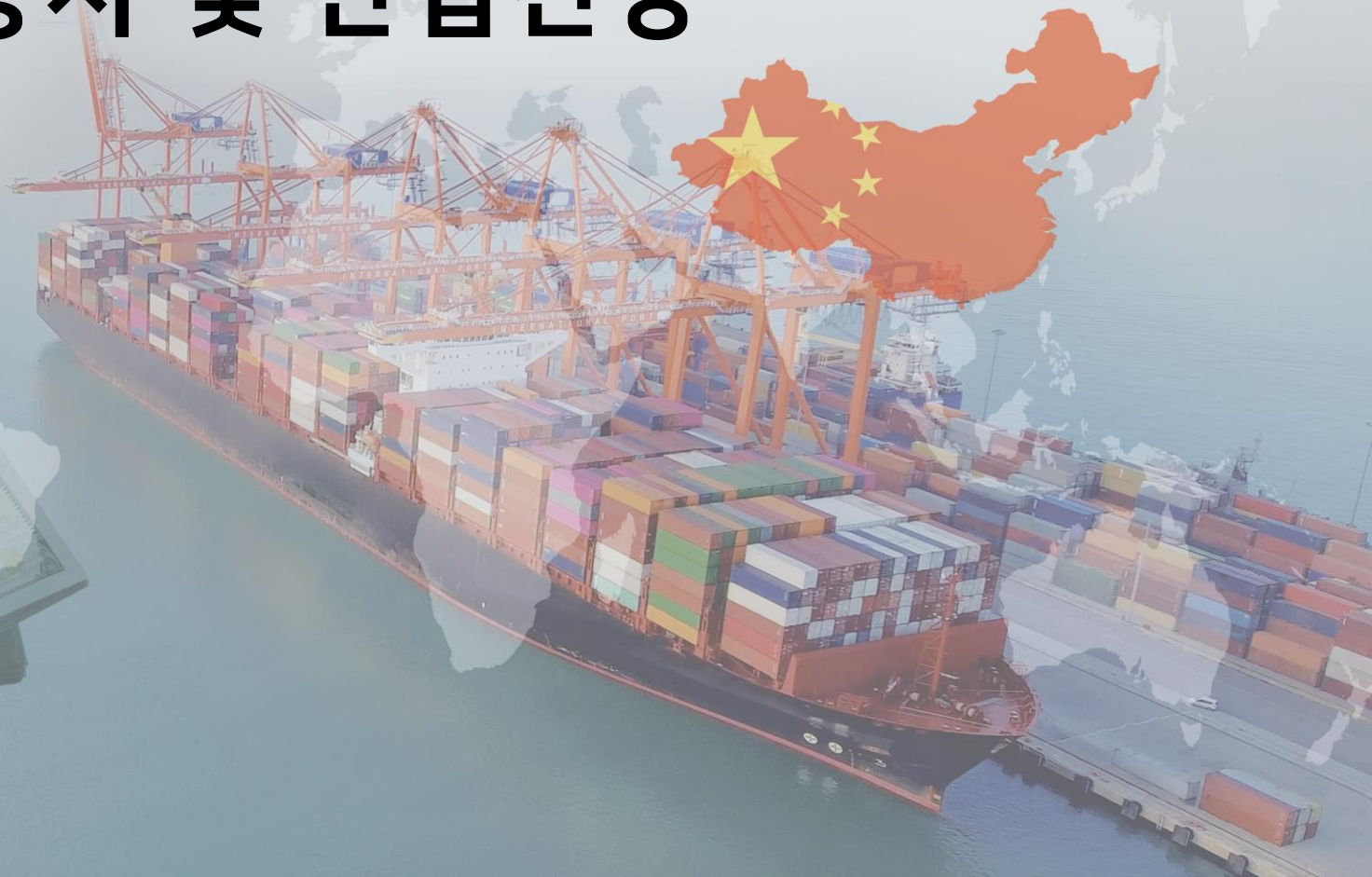


[2025년 하반기]

증시 및 산업전망



CONTENTS



[주식전략] 부양될 내수, 정체될 수출	3
[해외주식] 본격화된 관세, 가성비 테마에 주목	23
[경제/외환] 회색 경제와 미국 예외주의	37
[채권] 캐리, 상대 매력이 중요한 시기	57
[철강/금속] 연말 '일시적' 반등, 그리고 심화되는 품목별 양극화 (feat. 히토류)	79
[정유/화학/에너지] 어부지리에서 찾는 기회	99
[조선] 호재는 여전, 시황이 관건	115
[음식료/담배] 행복회로가 돌아간다	125
[엔터] 올 것이 왔다	139
[로보틱스] 2H25 액츄에이터 업종에 주목	153
[반도체] 업황 재둔화 예상. 저점 매수 전략 유효	169
[이차전지] 터프한 영업 환경	181
[전기전자] 정체된 디바이스, 가속하는 AI 인프라	197
[건설] 하반기에도 변함없을 주가 상승 동력	213
[지주/ESG] 지배구조 2.0 시대	223
[Mid-Small Cap] 배당, 원전, 안보, 로봇, 관광	231



[주식전략]

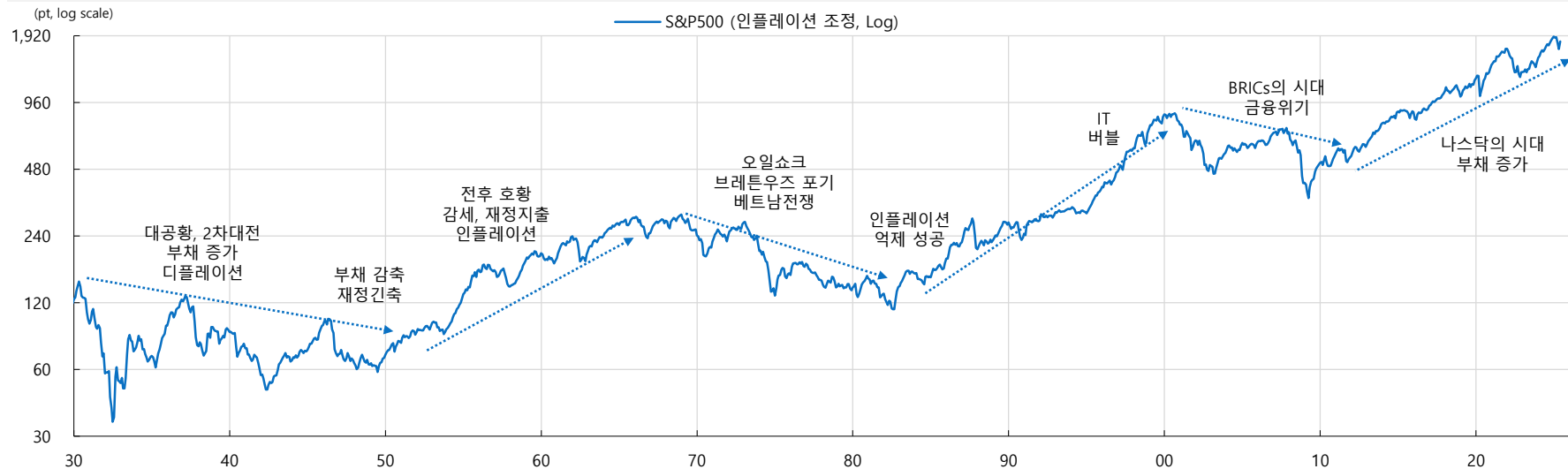
부양될 내수, 정체될 수출

역사의 교훈

역사를 되짚어 보면 미 증시 우상향은 생각보다 당연하지 않았음

- 올 상반기 미 증시는 큰 폭의 하락을 겪었으나 낙폭을 대부분 회복해 연간 보합 수준까지 상승. 하락은 급작스러웠지만 상승도 강력했음. 글로벌 증시는 대부분 미국 증시를 아웃퍼폼하며 강세, 달러화도 대다수 통화 대비 약세를 보여 미국 외 지역의 성과가 돋보였음
- 22년 글로벌 조정세 이후 23-24년에는 미국 주식시장의 독보적인 강세로 미국과 미국 외 주식시장의 격차가 크게 벌어졌던 상황. 미국 주식시장은 상승 3년차로 상승세가 다소 둔화될 수 있는 국면에서 트럼프 리스크를 만나며 미국과 미국 외 주식시장의 괴리가 좁혀짐
- 올 상반기 미 증시의 변동성이 단순 조정이었는지, 상승세를 회복할 수 있을지 여부가 하반기를 여는 가장 중요한 질문. 하반기 미 증시의 변동성은 상반기보다 줄어들겠으나 우상향은 쉽지 않다고 생각됨. 장기금리와 주식시장 밸류에이션은 20년래 최고 수준이고, EPS 성장은 애매해졌기 때문
- 미국 증시는 우상향한다는 믿음이 저점 매수(buy the dip)투자를 이끌고 있으나, 역사를 되짚어보면 생각보다 우상향은 당연하지 않았음. 최근까지 지속된 주식시장의 우상향은 1980년대 초반 인플레이션 제어에 성공한 이후 40여년간 이어진 호시절의 결과

<그림1> 등락을 거듭한 S&P500 지수의 장기 추이 (인플레이션 조정)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

흔들리는 40년 우상향 환경

부채와 장기금리의 문제, 세계화에 대한 반대, 미국 패권에 대한 도전...

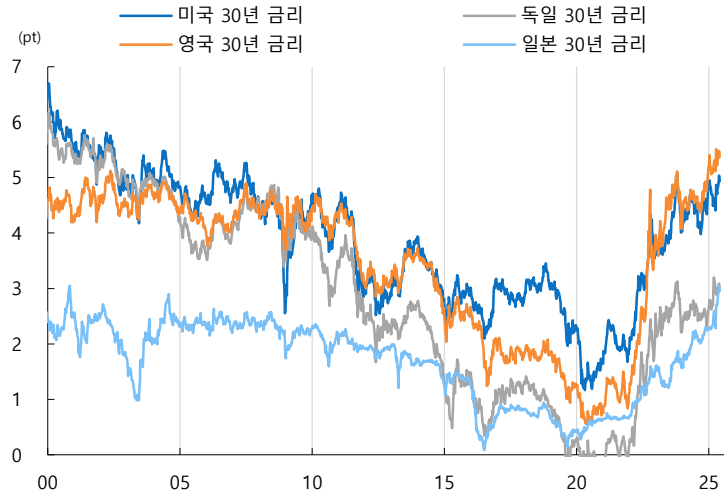
- 40년간 지속된 자산가격 상승은 투자자들의 레버리지 수용도를 높였음. 이는 자산시장의 버블과 붕괴를 야기했고 이를 해결하는 과정에서 각 선진국의 정부부채가 확대되었음. 만성화된 복지지출에 코로나 사태까지 발생하자 정부부채는 급증해 2차대전 직후의 수준을 넘어섬
- 세계화는 대부분의 사람들에게 이익을 가져다 주었으나 선진국 노동자 등 일부 피해계층이 발생. 세계화가 진행될수록 이에 반발하는 정치적 요구가 증가. 반 세계화에 대한 정치적 요구는 지금까지 미국 기업이 성공한 방식을 뒤엎는 방향. 이는 관세로 정책화되었음
- 미국이 냉전의 최종 승자가 되었으나 이에 반대하는 문화적, 역사적, 지정학적 저항이 있었음. 이는 러시아-유럽 간 영토확대 전쟁, 중국-미국간 기술 패권 갈등으로 확대되었음
- 역사는 한 시대가 지속되면 그 시대의 모순이 쌓이며 문제가 발생하고 그 문제가 다음 시대를 연다는 것을 보여줌. 40년간의 평화로운 세상이 지속된 결과가 쌓여 지속 가능성이 낮아지며 디스인플레이션과 세계화가 중단되기 시작. 40년간 이어진 증시 우상향의 조건이 흔들리게 된 것

<그림2> 미국 밖에서는 패권이 도전받고, 미국 내에서는 세계화에 반대하는 사람이 늘어감. 이에 대한 모색은 트럼프 당선으로 이어짐



자료: Nikkei, Reuter, iM증권 리서치본부

<그림3> 1980년대 이후 장기간 하락하던 세계 선진국의 장기금리는 코로나를 지나면서 상승 전환. 부채와 인플레이션의 문제가 제기



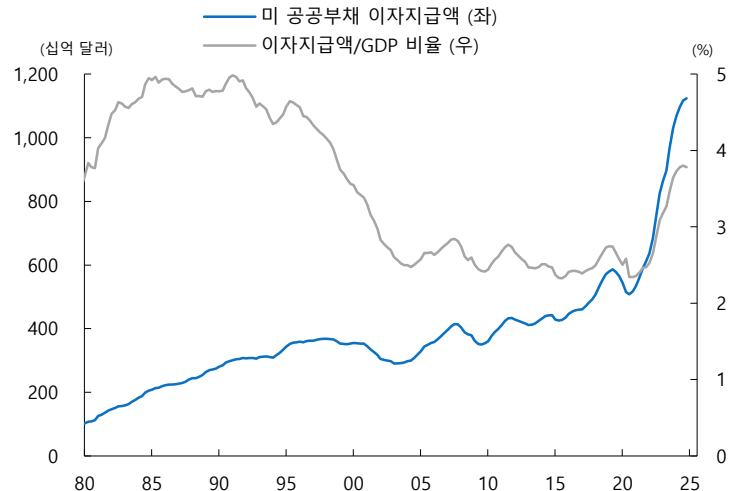
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

트럼프 정책 반년: 금융억압과 인플레이션 조세를 시도하는 것 같으나

이자부담을 줄일 방법이 있을까

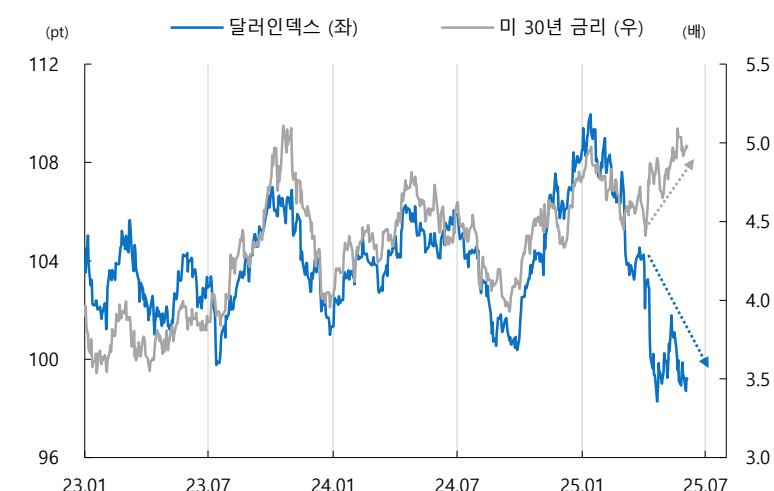
- 재정긴축은 현실적으로 어려운 문제. 베센트 장관이 취임 초기 장기금리 낮추고 재정적자 줄이겠다는 비전을 얘기했을 때 대단해 보이면서도 지속가능성이 의심스러웠는데 3개월만에 실패. 머스크는 예산 낭비를 의미있게 줄이지 못했고, 관세와 감세 정책에 반대했으며, 결국 정치를 그만두었음
- 긴축은 트럼프 대통령의 성향과도 맞지 않는 일. 트럼프 대통령은 대선 기간 동안 부채는 GDP대비 비율로 측정해야 하며 경제를 성장시켜서 부채비율을 낮추겠다는 비전을 언급. 1950년대 종전 후의 사례가 있기는 하나 그 때는 전쟁 이후 재정긴축을 진행하면서도 경제 성장이 나타났던 시대
- 금융위기부터 시작해 코로나-바이든 재정지출을 거치며 쌓여온 부채 문제. 복지지출까지 엮여 있어 대부분의 선진국이 같은 문제에 봉착. 문제는 인플레이션의 시대에 장기금리가 더이상 안정세를 보이지 않는 상황이 되었다는 것
- 미국 자산에 대한 신뢰가 깨지며 달러는 약세 유도에 성공. 스테이블 코인 도입 등으로 달러에 대한 신뢰는 유지 노력. 문제는 미국 자산에 대한 신뢰 하락으로 금리 상승한 상황에서 금리를 안정시키고 이자부담을 줄일 방법이 난망하다는 것

<그림4> 지난 해 미 연방정부의 이자지급액은 1조달러를 돌파. 금리 안정에 실패하고 있어 이자비용 부담을 줄일 방법이 난망



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림5> 미국 채권에 대한 신뢰가 급락하며 장기금리가 급등. 달러는 약세 전환. 달러 약세를 달성한 것은 좋으나 금리는 안정이 어려워짐



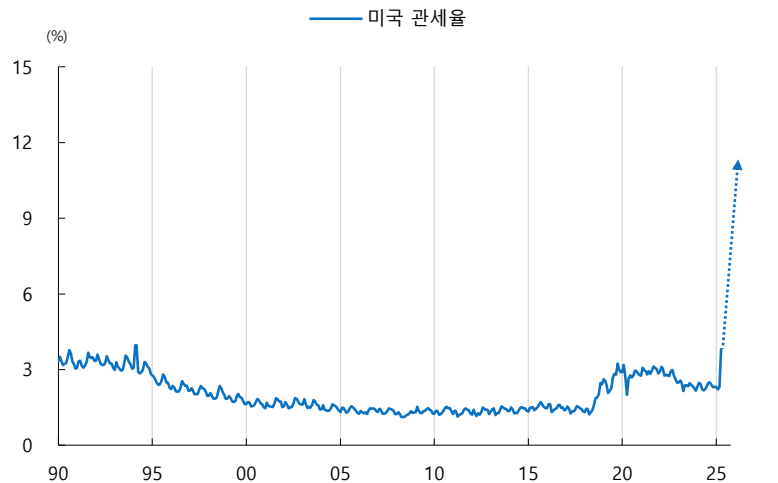
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

관세정책의 귀결

협상은 순탄치 않겠으나 어차피 관세율은 10% 초중반

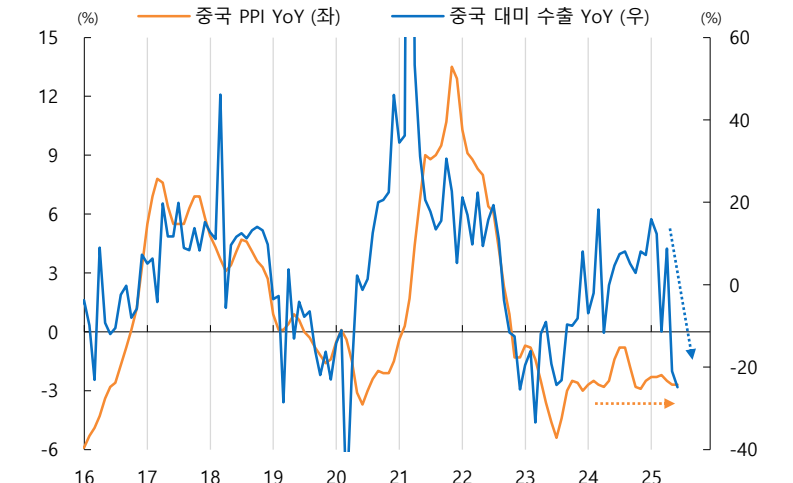
- 관세정책은 10%의 보편관세와 철강, 자동차 등 주요 산업에 대한 산업관세의 구도로 굳어질 것. 이러한 관세 체계는 트럼프 1기 대중 관세 부과 결과 중국을 대체할 국가로부터의 수입만 늘었고, 코로나 이후 공급망 확보 필요성 재인식되었기 때문. 이에 따라 관세율은 10% 초중반으로 결정될 전망
- 상호관세 협상은 미국이 후퇴하지 않는다면 지연될 것. 미국은 3분기 초까지 주요 국가들과 협상을 타결할 계획. 영국, 인도 등과는 협상이 순탄하지만 일본, EU 등 주요 대미 수출국가와는 협상 난항. 미국이 후퇴하면 원칙이 훼손되고 타결하자니 예외를 많이 인정해야. 일부는 조건부 장기화 전망
- 금융시장과 언론은 상호관세의 협상 과정에 대해 관심이 많겠으나 실제로는 관세 정책 자체의 불확실성은 낮아진다고 보아야 함. 협상과정보다 10% 초반의 관세가 경제에 어떤 영향을 미치느냐가 더 중요하게 될 것. 미중 합의보다 더 좋은 뉴스 나오기 어렵고 협상력 확보 위한 여지 확보함
- 중국과의 협상 역시 경기둔화와 패권갈등 속에서 장기화될 전망. 중국은 희토류, AI 기술 등 특히 패권 경쟁 부문에서 강경한 입장을 고수하고 있으나 수출 둔화, 고실업, 디플레이션 등 경제 위축 국면에 있다는 점은 중국의 선택지를 제한하는 요인

<그림6> 25년 3월 현재 실효 관세율은 3% 중반으로 집계. 올 하반기에는 10% 초중반 수준까지 상승할 예정



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림7> 중국은 사실상 디플레이션 상황이고 대미 수출 급감도 우려되고 있어, 협상에서 강경한 입장을 고수하고 있으나 녹록치는 않음



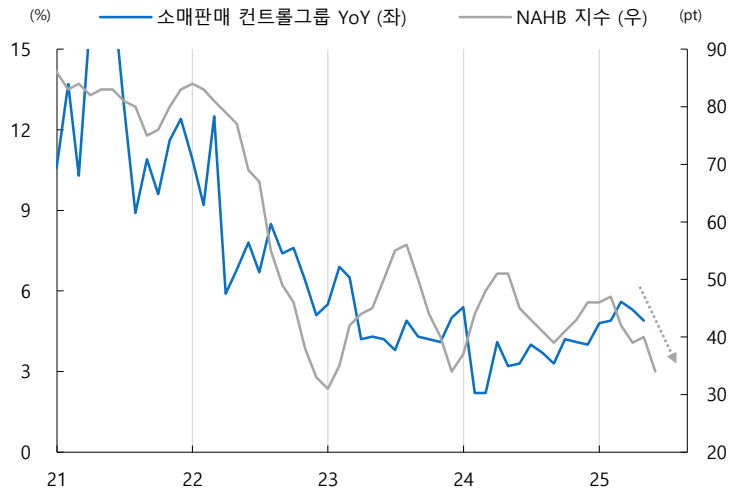
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

리세션 가능성은 낮아졌지만

그럼에도 소비 둔화와 수입 급락을 피할 수는 없을 것

- 관세 정책 후퇴로 리세션 가능성은 크게 낮아진 것으로 평가되고 있으나 관세 부담에 금리 부담까지 더해진 상황에서 소비가 유지되기는 쉽지 않을 것. 금리 안정에 실패한 결과 주택시장의 둔화세가 확산해졌고 이는 내구재 소비 둔화로 이어짐
- 소비 둔화와 1분기 중 쌓은 재고는 2분기 이후 미국의 재화수입 급감 및 아시아 국가의 수출 둔화로 이어질 것. 4월 미국의 수입은 급격하게 감소
- 관세의 영향은 글로벌 기업, 미국 기업, 미국 소비자가 각각 부담하게 될 것. 2024년 미국 총 재화수입은 약 3조 달러였으며, 10% 초반의 관세가 부과된다면 관세 부과 금액은 약 0.3조 달러로 이는 미국 총 소비의 2%가 채 되지 않아 감당할 수 있는 규모. 소비 둔화 정도에 그칠 가능성 있음
- 연속실업청구건수 등 일부 고용지표는 둔화되는 모습을 보이고 있으나 의미있는 변화가 확인되지는 않음. 고용 및 설비투자 둔화 여부는 추가로 확인해야 할 요인

<그림8> 관세 부과에 금리 상승 부담까지 더해져 내구재 소비 둔화는 피하기 어려울 전망



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림9> 미국 상품수입은 1-3월에 급등한 이후 4월부터 급락. 상호 관세 유예에도 미국의 수입 물동량의 회복은 확인되지 않고 있음



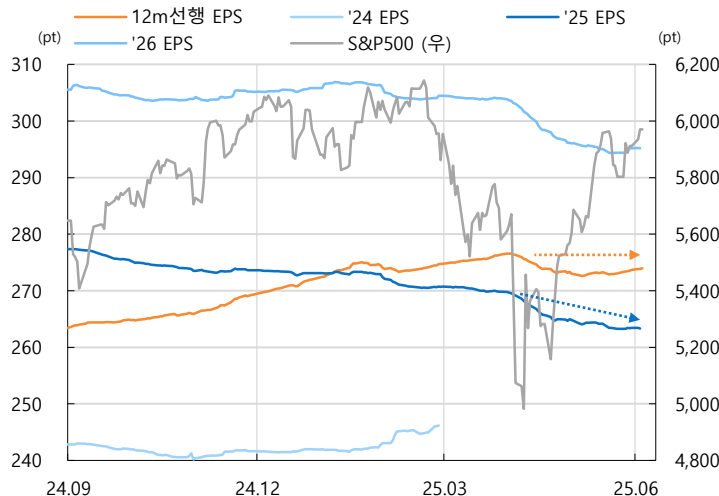
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

EPS는 정체 중, 고금리는 부담

소비재의 부진, 기술주의 반등

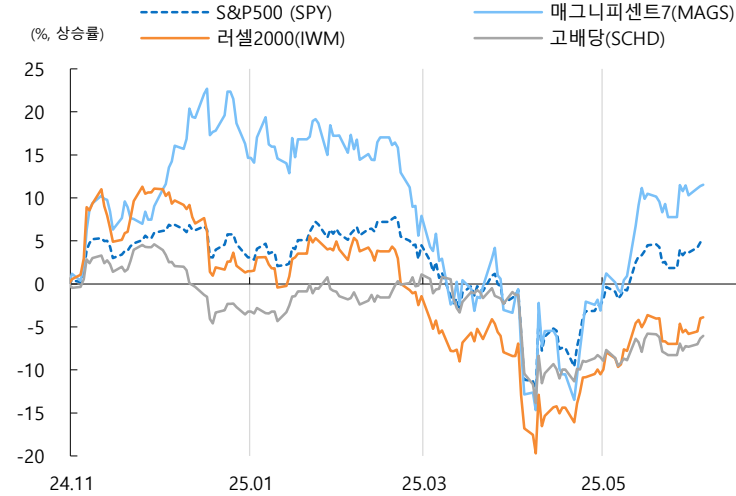
- 미 증시의 선행 12개월 EPS 추정치는 올해 들어 270pt 초중반에서 정체 중. 2년간의 호황을 지나온 탓에 올해, 내년의 이익에 대해서도 낙관론이 지배적이었음. 관세 부과 이후 추정치 하락하고 있음에도 내년의 이익 전망치는 YoY +13% 성장으로 높은 수준
- 밸류에이션 부담이 21-22배 수준으로 높은 상황에서 EPS 상승이 지연되면 증시의 상승은 쉽지 않은 상황. 올해 기업이익 전망치는 기술주는 유지되는 가운데 소비재 이익이 크게 둔화. 소비재 기업은 관세를 전부 전가시키기 어려우므로 이익 둔화를 피하기 어려움. 2-3분기 실적을 확인할 필요
- 연초 기술주 과열 우려로 급락하며 필수소비재 등 방어주들이 부각받았으나, 관세 부과 본격화되자 소비재는 관세 우려로 급락했고 기술주 반등 성공. 기술주 이익전망은 정체 중인데, AI 투자가 대부분 예상대로 진행되면서 연초의 우려는 벗어났으나 투자 진행 이외의 서프라이즈는 없는 것도 사실
- 고금리와 내수 둔화 부담으로 연초 기대되었던 러셀2000 지수 등 중소형주도 약세. 금리의 문제가 단기간 내 해결되기 어려울 것으로 고성장주, 중소형주, 고배당주 등 저금리 수혜주는 고금리의 부담을 지고 가야 할 것

<그림10> 선행 12개월 EPS는 올해 들어 270pt 초중반에서 정체 중. 내년 이익에 대한 기대도 과도하게 높을 수 있어 우려됨



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림11> 연초 기술주 급락했으나 오히려 기술주 관세 대피주로 확인되며 소비재 약세. 고금리와 경기 부담에 중소형주, 고배당주 약세



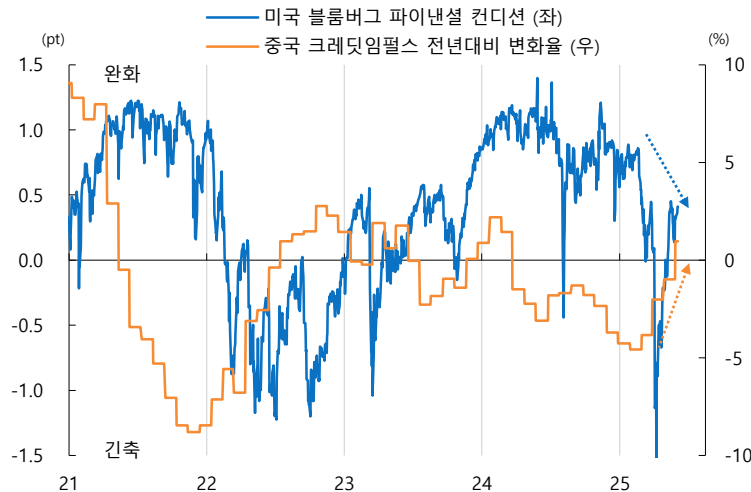
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

금리, 물가, 통화정책

미국에 대한 신뢰는 약해졌고, 연준은 빨라야 연말에야 인하를 시작할 것

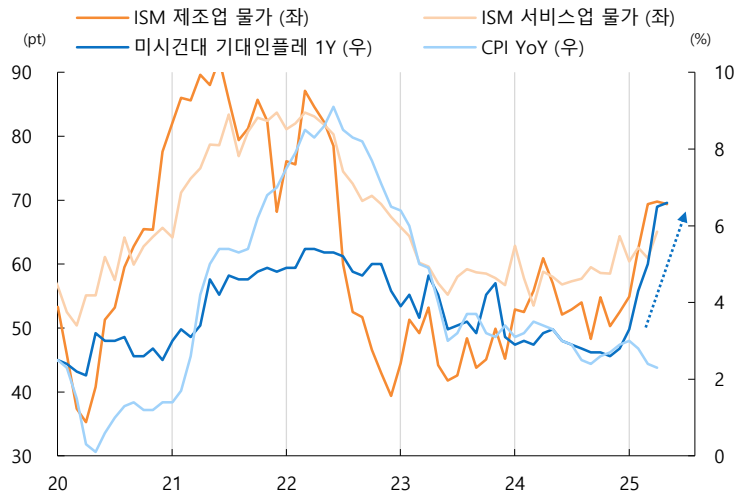
- 관세 영향으로 경기 둔화되자 캐나다, 중국, 한국 등 주요 국가는 금리 인하로 대응. 한편 미국 및 선진국 장기금리가 급등하며 유동성 환경이 악화되고 있는 상황. 비 미국 주식의 강세는 달러 약세로 인한 비 미국지역으로의 자금 유입 정도로 판단됨
- 실제로 소비자 물가는 기대인플레이션만큼 큰 폭 오르지 않는 것임이나 관세 영향을 확인하면서 사후적으로 움직이겠다는 것이 연준의 입장. ISM 가격지수 등 많은 서베이 지표도 가격 상승을 우려. 연준의 금리인하는 빨라야 연말 즈음에나 가능할 것
- 재정적자의 문제는 해결하지 못한 채, 결국 하반기 들어 미국 경기가 본격적으로 하강하고 나서야 장기금리는 다소 안정될 것으로 전망

<그림12> 중국 크레딧임펄스 반등하는 등 관세 피해 국가들의 완화 정책이 나타나고 있으나 선진국 장기금리 전반이 높아진 것이 부담



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림13> 소비자 물가는 기대인플레이션만큼 큰 폭 오르지 않는 것임이나 연준은 관세 영향을 확인하면서 사후적으로 움직이겠다는 입장



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

올해는 전고점 이하에서 정체

올해는 정체, 내년은 회복?

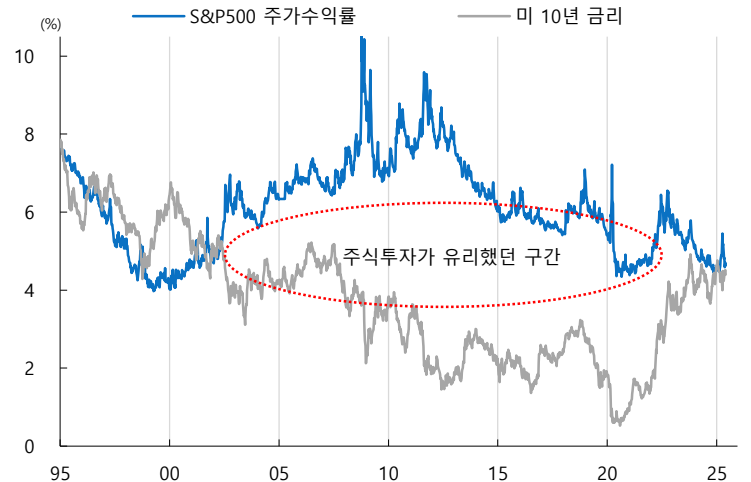
- 올해를 2018년과 비교하는 시각도 많은데, 당시보다 금리와 물가와 밸류에이션은 높고 성장은 의심스러워 2018년보다 더욱 취약한 상황. 연말까지의 EPS와 밸류에이션을 고려하면 S&P500 지수는 5,500-6,000점도의 범위 내에서 움직이는 것이 적절한 수준
- 올해는 지난 2년간의 랠리를 지나고 맞는 상승장 3년차로 원래 증시가 오르기 쉽지 않은 구간. 문제는 올해 정체 이후 내년에 다시 상승추세를 회복할 수 있겠느냐는 점. 관세-반세계화-기업이익 둔화와, 감세-부채문제-장기금리 상승은 증시 상승을 제한할 요인
- 장기 우상향의 조건이 흔들리는 상황에서 트럼프 정책 리더십의 후퇴는 증시에 긍정적인 요인으로 작용할 것. 레이건 이후 하원 중간선거를 이기는 대통령은 없었으며, 2019년 트럼프 대통령도 중간선거 패배 후 하원의장 낸시 펠로시에게 정책의 많은 부분을 견제당함
- 장기적으로는 금리 및 부채, 물가 및 지정학적 갈등, 증시 고평가의 문제가 해결되어야 증시의 장기 우상향이 재개될 것. 그 전까지는 기대수익률을 낮추고 트레이딩 관점에서 접근해야 할 것

<그림 14> 연말까지의 EPS와 적정 밸류에이션을 계산하면 S&P500 지수는 5,500-6,000pt 범위 내에서 움직이는 것이 합리적

		EPS 추정치		
		263 25년 추정치	275 선행 12개월	296 26년 추정치
P/E 배수	18	4,734	4,950	5,328
	20	5,260	5,500	5,920
	22	5,786	6,050	6,512

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 15> 금리 충분히 낮아지거나 증시 충분히 저렴해지기 전까지는 미 증시에 대한 기대수익률을 낮추고 트레이딩 관점에서 접근해야 할 것



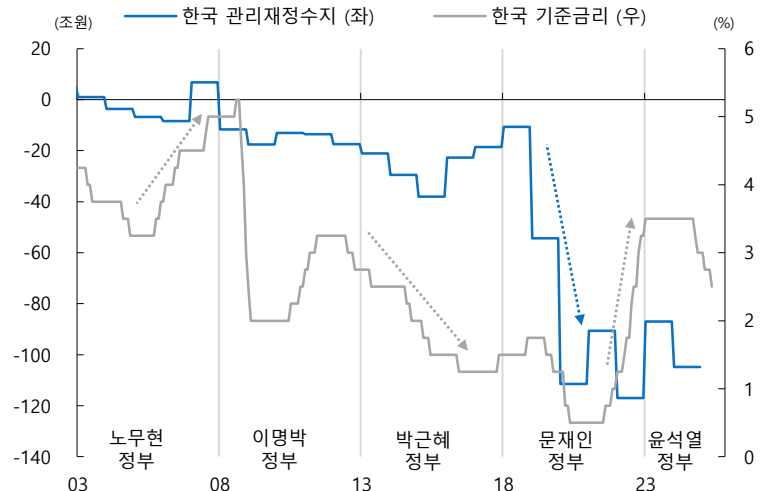
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

강력한 재정정책의 시대

돈을 쓸 역량도 명분도 있다. 규모는 어차피 크니, 대상을 고민하라

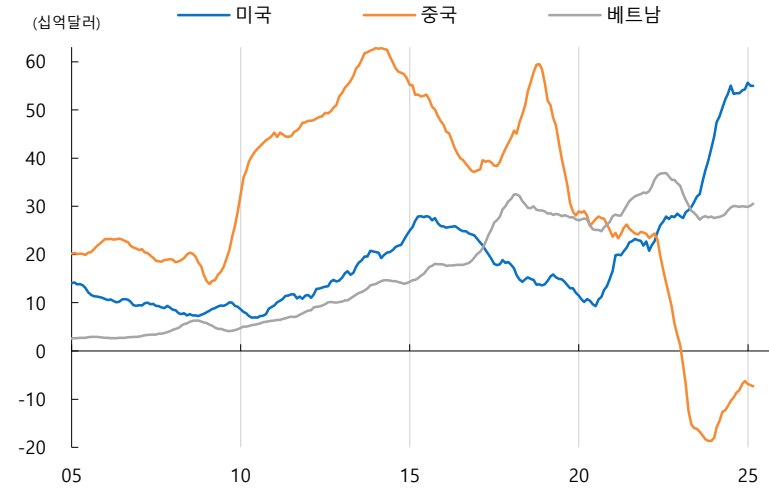
- 미국과 마찬가지로 한국도 정책이 경제를 이끄는 시대가 될 것이나 트럼프 정책이 증시에 부정적인 것과는 달리 이재명 정부 정책은 증시에 긍정적. 이재명 정부의 정책 본질은 강력한 재정지출과 정부가 주도하는 산업정책으로 특징지어질 것
- 미국의 관세 부과와 중국의 기술 약진으로 한국의 수출경쟁력은 하락했고, 코로나 부양 효과 소멸되고 계엄령 사태를 지나면서 내수는 극심한 부진에 빠진 상황. 재정 지출의 필요성이 어느 때보다도 커졌음
- 시대적 필요성, 대통령 성향, 집권 여당의 성향이 강력한 재정정책을 이끌 것으로 전망됨. 2차 추경으로 40조원이 언급되는 등 지출 규모 거대화. 전통적으로 민주당계 정부는 통화정책보다 재정정책을 선호. 이번 정권도 부동산 가격 부담에 금리인하보다 재정정책을 우선할 것
- 이재명 대통령은 실용주의적 관점에서 경기와 증시부양을 정치적 이념보다 우선할 것. 탄핵 이후 탄생한 이재명 대통령은 강력한 권한을 확보. 국회도 민주당이 장악하고 있어 상법 개정, 재정지출 등을 결의할 정치적 과정은 순탄할 것

<그림16> 전통적으로 민주당계 정부는 통화정책보다 재정정책을 선호. 이번 정권도 대규모 추경 지출 추진하는 등 재정정책을 우선할 것



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림17> 중국 기술 약진으로 대중 무역수지는 적자 전환되었고 미국은 관세 부과. 무역 의존도 높은 한국에 미국의 관세부과는 큰 타격



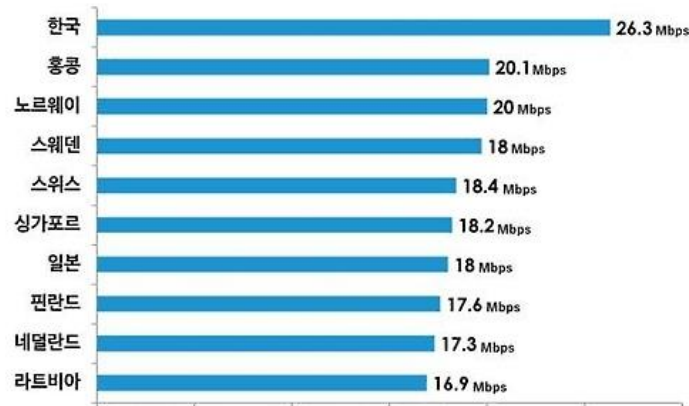
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부 (12개월 rolling)

AI 투자에 집중될 산업정책

김대중 정부가 broadband를 깔아서 한국의 IT를 앞당겼듯이

- 주식투자자들이 관심있게 보아야 할 재정지출은 내수부양보다는 산업정책. AI 혁신이 늦었다는 반성이 있는 상황에서 정부의 산업정책은 성장을 제고를 위한 기초기술, AI 기반 투자에 집중될 것
- 박근혜 정부의 창조경제 정책은 2010년대 저성장 국면을 타개하려는 노력으로 스타트업 창업과 청년 고용을 지원한 부분이 긍정적이었으나, 정부가 VC처럼 투자해 기초기술보다 비즈니스모델에 집중했다는 아쉬움이 남기도
- 김대중 정권에서는 손정의의 건의를 받아들여 전국에 broadband 망을 설치한 결과 한국 IT의 발전을 앞당겼다고 평가받음. AI 투자의 적기를 놓친 상황에서 이번 정부 투자는 김대중 정부의 산업정책과 비슷한 양상을 따라갈 것으로 생각됨
- AI 관련 데이터센터와 관련해서는 정부주도 GPU 투자, 데이터센터 공동 구축, 소프트웨어 솔루션 개발 등의 정책이 예상되며, 한국의 제조업 역량과 AI 기술이 융합될 피지컬 AI(로봇) 부문에서도 정부주도 투자가 이루어지며 현대차 그룹의 보스턴 다이내믹스를 비롯한 관련 기업들의 수혜 전망

<그림18> 김대중 정권에서 전국에 broadband망 설치 서두른 결과 한국 IT 발전이 앞당겨졌고 인터넷 속도는 세계 최상위 수준이 되었음



2016년 3분기 인터넷 평균 속도 상위 10개국

(자료: 아카마이)

자료: 연합뉴스

<그림19> 신정부의 AI 투자는 데이터센터 뿐 아니라, 제조업 역량과 AI 기술이 융합될 피지컬 AI(로봇) 부문에도 집중될 것



자료: 산업통상자원부

기대 많은 증시부양정책

상법 개정과 지배구조 개선은 가능성이 대단히 높으나, 배당 과세 완화에 대한 기대는 낮추자

- 이재명 대통령 본인이 증시에 대한 이해도가 높다고 평가받고 있으며, 실제로도 KOSPI 지수 5,000pt를 언급하는 등 증시 부양에 대한 의지를 표명. 의회 다수당 등 강력한 리더십을 확보하고 있는 것도 상법개정 등 지배구조 관련 정책의 시행 가능성을 높이는 요인
- 지배구조 관련 정책은 지주회사의 중복상장 제한, 자사주 소각 의무화, 지배구조 불투명 기업의 개선 요구 등이 예상되어 저 PBR 기업의 재평가로 이어질 가능성이 대단히 높음
- 배당분리과세 한도 확대, 상속세 감면 등의 세제혜택을 기대하는 시각도 있으나 이는 고소득층 감세라는 비판이 있어 현실성이 낮을 수 있음. 세제혜택은 직접투자보다는 펀드 등 간접투자에 집중될 것
- 윤석열 정부의 밸류업 정책이 결과적으로 고배당 주주환원 주식의 재평가로 귀결되었다면, 이재명 정부의 증시부양정책은 지배구조 개선 가능성 주식의 재평가로 귀결될 전망

<그림20> 이재명 대통령의 증시 관련 발언은, 상법, 집중투표제, 저 PBR 기업, 자사주 소각 등 지배구조 개선과 관련된 내용이 많았음



자료: 한국경제, iM증권 리서치본부

<그림21> 코스피 5,000 시대를 공약한 이재명 대통령



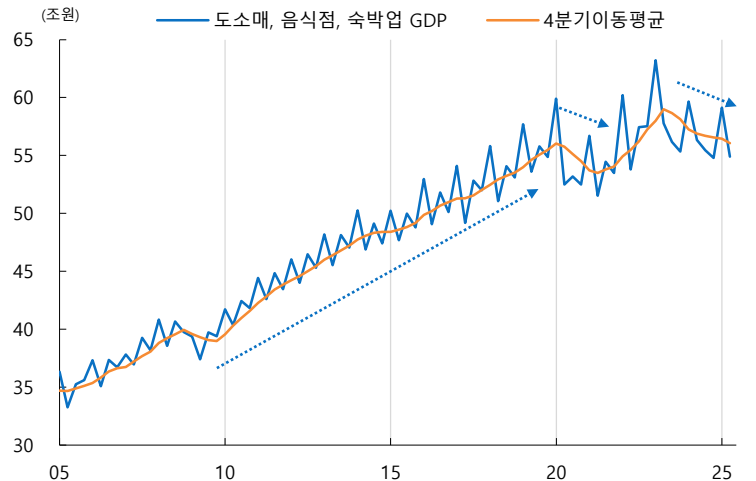
자료: 연합뉴스, iM증권 리서치본부

내수부양정책과 실용외교정책

이념보다는 실리를 우선하는 정책방향과 내수의 기저효과가 만날 때

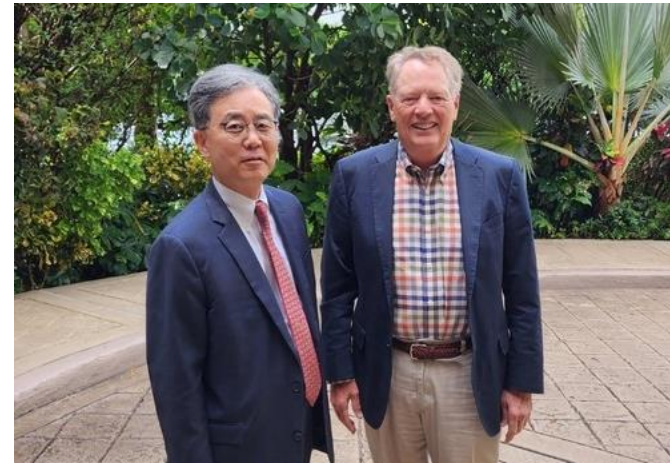
- 내수 부양은 추경 등 소비 진작을 이끌 정책과, 지난 해 하반기의 기저효과가 큰 상승효과를 만들어 낼 전망. 2차 추경은 빠르게 추진될 것이고 금액도 40조원 이상으로 증액 가능성 큼. 지역화폐 등 소비 보조금, 자영업자 부채 축소, 기본소득 정책과 출산율 제고 정책의 연계 가능성 등이 예상됨
- 이는 원화 강세, 기준금리 인하, 부동산가격 반등 등의 제반사항과 함께 내수소비의 강력한 회복을 이끌 전망. 강력한 재정지출, 부동산 가격 상승의 부작용으로 증세 가능성을 우려하기도 하나 추후의 일이 될 것
- 외교정책에는 이념보다는 실리를 우선하는 실용외교의 방향이 긍정적 역할을 할 것. 미국과는 과거 한미 FTA 협상팀의 관세 협상이 기대되는 가운데 방위산업, 조선, 에너지 등에서 협력이 지속될 것으로 전망
- 중국과의 관계는 빠르게 개선될 전망으로 대 중국 소비재, 엔터/미디어/게임 등 관련주의 수혜가 예상. 한한령 완화, 단체 관광객 입국 등이 기대되며, 의료관광, K-컨텐츠 등 경쟁력 높은 관련업종의 수혜 기대

<그림22> 내수 부진 상황 지속되고 있는데 추경 등 소비 진작 정책과 지난 해 하반기의 기저효과가 큰 상승효과를 만들 전망



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림23> 한미 FTA 협상팀 이끌었고 라이트하이저와 친분이 있는 김현중 전 통상교섭본부장 신정부에 참여해 한미 무역협상 이끌 전망



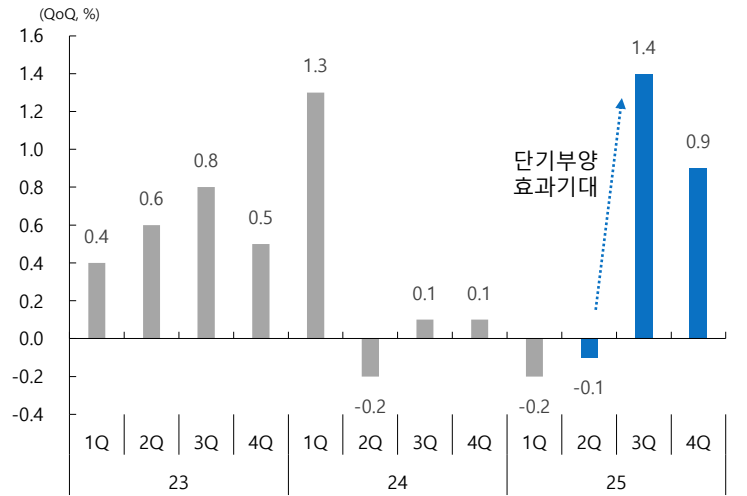
자료: 연합뉴스, iM증권 리서치본부

주식시장이 이재명 정부에 환호하는 이유

경기는 부양하고 코리아 디스카운트의 문제는 다시 풀기 시작

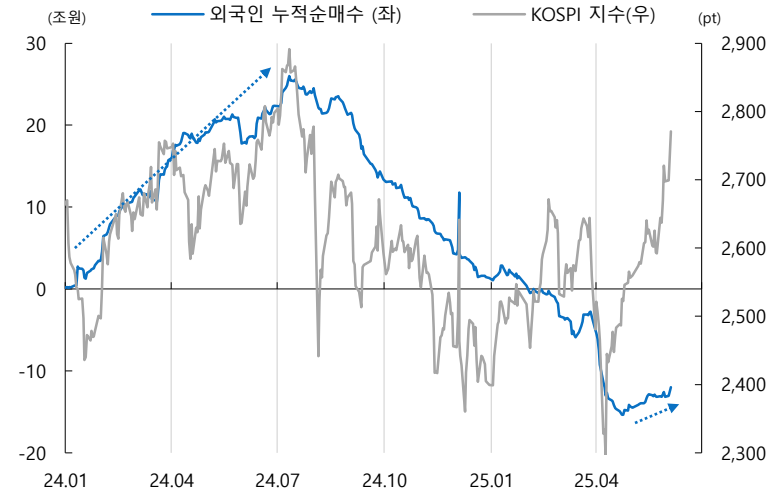
- 상반기 내 관세 이슈를 소화하며 박스권을 유지하던 KOSPI 지수는 대선을 앞두고 급등해 2,700pt를 단숨에 돌파. 글로벌 투자자들이 이재명 정부의 경기부양책과 증시부양책에 환호하는 것. 특히 빠르게 집행될 대규모 추경은 경기부양 기대를 높여
- 추경 등 경기부양책은 당장의 경제활성화에 도움이 되나 결국은 지나가게 될 요인. 재정지출이 산업정책에 집중되며 잠재성장률을 끌어올릴 수 있다면 긍정적이겠으나 지금으로서는 판단하기 어렵고, 주식시장에 반영하기도 어려우며, 당장의 재정지출은 소비부양책에 집중될 것으로 보임
- 지배구조 개선, 상법개정 등 증시 관련 정책은 분명 코리아 디스카운트 해소에 긍정적. 신정부의 강력한 리더십도 기대를 모으게 하는 요인. 밸류업 정책에서부터 시작된 한국의 증시 부양 정책이 정권 교체에도 불구하고 이어진다는 평가

<그림24> 추경 등 경기부양 정책과 기저효과로 하반기 GDP성장률은 큰 폭 상승할 전망



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림25> 24년 밸류업 정책 시행 시기 외국인 순매수는 30조원까지 유입되었음. 이번에는 아직 본격적인 유입은 나타나지 않고 있음



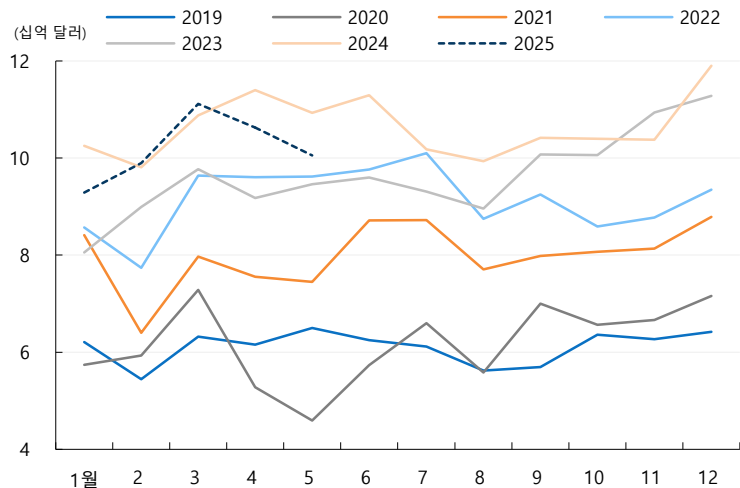
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

피하기 어려운 수출 둔화와 이익 하강

미국향 수출은 벌써 꺾이기 시작

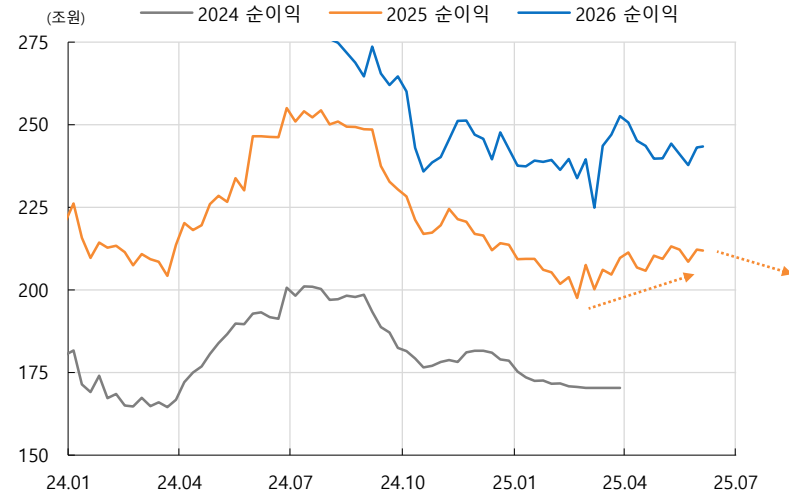
- 하반기 미국향 수출 둔화와 이에 따른 이익 하강의 문제는 피할 수 없을 것. 관세는 현재 보편관세 10%에 자동차 25%, 철강 50%의 산업별 관세가 부과 중이며 반도체, 의약품도 관세 부과 대상. 이에 자동차 수출 둔화가 확인. 관세협상이 아직 마무리되지 않아 관련 불확실성도 남아있는 상황
- 미국의 재화소비는 둔화되는데 미리 쌓아놓은 재고를 소화할 시간도 필요. 관세 영향이 평가에 반영되는 중인데 아직 기업 이익추정치에는 반영이 미비한 것으로 판단됨. 2분기 들어 강세 전환한 환율도 이익에 부정적인 요인. 4월부터 대미 수출의 둔화가 확인됨
- 2분기 실적을 확인하며 이익전망치는 큰 폭 둔화될 전망. 내수주와 수출주의 이익 모멘텀 변화도 나타날 것

<그림26> 대 미국 수출은 4월부터 둔화되기 시작해 5월에는 YoY -8% 감소가 확인됨. 자동차의 관세 영향이 큰 것으로 파악됨



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림27> KOSPI 지수 이익전망치는 1분기 호실적 발표 후 잠시 상승했으나 2분기 실적 확인과 함께 둔화될 전망



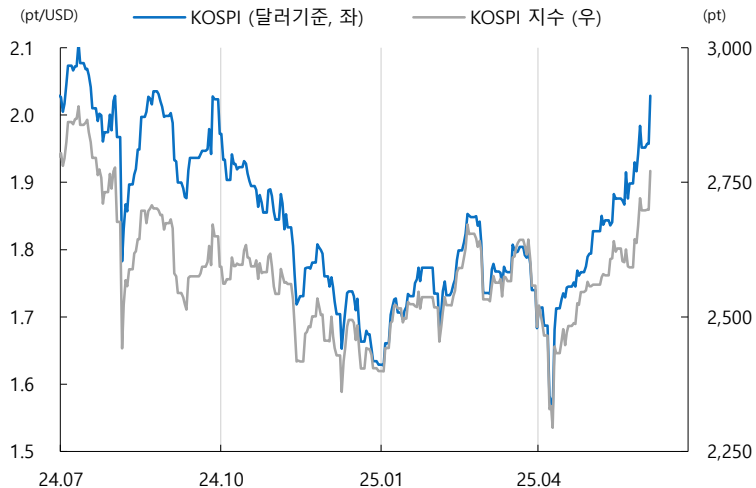
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

지수가 더 상승하기는 벅찬 KOSPI

지수보다는 정책 수혜를 기대

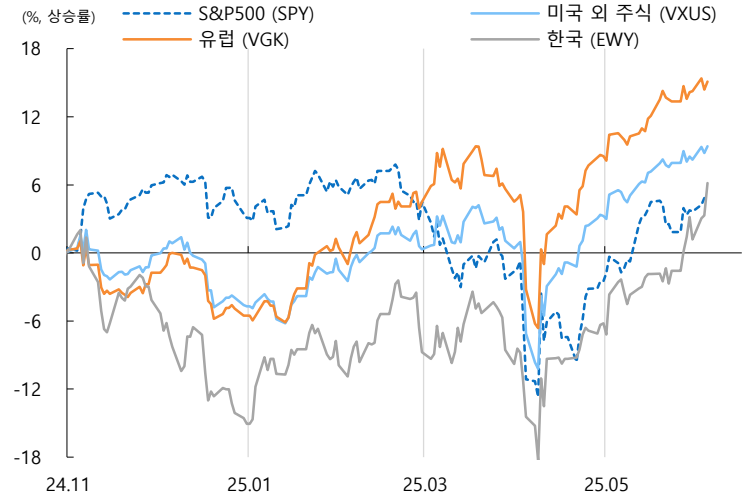
- 이재명 정부의 재정부양정책은 문재인정권의 경기 부양정책과 비슷하고, 지배구조 개선 정책은 윤석열 정부의 밸류업 정책과 비슷한 점이 있음. 과거 사례와 마찬가지로 외국인 투자자는 일단 긍정적으로 평가하고 자금 유입될 가능성이 있음
- 문제는 수출 하강에 따라 기업 이익이 둔화되는데 지배구조 개선, 내수 부양으로 지수 밸류에이션은 상승한다는 아이러니. 대선 이전부터 신정부 정책 기대감과 원화 강세 가능성으로 1개월간 증시가 빠르게 랠리한 만큼 지수 상승에는 한계가 있을 것으로 생각. 지수 밸류에이션은 선행 P/E 9.2배로 저평가의 영역은 벗어난 상황
- 하반기 증시는 신정부 정책 기대감 및 경기 부양책을 먼저 반영하며 2분기 말-3분기 초 강세를 보인 후, 하반기가 진행될수록 미국 소비 및 수출 둔화를 확인하며 정체될 것으로 전망. 하반기 KOSPI 지수 밴드 2,500 - 2,850pt 제시

<그림28> 원화 강세에 기초로 달러 기준 코스피 궤적은 훨씬 더 상승해 24년 4분기 초 고점 수준에 다다랐음



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림29> 미국 외 주식 트럼프 당선 이후 고점 갱신하는 등 글로벌 주식 강세가 상당 폭 진행된 탓에 하반기 조정 가능성을 배제할 수 없어



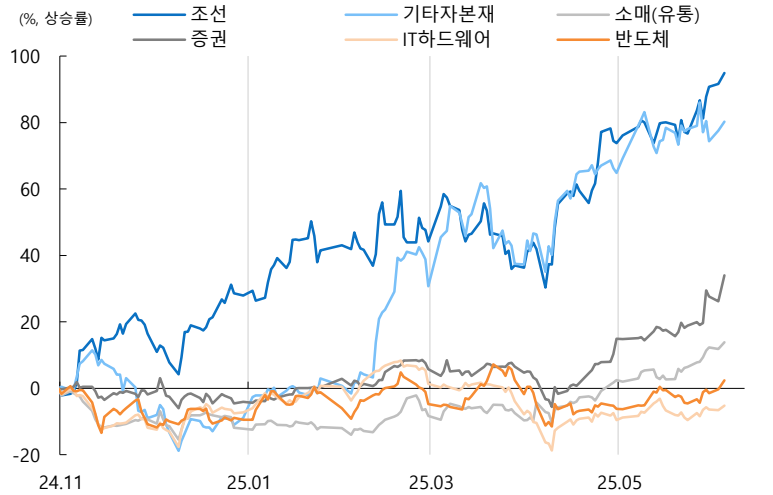
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

극심해지는 업종간 주도주 다툼

관세 정책 vs. 글로벌 정책 vs. 신정부 정책

- 정책은 집행되는데 증시의 상승이 지지부진해지면 결국 업종 로테이션으로 반영될 것. 상반기 국내 주식시장의 업종별 쏠림이 극심했는데 이러한 주도주간의 다툼은 하반기에도 지속될 전망
- 상반기 주식시장은 관세 수혜주(엔터/미디어, 조선/방산)의 승리, 관세 피해주(반도체/자동차/2차전지)의 패배로 시작. 이는 관세 수혜주가 글로벌 정책 수혜주(조선/방산/원전)으로 변화하며 추가 강세를 보였고, 관세 피해주 역시 관세 협상 진전으로 반등을 시도. 5월 이후에는 국내 정책 수혜주(지주/증권/내수)가 급등하며 지수 강세
- 하반기에도 정부정책의 모멘텀이 이어지며 지주/증권/내수 등 정책 관련주의 강세가 당분간 지속될 전망. 정부정책 수혜주 주도 국면에서 기존 주도주인 조선/방산/원전 등 글로벌 정책주의 차익실현이 나타날 수 있음. 국내 정책 모멘텀 둔화되고 수출 둔화세 확인되며 주도주 공백이 나타난다면 조선/방산 등 글로벌 정책주가 재차 강세를 보이는 주도주의 순환매 양상이 나타날 것으로 전망

<그림30> 조선/방산이 주도주로 랠리하는 가운데, 관세 유예 이후 반도체 등 관세 피해주도 반등을 시도했으나 5월부터는 대신 수혜주가 강세



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림31> KOSPI 선행 P/E는 9.2배로 싸지는 않은 수준에 진입. 지수 상승이 둔화되면 다시 업종 로테이션이 나타날 것



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

지배구조 개선, 내수주/중국소비주, 산업정책 수혜주부터 사자

일단 신정부 수혜주가 나선다

- 신정부 정책의 핵심 요인은 1)경기부양, 2)지배구조 개선 및 증시 부양, 3)AI 투자 등 성장률 제고 위한 산업정책, 4)실용 중립 외교로 정리됨. 이에 따라 정책 수혜주도 결정될 것
- 지배구조 개선, 상법개정 수혜주는 정책 및 입법 추진 과정까지는 무리없이 지속 상승할 전망이나 점차 입법과정에서의 논란, 정책 모멘텀 둔화, 어닝 없는 기업의 밸류에이션 부담 등으로 인해 차익실현 압력에 처하게 될 것
- AI 산업정책의 수혜는 대형주보다는 중소형주에 집중될 전망. 인터넷/소프트웨어, AI 인프라, 로봇 등에서 수혜주를 찾을 수 있을 것
- 중국과의 관계 개선으로 한한령 해제 예상됨에 따라 미디어 등 관련주 수혜 전망. 관광객 입국 확대되며 관련 소비재 수혜 기대. 중국 소비경기 자체는 부진한 상황으로 시장 규모보다는 소비자 취향에 부합하는 기업을 선택할 필요가 있다고 판단됨

<그림32> 정책이 얼마나 신속하게 처리되느냐에 따라 주도 업종의 지속 기간이 결정될 예정. 정책이 지지부진해지면 주도주도 바뀔다

이재명 "상법개정안, 취임 2~3주 안에 처리... 보완해서 더 세계"

속고 2025-08-02 18:27

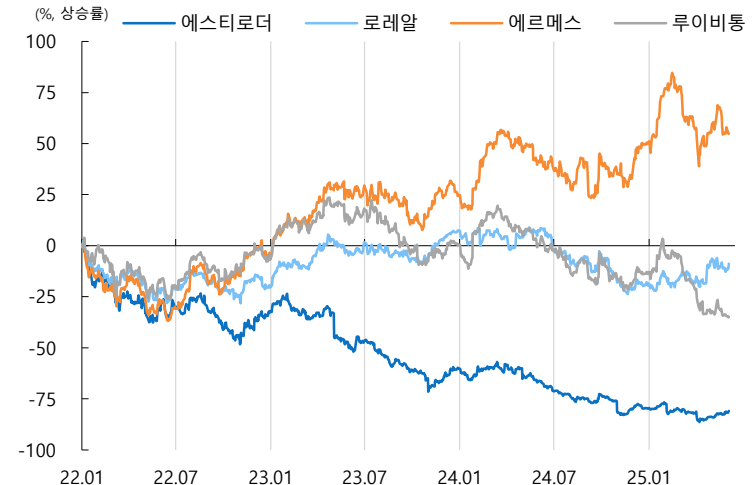


"부정거래-주거조정 문제, 최고령으로 다스린다 한 미디어 해결 가능"



자료: 연합뉴스, iM증권 리서치본부

<그림33> 주요 중국 소비 관련 명품 기업 주가. 대부분 주가 부진한 편. 중국 소비 자체보다는 소비자 취향에 부합하는 기업 선택이 필요



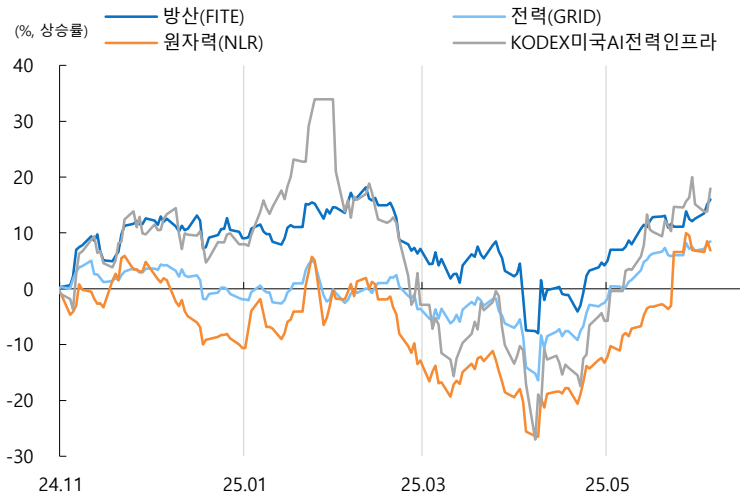
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

대안이 없으면 가는 글로벌 정책주

분위기 다운되면 다시 돌아오겠다

- 방산, 조선, 전력 등 산업재 전반 기업의 주가가 큰 폭 상승한 상황. 세상의 변화와 부합하는 업종으로 글로벌 정책주라 명명하겠음
- 해당 산업재의 시가총액이 대단히 많이 올라와서 부담이 되나, 수주산업의 특성 상 밸류에이션은 천차만별이고 방향은 부합하는 상황에서 투자 대안이 없을 때 자금 유입이 해당 업종에 쏠렸음
- 글로벌 테마 ETF 투자가 확대되며 상승 추세의 지속 기간이 확장되었고, 밸류에이션은 세계 peer 기업간에 서로를 끌어올리는 방향으로 작용
- 호재는 자주 나타나지만 가격 부담이 높은 상황. 대안이 없을 때의 대안으로 작동했는데 신정부 정책주라는 대안이 생겼으므로 일단 신정부 수혜주로 먼저 가는 것이 맞다고 봄. 신정부 정책 모멘텀이 둔화되고 차익실현 욕구가 확대되는데 별다른 대안이 없으면 다시 산업재의 랠리가 재개될 전망

<그림34> 방산/전력 등 글로벌 정책주의 강세는 글로벌 테마 ETF의 자금 유입에 기인한 측면도 있음. 상승 추세의 지속 기간이 확장



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림35> Meta는 전력의 안정적 공급을 위해 콘스틸레이션에너지 원전에 투자하기로 하는 등 관련 산업의 호재는 계속될 예정



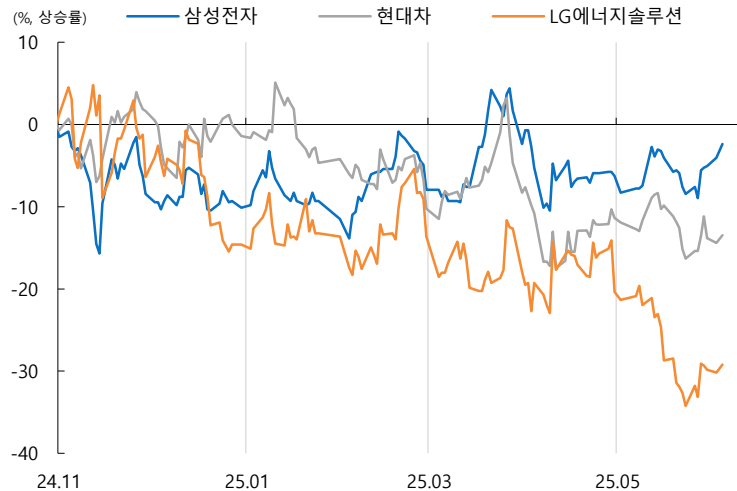
자료: Bloomberg, Wikimedia, iM증권 리서치본부

대미 수출주는 결국 경기나 관세가 해결되어야

반도체/자동차/2차전지 등 수출주는 나중에 보자

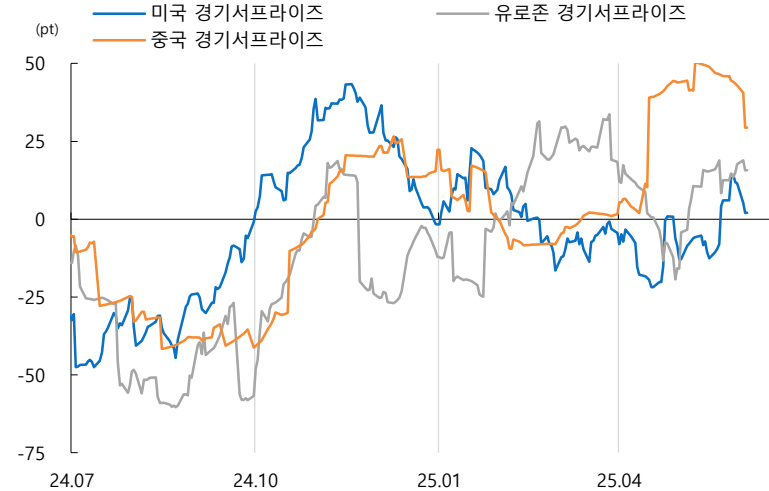
- 관세 우려, 경기 둔화 가능성으로 삼성전자, 자동차, 2차전지 등 시가총액 초대형 수출주의 성과는 트럼프 당선 이후 부진을 면치 못함
- 증시의 추가 상승을 저울질하는 상황에서 해당 수출주의 반등 가능성이 고민되기도
- 그러나 미국에서 소비경기 둔화가 이제서야 시작된 상황이고, 아시아 국가의 수출 절벽도 예상할 수 있는 부분. 글로벌 경기가 의미있게 개선되기 전까지는 초대형 수출주의 강세는 나타나지 않을 가능성이 높음
- 미국은 재정적자 상황에서도 감세를 추진하고 있어 반대급부로 보조금 지급은 큰 폭 삭감하고자 함. 2차전지와 반도체 보조금 기대감 낮춰야
- 관세 영향이 마무리된 후 글로벌 증시 개선 가능성이 논의될 때가 되어야 해당 업종의 랠리 가능할 것

<그림36> 삼성전자, 자동차, 2차전지는 트럼프 당선 이후 약세를 면치 못했음. 글로벌 경기 개선 없이는 해당 업종 반등은 미미할 전망



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

<그림37> 대형 수출주는 관세 영향이 소화되고 글로벌 경기가 개선된 다음에야 상승세를 회복할 전망



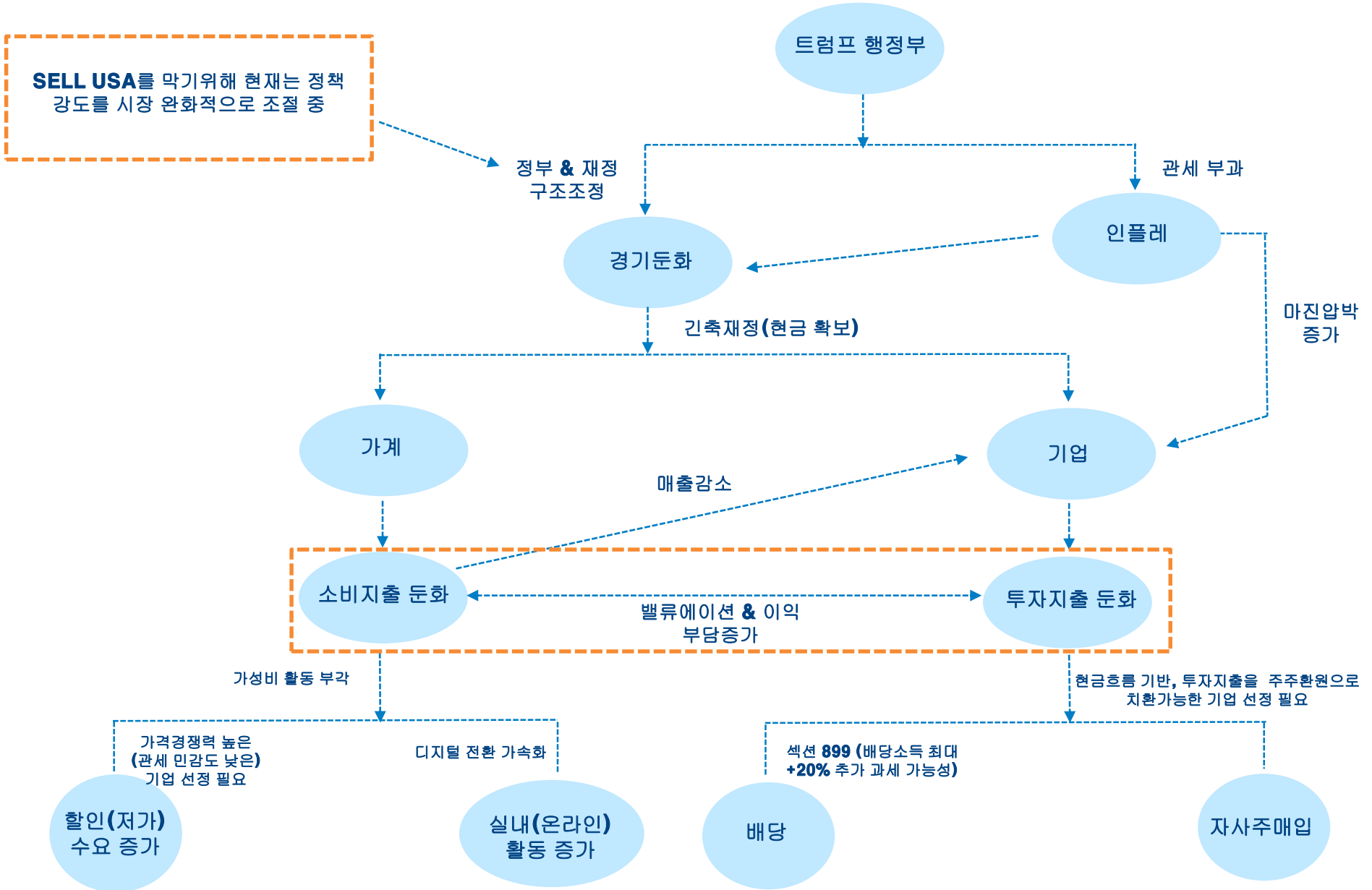
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부



[해외주식]

본격화된 관세, 가성비 테마에 주목

미국을 견인한 소비와 투자의 둔화: 이제 기업 경쟁력은 가성비와 주주환원에서 찾아야 한다

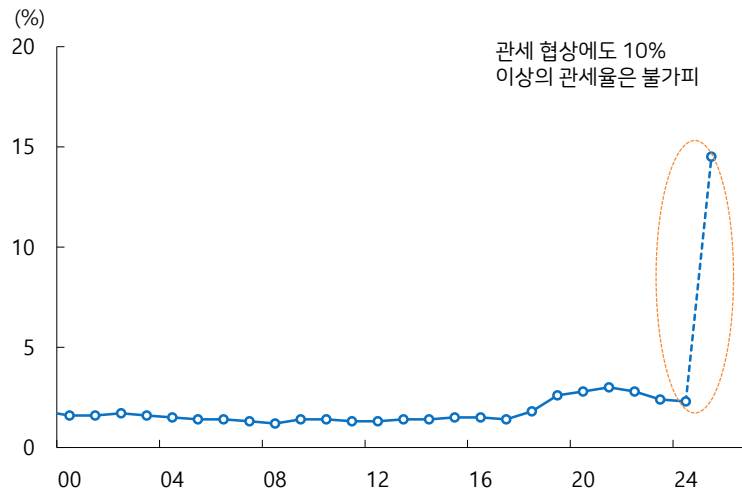


하반기 시작되는 관세 영향력

상반기 선행수요의 되돌림은 불가피

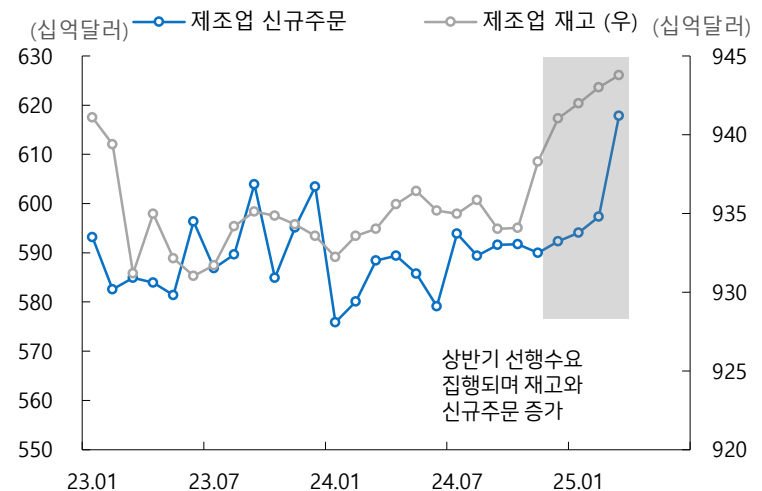
- 4월 중순 이후 트럼프 행정부는 관세협상 기조로 전환했고 특히 갈등 확대가 예상되었던 중국과의 회담도 긍정적으로 진행 중
- 이처럼 관세 협상 진전 기대감 증가하고 있음에도 주목할 점은 보편관세 10% 및 산업관세 등 적어도 이전보다 높아진 레벨의 관세가 불가피하다는 사실
- 지속적인 관세 유예로 하반기를 대비한 선주문 선수요가 미리 집행되고 있어 향후 역 기저 현상 우려됨
- 상호관세는 7월, 대중 관세는 8월로 유예된 상황에서 긍정적인 관세협상이 지속될 지 여부에도 주목할 필요
- 결국 관세로 인한 경기부담은 불가피하며 불확실성이 길어질 수록 경기둔화의 폭은 확대될 수 있음에 유의할 필요

<그림1> 관세협상 기대감에도 여전히 과거대비 높은 레벨의 관세는 불가피한 상황



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림2> 미국 제조업 신규주문 및 재고 추이: 선행수요 영향으로 상승세 뚜렷



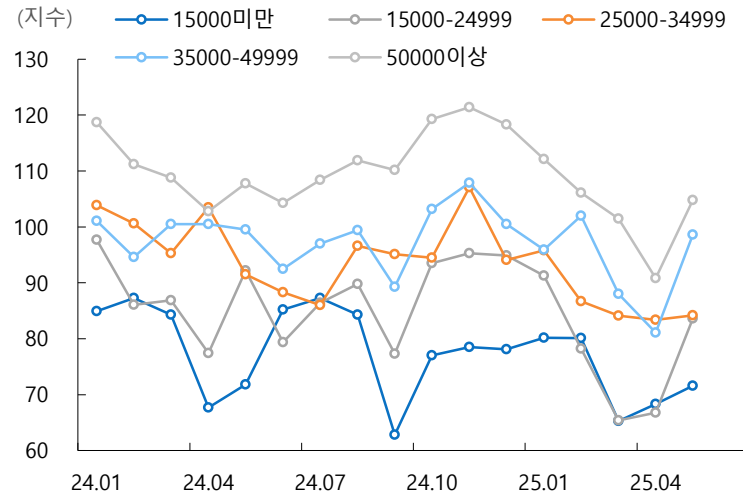
자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

소비의 둔화: 가성비 수요의 증가

저소득층에서 중산층까지 넓어질 가성비 수요

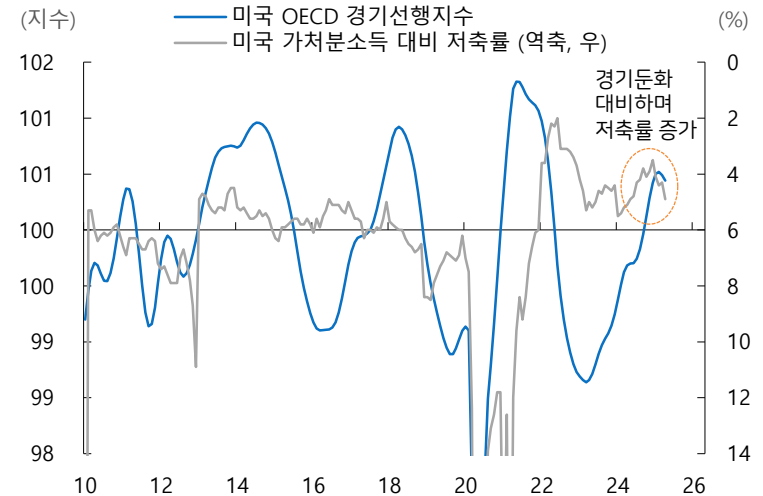
- 하반기 관세 영향력이 본격화되면서 소비 둔화가 예상되며 반대로 가성비 상품의 수요가 증가할 것으로 전망
- 최근 반등했지만 미국 내 전반적인 소비심리 하락은 지속될 것으로 보이며 절대 레벨은 저소득층이 가장 부진하지만 중 저소득층의 소비심리 낙폭이 보다 큰 상황. 가성비 제품에 대한 수요가 저소득층에서 중산층까지 확대될 가능성 높다는 판단
- 여기에 더해 경기둔화에 대비하여 미국 내 저축률이 증가하는 모습 나타나고 있고 이는 곧 소비가 줄어 들 것임을 암시하고 있음
- 특히 관세로 인한 가격상승에 민감하게 반응할 것으로 보이며 반대로 관세 민감도가 낮은 상품의 선호가 예상됨

<그림3> 컨퍼런스 보드 소득분위별 소비심리 추이: 중 저소득층의 소비심리 둔화 폭이 큰 상황으로 저가 제품 시장에 대한 중산층 수요 증가 전망



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림4> 미국 경기둔화에 대비하며 소비자들은 저축 확대에 대응 중



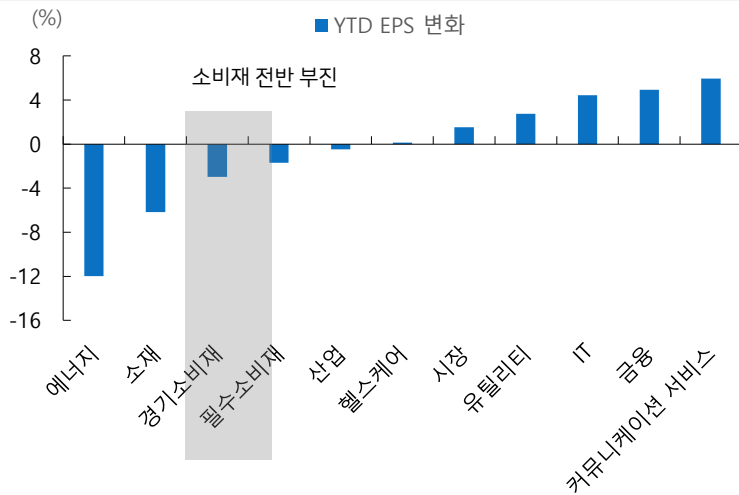
자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

관세로 인해 마진부담에 직면한 소비자

마진압박 증가와 함께 이익 펀더멘털의 훼손이 예상된다

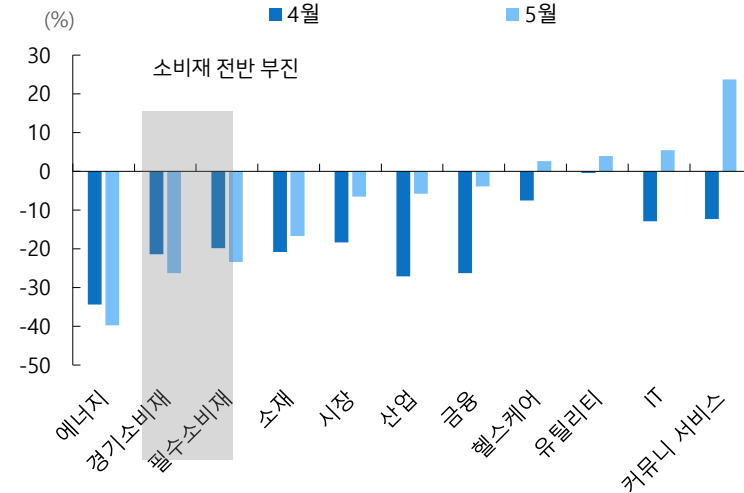
- 관세에 따른 경기 우려는 애널리스트 이익 추정치에서도 확인되고 있음
- 최근 2개월간 섹터별 이익수정비율 추이를 보면 소비재의 부진이 뚜렷. 연초 이후 미국 섹터별 12MF EPS 추정치 변화 역시도 소비재는 (-) 성장률 기록 중
- 전반적인 소비여력이 줄어드는 가운데 관세에 따른 비용상승을 판매가에 전가하기 어려운 환경에 놓여있음. 이익 펀더멘털의 훼손은 하반기에 본격화될 것
- 5월 월마트 실적에서도 대중 관세협상이 우호적으로 진행중이지만 관세충격은 불가피하다는 언급이 있었음에 주목할 필요

<그림6> S&P500 섹터별 연초 이후 이익 추정치 변화: 소비재 포함 경기민감주 부진이 뚜렷



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림5> S&P500 섹터별 이익수정비율 추이: 소비재를 포함한 경기민감주 부진이 뚜렷



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림7> 5월 실적 발표를 통해 관세 영향에서 자유롭지 않음을 밝힌 월마트



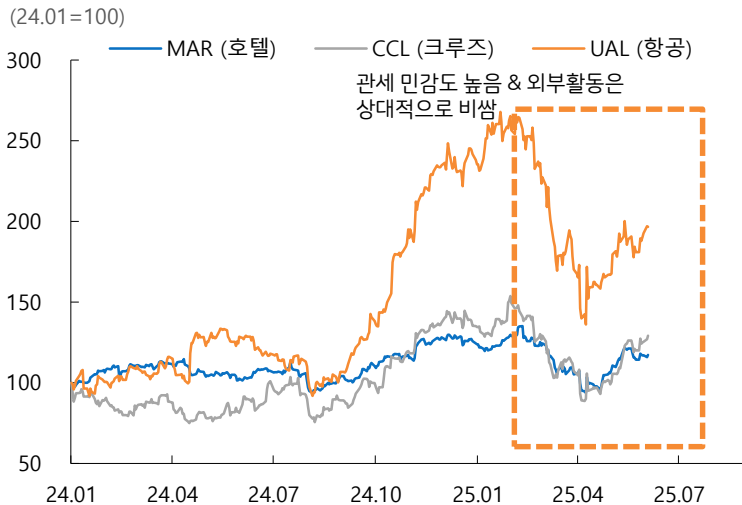
자료: YTN, iM증권 리서치본부

소비의 둔화: 부담스러워진 외부활동

지출부담 높은 외부활동보단 가성비의 실내 콘텐츠에 주목

- 미국 내 외식물가가 높아지는 등 외부활동 부담이 증가하고 있음. 경기가 호조였던 상황에서 여행관련주 전반 상승세가 이어졌지만 경기가 둔화되는 상황에선 반대의 접근법 필요. 호텔, 크루즈, 항공 등 여행관련주 전반은 관세 리스크 이후 조정 진행 중
- 외부활동 둔화의 반사수혜로 실내활동 관련 업종이 수혜를 받을 것
- 소비 트렌드가 가성비로 바뀌면서 여타 제품이나 활동 대비 가격 메리트 높은 스트리밍, 게임 등 실내 콘텐츠가 가성비로 부각될 수 있다는 판단
- 특히 관세 리스크가 불거지는 상황에서 무형자산은 관세 리스크에서 자유롭다는 장점 역시 보유

<그림9> 주요 여행/레저 기업 주가 추이: 관세 민감도 높아 변동성 높음



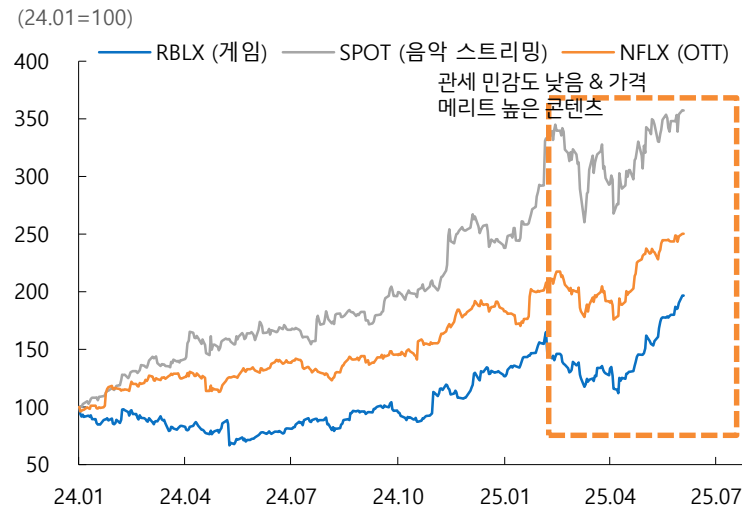
자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림8> 5월 기준 약 13만원 식사(커피 2잔, 디저트 3개): 외식 등 외부활동 전반 가격부담 증가



자료: iM증권 리서치본부

<그림10> 주요 인도어 활동 기업 주가 추이: 관세 리스크 확대에도 상대적으로 견고한 모습 나타나고 있음



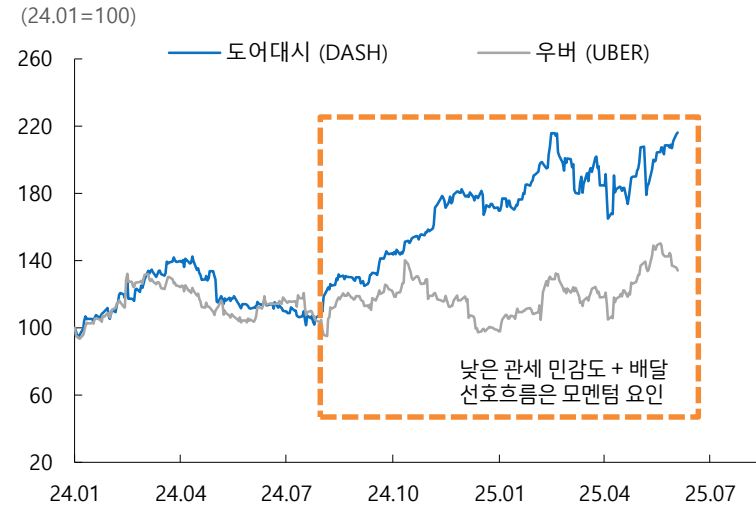
자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

실내활동 수혜: 스트리밍 & 게이밍 & 배달

코로나 유망산업인 실내 콘텐츠, 하반기에도 모멘텀 유효

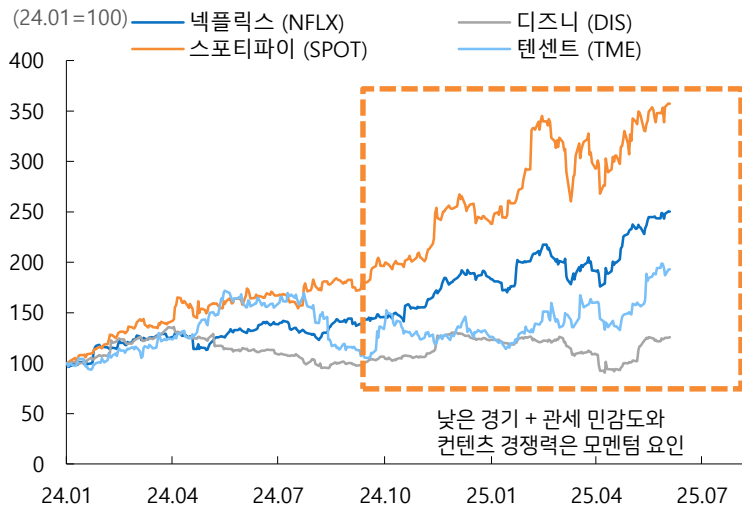
- 코로나를 기점으로 실내 콘텐츠는 모멘텀 업종으로 자리잡음. 코로나 봉쇄 해제 이후 시장 관심도에선 멀어졌지만 꾸준한 성장세 지속되고 있으며 하반기 실내활동 반사수혜로 모멘텀 지속될 것으로 전망
- 대표 배달 플랫폼인 도어대시 & 우버는 구독 플랫폼을 바탕으로 경쟁력 확보. 넷플릭스, 스포티파이 등 OTT, 음악 스트리밍 역시 구독 기반 플랫폼인 동시에 콘텐츠 강점 존재. 이들의 구독 비용은 외부활동 대비 저렴하며 락인 효과가 강하기 때문에 가격 협상력 우위가 예상
- 로블록스 등 게임관련주의 경우 구독기반은 아니지만 실내활동 대표 수혜주로 이용시간 증가에 따른 부가 수익 예상됨

<그림11> 배달 플랫폼 대표 기업 추가추이



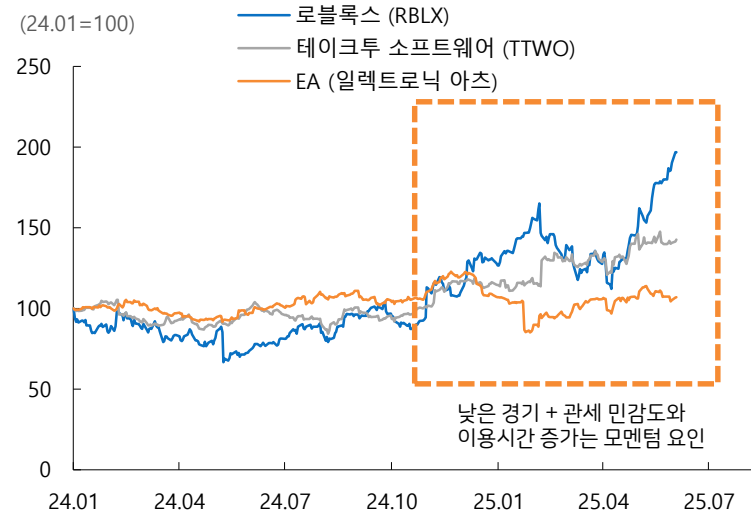
자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림12> 스트리밍 플랫폼 대표 기업 추가추이



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림13> 게임 플랫폼 대표 기업 추가추이



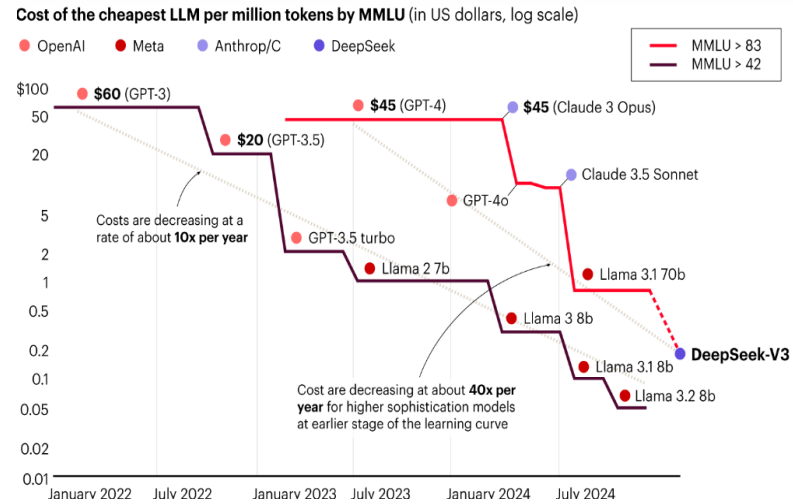
자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

가속화되는 디지털 전환

낮아진 AI 비용, 용이해진 AI 활용

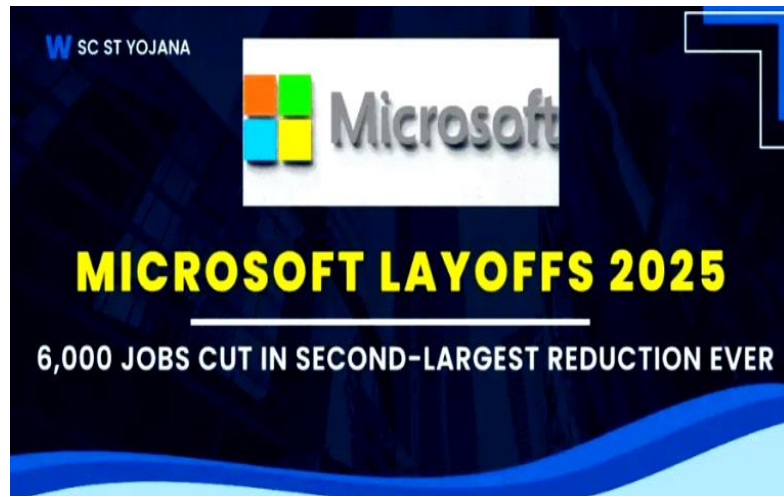
- AI는 신규모델 등장에 따른 효율성 증가로 비용이 낮아지고 있으며 연초 DeepSeek 등장 이후 사용 비용은 추가로 낮아지고 있음
- 이에 AI의 트렌드는 Capex에서 AI 활용으로 넘어가고 있으며 장기적으로 디지털 전환 확산 속도가 빨라질 것으로 기대됨
- 이는 1990년 중반 PC 보급에 따른 Capex 증가 이후 인터넷 플랫폼(소프트웨어) 모멘텀으로 이어진 것과 유사한 상황
- 5월 진행된 마이크로소프트, 구글 등 기술 컨퍼런스를 통해 AI 모델의 경쟁력 증가가 확인되고 있음

<그림14> DeepSeek의 등장 이후 AI 비용효율은 높아짐



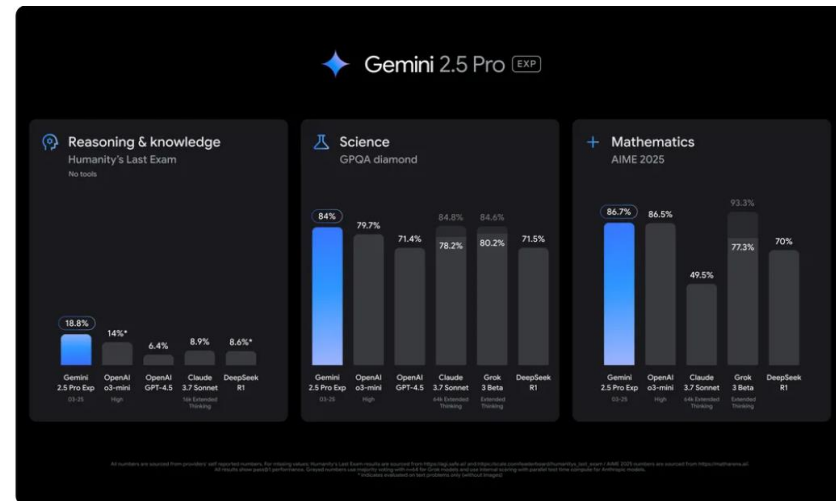
자료: a16z, Bain analysis, iM증권 리서치본부

<그림15> 마이크로소프트는 AI 기술력 상승과 함께 기술자 감원을 시작



자료: LinkedIn, iM증권 리서치본부

<그림16> 구글 컨퍼런스를 통해 Gemini 모델 우수성 입증



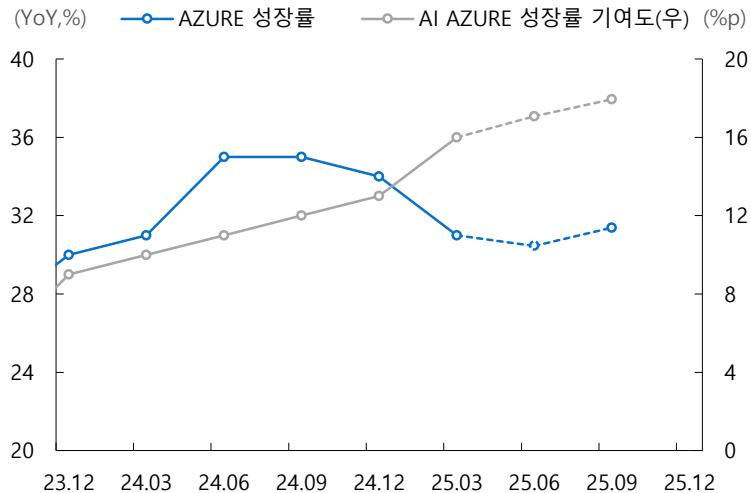
자료: Google, iM증권 리서치본부

시가 돌파구가 될 하이퍼 스케일러

AI 기술력을 통한 밸류에이션 확장

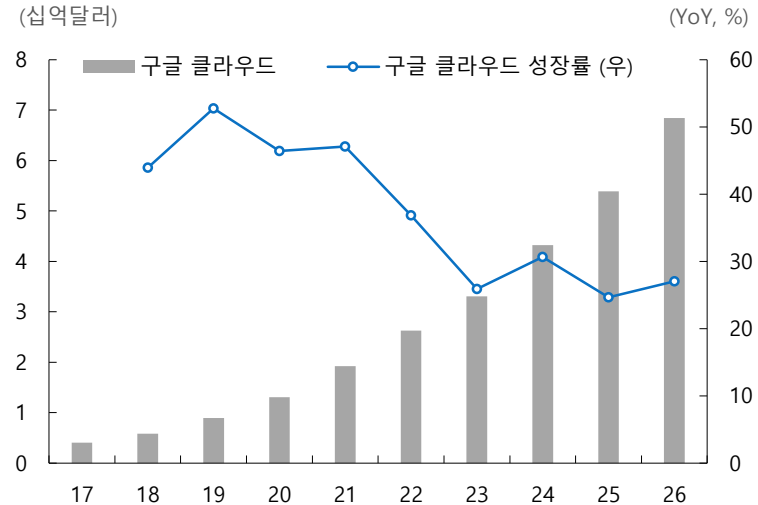
- 기술 컨퍼런스를 통해 AI 기술력을 입증한 구글과 마이크로소프트. 특히 구글은 경쟁사 대비 성능 우위 확인. 광고매출 비중 높은 구글은 시를 통한 클라우드 성장으로 매출 다각화 시도 중
- 구글은 반독점법, AI 광고경쟁, 부진한 수익화 등 요인이 주가 하방 요인으로 작용 중이나 입증된 AI 기술력과 10년 래 저점 수준의 밸류에이션을 고려할 때 장기적인 접근 가능하다는 판단
- 마이크로소프트 역시 투자 대비 수익화 문제가 대두되었으나 AI 기여도 증가가 확인되고 있고 감원 등 통해 효율화 추구, 관세 및 경기민감도 낮은 구조로 메리트 존재

<그림18> AZURE 성장률 및 AI 기여도 추이: AI 수요 증가에 따라 기여도 증가 지속 전망



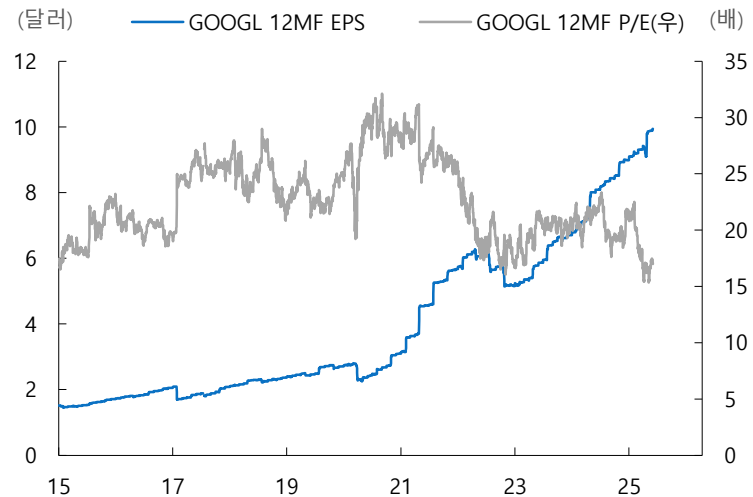
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25년 2,3분기는 전망치

<그림17> 구글 클라우드 성장률 추이: 20~30% 대 높은 성장률 유지 전망



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25,26년은 전망치

<그림19> 구글 12MF EPS 및 밸류에이션 추이



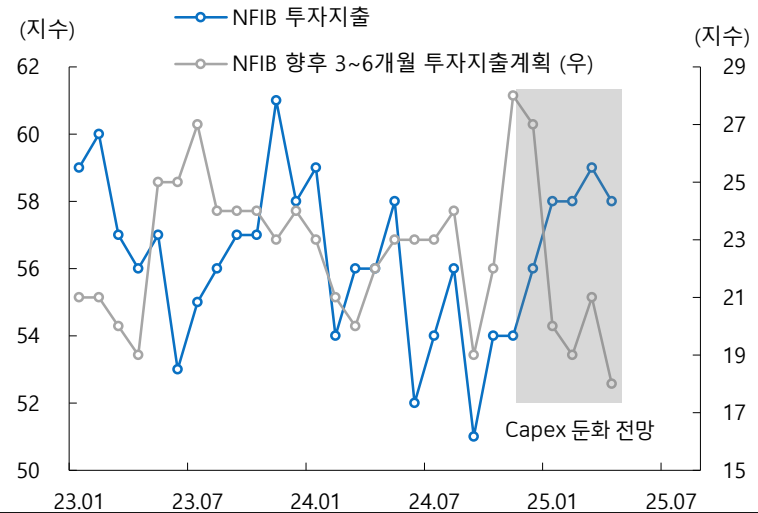
자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

투자둔화: 이제 투자보다는 주주환원에 주목

투자지출 보다는 주주환원지출 기업에 주목

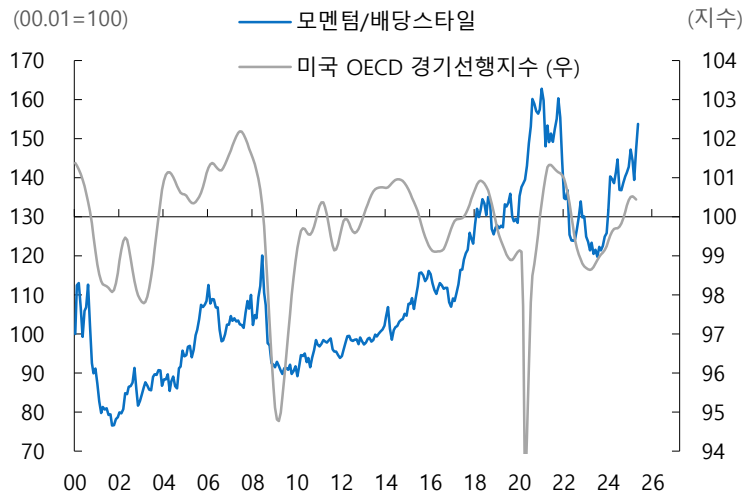
- 중소형주 서베이 기준이지만 NFIB Capex 추이를 보면 실제 지출은 관세 이연 영향으로 상승 추세에 있지만 향후 지출전망은 하락세 뚜렷
- 소비 둔화의 따른 마진압박 증가로 투자지출 역시 줄어드는 방향 예상
- 미국 경기 (소비 & 투자) 호조로 인해 23년 이후 지수대비 성과가 지속적으로 부진했던 자사주매입, 배당 등 주주환원 등 테마의 상대성과 우위 전망
- 단, 배당주의 경우 외국인 투자자에 대한 보복세 (Section 899)로 인해 배당소득에 대한 +20% 추가 과세가 부과될 수 있어 감세안 상원 통과 여부에 유의할 필요 있음

<그림20> NFIB Capex 서베이는 둔화될 것으로 전망



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림21> 경기둔화와 함께 모멘텀(투자사이클) 보다는 배당 등 주주환원에 주목할 필요



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부
 주: MSCI US MOMENTUM Index / MSCI US Dividend Index로 계산

<그림22> Section 899 보복세로 배당소득에 대한 +20% 추가 과세 가능성 존재

Section 899 – Trump’s “Revenge Bill” on Foreign Investors

- 1) **What is it ->** Section 899 also known as the “revenge bill” imposes taxes on passive income (e.g. dividends) deriving from foreign ownership of US assets on countries that have enacted “unfair foreign taxes” on the US (read: digital service tax or minimum corporate taxes like Canada, Europe and others);
- 2) **Who gets charged ->** For a country to be subject to such taxes, it’s enough for the Treasury department to include them in a specific list of DFC – discriminatory foreign countries;
- 3) **The applicable entities ->** They include governments, individuals, and corporations – pretty much every investor, including sovereign wealth funds and foreign central banks;
- 4) **How high is the tax rate ->** Section 899 generally increases the current U.S. tax rates imposed on applicable entities by 5% in the first year following enactment, increased by an additional 5% for each subsequent year, with the increases capped at 20% above the statutory rate. This is key: for section 899 to apply, there must already be an applicable tax rate (before or after tax treaties) to push up.
- 5) **When could it kick in ->** Assuming the OBBB is enacted before October 2025, the Section 899 will take effect as per January 1st 2026

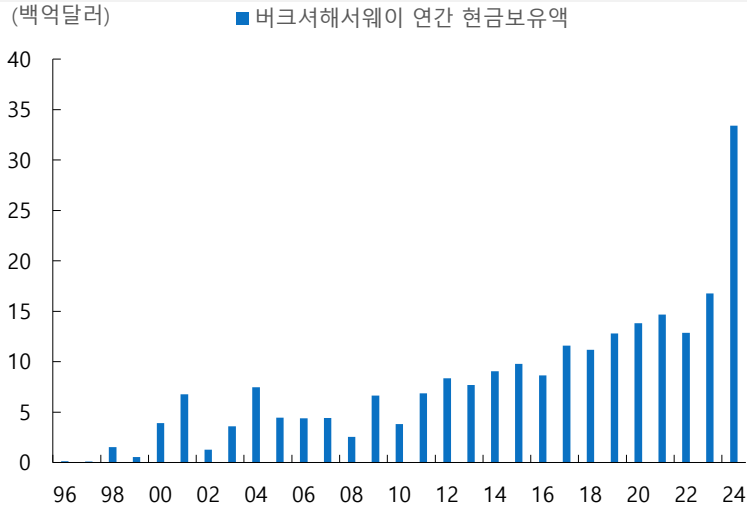
자료: Investing.com, iM증권 리서치본부

투자둔화: 경제적 해자 기업에 주목

경제적 해자에 투자하는 워렌 버핏을 참고한다면..

