

신한생각

Top down

국내 주식전략

2Q25 주식시장 수정 전망

해외 채권전략

브라질, 관세보다는 재정

Bottom up

산업 분석

손해보험 (비중확대)

1Q25 Preview: TOO BAD (feat. 독감, 눈, 산불)

기업 분석

LG전자 (066570/매수) 안정적 실적 vs. 수요 우려

에이비엘바이오 (298380/Not Rated)

GSK와 뇌투과 플랫폼 4조원 규모 기술이전

풍산 (103140/매수) 구리 가격 약세 속에서 빛나는 방산

해외 주식 및 ETF 추천 종목

[주식] 엔비디아, 테슬라, 메타플랫폼스, 세니어에너지,
리커전 파마슈티컬스, 일라이 릴리, GE에어로스페이스, 베이팡화창,
메이디그룹

[ETF] 항셍테크

국내 주식 추천 종목

[MP] 미디어, S/W, 상사/자본재 ↑ VS IT가전, 에너지, 철강 ↓

[중소형주] 에치에프알, 현대엘리베이, 씨어스테크놀로지,
나스미디어, 티에스이, 더블유게임즈, 에이릭스, 경동나비엔, JYP Ent,
대원미디어, SBS, 스튜디오드래곤, 산일전기, 코스맥스, 디어유

KOSPI

2,328.20 (-5.57%)

KOSDAQ

651.30 (-5.25%)

KOSPI200선물

308.50 (-6.27%)

원/달러 환율

1,466.40 (+5.40원)

국고 3년 금리

2.,405 (-5.6bp)



신한 리서치
투자정보

www.shinhansec.com



신한투자증권 리서치본부

2Q25 주식시장 수정 전망



Strategist

노동길

☎ (02) 3772-4455

✉ dk.noh@shinhan.com

김성환

☎ (02) 3772-2637

✉ shwan.kim@shinhan.com

주식시장 수정 전망: 실효 관세율에 따른 세 가지 시나리오

2Q25 주식시장 전망을 수정한다. 예상보다 강했던 트럼프 관세 정책 영향이다. 미국 관세 정책 의도를 당초 불공정 무역 개선으로 봤다. 트럼프는 관세 정책 배경이 무역 적자 축소 자체에 있음을 공표했다. 미국 관세가 예상보다 강한 상황에서 각국도 협력 게임 형태를 벗어날 전망이다. 중국은 보복 관세를 천명했고 유럽도 대응 카드를 검토 중이다. 각국 대응을 예단하기 어렵다는 점에서 주식시장 전망을 세 가지 시나리오로 전환한다. 시나리오는 실효 관세율에 따라 다르다. Base는 협상에 따라 실효 관세율 10% 초중반으로 하락하는 상황이다. Best는 미국 요구를 주로 관철시키며 10% 이하로 실효 관세율 하락을 가정한다. Worst는 유럽, 중국 보복 관세 영향에 실효 세율이 오히려 추가로 상승하는 악화일로다.

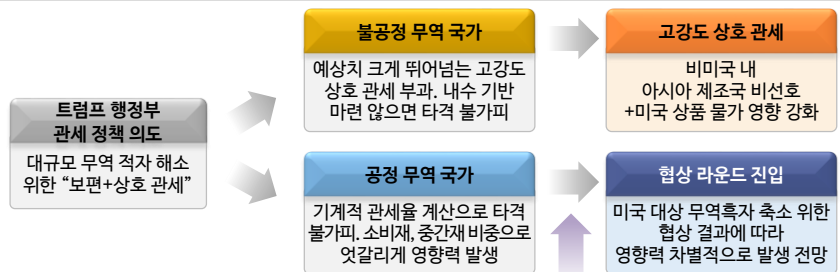
미국 수정 전망: Base Scenario 하에서 4,600~5,500p 등락

Base에서 S&P 500은 4,600~5,500p를 전망한다. 투매를 겪은 주식시장은 단기적으로 회복 여지가 있으나 이익도 영향을 받게 된다. V자 형태 반등보다 펀더멘털 개선을 확인하고 반등하는 경로다. Best에서는 미국 상대 강세를 회복할 수 있지만 Worst 관점에서 고점대비 30% 조정 가능성을 고려한 전략 시행이 필요하다.

국내 수정 전망: Worst에 가까워진 가격대, 주도주 전환으로 대응

Base에서 KOSPI는 2,300~2,850p 기존 밴드를 유지한다. Best로 바뀔 경우 하단은 올라올 수 있지만 상단은 여전히 제한될 전망이다. 가격대는 Worst 가능성을 미리 반영한 상황이다. 합리적 지지선을 찾기 어려운 상황에서 외국인 패시브 매도에 따른 2,300p 하향 이탈 가능성도 부인하기 어렵다. 매도 실익 크지 않은 상황에서 관세 정책에 따라 주도주, 소외주 관점 대응 전략 변화가 더 필요하다.

4월 2일 트럼프 행정부 관세 영향에 따른 수정 구조도



관세율 22.5% 도달로 인플레이션 및 경기 영향 불가피. 기대 인플레이션 상승+상품 물가 조합으로 실물경기 둔화 전연준 선제 대응 제한. 추가 조정으로 고소득층 소비 모멘텀 둔화+고용 후퇴로 저소득층 소비 심리 악화 우려

자료: 신한투자증권

I. 2Q 주식시장 수정 전망

예상보다 강한 미국 관세 정책, 2Q25 전망을 시나리오로 전환

트럼프 관세 정책 목표는 무역적자 자체 축소. 2Q25 전망 수정 필요

트럼프 행정부 관세 정책 의도와 목적, 관세율이 당초 언급했던 정도보다 강한 상황. 이에 미국 중심으로 추세 전환 신호 발생하며 조정 깊어져 : 예상과 다른 관세 정책 강도에 2Q25 전망 수정

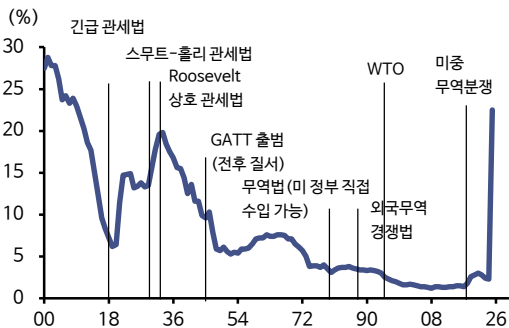
미국 목표로 한 달러 패권 유지와 무역적자 축소는 동시에 달성하기 어려운 과제로 보여 : 경기 우려 가속화. 여기에 연준은 높아진 기대 물가 탓에 빠르게 정책 전환 못할 가능성

2Q25 주식시장 전망을 수정한다. 원인은 예상보다 강했던 트럼프 행정부 관세 정책이다. 주식전략 당초 가정은 트럼프 관세 정책 의도 판단이었다. 의도를 무역 불공정 개선으로 봤다. 관세 정책 형태는 상호 관세일 것이며 불공정 무역 국가와 공정 무역 국가를 구분해 대우할 것으로 판단했다. 구분 방법은 1) 미국과 상호 관세율 격차가 존재하는가 2) USMCA, FTA 등 광범위한 무역협정을 맺었는가이다. 각국은 차별적으로 영향을 받지만 자생적 자구 노력(통화, 재정정책)에 따라 엇갈리고 이에 유럽, 중국 등 비미국 지역을 미국보다 선호한다는 의견이었다. 미국은 관세 과정에서 정책 여력을 초기에 확보하지 못할 것으로 봤다.

트럼프 행정부 관세는 예상보다 강력했다. 관세 정책 의도는 무역 적자 자체를 줄이려는 목적이다. 미국은 10% 보편 관세를 시작했고 4/9 상호 관세에 돌입할 예정이다. 관심을 모았던 미국 대상 추정 관세율은 단순히 무역적자를 수입액으로 나눴다. 이는 미국 무역적자 원인을 제품 경쟁력 차이, 미국 상품 비선호로 보지않고 오로지 관세로 보는 인식이다. 미국은 보편 관세와 상호 관세를 무기로 무역적자를 줄이겠다는 목적이다. 세계 통화 패권국은 필연적으로 무역적자를 본다는 '트리핀 딜레마'를 정면으로 뒤흔들려는 의도다. 미국이 무역적자를 줄이려면 앞으로 남은 길은 크게 두 가지일 터다. 1) 미국이 달러 패권을 순차적으로 내려 놓거나 2) 세계 교역량 감소, 저성장 등 경로다. 트럼프와 재무부는 달러 패권을 내려놓으려는 의도를 추호도 갖고 있지 않다. 성장 우려가 커지는 이유다.

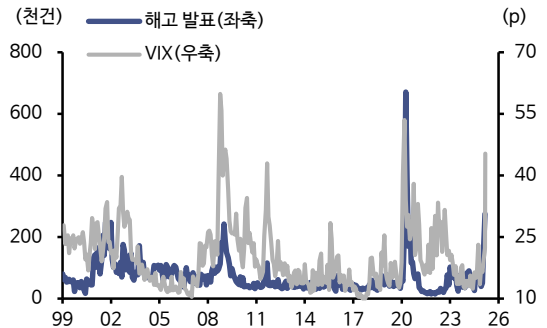
주식시장은 충격을 받았다. 미국 나스닥은 20% 이상 하락해 본격적 추세 전환 신호를 보였다. S&P 500도 20% 하락을 눈앞에 뒀다. 주식시장이 20% 이상 하락하면 연준이 때에 맞춰 등판했지만 이번엔 다르다. 1990년대 이후 최고치를 기록 중인 기대 인플레 탓이다. 고용 해고는 25만명대로 벌써 영향을 받는 모양새다. 주식시장이 버티는 이유는 정책 기대 때문이다. 그러나 파월은 머뭇거릴 수 있다.

1900년 이후 미국 평균 관세율 추이



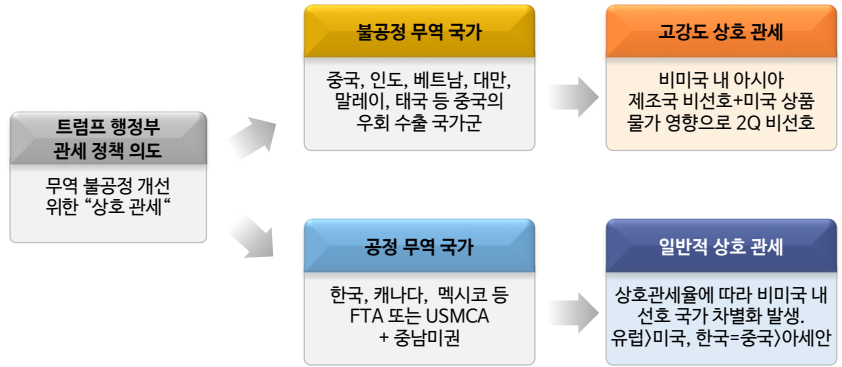
자료: USITC, 신한투자증권

미국 고용 해고와 S&P500 변동성(VIX) 추이



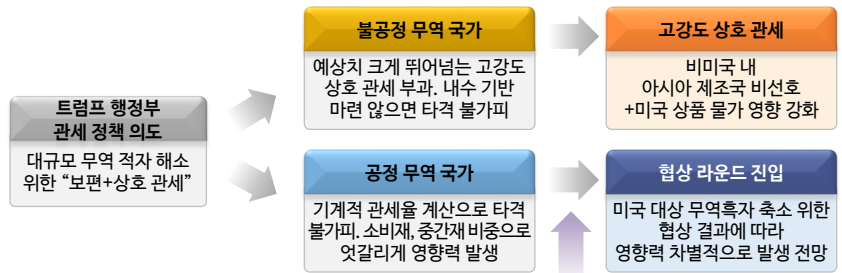
자료: Bloomberg, 신한투자증권

2Q25 당초 주식전략 구조도



자료: 신한투자증권

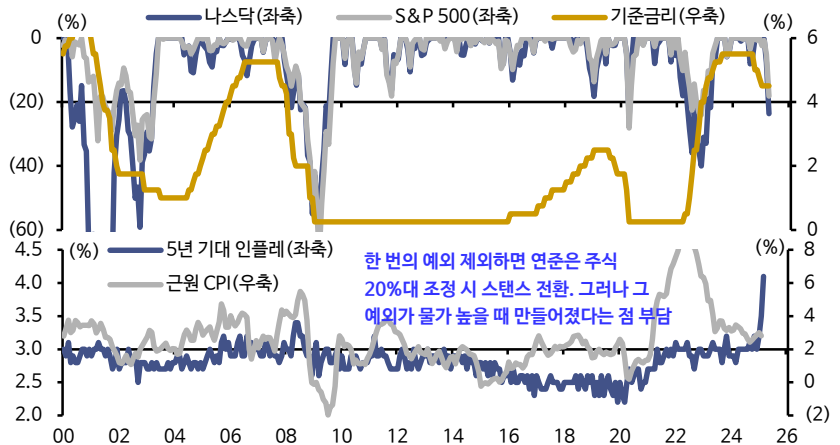
4월 2일 트럼프 행정부 관세 영향에 따른 수정 구조도



관세율 22.5% 도달로 인플레이 및 경기 영향 불가피. 기대 인플레이 상승+상품 물가 조합으로 실물경기 둔화 전 연준 선제 대응 제한. 추가 조정으로 고소득층 소비 모멘텀 둔화+고용 후퇴로 저소득층 소비 심리 악화 우려

자료: 신한투자증권

미국 주식시장 고점대비 낙폭과 Fed 정책 스탠스



자료: LESG, 신한투자증권

2Q25 주식시장 전망 세 가지 Scenario로 전환

세 가지 Scenario

핵심은 각국 협상에 따른
미국의 실효 관세율:

1) 10~20% 사이

관세율은 사실 작년
주식시장 미리 겪은
변수. 선반영 정도에
따라 세계 주식시장
반응 차별화

2) 10% 이하 실효 세율은
미국 정책 의도를 세계
각국 뒷받침했다는 의미.
여기서도 중국 견제는
지속될 가능성

3) 현재보다 높아지는 실효
세율은 미국 경기 침체
가능성 높일 변수.
비미국도 타격 입는다는
점에서 정책 대응 여력
악화 등 불가피할 전망




2Q25 주식시장 전망을 시나리오로 전환한다. 금융시장은 트럼프 행정부 관세에 민감하게 반응하고 있다. 관세 정책 강도는 각국 협력 게임 형태를 벗어났다. 미국 우선주의는 전통 우방국 상대로도 작동하는 모양새다. 2Q25 주식시장은 이제 예상보다 대응 영역으로 들어섰다. 세 가지 시나리오를 통해 엿볼 수 있다.

Base Scenario는 관세율 협상 가능성을 여전히 염두에 둔다. 트럼프 협상 전략 자체가 선공 후 협상이었던 관계로 가능성을 높게 판단할 수 있다. 트럼프는 실제로 상호 관세 발표 이후 각국의 놀라운 제안이 있으면 세율 협상에 나설 수 있다고 밝혔다. 이 관점에서 핵심은 미국 입장에서 겪을 관세율이다. 주식시장은 작년 트럼프 대통령 당선 이후 보편관세 가능성을 가격에 반영해왔다. 당시 언급되던 보편 관세율은 10~20%였다. 현재 관세율은 추정 세율 상단도 돌파해버렸다. 주식시장은 예상보다 강력한 관세 정책에 서둘러 가격 반응을 확대 중이다. 따라서 첫 번째 시나리오 핵심은 작년 예상한 정도 위험 회귀다. 구도는 유지된다.

Best Scenario에서도 관세 협상 가능성을 염두에 둔다. 주요 무역 상대국이 미국 요구를 들어주는 형태다. 미국 관세 의도는 무역수지 적자 축소와 중국 우회 수출로 견제다. 세계 구도가 협력 게임으로 다시 전환하고 이에 발맞춰 관세율을 10% 이하로 낮추는 낙관적 시나리오다. 이 경우 미국 무역수지는 감소할 수 있고 관세 인상에 따른 인플레이션 타격도 뚜렷하지 않을 공산이 크다. 주식시장은 우호적으로 반응할 가능성 높다. 우호적 전망은 비미국보다 미국에 더 집중될 전망이다. 미국 무역수지 적자 축소에 따른 달러 패권 유지, 관세 수입 확대에 따른 쌍둥이 적자 축소 등은 미국 중심 주식시장 구도를 연장시킬 요소다. 미국 정책 당국자들이 당초 그렸을 시나리오에 가깝다. 중국은 여기서도 견제 대상이다.

Worst Scenario는 미국에 대한 패권국 도전 형태다. 중국은 이미 34% 보복 관세를 천명했다. 유럽도 미국에 맞서 보복 카드를 준비 중이다. 이는 미국의 추가 대응을 불러올 수 있다. 실효 관세율 추가 상승에 따른 미국 충격이 고조된다. 비미국도 소비 심리 악화, 인플레이 발생 우려로 정책 역량 악화를 피할 수 없다.

트럼프 행정부 관세 정책 주식시장 전망 시나리오

 시나리오 1(Base)	 시나리오 2(Best)	 시나리오 3(Worst)
관세율 협상으로 실효 관세율 10% 초중반으로 하락	관세율 협상으로 중국 외 실효 관세율 10% 이하 하락	EU와 중국 보복관세 조치로 실효 관세율 22% 이상 진입
<ul style="list-style-type: none"> • 트럼프, 상호 관세율 발표 이후 각국 놀라운 제안 있으면 세율 협상에 나설 수 있다는 견해 • 세계 주식시장은 작년 11월부터 보편관세 가능성 가격에 한 차례 반영. 연초 이후 비미국 반응은 보편관세 가능성 타파에 따른 오히려 성격. 협상 시 미국 중심으로 반등 가능할 전망 	<ul style="list-style-type: none"> • 미국 관세 의도는 무역수지 적자 축소 및 중국과 중국 우회 수출로 직접 타격. 그러나 관세는 미국 경제 자체에도 부담 • 협상이 미국 무역수지 적자 줄이는 방법으로 전개된다면 보편관세 이하로 실효 세율 하락할 수 있을 전망. 이 경우 연초 이후 상승 경로 회귀 가능 전망 	<ul style="list-style-type: none"> • 중국은 미국 수입품에 34% 보복 관세 실시. 유럽도 미국에 맞서 보복관세 카드 준비 중 상황 • 상대국 보복관세 현실화 시 실효 관세율 추가 상승할 우려. 이 경우 미국 소비 뿐만 아니라 상대국(EU, 중국) 소비 심리 악화, 인플레이 발생 가능성. 비미국 지역 정책 역량 악화 불가피

자료: 신한투자증권

세 가지 시나리오 관점에서 주식시장

① Base Scenario: 각국 협상으로 실효 세율 10% 초중반으로 하락

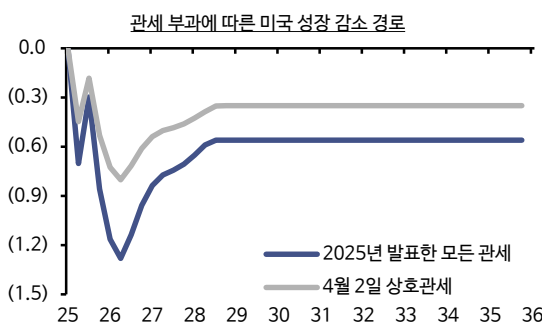
Base Scenario는 협상에 따른 관세율 하락 가능성 고려. 주식시장 반응은 밸류에이션에 따라 다르게 반응할 전망이다. 미국보다 비미국 상대적 선호 : 멕시코, 브라질, 한국, 유럽, 중국은 밸류에이션 비교 하단에 위치 : 주식시장 장기 기대 수익률 낮아지는 원인

The budget lab에서 추정한 올해 발표한 모든 관세 및 4/2 발표한 관세 효과는 실효 관세율 기준 22.5%다. 1909년 이후 가장 높다. 4/2 발표한 조치는 미국 실효 관세율을 11.5%p 상승시켰다고 전망하고 있다. Base Scenario는 현재 관세율이 더 높아지지 않고 일부 국가와 협상을 통해 낮추는 경로다. 기준은 작년 트럼프 대통령 당선 이후 가격에 반영돼왔던 10~20% 보편관세 구간이다.

The budget lab 추정에 따르면 4/2 발표한 관세 만으로 단기 및 장기 관점에서 미국 성장률 경로가 줄어든다. 미국 실질 GDP 성장률은 2025년 -0.5%p, 2026년에는 -0.1%p 추가로 낮아진다. 성장률 경로는 2026년 이후 공급망 재분배에 따라 회복되기 시작하지만 장기적으로 여전히 0.4% 낮은 상태로 고착화된다. 실질 기준 천억달러씩 영구적으로 산출 규모가 감소한 셈이다. 실질 수출은 장기적으로 10% 감소한다고 전망하고 있다. 올해 발표한 모든 관세를 고려하면 2025년과 2026년 각각 -0.9%p, -0.1%p 성장률을 낮춘다. 실질 GDP는 장기적으로 -0.6%p 낮아진 상태로 고착화된다. 영구 소실된 성장 규모는 연간 1,600억달러이며 실질 수출은 18.1% 감소할 것으로 추정했다. 현재 관세 부과에 따른 성장 감소분이 크기 때문에 관세 협상 가능성을 여전히 높게 판단할 수 있다.

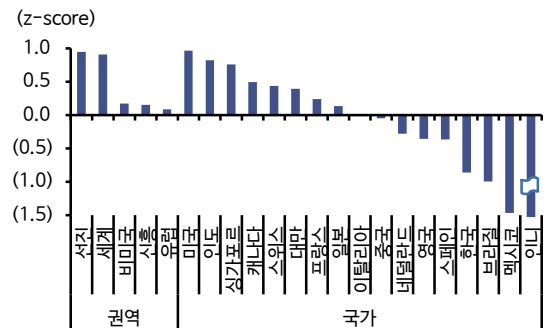
Base Scenario 하에서 주식시장 반응은 밸류에이션에 따라 다를 전망이다. 관세 협상에도 미국을 우선적으로 보기 어려운 이유는 성장률 영향 때문이다. 이 경우 미국 GDP 감소보다 비미국 GDP 감소분이 상대적으로 작다. 중국 GDP 감소분은 장기적으로 -0.2%p에 그쳐 미국보다 작다. 미국 외 세계 장기 성장률 감소분은 -0.1%p다. 따라서 해당 가정 하에서는 미국보다 비미국 주식시장을 상대적으로 선호할 수 있다. 밸류에이션 관점에서는 미국, 인도, 싱가포르, 캐나다가 지난 10년간 z-score 상단을 차지하고 있어 민감할 전망이다. 반면 재정 불확실성이 커진 인도네시아를 제외하면 멕시코, 브라질, 한국, 유럽, 중국을 반대 관점에서 인식할 수 있다. 상대적 고밸류에이션 주식시장을 비선호하게 된다면 기대 주가 수익률은 장기 관점에서 낮아지게 된다.

관세는 미국 성장률 하락 요인으로 작용



자료: The budget lab, 신한투자증권

주요국 밸류에이션 z-score(직전 10년 PER 기준)



자료: LSEG, 신한투자증권

Best Scenario는 미국 요구를 동맹국 수용하면서 예외주의 지속

: 중장기 달러 및 미국 부채 위험 감소. 그러나 비미국은 미국 요구 들어주는 과정에서 마진 하락, 비용 상승, 고용 감소 등 위험 직면
: 미국과 비미국 주식시장 수익률 다시 엇갈릴 전망. 미국 수출 익스포저에 따라 위험 노출될 가능성 높아져

② Best Scenario: 중국 외 실효 관세율 10% 이하 + 미 예외주의 회복

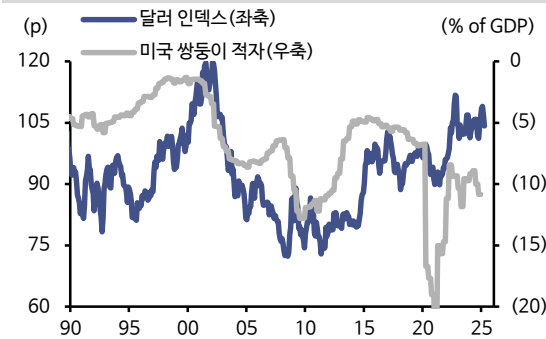
Best Scenario는 현재 시점에서 당장 기대하기는 어렵지만 트럼프 행정부 출범 이전으로 회귀하는 가정이다. 현재 시나리오 하에서는 미국 실효 관세율이 10% 이전으로 복귀한다. 원인은 미국 요구를 동맹국들이 수용하기 때문이며 이때도 중국은 미국 관세 제외 대상에서 빠질 것으로 판단한다. 실효 세율 10% 이하는 작년 트럼프 대통령 당선 이후보다 위험자산 투자 심리 측면에서 우호적이다.

