Morning Meeting Notes

2026-03-09

내일의 차이 현대차증권

What's Inside
풀무원(BUY/16,000) 해외 법인 기여도 점차 확대, 여전히 방향성 유효
[주식전략] Strategy Weekly - 두려움이 커질수록, 조정 시 매수 전략 기억할 필요

주식시장
국내 증시는 상승 마감. 지정학적 리스크 지속됨에 따라 반도체 대형주에 차익실현 매물 출회되며 코스피 상단을 제한. 방산 업종은 전쟁 수혜주 인식과 UAE의 무기 조기 공급 요청 소식 등에 강세. 재생에너지 관련주는 유가 상승에 에너지 안보 대안으로 지목되며 급등. 한편, 코스닥은 PBR 1배 미만 상장사의 밸류업 공시 의무화 법안 발의 소식 등 정부의 활성화 의지에 상승
미국 증시는 하락 마감. 유가의 고공행진 속, 비농업 부문 고용이 9만 2천명으로 크게 감소하며 고용까지 냉각되자 투자심리 악화. 업종별로는 에너지와 필수소비재를 제외한 나머지 업종 모두 하락. 특징 종목으로 블랙록은 사모펀드 중 하나에 자금 인출 한도를 설정한 뒤 주가가 -7.17% 하락

금리&환율
국고채 금리는 상승 마감. 국고채는 국제유가 급등하며 인플레이션 우려 확산되자 약세. 두바이유는 전일대비 9.95% 상승했으며 WTI는 장중 10% 이상 급등해 배럴당 80달러 수준을 돌파
미국채 금리는 혼조 마감. 미국의 지난달 고용이 크게 부진하자 국채금리는 일제히 하락하였으나, WTI 유가가 12% 상승하며 장기물 금리 위주로 상승 전환
원/달러 환율은 전장 대비 8.30원 오른 1,476.40원에 마감. WTI 국제유가 상승 흐름 속, 외인의 국내주식 대규모 순매도(1조 9천 430억원)로 원/달러는 상방 압력을 받음
달러인덱스는 98.96로 하락. 미국 2월 고용보고서의 '쇼크'로 인해 스태그플레이션 우려가 커지자 달러는 약세 양상

주요뉴스
하메네이 차남 모즈타바, 이란 최고지도자로 선출
사망한 전 최고지도자의 차남 모즈타바 하메네이가 차기 최고지도자로 선출. 모즈타바는 부친 생전에도 혁명수비대와 긴밀한 관계를 맺으며 영향력을 키워온 강경파 핵심 인물
한편 선출결과 발표 이전, 트럼프 대통령은 자신의 승인을 받지 않은 이란의 차기 최고지도자는 오래 버티지 못할 것이라고 경고한 바 있음

New Publications
[반도체] 2026년 반도체 Quarterly - 추론을 위한 Data 연결이 필요하다(2026-02-27)
[중국주식] 중국, 2035를 향한 내실 다지기(2026-02-26)
[자동차/모빌리티] Freedom for Robots, Intelligence for Factories(2026-02-20)
[조선] 식지 않을 기대감으로(2026-02-20)
[경제] 2026년 경제전망 업데이트: United and Divided States of America(2026-02-11)
[미국주식] 미국 장단기 전략 - 지쳐있는 미국 증시(2026-02-06)
[유통] "In"과 "OUT"의 환상의 콜라보(2026-01-29)
[미국주식] AI 인프라의 승부처 - 전력·냉각 통합 역량(2026-01-27)
[전기전자/디스플레이] 기판 New Normal Era: 구조적 Up-Cycle 진입(2026-01-20)
[반도체/자동차/2차전지] CES 2026 - 방문 후기 및 투자 활용법(2026-01-14)
[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)

Rating, Target Price Changes

풀무원	신규		BUY	16,000 원	(2026-03-09)
롯데케미칼	M.PERFORM	77,000 원	M.PERFORM	74,000 원	(2026-03-06)
코스메카코리아	BUY	95,000 원	BUY	110,000 원	(2026-03-04)
삼성전자	BUY	203,000 원	BUY	258,500 원	(2026-02-27)
SK하이닉스	BUY	1,000,000 원	BUY	1,290,000 원	(2026-02-27)
대한제강	BUY	14,004 원	BUY	17,100 원	(2026-02-27)
현대코퍼레이션	BUY	34,000 원	BUY	37,000 원	(2026-02-27)
네오티스	BUY	15,500 원	BUY	25,500 원	(2026-02-27)
한국콜마	BUY	94,000 원	BUY	100,000 원	(2026-02-26)
삼성SDI	M.PERFORM	190,000 원	BUY	530,000 원	(2026-02-25)
코스맥스	BUY	230,000 원	BUY	250,000 원	(2026-02-24)
HD현대중공업	신규		BUY	820,000 원	(2026-02-20)
한화오션	신규		BUY	172,000 원	(2026-02-20)

외국인 순매수

순매수	금액(백만)
한화에어로스페이스	190,976
현대로템	62,764
SK스퀘어	61,311
KODEX 레버리지	31,861
에이피알	26,186

국내기관 순매수

순매수	금액(백만)
한미반도체	121,612
LIG넥스원	83,317
한화에어로스페이스	76,457
포스코인터내셔널	72,997
KODEX 코스닥150레버리지	46,993

외국인 순매도

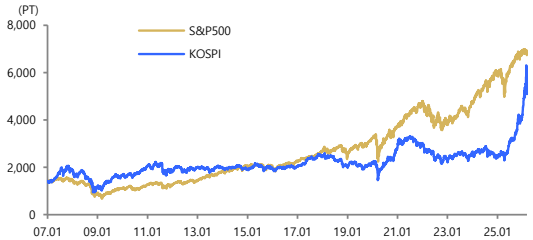
순매도	금액(백만)
삼성전자	-1,165,490
SK하이닉스	-499,807
LIG넥스원	-216,737
현대차	-111,605
우리기술	-96,169

국내기관 순매도

순매도	금액(백만)
삼성전자	-1,124,245
SK하이닉스	-369,538
SK스퀘어	-160,461
삼성물산	-81,335
대한항공	-70,785