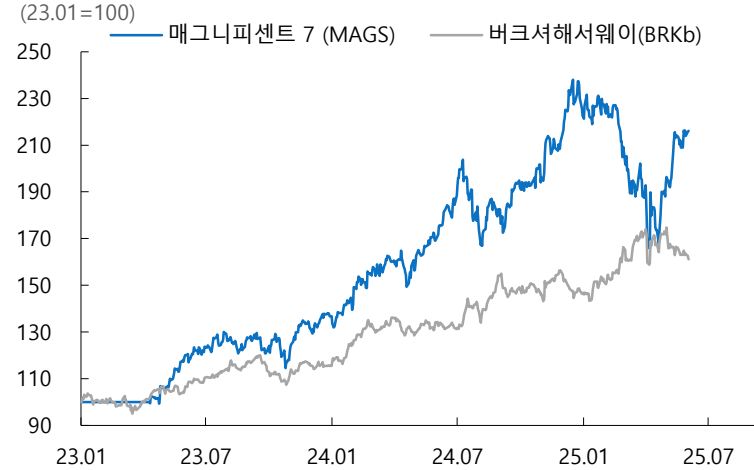
- 투자둔화는 기업경쟁력 약화로 이어질 수 있음. 이에 투자지출이 둔화되는 환경에서도 경쟁력을 가진 경제적 해자 기업에도 주목할 필요
- 최근 증시 반등으로 관심이 식었지만 워렌 버핏의 선견지명은 계속 주목할 필요. 미국 빅테크의 주가가 급등락하는 동안 경제적 해자 기업에 투자하는 버크셔해서웨이의 주가는 안정적인 상승세 보임
- 워렌 버핏은 현금 확보 중에도 일부 기업을 매수. 이 중 .NET/.COM 도메인 관리 업체인 베리사인은 순마진 50%에 달하는 독보적 경쟁력 가지고 있으며, 향후 디지털 전환에 따른 도메인 증가 수혜 측면에서 주목할 필요

<그림24> 버크셔해서웨이 연도별 현금보유액: 주가 조정에 대비해 역대급 현금 보유액 확보



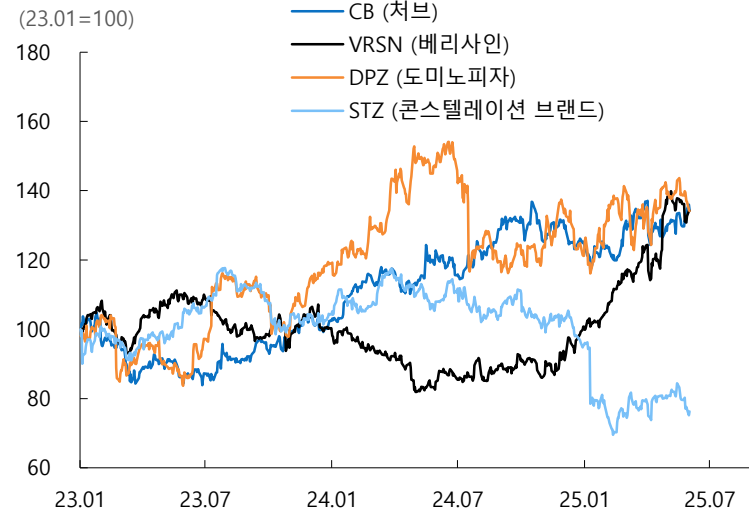
자료: companiesmarketcap, iM증권 리서치본부

<그림23> 버크셔 및 빅테크 주가 추이: 트럼프 임기 시작을 기점으로 워렌 버핏의 투자가 각광받았음



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림25> 24년 이후 워렌 버핏 주요 신규매수 기업 주가 추이



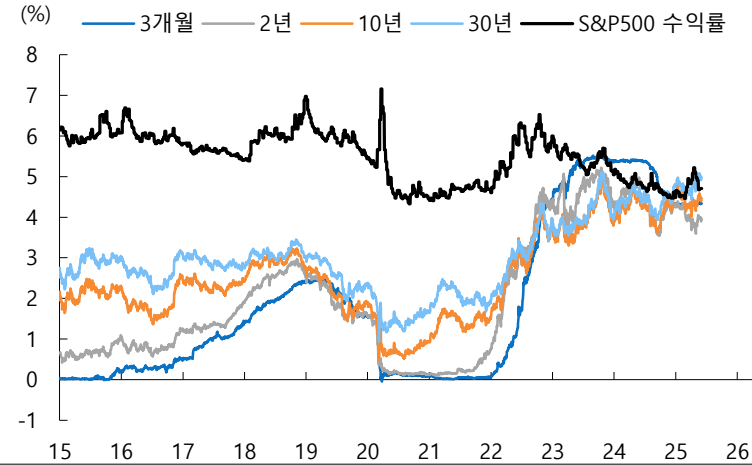
자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

밸류 부담: 여전히 비싼 미국 밸류에이션

국채와 경쟁국 대비 낮은 가격 메리트

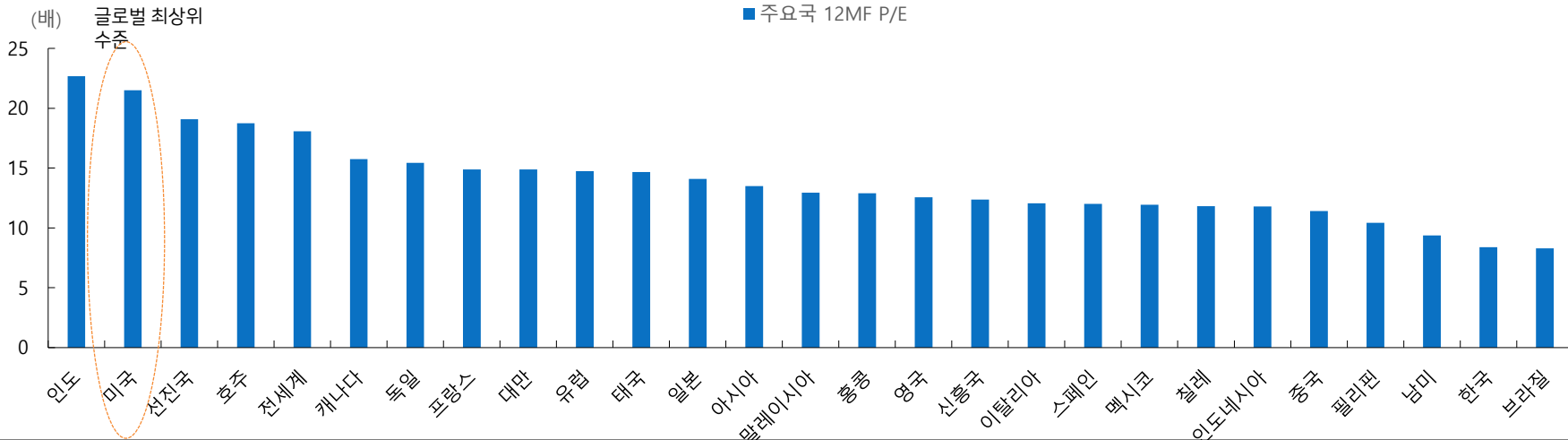
- 23년 이후 미국의 높은 밸류에이션을 정당화시켜준 주 요인은 소비경기과 투자지출. 경기하강에 따른 소비둔화와 정부와 기업의 투자지출 감소가 예상되는 상황에서 밸류에이션 조정은 불가피하다는 판단
- 5월간 주가 급등으로 S&P500 밸류에이션은 21배 중반으로 싸지 않으며 채권 수익률 대비 가격 메리트는 부족한 상태
- 글로벌 주요국 간 밸류에이션을 비교하더라도 미국은 최상위 수준. 결론적으로 경기둔화 국면에서 펀더멘털 뿐만 아니라 밸류에이션 레벨을 고려한 기업 선택이 보다 중요해 질 것

<그림26> 미국 국채 및 S&P500 수익률 추이: 과거대비 주가 수익률의 메리트는 부족



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림27> 글로벌 주요국 12개월 선행 밸류에이션 비교: 단기 조정에도 불구하고 미국 밸류에이션 수준은 여전히 글로벌 최상위



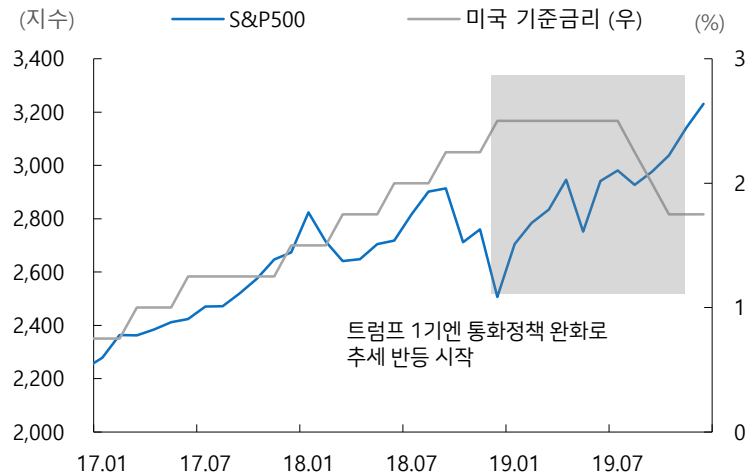
자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부
주: MSCI 지수 기준

연준 풋 이전까지 보수적 접근 필요

추세반등은 금리인하 + 경기반등이 수반되어야

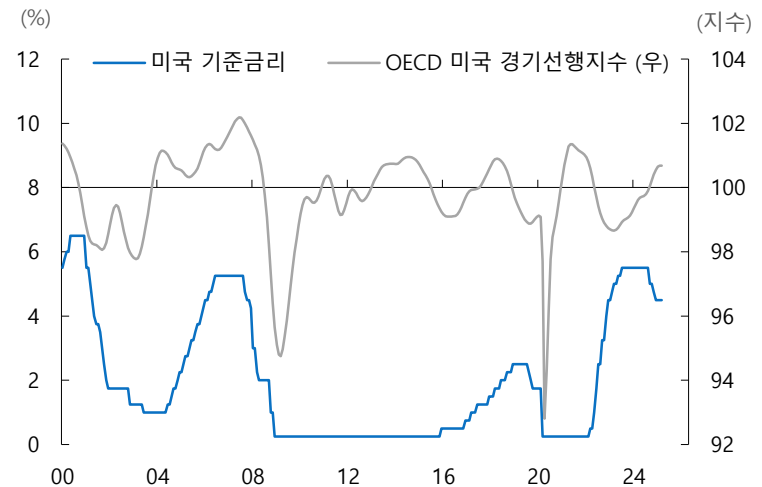
- 트럼프 1기에도 미중 무역갈등 (2018~2019)진행되다가 연준 비둘기 전환이 주가 상승 트리거로 작용. 트럼프 정책을 주시하며 나타날 연준의 비둘기 전환이 위험자산 반등 트리거로 작용할 것
- 단, 트럼프 행정부의 시장 친화적인 태도로 금리인하 지연 가능성 증가. Sell USA와 같은 급락은 제한될 가능성 높지만 변동성 장세가 연장될 수 있음
- 시장은 9월 금리인하를 예상하고 있지만 지연 가능성을 고려할 때 정책 강도에 주목할 필요
- 금리인하 시 지수 반등 가능하지만 추세상승을 위해선 정책 불확실성 해소와 경기반등이 수반되어야 할 것
- 연준 풋 이전까지 보수적인 접근법 필요하며 가격을 고려한 트레이딩 혹은 경기+관세 민감도 낮은 자산 중심 접근 유효

<그림28> 트럼프 1기 관세 불확실성 : 미국 금리인하 이후에 반등을 기대할 수 있을 것



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림29> 기준금리 인하 이후에도 경기 반등은 시차를 두고 나타날 수 있음. 금리인하 이후에도 트럼프 정책 강도에 주목할 필요



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부



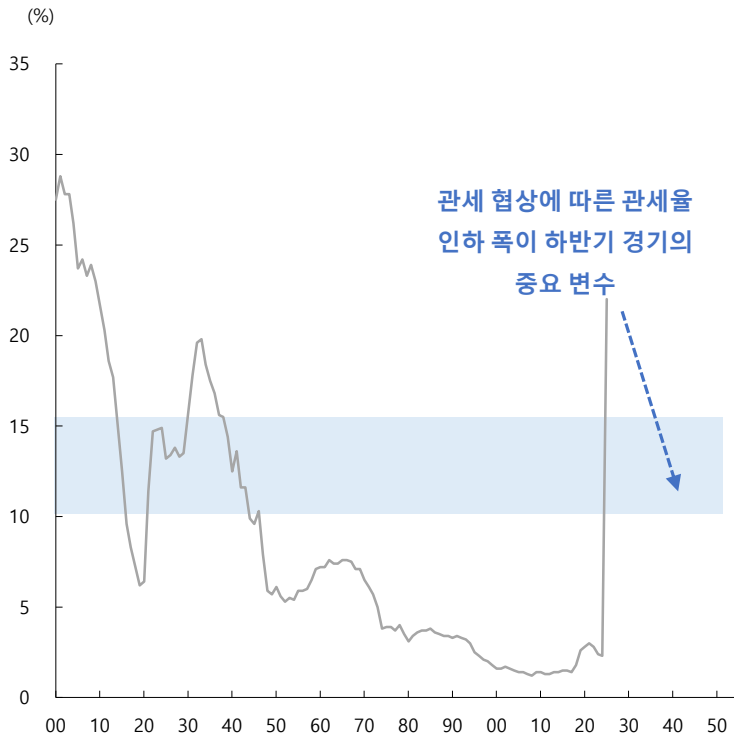
[경제/외환]

회색 경제와 미국 예외주의

하반기 경제 해시태그(#) : 관세율과 미국 10년 국채 금리

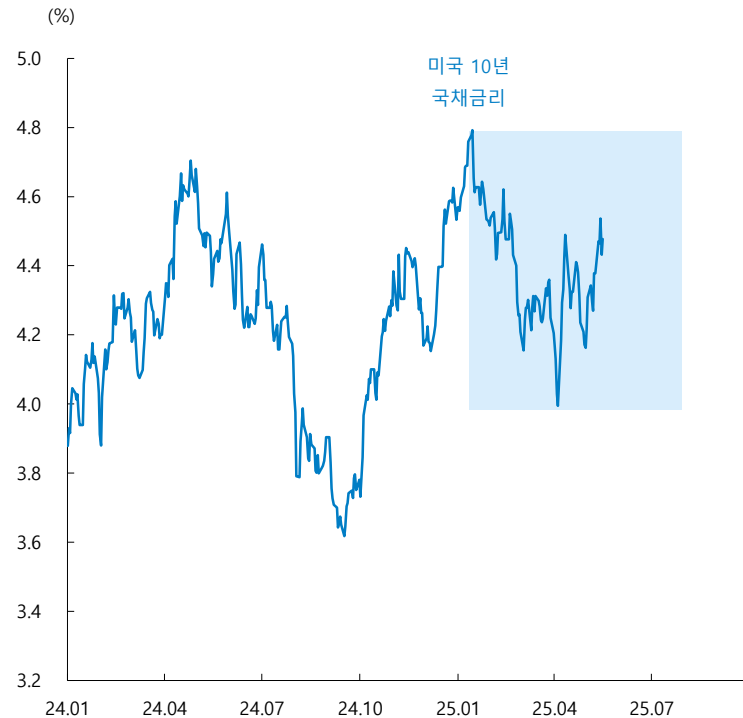
- 1) 미국과 주요국간 관세 협상에 따른 관세율 수준이 경기와 물가 리스크를 좌우
- 2) 미국 10년 국채 금리 수준은 미국 경제 예외주의 현상 재강화의 전제 조건

<그림1> 관세율 인하 폭이 하반기 경기와 물가의 최대 변수



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림2> 트럼프 대통령 취임 이후 박스권에 갇혀 있는 미국 10년 국채 금리도 하반기 경기와 금융시장 흐름을 가늠하는 변수



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

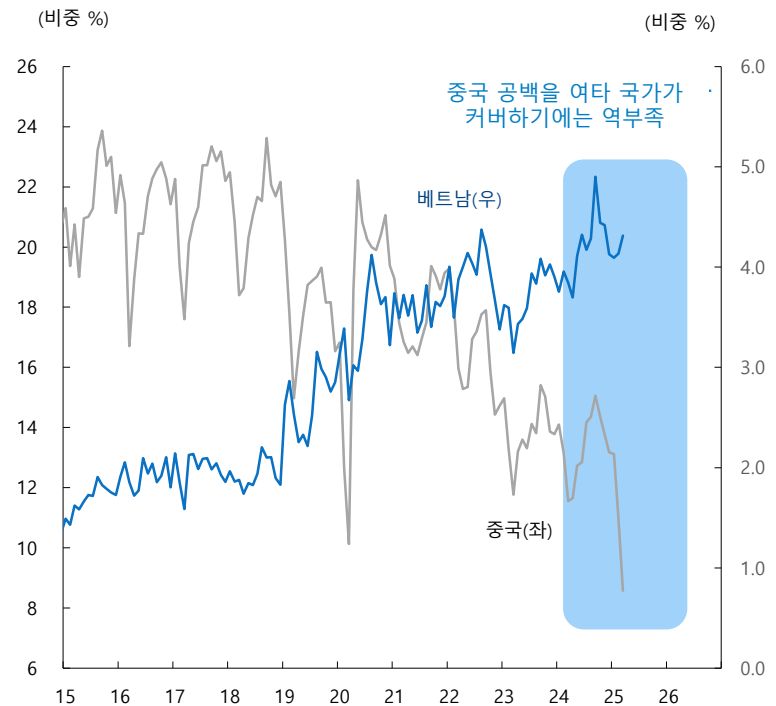
왜 미국은 예상 밖으로 조기에 중국과 관세 협상 빅딜에 합의했을까: 상품 진열대 공포

- 미국 입장에서 제조업 제품, 특히 저가 제조업 제품 및 희토류 등 핵심 자원부문에서 중국과 디커플링하기가 사실상 어려웠기 때문에 판단됨
- 중국을 대체할 새로운 제조업 공급원을 찾기에는 시간적으로 한계가 분명

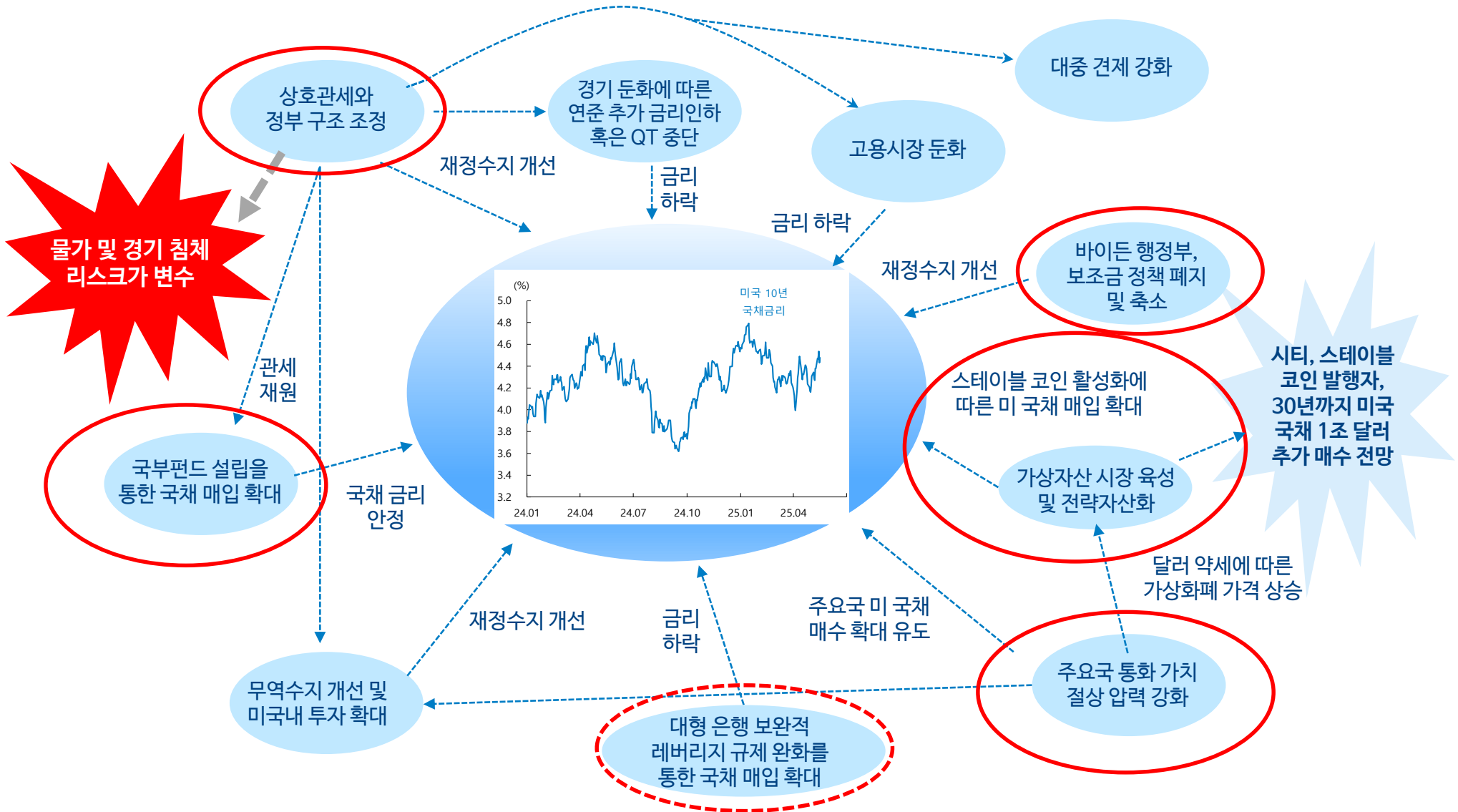
<그림3> 중국 등에 고율관세 여파가 미국내 저가 제조업제품을 중심으로 한 공급 차질, 즉 상품 진열대 공포를 자극함



<그림4> 미국의 대중국 수입 비중 급감은 한편으로 공급망 차질 우려로 이어짐



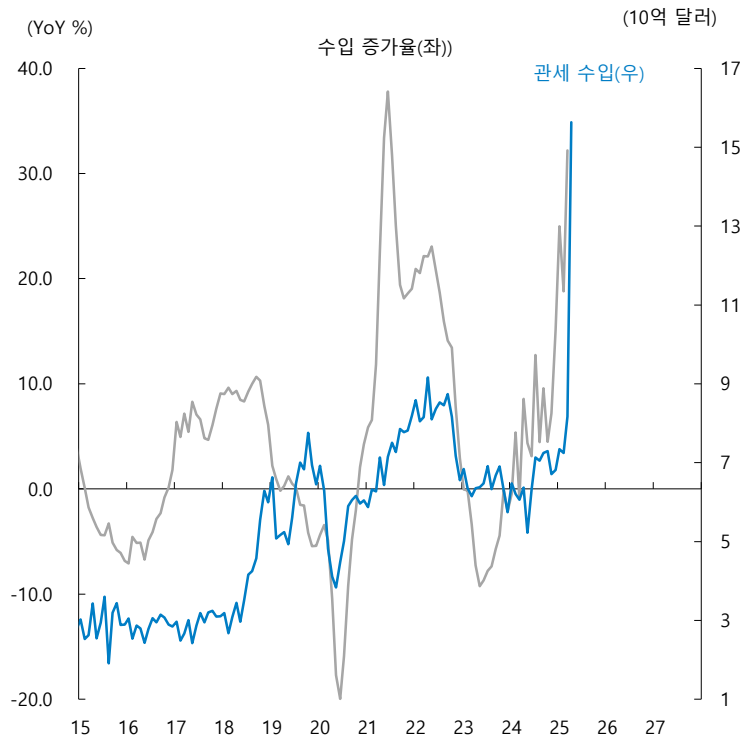
다행인 것은 미국 재정수지 및 국채 시장 안정을 위해 정책들이 실행에 옮겨지고 있는 중. 하반기 중 이들 정책 효과가 국채 금리 추가 안정 등 가시화될지를 주목



하반기 미국 국채 금리 하향 안정될 수 있을까: 관세 수입

- 관세협상이라는 변수가 있지만 관세 수입이 증가하면서 미국 재정수지 개선에 기여할 공산이 높아짐
- 관세 수입이 미국 이자지출에 상응하는 수준에 이를 전망이다

<그림5> 25년 4월 미국의 관세 수입이 큰 폭으로 증가



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<표1> 관세율별 관세 수입 시나리오

관세율	관세 예상 수입액 (24년 수입액 기준)		24년 재정수지 적자 (GDP 대비 %)	24년 예산 중 이자 지출액 (GDP 대비 %)
	금액 (10억달러)	GDP 대비 (%)		
전 국가 10%	359.4	1.2	6.3	2.4
중국 30% + 중국외 10%	414.5	1.4		
중국 30% + 중국외 15%	556.0	1.9		
중국 50% + 중국외 15%	643.8	2.2		

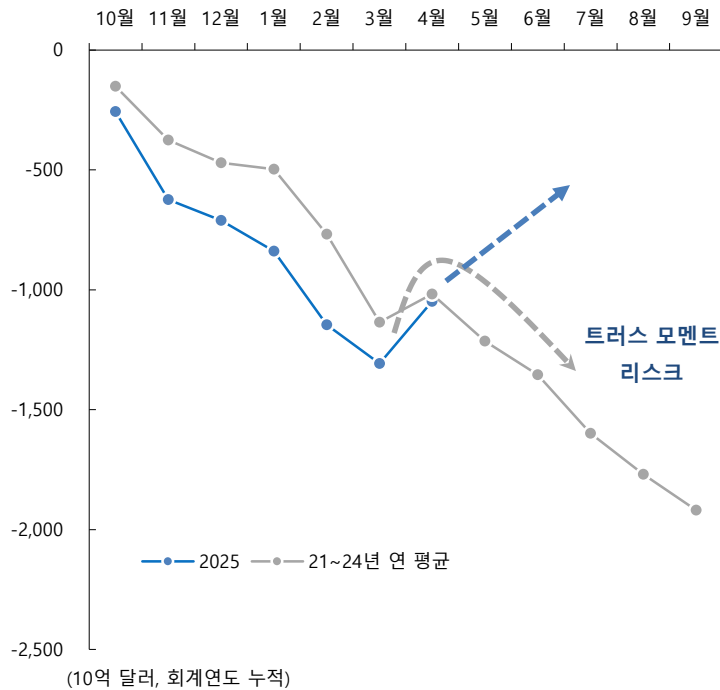
자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

하반기 미국 국채 금리 하향 안정될 수 있을까: 재정수지 개선과 미국 국채 매수 확대

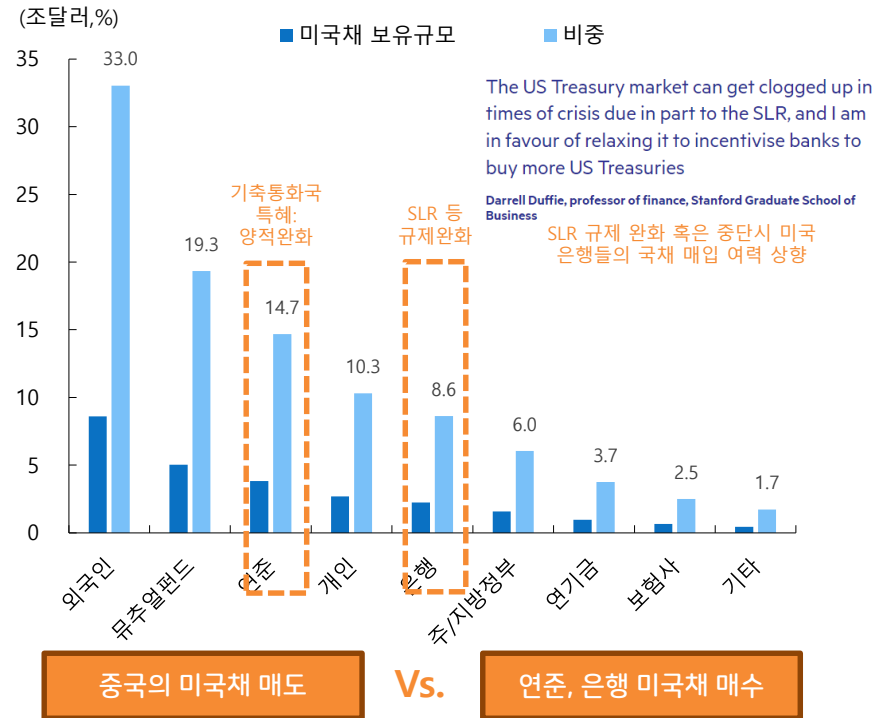
- 관세수입 증가와 더불어 재정지출 감축 등 다양한 재정건전화 노력이 하반기 성과를 보이고 관세 협상 등을 통한 주요국의 미 국채 매수 확대가 가시화된다면 미국 국채 금리의 하향 안정을 기대해 볼 수 있음
- 다만, 재정지출 삭감 혹은 재정수지 적자 폭 축소 기대에 못 미칠 경우 '트러스 모멘트(Truss Moment)' 혹은 '퍼거슨의 법칙' 에 직면할 위험이 있음

※ 참고로 '트러스 모멘트'는 2022년 9월 트러스 전 영국 총리가 대규모 감세안을 발표하자 영국 연기금을 중심으로 장기 국채의 투매 현상이 발생한 것을 지칭함. '퍼거슨의 법칙' 은 이자 지출이 국방비를 넘어서면 초강대국 지위를 잃게 된다는 주장임

<그림6> 미국 재정수지 추이: 하반기 재정수지 적자 개선 폭이 중요



<그림7> 24년4분기 기준 미국국채 보유현황



하반기 미국 국채 금리 하향 안정될 수 있을까: 미 연준의 금리인하 사이클 재개

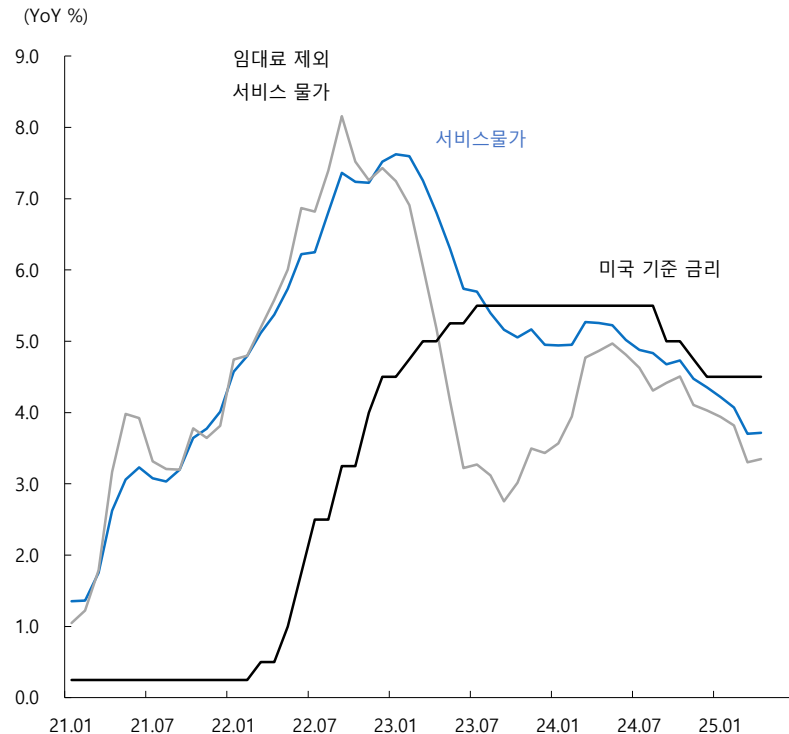
- 관세 불확실성이 잠재해 있지만 미국내 물가압력이 진정 추세를 고려할 때 9월경부터 미 연준의 금리인하 사이클이 재개될 공산이 높고 이는 미국 국채 금리의 하락 압력으로 작용할 것임
- 9월 미 연준이 또 다시 빅 컷에 나설 가능성도 있음

<그림8> 미 연준이 주목하는 슈퍼 코어 소비자물가 상승률은 큰 폭으로 둔화 되는 있는 중



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림9> 그 동안 미국 물가 압력을 견인하던 서비스물가도 하향 안정 기조가 유지 중

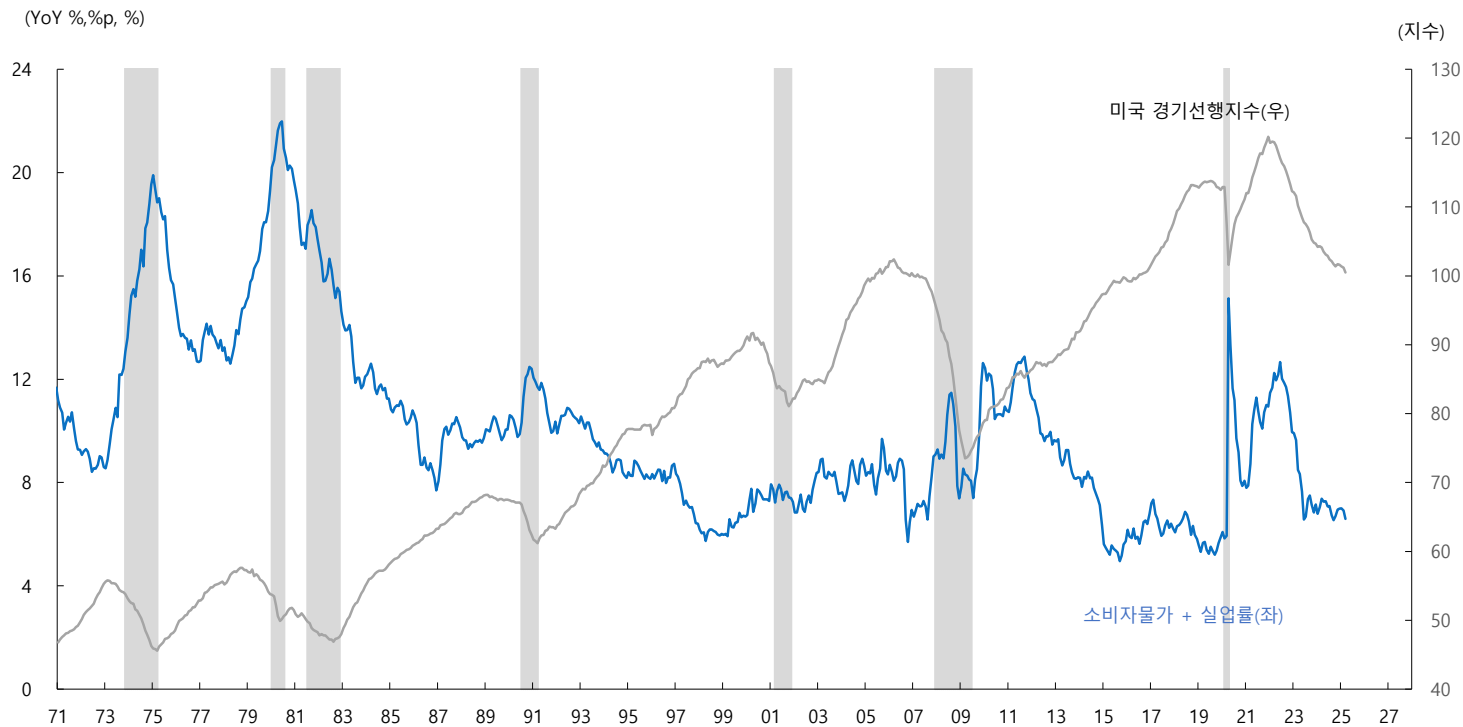


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

관세 전쟁발 침체 리스크가 가시화되고 있지만 만약 침체에 진입하더라도 침체 강도는 미약할 것으로 예상함

- 미국 경기가 침체 국면에 진입할 리스크가 커지고 있지만 침체 진입 여부를 좌우할 물가와 고용시장은 안정적 흐름을 유지 중임
- 주요 투자은행(IB)들이 올해 미국 경제 전망치를 속속 상향 조정 중임. 치킨게임으로 치닫던 미·중 관세 전쟁이 한 고비를 넘기면서 낙관적인 전망이 확산되는 분위기임
- 하반기 트럼프 대통령의 대규모 감세와 규제완화 조치 실시 가능성도 미국 경기 침체 리스크를 낮추는 방어막

<그림10> 경기선행지수 하락 속도에 비해 상대적으로 고통지수(실업률+소비자물가)는 안정적 수준

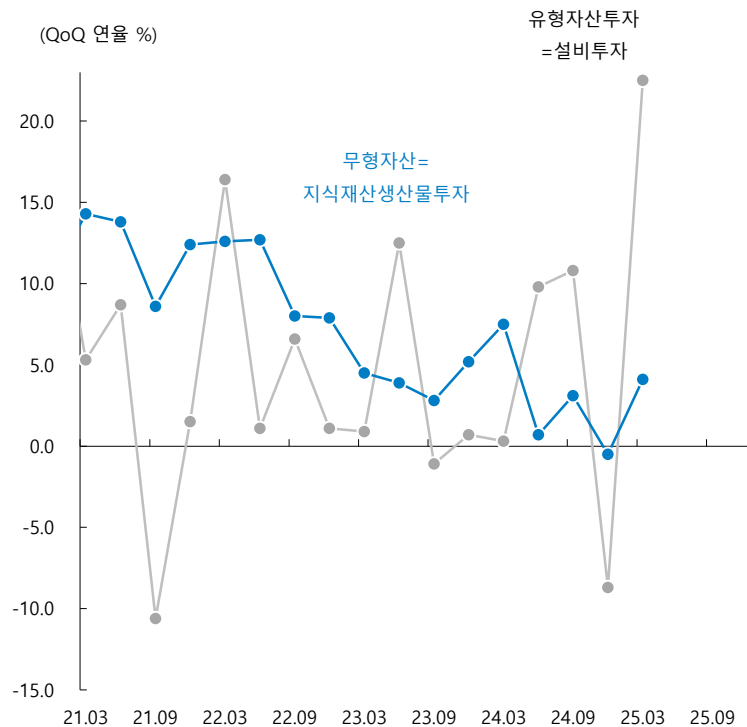


자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

트럼프발 관세 충격 이전 데이터지만 미국 투자 사이클은 여전히 강한 흐름을 유지 중

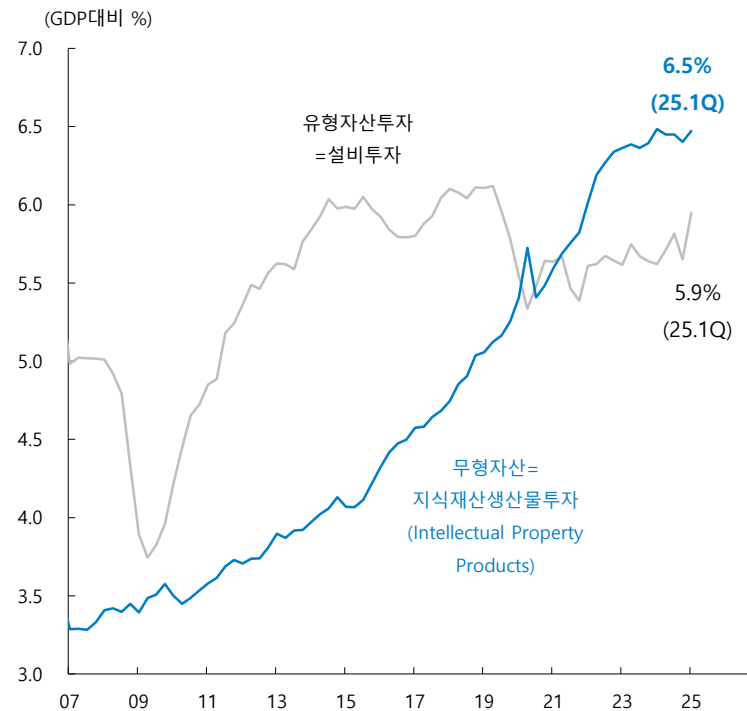
- 2분기 미국내 투자 활동이 위축될 수 있지만 이익 사이클 등을 고려할 때 미국 투자가 급격히 위축 혹은 감소할 가능성은 낮아 보임

<그림11> 미국 투자사이클은 관세 리스크에도 불구하고 견조



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림12> 무형자산 투자 주도의 투자사이클도 유지 중

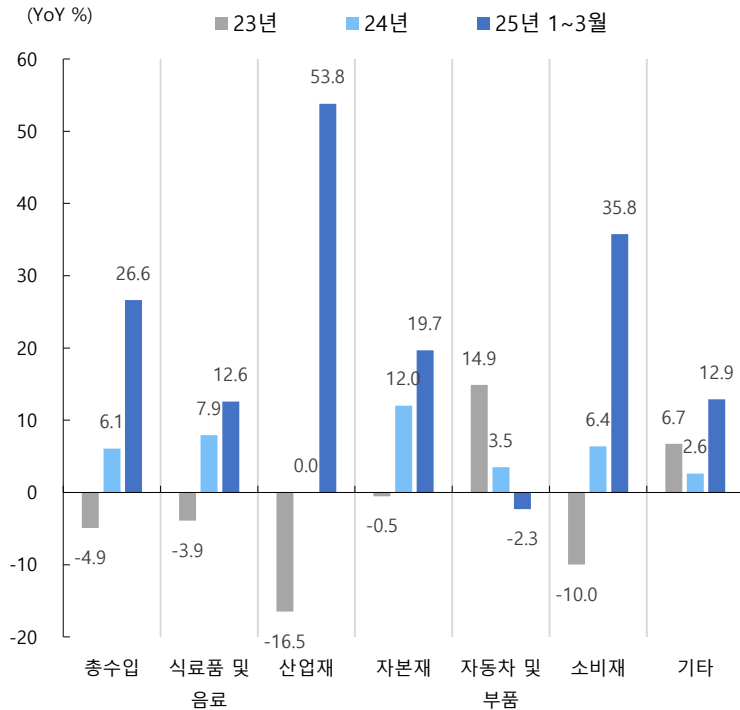


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

중국을 위시한 주요국에 대한 고율 관세 유예 조치로 단기적으로 Restocking 수요가 미국 경제에 긍정적 영향을 미칠 것임

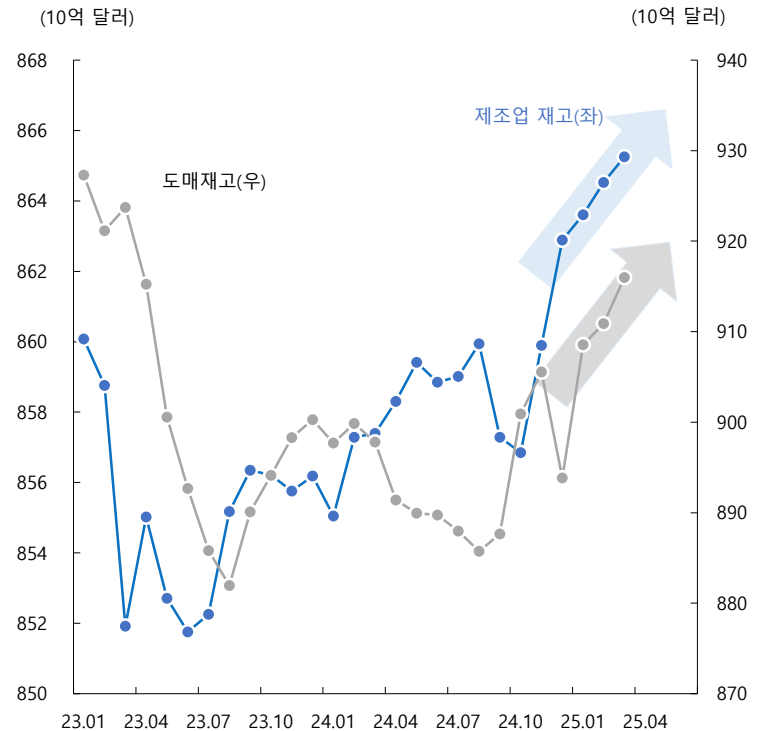
- 미-중 관세 유예 등의 영향으로 연말 소비시즌을 앞둔 재고확충 수요가 다시 강해질 것임. 1분기 중에도 재고확충을 위해 미국의 수입이 급증했고 각종 재고액도 큰 폭으로 증가한 바 있음. 1분기 중 산업재와 소비재 수입증가율이 급증한 것이 강한 Restocking 수요가 있었음을 뒷받침

<그림13> 고율 관세에 대비한 기업들의 재고 확충 수요로 1분기 미국 수입이 이례적으로 큰 폭 증가함



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림14> 제조업 재고와 도매 재고액이 1분기 중 큰 폭으로 증가함

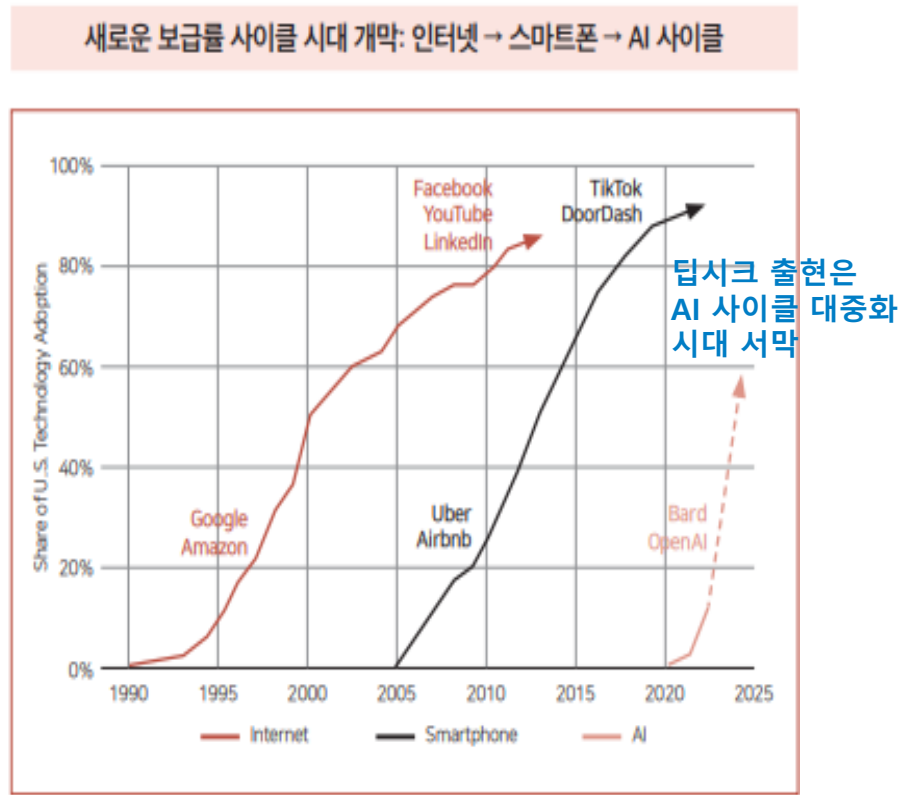


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

마이크로소프트 및 애플의 다우지수 편입 사례 등을 고려할 때 엔비디아 주가 역시 중장기적으로 추세적인 상승세를 기록할 여지가 있음

- 답시크 출현, AI 사이클 혹은 보급률의 대중화 시대를 알리는 시그널일 수 있음

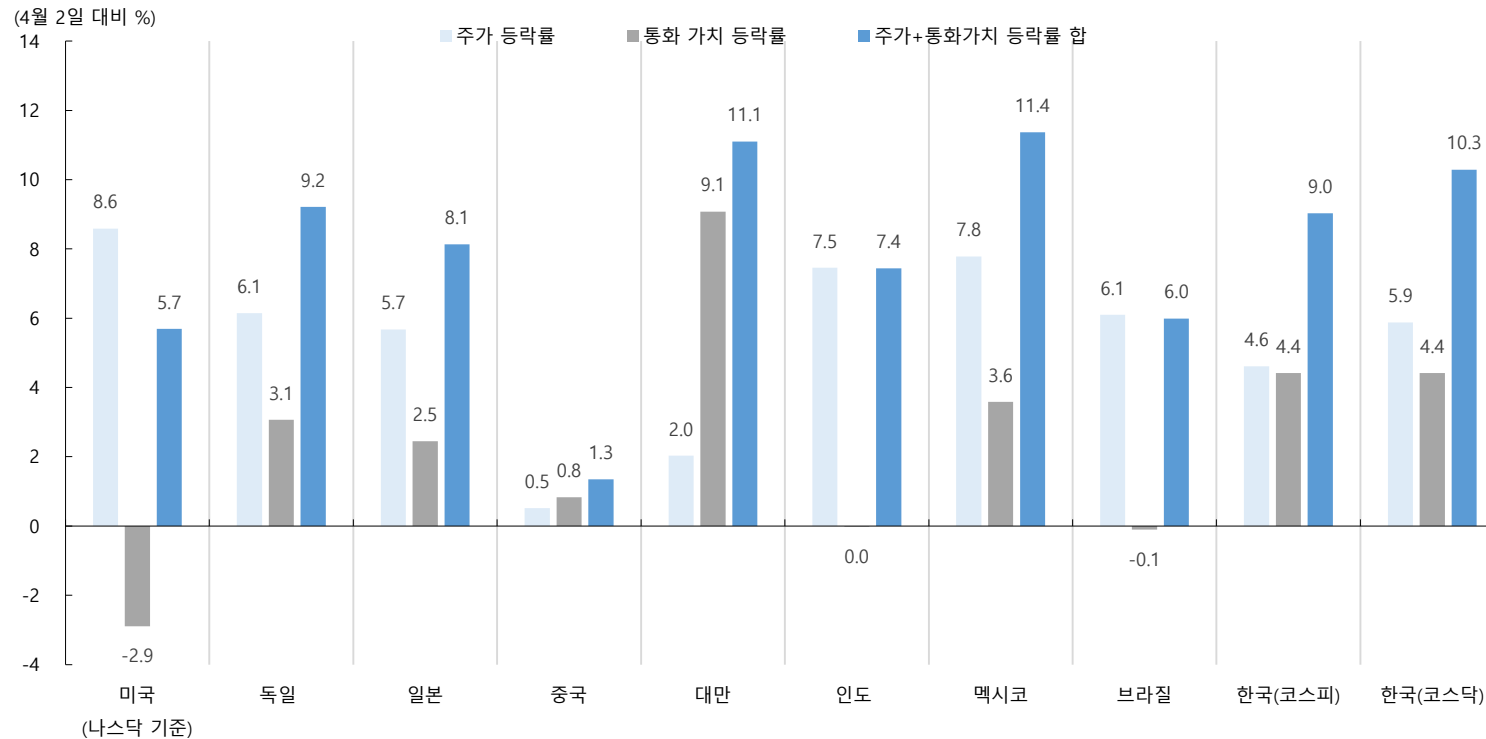
<그림15> 주요 빅테크 기업들이 다우지수 편입 이후 중장기적으로 추세적 상승세를 보인 바 있음: 주요 빅테크 주가, 대중화가 장기 상승 랠리 뒷받침



하반기 셀(Sell) USA에서 바이(Buy) USA로

- 관세 리스크 완화에 따른 미국 경기 반등, 감세 등 트럼프 정책효과 등에 따른 미국 경제 예외주의 현상 강화가 바이 USA 현상으로 나타날 것으로 예상함

<그림16> 주요국 주가와 통화가치 등락률: 관세 리스크 완화로 셀 USA에서 바이 USA로 전환 기대

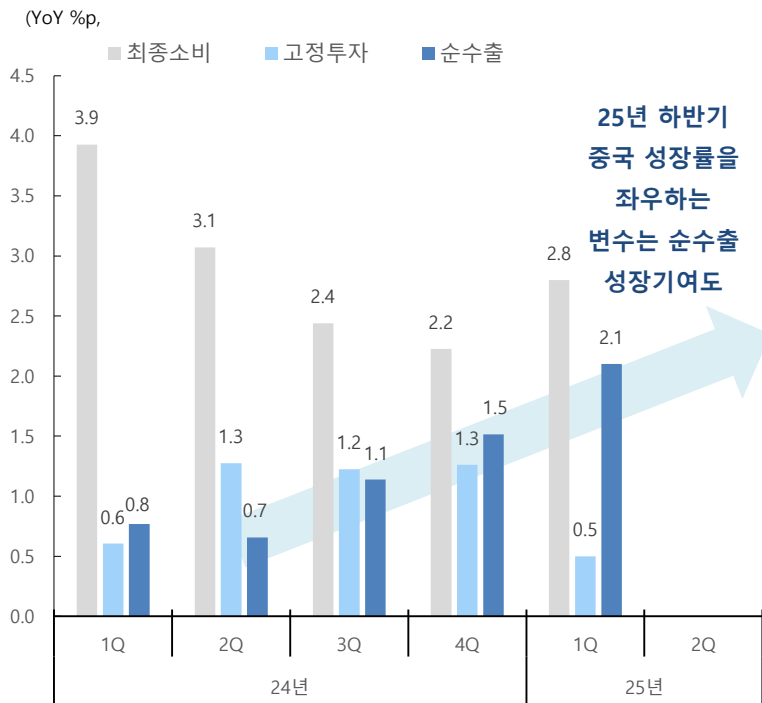


주: 5월 16일 종가 기준임
 자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

미-중 관세 협상 빅딜로 하반기 중국 경기 하방 리스크 완화

- 미국의 고율관세 부과로 올해 중국 수출이 자칫 최악의 사이클을 기록할 것으로 전망했지만 관세 유예 등으로 중국 수출이 예상보다 양호한 수준을 기록할 가능성이 높아짐. 이는 중국 성장률의 상방 압력으로 작용할 것임
- 예상보다 양호한 순수출 성장기여도와 함께 내수 부양정책 강화도 중국 성장률에는 긍정적 영향을 미칠 전망이다

<그림17> 중국 지출별 성장기여도 : 최근 순수출 성장기여도 높아지는 추세



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<표2> 미국 고율 관세 영향으로 중국 수출이 급감할 것으로 예상했지만 관세 빅딜로 양호한 수출 흐름이 이어질 것으로 예상됨

	연간 수출액 (10억 달러)	수출 증가율 (YoY %)	국가/지역 연간 수출액 (10억 달러)		
			대미 수출	대아세안 수출	기타
24년	3576.6	5.9	524.3	587.5	2464.8
25년 추정치					
대미 수출 30% 감소	3419.4	-4.4	367.0	587.5	2464.8
대미 수출 50% 감소	3314.5	-7.3	262.2	587.5	2464.8
대미 50% + 대아세안 10% 감소	3255.7	-9.0	262.2	528.8	2464.8
대미 50% + 대아세안 20% + 기타 지역 5% 감소	3073.7	-14.1	262.2	470.0	2341.6
대미 70% + 대아세안 30% + 기타 지역 10% 감소	2786.9	-22.1	157.3	411.3	2218.3

자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그나마 중국도 AI 등 기술 혁신사이클 모멘텀을 기댈 수 밖에 없음

- 중국내 AI, 전기차 등 기술혁신 사이클이 중국 경제에 긍정적 영향을 미칠 것으로 보이지만 고용 등 내수 경기에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상함

<그림18> 놀려있던 중국 기술주가 반등 중임



주: BATX 는 중국의 4대 기술 기업인 Baidu , Alibaba , Tencent , Xiaomi 의 약자
자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

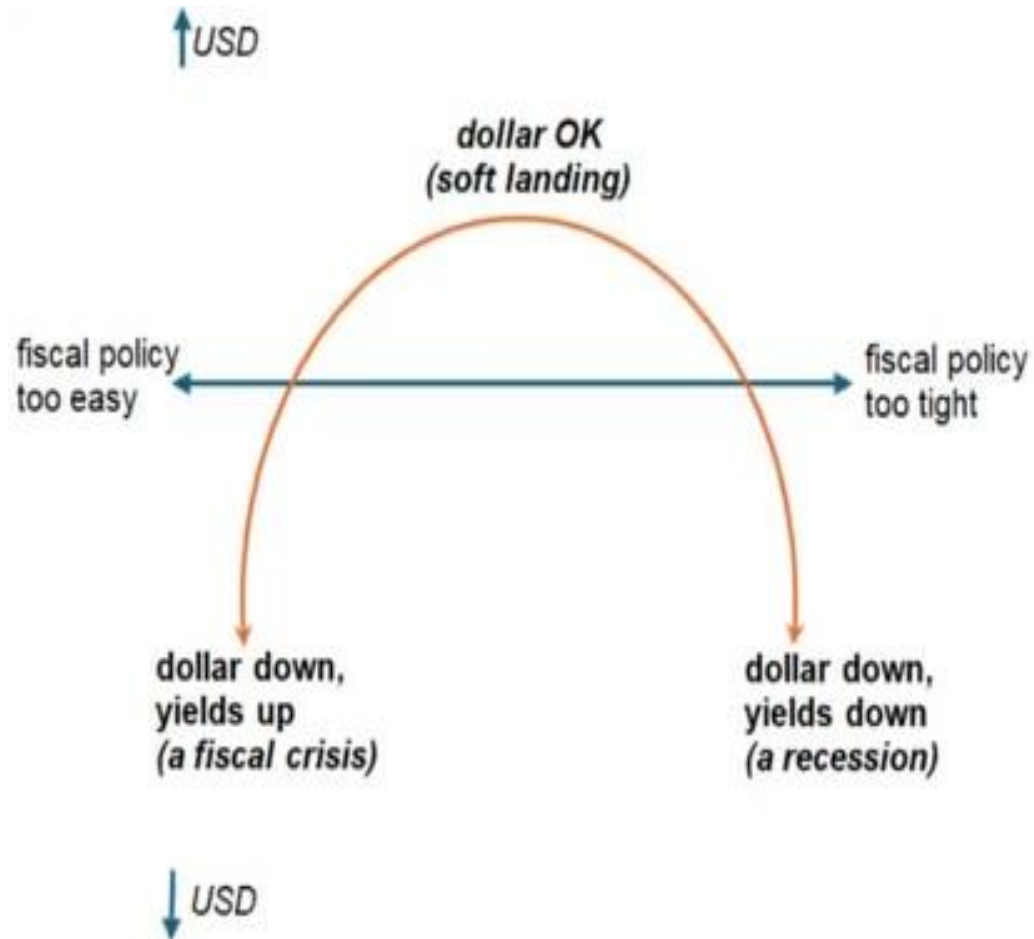
<그림19> 대만 TSMC 시총을 추격하고 있는 중국 텐센트 시총



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

하반기 달러화 흐름을 좌우할 또 다른 중요 변수는 재정 리스크

- 미국 재정정책 추이 및 재정 적자 흐름이 달러화 흐름에 큰 영향을 미칠 것임. 도이체방크는 미국의 신용등급 강등 이후 '달러 스마일' 보다 재정정책 추이와 리스크에 따른 '달러 프라운(frown, 찌푸림)'으로 달러화를 이해하는 것이 유용하다고 지적함



달러화 약세와 확장적 재정 및 통화 정책이 글로벌 유동성 확대로 이어질 것으로 예상함

- 하반기 제한적 달러 약세 및 Non-US 국가들의 통화 및 재정완화 정책 강화 등으로 글로벌 유동성 확대 기조는 한층 강화될 것

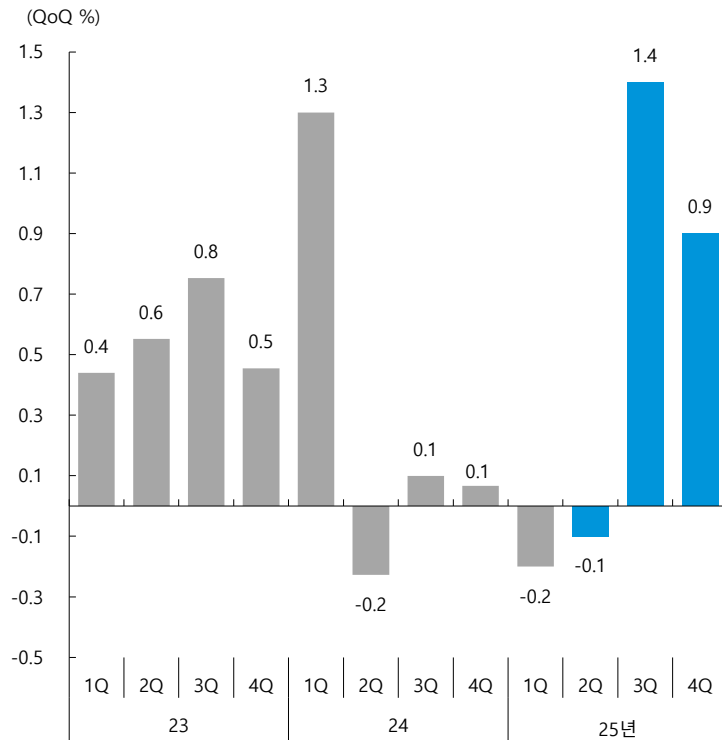
<그림20> 상호관세 리스크에도 불구하고 달러 약세와 Non-US 국가 중심의 확장적 재정 및 통화정책 강화로 글로벌 유동성 확대 흐름은 지속 중



국내 금융시장은 호재보다 악재가 많지만 하반기 반등 모멘텀은 있어

- 상호관세 발표 이후 국내 금융시장이 직면해 있는 주요 악재로는 국내 성장률 추가 둔화와 미-중 갈등 리스크임. 내수 부진 심화와 부양정책 지연으로 올해 국내 GDP성장률은 0%대 진입 가능성이 높아짐. 당사는 올해 GDP 성장률을 0.7%로 하향 조정함. 또한 미-중 갈등 확산에 따른 중국발 경기 리스크는 국내 금융시장에 악재로 작용할 수 있음
- 다만, 미국과의 상호관세 조기 타결 시 국내도 대중국 상호관세에 따른 풍선효과를 기대해 볼 수 있고 6월초 신정부 출범 이후 본격화될 강력한 부양정책 등은 국내 주식시장에 잠재적 호재임. 이 경우 달러-원 환율도 1,300원대로 하락할 것으로 전망함

<그림21> 국내 GDP성장률 전망치(iM증권 전망치)



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

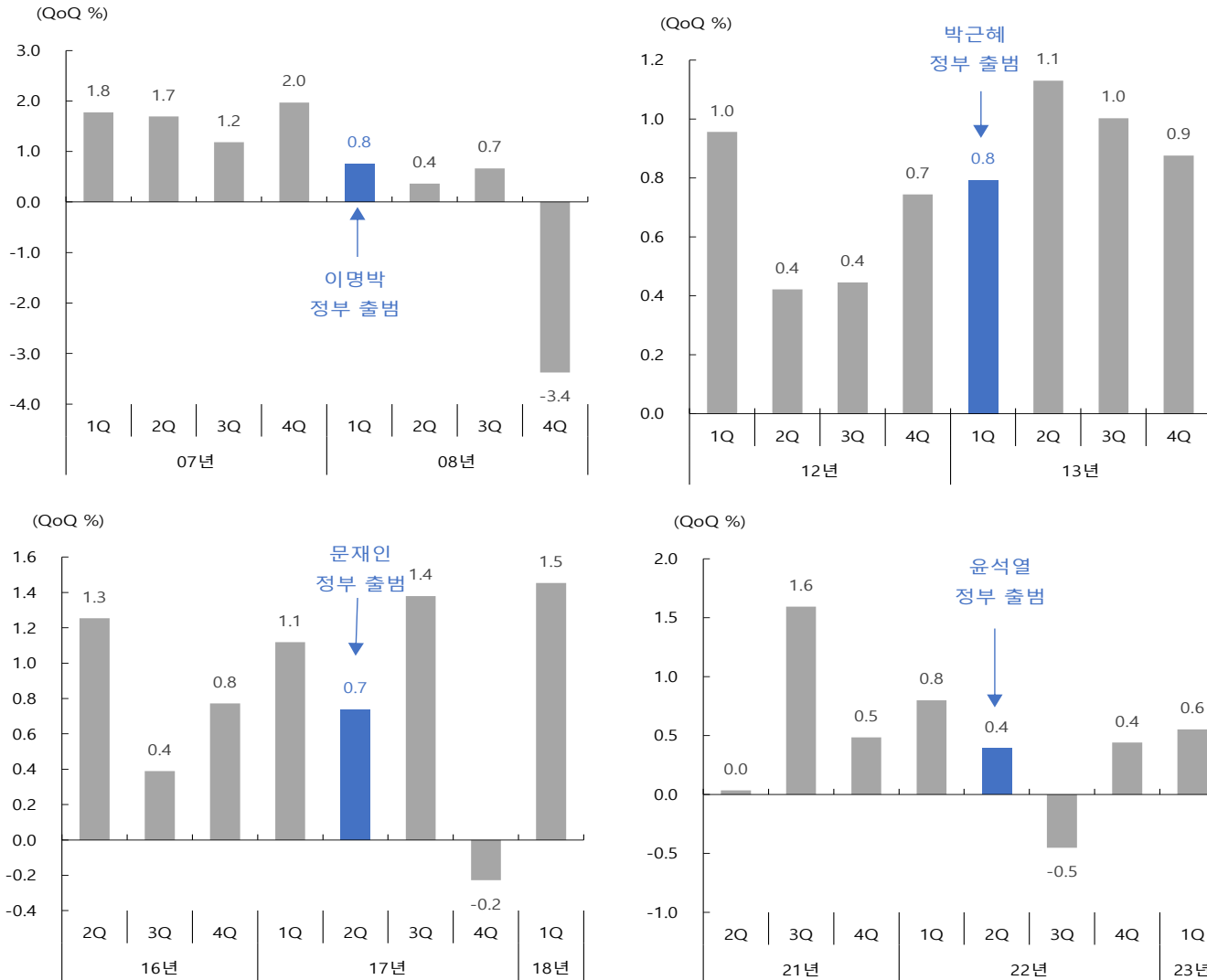
<그림22> 상호관세 협상 및 신정부 정책 기대감으로 달러-원 환율이 1,300원대 진입할 가능성도 커지고 있음



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

신정부 효과에 대한 과도한 기대감은 경계(1): 역대 정부 출범 전후 GDP 성장률

<그림23> 신정부 출범과 국내 GDP성장률 추이

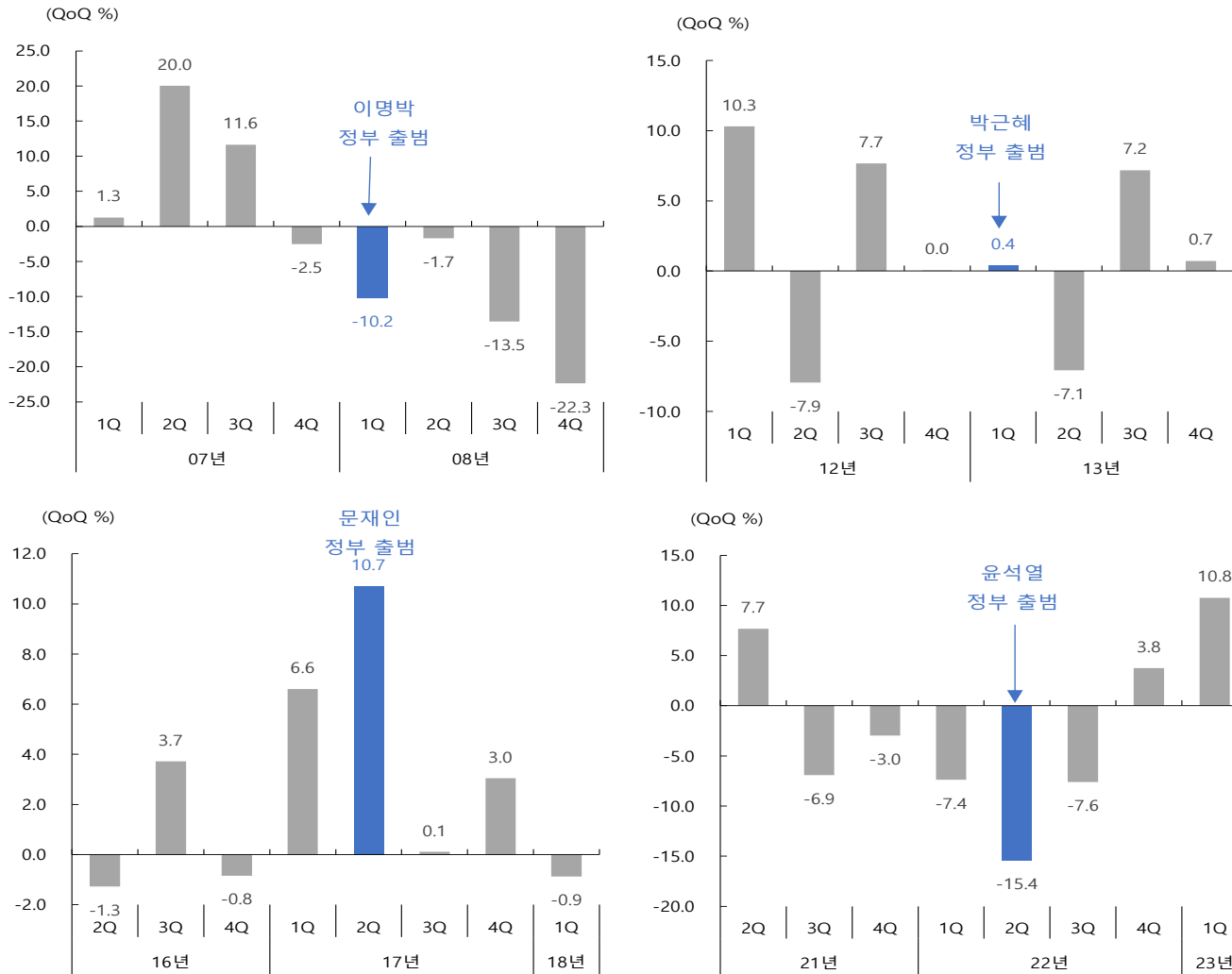


자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

신정부 효과에 대한 과도한 기대감은 경계(2): 역대 정부 출범 전후 코스피 등락률

- 단, AI투자를 중심으로 한 투자 및 유동성 확대 기대감이 단기적으로 증시에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상

<그림24> 신정부 출범과 코스피 추이



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부



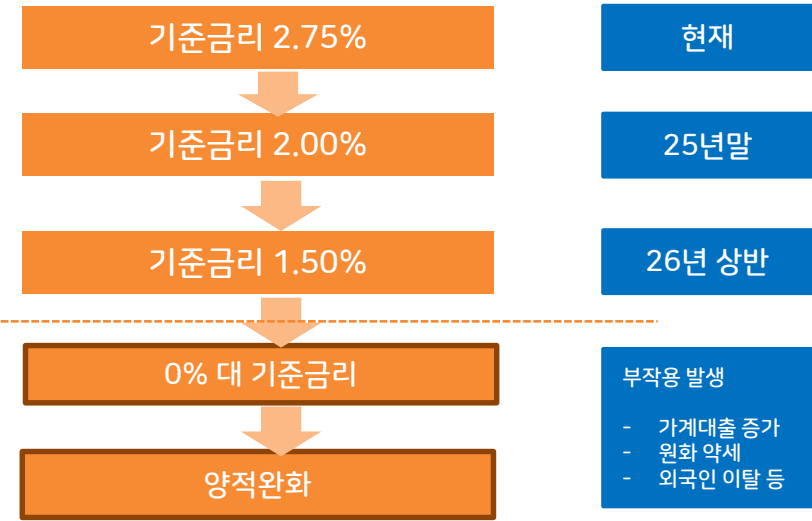
[채권]

캐리, 상대 매력력이 중요한 시기

내수&수출 동반둔화 → 0.8% 성장 전망

- 하반기 국내 경기의 향방은 ①국내 정치불확실성 축소(신정부 정책 기대감), ②글로벌 통상환경 악화로 인한 성장 부담 증대 간 싸움이 될 것
- 정치리스크가 축소(+추경)되는 부분은 소비심리, 기업투자 회복과 연결되며 국내 경기에 긍정적으로 작용. 반면 통상환경 악화의 부정적 파급효과로 국내 수출과 투자가 둔화될 수 있는 리스크 요인도 고려
- 한은, 25년 성장률 전망치 0.8% 발표. 1분기에 이어 4월 수출 등 주요 지표 부진 감안시 2분기 연속 역성장 가능성 높은 편
- 25년 및 26년 저성장 경로를 고려하면 기준금리 경로는 25년말 2.0%, 26년 1%대 중반까지 인하 가능. 단 '제로금리+양적완화' 정책 조합은 또 다른 문제. 부채, 환율 등 부작용 고려시 금리에 프라이싱하기는 어려운 시점

<그림1> 24~25년 한국은행 기준금리 변경 경로: 26년 상반기 중 1.5% 수렴 전망



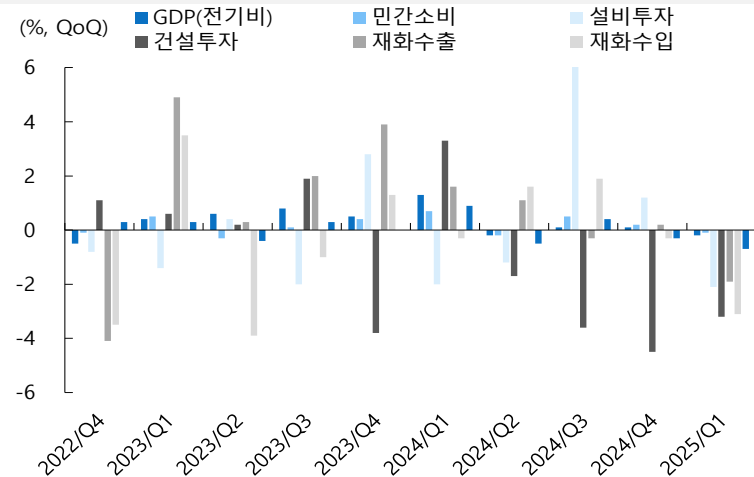
자료: iM증권 리서치본부

<그림2> 하반기 국내 경기는 정치리스크 축소 재료를 제외하고는 경기 부정적 재료가 다수

국내경기 방향성	국내 정치불확실성 축소 Vs. 글로벌 통상환경 악화
정치리스크 축소	- 정치리스크 축소와 신정부 정책 기대 - 추경집행 등으로 소비심리 회복
통상환경 악화	- 미국과 여타국 간 상호 보복조치 반복으로 글로벌 교역 위축, 국내 수출과 투자가 크게 둔화
신용리스크 확대	- 국내 PF 산업 구조조정 - 홈플러스 사태 이후 국내 신용환경 위축
금리인하 방해요인	- 금리인하 등 금융완화정책 효과로 가계대출 증가, 부동산 가격 변동성 확대 - 환율 눈치보기, 연준 인하 지연으로 국내 빅컷 금리인하 단행 가능성 낮은 편

자료: iM증권 리서치본부

<그림3> 25.1분기 국내 총생산에 대한 지출: 전기대비 0.2% 감소. 순수출 플러스(+0.9%)에도 불구하고 건설투자(-3.2%), 설비투자(-2.1%), 민간소비(-0.1%) 등 주요 항목 큰 폭 감소



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

대미 수출 10% 감소시 연 수출증가율 마이너스

- 대미국 무역흑자 의존도 107%. 중국, 일본, 호주, 독일, 인도네시아 무역적자를 미국 무역흑자로 대부분 메우는 구조
- 대미 수출 10% 감소시 수출 증가율 외 무역수지 타격도 큰 편. 대미수출 10% 감소시 연 수출 증가율 1.9% 감소. 연간 무역수지 영향 25% 감소. 30% 감소시 연 수출 증가율 5.6% 감소 및 무역수지 74% 감소하는 구조
- 상호관세 최저세율만 적용된다고 하더라도 실제 미국발 수출 감소 발생할 경우 국내 수출에 대한 부정적 영향 낮지 않을 것. 내수 경기 부진 속 수출 경기 둔화까지 가세할 경우 국내 성장둔화 부담 가중

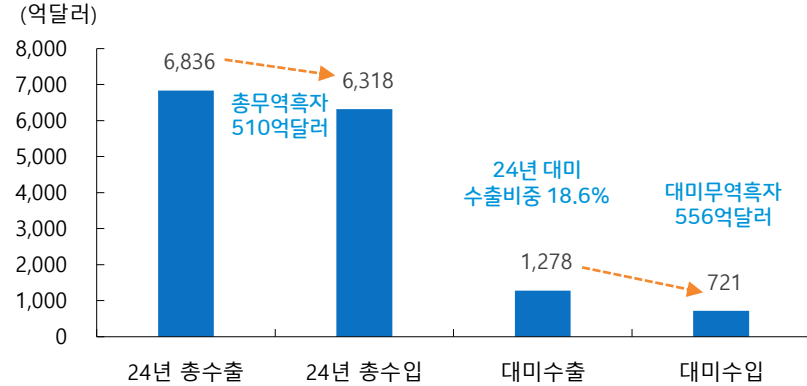
<그림4> 미 정부 상호관세 부과 관련 한국 상황 체크

미 정부의 한국 상호관세 부과관련 주요 내용

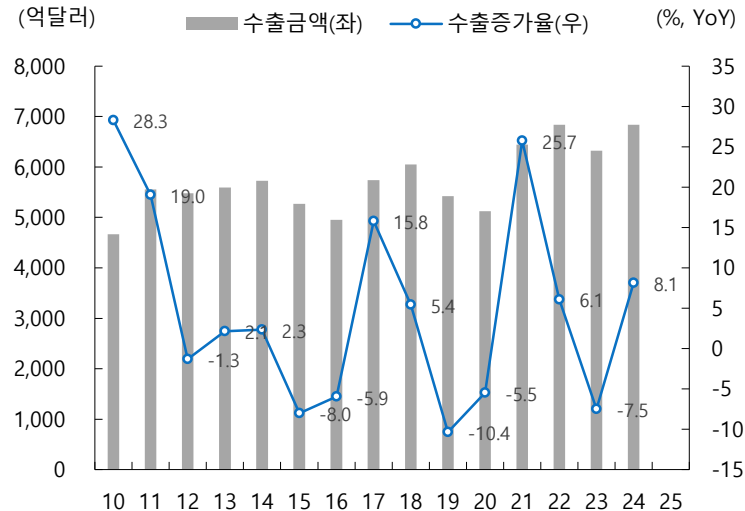
- 1. 한국에 적용되는 상호관세는 몇 % 인가?**
 - 상호관세 최저세율(baseline tariff)인 10%. 트럼프 대통령은 국가별로 상이하게 적용 예정(한국 25%)이었던 상호관세를 90일간 유예(a 90 day PAUSE)하. 국가별 차등 상호관세 정책은 미 동부 기준 7월 9일 오전 12시 1분까지 중단
- 2. 이 관세는 언제부터 적용되나?**
 - 한국에 대한 25% 관세에 대한 유예 정책에 따라 10% 최저세율은 미 동부 기준 4월 10일 오전 12시 1분 기준으로 적용
- 3. 한-미 FTA는 그대로 유지되나?**
 - 유지됨. 한-미 FTA가 유지되므로 한국산 수입품은 0% 세율로 시작하여 10% 세율을 추가 적용받아 최종적으로 10%의 상호관세를 적용. 한국에서 미국으로 수출하려는 경우, 한-미 FTA 원산지 증명서(C/O) 미제출시 상호관세(10%) 외에도 MFN 세율을 부담
- 4. 이번 상호관세는 기존 관세율(MFN 세율 또는 협정세율)에 추가되는 건가, 아니면 최종 10%로 관세율이 조정되는 것인가?**
 - 이번 상호관세는 기존 관세율에 추가. 즉, 우리의 경우 한-미 FTA 협정세율인 0%에 최종 상호관세인 10%가 추가됨
- 5. 얼마 전 50% 부과된 철강 및 알루미늄에는 다시 10%가 추가 부과되는 것인가?**
 - 추가 부과되지 않음. 미국이 자국 무역법 232조에 의해 25% 추가 관세를 부과한 철강 및 알루미늄에 이번 상호관세는 적용되지 않음. 즉, 철강 및 알루미늄과 그 파생상품은 그대로 기존의 25% 추가 관세만 적용

자료 : FTA 통합플랫폼, iM증권 리서치본부

<그림5> 대미수출 관련 내용 정리: 대미수출 10%만 감소해도 연간 수출증가율 -1.87% 예상. 2010년 이후 평균 증가율 5.0% 하회



비고	24년	대미수출 10% 감소	대미수출 20% 감소	대미수출 30% 감소
대미수출 영향	1,278억달러	-127억달러	-255억달러	-383억달러
연간 수출증가율 영향	+8.1%	-1.9%	-3.7%	-5.6%
연간 무역수지 영향	518억달러 흑자	25% 감소	50% 감소	74% 감소



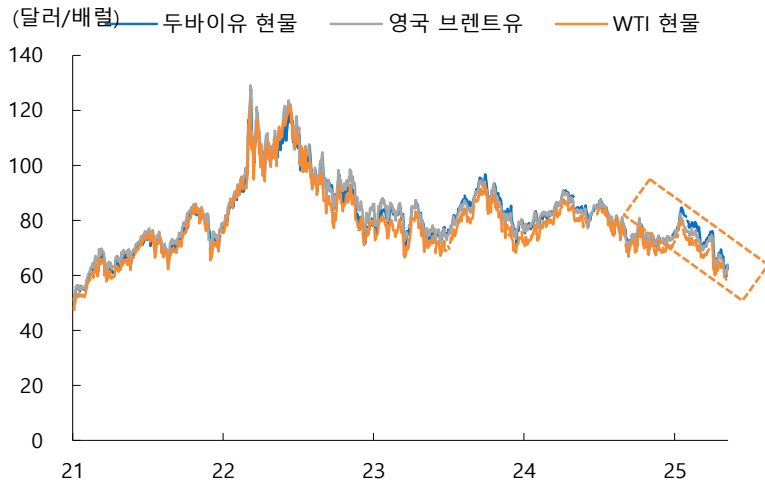
자료 : K-stat, iM증권 리서치본부

25년 수출증가율 마이너스 전환

물가, 연 2% 상승 전망. 유가 하락 및 낮은 수요 압력이 물가 상방요인(관세 등) 상쇄

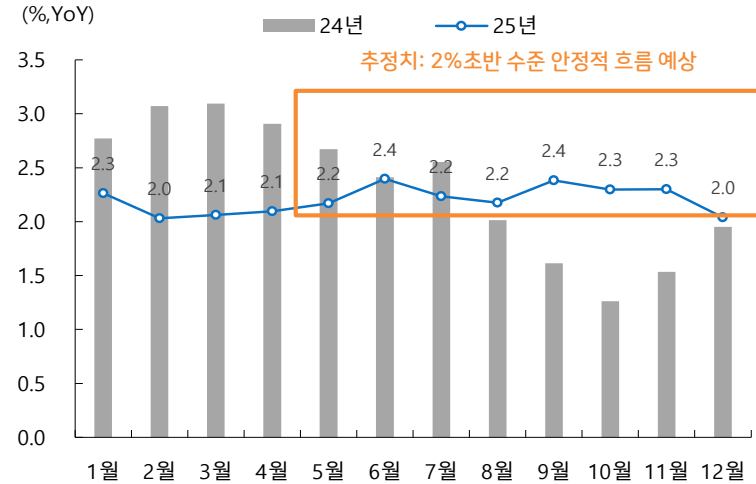
- 4월 소비자물가 3월과 전년동월비 동일한 2.1% 유지. 식료품 및 개인 서비스(보험료 등) 가격 상승에도 불구하고 석유류 가격 하락 영향
- 하반기에도 물가는 유가 하락, 낮은 수요압력 등 하방요인과 높아진 환율 수준 등 상방요인이 상쇄되면서 소비자물가, 근원물가 모두 2% 초반 수준 등락이 예상됨
- 미 관세정책 등에 따른 수입물가 상승 여파 배제할 수 없지만, 국내 수요 압력이 현저히 낮고 물가에 상당부분 영향을 미치는 유가가 안정되어 있어 물가 상승압력 굉장히 낮은 편

<그림7> 25년 1~현재, WTI 평균 60달러후반대 기록(24년 평균 76달러). 최근 기준으로는 58달러 기록하며 60선 하회. 국내 휘발유가격에 연동되며 물가 하방압력으로 작용



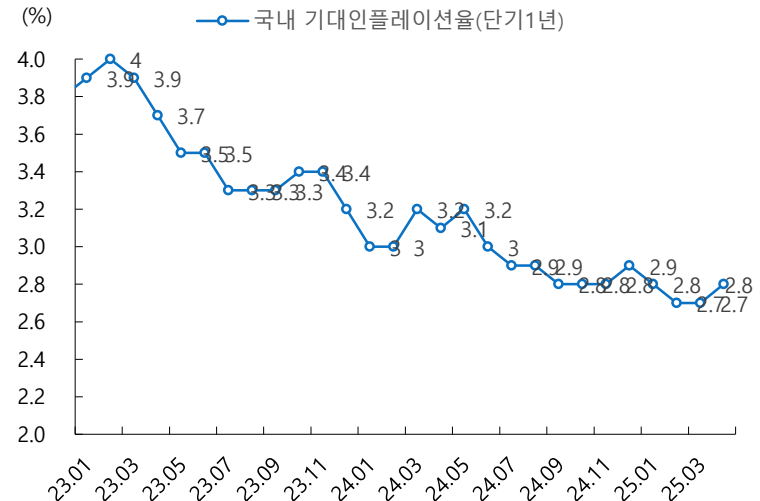
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림6> 국내 주요물가 추이: 1,3분기 계절적 물가상승 추세 고려하더라도 연 2% 내외 낮은 물가 전망 예상



자료 : 한국은행, iM증권 리서치본부

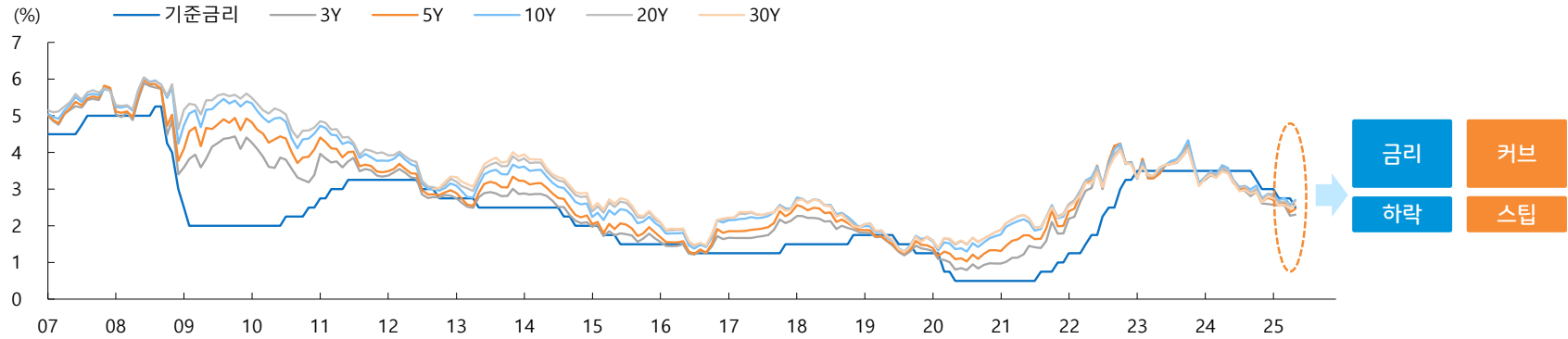
<그림8> 국내 기대인플레이션(향후 1년)은 2%대 후반 수준 지속



자료 : 한국은행, iM증권 리서치본부

역대 신정부 취임 전후 국고금리 및 커브 변화: 상승 & 스틱 → 플랫전환 대세

<그림9> 역대 신정부 취임 전후 국고금리 및 커브 변화



08.2월 이명박 정부						
	기준금리	3Y	5Y	10Y	20Y	30Y
-2M	5.000	5.740	5.760	5.690	5.676	
-1M	5.000	5.040	5.110	5.236	5.286	
D	5.000	4.960	5.080	5.223	5.266	
+1M	5.000	5.100	5.120	5.263	5.293	
+2M	5.000	4.880	4.960	5.140	5.170	
+3M	5.000	5.456	5.540	5.700	5.706	
+4M	5.000	5.890	5.980	6.043	6.043	
+5M	5.000	5.810	5.860	5.930	5.906	

금리
커브

13.2월 박근혜 정부						
	기준금리	3Y	5Y	10Y	20Y	30Y
-2M	2.750	2.820	2.970	3.160	3.280	3.343
-1M	2.750	2.750	2.890	3.090	3.200	3.330
D	2.750	2.630	2.740	2.950	3.080	3.210
+1M	2.750	2.520	2.580	2.790	3.020	3.136
+2M	2.750	2.490	2.550	2.770	2.950	3.070
+3M	2.500	2.780	2.900	3.120	3.280	3.380
+4M	2.500	2.890	3.140	3.400	3.570	3.673
+5M	2.500	2.920	3.200	3.490	3.670	3.783

금리
커브

17.5월 문재인 정부						
	기준금리	3Y	5Y	10Y	20Y	30Y
-2M	1.250	1.670	1.852	2.187	2.336	2.380
-1M	1.250	1.670	1.862	2.192	2.322	2.367
D	1.250	1.667	1.890	2.237	2.362	2.390
+1M	1.250	1.700	1.902	2.212	2.307	2.317
+2M	1.250	1.720	1.925	2.227	2.300	2.290
+3M	1.250	1.747	1.967	2.267	2.340	2.340
+4M	1.250	1.887	2.077	2.370	2.365	2.364
+5M	1.250	2.170	2.402	2.575	2.554	2.522

금리
커브

22.5월 윤석열 정부						
	기준금리	3Y	5Y	10Y	20Y	30Y
-2M	1.250	2.662	2.855	2.965	2.957	2.837
-1M	1.500	2.960	3.170	3.235	3.233	3.170
D	1.750	3.031	3.252	3.330	3.257	3.145
+1M	1.750	3.553	3.647	3.621	3.568	3.462
+2M	2.250	2.998	3.055	3.125	3.110	3.054
+3M	2.500	3.679	3.775	3.712	3.630	3.570
+4M	2.500	4.185	4.175	4.082	3.958	3.870
+5M	3.000	4.175	4.246	4.227	4.130	4.052

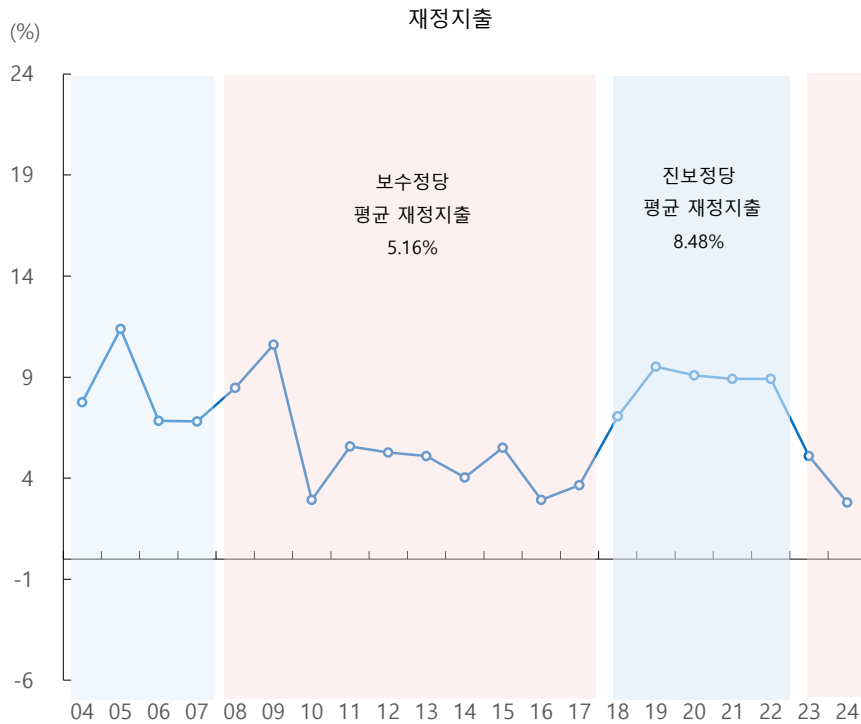
금리
커브

자료 : 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

이번 케이스 역시 재정지출 추가 확대 불가피

- 6.3 대선 결과, 이재명 대선후보 당선. 채권시장 측면에서 파급효과는 2가지로 판단. ① 추경 등 재정지출 대폭 확대 → 국고채 발행 증가, ② 소비진작 및 투자 활성화 정책 등으로 경기회복 기대감 확대 → 한은 통화완화 정책 속도 조절 가능성
- ②번의 경우, 정책과 실물경기간의 시차 등으로 한은의 통화정책 행보가 크게 달라질 가능성은 제한적이며(추후 수정경제전망을 통해 26년 전망치 변화 등을 확인할 필요), ①번의 경우 하반기 국고채 시장에 직접적 영향을 줄 수 있음에 유의

<그림10> 연도별 재정지출 증가율: 역대 정권별 재정지출 증가율 비교시 진보정당 재정지출이 보수정당 재정지출을 평균적으로 상회



자료 : 지표누리, iM증권 리서치본부
주: 본예산 기준

<그림11> 이재명 후보 주요 선거공약: 투자확대+소득지원+세금인하+복지확대=재정확대 ↑

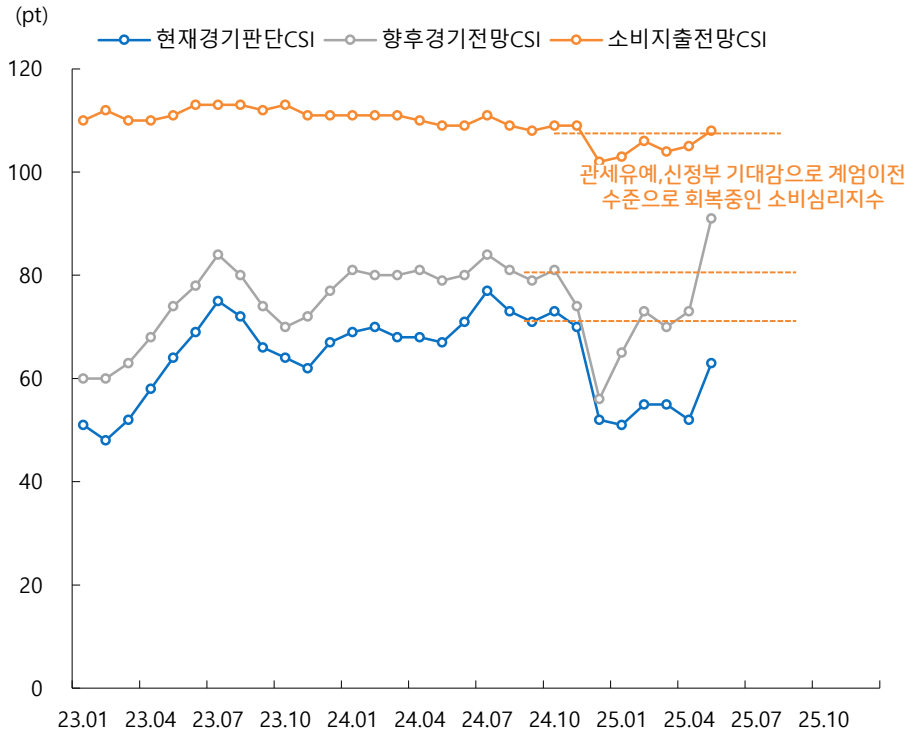
구분	공약	내용
1	AI 세계 3대 강국 진입	- K-AI 투자 100조원(정부+민간) 시대 개막 - 국가 AI 데이터 집적 클러스터 조성 - AI 국가인재 양성
2	빅테크 강국 실현	- ABCDEF 글로벌 기업 육성 (AI, 바이오/헬스케어, 콘텐츠/문화, 방위산업/우주항공, 에너지, 제조업)
3	주식시장 선진화로 주가지수 5000 돌파	- 개미투자자 보호 장치 강화(상법 개정) - 안전한 가상자산 거래 환경 조성 - 주가조작 원스트라이크 아웃제 도입
4	안정된 연금으로 든든하게	- 사회적 합의 통한 계속 일할 수 있는 '정년 연장' 추진 - 노후 소득 위한 '맞춤형 주택 연금' 확대 - 제 2의 소득, '햇빛·바람 연금' 확대
5	합리적인 조세로 부담 없게	- 중산층도 걱정 없는 상속세 부담 완화 - 직장인 실질소득 높이는 근로소득세제 합리화 - 자녀 결혼비용 줄이는 '혼인세액공제' 확대
6	집 걱정 없이 편안하게	- 재개발, 재건축 규제 합리화 및 지원 확대 - 필요한 사람이 분양받을 수 있도록 아파트 공급 확대 - 맞춤형 공공분양, 고품질 공공임대 공급 확대
7	국가가 책임지고 건강하고, 외롭지 않게	- '어르신 돌봄 국가책임제' 추진 - 60세부터 임플란트 건강보험 적용 - 간병비 부담 줄이는 '간호·간병 통합병동' 확대

자료 : iM증권 리서치본부

2~3차 추경안 연이어 나올 것. 소비개선 → 투자

- 1차 추경안 13.8조원 확정. 민생지원 5.1조원 외 통상 및 시지원 4.5조원, 재해·재난 대응 3.3조원 등으로 구성
- 신정부 전환 이후 소비진작 목적의 추경규모 확대 예정. GDP 1% 이상 집행시 실질적 경기개선 효과 나올 수 있으며 최소 25조원 배정이 필요
- 단, 가계소비지출 증대가 일시적으로 나타날 수 있으나 지속성 여부는 구조적 지출 저해요인 해소에 달릴 것

<그림12> 소비자동향조사: 관세유예, 신정부 정책 기대감 등으로 소비심리지수 작년 계엄 이전 수준으로 회복 중

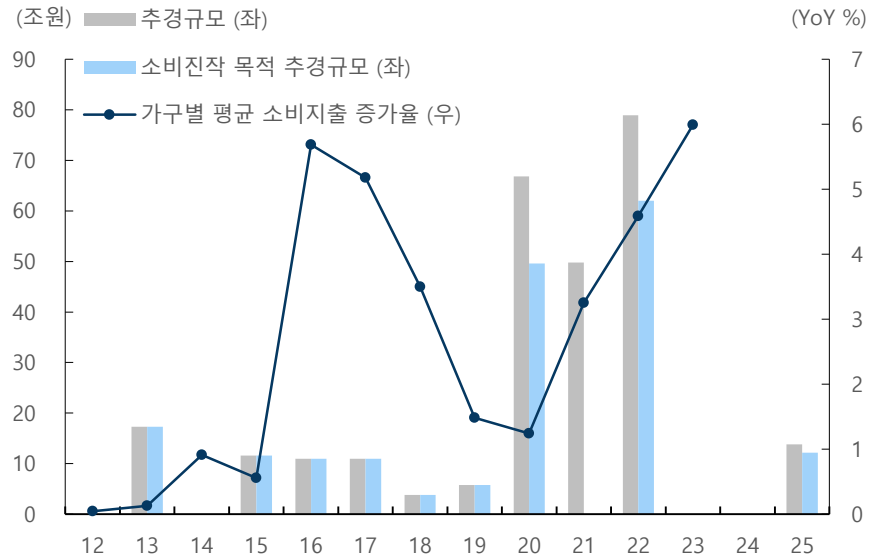


자료 : 한국은행, iM증권 리서치본부

<그림13> 추경의 경제적 효과: GDP의 1% 이상 집행시(25조원) 실질적 경기개선 효과 있을 것

(조원)	세출증액	세입경정	GDP대비	경제성장률 제고 효과
2009년 추경	17.7	11.2	2.3%	0.8%p
2013년 추경	7.0	12.0	1.2%	0.3%p
2015년 추경	9.4	5.6	0.9%	0.3%p
2016년 추경	8.9	-	0.5%	0.1~0.2%p
2019년 추경	6.7	-	0.3%	0.1%p
2025년 추경	13.8+a			

신정부 전환 이후 소비진작 목적 추경규모 확대 예정. 가계소비지출 증대 일시적으로 발생할 수 있으나, 구조적 지출저해요인(부동산시장 둔화, 고령화 등)과 상충

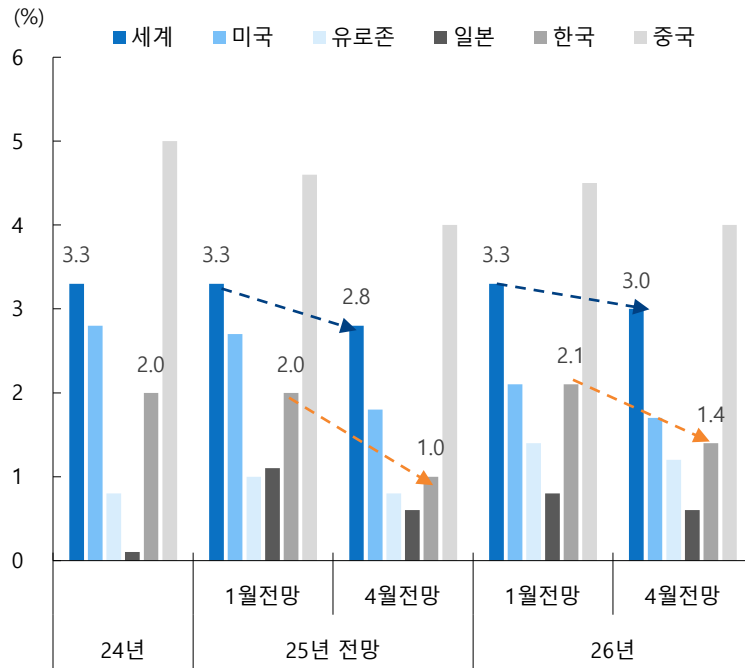


자료 : 금융위원회, 통계청, iM증권 리서치본부

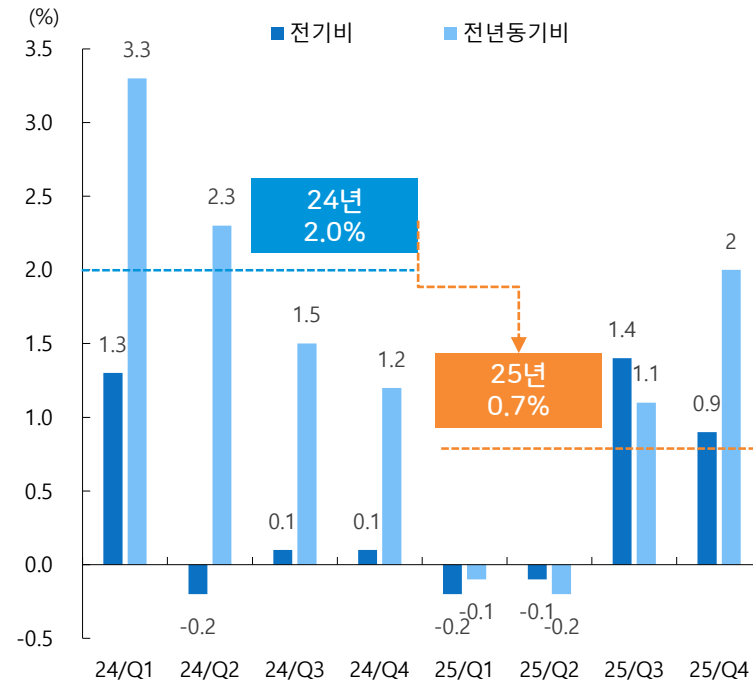
저성장 국면 → 재정 및 통화정책 병행 → 만기별 채권금리 차별화

- IMF, 무역긴장 등 글로벌 불확실성을 반영하여 대부분 국가의 성장률 전망을 하향하면서, 금년 세계경제 성장률을 지난 1월 전망 대비 -0.5%p 하향한 2.8%로 전망. 한국은 1월 전망 대비 -1.0%p 하향한 1.0%로 전망해 글로벌 대비 부정적 시각 반영
- 당사 역시 국내는 1분기에 이어 2분기 연속 역성장 전망하며 3~4분기는 경기부양 정책 집행 등으로 플러스 반전해도 연간 성장률 0.7%에 불과할 것
- 내년 경기여건도 크게 다르지 않음을 고려할 때 적극적 재정·통화정책이 요구되는 시점은 분명하며, 재정과 통화정책이 병행될 때 만기별 채권금리의 차별화 현상은 하반기 채권시장의 고민거리가 될 것

<그림14> IMF 주요국 성장률 전망치 변화: 한국은 1월 전망 대비 -1.0%p 하향한 1.0%로 전망해 글로벌 대비 부정적 시각 반영



<그림15> 국내 경제성장률 전기비, 전년동기비 및 추정치: 1분기에 이어 2분기 연속 역성장 전망. 3~4분기는 경기부양 정책 집행으로 플러스 반전해도 연간 성장률 0.7%에 불과



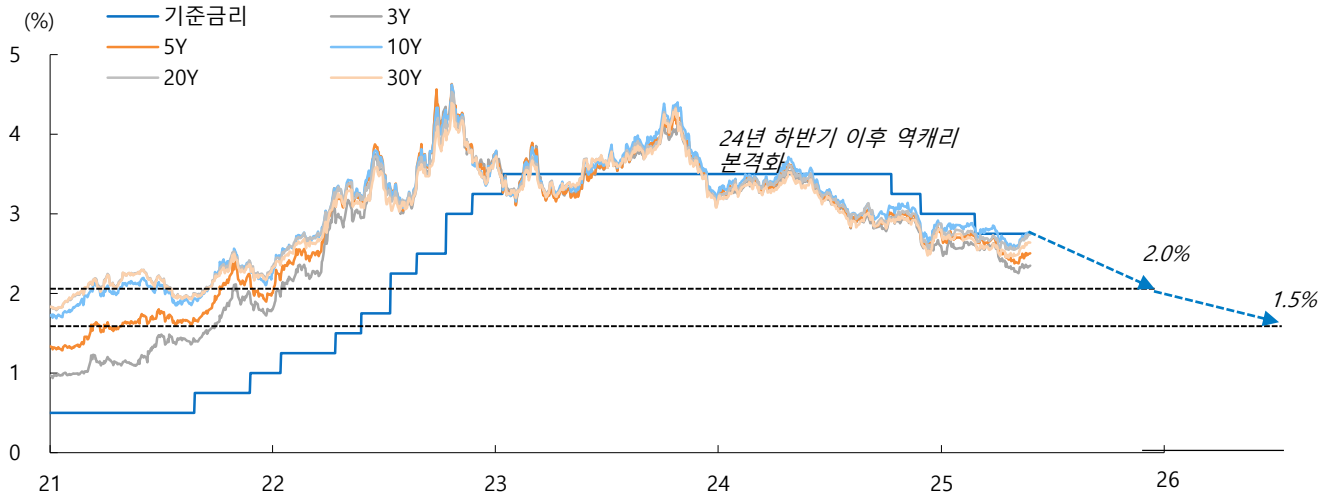
자료 : IMF, iM증권 리서치본부

자료 : 한국은행, iM증권 리서치본부

캐리, 상대 매력이 중요한 시기

- 과도하게 낮아진 국고 단기금리. 24년 하반기 이후 기준금리 인하 기대감 확대되며 국고-기준금리간 역캐리 확대. 국고3년 기준 최대 역캐리폭 -71bp, 10년 기준 -60bp 기록
- 연말 기준금리 수준이 관건. 하반기말 기준금리 수준이 2.25%라고 가정하면, 사실 국고3년의 캐리 메리트는 매우 낮은 상황. 단기채 투자 측면에서 연말 기준금리 최종값이 2.25%일지 2.00%일지 여부는 매우 중요한 사안
- 단기채 투자 측면에서 3분기 지표 결과가 보다 중요. 향후 2Q 분기성장률의 마이너스 지속 여부, 관세 영향으로 인한 수출 타격 정도, 신정부 출범에 따른 내수 경기 회복 여부 등이 한은의 통화완화 속도 및 기준금리 결정에 영향을 미칠 것
- 이번 인하시클에서 최종 기준금리 수준에 대한 구체적인 경로가 파악되기 전까지 ①기준금리 對 단기채 금리, ②장기채 금리 對 크레딧 스프레드 간 캐리의 상대매력이 중요한 시기가 될 것

<그림16> 24년 하반기 이후 기준금리 인하 기대감 확대되며 국고-기준금리간 역캐리 확대. 국고3년 기준 최대 역캐리폭 -71bp, 10년 기준 -60bp 기록



기준금리 경로에 따른 국고 스프레드(5/26 기준)		
기준금리 가정	국고3년	국고10년
2.75%	-40.3bp	2.0bp
2.25%	9.7bp	52.0bp
2.00%	34.7bp	77.0bp
1.75%	59.7bp	102.0bp
1.50%	84.7bp	127.0bp
1.25%	109.7bp	152.0bp

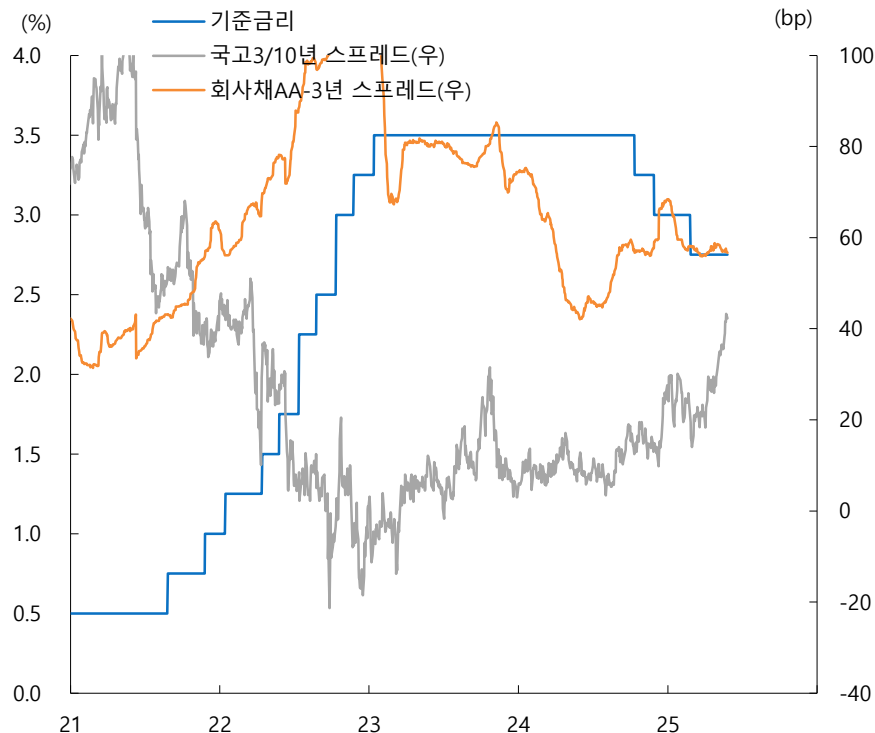
국고3년-기준금리(평균)	77bp	115bp	8bp	-31bp	-33bp	역캐리 장기화로 단기물 캐리 매력도 저하
국고10년-기준금리(평균)	145bp	131bp	14bp	-20bp	-8bp	장기물 캐리매력 높으나 수급 불확실성 잔존

자료 : 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

캐리 상대 매력도: 듀레이션 or 크레딧?

