

Morning Meeting Notes

2026-08-11



What's Inside

현대로템(BUY/200,000원) - 2Q26 Review: 바닥을 다지는 중
오리온(BUY/170,000원) - 7월 잠정 실적 Review
코스메카코리아(BUY/130,000원) - 2Q26 Review: 또 한 번의 가이던스 상향
[자산배분] 스타일전략 - 피크아웃 아닌 2차 사이클
[미국주식] Data Center Asia 2026 참가기 - 800VDC, 전력의 대전환

주식시장

국내 증시는 순환매 장세 전개되며 상승 마감. 미국 무기 재고 소진 수혜 기대감에 방산주 상승. 태양광, 2차전지, 증권, 조선, 바이오도 강세. 다만 반도체 대형주 약세에 코스피 상승은 제한. 외국인은 코스피 전기전자 업종을 1.6조원 넘게 순매도. 코스닥은 1천억원 가량 순매수
미국 증시는 하락 마감. 국제유가 급등으로 인플레이션 우려가 상승한 가운데 물가 지표 발표를 앞둔 관망세가 겹치며 약세. 엔비디아의 5천억달러 규모의 AI 인프라 투자 파트너십 추진 소식도 투심 악화시키며 AI 및 반도체 업종에 매도세 유입됨. 스페이스X는 일부 보호예수 물량 해제 이후 전장에 이어 +4.23% 상승

금리&환율

국고채 금리는 상승 마감. 국고채는 익일 예정된 유상대 한국은행 부총재 기자회견담회 경계하는 와중, 외국인 투자자가 13거래일 만에 순매도 전환하며 약세
미국채 금리는 상승 마감. 국제유가 급등한 가운데, 물가 지표 발표와 대규모 국제 입찰을 앞둔 경계감이 겹치며 금리 상승 압력 가중됨
원/달러 환율은 전장 대비 2.30원 오른 1,418.40원에 마감. 이날 원/달러는 저가 매수 움직임과 외인 국내주식 순매도(1.4조원)에 영향받아 상승
달러인덱스는 99.82로 상승. 국제유가 상승에 엔화와 유로화가 동반 약세를 보이면서 달러는 강세 양상

주요뉴스

미-이란 갈등 재차 부각
이라 외무부 대변인은 호르무즈 해협의 새로운 항로를 둘러싸고 오만과 협상중이나 통항료 문제는 현재 논의하지 않고 있다고 밝히며, 안전한 통항을 위한 해양 서비스를 제공할 때는 자연스럽게 그에 상응하는 대가를 받아야 한다고 강조. 한편 트럼프 대통령은 이란의 배상금 요구에 대해 이제 자신 역시 이란 측에 보상을 요구할 것이라고 밝힘

New Publications

[미국주식] Data Center Asia 2026 참가기 - 800VDC, 전력의 대전환
[채권/크레딧] Fixed Income Monthly - 수요측 물가압력 다각도로 점검 결과 = 동결
[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)

Rating, Target Price Changes

현대로템	BUY	284,000 원	▷ BUY	200,000 원	(2026-08-11)
코스메카코리아	BUY	110,000 원	▷ BUY	130,000 원	(2026-08-11)
고려아연	BUY	1,865,000 원	▷ BUY	1,500,000 원	(2026-08-07)
KT&G	BUY	240,000 원	▷ BUY	250,000 원	(2026-08-07)
대우건설	BUY	32,000 원	▷ BUY	20,000 원	(2026-08-05)
현대제철	BUY	38,500 원	▷ BUY	36,500 원	(2026-08-04)
풍산	BUY	93,700 원	▷ BUY	101,000 원	(2026-08-04)
현대건설	BUY	246,000 원	▷ BUY	141,000 원	(2026-08-03)
한온시스템	BUY	3,900 원	▷ BUY	3,700 원	(2026-08-03)
현대오트아버	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)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
	금액(백만)	순매수	금액(백만)
SK스퀘어	59,190	삼성전자	290,249
현대차	40,938	SK하이닉스	209,572
알타이젠	40,297	KODEX 코스닥150레버리지	123,245
LIG디펜스엔에어스페이스	35,267	삼성SDI	87,947
셀트리온	29,379	LG에너지솔루션	67,868

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
삼성전자	-1,016,387	삼성전기	-84,305
SK하이닉스	-410,331	SK스퀘어	-84,270
삼성전기	-156,429	삼양식품	-74,761
HD현대중공업	-49,750	NAVER	-72,656
두산에너지빌리티	-35,047	SK텔레콤	-67,458

국내시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	6,299.66	+0.65	-7.45
대형주	6,839.14	+0.53	-8.35
중형주	4,058.78	+1.91	+2.55
소형주	2,382.66	+2.23	+5.77
KOSDAQ	854.47	+6.97	+6.89

투자자별 매매동향	개인	외국인	기관
KOSPI	(억원)	(억원)	(억원)

순매수	9,003	-14,960	5,692
누적순매수(D-20)	48,038	-49,513	-2,957

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균, 단위 : 억 원)	257,169	294,352	466,018

업종별 지수	증가	D-1(%)	D-20(%)
건설	157.43	+2.05	+9.14
금융	1,082.49	+0.00	-5.18
운수장비	5,335.29	+3.14	+3.12
유통	605.74	-0.01	-5.17
음식료	5,010.72	-0.73	+10.69
의약품	16,661.02	+1.19	+12.12
전기전자	95,420.85	+0.23	-13.31
철강금속	7,147.31	+6.46	+13.89
화학	4,675.83	+0.83	+5.26
유틸리티	1,107.67	+0.69	+5.83
통신	593.66	-2.33	-0.06

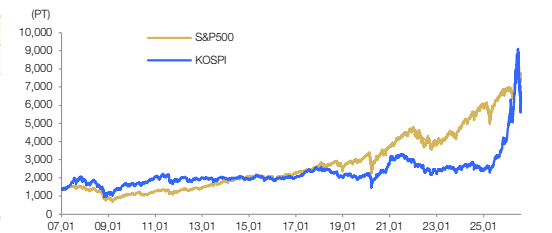
해외시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	7,753.02	-0.06	+3.16
NASDAQ	26,605.36	-0.32	+2.83
일본	66,970.22	+2.08	-0.41
중국	3,966.59	+0.67	+1.35
독일	26,319.45	+0.00	+4.80

주요 금리 동향	증가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.78	+3.20	-3.10
국고채 (10년)	4.24	+3.10	-2.40
은행채AAA (3년)	4.09	+2.20	-8.60
미국국채 (2년)	4.24	+4.55	-4.20
미국국채 (10년)	4.71	+6.10	+8.40

환율 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,418.40	+0.16	-5.65
원/백 엔	891.98	-0.18	-3.02
원/위안	210.20	+0.65	-4.74
달러/유로	1.15	-0.13	+1.41
위안/달러	6.75	-0.09	-0.59
엔/달러	159.25	+0.92	-1.94
Dollar Index	99.81	+0.21	-1.46

상품시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	82.13	+5.05	+5.11
금 (usd/oz)	4,392.42	-0.17	+9.65
BDI	3,083.00	-0.19	+4.72
천연가스(NYMEX)	2.79	+4.96	-3.56

KOSPI, S&P 추이



본 조차지표는 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.

현대로템(064350)

Analyst 백주호 juho4281@hmsec.com

2Q26 Review: 바닥을 다지는 중

BUY

TP 200,000원

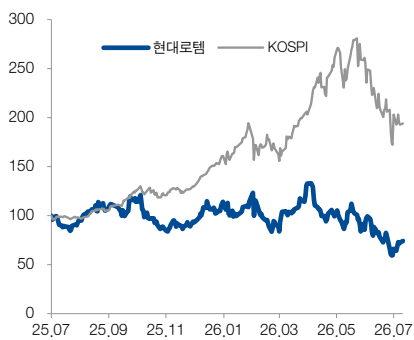
현재주가 (8/10)	150,200원
상승여력	33.2%
시가총액	16,393십억원
발행주식수	109,142천주
자본금/액면가	546십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	269,000원/120,100원
일평균 거래대금 (60일)	109십억원
외국인 지분율	39.29%
주요주주 지분율	
현대자동차외 3인	33.77%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-16.0	-32.6	-24.9
상대주가(%p)	-0.4	-19.8	-36.8

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	8,567	11,880	284,000
After	8,078	9,544	200,000
Consensus	8,231	10,154	279,059
Cons. 차이	-1.9%	-6.0%	-28.3%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	4,377	457	407	504	3,728	152.7	13.3	2.7	9.8	21.8	0.4
2025	5,839	1,006	770	1,065	7,055	89.2	26.6	6.7	18.1	30.1	0.3
2026F	6,504	973	882	1,040	8,078	14.5	18.6	4.3	13.6	25.5	0.4
2027F	7,199	1,104	1,042	1,174	9,544	18.1	15.7	3.4	11.3	24.1	0.4
2028F	8,178	1,435	1,263	1,509	11,569	21.2	13.0	2.7	8.0	23.3	0.4

* K-IFRS 연결 기준

투자포인트 및 결론

- 2Q26 영업이익은 2,400억원(yoy -6.8%, qoq +7.0%, OPM 14.9%) 기록해 컨센서스(2,710억원) 대비 11.4% 하회
- 투자 의견 BUY, 목표주가 200,000원으로 기존 목표주가 284,000원 대비 29.6% 하향. 페루-이라크폴란드 EC3 등 주요 수주 계약에 따라 중장기적 증익에 변함 없으나 단기 주가에 주요 방산 계약 수주 시기에 따른 AD&RH 사업부의 2027년 실적 변동이 영향을 미칠 것이라는 판단. 향후 주가는 대형 방산 수주 성사 여부, 수출마진 회복이 주가 상승 트리거가 될 것. 대형 방산 수주 계약 성사에 따라 P/E 상단(28배) 적용 가능 할 것

주요이슈 및 실적전망

- 2Q26 매출액 1.61조원(yoy +13.3%, qoq +10.2%), 영업이익 2,400(yoy -6.8%, qoq +7.0%, OPM 14.9%)억 원 기록해 컨센서스(각 1.68조원, 2,710억원) 대비 4.7%, 11.4% 하회. 신규수주는 베트남 호치민 전동차(4,991억원), 모로코 OMCS E&U(7,872억원) 등 총 2.5조원 확보. 수주잔고 30.4조원으로 폴란드 EC2 매출전환, 베트남-모로코 전동차, K1 계열전차 외주정비 매출 반영에도 소폭 증가
- AD&RH: 매출 9,189억원 (yoy +20.7% qoq +14.3%), 영업이익 2,248억원 (yoy -9.3%, qoq +2.7%, OPM 24.5%)을 기록 내수 비중 증가에(1Q26 25%, 2Q26 28.8%) 따른 믹스 악화와 수출 물량 내 EC1 잔여물량 매출 감소와 EC2 물량 증가로 전분기 대비 OPM 2.7%p 하락(수출 마진은 1Q26 33.6%, 2Q26 31.9%로 추정)
- 방산 수주 파이프라인: 1) 폴란드는 EC3 실행계약 착수 위한 사전준비 중 2) 페루는 육군측과 실행계약 기술사양조건 실무협상이 상당부분 진전, 7/28 정권교체 이후 하반기 내 성사 예상. 3) 이라크는 K2ME 시제차량 출고(26.03) 완료했으나 신임총리 내각구성 및 미국-이란 전쟁 영향으로 상반기 진척 지연, 하반기 한국정부와 연계한 영업활동 강화로 성과 도출 목표. 루마니아는 내각불신임에 따른 정부구성 지연으로 27년 수주 진행 예상

주가전망 및 Valuation

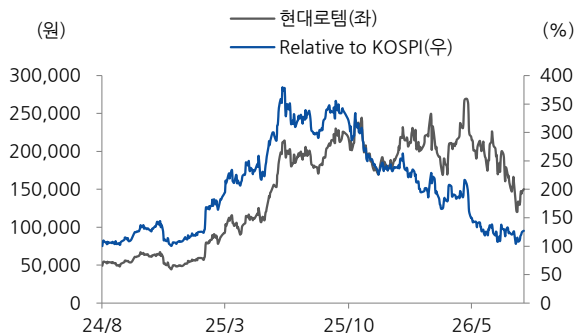
- 투자 의견 BUY, 목표주가 200,000원으로 기존 목표주가 284,000원 대비 29.6% 하향. 기존 Target EPS를 실적 반영 본격화되는 '28F에서 '12MFwd EPS로 변경. 12MF EPS 9,250원(기존 2028F EPS 15,971원)에 Target P/E 21.5배 적용(기존 과거 3개년 P/E 평균 17.8배 적용). Target P/E는 '25.07-'26.07 구간의 12mf P/E 평균. 해당 구간은 EC1 매출 인식에 따른 EPS 급증 이후 EC2 체결 및 이라크/페루/EC3 등 주요 방산계약 수주 기대감 및 수주 지연 우려 공존하며 P/E 등락했던 구간. 향후 주가는 수출마진 회복 및 대형 방산 수주 성사 여부가 주가 상승 트리거가 될 것. 이후 대형 방산 수주 계약 성사에 따라 P/E 상단(28배) 적용 가능 할 것.

〈표1〉 현대로템 목표주가 산정

항목	내용	비고
Target EPS (원)	9,250	- 12MF EPS
Target P/E (배)	21.5	- '25.07-'26.07 구간 12MF P/E 평균
적정주가 (원)	198,885	- Target EPS * Target P/E
목표주가 (원)	200,000	
전일종가 (원)	150,200	- 2026.08.10 종가
상승여력 (%)	33.2	
투자의견	BUY	

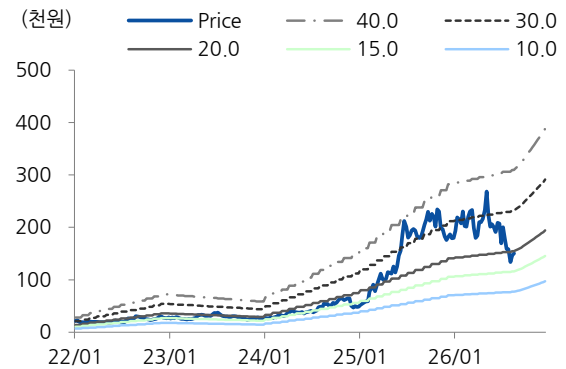
자료: 현대차증권

〈그림1〉 현대로템 주가 추이



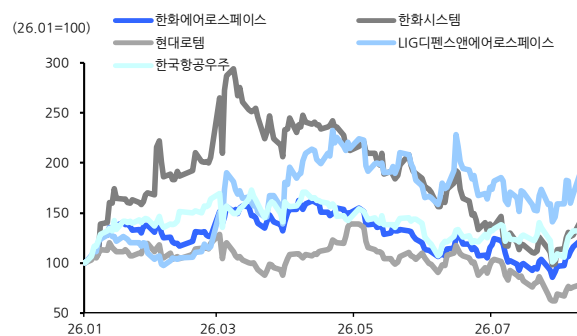
자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림2〉 현대로템 P/E 밴드 추이



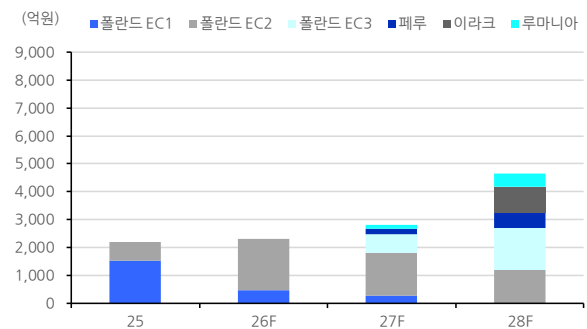
자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림3〉 방산 5개사 등락률(26.01=100)



자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림4〉 연도별 주요계약 매출 반영 추정



자료: FnGuide, 현대차증권

주: 실적 추정엔 이라크/루마니아 미반영

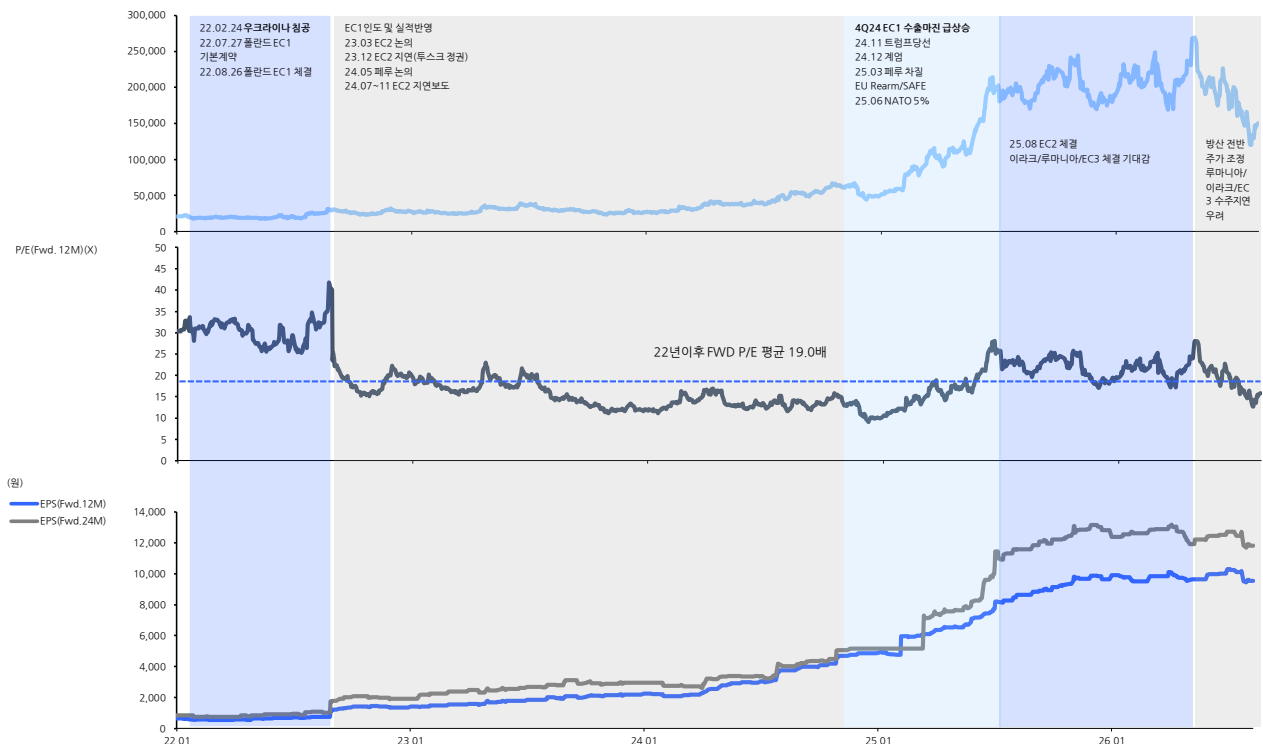
<표2> 현대로템 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,176.1	1,417.6	1,619.6	1,625.6	1,457.5	1,606.0	1,682.1	1,758.1	5,839.0	6,503.7	7,198.8	8,178.2
> 디펜스솔루션	658.0	761.3	936.1	859.9	804.0	918.9	960.8	982.2	3,215.3	3,665.9	3,770.8	4,441.7
> 레일솔루션	402.5	527.4	540.6	619.1	543.2	584.8	583.1	577.6	2,089.6	2,288.7	2,812.4	3,051.4
> 에코솔루션	115.7	128.9	142.9	146.6	110.3	102.3	138.3	198.2	534.1	549.1	615.5	685.1
영업이익	202.9	257.6	277.7	267.5	224.2	232.4	250.9	265.0	1,005.6	972.5	1,103.5	1,435.0
> 디펜스솔루션	193.9	247.9	263.8	250.7	218.8	224.8	235.3	231.5	956.3	910.4	979.9	1,217.7
> 레일솔루션	4.9	5.7	7.1	11.6	2.9	3.7	8.7	18.5	29.2	33.9	92.8	183.1
> 에코솔루션	4.1	4.0	6.9	5.2	2.5	3.9	6.9	14.9	20.1	28.2	30.8	34.3
영업이익률	17.2	18.2	17.1	16.5	15.4	14.5	14.9	15.1	17.2	15.0	15.3	17.5
> 디펜스솔루션	29.5	32.6	28.2	29.2	27.2	24.5	24.5	23.6	29.7	24.8	26.0	27.4
> 레일솔루션	1.2	1.1	1.3	1.9	0.5	0.6	1.5	3.2	1.4	1.5	3.3	6.0
> 에코솔루션	3.5	3.1	4.8	3.5	2.3	3.8	5.0	7.5	3.8	5.1	5.0	5.0
영업이익	202.9	257.6	277.7	267.5	224.2	232.4	250.9	265.0	1,005.6	972.5	1,103.5	1,435.0
세전이익	202.6	251.2	262.8	287.6	275.6	257.6	278.5	293.2	1,004.3	1,104.9	1,306.6	1,583.5
지배순이익	158.4	190.6	198.5	222.5	201.4	199.8	221.5	259.0	770.0	881.6	1,041.6	1,262.6
영업이익률	17.2	18.2	17.1	16.5	15.4	14.5	14.9	15.1	17.2	15.0	15.3	17.5
세전이익률	17.2	17.7	16.2	17.7	18.9	16.0	16.6	16.7	17.2	17.0	18.2	19.4
순이익률	13.5	13.4	12.3	13.7	13.8	12.4	13.2	14.7	13.2	13.6	14.5	15.4
% yoy												
매출액	57.3	29.5	48.1	12.8	23.9	13.3	3.9	8.1	33.4	11.4	10.7	13.6
> 디펜스솔루션	106.9	34.9	60.1	(4.3)	22.2	20.7	2.6	14.2	35.9	14.0	2.9	17.8
> 레일솔루션	45.6	34.7	32.4	47.6	34.9	10.9	7.8	(6.7)	39.7	9.5	22.9	8.5
> 에코솔루션	(24.6)	(7.0)	42.3	18.9	(4.6)	(20.7)	(3.2)	35.2	3.6	2.8	12.1	11.3
영업이익	354.0	128.4	102.1	65.4	10.5	(9.8)	(9.7)	(0.9)	120.3	(3.3)	13.5	30.0
세전이익	273.0	91.4	96.9	51.0	36.0	2.6	6.0	1.9	97.1	10.0	18.3	21.2
지배순이익	181.6	88.1	90.5	53.2	27.1	4.8	11.6	16.4	89.2	14.5	18.1	21.2
원/달러(평균)	1,466.5	1,356.4	1,386.1	1,467.1	1,445.0	1,440.0	1,430.0	1,410.0	1,427.0	1,421.0	1,380.0	1,370.0

