

Morning Meeting Notes

2026-08-12



What's Inside

한국타이어앤테크놀로지(BUY/80,000원) - 테네시, 헝가리 물량 확대로 성장 지속
CJ제일제당(BUY/240,000원) - 2Q26 Review: 바이오는 저점을 지났으나...
코스맥스(BUY/300,000원) - 2Q26 Review: 전 법인 견조, 국내도 드디어 마진 개선
펄텍코리아(BUY/71,000원) - 2Q26 Review: 약속의 하반기가 기대된다
[주식전략] 마켓픽 - 반도체 이익률(P) 점점 우려 해소는 매출(Q) 성장이 필요

주식시장

국내 증시는 상승 마감. 코스피에서는 보험, 바이오, 화장품, 리츠 강세. 조선, 2차전자, 방산은 약세. 외국인은 코스피 대형주를 2천억원 넘게 순매수. 코스닥은 3,500억 넘게 순매도. 특징주로는 NHN이 2분기 호실적에 상한가로 마감. 삼성전자는 8월 반도체 수출 호조와 주주환원 기대감 속 4%대 상승. 미국 증시는 하락 마감. 7월 소비자물가 발표를 앞둔 경제감과 지난주 급등에 따른 차익실현으로 이틀째 조정을 받음. 미국-이란 간 합의 기대에도 유가가 소폭 상승한 점도 투심에 부담으로 작용하면서 대부분의 업종이 하락한 가운데 유틸리티, 에너지 업종은 상승세를 보임. 특징적으로는 알파벳이 딥마인드 핵심 인력 이탈 우려로 -3.61% 하락함

금리&환율

국고채 금리는 상승 마감. 국고채는 유상대 한국은행 부총재의 기자회견담화가 다소 매파적으로 해석되며 약세. 미국채 금리는 하락 마감. 미국채는 중동 관련 협상 진전 기대감과 3년물 입찰 호조에 강세. 양상 원/달러 환율은 전장 대비 2.40원 낮은 1,416.00원에 마감. 이날 원/달러는 수출기업들의 달러 매도 물량 및 외인 달러인덱스는 99.81로 소폭 하락. 중동 경세를 반영한 유가 등락에 연동되면서 달러는 제한적인 움직임 보임

주요뉴스

미-이란 갈등 지속
이란 최고국가안보회의의 사무총장은 이란과 오만이 호르무즈 해협의 통행 경로에 관해 합의하더라도, 미국이 이란의 조건을 받아들이지 않는다면 호르무즈 해협은 개방되지 않을 것이라 발언. 한편 트럼프 대통령은 이란을 상대할 수 있는 전략으로 해상 봉쇄, 추가 타격, 자금 통제를 제시

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)
[자산배분] 하반기 자산배분 전략 - 한국 주식 중심, 채권은 캐리 중심 대응(2026-05-26)

Rating, Target Price Changes

CJ제일제당	BUY	280,000 원	▷ BUY	240,000 원	(2026-08-12)
코스맥스	BUY	240,000 원	▷ BUY	300,000 원	(2026-08-12)
펄텍코리아	BUY	47,000 원	▷ BUY	71,000 원	(2026-08-12)
현대로템	BUY	284,000 원	▷ BUY	200,000 원	(2026-08-11)
코스메카코리아	BUY	110,000 원	▷ BUY	130,000 원	(2026-08-11)
고려야연	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)
포산	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)
현대오트모터	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)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
	금액(백만)	순매수	금액(백만)
삼성전자	584,089	SK하이닉스	207,070
SK스퀘어	64,608	삼성전자	152,597
셀트리온	63,471	삼성전자우	75,457
KODEX 레버리지	18,441	한화솔루션	64,917
삼성바이오로직스	18,080	삼성에스디에스	52,988

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
SK하이닉스	-298,546	SK스퀘어	-151,178
삼성전기	-47,096	한화오션	-67,403
LG전자	-42,670	알테오젠	-55,498
주성엔지니어링	-37,214	삼양식품	-54,234
삼화콘덴서	-34,809	HD현대중공업	-49,455

국내시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	6,345.53	+0.73	-7.46
대형주	6,892.49	+0.78	-8.55
중형주	4,059.75	+0.02	+5.50
소형주	2,402.09	+0.82	+7.52
KOSDAQ	857.84	+0.39	+9.42

투자자별 매매동향	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
KOSPI	-708	542	212
순매수	-708	542	212
누적순매수(D-20)	8,462	-32,068	19,594

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균, 단위 : 억 원)	282,424	257,169	521,269

업종별 지수	증가	D-1(%)	D-20(%)
건설	159.03	+1.02	+12.98
금융	1,080.73	-0.16	-3.76
운수장비	5,155.55	-3.37	+3.89
유통	611.10	+0.88	-2.41
음식료	4,889.92	-2.41	+5.78
의약품	17,165.01	+3.02	+18.20
전기전자	96,969.13	+1.62	-14.27
철강금속	6,956.27	-2.67	+14.24
화학	4,671.44	-0.09	+8.69
유틸리티	1,098.16	-0.86	+5.87
통신	602.70	+1.52	+3.60

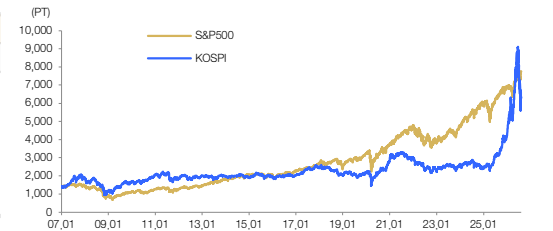
해외시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	7,728.09	-0.32	+2.45
NASDAQ	26,445.45	-0.60	+1.30
일본	66,970.22	+0.00	-1.14
중국	3,934.09	-0.82	-0.83
독일	26,323.88	+0.00	+4.68

주요 금리 동향	증가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.81	+3.00	-7.90
국고채 (10년)	4.30	+6.20	-3.20
은행채AAA (3년)	4.11	+2.30	-14.10
미국국채 (2년)	4.22	-2.60	+2.15
미국국채 (10년)	4.69	-1.75	+9.90

환율 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,416.00	-0.17	-5.16
원/백 엔	891.29	-0.08	-3.18
원/위안	209.60	-0.29	-4.76
달러/유로	1.15	-0.01	+1.07
위안/달러	6.75	+0.00	-0.36
엔/달러	159.27	+0.01	-1.79
Dollar Index	99.82	+0.01	-1.11

상품시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	83.20	+1.30	+4.87
금 (usd/oz)	4,436.97	+0.39	+9.02
BDI	3,046.00	-1.20	+2.91
천연가스(NYMEX)	2.77	-0.97	-4.72

KOSPI, S&P 추이



본 조사지표는 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.

한국타이어앤테크놀로지 (161390)

Analyst 장문수 joseph@hmsec.com

테네시, 헝가리 물량 확대로 성장 지속

BUY

TP 80,000원

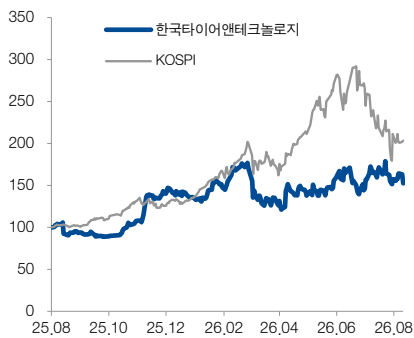
현재주가 (8/11)	65,500원
상승여력	22.1%
시가총액	8,114십억원
발행주식수	123,875천주
자본금/액면가	62십억원/500원
52주 최고가/최저가	76,700원/38,100원
일평균 거래대금 (60일)	30십억원
외국인 지분율	39.55%
주요주주 지분율	
한국애펀퍼니외22인	43.19%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-8.4	7.2	-9.9
상대주가(%p)	7.9	32.1	-24.0

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	11,487	11,685	80,000
After	10,409	11,738	80,000
Consensus	10,635	11,990	88,267
Cons. 차이	-2.1%	-2.1%	-9.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 2Q26 영업이익은 5,591억원(+58.1% yoy, OPM 9.8%) 기록, 컨센서스 5,344억원 4.6% 상회. 타이어부문 영업이익 4,832억원(OPM 17.2%). 판매량(중량), 판가, 환율 모두 긍정적으로 매출 긍정적, 안정적인 원가 구조 유지하며 판매가격 및 믹스 개선 영향에 전분기 대비 수익성 개선
- 투자자의견 BUY, 목표주가 80,000원 유지, 목표주가는 기존과 동일하게 원가하락국면인 2022~2023년 P/E 밴드(5.1~8.1배) 평균 6.7배에 12개월 선행 예상 EPS 10,759원(기존 11,245원) 적용

주요이슈 및 실적전망

- 2Q26 Review: 주요시장 매출 성장 속, 안정적 원가 구조, 판가/믹스 개선이 수익성 개선 견인
 - 1) 매출액 5.68조원(+5.8% yoy, +6.9% qoq), 영업이익 5,591억원(+58.1% yoy, +10.3% qoq, OPM 9.8%), 지배순이익 2,791억원(+53.3% yoy, -19.4% qoq) 기록. 영업이익기준 컨센서스 5,344억원(OPM 9.5%)과 당사 예상 5,827억원(OPM 10.2%)을 각각 +4.6%, -4.1% 차이
 - 2) 요인: 타이어 부문의 경우 중량, 판가, 환율 모두 매출에 긍정적 영향, 전분기비 매출원가율이 안정적으로 유지된 가운데, 믹스/판가 상승 영향으로 17.2% 수익성 기록하며 전분기비 개선. 원재료비/운임비는 2Q26 말 이후 상승하나 다양한 구매처 개발, 단계적 판매가 상승으로 상쇄
- Key Takeaways: 예측이 어려운 방향성 vs. 불확실성 속 시장 선호 확대 기조 유지

2026년 가이던스는 1) 테네시, 헝가리 증설에 따른 전년동기비 매출액 증가, 2) 과거 5년치 평균(13.5% vs. 1H26 타이어 OPM 17.1%) 상회하는 영업이익률 목표, 3) 고인치 매출비중 51% 이상(25년 47.8%, 1H26 49.3%), PCLT OE 중 EV 비중 33% 이상(25년 27%, 1H26 30.7%), 4) 배당성장 3년 내 35% 점진 확대 목표. 지정학적 불확실성과 인플레이션으로 2nd tier 선호 수요 확대하며 시장 대비 선전 기대

주가전망 및 Valuation

- 중동 이슈로 유가 상승하며 주요 타이어 원부자재의 가격 상승해 투입원가가 2Q26말~3Q26 이후 손익에 부정적 영향 줄 것. 원재료비 중 50%는 유가 연동(Goodyear 기준), Spot 가격과 투입원가 간 시차는 2~3개월. 고유가 지속 시 선임 상승 우려. 다만, 안정적으로 계약 조건 유지하고 가격 인상으로 원가 상승분을 효과적으로 상쇄할 계획. 유럽 중국산 규제 후 업계 전반 추가 가격 인상 여부와 2nd tier 시장 선호 속 가격 인상(전가) 이어지며 질적 양적 성장 되는지 여부가 관련 포인트

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	9,412	1,762	1,115	2,277	8,998	54.8	4.3	0.4	1.8	10.8	5.2
2025	21,202	1,841	1,089	3,224	8,795	-2.3	6.6	0.6	3.7	9.4	3.9
2026F	22,589	2,200	1,289	2,200	10,409	18.3	6.3	0.6	6.1	10.2	4.4
2027F	23,902	2,293	1,454	2,293	11,738	12.8	5.6	0.6	5.4	10.5	5.3
2028F	24,759	2,528	1,620	2,528	13,080	11.4	5.0	0.5	5.4	10.8	5.3

