로 -20%)로 이상적인 체중 감량 효과를 확인하였으며, 기존의 마운자로 단독으로 보였던 비만 치료 효과에서 강화된 효과를 보이면서 시너지가 있음을 확인. 부작용도 간 관련 부작용은 발견되지 않았으며, 병용 시에 부작용으로 인한 약물 중단도 없어 siRNA가 가장 이상적인 병용 약물이 될 것으로 추정.

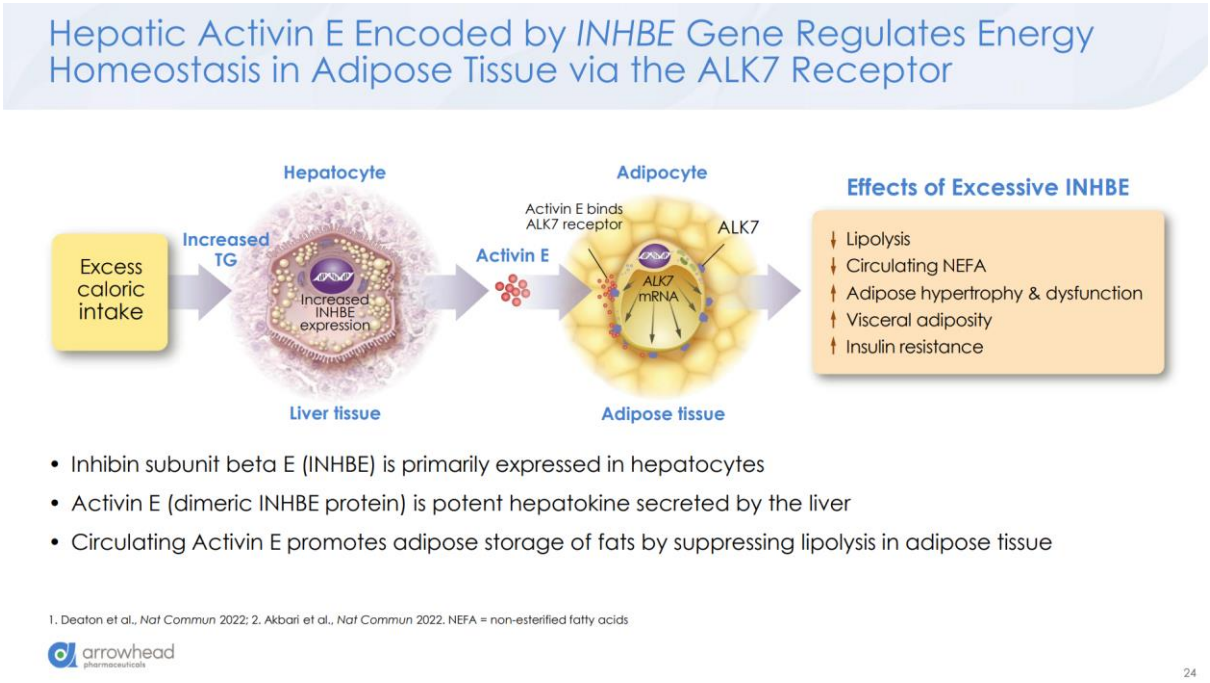
- ALK7-액티빈E 신호전달 **경로의 ALK7을 표적하는 ARO-ALK7도 임상 1상 초기 결과 발표. 최대 200mg 용량에서 8주차에 -13.6%의 내장지방 감소를 확인하며 ARO-INHBE 대비 더 우수한 결과가 확인.** 안전성도 간 관련 독성이 없었으며 유의미한 부작용 및 투약 중단은 미확인.

- 동일한 마운자로 병용 임상과 다회용량은 모집이 완료되었으며 2026년 내 발표 예정.

새로운 국면으로 진입하는 비만치료제 경쟁, siRNA 파이프라인에 대한 기대감 상승

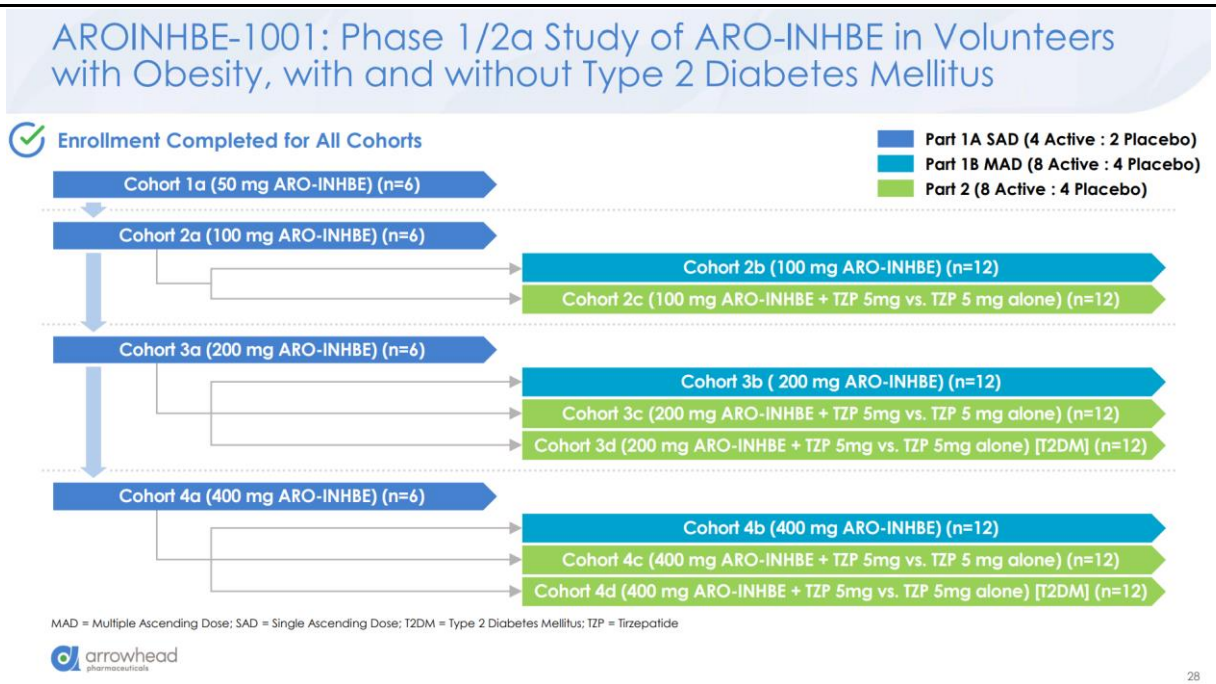
- 기존 GLP-1 계열 약물 또는 아밀린/UCN2 등의 호르몬 복합제를 이용하는 치료제 간의 경쟁에서 siRNA를 이용한 내장지방을 감소시키는 기전이 더 우수한 효과를 입증하는 데이터가 발표. 현재 GLP-1 계열 비만치료제 경쟁에 투자하지 않던 글로벌 제약사가 후발 주자로 siRNA에 관심도가 높아질 것으로 예상. JP Morgan Healthcare 이벤트 기간(1/12-1/15) 중 siRNA에 대한 빅파마의 선택과 전략에 주목해야 할 것.

<그림1> ALK7-액티빈E 신호전달 경로



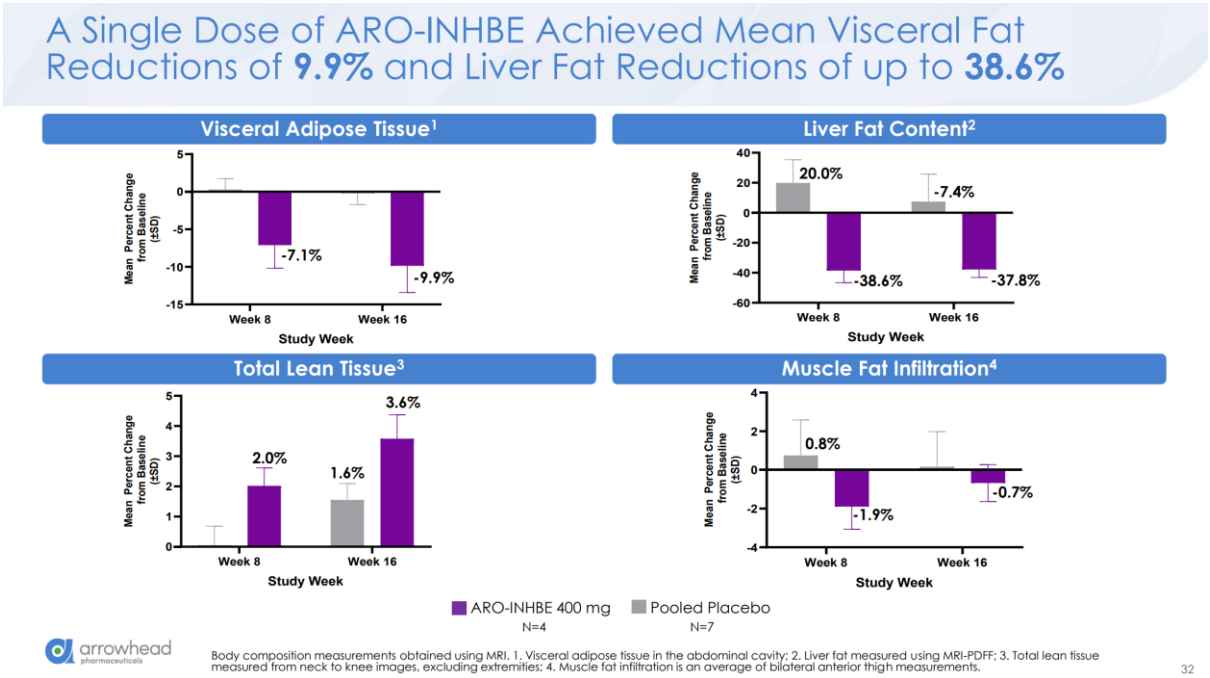
자료 : Arrowhead Pharmaceuticals, 현대차증권

<그림2> ARO-INHBE 파이프라인 임상 1/2a상 디자인



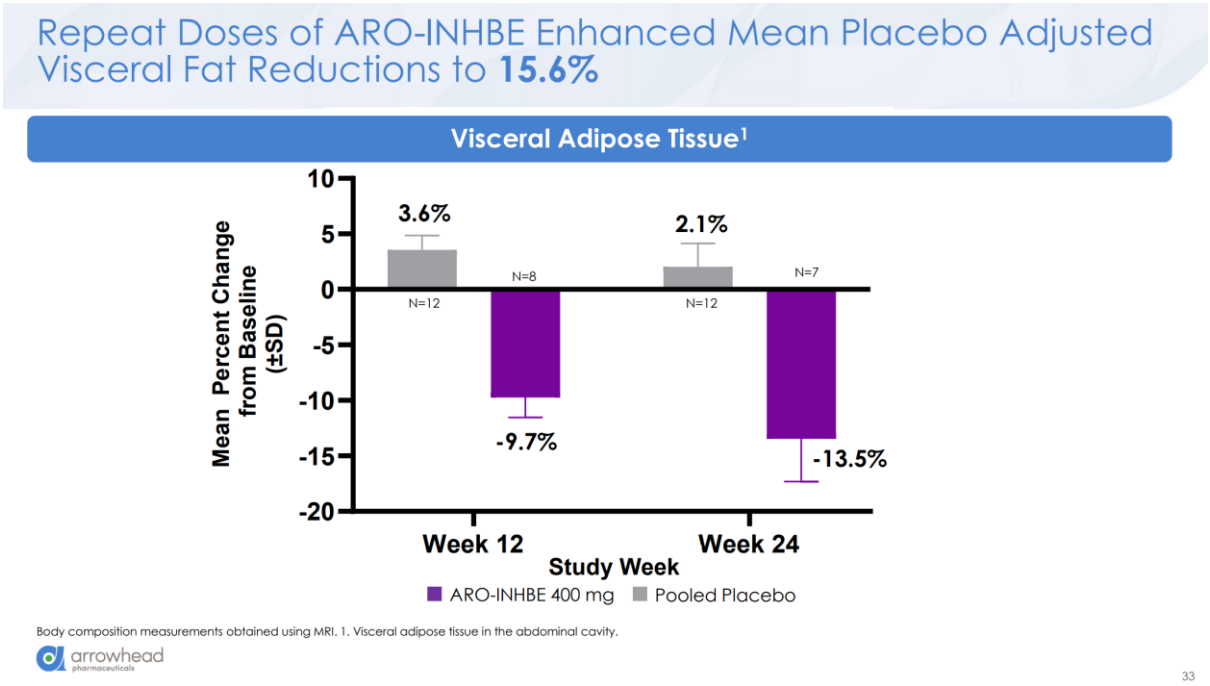
자료 : Arrowhead Pharmaceuticals, 현대차증권

<그림3> 단회 투약 용량 유효성 결과(내장지방/지방간/근육량 변화)