국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	5,584.87	+0.02	+9.74
대형주	5,940.61	-0.16	+10.76
중형주	4,257.13	+1.81	+2.14
소형주	2,724.40	+1.19	+1.88
KOSDAQ	1,154.67	+3.43	+6.84
투자자별 매매동향 KOSPI	**개인 (억원)**	**외국인 (억원)**	**기관 (억원)**
순매수	29,488	-19,511	-11,142
누적순매수(D-20)	72,713	-203,259	108,703
거래대금(코스피+코스닥)	**금액**	**D-1**	**D-20**
(평균,단위 :억 원)	450,736	596,119	440,996
업종별 지수	**종가**	**D-1(%)**	**D-20(%)**
건설	155.26	+5.49	+26.56
금융	978.33	-0.52	+6.12
운수장비	6,520.86	+2.13	+11.27
유통	565.01	-0.34	+0.13
음식료	4,541.20	-0.60	-8.45
의약품	17,839.86	+0.14	-2.41
전기전자	72,938.12	-1.09	+14.61
철강금속	8,524.93	+3.11	+12.75
화학	4,861.41	+1.80	+7.19
유틸리티	1,443.85	+1.11	-17.04
통신	592.66	+0.10	+5.62
해외시장 동향	**종가**	**D-1(%)**	**D-20(%)**
S&P500	6,740.02	-1.33	-2.77
NASDAQ	22,387.68	-1.59	-2.79
일본	55,620.84	+0.62	+2.52
중국	4,124.19	+0.38	+1.44
독일	23,591.03	-0.94	-4.57
주요 금리 동향	**종가**	**D-1(bp)**	**D-20(bp)**
국고채 (3년)	3.23	+3.80	-0.60
국고채 (10년)	3.62	+2.70	-9.40
은행채AAA (3년)	3.53	+4.00	-2.40
미국국채 (2년)	3.56	-1.90	+6.15
미국국채 (10년)	4.14	+0.25	-6.70
환율 동향	**종가**	**D-1(%)**	**D-20(%)**
원/달러	1,476.40	+0.57	+0.47
원/백 엔	934.98	+0.34	-0.04
원/위안	214.08	+0.49	+1.09
달러/유로	1.16	+0.02	-1.83
위안/달러	6.90	+0.08	-0.61
엔/달러	157.91	+0.22	+0.51
Dollar Index	98.96	-0.10	+1.38
상품시장 동향	**종가**	**D-1(%)**	**D-20(%)**
WTI (usd/barrel)	90.90	+12.21	+43.04
금 (usd/oz)	5,158.70	+1.58	+3.59
BDI	2,010.00	-5.99	+3.82
천연가스(NYMEX)	3.19	+6.09	-6.90

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.

풀무원(017810)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

COVERAGE INITIATION

해외 법인 기여도 점차 확대, 여전히 방향성 유효

BUY **TP 16,000원**

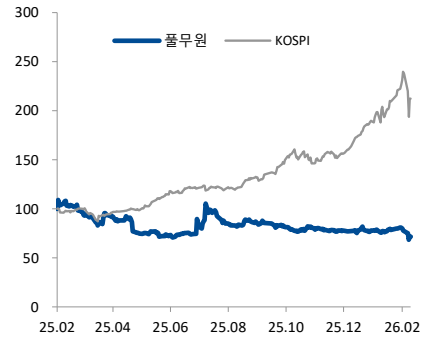
현재주가 (3/6)	12,030원
상승여력	33.0%
시가총액	459십억원
발행주식수	38,121천주
자본금/액면가	21십억원/500원
52주 최고가/최저가	18,150원/11,500원
일평균 거래대금 (60일)	1십억원
외국인 지분율	1.40%
주요주주 지분율	
남승우외 15인	59.87%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-5.9	-8.9	-14.5
상대주가(%p)	-14.3	-33.1	-50.9

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	N/A	N/A	
After	418	1,230	16,000
Consensus	672	1,334	
Cons. 차이	-37.8%	-7.8%	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

-풀무원 4Q25 연결 기준 매출액은 8,592억원(+5.1%yoy), 영업이익은 343억원 (-6.6%yoy, OPM 2.8%)으로 국내 B2C, 식품서비스유통, 미국/중국 법인 견조한 흐름 보였으나, 풀무원 샘물 경쟁 심화 및 건강케어 부문 구조 개편 길어지며 수익성 감소

주요이슈 및 실적전망

-1) 식품제조유통: 매출 +0.3%yoy, 영업이익 Flat 시현. 시장의 소비 위축 영향에도 B2C/B2B 신제품 판매 호조 지속되며 성장 지속하였으나, 풀무원 샘물 부문 경쟁 심화로 매출 성장 둔화되며 수익성 Flat 기록. 향후 운영 효율 높은 상온 사업 집중 육성 통한 외형 성장 기대

-2) 식품서비스유통: 매출 +13.0%yoy, 영업이익 +57.6%yoy 기록. 산업체 캡티브/군급식/신규 수주(컨세션 등) 통한 견조한 매출 성장세 지속되는 가운데, 인력 효율화 및 운영 효율화 통한 이익 개선세 함께 나타나고 있다는 점 긍정적

- 3) 해외식품제조유통: 매출 +7.0%yoy, 영업이익 적지. 미국 법인은 2분기 연속 흑자 기록한 점 고무적인 성과. 두부 안정적인 성장세 지속되는 가운데 K-푸드, 누들 카테고리 확장 통한 +10.8%yoy 성장. 중국 주력 제품(두부, 파스타, 냉동) 클럽 채널 내 고른 성장 지속하며 매출 +8.1%yoy 시현, BEP 수준 도달. 일본은 기존 주력 제품 매출 성장 둔화 영향으로 매출 -10.2%yoy, 수익성도 소폭 하락. 다만, 현재 일본 내 5개의 공장을 3개로 통합하는 과정을 3Q26까지 진행하며 점진적인 수익성 개선 기대 가능

주가전망 및 Valuation

-풀무원 투자의견 BUY, 목표주가 16,000원 제시하며 커버리지 개시. 목표주가는 동사의 12M Fwd EPS 1,286원에 Target P/E 13배(풀무원 미국 법인 성과 기대감 부여되던 24년 Historical P/E 13배 부여)적용하여 산정. 풀무원 미국/중국 법인 2025년 하반기부터 안정적인 BEP 수준 도달한 점 고무적, 일본 법인 주력 제품 부진 영향으로 적자 기록한 점 다소 아쉬우나, 향후 공장 효율화 통한 해외 법인 점진적인 이익 기여도 확대에 대한 기대감 유효

