

Morning Meeting Notes

2026-08-03

내일의 차이
현대차증권

What's Inside

SK하이닉스(BUY/3,300,000원) 아직 변한 것은 없다 / 중국 메모리는 위협이 될까?
현대건설(BUY/141,000원) 주가 숨고르기가 끝나가고 있다
한온시스템(M.PERFORM/3,700원) 2H26 차세대 플랫폼 수주와 EV 확대 기대
SNT모티브(BUY/38,000원) 미국 공급망 재구축 수혜 전망
[주식전략] Strategy Weekly - 코스피 패닉셀과 급반등, 8월 방향성은 어디로?
[미국주식] 애플 - 확인이 필요한 구간

주식시장

국내 증시는 국내 증시는 상승 마감. 직전일 미증시 반도체주 강세 후 국내 전기전자 업종에도 저가매수세 유입되면서 양 지수 급등. 외국인인 코스피를 7.2조원, 코스피 전기전자 업종은 6.3조원 넘게 순매수. 다수 업종 강세였으나 방어주 성격의 음식료, 제약, 리츠는 약세 시현
미국 증시는 상승 마감. 아마존이 시장 예상을 웃도는 2분기 실적과 클라우드 성장세를 바탕으로 15.3% 급등하며 기술주 강세를 견인. MS도 클라우드 부문 성장 영향으로 전일 급등에 이어 추가 상승함. 반면 애플은 중국 매출 부진에 대한 우려로 -7.4% 급락하며 지수 상승폭을 일부 제한

금리&환율

국고채 금리는 하락 마감. 국고채는 원/달러 환율 급락 및 WGBI 자금 대거 유입 영향으로 강세
미국채 금리는 상승 마감. 미국채 금리는 독일 국채금리 상승과 연준 인사들의 매파적 발언이 맞물리며 상승
원/달러 환율은 전일 대비 13.40원 내린 1,424.00원에 마감. 일본 당국 개입에 따른 엔화 강세 속, 한국 외환당국의 시장 안정화 조치가 맞물리며 원/달러는 하락
달러인덱스는 99.81로 하락. 미국 당국의 엔화 시장 개입 경계에 따른 엔화 강세로 달리는 약세 양상

주요뉴스

이스라엘, 트럼프의 이란 공격 취소 물렸다
미국과 이스라엘은 7월 29일 이란에 대한 공격 계획 수립에 동의했으나, 트럼프 대통령은 공격 개시를 약 24시간 앞두고 철회. 이와 관련해 이스라엘 당국자들은 당시 상황을 전혀 몰랐고, 트럼프의 SNS를 통해서 상황을 파악했다고 이스라엘 언론이 보도

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

현대건설	BUY	246,000 원	▷ BUY	141,000 원	(2026-08-03)
한온시스템	BUY	3,900 원	▷ BUY	3,700 원	(2026-08-03)
현대모터에버	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)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
SK하이닉스	3,666,286	삼성전자	1,870,098
삼성전자	2,113,789	SK하이닉스	1,008,903
SK스퀘어	337,948	KODEX SK하이닉스단일종목레버리지	580,104
삼성전자우	265,506	KODEX 레버리지	492,657
삼성전기	219,400	KODEX 200	307,223

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
KODEX 200선물인버스2X	-51,146	KODEX 200선물인버스2X	-320,671
피에스케이	-41,259	KODEX 인버스	-112,692
SK이노베이션	-31,768	현대차	-84,804
삼성물산	-28,779	셀트리온	-82,937
SK텔레콤	-28,123	KB금융	-81,330

국내시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	6,595.45	+17.91	-18.46
대형주	7,249.63	+19.12	-19.05
중형주	3,676.74	+5.11	-12.08
소형주	2,201.40	+4.28	-5.10
KOSDAQ	719.76	+11.63	-17.12

투자자별 매매동향	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
KOSPI	-82,840	72,773	11,503
순매수	-26,067	-37,879	61,449
누적순매수(D-20)			

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	532,436	418,109	511,377

업종별 지수	증가	D-1(%)	D-20(%)
건설	131.38	+10.41	-16.64
금융	1,083.23	+9.40	-13.58
운수장비	4,857.73	+7.91	-17.17
유통	609.15	+10.93	-15.15
음식료	4,739.91	-2.91	-2.60
의약품	15,431.81	-1.42	+0.26
전기전자	107,016.60	+26.53	-22.64
철강금속	6,189.84	+6.41	-7.47
화학	4,198.06	+1.75	-4.30
유틸리티	1,069.15	+4.56	-6.90
통신	577.86	+0.60	-3.38

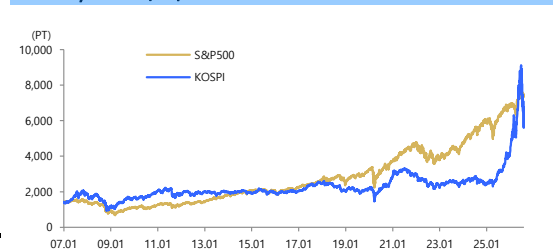
해외시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	7,489.72	+0.70	+0.09
NASDAQ	25,373.85	+1.00	-1.78
일본	64,362.02	+4.03	-7.72
중국	3,832.26	+0.72	-5.23
독일	25,629.24	+0.07	-0.58

주요 금리 동향	증가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.76	-7.30	+1.00
국고채 (10년)	4.26	-5.00	+6.40
은행채AAA (3년)	4.10	-6.90	-1.20
미국국채 (2년)	4.29	+4.40	+17.15
미국국채 (10년)	4.74	+6.30	+25.05

환율 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,424.00	-0.93	-6.66
원/백 엔	913.69	+1.23	-3.35
원/위안	213.55	+1.41	-5.03
달러/유로	1.15	+0.02	+0.82
위안/달러	6.76	+0.06	-0.38
엔/달러	157.56	-1.24	-2.37
Dollar Index	99.81	-0.18	-1.05

상품시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	84.67	+1.29	+23.26
금 (usd/oz)	4,107.00	-1.29	-0.45
BDI	2,732.00	+2.21	+3.09
천연가스(NYMEX)	2.75	-0.40	-14.05

KOSPI, S&P 추이



본 조시지표는 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

아직 변한 것은 없다 / 중국 메모리는 위협이 될까?

BUY

TP 3,300,000원

현재주가 (7/31)	1,718,000원
상승여력	92.1%
시가총액	1,254,986십억원
발행주식수	730,492천주
자본금/액면가	3,747십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	2,919,000원/245,000원
일평균 거래대금 (60일)	13,026십억원
외국인 지분율	50.86%
주요주주 지분율	
에스케이이스퀘어외9인	20.00%
추가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-35.2 33.6 89.0
상대주가(%p)	-16.7 33.7 49.7

※ K-FRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	325,557	448,377	3,300,000
After	387,831	443,472	3,300,000
Consensus	341,331	437,410	3,322,083
Cons. 차이	13.6%	1.4%	-0.7%

최근 12개월 추가수익률



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 투자의견 매수 유지. 동사의 2분기 매출액과 영업이익은 DRAM Bit Growth가 기존 예상치를 하회하였고 상대적으로 높은 HBM비중 등으로 인해 추정치를 각각 9.5%, 3.0% 하회하는 79.3조원과 60.5조원을 기록하였음. 3분기 DRAM과 NAND의 Bit Growth는 각각 9.7%, 1.5%가 예상되는 가운데 HBM4가 본격적으로 매출에 가세하면서 LTA 비중 증가에도 불구하고 DRAM ASP는 QoQ로 19.9% 상승하면서 Market Price 상승률 대비는 양호할 것으로 보임. HBM4 효과에 힘입어 3분기 매출액과 영업이익은 QoQ로 각각 30.6%, 30.5% 증가한 103.6조원과 79조원을 기록할 것으로 예상. LTA 계약의 경우 5년 계약 비중이 큰 것으로 추정되며 선수금 확보 등으로 인해 고객사들의 계약 취소 가능성은 크게 줄어들 것으로 보임

주요 이슈 및 실적 전망

- 주요 북미 CSP들의 Capex는 FCF 약화와 조달 금리 상승에도 불구하고 2028년까지 확장세는 이어질 것으로 보임. 여기에 물리적으로 떨어진 Data Center간을 연결하는 Scale Across가 대규모 AI Workload에 있어서 비효율성이 부각되면서 Open AI와 Anthropic은 기존 CSP로부터 임대한 Data Center의 일정부분을 자체 Mega AIDC 구축을 통해 극복할 예정이며, 양사 모두 IPO를 준비 중이라는 점에서 IPO에서 확보한 자금의 일부를 자체 AIDC 투자에 할당할 것으로 보임. 일부 CSP들이 Capex를 줄이더라도 충분히 상쇄될 것으로 보임. 한편, CXMT 부각에 대한 우려가 있지만 TSMC와 메모리 반도체 3사의 대규모 Capex로 CXMT는 외산 장비 확보에 어려움이 클 것으로 예상되며, 미국에 반도체 공장을 짓고 있는 Micron의 미국 투자 위축 가능성 등으로 인해 Apple 등이 중국산 메모리 반도체를 탑재할 가능성은 미미하며 미국의 미국 장비 제재가 더욱 강화될 것으로 보임

주가전망 및 Valuation

- 향후 3년간 급증할 이익잉여금 규모를 감안할 때 현재 주가는 과매도 국면으로 판단되며 Buy & Hold 전략 유지

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	354,372	268,842	280,257	286,174	387,831	557.8	3.6	2.3	2.6	99.6	0.3
2027F	541,424	387,489	323,953	410,426	443,472	14.3	3.2	1.3	1.1	53.8	0.3
2028F	723,375	448,632	380,307	477,230	520,618	17.4	2.7	0.9	0.2	40.0	0.3

* K-FRS 연결 기준

〈표1〉 실적 추정 변경 사항

(십억원)

		변경 후						변경 전					
		1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2026F	2027F	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2026F	2027F
DRAM	Bit Growth	0.1%	7.3%	9.7%	4.4%	24.9%	17.8%	0.1%	8.1%	7.2%	-1.2%	22.3%	17.5%
	ASP변화(QoQ)	65.5%	29.5%	19.9%	13.4%	184.0%	33.1%	65.5%	32.5%	19.9%	9.1%	184.6%	37.9%
NAND	Bit Growth	-10.0%	14.0%	1.5%	1.0%	17.7%	18.4%	-10.0%	18.0%	7.0%	-5.0%	22.4%	17.5%
	ASP변화(QoQ)	75.0%	54.0%	18.0%	10.0%	277.3%	39.1%	75.0%	65.0%	18.0%	10.0%	317.6%	37.9%
매출액		52,576	79,319	103,604	118,873	354,372	541,424	52,576	87,631	109,573	115,356	365,135	571,793
영업이익		37,610	60,543	78,991	91,698	268,842	387,489	37,610	62,427	78,211	82,699	260,947	380,271
영업이익률		71.5%	76.3%	76.2%	77.1%	75.9%	71.6%	71.5%	71.2%	71.4%	71.7%	71.5%	66.5%
세전이익		51,617	122,708	83,825	96,370	354,520	406,428	51,617	65,688	82,901	87,235	287,441	410,770
지배주주 손이익		40,330	93,886	68,341	77,699	280,257	323,953	40,330	54,156	68,818	71,952	235,256	327,443

자료: SK하이닉스, 현대차증권. Solidigm 포함

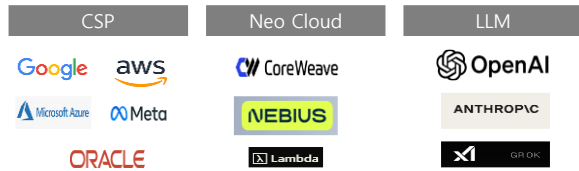
〈표2〉 분기별 실적 전망

(십억원)

	2025	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2026F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2027F	1Q28F	2Q28F	3Q28F	4Q28F	2028F
매출액 (A+B+C)	97,147	52,576	79,319	103,604	118,873	354,372	116,010	122,696	142,667	160,052	541,424	160,272	170,610	185,499	206,994	723,375
영업이익	47,206	37,610	60,543	78,991	91,698	268,842	89,577	89,850	97,497	110,565	387,489	111,282	106,604	110,966	119,780	448,632
영업이익률	48.6%	71.5%	76.3%	76.2%	77.1%	75.9%	77.2%	73.2%	68.3%	69.1%	71.6%	69.4%	62.5%	59.8%	57.9%	62.0%
EBITDA	61,114	41,339	64,653	83,464	96,718	286,174	94,749	95,312	103,347	117,017	410,426	117,865	113,470	118,226	127,670	477,230
EBITDA Margin	62.9%	78.6%	81.5%	80.6%	81.4%	80.8%	81.7%	77.7%	72.4%	73.1%	75.8%	73.5%	66.5%	63.7%	61.7%	66.0%
DRAM 부문																
매출액 (A)	74,719	41,010	57,903	74,615	87,111	260,638	84,947	88,559	101,996	117,741	393,241	119,875	126,160	138,596	158,704	543,335
Bit Growth (QoQ, YoY)	23.9%	0.1%	7.3%	9.7%	4.4%	24.9%	-3.5%	3.0%	13.6%	6.6%	17.8%	-1.7%	3.8%	9.6%	7.8%	21.5%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	31.9%	65.5%	29.5%	19.9%	13.4%	184.0%	2.5%	1.9%	1.4%	9.8%	33.1%	5.0%	1.4%	0.2%	6.2%	16.7%
영업이익	44,086	32,286	48,406	61,880	72,946	215,518	70,793	71,188	78,704	92,028	312,712	92,456	87,733	92,256	103,734	376,180
영업이익률	59.0%	78.7%	83.6%	82.9%	83.7%	82.7%	83.3%	80.4%	77.2%	78.2%	79.5%	77.1%	69.5%	66.6%	65.4%	69.2%
NAND 부문																
매출액 (B)	20,354	11,041	21,337	28,913	31,685	92,976	30,576	34,067	40,600	42,240	147,483	39,950	44,385	46,837	48,224	179,396
Bit Growth (QoQ, YoY)	11.1%	-10.0%	14.0%	1.5%	1.0%	17.7%	-5.0%	10.0%	18.0%	5.0%	18.4%	-5.0%	10.0%	5.0%	4.0%	21.2%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	-8.7%	75.0%	54.0%	18.0%	10.0%	277.3%	3.0%	2.0%	1.0%	0.5%	39.1%	1.0%	1.0%	0.5%	-1.0%	3.0%
영업이익	3,349	5,372	12,199	17,120	18,762	53,454	18,832	18,672	18,802	18,546	74,853	18,872	18,880	18,718	16,055	72,526
영업이익률	16.5%	48.7%	57.2%	59.2%	59.2%	57.5%	61.6%	54.8%	46.3%	43.9%	50.8%	47.2%	42.5%	40.0%	33.3%	40.4%
Others(C)																
매출액	2,073	526	79	77	77	759	487	71	70	71	699	446	66	65	66	644
세전 계속사업이익	50,466	51,617	122,708	83,825	96,370	354,520	93,990	94,185	102,502	115,751	406,428	117,718	113,388	118,145	127,316	476,567
법인세	7,518	11,271	28,786	15,457	18,641	74,154	19,521	19,310	20,258	23,259	82,348	23,876	22,860	23,718	25,658	96,112
지배주주 손이익	42,919	40,330	93,886	68,341	77,699	280,257	74,440	74,845	82,212	92,455	323,953	93,806	90,493	94,390	101,618	380,307