자료: 현대차증권

<표 2> 현대로템 주가/12MF P/E/EPS 비교

수정주가(원)



자료 : Bloomberg, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	4,377	5,839	6,504	7,199	8,178
증가율 (%)	22.0	33.4	11.4	10.7	13.6
매출원가	3,548	4,447	5,112	5,619	6,199
매출원가율 (%)	81.1	76.2	78.6	78.1	75.8
매출총이익	829	1,392	1,391	1,580	1,980
매출이익률 (%)	18.9	23.8	21.4	21.9	24.2
증가율 (%)	78.7	67.9	-0.1	13.6	25.3
판매관리비	372	386	419	477	545
판매비율 (%)	8.5	6.6	6.4	6.6	6.7
EBITDA	504	1,065	1,040	1,174	1,509
EBITDA 이익률 (%)	11.5	18.2	16.0	16.3	18.5
증가율 (%)	101.6	111.3	-2.3	12.9	28.5
영업이익	457	1,006	973	1,104	1,435
영업이익률 (%)	10.4	17.2	15.0	15.3	17.5
증가율 (%)	117.6	120.1	-3.3	13.5	30.0
영업외손익	53	0	126	193	136
금융수익	75	95	246	196	221
금융비용	52	57	55	71	82
기타영업외손익	30	-38	-65	68	-3
종속관계기업관련손익	-0	-0	7	10	13
세전계속사업이익	510	1,004	1,105	1,307	1,583
세전계속사업이익률	11.7	17.2	17.0	18.2	19.4
증가율 (%)	181.8	96.9	10.1	18.3	21.1
법인세비용	104	234	221	261	317
계속사업이익	405	770	884	1,045	1,267
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	405	770	884	1,045	1,267
당기순이익률 (%)	9.3	13.2	13.6	14.5	15.5
증가율 (%)	158.0	90.1	14.8	18.2	21.2
지배주주지분 순이익	407	770	882	1,042	1,263
비지배주주지분 순이익	-2	1	2	4	4
기타포괄이익	-32	304	4	0	0
총포괄이익	373	1,075	888	1,045	1,267

(단위:십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	142	904	930	1,123	1,337
당기순이익	405	770	884	1,045	1,267
유형자산 상각비	33	40	48	54	60
무형자산 상각비	14	20	20	16	14
외환손익	2	-20	-10	0	0
운전자본의 감소(증가)	-541	-120	-89	17	10
기타	229	214	77	-9	-14
투자활동으로인한현금흐름	233	-232	-129	-135	-121
투자자산의 감소(증가)	-1	-21	14	9	12
유형자산의 감소	0	0	9	12	12
유형자산의 증가(CAPEX)	-81	-129	-110	-132	-132
기타	315	-82	-42	-24	-13
재무활동으로인한현금흐름	-300	-237	-71	-65	-65
차입금의 증가(감소)	-129	8	0	0	0
사채의증가(감소)	-115	50	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-11	-22	-65	-65	-65
기타	-45	-273	-6	0	0
기타현금흐름	1	1	10	0	0
현금의증가(감소)	76	436	741	923	1,151
기초현금	396	472	908	1,650	2,573
기말현금	472	908	1,650	2,573	3,724

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,686	7,163	8,414	9,733	11,104
현금성자산	472	908	1,650	2,573	3,724
단기투자자산	298	369	399	422	435
매출채권	909	3,392	3,668	3,883	4,002
재고자산	316	503	544	576	593
기타유동자산	1,691	1,991	2,153	2,279	2,349
비유동자산	1,599	2,155	2,163	2,214	2,262
유형자산	1,292	1,820	1,872	1,938	1,998
무형자산	104	111	94	78	64
투자자산	55	77	70	71	72
기타비유동자산	148	147	127	127	128
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,285	9,318	10,577	11,947	13,366
유동부채	3,020	5,776	6,242	6,605	6,806
단기차입금	60	49	48	48	48
매입채무	432	689	746	789	813
유동성장기부채	262	0	0	0	0
기타유동부채	2,266	5,038	5,448	5,768	5,945
비유동부채	256	500	537	564	580
사채	0	50	50	50	50
장기차입금	3	11	11	11	11
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	253	439	476	503	519
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,276	6,277	6,779	7,169	7,386
지배주주지분	2,045	3,079	3,834	4,810	6,007
자본금	546	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520	520
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	291	579	584	584	584
이익잉여금	689	1,434	2,185	3,161	4,358
비지배주주지분	-36	-38	-36	-32	-28
자본총계	2,009	3,041	3,798	4,778	5,979

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	3,713	7,060	8,099	9,578	11,607
EPS(지배순이익 기준)	3,728	7,055	8,078	9,544	11,569
BPS(자본총계 기준)	18,408	27,865	34,801	43,778	54,785
BPS(지배지분 기준)	18,737	28,211	35,132	44,076	55,045
DPS	200	600	600	600	600
P/E(당기순이익 기준)	13.4	26.6	18.5	15.7	12.9
P/E(지배순이익 기준)	13.3	26.6	18.6	15.7	13.0
P/B(자본총계 기준)	2.7	6.7	4.3	3.4	2.7
P/B(지배지분 기준)	2.7	6.7	4.3	3.4	2.7
EV/EBITDA(Reported)	9.8	18.1	13.6	11.3	8.0
배당수익률	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	158.5	90.1	14.7	18.3	21.2
EPS(지배순이익 기준)	152.7	89.2	14.5	18.1	21.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	22.2	30.5	25.8	24.4	23.6
ROE(지배순이익 기준)	21.8	30.1	25.5	24.1	23.3
ROA	7.7	10.6	8.9	9.3	10.0
안정성 (%)					
부채비율	163.1	206.4	178.5	150.0	123.5
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	27.5	127.7	217.8	245.4	316.5

오리온(271560)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

7월 잠정 실적 Review

BUY

TP 170,000원

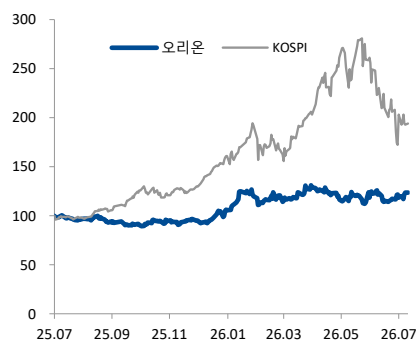
현재주가 (8/10)	137,500원
상승여력	23.6%
시가총액	5,435십억원
발행주식수	39,529천주
자본금/액면가	20십억원/500원
52주 최고가/최저가	146,000원/99,300원
일평균 거래대금 (60일)	16십억원
외국인 지분율	39.11%
주요주주 지분율	
오리온홀딩스외9인	43.82%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	0.3	-2.6	7.3
상대주가(%p)	19.0	15.9	-9.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	12,189	13,059	170,000
After	12,138	13,147	170,000
Consensus	12,153	13,419	178,615
Cons. 차이	-0.1%	-2.0%	-4.8%

최근 12개월 추가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

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	3,104	544	525	704	13,269	39.3	7.7	1.2	4.3	16.6	2.4
2025	3,332	558	383	723	9,680	-27.0	10.9	1.1	4.1	10.5	3.3
2026F	3,792	646	480	826	12,138	25.4	11.3	1.3	5.2	12.2	2.9
2027F	3,970	692	520	864	13,147	8.3	10.5	1.2	4.8	12.3	3.3
2028F	4,121	734	552	915	13,969	6.3	9.8	1.1	4.2	12.1	3.6

* K-IFRS 연결 기준

투자포인트 및 결론

- 오리온 7월 잠정 법인별 합산 매출액은 3,036억원(+17.0%yo), 영업이익은 459억원(+11.1%yo, OPM15.1%)시현

주요이슈 및 실적전망

- **1) 국내 법안:** 매출+6.2%yo, 영업이익-5.9%yo 기록. 국내 일부 유통사 거래처 납품 제한 및 IT 채널 매장 폐점 영향에도 성장세 유지. 다만, 주요 원재료(계란, 냉동 감자 등) 가격 인상 및 유틸리티비, 인건비 등의 증가에 따라 수익성은 다소 감소. 3Q는 시즌 한정판, 신제품 확대 및 원가 및 비용 효율화 통한 수익성 개선 기대

- **2) 중국 법안:** 매출+20.3%yo, 영업이익+17.3%yo. 중국 경쟁사 프로모션 영향에도 위안화 강세 및 성장 채널 중심으로 물량 성장 지속되고 있다는 점 고무적. 시장비 증가에도 원재료 단가 하락, 생산량 증가하며 이익 성장. 3Q에도 간식점/이커머스 등 성장 채널 전용 제품 확대 통한 성장 지속 전망. 또한, 8월 스낵 1개 라인 추가 증설(약 30억원 규모) 통한 추가적인 성장 기대 가능

- **3) 베트남 법안:** 매출+24.9%yo, 영업이익+20.0%yo 시현. 8월 시스템 변경 대응하여 약 35억 규모의 물량 선출고, 현지 화폐 기준 선출고 제외 내수 +5%yo 성장. 이익은 생산량 증가에도 불구하고 유류비 인상 등 에너지/포장재 가격 압박은 지속. 단기간 경쟁사 프로모션 영향은 있겠으나, 여름 이후 채널 특화 상품 등 제품 중심의 대응 및 비용 효율화 통한 성장 전략 제시

- **4) 러시아 법안:** 매출+31.7%yo, 영업이익+46.4%yo. 여전히 가동률 100% 초과 운영 중. 원재료 현지화 통한 단가 하락으로 제조원가율 개선되며 급여 인상 및 운송비 증가에도 이익 개선. 3Q 말 파이프 공급 확대 위한 1개 라인(약 20억 규모) 증설 예정

주가전망 및 Valuation

- 오리온에 대한 투자이견 BUY, 목표주가 170,000원 유지. 목표주가는 12M Fwd EPS 12,811원(기준 12,279원)에 Target P/E 13배(글로벌 제과 업체 12M Fwd 평균 P/E에 할인률 20% 적용, 기존과 동일 P/E 적용) 적용하여 산정. 오리온 중국 간식점/이커머스 등 고성장 채널 견조한 성장 지속, 러시아 여전히 초과수요 지속되며 가동률 100% 상회, 3분기 파이프라인 증설 통한 추가적인 성장 기대

〈표1〉 오리온 목표주가 산정

	내용	비고
12M Forward EPS(원)	12,811	- 12M Fwd EPS
Target P/E(배)	13	- 글로벌 제과 업체 12M Fwd 평균 P/E 에 20% 할인 적용
적정 주가(원)	169,100	
목표주가(원)	170,000	- Target P/E * 12M Fwd EPS
전일 종가(원)	137,500	- 2026.08.10 종가
상승여력(%)	23.6	
투자 의견	BUY	

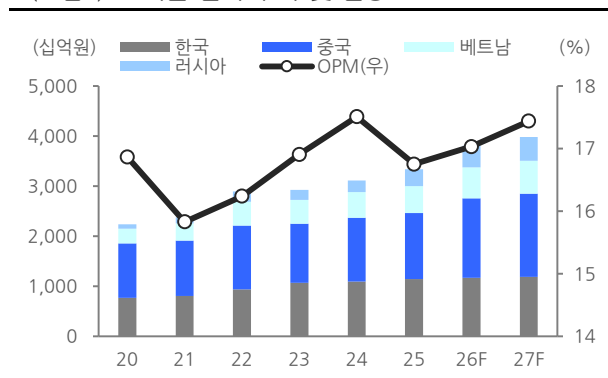
자료: 현대차증권

〈표2〉 오리온 월별 실적 추이

(₩Wbn)	25.04	25.05	25.06	25.07	25.08	25.09	25.10	25.11	25.12	26.01	26.02	26.03	26.04	26.05	26.06	26.07
매출액	2646	2699	2450	2595	2768	2940	2912	299	3381	3891	2544	2914	3026	3011	2958	3036
YoY(%)	85%	87%	71%	45%	44%	116%	78%	55%	38%	224%	131%	108%	144%	116%	207%	170%
한국	983	1080	900	951	915	961	100	919	976	979	870	985	1012	1004	985	1010
YoY(%)	30%	63%	54%	34%	1.1%	86%	12%	-20%	20%	36%	-22%	-03%	30%	-25%	94%	62%
중국	1060	1024	964	987	1142	1245	1112	1129	1262	1953	981	1213	1303	1237	1240	1187
YoY(%)	26%	30%	35%	-08%	41%	101%	88%	61%	-79%	375%	165%	141%	229%	208%	286%	203%
베트남	33	355	341	386	409	411	463	604	800	691	429	393	379	401	384	482
YoY(%)	119%	14%	40%	-18%	-49%	40%	24%	05%	40%	120%	258%	40%	148%	130%	40%	249%
러시아	273	290	245	271	302	323	337	338	344	268	314	323	332	369	349	357
YoY(%)	750%	696%	494%	540%	373%	442%	404%	470%	561%	354%	434%	267%	216%	272%	424%	317%
영업이익	426	455	364	413	480	529	542	604	649	827	365	499	469	467	423	459
OPM(%)	161%	169%	149%	159%	173%	180%	186%	202%	192%	213%	143%	171%	155%	155%	143%	151%
YoY(%)	-18%	00%	14%	-07%	-22%	58%	57%	63%	69%	456%	116%	163%	101%	26%	162%	111%
한국	161	187	132	152	117	151	171	156	171	184	141	159	150	142	121	143
OPM(%)	164%	182%	147%	160%	128%	157%	171%	170%	176%	188%	162%	160%	148%	141%	123%	142%
YoY(%)	-12%	69%	23%	07%	-230%	127%	-34%	-49%	749%	70%	07%	32%	-68%	-241%	-83%	-59%
중국	191	177	155	168	245	257	22	198	247	465	106	228	223	218	207	197
OPM(%)	180%	173%	161%	170%	215%	206%	198%	175%	196%	238%	114%	188%	171%	176%	167%	166%
YoY(%)	-10.7%	-7.3%	0.0%	-0.6%	12.9%	2.8%	14.0%	-6.6%	-17.1%	90.6%	-6.2%	12.3%	16.8%	23.2%	33.5%	17.3%
베트남	39	56	49	65	76	74	97	127	172	136	70	60	41	54	49	78
OPM(%)	118%	158%	144%	168%	186%	180%	210%	210%	216%	197%	163%	153%	108%	135%	128%	162%
YoY(%)	11.4%	-12.5%	-10.9%	-11.0%	-15.6%	-2.6%	0.0%	-14.8%	2.0%	8.8%	48.9%	50.0%	5.1%	-3.6%	0.0%	20.0%
러시아	35	35	28	28	42	47	54	56	58	42	48	52	55	53	46	41
OPM(%)	128%	121%	114%	103%	139%	146%	160%	166%	168%	157%	153%	150%	166%	144%	132%	115%
YoY(%)	59.1%	400%	40.0%	21.7%	31.3%	17.5%	17.4%	30.2%	37.7%	55.6%	77.8%	62.5%	57.1%	51.4%	64.3%	46.4%