미국이 관세를 높게 된 원인은 크게 세 가지다. 1) 제조업 리쇼어링을 지원하고 2) 무역적자를 줄이며 3) 타국과 협상 가능성을 높이려는 의도다. 세 가지 미국 의도가 맞아떨어진다면 현재로서 가능성이 높아 보이지 않지만 주식시장 가격 측면에서는 가장 선호할 수 있는 시나리오다. 이 경우 미국 예외주의는 지속된다.

달러 인덱스는 미국 쌍둥이 적자(경상수지와 무역수지)와 대체로 방향성을 같이 했다. 트럼프 행정부가 의도하고 있는 관세 정책은 무역수지 적자 축소와 관세 수입 확대에 따른 재정수지 적자 축소를 동시에 내포하고 있다. 성공적으로 마무리 된다면 중장기 달러 방향성을 강세로 만들 수 있다. 이는 미국 부채 확대, 재정지출 내 이자비용 상승 문제를 미룰 수 있다. 또한 트럼프 행정부는 관세를 활용해 자국 내 민간투자를 더 확대할 가능성이 높다. 미국 내 민간투자는 작년 하반기부터 주춤한 모습을 보이고 있다. 정치 불확실성이 실물 경제에 영향을 미치는 모습이다. 관세율 협상을 통해 불확실성을 완화한다면 작년 하반기부터 주춤했던 구조물과 설비투자가 증가할 수 있고 미국 예외주의 기반으로 작용한다.

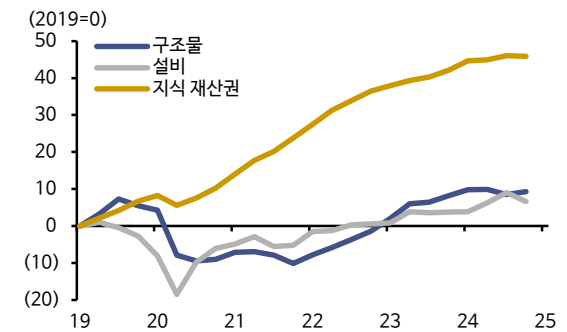
미국 주식시장 밸류에이션을 결정해오던 중요 변수는 성장률도 있겠지만 미국향 자금 유입을 꼽을 수 있다. 미국으로 주식과 채권을 취득하기 위한 자금이 흘러들어간다면 밸류에이션은 큰 걸림돌로 보기 어려웠다. 현재는 미국에서 자금이 예외적으로 이탈하는 시기이고 밸류에이션도 하락하는 상황이다. Best Scenario는 미국으로 자금 흐름을 되돌리는 변수다. 주식시장 수익률 회복 측면에서 용이하다. 반면 비미국은 미국 요구를 관철하는 과정에서 마진 하락, 비용 상승, 고용시장 감소, 자국 내 소비 기반 약화에 직면할 수 있다. 미국 수출 익스포저에 따라 비미국 지역 중장기 수익률이 결정될 수 있다. 높을수록 위험에 노출되는 구조다.

미국 쌍둥이 적자와 달러화 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

미국 민간투자 추이(실질 기준)



자료: LSEG, 신한투자증권

Worst Scenario는 유럽, 중국 등 패권국이 미국에 협력하지 않고 보복하면서 현실화. 협력 게임 하에서는 대응하지 않을 수 있지만 다른 양상 나타나
 : 이 경우 비미국도 대안이 되기 어렵고 미국으로부터 수입 많은 국가일수록 타격 나타날 전망
 : 연준도 선제적 정책 내리기 어렵다는 점에서 금융시장 변동성 확대

③ Worst Scenario: 중국과 EU 보복 관세에 따른 세율 상승 + 다국화 가속

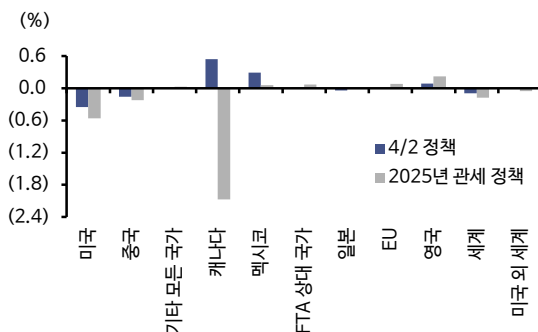
Worst Scenario는 미국과 통상 대상국들이 보복 관세 시행을 통해 위험을 키운다는 가정이다. 중국은 이미 34% 상호관세에 대한 보복 관세를 시행했다. 유럽도 미국에 대응한다는 방침을 정하고 보복 카드를 만지작하고 있다. 현재 구도만 놓고 보면 Worst Scenario로 점차 이동하는 양상이다. 베센트 미국 재무장관은 각국에 보복 관세를 시행하지 말라며 보복할 경우 추가 관세 인상을 언급했다.

보복 관세로 치닫을 경우 주식시장이 특히 부정적인 이유는 피해갈 대안이 존재하지 않기 때문이다. 미국은 실효 관세율을 높일수록 장기 성장률 감소폭이 더 크게 나타날 수밖에 없다. The budget lab 모델을 고려하면 미국 실효 관세율 10%p 상승은 장기 성장을 0.2%p가량 감소시킨다. 각국이 보복조치를 시행할 경우 미국 주식시장 낙폭이 커질 수밖에 없는 상황이다. 피해 갈 대안이 존재하지 않는 이유는 중국, 유럽도 유탄을 맞기 때문이다. 현재 유럽과 중국 주식시장이 상대적으로 견조한 이유는 정책 대응 여력 때문으로 보인다. 해당 국가가 미국 대상으로 관세를 시행한다면 인플레이션과 소비 경기 약화로 이어질 수 있다. 중국은 상대적으로 덜하겠지만 미국으로부터 수입하는 국가들은 영향을 받을 공산이 크다. 비미국 보복 관세는 통화 및 재정정책 대응 여력 감소로 이어진다.

Worst Scenario가 주식시장에 부정적인 두 번째 이유는 앞날을 예견할 수 없어서이기 때문이다. 무역 전쟁은 미래 패권 경쟁 형태를 띠기 마련이고 공격적 대응을 강요할 수밖에 없다. 중국과 유럽이 미국에 대응하지 않기는 어렵고 필연적으로 미국의 보복 관세를 키운다. 정치적 의사 결정이 게임이론과 과거 달랐던 이유다. 협력 게임 하에서는 대응하지 않을 수 있지만 국제 구도상 결과는 그렇지 않았다. Worst Scenario는 그래서 파괴적 형태다. 현실화될 경우 미국 스태그플레이션 가능성 상승 및 미국으로부터 수입 규모가 큰 국가도 영향권에 놓인다.

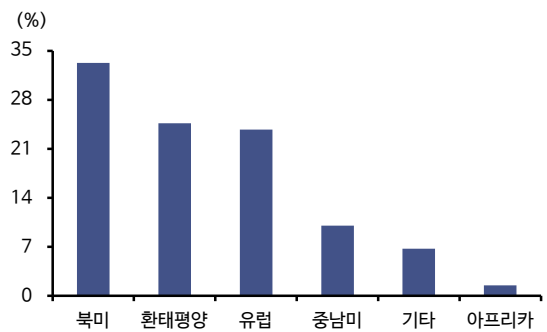
스태그플레이션 사례는 1970년대 미국 공급 충격 당시를 꼽을 수 있다. 연준 정책은 공급측에 영향을 주기 어렵지만 수요를 억제해 결국 인플레이션을 줄일 수 있다. 연준은 Worst Scenario 하에서 선제적 의사결정을 내리기 어렵고 오히려 매파에 가깝다. 금융시장 진정은 침체성 금리 인하 이후 뒤늦게 마련될 수 있다.

2025년 관세에 따른 실질 GDP 장기 변화



자료: The budget lab, 신한투자증권

미국의 직전 5년 권역별 수출 비중



자료: LSEG, 신한투자증권

세 가지 시나리오 당장 현실화되기보다 시간 소요될 전망. 트럼프가 장기 관점에서 재구조화 의도하는 상황에서 주식시장 조정 요인 빠르게 해결되기 어려운 상황 : 조정 본질 해결되기 전까지 주식시장 V자 형태 반등은 제한될 가능성

미국 실효 세율은 주식시장 연말 증가 결정, V자 회복은 아직 불투명

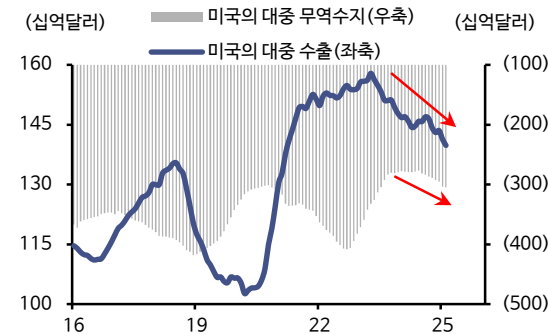
전술한 내용대로 앞으로 주식시장 경로는 세 가지 시나리오에 따라 반응할 가능성이 높다. 미국 펀더멘털은 3월 경제 지표에서 확인했던 듯 아직 경기 침체로 진입을 가속화하지 않았다. 오히려 예상보다 고용시장은 견조하기도 했다. 관세 부과에 따른 금융시장 불안이 소비 심리 약화를 현실화할 수 있지만 시차가 남아있는 상황이다. 따라서 미국 실효 관세율은 주식시장 연말 증가를 결정할 핵심 변수다. 금융시장과 펀더멘털 경로는 미국 관세 강도에 따라 달렸다고 판단한다.

문제는 세 가지 시나리오가 당장 결정되지 않는다는 사실에 있다. 현재까지 보던 트럼프 대통령 스탠스는 짐짓 여유로운 듯하다(실제로는 그렇지 않겠지만 표면상으로는 그렇다). 트럼프 관세 부과 의도는 단기적이지 않고 밸류체인 극적 변화, 국가 간 구도 재설정, 중국 대상 패권 경쟁 등 장기 관점이다. 현재 정책 및 각계 저항은 의회 선거에 부정적일 수 있지만 중간선거까지 무려 1년 반 이상이 남아있음을 고려하면 당장 변수로 보기 어렵다. 특히 트럼프는 1기 행정부 당시 중국 대상 무역 협정 합의에 성공했으나 팬데믹을 거치며 흐지부지됐던 기억을 잊지 않았을 듯하다. 중국은 미국과 당시 맺었던 무역협정을 이행하지 않았다.

주식시장 변동성은 되돌려지기 위해 조정 본질 해소를 필요로 했다. 가까운 사례로 작년 블랙 먼데이, 2023년 실리콘밸리뱅크 도산, 2020년 팬데믹을 들 수 있다. V자형 혹은 추세적 회복을 위해서는 일본은행 금리 인상 속도 조절, 연준의 미 국채 대출 프로그램, 연준의 회사채 등 위험자산 매입 기구 설립이 주효했다. 주식시장 V자 반등은 조정 본질 해소를 필요로 한다는 방증이다. 그 전까지 회복은 미미하거나 낙폭 속도 조절에 그칠 수 있다. 트럼프 관세 부과가 길어지고 재구조화에 집중한다면 V자 형태 회복도 그만큼 제한될 수 있을 터다. 반대로 미 행정부와 세계 각국이 속도감 있게 관세 합의에 도달한다면 반등을 기대할 수 있다. 그 때 모습은 합의 여부와 정도에 따라 다른 회복세를 보일 수 있다.

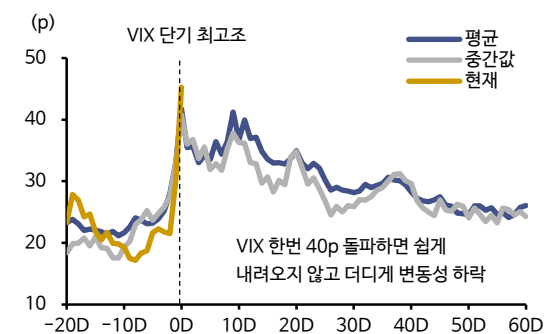
주식시장은 조정 과정에서 중요한 밸류에이션 분기점을 터치하고 있다. S&P 500 12MF PER 18배 하향 이탈, KOSPI 12MT PBR 최저치 근접 등이다. 주식시장 양상은 밸류에이션에 따라 다를 수 있다. 전략도 세부적으로 차이를 요구한다.

미국의 대중 수출 및 무역수지 추이



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 12개월 누적 기준

VIX 40 돌파 이후 추이



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 2015년 이후 데이터

II. 2Q 미국 주식시장 수정 전망

상호관세 전후 미국 주식시장 가격 패턴의 해석

① 미국 주식시장과 기술주의 운명, 달러와 결부되어 있다

지난 2년간
달러 강세와 기술주,
수급 상 긴밀히 연결

상호관세 부과 이후 나타났던 미국 주식시장 주가 패턴에 대한 해석에 대한 고민이 필요하다. 한 가지 주목할 점은 지난 2년간 달러 강세와 기술주 랠리의 관계가 유달리 견고하게 유지되어왔다는 점이다. 달러 강세는 지난 2년간 유달리 기술주의 우위와 달러 강세의 연관성이 강했다. 시장에서 소위 ‘미국 예외주의’라 일컫는 수급이 기술주 위주로 쏠렸음을 암시한다.

트럼프,
내심 달러 약세 원해

고민은 트럼프가 내심 달러 약세를 원하고 있다는 것이다. 관세와 미국 제조업의 부흥과 무역적자 축소 및 교역상대방에 대한 환율조작 공격은 모두 달러가 약세로 전환되어야 작동할 수 있다. 따라서 트럼프가 취임한 이후 관세와 무역불균형 시정에 천착하는 가운데 그간 유지됐던 달러의 신뢰도를 떨어뜨리는 행동을 취하는 것은 2025년 달러의 약세 급반전을 불러온 토대 중 하나로 볼 수 있다.

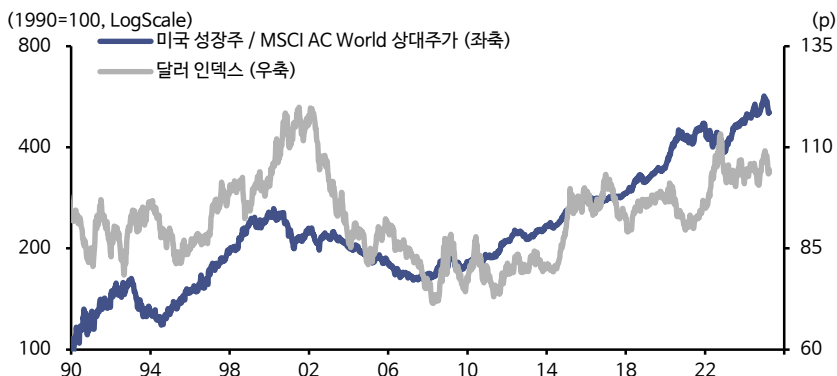
트럼프 정책,
달러 강세 수급을 탄
미국 기술주 수급 상 방해

이런 정책은 ‘미국 예외주의의 수급’을 누린 기술주에 해가 된다는 생각이다. 무역수지 적자와 자본수지 흑자는 동전의 양면 같은 존재고, 미국은 기축통화 지위를 활용해 해외에서 잉여저축을 수급한다. 금융시장은 이를 달러 리사이클링이라고 일컫는다. 미국이 무역수지 적자로 방출한 달러를 해외투자자들이 미국에 재투자하는 과정에서 2024년 선호했던 자산은 분명히 주식시장, 특히 기술주다.

단기 변곡점은
달러를 보면서 판단가능

결론적으로 지난 2년간 달러 강세가 우연히 기술주 주가와 동행한 것이 아니라는 생각이다. 만약 트럼프가 무역수지 적자를 줄이고 달러 약세를 선호하는 기조를 이어나간다면, 2024년 기술주를 선호했던 해외 투자자들의 투자 여력은 중기적 관점에서 줄어들 공산이 크다. 한편 향후 정책 불확실성이 마무리되면서 최근의 달러 약세가 일단락된다면, 기술주 주가도 달러와 비슷한 시기에 바닥을 형성할 가능성이 높다. 달러를 기술주 주가의 탄광 속 카나리아로 보면 된다.

기술주/성장주의 우위는 달러와 동행. 달러 약세는 기술주 타격을 의미



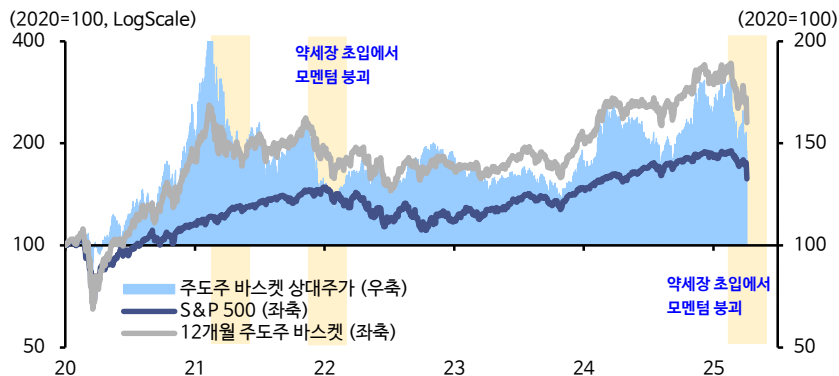
자료: LSEG, 신한투자증권

지난 2년간 작동했던
개별 모멘텀과 추세추종,
알파 고갈되는 장세

② 트럼프가 지배하는 구간에서 micro 모멘텀 장세는 일단 멈춤

2025년들어 실적/주가 차원에서의 추세추종 전략은 전혀 작동하지 않고 있다. 2월 중순부터 미국 증시에서 종목별 수익률은 마이크로에 따라 전혀 차별화되고 있지 않다. 돌이켜보면 대선 전후 시세를 분출하는 종목이 동시다발적으로 쏟아졌었고, 마이크로 모멘텀과 추세추종으로 나올 수 있는 수익률이 이미 상당히 스퀴즈됐었다는 인상을 받는다. 트럼프와 관세가 헤드라인을 지배하는 초기 국면에서 종목별 차별화와 추세추종 전략은 당분간 작동하지 않을 공산이 크다.

모멘텀 factor 상대주가



자료: LSEG, 신한투자증권

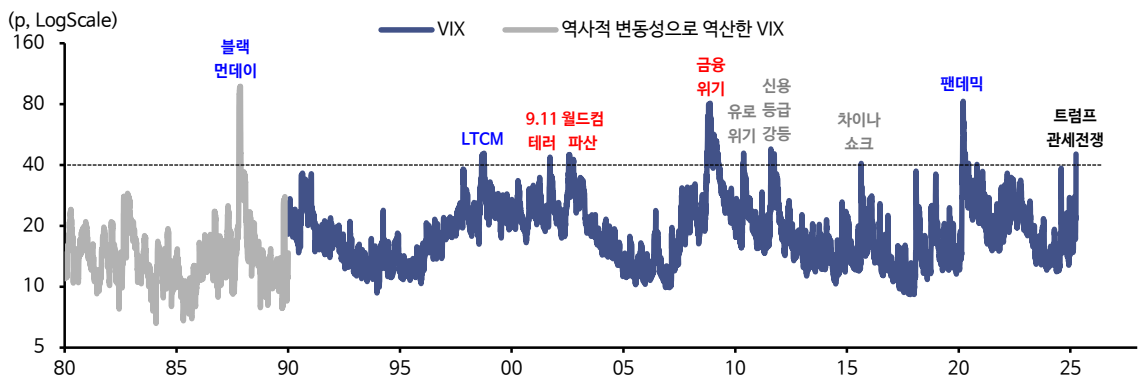
폭락 후 주가, 3개의 경로

- 1) 이익 약간의 하강
- 2) 이익 추세 상승 지속
- 3) 어닝 리세션 장기화

③ VIX 40 돌파 이후 주가 회복 경로 시나리오

미국 주식시장은 이틀간 10% 하락이라는 역대급 폭락을 겪었고 VIX는 40을 뛰어넘었다. 과거 VIX가 40을 상회할때 주가 회복 경로를 살펴볼 필요가 있다. 1) 첫 번째는 이익이 다소 하강하지만 리세션은 피하면서 바닥권에서 펀더멘탈을 확인하고 반등하는 유형이 있고, 이것이 base 시나리오다. 2) 실적 기대가 유지되면서 빠르게 전고점을 회복한 경우가 있고 이는 best 시나리오다. 3) 어닝 리세션이 장기화되면서 약세장이 오랜 기간 이어지는 worst 시나리오도 있다. 향후 전개 경로에 불확실성이 큰 만큼 각 시나리오별 주가 경로를 그려볼 필요가 있다.

역사상 VIX 40가 상회했던 시기



자료: Bloomberg, 신한투자증권

시나리오별 미국 주식시장 전망

① Base 시나리오: 10% 초반 관세율에서 S&P 500 4,600 ~ 5,500p

Base 시나리오:
투매 되돌림 가능하나
이익 소폭 하강 소화 필요

10% 초반의 관세율로 이행할 경우, 상호관세 부과과정에서 극도의 투매를 겪은 주식시장은 단기적으로 회복의 여지가 있다. 다만 기업이익의 하강을 소화해야 한다. 경기하강 국면이나 강한 침체로 비화하지 않을 경우, S&P 500의 기업이익은 고점대비 3~5% 가량 하락하는 경향이 있다.

이익 꺾일 경우 PER은
레벨다운. 20배가 상단

기업이익이 꺾이면 이전 강세장에서 이어져왔던 PER 영역은 이전의 저점이 고점으로 변화하는 경향이 있다. 작년 미국 증시의 PER 지지선은 20배였는데 이는 base 시나리오에서 고점이 될 공산이 크다. 현재대비 12MF EPS가 3% 꺾인 상황에서 20배를 적용할 경우 상단은 5,500p가 도출된다. 하단은 지난 5년간 하위 10%에 해당하는 스트레스를 전가받았던 17.3배를 적용한 4,600p로 제시한다.

V자 반등 기대하지 않음

Base 시나리오에서는 수급 이슈에 따른 투매가 진정되더라도 시장이 미국 경기와 기업이익에 대한 확신을 바로 갖기는 어려울 전망이다. 통화와 재정 등 정책 여력이 확보된 다른 국가들과 비교할 경우 달러가 곧장 강세로 반전하기도 어려울 전망이다. 따라서 주가 반등의 형태는 V자 반등을 기대하긴 어렵다.