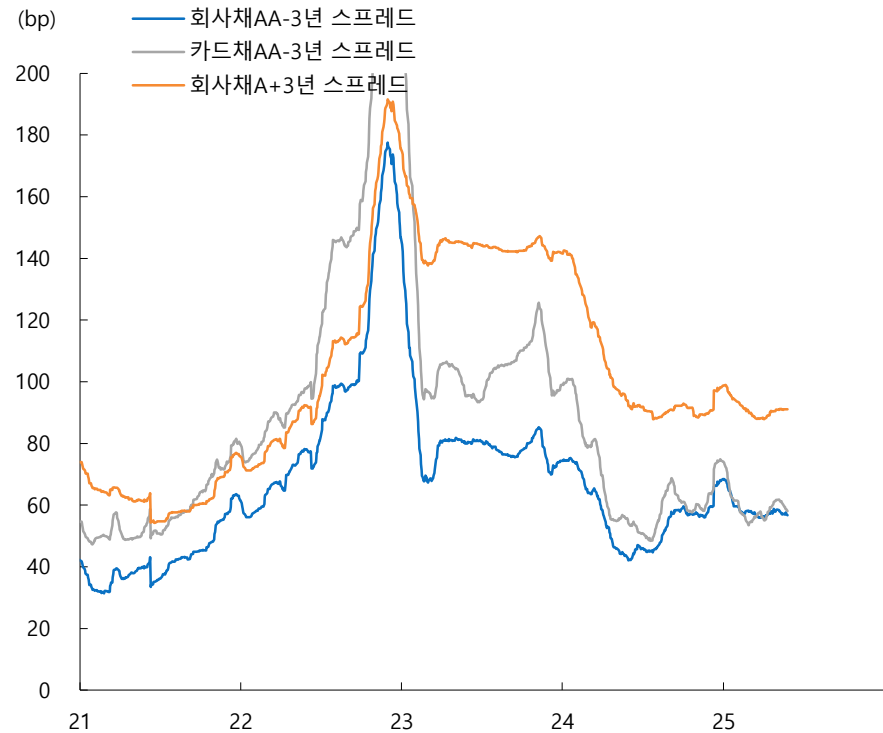
- 국고 단기는 기준금리 인하 기대가 선반영되며 하락압력이 우세했던 반면 장기는 추경 등 공급부담이 선반영되며 단기금리 하락을 따라가지 못하고 있는 상황 → 국고3/10년 스프레드 25년 상반기 최대 43bp까지 확대
- 장기 국고와 우량 크레딧의 상대매력도 고려해야할 시기. 회사채AA-3년 또는 여전채AA-3년도 50bp대 후반대로 스프레드가 좁혀져 있어 추가 하락이 제한되는 상황, 경기둔화 사이클 고려시 크레딧 시장 역시 비우량 위주로 충격을 받을 수 있으며 우량 크레딧도 일부 영향 받을 것 → 크레딧에서 국고 장기로 회귀 수요 발생(하반기 추경이 20~30조원 내외라는 가정) → 3/10년 스프레드 40bp 이상에서는 경직성 발생 → 크레딧 보다 듀레이션 수요 발생 가능 레벨

<그림17> 기준금리 및 국고3/10년, 국고3년/회사채AA-3년 스프레드 추이: 국고 3/10년 스프레드 25년 상반기 최대 43bp까지 확대



자료 : 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림18> 회사채AA-3년, 카드채AA-3년, 회사채A+3년 스프레드 추이: 크레딧 충격시 우량/비우량간 차별화 발생하나, 전반적인 스프레드 확대 압력을 피하기는 어려울 것

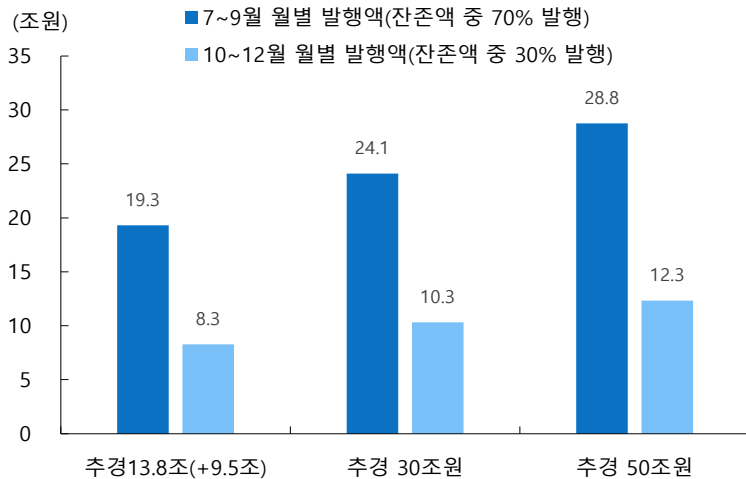


자료 : 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

하반기 국고 발행시장 분석: 월 20조원대 발행부담 극복이 관건

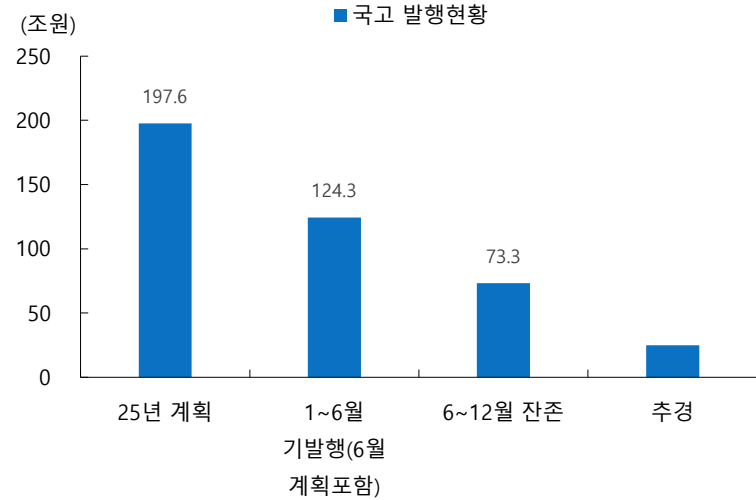
- 1차 추경안 감안 25년 국고채 총 발행한도 기존 197.6조원→207.1조원으로 9.5조원 증액. 단 성장률 제고효과 크지 않아 6월 조기대선 이후 2,3차 추경의 현실화 가능성 높은 편
- 하반기 추경 30조원 추가배정시 7~9월(70% 집행 가정) 국고채 월 발행액은 25조원 수준이 될 것으로 예상(50조원 가정시 월별 국고채 발행액 28조원 추정). 추경 지연으로 분산발행이 아닌 일정 시점에 자금이 몰린다면 월별 발행액은 더 증가할 수 있다는 판단
- 수급적 요인에 더 크게 영향을 받는 장기 및 초장기 구간의 경우 6월 신정부 정책기대와 맞물리며 재정적 부담이 가세. 장기 및 초장기채 측면에서는 2분기말~3분기가 가장 리스크가 높은 시기

<그림20> 추경규모에 따른 국고채 월별 발행 예상액: 1~5월 국고 기발행 97.8조원(월평균 19.5조원). 추경 25조원 집행시 7~9월 월발행액 25조원 예상



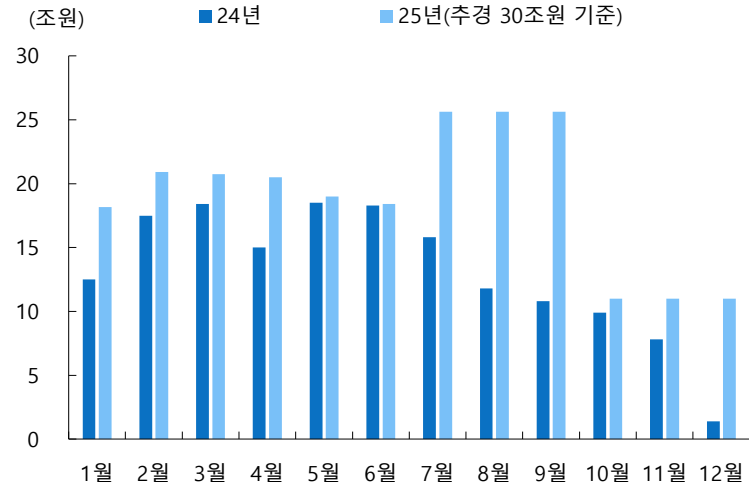
자료 : 기획재정부, iM증권 리서치본부

<그림19> 25년 국고 발행현황: 1~6월 전체 계획 물량의 63% 달성



자료 : 기획재정부, iM증권 리서치본부
 주: 25년 계획은 추경으로 인한 발행한도 미반영분, 현재 발행한도 +9.5조원 증액된 207.1조원

<그림21> 24년 국고채 월별 발행액 및 25년 추경에 따른 발행액 추정치 비교, 월평균 24년 13.1조원 및 25년 19.0조원(추경 30조원 가정시)

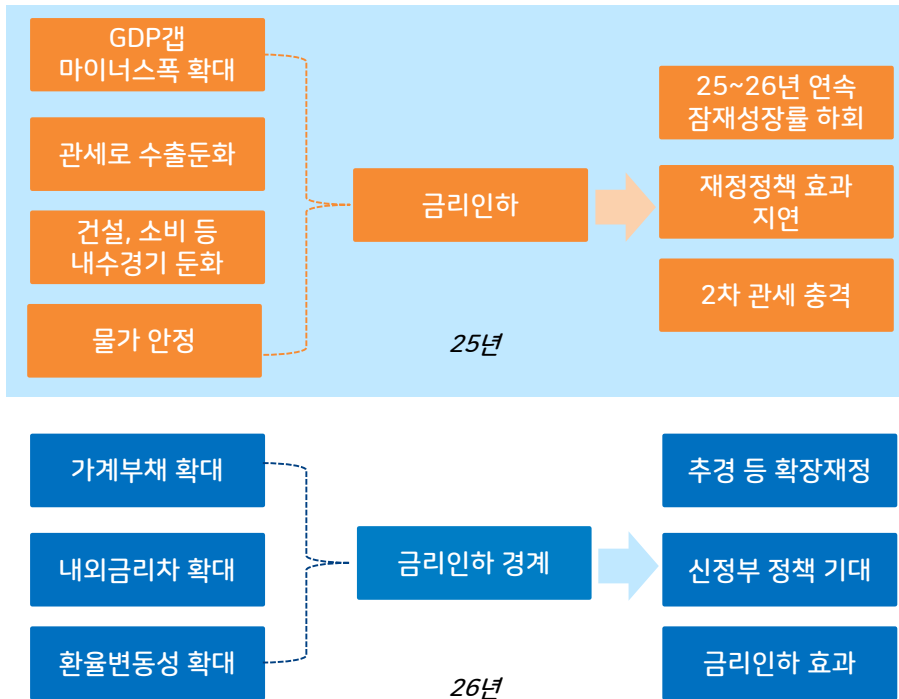


자료 : 기획재정부, iM증권 리서치본부

통화정책: 25년말 2.0% → 26년 1.5%

- 통화정책: 24.10월 이후 4차례 금리인하(총 100bp) 단행. 연내 2회 추가 인하 예상(8월, 11월) → 2년 연속 잠재성장률 하회(25년 0.8%, 26년 1.6%) 경로 감안시 26년 기준 1.5%까지는 기준금리 하단 열어둘 필요
- 가능성 낮은 시나리오: 신정부 교체 이후 파격적 추경, 소비 및 투자 활성화 정책 → 경기가 예상보다 빠르게 반등 → 한은 금리인하 속도 조절 → 연내 1회 추가 인하 및 상당기간 동결 기조 유지(2.25%)

<그림22> 한국은행 통화정책 관련 변수 정리: 올해는 금리인하 경계요인보다 금리인하 요인에 더 주목. 26년부터는 경계요인 고려되며 인하 속도 조절 예상



자료 : iM증권 리서치본부

<그림23> 25.5월 금통위 한국은행 총재 기자회견 정리 내용

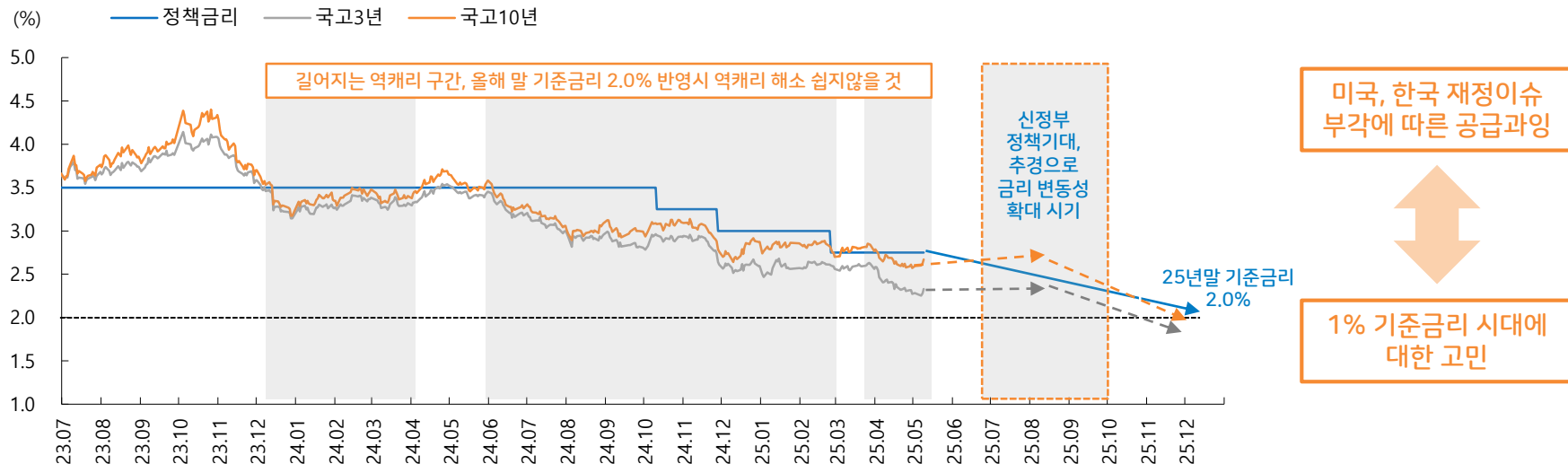
이창용 한은 총재 답변	
금리결정	3개월 포워드 가이던스 4명 인하 가능성 피력, 2명 동결 피력 성장률 전망 하향조정된 만큼 추가 인하 가능성 커지긴 했으나 3개월 이후 통화정책에 대해서는 밝힐 수 없음 금융여건은 완화된 수준을 보여주고 있어 너무 많은 완화정책을 하면 금융안정 부분에 훼손 유동성 공급이 실물경기 회복(기업 회복)보다는 자산가격 상승으로 전이될 가능성을 경계 지금으로는 단기적으로 1%대 기준금리를 기대하지 않는 것이 좋음
성장	재정정책에 관해서는 0.8% 성장률에 1차추경은 반영되어 있으나 나머지 추경은 반영되어 있지 않음 건설경기 침체 심화로 건설투자 성장률 전망치 0.4%p 낮추는 요인으로 작용 민간소비 성장률 전망치 0.15%p 낮추는 요인으로 작용 수출 성장률 전망치 0.2%p 낮추는 요인으로 작용 2008년의 성장률과 지금을 비교하기에는 단순 비교 어려움(2008년 잠재성장률 3% 수준, 현재는 2% 이하)
신정부	신정부와 정책공조 할 것 가계부채가 GDP에서 차지하는 비중, 금리가 특정지역의 부동산가격을 자극할 지에 대해 공감 나누길 바라고 있음
환율	ADB 연차총회에서 미국 정부와 환율, 관세 논의한 것은 사실 환율에 대해 어떤 이야기를 했는지 자세한 내용을 말할 수는 없음 환율이 변동한 것은 회의를 했다는 것 자체가 투자자들의 기대심리를 자극 환율은 현재 미국의 관세, 예산안 등 대외 요소에 의해 움직이는 중

자료 : 한국은행, iM증권 리서치본부

국내 전망: 어려워지는 3분기 채권시장, 분위기 전환을 위해서는 4분기 펀더멘털 성적표 중요

- 국고 금리: 2.30%대 초반까지 내려온 국고3년물이 레벨 다운을 추가로 시도하기 위해서는 연말 2.0% 기준금리에 대한 확신이 필요. 신정부 정책효과로 예상외로 하반기 경기가 빨리 반등하기 시작한다면 올해 말까지 추가 1차례의 인하전망(연말 2.25%)이 더 우세. [신정부 정책의 실효성에 대한 판단이 들기전까지 국고3년물이 2.20%이하로 내려가기는 어려울 전망](#). 다만 불확실성에도 불구하고 2.35% 이상에서는 매수 수요도 강해 앞으로 약 3개월간 [국고3년은 2.20~2.40% 범위내 레인지 장세를 형성](#)
- 장기물은 추경, 신정부 정책효과 등을 상당부분 선반영. 3/10년 스프레드는 5월 중 43.7bp까지 확대되며 국고채 수급에 대한 불안감을 크게 반영. 지금 레벨대에서 스프레드가 더 크게 확대되기 위해서는 현재 시장에서 예상하고 있는 하반기 추경수준(20~30조원)을 크게 상회하는 파격적 재정정책이 나와야 할 것. 그렇지 않다면 3/10년 스프레드의 추가 확대 동력은 낮은 상황. 오히려 3/10년 스프레드가 40bp 이상으로 확대되면, 스프레드 매력도가 낮아진 단기 우량크레딧 수요가 국고 장기물로 이동하며 해당 구간을 채워줄 가능성도 있을 것
- 하반기 국고채 월간 발행에 대한 윤곽이 잡히기 전까지 커브스팁의 추세가 당장 플랫으로 반전되기는 어려움. 신정부 정책 집중되는 [6~8월 3/10년 스프레드 40bp 후반까지 확대가능성 열어둘 필요](#). 다만 공급을 제외한 경기, 물가 등의 펀더멘털 환경이 장기금리의 추가 상승을 계속 지지하기 어렵고, 크레딧 대체수요 및 K-ICS 비율 하락에 따른 보험사의 초장기물 매수수요 등도 나올 수 있어 [추경 불확실성 해소 이후에는 3/10년 스프레드 레인지는 30~40bp 범위로 수렴 전망](#)

<그림24> 기준금리 및 국고3,10년 금리 추이: 6월전까지 5월 인하기대, 성장률 조정 등으로 금리 하락



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

국내 채권금리 전망 테이블

<표1> 국내 채권금리 전망 테이블

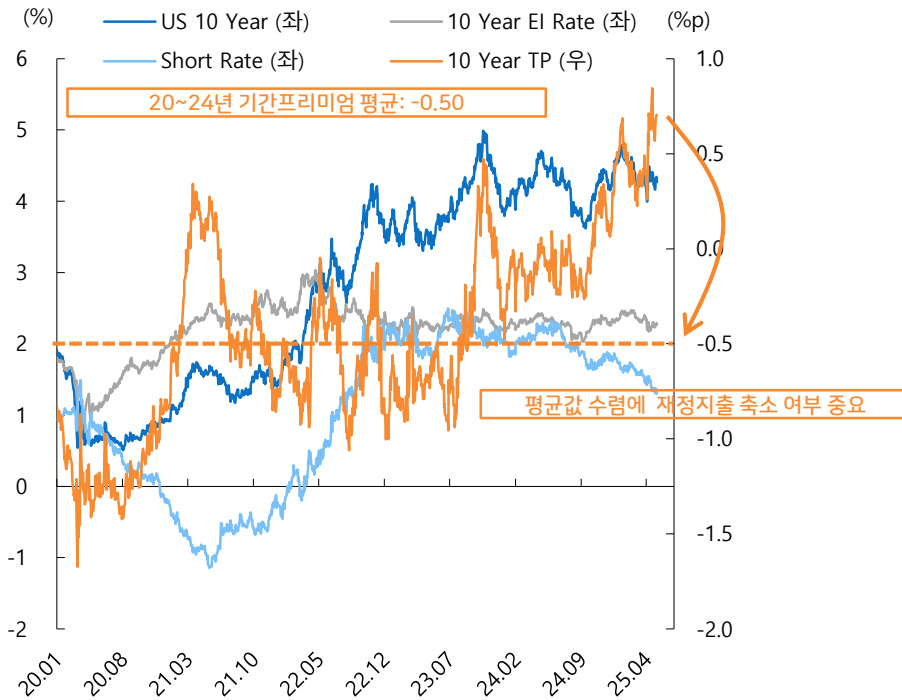
구분	기준	2024년				2025년					2026년
		2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	연간
한국 정책금리	(기말, %)	3.50	3.50	3.00	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	2.00	1.50
국고채수익률	(3년,평균,%)	3.38	2.97	2.79	3.11	2.59	2.35	2.35	2.10	2.31	1.70
	(10년,평균,%)	3.48	3.07	2.95	3.22	2.82	2.70	2.75	2.55	2.61	2.00
	(30년,평균,%)	3.34	2.96	2.81	3.10	2.65	2.60	2.65	2.45	2.47	1.90
스프레드	(3/10년,평균,bp)	10.30	9.99	16.38	11.29	22.59	35.00	40.00	30.00	26.90	15.00
	(10/30,평균,bp)	-14.39	-10.15	-14.13	-12.17	-16.71	-15.00	-13.00	-10.00	-13.00	-15.00
	(회사채AA-3년,평균,bp)	47.01	50.71	59.82	56.64	59.57	57.00	53.00	60.00	57.39	70.00
미국 정책금리	(기말, 상단, %)	5.50	5.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00	3.25
국채수익률	(10년,평균,%)	4.44	3.95	4.27	4.20	4.35	4.40	4.30	4.00	4.26	3.45

자료 : iM증권 리서치본부

미국 재정적자 확대 → 장기채 텀프리미엄 확대 → 장기채 금리 상승

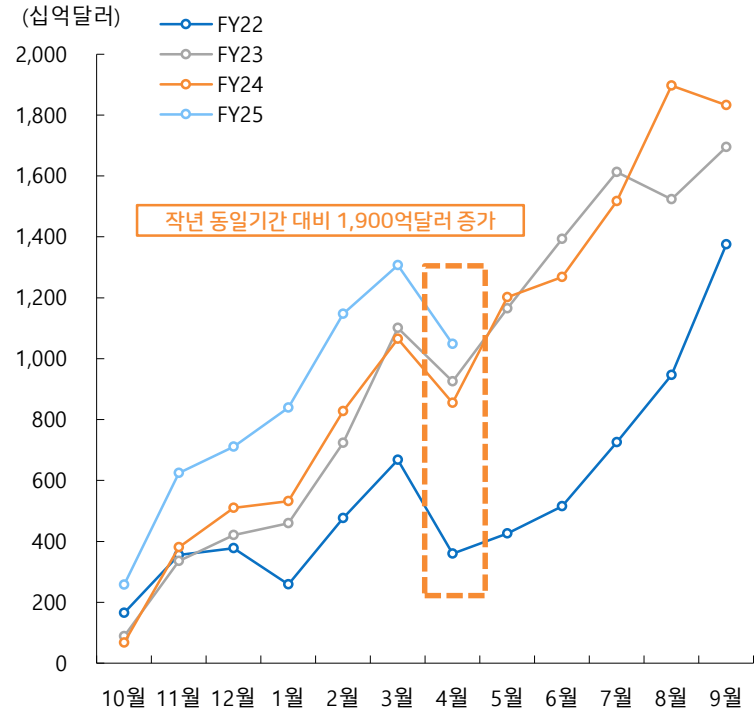
- 채권금리는 단기금리, 기대인플레이션, 기간프리미엄의 합으로 구성. 25.5월 기준 기간프리미엄 80bp대 형성. 과거 장기평균 -50bp 대비 확대. 평균값에 근접(수렴)하기 위해서는 결국 재정적자 개선이 가장 중요
- FY25기준(24.10~25.4월) 누적 정부재정적자는1조달러로 FY24 동일기간 대비 1,900억달러 증가. 25.4월 기준 2,580억 재정흑자를 기록. 4월 관세로 163억달러를 기록하며 월간 최고치를 경신한 점이 특이점
- 남은 6개월내 재정적자 개선(정부효율부 성과, 관세 수입 개선 등)이 확인되지 않을 경우 FY26 기준 미국 정부채권 발행 증가 부담 불가피

<그림25>미국 10년물국채금리분해



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림26>FY기준미국재정적자누적추이

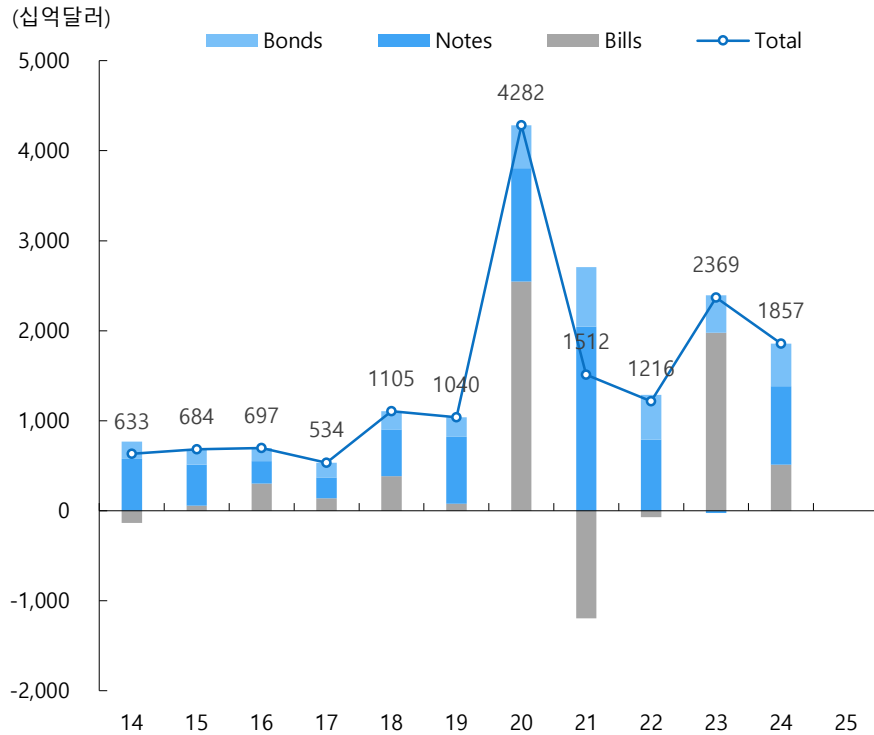


자료 : 기재부, iM증권 리서치본부

미뤄놓았던 장기채 발행, 재정수지 개선 없다면 발행폭탄은 채권시장 위험요인

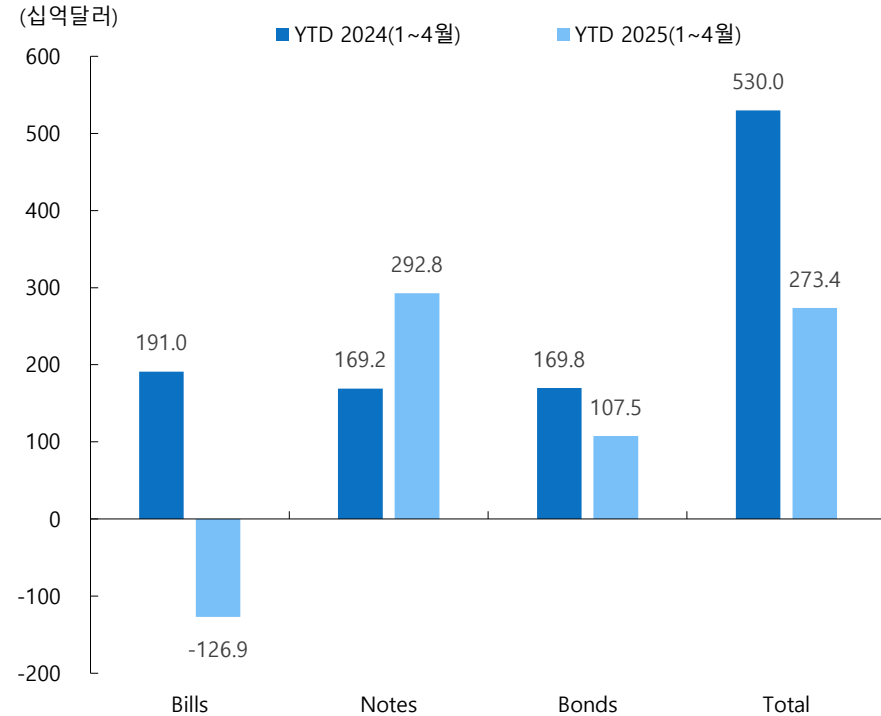
- 24년 미국채 순발행 1.8조달러. CBO 추산 재정수지 개선 없다면 매년 미국 재정적자 2.0조달러 이상으로 추정. 국채발행 증가도 동반될 것
- 문제는 25.1~4월 미국 국채 발행, 작년 동일기간 대비 장기국채 발행 둔화. 재정수지 개선 미흡할 경우 연말 장기채 발행 재확대 우려는 채권시장 위험요인

<그림27> 미국 국채 순발행 추이: 24년 미국채 순발행 1.8조달러. CBO 추산 재정수지 개선 없다면 매년 미국 재정적자 2.0조달러 이상으로 추정. 국채발행 증가도 동반될 것



자료 : SIFMA, iM증권 리서치본부

<그림28> 25.1~4월 미국 국채 발행, 작년 동일기간 대비 장기국채 발행 둔화. 단 재정수지 개선 미흡할 경우 장기채 발행 재확대 가능성 유효

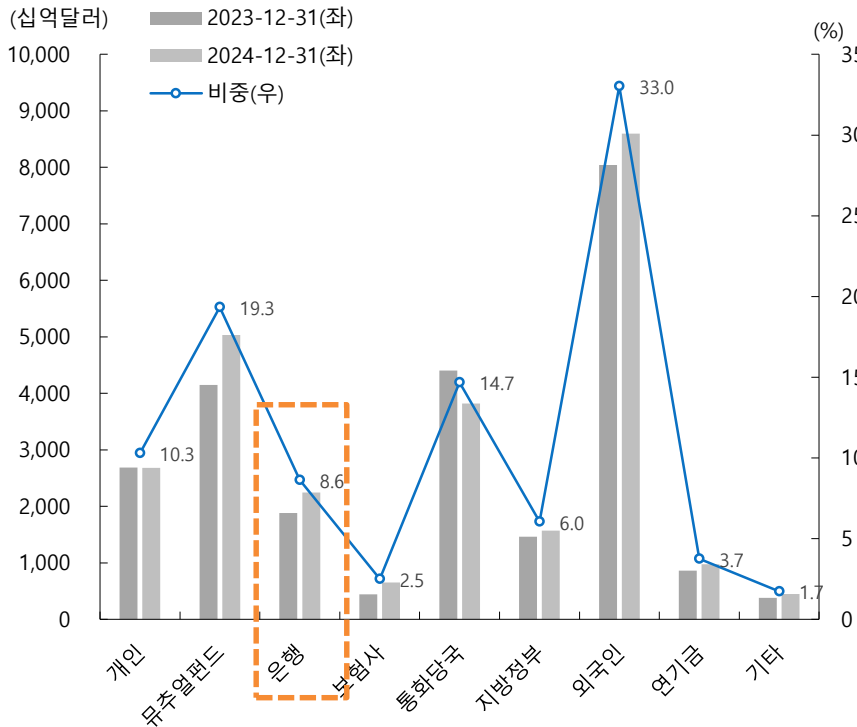


자료 : SIFMA, iM증권 리서치본부

공급 노이즈 관련 수요 대응책 점검

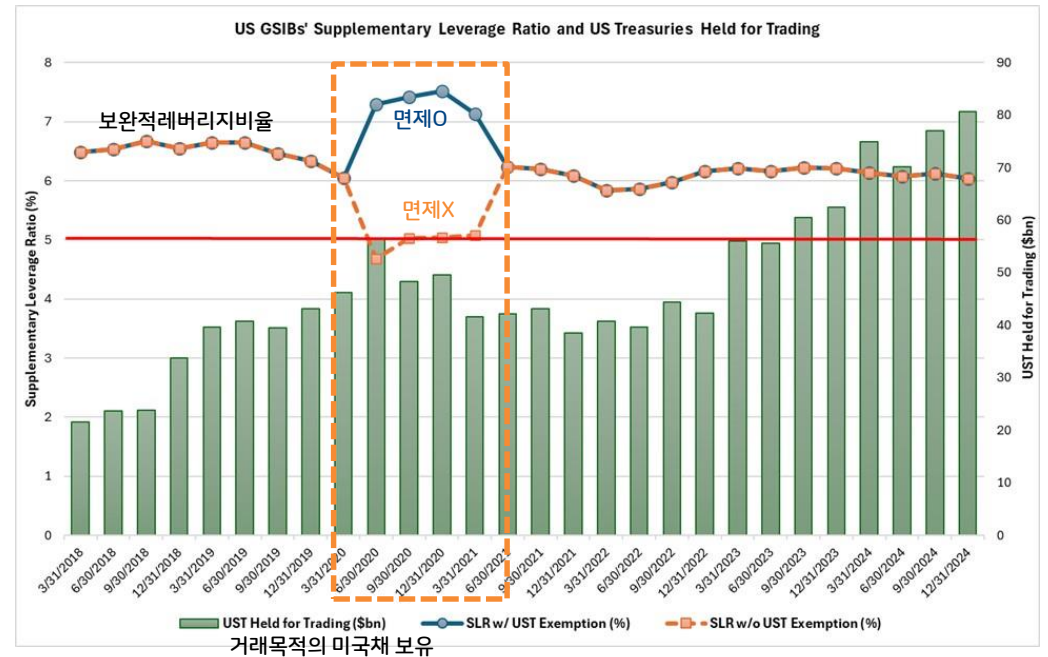
- 최근 중국의 미국국채 매도 도발, 헷지펀드 매도 등 수요 측면에서 미국 국채금리 변동성 확대요인 발생. 미국 재정부의 바이백 검토, 공급물량 조정 등 대응에 나서고 있으며 SLR 규제완화 역시 검토되고 있는 상황
- 과거 20년 3월부터 21년 3월까지 재무부 증권과 중앙은행 준비금을 SLR 계산에서 일시적으로 면제, 임시 면제가 없었다면 현행 자본 건전성 규제에서 요구하는 최소 보완 레버리지 비율인 5%를 미충족. 국채를 레버리지 비율에서 제외하면 대차대조표 수용력 제약이 크게 완화될 것. 미국채 시장 수요 역량 강화 예상

<그림29> 미국 국채 보유 현황: 은행보유 금액 2.2조달러(비중 8.6%). SLR 면제로 미국채 매입 매력여력 확대 시 중국 등 외국인 이탈 충격 완충 가능



자료 : SIFMA, iM증권 리서치본부

<그림30> 과거 20년 3월부터 21년 3월까지 재무부 증권과 중앙은행 준비금을 SLR 계산에서 일시적으로 면제, 임시 면제가 없었다면 현행 자본 건전성 규제에서 요구하는 최소 보완 레버리지 비율인 5%를 미충족. 국채를 레버리지 비율에서 제외하면 대차대조표 수용력 제약이 크게 완화될 것. 미국채 시장 수요 역량 강화 예상



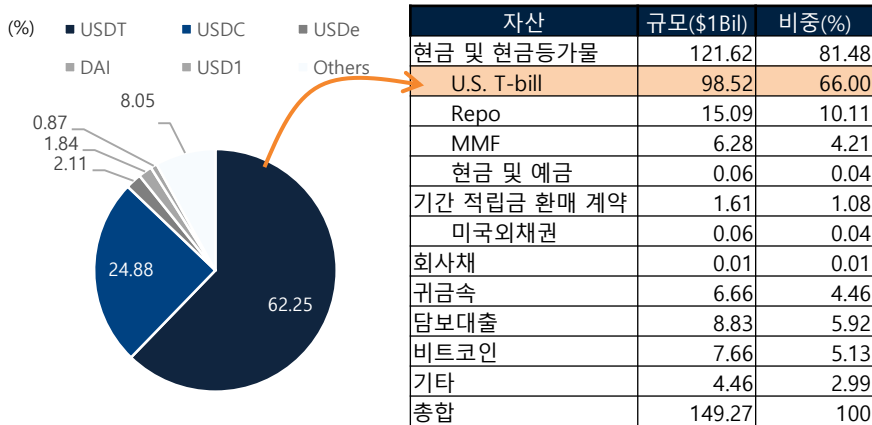
자료 : SIFMA, iM증권 리서치본부

스테이블 코인 발행사 미 국채 시장에 큰 손으로 등장 가능성 존재

- GENIUS Act 통과 시 스테이블 코인 발행사는 준비자산을 안전자산(화폐, 예금, 미 국채 등)으로 구성해야 함. 향후 스테이블 코인 발행사는 회사채, 비트코인 등 자산을 매도하고 안전자산을 매수해야 함
- 미 재무부는 스테이블 코인 시장 규모가 2028년 2조 달러에 이를 것으로 전망. 현재 테더의 미 국채 보유 비중이 66%임을 감안했을 때 GENIUS Act 통과 시 스테이블 코인 발행사는 최소 1.2조달러의 미 국채를 보유할 것으로 전망. 향후 스테이블 코인 발행사의 미 국채 보유액은 현재 주요국 일본(1위, 1조 1,308억 달러), 영국(2위, 7793억 달러), 중국(3위, 7,654억 달러)을 넘어서는 것으로 전망

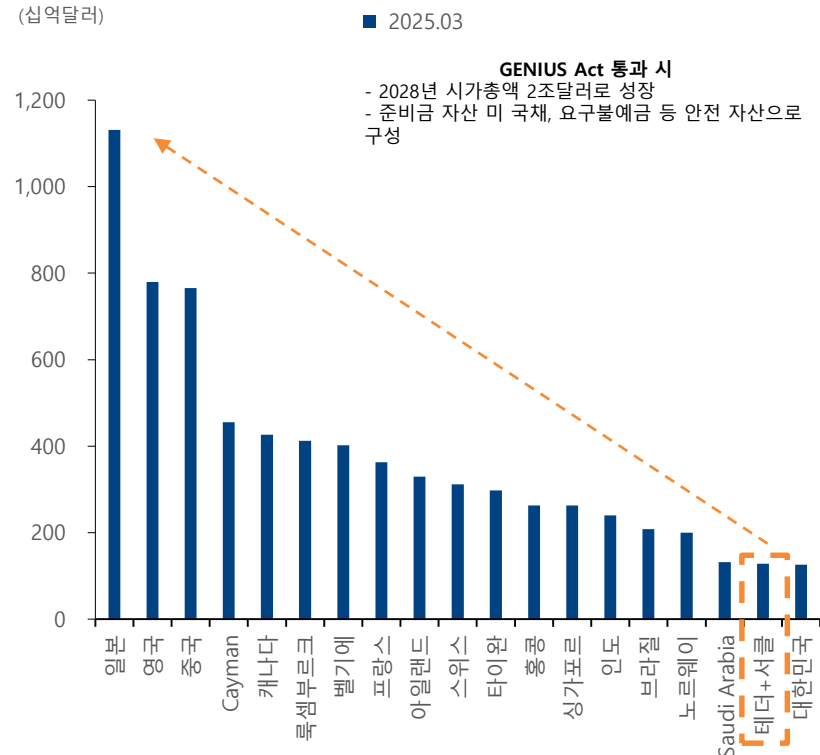
<그림31> GENIUS Act 내용 중 스테이블 코인 발행사는 준비자산을 안전한 자산으로 구성해야 한다는 내용 존재

구분	내용
준비자산(assets)	(A) 허가된 발행자는 자금 스테이블코인 발행 잔액에 대해 최소 1:1 비율로 준비자산(①-④)으로 구성을 유지할 의무 ① 미국 동전 및 화폐(연은 지폐 포함) 또는 중앙은행 예치금 ② 익일을 역레포 매수 ; 미 국채 담보 등의 요건 ③ 부보예금기관 등이 요구불예금(또는 수시 입출금이 가능한 기타 예금) 형태로 보유하는 자금 또는 부보예금기관의 출자금 ④ ①-④항에 해당하는 기초자산에만 투자되는 MMF ⑤ 잔여 만기 93일 이내의 미국 국채(단/중/장기) ⑥ 그 외 소관 규제기관이 승인한 정부 발행 유동자산 ⑦ 익일을 레포 매도 ; 만기 93일 이내 미 국채 담보 ⑧ ①-④에 해당하는 준비자산의 토큰화된 형태; 관련 법 및 규정을 모두 준수하는 경우 (B) 상환정책 (C) 발행 잔액의 적시 상환을 위한 절차 수립 및 (D) 웹사이트에 월별 준비자산 구성 공시 의무



자료 : 국제금융센터, Defilama, Tether, iM증권 리서치본부

<그림32> GENIUS Act 통과 시 스테이블 코인 발행사의 미 국채 매수는 2028년 최소 1.2조달러 전망



자료 : Bloomberg, 각사, iM증권 리서치본부

연준, 인하는 조금 더 기다려야 할 듯

- 상반기 정책평가: 추가 정책조정 의 폭과 시점을 고려하는 데 있어 입수되는 데이터, 전망 변화, 리스크의 균형을 신중히 평가할 것이라는 가이드라인 유지. 그 외 트럼프 대통령의 정치적 압력에 대해서는 직무 수행에 어떠한 영향도 주지 않는다고 단언
- 연준은 반복적으로 금리를 동결하면서 관세정책으로 인해 실업률 및 인플레이션 상승 위험에 직면할 것이라고 경고 → 이런 상황에서 대규모 금리인하는 가능성이 낮아 보이며 정책 스탠스를 금리인하로 전환하더라도 지속적으로 고용 및 물가 사이에서 균형을 고려할 것 → 인하 재개시기는 9월 예상

<그림33> 5월 FOMC 성명서 주요 변화: 경제전망에 대한 불확실성 증대, 연준의 이중책무 강조

(새문구 추가) 경제활동이 견조한 속도의 확장세를 지속(economic activity has continued to expand at a solid pace) → **순수출의 변동이 지표에 영향을 미쳤으나 경제활동은 견조한 속도의 확장세를 지속(Although swings in net exports have affected the data, ~economic activity has continued to expand at a solid pace)**

(수정) 경제전망을 둘러싼 불확실성이 확대(Uncertainty around the economic outlook has increased) → **경제전망에 대한 불확실성이 더욱 확대(Uncertainty about the economic outlook has increased further)**

(새문구 추가) 위원회는 이중책무의 양 측면에 대한 위험에 주의를 기울이고 있다(The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate) → **위원회는 이중책무의 양 측면에 대한 위험에 주의를 기울이고 있으며 실업률 상승과 인플레이션 상승 위험이 높아졌다고 판단(~and judges that the risks of higher unemployment and higher inflation have risen)**

자료 : Fed, iM증권 리서치본부

<그림34> 선물시장에 반영된 9월 연준의 금리인하 확률(5/30일 기준)

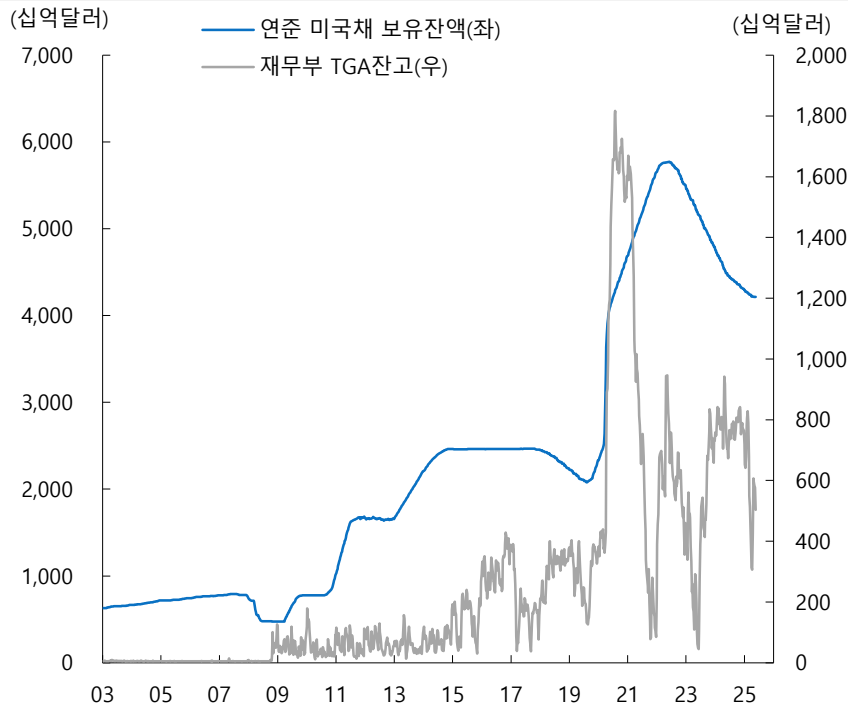


자료 : CME, iM증권 리서치본부

5,7월 재정수지 추가 악화 가능성 고려시 X-date 7~9월 예상

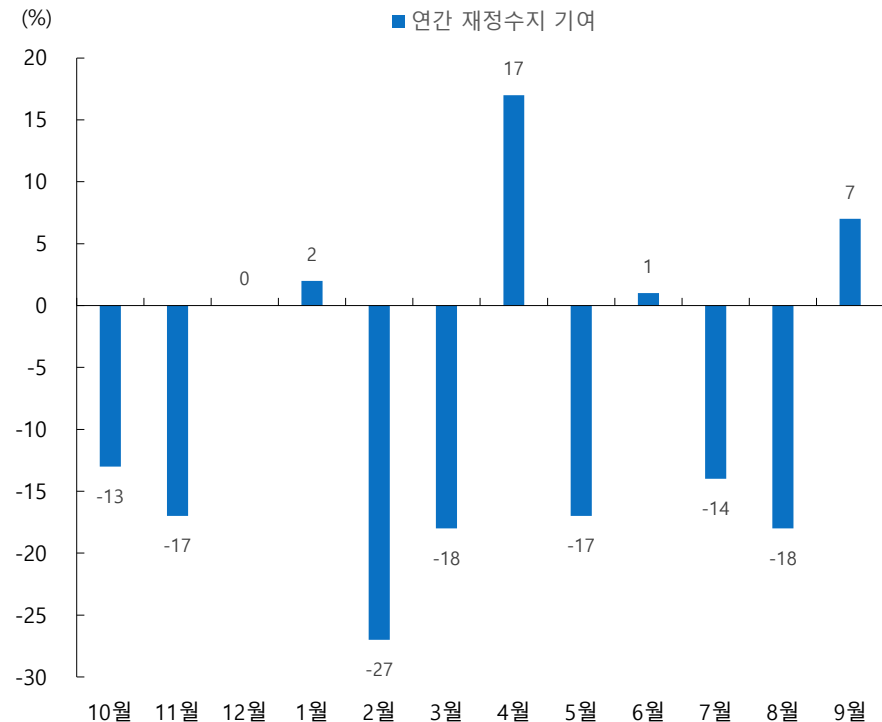
- 재무부 TGA잔고 잔고 감안시 미 정부 7~9월 중 새로운 부채한도 협상 타결 예상(연방정부의 법적 부채한도 4조달러 증액, 현재 36.1조달러 → 40.1조달러)
- 참고로 월별 적자주기는 평균적으로 2,3,5,7,8월에 큰 예산 적자 기록. 6월에는 분기별 추가 세금 납부 기한이 예정되어 있으나 가용 재정자원과 재무부 차입 여건 등을 고려하면 X-date는 7~9월 예상
- 연준 4월 이후 QT규모 월 250억달러에서 50억달러로 축소 → QT 종료는 25년말~26년1분기 예상 → 재무부의 바이백 여력 확보, QT 종료시 미국채 발행 충격 완화

<그림35> 연준 미국채 보유잔액, 미 재무부 TGA 잔고: 연준 4월 이후 QT규모 월 250억달러에서 50억달러로 축소. 재무부 TGA잔고 잔고 감안시 7~9월 중 새로운 부채한도 협상 타결 예상. QT 종료는 25년말~26년1분기 예상



자료 : FRED, iM증권 리서치본부

<그림36> 연간 재정수지 기여: 2,3,5,7,8월에 큰 예산 적자 기록. 4월은 소득세 및 기업 법인세, 6월은 추가 세금 납부로 흑자 전환, 12월은 대규모 특별 조치 시행

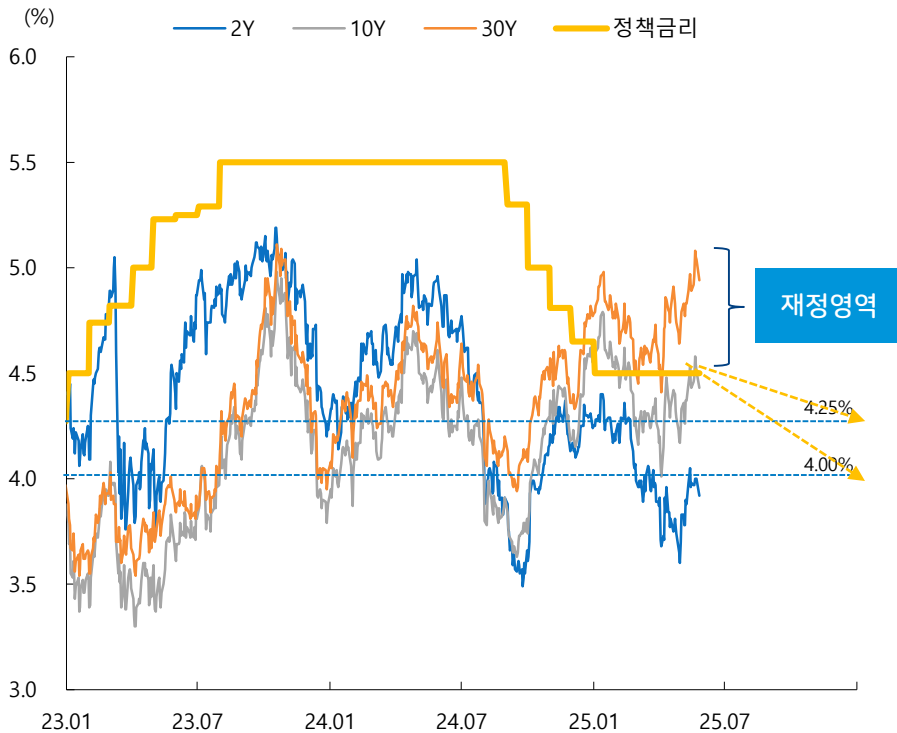


자료 : 미재무부, iM증권 리서치본부
 주: 2002~2024년 재무부의 월간 재정수지 값 사용(최소 및 최대치 제외)

부채문제 반영하는 금리, 결국 금리안정 해결책은 부채구조 개선이 답

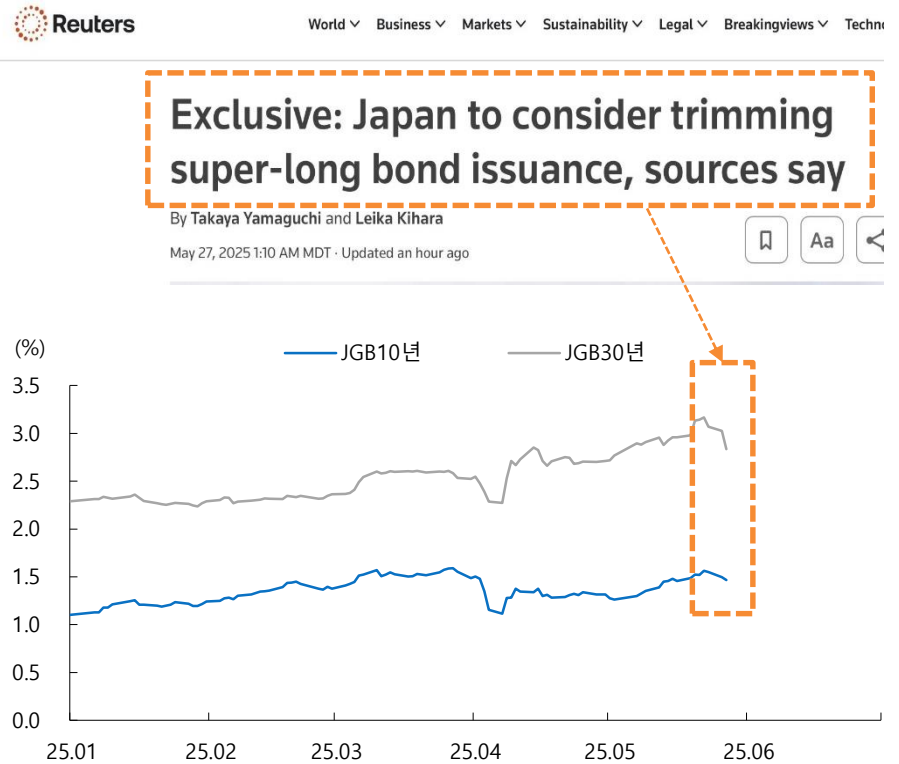
- 미국뿐 아니라 일본, 유럽에서도 장기채 입찰에서 긴장감 고조. 5/21일 이후 미국 30년물 국채금리는 5%를 상회하는 등 초장기채 시장 불안감 확대 → 재정우려로 인한 부채(국채) 공급 확대가 금리에 크게 반영. 최근 일본 정부는 초장기채 금리 안정을 위해 발행물량 조정 가능성 시사 → 직후 30년 금리 하락 반전. 장기 및 초장기 금리 안정의 전제조건은 재정정책 안정화, 다음은 통화정책 개입(완화). 그 전까지 미국 국채금리 변동성 제어되기 어려울 것 → 3분기 미국채 4.20~4.50% 밴드 전망. 이후 미 정부의 재정수지 개선 여부(감세, 관세, DOGE 성과 등)가 관건이며 그 외 연준과 정부의 수급시장 개입(바이백, QE, SLR 규제완화 등)도 지켜볼 필요. 개선 징후 발생시 4분기 말 기준 미국채 10년 4.0% 수렴 전망

<그림37> 미국 국채금리 추이: 5/21일 이후 미국 30년물 국채금리는 5%를 상회하는 등 초장기채 시장 불안감 확대



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림38> JGB 초장기 구간 금리 급등으로 일본 정부 초장기 발행물량 조정 시사



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부



[철강/비철금속]

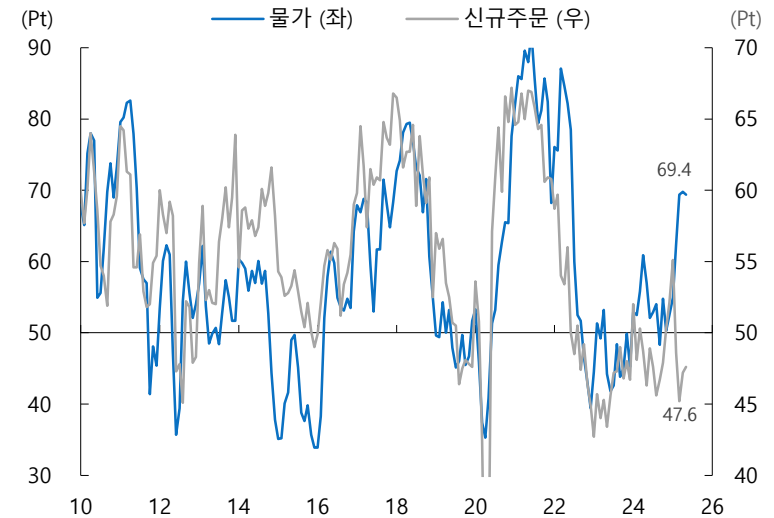
연말 '일시적' 반등, 그리고 심화되는 품목별 양극화 (feat. 희토류)

Macro

사람들이 지갑을 열지 않고 있다

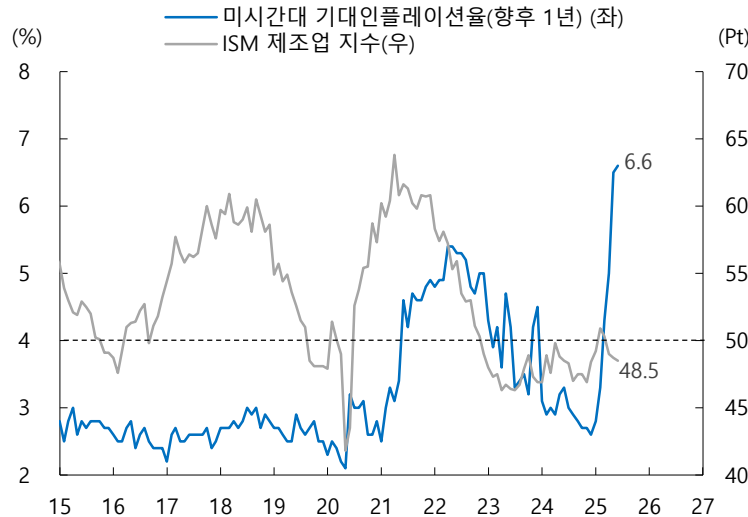
- 문제는 인플레이션 우려로 경기가 위축되고 있다는 것이다.
- 통상 ISM 제조업 지수에서 신규 주문 및 물가 지수는 유사한 흐름 [신규 주문 ↑ = 수요 ↑ → 물가 ↑]을 보이나 [수요 견인 인플레이션] 지금은 반대로 움직이고 있다. 관세 부과로 인한 인플레이션 우려로 신규 주문, 소비가 위축되었기 때문이다.
- 이같은 인플레이션 우려는 당분간 지속될 것이다. 협상이 타결된다 하더라도 무역/통상 이슈는 트럼프 임기 내내 지속될 가능성이 높기 때문이다.

<그림2> ISM 제조업 지수 : 물가 지수와 신규 주문 지수



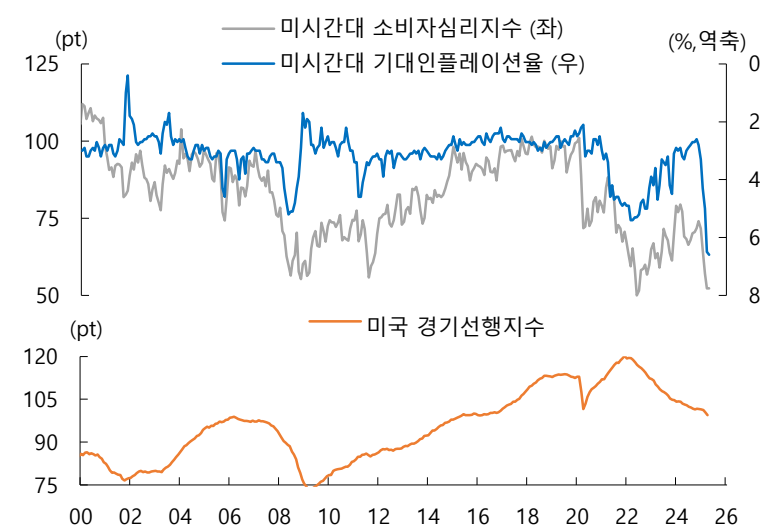
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림1> 미국 ISM 제조업 지수와 미시간대 기대인플레이션율



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림3> 미국 소비자 심리지수, 기대 인플레이션율과 경기선행지수



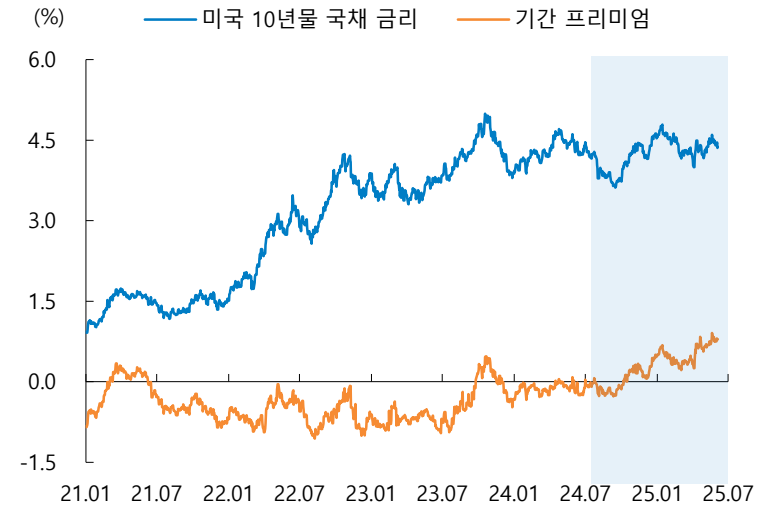
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

Macro

고금리 기조는 당분간 지속될 수 밖에 없다

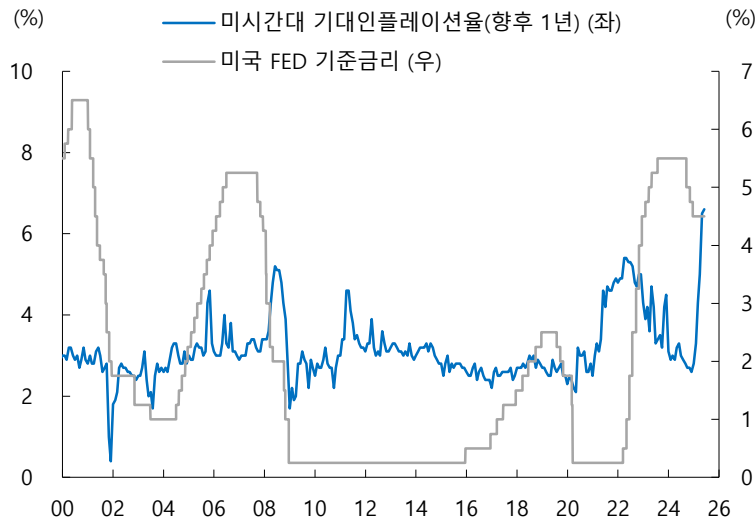
- 명목 금리는 1) 기대 인플레이션, 2) 실질 정책금리 [중립금리, r^*], 3) 기간 프리미엄 [Term Premium]으로 구성 요소로 구성된다.
- 고금리 환경이 지속될 것이라고 보는 핵심 이유는 당연히 인플레이션이다. 큰 폭의 금리 인하는 인플레이션을 더 확산시킬 위험이 있다. 또한 미국 재정 적자 확대에 따른 국채 공급 증가 가능성, 높은 물가 변동성에 따른 보상 요구, 무디스의 미국 신용 등급 하향 조정 등으로 최근 **기간 프리미엄 역시 가파르게 상승 중이다.**
- 결국 현재의 고금리 환경은 당분간 지속될 전망이다.

<그림5> 기간 프리미엄 상승 역시 고금리를 뒷받침하고 있다.



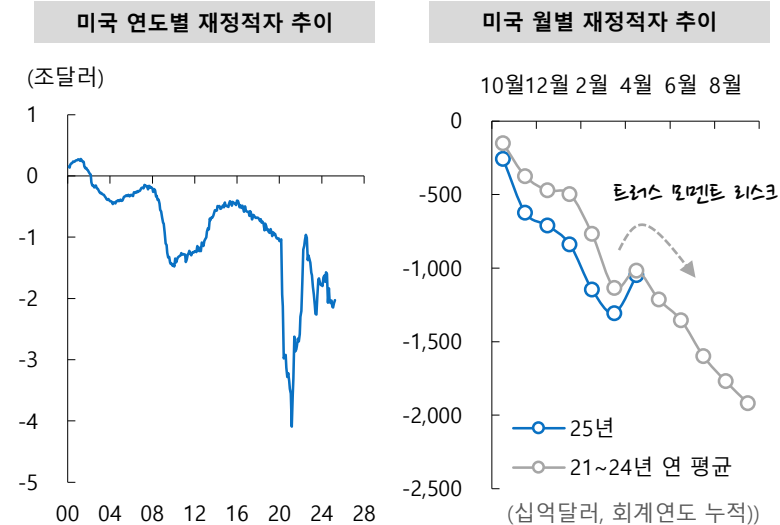
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림4> 기준금리를 낮추기에는 기대인플레이션이 너무 높다



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림6> 미국 연도별 / 월별 재정적자 추이



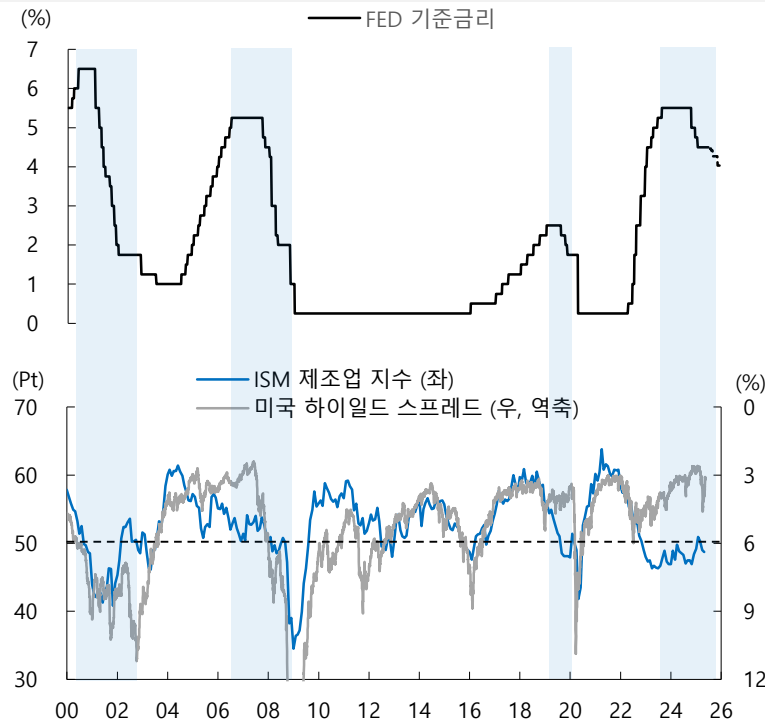
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

Macro

고금리 하에서 경기 반등 및 소재 가격 상승은 쉽지 않다

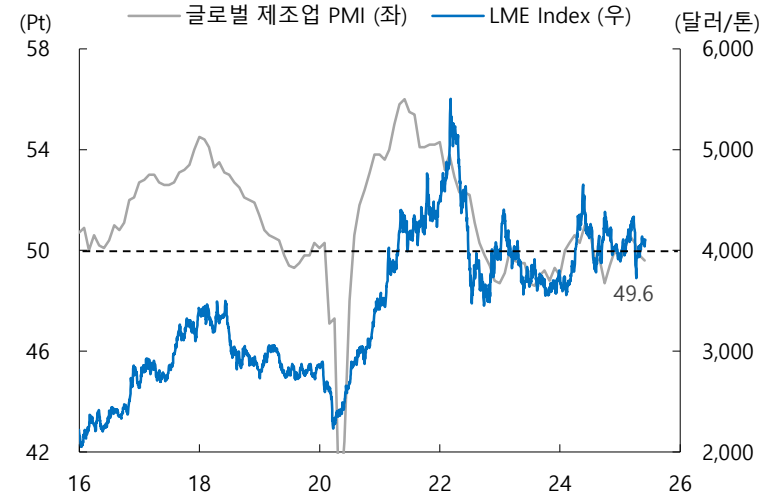
- 고금리 하에서는 경기 및 소재 가격 반등을 기대하기 쉽지 않다. 더군다나 전기동, 미국 철강 등 일부 소재는 관세 효과로 실물 경기 대비 가격이 '이미' 지나치게 올랐다. 추가 상승이 부담스럽다.
- 여기에 유례없는 중국 경기 침체 및 정책 불확실성을 감안하면 경기 및 소재 가격 반등 가능성은 크지 않을 것이다.

<그림7> 고금리 구간에서 경기 및 소재 가격은 그다지 좋지 않았다



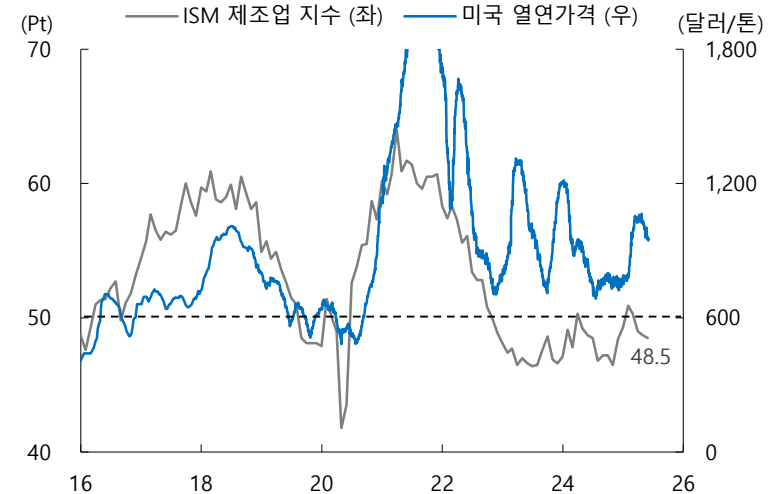
자료 Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림8> 글로벌 PMI와 LME Index



자료: Bloomberg, Fastmarkets iM증권 리서치본부

<그림9> 미국 ISM 제조업 지수 및 열연가격 추이



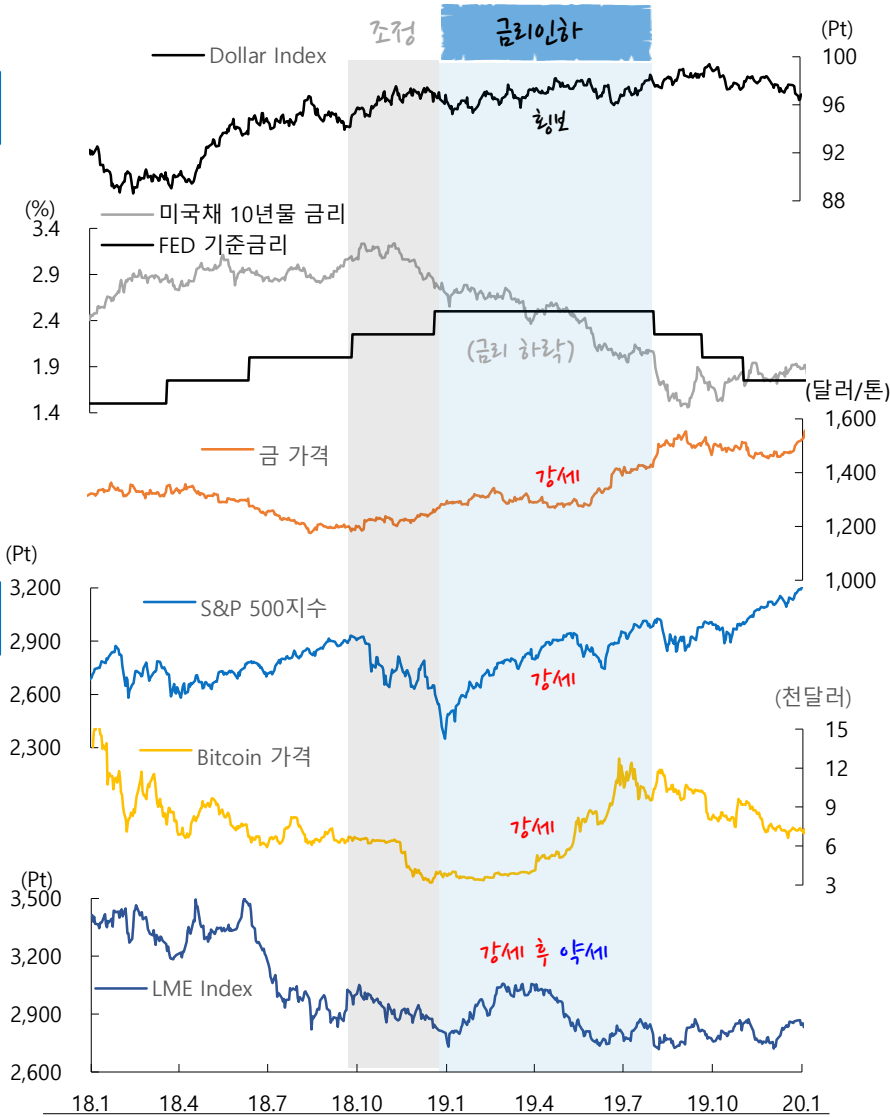
자료: Bloomberg, Fastmarkets, iM증권 리서치본부

Macro

결론 1) 경기 둔화 지속 → 금리 인하 분위기 확산 → 연말 일시적 반등

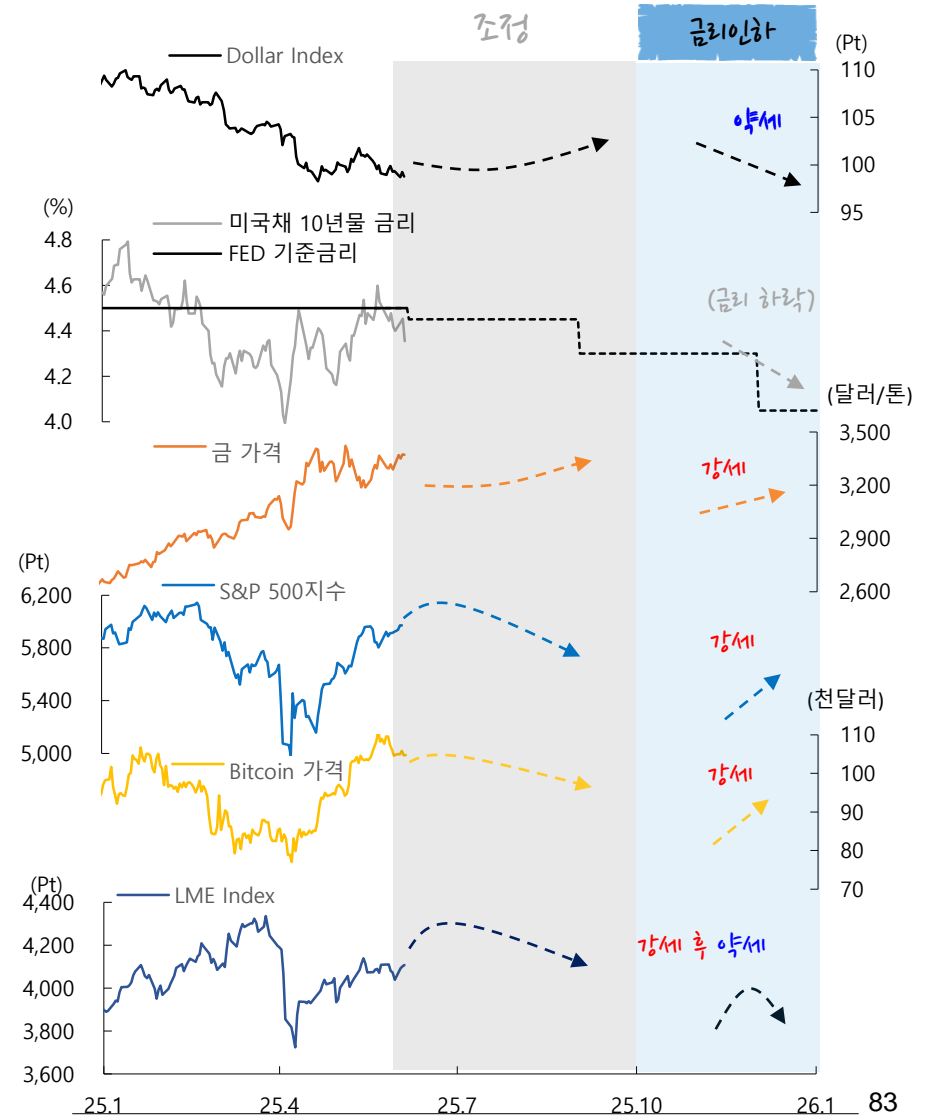
<그림10> 트럼프 1기 무역 분쟁시기 주요 자산 가격 변화

안전자산



위험자산

<그림11> 트럼프 2기 무역 분쟁시기 주요 자산 가격 변화 및 전망



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

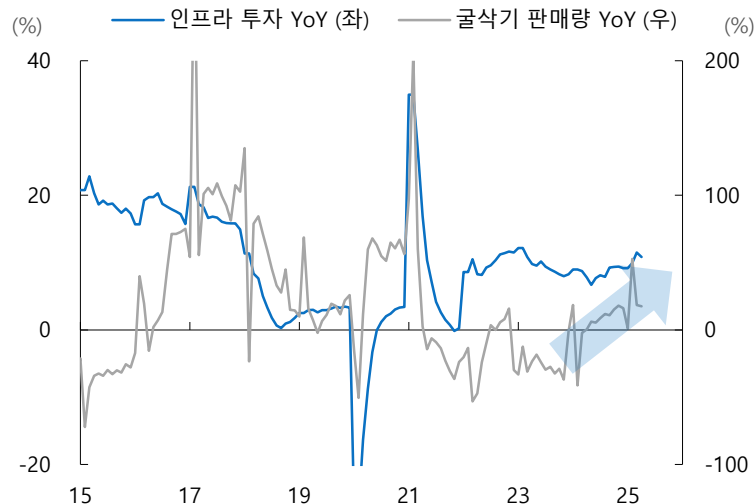
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

철강(중국): 일부 전방 산업은 개선 중이고..

인프라 투자 및 가전 소비는 최근 긍정적 흐름

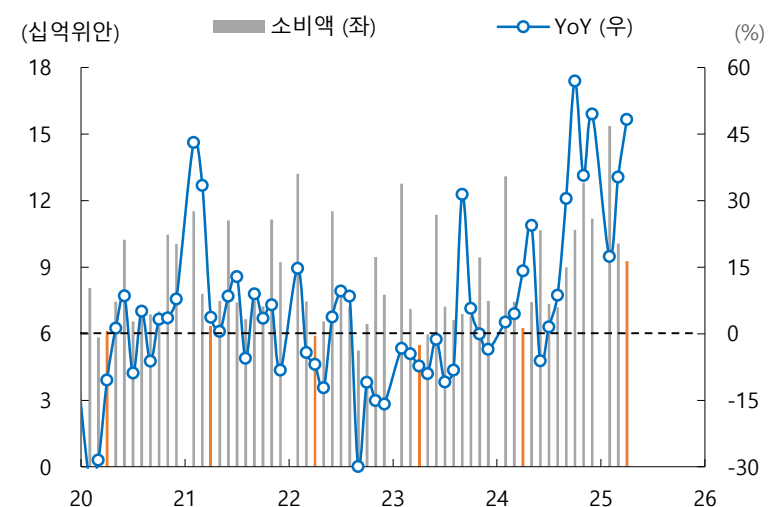
- 최근 일부 철강 전방 산업이 개선되는 흐름을 보이고 있다. 이구환신(以舊換新)에 따른 가전 판매 호조, 굴삭기 판매량 증가 등이 그것이다.
- 특히 중국 인프라 투자는 증가율은 3월 이후 10%를 상회 중이다.

<그림12> 중국 인프라 투자 및 굴삭기 판매량 증가율 추이



자료: Wind, iM증권 리서치본부

<그림13> 중국 가전 소비액 및 y-y 증가율



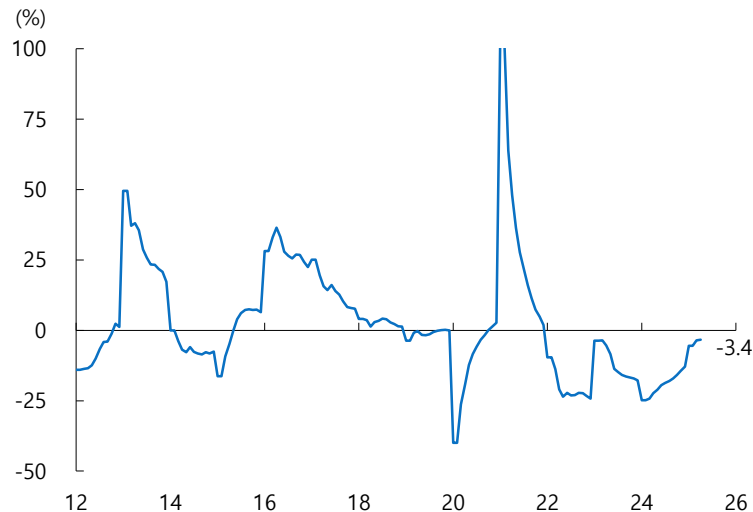
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

철강(중국): 주택 거래도 소폭 증가 중이나

여전히 예금 > 대출: 주택 가격 상승을 이끌기에는 부족

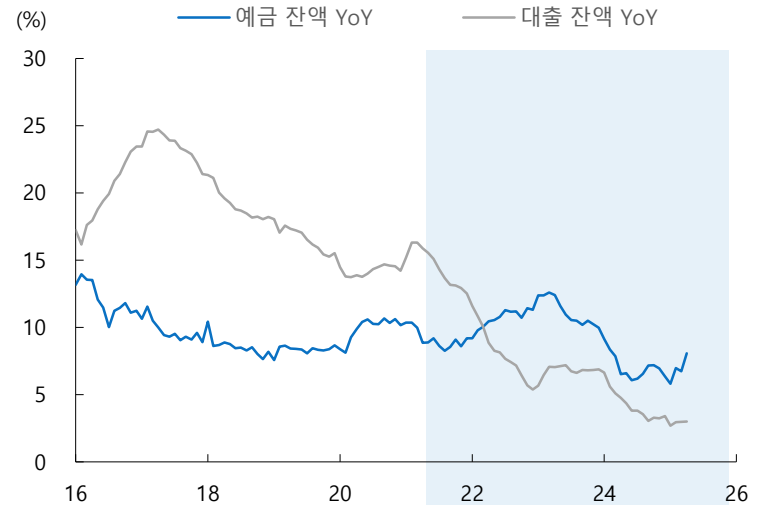
- 최근 중국 건물 판매 면적 감소 폭이 점차 줄어드는 등 주택 거래가 일부 나아지고 있으나 업황 개선으로 보기에는 무리가 있다.
- 실제 가계는 대출을 늘려 주택을 구매하기 보다는 예금을 더 늘리고 있다. 주택 구매에 적극적이지 않다는 의미이다. 주택 가격 역시 하락 중이다.

<그림14> 중국 건물 판매 면적 전년비 증가율



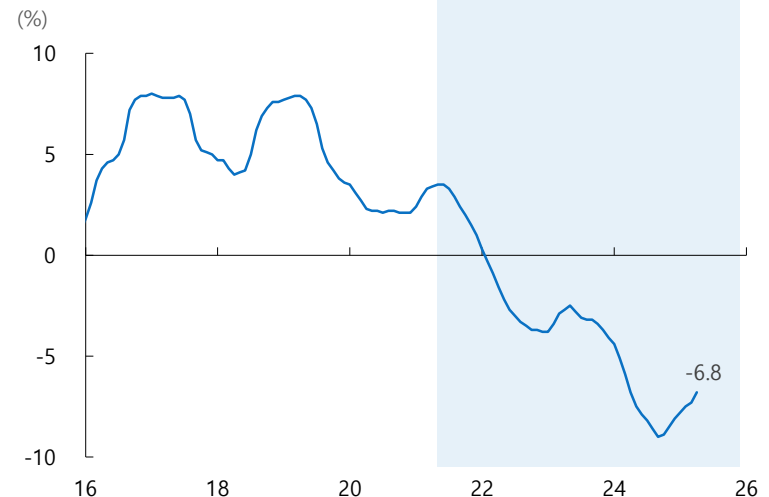
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

<그림15> 중국 가계 예금 및 대출 잔액 전년비 증가율



자료: Wind, iM증권 리서치본부

<그림16> 중국 주요 70개 도시 주택 평균 가격 전년비 증가율



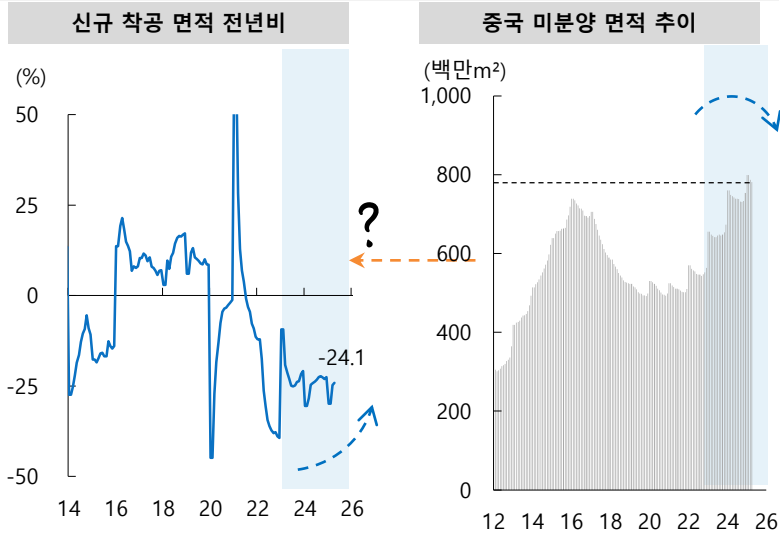
주: 기존주택 가격 기준
자료: Wind, iM증권 리서치본부

철강(중국): 하반기에도 업황 개선은 어렵다

부동산향 철강 수요 회복은 당분간 어려울 것이다

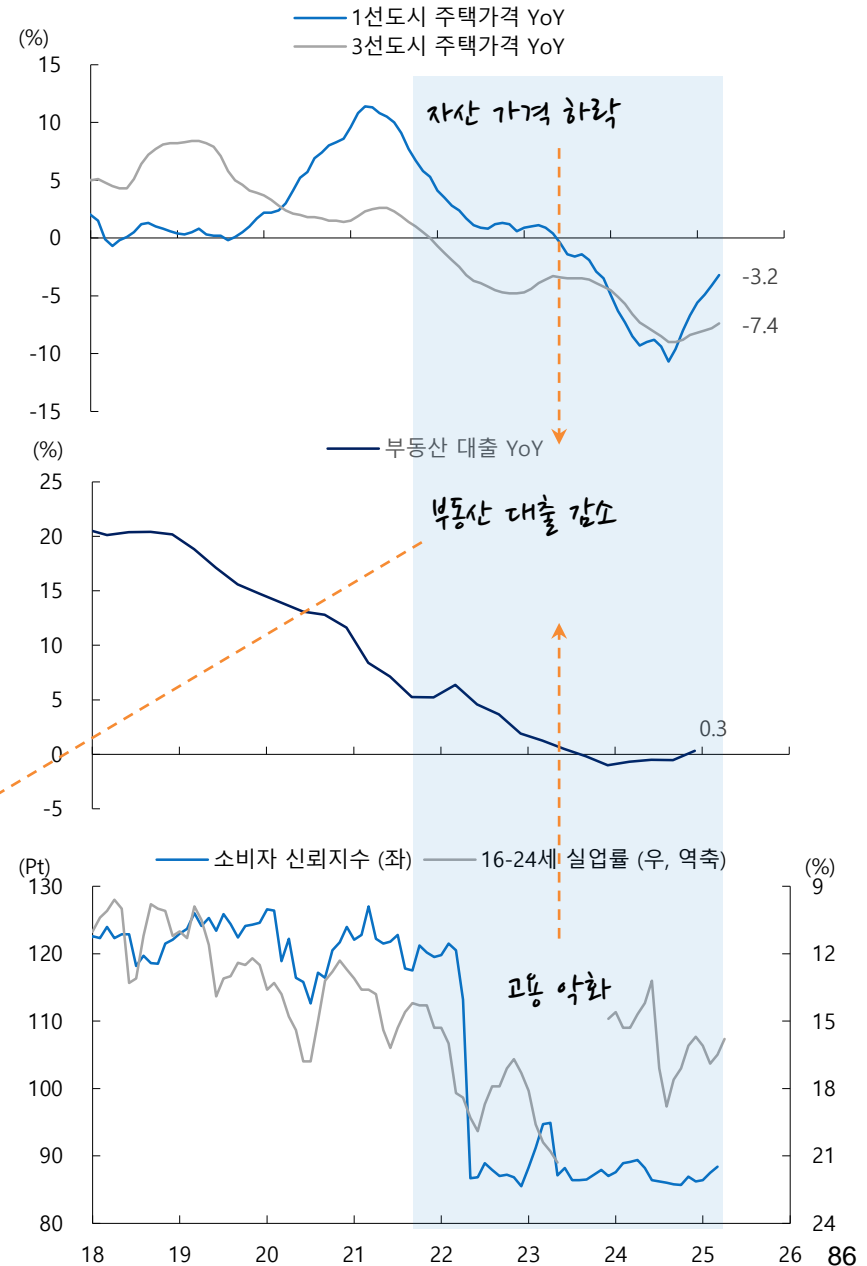
- 25년 하반기 중국 가계의 주택 구매는 여전히 부진할 것이다. 첫째, 주택 가격 회복을 기대하기 어렵다. 주택 구매가 활성화 되려면 후선 도시 주택 가격도 상승해야 하는데, 후선 도시의 주택 가격은 지금도 큰 폭으로 하락 중이다. 둘째, 고용 불안이다. 특히 높은 청년 실업률은 심각하다. 자산 가격 하락 및 고용 부진에 직면한 가계가 주택 구매를 위한 대출 여력이 있을 리 없다.
- 가계가 주택을 구매하지 않는데 미분양 주택 문제가 해소될 리 없다. 부동산 개발업체 역시 미분양 주택, 즉 악성 재고가 그대로인 상황에서 새로운 주택을 적극적으로 착공하지 않을 것이다.
- 결국 하반기 중국의 부동산향 철강 수요 회복은 쉽지 않을 것이다.

<그림17> 25년에도 부동산 반등은 기대하기 어려워 보인다



자료: CEIC, Wind, iM증권 리서치본부

<그림18> 자산가격 하락, 고용 악화도 주택 구매 억제 요인이다



자료: Bloomberg, Wind, iM증권 리서치본부

철강(중국): 하반기에도 업황 개선은 어렵다

미/중 갈등으로 유동성 경색은 쉽게 풀리지 않을 것이다

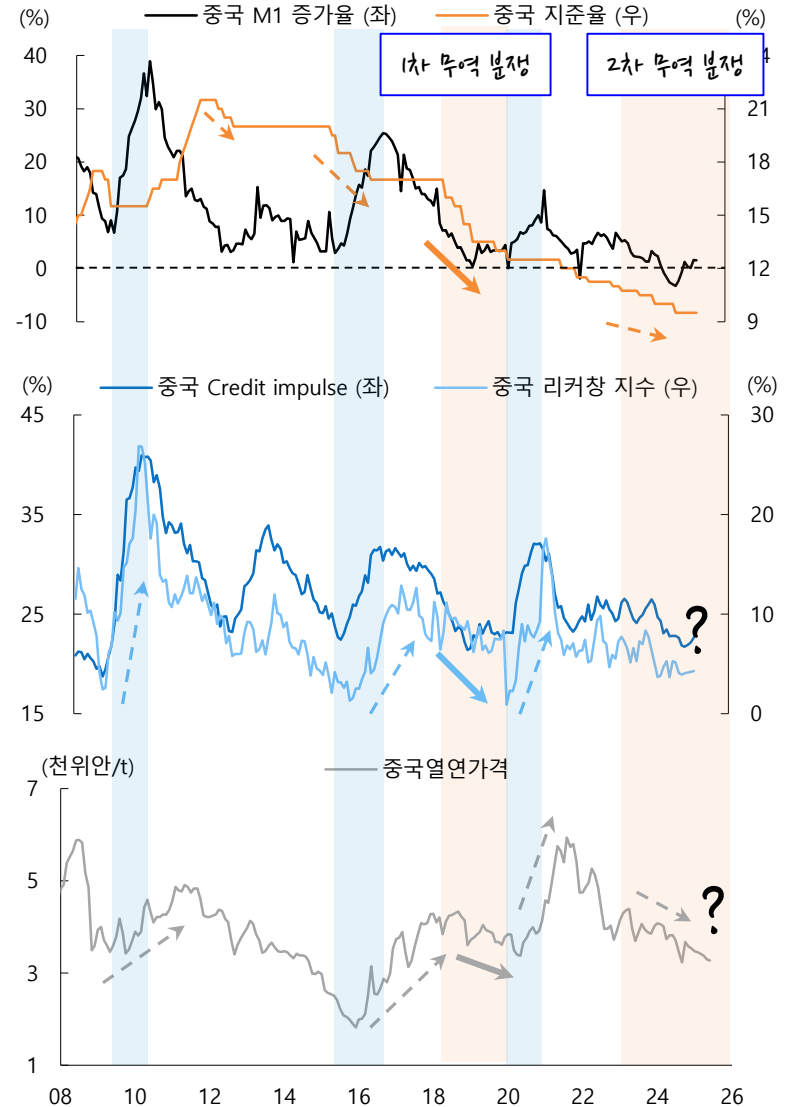
- 하반기에도 유동성 경색은 여전할 것이다. 기준율 인하 등에도 중국 M1은 늘어나지 않고 있다. 즉 『금리 인하 등 유동성 완화 → 시중 대출 증가 → 소비 및 투자 증가 → 상품 가격 반등 등 물가 상승』 등 선순환이 나타나지 않는다는 의미이다.
- 18~19년 제 1차 무역 전쟁 시기에도 현재와 동일하게 유동성 완화에도 시중 대출은 감소하고 열연 가격도 하락했다.