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 한국타이어앤테크놀로지 2Q26 Review: 영업이익은 5,591억원 기록해 컨센서스 4.6% 상회 (십억 원, %, %p)

	분기실적			증감률		당사추정		컨센서스	
	2Q26P	2Q25	1Q26	% yoy	% qoq	당사추정치	Diff (%)	Consensus	Diff (%)
매출액	5,682.5	5,369.7	5,313.9	5.8	6.9	5,709.2	(0.5)	5,639.2	0.8
영업이익	559.1	353.6	507.0	58.1	10.3	582.7	(4.1)	534.4	4.6
세전이익	426.3	238.0	528.8	79.1	(19.4)	548.1	(22.2)	447.3	(4.7)
지배순이익	279.1	182.1	346.2	53.3	(19.4)	367.4	(24.0)	329.2	(15.2)
영업이익률(%)	9.8	6.6	9.5	3.3	0.3	10.2	(0.4)	9.5	0.4
세전이익률(%)	7.5	4.4	10.0	3.1	(2.4)	9.6	(2.1)	7.9	(0.4)
지배순이익률(%)	4.9	3.4	6.5	1.5	(1.6)	6.4	(1.5)	5.8	(0.9)

자료: 한국타이어앤테크놀로지, FnGuide, 현대차증권

주: K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 한국타이어앤테크놀로지 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억 원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	22,589	23,902	22,426	23,697	0.7%	0.9%
영업이익	2,200	2,293	2,229	2,280	-1.3%	0.6%
세전이익	2,018	2,153	2,147	2,143	-6.0%	0.4%
당기순이익	1,376	1,475	1,464	1,468	-6.0%	0.4%

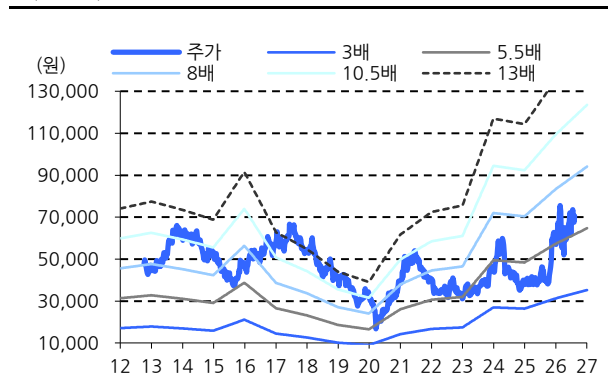
자료: 현대차증권

〈표3〉 목표주가 산정

	내용	비고
목표 P/E(배)	6.7	①, 원가 하락 국면 2022 년~2023 년 P/E (5.1x~8.2x) 평균
적용 EPS(원)	10,759	②, 12 개월 선행 예상 EPS, 현대차증권 추정치
목표 주가(원)	80,000	① X ②
전일 종가(원)	65,500	기준 주가 (2026.08.11)
Upside Potential (%)	22.1%	
투자 의견	BUY	

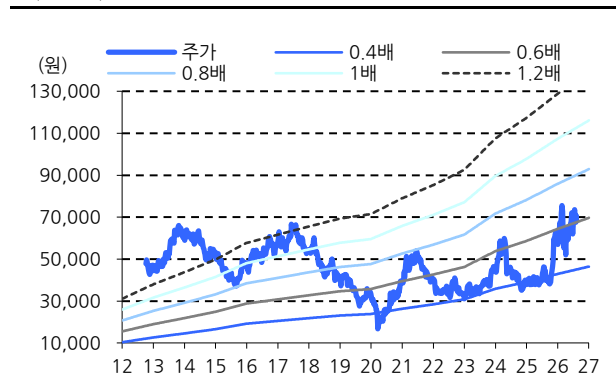
자료: 한국타이어앤테크놀로지, 현대차증권

〈그림1〉 P/E 밴드



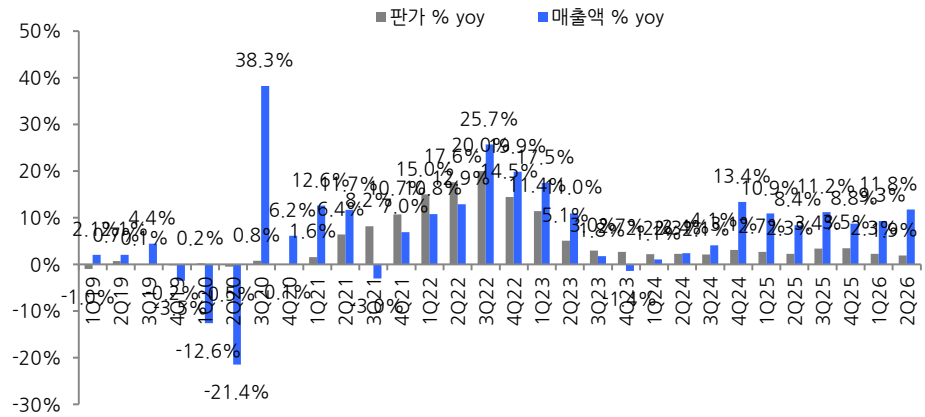
자료: 한국타이어앤테크놀로지, 현대차증권

〈그림2〉 P/B 밴드



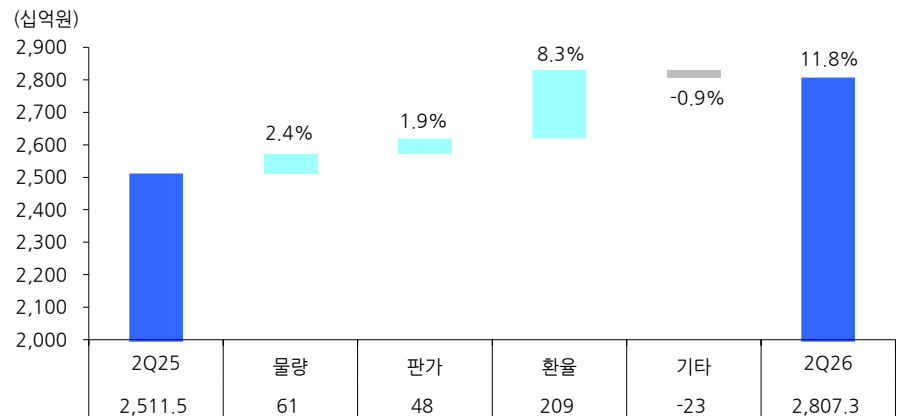
자료: 한국타이어앤테크놀로지, 현대차증권

〈그림3〉 판가 인상 효과 지속



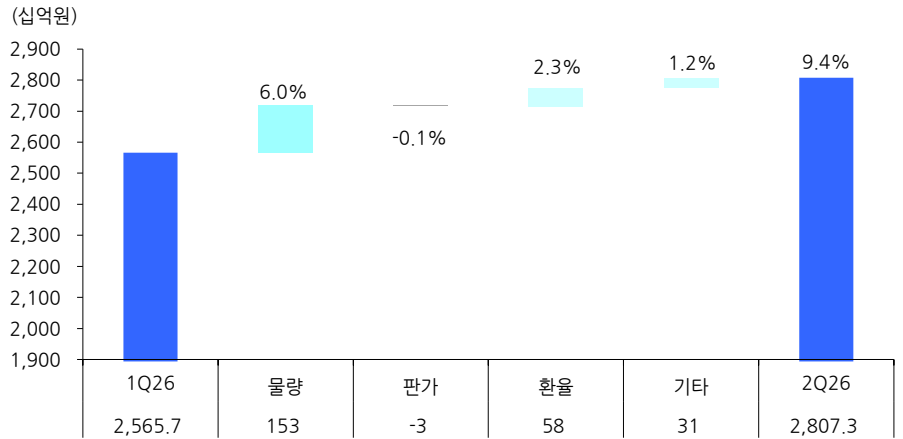
자료: 한국타이어앤테크놀로지, 현대차증권

〈그림4〉 (전년동기비) 환율, 물량, 판가 인상 효과로 매출 증가세 실현



자료: 한국타이어앤테크놀로지, 현대차증권

〈그림5〉 (전분기비) 환율, 물량 효과로 매출 증가세 실현



자료: 한국타이어앤테크놀로지, 현대차증권

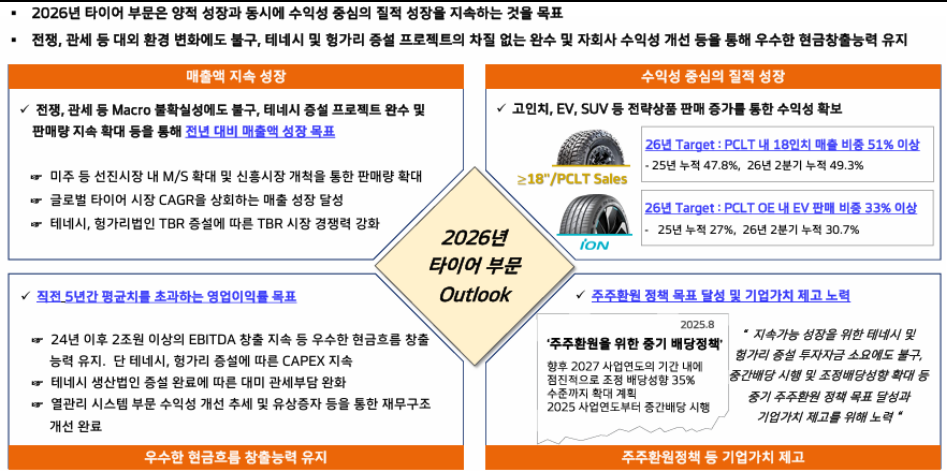
〈표4〉 한국타이어앤테크놀로지 분기별 실적 전망

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	4,963.7	5,369.7	5,412.7	5,456.2	5,313.9	5,682.5	5,824.4	5,768.0	21,202.3	22,588.8	23,902.0
영업이익	354.6	353.6	586.0	546.8	507.0	559.1	581.4	552.2	1,841.1	2,199.6	2,293.1
세전이익	393.4	238.0	550.4	257.6	528.8	426.3	545.8	517.1	1,439.3	2,018.0	2,152.8
지배순이익	319.7	182.1	390.3	197.4	346.2	279.1	339.8	324.3	1,089.5	1,289.4	1,454.0
영업이익률	7.1	6.6	10.8	10.0	9.5	9.8	10.0	9.6	8.7	9.7	9.6
세전이익률	7.9	4.4	10.2	4.7	10.0	7.5	9.4	9.0	6.8	8.9	9.0
순이익률	6.4	3.4	7.2	3.6	6.5	4.9	5.8	5.6	5.1	5.7	6.1
% yoy											
매출액	133.3	131.7	122.3	115.5	7.1	5.8	7.6	5.7	125.3	6.5	5.8
영업이익	(11.1)	(15.8)	24.6	15.5	43.0	58.1	(0.8)	1.0	4.5	19.5	4.2
세전이익	(16.0)	(46.0)	19.3	26.6	34.4	79.1	(0.8)	100.8	(8.5)	40.2	6.7
지배순이익	(10.2)	(42.6)	2.0	234.9	8.3	53.3	(12.9)	64.3	(2.3)	18.3	12.8
% qoq											
매출액	96.1	8.2	0.8	0.8	(2.6)	6.9	2.5	(1.0)	-	-	-
영업이익	(25.1)	(0.3)	65.7	(6.7)	(7.3)	10.3	4.0	(5.0)	-	-	-
세전이익	93.3	(39.5)	131.3	(53.2)	105.3	(19.4)	28.1	(5.3)	-	-	-
지배순이익	442.3	(43.0)	114.4	(49.4)	75.3	(19.4)	21.7	(4.6)	-	-	-

자료: 한국타이어앤테크놀로지, 현대차증권

〈그림6〉 한국타이어앤테크놀로지 2026년 가이드선스 (타이어부문)



자료: 한국타이어앤테크놀로지, 현대차증권

〈그림7〉 한국타이어앤테크놀로지의 주주환원 정책

회사는 우수한 이익창출 능력을 바탕으로 창출된 재원을 지속 가능한 성장을 위한 투자, 주주와의 동반 성장을 위한 배당, 그리고 재무 건전성 유지를 위해 적절한 배분할 계획입니다. 당사는 앞으로 투명하고 예측 가능한 배당정책을 통해 주주들과 신뢰를 구축하고 장기적인 성장을 위한 기반을 마련하는 데 노력하겠습니다.