4,600 ~ 5,500p 영역에서
펀더멘탈 개선 확인한 후
반등하는 경로 예상

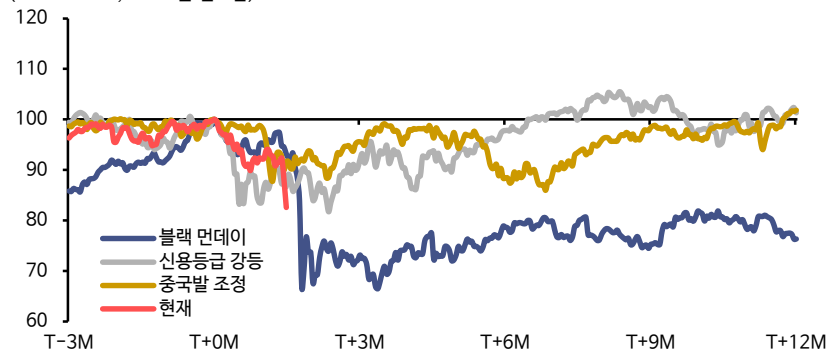
이 시나리오에서 미국 증시는 4,600 ~ 5,500p 영역의 바닥권에서 펀더멘탈 개선 신호를 수집한 후, 생각보다 나쁘지 않은 펀더멘탈을 확인하면서 서서히 이뤄지는 형태를 예상한다. 12MF EPS가 고점대비 3~5% 정도 하락하면 시장 조정이 마무리될 가능성이 높다. 2010년 남유럽 위기, 2011년 신용등급 강등, 2015년 하반기 중국발 조정장과 비슷한 형태로 전개될 가능성이 있다.

방어주의 미세한 우위
예상

업종별로는 방어주의 미세한 우위를 예상한다. 이 시나리오는 투자자들이 조심스럽게 경제와 기업이익 후퇴 가능성을 따져봐야 하는 국면이고, 민감주와 성장주가 랠리를 펼치려면 실적 시즌에서 코멘트가 좋아야한다는 조건이 붙는다. 경우의 수를 따져보면 방어주가 유리하다. 앞서 언급한 유사 국면에서도 방어주가 피난처로 선호받는 모습을 보여줬다. 제약, 통신, 필수소비재 등이 고려될 수 있다.

Base case의 비교 국면: 블랙 먼데이, 신용등급 강등, 중국발 조정

(T+0M = 100, T+0M은 전고점)



자료: LSEG, 신한투자증권

Best 시나리오:
관세 10% 미만 회귀 시,
이익 리세션 회피 가능

12MF EPS 상승 지속 시
가격 매력 작동

V자 반등 기대 가능.
5,400 ~ 6,100p 회귀

기술주 반등 가파를 전망.
산업재, 금융도 선호

② Best 시나리오: 10% 이하의 관세율로 회귀 시 미국 상대강세 회복

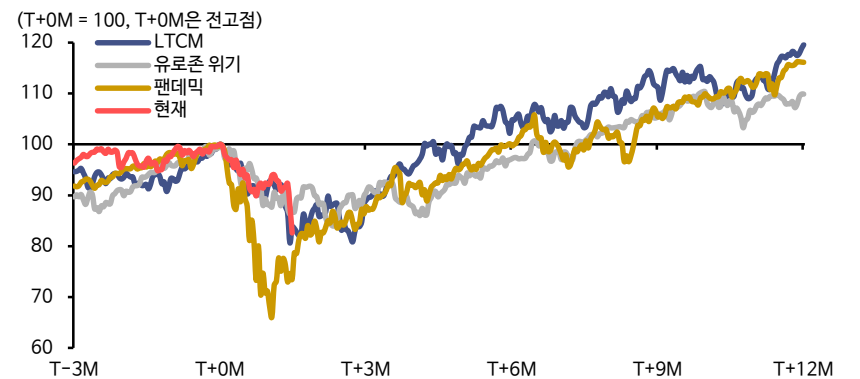
향후 협상을 통해 미국 정부의 스탠스가 완화되면서, 10% 이하의 관세율로 회귀할 경우 소비자들이 겪을 타격과 상호 맞보복전 리스크는 완화된다. 이 시나리오에서 향후 미국 경제는 둔화하더라도 침체로 빠지지 않을 공산이 크며, 달러 약세와 극심한 미국 투자자산 회피는 되돌림을 경험할 수 있다.

주식시장 추세 판단의 핵심 요소인 12MF EPS도 상승 속도는 둔화되되 꺾이지는 않을 전망이다. 완만한 경제와 펀더멘탈 하향을 감안해 2025년 이익 컨센서스가 10% 추가 하향되도 연말 12MF EPS는 지금 수준을 유지할 수 있다. 현재 S&P 500의 12MF PER은 지난 5년내 하위 15%인 17.5배에 도달했다. 이익이 유지된다면 가격 매력 논리가 작동하면서 반등을 도모할 수 있는 가격대다.

당장의 펀더멘탈이 불안해보여도 경제와 이익이 정상궤도로 복귀하고 정책 흐름이 우호적으로 변할 수 있다는 확신을 확인한다면 주식시장은 V자 반등을 시도할 수 있을 전망이다. 과거 LTCM 붕괴, 유로존 위기, 팬데믹 이후 주식시장이 V자 반등을 전개했던 모습과 비슷한 형태를 그려볼 수 있다. 당시 주식시장은 약세장에 진입해도 빠른 시점에 회복을 이뤄냈다. 이 시나리오에서 S&P 500의 목표 밴드는 기존에 제시했던 영역(5,400~6,100)으로의 회귀가 가능할 전망이다.

Best 시나리오로 반등이 전개될 경우, 트럼프발 관세 전쟁과 투매가 전개되는 과정에서 가장 타격을 많이 받았던 기술주들의 반등이 가파를 공산이 크다. 통상 V자 반등의 초반 구간은 낙폭과대의 강세로 시작하며, V자 반등의 후반부는 실적 주도주가 결정한다. 수급적으로 기술주와 달러화가 강하게 결부되어 있는데다, EU와 비미국이 빅테크를 상대로 보복을 단행할 위험도 낮아지기 때문에 이 시나리오가 전개될 경우 기술주를 우선적으로 매수해야 한다는 생각이다. AI 관련주와 플랫폼, 빅테크가 해당한다. 이외 산업재와 금융도 선호될 수 있다.

Best 시나리오의 비교 국면: LTCM 붕괴, 유로존 위기, 팬데믹



자료: LSEG, 신한투자증권

③ Worst 시나리오: 20% 넘는 실효관세율과 상호보복전 시나리오

Worst 시나리오:
20% 넘는 관세율에서
어닝 리세션 불가피

트럼프가 현재의 관세 정책을 강경하게 밀어붙이면서 중국 뿐만 아니라 EU를 비롯한 다른 국가들까지 관세 보복전에 빠질 경우 경기와 어닝 리세션 시나리오가 현실화된다. 컨센서스는 경제지표를 확인한 이후 수정되기 때문에, 어닝 리세션이 촉발되는 시나리오에서 PER로 저점을 긋는 것은 의미가 없다.

고점대비 주가 하락폭이
정책 당국자들의 시선을
바꿔줄 가능성

이 시나리오에서 의미가 있는 것은 고점대비 주가 하락폭이다. 트럼프는 1기 때부터 주가를 본인의 치적으로 내세웠던 전적이 있고, 고집스럽게 정책을 밀어붙이면서 폭락을 방지한다면 주가 하락이 소비에 영향을 안줄수 없다. 따라서 통상 주가(와 자산가격) 하락은 정책 당국자들의 시선을 바꿔놓는 경우가 많았다.

정책 개입이 이뤄지는
임계점은 고점대비 30%.
S&P 500 4,300p 터치

경험적으로 정책 당국자들이 자산가격 부양 임계점으로 삼는 고점대비 주가 낙폭은 30%가 넘어가는 지점이었다. 블랙 먼데이와 팬데믹 때도 고점대비 낙폭이 30%를 넘자 이전보다 더 강한 강도로 정책 공조가 나오기 시작했고, 2018년 4분기에도 나스닥 낙폭이 25%에 육박하자 통화정책 비둘기 선회가 이뤄졌다. 트럼프 행정부가 생각을 달리 할 가능성이 있다는 개연성 정도를 시사한다. 고점대비 낙폭이 30%를 적용한 worst 시나리오에서 S&P 500은 4,300p를 터치할 수 있다.

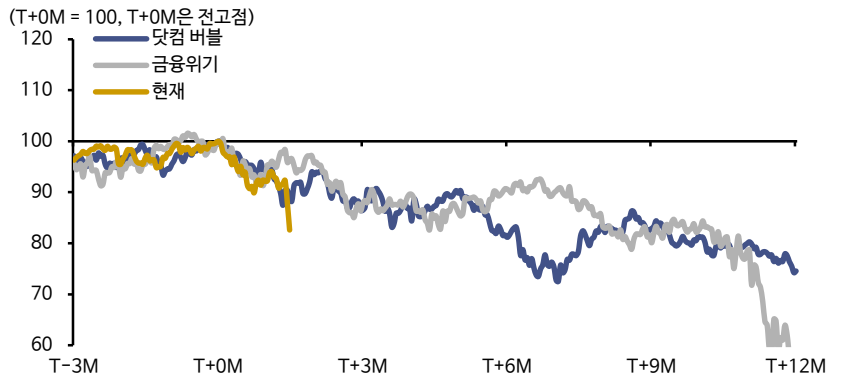
방어주, 소외주 위주 대응

이 시나리오에서 선호되는 업종은 방어주와 소외주의 조합이다. 단순히 경기가 안좋아지는 것 뿐만 아니라, 투자자들이 몰려있는 과거의 주도주들에서 시장 유동성 증발이 나타나고 있기 때문에 2023~2024년 구간에서 많이 오르지 않은 업종들이 그나마 시장 붕괴에서도 아웃퍼폼의 여지가 있다.

Worst of worst 시나리오:
30% 낙폭 도달해도
강경한 스탠스 이어진다면
대공황 시나리오

‘최악에서도 최악의 시나리오’를 상상해보자면, 정책 실기에 따른 대공황 시나리오를 상정해볼 수 있다. 1929년 대폭락은 잘못된 정책(고율 관세와 증세, 임금 수준 유지)을 고수하면서 이후 대공황으로 비화했고 당시 주식시장은 4년에 걸친 추락을 겪었다. 주가가 30% 이상 폭락한 이후 실물경제 둔화 조짐이 보임에도 불구하고 트럼프 행정부가 생각을 바꾸지 않고 상황에 맞지 않는 정책을 강경하게 밀어붙인다면 대공황의 전철을 밟을 수 있다. 다만 관세 정책을 되돌리려는 민간과 교역상대국들의 노력을 감안하면 아직 현실화 가능성이 높아보이지 않다.

Worst case의 유사 케이스: 침체 수반한 약세장 - 닷컴 버블, 금융위기



자료: LSEG, 신한투자증권

III. 2Q 국내 주식시장 수정 전망

관세 시나리오에 따라 지수, 업종 2Q25 전략 변화

관세 리스크 본격화되면서 2Q 무계 중심 미국 매출 비중과 생산에 따라 영향

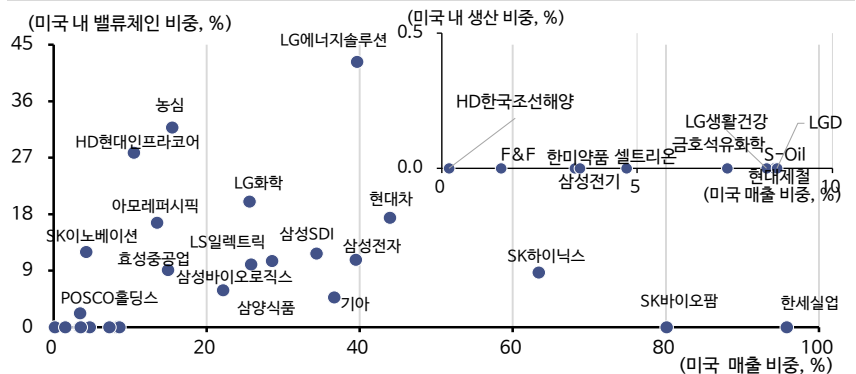
2Q 업종 전략은 미국
매출 비중과 생산 비중에
따라 엇갈릴 전망
: 반도체, 일부 의약품,
자동차는 미국 매출 비중
높은 반면 생산 비중은
비교적 낮은 것으로 판단
: 일부 음식료, 전력
기계, 화장품, 2차전지
밸류체인은 미국 내 생산
비중 확보 관찰

트럼프 행정부 관세 리스크 본격화에 따라 국내 주식시장 외국인 패시브 수급 이탈이 지속되고 있다. 해당 양상은 PBR 밸류에이션 관점 최하위 영역 진입으로 이어졌다. 각국 관세 대응을 예단하기 어려우므로 시나리오 분석으로 국내 주식 시장 전망을 전환한다. 지수 만큼 업종 전략도 중요하며 미국 매출 비중과 생산 비중에 따라 다르게 선호할 수 있다. 주식시장은 미국 매출 비중 높은 종목들을 상대로 리스크를 높게 반영했다. 반면 미국 내 생산 비중이 높다면 이를 이겨낼 수 있다. 일부 기업은 미국 내 생산 비중이 상대적으로 작더라도 공급망 이전을 시도할 수 있다. 다만 이 경우 해당 기업 마진 하락 문제를 키운다. 반도체, 자동차 기업은 미국 직접 투자를 확대하고 있지만 기술 투자 또는 시장 개척 관점이다. 보조금이나 세액공제 없이 투자를 확대하면 마진 하락으로 이어진다.

KOSPI 수출 업종 중 대표 28개사로 접근했을 때 상당한 위험을 확인할 수 있다. 미국 매출 비중이 높은 반면 미국 내 생산 비중이 작을수록 위험에 노출되는 구조다. 의류와 일부 의약품 밸류체인이 포진해 있다. 반도체는 삼성전자, SK하이닉스 각각 39.5%, 63.4% 미국 매출 비중을 갖고 있지만 현지 공장 밸류체인 비중은 낮다. 리스크에 다소 포진해 있는 산업은 반도체, 일부 의약품, 자동차다.

반면 미국 내 매출 비중이 상대적으로 낮은 반면 밸류체인을 확보하고 있는 기업들도 존재한다. 일부 음식료 기업, 전력기계, 화장품, 2차전지 밸류체인이다. 특히 LG에너지솔루션은 40%에 육박하는 미국 매출 비중을 갖고 있지만 밸류체인도 미국 내 상당 부분 확보한 상황이다. 2차전지 밸류체인은 반도체와 더불어 미국 재정 불확실성에 가장 직면한 상황이다. 현재는 변동성에 노출 돼 있지만 IRA, CHIPS Act 방향성 결정 이후 관세 전쟁 하 재평가 받을 수 있는 점도 있다. 2분기 증시 무계 중심은 관세와 미국 매출 비중 업종에 따라 엇갈릴 전망이다.

KOSPI 주요 종목 미국향 매출과 미국 내 생산 공장 비중



자료: Bloomberg, 신한투자증권

Base Scenario 하에서
KOSPI 2,300~2,850p
: 이익 하향 8~15%
고려한 PER 9.5~11.0배.
4Q24와 유사한 지수
경로로 판단
: 조선, 기계 방산 등
관세 이슈 하 방어력
높은 업종군+내수주 및
소프트웨어, 미디어 선호

시나리오 ① 올해 KOSPI 밴드 2,300~2,850p 구간 위치

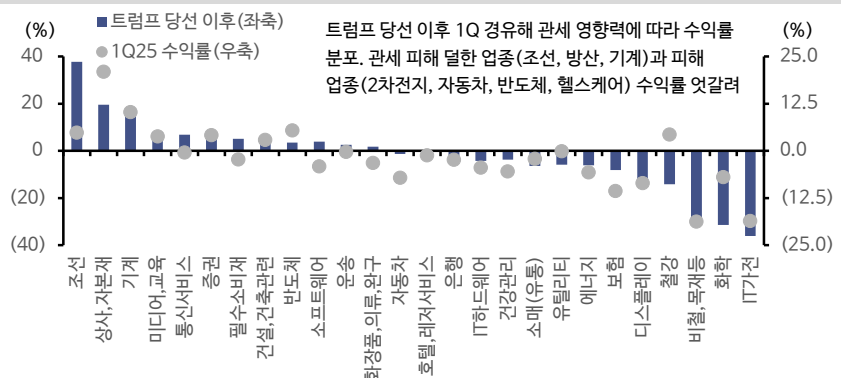
Base Scenario 핵심은 양자 관세 협상 개시에 따른 실효 관세율 하락이다. 중국을 제외한 각국은 미국과 관세 협상을 통해 리스크를 낮출 수 있다. 10%대 실효 관세율은 미국 경제를 제약하고 물가를 높이지만 주식시장이 예견했던 강도라는 점에서 변동성을 낮출 수 있다. 트럼프 대통령은 작년 선거 과정 및 당선인 시절 10~20% 세계 대상 보편관세 시행을 주장했던 바 있다. Base Scenario는 작년 하반기 겪었던 주식시장 성격으로 회귀를 의미한다. 이 경우에도 중국은 여전히 견제 대상일 공산이 크다. 트럼프는 10~20% 보편관세 언급 당시에도 중국 대상 60% 관세를 주장한 바 있어서다. 이 경우 연초 이후 KOSPI 상승분은 제거된다.

10~20% 세율을 고려할 경우 올해 적정 KOSPI는 2,300~2,850p 사이 기존 밴드를 유지할 수 있다. 당초 산출 근거는 KOSPI 12MF 8~15% 하향 조정예 밸류에이션 9.5~11.0배 등락을 고려했다. 관세 리스크는 당초 예상보다 좋아지지 못했지만 지수 상승을 위한 다른 근거는 마련 중이다. 중국 밀어내기 수출 정점 통과, 반도체 부진 완화 등이다. 중국은 올해 수출보다 내수 중심 경제 성장 전략을 천명했으며 이구환신 효과를 보고 있는 IT 제품군 수요가 증가하고 있다.

지수 하단이 얼마 남지 않아 수급 관점에서 하향 이탈할 수 있다. 보수적으로 고려한 이익 추정치와 PER 9.5배 이하 구간임을 고려하면 해당 구간 이하 진입 시 이탈 속도는 느려질 수 있다. 해당 시나리오가 현실화될 경우 하방보다 상방이 열려 있다. 펀더멘털 관점에서 중요한 영향력을 행사하지 않을 공산이 크다는 점, 제약적 인플레이션 영향 하에 금리 인하 등 통화정책 개입될 수 있다는 점을 우호적으로 본다. 각국 양자 협상 시 투매에 가까웠던 밸류에이션 하락 속도가 완화되는 점을 고려하면 반등 양상을 기대할 수 있다. 관세 리스크 자체가 해소하는 것은 아니라는 점에서 V자 형태 반등보다 낙폭 제어 정도로 볼 수 있다.

시장 컬러도 작년 트럼프 대통령 당선 이후와 다르지 않다. 조선, 방산, 기계 등 관세 이슈 하 방어력 높은 업종군이다. 여기에 국내 매출 비중 높은 내수주 뿐만 아니라 소프트웨어, 미디어 등 성장주 내 낙폭과대 중심 전략을 구성해야 한다.

트럼프 당선 이후 국내 주식시장 업종별 상대수익률



자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 상호관세 발표 직전까지 수익률 구도

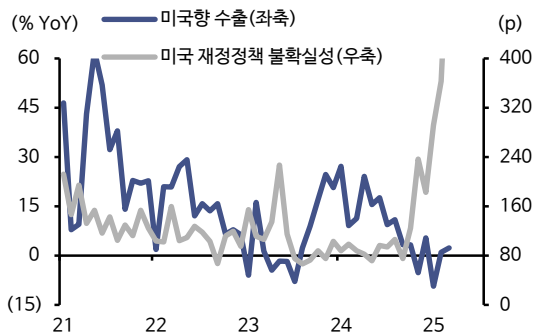
시나리오 ② 올해 KOSPI 밴드 2,600~2,850p 구간 위치

Best Scenario 하에서
KOSPI 2,600~2,850p
: 밸류에이션 관점 하단을
회복시키지만 미국
재정정책 불확실성, 중국
소비 경기 확산세 부족
등으로 상단은 여전히
제한될 것으로 판단
: 특기할 점은 관세 리스크
확연히 낮아진다는
점에서 자동차, 2차전지,
헬스케어, 반도체 등
상대적 피해주에 주목

Best Scenario는 세계 각국이 협력 게임으로 전환하는 상황으로 위험 프리미엄 하락에 따른 밸류에이션 회복을 기대할 수 있다. KOSPI 12MF EPS 8~9% 하향 조정을 근거로 PER 10~11배 사이 등락을 고려해 2,600~2,850p로 추산한다. 해당 시나리오 현실화 시 지수 하단이 현재보다 올라올 수 있다. 다만 상단은 Base Scenario와 마찬가지로 제한된다. 이는 미국 재정정책 불확실성에 따라 2~3Q 중 민간투자 모멘텀이 약화하는 상황을 가정했다. 여기에 중국 정책도 IT 수요에 집중되는 관계로 우호적이지만 여전히 부동산 경기 부진과 품목 확산에 어려움을 겪고 있어 상방을 제한한다. 해당 시나리오에서는 밸류에이션 관점에서 빠르게 회복에 나서지만 이익 확장까지 더딘 관점으로 상단을 더 높이기 어렵다.

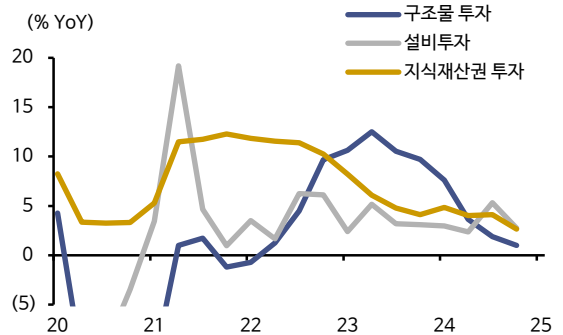
특기할 점은 주도주 변화 가능성이다. 이익 확장세 더딘 상황에서 관세 리스크를 상당히 해소하는 관점으로 접근한다. 이 경우 관세 리스크 확대 시 지배력 높은 조선, 방산, 기계는 현재보다 주도력 약화를 겪을 수 있다. 반면 관세 리스크에서 가장 노출도가 컸었던 자동차, 2차전지, 헬스케어, 반도체에 주목할 만하다. 수출 모멘텀 측면에서도 반도체, 무선통신기기(IT 세트 밸류체인), 바이오헬스를 상대적으로 더 선호할 수 있다. 대표 수출품 및 시총 상위주에 우호적 변수다.