<그림19> 중국 PPI와 중국 열연 가격 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림20> 금리 인하에도 오히려 시중 유동성은 감소 중이다



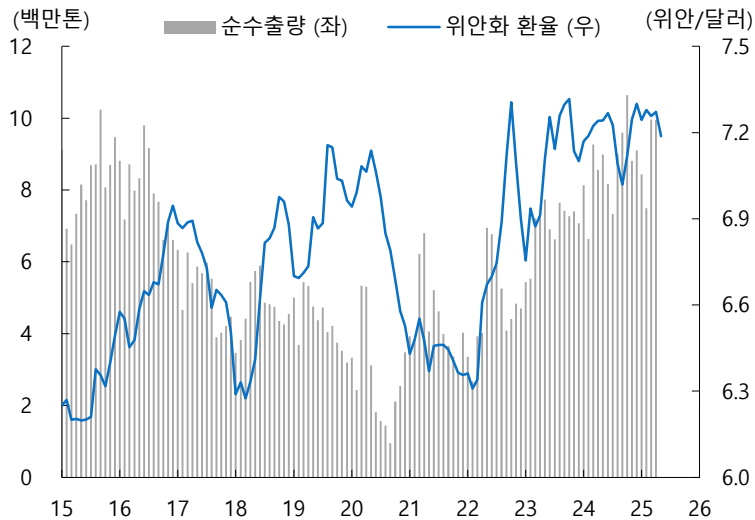
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

철강(중국): 중국 감산, 기대를 낮추자

감산 논의는 최소 관세 전쟁은 끝나야 가능하다

- 중국 정부가 하반기 약 5천만톤 내외의 감산을 구체화 할 가능성이 높다. 다만 이같은 감산이 실제 수급에 미치는 영향은 미미할 것이다.
- 첫째, 금번 감산은 수요 감소 분에 대한 사후 반영이다. 5천만톤의 감산 중 대부분은 수요 감소로 인한 '자연적' 공급 감소에 해당한다. 수요 부진에 따른 감산은 그냥 사후적 반영일 뿐이다. 둘째, 경기 침체기 감산 명령을 강제성 있게 집행하기는 어렵다. 실제 중국 정부의 증치세 회피형 불법 수출 단속이 느슨한 것 역시 부진한 경기 영향이다. 산업 구조 조정 등은 지정학적 갈등이 해소된 이후에나 가능할 것이다. 셋째, 철강사의 수익성이 자발적 감산을 할 만큼 나쁘지 않다. 언제든 증산 유인이 있다는 의미이다.

<그림21> 위안화 환율과 중국 월별 순수출량 추이

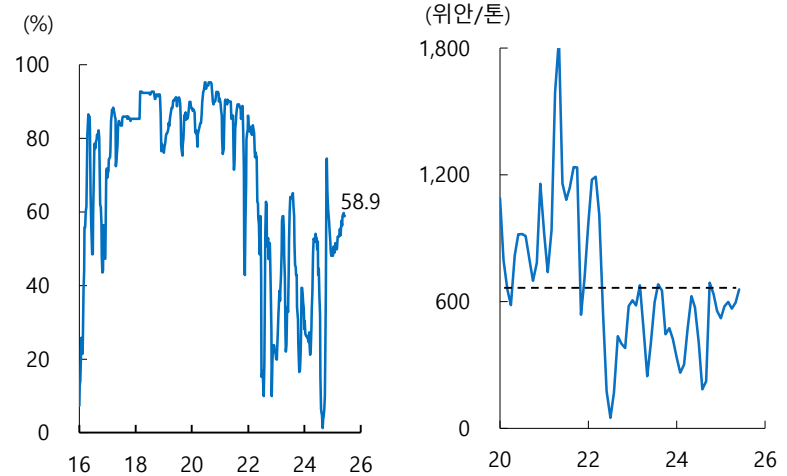


자료: Bloomberg, Wind, iM증권 리서치본부

<그림22> 중국 철강사 수익성은 최악이라고 볼 수 없다

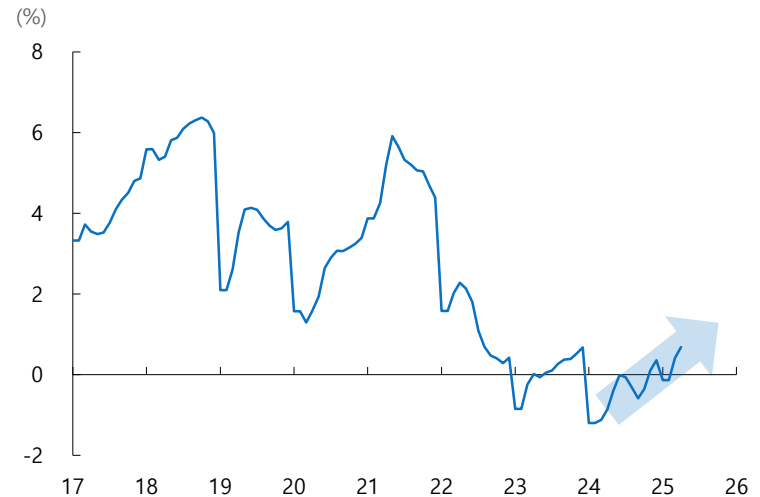
중국 흑자 철강사 비중 추이

열연강판 내수 Roll-Margin



자료: Bloomberg, Wind, iM증권 리서치본부

<그림23> 중국 철강사 순이익률 추이 : 최근 점차 개선 중이다



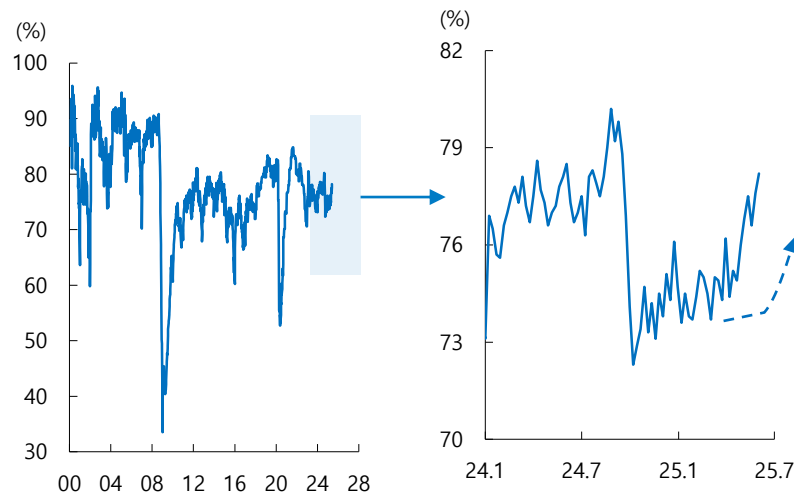
자료: Wind, iM증권 리서치본부

철강(미국): 하반기, 미국 업황 모멘텀 부재

관세 효과로 인한 가격 반등은 지속되기 어렵다

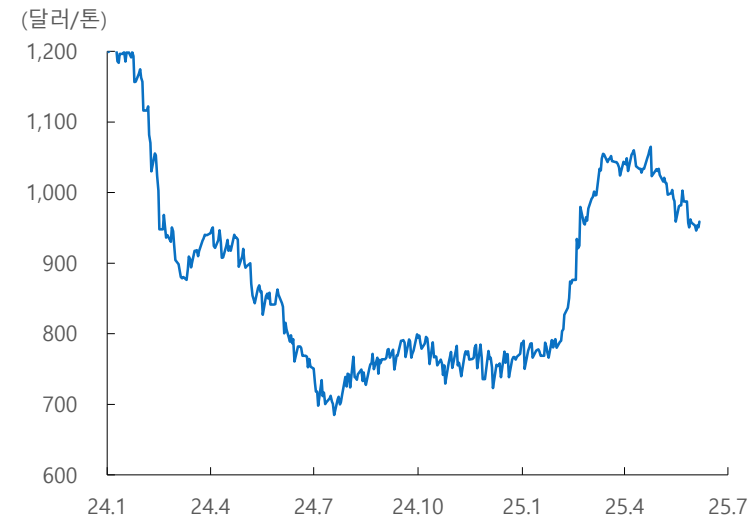
- 하반기 미국 업황은 최근 관세율 상향에도 불구하고, 약세가 전망된다. 가격 상승은 쉽지 않다.
- 첫째, 가동률 상승에 따른 내수 시장 경쟁 심화이다. 관세 효과로 인한 내수 가격 상승은 가동률 상승으로 이어질 수 밖에 없다. 참고로 미국 가동률은 24년 9월 이후 최고치에 도달하는 등 최근 상승 중이다.
- 둘째, 관세 부과로 인한 가격 인상은 수요 위축으로 이어질 것이다. 현 가격 기준으로도 미국 내수 철강 가격은 전세계에서 가장 높다.
- 셋째, 미/영 관세 협상과 같이 철강 관세를 예외로 하는 사례가 많아질 경우 이 역시 철강 가격 약세 요인으로 작용할 것이다. 관세 외 미국 철강 가격 상승 요인은 없다고 봐도 무방하다. 최근 미국 철강 가격은 관세 전쟁이 심화되면 [예를 들어 트럼프 대통령의 EU 관세 50% 부과 발표] 상승하는 흐름을 보였다.

<그림24> 미국 철강사 가동률 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림25> 미국 내수 열연 가격 추이



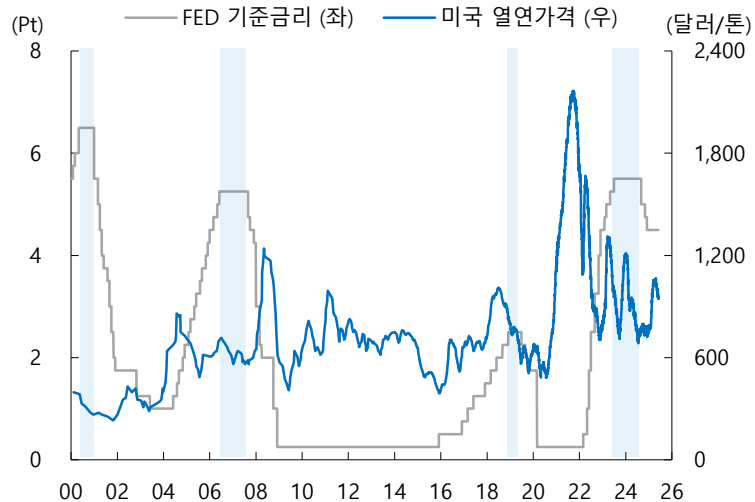
자료: iM증권 리서치본부

철강(미국): 하반기, 미국 업황 모멘텀 부재

큰 모멘텀 없는 수요

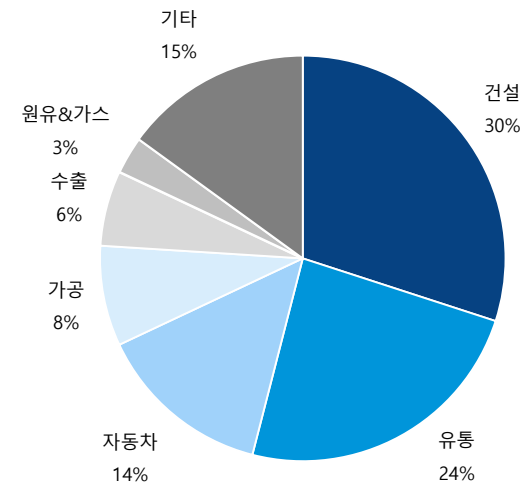
- 하반기 수요 측면에서 모멘텀도 크지 않아 보인다.
- 앞서 살펴본 고금리 지속에 따른 전반적 경기 둔화는 물론, 건설 등 주요 전방산업 역시 뚜렷한 개선 요인이 부재하기 때문이다.

<그림26> 미국 기준 금리와 내수 열연 가격 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림27> 미국 내수 철강 용도별 구분



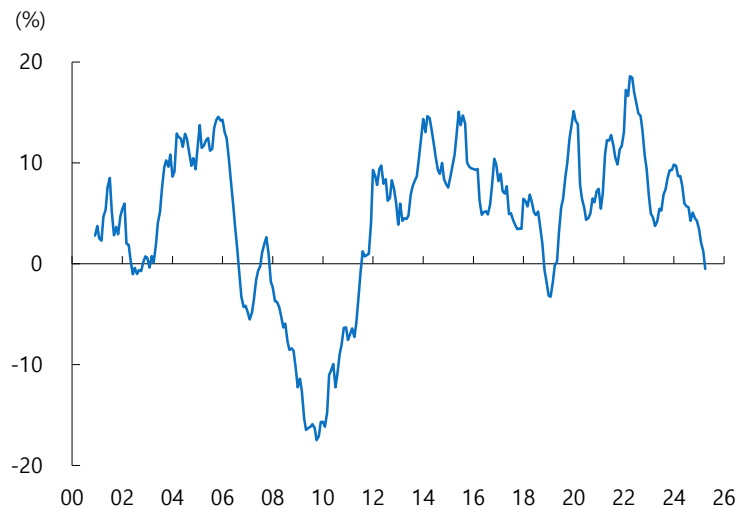
자료: AISI, iM증권 리서치본부

철강(미국): 하반기, 미국 업황 모멘텀 부재

최근 미국 건설 투자는 전년비 역성장 전환했다

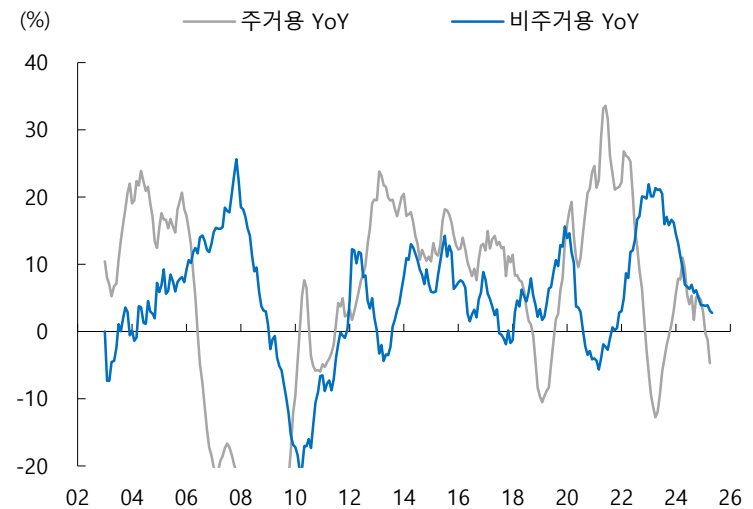
- 바이든 정부 출범 이후 큰 폭으로 증가했던 미국 건설 투자는 최근 둔화되고 있다.
- 도로, 항만 등 인프라 및 상업용 건물에 대한 비주거용 투자 감소는 물론, 최근 주거용 건설 투자도 부진한 흐름을 보이고 있다.

<그림28> 미국 건설 투자 전년비 증가율



자료: Bloomberg, Wind, iM증권 리서치본부

<그림29> 미국 건설 투자 전년비 증가율: 주거용/비주거용



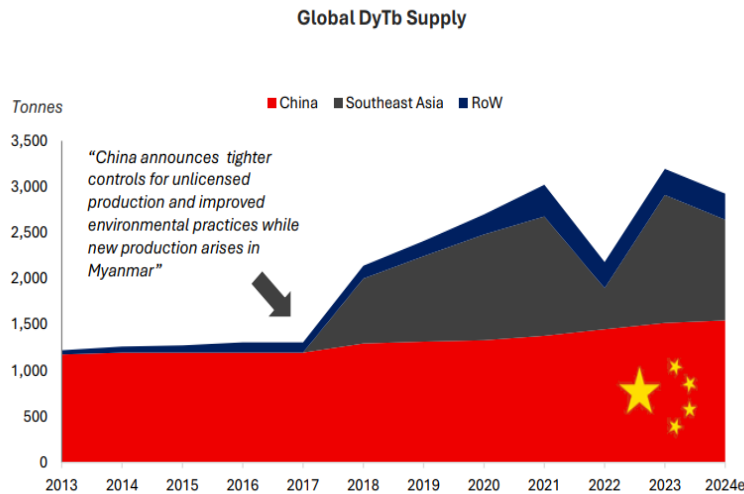
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

희토류

중희토류는 중국이 독점 생산 중

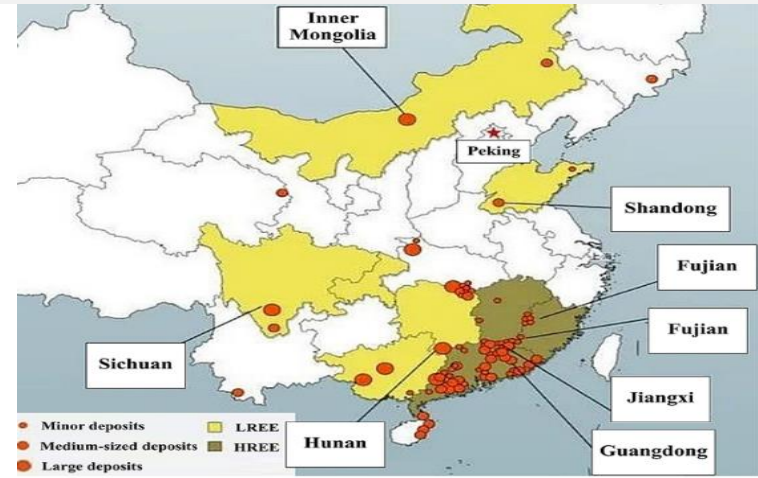
- 경희토류는 Monazite, Bastnasite 등의 광석에서 추출되나 중희토류는 대부분 이온흡착형 광상 [Ion-adsorption clay deposits] 에서 생산된다.
- 이같은 이온흡착형 광상은 중국 남부 7개 지역 [강서성, 광둥성, 복건성, 허난성, 광시성, 운남성, 절강성]와 미얀마 북부에 집중되어 있다. 다만 미얀마에서 생산된 중희토류는 가공을 위해 전량 중국에 보내지고 있어 중희토류 생산은 실제 중국이 독점하고 있다고 보아도 무방하다. 중국의 중희토류 생산 점유율은 99%에 달한다.
- 이같은 공급 독점이 Dy, Tb 수급 불안으로 이어지고 있다.

<그림30> 미얀마에서 생산된 DyTb는 대부분 중국에서 가공된다



자료: 업계 자료, iM증권 리서치본부

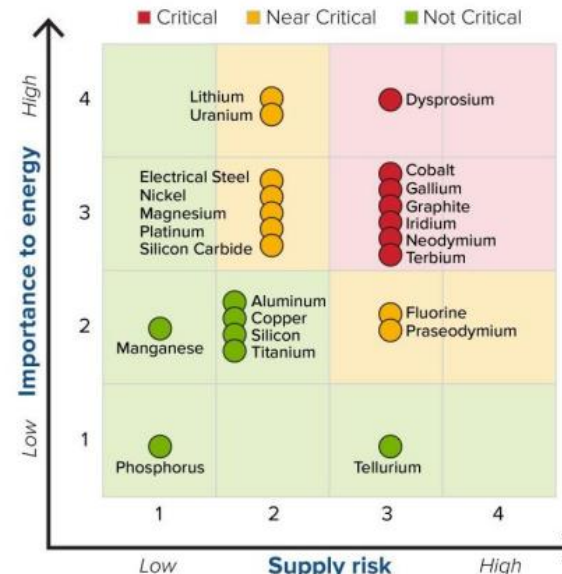
<그림31> 중국의 희토류 광산 분포



자료: 업계 자료, iM증권 리서치본부

<그림32> 디스프로슘 수급 우려는 지속 제기되고 있다

SHORT TERM 2020-2025



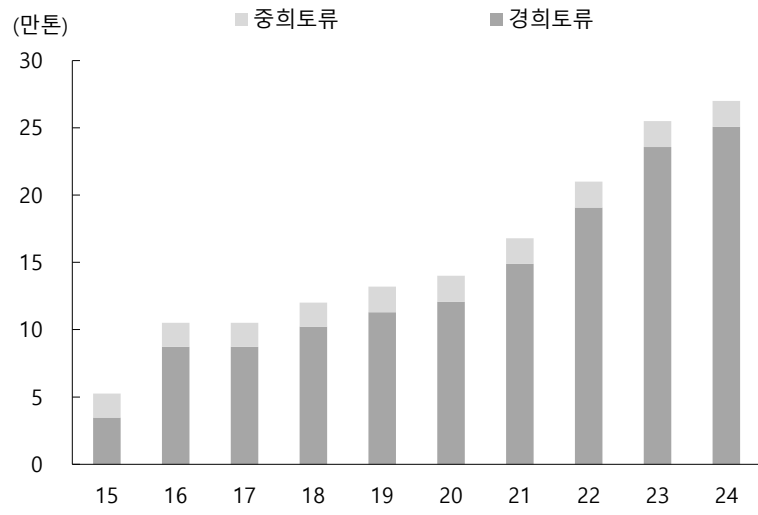
자료: 업계 자료, iM증권 리서치본부

희토류

중국 이미 강한 중희토류 공급 통제 중

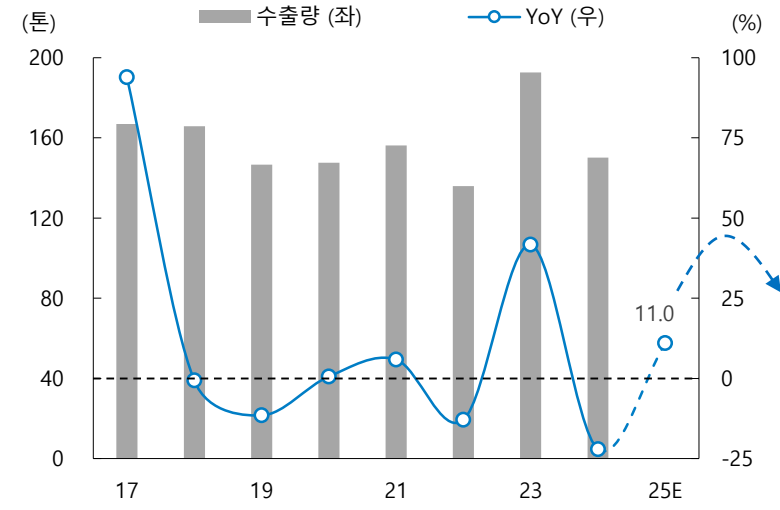
- 중국 정부는 강한 중희토류 생산 통제 정책을 시행 중이다. 희토류 생산은 중국 정부가 쿼터를 정해 통제하고 있는데, 중희토류 생산 쿼터는 큰 변화가 없다. 중국 희토류 생산 쿼터 증가는 대부분 경희토류 중심으로 진행되었다.
- 이같은 생산 통제 정책은 물론 최근 중국 정부의 희토류 수출 제한 조치로 글로벌 희토류 공급은 더욱 타이트해질 것이다. 중국의 Tb 수출은 이미 조치 실시 전에도 감소 중이다.

<그림33> 중국 희토류 채굴 쿼터 추이



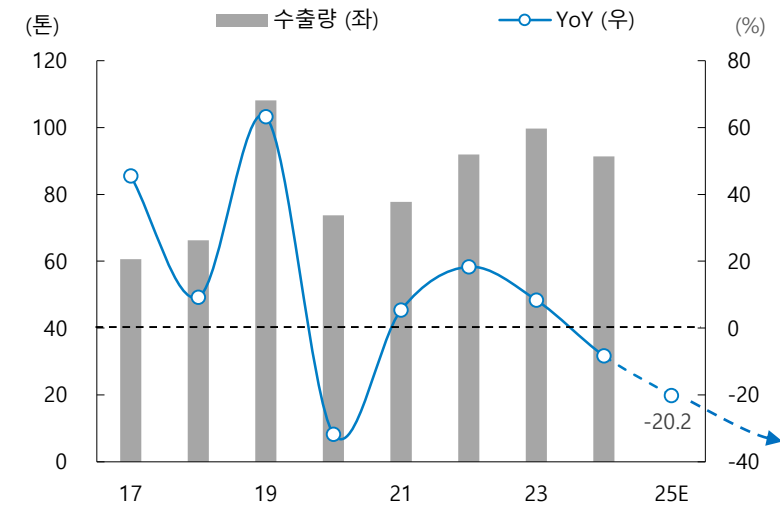
자료: MIIT, iM증권 리서치본부

<그림34> 중국의 디스프로슘 산화물 수출량 및 전년비 증감률



자료: Wind, iM증권 리서치본부

<그림35> 중국의 터븀 산화물 수출량 및 전년비 증감률



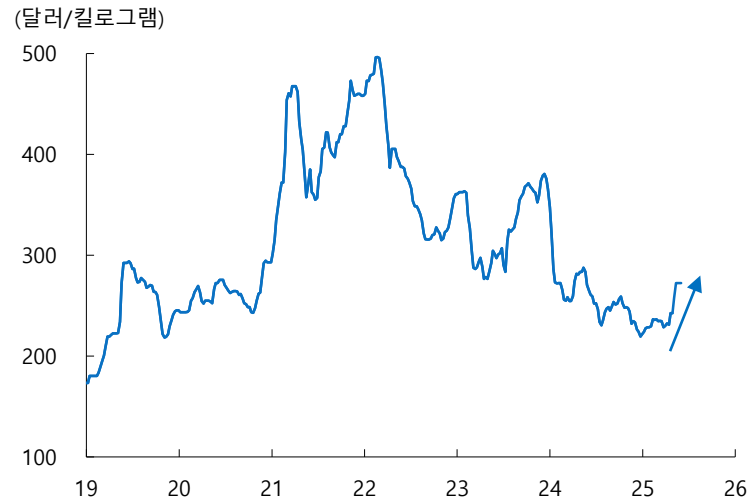
자료: Wind, iM증권 리서치본부

희토류

중국, 중희토류 전략적 자원 무기화

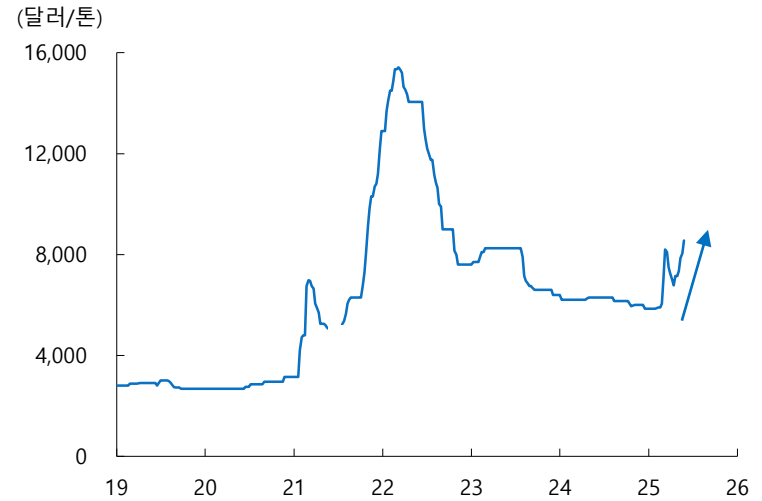
- 중국 정부가 4/4 디스프로슘을 포함한 희토류 7종에 대해 특별 수출 허가를 받도록 하면서 희토류 가격은 강세를 보이고 있다.
- 트럼프 대통령이 5/30 "중국이 관세 휴전 합의 조건을 위반했다." 라고 발표한 배경 역시 모호한 수출 허가 절차 및 방대한 자료 제출 요구 등 중국 정부가 여전히 희토류 수출 제한을 하고 있다고 판단했기 때문이다. 독일 자동차 단체는 "희토류에 대한 신뢰성 있는 접근이 없다면, 자동차 핵심 부품을 생산할 수 없을 것" 이라고 언급했다.
- 중국의 희토류 공급 통제는 향후 희토류 가격 강세를 시사한다.

<그림36> 디스프로슘 가격 추이



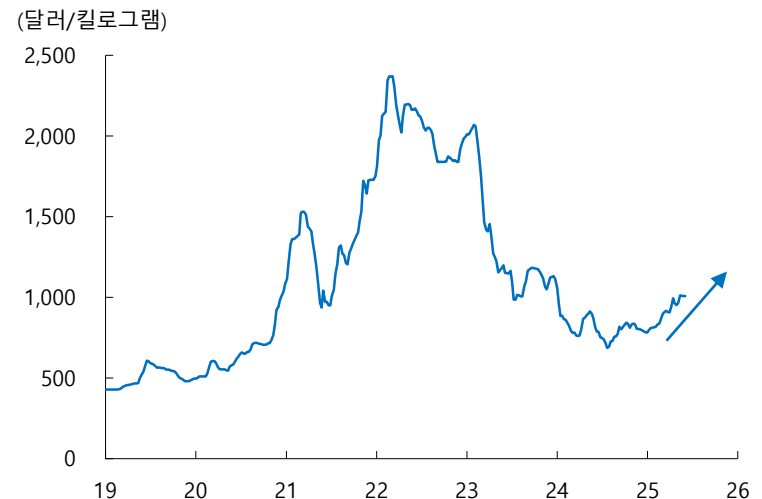
자료: KOMIS, iM증권 리서치본부

<그림37> 이트륨 가격 추이



자료: KOMIS, iM증권 리서치본부

<그림38> 터븀 가격 추이



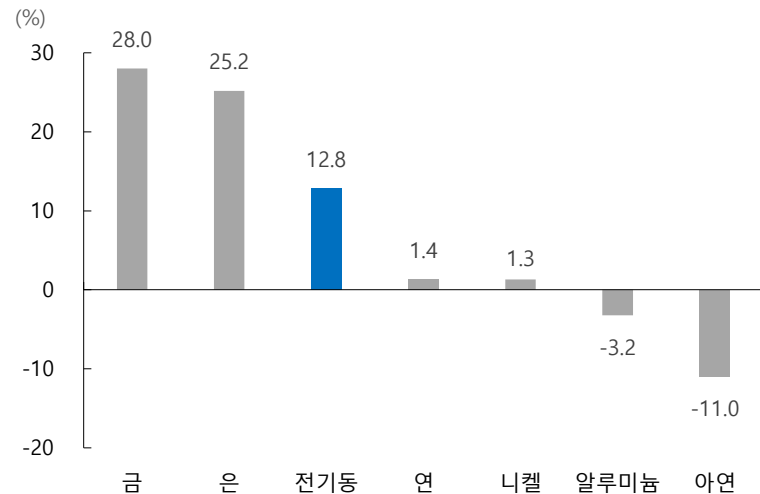
자료: KOMIS, iM증권 리서치본부

전기동

상반기 타이트, 그러나 하반기에는 소폭 둔화

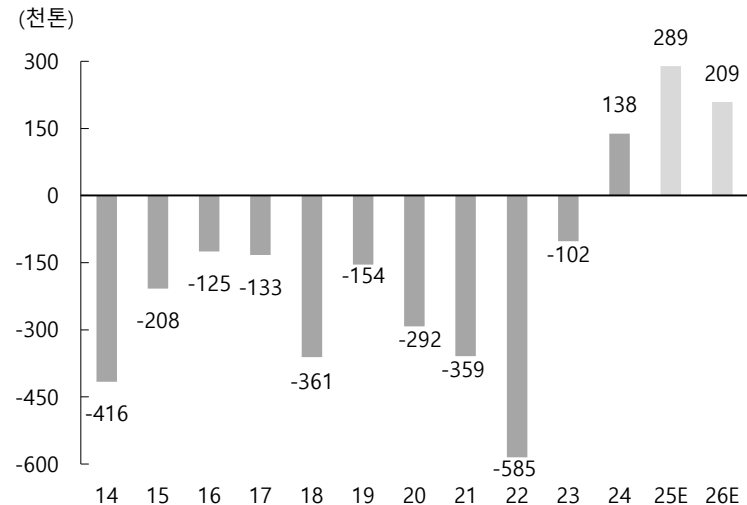
- 25년 상반기 비철금속 중 전기동 성과는 가장 양호했다. 타이트한 정광 수급 및 미국의 관세 부과 전 가수요 효과 때문이다.
- 다만 하반기에는 수급이 완화되면서 가격 상승 모멘텀 역시 소폭 둔화될 전망이다.

<그림39> 연초 대비 주요 비철금속 가격 상승률



주: 2025년 6월 6일 가격 기준
 자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림40> 글로벌 전기동 수급 Balance [= 공급 - 수요] 추이



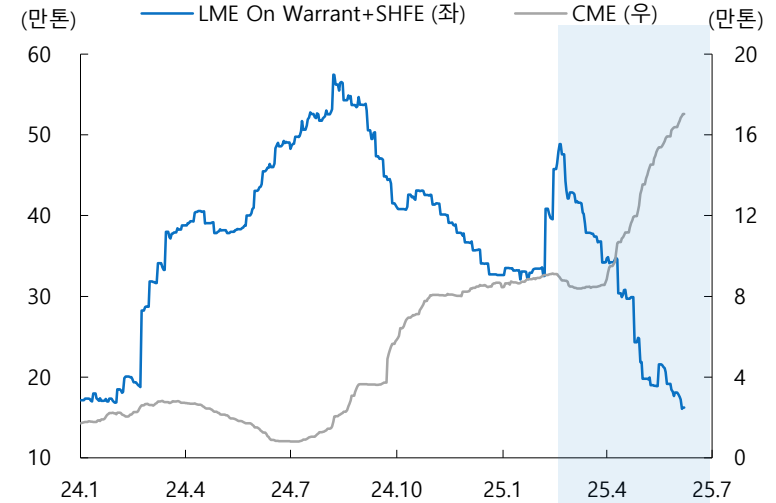
자료: ILZSG, iM증권 리서치본부

전기동

수요는 둔화될 가능성이 높다 1) 미국 재고 비축 마무리

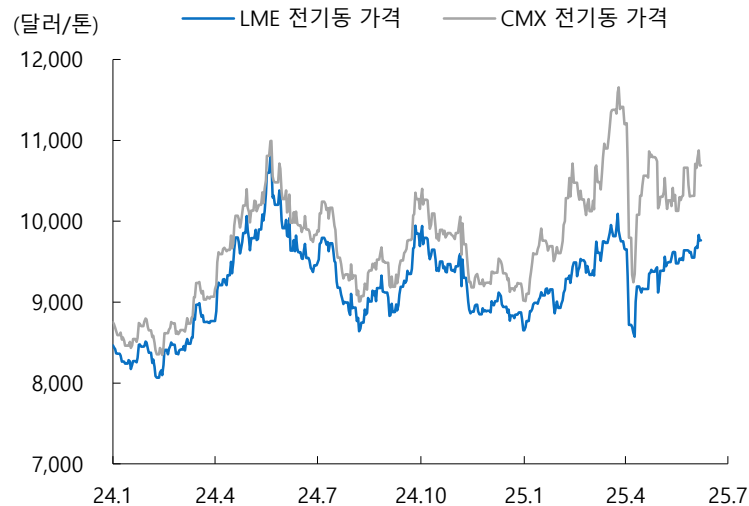
- 하반기 전기동 수요는 소폭 둔화될 전망이다. 상반기 전기동 가격 상승을 견인했던 미국의 관세 부과 전 재고 비축 수요는 거의 마무리 되었다는 판단이다.
- LME/SHFE 등 미국 외부 위치 거래소에서 미국 거래소 CME로의 재고 이동이 진행되면서, 미국 내수 전기동 premium이 하락 반전했음에 주목해야 한다.
- 미국 내 전기동 수급 완화, 즉 재고 비축이 어느 정도 마무리 되었음을 의미한다.

<그림42> [LME On Warrant+SHFE], CME 전기동 재고 추이



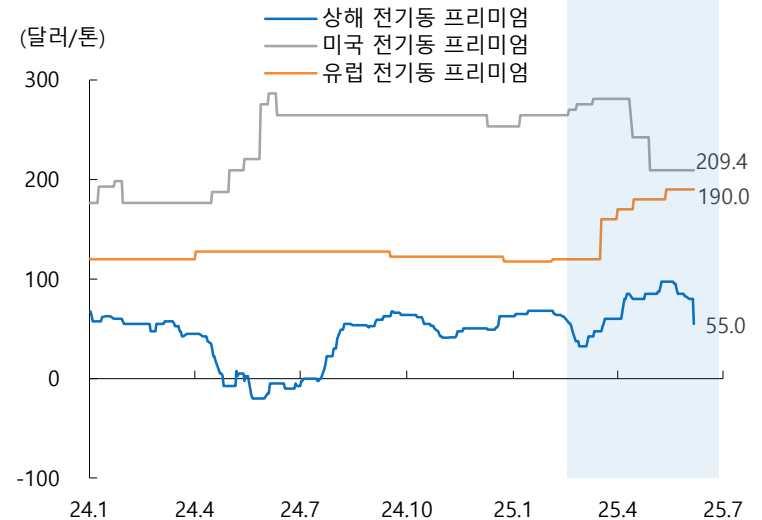
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림41> LME, CME 전기동 가격 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림43> 중국, EU, 미국 내수 전기동 Premium 추이



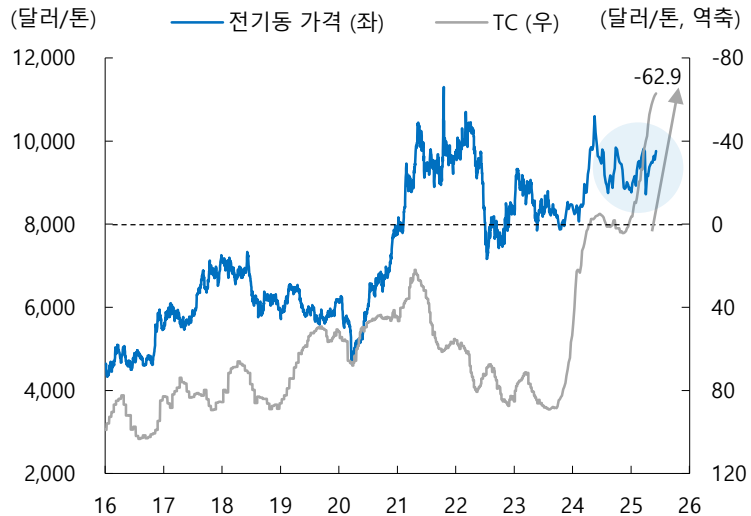
자료: iM증권 리서치본부

전기동

수요는 둔화될 가능성이 높다 2) 경기 둔화

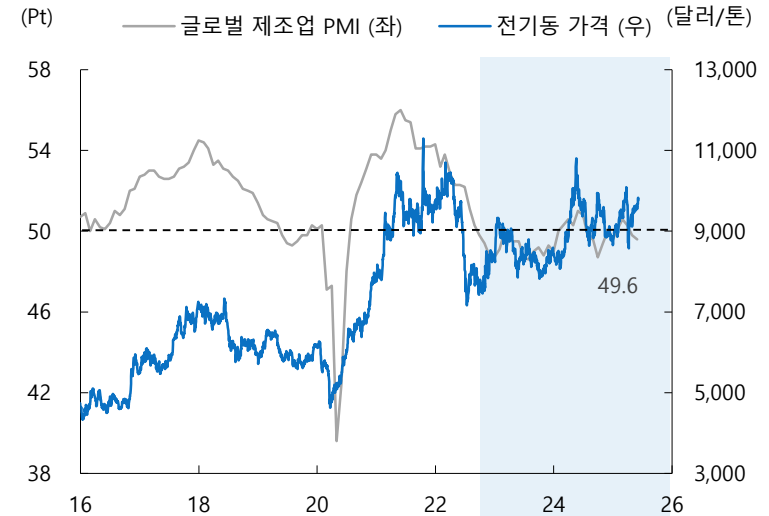
- 고금리 및 관세 전쟁에 따른 경기 둔화, 그리고 원자재 최대 소비국인 중국의 경기 침체 국면에서 대표적 경기 민감 품목인 전기동 가격의 지속적 강세를 기대하기는 어렵다.
- 또한 10,000달러에 육박한 전기동 가격은 실물 경기가 수용하기 부담스러운 수준이라는 생각이다. TC가 역사적 최저치를 경신하고 있음에도, 즉 정광 수급이 유례없이 타이트함에도 전기동 가격 상승 폭이 크지 않다는 것 역시 이를 방증 한다.

<그림44>전기동 TC와 LME 전기동 가격



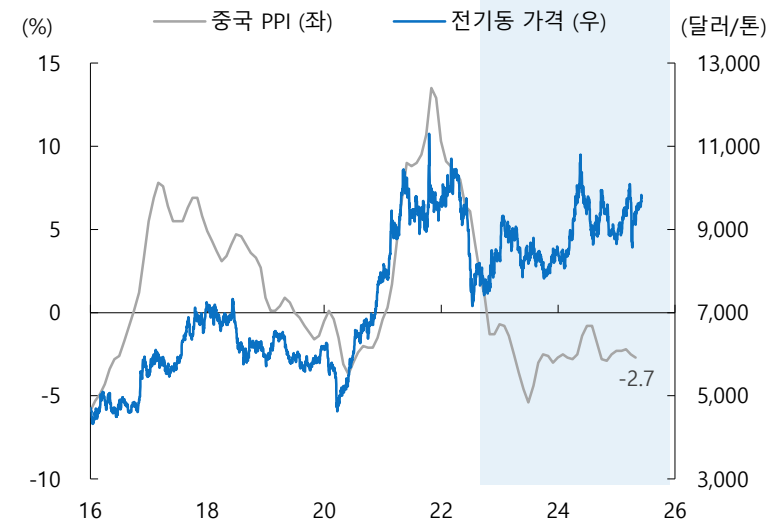
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림45> 글로벌 PMI 및 LME 전기동 가격



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림46> 중국 PPI 및 전기동 가격 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부



[정유/화학/에너지]

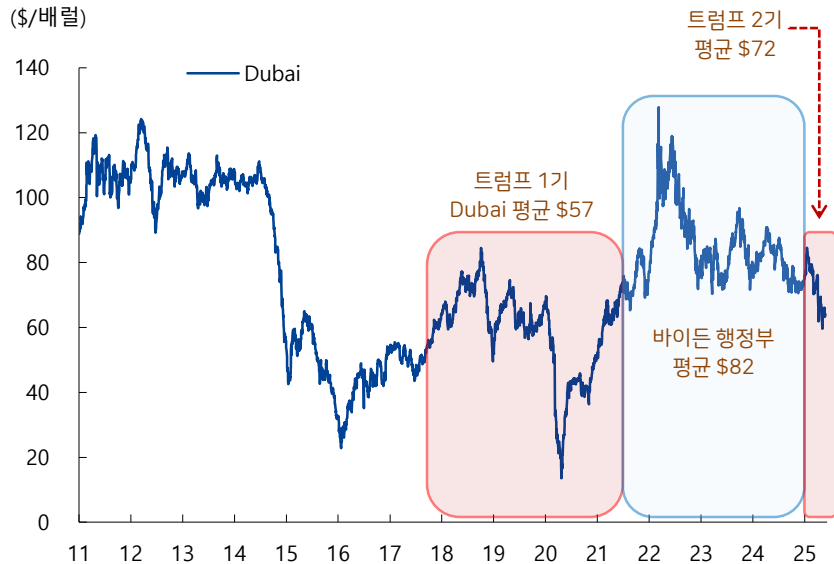
어부지리에서 찾는 기회

I. 첫 번째 어부지리: 유가 하락

NCC 업체들의 숨통을 조금이나마 틱워줄 유가 하락

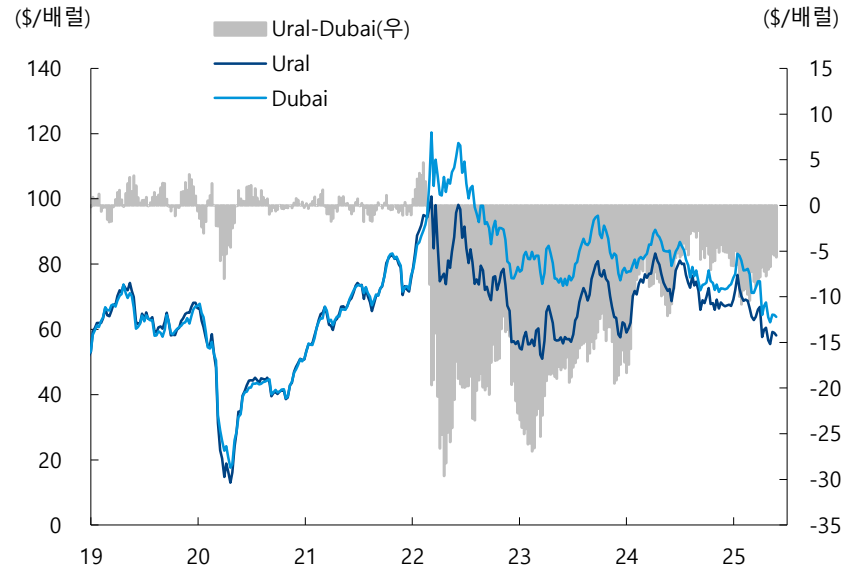
- 25년 하반기는 1)유가(=물가) 하향 안정화 지속을 위한 트럼프의 고군분투와 2)주요 산유국의 결속력 약화로 인한 OPEC+ 감산정책 종료 등으로 WTI 기준 55~65달러 레벨에서 안정적인 흐름 이어갈 것으로 전망
- 22년 이후 지속되고 있는 아시아 지역 내 신규 크래커 증설 유입과 수요 부진으로 석유화학 주요 제품들의 수급밸런스는 사실상 붕괴되었음. 뿐만 아니라 Dubai 유가 절대 레벨은 물론, Ural 대비 상대적으로도 강세 보이면서 한국 NCC 업체들의 경쟁력 열위 두드러졌음
- 절대적인 유가 레벨 하락과 더불어 러-우 종전 협상 본격화로 Ural 디스카운트 축소되며 한국 NCC 업체들의 상대적 원가 열위도 점차 해소될 전망. OPEC+ 결속력 약화와 러-우 종전 기대감은 국내 NCC 원가 부담을 낮춰주는 가장 큰 어부지리의 기회가 될 것. NCC 업체들에게 하반기는 상반기 대비 상대적으로 숨통이 좀 트이는 시기가 될 것으로 판단

<그림1> 트럼프 집권기와 바이든 정부 시절 유가 비교



자료 : Petronet, iM증권 리서치본부

<그림2> Dubai 및 Ural 가격 추이

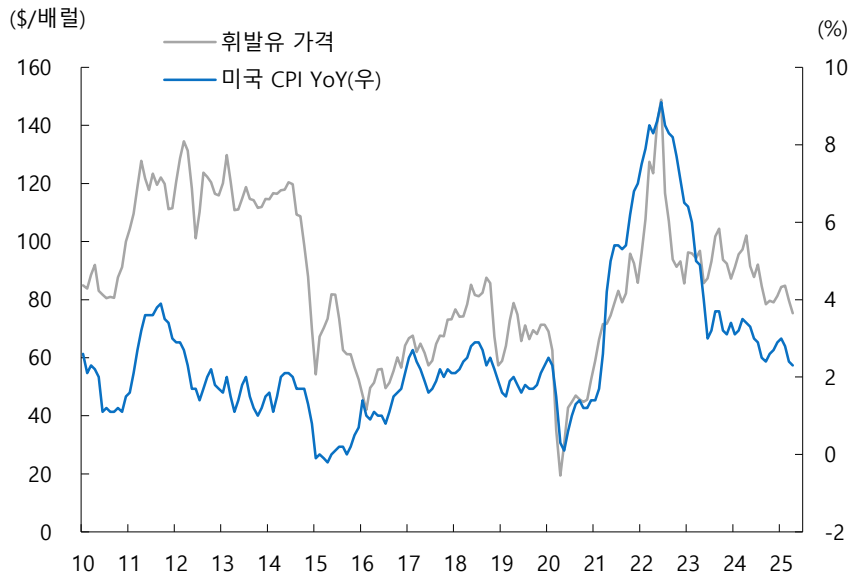


자료 : Refinitiv, Petronet, iM증권 리서치본부

1. 유가(=물가) 하락을 위한 트럼프의 고군분투, 미국의 중동정책도 개편 중

- 4월 초 본격화됐던 미국의 관세전쟁은 일단 90일간 상호관세 유예되었으나 10% 보편관세는 이미 적용 중이고 7월 전까지 협상이 마무리되지 않고 고율의 상호관세 현실화될 경우, 미국 인플레이션 부담은 피할 수 없음. 미국 CPI는 휘발유 가격에 가장 민감하게 움직이는 만큼 하반기 관세 부담으로 인한 물가 부담을 조금이나마 타개하기 위해 트럼프에게 절대적으로 필요한 것은 유가 하락
- 그러나 미국 산유량이 단기에 급증하긴 어려운 만큼 주변 산유국들의 협력을 이끌어낼 수밖에 없음. 대표적으로 러-우 종전을 통해 러시아산 원유가 시장에 공식적으로 유입될 수 있도록 하는 것인데, 이는 최근 트럼프가 러-우 종전 협상과 러시아 제재 해제에 우호적인 주요 이유로 추정. 중동에서의 트럼프 행보 변화도 그 연장선. 통상 미국은 중동 내에서 사우디/이스라엘은 우방국으로, 이란/시리아/예멘 등은 적대국으로 다뤄 왔는데 최근 보이고 있는 이란 핵합의 재개 및 협상 지속과 예멘과의 휴전, 시리아 제재 해제 발표 등은 지금까지 보여왔던 움직임과 상당히 대조됨. 특히 이 모든 과정에서 이스라엘이 배제됐다는 점에서 전통적인 우방국 이스라엘과 멀어지는 분위기
- 이는 소위 돈 많은 국가 중심으로 비즈니스를 하겠다는 의도도 있겠지만, 중동의 주요 산유국들과 우호적 관계 형성함으로써 유가 하락을 이끌겠다는 의지 또한 강하게 반영하는 것으로 해석됨. 결국 이 같은 미국의 중동정책 개편은 유가 상단을 제한하는 요인이 될 전망

<그림3> 미국 CPI 및 휘발유 가격 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림4> 최근 중동 주요국에 대한 미국의 외교적 행보

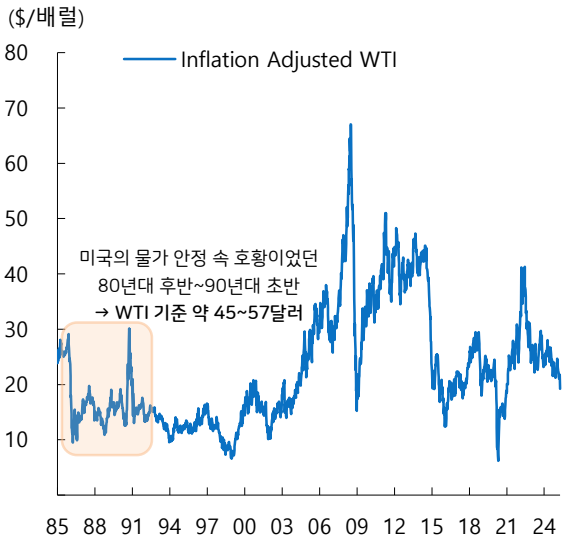
구분	국가	주요 내용	시기
기존 적대국	이란	4월 이후 미국-이란 핵합의 1~5차 협상 지속 진행	4월 이후
		5차 협상: 우라늄 농축안에 대한 이견 있었으나, 논의 지속 예정	5월 23일
	시리아	아사드 정권 축출 이후 관계 재정립 및 기존의 모든 제재 해제 발표	5월 13일
	예멘	후티 반군과의 휴전 협정 체결	5월 06일
기존 우방국	사우디	중동 순방: 美 AI 데이터센터/빅테크 등에 \$6,000억 투자 약속	5월 13일
		Aramco, 美 주요 기업들과 \$900억 규모 계약 체결 (총 34건)	5월 13일
		Google/Oracle, 사우디 DataVolt와 테크 분야 \$800억 투자	5월 13일
		미국, 사우디 군대 역량 강화 위한 훈련 지원 약속	5월 13일
	UAE	중동 순방: '35년까지 美 에너지에 \$4,400억 투자 약속	5월 16일
	Exxon/Occidental/EOG, UAE 에너지 생산에 \$600억 투자 약속	5월 16일	
이스라엘	25년 2분기 중동 순방 대상에서 제외	5월 13일	
	이란/시리아/예멘 등과의 관계 재설정에서 이스라엘과 논의 배제	-	

자료 : iM증권 리서치본부

미국 입장에서 바라본 적정 유가는 WTI 55~65달러

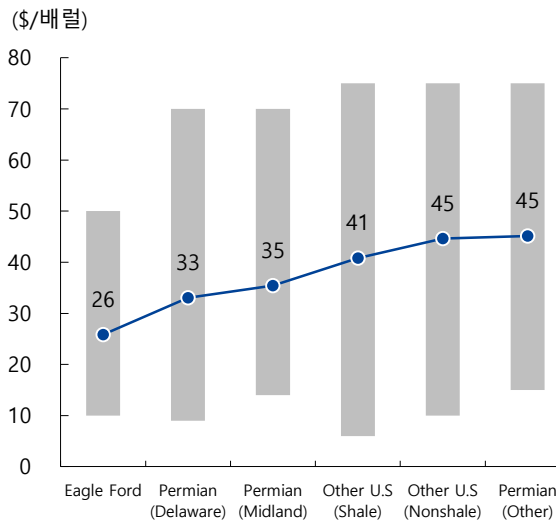
- 현재 미국 shale oil 업체들은 원유 시장 내 스윙 프로듀서로서 유가 상단을 결정하는 핵심적인 역할을 맡고 있어 이들의 시추활동이 유지될 수 있는 레벨에서 상단 결정될 것. 연초 Dallas 연은에서 텍사스 E&P 업체들 대상으로 진행한 설문조사에 따르면, 수익성 있게 신규 유정 시추 가능한 유가는 평균 64달러 내외로 파악됨. 기존 유정을 운영하는데 필요한 손익분기점은 37달러 내외에 그치지만, 신규 시추가 이뤄져야 생산량이 늘어날 수 있는 만큼 해당 레벨은 사실상 유가 최저점으로 볼 수 있음
- 한편, 트럼프가 저유가를 원하는 궁극적인 이유는 물가 안정화를 위한 것인데 과거 미국이 물가 안정 속에서 경기 호황을 누렸던 1980년대 후반부터 1990년대 초반을 가장 이상적인 레벨로 가늠해볼 있음. 당시 인플레이션 적용한 WTI 레벨이 45~57달러 수준이었던 만큼 물가 측면에서 트럼프가 용인할 수 있는 유가 역시 해당 수준으로 볼 수 있을 듯
- 따라서 미국이 원하는 두 마리 토끼인 물가 안정화와 shale oil 업체들의 수익성 모두 확보될 수 있는 레벨을 적정 유가라고 바라본다면 25년 하반기 WTI 기준 유가는 55~65달러 수준이 될 전망

<그림5> 미국 1985년 이후 인플레이션 감안한 WTI 추이



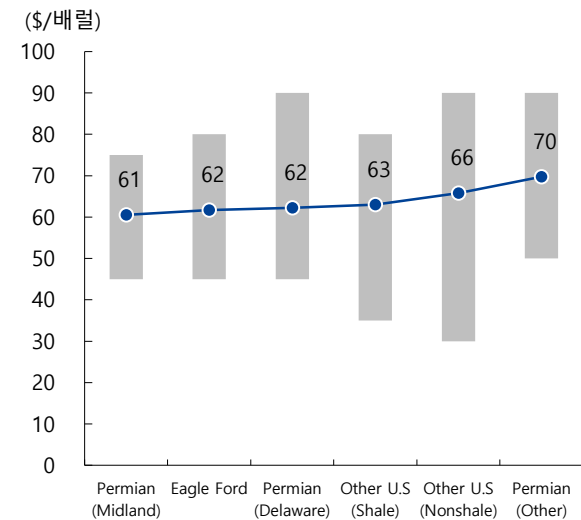
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림6> 미국 주요 분지별 기존 유정 운영비용을 충족시키기 위한 BEP



자료: Federal Reserve Bank of Dallas, iM증권 리서치본부

<그림7> 미국 주요 분지별 신규 유정을 수익성 있게 시추하기 위한 BEP

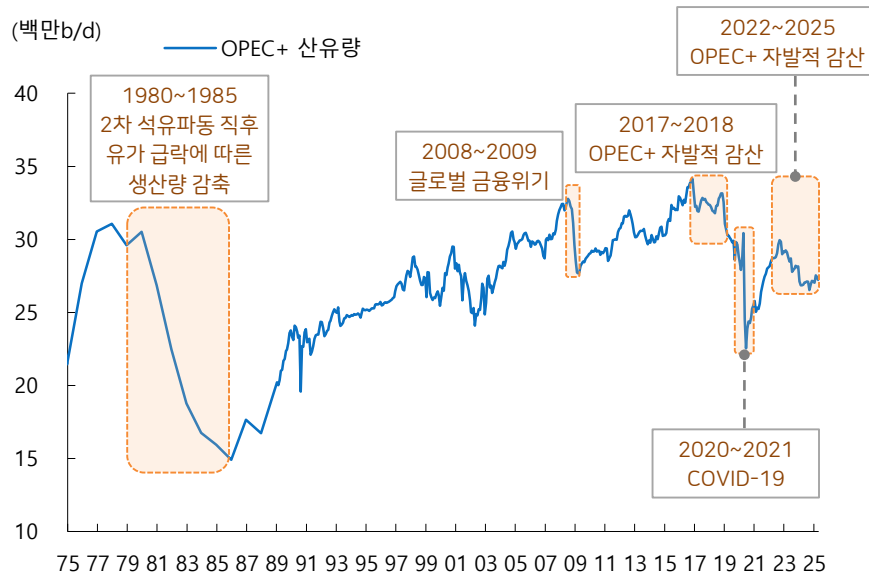


자료: Federal Reserve Bank of Dallas, iM증권 리서치본부

2. M/S 탈환을 위한 사우디의 공격적 증산 시나리오도 배제할 수 없어

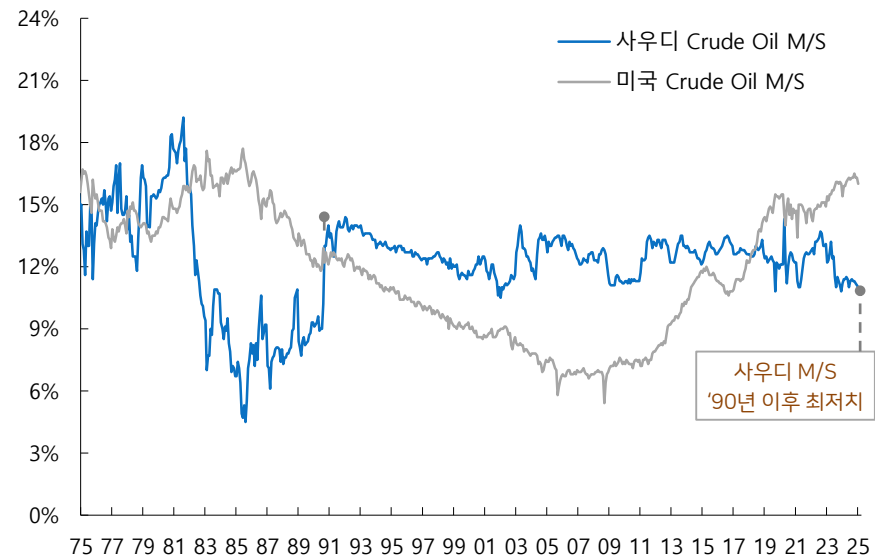
- 1981년 2차 석유파동 종료 이후 유가 급락으로 중동 국가들이 생산량을 줄였던 1980년대 중후반을 제외하면 사우디는 늘 글로벌 1위 산유국이었음. 그러나 미국 shale 혁명이 시작된 2010년대 초반을 기점으로 1위 산유국 자리에 변화의 조짐이 나타나기 시작했고, 유가 지지를 위한 OPEC+ 감산 시작된 이후 결국 미국과 사우디의 시장 점유율은 역전되었음
- 2018년 초 처음으로 양국의 점유율이 역전된 이후 8년째 그 추이는 점점 더 확대되고 있을 뿐 아니라 COVID 여파로 2021년 초 다시 시작된 OPEC+ 감산에 따라 사우디의 점유율은 이제 1990년 이후 가장 낮은 수준에 머물고 있음
- 약 3년 넘게 이어지고 있는 감산에서 사우디를 제외한 주요 산유국들, 특히 이라크와 카자흐스탄 등은 쿼터 대비 초과 생산함으로써 무임승차를 하고 있고 이제 그 결속력도 사실상 와해된 만큼 현 상황에서 사우디가 더 이상 감산 기조를 이어갈 이유는 없음. 따라서 단순히 감산 기조를 철회하는 것 뿐 아니라 지난 8년간 잃어버린 점유율을 되찾기 위한 본격적인 증산에 재차 돌입할 가능성도 배제할 수 없음

<그림8> OPEC+ 산유량 추이 및 주요 감산 시기



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림9> 1975년 이후 미국과 사우디의 원유 시장 점유율 추이

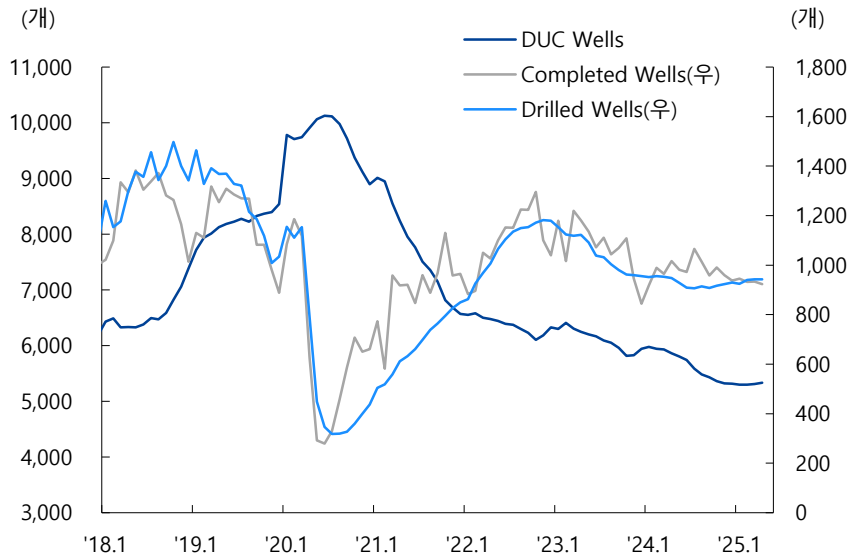


자료 : EIA, iM증권 리서치본부

답보 상태의 미국 shale, 사우디가 승산을 노려볼 만한 시기

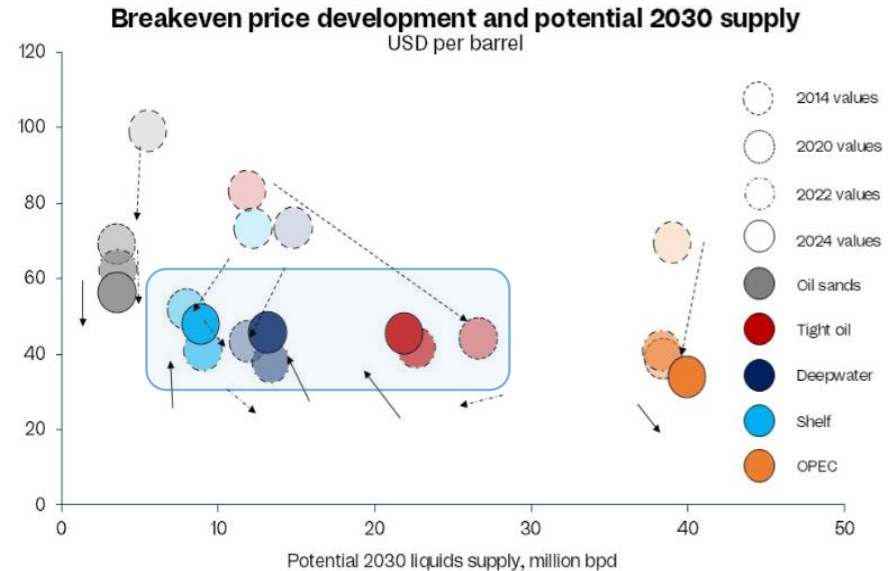
- 지난 10년간 미국 shale oil 업체들은 수평시추 길이 연장과 re-fracking 등 신기술 적용으로 생산성을 향상시키면서 원유 생산량 확대한 것은 물론, 손익분기점 유가도 초창기 80~90달러 레벨에서 현재 약 50달러 내외로 대폭 낮춰 왔음
- 그러나 바이든 정부에서 강화되었던 시추 활동 규제 등으로 현재 산유량은 역사적 고점에서 좀처럼 더 늘지 못하는 답보상태에 있음. 트럼프 집권 직후 시추 및 생산 규제가 완화되며 최근 Drilled 및 DUC 유정 모두 저점에서 늘고 있긴 하나, 증가 속도와 규모 자체는 매우 더딘 모습
- 또한 수익성 좋은 핵심 유정들의 매장량 소진과 인플레이션 부담 등으로 2022년 대비 미국 BEP 레벨은 소폭 상승. 반면, 전통적인 방식으로 원유를 생산하는 OPEC 회원국들의 BEP 수준은 오히려 더 낮아지고 있어 미국과 증산 경쟁에 재돌입할 경우 사우디가 충분히 승산을 노려볼 수 있음
- 외교관계 측면에서 최근 미국과 중동국가 전반이 가까워지는 분위기고, 트럼프는 물가 안정화 유지를 위해 사우디 포함한 중동 국가들에게 산유량 확대를 지속적으로 요구하고 있는 만큼 사우디가 미국과의 관계를 훼손시키면서까지 증산 경쟁에 돌입할 것인지에 대해서는 조심스러움. 다만, 30년 저점의 점유율과 OPEC+ 결속력 붕괴, shale 업체들의 낮아진 체력 등을 고려하면 사우디 증산 기조 전환은 충분히 가능하다는 판단

<그림10> 미국 Drilled 및 DUC 유정 추이



자료 : EIA, iM증권 리서치본부

<그림11> OPEC, 미국 등 주요 분지들의 생산 BEP 변화

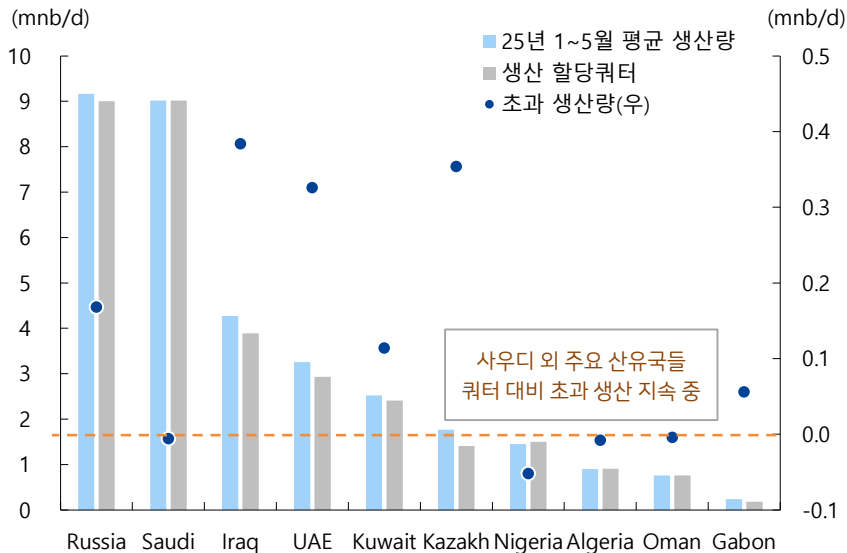


자료 : Rystad Energy, iM증권 리서치본부
주: 2024년 10월 발표 기준

OPEC+ 결속력 붕괴도 사우디의 증산을 자극할 수 있어

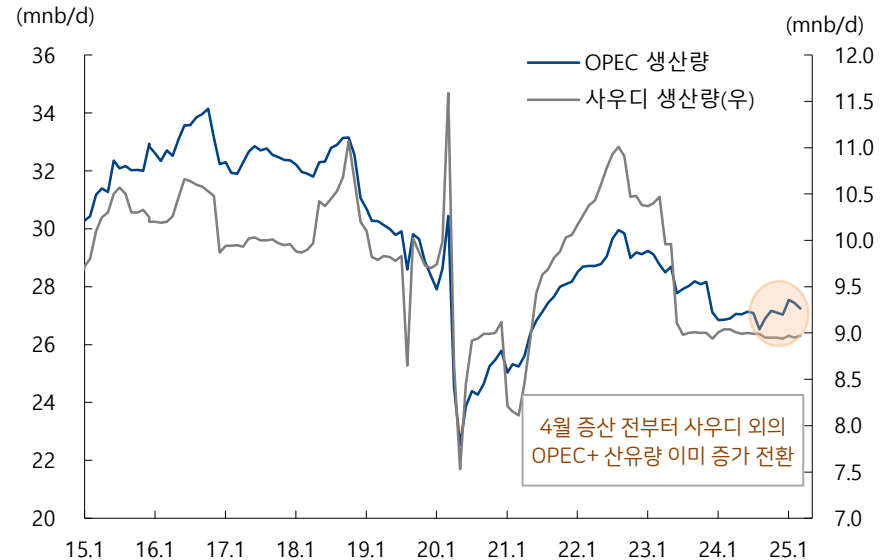
- 약 3년 넘게 이어진 감산 속에서 쿼터와 세부 정책을 둘러싼 회원국들의 이견이 점점 확대됨에 따라 일부 산유국들은 쿼터를 제대로 준수하지 않고 있음. 사우디/오만, 나이지리아 정도를 제외하면 대부분 초과 생산 중이며 특히 이라크와 카자흐스탄은 평균 40만b/d 더 많이 생산 중
- OPEC+은 당초 25년 4월부터 220만b/d 감산 규모를 점차 줄이기 시작해 26년 말까지 생산량 정상화를 목표로했으나, 5~6월 산유량을 기존 계획 대비 3배 더 많은 41만b/d로 대폭 늘렸고 7월에는 추가 확대 검토 중. 초과 생산 중인 회원국들에 대한 일종의 경고성 증산인 셈
- 그러나 이 같은 경고에도 이라크/카자흐스탄은 여전히 초과 생산 기조를 이어가고 있을 뿐만 아니라, 카자흐스탄은 산유량을 결정하는데 있어 자국 이익을 최우선으로 삼겠다고 언급하며 사실상 증산 선회 입장을 공식화하였음. 결국 OPEC+ 결속력은 무너진 것으로 해석되며, 이는 사우디의 보다 더 적극적인 증산 기조 전환을 자극시키는 요인이 될 것으로 예상
- 지금까지 사우디/러시아 감산 속에서 미국이 스윙 프로듀서로서 유가 상하단을 결정했으나, 앞으로 미국이 그 역할을 계속 해내기엔 체력이 약해진 상황. 결국 원유 시장의 키는 사우디가 다시 잡게 된 만큼 일부 회원국에 대한 보복과 M/S 탈환 위한 증산 이뤄질 경우 유가 하단 추가 조정 불가피

<그림13> 25년 OPEC+ 주요 산유국 대부분 쿼터 대비 초과 생산 중



자료 : IEA, iM증권 리서치본부

<그림14> 사우디 및 OPEC 전체 원유 생산량 추이

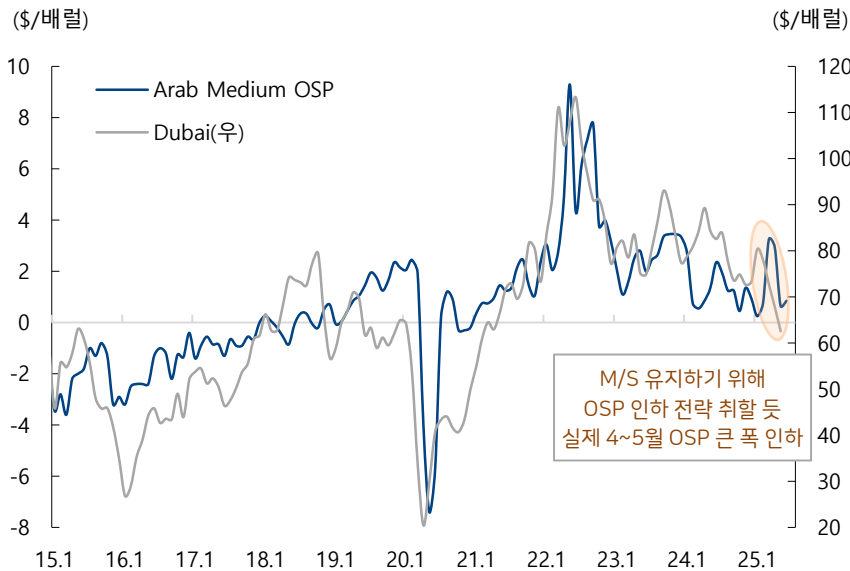


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

3. 증산 경쟁 속 OSP 인하는 정유사에 긍정적이거나, 저유가로 주가 탄력도는 제한적일 듯

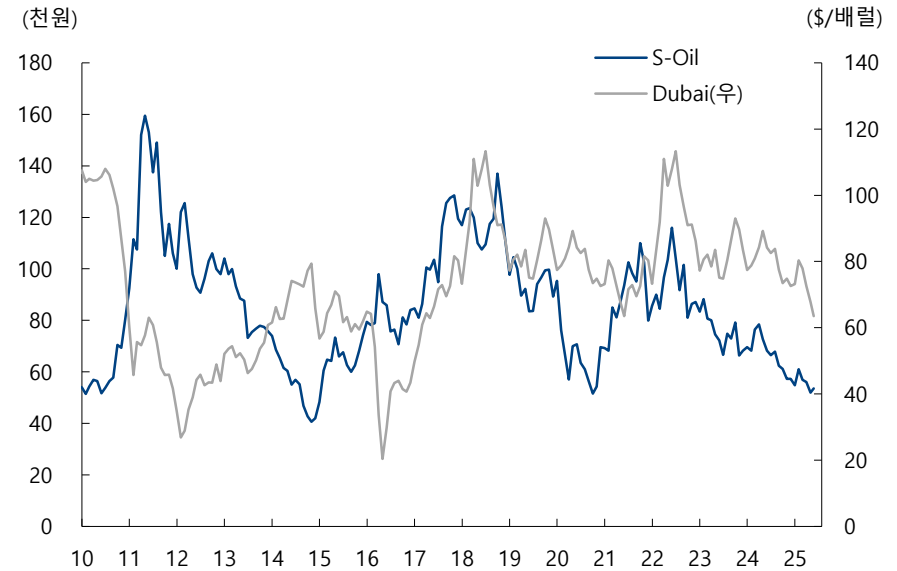
- Aramco는 매월 첫 번째 주말에 그 다음달에 적용될 OSP를 고시하는데, 통상 Dubai 유가와 동행하는 방향성을 보임
- 유가 하락에도 사우디는 3월 아시아 OSP를 전월 대비 \$2.4~2.5 대폭 인상했는데, 이는 약 2.5년 만의 최대 인상 폭이었음. 당시에는 1월 초 바이든 정부의 러시아 원유 운송 유조선 추가 제재로 중국/인도가 중동에서 원유 대체 물량을 확대할 것이라는 전망에 근거했던 것으로 추정
- 그러나 이를 정점으로 4~5월 OSP 재차 인하되며 연초 상승분을 상당부분 회복시켰음. OPEC+ 증산 속도가 예상보다 빨라지는 상황 속에서 사우디 증산 역시 25년 하반기 본격화될 것으로 예상. 특히 그 동안 미국에게 빼앗긴 원유 시장의 점유율을 탈환하기 위해서라도 사우디는 OSP 인하 전략을 보다 적극적으로 취할 가능성 높다는 판단. 25년 OSP 추세적 하락 예상되며, 이는 국내 정유사들 원가에 우호적으로 작용할 전망
- 다만, 최근의 정제마진 반등과 OSP 하락 효과에도 불구하고 유가 하락 구간에서는 정유사들의 주가 탄력도가 그리 강하지 않다는 점을 유념할 필요

<그림15> Dubai 유가 및 OSP 추이



자료 : Petronet, Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림16> Dubai 유가 및 S-Oil 주가 추이

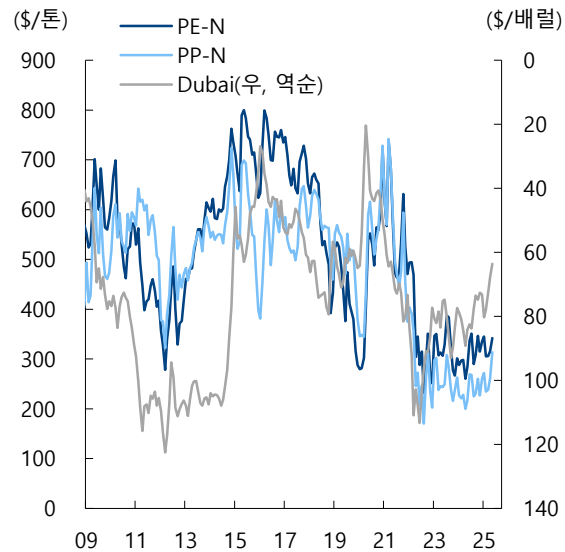


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

4. 반면, 저유가가 화학제품 스프레드 개선의 동력은 될 수 있어

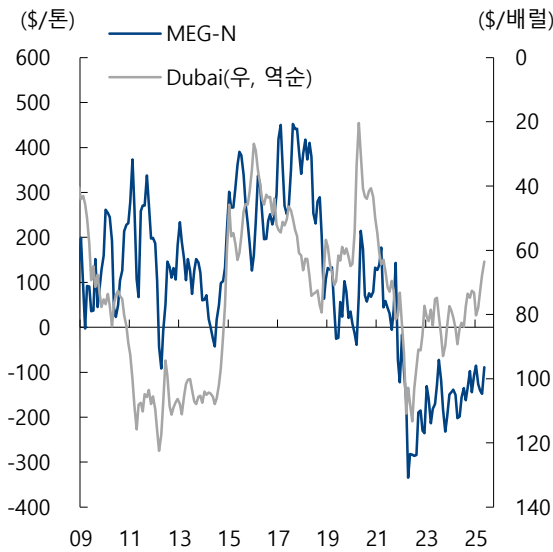
- 역사적으로 유가와 석유화학 제품 스프레드는 각 제품별로 그 정도의 차이는 있으나, 결과적으로 뚜렷한 (-) 역의 상관관계를 보여 왔음
- 사우디 중심의 OPEC+ 증산 전환과 저유가를 위한 트럼프의 고군분투에 따른 유가 레벨다운은 곧 납사 가격 하락을 의미하고, 이는 주요 석유화학 제품 스프레드 개선의 동력이 되어 줄 것으로 예상. 물론, 지난 3~4년에 걸친 대규모 증설 유입으로 수급밸런스가 사실상 무너진 만큼 유가 하락에 따른 제품 스프레드 반등 폭이 과거보다 약화될 수는 있겠지만, 그 방향성 자체는 훼손되지 않았다는 판단
- 또한 러-우 종전 협상 진전 여부에 따라 그 동안 중단됐던 러시아산 납사 유입 재개 가능성도 염두에 둘 수 있음. 이는 러-우 전쟁 이후 러시아산 저가 납사를 대량 구매하고 있던 중국/인도 NCC 업체들의 원가 부담은 높이는 반면, 국내 NCC 업체들에게는 유가 하락과 함께 실질적인 납사 구매 가격 추가 하락 요인으로 작용할 수 있을 것. 유가 하락은 주요 석유화학 제품 스프레드 개선 및 그에 따른 NCC 업체들의 실적 개선을 이끄는 어부지리가 될 수 있다는 점에서 주목

<그림17> Dubai 유가 및 PE/PP 스프레드 추이



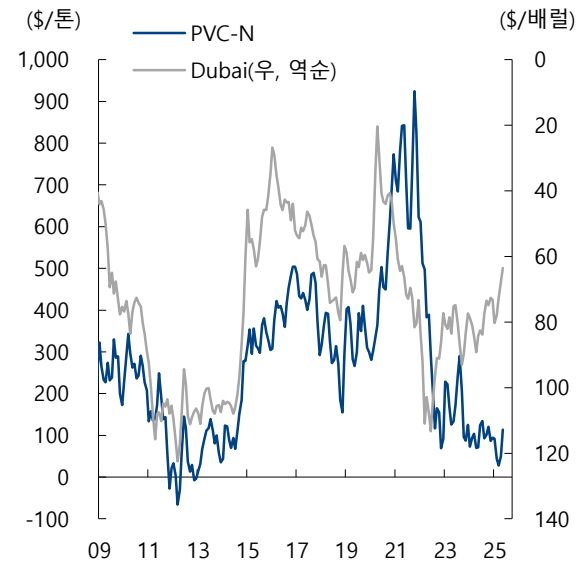
자료 : Cischem, Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림18> Dubai 유가 및 MEG 스프레드 추이



자료 : Cischem, Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림19> Dubai 유가 및 PVC 스프레드 추이

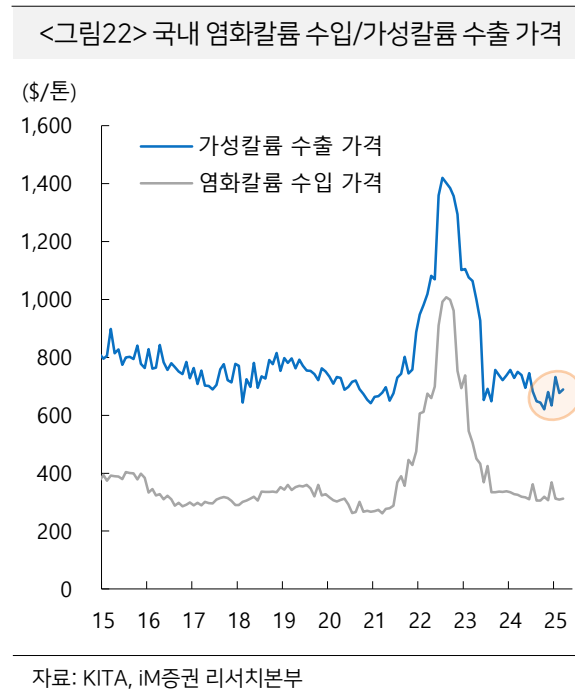
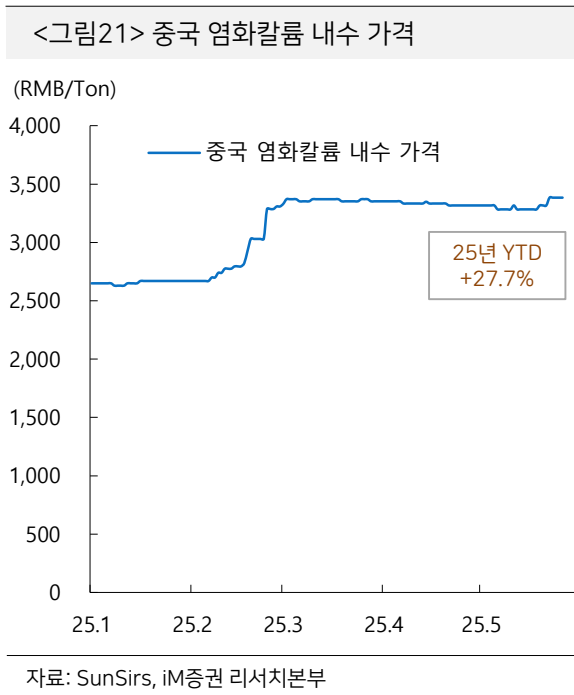
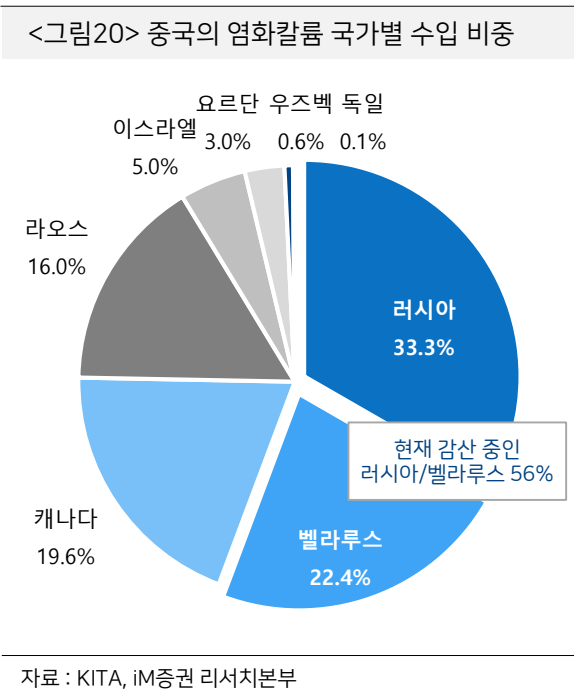


자료 : Cischem, Bloomberg, iM증권 리서치본부

II. 두 번째 어부지리: 러시아/벨라루스 KCI 감산

1. 중국 염화칼륨 강세로 국내 가성칼륨 가격도 상승

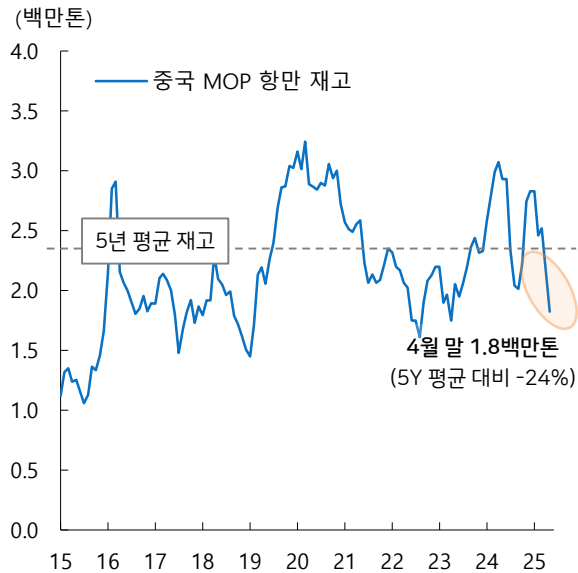
- 24년 말 이후 러시아와 벨라루스는 KCI 감산 돌입을 공식적으로 발표했고, 러시아는 25년 2분기 수출 쿼터제 실행도 검토 중에 있음
- 이는 러시아/벨라루스산 수입 비중이 56% 달하는 중국 내수 가격 상승을 야기(5월 말 YTD 기준 +28% 상승). 중국은 글로벌 비료 최대 수요지인 만큼 중국의 원재료 강세는 전반적인 판가 상승으로 이어지며 국내 가성/탄산칼륨 수출가격 또한 연초 대비 +9% 내외 상승하였음
- 반면, 국내 업체(유니드)는 캐나다에서 염화칼륨을 전량 구매하고 있어 러시아/벨라루스 감산에 따른 원가 상승보다는 오히려 중국법인을 중심으로 판가 상승을 더욱 크게 누릴 수 있음. 실제 지난 1분기 국내법인 대비 중국법인에서 더 컸던 판가 상승 폭이 이를 방증. 러시아/벨라루스 감산이라는 어부지리로 25년 가성칼륨 스프레드 확대 기대



2. 중국 재고 부족으로 하반기 또 한번의 가격 상승 예상

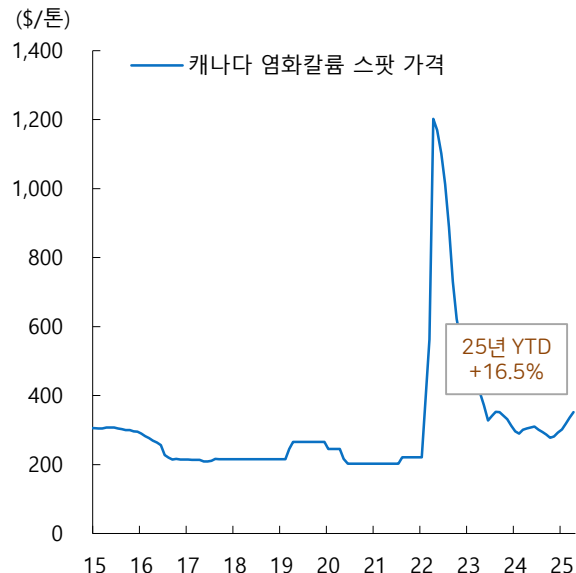
- 러시아/벨라루스 감산 이후 가격 강세로 중국 업체들이 수입을 줄임에 따라 최근 재고는 적정 레벨을 하회하고 있는 것으로 파악. 25년 4월 중국의 항만 재고는 182만톤으로 과거 5년 평균 240만톤 및 10년 평균 218만톤 대비 각각 -24.2%, -16.5% 더 낮은 수준에 머물고 있음
- 적어도 25년 3분기까지는 러시아/벨라루스 감산 기조 유지되며 가격 강세 이어질 가능성이 높음. 높아진 가격에도 불구하고 중국 업체들은 재고가 크게 감소한 만큼 2분기 중에는 최소한의 양이라도 염화칼륨 구매에 나설 수밖에 없을 것으로 예상. 결국 상반기 대비 하반기에는 중국의 염화칼륨 투입가격이 더 높아지고, 이에 따른 가성/탄산칼륨 가격 추가 상승세 출현 예상
- 물론, 유니드도 6월 전후로 캐나다에서 하반기 구매 계약을 새로 체결해야 하는데, 경쟁국들의 감산으로 캐나다 가격도 연초 대비 상승한 만큼 투입 가격 상승 불가피. 그러나 캐나다산 YTD 상승은 +16%로 중국 내수가격 상승 +28% 대비 낮은 수준에 그치고, 하반기 높은 가격에 이뤄진 중국의 재고 비축이 판가에 대부분 이전됨에 따라 오히려 유니드는 원가 대비 더 높은 폭의 판가 상승을 누릴 수 있을 전망

<그림24> 중국 염화칼륨 항만 재고



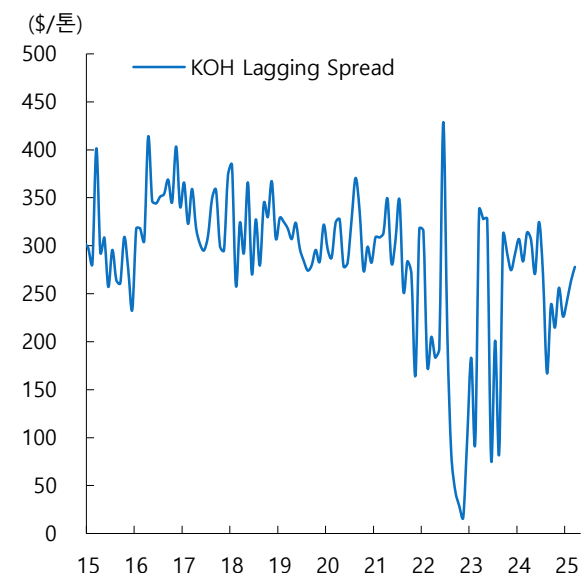
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림25> 캐나다 염화칼륨 가격



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림26> 국내 가성칼륨 스프레드 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

III. 세 번째 어부지리: 반덤핑 등 관세정책

1. Epoxy 체인: 유럽/미국의 아시아산 반덤핑 관세로 관련 체인 반사수혜

- 유럽은 1월 말 아시아 에폭시에 대한 반덤핑 예비관세를 발표하였는데, 중국/대만/태국산에는 11~41% 관세가 부과했고 한국은 제외되었음
- 미국도 3월 상무부의 최종판정 거친 후 4월 말 ITC 최종의견 발표됐고 5월 19일부터 관세 적용 시작. 한국산에 대해 총 6.7~9.4% 관세 부과 확정. 아시아 내 주요 경쟁국인 대만 업체들에 부과된 31.5~73.3% 대비로는 현저히 낮은 수준일 뿐만 아니라 당초 예비판정 시 적용된 16.0%~24.6% 대비로도 하향 조정된 것. 당초 상무부가 중국(547.7%), 인도(10.6~103.7%)에 적용한 관세가 ITC 최종판정에서 제외된 것은 아쉬운 부분이나, 이들은 당초 미국 수입량의 1~2% 내외 불과해 그 영향력 자체가 미미
- 참고로 미국의 금번 AD/CVD 관세 판정은 24년 Olin, Westlake 등 에폭시 현지 업체들의 청원으로 1년간 상무부 조사 후 결정된 것인 만큼 최근 트럼프의 오락가락 상호관세와는 다른 성격. 중국/대만/태국 등 주요 아시아산에 대한 유럽과 미국의 고율관세 부과가 25년 한국 에폭시 및 관련 체인에는 수출량을 확대할 수 있는 반사수혜의 기회가 될 전망

<그림27> 유럽, 에폭시 수입국 및 업체별 AD 관세율

국가	업체명	AD 관세율
한국	관세 부과 대상 제외	
중국	Jiangsu Sanmu Group Co., Ltd	24.2%
	Sinochem Group	40.8%
	Jiangsu Ruiheng New Material Technology	
	Nantong Xingchen Synthetic Material	
	Jiangsu Kumho Yangnong Chemical	30.3%
Other co-operating companies		
	All other imports originating in China	40.8%
대만	Chang Chun Plastics Co	10.8%
	Nan Ya Plastics	11.0%
	All other imports originating in Taiwan	11.0%
태국	Aditya Birla	32.1%
	All other imports originating from Taiwan	32.1%

자료 : EU Commission, iM증권 리서치본부

<그림28> 미국, 에폭시 수입국 및 업체별 AD/CVD 최종 관세율

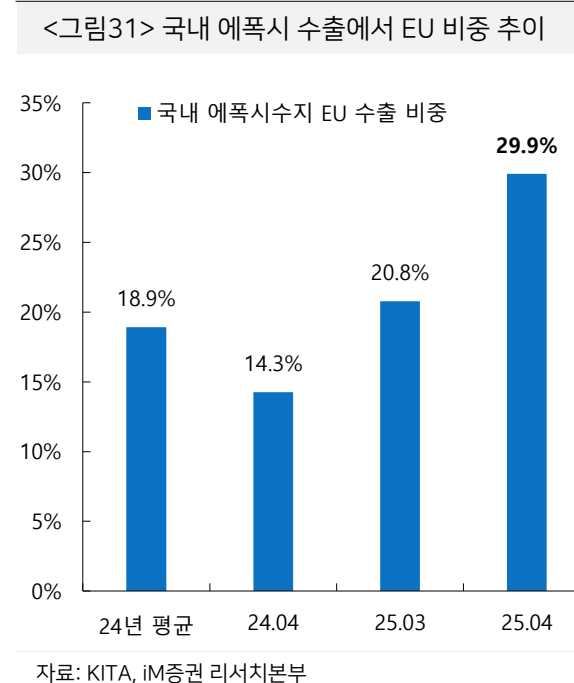
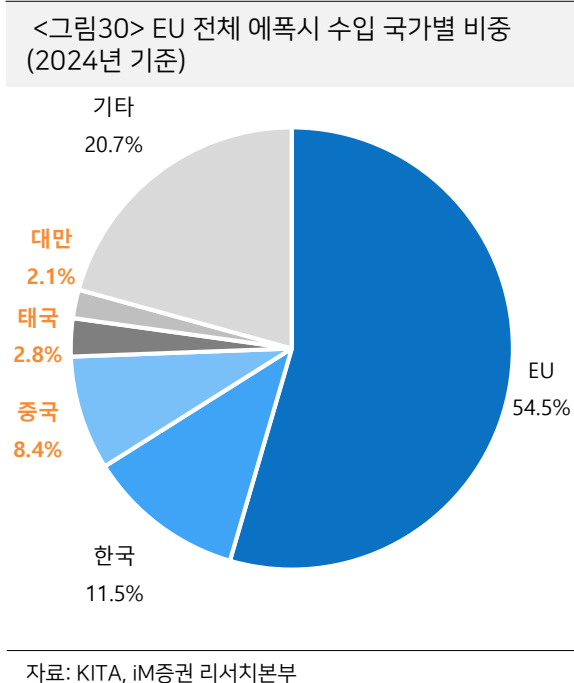
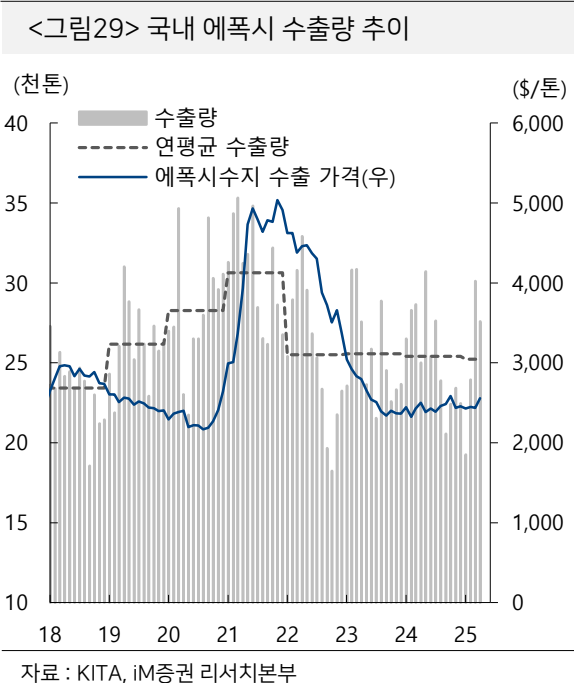
국가	업체명	AD	CVD	합계
한국	국도화학	5.7%	1.0%	6.7%
	금호P&B	7.6%	1.8%	9.4%
	그 외 기타업체	6.4%	1.3%	7.7%
대만	Chang Chun Plastics	10.9%	62.4%	73.3%
	Nan Ya Plastics Corporation	28.1%	3.4%	31.5%
태국	그 외 기타업체	19.2%	33.2%	52.5%
	Aditya Birla Chemicals	5.3%	-	5.3%
	그 외 기타업체	5.3%	-	5.3%
중국	China-Wide Entity	355.0%	-	355.0%
	Jiangsu Sanmu Group Co	-	547.8%	547.8%
	Shandong Bluestar Dongda Chemical	-	547.8%	547.8%
	그 외 기타업체	-	547.8%	547.8%
인도	Atul Limited	12.7%	10.7%	23.4%
	Champion Advanced Materials	15.7%	103.7%	119.4%
	그 외 기타업체	12.7%	10.7%	23.4%

자료 : ITC, iM증권 리서치본부

주: 당초 상무부가 중국/인도산에 부과했던 관세가 ITC 최종조사에서는 제외되었음

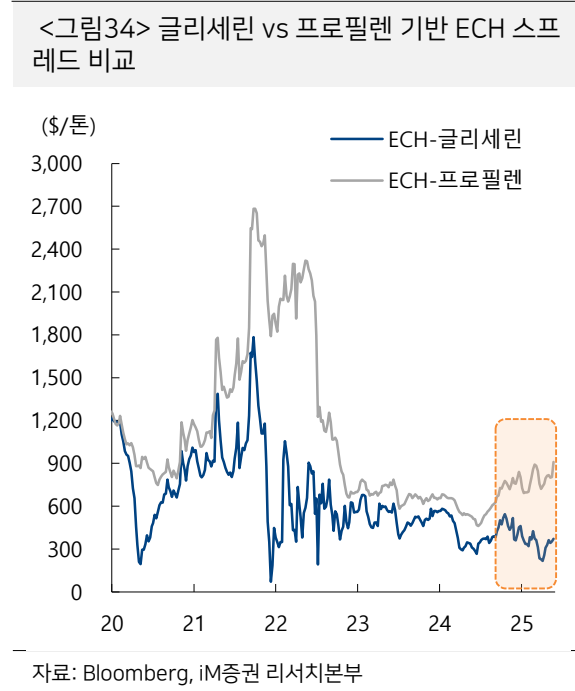
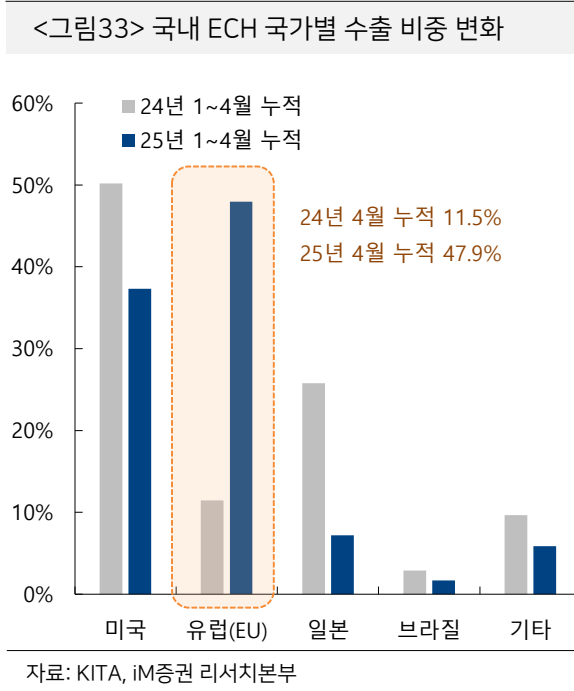
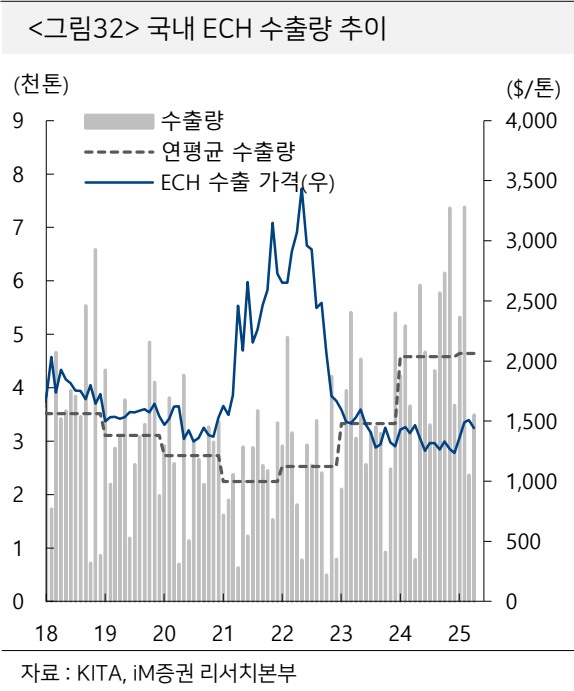
Epoxy - 반덤핑 발표와 함께 이미 EU 수출 비중 증가세 포착

- 유럽의 에폭시 AD/CVD 예비관세 발표(1/30) 직후를 기점으로 관세 대상에서 제외된 한국 에폭시 수출 증가세 포착. 25년 2월과 3월 수출량 전월 대비 +24.3%, +25.7% 각각 증가. 특히 24년 평균 19% 내외에 그쳤던 EU 수출 비중이 25년 3월에는 21%, 4월 30% 등으로 빠르게 증가
- 유럽의 에폭시 수출입은 여느 제품들과 마찬가지로 EU 내에서 회원국끼리 거래하는 형태가 대부분임. 가령, 2024년 기준 EU의 에폭시 총 수입 중 회원국으로부터 유입된 비중은 55% 정도 달하고, 그 다음으로 한국 11.5%, 중국 8.4%, 태국/대만이 각각 2~3% 등을 차지하고 있었음
- 반덤핑관세가 부과된 중국/태국/대만 등 아시아 3개국으로부터 수입한 물량은 2024년 총 13.2% 달했음. 관세 실행 이후 EU 회원국이 흡수해가는 물량도 일부 있겠지만, 그래도 유일하게 관세가 적용되지 않는 한국업체가 기존 아시아산 물량의 상당부분을 대체할 가능성 높음. 이에 25년은 지난 3년간 주춤했던 국내 에폭시 생산업체(ex: 국도화학, 금호석유화학 등) 수출 확대와 이에 기반한 가동률 상승 효과를 기대해볼 수 있다는 판단
- 한편, 미국은 당초 한국산 에폭시 수입 비중이 약 37% 달하는 압도적 1위 수입국. 태국/인도/중국이라는 대체재가 존재하고, 상대적으로 더 높은 관세가 확정된 대만산은 4~5% 그쳐 한국산 비중이 추가로 확대될 수 있는 여력이 유럽 대비로는 크지 않을 듯



ECH - 글리세린 강세까지 더해지며 ECH 반사수혜 이미 현실화 중

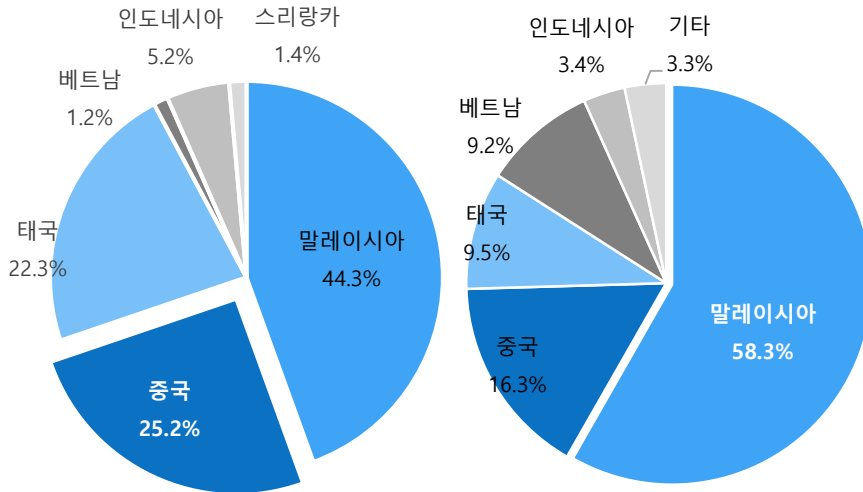
- 에폭시 반덤핑 관세 부과로 인한 반사수혜는 ECH 업체들에게도 기회가 될 전망
- 특히 지난해 하반기부터 이어지고 있는 글리세린 강세로 유럽 내 글리세린 기반 ECH 업체들의 원가 경쟁력이 약화되고 있어 이들의 생산량은 점차 감소하는 동시에 프로필렌 기반의 ECH 수입량은 증가할 것으로 예상. 참고로 바이오디젤 가동률 하락과 인도네시아 등 글리세린 주요 생산국들의 수출 제한으로 25년 5월 기준 글리세린은 YTD +11.3%, YoY +74.2% 각각 상승하였음
- 이에 따라 프로필렌 기반인 국내 ECH 수출량 증가세가 두드러지고 있는데, 24년 ECH 평균 수출량은 4.6천톤으로 23년 대비 +37.5% 증가했고 25년에도 평균 수출량은 24년 대비 +1.2% 소폭 높은 수준을 유지해가고 있음
- 지역별로는 유럽으로의 수출 급증이 눈에 띄는데, 24년 1~4월 기준 11.5% 불과했던 EU 비중이 25년 1~4월 누적으로는 47.9%로 절반에 달하고 있음. 실제 국내 ECH 최대 생산업체인 롯데정밀화학도 당초 10% 미만이었던 수출 비중이 25년 1분기에는 20% 내외로 확대되었고, 2분기 이후 추가 확대 추진 중에 있는 등 ECH 체인도 글리세린 강세에 반덤핑 관세 효과까지 더해지며 그 반사수혜가 현실화되고 있는 모습



2. NB-Latex: 미국의 중국산 Glove 관세 상향에 따른 반사수혜

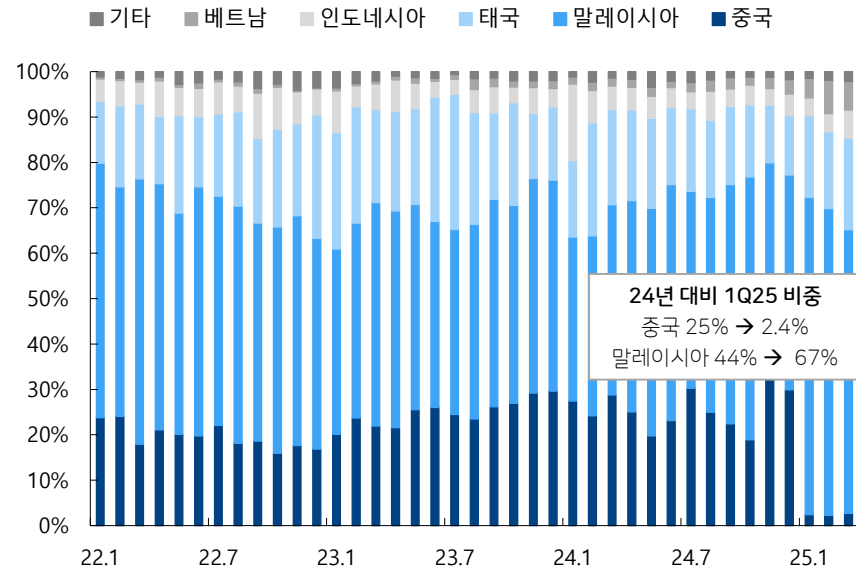
- 25년 1월부터 시행된 미국의 중국산 수술용 Glove 관세 50% 상향과 관련된 국내 NB-Latex 수혜는 하반기부터 본격 출현될 것으로 예상
- 해당 관세 인상은 당초 바이든 정부에서부터 확정됐던 만큼 2024년 말 미국 내 재고축적이 활발하게 이뤄졌음. 이에 1분기는 수입 감소했고 2분기 도 유사한 흐름 예상. 그러나 약 6개월의 재고 소진을 감안하면 하반기 중에 또 한번 재고축적에 나설 수밖에 없을 것
- 미국 수술용 장갑 수입의 25% 차지하는 중국산 유입이 줄면 그 자리는 말레이시아와 태국산으로 대체될 가능성 높음. 실제로 24년 44% 수준이었던 말레이시아산 비중이 25년 1분기 평균 67%로 증가한 반면, 중국산은 같은 기간 25% → 2.4%로 대폭 감소. 국내 NB-Latex 수출의 최대 판매처는 말레이시아로 60% 달하고 있고, 주요 업체 중 금호석유는 말레이시아 비중이 약 80% 내외로 가장 높은 것으로 파악
- 중국산 Glove 관세 상향에 따른 반사수혜는 말레이시아/태국 등 동남아시아 Glove 업체들에게 직접적인 기회가 되겠지만, 좀 더 연장선으로 Glove 생산에 필수 원재료인 NB-Latex 생산 및 판매하는 국내 업체들도 반사수혜를 함께 누릴 수 있을 전망. 지난 24년 동남아시아 Glove 업체들의 수출량 증가에 약 2~3개월 선행하여 국내 NB-Latex 수출량도 뚜렷하게 증가했음이 이를 뒷받침

<그림35> 미국 수술용 Glove 수입국별 비중(좌), 국내 NB-Latex 국가별 수출 비중(우)



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

<그림36> 미국 수술/의료용 Glove 수입 국가별 비중 추이

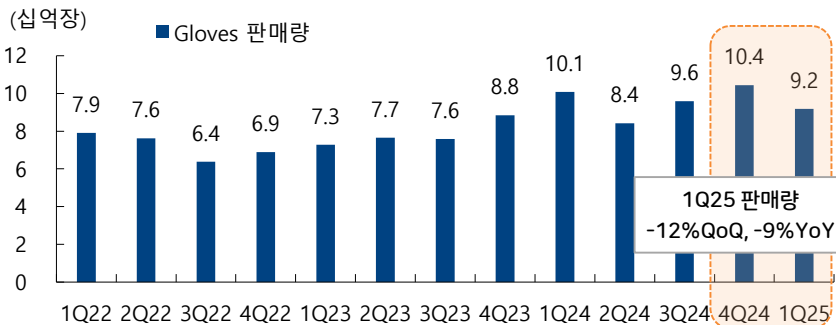


자료 : USITC, iM증권 리서치본부

하반기 Glove 출하량 증가에 1~2개월 선행해 NB-Latex 수출 확대 예상

- 한편, 지난 연말 미국 업체들이 Glove 재고축적을 활발하게 했던 만큼 2025년 상반기 수입량은 주춤할 수밖에 없을 듯. Top Glove, Sri Trang 등 동남아시아 주요 Glove 업체들의 1분기 판매량에서도 그 분위기가 포착되고 있음
- Sri Trang(태국) 24년 4분기 판매량은 +8.8%QoQ, +18.1%YoY 대폭 증가했으나, 이를 정점으로 25년 1분기에는 -11.9%QoQ, -8.9%YoY 각각 감소하였음. Top Glove(말레이시아) 역시 지난해 연말 가동률이 64%로 전 분기 대비 상향되었으나, 2분기(24년 12월~25년 2월) 기준 가동률은 재차 하락하는 등 지난 4분기 판매량 정점 도달한 후 25년 1분기 전반적으로 감소하는 모습
- 그럼에도 Glove 업체들은 미국의 중국산 관세 인상 언급하며 2025년 연간 판매량에 대한 긍정적 전망 제시. 가령, Top Glove는 2025년 가동률을 70% 수준으로 목표하며 2023~2024년 평균 60% 대비 상향할 계획이라 밝힘. 미국 내 재고소진 기간을 약 3~6개월로 감안하고, 2026년 추가 관세 상향까지 고려하면 이번 6~7월을 전후로 국내 NB-Latex 업체들의 판매량도 증가할 수 있다는 판단

<그림37> 태국 Sri Trang, Gloves 주요 판매제품(상) 및 분기별 판매량(하)



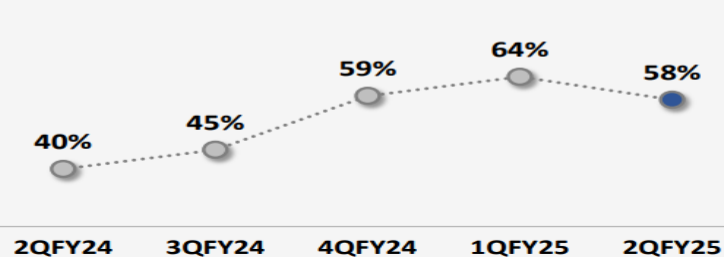
자료 : Sri Trang, iM증권 리서치본부

<그림38> 말레이시아 Top Glove, 분기별 가동률 추이 및 연간 가이드런스

Top Glove's Total Production Capacity In Bil Pcs

Bil 'pcs	FY2023	FY2024	FY2025 Target
Installed Capacity	95	95	95
Running Capacity	60	60	70

Utilization Rate on Running Capacity



자료 : Top Glove, iM증권 리서치본부

주: 분기 기준이 국내보다 1개월 앞. 가령, 25년 2분기는 24년 12월~25년 2월 기준



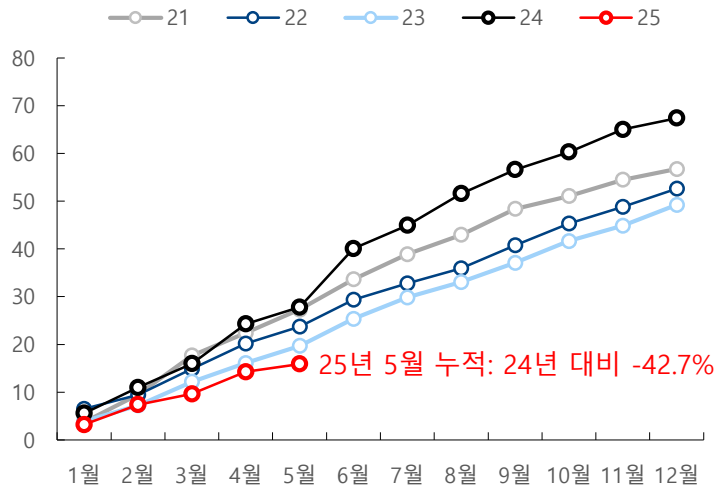
[조선]

호재는 여전, 시황이 관건

Risk: 선가 하락과 발주 감소

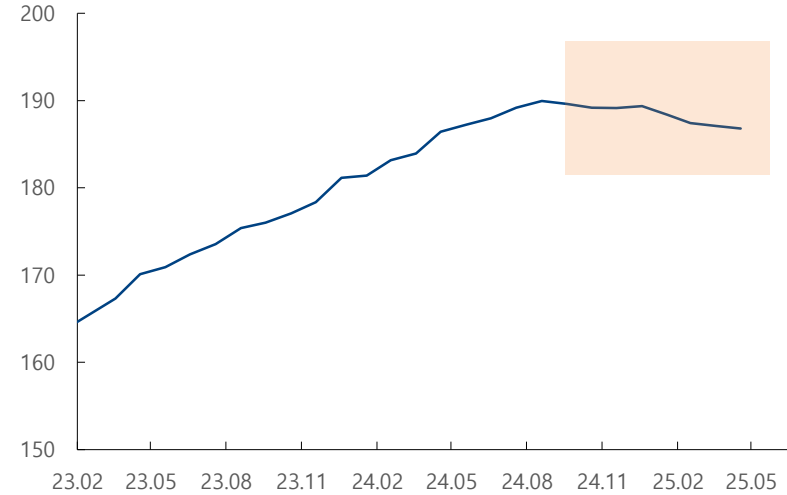
- 25년 들어 전세계 선박 발주세 둔화 중. 5월 누적 발주량은 15,920천 CGT로 24년 27,804천 CGT보다 -42.7% 감소
- 신조선가지수는 24년 9월을 기점으로 상승세를 멈추고 하락 시작, 고점대비 -1.7%. 주요 선종의 선가는 고점대비 LNGC -3.8%, VLCC -4.2%, LPGC-3.3%, 컨테이너 -0.6%. MR탱커 -6.7%
- 1~2월 주요 수주는 한화오션의 Captive LNGC 2척 및 HD현대중공업의 컨테이너선 12척 수주(3.7조, CMA-CGM)가 유일했음.
- 3~4월 삼성중공업 셔틀탱커 9척(1.9조), 한화오션 컨테이너 6척(2.3조) 등 수주하며 다소 회복세를 보이고 있는 점은 희망적.