01

배당성향 35% 수준까지 확대

- 향후 3년(2025~27 사업연도)의 기간 내에 점진적으로 배당성향 35% 수준 까지 확대
- 배당성향은 타이어부문 기존의 일회성 비경상손익 제외한 조정 당기순이익 기준
- 현재 미국 테네시 및 헝가리 생산법인 증설 투자 진행에 따라 자금 소요 집중 예정이며, 투자가 완료될 경우 추가 성장 동력을 확보하여 배당 성향 확대 기대

02

중간배당 시행

- 제13기 정기주주총회에서 정관 변경이 승인되어, 이사회 결의로 중간배당 지급 가능
- 2025 사업연도부터 지속적으로 중간배당 시행 예정으로 주주에게 안정적인 현금흐름을 제공하고자 함

자료: 한국타이어앤테크놀로지, 현대차증권

〈그림8〉 테네시 생산법인 증설현황

- 테네시 Phase 2 & 3 증설 대상인 PCLT와 TBR Line 초회 생산 개시, '26년 말~'27년 초 Full Capacity 도달 목표로 Ramp-up 진행 중
- 규모의 경제 달성으로 수익성 개선 및 Local to Local 물량 확대를 통한 관세 등 대외환경 변화에 대한 전략적 대응 가능



자료: 한국타이어앤테크놀로지, 현대차증권

주요질의 응답

1. (원재료 · 판가) 2H26 원재료 가격 상승 영향과 판가 인상 통한 상쇄 수준

- 재료비 상승 영향은 판가 인상 등을 통해 어느 정도 상쇄 가능할 것으로 전망
- 재료비는 특히 2Q26 중후반에 상당히 상승
- 8월 정점 이후 현재 하락하는 구조가 원가에 반영
- 3Q26 재료비 계약은 2Q26 대비 상당히 낮아진 수준으로 체결
- 해당 계약이 2H26 재료비 상승에 대한 버퍼 역할을 할 것으로 판단
- 전 지역에서 가격 인상을 실행하고 있어 재료비 인상분은 판가를 통해 커버될 것으로 예상
- 4Q26 재료비는 약세 또는 약보합세로 전망
- 유가 불확실성 있지만 크게 상승할 개연성은 높지 않다고 판단
- 1H26 중동 지정학적 이슈 이후 3Q26 계약부터 원료 업체들과 장기계약 등 협상 통해 구매 경쟁력 확보
- 4Q26 재료비 인상분이 제조원가에 큰 부담으로 작용하지 않겠지만 1H26 대비 상승할 전망

2. (운송비) 2H26 운송비 계약 수준과 원가 영향

- 2H26 운송비 계약은 1H26 대비 더블 디짓 수준 상승
- 선임은 지역별 편차가 있으나 전체적으로 미국향 선임 상승의 영향이 크게 작용
- 이에 따라 2H26 선임 가격은 1H26 대비 더블 디짓 수준 상승하는 효과 발생
- 해운 시장은 물동량 감소로 4Q26으로 갈수록 운임 하락 전망
- 4Q26 Review 조건을 통해 선임을 추가적으로 낮출 수 있는 계기가 있을 것으로 판단

3. (BD) 아시아 BD 가격 예상대로 \$1,100~1,200 수준으로의 하락 여부

- 아시아 BD는 상당한 변동성을 보이고 있음
- 반면 유럽 BD는 상대적으로 하락하거나 유지되고 있으며 미국 BD 역시 유지되는 추세
- 당사가 아시아 BD 가격 영향을 많이 받는 것은 사실
- 월별 계약 품목은 BD 상승분이 바로 반영
- 분기 계약 건은 아직까지 가격 추세가 지속적으로 상승한다고 보기 어려움
- 4Q26으로 갈수록 BD 가격도 안정세로 갈 것으로 판단
- 현재 가격은 전쟁 여파로 상당한 변동성이 발생하고 있으나 단기적인 영향으로 파악
- 중국의 BD 가동률도 과거 대비 상당히 상승한 것으로 파악
- 수출 물량 역시 증가하고 있어 BD 가격이 지속적으로 우상향하지는 않을 것으로 판단

4. (영업외손익) 2Q26 영업외손익 컨센서스 하회 원인

- 주로 타이어 부문에서 영업외손실이 크게 발생
- 대부분 환율 관련 외환손익으로 약 690억원 이상의 손실 발생
- 연결 기준 환율에 노출된 주요 지역은 한국과 헝가리 공장
- 이번 환차손 대부분은 헝가리 생산법인에서 발생
- 헝가리 생산법인은 주로 매출 인식 및 자산을 유로화로 보유
- 최근 헝가리 통화인 포린트화가 강세를 보이면서 유로 대비 환율이 크게 낮아짐
- 이러한 환율 변동이 2Q26에 크게 영향을 미쳐 한국타이어 영업외손익에 손실로 반영
- 현재는 환율이 다시 정상화되며 상승하고 있기에 영업외손실은 일시적 영향으로 판단

5. (환율) 원화 · 유로 환율 변동이 크지 않았음에도 외화 평가손실이 크게 발생한 이유

- 앞선 답변에서 언급한 환율은 유로-원화 환율이 아닌 유로-헝가리 포린트 환율
- 헝가리 포린트화와 유로화 간 변동성이 2Q26에 극심하게 나타나면서 평가손실 발생

6. (판매) 하반기 가격 인상 지역별 시기와 인상 폭

- 판매가격 인상은 6월부터 지속적으로 진행
- 지역 및 국가별 상황을 각각 분석해 일정에 차이를 두고 단계적으로 가격 인상을 도입 중
- 중동 지역은 6월 약 5% 가격 인상
- 아태, 남미, 유럽, 중국, 미국 등 전 지역에서 시장 상황 고려 9월까지 약 2~4% 단계적 가격 인상 계획

7. (반덤핑) 중국산 타이어 반덤핑 관세에 따른 유럽 수익성 제고 및 중장기 전략

- 당사는 경쟁사보다 낮은 반덤핑 관세율을 부과받아 상대적인 가격 경쟁력을 확보
- 이러한 가격 경쟁력을 기반으로 유럽 시장을 보다 공격적으로 확대할 전략
- 상계관세는 현재 조사가 진행 중이며 최종 판정은 '26년말 또는 '27년 초에 나올 예정
- 이에 따라 중국산 타이어의 유럽 비즈니스에는 상계관세와 관련한 일부 불확실성이 존재

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	9,412	21,202	22,589	23,902	24,759
증가율 (%)	5.3	125.3	6.5	5.8	3.6
매출원가	5,944	16,537	16,958	17,601	18,048
매출원가율 (%)	63.2	78.0	75.1	73.6	72.9
매출총이익	3,468	4,665	5,631	6,301	6,712
매출이익률 (%)	36.8	22.0	24.9	26.4	27.1
증가율 (%)	19.8	34.5	20.7	11.9	6.5
판매관리비	1,706	2,824	3,431	4,008	4,184
판매비율 (%)	18.1	13.3	15.2	16.8	16.9
EBITDA	2,277	3,224	2,200	2,293	2,528
EBITDA 이익률 (%)	24.2	15.2	9.7	9.6	10.2
증가율 (%)	24.1	41.6	-31.8	4.2	10.2
영업이익	1,762	1,841	2,200	2,293	2,528
영업이익률 (%)	18.7	8.7	9.7	9.6	10.2
증가율 (%)	32.7	4.5	19.5	4.2	10.2
영업외손익	-95	-477	-184	-140	-140
금융수익	220	356	-19	-53	-80
금융비용	145	541	446	363	344
기타영업외손익	-170	-292	281	276	284
종속관계기업관련손익	-93	76	3	0	0
세전계속사업이익	1,574	1,439	2,018	2,153	2,389
세전계속사업이익률	16.7	6.8	8.9	9.0	9.6
증가율 (%)	34.4	-8.6	40.2	6.7	11.0
법인세비용	443	468	642	678	745
계속사업이익	1,131	972	1,376	1,475	1,643
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,131	972	1,376	1,475	1,643
당기순이익률 (%)	12.0	4.6	6.1	6.2	6.6
증가율 (%)	55.1	-14.1	41.6	7.2	11.4
지배주주지분 순이익	1,115	1,089	1,289	1,454	1,620
비지배주주지분 순이익	16	-118	87	21	23
기타포괄이익	592	423	508	0	0
총포괄이익	1,723	1,394	1,884	1,475	1,643

(단위:십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	1,886	1,608	1,329	1,504	-558
당기순이익	1,131	972	1,376	1,475	1,643
유형자산 상각비	497	1,069	0	0	0
무형자산 상각비	18	314	0	0	0
외환손익	-33	-80	-144	-214	-212
운전자본의 감소(증가)	-284	-1,004	-320	244	-1,989
기타	557	337	417	-1	0
투자활동으로인한현금흐름	-2,610	-735	-610	-199	-190
투자자산의 감소(증가)	-434	1,528	-33	-39	-36
유형자산의 감소	8	69	15	11	11
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,033	-2,108	-701	-363	-363
기타	-1,151	-224	109	192	198
재무활동으로인한현금흐름	182	-214	-1,247	-846	-703
차입금의 증가(감소)	30	2,034	-292	-162	-132
사채의증가(감소)	-150	1,113	-615	-127	-31
자본의 증가	0	-113	0	0	0
배당금	-159	-344	-378	-378	-451
기타	461	-2,904	38	-179	-89
기타현금흐름	181	62	261	0	0
현금의증가(감소)	-362	721	-268	459	-1,451
기초현금	2,244	1,882	2,603	2,335	2,795
기말현금	1,882	2,603	2,335	2,795	1,344

*K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	7,275	11,553	12,178	13,222	12,291
현금성자산	1,882	2,603	2,335	2,795	1,344
단기투자자산	703	285	363	382	394
매출채권	1,862	3,583	4,176	4,521	4,893
재고자산	2,384	3,905	4,084	4,301	4,432
기타유동자산	394	1,043	1,163	1,168	1,173
비유동자산	8,575	15,095	15,932	16,326	16,716
유형자산	4,693	9,924	10,711	11,063	11,415
무형자산	250	3,736	3,722	3,724	3,726
투자자산	2,046	455	501	541	578
기타비유동자산	1,586	980	998	998	997
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	15,850	26,647	28,110	29,548	29,007
유동부채	3,687	6,775	7,694	8,192	6,542
단기차입금	977	1,492	1,722	1,722	1,722
매입채무	538	1,695	2,119	2,648	998
유동성장기부채	150	755	858	667	572
기타유동부채	2,022	2,833	2,995	3,155	3,250
비유동부채	968	5,670	4,898	4,741	4,659
사채	0	1,113	498	371	341
장기차입금	147	1,895	1,872	1,711	1,579
장기금융부채	18	303	34	34	34
기타비유동부채	803	2,359	2,494	2,625	2,705
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	4,655	12,445	12,592	12,933	11,201
지배주주지분	11,101	12,106	13,286	14,362	15,531
자본금	62	62	62	62	62
자본잉여금	3,007	2,894	2,894	2,894	2,894
자본조정 등	-45	-45	-45	-45	-45
기타포괄이익누계액	722	1,056	1,506	1,506	1,506
이익잉여금	7,354	8,139	8,869	9,945	11,114
비지배주주지분	94	2,096	2,232	2,253	2,276
자본총계	11,195	14,202	15,518	16,615	17,807