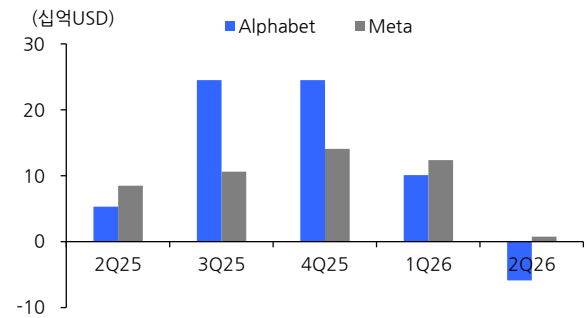
자료: SK하이닉스, 현대차증권. Solidigm 포함

〈그림1〉 미국 AIDC 주요 투자 기업들



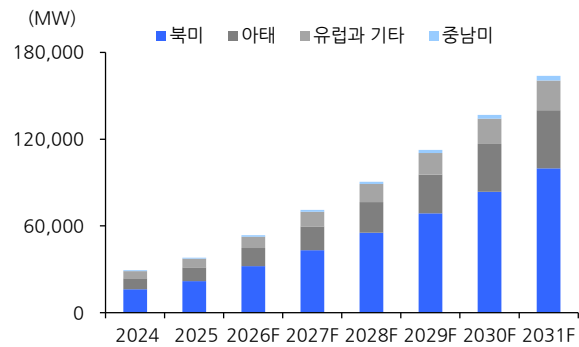
자료: 현대차증권

〈그림2〉 북미 CSP FCF 추이



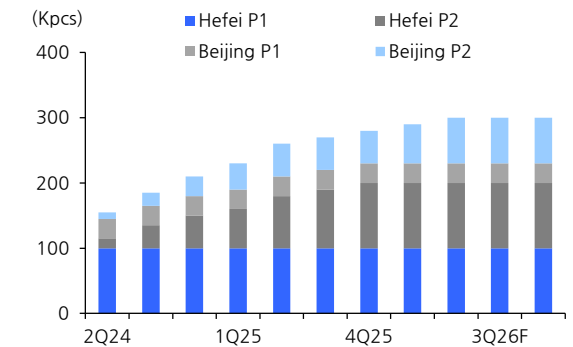
자료: 각사

〈그림3〉 전세계 Data Center Capa 추이



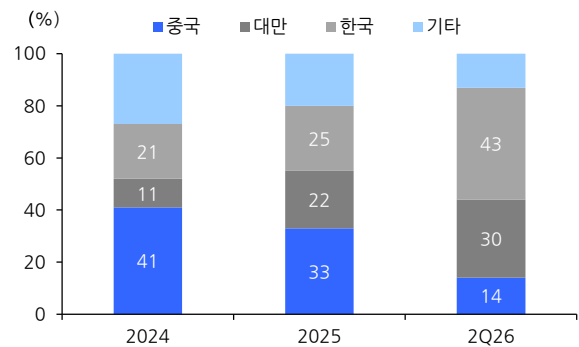
자료: Synergy Research Group

〈그림4〉 CXMT Wafer Capa 추이



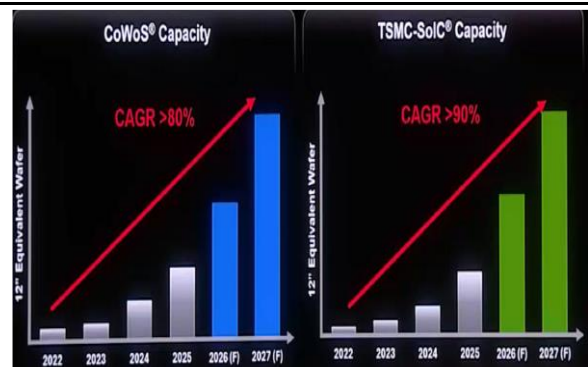
자료: 현대차증권

〈그림5〉 ASML 지역별 매출액 비중



자료: ASML

〈그림6〉 TSMC의 첨단 Packaging Capa 증가율



자료: TSMC

COMPANY REPORT

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	66,193	97,147	354,372	541,424	723,375
증가율 (%)	102.0	46.8	264.8	52.8	33.6
매출원가	34,365	38,456	57,868	110,114	216,321
매출원가율 (%)	51.9	39.6	16.3	20.3	29.9
매출총이익	31,828	58,691	296,504	431,310	507,055
매출이익률 (%)	48.1	60.4	83.7	79.7	70.1
증가율 (%)	흑전	84.4	405.2	45.5	17.6
판매관리비	8,361	11,484	27,662	43,821	58,423
판매비율 (%)	12.6	11.8	7.8	8.1	8.1
EBITDA	36,049	61,136	286,174	410,426	477,230
EBITDA 이익률 (%)	54.5	62.9	80.8	75.8	66.0
증가율 (%)	506.5	69.6	368.1	43.4	16.3
영업이익	23,467	47,206	268,842	387,489	448,632
영업이익률 (%)	35.5	48.6	75.9	71.6	62.0
증가율 (%)	흑전	101.2	469.5	44.1	15.8
영업외손익	456	3,824	85,705	18,939	27,935
금융수익	4,855	16,373	33,606	23,556	28,936
금융비용	5,708	12,505	6,513	4,281	1,000
기타영업외손익	1,309	-45	58,611	-336	0
종속/관계기업관련손익	-38	-565	-27	0	0
세전계속사업이익	23,885	50,466	354,520	406,428	476,567
세전계속사업이익률	36.1	51.9	100.0	75.1	65.9
증가율 (%)	흑전	111.3	602.5	14.6	17.3
법인세비용	4,088	7,518	74,154	82,348	96,112
계속사업이익	19,797	42,948	280,366	324,080	380,456
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	19,797	42,948	280,366	324,080	380,456
당기순이익률 (%)	29.9	44.2	79.1	59.9	52.6
증가율 (%)	흑전	116.9	552.8	15.6	17.4
지배주주지분 순이익	19,789	42,919	280,257	323,953	380,307
비지배주주지분 순이익	8	29	109	126	148
기타포괄이익	1,248	69	1,024	0	0
총포괄이익	21,044	43,017	281,390	324,080	380,456

(단위: 십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	29,796	53,373	266,368	347,632	409,528
당기순이익	19,797	42,948	280,366	324,080	380,456
유형자산 상각비	11,985	13,099	16,383	22,157	28,002
무형자산 상각비	596	831	950	780	596
외환손익	352	509	-879	0	0
운전자본의 감소(증가)	-5,600	-2,881	-50	416	474
기타	2,665	-1,133	-30,401	200	0
투자활동으로인한현금흐름	-18,005	-48,054	-71,174	-78,804	-87,348
투자자산의 감소(증가)	-568	-10,676	17,077	-3,292	-3,753
유형자산의 감소	47	145	15	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-15,946	-27,519	-49,135	-56,505	-62,155
기타	-1,539	-10,004	-39,131	-19,007	-21,439
재무활동으로인한현금흐름	-8,704	-1,445	52,602	3,855	4,488
차입금의 증가(감소)	-7,739	2,098	14,236	6,851	7,810
사채의증가(감소)	2,919	-1,203	-456	0	0
자본의 증가	115	4,467	39,580	0	0
배당금	-826	-1,681	-2,122	-2,995	-3,322
기타	-3,172	-5,125	1,363	0	0
기타현금흐름	530	-155	499	0	0
현금의증가(감소)	3,618	3,719	248,295	272,683	326,668
기초현금	7,587	11,205	14,924	263,219	535,902
기말현금	11,205	14,924	263,219	535,902	862,570

* K-IFRS 연결기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	42,279	69,458	431,667	757,526	1,144,813
현금성자산	11,205	14,924	263,219	535,902	862,570
단기투자자산	2,441	14,993	54,292	73,099	94,538
매출채권	13,019	18,199	58,793	79,159	102,376
채고자산	13,314	14,289	34,212	46,064	59,574
기타유동자산	1,731	1,715	6,209	8,359	10,811
비유동자산	77,576	106,650	150,144	187,004	224,314
유형자산	60,157	77,503	110,665	145,013	179,166
무형자산	4,019	4,049	3,311	2,531	1,935
투자자산	6,522	17,172	30,162	33,454	37,208
기타비유동자산	6,878	7,926	6,005	6,005	6,005
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	119,855	176,108	581,811	944,530	1,369,127
유동부채	24,965	37,379	111,693	148,344	190,125
단기차입금	1,283	2,396	2,522	2,522	2,522
매입채무	2,277	2,848	10,315	13,888	17,961
유동성장기부채	3,969	5,766	3,369	3,369	3,369
기타유동부채	17,436	26,369	95,488	128,565	166,273
비유동부채	20,974	18,062	27,816	32,800	38,482
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	14,388	19,372	25,054
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	45,940	55,441	139,509	181,144	228,607
지배주주지분	73,903	120,516	442,119	763,077	1,140,063
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	386,551	707,510	1,084,495
비지배주주지분	12	151	182	309	457
자본총계	73,916	120,667	442,302	763,386	1,140,520

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	27,193	58,994	387,982	443,645	520,821
EPS(지배순이익 기준)	27,182	58,955	387,831	443,472	520,618
BPS(자본총계 기준)	101,532	165,750	605,484	1,045,029	1,561,303
BPS(지배지분 기준)	101,515	165,544	605,235	1,044,607	1,560,677
DPS	2,204	3,000	4,125	4,575	4,875
P/E(당기순이익 기준)	6.4	11.0	3.6	3.2	2.7
P/E(지배순이익 기준)	6.4	11.0	3.6	3.2	2.7
P/B(자본총계 기준)	1.7	3.9	2.3	1.3	0.9
P/B(지배지분 기준)	1.7	3.9	2.3	1.3	0.9
EV/EBITDA(Reported)	3.8	7.6	2.6	1.1	0.2
배당수익률	1.3	0.5	0.3	0.3	0.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	116.9	557.7	14.3	17.4
EPS(지배순이익 기준)	흑전	116.9	557.8	14.3	17.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	31.1	44.1	99.6	53.8	40.0
ROE(지배순이익 기준)	31.1	44.2	99.6	53.8	40.0
ROA	18.0	29.0	74.0	42.5	32.9
안정성 (%)					
부채비율	62.2	45.9	31.5	23.7	20.0
순차입금비율	14.6	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	17.4	51.1	358.5	439.7	448.4

현대건설 (000720)

Analyst 신동현 dhshin@hmsec.com

주가 숨고르기가 끝나가고 있다

BUY

TP 141,000원

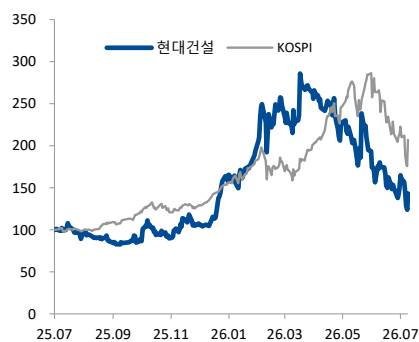
현재주가 (7/31)	94,600원
상승여력	49.0%
시가총액	10,534십억원
발행주식수	111,356천주
자본금/액면가	562십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	188,700원/54,400원
일평균 거래대금 (60일)	112십억원
외국인 지분율	26.85%
주요주주 지분율	
현대자동차외 5인	34.92%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-17.2	-41.5	-7.8
상대주가(%p)	6.5	-41.5	-27.0

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	4,667	6,668	246,000
After	4,532	6,546	141,000
Consensus	4,741	5,834	197,111
Cons. 차이	-4.4%	12.2%	-28.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 2Q26 연결 매출액 6조 8,423억원(-11.4% yoy, +8.9% qoq), 영업이익 2,618억원(+20.6% yoy, +44.7% qoq, OPM 3.8%)으로 컨센서스 상회
- 건축/주택부문에서의 원가율 안정화와 자회사 현대엔지니어링의 해외 현장 수익성 개선 등을 바탕으로 영업이익이 기대치를 상회. 실적 측면에서의 큰 우려가 없으며 원전 관련 파이프라인의 가시성은 다시 높아졌다고 판단. 투자의견 BUY 유지

주요이슈 및 실적전망

- 당분기 건축/주택부문 GPM은 13.2%로 상승(+8.8% qoq). 점진적인 Mix 개선에 따른 회복세를 이어가고 있었으며, 하반기 역시 상반기와 유사한 흐름으로 예상됨
- 21년 물리적 완공 후 중재에 돌입한 콜롬비아 하수처리시설에서의 비용반영은 일회성에 그칠 것. 울산 Shaheen PJT의 돌관공사는 연말까지 이어지겠으나 막바지 공사로 진입한 만큼 상반기 대비 수익성 훼손 효과는 작을 것으로 추정됨
- 현대엔지니어링의 해외 현장 수익성도 점진적 회복 중. 당분기에는 폴란드 플랜트 현장의 원가 개선 효과에 따라 GPM이 특히 크게 상승했으며, 하반기 역시 유사한 우상향 기조를 이어갈 전망. 전반적인 실적 전망은 긍정적으로 유지
- 연내 소식을 대기 중인 Holtec SMR, 불가리아 코즐로두이 및 Fermi Matador 대형원전은 발주처의 PPA 계약, 자금조달 등이 완료되기 전에 초기 공사를 우선 계약함으로써 수주시기를 앞당기는 현실적인 방안을 선택한 것으로 보임. 동사에게 가장 시급했던 원전 파이프라인의 현실화를 증명할 수 있는 긍정적 요소로 판단함

BUY(유지) / TP 141,000 원(하향) = 12m Fwd. BPS 89,199 원 * Target P/B 1.58x

- Target P/B는 기존 3.08x(중동 사이클 05~07년 고점 평균)에서 1.58x(동 기간 밴드 하단)으로 하향. 그러나 원전 수주 시 원전 EPC 시장에서 동사가 보유한 압도적인 경쟁력은 다시 주가에 반영될 것으로 예상함. 동 기간 밴드 내에서의 순차적인 multiple 재상향 여지는 여전히 열려 있음. 투자의견 BUY 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	32,670	-1,263	-169	-1,042	-1,521	적전	NA	0.4	NA	-2.1	2.4
2025	31,063	653	373	854	3,343	흑전	21.0	1.0	9.3	4.6	1.1
2026F	26,447	873	506	1,389	4,532	35.6	20.9	1.1	8.7	5.6	0.8
2027F	28,553	1,271	730	1,881	6,546	44.4	14.5	1.0	6.5	7.3	1.0
2028F	30,871	1,610	909	2,216	8,155	24.6	11.6	1.0	5.4	8.5	1.2

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 현대건설 2Q26 실적

(단위: 십억원)	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	2Q25	1Q26	2Q26P	(YoY)	(QoQ)	2Q26P	Diff.	2Q26P	Diff.
매출액	7,721	6,281	6,842	-11.4%	8.9%	6,969	-1.8%	6,767	1.1%
영업이익	217	181	262	20.6%	44.6%	202	29.4%	214	22.4%
세전이익	200	274	240	20.2%	-12.3%	150	60.1%	229	4.8%
당기순이익	159	207	157	-1.3%	-24.2%	113	39.4%	172	-8.9%

자료: FnGuide, 현대차증권

〈표2〉 현대건설 연간 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)	변경 후		변경 전		변화율	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	26,447	28,553	27,174	28,451	-2.7%	0.4%
영업이익	873	1,271	850	1,252	2.7%	1.5%
세전이익	858	1,217	852	1,239	0.7%	-1.8%
당기순이익	622	913	641	930	-3.0%	-1.8%

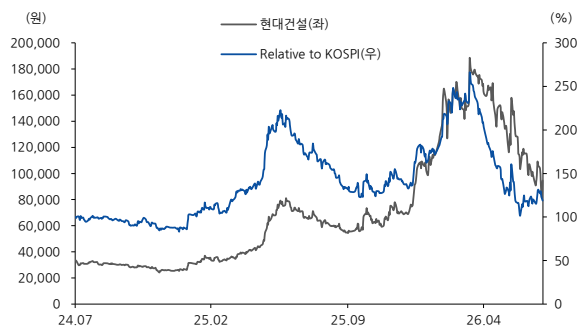
자료: 현대차증권

〈표3〉 현대건설 목표주가 산정

항목	내용	비고
Target BPS (원)	89,199	- 12m Fwd. BPS
Target P/B (배)	1.58	- 05~07년 P/B 밴드 하단
적정주가 (원)	140,934	- Target BPS * Target P/B
목표주가 (원)	141,000	
전일종가 (원)	94,600	- 2026.07.31 종가
상승여력 (%)	49.0	
투자 의견	BUY	

