

DECEMBER, 2025
iM증권 리서치본부

iM증권



2026

2026년 증시 및 산업전망

더 나은 가치, 함께하는 미래 iM More, iM Fine

CONTENTS



[주식전략] AI 투자 과열 논란과 가까워지는 트럼프 레임덕	3
[경제/외환] 2026년 경제 전망: 3가지 축 (미-중 패권, AI 생태계 및 자산시장)	25
[채권전략] 달려라 금리, RUN : 누가 금리를 움직이는가	45
[해외주식] 22년의 궤적을 따라가는 미 증시	59
[크레딧] 발상의 전환이 필요하다	79
[철강금속] 부진한 업황, 그리고 Commodity 시장 양극화	95
[화학/유틸리티/에너지] 길고 긴 터널에서의 탈출	121
[조선] 사이클은 끝나지 않았다	143
[음식료/담배] 봄은 늘 왔으니, 이번 추위도 견뎌보자	167
[엔터] 내년 실적 상향의 주요 변수 점검	185
[자동차] 감익을 걱정하지 말고 위를 바라보자	201
[반도체] 업황 강세 전망. 단 이미 너무 비싼 DRAM 가격	213
[이차전지] 미국 ESS 산업 구조 변화의 시작	233
[전기전자] AI가 이끄는 성장형 시클리컬로의 전환	253
[제약/바이오] 이젠 Buy요	273
[건설] 아직은 갈길 먼 국내 건설, 기대되는 해외 수주	293
[운송] 부진한 업황, 내러티브 접근이 유효	315
[지주/ESG] 주주권익 행동시대	335
[원전] 글로벌 원전 내 품 안에	341



[주식전략]

AI 투자 과열 논란과 가까워지는 트럼프 레임덕

26년의 증시를 여는 질문

25년 증시를 지배한 요인은 트럼프와 AI 투자. 26년을 지배할 요인은?

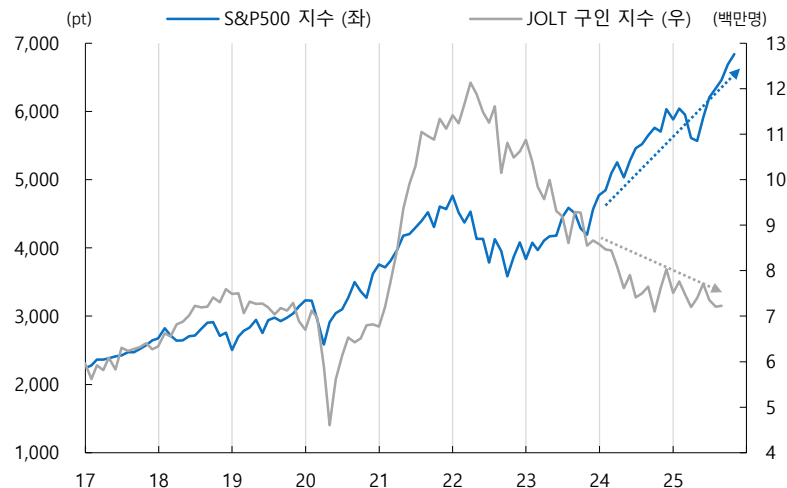
- 25년 상반기 증시는 트럼프 대통령이, 하반기는 AI 투자 랠리가 증시를 지배했다고 봐도 과언은 아님. 26년의 증시를 여는 질문은 이 두 가지 요인이 26년에는 어떻게 변화할지, 이 둘 외의 어떤 다른 요인이 부상할지 여부일 것
- 트럼프 대통령의 리더십은 11월 선거 패배 이후 급속도로 약화되고 있어 25년과 같은 강력한 정책을 보여주지 못할 것으로 생각되며, 오히려 26년은 지금까지 10년간 지속되었던 트럼프 리더십 이후의 세상을 준비해야 하는 해가 될 것으로 생각. 내년 중간선거에서 하원 패배를 피하기 어려움
- AI 투자는 미국 경제를 좌우하고 있으나 부작용과 의심도 강력해지고 있어. AI 투자 기업은 수익화는 아직 멀어보이는 가운데 자금 조달이나 투자 과열, 비용 증가, 자산 버블, 전력 부족 등의 문제에 대한 해답을 제시해야 할 것
- 미국 경제에서는 AI 관련 산업과 그렇지 않은 산업 간 양극화가 점차 심해지는 상황. 이러한 산업간 양극화가 언제까지 유지 가능할 것인지, AI 투자 열기에서 소외된 부문이나 AI 투자 관련 부문의 크레딧 리스크 부각, 인플레이션 재발 가능성과 연준의 선택 등이 새로운 과제가 될 것

<그림> 25년의 증시: 트럼프 정책과 AI 투자, 25년 증시를 지배한 두 가지 요인. 26년에 이 두 요인의 영향력은 점차 약화될 것



자료: 조선일보, AP통신, iM증권 리서치본부

<그림> 양극화된 경제: 트럼프 정책과 AI 투자 랠리는 미국 경제 내에서의 양극화를 심화시키고 있으며 지속 가능성이 의문스러워지는 상황



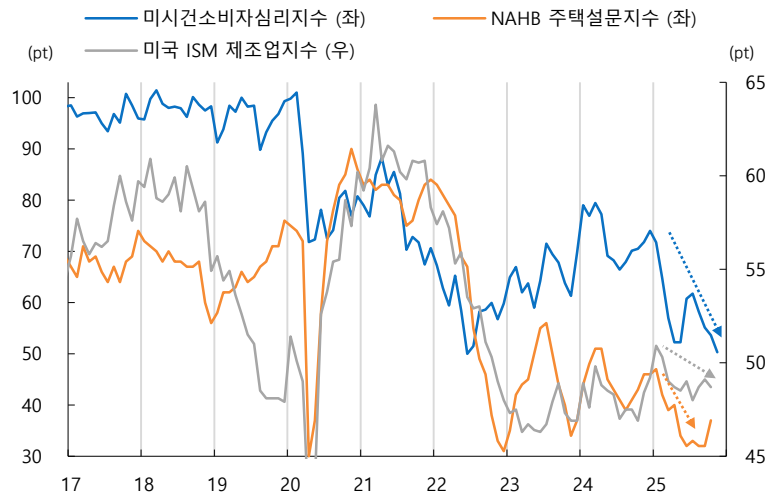
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

MAGA와 AI의 부작용 - 양극화된 경제

산업별 양극화, 계층별 양극화, 얼마나 유지될 수 있을까

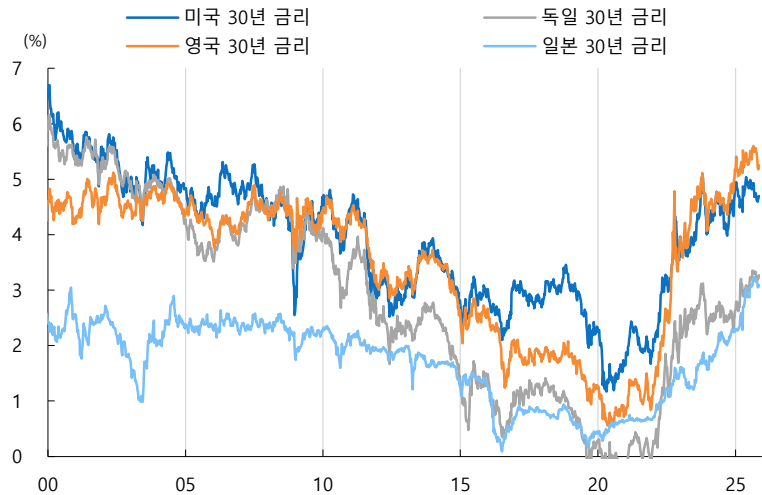
- 미국 경제는 AI 관련 및 리쇼어링과 관련된 투자 부문만 좋고 나머지 부문은 대단히 부진한 극단적인 양상을 보이는 중. 고용시장은 고용수요 둔화 및 이민자 노동 공급 축소로 시장 기능 자체가 얼어붙어 있는 상황에서, AI 도입과 정부 섯다운으로 인한 해고 증가
- 고금리에 주택시장 부진, 고물가에 소비자 심리가 크게 둔화된 상황. 소비자 심리지수는 코로나 수준까지 내려갔고, 주택시장은 사실상 리세션 상황이며, 소비자 기업은 청년층의 실업과 소득 감소로 인한 매출 부진을 겪고 있음
- 제조업 부흥에 관세가 좋을 것이라는 주장과 달리 관세 부과로 인한 수입비용 증가가 제조업에 악영향을 미치고 있음. 관세를 부과하더라도 대부분의 제조 물품은 수입산이 더 저렴하므로 생산 대체가 되기보다는 가격 상승과 수요 감소를 야기
- 자산가격 강세로 부유층 소비는 지속되는 상황이나 중산층 이하의 체감경기는 악화일로. 투자와 인플레이션 문제로 장기금리가 상승하였고 통화 완화 정책 여지는 감소. 산업별, 계층별 양극화의 유지 가능성에 의문

<그림> 악화된 심리지수: 소비자심리, 주택시장 설문지수, ISM 제조업지수 등 주요 소프트지표는 경기 둔화를 암시



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

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



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

분열된 연준

연준 의장이 바뀐다고 마음대로 금리 인하를 할 수 있을까

- 연준은 하반기에 금리 인하를 재개했으나 추가 인하의 속도와 폭에 대해서는 논란의 여지가 많아. 시장에서 확신을 가지고 기다리던 12월 FOMC에서도 인하를 반대하는 연준 위원들의 주장이 나타나고 있음. 12월 인하하더라도 내년 완화정책의 폭과 속도는 시장 예상보다 약할 수 있음
- 연준은 매파와 비둘기파, 친 트럼프와 반 트럼프 인사 사이에서 분열되어 있는데 정치적 갈등은 트럼프 대통령이 불을 지핀 측면이 있음. 신임 의장이 누가 임명되던간에 연준의 분열은 단기간 내 해결되기 어렵고 통화정책은 합의보다는 경제지표를 확인한 이후 사후적으로 결정될 가능성이 있음
- 연준 이사 중 친 트럼프 세력은 현재 3명. 파월 의장의 잔류 여부는 불확실. 투표권을 얻는 지역은행장은 전반적으로 매파적 성향의 인사로 신임 의장 임명 이후에도 연준이 완전히 완화적인 입장을 보이지는 않을 수 있음
- 현재 기준금리가 장기적 관점에서 중립금리보다 높을 수는 있으나, 내년에는 물가 반등 가능성이 있는 점이 고민스러움. 높은 서비스 물가 압력, 전기 요금 등 에너지 가격 반등 가능성이 있고 고용지표 개선은 어려운 상황에서 연준의 의사결정은 고민스러울 것

<표> 26년의 FOMC: 의장 교체가 예정되어 있는 FOMC는 의견과 정치적 성향이 분열되어 있어, 일방적인 정책을 보이기는 어려울 전망

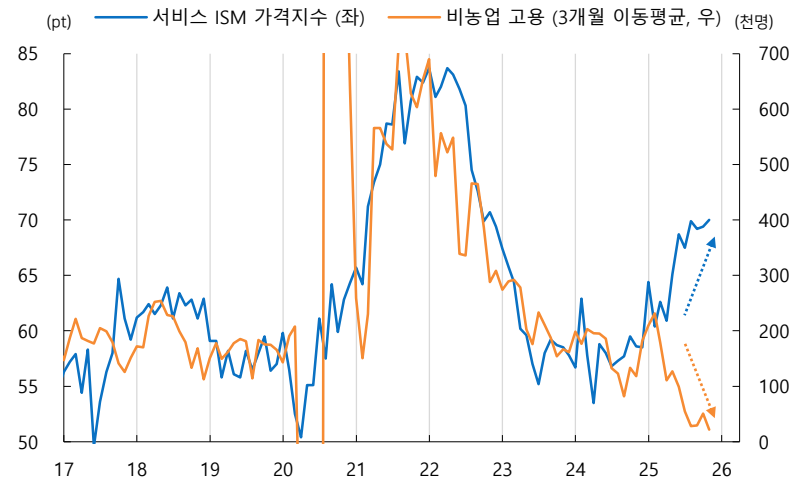
의장 후보					
	해싯	워시	월러	보우먼	리더
경력	백악관	전 FOMC	현 FOMC	현 FOMC	블랙록

FOMC 이사							
	파월	제퍼슨	버	쿡	보우먼	월러	미란
성향	매파	중립	매파	중립	비둘기	비둘기	비둘기
특징	잔류 불확실	바이든 임명	바이든 임명	재판 중	친 트럼프	친 트럼프	임시

투표권 보유 지역은행장					
	윌리엄스	폴슨	로건	해먹	카시카리
성향	비둘기	중립	매파	매파	중립
지역	뉴욕	필라델피아	댈러스	클리블랜드	미니애폴리스

자료: FOMC, iM증권 리서치본부

<그림> 물가와 고용: 물가는 상승압력이 잔존하고 고용은 하락 상황에 놓여 있어 내년 연준의 의사결정은 고민스러울 것



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

정치의 문제

중간선거를 이기는 대통령은 없었다

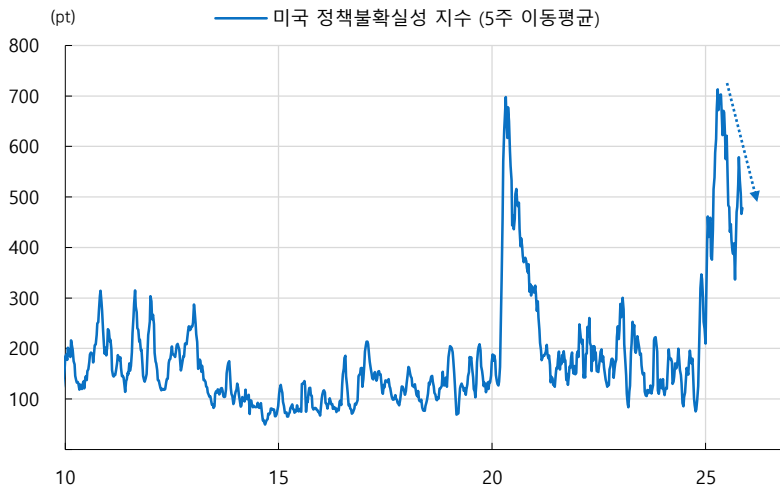
- 11월 선거 대패 이후 트럼프 리더십에 의문 제기. 지지율 하락에는 여러가지 요인이 거론되고 있으나, 트럼프 대통령이 바이든 정권의 고물가 고금리를 비난하며 재선에 성공했음에도 투자 유치와 관세 부과에 집중하며 사실상 물가와 금리를 방치했다는 점이 가장 큰 패배 요인으로 꼽힘
- 1980년대 이후 역대 중간선거에서 여당이 하원을 장악한 사례는 9.11 참사로 공화당에 표가 결집된 2002년의 단 한차례 뿐. 내년 중간선거에서도 하원을 민주당이 장악할 가능성이 대단히 높음
- 11월 중간선거를 앞두고 정권의 레임덕이 빠르게 나타날 가능성이 높음. 다음 선거를 생각하지 않는 트럼프 대통령과 선거가 걸린 공화당 의원들의 입장이 달라질 수 있음. 강력한 산업정책은 공화당 의원의 동의를 얻지 못할 수 있음
- 관세 부과 등 트럼프 정권의 정책의 불확실성은 감소하고, 대신 인기 영합 정책이 나타날 가능성이 있음

<표> 역대 중간선거 결과: 여당이 중간선거에서 승리하며 하원을 장악한 사례는 80년대 이후 단 한차례 뿐. 26년 민주당 하원 승리 가능성 높아

선거년도	대통령	하원 과반 정당	비고
1982	레이건 1	민주당	
1986	레이건 2	민주당	
1990	부시 시니어	민주당	
1994	클린턴 1	공화당	공화당 40년만의 하원 과반 장악
1998	클린턴 2	공화당	
2002	부시 주니어 1	공화당	80년대 이후 중간선거 여당 승리 유일 사례
2006	부시 주니어 2	민주당	
2010	오바마 1	공화당	
2014	오바마 2	공화당	
2018	트럼프 1	민주당	
2022	바이든	공화당	
2026	트럼프 2	민주당?	

자료: iM증권 리서치본부

<그림> 정책 불확실성 지수: 트럼프 정권의 정책 불확실성은 점차 감소할 것으로 전망되며 미해결 관세는 북미 무역협정(USMCA) 정도만 남음



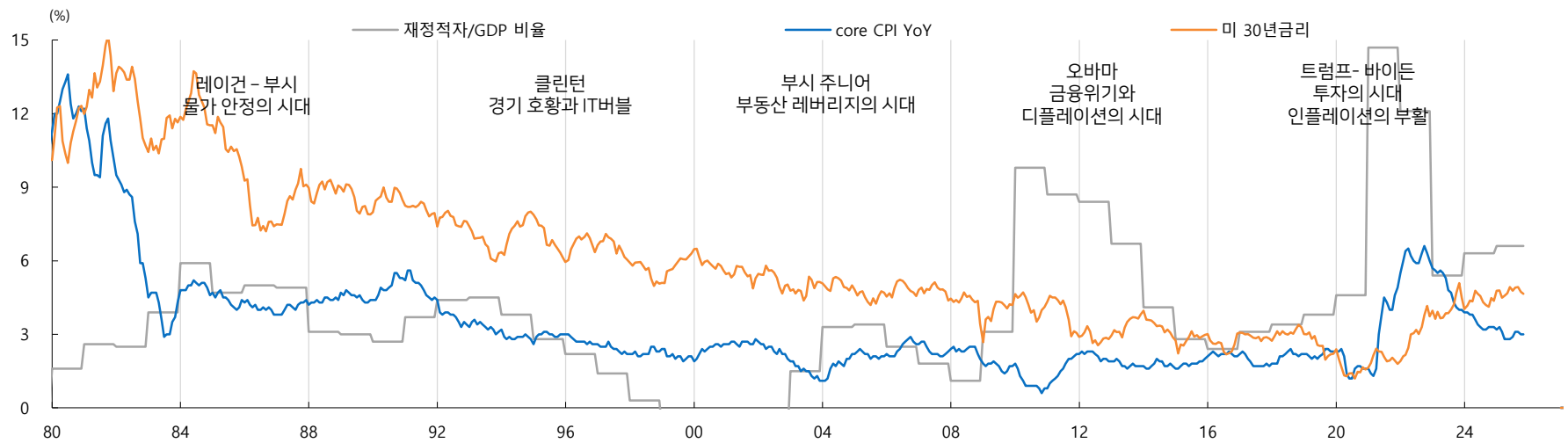
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

트럼프 이후의 세상

트럼프가 만들어온 최근 10년의 세상, 그 다음은?

- 제조업 리쇼어링과 AI 투자 열기가 넘치는 미국의 모습은 2016년부터 꿈꾸어온 트럼프의 비전이기도. 중국의 부상과 견제의 필요성, 미국 제조업 일자리의 축소와 이에 대한 불만, 강력한 산업정책과 정부 개입의 10년이 지나왔음
- 이제 10년만에 트럼프 이후의 세상을 고민해야 할 필요성이 생김. 일단 트럼프 정권이 레임덕에 들어가게 되면 정책 수혜 산업에 대한 기대감은 빠르게 허물어질 수 있다고 생각됨. 정부의 산업 개입, 지정학적 갈등, 가상화폐정책, 기후 및 에너지 정책 등이 이에 해당
- 트럼프 바이든 시기를 지나며 장기간 하락한 인플레이션과 장기금리는 상승 전환했고 재정지출은 만성화되었음. 투자는 확대되었으나 일자리는 창출되지 않고 물가와 금리 부담과 자산가격 상승이 중산층 유권자들의 삶을 피폐하게 만들고 있음
- 기존 리더십의 한계점은 명확해지고 있으나 아직 새로운 리더십의 방향은 보이지 않음. 민주당은 진보주의와 반 트럼프주의 사이에서 비전을 보이지 못하고 있음. 트럼프주의와 민주당이 공동으로 지지하는 정책은 살아남을 것

<그림> 미국 경제 장기 궤적: 장기간 하락한 인플레이션과 장기금리는 트럼프 바이든 시기를 지나며 상승 전환. 재정지출은 만성화되었고 투자의 부작용은 확대되는 중



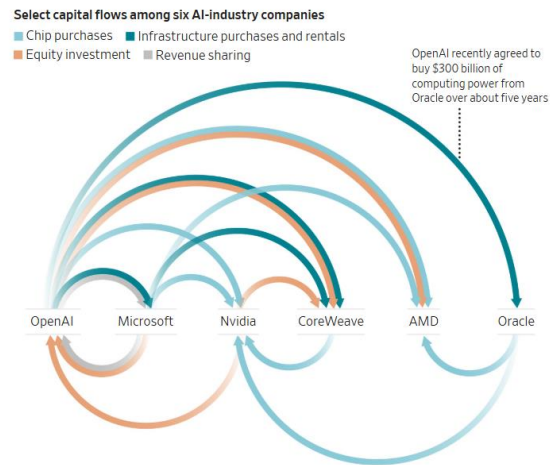
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

AI가 세상을 바꾸는데 드는 부담

빅테크의 잉여현금흐름에서 시작했으나 이제는 사모대출과 회사채가 주된 조달 방식

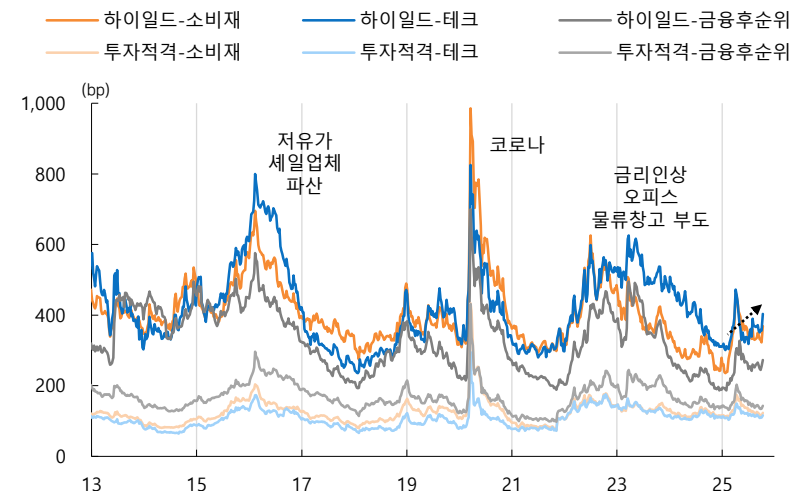
- 투자 재원은 최초에는 빅테크 기업의 잉여현금흐름에서 비롯되었고 각 정부의 투자까지 이어졌으나 이제는 사모대출과 회사채 발행이 주된 조달 방식으로 등장. 단기적으로는 AI 투자의 연장을 가능케 하나 시장은 이제 비용과 자금조달에 대해 의문을 제기하기 시작
- 특히 다른 빅테크 기업과 달리 현금흐름이 취약한 Open AI는 엔비디아로부터 자금 지원을 받고 AMD, 오라클과 장기계약을 체결하는 등 판을 키우고 있다는 지적. 정부로부터의 보증을 요청하기도 했다가 오히려 AI 버블 논쟁을 불러일으키기도
- 자동차 판매점이나 지역은행 등 취약해진 부분에서는 크레딧 리스크가 불거지기 시작. 여기에 AI 인프라 투자를 위한 자금 조달 수요가 확대되며 오라클 CDS가 급등하는 등 크레딧 스프레드 경계감이 확대
- 사모대출 규모가 거대해짐. 변동금리 대출이 많고 이는 금리 인상에 취약. 금리 인하 국면에서는 큰 문제가 발생하지 않을 수 있으나 어쩔 수 없이 금리 인상 국면이 나타나게 되면 문제가 확대될 가능성이 있음

<그림> 판 키우는 OpenAI: 현금흐름이 취약한 OpenAI는 엔비디아 등 반도체 기업에 이어 정부보증까지 요구하며 판을 키운다는 비판을 받기도



자료: WSJ, iM증권 리서치본부

<그림> 크레딧 스프레드: 최근의 AI 투자는 다양한 자금 조달을 통한 레버리지에 기반. 이는 AI 랠리 연장 가능케 하나 크레딧 스프레드 주의 필요



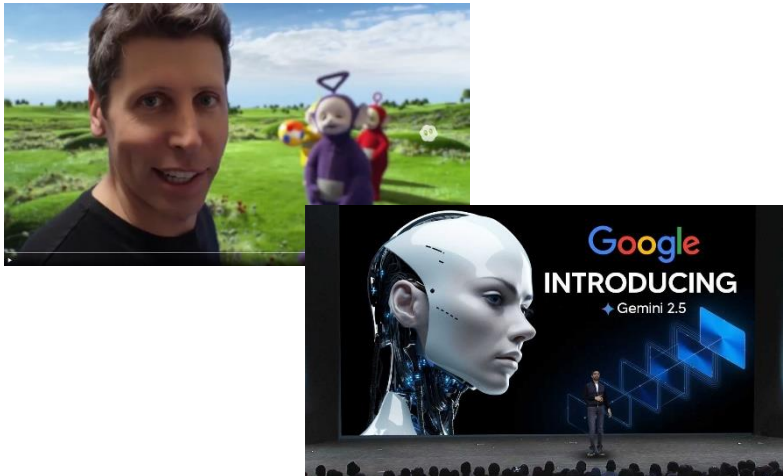
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
(하이일드, 투자적격 채권 ETF 보유 채권의 업종별 크레딧 스프레드)

이제 AI는 투자보다 효용에서 답을 찾아야

막대한 설비투자과 아직은 먼 수익화 사이의 승자는

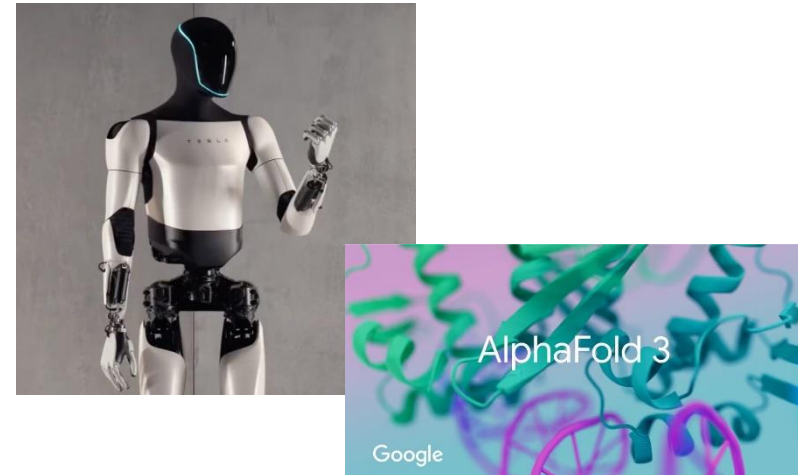
- Chat GPT로 대표되는 AI 서비스의 영향력은 점차 확대되고 적용 범위도 Sora 2의 동영상, 오피머스의 피지컬 AI 등 영역이 확대되고 있음. AI 적용에 따른 인력 고용 대체도 빠르게 현실화되고 있음
- 구글은 올해 AI Gemini의 역량이 재평가되면서 큰 폭 상승한 반면 메타는 투자 부담에 주가 하락. 막대한 설비투자의 부담을 어떻게 투자자들에게 합리화할 수 있느냐에 따라 주식시장의 승자와 패자가 갈릴 것
- 자산가격은 AI 기대감을 반영해 높아져 있는데 이익은 아직 설비투자에서 나오고 있고 이는 대규모 자금조달이 필요하며 빠른 시간 내 감가상각 처리되며 비용화될 것. 언젠가 AI의 시대는 오겠지만 설비투자 부담과 수익화 사이의 공백 사이에서 자산의 과열과 급등락 수 차례 나타날 가능성 있어

<그림> 올해의 AI 혁신: Open AI는 Chat GPT 5 부진에도 Sora2를 안착시켰고, 구글은 Gemini 2.5 pro 버전 발표하며 AI 역량 재확인