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	9,131	7,843	11,110	11,904	13,266
EPS(지배순이익 기준)	8,998	8,795	10,409	11,738	13,080
BPS(자본총계 기준)	90,372	114,648	125,272	134,124	143,746
BPS(지배지분 기준)	89,609	97,723	107,253	115,938	125,374
DPS	2,000	2,300	3,100	3,700	3,700
P/E(당기순이익 기준)	4.2	7.4	5.9	5.5	4.9
P/E(지배순이익 기준)	4.3	6.6	6.3	5.6	5.0
P/B(자본총계 기준)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
P/B(지배지분 기준)	0.4	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(Reported)	1.8	3.7	6.1	5.4	5.4
배당수익률	5.2	3.9	4.4	5.3	5.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	55.2	-14.1	41.7	7.1	11.4
EPS(지배순이익 기준)	54.8	-2.3	18.3	12.8	11.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	10.9	7.7	9.3	9.2	9.5
ROE(지배순이익 기준)	10.8	9.4	10.2	10.5	10.8
ROA	7.9	4.6	5.0	5.1	5.6
안정성 (%)					
부채비율	41.6	87.6	81.1	77.8	62.9
순차입금비율	순현금	19.3	15.7	9.0	15.1
이자보상배율	39.7	5.7	8.8	10.2	12.0

CJ제일제당(097950)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

2Q26 Review: 바이오는 저점을 지났으나...

BUY

TP 240,000원

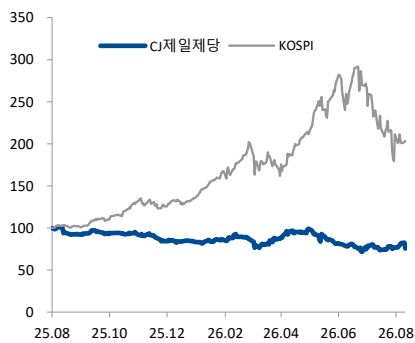
현재주가 (8/11)	188,000원
상승여력	27.7%
시가총액	2,830십억원
발행주식수	15,054천주
자본금/액면가	82십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	251,000원/177,500원
일평균 거래대금 (60일)	13십억원
외국인 지분율	15.50%
주요주주 지분율	
CJ외 7인	45.50%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-1.6	-16.6	-17.7
상대주가(%p)	16.0	2.8	-30.6

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	24,999	27,901	280,000
After	16,341	25,327	240,000
Consensus	23,833	28,477	290,769
Cons. 차이	-31.4%	-11.1%	-17.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	27,240	1,452	132	3,010	8,253	-67.2	31.0	0.5	5.7	1.8	2.3
2025	27,343	1,234	-571	2,866	-38,493	적전	NA	0.5	5.8	-7.7	2.9
2026F	29,363	1,206	254	3,325	16,341	흑전	11.5	0.4	4.9	3.5	2.9
2027F	30,372	1,378	389	3,616	25,327	55.0	7.4	0.4	4.4	5.1	2.9
2028F	31,138	1,535	485	3,721	31,676	25.1	5.9	0.4	4.1	6.1	2.9

* K-IFRS 연결 기준

주요이슈 및 실적전망

- CJ제일제당 2Q26 연결 기준 매출액은 7조 3,621억원(-4.9%yoy), 영업이익은 2,576억원(-34.7%yoy, OPM 3.5%)로 시장 컨센서스를 하회하는 실적을 기록

주가이슈 및 실적 전망

- CJ제일제당 2Q26 대한통운 제외 연결 기준 매출액은 4조 1,950억원(-3.8%yoy), 영업이익은 1,619억원(-32.8%yoy, OPM 3.9%) 시현

- **1) 식품:** 매출 +5.8%yoy, 영업이익 -21.3%yoy 기록. 국내 식품(매출 +1.4%yoy)은 H&W 기반 신제품 성장하였으나, 소재 식품 판가 인하 영향으로 매출 감소. 해외 식품 매출은 환 효과 및 GSP 제품 중심의 글로벌 시장 내 견조한 성장을 보이며 +10.1%yoy 성장 고무적. 3분기에도 해외 매출은 견조한 성장 기대 가능. 다만, 수익성 측면에서는 2분기 고환율, 고유가 영향으로 인한 물류비 상승, 포장재 가격 상승, 해외 성장 위한 마케팅비 확대되며 감소

- **2) 바이오:** 매출 +20.8%yoy, 영업이익 -15.9%yoy 기록. 2분기 라이신은 판가 하락에도 복미 중심의 판매량 확대되며 견조한 성장, 스페셜티 중 특히 메치오닌 판가 전년 대비 약 2배 이상 상승함에 따라 실적에 크게 기여하였으며, 그 외에도 알지닌 등 스페셜티 호조. 다만, 수익성 측면 기저 영향 및 고환율, 물류비 확대 영향으로 이익 감소. 하반기에도 9월 중국산 라이신 반덤핑 관세 부과에 따른 수혜, 고정비 효율화 통한 성장 전략 제시

주가전망 및 Valuation

- CJ제일제당에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 기준 280,000원에서 240,000원으로 하향. 목표 주가는 CJ제일제당 12M Fwd EPS 22,332원에(기준 EPS 25,966원) Target Multiple 11배(12M Fwd 글로벌 종합 식품/바이오 Peer P/E multiple 평균에 과거 3년(21~23년) 글로벌 식품/바이오 평균 P/E 대비 CJ제일제당 평균 할인률인 30% 적용, 직전 Multiple과 동일)를 적용하여 산정. CJ제일제당 바이오 저점을 지나 회복세 보이고 있다는 점은 고무적이나, 중동 지정학적 영향에 따른 물류비, 원부자재 비용 확대에 더불어 해외 식품 성장을 위한 마케팅비 확대에 의한 제한적인 수익성 개선은 감안해야 할 것으로 보임

〈표1〉 CJ제일제당 Valuation

	내용	비고
12M Forward EPS(원)	22,332	- CJ 제일제당 12M Fwd EPS 추정치
Target P/E(배)	11	- 글로벌 식품/바이오 Peer 12M Fwd P/E multiple 30% 할인 적용
적정 주가(원)	237,608	
목표주가(원)	240,000	
전일 종가(원)	188,000	- 2026.08.11 종가
상승여력(%)	27.7	
투자 의견	BUY	

자료: 현대차증권

〈표2〉 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	6,706.0	7,739.6	7,439.5	5,457.4	7,111.1	7,362.1	7,457.1	7,432.3	27,239.7	27,342.6	29,362.7
YoY(%)	-7.1%	6.9%	0.3%	1.6%	6.0%	-4.9%	0.2%	-36.2%	-6.1%	0.4%	7.4%
대한통운 제외 매출액(1+2+3)	4,402.8	4,360.9	4,572.6	3,976.1	4,027.1	4,195.0	4,364.3	4,246.4	17,871.0	17,312.4	16,832.8
YoY(%)	-0.9%	0.7%	-1.0%	-11.1%	-8.5%	-3.8%	-4.6%	6.8%	-0.1%	-3.1%	-2.8%
1. 식품사업부문	2,924.6	2,687.3	2,984.0	2,926.2	3,038.4	2,844.1	3,167.5	3,047.4	11,353.0	11,522.1	12,097.5
YoY(%)	3.3%	-0.7%	0.4%	2.9%	3.9%	5.8%	6.2%	4.1%	0.8%	1.5%	5.0%
1-1 국내 식품	1,436.5	1,318.5	1,528.6	1,313.8	1,482.9	1,336.9	1,548.7	1,333.5	5,771.6	5,597.4	5,701.9
YoY(%)	-1.4%	-4.5%	-2.6%	-3.8%	3.2%	1.4%	1.3%	1.5%	-1.8%	-3.0%	1.9%
1-2 해외 식품	1,488.1	1,368.8	1,455.4	1,612.4	1,555.5	1,507.2	1,618.9	1,713.9	5,581.4	5,924.7	6,395.5
YoY(%)	8.2%	3.4%	3.7%	9.0%	4.5%	10.1%	11.2%	6.3%	3.6%	6.2%	7.9%
2. 바이오사업부문	935.7	1,118.3	1,019.4	1,049.9	988.7	1,350.9	1,196.8	1,199.0	4,209.5	4,123.3	4,735.4
YoY(%)	-8.4%	5.9%	-4.7%	-1.1%	5.7%	20.8%	17.4%	14.2%	1.8%	-2.0%	14.8%
3. F&C	542.5	555.3	569.2						2,308.5	1,667.0	
YoY(%)	-8.2%	-2.6%	-1.7%						-7.4%	-27.8%	
4. 물류사업부문(CJ대한통운)	2,992.6	3,048.4	3,066.6	3,177.1	3,214.5	3,380.0	3,284.0	3,353.1	12,116.8	12,284.7	13,231.6
YoY(%)	2.4%	-0.4%	3.1%	0.5%	7.4%	10.9%	7.1%	5.5%	3.0%	1.4%	7.7%
영업이익	287.6	394.6	346.5	204.8	238.1	257.6	347.3	362.5	1,452.1	1,233.6	1,205.5
OPM(%)	4.3%	5.1%	4.7%	3.8%	3.3%	3.5%	4.7%	4.9%	5.3%	4.5%	4.1%
YoY(%)	-23.5%	5.0%	-15.9%	-28.9%	-17.2%	-34.7%	0.2%	77.0%	12.4%	-15.0%	-2.3%
대한통운 제외 영업이익(1+2+3)	235.9	240.9	201.9	138.7	148.5	161.9	209.4	196.3	1,022.5	817.3	716.1
OPM(%)	5.4%	5.5%	4.4%	3.5%	3.7%	3.9%	4.8%	4.6%	5.7%	4.7%	4.3%
YoY(%)	-11.7%	-10.1%	-25.8%	-35.6%	-37.0%	-32.8%	3.7%	41.5%	24.8%	-20.1%	-12.4%
1. 식품사업부문	128.6	90.1	168.5	138.3	143.0	70.9	137.7	128.8	622.9	525.5	480.4
OPM(%)	4.4%	3.4%	5.6%	4.7%	4.7%	2.5%	4.3%	4.2%	5.5%	4.6%	4.0%
YoY(%)	-30.3%	-35.1%	4.5%	-0.1%	11.2%	-21.3%	-18.3%	-6.9%	-4.8%	-15.6%	-8.6%
2. 바이오사업부문	72.1	108.2	21.4	0.3	5.5	91.0	71.7	67.5	324.9	202.0	235.7
OPM(%)	7.7%	9.7%	2.1%	0.0%	0.6%	6.7%	6.0%	5.6%	7.7%	4.9%	5.0%
YoY(%)	-26.3%	13.9%	-72.6%	-99.4%	-92.4%	-15.9%	235.0%	223.95%	29.3%	-37.8%	16.7%
3. F&C	35.2	42.6	12.0						74.7	89.8	
OPM(%)	6.5%	7.7%	2.1%						3.2%	5.4%	
YoY(%)	흑전	24.9%	-63.3%						-186.5%	20.2%	
4. 물류사업부문(CJ대한통운)	85.4	115.2	147.9	159.6	92.1	101.6	132.8	153.2	530.7	508.1	479.7
OPM(%)	2.9%	3.8%	4.8%	5.0%	2.9%	3.0%	4.0%	4.6%	4.4%	4.1%	3.6%
YoY(%)	-21.9%	-8.1%	4.4%	3.4%	7.9%	-11.8%	-10.2%	-4.0%	10.5%	-4.3%	-5.6%