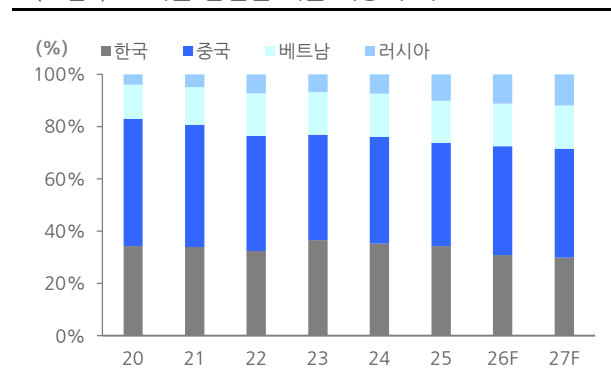
자료: 오리온, 현대차증권

〈그림1〉 오리온 실적 추이 및 전망



자료 : 오리온, 현대차증권

〈그림2〉 오리온 법인별 매출 비중 추이



자료 : 오리온, 현대차증권

〈표3〉 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	801.8	777.2	828.9	924.6	930.4	896.7	945.0	1,019.8	3,104.3	3,332.4	3,791.9
YoY(%)	7.1%	8.1%	7.0%	7.3%	16.0%	15.4%	14.0%	10.3%	6.6%	7.3%	13.8%
1. 한국	282.4	291.3	282.6	289.5	283.4	300.1	292.0	298.2	1097.6	1145.8	1173.6
YoY(%)	4.0%	4.9%	4.3%	4.5%	0.4%	3.0%	3.3%	3.0%	2.6%	4.4%	2.4%
2. 중국	328.2	304.8	337.3	350.3	409.7	378.0	401.4	396.6	1270.1	1320.7	1585.7
YoY(%)	7.1%	3.0%	4.7%	1.4%	24.8%	24.0%	19.0%	13.2%	7.7%	4.0%	20.1%
3. 베트남	128.3	99.6	120.5	186.7	151.3	116.4	141.0	210.5	514.5	535.1	619.3
YoY(%)	8.5%	1.3%	-1.0%	5.9%	17.9%	16.9%	17.0%	12.8%	8.2%	4.0%	15.7%
4. 러시아	67.2	80.8	89.6	101.9	90.5	105.0	113.2	120.0	230.5	339.4	428.7
YoY(%)	33.0%	64.5%	44.7%	47.7%	34.7%	29.9%	26.4%	17.8%	15.1%	47.3%	26.3%
영업이익	131.4	121.5	137.9	167.6	165.5	132.2	161.5	186.7	543.6	558.3	645.8
OPM(%)	16.4%	15.6%	16.6%	18.1%	17.8%	14.7%	17.1%	18.3%	17.5%	16.8%	17.0%
YoY(%)	7.9%	-11.4%	-13.7%	27.5%	36.2%	-4.1%	-3.6%	12.8%	10.4%	2.7%	15.7%
1. 한국	46.3	48.5	42.1	49.8	48.5	41.3	43.8	51.0	178.5	186.8	184.5
OPM(%)	16.4%	16.7%	14.9%	17.2%	17.1%	13.8%	15.0%	17.1%	16.3%	16.3%	15.7%
YoY(%)	5.6%	3.4%	-3.8%	13.6%	4.6%	-14.9%	4.0%	2.3%	5.7%	4.7%	-1.2%
2. 중국	56.0	52.3	67.0	66.5	79.9	64.8	79.9	77.3	243.9	241.7	301.9
OPM(%)	17.1%	17.1%	19.8%	19.0%	19.5%	17.1%	19.9%	19.5%	19.2%	18.3%	19.0%
YoY(%)	3.2%	-6.5%	5.4%	-5.4%	42.7%	24.0%	19.3%	16.3%	10.4%	-0.9%	24.9%
3. 베트남	21.2	14.4	21.3	39.6	26.6	14.4	24.8	44.8	100.1	96.5	110.6
OPM(%)	16.6%	14.4%	17.6%	21.2%	17.6%	12.4%	17.6%	21.3%	19.5%	18.0%	17.9%
YoY(%)	9.2%	-6.4%	-10.7%	-4.5%	25.2%	0.2%	16.7%	13.1%	14.5%	-3.6%	14.6%
4. 러시아	8.6	9.7	11.7	16.6	14.2	15.4	16.4	20.4	36.9	46.5	66.5
OPM(%)	12.8%	12.0%	13.1%	16.3%	15.7%	14.7%	14.5%	17.0%	16.0%	13.7%	15.5%
YoY(%)	9.2%	44.6%	26.9%	25.8%	66.2%	58.9%	40.3%	23.1%	14.8%	25.9%	42.8%
세전이익	145.0	103.5	144.2	154.0	176.6	140.2	171.4	193.1	692.2	546.6	681.4
세전이익(%)	18.1%	13.3%	17.4%	16.7%	19.0%	15.6%	18.1%	18.9%	22.3%	16.4%	18.0%
YoY(%)	8.3%	-3.3%	2.3%	-50.4%	21.8%	35.5%	18.9%	25.5%	33.1%	-21.0%	24.7%
지배주주순이익	104.3	69.8	102.7	105.9	124.5	96.3	122.5	136.5	524.6	382.7	479.8
순이익(%)	13.0%	9.0%	12.4%	11.5%	13.4%	10.7%	13.0%	13.4%	16.9%	11.5%	12.7%
%YoY	11.2%	-10.4%	3.0%	-58.2%	19.3%	38.0%	19.3%	28.9%	39.3%	-27.0%	25.4%

자료: 오리온, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,104	3,332	3,792	3,970	4,121
증가율 (%)	6.6	7.3	13.8	4.7	3.8
매출원가	1,908	2,109	2,372	2,477	2,563
매출원가율 (%)	61.5	63.3	62.6	62.4	62.2
매출총이익	1,196	1,223	1,420	1,492	1,558
매출이익률 (%)	38.5	36.7	37.4	37.6	37.8
증가율 (%)	6.1	2.3	16.1	5.1	4.4
판매관리비	653	665	775	800	823
판매비율 (%)	21.0	20.0	20.4	20.2	20.0
EBITDA	704	723	826	864	915
EBITDA 이익률 (%)	22.7	21.7	21.8	21.8	22.2
증가율 (%)	8.3	2.7	14.2	4.6	5.9
영업이익	544	558	646	692	734
영업이익률 (%)	17.5	16.7	17.0	17.4	17.8
증가율 (%)	10.6	2.6	15.8	7.1	6.1
영업외손익	153	17	48	41	47
금융수익	186	42	63	49	55
금융비용	4	20	9	5	5
기타영업외손익	-29	-5	-6	-3	-3
종속/관계기업관련손익	-5	-27	-13	-1	-1
세전계속사업이익	692	547	681	732	780
세전계속사업이익률	22.3	16.4	18.0	18.4	18.9
증가율 (%)	33.1	-21.0	24.5	7.5	6.6
법인세비용	159	156	193	203	218
계속사업이익	533	391	489	529	562
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	533	391	489	529	562
당기순이익률 (%)	17.2	11.7	12.9	13.3	13.6
증가율 (%)	38.4	-26.6	25.1	8.2	6.2
지배주주지분 순이익	525	383	480	520	552
비지배주주지분 순이익	9	8	9	10	10
기타포괄이익	142	69	109	0	0
총포괄이익	675	460	597	529	562

(단위:십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	652	537	474	679	732
당기순이익	533	391	489	529	562
유형자산 상각비	157	162	174	165	175
무형자산 상각비	3	3	6	6	6
외환손익	-3	-2	-13	0	0
운전자본의 감소(증가)	69	-70	-195	-22	-12
기타	-107	53	13	1	1
투자활동으로인한현금흐름	-505	-564	-412	-359	-341
투자자산의 감소(증가)	-689	14	-80	-41	-35
유형자산의 감소	2	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-107	-123	-268	-260	-260
기타	289	-456	-64	-58	-46
재무활동으로인한현금흐름	-70	-121	-213	-177	-187
차입금의 증가(감소)	-0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-56	-106	-208	-178	-188
기타	-14	-15	-5	1	1
기타현금흐름	9	8	5	0	0
현금의증가(감소)	85	-140	-145	143	204
기초현금	366	451	311	166	309
기말현금	451	311	166	309	513

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,647	1,867	1,882	2,096	2,373
현금성자산	451	311	166	309	513
단기투자자산	658	1,001	1,104	1,158	1,205
매출채권	177	182	212	210	221
채고자산	317	321	344	360	375
기타유동자산	39	46	51	53	56
비유동자산	2,661	2,732	2,956	3,089	3,203
유형자산	1,702	1,716	1,864	1,959	2,044
무형자산	70	90	92	90	84
투자자산	737	756	834	875	910
기타비유동자산	152	170	166	165	165
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	4,308	4,599	4,838	5,186	5,576
유동부채	538	498	480	477	490
단기차입금	1	0	0	0	0
매입채무	163	146	160	168	175
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	374	352	320	309	315
비유동부채	197	188	194	194	196
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	197	188	194	194	196
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	734	686	674	670	686
지배주주지분	3,471	3,808	4,046	4,387	4,752
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
자본조정 등	622	622	622	622	622
기타포괄이익누계액	199	252	356	356	356
이익잉여금	2,033	2,317	2,451	2,793	3,157
비지배주주지분	103	104	118	128	138
자본총계	3,574	3,912	4,164	4,515	4,890

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	13,487	9,880	12,365	13,393	14,230
EPS(지배순이익 기준)	13,269	9,680	12,138	13,147	13,969
BPS(자본총계 기준)	90,399	98,953	105,337	114,230	123,710
BPS(지배지분 기준)	87,799	96,334	102,355	111,001	120,220
DPS	2,500	3,500	4,000	4,500	5,000
P/E(당기순이익 기준)	7.6	10.7	11.1	10.3	9.7
P/E(지배순이익 기준)	7.7	10.9	11.3	10.5	9.8
P/B(자본총계 기준)	1.1	1.1	1.3	1.2	1.1
P/B(지배지분 기준)	1.2	1.1	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(Reported)	4.3	4.1	5.2	4.8	4.2
배당수익률	2.4	3.3	2.9	3.3	3.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	38.5	-26.7	25.2	8.3	6.3
EPS(지배순이익 기준)	39.3	-27.0	25.4	8.3	6.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	16.3	10.4	12.1	12.2	12.0
ROE(지배순이익 기준)	16.6	10.5	12.2	12.3	12.1
ROA	13.6	8.8	10.4	10.6	10.5
안정성 (%)					
부채비율	20.5	17.5	16.2	14.8	14.0
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	536.2	37.6	313.3	291.9	340.1

코스메카코리아(241710)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

2Q26 Review: 또 한 번의 가이드스 상향

BUY

TP 130,000원

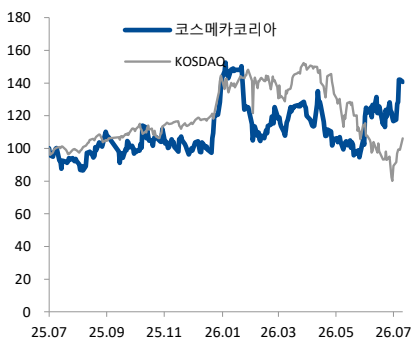
현재주가 (8/10)	95,000원
상승여력	36.8%
시가총액	1,015십억원
발행주식수	10,680천주
자본금/액면가	5십억원/500원
52주 최고가/최저가	103,000원/58,400원
일평균 거래대금 (60일)	7십억원
외국인 지분율	22.00%
주요주주 지분율	
박은희 외 3인	38.95%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	14.5	23.7	-5.1
상대주가(%p)	12.2	74.8	23.9

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	6,273	7,042	110,000
After	6,628	7,440	130,000
Consensus	6,455	7,423	117,500
Cons. 차이	2.7%	0.2%	10.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 2Q26 코스메카코리아 연결 기준 매출액은 2,261억원(+39.8%yoy), 영업이익 321억원(+39.3%, OPM 14.2%)으로 시장 컨센서스를 크게 상회하는 실적을 시현

주요이슈 및 실적전망

- 국내(코스메카코리아): 2Q26 매출 1,788억원(+62.6%yoy), 영업이익 245억원(+76.9%yoy, OPM 13.7%)으로 분기 최고 실적 경신

- 코스메카코리아 2분기에도 고성장 대형 고객사들의 견조한 수주 지속됨에 따라 큰 폭의 외형 성장 달성. 특히 더마 제품 중심의 기초 카테고리리는 +94.8%yoy, 선크어는 +35.4%yoy를 시현했으며, 하이드로겔 마스크 카테고리도 비중은 작지만 QoQ 확대 중, 이에 따른 믹스 개선 및 레버리지 효과 가시화됨에 따라 수익성 또한 개선

- 미국(잉글우드랩): 2Q26 매출 519억원(-9.7%yoy), 영업이익 87억원(-13.2%yoy, OPM 16.8%) 기록. EWLK는 주요 고객사 의존도 축소에 따른 매출은 감소했으나, 고객사 믹스 다변화되고 있다는 점은 긍정적. EWL 별도 법인은 OTC 선크어 매출 확대 및 고단가 기초 고객사 매출 증가에 따른 수익성 개선

- 2026 가이드스: 코스메카코리아 기존 제시했던 2026년 연결 매출 +20%yoy, OPM 13.5% 가이드스를 → 2026년 연결 매출 +20~30%yoy, OPM 13.5%로 매출 가이드스를 또 다시 상향 조정

주가전망 및 Valuation

- 코스메카코리아 투자이견 BUY, 목표주가 기존 110,000원에서 130,000원으로 상향. 목표주가는 12M Fwd EPS 7,169원(기존 6,594원)에 글로벌 ODM Peer 12M Fwd P/E 18배(직전 동일 P/E 17배)를 적용하여 산정. 코스메카코리아 국내 법인 대형 고객사 수주 여전히 견조하며 고객사도 지속적으로 다각화되고 있음. 이에 따라 당사는 2026년 연간 매출 가이드스를 또 다시 상향. 매수 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	524	60	43	78	4,007	91.8	13.8	2.7	9.4	22.1	0.2
2025	641	84	45	100	4,255	6.2	15.7	2.8	8.8	19.3	0.6
2026F	843	115	71	134	6,628	55.8	14.3	3.3	9.2	25.4	0.4
2027F	933	132	79	149	7,440	12.2	12.8	2.7	7.9	23.3	0.5
2028F	995	143	86	159	8,011	7.7	11.9	2.2	7.0	20.4	0.5

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 코스메카코리아 목표주가 산정

	내용	비고
12M Forward EPS(원)	7,169	- 12M Fwd EPS 추정치
Target P/E(배)	18	- 글로벌 Peer 12M Fwd P/E
적정 주가(원)	128,686	
목표주가(원)	130,000	- Target P/E * 12M fwd EPS
전일 종가(원)	95,000	- 2026.08.10 종가
상승여력(%)	36.8	
투자 의견	BUY	

자료: 현대차증권

〈표2〉 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	118.4	161.7	182.4	178.5	185.1	226.1	217.1	215.2	524.3	640.9	843.5
YoY(%)	-5.7%	12.5%	44.0%	39.1%	56.4%	39.8%	19.0%	20.6%	11.4%	22.2%	31.6%
한국법인	74.3	110.0	129.8	127.3	142.2	178.8	171.3	166.5	328.7	441.5	658.8
YoY(%)	8.1%	16.2%	57.4%	53.8%	91.3%	62.6%	31.9%	30.8%	22.3%	34.3%	49.2%
미국법인	42.5	57.5	61.8	54.5	49.7	51.9	55.9	56.2	181.9	216.4	213.8
YoY(%)	-19.1%	25.0%	50.3%	29.2%	16.9%	-9.7%	-9.6%	3.1%	-12.1%	18.9%	-1.2%
중국법인	8.7	8.6	8.1	8.5	6.4	7.7	7.9	8.5	40.4	34.0	30.5
YoY(%)	-28.0%	-20.0%	-12.8%	3.9%	-27.1%	-9.7%	-3.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
영업이익	12.3	23.0	27.2	21.0	21.9	32.1	32.6	28.4	60.4	83.5	114.9
OPM(%)	10.4%	14.2%	14.9%	11.8%	11.8%	14.2%	15.0%	13.2%	11.5%	13.0%	13.6%
YoY(%)	-10.5%	27.3%	78.8%	57.8%	78.0%	39.3%	20.0%	34.8%	22.8%	38.4%	37.6%
한국법인	8.0	13.8	14.5	11.3	17.8	24.5	21.1	18.2	44.5	47.7	81.5
OPM(%)	10.8%	12.6%	11.2%	8.9%	12.5%	13.7%	12.3%	10.9%	13.5%	10.8%	12.4%
YoY(%)	8.4%	-3.5%	20.8%	5.6%	120.8%	76.9%	45.3%	60.6%	94.1%	7.3%	70.8%
미국법인	4.6	10.1	13.2	9.3	5.6	8.7	11.6	9.6	18.7	37.2	35.5
OPM(%)	10.8%	17.5%	21.4%	17.0%	11.3%	16.8%	20.7%	17.1%	10.3%	17.2%	16.6%
YoY(%)	-31.0%	133.5%	225.0%	150.8%	22.5%	-13.2%	-12.6%	3.4%	-35.3%	98.6%	-4.4%
중국법인	-0.6	-1.1	-0.6	0.4	-1.3	-1.2	-0.1	0.5	-1.1	-1.9	-2.1
OPM(%)	-6.8%	-13.2%	-7.3%	5.0%	-21.1%	-14.9%	-1.3%	5.9%	-2.6%	-5.6%	-6.9%
YoY(%)	적전	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	17.1%	적전	적지	적지
세전이익	11.6	16.7	29.6	20.0	25.5	29.8	32.0	29.4	67.6	77.9	116.8
세전이익률(%)	9.8%	10.3%	16.2%	11.2%	13.8%	13.2%	14.8%	13.7%	12.9%	12.2%	13.8%
YoY(%)	-29.1%	-14.6%	166.7%	-3.0%	120.8%	79.2%	8.2%	46.6%	46.6%	15.2%	50.0%
지배주주순이익	7.6	9.3	16.7	11.8	17.3	18.1	18.3	17.2	42.8	45.4	70.8
NPM(%)	6.4%	5.8%	9.2%	6.6%	9.3%	8.0%	8.4%	8.0%	8.2%	7.1%	8.4%
YoY(%)	-13.4%	-32.0%	97.4%	-0.4%	127.0%	93.5%	9.1%	46.2%	91.8%	6.2%	55.8%

자료: 코스메카코리아, 현대차증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	524	641	843	933	995
증가율 (%)	11.3	22.3	31.5	10.7	6.6
매출원가	400	483	646	709	755
매출원가율 (%)	76.3	75.4	76.6	76.0	75.9
매출총이익	125	158	198	224	241
매출이익률 (%)	23.9	24.6	23.5	24.0	24.2
증가율 (%)	16.8	26.4	25.3	13.1	7.6
판매관리비	64	75	83	92	98
판매비율 (%)	12.2	11.7	9.8	9.9	9.8
EBITDA	78	100	134	149	159
EBITDA 이익률 (%)	14.9	15.6	15.9	16.0	16.0
증가율 (%)	18.2	28.2	34.0	11.2	6.7
영업이익	60	84	115	132	143
영업이익률 (%)	11.5	13.1	13.6	14.1	14.4
증가율 (%)	22.4	40.0	36.9	14.8	8.3
영업외손익	7	-6	2	-1	-1
금융수익	11	9	17	16	17
금융비용	4	12	11	13	14
기타영업외손익	0	-3	-4	-4	-4
종속관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	68	78	117	130	141
세전계속사업이익률	13.0	12.2	13.9	13.9	14.2
증가율 (%)	47.8	14.7	50.0	11.1	8.5
법인세비용	14	20	30	33	36
계속사업이익	54	58	87	98	105
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	54	58	87	98	105
당기순이익률 (%)	10.3	9.0	10.3	10.5	10.6
증가율 (%)	58.8	7.4	50.0	12.6	7.1
지배주주지분 순이익	43	45	71	79	86
비지배주주지분 순이익	11	12	16	18	20
기타포괄이익	13	-5	5	0	0
총포괄이익	67	53	92	98	105

(단위:십억원)					
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	69	55	32	90	101
당기순이익	54	58	87	98	105
유형자산 상각비	14	15	17	16	16
무형자산 상각비	3	1	1	1	1
외환손익	-6	0	-4	0	0
운전자본의 감소(증가)	-3	-29	-73	-24	-21
기타	7	10	4	-1	0
투자활동으로인한현금흐름	-53	-64	-69	-20	-19
투자자산의 감소(증가)	-0	-0	-1	-0	-0
유형자산의 감소	0	0	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-49	-61	-24	-18	-18
기타	-4	-3	-45	-2	-1
재무활동으로인한현금흐름	2	24	-5	-5	-5
차입금의 증가(감소)	-2	4	26	4	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	11	-6	-16	0	0
배당금	-1	-2	-4	-4	-5
기타	-6	28	-11	-5	0
기타현금흐름	2	0	1	0	0
현금의증가(감소)	21	15	-40	65	77
기초현금	33	54	69	29	94
기말현금	54	69	29	94	171