<그림2> 25년 5월 누적 발주량: 24년 대비 -42.7%



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

<그림1> Clarksons 선가지수 추이



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

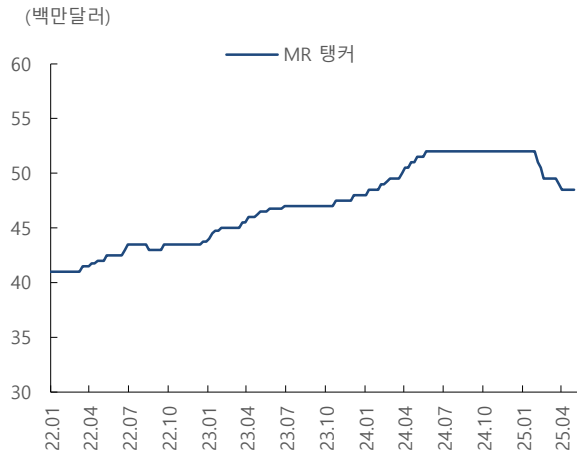
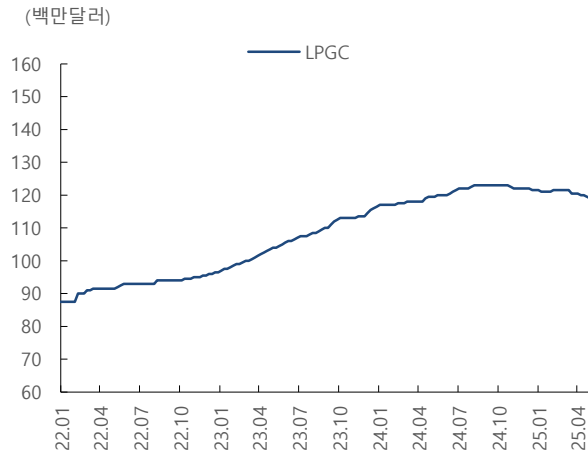
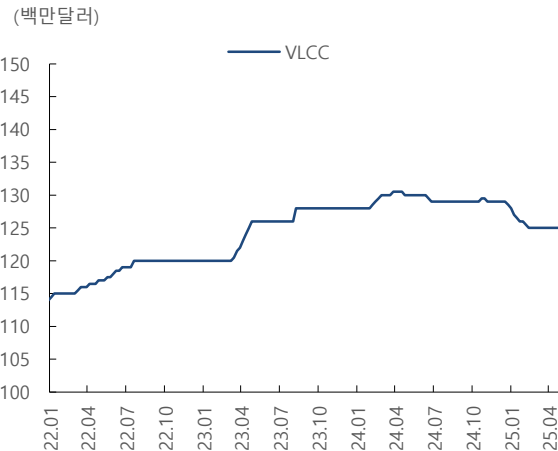
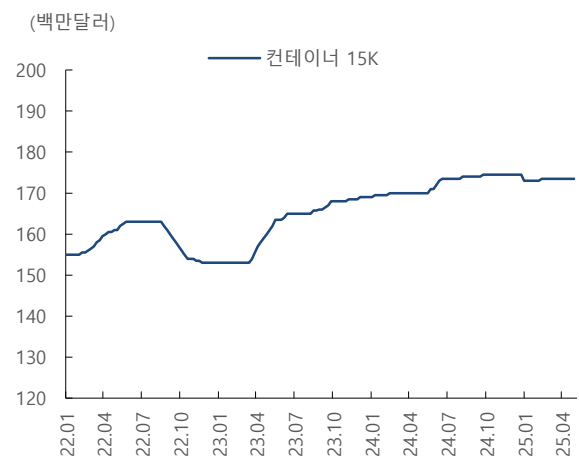
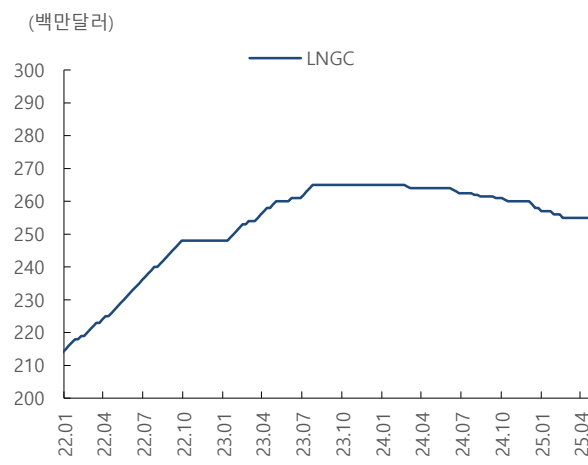
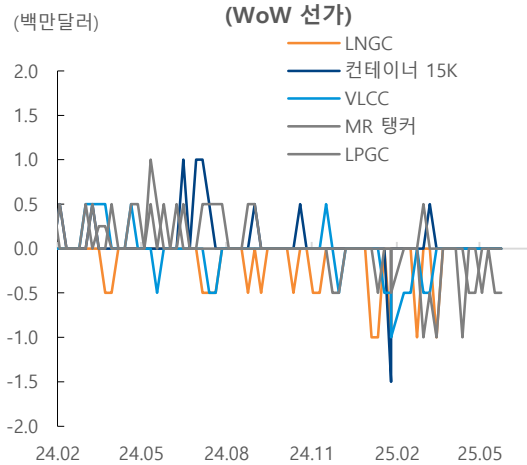
<그림3> 전세계 월별 누적 발주량

(천CGT)	21	22	23	24	25
1월	3,698	6,536	3,934	5,586	3,211
2월	9,489	9,476	7,230	10,992	7,394
3월	17,672	14,857	12,193	15,978	9,654
4월	22,425	20,152	16,104	24,287	14,256
5월	27,303	23,763	19,710	27,804	15,920
6월	33,641	29,366	25,344	40,078	
7월	38,901	32,765	29,833	44,946	
8월	42,955	35,927	33,066	51,567	
9월	48,371	40,782	37,092	56,599	
10월	51,071	45,345	41,653	60,291	
11월	54,491	48,777	44,849	65,015	
12월	56,736	52,602	49,222	67,374	

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

<그림4> 주요 선종별 선가 추이: LNGC -3.8%, VLCC -4.2%, LPGC -3.3%, 컨테이너 -0.6%, MR탱커 -6.7%

(Pt. M\$)						(전주대비)						(고점대비 하락폭)								
Date	선가지 수	VLCC	MR 탱커	LNGC	컨테이너 15K	Date	선가지 수	VLCC	MR 탱커	LNGC	LPGC	컨테이너 15K	Date	선가지 수	VLCC	MR 탱커	LNGC	LPGC	컨테이너 15K	
25.04.04	187.34	125.00	49.50	255.00	121.50	173.50	25.04.04	-0.09	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	25.04.04	-1.4%	-4.2%	-4.8%	-3.8%	-1.2%	-0.6%
25.04.11	187.41	125.00	49.50	255.00	121.50	173.50	25.04.11	0.07	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	25.04.11	-1.3%	-4.2%	-4.8%	-3.8%	-1.2%	-0.6%
25.04.18	187.33	125.00	49.50	255.00	120.50	173.50	25.04.18	-0.08	0.00	0.00	0.00	-1.00	0.00	25.04.18	-1.4%	-4.2%	-4.8%	-3.8%	-2.0%	-0.6%
25.04.25	187.11	125.00	49.00	255.00	120.50	173.50	25.04.25	-0.22	0.00	-0.50	0.00	0.00	0.00	25.04.25	-1.5%	-4.2%	-5.8%	-3.8%	-2.0%	-0.6%
25.05.02	187.03	125.00	48.50	255.00	120.50	173.50	25.05.02	-0.08	0.00	-0.50	0.00	0.00	0.00	25.05.02	-1.5%	-4.2%	-6.7%	-3.8%	-2.0%	-0.6%
25.05.09	186.83	125.00	48.50	255.00	120.00	173.50	25.05.09	-0.20	0.00	0.00	0.00	-0.50	0.00	25.05.09	-1.6%	-4.2%	-6.7%	-3.8%	-2.4%	-0.6%
25.05.16	186.80	125.00	48.50	255.00	120.00	173.50	25.05.16	-0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	25.05.16	-1.7%	-4.2%	-6.7%	-3.8%	-2.4%	-0.6%
25.05.23	186.81	125.00	48.50	255.00	119.50	173.50	25.05.23	0.01	0.00	0.00	0.00	-0.50	0.00	25.05.23	-1.7%	-4.2%	-6.7%	-3.8%	-2.8%	-0.6%
25.05.30	186.70	125.00	48.50	255.00	119.00	173.50	25.05.30	-0.11	0.00	0.00	0.00	-0.50	0.00	25.05.30	-1.7%	-4.2%	-6.7%	-3.8%	-3.3%	-0.6%

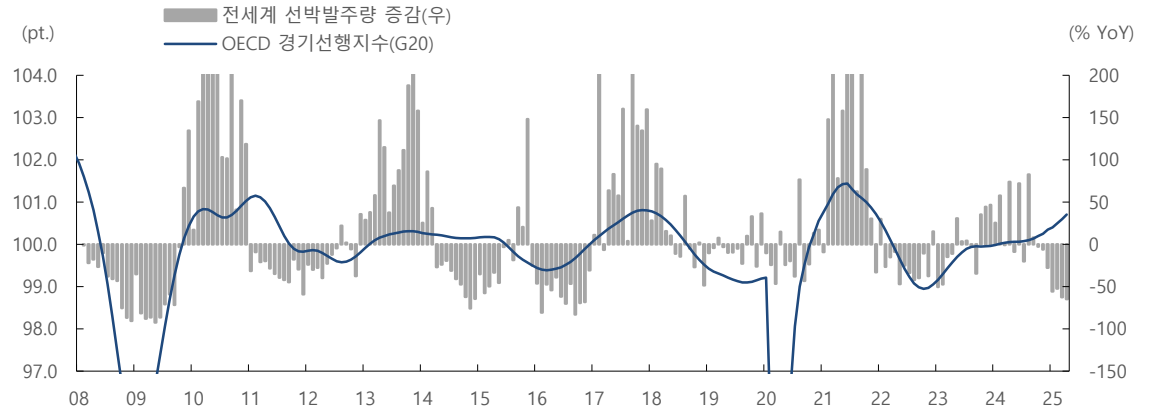


자료: iM증권 리서치본부

하반기 발주량 회복 기대, 다만 지표 지켜볼 필요

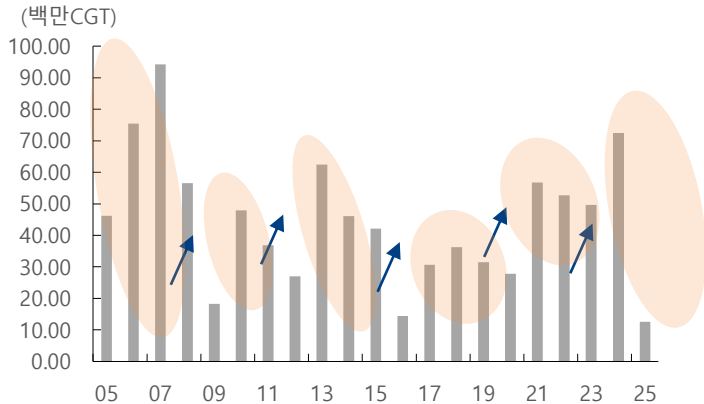
- 24년 카타르 LNG 및 컨테이너선 대량발주가 이어지며 발주시장은 예상 밖의 호황이었음
- 그러나 역으로 24년의 기고 효과로 25년 발주시황은 하락하고 있으며, 예상보다 가파른 하락세 보임
- 미국발 관세협상에 따른 매크로 불확실성 등이 발주를 지연시키고 있음
- USTR 제재조치 확정에 이어 각국의 관세협상이 진전을 보임에 따라 불확실성 제거 효과로 하반기 발주회복 기대

<그림5> 전세계 선박발주량 증감 vs 경기선행지수



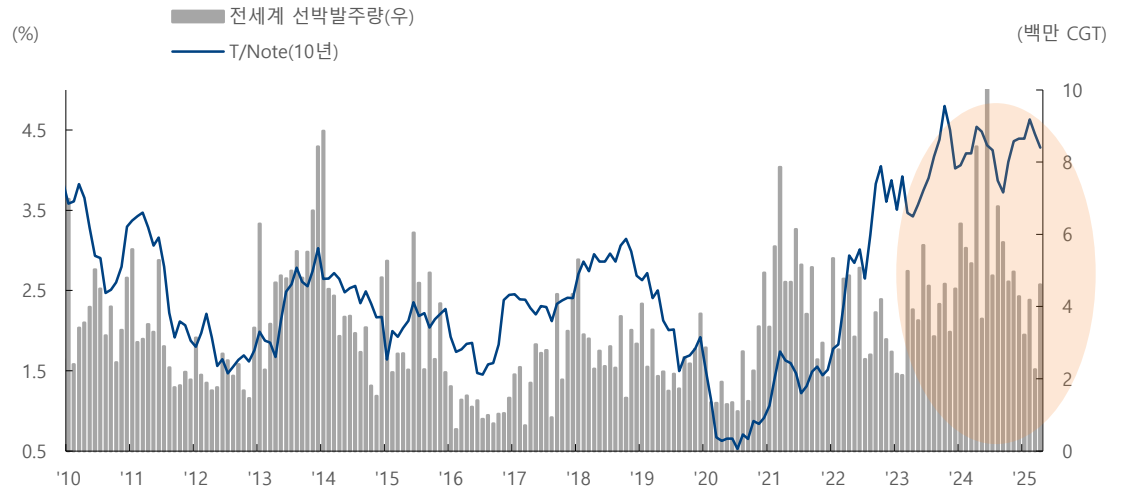
자료: OECD, Refinitiv, Clarksons, iM증권 리서치본부

<그림6> 전세계 선박발주량 추이: 과도하게 감소한 25년 발주



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

<그림7> 전세계 선박발주량 증감 vs 미국채 10년물 금리



자료: OECD, Refinitiv, Clarksons, iM증권 리서치본부

Upside: 美특수선 신조수주 현실화 중

- '25.2.5 美공화당 상원의원 2명이 동맹국에서 군함 건조 가능토록 하는 해군 준비태세 보장법 발의.
- 상/하원 모두 공화당 다수이며, 이번 美의회 회기가 27년까지인 점, 국가 안보에 직결된 사안임을 감안하면 법안 통과 가능성 높음
- 미국 현지 조선소보다 설비/효율이 우수한 국내 조선소에서 MRO뿐 아니라 美함정 신규 건조할 수 있는 길 열리기 시작.
- 항모, 핵잠수함 등을 제외하고 현실적으로 구축함/상륙함 등만 감안하더라도 향후 30년간 약 4,000억 달러 규모의 시장이 열릴 수 있음. 다만, 이중 기존 건조업체가 소화하지 못하는 물량이 한국의 차지가 될 것

<그림9> MRO를 위해 한화오션에 입항한 美해군 지원함



자료: 한화오션, iM증권 리서치본부

<그림8> Ensuring Naval Readiness Act (해군준비태세 보장법) 세부 내용

구분	세부내용
목적	- 미 해군 함정건조를 외국 조선소에서 허용하는 예외규정 마련
개정조항	- 미국 법전(Title 10, Section 8679) 개정
외국조선소 활용조건	- 해당 조선소가 NATO 회원국 또는 미국과 상호방위조약을 체결한 인도·태평양 국가에 위치해야 함 - 미국 내 조선소보다 건조비용이 저렴해야 함
추가조건	- 함정 건조를 진행하기 전에 미 해군 장관이 의회에 인증서를 제출해야 함 - 중국 기업이 소유·운영하는 시설이 아니어야 함 - 중국 본토에 등록된 다국적 기업이 운영하는 조선소에서 건조가 이루어져서는 안 됨
법안상태	- 상원 위원회 회부 (진행중)

자료: 미 의회, iM증권 리서치본부

<그림10> 미 해군 함정도입계획(~2054년)에 따른 주요 선종 신규 발주계획

선종	필요 척수	기존 건조조선소	건조 총액(십억달러)		척당 평균건조예상 단가(십억달러)	
			미해군 추정	미의회 추정	미해군 추정	미의회 추정
DDG-51	23	GD Bath Iron Works	61	61	2.7	2.7
DDG(X)	28		92	123	3.3	4.4
FFG-62	24	Fincantieri	24	35	1.0	1.4
FFG-62 Flight 2	57		61	82	1.1	1.4
LHA-6	8	Huntington Ingalls	35	39	4.4	4.8
LPD-17	5		10	11	2.0	2.2
LPD(X)	12		27	34	2.3	2.8
LSM	55		10	19	0.2	0.4
총계	212	-	320	404		

자료: CBO, iM증권 리서치본부

*항공모함, 잠수함, 소형함 등을 제외한 실질 접근 가능한 선종만 표기

Upside: 美특수선 신조수주 현실화 중

- 1)도크 2)안벽 3)건조기술 측면에서 한국 조선사는 미국 주력 함정을 건조하기에 충분한 CAPA.
- 한국 조선사는 현재 연 1~2척의 수상함 건조 실적을 보이고 있으나, 함정의 특성(소형)을 감안하면 기존의 도크/안벽/크레인 설비로 건조량을 비교적 용이하게 늘릴 수 있을 것으로 판단
- 건조과정에서의 병목은 조선사보다는 록히드 마틴 등 美전투체계 업체의 협조가 될 것으로 예상.

<그림11> 한국 vs 미국 이지스함: 스펙 유사, 대부분 동일한 시스템 사용

구분	정조대양급	알레이버크급
국가	대한민국	미국
크기	170 x 21m	160 X 20m
만재배수량	12,000톤	10,000톤
엔진	GE(美) LM2500	GE(美) LM2500
이지스 시스템	록히드 마틴(美) Baseline KII	록히드 마틴(美) Mk.7
함포	현대위아 5인치포	BAE(美) Mk.45 5인치포
CIWS	RTX(美) 팰링스	RTX(美) 팰링스
미사일	RTX(美) SM-2,SM-3,SM-6	RTX(美) SM-2,SM-3,SM-6
사통레이더	RTX(美) AN/SPG-62	RTX(美) AN/SPG-62
어뢰	LIG넥스원 청상어	RTX(美) MK.54

자료: iM증권 리서치본부

<그림12> 미국 GD Bath Iron Works: 도크 없이 육상에서 이지스함 건조



자료: 구글맵, iM증권 리서치본부

<그림13> 주요 선종 크기 비교: MR탱커보다도 작은 이지스 구축함

선종	크기	길이(m)	너비(m)
Container	24k TEU	400	60
Container	15k TEU	370	50
Tanker	VLCC(300K)	330	60
LNG	174K CBM	300	45
상륙함	아메리카급	257	32
상륙함	샌안토니오급	208	32
LPG	91K	230	37
Tanker	MR(50K)	180	32
이지스 구축함	정조대양급(韓)	170	21
이지스 구축함	알레이버크급	160	20

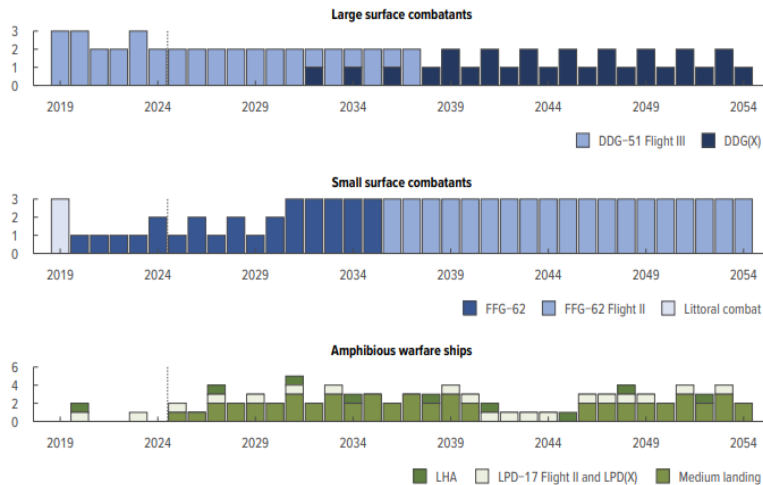
자료: iM증권 리서치본부

미 해군 함정도입계획에 따른 국외 발주 가능성

Upside: 미 해군 함정도입계획에 따른 국외 발주 가능성 ↑

- 미 해군 함정도입계획(~2054년)의 주요선종 신규 발주계획에 따르면 2054년까지 총 364척의 신규함정 건조필요
- 총 364척 중 항공모함, 잠수함, 소형함 제외 212척을 대상으로 분석진행시, 미 조선소 건조역량 부족에 따른 미국 국외로의 발주가능척수 111척(52.4%). 한국으로의 발주 확대 기대 가능
- 미국 국외발주 척수(=잔여척수)에 대한 2054년까지 예상건조총액 미 해군 추정 136.7십억 달러/미 의회 추정 175.1십억 달러.
연평균 국외 예상발주금액: 46~58억 달러

<그림15> 미 해군 2025년 함정건조계획 중 미 해군 연간 선박구매 계획



자료: An Analysis of the Navy's 2025 Shipbuilding Plan, iM증권 리서치본부
 주: 계획한 연도에 선박을 인도받지 못할 경우 Large Surface Ships의 경우 12척의 수명을 1~5년 연장(노후함정운용연장)

<그림14> 미 해군 2025년 함정건조계획 주요내용

구분	세부내용
발간기관	미 의회에산국(CDO)
발간월	2025년 1월
목표함대규모	2054년까지 함정수를 295척에서 390척으로 확대
예산추정	- 연평균 건조 비용 : 400억달러 - 30년간 총 건조비용 1조 750달러
함정도입계획	- 총 364척 신규 함정 건조 - 293척 전투함(항공모함, 잠수함, 구축함, 소형 수상전투함, 상륙함 포함) - 71척 전투지원 및 물류함
노후함정퇴역	2027년까지 283척으로 감소한 후 다시 증가 예정
예산증가	2054년까지 미 해군 전체 예산을 현재 2,550억달러에서 3,400억 달러로 증액 전망
특이사항	중국 조선소 및 중국 기업이 운영하는 조선소와 협력금지

자료: An Analysis of the Navy's 2025 Shipbuilding Plan, iM증권 리서치본부

<그림16> 항공모함, 잠수함, 소형함 제외 미국 국외 발주가능척수 : 총 111척

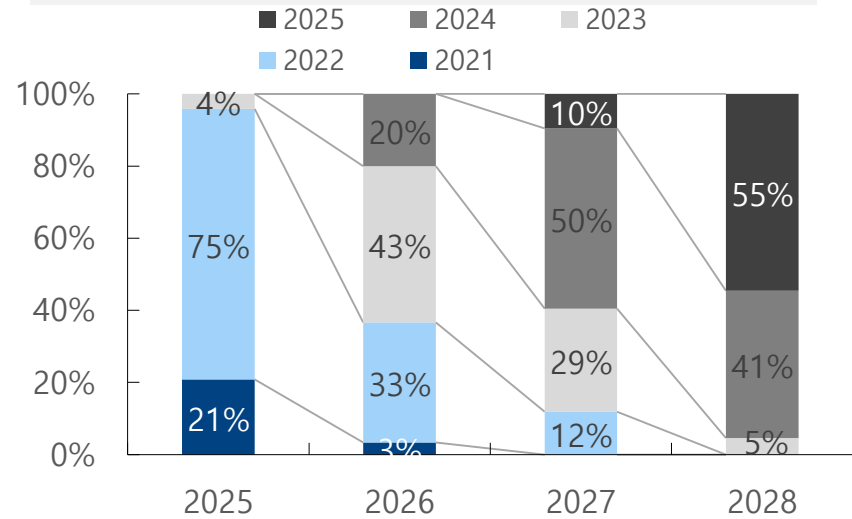
(십억달러)	선종별 필요척수	총 필요척수 (A)	건조 가능척수 (B)	잔여척수 (C=B-A)	연평균 척수	연평균 예상건조총액 미 해군 추정	연평균 예상건조총액 미 의회 추정
DDG-51	23	51	45	6	0.2	0.6	0.7
DDG(X)	28						
FFG-62	24	81	27	54	1.8	1.9	2.6
FFG-62 Flight2	57						
LHA-6	8	80	29	51	1.7	2.1	2.5
LPD-17	7						
LPD(X)	10						
LSM	55						
총계	212	212	101	111	-	4.6	5.8

자료: An Analysis of the Navy's 2025 Shipbuilding Plan, iM증권 리서치본부

Upside: 현재 실적 추정치의 보수성

- 대표적으로 삼성중공업의 25년 인도 선박은 96%가 22년 이전 수주분. 그러나 27년 인도는 60%가 24년 이후 수주분임
- 22년 초~25년 초 선가는 지수 기준 22.8% 상승. 즉 앞으로 P상승여력이 20% 이상
- 그러나 27년의 추정치 OPM은 여전히 1Q25 실적의 OPM보다 불과 3%p 높은 수준임.
- 후판가 등 원가의 상승 가능성이 작으므로 현재의 26~27년 추정치는 너무 보수적이라고 볼 수 있으며, 향후 상승의 가능성 충분

<그림17> 삼성24년 인도 선박의 수주 시점 분포



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

<그림18> 조선사 연간 컨센서스 추이, 27년 OPM도 15%를 넘지 않음

(십억원)	구분	2024	4Q24	1Q25	2025E	2026E	2027E
HD 현대중공업	매출	14,486.5	4,005.6	3,822.5	16,266.5	17,933.7	19,527.1
	OP	705.2	282.2	433.7	1,832.2	2,323.7	2,854.6
	OPM	4.9%	7.0%	11.3%	11.3%	13.0%	14.6%
한화오션	매출	10,776.0	3,253.2	3,143.1	12,723.6	13,537.7	14,383.7
	OP	237.9	169.0	258.6	951.3	1,152.9	1,499.3
	OPM	2.2%	5.2%	8.2%	7.5%	8.5%	10.4%
삼성중공업	매출	9,903.1	2,700.4	2,494.3	10,878.6	12,228.0	13,076.6
	OP	502.7	174.2	123.1	724.1	1,062.6	1,265.0
	OPM	5.1%	6.5%	4.9%	6.7%	8.7%	9.7%
HD 현대미포	매출	4,630.0	1,422.8	1,183.8	5,052.3	5,649.7	6,074.1
	OP	88.5	46.9	68.5	335.5	500.5	644.5
	OPM	1.9%	3.3%	5.8%	6.6%	8.9%	10.6%

자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림19> 주요 선종 선가 추이

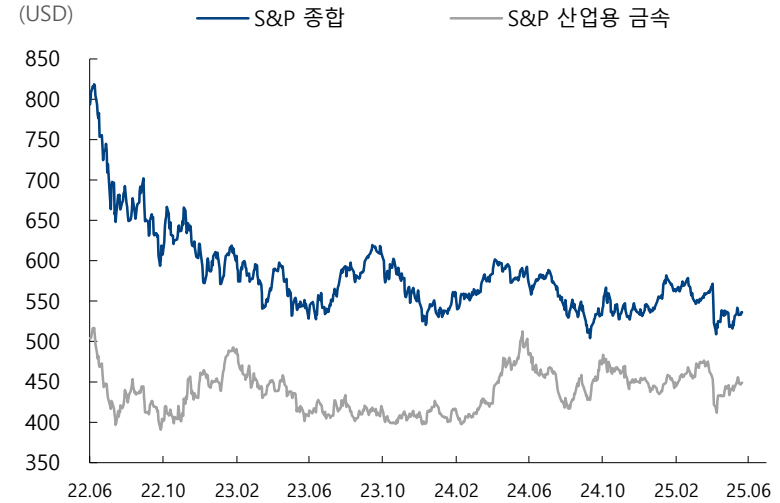
22.01=100	신조선가 지수	LNGC 174K	Tanker VLCC	Containers hip 15K	LPGC 91K	MR P/C
2022.01	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
2023.01	105.5	115.9	105.3	98.7	110.3	106.7
2024.01	117.6	123.8	112.3	109.4	133.7	118.3
2025.01	122.8	120.1	112.3	111.6	138.9	126.8
22.01~25.01 증가폭(%)	22.8	20.1	12.3	11.6	38.9	26.8

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

후판, 인건비 원가 상승가능성 ↓

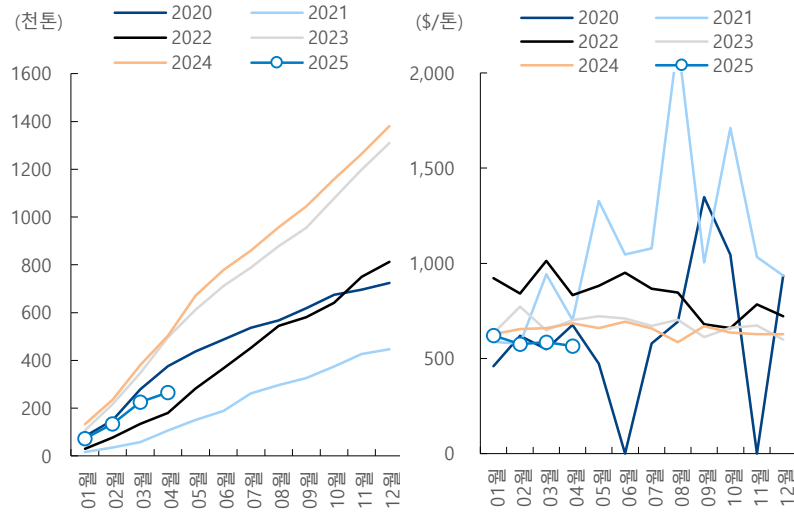
- 국내 후판 유통가는 '24.05 대비 -6.6%, '23.03 고점대비 -23.9% 하락, 25년 상반기 후판가 협상은 소폭 인상(톤당 80만원)으로 마무리
- 중국산 후판에 대한 반덤핑 조치 영향으로 후판가 소폭 상승하였으나, 조선용 후판은 실질 면세로 영향 없음. 다만 이는 국내산 후판가의 협상수단으로 작용하여 실질적으로 후판가 인하를 막는 정도가 될 것으로 예상
- 중국산 후판 수입량 증가세 및 수입단가 하락세는 지속 중
- 원자재: S&P 종합지수/산업용 금속 지수 모두 22년 고점 대비 각각 -43.4%/ -11.0%, 24년 고점 대비 -16.3%/ -12.4% 하락

<그림20> S&P GSCI원자재지수: 22년,24년 고점대비 낮은 수준 지속



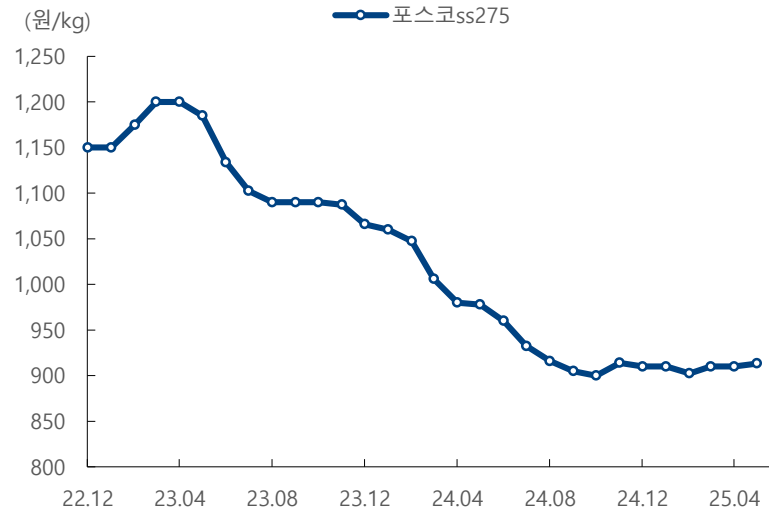
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림21> 중국산 중후판 수입량,수입단가 추이: 물량 상승, 단가 하락



자료: 한국철강협회, 스틸데일리, iM증권 리서치본부

<그림22> 국내 후판 유통가 추이: 지속 하락세, 최근 보험권 진입

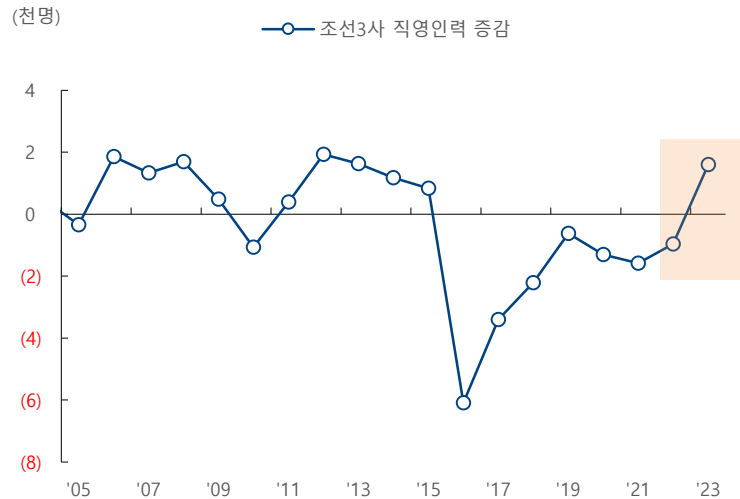


자료: 한국철강협회, 스틸데일리, iM증권 리서치본부

후판, 인건비 원가 상승가능성 ↓

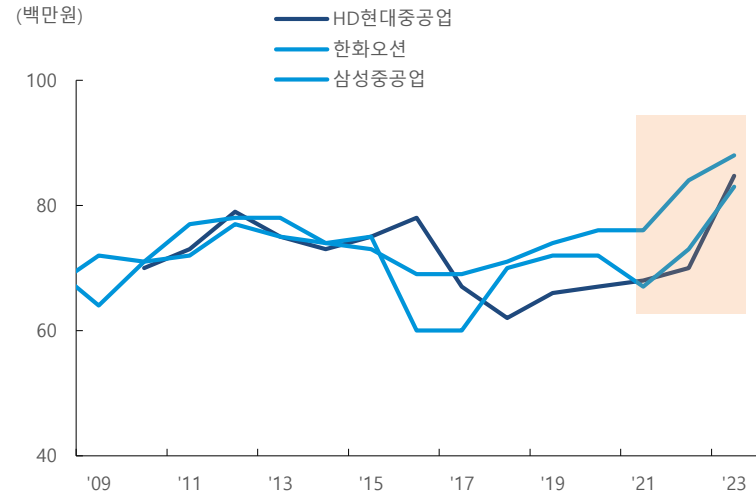
- 인력 증가에 따른 공정 정상화로 분기별 수백억원 이상 발생하던 각사의 공정만회비용은 4Q24에 완전히 사라짐.
- 조선5사의 외국인 채용 규모는 2023~2024년 1만 900명(협력사 포함)으로 공정 정상화의 주역
- 필요 인력을 대부분 충원한 대형 조선사들의 채용은 일상적인 규모로 회귀. 대량의 인력 증가 및 사외단가 인상 가능성은 작음
- 향후 인건비 상승폭은 물가 상승률 수준으로 제한적

<그림24> 조선3사 직영인력 증감: 드디어 증가세로 전환



자료: DART, iM증권 리서치본부

<그림23> 조선3사 평균급여 추이: 증가폭 늘어



자료: DART, iM증권 리서치본부

<그림25> 조선3사 인력증가 및 공정만회비용: 24년 하반기에는 사라짐

(명)	외국인력 총원규모			공정만회비용(억원)	
	2023	2024	합계	4Q23→	4Q24
한국조선해양3사	4,400	2,700	7,100	360	0
삼성중공업	1,800	500	2,300	0	0
한화오션	1,000	500	1,500	1,400	0
조선5사 합계			10,900		

자료: 각사, iM증권 리서치본부



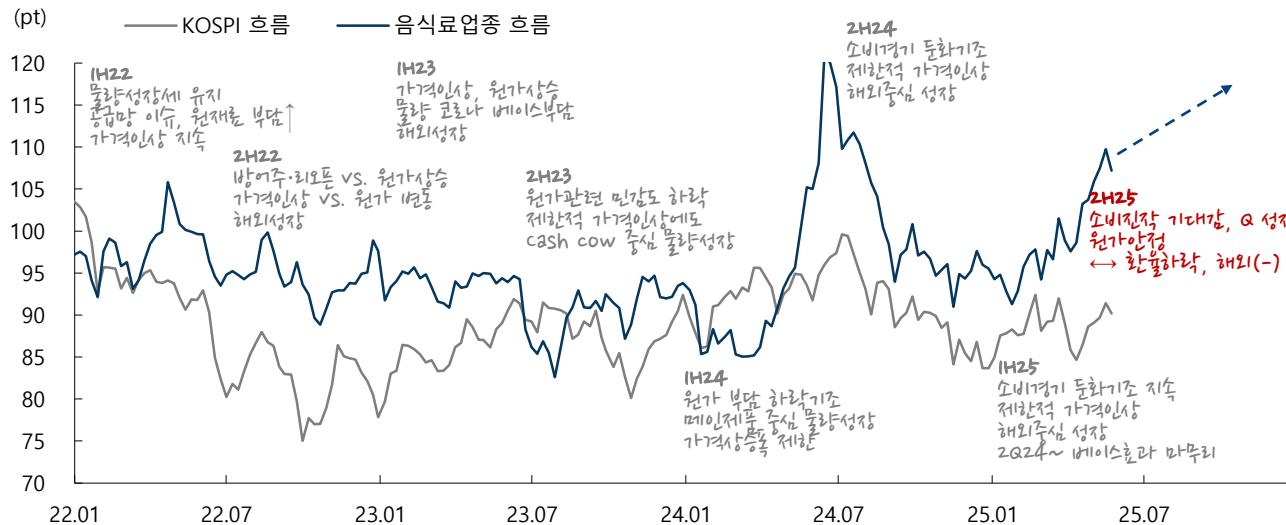
[음식료/담배]

행복회로가 돌아간다

Summary

- 2H25 음식료 업종에 대한 시장의 기대는,
 - ① 국내 내수 소비의 반등이 반영된 외형 개선,
 - ② 원재료 흐름이 고려된 원가 관리가 유효한 구조,
 - ③ 기업별 해외 현지 지배력 강화 속도에 초점을 둘 전망
- 내수경기는 쉽지 않으나 6월 조기대선 시기와 맞물린 경기부양 필요성이 중요 이슈로 대두되고 있음에 주목, 음식료 및 외식 소비의 즉시적 소비성향 개선으로 이어질 가능성에 무게
- 미국 관세이슈에 따른 음식료 기업의 변동성은,
 - 1) 현지 경기 및 가격탄력성이 낮은 프리미엄 제품을 보유하거나,
 - 2) 마진 레벨이 높아 일부 비용관련 조정에도 이익 변동이 낮은 기업 중심의 선별적으로 견조한 흐름 예상

<그림1> 2H25 음식료 Outlook: 소비진작 기대감, 물량성장·원가안정 ↔ 환율하락, 해외(-)

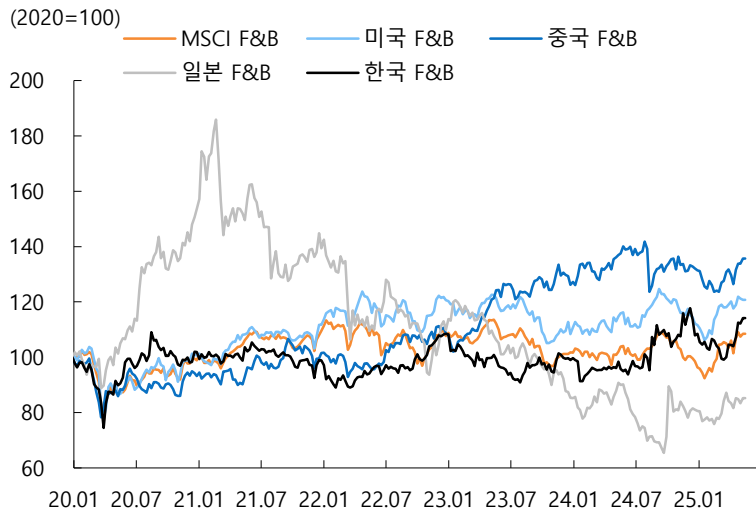


자료: DataGuide, iM증권 리서치본부

1. 1Q25 글로벌 F&B 영업실적 Review

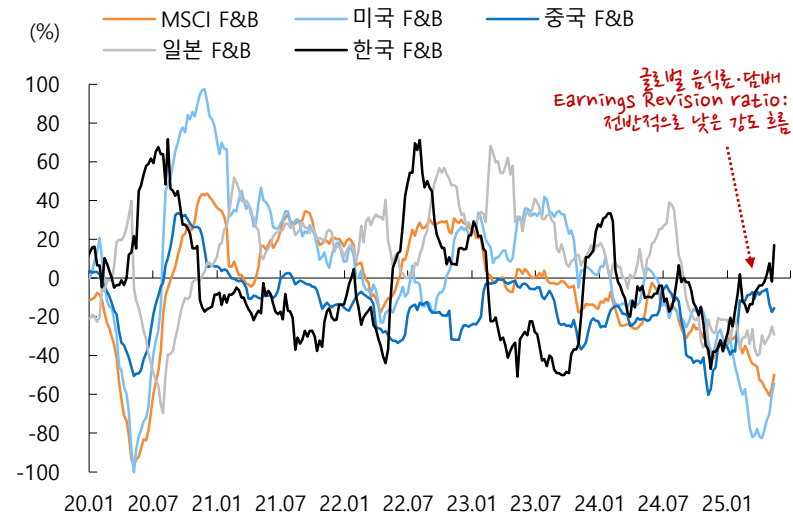
- 25년 연초 이후 글로벌 음식료 업체들은 관세 관련 국가간 갈등고조 등 정치 경제적 복합적인 요인에 의해 유사한 흐름의 주가변동 시현 특히 4월 초 예고 없이 발표된 미국의 대규모 관세 정책 발표로 인해 지수 움직임과 동일한 음식료 업체 주가 급등락
- 음식료 업종의 주가는 실적 방향성과 높은 양의 상관관계로 25년 음식료 업종 영업실적에 대한 시장 관심 확대 가능한 환경
- 1Q25 업체별 영업실적에서 확인한 바와 같이,
 - 1) 정치적 불확실성,
 - 2) 국가별 소비경기 둔화,
 - 3) 경쟁 심화 및 공급망 이슈 등 다수의 부정적 요소가 결합된 영업실적 등락이 지속되었으며 관련 흐름은 여전히 현재진행형

<그림2> 글로벌 F&B 주가 비교



자료 : Thomson Reuters, iM증권 리서치본부

<그림3> 글로벌 F&B Earnings Revision Ratio

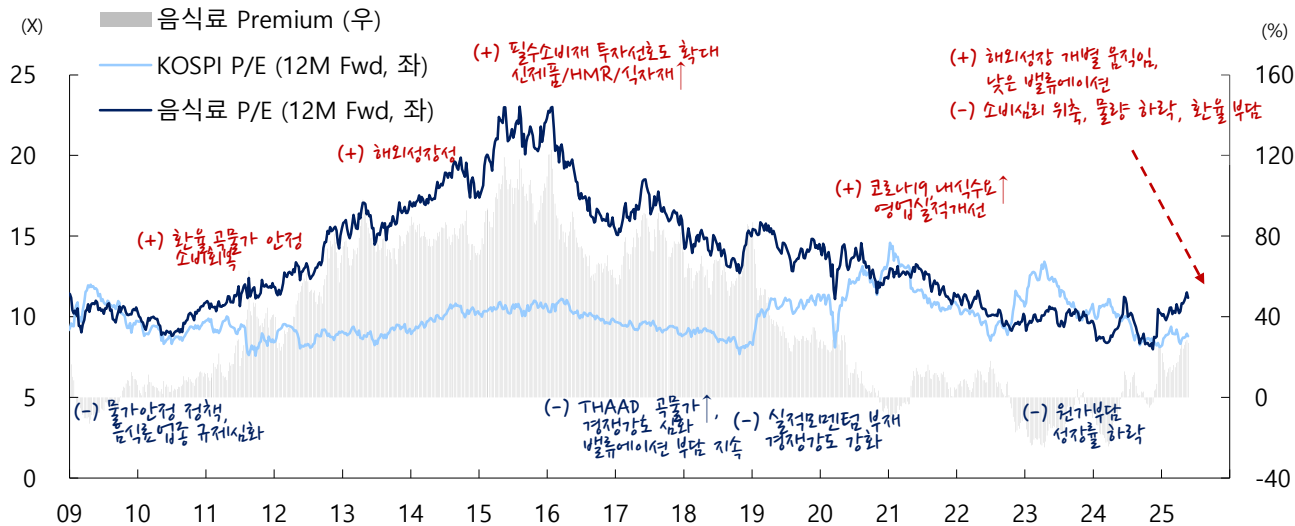


자료 : Thomson Reuters, iM증권 리서치본부

2. Valuation

- 현재 음식료 12M Fwd P/E은 11.2X로, 시장대비 프리미엄은 연초 이후 27% 수준까지 확대되었으나 여전히 역사적 하단 레벨 유지
- 경기침체 관련 대외변수 이어지는 흐름 감안 시 이익 전망의 단기 극적 추가 개선 기대는 어려우나,
 - ① 원가 관리가 유효한 구조에 안착한 상황,
 - ② 국내 내수 소비의 반등이 반영된 외형 개선,
 - ③ 기업별 해외 현지 지배력 강화 속도 고려 시,
 대외변수 불확실성이라는 할인요인을 추가적으로 녹여내더라도 주가는 현 수준 이상의 하향 조정보다는 여전히 상승 여지가 있다는 판단
- 여타 업종 대비 대외환경에 대한 변동성이 적은 영업실적 성장률 전망 기대 감안시 밸류에이션 매력도 여전히 부각

<그림4> 음식료 업종의 시장대비 밸류에이션 및 할증폭 추이 : 12M Fwd P/E Premium 11.2X

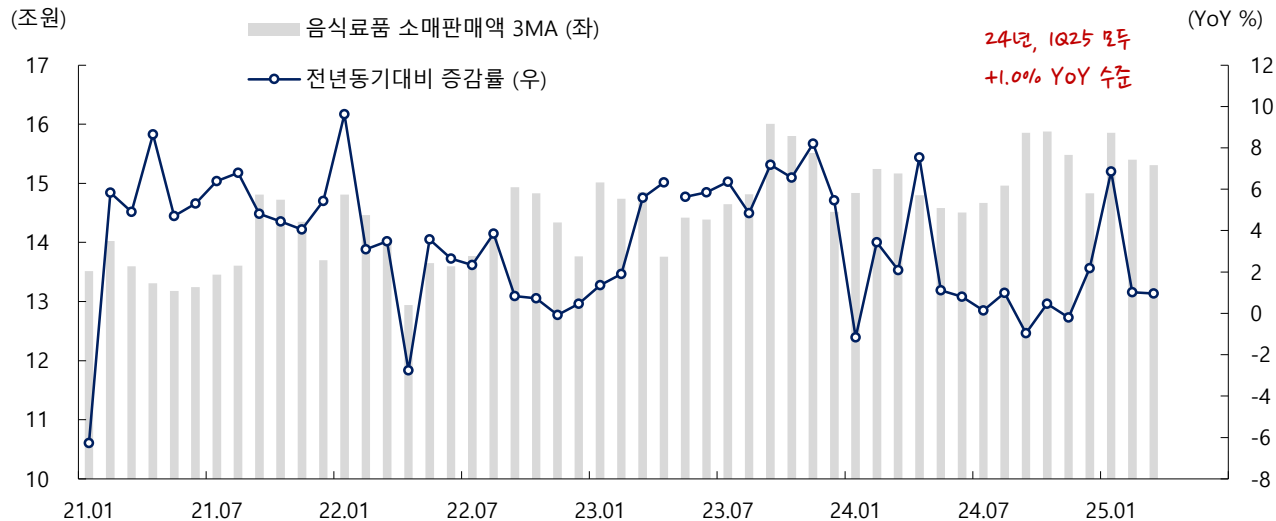


자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

2-1. 쉽지 않은 내수 경기, 소비 부양책에 거는 기대

- 국내 내수소비 부진 흐름 지속, 유례없는 수준의 계단식 하락추세 가속화하는 흐름
- 고물가 등에 의한 소비심리 위축에 경기전망 또한 하향세
 - * 25.04 향후경기전망지수 -10.0% YoY, 소비지출전망 -4.5% YoY (한국은행)
- 고물가·고금리에 각 가게, 음식료품 구매나 외식 축소 경향 지속. 특히 '먹는 것'을 모두 줄이는 추세
 - * 경상 음식료품 판매액: ('24년) 181조원, +1% YoY → (1Q25) +1% YoY
- 이는 식품 및 외식물가가 가게 체력 대비 높은 수준을 유지하고 있기 때문으로 해석
 - * 24년 식료품 및 비주류 음료 물가 상승률 +3.9% YoY, 전체 소비자물가 상승률 +2.3%를 웃도는 수치

<그림5> 음식료품 소매판매액 경상지수 (3MA): 24년~ 인플레이션 수준 고려시 구매 수량 감소세 지속

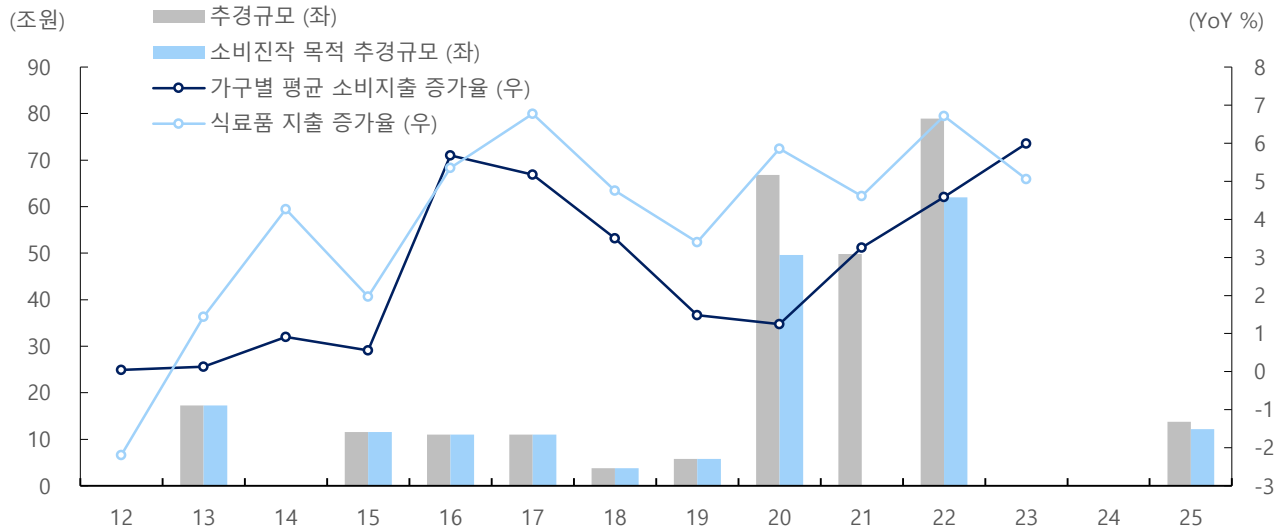


자료: KOSIS, iM증권 리서치본부

2-1. 쉽지 않은 내수 경기, 소비 부양책에 거는 기대

- 경기 불황 요인 확대로 인한 내수/소비심리 위축 타개 위해서는 정부의 정치적 및 경제적 확장 정책에 기반한 경기부양 필요
- 특히 음식료 업종의 경우 단기 수혜 가능성 ↑
- 대표적 재정확장 정책인 추경에 포함된 소비진작성 지출에 따른 음식료 소비관련 경기개선 기대감은 물량, 가격 두 가지 측면 접근 가능
- 핵심은 수요 회복세에 따른 판매량 증가.
정부의 추경 편성 목적인 소비진작과 경기부양, 한계소비성향이 높은 계층 중심 가처분소득 직접 증가 → 단기 소비 확대 전망
- 음식료 및 외식 소비의 높은 즉시적 소비성향, 소득이 증가할 경우 소비에 직접 반영되는 특성을 지님
한계소비성향 높은(60~70% 수준) 중위소득계층 중심 정부의 확장 재정정책 파급 경로 효과 ↑ 기대

<그림6> 연도별 추가경정예산 규모 및 가구별 평균 소비지출 비교

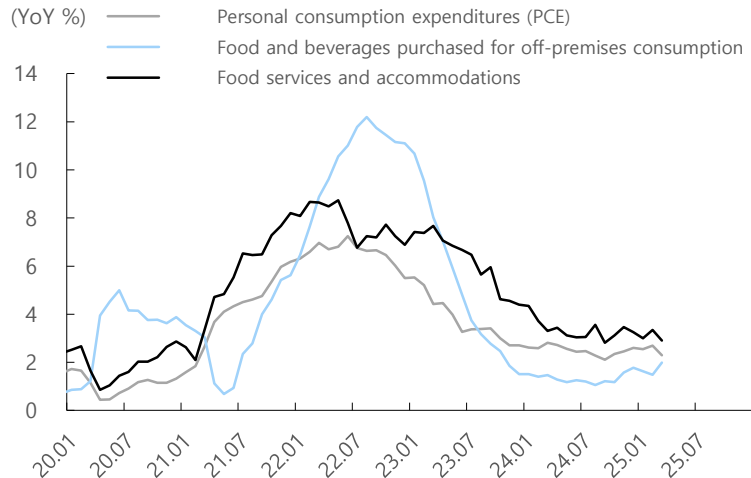


자료: iM증권 리서치본부

2-2. 미국 관세전쟁의 나비효과: 한국 기업의 변동성 확대

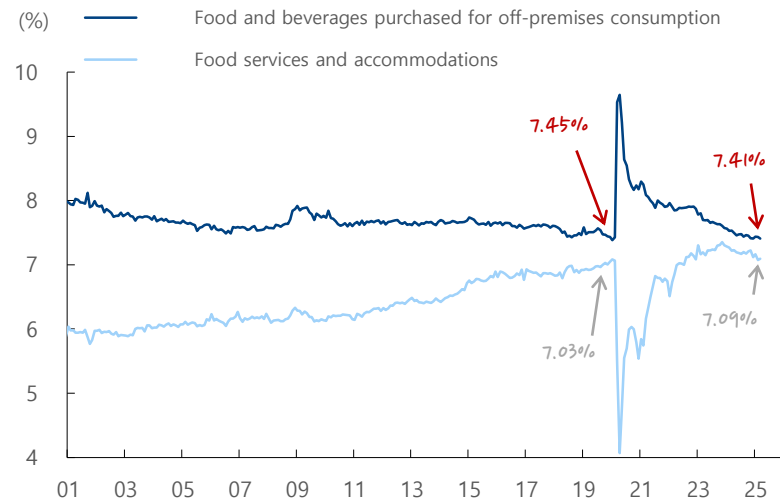
- 1Q25 미국의 실질 GDP 성장률 -0.07% YoY (연율기준 -0.3% YoY) 수준, 22년 이후 처음으로 역성장 기록
- 트럼프 행정부의 새로운 관세 정책 시행 이전 재고 확보 위한 기업과 소비자 수입은 증가세(+41.3% YoY)이나, 미국 GDP의 70% 수준인 개인소비 지출 증가세는 기존대비 둔화된 모습
- 3월 미국 실질 개인소비지출지수 (PCE) +2.3% YoY. 다만, 서비스 부문(+3.5%)에 쏠려 있고 실제 실물상품 소비지수는 -0.5%로 제한적인 상황.
 - ☞ 총 소비대비 음식료품 지출 증가는 상대적으로 적었음을 의미
- 실제 1Q25 미국 음식료 기업 영업실적 발표로부터 대다수 업체가 소비자의 지출 둔화, 공급망 관련 비용 상승, 무역정책 변화 등 복합적인 요인으로 인해 판매량 감소 리스크에 직면해 있음을 확인
- 관세 관련 불확실성을 고려한다면 우려 요인은 2H25까지 이어질 가능성 염두 할 필요

<그림7> 미국 소비자들의 전체 소비대비 음식료품 지출 증가: 상대적으로 저조한 수준 지속



자료 : U.S. Bureau of Economic Analysis, iM증권 리서치본부

<그림8> 미국 개인소비지출 내 음식료품 소비 축소 흐름



자료 : U.S. Bureau of Economic Analysis, iM증권 리서치본부

2-2. 미국 관세전쟁의 나비효과: 한국 기업의 변동성 확대

<표1> 미국 1Q25 영업실적 내 물량감소 관련 언급 내용 정리

기업명	1Q25 영업실적내 판매량 관련 이슈 요약	물량감소 원인
Campbell's	소비자 환경이 여전히 불균형하게 회복 중이며, 유기적 매출 -1% YoY 스낵 부문 소비도 1% 줄었으며 가격 실현력 약화로 인해 물량 감소 간접 시사	고인플레이션으로 인한 소비자 구매 패턴 변화 할인 경쟁 심화로 가격 실현력 감소
Kellanova	북미 지역에서 스낵 및 냉동식품 시장의 수요 약화로 인해 유기적 매출 -4% YoY 기록 트래픽 약세 및 볼륨 감소가 반영된 결과	카테고리 전반 수요 약세, 냉동식품 및 스낵 부문 부진
Nestle	미주 지역 유기적 성장률은 +1.9%, 실질 성장률은 +0.1% YoY로 사실상 정체 가격 상승 중심 성장으로 물량 회복이 지연되고 있음	가격 인상 중심 전략, 소비자 수요 회복 지연
Hershey	제과부문 -15% YoY의 볼륨 감소 발생 전년동기 재고효과, 이스터 시기, 배송일수 축소 등 복합적 요인에서 기인	전년동기 재고축적 기저효과, 이스터 시기 차이, 운송일수 감소
Mondelez	미국 비스킷 부문에서 소비자 신뢰 하락과 유통사 재고조정으로 인해 볼륨 -5.7% YoY 수요 약화가 직접적으로 반영	소비 심리 위축, 유통사 재고 축소, 카테고리 둔화
Coca-Cola	북미 시장에서 매출은 증가했으나, 히스패닉 중심 소비 둔화로 트래픽과 물량 회복 제한 분기 말로 갈수록 소비 약화 심화	소비자 신뢰 약화 및 고물가에 따른 구매 여력 감소
PepsiCo	북미 음료 및 스낵 부문 모두에서 소비자 수요 둔화 발생 PBNA (음료 부문) 볼륨 하락이 두드러짐. 전체 매출액 -1.8% YoY	소비환경 불확실, 고비용 구조 속 소비자 지출 신중
Monster Bev	미국 내 유통업체 주문 패턴 변화, 경제 불확실성, 날씨 악화 등 복합적 요인으로 트래픽 및 출하량 둔화. 매 출 -2.3% YoY	유통업체 발주 패턴 변화, 날씨, 영업일수 감소 영향
AB InBev	전체 볼륨 -2.2% YoY, 이는 맥주 -2.5% YoY가 반영 효과 캘린더 효과와 일부 시장 내 수요 약화가 원인	윤년 효과 소멸 및 이스터(부활절) 판매 일정 변경
Chipotle	소비자 지출 둔화 및 날씨 등의 외부 요인으로 트래픽 -2.3% YoY	날씨 영향, 소비자 소비 둔화, 일부 지역 행사력 약화
Domino's Pizza	미국 동일매장 매출액 성장률 -0.5% YoY. 특히 자사 운영 매장은 -2.9% YoY로 타격 ↑ 이는 낮은 트래픽과 판매 레버리지 저하 때문	트래픽 감소, 전년 대비 높은 기준, 마케팅 효율 저하
Darden Restaurants	동일매장 매출액 성장률 +0.7% YoY에 그쳤으며, 트래픽 둔화 및 일부 브랜드 부진 영향	고객 방문 수 감소, 일부 브랜드 내 수요 둔화
McDonald's	미국 내 동일매장 매출액 성장률 -3.6% YoY 기록, 트래픽 (guest count) 감소 영향	소비자 불확실성 증가에 따른 방문자 수 감소
Altria Group	전체 매출액 -5.7% YoY 전자담배 부문 (NJOY)에서 기기 출하량이 70% 급감하며 물량 기반 감소	ITC 수입금지 조치로 NJOY ACE 출하 중단

자료: iM증권 리서치본부

2-2. 미국 관세전쟁의 나비효과: 한국 기업의 변동성 확대

- 국내 음식료 업체에 미치는 불편한 영향 현재 진행형
- 대미 수출 업체의 경우, 관세 부과에 따라 제품 가격 경쟁력 일부 약화.
제품가격으로의 전가 가능성 열어두나, 음식료 제품의 높은 가격탄력성 고려시 수요하락 및 저가품 대체재로의 이동 가능성 배제 어려운 상황
- 다만, 7월 9일 유예 이후 25% 관세가 실제 적용될 시 상대적으로 관세율이 더 높은 국가의 제품 대비 가격경쟁력 기대 가능.
* 중국 (145%, 한시적 30%), 베트남 (46%)
- 결국 미국의 관세 정책에 대한 리스크 요인이 제한적인 음식료 업체는,
 - 1) 현지 경기 및 가격탄력성이 낮은 프리미엄 제품을 보유하거나,
 - 2) 마진 레벨이 높아 일부 비용 관련 조정에도 이익 변동이 낮은 기업에 국한 될 것으로 판단

<표2> 미국 음식료 산업 부문별 수입 의존도 및 2025년 관세 영향 요약

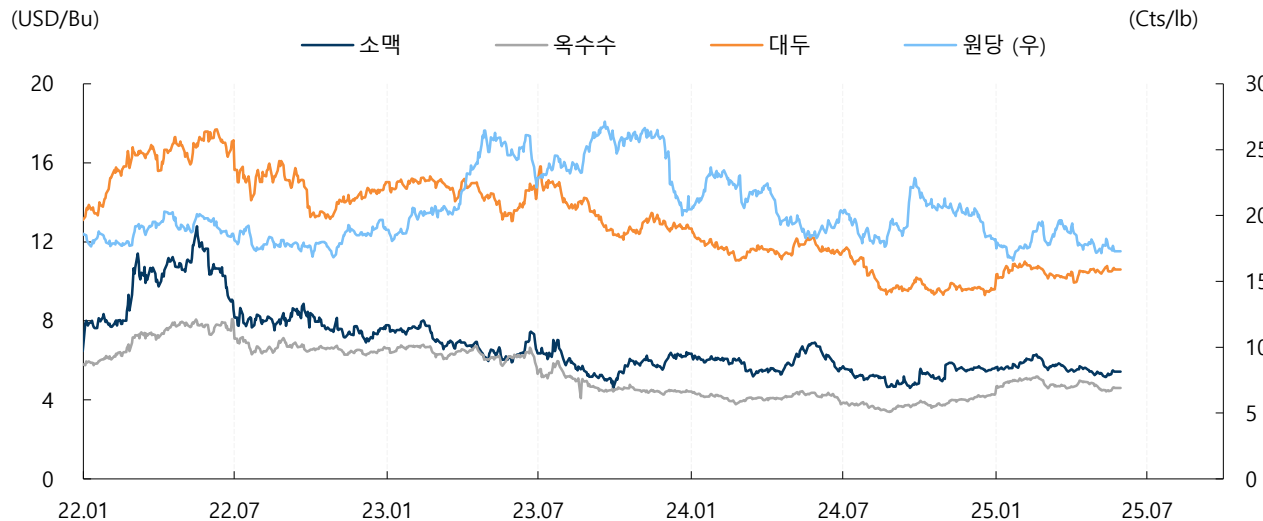
부문	주요수입 품목	주요수입국	수입 의존도 (%)	관세율 (25년 기준)	예상 영향
커피/카카오류	원두, 가공커피, 코코아파우더	브라질, 베트남, 코트디부아르 등	거의 전량 수입	10~46%	원두 및 가공 커피 가격 상승, 수입 대체 어려움
해산물	새우, 참치, 연어, 생선류	베트남, 태국, 노르웨이 등	85~90%	최대 46%	수입 해산물 가격 상승, 외식업체 및 식품제조업체 비용 증가
신선 과일	바나나, 아보카도, 포도, 베리류	멕시코, 과테말라, 칠레 등	50~60%	25%	신선 과일 가격 상승, 소비자 구매 부담 증가
신선 채소	아스파라거스, 토마토, 피망	멕시코, 캐나다	30~40%	25%	신선 채소 가격 상승, 대체 공급처 확보 어려움
팜유 등 식물성 유지	팜유, 카놀라유, 해바라기유	말레이시아, 인도네시아, 캐나다 등	60~70%	20~25%	가공식품 원재료 비용 상승, 식물성 유지류 전반 압박
와인/증류주	와인, 위스키, 보드카 등	프랑스, 이탈리아, 스코틀랜드 등	35~45%	20%	프리미엄 주류 가격 상승, 수입량 감소 예상
치즈 및 유제품	파르미지아노, 고다 등 특정 치즈류	이탈리아, 네덜란드, 뉴질랜드 등	15~20%	20%	고급 치즈류 가격 상승, 수입 대체 어려움
곡물/곡물가공품	파스타, 쌀 (아시아계 품종)	이탈리아, 인도, 태국 등	20~30%	20~46%	파스타 및 쌀 가격 상승, 대체 곡물로 분산 소비
설탕/감미료	정제당, 사탕수수 기반 감미료	멕시코, 브라질	20~25%	25%	감미료 가격 상승, 가공식품 제조 비용 증가
가공식품/간편식	냉동피자, 과자, HMR	캐나다, 멕시코, 한국, 일본 등	15~20%	10~25%	가공식품 가격 상승, 소비자 선택 제한
포장재	알루미늄 캔, 종이 포장, 플라스틱 용기	중국, 베트남, 캐나다 등	30~40% (음료용 캔) 50%	25%	음료/캔푸드 포장 원가 상승, 소매가 반영 압박

자료: iM증권 리서치본부

2-3. 곡물가격: 일부 소프트 커머디티의 등락 제외, 안정수준 지속

- 코로나19 이후 음식료 업종 이익률의 가장 큰 부담 요인이었던 원부재료 상승 이슈 일부 소프트 커머디티 제외 시 안정 추세
* 무역정책 관련 대외변수 + 업종별 단기 생산·공급의 과잉 전망 영향
- 원재료의 투입 시점 감안 시 여전히 기존대비 높은 수준의 환율임에도 부담은 점차 축소되는 분위기가 이어질 전망
- 주요 곡물 선물가격 2H25 전반적 약세 흐름 예상
 - 1) 대두 : 미중 무역긴장으로 인한 수출량 축소→ 가격 하방 압력
 - 2) 소맥 : 러시아의 강한 수출 흐름 + 우호적 기우조건→ 낮은 수준 가격흐름 지속
 - 3) 옥수수 : 재배면적·수확량 확대→ 25/26p 사상 최대치 생산·공급 예상→ 가격 하락 압력
 - 4) 원당: 인도정부 수출 재개 + 소비감소 전망 + 투기적 순매수 포지션 조정→ 가격 안정추세 지속

<그림9> 주요 곡물 선물가격: 일부 변동에도 완만한 조정흐름 지속 예상

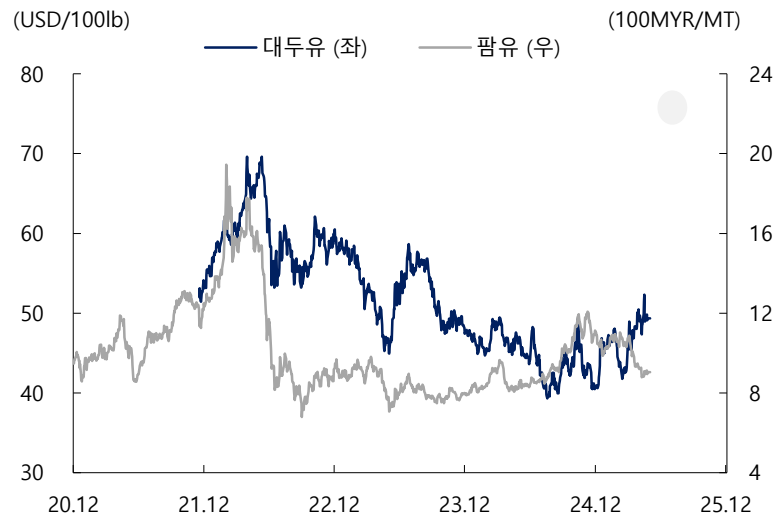


자료: Thomson Reuters, iM증권 리서치본부

2-3. 곡물가격: 일부 소프트 커머디티의 등락 제외, 안정수준 지속

- 하향안정세가 예상되는 주요 곡물가격과 달리, 소프트 커머디티의 경우 기후변화, 공급부족 및 수출제한 등에 따라 변동성 지속 전망
- 1) 커피 : 세계 최대 아라비카 커피 생산국 브라질의 가뭄 및 고온현상에 의한 생산감소로 연초 가격 상승 지속. 다만 생산량 회복 기대감으로 2월 중순 이후 조정 시현
 *대체제 측면 동반 상승세 보였던 로부스타 커피 역시 생산 및 재고 확대에 따른 가격안정 흐름세
- 2) 코코아 : 23년 연초대비 300% 상승률 시현. 서아프리카 작황 부진 및 질병확산으로 인한 공급량 급감 원인. 글로벌 생산량 회복에도 불구하고 4월 미국의 코코아 생산국에 대한 최대 21% 관세 부과 등 고려시 단기 공급 부족 및 불균형에 의한 변동성 배제 어려움

<그림10> 대두유, 팜유 선물가격



자료 : Thomson Reuters, iM증권 리서치본부

<그림11> 오렌지농축액, 코코아 선물가격

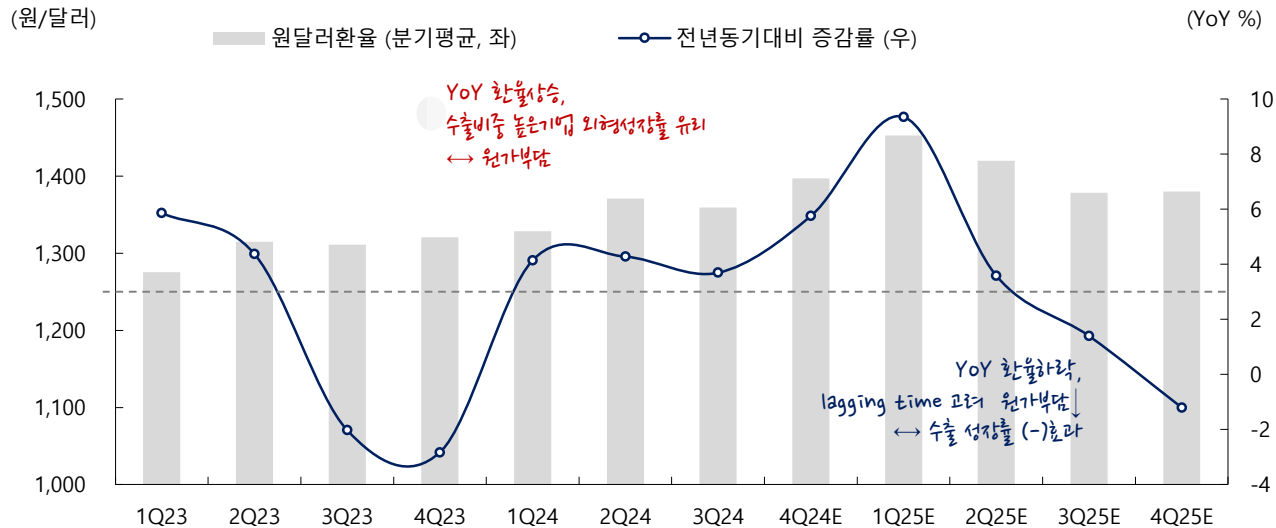


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

2-4. 원달러 환율: 일부 변동성 지속에도 2H25 안정에 무게

- 2H24 환율 변동폭 12%를 웃도는 등 단기 변동성 극대화 되었으나 최근 안정세로 전환, 현재 달러당 1,370원까지 조정
- 당사 추정 3~4Q25 분기 평균 원달러환율 각각 각각 1,378원, 1,380원, 전년동기대비 +1.4%, -1.2% YoY 수준
- 환율 급변동 환경 고려시 예상대비 시기 및 정도에 대한 추가 조정은 가능하나, 24년말~25년초 국내 이슈에 따른 환율의 추가 상승 시기 등을 감안한다면 2H25의 전년동기대비 하락 추세가 이어질 것으로 예상

<그림12> 2H25 전년동기대비 원달러환율 하향조정 흐름 예상, 원가안정, 수출성장률 (-)효과

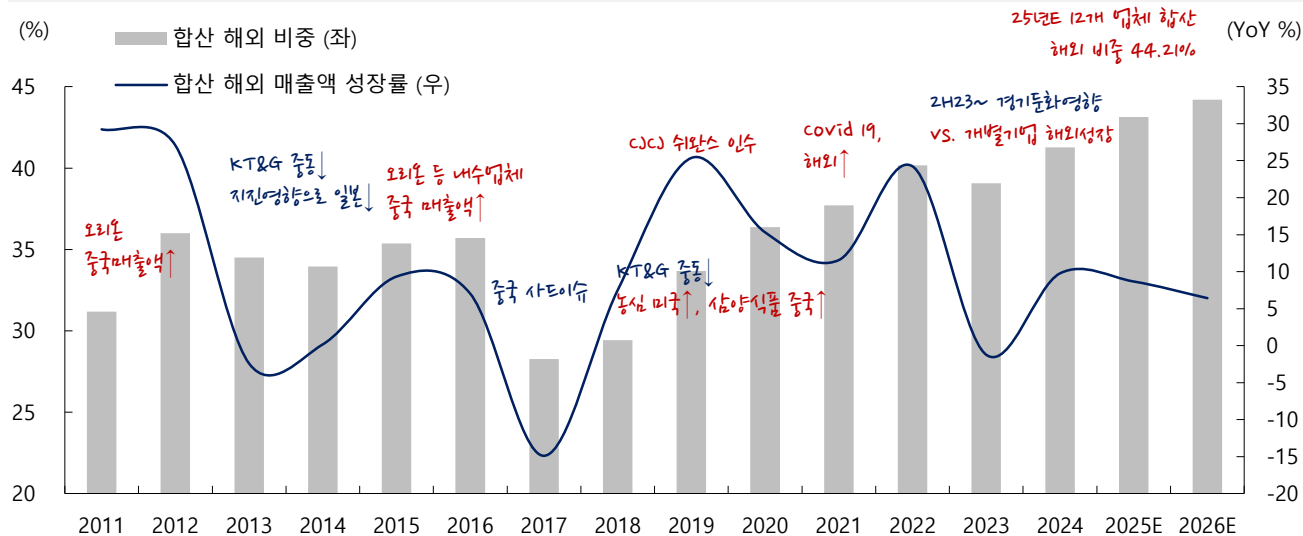


자료: BOK, iM증권 리서치본부 하우스 추정치

2-4. 원달러 환율: 일부 변동성 지속에도 2H25 안정에 무게

- 예상대비 변동폭 관련 민감도 높아진 상황 감안시 원화 강세 흐름에 따른 2H25 음식료 산업 영업실적, 예상 환산손익 축소 ↔ 해외 현지 성장률 기대 지속 전망
- 다만 환율 하락관련 리스크 요인은 현지 성장률 일부와 상쇄되어 제한적인 반영에 그쳤음을 감안, 2H25의 시장의 관심은 현지 외형 확대 기조 및 마진레벨에 초점이 맞춰질 가능성
- 내수 음식료 수요에 대한 다소 제한적인 성장 가능성 대비, 해외 현지 수요대응 확대 가능성은 여전히 긍정적
- 결론적으로
 - 1) 시장 지배력 확대 속도 높은 수준 유지하는 경우 제품 프리미엄 지속에 따른 고마진 레벨로 영업이익의 시장기대치 상회 흐름 유지 혹은,
 - 2) 아직 전사 내 해외 비중이 낮은 수준이라도 성장률에 따른 밸류에이션 확장이 고려된 주가의 추가 상승이 유효할 것으로 판단

<그림13> 음식료업종 12개업체 합산 해외 매출액 비중 및 성장률 추이

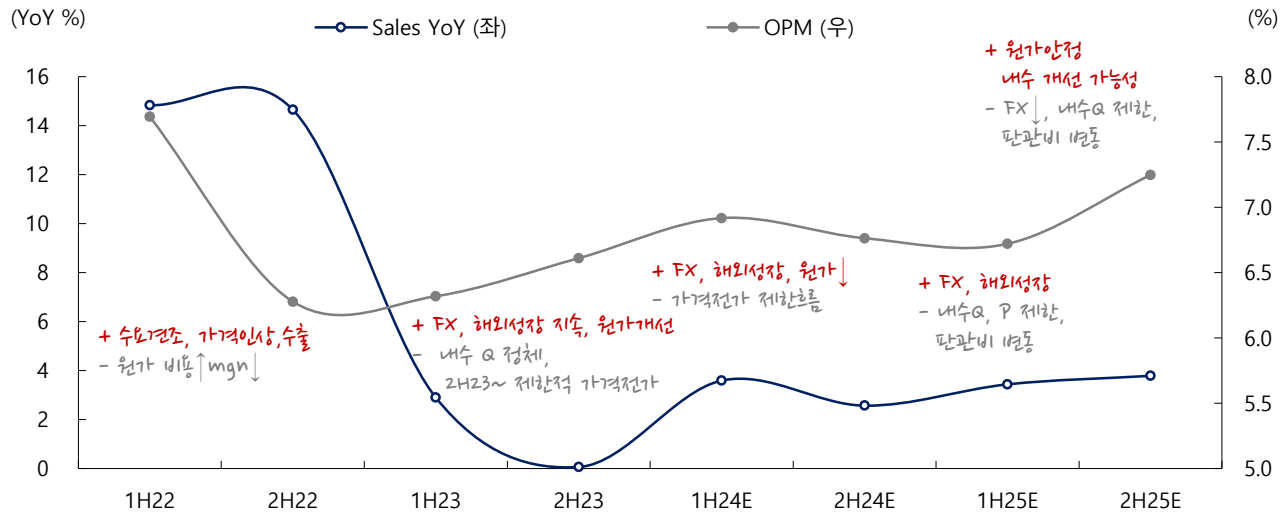


자료: iM증권 리서치본부

3. 2H25 F&B 영업실적 전망

- iM증권 커버리지 13개 음식료업체의 합산기준 2H25 영업실적 성장률 매출액 +3.8% YoY, 영업이익 +12.2% YoY 예상
- 외형성장대비 이익개선이 두드러지나, 전년동기 기업별 인건비관련 베이스효과와 계절적 비수기 및 비용투입 등 반영 고려 필요
- 내수경기 흐름 등 제한적인 시장 상황 감안, 투입원가의 점진적 하락에도 불구하고 매출확장 목적의 판관비 지출 동반 가능성有
다만, 하반기 내수진작 효과가 영업실적에 추가 반영될 가능성을 고려, 예상치 대비 확대되는 효과가 감안된 주가 모멘텀 상승 기대가능
- 환율 효과까지 반영한다면,
 - 1) 내수 주요 제품의 견조한 판매량 및 원가안정에서 기인한 이익 증가 효과와
 - 2) 해외 개별 업체별 현지 시장지배력 상승으로 인한 가동률 확대, 이익 레버리지 효과 등을 중심으로 개선폭이 높은 업체 주목 필요

<그림14> 2H25 F&B: 국내외 물량효과, 원가개선 기대. 가격변수는 다소 보수적 접근 필요



자료: iM증권 리서치본부
 주: iM증권 리서치본부 음식료·담배 13개 업체 합산 영업실적 기준



[엔터]

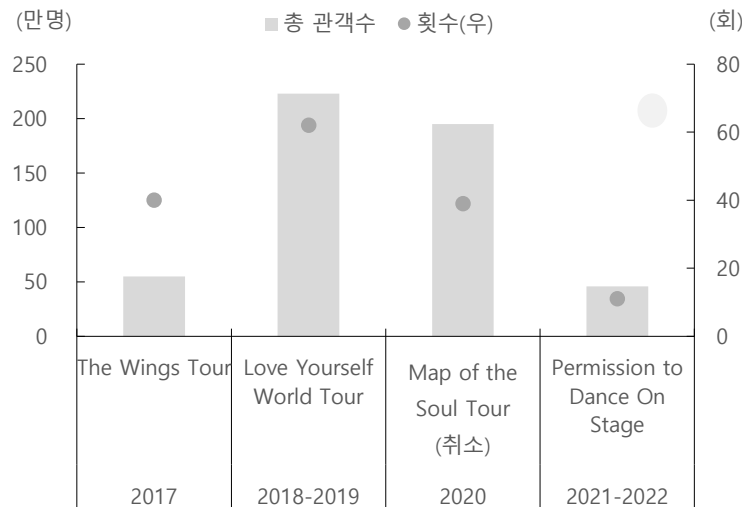
올 것이 왔다

[엔터] Analyst 황지원 jiwon.hwang@imfnsec.com

하반기 대형 IP의 복귀

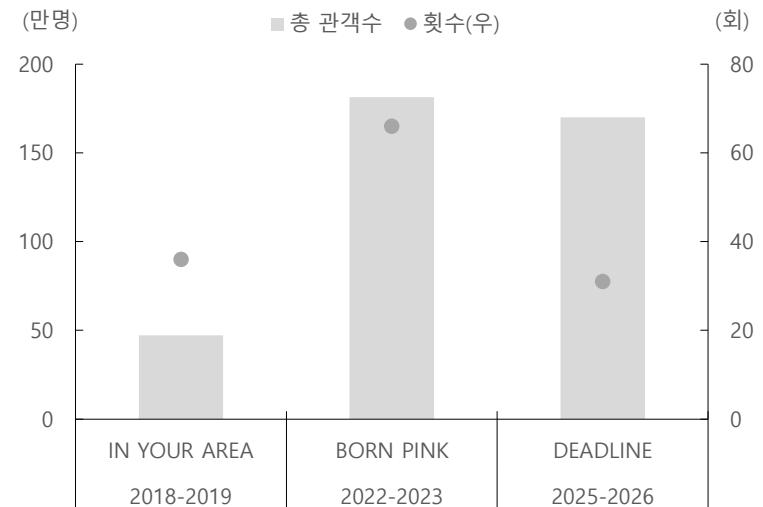
- 6월부터 BTS 멤버 전원 제대 완료, '화양연화' 10주년 기념 다양한 콘텐츠 기대. **내년 총 관객 수 300만명 이상의 대규모 투어 재개 예상**
- 7월 블랙핑크 완전체 투어 재개. 기 발표된 31회 공연 모두 스타디움 규모로 이미 직전 투어 총 관객 수(180만명/66회) 수준에 근접. 회당 5만명에 30회 추가 발표 가정 시 300만명까지도 기대해 볼 만. 내년 데뷔 10주년 기념 다양한 콘텐츠 기대
- 스트레이키즈도 작년 8월부터 대규모 월드투어 진행 중. 총 220만명/55회 규모로 하반기 북미 투어 초과 수익 정산으로 실적 상향 가능성
- 트와이스는 7월 신보 발매 후 월드투어 재개 예상. 데뷔 10주년인 만큼 직전 투어(150만명/51회) 대비 규모 확대 예상
- **투어 규모 확대는 결국 MD, 음악/영상 콘텐츠, 스폰서십 광고, 콘텐츠 재판매(스트리밍, VOD 등) 등을 통한 부가 수익 매출의 증대로 이어질 것**
- 다만, 빌보드 글로벌 투어 매출 TOP 100 내 K팝 비중은 5% 미만. **대형 IP의 투어 재개 외에도 7년차 이하 그룹의 투어 규모 확장 필요**
- **BTS, 블랙핑크의 완전체 활동 재개에 따른 낙수 효과가 기대되는 가운데 Next BTS/블랙핑크를 찾는 것이 핵심**

<그림1> BTS 투어 규모 추이



자료: 언론, iM증권 리서치본부

<그림2> 블랙핑크 투어 규모 추이

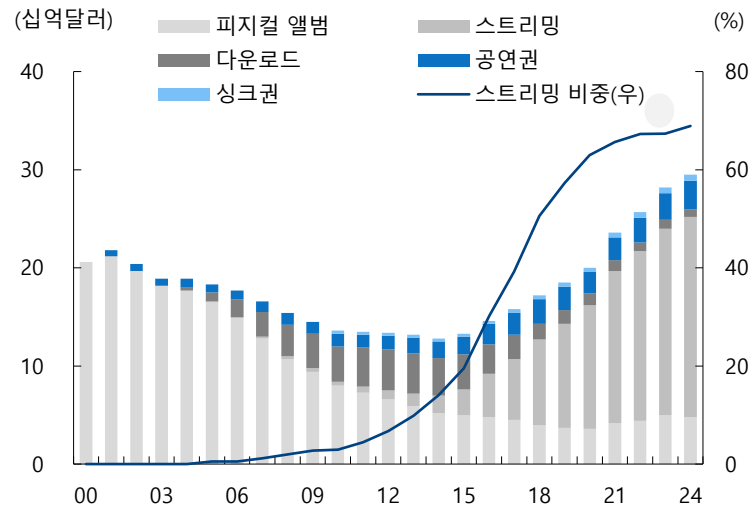


자료: 언론, iM증권 리서치본부

스트리밍 중심의 글로벌 음악 시장

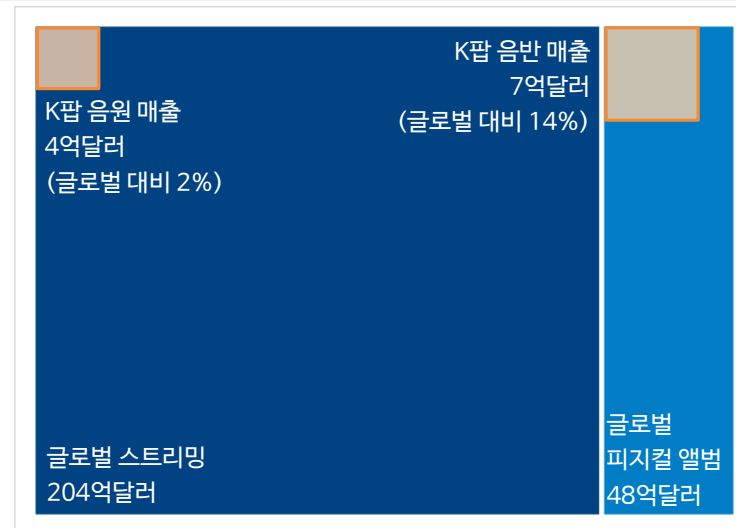
- 2024년 글로벌 음악 시장 규모는 296억달러(+5% YoY)로 **69% 비중을 차지하는 스트리밍의 성장(+7%)이 전체 매출 성장 견인**
- 지역별 음악 시장 규모 순위는 북미(+2% YoY)>유럽(+8%)>아시아(+1%)>라틴 아메리카(+23%)로 **북미가 전체의 40%**, 유럽이 30% 비중 차지
- 글로벌 피지컬 앨범 수익의 45%가 아시아 지역에서 발생. 글로벌 평균(16%) 대비 약 3배 높은 수준
- 작년 일본 음악 시장 역성장. 글로벌 2위 시장이지만, 피지컬 비중이 62%로 스트리밍 전환이 지연되면서 장기 추세 관점에서 시장 규모 지속 축소
- 제한된 팬덤 규모 안에서 피지컬 앨범 판매량의 추가적인 상승 여력을 기대하긴 어려운 상황. 라이트 팬덤 유입으로 팬덤 규모 자체를 키우는 것이 중요
- 글로벌 스트리밍 내 K팝 비중은 2%에 불과. **BTS/블랙핑크 등 몇몇 대형 IP 외 다른 아티스트의 글로벌 침투율 상승이 다음 성장 모멘텀**

<그림3> 글로벌 음악(음반/음원) 산업 규모 추이



자료: IFPI, iM증권 리서치본부

<그림4> 글로벌 스트리밍/앨범 매출 내 K팝 비중 (2024년)

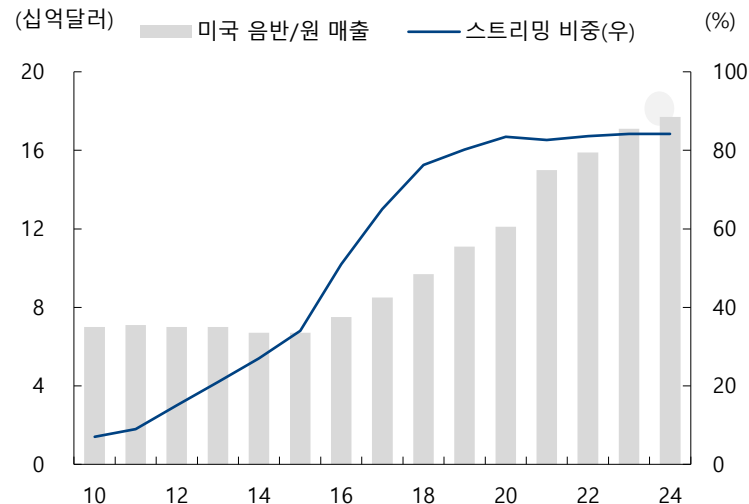


주: K팝은 주요 기획사 4사 합산 음반/원 매출에 2024년 평균 원/달러 환율 적용
 자료: IFPI, 각 사, iM증권 리서치본부

미국 투어 규모 늘리려면 스트리밍 침투율 높여야

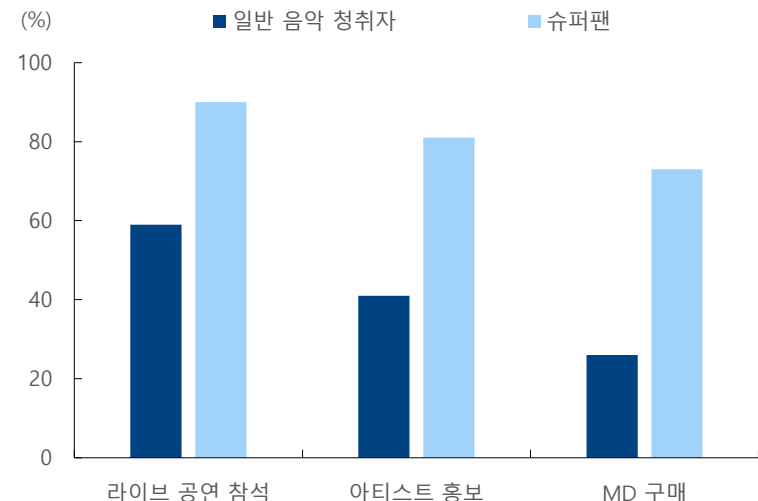
- 단일 국가 기준 최대 음악 시장인 미국에서의 침투율 확대가 중요
- 미국의 음반/원 매출은 177억달러(+3%)로 스트리밍 점유율이 84%. 미국 내 침투율을 높이려면 스트리밍에서 노출도를 높여야 함
- **미국인의 75%가 음악 청취자**이고, 이 중 지불 용이가 상대적으로 높은 20%를 슈퍼팬으로 정의
- **일반 음악 청취자의 60%, 슈퍼팬의 90%가 라이브 공연 참석.** 공연 문화 발달로 여가 활동 내 공연 비중이 큼
- 미국은 스트리밍과 라이브 공연이 음악 소비의 상당 부분을 차지
- **이에 스트리밍 성과, 더 앞 단에서는 틱톡/유튜브 등 소셜 미디어 영향력이 북미 투어 규모 확장의 중요한 선행 지표가 될 것**

<그림5> 미국 음악(음반/음원) 산업 규모 및 스트리밍 비중 추이



자료: RIAA, iM증권 리서치본부

<그림6> 미국 일반 음악 청취자 및 슈퍼팬의 음악 이벤트 참여 비중

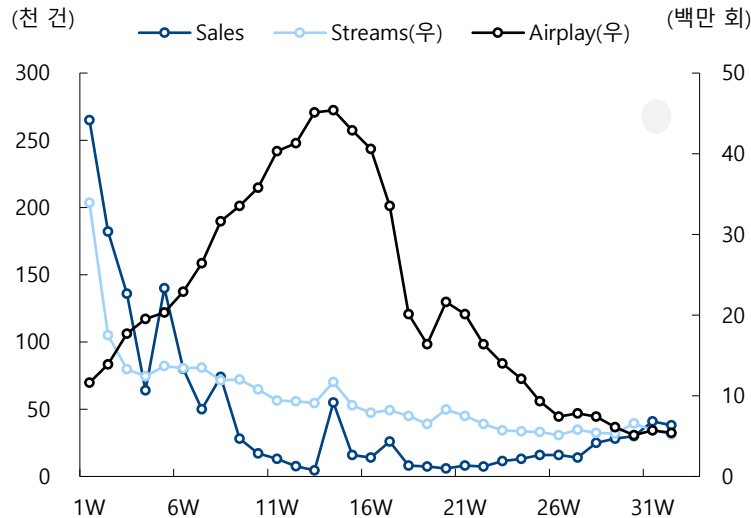


자료: Luminate, iM증권 리서치본부

언어/장르/콘텐츠 현지화 전략 필요

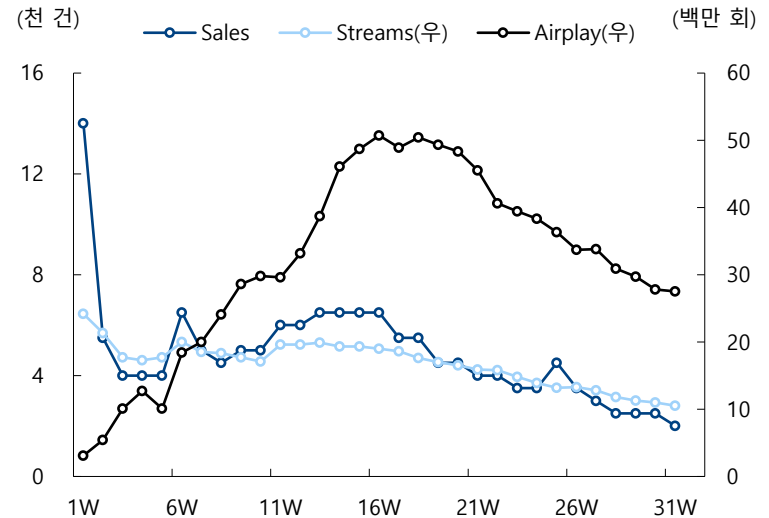
- 대표적인 스트리밍 차트인 **빌보드 Hot 100에 진입한 K팝 그룹은 (피프티 피프티 제외 시) 8팀에 불과**
- HYBE 5팀(BTS/르세라핌/뉴진스/아일릿/캣츠아이), YG 1팀(블랙핑크), JYP 2팀(트와이스/스트레이키즈)
- 빌보드 Hot 100 차트는 1) 음원/비디오 스트리밍, 2) 음원 다운로드, 3) 라디오 에어플레이를 기준으로 집계되기 때문에 비영어곡 진입이 어려움
- 부문별 점수 추이를 보면, 일반적으로 스트리밍, 음원 다운로드는 발매 초기 높은 점수 기록 후 점차 감소하는 경향을 보임. BTS 'Dynamite', 로제 'APT.' 등 오랜 기간 차트 인한 곡들 모두 라디오 점수가 높음. 미국은 여전히 라디오 사용률이 높아 대중성의 지표로 활용됨
- 대표적인 라디오 차트인 빌보드 팝 에어플레이에 진입한 K팝 곡의 90%가 영어 가사이거나 팝 아티스트와 콜라보한 곡
- 따라서 **팝 아티스트와의 콜라보나 영어 앨범 발매 등 언어의 현지화와 미국 내 인기 장르와의 결합, 그리고 플랫폼별 알고리즘에 최적화된 콘텐츠 제작을 통해 현지 노출도를 높이는 전략이 유효**

<그림7> BTS 'Dynamite' 빌보드 HOT 100 부문별 점수 추이



자료: 빌보드, iM증권 리서치본부

<그림8> 블랙핑크 로제 'APT.' 빌보드 HOT 100 부문별 점수 추이



자료: 빌보드, iM증권 리서치본부

신인 그룹의 본격적인 수익화 기대

- 2020년 이후 주요 기획사에서만 20팀 이상의 신인 그룹 데뷔. 현지화 그룹만 7팀, 향후 1~2년 내 일본/중국/미국/라틴에서 최소 6팀 데뷔 예정
- 이 중 하이브 걸그룹 4팀만이 빌보드 Hot 100 차트 진입에 성공. 캣츠아이 2025년 K팝 그룹 중 유일하게 차트 진입
- 신인 그룹의 본격적인 수익화와 함께 올해부터는 K팝 현지화 그룹을 통한 현지 음악 장르로의 TAM(Total Addressable Market) 확장 본격화될 것

<표1> 주요 기획사별 아티스트 데뷔 일정

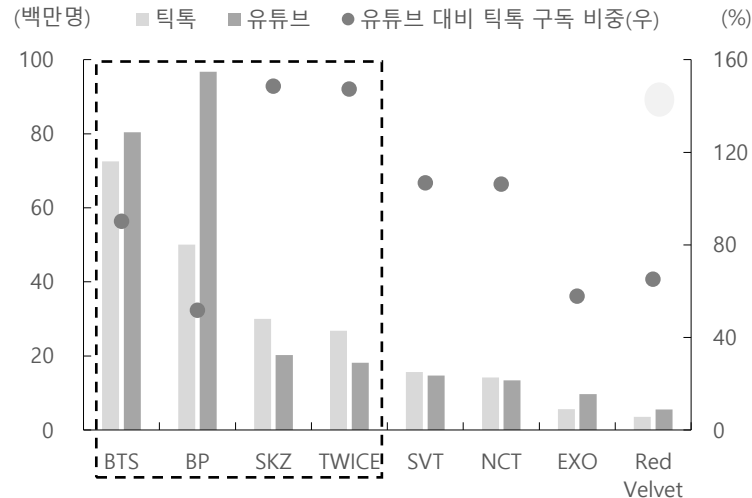
	SM	YG	JYP	HYBE
04	동방신기			
05	슈퍼주니어			
06		BIGBANG		
07	소녀시대		원더걸스	
08	SHINee		2PM	
09	f(x)	2NE1		
10			미쓰에이	
11				
12	EXO			NU'EST
13		AKMU		BTS
14	레드벨벳	WINNER	GOT7	
15		IKON	DAY6 / TWICE	SEVENTEEN
16	NCT	BLACKPINK		
17				
18			Stray Kids / BOYSTORY(중국)	프로미스나인
19	WayV(중국)		ITZY	TXT
20	aespa	TREASURE	NiziU(일본)	ENHYPEN
21			Xdinary Heroes	
22			NMIXX	LE SSERAFIM / NewJeans / &TEAM(일본)
23	RIIZE			BOYNEXTDOOR
24	NCT WISH(일본)	BABYMONSTER	VCHA(미국) / NEXZ(일본)	TWS / ILLIT / KATSEYE(미국)
25F	Hearts2Hearts / DearALICE(영국)		KickFlip / CIU(중국)	aoen(일본) / 보이그룹(한국) / 보이밴드(라틴)
26F	보이그룹(한국)	보이그룹(한국)	걸그룹(라틴)	보이그룹(미국) / 보이그룹(라틴)

자료: iM증권 리서치본부

어떤 지표를 봐야 할까?

