

Morning Meeting Notes

2026-07-14

내일의 차이
현대차증권

What's Inside

SK하이닉스(BUY/3,300,000원) 변화된 공급구조에 주목 / Blended는 Premium이 견인
삼성E&A(BUY/61,000원) 모든 모델명 유효
풍산(BUY/93,700원) 2Q26 실적, 시장 기대에는 부합 예상
세아베스틸지주(BUY/45,200원) 최근 주가 조정으로 Valuation 매력 부각
[경제] 7월 금통위 Preview - 2회 인상은 기본값, 그 이상은 가변적

주식시장

국내 증시는 하락. 호르무즈 해협 불확실성이 재차 커지면서 전반적인 투자심리 위축. 반도체 대형주를 중심으로 차익실현 매물 출회. 외국인은 1.7조원, 기관은 2.2조원 코스피 순매도. 대부분 업종들이 하락했지만, 높은 수준의 경제 마진이 유지되는 영향으로 정유주는 강세
미국 증시는 하락 마감. 미군이 이란 해역 재보충을 전격 단행하자 전쟁 불확실성이 확대되며 투자 심리 악화. 업종별로는 기술이 2% 이상 하락. 특정 종목으로 SK하이닉스 미국 ADR은 이날 -9.32% 하락

금리&환율

국고채 금리는 상승 마감. 국고채는 미국-이란 무력 충돌 격화되자 종전 기대 약해지며 약세. 다만, 주가 급락에 외국인 투자자들의 국채선물 매수세가 유입되며 약세 압력 일부 완화
미국채 금리는 상승 마감. 미-이란 전쟁 재점화 속 국제유가가 10% 가까이 상승하자 미국채 금리는 일제히 상승
원/달러 환율은 전장 대비 2.00원 오른 1,503.40원에 마감. 달러 강세 속, 외인 국내주식 순매도(1조 6천억원)로 원/달러는 상방 압력을 받았으나, 한화오션 대규모 선물환 매도로 상승폭 일부 제한
달러인덱스는 101.29로 상승. 달러는 미-이란 전쟁 불확실성이 되살아나자 국제유가 급등과 맞물리며 강세 예상

주요뉴스

트럼프, 호르무즈 해협 통행료 받겠다 선언
트럼프 대통령은 미국이 호르무즈 해협에 안보를 제공하는 비용을 청구하기 위해, 해협을 통과하는 선박에 통행료 20%를 부과할 것이라 발표

New Publications

[선진국 전략] 미국 장단기 전략 - 1Q27 S&P 500 Target 9,000pt(2026-07-03)
[반도체/전기전자/디스플레이/AI/로보틱스] 일본 기업 방문 후기 - Bottleneck 해소에는 시간 필요(2026-06-24)
[반도체/전기전자/디스플레이/AI/로보틱스] 대만 Computex 방문 후기 - Agentic AI가 AX 견인(2026-06-10)
[경제] 2026년 하반기 경제 전망: 기호지세(騎虎之勢) - Ride With Us or Collide With Us(2026-06-02)
[주식전략] 2026년 하반기 주식전략 전망: AI 압축 포트폴리오로 돌파하라(2026-05-29)
[전기전자/디스플레이](OVERWEIGHT) 2026년 전기전자/디스플레이 하반기 전망 - 아직 Peak는 오지 않았다(2026-05-29)
[건설](OVERWEIGHT) 2026년 건설업종 하반기 전망 SCREENING(2026-05-28)
[자산배분] 하반기 자산배분 전략 - 한국 주식 중심, 채권은 캐리 중심 대응(2026-05-26)
[투자전략팀] 2026년 하반기 투자전략 전망: 기호지세(騎虎之勢) - Ride With Us or Collide with Us(요약)(2026-05-26)

Rating, Target Price Changes

삼성E&A	BUY	75,000 원	▷ BUY	61,000 원 (2026-07-14)
풍산	BUY	138,400 원	▷ BUY	93,700 원 (2026-07-14)
세아베스틸지주	BUY	90,500 원	▷ BUY	45,200 원 (2026-07-14)
현대제철	BUY	55,900 원	▷ BUY	38,500 원 (2026-07-10)
LG전자	BUY	140,000 원	▷ BUY	260,000 원 (2026-07-08)
POSCO홀딩스	BUY	594,000 원	▷ BUY	441,000 원 (2026-07-08)
코스맥스	BUY	270,000 원	▷ BUY	240,000 원 (2026-07-06)
SK하이닉스	BUY	2,650,000 원	▷ BUY	3,300,000 원 (2026-06-24)
삼성전기	BUY	2,300,000 원	▷ BUY	2,800,000 원 (2026-06-24)
테스	BUY	156,000 원	▷ BUY	234,000 원 (2026-06-24)
한화에어로스페이스	신규		▷ BUY	1,780,000 원 (2026-06-19)
현대로템	신규		▷ BUY	284,000 원 (2026-06-19)
LIG디펜스앤에어로스페이스	신규		▷ BUY	1,320,000 원 (2026-06-19)
한화시스템	신규		▷ BUY	125,000 원 (2026-06-19)
한국항공우주	신규		▷ BUY	202,000 원 (2026-06-19)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
LG이노텍	164,037	대덕전자	119,771
SK스퀘어	109,518	KB금융	119,016
KODEX 200선물인버스2X	39,934	S-Oil	112,136
현대차	39,803	KODEX 200선물인버스2X	98,311
삼성생명	33,154	이수페타시스	94,178
외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
SK하이닉스	-1,411,957	SK하이닉스	-2,966,520
삼성전자	-193,645	삼성전자	-1,705,499
삼성전기	-140,612	KODEX SK하이닉스단일종목레버리지	-444,604
KB금융	-72,136	KODEX 레버리지	-408,860
피에스케이	-63,747	SK스퀘어	-349,406

국내시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	6,806.93	-8.95	-20.35
대형주	7,462.55	-9.47	-20.80
중형주	3,957.72	-2.26	-15.61
소형주	2,252.71	-2.79	-10.82
KOSDAQ	799.36	-4.55	-22.69

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	38,869	-16,903	-22,338
누적순매수(D-20)	374,079	-408,256	24,290
거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균, 단위 :억 원)	466,018	376,674	486,926

업종별 지수	증가	D-1(%)	D-20(%)
건설	144.24	-5.48	-22.92
금융	1,141.62	-5.34	-10.71
운수장비	5,173.85	-2.59	-24.75
유통	638.77	-4.76	-20.11
음식료	4,638.62	-0.59	-4.14
의약품	14,860.42	-0.23	+0.43
전기전자	110,066.60	-12.22	-23.19
철강금속	6,275.61	-1.97	-18.99
화학	4,442.15	+0.57	-10.82
유틸리티	1,046.69	-4.84	-16.44
통신	594.00	-3.07	-12.50

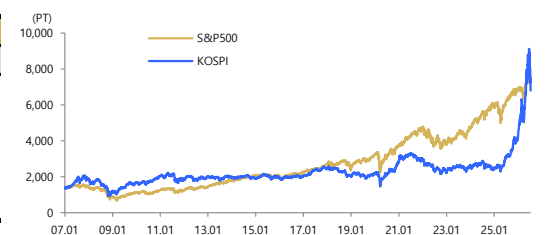
해외시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	7,515.84	-0.79	-0.51
NASDAQ	25,873.18	-1.55	-3.04
일본	67,242.73	-1.92	-2.99
중국	3,913.79	-2.06	-4.46
독일	25,067.09	+0.00	+0.70

주요 금리 동향	증가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.81	+4.10	+6.50
국고채 (10년)	4.26	+3.30	+14.50
은행채AAA (3년)	4.18	+3.80	+12.90
미국국채 (2년)	4.29	+7.70	+21.70
미국국채 (10년)	4.62	+6.15	+14.90

환율 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,503.40	+0.13	-0.51
원/백 엔	919.80	-0.79	-2.41
원/위안	220.66	-0.29	-1.33
달러/유로	1.14	-0.28	-1.80
위안/달러	6.79	+0.13	+0.42
엔/달러	162.40	+0.43	+1.29
Dollar Index	101.29	+0.32	+1.63

상품시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	78.14	+9.42	-3.23
금 (usd/oz)	4,113.70	+0.00	-5.47
BDI	2,960.00	+0.54	+8.46
천연가스(NYMEX)	2.90	-1.46	-7.94

KOSPI, S&P 추이



본 조서지표는 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.

SK하이닉스 (000660)

Analyst 노근창 greg@hmsec.com
RA 윤가영 1800694@hmsec.com

변화된 공급구조에 주목 / Blended는 Premium이 견인

BUY

TP 3,300,000원

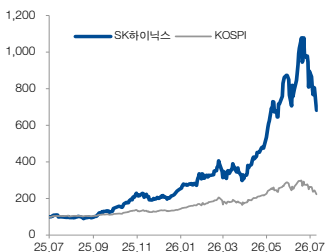
현재주가 (7/13)	1,845,000원
상승여력	78.9%
시가총액	1,314,936십억원
발행주식수	730,492천주
자본금/액면가	3,747십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	2,919,000원/245,000원
일평균 거래대금 (60일)	11,449십억원
외국인 지분율	49.87%
주요주주 지분율	
에스케이스퀘어외8인	20.50%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-14.2	77.4	150.0
상대주가(%p)	2.4	51.4	72.3

* K-FRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	335,070	418,390	3,300,000
After	325,557	448,377	3,300,000
Consensus	318,735	444,359	3,547,917
Cons. 차이	2.1%	0.9%	-7.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

-SK하이닉스에 대해 6개월 목표주가 3,300,000원 (26년과 27년 평균 BPS에 P/B 3배 적용, 27년 EPS에 P/E 10배 적용한 Valuation의 산술 평균치)에 투자 의견 매수 유지. 동사의 2분기 매출액과 영업이익은 DRAM Bit Growth가 기존 예상치를 하회할 것으로 예상됨에 따라 기존 전망대비 각각 3.1%, 1.6% 하회하는 87.6조원과 62.4조원을 기록할 것으로 예상. 동사는 1분기부터 성과급 총당금을 반영하고 있음에도 불구하고 시장 Consensus는 동 부분을 충분히 반영하고 있지 않는 것으로 보임. 또한, 동사도 5년 장기 계약을 원하는 고객 수가 증가하면서 CSP향 ASP 상승 폭은 TrendForce 등 시장 조사 기관의 가격 예상치를 하회할 것으로 보임. 다만, 이와 같은 가격 상승 폭 둔화는 주가에는 단기적으로 모멘텀 둔화로 작용할 수 있지만 가격 상승 폭 둔화가 1년 내에 제품 가격 하락으로 연결되는 과거의 패턴은 반복되지 않을 것으로 보임. 무엇보다도 현재 맺고 있는 장기 계약은 현재 가격보다는 높은 수준에서 계약되고 있으며, 일정 부분 이행 관련 조항을 강화하고 있다는 점에서 실적의 가시성도 충분히 높음. 여기에 B2C 고객의 경우 CSP와는 달리 시장가격 변화에 따라 계약을 할 것으로 예상

투자포인트 및 결론

-2017~2018년 Cloud Cycle과 현재 AI Cycle은 근본적으로 공급 구조가 다르다는 특성을 가지고 있음. Cloud Cycle은 Memory 업체들이 CSP와 직접 계약하는 형태인 것에 반해 AI Cycle에서는 HBM과 SOCAMM의 경우 NVIDIA 등을 통해 납품하고 있음. 메모리 반도체 업체들이 CSP와 직접 계약하는 비중이 과거 대비 낮아지고 있다는 점은 긍정적임. 호실적에도 불구하고 메모리 반도체 가격 급등에 따른 고객들의 애로가 크다는 점에서 최근의 CSP와의 LTA 증가와 HBM/SOCAMM처럼 맞춤 제품 비중 상승은 시장의 우려를 완화시키는 요인이 될 것으로 예상. 다만 근본적으로는 HBM4/HBM4e/LPDDR6/3DS DIMM/PCIe Gen7 등 Premium 제품 비중확대를 통한 Blended ASP 상승에 집중하는 것이 유효할 것으로 보임