자료: CJ제일제당, 현대차증권

주: 4Q25부터 F&C 부문 매각

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	27,240	27,343	29,363	30,372	31,138
증가율 (%)	-6.1	0.4	7.4	3.4	2.5
매출원가	21,085	21,435	22,975	23,684	24,234
매출원가율 (%)	77.4	78.4	78.2	78.0	77.8
매출총이익	6,155	5,908	6,388	6,688	6,904
매출이익률 (%)	22.6	21.6	21.8	22.0	22.2
증가율 (%)	1.7	-4.0	8.1	4.7	3.2
판매관리비	4,703	4,674	5,183	5,310	5,369
판매비율 (%)	17.3	17.1	17.7	17.5	17.2
EBITDA	3,010	2,866	3,325	3,616	3,721
EBITDA 이익률 (%)	11.0	10.5	11.3	11.9	12.0
증가율 (%)	6.2	-4.8	16.0	8.8	2.9
영업이익	1,452	1,234	1,206	1,378	1,535
영업이익률 (%)	5.3	4.5	4.1	4.5	4.9
증가율 (%)	12.4	-15.0	-2.3	14.3	11.4
영업외손익	-905	-1,196	-756	-772	-762
금융수익	636	509	734	685	681
금융비용	1,165	889	977	1,018	1,000
기타영업외손익	-376	-816	-513	-439	-443
종속/관계기업관련손익	26	28	24	31	31
세전계속사업이익	573	65	474	637	804
세전계속사업이익률	2.1	0.2	1.6	2.1	2.6
증가율 (%)	-21.7	-88.7	629.2	34.4	26.2
법인세비용	321	237	118	108	140
계속사업이익	252	-172	356	529	664
중단사업이익	94	-244	15	0	0
당기순이익	346	-417	371	529	664
당기순이익률 (%)	1.3	-1.5	1.3	1.7	2.1
증가율 (%)	-38.1	적전	흑전	42.6	25.5
지배주주지분 순이익	132	-571	254	389	485
비지배주주지분 순이익	214	155	117	139	179
기타포괄이익	713	-112	403	0	0
총포괄이익	1,059	-529	774	529	664

(단위:십억원)					
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	2,255	2,482	2,742	2,973	3,314
당기순이익	346	-417	371	529	664
유형자산 상각비	1,397	1,470	1,878	1,973	1,926
무형자산 상각비	161	162	241	266	260
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-676	-43	-359	-287	-18
기타	1,027	1,310	611	492	482
투자활동으로인한현금흐름	-1,104	-1,527	-189	-1,894	-1,786
투자자산의 감소(증가)	57	-11	103	-18	-12
유형자산의 감소	93	104	5	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,001	-1,631	-1,447	-1,600	-1,600
기타	-253	11	1,150	-276	-174
재무활동으로인한현금흐름	-1,863	-1,102	-1,994	-636	-578
차입금의 증가(감소)	-544	183	652	0	0
사채의증가(감소)	-319	-1	356	0	0
자본의 증가	82	-9	0	0	0
배당금	-128	-173	-96	-96	-96
기타	-954	-1,102	-2,906	-540	-482
기타현금흐름	125	-116	57	0	0
현금의증가(감소)	-586	-263	617	443	950
기초현금	1,888	1,302	1,039	1,656	2,099
기말현금	1,302	1,039	1,656	2,099	3,050

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)					
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,000	8,869	9,968	10,988	12,160
현금성자산	1,302	1,039	1,656	2,099	3,050
단기투자자산	635	378	416	430	441
매출채권	3,177	2,919	2,973	3,136	3,215
채고자산	2,521	2,182	2,477	2,794	2,864
기타유동자산	1,366	2,351	2,445	2,528	2,591
비유동자산	21,134	20,876	20,667	20,319	19,917
유형자산	12,376	12,349	12,392	12,019	11,693
무형자산	4,846	4,547	4,629	4,536	4,447
투자자산	1,051	1,101	972	990	1,002
기타비유동자산	2,861	2,879	2,674	2,774	2,775
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	30,134	29,745	30,635	31,306	32,077
유동부채	10,312	10,433	9,577	9,727	9,860
단기차입금	3,379	2,760	2,658	2,658	2,658
매입채무	1,916	1,885	1,956	2,049	2,100
유동성장기부채	2,763	2,608	1,818	1,768	1,768
기타유동부채	2,254	3,180	3,145	3,252	3,334
비유동부채	7,595	7,760	8,863	8,952	9,023
사채	3,157	3,156	3,511	3,511	3,511
장기차입금	1,001	1,184	1,417	1,417	1,417
장기금융부채	129	130	549	549	549
기타비유동부채	3,308	3,290	3,386	3,475	3,546
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	17,907	18,194	18,440	18,679	18,882
지배주주지분	7,848	7,058	7,505	7,798	8,187
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,304	1,296	1,296	1,296	1,296
자본조정 등	-178	-190	-190	-190	-190
기타포괄이익누계액	908	845	1,146	1,146	1,146
이익잉여금	5,731	5,026	5,172	5,465	5,854
비지배주주지분	4,379	4,493	4,690	4,829	5,008
자본총계	12,227	11,551	12,195	12,627	13,195

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	22,446	-28,230	24,111	34,588	43,589
EPS(지배순이익 기준)	8,253	-38,493	16,341	25,327	31,676
BPS(자본총계 기준)	746,378	705,132	744,419	770,821	805,495
BPS(지배지분 기준)	479,046	430,886	458,148	476,040	499,766
DPS	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
P/E(당기순이익 기준)	11.4	NA	7.8	5.4	4.3
P/E(지배순이익 기준)	31.0	NA	11.5	7.4	5.9
P/B(자본총계 기준)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
P/B(지배지분 기준)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(Reported)	5.7	5.8	4.9	4.4	4.1
배당수익률	2.3	2.9	2.9	2.9	2.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-38.8	적전	흑전	43.5	26.0
EPS(지배순이익 기준)	-67.2	적전	흑전	55.0	25.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	2.9	-3.5	3.1	4.3	5.1
ROE(지배순이익 기준)	1.8	-7.7	3.5	5.1	6.1
ROA	1.2	-1.4	1.2	1.7	2.1
안정성 (%)					
부채비율	146.5	157.5	151.2	147.9	143.1
순차입금비율	71.6	75.3	67.8	61.5	51.7
이자보상배율	2.9	2.5	2.4	2.7	3.1

코스맥스(192820)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

2Q26 Review: 전 법인 견조, 국내도 드디어 마진 개선

BUY

TP 300,000원

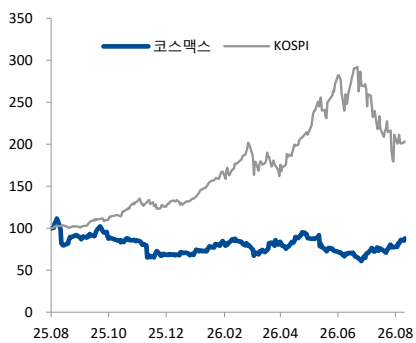
현재주가 (8/11)	210,000원
상승여력	42.9%
시가총액	2,383십억원
발행주식수	11,350천주
자본금/액면가	6십억원/500원
52주 최고가/최저가	243,500원/144,900원
일평균 거래대금 (60일)	15십억원
외국인 지분율	36.53%
주요주주 지분율	
코스맥스비티아이 외 10인	27.51%

추가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	21.6	-1.4	3.4
상대주가(%p)	43.3	21.5	-12.7

* K-FRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	12,684	14,017	240,000
After	14,138	16,106	300,000
Consensus	13,356	16,066	247,778
Cons. 차이	5.9%	0.2%	21.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: Fnguide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 2Q26 코스맥스 연결 기준 매출액은 7,949억원(+27.5%yoy), 영업이익은 737억원 (+21.2%yoy, OPM9.3%)으로 시장 기대치를 소폭 상회하는 실적을 시현

주요이슈 및 실적전망

- **1) 국내(별도):** 매출 +23.3%yoy, 영업이익 +13.0%yoy, OPM 10.9% 시현. 2분기에도 스킨케어 중심의 고성장세 지속되며 레버리지 효과 가시화. 그간 우려로 작용했던 겔마스크 또한 수출 개선되며 수익성 개선되고 있다는 점 긍정적. 3분기 여전히 스킨케어 중심의 수주 견조함에 따라 +37.1%yoy 매출 성장 기대, 수익성도 겔마스크 생산성 향상되며 점진적인 개선 기대 가능할 것으로 판단

- **2) 이스트(중국):** 매출 +32.8%yoy 기록, 상해 법인 주요 고객사 중심의 안정적인 매출 성장 (+33.1%yoy) 보였으며, 광저우 법인은 온/오프라인 다양한 채널 고른 성장 보이며 매출 +19.0%yoy 성장하였으며, 색조 비중 증가에 따른 단기 수익성 하락

- **3) 동남아:** 매출 인도네시아 +31.2%yoy, 태국 +10.6%yoy 기록. 그동안 다소 부진했던 인도네시아 법인 비우호적인 매크로 환경 속 기존 고객사 중심의 회복세 진입 긍정적. 태국 법인 또한 대형 고객사 중심의 성장 가시화

- **4) 웨스트(미국):** 매출 +79.3%yoy, 흑자 전환. 미국 법인 기초/색조, 동부/서부 균형 잡힌 성장 보이고 있음. 특히 OTC 비중 증가하고 있으며, 지속적인 리오더 통한 기초 체력 향상되고 있다는 점 긍정적. 하반기에도 흑자 기조 유지되며 이익 기여도 점차적으로 확대 전망

주가전망 및 Valuation

- 코스맥스에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 기존 240,000원에서 300,000원으로 상향 조정. 목표주가는 12MFwdEPS 15,450원에(기존 13,462원), Target Multiple 20배(글로벌 ODM Peer 12M Fwd P/E 18배에 10% 할증, 기준은 동일 P/E 18배 적용)를 적용하여 산정. 코스맥스 지난해 하반기부터 겔마스크 비중 확대에 따른 믹스 악화, 이에 따른 수익성 악화가 우려로 작용했으나, 겔마스크 수출 향상에 따른 수익성 개선 가시화되며 우려가 점진적으로 해소될 것으로 보임. 또한, 전 법인 스킨케어 중심의 강한 TopLine 성장하며 레버리지 효과 가시화되고 있음. 매수 전략 제시

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	2,166	175	86	244	7,560	50.2	19.7	3.6	9.7	20.5	1.5
2025	2,399	196	123	270	10,843	43.4	15.0	3.3	10.0	23.9	2.0
2026F	2,978	244	160	330	14,138	30.4	14.9	3.6	8.6	26.2	2.1
2027F	3,275	277	183	358	16,106	13.9	13.0	2.9	7.9	24.8	2.2
2028F	3,510	297	201	380	17,736	10.1	11.8	2.5	7.2	22.7	2.3

* K-FRS 연결 기준

〈표1〉 코스맥스 목표 주가 산정

	내용	비고
12M Forward EPS(원)	15,450	- 12M Fwd EPS 추정치
Target P/E(배)	20	- 글로벌 Peer 12M Fwd P/E 10% 할증 적용
적정 주가(원)	304,217	
목표주가(원)	300,000	- Target P/E * 12M Fwd EPS
전일 종가(원)	210,000	- 2026.08.11 종가
상승여력(%)	42.9	
투자의견	15,450	- 12M Fwd EPS 추정치