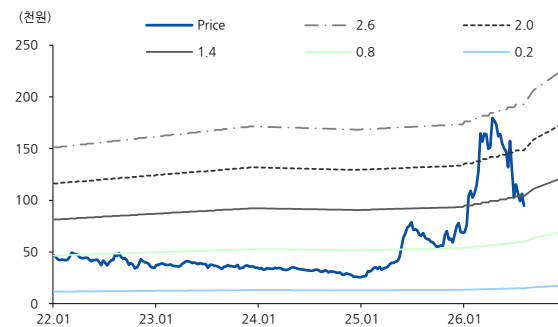
자료: 현대차증권

〈그림1〉 현대건설 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림2〉 현대건설 P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈표4〉 현대건설 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	7,456	7,721	7,826	8,060	6,281	6,842	6,431	6,892	31,063	26,447	28,553
YoY	-12.8%	-10.4%	-5.2%	11.2%	-15.8%	-11.4%	-17.8%	-14.5%	-4.9%	-14.9%	8.0%
1. 현대건설(별도)	3,891	4,154	4,342	4,125	3,613	3,918	3,784	4,097	16,513	15,412	16,942
YoY	-6.6%	-3.9%	5.2%	0.4%	-7.1%	-5.7%	-12.9%	-0.7%	-1.3%	-6.7%	9.9%
> 건축/주택	2,299	2,404	2,556	2,062	1,872	2,279	2,094	2,544	9,320	8,789	9,384
YoY	-17.6%	-18.1%	-1.7%	-20.3%	-18.6%	-5.2%	-18.1%	23.4%	-14.6%	-5.7%	6.8%
> 토목	419	421	491	525	423	504	511	414	1,856	1,852	1,640
YoY	-3.4%	13.7%	-11.5%	18.1%	0.9%	19.8%	4.1%	-21.2%	2.9%	-0.2%	-11.5%
> 플랜트/전력	1,138	1,284	1,269	1,458	1,276	1,037	1,144	1,104	5,149	4,561	5,779
YoY	23.4%	30.9%	35.4%	40.3%	12.2%	-19.2%	-9.9%	-24.3%	32.7%	-11.4%	26.7%
> 기타	35	46	27	81	42	98	35	35	188	210	140
YoY	60.9%	30.3%	-25.8%	103.3%	18.1%	114.9%	31.1%	-56.5%	41.9%	11.5%	-33.3%
2. 현대엔지니어링	3,367	3,412	3,314	3,804	2,537	2,668	2,497	2,645	13,897	10,347	11,011
YoY	-17.8%	-16.0%	-12.5%	35.3%	-24.7%	-21.8%	-24.7%	-30.5%	-5.9%	-25.5%	6.4%
매출총이익	514	469	390	608	505	545	477	532	1,980	2,060	2,475
YoY	-3.7%	36.9%	11.9%	흑전	-1.6%	16.4%	22.5%	-12.6%	흑전	4.0%	20.2%
GPM	6.9%	6.1%	5.0%	7.5%	8.0%	8.0%	7.4%	7.7%	6.4%	7.8%	8.7%
1. 현대건설(별도)	210	184	176	322	257	195	266	309	892	1,027	1,437
YoY	-27.4%	24.6%	32.2%	흑전	22.1%	6.1%	51.7%	-4.0%	155.6%	15.2%	39.9%
GPM	5.4%	4.4%	4.0%	7.8%	7.1%	5.0%	7.0%	7.5%	5.4%	6.7%	8.5%
> 건축/주택	100	133	131	235	82	301	209	254	890	739	577
YoY	-47.3%	1875.6%	66.6%	155.5%	-18.3%	126.3%	59.4%	8.5%	17.4%	-16.9%	-22.0%
GPM	4.3%	5.5%	5.1%	11.4%	4.4%	13.2%	10.0%	10.0%	9.5%	8.4%	6.1%
> 토목	36	26	47	3	35	-27	20	21	-117	-21	77
YoY	58.0%	-25.4%	-21.9%	-93.0%	-4.3%	적전	-56.8%	660.0%	적지	적지	흑전
GPM	8.6%	6.1%	9.6%	0.5%	8.2%	-5.4%	4.0%	5.0%	-6.3%	-1.1%	4.7%
> 플랜트/전력	51	-3	-16	38	122	-135	19	16	84	113	99
YoY	-19.4%	적전	적지	흑전	139.4%	적지	흑전	-57.0%	1678.5%	34.7%	-12.4%
GPM	4.5%	-0.3%	-1.3%	2.6%	9.6%	-13.0%	1.7%	1.5%	1.6%	2.5%	1.7%
> 기타	25	29	16	44	18	57	18	18	72	61	99
YoY	79.8%	-3.1%	-65.9%	61.1%	-25.5%	95.6%	10.7%	-60.6%	52.2%	-15.6%	62.7%
GPM	69.3%	63.6%	59.2%	55.2%	43.7%	57.9%	50.0%	50.0%	38.1%	28.9%	70.4%
2. 현대엔지니어링	239	235	176	266	231	305	181	193	917	910	917
YoY	22.1%	53.9%	12.3%	흑전	-3.4%	29.6%	2.6%	-27.6%	흑전	-0.8%	0.8%
GPM	7.1%	6.9%	5.3%	7.0%	9.1%	11.4%	7.3%	7.3%	6.6%	8.8%	8.3%
영업이익	214	217	104	119	181	262	198	233	653	873	1,271
YoY	-14.8%	47.3%	-9.4%	흑전	-15.4%	20.6%	90.9%	96.0%	흑전	33.7%	45.6%
OPM	2.9%	2.8%	1.3%	1.5%	2.9%	3.8%	3.1%	3.4%	2.1%	3.3%	4.5%
세전이익	205	200	84	157	274	240	145	199	647	858	1,217
YoY	-32.2%	-19.3%	-1.2%	흑전	33.2%	20.1%	72.4%	26.6%	흑전	32.6%	41.8%
세전이익률	2.8%	2.6%	1.1%	2.0%	4.4%	3.5%	2.3%	2.9%	2.1%	3.2%	4.3%
당기순이익	167	159	68	166	207	157	109	149	559	622	913
YoY	-20.0%	8.5%	69.1%	흑전	24.0%	-1.0%	60.1%	-9.9%	흑전	11.2%	46.8%
당기순이익률	2.2%	2.1%	0.9%	2.1%	3.3%	2.3%	1.7%	2.2%	1.8%	2.4%	3.2%
수주잔고	98,148	94,761	92,280	95,090	92,324	103,983	103,032	104,390	95,090	104,390	111,537
> 건축/주택	43,391	46,221	46,702	48,018	47,623	50,107	51,013	51,469	48,018	51,469	54,085
> 토목	8,866	7,649	8,430	9,043	9,227	9,276	8,965	8,752	9,043	8,752	8,112
> 플랜트/전력	11,680	10,209	9,974	12,675	11,768	16,337	15,774	17,520	12,675	17,520	22,641
> 기타	219	236	202	678	589	113	128	143	678	143	203
> 현대엔지니어링	33,991	30,447	26,972	24,676	23,117	28,149	27,152	26,507	24,676	26,507	26,496

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	32,670	31,063	26,447	28,553	30,871
증가율 (%)	10.2	-4.9	-14.9	8.0	8.1
매출원가	32,887	29,083	24,387	26,078	27,965
매출원가율 (%)	100.7	93.6	92.2	91.3	90.6
매출총이익	-217	1,980	2,060	2,475	2,906
매출이익률 (%)	-0.7	6.4	7.8	8.7	9.4
증가율 (%)	적전	흑전	4.0	20.1	17.4
판매관리비	1,046	1,327	1,186	1,204	1,296
판매비율 (%)	3.2	4.3	4.5	4.2	4.2
EBITDA	-1,042	854	1,389	1,881	2,216
EBITDA 이익률 (%)	-3.2	2.7	5.3	6.6	7.2
증가율 (%)	적전	흑전	62.6	35.4	17.8
영업이익	-1,263	653	873	1,271	1,610
영업이익률 (%)	-3.9	2.1	3.3	4.5	5.2
증가율 (%)	적전	흑전	33.7	45.6	26.7
영업외손익	272	1	-20	-58	-95
금융수익	360	259	203	184	139
금융비용	172	203	246	242	244
기타영업외손익	84	-55	23	0	10
종속/관계기업관련손익	6	-7	5	4	0
세전계속사업이익	-986	647	858	1,217	1,516
세전계속사업이익률	-3.0	2.1	3.2	4.3	4.9
증가율 (%)	적전	흑전	32.6	41.8	24.6
법인세비용	-219	88	236	304	379
계속사업이익	-766	559	622	913	1,137
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-766	559	622	913	1,137
당기순이익률 (%)	-2.3	1.8	2.4	3.2	3.7
증가율 (%)	적전	흑전	11.3	46.8	24.5
지배주주지분 순이익	-169	373	506	730	909
비지배주주지분 순이익	-598	186	116	183	227
기타포괄이익	76	-47	780	0	0
총포괄이익	-690	512	1,401	913	1,137

(단위: 십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	-119	-748	-1,057	867	1,015
당기순이익	-766	559	622	913	1,137
유형자산 상각비	211	190	473	559	559
무형자산 상각비	10	11	43	51	47
외환손익	-125	-6	25	40	30
운전자본의 감소(증가)	588	-1,991	-2,199	-691	-758
기타	-37	489	-21	-5	0
투자활동으로인한현금흐름	212	25	762	-595	-589
투자자산의 감소(증가)	-191	118	-61	4	0
유형자산의 감소	6	20	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-179	-107	-382	-559	-559
기타	576	-6	1,204	-40	-30
재무활동으로인한현금흐름	734	434	238	-40	-111
차입금의 증가(감소)	73	-86	-76	0	0
사채의증가(감소)	-279	219	80	0	0
자본의 증가	-0	0	0	0	0
배당금	-95	-69	-90	-90	-111
기타	1,035	370	324	50	0
기타현금흐름	98	-29	53	0	0
현금의증가(감소)	925	-318	-4	232	314
기초현금	4,206	5,130	4,813	4,809	5,040
기말현금	5,130	4,813	4,809	5,040	5,355

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	21,101	21,958	22,762	24,283	24,782
현금성자산	5,130	4,813	4,809	5,040	5,355
단기투자자산	750	994	0	0	0
매출채권	5	3	2	3	3
재고자산	777	747	814	916	987
기타유동자산	14,428	15,399	17,135	18,321	18,435
비유동자산	5,905	5,834	6,624	6,573	6,526
유형자산	1,289	1,225	1,633	1,633	1,633
무형자산	751	765	722	671	624
투자자산	1,390	1,284	1,355	1,355	1,355
기타비유동자산	2,475	2,560	2,914	2,914	2,914
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	27,005	27,792	29,386	30,856	31,308
유동부채	14,664	14,843	15,002	15,582	14,962
단기차입금	745	1,195	1,508	1,508	1,508
매입채무	4,039	3,966	4,214	4,744	5,109
유동성장기부채	1,045	1,014	961	1,011	1,011
기타유동부채	8,835	8,668	8,319	8,319	7,334
비유동부채	2,672	2,836	2,752	2,820	2,866
사채	928	1,147	1,227	1,227	1,227
장기차입금	598	580	507	507	507
장기금융부채	144	77	74	74	74
기타비유동부채	1,002	1,032	944	1,012	1,058
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	17,336	17,679	17,754	18,401	17,828
지배주주지분	8,025	8,265	9,654	10,293	11,092
자본금	562	562	562	562	562
자본잉여금	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095
자본조정 등	-6	-6	-6	-6	-6
기타포괄이익누계액	244	210	955	955	955
이익잉여금	6,130	6,403	7,047	7,687	8,485
비지배주주지분	1,644	1,848	1,978	2,161	2,388
자본총계	9,669	10,113	11,632	12,454	13,480

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	-6,887	5,013	5,576	8,185	10,197
EPS(지배순이익 기준)	-1,521	3,343	4,532	6,546	8,155
BPS(자본총계 기준)	86,019	89,964	103,475	110,792	119,914
BPS(지배지분 기준)	71,394	73,523	85,878	91,571	98,671
DPS	600	800	800	990	1,140
P/E(당기순이익 기준)	NA	14.0	17.0	11.6	9.3
P/E(지배순이익 기준)	NA	21.0	20.9	14.5	11.6
P/B(자본총계 기준)	0.3	0.8	0.9	0.9	0.8
P/B(지배지분 기준)	0.4	1.0	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA(Reported)	NA	9.3	8.7	6.5	5.4
배당수익률	2.4	1.1	0.8	1.0	1.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	흑전	11.2	46.8	24.6
EPS(지배순이익 기준)	적전	흑전	35.6	44.4	24.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-7.6	5.7	5.7	7.6	8.8
ROE(지배순이익 기준)	-2.1	4.6	5.6	7.3	8.5
ROA	-3.0	2.0	2.2	3.0	3.7
안정성 (%)					
부채비율	179.3	174.8	152.6	147.8	132.3
순차입금비용	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	NA	5.3	4.9	7.0	8.8

한온시스템 (018880)

Analyst 장문수 joseph@hmsec.com

2H26 차세대 플랫폼 수주와 EV 확대 기대

M.PERFORM

TP 3,700원

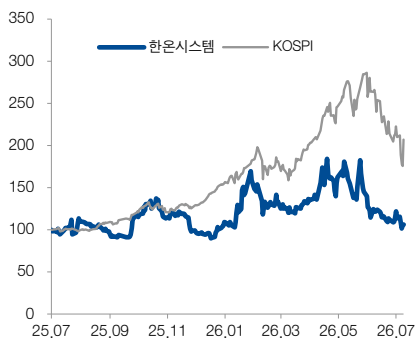
현재주가 (7/31)	3,305원
상승여력	12.0%
시가총액	3,392십억원
발행주식수	1,026,263천주
자본금/액면가	103십억원/100원
52주 최고가/최저가	5,730원/2,800원
일평균 거래대금 (60일)	109십억원
외국인 지분율	7.01%
주요주주 지분율	
한국타이어엔테크놀로지	
외 14인	51.09%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-13.8	-21.9	0.9
상대주가(%)	10.8	-21.8	-20.1

* K-FRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	258	259	3,900
After	261	252	3,700
Consensus	236	292	5,068
Cons. 차이	10.6%	-13.7%	-27.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 2Q26 영업이익은 1,037억원(+61.2% yoy, OPM 3.6%) 기록, 컨센서스 1,131억원 8.3% 하회. 재료비, 운반비 등 원가구조 효율화로 매출총이익률 개선 추세 지속. 우호적 환율 영향과 유럽 프리미엄 고객사 벤츠, BMW 등 고객 선전으로 유럽 매출액이 크게 상승하며 전사 이익 증가
- 투자이견 Marketperform 유지, 목표주가 3,700원으로 기존 3,900원 대비 5.1% 하향. 목표주가는 기존과 동일한 글로벌 주요 공조업체 2025~2026년 P/E 평균 11.9배와 손익 회복을 예상하는 FY2 선행 EPS인 당사 예상 2028년 EPS 321원(기존 334원) 적용. 이란발 이슈로 유가 변동성이 커짐에 따라 전동화 수요 전망도 불확실성 가중. 유럽 xEV 성장세에 따라 Valuation은 확장 기대 가능할 전망

주요이슈 및 실적전망

- 2Q26 Review: 유럽 고객사 공급 확대와 원가율 절감 효과 지속되며 수익성 회복
 - 1) 매출액 2.88조원(+0.6% yoy, +4.6% qoq), 영업이익 1,037억원(+61.2% yoy, +6.7% qoq, OPM 3.6%), 지배순이익 853억원(흑전 yoy, +28.0% qoq) 기록. 영업이익기준 컨센서스 1,131억원(OPM 3.8%)과 당사 예상 1,090억원(OPM 3.5%) 대비 각각 8.3%, 4.9% 하회
 - 2) 요인: MB, BMW 등 주요 고객사의 호조로 유럽(+9%) 증가하며 한국(-2%), 미국(-6%) 감소 만회, 우호적 환율, 재료비, 운반비 등 원가구조 효율화로 매출총이익률 개선 추세 지속. 수주는 3.42억달러로 13억달러 목표에 미흡하나 2H26 주요 프로그램 집중되어 목표 달성 의지 피력
 - Key Takeaways: 수익성 개선을 위해 선택 가능한 카드는 제한적
 - 1) 동사의 이익 개선은 1) 전기차 전환 재점화 및 주요 고객 수주 확대, 전동화 제품 매출 성장 가시화 혹은 2) 인건비, 운반비 등 주요 비용 절감, 3) 유무형감가비 부담 축소에 의해 가능. 전방 수요는 EV 전략 축소로 단기 가시화가 어려운 상황(2026년 매출액 가이던스 1% 증가 목표). R&D 자산화 비중 축소와 구조조정 지연에도 물류비, 재료 등 비용 절감으로 수익성 개선 중.
- CAPEX/EBITDA 효율적으로 관리해 투자 효율화 기반의 재무 체질 개선, 원가구조 개선 성과 내고 운영 효율화 속도 내며 구조적 수익성 개선, 열관리 기술 기반 ESS 솔루션 사업 기회 확대

주가전망 및 Valuation

- 재료비 절감, 물류 합리화로 원가 절감과 유럽 xEV 중심 성장세가 기대보다 높아 계획대비 빠른 수익성 개선으로 당초 목표한 현금흐름이 가능한 4%이상 OPM 목표 시점을 1년 당겨지고 있는 점 긍정적. 불용 자산에 대한 상각과 인력 조정으로 운영 효율화, 재료비 합리화 등 구조조정 속도 등 원가구조 개선 효율화와 전동화 기반 매출 성장세에 주목할 필요

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	9,999	96	-363	747	-594	적전	NA	1.0	7.0	-13.9	0.0
2025	10,884	270	-199	1,012	-257	적지	NA	0.8	4.5	-6.0	0.0
2026F	11,308	424	268	1,471	261	흑전	12.6	0.8	3.8	6.8	0.0
2027F	11,865	491	259	1,682	252	-3.5	13.1	0.8	3.1	6.0	0.0
2028F	12,109	582	329	1,799	321	27.3	10.3	0.7	2.7	7.2	0.0

* K-FRS 연결 기준

〈표1〉 한온시스템 2Q26 Review: 영업이익은 1037억원 기록해 컨센서스 8.3% 하회

(십억원, %, %p)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	2Q26P	2Q25	1Q26	% yoy	% qoq	당사추정치	Diff (%)	Consensus	Diff (%)
매출액	2,875.2	2,858.2	2,748.2	0.6	4.6	3,119.3	(7.8)	2,956.3	(2.7)
영업이익	103.7	64.3	97.2	61.2	6.7	109.0	(4.9)	113.1	(8.3)
세전이익	85.3	(25.6)	107.5	흑전	(20.6)	74.4	14.7	89.4	(4.6)
지배순이익	85.3	(16.4)	66.6	흑전	28.0	58.0	47.0	60.3	41.4
영업이익률(%)	3.6	2.2	3.5	1.4	0.1	3.5	0.1	3.8	(0.2)
세전이익률(%)	3.0	(0.9)	3.9	3.9	(0.9)	2.4	0.6	3.0	(0.1)
지배순이익률(%)	3.0	(0.6)	2.4	3.5	0.5	1.9	1.1	2.0	0.9