주거전망 및 Valuation

-향후 3년간 급증할 이익잉여금 규모를 감안할 때 2027년 기준 P/B 2배 수준인 200만원 아래에서의 하방 경직성은 유지될 전망

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 (%)
2024	66,193	23,467	19,789	36,049	27,182	흑전	6.4	1.7	3.8	31.1	1.3
2025	97,147	47,206	42,919	61,136	58,955	116.9	11.0	3.9	7.6	44.2	0.5
2026F	365,135	260,947	235,256	284,447	325,557	452.2	6.7	4.0	4.6	90.9	0.2
2027F	571,060	380,271	327,536	411,323	448,377	37.7	4.9	2.2	2.4	58.5	0.2
2028F	779,987	439,060	383,695	475,523	525,255	17.1	4.2	1.4	1.3	42.1	0.2

* K-FRS 연결 기준

〈표1〉 실적 추정 변경 사항

(십억원)

		변경 후						변경 전					
		1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F	2027F	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F	2027F
DRAM	Bit Growth	0.1%	8.1%	7.2%	-1.2%	22.3%	22.3%	0.1%	9.4%	6.8%	-1.3%	23.1%	23.1%
	ASP변화(QoQ)	65.5%	32.5%	19.9%	9.1%	184.6%	184.6%	65.5%	38.8%	20.5%	9.0%	196.9%	196.9%
NAND	Bit Growth	-10.0%	18.0%	7.0%	-5.0%	22.4%	22.4%	-10.0%	15.0%	7.0%	-5.0%	19.9%	19.9%
	ASP변화(QoQ)	75.0%	65.0%	18.0%	10.0%	317.6%	317.6%	75.0%	65.0%	20.0%	10.0%	321.0%	321.0%
매출액		52,576	87,631	109,573	115,356	365,135	571,793	52,576	90,453	113,793	119,768	376,590	489,444
영업이익		37,610	62,427	78,211	82,699	260,947	380,271	37,610	63,420	80,447	84,667	266,145	345,283
영업이익률		71.5%	71.2%	71.4%	71.7%	71.5%	66.5%	71.5%	70.1%	70.7%	70.7%	70.7%	70.5%
세전이익		51,617	65,688	82,901	87,235	287,441	398,864	51,617	66,681	85,058	89,047	292,404	362,862
지배주주 순이익		40,330	54,156	68,818	71,952	235,256	327,536	40,330	54,975	70,609	73,446	239,360	298,188

자료: SK하이닉스, 현대차증권, Solidigm 포함

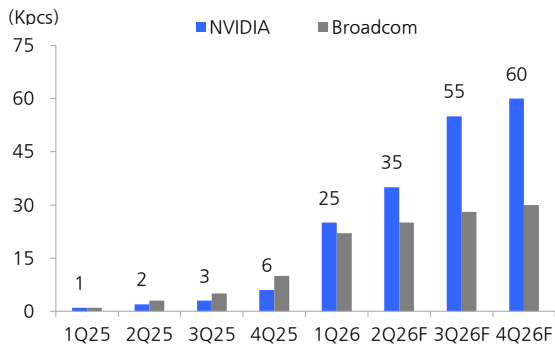
〈표2〉 분기별 실적 전망

(십억원)

	2025	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2027F
매출액 (A+B+C)	97,147	52,576	87,631	109,573	115,356	365,135	117,142	135,060	153,680	165,178	571,060
영업이익	47,206	37,610	62,427	78,211	82,699	260,947	85,157	92,852	97,365	104,898	380,271
영업이익률	48.6%	71.5%	71.2%	71.4%	71.7%	71.5%	72.7%	68.7%	63.4%	63.5%	66.6%
EBITDA	61,114	41,339	68,583	84,649	89,876	284,447	92,440	100,297	105,112	113,473	411,323
EBITDA Margin	62.9%	78.6%	78.3%	77.3%	77.9%	77.9%	78.9%	74.3%	68.4%	68.7%	72.0%
DRAM 부문											
매출액 (A)	74,719	41,010	59,804	75,226	79,965	256,005	83,031	95,105	106,046	115,638	399,821
Bit Growth (QoQ, YoY)	23.9%	0.1%	8.1%	7.2%	-1.2%	22.3%	1.3%	8.5%	7.4%	2.0%	17.4%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	31.9%	65.5%	32.5%	19.9%	9.1%	184.6%	3.9%	6.3%	3.8%	8.4%	38.3%
영업이익	44,086	32,286	46,079	59,393	63,305	201,063	65,556	72,510	77,413	85,406	300,884
영업이익률	59.0%	78.7%	77.0%	79.0%	79.2%	78.5%	79.0%	76.2%	73.0%	73.9%	75.3%
NAND 부문											
매출액 (B)	20,354	11,041	27,373	33,802	34,843	107,059	33,623	39,549	47,134	49,038	169,343
Bit Growth (QoQ, YoY)	11.1%	-10.0%	18.0%	7.0%	-5.0%	22.4%	-5.0%	15.0%	18.0%	5.0%	21.1%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	-8.7%	75.0%	65.0%	18.0%	10.0%	317.6%	3.0%	3.0%	1.0%	0.5%	35.8%
영업이익	3,349	5,372	16,407	18,883	19,465	60,127	19,648	20,397	20,016	19,561	79,621
영업이익률	16.5%	48.7%	59.9%	55.9%	55.9%	56.2%	58.4%	51.6%	42.5%	39.9%	47.0%
Others(C)											
매출액	2,073	526	453	544	548	2,071	487	407	500	502	1,896
영업이익	-229	-48	-59	-65	-71	-243	-47	-55	-63	-69	-235
영업이익률	-11.0%	-9.1%	-13.0%	-12.0%	-13.0%	-11.8%	-9.8%	-13.6%	-12.6%	-13.6%	-12.4%
세전 계속사업이익	50,466	51,617	65,688	82,901	87,235	287,441	89,428	97,151	102,277	110,008	398,864
법인세	7,518	11,271	11,510	14,056	15,255	52,093	16,500	17,103	18,026	19,572	71,200
지배주주 순이익	42,919	40,330	54,156	68,818	71,952	235,256	72,900	80,017	84,219	90,401	327,536

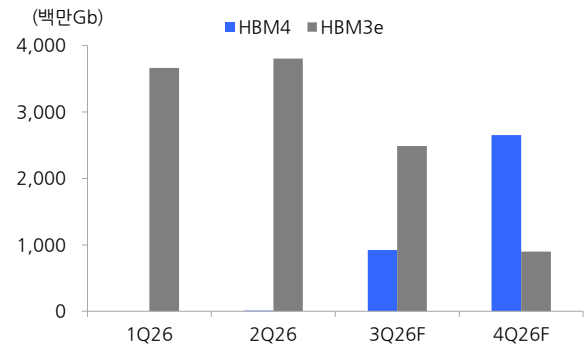
자료: SK하이닉스, 현대차증권, Solidigm 포함

〈그림1〉 NVIDIA와 Broadcom 3nm 가속기 수요



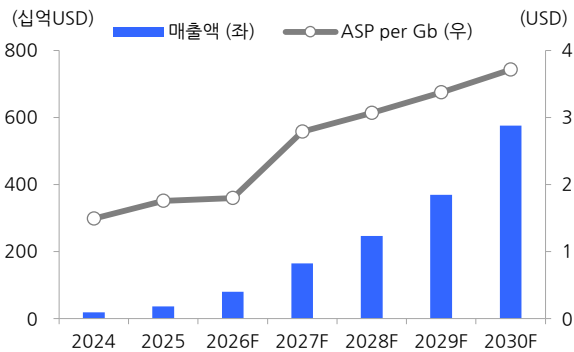
자료: TrendForce

〈그림2〉 HBM4/HBM3e 출하량 추이



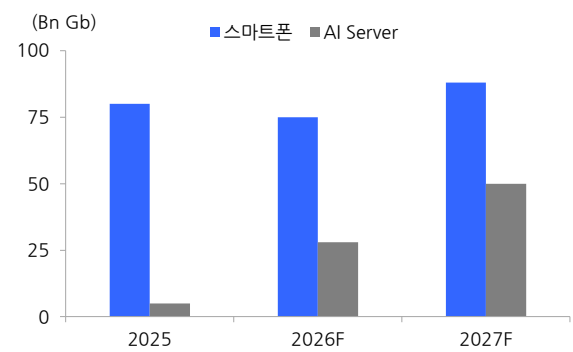
자료: 현대차증권, TrendForce

〈그림3〉 HBM시장 금액기준 전망



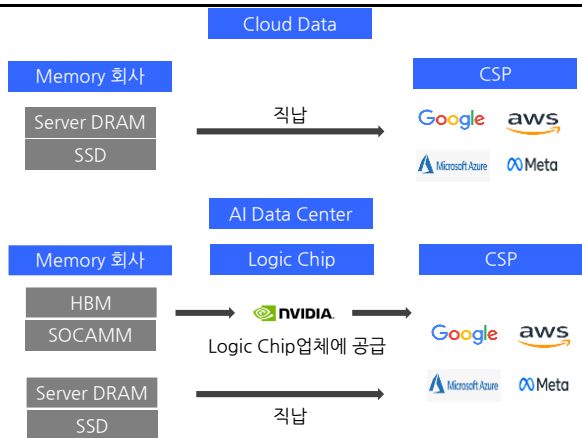
자료: 현대차증권, TrendForce

〈그림4〉 Application별 Mobile DRAM 수요



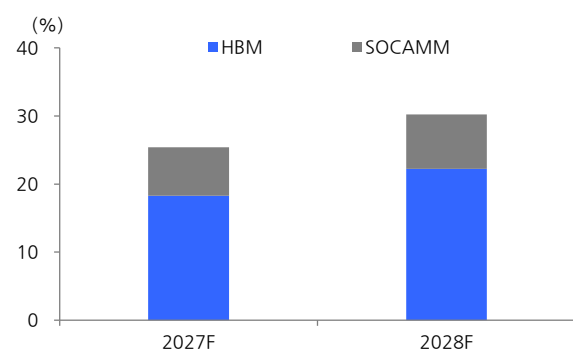
자료: 현대차증권

〈그림5〉 Cloud Data Center와 AIDC의 공급 구조



자료: 현대차증권

〈그림6〉 금액기준 맞춤 DRAM 수요



자료: 현대차증권, TrendForce

COMPANY REPORT

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	66,193	97,147	365,135	571,060	779,987
증가율 (%)	102.0	46.8	275.9	56.4	36.6
매출원가	34,365	38,456	74,491	144,407	277,774
매출원가율 (%)	51.9	39.6	20.4	25.3	35.6
매출총이익	31,828	58,691	290,644	426,653	502,213
매출이익률 (%)	48.1	60.4	79.6	74.7	64.4
증가율 (%)	흑전	84.4	395.2	46.8	17.7
판매관리비	8,361	11,484	29,697	46,382	63,152
판매비율 (%)	12.6	11.8	8.1	8.1	8.1
EBITDA	36,049	61,136	284,447	411,323	475,523
EBITDA 이익률 (%)	54.5	62.9	77.9	72.0	61.0
증가율 (%)	506.5	69.6	365.3	44.6	15.6
영업이익	23,467	47,206	260,947	380,271	439,060
영업이익률 (%)	35.5	48.6	71.5	66.6	56.3
증가율 (%)	흑전	101.2	452.8	45.7	15.5
영업외손익	456	3,824	26,520	18,593	27,791
금융수익	4,855	16,373	33,255	23,135	28,827
금융비용	5,708	12,505	6,520	4,297	1,036
기타영업외손익	1,309	-45	-215	-244	0
종속/관계기업관련손익	-38	-565	-27	0	0
세전계속사업이익	23,885	50,466	287,441	398,864	466,851
세전계속사업이익률	36.1	51.9	78.7	69.8	59.9
증가율 (%)	흑전	111.3	469.6	38.8	17.0
법인세비용	4,088	7,518	52,093	71,200	83,006
계속사업이익	19,797	42,948	235,348	327,664	383,845
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	19,797	42,948	235,348	327,664	383,845
당기순이익률 (%)	29.9	44.2	64.5	57.4	49.2
증가율 (%)	흑전	116.9	448.0	39.2	17.1
지배주주지분 순이익	19,789	42,919	235,256	327,536	383,695
비지배주주지분 순이익	8	29	92	128	150
기타포괄이익	1,248	69	1,024	0	0
총포괄이익	21,044	43,017	236,372	327,664	383,845