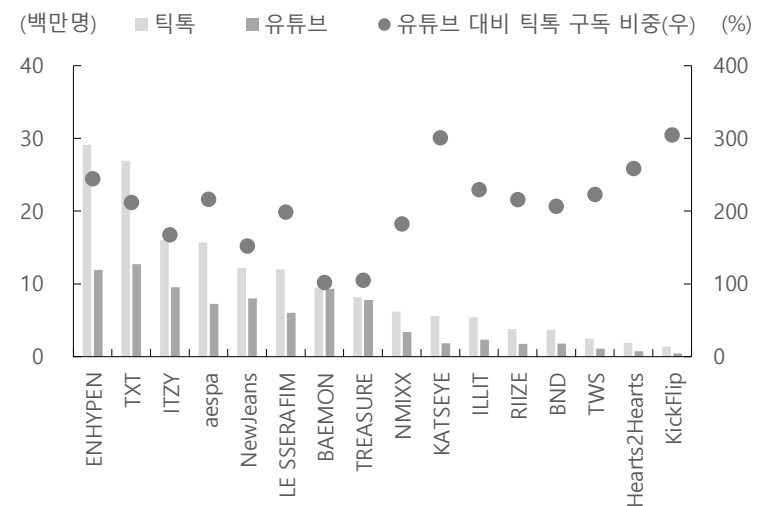
- K팝이 가장 잘 활용하고 가장 많이 수혜 본 플랫폼: 유튜브, 틱톡
- 글로벌 인지도와 차트 영향력 측면에서는 유튜브가 더 중요, 초기 바이럴과 신규 팬 유입 측면에서는 틱톡이 중요
- 특히 신인 그룹이 빠르게 주목받을 때 틱톡 파급력이 큰 경향을 보임
- 따라서 아티스트가 이미 글로벌 팬덤을 보유한 경우 유튜브가, 아직 성장 중이라면 틱톡 지표가 더 유의미할 수 있음
- 현재 K팝 산업에서는 두 플랫폼을 상호보완적으로 활용하는 전략이 가장 효과적. 틱톡에서의 바이럴이 유튜브로 확장되면서 글로벌 영향력 확대
- 각 플랫폼의 국가별 사용 비중을 보면, 유튜브는 인도>미국>브라질 순, 틱톡은 미국>인도네시아>브라질 순으로 높음

<그림9> 데뷔 8년차 이상 아티스트별 유튜브 대비 틱톡 구독 비중



자료: 유튜브, 틱톡, iM증권 리서치본부

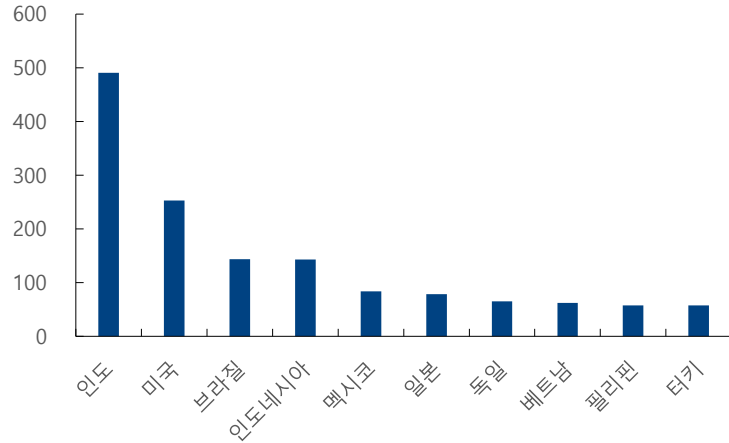
<그림10> 데뷔 8년차 미만 아티스트별 유튜브 대비 틱톡 구독 비중



자료: 유튜브, 틱톡, iM증권 리서치본부

<그림11> 유튜브 사용자 수 상위 10개 국가

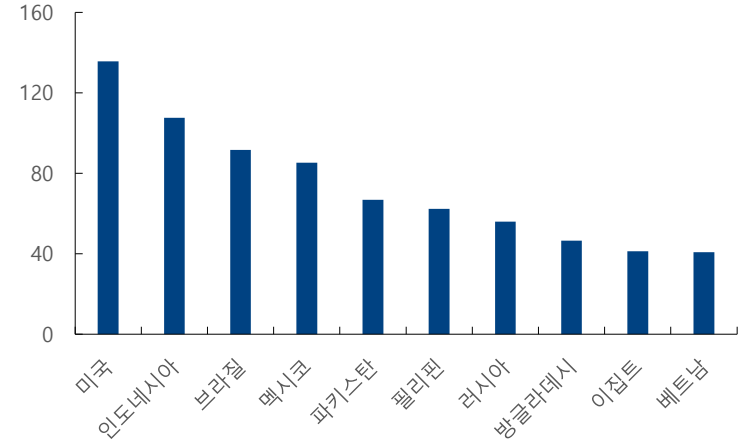
(백만명)



자료: Statista, iM증권 리서치본부

<그림12> 틱톡 사용자 수 상위 10개 국가

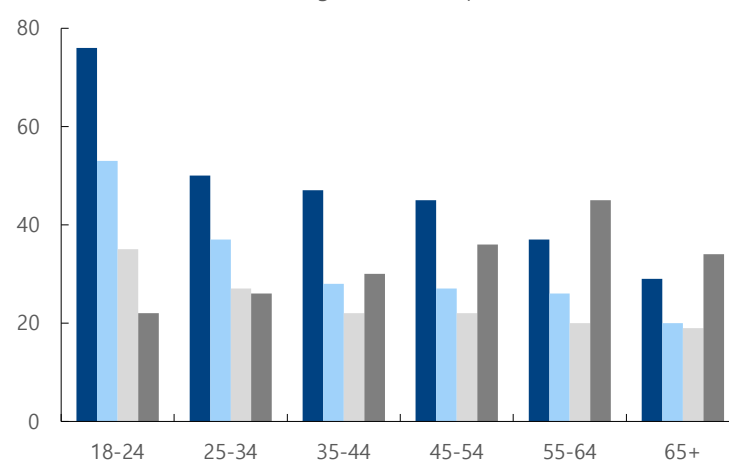
(백만명)



자료: Statista, iM증권 리서치본부

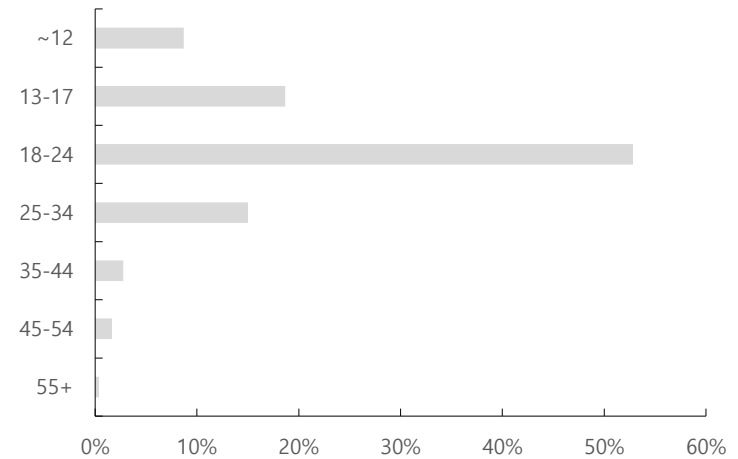
<그림13> 미국 연령대별 소셜 미디어 플랫폼 평균 사용 시간

(분)



자료: Statista, iM증권 리서치본부

<그림14> 틱톡 영상 창작자 연령대별 비중

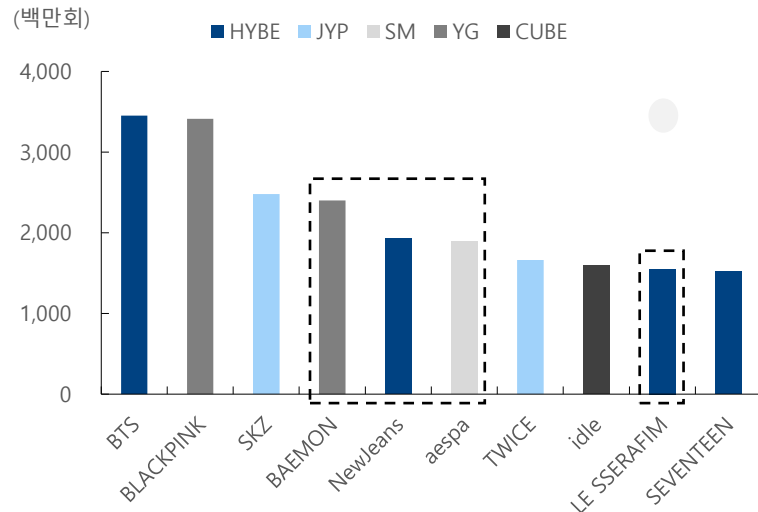


자료: Statista, iM증권 리서치본부

유튜브 조회수로 본 K팝 그룹별 현위치

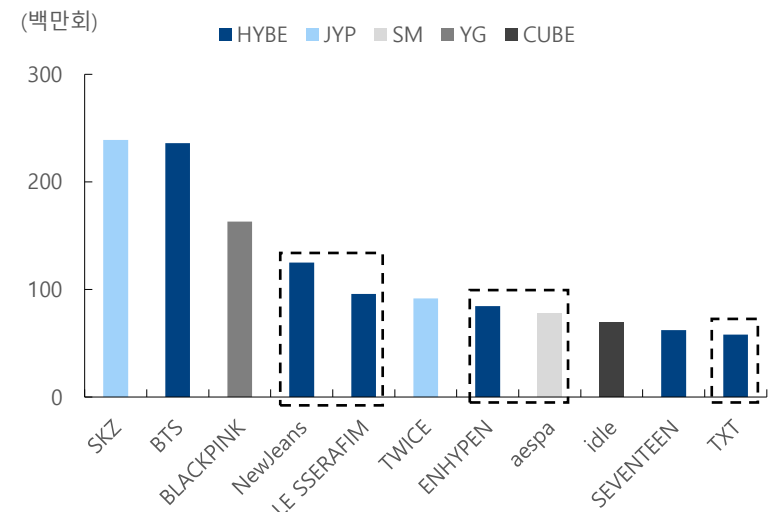
- 2024년 유튜브 전체 조회수 10억회 이상을 기록한 K팝 그룹은 10팀(엔하이픈 9.5억회로 제외)
- 이 중 7년차 이하는 4팀(베이비몬스터, 뉴진스, 에스파, 르세라핌)
- 데뷔 1년차인 베이비몬스터가 전체 4위 기록, 국가별 조회수 비중 1위/2위는 인도와 인도네시아로 블랙핑크와 동일
- 미국 조회수가 1억회 이상인 그룹은 단 4팀, 5천만회 이상인 그룹 중 데뷔 7년차 이하는 5팀으로 에스파 제외 모두 하이브 소속 아티스트
- 전반적으로 하이브 7년차 이하 그룹의 글로벌 팬덤 확장 속도가 가파르며, SM의 에스파가 국내를 중심으로 미국에서도 좋은 성과를 보여주고 있음

<그림15> 2024년 유튜브 전체 조회수 TOP 10



자료: 유튜브, iM증권 리서치본부

<그림16> 2024년 미국 내 유튜브 조회수 (5천만회 이상만 표시)

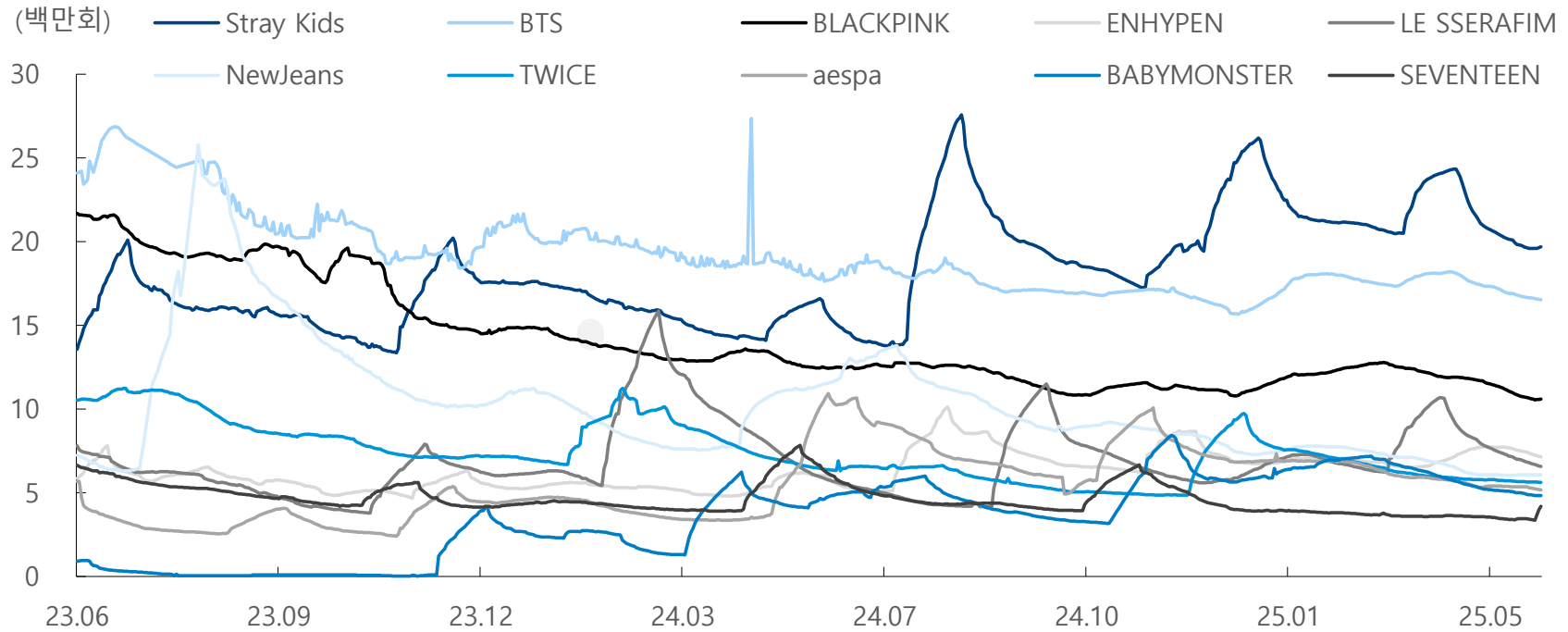


자료: 유튜브, iM증권 리서치본부

스트레이키즈 미국 유튜브 조회수 1위

- BTS 외에 미국에서 스타디움 투어가 가능한 유일한 보이그룹 스트레이키즈 미국 유튜브 조회수 1위 기록
- 유튜브와 같은 SNS 지표를 통해 미국에서 성장성이 보이는 그룹을 유추해볼 수 있음을 의미

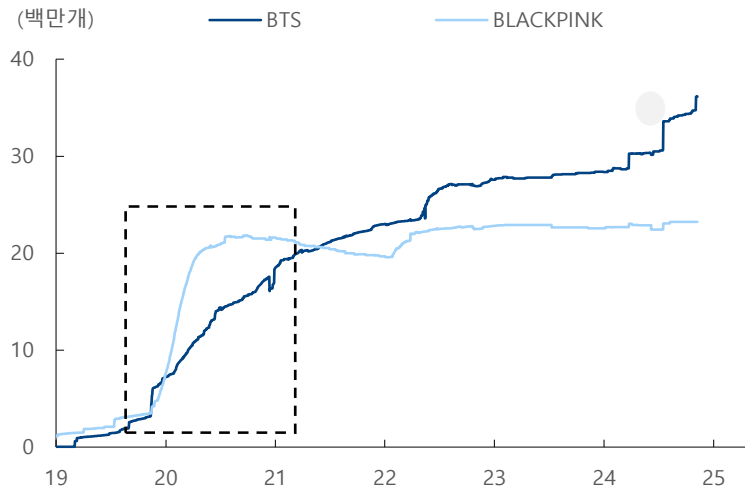
<그림17> 상위 10개 그룹의 유튜브 미국 월간 조회수 추이



틱톡으로 찾아보는 미국에서 잠재력이 큰 Next IP

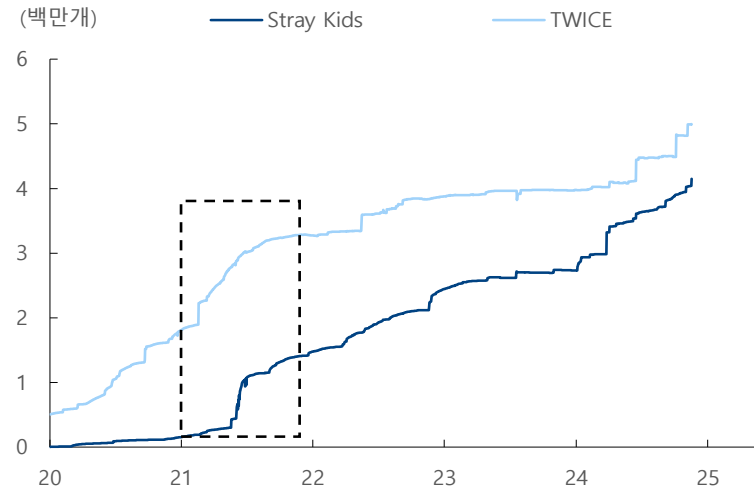
- 미국에서 스타디움 공연이 가능한 BTS/블랙핑크/스트레이키즈/트와이스는 모두 틱톡의 초기 바이럴과 유튜브로의 글로벌 확장을 경험
- 미국 틱톡 팔로워 수 상위 12개 그룹의 곡으로 생성된 틱톡 게시물 수의 증가세를 통해 미국에서 잠재력이 큰 IP를 찾아보고자 함
- 대형 IP 제외 최근 1년간 가파른 속도로 틱톡 영상이 생성된 그룹은 엔하이픈, 에스파, 르세라핌

<그림18> BTS/블랙핑크 곡으로 생성된 틱톡 게시물 수



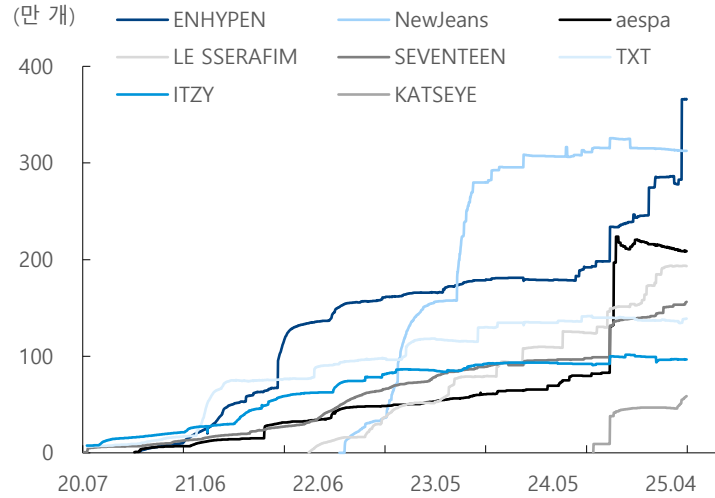
자료: RIAA, iM증권 리서치본부

<그림19> 스트레이키즈/트와이스 곡으로 생성된 틱톡 게시물 수



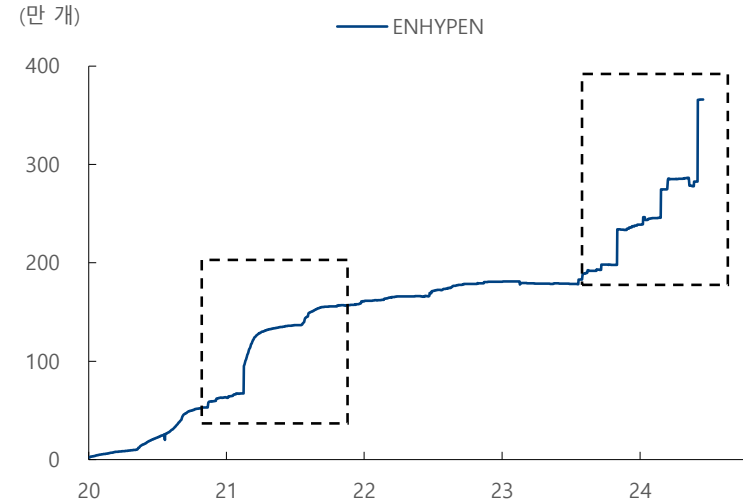
자료: Luminate, iM증권 리서치본부

<그림20> 미국 틱톡 팔로워 수 상위 그룹의 곡으로 생성된 틱톡 게시물 수



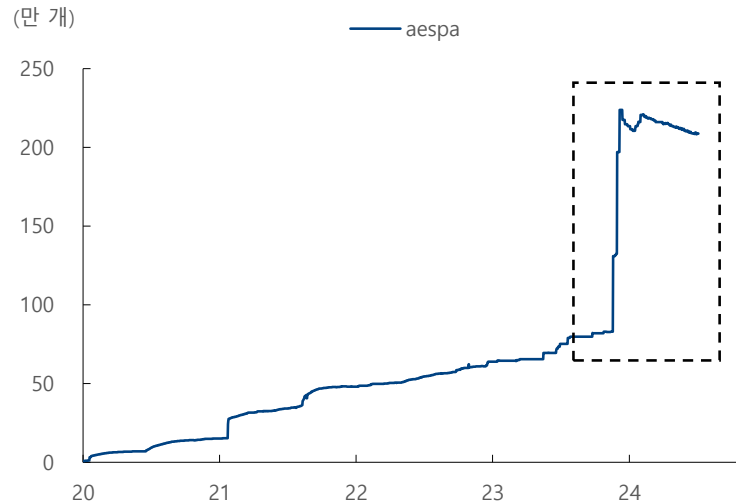
자료: 틱톡, iM증권 리서치본부

<그림21> 엔하이픈 곡으로 생성된 틱톡 게시물 수



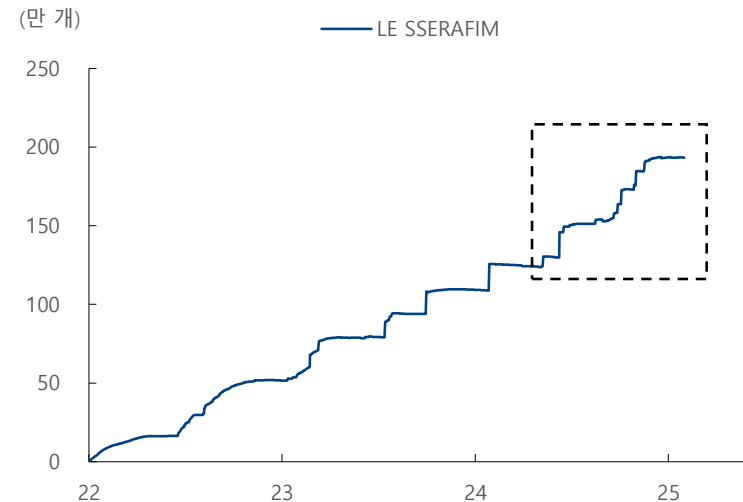
자료: 틱톡, iM증권 리서치본부

<그림22> 에스파 곡으로 생성된 틱톡 게시물 수



자료: 틱톡, iM증권 리서치본부

<그림23> 르세라핌 곡으로 생성된 틱톡 게시물 수

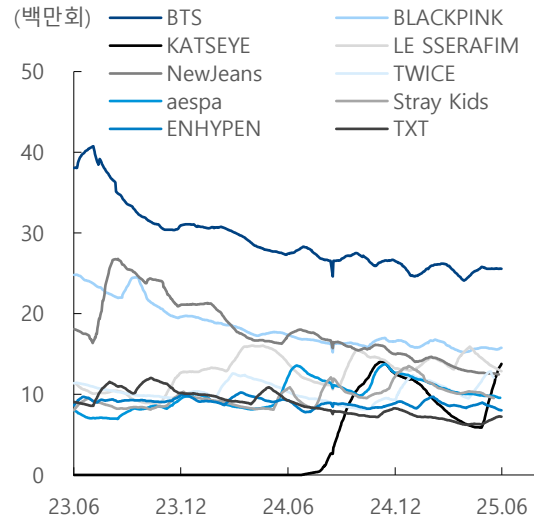


자료: 틱톡, iM증권 리서치본부

캣츠아이 데뷔 1년차에 빌보드 Hot 100 진입

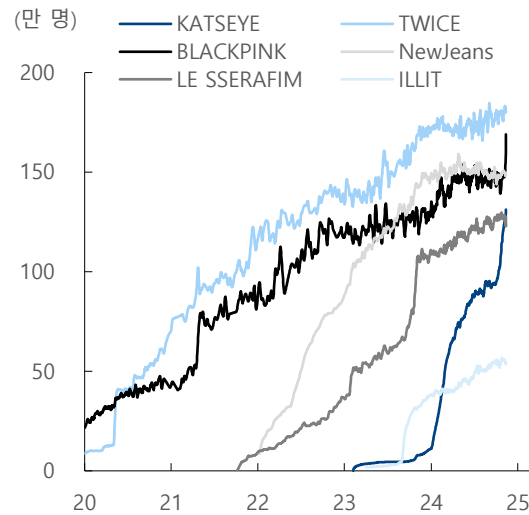
- 지난 5월 하이브의 미국 현지화 그룹 **캣츠아이 빌보드 Hot 100 92위로 첫 진입**. 미국 걸그룹으로는 2017년 피프스 하모니 이후 처음
- 작년에 데뷔한 캣츠아이는 데뷔 1년차에 미국 틱톡 팔로워 수 약 100만명을 달성하며 미국을 중심으로 빠르게 성장
- 빌보드 Hot 100에 진입한 K팝 그룹이 8팀에 불과하다는 점을 감안했을 때,
- **현지화 그룹의 빠른 시장 침투는 글로벌 팝 시장으로의 TAM 확장 측면에서 매우 긍정적**

<그림24> 주요 K팝 그룹 스포티파이 월간 청취자수 추이



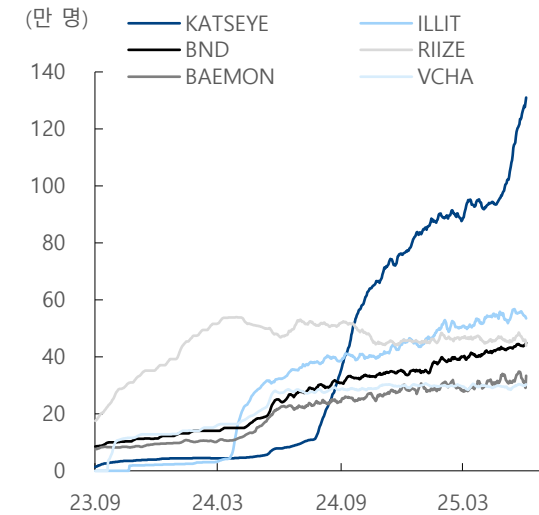
자료 : 스포티파이, iM증권 리서치본부

<그림25> 캣츠아이 및 주요 걸그룹 미국 틱톡 팔로워 수



주: 빌보드 Hot 100 진입한 걸그룹을 비교 대상으로 선정
자료: 틱톡, iM증권 리서치본부

<그림26> 2023년 이후 데뷔 그룹 미국 틱톡 팔로워 수

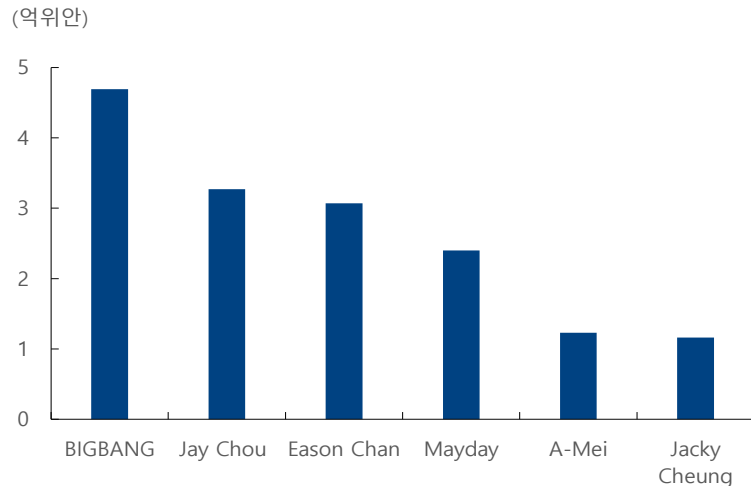


자료: 틱톡, iM증권 리서치본부

최근 섹터 내 핫 이슈는 한한령 해제 기대감

- 최근 중국 본토에서 개최되는 K팝 관련 팝업스토어, 전시회, 팬사인회 등이 과거 대비 눈에 띄게 증가. 하이브는 5/27 에스엠 지분 9.38%를 텐센트뮤직에 매각한다고 공시. 이로써 텐센트뮤직이 에스엠의 2대 주주 등극. 6월 말에는 디어유와의 중국 버블 서비스 공개도 앞두고 있음
- **한한령 해제 시 K팝 아티스트의 중국 내 대규모 투어/팬사인회/팝업스토어/광고 등 재개로 국내 기획사의 가파른 실적 개선 기대.** 대규모 투어 재개까지는 다소 시간이 걸릴 수 있으나, 텐센트뮤직 등 중국과의 협업 확대로 중국향 매출 성장은 올해부터 가시화될 것
- 2016년 빅뱅이 40~50만명 규모의 중국 투어를 통해 총 매출 930억원 기록. 2024년 중국 콘서트 박스오피스 TOP 10의 평균 티켓 가격인 24만원을 기준으로 투어당 관객수 20~50만명, MG 비율 30%를 가정하면 그룹당 70~180억원의 증익 가능. 아티스트 라인업이 많을수록 유리

<그림27> 2016년 중국 공연 박스오피스 순위 - 빅뱅 1위로 총 매출 약 930억원 기록



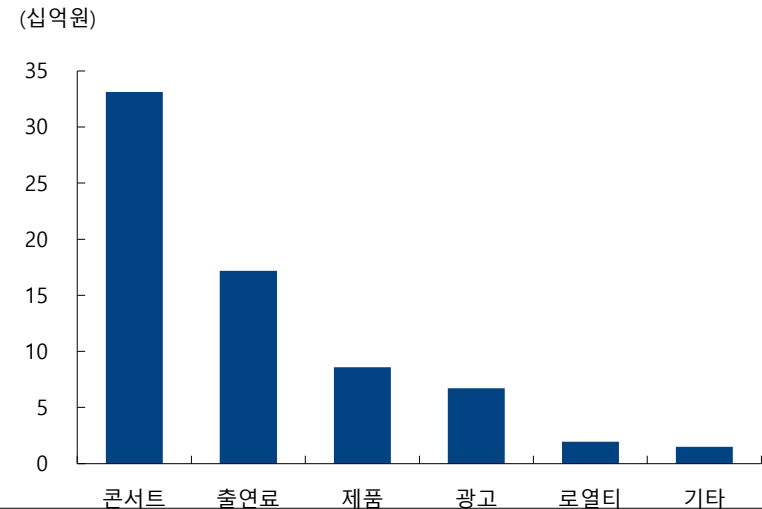
자료 : Daolue(道略演艺产业研究中心), iM증권 리서치본부

<표2> 중국 콘서트 재개 가정 시 투어당 매출 및 이익 증분 추정

구분		Case 1	Case 2	Case 3	Case 4
관객수 (만명)		20	30	40	50
ATP (십만원)		2.4	2.4	2.4	2.4
총 매출 (십억원)		48	72	96	120
MG (십억원)	20%	10	14	19	24
	25%	12	18	24	30
	30%	14	22	29	36
	35%	17	25	34	42
	40%	19	29	38	48
영업이익 (십억원)	20%	5	7	10	12
	25%	6	9	12	15
	30%	7	11	14	18
	35%	8	13	17	21
	40%	10	14	19	24

자료 : iM증권 리서치본부

<그림28> YG 2016년 중국 매출 690억원 중 콘서트 매출 330억원



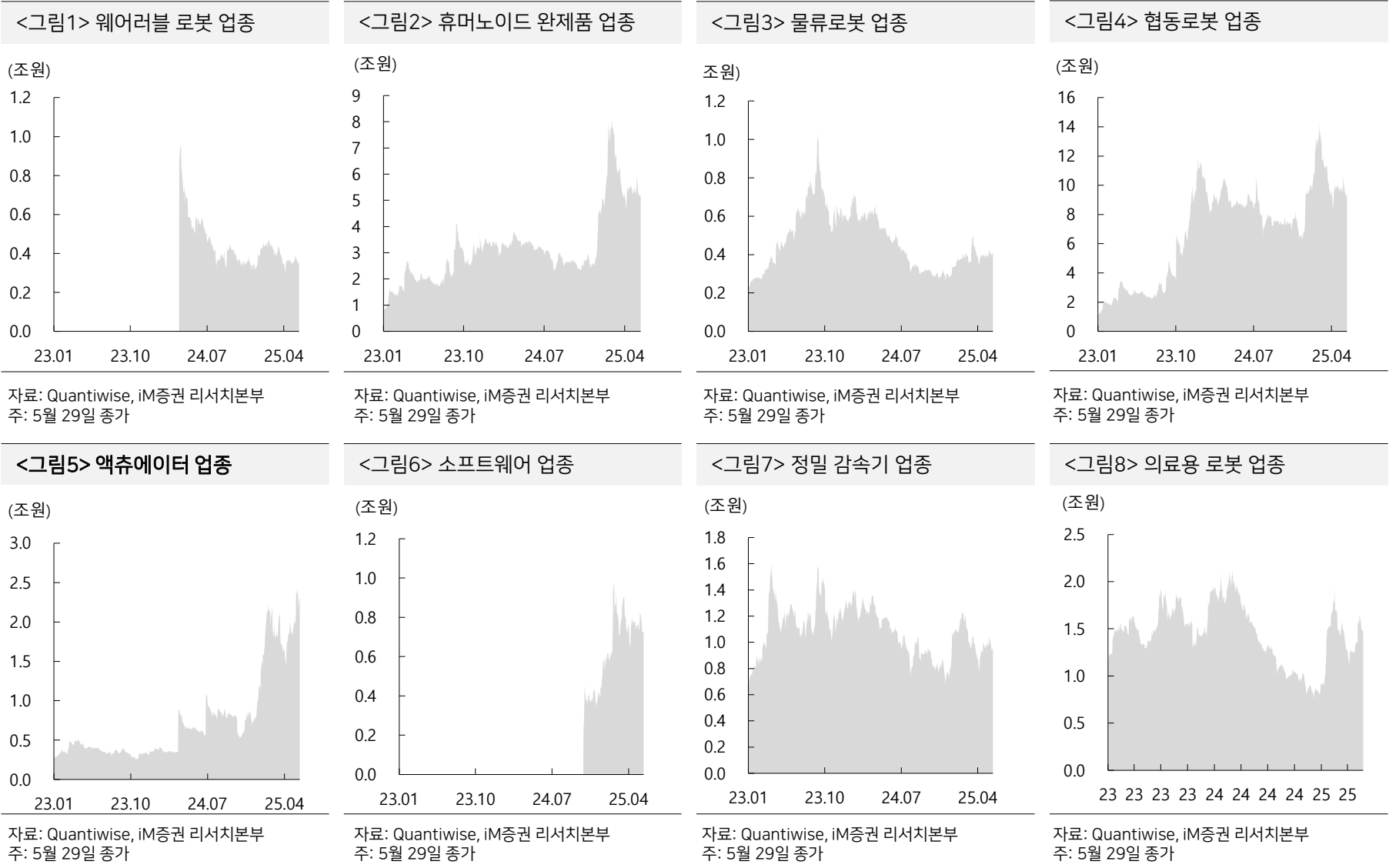
자료 : YG, iM증권 리서치본부



[로보틱스]

2H25 액츄에이터 업종에 주목

1H25 국내 로보틱스 산업 시가총액 추이: 액추에이터 업종으로 섹터 수급이 집중



CES 2025에서 언급된 nVIDIA 파트너 휴머노이드 업체 중 상당수가 중국 업체

<그림9> CES 2025에서 언급된 nVIDIA 파트너 휴머노이드 업체 중 상당수가 중국 업체

업체명	Apprtonik	ROBOTERA	Agibot	NEURA Robotics	Fourier	Boston Dynamics	
제품 사진							
모델명	Apollo	Star1	A2	4NE-1	GR-2	E-Atlas	
국가	미국	중국	중국	독일	중국	미국	
주요 특징	-	-	-	-	-	-	
추정 가격	5만달러	10만달러	-	2만~4만유로	-	15만달러	
주요 파트너십	Benz/NASA	-	-	-	-	현대자동차	
주요 스펙	신장	173cm	171cm	169cm	170cm	175cm	175cm
	무게	73Kg	63kg	69kg	60kg	63kg	80kg
	Payload	25kg	20kg	-	20kg	3kg	-
	배터리	4시간	-	2시간	5시간	2시간	1시간
	자유도 (DoF)	30	55	40	42	53	28

자료: iM증권 리서치본부

CES 2025에서 언급된 nVIDIA 파트너 휴머노이드 업체 중 상당수가 중국 업체

<그림10> CES 2025에서 언급된 nVIDIA 파트너 휴머노이드 업체 중 상당수가 중국 업체

업체명	Agility Robotics	Figure	1X Technologies	Galbot	Unitree Robotics	Xpeng	Sanctuary AI	
제품 사진								
모델명	Digit	Figure 02	NEO	G1	H1	Iron	Phoenix	
국가	미국	미국	노르웨이	중국	중국	중국	캐나다	
주요 특징	-	최근 OpenAI와 결별	-	-	종합 로봇 개발 업체	-	-	
추정 가격	25만달러	9~13만달러	-	-	9만달러	-	-	
주요 파트너십	Amazon/Ford	BMW	ADT	-	-	-	Magna	
주요 스펙	신장	175cm	167cm	165cm	173cm	180cm	172cm	170cm
	무게	65kg	70kg	30kg	85kg	47kg	70kg	70kg
	Payload	16	20kg	20kg	5kg	30kg	-	25kg
	배터리	3시간	-	2~4시간	10시간	2trks	-	-
	자유도(DoF)	24	51	-	-	19	60	74

자료: iM증권 리서치본부

K-휴머노이드 얼라이언스의 향방에 주목

상대적으로 미미한 국내 휴머노이드 업체들의 기술 개발 행보

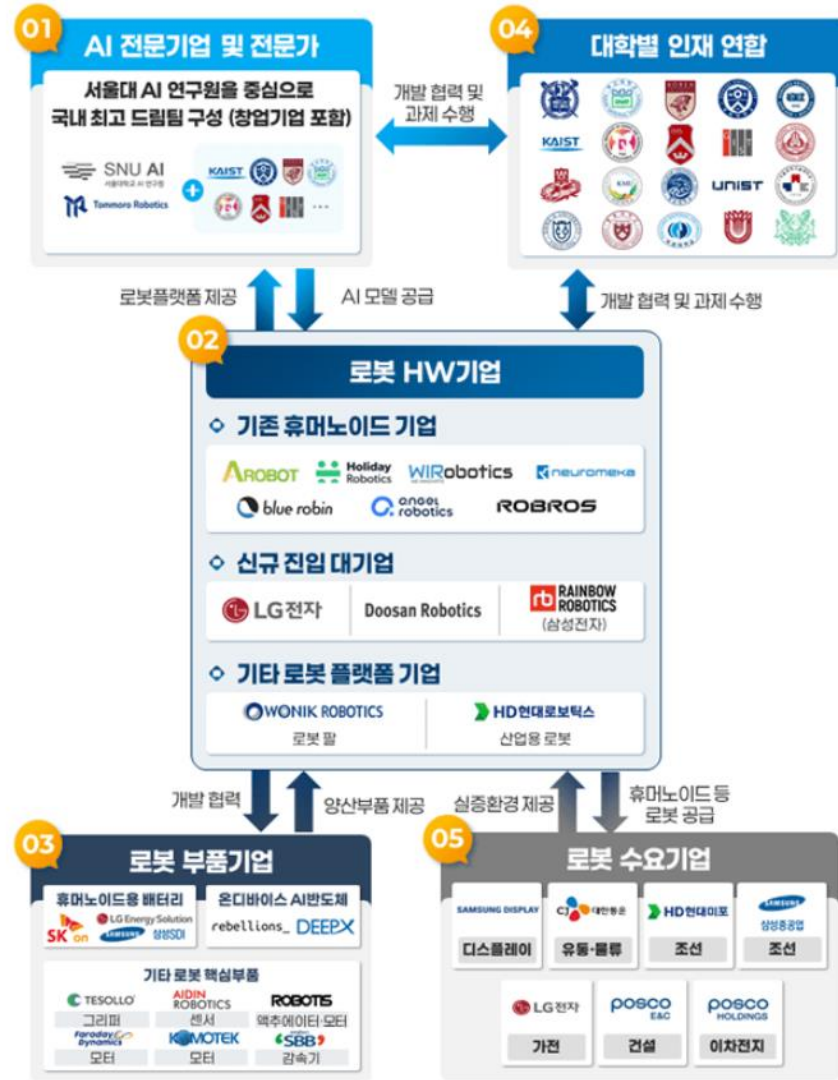
- 공격적인 중국 휴머노이드 업체들의 동향과 다르게, 삼성전자-레인보우 로보틱스, 현대자동차-Boston Dynamics의 움직임은 미미한 상황.
- Boston Dynamics는 상당한 수준의 기술력을 가진다고 평가받는 Atlas를 보유중이고, 2H24 현대차그룹과 협력을 확대하겠다는 로드맵을 밝힌 상황이나, 높은 제품 가격 등 여러 의문점이 존재.
- 결국 국내 휴머노이드 공급망 구축, 신규 업체 발굴을 위한 정부 주도 연합체가 필요한 상황. 올해 5월 발족된 K-휴머노이드 얼라이언스의 귀추에 따라 국내 휴머노이드 산업 성장 속도가 정해질 것으로 보임.

<그림 11> 첨단로봇산업전략 개요



자료 : iM증권 리서치본부

<그림 12> K-휴머노이드 얼라이언스 개요



자료 : iM증권 리서치본부

높은 수익성을 보여주는 액추에이터 비즈니스

25.1Q 로보티즈 액추에이터 사업부의 영업이익률은 25.9%

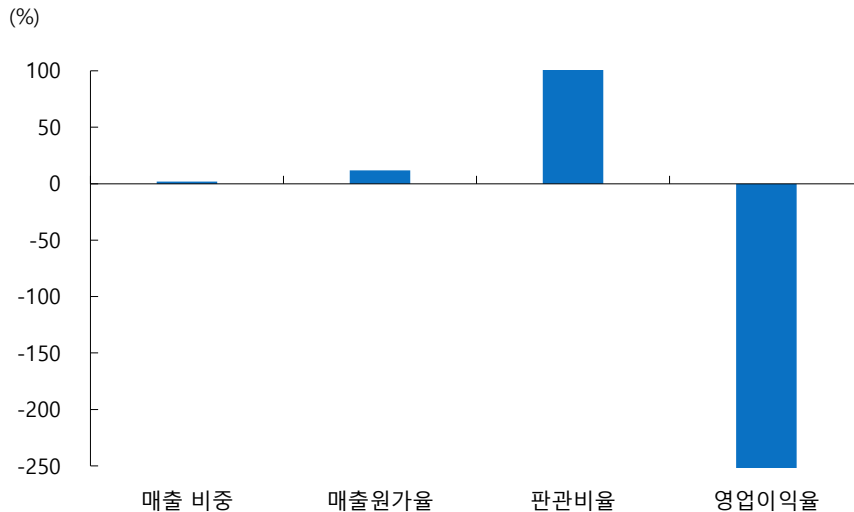
- 국내 휴머노이드 완제품 업체의 시장 진출 시점이 늦어지는 상황에서, 현재 로보틱스 섹터 내 휴머노이드 수혜가 가장 높은 업종은 단연 액추에이터. 그 중에서 로보티즈는 Tesla, Unitree Robotics 등 주요 고객사에게 이미 제품 레퍼런스를 확보.
- 로보티즈는 향후 물적분할을 통해 액추에이터 사업부에 좀 더 집중할 가능성이 높음. 신규 제품 개발에 따른 여러 비용이 수반되어 온 자율주행사업부를 제외하면, 액추에이터 사업부의 영업이익률은 25% 수준.

<그림13> 로보티즈가 개발 중인 실외배송로봇 개미



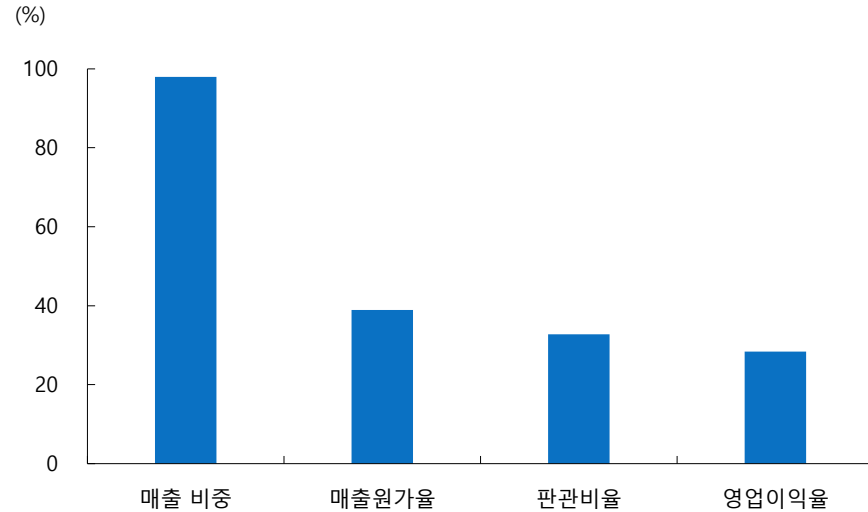
자료 : 로보티즈, iM증권 리서치본부

<그림14> 25.1Q 기준 로보티즈 자율주행로봇사업부 주요 재무 지표



자료 : 로보티즈, iM증권 리서치본부

<그림15> 25.1Q 기준 로보티즈 액추에이터 사업부 주요 재무 지표



자료 : 로보티즈, iM증권 리서치본부

소형 액추에이터 시장에서 확인한 경쟁력

Unitree Robotics 제품 내 탑재된 로보티즈의 액추에이터

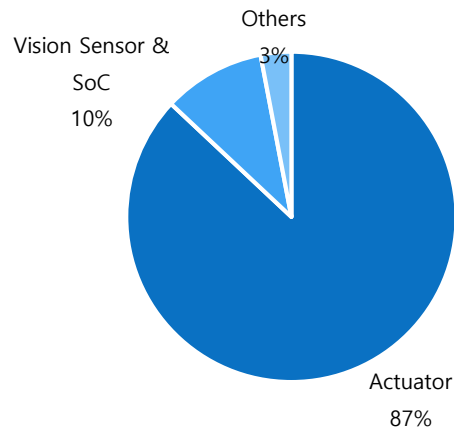
- 중국 휴머노이드 업체 Unitree Robotics 제품 내 로보티즈의 액추에이터가 탑재되었다는 사실이 확인. 휴머노이드 생산 원가 중 약 70~80%를 액추에이터가 차지하고, 덱스트러스용 액추에이터 생산 원가 비중은 약 15% 수준. 휴머노이드 제품 가격을 5,000만원으로 가정하면, 해당 덱스트러스용 액추에이터 생산 원가는 525만원.
- 현재 중국 휴머노이드 시장 내에는 Sanhua, Tuopu 등 여러 액추에이터 공급 업체가 포진. 그럼에도 불구하고 Unitree Robotics가 로보티즈의 액추에이터를 사용하고 있다는 것은 덱스트러스용 액추에이터와 같은 소형 구동 모듈의 경우 로보티즈의 경쟁력이 높다는 것을 보여주는 방증.

<그림16> 로보티즈의 액추에이터가 탑재된 것으로 확인되는 Unitree Robotics의 덱스트러스



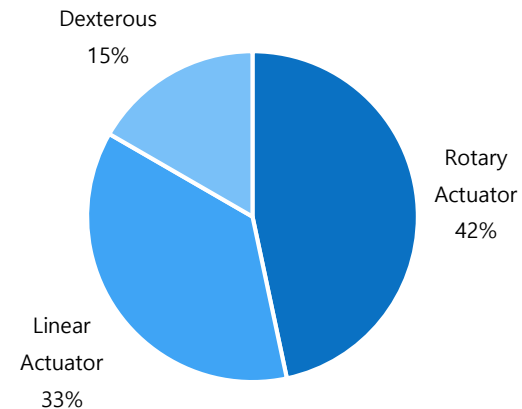
자료: iM증권 리서치본부

<그림17> 휴머노이드 생산 원가 비중



자료: iM증권 리서치본부

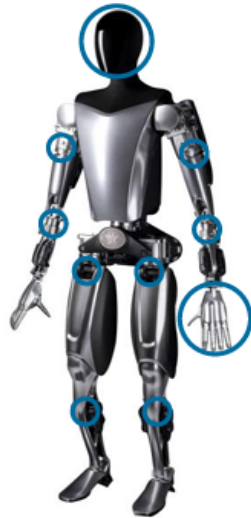
<그림18> 휴머노이드 주요 액추에이터 생산 원가 비중



자료: iM증권 리서치본부

양산형 휴머노이드를 구현하기 위해 필수적으로 구축해야하는 액추에이터 공급망

<그림19> 양산형 휴머노이드를 구현하기 위해 필수적으로 구축해야하는 액추에이터 공급망



휴머노이드의 덱스트러스 생산 원가 비중이 약 15%에 달하는 이유는 손가락 마디에 구현하는데 필요한 소형 모터 및 기어가 기존 산업용 로봇, 협동 로봇 대비 대수가 큰 폭으로 증가하기 때문임.

현재 옵티머스 생산 원가 중 SoC가 차지하는 비중은 약 4% 수준에 불과, 다만 이는 자율주행 FSD를 휴머노이드에 공용화시키고 있는 Tesla이기에 가능. 다시 말해 경쟁업체의 휴머노이드는 더 큰 SoC 및 소프트웨어 비용이 수반됨.

Rotary Actuator	(₩ 732,600*14= ₩10,256,400) 원가 비중 42%
Harmonic Drive	(₩216,000*14= ₩3,024,000) 원가 비중 12%
Frameless Motor	(₩180,000*14= ₩2,520,000) 원가 비중 10%
Torque Sensor	(₩108,000*14= ₩1,512,000) 원가 비중 6%
Drive	(₩90,000*14= ₩3,024,000) 원가 비중 5%
Encoder	(₩72,000*14= ₩3,024,000) 원가 비중 4%
Brake	(₩27,000*14= ₩3,024,000) 원가 비중 2%
Bearings	(₩27,000*14= ₩3,024,000) 원가 비중 2%
Shell and Others	(₩12,600*14= ₩3,024,000) 원가 비중 1%

Dexterous Hand	(₩ 1,807,200*2=₩ 3,614,400) 원가 비중 15%
Hollow Cup Motor	(₩864,000*2= ₩1,728,000) 원가 비중 7%
Drive	(₩540,000*2= ₩1,080,000) 원가 비중 4%
Encoder	(₩108,000*14= ₩432,000) 원가 비중 2%
Wom Gear	(₩90,000*14= ₩360,000) 원가 비중 1%
Shell and Others	(₩72,000*14= ₩14,000) 원가 비중 1% 미만

Vision Sensor & SoC	(₩ 2,466,000) 원가 비중 10%
Caemra	(₩162,000) 원가 비중 1% Camera만을 사용하면 생산 원가 측면에서 큰 고민이 없지만, 만일 3D Lidar 등을 사용하는 휴머노이드를 사용한다면, Sensor 비용 비중이 최대 10%까지 증가할 가능성
SoC	(₩900,000) 원가 비중 4%
Structural Parts	(₩900,000) 원가 비중 4%
IMU	(₩90,000) 원가 비중 1% 미만
Battery	(₩414,400) 원가 비중 2%

Linear Actuator	(₩ 570,600*14= ₩7,988,400) 원가 비중 33%
Frameless Motor	(₩180,000*14= ₩2,520,000) 원가 비중 10%
Roller Screw	(₩162,000*14= ₩2,268,000) 원가 비중 9%
Drive	(₩90,000*14= ₩1,260,000) 원가 비중 5%
Torque Sensor	(₩72,000*14= ₩1,008,000) 원가 비중 4%
Encoder	(₩36,000*14= ₩504,000) 원가 비중 2%
Bearings	(₩18,000*14= ₩252,000) 원가 비중 1%
Shell and Others	(₩12,000*14= ₩176,400) 원가 비중 1%

Rotary Actuator는 어깨, 고관절 등 회전운동을 필요로 하는 부위에 사용되고, Linear Actuator는 무릎 등 직선운동만이 필요한 부위에 사용됨. 이에 Rotary Actuator는 회전 운동 에너지 변환 및 제어를 위한 Harmonic Drive 등 감속기가 Linear Actuator 대비 더 많은 수가 탑재되며, 이것이 두 부품 간의 원가 비중 차이로 연결

Tesla Optimus BOM (₩)				
Rotary Actuator	10,256,400	25%	Vision Sensor & SoC	2,466,000 10%
Harmonic Drive	3,024,000	12%	Caemra	162,000 1%
Frameless Motor	2,520,000	10%	SoC	900,000 4%
Torque Sensor	1,512,000	6%	Structural Parts	900,000 4%
Drive	1,260,000	5%	IMU	90,000 1%
Encdoer	1,008,000	4%	Battery	414,000 2%
Brake	378,000	2%	Dexterous Hand	3,614,400 15%
Bearings	378,000	2%	Hollow Cup Motor	864,000 7%
Shell and Others	176,400	1%	Drive	540,000 4%
Linear Actuator	7,988,400	33%	Encoder	216,000 2%
Frameless Motor	2,520,000	10%	Wom Gear	180,000 1%
Roller Screw	2,268,000	9%	Shell and Others	7,200 1%
Torque Sensor	1,260,000	5%	총 제조원가	24,325,200
Drive	1,008,000	4%		
Encdoer	504,000	2%		
Bearings	252,000	1%		
Shell and Others	176,400	1%		

즉 휴머노이드 양산을 가로막는 병목 종에는 소프트웨어 뿐 아니라, 하드웨어도 있는 것. Tesla Optimus 정도를 제외하면, 대다수의 휴머노이드 업체들은 Actuator를 포함한 하드웨어를 자체 개발할 수 있는 역량은 낮다고 판단되는 바, 기존 로봇 하드웨어를 개발 및 공급한 레퍼런스가 있는 업체의 수혜로 연결될 수 있다고 보임.

<그림20> 액추에이터는 감속기, 모터, 엔코더 등 하위 부품에 기반해 조립되는 하나의 모듈.



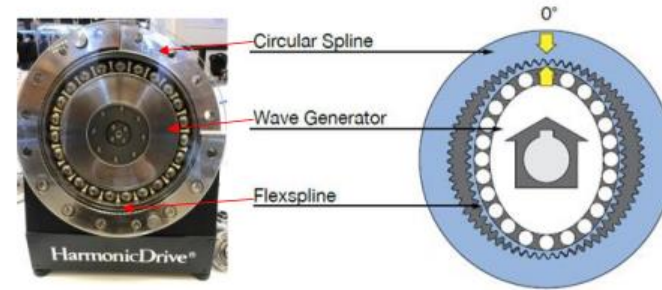
자료 : iM증권 리서치본부

<그림22> 로보티즈는 자체 개발한 사이클로이드 감속기 DYD를 자사 액추에이터 제품에 활용



자료 : iM증권 리서치본부

<그림21> 하모닉 드라이브 감속기 원천 특허 공개로 후발 주자 진입. 정밀도가 가장 중요했던 산업용 로봇과 달리 내구성이 중요한 휴머노이드를 개발하기 위해 사이클로이드 및 유성감속기 기반 액추에이터의 중요성 대두



자료 : iM증권 리서치본부

<그림23> 결국 각 업체들은 부품 내재화 정도 등에 따른 가격 차별화 혹은 소형 액추에이터 등에 있어 기술 수준에 따라 경쟁력이 갈릴 것



자료 : iM증권 리서치본부

액추에이터 공급 방법은 크게 3가지

완제품 공급 외 자체 생산 및 위탁 생산이라는 선택지가 존재

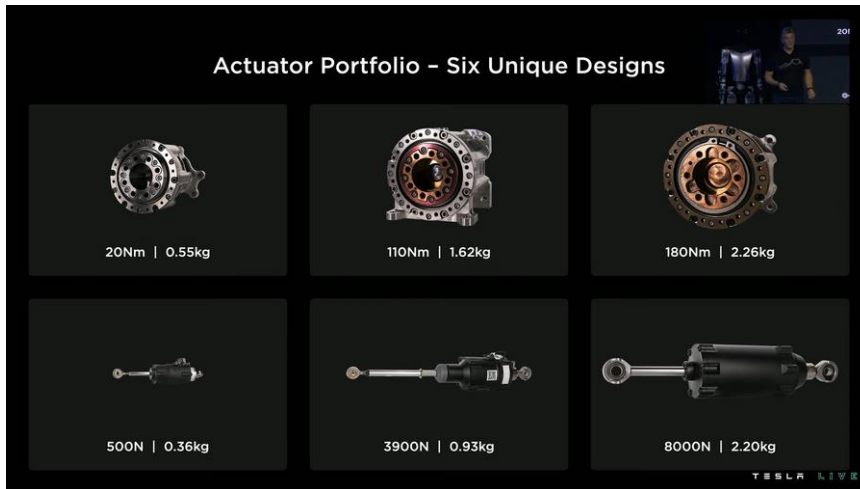
- 다만 로보티즈를 포함한 국내 액추에이터 업체들이 국내 휴머노이드 업체를 넘어 글로벌 시장 점유율을 어느 정도로 확보할 수 있을지에는 여러가지 변수가 존재.
- 향후 휴머노이드 업체는 (1) 자체 개발 및 생산, (2) 자체 설계 후 위탁 생산, (3) 액추에이터 업체의 완제품 구입 등 세가지 공급 전략을 선택할 것. (1)의 경우 액추에이터 업체의 수혜는 전혀 없음. 다만 (2), (3)의 경우 액추에이터 업체의 수주 물량 증가로 연결되고, (2) 및 (3)에 따른 수주 물량 믹스에 따라 액추에이터 업체의 수익성 수준도 결정될 것.

<그림24> 로보티즈가 판매하고 있는 완제품 형태의 액추에이터



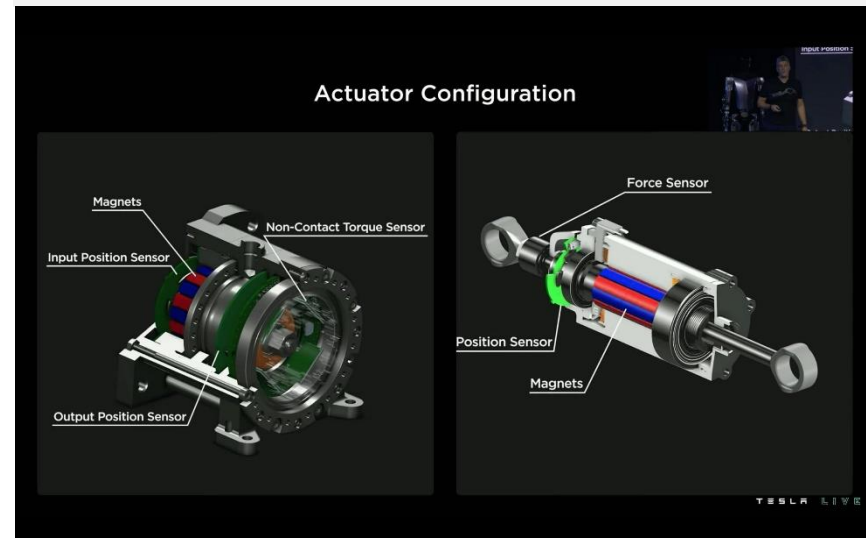
자료 : 로보티즈, iM증권 리서치본부

<그림25> Tesla는 자체 설계한 6가지 종류의 액추에이터 라인업 보유



자료 : Tesla, iM증권 리서치본부

<그림26> Tesla는 자체 설계한 6가지 종류의 액추에이터 라인업 보유



자료 : Tesla, iM증권 리서치본부

글로벌 액추에이터 공급 시나리오: 완제품 구매 및 위탁 생산의 구조로 산업 재편

- 액추에이터 조립의 경우, 인건비 비중이 높아 주요 업체가 자체 생산하는 경우는 가능성이 낮음. 따라서 대형 업체는 자사 제품 최적화를 위해 자체 설계 및 위탁 생산의 방법을 택할 것이며, 중소형 업체는 완제품 구매를 고려할 것. 여타 로보틱스 산업에 다르지 않게, 중국 업체의 시장 진출도 중장기적으로 필연적, 다만 텍스트러스를 포함한 고부가가치 상품 위주로 국내 액추에이터 업체의 경쟁력 차별화가 필요할 것.

<그림27> 글로벌 액추에이터 공급 시나리오: 완제품 구매 및 위탁 생산의 구조로 산업 재편



향후 글로벌 액추에이터 공급 시나리오는 (2), (3)의 경우가 함께 나타날 가능성이 높음. 즉 글로벌 액추에이터 업체들은 (2)의 고객사를 선점해 Q를 늘릴 것인지, (3)의 고객사를 통해 P를 지킬 것인지 선택할 것

중국 액추에이터 업체의 선진 시장 침투를 원천 차단하기는 현실적으로 여러 어려움이 존재함. 따라서 선진 시장 내 중국 업체와의 경쟁은 필연적이며, 고부가가치 중심의 액추에이터로 경쟁력 확보가 필요할 것

글로벌 액추에이터 공급 시나리오: 2030년 중화 및 서방권 액추에이터 TAM 31조원 전망

- 이를 바탕으로 글로벌 액추에이터 TAM을 추정해볼 필요가 있음. 기본적으로 각 업체들은 시장 선점을 위해 2026년을 기점으로 매년 2배 가량 생산 설비를 확충할 것임. 일반적으로 휴머노이드 1대당 액추에이터는 40~50개 탑재된다는 가정이 필요하고, 향후 규모의 경제를 통한 액추에이터 ASP는 소폭 하락할 것. 이를 바탕으로 북미 및 중화권 액추에이터 시장을 구분해서 추정하면, 2030년 기준 북미권 액추에이터 TAM은 약 13조원, 중화권 액추에이터 TAM은 약 18조원에 육박할 것. 다만 이는 각 업체들의 발표한 증설 로드맵에 상당한 할인을 부여한 결과이며, 또한 순수하게 휴머노이드용 액추에이터만 고려한 것. 즉 협동로봇을 포함한 여타 로보틱스 산업에 활용되는 액추에이터를 포함하면 그 규모는 더욱 클 것.

<그림28> 글로벌 액추에이터 공급 시나리오: 2030년 중화 및 서방권 액추에이터 TAM 31조원 전망

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
북미권 휴머노이드 업체						
Tesla	5,000	10,000	20,000	40,000	100,000	250,000
Figure AI	500	15,000	30,000	50,000	70,000	90,000
레인보우로보틱스	100	500	2,000	8,000	16,000	32,000
Boston Dynamics	500	1,000	10,000	20,000	40,000	80,000
기타 중소형 업체	610	2,650	6,200	11,800	22,600	45,200
필요 액추에이터 물량 (개)	268,400	1,166,000	2,728,000	5,192,000	9,944,000	19,888,000
액추에이터 ASP (원)	2,000,000	1,600,000	1,280,000	1,024,000	819,200	655,360
북미권 액추에이터 TAM (원)	536,800,000,000	1,865,600,000,000	3,491,840,000,000	5,316,608,000,000	8,146,124,800,000	13,033,799,680,000
중화권 휴머노이드 업체						
Unitree Robotics	2,000	6,000	18,000	54,000	162,000	486,000
Agibot	500	2,000	6,000	18,000	36,000	72,000
UBITEC	1,000	3,000	9,000	18,000	54,000	162,000
Xpeng	-	500	1,500	4,500	13,500	40,500
기타 중소형 업체	1,050	3,450	10,350	28,350	79,650	228,150
필요 액추에이터 물량 (개)	182,000	598,000	1,794,000	4,914,000	13,806,000	39,546,000
액추에이터 ASP (원)	1,400,000	1,120,000	896,000	716,800	573,440	458,752
중화권 액추에이터 TAM (원)	254,800,000,000	669,760,000,000	1,607,424,000,000	3,522,355,200,000	7,916,912,640,000	18,141,806,592,000

자료: iM증권 리서치본부

글로벌 액츄에이터 공급 시나리오: 국내 액츄에이터 업체들의 북미 시장 점유율이 관건

- 중화권 액츄에이터 시장 내 국내 업체들의 시장 진출 가능성은 매우 적으나, 대형 휴머노이드 업체와 연계한 부분적인 시장 진출은 가능할 것. 결국 북미권 액츄에이터 시장 점유율을 어느 정도로 확보할 수 있을지가 관건. 현재로서는 글로벌 액츄에이터 업체의 수가 많지 않으나, 향후 일본 소부장 업체 및 스마트팩토리 업체의 시장 신규 진출을 가정하면 5% M/S 확보가 현실적인 목표라고 판단됨.

<그림29> 글로벌 액츄에이터 공급 시나리오: 국내 액츄에이터 업체들의 북미 시장 점유율이 관건

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
북미권 액츄에이터 TAM (원)	536,800,000,000	1,865,600,000,000	3,491,840,000,000	5,316,608,000,000	8,146,124,800,000	13,033,799,680,000
자체 설계 및 생산 (원)	53,680,000,000	186,560,000,000	349,184,000,000	531,660,800,000	814,612,480,000	1,303,379,968,000
액츄에이터 업체 수주 물량 (원)	-	-	-	-	-	-
영업이익률 (%)	-	-	-	-	-	-
OEM (원)	375,760,000,000	1,305,920,000,000	2,444,288,000,000	3,721,625,600,000	5,702,287,360,000	9,123,659,776,000
액츄에이터 업체 수주 물량 (원)	375,760,000,000	1,305,920,000,000	2,444,288,000,000	3,721,625,600,000	5,702,287,360,000	9,123,659,776,000
영업이익률 (%)	20	18	16	15	13	12
완제품 구매 (원)	107,360,000,000	373,120,000,000	698,368,000,000	1,063,321,600,000	1,629,224,960,000	2,606,759,936,000
액츄에이터 업체 수주 물량 (원)	107,360,000,000	373,120,000,000	698,368,000,000	1,063,321,600,000	1,629,224,960,000	2,606,759,936,000
영업이익률 (%)	26	23	21	19	17	15
국내 액츄에이터 업체 매출 규모(시장 점유율 5% 가정)	24,156,000,000	83,952,000,000	157,132,800,000	239,247,360,000	366,575,616,000	586,520,985,600
국내 액츄에이터 업체 매출 규모(시장 점유율 10% 가정)	48,312,000,000	167,904,000,000	314,265,600,000	478,494,720,000	733,151,232,000	1,173,041,971,200
국내 액츄에이터 업체 매출 규모(시장 점유율 20% 가정)	96,624,000,000	335,808,000,000	628,531,200,000	956,989,440,000	1,466,302,464,000	2,346,083,942,400
중화권 액츄에이터 TAM (원)	254,800,000,000	669,760,000,000	1,607,424,000,000	3,522,355,200,000	7,916,912,640,000	18,141,806,592,000
자체 설계 및 생산 (원)	25,480,000,000	66,976,000,000	160,742,400,000	352,235,520,000	791,691,264,000	1,814,180,659,200
액츄에이터 업체 수주 물량 (원)	-	-	-	-	-	-
영업이익률 (%)	-	-	-	-	-	-
OEM (원)	152,880,000,000	401,856,000,000	964,454,400,000	2,113,413,120,000	4,750,147,584,000	10,885,083,955,200
액츄에이터 업체 수주 물량	152,880,000,000	401,856,000,000	964,454,400,000	2,113,413,120,000	4,750,147,584,000	10,885,083,955,200
영업이익률	20	18	16	15	13	12
완제품 구매 (원)	76,440,000,000	200,928,000,000	482,227,200,000	1,056,706,560,000	2,375,073,792,000	5,442,541,977,600
액츄에이터 업체 수주 물량	76,440,000,000	200,928,000,000	482,227,200,000	1,056,706,560,000	2,375,073,792,000	5,442,541,977,600
영업이익률	26	23	21	19	17	15
국내 액츄에이터 업체 매출 규모(시장 점유율 1% 가정)	2,293,200,000	6,027,840,000	14,466,816,000	31,701,196,800	71,252,213,760	163,276,259,328
국내 액츄에이터 업체 매출 규모(시장 점유율 5% 가정)	11,466,000,000	30,139,200,000	72,334,080,000	158,505,984,000	356,261,068,800	816,381,296,640
국내 액츄에이터 업체 매출 규모(시장 점유율 10% 가정)	22,932,000,000	60,278,400,000	144,668,160,000	317,011,968,000	712,522,137,600	1,632,762,593,280

자료: iM증권 리서치본부

2H25 국내 로보틱스 산업 투자 전략: 액츄에이터 업종 비중 확대 추천

- 2H25 국내 로보틱스 섹터 투자전략으로 액츄에이터 업종 비중 확대를 추천. 이는 (1) 휴머노이드 상용화를 위한 액츄에이터 수요 증가라는 낙수효과가 일부 실적으로 연결될 것이며, (2) 자동화 장비 및 자동차량 액츄에이터 등과 같은 본업 업황이 나쁘지 않을 것으로 전망되며, (3) 2026년부터 본격적인 수주 물량이 발생할 가능성이 높음에 따라, 미래 수주를 현재 시점의 밸류에이션에 반영할 당위성이 충분하다는 점에서 기인.

<그림30> 2H25 국내 로보틱스 산업 투자 전략: 액츄에이터 업종 비중 확대 추천

업종 구분	휴머노이드 상용화 수혜 정도	본업 업황	밸류에이션 매력도	업종 구분	휴머노이드 상용화 수혜 정도	본업 업황	밸류에이션 매력도
휴머노이드 완제품				협동로봇 조립			
레인보우로보틱스	높음	보통	낮음	두산로보틱스	낮음	낮음	낮음
액츄에이터 모듈 공급				유일로보틱스			
로보티즈	높음	높음	높음	유일로보틱스	낮음	보통	낮음
하이젠알앤엠	높음	보통	낮음	뉴로메카	낮음	낮음	낮음
삼현	높음	높음	보통	나우로보틱스	낮음	보통	낮음
정밀감속기 및 하위 부품				웨어블로봇			
에스피지	보통	낮음	높음	엔젤로보틱스	보통	보통	보통
에스비비테크	보통	낮음	낮음	피앤에스미캐닉스	보통	보통	보통
이랜시스	보통	낮음	낮음	물류로봇			
알에스오토메이션	보통	낮음	낮음	티로보틱스	낮음	보통	낮음
소프트웨어				LS티라유택			
클로봇	높음	높음	낮음	LS티라유택	낮음	보통	낮음
씨메스	높음	보통	낮음	브이윌텍	낮음	보통	낮음
				4족보행로봇			
				케이알엠	낮음	보통	보통
				케이엔알시스템	낮음	보통	보통

자료: iM증권 리서치본부

2H25 국내 로보틱스 산업 투자 전략: 액추에이터 업종 외 일부 정밀감속기 업체 관심 요망

- 국내 액추에이터 업종 내 휴머노이드 상용화와 관련성이 높은 업체는 로보티즈를 꼽을 수 있음. 이외에도 정밀 감속기 업체들의 신규 시장 진출 가능성이 상당히 높음. 액추에이터 모듈을 구성하는 하위 부품은 정밀감속기, 모터, 엔코더 등인데 이 중 정밀감속기의 원가 비중 및 기술 장벽이 가장 높기 때문임. 실제로 에스피지의 경우 휴머노이드용 액추에이터 개발에 나서는 모습을 보여주는 중.
- 즉 액추에이터 업종 비중 확대를 추천함과 동시에 유의미한 고객사 확보에 성공한 정밀 감속기 업체에 관심을 두는 것 또한 필요할 것으로 판단됨.

<그림31> 2H25 국내 로보틱스 산업 투자 전략: 액추에이터 업종 외 일부 정밀감속기 업체 관심 요망

업종 구분	업체명	시가총액(억원)	주요 투자포인트
액추에이터 및 모터			
	로보티즈	7,518	로봇용 액추에이터 공급 업체이며, 매출 비중 90%. Tesla, Unitree Robotics 등 주요 고객사향 레퍼런스 확보
	하이젠알엔엠	11,027	스마트 액추에이터 솔루션 공급을 목표로 하고 있으나, 아직 로봇용 제품 레퍼런스가 부족한 것은 약점
	삼현	4,271	현대자동차량 자동차용 액추에이터 공급 업체. 협동로봇 및 휴머노이드용 액추에이터 개발 중인 상황
감속기			
	에스피지	5,289	SH 감속기, SR 감속기 등을 국산화하여 협동 로봇 및 산업용 로봇에 공급.
	에스비비테크	1,295	자체 개발한 하모닉 감속기 및 로보드라이브 감속기를 삼성전자, 현대자동차 등 주요 기업에 공급.
	이랜시스	1,468	삼성전자의 웨어러블 로봇 '봇핏'에 사용되는 감속기 공급
	우림피티에스	694	초소형 로봇 감속기 국책 과제 수행, 정밀 감속기 개발에 주력. 삼성중공업향 중대형 감속기 공급.
	해성에어로로보틱스	661	로봇용 사이클로이드 감속기를 개발하는 업체. 약 29개에 이르는 넓은 모델 라인업이 특징점.
베어링			
	에스비비테크	1,295	국내 최초 세라믹 볼 베어링 국산화, 정밀 로봇 부품용 베어링 공급.
엔코더			
	알에스오토메이션	1,419	초소형 정밀 정전용량식 엔코더 개발 및 공급
SI 및 소프트웨어			
	클로봇	4,383	자율주행~협동로봇 등 완제품을 최종 고객사에게 납품하고, 유지-보수 서비스를 제공하는 SI 업체
	씨메스	2,757	여러 종류의 센서와 자사 SI 비전 소프트웨어를 결합한 턴키 솔루션 제공. 물류/협동로봇 업체가 주요 고객사

자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부
주: 5/29 종가 기준



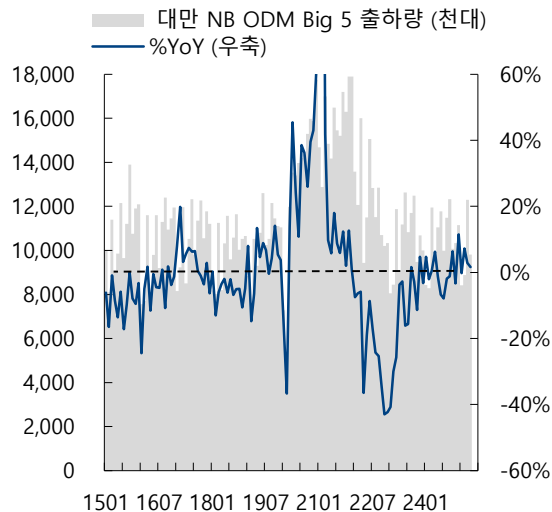
[반도체]

업황 재둔화 예상. 저점 매수 전략 유효

PC: 관세 부과 전 선구매 효과가 둔화되기 시작한 듯

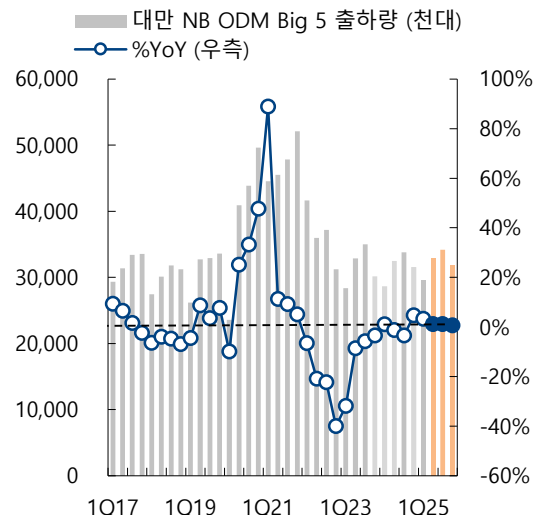
- 1Q25 대만 NB ODM 출하량은 29.6백만대로 QoQ -6%, YoY +3%로 일반적인 계절성 대비 매우 양호
- 4월 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 9.8백만대로 MoM -20%, YoY +2%의 증감률을 기록한 것으로 보임. YoY 증감률이 전월의 +3%에서 둔화
- 최근의 양호한 출하량은 관세 부과 전 선구매가 지속된 영향인 것으로 판단됨. 실제로 2월, 3월 미국향 출하량이 강했음. 단 시장 소식에 따르면 2Q25에 진입하며 동 효과가 다소 약화되기 시작한 것으로 보임
- 관세가 결정될 경우, 선구매에 따른 부작용이 발생할 것으로 예상되며 CY25 PC 출하량 증가율을 기존 +1.4%와 유사한 +1.5%로 전망

<그림1> 대만 NB ODM 월 출하량과 %YoY



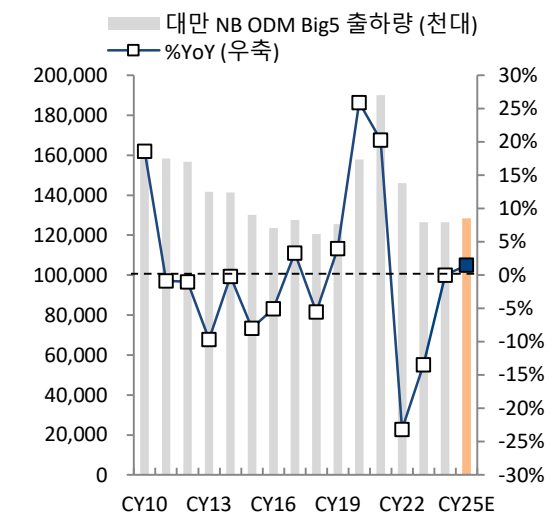
자료: 각사 자료

<그림2> 대만 NB ODM 분기 출하량과 %YoY



자료: 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림3> 대만 NB ODM 연간 출하량과 %YoY

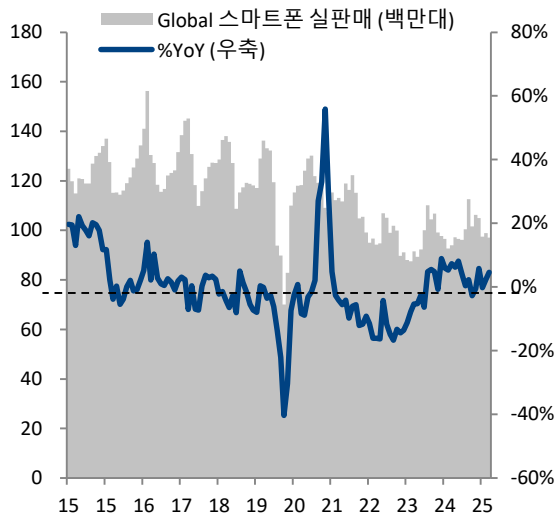


자료: 각사 자료, iM증권 리서치본부

스마트폰: CY25 스마트폰 출하 증가율 전망치를 -0.4%로 하향 조정

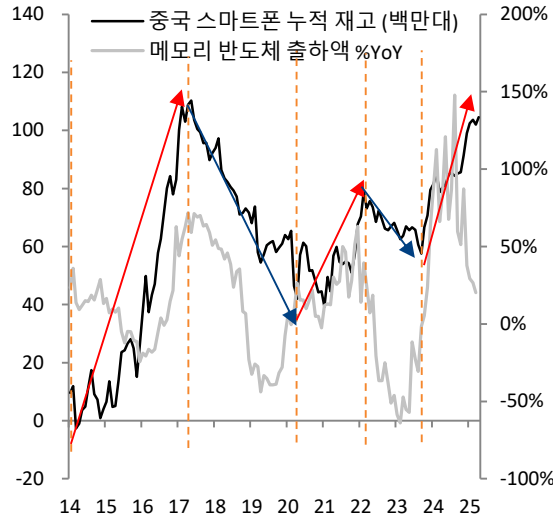
- CY25 4월 글로벌 스마트폰 판매량은 97.0백만대로 YoY 증감률이 +4.6%를 기록해 전월의 +2.4%에서 개선. 4월 지역별 판매량 YoY 증감률은 기타 지역 (43.4M, +7.52% -> +7.49%)을 제외한, 중국 (18.9M, -1.2% -> +1.0%), 유럽 (13.5M, -4.0% -> -2.4%), 인도 (11.4M, -0.9% -> +1.3%), 미국 (9.9M, +2.1% -> +14.8%) 등 전지역에서 개선. 특히 미국 지역의 대폭 상승을 감안 시, 관세 부과에 따른 가격 상승 전 구매의 영향이 있었던 것으로 판단됨
- 3월에 오랜만에 감소했던 중국 시장 누적 재고는 4월 판매량이 3월 출하량 (21.4M)을 하회함에 따라 4월에 다시 증가. 재고 축소 기간이 상승 기간과 유사했던 과거의 경험과 현재 누적 재고 수준을 감안 시, 향후 재고 축소에 따른 모바일 반도체 수요 부진은 좀더 지속될 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 1Q25 글로벌 스마트폰 출하량 YoY 증감률은 시장 조사기관들의 당초 예상치였던 +6%를 크게 하회하는 +2% 수준에 머문 것으로 보임. 향후 경기 불확실성과 시장 조사 기관의 하향 조정을 반영하여 CY25 스마트폰 출하 증가율 전망치를 기존의 +0.1%에서 -0.4%로 하향 조정함. 1Q~3Q25 아이폰 생산량 YoY 증가율 계획치도 당초의 +4.6%에서 -1.0% (140.5백만대)로 하향 조정된 것으로 보임

<그림4> 전세계 스마트폰 실판매량 및 %YoY



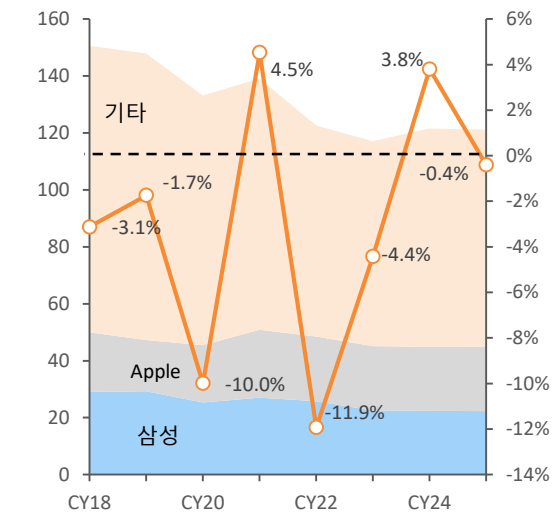
자료 : Counterpoint

<그림5> 중국 스마트폰 누적 재고 변화



자료 : 중국정보통신연구원, Counterpoint

<그림6> 전세계 스마트폰 출하량 및 %YoY



자료 : Counterpoint, iM증권 리서치본부

Server: FY25까지는 강력한 AI 투자 기조가 지속될 것이나...