미국향 수출과 재정정책 불확실성



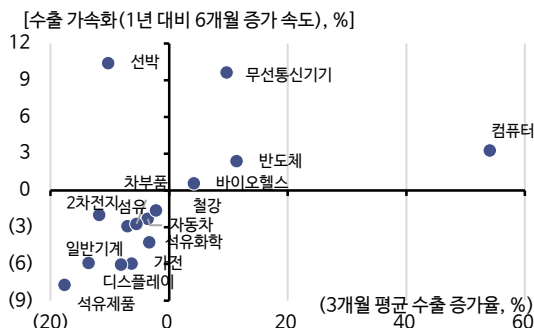
자료: LSEG, 신한투자증권

미국 민간투자 증가율 추이



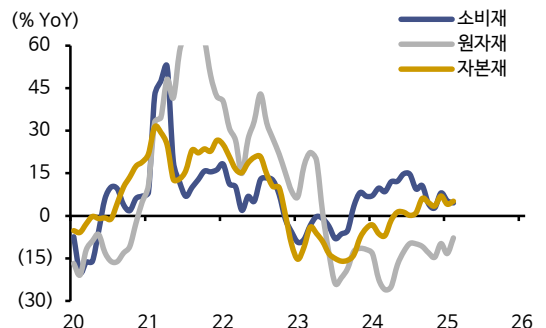
자료: LSEG, 신한투자증권

한국의 품목별 수출 비교 산포도



자료: LSEG, 신한투자증권

중국향 성질별 수출 추이: 분산 효과 뚜렷하지 않다



자료: LSEG, 신한투자증권

Worst Scenario 하에서
KOSPI 2,300p 내외
가격 형성. 밸류에이션
최하단 영역이지만 미국
주식시장 불안해 외국인
패시브 이탈 지속 중
: 주도주 부재한 가운데
국외 매출 비중 낮은
내수 방어주 중심으로
포트폴리오 보호

시나리오 ③ 밸류 최저점 경신해 2,300p 전후 형성, 외인 패시브 매도 지속

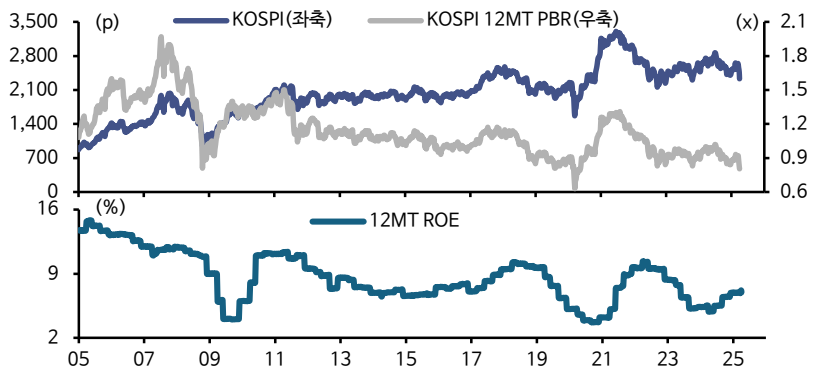
Worst Scenario는 중국과 유럽 등 패권국이 미국에 대항하면서 최악으로 치닫하는 리스크 구간이다. 미국 실효 관세율은 22.5%를 넘을 수 있다. 문제는 미국 외 지역에서도 대안을 찾기 어렵다는 사실에 있다. 비미국 지역은 현재까지 통화 및 재정정책 관점에서 미국보다 앞서 있다. 유럽, 중국이 미국산 수입품에 관세를 부과한다면 인플레이션을 경유해 자국 소비 및 정책에 영향을 줄 수 있다. 미국도 인플레이션과 성장률 충격이 선형적으로 높아질 전망이다. 실효 관세율이 30%에 도달하면 물가 충격이 3%p 내외일 수 있는데 이는 연준의 시장 개입 가능성을 적극 차단하는 요소다. 따라서 가장 불확실성이 큰 시나리오다.

KOSPI는 해당 시나리오에서 PBR 하단을 경신할 수 있다. 현재까지 12MT PBR 하단은 팬데믹을 제외하면 0.81배였다(FnGuide 기준, 19년 8월). KOSPI가 4/7 증가에서 맞닥뜨린 PBR은 당시 수준과 일치한다. 현재 주식시장은 Worst Scenario 가능성을 가격에 반영 중이다. 팬데믹 제외한 최저치를 경신하고 있는 상황이다. 현재 12MT ROE가 7.0%로 과거 저점 당시 7.6%를 하회하고 있다. 다만 당시 추정치가 하향 국면이었다면 현재는 상향 중이다. PBR 하단은 펀더멘털을 고려하면 크게 하락하지 않는다고 판단할 수 있다.

반론은 있다. 현재 미국 주식시장 가파른 하락이 지속되고 있어 국내 주식시장 내 외국인 수급이 이탈 중이다. 통상적으로 미국 주식시장 변동성이 높아졌을 때 국내 투자 중인 외국인도 동요한다. Worst Scenario가 현실화되는 국면이라면 밸류에이션과 무관하게 외국인 수급 관점에서 해당 지점을 이탈할 수 있다. 이는 다분히 수급적 관점이고 펀더멘털 관점에서는 추가 하락 가능성을 여전히 높게 보기 어렵다. 해당 구간 전후로는 매도 실익이 존재하지 않는다. 지수는 2,300p 전후 형성될 수 있으며 밸류에이션만 놓고 보면 하방 경직적 구간에 가깝다.

Worst Scenario가 현실화되는 구간에서 주도주도 부재하다. 미국 매출 비중이 덜하고 낮은 베타를 보이는 국내 내수 방어주를 통해 포트폴리오를 보호할 수 있다. 반등은 자생적으로 나타나기보다 관세 시나리오에 따라 엇갈릴 전망이다.

KOSPI와 PBR 및 ROE 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 노동길, 김성환).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

브라질, 관세보다는 재정



Fixed Income Strategist

지백연

☎ (02) 3772-1541

✉ byji@shinhan.com

안재균

☎ (02) 3772-1298

✉ jk.ahn@shinhan.com

트럼프 관세발 위험 회피에도 선방한 헤알화 환율

트럼프 관세 리스크가 전 세계로 확산되는 가운데, 브라질도 철강 관세와 상호관세를 소화하면서 직접 영향권에 들어섰다. 그러나 헤알화를 비롯한 브라질 자산 가격은 비교적 양호한 흐름이 관찰된다. 연초 원화 대비 헤알화 환율 변동은 G20 국가 중 세번째로 높은 절상폭을 보이고 있다. 브라질의 수출의존도가 한국 45% 대비 낮은 15%인 점과 4월 상호관세 발표에서 최저 요율인 10%를 부여받은 점이 관세발 하락장에서 헤알화 가치를 방어했다.

향후에도 관세 부과에 따른 헤알화 약세 우려는 낮은 환경

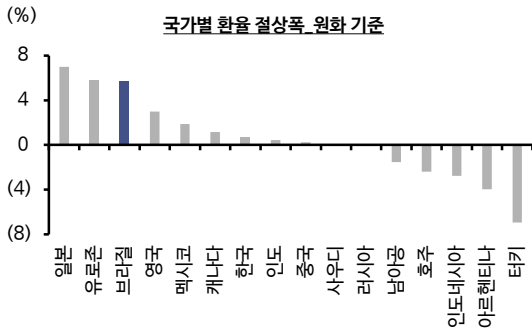
이후에도 관세발 헤알화 약세 압력은 제한적일 전망이다. 우선 보호무역주의 확산에 따른 실물경기 충격은 상대적으로 약할 공산이 높다. 트럼프 1기 미중 무역 분쟁 당시를 복기해볼 필요가 있다. 2018년 중국은 미국의 무역장벽에 대응해 미국산 대두에 25% 보복 관세를 부과했다. 이때 브라질의 대중 대두 수출은 52%에서 1년만에 75%로 크게 올랐다. 이번에도 중국은 트럼프 상호관세 조치 이후 미국산 수입 품목에 34% 보복관세를 천명했다. 2022년 기준 브라질의 중국 대두 수출 비중은 11.2%로 미국 전체 수출 11.4%에 근접했다. 분쟁 확산시 대두 수출 반사이익이 대미 무역수지 둔화를 상당 부분 상쇄할 수 있는 환경이다.

품목 관세 리스크도 상대적으로 낮다. 3월 한국과 브라질은 각각 미국 수출 1위 품목인 자동차와 철강에 25% 관세를 소화했다. 이후 트럼프는 머지 않은 시점에 반도체 품목 관세 부과를 예고했다. 반도체를 포함한 컴퓨터 부속품은 한국의 대미 수출 2위 상품이다. 수출 경기 추가 하방 요인은 한국에 치우쳐 있다. 또한 미국은 무역분쟁 확산 속 필수 원자재 확보 차원에서 브라질이 필요하다. 현재 미국 희토류 수입의 72%는 중국에서 비롯된다. 중국은 보복관세와 함께 희토류 수출 통제를 시사했다. 무역 분쟁으로 공급망 리스크가 확대될수록 추후 관세율 협상 과정에서 세계 2위 희토류 매장국 브라질의 협상력이 부각될 수 있다.

재정 우려는 경계 필요, 4월까지 보수적 접근 필요 의견 유지

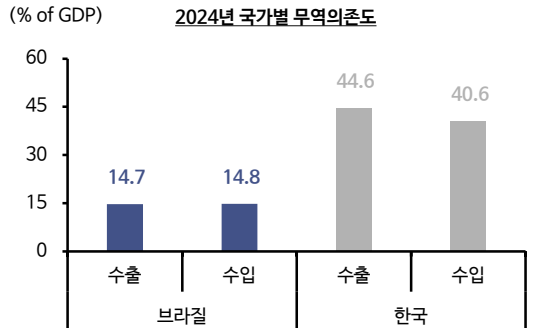
관세 불확실성은 제한되었으나 여전히 재정 우려는 남아있다. 2010년 이후 헤알/달러 환율과 재정적자 상관계수는 0.63으로 성장률(0.21)보다 높은 연관성을 보인다. 연말 대비 재정 노이즈가 제한된 점은 긍정적이지만 과반 이하로 떨어진 물라 대통령 지지율을 경계할 필요가 있다. 역사적으로 대통령 부임 3년차에 지출 확대 기조가 확인된다. 내년 대선을 앞두고 확장 재정이 재개될 가능성을 배제할 수 없다. 관세보다 재정 불확실성에 초점을 맞추어야 할 시점이다. 4월 15일에는 정부의 2026년 예산 지침 초안이 의회에 제출된다. 정부의 구체적인 재정정책 스탠스를 확인하기 전까지 헤알화 매수 접근에 보수적 의견을 유지한다.

관세발 하락장에서 선방한 헤알화 환율



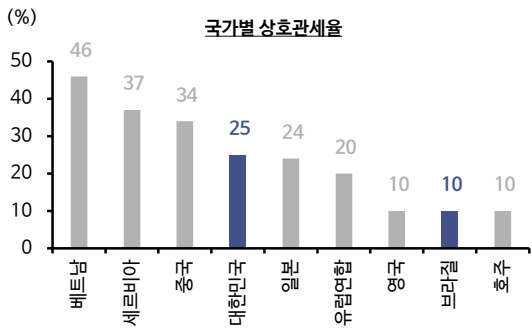
자료: Bloomberg, 신한투자증권

상대적으로 낮은 브라질 무역 의존도



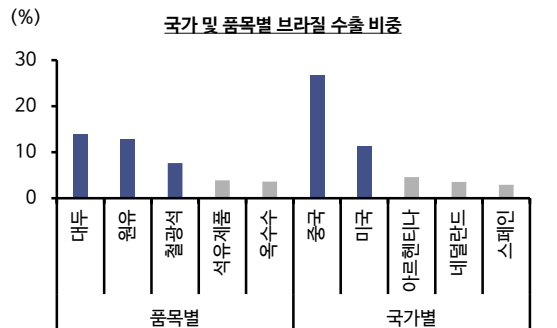
자료: Bloomberg, 신한투자증권

브라질 상호관세는 10%로 최저 요율 부과



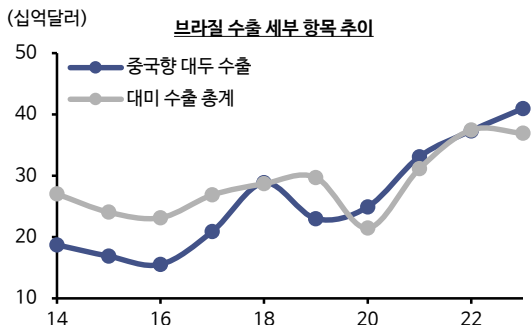
자료: The White House, 신한투자증권

브라질 수출은 미국보다는 중국에 의존



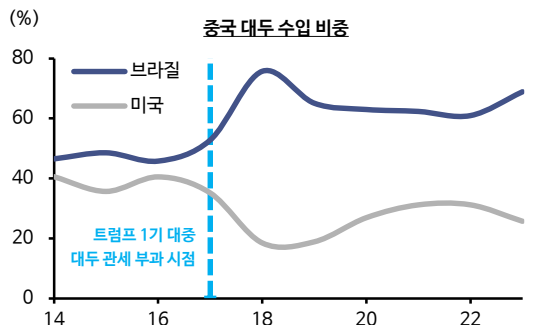
자료: WITS, 신한투자증권

대미 수출 총계를 넘어선 대중 대두 수출



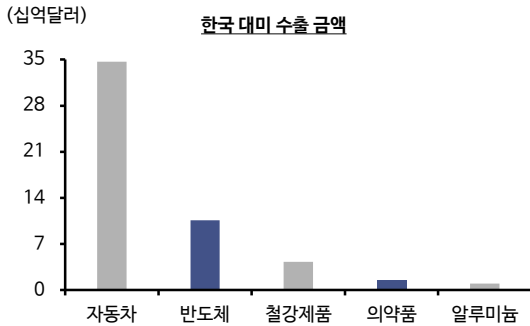
자료: WITS, 신한투자증권

트럼프 1기 당시 대두 무역분쟁 반사이익 경험



자료: WITS, 신한투자증권

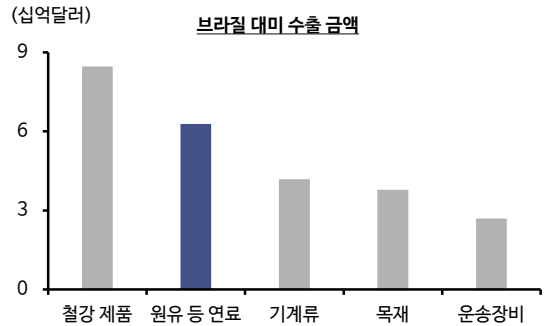
반도체, 의약품 관세 부과 우려는 원화 하방 요인



자료: 한국무역협회, 신한투자증권

주: 파란 바탕: 관세 면제 품목

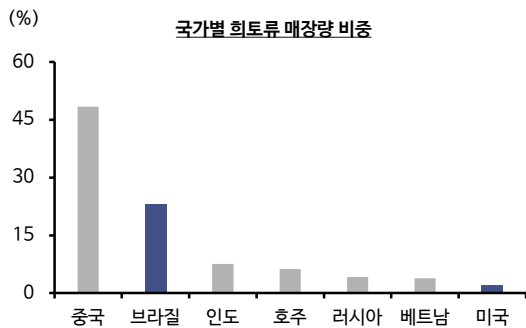
원유 등 에너지 관세 부과 우려는 당분간 제한적



자료: WITS, 신한투자증권

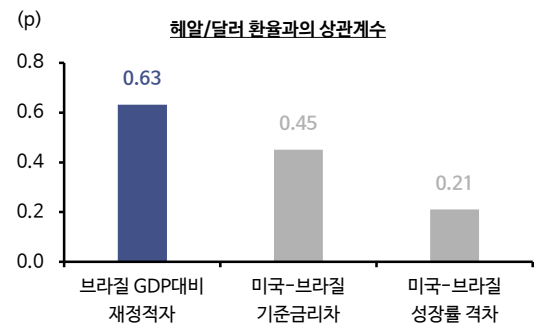
주: 파란 바탕: 관세 면제 품목

브라질 풍부한 천연자원에 향후 협상력 부각 가능



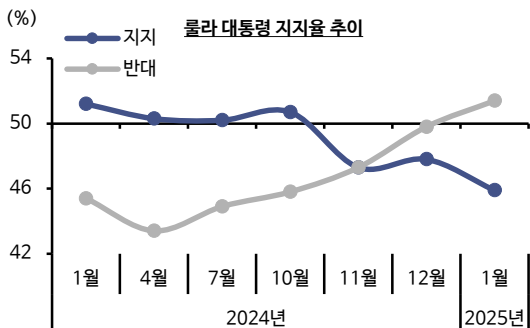
자료: USGS, 신한투자증권

일반적으로 해알화 변동성은 재정에 의해 결정



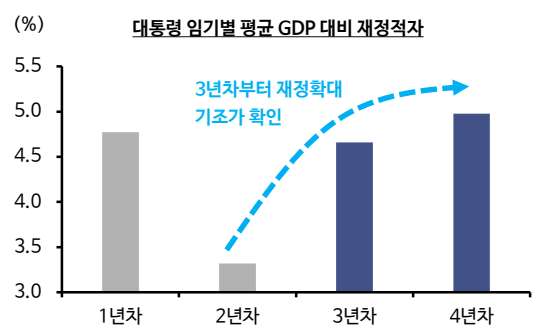
자료: Bloomberg, 신한투자증권

룰라 지지율 하락: 포퓰리즘적 재정 확대 우려



자료: Atlasintel, 신한투자증권

지출 확대 경계 필요한 임기 3, 4년차



자료: Bloomberg, 신한투자증권

주: 성장률 (-) 분기는 계산 제외

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 지백연, 안재균).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

비중확대 (유지)

임희연 연구위원

✉ heeyeon.lim@shinhan.com

1Q25 순이익 Preview

(십억원, %)	1Q25F	컨센서스	% Gap
삼성화재	602.0	643.2	(6.4)
DB손해보험	383.7	416.9	(8.0)
현대해상	212.1	269.5	(21.3)
한화손해보험	120.5	111.6	8.0

자료: 신한투자증권 추정

신한생각 독감, 눈, 산불 → 삼중고로 인한 손해율 상승

유례없이 장기·자동차·일반 합산비율이 모두 상승. 단기적으로 신계약 둔화 및 감익 우려를 근거로 주가는 쉬어갈 개연성 존재. 저가 매수 기회로 활용 필요. 최선호주 삼성화재 유지, 최근 GA 실적 개선세에도 관심 필요

1Q25 Preview: 장기·자동차·일반 모두 부진

보험손익 부진 불가피. 연초 독감 유행으로 인한 예실차(-) 확대, 블랙아이스로 인한 다중추돌사고와 자동차 손해율 상승, 그리고 국내외 산불 피해에 따른 일반 손해율 상승 영향. 지난 연말 무·저해지보험 해지율 가장 변경에 따른 CSM 조정 반영으로 기초 CSM의 규모가 감소한 가운데 보험손익의 구조적 감익 예상. 투자 부문의 일회성 요인은 각 회사별 상이

[삼성화재] 순이익 6,020억원(-14.1%, 이하 YoY) 추정, 투자손익 부진 반영해 컨센서스 하향 조정 예상. 작년 역기저효과로 월평균 보장성 신계약 193억원(flat), CSM 전환배수 14.5x(-0.7x)로 소폭 하락하겠으나 여전히 양호한 흐름 지속. 자동차 합산비율 96.6%(+3.9%p), 일반 합산비율 88.7%(+3%p) 예상. 산불에 따른 청구 증가는 장기 재물보험 영역에 반영

[DB손해보험] 순이익 3,837억원(-34.2%) 추정, 미국 LA 산불에 따른 일회성 비용(재보험 복원보험료 650억원) 반영해 컨센서스 하향 조정 예상. 이를 제외한 경상 순이익은 약 4,300억원으로 컨센서스 부합. 월평균 보장성 신계약 160억원(+11.7%), CSM 전환배수 16.5x(-0.2x) 추정. 자동차 합산비율 96.1%(+5%p), 일반 합산비율 118.8%(+24.4%p)

[현대해상] 순이익 2,121억원(-55.6%) 추정, 호흡기 질환 증가에 따른 예실차 확대로 컨센서스 하향 예상. 지난해 역기저효과(손실계약부담비용 약 2,900억원 환입 등)로 인한 큰 폭 감익 불가피. 월평균 보장성 신계약 105억원(-13.3%), CSM 전환배수 13.5x(+2.4x), 수익성 중심의 상품전략 덕분. 자동차 합산비율 99.5%(+3.5%p), 일반 합산비율 88.2%(+0.3%p) 추정

[한화손해보험] 순이익 1,205억원(-3.5%), 일회성 투자손익으로 컨센서스 상회 기대. 월평균 보장성 신계약 65억원(+7.4%), CSM 전환배수 9.5x(-1.4x). 자동차 합산비율 104.1%(+1.9%p), 일반 합산비율 95%(+5%p)

관세 영향 제한적, 추가 조정 시 매수 기회 활용 필요

관세 관련 직접적인 영향은 제한적이나, 1) 24년 대비 25년 감익 개연성, 2) 기본자본비를 제도화 검토 등 아직 불편한 요소 존재. 단, 1) 비급여·실손 개혁에 따른 펀더멘털 개선 및 중장기 이익 회복 기대감, 2) CSM 관련 불확실성 완화, 3) 배당수익률 등 고려 시 하락 폭은 제한적일 전망. 삼성화재 PBR 0.75x, DB손해보험 PBR 0.55x 미만에서는 적극 매수 전략 유효

*PBR(Price to Book-value Ratio): 주가순자산비율

*GA(General Agency): 비전속 보험 판매 조직

*CSM(Contract Service Margin): 계약서비스마진

커버리지 손해보험사 실적 추이 및 전망												
(십억원, %)			1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
삼성화재 투자의견 TP	000810	보험손익	603.8	566.8	477.0	201.5	496.7	525.2	470.1	236.8	1,849.1	1,728.8
	매수(유지)	CSM손익	396.5	403.9	410.6	401.4	405.4	411.4	426.0	434.3	1,612.3	1,677.1
	460,000원	RA 변동	34.2	43.7	44.1	43.5	45.8	45.3	46.2	46.5	165.5	183.8
	(유지)	예실차	60.6	79.7	15.9	(75.5)	(9.8)	22.6	(11.7)	(88.6)	80.7	(87.6)
		기타	(45.1)	(68.7)	(41.4)	(125.7)	(38.2)	(48.5)	(28.5)	(115.2)	(280.9)	(230.4)
		투자손익	293.0	226.4	264.0	62.0	296.8	247.2	285.7	107.0	845.3	936.8
		영업이익	913.1	803.8	740.7	276.9	800.0	782.5	764.1	352.9	2,734.5	2,699.5
		지배순이익	701.0	611.4	554.1	207.1	602.0	591.9	576.0	265.8	2,073.6	2,035.8
		기말 CSM	13,712	13,955	14,181	14,074	14,409	14,842	15,172	15,105	14,074	15,105
	CSM전환배수	15.2	14.5	15.5	15.4	14.5	15.1	15.4	15.7	15.2	15.2	
DB손해보험 투자의견 TP	005830	보험손익	562.9	534.4	361.3	160.5	287.1	490.9	450.1	172.3	1,619.1	1,400.4
	매수(유지)	CSM손익	326.9	336.3	341.5	281.8	301.5	300.9	308.6	312.4	1,286.6	1,223.4
	120,000원	RA 변동	20.2	35.5	39.9	36.4	40.1	38.8	40.1	40.0	132.0	159.1
	(하향)	예실차	22.1	77.2	56.7	(101.3)	(26.3)	51.6	57.2	(87.7)	54.7	(5.3)
		기타	79.2	(55.8)	(77.3)	(73.8)	(1.9)	(7.2)	32.9	(97.5)	(127.8)	(73.7)
		투자손익	203.7	171.0	244.8	124.1	227.1	188.3	238.5	137.0	743.6	791.0
		영업이익	766.6	705.4	606.1	284.6	514.2	679.2	688.7	309.3	2,362.7	2,191.4
		당기순이익	583.4	540.7	453.9	194.3	383.7	505.6	509.6	226.9	1,772.2	1,625.8
		기말 CSM	12,444	12,945	13,175	12,232	12,546	12,689	12,936	13,191	12,232	13,191
	CSM전환배수	16.7	17.9	18.4	19.2	16.5	18.0	18.0	18.0	18.1	17.6	
현대해상 투자의견 TP	001450	보험손익	532.9	375.9	182.0	(47.8)	156.6	256.5	194.2	(13.8)	1,043.1	593.5
	매수(유지)	CSM손익	239.1	237.4	240.1	216.2	202.6	203.5	211.6	216.5	932.8	834.2
	30,000원	RA 변동	34.7	31.8	32.0	33.9	35.0	35.0	35.5	35.8	132.5	141.2
	(하향)	예실차	(47.0)	31.6	(98.5)	(98.5)	(93.1)	(44.6)	(53.7)	(82.5)	(212.4)	(273.8)
		기타	216.8	(10.6)	(31.8)	(162.0)	(26.9)	(27.8)	(22.1)	(109.7)	12.4	(186.5)
		투자손익	108.2	95.9	109.1	38.8	86.1	100.5	102.8	57.8	352.1	347.2
		영업이익	641.1	471.8	291.2	(9.0)	242.6	357.0	297.0	44.0	1,395.2	940.7
		당기순이익	477.3	355.7	213.4	(15.7)	212.1	314.2	260.6	32.9	1,030.7	819.8
		기말 CSM	9,120	9,244	9,321	8,248	8,553	8,759	9,016	9,173	8,248	9,173
	CSM전환배수	11.1	14.8	15.3	15.5	13.5	15.0	14.8	15.0	14.1	14.5	
한화손해보험 투자의견 TP	000370	보험손익	149.4	136.0	88.2	24.5	123.9	117.3	85.2	21.5	398.2	347.9
	매수(유지)	CSM손익	102.7	102.6	101.4	103.1	96.9	95.4	96.8	99.6	409.7	388.7
	5,000원	RA 변동	18.8	19.2	19.5	20.1	18.6	19.7	19.5	19.9	77.6	77.6
	(유지)	예실차	59.0	49.6	16.5	(50.1)	16.7	35.3	9.3	(49.4)	74.9	11.9
		기타	(43.2)	(54.4)	(47.7)	(39.8)	(13.2)	(39.4)	(47.7)	(39.8)	(185.1)	(140.1)
		투자손익	22.9	28.3	37.9	18.7	36.3	29.0	33.6	22.2	107.8	121.1
		영업이익	172.3	164.4	126.1	43.3	160.1	146.4	118.8	43.7	506.1	469.0
		당기순이익	124.9	129.9	91.0	36.5	120.5	109.5	91.3	34.0	382.3	355.3
		기말 CSM	3,968	3,961	3,938	3,803	3,797	3,862	3,924	3,898	3,803	3,898
	CSM전환배수	10.9	9.9	10.1	9.8	9.5	11.2	11.5	11.5	10.2	10.9	