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)					
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	255	331	363	458	559
현금성자산	54	69	29	94	171
단기투자자산	8	10	13	14	15
매출채권	114	155	191	207	221
재고자산	67	79	109	121	129
기타유동자산	10	13	16	18	19
비유동자산	262	300	311	313	315
유형자산	196	240	248	250	252
무형자산	36	36	36	35	35
투자자산	3	3	4	4	4
기타비유동자산	27	21	23	24	24
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	518	632	674	772	874
유동부채	171	249	223	221	221
단기차입금	78	132	105	105	105
매입채무	39	61	62	61	58
유동성장기부채	10	4	13	8	8
기타유동부채	44	52	43	47	50
비유동부채	40	47	76	82	84
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	26	30	55	59	59
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	14	17	21	23	25
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	210	296	299	303	305
지배주주지분	219	252	304	378	460
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	69	63	47	47	47
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	12	11	15	15	15
이익잉여금	132	174	236	311	392
비지배주주지분	89	84	71	90	109
자본총계	308	336	375	468	569

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	5,027	5,416	8,106	9,145	9,855
EPS(지배순이익 기준)	4,007	4,255	6,628	7,440	8,011
BPS(자본총계 기준)	28,805	31,483	35,116	43,861	53,266
BPS(지배지분 기준)	20,450	23,663	28,436	35,476	43,036
DPS	100	370	400	450	470
P/E(당기순이익 기준)	11.0	12.3	11.7	10.4	9.6
P/E(지배순이익 기준)	13.8	15.7	14.3	12.8	11.9
P/B(자본총계 기준)	1.9	2.1	2.7	2.2	1.8
P/B(지배지분 기준)	2.7	2.8	3.3	2.7	2.2
EV/EBITDA(Reported)	9.4	8.8	9.2	7.9	7.0
배당수익률	0.2	0.6	0.4	0.5	0.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	58.4	7.7	49.7	12.8	7.8
EPS(지배순이익 기준)	91.8	6.2	55.8	12.2	7.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	19.5	18.0	24.3	23.2	20.3
ROE(지배순이익 기준)	22.1	19.3	25.4	23.3	20.4
ROA	11.3	10.1	13.3	13.5	12.8
안정성 (%)					
부채비율	68.4	87.9	79.6	64.7	53.6
순차입금비율	16.9	24.8	34.4	13.3	순현금
이자보상배율	18.9	23.6	22.0	29.7	32.3



스타일 전략:

픽크아웃이 아닌 2차 사이클



자산배분/스타일전략 김중원

02) 3787-2290

simon@hmsec.com

Executive Summary

1. 반도체 사이클의 구조 변화: HBM이 만든 새로운 메모리 수요

- 생성형 AI 확산은 기존 PC·스마트폰·서버 수요에 HBM이라는 새로운 메모리 수요를 추가하며 과거 단일 사이클 구조를 변화
- HBM 생산 확대에 따른 웨이퍼·생산능력 재배분으로 범용 DRAM 공급이 제약되며 DDR5와 NAND까지 가격 상승이 확산
- AI 투자 확대가 HBM 수요 증가와 범용 메모리 공급 제약을 동시에 유발하며 메모리 산업의 성장축 확대

2. 피크아웃 논란: HBM3E 전환기의 일시적 수익성 공백

- 범용 DRAM 가격 급등과 HBM 장기공급계약의 가격 반영 시차로 2026년 상반기 범용 DRAM 수익성이 HBM3E를 일시적으로 상회
- HBM 비중이 높은 업체의 실적 모멘텀 둔화와 GPU·HBM 세대 전환 과정의 불확실성이 최근 반도체 이익 전망 조정과 피크아웃 우려로 연결
- 다만 최근 EPS 조정은 수요 둔화보다 제품 전환과 가격 반영 시차에 따른 일시적 공백으로, 반도체 이익 전망은 다시 반등 전환될 전망

3. Vera Rubin과 HBM4: 피크아웃이 아닌 2차 사이클

- Vera Rubin 출시와 함께 HBM3E에서 HBM4로 전환되며 가격 프리미엄과 제품 Mix 개선을 통한 HBM 수익성 재상승 예상
- 생성형 AI 경쟁이 Agentic AI로 확장되면서 대규모 추론 수요와 AI 인프라 투자가 추가돼 기존 AI 사이클과 새로운 수요 사이클의 중첩 진행
- HBM4 수요 확대와 범용 DRAM 공급 감소가 동시에 진행되며 Peak Out보다 Cycle Overlap에 따른 메모리 2차 상승 사이클 전개 전망

4. KOSPI 2차 상승: 반도체 중심의 선별적 업종 확산

- Vera Rubin · HBM4가 이끄는 반도체 2차 사이클을 중심으로, IT하드웨어와 증권으로의 선별적 확산 및 피지컬 AI · 자동차의 중장기 성장 가능성에 주목



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

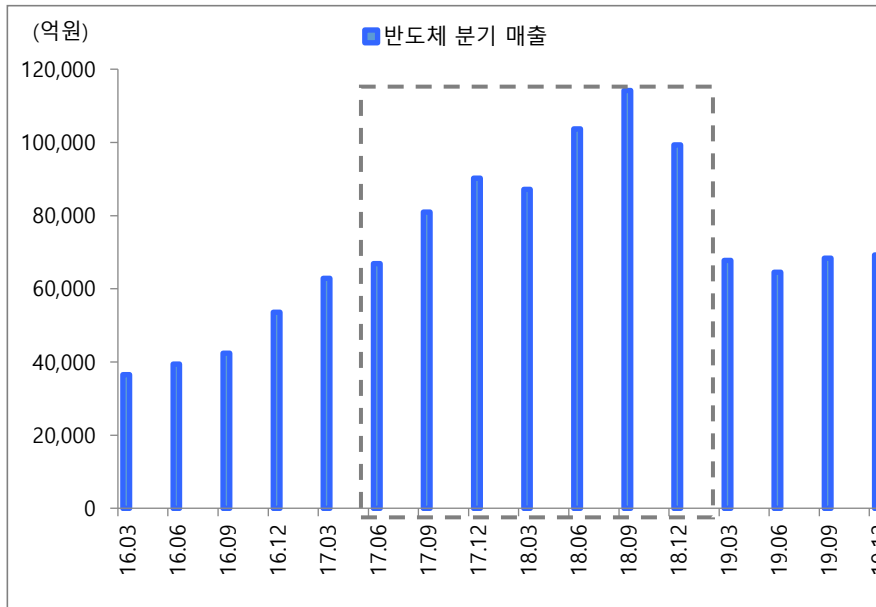
반도체 사이클의 구조와 풍선효과

과거 반도체 사이클의 본질 : 단일 사이클 구조

- 공급은 단기간 확대 어려움
- 수요 급증 → 메모리 가격 상승
- 고객사 재고 축적
- 재고 부담 확대
- 메모리 가격 하락
- Peak Out → Down Cycle

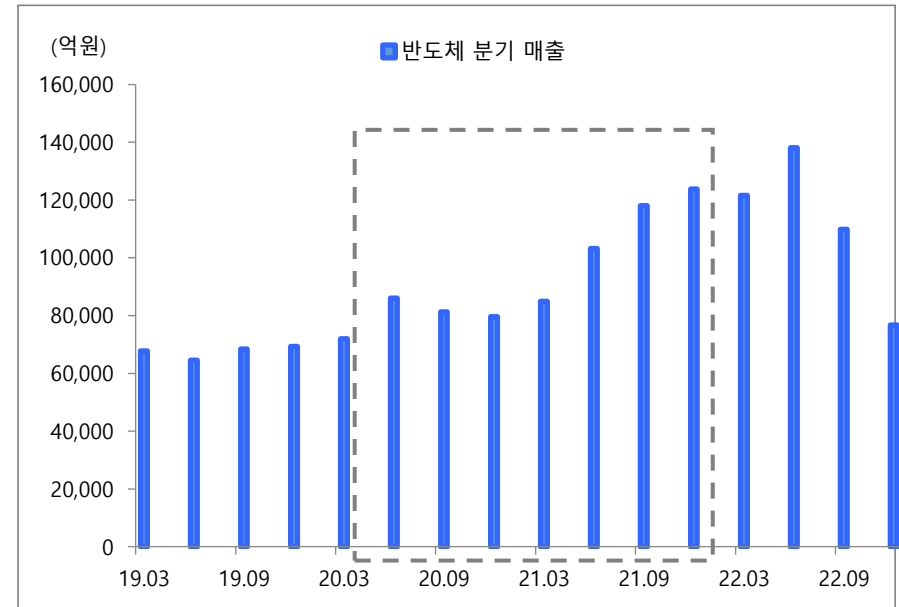


국내 반도체 업체 분기 매출 추이와 2017~18년 메모리 호황



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

국내 반도체 업체 분기 매출 추이와 2020~21년 메모리 호황



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



과거 메모리 사이클은 하나의 수요가 하나의 가격 사이클을 형성하는 단일 사이클 구조

2 생성형 AI가 새로운 메모리 수요(HBM)를 창출

- 기존 메모리 수요(PC · 스마트폰 · 데이터센터)에 더해 생성형 AI가 HBM이라는 새로운 메모리 수요를 창출
- AI 서버 확대와 함께 HBM 시장이 급성장하며 메모리 사이클의 구조적 변화 시작

기존 메모리 수요



PC
DDR4/DDR5



스마트폰
LPDDR4X/5X



Enterprise Server
DDR4/DDR5



Cloud/데이터센터
DDR4/DDR5

기존 메모리 시장 지속



생성형 AI가 창출한 새로운 메모리 수요



생성형 AI 확산
ChatGPT, Gemini, Claude,
Copilot 등



GPU 연산량 폭증
모델 파라미터 증가
학습/추론 연산량 급증



HBM이라는 새로운 메모리
(New Demand)
고대역폭 · 대용량 · 저전력 요구



AI 서버 출하 확대
데이터센터 투자 확대
AI 인프라 구축 가속화



HBM 수요 급증
HBM 시장 급성장
메모리 산업의 새로운 성장축

생성형 AI 이전 vs 이후 메모리 수요 구조

생성형 AI 이전



PC



스마트폰



서버

기존 메모리 수요 중심



생성형 AI 이후



PC



스마트폰



서버



AI 서버

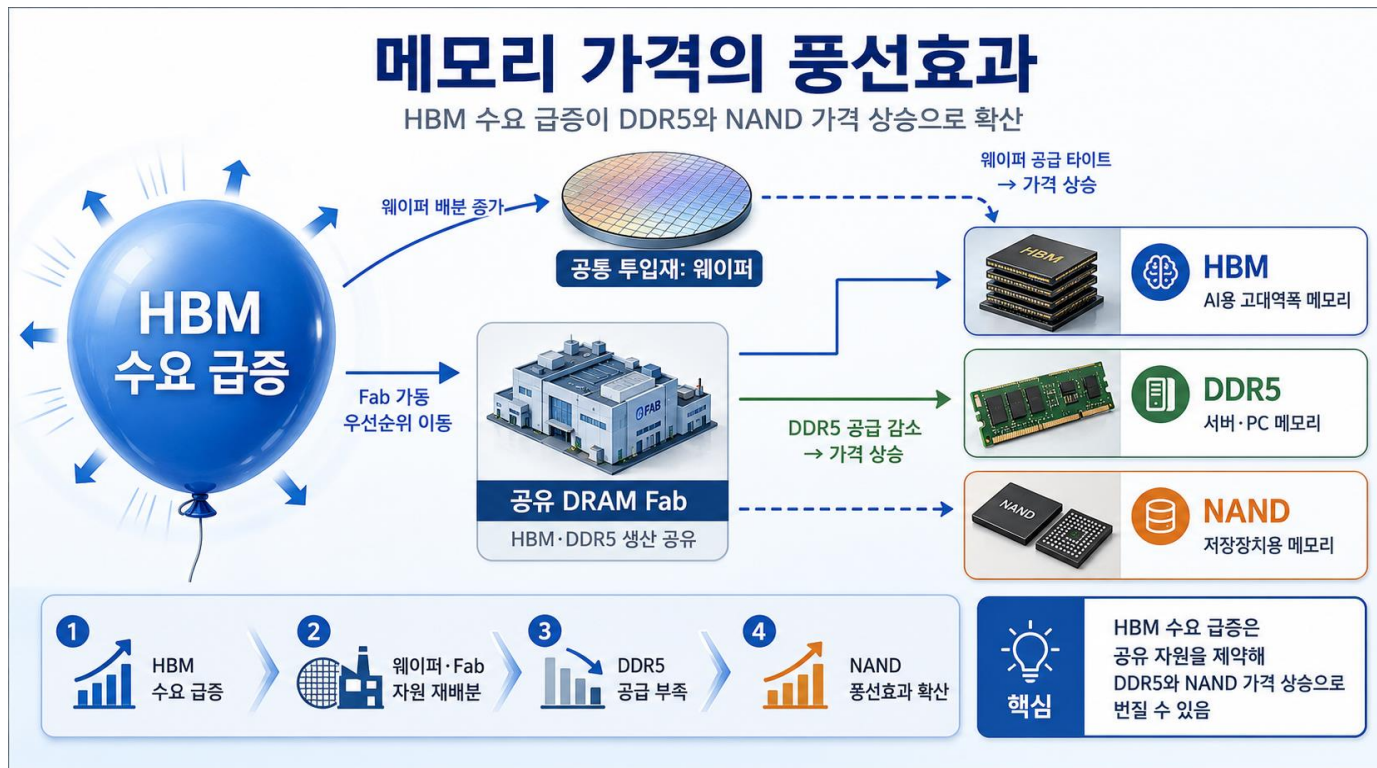
HBM이라는 새로운 수요 추가

메모리 산업의 성장축 확대

생성형 AI는 기존 메모리 수요를 대체한 것이 아니라 HBM 이라는 새로운 메모리 시장을 추가하며
메모리 산업의 성장축을 확대

HBM 수요 확대의 풍선 효과

- AI 서버 확산으로 HBM 수요가 폭발적으로 증가하여 고대역폭 DRAM이 HBM으로 우선 배정 → 범용 DRAM 공급 제약
- 공급 제약은 DDR5와 DDR4, 나아가 NAND 가격까지 상승시키며 메모리 전반으로 풍선효과 확산
- HBM은 장기공급계약으로 가격 상승이 단계적으로 반영되지만, 범용 DRAM은 즉시 가격 상승 → 수익성 역전 가능
- HBM 생산 확대와 장기계약의 가격 반영이 본격화되면서 HBM 수익성이 다시 우위로 전환할 전망



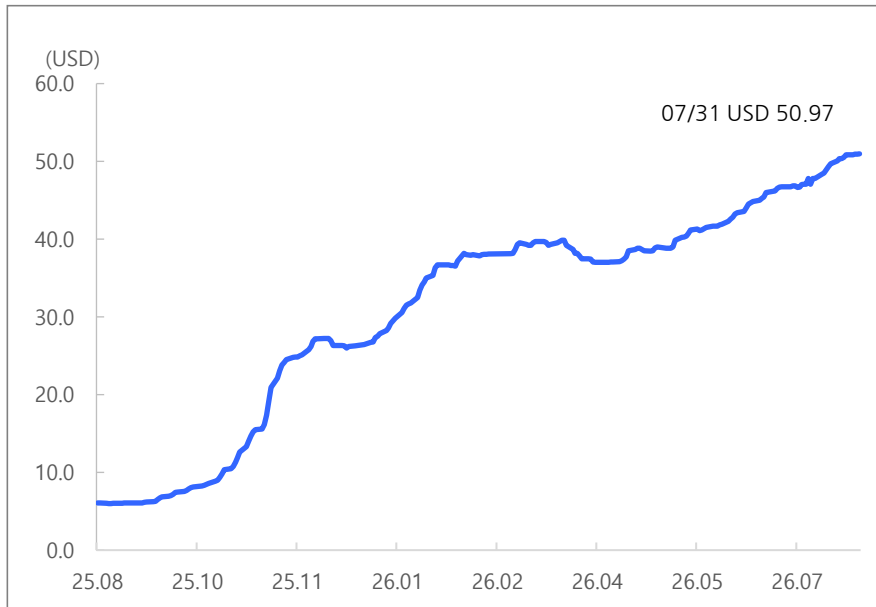
자료: 현대차증권

HBM 호황이 만든 픽아웃 논란

풍선효과로 AI 서버용 DDR5 가격 급등

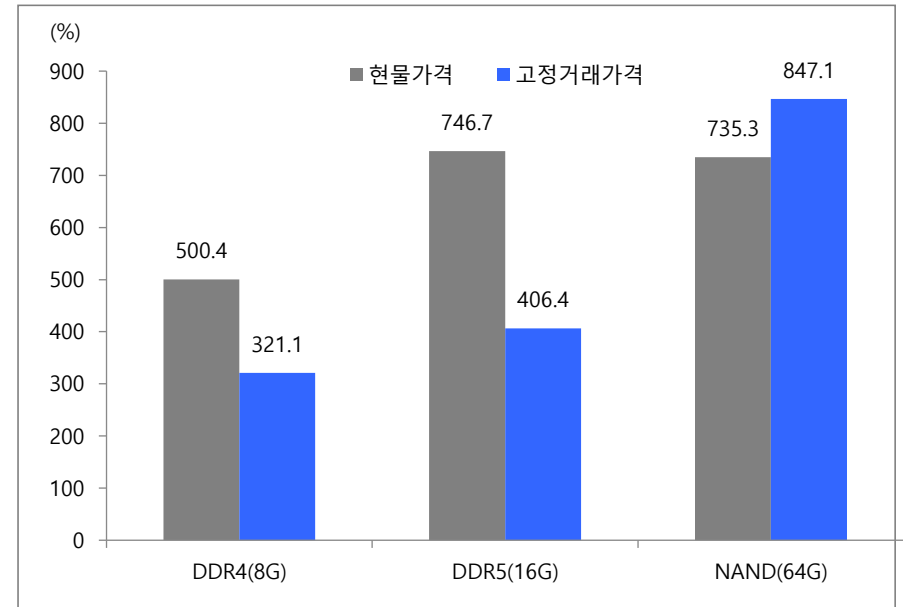
- 2025년 9월 이후 2026년 7월말까지 누적 기준으로 DDR5(16G) 현물가격은 +746.7% 급등
- DDR5 현물가격 급등으로 서버용 DDR5 고정거래 가격도 2025년 9월 이후 +494.4% 급등
- HBM 생산 확대에 따른 생산능력 이동으로 범용 DRAM 공급이 감소하며 DDR5 가격이 큰 폭 상승

2025년 9월 이후 DDR5(16GB) 급등



자료: DRAMeXchange, 현대차증권

제품별 메모리 가격 상승률(25.9~26.7)



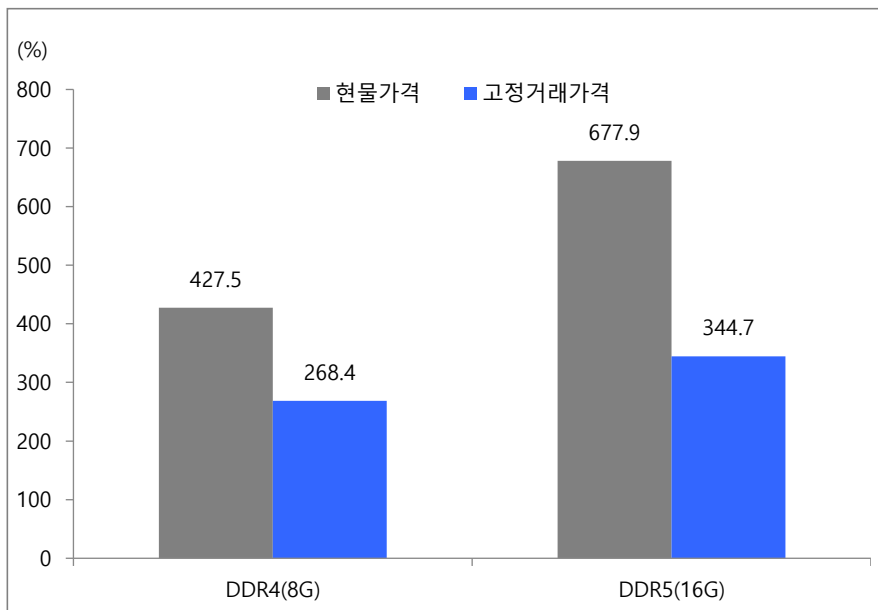
자료: DRAMeXchange, 현대차증권



범용 DRAM 가격 급등으로 HBM 대비 수익성 역전

- 2026년 상반기에는 AI 서버용 DDR5 가격 급등과 HBM의 장기공급계약 영향으로 범용 DRAM의 수익성이 일시적으로 HBM을 상회
- Micron은 2026년 3월 실적발표에서 “현재 Non-HBM의 마진이 HBM보다 높다”고 언급.
- 범용 DRAM 대비 고사양 HBM의 수익성 역전과 장기계약에 따른 가격 반영 시차는 HBM 비중이 높은 업체의 단기 실적 모멘텀을 제약했고, 시장의 피크아웃 우려를 확대하는 요인으로 작용