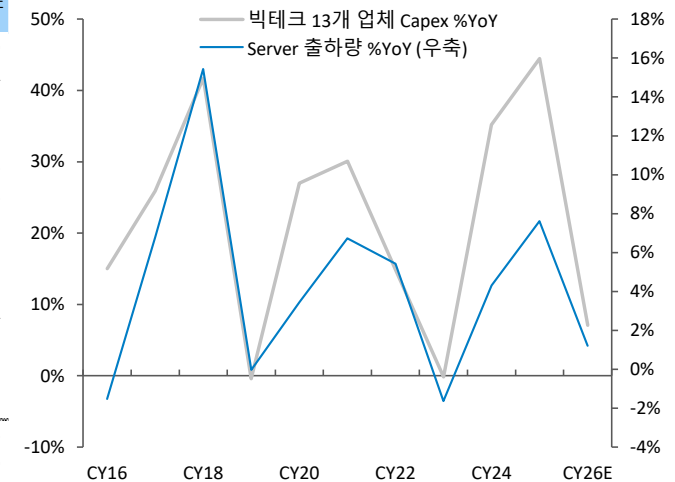
- 5월 16일 집계된 미, 중 빅테크 업체 13개사의 FY25 Capex 증감률 전망치는 +42.1%로 3월 31일 집계치 대비 1.1%p 하락. 당사는 빅테크 업체들의 Capex 증가율을 반영해 CY25 전체 서버 출하량 증가율을 7.6%로 전망
- Meta, Microsoft 등 업체들은 FY25 Capex의 증가를 발표하고 DeepSeek의 영향으로 중국 빅테크 업체들의 Capex는 지속 상향 중. 반면 Microsoft는 FY26부터 AI 투자액 증감률이 하락할 것임을 밝혔으며, 또한 Alibaba는 현재 업계 AI 투자액이 실수요를 넘어서는 과잉 상태임을 언급. Amazon 역시 데이터센터 임차 계약 취소 소식
- 대만 서버 ODM 업체들에 따르면 2H25에는 GB200 생산 문제 해결에 따라 서버 출하가 크게 증가할 것으로 예상되었으나, GB300 출시 연기 및 1H25의 관세 부과전 서버 선구매의 영향으로 2H25 개선 정도가 다소 기대에 미치지 못할 가능성이 있음
- 현재 시장의 FY26 Capex 증감률 전망치는 +7.1%이며 이 경우 CY26 서버 출하량 증가율이 한자리수대 초반에 그칠 가능성이 있음

<표1> 주요 빅테크 업체들의 Capex 추이 및 전망

Capex (\$mn)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E		FY25E		FY26E
									3월 31일	5월 16일	3월 31일	5월 16일	
Google	10,212	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	52,535	52,535	74,978	74,889	77,140
Apple	12,734	12,451	13,313	10,495	7,309	11,085	10,708	10,959	9,447	9,447	10,825	10,919	12,044
Meta	4,491	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	37,256	37,256	59,362	66,555	71,752
Amazon	7,804	11,955	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	82,999	82,999	105,317	104,260	108,362
Microsoft	8,129	11,632	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	44,477	43,905	43,905	63,398	65,103	72,535
IBM	3,567	3,229	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,048	1,048	1,566	1,519	1,595
Oracle	2,021	1,736	1,660	1,564	2,135	4,511	8,695	6,866	7,282	7,282	16,057	16,060	19,653
Paypal	669	667	823	704	866	908	706	623	683	683	918	895	938
eBay	626	666	651	508	463	444	449	456	458	458	476	498	508
Salesforce	464	534	595	643	710	717	798	736	658	658	708	708	784
Alibaba	2,609	4,507	7,400	6,517	6,379	8,311	5,014	4,597	5,517	11,673	11,231	11,526	14,093
Tencent	1,492	1,800	3,356	3,927	5,719	4,808	3,452	3,017	6,107	9,675	10,343	13,222	12,562
Baidu	631	708	1,327	931	738	1,689	1,232	1,580	1,130	1,130	1,500	1,506	1,619
Total	55,448	69,802	98,927	98,527	125,142	162,804	187,068	186,803	249,024	258,748	356,679	367,661	393,585
미국 IDC Capex	50,717	62,787	86,843	87,152	112,307	147,996	177,370	177,608	236,271	236,271	333,605	341,407	365,310
중국 IDC Capex	4,731	7,015	12,084	11,375	12,835	14,808	9,698	9,195	12,753	22,477	23,075	26,255	28,274
Total %YoY	15.0%	25.9%	41.7%	-0.4%	27.0%	30.1%	14.9%	-0.1%	33.3%	38.5%	43.2%	42.1%	7.1%
미국 업체 %YoY	14.4%	23.8%	38.3%	0.4%	28.9%	31.8%	19.8%	0.1%	33.0%	33.0%	41.2%	44.5%	7.0%
중국 업체 %YoY	21.7%	48.3%	72.2%	-5.9%	12.8%	15.4%	-34.5%	-5.2%	38.7%	144.5%	80.9%	16.8%	7.7%

자료 : Bloomberg

<그림7> 빅테크 Capex와 Server 출하량 증감률 비교



자료 : Bloomberg, IDC, 대만 서버 ODM, iM증권 리서치본부

Server: CY25 CoWoS Capa 할당량 및 AI 가속기 반도체 생산 전망치 하향

- TSMC는 가속기 반도체향으로 동사 CY25 CoWoS Capa 할당량을 당초 전망치 650~700K에서 632K로 하향. CY25 Nvidia에 대한 CoWoS Capa 할당량도 390K (TSMC 380K, Amkor 10K)로 당초 전망치 440K에서 하락. Amkor의 CoWoS Capa 할당량은 CY24의 50K에서 오히려 감소. AMD, AWS에 대한 CY25 CoWoS Capa 할당량도 기존 전망치 60K, 120K에서 50K, 76K로 하향된 듯
- Nvidia에 대한 CoWoS Capa 할당량의 감소는 B300A GPU의 Pkg.가 CoWoS-L로 변경되고 중국향 H20 및 B20의 수요 발생이 불확실해졌기 때문. AMD의 경우 과잉 재고, AWS의 경우 Trainium 2 R2와 3의 출시 연기가 CoWoS Capa 할당량 축소의 원인
- CY25 Nvidia AI GPU 생산량은 7.6백만개 (YoY +45%), 전체 가속기 반도체 생산량은 13.4백만개 (YoY +31%)로 신규 추정되며 이는 당사 기존 전망치 Nvidia 8.4백만개, 전체 14.6백만개에서 하향 조정된 것임
- Nvidia의 GB200 NVL72 DGX 서버 Rack의 출하량은 생산 차질에 따라 1Q25에 1K 이하, 2Q25에 3~4K, CY25 연간 10K 수준에 머물 것으로 보임. 또한 대만 서버 ODM 업체들에 따르면 GB300 서버의 생산 개시가 6월 말로 예정되어 있었으나 다소 연기될 가능성 존재

<표2> CoWoS Capa 할당량에 기반한 CY25 가속기 반도체 생산 가능량 추정

CY25	Nvidia AI GPU 생산량	Net Die	H100	29	
			H200	29	
			New H20	29	
			B200	15	
			B200A/B300A	30	
			B300	15	
		CoWoS (K)		390	98%
		비중	H100	0%	
			H200	2%	
			New H20	4%	
			B200	36%	
			B200A/B300A	24%	
			B300	34%	
		Chip 수 (K)	H100	0	
			H200	226	
			New H20	493	
			B200	2,106	
			B200A/B300A	2,760	
			B300	1,992	
			Total	7,577	45%
	AMD AI GPU 생산량	Net Die	MI325X/350	16	
		CoWoS (K)		50	14%
		비중	MI325X/350	100%	
		Chip 수 (K)	MI325X/350	800	14%
	Intel AI GPU 생산량	Net Die	Gaudi3	20	
		CoWoS (K)		10	25%
		비중	Gaudi3	100%	
		Chip 수 (K)	Gaudi3	200	0%
	ASIC/FPGA 생산량	Net Die	Avg.	25	
		CoWoS (K)		192	61%
		Chip 수 (K)		4,800	18%
	Total AI 가속기 생산량	Chip 수 (K)		13,377	31%

자료 : 대만 서버 ODM, TSMC, iM증권 리서치본부

HBM 업황: 업계 수요/판매량 전망치 하향 조정

- CY25 HBM 실수요량은 23.1억 GB로 YoY 121% 증가할 전망이다. 이는 당초 전망치 24.1억 GB 대비 소폭 하향 조정된 것임. 반면 CY25 업계 생산량 전망치는 31.8억 GB (SK하이닉스 16.2억 GB, 삼성전자 10.6억 GB, Micron 5.0억 GB)로 기존의 37.5억 GB에서 대폭 하향
- CY25 HBM 생산량은 CY24에 이어 실제 수요량을 크게 상회할 전망이므로 향후 추가 하향 조정될 가능성이 높은 것으로 판단됨. 다만 서버 ODM 업체들에 따르면 현재 HBM 구매는 과거와 달리 전혀 어렵지 않은 상황임
- CY25 시장 수요 증가율이 121%인 반면 1위 업체인 SK하이닉스의 CY25 생산 증가율이 100%에 불과한 점은 CY26의 공급 과잉 가능성을 의식함에 따른 것으로 추정됨. 삼성전자의 1H25 HBM 판매량은 2H24 대비 50% 이상 감소할 전망이며 6, 7월 인증 완료 예정인 3E 12단 제품이 Nvidia 시장 진입에 실패할 경우, 동사 CY25 HBM 판매량과 생산 계획이 하향 조정된 당사의 현재 예상치를 추가 하회할 수 있음
- 중국 업체들의 GPU향으로는 주로 삼성전자의 HBM 2E가 공급되어 왔으나 현재 HBM 2E 단계에 머물러 있는 중국의 CXMT가 향후 HBM 3를 공급할 수 있을지가 변수임

<표3> CY24, CY25 HBM 실수요량 추정

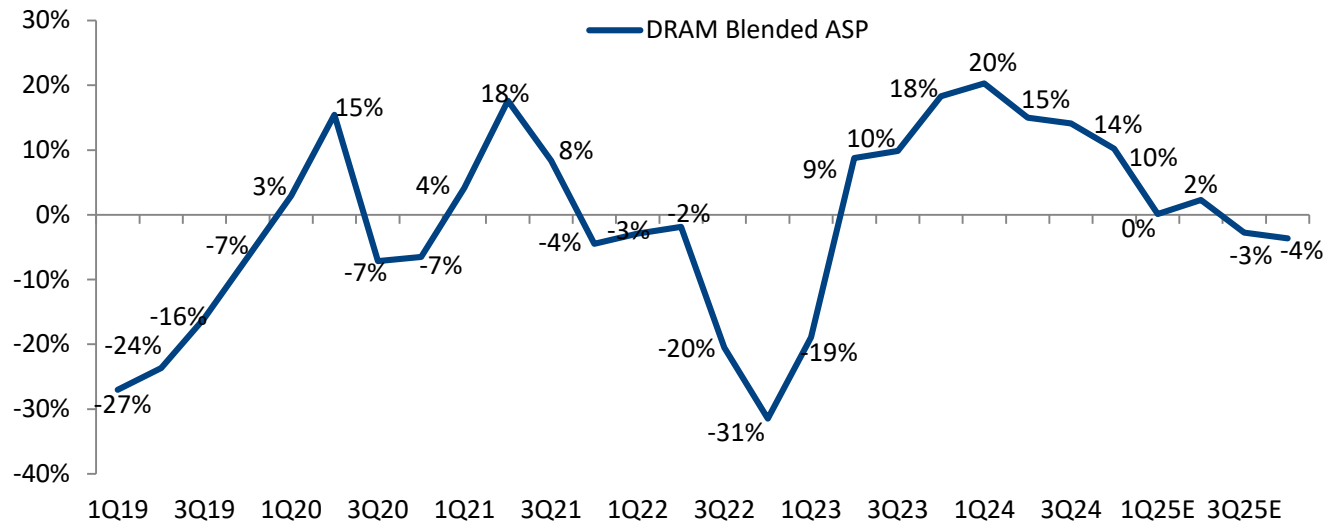
	고객	가속기 반도체		HBM					
		제품명	생산량 (K)	제품명	개당 용량 (GB)	가속기당 개수	가속기당 총용량	수요 (M GB)	% YoY
CY24	Nvidia	H20	1,015	HBM3	16	6	96	97	
		H100	1,769	HBM3	16	5	80	142	
		H200	1,945	HBM3E	24	6	144	280	
		B200	509	HBM3E	24	8	192	98	
		Total	5,238					617	436%
	AMD	MI300X	704	HBM3	24	8	192	135	646%
	Intel	Gaudi2	120	HBM2E	16	6	96	12	
Gaudi3		80	HBM2E	16	8	128	10		
	Total	200					22	152%	
	기타	ASIC/FPGA	4,069	HBM2E/3	17	4	67	271	287%
	Total		10,211				102	1,045	393%
CY25	Nvidia	H100	0	HBM3	16	5	80	0	
		H200	226	HBM3E	24	6	144	33	
		New H20	493	HBM3E	24	6	144	71	
		B200	2,106	HBM3E	24	8	192	404	
		B200A/B300A	2,760	HBM3E	36	4	144	397	
		B300	1,992	HBM3E	36	8	288	574	
		Total	7,577					1,479	140%
	AMD	MI325X/350	800	HBM3E	36	8	288	230	70%
	Intel	Gaudi3	200	HBM2E	16	8	128	26	18%
		기타	ASIC/FPGA	4,800	HBM3/3E	24	5	120	576
	Total		13,377				173	2,311	121%

자료: 대만 서버 ODM, 각사 자료, iM증권 리서치본부

2H25: 반도체 가격 재하락 예상

- 2H25에 관세부과 전 선구매의 부작용이 나타날 수 있는 상황에서 고객 및 유통 채널 내 DDR5 재고가 빠르게 증가 중이며, 최근 1B 나노 불량 문제가 해결되었고 삼성전자와 CXMT의 생산량이 증가할 전망이므로 DDR5 현물가격의 반등은 조만간 종료될 가능성이 높음. 시장 전반적으로 재고가 과다한 DDR4, NAND 가격의 반등 역시 2H25까지 장기화되기 어려울 전망이다. 반도체에 대한 개별 관세가 결정되거나 재고 보유량이 임계점을 넘을 경우, 모듈 업체들 및 유통 업체들의 재고 정리에 따른 현물가격의 재하락이 나타나기 시작할 것으로 판단됨
- 2Q25 Legacy DRAM과 NAND 고정거래가격은 5~7% 가량의 상승이 예상되며, 제품 믹스의 변화에 따라 반도체 업체들의 DRAM, NAND Blended ASP는 0~5% 상승할 것으로 전망됨. 단 향후 DDR5 생산 증가가 예상되는 가운데 관세 부과 전 선구매와 투기성 수요가 둔화될 경우, 3Q25 이후로는 고정거래가격이 상승세를 지속하기 어려울 것으로 판단됨
- 대부분의 시장 참여자들은 1H25 현재 시장 상황이 정상적이지 않으며 2H25에는 일반적인 계절성보다 수요가 약할 가능성이 높음을 인지하고 있는 것으로 보임. 현재 고객들의 DRAM 재고가 서버 업체 12주, PC 업체 6주 수준으로 정상 재고보다 약간 많은 것으로 알려져 있으나, 동 고객들의 완성품 Set 재고는 빠르게 증가 중인 것으로 보임. 또한 유통 채널 내 메모리 반도체 재고는 여전히 역대급으로 높은 수준임

<그림8> SK하이닉스 DRAM Blended ASP QoQ 증감률 추정

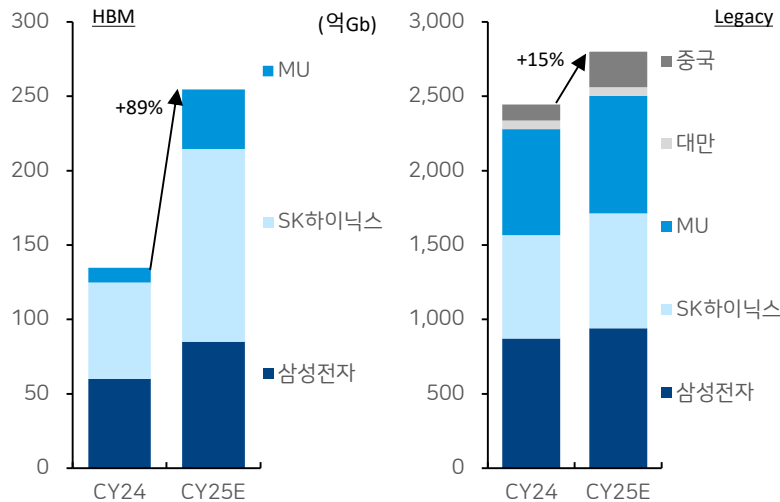


자료 : SK하이닉스, DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

2H25: 업황 재둔화 가능성이 높은 듯

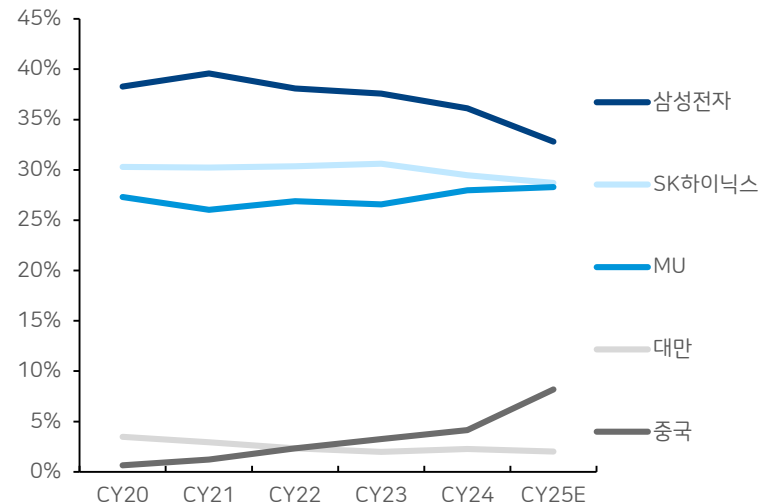
- 삼성전자는 CY25 HBM 생산 증가율이 42%로 하락하고 Legacy DRAM 생산 증가율은 1b 나노 DDR5 위주로 9% 증가할 전망이다. SK하이닉스의 CY25 생산량 증가율은 HBM, Legacy DRAM 모두에서 당초 전망치인 100%, 11%가 유지될 듯. Micron의 CY25 HBM, Legacy DRAM 생산량 증가율은 각각 300%, 11%로 추정됨. CXMT 등 중국 DRAM 업체들의 CY25 생산량은 YoY 125% 증가할 전망이다
- 당사의 현재 CY25 업계 Legacy DRAM 및 HBM 생산 증가율 전망치는 15%와 89%로 기존의 12%와 126%에서 변경되었으며 Blended 기준 DRAM 생산 증가율은 19%. 삼성전자의 올해 HBM 판매 증가율이 0%를 하회할 가능성이 높으므로 향후 추가적으로 HBM 생산 증가율이 하락하고 Legacy DRAM 생산 증가율은 상승할 가능성이 있는 것으로 판단됨
- 관세 부과 전 선구매와 공급 제한에 따라 1H25까지는 DRAM 업황이 당초 우려보다 양호하나, 2H25 이후에는 선구매의 부작용과 생산량 증가에 따라 Legacy DRAM 업황이 재둔화될 가능성이 높은 것으로 전망됨
- 2H25 반도체 업황이 재둔화된다면 이를 6개월 선행하는 반도체 주가의 5월 반등이 주가 추세 상승의 시작은 아닌 것으로 판단됨

<그림9> HBM, Legacy DRAM 생산량 및 YoY 증감률 현재 전망



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림10> 출하량 기준 연도별 DRAM 시장 점유율 추정

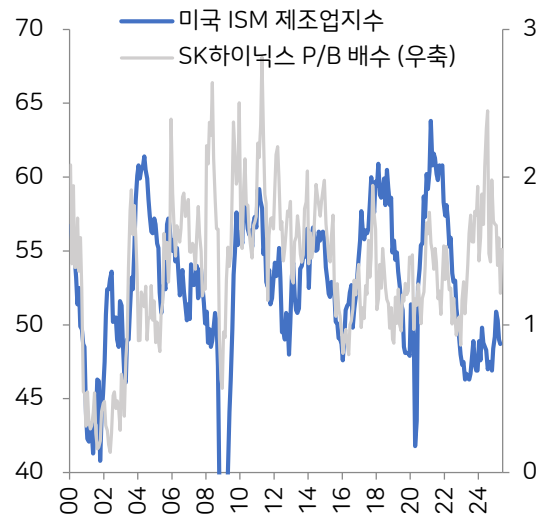


자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

경기선행지표: 추세 상승 전환을 확인하기 위한 시간이 필요

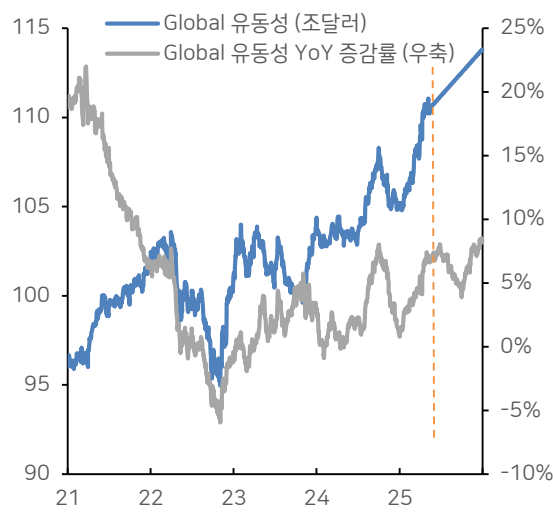
- 미국 ISM 제조업지수는 CY25 1월까지 반등하다 2, 3, 4월에 하락. 최근의 반락세가 추세 상승으로 전환될 경우 역사적으로 동 경기선행지표와 높은 상관 관계를 보여온 반도체 주가 역시 긍정적 영향을 받게 될 것으로 전망됨. 단 미국 트럼프 정부의 관세 부과 지속 및 중국과의 마찰 재발생 가능성을 감안 시 미국 ISM 제조업 지수와 반도체 주가의 단기내 추세 상승은 기대하기 어려운 상황인 듯
- 최근 달러 약세에 따라 달러 표시 Global 유동성이 빠르게 증가했으나 향후 지속 증가할 경우에도 반도체 주가와 동행하는 유동성 YoY 증감률은 추세 상승보다는 하락과 상승을 반복하는 모습이 전망됨
- Credit Impulse 지수에 이어 중국 M2 YoY 증감률도 CY24 11월 이후 CY25 3월까지의 하락세에서 벗어나 4월에 상승. 중국 경기선행지표들은 중국 정부의 경기 부양 정책에 따라 개선되고 있음. 단 향후 미국과의 마찰이 길어지거나 미국발 경기 둔화의 영향을 받는다면 중국 경기의 회복 속도가 제한적일 가능성도 남아있음

<그림11> 미국 ISM 제조업 지수와 반도체 P/B



자료 : Datastream

<그림12> Global 유동성 증감률 추정



자료 : Bloomberg

<그림13> 중국 M2 YoY 증감률

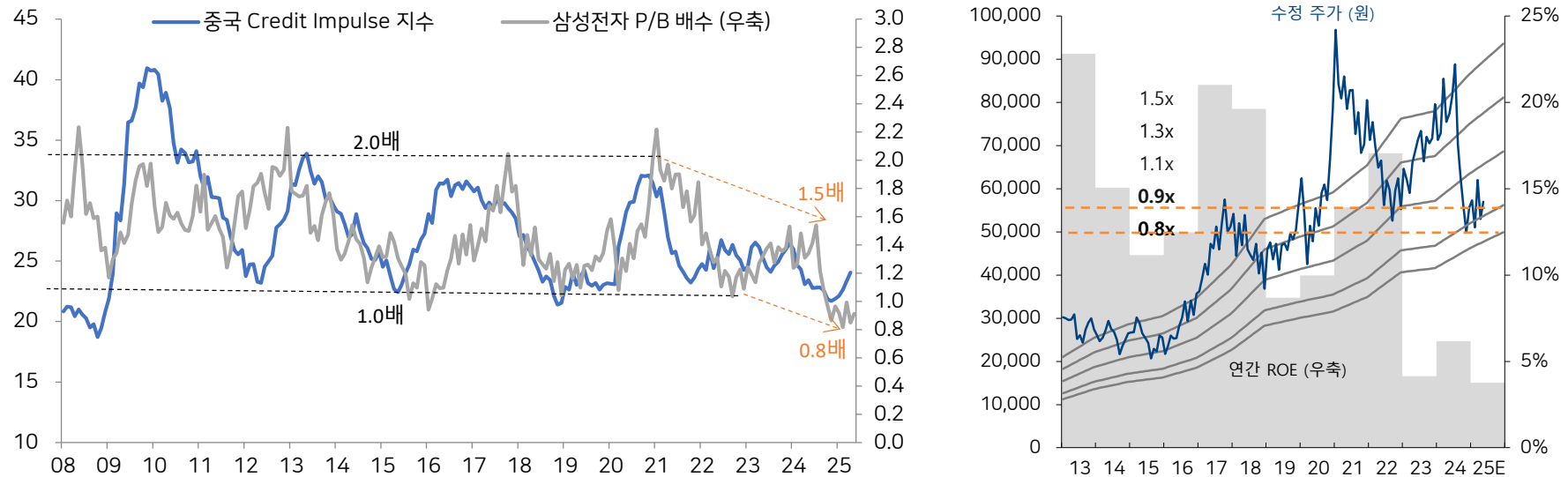


자료 : Bloomberg

삼성전자 Valuation: 아직은 좀더 지켜볼 필요가 있음

- 동사 현주가는 FY25 예상 BPS 대비 0.9배로 동사 직전 고점 주가는 P/B 1.5배였으며 저점 주가는 0.8배
- FY25 예상 BPS에 업황 둔화기 동사 저점 P/B 배수들의 평균값인 0.9배를 적용할 경우 56,000원의 주가 도출. 따라서 5만원대 중반 주가는 장기 측면에서 Valuation Merit가 있는 가격대인 것으로 판단됨
- 단 향후 경기가 둔화가 아닌 침체 상황으로 간다면 역대 최저 배수인 0.8배 (5만원)까지 하락할 가능성도 존재
- 장기적인 측면에서 Val. Merit에 따라 동사 주식에 대한 매수 관점이 적절하나 1C 나노 DRAM 및 HBM에서의 성과가 확인되어야 Val. Band가 회복 될 수 있을 전망이다
- 또한 6개월 내 업황 및 경기가 회복될 수 있을지, 침체될지 여부도 아직 불확실하므로 당분간은 지켜보는 전략이 적절한 듯

<그림14> 중국 Credit Impulse 지수와 삼성전자 P/B 밴드

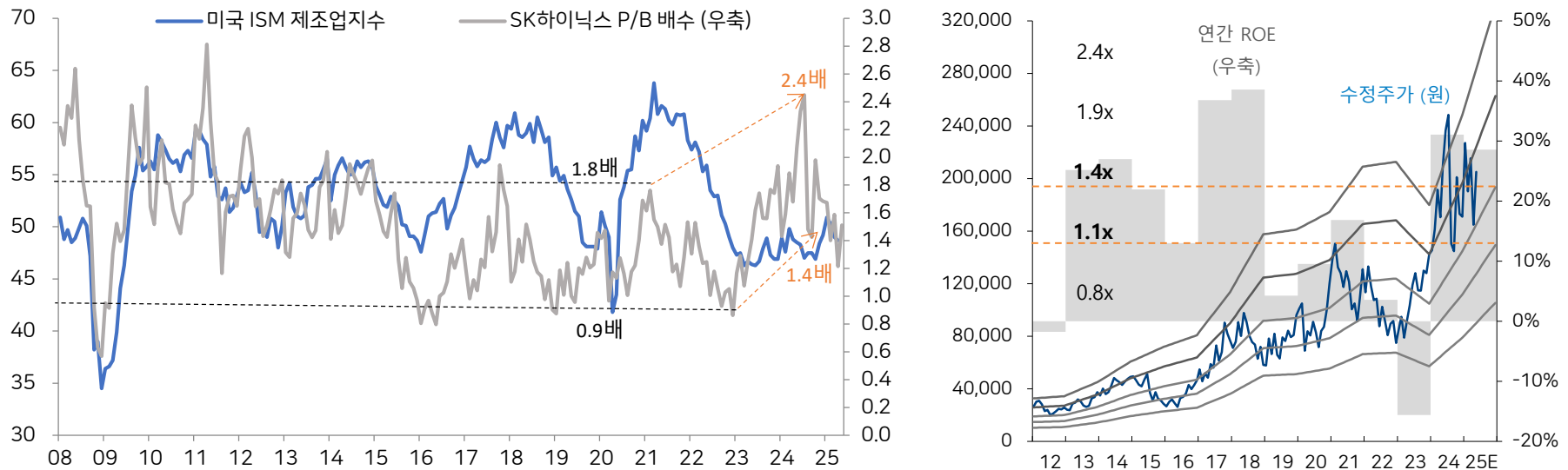


자료 : 삼성전자, Bloomberg, iM증권 리서치본부

SK하이닉스 Valuation: AI 투자 사이클 둔화에 따른 배수 하향?

- 경쟁력 강화와 AI 수혜를 반영해 최근 사이클에서 동사 고점 배수는 기존의 1.8배에서 2.4배까지 상승. 최저점 배수 역시 과거보다 매우 높은 1.4배 (19만원) 수준에서 형성
- 단 동사 직전 저점 주가는 FY25 예상 BPS 대비 1.2배로 최근 상향된 P/B 밴드를 하향 이탈. AI 투자 및 경기 둔화 가능성을 반영한 듯
- 경쟁사의 DDR5 및 HBM 공급 부진에 따라 동사 실적은 업황 하락기에도 상대적으로 양호했던 것으로 판단됨
- 그러나 AI 투자 사이클의 둔화가 확실해지거나 경기 침체가 발생할 경우, 저점 배수가 과거 수준인 1.1배 (15만원) 까지 하향 조정될 수 있으므로 당분간은 저점 매수 전략이 적절한 듯

<그림15> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 밴드



자료 : SK하이닉스, Datastream, iM증권 리서치본부



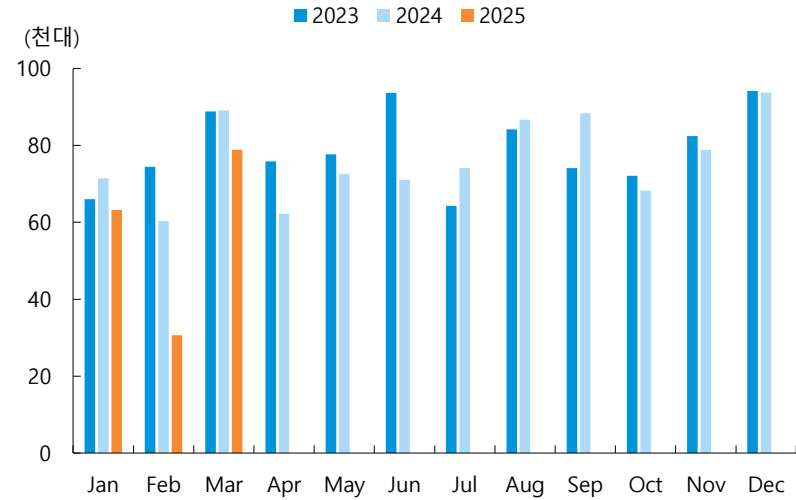
[이차전지]

터프한 영업 환경

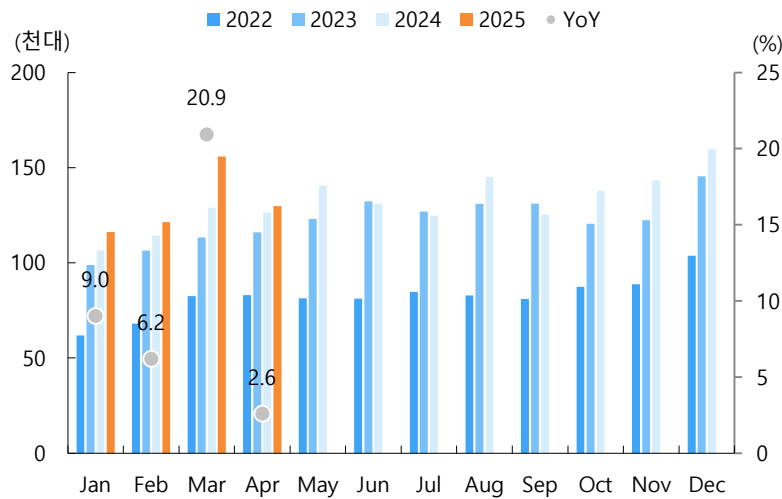
<그림1> 중국 친환경 승용차 월별 판매량



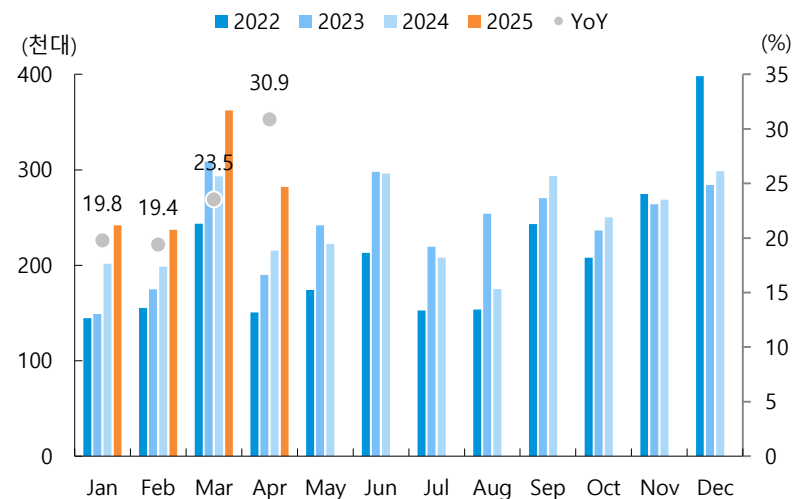
<그림2> 중국 생산 Model 3, Model Y 출하량(내수 판매+수출)



<그림3> 미국 월별 전기차(BEV+PHEV) 합산 판매량



<그림4> 유럽 월별 전기차(BEV+PHEV) 합산 판매량



자료 : Counterpoint, iM증권 리서치본부

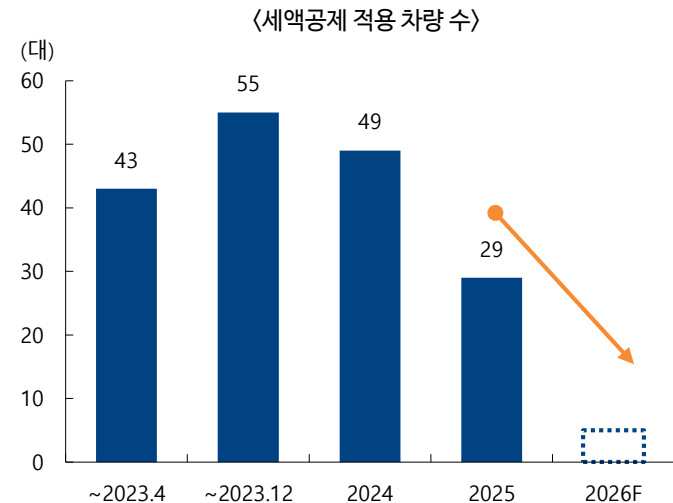
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

트럼프 행정부 2기의 전기차 정책 변화, 예상보다 강한 완화 기조

- 트럼프 대통령 취임 이후 행정명령을 통해 의회 협력이 필요 없는 일부 시나리오가 현실화되면서 국내 이차전지 시장의 최대 불확실성인 미국 전기차 정책 변화가 구체화되고 있다. 트럼프 대통령은 취임 1일차인 지난 1월 20일 약 42개의 행정명령에 서명하면서 임기를 시작했다. 전기차, 배터리 관련 주요 행정명령으로는 ① 바이든 정부 시절의 행정명령 철폐(EV Mandate(전기차 의무화)의 근거가 되는 행정명령 14037호가 포함), ② 미국 에너지의 해방(Unleashing American Energy) 등이 포함되었다. 이를 통해 EPA 온실가스 배출 기준과 NHTSA의 연비 기준을 폐지하거나 대폭 완화시켰다.
- 지난 5월 22일에는 'One Big Beautiful Bill Act'에 대한 세제 법안이 미국 하원을 통과했다. 이 법안에는 트럼프 대통령의 대선 감세 공약인 팁과 초과근무수당 면세, 국경 예산 강화 등의 내용이 포함되어 있으며, 감세에 필요한 재원을 마련하기 위해 IRA에 근거한 청정에너지 세액공제를 대폭 축소하는 방향이다. 세부적으로는 원산지 요건을 충족하는 전기차 구매자에 주는 최대 7,500달러의 세액공제(30D)는 폐지 시한을 2026년 12월 31일로 6년 앞당겼다. 2026년의 경우 세액공제 대상을 지난 16년간 미국에서 판매한 전기차가 20만대를 넘지 않는 자동차 업체의 전기차로 제한했기 때문에 사실상 올해가 지나면 혜택을 받는 업체가 많지 않을 전망이다. 또한 한국에서 생산된 전기차도 수혜 대상이었던 차량 대여(리스)와 렌터카 등 상업용 전기차에 제공하는 세액공제(45W)도 없애기로 했다. 첨단제조생산세액공제(45X)의 경우 폐지 시점을 2033년에서 2032년으로 1년 앞당길 예정이다. 공화당은 6월 중 상원 표결을 마치고 오는 7월 4일 미 독립기념일 이전에 트럼프 대통령 서명을 완료하겠다는 것이 목표이다.

<표1> 트럼프 대통령 당선 및 상하원 공화당 장악에 따른 전기차 정책 변화

정책 목표	IRA 전면 폐기	IRA 축소/수정 (보조금 폐지)	IRA 시행 세칙 조정	연방기관 배출규제 완화	CARB 배출규제 재량권 철회
방식	의회 협력		행정명령		행정명령 + 일부 사법부 협력
구조	상, 하원 공화당 우위		트럼프 행정부		연방대법원 보수 우위
변화 여부	X	하원 통과	행정명령 시행	행정명령 시행	상, 하원 통과

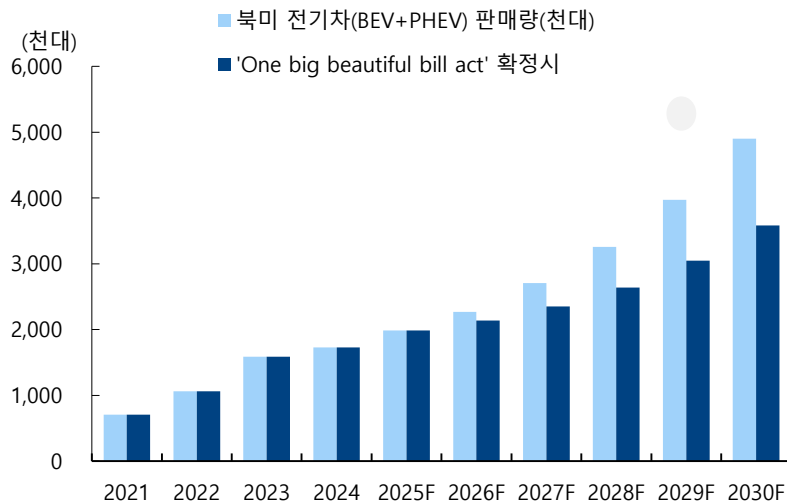


자료 : Marklines, iM증권 리서치본부

7월 'One big beautiful bill act' 확정시 북미 전기차 판매량 전망치 하향 조정 불가피할 전망

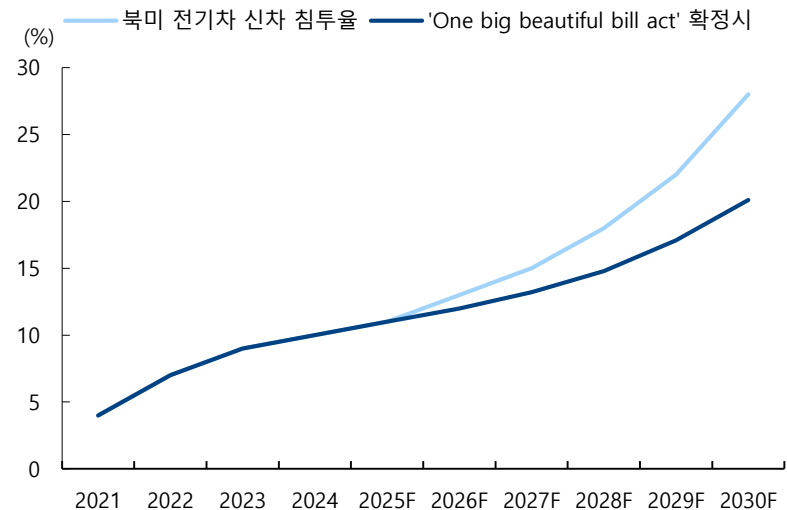
- 트럼프 행정부의 감세 법안인 'One big beautiful bill act'가 하반기부터 시행될 경우 북미 전기차(BEV+PHEV) 판매량의 중장기 전망치의 하향 조정이 불가피하다. 당사의 기존 전기차 판매량 전망치에 따르면 2030년 북미 신차 내 전기차 침투율은 약 28%를 달성할 것으로 예상했지만, 'One big beautiful bill act'가 시행될 경우 2026년부터 전기차 구매자에 주는 최대 7,500달러의 세액공제(30D) 혜택을 받을 수 있는 업체가 많지 않기 때문에 가격 경쟁력이 낮은 전기차 수요 저해 요인으로 작용할 가능성이 높다. 또한 CARB(California Air Resources Board)의 배출가스 규제 재량권도 철회될 예정이라는 것에 주목할 필요가 있다. 캘리포니아주는 연방 기준보다 더 엄격한 배출가스 기준(ZEV Mandate 포함)을 설정할 수 있었고, ZEV 의무 판매 비율을 규제화하여 2035년부터 내연기관 판매를 금지할 계획이었다. 특히 17개 주가 이에 동참하고 있었는데, CARB 배출가스 규제 재량권이 철회될 경우 전체 미국 신차 판매의 40~50%에 달하는 지역에서 전기차 판매 목표치가 법적 강제성을 잃을 수 있다.
- 이를 반영할 때 2026년부터 세액공제(30D) 혜택 축소될 수 있다는 것을 우려한 소비자들이 선제적 구매 영향으로 2025년 전기차 판매량은 전년 대비 약 15% 증가할 것으로 예상되나 2026년부터 북미 전기차 판매량 성장세는 당초 예상보다 둔화될 것으로 전망된다. 또한 2030년 신차 내 전기차 침투율은 기존 약 28%에서 약 20% 수준까지 낮아질 것으로 전망된다. 다만 완성차 OEM들의 증거가 전기차 라인업 확대, 전기 충전소 확충, 자율주행 기술의 고도화 등으로 인해 전기차 판매량의 점진적인 증가세는 여전히 유효할 것으로 판단된다.

<그림5> OVX의 재고 추이



자료 : Marklines, iM증권 리서치본부

<그림6> 미국 도매업체의 PC 재고 추이

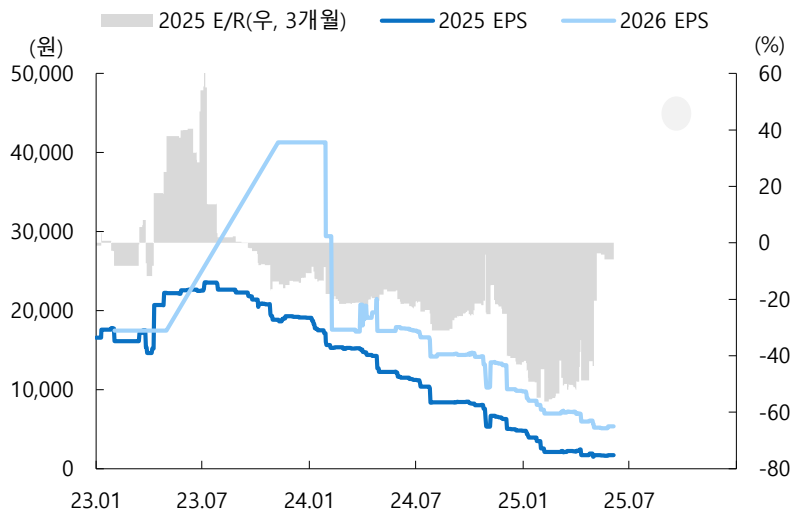


자료 : Marklines, iM증권 리서치본부

북미 전기차 시장 수요 둔화세 나타날 경우 국내 이차전지 업종 실적 컨센서스 추가 하향 조정될 것

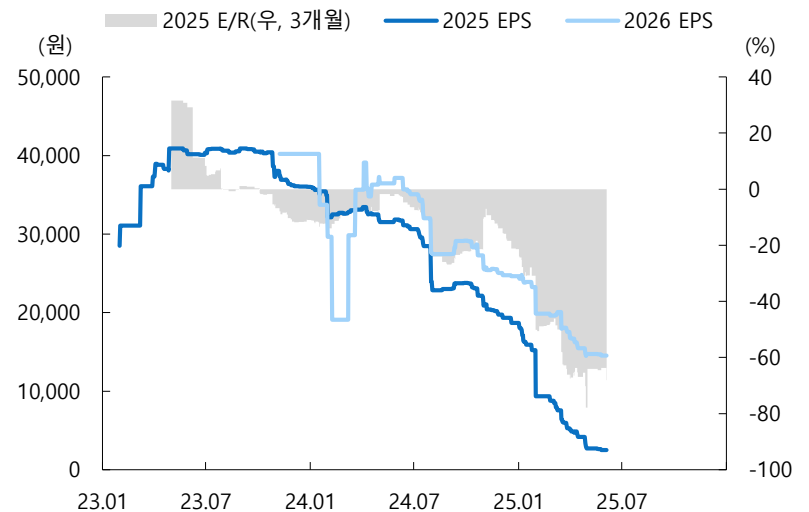
- 미국은 국내 이차전지 산업의 핵심 시장으로, IRA법을 통해 중국 기업의 시장 진입을 강력히 억제하고 있으며, AMPC 세액공제 혜택이 국내 배터리 셀 제조사들의 영업이익에서 차지하는 비중이 크다. 반면 유럽 전기차 배터리 시장에서 국내 업체의 점유율은 중국과의 경쟁 심화로 2021년 약 71%에서 2025년 1분기 약 36%로 급락했다. 특히 유럽 완성차 OEM들이 2025년 하반기부터 중국 LFP 배터리셀을 활용한 보급형 전기차 라인업을 확대할 계획이라는 점을 고려할 때 국내 업체의 점유율 하락은 2026년까지 지속될 가능성이 높다.
- 트럼프 행정부의 감세 법안인 'One Big Beautiful Bill Act'가 2025년 하반기 시행될 경우 북미 전기차(BEV+PHEV) 판매 전망치 하향 조정으로 국내 이차전지 업종의 실적 컨센서스가 추가로 낮아질 전망이다. 국내 이차전지 주가는 지난 2Q23 고점 이후 약 2년간 실적 추정치 하향 속에 가파른 하락세를 나타냈다. 현재 높은 밸류에이션 부담을 고려하면 추가 주가 조정이 불가피할 전망이다.

<그림7> LG에너지솔루션 시장 컨센서스 추이



자료 : Quantwise, iM증권 리서치본부

<그림8> 삼성SDI 시장 컨센서스 추이

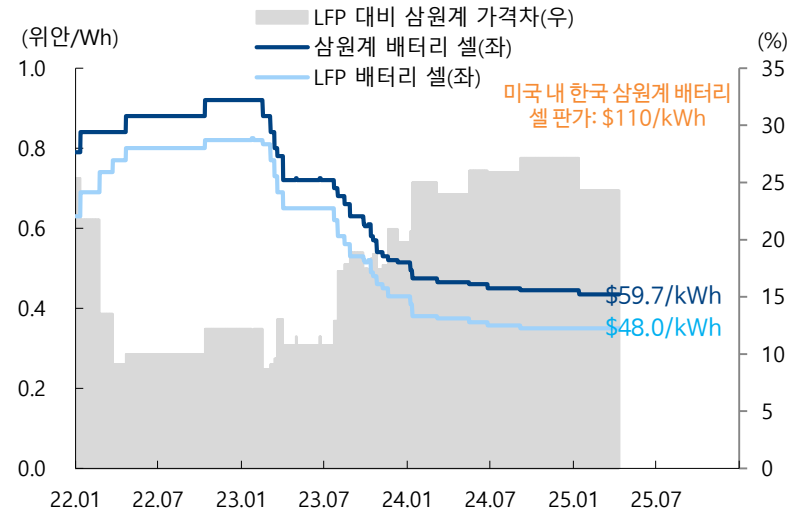


자료 : Quantwise, iM증권 리서치본부

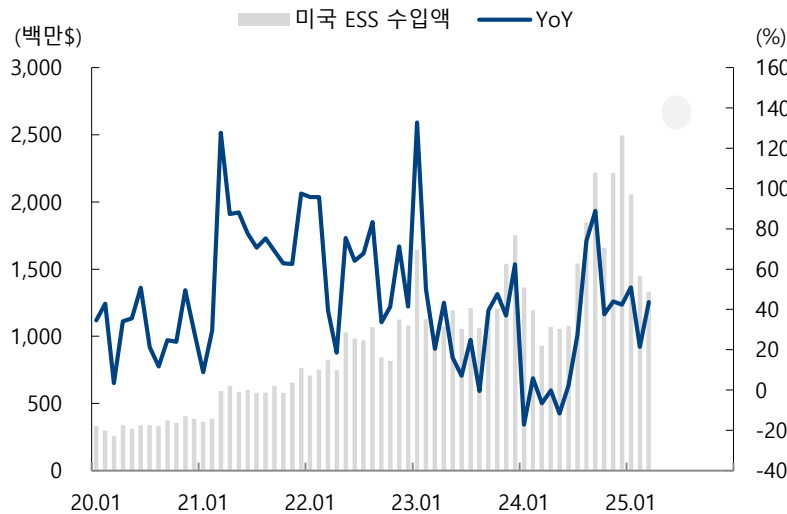
미-중 상호 관세 정책으로 인한 ESS 시장의 기회

- 향후 미-중 상호 관세 전쟁이 장기화될 경우 미국 내 산업 구조에 큰 변화를 가져올 것으로 예상된다. 특히 신재생 에너지 확산과 AI 데이터 센터 구축 확대에 따라 미국 ESS 시장은 빠르게 성장하고 있으며, 이 과정에서 국내 배터리 셀, 소재 업체들에게 새로운 기회가 열릴 가능성이 커질 것으로 전망된다. 현재 미국에서는 2023년부터 시행된 IRA법을 통해 전기차 및 EV용 배터리에 대해 매우 강력한 원산지 규정을 통해 중국산 배터리 적용을 강력하게 제재하고 있는 반면, ESS 부문은 규제가 현저히 완화되어 있다. 이러한 규제 차이로 인해 현재 미국이 수입하는 ESS 배터리 및 시스템 중 약 70% 이상이 중국산 LFP 배터리가 차지하고 있다. 그러나 트럼프 행정부는 전기차용 리튬이온 배터리와 비전기차용 배터리에 각각 58%, 41% 관세를 부과하기로 했으며, 2026년에는 추가 인상될 가능성도 높다. 향후 관세 부담이 크게 가중될 경우 중국산 배터리의 가격 매력도는 점차 약화될 수 있으며, 이에 따라 국내 배터리 셀 업체들이 시장을 대체할 수 있는 기회가 확대될 것으로 기대된다.

<그림9> 중국 내수 삼원계, LFP 배터리 현물 가격 추이

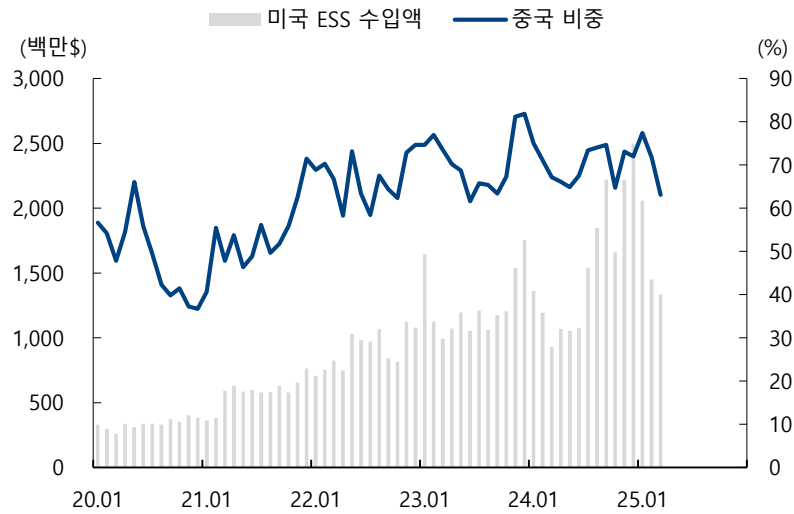


<그림10> 미국 ESS 월별 수입액



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

<그림11> 미국 ESS 월별 수입액과 중국 비중



자료 : Wind, KITA, iM증권 리서치본부

국내 업체들의 LFP, LMR 배터리 생산 확대 예상

- 올해부터 국내 배터리 셀 제조사들은 기존 주력 제품이었던 하이-니켈 삼원계 배터리 대비 가격 경쟁력이 우수한 신규 양극재 기반 제품군으로 생산 포트폴리오를 확대해 나갈 전망이다. 특히 LFP, LMR, 고전압 미드-니켈 계열 배터리에 대한 양산 계획이 구체화되고 있다. 국내 업체들은 여전히 중국계 배터리 기업에 비해 원가 경쟁력에서 열위에 있지만 미국의 대중국 제재 강화와 수입 규제 확대로 인해 중국산 배터리의 북미 시장 진입이 점차 어려워지고 있다는 점에서 중장기적으로 의미 있는 기회 요인으로 작용할 수 있다.
- LG에너지솔루션은 2025년 6월부터 미국 미시간 공장에서 ESS용 LFP 배터리 셀의 양산을 개시하였으며, 2026년부터는 Renault 전기차용 LFP 배터리 셀 생산도 시작할 예정이다. 삼성SDI도 2026년 ESS용, 2027년 EV용 LFP 셀 생산을 계획하고 있으며, 제품 포트폴리오의 다변화와 주요 완성차 OEM 대상 수주 확대를 동시에 추진하고 있다.

<표2> 미국 도매업체의 PC 재고 추이

업체 및 공장	지역	종류	주요 고객사	Capa.	가동 시점
LG에너지솔루션				34 GWh	
	미국	LFP	ESS	17 GWh	2Q25
	폴란드	LFP(EV)	Renault	17 GWh	2026
	미국	LMR(EV)	(Tesla, GM)	-	2028
삼성SDI				16 GWh	
	미국	LFP	ESS	8 GWh	2026
	미국	LFP(EV)	GM	8 GWh	2027
	미국	고전압 미드-니켈	(EV)	-	2028

<표3> 주요 이차전지 기술 방식별 특징 비교

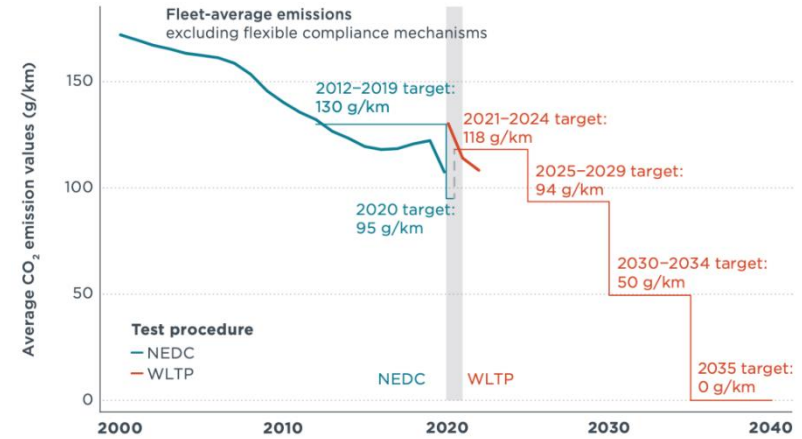
구분	하이-니켈 삼원계	NMX (Co-Free High-Ni)	고전압 미드-니켈 (High Voltage NCM)	LMR (Li/Mn Rich)	LFP
Ni 함량	매우 높음(≥80%)	매우 높음(≥90%)	중간(60~70%)	낮음	없음
Co 함량	소량(5~10%)	거의 없음(0~2%)	일부 있음(5~10%)	없음	없음
Mn 사용	보통	많음(Ni-Mn 중심)	보통	매우 많음	없음
Li 과잉	없음	없음	없음	있음	없음
전압 범위	4.2~4.4V	4.2~4.4V	4.4~4.6V	4.4V 이상	~3.6V
에너지 밀도	★★★★★	★★★★☆	★★★★☆	★★★★★	★★★★☆
수명	★★★★☆	★★★☆☆	★★★★☆	★★★☆☆	★★★★★
안전성	★★★☆☆	★★★☆☆	★★★☆☆	★★★☆☆	★★★★★
비용	★★★☆☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★★
장점	고에너지 밀도, 고출력	저비용 + 고밀도	균형(비용/수명/밀도)	초고용량 가능성	가격, 수명, 안전성 우수
단점	열불안정성, Co 가격 영향	수명/열화 위험	전해질 안정성 문제	전압 강하, 수명	에너지 밀도
상용화 수준	대량 양산	개발 중(상용화 가능성 ↓)	개발 중	개발 중	대량 양산

자료 : iM증권 리서치본부

2025년 EU 자동차 CO₂ 배출 규제 기준 강화

- 2024년 기준 주요 완성차 업체별로 2025년부터 강화된 새로운 이산화탄소 배출량 기준을 적용할 경우 Volvo, BMW, Mercedes-Benz만이 충족했으며, 그 외에 업체들은 대략 10~15g/km의 차이를 보이고 있다. 특히 Volkswagen과 Stellantis, Renault는 각각 10.3g/km, 14.4g/km, 16.3g/km에 달하는 감축이 필요한 상황으로 기준치와의 차이가 크다. 이는 완성차 제조사별 파워트레인의 포트폴리오 비중과 관련성이 크다. 2024년 기준 주요 업체별 친환경차(BEV+PHEV+HEV) 비중을 살펴보면 2025년 이산화탄소 배출 규제 목표치를 30g/km 이상 초과 달성 중인 Volvo는 약 65%에 달하고, BMW와 Mercedes-Benz는 각각 28%, 36% 수준이다 이에 반해 Volkswagen과 Stellantis는 각각 17.9%, 13.0% 수준에 불과하다.

<그림12> EU 자동차 이산화탄소 배출 규제 기준



<표4> 주요 업체별 유럽 내 자동차 판매량과 이산화탄소(CO₂) 배출량 추정치

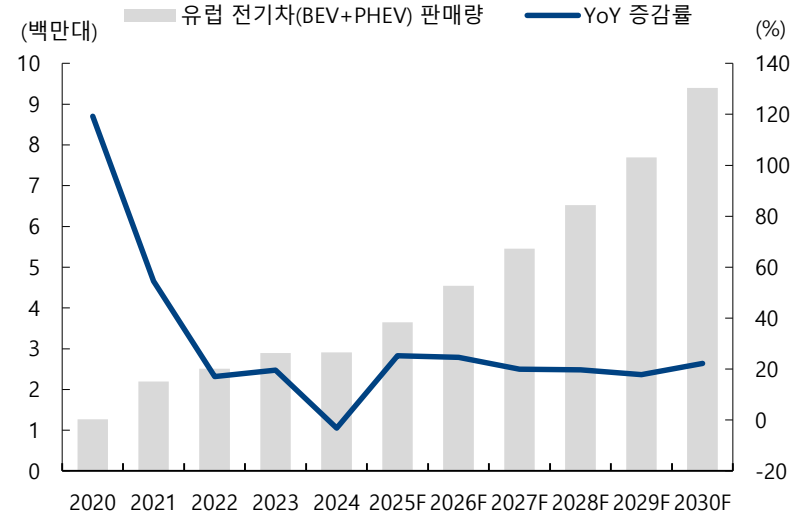
구분	CO ₂ 평균 배출량 가정(g/km)	VW Group	Stellantis	Toyota	현대차	기아차	BMW	Mercedes-Benz	Renault	Nissan
유럽 판매량(천대)		3,407	1,968	1,007	535	529	917	697	1,283	306
ICE	125	2,430	1,290	401	280	244	504	217	891	118
MHEV	115	368	421	-	123	119	153	228	28	95
PHEV	40	197	53	31	23	44	112	131	3	-
HEV	100	-	6	546	41	57	-	-	263	63
BEV	0	411	197	29	68	65	148	121	98	31
판매 비중 (%)		100	100	100	100	100	100	100	100	100
ICE		71.3	65.6	39.8	52.3	46.1	55.0	31.1	69.4	38.4
MHEV		10.8	21.4		23.0	22.5	16.7	32.7	2.2	30.9
PHEV		5.8	2.7	3.1	4.4	8.3	12.2	18.7	0.2	
HEV			0.3	54.2	7.6	10.7			20.5	20.6
BEV		12.1	10.0	2.9	12.7	12.4	16.1	17.4	7.6	10.1
평균 CO ₂ 배출량 추정치(g/km)		103.9	108.0	105.2	101.2	97.5	92.8	84.0	109.9	104.1
25년 EU 자동차 CO ₂ 배출량 기준차		10.3	14.4	11.6	7.6	3.9	-0.8	-9.6	16.3	10.5
연간 벌금 예상 규모(억 유로)		33.4	26.9	11.1	3.9	2.0	-0.7	-6.3	19.9	3.1
연간 벌금 예상 규모(억 원)		4.9	3.9	1.6	0.6	0.3	-0.1	-0.9	2.9	0.4

자료 : ICCT, Marklines, iM증권 리서치본부

2025년 유럽 전기차 수요 성장률 25% 전망

- 2025년 유럽 전기차 수요는 ① 자동차 이산화탄소 배출 기준 강화와 ② 독일 전기차 보조금 지급 제도 부활 등으로 약 25%의 성장세가 나타날 것으로 전망된다. 유럽 내 최대 자동차 시장인 독일이 지난해 9월에 법인차량에 대한 전기차 보조금 지급을 중단했고, 12월에는 개인 차량에 지급되던 보조금마저 중단하면서 유럽 전체 전기차 판매량 성장세가 9월부터 크게 둔화되었으며 11월부터는 역성장을 기록했다. 따라서 기저 효과를 감안할 때 유럽 전기차 증감률은 4Q24를 기점으로 역성장 기조에서 점차 회복세를 나타낼 전망이다.
- 특히 유럽 내 시장 규모가 가장 큰 독일의 경우 올해 전체 차량 판매량의 70%에 육박하는 법인용 차량에 대해서 전기차 구입 시 세제 혜택과 법인차세 할인 대상 확대를 추진 중이며, 전기차의 상한 가격이 기존 7만 유로에서 9만5천유로까지 상향될 예정이다.

<그림13> 유럽 전기차(BEV+PHEV) 판매량 추이 및 전망



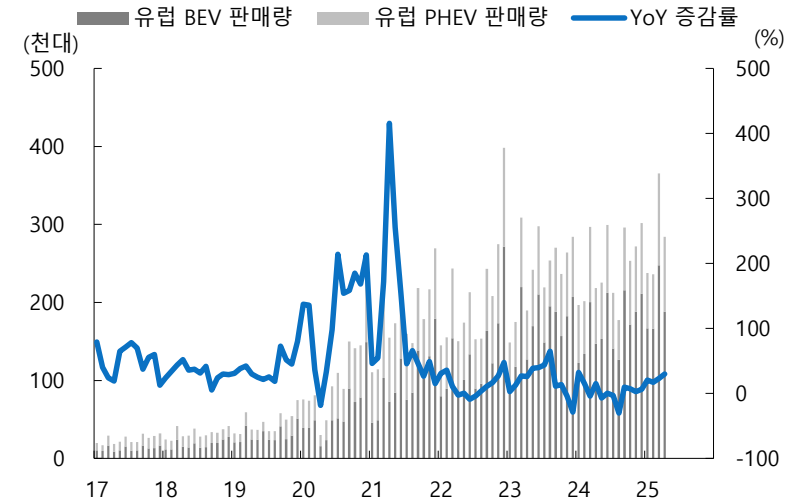
<표5> 주요 유럽 국가별 전기차 보조금 정책 변화

	독일	프랑스	이탈리아	영국	스웨덴
2018년				PHEV 보조금 제외, BEV 3,500파운드	(7월) PHEV 5,250유로, BEV 6,000유로+95g/km 초과하는 차량 3년 추가 세금
2020년	(6월) PHEV 6,750유로, BEV 9,000유로	(6월) PHEV 2,000유로, BEV 7,000유로		(3월) BEV 3,000파운드+ 가격 상한 5만 파운드	
2021년		(7월) PHEV 1,000유로, BEV 6,000유로		(3월) BEV 2,500파운드+ 가격 상한 3.5만 파운드	(4월) PHEV 5,250유로, BEV 7,000유로
2022년		(1월) PHEV 보조금 제외, BEV 5,000유로	PHEV 2,000유로, BEV 3,000유로	(6월) 전기차 보조금 제도 폐지	(11월) 전기차 보조금 제도 폐지
2023년	(1월) PHEV 4,500유로, BEV 6,750유로 (9월) 기업용 BEV 보조금 지급 중단 (12월) BEV 보조금 중단	(1월) BEV 6,000유로	(1월) BEV 3,000유로+노후 차량 폐차시 2,000유로 추가 지급		
2024년	(9월) 기업용 BEV 세액 공제 도입 계획, 차량가격상한 70,000유로 → 95,000유로 - 첫해 40% 공제, 이후 공제율 감소	(1월) 생산/조립/운송시 탄소배출 적은 47,000유로 이하 BEV에 대해 4~7,000유로(주로 유럽내 생산 전기차)	(1월) BEV 6,000유로+노후 차량 폐차시 5,000유로 추가 지급		
2025년		현재보다 30% 이상 보조금 예산 축소 계획	자동차 산업 예산 25년~30년 46억 유로 삭감		

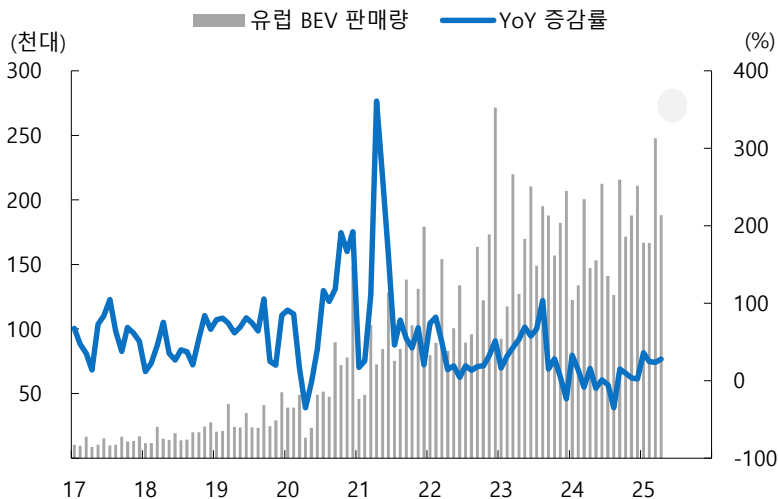
올 들어 유럽 전기차 판매량 호조세 흐름

- 올해 들어 유럽 전기차 판매량이 호조세를 나타내고 있다. 4월 누적 유럽 전기차(BEV+PHEV) 판매량은 112.3만대를 기록하며 전년 동기 대비 23.5% 성장했다. 특히 BEV 판매량 성장률이 PHEV 대비 뚜렷한 회복세를 나타냈다는 점이 고무적이다. 당사는 2025년 유럽 전기차 수요가 ① 자동차 이산화탄소 배출량 기준 강화와 ② 일부 유럽 국가들의 전기차 보조금 지급 제도 부활 등으로 약 25%의 성장세가 나타날 것으로 전망하였는데 이에 부합하는 수준이다.
- 그러나 유럽 전기차 수요의 뚜렷한 개선세에도 불구하고 국내 배터리 셀 업체들의 유럽향 출하량 회복세는 점유율 하락 영향으로 인해 제한적일 것으로 예상된다.

<그림14> 유럽 전기차(BEV+PHEV) 월별 판매량 추이



<그림15> 유럽 BEV 월별 판매량 추이



<그림16> 유럽 PHEV 월별 판매량 추이



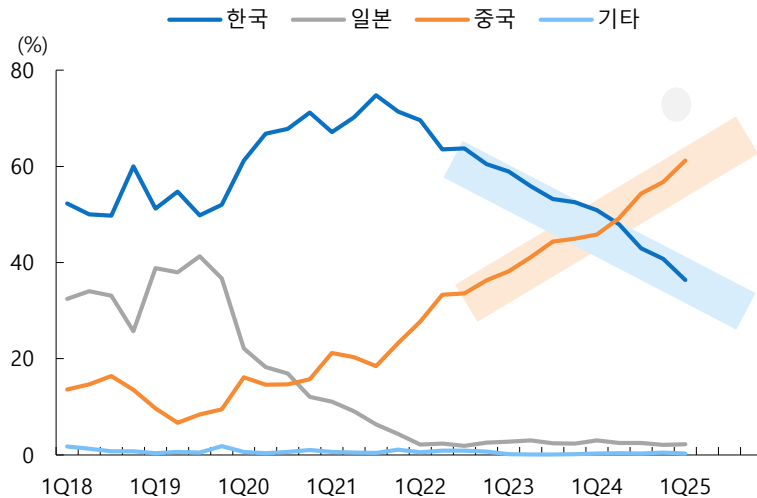
자료 : Marklines, iM증권 리서치본부

자료 : Marklines, iM증권 리서치본부

유럽 내 중국 업체들과의 경쟁 심화 지속될 전망

- 향후 유럽의 전기차 배터리 셀 수요는 지속적으로 증가할 전망이나 주요 완성차 OEM들의 ① 가격 경쟁력이 높은 중국산 삼원계 배터리 채택 증가, ② 보급형 라인업을 위한 LFP 배터리 채택 본격화, ③ 유럽 내 중국산 전기차 판매량 증가 등으로 유럽 내 중국 배터리 셀 업체들의 점유율 상승세가 이어질 것으로 예상된다. 이로 인해 국내와 중국 배터리 업체들간 경쟁이 더욱 심화되면서 유럽 내 국내 업체들의 점유율은 지난 3Q21 약 75%에서 1Q25 약 36%까지 하락했다.
- 2025년 유럽 전기차 판매량은 전년 대비 약 25% 증가할 것으로 전망되나 국내 업체들의 유럽향 배터리 출하량은 점유율 하락 영향으로 인해 오히려 감소할 가능성이 높을 것으로 추정된다(유럽 전기차 배터리 시장 내 한국 배터리 업체 점유율 2024년 약 45% → 2025년 약 35% 가정). 특히 LG에너지솔루션의 점유율 하락세가 뚜렷하게 나타나고 있는 반면, 삼성SDI, SK온의 하락세는 상대적으로 완만한 흐름이다.

<그림17> 유럽 내 전기차 배터리 셀 주요 국가별 점유율

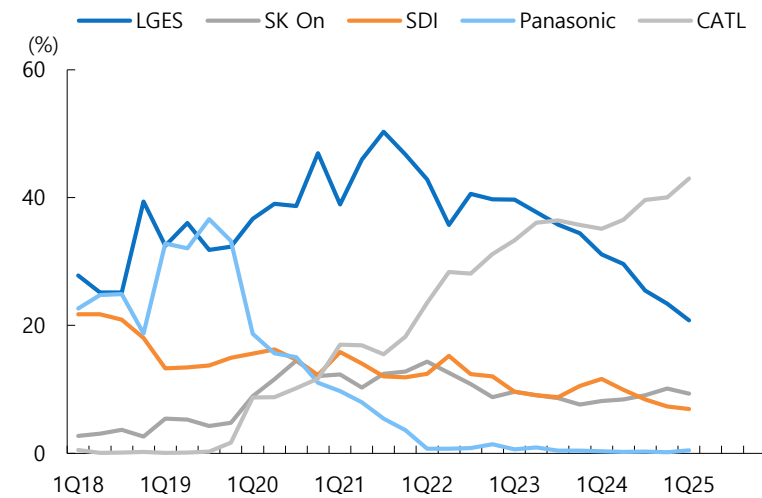


자료 : SNEResearch, iM증권 리서치본부

<표6> 주요 완성차 제조사들의 LFP 배터리 채택 현황 및 계획

제조사	LFP 채택 현황	LFP 채택 계획	도입 시점	예상 공급 업체
Volkswagen	O	O	-	CATL
Volvo	O	O	-	CATL, CALB
Ford	O	O	-	CATL, BYD
GM	O	O	-	CATL
Tesla	O	O	-	CATL, BYD
현대-기아	O	O	-	CATL, BYD
Rivian	X	O	2025	CATL
BMW	X	O	2025	CATL, SVOLT, EVE
Mercedes-Benz	X	O	2025	CATL
Stellantis	X	O	2025	CATL, BYD
Renault	X	O	2026	CATL, LGES

<그림18> 유럽 내 전기차 배터리 셀 주요 업체별 점유율



자료 : Marklines, SNEResearch, iM증권 리서치본부

CATL 'Tech day', 이제 기술력에서도 앞서가는 중국 배터리 산업

- CATL은 2025년 4월 21일 'Tech Day'에서 전기차 배터리의 주행거리, 충전 속도, 안전성, 친환경성을 혁신하는 첨단 기술을 공개하며 글로벌 리더십을 강조했다. 첫째, 2세대 Shenxing 초고속 충전 배터리는 단 5분 충전으로 520km를 주행할 수 있으며, 완충 시에는 최대 800km의 주행거리를 제공한다. 특히 영하 10°C에서도 15분 만에 80% 충전이 가능할 정도로 저온 성능이 뛰어나고, 초결정 흑연 및 나노 전도성 입자를 활용해 리튬 이온 삽입 속도를 50% 향상시켰다. 또한 나노 전해질 전달 기술과 자가복원 첨가제를 통해 고효율 SEI 레이어를 형성하고, SuperGate 분리막을 적용해 이온 투과율을 약 30% 개선했다. 둘째, CATL은 나트륨이온 배터리 브랜드인 Naxtra를 새롭게 선보였다. 2025년 12월 양산 예정인 이 배터리는 175Wh/kg의 에너지 밀도를 확보해 LFP 수준의 성능을 구현하며, 하이브리드 차량 기준 200km, 전기차 기준 최대 500km의 주행거리를 제공한다. 나트륨이온 배터리는 5C급 고속 충전을 지원하고, 10,000회 이상의 사이클 수명을 갖추었으며, 특히 극한 환경에서도 안정적인 성능을 발휘해 리튬 대체재로서의 가능성을 보여주었다. 셋째, Freevoy 듀얼 파워 배터리 시스템은 하나의 전기차에 두 개의 에너지 저장 영역을 결합한 구조로, 일상 주행용 메인 배터리(LFP, 나트륨 등)와 장거리·극한 환경 대응용 보조 배터리(무음극 기반)를 함께 탑재함으로써 한 번 충전으로 최대 1,500km 이상의 주행거리를 가능케 한다. 이 시스템은 듀얼 전압, 듀얼 열관리, 듀얼 안전 구조를 포함하며, CATL의 무음극(Self-forming) 기술을 통해 흑연 음극을 제거하고 에너지 밀도를 크게 향상시킨 것이 특징이다.

<그림19> CATL 'Tech day'에서 공개된 2세대 Shenxing 초고속 충전 배터리



자료 : CATL, iM증권 리서치본부

<그림20> CATL은 나트륨이온 배터리 Naxtra 브랜드 새롭게 공개

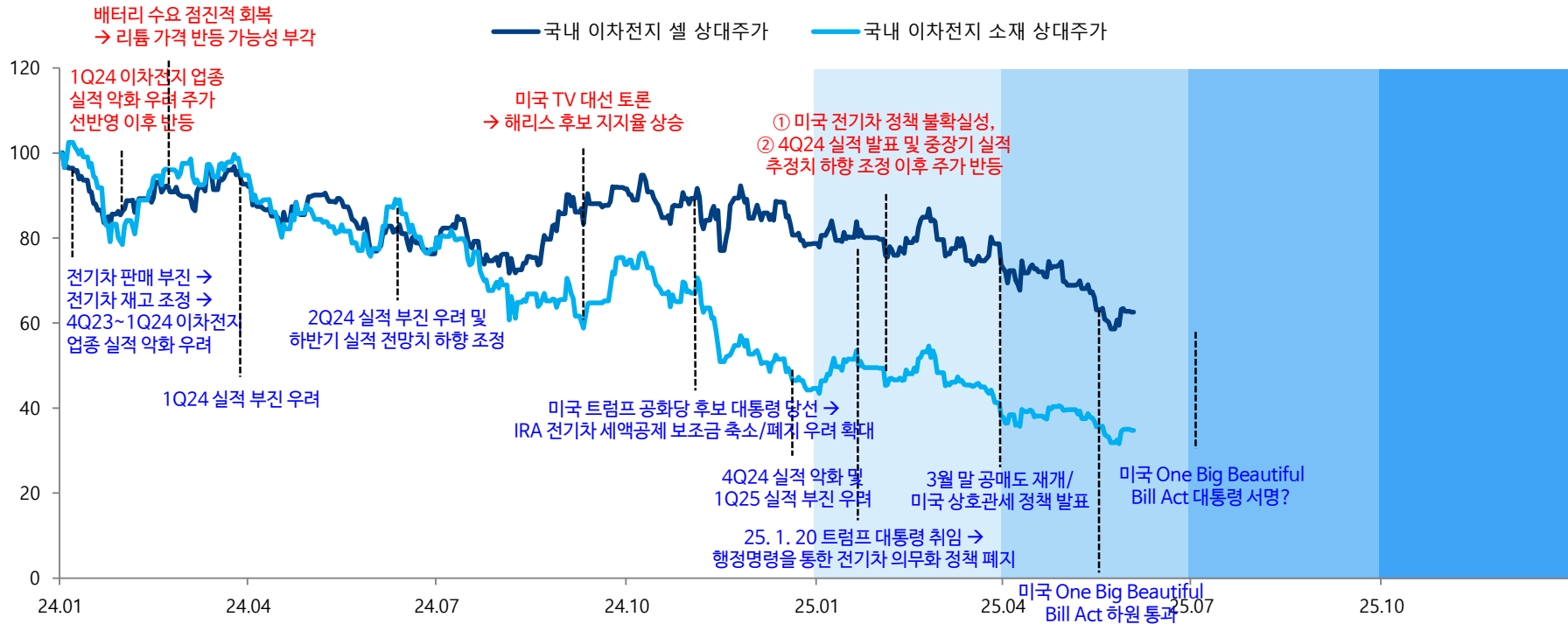


자료 : CATL, iM증권 리서치본부

이차전지 업종 Underweight, 주가 조정시 대형주 중심 트레이딩 전략

- 국내 이차전지 업종은 지난 2023년 상반기 이후 약 2년간 하락세가 이어지고 있다. 국내 배터리 산업의 최대 수요처인 북미, 유럽 전기차 시장 수요 둔화, 중국 업체들과의 경쟁 심화, 주요 원재료 가격 하락 등으로 인해 수익성이 크게 악화되면서 중장기 실적 추정치가 큰 폭으로 하향 조정되었고, 이로 인해 주가 밸류에이션 부담이 높아졌기 때문이다. 치열한 전기차 경쟁 구도 속에 배터리 기술력에서 한국 업체들이 주도권을 확보해야 한다는 당초 기대와는 달리, 최근에는 중국 기업들의 기술 우위가 가시화되면서 시장의 충격이 적지 않다. 미-중 갈등에 따른 지정학적 요인으로 인해 미국 시장에서는 한국 업체들의 배터리가 채택되고 있지만, 이들 제품은 충전 시간이 여전히 20분 이상 소요되고 가격도 상대적으로 높은 상황이다. 이러한 흐름은 결국 시장에서 주가에도 빠르게 반영될 가능성이 높다. 실제 Bloomberg 컨센서스 기준 글로벌 이차전지 업종(중국, 일본 등)의 2027년 예상 P/E는 13배 수준인 반면, 국내 이차전지 업종은 30배 수준으로 현저히 높은 밸류에이션을 보이고 있다. 냉정하게 볼 때 현재 한국 배터리 업체들은 전세계 시장 점유율, 기술 경쟁력, 재무구조 등 모든 측면에서 주가 프리미엄을 정당화할 만한 요인을 찾기 어렵다. 이제 국내 배터리 산업은 단순한 '성장 기대감'에 의존하기보다 선택과 집중을 통해 소비자가 체감할 수 있는 근본적 기술 혁신을 빠르게 추진해야 한다. 특히 고속 충전, 안전성 향상, 가격 경쟁력 확보 등 핵심 분야에서 눈에 띄는 성과를 만들어내야만 전세계 배터리 시장 내 위상을 지켜낼 수 있을 것이다.

<그림21> 국내 이차전지 셀, 소재 업종 상대주가 추이



자료: Quantiwise, iM증권
주: 2024. 01. 01 = 100

국내 이차전지 업종 밸류에이션 매력도 감안시 추세 반등은 제한적일 전망

- 현 시점에서 추가적인 주가 상승세를 기대할 수 있을까? 이를 위해 밸류에이션을 점검해 볼 필요가 있다. 국내 배터리 셀 3사와 소재 업종 평균 P/E 밸류에이션은 2026, 2027년 블룸버그 컨센서스 기준 각각 231배, 30배 수준이다. 배터리 셀 업체들의 P/E 밸류에이션은 LG에너지솔루션을 제외한다면 삼성SDI와 SK이노베이션은 CATL, BYD, Gotion, Panasonic 대비 다소 저평가되어 있다. 이차전지 소재 업종에서는 포스코퓨처엠, 에코프로비엠, SKC, SK아이이테크놀로지, 솔루스첨단소재 등이 상대적으로 고평가되어 있는 상황이다. 당분간 전기차, 이차전지 산업에서 특별한 악재가 발생하지 않는다면 밸류에이션이 고평가되어 있는 일부 업체들을 제외할 경우 국내 이차전지 업종 주가는 당분간 안정세를 나타낼 수 있겠지만, 국내 업체들의 밸류에이션 매력도가 전세계 경쟁사들 대비 절대적으로 낮다. 따라서 단기에 추세 상승세가 나타날 가능성은 높지 않으며, 단기 트레이딩 혹은 중장기적인 관점에서 접근해야 할 것으로 판단된다. 여전히 북미, 유럽 전기차 수요에 대한 불확실성이 높고, 중국 업체들과의 점유율 경쟁 심화 등을 고려할 때 단기에 추세적인 주가 상승세를 기대하긴 어렵지만 중장기적으로는 선도적인 자율주행기술과 높은 가격 경쟁력을 바탕으로 전세계 전기차 시장에서 두각을 나타낼 Tesla향 배터리 셀, 소재 업체인 LG에너지솔루션(배터리 셀), 엘앤에프(양극재), 대주전자재료(실리콘 음극재), 나노신소재(CNT 도전재), 성우(원형 캡) 등을 중심으로 비중 확대할 것을 추천한다

<표7> 국내 이차전지 업종 2026, 2027년 기준 P/E 밸류에이션

한국	기업명	2026F		2027F	
		EPS성장률	P/E	EPS성장률	P/E
배터리	LG에너지솔루션	633.7	59.7	106.6	28.9
	삼성SDI	289.1	11.0	38.4	8.0
	SK이노베이션	349.8	11.1	49.2	7.5
양극재	포스코퓨처엠	320.7	102.9	120.8	46.6
	에코프로비엠	흑자전환	100.3	113.8	46.9
	엘앤에프	흑자전환	38.6	137.9	16.2
	코스모신소재	53.6	48.6	53.8	31.6
음극재/ 도전재	대주전자재료	60.7	27.9	32.8	21.0
	나노신소재	124.4	27.1	-4.8	28.5
전해액/ 전해질	솔브레인	14.6	7.5	-4.3	7.8
	천보	적자지속	-463.8	흑자전환	106.4
동박	SKC	적자지속	-48.0	적자지속	-131.5
	롯데에너지머티	흑자전환	54.7	54.9	35.3
	솔루스첨단소재	적자지속	100.9	흑자전환	28.6
분리막	SKIET	흑자전환	191.1	691.2	24.2
	WCP	흑자전환	20.9	32.5	15.8
평균		230.8	57.3	109.4	30.2

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
 주: 적자 예상 기업 PER 평균에서 제외

<표8> 해외 이차전지 업종 2026, 2027년 기준 P/E 밸류에이션

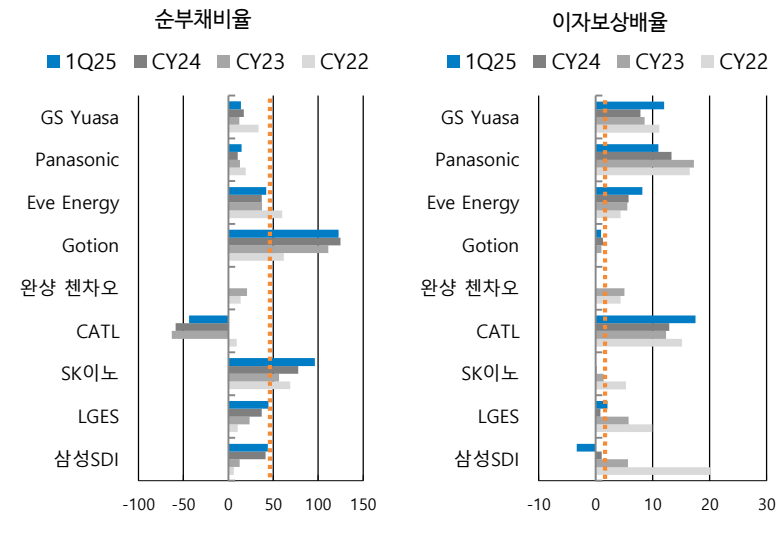
글로벌	기업명	2026F		2027F	
		EPS성장률	P/E	EPS성장률	P/E
배터리	CATL	21.0	14.3	18.0	12.1
	BYD	23.6	16.5	17.4	14.1
	Gotion	32.0	23.5	12.6	20.8
	Panasonic	-1.1	11.0	38.1	7.9
양극재	Umicore SA	7.4	9.4	10.2	8.6
	Sumitomo	469.2	10.2	14.9	8.8
	Ronbay	43.8	14.6	33.5	11.0
	Easpring	35.4	19.1		
음극재	Hitachi Ltd	37.6	22.8	13.5	20.1
	Mitsui	-46.6	8.6	15.8	7.4
	Tokai Carbon	66.9	11.0	29.7	8.5
	Nippon Carbon	2.5	11.7	11.9	10.5
전해액/ 전해질	Tinci	35.5	18.2	-6.7	19.5
	Capchem	26.3	13.4	17.3	11.4
	Stella Chemifa	31.2	12.3	13.9	10.8
동박	Furukawa Elec	6.3	14.0	17.3	12.0
분리막	Asahi Kasei	7.5	10.1	20.6	8.4
	Senior Tech.	12.0	19.0	9.4	17.4
	Yunnan energy	35.9	18.3	0.5	18.2
평균		44.5	14.6	16.0	12.6

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

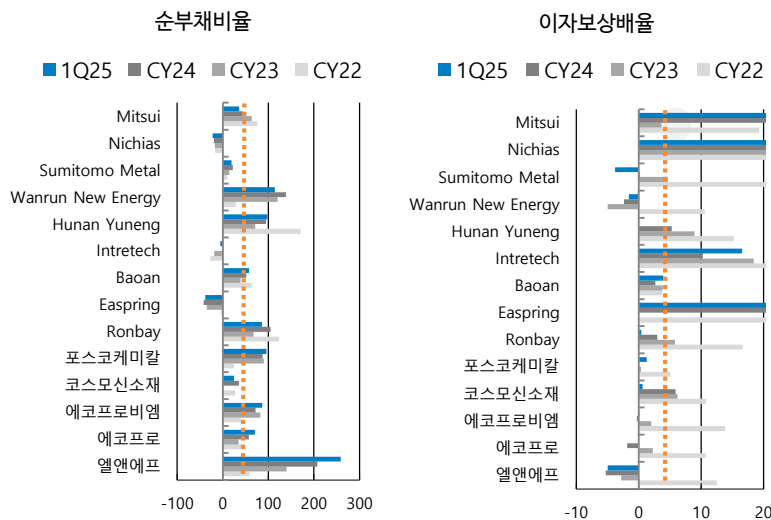
실적 부진 장기화로 인한 재무 상황 점검

- 북미와 유럽 전기차 시장의 수요 둔화가 장기화되면서 국내 배터리 산업의 주요 기업들이 재무 건전성 악화에 직면하고 있다. 삼성SDI, 포스코퓨처엠, 코스모신소재, LG화학, 엘앤에프 등은 유동성 확보를 위해 유상증자, 전환사채(CB), 신주인수권부사채(BW) 발행 등 자금 조달에 적극 나서고 있다.
- 1Q25 기준 국내 주요 이차전지 셀, 소재 업체들의 순차입금비율은 엘앤에프 258%, SKC 140%, SK이노베이션 96%, 대주전자재료 92%, 에코프로비엠 87% 순으로 높은 수준을 기록했다. 여기에 실적 부진이 겹치며 유동비율과 이자보상배율도 낮아 재무 부담이 가중되고 있다. 향후 1~2년간 업황 부진이 지속될 경우 국내 이차전지 업체들의 추가 자금 조달 가능성도 배제할 수 없을 것으로 전망된다. 반면 롯데에너지머티리얼즈, 나노신소재 등은 순현금을 보유한 기업으로 상대적인 안정성을 확보하고 있다.

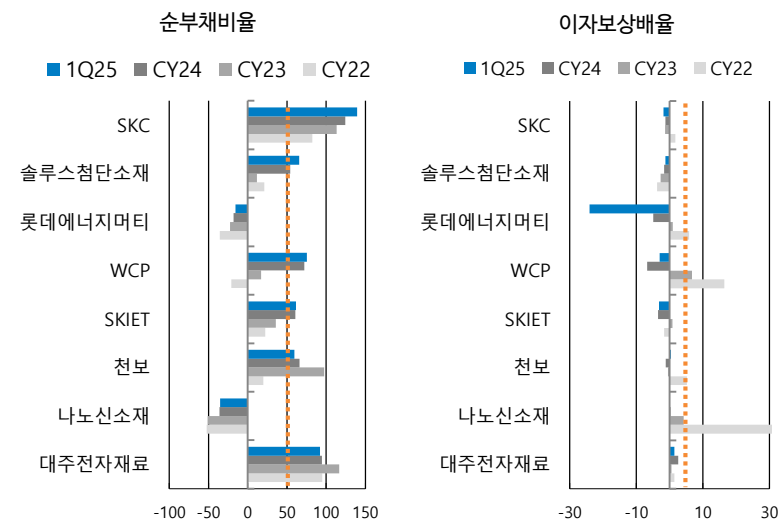
<그림22> 전세계 주요 배터리 셀 업체별 순차입금비율과 이자보상배율



<그림23> 전세계 주요 양극재 업체별 순차입금비율과 이자보상배율



<그림24> 주요 이차전지 소재 업체 순차입금비율과 이자보상배율



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부



[전기전자]

정체된 디바이스, 가속하는 AI 인프라

관세 회피를 위한 선행 비축이 얼마나 강했나

- 미국의 IT 세트 수입액은 1월, 2월, 3월 각각 +45%, +20%, +37% YoY 급증
- 특히 스마트폰, 노트북, 데스크탑을 중심으로 수입액이 크게 늘었음

<그림1> 미국의 월별 주요 IT세트 수입액: 스마트폰, 노트북, 데스크탑 등에서 수입액이 크게 증가했음

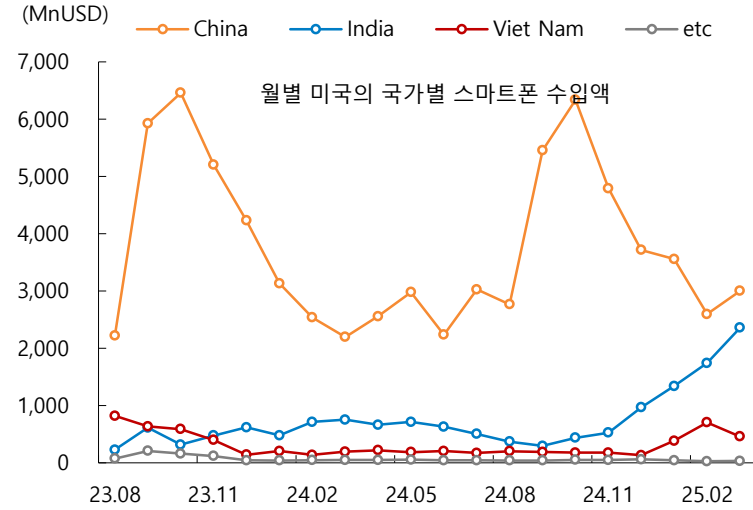
(MnUSD, %)	스마트폰	YoY	노트북	YoY	데스크탑	YoY	TV	YoY	합산	YoY
23.01	6,349	-3	3,195	-26	107	-68	812	-30	10,356	-15
23.02	3,796	-11	2,866	-19	133	-52	752	-28	7,413	-17
23.03	3,722	-34	3,487	-35	182	-28	884	-29	8,093	-34
23.04	4,206	-12	3,529	-5	163	-18	831	-22	8,567	-10
23.05	3,952	-26	4,737	29	247	48	968	1	9,657	-2
23.06	3,600	-31	4,325	-22	197	-7	970	11	8,896	-23
23.07	4,225	-2	4,033	-24	157	-35	938	11	9,196	-12
23.08	3,312	-25	3,853	-25	167	-38	1,095	-5	8,260	-23
23.09	7,328	-7	3,817	-13	358	81	1,359	-6	12,504	-8
23.10	7,463	12	4,514	-12	385	158	1,485	-3	13,462	3
23.11	6,149	48	4,241	8	264	81	1,094	-6	11,484	25
23.12	4,982	-16	3,217	-14	205	84	593	-21	8,792	-14
24.01	3,808	-40	3,181	0	235	121	776	-4	7,764	-24
24.02	3,372	-11	3,300	15	141	6	698	-7	7,370	0
24.03	3,140	-16	3,759	8	170	-6	780	-12	7,678	-5
24.04	3,430	-18	3,895	10	247	52	891	7	8,216	-3
24.05	3,881	-2	4,656	-2	179	-27	920	-5	9,457	-3
24.06	3,067	-15	4,276	-1	244	24	843	-13	8,186	-7
24.07	3,710	-12	5,031	25	174	11	913	-3	9,654	5
24.08	3,348	1	4,203	9	137	-18	1,165	6	8,716	5
24.09	5,924	-19	4,311	13	260	-27	1,369	1	11,604	-8
24.10	6,948	-7	4,694	4	238	-38	1,488	0	13,130	-3
24.11	5,495	-11	4,386	3	206	-22	1,166	7	11,047	-4
24.12	4,825	-3	3,658	14	326	59	687	16	9,170	6
25.01	5,285	39	5,249	65	201	-14	874	13	11,408	45
25.02	5,044	50	3,132	-5	181	28	692	-1	8,868	20
25.03	5,814	85	4,027	7	233	37	655	-16	10,495	37
25.04										

자료 : KITA, iM증권 리서치본부

떠오르는 인도의 스마트폰, 베트남의 PC

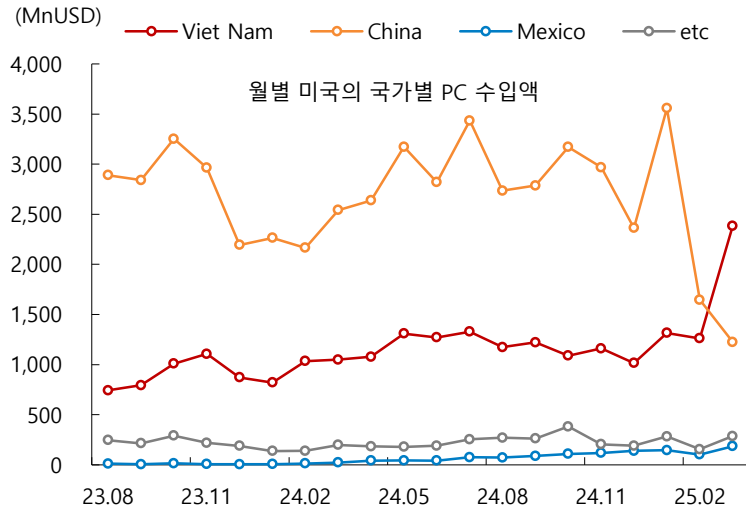
- 미국은 예상대로 중국산 조달 비중을 줄이고, 여타 지역에서의 조달 비중을 빠르게 늘리고 있음
- 실제로 연초 이후 미국의 인도산 스마트폰 수입액, 베트남산 PC 수입액이 급증하고 있는 추세임[그림2, 3]
- 미·중 간 일시적인 화해 분위기에도 불구하고, 이미 시작된 공급망 다변화 움직임은 쉽게 되돌려지지 않을 것으로 판단

<그림2> 미국의 인도산 스마트폰 수입액이 급증하고 있음



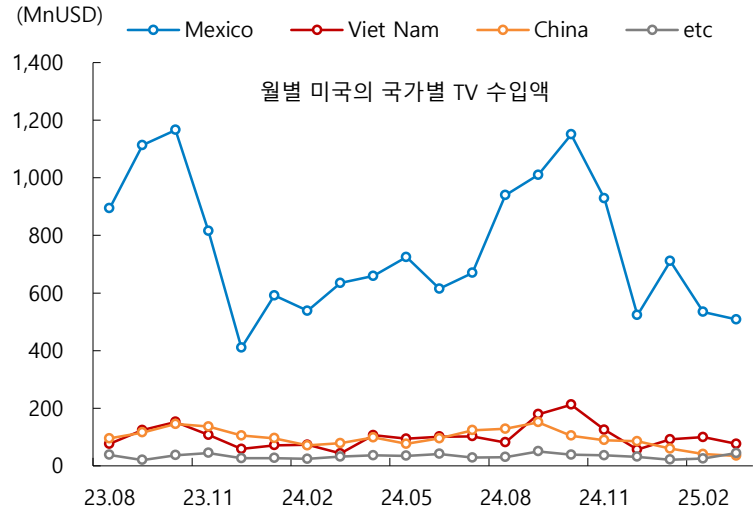
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

<그림3> 마찬가지로 미국의 베트남산 PC 수입액도 급증



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

<그림4> TV의 경우 멕시코산 비중이 크다 보니 큰 움직임이 없음

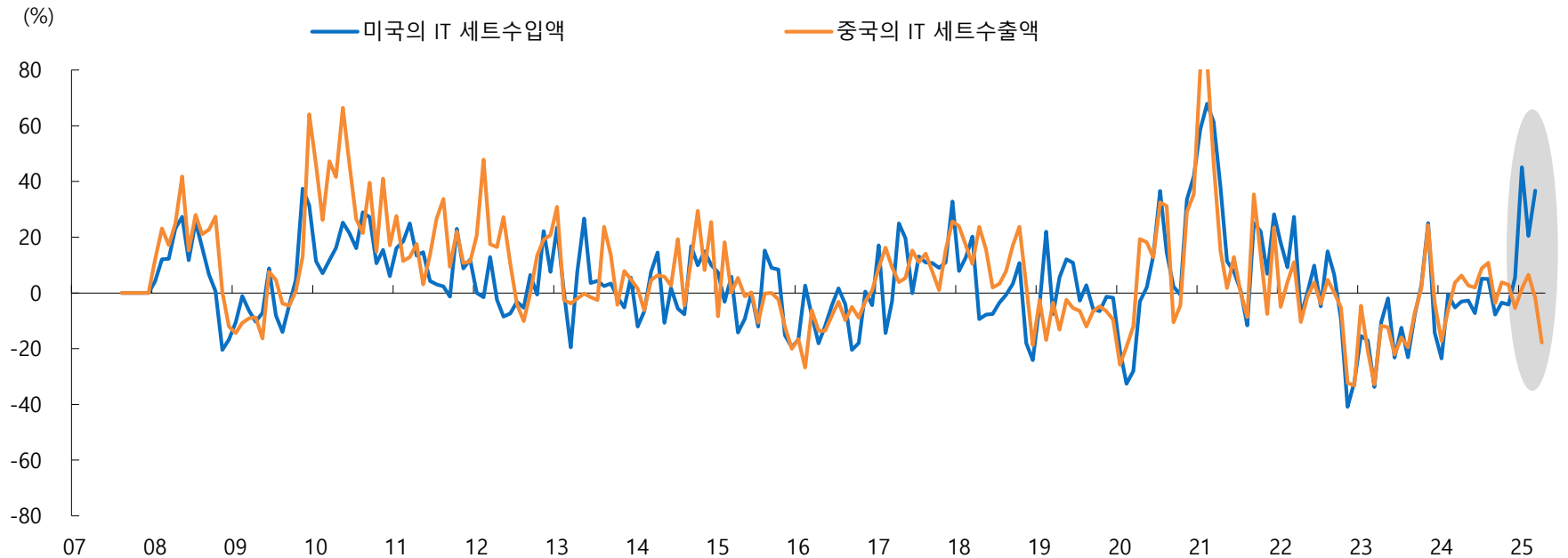


자료 : KITA, iM증권 리서치본부

유의미한 탈동조화의 발생

- 미국의 IT 세트 수입액, 중국의 IT 세트 수출액 간 드라마틱한 탈동조화 현상으로 나타나고 있음[그림5]
- 전자부품 업체들의 공급망 관리 및 생산지 전략에 고민이 생길 수 밖에 없으며, 이로 인해 단기적으로 비용 부담 발생할 가능성도 있음
- 예컨대, 삼성전기는 추후 필리핀을 중심으로 생산 능력 확보를 검토 중이며, 후술할 중국의 PCB 업체들은 "China+1" 전략에 따라 태국 등 동남아 시장에서의 생산 능력 확보를 더욱 공격적으로 추진할 전망이다

<그림5> 미국의 IT세트 수입액 성장률과 중국의 IT세트 수출액 성장률에서 유의미한 탈동조화가 나타나고 있음



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

스마트폰: 글로벌 스마트폰 출하 성장률 Flat 전망

- 당초 스마트폰 시장 성장률을 +2% YoY로 전망했으나, 이제는 Flat으로 하향 조정함[그림6]
- 하반기는 선구매 수요 소진에 따른 역기저, 관세로 인한 판가 인상 및 소비 심리 위축 등으로 험난한 환경이 예상됨
- 벤더별로는 삼성과 애플이 역성장할 것으로 전망. HOVX 포함 중화권 업체들은 자국 내 정책 효과와 및 신흥 시장 점유율 확대를 통해 성장할 전망

<그림6> 주요 스마트폰 업체들의 Sell-in 추이 및 전망

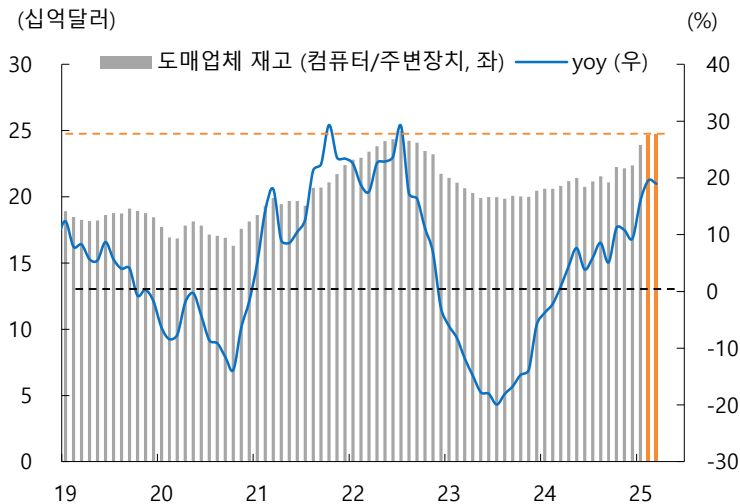
(백만개)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	'21	'22	'23	'24	25E	26E
SEC	61	54	59	53	60	54	58	52	61	52	56	50	273	260	227	224	219	221
AAPL	58	45	49	74	51	46	51	74	58	41	48	71	238	225	226	221	218	224
HOVX	105	108	128	124	124	130	136	133	125	134	139	133	599	490	465	523	531	539
기타	48	63	64	87	58	67	62	64	58	66	62	64	295	238	262	250	250	253
합산	272	270	300	337	292	296	307	323	302	293	305	318	1,405	1,212	1,179	1,218	1,218	1,237
YoY																		
SEC	-19%	-14%	-8%	-9%	-1%	1%	-2%	-2%	2%	-4%	-3%	-4%	7%	-5%	-13%	-1%	-2%	1%
AAPL	-2%	-3%	-1%	6%	-13%	1%	4%	0%	14%	-10%	-6%	-4%	18%	-6%	1%	-2%	-1%	3%
HOVX	-18%	-12%	0%	10%	18%	20%	7%	8%	1%	3%	2%	0%	1%	-18%	-5%	13%	2%	2%
기타	-18%	-2%	29%	34%	20%	6%	-4%	-26%	1%	-1%	1%	0%	12%	-19%	10%	-4%	0%	1%
합산	-15%	-9%	3%	10%	7%	10%	2%	-4%	3%	-1%	-1%	-2%	7%	-14%	-3%	3%	0%	2%
QoQ																		
SEC	4%	-12%	11%	-11%	13%	-10%	7%	-10%	17%	-15%	8%	-11%						
AAPL	-17%	-22%	8%	51%	-32%	-10%	12%	45%	-22%	-29%	17%	49%						
HOVX	-6%	3%	18%	-3%	0%	5%	5%	-2%	-6%	7%	4%	-4%						
기타	-26%	31%	1%	36%	-34%	16%	-8%	4%	-9%	17%	-9%	3%						
합산	-11%	-1%	11%	13%	-13%	1%	4%	5%	-7%	-3%	4%	4%						

자료 : Counterpoint, CAICT, iM증권 리서치본부 전망

PC: 코로나19 당시 만큼 쌓인 재고

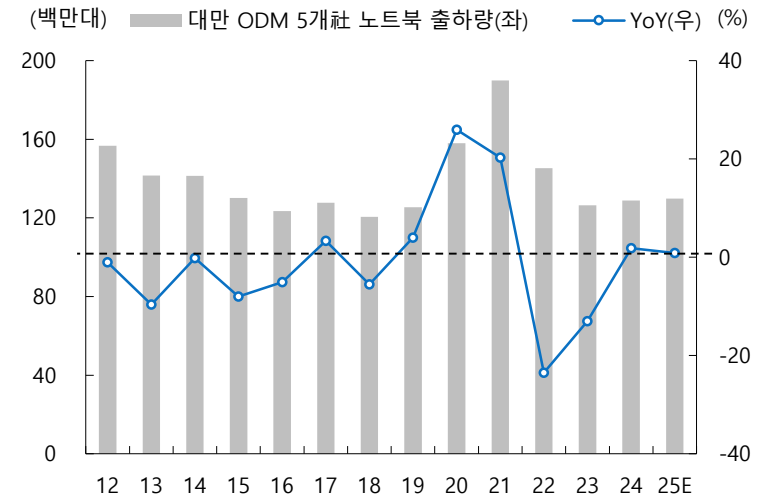
- 미국 도매상의 컴퓨터 재고액은 코로나19의 후폭풍이 컸던 2H22에 근접함[그림7]. 미국은 글로벌 PC 수입액의 30%를 차지하는 주요 시장이므로, 이러한 재고 누적은 전자 부품 업계의 2H25 수요 가시성을 저하시키는 요인이 될 전망
- 일부 업체들은 중국산 PC에 대해 미국 수출 가격을 10% 이상 인상했으며, 이에 따라 가격 민감도가 높은 소비자용 PC 수요가 상대적으로 더 타격을 받을 것으로 판단. 반면, 기업용 PC 수요는 팬데믹 기간 중 구매한 노트북의 교체 시점 도래, Windows 10 지원 종료가 맞물리며 비교적 견조할 것
- 현재 전체 PC 시장에서 소비자용이 약 60%, 기업용이 40% 비중을 차지하고 있으며, 이에 따라 B2C 수요 부진과 B2B 수요 회복이 혼재된 흐름이 전개될 것으로 판단. 이러한 배경 속에서, 대만 EMS들의 노트북 출하량은 2025년에도 전년 대비 Flat~+1% 수준의 제한적 성장에 그칠 전망[그림8]

<그림7> 미국 도매업체의 PC 보유재고는 상당히 큰 폭으로 증가



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림8> 대만 EMS의 노트북 출하량은 +1% YoY 성장할 전망



자료 : iM증권 리서치본부

주: Quanta, Compal, Inventec, Wistron, Pegatron 출하 데이터를 합산

서버: 역대 최대치를 갱신하는 데이터들

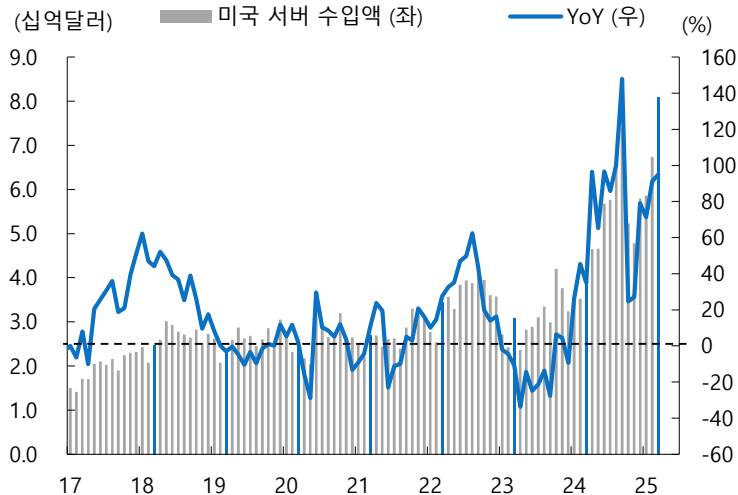
- 스마트폰과 PC는 선수요 발생의 영향으로 하반기 불확실성이 커진 반면, 서버는 AI 수요 증가에 따라 성장을 지속할 전망
- 미국의 3월 서버 수입액은 +95% YoY로 집계되며 역대 최대치를 갱신함[그림10]. 생산 차질을 겪었던 GB200이 3월부터 출하되었고, 4월부터 대량 양산이 시작된 점을 감안하면, 2분기 이후 흐름은 더욱 강할 것
- 중국의 4월 서버 수입액 역시 전년 동기 대비 +173% 증가하며, 사상 최대치를 갱신함[그림11]. DeepSeek의 등장 이후 중국 내 AI 경쟁이 가속화되고 있는 점이 영향을 미치고 있음
- 한편, 싱가포르와 홍콩의 서버 수입액이 크게 줄었음[그림9]. 이는 미국의 수출 규제 영향으로, 고성능 서버가 중국으로 우회 수출되는 것을 차단하기 위한 조치의 영향인 것으로 추측됨

<그림9> 국가별 서버 수입액: 전반적으로 강한 모습을 보임

(MnUSD)	1Q25	4Q24	1Q24	YoY	QoQ
USA	20,754	15,856	11,143	86.3	30.9
China	4,362	3,383	1,952	123.4	28.9
Malaysia	3,022	1,725	1,680	79.9	75.2
Japan	1,700	1,434	1,252	35.8	18.6
UK	1,599	1,355	797	100.7	18.0
Germany	1,438	1,459	1,217	18.2	-1.4
Singapore	1,256	2,000	2,430	-48.3	-37.2
Hong Kong	1,149	1,626	1,125	2.1	-29.3
Thailand	1,100	421	285	285.8	161.6
Canada	826	758	551	49.9	9.1
Korea	725	808	454	59.7	-10.2
Taipei	577	463	402	43.5	24.6
Ireland	558	512	401	39.2	9.0
Australia	448	674	396	13.0	-33.6
etc.	2,216	3,079	1,534	44.5	-28.0

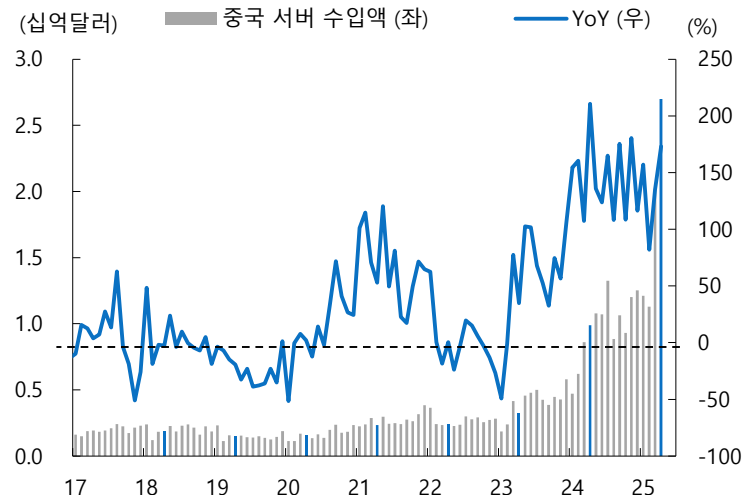
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

<그림10> 미국 서버 수입액: GB200 본격 양산에 따라 더 강해질 듯



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

<그림11> 중국 서버 수입액: Deepseek 등장 이후 추론 수요 급증

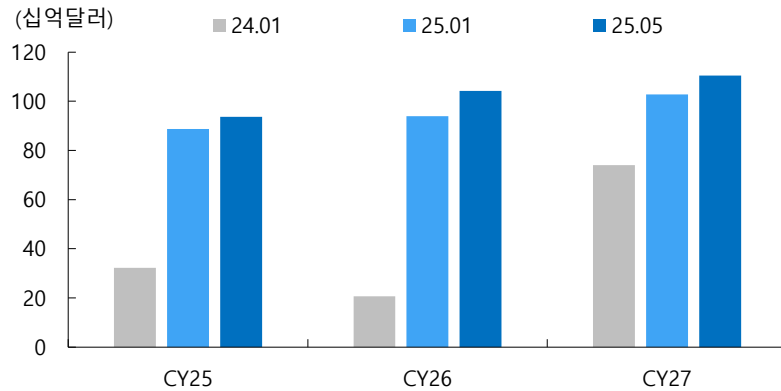


자료 : KITA, iM증권 리서치본부

서버: CSP의 Capex는 상향 일변도?