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	2,993	62	20	210	512	흑전	20.5	1.3	5.9	5.3	1.0
2024	3,214	92	35	253	929	81.4	11.5	1.3	5.2	11.4	1.0
2025F	3,380	93	16	262	418	-55.0	31.0	1.7	5.2	5.3	0.8
2026F	3,539	119	47	284	1,230	194.5	9.8	1.4	4.4	14.8	0.9
2027F	3,674	134	55	300	1,454	18.3	8.3	1.2	4.0	15.2	0.9

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 풀무원 목표주가 산정

	내용	비고
12M Forward EPS(원)	1,286	- 풀무원 12M Fwd EPS 추정치
Target P/E(배)	13	- 풀무원 미국 법인 성장에 대한 기대감 가시화되었던 24 년 Historical P/E 적용
적정 주가(원)	16,459	
목표주가(원)	**16,000**	
전일 종가(원)	12,030	- 2025.03.06 종가
상승여력(%)	33.0	
투자의견	**BUY**	

자료: 현대차증권

〈표2〉 풀무원 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
매출액	**793.5**	**839.1**	**888.4**	**859.2**	**838.1**	**878.2**	**923.7**	**899.3**	**3,213.7**	**3,380.2**	**3,539.3**
yoy%	*3.1%*	*5.8%*	*6.6%*	*5.1%*	*5.6%*	*4.7%*	*4.0%*	*4.7%*	*7.4%*	*5.2%*	*4.7%*
1. 식품제조유통	371.9	417.0	425.4	397.1	382.7	418.7	428.4	405.0	1,576.9	1,611.4	1,634.8
yoy%	*-3.5%*	*6.2%*	*5.5%*	*0.3%*	*2.9%*	*0.4%*	*0.7%*	*2.0%*	*0.3%*	*2.2%*	*1.5%*
2. 식품서비스유통	229.7	245.4	261.0	258.6	249.9	267.5	281.4	277.7	898.0	994.7	1,076.5
yoy%	*12.3%*	*9.5%*	*8.5%*	*13.0%*	*8.8%*	*9.0%*	*7.8%*	*7.4%*	*19.4%*	*10.8%*	*8.2%*
3. 건강케어	24.6	26.8	28.9	24.6	23.8	26.0	27.8	25.3	103.2	104.9	102.9
yoy%	*-0.4%*	*4.7%*	*9.9%*	*-7.5%*	*-3.2%*	*-3.0%*	*-3.8%*	*3.0%*	*-4.1%*	*1.6%*	*-1.9%*
4. 해외식품제조유통	166.8	149.3	172.7	178.2	181.0	165.6	185.7	190.5	635.2	667.0	722.8
yoy%	*8.0%*	*-0.9%*	*5.6%*	*7.0%*	*8.5%*	*10.9%*	*7.5%*	*6.9%*	*13.4%*	*5.0%*	*8.4%*
미국	115.5	98.2	124.5	127.8	128.2	111.9	135.1	137.8	444.5	466.0	513.0
yoy%	*5.2%*	*-3.6%*	*6.0%*	*10.8%*	*11.0%*	*14.0%*	*8.5%*	*7.8%*	*21.6%*	*4.8%*	*10.1%*
중국	28.1	29.6	26.6	26.6	30.5	32.7	29.3	29.5	88.6	110.9	122.0
yoy%	*42.6%*	*29.8%*	*23.7%*	*8.1%*	*8.5%*	*10.4%*	*10.2%*	*11.0%*	*8.3%*	*25.2%*	*10.0%*
일본	22.2	20.8	20.7	22.8	21.4	20.1	20.3	22.1	98.4	86.5	83.9
영업이익	**11.3**	**19.6**	**38.1**	**24.3**	**17.9**	**28.5**	**42.8**	**29.6**	**91.8**	**93.2**	**118.9**
yoy%	*-28.0%*	*16.1%*	*14.4%*	*-6.6%*	*59.1%*	*45.9%*	*12.3%*	*22.0%*	*48.1%*	*1.5%*	*27.5%*
OPM%	*1.4%*	*2.3%*	*4.3%*	*2.8%*	*1.6%*	*3.3%*	*4.6%*	*3.3%*	*2.9%*	*2.8%*	*3.4%*
1. 식품제조유통	15.3	24.6	28.8	21.5	15.9	25.1	29.6	22.7	71.0	90.2	93.2
yoy%	*30.1%*	*87.8%*	*17.1%*	*0.0%*	*3.8%*	*2.1%*	*2.6%*	*5.5%*	*16.7%*	*27.1%*	*3.4%*
OPM%	*4.1%*	*5.9%*	*6.8%*	*5.4%*	*4.2%*	*6.0%*	*6.9%*	*5.6%*	*4.5%*	*5.6%*	*5.7%*
2. 식품서비스유통	4.7	6.5	14.8	9.3	6.2	8.0	16.3	10.6	27.8	35.3	41.1
yoy%	*-2.8%*	*-3.0%*	*42.3%*	*57.6%*	*32.9%*	*23.5%*	*10.3%*	*13.5%*	*97.0%*	*26.8%*	*16.6%*
OPM%	*2.0%*	*2.6%*	*5.7%*	*3.6%*	*2.5%*	*3.0%*	*5.8%*	*3.8%*	*3.1%*	*3.5%*	*3.8%*
3. 건강케어	-3.0	-2.3	-1.1	-2.3	-2.5	-2.4	-0.5	-1.0	-9.8	-8.7	-6.4
yoy%	*적지*	*적지*	*적전*	*흑전*	*적지*	*적지*	*적전*	*흑전*	*적지*	*적지*	*적지*
OPM%	*-12.2%*	*-8.6%*	*-3.8%*	*-9.3%*	*-10.5%*	*-9.2%*	*-1.8%*	*-3.9%*	*-9.5%*	*-8.3%*	*-6.2%*
4. 해외식품제조유통	-5.3	-7.8	-2.0	-1.2	-1.1	-0.9	-0.6	0.2	-6.5	-16.3	-2.4
yoy%	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
OPM%	*-3.2%*	*-7.9%*	*-1.6%*	*-0.7%*	*-0.6%*	*-0.5%*	*-0.3%*	*0.1%*	*-1.0%*	*-2.4%*	*-0.3%*