자료: Aitimes, Google, iM증권 리서치본부

<그림> 앞으로 기대되는 AI 혁신: 테슬라 오피머스 로봇의 대량 생산, 구글 알파폴드의 단백질 구조 예측 등 AI의 응용이 성공할 분야의 승자 기대



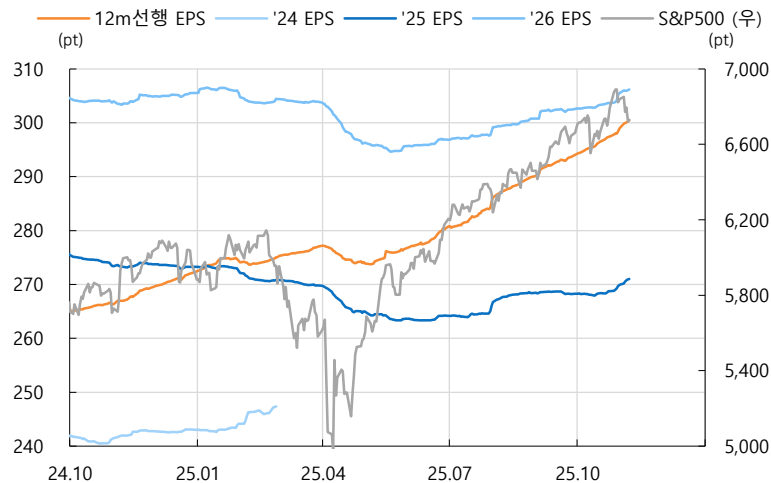
자료: Wikimedia, Google, iM증권 리서치본부

단기 전망 - 미국 증시

AI 투자 모멘텀과 의심 사이에서

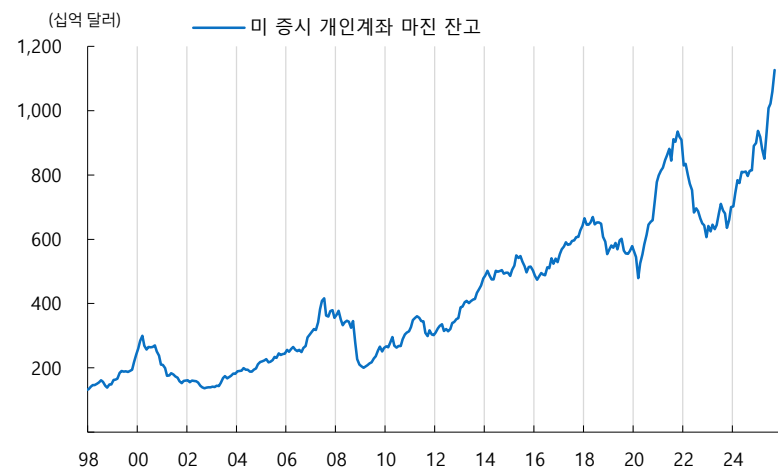
- 미 증시는 AI 버블 논란과 생산성 혁명 기대 사이에서 주가 등락 심해질 것. 철도, 전기, 인터넷망의 투자 사례를 보면 결국 설비투자 열풍은 언젠가 종결을 맞이하게 되어 있음. 인터넷을 쓰지 않아서 인터넷 버블이 끝난 것은 아님
- AI 에서는 승자와 패자가 점차 갈리게 될 것. 투자 부담으로 재무상황이 악화되는 기업이나, 비용을 지출하면서도 혁신을 만들어 내지 못하는 기업은 금리 인하 중단 논란이 나타나면 곤란해질 수 있음. 반면 올해의 구글처럼 AI 역량 재평가를 통한 새로운 승자도 나타날 것
- 트럼프 대통령의 영향력이 줄어들면 트럼프 수혜주도 점차 정책모멘텀 약화될 것. 11월 이후에는 트럼프 이후를 고민해야 하므로 연중 하차 시점을 고민하게 될 것. 중소형 테마주도 금리 부담, 정책 실종에 상승 동력 상실 가능성 있음
- 올해는 4월 급락 이후 시장이 무난하게 상승 추이를 보였으나 개인투자자들의 레버리지 정도가 높고 바이 더 딥 매수로 포지션이 상당 폭 쌓여 있음. 이익 개선되는 상황에서 증시가 하락 추세 전환 하지는 않겠으나 버블 논란 제기될 때마다 큰 폭 등락할 것

<그림> S&P500 EPS 추이: 가을 이후 내년 EPS가 상승 추이를 보이며 12개월 선행 EPS는 300pt를 돌파, 22-23배 밸류에이션을 따라가는 중



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 개인계좌 마진 잔고: 글로벌 개인 투자자들의 레버리지 투자가 미 증시 상승과 바이 더 딥 추이를 이끌고 있어 불안한 점이 있음



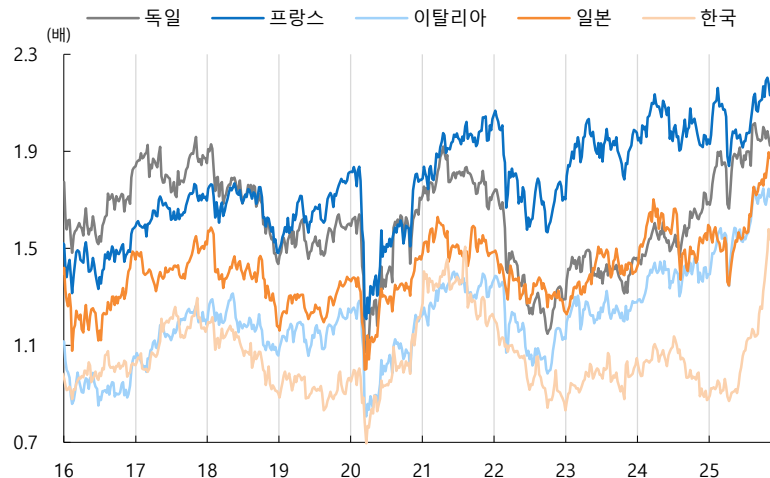
자료: FINRA, iM증권 리서치본부

단기 전망 - 글로벌 증시

비 미국 선진증시는 올해 많이 올랐다

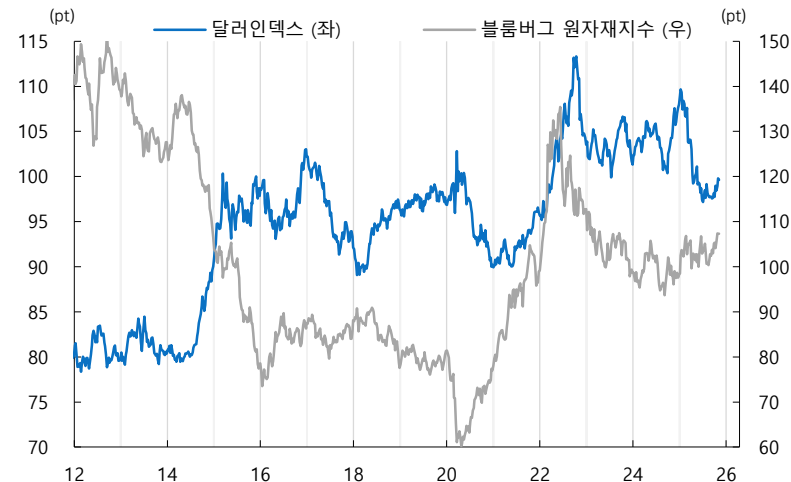
- 미국 외 선진국, 특히 유럽과 동아시아에서는 올해 밸류에이션 리레이팅 나타나며 밸류에이션이 근래 10년간 상단에 도달해 추가 상승 여력은 크게 감소한 상황. 한국 증시 역시 이에 포함. 올 상반기에 본격화되었던 달러 약세도 추가 하락을 보이지는 않을 전망
- 미국 증시는 올해 상대적으로 언더퍼폼한 상황에서 AI 투자 관련주 위주로 상승했으므로 올해 쉬었던 업종에서 기회를 찾으려는 시도가 있을 것. IT 기술주 중 AI 투자 비용 부담이 크지 않거나 재무적으로 안정된 기업이 승자가 될 가능성 있음
- 기술주는 계속 미국과 중국에서 정답 찾기를 시도하게 될 것. 어차피 두 국가의 AI 기술력이 독보적이며 미중 갈등이 더욱 확대될 것으로 보이지 않음
- 올해 신흥국 주식 역시 덜 올랐는데, 원자재 가격이 상승하게 된다면 EM 역시 반등 가능성이 있음

<그림> MSCI P/B: 유럽, 동아시아의 비 미국 선진국 주가지수의 P/B 밸류에이션은 유럽위기 이후 밴드 상단에 도달, 추가 상승 여력은 줄어들어



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부 (MSCI 지수 기준)

<그림> 달러와 원자재: 달러는 올 상반기 크게 약세를 보였으며 추가 하락하지는 않을 전망. 원자재 반등 시 신흥국에서 기회가 있을 것



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

장기 코스피 리뷰

과거를 보나 해외를 보나 역대급 수익률

- 국내 증시는 올해 KOSPI 지수 기준 +72% 상승해, 미국 외 증시 전반이 강세를 보였던 것을 감안해도 세계 최고 수준의 상승률 기록
- 코로나 이후 지수가 급등락을 반복하다가 정책, 유동성, 산업 측면에서의 여러 호재가 한꺼번에 나타나며 4,000pt에 안착하는 과정으로 이해
- 역사적으로도 1987, 88년 93%, 73%(원화 강세와 3저호황), 1999년 83%(IMF 위기 후 IT버블)다음 가는 상승률을 달성
- 2년 이상 연속으로 급등세를 이어간 구간은 80년대 3저호황, 90년대 말 IT버블의 2개 사례 뿐. 2000년대 이후 2년 연속 급등은 사실상 없었음

<그림> KOSPI 지수 궤적과 연간 수익률: 코로나 이후 지수가 급등락을 반복하다가 여러 호재가 한꺼번에 나타나며 4,000pt 돌파



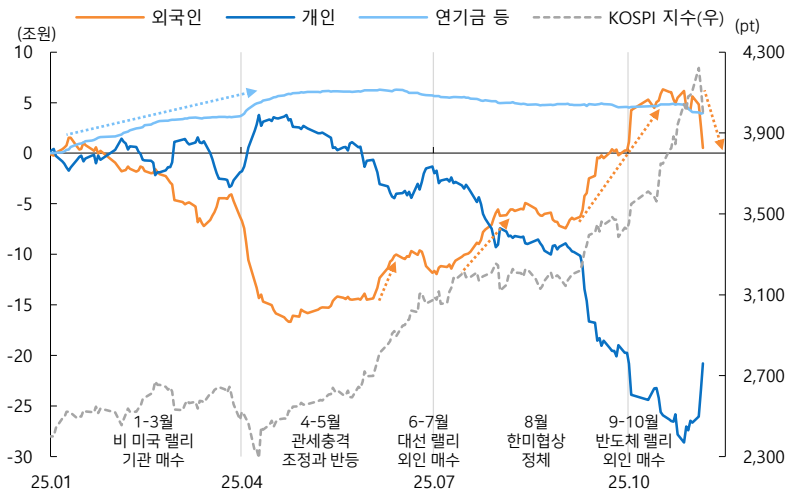
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

올해 코스피 리뷰

3개 국면으로 나뉘서 올랐고, 초대형주와 일부 업종이 상승을 주도

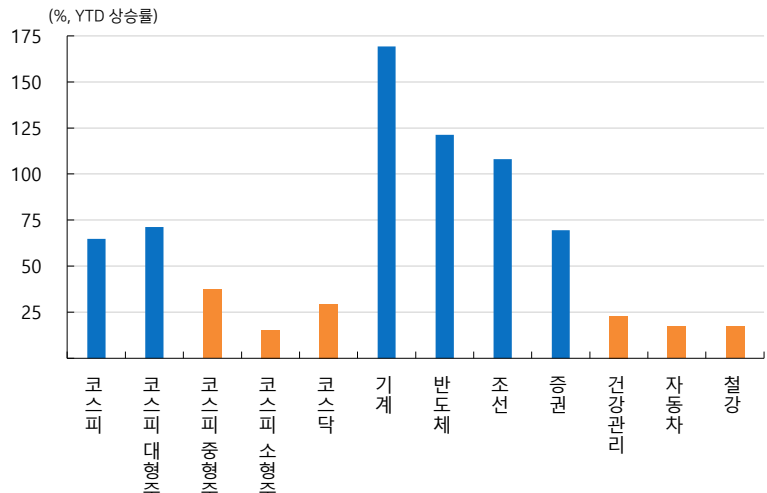
- 올해 증시 상승 요인은 1)저평가 되어있던 국내 증시, 2)대선과 상법개정, 3)AI 투자와 반도체 랠리로 요약 가능. 올해 주식시장은 3차례에 나누어 상승했는데 상승 국면별로 작용한 요인과 주도한 수급이 달랐음
- 1-3월 저평가 국면에서는 연기금 등 국내 기관수급 매수세와 유럽 증시의 상승에 따라 방산, 조선 위주 증시 2,700pt까지 반등. 4-5월 관세 영향으로 큰 폭 조정 후 반등에 성공한 증시는 6-7월에는 대선 및 상법개정 기대감으로 증권, 지주 업종이 주도하며 증시 3,300pt까지 추가 상승
- 8월에는 증시 상승 피로감과 한미 무역협상 갈등 우려로 잠시 정체되었으나 9월 들어 레거시 반도체 쏠티지 현상이 나타나며 삼성전자, SK하이닉스 주도 장세가 이어짐. 10월 중순 이후에는 APEC 회담에서 한미 관세협상 타결 기대감 반영되며 증시 추가 상승해 4,200pt 도달
- 10월 말부터는 외국인의 이탈과 개인투자자의 매수 시작되었고, 외인 매도세와 함께 11월 조정세 나타나기도 했음. 지수 큰 폭 상승했으나 초대형주와 일부 업종만의 상승에 그쳤고 개인투자자들은 늦게 참여한 경우가 많아, 증시 상승에 소외된 투자자들이 많았음

<그림> KOSPI 수급별 누적매수금액: 1분기에는 기관 매수가, 5월부터는 외인 매수세가 증시 상승을 견인. 개인 매수는 10월 말부터 유입



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> KOSPI 주요 지수 및 업종별 연간 수익률: 지수 상승은 반도체 등 초대형주의 일부 상승에 국한되어 상승에 소외된 투자자들이 많았음



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

정책목표는 지수 부양에서 AI 투자로

2년차는 AI 투자 본격화

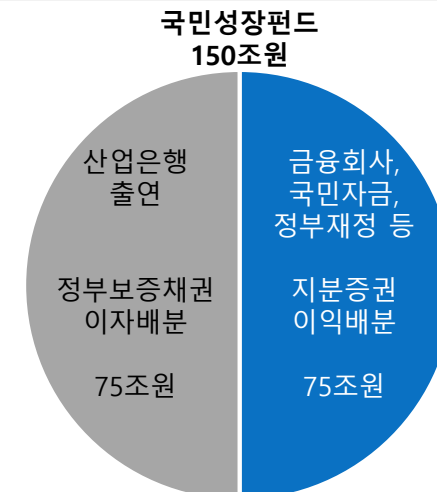
- 임기 내 KOSPI 지수 5,000pt 달성을 제시했던 정부는 첫 해 사실상 목표달성에 성공
- 상법 개정 이어 배당분리과세 세율 확정, 자사주 소각 범위까지 결정되면 증시 관련 제도의 큰 변화는 일단락 지어진 셈. 제도 개선은 추후에도 지수 하단 지지 요인으로 작용할 것이나 정책 변화의 모멘텀은 점차 둔화될 수 있음
- 증시 부양의 목적은 경기부양, 국부 증가 뿐 아니라 AI 투자 본격화 위한 투자 환경을 제고하는 측면도 있어
- 1년차에 증시 부양을 달성했다면 2년차에는 AI 펀드의 집행으로 정책 방향 바뀔 것. 정부에서는 150조원 규모의 펀드 조성 계획을 발표
- 정부는 국가대표 5대 기업을 선정해 AI 사업 추진 예정. 소버린 AI 체계를 구축할 전망. 정부는 이 중에서도 지원 대상을 압축해 내년부터 사업을 본격화한다는 구상

<그림> 정부 AI 5대 국가대표 선정: 정부는 5대 기업을 중심으로 국가 AI 인프라 및 소버린 AI 체계를 구축할 것으로 예상됨



자료: The AI, iM증권 리서치본부

<그림> 국민성장펀드: 150조원 규모의 펀드 조성 계획 발표. 절반은 금융회사, 기금 및 국민 자금 등을 통해 조달되어 AI 인프라에 투자될 예정



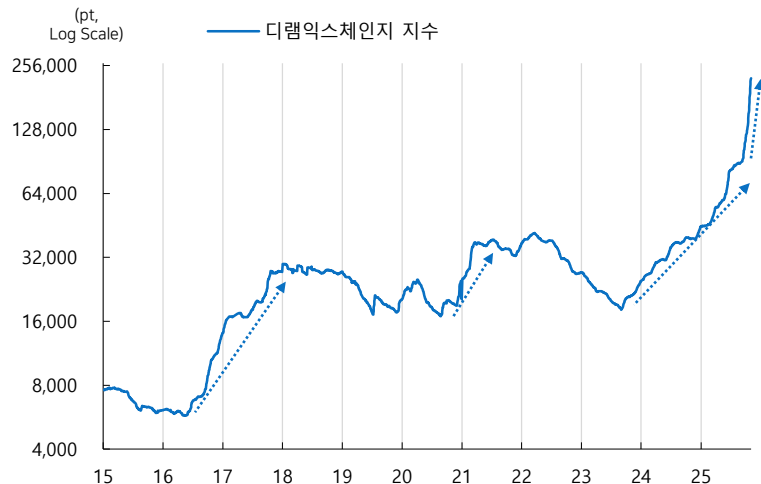
자료: 금융위원회, 언론 보도, iM증권 리서치본부

반도체는 어디까지?

반도체 호황 장기화에 멀티플 고민

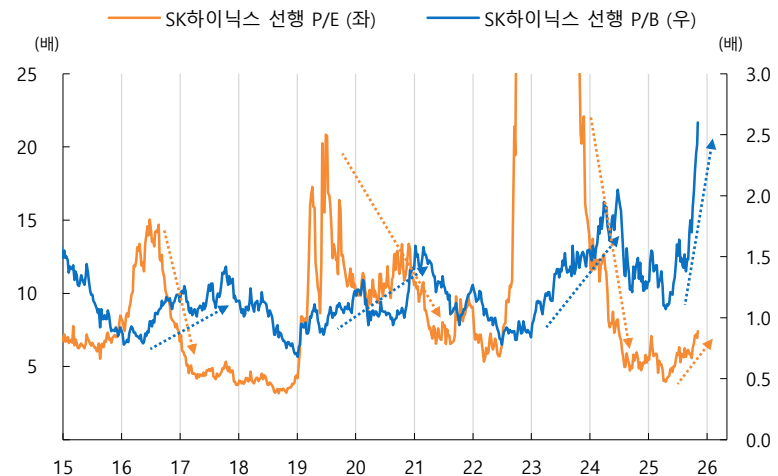
- 올해 증시 상승의 가장 큰 요인이며 내년에도 증시를 좌우할 가장 중요한 요인은 역시 메모리반도체 업황의 향방
- 하반기 들어 레거시 메모리 반도체의 수급 균형이 깨지며 가격 급등. 데이터센터 인프라 투자 기업의 메모리 수요 급증. AI 연산에서 추론 과정의 중요성이 부각되면서 메모리 수요가 더욱 확대
- HBM 공정 준비로 인한 레거시 메모리 설비 부족, 규제에 의한 중국의 설비 증설 차질이 공급에서의 문제를 야기. 수급 양쪽에서의 문제가 스팟 가격 급등을 유발. 가격 상승에 따라 기업이익 추정치도 빠르게 상향되고 있으나 추가 상향 여부는 아직 열려있음
- 반도체 호황 장기화에 P/E 밸류에이션 확장 의견이 제기됨. 이에 따른 지수 추가 상승 여지 있으나, 보통은 밸류에이션 로직이 바뀌는 시점이 고점일 수 있다는 점이 고민되는 부분

<그림> 디램지수: 메모리 반도체 업황은 수요 공급의 균형 상황에 따라 사이클을 타는 산업이지만 이번에는 AI 수요 급증으로 메모리 가격 급등



자료: Infomax, iM증권 리서치본부

<그림> 하이닉스 P/E, P/B 밸류에이션: 과거에는 호황기에 P/E 밸류에이션이 낮아졌으나 이번에는 밸류에이션 로직이 바뀔 수 있다는 의견이 있음



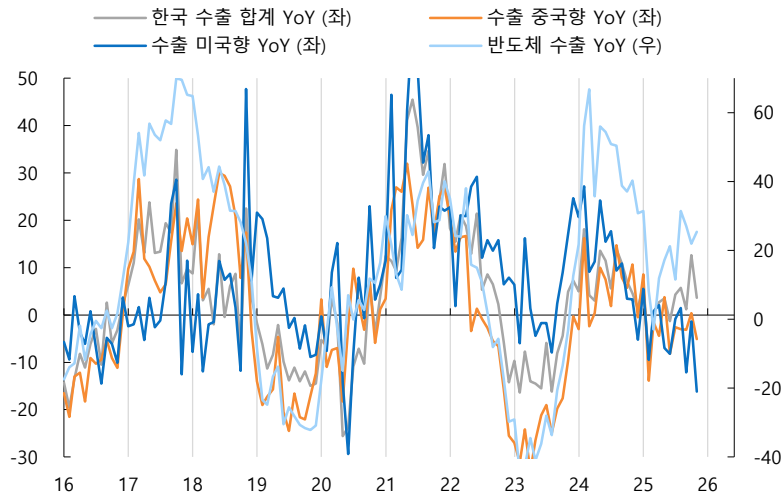
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

수출과 경기

2분기 이후의 기저효과가 부담

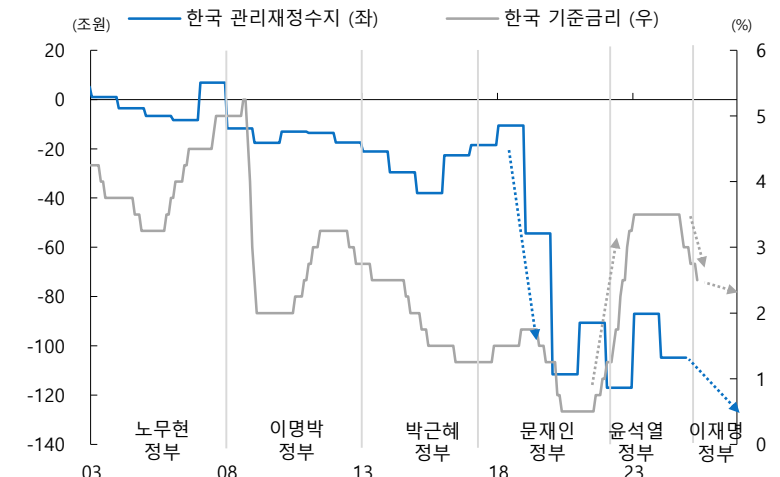
- 무역협상 타결은 다행이지만 15%의 상호관세 및 철강 등 산업 관세 부과는 지속 중. 관세 영향으로 무역량 및 대미수출 감소 추세 확인
- 수출은 반도체만 좋은 상황이며 기저효과를 고려할 때 내년 2분기쯤 YoY 감소세 전환 가능성이 높음
- 원화 약세는 수출에 긍정적 영향을 미치고 있음. 에너지 가격 상승 등 수입비용 문제가 발생하면 곤란해질 수 있으나 낮게 유지되는 상황
- 수출 둔화되는 반면 내수에서는 재정책대 기조가 유지되며 경제 상승 동력으로 작용할 것. 29년까지 관리재정수지는 GDP의 -4%대 적자 계획

<그림> 수출 전년대비 성장률: 관세 부과를 전후해 대미 수출은 큰 폭 감소. 반도체 수출만 호조세인 상황이나 내년 2분기 즈음 기저효과가 부담



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

<그림> 재정책대와 통화긴축: 내년도 수출 성장률 둔화되는 가운데 내수에서는 재정효과만 기대할 수 있을 것



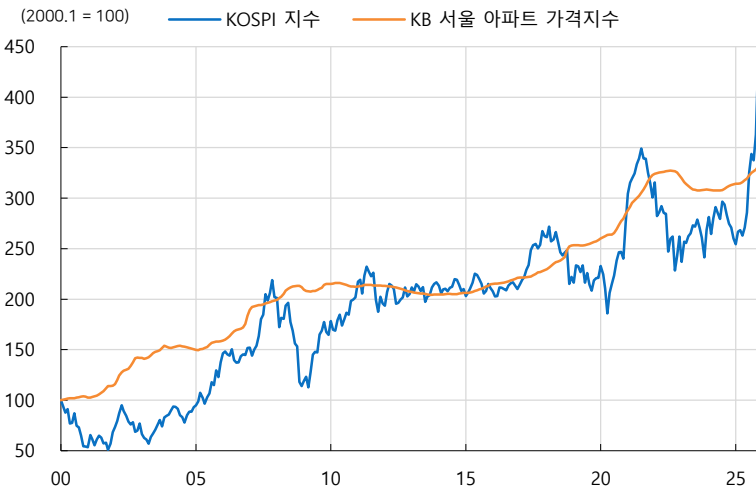
자료: Bloomberg, e나라경제, iM증권 리서치본부

내수와 통화정책

내수 개선 어려운데 통화 완화도 어려워

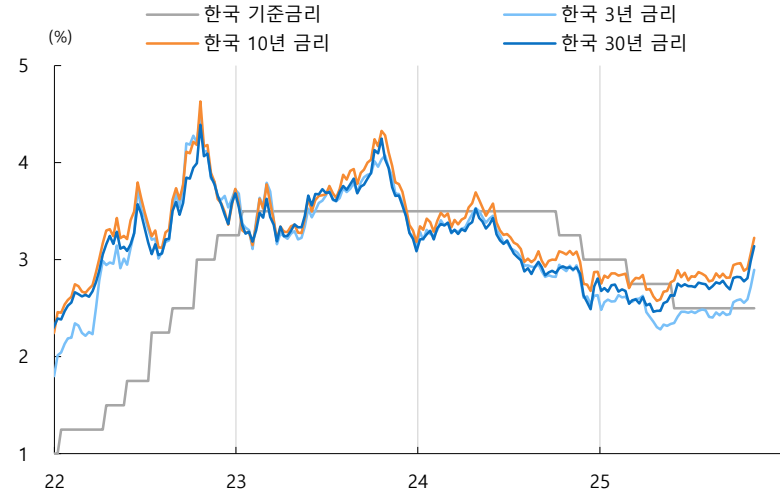
- 자산가격 강세의 부작용, 환율 상승으로 인한 수입물가 압력으로 통화 완화정책을 이어가기 어려워진 상황
- 내수부진 상황이 해소되기는 어려워 보이며, 중국과의 관계 개선 및 인바운드 소비 확대 정도가 기대됨. 한국 문화의 인기가 소비재 수출에 도움될 것
- 재정적자, 채권공급 압력으로 금리 상승하고 있어 긴축적 시장금리 여건이 실물경제를 제한하는 부작용도 염두에 두어야 할 것

<그림> 부동산 패러독스: 코스피 지수와 서울 아파트 가격 지수. 자산 가격간 상관관계는 높으며 자산가격 상승은 금리 인하의 여지를 제한



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 한국 기준금리와 시장금리: 기준금리의 추가 인하는 어렵고 시장금리가 뛰고 있어서 시장 자체적으로 긴축효과가 나타나고 있음



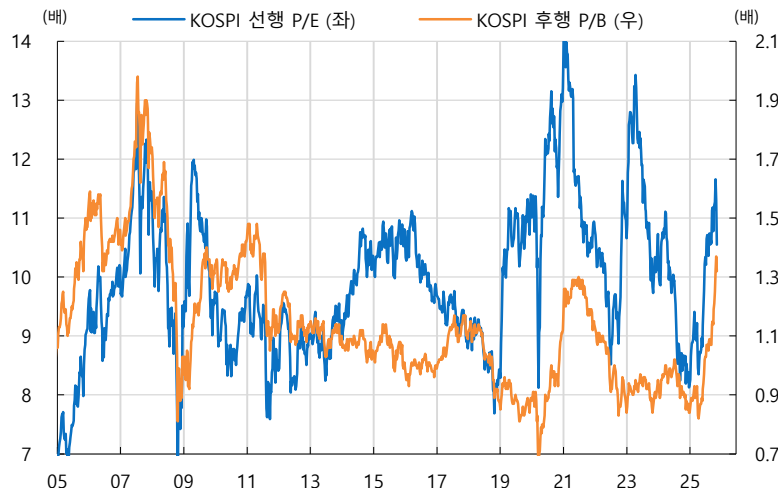
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

지수전망

26년 KOSPI 밴드 Base Case 3,500 – 4,500pt, Bull Case로 5,000pt 도달 가능성

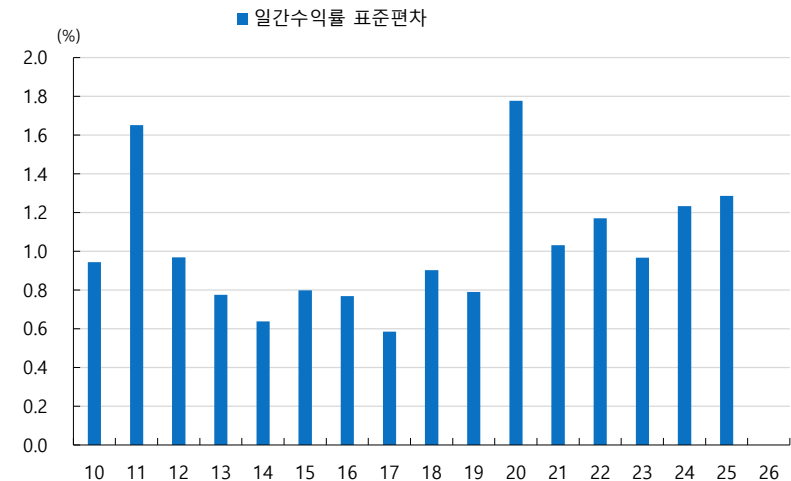
- 내년 주식시장의 등락폭은 클 것. SK하이닉스 등 변동성 높은 주식의 지수 비중 확대, 밸류에이션 상승, AI 과열 논란이 지수 변동폭을 확대. 반면 지수 하단과 매수 심리도 견조할 것. 정책 변화는 증시에 확실히 긍정적인 영향을 미쳤고, 개선된 투자자들의 심리 역시 지수 하락을 제한할 전망
- 내년 증시의 상단은 결국 반도체가 어디까지 가느냐 여부가 결정. 반도체 업황 호조세 장기화될 가능성 높으나, 올해 증시가 반도체 업황 호조세를 반영하며 크게 올랐으며 기대감과 밸류에이션이 높아졌다는 점을 생각하면 추가 상승의 폭은 제한적일 것
- KOSPI 밴드는 Base Case로 3,500-4,500pt 제시. 하단은 올해 9월 반도체 랠리 급등 전 지점으로 기술적 지지선으로 작용할 것. 상단 4,500pt는 선행 P/E의 12배 수준으로 2007, 09년 증시 고점 시기와 같은 밸류에이션 레벨
- 반도체 업황 호조세가 더욱 확대되면 KOSPI 지수가 5,000pt에 도달할 가능성 있으나 내년에 당장 5천에 안착하기는 어려워, 도달하더라도 장기간 유지는 쉽지 않을 수 있음

<그림> KOSPI 지수 밸류에이션: P/B 밸류에이션은 1.3배를 넘어서 금융위기 이후 최고 수준. P/E 밸류에이션은 반도체 업황에 따라 달라질 것



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> KOSPI 지수 일간 수익률 표준편차: 변동성 높은 주식의 지수 내 비중이 확대되는 등 KOSPI 지수의 일간 변동폭 커질 가능성 높아



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

업종전망 1. 기술주

반도체 증설? 나도 AI 수혜? 정부 정책은?