자료: 각 사, 신한투자증권 추정

삼성화재 1Q25 Earnings Preview

(십억원, %)	1Q25F	4Q24	1Q24	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap
보험손익	496.7	201.5	603.8	146.4	(17.7)		
투자손익	296.8	62.0	293.0	378.9	1.3		
영업이익	800.0	276.9	913.1	188.9	(12.4)	880.6	(9.1)
지배주주순이익	602.0	207.1	701.0	190.7	(14.1)	643.2	(6.4)

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

삼성화재 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		% Change	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
보험손익	1,818.3	1,901.2	1,728.8	1,850.6	(4.9)	(2.7)
투자손익	992.4	991.4	936.8	927.7	(5.6)	(6.4)
영업이익	2,844.7	2,927.8	2,699.5	2,813.7	(5.1)	(3.9)
당기순이익	2,144.8	2,202.9	2,035.8	2,117.2	(5.1)	(3.9)

자료: 신한투자증권 추정

삼성화재 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	증감률
보험손익	603.8	566.8	477.0	201.5	496.7	525.2	470.1	236.8	1,849.1	1,728.8	(6.5)
장기	446.2	458.6	429.2	243.7	403.1	430.8	432.0	276.9	1,577.6	1,542.8	(2.2)
자동차	102.5	46.8	14.2	(67.7)	45.7	43.0	(6.8)	(89.8)	95.8	(7.9)	적전
일반	55.1	61.4	33.6	25.6	47.8	51.4	44.8	49.7	175.7	193.8	10.3
투자손익	293.0	226.4	264.0	62.0	296.8	247.2	285.7	107.0	845.3	936.8	10.8
운용손익	636.4	575.2	562.0	409.1	642.1	603.2	593.4	467.3	2,182.7	2,306.0	5.6
보험금융손익	(343.4)	(348.8)	(298.1)	(347.1)	(345.3)	(356.0)	(307.6)	(360.3)	(1,337.4)	(1,369.3)	적지
영업이익	913.1	803.8	740.7	276.9	800.0	782.5	764.1	352.9	2,734.5	2,699.5	(1.3)
영업외손익	4.7	2.2	3.1	0.0	1.6	0.8	1.2	1.0	10.0	4.6	(54.2)
세전이익	917.7	806.0	743.8	277.0	801.6	783.3	765.3	353.9	2,744.5	2,704.1	(1.5)
당기순이익	701.0	611.4	554.1	207.1	602.0	591.9	576.0	265.8	2,073.6	2,035.8	(1.8)
월평균 보장성 신계약	19.3	17.3	18.0	21.0	19.3	20.3	20.3	20.3	18.9	20.1	6.2
CSM 전환배수	15.2	14.5	15.5	15.4	14.5	15.1	15.4	15.7	15.2	15.2	(0.2)
CSM 상각률	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	12.1	11.9	(1.7)
신계약 CSM	885.6	752.7	838.5	974.4	841.9	918.7	938.7	959.2	3,451.2	3,658.5	6.0
기말 CSM	13,712	13,955	14,181	14,074	14,409	14,842	15,172	15,105	14,074	15,105	7.3
투자영업이익률	3.1	2.8	2.7	2.0	3.1	2.9	2.8	2.2	2.7	2.7	0.1
ROE (평균)	17.2	14.6	13.7	5.3	14.9	14.1	13.3	6.3	13.1	12.6	(0.5)
ROA (%)	3.3	2.8	2.6	0.9	2.8	2.7	2.6	1.2	2.4	2.3	(0.1)

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

DB손해보험 1Q25 Earnings Preview

(십억원, %)	1Q25F	4Q24	1Q24	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap
보험손익	287.1	160.5	562.9	78.9	(49.0)		
투자손익	227.1	124.1	203.7	83.0	11.5		
영업이익	514.2	284.6	766.6	80.7	(32.9)	577.2	(10.9)
지배주주순이익	383.7	194.3	583.4	97.5	(34.2)	416.9	(8.0)

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

DB손해보험 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		% Change	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
보험손익	1,510.3	1,595.4	1,400.4	1,581.4	(7.3)	(0.9)
투자손익	795.0	795.8	791.0	781.2	(0.5)	(1.8)
영업이익	2,305.3	2,391.2	2,191.4	2,362.6	(4.9)	(1.2)
당기순이익	1,710.8	1,757.0	1,625.8	1,736.0	(5.0)	(1.2)

자료: 신한투자증권 추정

DB손해보험 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	증감률
보험손익	562.9	534.4	361.3	160.5	287.1	490.9	450.1	172.3	1,619.1	1,400.4	(13.5)
장기	448.4	393.2	361.0	143.1	313.4	384.1	438.7	167.2	1,345.6	1,303.4	(3.1)
자동차	94.2	68.0	17.7	(9.0)	38.6	53.0	1.9	(24.9)	170.9	68.7	(59.8)
일반	20.3	73.1	(17.3)	26.4	(64.9)	53.7	9.5	30.0	102.5	28.3	(72.4)
투자손익	203.7	171.0	244.8	124.1	227.1	188.3	238.5	137.0	743.6	791.0	6.4
운용손익	383.9	368.0	419.9	341.9	430.6	406.5	453.2	356.1	1,513.8	1,646.4	8.8
보험금융손익	(180.2)	(197.0)	(175.1)	(217.9)	(203.4)	(218.2)	(214.7)	(219.1)	(770.2)	(855.4)	적지
영업이익	766.6	705.4	606.1	284.6	514.2	679.2	688.7	309.3	2,362.7	2,191.4	(7.2)
영업외손익	(4.4)	12.5	(3.2)	(1.8)	(2.5)	(2.1)	(2.3)	(2.2)	3.2	(9.2)	적전
세전이익	762.2	717.9	602.9	282.8	511.7	677.0	686.4	307.1	2,365.8	2,182.2	(7.8)
당기순이익	583.4	540.7	453.9	194.3	383.7	505.6	509.6	226.9	1,772.2	1,625.8	(8.3)
월평균 보장성 신계약	14.3	12.8	14.1	15.5	16.0	12.0	13.2	15.8	14.2	14.3	0.5
CSM 전환배수	16.7	17.9	18.4	19.2	16.5	18.0	18.0	18.0	18.1	17.6	(2.7)
CSM 상각률	2.7	2.7	2.6	2.3	2.5	2.4	2.4	2.4	10.7	10.0	(6.3)
신계약 CSM	717.5	688.5	775.4	896.6	792.0	648.0	712.8	855.4	3,078.0	3,008.2	(2.3)
기말 CSM	12,444.0	12,944.5	13,174.9	12,231.8	12,545.8	12,689.2	12,936.1	13,191.4	12,231.8	13,191.4	7.8
투자영업이익률	3.4	3.2	3.6	2.8	3.5	3.2	3.6	2.8	3.3	3.4	0.1
ROE (평균)	27.7	25.5	20.8	9.2	17.4	21.7	20.8	9.4	20.7	18.0	(2.7)
ROA (%)	4.8	4.4	3.6	1.5	2.9	3.8	3.8	1.7	3.4	3.0	(0.3)

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

현대해상 1Q25 Earnings Preview

(십억원, %)	1Q25F	4Q24	1Q24	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap
보험손익	156.6	(47.8)	532.9	흑전	(70.6)		
투자손익	86.1	38.8	108.2	121.9	(20.5)		
영업이익	242.6	(9.0)	641.1	흑전	(62.2)	343.5	(29.4)
지배주주순이익	212.1	(15.7)	477.3	흑전	(55.6)	269.5	(21.3)

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

현대해상 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		% Change	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
보험손익	643.6	706.5	593.5	709.1	(7.8)	0.4
투자손익	371.7	394.6	347.2	363.5	(6.6)	(7.9)
영업이익	1,015.3	1,101.1	940.7	1,072.6	(7.3)	(2.6)
당기순이익	886.9	963.9	819.8	938.2	(7.6)	(2.7)

자료: 신한투자증권 추정

현대해상 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	증감률
보험손익	532.9	375.9	182.0	(47.8)	156.6	256.5	194.2	(13.8)	1,043.1	593.5	(43.1)
장기	443.6	290.2	141.9	(10.4)	117.6	166.1	171.3	60.1	865.3	515.0	(40.5)
자동차	42.4	40.1	13.2	(76.5)	5.4	37.7	8.0	(78.0)	19.2	(26.9)	적전
일반	46.9	45.7	27.0	39.1	33.6	52.7	14.9	4.2	158.6	105.4	(33.5)
투자손익	108.2	95.9	109.1	38.8	86.1	100.5	102.8	57.8	352.1	347.2	(1.4)
운용손익	319.9	305.0	305.1	278.4	320.0	336.7	334.2	268.0	1,208.4	1,258.9	4.2
보험금융손익	(211.6)	(209.1)	(196.0)	(239.6)	(233.9)	(236.2)	(231.4)	(210.2)	(856.4)	(911.7)	적지
영업이익	641.1	471.8	291.2	(9.0)	242.6	357.0	297.0	44.0	1,395.2	940.7	(32.6)
영업외손익	(9.1)	(5.8)	(5.2)	(8.5)	(6.9)	(7.7)	(7.3)	(7.5)	(28.7)	(29.4)	적지
세전이익	632.0	466.0	285.9	(17.5)	235.8	349.3	289.7	36.5	1,366.4	911.3	(33.3)
당기순이익	477.3	355.7	213.4	(15.7)	212.1	314.2	260.6	32.9	1,030.7	819.8	(20.5)
월평균 보장성 신계약	12.1	9.8	10.5	10.6	10.5	9.0	9.5	10.0	10.8	9.8	(9.4)
CSM 전환배수	11.1	14.8	15.3	15.5	13.5	15.0	14.8	15.0	14.1	14.5	3.2
CSM 상각률	2.6	2.6	2.6	2.3	2.5	2.4	2.4	2.4	10.3	10.1	(1.6)
신계약 CSM	404.5	435.4	484.9	496.1	425.3	405.0	421.8	450.0	1,821.0	1,702.1	(6.5)
기말 CSM	9,120.4	9,244.4	9,321.5	8,247.8	8,552.7	8,758.7	9,015.6	9,173.1	8,247.8	9,173.1	11.2
투자영업이익률	3.1	2.9	2.8	2.5	2.8	2.9	2.9	2.3	2.8	2.8	(0.0)
ROE (평균)	32.8	25.9	15.7	(1.3)	16.5	23.0	18.2	2.3	18.7	15.4	(3.3)
ROA (%)	4.4	3.2	1.8	(0.1)	1.8	2.6	2.2	0.3	2.1	1.7	(0.5)

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

한화손해보험 1Q25 Earnings Preview

(십억원, %)	1Q25F	4Q24	1Q24	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap
보험손익	123.9	24.5	149.4	404.7	(17.1)		
투자손익	36.3	18.7	22.9	93.6	58.5		
영업이익	160.1	43.3	172.3	270.1	(7.1)	161.0	(0.5)
지배주주순이익	120.5	36.5	124.9	229.8	(3.5)	111.6	8.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

한화손해보험 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		% Change	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
보험손익	370.5	402.6	347.9	387.7	(6.1)	(3.7)
투자손익	107.8	119.6	121.1	111.6	12.4	(6.7)
영업이익	506.1	490.2	469.0	499.3	(7.3)	1.9
당기순이익	382.3	371.5	355.3	384.7	(7.1)	3.6

자료: 신한투자증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	증감률
보험손익	149.4	136.0	88.2	24.5	123.9	117.3	85.2	21.5	398.2	347.9	(12.6)
장기	137.3	117.0	89.7	33.2	119.0	111.0	77.9	30.3	377.2	338.2	(10.3)
자동차	(3.7)	2.8	(0.3)	(8.8)	(6.8)	(4.6)	1.1	(11.8)	(10.0)	(22.1)	적지
일반	15.9	16.2	(1.2)	0.1	11.6	10.9	6.2	3.1	31.1	31.8	2.5
투자손익	22.9	28.3	37.9	18.7	36.3	29.0	33.6	22.2	107.8	121.1	12.3
운용손익	123.4	125.7	139.7	116.5	138.5	130.9	138.0	127.2	505.2	534.6	5.8
보험금융손익	(100.5)	(97.4)	(101.8)	(97.7)	(102.3)	(101.9)	(104.4)	(105.0)	(397.4)	(413.5)	적지
영업이익	172.3	164.4	126.1	43.3	160.1	146.4	118.8	43.7	506.1	469.0	(7.3)
영업외손익	1.1	(3.8)	2.5	(0.7)	0.9	0.1	0.5	0.3	(0.9)	1.9	흑전
세전이익	173.4	160.6	128.6	42.6	161.0	146.5	119.3	44.1	505.2	470.9	(6.8)
당기순이익	124.9	129.9	91.0	36.5	120.5	109.5	91.3	34.0	382.3	355.3	(7.1)
월평균 보장성 신계약	6.0	5.7	5.9	6.6	6.5	5.2	5.7	6.0	6.1	5.9	(3.6)
CSM 전환배수	10.9	9.9	10.1	9.8	9.5	11.2	11.5	11.5	10.2	10.9	6.9
CSM 상각률	2.6	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	10.4	10.2	(2.0)
신계약 CSM	198.6	168.2	180.7	193.5	185.3	174.7	196.7	207.0	741.0	763.6	3.1
기말 CSM	3,968.2	3,961.3	3,938.4	3,803.2	3,796.8	3,862.2	3,924.5	3,898.3	3,803.2	3,898.3	2.5
투자영업이익률	2.9	2.93	3.1	2.5	2.9	2.71	2.8	2.6	2.9	2.8	(0.1)
ROE (평균)	15.8	17.1	11.9	4.7	15.1	13.2	10.7	4.0	11.8	10.9	(0.9)
ROA (%)	2.8	2.8	1.9	0.7	2.4	2.1	1.8	0.6	1.9	1.7	(0.2)

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

커버리지 손해보험사 Valuation Table

(십억원, 원, x, %)		삼성화재	DB손해보험	현대해상	한화손해보험
보험손익	2024	1,849.1	1,619.1	1,043.1	398.2
	2025F	1,728.8	1,400.4	593.5	347.9
	2026F	1,850.6	1,581.4	709.1	387.7
투자손익	2024	845.3	743.6	352.1	107.8
	2025F	936.8	791.0	347.2	121.1
	2026F	927.7	781.2	363.5	111.6
영업이익	2024	2,734.5	2,362.7	1,395.2	506.1
	2025F	2,699.5	2,191.4	940.7	469.0
	2026F	2,813.7	2,362.6	1,072.6	499.3
당기순이익	2024	2,073.6	1,772.2	1,030.7	382.3
	2025F	2,035.8	1,625.8	819.8	355.3
	2026F	2,117.2	1,736.0	938.2	384.7
EPS	2024	43,771	25,032	11,529	2,470
	2025F	43,139	22,963	9,170	2,291
	2026F	46,255	24,520	10,494	2,481
BPS	2024	329,346	118,870	55,114	19,855
	2025F	365,432	135,897	64,284	22,146
	2026F	404,558	153,293	74,778	24,626
PER	2024	8.2	4.1	2.1	1.6
	2025F	8.0	3.6	2.2	1.7
	2026F	7.4	3.4	1.9	1.5
PBR	2024	1.09	0.86	0.45	0.20
	2025F	0.94	0.60	0.32	0.17
	2026F	0.85	0.54	0.27	0.15
P/CSM	2024	1.21	0.60	0.27	0.12
	2025F	1.16	0.48	0.22	0.12
	2026F	1.08	0.44	0.20	0.11
CSM 전환배수	2024	15.2	18.1	14.1	10.2
	2025F	15.2	17.6	14.5	10.9
	2026F	15.6	18.0	15.4	11.7
ROA	2024	2.4	3.4	2.1	1.9
	2025F	2.3	3.0	1.7	1.7
	2026F	2.3	3.2	1.9	1.8
ROE	2024	13.3	21.1	20.9	12.4
	2025F	12.1	16.9	14.3	10.3
	2026F	11.7	16.0	14.0	10.1
DPS	2024	19,000	6,800	-	-
	2025F	20,000	7,000	-	-
	2026F	22,000	8,400	-	-
배당수익률	2024	5.3	8.2	-	-
	2025F	5.8	8.5	-	-
	2026F	6.4	10.2	-	-

자료: 각 사, 신한투자증권 추정

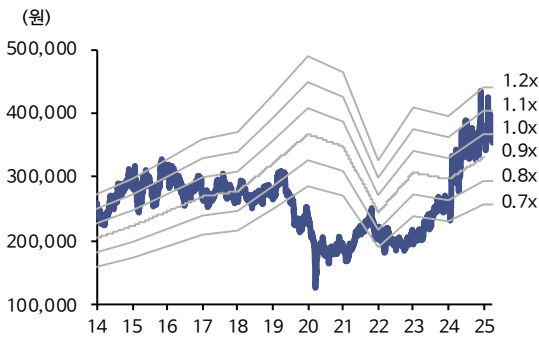
커버리지 손해보험사 목표주가 산출

	삼성화재	DB손해보험	현대해상	한화손해보험
ROE (%)	12.1	16.9	14.3	10.3
Adj. Cost of capital (%)	9.8	18.7	25.7	36.4
Risk free rate (%)	2.7	2.7	2.7	2.7
Beta	0.8	0.7	0.6	0.6
Market return (%)	9.8	25.2	42.3	57.7
Adjustment (%)	-	-	-	-
Long-term growth (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair P/B (x)	1.2	0.9	0.6	0.3
Discount/Premium			(15.0)	(15.0)
Adj. Fair P/B (x)	1.2	0.9	0.5	0.2
BPS (원)	365,432	135,897	64,284	22,146
Target Price (won)	460,000	120,000	30,000	5,000
Last Price	353,500	86,100	21,400	4,025
Upside	33.5%	46.0%	47.1%	31.9%

자료: 신한투자증권 추정

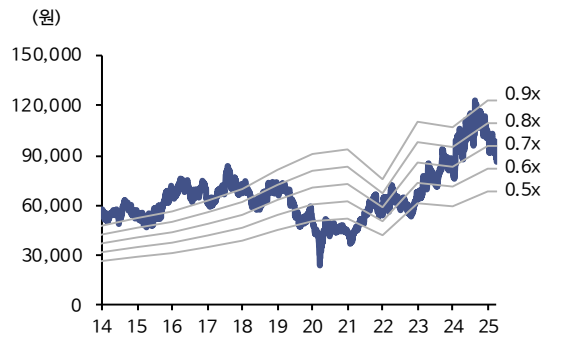
주: 배당 관련 불확실성 존재하는 보험사에 대해 일괄적으로 15% 할인 적용

삼성화재 12MF PBR 밴드차트



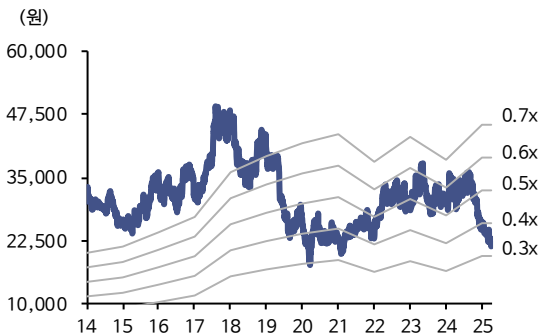
자료: 각 사, 신한투자증권 추정

DB손해보험 12MF PBR 밴드차트



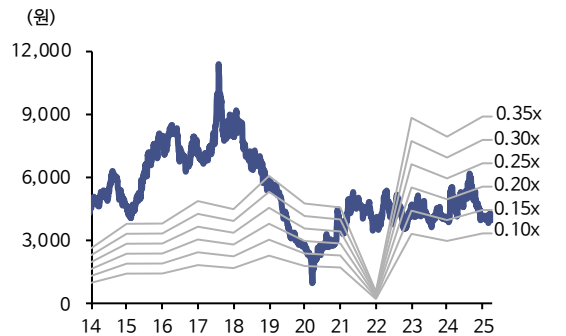
자료: 각 사, 신한투자증권 추정

현대해상 12MF PBR 밴드차트



자료: 각 사, 신한투자증권 추정

한화손해보험 12MF PBR 밴드차트



자료: 각 사, 신한투자증권 추정

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 임희연)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 삼성화재를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

LG 전자 (066570)

안정적 실적 vs. 수요 우려

2025년 4월 8일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	100,000 원 (하향)
✓ 상승여력	46.8%	✓ 현재주가 (4월 7일)	68,100 원

[스마트폰/전기전자]

오강호 연구위원
✉ snowkh@shinhan.com

서지범 연구원
✉ sjb1226@shinhan.com

신한생각 조직 개편과 신성장 동력 수익성 확인

1분기 잠정실적 발표. 신한 추정치 대비 매출액 +1%, 영업이익 -4%로 부합. 이번 자료는 1분기 실적 리뷰 및 사업부 조직 개편에 따른 수익성 확인은 긍정적. 다만 최근 IT전반의 밸류에이션 하향 조정 진행 중. 향후 관세 정책에 따른 수요 및 수익성 지속 확인 필요. 1분기 안정적 실적 발표. 차세대 성장(구독, 냉난방공조) 동력의 성장 가속화가 주가 반등 트리거로 판단. 밸류에이션 매력과 신성장 스토리로 주가 우상향View 유지

1Q25 Review: 1분기 실적 예상치 부합. 신성장 동력 주목

매출액 22.7조원(+8%, 이하 전년대비), 영업이익 1.3조원(-6%) 기록. 조직 개편에 따른 HS, ES, MS, VS¹⁾ 2page로 구분. 연결 영업이익률은 5.5%(-0.8%p)를 기록. 신성장 동력인 ES, 전장 등 호실적이 긍정적

1) HS: 2024년 영업이익률 5.2% 기록. 1Q25 매출액 6.8조원(+10%), 영업이익률은 11.8%(+2.2%p) 예상. 구독 매출액 확대, 볼륨존 수요 확대 영향으로 추정. 2) ES: 2024년 매출액 8.8조원 추정. 1Q25 매출액 3.1조원(+18%) 전망. 영업이익률은 10% 상회 예상. 3) VS의 경우 기존 매출액 추정치 대비 7% 상회한 2.9조원(+8%)으로 호실적 전망. 매출액 확대에 따른 영업 레버리지 효과와 제품Mix 효과로 수익성 개선도 긍정적

Valuation & Risk: 밸류에이션 및 실적 추정치 조정 vs 신사업 성장

목표주가는 기존 대비 17% 하향 조정. 목표 배수는 4개년 P/B(Low) 평균값 0.85배(최근 4개년, 실적 둔화 구간) 적용. 글로벌 경기 및 미국 관세 정책에 따른 수요 변동성 확대 구간 예상. 2025년 순이익 추정치의 경우 14% 하향. 신사업 매출액 확대 및 수익성 개선을 통한 성장 입증 필요