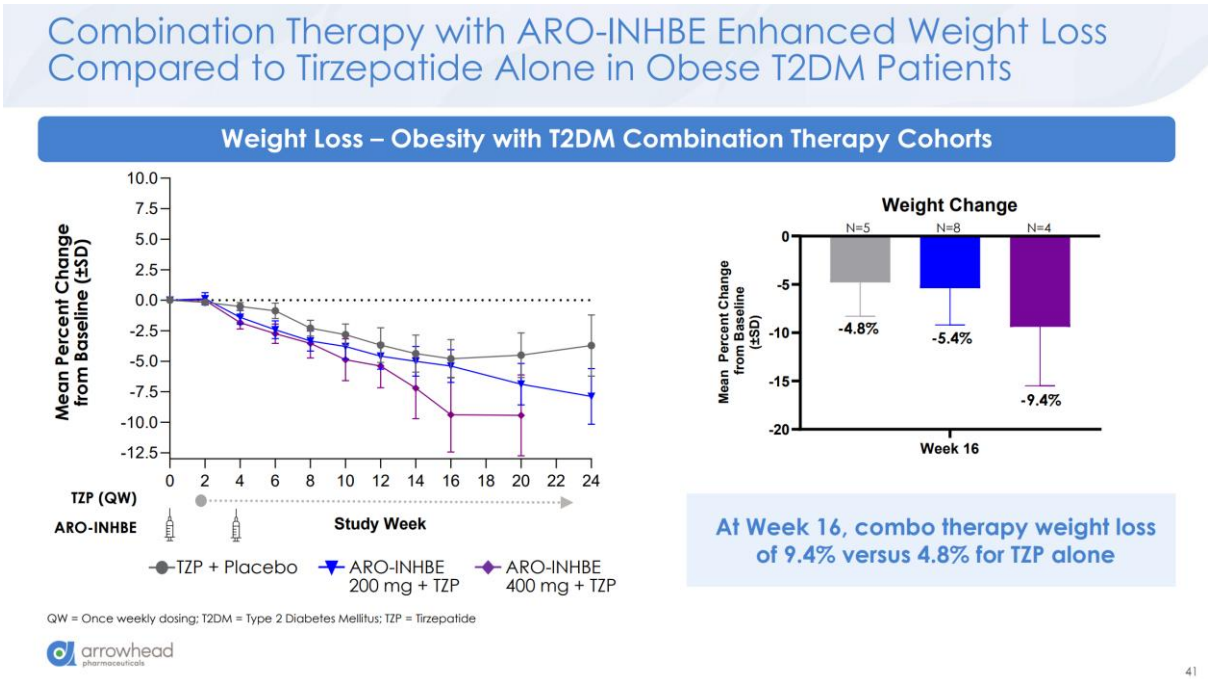
자료 : Arrowhead Pharmaceuticals, 현대차증권

<그림4> 반복 투약에서의 내장 지방 감량 결과



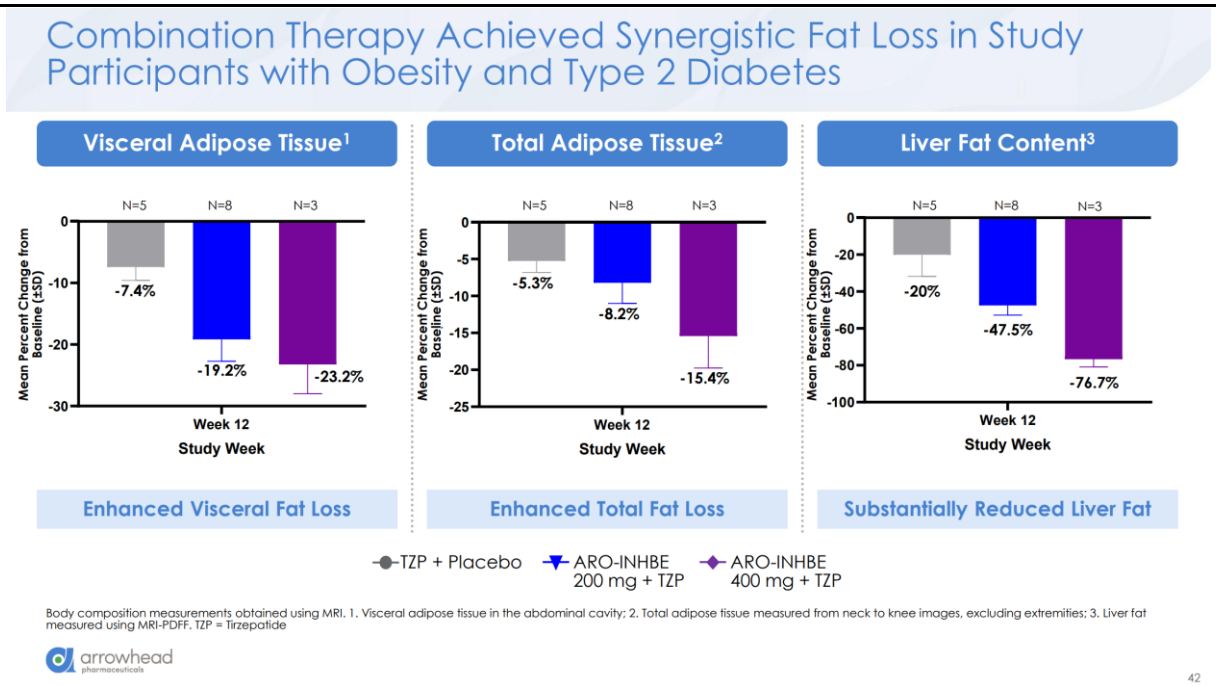
자료 : Arrowhead Pharmaceuticals, 현대차증권

<그림5> 마운자로 5mg와 ARO-INHBE의 병용 시 체중 감량 효과



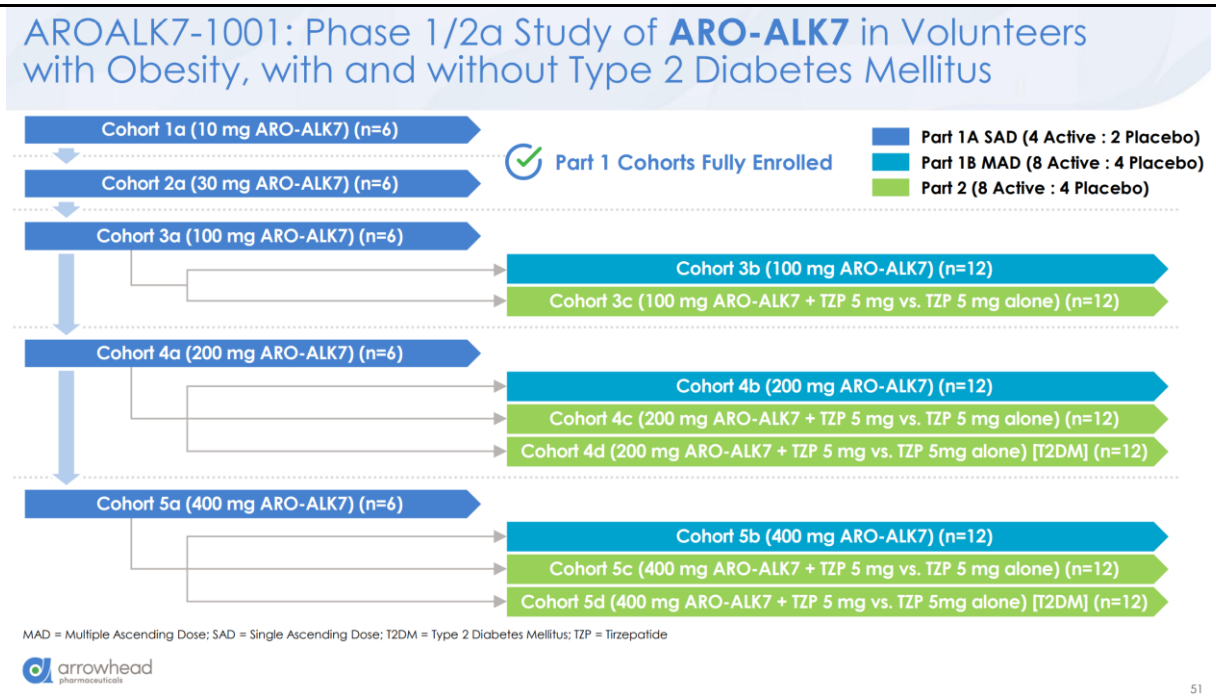
자료 : Arrowhead Pharmaceuticals, 현대차증권

<그림6> 마운자로 5mg와 병용 시 내장 지방, 전체 지방 조직, 지방간의 변화



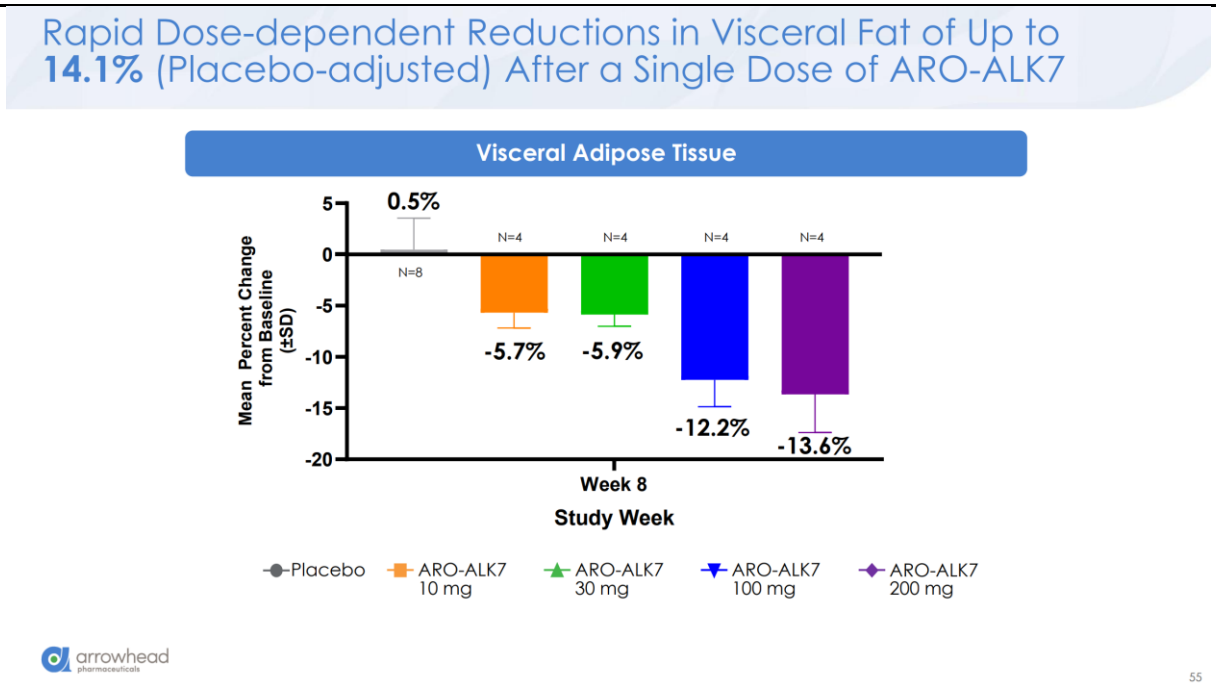
자료 : Arrowhead Pharmaceuticals, 현대차증권

<그림7> ARO-ALK7의 임상 디자인



자료 : Arrowhead Pharmaceuticals, 현대차증권

<그림8> ARO-ALK7의 내장 지방 감소 데이터



자료 : Arrowhead Pharmaceuticals, 현대차증권

삼성E&A (028050)

Analyst 신동현 dhshin@hmsec.com

4Q25 Preview: 연말 기대감은 연초로 집중

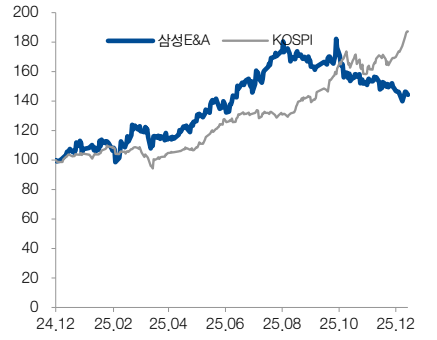
BUY	TP 35,000원
현재주가 (1/8)	24,000원
상승여력	45.8%
시가총액	4,704십억원
발행주식수	196,000천주
자본금/액면가	980십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	30,300원/16,380원
일평균 거래대금 (60일)	20십억원
외국인 지분율	48.27%
주요주주 지분율	
삼성SDI외7인	20.63%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-5.7	-11.6	1.3
상대주가(%p)	-13.9	-31.1	-30.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	3,029	3,470	35,000
After	3,010	3,272	35,000
Consensus	3,112	3,486	
Cons. 차이	-3.3%	-6.1%	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 4Q25F 연결 매출액 2조 3,337억원(-9.5% yoy, +16.9% qoq), 영업이익 1,820억원(-38.5% yoy, +3.1% qoq, OPM 7.8%)으로 컨센서스 하회 전망
- 2Q25 이후 본격화된 화공 매출액과 3Q25 수주 이후 반등하기 시작할 비화공 매출액을 확인할 수 있을 전망. 4Q25로 예상되었던 화공 대형 수주 안건들은 1Q26으로 이연되며 26년 초 수주 기대감 유지

주요이슈 및 실적전망

- 3Q25 실적발표 이후 큰 특이사항 없이 25년을 마무리한 것으로 추정됨. 화공부문에서는 예상했던 사우디 Fadhili PJT의 진행률 가속화가 나타나며 매출액이 1H25 대비 증가할 것으로 전망함. 매출총이익률은 일회적인 도급증액, 정산이익 등을 배제한 경상 수준으로 가정했고 이로 인해 전년동기대비 기저효과 발생(4Q24 당시 정산이익, 마일스톤 조기달성에 따른 원가개선 등 약 +1,800억원 효과 발생)
- 비화공부문은 3Q25 수주한 P4 공장의 초기 매출인식이 시작되었을 것으로 추정됨. 초기이기는 하나 관계사 공사의 특성상 공기가 빠르게 진행됨을 고려하면 매출 기여도는 적지 않게 상승할 것이라 판단됨
- 25년 말로 기대하던 화공 수주 안건(사우디 SAN-6 블루암모니아, 멕시코 Pacifico Mexinol, 중동 석화플랜트 등)은 26년 초로 이연됨. 특히 이 중 수의안건의 진행 속도가 상대적으로 빠른 것으로 확인되어 동사의 올해 신규수주 기대감은 연초부터 집중될 수 있을 전망

BUY(유지) / TP 35,000 원(유지) = 12m Fwd. BPS 26,835 원 * Target P/B 1.32x

- 직전 보고서와 동일하게 화공 및 비화공에서의 수주 부재, 실적 피크아웃 등 우려가 동시에 존재하던 보수적 구간(2H23~1H24) 평균 P/B 1.32배를 Target P/B로 유지함