- 메모리 반도체의 호황 지속 여부가 역시 가장 중요한 쟁점. 21년 사례를 보면 개인투자자들의 삼성전자 과열 매수 이후 지수는 6개월 정도 정체되다가 하락했으며, 16-17년의 반도체 사이클은 결국 미중갈등과 함께 반도체가 꺾이면서 종결
- 반도체 호황 장기화 전망에 따라 밸류에이션 등락하며 지수 등락 커지고, 반도체 증설 관련 장비주에 수혜 전망. IT 하드웨어, 2차전지 등 IT 제조업은 ESS, MLCC 등 AI 투자 수혜 업종으로 꼽힐 이유가 있으면 주가가 오를 수 있음
- 기술주의 승자는 반도체에서 시작해서 반도체 아닌 쪽으로 옮겨갈 전망. 반도체가 멈추게 되면 정부의 AI 투자 수혜주 부각받을 것. SW 등 소버린 AI 관련 업종, 로봇 등 피지컬 AI 관련 업종에서 수혜 종목 나타날 것

<그림> 21년 삼성전자의 사례: 주가가 먼저 빠지고 이후 반도체 사이클이 종료되는 시점 즈음에 지수가 하락



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> AI 대전환을 위한 15대 프로젝트: 정부에서는 기업과 공공부문의 AI 전환을 위해 피지컬 AI 등 15대 프로젝트를 선정해 후원

과제	주요 내용	목표 달성 시기
AI 자동차	완전 자율주행차 상용화	2027년
AI 로봇	휴머노이드 3대 강국 진입	2030년
AI 선박	완전 자율운항선박 개발	
AI 가전	글로벌 AI 가전 시장점유율 1위	
AI 팩토리	제조기업 AI 도입률 40%	
AI 반도체	K-온디바이스 AI 반도체 탑재 제품 10개 출시	2031년
AI 드론	완전 자율비행드론 개발 및 활용	

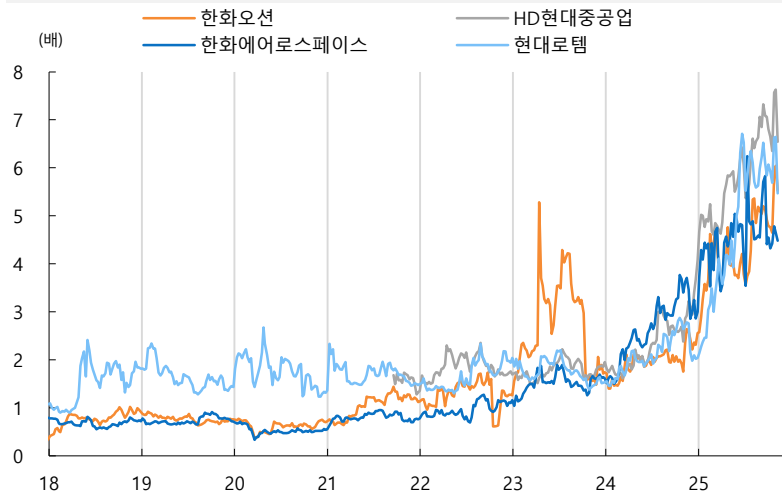
자료: 세계일보, 기획재정부, iM증권 리서치본부

업종전망 2. 산업재, 소재

산업재는 내년에도 시대의 주식이 될 수 있을까

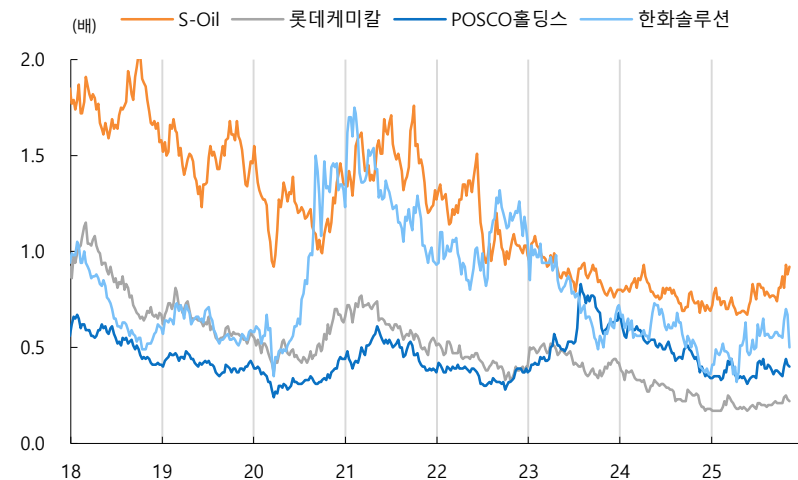
- 산업재는 22년 우크라이나 전쟁에서 시작해 바이든 정부의 보조금 정책, AI 투자, 미중 갈등까지 이어지며 시대의 흐름을 탄 업종
- 해당 기간 동안 산업재가 계속 부각받아 왔으나 밸류에이션이 진정으로 확장된 것은 올해. 이제 일부 산업재의 밸류에이션은 고민스러운 수준 도달
- AI 투자에 대한 의문이 나타난다면 투자의 시대에 대한 의문도 제기될 수 있어 고민스러움. Post 트럼프 시대에 대한 준비도 필요
- 소재/에너지 업종은 주가 장기간에 걸쳐 낮아져 있음. 수요가 좋지 않겠지만 구조조정을 착실히 한 업종이라면 내년 인플레이션이 반등하는 구간이 나타날 때 기회가 있을 것 같음

<그림> 주요 산업재 기업의 선행 P/B 밸류에이션: 세상의 흐름에 맞는 업종기기는 하지만 올해 특히 많이 올라 고민스러운 수준에 다다랐음



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

<그림> 주요 소재 기업의 선행 P/B 밸류에이션: 수요가 좋지 않겠으나 구조조정을 착실히 했다면 인플레이션 반등 구간의 수혜주가 될 것



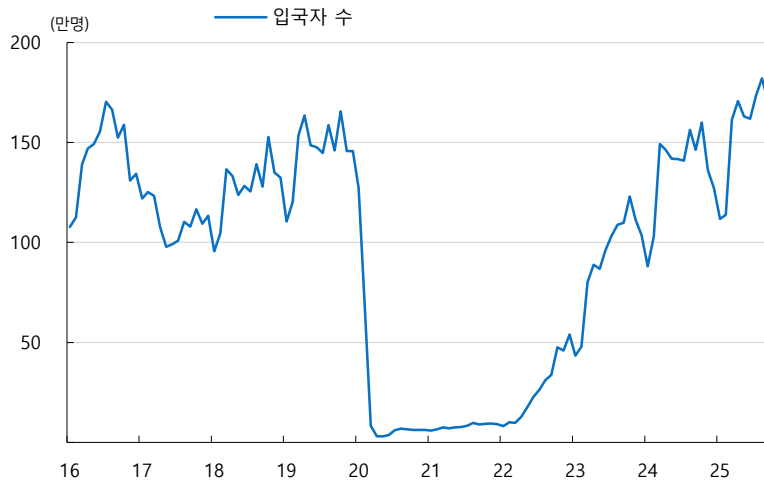
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

업종전망 3. 소비재

문화의 수출화 지속. 한국인의 선호가 외국인의 정답은 아닐 수 있어

- 내수 여력 부진한 상황은 개선되기 어려운 반면, 입국자 수 증가, 중국과의 관계 개선 등 인바운드 소비, 한류의 세계화가 소비재 주가를 지지할 것
- 문화의 수출화 지속될 것. 국내에서 기존의 승자가 아니던 아이템이 세계 시장에서 승자가 될 수 있음. 외국인의 선호는 한국인과 다를 수 있음
- 양극화의 시대, 소비 기반 약화의 시대에 대중 소비의 성장은 쉽지 않음. 계속 트렌디한 쪽에서 승자를 찾는 노력이 필요할 것

<그림> **입국자 수**: 외국인 입국자 수는 코로나 이전 최고 수준을 경신하며 내수 소비 회복의 동력이 되고 있음



자료: 한국관광데이터랩, iM증권 리서치본부

<그림> **메디큐브와 라부부**: 예상치 못한 이슈, 트렌드가 소비재의 승자를 결정. 기존 승자가 아니더라도 외국인의 선호는 한국인과 다를 수 있음



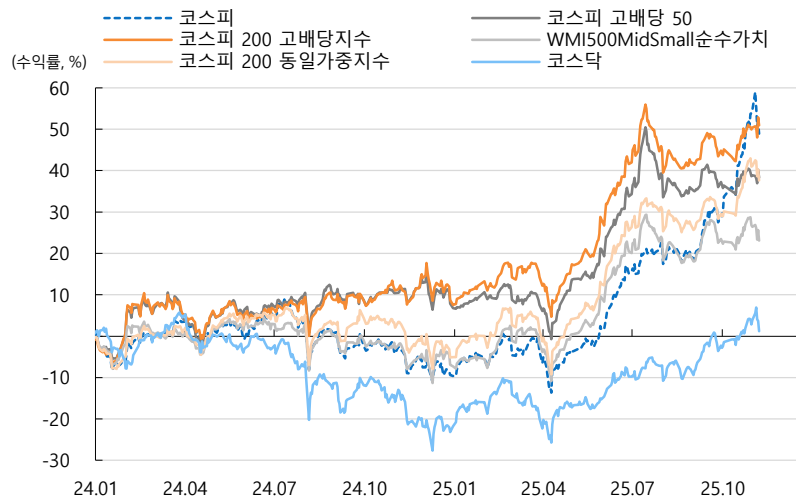
자료: 에이피알, 한국경제신문, iM증권 리서치본부

스타일전망

초대형주로의 쏠림, 그 다음

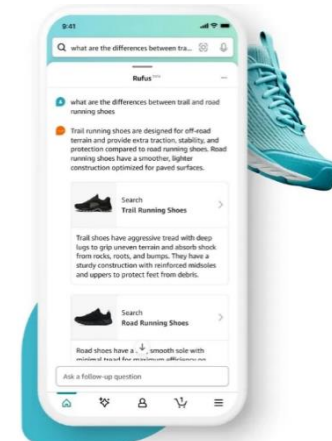
- 올해 증시에서는 초대형주로의 쏠림이 강력하게 나타났음. 외국인 집중 매입, 반도체 호황, 대미 투자 호황 때문
- 배당분리과세와 상법개정으로 인해 중소형 가치주 중에서 수혜 종목이 나타날 수 있음. 배당 수혜주는 밸류업 정책 이후 외인 자금 유입으로 금융 대형주들의 상승은 많이 진행된 상황. 지수 상승 속도가 더뎠고 배당분리과세 진행되면 국내 자금은 중소형 가치/배당 스타일에서 답을 찾으려 할 것
- 코스닥 지수가 크게 언더퍼폼했으나 내수 개선이나 금리 인하와 같은 상황이 나타나지는 않을 것으로 보여 단순히 코스닥이나 중소형주의 아웃퍼폼을 기대하기는 어려워 보이는 환경
- 코스닥 지수의 본격적인 아웃퍼폼을 전망하지는 않으나, AI 기술을 본업에 접목할 수 있는 종목이 나온다면 승자가 될 수 있음

<그림> 중소형주, 배당지수: 초대형주로의 쏠림이 강하게 나타나 상법 개정과 배당분리과세 세율 인하 불구 중소형 배당주 소외



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

<그림> AI에서 답을 찾는 자: AI 투자 수혜보다는 AI 의료나 AI 쇼핑 도우미 등 AI 기술 응용 자체에서 답을 찾는 기업이 승자가 될 수 있음



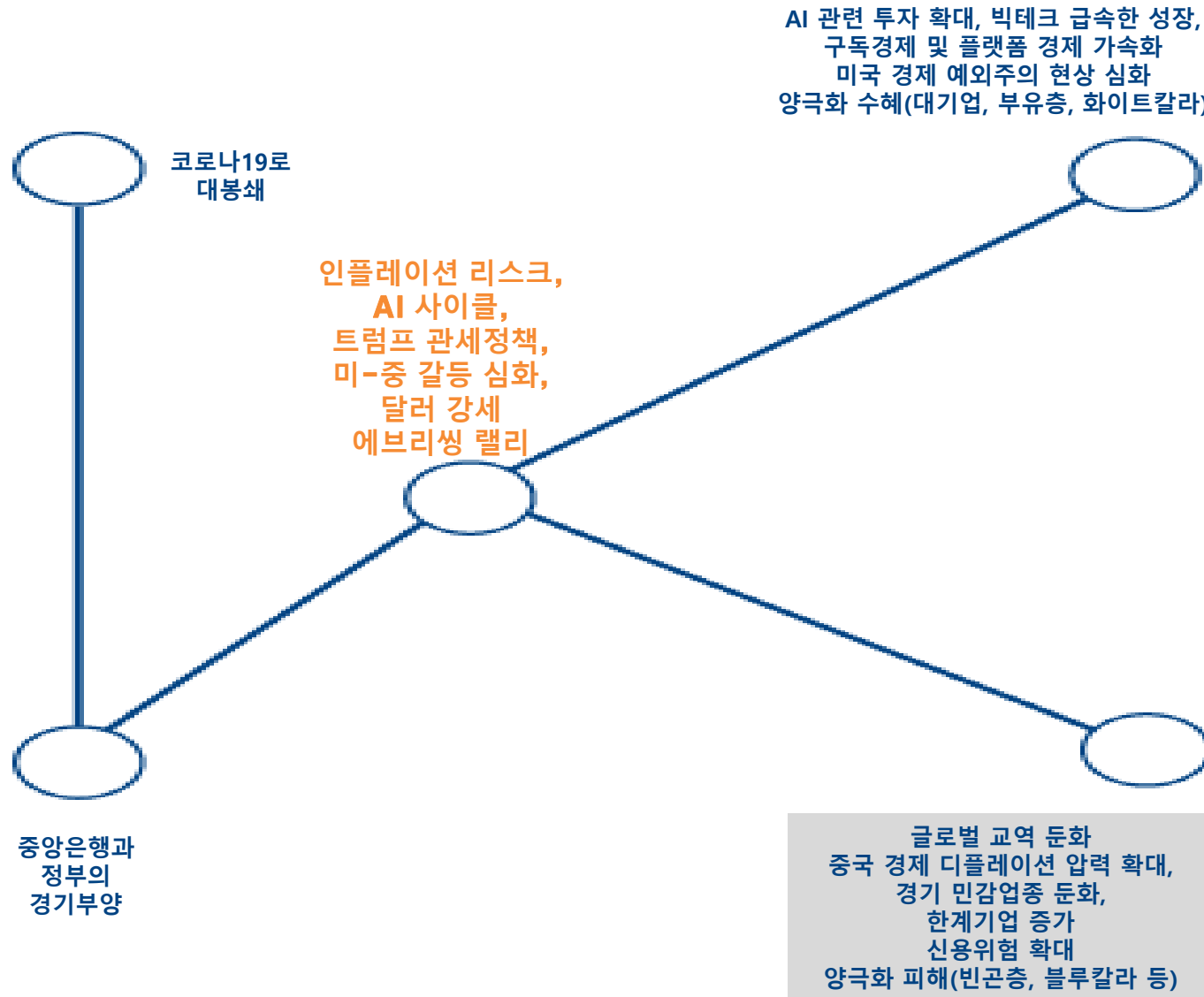
자료: AI Times, 매일일보, iM증권 리서치본부



[경제/외환]

2026년 경제 전망: 3가지 축 (미-중 패권, AI 생태계 및 자산시장)

심화되는 글로벌 K(양극화) 경기 사이클



26년 글로벌 경제는 K(양극화) 사이클 영향 등으로 소 걸음 경기 사이클 지속

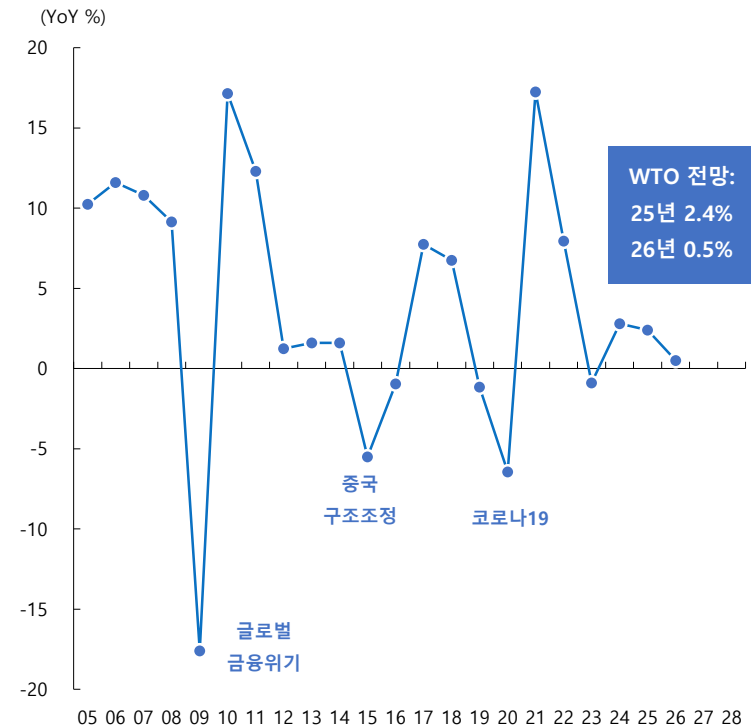
- 미-중간 패권 전쟁 지속에 따른 글로벌 교역 사이클의 더딘 회복, 중국 저성장 및 다양한 양극화(국가, 업종 및 소득별 양극화) 등으로 26년 글로벌 성장률은 25년과 유사한 수준을 기록할 것으로 예상됨
- 단, AI 패권 격화 등으로 미국과 중국 모두 독자적 AI 공급망(=생태계) 구축을 위한 중복 투자 현상 심화는 AI 투자 사이클의 지속 가능성을 높일 것임

<표> 26년 주요국 성장률 전망치는 25년과 큰 차이가 없음

(YoY %)	IMF			OECD	
	24년	25년	26년	25년	26년
전세계	3.3	3.2	3.1	3.2	2.9
미국	2.8	2.0	2.1	2.0	1.7
유로	0.9	1.2	1.1	1.3	1.2
- 독일	-0.5	0.2	0.9	0.3	1.0
일본	0.1	1.1	0.6	1.3	0.9
이머징	4.3	4.2	4.0	-	-
중국	5.0	4.8	4.2	5.0	4.4

자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 26년 글로벌 교역 증가율도 관세 여파 등으로 답보 상태 전망 (WTO 전망치 기준)

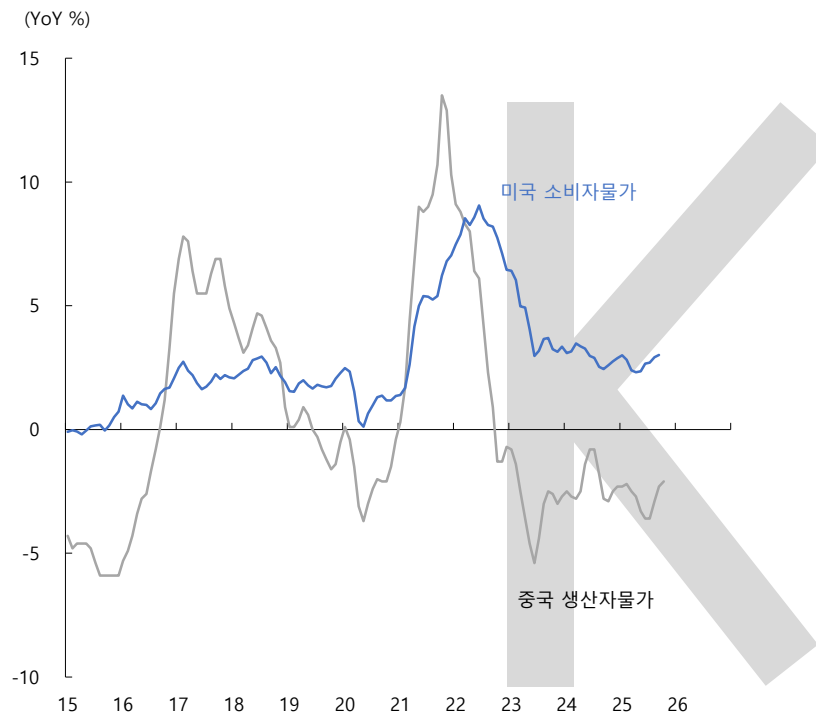


자료 : WTO, CEIC, iM증권 리서치본부

인플레이션과 디플레이션의 공존 시대

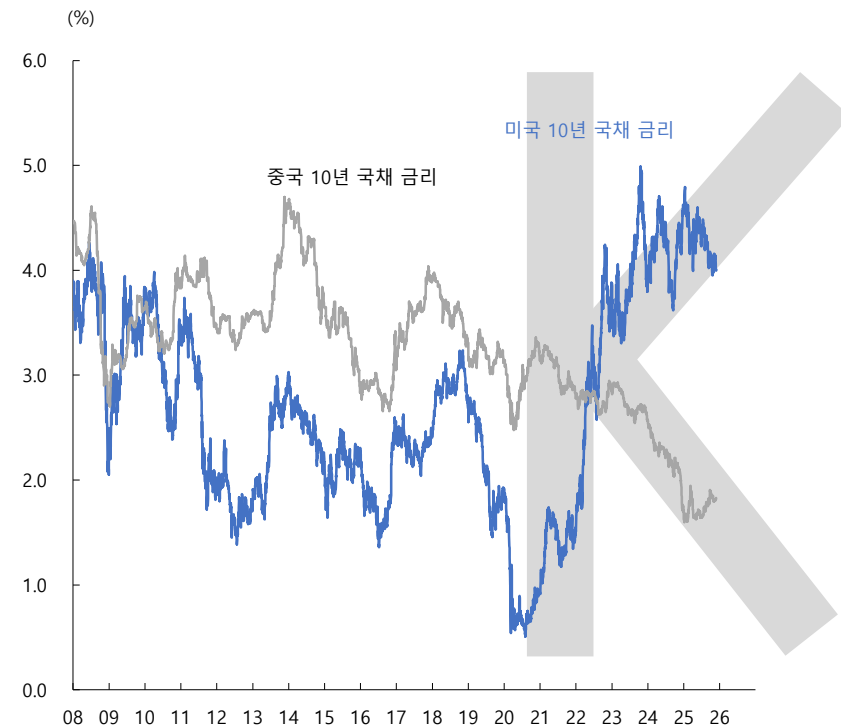
- 글로벌 공급망 약화 혹은 단절 등으로 주요국내 인플레이션과 디플레이션 리스크가 공존하는 시대에 진입