(단위: 십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	29,796	53,373	257,482	359,419	420,805
당기순이익	19,797	42,948	235,348	327,664	383,845
유형자산 상각비	11,985	13,099	22,550	30,272	35,866
무형자산 상각비	596	831	950	780	596
외환손익	352	509	-879	0	0
운전자본의 감소(증가)	-5,600	-2,881	-86	503	498
기타	2,665	-1,133	-401	200	0
투자활동으로인한현금흐름	-18,005	-48,054	-94,616	-78,072	-82,706
투자자산의 감소(증가)	-568	-10,676	-12,642	-3,984	-3,942
유형자산의 감소	47	145	15	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-15,946	-27,519	-44,464	-51,133	-56,246
기타	-1,539	-10,004	-37,524	-22,955	-22,517
재무활동으로인한현금흐름	-8,704	-1,445	52,030	5,365	4,960
차입금의 증가(감소)	-7,739	2,098	13,651	8,289	8,202
사채의증가(감소)	2,919	-1,203	-456	0	0
자본의 증가	115	4,467	39,580	0	0
배당금	-826	-1,681	-2,109	-2,923	-3,242
기타	-3,172	-5,125	1,363	0	0
기타현금흐름	530	-155	499	0	0
현금의증가(감소)	3,618	3,719	215,396	286,713	343,059
기초현금	7,587	11,205	14,924	230,319	517,032
기말현금	11,205	14,924	230,319	517,032	860,091

* K-IFRS 연결기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	42,279	69,458	394,225	745,276	1,152,002
현금성자산	11,205	14,924	230,319	517,032	860,091
단기투자자산	2,441	14,993	52,685	75,440	97,958
매출채권	13,019	18,199	57,053	81,695	106,079
채고자산	13,314	14,289	33,200	47,539	61,729
기타유동자산	1,731	1,715	6,025	8,627	11,202
비유동자산	77,576	106,650	139,024	163,088	186,814
유형자산	60,157	77,503	99,827	120,688	141,068
무형자산	4,019	4,049	3,311	2,531	1,935
투자자산	6,522	17,172	29,881	33,864	37,806
기타비유동자산	6,878	7,926	6,005	6,005	6,005
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	119,855	176,108	533,249	908,365	1,338,816
유동부채	24,965	37,379	108,563	152,907	196,789
단기차입금	1,283	2,396	2,522	2,522	2,522
매입채무	2,277	2,848	10,010	14,333	18,611
유동성장기부채	3,969	5,766	3,369	3,369	3,369
기타유동부채	17,436	26,369	92,662	132,684	172,287
비유동부채	20,974	18,062	27,390	33,421	39,388
사채	12,409	11,206	10,751	10,751	10,751
장기차입금	5,022	2,880	2,676	2,676	2,676
장기금융부채	6	2	1	1	1
기타비유동부채	3,537	3,973	13,962	19,993	25,960
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	45,940	55,441	135,953	186,328	236,177
지배주주지분	73,903	120,516	397,132	721,744	1,102,197
자본금	3,658	3,658	3,747	3,747	3,747
자본잉여금	4,487	8,954	48,444	48,444	48,444
자본조정 등	-2,192	-1,349	-368	-368	-368
기타포괄이익누계액	2,532	2,677	3,745	3,745	3,745
이익잉여금	65,418	106,577	341,564	666,176	1,046,629
비지배주주지분	12	151	165	293	442
자본총계	73,916	120,667	397,296	722,037	1,102,639

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	27,193	58,994	325,684	448,552	525,460
EPS(지배순이익 기준)	27,182	58,955	325,557	448,377	525,255
BPS(자본총계 기준)	101,532	165,750	543,875	988,425	1,509,446
BPS(지배지분 기준)	101,515	165,544	543,649	988,024	1,508,841
DPS	2,204	3,000	4,125	4,575	4,875
P/E(당기순이익 기준)	6.4	11.0	6.7	4.9	4.1
P/E(지배순이익 기준)	6.4	11.0	6.7	4.9	4.2
P/B(자본총계 기준)	1.7	3.9	4.0	2.2	1.4
P/B(지배지분 기준)	1.7	3.9	4.0	2.2	1.4
EV/EBITDA(Reported)	3.8	7.6	4.6	2.4	1.3
배당수익률	1.3	0.5	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	116.9	452.1	37.7	17.1
EPS(지배순이익 기준)	흑전	116.9	452.2	37.7	17.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	31.1	44.1	90.9	58.5	42.1
ROE(지배순이익 기준)	31.1	44.2	90.9	58.5	42.1
ROA	18.0	29.0	66.4	45.5	34.2
안정성 (%)					
부채비율	62.2	45.9	34.2	25.8	21.4
순차입금비용	14.6	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	17.4	51.1	344.8	423.8	423.7

삼성E&A (028050)

Analyst 신동현 dhshin@hmsec.com

모든 모멘텀 유효

BUY

TP 61,000원

현재주가 (7/13)	41,100원
상승여력	48.4%
시가총액	8,056십억원
발행주식수	196,000천주
자본금/액면가	980십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	64,400원/23,250원
일평균 거래대금 (60일)	144십억원
외국인 지분율	38.19%

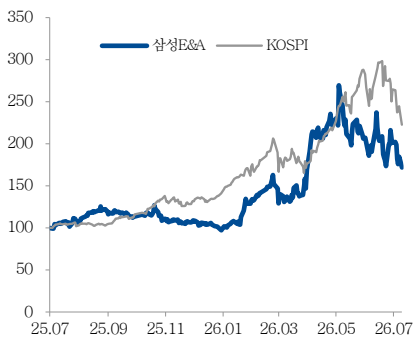
주요주주 지분율	
삼성SDI외6인	20.55%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-13.7	-17.1	61.2
상대주가(%p)	3.0	-29.2	11.1

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	3,416	3,617	75,000
After	3,170	3,343	61,000
Consensus	3,619	4,217	67,816
Cons. 차이	-12.4%	-20.7%	-10.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	9,967	972	757	1,041	3,862	0.4	4.3	0.8	0.2	19.6	4.0
2025	9,029	792	617	874	3,150	-18.4	7.6	1.0	2.0	13.8	3.3
2026F	10,461	879	621	996	3,170	0.6	13.9	1.7	5.6	12.6	1.1
2027F	10,714	965	655	1,083	3,343	5.5	13.2	1.5	4.4	12.1	1.1
2028F	10,958	959	656	1,069	3,346	0.1	13.2	1.4	3.7	11.0	1.1

* K-IFRS 연결 기준

투자포인트 및 결론

- 2Q26F 연결 매출액 2조 5,015억원(+14.9% yoy, +10.3% qoq), 영업이익 2,048억원(+13.3% yoy, +8.8% qoq, OPM 8.2%)으로 컨센서스 소폭 하회 전망
- 중동 에너지 시설 재건 논의와 동사의 뉴에너지 파이프라인 확대는 꾸준히 진행 중. 재건 프로젝트가 구체화되고 뉴에너지 수주 및 매출 확대됨에 따른 주가 상승 예상됨. 목표주가를 다소 조정하나 여전히 모멘텀은 살아있음. 투자의견 BUY 유지

주요이슈 및 실적전망

- 화공부문은 사우디 Fadhili, 러시아 BGCC, 카타르 Ras Laffan, 말레이시아 OGP 등 대형 현장의 매출 주도 아래 안정적인 GPM을 이어나갈 수 있을 전망. 진행 중인 현장에서의 추가 비용 등은 확인되지 않음. 전쟁 피해로 인한 물리적 준공 지연 등의 가능성이 없는 것은 아니지만 해당 경우에도 불가항력적 사유를 근거로 비용을 보전받을 가능성이 높으므로 펀더멘털에 영향을 주는 요소는 아닐 것이라 판단함
- 동사는 7/1 중동 수처리 수의안건 7.9억달러(약 1.2조원) 수주결과를 공시함. 또한 6/4 멕시코 Ursus Energy와 LNG 플랜트 건설을 위한 FEED 및 EPC의 '프레임워크' 계약을 체결해 LNG 액화트레인 시장으로의 진출도 구체화함. 올해부터 분리한 뉴에너지 사업부에서의 지속적인 수주 확보 및 매출기여를 기대할 수 있을 전망

BUY(유지) / TP 61,000 원(하향) = 12m Fwd. BPS 26,624 원 * Target P/B 2.3x

- Target P/B를 기준 2.67x(대규모 손실 이후 중동 수주의 빠른 회복 및 비화공 수주 증가세가 동시에 확인되던 17~18년 밴드 상단 평균)에서 2.3x(동 기간 평균)으로 조정함. 이에 따라 목표주가를 75,000원 → 61,000원으로 약 18.7% 하향하나 여전히 동사 투자 포인트는 모두 유효하다고 판단됨. 투자의견 BUY 유지

〈표1〉 삼성E&A 2Q26 실적 추정

(단위: 십억원)	분기실적			증감		Consensus	
	2Q25	1Q26	2Q26F	(YoY)	(QoQ)	2Q26F	Diff.
매출액	2,178	2,267	2,501	14.9%	10.3%	2,501	0.0%
영업이익	181	188	205	13.3%	8.8%	218	-6.0%
세전이익	203	209	192	-5.7%	-8.4%	245	-21.9%
당기순이익	142	163	144	1.2%	-11.9%	179	-19.5%

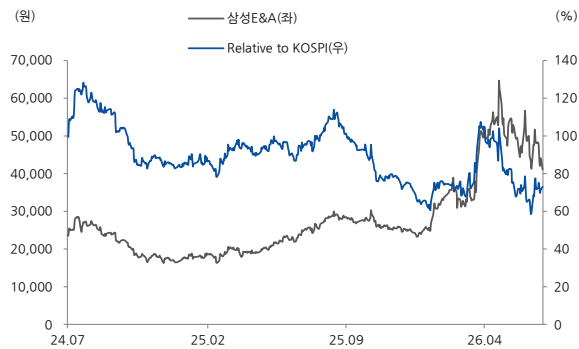
자료: FnGuide, 현대차증권

〈표2〉 삼성E&A 목표주가 산정

항목	내용	비고
Target BPS (원)	26,624	- 12m Fwd. BPS
Target P/B (배)	2.3	- 17~18년 P/B 평균
적정주가 (원)	61,236	- Target BPS * Target P/B
목표주가 (원)	61,000	
전일종가 (원)	41,100	- 2026.07.13 종가
상승여력 (%)	48.4	
투자의견	BUY	