자료: 한온시스템, FnGuide, 현대차증권

주: K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 한온시스템 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억 원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	11,308	11,865	11,809	12,414	-4.2%	-4.4%
영업이익	424	491	434	494	-2.1%	-0.7%
세전이익	346	334	340	341	1.7%	-2.1%
당기순이익	271	261	266	267	1.7%	-2.1%

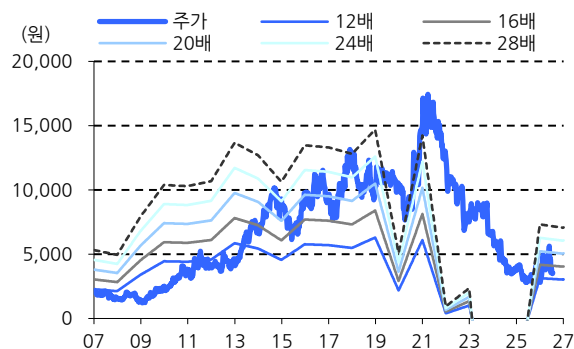
자료: 현대차증권

〈표3〉 목표주가 산정

	내용	비고
목표 P/E(배)	11.9	①, 글로벌 주요 공조업체 2026 년 P/E 평균
적용 EPS(원)	321	②, 2028F EPS, 현대차증권 추정치
목표 주가(원)	3,700	① X ②
전일 종가(원)	3,305	기준 주가 (2026.07.31)
Upside Potential(%)	12.0%	
투자의견	M.PERFORM	

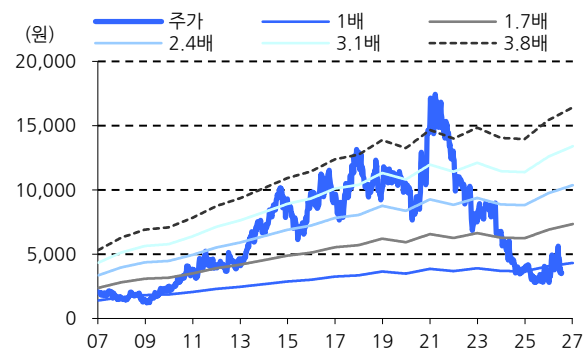
자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림1〉 P/E 밴드



자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림2〉 P/B 밴드



자료: 한온시스템, 현대차증권

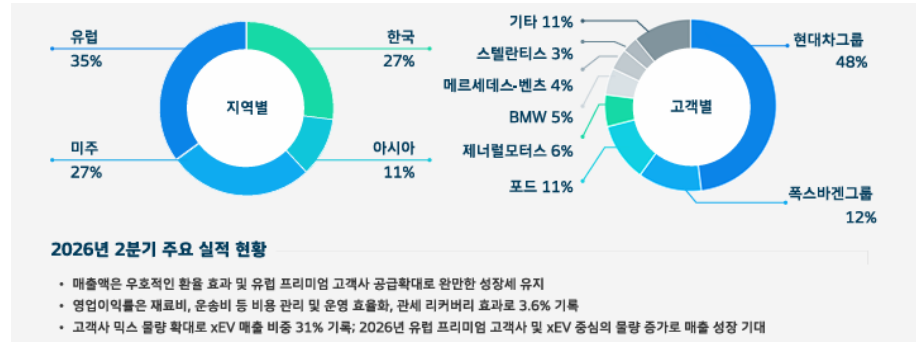
〈표4〉 한온시스템 분기별 실적 전망

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	2,617.3	2,858.2	2,705.7	2,702.5	2,748.2	2,875.2	2,865.6	2,818.7	10,883.7	11,307.8	11,865.2
>아시아	1,403.4	1,529.6	1,497.5	1,384.6	1,436.7	1,514.8	1,573.0	1,452.0	5,815.1	5,976.4	6,246.5
>미주	771.5	809.5	801.8	784.0	739.3	761.0	845.9	826.3	3,166.8	3,172.4	3,315.2
>유럽	1,378.6	1,526.2	1,396.6	1,432.0	1,484.8	1,663.5	1,532.1	1,582.4	5,733.3	6,262.8	6,809.0
>조정	(936.2)	(1,007.1)	(990.2)	(898.1)	(912.6)	(1,064.0)	(1,085.3)	(1,041.9)	(3,831.5)	(4,103.8)	(4,505.6)
영업이익	21.1	64.3	95.3	89.7	97.2	103.7	109.3	114.3	270.4	424.4	491.0
세전이익	(17.3)	(25.6)	91.1	(183.0)	107.5	85.3	73.9	79.0	(134.9)	345.7	334.1
지배순이익	(22.6)	(15.1)	55.3	(214.9)	66.6	85.3	57.4	58.9	(197.3)	268.2	258.7
영업이익률	0.8	2.2	3.5	3.3	3.5	3.6	3.8	4.1	2.5	3.8	4.1
세전이익률	(0.7)	(0.9)	3.4	(6.8)	3.9	3.0	2.6	2.8	(1.2)	3.1	2.8
순이익률	(0.9)	(0.5)	2.0	(8.0)	2.4	3.0	2.0	2.1	(1.8)	2.4	2.2
% yoy											
매출액	8.8	11.7	8.3	6.6	5.0	0.6	5.9	4.3	8.9	3.9	4.9
>아시아	7.0	10.4	12.1	1.8	2.4	(1.0)	5.0	4.9	7.8	2.8	4.5
>미주	17.5	8.9	6.5	3.6	(4.2)	(6.0)	5.5	5.4	8.8	0.2	4.5
>유럽	9.0	19.9	7.6	12.5	7.7	9.0	9.7	10.5	12.2	9.2	8.7
영업이익	(67.7)	(10.2)	(1.0)	흑전	361.1	61.2	14.7	27.4	183.0	57.0	15.7
세전이익	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	(18.8)	흑전	적지	흑전	(3.3)
지배순이익	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	3.8	흑전	적지	흑전	(3.5)
% qoq											
매출액	3.2	9.2	(5.3)	(0.1)	1.7	4.6	(0.3)	(1.6)	-	-	-
>아시아	3.2	9.0	(2.1)	(7.5)	3.8	5.4	3.8	(7.7)	-	-	-
>미주	2.0	4.9	(1.0)	(2.2)	(5.7)	2.9	11.2	(2.3)	-	-	-
>유럽	8.3	10.7	(8.5)	2.5	3.7	12.0	(7.9)	3.3	-	-	-
영업이익	흑전	205.1	48.2	(5.9)	8.3	6.7	5.4	4.5	-	-	-
세전이익	적지	적지	흑전	적전	흑전	(20.6)	(13.3)	6.9	-	-	-
지배순이익	적지	적지	흑전	적전	흑전	28.0	(32.7)	2.7	-	-	-

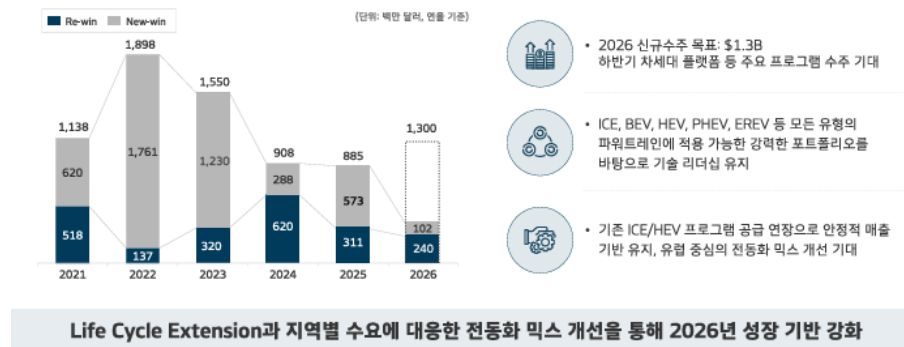
자료: 한온시스템, FnGuide, 현대차증권

〈그림3〉 매출 비중 (2Q26)



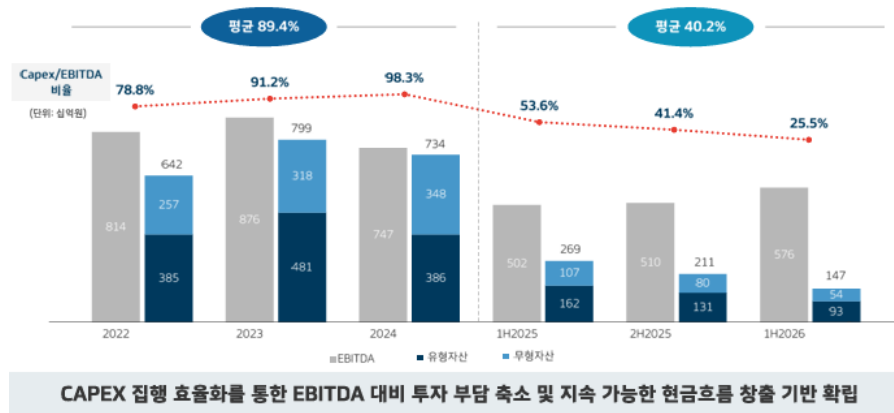
자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림4〉 2Q26 신규 수주 현황: 프로젝트 발주 시점이 하반기 집중



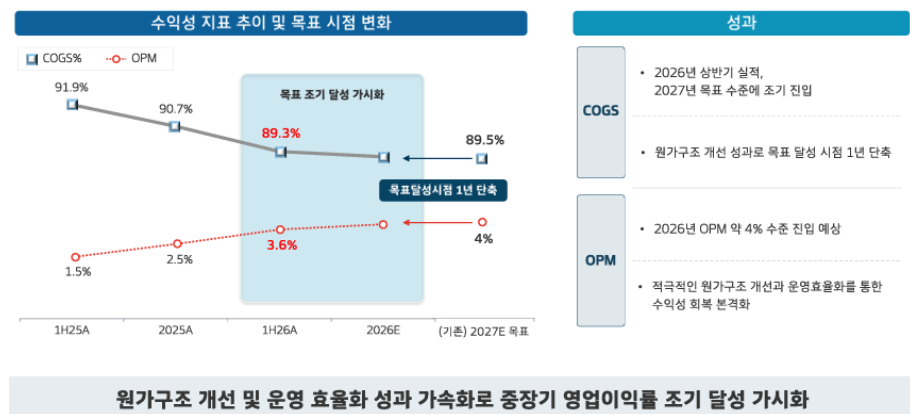
자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림5〉 한온시스템의 투자 효율화 기반 재무 체질 개선



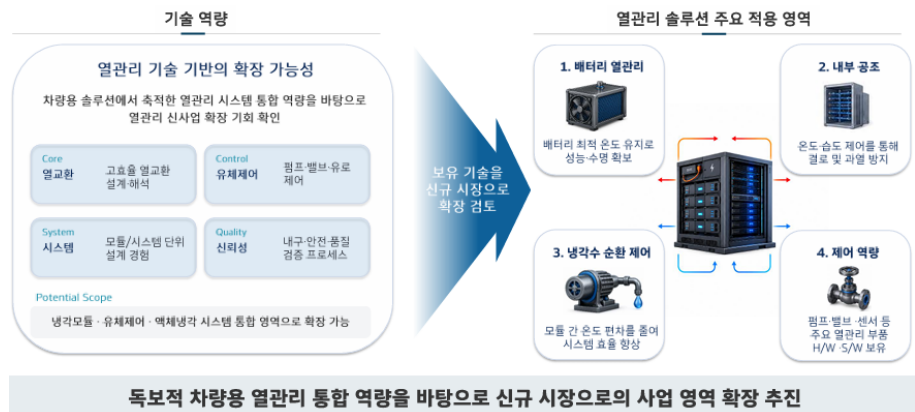
자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림6〉 한온시스템 구조적 수익성 개선을 통한 펀더멘탈 강화



자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림7〉 한온시스템의 열관리 기술 기반 중장기 사업 기회 확대



자료: 한온시스템, 현대차증권

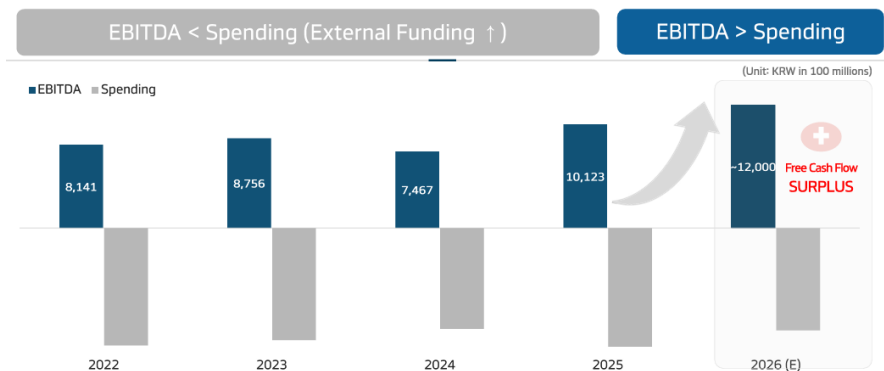
〈그림8〉 2026년 가이드스 (1): 재무손익 전망

2026 Guidance				
(Unit: KRW in Billions)	1H25	2H25	2025	2026
Revenue	5,476	5,408	10,884	11,000
EBITDA	442	570	1,012	1,200
Operating Income	85(1.6%)	187(3.4%)	272(2.5%)	450(4%~)

Targeting 4%+ OP margin in 2026, Supported by Continuous Profit Structure Improvements

자료: 한온시스템, 현대차증권

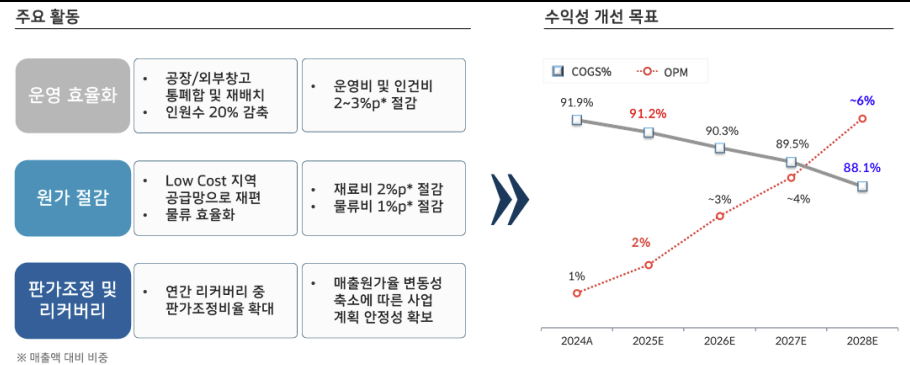
〈그림9〉 2026년 가이드스 (2): 영업현금흐름 전망



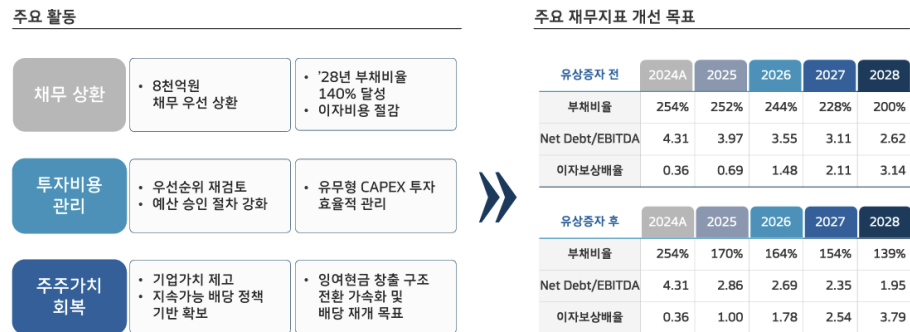
EBITDA to Exceed Expenditures from 2026, Turning Free Cash Flow Positive

자료: 한온시스템, 현대차증권

<그림10> 한온시스템 중장기 전략 (수익구조 개선 및 재무 안정성 확보)



