

Morning Meeting Notes

2026-07-30

내일의 차이
현대차증권

What's Inside

현대오토버(BUY/500,000원) 기대 이상 실적, 남은 건 미래 전략 가시화
넥센타이어(BUY/9,000원) 일회성 비용 제외 시 시장 기대 부합
LG생활건강(M.PERFORM/280,000원) 2Q26 Review: 나아지고 있다
GS건설(BUY/31,000원) 중요한 건 이번이 아닌 27년, 28년 실적
대웅제약(BUY/180,000원) 2Q26 Review: 에볼루스 향 추가 선택 반영
[크레딧] Credit Weekly - 주식시장 패닉 속 채권 강세 전환
[거시경제] 7월 FOMC - 말보다는 행동, 시험대에 오른 워시
[미국주식] 마이크로소프트 - 눈높이 상향 근거 마련
[미국주식] 버티브홀딩스 - 매출 이연에 가려진 수요

주식시장

국내 증시는 하락 마감. SK하이닉스 2분기 영업이익 예상치 하회하자 전기전자 업종을 중심으로 매도세 나오면서 코스피 장중 5,200선까지 하락했으나, 장 후반 낙폭을 일부 회복. 음식료, 화장품 제외한 대부분 종목이 하락.
외국인은 코스피를 약 1.2조원 순매도하고, 코스닥을 약 3천억원 순매수
미국 증시는 하락 마감. 미국 FOMC 이후 금리 충격이 증시 전반으로 확산됨. FOMC에서 예상대로 기준금리는 동결했으나, 케빈 워치 연준 의장의 시장 금리 상승을 사실상 용인하는 듯한 발언에 장기물 국제 금리가 급등하면서 투자심리가 크게 위축. 장 마감 후 발표된 실적에서는 마이크로소프트가 시장 기대를 웃도는 실적으로 시간외 상승한 반면, 메타는 순이익이 예상치에 미치지 못하면서 시간외 하락함

금리&환율

국고채 금리는 하락 마감. 국고채는 코스피 급락에 위험회피 심리 고조되며 강세
미국채 금리는 혼조 마감. FOMC에서 기준금리를 동결한 이후 단기물 국제 금리는 하락했으나, 장기물 국제 금리는 워시 의장의 기자회견 이후 급등
원/달러 환율은 전장 대비 15.80원 내린 1,446.70원에 마감. 원/달러는 월말 수출업체 네고 물량 및 SK하이닉스 ADR 관련 환전에 영향 받아 하락
달러인덱스는 100.81로 하락. 기준금리 동결 이후 단기물 국제금리 하락과 연준 의장의 발언이 맞물리며 달러는 약세를 보임

주요뉴스

트럼프 대통령, 이란에 보복 예고
이슬람혁명수비대가 요르단 내 미군 기지를 공격했고, 미군은 이로부터의 모든 미사일을 격추. 트럼프 대통령은 이란이 이러한 기습공격에 대해 사과했지만, 강력한 보복 공격이 이뤄질 것이라고 예고

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

Rating, Target Price Changes

현대오토버	BUY	610,000 원	▷ BUY	500,000 원	(2026-07-30)
넥센타이어	BUY	10,200 원	▷ BUY	9,000 원	(2026-07-30)
LG생활건강	M.PERFORM	250,000 원	▷ M.PERFORM	280,000 원	(2026-07-30)
GS건설	BUY	47,000 원	▷ BUY	31,000 원	(2026-07-30)
대웅제약	BUY	200,000 원	▷ BUY	180,000 원	(2026-07-30)
한화시스템	BUY	125,000 원	▷ BUY	91,000 원	(2026-07-29)
HD현대마린엔진	BUY	117,000 원	▷ BUY	82,000 원	(2026-07-29)
한화오션	BUY	172,000 원	▷ BUY	124,000 원	(2026-07-28)
기아	BUY	200,000 원	▷ BUY	195,000 원	(2026-07-27)
현대위아	BUY	85,000 원	▷ BUY	75,000 원	(2026-07-27)
삼성바이오로직스	BUY	2,100,000 원	▷ BUY	2,000,000 원	(2026-07-24)
삼성E&A	BUY	61,000 원	▷ BUY	65,000 원	(2026-07-24)
피에스케이	BUY	194,000 원	▷ BUY	220,000 원	(2026-07-24)
KT&G	BUY	230,000 원	▷ BUY	240,000 원	(2026-07-22)
한화에어로스페이스	BUY	1,780,000 원	▷ BUY	1,390,000 원	(2026-07-16)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
SK스퀘어	177,748	삼성전자	2,572,603
삼성전자우	159,092	SK하이닉스	2,221,883
KODEX 200	60,114	삼성전기	204,601
주성엔지니어링	54,049	현대차	113,913
현대차	52,161	KODEX 200선물인버스2X	104,365

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
SK하이닉스	-1,237,436	KODEX 레버리지	-237,338
삼성전자	-726,774	KODEX 코스닥150레버리지	-207,205
KODEX 삼성전자단일종목레버리지	-89,717	KODEX SK하이닉스단일종목레버리지	-201,735
TIGER SK하이닉스단일종목레버리지	-67,960	KODEX 200	-139,714
삼성물산	-44,647	하이브	-87,282

국내시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	5,663.24	-5.98	-31.80
대형주	6,173.32	-6.12	-32.88
중형주	3,473.41	-4.64	-18.85
소형주	2,087.73	-3.77	-11.30
KOSDAQ	662.68	-6.12	-28.69

투자자별 매매동향	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
KOSPI	-19,701	-12,447	31,769
순매수			
누적순매수(D-20)	150,864	-185,019	27,616

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균, 단위 : 억 원)	542,189	397,754	509,193

업종별 지수	증가	D-1(%)	D-20(%)
건설	120.70	-9.05	-27.22
금융	983.19	-4.73	-22.35
운수장비	4,405.26	-4.08	-23.52
유통	540.63	-4.63	-25.14
음식료	4,807.16	+1.31	+3.40
의약품	15,124.15	-2.90	+1.09
전기전자	87,268.32	-7.37	-39.36
철강금속	5,675.59	-5.14	-14.21
화학	4,022.87	-3.00	-9.38
유틸리티	1,018.42	-1.68	-9.92
통신	573.32	-2.37	-5.27

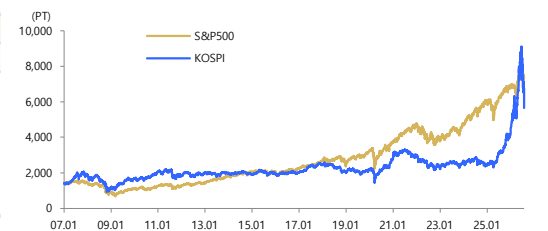
해외시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	7,316.40	-1.51	-2.23
NASDAQ	24,442.94	-1.74	-6.13
일본	61,434.19	-1.49	-12.83
중국	3,828.47	+0.40	-6.91
독일	25,464.01	+0.00	+1.69

주요 금리 동향	증가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.80	-2.90	+0.90
국고채 (10년)	4.26	-3.20	+5.20
은행채AAA (3년)	4.15	-2.90	-1.00
미국국채 (2년)	4.27	-1.20	+9.55
미국국채 (10년)	4.68	+7.25	+19.95

환율 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,446.70	-1.08	-6.96
원/백 엔	890.49	-0.48	-6.90
원/위안	213.41	-0.58	-6.75
달러/유로	1.15	+0.70	+0.80
위안/달러	6.77	-0.04	-0.38
엔/달러	163.38	-0.27	+0.51
Dollar Index	100.81	-0.59	-0.60

상품시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	84.46	+6.56	+23.16
금 (usd/oz)	4,038.70	+0.00	-1.07
BDI	2,632.00	-1.20	+5.24
천연가스(NYMEX)	2.73	+2.37	-15.37

KOSPI, S&P 추이



본 조사회적표는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사자 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.

현대오토에버 (307950)

Analyst 장문수 joseph@hmsec.com

기대 이상 실적, 남은 건 미래 전략 가시화

BUY

TP 500,000원

현재주가 (7/29)	338,000원
상승여력	47.9%
시가총액	9,269십억원
발행주식수	27,424천주
자본금/액면가	14십억원/500원
52주 최고가/최저가	938,000원/148,600원
일평균 거래대금 (60일)	151십억원
외국인 지분율	2.49%
주요주주 지분율	
현대자동차외4인	75.29%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-36.3	-28.7	-30.2
상대주가(%p)	-5.6	-15.8	-35.6

* KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	7,127	8,678	610,000
After	7,658	8,629	500,000
Consensus	7,488	9,951	668,438
Cons. 차이	2.3%	-13.3%	-25.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 2Q26 영업이익은 905억원(+11.3% yoy, OPM 7.2%)를 기록하며 컨센서스 18.5% 상회. 차량용 SW는 부진이 지속되는 가운데 SI, ITO 성장이 이연된 프로젝트 반영과 디지털 전환 투자로 기대보다 높은 수준을 기록하며 시장 기대를 상회
- 투자의견 BUY 유지, 목표주가는 500,000원으로 기존 610,000원 대비 18.0% 하향. 목표주가 산출 근거는 최근 낮아진 Valuation을 고려해 목표 P/E를 오토에버/엠엔소프트/오토론 3사 합병(2021년) 당시 성장 기대감 반영한 P/E 51.6배(기존 2021년 P/E 상단 59.8배)로 하향하고 당사 예상 24개월 선행 EPS 9,607원(기존 9,801원)을 통해 도출

주요이슈 및 실적전망

- 2Q26 Review: SI/ITO 성장이 견인한 기대 이상 실적
 - 1) 매출액 1.3조원(+20.0% yoy, +33.7% qoq), 영업이익 905억원(+11.3% yoy, +328% qoq, OPM 7.2%), 지배순익 682억원(+17.1% yoy, +281% qoq) 기록, 당사, 시장기대 각각 34.6%, 18.5% 상회
 - 2) 요인: 엔터프라이즈IT (SI+ITO) 부문은 그룹 디지털 전환 가속화로 매출 성장 지속되고 이연 프로젝트 반영으로 기대 이상 수익성 개선, 차량SW 부문 25년부터 미국 관세 및 지정학적 리스크에 따른 매출 성장 둔화와 수익성 하락이 이어지며 부진 지속.
- Key Takeaways: 현대차그룹 Physical AI 전략 강화에 직접 수혜
 - 1) SDF 전환: 현대차그룹, 2030년까지 125조원의 국내 투자를 통해 SDF로의 전환 가속화. HMGICS와 Metaplant 적용한 공정 지능화를 전 공장 확대 전개, 관련 SI 수요와 ITO 매출 기대
 - 2) 로봇 SI 및 관제시스템: 그룹내 보스턴다이내믹스 Spot과 Atlas의 공정 투입(RMAC) 시 시스템 구축(System Integration)과 관제시스템(Fleet Management) 역할 기대. Atlas의 초기 양산가는 2억원대로 시스템 구축비 10% 고려 시 초기 3만대 양산에 따른 매출은 6.6조원 추정
 - 3) 자율주행 도입: 연말 로보택시 서비스 확대 예정인 모셔널 CEO의 GTC 2026 참여. 자율주행 플랫폼 알파마요와 하드웨어 플랫폼 하이퍼리온 10 기반의 Post L2+ 전략 구체화 시 모넨텀

→ 26년 실적은 목표(매출액 4.51조원) 초과 기대(매출액 4.8조원, OP 2,799억원, +9.6% yoy)

주가전망 및 Valuation

- 현대차그룹과 NVIDIA와의 포괄적 협력과 차세대 GPU 블랙웰 5만장에 기반한 Physical AI 전략 구체화로 SDF, 로보틱스, 자율주행/SDV 확대 전개됨에 따라 동사의 생태계 구축에 중추적 역할을 기대. 해당 이슈 구체화에 따른 주가 상승 지속될 전망
- 로봇 사업 구체화와 자율주행 기술 고도화 등 Physical AI 성과가 가시적으로 드러나고 동사가 공급망 내 핵심 역할을 구축함에 따라 로보틱스(BD 투입, 양산), 자율주행(로보택시 사업화), SDV(PACE Car 출시와 대중화) 시점이 현재부터 2027~2028년 이후 가시화 될수록 성장 기대감이 고조되며 역사적 P/E 상단을 재도전할 수 있을 것으로 기대

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	3,714	224	171	366	6,228	24.0	20.2	2.0	7.6	10.4	1.4
2025	4,252	255	182	433	6,654	6.8	49.9	4.9	19.4	10.3	0.6
2026F	4,829	280	210	468	7,658	15.1	44.1	4.7	18.0	11.0	0.6
2027F	5,464	322	237	466	8,629	12.7	39.2	4.3	17.4	11.6	0.7
2028F	6,048	383	284	499	10,345	19.9	32.7	3.9	15.6	12.6	0.7

* KIFRS 연결 기준

〈표1〉 현대오토에버 2Q26 Review: 영업이익은 905억원 기록해 컨센서스 18.5% 상회

(십억원, %, %p)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	2Q26P	2Q25	1Q26	% yoy	% qoq	당사추정치	Diff (%)	Consensus	Diff (%)
매출액	1,250.7	1,042.1	935.7	20.0	33.7	1,135.8	10.1	1,163.0	7.5
영업이익	90.5	81.4	21.2	11.3	327.6	67.3	34.6	76.4	18.5
세전이익	91.7	81.6	25.0	12.4	266.8	69.5	31.8	77.4	18.4
지배순이익	68.2	58.2	17.9	17.1	280.9	49.9	36.6	57.8	18.0
영업이익률(%)	7.2	7.8	2.3	(0.6)	5.0	5.9	1.3	6.6	0.7
세전이익률(%)	7.3	7.8	2.7	(0.5)	4.7	6.1	1.2	6.7	0.7
지배순이익률(%)	5.5	5.6	1.9	(0.1)	3.5	4.4	1.1	5.0	0.5

자료: 현대오토에버, FnGuide, 현대차증권

주: K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 현대오토에버 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억 원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	4,829	5,464	4,773	5,393	1.2%	1.3%
영업이익	280	322	262	325	7.0%	-1.0%
세전이익	281	323	264	327	6.6%	-1.0%
당기순이익	215	241	200	243	7.5%	-0.6%

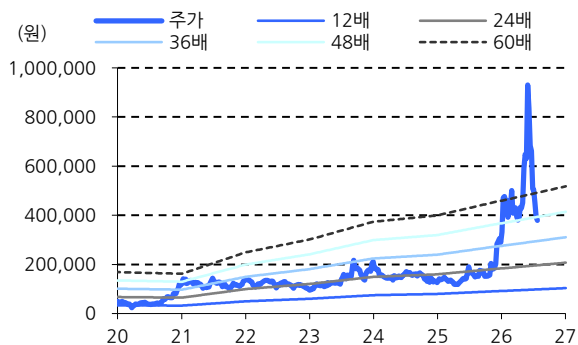
자료: 현대차증권

〈표3〉 목표주가 산정

	내용	비고
목표 P/E(배)	51.6	①, 3사 합병 당시 (현대오토에버/엠엔소프트/오토론) 성장 기대감 반영한 P/E (2021년)
적용 EPS(원)	9,607	②, 24개월 선행 EPS, 현대차증권 추정치
목표 주가(원)	500,000	① X ②
전일 종가(원)	338,000	기준 주가 (2026.07.29)
Upside Potential (%)	47.9%	
투자 의견	BUY	

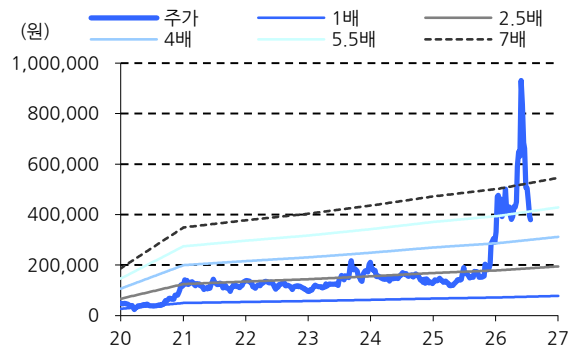
자료: 현대오토에버, 현대차증권

〈그림1〉 P/E 밴드



자료: 현대오토에버, 현대차증권

〈그림2〉 P/B 밴드



자료: 현대오토에버, 현대차증권

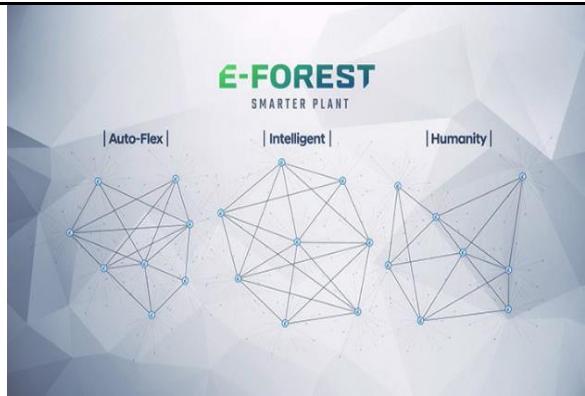
〈표4〉 현대오트모에버 분기별 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	833.0	1,042.1	1,054.3	1,322.7	935.7	1,250.7	1,176.6	1,465.7	4,252.1	4,828.8	5,464.2
>SI	299.6	387.9	421.0	548.7	356.8	510.7	514.0	625.3	1,657.3	2,006.7	2,422.5
>ITO	341.2	423.8	434.9	567.2	381.0	527.8	466.7	622.5	1,767.1	1,998.0	2,147.6
>차량SW	192.2	230.3	198.3	206.8	197.9	212.2	195.9	218.0	827.7	824.1	894.2
영업이익	26.7	81.4	70.8	76.5	21.2	90.5	76.0	92.1	255.3	279.9	321.9
세전이익	28.2	81.6	70.6	75.0	25.0	91.7	76.9	87.2	255.3	280.8	323.2
지배순이익	19.6	58.2	51.7	53.0	17.9	68.2	59.4	64.5	182.5	210.0	236.6
영업이익률	3.2	7.8	6.7	5.8	2.3	7.2	6.5	6.3	6.0	5.8	5.9
세전이익률	3.4	7.8	6.7	5.7	2.7	7.3	6.5	6.0	6.0	5.8	5.9
순이익률	2.4	5.6	4.9	4.0	1.9	5.5	5.1	4.4	4.3	4.3	4.3
% yoy											
매출액	13.9	13.5	16.5	14.1	12.3	20.0	11.6	10.8	14.5	13.6	13.2
>SI	26.7	17.3	27.0	44.4	19.1	31.7	22.1	14.0	29.6	21.1	20.7
>ITO	5.8	13.7	15.1	1.8	11.7	24.5	7.3	9.7	8.4	13.1	7.5
>차량SW	11.6	7.3	1.5	(6.9)	2.9	(7.9)	(1.2)	5.4	2.9	(0.4)	8.5
영업이익	(13.1)	18.7	34.8	5.3	(20.7)	11.3	7.4	20.5	13.8	9.6	15.0
세전이익	(18.3)	13.3	30.6	13.4	(11.4)	12.4	9.0	16.3	12.6	10.0	15.1
지배순이익	(22.9)	12.9	18.5	5.6	(8.6)	17.1	14.9	21.7	6.8	15.1	12.7
% qoq											
매출액	(28.2)	25.1	1.2	25.5	(29.3)	33.7	(5.9)	24.6	-	-	-
>SI	(21.2)	29.5	8.5	30.3	(35.0)	43.1	0.6	21.7	-	-	-
>ITO	(38.8)	24.2	2.6	30.4	(32.8)	38.5	(11.6)	33.4	-	-	-
>차량SW	(13.4)	19.8	(13.9)	4.3	(4.3)	7.2	(7.7)	11.2	-	-	-
영업이익	(63.2)	204.6	(13.0)	8.1	(72.3)	327.6	(16.0)	21.2	-	-	-
세전이익	(57.4)	189.4	(13.5)	6.3	(66.7)	266.8	(16.1)	13.4	-	-	-
지배순이익	(61.0)	197.2	(11.1)	2.4	(66.2)	280.9	(12.8)	8.5	-	-	-

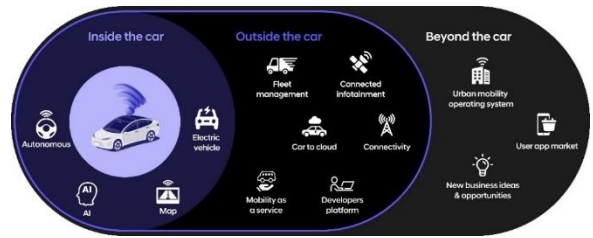
자료: 현대오트모에버, 현대차증권

〈그림3〉 HMG의 스마트 팩토리 브랜드 E-Forest



자료: 현대차, 현대차증권

〈그림4〉 현대차그룹의 SDx (Software-Defined everything) 전략



자료: 현대차, 현대차증권

〈그림5〉 로봇 메타플랜트 어플리케이션 센터(RMAC)



자료: 현대차, 현대차증권

〈그림6〉 그룹 내 역량에 기반한 생태계와 시너지 강조



자료: 현대차, 현대차증권

〈그림7〉 전동식 Atlas (프로토타입)



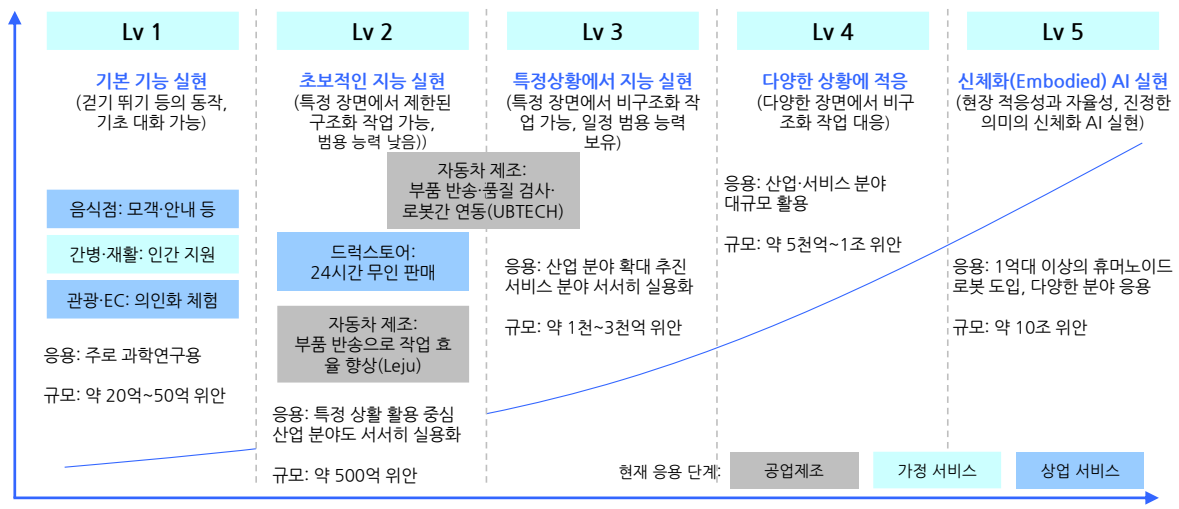
자료: Boston Dynamics, 현대차증권

〈그림8〉 전동식 Atlas (양산형 제품)



자료: Boston Dynamics, 현대차증권

〈표5〉 중국 휴머노이드 로봇 발전 수준, 시장 규모 예측과 응용 단계



자료: NRI, 현대차증권

〈표6〉 BD vs. Tesla vs. Figure AI

Boston Dynamics Atlas	양산 (2028년)	제조 가능성	자동차 부품 기반 공급망 생태계 구축, 공정/양산 기술 강점
		신뢰성	인증/양산 품질, 학습 목적 공정 내 투입 시 높은 진입 장벽 (보안)
		유지보수 편의성	액추에이터 표준화로 규모 경제 확보 및 교체 편의성
	협업 (Deepmind)	ROI	노동 집약적 제조 투입 시 투자 회수 용이 (2-3교대 연간 인건비 수준)
		학습 속도	자연어 학습을 통한 제로샷, 퓨샷 학습으로 업무 모듈 학습 속도 단축
		RMAC	경쟁사 대비 높은 데이터 밀도와 양 (현대차그룹 수직 계열화)