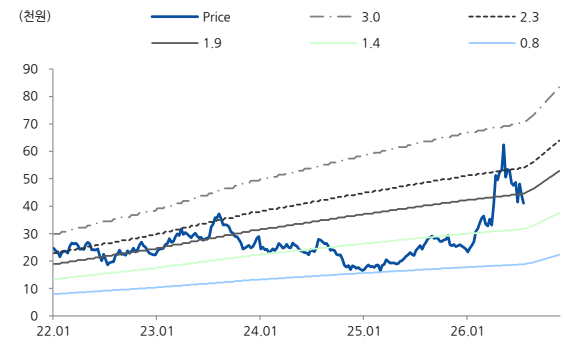
자료: 현대차증권

〈그림1〉 삼성E&A 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림2〉 삼성E&A P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈표3〉 삼성E&A 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	2,098	2,178	1,996	2,757	2,267	2,501	2,789	2,903	9,029	10,461	10,714
YoY	-12.0%	-18.9%	-13.9%	6.9%	8.1%	14.9%	39.8%	5.3%	-9.4%	15.9%	2.4%
> 화공	1,091	1,305	1,266	1,489	1,130	1,324	1,493	1,489	5,151	5,622	5,585
YoY	16.7%	6.7%	14.5%	14.5%	3.5%	1.4%	17.9%	0.0%	12.9%	9.1%	-0.7%
> 첨단산업	769	589	402	771	574	675	752	872	2,531	2,781	2,783
YoY	-36.3%	-53.5%	-61.5%	-28.3%	-25.3%	14.6%	87.0%	13.2%	-44.9%	9.9%	0.1%
> New Energy	238	283	327	498	563	503	544	542	1,346	1,781	2,191
YoY	-1.9%	44.3%	97.1%	143.6%	136.9%	77.3%	66.2%	8.9%	66.4%	32.3%	23.0%
매출총이익	294	314	309	417	344	344	387	413	1,334	1,487	1,538
YoY	-12.7%	-20.7%	-7.5%	-5.7%	16.9%	9.4%	25.4%	-1.0%	-11.6%	11.5%	3.4%
GPM	14.0%	14.4%	15.5%	15.1%	15.2%	13.7%	13.9%	14.2%	14.8%	14.2%	14.4%
> 화공	132	180	184	244	181	185	209	208	739	787	782
YoY	-9.0%	-23.9%	-15.8%	2.6%	37.3%	3.1%	13.4%	-14.4%	-11.7%	6.5%	-0.7%
GPM	12.1%	13.8%	14.6%	16.4%	16.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.4%	14.0%	14.0%
> 첨단산업	117	73	40	125	80	98	113	140	354	445	445
YoY	-27.3%	-46.1%	-57.9%	-15.5%	-32.0%	35.0%	185.7%	11.4%	-34.1%	25.6%	0.1%
GPM	15.2%	12.3%	9.8%	16.2%	13.9%	14.5%	15.0%	16.0%	14.0%	16.0%	16.0%
> New Energy	45	62	85	48	83	60	65	65	240	214	285
YoY	46.1%	141.8%	302.4%	-14.8%	84.9%	-2.6%	-23.1%	34.4%	78.9%	-11.0%	33.3%
GPM	18.9%	21.8%	25.9%	9.7%	14.8%	12.0%	12.0%	12.0%	17.8%	12.0%	13.0%
영업이익	157	181	177	277	188	205	233	252	792	879	965
YoY	-24.9%	-31.1%	-13.4%	-6.2%	19.6%	13.3%	32.2%	-9.0%	-18.5%	10.9%	9.8%
OPM	7.5%	8.3%	8.8%	10.1%	8.3%	8.2%	8.4%	8.7%	8.8%	8.4%	9.0%
세전이익	205	203	187	235	209	192	218	242	830	861	917
YoY	-6.8%	-30.6%	-15.0%	37.4%	2.0%	-5.8%	16.5%	2.9%	-8.1%	3.6%	6.5%
세전이익률	9.8%	9.3%	9.4%	8.5%	9.2%	7.7%	7.8%	8.3%	9.2%	8.2%	8.6%
당기순이익	157	142	157	192	163	144	163	182	648	652	688
YoY	-4.2%	-31.0%	-0.6%	72.9%	3.9%	1.4%	3.8%	-5.4%	1.5%	0.6%	5.5%
당기순이익률	7.5%	6.5%	7.9%	7.0%	7.2%	5.7%	5.9%	6.3%	7.2%	6.2%	6.4%
수주잔고	21,355	18,218	18,043	17,756	20,624	20,890	20,181	23,903	17,756	21,662	20,593
> 화공	11,690	9,472	8,509	7,399	9,806	8,532	7,089	8,500	7,399	8,257	6,671
> 첨단산업	3,167	2,981	2,780	4,906	5,194	6,018	7,266	6,494	4,906	5,325	5,042
> New Energy	6,498	5,765	6,755	5,451	5,625	6,340	5,826	8,909	5,451	8,080	8,879

자료: 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	9,967	9,029	10,461	10,714	10,958
증가율 (%)	-6.2	-9.4	15.9	2.4	2.3
매출원가	8,457	7,695	8,973	9,177	9,424
매출원가율 (%)	84.9	85.2	85.8	85.7	86.0
매출총이익	1,509	1,334	1,487	1,538	1,534
매출이익률 (%)	15.1	14.8	14.2	14.4	14.0
증가율 (%)	4.0	-11.6	11.5	3.4	-0.3
판매관리비	538	542	609	572	575
판매비율 (%)	5.4	6.0	5.8	5.3	5.2
EBITDA	1,041	874	996	1,083	1,069
EBITDA 이익률 (%)	10.4	9.7	9.5	10.1	9.8
증가율 (%)	-1.6	-16.0	14.0	8.7	-1.3
영업이익	972	792	879	965	959
영업이익률 (%)	9.8	8.8	8.4	9.0	8.8
증가율 (%)	-2.1	-18.5	11.0	9.8	-0.6
영업외손익	-74	20	-15	-53	-46
금융수익	279	242	187	169	151
금융비용	116	135	119	122	122
기타영업외손익	-237	-87	-83	-100	-75
종속/관계기업관련손익	7	19	-3	4	4
세전계속사업이익	904	830	861	917	918
세전계속사업이익률	9.1	9.2	8.2	8.6	8.4
증가율 (%)	-3.1	-8.2	3.7	6.5	0.1
법인세비용	265	182	208	229	229
계속사업이익	639	648	652	688	688
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	639	648	652	688	688
당기순이익률 (%)	6.4	7.2	6.2	6.4	6.3
증가율 (%)	-8.2	1.4	0.6	5.5	0.0
지배주주지분 순이익	757	617	621	655	656
비지배주주지분 순이익	-118	31	31	32	32
기타포괄이익	-41	50	59	0	0
총포괄이익	598	698	711	688	688

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	1,636	254	425	1,075	738
당기순이익	639	648	652	688	688
유형자산 상각비	43	47	82	93	93
무형자산 상각비	26	35	35	25	17
외환손익	-126	47	33	20	15
운전자본의 감소(증가)	730	-517	-481	253	-72
기타	324	-6	104	-4	-3
투자활동으로인한현금흐름	-50	-1,709	-144	-109	188
투자자산의 감소(증가)	-7	-55	34	4	297
유형자산의 감소	1	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-43	-53	-79	-93	-93
기타	-1	-1,603	-99	-20	-16
재무활동으로인한현금흐름	-30	-264	-158	-93	-98
차입금의 증가(감소)	5	10	-3	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	-45	-0	0	0
배당금	-0	-129	-155	-93	-98
기타	-35	-100	0	0	0
기타현금흐름	124	-15	12	0	0
현금의증가(감소)	1,681	-1,734	136	872	828
기초현금	915	2,596	862	998	1,870
기말현금	2,596	862	998	1,870	2,698

* K-IFRS 연결 기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	7,942	7,659	8,335	8,710	9,679
현금성자산	2,596	862	998	1,870	2,698
단기투자자산	532	2,123	2,144	2,144	2,144
매출채권	3,505	2,918	3,385	2,887	3,029
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	1,310	1,756	1,807	1,807	1,807
비유동자산	2,071	2,380	2,337	2,312	2,003
유형자산	443	507	512	512	512
무형자산	99	108	80	56	39
투자자산	321	383	378	378	85
기타비유동자산	1,208	1,382	1,367	1,366	1,367
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	10,013	10,040	10,672	11,022	11,681
유동부채	5,871	5,259	5,494	5,261	5,327
단기차입금	104	0	0	0	0
매입채무	800	1,010	1,584	1,351	1,417
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	4,967	4,249	3,910	3,910	3,910
비유동부채	246	335	316	304	308
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	6	16	13	13	13
기타비유동부채	240	319	303	291	295
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	6,118	5,593	5,810	5,565	5,635
지배주주지분	4,232	4,741	5,129	5,692	6,248
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	-22	-67	-67	-67	-67
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	86	152	212	212	212
이익잉여금	3,187	3,675	4,004	4,566	5,124
비지배주주지분	-336	-295	-267	-235	-202
자본총계	3,896	4,446	4,862	5,457	6,046

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	3,259	3,308	3,327	3,508	3,511
EPS(지배순이익 기준)	3,862	3,150	3,170	3,343	3,346
BPS(자본총계 기준)	19,876	22,685	24,807	27,840	30,849
BPS(지배지분 기준)	21,591	24,187	26,169	29,037	31,881
DPS	660	790	476	502	502
P/E(당기순이익 기준)	5.1	7.3	13.3	12.6	12.6
P/E(지배순이익 기준)	4.3	7.6	13.9	13.2	13.2
P/B(자본총계 기준)	0.8	1.1	1.8	1.6	1.4
P/B(지배지분 기준)	0.8	1.0	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA(Reported)	0.2	2.0	5.6	4.4	3.7
배당수익률	4.0	3.3	1.1	1.1	1.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-8.2	1.5	0.6	5.5	0.1
EPS(지배순이익 기준)	0.4	-18.4	0.6	5.5	0.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	17.8	15.5	14.0	13.3	12.0
ROE(지배순이익 기준)	19.6	13.8	12.6	12.1	11.0
ROA	7.2	6.5	6.3	6.3	6.1
안정성 (%)					
부채비율	157.0	125.8	119.5	102.0	93.2
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	68.9	479.6	631.0	686.9	682.6

풍산 (103140)

Analyst 박현욱 hwpark@hmsec.com

2Q26 실적, 시장 기대에는 부합 예상

BUY

TP 93,700원

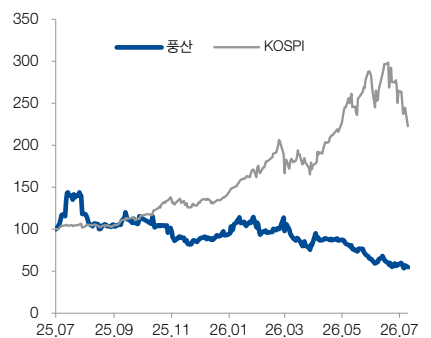
현재주가 (7/13)	62,800원
상승여력	49.2%
시가총액	1,760십억원
발행주식수	28,024천주
자본금/액면가	140십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	165,000원/61,500원
일평균 거래대금 (60일)	13십억원
외국인 지분율	13.28%
주요주주 지분율	
풍산홀딩스 외 3인	38.02%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-15.0	-36.9	-50.4
상대주가(%p)	1.4	-46.1	-65.8

* KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	9,060	9,494	138,400
After	9,093	9,372	93,700
Consensus	8,961	8,849	133,218
Cons. 차이	1.5%	5.9%	-29.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 26년 2분기 영업이익은 816억원으로 예상되며 당사 추정치는 컨센서스 수준
- 하반기 구리 가격은 견조하다고 예상되고 최근 주가 조정으로 valuation 매력은 커진 상황. 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 93,700원 제시(기존 138,400원)

주요이슈 및 실적전망

- 26년 2분기 매출액 1조 4,821억원, 영업이익 816억원, 세전이익 753억원으로, 영업이익은 전년동기대비 13% 감소, 전분기대비 9% 감소 예상. LME 구리 가격은 전분기대비 3% 소폭 상승에 그쳐 신동 부문의 metal gain은 1분기 대비 축소 추정됨. 방산 부문은 순연된 매출이 2분기에 반영되면서 1분기 대비 이익 증가 예상
- LME 구리 가격은 톤당 13,000달러로 역사적으로도 높은 수준을 기록. 전방산업의 수요가 꾸준하고 정광 수급이 타이트하여 금리 인상 및 대외 불확실성이 변수이지만 하반기에도 가격은 현재 수준에서 견조 예상. 올해 방산 매출 1.3조원대 기존 예상 유지

주가전망 및 Valuation

- 하반기 주가는 구리 가격의 방향성이 결정 예상. 목표주가 93,700원은 26년 예상 신동 부문 EBITDA 2,289억원에 EV/EBITDA 4.7배(2022~2024년 평균, 구리가격 안정기)적용하여 산출한 수치와 방산 부문 예상 EBITDA 2,437억원에 EV/EBITDA 9.6배(국내 방산 peer EV/EBITDA의 52% 할인)적용하고 합산하여 산출함. 직전 목표주가 산출 방법과 비교하면 사업부문별 EV/EBITDA 가치 합산 방식은 같으나 신동 부문은 구리 가격 안정기를 고려한 EV/EBITDA multiple을 적용(직전 구리 가격 상승기 EV/EBITDA 6.1배 적용)하였고 올해 방산 실적 모멘텀이 크지 않아 국내 방산 peer의 EV/EBITDA 대비 할인율을 확대

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 (%)
2024	4,554	324	236	413	8,423	50.9	5.9	0.6	4.5	11.3	5.2
2025	5,049	297	147	388	5,251	-37.7	20.3	1.3	9.9	6.5	1.6
2026F	6,036	360	255	454	9,093	73.1	6.9	0.7	5.7	10.7	3.3
2027F	6,172	379	263	471	9,372	3.1	6.7	0.7	5.4	10.2	3.3
2028F	6,349	406	293	498	10,439	11.4	6.0	0.6	5.1	10.4	3.3

* KIFRS 연결 기준

〈표1〉 풍산 2026년 2분기 예상 실적

(단위: 십억원)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	2Q25	1Q26	2Q26F	(YoY)	(QoQ)	2Q26F	대비
매출액	1,294	1,271	1,482	15%	17%	1,530	-3%
영업이익	94	90	82	-13%	-9%	83	-1%
세전이익	77	101	75	-3%	-26%	76	-1%
당기순이익	64	78	56	-13%	-28%	51	10%