<그림> 미국 소비자물가와 중국 생산자물가



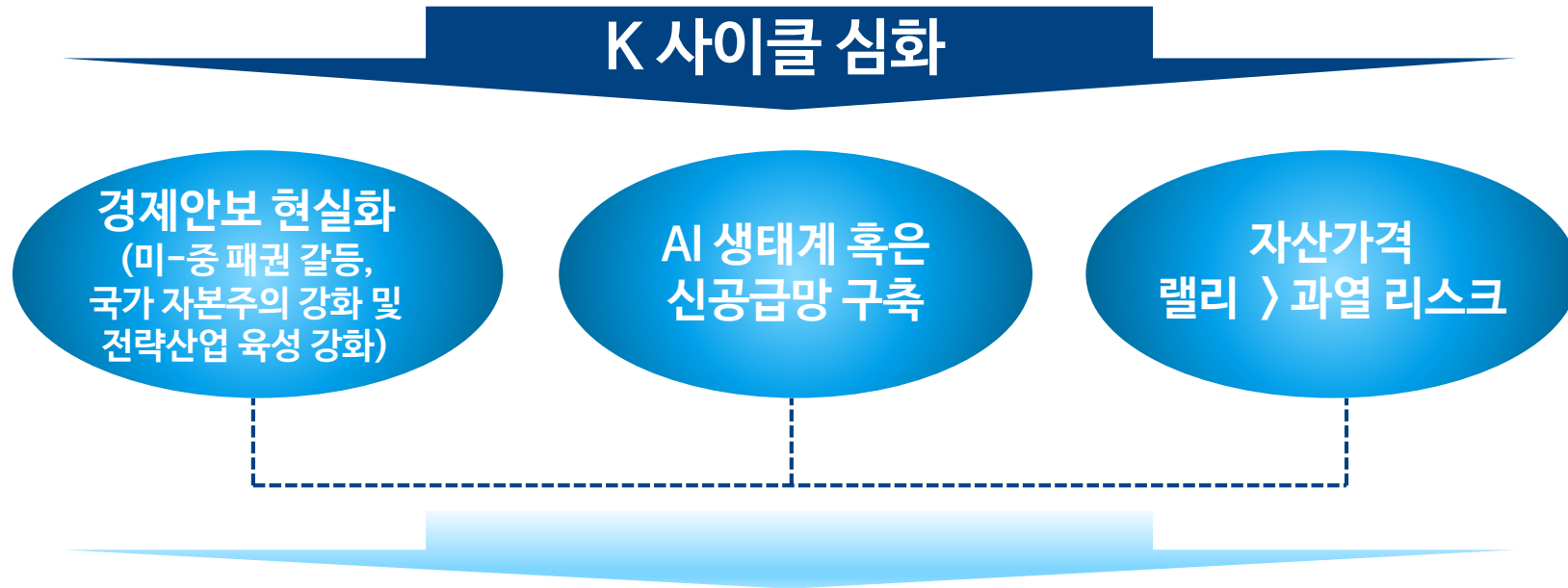
자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 미국과 중국의 국채 금리 양극화



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

26년 글로벌 경제의 3가지 축



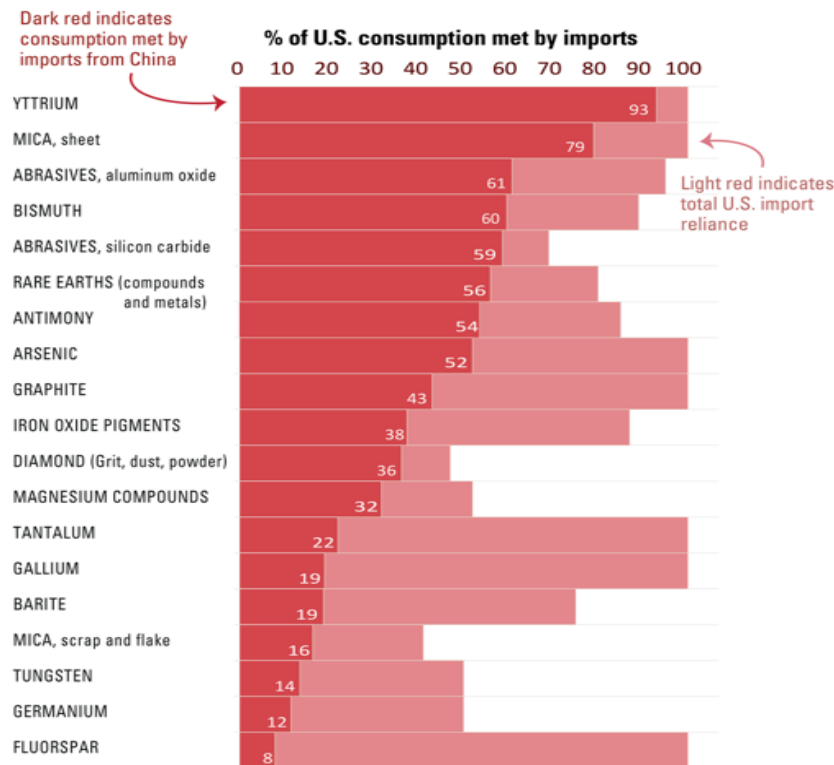
26년 글로벌 경제와 금융시장 특징

- 1) 글로벌 K 사이클 및 저성장 지속(=소 걸음 경기 사이클)
- 2) 미국 경제와 금융시장 주도 경기 사이클 지속(=미국 예외주의 현상 심화)
- 3) 경제 패러다임, 플랫폼 경제 및 구독 경제 전환 가속화
- 4) 미-중 패권 경쟁: AI 패권 경쟁과 더불어 안보 갈등이 반도체 슈퍼 사이클 촉발
- 5) 미국 주도의 AI 생태계 구축 강화: 미-중간 공급망 갈등 격화 속 일부 낙수 효과 기대
- 6) 양극화 현상 심화(산업, 소득, 지역별 양극화 현상 심화) : 일부 업종 신용 우려 부각
- 7) 관세발 치킨 게임 격화
- 8) 통화 및 재정 정책 기조 전환: 하반기 완화적 기조 종료 내지 긴축기조 가시화
- 9) 변형된 국가 자본주의 혹은 자국 우선주의 경제정책 불확실성 심화

미-중간 안보 갈등의 낙수효과는 경제안보 혹은 전략산업 육성

- 미-중간 무역갈등의 핵심 이슈로 부상한 중국의 희토류 수출 규제 역시 AI 패권 및 안보 갈등의 한 단면을 보여주는 사례인 동시에 미국 등 주요 선진국 모두 안보 관련 투자 확대 필요성을 시사함
- JP모건은 희토류 등 전략 산업에 대한 대규모 투자를 예고함. 방위산업과 에너지, 제조업 등 미국 경제 성장의 핵심 산업을 집중 지원한다는 계획이며 이를 위해 10년간 총 1조5,000억 달러를 투자할 예정임

<그림> 희토류의 대중국 의존도가 높은 미국



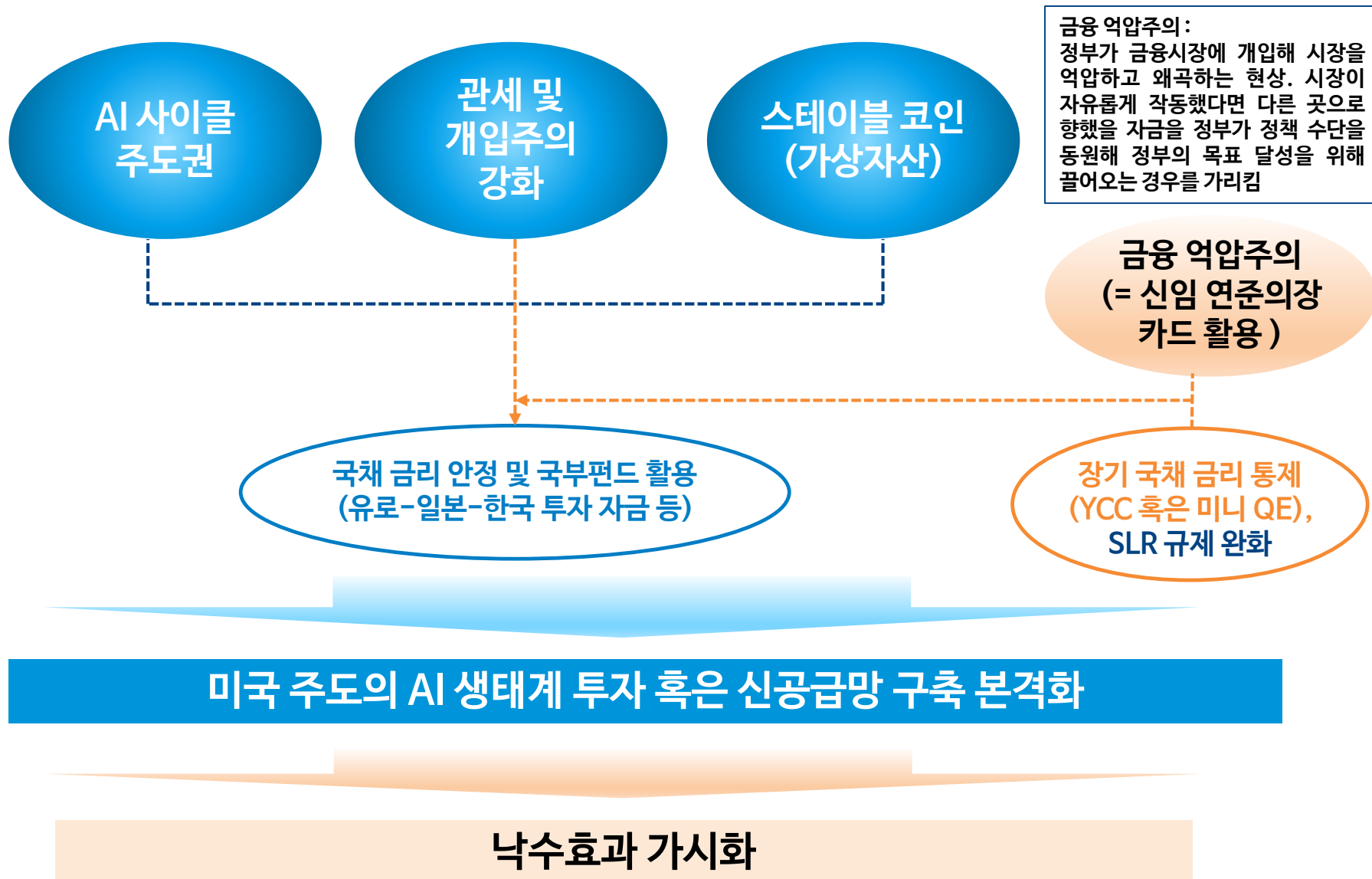
자료 : USGS, iM증권 리서치본부

<표> JP 모건이 전략적 투자를 할 것이라고 밝힌 분야

투자 분야	내용
핵심 광물 및 제조업	희토류, 반도체 원자재, 배터리 소재 등 공급망 강화
방위산업 및 항공우주	군수산업, 미사일, 인공위성 기술
에너지	신재생 + 핵심 전력 인프라 투자
첨단 기술	AI, 양자 컴퓨팅, 반도체, 로봇틱스 등 미래산업

자료 : 각종 기사, iM증권 리서치본부

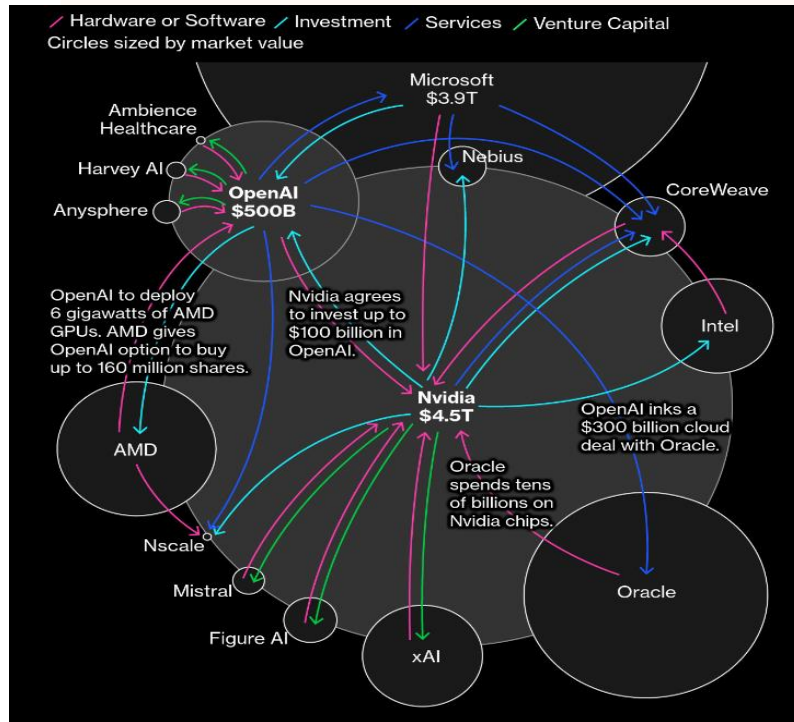
2기 트럼프노믹스의 3가지 축과 금융 억압주의 강화



26년 미국과 중국은 자국 중심의 AI 생태계 구축을 위한 투자 확대

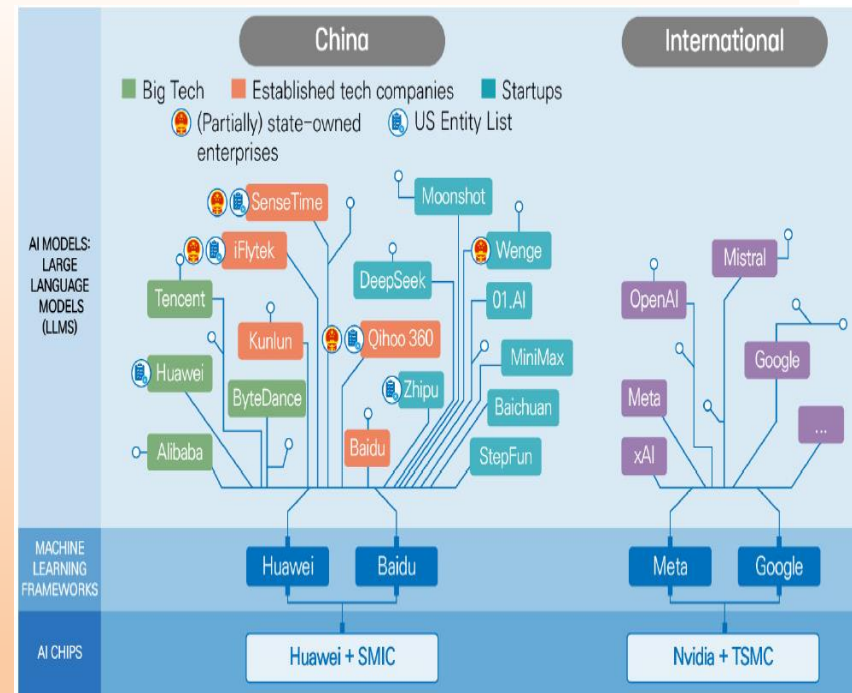
- 26년 미국 주도의 AI 생태계 구축 속도가 한층 빨라질 전망이다. 엔비디아 및 오픈AI 중심으로 한 생성형 AI 서비스, 반도체 제조업체 그리고 AI 관련 인프라 기업들의 유기적 협력 체제(=AI 생태계) 구축 강화와 동반 성장 분위기로 가시화될 것임

<그림> AI 업체간 순환출자에 대한 우려감이 있지만 한편으로 미국 기업간 AI 공급망 체계가 강화되는 시그널임



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 미국과 중국 AI 생태계 비교



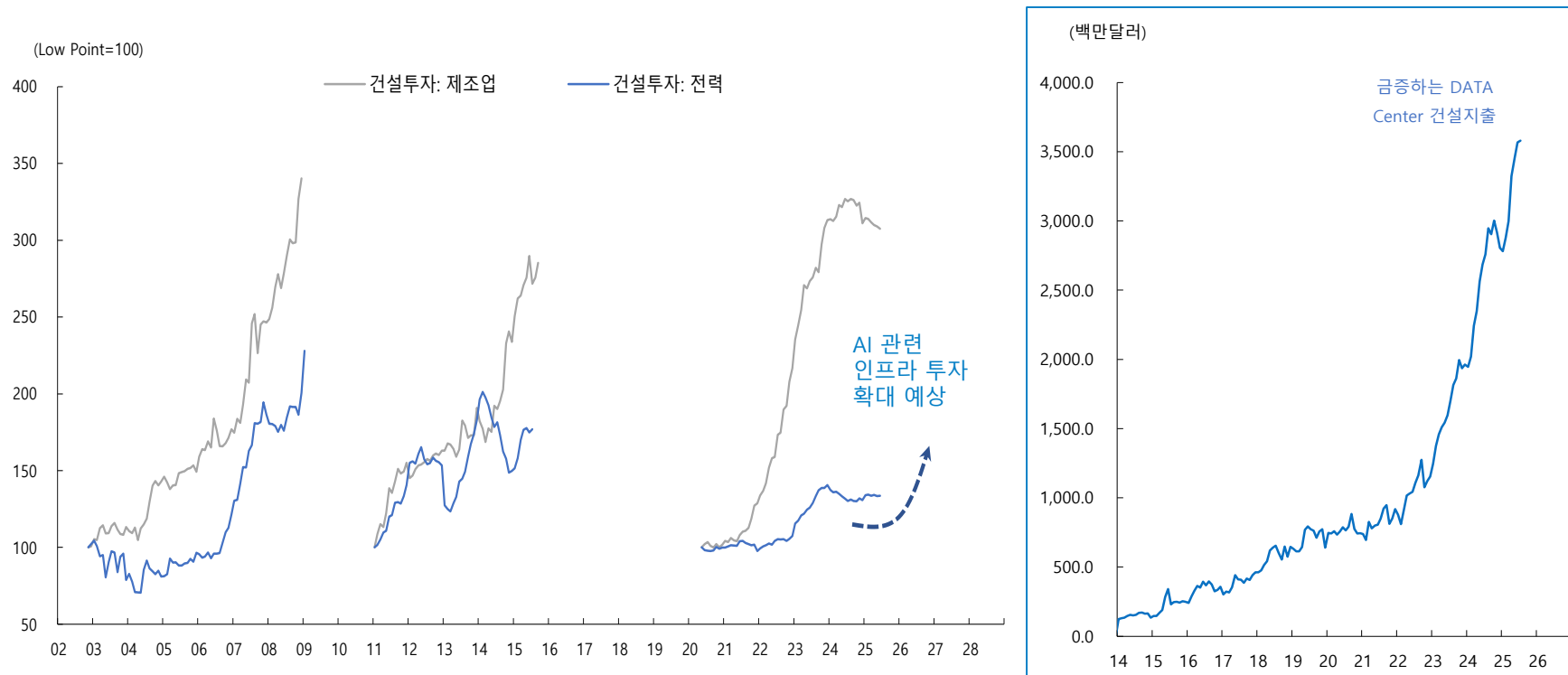
자료 : 국회 미래 연구원

AI 투자 호황 사이클 지속과 반도체 중심의 낙수효과 확대

제조업 건설투자 빅사이클 이후 인프라 관련 건설투자 빅사이클이 가시화될 가능성은 잠재해 있음

- 브룩필드 자산운용이 세계 시가총액 1위 기업 엔비디아, 쿠웨이트투자청(KIA)과 협력해 1천억 달러(약 146조원) 규모의 인공지능(AI) 인프라 프로그램을 조성한다고 밝히는 등 AI관련 인프라 확대 움직임이 가시화되고 있음

<그림> 제조업 건설투자 빅 사이클에 이은 전력 등 인프라 투자 사이클 기대

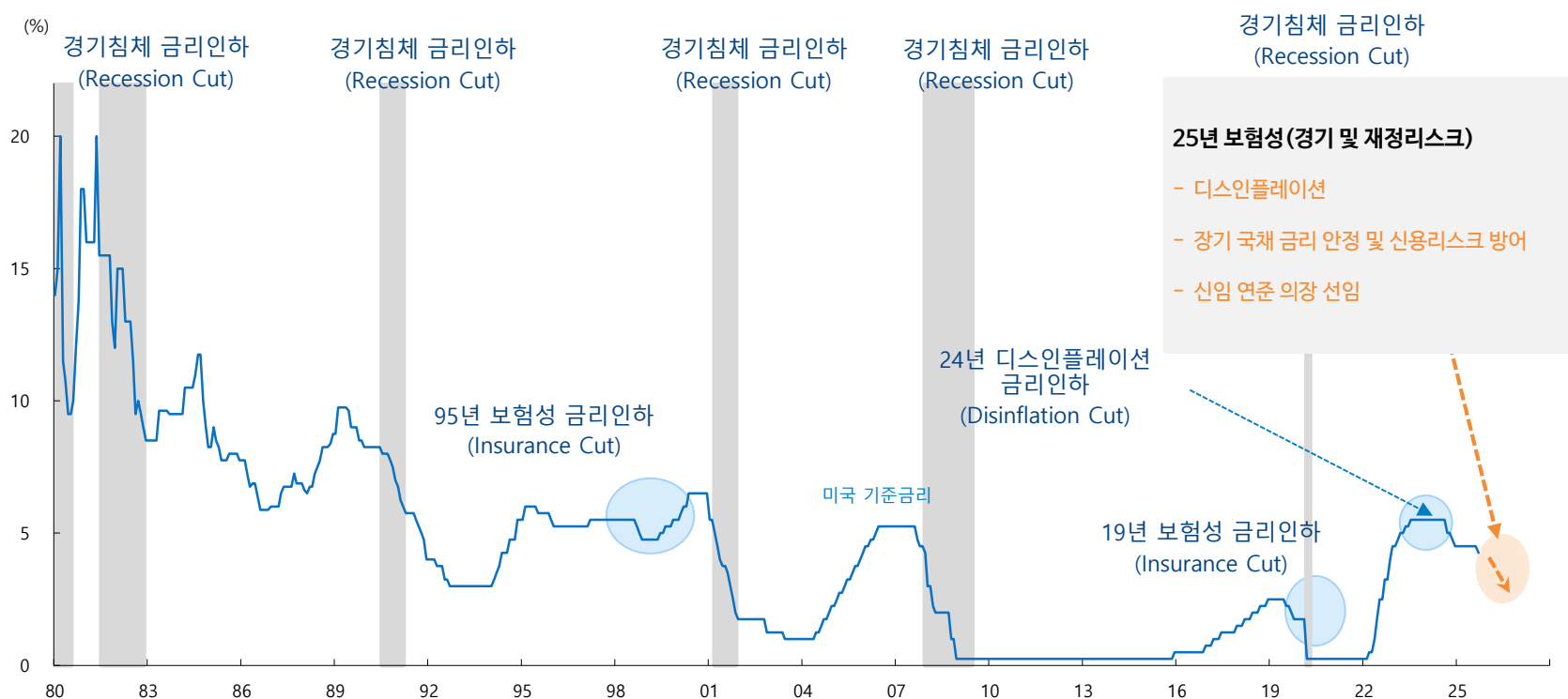


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

26년 상반기 미 연준 주도의 유동성 랠리 효과도 예상

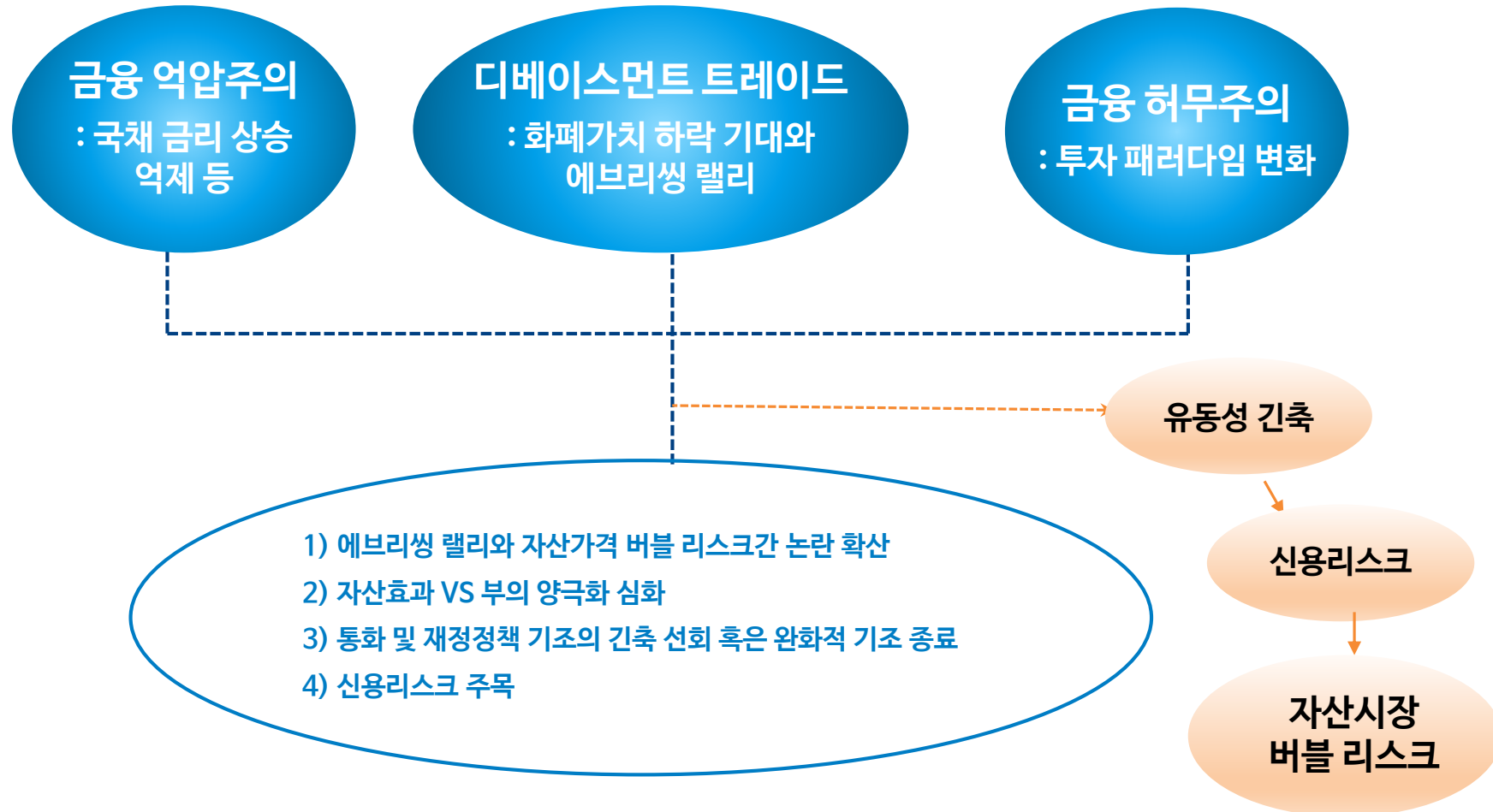
- 미 연준은 26년 상반기 추가 금리인하에 나설 공산이 높음: 디스인플레이션, 국채 금리 안정 유도 및 신임 연준의장 선임 효과 등으로 26년 상반기 미국발 유동성 효과를 기대

<그림> 미 연준의 이번 금리인하 배경에는 복합적 요인들이 작용할 것임



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

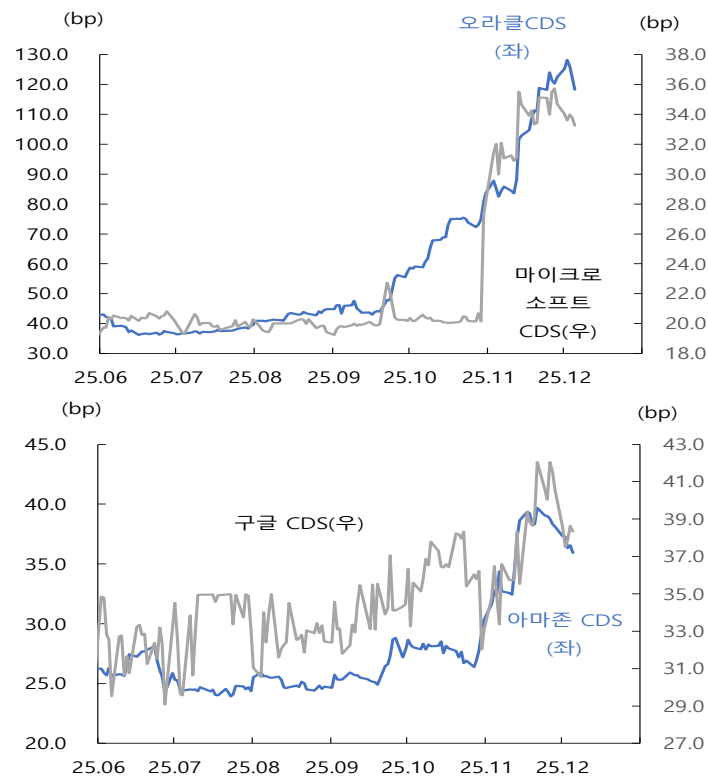
자산가격 랠리와 과열 사이



- 1) 디베이스먼트 트레이드(Debasement trade)는 화폐 가치 하락에 대비한 투자 전략을 의미함. 최근 미국, 프랑스, 일본 등 주요 경제권의 정치 및 재정적 불확실성으로 자국 통화에 하방 압력을 가하고 투자자를 불안하게 만들면서 일부 투자자가 보유하던 미 달러, 유로, 엔을 줄였으며 비트코인 및 금에 투자에 나서는 현상임
- 2) 금융 허무주의(Financial Nihilism)는 최근 금융시장과 투자자 사이에서 언급되는 개념으로, 전통적인 금융 원칙이나 가치가 무의미해졌다고 느끼는 태도나 현상을 가리킴. 시장의 기본 논리나 규율은 더 이상 작동하지 않는다는 냉소적이고 허무적인 관점임