Optimus 동적 성능 (자유도), 로봇 지능

Figure 02 로봇 지능

中 휴머노이드 공급망 생태계 구축 및 선제 양산

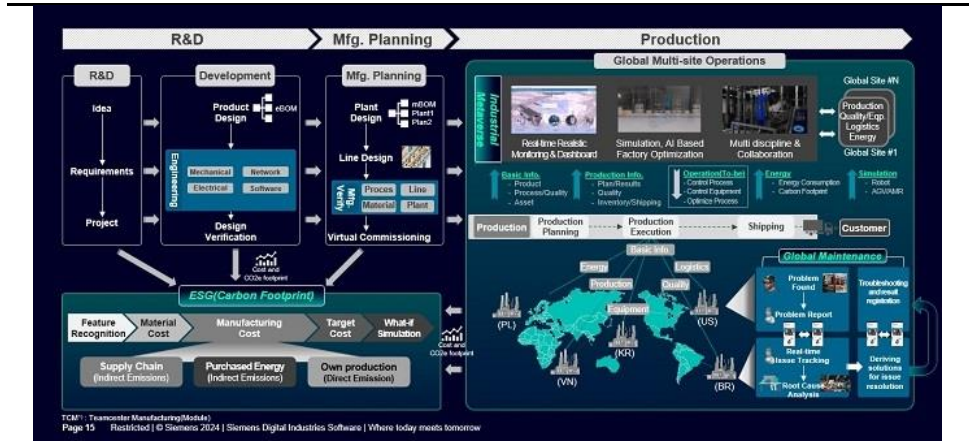
자료: 현대차증권

〈그림9〉 그룹 역량을 결집한 로봇 생태계 조성 - 현대모터에버의 역할 주목



자료: 현대차, 현대차증권

〈그림10〉 Siemens의 공장 지능화



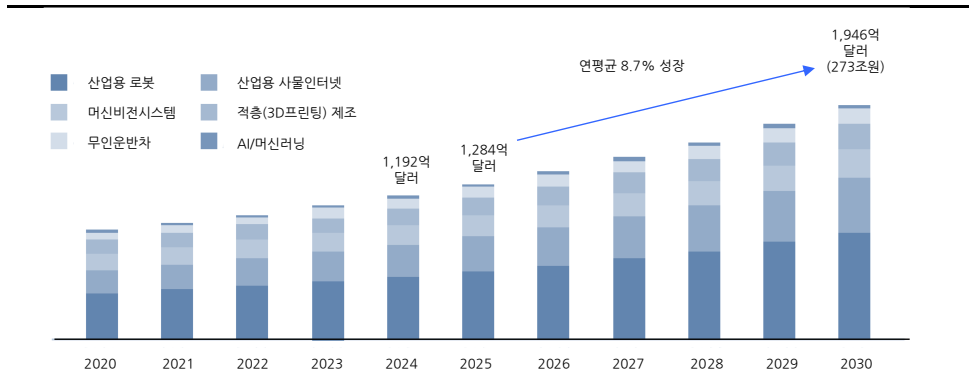
자료: Siemens, 현대차증권

〈그림11〉 현대오토에버의 디지털 트윈 구축 절차



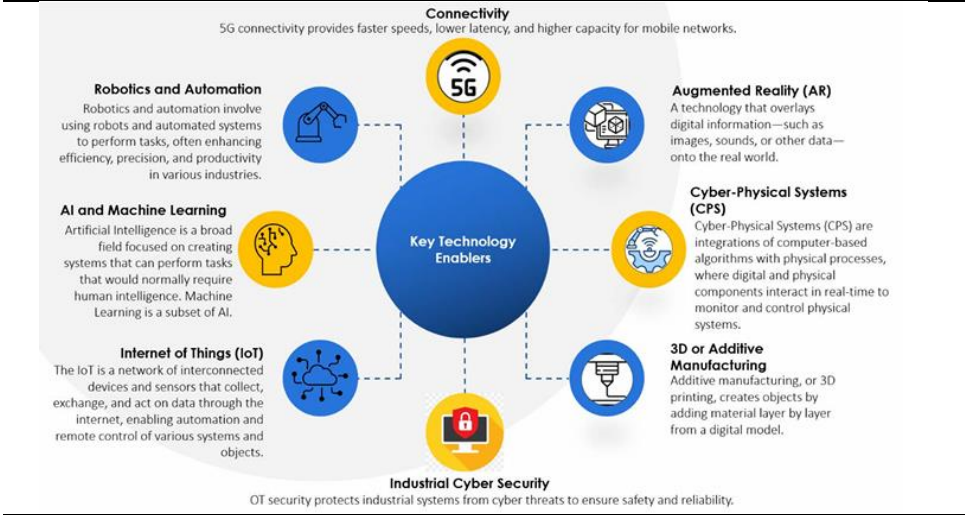
자료: 현대오토에버, 현대차증권

〈그림12〉 Dark Factory 시장 전망



자료: 글로벌뷰리서치(2025.5.), 나라경제 재인용, 현대차증권

〈그림13〉 Lights-Out 제조 핵심 기술 동인: 로봇/자동화, AI/ML, IoT, CPS, AR, 5G Connectivity



자료: Bosch, 현대차증권

〈표7〉 산업별 소프트웨어 정의 공장(SDF) 활용 사례

구분	사용 사례	주요 특징
자동차	· 생산 라인 공정을 디지털 트윈으로 구현, 센서 데이터와 실시간 피드백을 소프트웨어 플랫폼에서 통합 관리 · 차량 모델이나 옵션이 변경될 때 기존 물리적 설비 변경 없이 생산 공정의 흐름 및 파라미터 재구성 → 다운타임 감소 및 생산 효율 향상	· 디지털 트윈과 중앙집중식 제어로 다품종 생산 유연성 극대화
전자·반도체	· 제조 단계별 제어 로직을 소프트웨어 계층으로 분리, 장비별로 상이한 부분을 하나의 인터페이스로 관리 · 생산 라인 모듈을 독립적으로 운영하여 제품 변화에 따라 신속한 공정 전환	· 모듈식 생산 라인과 예측 유지보수로 생산 전환 속도와 품질 향상
우주·방위	· 엔진 제조 공정에서 설비 상태를 지속적으로 모니터링하고 자율제어 시스템이 실시간으로 유지보수를 실행 · 불량률과 생산 중단 시간을 최소화하여 부품을 안정적으로 생산	· 정밀한 시뮬레이션과 자율제어를 통하여 복잡한 제조 공정의 안정성을 확보
기계	· 조립 라인에 엣지 컴퓨팅을 도입하여 각 모듈의 제어 로직을 현장에서 자율적으로 관리함으로써 장애 발생시 신속한 작업 재분배 및 공정 복구 · 생산 공정의 탄력성 확보 및 자원 사용 최적화	· 엣지 컴퓨팅 기반 자율제어와 실시간 에너지 관리로 공정 탄력성을 강화
화학·제약	· 생산 데이터를 통합 관리하고 실시간 분석해 품질 관리 및 규제 요구사항에 따른 공정 변경을 자동으로 진행 · 규제에 따른 변화에 대해 유연한 생산 라인 재구성 가능	· 실시간 공정 조율 및 규제에 부합하는 생산 방식의 유연화
제조 솔루션	· 제조 설계, 생산, 유지보수 등 모든 프로세스를 하나의 소프트웨어 플랫폼으로 통합하여 관리 (다양한 시스템과 연계하여 실시간 데이터 분석 및 의사결정 지원)	· 전체 제조 공정을 통합 플랫폼으로 관리, 데이터 기반 의사결정 지원 및 생산 혁신

자료: 임규혁(2025), 현대차증권

주요질의 응답

1. (ERP) 차세대 ERP 사업 확장 계획

- 그룹 주요 국내 계열사 ERP 롤아웃은 '26년 내 대부분 완료될 것으로 예상
- 주요 해외 법인 롤아웃은 '28년까지 이어질 것으로 예상
- 해외에서 신규 ERP가 아직 적용되지 않은 약 20~30개 법인으로 확대 적용 기회 존재
- 1차 협력사 등 대외 고객 대상으로 Non-Captive 수요 확보 추진
- 그룹 내 다양한 산업의 ERP 구축 경험을 바탕으로 충분한 경쟁력 보유
- ERP 내 AI 도입에 따른 자동화 사업 기회도 확대될 것으로 전망
- 그룹 내 롤아웃 종료 이후에도 ERP 사업 매출 성장세는 견고하게 유지될 것으로 예상
- SAP는 통상 5~6년, 길게는 7~8년 주기로 신규 버전이 출시
- 출시 시기에 맞춰 향후 새로운 사업 기회가 될 것

2. (그룹 내 역할) 그룹 AI 인프라 투자 본격화에 따른 GPU 공급과 역할 변화

- 현대차기아 GPU 공급은 기존 GPU 공급 대행 사업의 연장선상에서 진행
- 그룹 AI 투자에서 현대오트모에버의 역할은 아직 공개하기 어려운 단계

3. (수익성) 사업부문별 2Q26 GPM 수준

- SI: 12.8%
- ITO: 10.3%
- 엔터프라이즈 IT: 11.5%
- 차량SW: 8.2%

4. (차량 SW) 차량 SW 내 내비게이션과 전장 매출 비중

- 차량 전장 SW 매출 비중 약 3분의 1
- 내비게이션 매출 비중 약 3분의 2
- 내비게이션 수익성이 크게 하락
- 차량 전장 SW GPM은 10% 중반 수준

5. (실적) 2Q26 마진 개선 배경

- 1Q26 약 200억원 규모의 이연 매출 가운데 상당 부분이 2Q26에 인식
- ITO 매출과 SI 프로젝트가 함께 반영
- 개별 분기보다는 상반기 누적 기준으로 실적을 보는 것이 적절

6. (ERP) 중장기 성장 지속 가능성

- SAP 신규 버전 출시는 아직 수년이 더 필요
- 그룹 내 구축 경험을 기반으로 대외 사업 확대 추진
- 기존 ERP를 신규 버전으로 단순 이전한 고객의 프로세스 혁신 수요도 추가 사업 기회
- AI 기반 자동화 사업 확대도 기대
- ERP 사업은 지속적인 성장세를 유지할 것으로 전망

7. (로보틱스) 3Q26 RMAC 트레이닝센터 관련 매출 가능성

- 현재로서는 큰 상업적 기회로 판단하지 않음
- 트레이닝 관련 기여 가능성 존재하나 매출 규모 및 인식 시점은 구체적으로 공개하기 어려움

8. (수주) 수주잔고 및 가이드스

- 연초 제시한 매출 가이드스는 보수적으로 제시했으며 현재까지 변경 없음
- 1H26 두 자릿수 매출 성장을 기록해 특별한 변수 없다면 가이드스 달성 가능
- 수주잔고는 사업보고서 및 분기보고서를 통해 공시
- 신규 프로젝트 수주와 종료가 반복되는 사업 특성상 수주잔고의 의미는 제한적
- 2Q26 말 기준 수주잔고는 약 1조 2,700억원

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,714	4,252	4,829	5,464	6,048
증가율 (%)	21.2	14.5	13.6	13.1	10.7
매출원가	3,319	3,807	4,312	4,877	5,372
매출원가율 (%)	89.4	89.5	89.3	89.3	88.8
매출총이익	395	446	517	587	676
매출이익률 (%)	10.6	10.5	10.7	10.7	11.2
증가율 (%)	16.5	12.9	15.9	13.5	15.2
판매관리비	170	190	237	265	293
판매비율 (%)	4.6	4.5	4.9	4.8	4.8
EBITDA	366	433	468	466	499
EBITDA 이익률 (%)	9.9	10.2	9.7	8.5	8.3
증가율 (%)	19.6	18.3	8.1	-0.4	7.1
영업이익	224	255	280	322	383
영업이익률 (%)	6.0	6.0	5.8	5.9	6.3
증가율 (%)	23.8	13.8	9.8	15.0	18.9
영업외손익	7	4	3	5	3
금융수익	28	22	25	23	23
금융비용	11	12	3	0	0
기타영업외손익	-10	-6	-19	-18	-20
종속관계기업관련손익	-4	-4	-3	-3	-3
세전계속사업이익	227	255	281	323	383
세전계속사업이익률	6.1	6.0	5.8	5.9	6.3
증가율 (%)	24.7	12.3	10.2	14.9	18.6
법인세비용	51	69	66	82	94
계속사업이익	175	187	215	241	289
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	175	187	215	241	289
당기순이익률 (%)	4.7	4.4	4.5	4.4	4.8
증가율 (%)	25.0	6.9	15.0	12.1	19.9
지배주주지분 순이익	171	182	210	237	284
비지배주주지분 순이익	4	4	4	5	5
기타포괄이익	-3	7	9	0	0
총포괄이익	172	194	224	241	289

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	256	424	360	484	495
당기순이익	175	187	215	241	289
유형자산 상각비	85	116	126	81	53
무형자산 상각비	57	61	63	64	64
외환손익	0	1	-3	1	1
운전자본의 감소(증가)	-121	-7	-47	95	85
기타	60	66	6	2	3
투자활동으로인한현금흐름	-275	-339	21	-103	-104
투자자산의 감소(증가)	-2	11	39	-4	-4
유형자산의 감소	0	1	8	11	11
유형자산의 증가(CAPEX)	-85	-169	-55	-28	-28
기타	-188	-182	29	-82	-83
재무활동으로인한현금흐름	-90	-167	-61	-51	-60
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	-50	0	0	0	0
자본의 증가	-0	0	0	0	0
배당금	-39	-50	-52	-61	-68
기타	-1	-117	-9	10	8
기타현금흐름	9	2	7	0	0
현금의증가(감소)	-100	-81	327	330	331
기초현금	483	382	301	628	959
기말현금	382	301	628	959	1,289

* K-IFRS 연결 기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,215	2,335	2,694	3,183	3,656
현금성자산	382	301	628	959	1,289
단기투자자산	412	506	396	399	402
매출채권	1,000	1,053	1,073	1,226	1,362
재고자산	3	2	3	3	3
기타유동자산	418	473	594	596	598
비유동자산	1,134	1,270	1,131	1,083	1,064
유형자산	184	289	209	145	110
무형자산	544	545	542	544	546
투자자산	53	52	12	13	14
기타비유동자산	353	384	368	381	394
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,350	3,605	3,825	4,266	4,720
유동부채	1,242	1,342	1,400	1,600	1,778
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	431	497	463	529	588
유동성장기부채	50	0	0	0	0
기타유동부채	761	845	937	1,071	1,190
비유동부채	377	388	430	491	546
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	377	388	430	491	546
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,619	1,730	1,830	2,091	2,324
지배주주지분	1,706	1,847	1,960	2,137	2,352
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	773	773	773	773	773
자본조정 등	-0	-0	0	0	0
기타포괄이익누계액	18	22	30	30	30
이익잉여금	901	1,038	1,143	1,319	1,535
비지배주주지분	25	28	34	38	44
자본총계	1,731	1,875	1,994	2,175	2,396

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	6,388	6,811	7,822	8,796	10,546
EPS(지배순이익 기준)	6,228	6,654	7,658	8,629	10,345
BPS(자본총계 기준)	63,103	68,361	72,725	79,310	87,366
BPS(지배지분 기준)	62,187	67,354	71,492	77,910	85,765
DPS	1,780	1,900	2,210	2,490	2,490
P/E(당기순이익 기준)	19.7	48.7	43.2	38.4	32.1
P/E(지배순이익 기준)	20.2	49.9	44.1	39.2	32.7
P/B(자본총계 기준)	2.0	4.9	4.6	4.3	3.9
P/B(지배지분 기준)	2.0	4.9	4.7	4.3	3.9
EV/EBITDA(Reported)	7.6	19.4	18.0	17.4	15.6
배당수익률	1.4	0.6	0.6	0.7	0.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	24.9	6.6	14.8	12.5	19.9
EPS(지배순이익 기준)	24.0	6.8	15.1	12.7	19.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	10.5	10.4	11.1	11.6	12.7
ROE(지배순이익 기준)	10.4	10.3	11.0	11.6	12.6
ROA	5.7	5.4	5.8	6.0	6.4
안정성 (%)					
부채비율	93.6	92.3	91.8	96.1	97.0
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	20.1	21.7	N/A	N/A	N/A

넥센타이어 (002350)

Analyst 장문수 joseph@hmsec.com

일회성 비용 제외 시 시장 기대 부합

BUY

TP 9,000원

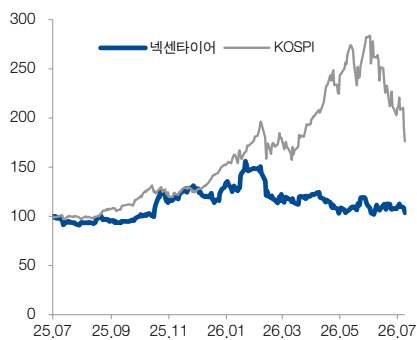
현재주가 (7/29)	6,460원
상승여력	39.3%
시가총액	631십억원
발행주식수	97,668천주
자본금/액면가	54십억원/500원
52주 최고가/최저가	9,730원/5,670원
일평균 거래대금 (60일)	1십억원
외국인 지분율	11.24%
주요주주 지분율	
넥센외 2인	69.18%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-7.2	-16.6	-20.9
상대주가(%)	37.6	-1.5	-27.1

* KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	1,858	1,434	10,200
After	1,309	1,380	9,000
Consensus	1,526	1,657	9,909
Cons. 차이	-14.2%	-16.7%	-9.2%

최근 12개월 추가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 2Q26 영업이익은 343억원(-19.5% yoy, OPM 3.9%) 기록, 컨센서스 477억원 28.0% 하회. 일회성 비용(미국 반덤핑 관세율 상승 관련 140억원) 일시 반영으로, 제외 시 시장 기대 부합. 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 9,000원으로 기존 10,200원 대비 11.8% 하향. 목표가는 기존과 동일한 원가하락국면인 2022~23년 P/E 밴드(5.1~8.1배) 평균 6.7배에 12개월 선행 예상 EPS 1,307원(기존 1,508원) 적용. 인플레이션과 제한된 수요 성장 속 1) 중동 이슈로 인한 원가 상승에 근거한 업종 전반 가격 인상이 고객에 원활히 전가되고 수익성 방어 이어지거나, 2) 종전 후 원가 안정화 시 추세적인 이익 추정치 상황과 함께 저평가 매력에 부각될 것으로 판단

주요이슈 및 실적전망

- 2Q26 Review: 일회성 비용으로 기대 하회, 제외 시 부합하는 실적 기록
 - 1) 매출액 8,913억원(+10.8% yoy, +6.3% qoq), 영업이익 343억원(-19.5% yoy, -36.7% qoq, OPM 3.9%), 지배순이익 2억원(-98.9% yoy, -99.7% qoq) 기록. 영업이익기준 컨센서스 477억원(OPM 5.5%)과 당사 예상 728억원(OPM 8.3%)을 각각 28.0%, 52.9% 하회
 - 2) 요인: 중동 전쟁 이후 재료비, 운반비 등 원가 상승한 가운데 미국 반덤핑 관세율 상승에 따른 일회성 비용(3기 '23.7~'24.6분, 약 140억원)이 반영. 평가 높은 미국 성장 둔화와 OE 비중 확대도 수익성 악화 사유. 금융자산평가손익, 외환이익 등 영업외손익 45억원 감소와 유럽 이연법인세 부채 인식에 따른 일회성 법인세 증가(237억원)로 당기순이익 부진
- Key Takeaways: 2026년 매출 성장과 수익성 개선 원년 목표

2026년 매출액 3.3조원(+4%), 영업이익률 높은 한 자리수 목표. 반덤핑/관세 등 생산 현지화 기업 경쟁 우위, 판매 2nd tier 선호 수요 확대하며 시장 대비 선전 가능할 전망.

(유럽) 중국산 PC/LT 반덤핑 조사(25.6) 시작 후 반덤핑 관세 발표(26.4 잠정 29.9%, '26.7 확정 24.4%). 중국 생산분 수출 재배치(유럽 내 중국산 판매 비중 15% → 4%, 제 3국 전환), 6월 5% 평가 인상, 고부가 비중 확대 등 대응 계획. (미국) 소비 위축과 저가 유통 재고 확산 등 실적 부진하나 유통망 파트너십 확대로 다변화, 다운스트림 고도화, 경쟁력 강화 노력 계획

주거전망 및 Valuation

- 중동 이슈로 상승한 유가가 주요 타이어 원부자재의 가격 상승 야기, 투입원가(2Q26말~3Q26 이후), 운송비(계약별 6개월 이후) 손익 부정적. 원재료비 중 50%는 유가 연동(Goodyear 기준), Spot 가격과 투입원가 간 시차는 2~3개월. 공급망 현지화 기반 지정학적 불확실성 우회와 2nd tier 시장 선호 속 가격 인상(전가) 이어지며 질적 양적 성장이 지지 되는지 여부가 관전 포인트

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	2,848	172	126	407	1,285	23.0	4.7	0.3	4.9	7.1	2.2
2025	3,190	170	151	469	1,531	19.1	4.9	0.4	4.4	7.7	2.7
2026F	3,547	190	129	443	1,309	-14.5	4.9	0.3	4.4	6.1	3.2
2027F	3,657	215	136	468	1,380	5.5	4.7	0.3	3.8	6.1	3.4
2028F	3,737	239	149	488	1,509	9.4	4.3	0.3	3.3	6.3	3.4

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 넥센타이어 2Q26 Review: 영업이익은 343억원 기록해 컨센서스 28.0% 하회

(십억 원, %, %p)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	2Q26P	2Q25	1Q26	% yoy	% qoq	당사추정치	Diff (%)	Consensus	Diff (%)
매출액	891.3	804.7	838.3	10.8	6.3	876.8	1.6	867.1	2.8
영업이익	34.3	42.6	54.2	(19.5)	(36.7)	72.8	(52.9)	47.7	(28.0)
세전이익	27.8	27.8	79.7	(0.1)	(65.1)	68.7	(59.5)	49.3	(43.6)
지배순이익	0.2	19.2	62.0	(98.9)	(99.7)	47.6	(99.5)	35.1	(99.4)
영업이익률(%)	3.9	5.3	6.5	(1.4)	(2.6)	8.3	(4.5)	5.5	(1.6)
세전이익률(%)	3.1	3.5	9.5	(0.3)	(6.4)	7.8	(4.7)	5.7	(2.6)
지배순이익률(%)	0.0	2.4	7.4	(2.4)	(7.4)	5.4	(5.4)	4.0	(4.0)

자료: 넥센타이어, FnGuide, 현대차증권

주: K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 넥센타이어 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억 원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	3,547	3,657	3,390	3,450	4.6%	6.0%
영업이익	190	215	248	224	-23.7%	-3.8%
세전이익	199	193	260	200	-23.4%	-3.7%
당기순이익	129	136	183	142	-29.4%	-3.7%

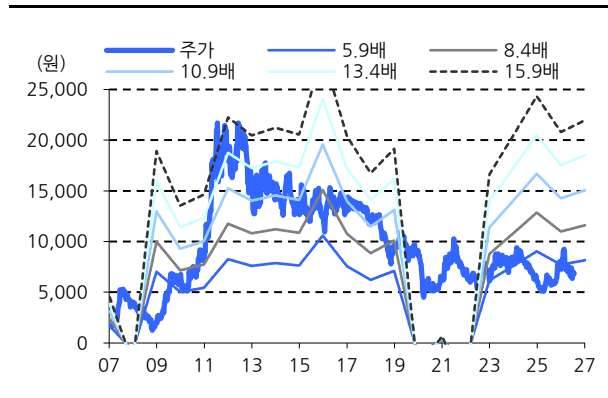
자료: 넥센타이어, 현대차증권

〈표3〉 목표주가 산정

	내용	비고
목표 P/E(배)	6.7	①, 한국타이어애펜테크놀로지과 동일한 원가 하락 국면인(2022년~2023년) P/E 밴드(5.1~8.1배) 평균
적용 EPS(원)	1,307	②, 12개월 선행 예상 EPS, 현대차증권 추정치
목표 주가(원)	9,000	① X ②
전일 종가(원)	6,460	기준 주가 (2026.07.29)
Upside Potential (%)	39.3%	
투자의견	BUY	

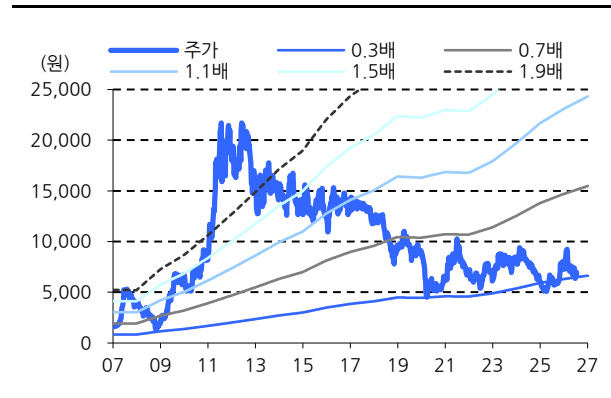
자료: 넥센타이어, 현대차증권

〈그림1〉 P/E 밴드



자료: 넥센타이어, 현대차증권

〈그림2〉 P/B 밴드



자료: 넥센타이어, 현대차증권

〈표4〉 넥센타이어 분기별 실적 전망

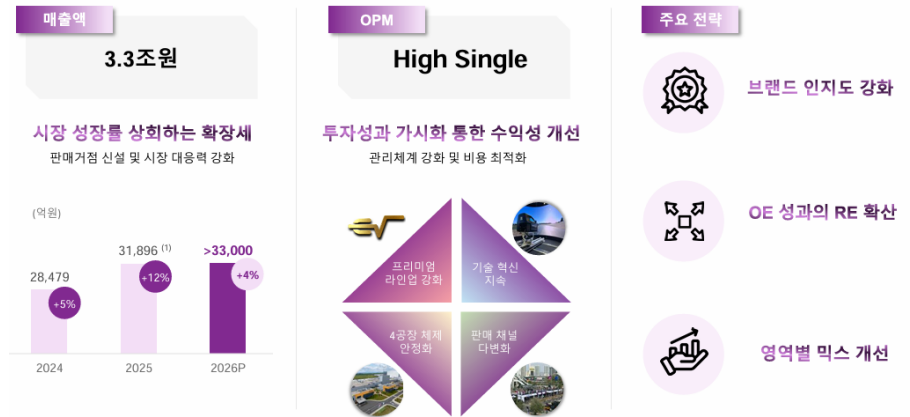
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	771.2	804.7	780.7	833.1	838.3	891.3	915.7	901.9	3,189.6	3,547.2	3,656.8
영업이익	40.7	42.6	46.5	40.5	54.2	34.3	52.1	48.9	170.3	189.5	215.5
세전이익	47.5	27.8	70.6	52.3	79.7	27.8	47.8	44.2	198.2	199.5	192.9
지배순이익	39.8	19.2	54.7	37.2	62.0	0.2	33.3	33.6	150.8	129.1	136.1
영업이익률	5.3	5.3	6.0	4.9	6.5	3.9	5.7	5.4	5.3	5.3	5.9
세전이익률	6.2	3.5	9.0	6.3	9.5	3.1	5.2	4.9	6.2	5.6	5.3
순이익률	5.2	2.4	7.0	4.5	7.4	0.0	3.6	3.7	4.7	3.6	3.7
% yoy											
매출액	13.7	5.4	10.2	19.4	8.7	10.8	17.3	8.3	12.0	11.2	3.1
영업이익	(2.0)	(32.2)	(11.1)	161.7	33.1	(19.5)	12.1	20.8	(1.1)	11.3	13.7
세전이익	(2.9)	(58.2)	흑전	(7.6)	67.8	(0.1)	(32.3)	(15.5)	16.8	0.6	(3.3)
지배순이익	(2.5)	(56.7)	흑전	(22.6)	55.9	(98.9)	(39.2)	(9.5)	19.4	(14.4)	5.4
% qoq											
매출액	10.6	4.3	(3.0)	6.7	0.6	6.3	2.7	(1.5)	-	-	-
영업이익	163.3	4.7	9.0	(13.0)	34.0	(36.7)	51.7	(6.2)	-	-	-
세전이익	(16.0)	(41.4)	153.5	(25.9)	52.4	(65.1)	71.8	(7.5)	-	-	-
지배순이익	(17.2)	(51.8)	185.9	(32.1)	66.8	(99.7)	15,307.3	1.1	-	-	-