자료: 풀무원, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,993	3,214	3,380	3,539	3,674
증가율 (%)	5.5	7.4	5.2	4.7	3.8
매출원가	2,234	2,399	2,542	2,660	2,761
매출원가율 (%)	74.6	74.6	75.2	75.2	75.1
매출총이익	759	814	838	880	913
매출이익률 (%)	25.4	25.3	24.8	24.9	24.9
증가율 (%)	8.4	7.2	2.9	5.0	3.8
판매관리비	697	723	745	761	779
판관비율(%)	23.3	22.5	22.0	21.5	21.2
EBITDA	210	253	262	284	300
EBITDA 이익률 (%)	7.0	7.9	7.8	8.0	8.2
증가율 (%)	28.0	20.5	3.6	8.4	5.6
영업이익	62	92	93	119	134
영업이익률 (%)	2.1	2.9	2.8	3.4	3.6
증가율 (%)	138.5	48.4	1.1	28.0	12.6
영업외손익	-47	-50	-64	-57	-61
금융수익	20	18	6	10	9
금융비용	58	68	66	66	63
기타영업외손익	-9	0	-4	-1	-7
종속/관계기업관련손익	-1	-1	-0	0	0
세전계속사업이익	14	41	29	62	73
세전계속사업이익률	0.5	1.3	0.9	1.8	2.0
증가율 (%)	흑전	192.9	-29.3	113.8	17.7
법인세비용	1	7	16	15	18
계속사업이익	13	34	13	47	55
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	13	34	13	47	55
당기순이익률 (%)	0.4	1.1	0.4	1.3	1.5
증가율 (%)	흑전	161.5	-61.8	261.5	17.0
지배주주지분 순이익	20	35	16	47	55
비지배주주지분 순이익	-6	-1	-3	-0	-0
기타포괄이익	7	24	-12	0	0
총포괄이익	21	58	1	47	55

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	730	818	902	933	967
현금성자산	127	170	278	282	294
단기투자자산	0	3	3	3	3
매출채권	270	287	302	316	328
재고자산	165	187	197	206	214
기타유동자산	47	56	58	61	63
비유동자산	1,427	1,513	1,497	1,502	1,506
유형자산	1,197	1,248	1,235	1,247	1,258
무형자산	95	123	117	110	103
투자자산	23	17	18	18	18
기타비유동자산	112	125	127	127	127
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,157	2,331	2,399	2,435	2,474
유동부채	978	1,145	1,098	1,070	1,040
단기차입금	433	444	546	496	446
매입채무	203	209	219	230	239
유동성장기부채	109	239	67	67	67
기타유동부채	233	253	266	277	288
비유동부채	672	603	699	720	737
사채	140	60	0	0	0
장기차입금	191	131	267	267	267
장기금융부채	0	1	1	1	1
기타비유동부채	341	411	431	452	469
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,650	1,748	1,797	1,790	1,777
지배주주지분	318	303	295	338	389
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	38	-15	-15	-15	-15
자본조정 등	91	91	91	91	91
기타포괄이익누계액	22	55	44	44	44
이익잉여금	145	152	154	197	249
비지배주주지분	189	280	307	307	307
자본총계	507	583	602	645	696

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	194	173	155	227	234
당기순이익	13	34	13	47	55
유형자산 상각비	139	152	161	157	159
무형자산 상각비	9	9	8	8	7
외환손익	1	-5	1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-29	-41	-50	15	13
기타	61	24	22	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-148	-107	-46	-170	-170
투자자산의 감소(증가)	-2	4	-1	-0	-0
유형자산의 감소	2	3	3	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-123	-93	-103	-170	-170
기타	-25	-21	55	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-51	-27	-1	-52	-52
차입금의 증가(감소)	-18	-59	136	0	0
사채의증가(감소)	-20	-80	-60	0	0
자본의 증가	-8	-53	0	0	0
배당금	-17	-19	-18	-4	-4
기타	12	184	-59	-48	-48
기타현금흐름	-0	4	-1	0	0
현금의증가(감소)	-5	43	107	4	12
기초현금	133	127	170	278	282
기말현금	127	170	278	282	294

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	350	902	345	1,226	1,449
EPS(지배순이익 기준)	512	929	418	1,230	1,454
BPS(자본총계 기준)	13,288	15,305	15,789	16,916	18,266
BPS(지배지분 기준)	8,332	7,965	7,729	8,860	10,215
DPS	102	102	102	102	102
P/E(당기순이익 기준)	29.9	11.9	37.5	9.8	8.3
P/E(지배순이익 기준)	20.5	11.5	31.0	9.8	8.3
P/B(자본총계 기준)	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
P/B(지배지분 기준)	1.3	1.3	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA(Reported)	5.9	5.2	5.2	4.4	4.0
배당수익률	1.0	1.0	0.8	0.9	0.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	157.4	-61.8	255.5	18.3
EPS(지배순이익 기준)	흑전	81.4	-55.0	194.5	18.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	2.5	6.3	2.2	7.5	8.2
ROE(지배순이익 기준)	5.3	11.4	5.3	14.8	15.2
ROA	0.6	1.5	0.6	1.9	2.3
안정성 (%)					
부채비율	325.8	299.6	298.6	277.6	255.2
순차입금비율	128.4	106.4	94.8	80.3	65.7
이자보상배율	1.1	1.4	1.4	1.8	2.2

** K-IFRS 연결 기준*

Strategy Weekly

두려움이 커질수록, 조정 시 매수 전략 기억할 필요

Strategist 김재승
jaeseung.kim@hmsec.com

- 미국과 이란 전쟁 장기화 우려 확대, 미국 지상군 투입 여부 중요
- 전쟁 장기화 우려는 유가 상승과 달러화 강세 야기, 코스피에 부담
- 과거 역사는 코스피 'Buy the dip(조정시 매수)' 전략을 지지
- 변동성 있겠지만 과도한 조정 시 매수 전략 추천. 반도체, 기계, 방산 업종 주목

미국과 이란 전쟁 장기화 우려 확대, 미국 지상군 투입 여부 중요

미국과 이란간 전쟁 장기화 우려가 커지고 있다. 전세계 원유와 LNG 수송의 약 20%를 책임지는 호르무즈 해협이 사실상 봉쇄되었고, 이라크와 쿠웨이트는 수출 봉쇄 상황을 고려해 원유 생산 감축에 나서고 있다. 사우디아라비아와 아랍에미리트(UAE)도 우회 파이프라인을 통한 원유 수출을 지속하고 있지만, 양국은 저장시설 포화에 20일 내로 감산에 나설 것으로 전망되고 있다. 호르무즈 해협 봉쇄 현실화 우려가 높아졌고, 산유국들의 원유 생산 감축 소식에 WTI 유가는 배럴당 90달러를 넘어섰다. 전주대비 +36%가량 상승한 것이다. 코스피는 3월 6일 종가 기준으로 전주대비 -10.6% 하락해 주요국 증시 중 가장 큰 폭의 하락을 기록했다**(그림1)**. 중동산 에너지 가격에 민감한 유럽과 아시아 증시가 큰 폭의 조정을 받았다. 반면 미국과 중국 증시는 하방이 지지되는 모습이었다.