DDR4 DDR5 가격 상승률(25H2~26H1)



자료: DRAMeXchange, 현대차증권

HBM과 범용 DRAM의 수익성 역전

2025년 메모리 반도체 수익성

HBM3E > 범용 DRAM

Micron: “Non-HBM margin exceeds HBM margin!” ‘26/3/18

2026년 메모리 반도체 수익성

→ HBM3E < 범용 DRAM

주: Micron FY2Q26 Post-Earnings Analyst Call에서 Sumit Sadana CBO가 Non-HBM DRAM의 수익성이 현재 HBM보다 높다고 언급
자료: Micron Technology, 현대차증권



메모리 업체별 제품 Mix 차이가 실적에 미친 영향

- 메모리 업체별 제품 Mix 차이로 메모리 가격 변화에 따른 실적 수혜 차별화
- 범용 DRAM 가격 급등으로 범용 DRAM 수익성이 HBM3E를 상회하며 범용 DRAM 비중이 높은 업체의 실적 개선 폭 확대
- Vera Rubin 출시와 HBM4 공급 확대 이후에는 HBM 가격 프리미엄과 제품 Mix 개선이 반영되며 HBM 비중이 높은 업체의 실적 모멘텀 재강화 전망

주요 메모리 업체별 제품 Mix 비교(추정)

회사	범용 DRAM	NAND SSD	HBM
SK하이닉스	약 45~50%	약 25~30%	약 20%
삼성전자 메모리	약 50~60%	약 30~35%	약 10% 내외
마이크론	약 55~60%	약 20~25%	약 15~20%

주: 제품 Mix는 2025년 9월~2026년 6월 각사 실적 및 시장자료를 바탕으로 추정한 대략적인 매출 비중이며, HBM의 DRAM 포함 여부 등 회사별 제품 분류 기준에 따라 실제 비중과 차이가 발생할 수 있음
 자료: 각사 TrendForce, 현대차증권 추정

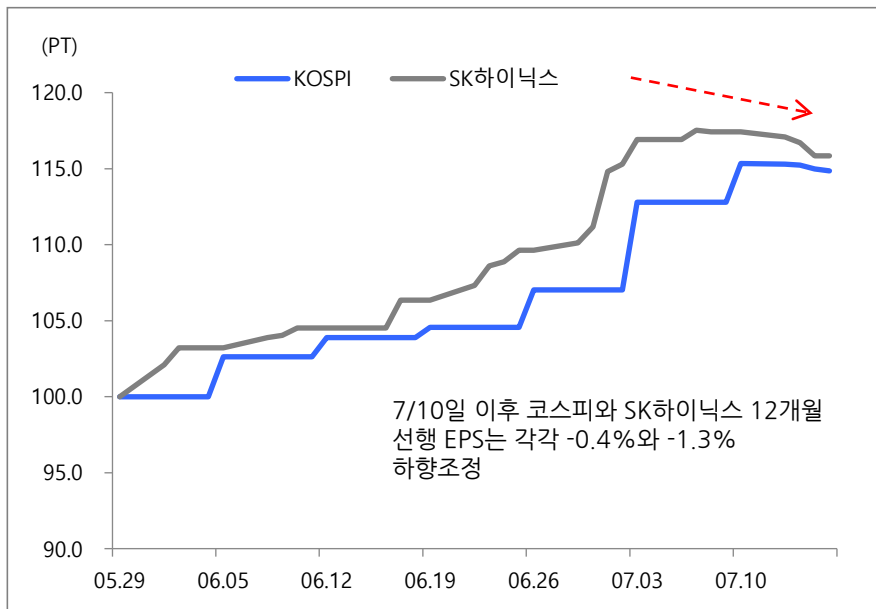


GPU · HBM 전환기의 EPS 조정이 피크아웃 우려로 연결

- 2025년 9월 이후 이어진 반도체 이익 전망 상향 흐름이 7월 10~28일 일시적으로 조정되며 KOSPI 12개월 선행 EPS도 하락했으나, 최근 반도체 이익 전망 상향과 함께 다시 반등 전환
- 범용 DRAM 대비 HBM3E의 상대 수익성 약화와 GPU · HBM 세대 전환 과정의 불확실성이 반도체 기업 이익 전망치 조정으로 반영
- 시장은 이를 AI 투자 사이클 둔화 또는 반도체 피크아웃 신호로 해석하며 투자심리 위축, 다만 최근 전망치 조정은 수요 둔화보다 제품 전환, 가격 반영 시차, 장기공급계약 구조에 따른 일시적 실적 공백의 성격
- 향후 HBM4 공급 확대와 장기공급계약 물량 반영이 본격화될 경우 실적 가시성은 다시 개선될 가능성

→ 최근 EPS 조정은 AI 투자 사이클 종료보다 GPU · HBM 전환 과정의 단기 불확실성 반영

KOSPI와 반도체 기업 12개월 선행 EPS 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

최근 반도체 기업 이익 전망치 변화

구분	반도체 기업		코스피
	26년2분기 영업이익 변화	2027년 영업이익 변화	12개월 선행 EPS
6월말 대비	0.7%	1.4%	7.3%
7월10~28일	-1.4	-1.4%	-0.7%

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

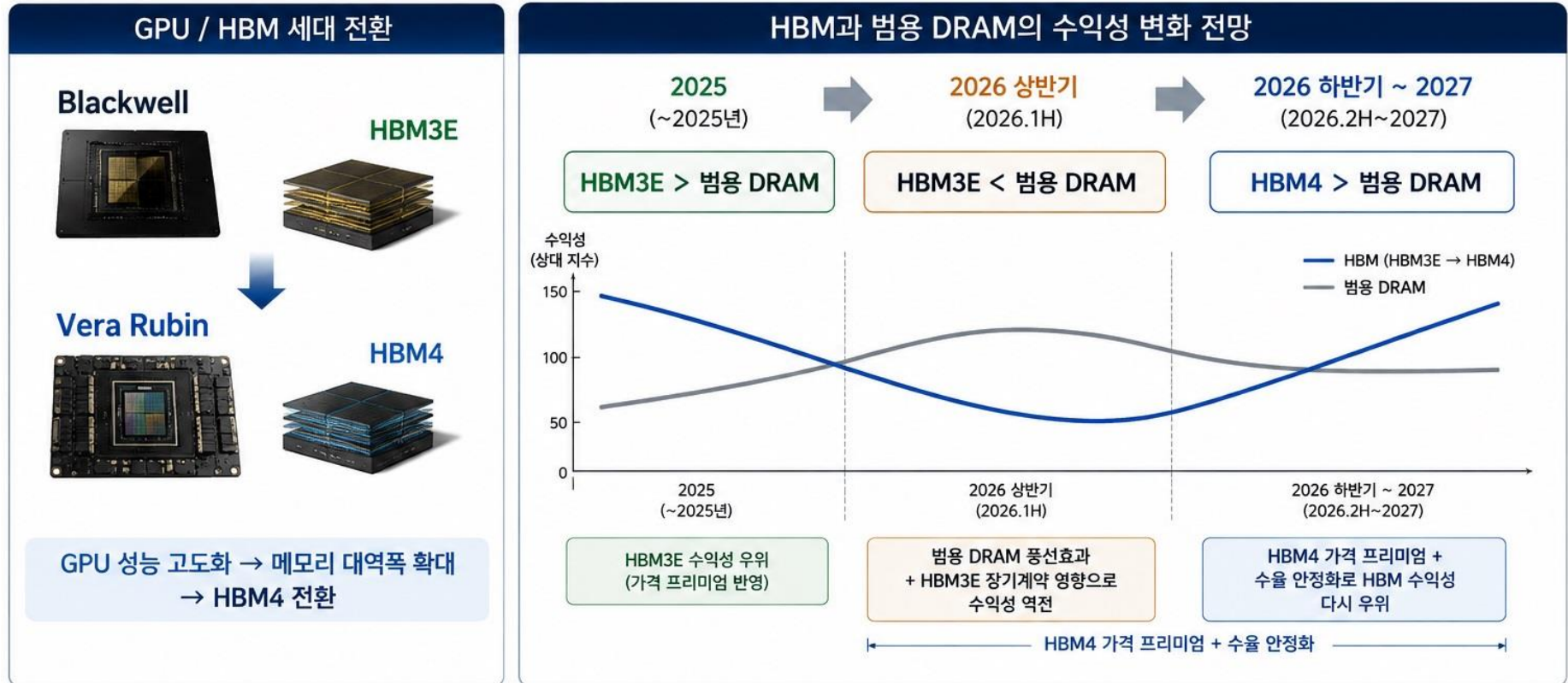


Vera Rubin이 여는 2차 사이클

Vera Rubin과 HBM4 전환, HBM 수익성 재상승의 시작

- Vera Rubin 출시와 함께 AI GPU의 메모리 규격이 HBM3E에서 HBM4로 본격 전환
- HBM4는 대역폭과 적층 기술 고도화로 HBM3E 대비 높은 가격 프리미엄 형성 예상
- 기존 HBM3E는 장기공급계약에 따른 가격 반영 시차로 범용 DRAM 대비 상대 수익성이 하락했으나, HBM4 신규 공급가격은 높아진 범용 DRAM 가격과 AI 메모리 수요를 반영할 가능성
- HBM4의 가격 프리미엄과 수율 안정화는 HBM 수익성 회복의 기반이며, 향후 수익성 재상승의 지속 여부는 Vera Rubin의 실제 수요 확대가 결정

→HBM3E < 범용 DRAM에서 HBM4 > 범용 DRAM으로 수익성 중심축 재이동



AI 모델 경쟁이 Vera Rubin의 높은 가격을 감내

- 생성형 AI 시장은 OpenAI, Google, Anthropic 등 주요 사업자 간 모델 성능과 서비스 경쟁이 지속되며 대규모 AI 투자가 이어지는 상황
- 최근 경쟁의 중심이 생성형 AI에서 추론 · Agentic AI로 이동하면서 모델 성능뿐 아니라 대규모 추론을 낮은 비용으로 처리할 수 있는 AI 인프라의 중요성 확대
- Vera Rubin은 Blackwell 대비 추론 성능과 전력 효율을 크게 개선하고 Agentic AI에 최적화되면서 차세대 AI 모델 경쟁을 위한 핵심 인프라로 부상
- AI 모델 경쟁에서 뒤처질 경우 플랫폼 경쟁력 자체가 약화될 수 있어 높은 가격에도 하이퍼스케일러와 AI 사업자의 Vera Rubin 도입 수요는 높은 상황

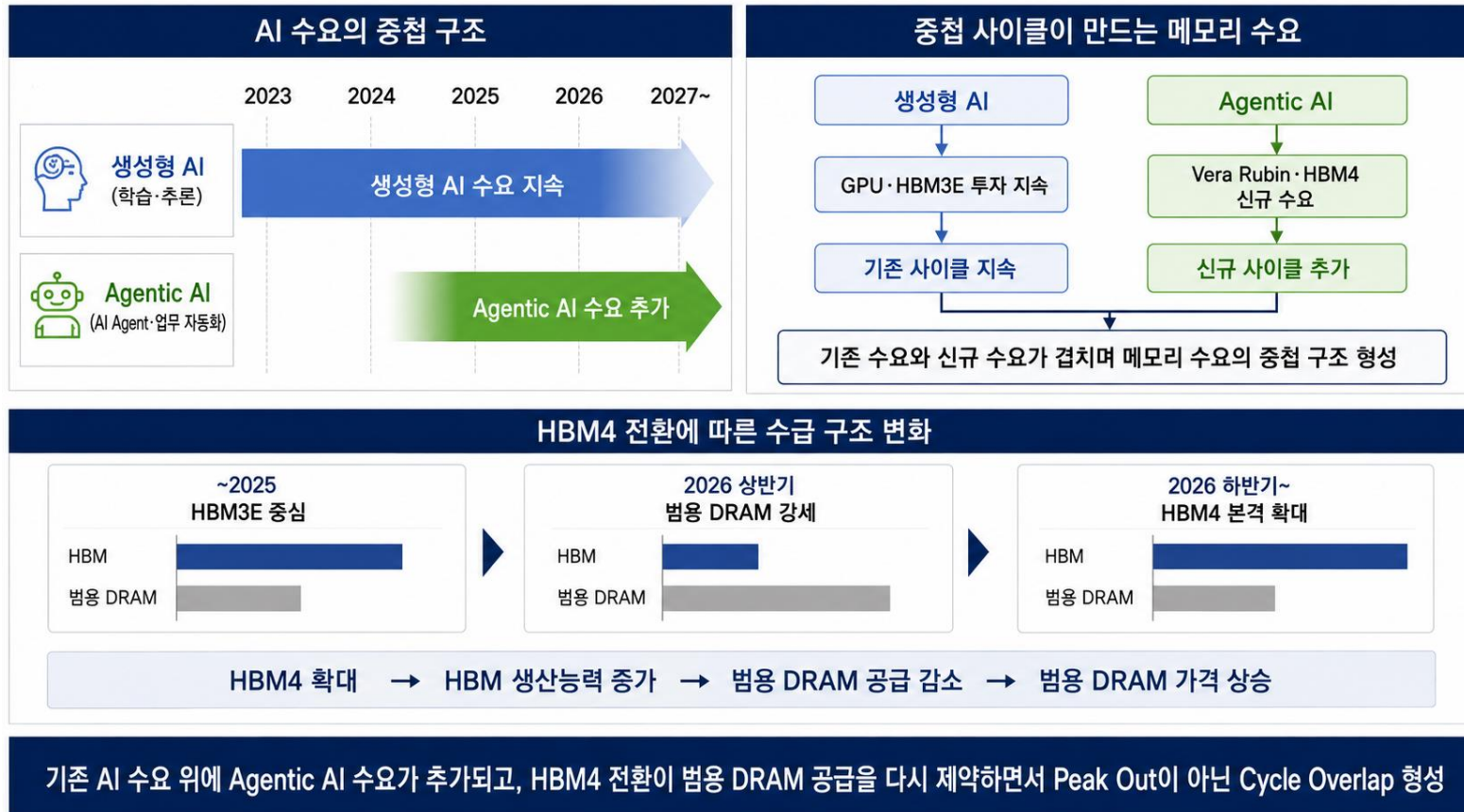
AI 모델 경쟁의 치킨게임이 Vera Rubin 수요를 견인



AI 모델 경쟁의 치킨게임 지속 → 성능 경쟁을 위한 Vera Rubin 투자 수요 확대

Vera Rubin이 만드는 메모리 중첩 사이클

- 생성형 AI 사이클이 지속되는 가운데 Agentic AI 수요가 추가되며 기존 사이클과 중첩되는 구간에 진입
- HBM4 전환으로 HBM 수요 확대와 범용 DRAM 공급 감소가 동시에 진행되는 수급 구조 재편
- Peak Out이 아닌 Cycle Overlap을 통해 향후 메모리 수요와 가격의 하방 경직성 강화



Vera Rubin과 HBM4가 이끄는 메모리 2차 상승 사이클

메모리 업황 사이클: Blackwell 1차 → Rubin 2차

HBM 수요 확대가 범용 DRAM 공급을 제약하는 구조의 반복

1차 사이클: Blackwell·HBM3E			2차 사이클: Vera Rubin·HBM4		
	생성형 AI 학습·추론 확산	수요 동력	Agentic AI 모델 경쟁		
	Blackwell·HBM3E	GPU·메모리	Vera Rubin·HBM4		
	HBM 생산이 범용 DRAM 공급 잠식	공급 영향	HBM4 생산 확대가 공급 제약 재강화		
	범용 DRAM 가격 상승	가격 영향	HBM4·범용 DRAM 가격 동반 상승		
	메모리 실적 1차 개선	실적 영향	HBM 수익성 회복과 실적 재가속		
 AI 확산 → Blackwell 출하 → HBM3E 확대 → 범용 DRAM 공급 부족 → 가격 상승			 Agentic AI → Vera Rubin 전환 → HBM4 확대 → 공급 제약 재강화 → 실적 재가속		

HBM 수요가 범용 DRAM 공급을 제약하는 구조가 반복되며,
2026년 하반기부터 Vera Rubin과 HBM4가 이끄는 메모리 2차 상승 사이클 전개 예상

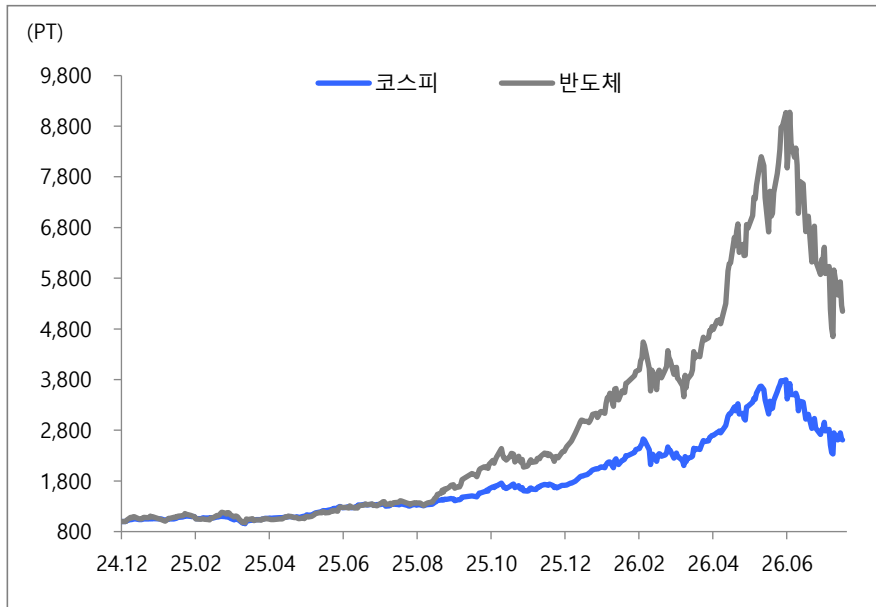


KOSPI 2차 상승, 주도 업종은 어디인가

반도체: 주가 조정에도 ROE 개선으로 펀더멘탈 우위 지속

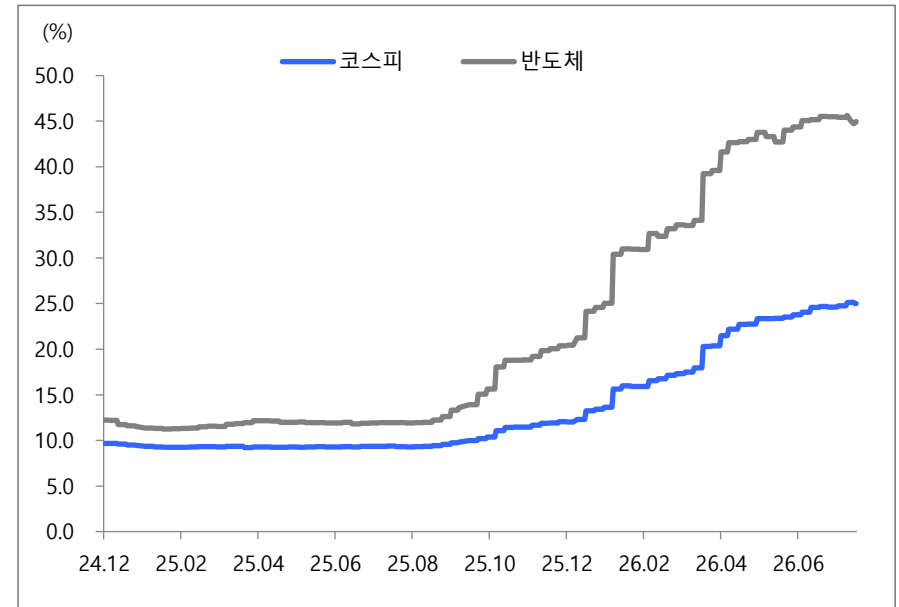
- 2026년 반도체 업종은 98.7% 상승하며 코스피 상승률 48.5%를 크게 상회했으나, 8월에는 -13.6% 하락하며 피크아웃 우려 부각
- 반도체 업종의 12개월 선행 ROE는 연초 20.4%에서 45.0%로 급등해, 같은 기간 12.0%에서 25.0%로 개선된 코스피 대비 수익성 우위 확대
- 반도체 주가는 피크아웃 우려로 7월 이후 조정됐으나, 12개월 선행 ROE는 연초 20.4%에서 45.0%로 상승하며 코스피 대비 수익성 우위 확대