자료: 현대차증권

〈표2〉 풍산 분기 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	1,156	1,294	1,174	1,425	1,271	1,482	1,539	1,744	5,049	6,036	6,172
영업이익	70	94	43	92	90	82	85	104	297	360	379
세전이익	58	77	41	60	101	75	71	91	236	338	353
당기순이익	42	64	33	9	78	56	53	68	147	255	263
영업이익률	6%	7%	4%	6%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
세전이익률	5%	6%	3%	4%	8%	5%	5%	5%	5%	6%	6%
순이익률	4%	5%	3%	1%	6%	4%	3%	4%	3%	4%	4%

자료: 현대차증권

〈표3〉 풍산 연결 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	6,036	6,172	5,975	6,121	1%	1%
영업이익	360	379	342	374	6%	1%
세전이익	338	353	337	357	0%	-1%
당기순이익	255	263	254	266	0%	-1%

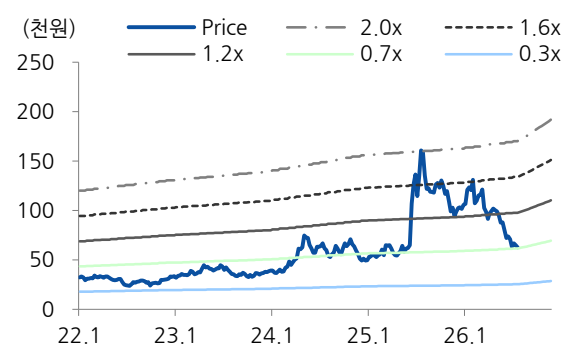
자료: 현대차증권

〈그림1〉 LME 구리가격과 풍산 주가 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림2〉 풍산 P/B 밴드 추이



자료: 현대차증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	4,554	5,049	6,036	6,172	6,349
증가율 (%)	10.4	10.9	19.5	2.3	2.9
매출원가	3,938	4,474	5,321	5,438	5,578
매출원가율 (%)	86.5	88.6	88.2	88.1	87.9
매출총이익	616	575	715	734	771
매출이익률 (%)	13.5	11.4	11.8	11.9	12.1
증가율 (%)	39.7	-6.7	24.3	2.7	5.0
판매관리비	292	277	355	356	366
판매비율 (%)	6.4	5.5	5.9	5.8	5.8
EBITDA	413	388	454	471	498
EBITDA 이익률 (%)	9.1	7.7	7.5	7.6	7.8
증가율 (%)	29.5	-6.1	17.0	3.7	5.7
영업이익	324	297	360	379	406
영업이익률 (%)	7.1	5.9	6.0	6.1	6.4
증가율 (%)	41.5	-8.3	21.2	5.3	7.1
영업외손익	-5	-63	-22	-27	-13
금융수익	19	16	67	78	80
금융비용	47	47	96	96	96
기타영업외손익	23	-32	7	-9	3
종속/관계기업관련손익	0	1	1	0	0
세전계속사업이익	318	236	338	353	393
세전계속사업이익률	7.0	4.7	5.6	5.7	6.2
증가율 (%)	58.2	-25.8	43.2	4.4	11.3
법인세비용	82	88	84	90	100
계속사업이익	236	147	255	263	293
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	236	147	255	263	293
당기순이익률 (%)	5.2	2.9	4.2	4.3	4.6
증가율 (%)	51.3	-37.7	73.5	3.1	11.4
지배주주지분 순이익	236	147	255	263	293
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	30	23	18	0	0
총포괄이익	266	170	273	263	293

(단위:십억원)					
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	40	-168	182	265	243
당기순이익	236	147	255	263	293
유형자산 상각비	89	90	93	92	92
무형자산 상각비	1	0	0	0	0
외환손익	-15	-2	-7	3	2
운전자본의 감소(증가)	-343	-397	-136	-93	-144
기타	72	-6	-23	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-217	-177	-212	-174	-174
투자자산의 감소(증가)	-12	28	-2	-0	-0
유형자산의 감소	1	5	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-196	-185	-170	-170	-170
기타	-10	-25	-40	-4	-4
재무활동으로인한현금흐름	90	279	101	-54	-54
차입금의 증가(감소)	13	52	5	0	0
사채의증가(감소)	-0	130	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	-55	-55
기타	77	97	96	1	1
기타현금흐름	24	-39	-31	0	0
현금의증가(감소)	-63	-106	41	37	16
기초현금	408	345	239	280	318
기말현금	345	239	280	318	333

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)					
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,562	2,763	3,147	3,314	3,512
현금성자산	345	239	280	318	333
단기투자자산	16	15	26	27	28
매출채권	602	797	1,119	1,154	1,190
채고자산	1,459	1,623	1,623	1,713	1,855
기타유동자산	134	88	100	103	106
비유동자산	1,535	1,566	1,638	1,716	1,794
유형자산	1,309	1,387	1,457	1,535	1,613
무형자산	13	18	18	18	17
투자자산	48	21	23	23	24
기타비유동자산	165	140	140	140	140
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	4,097	4,329	4,785	5,030	5,306
유동부채	1,359	1,450	1,686	1,717	1,748
단기차입금	393	535	589	589	589
매입채무	185	158	193	199	206
유동성장기부채	196	115	117	117	117
기타유동부채	585	642	787	812	836
비유동부채	539	581	621	627	634
사채	150	279	279	279	279
장기차입금	90	142	147	147	147
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	299	160	195	201	208
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,897	2,031	2,307	2,344	2,382
지배주주지분	2,199	2,298	2,478	2,686	2,924
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
자본조정 등	-23	-23	-23	-23	-23
기타포괄이익누계액	97	94	112	112	112
이익잉여금	1,491	1,592	1,754	1,962	2,200
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,199	2,298	2,478	2,686	2,924

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	8,423	5,251	9,093	9,372	10,439
EPS(지배순이익 기준)	8,423	5,251	9,093	9,372	10,439
BPS(자본총계 기준)	78,478	82,005	88,429	95,852	104,342
BPS(지배지분 기준)	78,478	82,005	88,429	95,852	104,342
DPS	2,600	1,700	2,000	2,000	2,000
P/E(당기순이익 기준)	5.9	20.3	6.9	6.7	6.0
P/E(지배순이익 기준)	5.9	20.3	6.9	6.7	6.0
P/B(자본총계 기준)	0.6	1.3	0.7	0.7	0.6
P/B(지배지분 기준)	0.6	1.3	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(Reported)	4.5	9.9	5.7	5.4	5.1
배당수익률	5.2	1.6	3.3	3.3	3.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	50.9	-37.7	73.1	3.1	11.4
EPS(지배순이익 기준)	50.9	-37.7	73.1	3.1	11.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	11.3	6.5	10.7	10.2	10.4
ROE(지배순이익 기준)	11.3	6.5	10.7	10.2	10.4
ROA	6.1	3.5	5.6	5.4	5.7
안정성 (%)					
부채비율	86.3	88.4	93.1	87.3	81.5
순차입금비용	21.4	36.6	34.5	30.5	27.4
이자보상배율	8.6	8.0	9.5	9.9	10.6

세아베스틸지주 (001430)

Analyst 박현욱 hwpark@hmsec.com

최근 주가 조정으로 Valuation 매력 부각

BUY

TP 45,200원

현재주가 (7/13)	30,250원
상승여력	49.4%
시가총액	1,085십억원
발행주식수	35,862천주
자본금/액면가	219십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	90,300원/23,500원
일평균 거래대금 (60일)	17십억원
외국인 지분율	9.47%
주요주주 지분율	
세아홀딩스 외 3인	62.66%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-36.7	-52.4	-56.0
상대주가(%p)	-24.5	-59.3	-69.7

* KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	3,299	4,255	90,500
After	3,111	3,920	45,200
Consensus	2,471	3,328	77,611
Cons. 차이	25.9%	17.8%	-41.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 26년 2분기 영업이익은 522억원으로 예상되며 당사 추정치는 컨센서스 수준
- 최근 주가 조정으로 Valuation 매력이 커졌고, 기존 주요 자회사들의 실적 개선 및 중기적으로 미국 SST의 실적 성장 기대감은 유효하다고 판단되어 투자의견 BUY 유지, 목표주가는 45,200원 제시(기존 90,500원)

주요이슈 및 실적전망

- 26년 2분기 매출액 1조 75억원, 영업이익 522억원, 세전이익 451억원, 영업이익은 전년동기대비 18% 증가, 전분기대비 68% 증가 예상. 세아베스틸과 세아창원의 판매량은 전분기대비 소폭 증가한 것으로 예상되고 일부 제품 가격 인상을 통하여 전분기 대비 영업이익 증가 지속 예상
- 하반기 영업이익은 928억원으로 예상되어 상반기 833억원 대비 증가 예상됨. 한국 정부는 중국산 특수강 봉강에 대한 조사를 진행 중이며 하반기 중 덤핑방지관세 부과가 현실화되면 특수강 가격 인상 및 내수 시장 점유율이 상승할 것으로 예상됨
- 미국 SST(연산 6천톤 니켈특수합금)는 하반기 상업 생산 예정이며 초기 가동인만큼 당장 실적에 기여는 제한적이나 전방산업이 성장성이 큰 항공 우주 분야인 점을 고려하면 중장기 실적 증가에 기여 예상

주가전망 및 Valuation

- 주가는 미국 SST의 성장성이 선 반영된 후 조정으로 현재 P/B 0.6배 수준으로 낮아짐. 철강업종이 통상적으로 생산능력 완공 전 주가가 선 반영하고 완공 후 조정을 보인 후 실적에 따라 주가가 움직이는 점을 고려하면 동사 주가는 중기적으로 우상향 예상됨
- 목표주가 45,200원은 26년 예상 주당순자산에 지속가능한 ROE를 고려한 적정 P/B 0.81배를 적용하여 산출함(지속가능한 ROE 6.7%, COE 8.2%). 미국 공장 완공 후 하반기 가동으로 Valuation 방법 변경. 직전 목표주가는 생산능력 확대 전 기대감 선반영을 고려, 2011년의 historical P/B Valuation 방법을 사용하였었음

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 (%)
2024	3,636	52	20	169	564	-84.2	35.0	0.4	9.1	1.0	6.1
2025	3,652	98	56	225	1,567	177.7	32.0	0.9	12.6	2.9	2.4
2026F	4,095	176	112	310	3,111	98.5	9.7	0.5	6.9	5.7	3.8
2027F	4,576	222	141	366	3,920	26.0	7.7	0.5	5.9	6.9	3.8
2028F	4,955	303	200	446	5,584	42.4	5.4	0.5	4.8	9.2	3.8

* KIFRS 연결 기준

〈표1〉 세아베스틸지주 2026년 2분기 예상 실적

(단위: 십억원)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	2Q25	1Q26	2Q26F	(YoY)	(QoQ)	2Q26F	대비
매출액	965	968	1,008	4%	4%	1,034	-2%
영업이익	44	31	52	18%	68%	51	2%
세전이익	24	31	45	88%	45%	40	12%
당기순이익	18	22	34	89%	55%	30	15%

자료: 현대차증권

〈표2〉 세아베스틸지주 분기 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	900	965	926	861	968	1,008	999	1,121	3,652	4,095	4,576
영업이익	18	44	27	9	31	52	41	52	98	176	222
세전이익	9	24	46	8	31	45	34	42	88	152	190
당기순이익	6	18	34	-2	22	34	25	32	56	112	142
영업이익률	2%	5%	3%	1%	3%	5%	4%	5%	3%	4%	5%
세전이익률	1%	3%	5%	1%	3%	4%	3%	4%	2%	4%	4%
순이익률	1%	2%	4%	0%	2%	3%	3%	3%	2%	3%	3%

자료: 현대차증권

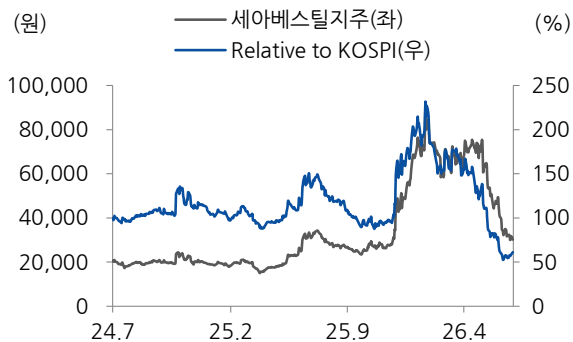
〈표3〉 세아베스틸지주 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	4,095	4,576	4,084	4,562	0%	0%
영업이익	176	222	166	209	6%	6%
세전이익	152	190	161	206	-6%	-8%
당기순이익	112	142	119	154	-6%	-8%