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2023	82,262.7	3,653.3	712.9	26.4	3.7	0.9	4.0	0.8
2024	87,728.2	3,419.7	367.5	43.2	1.8	0.7	3.7	1.2
2025F	88,139.4	3,212.3	1,178.3	10.8	5.5	0.6	2.7	2.7
2026F	92,250.5	3,686.9	1,387.6	9.2	6.4	0.6	2.6	3.6
2027F	96,821.8	4,127.1	1,664.5	7.6	7.4	0.5	2.6	4.1

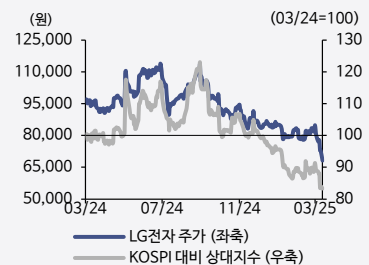
자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	하향
Valuation	하향

시가총액	11,144.4십억원
발행주식수(유동비율)	163.6백만주(64.3%)
52주 최고가/최저가	113,900 원/68,100 원
일평균 거래액 (60 일)	47,077 백만원
외국인 지분율	30.2%

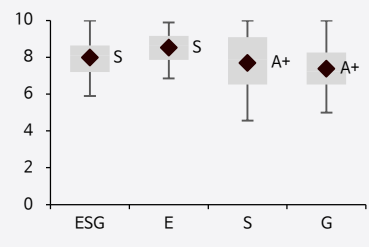
주요주주 (%)				
LG 외 2 인				35.1
국민연금공단				7.5
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(12.6)	(20.4)	(29.0)	(18.9)
상대	(3.7)	(14.8)	(17.2)	(16.5)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



목표주가 밸류에이션 분석

(원, 배)	2025F	비고
목표주가	100,000	
BPS	118,998	2025FBPS 적용
목표 PBR	0.9	최근 4개년 P/B(Low) 평균 적용
현재가	68,100	

자료: 신한투자증권 추정 / 주: Low 적용 변경 이유는 추정치 하향 조정 및 수요 우려에 따른 변경

PBR Valuation Multiple 추이

(배)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2021~24 평균
P/B(Avg)	0.9	0.9	1.5	1.0	1.0	0.8	1.1
P/B(High)	1.1	1.6	2.0	1.4	1.2	1.0	1.4
P/B(Low)	0.7	0.5	1.2	0.7	0.8	0.7	0.9
P/B(FY End)	0.9	1.6	1.4	0.8	0.9	0.7	1.0

자료: QuantiWise, 신한투자증권

1Q25 잠정 실적 및 추정치 비교

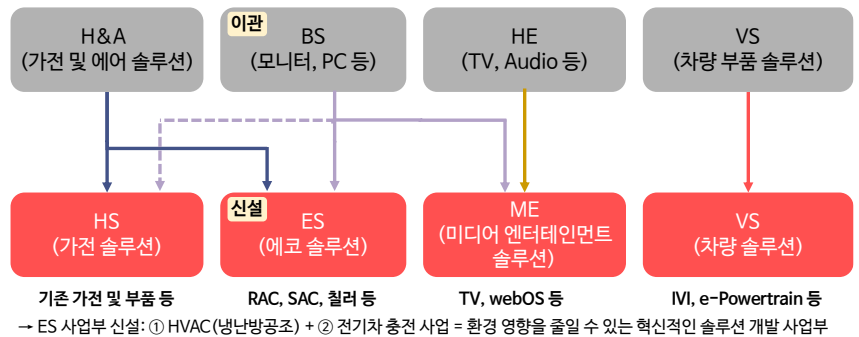
(십억원, %)	1Q25 발표	% YoY	% QoQ	신한 추정치	추정치 대비 %
매출액	22,744.7	7.8	(0.1)	22,460.0	1.3
영업이익	1,259.0	(5.7)	830.3	1,310.8	(3.9)

자료: Dart, 신한투자증권 추정

2025년 조직개편: 사업부문별 세부 변동사항

※ 사업간 시너지 및 미래 경쟁력 강화를 위한 조직 개편

기존 사업부 **신규 사업부**



자료: 회사 자료, 신한투자증권

AI 성능 강화된 신제품 리스트 및 예정 프로젝트

제품명	출시일	제품 설명
LG 트롬 워시타워	25.3월	더욱 정교해진 AI 접목 → 옷감의 손상은 줄이고 사용자 편리 기능 확대
냉장고 핏 앤 맥스	25.3월	AI 냉기 케어시스템을 통해 냉장고 사용 패턴 학습/분석하여 온도 조절
Q9 (프로젝트명)	예정	컴패니언(반려) 로봇 → AI 비서 역할 → AI 홈 + 고객 케어

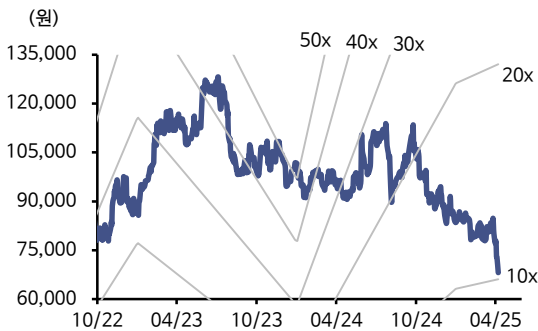
자료: 회사 자료, 언론 종합, 신한투자증권

LG전자의 분기별 영업 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	21,096	21,694	22,176	22,761	22,745	21,392	21,925	22,077
HS	6,129	6,416	6,282	5,978	6,767	6,622	6,069	5,811
MS	5,061	5,077	5,139	5,613	4,896	4,716	4,909	4,955
VS	2,662	2,692	2,611	2,655	2,869	2,796	2,693	2,754
ES	2,589	2,536	2,144	1,552	3,055	2,614	2,189	1,588
기타	321	419	315	336	570	331	249	266
LGI	4,334	4,555	5,685	6,627	4,588	4,313	5,817	6,703
영업이익	1,335	1,196	753	135	1,259	961	769	223
HS	587	429	355	(69)	802	420	264	(50)
MS	181	127	11	(50)	3	38	7	(34)
VS	52	82	1	(20)	141	58	50	13
ES	336	249	156	(66)	399	265	165	(5)
기타	4	158	100	92	(214)	86	83	64
LGI	176	152	130	248	128	94	199	234
영업이익률	6.3	5.5	3.4	0.6	5.5	4.5	3.5	1.0
HS	9.6	6.7	5.6	(1.2)	11.8	6.3	4.4	(0.9)
MS	3.6	2.5	0.2	(0.9)	0.1	0.8	0.1	(0.7)
VS	2.0	3.0	0.0	(0.8)	4.9	2.1	1.9	0.5
ES	13.0	9.8	7.3	(4.2)	13.1	10.1	7.5	(0.3)
기타	1.3	37.8	31.6	27.5	(37.5)	26.0	33.4	24.0
LGI	4.1	3.3	2.3	3.7	2.8	2.2	3.4	3.5

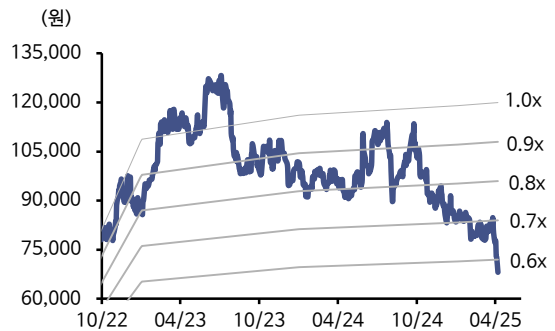
자료: 신한투자증권 추정 / 주: 기타: LG전자, LG이노텍간 내부거래 반영, 사업별 데이터는 신한 추정치

LG전자 P/E (주가수익비율) 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

LG전자 P/B (주가순자산비율) 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 오강호, 서지범)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 LG전자를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

에이비엘바이오 (298380)

GSK와 뇌투과 플랫폼 4조원 규모 기술이전

2025년 4월 8일

✓ 투자판단	Not Rated	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (4월 7일)	44,250 원

신한생각 GSK와 L/O 체결로 검증된 플랫폼의 가치

이번 GSK와의 기술이전 계약은 사노피에 L/O한 파킨슨병 치료제 ABL301 임상 1상 성공의 의미이자 Grabody-B 플랫폼이 빅파마에 검증되었다는 점에서 의미. 뇌투과 플랫폼 피어그룹 드날리(Denali)는 지속된 임상 중단에도 시가총액 2.5조원 수준으로 피어그룹 대비 동사 저평가

드날리 주가를 살펴보자. 자세한 내용은 수요일에 공개 기대

GSK와 뇌투과 플랫폼 Grabody-B에 대해 4.1조원 계약 체결하며 계약금 및 단기 마일스톤 합산 약 1,480억원 수령 예정. GSK는 알츠하이머 치료제 라토지네맵 임상 3상 진행 중으로 해당 물질에 뇌투과 플랫폼 (Grabody-B) 적용해 신규 임상 진행할 계획인지를 4월 9일(수요일) 예정된 에이비엘바이오 기업설명회 통해 확인 필요

글로벌 뇌투과 플랫폼 피어그룹 드날리는 과거 '18년 다케다와 2.4억달러, '18년 10월 사노피와 12.2억달러, '20년 10월 바이오젠과 16.8억달러 규모 L/O 체결하고 당시 환율 1,095원 기준 시가총액 10조원까지 상승

그러나 바이오젠과 '24년 7월에 TV 플랫폼 ATV:Abeta 임상 및 라이선스 계약 중단, 사노피와 '25년 2월 DNL788 개발 중단, 다케다와 ATV:TREM2 전임상 개발 중단 등으로 최근 주가 지속 하락해 시가총액 2.5조원까지 하락했으나 여전히 동사 대비 높은 시가총액 유지 중

Valuation & Risk

아밀로이드-베타 또는 타우를 타겟하는 신규 L/O 계약도 새로운 빅파마와 추가 논의 중으로 기대감 지속. 에이비엘바이오 Grabody-B 관련 L/O 총 계약규모는 5.4조원으로 드날리의 5.2조원을 넘어섰으며 드날리는 대부분 개발이 중단되었으나 시가총액 2.5조원 수준이므로 동사 저평가 판단

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2020	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-
2021	5.3	(52.3)	(43.6)	(23.8)	(77.8)	18.6	(19.9)	-
2022	67.3	0.9	3.2	341.0	5.1	15.8	328.8	-
2023	65.5	(2.6)	(2.6)	(444.7)	(3.7)	15.9	(42,115.8)	-
2024	33.4	(59.4)	(55.5)	(27.3)	(46.0)	9.7	(23.6)	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[계약/바이오]

엄민용 연구위원

✉ my.eom@shinhan.com

Revision

실적추정치	Not Rated
Valuation	Not Rated

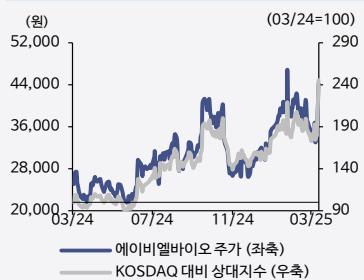
시가총액	2,147.4십억원
발행주식수(유동비율)	48.5백만주(70.1%)
52주 최고가/최저가	46,900 원/21,500 원
일평균 거래액 (60일)	49,461 백만원
외국인 지분율	10.8%

주요주주 (%)

이성훈 외 12 인	29.9
국민연금공단	5.6

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	14.5	39.8	88.7	48.7
상대	27.9	54.2	152.7	56.8

주가



에이비엘바이오의 피어그룹 Denali Therapeutics와 비교

Denali Therapeutics 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: Bloomberg, 신한투자증권 정리

Denali Therapeutics 주요 라이선스 아웃 계약 타임라인

날짜	인수업체	계약규모(원)	계약금(원)	약물
2018년 1월	Takeda	3,480억	580억	ATV:TREM2, PTV:PGRN, ATV:BACE1/Tau
2021년 11월	Takeda	-	-	PTV:PGRN 옵션행사
2021년 12월	Takeda	-	-	ATV:TREM2 옵션행사
2025년 2월	Takeda	-	-	ATV:TREM2 임상 포기
2018년 10월	Sanofi	1조 7,762억	1,812억	CNS 및 RIPK1 억제제 (DNL788, DNL758 등)
2025년 2월	Sanofi	-	-	DNL788 포함한 CNS 프로그램 종료
2020년 10월	Biogen	3조 1,175억	1조 4,862억	LRRK2(DNL151, DNL201 등) + TV 플랫폼 라이선스 아웃 옵션
2023년 4월	Biogen	-	-	ATV:Abeta 라이선스 아웃 옵션 행사
2024년 7월	Biogen	-	-	ATV:Abeta 라이선스 계약 중단

자료: Denali Therapeutics, 신한투자증권 정리

* 환율: 1,450원/1\$로 가정하여 계산

GSK 뇌신경계 질환 파이프라인

제품명	제품 코드	개발사	임상 단계	적응증	투여 방식	임상 코드
Latozinemab	GSK4527223 (AL001)	GSK-Alector	3상	전두엽 및 측두엽 퇴행으로 발생하는 치매	정맥주사(IV)	NCT04374136 (Infront-3)
(미정)	GSK4527226 (AL101)	GSK-Alector	2상	알츠하이머	정맥주사(IV)	NCT06079190 (PROGRESS-AD)

자료: Clinical trials, 신한투자증권 정리

Denali Therapeutics 주요 파이프라인

타겟/기전	물질	임상단계	적응증	권리 보유자
ETV:IDS	DNL310	1/2상 2/3상	헌터 증후군	디날리
ETV:SGSH	DNL126	1/2상	Type A-산필리포 증후군	디날리
PTV:PGRN	DNL593 (TAK-594)	1/2상	GRN 돌연변이 전두측두엽 치매	다케다 공동 개발
LRRK2	DNL151 (BIIB122)	2a/b상 (중단)	파킨슨병	바이오젠 공동 개발
eIF2B	DNL343	2/3상	ALS (근위축성 측삭경화증)	Healey Center 공동 개발
RIPK1 (Peripheral)	DNL758 (SAR443122, Edlitasertib)	2상	UC(크론병)	사노피

자료: Denali Therapeutics, 신한투자증권 정리

Denali Therapeutics 주요 계약 현황

날짜	이벤트	거래	총 수령 예정액 (원)	누적 수령 예정액 (원)
2018년 1월	(다케다) ATV:TREM2, PTV:PGRN, 및 ATV:BACE1/Tau 프로그램 개발 및 상용화 옵션 계약 체결	4,000만 달러 선불금 + 옵션 행사 및 마일스톤 2억 달러	3,480억	3,480억
2018년 10월	(사노피) CNS 및 RIPK1 억제제 개발 협력	1억 2,500만 달러 선불금 + 최대 11억 달러 마일스톤	1조 7,762억	2조 1,242억
2020년 10월	(바이오젠) LRRK2 계약 체결 + TV 기술 플랫폼을 활용하는 특정 프로그램 및 옵션 우선권	5억 6,000만 달러 선불금 + 4억 6,500만 달러 지분투자 + 최대 11억 2,500만 달러 마일스톤	3조 1,175억	5조 2,417억

자료: FierceBiotech, Denali Therapeutics, 신한투자증권 정리

* 환율: 1,450원/1\$로 가정하여 계산

Denali Therapeutics 주요 이벤트 타임라인

날짜	이벤트
2016년 6월	LRRK2 억제제에 대한 독점 L/I
2016년 8월	F-Star와 BBB투과 능력 향상을 위한 공동개발 협정 체결
2018년	F-Star와 2가지의 기술 개발 완료
2018년 1월	다케다와 ATV:TREM2, PTV:PGRN, ATV:BACE1/Tau 프로그램 개발 및 상용화 옵션 계약 체결
2018년 10월	사노피와 CNS 및 RIPK1 억제제 개발 협력
2020년 6월	사노피와 공동 개발 중인 DNL747 임상 일시 중단 및 DNL788에 집중 계획 발표
2020년 10월	바이오젠, LRRK2 계약 체결 + TV 기술 플랫폼을 활용하는 특정 프로그램 및 옵션에 대한 우선권 부여
2020년 연말	20년 4분기 매출 3.16억 달러 달성
2021년 7월	DNL310, 헌터 증후군 환자에 대해 실망스러운 1/2상 임상 결과 발표
2021년 10월	근위축성 측삭경화증에 대한 신규 물질 DNL343 계획 공개
2021년 10월	DNL788 FDA 패스트트랙 지정, 22년 1분기 사노피의 임상 2상 연구 계획 발표
2021년 11월	다케다, PTV:PGRN 옵션 행사
2021년 12월	다케다, ATV:TRM2 옵션 행사
2022년 1월	다케다와 공동 개발 중인 DNL919, FDA 임상 거부
2023년 4월	바이오젠, ATV:Abeta 프로그램 라이선스 옵션 행사
2023년 6월	BIB122(DNL151), 파킨슨병 대상 임상 3상 중단
2023년 8월	다케다와 공동 개발하던 DNL919 개발 중단
2023년 8월	바이오젠과 협정 수정(마일스톤 일정 변경, 총 계약규모는 유지) + 실행하지 않은 옵션 포기
2023년 10월	사노피에 기술이전한 Edidasertib 2상에서 좋지 못한 결과 발표
2024년 2월	DNL788, HIMALYA 2단계 임상 실패
2024년 7월	바이오젠, ATV:Abeta 프로그램 라이선스 중단
2025년 2월	DNL310 1/2상 긍정적 결과 발표
2025년 2월	다케다, ATV:TREM2 전임상 활동 중단
2025년 2월	사노피, DNL788을 포함한 CNS 프로그램 종료 (DNL758은 계속 개발 중)
2025년 3월	근위축성 측삭경화증 치료제 DNL343 2/3상 실패

자료: 신한투자증권 정리

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 엄민웅)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

풍산 (103140)

구리 가격 약세 속에서 빛나는 방산

2025년 4월 8일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	74,000 원 (하향)
✓ 상승여력	41.2%	✓ 현재주가 (4월 7일)	52,400 원

신한생각 글로벌 방산 시장의 중장기 성장에 베풀었다면

'24년 신동과 방산 부문의 이익 기여도는 각각 25%, 75%. 실적만 놓고 보면 방산업체에 가까워. 방산업체를 PBR(주가순자산비율) 0.6배, 예상 배당 수익률 5% 수준으로 투자할 수 있는 기회

1Q25 Preview: 영업이익 604억원(+11.4% YoY)으로 컨센서스 부합 예상

1Q 영업이익 604억원(+11.4%, 이하 YoY)으로 컨센서스(633억원) 부합 전망

[신동] 당초 4.3만톤으로 예상됐던 판매량이 4.4만톤(-3.3%)을 기록할 가능성이 높고, 전년동기대비 판가도 크게 상승(+11.9%)하며 5,806억원(+7.9%)의 매출액 달성 예상. 이익단에서는 매출 증가에 더해 전분기대비 구리 가격 상승에 따른 메탈게인(원화로 환산한 평균 동 가격 차이에 의해 발생하는 손익) 효과가 반영되며 2%대의 이익률 기록할 것

[방산] 매출 감소(-6.3%, 내수 +1.1%, 수출 -12.5%)가 예상되나 수출에서 환율이 우호적으로 작용(2025년 사업계획 기준 원/달러 환율 가정치 1,350 원, 1분기 실제 환율 1,450원)하며 16% 이상의 이익률 기록할 전망

[25년] 매출액 4.9조원(+7.5%), 영업이익 2,956억원(-8.7%) 예상. 지난해 호실적 달성으로 올해는 감익 불가피하나 '26년부터는 방산 부문의 성장과 궤를 맞춰 두 자리 수 성장('26년 +26.4%, '27년 +22.7%)을 시현할 전망. 트럼프 대통령 당선 이후 미국의 군사지원 동결로 인한 유럽의 안보 불안 고조는 기회 요인이 될 수 있음

Valuation & Risk: 국내 방산업체들의 주가 하락 반영해 목표주가 하향

투자이전 매수 유지. 목표주가는 최근 국내 주요 방산업체들의 주가 하락에 따른 목표 밸류에이션 조정을 반영해 74,000원(기존 75,000원)으로 하향

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2023	4,125.3	228.6	156.4	7.0	8.2	0.6	4.3	3.1
2024	4,554.4	323.8	236.0	5.9	11.3	0.6	4.5	5.2
2025F	4,896.8	295.6	159.2	9.2	7.1	0.6	5.4	5.0
2026F	5,296.5	373.8	234.0	6.3	10.0	0.6	4.5	5.0
2027F	5,622.7	458.6	292.0	5.0	12.3	0.6	4.1	5.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[철강금속]

박광래 연구위원
✉ krpark@shinhan.com

한승훈 연구원
✉ snghun.han@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

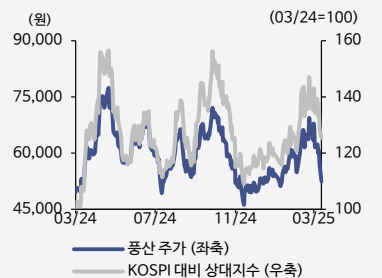
시가총액	1,468.5십억원
발행주식수(유동비율)	28.0백만주(59.4%)
52주 최고가/최저가	77,300 원/46,150 원
일평균 거래액 (60 일)	22,354 백만원
외국인 지분율	20.8%

주요주주 (%)

풍산홀딩스 외 4인	38.0
국민연금공단	8.2

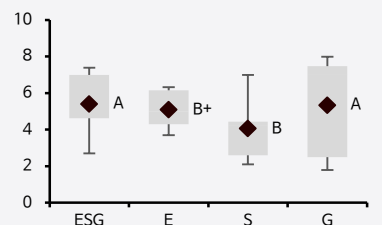
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(19.4)	(1.1)	1.4	1.4
상대	(11.2)	5.8	18.2	4.4

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



1Q25 영업이익 604억원(+11.4% YoY)으로 시장 기대치 부합 예상

1분기 영업이익은 604억원(+11.4%, 이하 YoY)으로 시장 기대치(633억원)에 부합할 전망이다. 신동 부문은 당초 4.3만톤으로 예상됐던 판매량이 4.4만톤(-3.3%)을 기록할 가능성이 높고, 전년동기대비 판가도 크게 상승(+11.9%)하며 5,806억원(+7.9%)의 매출액 달성이 예상된다. 이익단에서는 매출 증가에 더해 전분기 대비 구리 가격 상승에 따른 메탈게인(원화로 환산한 평균 동 가격 차이에 의해 발생하는 손익) 효과가 반영되며 2%대의 이익률을 기록할 것으로 보인다.

방산 부문은 매출 감소(-6.3%, 내수 +1.1%, 수출 -12.5%)가 예상되나 수출에서 환율이 우호적으로 작용(2025년 사업계획 기준 원/달러 환율 가정치 1,350원, 1분기 실제 환율 1,450원)하며 16% 이상의 이익률을 기록할 전망이다.

2025년 매출액 4.9조원(+7.5% YoY), 영업이익 2,956억원(-8.7%) 예상

동사 주가의 단기 변동성이 커지고 있다. 3월 톤당 9,900달러 수준까지 상승했던 구리 가격이 미-중 무역 전쟁 격화에 따른 글로벌 경기 침체 우려로 9,000달러 아래로 하락했기 때문이다.

민을 구성은 역시 방산이다. 올해 연말까지 대부분의 납품 계약이 체결된 상태이기 때문에 안정적인 이익 흐름을 또 다시 보여줄 것으로 기대된다. 올해 방산에서 내수 판매 비중 확대로 수익성이 좋은 수출 비중이 일시적으로 낮아지는 점은 아쉽다. 미국의 군사지원 동결로 유럽의 안보 불안이 고조(EU의 8,000억유로 규모 국방 강화 계획 발표, 독일의 국방/인프라 예산 확대, 프랑스의 GDP 내 국방예산 비중 확대 등)되고 있어 '26년 이후의 실적도 증가세를 기록할 것으로 보인다.