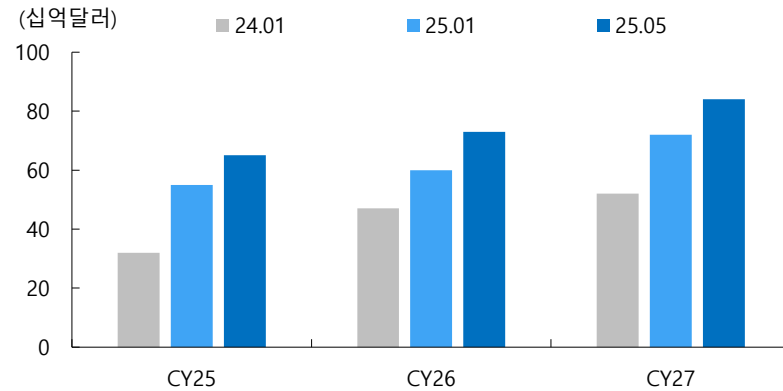
- 미국 4대 CSP의 합산 Capex는 \$3,000억에 달할 전망. 이는 연초 대비 +18% 상향된 것
- DeepSeek 등장 당시의 우려가 무색하게, CY1Q25 실적 이후 가속화되는 흐름임

<그림12> Microsoft Capex 전망치 변화: 연초 대비 +6% 상향



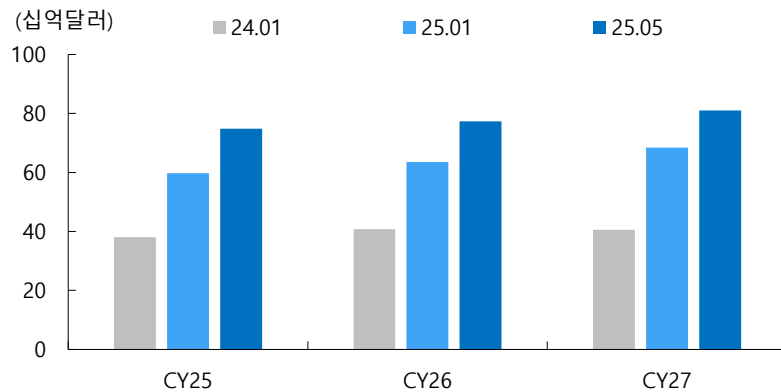
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부 | 주: 리스 포함

<그림13> AWS Capex 전망치 변화: 연초 대비 +18% 상향



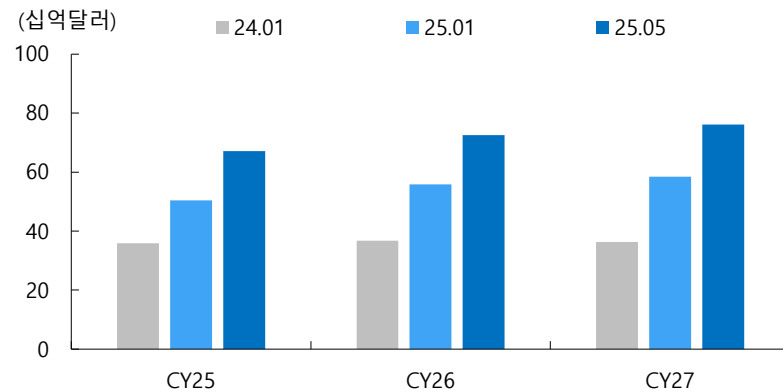
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부 | 주: Amazon Capex 중 AWS만 구분

<그림14> Google Capex 전망치 변화: 연초 대비 +25% 상향



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림15> Meta Capex 전망치 변화: 연초 대비 +33% 상향

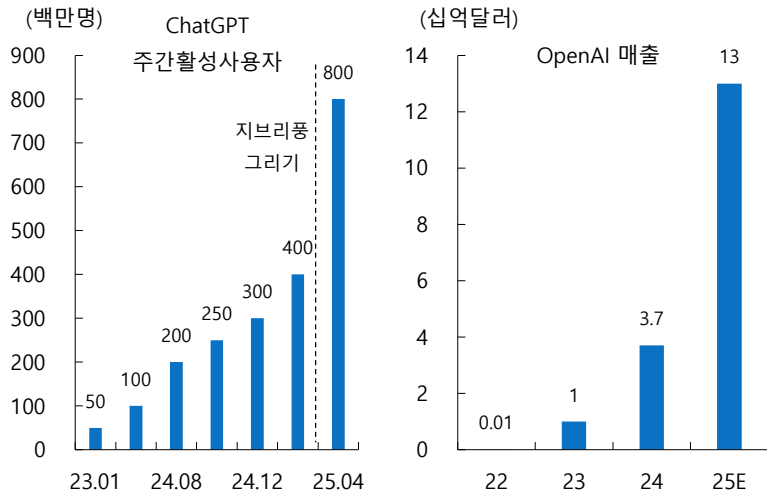


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

서버: 제번스의 역설

- 토큰당 추론 비용은 크게 하락하고 있음[그림16] 그림에도 전체 추론 사용량은 더 빠르게 증가하고 있으며, 이는 인프라 확장의 필요성으로 이어짐. 제번스의 역설을 경험하고 있는 것
- ① 지난 3월 OpenAI가 '지브리풍 그림 그리기' 기능을 출시한 이후 ChatGPT의 주간 사용자는 두 배 증가[그림17]
- ② Nvidia는 스스로 문제를 단계별로 나누어서 해결하는 reasoning 기반 Agentic AI가 단발성 추론 대비 작업당 100~1000배의 토큰을 필요로 함을 강조[그림18]

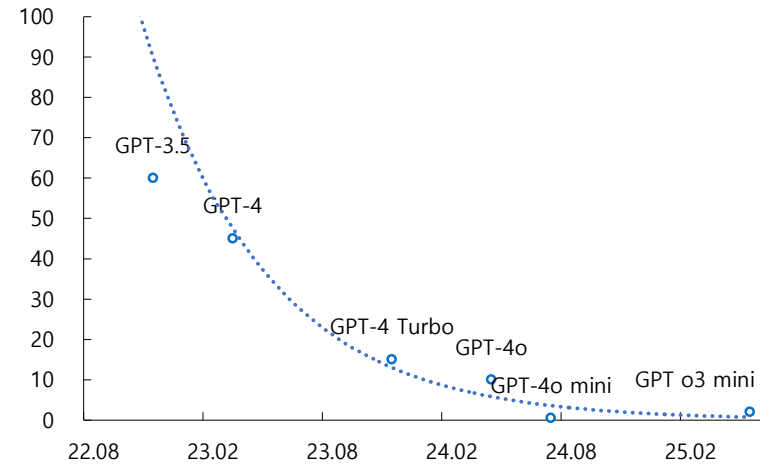
<그림17> ChatGPT의 주간 액티브 유저: 지브리 유행 이후 급증



자료 : demandsage, iM증권 리서치본부

<그림16> 토큰당 추론 비용이 급격히 하락하고 있음

(백만토큰당 추론비용)



자료 : Counterpoint, iM증권 리서치본부

<그림18> 단발성 추론 vs. reasoning 기반의 Agentic AI

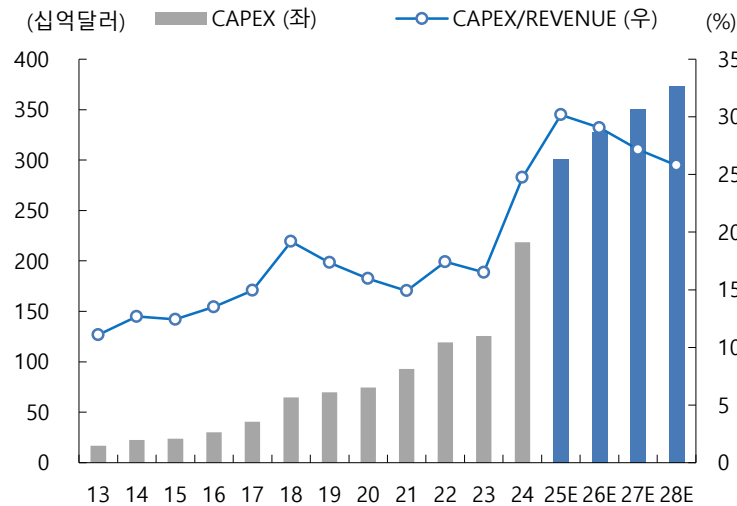
구분	One-shot Inference	Agentic AI (Reasoning 기반 AI)
추론 방식	단발성 추론, 입력 → 즉시 출력	단계별 추론, 계획 → 실행 → 종합 출력
작업 구조	단일 태스크, 고정된 연산 흐름	복합 태스크, 경로 탐색 및 반복 수행
계획 수립	없음	가능 (태스크 분해 및 순차 실행)
연산 자원	낮음 (수백~수천 토큰 수준)	높음 (수만~수십만 토큰, 반복 연산)
도구 활용	제한적 또는 없음	가능 (API 호출, 검색, 코드 실행 등 외부 도구 통합)
상태 유지	Stateless (이전 문맥 기억 못함)	Stateful (문맥 유지 및 활용)
작업 예시	텍스트 요약, 이미지 생성, 간단한 질문 응답	에이전트 기반 자동화, 문서 분석 후 의사결정, 도구 호출, 연속 작업

자료 : GPT-o3로 정리, iM증권 리서치본부

서버: 인프라 우선 전략 지속

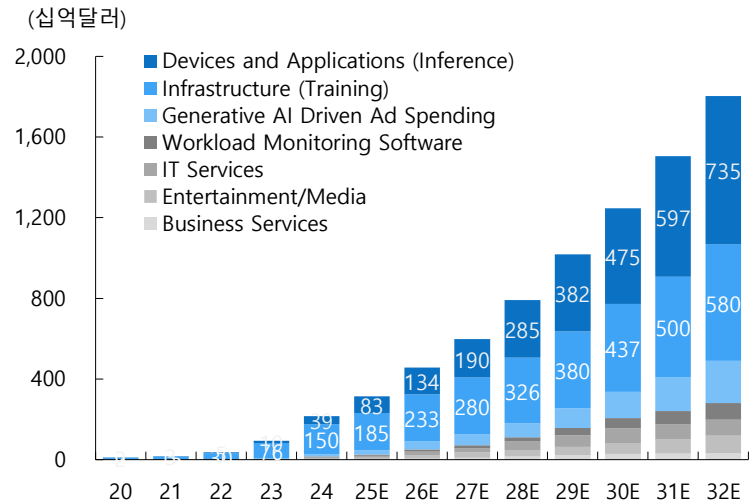
- 사실 4대 CSP의 Capex/Revenue 비율은 매우 높은 수준[그림19]. 토큰당 추론 비용이 크게 하락하고 있고 AI 관련 수익이 빠르게 증가하고 있음에도 불구하고, 이러한 수익이 대규모 투자를 감내하기 어려운 수준인 것. 이 비율은 점진적으로 내려갈 가능성이 높음
- 그럼에도 CSP들은 Cloud 개화기와 마찬가지로 '인프라 우선 전략'을 밀어 붙이며, '절대 투자 규모'를 늘릴 전망이다. 이들은 공격적인 인프라 확장이 향후 AI 시장의 지배력과 장기 수익성을 결정짓는 핵심 요소가 될 것으로 판단하고 있는 것
- 특히, Agentic AI 기반 추론의 시대에서는 인프라 격차가 곧 경쟁력 격차. 인프라가 부족한 업체들은 고성능 모델 제공, 빠른 응답 속도, 원활한 사용자 경험 등의 측면에서 일정 부분 타협을 강요 받을 수 있음
- 참고로, Bloomberg 전망치 기준 2029년이면 추론 시장 규모가 훈련 시장 규모를 앞지를 것으로 전망됨[그림20]

<그림19> 4대 CSP의 Capex/Revenue는 정점, 절대 투자규모는 ↑



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림20> AI 응용처 매출 전망: 2029년 학습과 추론의 크로스오버

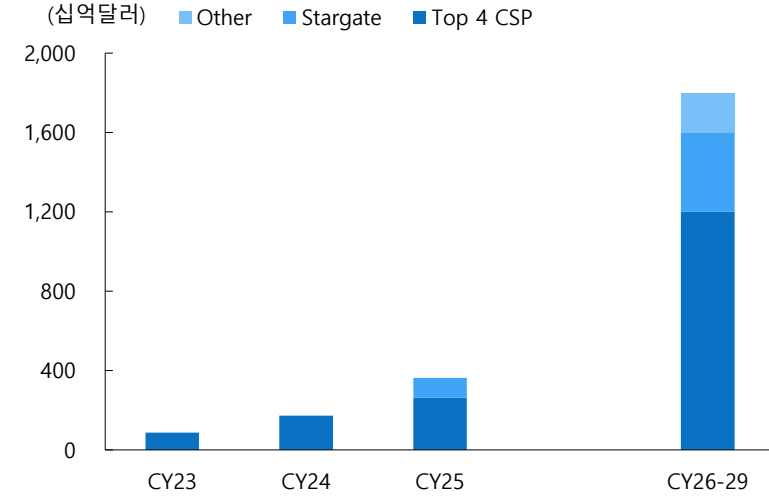


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

서버: 소버린시의 부각

- 이는 비단 CSP의 경쟁에만 국한되지 않음. 국가 차원에서도 AI 데이터 센터는 전략 자산으로 인식됨. 최근 소버린 AI 및 다자간 연합이 CSP를 잇는 새로운 수요 축으로 부상 중. 데이터 주권 확보와 국가 경쟁력 강화를 위한 핵심 수단으로 자리잡고 있는 것
- 현재까지 발표된 국가, 혹은 다자 간 연합 주도의 데이터센터 프로젝트만 보더라도, 2026~2029년 총 투자액이 4대 CSP의 동기간 투자 대비 절반 수준에 이를 전망[그림21]
- 향후 국가 주도형 AI 인프라 투자에 참여하는 국가가 더욱 늘어날 것으로 예상되는 만큼, 글로벌 AI 인프라 시장에서 소버린시의 비중과 영향력은 더 확대될 가능성

<그림21> 국가, 혹은 다자 간 연합 주도의 AI 투자가 늘어날 것



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림22> 국가, 지역별 주요 AI 데이터센터 투자 및 자금 조달 프로젝트

프로젝트	예상 투자 규모	일정	주요 참여자	설명
UAE & Saudi	연 50만 개 H100급 GPU (G42에 10만 개 할당)	2025~2027 (초기 분)	Nvidia, G42, OpenAI, Humain (PIF), 사우디 및 UAE 정부, AMD	UAE의 데이터센터 (10만 개는 G42에) 및 사우디Humain 빌드에 활용 사우디의 경우 중장기적으로는 1.9GW (~30년), 6.6GW (~34년) 목표
Stargate (Oracle)	5,000억 달러 (2025년에 1,000억 달러 포함)	2025~2030 (5년간)	Oracle, Nvidia, OpenAI, Arm, Softbank	오라클이 Nvidia와 협업하여 대규모 AI 데이터센터 구축 예정
EU InvestAI 이니셔티브	2,000억 유로 자금 조달	진행 중	유럽연합, 다양한 민간 섹터	EU 전역에 걸쳐 4개의 미래 'AI 기가팩토리'에 자금을 지원 기가팩토리에는 약 10만 개의 최신 AI 칩이 설치될 예정 *시기가팩토리는 기존 시팩토리의 4배 규모
BlackRock-Microsoft AI 인프라 펀드	300억 달러 (부채 포함 최대 1,000억달러 조달)	진행 중	BlackRock, Microsoft, Nvidia, xAI, Elon Musk	AI 인프라(데이터센터 및 에너지 시스템) 공동 투자. Nvidia 및 Elon Musk의 xAI도 참여
G42 (UAE)	15억 달러 (Microsoft 투자)	진행 중	G42, Microsoft	Microsoft가 UAE 기반 G42에 투자 Azure 기반의 AI 솔루션을 공동 개발 4억 명이 넘는 아랍어 사용자에게 생성 AI 제공
프랑스 AI 투자 계획	1,090억 유로	2030년까지	프랑스 정부, 브룩필드, UAE	초기 자금은 1,000억 달러 규모의 아부다비 MGX,펀드에서 조달 이후 프랑스 기업 컨소시엄이 투자에 참여

자료 : Bloomberg, 언론 정리, iM증권 리서치본부

서버: 뜨거워진 대만의 IT 공급망

- 이 같은 AI 수요에 힘입어 대만 IT 공급망의 매출은 전년의 높은 기저에도 견조한 모습. 특히 서버 조립 업체의 코멘트에 이목이 쏠림
- ① Hon hai: GB200 병목 해소. 2Q25 AI 서버 매출이 전분기 및 전년동기 대비 2배 성장할 전망. 2Q 서버 매출 중 절반이 AI서버
- ② Quanta: 2025년 서버 매출 중 AI 비중 70% 전망. AI 서버 매출은 전년대비 세 자릿수 성장. GB200 서버 3월말부터 출하 시작. 2분기부터 본격 확대. GB300 서버 9월 출하 개시, 4분기 대량 공급 예상. 4대 CSP 수요 내년까지 견조할 전망
- ③ Wipyn: 2025년 AI 서버 매출 비중 50% 이상. 대형 고객 수요 여전히 강력하며 데이터센터 투자는 연평균 25% 성장세 유지

<그림23> 대만 IT 서브 섹터별 월별 매출 YoY 증감률 추이: 전년의 높은 기저에도 전반적으로 견조한 모습

%YoY	23.5	23.6	23.7	23.8	23.9	23.10	23.11	23.12	24.1	24.2	24.3	24.4	24.5	24.6	24.7	24.8	24.9	24.10	24.11	24.12	25.1	25.2	25.3	25.4
Foundry	-7%	-13%	-7%	-15%	-15%	12%	-8%	-9%	7%	11%	31%	54%	28%	28%	41%	31%	36%	28%	32%	54%	33%	40%	43%	45%
DRAM	-44%	-33%	-26%	-17%	-10%	0%	-1%	9%	32%	19%	20%	28%	24%	13%	12%	9%	3%	-8%	-9%	-11%	-13%	-7%	-5%	-3%
Back-end	-19%	-21%	-20%	-13%	-12%	-14%	-12%	-4%	6%	2%	2%	9%	3%	-4%	2%	1%	1%	1%	2%	8%	6%	11%	14%	17%
LCD	0%	5%	18%	36%	33%	16%	10%	18%	22%	7%	11%	19%	9%	2%	6%	3%	1%	-2%	11%	4%	15%	28%	8%	-1%
Motherboard	-3%	-20%	-7%	-10%	2%	13%	5%	-18%	3%	-14%	-7%	10%	17%	7%	16%	12%	1%	-3%	4%	25%	1%	28%	16%	19%
PC/Server OEM	-6%	-22%	-18%	-10%	-15%	-8%	-5%	-10%	5%	3%	1%	17%	14%	10%	21%	19%	22%	24%	21%	31%	27%	38%	43%	34%
iPhone EMS	-7%	-20%	-4%	-10%	-16%	-4%	14%	-25%	-18%	-14%	4%	14%	18%	11%	20%	26%	7%	7%	3%	41%	2%	51%	22%	24%
PCB	-23%	-30%	-22%	-21%	-23%	-17%	-10%	-15%	5%	-10%	2%	17%	10%	12%	15%	13%	4%	-1%	1%	10%	-1%	28%	19%	18%
Passive	-15%	-16%	-11%	-7%	-5%	-4%	-4%	0%	20%	-8%	6%	16%	15%	11%	19%	12%	9%	12%	6%	8%	2%	19%	12%	8%
LED	-21%	-17%	-15%	-4%	0%	-4%	-10%	11%	36%	1%	4%	28%	11%	15%	20%	15%	4%	2%	3%	7%	-9%	12%	2%	-7%
Fabless	-30%	-17%	-11%	0%	-23%	34%	17%	12%	75%	20%	13%	28%	19%	8%	29%	1%	16%	14%	5%	0%	15%	24%	13%	15%
CCL	-10%	-6%	11%	20%	29%	40%	40%	59%	104%	59%	66%	80%	63%	63%	59%	48%	37%	33%	50%	49%	56%	87%	65%	42%
Lens	-15%	-15%	-3%	12%	15%	18%	29%	21%	39%	35%	24%	46%	50%	45%	46%	24%	1%	-4%	-13%	7%	9%	30%	25%	17%
MCU	-56%	-52%	-56%	-54%	-48%	-56%	-53%	-55%	-39%	-60%	-25%	-11%	0%	-3%	4%	2%	19%	28%	54%	45%	54%	148%	43%	45%
Total	-9%	-19%	-9%	-10%	-13%	-1%	3%	-16%	-4%	-4%	5%	19%	17%	12%	22%	20%	12%	12%	11%	34%	13%	40%	29%	28%

자료 : MOPS, iM증권 리서치본부

PCB: MLB +25%, PKG +9%

- AI 수요에 힘입은 MLB 업체들은 '23년~26년 CAGR 매출 성장률이 평균 +25%에 달함. 이는 20배 이상의 고멀티플의 논거. 한편, PKG 업체들은 낮은 기저 속 업황의 점진적 회복에 힘입어 평균 +9% 성장할 전망

<그림24> 주요 PKG기판, MLB 업체들의 매출과 영업이익 추이

주요 PKG, MLB 업체의 매출 추이											
단위: Mn	분기			QoQ	YoY	연간				23~26 CAGR	
	1Q25	4Q24	1Q24			2023	2024	2025E	2026E		
IBIDEN (JPY)	99,099	88,752	90,344	11.7	9.7	381,035	360,681	415,641	458,238	6.3	
SHINKO (JPY)	40,405	26,992	34,038	49.7	18.7	105,771	112,783	124,861	134,371	8.3	
UMTC (TWD)	30,090	29,381	26,403	2.4	14.0	104,036	115,373	134,851	155,257	14.3	
KINSUS (TWD)	8,620	8,043	6,994	7.2	23.2	26,832	30,535	36,450	38,964	13.2	
NYPKB (TWD)	8,458	7,870	7,101	7.5	19.1	42,253	32,283	37,317	44,172	1.5	
DDE (KRW)	215,376	206,477	214,766	4.3	0.3	909,651	892,136	953,500	1,116,300	7.1	
SIMTECH (KRW)	303,597	301,112	293,867	0.8	3.3	1,041,896	1,231,421	1,297,441	1,506,144	13.1	
ISU (KRW)	252,490	226,104	199,610	11.7	26.5	675,333	836,867	1,046,577	1,226,274	22.0	
GCE (TWD)	12,063	9,856	9,066	22.4	33.1	30,044	38,952	52,763	59,425	25.5	
TTM (USD)	649	651	570	-0.4	13.8	2,233	2,443	2,660	2,802	7.9	
WUS (CNY)	4,038	4,331	2,584	-6.8	56.3	8,938	13,342	17,002	20,215	31.3	
VICTORY (CNY)	4,312	3,034	2,392	42.1	80.3	7,931	10,731	18,266	22,953	42.5	
SCC (CNY)	4,783	4,858	3,961	-1.5	20.7	13,526	17,907	21,382	24,849	22.5	

주요 PKG, MLB 영업이익 추이											
단위: Mn	분기			QoQ	YoY	연간				23~26 CAGR	
	1Q25	4Q24	1Q24			2023	2024	2025E	2026E		
IBIDEN (JPY)	12,764	6,345	10,621	101	20	48,134	45,478	51,454	65,505	11	
SHINKO (JPY)	7,009	2,982	5,377	135	30	10,215	14,102	16,899	18,892	23	
UMTC (TWD)	1,267	679	1,578	86	-20	8,920	5,117	10,964	17,786	26	
KINSUS (TWD)	501	-3	321	흑전	56	1,042	1,095	2,913	4,002	57	
NYPKB (TWD)	33	-391	-794	흑전	흑전	6,330	-1,267	1,567	3,896	-15	
DDE (KRW)	-6,202	-5,976	-2,886	적지	적지	23,732	11,259	21,460	66,300	41	
SIMTECH (KRW)	-16,324	-36,156	-14,934	적지	적지	-88,124	-46,969	18,627	123,618	흑전	
ISU (KRW)	47,684	25,937	22,989	84	107	62,169	102,342	180,935	224,277	53	
GCE (TWD)	2,543	1,636	1,727	55	47	5,136	8,067	11,732	14,162	40	
TTM (USD)	50	9	17	457	194	42	116	281	310	94	
WUS (CNY)	863	771	520	12	66	1,619	2,796	4,017	5,013	46	
VICTORY (CNY)	1,120	392	261	186	329	772	1,301	4,167	5,541	93	
SCC (CNY)	535	402	394	33	36	1,428	2,071	2,591	3,149	30	

자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

MLCC: AI서버와 전장을 중심으로 2024년~30년 CAGR +9% 전망

- MLCC 시장은 2024~30년 CAGR +9% 성장할 전망. 적용처별로 IT용 +6%, 전장용 +11%, 서버 +21% 등
- 특히 서버는 AI서버 출하확대, 전장은 자율주행 고도화에 따라 대당 콘텐츠 성장이 빠르게 발생할 것으로 전망됨
- IT세트에 대한 수요 불확실성이 겹치면, 이러한 구조적 성장 포인트에 주목하게 될 것

<그림25> MLCC 시장 전망: 2025년 기준 시장 규모는 +5% YoY 성장한 17.2조원 (IT 6.8조, 전장 5.4조, 서버 0.9조, 기타 4.1조원 등)

(백만개, 백만원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	CAGR (24~30)
핸드셋	1,326	1,366	1,366	1,379	1,393	1,407	1,421	1,435	1%
AI 핸드셋		150	285	385	500	625	750	863	42%
PC&태블릿	490	505	505	510	515	520	525	530	1%
AI PC & 태블릿		10	83	155	210	275	335	368	106%
자동차	88	91	89	90	90	91	91	91	0%
EV+HEV	14	18	22	26	30	35	39	44	20%
서버	12	13	13	14	14	14	14	15	3%
AI서버		0.7	1.1	1.5	2.0	2.4	2.9	3.3	35%
IT용 MLCC 출하량	1,994,810	2,141,176	2,241,768	2,370,564	2,512,316	2,675,303	2,854,181	3,036,770	7%
IT용 MLCC ASP (원)	3.3	3.2	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	-1%
IT용 MLCC 시장	6,484,459	6,751,439	6,856,561	7,214,238	7,607,397	8,060,423	8,556,370	9,058,222	6%
전장용 MLCC 출하량	427,560	477,435	513,810	562,230	615,582	672,785	734,154	799,181	11%
전장용 MLCC ASP (원)	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	0%
전장용 MLCC 시장	4,489,380	5,013,072	5,395,000	5,903,413	6,463,612	7,064,241	7,708,612	8,391,399	11%
서버 MLCC 출하량	59,870	88,750	106,580	126,638	151,958	175,423	204,777	234,568	21%
서버 MLCC ASP (원)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	0%
서버 MLCC 시장	536,435	795,200	954,957	1,134,678	1,361,543	1,571,794	1,834,804	2,101,733	21%
기타 MLCC 시장	3,699,764	3,884,752	4,078,990	4,282,939	4,497,086	4,721,940	4,958,037	5,205,939	6%
총 MLCC 시장	15,210,038	16,444,463	17,285,508	18,535,269	19,929,638	21,418,399	23,057,823	24,757,294	9%
삼성전기 전장용 MLCC 점유율	16%	19%	23%	27%	25%	25%	25%	25%	
삼성전기 전장용 MLCC 매출	722,543	972,082	1,218,603	1,581,656	1,615,903	1,766,060	1,927,153	2,097,850	17%

자료 : iM증권 리서치본부

투자전략: 바벨전략

- 업종 내 주요 기업의 밸류에이션은 양극화. 투자자들은 확실한 것을 선순위로 취하고, 불확실한 것을 후순위로 두는 모습
- 전자는 견조한 실적이 증명되고 있는 AI 서버 및 네트워크 등 인프라, 후자는 관세로 인해 불확실성이 커지고 있는 전통 IT 세트
- 서버, 전장을 중심으로 사업 포트폴리오가 고도화되고 있음에도 스마트폰, PC 등 IT 세트에 대한 불확실성으로 크게 하락한 종목들에 관심
- 이들은 단기 실적 모멘텀이 떨어질 수 있으나 리스크-리턴 관점에서 좋은 투자 대상. 대표적으로 삼성전기, 대덕전자, 아모텍
- 한편, 어닝 시즌이 가까워질 수록 실적 모멘텀이 재부각 받을 가능성이 높다는 측면에서는 AI 인프라 노출도가 높은 이수페타시스(비커버리지) 관심

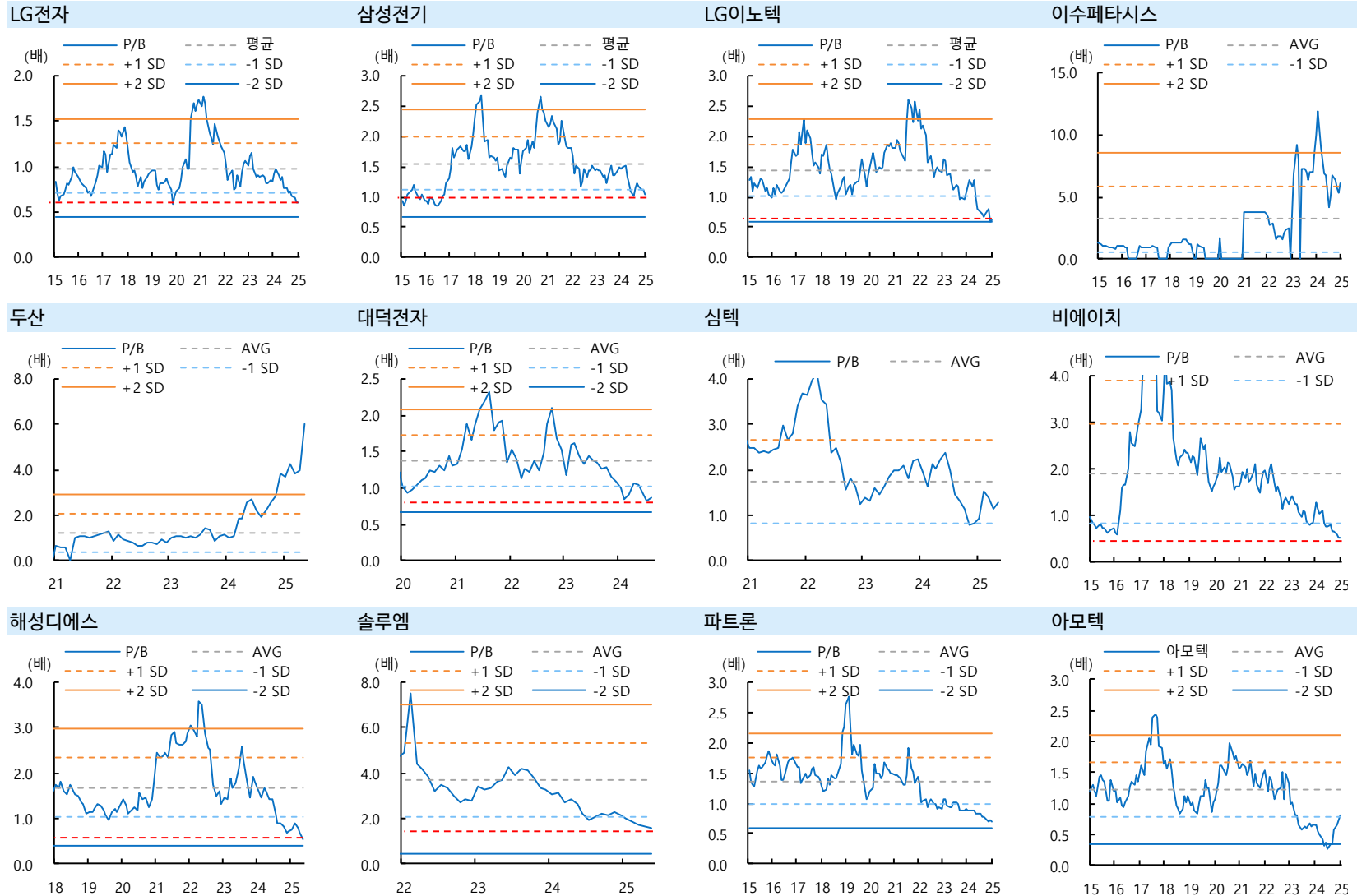
<그림26> 관심종목 투자포인트 정리

종목명	시총(십억원)	TP(원)	업사이드(%)	투자 포인트
삼성전기	9,262	180,000	45.2	① 중화 EV 중심의 MLCC는 26년까지 가파르게 성장할 전망 ② 올해부터 AI 가속기향 FC-BGA 매출 본격화
대덕전자	754	21,000	37.6	① 3Q25 자율주행 향 FC-BGA 양산을 통한 턴어라운드 ② AMD향 MLB 대량 양산 개시. MLB 매출 '25년 2,000억원 → '26년 3,500억원
아모텍	126	12,000	38.7	① BYD 및 지리자동차향 전장용 MLCC 매출 발생으로 8년만에 연간 기준 턴어라운드 ② 주력 사업인 BLDC 모터 매출 CAGR +15% 성장
이수페타시스	3,021	NR	-	① 18층 이상 고다층 MLB 시장 CAGR +20%대 성장 ② 고마진 스위치 수주 확대를 통해 제품 믹스 개선 지속

자료 : iM증권 리서치본부

투자전략: 전기전자 주요 종목 P/B 추이

<그림27> 레거시 IT에 대한 비중이 있는 업체와, AI 인프라 비중이 높은 업체 간 온도 차가 반영되어 있음



자료 : Dataguide, iM증권 리서치본부



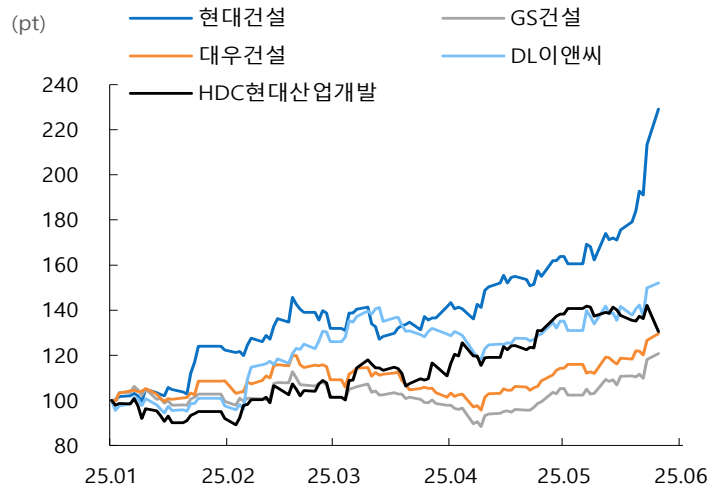
[건설]

하반기에도 변함없을 주가 상승 동력

예상보다 좋았던 2025년 상반기 건설주 주가, 하반기에도 상승 기조 이어질 것

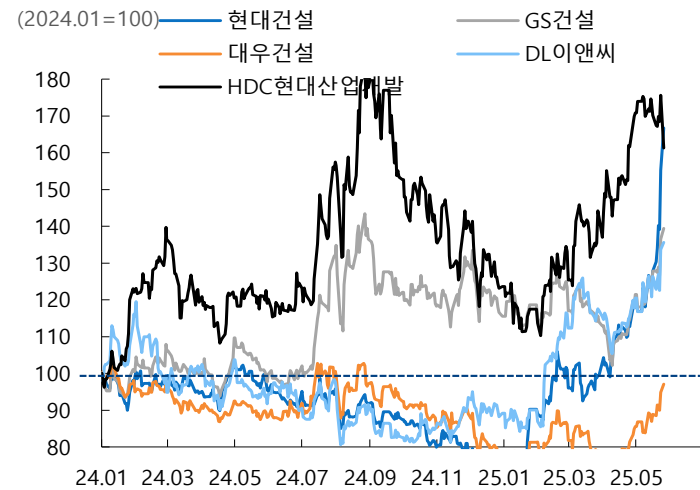
- 2025년 주택주의 주가 상승률은 매우 고무적이었다. 5월 26일 종가 기준 커버리지 주택주(현대건설, GS건설, DL이앤씨, 대우건설, HDC현대산업개발)의 합산 시총은 13조원으로 YTD 67% 상승. 종목별로 현대건설 +129%, GS건설 +20%, DL이앤씨 +52%, HDC현산 +30%, 대우건설 +30%, 커버리지 주택주의 합산 시총이 13조원을 상회한 것은 2022년 4월 이후 최초
- 2025년 주택주의 주가 상승의 동력으로는 1) 현대건설의 4Q24 빅배스 이후, 주택주 전반적인 수익성 개선 기대 기대감, 2) 금리 하락 기조, 3) Valuation 저평가, 4) 원전 사업 수주 기대감, 2025년 하반기에도 상반기 건설주 주가 상승 요인은 지속될 것으로 예상

<그림1> 커버리지 주택주 주가 상승률(2025~)



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림2> 커버리지 주택주 주가 상승률(2024~)

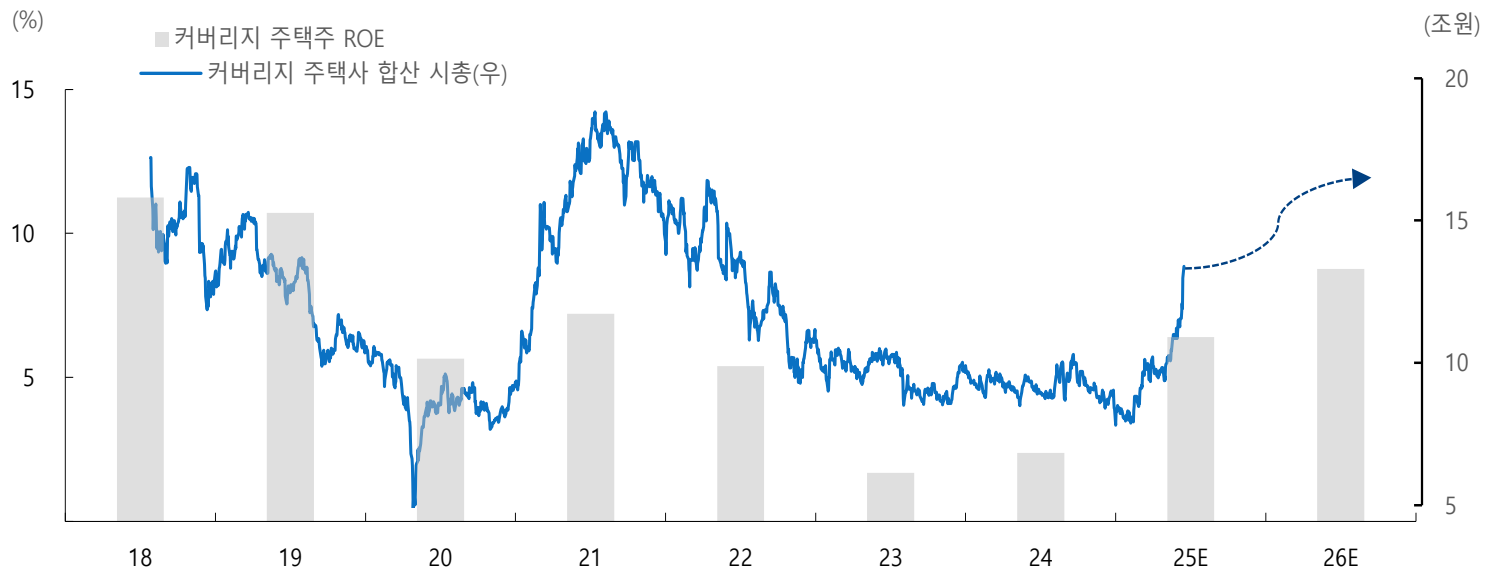


자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

ROE는 2025년 개선, 2026년에는 개선 폭 더 커질 것

- 최근 주가 상승에도 예상 ROE와 예상 금리 수준에 맞춰 건설사들의 주가는 추가 상승여력이 남아있다고 판단
- 수익성이 극도로 부진한 2021~2022년 착공 건축물들의 매출 비중은 2025년 대비 2026년 더욱 감소할 것(30% 미만)으로 예상되어, 올해 보다 더욱 선명한 이익 개선 흐름이 나타날 것으로 예상
- 2025년 건설사들의 예상 ROE는 6~7% 수준이나, 2026년에는 2021년 수준인 8~9% 수준으로 회귀할 것으로 예상

<그림3> 커버리지 주택주 ROE와 주택주 합산 시총 추이

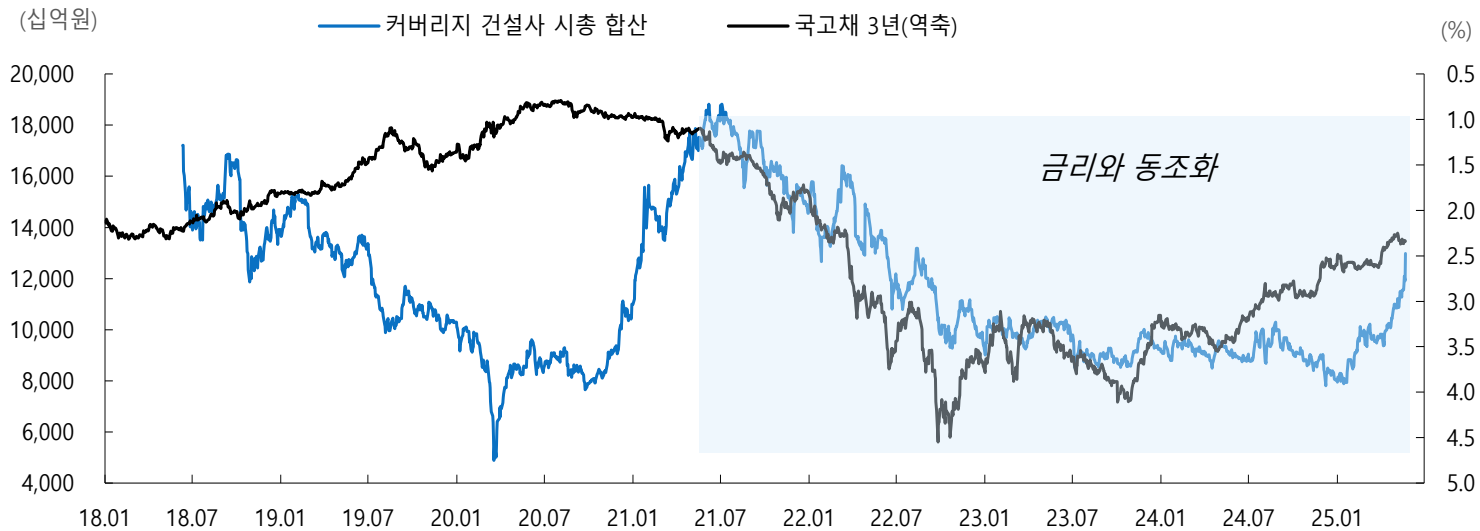


자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

금리는 하락 기조, 건설사 주가에 긍정적

- 금리 하락 기조도 건설사들의 장기적인 매출 증가, 투자 심리에 긍정적으로 작용할 예정, 6월 현재 기준 금리는 2.5%, 연말까지 2.0% 예상
- 2021년부터 금리와 건설사들의 주가는 동조화를 보였으며, 기준금리 인하 기조에 맞춰 추가적인 주가 상승도 가능할 것으로 예상
- 2025년 상반기에도 부진한 건설 경기를 보이고 있지만, 금리 하락 기조에 맞춰 빠르면 2025년말, 보수적으로 2026년에는 건축물 착공 면적의 YoY 증가 트렌드가 예상

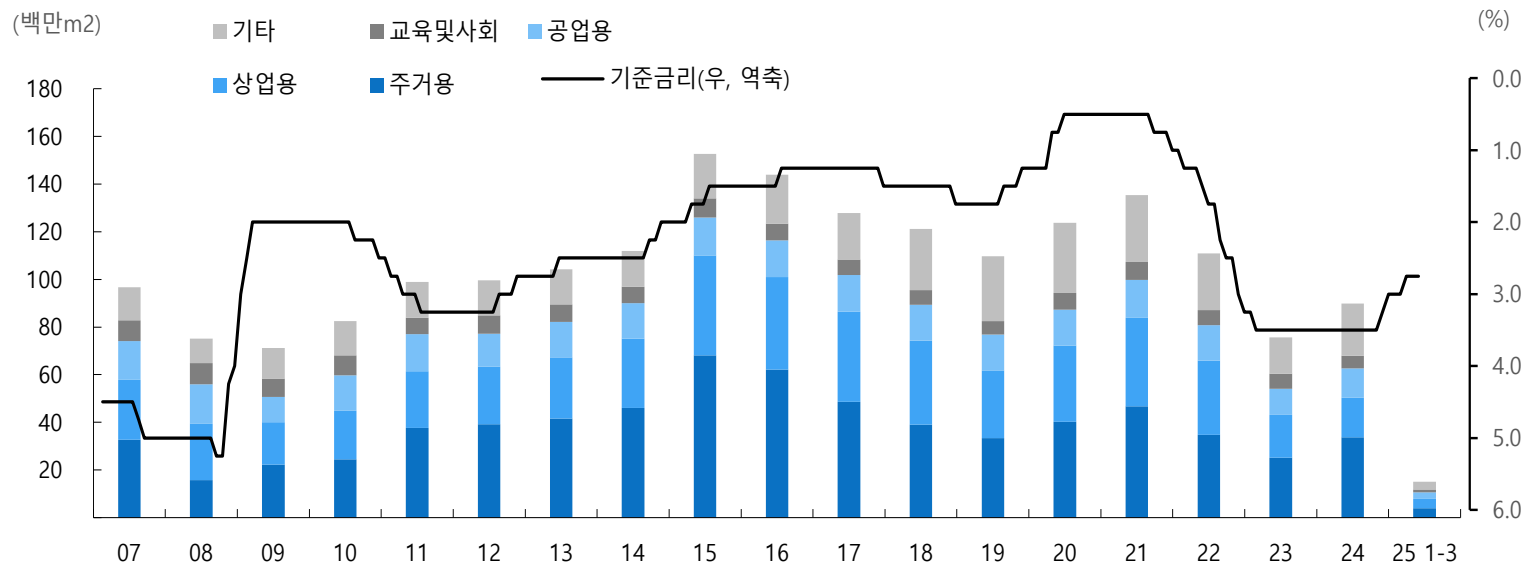
<그림4> 커버리지 주택주 시총 합산과 금리 추이



금리는 하락 기조, 건설사 주가에 긍정적

- 2025년도 3월까지의 누적 착공 면적은 1,511만m²를 기록했는데(잠정치), 전년대비 30% 감소. 부진한 건설 경기를 보냈던 2024년 대비 오히려 건설 경기가 악화
- 착공 면적은 빠르면 2025년말, 2026년에는 유의미한 증가가 예상. 금리 수준이 연말로 갈수록 하락하여, 개발, 매매 시장에서의 조달금리 여건은 지난 3년보다는 완화되는 중
- 지난 20여년간을 분석했을 때 금리 인하 사이클(2008~2010, 2012~2016, 2019~2021년)에서 착공 면적은 늘어났음
- 건설업 턴어라운드 관점도 주가에 긍정적으로 작용할 것

<그림5> 건축 착공 면적과 기준금리 추이



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

아직 부담스럽지 않은 Valuation

- 6월 2일 종가 기준, 커버리지 주택주의 P/B Valuation은 2025년 기준 0.38~0.87배
- 현대건설이 가장 높은 0.87배, DL이앤씨가 가장 낮은 0.36배

<그림6> 커버리지 주택주 P/B Valuation

(x)		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
고점	현대건설	1.37	1.06	0.69	0.91	0.72	0.57	0.50	0.87	
	GS건설	1.22	0.96	0.75	0.89	0.85	0.48	0.42	0.42	
	HDC현산	1.80	1.03	0.64	0.75	0.59	0.35	0.56	0.51	
	DL이앤씨				0.71	0.61	0.31	0.34	0.36	
	대우건설	1.29	1.03	0.77	1.17	0.82	0.49	0.41	0.36	
연평균	현대건설	0.93	0.80	0.56	0.75	0.61	0.51	0.44	0.87	0.81
	GS건설	0.92	0.75	0.53	0.78	0.59	0.36	0.33	0.42	0.39
	HDC현산	1.22	0.78	0.50	0.64	0.30	0.25	0.41	0.46	0.43
	DL이앤씨				0.61	0.43	0.28	0.27	0.36	0.34
	대우건설	1.02	0.81	0.56	0.88	0.62	0.44	0.37	0.38	0.35
저점	현대건설	0.63	0.63	0.32	0.56	0.50	0.46	0.34	0.33	
	GS건설	0.62	0.60	0.29	0.67	0.37	0.25	0.27	0.29	
	HDC현산	0.95	0.50	0.30	0.48	0.22	0.21	0.30	0.32	
	DL이앤씨				0.48	0.30	0.23	0.23	0.23	
	대우건설	0.79	0.65	0.35	0.65	0.44	0.39	0.30	0.27	

자료: iM증권 리서치본부
 주: 2025년, 2026년 연평균 수치는 현재 주가 기준

아직 부담스럽지 않은 Valuation

- 6월 2일 종가 기준, 커버리지 주택주의 P/B Valuation은 2025년 기준 5.6~12.9배
- 현대건설이 가장 높은 12.9배, DL이앤씨가 가장 낮은 5.6배

<그림7> 커버리지 주택주 P/E Valuation										
(x)		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
고점	현대건설	22.5	17.3	37.5	16.1	13.6	8.6	N/A	13.1	
	GS건설	7.5	8.6	10.0	10.1	12.2	N/A	7.5	7.6	
	HDC현산	9.7	5.5	7.9	12.3	33.8	6.1	11.3	7.0	
	DL이앤씨	0.0	0.0	0.0	5.2	6.4	8.0	7.3	5.7	
	대우건설	9.9	12.1	7.3	7.8	6.0	3.9	7.6	6.1	
연평균	현대건설	15.3	13.2	30.1	13.4	11.5	7.8	N/A	12.9	8.6
	GS건설	5.6	6.7	7.0	8.8	8.4	N/A	5.8	8.4	4.3
	HDC현산	6.5	4.2	6.3	10.4	17.4	4.4	8.2	6.4	4.7
	DL이앤씨				4.4	4.5	7.0	5.7	5.6	5.3
	대우건설	7.8	9.6	5.3	5.8	4.6	3.5	6.8	6.1	4.2
저점	현대건설	10.3	10.3	17.1	10.0	9.3	7.0	N/A	5.0	
	GS건설	3.8	5.4	3.9	7.5	5.3	N/A	4.9	5.7	
	HDC현산	5.1	2.7	3.8	7.8	12.8	3.6	5.9	4.4	
	DL이앤씨	0.0	0.0	0.0	3.5	3.2	5.9	4.9	3.5	
	대우건설	6.1	7.7	3.3	4.3	3.3	3.1	5.5	4.5	

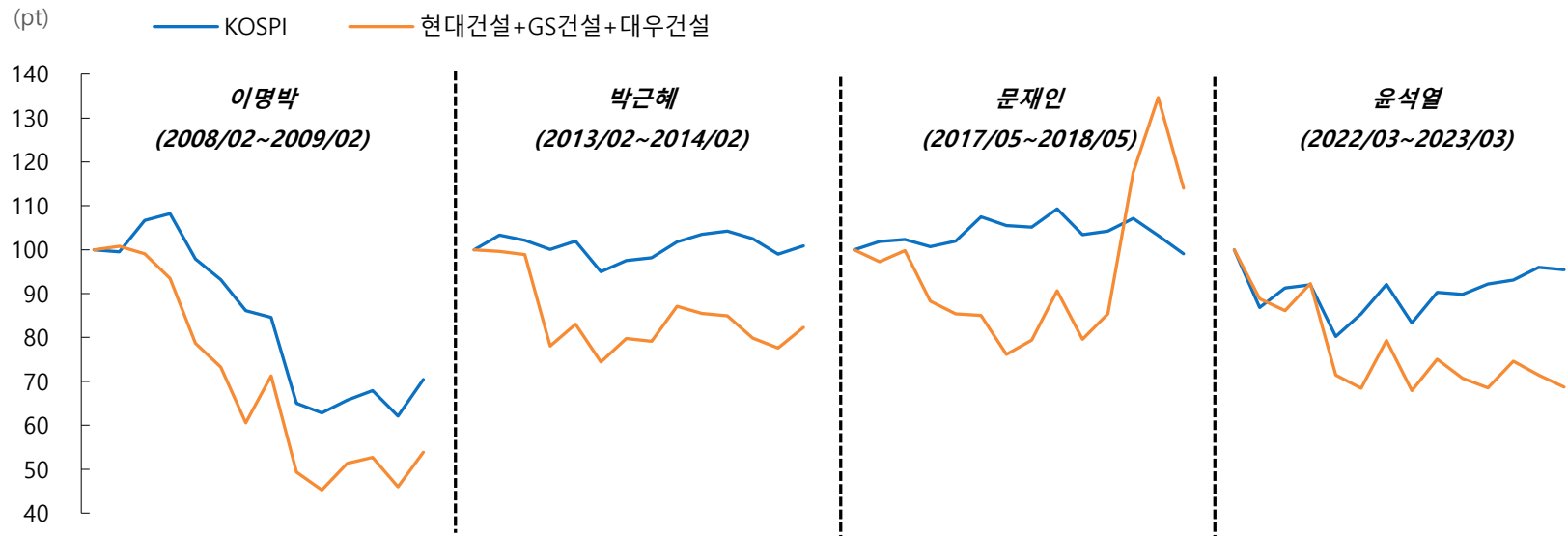
자료: iM증권 리서치본부

주: 2025년, 2026년 연평균 수치는 현재 주가 기준

이재명 정부의 부동산, 대북 기조도 확인할 필요

- 이재명 정부는 대선 공약 당시 '공급 확대, '현재 수준의 부동산 세제 유지'를 주장한 바 있음, 공급 확대는 4기 신도시 개발을 언급했으나, 실제 개발까지는 상당한 시일이 소요될 것으로 보여, 건설업과 주가에 큰 영향 없을 것으로 보임
- 오히려 '대북 정책'에 관심을 가질 필요. 문재인 정권 당시 남북경협이 본격화되며 건설업 주가는 2배 가까이 상승한 바 있음
- 이재명 정부의 대북 기조는 구체화된 바 없으나, 이전 정권 대비 대북 외교는 유화적으로 변할 가능성 높아 지속적으로 모니터링 필요

<그림8> 최근 4개 정권 임기 +1년과 주요 건설주 수익률



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

투자전략: 바스켓 매수

- 건설 산업의 부침은 현재도 이어지고 있으나, 빠르면 2025년말, 2026년에는 건설 경기 전반적으로 턴어라운드를 기대할 수 있음
- 커버리지 주택주는 2025년부터 영업이익 개선이 이미 나타나고 있고, Valuation 매력도 남아있음. 따라서 커버리지 주택주(현대건설, HDC현대산업개발, GS건설, DL이앤씨, 대우건설) 바스켓 매수가 가능하다고 판단
- 특히 원전 사업과 건설 경기 턴어라운드에 대한 익스포져가 가장 큰 현대건설, 그리고 2027년까지 이익 개선이 명확한 HDC현대산업개발, 회사 규모 대비 주가 상승 폭이 상대적으로 적었던 GS건설의 매수를 추천

<그림9> 관심종목 투자포인트 정리

종목명	시총(십억원)	12m fwd P/E	12m fwd P/B	투자 포인트
현대건설	7,316	11.2	0.83	① 불가리아 원전 본계약(2025년말), 미국 펠리세이즈 SMR 사업 2H25 착공 등 원전 사업 기대 ② 건설 산업 턴어라운드 기대, 남북 관계 개선 등 건설 업종 내 베타가 가장 큼
HDC현대산업개발	1,539	5.5	0.45	① 서울원 아이파크 성공적 분양으로 2027년까지 안정적인 매출 및 영업이익 성장 vs. Valuation 저평가 ② 용산 정비창 재개발, 파주 메디컬 클러스터, 복정 역세권 개발 사업 등 대형 개발 사업 파이프라인 착공 기대
GS건설	1,930	6.1	0.41	① 국내 주택의 지위 및 매출 규모 대비 주가 상승률 크지 않아 저평가 상황 ② 2Q25 입주 세대 준공정산 이익 기대할 수 있어 실적 기대감

자료 : iM증권 리서치본부



[지주/ESG]

지배구조 2.0 시대

자본시장 정책과 관련하여 지배구조 개선을 통한 일반주주 권익 보호

- 이재명 대통령은 대선 공약으로 자본시장 정책과 관련하여 지배구조 개선을 통한 일반주주 권익 보호하기 위해서는 상법 개정 등을 제시함
- 주주에 대한 이사의 충실의무를 명문화
- 일정 규모 이상 회사에 독립이사 일정 비율 이상 선임 의무화
- 대규모 상장회사 감사위원 분리선출 단계적 확대
- 대규모 상장회사 집중투표제 활성화

<표1> 더불어민주당 이사의 충실의무 상법개정안

구분	현행	개정안
제382조의3 (이사의 충실의무)	이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.	① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 전체 주주의 이익을 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 주주의 이익을 공정하게 보호 하여야 하고, 특정 주주의 이익을 우선하여서는 아니 된다.

자료: 국회, iM증권 리서치본부

자본시장 정책과 관련하여 지배주주 사익편취 행위 근절을 위한 제도개선

- 이재명 대통령은 대선 공약으로 자본시장 정책과 관련하여 지배주주 사익편취 행위 근절을 위한 제도를 개선하기 위하여 자본시장법 개정 등을 제시함
- 상장법인에 대한 인수·합병(M&A)시 합병가액에 공정가액 적용
- 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사의 일반주주에 대한 신주물량 일정 배정 제도화
- 기업인수시 의무공개매수 제도화
- 상장회사 자사주에 대한 원칙적 소각 제도화 검토
- 부당 내부거래에 대한 감시와 제재 강화 등



이사의 주주 충실의무

- 더불어민주당에서는 상법 제382조의3(이사의 충실의무 등)의 ① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다는 규정을, 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 전체 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다고 변경하자는 개정안을 국회에 제출함. 또한 상법 제382조의 3의 ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 주주의 이익을 공정하게 보호하여야 하고, 특정 주주의 이익을 우선하여서는 아니된다는 신설하는 개정안도 국회에 제출함
- 이러한 이사의 주주 충실의무 규정이 도입될 경우 주주는 상법 제401조(제3자에 대한 책임)를 통하여 통해 주주 충실의무를 위반한 이사에게 직접 책임을 추궁할 수 있음
- 이사의 주주 충실의무가 도입된다면 대리인 비용(agency cost) 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 것임. 즉, 이사가 지배주주의 사적 이익을 위해 소액주주에 불리한 결정을 할 경우 상법상 손해배상 책임 또는 형법상 업무상 배임죄를 물을 수 있는 법적 근거를 마련하는 것임

<표2> 더불어민주당 이사의 충실의무 상법개정안

구분	현행	개정안
제382조의3 (이사의 충실의무)	이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.	① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 전체 주주의 이익을 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 주주의 이익을 공정하게 보호하여야 하고, 특정 주주의 이익을 우선하여서는 아니 된다.

자료: 국회, iM증권 리서치본부

이사의 주주 충실의무 도입의 최대 수혜주 지주회사

- 지주회사의 경우 지주회사와 자회사 중복상장으로 인하여 유동성 할인이 불가피한 상황에서 태생적으로 지주회사 주주와 자회사 주주간 이해상충이 발생할 가능성이 높음.
- 또한 지주회사 및 자회사 기업구조 및 소유구조 개편 과정에서 원래 목적인 기업가치 향상을 도모하기 보다는 계열분리 및 승계, 지배권 강화, 법률위험 회피 등 지배주주의 사적 이익을 증진시키기 위한 수단으로 주로 이용하기 때문에 소액주주와의 이해상충 발생으로 대리인 비용이 자주 발생함.
- 무엇보다 지주회사의 경우 자회사 중복상장 환경하에서 소유구조 개편 등이 자주 발생하면서 주주간 이해상충 발생으로 할인율이 크게 발생하고 있음.
- 이에 따라 상법 개정으로 이사의 주주 충실의무 도입되면 주주간 이해상충 해소를 통한 지배구조 개선이 할인율 축소로 이어짐에 따라 기업가치가 상승하면서 지주회사 수혜가 예상됨.

<표3> 더불어민주당 이사의 충실의무 상법개정안

구분	현행	개정안
제382조의3 (이사의 충실의무)	이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.	① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 전체 주주의 이익을 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 주주의 이익을 공정하게 보호하여야 하고, 특정 주주의 이익을 우선하여서는 아니 된다.

자료: 국회, iM증권 리서치본부

삼성물산(028260): 삼성그룹 지배구조 혁신 수혜 및 SMR 사업 확대

- 삼성그룹 이해상충 우려 해소를 기반으로 지배구조 혁신⇒동사 밸류에이션 리레이팅 기반 마련
- 유럽 시장 SMR 사업 확대 가시화⇒글로벌 SMR 업체로서 성장성 가속화

SK (034730): 자본시장 관련 공약 실현시 동사 최대 수혜

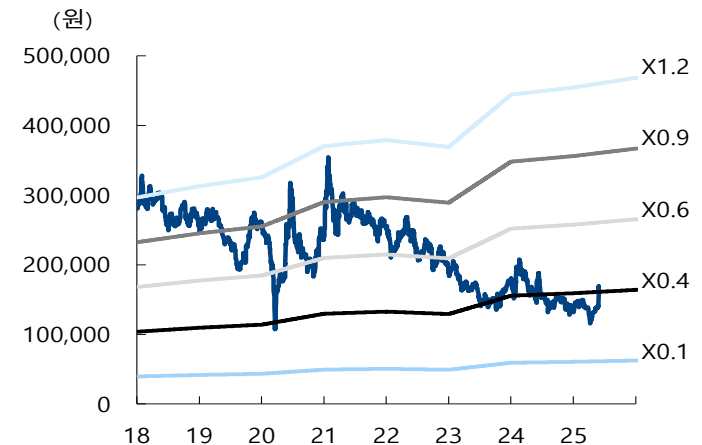
- 주주간 이해상충 해소를 통한 할인율 축소로 기업가치 상승하면서 동사 수혜
- 상장회사 자사주에 대한 원칙적 소각 제도화 검토 등이 부각됨에 따라 동사와 같이 자사주 보유비중이 큰 상장회사에 대하여 주주환원 측면에서 주주들의 자사주 소각 요구가 커지면서 자사주 24.8%의 일정부분에 대하여 소각 등을 기대할 수 있을 것임

<그림1> 삼성물산 PBR 밴드



자료 : 삼성물산, iM증권 리서치본부

<그림2> SK PBR 밴드



자료 : SK, iM증권 리서치본부

CJ (001040): 기업구조개편 가시화로 동사 기업가치 제고 될 듯

- 비상장회사 가치 상승 및 자체사업의 이익 성장이 지주회사 밸류에이션에 중요하게 영향을 미침
- 동사와 CJ올리브영 합병을 통하여 승계를 위한 기업구조개편 가시화 될 듯⇒합병이후 CJ올리브영 기업가치 반영되면서 동사 기업가치 제고될 듯

쿠쿠홀딩스 (192400): 배당확대로 밸류에이션 리레이팅 될 듯

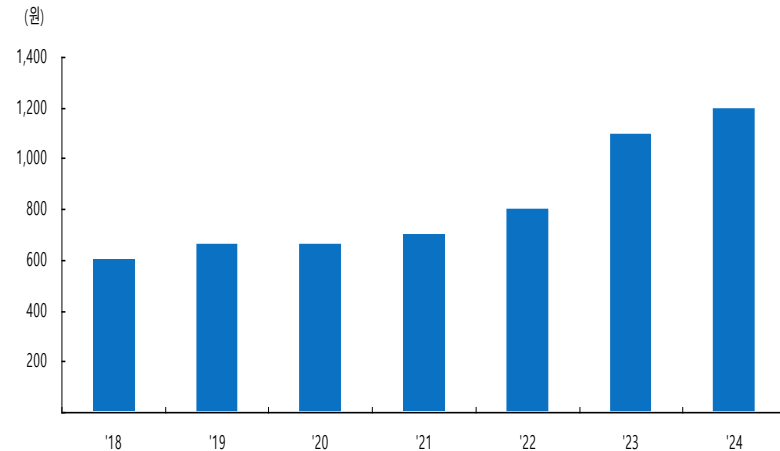
- 올해 국내 제품 라인업 확대 효과 및 해외 지역별 확대 등으로 견조한 실적 성장 예상됨
- 올해 동사 주당배당금 증가하면서 밸류에이션 리레이팅 될 듯

<그림3> CJ PBR 밴드



자료 : CJ, iM증권 리서치본부

<그림4> 쿠쿠홀딩스 주당배당금 추이



자료 : 쿠쿠홀딩스, iM증권 리서치본부



[Mid-Small Cap]

배당, 원전, 안보, 로봇, 관광

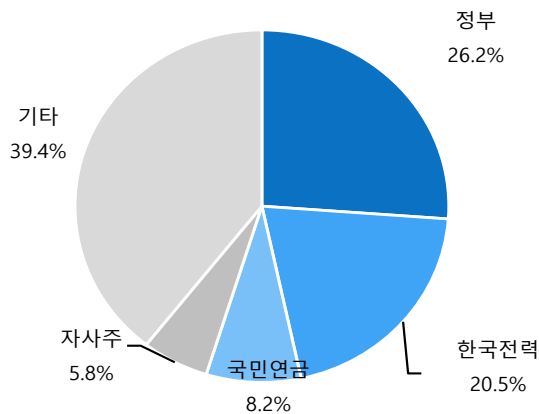
한국가스공사(036460): 배당성향 상향으로 밸류에이션 리레이팅 될 듯

- 요금인상 및 유가 하락 등으로 인하여 올해 하반기부터 민수용 미수금 점진적으로 감소할 듯⇒ 배당성향 상향되면서 밸류에이션 리레이팅 될 듯
- 트럼프 2.0 시대 미국산 LNG 도입 증가 가속화⇒ 동사 LNG 트레이딩 등으로 비즈니스가 확대됨에 따라 수익성 가시화되면서 성장성 부각 될 듯

지역난방공사(071320): 미수금 감소로 배당성향 상향되면서 밸류 리레이팅

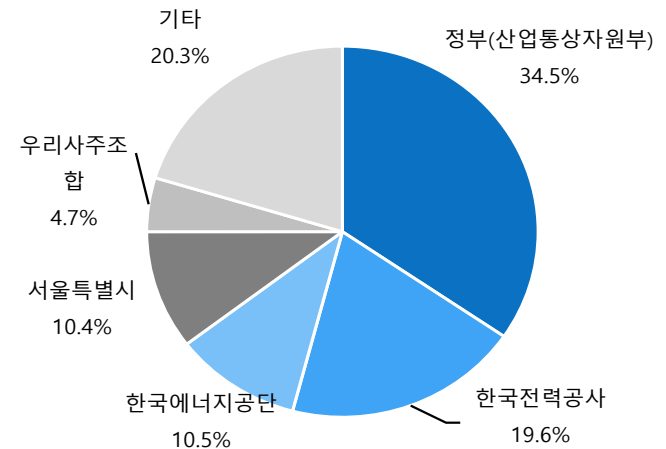
- 올해 1분기 대구 및 청주 발전소 가동률 상승으로 전력 사업부문 영업이익이 크게 개선되면서 어닝 서프라이즈 기록
- 유가 하락 등으로 미수금 등이 감소할 것으로 예상됨에 따라 배당성향이 상향될 것으로 기대됨 ⇒ 주당 배당금 대폭적으로 상승하면서 동사 밸류에이션 리레이팅 될 듯

<그림1> 한국가스공사 주주 분포(2025년 3월 31일 기준)



자료 : 한국가스공사, iM증권 리서치본부

<그림2> 지역난방공사 주주 분포(2025년 3월 31일 기준)



자료 : 지역난방공사, iM증권 리서치본부

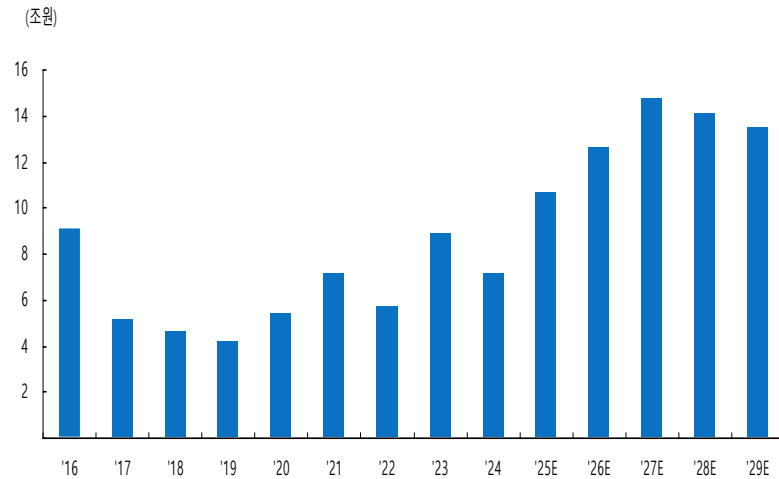
두산에너지빌리티(034020): 원전 관련 매년 4조원 이상 수주 가시화

- 체코를 시작으로 중동, 웨스팅하우스 기자재, SMR 등으로 수주 확대 ⇒ 원자력 사업부문 올해부터 시작하여 매년 4조원 이상 수주 가시화
- 향후 5년간 60기 이상 수주 가시화⇒글로벌 SMR 파운드리로 거듭날 듯

비에이치아이(083650): 원전 및 HRSG 수주 확대로 성장성 가속화

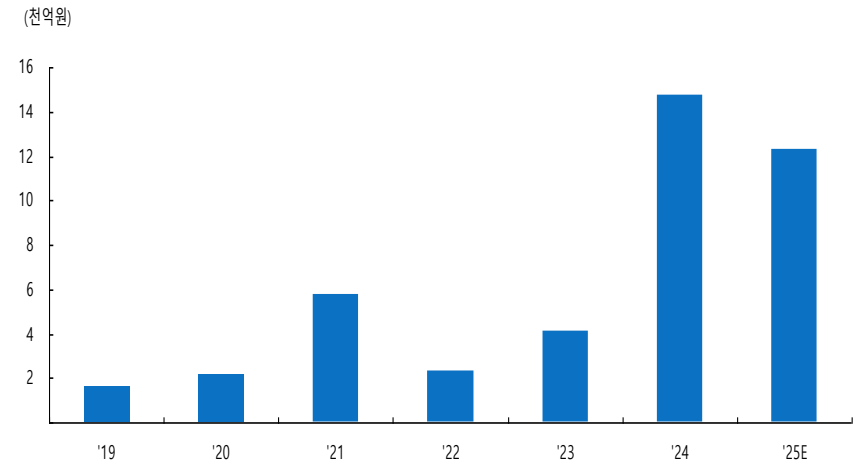
- 한국의 체코원전 수주 등 원전 수출 지역 확대 뿐만 아니라 웨스팅하우스 유럽지역 원전수주 확대 ⇒ 동사 원전 BOP 수주증가 + SMR BOP 수혜
- 지난해 사상 최대 수주 실적 기록⇒올해의 경우도 전 세계 전력수요 증가 및 석탄화력발전소 대체 등으로 수주 증가의 지속성 높여 나갈 듯

<그림3> 두산에너지빌리티 연도별 신규수주 추이



자료 : 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

<그림4> 비에이치아이 연도별 신규수주 추이



자료 : 비에이치아이, iM증권 리서치본부

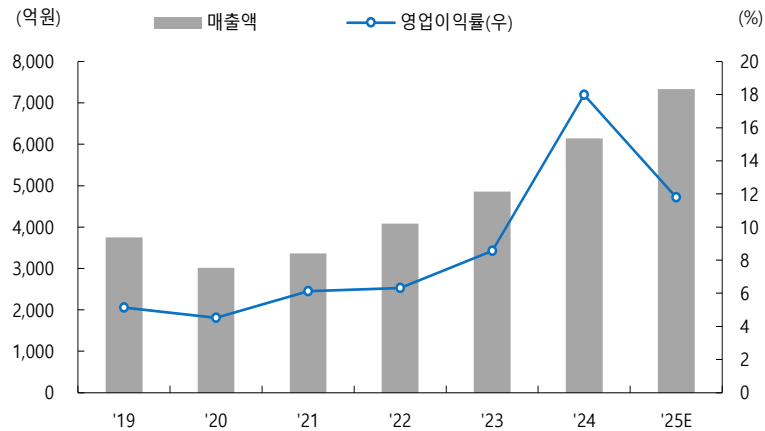
SNT다이내믹스(003570): 동사 변속기 첨병 역할로 K2ME 중동수출 탄력 받을 듯

- 동사의 변속기 튀르키예 알타이전차에 이어 우리나라 K2 전차 4차 양산에 적용⇒ 현대로템의 K2 전차 향후 수주 예상 물량에 적용 가능성 높아짐
- 중동형 K2전차(K2ME)의 핵심적인 세일즈 포인트는 동사 변속기 장착으로 인한 국산 파워팩 사용 ⇒ K2ME 중동수출 보다 더 탄력을 받을 듯

엠앤씨솔루션(484870): 다다익선 수주가 동사 실적개선 가속화로 연결

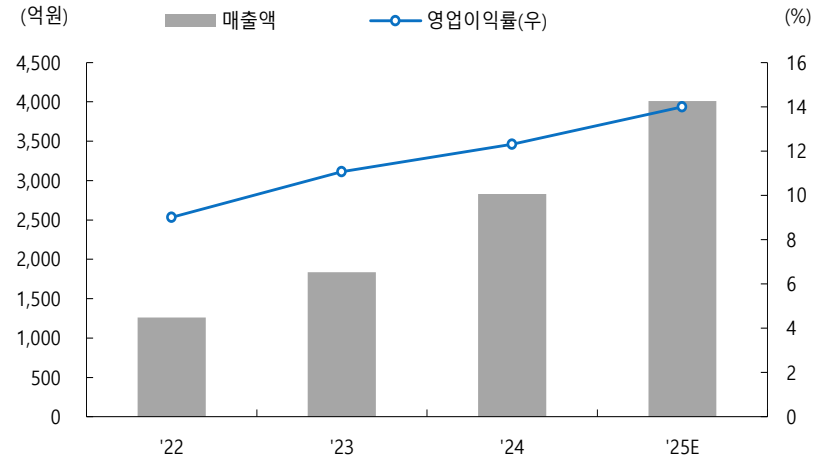
- 트럼프 2.0 시대 각자도생 정책이 글로벌 자주국방 강화 추세로 이어짐⇒ 유럽, 중동, 동남아 등으로 방산업체의 수출이 증가되면서 동사 최대 수혜
- 유럽, 중동 등에서 방산업체의 수주 확대로 동사의 신규수주도 증가 중 ⇒ 이러한 수출향 수주 확대로 동사 올해 실적 개선 가속화 될 듯

<그림5> SNT다이내믹스 실적 추이



자료 : SNT다이내믹스, iM증권 리서치본부

<그림6> 엠앤씨솔루션 실적 추이



자료 : 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

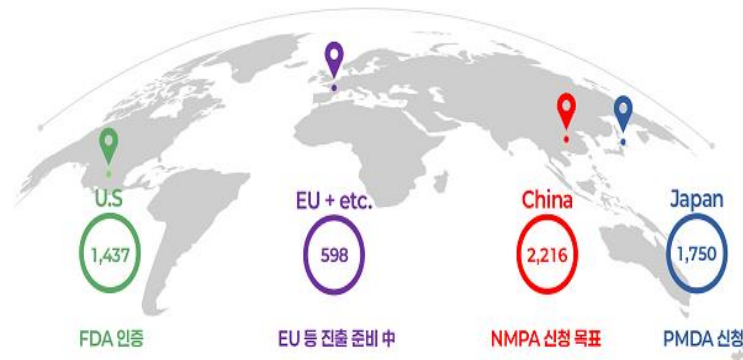
고영(098460): 미국 등 판매증가로 뇌수술용 로봇 강자로 거듭날 듯

- 올해 뇌수술용 로봇 설치 대수는 한국, 미국, 일본 등 총 20대 이상으로 예상됨.
- 미국, 일본, 한국 등에서의 성장에 힘입어 3년 이후에는 연간 100대 이상 설치 등이 가능해지면서 뇌수술용 로봇 강자로 거듭날 수 있을 듯

서부T&D (006730): 드래곤시티호텔 Q 증가가 P 상승을 이끈다

- 인바운드 관광 수요 양적으로 팬데믹 이전 수준으로 회복되면서 OCC 증가 ⇒ ADR 상승으로 이어지면서 매출증가로 인한 레버리지 효과 본격화 되면서 실적개선 가속화
- 서부트럭터미널 도시첨단물류단지 개발사업 등이 구체화 되면서 개발이익 상승 기대감 등으로 단계별로 자산가치가 리레이팅 될 수 있을 듯

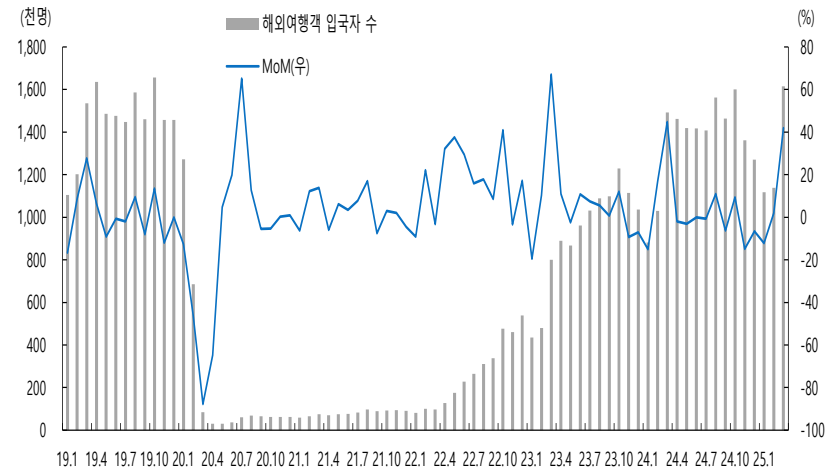
<그림7> 고영 뇌수술용 의료로봇 주요국가 진출 계획



Total Addressable Market (신경외과 병원 수)

자료 : 고영, iM증권 리서치본부

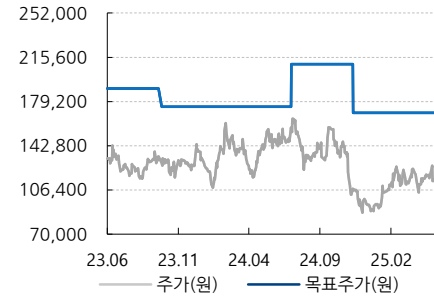
<그림8> 한국을 방문한 외국인 관광객 수 추이



자료 : 문화체육관광부, iM증권 리서치본부

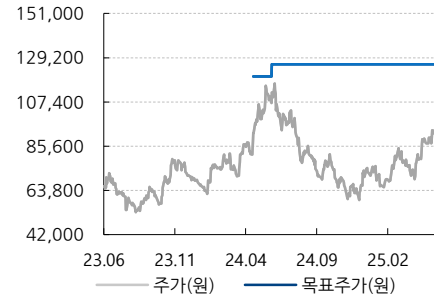
금호석유 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-10-04	Buy	175,000	-22.9%	
2024-07-09	Buy	210,000	-33.5%	
2024-11-19	Buy	170,000		



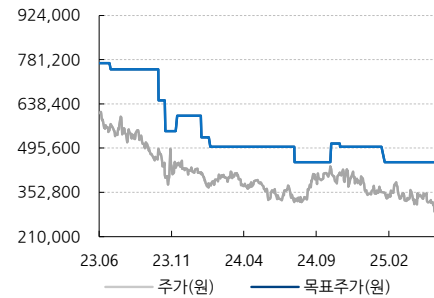
유니드 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-04-25	Buy	120,000		
2024-06-04	Buy	126,000		



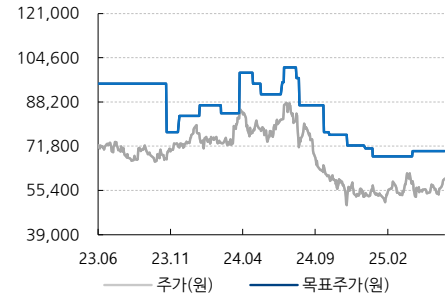
LG에너지솔루션 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-07-03	Buy	750,000	-29.4%	-20.4%
2023-10-12	Buy	650,000	-30.2%	-25.5%
2023-10-26	Buy	550,000	-23.3%	-10.3%
2023-11-20	Buy	600,000	-28.6%	-24.3%
2024-01-10	Buy	530,000	-26.6%	-21.6%
2024-01-29	Buy	500,000	-25.2%	-16.1%
2024-07-25	Buy	450,000	-17.2%	-3.0%
2024-10-10	Buy	510,000	-21.3%	-18.3%
2024-10-29	Buy	500,000	-23.7%	-14.6%
2025-01-31	Buy	450,000	-26.6%	-14.3%
2025-06-09	Buy	400,000		



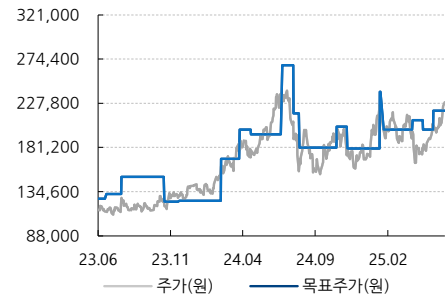
삼성전자 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-10-31	Buy	77,000	-7.5%	-5.5%
2023-11-27	Buy	83,000	-10.4%	-4.1%
2024-01-09	Buy	87,000	-15.3%	-13.6%
2024-02-23	Buy	84,000	-10.0%	-1.9%
2024-04-02	Buy	99,000	-18.7%	-13.8%
2024-04-30	Buy	95,000	-16.7%	-14.4%
2024-05-17	Buy	91,000	-14.2%	-10.3%
2024-07-01	Buy	95,500	-13.4%	-11.4%
2024-07-05	Buy	101,000	-16.1%	-13.1%
2024-07-31	Buy	97,000	-19.6%	-14.3%
2024-08-06	Buy	87,000	-17.7%	-7.8%
2024-09-27	Buy	77,000	-20.6%	-20.1%
2024-10-08	Buy	76,000	-24.2%	-19.7%
2024-11-15	Buy	72,000	-23.6%	-19.0%
2024-12-23	Buy	71,000	-23.6%	-21.3%
2025-01-08	Buy	68,000	-17.8%	-9.1%
2025-04-02	Buy	70,000		

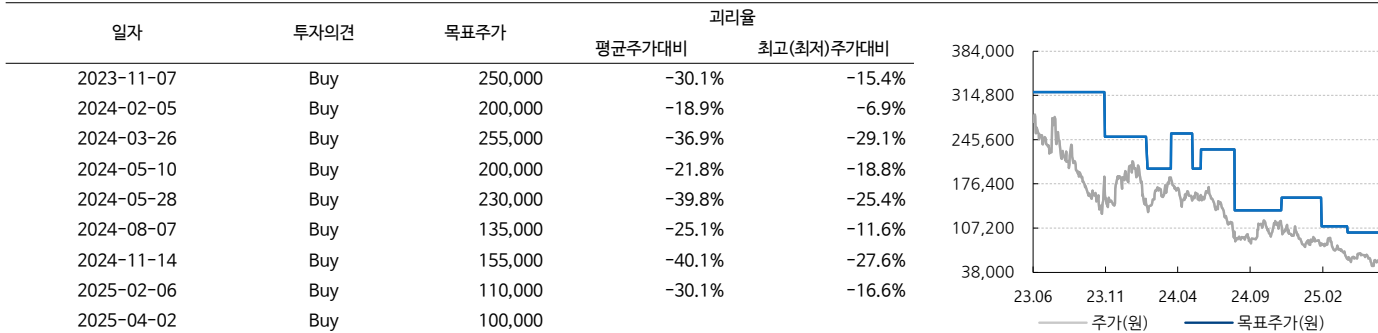


SK하이닉스 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

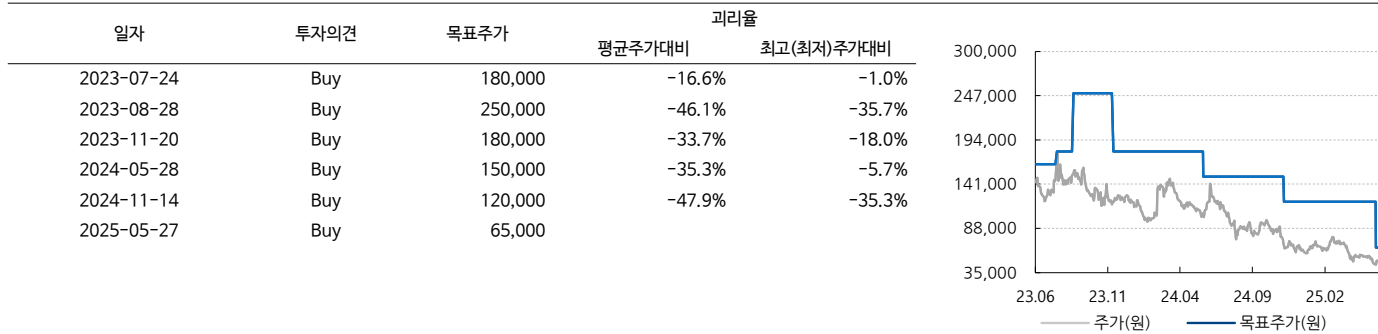
일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-06-26	Buy	132,000	-12.5%	-6.1%
2023-07-28	Buy	150,000	-20.2%	-13.3%
2023-10-26	Hold	124,000	3.2%	8.1%
2023-11-27	Hold	125,000	10.1%	25.2%
2024-02-23	Hold	169,000	-1.2%	9.8%
2024-04-02	Hold	200,000	-9.9%	-5.8%
2024-04-26	Hold	195,000	4.1%	21.8%
2024-07-01	Hold	268,000	-15.6%	-10.1%
2024-07-25	Hold	217,000	-14.8%	-9.9%
2024-08-06	Hold	181,000	-2.5%	10.3%
2024-10-24	Hold	203,000	-5.9%	-1.0%
2024-11-15	Hold	180,000	0.8%	25.3%
2025-01-23	Hold	240,000	-7.9%	-7.9%
2025-01-31	Hold	200,000	0.9%	9.3%
2025-04-02	Hold	210,000	-15.7%	-7.3%
2025-04-24	Hold	200,000	-4.9%	3.0%
2025-05-16	Hold	220,000		



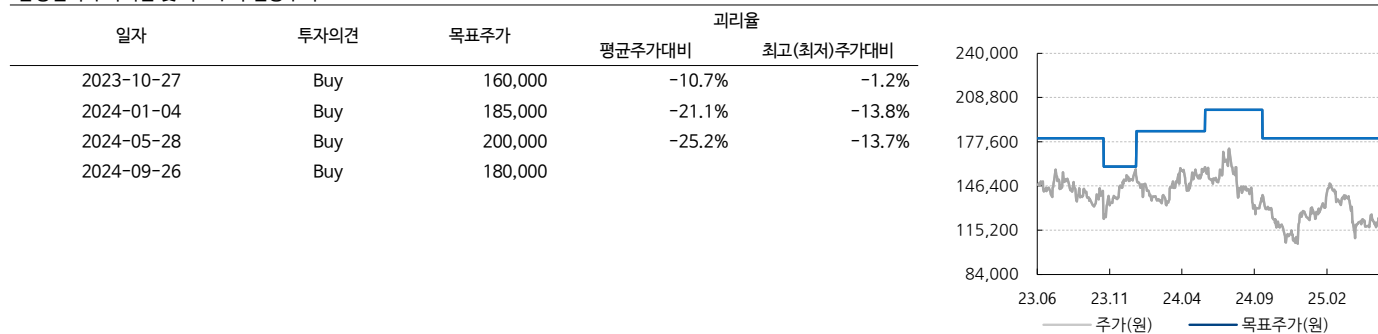
엘앤에프 투자의견 및 목표주가 변동추이



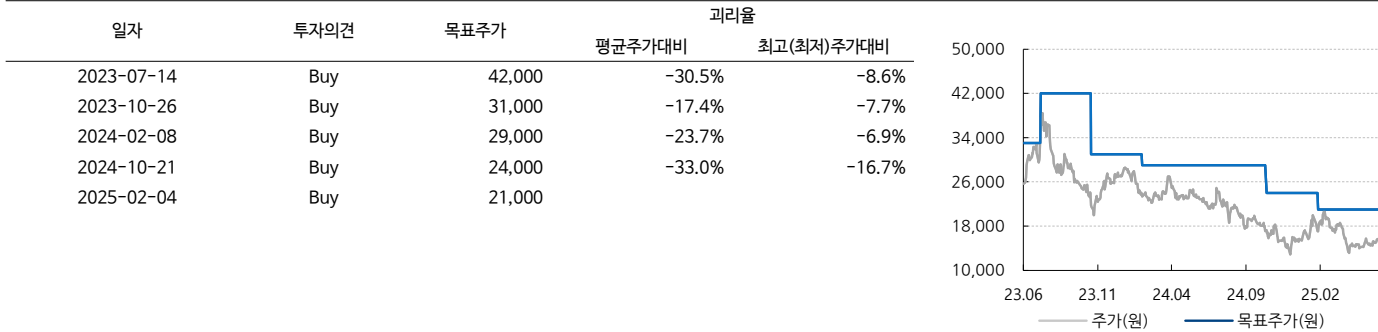
나노신소재 투자의견 및 목표주가 변동추이



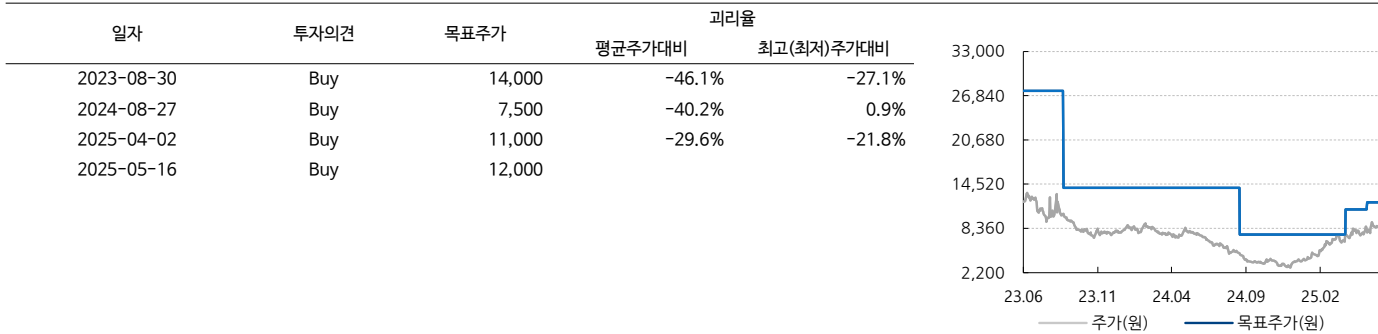
삼성전기 투자의견 및 목표주가 변동추이



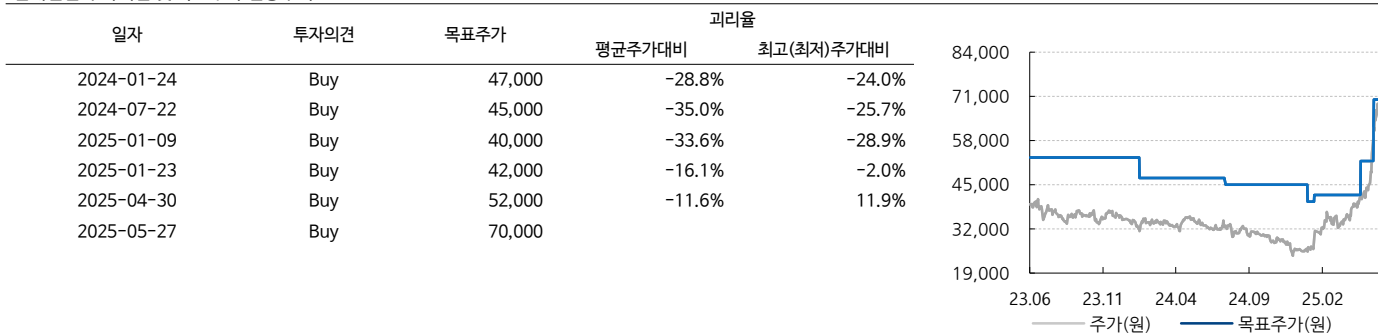
대덕전자 투자의견 및 목표주가 변동추이



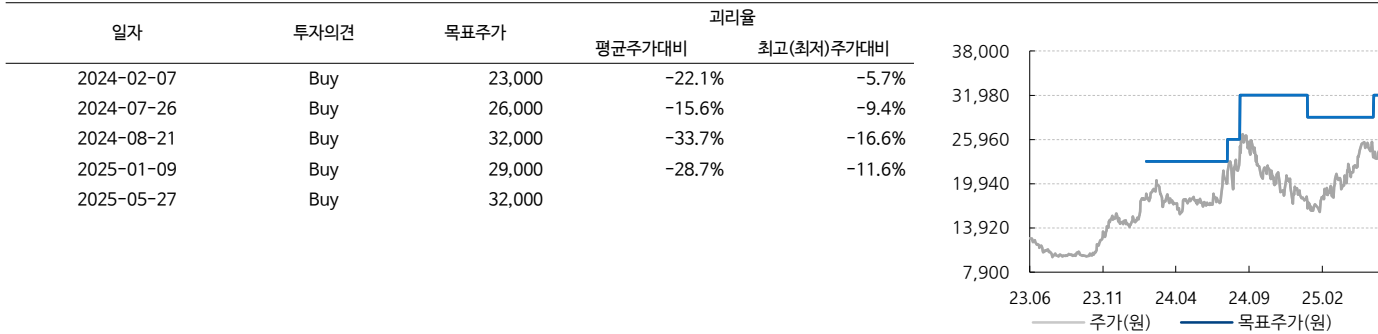
아모텍 투자의견 및 목표주가 변동추이



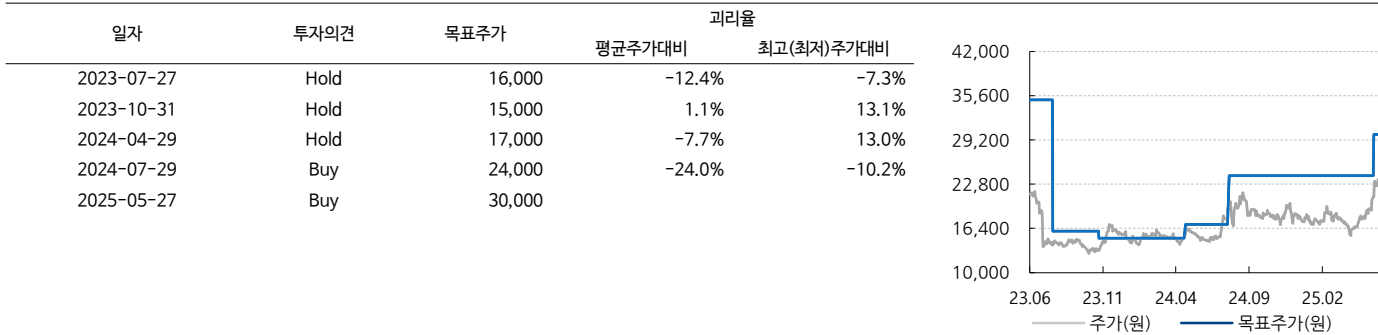
현대건설 투자의견 및 목표주가 변동추이



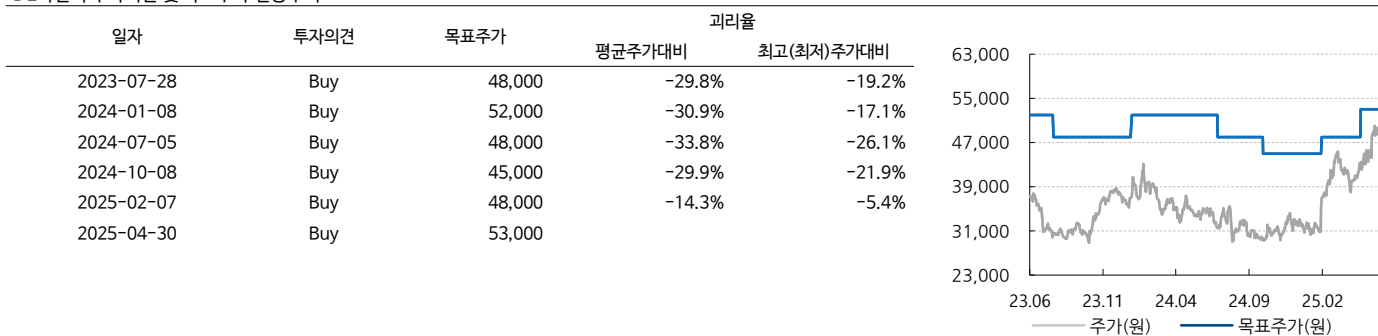
HDC현대산업개발 투자의견 및 목표주가 변동추이



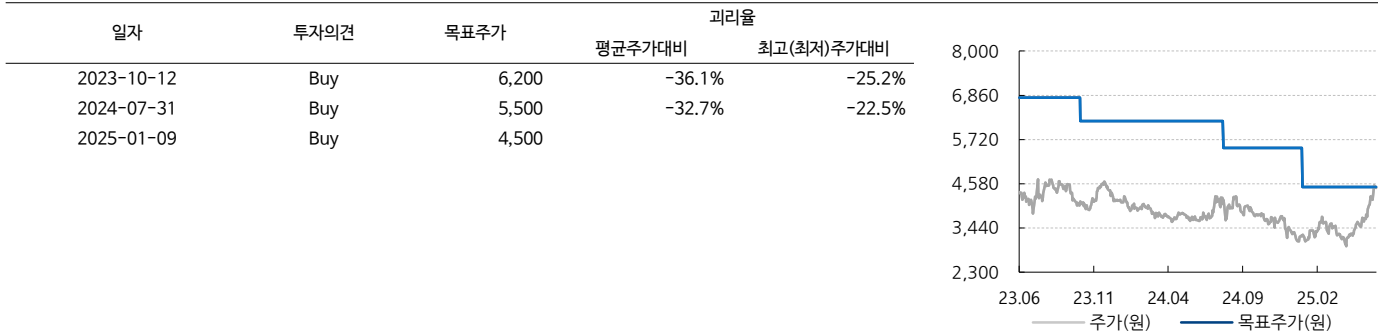
GS건설 투자의견 및 목표주가 변동추이



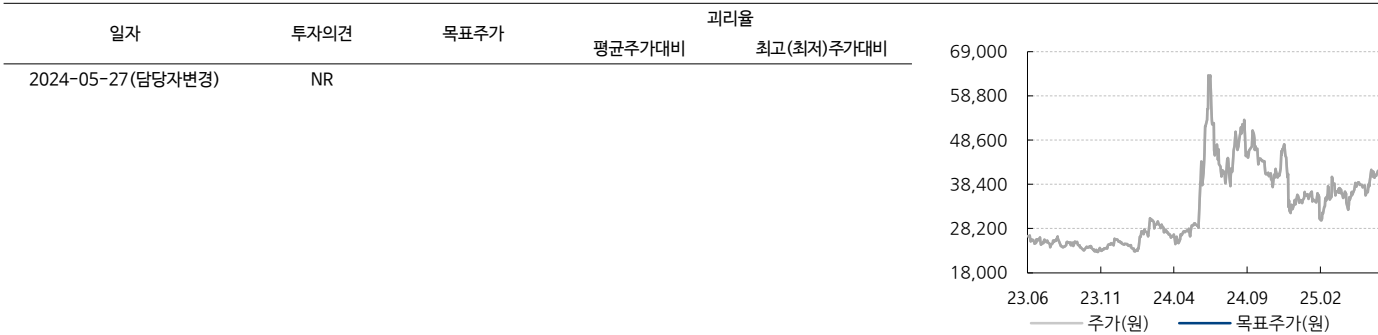
DL이앤씨 투자의견 및 목표주가 변동추이



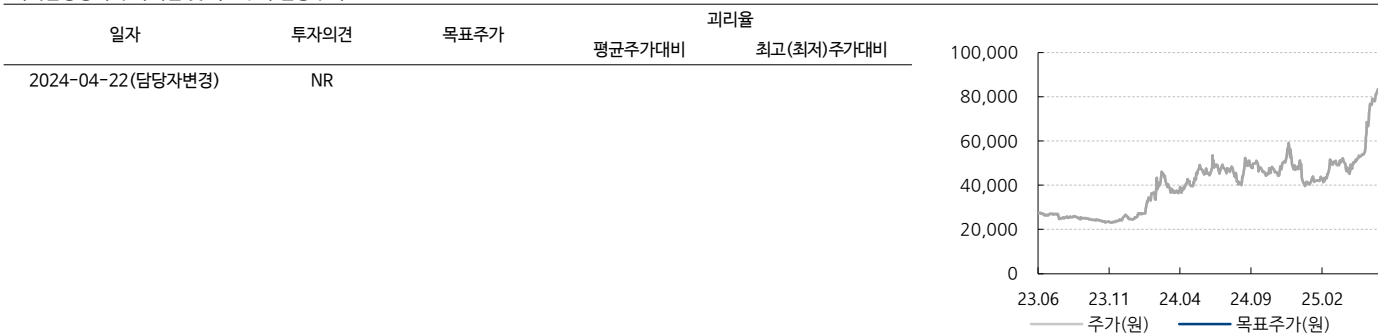
대우건설 투자의견 및 목표주가 변동추이



한국가스공사 투자의견 및 목표주가 변동추이

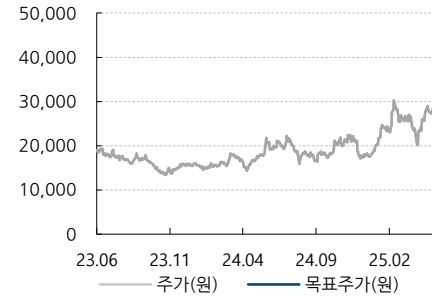


지역난방공사 투자의견 및 목표주가 변동추이



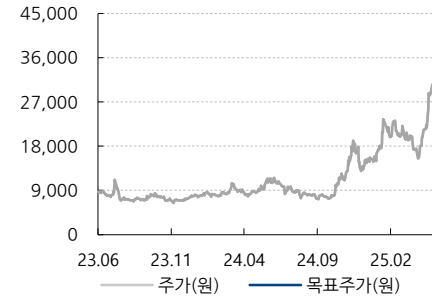
두산에너지빌리티 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-11-04(담당자변경)	NR			



비에이치아이 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-03-18	NR			

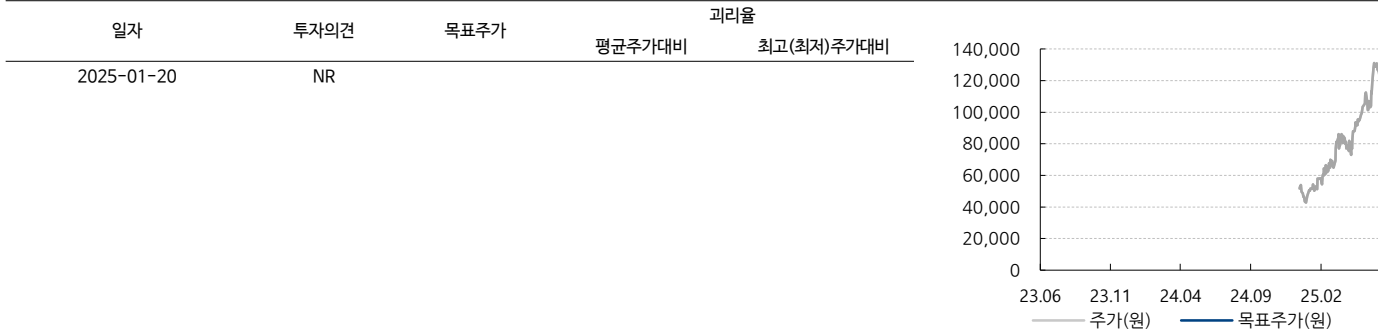


SNT다이내믹스 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

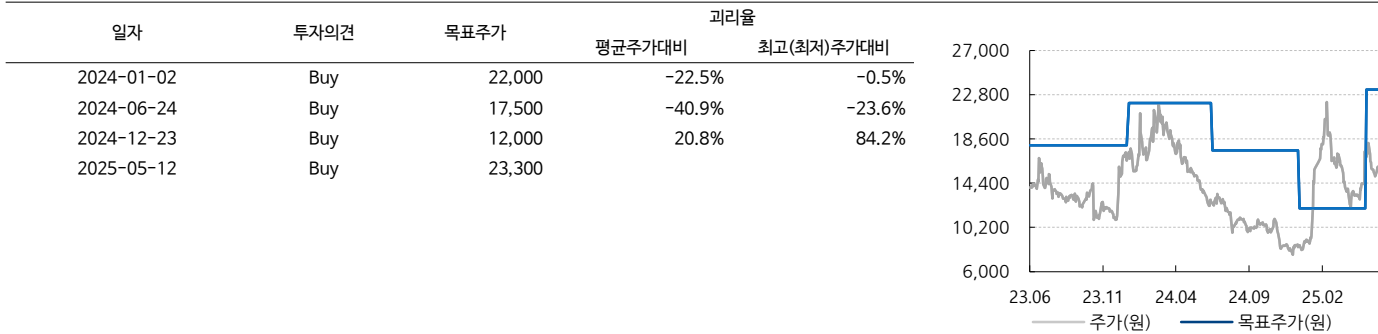
일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-09-11	NR			



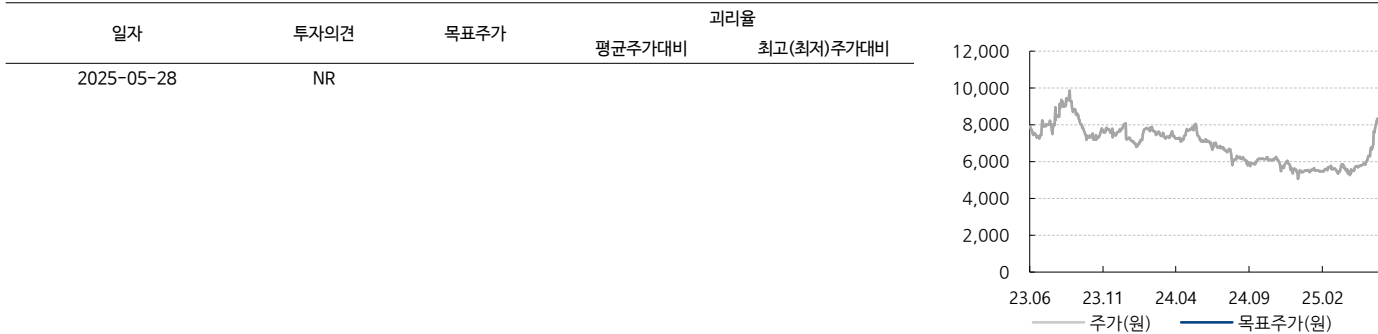
엠앤씨솔루션 투자의견 및 목표주가 변동추이



고영 투자의견 및 목표주가 변동추이

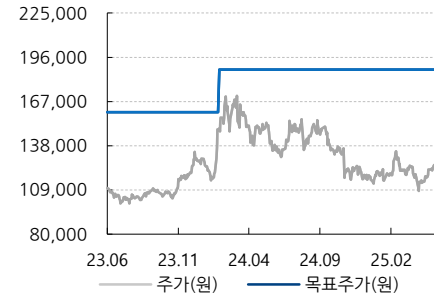


서부T&D 투자의견 및 목표주가 변동추이



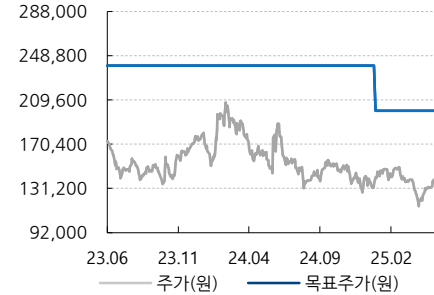
삼성물산 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-02-05	Buy	188,000		



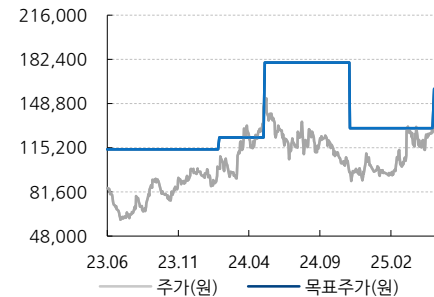
SK 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-01-06	Buy	200,000		



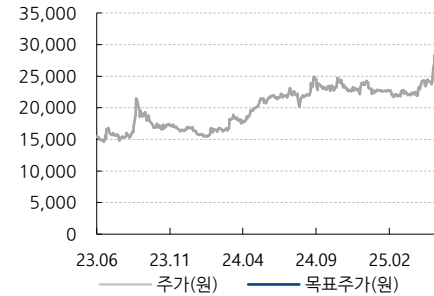
CJ 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-02-05	Buy	123,000	-8.1%	18.3%
2024-05-13	Buy	180,000	-33.2%	-15.2%
2024-11-12	Buy	130,000	-17.7%	0.9%
2025-05-12	Buy	160,000		



쿠쿠홀딩스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-06-02	NR			



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비용등급공시 2025-03-31 기준]

매수
92.5%

중립(보유)
6.8%

매도
0.7%