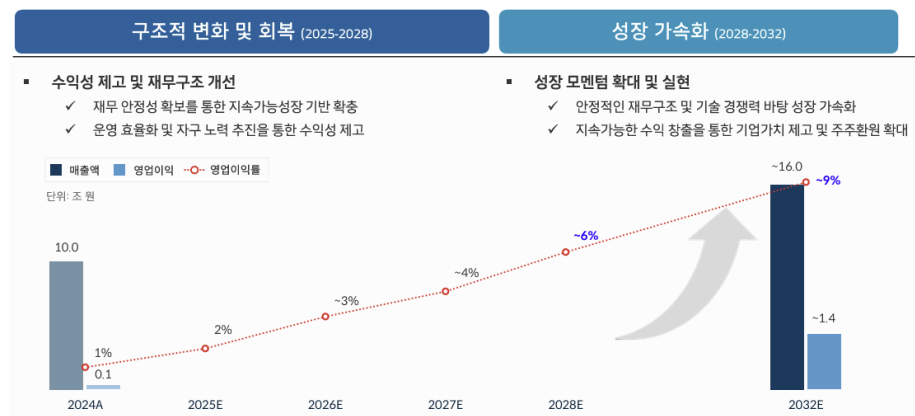
원가 및 수익구조 전면 재편을 통한 체질 개선 및 경영 내실화 추진



자금 조달을 통해 임여현금흐름 창출 구조 전환 가속화, 기업가치 회복 및 주주친화 정책 추진 계획

자료: 한온시스템, 현대차증권

<그림11> 한온시스템 중장기 사업 목표



자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림12〉 한온시스템의 수익성 개선 전략

- Continue to promote various profitability-related initiatives to drive mid- to long-term performance recovery, with profit structure improvements to be accelerated through the planned capital increase

Classification	Plans		Effect
Supply Chain Diversification	Secure supply networks in low-cost regions and promote material cost reductions through supply chain diversification		COGS ~85% (FY2024 92%)
Operational Excellence	Achieve operational excellence through optimization efforts, including working shift adjustments and efficiency improvements		
Repricing & Recovery	Promote Repricing	Improve repricing ratio and maximize recovery amount through renegotiation with OEMs	
Restructuring/ Plant Integration	Decrease headcount 20%	Reduce fixed cost through plant integration and restructuring; labor cost savings expected within one year	
Plant Buyback	Reduce lease expenses and stabilize operations through asset reacquisition		
Make or Buy	Optimize costs and manage risks through review of CapEx and production costs compared to outsourcing expenses		Stable Free Cash Flow
Debt Repayment	Reduce Interest Cost	Repay debt strategically, considering maturity profiles and interest rate impact	
CapEx Mgmt.	Reduce CapEx	Execute capital expenditures selectively and strategically, based on investment priorities and business needs	

Major Initiatives		1Q 2025 Results	2Q 2025 Results	Effect
Operational Efficiency	Restructuring; Reduce 20% of headcount Plant / warehouse integration	Labor cost 14.4%	Labor cost 13.1% (-1.3ppt) Developed warehouse consolidation plan (72 →40, -44%)	Reduce ~3ppt of operational and labor costs
	Restructure supply chain toward low-cost Regions Optimize logistics Expand regional production system	Material cost 68.5% Logistics cost 2.4%	Material cost 66.7% (-1.8ppt) Logistics cost 2.0% (-0.4ppt)	Reduce ~2ppt of material cost Reduce ~1ppt of logistics cost
	Aim to achieve repricing of more than 50% Maximize recovery amount	Recovery result : YoY negative	Recovery result : YoY +30% improved	Secure business stability through reduction of COGS ratio volatility

Substantial Improvements are Being Realized from the 2Q 2025

자료: 한온시스템, 현대차증권

주요질의 응답

1. (수주) 1H26 중국 브랜드 수주 여부 및 시장 진출 성과

- 중국 전기차 업체뿐 아니라 중국 로컬 OEM 전반과 신규 비즈니스 관계를 재정립 중
- 현재는 구체적인 수주 성과를 공개하기는 어려운 단계
- 벤츠와 BMW에 적용했던 신규 플랫폼과 컴팩트 열관리 시스템 등에 대해
- 중국 로컬 업체들의 관심이 높아 관련 협의를 진행 중
- 시간이 필요하지만 점진적인 진전이 있을 것으로 기대

2. (열관리) 열관리 신규 사업 관련 진행 상황

- 데이터센터, ESS 등 열관리 신규 사업도 3Q26 일부 진행 상황 공유 기대
- 과거 아마존 Zoox 프로젝트도 약 8년간 공동 개발을 진행 이후 양산에 진입
- 차기 모델도 함께 논의 중
- 데이터센터 및 ESS 관련 고객사와도 프로토타입 제공, RFQ 접수 등 다양한 협의 진행 중
- 현대차 스마트카 열관리 시스템은 OEM이 관련 계획을 추진 중
- 당사는 EM 플랫폼 중심으로 준비 중

3. (수익성) 1H26 대비 2H26 영업이익률 개선 요인

- 최근 환율 하락은 가이드언스에 충분히 반영되지 않은 변수
- 3Q26에는 고객사 생산물량이 2Q26 대비 소폭 증가할 것으로 예상
- 주요 고객사로부터의 관세 리커버리 효과도 3Q26에 집중될 예정
- 개발비 자산화율 축소 영향으로 회계상 영업이익률은 낮게 나타나고 있음
- '24년 인수 이전에는 개발비 자산화 효과가 약 1,800~1,900억원 수준이었음
- '26년 사업계획 기준으로는 약 840억원 수준의 상각비를 추가 인식하고 있음
- EBITDA는 계획대로 개선되고 있으며 CapEx 효율화와 함께 현금창출력이 크게 개선
- '26년은 의미 있는 순현금 창출이 가능할 것으로 전망
- 회사의 펀더멘털 개선은 영업이익보다 현금흐름에서 더욱 명확하게 확인 가능

4. (관세) 관세 영향 및 리커버리 수준

- 미국 관세 정책 변화에 따라 멕시코·캐나다 생산 비중으로 인해 익스포저 존재
- '25년부터 주요 고객사와 충분한 협의를 진행
- 고객사별 계약 구조가 달라 구체적인 리커버리 비율은 공개하기 어려움
- 현대차는 대부분 Piece Price 방식으로 전환
- 포드, GM, 스텔란티스 등도 CBP Credit 방식으로 전환
- 현재 관세 부담은 '25년 대비 크게 완화된 상황
- CBP 환급도 원활하게 진행되고 있어 현금흐름 부담도 감소

5. (고객사) 고객사 신차 프로그램에 따른 매출 트렌드 영향

- 3~4Q26 현대차뿐 아니라 포드 등 주요 고객사 대형 수주 대기중
- 2H26 결정되는 수주는 대부분 중장기 실적에 반영되는 프로젝트
- 수주 경쟁력은 과거 대비 원가경쟁력 개선 효과로 강화
- 가격 경쟁력도 고객사 요구 수준에 부합하고 있어 수주 결과를 긍정적으로 기대
- 벤츠와 BMW는 신규 플랫폼을 공동 개발해 양산 시작

6. (열관리) 신규 사업 확장 위한 열관리 기술 요소 및 투자 계획

- 기존 열관리 기술 즉시 활용 가능한 영역부터 사업을 추진
- 기존 밸브 등 주요 부품은 이미 프로토타입 형태로 고객사에 제공
- 현재는 초기 개발 및 개념 검증 단계이나 협의는 긍정적으로 진행 중
- 내부적으로는 의미 있는 진전이 있으나 시장에 공개하기에는 아직 시기상조라고 판단

7. (환율) 2Q26 환율 효과

- 2Q26 유럽 매출 비중 35%, 미주 매출 비중 27%
- 전년 및 전분기 대비 유로화와 달러화 강세 영향으로 환율 효과가 일부 반영
- 환율 효과의 정확한 금액은 별도로 확인 후 안내 예정

8. (개발비 자산화) 향후 개발비 자산화율 전망

- 개발비 자산화는 자동차 부품업계에서 일반적으로 허용되는 회계처리
- 회사는 '16~'17년부터 개발비 자산화를 시작
- 초기 약 20% 수준에서 '23~'24년에는 약 60% 수준까지 확대
- 공장 개발인력, PM 인건비, Launch Cost 등 자산화 돼 영업이익 과대 계상
- 현재는 해당 항목을 모두 제외
- 미국·한국·유럽 R&D센터에서 발생하는 순수 연구개발비만 자산화
- 현재 자산화율은 약 22~23% 수준
- 향후에도 현재 수준을 유지할 계획
- 미국과 유럽 연구소 조직 효율화를 통해 연구개발비 절감도 병행
- 연구개발 효율성은 지속적으로 개선하되 필요한 R&D 투자는 지속할 계획

9. (CapEx) 연간 투자계획 전망

- 1H26 유형자산 투자액은 약 800억원
- 연간 계획은 약 3,000억원
- 현재 기준으로는 연간 투자금액이 3,000억원 하회할 가능성 높음
- '26년은 영업이익보다 순현금흐름 개선 폭이 더욱 클 것으로 예상
- 이를 기반으로 내년 추가 차입금 상황도 추진 가능
- 투자를 줄여오긴 했으나 체질 개선에 기여할 수 있는 높은 ROI 투자에 대해서는 집행 계획
- 세일 앤 리스백 등 투자회수기간이 짧은 자산은 바이백도 적극 검토
- 기계장치뿐 아니라 리스자산 등에 대한 바이백도 검토 중

10. (풋옵션) 풋옵션 관련 대응 계획

- 한앤코는 '27년 1~2월 주당 5,200원 기준으로 한국타이어앤테크놀로지 대상 풋옵션 행사 가능
- 최근 주가 하락으로 한국타이어앤테크놀로지 입장에서는 부담 확대된 상황
- 현재 3시간 별도 협의는 진행되고 있지 않음
- 최근 주가 변동성이 큰 만큼 '27년 1월 주가 수준을 예단하기 어려움

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	9,999	10,884	11,308	11,865	12,109
증가율 (%)	5.0	8.9	3.9	4.9	2.1
매출원가	9,187	9,874	10,111	10,584	10,719
매출원가율 (%)	91.9	90.7	89.4	89.2	88.5
매출총이익	812	1,010	1,197	1,281	1,389
매출이익률 (%)	8.1	9.3	10.6	10.8	11.5
증가율 (%)	-10.8	24.4	18.5	7.0	8.4
판매관리비	717	740	773	790	808
판매비율 (%)	7.2	6.8	6.8	6.7	6.7
EBITDA	747	1,012	1,471	1,682	1,799
EBITDA 이익률 (%)	7.5	9.3	13.0	14.2	14.9
증가율 (%)	-15.3	35.5	45.4	14.3	7.0
영업이익	96	270	424	491	582
영업이익률 (%)	1.0	2.5	3.7	4.1	4.8
증가율 (%)	-66.2	181.3	57.0	15.8	18.5
영업외손익	-438	-416	-87	-163	-162
금융수익	189	223	140	110	119
금융비용	470	338	253	189	193
기타영업외손익	-157	-301	26	-84	-88
종속관계기업관련손익	13	11	8	7	7
세전계속사업이익	-330	-135	346	334	426
세전계속사업이익률	-3.3	-1.2	3.1	2.8	3.5
증가율 (%)	적전	적지	흑전	-3.5	27.5
법인세비용	20	62	75	73	94
계속사업이익	-349	-197	271	261	333
중단사업이익	-9	0	0	0	0
당기순이익	-359	-197	271	261	333
당기순이익률 (%)	-3.6	-1.8	2.4	2.2	2.8
증가율 (%)	적전	적지	흑전	-3.7	27.6
지배주주지분 순이익	-363	-199	268	259	329
비지배주주지분 순이익	5	1	3	3	3
기타포괄이익	298	134	142	0	0
총포괄이익	-60	-63	413	261	333

(단위:십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	569	112	1,149	1,252	1,337
당기순이익	-359	-197	271	261	333
유형자산 상각비	443	503	612	675	676
무형자산 상각비	208	239	435	516	541
외환손익	-62	-107	-216	-209	-207
운전자본의 감소(증가)	31	-700	-16	15	1
기타	308	374	63	-6	-7
투자활동으로인한현금흐름	-733	-547	-745	-939	-967
투자자산의 감소(증가)	-4	13	-4	-7	-7
유형자산의 감소	13	49	10	11	11
유형자산의 증가(CAPEX)	-386	-293	-423	-506	-506
기타	-356	-316	-328	-437	-465
재무활동으로인한현금흐름	651	1	-1,096	292	-112
차입금의 증가(감소)	-925	520	-85	462	-40
사채의증가(감소)	-76	-683	-251	-85	-60
자본의 증가	599	978	0	0	0
배당금	-46	-2	0	0	0
기타	1,099	-812	-760	-85	-12
기타현금흐름	81	12	19	0	0
현금의증가(감소)	568	-422	-673	604	259
기초현금	779	1,346	925	252	856
기말현금	1,346	925	252	856	1,115

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	4,439	4,413	3,986	4,708	4,995
현금성자산	1,346	925	252	856	1,115
단기투자자산	11	3	29	30	30
매출채권	1,259	1,437	1,530	1,589	1,602
재고자산	1,241	1,405	1,458	1,514	1,527
기타유동자산	569	630	716	719	722
비유동자산	6,181	6,080	6,082	6,046	6,009
유형자산	2,864	2,724	2,627	2,447	2,266
무형자산	2,351	2,185	2,240	2,354	2,468
투자자산	113	111	126	140	154
기타비유동자산	853	1,060	1,089	1,105	1,121
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	10,620	10,492	10,068	10,754	11,004
유동부채	5,034	3,985	3,560	3,565	3,573
단기차입금	1,902	1,008	558	658	658
매입채무	1,354	1,205	1,315	1,366	1,377
유동성장기부채	540	755	512	326	314
기타유동부채	1,238	1,017	1,175	1,215	1,224
비유동부채	2,588	2,594	2,189	2,608	2,518
사채	1,338	654	288	204	144
장기차입금	366	891	806	1,268	1,228
장기금융부채	5	1	0	0	0
기타비유동부채	879	1,048	1,095	1,136	1,146
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,622	6,579	5,749	6,173	6,091
지배주주지분	2,854	3,768	4,169	4,428	4,757
자본금	68	103	103	103	103
자본잉여금	561	1,504	1,504	1,504	1,504
자본조정 등	13	14	14	14	14
기타포괄이익누계액	510	626	757	757	757
이익잉여금	1,702	1,521	1,791	2,050	2,379
비지배주주지분	145	145	150	153	156
자본총계	2,999	3,913	4,319	4,581	4,913

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	-587	-255	264	255	324
EPS(지배순이익 기준)	-594	-257	261	252	321
BPS(자본총계 기준)	3,884	3,813	4,209	4,463	4,788
BPS(지배지분 기준)	3,696	3,671	4,062	4,314	4,635
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	NA	NA	12.5	13.0	10.2
P/E(지배순이익 기준)	NA	NA	12.6	13.1	10.3
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)	7.0	4.5	3.8	3.1	2.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	적지	흑전	-3.6	27.3
EPS(지배순이익 기준)	적전	적지	흑전	-3.5	27.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-13.0	-5.7	6.6	5.9	7.0
ROE(지배순이익 기준)	-13.9	-6.0	6.8	6.0	7.2
ROA	-3.6	-1.9	2.6	2.5	3.1
안정성 (%)					
부채비율	254.2	168.1	133.1	134.8	124.0
순차입금비율	97.5	60.7	46.4	36.9	26.9
이자보상배율	0.4	1.1	2.9	3.8	4.3

SNT모티브 (064960)

Analyst 장문수 joseph@hmsec.com

미국 공급망 재구축 수혜 전망

BUY

TP 38,000원

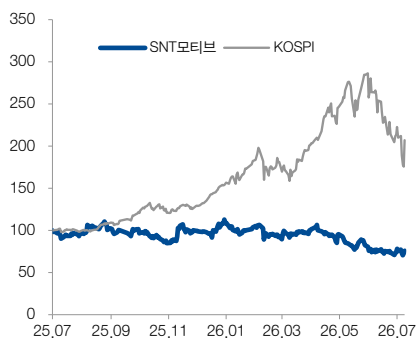
현재주가 (7/31)	26,500원
상승여력	43.4%
시가총액	703십억원
발행주식수	26,540천주
자본금/액면가	133십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	39,450원/24,650원
일평균 거래대금 (60일)	2십억원
외국인 지분율	13.77%
주요주주 지분율	
SNT홀딩스외 1인	46.29%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	2.3	-24.3	-24.4
상대주가(%p)	31.5	-24.2	-40.1

* KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	4,334	4,579	38,000
After	4,015	4,466	38,000
Consensus	3,812	4,160	42,600
Cons. 차이	5.3%	7.4%	-10.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 2Q26 영업이익은 258억원(-3.0% yoy, OPM 10.0%)를 기록하며 컨센서스 5.1% 하회. 전반적으로 전년과 유사한 차량부품 매출 기록. 모터, 전장, 반도체장비 매출 증가가 수익성 방어
- 투자의견 BUY, 목표주가 38,000원 유지. 목표주가 산출 근거는 기존 과거 3년 P/E 밴드 평균인 8.4배와 12개월 선행 EPS 4,454원(기존 4,488원) 적용. 100% 자회사 편입된 SNT로보틱스의 제품 개발과 동사의 역량을 확장해 로보틱스 액츄에이터 사업 레퍼런스 확보, 외부 고객 수주 시 주가 할증 요인 될 전망