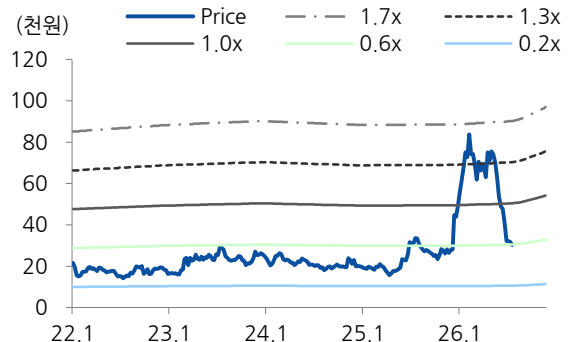
자료: 현대차증권

〈그림1〉 세아베스틸지주 주가 추이



자료: 현대차증권

〈그림2〉 세아베스틸지주 P/B 밴드 추이



자료: 현대차증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,636	3,652	4,095	4,576	4,955
증가율 (%)	-10.9	0.4	12.1	11.7	8.3
매출원가	3,378	3,337	3,691	4,102	4,379
매출원가율 (%)	92.9	91.4	90.1	89.6	88.4
매출총이익	258	315	404	474	576
매출이익률 (%)	7.1	8.6	9.9	10.4	11.6
증가율 (%)	-36.5	22.1	28.3	17.3	21.5
판매관리비	206	217	228	252	273
판매비율 (%)	5.7	5.9	5.6	5.5	5.5
EBITDA	169	225	310	366	446
EBITDA 이익률 (%)	4.6	6.2	7.6	8.0	9.0
증가율 (%)	-44.0	33.1	37.8	18.1	21.9
영업이익	52	98	176	222	303
영업이익률 (%)	1.4	2.7	4.3	4.9	6.1
증가율 (%)	-73.6	88.5	79.6	26.1	36.5
영업외손익	-26	-7	-23	-33	-32
금융수익	83	45	59	45	46
금융비용	84	75	68	59	59
기타영업외손익	-25	23	-14	-19	-19
종속/관계기업관련손익	-4	-4	-1	0	0
세전계속사업이익	23	88	152	190	270
세전계속사업이익률	0.6	2.4	3.7	4.2	5.4
증가율 (%)	-85.2	282.6	72.7	25.0	42.1
법인세비용	3	32	40	48	68
계속사업이익	20	56	112	142	202
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	20	56	112	142	202
당기순이익률 (%)	0.6	1.5	2.7	3.1	4.1
증가율 (%)	-84.1	180.0	100.0	26.8	42.3
지배주주지분 순이익	20	56	112	141	200
비지배주주지분 순이익	0	-0	1	1	2
기타포괄이익	9	3	16	0	0
총포괄이익	29	59	129	142	202

(단위:십억원)					
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	318	113	303	200	223
당기순이익	20	56	112	142	202
유형자산 상각비	113	118	125	136	136
무형자산 상각비	4	8	9	8	7
외환손익	19	-3	-2	-3	-2
운전자본의 감소(증가)	137	-50	16	-83	-120
기타	25	-16	43	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-248	-242	-228	-172	-171
투자자산의 감소(증가)	-37	-65	-85	-22	-21
유형자산의 감소	3	3	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-167	-189	-151	-151	-151
기타	-47	9	7	1	1
재무활동으로인한현금흐름	91	97	-85	-42	-42
차입금의 증가(감소)	3	177	63	0	0
사채의증가(감소)	-128	186	79	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-37	-39	-39	-43	-43
기타	253	-227	-188	1	1
기타현금흐름	6	0	7	0	0
현금의증가(감소)	166	-31	-4	-13	10
기초현금	97	264	233	229	216
기말현금	264	233	229	216	226

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)					
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,713	1,703	1,836	1,986	2,193
현금성자산	264	233	229	216	226
단기투자자산	32	12	15	16	17
매출채권	396	400	518	564	607
채고자산	970	976	996	1,106	1,252
기타유동자산	28	80	71	77	83
비유동자산	2,114	2,211	2,304	2,333	2,362
유형자산	1,683	1,766	1,796	1,811	1,826
무형자산	77	75	67	59	52
투자자산	192	259	350	372	393
기타비유동자산	162	111	91	91	91
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,827	3,915	4,140	4,319	4,555
유동부채	1,137	917	1,090	1,148	1,204
단기차입금	142	116	133	133	133
매입채무	230	249	324	353	381
유동성장기부채	410	293	97	97	97
기타유동부채	355	259	536	565	593
비유동부채	658	1,045	1,046	1,067	1,088
사채	257	444	324	324	324
장기차입금	233	408	474	474	474
장기금융부채	1	2	0	0	0
기타비유동부채	167	191	248	269	290
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,795	1,962	2,135	2,216	2,293
지배주주지분	1,939	1,943	1,994	2,091	2,248
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	306	306	306	306	306
자본조정 등	134	134	134	134	134
기타포괄이익누계액	18	20	40	40	40
이익잉여금	1,264	1,265	1,295	1,393	1,550
비지배주주지분	92	10	11	12	14
자본총계	2,031	1,953	2,005	2,103	2,262

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	565	1,565	3,136	3,951	5,628
EPS(지배순이익 기준)	564	1,567	3,111	3,920	5,584
BPS(자본총계 기준)	56,645	54,457	55,898	58,649	63,077
BPS(지배지분 기준)	54,089	54,192	55,589	58,310	62,694
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
P/E(당기순이익 기준)	35.0	32.1	9.6	7.7	5.4
P/E(지배순이익 기준)	35.0	32.0	9.7	7.7	5.4
P/B(자본총계 기준)	0.3	0.9	0.5	0.5	0.5
P/B(지배지분 기준)	0.4	0.9	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(Reported)	9.1	12.6	6.9	5.9	4.8
배당수익률	6.1	2.4	3.8	3.8	3.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-83.9	176.9	100.3	26.0	42.4
EPS(지배순이익 기준)	-84.2	177.7	98.5	26.0	42.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	1.0	2.8	5.7	6.9	9.2
ROE(지배순이익 기준)	1.0	2.9	5.7	6.9	9.2
ROA	0.5	1.5	2.8	3.4	4.5
안정성 (%)					
부채비율	88.4	100.4	106.5	105.3	101.3
순차입금비용	36.2	52.6	49.4	47.7	43.9
이자보상배율	1.5	2.2	3.7	4.7	6.4

7월 금통위 Preview

2회 인상은 기본값, 그 이상은 가변적

- 7월 금통위 만장일치로 기준금리 25bp 인상 예상. 7월 포함 연내 2회 인상은 이미 정해진 경로
- 목표치 크게 상회하는 물가상승률, 성장을 상방 리스크, 높은 환율과 집값이 금리 인상을 요구
- 관건은 인상 속도와 최종금리. 백투백 인상 보다는 7월 인상, 8월 매파적 동결, 10월 인상을 예상
- 아직 높은 대내외 불확실성, 경기와 물가, 환율, 집값 상방 위험 고려해 매파적 톤 유지할 전망
- 다만, 한은, 5월 경제전망 경로 반영하면 27년 적정 정책금리 수준은 3% 초반으로 추정
- 연내 3% 도달 후 추가 인상은 근원 인플레이션 경로에 좌우, 최종금리 눈높이 지금보다 낮아질 소지

7월 만장일치 25bp 인상은 기본값, 관건은 인상 속도와 최종금리

- 7월 금통위에서는 기준금리 25bp 인상이 사실상 기정사실화된 것으로 판단한다. 물가, 경기, 금융안정 여건이 모두 인상 필요성을 가리키고 있는 만큼 만장일치 인상을 예상한다. 다만 시장은 이미 연말 기준금리 3.0%, 1년 이후 3.25% 수준까지 상당 부분 가격에 반영하고 있다. 따라서 7월 인상 자체가 국채금리와 수익률곡선에 미치는 영향은 제한적일 전망이다.

결국 이번 금통위의 핵심은 7월 인상 여부가 아니라, 이후 추가 인상의 속도와 최종금리에 대한 금통위의 시각이다. 현실적으로 인플레이션 리스크가 아직 충분히 해소됐다고 보기 어렵고, 기대인플레이션 통제 필요성도 남아 있다. 이에 따라 한국은행은 기존의 매파적 스탠스를 유지하며 추가 인상 가능성을 열어둘 가능성이 높다.

시장금리 측면에서는 7월 인상 자체보다 8월 연속 인상 가능성, 10월 추가 인상 여부, 그리고 최종금리 수준과 관련된 총재 발언이 더 큰 영향을 미칠 것이다.

7월·8월 연속 인상 보다는 7월·10월 인상으로 3.0% 도달할 것으로 예상

- 우리는 한은 금통위가 7월과 10월 두 차례 인상을 통해 기준금리를 3.0%까지 인상할 것으로 예상한다. 한은 총재의 발언처럼 현재 물가, 경기, 금융안정 여건은 모두 기준금리 인상 필요성을 가리키고 있다. 따라서 인상 자체의 당위성은 충분하다. 다만 7월과 8월 연속 인상 보다는 7월 인상 이후 8월에는 매파적 동결을 선택하고, 추가 데이터를 확인한 뒤 10월에 다시 인상하는 경로가 더 가능성이 높아 보인다.

현 시점에서 7월·8월 연속 인상은 통화정책의 긴급성을 과도하게 부각할 수 있다. 한국은행 입장에서는 시장에 충분히 매파적인 정책 신호를 전달하되, 추가 인상 여지를 남겨두면서 데이터 확인 이후 움직이는 것이 더 안정적인 선택이다. 기존 한은의 통화정책 운용 방식도 급격한 조정보다는 점진적 조정에 가까웠다는 점에서, 7월·10월 인상 경로가 정책 관성과도 더 부합한다.

Economist 최제민 jmchoi@hmsec.com

RA 조준우 jjw980803@hmsec.com

호르무즈 해협 통행 관련 불확실성이 다시 높아지고 있으나, 휴전 합의 이후 유가가 예상보다 빠르게 하락했고 최근 환율 상승 압력도 일부 완화됐다. 이는 7월 인상 이후 곧바로 8월에 추가 인상을 단행해야 할 만큼의 긴급성이 다소 낮아졌음을 의미한다.

성장을 측면에서는 상방 리스크가 존재한다. 그러나 한국은행의 5월 경제전망 경로를 반영하면 하반기 GDP갭률은 마이너스권에 머무는 것으로 추정된다. 따라서 2분기 GDP가 큰 폭으로 서프라이즈를 기록하거나, 기대인플레이션이 재차 상승하거나, 근원물가 상승세가 가팔라지는 흐름이 확인되지 않는다면 지표 측면에서도 연속 인상보다는 점진적 인상에 무게가 실릴 가능성이 높다.

결론적으로 7월 인상은 높은 물가, 경기 상방 리스크, 금융안정 부담을 감안할 때 정당하나 연속 인상은 정책 긴급성을 과도하게 부각하고 시장금리 충격을 키울 수 있다. 따라서 한국은행은 7월 인상 이후 8월에는 추가 데이터를 확인하는 매파적 동결을 선택하고, 10월에 추가 인상해 기준금리를 3.0%까지 올리는 경로를 선호할 것으로 판단한다.

당분간 인상 압력은 유지, 최종금리는 헤드라인 물가 보다 근원물가가 결정. 아직은 열린 결말

- 한국은행의 기준금리 인상 압력은 당분간 유지될 전망이다. 전쟁 불확실성, 환율 부담, 물가와 경기 상방 리스크, 주택가격 및 가계부채 불안이 여전히 남아 있다. 다만 내년 최종금리 수준은 헤드라인 CPI보다는 근원 인플레이션의 하방 경직성과 재상승 여부에 의해 결정될 가능성이 크다

헤드라인 물가의 상방 압력은 내년으로 갈수록 약화될 가능성이 크다. 전쟁 불확실성은 여전히 높지만, 향후 전쟁 리스크 완화와 유가 하락 가능성을 감안하면 공급충격에 따른 헤드라인 CPI 압력은 점차 낮아질 여지가 있다. 또한 기저효과도 우호적으로 작용할 가능성이 높다. 따라서 통화정책의 핵심 판단 기준은 헤드라인 CPI의 둔화 여부보다, 근원 인플레이션이 목표 수준으로 안정적으로 복귀하는지에 맞춰질 것이다.