자료: 넥센타이어, 현대차증권

〈그림3〉 넥센타이어의 2026년 재무 가이드스

- 2025년, 통상 관련 변동성 확대에 따라 예상되는 주요 변수에 대한 선제적 대응방안 수립 및 본업 경쟁력 강화에 집중
- 이를 바탕으로 한 성과 창출 및 실적 개선을 반영하여 2026년 가이드스 설정



자료: 넥센타이어, 현대차증권

〈그림4〉 넥센타이어의 글로벌 생산능력

- Passenger Car/Light Truck 타이어 전문 생산, 체코2공장 증설 및 AI/ML 기반 기존 공장의 생산성 향상
- 글로벌 4개 공장 및 48만톤 생산체제 운영 최적화

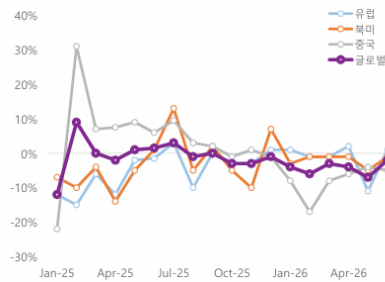


자료: 넥센타이어, 현대차증권

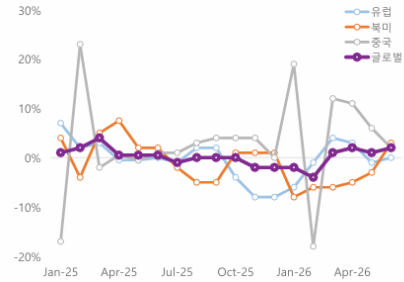
〈그림5〉 넥센타이어의 타이어 시장 전망

- (OE) 글로벌 신차 판매 축소로 역성장 지속. 북미 내 평균 차량 역대 최고치 기록하며 성장 둔화, 유럽 내 EV 판매량 확대로 소폭 회복
- (RE) 글로벌 교체용 시장 1분기 대비 소폭 회복세. 유럽 반덤핑 최종 관세율 발표를 앞두고 시장 재고 감소하며 변동성 축소
- 연초 대비 시장 수요 안정화 추세. 유럽·중국 중심의 회복세가 확인되는 가운데, 지역별 수요 편차 지속

OE 성장률 (YoY, 수량)



RE 성장률 (YoY, 수량)



자료: 넥센타이어, 현대차증권

〈그림6〉 넥센타이어의 원자재 시장 전망

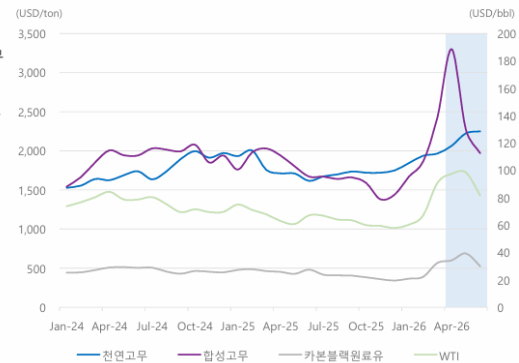
- 2분기 중 중동 지정학적 리스크 확대에 유가 급등하며 고무 가격 전반 변동성 확대
- 유가 하락에도 불구하고, 중동발 지정학적 리스크 재확대로 인한 원자재 가격 상승 재개 요인으로 작용 가능성

천연고무

- 원터링 시즌 종료 후 생산 재개에도 불구하고, 합성고무 가격 상승에 따른 대체 수요 유입으로 가격 상승
- 중국 등 일부 지역의 선제 구매와 태국·인도네시아 기후 영향으로 인해 하반기 가격 변동 우려 지속

합성고무

- 지정학적 리스크 확대에 따른 유가 및 기초 원료 가격 상승으로 가격 변동성 확대
- 4월 이후 수요 둔화와 재고 증가로 하락했으나, 중동 지역 긴장 고조로 하반기 추가 상승 가능성 상존



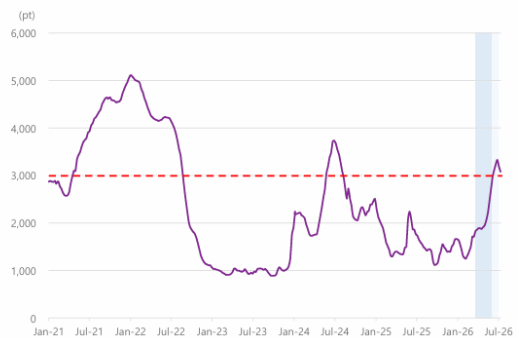
자료: 넥센타이어, 현대차증권

〈그림7〉 넥센타이어의 해상 운임 전망

- SCFI, 홍해 사태에 따른 운임 급등 이후 약 25개월 만에 3,000pt 상회
- 중동발 지정학적 리스크 재확대로 인한 하반기 운임 변동성 지속 확대 전망

상하이컨테이너운임지수 (SCFI)

- 지정학적 리스크 및 유가 상승으로 인한 전 항로 운임 강세 지속
- 아마존 프라이데이 및 하반기 관세 변동 전 조기 선적 수요 확대
- 중장기적으로 컨테이너선 공급 과잉 기조는 지속 될 전망이나, 중동 지역 긴장 재고조로 인한 하반기 운임 안정화 지연 우려



자료: 넥센타이어, 현대차증권

주요질의 응답

1. (판가&스프레드) 2H26 판가 및 원재료 스프레드 전망

- 2Q26 기준 천연고무와 합성고무 시장가격은 YoY 약 20% 이상 상승
- 해상 운임은 장기 계약 기반에서도 운임과 유가 상승에 따라 추가 운임이 부과되는 구조
- 미국과 이란 휴전 협상 이후 원재료와 운임 상승폭은 축소되었으나
- 7월 이후 중동 리스크 재확대로 비용 변동성이 다시 확대
- 2Q26 말부터 투입단가 YoY 소폭 상승하기 시작
- 1H26 상승한 구매단가는 3Q26에 반영될 예정
- 유럽 지역 5% 판가 인상, 전 지역 고인치 판매 확대, 지역별 신제품 출시 등
- 제품 믹스 개선을 통해 간접적인 ASP 상승 효과로 일부 만회 가능
- 지정학적 리스크 완화될 경우 유가 및 원재료 단가 안정화 기대

2. (원재료) 2H26 재료비 전망

- 3Q26 제조단가는 2Q26 대비 약 5% 상승할 것으로 내부적으로 판단
- 중장기적으로 지정학적 리스크가 완화될 경우
- 천연고무 가격은 약보합세로 전환되고 합성고무는 공급 과잉이 점차 나타날 것으로 기대
- 4Q26부터는 원재료 가격 상승폭이 축소되고 재료비도 하락세로 전환될 것으로 전망

3. (관세) 반덤핑 관세 영향

- EU 중국산 반덤핑관세 영향은 연간 기준 약 180억원 수준으로 예상
- '26년 반영 영향은 약 60억원 수준으로 예상

4. (영업외손익) 영업외비용 구체적인 설명

- 금융자산 평가손실은 약 30억원 발생
- 외화환산손실은 약 15억원 발생
- 영업외손익에서는 총 약 45억원 수준의 비용이 발생

5. (일회성비용) 일회성비용 구체적인 설명

- 미국 반덤핑관세 관련 일회성 비용은 약 140억원
- 대상 기간은 '23년 7월부터 '24년 6월까지
- 해당 금액을 '26년 6월 일시에 비용으로 반영

6. (중국공장) 생산능력 감소 및 향후 운영 계획

- 생산능력은 일평균 생산량과 생산 가능 일수를 곱해 산출
- 중국공장 물량 일부를 양산공장과 창녕공장으로 이전하면서 일평균 생산량이 감소
- 이에 따라 생산능력이 감소한 것처럼 표시된 것
- 회사는 유럽향 중국 생산물량 축소와 함께 중국공장의 역할을 재조정 중
- 중국공장은 중국 내수 판매 확대와 제3국 수출 중심으로 활용도를 높일 계획
- 현대차 중국 전략형 EV '일렉시오' 신차용 타이어 공급 시작
- BYD, 립모터, VGV 등 중국 브랜드와 협력을 확대
- 중국 주요 유통업체 투후와 협업 통해 중국 판매 네트워크 강화
- 일부 국내 OEM의 원가 절감 요구 대응에도 중국공장을 활용할 계획

7. (평가&판매량) 2Q26 평가 및 판매량 변동 흐름

- 연결 기준 매출은 YoY 10.8% 성장
- 판매 물량은 YoY 3.3% 증가
- 환율 효과는 약 8%
- 평가는 약 -0.6%

8. (평가) 평가 인상에 따른 실질적인 ASP 영향

- 6월 유럽에서 5% 단가 인상
- 실제 ASP에 미치는 영향은 약 2~3%

9. (미국 반덤핑관세) 반덤핑 관세 부과 대상 기간 및 관세율

- 미국 반덤핑관세 적용 대상 기간은 '23년 7월부터 '24년 6월
- 예비판정 관세율은 5.57%였으나 최종 판정은 8.02%로 확정
- 최종 판정으로 관세율이 2.45%p 상승
- 이에 따라 약 140억원의 일회성 비용을 6월 일시 반영
- 관세율 상승 배경은 미국 관세청이 한국 내수 유통물량을 인정하지 않았기 때문
- 이번 판정부터는 유통채널 구분 없이 내수 판매 전체를 덤핑마진 산정에 포함

10. (재료비) 3Q26 재료비 비중 수준 전망

- 2Q26 재료비 비중은 33.8%
- 3Q26에는 제조단가가 약 5% 상승할 것으로 예상

11. (RE) RE 성장을 부진 배경

- RE 성장률은 YTD 기준 0% 수준으로 보이나 2Q26 기준으로는 YoY 약 1% 성장
- 유럽 반덤핑관세 최종 발표를 앞두고 시장 재고 감소 영향으로 판단

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,848	3,190	3,547	3,657	3,737
증가율 (%)	5.4	12.0	11.2	3.1	2.2
매출원가	2,055	2,317	2,507	2,568	2,614
매출원가율 (%)	72.2	72.6	70.7	70.2	69.9
매출총이익	793	873	1,040	1,089	1,123
매출이익률 (%)	27.8	27.4	29.3	29.8	30.1
증가율 (%)	7.3	10.1	19.1	4.7	3.1
판매관리비	621	703	850	873	884
판매비율 (%)	21.8	22.0	24.0	23.9	23.7
EBITDA	407	469	443	468	488
EBITDA 이익률 (%)	14.3	14.7	12.5	12.8	13.1
증가율 (%)	6.3	15.2	-5.5	5.6	4.3
영업이익	172	170	190	215	239
영업이익률 (%)	6.0	5.3	5.4	5.9	6.4
증가율 (%)	-8.0	-1.2	11.8	13.2	11.2
영업외손익	-3	28	10	-23	-29
금융수익	167	143	149	124	120
금융비용	183	165	148	147	149
기타영업외손익	13	50	9	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	170	198	199	193	210
세전계속사업이익률	6.0	6.2	5.6	5.3	5.6
증가율 (%)	13.3	16.5	0.5	-3.0	8.8
법인세비용	43	47	70	57	61
계속사업이익	127	151	129	136	149
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	127	151	129	136	149
당기순이익률 (%)	4.5	4.7	3.6	3.7	4.0
증가율 (%)	23.3	18.9	-14.6	5.4	9.6
지배주주지분 순이익	126	151	129	136	149
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	52	50	42	0	0
총포괄이익	179	201	171	136	149

(단위:십억원)					
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	259	351	234	304	333
당기순이익	127	151	129	136	149
유형자산 상각비	226	291	242	240	237
무형자산 상각비	10	8	11	12	12
외환손익	-25	-28	-60	-54	-53
운전자본의 감소(증가)	-173	-77	-105	-30	-12
기타	94	6	17	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-176	-156	-153	-136	-138
투자자산의 감소(증가)	79	1	21	16	16
유형자산의 감소	2	2	9	11	11
유형자산의 증가(CAPEX)	-205	-223	-183	-203	-203
기타	-52	64	0	40	38
재무활동으로인한현금흐름	-190	-166	-79	63	55
차입금의 증가(감소)	-140	174	23	52	43
사채의증가(감소)	204	-62	47	49	27
자본의 증가	0	0	6	0	0
배당금	-12	-13	-21	-22	-24
기타	-242	-265	-134	-16	9
기타현금흐름	6	-7	4	0	0
현금의증가(감소)	-100	22	6	231	250
기초현금	238	137	160	166	397
기말현금	137	160	166	397	647

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)					
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,875	1,971	2,226	2,549	2,835
현금성자산	137	160	166	397	647
단기투자자산	31	57	68	69	69
매출채권	519	662	769	810	826
채고자산	894	866	939	989	1,008
기타유동자산	175	141	167	168	169
비유동자산	2,699	2,738	2,716	2,654	2,596
유형자산	2,423	2,431	2,408	2,359	2,315
무형자산	18	50	51	53	55
투자자산	61	62	42	26	11
기타비유동자산	197	195	215	216	215
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	4,574	4,710	4,942	5,203	5,430
유동부채	1,454	1,252	1,247	1,271	1,295
단기차입금	517	225	160	160	160
매입채무	164	119	158	167	170
유동성장기부채	222	337	309	292	301
기타유동부채	551	571	620	652	664
비유동부채	1,249	1,403	1,504	1,627	1,704
사채	349	336	383	433	460
장기차입금	521	696	718	771	813
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	379	371	403	423	431
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,703	2,655	2,750	2,897	2,999
지배주주지분	1,863	2,049	2,187	2,301	2,425
자본금	54	54	54	54	54
자본잉여금	67	67	73	73	73
자본조정 등	-3	-3	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	138	185	226	226	226
이익잉여금	1,606	1,747	1,834	1,948	2,073
비지배주주지분	9	5	5	5	6
자본총계	1,872	2,054	2,192	2,306	2,431

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	1,288	1,534	1,310	1,383	1,512
EPS(지배순이익 기준)	1,285	1,531	1,309	1,380	1,509
BPS(자본총계 기준)	17,967	19,723	21,040	22,136	23,340
BPS(지배지분 기준)	17,877	19,678	20,992	22,086	23,287
DPS	130	200	215	230	230
P/E(당기순이익 기준)	4.7	4.9	4.9	4.7	4.3
P/E(지배순이익 기준)	4.7	4.9	4.9	4.7	4.3
P/B(자본총계 기준)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
P/B(지배지분 기준)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(Reported)	4.9	4.4	4.4	3.8	3.3
배당수익률	2.2	2.7	3.2	3.4	3.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	23.0	19.1	-14.6	5.6	9.4
EPS(지배순이익 기준)	23.0	19.1	-14.5	5.5	9.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	7.1	7.7	6.1	6.1	6.3
ROE(지배순이익 기준)	7.1	7.7	6.1	6.1	6.3
ROA	2.9	3.3	2.7	2.7	2.8
안정성 (%)					
부채비율	144.4	129.2	125.5	125.7	123.4
순차입금비용	74.3	63.6	56.5	47.3	37.8
이자보상배율	1.8	2.1	2.8	3.2	3.3

LG생활건강 (051900)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

2Q26 Review: 나아지고 있다

M.PERFORM TP 280,000원

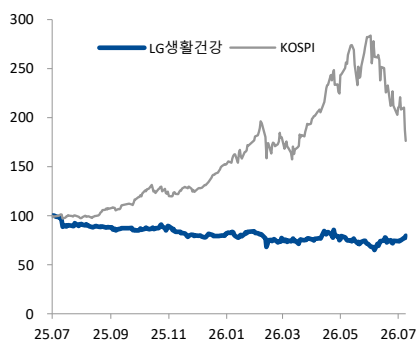
현재주가 (7/29)	263,000원
상승여력	6.5%
시가총액	3,939십억원
발행주식수	14,976천주
자본금/액면가	89십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	323,500원/215,000원
일평균 거래대금 (60일)	18십억원
외국인 지분율	29.58%
주요주주 지분율	
LG 외 1인	35.50%

추가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	11.4	3.3	-1.3
상대주가(%p)	65.2	22.1	-9.0

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	12,616	13,525	250,000
After	14,826	15,998	280,000
Consensus	11,296	14,078	268,000
Cons. 차이	31.3%	13.6%	4.5%

최근 12개월 추가수익률



자료: Fnguide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

-2Q26 LG생활건강 연결 기준 매출액은 1조 6,574억원(+3.3%yoy), 영업이익 1,028억원(+87.6%yoy, OPM 6.2%)을 기록하며 시장 기대치를 상회. 북미 매출이 +47.3%yoy 성장한 가운데, 흑자 기조 이어졌으며, 관세 환급(총 150억원, Beauty 120억, HDB 30억원)도 실적 개선에 기여

주요이슈 및 실적전망

- **1) 화장품:** 매출 +3.9%yoy, 영업이익 흑전. 국내는 면세 물량 조절 및 오프라인 매장 효율화 영향이 지속됐으나, 온라인/H&B 채널은 견조한 성장. 중국 법인은 라이브 커머스 비중 축소 및 신제품 출시 영향으로 적자 지속. 반면, 북미 법인 성장 가속화되며 분기 기준 처음으로 중국 법인 매출액을 상회. 또한, 관세 환급 효과 제외하더라도 흑자 시현한 점 고무적인 성과. 미국 법인 내 LG 브랜드 매출 비중도 닥터그루트를 중심으로 50%를 넘어섰으며, 코스트코/세포라 등 온/오프라인 채널 고른 성장 이어가는 중. 하반기는 북미 기저 부담 있으나, 마케팅 확대 및 채널 입점 확대하며 성장세 이어질 것으로 전망

- **2) 생활용품:** 매출 +5.5%yoy, 영업이익 +23.2%yoy. 전통 채널 약세에도 히어로 브랜드 성장 및 프리미엄 브랜드 믹스 확대되며 수익성 개선

- **3) 음료:** 매출 +0.5%yoy, 영업이익 -15.1%yoy. 음료 부문 전반적인 소비 약세 지속되는 가운데, 월드컵 시즌 프로모션 강화로 매출은 소폭 신장. 다만, 중동 지정학적 영향으로 인한 원가 부담 확대되며 수익성 둔화

주가전망 및 Valuation

-LG생활건강, 투자의견 M.Perform 유지. 목표주가는 기존 250,000원에서 280,000원으로 상향 조정. 목표주가는 12M Fwd EPS 15,607원(기존 13,070원)에 Target P/E 18배(글로벌 브랜드 Peer 12M Fwd 평균 P/E에 20% 할인, 직전 동일 P/E 19배 적용)를 적용하여 산정. 북미 닥터그루트 중심의 이익 기여 지속 확대되고 있다는 점 긍정적이나, 하반기 지정학적 리스크에 따른 원가 부담과 글로벌 마케팅 투자 확대, 중국 사업 효율화 영향 지속으로, 향후 안정적인 실적의 지속 여부 확인 필요하다는 판단

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	6,812	459	189	715	11,633	34.3	26.2	1.0	6.2	3.4	1.1
2025	6,355	171	-100	411	-6,736	적전	NA	0.8	8.0	-1.8	0.8
2026F	6,376	370	229	599	14,826	흑전	17.7	0.8	4.8	4.1	1.0
2027F	6,528	393	245	620	15,998	7.9	16.4	0.8	4.4	4.2	1.2
2028F	6,634	409	252	632	16,442	2.8	16.0	0.7	3.9	4.2	1.3

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 LG생활건강 목표 주가 산정

	내용	비고
12M Forward EPS(원)	15,607	- 12M Fwd EPS
Target P/E(배)	18	- 글로벌 Peer 12M Fwd 평균 P/E에 20% 할인
적정 주가(원)	280,933	
목표주가(원)	280,000	- Target P/E * 12M Fwd EPS
전일 종가(원)	263,000	- 2026.07.29 종가
상승여력(%)	6.5	

자료: LG생활건강, 현대차증권

〈표2〉 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	1,698	1,605	1,580	1,473	1,577	1,657	1,625	1,517	6,812	6,355	6,376
YoY(%)	-2%	-9%	-8%	-9%	-7%	3%	3%	3%	0%	-7%	0%
1. 화장품	879	788	663	761	771	818	692	784	2,823	3,091	3,066
YoY(%)	20%	5%	3%	9%	-12%	4%	4%	3%	0%	10%	-1%
2. 생활용품	402	358	404	327	398	378	416	341	2,165	1,491	1,533
YoY(%)	-28%	-33%	-29%	-34%	-1%	5%	3%	4%	-1%	-31%	3%
3. 음료	417	459	514	384	408	461	517	392	1,824	1,774	1,778
YoY(%)	-4%	-4%	3%	-7%	-2%	1%	1%	2%	1%	-3%	0%
영업이익	142	55	46	-73	108	103	106	54	459	171	370
OPM(%)	8%	3%	3%	-5%	6.8%	6%	7%	4%	7%	3%	6%
YoY(%)	-6%	-65%	-56%	적전	-24%	88%	129%	흑전	-6%	-63%	117%
1. 화장품	68	-6	-49	-78	39	44	17	24	169	-65	124
OPM(%)	8%	-1%	-7%	-10%	5%	5%	3%	3%	6%	-2%	4%
YoY(%)	2%	적전	적전	적전	-43%	흑전	흑전	흑전	15%	적전	적지
2. 생활용품	28	18	32	16	25	22	31	17	123	93	96
OPM(%)	7%	5%	8%	5%	6%	6%	8%	5%	6%	6%	6%
YoY(%)	-15%	-41%	-19%	-21%	-8%	23%	-2%	7%	-2%	-24%	3%
3. 음료	47	43	63	-10	44	36	57	14	168	143	150
OPM(%)	11%	9%	12%	-3%	11%	8%	11%	4%	9%	8%	8%
YoY(%)	-10%	-18%	18%	적전	-7%	-15%	-10%	흑전	-22%	-15%	6%
세전이익	142	47	33	-285	116	99	98	5	317	-63	318
세전이익(%)	8%	3%	2%	-19%	7%	6%	6%	0%	5%	-1%	5%
YoY(%)	-4%	-68%	-69%	적지	-19%	109%	202%	흑전	15%	적전	흑전
지배주주순이익	98	35	18	-252	84	74	67	4	189	-100	229
순이익(%)	6%	2%	1%	-17%	5%	4%	4%	0%	3%	-2%	4%
%YoY	-8%	-65%	-73%	적지	-14%	110%	269%	흑전	32%	적전	흑전

자료: LG생활건강, 현대차증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	6,812	6,355	6,376	6,528	6,634
증가율 (%)	0.1	-6.7	0.3	2.4	1.6
매출원가	3,251	3,211	3,148	3,213	3,260
매출원가율 (%)	47.7	50.5	49.4	49.2	49.1
매출총이익	3,561	3,145	3,228	3,315	3,374
매출이익률 (%)	52.3	49.5	50.6	50.8	50.9
증가율 (%)	-1.8	-11.7	2.6	2.7	1.8
판매관리비	3,102	2,974	2,858	2,923	2,965
판매비율 (%)	45.5	46.8	44.8	44.8	44.7
EBITDA	715	411	599	620	632
EBITDA 이익률 (%)	10.5	6.5	9.4	9.5	9.5
증가율 (%)	-5.5	-42.5	45.7	3.5	1.9
영업이익	459	171	370	393	409
영업이익률 (%)	6.7	2.7	5.8	6.0	6.2
증가율 (%)	-5.7	-62.7	116.4	6.2	4.1
영업외손익	-148	-238	-57	-64	-70
금융수익	62	35	70	79	81
금융비용	21	39	34	35	37
기타영업외손익	-189	-234	-93	-108	-114
종속/관계기업관련손익	6	4	5	6	6
세전계속사업이익	317	-63	318	334	344
세전계속사업이익률	4.7	-1.0	5.0	5.1	5.2
증가율 (%)	14.9	적전	흑전	5.0	3.0
법인세비용	113	22	77	77	79
계속사업이익	204	-86	241	258	265
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	204	-86	241	258	265
당기순이익률 (%)	3.0	-1.4	3.8	4.0	4.0
증가율 (%)	24.4	적전	흑전	7.1	2.7
지배주주지분 순이익	189	-100	229	245	252
비지배주주지분 순이익	15	14	12	13	13
기타포괄이익	47	29	49	0	0
총포괄이익	251	-57	290	258	265