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	10,625	993	754	1,058	3,846	13.4	7.5	1.6	3.9	24.4	0.0
2024	9,967	972	757	1,041	3,862	0.4	4.3	0.8	NA	19.6	4.0
2025F	8,605	697	590	778	3,010	-22.1	8.0	1.0	1.9	13.2	1.9
2026F	10,522	849	641	927	3,272	8.7	7.3	0.9	1.2	12.9	2.1
2027F	10,676	875	641	943	3,270	-0.1	7.3	0.8	0.5	11.6	2.1

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 삼성E&A 4Q25 실적 추정

(단위: 십억원)	분기실적			증감		Consensus	
	4Q24	3Q25	4Q25F	(YoY)	(QoQ)	4Q25F	Diff.
매출액	2,579	1,996	2,334	-9.5%	16.9%	2,644	-11.7%
영업이익	296	177	182	-38.5%	3.1%	210	-13.1%
세전이익	171	187	232	35.6%	24.0%	221	4.8%
당기순이익	111	157	174	56.6%	10.7%	163	6.4%

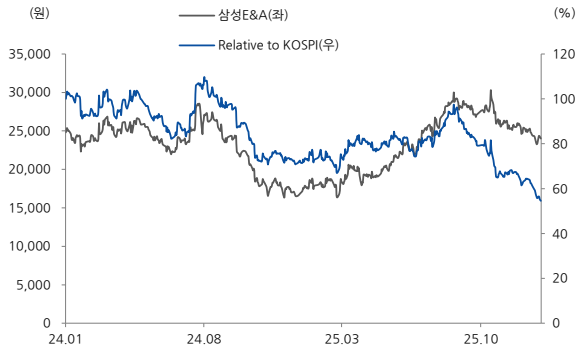
자료: FnGuide, 현대차증권

〈표2〉 삼성E&A 목표주가 산정

항목	내용	비고
Target BPS (원)	26,835	- 12M Fwd. BPS
Target P/B (배)	1.32	- 2H23 ~ 1H24 12M Fwd. P/B 평균
적정주가 (원)	35,422	- Target BPS * Target P/B
목표주가 (원)	**35,000**	
전일종가 (원)	24,000	- 2026.01.08 종가
상승여력 (%)	45.8	
투자의견	**BUY**	

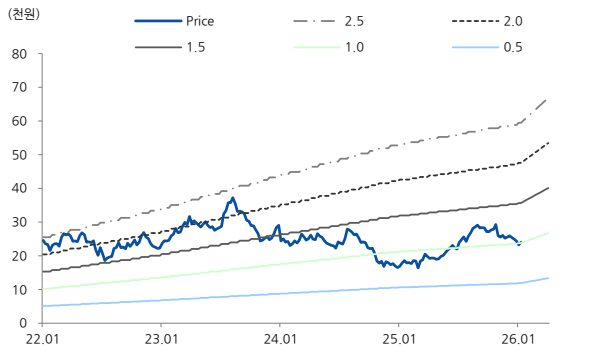
자료: 현대차증권

〈그림1〉 삼성E&A 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림2〉 삼성E&A P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈표3〉 삼성E&A 주요 해외 PJT 파이프라인

PJT 명	규모(억달러)	수주 예상 시기
사우디 SAN-6 블루암모니아	35	1Q26
중동 석화 수의계약	25	1Q26
멕시코 Pacifico Mexinol 블루 메탄올 수의계약	25	1Q26
UAE Falcon PLA(FEED 수행 중)	-	1H26
카타르 석유화학 요소 플랜트	40	2026 년
카타르 Khafji 가스 PKG #1, #2	20	2026 년
인도네시아 Abadi INPEX 온쇼어 LNG(FEED 수행 중)	-	2027 년

자료: 삼성E&A, 현대차증권

〈표4〉 삼성E&A 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	**2,098**	**2,178**	**1,996**	**2,334**	**2,367**	**2,597**	**2,715**	**2,843**	**9,967**	**8,605**	**10,522**
YoY	-12.0%	-18.9%	-13.9%	-9.5%	12.8%	19.2%	36.1%	21.8%	-6.2%	-13.7%	22.3%
〉화공	1,123	1,362	1,429	1,572	1,521	1,590	1,637	1,635	4,598	5,486	6,383
YoY	19.3%	10.7%	28.9%	19.3%	35.5%	16.8%	14.6%	4.0%	-0.2%	19.3%	16.4%
〉비화공	975	816	567	762	846	1,007	1,078	1,209	5,369	3,120	4,139
YoY	-32.4%	-43.9%	-53.1%	-39.6%	-13.3%	23.4%	90.3%	58.6%	-10.8%	-41.9%	32.7%
매출총이익	**294**	**314**	**309**	**306**	**309**	**340**	**352**	**370**	**1,509**	**1,223**	**1,371**
YoY	-12.7%	-20.7%	-7.5%	-30.8%	5.0%	8.1%	14.1%	20.9%	4.0%	-19.0%	12.1%
GPM	14.0%	14.4%	15.5%	13.1%	13.0%	13.1%	13.0%	13.0%	15.1%	14.2%	13.0%
〉화공	138	180	208	200	190	199	201	201	849	726	791
YoY	-7.4%	-24.7%	-3.0%	-18.8%	37.9%	10.2%	-3.0%	0.7%	32.3%	-14.5%	9.1%
GPM	12.3%	13.2%	14.5%	12.7%	12.5%	12.5%	12.3%	12.3%	18.5%	13.2%	12.4%
〉비화공	156	134	101	107	118	141	151	169	809	661	498
YoY	-16.9%	-14.7%	-15.5%	-45.7%	-24.2%	5.5%	49.3%	58.6%	18.2%	-18.4%	-24.7%
GPM	16.0%	16.4%	17.8%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	15.1%	21.2%	12.0%
영업이익	**157**	**181**	**177**	**182**	**182**	**213**	**221**	**233**	**972**	**697**	**849**
YoY	-24.9%	-31.1%	-13.4%	-38.5%	15.5%	17.8%	25.4%	28.0%	-2.2%	-28.3%	21.9%
OPM	7.5%	8.3%	8.8%	7.8%	7.7%	8.2%	8.2%	8.2%	9.7%	8.1%	8.1%
세전이익	**205**	**203**	**187**	**232**	**209**	**236**	**250**	**253**	**904**	**827**	**948**
YoY	-6.8%	-30.6%	-15.0%	35.3%	2.1%	15.9%	33.8%	9.2%	-3.1%	-8.5%	14.7%
세전이익률	9.8%	9.3%	9.4%	9.9%	8.8%	9.1%	9.2%	8.9%	9.1%	9.6%	9.0%
당기순이익	**157**	**142**	**157**	**174**	**157**	**177**	**188**	**190**	**639**	**630**	**711**
YoY	-4.2%	-31.0%	-0.6%	56.6%	-0.3%	24.7%	19.3%	9.2%	-8.2%	-1.3%	12.9%
당기순이익률	7.5%	6.5%	7.9%	7.4%	6.6%	6.8%	6.9%	6.7%	6.4%	7.3%	6.8%
수주잔고	**21,355**	**18,218**	**18,043**	**17,309**	**20,442**	**22,345**	**20,730**	**18,987**	**21,326**	**17,309**	**18,987**
〉화공	15,543	13,066	12,092	11,270	13,248	15,159	13,621	12,087	14,815	11,270	12,087
〉비화공	5,812	5,152	5,951	6,040	7,194	7,187	7,109	6,900	6,511	6,040	6,900

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	10,625	9,967	8,605	10,522	10,676
증가율 (%)	5.7	-6.2	-13.7	22.3	1.5
매출원가	9,174	8,457	7,382	9,151	9,291
매출원가율 (%)	86.3	84.9	85.8	87.0	87.0
매출총이익	1,451	1,509	1,223	1,371	1,385
매출이익률 (%)	13.7	15.1	14.2	13.0	13.0
증가율 (%)	34.2	4.0	-19.0	12.1	1.0
판매관리비	458	538	526	522	510
판관비율(%)	4.3	5.4	6.1	5.0	4.8
EBITDA	1,058	1,041	778	927	943
EBITDA 이익률 (%)	10.0	10.4	9.0	8.8	8.8
증가율 (%)	39.2	-1.6	-25.3	19.2	1.7
영업이익	993	972	697	849	875
영업이익률 (%)	9.3	9.8	8.1	8.1	8.2
증가율 (%)	41.3	-2.1	-28.3	21.8	3.1
영업외손익	-61	-74	114	96	69
금융수익	151	279	250	259	260
금융비용	214	116	145	161	162
기타영업외손익	2	-237	9	-2	-29
종속/관계기업관련손익	0	7	16	4	4
세전계속사업이익	933	904	827	948	948
세전계속사업이익률	8.8	9.1	9.6	9.0	8.9
증가율 (%)	30.3	-3.1	-8.5	14.6	0.0
법인세비용	237	265	197	237	237
계속사업이익	696	639	630	711	711
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	696	639	630	711	711
당기순이익률 (%)	6.6	6.4	7.3	6.8	6.7
증가율 (%)	17.0	-8.2	-1.4	12.9	0.0
지배주주지분 순이익	754	757	590	641	641
비지배주주지분 순이익	-58	-118	40	70	70
기타포괄이익	26	-41	14	0	0
총포괄이익	721	598	644	711	711

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,965	7,942	6,890	7,807	8,307
현금성자산	915	2,596	2,160	2,667	3,373
단기투자자산	609	532	1,000	1,000	1,000
매출채권	2,101	3,505	1,878	2,288	2,082
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	2,340	1,310	1,852	1,852	1,852
비유동자산	1,836	2,071	2,082	2,052	2,032
유형자산	430	443	445	445	445
무형자산	81	99	96	66	45
투자자산	263	321	378	378	378
기타비유동자산	1,062	1,208	1,163	1,163	1,164
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	7,801	10,013	8,972	9,859	10,338
유동부채	4,217	5,871	4,297	4,557	4,426
단기차입금	119	104	0	0	0
매입채무	875	800	1,187	1,447	1,316
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	3,223	4,967	3,110	3,110	3,110
비유동부채	286	246	264	271	268
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	6	21	21	21
기타비유동부채	286	240	243	250	247
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	4,503	6,118	4,562	4,828	4,694
지배주주지분	3,473	4,232	4,709	5,260	5,802
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	-22	-22	-22	-22	-22
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	85	86	103	103	103
이익잉여금	2,430	3,187	3,648	4,199	4,742
비지배주주지분	-175	-336	-298	-228	-158
자본총계	3,298	3,896	4,411	5,032	5,644

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	-460	1,636	418	655	878
당기순이익	696	639	630	711	711
유형자산 상각비	44	43	47	48	48
무형자산 상각비	22	26	35	30	21
외환손익	125	-126	17	15	30
운전자본의 감소(증가)	-1,551	730	-175	-144	72
기타	204	324	-136	-5	-4
투자활동으로인한현금흐름	16	-50	-584	-58	-74
투자자산의 감소(증가)	10	-7	-58	4	4
유형자산의 감소	0	1	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-28	-43	-41	-48	-48
기타	34	-1	-486	-14	-30
재무활동으로인한현금흐름	-123	-30	-242	-90	-98
차입금의 증가(감소)	-3	5	15	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	-0	-129	-90	-98
기타	-120	-35	-128	0	0
기타현금흐름	70	124	-27	0	0
현금의증가(감소)	-497	1,681	-435	507	706
기초현금	1,412	915	2,596	2,160	2,667
기말현금	915	2,596	2,160	2,667	3,373

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	3,549	3,259	3,215	3,628	3,626
EPS(지배순이익 기준)	3,846	3,862	3,010	3,272	3,270
BPS(자본총계 기준)	16,828	19,876	22,503	25,672	28,798
BPS(지배지분 기준)	17,721	21,591	24,023	26,835	29,604
DPS	0	660	460	500	500
P/E(당기순이익 기준)	8.2	5.1	7.5	6.6	6.6
P/E(지배순이익 기준)	7.5	4.3	8.0	7.3	7.3
P/B(자본총계 기준)	1.7	0.8	1.1	0.9	0.8
P/B(지배지분 기준)	1.6	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(Reported)	3.9	NA	1.9	1.2	0.5
배당수익률	0.0	4.0	1.9	2.1	2.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	16.8	-8.2	-1.3	12.9	-0.1
EPS(지배순이익 기준)	13.4	0.4	-22.1	8.7	-0.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	23.7	17.8	15.2	15.1	13.3
ROE(지배순이익 기준)	24.4	19.6	13.2	12.9	11.6
ROA	8.9	7.2	6.6	7.6	7.0
안정성 (%)					
부채비율	136.5	157.0	103.4	95.9	83.2
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	43.4	68.9	431.7	752.2	774.8

** K-IFRS 연결 기준*

코스메카코리아 (241710)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

4Q25 Preview: 견조한 성장 지속

BUY **TP 95,000원**

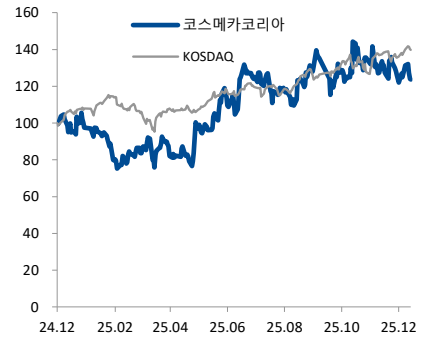
현재주가 (1/8)	65,900원
상승여력	44.2%
시가총액	704십억원
발행주식수	10,680천주
자본금/액면가	5십억원/500원
52주 최고가/최저가	76,900원/40,100원
일평균 거래대금 (60일)	6십억원
외국인 지분율	17.93%
주요주주 지분율	
박은희외 3인	38.95%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-7.4	-8.7	9.3
상대주가(%p)	-9.0	-17.4	-9.2

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	4,521	5,905	95,000
After	4,324	5,634	95,000
Consensus	4,565	5,899	-
Cons. 차이	-5.3%	-4.5%	-

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 4Q25F 코스메카코리아 연결 기준 매출액은 1,646억원(+28.2%yoy), 영업이익은 214억원(+60.7%yoy, OPM 13.0%) 전망