한국은행의 5월 경제전망 경로를 반영해 추정된 장기 적정금리도 같은 결론을 시사한다. 헤드라인 CPI갭을 기준으로 산출한 장기 적정금리는 CPI갭이 빠르게 축소되면서 2027년에는 2%대 중후반까지 낮아지는 반면 근원CPI갭을 기준으로 산출한 장기 적정금리는 2027년에도 3%대 초반, 약 3.27% 수준에 머무르는 것으로 추정된다. 이는 내년 통화정책 판단에서 헤드라인 물가보다 근원물가가 훨씬 중요해질 수 있음을 의미한다.

관성 Taylor rule 모형에서도 유사한 결과가 확인됐다. 한은 5월 전망 경로를 반영해 GDP갭률과 근원CPI갭을 산출한 뒤 모형에 적용하면, 기준금리는 2027년 1분기 3.0%에 도달한 이후 연말까지 대체로 유사한 수준에서 유지되는 것으로 추정된다. 즉, 현재 전망 경로만 놓고 보면 3.0%까지의 인상은 정당화될 수 있지만, 그 이후의 추가 인상은 자동적으로 정당화되지는 않는다는 것을 의미한다.

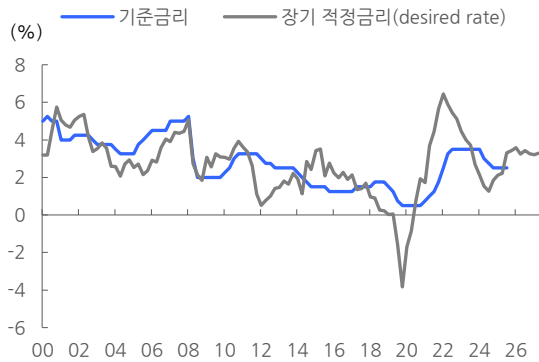
기준금리가 3.0%에 도달한 뒤 추가 인상이 이어지기 위해서는, 한국은행의 5월 전망보다 더 높은 근원물가 상승 압력이 확인될 필요가 있다. 헤드라인 물가 충격과 경기 개선 모멘텀이 근원물가로 전이되는 데에는 통상 2~3분기의 시차가 존재한다. 따라서 한국은행은 3.0% 도달 이후에도 기대인플레이션 통제를 위해 추가 인상 가능성을 열어둘 가능성이 높다. 다만 실제 인상 여부는 근원CPI갭의 하방경직성 또는 재확대 여부에 달려 있다.

결론적으로 경기, 물가, 환율, 주택가격, 대외 불확실성 등 상방 리스크를 감안하면 이번 인상 사이클의 최종 기준금리가 3.25%에 도달할 가능성은 열어둘 필요가 있다. 다만 내년도 성장을 전망이 크게 상향 조정되더라도 인플레이션 둔화 경로가 유지되고 근원물가의 상방 압력이 재차 확대되지 않는다면, 시장이 반영하고 있는 총 3~4회 인상 기대는 다소 과도할 수 있다.

CPI갭 모형에서 물가갭 반응계수는 GDP갭 반응계수의 약 3.3배, 근원CPI갭 모형에서는 약 2배로 추정된다. 이는 한국은행의 정책반응이 경기갭보다 물가갭, 특히 근원CPI갭에 더 민감하다는 점을 시사한다. 따라서 성장을 전망 상향만으로 추가 기준금리 인상이 정당화되기는 어렵고, 성장 개선이 근원물가의 하방경직성 또는 재상승으로 연결되는지가 추가 인상의 핵심 조건이다. 더욱이 올해와 내년 성장을 상향의 상당 부분이 반도체 수출 호조와 이에 따른 설비투자 증가에 기인한다면, 이를 곧바로 내수 과열이나 수요측 물가 압력으로 해석하기는 어렵다. 따라서 향후 통화정책 판단에서는 성장을 상향의 폭 자체보다, 그 성격이 수요측 인플레이션 압력으로 전이되는지 여부를 확인하는 것이 중요하다.

Key Charts

〈그림 1〉 거시여건은 금리 인상을 요구



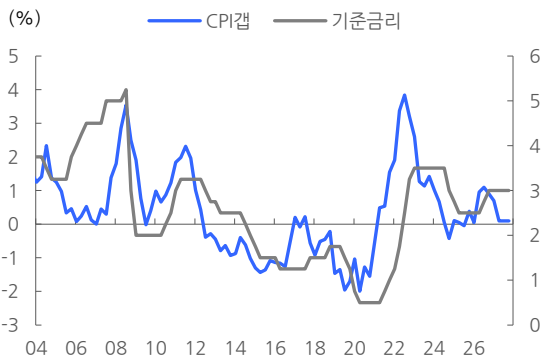
주: 위 그래프에서 장기 적정금리는 해당기의 갭(근원CPI갭)이 상당 기간 지속될 경우의 균형 정책금리를 뜻하므로 장기 적정금리가 높다고 해서 한은이 금리를 동 수준으로 올려야한다는 의미로 해석하면 부적절. 현재 거시 여건이 지속된다는 가정 하에 중기적인 균형 압력 또는 방향성 지표로 해석함이 타당
자료: 한국은행, 현대차증권 추정

〈그림 2〉 스무딩 테일러 준칙 기반 기준금리 추정



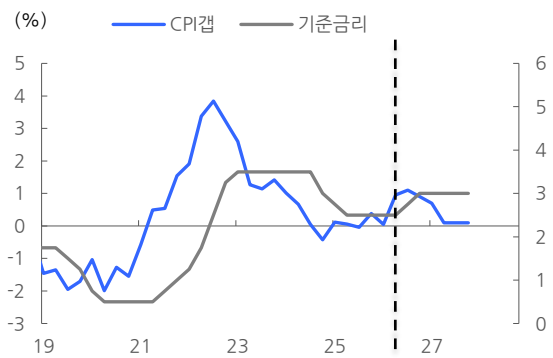
주: 기준금리의 높은 지속성과 점진적 조정 특성을 감안해, 본 분석에서는 전기 기준금리를 포함한 interest-rate smoothing Taylor rule, 즉 금리 스무딩을 반영한 테일러 준칙을 사용
자료: 한국은행, 현대차증권 추정

〈그림 3〉 CPI갭과 기준금리 장기 추이



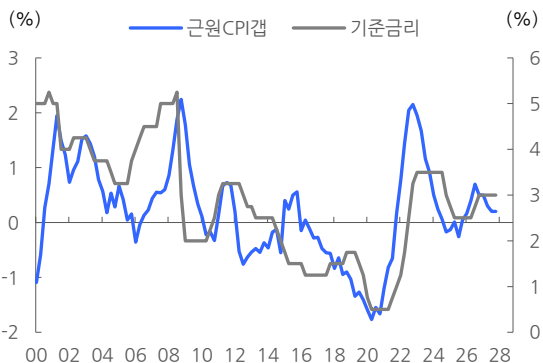
주: CPI갭 = CPI 상승률 - 한은 물가상승률 목표(2%)
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 4〉 한은 5월 전망 반영 경로



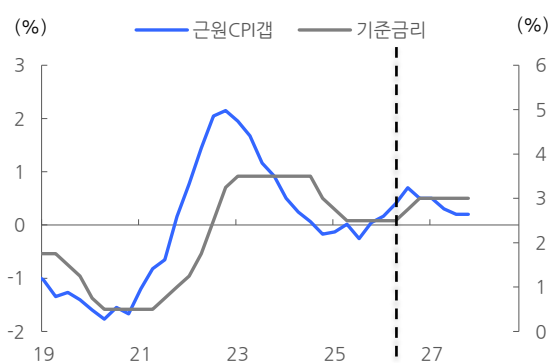
주: 한국은행 5월 경제전망 보고서의 분기별 전망 수치 활용
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 5〉 근원 CPI갭과 기준금리 장기 추이



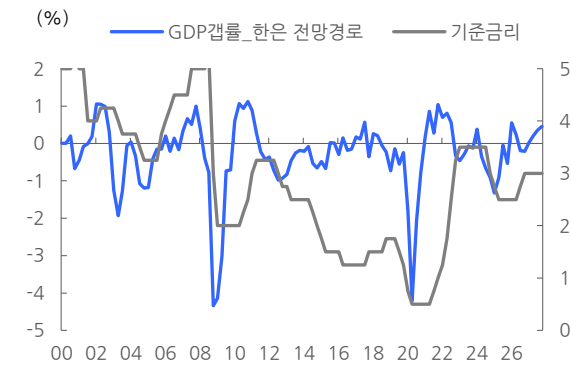
주: 근원CPI갭은 근원CPI 상승률 - 한은 물가상승률 목표(2%)
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 6〉 한은 5월 전망 반영 경로



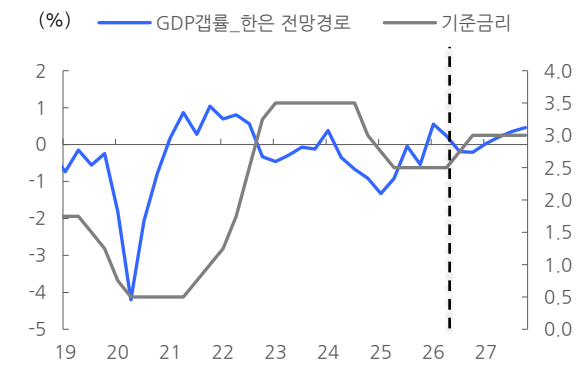
주: 한국은행 5월 경제전망 보고서의 분기별 전망 수치 활용
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 7〉 한국 GDP갭률과 기준금리 장기 추이



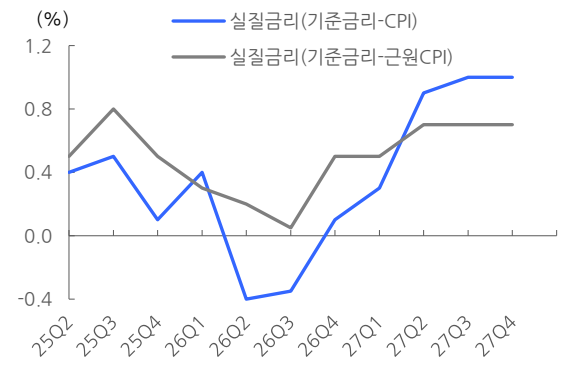
주: GDP갭률은 One-sided HP필터로 추정, 빈티지 데이터 활용은 X
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 8〉 한은 5월 전망 반영 경로



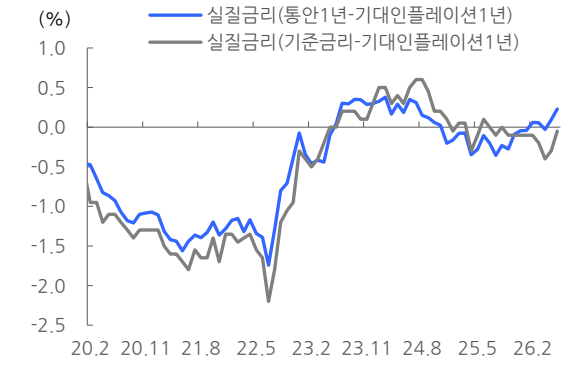
주: 한국은행 5월 경제전망 보고서의 분기별 전망 수치 활용
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 9〉 4분기부터 실질 기준금리 플러스로 전환



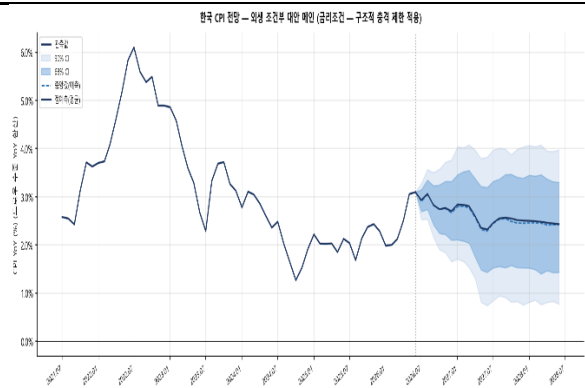
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 10〉 시장금리는 선반영으로 플러스 영역 진입