주요이슈 및 실적전망

- 2Q26 Review: HSG모터, 전장, 반도체 장비가 전사 수익성 방어 견인
 - 1) 매출액 2,580억원(+0.2% yoy, +19.7% qoq), 영업이익 258억원(-3.0% yoy, +20.0% qoq, OPM 10.0%), 지배순이익 238억원(+68.2% yoy, -4.1% qoq) 기록, 시장 기대 5.1% 하회
 - 2) 요인: 전반적으로 전년과 유사한 차량부품 매출을 기록한 가운데 HSG모터 4%, 전장 19.7%, 반도체장비 63.4% 전년동기비 매출액이 증가하며 시장 예상치 부합한 이익 기록 기여
- Key Takeaways: 본업 성장과 계열 로봇 사업 재편 및 동사 중심 역량 결집
 - 1) 2026-2027년 높은 매출 성장 기대: 2026년은 현대차 인도법인, 현대모비스 제동 모터 등 500억원 이상 매출 순증과 하이브리드 모터 매출 성장 기대, 2027년은 현대 트랜시스형 EV 구동모터/인버터로 추가 2,000억원(연 13만대)의 매출 순증 기대
 - 2) SNT로보틱스 이전 효과: 4족 보행로봇 개발 완료 자회사를 홀딩스 이관 후 동사로 재취득(25.12. 이관, '26.3. 재취득). 액츄에이터 납품 매출은 다시 연결 제거, 로봇 중심의 밸류체인 재구축 과정 속 모터/인버터(감속기 SNT다이내믹스) 사업 및 레퍼런스 기반 확장 기대
 - 3) 미국 루이지애나 신공장 수주 확대 기대: 법인 설립 이후로 미국 내 현지 공급망 확대를 계획 중인 기존 고객의 발주 논의가 기대. 기존 직수출 품목인 워터펌프, 기어 모터 등 생산 계획
 - 4) 기존 요인: GM 내연기관 오일펌프 '17~'18년 2,400억원대 회복(팬대믹 저점 1,400억원대, '22년 1,700억원, '23년 1,900억원, '24~'25년 2,000~2,400억원) 중, 트랜시스 EV용 전동오일펌프(연 400억원), 현대 상용EV 구동(연 100억원), 방산 소총 교체 사이클 및 로보틱스

주가전망 및 Valuation

- 동사는 기존 하이브리드 성장에 편승하는 투자포인트를 넘어 미국 내 신공장 이전에 따라 로보틱스를 포함한 공급망 재구축 요구가 높은 기존 고객의 수주 확대가 이어질 것으로 기대. 자회사 재취득에 따라 로보틱스 사업 확장을 위한 SNT그룹 역량을 동사에 집중하는 의도로 이해. 1) 미국 루이지애나 공장 투자(인수 후 부산 설비 이관 조정, 2Q26 가동)해 미국 직수출(연결 매출액 20%) 리스크 완화, 공급망 현지화 및 2) 로봇사업 강화(자회사 SNT로보틱스의 재취득으로 로봇 및 액츄에이터 대응 양산(2027년))로 장기 성장 편승 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	969	98	104	127	3,932	20.0	5.6	0.6	0.8	10.8	4.2
2025	1,006	103	70	133	2,623	-33.3	13.2	0.9	3.5	7.0	4.9
2026F	1,015	104	107	137	4,015	53.0	6.6	0.7	1.6	10.2	6.8
2027F	1,167	122	119	153	4,466	11.2	5.9	0.6	0.8	10.6	7.2
2028F	1,178	127	123	157	4,646	4.0	5.7	0.6	0.2	10.3	7.2

* KIFRS 연결 기준

〈표1〉 SNT모티브 2Q26 Review: 영업이익은 258억원 기록해 컨센서스 5.1% 하회

(십억 원, %, %p)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	2Q26P	2Q25	1Q26	% yoy	% qoq	당사추정치	Diff (%)	Consensus	Diff (%)
매출액	258.0	257.5	215.6	0.2	19.7	290.0	(11.0)	264.5	(2.4)
영업이익	25.8	26.6	21.5	(3.0)	20.0	27.5	(6.2)	27.2	(5.1)
세전이익	31.5	18.8	33.2	67.4	(4.9)	38.0	(17.1)	32.1	(1.7)
지배순이익	23.8	14.2	24.9	68.2	(4.1)	29.1	(18.1)	24.8	(4.0)
영업이익률(%)	10.0	10.3	10.0	(0.3)	0.0	9.5	0.5	10.3	(0.3)
세전이익률(%)	12.2	7.3	15.4	4.9	(3.2)	13.1	(0.9)	12.1	0.1
지배순이익률(%)	9.2	5.5	11.5	3.7	(2.3)	10.0	(0.8)	9.4	(0.1)

자료: SNT모티브, FnGuide, 현대차증권

주: K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 SNT모티브 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억 원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	1,015	1,167	1,045	1,188	-2.9%	-1.8%
영업이익	104	122	110	125	-5.1%	-2.5%
세전이익	140	155	151	158	-6.9%	-2.0%
당기순이익	106	118	115	121	-7.2%	-2.3%

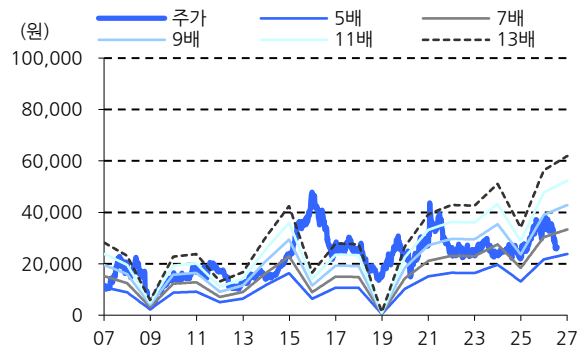
자료: 현대차증권

〈표3〉 목표주가 산정

목표 P/E(배)	8.4	①, 과거 3년 P/E 밴드 평균 (5.5배~15.6배)
적용 EPS(원)	4,454	②, 12개월 선행 EPS, 현대차증권 추정치
목표 주가(원)	38,000	① X ②
전일 종가(원)	26,500	기준 주가 (2026.07.31)
Upside Potential(%)	43.4%	
투자의견	BUY	

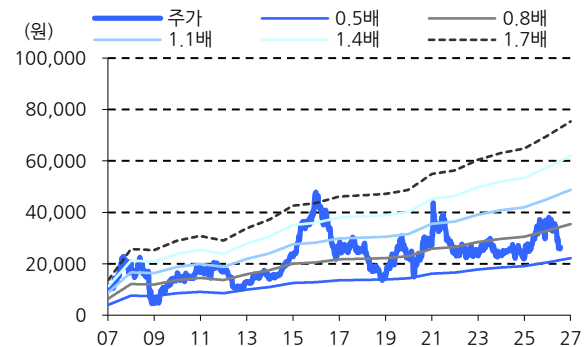
자료: SNT모티브, 현대차증권

〈그림1〉 P/E 밴드



자료: SNT모티브, 현대차증권

〈그림2〉 P/B 밴드



자료: SNT모티브, 현대차증권

〈표4〉 SNT모티브 분기별 실적 전망

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	226.2	257.5	231.1	291.6	215.6	258.0	251.4	290.0	1,006.4	1,014.9	1,167.1
차량부품	203.7	213.2	192.7	200.0	187.5	213.9	203.5	221.2	809.6	826.1	977.3
방산기타	28.2	58.8	42.1	38.1	30.6	47.8	42.9	28.7	167.3	150.1	152.5
조정	(5.8)	(14.5)	(3.7)	53.5	(2.5)	(3.6)	4.9	40.0	29.5	38.7	37.3
영업이익	23.0	26.6	22.0	30.9	21.5	25.8	25.0	31.5	102.6	103.9	121.5
세전이익	27.8	18.8	28.8	18.2	33.2	31.5	35.6	40.0	93.6	140.2	155.2
순이익	21.3	14.2	21.3	12.9	24.9	23.8	27.3	30.6	69.6	106.6	118.5
영업이익률	10.2	10.3	9.5	10.6	10.0	10.0	9.9	10.9	10.2	10.2	10.4
세전이익률	12.3	7.3	12.5	6.2	15.4	12.2	14.2	13.8	9.3	13.8	13.3
순이익률	9.4	5.5	9.2	4.4	11.5	9.2	10.8	10.6	6.9	10.5	10.2
% yoy											
매출액	1.9	7.2	4.6	2.0	(4.7)	0.2	8.8	(0.6)	3.9	0.9	15.0
차량부품	13.5	14.5	13.7	1.4	(8.0)	0.3	5.6	10.6	10.5	2.0	18.3
방산기타	(38.7)	3.4	(21.2)	(33.2)	8.5	(18.7)	1.9	(24.6)	(21.6)	(10.3)	1.6
조정	61.8	414.0	82.7	70.1	(55.9)	(74.9)	(232.7)	(25.2)	28.1	31.4	(3.8)
영업이익	4.6	6.2	(0.1)	6.5	(6.4)	(3.0)	13.6	2.0	4.5	1.3	17.0
세전이익	(21.5)	(46.7)	61.4	(57.8)	19.1	67.4	23.7	119.9	(28.9)	49.8	10.7
순이익	(21.0)	(48.0)	25.5	(61.2)	16.8	68.2	28.1	흑전	(33.3)	53.0	11.2
% qoq											
매출액	(20.9)	13.9	(10.3)	26.2	(26.1)	19.7	(2.6)	15.4	-	-	-
차량부품	3.2	4.7	(9.6)	3.8	(6.2)	14.1	(4.8)	8.7	-	-	-
방산기타	(50.5)	108.2	(28.4)	(9.5)	(19.6)	56.0	(10.2)	(33.0)	-	-	-
조정	(118.4)	150.9	(74.4)	(1,539.2)	(104.8)	43.2	(235.4)	711.6	-	-	-
영업이익	(20.6)	15.8	(17.4)	40.4	(30.3)	20.0	(3.3)	26.1	-	-	-
세전이익	(35.4)	(32.4)	52.9	(36.9)	82.5	(4.9)	13.0	12.2	-	-	-
순이익	(35.9)	(33.4)	50.2	(39.4)	92.8	(4.1)	14.4	12.2	-	-	-

자료: SNT모티브, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	969	1,006	1,015	1,167	1,178
증가율 (%)	-14.7	3.8	0.9	15.0	0.9
매출원가	809	817	821	941	946
매출원가율 (%)	83.5	81.2	80.9	80.6	80.3
매출총이익	159	189	193	226	233
매출이익률 (%)	16.4	18.8	19.0	19.4	19.8
증가율 (%)	-6.5	18.9	2.1	17.1	3.1
판매관리비	61	87	90	104	106
판매비율 (%)	6.3	8.6	8.9	8.9	9.0
EBITDA	127	133	137	153	157
EBITDA 이익률 (%)	13.1	13.2	13.5	13.1	13.3
증가율 (%)	-13.6	4.7	3.0	11.7	2.6
영업이익	98	103	104	122	127
영업이익률 (%)	10.1	10.2	10.2	10.5	10.8
증가율 (%)	-16.2	5.1	1.0	17.3	4.1
영업외손익	33	-8	36	34	34
금융수익	43	25	51	47	47
금융비용	8	14	9	8	8
기타영업외손익	-2	-19	-6	-5	-5
종속관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	132	94	140	155	161
세전계속사업이익률	13.6	9.3	13.8	13.3	13.7
증가율 (%)	15.8	-28.8	48.9	10.7	3.9
법인세비용	27	24	34	37	38
계속사업이익	104	70	106	118	123
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	104	70	106	118	123
당기순이익률 (%)	10.7	7.0	10.4	10.1	10.4
증가율 (%)	19.5	-32.7	51.4	11.3	4.2
지배주주지분 순이익	104	70	107	119	123
비지배주주지분 순이익	0	-0	-0	-0	-0
기타포괄이익	12	4	4	0	0
총포괄이익	116	74	111	118	123

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	130	74	135	141	143
당기순이익	104	70	106	118	123
유형자산 상각비	27	28	30	27	24
무형자산 상각비	2	2	3	5	6
외환손익	-12	1	-10	-9	-8
운전자본의 감소(증가)	-8	-24	2	-0	-2
기타	17	-3	4	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-41	-20	-16	-9	-10
투자자산의 감소(증가)	46	4	8	8	8
유형자산의 감소	1	0	8	11	11
유형자산의 증가(CAPEX)	-49	-84	-45	-28	-28
기타	-39	60	13	0	-1
재무활동으로인한현금흐름	-74	-45	-43	-43	-45
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	-0	0	0	0
배당금	-20	-44	-43	-43	-45
기타	-54	-1	0	0	0
기타현금흐름	9	1	3	0	0
현금의증가(감소)	24	10	79	90	87
기초현금	200	223	233	313	402
기말현금	223	233	313	402	489

* K-IFRS 연결 기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	846	829	879	971	1,068
현금성자산	223	233	313	402	489
단기투자자산	259	221	184	185	187
매출채권	170	185	176	176	180
재고자산	158	168	182	183	187
기타유동자산	36	21	25	25	25
비유동자산	395	451	473	457	444
유형자산	382	437	447	437	431
무형자산	6	5	6	8	9
투자자산	7	5	-3	-11	-18
기타비유동자산	0	4	23	23	22
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,242	1,279	1,352	1,428	1,512
유동부채	216	218	224	224	229
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	131	143	149	149	152
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	85	75	75	75	77
비유동부채	41	42	41	41	42
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	41	42	41	41	42
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	257	260	265	265	271
지배주주지분	985	1,013	1,081	1,157	1,235
자본금	73	133	133	133	133
자본잉여금	73	13	13	13	13
자본조정 등	-92	-92	-92	-92	-92
기타포괄이익누계액	7	8	12	12	12
이익잉여금	923	951	1,015	1,090	1,168
비지배주주지분	0	6	6	6	6
자본총계	985	1,019	1,087	1,163	1,241

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	3,932	2,619	4,012	4,462	4,641
EPS(지배순이익 기준)	3,932	2,623	4,015	4,466	4,646
BPS(자본총계 기준)	37,106	38,409	40,967	43,813	46,748
BPS(지배지분 기준)	37,106	38,197	40,747	43,597	46,536
DPS	937	1,700	1,800	1,900	1,900
P/E(당기순이익 기준)	5.6	13.2	6.6	5.9	5.7
P/E(지배순이익 기준)	5.6	13.2	6.6	5.9	5.7
P/B(자본총계 기준)	0.6	0.9	0.6	0.6	0.6
P/B(지배지분 기준)	0.6	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(Reported)	0.8	3.5	1.6	0.8	0.2
배당수익률	4.2	4.9	6.8	7.2	7.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	20.0	-33.4	53.2	11.2	4.0
EPS(지배순이익 기준)	20.0	-33.3	53.0	11.2	4.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	10.8	6.9	10.1	10.5	10.2
ROE(지배순이익 기준)	10.8	7.0	10.2	10.6	10.3
ROA	8.5	5.5	8.1	8.5	8.4
안정성 (%)					
부채비율	26.1	25.5	24.4	22.8	21.9
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	12,044.7	26,168.1	57,745.8	56,264.4	58,969.8

Strategy Weekly

코스피 패닉셀과 급반등, 8월 방향성은 어디로?

Strategist 김재승
jaeseung.kim@hmsec.com

- 지난주 조정은 패닉셀. 급반등 이후 코스피 방향성과 포트폴리오 전략 고민할 시기
- 국내 증시의 방향성은 3가지가 결정할 것. (1) 하이퍼스케일러의 수익 기반 CAPEX 증가, (2) 미국의 중국 반도체 채택 여부, (3) 미국채 장기물 금리 하락에 주목
- 코스피 7000~8000선 레벨 돌파 시간 필요, 낙폭과대 종목 및 변동성 관리 전략 유효

지난주 조정은 패닉셀. 급반등 이후 코스피 방향성과 포트폴리오 전략 고민할 시기

코스피는 지난주 29일 장중 5,262pt까지 하락하면서 고점 대비 -40% 이상 급락을 연출했다. 이후 31일 +18% 반등하면서 6,500선을 회복했지만, 아직 장기 추세인 120일 이동평균선 6,750pt 아래에 머물러 있다(그림1). 지난주 코스피 급락은 기업 실적이나 경기 등 펀더멘털의 악화라기 보다는 AI 인프라 투자 지속성에 대한 의구심이 높아지는 가운데, 레버리지 포지션 청산 등 수급적인 이슈가 겹쳐서 나타난 반도체 중심 패닉셀이었다고 판단한다. 그러므로 31일 반등이 지금까지 약세장을 뒤집는 새로운 상승 추세 형성인지, 패닉셀에 대한 정상화 과정에서 나타난 단기 반등인지 고민할 시점이다.