(단위:십억원)					
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	528	446	455	407	482
당기순이익	204	-86	241	258	265
유형자산 상각비	221	201	188	188	186
무형자산 상각비	34	39	41	39	38
외환손익	10	0	-3	0	0
운전자본의 감소(증가)	-114	123	-48	-74	-6
기타	173	169	36	-4	-1
투자활동으로인한현금흐름	-152	-171	-183	-169	-173
투자자산의 감소(증가)	55	21	-2	-1	-1
유형자산의 감소	2	5	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-131	-79	-172	-170	-170
기타	-78	-118	-9	2	-2
재무활동으로인한현금흐름	-53	-443	-54	-40	-48
차입금의 증가(감소)	-135	-37	1	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-60	-98	-42	-42	-49
기타	142	-308	-13	2	1
기타현금흐름	21	1	17	0	0
현금의증가(감소)	343	-167	236	197	261
기초현금	910	1,253	1,086	1,322	1,519
기말현금	1,253	1,086	1,322	1,519	1,780

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)					
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,856	2,635	2,917	3,146	3,433
현금성자산	1,253	1,086	1,322	1,519	1,780
단기투자자산	18	104	107	109	111
매출채권	576	488	502	512	520
채고자산	922	832	857	875	888
기타유동자산	85	110	113	115	117
비유동자산	4,550	4,234	4,214	4,158	4,106
유형자산	2,226	2,063	2,052	2,034	2,019
무형자산	1,964	1,799	1,794	1,754	1,717
투자자산	89	72	75	77	78
기타비유동자산	271	300	293	293	292
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	7,406	6,869	7,131	7,304	7,538
유동부채	1,296	945	965	915	929
단기차입금	241	56	67	67	67
매입채무	231	203	223	228	231
유동성장기부채	2	0	0	0	0
기타유동부채	822	686	675	620	631
비유동부채	424	354	365	372	378
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	49	12	12	12	12
기타비유동부채	375	342	353	360	366
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,720	1,299	1,330	1,287	1,307
지배주주지분	5,566	5,449	5,678	5,881	6,084
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
자본조정 등	-298	-244	-244	-244	-244
기타포괄이익누계액	-18	-33	16	16	16
이익잉여금	5,696	5,540	5,720	5,923	6,125
비지배주주지분	120	121	123	135	148
자본총계	5,686	5,570	5,801	6,016	6,232

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	12,578	-5,812	15,630	16,841	17,308
EPS(지배순이익 기준)	11,633	-6,736	14,826	15,998	16,442
BPS(자본총계 기준)	320,914	320,093	339,796	352,422	365,029
BPS(지배지분 기준)	314,161	313,149	332,616	344,503	356,350
DPS	3,500	2,000	2,500	3,000	3,200
P/E(당기순이익 기준)	24.2	NA	16.8	15.6	15.2
P/E(지배순이익 기준)	26.2	NA	17.7	16.4	16.0
P/B(자본총계 기준)	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
P/B(지배지분 기준)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(Reported)	6.2	8.0	4.8	4.4	3.9
배당수익률	1.1	0.8	1.0	1.2	1.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	25.9	적전	흑전	7.7	2.8
EPS(지배순이익 기준)	34.3	적전	흑전	7.9	2.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	3.6	-1.5	4.2	4.4	4.3
ROE(지배순이익 기준)	3.4	-1.8	4.1	4.2	4.2
ROA	2.8	-1.2	3.4	3.6	3.6
안정성 (%)					
부채비율	30.2	23.3	22.9	21.4	21.0
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	26.6	8.1	51.6	53.5	55.1

GS건설 (006360)

Analyst 신동현 dhshin@hmsec.com

중요한 건 이번이 아닌 27년, 28년 실적

BUY

TP 31,000원

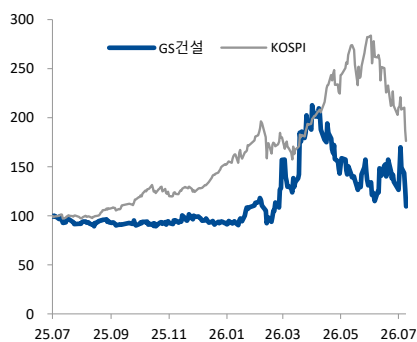
현재주가 (7/29)	22,200원
상승여력	39.6%
시가총액	1,900십억원
발행주식수	85,581천주
자본금/액면가	428십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	43,100원/18,070원
일평균 거래대금 (60일)	63십억원
외국인 지분율	19.45%
주요주주 지분율	
허창수외 14인	23.02%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-12.1	-46.8	16.0
상대주가(%p)	30.3	-37.1	7.0

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	2,020	4,537	47,000
After	1,421	4,181	31,000
Consensus	2,503	4,434	44,368
Cons. 차이	-43.2%	-5.7%	-30.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 2Q26 연결 매출액 2조 7,799억원(-13.0% yoy, +15.8% qoq), 영업이익 913억원(-43.6% yoy, +24.4% qoq, OPM 3.3%)으로 컨센서스 하회
- 건축/주택 및 인프라부문에서 일회성 이익이 인식되었지만 플랜트부문에서의 비용 반영, 그리고 추가 대손 설정에 따른 판관비 상승으로 영업이익은 기대치를 하회함

주요이슈 및 실적전망

- 건축/주택부문 매출액은 예상대로 전년동기대비 큰 폭으로 감소함(-28.5% yoy). 그러나 일부 현장의 실행예산 반영과 준공정산이익을 바탕으로 GPM은 17.6%(+5.2%p qoq)의 높은 수준을 달성. 일회성 이익을 제거해도 약 12.5%로 양호한 Mix 개선을 보여주고 있음을 확인함
- 그 외에 해외 인프라 현장(베트남 호치민 지상철) 도급증액도 일부 반영되었지만 플랜트부문 O&M 현장 2곳에서의 기대손실 선반영으로 비용 약 500억원을 인식
- 추가 손실 반영이 없다고 가정할 경우 주요 현장(사우디 Fadhili, LG화학 SAF, 동북아 LNG) 원가율은 양호하기에 수익성은 단기간 내에 정상화될 것이라 전망함
- 동사가 주도할 (주)GS의 동해DC 사업은 정상적으로 진행 중이며 빠르면 4Q26 중 착공 예상. 현재 동사의 Capa가 모든 PJT를 수행하기에 충분하다고 언급한만큼 총 2.4GW 규모 중 50% 수주를 Base로 가정하는 것은 무리가 되지 않는다고 판단함. 향후 착공 일정이 구체화됨에 따라 실적 추정치에 반영할 예정

BUY(유지) / TP 31,000 원(하향) = 12m Fwd. BPS 58,850 원 * Target P/B 0.52x

- Target P/B는 기존 0.80x(해외수주 급증하던 14년 밴드 상단)에서 0.52x(비주택 수주잔고 저점 기록 후 반등하던 19년 밴드 하단)로 하향함. 이에 따라 목표주가를 47,000원 → 31,000원으로 약 34% 하향하나, 동해DC 착공이 확인됨에 따라 기대 이익의 추정치 반영 및 멀티플 상향 여지가 열려 있음. 투자의견 BUY 및 업종 내 최선호주 의견 유지

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	12,864	286	246	495	2,869	흑전	6.0	0.3	10.5	5.6	1.7
2025	12,450	438	94	675	1,093	-61.9	18.0	0.4	7.6	2.0	2.5
2026F	11,107	432	122	686	1,421	30.1	15.6	0.4	8.4	2.5	2.4
2027F	12,344	652	358	909	4,181	194.2	5.3	0.4	5.9	7.0	4.1
2028F	12,810	761	447	1,016	5,221	24.9	4.3	0.3	4.8	8.3	5.1

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 GS건설 2Q26 실적

(단위: 십억원)	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	2Q25	1Q26	2Q26P	(YoY)	(QoQ)	2Q26P	Diff.	2Q26P	Diff.
매출액	3,196	2,401	2,780	-13.0%	15.8%	2,783	-0.1%	2,739	1.5%
영업이익	162	73	91	-43.6%	24.4%	111	-17.7%	119	-23.3%
세전이익	-116	64	47	흑전	-26.8%	64	-26.6%	91	-48.7%
당기순이익	-87	11	14	흑전	30.5%	48	-70.0%	65	-78.0%

자료: FnGuide, 현대차증권

〈표2〉 GS건설 연간 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)	변경 후		변경 전		변화율	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	11,107	12,344	11,124	12,463	-0.1%	-1.0%
영업이익	432	652	448	655	-3.6%	-0.4%
세전이익	287	530	301	534	-4.8%	-0.7%
당기순이익	157	398	189	400	-16.7%	-0.7%

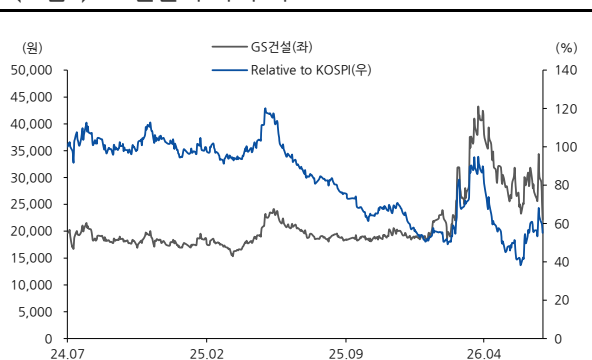
자료: 현대차증권

〈표3〉 GS건설 목표주가 산정

항목	내용	비고
Target BPS (원)	58,850	- 12m Fwd. BPS
Target P/B (배)	0.52	- 19년 P/B 밴드 하단
적정주가 (원)	30,602	- Target BPS * Target P/B
목표주가 (원)	31,000	
전일종가 (원)	22,200	- 2026.07.29 종가
상승여력 (%)	39.6	
투자 의견	BUY	

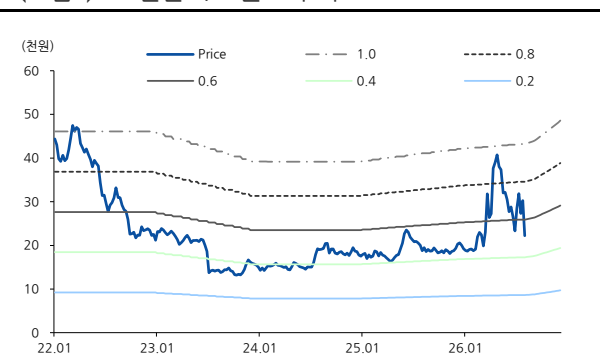
자료: 현대차증권

〈그림1〉 GS건설 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림2〉 GS건설 P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈표4〉 GS건설 데이터센터 파이프라인

PJT	규모(MW)	현황	준공시기	비고
고양 DC	20	공사중	26년	시공: GS 건설
파주 DC	50+ (최대 200)	공사중	27~28년	시공: 자이 C&A
세종 DC	88	공사중	29년	시공: 자이 C&A
부산 DC	40	계획	28년	시공: GS 건설
일산 DC	80	계획	29년	시공: GS 건설
서울 DC	10	계획	28년	시공: 자이 C&A
동해 DC	2,400	계획	미정	시공: 미정

자료: GS건설, 현대차증권

〈표5〉 GS건설 데이터센터 매출액 및 영업이익 추정(26년 7월 말 현재 계획단계에 있는 프로젝트 기반으로 추정)

Bear Scenario. 동해 DC 제외 시

(단위: 억원)	2027F	2028F
매출액	3,248	7,252
영업이익	293	580
25년 연결 매출액 대비 비중	2.6%	4.3%
25년 연결 영업이익 대비 비중	6.7%	9.8%

Base Scenario. 동해 DC 포함 시(50%, 총 1,200MW 가정)

(단위: 억원)	2027F	2028F
매출액	16,373	42,870
영업이익	1,343	3,430
25년 연결 매출액 대비 비중	13.2%	34.4%
25년 연결 영업이익 대비 비중	30.7%	78.3%

Bull Scenario. 동해 DC 포함 시(100%, 총 2,400MW 가정)

(단위: 억원)	2027F	2028F
매출액	29,498	80,370
영업이익	2,393	6,430
25년 연결 매출액 대비 비중	23.7%	64.6%
25년 연결 영업이익 대비 비중	54.7%	146.9%

자료: 현대차증권 자체 추정

〈표6〉 GS건설 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	3,063	3,196	3,208	2,983	2,401	2,780	2,821	3,106	12,450	11,107	12,344
YoY	-0.3%	-3.1%	3.2%	-11.9%	-21.6%	-13.0%	-12.1%	4.1%	-3.2%	-10.8%	11.1%
> 건축/주택	2,010	2,148	1,845	1,784	1,421	1,537	1,573	1,869	7,787	6,400	7,480
YoY	-15.8%	-15.2%	-17.5%	-24.2%	-29.3%	-28.5%	-14.7%	4.8%	-18.1%	-17.8%	16.9%
> 플랜트	284	341	340	356	254	402	397	400	1,320	1,453	1,535
YoY	425.2%	463.1%	231.6%	70.6%	-10.6%	18.0%	16.9%	12.3%	210.1%	10.0%	5.6%
> 인프라	346	311	381	424	326	397	382	373	1,462	1,479	1,532
YoY	30.8%	20.7%	21.8%	33.0%	-5.5%	27.4%	0.3%	-11.9%	26.7%	12%	3.6%
> 신사업	395	371	619	395	371	421	438	434	1,779	1,664	1,677
YoY	37.3%	6.0%	71.3%	0.3%	-6.0%	13.4%	-29.1%	9.8%	27.8%	-6.5%	0.8%
> 그린(舊ECO)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
YoY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
매출총이익	291	299	389	366	198	406	303	348	1,345	1,255	1,469
YoY	5.7%	8.9%	51.6%	190%	-31.9%	35.7%	-22.1%	-4.9%	20.7%	-6.7%	17.1%
GPM	9.5%	9.3%	12.1%	12.3%	8.3%	14.6%	10.7%	11.2%	10.8%	11.3%	11.9%
> 건축/주택	191	363	218	309	176	270	197	243	1,080	886	1,001
YoY	-9.1%	30.3%	33.4%	35.1%	-7.7%	-25.5%	-9.7%	-21.2%	22.7%	-18.0%	12.9%
GPM	9.5%	16.9%	11.8%	17.3%	12.4%	17.6%	12.5%	13.0%	13.9%	13.8%	13.4%
> 플랜트	7	4	31	52	-61	-28	20	20	93	-50	123
YoY	0.8%	흑전	250.7%	114.7%	적전	적전	-36.5%	-61.3%	666.7%	적전	흑전
GPM	2.4%	1.1%	9.2%	14.5%	-24.2%	-7.0%	5.0%	5.0%	7.1%	-3.4%	8.0%
> 인프라	51	-22	24	38	13	87	19	19	90	138	88
YoY	706.4%	적지	-28.1%	흑전	-75.1%	흑전	-19.1%	-51.0%	흑전	52.3%	-36.0%
GPM	14.8%	-7.2%	6.2%	9.0%	3.9%	22.0%	5.0%	5.0%	6.2%	9.3%	5.8%
> 신사업	37	-42	56	-31	68	82	66	65	20	280	252
YoY	-22.3%	적전	46.9%	적전	83.1%	흑전	18.1%	흑전	-90.9%	1325.8%	-10.3%
GPM	9.4%	-11.4%	9.0%	-7.8%	18.3%	19.4%	15.0%	15.0%	1.1%	16.8%	15.0%
> 그린(舊ECO)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
YoY	흑전	흑전	-	흑전	-	-	-	-	-	-	-
GPM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
영업이익	70	162	148	57	73	91	105	162	438	432	652
YoY	-0.2%	73.5%	81.5%	41.5%	4.4%	-43.7%	-29.0%	184.4%	53.1%	-1.3%	50.9%
OPM	2.3%	5.1%	4.6%	1.9%	3.1%	3.3%	3.7%	5.2%	3.5%	3.9%	5.3%
세전이익	43	-116	165	56	64	47	59	117	147	287	530
YoY	-76.2%	적전	-9.0%	116.2%	49.8%	흑전	-64.2%	108.6%	-66.6%	94.7%	84.8%
세전이익률	1.4%	-3.6%	5.1%	1.9%	2.7%	1.7%	2.1%	3.8%	1.2%	2.6%	4.3%
당기순이익	14	-87	122	45	11	14	44	88	93	157	398
YoY	-90.1%	적전	1.0%	흑전	-22.0%	흑전	-63.7%	96.7%	-64.6%	68.4%	152.7%
당기순이익률	0.4%	-2.7%	3.8%	1.5%	0.4%	0.5%	1.6%	2.8%	0.8%	1.4%	3.2%
수주잔고	63,536	62,428	64,640	70,561	72,131	75,395	75,630	77,828	48,623	56,400	54,199
> 건축/주택	34,427	34,810	37,011	40,668	41,418	44,719	45,145	47,276	30,491	36,828	32,662
> 플랜트	4,740	4,351	4,037	3,894	3,638	3,308	3,636	3,961	498	297	498
> 인프라	6,275	6,170	5,936	5,678	5,668	5,451	5,169	5,145	6,822	6,372	6,582
> 신사업	18,094	17,098	17,658	20,320	21,407	21,918	21,679	21,446	9,602	10,913	12,591
> 그린(舊ECO)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

주: 1Q25부터는 그린(舊 ECO)부문 실적을 플랜트부문과 인프라부문에 각각 나누어 합산 공시함

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)					
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	12,864	12,450	11,107	12,344	12,810
증가율 (%)	-4.3	-3.2	-10.8	11.1	3.8
매출원가	11,750	11,105	9,853	10,874	11,240
매출원가율 (%)	91.3	89.2	88.7	88.1	87.7
매출총이익	1,114	1,345	1,255	1,469	1,570
매출이익률 (%)	8.7	10.8	11.3	11.9	12.3
증가율 (%)	325.2	20.7	-6.7	17.1	6.9
판매관리비	828	907	823	817	809
판매비율 (%)	6.4	7.3	7.4	6.6	6.3
EBITDA	495	675	686	909	1,016
EBITDA 이익률 (%)	3.8	5.4	6.2	7.4	7.9
증가율 (%)	흑전	36.4	1.6	32.5	11.8
영업이익	286	438	432	652	761
영업이익률 (%)	2.2	3.5	3.9	5.3	5.9
증가율 (%)	흑전	53.1	-1.4	50.9	16.7
영업외손익	163	-300	-149	-122	-99
금융수익	396	357	336	325	343
금융비용	617	574	569	447	442
기타영업외손익	384	-83	84	0	0
종속관계기업관련손익	-7	10	3	0	0
세전계속사업이익	442	147	287	530	662
세전계속사업이익률	3.4	1.2	2.6	4.3	5.2
증가율 (%)	흑전	-66.7	95.2	84.7	24.9
법인세비용	178	54	130	133	165
계속사업이익	264	93	157	398	496
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	264	93	157	398	496
당기순이익률 (%)	2.1	0.7	1.4	3.2	3.9
증가율 (%)	흑전	-64.8	68.8	153.5	24.6
지배주주지분 순이익	246	94	122	358	447
비지배주주지분 순이익	18	-0	36	40	50
기타포괄이익	-64	127	112	0	0
총포괄이익	200	220	269	398	496

(단위: 십억원)					
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	268	592	515	689	870
당기순이익	264	93	157	398	496
유형자산 상각비	181	207	219	223	223
무형자산 상각비	28	31	35	34	32
외환손익	-102	84	9	0	0
운전자본의 감소(증가)	-367	-114	229	34	118
기타	264	291	-134	0	1
투자활동으로인한현금흐름	-549	-247	-581	-232	-251
투자자산의 감소(증가)	-530	-227	-189	-9	-28
유형자산의 감소	48	7	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-416	-226	-204	-223	-223
기타	349	199	-188	0	0
재무활동으로인한현금흐름	77	574	-346	-149	-180
차입금의 증가(감소)	-266	1,414	-795	0	0
사채의증가(감소)	-92	87	47	0	0
자본의 증가	-18	-1	0	0	0
배당금	-32	-42	-42	-52	-89
기타	485	-884	444	-97	-91
기타현금흐름	43	15	29	0	0
현금의증가(감소)	-162	933	-383	308	439
기초현금	2,245	2,083	3,016	2,633	2,941
기말현금	2,083	3,016	2,633	2,941	3,380

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)					
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	8,667	9,074	9,273	9,627	10,195
현금성자산	2,083	3,016	2,633	2,941	3,380
단기투자자산	731	669	875	875	875
매출채권	7	62	21	26	28
재고자산	1,280	1,163	1,540	1,581	1,709
기타유동자산	4,566	4,164	4,205	4,205	4,205
비유동자산	9,137	9,386	9,819	9,794	9,790
유형자산	2,639	1,626	1,661	1,661	1,661
무형자산	1,064	1,191	1,216	1,182	1,150
투자자산	3,032	3,260	3,449	3,458	3,487
기타비유동자산	2,402	3,309	3,493	3,493	3,492
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	17,803	18,460	19,092	19,421	19,985
유동부채	9,032	7,832	9,011	8,978	9,085
단기차입금	1,131	991	1,017	917	817
매입채무	1,638	1,290	1,681	1,726	1,865
유동성장기부채	1,997	1,178	1,818	1,818	1,818
기타유동부채	4,266	4,373	4,495	4,517	4,585
비유동부채	3,684	5,104	4,377	4,393	4,443
사채	352	439	486	486	486
장기차입금	2,152	3,461	2,670	2,670	2,670
장기금융부채	110	215	211	211	211
기타비유동부채	1,070	989	1,010	1,026	1,076
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	12,716	12,936	13,388	13,372	13,528
지배주주지분	4,414	4,793	4,928	5,234	5,592
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	924	923	923	923	923
자본조정 등	-98	98	98	98	98
기타포괄이익누계액	-106	2	101	101	101
이익잉여금	3,266	3,342	3,378	3,684	4,041
비지배주주지분	673	731	776	816	865
자본총계	5,087	5,524	5,704	6,050	6,457

(단위: 원, 배, %)					
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	3,084	1,092	1,838	4,645	5,801
EPS(지배순이익 기준)	2,869	1,093	1,421	4,181	5,221
BPS(자본총계 기준)	59,442	64,541	66,649	70,689	75,449
BPS(지배지분 기준)	51,578	56,005	57,584	61,160	65,339
DPS	300	500	610	1,050	1,310
P/E(당기순이익 기준)	5.6	18.0	12.1	4.8	3.8
P/E(지배순이익 기준)	6.0	18.0	15.6	5.3	4.3
P/B(자본총계 기준)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
P/B(지배지분 기준)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA(Reported)	10.5	7.6	8.4	5.9	4.8
배당수익률	1.7	2.5	2.4	4.1	5.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	-64.6	68.4	152.7	24.9
EPS(지배순이익 기준)	흑전	-61.9	30.1	194.2	24.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	5.3	1.8	2.8	6.8	7.9
ROE(지배순이익 기준)	5.6	2.0	2.5	7.0	8.3
ROA	1.5	0.5	0.8	2.1	2.5
안정성 (%)					
부채비율	250.0	234.2	234.7	221.0	209.5
순차입금비율	60.1	49.0	49.2	39.7	28.9
이자보상배율	0.9	1.3	1.3	2.0	2.4

대웅제약 (069620)

Analyst 김현석 heunseok0419@hmsec.com

2Q26 Review: 에볼루스 향 추가 선적 반영

BUY

TP 180,000원

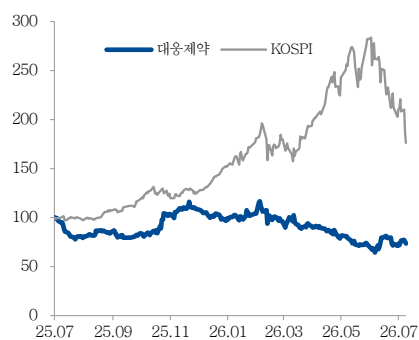
현재주가 (7/29)	122,100원
상승여력	47.4%
시가총액	1,415십억원
발행주식수	11,587천주
자본금/액면가	29십억원/2,500원
52주 최고가/최저가	194,000원/107,300원
일평균 거래대금 (60일)	5십억원
외국인 지분율	14.24%
주요주주 지분율	
대웅외3인	61.16%

추가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	2.5	-18.4	-28.3
상대주가(%p)	52.0	-3.6	-33.9

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	TP
Before	15,063	15,609	200,000
After	12,979	14,962	180,000
Consensus	15,957	17,303	207,273
Cons. 차이	-18.7%	-13.5%	-13.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 2Q26 연결 매출액 4,485억원(YoY +10.6%), 영업이익 681억원(YoY +17.7%, OPM 15.2%)으로 컨센서스를 상회하는 실적 발표
- 컨센서스 상회의 원인은 특신 부문 미국 파트너사 에볼루스에서 관세 적용 전 선제적인 물량 확보를 위한 나보타 추가 선적이 이번 분기에 반영. 3분기에도 추가 선적이 발생할 것으로 파악. 다만, 선제적 물량 확보로 인해 4분기 에볼루스 향 수출 물량은 없을 것으로 파악되며 이러한 영향은 내년 1분기까지 이어질 수 있을 것으로 판단