2025년 이후 코스피와 반도체 업종 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

2025년 이후 코스피와 반도체 업종 12개월 선행 ROE 전망



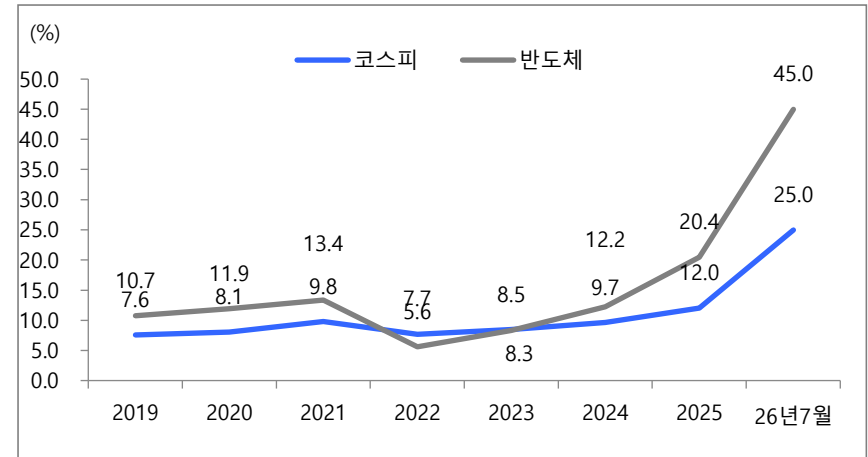
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



반도체, ROE 격차는 최대, 밸류에이션 부담은 평균 이하

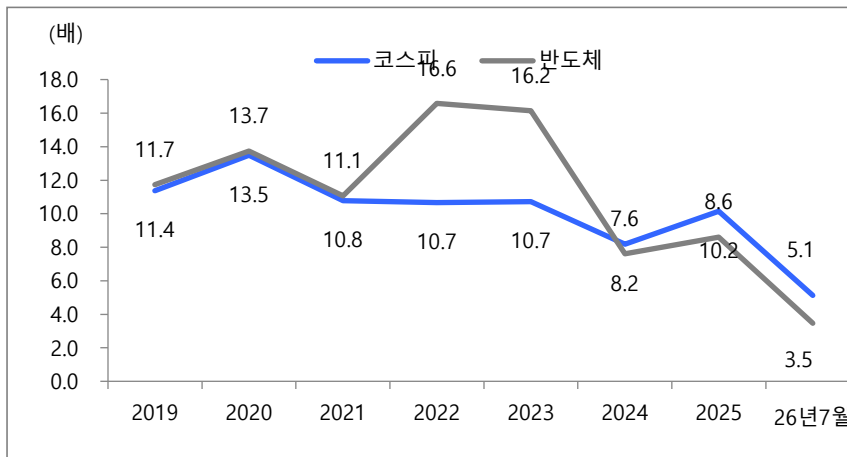
- 2019년 이후 반도체 업종의 12개월 선행 ROE는 평균 11.8%로 코스피 평균 9.0%를 상회.
- 2026년 8월에는 45.0%까지 상승하며 코스피와의 ROE 격차가 20.0%p로 확대
- 반도체 업종의 12개월 선행 PER은 과거 코스피 대비 평균 13.4% 할증됐으나, 현재는 32.2% 할인으로 전환되며 이익 전망 대비 밸류에이션 매력 확대
- 12개월 선행 PBR은 코스피 대비 21.9% 할증됐으나 과거 평균 할증률 38.4%를 하회. ROE 차별화를 고려하면 추가 리레이팅 여력 존재
- ROE 개선 속도에 비해 밸류에이션 반영은 아직 제한적 →주가 조정은 업황 피크아웃보다 재평가 여력을 확대

코스피와 반도체 12개월 선행 ROE 비교



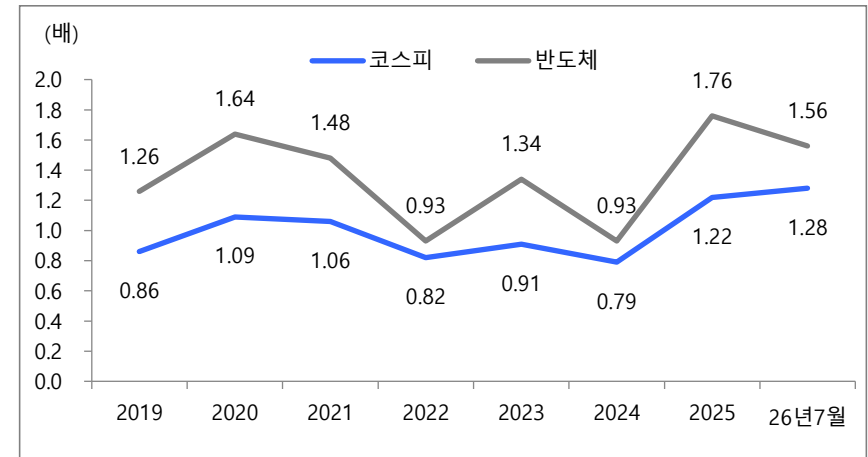
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

코스피와 반도체 12개월 선행 PER 비교



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

코스피와 반도체 12개월 선행 PBR 비교



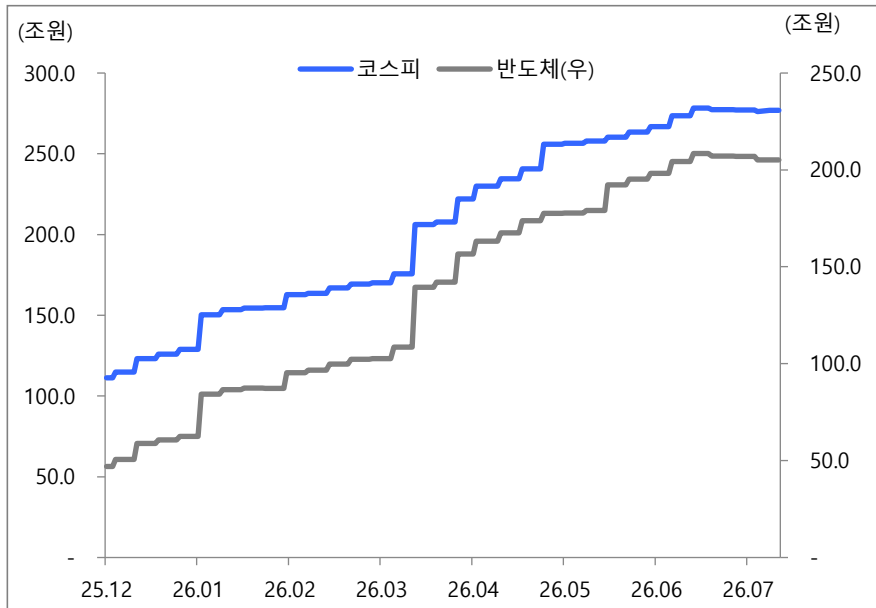
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



반도체, 영업이익과 EPS 전망 상향 폭, 코스피의 두배 이상

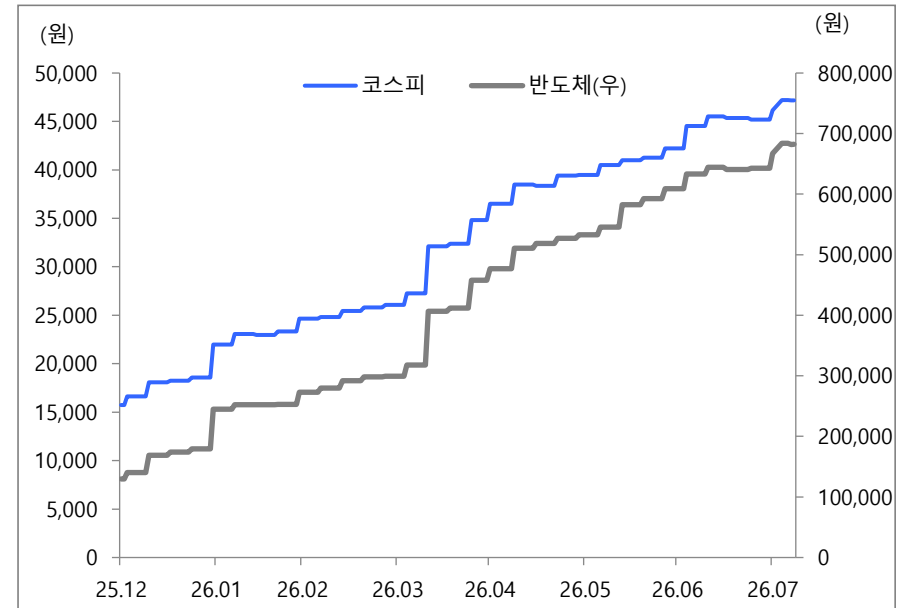
- 연초 이후 반도체 업종의 2026년 3분기 영업이익 전망치는 337.2% 상향, 같은 기간 코스피의 상향 폭 148.8%를 두배 이상 상회
- 반도체 업종의 12개월 선행 EPS도 연초 이후 426.9% 상향되며, 코스피 상승률 199.8% 대비 두 배 이상의 개선 폭 기록
- 주가 조정에도 이익 전망 상향 지속→ 반도체 2차 상승을 뒷받침하는 실적 모멘텀

연초 이후 코스피와 반도체 업종 3분기 영업이익 전망치 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

연초 이후 코스피와 반도체 업종 12개월 선행 EPS 추이



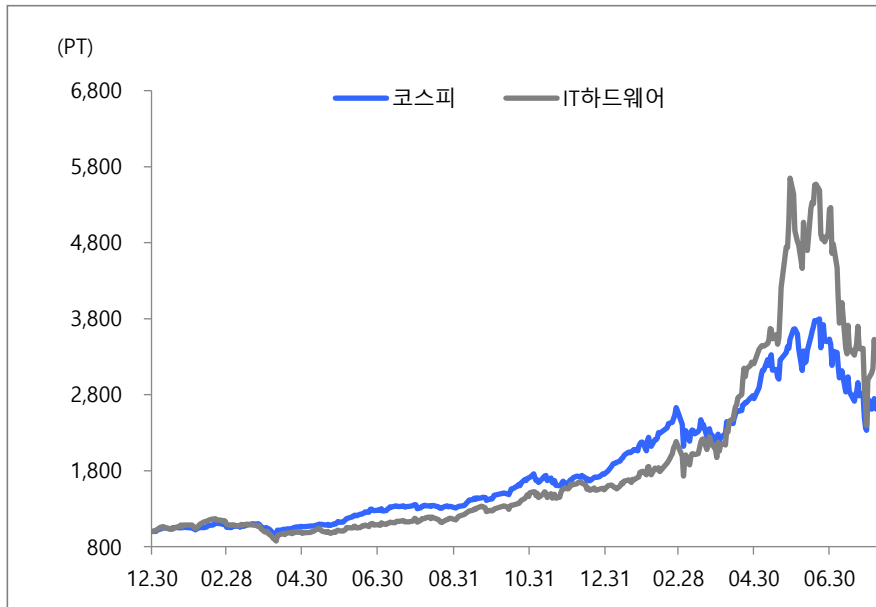
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



IT하드웨어: AI 수혜 기대가 주가를 견인, ROE 개선은 후행

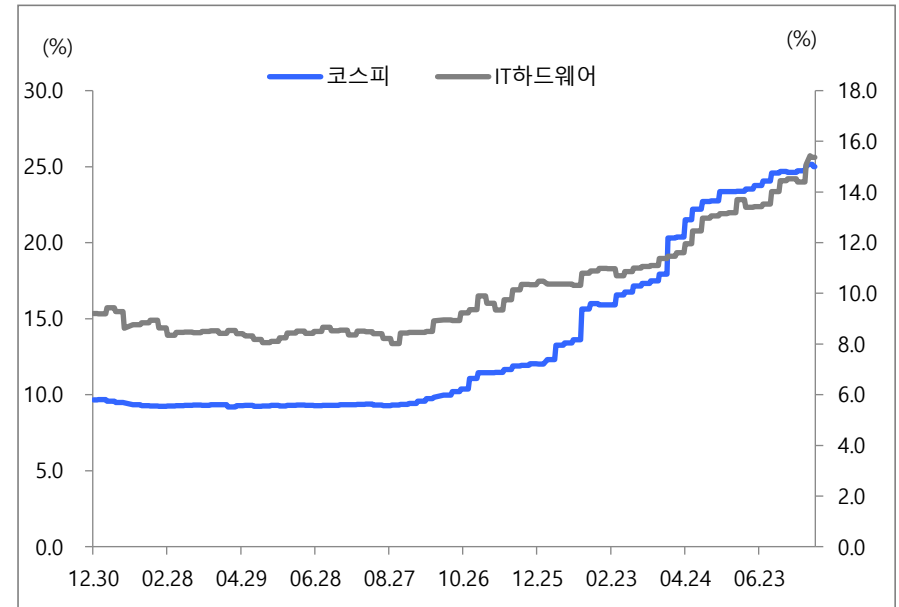
- 2026년 IT하드웨어 업종은 116.6% 상승하며 코스피 상승률 48.5%를 상회, 8월에도 +12.1% 상승하며 코스피 수익률 -5.1% 대비 상대 강도 유지
- IT하드웨어 업종의 12개월 선행 ROE는 연초 10.3%에서 15.4%로 상승했으나, 같은 기간 12.0%에서 25.0%로 개선
- 주가 상승 폭이 상대 ROE 개선을 앞선 만큼, 추가 상승을 위해 이익 전망의 지속적인 상향 필요
- AI 인프라 확산 기대가 주가 상승을 견인 → 추가 상승은 이익 전망 상향으로 정당화 필요

2026년 이후 코스피와 IT하드웨어 업종 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

2026년 이후 코스피와 IT하드웨어 업종 12개월 선행 ROE 전망



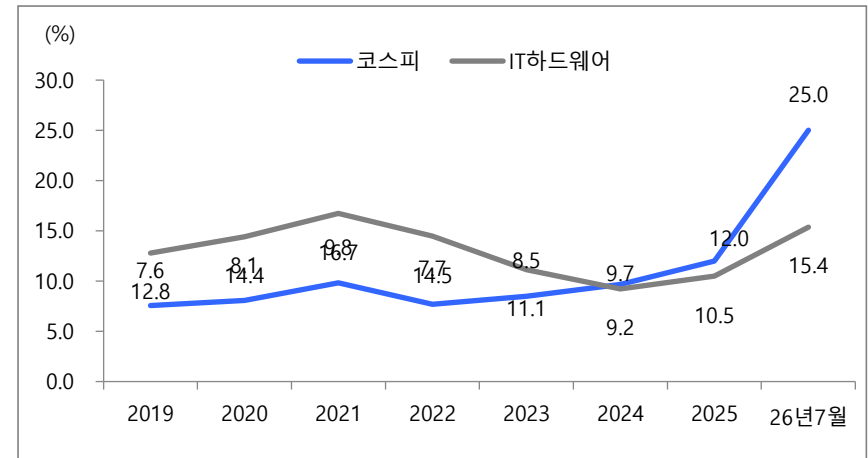
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



IT하드웨어: ROE 개선보다 앞선 밸류에이션 확장

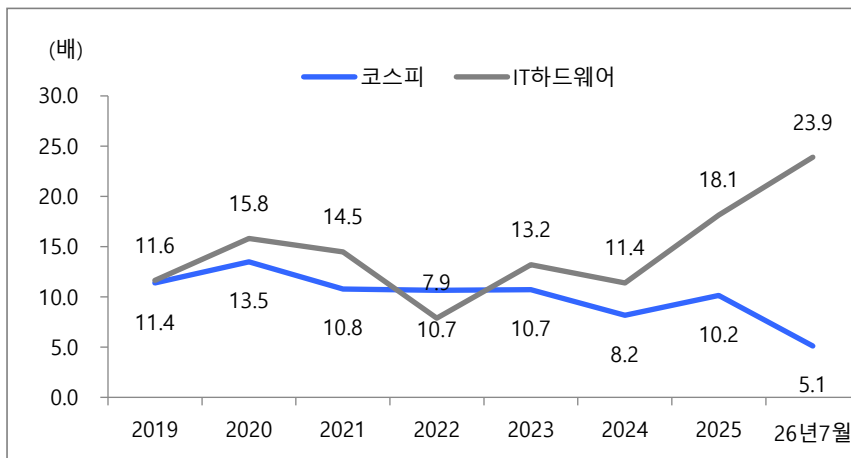
- 2019년 이후 IT하드웨어 업종의 12개월 선행 ROE는 평균 12.7%로 코스피 평균 9.0%를 상회.
- 2026년 8월에는 15.4%까지 상승했으나 코스피 ROE 25.0%를 9.6%p 하회
- IT하드웨어 업종의 12개월 선행 PER은 과거 코스피 대비 평균 22.7% 할증됐으나 현재는 366.4%까지 확대
- 12개월 선행 PBR도 코스피 대비 186.7% 할증되며 과거 평균 할증률 74.1%를 크게 상회
- AI 인프라 투자 확대 기대가 선반영된 만큼, 향후 추가 차별화는 실적 상향 여부에 좌우

코스피와 IT하드웨어 12개월 선행 ROE 비교



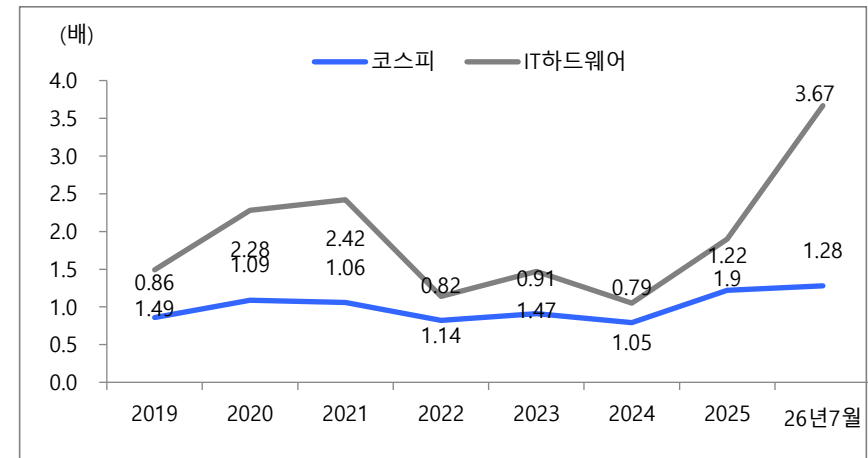
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