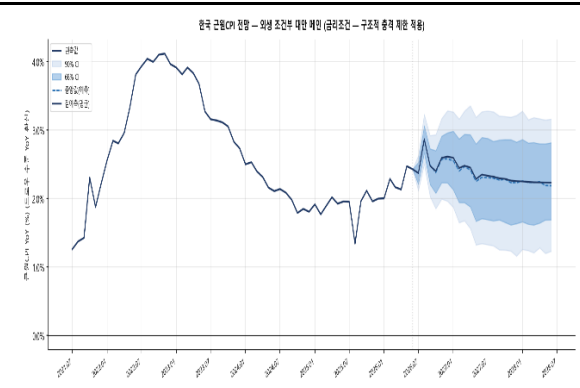
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 11〉 베이지안VAR로 전망한 소비자물가 경로



자료: 현대차증권

〈그림 12〉 근원 소비자물가 상승률 경로



자료: 현대차증권

〈표1〉 국면별 기준금리 및 실질금리 비교

기간	실제 기준금리 평균	CPI 기준 장기금리	근원 CPI 기준 장기금리	해석
2010~2011 인상기	2.69	4.47	3.32	실제 금리가 모형보다 낮아 인상 압력 컸음
2012~2016 저물가 · 완화기	2.16	0.94	1.93	CPI 기준으로는 금리가 높았고, 인하 명분 존재
2017~2019 정상화 · 인하기	1.48	1.05	1.09	실제 금리가 모형보다 약간 높음
2020 코로나	0.56	-0.91	-1.95	위기 대응으로 모형보다 높은 듯 보이나, 하한 제약 영향
2021~2023 고물가 인상기	2.12	4.71	4.09	실제 금리가 모형보다 크게 낮아 공격적 인상 압력
2024~2025 물가 둔화 · 인하기	2.97	2.22	2.18	실제 금리가 모형보다 높아 인하 명분
2026 전망 · 가정	2.69	3.24	3.36	실제 금리가 모형보다 낮아 추가 인상 명분
2027 전망 · 가정	3.00	2.60	3.27	CPI 기준으로 긴축적, 근원 기준으로 중립 · 완화적

자료: 현대차증권

〈표2〉 5월 금통위 이후 경제 여건 변화

지표	5 월 금통위	7 월 금통위	변화	비고
26 년 성장률 전망치	2.6	2.7	+0.1%p	7 월은 블룸버그 전망치
26 년 물가 전망치	2.7	2.7	+0.0%p	7 월은 블룸버그 전망치
유가(WTI)	99.0	75.6	-23.6%	이전 한 달 평균
유가(Brent)	105.4	78.8	-25.2%	이전 한 달 평균
보통휘발유(오피넷)	2011.1	1978.1	-1.6%	이전 한 달 평균
CPI(YoY)	2.6	3.2	+0.6%p	4 월/6 월 발표치
근원 CPI(YoY)	2.2	2.5	+0.3%p	4 월/6 월 발표치
1 년 기대인플레이션(YoY)	2.9	2.8	-0.1%p	4 월/6 월 발표치
3 년 기대인플레이션(YoY)	2.6	2.7	+0.1%p	4 월/6 월 발표치
5 년 기대인플레이션(YoY)	2.6	2.6	+0.0%p	4 월/6 월 발표치
생활물가지수(YoY)	2.9	3.4	+0.5%p	4 월/6 월 발표치
서비스물가지수(YoY)	2.4	2.6	+0.2%p	4 월/6 월 발표치
수입물가지수(YoY)	20.5	24.8	+4.3%p	4 월/5 월 발표치
수도권 주택가격	101.3	102.4	+1.1%	이전 한 달 평균
코스피(평균)	7459	8284	+11.1%	이전 한 달 평균
코스피(중가)	8185.3	6806.9	-16.8%	5.28/7.13 기준
원/달러 환율	1490.2	1528.3	+2.6%	이전 한 달 평균
원/달러 환율(중가)	1502.8	1503.4	+0.04%	5.28/7.13 기준
달러인덱스	98.7	100.7	+2.0%	이전 한 달 평균
국고채 3 년물	3.66	3.78	+12.0bp	이전 한 달 평균
국고채 10 년물	4.05	4.18	+13.8bp	이전 한 달 평균
미국채 2 년물	4.00	4.14	+14.0bp	이전 한 달 평균
미국채 10 년물	4.48	4.47	-0.3bp	이전 한 달 평균
일본 10 년물	2.61	2.69	+7.2bp	이전 한 달 평균
독일 10 년물	3.06	2.95	-10.5bp	이전 한 달 평균

자료: 현대차증권

〈표3〉 7월 셋째주 주간 일정

일자	지역	지표 및 일정	예상	발표	이전	지표 및 일정	예상	발표	이전
13	KR	7월 수출 1~10 일(%YoY)	-	53.9	85.9	7월 수입 1~10 일(%YoY)	-	17.4	35.6
		일정: 연준 보우먼 위원 연설(18:25)							
14	US	6월 CPI(%YoY)	3.8		4.2	6월 CPI(%MoM)	-0.1		0.5
		6월 근원 CPI(%YoY)	2.9		2.9	6월 근원 CPI(%MoM)	0.2		0.2
		연방 재정수지(10억 달러)	-128.3		-292.6				
		일정: 연준 월러 이사 연설(01:30), 유럽중앙은행 라가르드 총재 연설(06:00, 22:00), 워시 의장 하원 금융서비스위원회 반기 통화정책 보고 증언(23:00)							
15	KR	6월 수출물가지수(%YoY)	-	-	46.9	6월 수입물가지수(%YoY)	-	-	24.8
		6월 실업률(%)	2.8		2.8				
	US	6월 PPI(%YoY)	6.2		6.5	6월 PPI(%MoM)	0.0		1.1
		6월 근원 PPI(%YoY)	5.2		4.9	6월 근원 PPI(%MoM)	0.3		0.4
		7월 뉴욕 엠파이어스테이트 제조업지수	9.7		5.7				
		일정: 연준 쿡 이사 연설(02:30), 연준 보우먼 위원 연설(03:55), 연준 월리엄스 이사 연설(21:45), 워시 의장 상원 은행위원회 반기 통화정책 보고 증언(23:00)							
16	KR	7월 한은 금융통화위원회 기준금리(%)	2.75		2.50				
	US	신규 실업수당청구건수(천건)	217		215	연속 실업수당청구건수(천건)	1,815		1,814
		6월 소매판매(%MoM)	0.3		0.9	6월 근원 소매판매(%MoM)	-0.1		0.8
		일정: 연준 쿡 이사 연설(02:30), 연준 베이저북(03:00), 7월 금융통화위원회(09:00), 한은 총재 통화정책방향 기자회견(11:10)							
17	US	7월 미시간대 소비자신뢰지수[P]	51.0		49.5				
	EUR	6월 CPI(%YoY)[F]	2.8		2.8	6월 CPI(%MoM)[F]	-0.1		-0.1
		일정: 연은 로간 달러스 총재 연설(01:30), 연준 제퍼슨 이사 연설(08:00)							

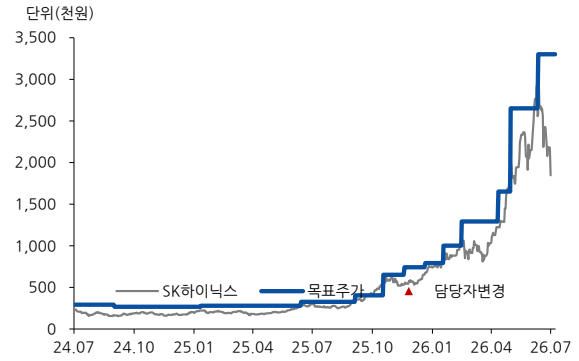
주: 예상치는 블룸버그 예상치, 한국시간 기준

자료: 인베스팅닷컴, 블룸버그, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.07.12	BUY	290,000	-36.55	-19.66
2024.09.13	BUY	265,000	-30.88	-14.91
2025.01.24	BUY	280,000	-27.44	2.14
2025.06.26	BUY	325,000	-15.23	7.08
2025.09.17	BUY	405,000	4.34	37.78
2025.10.30	BUY	650,000	-12.10	-4.62
2025.12.01	BUY	740,000	-22.72	-12.03
2026.01.02	BUY	790,000	-4.03	8.99
2026.01.30	BUY	1,000,000	-8.59	9.90
2026.02.27	BUY	1,290,000	-23.40	-5.04
2026.04.24	BUY	1,650,000	-7.43	13.94
2026.05.13	BUY	2,650,000	-16.78	10.15
2026.06.24	BUY	3,300,000	-28.04	-11.61
2026.07.14	BUY	3,300,000		

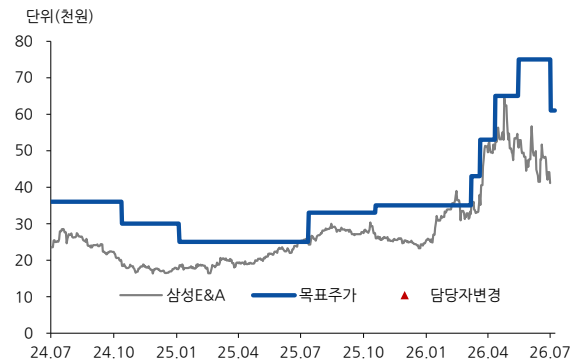
▶ 최근 2년간 SK하이닉스 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
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	-19.26	11.29
2026.03.20	BUY	43,000	-19.68	-11.86
2026.04.02	BUY	53,000	-6.59	-1.13
2026.04.24	BUY	65,000	-16.82	-0.92
2026.05.28	BUY	75,000	-36.54	-24.40
2026.07.14	BUY	61,000		

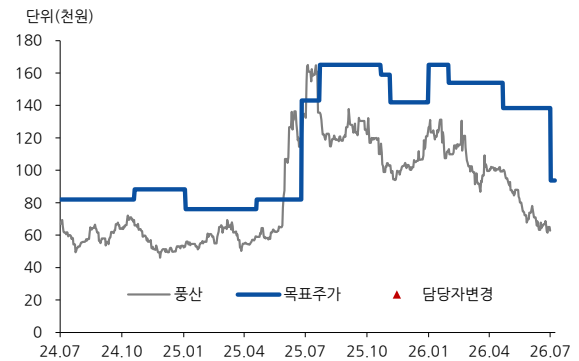
▶ 최근 2년간 삼성E&A 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.05.02	BUY	82,000	-23.31	-5.73
2024.11.01	BUY	88,200	-38.40	-24.15
2025.01.16	BUY	76,000	-23.18	-8.68
2025.05.02	BUY	82,000	6.24	66.34
2025.07.08	BUY	143,000	6.86	15.38
2025.08.04	BUY	165,000	-25.69	-16.48
2025.11.03	BUY	159,000	-34.84	-30.19
2025.11.17	BUY	142,000	-26.78	-12.68
2026.01.13	BUY	165,000	-26.69	-20.48
2026.02.12	BUY	154,000	-32.66	-15.19
2026.05.04	BUY	138,400	-44.88	-28.25
2026.07.14	BUY	93,700		

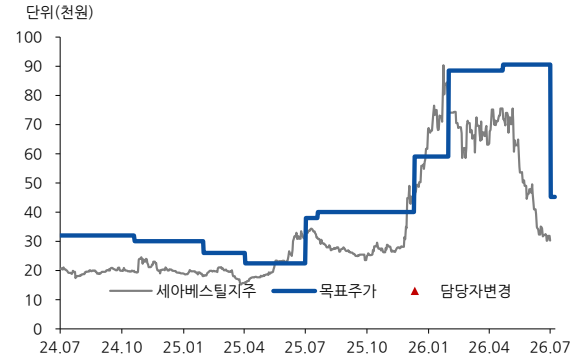
▶ 최근 2년간 풍산 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.02.08	BUY	32,000	-31.16	-17.81
2024.08.08	AFTER 6M	32,000	-38.33	-34.53
2024.11.01	BUY	30,000	-31.71	-18.33
2025.02.12	BUY	26,000	-27.50	-18.85
2025.04.15	BUY	22,400	1.93	49.33
2025.07.14	BUY	38,000	-12.78	-9.61
2025.08.01	BUY	40,000	-28.12	28.25
2025.12.23	BUY	59,000	15.44	53.05
2026.02.12	BUY	88,500	-22.70	-14.69
2026.05.04	BUY	90,500	-45.20	-16.57
2026.07.14	BUY	45,200		

▶ 최근 2년간 세아베스틸지주 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 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 펀더멘탈과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL: 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘탈의 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 (2025.07.01~2026.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	189건	95.5%
보유	9건	4.5%
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.