이번 미국과 이란간 전쟁이 증시에 미치는 영향은 전쟁 장기화 여부와 호르무즈 해협 봉쇄 기간에 달려있다. 기본 시나리오는 협상을 통해 전쟁이 단기적(4~6주) 내로 끝나는 전망이다. 트럼프는 올해 중간선거를 앞두고 낮은 지지율을 보이고 있다**(그림2)**. 이란 공습에 대한 미국내 여론이 좋지 않고, 트럼프의 핵심 지지층인 마가(MAGA) 진영에서도 미국 우선주의 원칙을 바탕으로 이번 작전에 대한 반대 여론이 존재한다. 유가가 미국 물가에 미치는 영향이 크다는 점에서 트럼프는 유가를 낮춰야만 한다**(그림3)**. 전쟁을 장기적으로 끌고 가기 어려운 이유이다. 이란도 호르무즈 해협을 통해서 원유 수출과 상품 교역을 하고 있어 호르무즈 해협 봉쇄 지속 시 재정 악화와 물가 상승 등 정치적 부담이 크다. 이란 정부는 원유 수출을 통해 재정의 35%를 충당하고 있다**(그림4)**. 미국의 공격에 이란의 미사일 발사 능력은 60% 이상 감소한 것으로 알려졌다. 이란은 전쟁을 장기전으로 끌고 갈 체력이 높지 않다. 양국 모두 강경한 모습을 보이고 있지만, 서로 협상에 나서야할 필요가 있는 것이다.

주목할 점은 미국의 지상군 투입 여부이다. 이란 본토로의 미국의 지상군 투입 시 전쟁 장기화와 호르무즈 해협 봉쇄 기간 연장이 전망된다. 과거 미국의 중동 지역에 대한 대규모

지상군 투입은 총 3차례로 1991년 걸프전, 2001년 아프가니스탄 전쟁, 2003년 이라크 전쟁이었다. 1991년 걸프전에서 미국 지상군은 쿠웨이트에서 100시간 동안 작전을 수행하며 이라크군을 축출시키고 작전을 성공적으로 종료했지만, 2001년 아프가니스탄에 대한 지상군 투입은 20년만인 2021년 철수로 끝맺음을 보였고, 2003년 이라크 전쟁은 전쟁 시작 9년만에 4,500명이 넘는 미군 사망자를 남기며 종료되었다. 트럼프 정부는 이번 작전 목표가 4~6주 내 완료될 것으로 내다보고 있지만, 지상군 투입은 전쟁의 장기화로 인식될 수 있다는 점에서 트럼프 정부의 결정에 주목할 필요가 있다**(그림5,6)**.

전쟁 장기화 우려는 유가 상승과 달러화 강세 야기, 코스피에 부담

높아진 유가는 코스피에 부정적이다. 유가는 단기전 시나리오 하에서는 배럴당 75~95달러 수준에 머물 것으로 보지만, 호르무즈 해협 봉쇄가 장기적으로 이어질 경우 100달러를 상회할 것으로 전망된다. 유가의 급등은 글로벌 경기 둔화 가능성을 높이고, 수출 중심의 코스피에 부정적이다. WTI 유가의 24개월 이동평균선 대비 괴리율과 코스피의 향후 6개월 수익률의 관계를 보면 유가가 이동평균 대비 크게 상승했을 때 코스피는 약세를 보인다**(그림7)**. WTI 유가는 3월 6일 종가 기준 24개월 이동평균선 대비 +31% 괴리율을 보이고 있다. 2월말 괴리율 -3.2%에서 큰 폭 상승했다. 높은 유가가 지속될 경우 향후 코스피 수익률은 하방 압력을 받을 가능성이 높다.

미국-이란 전쟁에 따른 유가 급등은 글로벌 인플레이션 압력을 높여 중앙은행들의 통화정책에 부담을 준다. **올해 연준의 기준금리 인하 시작 시점은 9월로 후퇴할 것으로 전망되고 있다(그림8). 내년까지 총 인하 횟수 전망도 전쟁 이전 대비 감소했다**. BOJ와 ECB도 각각 오는 7월과 10월에 기준금리를 인상할 것으로 시장은 전망하고 있다. **연준의 긴축적인 통화 정책은 지금까지 달러화 약세로 야기되었던 신흥국 증시 강세장 흐름을 되돌릴 수 있다(그림9).** 2022년 2월 러시아의 우크라이나 침공과 유가 급등, 물가 대응을 위한 연준의 기준금리 인상과 달러화 강세에 코스피가 2021년말 고점 대비 -28% 하락했던 사례가 Bear 시나리오로 참고할 필요가 있다**(그림10)**.

과거 역사는 코스피 'Buy the dip(조정시 매수)' 전략을 지지

중동의 전쟁 이벤트에 따른 고유가 장기화는 코스피의 조정 요인으로 작용하겠지만, **역사적으로 봤을 때 코스피는 중동 이벤트를 한달 안에 극복했다(그림11). 전쟁 결과와 상관없이 증시에 미치는 영향은 한달 내로 종료된 것이다.** 코스피는 1개월만에 중동 이벤트 발생 이전 수준을 상회하고, 3개월 이후로는 평균 8.5%의 상승을 기록했다. 2020년 펜더

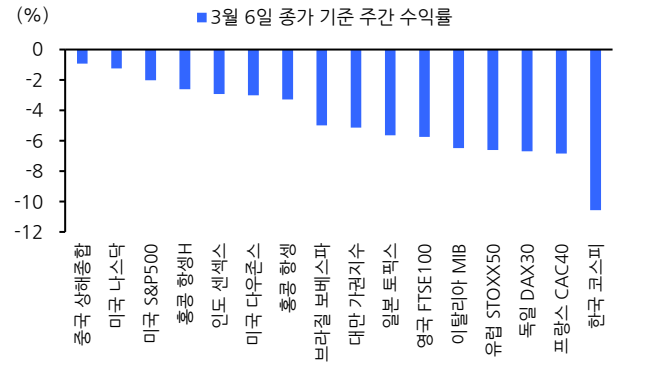
믹 시기를 제외한다면 3개월 수익률은 10%를 상회한다. 과거 역사는 코스피의 'Buy the dip' 전략을 지지하는 것이다.