코스피와 IT하드웨어 12개월 선행 PER 비교



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

코스피와 IT하드웨어 12개월 선행 PBR 비교



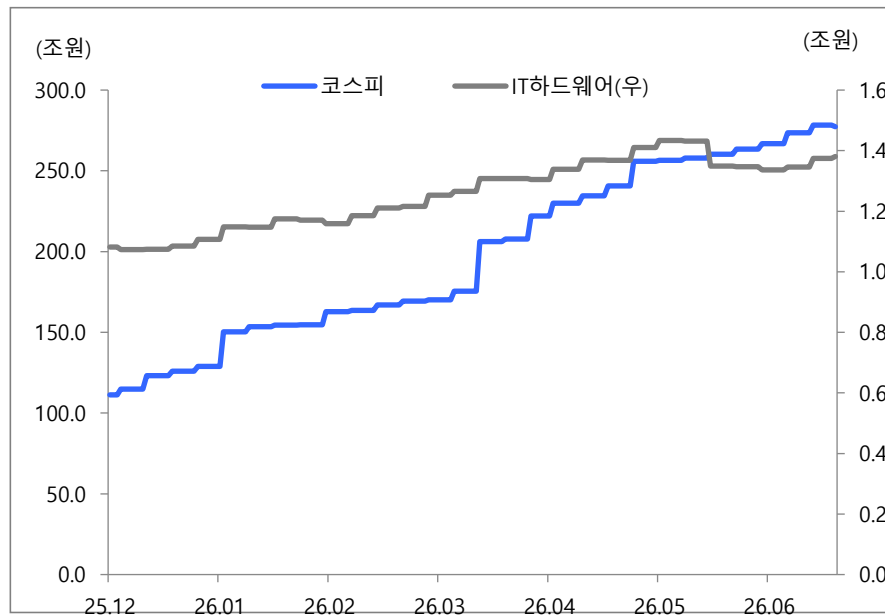
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



IT하드웨어: 실적 전망은 상향, 코스피 대비 개선 속도는 제한

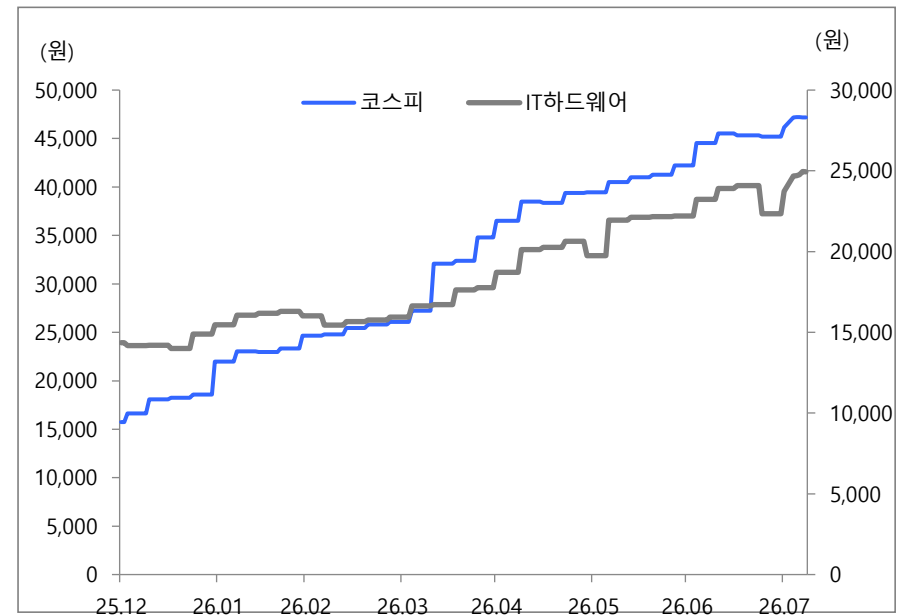
- 연초 이후 IT하드웨어 업종의 2026년 3분기 영업이익 전망치는 37.4% 상향, 같은 기간 코스피의 상향 폭 148.8%를 하회
- IT하드웨어 업종의 12개월 선행 EPS도 연초 이후 73.9% 상향됐으나, 코스피 EPS 상향률 199.8% 대비 제한된 개선 속도
- 실적 개선 방향은 유효하나 주가와 밸류에이션이 선행 → 추가 상승은 이익 전망 상향 가속 여부가 결정

연초 이후 코스피와 IT하드웨어 업종 3분기 영업이익 전망치



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

연초 이후 코스피와 IT하드웨어 업종 12개월 선행 EPS 추이



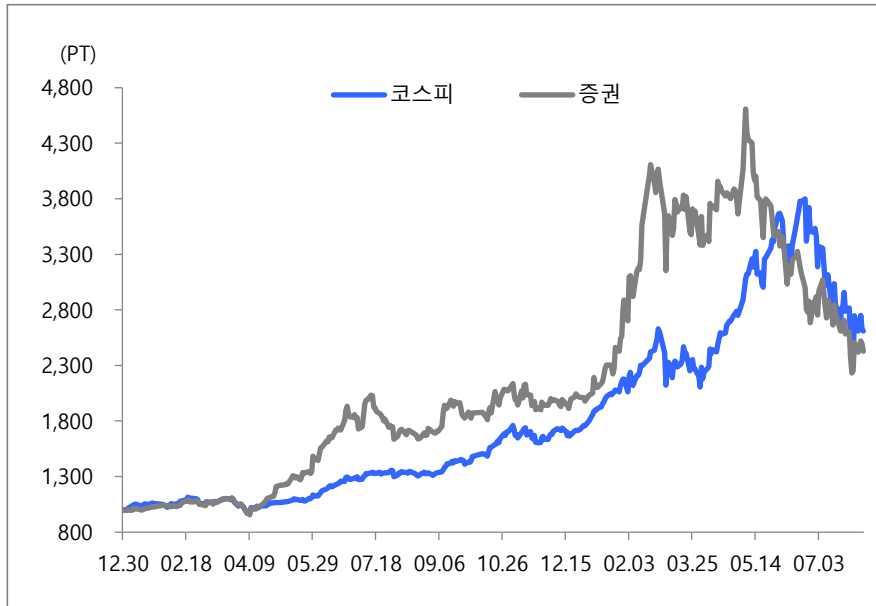
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



증권:ROE 개선에도 주가 상대강도 둔화

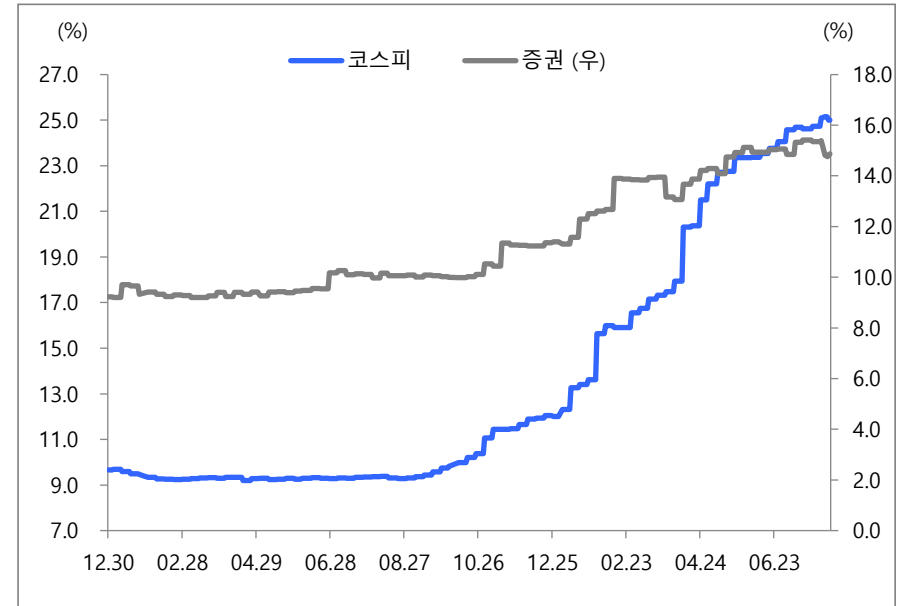
- 2026년 증권 업종은 22.7% 상승하며 코스피 상승률 48.5%를 하회
- 최근 두 달 이상 중시 조정 과정에서도 제한된 반등 탄력
- 증권 업종의 12개월 선행 ROE는 연초 11.3%에서 8월 현재 14.9%까지 상승하며 수익성 개선 지속
- 다만, 코스피 ROE 개선 폭과 주가 상승률을 모두 하회하며 상대 매력 확대는 제한

2025년 이후 코스피와 증권 업종 주가 비교



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

2025년 이후 코스피와 증권업종 12개월 선행 ROE 전망 비교



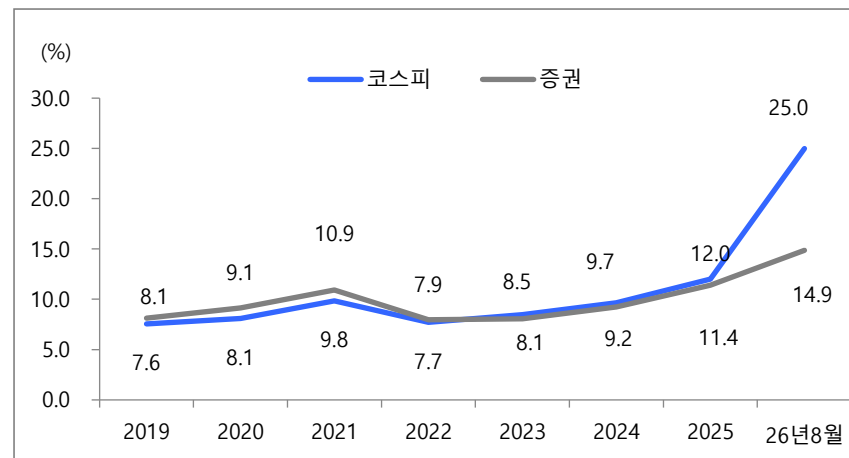
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



증권: ROE 개선은 반영, 추가 재평가는 거래대금이 관건

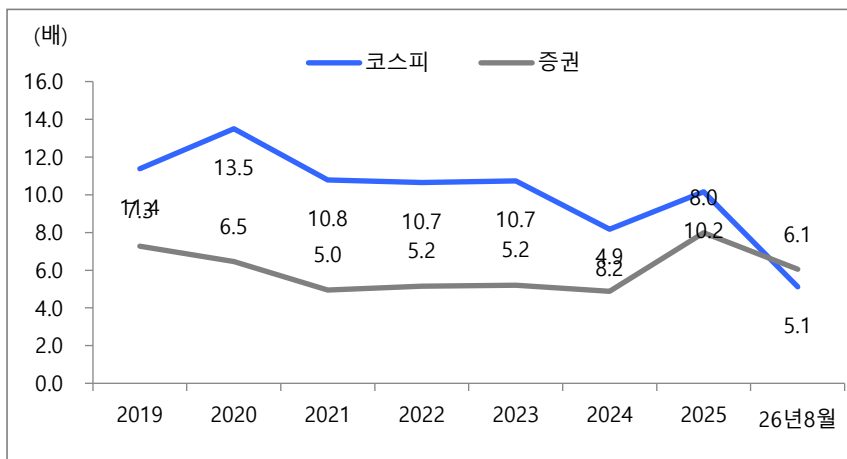
- 2019~2025년 증권 업종의 12개월 선행 ROE는 평균 9.3%로 코스피 평균 9.0%와 유사.
- 2026년 8월에는 14.9%까지 상승했으나 코스피 25.0% 대비 상대 격차 확대
- 증권 업종의 12개월 선행 PER은 과거 코스피 대비 평균 44.4% 할인됐으나, 현재는 10.3% 할증으로 전환되며 수익성 개선과 주주환원 기대 반영
- 12개월 선행 PBR은 코스피 대비 32.4% 할인되며 과거 평균 할인율 42.1% 보다 축소됐으나 상대적 저평가 구간 지속
- ROE 개선과 주주환원 모멘텀은 유효하나, 추가 상승을 위해 지수 반등과 거래대금 회복 필요

코스피와 증권 업종 12개월 선행 ROE 비교



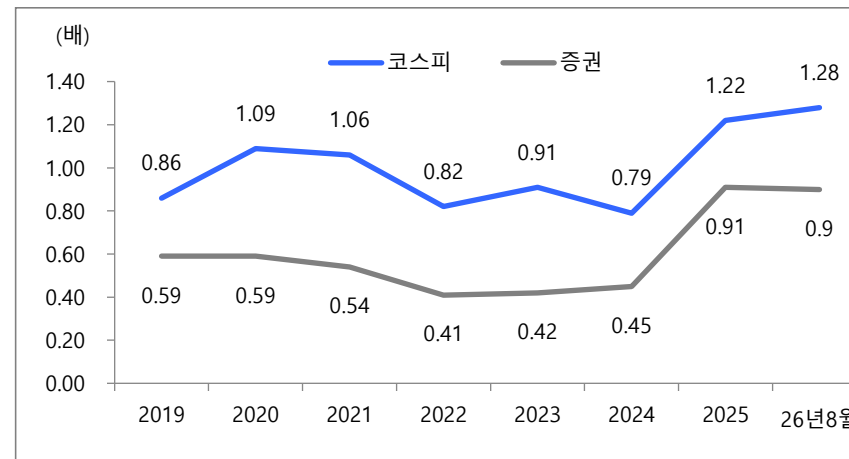
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

코스피와 증권 업종 12개월 선행 PER 비교



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

코스피와 증권 업종 12개월 선행 PBR 추이



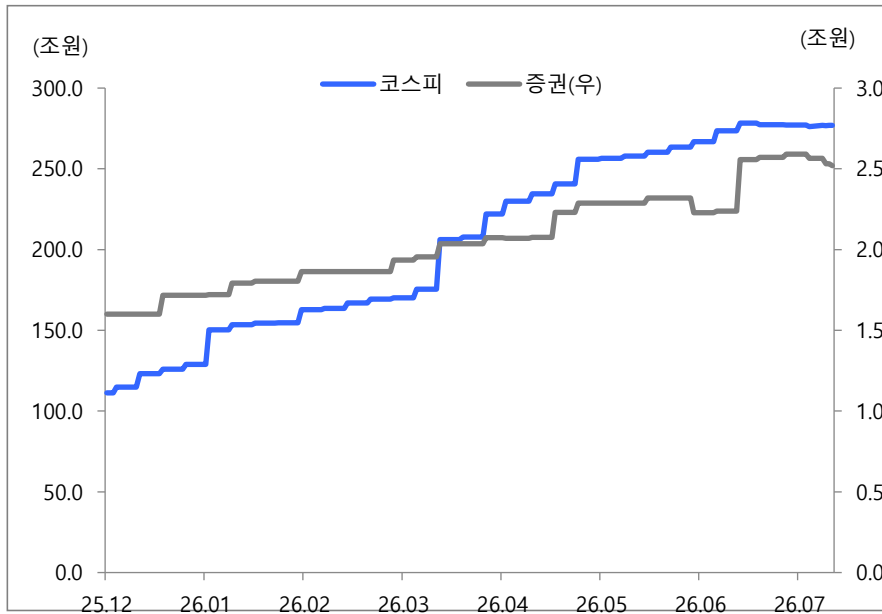
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



증권, 이익 개선 지속, 상승 탄력은 거래대금 회복이 좌우

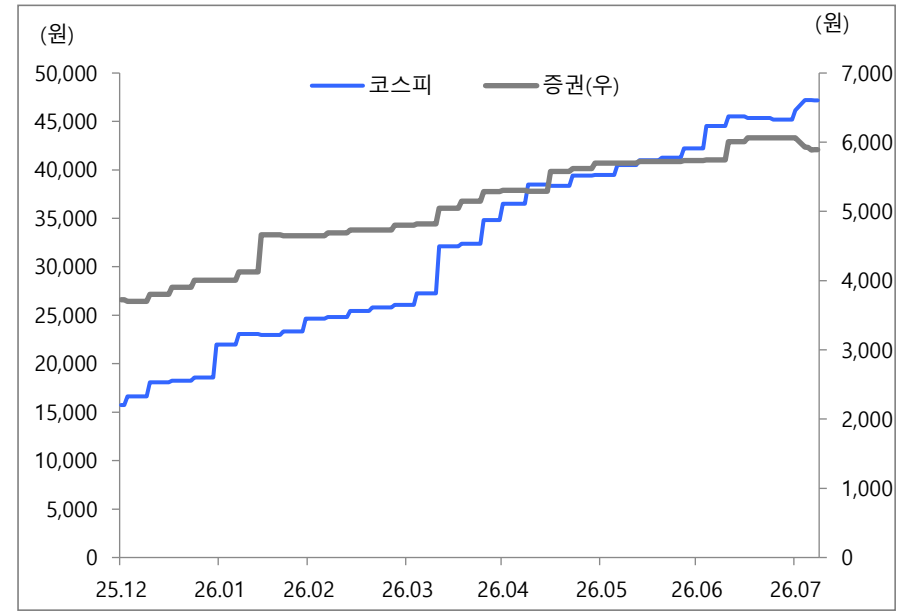
- 연초 이후 증권 업종의 2026년 3분기 영업이익 전망치는 57.4% 상향, 같은 기간 코스피의 상향 폭 148.8%를 하회
- 증권 업종의 12개월 선행 EPS도 연초 이후 58.1% 상향됐으나, 코스피 상승률 199.8% 대비 개선 속도
- 이익 전망 상향과 주주환원 기대는 유효하나, 업종의 추가 재평가를 위해 거래대금 회복과 ROE 개선 지속 여부 확인 필요

연초 이후 코스피와 증권 업종 3분기 영업이익 전망치 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

연초 이후 코스피와 증권 업종 12M FWD EPS 추이



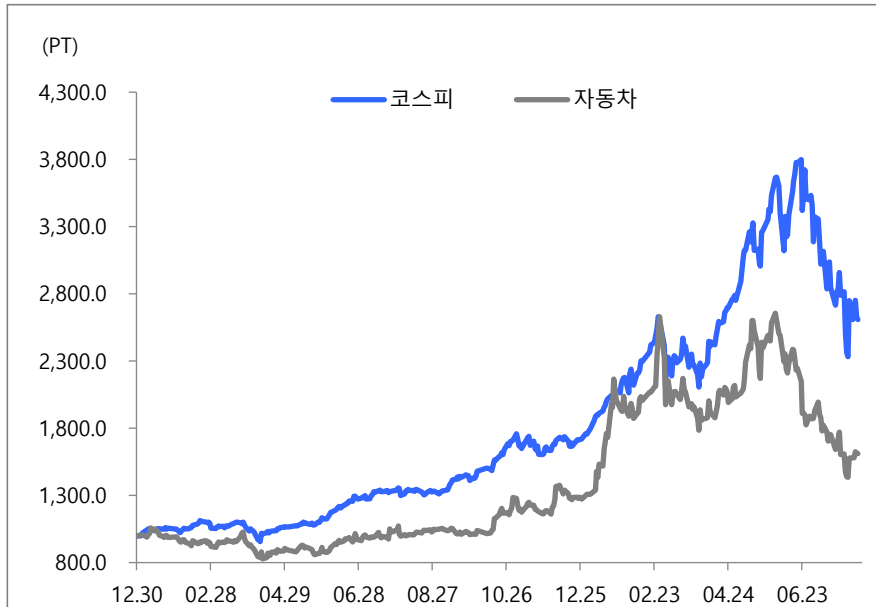
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