실적전망 및 주요이슈

- ETC 부문의 경우 2분기 유통 채널 재편에도 불구하고 매출에 미치는 영향 제한적이었으나, 펙스클루의 경우 판매사 종근당의 재고 조정 영향으로 매출이 감소한 것으로 파악. 다만, 향후 추가 적응증 확보를 통한 매출 확대 기대
- 디지털 헬스케어 부문의 핵심인 ThynC는 전분기 대비 매출이 증가한 것으로 파악되나, 병상 가동률이 올라오는 데에 예상보다 시간이 더 소요되는 것으로 파악. 2분기 디지털헬스케어 부문의 전분기 대비 매출 감소는 CGM 프리스타일 리브레의 매출이 일시적 감소한 것에서 기인
- OTC 및 건강기능식품 부문은 견조한 성장 지속. 특히 다이소 채널을 중심으로 한 건강기능식품 매출이 전년동기 대비 49.1% 증가하며 성장을 견인
- 베르시포로신 글로벌 임상 2상과 GLP-1 비만치료제 마이크로니들 패치 제형 국내 임상 1상 모두 연내 임상 종료 및 2027년 1분기 데이터 발표 예정

주가전망 및 Valuation

- 투자의견 BUY 유지 및 목표주가 180,000원으로 소폭 하향(기존 200,000원). 목표주가는 SOTP Valuation을 사용했으며 영업가치는 12MF EBITDA 2,650억원(기존 2026년 예상 EBITDA 2,391억원)에 최근 3년 EV/EBITDA의 평균값인 8.5배(기존 9배)를 Target Multiple로 적용하여 산출
- 2027년 에볼루스 향 나보타 수출의 일부가 2026년에 선반영되는 부분을 고려하여 영업가치 산정 기준을 기존 2026년 예상 EBITDA에서 12개월 선행 EBITDA로 변경

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	1,423	148	25	197	2,135	-79.7	59.2	1.8	11.0	3.2	0.5
2025	1,571	197	196	248	16,904	691.8	10.2	2.0	11.2	21.8	0.3
2026F	1,687	215	150	291	12,979	-23.2	9.4	1.2	7.3	14.0	0.5
2027F	1,755	206	173	284	14,962	15.3	8.2	1.1	6.9	14.1	0.5
2028F	1,940	226	193	301	16,685	11.5	7.3	0.9	5.8	13.8	0.5

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 대웅제약 Valuation Table

(십억원, 배, 주, 원)

구분	내용	비고
영업가치	2,252	
12MF EBITDA	265.0	
Target EV/EBITDA	8.5	최근 3년 EV/EBITDA의 평균
비영업가치	591.9	
한올바이오파마 지분가치	591.9	한올바이오파마 3개월 평균 시가총액 * 지분율(30.8%) * 지주사할인(70%)
기업가치	2,844	
순차입금	732	1Q26 기준
주주가치	2,112	
발행주식수	11,586,575	
적정주가	182,289	
목표주가	180,000	
현재주가	122,100	
상승여력	47.4%	

자료: 현대차증권

〈표2〉 대웅제약 실적 전망(연결)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
매출액	356.4	405.4	411.8	397.2	377.8	448.5	474.5	386.3	1,570.8	1,687.0
YoY	6.2%	12.4%	14.9%	7.9%	6.0%	10.6%	15.2%	-2.7%	10.4%	7.4%
ETC	219.1	220.4	225.3	229.4	216.1	220.6	233.3	238.3	505.2	505.8
YoY	4.6%	1.1%	5.1%	4.9%	-1.4%	0.1%	3.5%	3.9%	3.9%	1.6%
펙스클루	27.1	21.5	22.0	23.6	19.2	14.0	20.9	24.3	94.2	78.4
엔블로	3.2	3.2	3.1	2.9	2.7	2.9	3.3	3.1	12.4	12.1
디지털헬스케어	11.2	12.4	12.8	14.6	17.0	15.7	21.4	22.3	50.9	76.5
나보타	45.6	69.8	55.6	57.9	51.9	103.4	104.4	32.8	228.9	292.5
YoY	22.7%	31.5%	17.0%	19.1%	13.8%	48.3%	87.6%	-43.3%	22.8%	27.8%
내수	8.3	8.7	8.7	10.0	9.5	9.3	9.4	9.4	35.8	37.6
수출	37.3	61.0	46.9	47.9	42.4	94.1	95.0	23.5	193.1	255.0
OTC	33.0	41.3	43.7	44.5	43.8	50.5	45.7	46.6	162.6	186.6
글로벌 외 기타	58.7	74.0	87.1	65.4	66.0	73.9	91.2	68.5	285.2	299.7
매출총이익	183.1	215.1	214.0	210.4	192.2	249.9	263.7	188.6	822.5	882.5
YoY	7.1%	12.5%	17.4%	6.4%	-1.0%	16.2%	23.2%	-6.6%	12.0%	7.3%
GPM	51.4%	53.1%	52.0%	50.8%	50.9%	55.7%	55.6%	48.8%	52.4%	52.3%
영업이익	38.7	57.9	56.9	43.3	22.2	68.1	83.3	40.9	196.8	214.5
YoY	30.5%	36.7%	52.6%	12.0%	-42.6%	17.7%	46.4%	-25.1%	33.0%	3.1%
OPM	10.9%	14.3%	13.8%	10.9%	5.9%	15.2%	17.6%	10.6%	12.5%	12.7%

자료: 현대차증권

〈표3〉 대웅제약 2Q26 실적

(단위: 십억원)

	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	2Q25	1Q26	2Q26P	(YoY)	(QoQ)	2Q26F	차이	2Q26F	차이
매출액	405.4	377.8	448.5	10.6%	18.7%	424.1	5.7%	424.4	5.7%
영업이익	57.9	22.2	68.1	17.7%	206.5%	60.3	12.8%	63.1	7.9%
세전순이익	43.4	34.0	21.9	-49.6%	-35.6%	58.3	-62.5%	55.9	-60.8%
지배주주순이익	37.8	25.9	20.2	-46.5%	-22.0%	47.7	-57.7%	37.9	-46.7%

자료: 현대차증권

COMPANY REPORT

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,423	1,571	1,687	1,755	1,940
증가율 (%)	3.5	10.4	7.4	4.0	10.5
매출원가	689	748	804	868	959
매출원가율 (%)	48.4	47.6	47.7	49.5	49.4
매출총이익	734	823	883	887	981
매출이익률 (%)	51.6	52.4	52.3	50.5	50.6
증가율 (%)	6.7	12.1	7.3	0.5	10.6
판매관리비	586	626	668	681	755
판매비율 (%)	41.2	39.8	39.6	38.8	38.9
EBITDA	197	248	291	284	301
EBITDA 이익률 (%)	13.8	15.8	17.2	16.2	15.5
증가율 (%)	18.7	25.9	17.3	-2.4	6.0
영업이익	148	197	215	206	226
영업이익률 (%)	10.4	12.5	12.7	11.7	11.6
증가율 (%)	20.3	33.1	9.1	-4.2	9.7
영업외손익	-104	-1	-22	-5	-3
금융수익	18	13	35	7	9
금융비용	42	38	22	12	12
기타영업외손익	-80	24	-35	0	0
종속/관계기업관련손익	13	-4	-16	0	0
세전계속사업이익	57	192	177	201	224
세전계속사업이익률	4.0	12.2	10.5	11.5	11.5
증가율 (%)	-53.3	236.8	-7.8	13.6	11.4
법인세비용	33	-1	29	30	34
계속사업이익	23	193	148	171	190
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	23	193	148	171	190
당기순이익률 (%)	1.6	12.3	8.8	9.7	9.8
증가율 (%)	-80.8	739.1	-23.3	15.5	11.1
지배주주지분 순이익	25	196	150	173	193
비지배주주지분 순이익	-1	-3	-2	-3	-3
기타포괄이익	-3	13	2	0	0
총포괄이익	20	206	151	171	190

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	51	149	228	223	247
당기순이익	23	193	148	171	190
유형자산 상각비	36	38	60	61	59
무형자산 상각비	13	13	17	17	16
외환손익	-5	9	-3	0	0
운전자본의 감소(증가)	-83	-74	-5	-26	-19
기타	67	-30	11	0	1
투자활동으로인한현금흐름	-265	-247	-117	-43	-40
투자자산의 감소(증가)	27	-45	2	-13	-9
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-155	-192	-104	-30	-30
기타	-137	-10	-15	0	-1
재무활동으로인한현금흐름	201	164	60	-7	-7
차입금의 증가(감소)	65	177	0	0	0
사채의증가(감소)	194	49	0	0	0
자본의 증가	1	-0	-0	0	0
배당금	-8	-8	-7	-7	-7
기타	-51	-54	67	0	0
기타현금흐름	5	-1	3	0	0
현금의증가(감소)	-9	66	174	173	200
기초현금	112	103	169	343	516
기말현금	103	169	343	516	716

* K-IFRS 연결 기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	613	732	891	1,156	1,422
현금성자산	103	169	343	516	716
단기투자자산	5	4	4	4	5
매출채권	161	167	162	189	209
채고자산	256	311	302	353	389
기타유동자산	79	82	80	93	103
비유동자산	1,364	1,630	1,668	1,632	1,596
유형자산	656	825	867	836	806
무형자산	347	368	371	354	338
투자자산	184	254	244	256	266
기타비유동자산	177	183	186	186	186
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,977	2,363	2,559	2,788	3,018
유동부채	629	589	651	702	738
단기차입금	206	71	176	176	176
매입채무	83	106	103	121	133
유동성장기부채	117	207	173	173	173
기타유동부채	223	205	199	232	256
비유동부채	421	639	637	652	662
사채	194	243	244	244	244
장기차입금	130	307	307	307	307
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	97	89	86	101	111
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,050	1,228	1,288	1,353	1,400
지배주주지분	795	1,006	1,145	1,311	1,497
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	150	150	150	150	150
자본조정 등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	-18	-4	-3	-3	-3
이익잉여금	636	834	971	1,137	1,324
비지배주주지분	132	129	126	124	121
자본총계	927	1,135	1,271	1,435	1,618

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	2,015	16,649	12,784	14,738	16,435
EPS(지배순이익 기준)	2,135	16,904	12,979	14,962	16,685
BPS(자본총계 기준)	80,005	97,928	109,688	123,830	139,669
BPS(지배지분 기준)	68,583	86,833	98,783	113,149	129,238
DPS	600	600	600	600	600
P/E(당기순이익 기준)	62.7	10.3	9.6	8.3	7.4
P/E(지배순이익 기준)	59.2	10.2	9.4	8.2	7.3
P/B(자본총계 기준)	1.6	1.8	1.1	1.0	0.9
P/B(지배지분 기준)	1.8	2.0	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA(Reported)	11.0	11.2	7.3	6.9	5.8
배당수익률	0.5	0.3	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-80.5	726.3	-23.2	15.3	11.5
EPS(지배순이익 기준)	-79.7	691.8	-23.2	15.3	11.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	2.5	18.7	12.3	12.6	12.5
ROE(지배순이익 기준)	3.2	21.8	14.0	14.1	13.8
ROA	1.2	8.9	6.0	6.4	6.6
안정성 (%)					
부채비율	113.3	108.2	101.4	94.3	86.5
순차입금비용	61.1	57.8	43.5	26.4	11.0
이자보상배율	21.2	15.8	18.7	17.8	19.5

Credit Weekly

주식시장 패닉 속 채권 강세 전환

연 이틀 서킷브레이크 발동 금융시장 패닉 속 채권 강세 전환

- 이번주 금융시장은 반도체 실적이 발표되고 있고, FOMC 금리 결정을 앞두고 있는 상황에서 변동성이 크게 확대됨. FOMC에서는 금리 동결을 결정함. 주식시장은 화요일에 이어 수요일도 장중 8% 이상 급락하면서 코스피와 코스닥 시장 모두 서킷브레이크가 발동됨. 올해만 9번째로 제도 도입 후 총 15회 발동됨. 사이드카는 어제 오늘 포함 총 43회 발동됨. 전체 103회 중 43회가 올해에 발동됨
- 환율은 1,440원 수준으로 하락했으며, 채권은 지난주 국고채 3년 기준 3.9% 넘어섰으나 3.7% 수준으로 안정됨

- AI 투자 확대로 반도체 호황이 이어지면서 반도체 주가가 상승했으나, AI 투자 회수에 대한 불안감, 엔비디아의 오픈 AI 기업에 대한 투자와 지원, 중국 창신메모리의 상장 성공과 반도체 경쟁 심화 우려로 인해 글로벌과 국내 반도체 기업 주가가 모두 하락함.

사모펀드 AI 데이터 센터 투자증가, 반도체 기업 CDS 프리미엄 상승, 하이퍼스케일러 회사채 발행 증가도 크레딧 측면에서 모니터링이 필요함

- SK하이닉스는 전년동기비 256.8% 증가한 매출 79조원, 557.2% 증가한 영업이익 60.5조원, 상반기 영업이익 100조원의 역대 최대 실적에도 불구하고, 시장 기대 보다 낮았던 점과 향후 비전 제시에 대한 아쉬움 등으로 주가는 크게 하락함. 하지만, 2분기 동사의 현금성 자산은 87.9조원, 순현금은 69조원으로 40조원 ADR 상장 단순 반영시 100조원 이상의 순현금을 확보함. 사이클 산업 특성상 충분한 순현금 보유를 통한 재무여력을 확보한 점은 크레딧 측면에서 긍정적이라 판단됨

회사채 발행 시장 차별화 뚜렷, 크레딧 스프레드 강보합세로 전환

- SK에코플랜트(A-)는 1년/1.5년/2년 총 1천억원 조달에 5~15배 수요가 모집되었고, 낙찰 금리도 각각 개별민평 대비 -35bp/-65bp/-60bp로 낙찰되어 2천억원으로 증액발행을 결정함

동사는 SK건설에 환경사업이 추가되면서 사명이 에코플랜트로 변경되었음. 환경 및 에너지 사업 관련 자산 매각으로 재무부담 완화되었고, 반도체 유관 사업 포트폴리오로 재편 추진하면서 수익성이 크게 개선됨. KCC(AA-)는 2년/3년 2천억원 조달에 5~8배가 응찰했고, -2bp 수준에서 낙찰되었으며, 총 4천억원 증액 발행을 결정함

- 크레딧 스프레드는 연고점 찍은 후 다행히 보합세로 전환되었고, 단기물 중심으로 강세 흐름이 나타남

Analyst 이화진 hlee@hmsec.com
RA 조준우 jjw980803@hmsec.com

중동 휴전 기대와 위험회피 심리로 금리·유가 하락 전환

- 국고채 금리는 유가 상승과 2분기 GDP 서프라이즈가 약세 요인으로 작용하며 상승세 보였으나, 이후 중동 전쟁 휴전 기대감과 주식시장 급락으로 안전자산 선호로 강세 전환됨. KOFR OIS 1년물 금리는 7월 29일 기준 3.29%로 전주 대비 하락하였으나, 여전히 기준금리 2회 추가 인상을 반영한 수준임
- 미국과 이란 휴전 종료가 공식 선언되며 7월초 \$68.6까지 하락했던 WTI 선물 가격은 7월 26일 \$92까지 상승하였으나, 중동 휴전 기대가 재차 확산되며 7월 29일 \$82까지 하락함. 연말 국제유가 선물도 \$70중반 수준으로 하락하였으나 여전히 전쟁 불확실성을 경계하는 모습임
- 2분기 GDP는 강한 수출과 내수 회복 중심의 성장 모멘텀이 확인됨. 전기비 +0.62%, 전년동기비 +3.7%를 기록함. 시장 컨센 상회하며 백투백 우려가 확대되었으나, 시장에서 이미 높은 성장률을 선반영한 탓에 발표 이후 약세폭은 제한적인 모습을 보임
- 국고채 3년 선물 수급 측면에서 외국인이 7월 23일 이후 5조9,430억원을 순매수하며 강세를 주도함. 이는 글로벌 주식시장 급락으로 인한 안전자산 수요 증가, 한국 국고채의 최근 약세에 대한 상대적 고점 인식이 복합적으로 작용한 결과임. 반면 기관투자자는 5조9,290억원, 개인은 140억원을 순매도함

향후 점검 포인트: 물가·금융불안·재정정책 변수 주시

- 8월 금통위에서 백투백 인상 우려가 있으나, 최근 환율 하락과 주식시장 약세로 도비쉬하게 해석될 수 있는 재료들이 나타나고 있어, 10월 인상 전망을 유지함
- 한편, 서울 주택가격은 26년 매주 +0.27%의 증가세를 보이며 가격 상승 모멘텀을 이어가고 있어 여전히 매파적 재료이나, 정부가 보유세 및 대출규제 강화 등 적극적인 대책을 추진하고 있음
- 8월 말 정부의 내년도 예산안 발표를 앞두고 내년 국고채 발행 규모도 관심사로 부상함. 대통령의 적극적 재정 확대 의지에 내년 총지출 증가율이 기존 국가재정운용계획보다 높아질 가능성 잔존함. 정부가 제출한 '2025~2029년 국가재정운용계획'에 따르면 내년 재정지출은 764조4천억원으로 올해 예산안(728조원)보다 5.0% 증가하였으며, 이보다 큰 규모 (800조원) 편성 가능성도 제기됨. 다만, 반도체 호황에 따른 역대급 초과세수(올해 20~50조원, 내년 100~120조원 예상)로 적자 국채 발행 부담을 완화할 것으로 보임

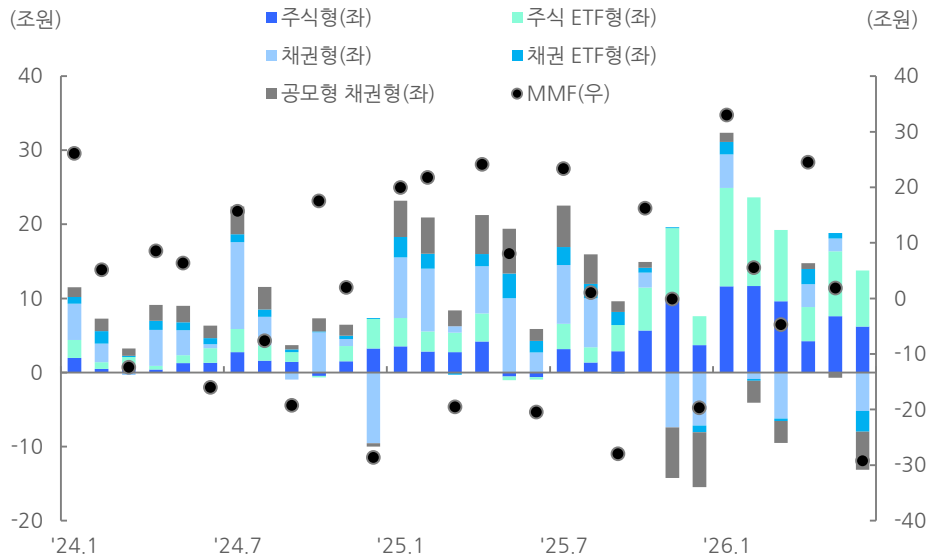
〈표 1〉 주간 금리 및 스프레드 변동 (7/29일 기준)

구분	금리(%)					크레딧 스프레드(bp)					전주 대비 스프레드 변동(bp)					전월 대비 스프레드 변동(bp)				
	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
국고채	3.39	3.80	4.04	4.16	4.26	-	-	-	-	-	2.8	-11.2	-13.8	-13.3	-13	3.8	1.3	1.2	2.7	5.0
특수채 AAA	3.69	4.15	4.33	4.37	4.44	29.9	34.3	29.0	21.3	18.6	-6.5	-0.5	0.0	-0.2	0.5	-9.8	-2.8	-0.1	0.5	0.6
은행채 AAA	3.69	4.15	4.36	4.44	4.68	29.9	34.6	32.4	28.0	42.1	-7.1	-0.6	0.3	0.1	0.3	-12.5	-2.1	-0.3	-0.1	0.0
여전채 AA+	3.95	4.40	4.46	4.72	5.62	55.6	59.8	42.4	56.0	136.0	-6.9	0.2	0.2	-0.1	0.3	-7.1	0.2	0.6	0.0	0.3
여전채 AA-	4.03	4.55	4.73	5.15	6.01	64.1	74.5	69.0	99.4	175.7	-7.1	-0.3	0.3	0.0	0.2	-6.8	-0.3	0.5	0.0	0.2
여전채 A+	4.38	5.33	5.86	6.05	6.71	98.8	152.8	182.4	189.3	245.8	-7.2	-0.3	0.2	-0.1	0.2	-7.1	-0.5	0.3	0.0	0.2
회사채 AAA	3.82	4.32	4.41	4.48	4.75	42.8	51.2	37.5	32.2	49.2	-4.4	-0.3	-0.1	0.0	0.0	-4.1	1.6	0.9	1.2	0.0
회사채 AA+	3.91	4.41	4.50	4.58	5.03	51.7	61.0	46.5	42.5	77.6	-4.5	0.0	0.0	-0.1	0.0	-4.2	2.2	0.9	1.1	0.0
회사채 AA0	3.95	4.45	4.57	4.68	5.37	55.4	65.1	53.2	52.2	111.7	-4.5	0.1	0.0	-0.1	0.0	-4.0	2.3	0.9	1.1	0.0
회사채 AA-	3.98	4.51	4.67	4.88	5.73	59.0	70.2	63.5	71.9	147.9	-4.5	0.1	0.0	0.0	0.0	-3.8	2.2	0.9	1.1	0.0
회사채 A+	4.13	4.88	5.33	5.54	6.31	73.4	107.3	129.6	138.1	205.7	-4.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	-3.3	1.9	0.5	0.7	0.0
회사채 A0	4.29	5.15	5.78	6.00	6.77	89.2	134.6	174.7	184.7	251.9	-3.9	0.1	0.0	-0.1	0.0	-3.3	2.0	0.6	0.7	0.0
회사채 A-	4.55	5.61	6.37	6.53	7.29	116.1	180.5	233.7	237.2	303.0	-4.0	0.1	0.0	-0.1	0.0	-3.5	1.6	0.6	0.7	0.0
회사채 BBB+	5.61	7.87	8.25	8.33	8.79	221.9	406.9	421.6	417.7	453.3	-3.9	0.1	0.0	-0.1	0.0	-3.4	1.3	0.6	0.8	0.0

주: 민평3사 기준, 전월대비 스프레드 변동 중 국고채는 금리 변동

자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 1〉 상품별 펀드 자산 증감(설정-해지) 추이



주: 해당 데이터는 해당월 설정(입금)액 - 해지(출금)액

자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈표 2〉 수요예측 (6/23-7/29)

발행종목	수요 예측일	발행일	신용 등급	예측 금액 (억원)	발행 금액 (억원)	만기 (년)	금리밴드(bp, %)			낙찰 (bp, %)	유효 수요 (억원)	유효 경쟁률 (배)	발행목적	개별인평 (%)
							기준	하단	상단					
호텔롯데	2026-06-23	2026-07-01	AA-	700	1,250	2.0	개별인평	-30	30	3	3,900	5.57	차환자금, 운영자금	4.65%
호텔롯데	2026-06-23	2026-07-01	AA-	300	500	3.0	개별인평	-30	30	3	2,300	7.67	차환자금, 운영자금	4.79%
종근당홀딩스	2026-06-24	2026-07-01	A+	300	320	2.0	등급인평	-30	30	-3	1,180	3.93	차환자금	4.64%
종근당홀딩스	2026-06-24	2026-07-01	A+	300	450	3.0	등급인평	-30	30	0	950	3.17	자금, 타법인증권취득	4.93%
한국금융지주	2026-06-24	2026-07-02	AA-	1,000	1,650	2.0	개별인평	-30	30	-1	2,850	2.85	차환자금	4.55%
한국금융지주	2026-06-24	2026-07-02	AA-	1,000	1,700	3.0	개별인평	-30	30	3	2,450	2.45	차환자금	4.72%
삼성증권	2026-07-02	2026-07-10	AA+	1,000	1,000	2.0	개별인평	-30	30	0	5,800	5.80	차환자금	4.30%
삼성증권	2026-07-02	2026-07-10	AA+	1,500	4,400	3.0	개별인평	-30	30	0	11,100	7.40	차환자금	4.44%
삼성증권	2026-07-02	2026-07-10	AA+	500	600	5.0	개별인평	-30	30	4	1,800	3.60	차환자금	4.56%
신한투자증권	2026-07-07	2026-07-15	AA0	1,500	1,700	2.0	개별인평	-30	30	0	8,550	5.70	차환자금	4.31%
신한투자증권	2026-07-07	2026-07-15	AA0	1,000	3,300	3.0	개별인평	-30	30	0	7,100	7.10	차환자금	4.45%
지에스엔텍(GS글로벌지급보증)	2026-07-08	2026-07-16	A0	200	200	2.0	개별인평	-30	30	8	460	2.30	운영자금	-
지에스엔텍(GS글로벌지급보증)	2026-07-08	2026-07-16	A0	150	150	3.0	개별인평	-30	30	6	480	3.20	시설자금	-
키움증권	2026-07-13	2026-07-21	AA0	700	2,100	2.0	개별인평	-30	30	0	4,700	6.71	차환자금	4.34%
키움증권	2026-07-13	2026-07-21	AA0	1,300	1,900	3.0	개별인평	-30	30	0	4,750	3.65	차환자금	4.49%
한진	2026-07-14	2026-07-23	BBB+	200	200	1.0	개별인평	-50	50	50	190	0.95	차환자금	4.34%
한진	2026-07-14	2026-07-23	BBB+	200	200	1.5	개별인평	-40	40	0	250	1.25	차환자금	4.62%
에스케이에코플랜트	2026-07-22	2026-07-30	A-	500	600	1.0	개별인평	-30	30	-35	2,900	5.80	차환자금	4.86%
에스케이에코플랜트	2026-07-22	2026-07-30	A-	300	770	1.5	개별인평	-30	30	-65	4,640	15.47	차환자금	5.46%
에스케이에코플랜트	2026-07-22	2026-07-30	A-	200	630	2.0	개별인평	-30	30	-60	2,330	11.65	차환자금	5.76%
케이씨씨	2026-07-23	2026-07-30	AA-	800	2,000	2.0	개별인평	-30	30	-2	6,850	8.56	차환자금	4.41%
케이씨씨	2026-07-23	2026-07-30	AA-	1,200	2,000	3.0	개별인평	-30	30	-2	7,000	5.83	차환자금	4.58%
롯데케미칼(은행 지급보증)	2026-07-23	2026-07-30	AAA	2,000	2,000	3.0	등급인평	-40	40	35	3,100	1.55	차환자금	-
하나에프앤아이	2026-07-27	2026-08-04	A+	300		1.5	개별인평	-30	30				차환자금	4.41%
하나에프앤아이	2026-07-27	2026-08-04	A+	700		2.0	개별인평	-30	30				차환자금	4.59%
하나에프앤아이	2026-07-27	2026-08-04	A+	500		3.0	개별인평	-30	30				운영자금	4.80%
NH투자증권	2026-07-28	2026-07-28	AA+	3,000	5,000	3.0	개별인평	0	0	0			차환자금	-
메리츠금융지주	2026-07-29	2026-08-06	AA0	800		2.0	개별인평	-30	30				차환자금	4.42%
메리츠금융지주	2026-07-29	2026-08-06	AA0	700		3.0	개별인평	-30	30				차환자금	4.56%