미국과 이란의 전쟁이 단기에 종료될 경우 코스피 상승을 지지할 요인들도 많이 남아있다. **첫째, 수급적 측면이다.** 외국인은 순매도가 과도하고, 개인은 순매수가 확대될 여력이 있다. 외국인은 작년 5월 이후 코스피가 강세장을 보였지만 순매도를 기록하고 있다**(그림12)**. 반면 미국 상장 한국투자 패시브 ETF로는 3월에도 자금이 유입 중이다**(그림13)**. 코스피 외국인 순매도는 해외 액티브 펀드의 한국에 대한 비중 관리로 추측된다. 3월에도 해외 패시브 자금은 순유입을 보이고 있다는 점에서 중동 리스크가 종료될 경우 코스피의 외국인 순매수는 확대될 수 있다. 또한, 개인의 순매수 여력도 확대되고 있다. 주식매수 대기 자금인 증권사 고객예탁금은 사상 최고치 행진을 지속하고 있다**(그림14)**. 수급적인 측면에서 코스피를 뒷받침할 수 있다.

둘째, 견조한 펀더멘털이다. 이번 코스피 조정 진후로 이익 전망치의 수정은 나타나고 있지 않다. 코스피는 투자 심리 훼손에 따른 밸류에이션 축소로 조정을 보인 것이다**(그림15)**. 지난주 코스피는 전업종이 조정을 보였지만, 일부 업종은 유가와 글로벌 경기에 영향을 덜 받으며 펀더멘털이 견조할 것으로 전망된다. 반도체와 방산(상사/자본재), 증권 업종이 이에 해당한다**(그림16)**.

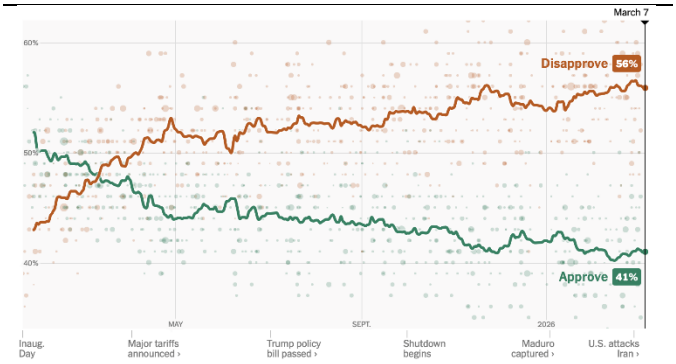
결론적으로 코스피는 전쟁 장기화 우려에 변동성이 당분간 이어지겠지만, 과도한 조정 시 매수 전략을 추천한다. 업종별로는 반도체와 전력기기, 방산주에 주목한다. 반도체와 전력기기 업종은 글로벌 AI 투자 사이클에 영향을 받는다는 점에서 미국과 이란 전쟁과 별개로 이익이 계속해서 확대될 것이다. 방산주의 경우 트럼프의 새로운 질서 하에서 글로벌 전쟁 리스크를 상수로 인식하고 꾸준히 투자할 필요가 있다. 반도체주와 방산주의 수익률 상관계수는 일반적으로 낮은 경향을 보인다**(그림17)**. AI 반도체 중심 포트폴리오를 방산주를 통해 보완 가능한 것이다. 장기적으로 코스피 반등시 증권 업종도 계속해서 주목할 필요가 있다. 가계의 머니 무브와 정부의 자본시장 활성화 정책은 이어질 것이기 때문이다.

〈그림 1〉 글로벌 증시 주간 수익률, 코스피 하락 눈에 띔



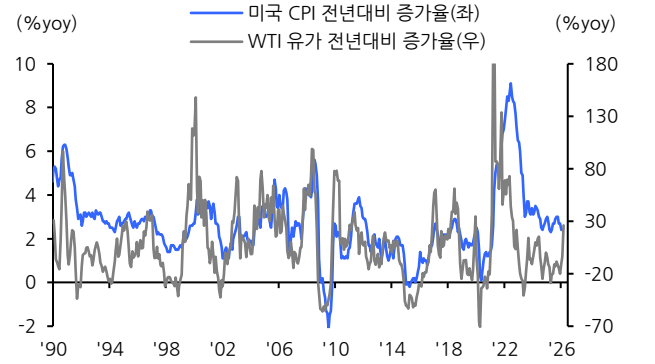
자료: 에프앤가이드, 현대차증권

〈그림 2〉 낮은 트럼프 정부 지지율



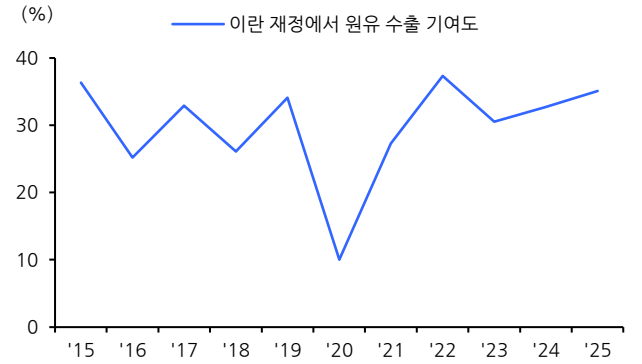
자료: The New York Times, 현대차증권

〈그림 3〉 미국 물가와 WTI 유가는 밀접한 관계



주1: WTI 유가 전년대비 증가율은 매월말 유가의 전년대비 증가율
주2: 2026년 3월 WTI 전년대비 증가율은 3월 6일 종가 기준 배럴당 90.9달러 사용
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 4〉 이란 재정에서 원유 수출 기여도 높음