'25년 매출액 4.9조원(+7.5%), 영업이익 2,956억원(-8.7%)을 예상한다. 지난해 호 실적 달성으로 올해는 감익이 불가피하나 '26년부터는 방산 부문의 장기 성장과 함께 영업이익도 두 자리 수 증가('26년 +26.4%, '27년 +22.7%)가 나타날 전망이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 74,000원으로 하향

투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 최근 국내 주요 방산업체들의 주가 하락에 따른 목표 밸류에이션 조정을 반영해 74,000원(기존 75,000원)으로 하향했다. '24년 신동과 방산 부문의 이익 기여도는 각각 25%, 75%로 실적만 놓고 보면 방산업체로의 변신에 성공했다. 방산 업체를 PBR 0.6배, 예상 배당수익률 5% 수준으로 투자할 수 있는 기회다.

풍산 2025년 1분기 실적 전망

(십억원, %)	1Q25F	1Q24	% YoY	4Q24	% QoQ	컨센서스	차이 (%)
매출액	1,015.9	963.5	5.4	1,228.0	(17.3)	1,150.5	(11.7)
영업이익	60.4	54.2	11.4	33.9	78.4	63.3	(4.6)
순이익	28.2	36.9	(23.6)	40.3	(30.0)	43.3	(34.9)
영업이익률	5.9	5.6		2.8		5.5	
순이익률	2.8	3.8		3.3		3.8	

자료: Bloomberg, 신한투자증권

풍산 분기별 영업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	1,044.9	1,035.9	930.8	1,113.7	963.5	1,233.6	1,129.2	1,228.0	1,015.9	1,269.3	1,173.8	1,437.8
풍산	771.1	774.9	673.6	881.0	715.0	977.6	829.7	980.3	746.4	963.4	889.3	1,162.4
신동	530.2	559.0	513.8	498.3	538.3	637.1	555.6	582.8	580.6	658.5	620.5	656.3
방산	238.5	213.6	157.3	380.2	174.3	337.9	271.7	395.2	163.4	302.5	266.3	503.7
내수	93.5	133.4	90.5	180.0	79.1	111.4	104.2	173.5	80.0	175.6	144.3	292.5
수출	145.0	80.2	66.8	200.2	95.2	226.5	167.5	221.7	83.3	126.8	122.0	211.2
PMX	186.0	188.2	176.2	149.7	168.0	183.2	174.8	184.6	196.1	200.7	176.9	169.1
Siam Poongsan	79.5	67.9	75.1	69.7	74.9	75.0	88.8	78.9	90.9	90.5	90.0	79.9
기타 연결 자회사	216.2	233.0	205.0	259.3	237.3	276.2	278.8	274.8	243.4	282.9	283.3	297.7
출하량 (천톤)												
풍산	44.1	45.3	43.4	43.2	45.6	48.1	41.7	43.2	44.1	47.1	45.9	48.0
PMX	14.5	14.6	13.7	12.0	14.1	13.6	13.3	12.8	14.1	14.0	13.0	12.3
Siam Poongsan	6.3	5.5	6.2	5.8	6.3	5.9	6.2	5.7	6.4	6.1	6.2	5.5
영업이익	84.8	53.9	31.9	59.5	54.2	161.3	74.4	33.9	60.4	71.6	66.5	97.2
지배주주순이익	54.2	44.9	20.5	39.2	36.9	111.3	47.6	40.3	28.2	31.9	26.8	72.4
영업이익률 (%)	8.1	5.2	3.4	5.3	5.6	13.1	6.6	2.8	5.9	5.6	5.7	6.8
순이익률 (%)	5.2	4.3	2.2	3.5	3.8	9.0	4.2	3.3	2.8	2.5	2.3	5.0
% QoQ												
매출액	(7.8)	(0.9)	(10.1)	19.6	(13.5)	28.0	(8.5)	8.7	(17.3)	24.9	(7.5)	22.5
영업이익	98.2	(36.5)	(40.8)	86.4	(8.8)	197.5	(53.9)	(54.4)	78.4	18.4	(7.1)	46.3
% YoY												
매출액	(0.6)	(10.8)	(9.5)	(1.7)	(7.8)	19.1	21.3	10.3	5.4	2.9	3.9	17.1
영업이익	22.5	(39.9)	6.6	38.9	(36.1)	199.4	133.1	(43.1)	11.4	(55.6)	(10.6)	187.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

풍산 실적 추정 변경 사항

12월 결산	신규 추정		이전 추정		변화율(%)	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	4,896.8	5,296.5	4,847.50	5,243.3	1.0	1.0
영업이익	295.6	373.8	262.8	335.5	12.5	11.4
세전이익	212.4	312.2	267.2	353.2	(20.5)	(11.6)
순이익	159.2	234.0	200.1	264.7	(20.4)	(11.6)

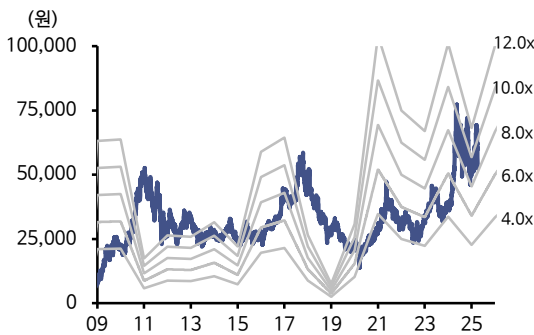
자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권

풍산 연간 영업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
구리가격 (달러/톤)	5,514.8	4,875.2	6,179.3	6,532.2	6,017.6	6,181.9	9,306.6	8,838.3	8,503.4	9,174.5	9,075.4	9,408.3
매출액	2,819.7	2,831.8	2,945.0	2,774.5	2,451.3	2,593.6	3,509.5	4,373.0	4,125.3	4,554.4	4,896.8	5,296.5
풍산	2,040.8	2,034.5	2,257.3	2,162.5	1,880.8	1,944.4	2,556.0	3,257.2	3,100.6	3,502.6	3,761.4	4,078.4
신동	1,279.5	1,210.7	1,478.1	1,453.9	1,266.8	1,226.5	1,803.7	2,343.3	2,101.3	2,313.7	2,515.8	2,701.8
방산	751.0	810.7	836.6	700.2	587.3	707.4	740.0	900.9	989.6	1,179.1	1,235.9	1,366.9
내수	526.3	517.8	517.2	518.6	470.4	467.9	370.5	385.9	497.4	468.2	692.6	661.2
수출	224.7	292.8	319.4	181.7	116.9	239.6	369.5	515.0	492.2	711.0	543.3	705.7
영업이익	111.1	217.8	241.1	107.5	41.1	121.2	314.1	231.6	230.1	323.8	295.6	373.8
지배주주순이익	51.6	137.6	150.6	62.0	17.6	71.9	243.3	175.1	158.9	236.0	159.2	234.0
영업이익률 (%)	3.9	7.7	8.2	3.9	1.7	4.7	9.0	5.3	5.6	7.1	6.0	7.1
순이익률 (%)	1.8	4.9	5.1	2.2	0.7	2.8	6.9	4.0	3.9	5.2	3.3	4.4

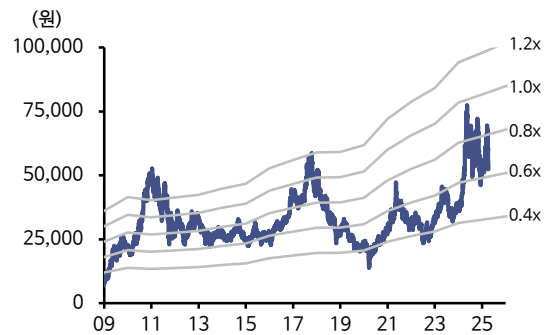
자료: 회사 자료, 신한투자증권

풍산 12개월 선행 PER 밴드



자료: QuantiWise, 신한투자증권

풍산 12개월 선행 PBR 밴드



자료: QuantiWise, 신한투자증권

풍산 목표주가 산정

항목	내용	비고
신동 부문 EBITDA (십억원)	101.7	
목표 EV/EBITDA (배)	6.5	비철금속관련 업체 12M Trailing EB/EBITDA (배)
A: 신동 부문 Enterprise Value (십억원)	661.0	
방산 부문 12M Forward EBITDA (십억원)	210.6	
방산관련 업체 12M Forward EV/EBITDA (배)	9.0	한화에어로스페이스, LIG넥스원, 한국항공우주의 평균에 15% 할인 적용
B: 방산 부문 Enterprise Value (십억원)	1,895.5	
C: 순차입금 (십억원)	475.5	
D: 적정가치 (십억원)	2,081.0	= A + B - C
E: 발행주식수 (백만주)	28.0	
적정주가 (원)	74,321	= D / E
목표주가 (원)	74,000	이전 목표주가 75,000원

자료: 신한투자증권

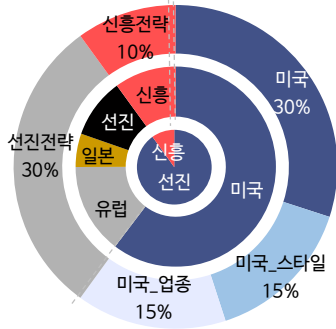
Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박광래, 한승훈)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

포트폴리오

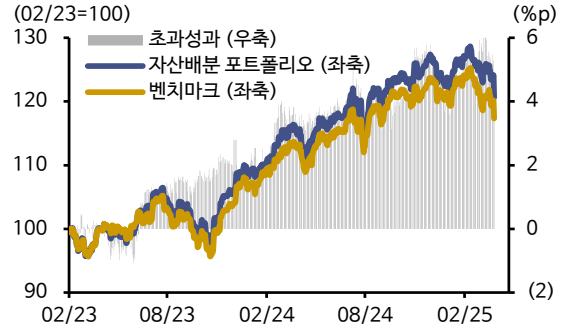
신한 리서치 포트폴리오: ① 자산배분형

포트폴리오: 글로벌 자산배분 주식 부문



종목명	비중			티커	수익률 (%)		
	조정비	SAA	TAA		1M	3M	편입후
주식	64.0	60.0	4.0		(3.0)	(0.6)	8.6
선진	52.8	54.0	(1.2)				
미국	36.9	36.0	0.9				
S&P500 ETF	23.9	23.0	0.9	SPY.US	(8.1)	(9.3)	29.9
스타일배분	4.0	0.0	4.0				
동일가중 ETF	4.0	0.0	4.0	RSP.US	(6.6)	(5.6)	(6.8)
업종 배분	9.0	0.0	9.0				
글로벌방산 ETF	2.0	0.0	2.0	PPA.US	(1.7)	(1.8)	(1.5)
은행 ETF	3.0	0.0	3.0	KBE.US	(14.2)	(12.6)	(10.3)
필수소비 ETF	2.0	0.0	2.0	XLP.US	(1.8)	4.7	
바이오 ETF	2.0	0.0	2.0	XLV.US	(4.3)	3.0	
기타 선진	15.9	18.0	(2.1)				
유럽 ETF	12.9	10.9	2.0	FEZ.US	(2.8)	11.8	23.5
일본 ETF	3.0	3.6	(0.6)	DXJ.US	(6.3)	(7.4)	21.7
기타 선진	0.0	3.5	(3.5)				
신흥	11.2	6.0	5.2				
중국	7.7	1.9	5.8				
A500 ETF	2.5	0.0	2.5	560510.SS	(1.2)	3.2	(4.2)
A50 ETF	2.5	1.9	0.6	2823.HK	0.2	2.3	7.8
항생테크 ETF	2.7	0.0	2.7	3032.HK	(3.8)	20.8	(6.0)
기타 신흥국	3.5	4.1	(0.6)				
한국 ETF	1.2	0.7	0.5	EWY.US	(2.2)	0.6	(16.2)
신흥국 ETF	2.3	2.3	0.0	EEM.US	0.3	1.9	(0.2)
인도 ETF	0.0	1.1	(1.1)	INDA.US	7.1	(4.1)	

자산배분 포트폴리오 성과 평가



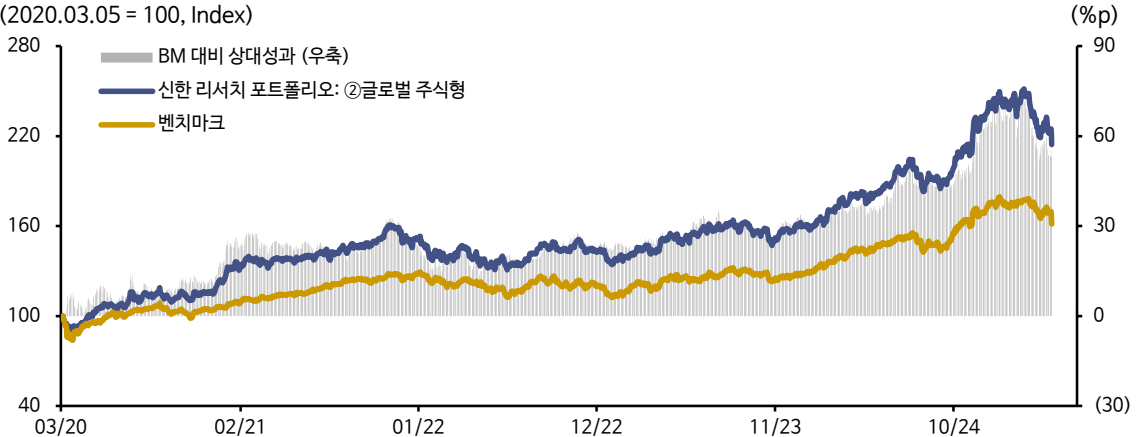
종목명	비중			티커	수익률 (%)		
	조정비	SAA	TAA		1M	3M	편입후
채권	28.0	30.0	(2.0)		0.0	1.0	0.5
미국 국채	7.8	6.0	1.8				
국채 단기	1.4	0.9	0.5	SCHO.US	0.4	0.9	0.8
국채 중기	4.2	3.6	0.6	VGIT.US	1.0	3.2	1.1
국채 장기	1.7	1.1	0.6	VGLT.US	(0.4)	5.3	(10.1)
물가채	0.6	0.5	0.1	TIP.US	0.3	4.2	2.5
미국 크레딧	6.2	6.0	0.2				
MBS	2.8	3.0	(0.2)	MBB.US	0.4	3.0	(0.7)
IG 단기	1.1	0.2	0.9	VCSH.US	0.3	1.2	3.9
IG 중기	1.4	1.4	(0.0)	VCTT.US	0.1	2.3	2.7
IG 장기	0.3	0.7	(0.4)	VCLT.US	(1.9)	1.8	(5.2)
HY 단기	0.1	0.2	(0.0)	SJNK.US	(2.5)	(2.3)	(0.6)
HY 중기	0.4	0.5	(0.0)	HYG.US	(2.2)	(1.4)	2.4
비미국	14.0	18.0	(4.0)				
전체	7.0	7.5	(0.5)	IAGG.US	(0.5)	(0.4)	2.7
선진	6.0	6.0	0.0	BNDX.US	(0.6)	(2.9)	0.4
신흥	1.0	4.5	(3.5)	EMLC.US	0.4	2.2	(3.8)
대체	8.0	10.0	(2.0)		(1.0)	1.1	4.3
상품	4.0	5.0	(1.0)				
금	1.5	1.5	0.0	GLD.US	7.4	17.6	64.2
원유	1.0	2.0	(1.0)	USO.US	(1.5)	(7.3)	5.2
산업금속	1.3	1.0	0.3	DBB.US	(3.7)	(0.8)	(11.3)
농산물	0.2	0.5	(0.3)	DBA.US	3.6	1.8	34.1
리츠	4.0	5.0	(1.0)				
물류/산업	1.5	2.0	(0.5)	INDS.US	(5.3)	1.1	(14.2)
미국 부동산	2.0	2.0	0.0	VNQ.US	(6.7)	(1.6)	0.0
한국 리츠	0.5	1.0	(0.5)	329200.KS	(1.8)	2.2	(8.1)

포트폴리오

신한 리서치 포트폴리오: ② 글로벌 주식형

포트폴리오 성과

(2020.03.05 = 100, Index)



종목/테마		1D	편입 후	종목/테마		1D	편입 후
미국/선진				중국/신흥			
엔비디아	NVDA.US	(7.4)	306.1	공상은행	601398.SS	0.0	9.5
브로드컴	AVGO.US	(5.0)	84.0	메이디그룹	000333.SZ	0.0	(5.4)
일라이 릴리	LLY.US	(6.4)	20.2	광신과기	002281.SZ	0.0	(3.6)
팔란티어	PLTR.US	(11.5)	257.2	탁보그룹	601689.SH	0.0	(9.0)
코스트코	COST.US	(5.2)	8.7	동평음료	605499.SH	0.0	9.1
테슬라	TSLA.US	(10.4)	20.0				
오라클	ORCL.US	(6.5)	(22.6)				
로켓 랩 USA	RKLB.US	(8.5)	116.0				
아머 스포츠	AS.US	(3.4)	49.2				
킨더 모건	KMI.US	(8.8)	(3.8)				
스포티파이	SPOT.US	(9.9)	26.1				
세니어 에너지	LNG.US	(10.4)	(11.7)				
TSMC	TSM.US	(6.7)	(35.1)				
스노우플레이크	SNOW.US	(6.7)	(29.4)				
아스트라제네카	AZN.US	(7.4)	(7.3)				
GE 에어로스페이스	GE.US	(11.1)	(17.4)				
판타 서비스	PWR.US	(5.0)	(9.7)				
메타 플랫폼스	META.US	(5.1)	(15.9)				
				ETF			
				S&P500	SPY.US	(5.9)	12.2
				항셍테크 ETF	KTEC.US	(8.7)	(17.5)
				단기채 (USD)	SHV.US	0.0	(0.3)
				단기채 (CNY)	511360.SS	0.0	10.0

편입:

편출: 크라우드 스트라이크(CRWD.US), 로빈후드(HOOD.US)

포트폴리오

신한 리서치 포트폴리오: 월간 Top Picks

	엔비디아 (NVDA.US) #AI대장주 #GPU #블랙웰 #AI로봇 #ASIC시장진입
	편입일 2023-02-24 · 블랙웰 시리즈 점진적 출하 증가 예상 → 2025년에도 독보적 가측 컴퓨팅 역량 기반 AI 대장주 지위 지속 누적수익률 306.1% · 엔비디아의 AI 관련 사업 확대 → AI 로봇, 자율주행, ASIC 시장 진입 등 AI 저변 확장 모멘텀 기대
	테슬라 (TSLA.US) #트럼프 #MAGA #자율주행 S/W #옵티머스
	편입일 2024-06-27 · 1,2월 전기차 판매 감소로 주가 하락한 반면 3월 중국 판매량 YoY 증가 전망. 과도한 우려 되돌림 필요 누적수익률 20.0% · 6월 무감독 FSD 승인과 모델2 공개 예정. 테슬라 휴머노이드 로봇인 옵티머스 '25년 5천대 생산 목표
	메타플랫폼스 (META.US) #기술주 반등 #광고 강세 #Meta AI #공격적 CapEx 투자
	편입일 2025-03-28 · 메타는 광고나 추천 기능에 AI를 긴밀히 연결한 B2C 성격의 업체로 수익화가 상대적으로 빠르다는 특징 누적수익률 (15.9%) · AI, 광고, 안경, 대규모 인프라 프로젝트, 스레드 확장, 인도 내 독점적 사업, 왓츠앱 수익 초기화, Llama4 등 확대
	세니어에너지 (LNG.US) #트럼프 행정부 LNG 수출 터미널 승인 #자사주 매입 증가세 지속
	편입일 2024-11-21 · 트럼프 정부의 LNG 수출 터미널 프로젝트 잇따라 승인. 1Q25 LNG 수출량 두 자릿수 증가 중 누적수익률 (11.7%) · 24년도 건조한 실적과 올해 양호한 가이던스 제시. 자사주 매입 지속돼 주가 하단 지지할 전망
	리커전 파마슈티컬스 (RXRX.US) #투자자 관심 높은 이벤트 예정 #상·하반기 3건의 임상 발표
	편입일 2025-03-28 · AI 신약개발 선도기업으로 올해부터 본격 파이프라인 성과 가시화. 상반기 추가 2건 임상2상 발표 예정 누적수익률 (28.7%) · 하반기 진행성 고통암 환자 대상 항암제 임상1상 추가 데이터 발표. 탐입진 결과 안정적/효능 확인돼 기대감 ↑
	일라이 릴리 (LLY.US) #4월 경구비만약 임상3상 발표 유력 #경구비만치로제 시장 선점 전망
	편입일 2024-01-04 · 2분기 경구 비만치로제 임상3상 발표가 예정된 가운데 4월에 발표 가능성 높은 상황. 양호한 효능 전망 누적수익률 20.2% · 2026년부터 경구 비만약 출시 예상. 경구비만약 시장의 500억달러 성장 예상되는 가운데 시장 선점 전망
	GE에어로스페이스 (GE.US) #3대 항공기 제조사 인도량 증가 #3월 대규모 수주로 실적 기대감
	편입일 2025-02-27 · 보잉, 에어버스, 엠브라에르 3대 항공기 제조사 2025년 신규 항공기 인도량 +17% 증가 누적수익률 (17.4%) · 3월 미 국방부 50억달러 규모 수주, 대한항공 78억달러 수주. 1분기 실적 기대감 확대
	베이팡화창 (002371.SZ) #딥시크 #AI #반도체
	편입일 2025-02-27 · 딥시크발 혼풍 타고 반도체 업황 호조 지속. 중국 반도체 자체 제작 위한 CapEx 추가 증설 기대 누적수익률 (4.3%) · 중국 내 반도체 전공정 장비 포트폴리오 가장 잘 구축된 업체로서 로컬 파운드리 증설에 따른 수혜 전망
	메이디그룹 (000333.SZ) #소비 진작은 정부 업무 최우선 순위 #중국 소비 대장주
	편입일 2025-01-08 · 3월 양회에서 정부 업무 최우선 순위로 '내수확대' 지정. 대대적 소비 촉진 정책 출시 기대 누적수익률 (5.4%) · 중국 가전 업황은 4년만에 내수+수출 모두 좋은 박스권을 도려. 소비재 섹터 개선시 동사 대장주 등극 예상
	항셍테크 ETF (KTEC.US) #중국 대표 테크 ETF #AI, 반도체, 플랫폼, 전기차 대표주로 구성
	편입일 2025-02-20 · 딥시크 출시 후 중국 AI 기술력 부각. 홍콩 항셍테크지수는 중국 테크 업종 내 최고 기술주로 구성 누적수익률 (17.5%) · 업종도 반도체, AI 소프트웨어, 테크, 전기차 등 각 분야 대표 종목으로 고르게 구성

Compliance Notice

- 본 자료는 리서치센터 해외주식팀의 의견을 반영하여 주식과 ETF 등으로 구성된 글로벌 포트폴리오이며 장기투자 의견과 상이하거나, 투자 의견이 변경될 수 있습니다.
- 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 포트폴리오 변경은 주가 수익률 변화와 변동 상황 발생 시 진행되고 있으며 비중 및 편·출입은 상승과 하락에 따른 조정으로 투자 권유나 매도를 의미하지 않습니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 편입 이후 15% 이상 하락할 경우 Stop Loss 규정에 의해 포트폴리오에서 제외합니다.
- 글로벌 포트폴리오의 벤치마크(BM)는 MSCI AC World Index (70%) + Bloomberg Barclays World Bond Index (30%)입니다.
- 상기 종목 정보는 FInGuide, Bloomberg 및 WIND(중국, 홍콩)의 정보와 컨센서스 및 각 ETF 운용사 제공 자료를 인용했습니다.
- 주가(각국 통화 기준)는 각 시장의 직전거래일 기준 증가입니다. (단, 미국 및 유럽 주식, 해외 상장 ETF의 주가는 전장거래일 증가 기준)
- 수익률은 편입일의 증가 대비 직전거래일 증가를 원화로 환산한 계산한 수치입니다. (단, 미국 및 유럽 주식, 해외 상장 ETF는 전장거래일 증가 기준)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식 1% 이상 보유하고 있지 않으며 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 상기 회사(예를 들어 페이스북, 넷플릭스, 테슬라, 아마존, 엔비디아, AMD, 구글, 마이크로소프트, 노벨리자 등)를 투자 대상으로 선정하고, 기타의 종목은 회사와의 이해관계가 발생하지 않으며 회사 정책에 따라 투자 변경도 가능합니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사이에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 임의로 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