주: 날짜는 수요예측일 기준

자료: 다트공시, 현대차증권

〈표 3〉 신용등급 변경 (6/17-6/30)

회사명	변경일	평가 기관	직전 등급	변경 등급	등급 변동	적용 등급	구분	비고
중앙일보	2026-06-17	KR, NICE	B-	CCC	하향	CCC	하향	-KR과 NICE는 6/17 신용등급을 기존 B에서 CCC로 하향조정
엘지화학	2026-06-18	KR	AA+	AA0	하향	AA0	하향	-석유화학부문 부진 지속에 따른 전사 이익창출력 저하 -확장적 투자 기초 하에 차입규모 확대, 재무부담 가중
엔에이치 저축은행(ICR)	2026-06-19	KIS	A0	A-	하향	A-	하향	-최근 3개년 간 두 차례 대규모 적자를 기록하는 등 수익성 악화 -자본감소로 인해 자본완충력이 크게 저하됨
아이비케이 저축은행(ICR)	2026-06-19	KIS	A0	A-	하향	A-	하향	-최근 3개년 연속 대규모 적자를 기록한 가운데 적자 폭이 확대됨 -자산건전성 지표 개선되고 있으나, 여전히 잠재부실 위험이 높음
중앙일보	2026-06-22	NICE, KR	CCC	D	하향	D	하향	-KR과 NICE는 신용등급을 D 등급으로 하향. 중앙일보 최종 부도
에스케이이디엔디	2026-06-22	KIS	BBB0	BBB-	하향	BBB-	하향	-지배주주의 변경(한앤코개발홀딩스)으로 유사시 계열 지원가능성 배제 -지식산업센터 등 일부 개발사업 관련 변동성 확대되고 있음
풀무원식품	2026-06-23	NICE	A-	BBB+	하향	BBB+	유지	-해외사업 및 건강케어제조유통부문의 실적 부진으로 수익성 제약됨 -국내의 CAPEX 등으로 향후 현금창출력의 유의미한 개선 쉽지 않을 전망
풀무원식품(후)	2026-06-23	NICE	BBB+	BBB0	하향	BBB0	유지	-해외사업 및 건강케어제조유통부문의 실적 부진으로 수익성 제약됨 -국내의 CAPEX 등으로 향후 현금창출력의 유의미한 개선 쉽지 않을 전망
풀무원(후)	2026-06-23	NICE	BBB+	BBB0	하향	BBB0	유지	-해외사업 및 건강케어제조유통부문의 실적 부진으로 수익성 제약됨 -국내의 CAPEX 등으로 향후 현금창출력의 유의미한 개선 쉽지 않을 전망
여천엔씨씨	2026-06-23	KR	A-	BBB+	하향	BBB+	유지	-비우호적 업황으로 실적부진 장기화되고 있음 -높은 업황변동성으로 중단기 실적개선 여력 제한적임
두산에너지빌리티	2026-06-24	NICE	BBB+	A-	상향	A-	상향	-원전 및 가스터빈을 중심으로 제고된 수익경쟁력 및 이익창출력 -보유 자산을 활용한 차입금 대응능력 등 양호한 재무안정성
케이비저축은행 (ICR)	2026-06-24	KIS	A0	A-	하향	A-	하향	-수익성이 악화되었으며 이익변동성이 높음 -자산건전성 지표 열위한 수준으로 건전성 부담 지속
한국자산신탁	2026-06-26	NICE	A0	A-	하향	A-	유지	-수수료수익 감소와 이자대손비용 확대로 이익 창출력 저하됨 -신탁계정대 회수 지연 등으로 인한 자산건전성 저하
하나자산신탁 (ICR)	2026-06-26	KR	A+	A0	하향	A0	하향	-신탁계정대여금 및 고정이자자산 증가로 재무건전성 지표 저하 지속 -영업수익 감소, 이자비용 부담으로 수익성 저하
에스케이실더스	2026-06-29	KR	A0	A-	하향	A-	유지	-최대주주(Sotera Bidco SCSP) 변경에 따른 사업기반 강화 효과 미흡 -모회사 역합병으로 재무지표 개선되었으나, 과중한 차입부담 지속됨
현대코퍼레이션 (주)	2026-06-30	NICE, KIS	A0	A+	상향	A0	유지	-범 현대그룹 등의 고객기반을 토대로 한 우수한 사업안정성 -매출 및 이익규모 성장세 지속되며, 차입부담도 양호한 수준으로 통제중
현대코퍼레이션 홀딩스	2026-06-30	KIS	A-	A0	상향	A-	유지	-자회사 현대코퍼레이션의 외형 및 이익규모 성장 이어짐 -실질 무차입의 우수한 재무안정성 보유
에스케이이디엔디	2026-06-30	KR	BBB0	BBB-	하향	BBB-	유지	-최대주주(한앤코개발홀딩스) 변경으로 유사시 계열의 지원가능성 악화 -운전자본 회수 지연, 지분 투자 등으로 과중한 차입부담 지속

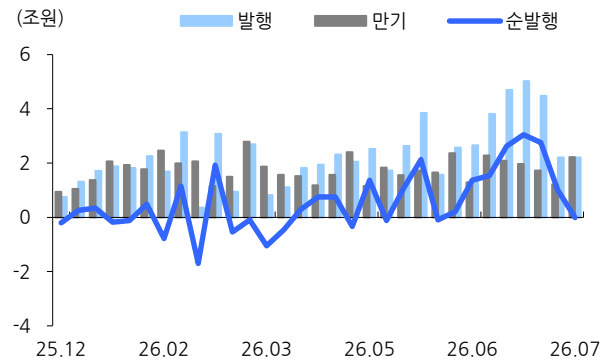
자료: 신평 3사, 현대차증권

〈표 4〉 신용등급 전망 변경 (6/22-6/30)

회사명	변경일	평가 기관	직전등급 /아웃룩	변경등급 /아웃룩	적용 등급	구분	비고
통영에코파워	2026-06-22	NICE, KS	A+/S	A+/P	전망 상향	A+	- 상업가동 이후 설비경쟁력 바탕으로 우수한 영업실적 시현 - 우수한 이익창출력 감안시 차입부담 완화 및 재무구조 개선 전망
롯데케미칼	2026-06-23	NICE	AA-/S	AA-/N	전망 하향	AA-	- 하반기 이후 구조적 수익성 회복 가능성이 제한됨 - 자체 영업창출현금에 기반한 차입부담 완화폭은 제한적일 전망
금호석유화학	2026-06-23	NICE	A+/P	A+/S	전망 하향	A+	- NB-Latex 및 페놀계열 제품의 비우호적 업황 회복 지연 - 유가 등락 속, 하반기 이후 수익 개선세 지속 여부 불확실
화승코퍼레이션	2026-06-24	KR	BBB-/S	BBB-/P	전망 상향	BBB-	- 판가 협상과 제품믹스 개선으로 양호한 영업실적 지속 - 차입금 감소하였고, 양호한 커버리지를 통해 재무부담 완화
롯데물산	2026-06-26	NICE	AA-/S	AA-/N	전망 하향	AA-	- 담보제공 중인 롯데케미칼 실적 저하 및 신용도 하락으로 재무부담 확대 가능성 증가
코리아세븐	2026-06-26	3사	A0/S	A0/N	전망 하향	A0	- 저성과 점포 폐점으로 매출 감소 및 이자비용 부담 - 신종자본증권 발행에도 불구하고 당기순손실 지속
동원에프앤비	2026-06-26	KS, NICE	A+/S	A+/P	전망 상향	A+	- 주요 제품군들의 우수한 시장경쟁력 바탕으로 견조한 실적 성장 지속 - 당기순이익 누적 등 자본 확충을 통한 재무안정성 개선세
호텔신라	2026-06-29	NICE	AA-/N	AA-/S	전망 상향	AA-	- 면세부문의 영업이익 개선으로 전사적인 영업수익성 회복 전망 - 이익창출력 개선으로 재무안정성 개선 예상
두산	2026-06-29	NICE, KS	BBB+/S	BBB+/P	전망 상향	BBB+	- 전자부문의 사업기반 확대를 바탕으로 이익창출력 개선 - 주력 사회사의 재무안정성 개선으로 직간접적 지원부담 완화
두산퓨얼셀	2026-06-29	NICE, KS	BBB0/S	BBB0/N	전망 하향	BBB0	- 높은 경쟁강도, 저가수주 및 SOFC 초기 진입비용으로 영업수익성 저하 - 과중한 차입부담으로 유의미한 재무안정성 개선은 시간이 필요할 전망
엘에스전선	2026-06-30	3사	A+/S	A+/P	전망 상향	A+	- 고부가 제품의 수주 및 매출 확대를 바탕으로 영업수익성이 점차 개선될 전망 - 현금창출력 개선 등으로 양호한 수준의 재무안정성 유지 예상
CJ CGV	2026-06-30	3사	A-/P	A-/S	전망 하향	A-	- 영화관 부문의 가시적인 실적 개선 지연 - 자체현금창출능력을 통한 실질 차입부담 경감 지연
케이씨씨글라스	2026-06-30	3사	AA-/S	AA-/N	전망 하향	AA-	- 판유리 경쟁 심화 및 원가 부담 확대로 수익성 저하 - 단기간 내 자체 영업현금창출에 기반한 차입부담 완화폭이 제한적일 전망
엘에스	2026-06-30	3사	A+/S	A+/P	전망 상향	A+	- 다변화된 사업포트폴리오를 보유하고 있으며, 주요 사업별 경쟁지위 우수 - 현금창출력 개선세를 바탕으로 현 수준의 재무안정성 유지 예상
애뮤온캐피탈	2026-06-30	KS	A0/S	A0/↑	전망 상향	A0	- 6월 29일 애뮤온캐피탈의 자본 인수 우선협상대상자로 한화생명보험 선정 - 한화생명의 동사에 대한 유사시 지원가능성 고려시 상황 검토에 등록
우리투자증권(KR)	2026-06-30	KR	A+/S	A+/P	전망 상향	A+	- 대규모 자본 확충으로 사정지위 및 사업경쟁력 제고될 전망 - 우수한 자본완충력에 힘입어 재무건전성이 우수한 수준을 유지할 전망

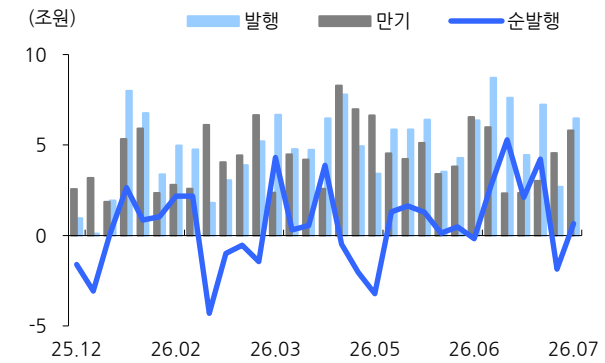
자료: 신평 3사, 현대차증권

〈그림 2〉 공사채 발행, 만기, 순발행



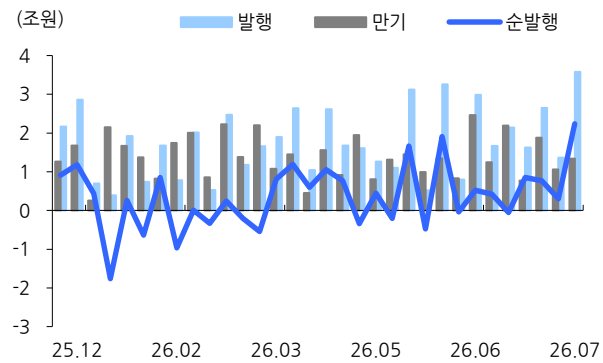
주: 직전 주말까지 주간단위 순발행. 단, 발행 없는 주에는 순발행 집계하지 않음
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 3〉 은행채 발행, 만기, 순발행



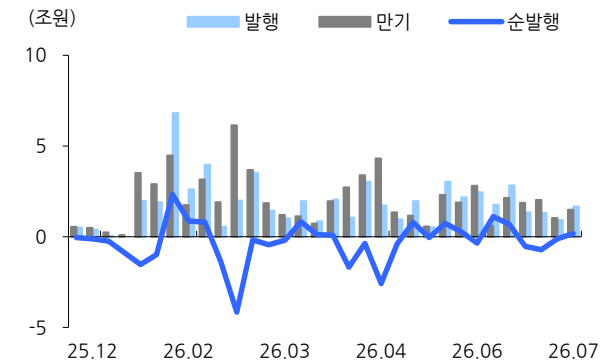
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 4〉 여전채 발행, 만기, 순발행



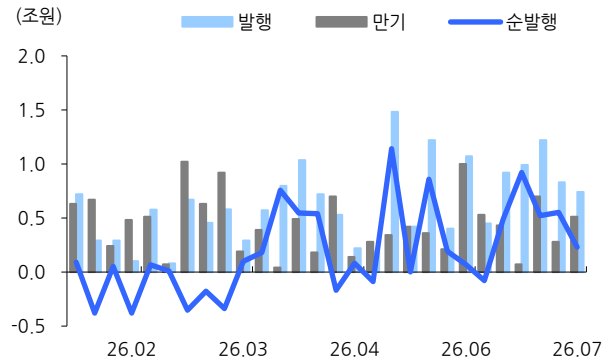
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 5〉 회사채 발행, 만기, 순발행



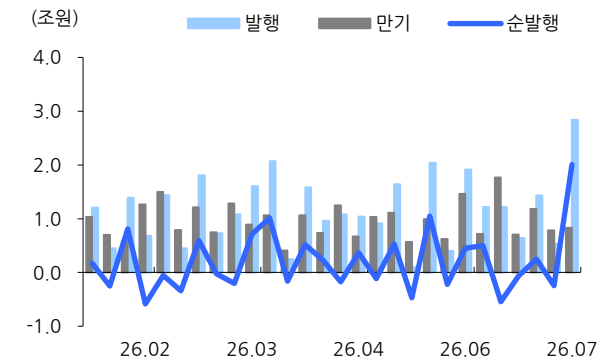
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 6〉 카드 발행, 만기, 순발행



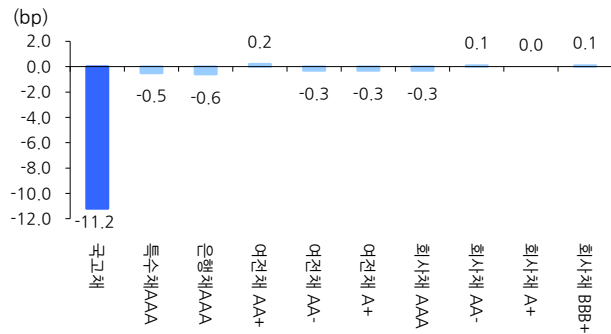
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 7〉 캐피탈 발행, 만기, 순발행



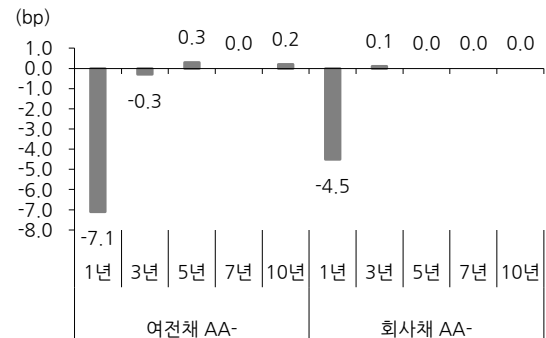
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 8〉 전주 대비 스프레드 변동(3년물)



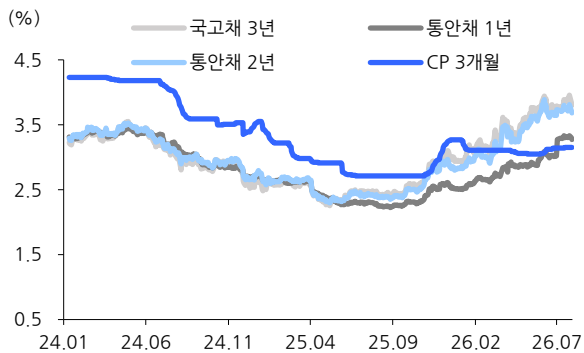
주: 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 9〉 전주 대비 여전채, 회사채 스프레드 변화



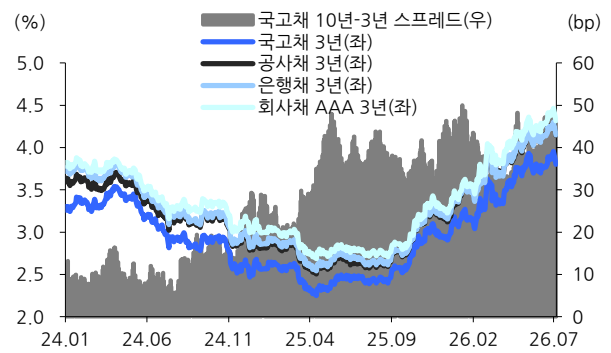
주: 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 10〉 국고채 3년, 통안채 1,2년, CP 3개월 금리



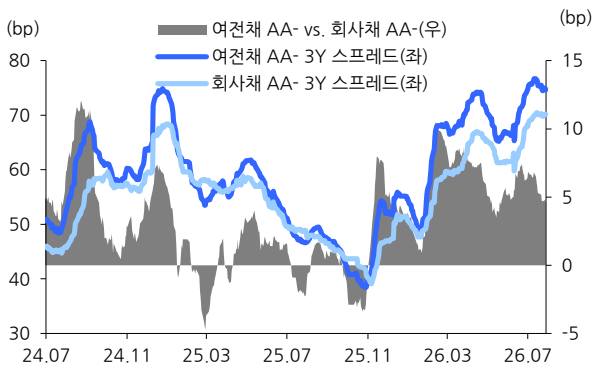
주: 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 11〉 국고채, 공사채, 은행채, 회사채 AAA 3년



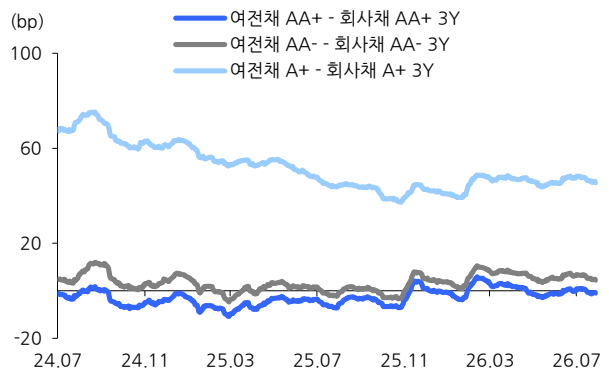
주: 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 12〉 여전채 AA- vs. 회사채 AA-



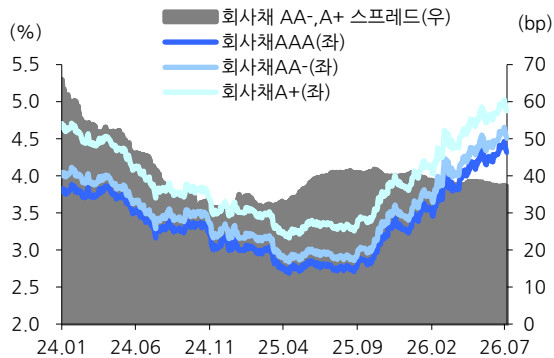
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 13〉 여전채 vs. 회사채



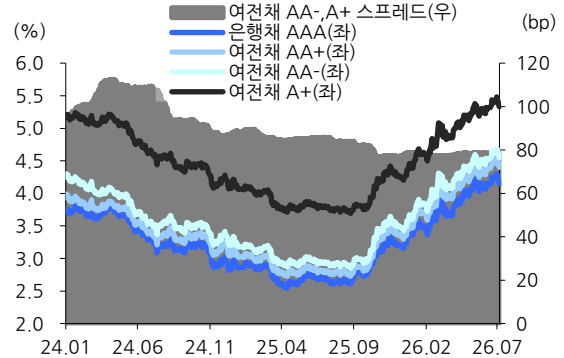
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 14〉 회사채 AAA, AA-, A+ 금리



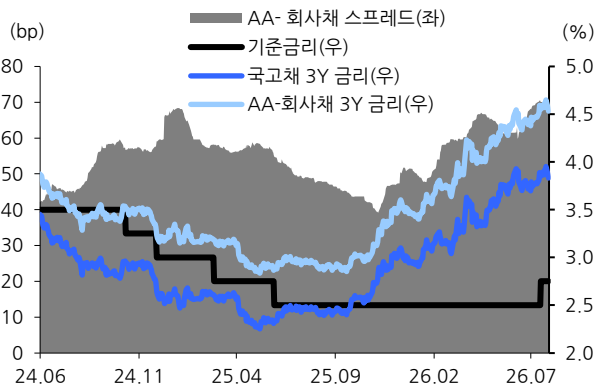
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 15〉 은행채 AAA, 여전채 AA+, AA-, A+ 금리



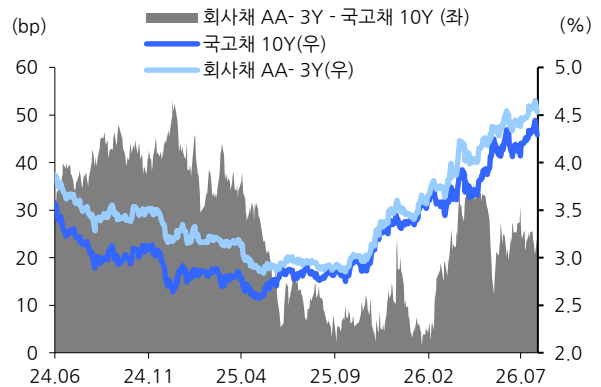
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 16〉 회사채 AA- vs 국고채



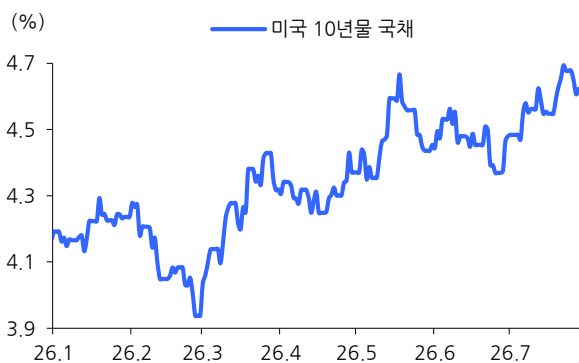
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 17〉 회사채 3Y - 국고채 10Y



주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 18〉 미국채 10년



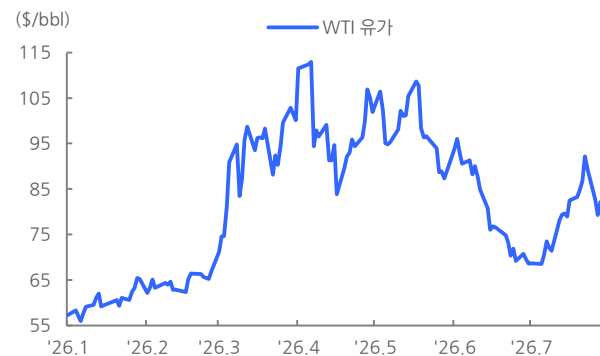
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림 19〉 원달러 환율