자료: 현대차증권

〈표2〉 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	589	624	585.6	601	682	795	776.6	725	2,166	2,399	2,978
YoY(%)	12%	13%	11%	8%	16%	27%	33%	21%	22%	11%	24%
1. 한국(별도)	363	420	383	360	423	518	526	432	1,358	1,526	1,899
YoY(%)	15%	21%	10%	4%	17%	23%	37%	20%	28%	12%	24%
2. 중국	163	149	140	181	195	197	169	210	574	633	771
YoY(%)	3%	1%	22%	17%	20%	33%	21%	16%	5%	10%	22%
2-1) 상해	109	109	91	117	135	145	112	141	372	425	533
YoY(%)	1%	11%	26%	23%	24%	33%	23%	20%	-7%	14%	25%
2-2) 광저우	49	41	46	53	56	49	53	58	185	188	215
YoY(%)	4%	-17%	15%	9%	15%	19%	16%	9%	31%	2%	14%
3. 미국	29	30	37	37	42	54	53	50	137	133	199
YoY(%)	-26%	-17%	14%	24%	46%	79%	43%	36%	-2%	-3%	50%
4. 인도네시아	30	21	22	26	23	29	28	31	113	98	111
YoY(%)	23%	-18%	-33%	-18%	-23%	31%	31%	21%	32%	-14%	13%
5. 태국	24	23	15	11	24	25	20	20	44	73	89
YoY(%)	152%	124%	37%	-12%	2%	11%	33%	80%	70%	69%	22%
영업이익	51	61	43	41	53	74	62	55	175	196	244
OPM(%)	9%	10%	7%	7%	8%	9%	8%	8%	8%	8%	8%
YoY(%)	13%	30%	-2%	3%	3%	21%	46%	34%	52%	12%	25%
1. 한국(별도)	34	50	34	36	38	56	49	44	139	155	188
OPM(%)	9.4%	11.9%	9.0%	10.0%	9.0%	10.9%	9.4%	10.2%	10.2%	10.1%	9.9%
YoY(%)	14%	45%	-13%	4%	11%	13%	44%	22%	60%	11%	22%
2. 해외 및 연결조정	17	11	8	5	15	17	13	11	37	41	56
OPM(%)	7.0%	4.9%	3.9%	1.9%	5.3%	5.7%	4.8%	3.5%	4.2%	4.4%	4.8%
YoY(%)	11%	-11%	113%	-7%	-12%	59%	55%	122%	27%	12%	36%

자료: 코스맥스, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,166	2,399	2,978	3,275	3,510
증가율 (%)	21.9	10.8	24.1	10.0	7.2
매출원가	1,748	1,990	2,466	2,707	2,897
매출원가율 (%)	80.7	83.0	82.8	82.7	82.5
매출총이익	418	409	512	568	613
매출이익률 (%)	19.3	17.0	17.2	17.3	17.5
증가율 (%)	42.2	-2.2	25.2	10.9	7.9
판매관리비	243	213	268	290	317
판매비율 (%)	11.2	8.9	9.0	8.9	9.0
EBITDA	244	270	330	358	380
EBITDA 이익률 (%)	11.3	11.3	11.1	10.9	10.8
증가율 (%)	39.4	10.7	22.2	8.5	6.1
영업이익	175	196	244	277	297
영업이익률 (%)	8.1	8.2	8.2	8.5	8.5
증가율 (%)	50.9	12.0	24.5	13.5	7.2
영업외손익	-38	-40	-30	-39	-36
금융수익	47	64	55	54	57
금융비용	68	99	83	82	81
기타영업외손익	-17	-5	-2	-11	-12
종속/관계기업관련손익	-0	-0	0	0	0
세전계속사업이익	138	157	213	238	260
세전계속사업이익률	6.4	6.5	7.2	7.3	7.4
증가율 (%)	64.3	13.8	35.7	11.7	9.2
법인세비용	49	25	48	50	54
계속사업이익	88	131	166	188	207
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	88	131	166	188	207
당기순이익률 (%)	4.1	5.5	5.6	5.7	5.9
증가율 (%)	131.6	48.9	26.7	13.3	10.1
지배주주지분 순이익	86	123	160	183	201
비지배주주지분 순이익	3	8	5	5	5
기타포괄이익	32	3	27	0	0
총포괄이익	120	134	193	188	207

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	73	87	198	187	261
당기순이익	88	131	166	188	207
유형자산 상각비	64	69	81	76	80
무형자산 상각비	5	5	5	4	3
외환손익	-13	3	-7	0	0
운전자본의 감소(증가)	-127	-87	-48	-81	-29
기타	56	-34	1	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-160	-179	-172	-125	-124
투자자산의 감소(증가)	26	2	-6	-5	-4
유형자산의 감소	4	4	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-165	-187	-173	-120	-120
기타	-25	2	6	0	0
재무활동으로인한현금흐름	68	28	51	-77	-53
차입금의 증가(감소)	97	26	66	-10	0
사채의증가(감소)	-9	-19	-4	0	0
자본의 증가	-0	-16	0	0	0
배당금	-6	-26	-37	-41	-42
기타	-14	63	26	-26	-11
기타현금흐름	19	0	12	0	0
현금의증가(감소)	-1	-64	89	-15	84
기초현금	257	256	192	281	266
기말현금	256	192	281	266	349

* K-IFRS 연결 기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	943	975	1,175	1,243	1,395
현금성자산	256	192	281	266	349
단기투자자산	7	6	8	8	9
매출채권	349	427	495	542	581
채고자산	257	271	300	329	353
기타유동자산	41	51	62	68	72
비유동자산	991	1,150	1,279	1,323	1,363
유형자산	778	926	1,048	1,092	1,132
무형자산	63	64	63	59	55
투자자산	56	53	58	63	67
기타비유동자산	94	107	110	109	109
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,934	2,125	2,453	2,566	2,758
유동부채	1,114	1,201	1,344	1,309	1,327
단기차입금	464	499	606	566	546
매입채무	231	271	273	276	296
유동성장기부채	45	84	82	72	62
기타유동부채	374	347	383	395	423
비유동부채	311	312	379	380	389
사채	39	20	16	16	16
장기차입금	149	175	241	231	231
장기금융부채	7	7	7	7	7
기타비유동부채	116	110	115	126	135
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,425	1,513	1,723	1,688	1,716
지배주주지분	474	558	667	809	968
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	28	13	13	13	13
자본조정 등	-0	-0	-0	-0	-0
기타포괄이익누계액	56	57	80	80	80
이익잉여금	384	483	569	711	870
비지배주주지분	35	54	63	68	74
자본총계	509	612	730	877	1,042

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	7,790	11,549	14,614	16,536	18,209
EPS(지배순이익 기준)	7,560	10,843	14,138	16,106	17,736
BPS(자본총계 기준)	44,831	53,953	64,356	77,293	91,804
BPS(지배지분 기준)	41,711	49,179	58,771	71,279	85,316
DPS	2,300	3,300	3,600	3,700	3,800
P/E(당기순이익 기준)	19.1	14.1	14.4	12.7	11.5
P/E(지배순이익 기준)	19.7	15.0	14.9	13.0	11.8
P/B(자본총계 기준)	3.3	3.0	3.3	2.7	2.3
P/B(지배지분 기준)	3.6	3.3	3.6	2.9	2.5
EV/EBITDA(Reported)	9.7	10.0	8.6	7.9	7.2
배당수익률	1.5	2.0	2.1	2.2	2.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	133.9	48.2	26.5	13.2	10.1
EPS(지배순이익 기준)	50.2	43.4	30.4	13.9	10.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	20.4	23.4	24.7	23.3	21.5
ROE(지배순이익 기준)	20.5	23.9	26.2	24.8	22.7
ROA	5.1	6.5	7.2	7.5	7.8
안정성 (%)					
부채비율	280.0	247.1	235.9	192.5	164.7
순차입금비용	125.4	128.9	119.9	97.3	72.8
이자보상배율	3.9	4.2	4.9	5.4	6.0

펄텍코리아(251970)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

2Q26 Review: 약속의 하반기가 기대된다

BUY

TP 71,000원

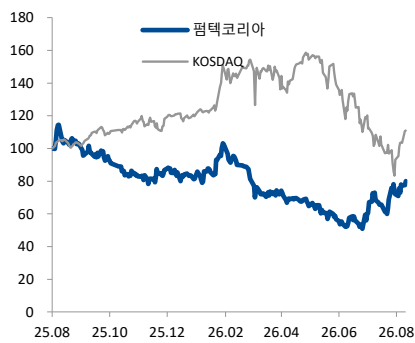
현재주가 (8/11)	51,200원
상승여력	38.7%
시가총액	635십억원
발행주식수	12,400천주
자본금/액면가	6십억원/500원
52주 최고가/최저가	68,200원/32,550원
일평균 거래대금 (60일)	3십억원
외국인 지분율	13.78%
주요주주 지분율	
이도훈 외 4인	59.97%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	17.2	22.6	-15.0
상대주가(%p)	14.4	72.6	10.5

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	3,124	3,351	47,000
After	4,182	4,515	71,000
Consensus	3,698	3,958	59,750
Cons. 차이	13.1%	14.1%	18.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 2Q26 펄텍코리아 연결 기준 매출액은 1,168억원(+10.8%yoy), 영업이익은 217억원 (+11.4%yoy, OPM 18.5%)으로 시장 컨센서스를 상회하는 실적을 기록

주요이슈 및 실적 전망

- 1) **펄텍코리아**: 매출액 881억원(+11.5%yoy), 영업이익 154억원(+5.6%yoy, OPM 17.5%) 시현. 2Q25 관세 이슈로 인한 기저 부담에도 불구하고 견조한 성장세 시현. 고객사 측면에서는 Big 2 고객사, 인디브랜드 고객사 모두 고른 성장 보였으며, 제품 믹스 측면에서는 스틱(25%)/스포이드(11%)가 견조. 2분기는 저단가 스포이드 비중 확대에도 불구하고, 대량 생산 통한 규모의 경제 시현. 여전히 견조한 수주 지속됨에 따라 3분기 상대적으로 적은 영업일수에도 불구하고, QoQ 매출 성장 기대 가능. 또한 하반기 6공장 준공 통한 추가적인 성장성 확보 가능

- 2) **부국티앤씨**: 매출액 301억원(+14.9%yoy), 영업이익 71억원(+44.8%yoy, OPM 23.5%)로 시장 기대치를 크게 상회하는 실적 기록. 2분기 선행 수주 효과로 인디 고객사향 매출 성장 지속되었으며, 2분기 평가 인상 효과, 상반기 CAPA 증설에 따른 생산 효율 개선 효과가 가시화되며 수익성 또한 큰 폭으로 개선

주가전망 및 Valuation

- 펄텍코리아에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가는 기존 47,000원에서 71,000원으로 상향 조정. 목표주가는 동사의 12M Fwd EPS 4,404원(기존 3,238원)에 Target P/E 16배(K-Beauty 확장 국면 펄텍코리아 24-25년도 Historical P/E 평균 값 적용, 직전 Multiple은 동사의 생산 병목 및 단기 실적 변동성 감안하여 동일 P/E의 하단 값인 14배 적용하였으나, 생산 병목 완화 및 하반기 실적 개선세 감안하여 평균 값인 16배로 변경) 적용하여 산정. 펄텍코리아 하반기에도 1) 인디브랜드 중심의 견조한 수주 지속되고 있으며 2) 평가 인상에 따른 ASP 상승 3) 하반기 6공장 증설 및 생산 효율 증대 통한 수익성 개선 기대. 매수 의견 제시