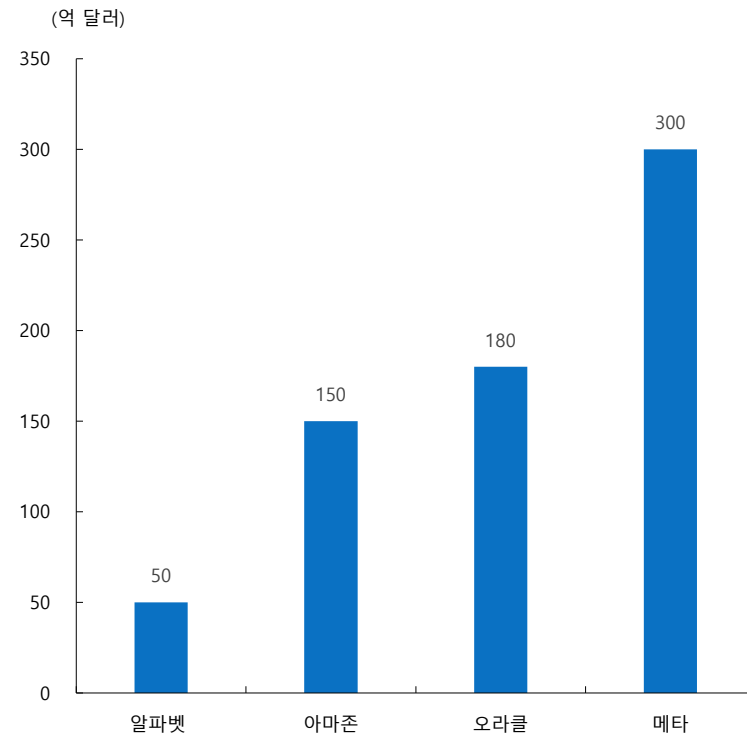
빅 테크 부채 리스크 관련 우려가 커지고 있지만 당장 우려할 리스크는 아님

<그림> 오라클 등 주요 빅테크 CDS 추이



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 빅테크, 회사채 발행 급증



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

신용 스프레드 역시 큰 변화가 없음 : No Hire, No Fire

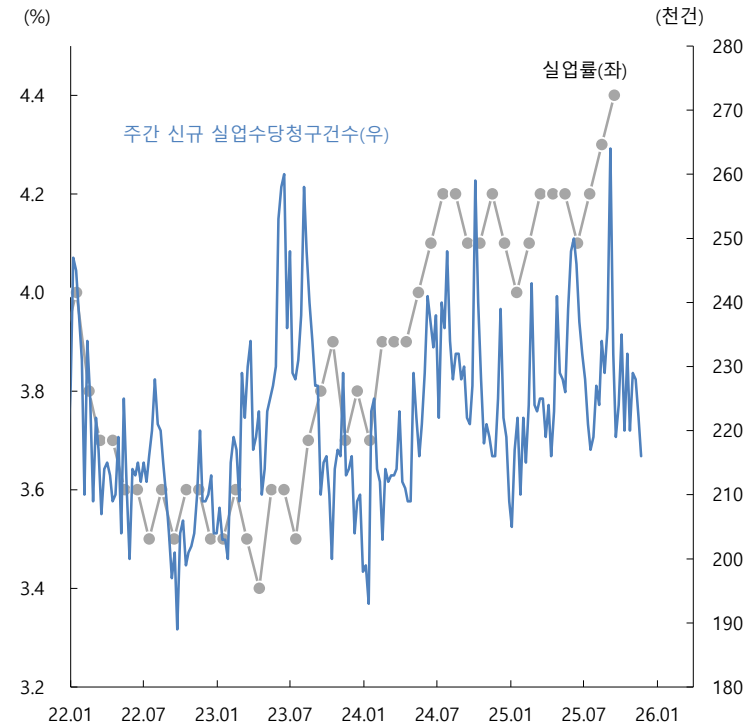
- 유동성 흐름 및 자금시장 경색 여부를 결정하는 신용 스프레드 역시 지역은행의 부실 리스크 부각에도 안정세가 유지되고 있음
- 신용 스프레드 상승의 시그널일 수 있는 고용지표 역시 큰 변화를 보이지 않고 있음도 긍정적임

<그림> 고용과 신용스프레드는 높은 상관관계를 보이고 있음



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 신규 고용은 약해졌지만 실업수당청구건수는 20만 초반으로 양호

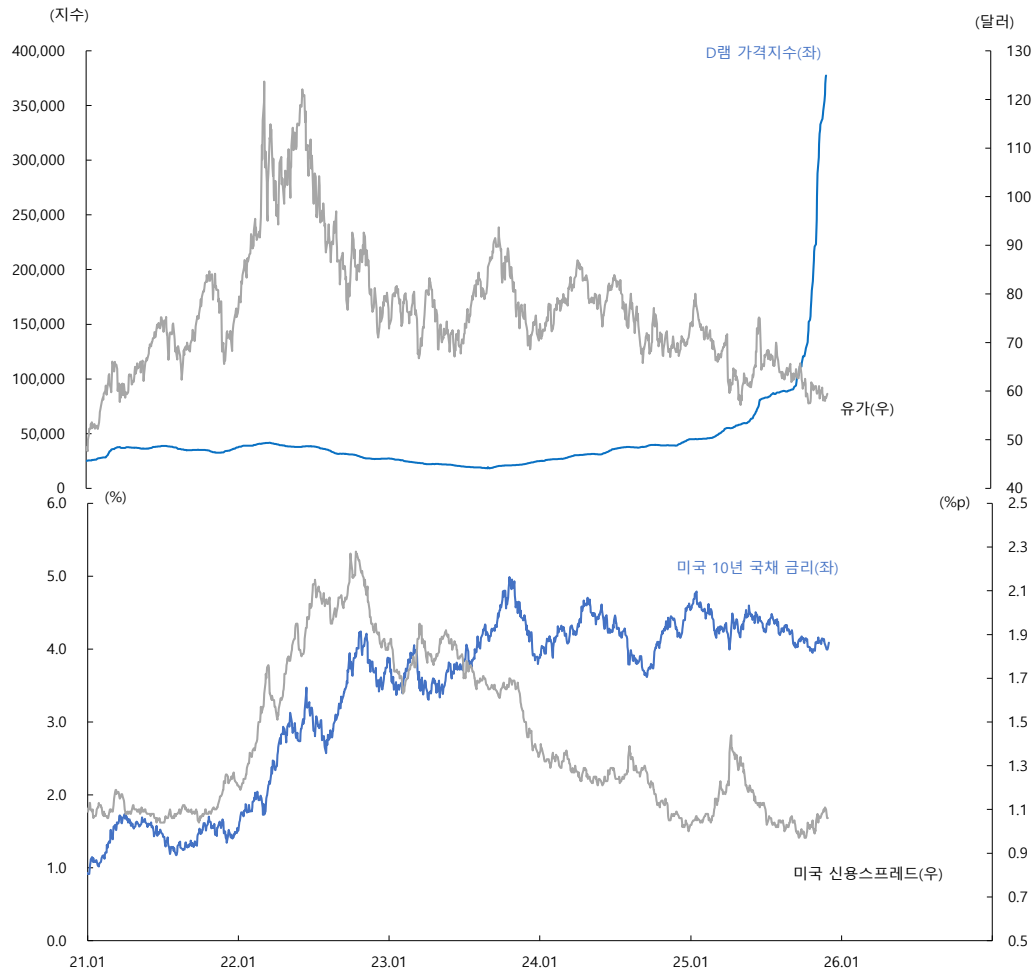


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

26년 글로벌 경제 모멘텀: 3저 효과(저금리, 저신용 리스크(=유동성), 저유가) + AI(반도체)

- 저금리와 제한적 달러 약세 환경 속에서 저유가 현상 그리고 낮은 신용 리스크에 따른 유동성 효과와 더불어 AI 투자 사이클과 이에 따른 낙수효과 확대는 미국 경제는 물론 글로벌 경기 사이클을 지지해 줄 것임

<그림> 26년 글로벌 경제 성장 및 안정 요인은 3저 효과(저금리, 저신용 리스크(=유동성), 저유가) + AI(반도체)

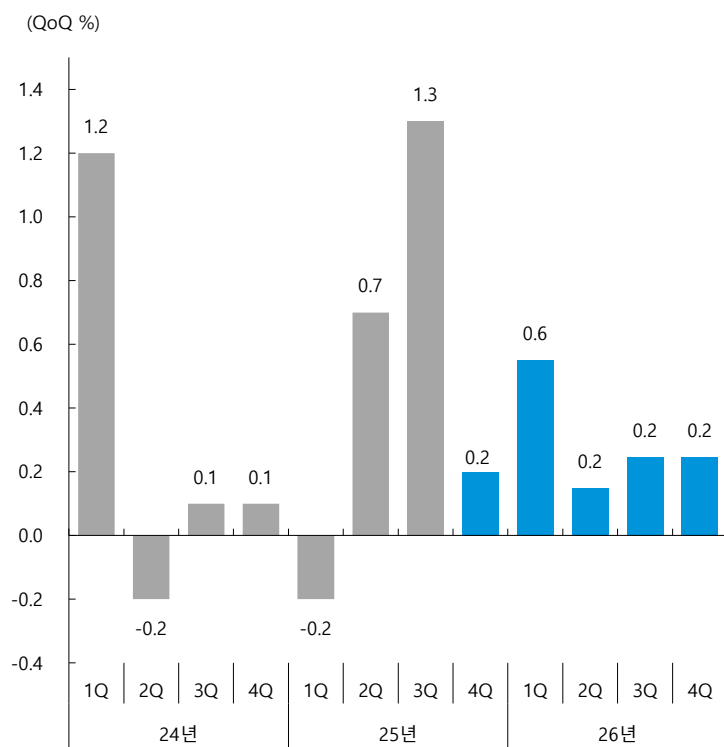


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

26년 한국 경제, 거북이 걸음에서 소 걸음 경기로 전환

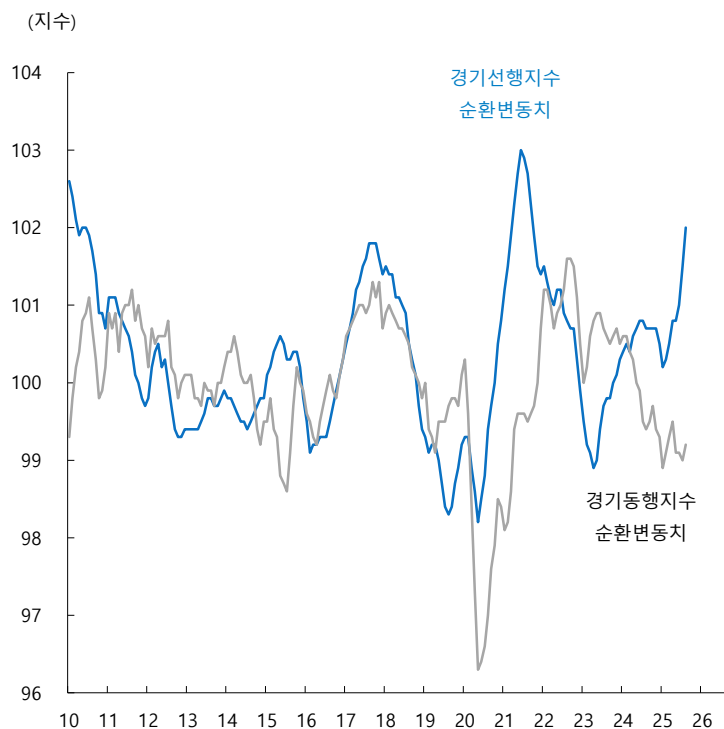
- 국내 경기 사이클은 저점을 통과한 이후 26년에는 완만한 회복 국면에 진입
- 내수와 수출경기간 차별화 그리고 업종별 차별화 현상으로 26년에도 강한 성장 탄력을 기대하기 어려워
- 26년 국내 GDP성장률은 1.8% 수준으로 25년 성장률 1% 내외보다 개선될 것으로 전망

<그림> 26년 iM증권 국내 GDP성장률 전망치



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 가파른 상승세를 보이고 있는 국내 경기선행지수 순환변동치는 국내 경기가 반전 모멘텀을 찾았음을 시사

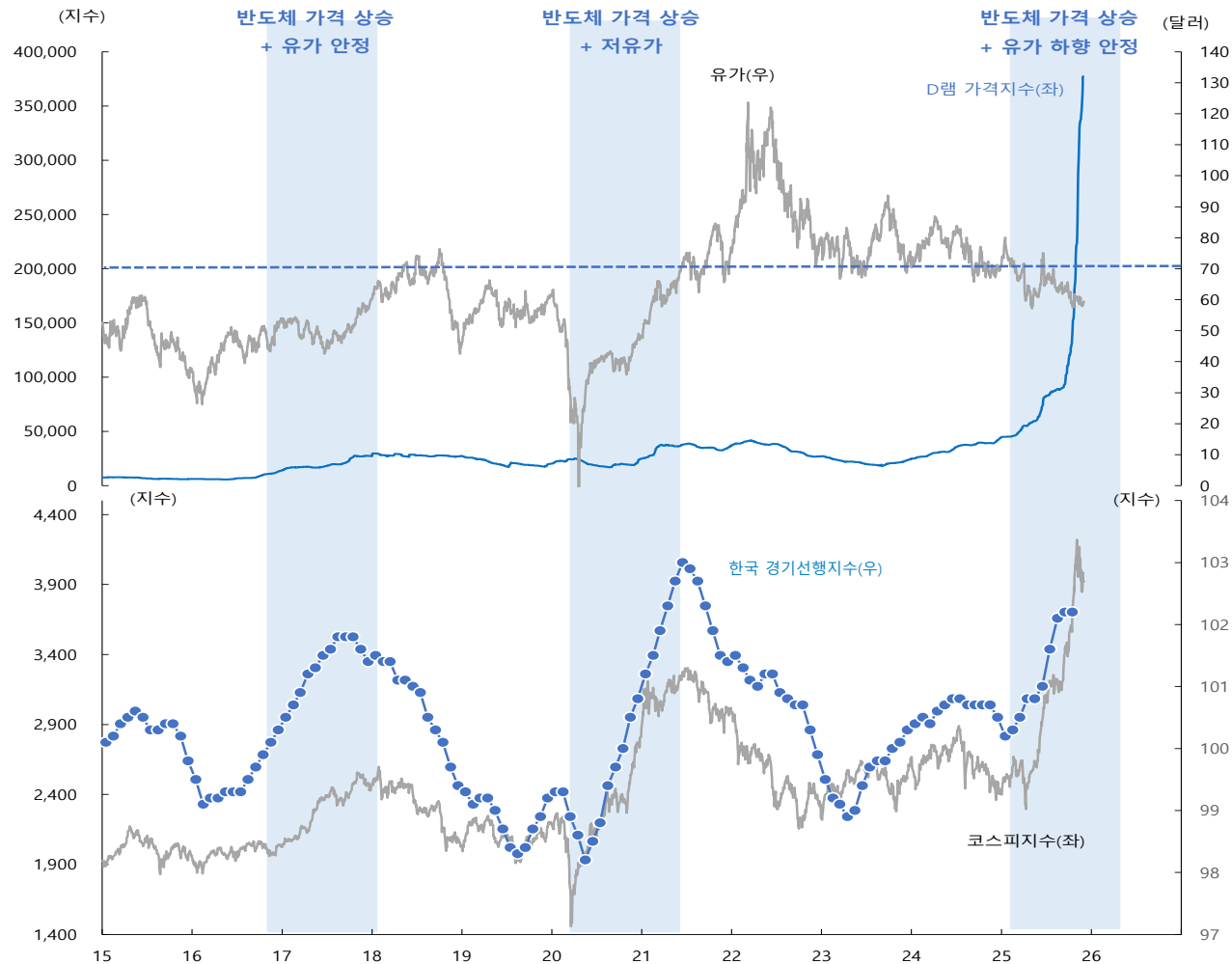


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

저유가와 반도체 가격 상승은 국내 경기사이클 입장에서 최상의 조합

- 저유가와 반도체 사이클 장기화가 동시에 진행될 경우 26년 국내 성장률 상향 압력으로 작용할 수 있음

<그림> 저유가와 강한 반도체 가격 상승 흐름이 26년 국내 경기사이클에 우호적으로 작용할 것임

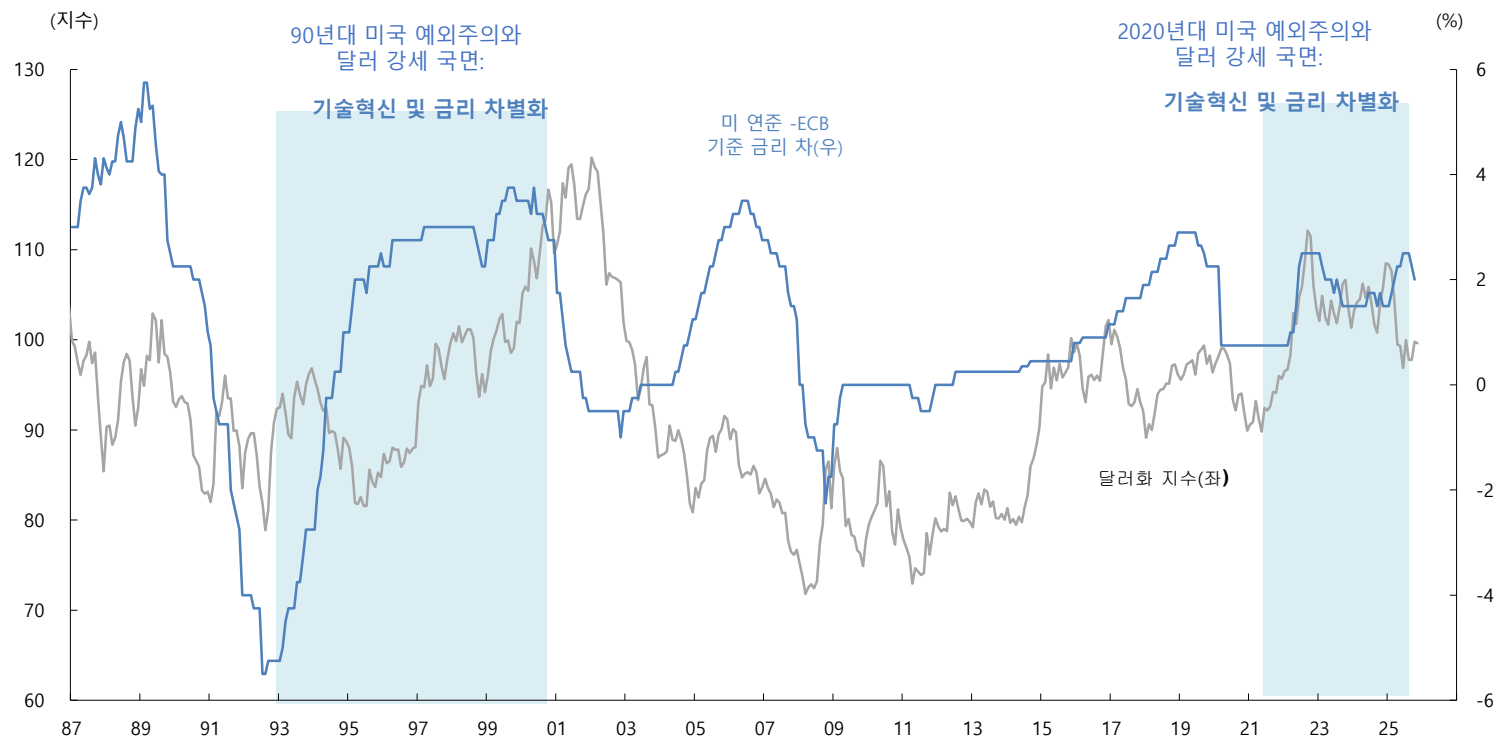


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

달러화 강세가 당분간 뉴노멀

- 미국의 자국우선주의 및 디지털 경제와 AI 주도권 강화에 따른 미국 예외주의의 현상 강화 그리고 중국의 디플레이션 리스크 등이 달러화의 추세적 강세를 촉발시키고 있음

<그림> 미 연준과 ECB 간 금리 스프레드와 달러화 추이

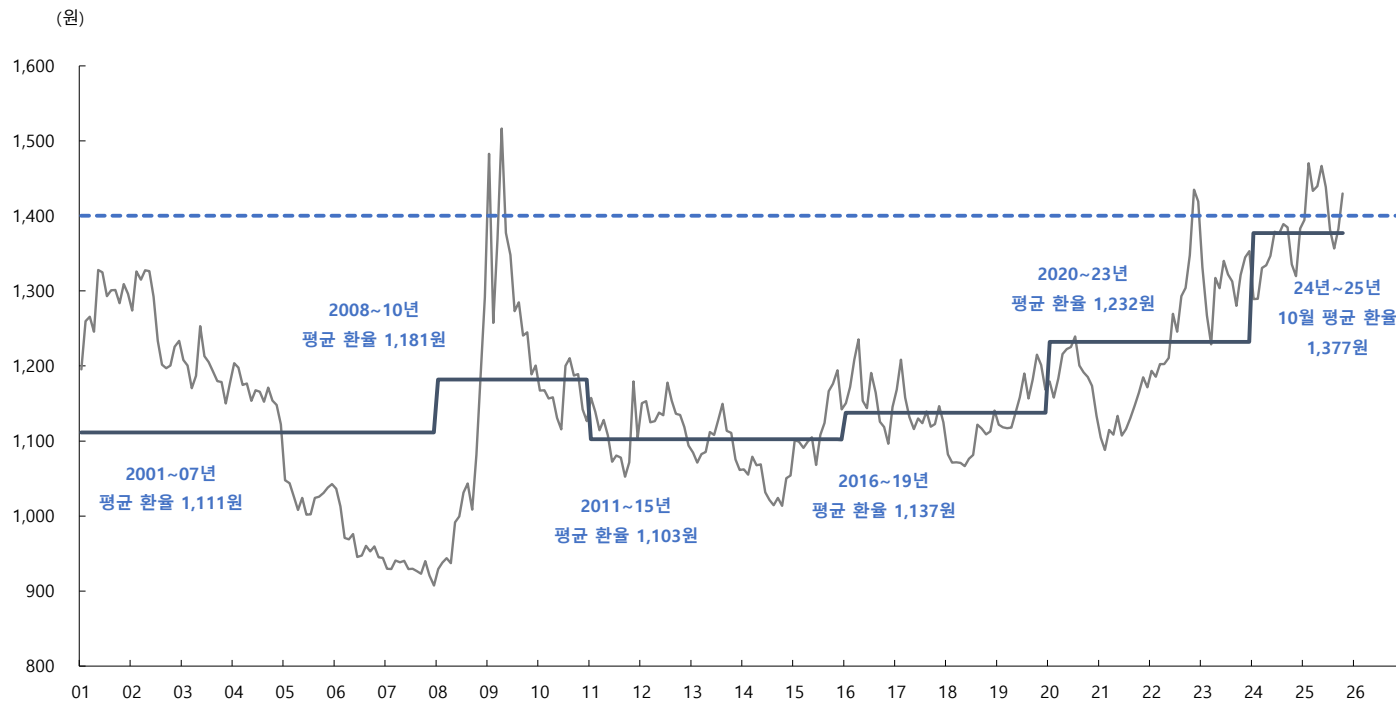


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

원화는 중장기 관점에서 약세 국면에 진입. 26년 달러-원 환율은 상반기 제한적 하락 예상

- 달러의 강세 압력은 높아지고 원화를 비롯한 주요국 통화는 약세 기조를 보일 수 없는 경제 및 금리 구조임. 즉, 과거처럼 각종 신용 혹은 부채 위기로 인한 달러 초강세와 이에 따른 원화 약세가 아닌 달러화 강세와 원화 약세가 소위 '뉴노멀'이 된 것임
- 26년 달러-원 환율 전망: 상반기 달러 약세 영향으로 제한적 하락 이후 하반기 완만한 상승 예상
- 26년 달러-원 환율 밴드: 1,350~1,490원

<그림> 트럼프 1기 당시 미-중 갈등 본격화 이후 달러-원 환율은 추세적으로 상승 기조를 보이고 있음

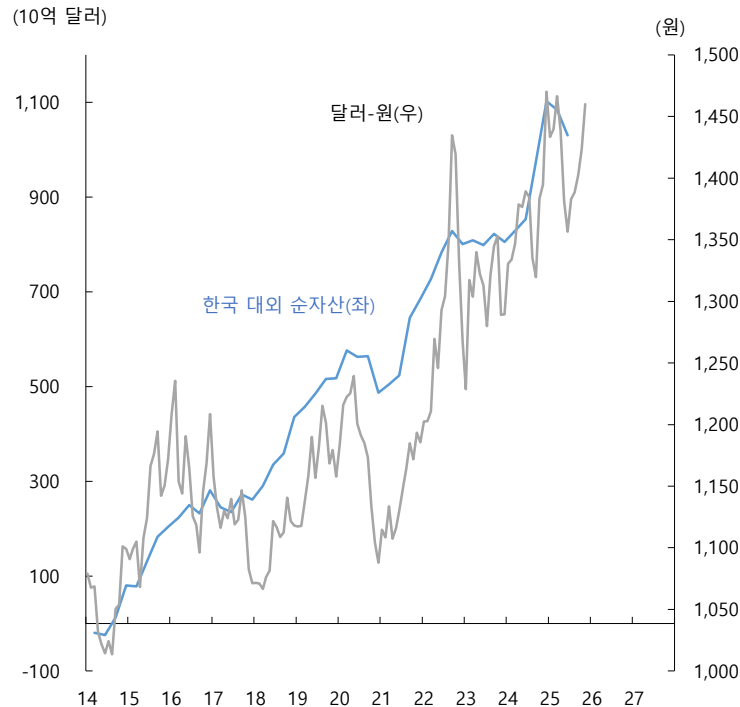


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

원화 약세라는 뉴노멀을 부추기는 또다른 요인은 국내 자금의 해외투자 확대

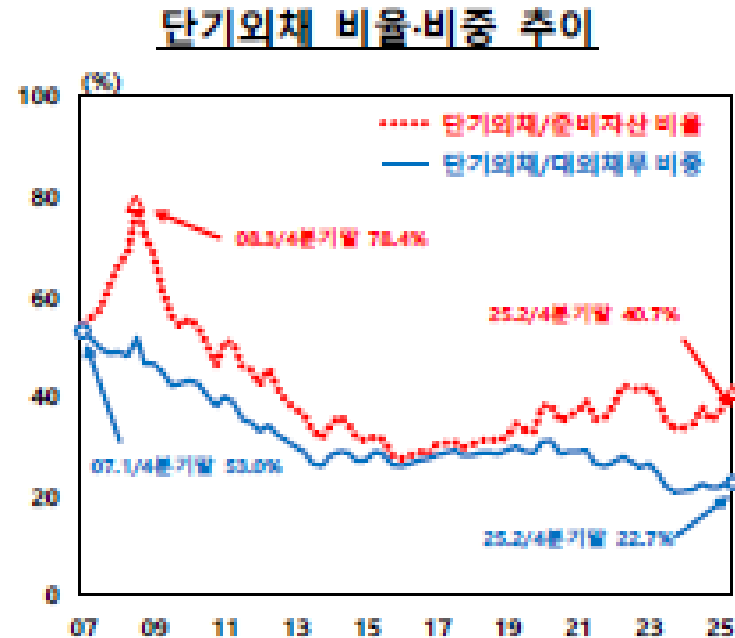
- 연기금은 물론 국내 개인투자자들이 팬데믹 이후 해외투자를 급격히 확대한 것도 과거와 달리 수급측면에서 구조적 원화 약세를 유발시키고 있음. 이는 한국만의 현상이 아님. 일본 역시 팬데믹 이후 또 다시 해외투자가 급증, 즉 대외순자산 규모가 급증하고 있는 추세임. 앞서 지적한 미국 경제 예외주의 현상이 글로벌 자금의 블랙홀 역할을 하면서 자금을 흡수한 영향임
- 물론 국내 자금의 해외투자 확대가 환율측면에서 부정적 영향을 미치고 있지만 한국이 보유한 해외순자산이 급증하고 있다는 점을 고려하면 외화자금측면에서 건전성은 강화되고 있다고 해석됨. 더욱이 단기외채 상환부담이 크지 않다는 점도 이전과 다르게 환율 상승을 우려의 시각으로 바라볼 필요가 없는 이유임