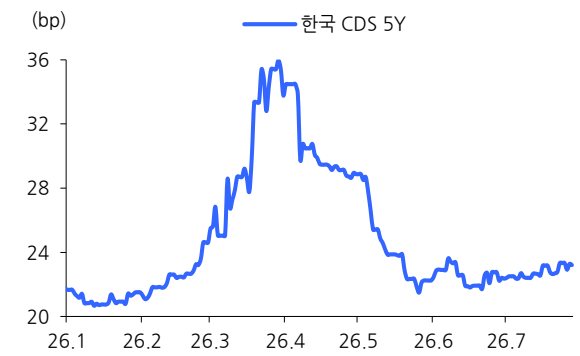
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림 20〉 WTI 유가



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림 21〉 일별 CDS 프리미엄



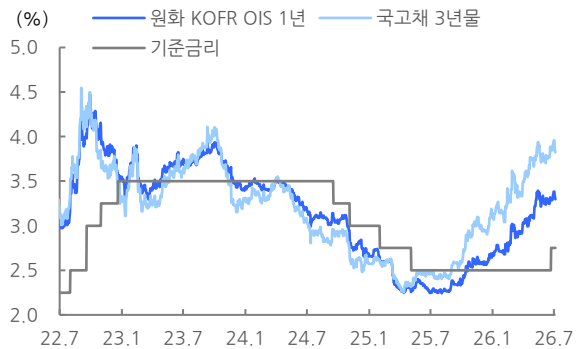
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈표 5〉 주간 채권시장 동향

금리			
구분	전주(7월 23일)	이번주(7월 29일)	변화
국고채 3년물	3.92%	3.80%	-12bp
국고채 10년물	4.39%	4.26%	-13bp
10Y-3Y 스프레드	48bp	46bp	-2bp
미국채 2년물	4.35%	4.30%	-5bp
미국채 10년물	4.70%	4.61%	-9bp
10Y-2Y 스프레드	35bp	31bp	-4bp
선물 수급(연초이후 누적)			
3년물 선물	순매수(십억원)	10년물 선물	순매수(십억원)
외국인	-17,425	외국인	+10,693
개인	+47	개인	-50
기관	+17,782	기관	-10,549
정책 기준금리 전망			
중앙은행	일정		전망치
한국은행	8월		2.75%
FOMC	9월		3.75%
국고채 발행 계획(차주)			
일정		구분	
8월 3일		2년물	
8월 4일		30년물	
8월 7일		물가연동채	

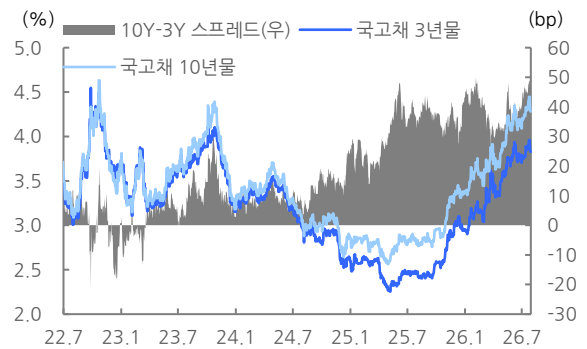
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 22〉 KOFR OIS 1년 기준금리 인상 3~4회 반영



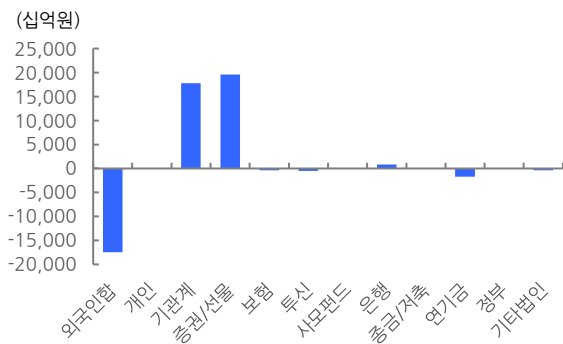
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 23〉 국고채 금리 추이



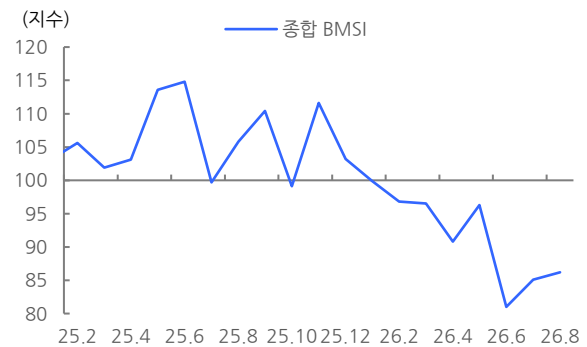
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 24〉 연초 이후 3년물 국채 선물 순매수(누적)



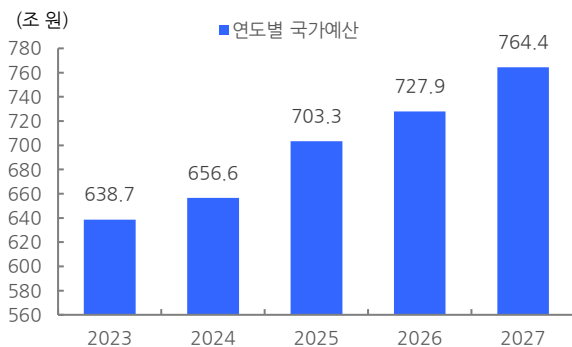
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 25〉 채권시장은 8월 시장금리 상승을 기대



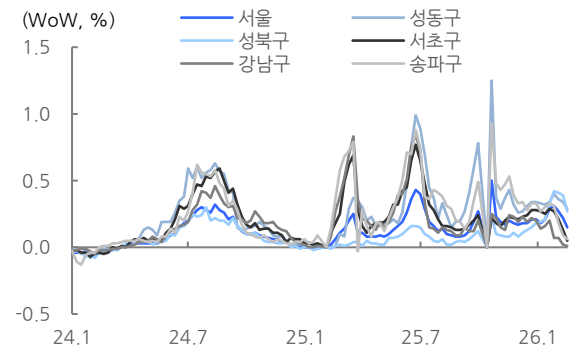
주: 100 이상일 경우 채권금리가 하락, 100 이하일 경우 채권금리가 상승할 것으로 기대. 국내외 펀드매니저 및 애널리스트 설문조사로 구성
자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림 26〉 국가재정계획운용에 따른 연도별 국가예산



자료: 국가예산처, 현대차증권

〈그림 27〉 서울 주요지역 주택가격 추이



자료: 한국부동산원, 현대차증권

7월 FOMC

말보다는 행동, 시험대에 오른 워시

Economist 최제민 jmchoi@hmsec.com

RA 김백중 bjbj210@hmsec.com

- 7월 FOMC 기준금리 동결(3.50~3.75%, 5회 연속), 3인(해맥, 카시카리, 로건) 인상 소수의견
- 성명문 6월과 사실상 동일. 워시, 이번 결정의 'pause' 규정 거부. 인상이 실제 논의됐음을 확인
- 반응함수 명시(노동시장 균형 하 기저물가 상승 시 긴축), 한편 광범위한 기저물가군 참조 시사
- 포워드 가이드스 부재 속 회의 간 명목·실질금리 상승을 '시장에 의한 긴축'으로 수용
- 대차대조표의 완화 기여도를 회의 논점으로 공개하며 QT 강화 가능성 시사
- 서프라이즈 인상 부재로 단기금리 하락했으나 장기물 금리는 상승(신뢰도 약화 가능성 시사)
- 워시는 동결 선호하는 것으로 보이나 시장은 정책 방향에 대한 명확성과 액션을 요구

만장일치의 균열: 9-3 '불편한 동결', 성명문은 무변화

- 7월 FOMC에서 기준금리 동결(3.50~3.75%). 다만 표결은 9-3으로 6월 만장일치에서 균열. 클리블랜드 해맥, 미니애폴리스 카시카리, 델러스 로건 3인이 25bp 인상 소수의견 제시
- 소수의견 3인은 전원 지역 연은 총재로, 이사진은 전원 동결에 찬성. 최근 인플레이션 경계 발언을 이어온 월러 이사도 동결표 행사. 매파 압력의 진원지가 이사회가 아닌 지역 연은이라는 점은 인상 경로의 위원회 내 확산 정도를 가능하는 관전 포인트
- 사전적으로 시장이 인상 확률을 약 30% 반영(수년 내 가장 높은 회의 전 불확실성)한 상태에 서의 동결로, 서프라이즈 인상 우려는 일단 해소
- 성명문은 6월과 거의 동일: 경제활동은 중동 분쟁발 불확실성에도 견조한 확장세, 생산성·설비 투자 강세, 고용은 노동력 증가에 부합. 물가는 에너지 등 공급충격을 일부 반영하며 목표 대비 'elevated' 평가 유지, 말미의 "The Committee will deliver price stability" 단정형 문구 반복

기자회견: 반응함수 공개, '시장에 의한 긴축' 프레임에도 모호한 답변들로 신뢰도 약화

- 모두발언에서 이틀간 논의한 4대 논점을 직접 공개: ① 지난 5년 고인플레이션의 유산("과거는 정말 과거인가") ② 팬데믹 공급망·군사분쟁·에너지·관세·AI 투자 급증 등 충격들의 성격 차이 ③ AI CapEx발 메모리·로직 칩 가격 상승이 광범위한 인플레이션 동학인지 여부 ④ 정책수단 점검, 특히 "대차대조표로부터 얼마나 많은 완화가 공급되고 있는가"
- 소수의견에 대해서는 "family fight" 프레임 유지. 목표·권한·책무에는 이견이 없었고 논쟁은 최선의 수단과 결정 시점에 집중됐다고 설명. "관망적 대기(watchful waiting)가 아닌 관망적 사고(watchful thinking)"에는 만장일치였다고 부연
- 이번 결정의 'pause' 규정을 명시적으로 거부하고 "선택지의 전 범위에 제약을 느끼지 않았다"고 언급, 인상이 실제 테이블 위에 있었음을 확인. 동결을 '합의된 인내'가 아닌 '타이밍에 대한 이견'으로 규정한 셈
- 반응함수 최초 명시: "노동시장이 균형 부근일 때 기저 인플레이션이 오르면 긴축으로, 내리면 완화로 기울어진다". 점도표 폐기 이후 정책 액서가 '기저물가 방향성'에 종속

- 6월 근원 CPI 서프라이즈가 동결에 미친 영향은 "not much". 개별 지표가 아닌 추세를 본다는 원칙 강조. 다만 "이번에 64개월째라고 말하지 않았고 최종 계산은 접전"이라며 최근 물가 개선을 우회적으로 인정하되 의미는 축소
- 시장을 '여과되지 않은 정보원'으로 규정: 포워드 가이드스 철회 후 회의 간 42일 동안 명목·실질금리가 동반 상승한 것을 "연준은 별로 한 게 없지만 시장은 상당히 많은 일을 했다"며 시장에 의한 긴축으로 수용. 동시에 시장 프라이싱에 구속되지는 않는다고 선 그음
- 물가목표는 1월 전략문서상 PCE 2% 유지. 다만 "렌즈는 더 넓다"며 PCE 외 광범위한 기저물가 지표군 참조를 시사했고, 내년 1월 전략문서 개정 여지도 언급(태스크포스 결과 반영)
- 잭슨홀 연설은 "백지 상태"라면서도 "9월부터 12월 사이의 모든 액션"이라는 표현 사용, 하반기 3회 회의를 정책 행동 구간으로 전제. 연설 전 태스크포스 중간 점검 예정

평가: 매파적 동결, 금융여건의 정책 대체제 기능의 역설 강화 소지, 9월 인상 리스크는 확대

- 6월(매파적 점도표+만장일치 동결) 대비 7월은 표결 자체가 매파화. 성명문 무변화는 완화 신호가 아닌 판단 유보로 해석해야 하며, 인상 문턱은 낮아진 것으로 평가
- 워시 프레임에서는 금융여건 긴축이 정책 대체재로 기능. 시장금리가 오르면 연준이 덜 움직여도 되고, 내리면 연준이 직접 움직일 유인이 커지는 구조. 8월 중 금융여건이 완화될 경우 9월 인상 확률이 오히려 상승하는 역설적 관계
- 당사는 연준의 동결 기조가 당분간 이어질 것이라는 기존 전망을 유지하되, 9월 25bp 인상 위험은 높아진 것으로 판단
- 최근 물가 둔화와 시장금리 상승은 즉각적인 추가 긴축의 필요성을 낮추고 있으며, 에너지 공급충격에 정책금리로 대응하는 데에도 한계. 다만 유가 상승이 근원물가와 기대인플레이션으로 전이되거나 7~8월 물가가 다시 반등할 경우, 세 명의 인상 소수의견이 다수 의견으로 확산되면서 9월 인상이 현실화될 소지(7월보다는 8월 물가 향방에 유의)

FOMC 성명문 변경사항

〈표 1〉 2026년 7월 FOMC 성명문

구 분	전문번역
6월 FOMC 성명문	연방공개시장위원회는 다음 성명서를 12대0 투표로 발표하기로 의결함: 위원회는 연방기금금리 목표 범위를 3.50%~3.75%로 유지하기로 결정하였으며, 이는 연방준비제도의 이중책무를 지원하기 위함임. 위원회는 은행 시스템 내 충분한 준비금을 유지하는 정책을 재확인함 중동 분쟁에 부분적으로 기인하는 높은 불확실성에도 불구하고, 경제활동은 견조한 속도로 확장되고 있음. 생산성 증가와 자본 투자는 강세를 보이고 있음. 고용 증가는 노동력 증가 속도에 발맞춰 왔으며, 실업률은 거의 변화가 없음 인플레이션은 위원회의 2% 목표에 비해 여전히 높은 수준이며, 이는 부분적으로 에너지를 포함한 특정 부문의 가격 상승을 견인한 공급 충격을 반영함. 위원회는 물가안정을 달성할 것임
7월 FOMC 성명문	연방공개시장위원회는 다음 성명서를 9대3 투표로 발표하기로 의결함: 위원회는 연방기금금리 목표 범위를 3.50%~3.75%로 유지하기로 결정하였으며, 이는 연방준비제도의 이중책무를 지원하기 위함임. 위원회는 은행 시스템 내 충분한 준비금을 유지하는 정책을 지속하고 있음 중동 분쟁에 부분적으로 기인하는 높은 불확실성에도 불구하고, 경제활동은 견조한 속도로 확장되고 있음. 생산성 증가와 자본 투자는 강세를 보이고 있음. 고용 증가는 노동력 증가 속도에 발맞춰 왔으며, 실업률은 거의 변화가 없음 인플레이션은 위원회의 2% 목표에 비해 여전히 높은 수준이며, 이는 부분적으로 에너지를 포함한 특정 부문의 가격 상승을 견인한 공급 충격을 반영함. 위원회는 물가안정을 달성할 것임 베스 해맥(Beth M. Hammack), 닐 카시카리(Neel Kashkari), 로리 로건(Lorie K. Logan) 위원이 반대표를 행사하였으며, 이들은 이번 회의에서 연방기금금리 목표 범위를 0.25%p 인상하는 것을 선호하였음

주: ■ 6월 대비 표현이 달라진 부분, ■ 6월에는 없던 신규 추가 문단(반대표 명시)

자료: Fed, 현대차증권

〈표 2〉 6월 → 7월 성명문 주요 변화

1) 표결 결과: 12-0 → 9-3

6 월에는 만장일치(12 명 전원 찬성)였으나, 7 월에는 3 명(해맥, 카시카리, 로건)이 반대표를 행사함. 세 위원 모두 동결이 아닌 0.25%p 인상을 주장하며 반대한 것으로, 위원회 내 매파적 이견이 표면화된 것으로 해석됨

2) "reaffirmed" → "is continuing"

6 월 성명문은 준비금 정책에 대해 reaffirmed(재확인함)라는 표현을 사용해 기존 정책 기조를 다시 한번 확인·강조하는 뉘앙스였던 반면, 7 월에는 is continuing(지속하고 있음)으로 바뀌어 별도의 재확인 절차 없이 기존 정책을 그대로 이어가고 있다는, 다소 사무적이고 격식이 낮아진 표현으로 변경됨. 정책 기조 자체의 변화라기보다는 문구상의 뉘앙스 차이로 볼 수 있음

3) 반대표 사유 문단 신규 추가

6 월 성명문에는 없던 문단으로, 7 월에는 반대표를 던진 3 명의 위원명과 그 사유(0.25%p 인상 선호)를 구체적으로 명시함.

경제활동·고용·인플레이션에 대한 본문 서술은 6 월과 동일하게 유지되었으나, 위원회 내부적으로 금리 인상을 지지하는 목소리가 커졌음을 시사함

자료: Fed, 현대차증권

연준 의장 기자회견 주요 내용

<표 3> 7월 케빈 워시 연준 의장 기자회견 주요 내용 요약

Q. 포워드 가이드언스를 줄인 이유는?

A. 연준의 발언이 아니라 실제 시장 참여자들의 매수·매도를 통해 형성되는 여과되지 않은 가격 신호를 얻기 위함. 최근 42일간 명목·실질금리가 모두 상승하며 금융여건이 스스로 긴축된 것을 긍정적으로 평가하며, 연준은 이 신호에 개입하기보다 관찰하고 정책 판단에 참고하는 데 주력하고 있음

Q. 최근 시장금리 상승을 어떻게 보나?

A. 경기·설비투자·생산성·고용 모두 견조하다는 성명서 내용과 국채시장 신호가 대체로 일치한다고 평가. 연준이 42일간 정책금리를 크게 움직이지 않았음에도 시장 스스로 명목·실질금리를 상당폭 끌어올린 것으로 해석

Q. 이번 회의에서 동결한 이유와 정책금리 수준(2년물 대비 75bp, 테일러 준칙 대비 100bp 낮은 수준)에 대한 입장은?

A. 42일 전보다 금리 수준 자체는 이미 높아진 상태이며, 이는 Fed 개입 없이 시장이 자체적으로 국채금리를 끌어올린 결과. 동결했다고 시장이 반응하지 않은 것은 아니라는 입장이며, 향후 7~8주 뒤 회의까지 이런 시장 신호를 계속 지켜보며 정책 결정에 반영할 방침

Q. 이번 동결을 통화정책의 '일시정지'로 볼 수 있나?

A. 일시정지로 규정하는 데 동의하지 않으며, 경제 상황과 핵심 쟁점에 대한 정밀한 점검 과정이었다고 평가. 회의 기간 중 명목·실질금리가 모두 오른 점에서 시장은 멈춰있지 않았다고 언급하며, 정책금리 유지는 '이야기의 끝이 아니라 시작'이라고 설명

Q. 이번 회의에서 3명이 반대표를 던진 배경('family fight')과 설득되지 않은 이유는?

A. 활발한 내부 토론을 의도했고 실제로 그러했다고 평가. 물가안정 달성 권한·수단에 대해서는 폭넓은 공감대가 있었고 오늘 결정에도 큰 지지가 있었다는 입장. 표결은 9대3이었으나, 핵심 쟁점(경제 여건·정책수단 효과)에 대한 인식 자체는 위원 간 공감대가 컸고 결론에서만 이견이 있었다고 설명. 이번 시기를 관망(waiting)이 아닌 '숙고(watchful thinking)'의 시기로 규정

Q. 6월 CPI 둔화가 이번 결정에 얼마나 영향을 미쳤나?

A. 큰 영향은 없었다는 입장. 개별 지표 하나를 근거로 평가로 삼지 않고 추세를 중시하며, 인플레이션 목표 상회 기간(약 63개월)은 여전히 진행형이라는 인식. 물가·데이터 신뢰성을 점검하는 태스크포스를 별도로 가동 중

Q. 인플레이션이 높은 수준을 유지하면 추가 인상이 가능한가?

A. 가능하다는 입장. 인플레이션이 전장 기간 내 높은 수준을 지속할 경우 금리 인상이 유력한 해법이 될 수 있으나 그것만으로는 부족하며, 기대인플레이션 안착·정책 책임성·정책수단이라는 세 축으로 접근한다고 설명. 2% 목표에 대해 연준이 다소 관대할 것이라는 시장 일각의 오해와 달리, 목표를 반드시 달성하겠다는 의지를 재확인

Q. 공급충격에 대한 금리정책의 효과는?

A. 공급충격 자체보다 그 영향이 물가 전반으로 확산되는 정도(2차 파급효과)를 파악하는 데 논의를 집중했다고 언급. 성장은 확대되고 인플레이션은 진정되는 구도를 목표로 하며, 향후 몇 달간 판단을 정교화해 나갈 계획

Q. 물가안정과 완전고용이 상충하지 않나?

A. 상충관계로 보지 않으며 동시 달성이 가능하다는 입장. 현재는 고용 여건이 양호한 반면 물가 쪽 성과가 상대적으로 부진해 논의가 물가에 집중돼 있을 뿐이라고 설명. 금리는 대출·신용·심리·환율 경로로, 대차대조표는 시그널링·포트폴리오 밸런스 경로로 작동하며, 총수요를 정밀하게 미세조정하는 접근은 아니라고 강조. AI 발 설비투자 급증이 공급 능력 판단을 어렵게 하고 있다고 언급

Q. 시장이 9월 인상 가능성을 매우 높게 반영하고 있는데, 이런 시장 기대가 정책 결정에 영향을 미치나?

A. 시장 가격에 얽매이거나 그대로 따르지는 않되, 유용한 정보원으로는 계속 참고하겠다는 입장. 연준이 자체 전망이나 코멘트를 반복적으로 내놓으면 오히려 시장이라는 정보원의 신호가 왜곡될 수 있다는 우려를 표명하며, 다른 데이터·서베이와 함께 종합적으로 활용하겠다고 설명

Q. 포워드 가이드언스 축소가 시장 충격이나 정책 주도권 약화로 이어질 우려는 없나?

A. 시장을 놀라게 하는 것이 목적도, 회피 대상도 아니며 최선의 결정에만 집중한다는 입장. 2008년 위기 직후의 적극적 가이드언스는 위기 국면엔 적절했으나 평시엔 재검토가 필요하다는 인식이며, 가이드언스 축소에는 시장의 적응 시간이 필요함을 인지하고 있다고 언급

Q. 2% 인플레이션 목표 판단 시 기준 지표는?

A. 공식적으로는 연준 연례 전략서(올해 1월) 명시 기준인 PCE 물가지수. 다만 특정 지표 자체를 목표로 삼으면 지표의 유효성이 훼손될 수 있다는 문제의식하에, PCE 외 CPI 등 보다 폭넓은 물가 데이터를 함께 참고해 기초적 흐름을 판단하고 있다고 설명

Q. 목표 달성 의지를 계속 강조하면서도 실제 행동이 없는데, 무엇을 기다리는 것인가?

A. 가계·기업의 조바심에는 공감하나 위원회 출범이 8.5주에 불과하다는 점도 사실이라는 입장. 마법 같은 해법은 없다는 점을 재차 강조하면서도, 최근 이틀간의 논의로 목표 달성에 대한 확신이 오히려 커졌다고 설명. 최근 금융여건 긴축 등 시장 반응이 위원회의 대응력에 대한 신뢰를 어느 정도 반영하고 있다고 평가

Q. 태스크포스 위원 인선의 검증 절차와 독립성 담보 방안은? (마크 안드리센의 AI 규제 반대 정치자금 이력 관련 질의 포함)

A. 5개 핵심 과제 해결을 위해 15명의 전문가를 선정했으며, 최종 판단 권한은 이사회·FOMC에 있고 태스크포스 결과물은 참고자료일 뿐 결정권을 갖지 않는다는 입장. 인선 기준은 전문성과 함께 위원 간 견해 다양성 확보에 있었다고 설명하며 신뢰를 표명

Q. 8월 잭슨홀 연설 구상은?

A. 아직 백지 상태이며 구체적 방향은 미정. 생산성·인구구조·글로벌 경제 등 중장기 주제로 갈지, 통상적인 하반기 정책 예고 성격으로 갈지는 결정되지 않았으며, 잭슨홀 전까지 진행할 태스크포스 점검 결과가 연설 내용에 영향을 줄 수 있다고 언급

Q. 오늘 회의에서 일반 국민이 주목해야 할 핵심 메시지는?

A. 연준의 2% 물가목표와 물가안정 의지는 변함없다는 점. 즉각적인 금리 변화는 없었지만 추가 인상을 포함한 모든 정책수단을 열어두고 있으며, 데이터와 시장의 긴축 효과를 계속 확인하며 필요한 조치를 취하겠다는 입장. 취임 첫날보다 지금 위원회의 정책 이행 능력에 더 확신을 갖게 되었으며, '분열된 연준'이라는 프레임과 달리 다양한 시각의 전문가들이 활발히 토론하고 있다고 평가

자료: Fed, 현대차증권

마이크로소프트 (MSFT)

Analyst 장문영 ansdud@hmsec.com

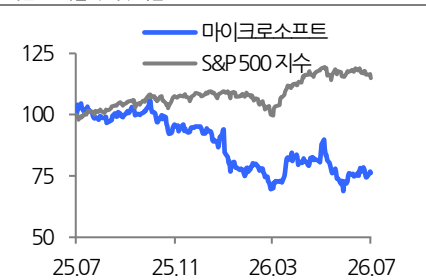
눈높이 상향 근거 마련

컨센서스 TP

USD 555.13

현재주가(7/29)	USD 390.54		
상승여력	42.14%		
산업분류	정보기술		
S&P 500(7/29)	7,316.2		
시가총액(백만USD)	2,899,972.5		
유통주식수(백만)	7,426		
52주 최고가/최저가	555.45/349.2		
일평균 거래량(3M)	38,946,203		
주요주주 지분율			
뱅크그룹	9.76%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	6	-8	-9.9
상대주가(%p)	7.8	-10.3	-14.2