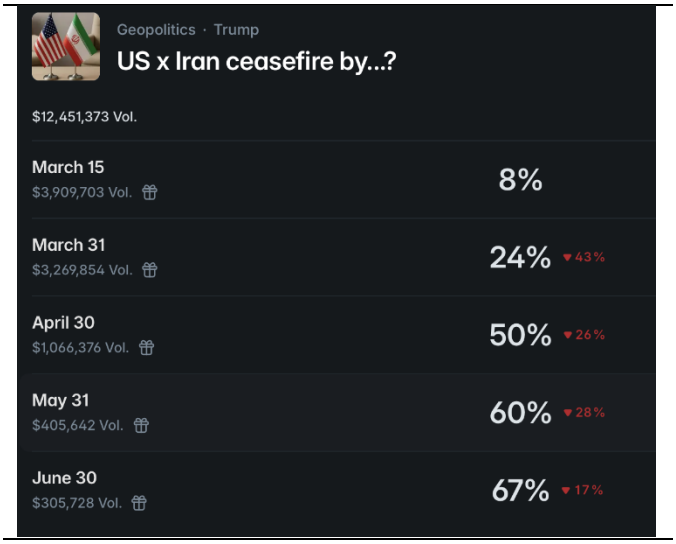


자료: The Emirates Policy Center (EPC), 현대차증권

〈그림 5〉 이라크 전쟁도 개시 전에는 6주내 종식 전망

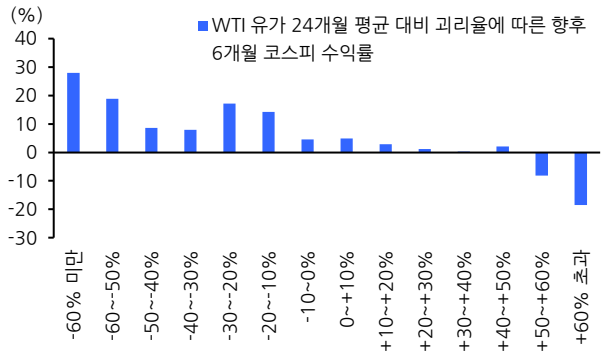
자료: 미국 민주당 페이스북, 현대차증권

〈그림 6〉 폴리마켓에서 6월말까지 종전 가능성 67%로 전망



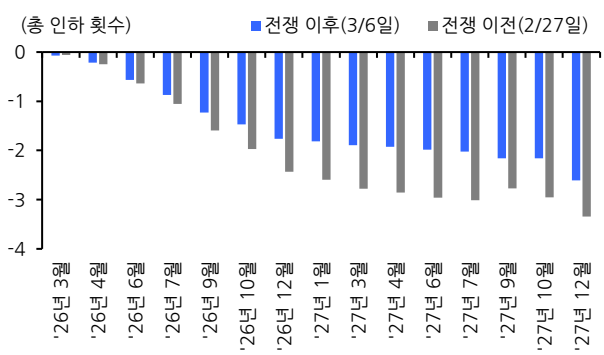
주: 3월 8일 기준
자료: Polymarket, 현대차증권

<그림 7> 유가 평균 대비 급등은 향후 코스피 약세 야기



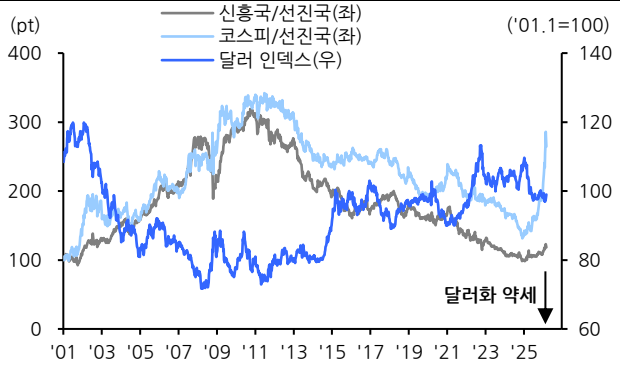
주: WTI 유가의 24개월 이동평균선 대비 괴리율(%)와 코스피 향후 6개월 수익률 관계
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 8> 연준의 기준금리 인하 시작 시점 후퇴, 총 횟수도 감소



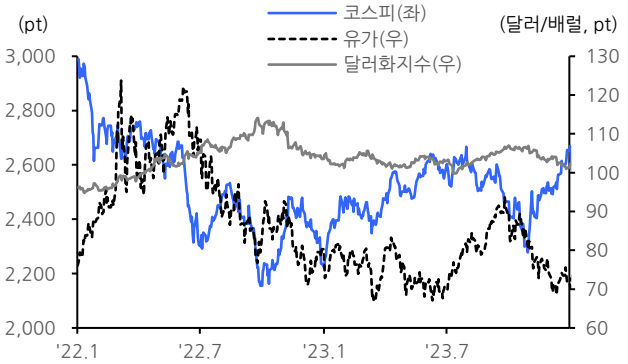
주1: 미국 선물시장에서 연준의 기준금리 인하 전망, 시점까지 총 인하 횟수
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 9> 달러화지수 약세는 신흥국 및 코스피 강세 핵심 배경



주: 선진국 지수와 신흥국 지수는 MSCI World 및 MSCI EM 지수 기준
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 10> 2022년 유가 급등과 달러 강세는 코스피 약세 이끎



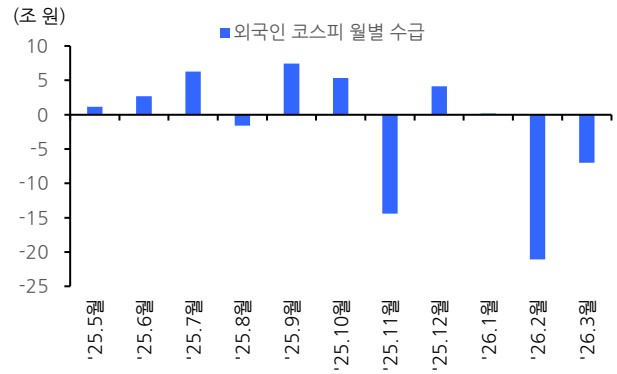
주: 코스피 반도체 업종 '25년 8월말 대비 전망치 상향조정분
자료: 에프앤가이드, 현대차증권