<그림> 한국의 대외 순자산과 달러-원 환율



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 국내 단기 외채 비중



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부



[채권전략]

달려라 금리, RUN

: 누가 금리를 움직이는가

통화정책 시나리오: ②금리인하 지속, 잠재성장률, 중립금리 → 26년 2.25%

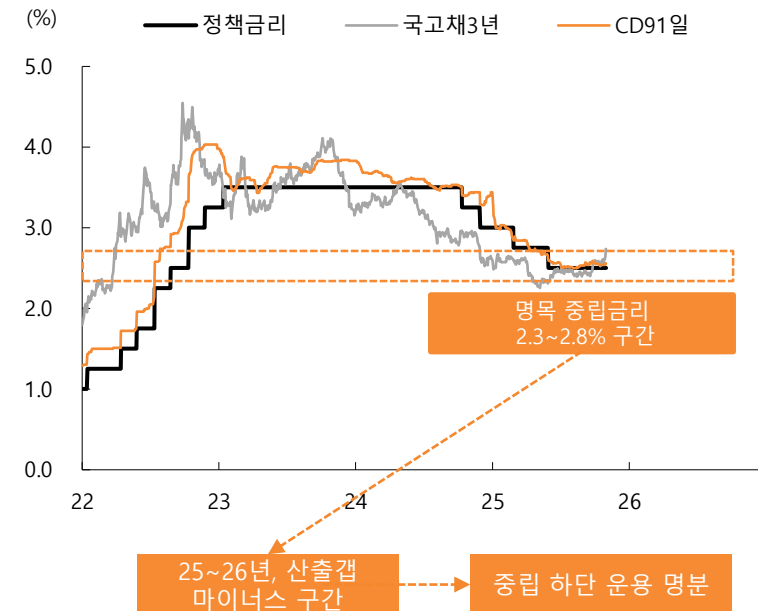
- 한국의 실질 중립금리(r^*)추정 범위, 한은 최신 추정에 근거(24.11)하면 -0.2%~+1.3% 범위를 제시. 중기 기대물가 2% 적용시 명목 중립금리의 보수적 하단은 1.8%, 상단은 3.3%, 최근 한은 판단까지 고려하면 2.3~2.8%로 추정(베이스라인 약 2.5%). 현재 기준금리 2.50%는 명목 중립금리 근처에 위치. 이는 “경기 방어 vs. 인플레이/금융안정 제약”을 데이터로 토론가능한 구간임을 의미
- 단 현재는 “성장<잠재(산출갭 마이너스)” 구간임. 기준금리가 중립을 약간 상회만 해도 실물 회복에 제동이 될 수 있음 → 중립금리 하단(2.3%)대 근접 운용이 합리적일 수 있는 국면. 리스크 요인은 재정확대, 공급충격, 원화약세, 금융안정. 해당 요인이 커지면 기대물가가 2%를 상회. 명목 중립상단(2.8%)까지 밀릴 수 있음. 반대로 성장둔화, 디스인플레이가 심화되면 하단(2.3%)으로 내려갈 여지
- 경기, 물가, 금융안정 등을 종합적으로 고려할 때 25년 11월 금통위 금리 동결 시, 26년 통화정책은 1차례 인하 이후 종료될 가능성 높은 편 → 26년 최종 기준금리는 2.25% 전망

<그림> 한국은행 추정 실질 중립금리: -0.2%~1.3% 범위를 제시

Exploring the Natural Interest Rate in Korea: A Multi-Model Approach

To explore the historical and recent developments of the natural interest rate (NIR) in Korea, this paper estimates the long-run NIR using four different models, including semi-structural and time-series models, taking into account Korea's characteristics as a small open economy. Prior to the COVID-19 outbreak, the NIR followed a declining trend, ranging from 1.4 - 3.1% in the first quarter of 2000, to -1.1 - 0.5% in the first quarter of 2020. However, in the post-pandemic period, this downward trend appears to have paused and reversed, with the most recent estimate for the first quarter of 2024 ranging between -0.2 - 1.3%. Given the limited post-pandemic data, however, the upward shift should be reassessed as more data becomes available. Next, NIR estimates vary significantly across different methodologies, with the latest range between the highest and lowest estimates being approximately 1 - 2%p. Additionally, these estimates exhibit significant uncertainty, with large statistical confidence bands surrounding each estimate. Given the inherent uncertainty in the estimates, caution is advised against relying solely on the NIR to assess the monetary policy stance. Lastly, results show that a considerable proportion of the fluctuations in the NIR in Korea can be attributed to the influence of external factors. During the period of low U.S. Fed policy rates after the Global Financial Crisis, the model with external variables estimated the NIR to be on average 0.4%p lower than the model without them. Conversely, during the post-pandemic period of higher policy rates, the NIR estimate from the external model was, on average, 0.3%p higher.

<그림> 한국 기준금리 및 단기금리 추이



발행시장: ①조달의 늪, 지방채 발행 증가(5년)

- 지방자치단체의 지방채 발행 요건을 완화하는 '지방재정법' 개정안이 통과되며, 내년 6/3 지방선거를 앞두고 지자체들의 지방채 발행 확대 예상. 법안 개정으로 지자체는 재해복구나 SOC 투자사업 이외에도 민생 소비쿠폰, 현금지원금 등에도 지방채를 활용 가능. 지방재정 운용의 탄력성은 커졌으나, 재정건전성 보다 단기 경기 부양 등에 초점을 맞춘 정책 시행이 가능해짐. 참고로 제주도는 내년 지방채 발행규모를 올해보다 85% 늘린 4,820억원으로 편성
- 23-25년 지방채 연평균 4.5조원 발행. 평균 발행만기는 5년. 지방채 발행요건 완화로 내년 지방채 발행 평년 대비 3~5조원 증액 가능성 높음

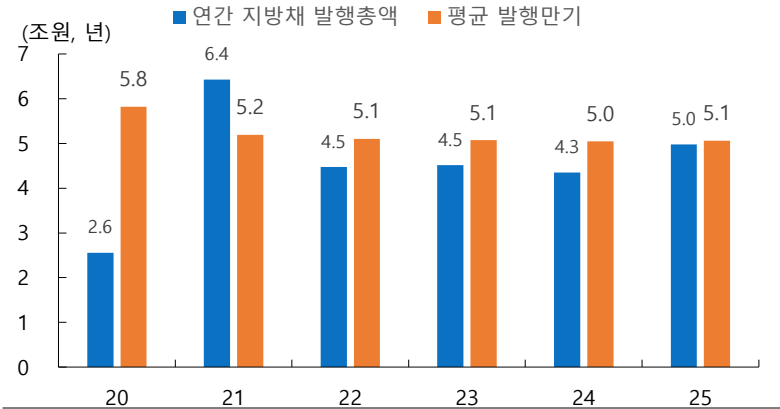
<그림> 예측 못한 긴급 재정수요에 지방채 발행 가능, [지방재정법] 국회 통과

참고 「지방재정법」 개정 신·구 조문 대비표

현 행	개 정 안
제11조(지방채의 발행) ① 지방자치단체의 장은 다음 각 호를 위한 자금 조달에 필요할 때에는 지방채를 발행할 수 있다. 다만, 제5호 및 제6호는 교육감이 발행하는 경우에 한한다.	제11조(지방채의 발행) ① -----
1. 2. (생략)	1. 2. (현행과 같음)
3. 천재지변으로 발생한 예측할 수 없었던 세입결합의 보전	3. 천재지변이나 그 밖의 사전에 예측할 수 없었던 긴급한 재정수요에 필요한 경비의 충당
4. ~ 6. (생략)	4. ~ 6. (현행과 같음)
② ~ ⑤ (생략)	② ~ ⑤ (현행과 같음)

자료 : 행안부 10/26 보도자료, iM증권 리서치본부

<그림> 연간 지방채 발행총액 및 평균 만기: 5년 구간 위주



자료 : 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 24년 전국 지자체 재정자립도: 서울 제외 주요 지방 재정자립도 50% 미만 대부분

지자체명	자체수입	자치단체예산규모	재정자립도[최종]
	(A)	(B)	(A/B)*100
서울계	27,557,395	39,771,565	69.29
부산계	7,025,509	16,590,074	42.35
대구계	6,549,248	12,942,545	50.6
인천계	6,442,081	13,467,699	47.83
광주계	3,837,893	8,450,754	45.41
대전계	2,639,254	6,679,526	39.51
울산계	2,446,663	5,677,115	43.1
세종계	886,670	1,631,681	54.34
경기계	31,331,194	58,271,508	53.77
강원계	4,115,521	16,088,527	25.58
충북계	3,647,720	12,849,072	28.39
충남계	5,640,278	18,368,481	30.71
전북계	4,211,248	16,687,158	25.24
전남계	4,680,297	20,673,334	22.64
경북계	5,913,630	25,560,045	23.14
경남계	10,130,676	25,464,251	39.78
제주계	1,996,369	5,937,744	33.62

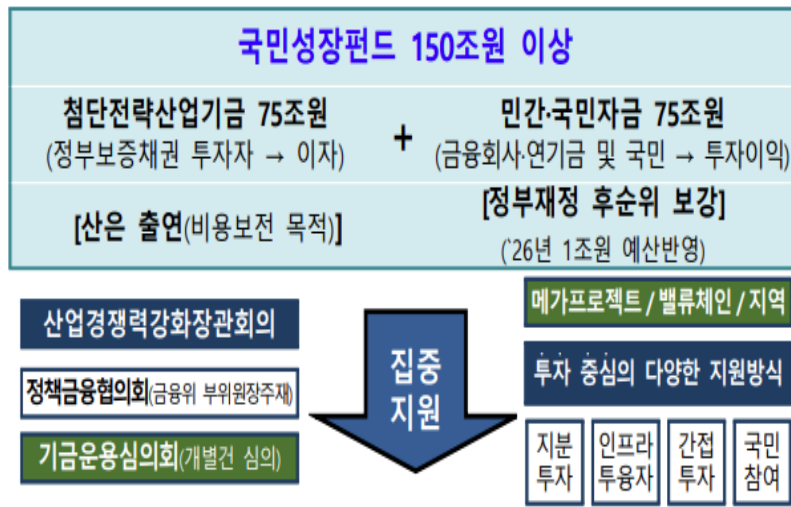
자료 : 행정안전부, iM증권 리서치본부

주: 재정자립도, 자치단체가 스스로 살림을 꾸릴 수 있는 능력
산정공식 : (자체수입÷자치단체 세입결산규모)×100(%)

발행시장: ②국민성장펀드, 첨단전략산업기금 정부보증채(3-5년)

- 26년 첨단전략산업기금채권에 대한 국가보증동의안에 근거하면, 26년 연간채권발행한도 15조원으로 책정. 상환만기는 기금 운용기간(첨단전략산업기금 설치를 반영한 산은법 개정안의 시행일로부터 20년)이내로 설정
- 참고로 24년부터 발행된 수출입은행의 공급망안정화기금채 발행은 한도 10조원 중 3.8조원 기발행. 평균 발행만기는 1.43조원
- 공급망기금채와 비교하면 첨단전략산업기금채권은 해당 첨단산업의 연도별 투자계획이 5년간 약 388조원 수준이며, 시장 본격 개화에 따른 AI투자 수요 감안시 발행한도 수준까지 조달 가능성 높은 편. 만기구조도 공급망기금채 대비 늘어날 것으로 추정(3~5년)

<그림> 국민성장펀드 150조원 내 첨단전략산업기금 75조원 투입 예정. 정부보증채 확대로 국채 공급 리스크 가중



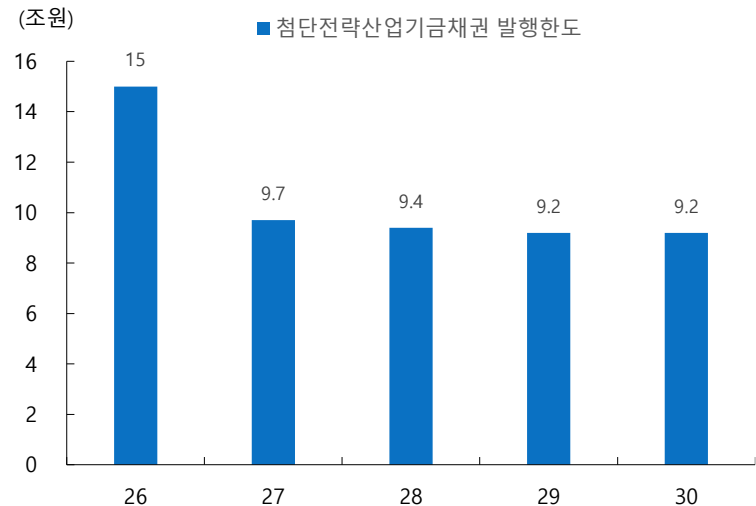
자료 : 기획재정부, iM증권 리서치본부

<그림> 수출입은행 공급망안정화기금채 만기분포: 발생한도 10조원 중 3.8조원 발행. 평균 발행만기 1.43년

종목명	만기일	금리	발행일	발행액(만)	만기(년)
공급망안정화기금2507나-할인-153	2025-12-11	2.45	2025-07-11	20,000,000	0.4192
공급망안정화기금2508다-할인-153	2026-01-19	2.48	2025-08-19	31,000,000	0.4192
공급망안정화기금2509가-할인-181	2026-03-11	2.46	2025-09-11	11,000,000	0.4959
공급망안정화기금2506가-할인-183	2025-12-12	2.41	2025-06-12	15,000,000	0.5014
공급망안정화기금2505가-할인-214	2025-12-22	2.47	2025-05-22	27,000,000	0.5863
공급망안정화기금2505나-할인-214	2025-12-30	2.45	2025-05-30	13,000,000	0.5863
공급망안정화기금2510다-할인-243	2026-06-24	2.49	2025-10-24	18,000,000	0.6658
공급망안정화기금2503가-할인-245	2025-11-10	2.74	2025-03-10	19,000,000	0.6712
공급망안정화기금2506나-할인-245	2026-02-24	2.38	2025-06-24	3,000,000	0.6712
공급망안정화기금2502가-할인-273	2025-11-10	2.71	2025-02-10	9,000,000	0.7479
공급망안정화기금2510가-할인-273	2026-07-01	2.47	2025-10-01	19,000,000	0.7479
공급망안정화기금(변)2509나-이표-1	2026-09-16	2.58	2025-09-16	19,000,000	1.0000
공급망안정화기금(변)2510나-이표-1	2026-10-15	2.58	2025-10-15	30,000,000	1.0000
공급망안정화기금2502나-할인-1	2026-02-12	2.64	2025-02-12	5,000,000	1.0000
공급망안정화기금2507가-이표-1.5	2027-01-08	2.45	2025-07-08	5,000,000	1.5041
공급망안정화기금2508가-이표-2	2027-08-04	2.48	2025-08-04	15,000,000	2.0000
공급망안정화기금2501가-이표-2.5	2027-07-03	2.78	2025-01-03	20,000,000	2.4959
공급망안정화기금2507다-이표-2.5	2028-01-22	2.5	2025-07-22	9,000,000	2.5041
공급망안정화기금2410가-이표-3	2027-10-04	2.961	2024-10-04	19,000,000	3.0000
공급망안정화기금2412가-이표-3	2027-12-06	2.82	2024-12-06	21,000,000	3.0000
공급망안정화기금2508나-이표-3	2028-08-04	2.53	2025-08-04	15,000,000	3.0027
공급망안정화기금2508라-이표-3	2028-08-27	2.52	2025-08-27	19,000,000	3.0027
공급망안정화기금2509다-이표-3	2028-09-24	2.57	2025-09-24	24,000,000	3.0027
총발행				386,000,000	1.4359

자료 : 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 첨단전략산업기금 채권발행 한도 규모 추산: 26년 15조원 한도



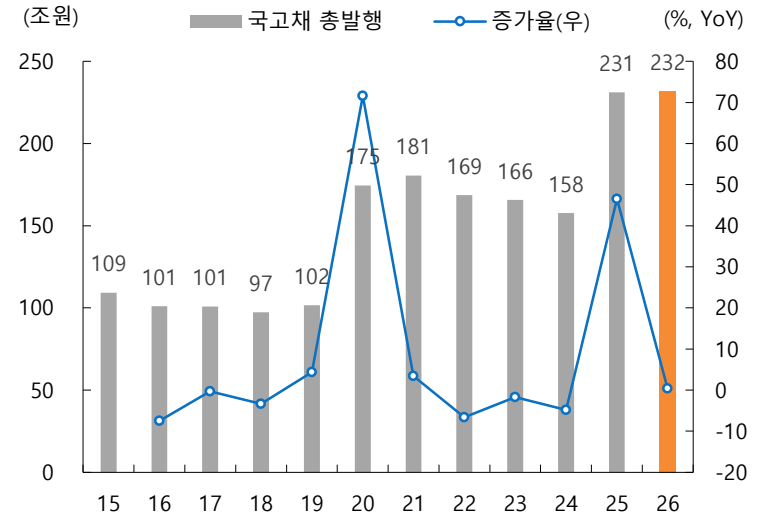
자료 : 정부, iM증권 리서치본부

주: 25.9월 제출된 26년 첨단전략산업기금채권에 대한 국가보증동의안 내 자료 참고

발행시장: ③국고채 신규만기 도입(1년)

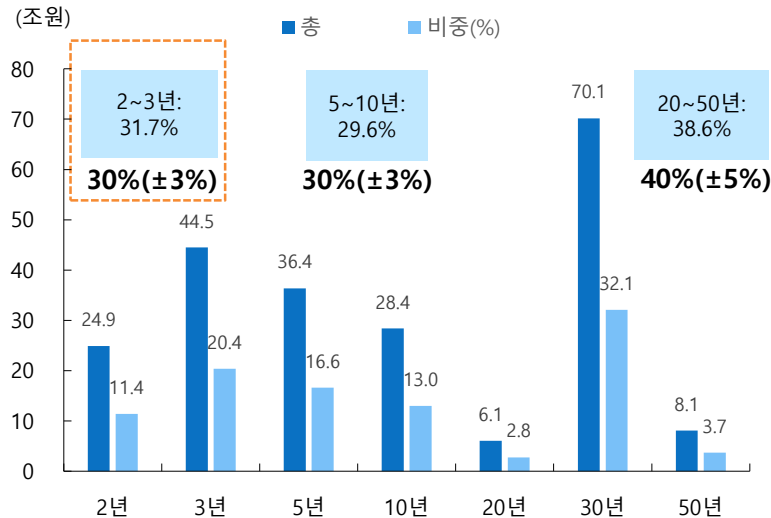
- 26년 국고채 발행 정부안 총발행 232조원(순증 115.7조원, 차환 116.2조원). 25년 본예산(197.6조원) 대비 34.4조원 증가. 추경반영 예산(231.1조원) 대비 9천억원 증가 → 발행부담 연장
- 26년 만기별 발행구조는 25년 대비 발행집중도가 초장기→단기로 이동할 가능성 존재. 최근 재정당국 등에서 단기국채 발행 비중 확대 필요성 거론. 수급 안정과 유동성 확보 차원에서 1년물 국고채 신설 또는 단기물(2~3년) 비중 확대를 검토할 가능성 커짐
- 목적은 조달비용 탄력 조절, 시장유동성 제고(단기국채는 은행, MMF(213조원, 연초대비 40조원 증가), 보험사 단기운용계정 등 단기 자금 수요층 매입 기반이 탄탄함에 영향). 그 외 M2 증가율 상승 등 유동성 회복 국면에서 단기물 공급 확대는 시장 유동성 흡수 및 조정 수단으로 기능할 수 있음

<그림> 연간 국고채 총발행 추이: 발행부담 연장



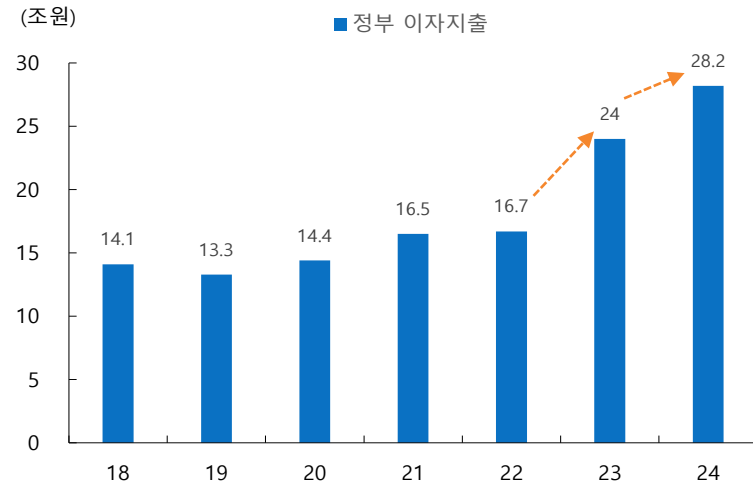
자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

<그림> 25년(1~11월) 국고채 발행내역: 2~3년 단기채, 기준치 상회



자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

<그림> 정부 재정 내 이자지출 추이: 26년 외평채 등을 포함한 국채 이자비용은 36.4조원으로 추산

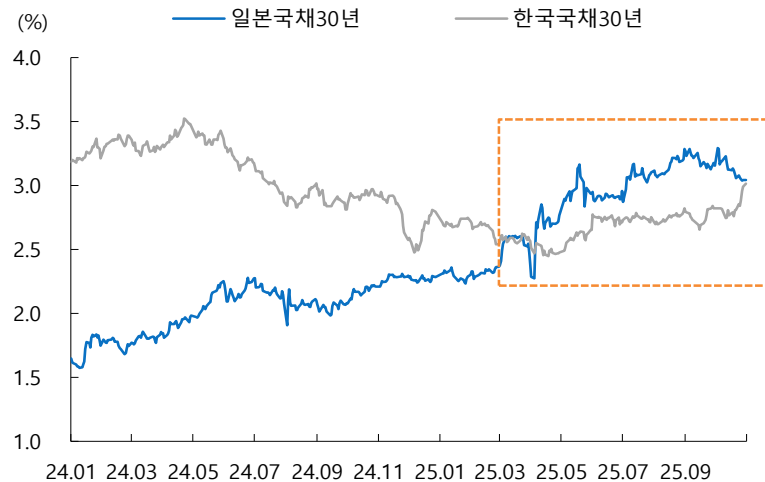


자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

수요: 고금리 일본국채와 경쟁 구도

- 일본 국채30년, 일본은행 매입 감소와 재정 악화 가능성 등이 반영되며 25년 중 3.29%까지 급등. 한국30년 국고채와 비교하면, 3월 이후 금리 한국>일본→한국<일본으로 전환
- 일본 국채의 고금리 매력 확대로 일본 주요 생보사(10개, 총자산규모 2조달러)들이 26회계연도 자산배분에서 해외채권 비중 축소 및 일본 자국 국채비중 확대 전략으로 전환 예상
- 일본 주요 생보사 뿐만 아니라 해외 주요 연기금들의 자산배분 내 아시아채권 투자 시 선진 아시아채권 포트폴리오 내 일본국채와 한국국채간 비중경쟁 심화될 것으로 보이며, 한국국채 비중 축소가 현실화될 경우 수급상 위험요인

<그림> 한국, 일본 국채 30년 비교: 일본은행 매입 감소와 재정 악화 가능성으로 일본 초장기 국채금리 상승



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 싱가포르 국부펀드 포트폴리오: 전체 잔고는 8,000억달러 내외로 추산. 운용자산 내 채권 26%, 아시아 비중 28%

Asset Mix	31 March 2025 (%)	31 March 2024 (%)
Equities	51	46
Fixed Income	26	32
Real Assets	23	22
Total	100	100

Geographic Mix	31 March 2024 (%)
Americas	44
Europe, Middle East, and Africa	20
Asia Pacific	28
Global ⁸	8

자료 : GIC, iM증권 리서치본부

<그림> 일본 주요 생보사, 내년 회계연도부터 일본 국채금리 상승으로 엔 채권 비중 확대 전략으로 전환 계획

Japan's major life insurers shift to higher-yield bonds amid rising JGB yields

By Jake Nathaniel Dellosa | 31 Oct 2025

Related News

- Japan: Global investment firm acquires Japanese insurance distributor
- Hong Kong insurance regulator champions balanced regulation and development
- Australian insurance industry and regulators discuss ways to drive regulatory efficiency
- India: Insurance group unveils a new brand identity
- South Korea: Non-life insurer to acquire US-based insurer

Major life insurers in Japan are reported to be set to swap low-yield domestic bonds for higher-return issues in the second half of the fiscal year ending March 2026.

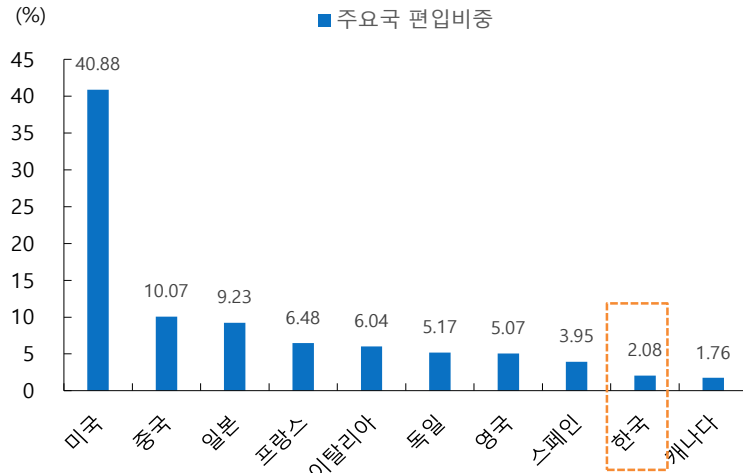
A recent Reuters report said ten unnamed domestic life insurers, collectively managing close to JPY 300tn (\$2tn) as of March, indicated in interviews that larger players are shifting their yen bond strategies towards rebalancing, anticipating a reduction in total holdings.