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	337	48	33	61	2,637	21.2	16.5	2.0	8.1	13.0	1.0
2025	372	57	34	70	2,778	5.3	18.8	2.2	8.6	12.3	0.9
2026F	435	70	52	86	4,182	50.6	12.2	1.9	6.7	16.5	0.9
2027F	491	82	56	100	4,515	7.9	11.3	1.6	5.4	15.5	0.9
2028F	526	89	66	107	5,324	17.9	9.6	1.4	4.6	15.9	0.9

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 펌텍코리아 목표주가 산정

	내용	비고
12M Forward EPS(원)	4,404	- 12M Fwd EPS 추정치
Target P/E(배)	16	- K-Beauty 확장 국면 펌텍코리아 Historical 평균 P/E
적정 주가(원)	71,343	
목표주가(원)	71,000	- Target P/E * 12M Fwd EPS
전일 종가(원)	51,200	- 2026.08.11 종가
상승여력(%)	38.7%	
투자의견	BUY	

자료: 현대차증권

〈표2〉 펌텍코리아 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	91.7	105.4	97.7	77.1	91.8	116.8	117.3	109.1	337.5	372.0	435.0
YoY%	19.3%	23.3%	14.6%	-14.2%	0.0%	10.8%	20.1%	41.5%	18.6%	10.2%	17.0%
1. 펌텍코리아(펌프)	69.6	79.0	74.9	57.4	68.1	88.1	92.3	86.7	253.6	281.0	335.1
yoy%	21.6%	26.1%	16.4%	-17.2%	-2.3%	11.5%	23.2%	51.0%	19.3%	10.8%	19.3%
2. 부국티엔씨(튜브사업부)	21.0	26.2	21.8	19.0	24.0	30.1	26.1	22.5	78.1	88.0	102.6
yoy%	17.4%	23.2%	12.7%	-3.2%	14.4%	14.9%	19.5%	18.4%	20.7%	12.6%	16.7%
3. 잘론네츄럴(건식사업부)	2.3	1.9	2.0	1.5	1.1	0.8	1.0	1.0	9.5	7.7	3.9
yoy%	-4.7%	-25.2%	-17.4%	-31.2%	-51.8%	-56.7%	-49.7%	-32.4%	-23.2%	-19.5%	-48.8%
영업이익	13.4	19.4	15.3	8.3	13.0	21.7	19.4	16.1	48.4	56.5	70.1
OPM(%)	14.6%	18.4%	15.7%	10.8%	14.1%	18.5%	16.5%	14.7%	14.3%	15.2%	16.1%
YoY(%)	31.3%	52.6%	23.3%	-36.0%	-3.5%	11.4%	26.7%	93.0%	37.2%	16.8%	24.0%
1. 펌텍코리아(펌프)	11.3	14.6	11.5	6.3	9.3	15.4	14.4	12.6	37.2	43.7	51.7
OPM(%)	16.2%	18.5%	15.4%	11.0%	13.6%	17.5%	15.6%	14.5%	14.7%	15.6%	15.4%
yoy%	33.1%	55.7%	23.1%	-36.7%	-17.6%	5.6%	25.1%	98.9%	20.5%	17.6%	18.2%
2. 부국티엔씨(튜브사업부)	2.5	4.9	4.0	2.8	4.2	7.1	5.2	3.9	12.6	14.3	20.4
OPM(%)	12.1%	18.7%	18.5%	14.8%	17.6%	23.5%	20.0%	17.4%	16.2%	16.2%	19.9%
yoy%	9.6%	32.3%	15.1%	-10.3%	66.5%	44.8%	29.3%	39.6%	94.2%	12.9%	43.3%
3. 잘론네츄럴(건식사업부)	-0.3	0.0	-0.1	-0.7	-0.6	-0.8	-0.2	-0.4	-0.7	-1.1	-2.0
OPM(%)	-12.7%	1.5%	-6.5%	-47.3%	-50.0%	-98.8%	-20.0%	-40.0%	-7.6%	-14.2%	-50.3%
yoy%	적지	흑전	적지	적전	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지

자료: 펌텍코리아, 현대차증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	337	372	435	491	526
증가율 (%)	18.7	10.4	16.9	12.9	7.1
매출원가	262	288	335	380	407
매출원가율 (%)	77.7	77.4	77.0	77.4	77.4
매출총이익	76	84	100	111	120
매출이익률 (%)	22.6	22.6	23.0	22.6	22.8
증가율 (%)	24.6	10.5	19.0	11.0	8.1
판매관리비	27	27	30	29	31
판매비율 (%)	8.0	7.3	6.9	5.9	5.9
EBITDA	61	70	86	100	107
EBITDA 이익률 (%)	18.1	18.8	19.8	20.4	20.3
증가율 (%)	29.8	14.8	22.9	16.3	7.0
영업이익	48	57	70	82	89
영업이익률 (%)	14.2	15.3	16.1	16.7	16.9
증가율 (%)	37.1	18.8	22.8	17.1	8.5
영업외손익	0	-2	18	13	14
금융수익	4	4	6	8	9
금융비용	1	1	3	4	4
기타영업외손익	-3	-5	15	9	9
종속관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	48	54	88	94	103
세전계속사업이익률	14.2	14.5	20.2	19.1	19.6
증가율 (%)	29.7	12.5	63.0	6.8	9.6
법인세비용	10	14	18	19	20
계속사업이익	38	40	70	75	83
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	38	40	70	75	83
당기순이익률 (%)	11.3	10.8	16.1	15.3	15.8
증가율 (%)	31.0	5.3	75.0	7.1	10.7
지배주주지분 순이익	33	34	52	56	66
비지배주주지분 순이익	6	6	18	19	17
기타포괄이익	-1	0	-0	0	0
총포괄이익	38	40	70	75	83

(단위:십억원)					
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	58	61	55	87	98
당기순이익	38	40	70	75	83
유형자산 상각비	12	13	16	17	18
무형자산 상각비	1	1	0	0	0
외환손익	-1	0	-0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-2	-3	-23	-5	-2
기타	10	10	-8	0	-1
투자활동으로인한현금흐름	-55	-62	-28	-30	-35
투자자산의 감소(증가)	1	-0	-2	-1	-0
유형자산의 감소	0	1	17	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-49	-48	-29	-28	-28
기타	-7	-15	-14	-1	-7
재무활동으로인한현금흐름	3	12	-5	-9	-6
차입금의 증가(감소)	5	11	1	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	-0	0	0	0
배당금	-5	-5	-6	-6	-6
기타	3	6	0	-3	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	6	11	21	49	58
기초현금	26	32	44	65	114
기말현금	32	44	65	114	172

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)					
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	196	214	277	337	408
현금성자산	32	44	65	114	172
단기투자자산	50	66	93	94	101
매출채권	46	44	63	70	75
재고자산	20	17	24	27	29
기타유동자산	3	3	4	5	5
비유동자산	211	242	250	261	271
유형자산	179	213	220	231	241
무형자산	8	3	3	3	2
투자자산	4	4	6	6	7
기타비유동자산	20	22	21	21	21
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	408	455	526	597	679
유동부채	77	81	92	93	98
단기차입금	21	29	29	26	26
매입채무	31	28	39	44	47
유동성장기부채	1	1	1	1	1
기타유동부채	24	23	23	22	24
비유동부채	10	19	21	21	21
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	7	18	19	19	19
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3	1	2	2	2
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	87	100	112	114	119
지배주주지분	266	294	335	385	446
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	57	56	56	56	56
자본조정 등	-0	-0	-0	-0	-0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	203	232	273	323	384
비지배주주지분	55	61	79	98	114
자본총계	321	355	414	483	560

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	3,091	3,231	5,635	6,045	6,655
EPS(지배순이익 기준)	2,637	2,778	4,182	4,515	5,324
BPS(자본총계 기준)	25,857	28,656	33,377	38,972	45,177
BPS(지배지분 기준)	21,406	23,750	27,019	31,084	35,958
DPS	420	450	450	450	450
P/E(당기순이익 기준)	14.1	16.1	9.1	8.5	7.7
P/E(지배순이익 기준)	16.5	18.8	12.2	11.3	9.6
P/B(자본총계 기준)	1.7	1.8	1.5	1.3	1.1
P/B(지배지분 기준)	2.0	2.2	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA(Reported)	8.1	8.6	6.7	5.4	4.6
배당수익률	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	31.6	4.5	74.4	7.3	10.1
EPS(지배순이익 기준)	21.2	5.3	50.6	7.9	17.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	12.6	11.9	18.2	16.7	15.8
ROE(지배순이익 기준)	13.0	12.3	16.5	15.5	15.9
ROA	10.0	9.3	14.2	13.3	12.9
안정성 (%)					
부채비율	27.1	28.1	27.2	23.6	21.2
순차입금비용	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	55.6	65.4	52.6	62.0	71.0

마켓픽

반도체 이익률(P) 정점 우려 해소는 매출(Q) 성장이 필요

엔비디아 2024년 총이익률 정점 우려에 조정, 2025년 매출 성장 통해 2차 강세

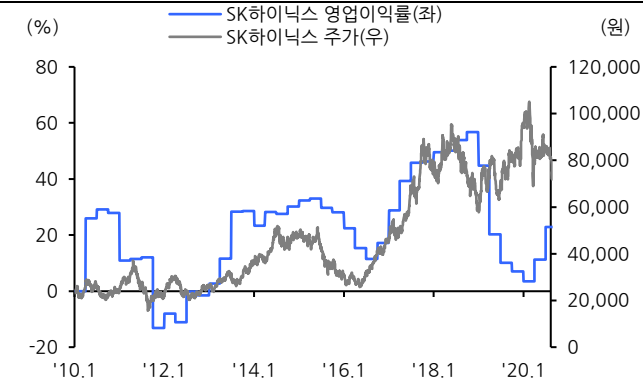
Strategist 김재승
jaeseung.kim@hmsec.com

국내 반도체 투자심리 악화 원인 중 하나로 메모리 장기공급계약(LTA) 확대 과정에서 이익률이 피크아웃 할 것이란 우려가 있다. 마이크론은 지난 6월 실적발표에서 메모리 수요의 견조한 성장, 구조적으로 제한된 메모리 공급, 메모리의 전략적 중요성 확대에 의해 고객과의 확약된 장기 메모리 공급 계약인 전략고객계약(Strategic Customer Agreements, SCA)을 도입하고 있다고 밝혔다. 마이크론의 전략고객계약(SCA)은 일정 물량 구매를 의무화하는 대신, 계약에 가격의 상하단을 설정하고 있다. 삼성전자도 2분기 실적발표 컨퍼런스콜에서 다년 계약 물량이 중장기 생산 계획상 메모리 생산 능력의 60~70%에 이를 것으로 전망했다. 다만 장기공급계약(LTA)은 불황기에 실적 하단을 지지해 반도체 업종의 이익 사이클을 완화시킬 수 있지만, 메모리 공급 부족에 메모리 가격이 급등해도 실제 판매가격이 시장가격 상승폭을 따라가지 못해 평균판매가격(ASP)의 상승을 제한하고, 반도체 업종의 이익률(Margin)이 더 이상 늘지 못할 것이란 우려를 야기하고 있다.