주요이슈 및 실적전망

- **국내(코스메카코리아)**: 4Q25F 매출 1,206억원(+46%yoy), 영업이익 131억원(+23%yoy, OPM 10.9%) 전망. 당분기에도 D사 미국 내 주요 온라인 플랫폼(틱톡/아마존) 상위 랭킹 유지됨에 따라 실적 기여도 증가, 내년 상반기까지 견조한 수주 지속될 것으로 전망. 탑라인 견조한 가운데, 이익은 본사 이전에 따른 이사 관련 제반 비용 및 감가상각비 증가로 국내법인 이익률 기존 추정치 대비 소폭 하향 조정. 2026년에도 Top 10 브랜드 중심의 견조한 수주 예상되는 가운데, 국내 매출 가이던스 +15%yoy 이상 제시. 향후 생산 효율화 및 대량 수주에 의한 레버리지 효과 가시화된다면 마진 레벨 또한 개선될 수 있을 것으로 기대
- **미국(잉글우드랩)**: 4Q25F 매출 522억원(+11%yoy), 영업이익 90억원(+142%yoy, OPM 17.2%) 전망. 잉글우드랩 코리아 주요 고객사 2~3분기 대량 출고 이후 4분기는 성장률 소폭 둔화, 잉글우드랩 별도 법인 고마진 신규 인디 고객사향 물량 증가에 따라 실적 기여도 확대되고 있다는 점 긍정적

주가전망 및 Valuation

- 코스메카코리아 투자의견 BUY, 목표주가 95,000원 유지. 목표주가는 12M Fwd EPS 5,634원에 글로벌 ODM peer 12M Fwd P/E 17배를 산정(기존 Valuation 12M Fwd EPS 5,777원에 글로벌 ODM Peer 12M Fwd P/E 16배 적용). 코스메카코리아 인디고객사 대형화에 따른 대량 수주 견조한 가운데, EWL 기여도 지속 확대 전망됨에 따라, 실적 안정성 강화되고 있다는 점 긍정적

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	471	49	22	66	2,090	740.3	17.4	2.3	8.0	14.1	0.0
2024	524	60	43	78	4,007	91.8	13.8	2.7	9.4	22.1	0.2
2025F	627	84	46	100	4,324	7.9	15.4	2.8	8.4	19.6	0.2
2026F	728	101	60	117	5,634	30.3	11.7	2.3	6.9	21.4	0.2
2027F	789	111	67	129	6,312	12.0	10.4	1.9	5.9	19.6	0.2

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 코스메카코리아 목표주가 산정

	내용	비고
12M Forward EPS(원)	5,634	- 12M Fwd EPS 추정치
Target P/E(배)	17	- 글로벌 Peer 12M Fwd P/E
적정 주가(원)	94,643	
목표주가(원)	**95,000**	- Target P/E * 12M Fwd EPS
전일 종가(원)	65,900	- 2026.01.08 종가
상승여력(%)	44.2	
투자의견	**BUY**	

자료: 현대차증권

〈표2〉 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	**118.4**	**161.7**	**182.4**	**164.6**	**159.9**	**182.0**	**200.9**	**184.7**	**524.3**	**627.0**	**727.5**
YoY(%)	*-5.7%*	*12.5%*	*44.0%*	*28.2%*	*35.1%*	*12.5%*	*10.2%*	*12.3%*	*11.4%*	*19.6%*	*16.0%*
한국법인	74.3	110.0	129.8	120.6	110.5	124.1	141.1	133.2	328.7	434.8	508.9
YoY(%)	*8.1%*	*16.2%*	*57.4%*	*45.7%*	*48.6%*	*12.8%*	*8.7%*	*10.4%*	*22.3%*	*32.3%*	*17.0%*
미국법인	42.5	57.5	61.8	52.2	49.3	63.5	68.3	58.4	181.9	214.0	239.5
YoY(%)	*-19.1%*	*25.0%*	*50.3%*	*23.6%*	*16.0%*	*10.4%*	*10.5%*	*12.0%*	*-12.1%*	*17.6%*	*11.9%*
중국법인	8.7	8.6	8.1	7.8	9.1	8.9	8.5	8.2	40.4	33.3	34.7
YoY(%)	*-28.0%*	*-20.0%*	*-12.8%*	*-5.2%*	*4.0%*	*3.8%*	*4.1%*	*5.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
영업이익	**12.3**	**23.0**	**27.2**	**21.4**	**19.5**	**25.9**	**30.3**	**25.0**	**60.4**	**83.9**	**100.7**
OPM(%)	***10.4%***	***14.2%***	***14.9%***	***13.0%***	***12.2%***	***14.3%***	***15.1%***	***13.5%***	***11.5%***	***13.4%***	***13.8%***
YoY(%)	***-10.5%***	***27.3%***	***78.8%***	***60.7%***	***58.6%***	***12.7%***	***11.5%***	***16.5%***	***22.8%***	***39.0%***	***20.0%***
한국법인	8.0	13.8	14.5	13.1	12.2	15.1	16.4	15.2	44.5	49.5	58.8
OPM(%)	*10.8%*	*12.6%*	*11.2%*	*10.9%*	*11.0%*	*12.2%*	*11.6%*	*11.4%*	*13.5%*	*11.4%*	*11.6%*
YoY(%)	*8.4%*	*-3.5%*	*20.8%*	*22.8%*	*51.0%*	*9.4%*	*12.9%*	*15.5%*	*94.1%*	*11.4%*	*18.8%*
미국법인	4.6	10.1	13.2	9.0	7.6	11.3	14.3	10.3	18.7	36.8	43.6
OPM(%)	*10.8%*	*17.5%*	*21.4%*	*17.2%*	*15.5%*	*17.8%*	*21.0%*	*17.6%*	*10.3%*	*17.2%*	*18.2%*
YoY(%)	*-31.0%*	*133.5%*	*225.0%*	*142.1%*	*67.2%*	*12.2%*	*8.4%*	*14.6%*	*-35.3%*	*96.9%*	*18.2%*
중국법인	-0.6	-1.1	-0.6	-0.8	-0.6	-0.8	-0.5	-0.6	-1.1	-3.1	-2.5
OPM(%)	*-6.8%*	*-13.2%*	*-7.3%*	*-10.3%*	*-6.6%*	*-9.0%*	*-5.9%*	*-7.3%*	*-2.6%*	*-9.4%*	*-7.2%*
YoY(%)	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적전*	*적지*	*적지*
세전이익	**11.6**	**16.7**	**29.6**	**20.9**	**19.1**	**21.6**	**31.0**	**24.7**	**67.6**	**78.8**	**96.4**
세전이익률(%)	***9.8%***	***10.3%***	***16.2%***	***12.7%***	***12.0%***	***11.9%***	***15.4%***	***13.4%***	***12.9%***	***12.6%***	***13.3%***
YoY(%)	***-29.1%***	***-14.6%***	***166.7%***	***1.2%***	***65.4%***	***29.8%***	***4.6%***	***18.1%***	***46.6%***	***16.5%***	***22.4%***
지배주주순이익	**7.6**	**9.3**	**16.7**	**12.5**	**12.0**	**13.3**	**19.5**	**15.4**	**42.8**	**46.2**	**60.2**
NPM(%)	***6.4%***	***5.8%***	***9.2%***	***7.6%***	***7.5%***	***7.3%***	***9.7%***	***8.4%***	***8.2%***	***7.4%***	***8.3%***
YoY(%)	***-13.4%***	***-32.0%***	***97.4%***	***5.8%***	***57.4%***	***42.0%***	***16.4%***	***23.6%***	***91.8%***	***7.9%***	***30.3%***

자료: 코스메카코리아, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	471	524	627	728	789
증가율 (%)	18.0	11.3	19.7	16.1	8.4
매출원가	364	400	470	543	587
매출원가율 (%)	77.3	76.3	75.0	74.6	74.4
매출총이익	107	125	157	185	202
매출이익률 (%)	22.7	23.9	25.0	25.4	25.6
증가율 (%)	64.6	16.8	25.6	17.8	9.2
판매관리비	58	64	73	84	91
판관비율(%)	12.3	12.2	11.6	11.5	11.5
EBITDA	66	78	100	117	129
EBITDA 이익률 (%)	14.0	14.9	15.9	16.1	16.3
증가율 (%)	144.4	18.2	28.2	17.0	10.3
영업이익	49	60	84	101	111
영업이익률 (%)	10.4	11.5	13.4	13.9	14.1
증가율 (%)	390.0	22.4	40.0	20.2	9.9
영업외손익	-3	7	-5	-4	-4
금융수익	3	11	4	10	9
금융비용	7	4	8	11	11
기타영업외손익	1	0	-1	-3	-2
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	46	68	79	96	108
세전계속사업이익률	9.8	13.0	12.6	13.2	13.7
증가율 (%)	666.7	47.8	16.2	21.5	12.5
법인세비용	12	14	21	26	29
계속사업이익	34	54	58	71	79
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	34	54	58	71	79
당기순이익률 (%)	7.2	10.3	9.3	9.8	10.0
증가율 (%)	466.7	58.8	7.4	22.4	11.3
지배주주지분 순이익	22	43	46	60	67
비지배주주지분 순이익	12	11	12	11	12
기타포괄이익	1	13	-8	0	0
총포괄이익	35	67	50	71	79

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	221	255	354	378	461
현금성자산	33	54	113	109	163
단기투자자산	7	8	9	10	11
매출채권	109	114	134	148	167
재고자산	66	67	82	94	101
기타유동자산	7	10	12	14	15
비유동자산	211	262	260	261	261
유형자산	153	196	198	198	198
무형자산	38	36	36	36	36
투자자산	3	3	3	3	4
기타비유동자산	17	27	23	24	23
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	433	518	615	639	722
유동부채	155	171	233	190	190
단기차입금	57	78	131	91	91
매입채무	44	39	50	51	52
유동성장기부채	21	10	4	9	4
기타유동부채	33	44	48	39	43
비유동부채	36	40	49	46	51
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	28	26	31	26	30
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	14	18	20	21
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	190	210	281	236	241
지배주주지분	169	219	251	311	377
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	58	69	63	63	63
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	6	12	9	9	9
이익잉여금	100	132	174	233	300
비지배주주지분	73	89	82	92	104
자본총계	242	308	333	403	481

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	42	69	51	55	74
당기순이익	34	54	58	71	79
유형자산 상각비	14	14	15	15	16
무형자산 상각비	3	3	1	1	1
외환손익	0	-6	2	0	0
운전자본의 감소(증가)	-22	-3	-27	-32	-23
기타	13	7	2	0	1
투자활동으로인한현금흐름	-22	-53	-39	-18	-18
투자자산의 감소(증가)	0	-0	-1	-0	-0
유형자산의 감소	1	0	40	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-19	-49	-54	-16	-16
기타	-4	-4	-24	-2	-2
재무활동으로인한현금흐름	-13	2	48	-41	-2
차입금의 증가(감소)	-7	-2	5	-5	4
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	11	-6	0	0
배당금	0	-1	-2	-1	-1
기타	-6	-6	51	-35	-5
기타현금흐름	0	2	-1	0	0
현금의증가(감소)	7	21	59	-4	54
기초현금	26	33	54	113	109
기말현금	33	54	113	109	163

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	3,173	5,027	5,428	6,628	7,426
EPS(지배순이익 기준)	2,090	4,007	4,324	5,634	6,312
BPS(자본총계 기준)	22,675	28,805	31,219	37,747	45,073
BPS(지배지분 기준)	15,874	20,450	23,561	29,094	35,306
DPS	0	100	100	100	100
P/E(당기순이익 기준)	11.4	11.0	12.3	9.9	8.9
P/E(지배순이익 기준)	17.4	13.8	15.4	11.7	10.4
P/B(자본총계 기준)	1.6	1.9	2.1	1.7	1.5
P/B(지배지분 기준)	2.3	2.7	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA(Reported)	8.0	9.4	8.4	6.9	5.9
배당수익률	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	464.5	58.4	8.0	22.1	12.0
EPS(지배순이익 기준)	740.3	91.8	7.9	30.3	12.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	15.1	19.5	18.1	19.2	17.9
ROE(지배순이익 기준)	14.1	22.1	19.6	21.4	19.6
ROA	8.2	11.3	10.2	11.3	11.7
안정성 (%)					
부채비율	78.6	68.4	84.3	58.5	50.1
순차입금비율	28.0	16.9	12.9	1.5	순현금
이자보상배율	12.2	18.9	26.2	31.0	43.5

** K-IFRS 연결 기준*

지정학적 리스크 점검

러우 전쟁 종전 가능성 점검 및 경제 영향

Economist 최제민
jmchoi@hmsec.com

RA 조준우
jjw980803@hmsec.com

러우 종전, 양국간 이견 여전히 존재하나 서방은 평화안(peace plan) 구상 구체화 중

2025년 11월 미국이 우크라이나에 러시아와 우크라이나의 평화안(peace deal) 초안을 제시한 이후 평화안 관련 논의가 서방 진영과 우크라이나 중심으로 지속되고 있다. 당초 미국이 제시한 평화안 초안(28개 조항)이 러시아가 10월 중순에 미국에 전달한 종전 요구사항을 토대로 작성되었다고 알려지면서 우크라이나와 EU의 반발이 있었으나 이후 우크라이나 당국과 미국이 협의를 통해 평화안 초안 수정에 나서면서 평화안 구상(20개 조항 중심)이 구체화되는 모습이다. 핵심 쟁점 2가지(영토, 안전보장) 중에서 안정보장에 관한 진전이 1월 6일 파리 '의지의 연합' 정상회의에서 확인된 점도 긍정적이다. 다만, 영토와 관련해서는 양국이 첨예하게 대립하고 있어 협상 진전 여부가 불투명하다.