자료 : 로이터 기사 참고, iM증권 리서치본부

수요: WGBI, 수혜와 리스크 모두 고려할 시기

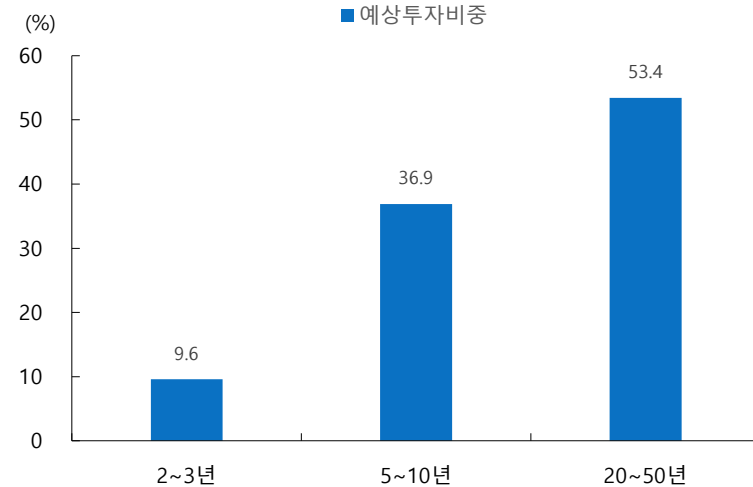
- 한국 국채시장, 26년 4~11월 기간동안 8회(매월 동일 비중)로 단계적 편입이 진행. 한국의 예상 비중은 25.10월 발표에서 2.08%(일본제외 시 2.29%)로 제시
- WGBI 추종자금은 2.5~3.0조 달러로 추정(기재부 25.10월 보도자료 근거), 한국 유입 규모는 520억~624억달러(74~90조원)를 전망. 25년 11월 기준 외국인 원화채권 보유금액은 312조원. WGBI 유입 규모는 현재 잔액의 26%를 차지
- 리스크 및 영향: 1)8개월 분할 매입 구간 중 데이터 서프라이즈, 글로벌 금리 급등 발생 시 외국인 포지션이 일시 조정될 수 있음 2)26년 채권시장 발행압력이 지수 수요로 일부 상쇄될 수 있음(특히 장기물), 3)환 변동성 확대 시 매입 지연 또는 강도 조정될 수 있음

<그림> WGBI 한국 편입 비중: 25.10월 발표에서 2.08%(일본제외 시 2.29%)로 제시. 유입 규모는 520억~624억달러(74~90조원)



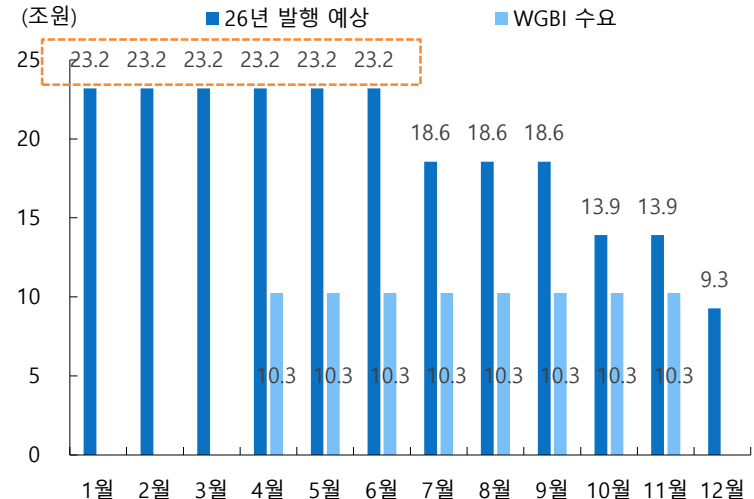
자료 : FRSE Russell, iM증권 리서치본부

<그림>WGBI 편입 시 국고채 만기별 예상투자비중: 5년 이상 만기에 90% 이상이 집중



자료 : 한국은행, iM증권 리서치본부

<그림> 25년 상반기 국고채 발행 53%, 하반기 47% → 26년은 상반기 60% 이상 배분 예상

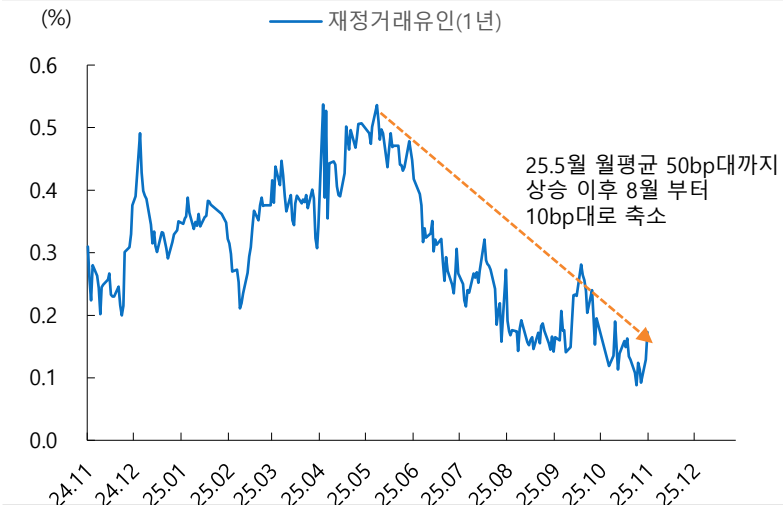


자료 : iM증권 리서치본부

수요: 재정거래유인 감소와 외국인 이탈

- 25년 중 한국 국고채 시장에서의 외국인 재정거래 유인은 25.5월 월평균 50bp대까지 상승했으나 이후 상승폭이 급격히 축소되며 8월 부터는 10bp대로 축소 → 통안채 등 단기물 채권의 유출 압력으로 작용
- 외국인의 1년 이하 국고채권 누적순매수(25.1~11월)는 4.2조원 순매도로 집계되었으며, 통안증권 보유잔고도 6월말 17.5조원에서 11월 현재 14조원으로 감소
- 재정거래유인 축소 이외에 경기회복 조짐, 부동산 대책의 주택가격 안정 효과에 대한 신중론, 원화 약세 등으로 금리인하 지연 전망이 강화된 점도 외국인의 1년 이하 단기채 매도에 일부 영향
- 26년에도 '재정거래 메리트 감소+통화정책 기대감 감소' 현상이 지속될 경우 외국인의 단기물 기피 현상 연장될 수 있음에 유의

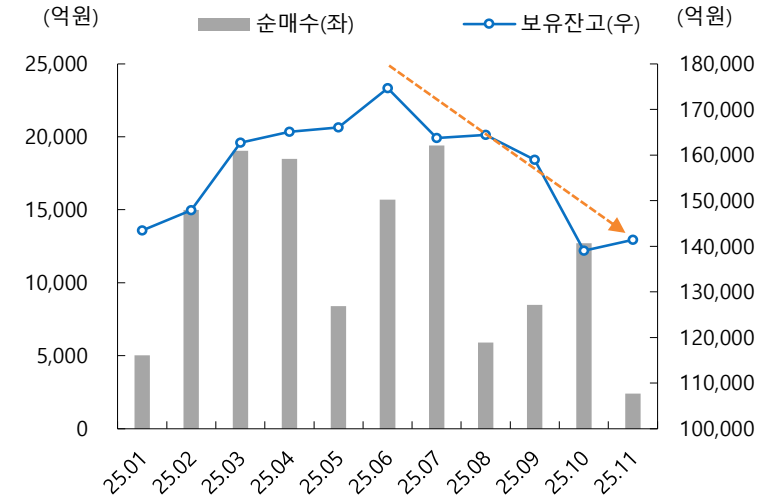
<그림> 25년 중 재정거래유인: 25.5월 월평균 50bp대까지 상승 이후 8월 부터 10bp대로 축소



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

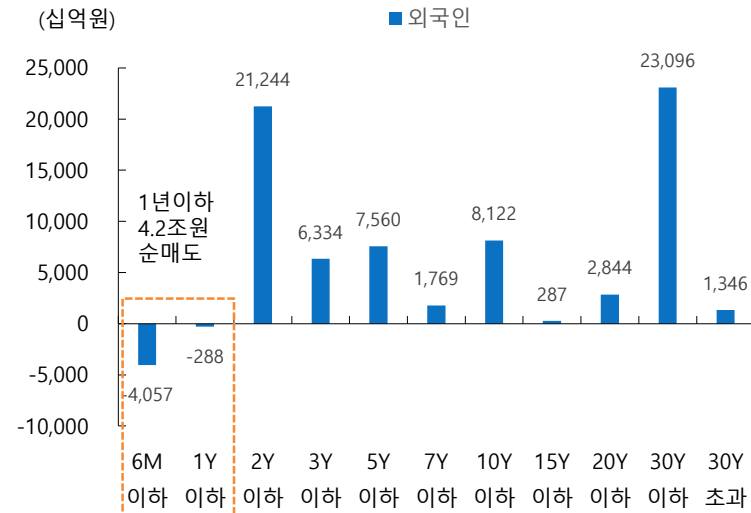
주: 미국채 1년, 통안채 1년, 1년 환헷지프리미엄 적용

<그림> 외국인 통안증권 보유잔고 및 월별 순매수: 통안채 보유잔고 6월말 17.5조원→11월 14조원으로 감소



자료 : 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 25.1~11월 외국인 국고채권 만기별 누적순매수



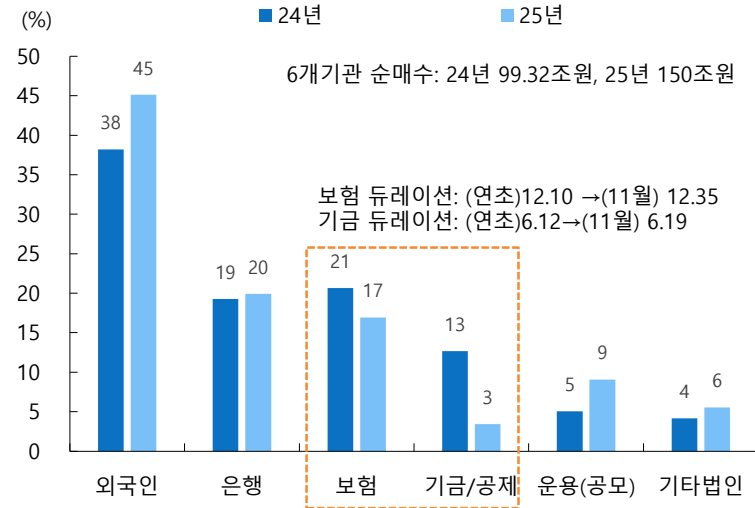
자료 : 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

주: 국고채 기준, 통안 등 기타채권 제외

금리: 기준금리/단기 스프레드 정상화

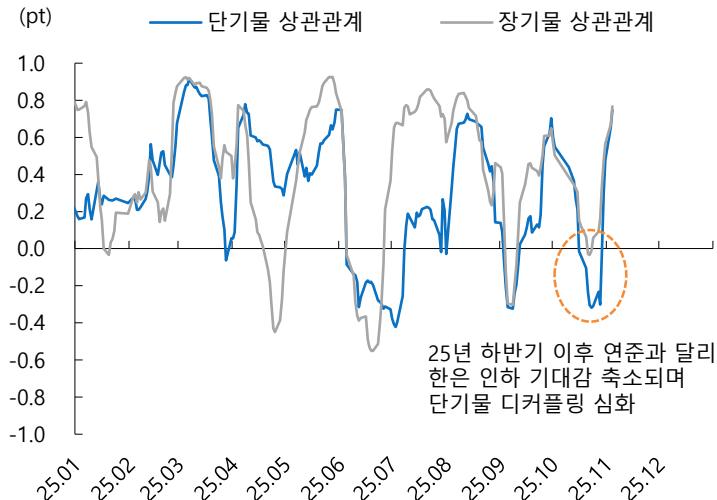
- 25년 6개 주요기관의 누적순매수 비중 비교 시 24년 대비 외국인, 은행, 운용(공모), 기타법인은 매수비중 확대. 반면 보험, 기금/공제는 매수 비중이 상대적으로 축소. 25년 하반기 한은이 7~8월 및 10월 연속 금리 동결 결정을 하며 추가 인하정책 기대감 급격히 축소. 특히 상반기 대비 하반기 외국인의 매수 강도가 급격히 축소(상반기 순매수 46조→하반기 21조)되었으며 은행, 보험, 기타법인도 유사한 흐름
- 글로벌 금리와 비동조화 흐름도 포착. 25년 하반기 연준의 금리인하 사이클이 재개되며 미국 국채금리는 단기물을 중심으로 빠른 안정을 보였으나, 한은은 인하 기대가 축소되며 단기물 중심으로 디커플링이 심화
- 26년에도 한미 통화정책의 완화 강도는 온도차를 보일 것. 한은 인하 사이클의 조기종료 우려 속 기준금리/국고3년간 스프레드 20~30bp 유지 전망

<그림> 24~25년 6개 주요기관의 순매수 비중 비교



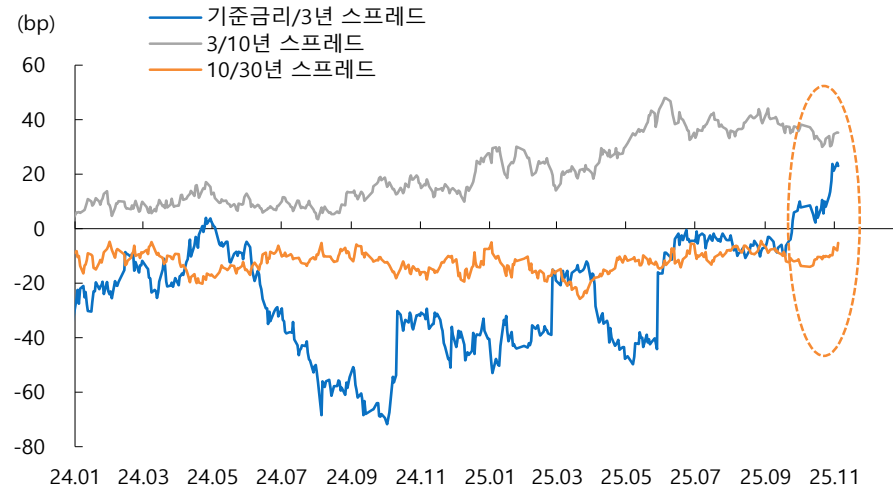
자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 한국 미국 국채금리 상관관계 추이



자료: Bloomberg, 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 주요구간 금리 스프레드: 한은 인하사이클의 조기종료 우려 속 기준금리/국고3년간 스프레드 20~30bp 유지 전망

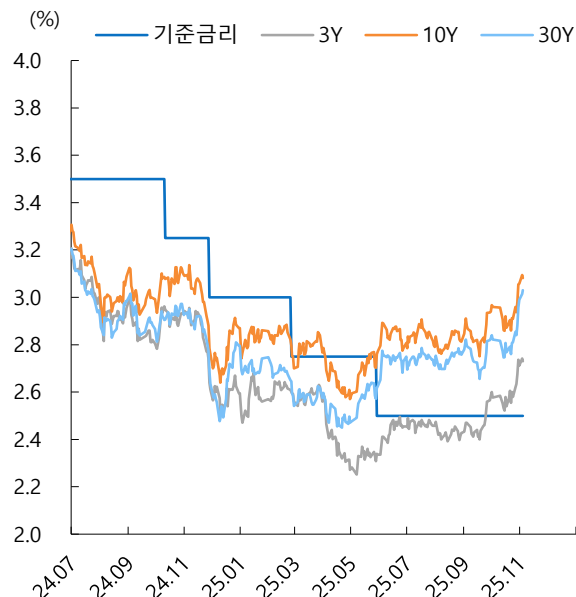


자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

26년 금리전망 테이블: 정책 완화의 끝, 수급의 시작

- 베이스 시나리오: 한은 연내 25bp 인하 이후 동결(11월 금통위 결과 이후 인하 시기 상반기에서 하반기로 지연), 물가 2% 초반, 국고채 공급증가 vs. WGBI 수요간 대립, 국고3년 2.80~3.00% 국고10년 3.10~3.40%. 3/10년 커브는(점진적 30bp 수렴)
- 금리 상방요인: 1)26년 국고채 실제 발행물량이 예상치를 상회, 2)지방채/정부보증채 등 준정부성 순공급 확대가 겹칠 때, 3)원화 약세/유가 반등에 따른 인플레이션 재상승, 4)미국 국채 기간프리미엄 재확대
- 금리 하방요인: 1)한은 추가완화 시사 또는 성장둔화 재부각, 2)WGBI 추정 및 벤치마크 자금 유입이 예상치 초과, 3)미국 장기금리 하락 및 글로벌 완화가조 재강화
- 상반기는 상방요인 우세로 약세 및 정체 국면 연장. 정부 재정집행이 상반기에 집중될 경우, 관련 조달 수요 한꺼번에 몰리면서 공급 압력 피크 예상. 하반기는 WGBI 매수흐름에 장기(5~10년) 상대가치 개선 가능. 금리 오버슈팅 시 장기 영역 분할 매수 전략 유효. 장단기 스프레드는 공급이 장기에 집중될 경우 일시적 스티프닝은 가능하지만, 편입 수요와 물가 안정을 전제로 후반부로 갈수록 플래트닝 재개 전망

<그림> 기준금리 및 국고채 금리 추이



자료 : 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 26년 금리전망 테이블

(%)	25.4Q	26.1Q	26.2Q	26.3Q	26.4Q
한국 기준금리	2.50	2.50	2.50	2.25	2.25
국고3년	3.00	3.00	2.90	2.70	2.60
국고10년	3.30	3.30	3.20	3.00	2.90
국고30년	3.15	3.15	3.10	2.90	2.80
미국 정책금리 상단	3.75	3.50	3.25	3.25	3.25
미국 2년	3.55	3.30	3.20	3.20	3.10
미국 10년	4.05	3.85	3.70	3.70	3.50

자료 : iM증권 리서치본부

주: 기준(정책)금리는 기말값, 국채금리는 평균값

미국 통화정책: 파월 이후의 연준과 재무부의 공조 시나리오

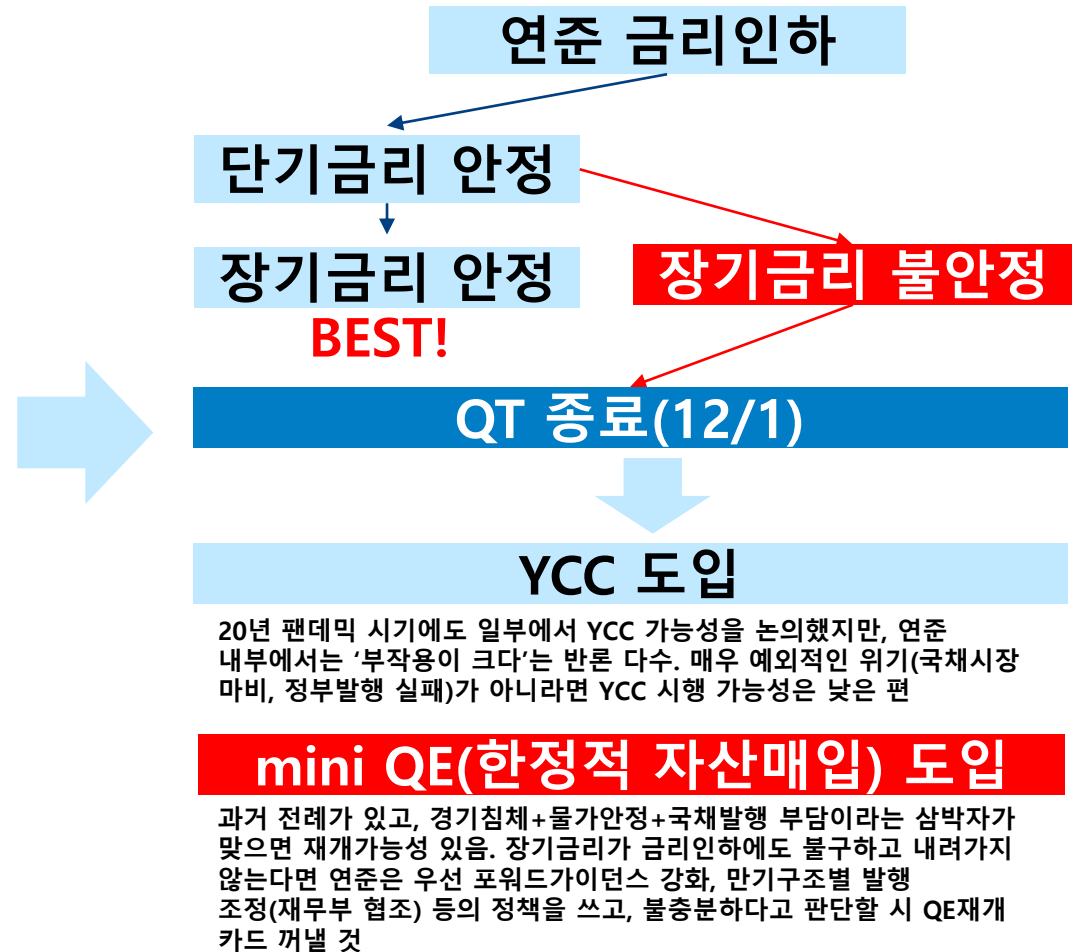
- 연준 정책금리, 25년 말 3.75% → 26.1Q 3.50% → 26.2Q 3.25%, 이후 동결 전망. 장리 불안정 시 26년 중 YCC 또는 mini-QE 정책 도입 예상

<그림> 미 재무장관이 공개한 차기 연준의장 후보 및 특징 정리

	차기 연준의장 후보	주요 특징	시장 인식 및 경로예상
	크리스토퍼 월러 (현 연준이사)	매파적 데이터중시 QT 지속의지 표명	금리인하 중단 →단기물 정체, 커브 완만한 스텝
	미셸 보우먼 (현 연준부의장)	인플레 경계 강함 통화 완화속도 경계 규제완화 선호 물가와 금융안정 균형 우선시	금리인하 속도 경계 →단기물 하락, 커브 스텝
	케빈 워시 (전 연준이사)	QE회의론자 연준에 대한 정치적 영 향 차단을 강하게 주장 매크로, 거버넌스 중심	QT지속, 연준 독립 성 논란 확대→기간 프리미엄 중심 장기 물 상승
	케빈 헤셋 (백악관 국가경 제위원회 위원 장)	통화정책 실무자는 아 님 연준의 완전한 독립성 지지 정책 전달력, 미디어 친화성 높은 편	연준의 정치화 리스 크 부각→초기 기간 프리미엄 상승→이 후 인하 가속화시 단 기물 위주로 하락
	릭 라이더 (블랙록 CIO)	시장친화적 속도감 있는 금리인하 지지 완화적 커뮤니케이션 기대	시장실용주의, 완화 선호→장단기 동반 하락

자료 : iM증권 리서치본부

<그림> 연준의 통화정책 및 시장개입 정책 정리

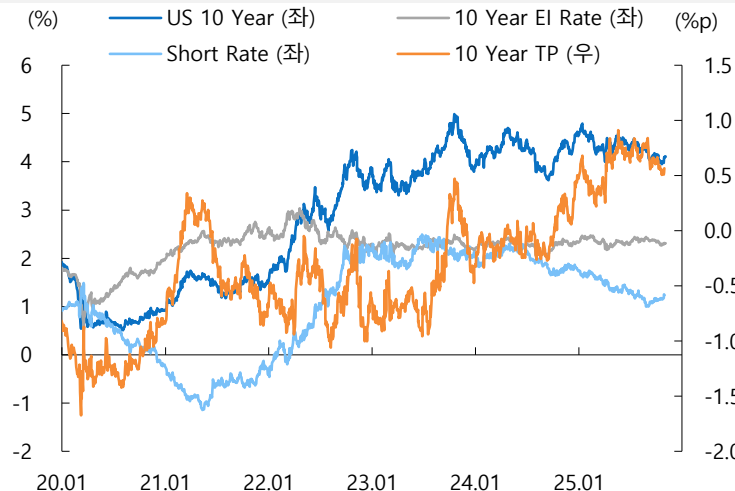


자료 : iM증권 리서치본부

기간프리미엄: 30~50bp 레벨 다운이 관건

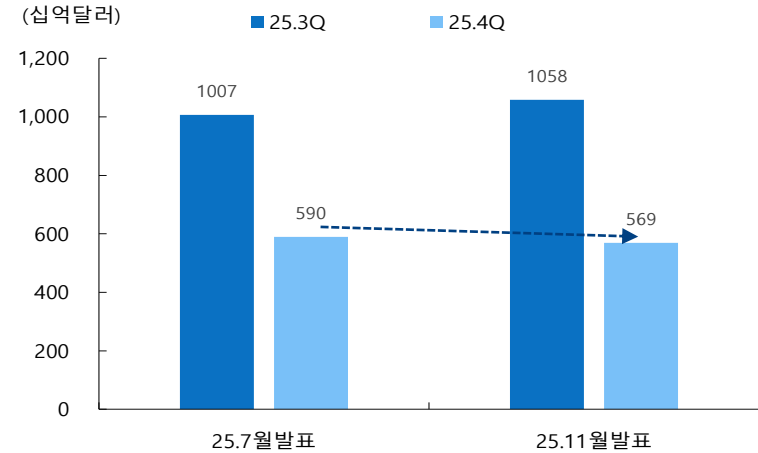
- 25년 하반기 미국 10년물 금리에 반영된 기간프리미엄은 50~80bp 수준. 과거 대비 기간프리미엄 상승 배경은 1)재정적자 및 채권발행 증가, 2)정책 및 거시 불확실성 증대, 3)외국인 등 시장참여자 구조 변화 등으로 추정. 과거 저금리 및 QE 시기 기간프리미엄이 낮거나 마이너스 구간은 장기간 유지했기 때문에, 이번 상승이 정상화라는 의견도 다수. 재정적자 확대, 글로벌 수급 변화와 겹치면서 장기물에 대한 추가 리스크프리미엄 요구가 늘어날 수 있음
- 11월 발표된 재무부 4분기(10~12월) 시장성 채권 차입액은 기존 5,900억달러에서 5,690억달러로 소폭 하향. 또한 채권(Notes,Bonds) 발행 규모는 기존과 동일하게 유지, 단기차입(T-Bills) 위주로 차입비중이 확대되는 구조 변화가 확인됨 → 장기채 금리에 대한 상승 압력을 일부 누그러뜨릴 수 있는 요인

<그림> 미국 10년물 금리 분해: 재정적자 확대, 글로벌 수급 변화와 겹치면서 장기물에 대한 추가리스크프리미엄 요구가 늘어날 수 있음



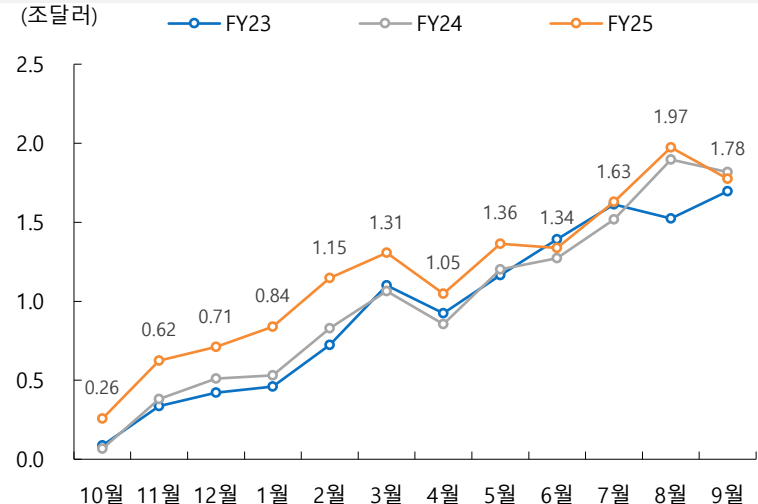
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> Treasury Announces Marketable Borrowing Estimates: 재무부 4분기(10~12월) 시장성 채권 차입액은 기존 5,900억달러에서 5,690억달러로 소폭 하향