반도체 업종 주가는 이익률의 방향성을 선반영한다. 반도체 업종은 가격과 공급 사이클에 따라 이익이 크게 변동하는 대표적인 사이클 산업이다. 사이클 산업 특성상 반도체 업종은 현재의 절대 이익 수준보다 이익과 이익률의 변화에 더 민감하게 반응한다. 그러므로 영업이익률 고점과 주가의 고점이 함께하는 경향이 있다(그림1). 국내 반도체 업종은 오는 2026년 하반기 영업이익률이 정점에 이를 것으로 전망되고 있다(그림2). 사상 최대 실적에도 불구하고 투자심리가 악화된 이유이다.

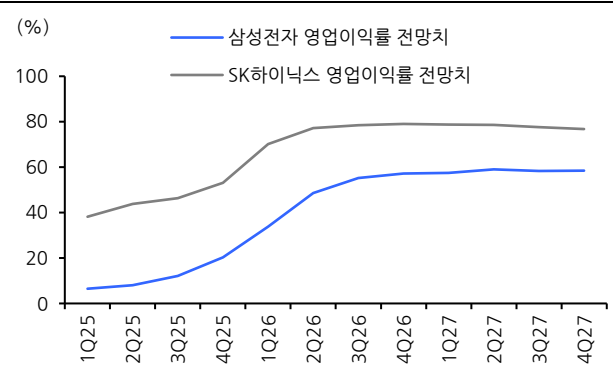
엔비디아도 2024년 마진 피크아웃 우려에 주가는 2025년 4월까지 조정을 보였다(그림3). 엔비디아는 2023년 이후 AI 혁명에 따른 GPU 수요 급등과 H100 공급 부족에 가격 결정력 강화되면서 2024년 1분기(2~4월) 총이익률(Gross Margin)이 78.4%까지 상승하며 주가는 강세를 보였다. 하지만, 총이익률은 이후 2분기 75.1%, 3분기 74.6%, 4분기 73.0% 연속 하락했고, 회사도 총이익률 가이던스를 하향 수정하자 수익성 확대가 정점을 통과했다는 우려가 커지면서 2024년 하반기부터 2025년까지 주가는 조정을 겪었다. 그러나 2025년 5월 이후 엔비디아 주가는 재차 강세 국면에 진입했다. 2차 강세장의 배경은 Blackwell을 중심으로 매출 성장이 본격화되었기 때문이다(그림4). 마진의 추가적인 상승이 없더라도 매출 성장에 총이익과 EPS가 증가하는 펀더멘털 장세가 2025~2026년 주가 강세를 이끈 것이다(그림5). 얼마를 남기는가(P)에서 얼마나 많이 파느냐(Q)로 시장의 관심도가 이동했다. 마진 성장이 멈춘 만큼 시장은 펀더멘털 개선 중심으로 반응하면서 밸류에이션은 점차 낮아졌다(그림6). 국내 반도체 업종도 마진 확대를 통한 주가 급등은 마무리 국면에 돌입했다. 이제 이익률을 유지한 채 매출(Q)이 계속해서 성장할 수 있을 것인지 확인이 필요한 시기이다. 장기공급계약(LTA)을 통해 마진율의 변동성을 낮추고, 생산량 증가 과정에서 매출과 이익 확대가 이어질 경우 국내 반도체 업종은 2차 강세가 나타날 수 있다.

〈그림 1〉 2010년대 하이닉스 이익률 피크는 주가 피크



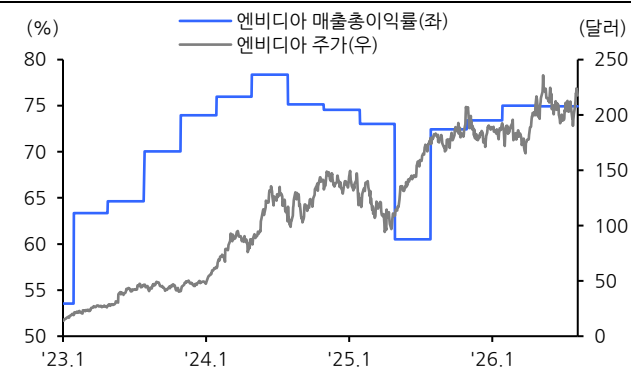
자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 2〉 삼성전자와 SK하이닉스 영업이익률 하반기 고점 전망



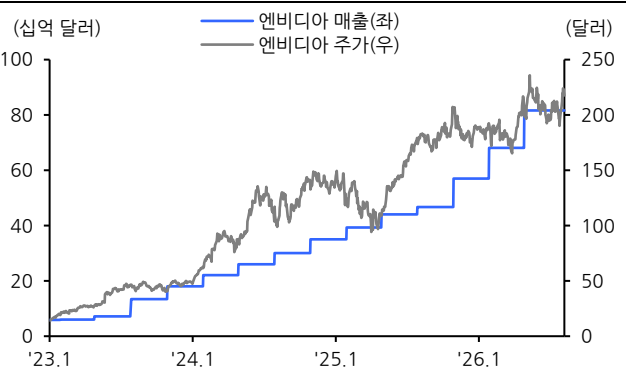
자료: 에프엔가이드, 현대차증권

〈그림 3〉 2024년 엔비디아 총이익률 피크아웃에 주가 조정



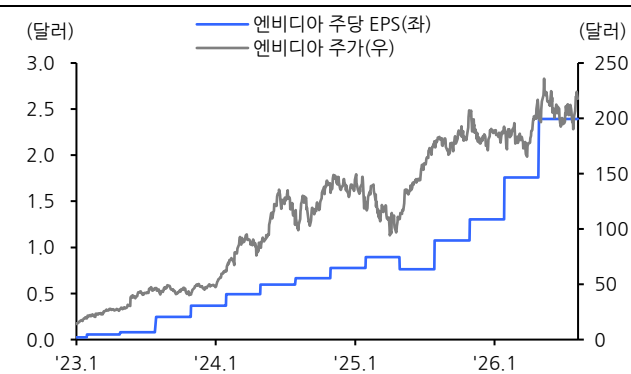
자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 4〉 2025년 이후에도 이어진 매출 확대가 주가 강세 야기



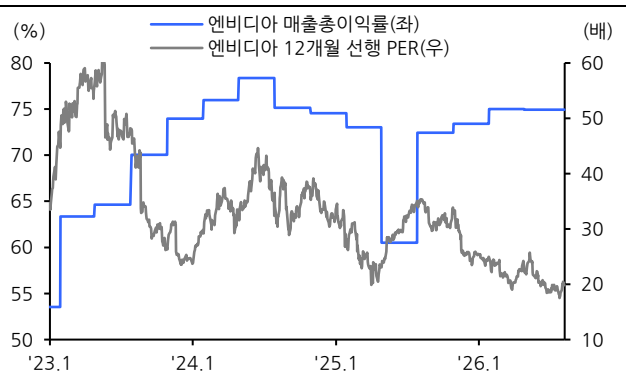
자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 5〉 매출 성장은 EPS 상승 이끌면서 펀더멘털 장세 시현



자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 6〉 마진 성장 종료 이후 PER은 지속적으로 낮아짐

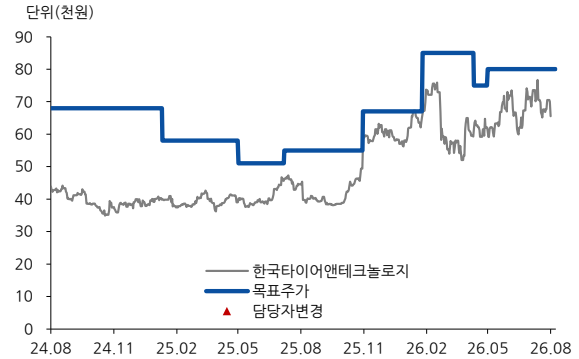


자료: FACTSET, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.07.23	BUY	68,000	-41.67	-34.34
2025.01.21	BUY	58,000	-32.37	-26.47
2025.05.12	BUY	51,000	-20.65	-8.33
2025.07.18	BUY	55,000	-23.48	-10.27
2025.11.10	BUY	67,000	-9.55	0.30
2026.02.05	BUY	85,000	-26.92	-10.71
2026.04.21	BUY	75,000	-17.20	-13.73
2026.05.11	BUY	80,000	-16.04	-4.13
2026.08.12	BUY	80,000		

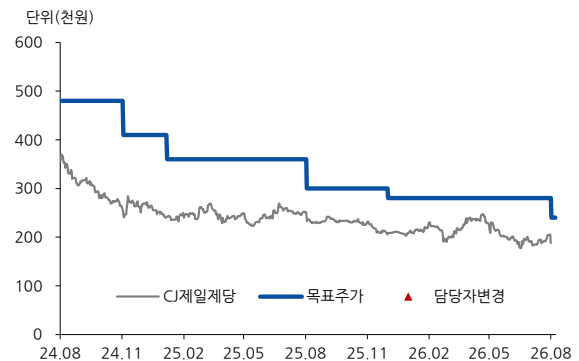
▶ 최근 2년간 한국타이어앤테크놀로지 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.06.27	BUY	480,000	-32.01	-19.48
2024.11.13	BUY	410,000	-36.43	-30.61
2025.01.17	BUY	360,000	-31.98	-25.14
2025.07.17	AFTER 6M	360,000	-30.52	-29.31
2025.08.13	BUY	300,000	-24.08	-19.33
2025.12.12	BUY	280,000	-22.94	-11.96
2026.06.12	AFTER 6M	280,000	-31.49	-26.61
2026.08.12	BUY	240,000		

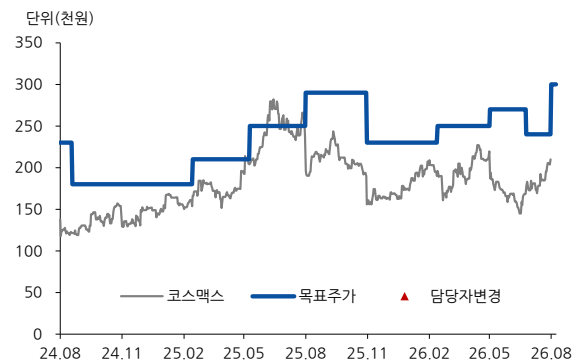
▶ 최근 2년간 CJ제일제당 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.07.12	BUY	230,000	-39.01	-22.39
2024.08.30	BUY	180,000	-20.12	-6.56
2025.02.25	BUY	210,000	-15.84	1.90
2025.05.21	BUY	250,000	-1.56	12.80
2025.08.12	BUY	290,000	-27.28	-16.03
2025.11.11	BUY	230,000	-23.12	-9.13
2026.02.24	BUY	250,000	-22.11	-9.20
2026.05.13	BUY	270,000	-37.84	-28.19
2026.07.06	BUY	240,000	-22.86	-12.50
2026.08.12	BUY	300,000		

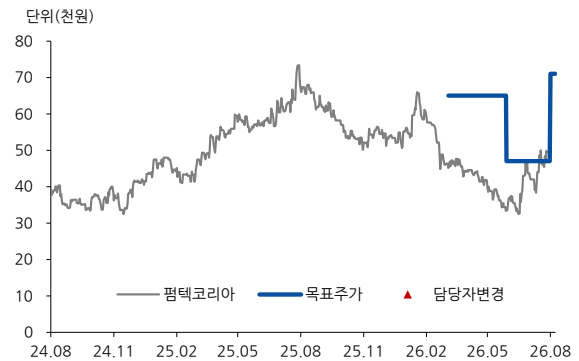
▶ 최근 2년간 코스맥스 주가 및 목표주가



▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2026.03.16	BUY	65,000	-35.19	-26.77
2026.06.09	BUY	47,000	-11.82	8.94
2026.08.12	BUY	71,000		

▶ 최근 2년간 펄텍코리아 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.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL: 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

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

▶ 투자등급 통계 (2025.07.01~2026.06.30)

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.