전쟁 여력 남아있는 러시아는 묵묵부답, 서방 압박 수위는 점차 높아질 것

우크라이나와 서방 진영에서 종전 협상을 위한 진전이 확인되고 있으나 러시아는 종전 협상과 관련한 언급 자체를 자제하고 있다. 러시아에서는 우크라이나 침공 이후 수많은 사상자가 발생했고, 막대한 경제 피해를 입고 있다. 그러나 전문가들은 러시아가 여전히 향후 3~5년 이상 전쟁을 지속할 수 있는 여력이 있는 것으로 평가하고 있다(CSIS). 다만, 서방의 제재가 러시아산 원유 공급 물량에 미치는 영향은 제한적이나 가격 결정력 박탈과 선박수출 비용 증가를 통한 수익 감소를 타켓팅하고 있고, 지방과 시골 중심 징병 및 계약병 징집이 한계에 봉착하게 되면 도시 징병 비중이 증가할 소지가 있다. 협상 결렬 시 서방은 러시아에 대한 제재를 점진적으로 더 강화할 공산이 크고, 전쟁이 장기화될수록 재정과 경제 부담, 징병에 대한 불만 등이 커지면서 전쟁 지속에 대한 국민들의 지지는 줄어들 공산이 크다.

한편, 최근 베네수엘라 사태는 점진적으로 러시아에 압박 요인으로 작용할 소지

트럼프 정부의 베네수엘라 마두로 대통령 체포는 지정학적, 그리고 경제와 안보 측면에서도 복잡한 의미를 내포하고 있다. 다만, 이를 조금 단순화해서 원유 생산량 증가 및 가격 하락 가능성 측면에서 접근하면 러시아에게 좋은 소식이라고 보기 어렵다. 베네수엘라의 원유 생산량이 늘어나면 글로벌 원유 공급 증가와 가격 하락 압력이 높아질 것이다. 이는 러시아산 원유 수익 감소를 통해 러시아의 재정수지와 전쟁 지속 능력에 중장기적인 부담 요인으로 작용할 수 있다. 베네수엘라 원유 생산 증가에 따른 원유 공급 증가는 미국과 서방이 러시아를 추가적으로 압박할 수 있는 룸을 넓혀줄 소지가 있으므로 점진적인 시계에서 러시아에 부담 요인으로 작용할 수 있다.

지정학적 시나리오에 따른 유가 및 물가 영향

지정학 시나리오	공급량 변화	국제유가
평화안 합의 성사 對러시아 제재 부분 완화	점진적 증가 (+0.2~0.5m/b)	-3~-5$
평화안 합의 성사 對러시아 제재 대폭 철회	빠르게 증가 (+0.6~1.0m/b)	-6~-8$
평화안 합의 결렬 對러시아 제재 대폭 강화	빠르게 감소 (-0.4~0.7m/b).	+3~8$
평화안 합의 결렬 對러시아 제재 부분 강화	소폭 감소 (-0,1~0.3m/b)	+1~2$

자료: 현대차증권

러우 종전 논의 진행 상황 점검

러우 종전, 양국간 이견 여전히 존재하나 서방은 평화안(peace plan) 구상 구체화 중

미국의 중재로 러우 종전 협정 진행 평화안 주요 내용 구체화 중

2025년 11월 미국이 우크라이나에 러시아와 우크라이나의 평화안(peace deal) 초안을 제시한 이후 평화안 관련 논의가 서방 진영과 우크라이나 중심으로 지속되고 있다. 당초 미국이 제시한 평화안 초안(28개 조항)이 러시아가 10월 중순에 미국에 전달한 종전 요구사항을 토대로 작성되었다고 알려지면서 우크라이나와 EU의 반발이 있었으나 이후 우크라이나 당국과 미국이 협의를 통해 평화안 초안 수정에 나서면서 평화안 구상(20개 조항 중심)이 구체화되는 모습이다. 12월말 우크라이나의 젤렌스키 대통령은 20개 항목 평화안의 90%가 준비됐고, 민감한 사안인 돈바스와 자포리자 원자력 발전소 등 핵심 쟁점을 트럼프 대통령과 만나서 논의하겠다고 밝힘에 따라 1월중 양 정상의 만남이 추진 중이다.

우크라이나 입장에서 2가지 핵심 쟁점(영토, 안전보장) 중 안전보장은 진전 확인

또한 1월 6일 프랑스 파리에서 개최된 "의지의 연합(coalition of willingness)" 회의에서는 종전안의 핵심 사안 중 하나인 우크라이나 안전보장을 위한 진전이 확인됐다. 프랑스와 영국은 전후 우크라이나에 다국적군을 배치한다는 의향서에 서명했다. 전후 안전보장을 위해 1)우크라이나 군대 강화, 2)다국적군 배치, 3)미국 주도의 휴전 감시, 4)러시아 재침공 시 우크라이나 지원 약속(구속력 있는), 5)장기적인 국방 협력 등 5가지 사안에 합의해 NATO 비가입에도 불구하고 안전보장과 관련된 우려가 상당부분 해소될 가능성이 높아진 점이 긍정적이다.

영토 문제는 진전 X 합의 매우 어려운 문제 현실적으로는 전선 동결 DMZ/완충지대 도입 등 검토

다만, 러시아와 우크라이나가 가장 중요하게 생각하는 영토 문제에 대해서는 아직 이렇다할 진전이 확인되지 않고 있다. 러시아는 주요 분쟁 지역에서 여전히 공세를 이어가고 있으며 우크라이나 역시 영토에 대한 양보(러시아는 돈바스 지역 할양을 요구) 가능성을 내비치지 않고 있다.

평화안에서 영토 문제와 관련된 구상은 완전한 종전 보다는 휴전 및 전선 동결에 가깝다. 언론을 통해 알려진 대략적인 구상은 우크라이나의 주권, 영토 보전 원칙을 명시적으로 유지하되 전쟁을 멈추기 위한 현실적 장치(전선 관리, 군사적 통제)를 동원하는 것이다. 핵심은 현재 전선(Line of Contact)을 기준으로 한 군사적 동결(교전 중단, 중화기 후방배치, 충돌방지 매커니즘 설계)과 전선 인근에 DMZ/완충지대(buffer zone)를 설치이고, 영토 문제의 최종해결은 장기적인 후속 협상을 통해 이어가는 방식이다. 다만 우크라이나 젤렌스키 대통령은 영토 문제에 관해서는 본인이 결정할 사안이 아니고 국민투표가 필요한 사안으로 국민 투표를 진행하기 위해서는 임시휴전(60일)이 필요하다는 입장을 밝히기도 했다.

〈표1〉 러시아 - 우크라이나 수정 평화안(20개 조항) 요약

주요 내용	우크라이나 주권 및 영토 보전 재확인
	완전한 비공격 협정
	미국, NATO, 유럽 중심의 강력한 안보 보장
	감시 메커니즘 및 국제 감시단
	우크라이나 군대 규모 유지
	평화 이후 재건 및 경제 협력 구상
합의되지 않은 내용	주요 영토 문제(돈바스, 자포리자 원전 등)
	러시아의 평화안 수용 여부
	러시아와의 직접적인 종전 합의 문서 체결

자료: 언론 종합, 현대차증권

전쟁 여력 남아있는 러시아는 묵묵부답, 서방 압박 수위는 점차 높아질 것

서방의 제재에도 불구 중국, 인도로 원유 수출 등 제재 우회 중

우크라이나와 서방 진영에서 종전 협상을 위한 진전이 확인되고 있으나 러시아는 종전 협상과 관련한 언급 자체를 자제하고 있다. 러시아는 우크라이나 침공 이후 수많은 사상자가 발생했고, 막대한 경제 피해를 입고 있다. 그러나 전문가들은 러시아가 여전히 향후 3~5년 이상 전쟁을 지속할 수 있는 여력이 있는 것으로 평가하고 있다(CSIS). 전쟁 이후 러시아 에너지 생산과 수출 감소로 재정수입이 줄었으나 인도와 중국 중심(약 80% 차지)으로 수출 상대국이 재편되면서 전쟁 이전과 대체로 유사한 수준의 생산을 이어가고 있다. 수출물량과 가격 인하로 재정수입은 감소했지만 전쟁비용은 충당 가능한 수준이다. 또한 에너지 재정수입 감소로 줄어든 재정수입을 부가가치세 부과 등 비에너지 재정수입 증가를 통해 메우고 있다. 러시아의 우크라이나 침공 이후 서방이 다양한 제재를 통해 러시아에 압박을 가하고 있으나 우회 수출, 에너지 가격 급등 우려 등으로 제재 수위에 한계가 존재하는 가운데 러시아는 전쟁 비용을 큰 무리 없이 조달 중이다. 서방의 우랄유(ural) 가격 상한(cap) 조치 강화와 탱커 제재에도 불구하고 그림자(shadow) 탱커를 통한 수출로 제재를 상당 부분 우회하고 있으며, 제재를 받고 있는 탱커를 통한 운송도 지속되고 있다.

재정 수입 감소해도 향후 3~5년 전쟁 지속 가능

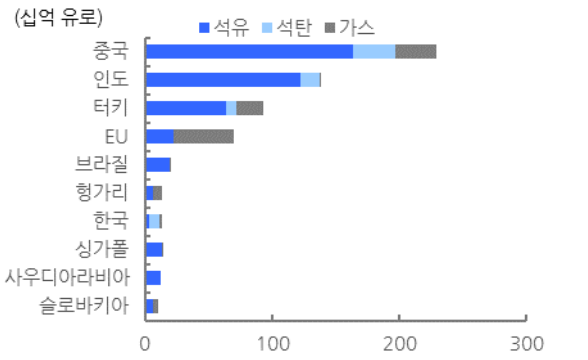
서방제재는 러시아 원유생산 보다는 이익 감소를 타겟

다만, 서방의 제재가 러시아산 원유 공급 물량에 미치는 영향은 제한적이나 가격 결정력 박탈과 선박수출 비용 증가를 통한 수익 감소를 타켓팅하고 있고, 러시아 경제 부담 가중, 지방과 시골 중심 징병 및 계약병 징집이 한계에 다다르고 있어 향후 도시 징병 비중이 증가할 소지가 있다(러시아 인구는 25%가 시골, 75%가 도시에 거주). 결국 전쟁이 장기화될수록 재정과 경제 부담, 전쟁 지속에 대한 국민들의 지지는 줄어들 공산이 크다. 여론조사에 따르면(Levada Center) 2022년에는 러시아 국민의 81%가 전쟁을 지지했고, 25년에는 74%가 전쟁을 지지하는 것으로 나타났다. 아직까지 전쟁에 대한 국민들의 광범위한 지지가 확인되고 있다는 점에서 러시아 정부가 급하게 협상 테이블에 앉을 가능성은 높지 않아 보인다. 한편, 종전 합의에 찬성하는 국민 역시 61%에 달해 전쟁 지지와는 별개로 종전에 찬성하는 국민의 비중도 상당히 높은 것으로 나타났다.

러시아 협상 테이블 나오지 않으면 제재 수위 높일 것

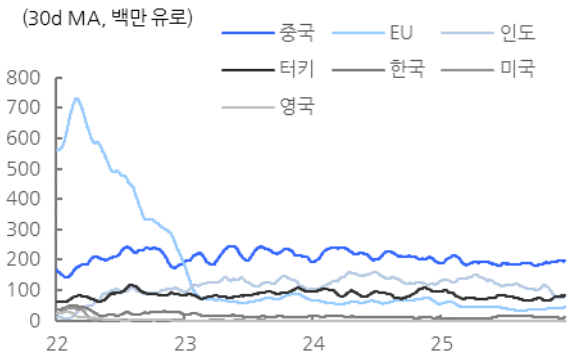
더욱이 러시아가 협상 테이블로 나오지 않는다면 러시아에 대한 제재 수위는 점차 높아질 것이다. 트럼프 정부 들어서 대 러시아 제재 강화에 적극적으로 동참하고 있지 않은 미국 역시 제재를 통한 압박 수위를 높일 공산이 크다. 올해 중간선거를 앞두고 낮은 지지율 성적표를 받아보고 있는 트럼프에게 우크라이나 전쟁 휴전 또는 종전 중재 성과가 필요하기 때문이다. 베네수엘라를 포함한 서반구 패권 확보 및 통제 강화로 미국 외교 및 안보 정책이 이동하는 모양새나 러시아와 우크라이나 전쟁 중재 성과는 트럼프가 버리기에는 아까운 카드다. 러시아와 우크라이나 정부 입장에서도 전쟁 지속에 따른 피로도가 누적되고 있어 전쟁 지속에 따른 이익과 비용에 대한 셈법이 복잡해지는 시점이다. 서방과 우크라이나의 평화안 구상이 완성돼도 러시아가 빠르게 협상 테이블에 앉을 가능성은 제한적이나 시간이 갈수록 종전 또는 휴전에 대한 니즈가 커질 수밖에 없는 상황이므로 연내 어느정도 진전은 확인될 공산이 있다. 이에 따라 올해 베이스 시나리오는 아니라도 와일드 카드로 러우 전쟁 종전 시나리오에 따른 경제와 시장 영향을 고려해볼 필요가 있다.