지난주 국내 증시가 급락한 이유는 반도체의 이익 지속성에 대한 내러티브가 훼손되었기 때문이다. 반도체 수요와 공급에 대한 부정적인 뉴스가 집중되었다. 수요 측면에서는 AI 수익화 우려에 AI 데이터센터에 대한 투자가 지속될 수 있을 것인지 의구심이 커졌다. 하이퍼스케일러가 잉여현금흐름(FCF)의 적자를 감수할 만큼 투자를 계속할 수 있을지 의구심이 커지면서 결국 CAPEX가 줄어든 것이란 우려가 확대된 것이다. 또한 DeepSeek와 같은 중국산 저비용 고성능 AI 모델이 시장 점유율을 확대하는 과정에서, 고성능 Kimi-K3 공개에 중국산 AI 모델 범용화 우려가 확대되고 있다(그림2). 오픈AI와 앤트로픽, 제미니가 출시한 미국산 고성능 AI 모델의 경제적 해자가 사라지고, 경쟁이 치열해질수록 AI 기업들은 낮은 마진과 이익만 누릴 것이라는 우려이다. 반도체 공급 측면에서도 창신메모리의 IPO 성공에 중국산 반도체 굴기에 대한 두려움이 국내 반도체 업종의 주가를 흔들었다. 메모리 반도체의 수요와 공급 요인 양쪽 모두에서 부정적인 뉴스가 나오자 코스피는 패닉셀을 보인 것이다.

다만 마이크로소프트를 중심으로 하이퍼스케일러의 AI 클라우드 수요가 확인되자 AI 수익화는 이어지고 있다는 전망이 강화되면서(그림3), 31일 코스피는 급반등했다. 고전하던 오픈AI도 GPT-5.6 SoI이 호평을 받으며 사용자가 빠르게 증가하고 있다(그림4). 오픈AI의 가격 인하 소식에 수요가 더욱 늘어날 것이란 기대도 커지고 있다.

코스피는 지난 급락을 통해 하단을 확인했다고 판단한다. 국내 및 글로벌 반도체 업종에 대한 자금 쏠림과 레버리지 확대와 같은 단기적인 수급의 되돌림 이슈는 대부분 마무리되었다. 시장의 하방 압력은 크지 않다.

시장이 바닥을 확인한 만큼 향후 방향성에 더욱 관심이 높아지고 있다. 당장 시장에 구조적인 변화가 발생한 것은 아니다. 향후 국내 증시의 방향성을 결정할 요인은 무엇이고, 포트폴리오를 어떻게 조정할 것인지 점검해야 한다.

(1) 수익 기반 CAPEX 증가, (2) 중국 반도체 채택 여부, (3) 금리 주목할 필요

국내 증시의 방향성은 3가지가 결정할 것이다. 첫째, 하이퍼스케일러의 AI CAPEX 규모 자체보다 투자가 AI 수익에 기반하고 있는지가 중요하다. 상반기에는 미국 하이퍼스케일러의 미래 CAPEX 증가가 곧 국내 반도체의 미래 이익 증가로 인식되었다. 하지만 이제 시장은 AI 수익화를 바탕으로 한 CAPEX 확대만 인정할 것이다. 아마존 AWS, 마이크로소프트 Azure, 구글 Cloud의 고성장 확인 후 반등한 주가는 시장이 현재 AI 데이터센터와 클라우드 사업의 수익성을 가장 신뢰하고 있음을 보여준다. 반면 클라우드 사업을 하고 있지 않는 메타는 AI 투자를 확대할수록 수익성 의구심이 커지며 주가가 하락하고 있다(그림5). 클라우드 사업을 영위하고 있는 세 기업 중에서도 AI 클라우드 매출 대비 CAPEX가 적어 재무 안정성이 돋보이는 마이크로소프트의 주가가 가장 부각되고 있다(그림6). 하이퍼스케일러가 충분한 이익과 잉여현금흐름(FCF)을 창출해야 대규모 CAPEX가 이어질 수 있고, 국내 반도체도 강세를 이어갈 수 있다. 이제는 반도체 기업의 실적뿐만 아니라 하이퍼스케일러의 수익성과 FCF에 더 주목해야 한다. 하이퍼스케일러와 반도체 업체들의 주가는 이제 동조화 될 것으로 전망한다(그림7).

둘째, 미국 기업들의 중국산 메모리 채택 여부에 주목해야 한다. AI 데이터센터 투자로 메모리 가격이 계속해서 상승할 경우 삼성전자와 SK하이닉스 등 메모리 업체들의 이익은 늘어나겠지만, 반대로 메모리를 구매하는 미국 테크 기업들의 원가 부담은 커진다. 메모리 가격 상승이 제품 가격 인상과 수요 둔화로 이어질수록 미국 고객사들은 공급처 다변화 필요성을 더욱 크게 느낄 수 밖에 없다. 애플이 지난 6월 25일 메모리 공급난과 가격 급등을 이유로 맥북과 아이패드 가격을 인상했다. 애플은 가격 인하를 위해 미국 외 지역의 제품에서 중국 창신메모리와 양쯔메모리의 메모리 사용 허용을 미국 정부에 로비하고 있다. 6월 25일 이후 상반된 애플과 메모리 반도체 기업 주가는 중국 반도체 산업의 부상에 대한 위기감을 반영하고 있다(그림8). 결국 국내 메모리 업종의 강세 지속을 위해서는 반도체 가격의 일방적인 상승이 아니라 메모리를 구매하는 미국 빅테크 기업들의 이익과

수익성, 주가도 함께 견조해야 한다.

마지막으로 국내 증시의 방향성에 중요한 요인은 금리의 안정화이다. 미국채 30년물 금리는 20년만에 최고 수준을 기록하고 있다(그림9). 긴축적 금융환경은 신용 리스크와 AI 투자 회수 부담을 키운다. 높은 금리로 인해 AI 투자 생태계의 지속가능성과 신용 리스크에 대한 우려가 커지고 있다. 하이퍼스케일러의 CDS 스프레드는 물론(그림10), 엔비디아, 브로드컴 등 반도체 기업들의 CDS 스프레드도 금리 상승기에 함께 확대되고 있다. AI 투자에 대한 신용 리스크가 완화되고, 국내 증시가 우상향 하기 위해서는 미국채 장기물 금리의 하락이 요구된다.

7000~8000선 레벨 돌파 시간 필요, 낙폭과대 종목 및 변동성 관리 전략 유효

8월 코스피는 급락 이후 반등 이어갈 가능성 있지만, 5~6월 같은 강한 상승장을 기대하긴 어렵다. AI 투자의 수익화와 투자 지속 가능성, 중국 반도체 채택 등을 확인하면서 외국인 순매수를 중심으로 완만한 우상향을 전망한다. 31일 코스피 반등장에서 외국인들은 코스피를 5.6조원 순매수 했는데, 삼성전자와 SK하이닉스에 대해 5.7조원 순매수했다. 외국인의 삼성전자와 SK 하이닉스 지분율은 10년 평균을 하회하고 있다. 반면 개인 투자자의 순매수가 코스피 7,000~8,500pt에서 집중되었다는 점에서, 코스피가 7,000~8,000선 진입 시 투자 내러티브 손상에 따른 손실 축소와 시장 탈출을 위한 개인 매도가 꾸준히 출회될 수 있다(그림12). 외국인 매수가 이어지더라도 개인의 매물을 소화하는 데 시간이 필요하다는 점에서, 지수 상승 속도는 5~6월 강세장보다 완만할 것이다.

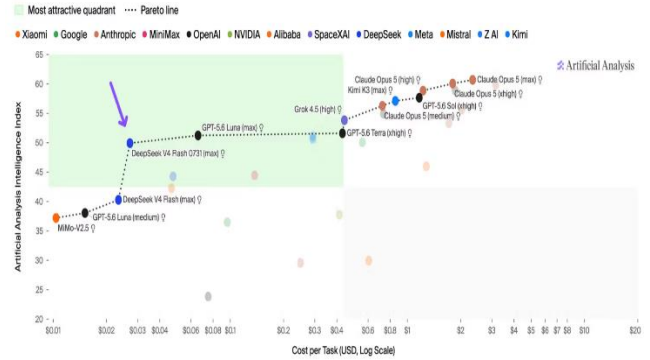
6~7월 조정을 통해 과도했던 쏠림은 정상화되었고, 외국인 순매수도 재개될 수 있는 환경이기 때문에 8월에는 반도체 업종을 중심으로 낙폭과대 종목들에 대한 투자에 나설 필요가 있다. 다만 AI 투자 내러티브가 훼손된 상황이기 때문에 반등 이후에도 변동성은 여전할 것이다. 낙폭과대 종목들의 반등 이후 포트폴리오 분산이 필요하다. 고금리 상황에서 유리한 금융주는 견조한 이익과 주주환원 기대감에 포트폴리오 변동성 축소 차원에서 관심도가 높아진 상황이다. 높은 변동성 상황에서 커버드콜 전략도 유효할 것으로 판단된다. 옵션 시장에서 프라이싱 된 코스피 변동성(VKOSPI)이 높은 레벨을 이어가고 있는 상황에서 지수의 완만한 우상향은 커버드콜 전략에 우호적이다. 반도체 중심 포트폴리오를 보완할 수 있는 방안이다. 반도체의 이익 지속성을 계속 확인하면서 반도체 중심 포트폴리오를 구성하지만, 금융주와 커버드콜 등을 통해 포트폴리오의 변동성을 축소하는 전략이 바람직하다.

<그림 1> 코스피 반등에도 불구하고 120일 이동평균선 하회 중



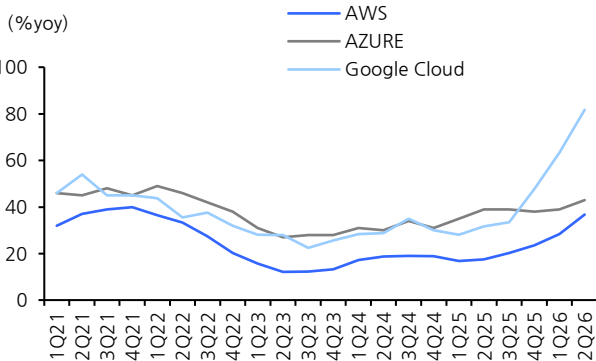
자료: 에프앤가이드, 현대차증권

<그림 2> 중국 DeepSeek V4, 가격 대비 성능 우수



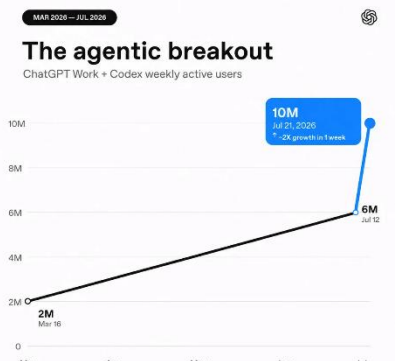
주: 녹색 4분위는 가격(Cost per Task) 대비 성능(Intelligence Index) 우수한 모델 속한 분위
자료: Artificial Analysis, 현대차증권

<그림 3> 미국 하이퍼스케일러 AI 클라우드 성장 가속화 중



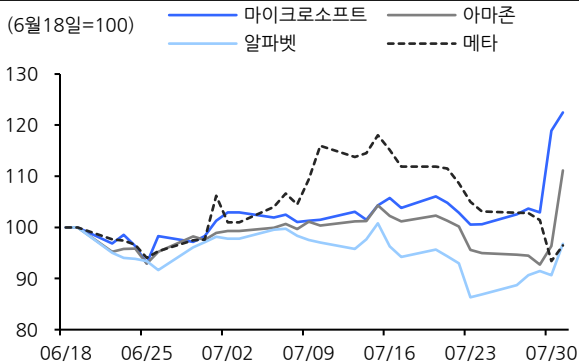
자료: FACTSET, 현대차증권

<그림 4> 오픈AI, Codex 사용자 증가에 성장 가속화



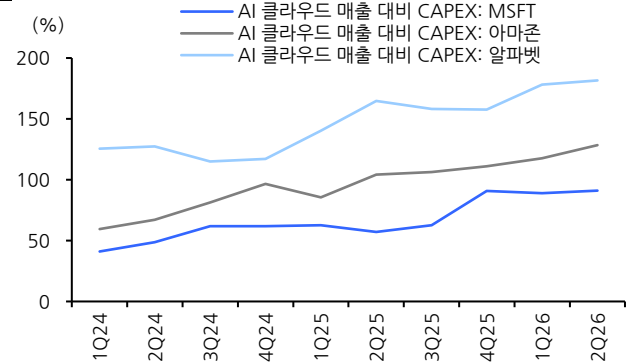
자료: OpenAI, 현대차증권

<그림 5> 클라우드 업체, 특히 마이크로소프트 주가 호조



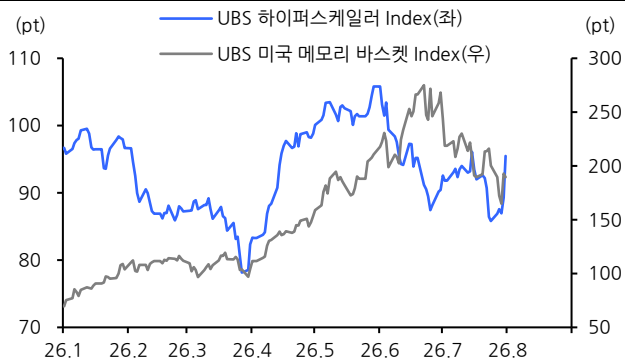
주: 나스닥 하락 시작한 2026년 6월 18일 기준 각사 주가를 100으로 정규화
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 6> 클라우드 매출 대비 CAPEX 규모, MSFT가 가장 안정적



주: 분기별 아마존 AWS, MSFT Intelligent Cloud, 구글 Cloud 매출 대비 각사 CAPEX 비율
자료: FACTSET, 현대차증권

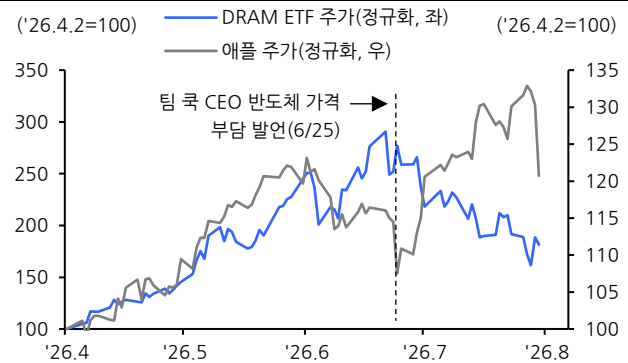
〈그림 7〉 메모리 반도체 주가는 하이퍼스케일러와 동조화 전망



자료: UBS가 제공하는 하이퍼스케일러 Equal weight index와 미국 메모리 관련주 바스켓 index 추이

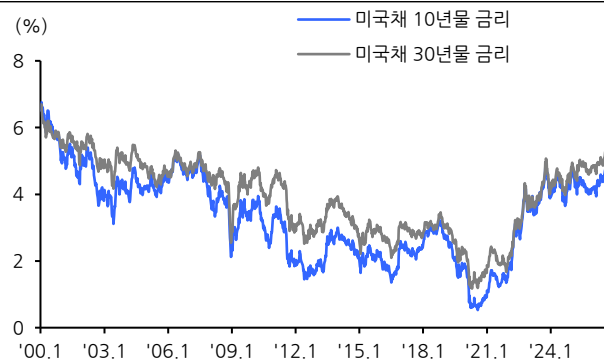
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 8〉 6월 25일 이후 엇갈린 애플과 반도체 주가



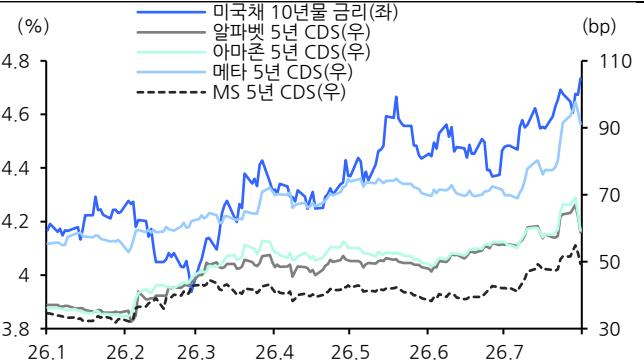
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 9〉 미국채 장기물 금리 20년래 최고치



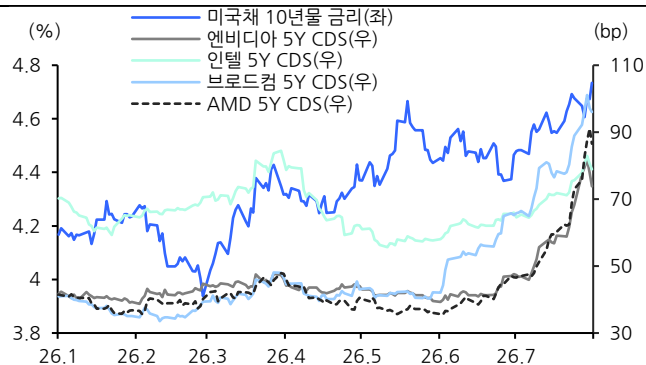
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 10〉 하이퍼스케일러 CDS 상승과 미국채 금리 상승 동행