자동차:피지컬 AI 기대 선반영 이후 실적 확인 구간

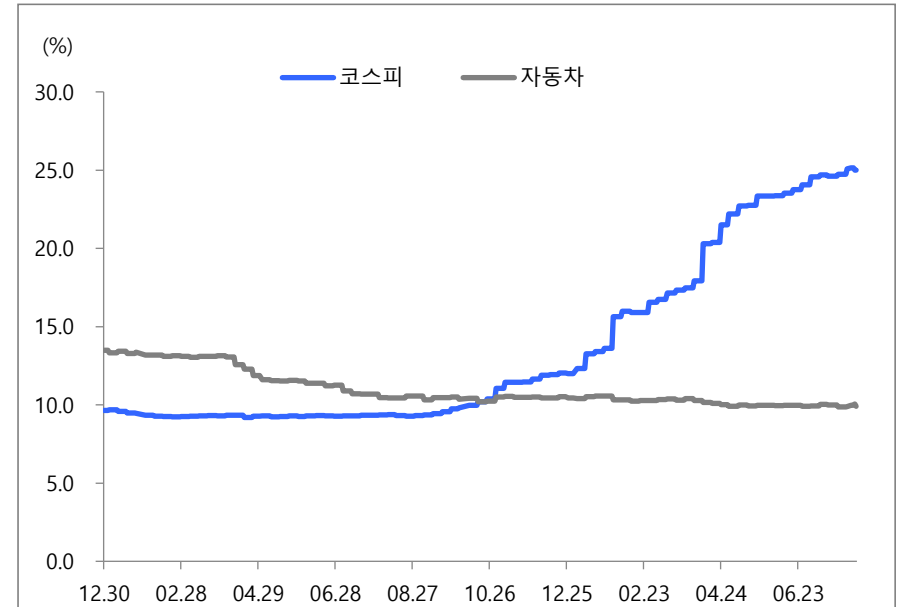
- 2026년 1~2월 피지컬 AI 기대를 반영하며 자동차 업종 주가 강세를 기록했으나 이후 상대강도 약화
- 2026년 자동차 업종은 23.5% 상승했으나 코스피 상승률 48.5%를 하회, 최근 두 달 이상 제한된 상승 탄력 지속
- 자동차 업종의 12개월 선행 ROE는 연초 10.4%에서 8월 현재 9.9%까지 하락, 같은 기간 코스피 ROE 상승과 대조
- 피지컬 AI 기대가 실제 이익으로 연결되기 전까지 업종 전반보다 기술 상용화와 실적 가시성이 높은 종목 중심의 접근 필요

2025년 이후 코스피와 자동차 업종 주가 비교



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

2025년 이후 코스피와 자동차 업종 12개월 선행 ROE 전망 비교



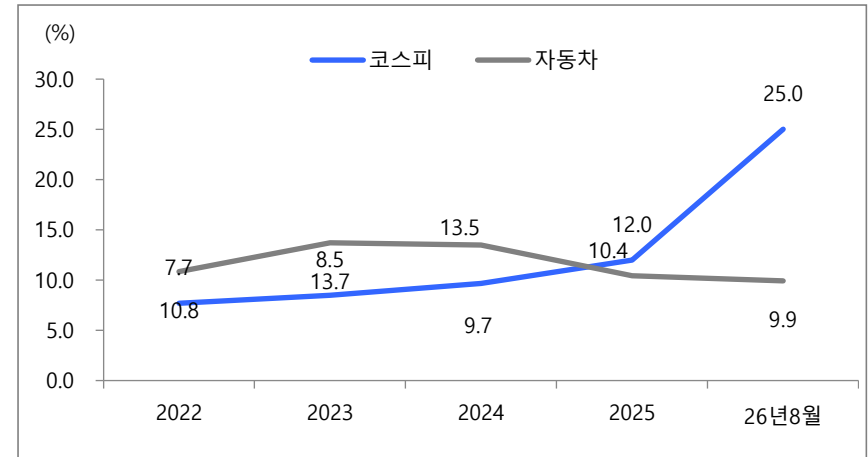
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



자동차, ROE 하락 속 PER 프리미엄 전환, PBR 할인은 유지

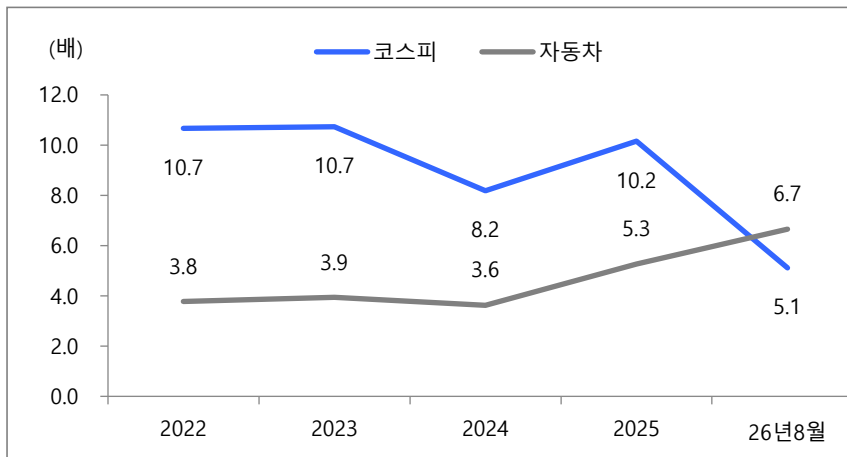
- 2019~2025년 자동차 업종의 12개월 선행 ROE는 평균 10.4%로 코스피 평균 9.0% 상회했으나 2026년 8월에는 9.9%로 하락하며 코스피 ROE 25.0%를 15.1%p 하회
- 자동차 업종의 12개월 선행 PER은 과거 코스피 대비 평균 49.9% 할인됐으나, 현재는 30.1% 할증으로 전환
- 12개월 선행 PBR은 과거 코스피 대비 46.8% 할인되며 과거 평균 할인율 48.4%와 유사, 자산가치 기준 할인 지속
- 이익 기준 밸류에이션 부담이 높아진 만큼, 추가 재평가를 위해 ROE 반등과 피지컬 AI의 실적 기여 확인 필요

코스피와 자동차 업종 12개월 선행 ROE 비교



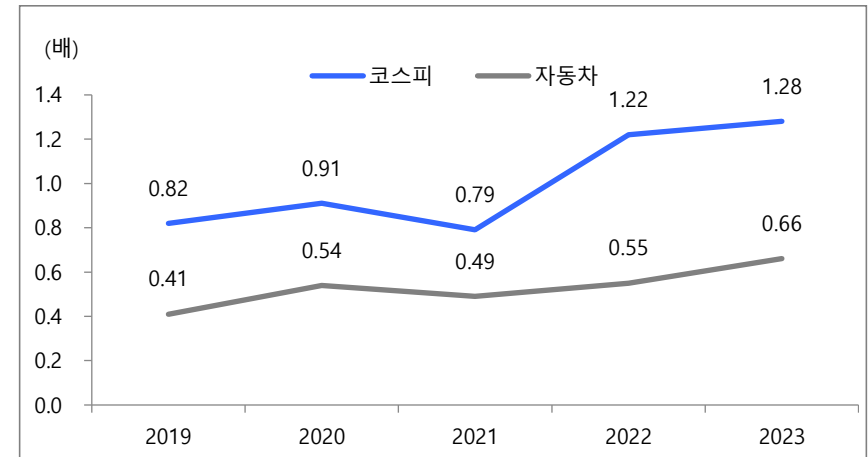
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

코스피와 자동차 업종 12개월 선행 PER 비교



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

코스피와 자동차 업종 12개월 선행 PBR 추이



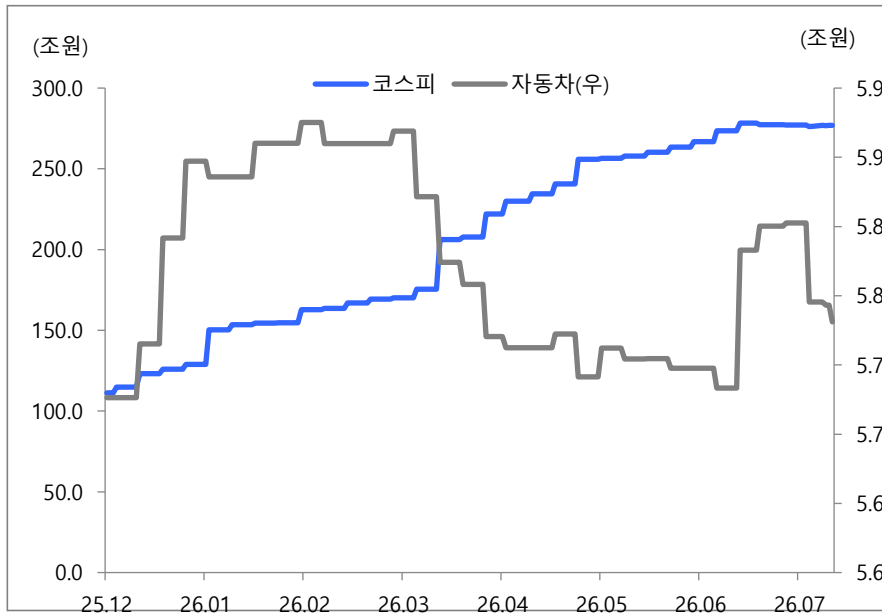
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



자동차, 이익 전망 정체, 피지컬 AI는 아직 기대 단계

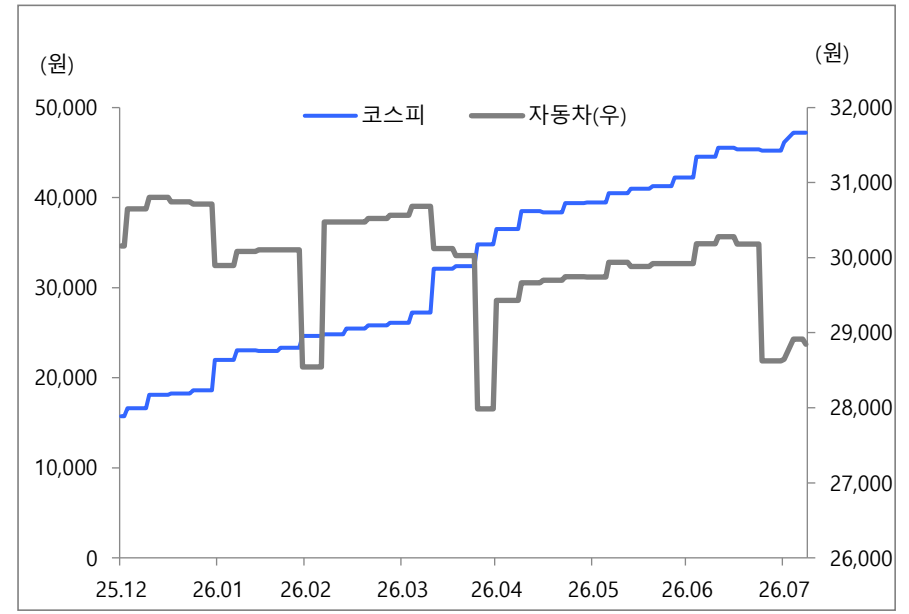
- 연초 이후 자동차 업종의 2026년 3분기 영업이익 전망치는 1.0% 상향에 그치며, 같은 기간 코스피의 상향 폭 148.8%를 크게 하회
- 자동차 업종의 12개월 선행 EPS는 연초 이후 -4.3% 하락, 코스피 EPS 상향률 199.8%와 대조
- 현재 PER 프리미엄은 성장 기대의 반영보다 EPS 약화에 따른 밸류에이션 상승의 영향
- 업종 재평가를 위해 기존 자동차 사업의 이익 전망 반등과 피지컬 AI의 실적 기여 확인 필요

연초 이후 코스피와 자동차 업종 3분기 영업이익 전망치 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

연초 이후 코스피와 자동차 업종 12M FWD EPS 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



KOSPI 2차 상승, 반도체 중심의 선별적 업종 확산

- Vera Rubin과 HBM4가 이끄는 반도체 2차 사이클을 KOSPI 재상승의 핵심 동력으로 판단
- 반도체 비중 확대를 중심으로 IT하드웨어 종목 선별, 증권은 거래대금 회복 시 확대, 자동차는 피지컬 AI 실적화 확인 이후 접근

코스피 2차 상승 핵심 투자 포인트 및 투자전략

업종	핵심 포인트	투자전략
반도체	ROE·EPS 상향 폭 코스피 상회, 밸류에이션 부담 제한	비중 확대 — Vera Rubin·HBM4 중심의 핵심 주도 업종
IT하드웨어	AI 수혜 기대와 밸류에이션 선반영, 상대 이익 모멘텀 제한	선별 비중 확대 — 실적 전망 상향 종목 중심
증권	ROE 개선 지속, 이익 상향 속도는 코스피 대비 제한	시장 반등 수혜 — 지수 상승과 거래대금 회복에 따른 비중 확대
피지컬 AI/ 자동차	PBR 부담 제한, SDV·자율주행·로보틱스로 이어지는 중장기 성장 잠재력	중장기 성장축 → 사업 구체화와 이익 기여 확대에 따른 단계적 비중 확대

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

현재 주도력은 반도체, 확산 수혜는 IT하드웨어와 증권, 다음 성장축은 피지컬 AI · 자동차



Data Center Asia 2026 참관기

800VDC, 전력의 대전환

미국주식 | 장문영 ansdud@hmsec.com



2026년 8월 11일

현대차증권 Megatrend Series #284 | 글로벌리서치

CONTENTS

1. 전력이 병목이 되다	4
2. 물리 법칙의 벽	13
3. 800VDC라는 해답	18
4. 전환은 시작됐다	22
5. 수혜의 두 축, 소자와 전력 변환	27
6. 기업분석	40



Executive Summary

1. 전력이 AI 성장의 병목으로 부상

- AI 연산 수요 폭증으로 랙 전력 밀도가 2024년 10~15kW에서 2027년 Rubin Ultra 600kW, 2028년 1MW급으로 수직 상승. 데이터센터 전력 소비는 2030년까지 2024년 대비 두 배 이상 확대 전망
- 성장의 제약이 GPU 공급에서 전력 공급으로 이동. 확보된 전력을 얼마나 효율적으로 연산에 배분하는가가 경쟁력의 핵심 변수로 부상하며 전력 아키텍처가 재조명

2. 기존 AC 구조는 물리적 한계, 800VDC 전환은 필연

- 다단계 AC 변환의 누적 손실(효율 85~89%)과 전류의 제곱에 비례하는 $I^2 R$ 손실상, 600kW급 랙은 저전압 방식으로 공급 자체가 불가능. 800VDC가 유일한 대안
- 800V는 EV에서 이미 검증된 기술. 엔비디아의 주도로 반도체 · 부품 등 밸류체인이 결집하며 산업 표준으로 안착하는 수순. 전환은 방향이 아닌 속도의 문제

3. 수혜는 소자와 전력 변환 두 축에서 발생

- 소자(SiC · GaN): 800V 고전압 변환에 필수. SiC 시장 CAGR 20%(데이터센터향 63%), GaN 42% 성장 전망. 전단 SiC 및 후단 GaN의 분업 구도로 두 소자 수요가 동시 개화
- 전력 변환(DC-DC 컨버터): AC-DC PSU가 소멸한 자리에 고전압 DC-DC 컨버터가 신설. 랙 고밀도화로 탑재 금액이 물량 · 단가 양면에서 확대되는 신규 시장 형성

4. Top Pick으로 ST 마이크로일렉트로닉스 · 온세미커덕터 · 어드밴스드 에너지 · 비코 제시

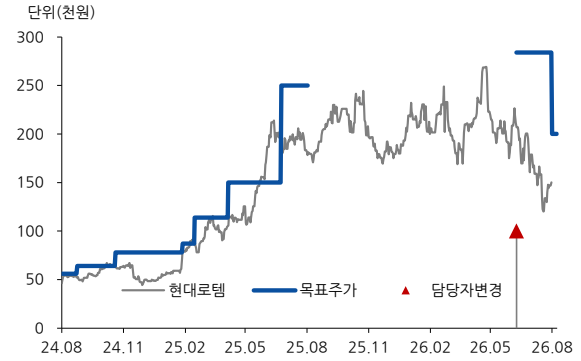
- 소자는 IDM 여부 · 8인치 전환 능력 · SiC/GaN 포트폴리오 보유 · 엔비디아 파트너사를 기준으로 ST 마이크로일렉트로닉스 · 온세미커덕터 선정. EV향 SiC 양산 이력이 데이터센터 전환의 진입장벽으로 작용
- 전력 변환은 이미 실적을 시현한 볼륨 강자 어드밴스드 에너지와 독자적 기술력을 보유한 비코 선정



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.04.01	BUY	-	-	-
2024.09.03	BUY	64,000	-9.46	4.84
2024.10.30	BUY	78,000	-28.36	-8.33
2025.02.07	BUY	87,000	-3.34	4.60
2025.02.25	BUY	114,000	-13.27	1.49
2025.04.16	BUY	150,000	-0.86	42.67
2025.07.04	BUY	250,000	-22.94	-17.60
2026.01.04	AFTER 6M	250,000	-15.54	7.60
2026.06.19	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2026.06.19	BUY	284,000	-42.53	-28.35
2026.08.11	BUY	200,000		

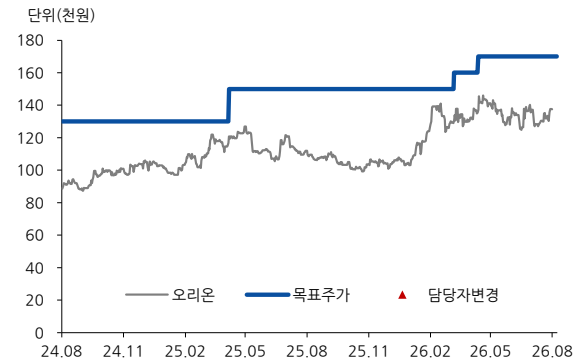
▶ 최근 2년간 현대로템 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.03.14	BUY	130,000	-28.99	-19.69
2024.09.14	AFTER 6M	130,000	-20.05	-6.23
2025.04.16	BUY	150,000	-25.27	-15.40
2025.10.16	AFTER 6M	150,000	-25.27	-6.00
2026.03.17	BUY	160,000	-17.19	-13.75
2026.04.22	BUY	170,000	-20.79	-14.12
2026.08.11	BUY	170,000		

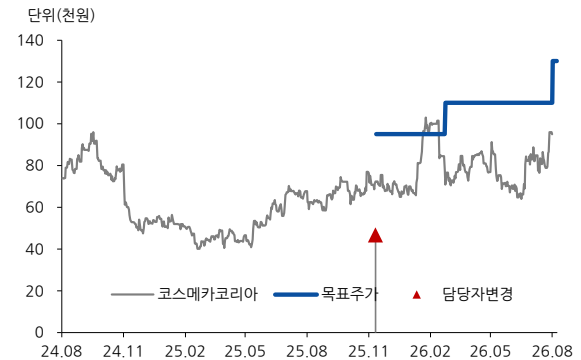
▶ 최근 2년간 오리온 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2025.11.21	BUY	95,000	-17.99	8.42
2026.03.04	BUY	110,000	-28.99	-12.82
2026.08.11	BUY	130,000		

▶ 최근 2년간 코스메카코리아 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자자 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.
- 현대로템은 추천일 현대차와 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.