<그림 11> 중동 리스크 이벤트 발발 당시 코스피 1개월~1년 수익률, 'Buy the dip' 전략 지지

날짜	구분	코스피 기간 수익률(%)			
		1개월	3개월	6개월	1년
'90년 8월 2일	이라크 쿠웨이트 침공	-11.8	3.9	-8.4	3.6
'01년 9월 11일	9·11 테러	-8.6	21.4	50.2	29.5
'03년 3월 20일	이라크 전쟁 개시	14.6	27.4	38.1	63.0
'17년 4월 7일	미국의 시리아 공습	6.5	10.9	13.1	12.9
'19년 9월 14일	사우디 아람코 드론 공격	0.9	5.8	-16.3	18.5
'20년 1월 3일	이란 솔레이마니 제거 작전	-2.6	-20.7	-1.8	35.4
'23년 10월 7일	하마스의 이스라엘 공격	3.9	6.6	12.8	8.4
'24년 4월 13일	이란의 이스라엘 공격	1.7	6.5	-2.2	-8.4
'25년 6월 22일	미국의 이란 핵시설 공격	6.3	14.8	35.9	
평균		1.2	8.5	13.5	20.3

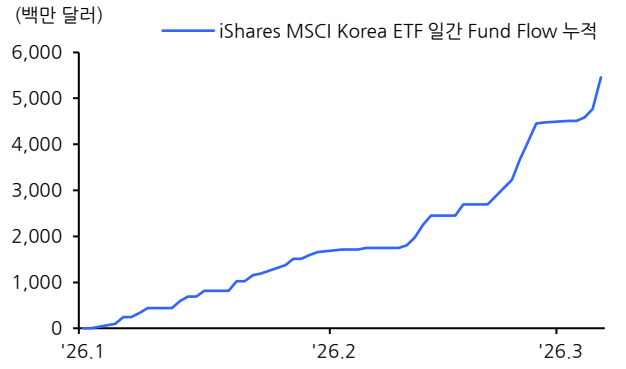
주: 각 이벤트 발생 직전 거래일 대비 수익률 기준
자료: 에프앤가이드, 현대차증권

〈그림 12〉 코스피 5월 이후 강세장에서 외국인 순매도 보임



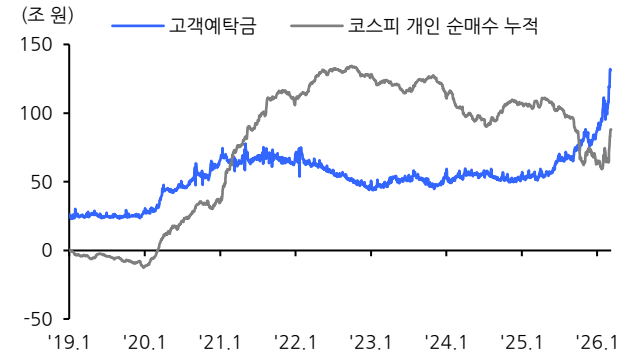
자료: 에프앤가이드, 현대차증권

〈그림 13〉 미국 상장 한국 주식 ETF로는 자금 유입 확대 중



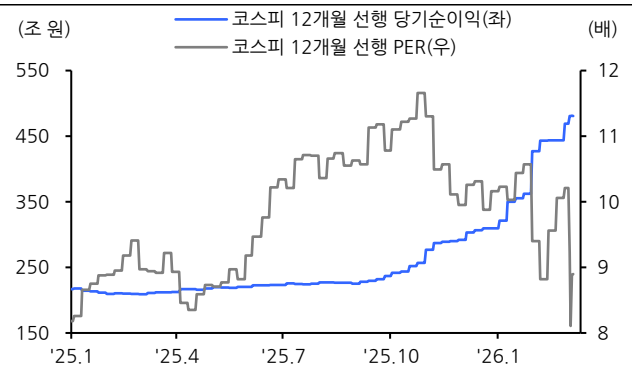
주: iShares MSCI Korea ETF (EWY)의 2026년 일간 Fund flow 누적
자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 14〉 증권사 고객예탁금 사상 최고치 행진



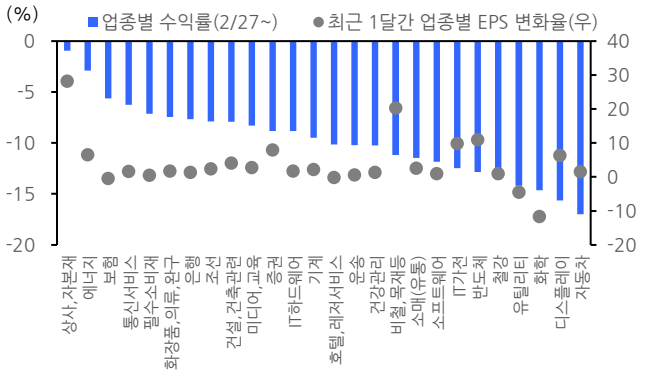
자료: 에프앤가이드, 현대차증권

〈그림 15〉 코스피 조정에도 펀더멘털은 견조한 흐름



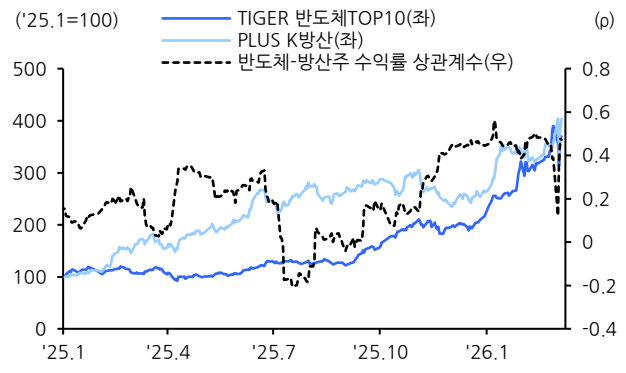
자료: 에프앤가이드, 현대차증권

〈그림 16〉 지난주 조정 업종 중 펀더멘털 견조한 업종 존재



주: 코스피 WICS26개 업종 기준
자료: 에프앤가이드, 현대차증권

〈그림 17〉 국내 반도체와 방산주 수익률 상관계수 높지 않음



자료: 에프앤가이드, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2026.03.09	BUY	16,000		

▶ 최근 2년간 풀무원 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.