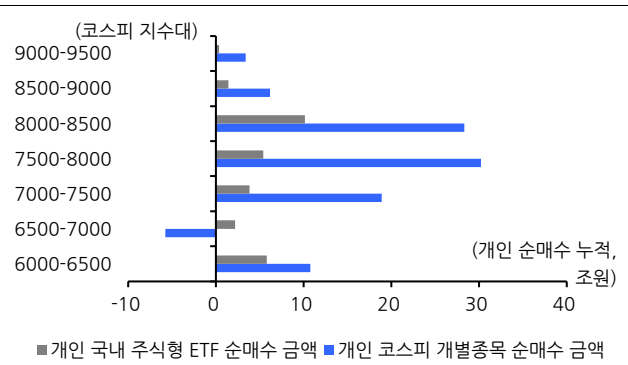
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 11〉 미국 반도체 기업 CDS 스프레드 급등



자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 12〉 2026년 개인의 코스피 지수대별 순매수 금액(누적)



주: 코스피 증가 기준 2026년 지수대별 개인 투자자의 코스피 개별종목 및 국내 주식형 ETF 순매수 금액의 누적

자료: 에프앤가이드, 현대차증권

애플 (AAPL)

Analyst 장문영 ansdud@hmsec.com

확인이 필요한 구간

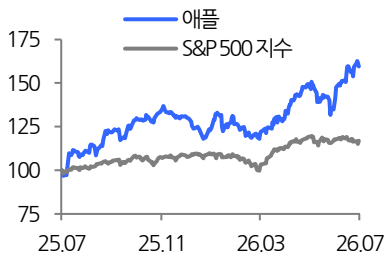
컨센서스 TP

USD 323.27

현재주가(7/30)	USD 333.43
상승여력	-3.05%
산업분류	정보기술
S&P 500(7/30)	7,437.6
시가총액(백만USD)	4,897,205.1
유통주식수(백만)	14,687
52주 최고가/최저가	344.57/201.5
일평균 거래량(3M)	55,495,833
주요주주 지분율	
뱅크드 그룹	9.76%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	15.2	22.9	28.5
상대주가(%p)	16.2	19.1	19.9

최근 12개월 주가수익률



주: 2025.07=100 기준
자료: Bloomberg, 현대차증권

FY3Q26 실적 및 가이드스

- FY3Q26 매출은 \$1,094억(YoY +16%)으로 공급 제약에도 전 지역·사업군에서 최고치 경신. 제품 매출 \$787억(+18%), 서비스 \$307억(+12%)로 전 사업부가 고르게 기여
- GPM 50.1%(QoQ +80bp), EPS \$2.02(+29%)로 예상치 상회. 다만 관세 환급 효과 (GPM +2%p) 제외 시 가이드스 중간 수준으로 실질 개선폭은 제한적
- FY4Q26 가이드스로 매출 성장률 9~11%, GPM 47~48% 제시. 둔화의 주요 원인은 환율 역풍(-2.5%p)과 공급 제약 확대

투자포인트 및 결론

- 아이폰 매출은 \$543억(YoY +22%)으로 재차 역대 최고 실적 기록하며 성장 핵심 동력 재확인. 업그레이드 수 최고치 경신과 점유율 확대가 동반되며 아이폰17 시리즈에 대한 수요 강도가 입증되는 국면. Mac 역시 공급 제약에도 \$104억(+29%)으로 최고 실적 기록하며 PC 시장 내 포지셔닝 강화 지속
- 서비스 사업 매출은 클라우드·결제 서비스 호조에 힘입어 전년 동기 대비 12% 증가한 \$307억 기록. 지난 분기 대비 성장률은 환율 영향으로 둔화되었으나 활성화기 25억대 기반의 고마진 구조는 견조
- WWDC26 공개된 Siri AI는 베타 단계로 초기 반응은 긍정적이나 수익화 경로는 미확정. 상위 iCloud+ 업셀링 및 고사양 기기 교체 수요 자극이 기대되나 정식 배포 이후 검증 필요. EU-중국 규제 이슈도 확산 속도의 제약 요인
- 핵심 리스크는 출하를 제약하는 SoC 첨단 노드 가용성과 마진을 압박하는 메모리 원가. 전자는 공급망의 이슈가 아닌 수요 초과에 기인했다는 점에서 부정적으로만 볼 요인은 아니나, FY4Q 역시 공급 제약은 지속될 전망. 후자는 6월 MaciPad 가격 인상으로 일부 대응했으나, 메모리 가격의 추가 상승이 예상되는 가운데 재고 이월 효과까지 축소되며 FY4Q 이후 마진 압박 심화 전망

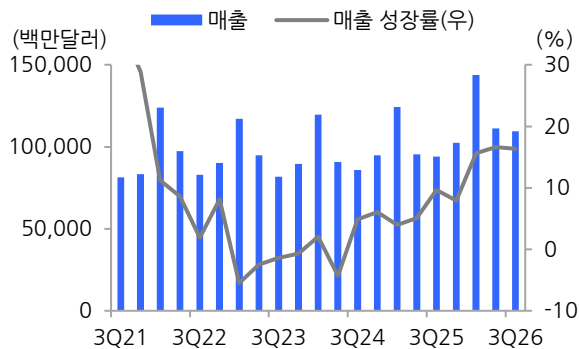
주가전망 및 Valuation

- 실적은 모든 사업부에 걸쳐 견조했으나 FY4Q 성장률 둔화가 예고되며 단기 모멘텀은 제한적. 공급 정상화 시점과 메모리 가격 안정화라는 통제 밖 변수들에 실적 가시성이 좌우되는 구간인 만큼 보수적 접근이 유효

요약 실적 및 Valuation

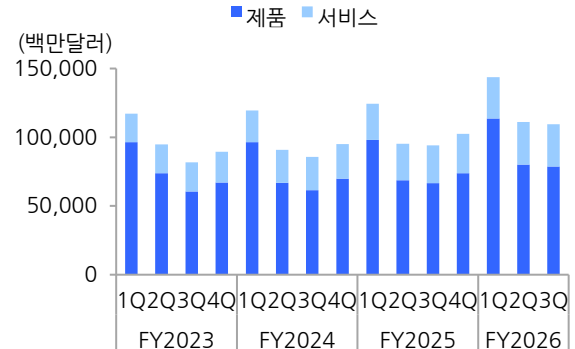
구분	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EBITDA (백만달러)	EPS (달러)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (%)	ROE (%)	배당수익률 (%)
FY 2024	391,035	123,216	93,736	136,661	6.08	-0.81	33.77	60.46	24.92	157.41	0.43
FY 2025	416,161	133,050	112,010	146,848	7.46	22.59	34.24	51.18	25.56	171.42	0.40
FY 2026E	478,463	155,098	128,694	169,017	8.75	17.27	38.11	42.85	28.61	132.55	0.32
FY 2027E	523,231	167,847	140,229	185,092	9.69	10.83	34.39	29.88	26.12	108.34	0.34

〈그림1〉 분기별 매출 및 매출 성장률(YoY)



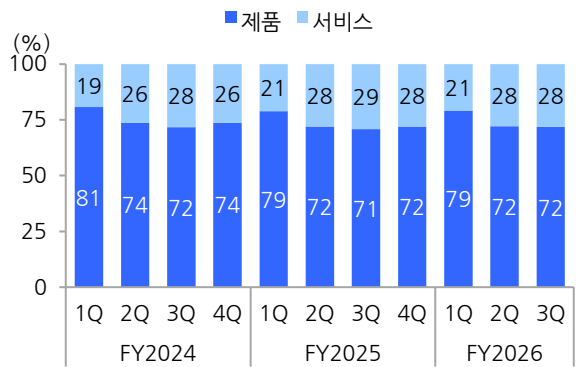
자료: Apple, Bloomberg, 현대차증권

〈그림2〉 사업 부문별 매출액 추이



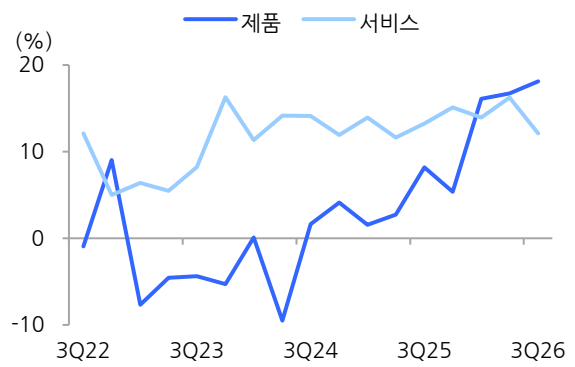
자료: Apple, Bloomberg, 현대차증권

〈그림3〉 사업 부문별 매출 비중



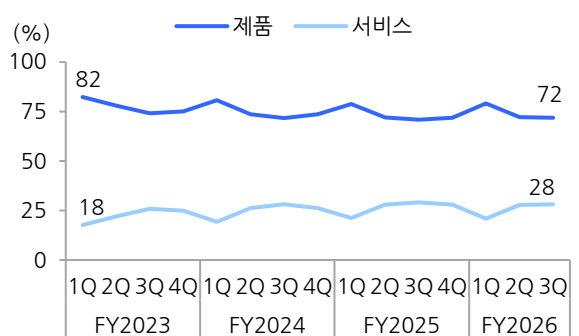
자료: Apple, Bloomberg, 현대차증권

〈그림4〉 사업 부문별 매출 성장률(YoY)



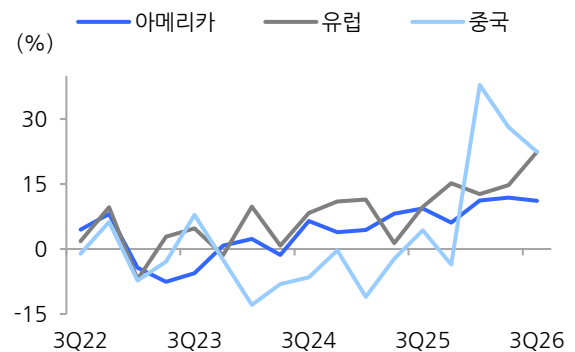
자료: Apple, Bloomberg, 현대차증권

〈그림5〉 사업 부문별 GPM



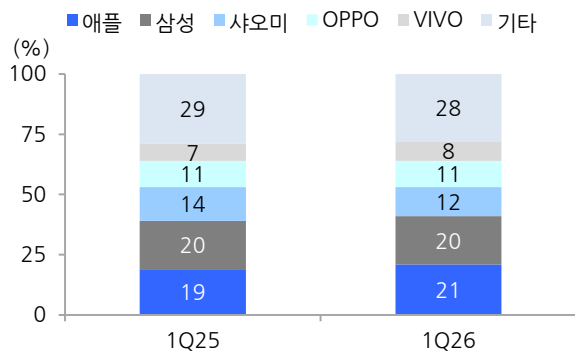
자료: Apple, Bloomberg, 현대차증권

〈그림6〉 주요 지역 매출 성장률(YoY)



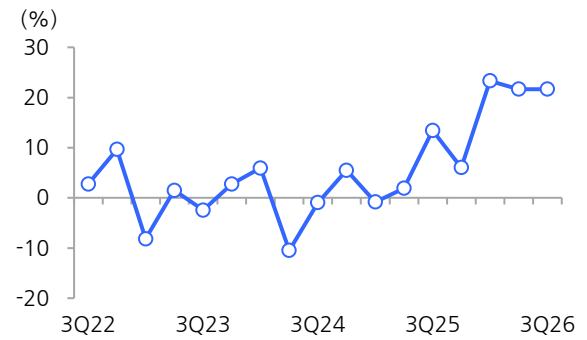
자료: Apple, Bloomberg, 현대차증권

〈그림7〉 글로벌 스마트폰 시장 점유율 추이



자료: Counterpoint Research, 현대차증권

〈그림8〉 아이폰 YoY 매출 성장률 추이

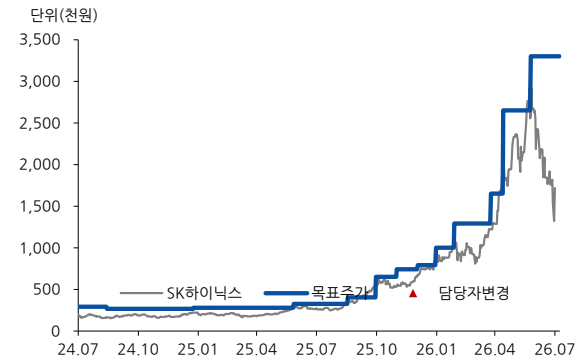


자료: Apple, Bloomberg, 현대차증권

▶ 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	-37.50	-11.61
2026.08.03	BUY	3,300,000		

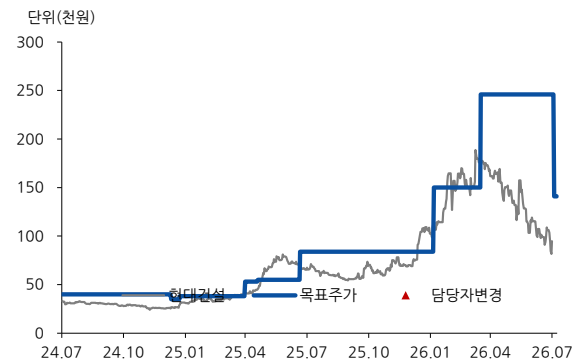
▶ 최근 2년간 SK하이닉스 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.07.08	BUY	40,000	-26.07	-13.88
2025.01.08	AFTER 6M	40,000	-36.75	-36.75
2025.01.10	BUY	35,000	-24.09	-18.71
2025.01.23	BUY	38,000	-7.28	8.29
2025.04.30	BUY	53,000	-18.84	-15.85
2025.05.19	BUY	55,000	27.66	47.45
2025.07.21	BUY	84,000	-20.92	28.45
2026.01.21	AFTER 6M	84,000	26.51	17.62
2026.02.05	BUY	150,000	0.16	25.80
2026.04.16	BUY	246,000	-46.17	-28.05
2026.08.03	BUY	141,000		

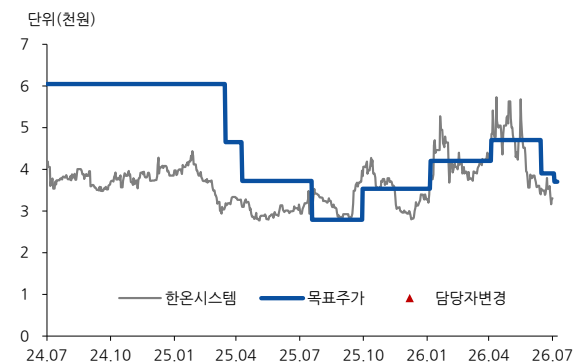
▶ 최근 2년간 현대건설 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.07.16	BUY	6,042	-36.90	-28.31
2025.01.16	AFTER 6M	6,042	-37.39	-26.61
2025.04.15	BUY	4,648	-30.25	-28.20
2025.05.09	BUY	3,718	-19.24	-6.50
2025.08.18	M.PERFORM	2,789	16.14	1.65
2025.10.30	M.PERFORM	3,532	-2.08	-20.72
2026.02.05	M.PERFORM	4,200	-1.15	25.48
2026.05.04	M.PERFORM	4,700	-4.08	-27.66
2026.07.15	M.PERFORM	3,900	-11.84	-2.82
2026.08.03	M.PERFORM	3,700		

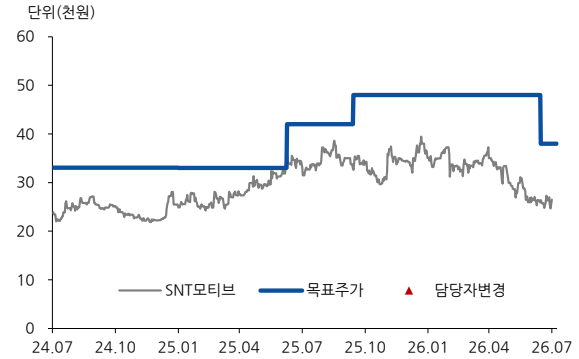
▶ 최근 2년간 한온시스템 주가 및 목표주가



▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.07.16	BUY	33,059	-27.29	-17.83
2025.01.16	AFTER 6M	33,059	-17.33	-15.00
2025.01.31	BUY	33,000	-15.23	3.03
2025.07.09	BUY	42,000	-17.69	-8.10
2025.10.14	BUY	48,000	-29.03	-17.81
2026.04.14	AFTER 6M	48,000	-36.32	-22.40
2026.07.15	BUY	38,000	-31.95	-28.16
2026.08.03	BUY	38,000		

▶ 최근 2년간 SNT모티브 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 현대건설과 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 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

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