최근 12개월 주가수익률



주: 2025.07=100 기준
자료: Bloomberg, 현대차증권

FY4Q26 실적 및 가이드언스

- 매출 \$900억(YoY +18%), EPS \$4.81(YoY +32%)로 컨센서스를 상회하며 Azure를 중심으로 한 클라우드·AI 수요 확대가 성장을 견인
- Azure 성장률은 43%로 컨센서스를 재차 상회. 공급 처리 능력 개선이 서프라이즈의 주된 배경
- FY2027년 자본지출 가이드언스는 \$1,750억으로 제시. 데이터센터 감가상각 내용연수 연장(15→25년) 및 금융리스→운영리스 재분류가 반영된 수치, 이는 일회성 조정이 아닌 향후 회계연도 전반에 지속 적용되는 구조적 회계 변경

투자포인트 및 결론

- Azure 43% 성장은 단순한 실적 서프라이즈를 넘어 실행력의 개선으로 해석할 필요. 설치 속도 개선을 통한 공급 확대와 프로세스 효율화가 용량 제약이라는 구조적 병목 속에서도 성장을 상회할 견인. Microsoft Cloud 매출의 90%가 비프론티어 고객에서 발생하고 RPO가 84% 급증한 점은 이번 성장이 소수 대형 계약에 의존한 것이 아닌 광범위한 기업 수요 기반 위에 서 있으며, 향후 매출 가시성까지 확보했다는 근거
- Capex 완화의 배경이 되는 두 회계적 요인은 상반된 방향으로 작동. 내용연수 연장은 향후 재투자 수요 자체를 줄여 실질적 자본지출 부담을 낮추는 요인인 반면, 운영리스 전환은 영업이익률에는 일부 부담으로 작용. 다만 FY27 영업이익률 하락폭이 1%p 미만으로 가이드언스된 점을 감안하면 그 영향은 제한적. Capex 부담 완화라는 전체적 방향성을 훼손할 수준은 아닌 것으로 판단. 즉 이번 회계 변경은 단기 마진 희생 없이 재무제표상 투자 부담을 구조적으로 낮추는 효과가 크다는 점에서 긍정적으로 평가

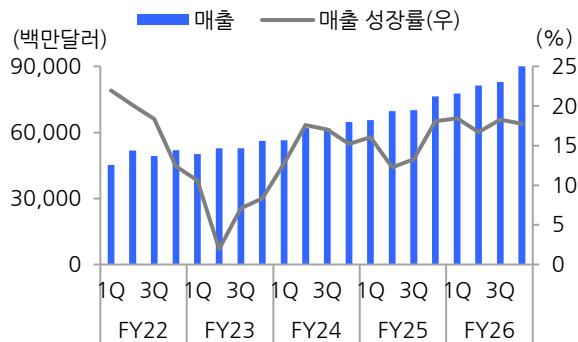
주가전망 및 Valuation

- 시간외 주가는 Capex 가이드언스 공개 이후 +9% 이상으로 확대. Azure 중심의 성장성 서프라이즈와 함께 경쟁사 대비 관리 가능한 지출 구조에 대한 재평가로 해석
- 향후 체크 포인트는 리스 재분류에 따른 실제 영업이익률 반영 속도와 Azure 성장을 지속성 — 두 지표 확인 시 완전한 재평가로 이어질 전망

요약 실적 및 Valuation

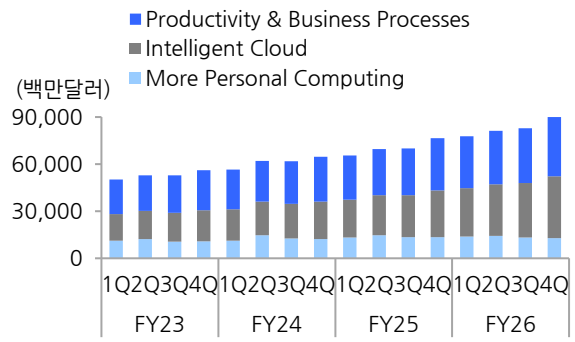
구분	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EBITDA (백만달러)	EPS (달러)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (%)	ROE (%)	배당수익률 (%)
FY 2024	245,122	109,433	88,136	135,275	11.80	22.0	37.8	12.4	24.7	37.1	0.7
FY 2025	281,724	128,528	101,832	168,205	13.64	15.5	36.4	10.8	22.1	33.3	0.7
FY 2026E	327,738	152,153	127,872	198,031	17.17	23.3	25.2	7.1	15.7	32.1	0.9
FY 2027E	379,572	175,478	141,881	231,734	19.09	13.6	22.2	5.6	13.4	27.3	1.0

〈그림1〉 분기별 매출 및 매출 성장률(YoY)



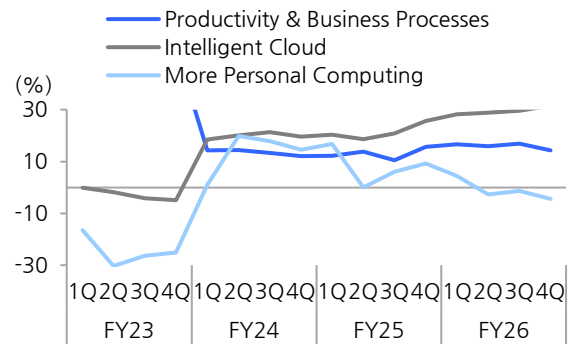
자료: Microsoft, Bloomberg, 현대차증권

〈그림2〉 사업별 매출액 추이



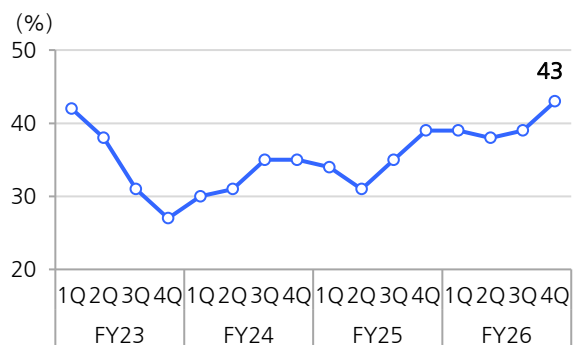
자료: Microsoft, Bloomberg, 현대차증권

〈그림3〉 사업별 매출 YoY 성장률 추이



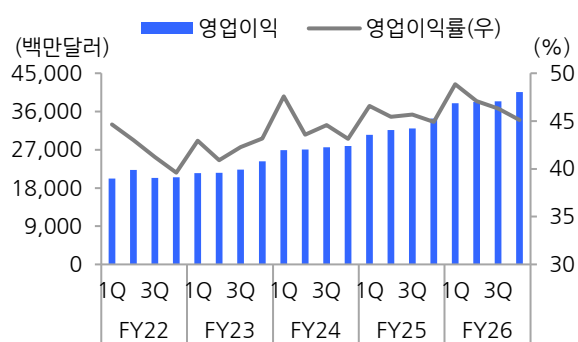
자료: Microsoft, Bloomberg, 현대차증권

〈그림4〉 Azure 매출 성장률



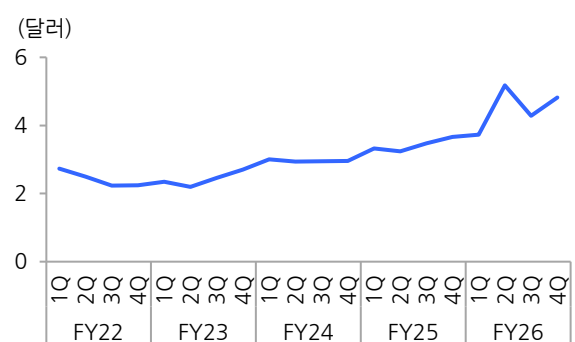
자료: Microsoft, Bloomberg, 현대차증권

〈그림5〉 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: Microsoft, Bloomberg, 현대차증권

〈그림6〉 EPS 추이



자료: Microsoft, Bloomberg, 현대차증권

버티브 홀딩스 (VRT)

Analyst 장문영 ansdud@hmsec.com

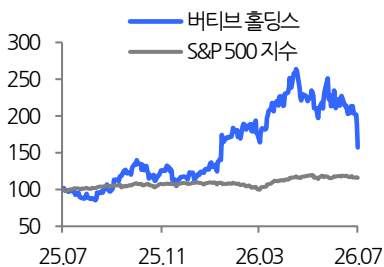
매출 이연에 가려진 수요

컨센서스 TP

USD 378.24

현재주가 (7/29)	USD 224.24		
상승여력	68.7%		
산업분류	산업재		
S&P 500(7/29)	7,368.8		
시가총액(백만USD)	86,316.3		
유통주식수(백만)	385		
52주 최고가/최저가	379.94/118.7		
일평균 거래량(3M)	5,919,320		
주요주주 지분율			
뱅크드 그룹	12.15%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-27	-26.8	14.9
상대주가(%p)	-26.2	-29.1	8.7

최근 12개월 주가수익률



주: 2025.07=100 기준
자료: Bloomberg, 현대차증권

2Q26 실적 및 가이드언스

- 2Q26 매출액은 \$32.7억(YoY +24%)으로 AI 데이터센터 중심 전력·냉각 수요가 견조하게 이어졌으나, 일부 대형 프로젝트의 매출 인식 시점 이연으로 시장 기대치를 하회
- OPM은 22.6%(YoY +410bp), 조정 EPS는 \$1.52(YoY +60%) 기록. 수익성 측면에서는 시장 컨센서스 상회. 판매량 증가 및 생산성 개선 효과 등이 본격 반영
- 연간 매출 가이드언스(\$140억), 조정 EPS 가이드언스(\$6.65~\$6.75)를 모두 상향하며 데이터 센터 투자 사이클에 대한 높은 자신감을 재확인

투자포인트 및 결론

- 이번 매출 이연은 수요 약화가 아닌 프로젝트 대형화에 따른 일시적인 일정 조정으로 해석 하는 것이 타당. 약 \$1억 규모의 매출이 일부 고객사의 공급망 이슈와 대형 프로젝트의 단계별 진행 과정에서 이연됐으나, 연간 가이드언스를 2개 분기 연속해서 상향했다는 점을 고려하면 성장 모멘텀은 여전히 유효
- 다만 AI 데이터센터 프로젝트의 규모와 복잡성이 증가하면서 분기별 매출 인식 변동성은 과거 대비 확대될 가능성 존재. 그러나 높은 주주 가시성과 견조한 투자 흐름을 감안하면 이는 성장 과정에서 나타나는 실행상의 변화로 판단
- 수익성 개선 흐름은 더욱 긍정적. 생산능력 확대, 운영 효율성 개선, 우호적인 가격 환경이 동시에 반영되며 구조적인 마진 개선이 진행 중. 하반기에는 생산능력 확대 및 이연 매출 반영이 맞물리며 외형 성장과 수익성 개선이 동시에 나타날 것으로 예상

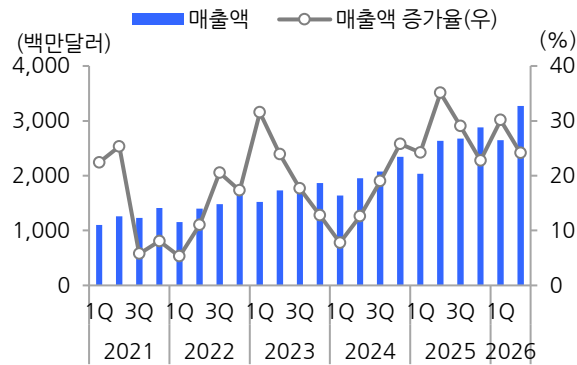
주가전망 및 Valuation

- 실적 발표 이후 주가는 매출 컨센서스 하회와 매출 이연 우려로 조정. 이는 펀더멘털 대비 과도한 반응으로 판단. 실제로 영업이익률, EPS, 잉여현금흐름은 시장 기대를 상회했고, 가이드언스 역시 재차 상향 조정
- 특히 생산성 개선 효과가 본격적으로 수익성에 반영되기 시작했다는 점은 향후 실적의 질적 개선을 뒷받침하는 핵심 요소. AI 데이터센터의 전력 밀도 증가와 냉각 수요 확대라는 구조적 성장 환경을 고려할 때, 하반기 실적 모멘텀 강화 가능성은 높다고 판단
- 단기적인 매출 인식 변동성은 주가 부담 요인이거나, 장기 성장 방향성과 이익 체력 개선을 고려하면 이번 조정은 중장기 투자 관점에서 매수 기회로 판단

요약 실적 및 Valuation

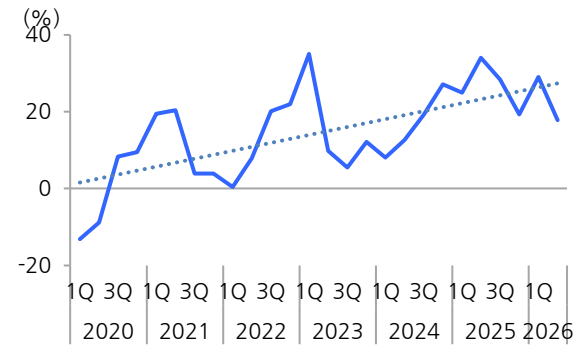
구분	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EBITDA (백만달러)	EPS (달러)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (%)	ROE (%)	배당수익률 (%)
FY 2024	8,012	1,367	496	1,712	1.28	9.09	87.68	17.77	26.39	22.29	0.10
FY 2025	10,230	1,830	1,333	2,222	3.41	164.39	44.17	15.73	28.52	41.81	0.11
FY 2026E	13,894	3,216	2,305	3,408	5.92	54.62	34.53	14.50	25.37	48.54	0.12
FY 2027E	17,874	4,388	3,199	4,586	8.19	30.81	26.40	10.10	18.85	45.97	0.16

〈그림1〉 분기별 매출 및 YoY 매출 성장률



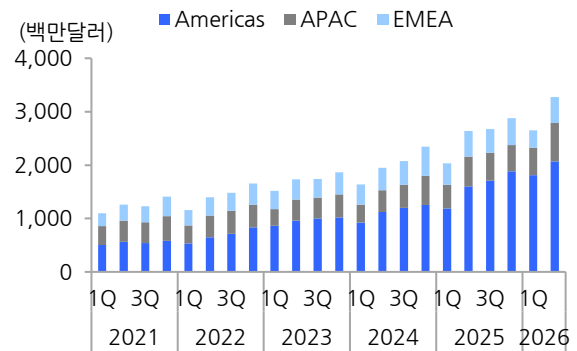
자료: Vertiv, Bloomberg, 현대차증권

〈그림2〉 분기별 유기적 매출 성장률(YoY)



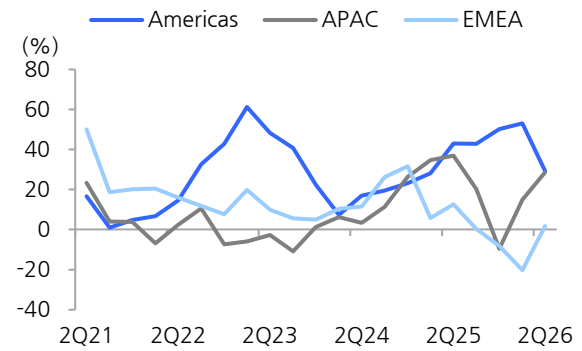
자료: Vertiv, Bloomberg, 현대차증권

〈그림3〉 지역별 매출 추이



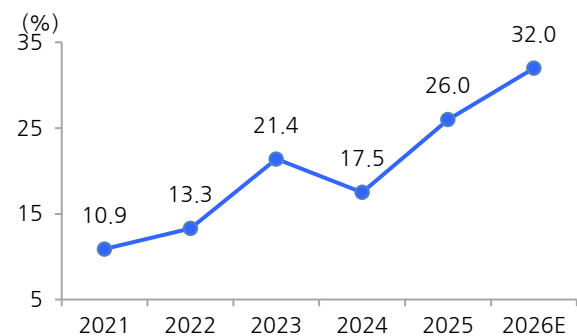
자료: Vertiv, Bloomberg, 현대차증권

〈그림4〉 지역별 매출 성장률 추이



자료: Vertiv, Bloomberg, 현대차증권

〈그림5〉 연간 유기적 성장률 추이 및 2026년 전망



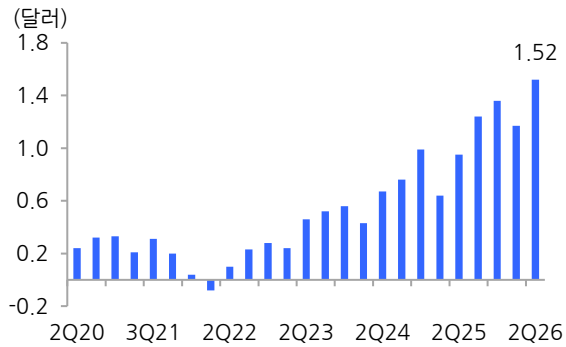
자료: Vertiv, Bloomberg, 현대차증권

〈그림6〉 분기별 영업이익 및 영업이익률



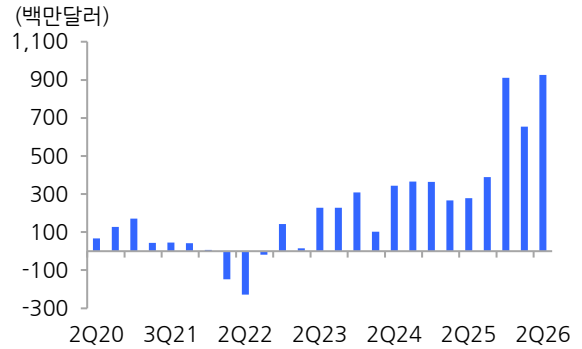
자료: Vertiv, Bloomberg, 현대차증권

〈그림7〉 분기별 EPS 추이



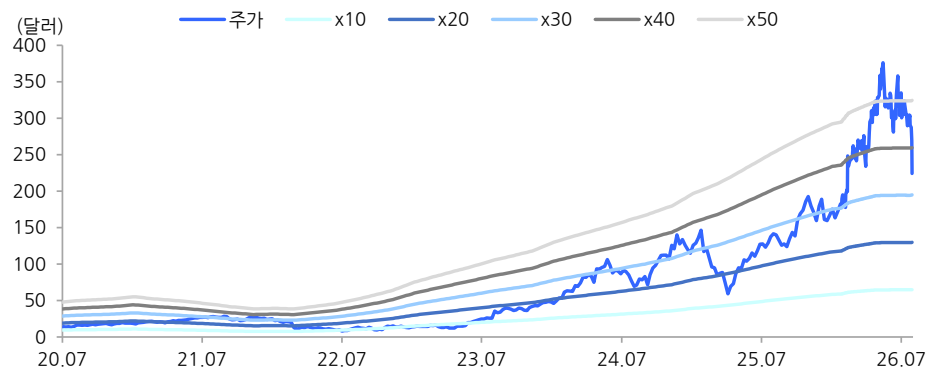
자료: Vertiv, Bloomberg, 현대차증권

〈그림8〉 분기별 잉여현금흐름 추이



자료: Vertiv, Bloomberg, 현대차증권

〈그림9〉 버티브 홀딩스 12M Fwd P/E

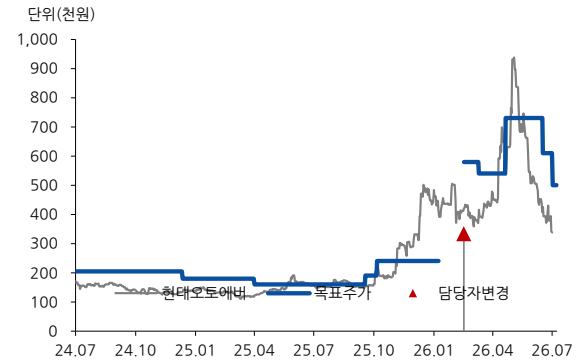


자료: Bloomberg, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.07.12	BUY	205,000	-28.14	-14.44
2025.01.09	BUY	180,000	-26.67	-16.22
2025.04.29	BUY	160,000	-2.63	19.06
2025.10.16	BUY	190,000	-14.94	7.11
2025.11.03	BUY	240,000	32.31	108.75
2026.02.06	종목 편출	종목 편출	-	-
2026.03.16	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2026.03.16	BUY	580,000	-31.80	-25.17
2026.04.08	BUY	540,000	-9.55	29.44
2026.05.19	BUY	730,000	-13.75	28.49
2026.07.15	BUY	610,000	-37.61	-29.51
2026.07.30	BUY	500,000		

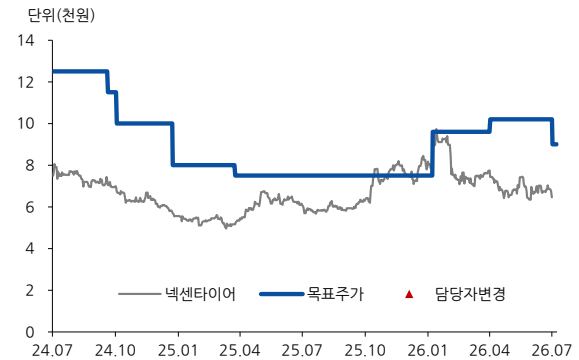
▶ 최근 2년간 현대오토에버 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.02.01	BUY	12,500	-33.10	-23.04
2024.08.01	AFTER 6M	12,500	-40.79	-36.72
2024.10.18	BUY	11,500	-39.23	-37.48
2024.10.31	BUY	10,000	-37.15	-32.40
2025.01.21	BUY	8,000	-33.15	-29.38
2025.04.22	BUY	7,500	-19.27	-10.00
2025.10.22	AFTER 6M	7,500	-0.04	12.67
2026.02.05	BUY	9,600	-18.01	1.35
2026.04.30	BUY	10,200	-32.95	-27.06
2026.07.30	BUY	9,000		

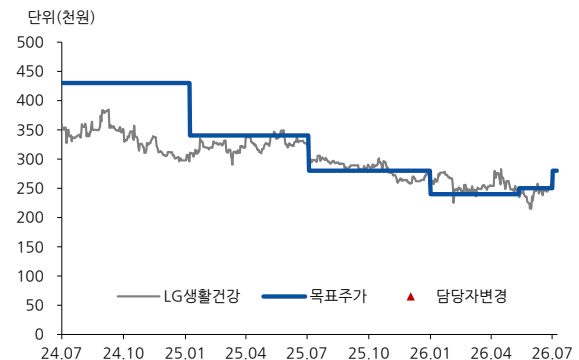
▶ 최근 2년간 넥센타이어 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.07.05	BUY	430,000	-20.42	-10.58
2025.01.05	AFTER 6M	430,000	-29.54	-27.44
2025.02.05	M.PERFORM	340,000	-4.80	2.79
2025.08.01	M.PERFORM	280,000	0.99	-7.86
2026.01.29	M.PERFORM	240,000	6.27	-6.25
2026.06.10	M.PERFORM	250,000	-3.31	5.20
2026.07.30	M.PERFORM	280,000		

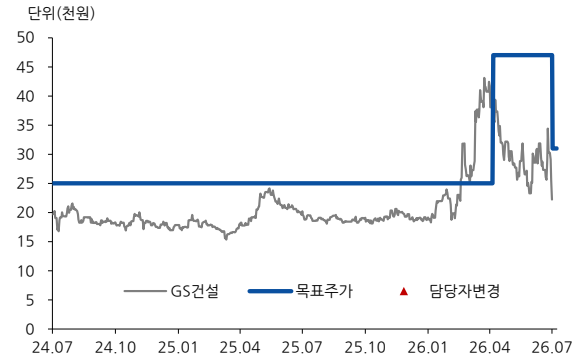
▶ 최근 2년간 LG생활건강 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.02.01	M.PERFORM	16,000	-3.62	20.06
2024.07.29	BUY	25,000	-25.78	-13.80
2025.01.29	AFTER 6M	25,000	-16.72	72.40
2026.05.04	BUY	47,000	-37.66	-16.28
2026.07.30	BUY	31,000		

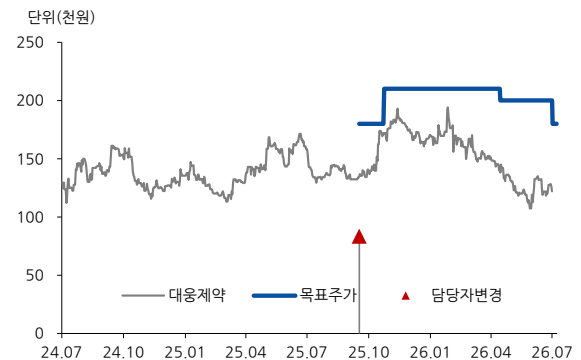
▶ 최근 2년간 GS건설 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2025.10.15	BUY	180,000	-17.74	-3.44
2025.11.21	BUY	210,000	-20.85	-7.62
2026.05.13	BUY	200,000	-37.43	-27.55
2026.07.30	BUY	180,000		

▶ 최근 2년간 대웅제약 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 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.
- 당사는 추천일 현대오토에버와 관련하여 계열 회사의 관계에 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 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 종목투자 의견은 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.