포트폴리오

신한 리서치 포트폴리오: ③ 국내주식형

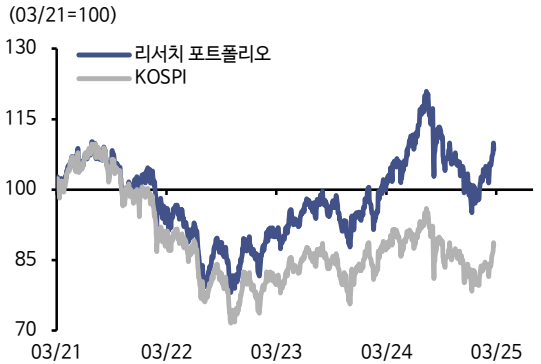
4월 신한 리서치 포트폴리오

섹터	업종	코드	종목명	업종 비중	제한 비중	차이	종목 비중	전주 차이	
				(A)	(B)	(B-A)			
에너지				2.5	0.9	(1.6)			
	에너지	A010950	S-Oil	2.5	0.9	(1.6)	0.9	신규	
소재				6.0	3.0	(3.0)			
	화학	A051910	LG화학	3.0	2.5	(0.5)	0.5	(0.3)	
		A009830	한화솔루션				0.3	(0.1)	
		A011780	금호석유				0.5	(0.2)	
		A014830	유니드				1.2	신규	
	비철,목재등	A295310	에이치브이엠	1.3	0.1	(1.1)	0.1	(1.0)	
		철강	A005490	POSCO홀딩스	1.7	0.4	(1.3)	0.3	(1.5)
			A004020	현대제철				0.1	(0.6)
산업재				19.1	20.7	1.6			
	건설,건축관련	A000720	현대건설	1.4	2.7	1.3	2.7	1.1	
		기계	A267260	HD현대일렉트릭	3.6	3.1	(0.5)	3.1	(0.3)
	조선	A010140	삼성중공업	4.6	4.6	0.0	3.8	0.6	
		A082740	한화엔진				0.8	0.2	
	상사,자본재	A064350	현대로템	6.5	7.9	1.4	3.0	0.1	
		A034730	SK				2.2	(0.0)	
		A003550	LG				2.7	0.0	
	운송	A000120	CJ대한통운	2.9	2.3	(0.6)	1.5	신규	
		A003490	대한항공				0.8	0.5	
경기관련소비재				10.7	12.3	1.6			
	자동차	A012330	현대모비스	6.5	6.5	0.0	2.6	(0.7)	
		A005380	현대차				1.1	(0.3)	
		A000270	기아				2.1	(0.6)	
		A204320	HL만도				0.6	(0.2)	
		A161390	한국타이어엔테				0.2	(0.1)	
	화장품,의류,완구	A192820	코스맥스	2.3	1.8	(0.5)	0.9	0.1	
		A090430	아모레퍼시픽				0.9	신규	
	호텔,레저서비스	A008770	호텔신라	0.4	0.0	(0.4)	0.0	신규	
	미디어,교육	A041510	에스엠	0.8	2.9	2.1	1.5	1.1	
		A253450	스튜디오드래곤				1.3	0.9	
	소매(유통)	A139480	이마트	0.7	1.1	0.4	1.1	0.4	
					2.5	2.9	0.4		
	필수소비재	필수소비재	A003230	삼양식품	2.5	2.9	0.4	2.9	0.4

섹터	업종	코드	종목명	업종 비중	제한 비중	차이	종목 비중	전주 차이
				(A)	(B)	(B-A)		
의료				8.0	8.2	0.2		
	건강관리	A196170	알테오젠	8.0	8.2	0.2	2.4	0.4
		A207940	삼성바이오로직				3.8	0.6
		A068270	셀트리온				2.0	0.2
금융				11.6	11.0	(0.7)		
	은행	A086790	하나금융지주	6.5	6.4	(0.2)	2.2	(0.3)
		A055550	신한지주				2.3	(0.2)
		A139130	DGB금융지주				1.8	(0.1)
	증권	A005940	NH투자증권	2.6	2.4	(0.2)	1.1	0.4
		A016360	삼성증권				1.2	0.5
	보험	A138040	메리츠금융지주	2.5	2.2	(0.3)	2.2	1.2
IT				36.7	37.3	0.6		
	소프트웨어	A067160	SOOP	5.5	7.2	1.7	1.2	신규
		A251270	넷마블				1.5	0.4
		A035420	NAVER				2.1	0.5
		A192080	더블유게임즈				2.1	0.5
		A012510	더존비즈온				0.2	0.1
	IT하드웨어	A009150	삼성전기	1.1	1.0	(0.1)	0.4	(0.1)
		A058470	리노공업				0.5	(0.1)
		A011070	LG이노텍				0.2	(0.1)
	반도체	A005930	삼성전자	24.2	25.1	0.9	18.0	(1.2)
		A000660	SK하이닉스				6.8	(0.4)
		A131290	티에스이				0.3	(0.0)
	IT가전	A066570	LG전자	5.7	3.9	(1.8)	0.4	(0.1)
		A373220	LG에너지솔루션				2.6	(0.4)
		A006400	삼성SDI				0.9	(0.1)
	디스플레이	A272290	이녹스첨단소재	0.3	0.1	(0.2)	0.1	(0.1)
		A034220	LG디스플레이				0.1	(0.2)
통신서비스				1.5	2.1	0.6		
	통신서비스	A030200	KT	1.5	2.1	0.6	2.1	0.1
유틸리티				1.3	1.7	0.4		
	유틸리티	A015760	한국전력	1.3	1.7	0.4	0.4	(0.0)
		A034020	두산에너지빌리티				1.0	(0.2)
		A083650	비에이치아이				0.3	(0.1)

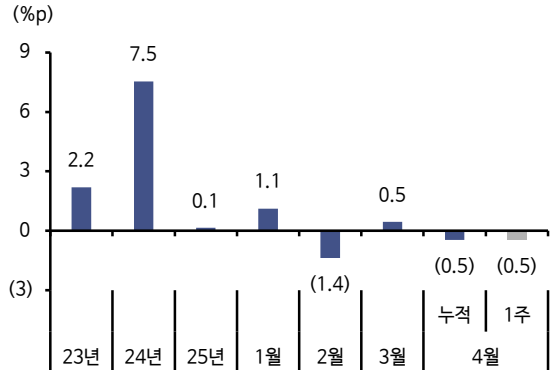
자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 업종 분류는 FnGuide W126 기준, 4월 4일 종가 기준으로 작성

KOSPI와 신한 리서치 포트폴리오 성과 추이



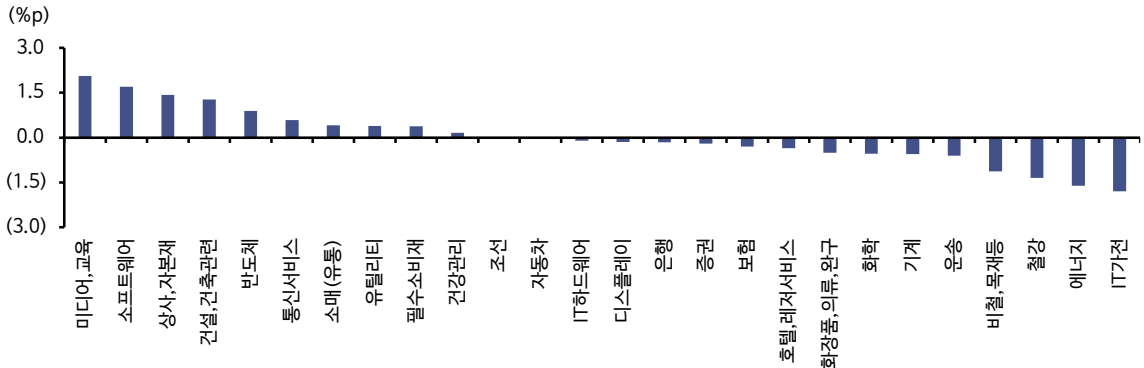
자료: 신한투자증권

신한 리서치 포트폴리오 상대수익률



자료: 신한투자증권

신한 리서치 포트폴리오 KOSPI 대비 업종 비중 [미디어, S/W, 상사/자본재 ↑ VS IT가전, 에너지, 철강 ↓]



자료: 신한투자증권

[미디어] 삼박자(편더멘탈/매크로 외부변수/모멘텀)의 조화로 견고한 업종 편더멘탈 지속

- 에스엠: 美 관세에서 자유로운 가운데 한중 문화교류 재개 시 경쟁력 우위, 2Q부터 디어유 연결 편입으로 실적 성장

[소프트웨어] 게임 콘텐츠는 상호관세 영향 전혀 없으며 1Q25 실적도 양호, 소문난 잔치보다 조용한 실적 성장주 추천

- 더블유게임즈: 캐주얼게임/온라인카지노 최고 매출 경신, 1Q25 실적 긍정적, 3Q25 자사주 매입 예정

[상사/자본재] 단기적 변동성 확대. 트럼프 자국 우선주의 기조, 지정학적 위협으로 인한 한국 방산업 수혜

- 현대로템: 폴란드 1차 원활한 인도, 2차 계약도 잘 진행될 것. 이외 중동, 루마니아 등 파이프라인 확장 기대

Compliance Notice

- ◆ 본 자료는 리서치본부의 포트폴리오이며 장기투자 의견과 상이하거나, 투자 의견이 변경될 수 있습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 포트폴리오 변경은 주가 수익률 변화와 변동 상황 발생 시 진행하고 있으며 **비중 및 편·출입은 상승과 하락에 따른 조정으로 투자 권유나 매도를 의미하지 않습니다.**
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 신한지주와 계열회사 관계임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 DGB금융지주, KT, 삼성전자의 자사주 취득/처분 위탁투자중개업자임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 LG전자, NAVER, SK하이닉스, 삼성전자, 하나금융지주, 한국전력, 현대모비스, 현대차, 삼성SDI를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 HD현대일렉트릭, POSCO홀딩스, 이마트를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 HD현대일렉트릭, POSCO홀딩스를 기초자산으로 한 주식옵션의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 삼성SDI 주권의모집주선, 인수관련계약을 체결하고 해당업무를 수행하고 있거나, 최근 40일 이내에 주권의모집주선, 인수관련업무를 수행한 사실이 있습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

추천 종목

중소형주

에치에프알 (230240)		KDQ
주가 (원)	19,420	<ul style="list-style-type: none"> AT&T-RAN 공급 단일 벤더로 기존 D-RAN 구조 대비 연간 몇천억원 비용 절감 가능 현재 AT&T 망 10%에 납품 완료해 보수적으로 가정해도 20~30% 규모 추가 설치 가능 Radio 커버리지 매출 빠르게 성장해 SKT 공급 레퍼런스를 바탕으로 일본 시장 진출 기대
추천일	25년 4월 1일	
수익률	-4.6%	
상대수익	1.2%p	
현대엘리베이 (017800)		KSP
주가 (원)	55,700	<ul style="list-style-type: none"> 리모델링 착공대수 증가 및 서비스 유지관리대수 증가로 인한 매출 증가 흐름 지속 24년 전년대비 매출원가율 4.4%p 개선되며 영업이익 전년대비 66% 증가 APAC 및 중동 지역 정부 주도 프로젝트 중심 수요 확대에 수출 비중 및 수익성 개선 예상
추천일	25년 4월 1일	
수익률	-0.5%	
상대수익	7.1%p	
씨어스테크놀로지 (458870)		KDQ
주가 (원)	11,750	<ul style="list-style-type: none"> 24년 2월 KMI, 7월 건강관리협회를 시작으로 모든 대형 검진센터가 '모비케어' 진단 도입 솔루션 대부분 비급여로 향후 3~4년 내 기본항목 확대 예상. 연간 3~500억원 매출 발생 기대 올해 상반기 FDA 획득 기점으로 미국 내 분석센터 설립. 미국, 태국, UAE 추가 진출 기대
추천일	25년 3월 18일	
수익률	-17.5%	
상대수익	-5.1%p	
나스미디어 (089600)		KDQ
주가 (원)	13,940	<ul style="list-style-type: none"> 국내 OTT 레퍼런스 확보해 늘어나는 물량 대거 흡수 가능한 키플레이어 구글 파트너십 효과로 SSP 사업 신규 진출. 유튜브와 구글 광고 물량 확보 및 매체 효율화 기대 지하철 등 수익성 높은 매체로 인한 믹스 개선과 자회사 매각으로 마진 개선
추천일	25년 3월 17일	
수익률	-4.1%	
상대수익	7.2%p	
티에스이 (131290)		KDQ
주가 (원)	40,400	<ul style="list-style-type: none"> 3분기에 이어 4분기 실적 호조 기록. 2025년 성장 기대감 확대 2025년 ① 낸드용 프로브카드 수요 개선, ② 디램용 글로벌 확대 전망 제품 레벨업(디램 등)은 밸류에이션 재평가 요인으로 판단코멘트
추천일	25년 2월 28일	
수익률	-12.9%	
상대수익	2.6%p	
더블유게임즈 (192080)		KSP
주가 (원)	51,100	<ul style="list-style-type: none"> 자체결제시스템(D2C) 비중 높아지며 앱수수로 축소, 빠른 이익률 개선 가능 온라인카지노 및 캐주얼게임 매출 연말/연초 역대 최고 실적 경신하며 성장성 부각 8,000억원 이상 보유한 현금으로 추가적인 M&A 검토/진행하며 외형성장 지속 전망
추천일	25년 2월 14일	
수익률	4.0%	
상대수익	13.8%p	

에이릭스 (475580)		KDQ
주가 (원)	9,320	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 코딩교육용 로봇 78%와 드론 22%를 만드는 에듀테크 기업 ◆ 교육용 로봇 시장에서 국내 시장의 1/3 점유, 드론은 사실상 독과점 중 ◆ 미국향 코딩 교육용 경량드론을 시작으로 일본, 싱가포르 등 수출 증가 전망
추천일	25년 2월 3일	
수익률	-18.3%	
상대수익	-10.8%p	
경동나비엔 (009450)		KSP
주가 (원)	64,200	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 4Q24 컨센서스 대비 실적 미달로 인한 주가 하락은 높은 기대감으로 인한 과민 반응으로 해석 ◆ 내수 보일러 매출이 건설 경기 악화로 일부 부진했으나 미국 온수기 수요는 변함없이 견조 ◆ 24년 6월 인수한 SK매직 사업부의 매출이 25년 본격적으로 증가하는 단계, 신제품 출시 기대
추천일	25년 2월 3일	
수익률	-20.7%	
상대수익	-13.2%p	
JYP Ent. (035900)		KDQ
주가 (원)	59,700	<ul style="list-style-type: none"> ◆ JYP 재팬입, 업황은 강달러, 미국 관세 영향 없음. 기저효과, 슈퍼 IP 컴백으로 호황 국면 ◆ 다른 엔터주는 1Q25 실적이 상대적으로 비어가는 반면 JYP 1분기 실적 호조 기대 ◆ 유일한 리스크 신성장 IP 부재도 킥폴립 데뷔로 해소될 가능성이 높아 투자 매력도 상승
추천일	25년 1월 13일	
수익률	-16.6%	
상대수익	-7.3%p	
대원미디어 (048910)		KDQ
주가 (원)	8,920	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 닌텐도 및 일본 유명 IP 국내 유통 회사 ◆ 일반적으로 PER 10~15배 vs. 6~8배까지 빠진 주가 ◆ 25년 2월 스위치2 출시 소식 앞두고 관심 높여 볼 만
추천일	25년 1월 13일	
수익률	2.2%	
상대수익	11.5%p	
SBS (034120)		KSP
주가 (원)	18,320	<ul style="list-style-type: none"> ◆ SBS-넷플릭스 간 전례없는 콘텐츠 공급 파트너십 체결(25/1/1부터 6년) ◆ 시청 도달 범위 대폭 확대. 구작/신작 드라마뿐 아니라 예능/교양까지 글로벌 영역 확장 도모 ◆ 제작편수 확대, 중소형 드라마 IP 쏠림 수혜, 글로벌 OTT 투자 유치 증가, 멀티플 확장 전망
추천일	24년 12월 23일	
수익률	-8.4%	
상대수익	-5.2%p	
스튜디오드래곤 (253450)		KDQ
주가 (원)	46,650	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 과거 3년간 악화됐던 콘텐츠 제작 구조 우호적 재편 움직임 포착 ◆ [이전] C 상승, P 하락, Q 축소 ⇒ [향후] C 하락, P 상승, Q 확대 전망 ◆ <오징어 게임> 방영 도래로 K콘텐츠로의 관심 환기, 업계 최전방에 있어 최대 수혜 기대
추천일	24년 11월 14일	
수익률	9.9%	
상대수익	15.5%p	

산일전기 (062040)		KSP
주가 (원)	46,000	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 전력, 배전용 변압기 제조 업체, 선진국향 수출 비중이 85% 차지 ◆ 주요 매출처는 미국 전력망, 신재생에너지 및 ESS, 데이터 센터로 모두 고성장 영역 ◆ 변압기 평균수명은 30년 주기로 미국 노후 전력망 교체수요 가파르게 증가
추천일	24년 11월 8일	
수익률	-16.7%	
상대수익	-7.4%p	
코스맥스 (192820)		KDQ
주가 (원)	162,500	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 생산 가능량을 넘어서는 주문 물량에 외주 생산 비중을 늘릴 만큼 업황 호조 ◆ 중국 익스포저가 커 유사 기업 대비 주가 부진했으나 중국 경기 부양책으로センチメント 개선 ◆ 미국 보호무역 주의는 중국 견제 의도가 강하므로 미국 내 제조법인 보유 ODM사 수혜 가능
추천일	24년 11월 8일	
수익률	4.5%	
상대수익	13.7%p	
디어유 (376300)		KDQ
주가 (원)	40,300	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 4Q24 리사 입점효과 및 라이즈, NEXZ 등 신규 IP 진입으로 가장 중요한 구독자수 순증 임박 ◆ 10/28 중국 텐센트와 전략적 제휴 발표. 기존 iOS only에서 안드로이드 사용자까지 침투 가능 ◆ 단기 가시적인 이익은 437억원으로 현재 이익 체력 대비 45% 증액 효과
추천일	24년 11월 4일	
수익률	14.3%	
상대수익	25.0%p	

Compliance Notice

- ◆ 본 자료는 리서치본부의 포트폴리오이며 장기투자 의견과 상이하거나, 투자 의견이 변경될 수 있습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 포트폴리오 변경은 주가 수익률 변화와 변동 상황 발생 시 진행하고 있으며 비중 및 편·출입은 상승과 하락에 따른 조정으로 투자 권유나 매도를 의미하지 않습니다.
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 편입 이후 15% 이상 하락할 경우 StopLoss 규정에 의해 포트폴리오에서 제외합니다.
- ◆ 국내 포트폴리오의 벤치마크(BM)는 KOSPI(100%)입니다.
- ◆ 중소형주 추천 종목은 추천일 직전거래일 종가 기준 시가총액 3조원 미만의 종목입니다.
- ◆ 주가는 직전거래일 종가 기준이며, 일부 종목 정보는 FnGuide를 참고하였습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 본 자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 임의로 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

[편출]

- ◆ 없음

주요 경제지표 발표 및 이벤트 일정

월		화	수	목	금
4/7		4/8	4/9	4/10	4/11
미	3월 NFB 소기업 낙관		미 FOMC 회의록	중 미 3월 PPI, CPI 3월 CPI	한 미 4월 1~10일 수출입동향 3월 PPI 4월 미시간 소비자신뢰 4월 미시간 1년 인플레이
4/14		4/15	4/16	4/17	4/18
중	3월 수출입동향	유 미 4월 ZEW 서베이 예상 NYFed 1년 기대 인플레이	중 3월 고정자산투자 3월 신규주택가격 3월 기준주택가격 1Q25 GDP 3월 CPI 3월 소매판매 4월 NAHB 주택시장지수 유 미	한 유 미 금융통화위원회 ECB 통화정책 회의 3월 주택착공/건축허가	일 (휴장 미국, 유럽) 3월 전국 CPI
4/21		4/22	4/23	4/24	4/25
한 중	(휴장 유럽) 4월 1~20일 수출입동향 LPR 금리 결정		일 4월 PMI(예) 유 4월 PMI(예) 미 4월 PMI(예) 3월 신규주택매매 베이징북 공개	한 미 1Q25 GDP 3월 내구재 주문 3월 기준주택매매	일 미 4월 도쿄 CPI 4월 미시간 소비자신뢰 4월 미시간 1년 인플레이
4/28		4/29	4/30	5/1	5/2
미	4월 달러스 연준 제조업	미 (휴장 일본) 2월 CS 주택가격지수 3월 구인이직보고서 4월 CB 소비자지대	일 3월 소매판매 중 4월 NBS PMI 유 4월 Caixin 제조업 PMI 미 1Q25 GDP 4월 ADP 취업자 변동 3월 PCE	한 일 미 (휴장 한국, 중국) 4월 수출입동향 통화정책회의 4월 챌린저 Job Cuts 4월 ISM 제조업 4월 제조업 PMI	한 유 미 (휴장 중국) 4월 CPI 4월 제조업 PMI 4월 CPI 4월 고용보고서
5/5		5/6	5/7	5/8	5/9
미	(휴장 한국, 일본, 중국) 4월 종합, 서비스 PMI 4월 ISM 서비스	중 (휴장 한국, 일본) 4월 Caixin 종합, 서비스 PMI 유 4월 종합, 서비스 PMI	일 4월 종합, 서비스 PMI	한 미 4월 외환보유액 FOMC 5월 소비자신용	중 4월 수출입 동향 4월 PPI, CPI(5/10)

자료: Marketpoint, 언론 자료, 신한투자증권 / 주: (예): 예비치, (수): 수정치, (확): 확정치

신한아이 화면번호 안내



[주식/시황 정보]

0100	1054	1058	1059
주식종합	지수추이	주요 거래지표	증시자금 추이
1110	1503	1863	3101
현재가종합	업종별시세	주가등락률 상하위	시황티커
4050			
파워차트			

[선물]

2000	2450	4101	
지수선물 현재가	상품선물옵션 현재가	KOSPI 선물/옵션 분봉	

[수급 정보]

1200(당일)/1203(일자별)	1205	1306	1314
투자주체별 순매수 금액	업종별 투자주체	실시간 외국계 매매종목	외국인/기관 (장중) 매매현황 추정
1407	1457	1670	1881
투자주체별 매도/매수 상위 종목	투자자별 프로그램매매	종목별/일별 대차거래 내역	공매도 일간/누적 상위종목
4540			
장중 투자주체별 매매 추이 (Light)			

[환율/금리/원자재]

3204	3213	3214	
환율 동향	원자재 동향	국내외 금리	

[국내 포트폴리오/리서치 정보]

3150	3154		
신한아이 리서치	리서치 종목 시세		

🔥 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

본 자료는 2025년 4월 7일 공표한 자료와 2025년 4월 8일 공표할 자료의 요약본입니다.

종목	섹터
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

🔥 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 4월 5일 기준)

매수 (매수)	91.16%	Trading BUY (중립)	6.83%	중립 (중립)	2.01%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------



메모



메모