〈그림1〉 러시아 화석연료 수입국(러우 전쟁~26.1.4)



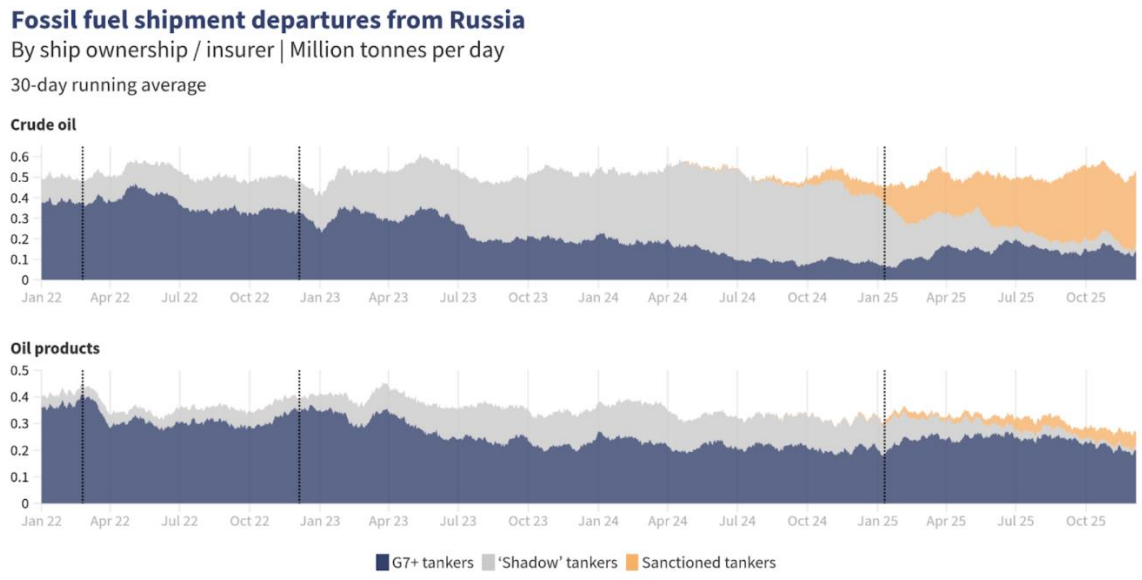
자료: Russia Fossil Tracker, 현대차증권

〈그림2〉 국가별 러시아 화석연료 수출 추이



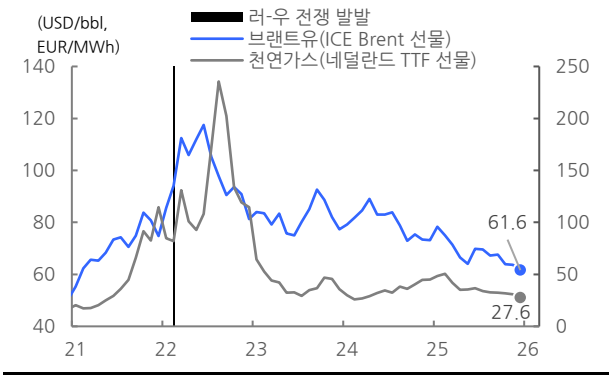
자료: Russia Fossil Tracker, 현대차증권

〈그림3〉 탱커 종류별 러시아 화석연료 선적 출항(원유 (위) / 석유 제품 (아래)), 그림자 탱커, 제재 받은 탱커 비중 증가



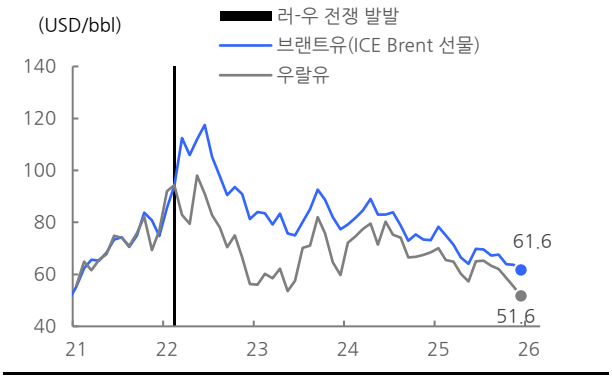
자료: Russia Fossil Tracker, 현대차증권

〈그림4〉 브랜트유와 천연가스 가격 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림5〉 브렌트유와 우랄유 가격 차이, 최근 차이 확대



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림6〉 러시아 원유 생산량 추이

자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림7〉 러시아 석유 및 기타 연료 공급량 추이

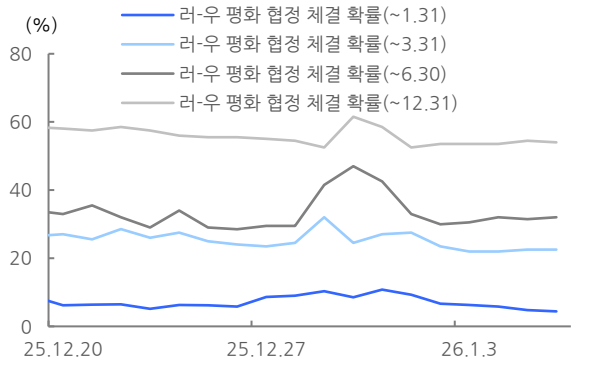
자료: Bloomberg, 현대차증권

러시아와 우크라이나의 휴전, 평화 협정 연내 도달 성공 확률은 50%?

베팅 사이트에서 연말까지 평화협정 체결 확률 50% 초과

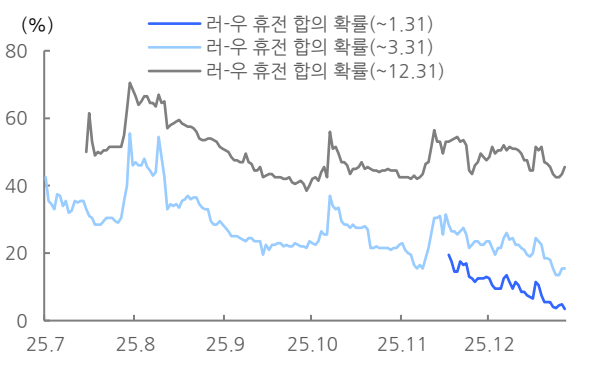
폴리마켓에서 러우 평화협정이 체결될 가능성은 높지 않다. 작년 11월 종전이 그 어느 때보다 가깝다(closer than ever)는 트럼프 발언 당시 확률이 상승했으나 이후 다시 하락했다. 또한 비교적 가까운 시점(1~3개월)에 합의 성공에 대한 기대는 더 낮다. 그래도 연말까지 시계를 늘리면 합의 성사 가능성은 50% 내외로 휴전과 평화협정 체결에 대한 기대가 전무한 상황도 아니다.

〈그림8〉 러시아-우크라이나 평화 협정 체결 확률



자료: Polymarket, 현대차증권

〈그림9〉 러시아-우크라이나 휴전 합의 확률

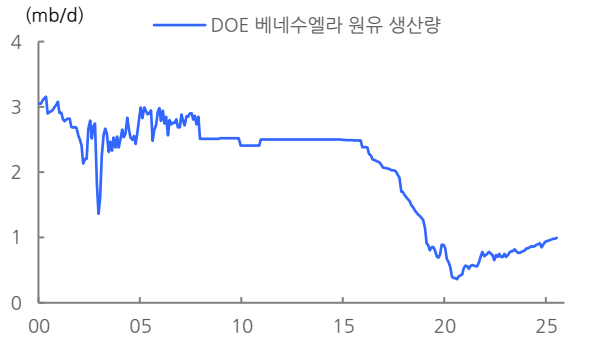


자료: Polymarket, 현대차증권

한편, 최근 베네수엘라 사태는 점진적으로 러시아에 압박 요인으로 작용할 소지

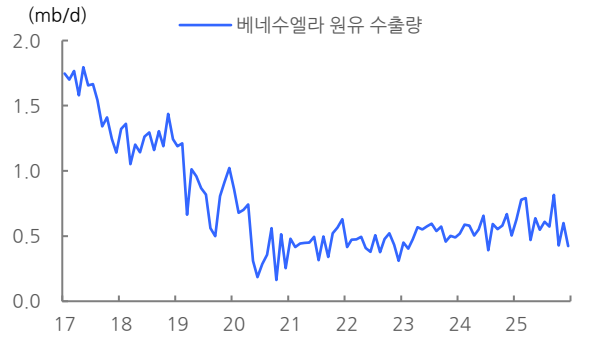
트럼프 정부의 베네수엘라 마두로 대통령 체포는 지정학적, 그리고 경제와 안보 측면에서도 복잡한 의미를 내포하고 있다. 다만, 이를 조금 단순화해서 원유 생산량 증가 및 가격 하락 가능성 측면에서 접근하면 러시아에게 좋은 소식이라고 보기 어렵다. 베네수엘라의 원유 생산량이 늘어나면 글로벌 원유 공급 증가와 가격 하락 압력이 높아질 것이다. 이는 러시아산 원유 수익 감소를 통해 러시아의 재정수지와 전쟁 지속 능력에 중장기적인 부담 요인으로 작용할 수 있다. 러시아의 우크라이나 침공 이후 우랄유는 브렌트유 대비 상당 폭 할인된 가격에 판매되고 있고, 최근 G7+EU는 러시아산 원유에 대한 가격 상한 조치를 더 강화했다. 25년 하반기부터 EU는 러시아 원유에 대한 가격 상한선을 고정금액(배럴당 60달러)에서 시장가격 대비 15% 낮은 수준으로 자동조정(러시아산 원유 평균 시장가격에서 15%를 할인)하는 방안을 채택했다. 이러한 점들을 감안할 때 베네수엘라 원유 생산 증가에 따른 원유 공급 증가는 미국과 서방이 러시아를 추가적으로 압박할 수 있는 룸을 넓혀줄 소지가 있으므로 점진적인 시계에서 러시아에 부담 요인으로 작용할 수 있다.

〈그림10〉 베네수엘라 원유 생산량 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림11〉 베네수엘라 원유 수출량 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

러우 종전 시나리오와 국내외 경제 영향

시나리오는 협상 성사 및 결렬 여부와 제재 완화 정도가 중요

시나리오 조합
1. 협상 성사/실패
2. 제재 완화/강화

러우 종전 시나리오는 크게 협상 성사 여부와 제재 완화 또는 강화 여부를 가지고 구분할 수 있다. 휴전과 종전도 시나리오에 추가할 수 있겠지만 전쟁의 완전한 종전 달성 가능성이 매우 제한적이므로 전선 동결+휴전을 기본 전제로 시나리오 분석을 진행한다. 시나리오에서 가장 핵심은 평화안 합의의 성사 여부인데, 합의에 성공할 경우 온전한 합의가 아닐지라도 리스크 프리미엄 감소에 따른 국제유가 하락 효과가 나타날 것이다. 다만 공급량 증가 속도는 서방의 러시아 제재 완화 정도에 따라 달라질 것이다. 휴전에 합의하더라도 모든 제재를 전면적으로 철회할 가능성이 낮은 만큼 제재 변화와 이에 따른 생산량 변화 역시 다소 점진적일 가능성이 크며 이러한 경우에 국제유가는 5$ 내외로 하락할 것으로 추정된다(골드만삭스, 2025). 협상 실패 시 서방은 러시아에 대한 제재를 점차 강화할 공산이 큰데 에너지 시장 충격을 최소화기 위해 제재를 대폭 강화하기는 어려운 만큼 결렬 이후의 제재 강화 역시도 점진적으로 이루어질 것으로 보인다.

〈표2〉 지정학적 시나리오에 따른 유가 및 물가 영향

지정학 시나리오	공급량 변화	국제유가
평화안 합의 성사 對러시아 제재 부분 완화	점진적 증가 (+0.2~0.5m/b)	-3~-5$
평화안 합의 성사 對러시아 제재 대폭 철회	빠르게 증가 (+0.6~1.0m/b)	-6~-8$
평화안 합의 결렬 對러시아 제재 대폭 강화	빠르게 감소 (-0.4~0.7/b).	+3~5$
평화안 합의 결렬 對러시아 제재 부분 강화	소폭 감소 (-0,1~0.3m/b)	+1~2$

자료: 현대차증권

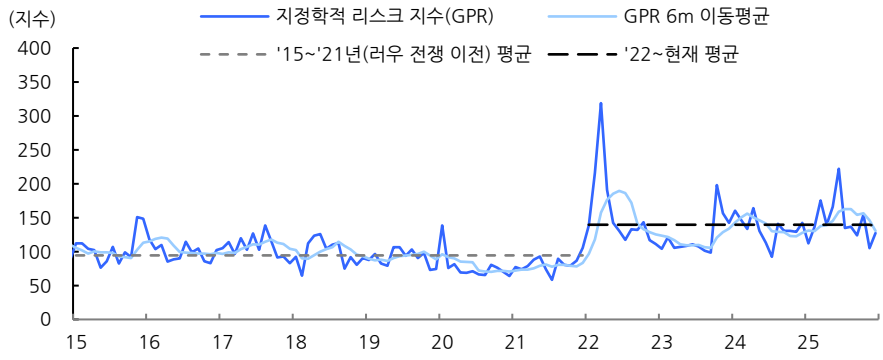
지정학적 리스크 프리미엄 감소, 유럽 경제와 심리에 대체로 긍정적, 유로화 강세 요인

평화안 합의 도달시
리스크 프리미엄 감소
유럽 경기, 심리 개선
유로화 강세

러우 종전 협상은 지정학적 리스크 프리미엄을 상당 폭 감소시킬 것으로 예상된다. 글로벌 지정학적 리스크 지수를 보면 러시아의 우크라이나 침공 이후로 지정학적 리스크 지수의 평균 레벨이 높아진 것을 확인할 수 있다. 평화안 협상이 완전한 평화를 의미한다고 보기는 어렵고, 미국의 대외정책 변화 기조와 분절화 심화 가능성 등을 고려할 때 지정학적 불안이 전쟁 이전 수준으로 낮아지는 어렵겠으나 불안 심리가 상당 폭 낮아질 공산이 크다. 이에 따라 러우 전쟁에 따른 실질적 피해가 가장 큰 유럽의 경제심리와 실물 경기 개선세가 강해질 소지가 있고(특히, 독일), 유로화 역시 달러화 대비 강세 압력이 높아질 것이다. 러우 전쟁 종전시 유럽 경제성장률은 0.2%~0.4% 내외로 상향 조정될 가능성이 있다. 다만, 러우 전쟁의 종전이 과거로의 회귀를 의미하지는 않는다. 구조적 변화로 에너지 가격의 급격한 하락 가능성이 제한적(노르드스트림 파괴, LNG조달 고착화

등)이고, 러시아와 미국에 대한 불신, 지정학적 위험 잔존으로 국방비에 대한 지출 증가 추세는 계속됨에 따라 재정 여력 회복 효과 역시 제한적일 수 있다. 따라서 러우 종전은 상당한 호재임에도 불구하고 강력한 성장과 물가 하락의 재료 보다는 성장 하방 리스크 완화 인플레이션 상방 리스크 완화 재료에 가까운 것으로 판단된다.

〈그림12〉 지정학적 리스크 지수 전쟁 이후 약 43bp 상승



자료: FRB, 현대차증권

유가 하락으로 인플레 리스크 완화 예상
단, 공급망 정상화, 유가 하락 추세, 원유 초과공급, 베네수엘라 이슈 등으로 낙폭 제한

연내 평화안 타결 시 글로벌 인플레이션 리스크가 상당 부분 완화될 소지가 있다. 일반적으로 미국의 경우 국제 유가가 10% 하락하면 헤드라인 소비자물가는 6~12개월간 0.2~0.4%p 하락하고 근원물가는 보다 긴 시차를 거쳐 0.1%~0.15%p 정도 하락한다. 협상 진전 속도와 협상 내용, 제제 완화 정도에 따라 유가 하락 폭이 크게 달라지겠으나 대체로 유가 하락에 따른 인플레이션 둔화 효과가 예상된다. 더욱이 지정학적 리스크 프리미엄 감소는 원유를 비롯한 상품 가격 전반에 하방 압력으로 작용할 소지가 있는 만큼 물가 안정화 추세가 강화될 수 있다.

다만, 러우 전쟁 직후 망가졌던 글로벌 공급망은 4년에 걸쳐 현재 과거 정상적인 수준으로 회귀한 만큼 러우 종전에 따른 영향력이 기대보다는 약할 가능성을 염두에 둘 필요가 있다. 종전안의 내용과 제재 변화의 정도에 따라 달라지겠으나 러시아산 원유에 대한 제재 역시 생산량 보다는 마찰적 비용을 높이는데 초점이 맞춰져 있으므로 제재를 완화할 경우 단기적으로는 공급량 증가보다 마찰적 비용이 감소하는 영향이 더 클 것이다. 중장기적으로는 제재가 전면적으로 해제되면 러시아의 Capex 회복으로 공급량이 증가할 룸이 있으나 현실화에는 시간이 필요하다. 또한, 비 OPEC+ 공급 증가와 마일드한 수요 증가로 인해 26년 글로벌 원유의 초과공급이 이어질 것으로 예상됨에 따라 유가가 추가적으로 하락할 경우 OPEC+의 감산 가능성도 배제하기 어렵다. 수요측면에서는 러우 종전이 유럽 경기 개선 회복세 강화 등을 통한 원유 수요 증가 가능성이 유가 하방을 지지할 소지도 있다.

결론적으로 러우 종전은 지정학적 리스크 프리미엄을 낮추고 유가 하락 및 인플레이션 리스크를 완화하는 중요한 재료이므로 위험자산에 긍정적이고, 달러화 약세 요인으로 작용할 공산이 크다.

다만, 종전 협상이 성사돼도 제재가 전면 철회되기 힘든 만큼 러시아산 석유 생산량이 빠르게 증가할 가능성은 제한적이고, 비OPEC+ 공급증가 등 초과공급 리스크가 이미 유가에 반영되어 추가적인 에너지가격 낙폭은 제한적으로 나타날 수 있고, 이에 따른 물가상승률 둔화 폭 역시 제한될 소지가 있다.

〈표3〉 원유 가격 상승의 물가 파급 효과

원유 10% 상승 → 헤드라인 CPI	+0.2%~0.4%p (6~12 개월 누적)
원유 10% 상승 → 근원 CPI	+0.05%~0.15%p (9~18 개월 지연)
물가 상승 경로 분해	직접효과 60~80% 간접효과 20~40%

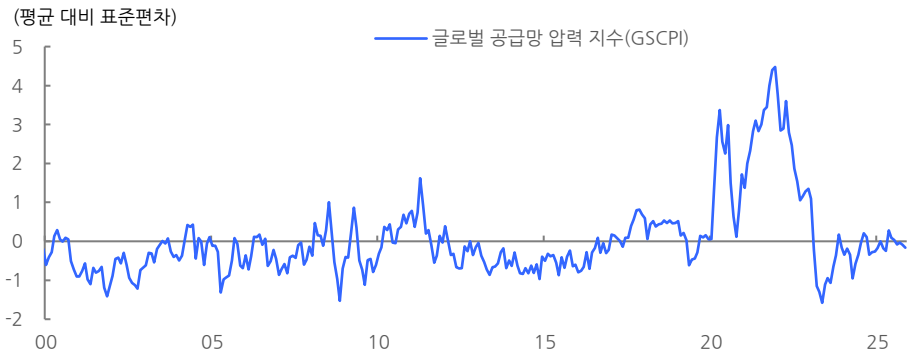
자료: Blanchard & Gali(2007), Kilian(2009), ECB Occasional Paper, WEO

〈표4〉 에너지 가중치

지역	CPI 내 에너지 비중
미국	약 7~8%
유로존	약 9~10%

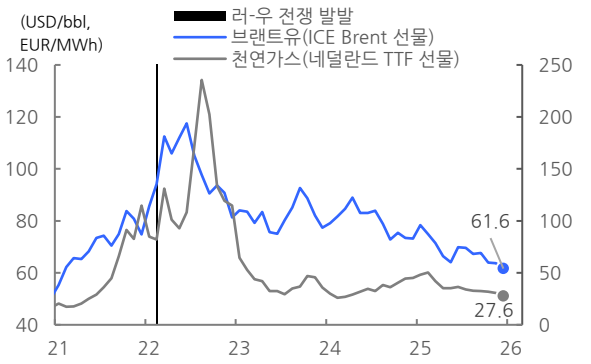
자료: 미국 노동 통계국, 유럽중앙은행

〈그림13〉 글로벌 공급망 압력 지수 장기 평균 수준



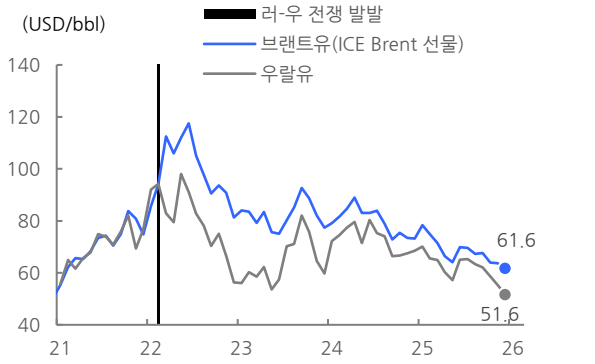
자료: Economic Policy Uncertainty Index, 현대차증권

〈그림14〉 브랜트유와 천연가스 가격 추이



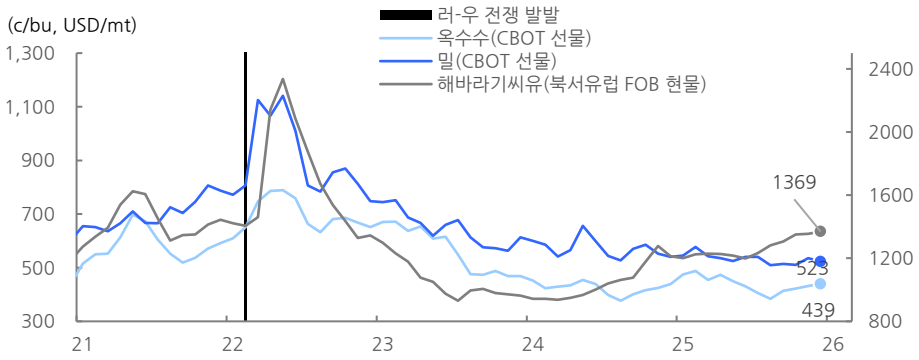
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림15〉 브렌트유와 우랄유 가격, 최근 차이 확대



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림16〉 주요 농작물 가격 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

베네수엘라 사태는 미국 행보에 긍정적이나 다른 지역의 잠재적 지정학적 불안 자극

베네수엘라 마두로 대통령 축출 성공은 미국의 서반구 패권 강화 및 통제력 확장, 그리고 원유 공급량 확대에 따른 유가 및 인플레이션 리스크 완화 등으로 미국 입장에서는 긍정적인 측면이 있다. 러시아와 중국 일대일로의 남미 영향력 강화에 대한 견제 차원에서도 트럼프 행정부의 안보구상과 맞아 떨어진다(트럼프는 이미 작년 11월 국가안보전략 보고서에서 트럼프식 수정 먼로 원칙(Monroe Doctrine), 이른바 Trump Corollary를 통한 서반구(western hemisphere) 패권 및 통제 강화 의지를 밝혔고, 이를 위해 무력 동원이 가능함을 시사). 다만, 지정학적 범위를 넓혀보면 미국의 서반구 패권 행보는, 향후 러시아와 중국의 패권 행보를 정당화할 수 있고, 미국의 자국중심주의 지역주의 강화는 패권국 중심의 글로벌 분절화를 가속화해 잠재적인 지정학적 리스크를 높이는 요인이 될 수 있다.

〈표5〉 미국의 베네수엘라 마두로 대통령 축출 타임라인

날짜	주요 사건
2025-08-19	미국, 남카리브해에 군함과 병력을 배치하며 베네수엘라 인근 군사력 증강 시작
2025-09-02	미 남부사령부, 카리브해에서 선박 대상 군사 공격 개시(마약 밀매 연계 주장)
2025-11-01	마두로, 러시아와 중국, 이란에 군사적 지원 요청
2025-12-16	미국, 제재 대상 베네수엘라산 원유 운반 유조선 차단 및 해상 봉쇄 확대
2026-01-02	트럼프 대통령, 베네수엘라 군사 작전 개시 명령(22:46)
2026-01-03	카라카스 및 인근 지역 다수 공습 발생(02:00) 미군 항공기 약 150 대 투입, 30 분간 공습 수행 델타 포스, 특수작전으로 마두로 생포 트럼프, 마두로 및 영부인 생포 사실 공개 미 법무부, 마두로 · 플로레스 마약 테러 혐의 기소 발표 마두로, 뉴욕 스튜어트 주 공군 기지 도착 후 미 구금 절차 진행(17:00)
2026-01-04	미국, 베네수엘라에 마르코 루비오 미국 국무장관 지명
2026-01-05	마두로, 첫 법원 출석

자료: 언론 종합, 현대차증권

〈표6〉 러시아 - 우크라이나 전쟁 타임라인

날짜	주요 사건
2022-02-24	푸틴 대통령이 우크라이나에서 '특별 군사작전'을 수행하겠다고 발표. 젤렌스키 대통령은 계엄령을 선포하고 영공을 폐쇄함
2022-02-25	우크라이나 전면 군 동원령 선포, 18~60 세 남성 출국 금지. UN 안보리 결의안 러시아 거부권으로 부결
2022-02-27	우크라이나, 러시아를 국제사법재판소(ICJ)에 제소. 푸틴, 핵 억지 전력 최고 경계 태세 격상
2022-02-28	러시아군 하르키우 로켓 공격 및 키이우 공세 재개. 우크라이나 EU 즉각 가입 신청
2022-03-02	러시아군 주요 도시 포위 강화. UN 총회, 러시아 침공 규탄 및 철군 요구 결의 채택
2022-03-07	우크라이나, 러시아 제안 '인도적 통로' 거부
2022-03-11	영국, 러시아 하원의원 386 명 자산 동결 및 입국 금지
2022-03-15	폴란드 · 체코 · 슬로베니아 정상, EU 사절단 자격으로 키이우 방문
2022-03-16	ICJ, 러시아에 침공 중단 명령
2022-04-07	UN 총회, 러시아의 UN 인권이사회 자격 정지
2022-05-06	UN 안보리, '전쟁' 표현 제외한 첫 우크라이나 성명 채택
2022-06-07	러시아 의회, 유럽인권재판소(ECHR) 관할 종료 법안 통과
2022-06-16	프랑스 · 독일 · 이탈리아 · 루마니아 정상, 키이우 방문
2022-06-17	보리스 존슨 영국 총리, 키이우 깜짝 방문
2022-06-23	EU, 우크라이나 EU 후보국 지위 승인
2022-07-05	NATO, 핀란드 · 스웨덴 가입 의정서 서명
2022-09-06	리즈 트러스, 영국 총리 취임
2022-09-21	젤렌스키 대통령, UN 총회 화상 연설
2022-09-30	푸틴, 우크라이나 4 개 점령지 병합 조약 서명
2022-10-05	러시아, 우크라이나 4 개 지역 공식 편입 법률 서명
2022-11-23	유럽의회, 러시아를 '테러지원국'으로 지정
2022-12-08	푸틴, 우크라이나 전쟁 장기화 가능성 인정
2022-12-19	푸틴, 벨라루스 방문 및 군사 협력 논의
2022-12-26	우크라이나, 러시아 UN 안보리 상임이사국 지위 박탈 요구
2023-02-20	바이든 미국 대통령, 키이우 방문
2023-03-17	ICC, 푸틴 대통령에 대한 체포영장 발부
2023-09-20	젤렌스키 대통령, 침공 이후 처음으로 UN 총회 직접 연설
2024-03-15	러시아 대통령 선거 실시, 푸틴 5 번째 임기 확보
2024-06-25	EU, 우크라이나와 가입 협상 공식 개시
2025-02-24	러시아의 우크라이나 침공 3 주년
2025-11-23	제네바 회담에서 미국 마르코 루비오 국무장관, 우크라이나 협상 대표에게 수정된 전쟁 평화 구상안 요구
2025-12-20	미국-러시아, 종전 실무논의를 위한 마이애미 회동

자료: 언론 종합, 현대차증권

여의도 하스팟

4Q25 어닝 시즌 기점으로 본격화될 순환매

Analyst 하장권 research.ha@hmsec.com

고점 경신에도 저렴해진 증시

지난 10월 말 12MF P/E 기준 23.5배의 고점을 기록했던 S&P 500 지수는 최근 지수 고점 경신에도 불구하고 현재 5.5% 하락한 22.2배(1/7 기준) 수준에서 거래 중. 같은 기간 이익 추정치는 6.5% 넘게 상승했기 때문

다음주 금융 업종을 필두로 4Q25 어닝 시즌 도래. 금융 업종에 뒤이어 M7 종목들의 실적 발표가 예정된 가운데, 최근 이들의 이익 추정치 모멘텀은 순이익 기준 상위 25% 수준(2010년 이후)의 무난한 실적 서프라이즈를 시사

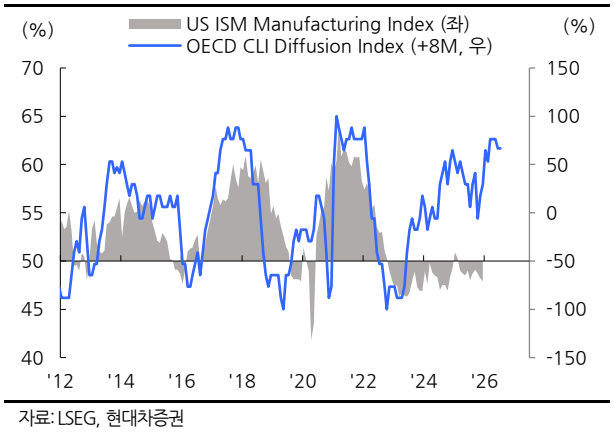
이번 장세는 기술 혁신 + 유동성 장세가 이례적으로 중첩된 랠리이기에 작년과 같은 Bad is good 장세가 연장될 것으로 예상. 그렇기에 지난 24년 9월 이후 최저치 수준을 기록한 11월 JOLTs 구인건수는 역시 향후 증시 경로에 우호적

본격화될 순환매. 어닝 시즌 기점으로 지수는 상단을 높여갈 것

누적된 지수 이익 추정치 상향과 더불어 순환매 역시 본격화될 것으로 예상. OECD 경기 확산 지수는 향후 글로벌 경기 Bottom-out 시사. AI 관련주들의 차별화된 이익 상승으로 희석 여지는 있으나, 경기가 더 나빠지지는 않겠다는 인식 확산되며 최근의 확산이 지속될 가능성. 22년 이후 확산의 주요 트리거 역할을 해왔던 물가 지표 역시 신뢰도 이슈는 잔존하나, 11월 CPI 수치 자체는 긍정적이었음

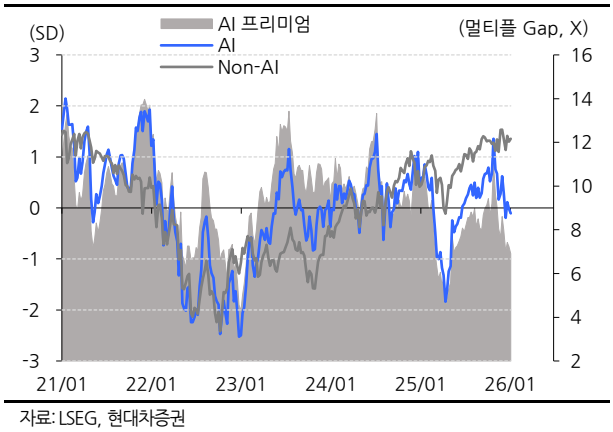
그렇다고 대형주 내 AI 유니버스가 비싼 것도 아님. 1/7 기준 S&P 500 AI 유니버스 12MF P/E는 27.4배로 평균(27.6배)을 소폭 하회하는 수준이며 관세 충격이 있었던 작년 4월 저점 이후 가장 저렴한 레벨에 위치. Non-AI 대비 이익 상대강도는 가팔라졌음에도 불구하고, 10월 말 이후 상대성과는 이를 반영하지 못하고 있음. 특히, AI 하드웨어 종목군의 PEG(12MF 기준 PER / EPS Growth) 값은 24년 9월 이후 최저 수준으로 이익 성장률 대비 낮은 밸류에이션 메리트 부각될 가능성

<그림1> 경기확산지수, 경기 Bottom-out 시사



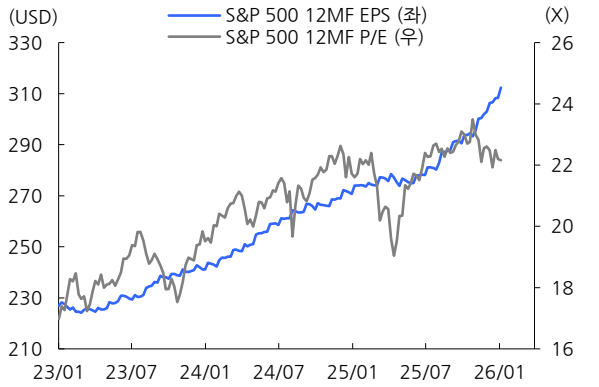
자료: LSEG, 현대차증권

<그림2> AI 유니버스 밸류에이션, 5년 평균 하회



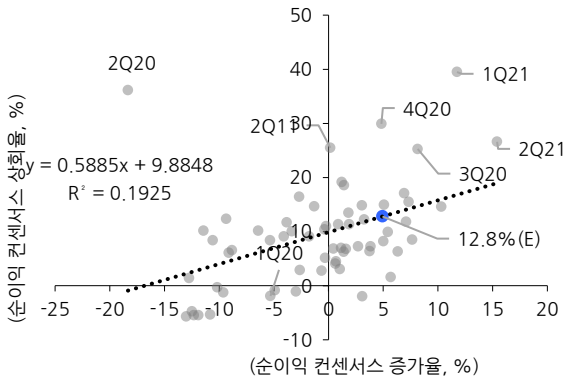
자료: LSEG, 현대차증권

〈그림3〉 고점 경신에도 저렴해진 증시



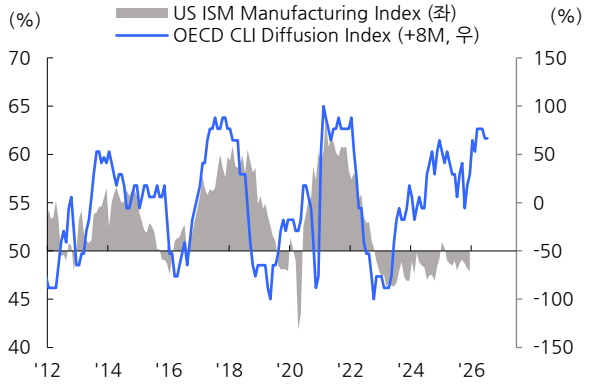
자료: LSEG, 현대차증권

〈그림4〉 M7, 무난한 실적 서프라이즈 예상



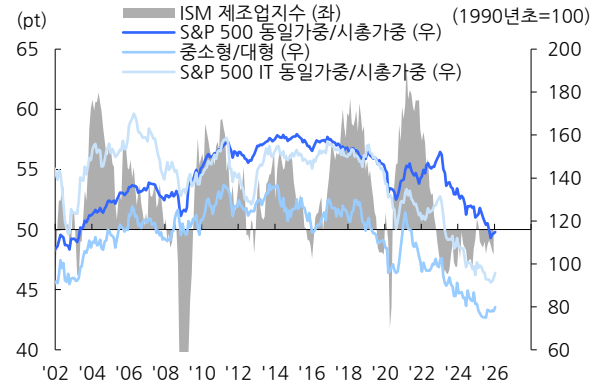
자료: LSEG, 현대차증권

〈그림5〉 경기확산지수, 경기 Bottom-out 시사



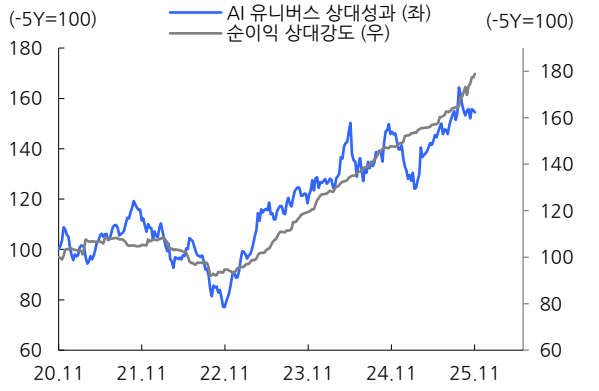
자료: LSEG, 현대차증권

〈그림6〉 경기 바닥 기대감은 확산의 트리거



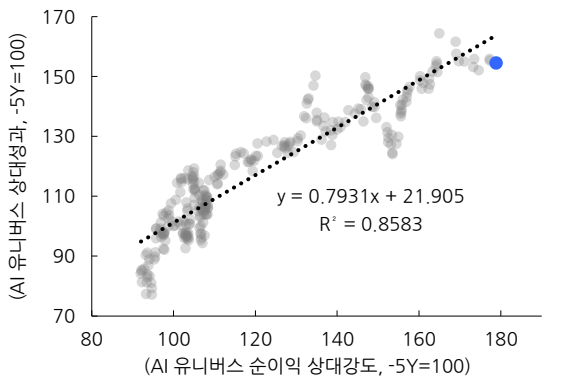
자료: LSEG, 현대차증권

〈그림7〉 그렇다고 AI 유니버스가 비싼 것도 아님



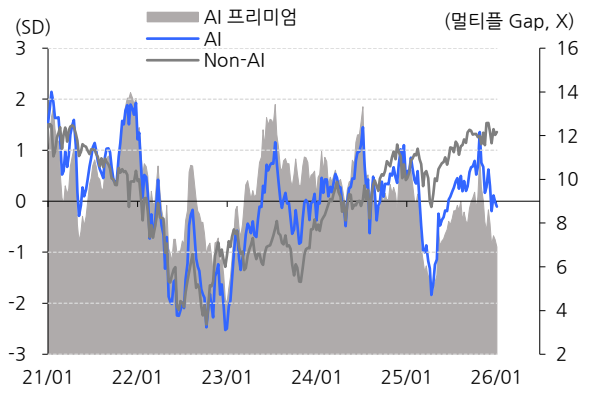
자료: LSEG, 현대차증권

〈그림8〉 AI 유니버스 상대 순이익 vs. 상대성과 산포도



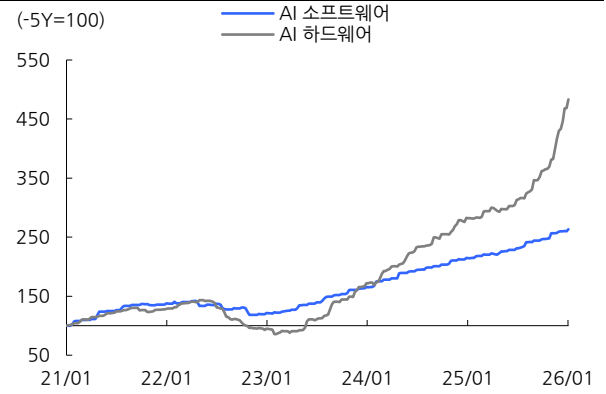
자료: LSEG, 현대차증권

<그림9> AI 유니버스 밸류에이션, 5년 평균 하회



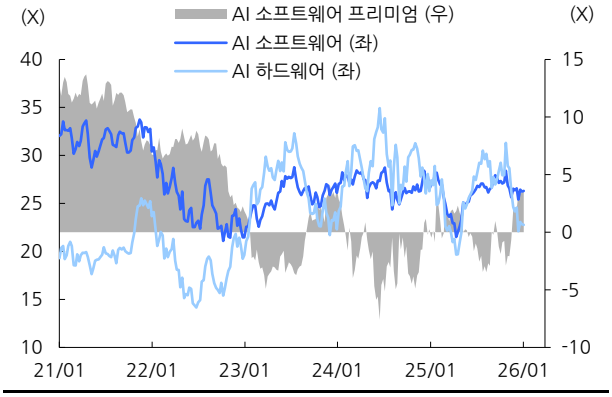
자료: LSEG, 현대차증권

<그림10> 12MF 순이익 AI 소프트웨어 vs. 하드웨어



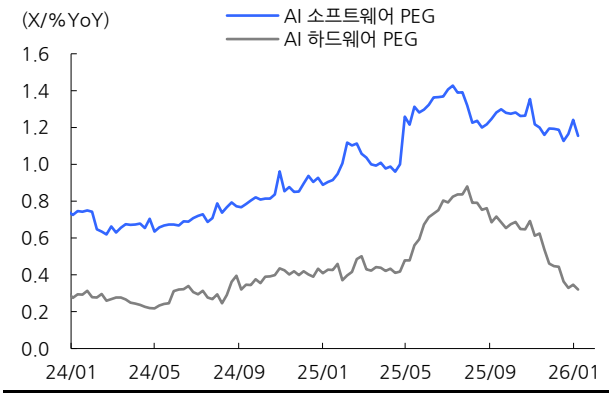
자료: LSEG, 현대차증권

<그림11> AI 하드웨어, 밸류에이션 메리트 부각



자료: LSEG, 현대차증권

<그림12> 멀티플/Growth, 24년 9월 이후 최저치 수준

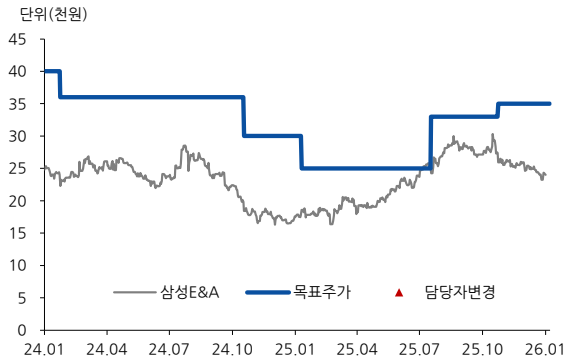


자료: LSEG, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.10.31	BUY	40,000	-36.45	-27.50
2024.01.31	BUY	36,000	-31.68	-20.83
2024.07.31	AFTER 6M	36,000	-32.71	-21.11
2024.10.25	BUY	30,000	-41.20	-37.07
2025.01.17	BUY	25,000	-18.96	1.40
2025.07.17	AFTER 6M	25,000	1.72	-0.20
2025.07.25	BUY	33,000	-15.60	-8.18
2025.10.31	BUY	35,000	-27.75	-24.29
2026.01.09	BUY	35,000		

▶ 최근 2년간 삼성E&A 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2025.11.21	BUY	95,000	-27.13	-20.53
2026.01.09	BUY	95,000		

▶ 최근 2년간 코스메카코리아 주가 및 목표주가

▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	90.7%
보유	15건	9.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.