자료 : 미재무부, iM증권 리서치본부

<그림> 미국 회계연도 기준 재정적자 누적 추이: 25년 1.775조달러 기록하며 24년 1.82조달러 대비 감소

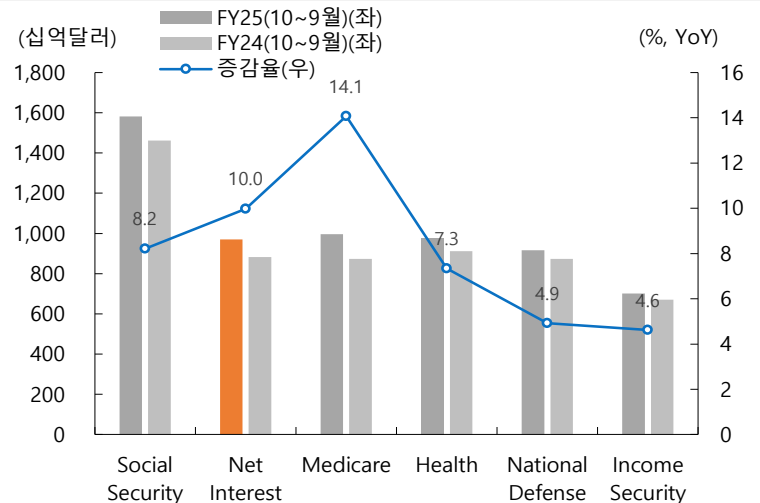


자료 : 미재무부, iM증권 리서치본부

미국 재정구조는 채무증가속도 및 이자비용 상승이 재정건전성에 여전히 부담

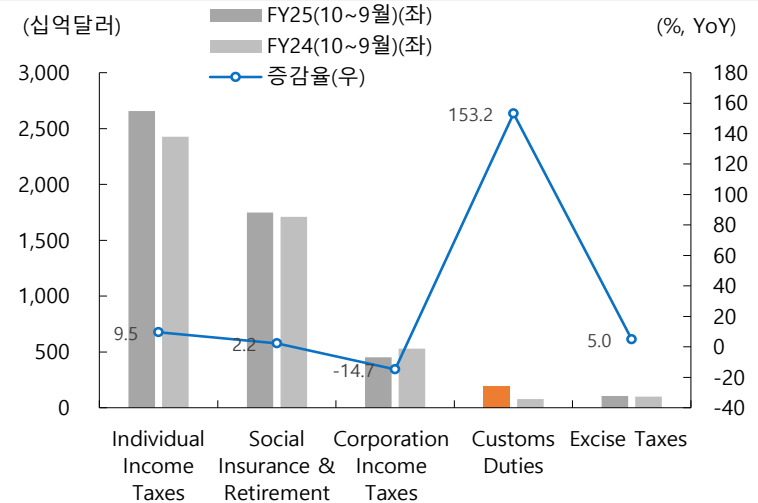
- 25 회계연도 미국 정부수입은 5.23조달러, 정부지출은 7.01조달러로 재정적자 1.775조달러 기록(GDP대비 5.9%). 지출은 전년대비 +4%, 수입은 약 +6% 증가. 정부수입은 개인소득세 및 법인세 등 직접세 비중 증가. 또한 관세 및 수입세가 누적기준 1,950억달러로 집계되며 전년대비 153% 증가. 반면 지출은 사회보장 및 의료보조 지출이 크게 증가. 순이자지출도 970억달러로 국방비지출 917억달러를 상회. 재정수입 증가세가 비교적 강하지만, 지출 증가세 및 이자비용 증가 속도를 따라잡기엔 역부족한 구조. 단 관세수입 증가가 적자축소에 일부 영향
- 여전히 미국 재정구조는 채무증가속도 및 이자비용 상승이 재정건전성에 부담. 고령화, 의료비 증가, 금리상승이 결합한 '트리플 리스크' 존재. 정책 금리 인하 및 장기금리 하락이 뒷받침되지 못할 경우 향후 지출 구조에서 이자지출이 더 빠르게 증가할 가능성 존재. 재정적자가 지속적이라는 것은 국채 발행 확대를 의미하며, 이는 장기금리(기간프리미엄) 상승, 외국인 수요 부담 요인이 될 수 있음
- 26년 미국채 금리 경로에 영향을 줄 요소: 1)인플레이션, 2)재정과 발행(공급), 3)정책 불확실성. 근원 서비스 인플레이션의 둔화 속도가 연준 인하 템포를 좌우. 분기 리파이낸싱 방향과 장기물 증액/유지/감액 신호는 기간프리미엄에 영향. 무역정책, 관세 등이 실물경기/물가/재정에 미치는 영향에 따라 금리 변동성 확대 가능성 잠재 → 트럼프 정부의 연준 압박 강도 높아질 것(차기 연준의장 후보 선정은 향후 금리정책과 mini-QE 도입 여부에 영향)

<그림> 25년 미국 정부지출 주요 항목 현황: 채무증가속도 및 이자비용 상승이 재정건전성에 부담



자료 : 미재무부, iM증권 리서치본부

<그림> 25년 미국 정부수입 주요 항목 현황 : 관세 및 수입세가 누적 기준 1,950억달러로 집계되며 전년대비 153% 증가



자료 : 미재무부, iM증권 리서치본부

미국 국채금리 전망: 10년 3.45~3.90%

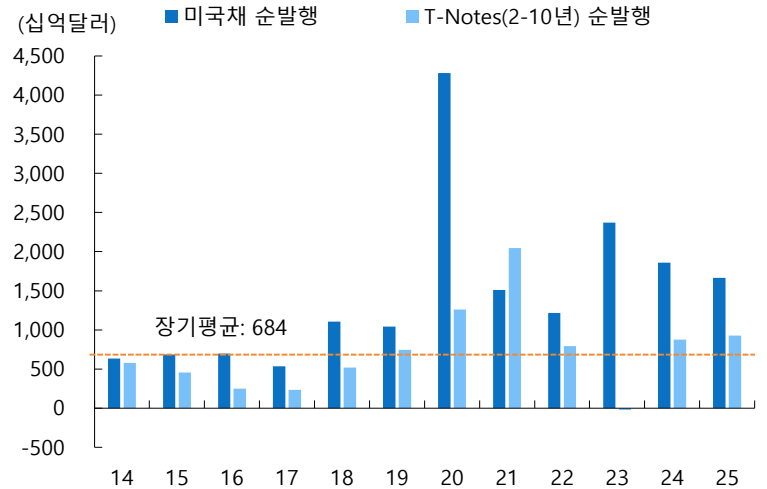
- 26년 미국채 금리 경로에 영향을 줄 요소: 1)고용, 인플레이 등 매크로 요인, 2)재정과 발행공급, 3)정책 불확실성. 고용 둔화 속도는 연준 인하 템포를 좌우. 재정건전성 개선 정도, 재무부의 분기 리파이낸싱 방향과 장기물 증액/유지/감액 신호는 기간프리미엄에 영향
- 무역정책, 관세 등이 실물경기/물가/재정에 미치는 영향에 따라 금리 변동성 확대 가능성 잠재 → 트럼프 정부의 연준 압박 강도 높아질 것(차기 연준의장 후보 선정은 향후 금리정책과 mini-QE 도입 여부에 영향)
- 금리전망: 미국 10년 3.45~3.90% 전망. 단 재정/공급 스트레스가 확대될 경우 4%대 재상회 가능성도 열려 있음에 유의

<그림> 미국 국채 총발행, 순발행, 발행잔액 비중 현황: 25.하반기 이후 T-bill(단기채) 순발행 전환, Note(중장기채) 순발행은 감소

		Bills	Notes	Bonds	Total
총발행 (십억달러)	24년	24,661	4,170	500	29,332
	25년	21,228	3,583	434	25,244
순발행 (십억달러)	24년	511	873	473	1,857
	25년	406	929	329	1,664
순발행 (십억달러)	25.상	-403	557	189	344
	25.하	809	371	140	1,321
발행잔액비중 (%)	24년	23	51	17	
	25년	22	52	17	

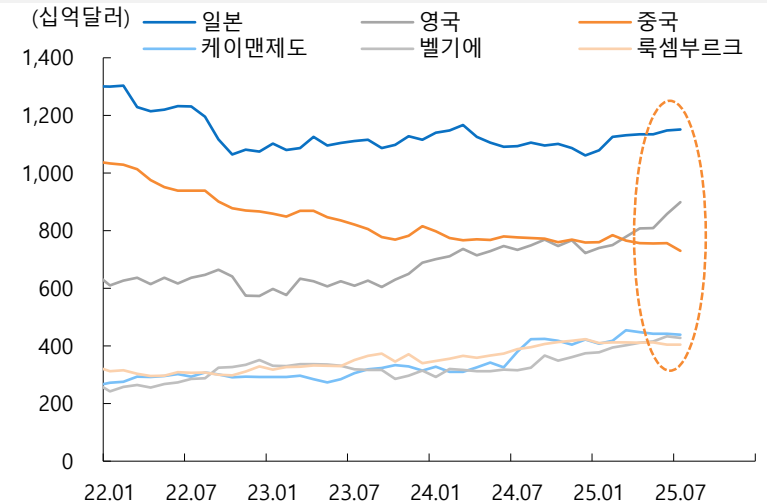
자료 : SIFMA, iM증권 리서치본부

<그림> 미국 국채 순발행 추이: 순발행의 절대값이 과거 평균 대비 크게 상회. 2~10년 구간 비중 축소 없다면 장기금리 불안 재발



자료 : SIFMA, iM증권 리서치본부

<그림> 해외국가의 미국국채 보유: 중국 24년 연말대비 25.7월 기준 280억 달러 미국채 보유 축소. 영국은 동기간 1,760억달러 보유 증가



자료 : TIC, iM증권 리서치본부



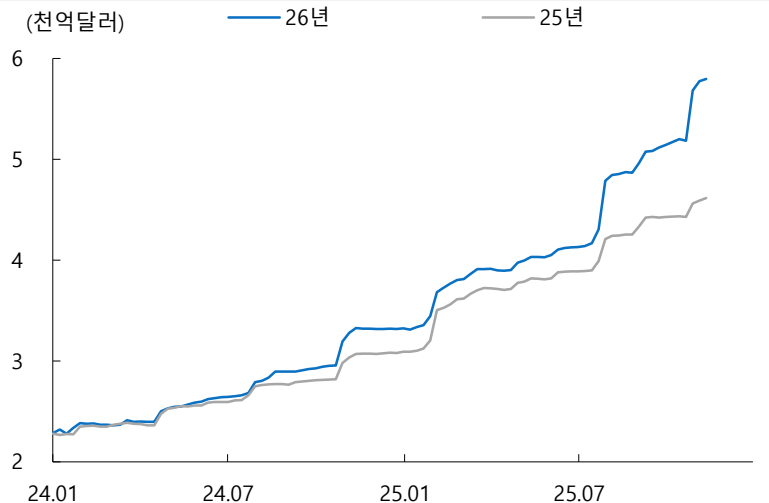
[해외주식]

22년의 궤적을 따라가는 미 증시

25년 증시의 동력: 정부, 기업투자, 유동성

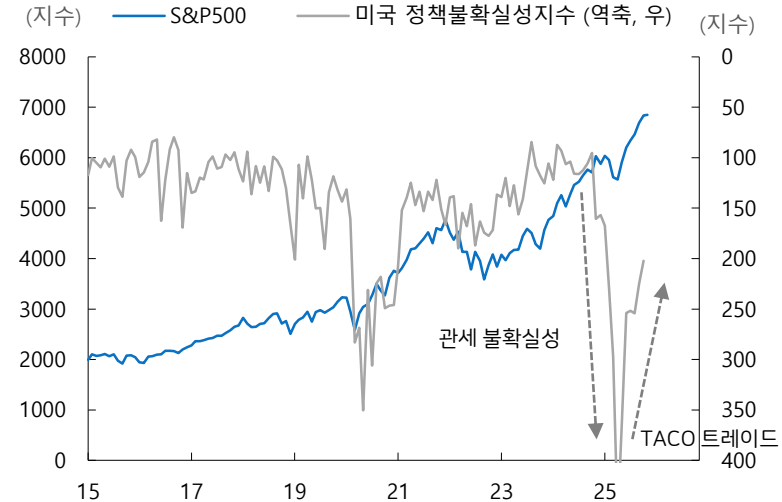
- 25년 글로벌 증시를 이끈 주된 동력은 정부, 기업투자, 유동성
- 패권다툼 이어지는 가운데 정부 주도의 투자와 TACO 트레이드로 대변되는 트럼프의 투자, 증시 친화적 정책이 우호적으로 작용
- 과잉투자 논란도 있지만 AI 경쟁 속 빅테크 중심 Capex 투자 역시 증시를 견인
- 마지막으로 글로벌 정부 및 중앙은행의 완화적 정책으로 인한 글로벌 유동성 증가 환경이 상승장의 피날레를 장식
- 26년 증시를 전망한다는 것은 곧 25년 증시를 주도한 이들 축이 지속 가능한지를 살피는 과정이 될 것

<그림> 글로벌 주요 빅테크 연도별 Capex 추정치: AI 과열경쟁 속 추정치 상향 지속



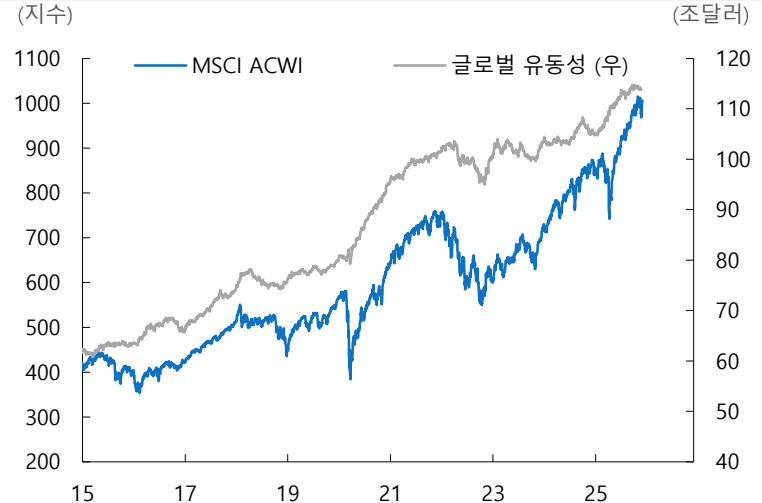
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: GOOGL, AAPL, META, AMZN, MSFT, IBM, ORCL, PYPL, EBAY, CRM, BABA, TME, BIDU 합산

<그림> S&P500 및 미국 정책불확실성지수: TACO 트레이드에 증시 혼동



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림> 글로벌 유동성 및 글로벌 주가: 막대한 유동성이 글로벌 강세장의 근간으로 작용

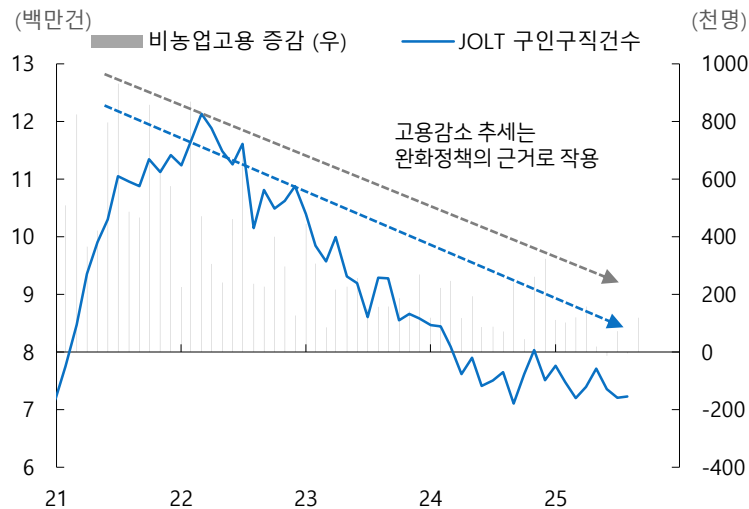


자료 : Refinitiv, Bloomberg, iM증권 리서치본부

완화적 방향은 유효하나 물가 부작용을 확인할 시간

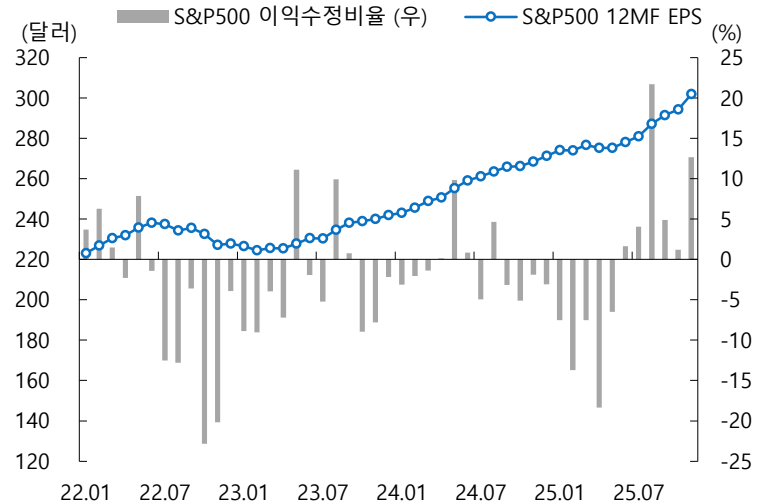
- 막대한 유동성이 배경이 된 가운데 정부 주도의 투자 우호적 환경 조성, 기업들의 Capex 투자는 곧 견고한 펀더멘털로 연결
- 펀더멘털을 바탕으로 상승한 주가는 곧 소비자들의 구매력 증가로 이어져 투자호조 - 주가상승 - 견고한 소비 - 주가상승의 선순환 고리를 형성
- 공급충격 (관세) 강도는 약해졌지만 점진적으로 반영되고 있음. 오히려 견고한 소비로 인한 수요견인 물가 상승이 우려되는 상황
- 반대로 AI 투자 및 관세로 인한 고용감축, 고용약세는 지속되고 있어 전반적인 완화 기조는 이어질 가능성 높음. 단, 물가 상승도 예상된다는 점에서 비둘기와 매파가 빈번하게 대립하는 모습 나타나는 가운데 점진적인 매파압력 증가로 귀결될 것

<그림> 미국 비농업고용 증감 및 구인구직 건수: 감소 추세 지속



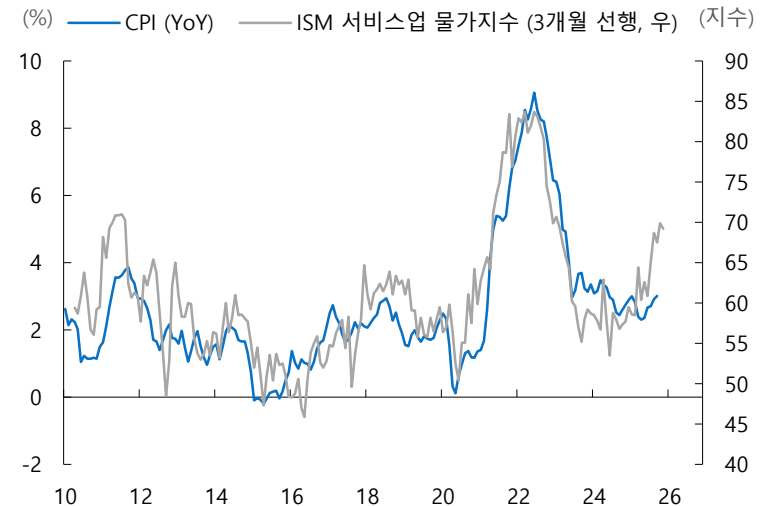
자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림> S&P500 이익수정비율 및 EPS: TACO 트레이드 전환 이후 상승세



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림> CPI 및 ISM 서비스업 물가지수: 유동성 확대에 따른 물가상승을 시사

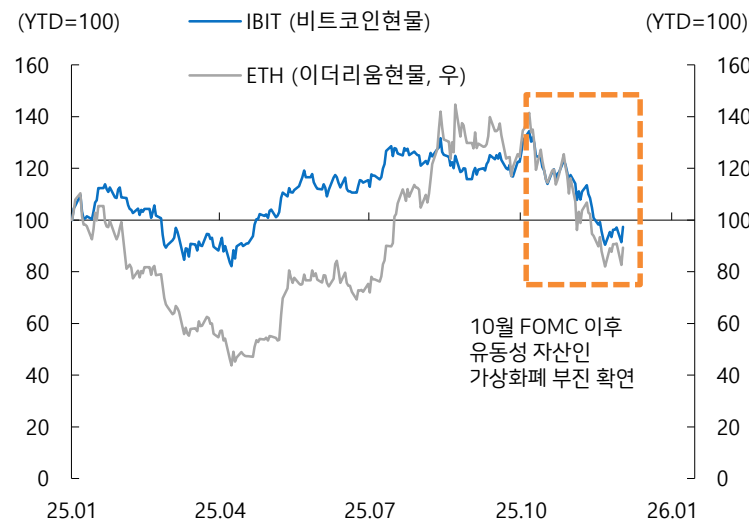


자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

후반부는 아니지만 버블에 위치한 미 증시

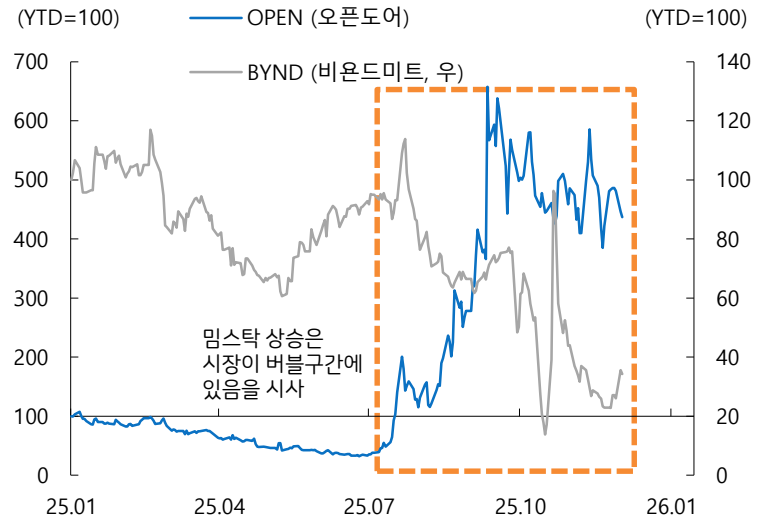
- 25년 증시를 견인한 축에서 가장 주목할 것은 유동성
- 21년 게임스탑 장세와 같이 OPEN과 같은 밈스택의 급등락이 나타나기 시작했으며 이는 시장에 유동성 과다에 따른 버블이 일정 있음을 시사
- 25년 10월 FOMC 이후 '물가'논란이 재차 불거진 가운데 펀더멘털 보다는 유동성에 민감한 자산의 부진이 확인
- 대표적으로 비트코인, 이더리움과 같은 암호화폐 약세가 뚜렷한 가운데 수익성이 뚜렷하지 않은 테마성 중소형 기업의 하락도 수반되고 있음
- 결국 투자의 시대가 견고하지만 '유동성'의 영향력은 생각 이상으로 크다는 것을 의미하고 있음

<그림> 비트코인 및 이더리움 가격: 연준 매파 스탠스 시사 이후 하락세 뚜렷



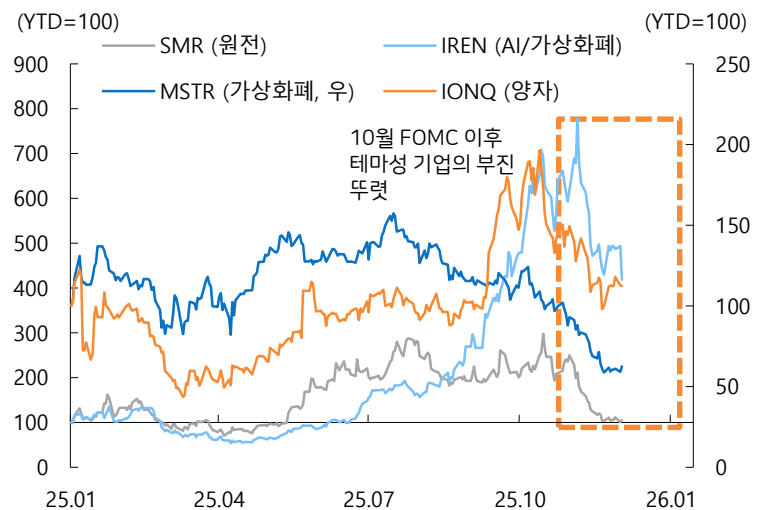
자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림> 주요 밈스택 주가: 밈스택 상승은 시장이 버블에 위치해 있음을 의미



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림> 주요 테마기업 주가: 연준 매파 스탠스 시사 이후 하락세 뚜렷

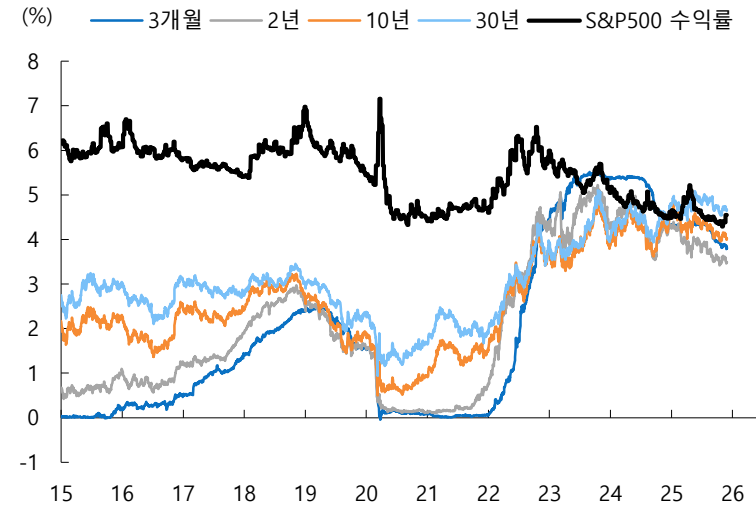


자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

26년, 다시 화두가 될 밸류에이션

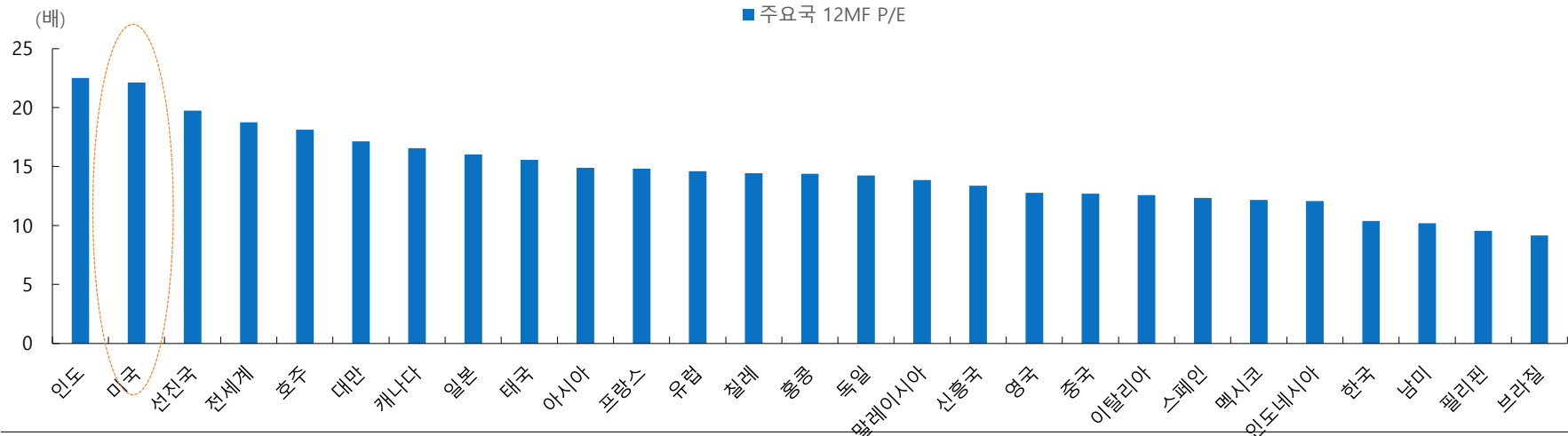
- 글로벌 패권전쟁, 저소득층 지원을 위한 기본적인 완화 기조는 불가피. 즉, 금리인상과 같은 충격은 제한적일 것으로 판단
- 단, 바이든 시대 때부터 지속된 물가 상승을 고려할 때 금리인하에 제동이 걸릴 가능성 높으며 적어도 금리인하와 동결 등 비둘기와 매파 사이에서 높은 변동성 불가피할 것으로 전망
- 이 과정에서 이미 채권가격 대비 메리트가 없는 S&P500 수익률, 전세계적으로 높아진 밸류에이션은 광범위한 증시 상승을 제한 시킬 것
- 일련의 과정은 곧 유동성에 근거한 자산은 트레이딩 접근, 결국 26년에는 수익성, 기술력을 입증한 펀더멘털 중심 접근이 필요할 것임을 시사

<그림> S&P500 및 국채수익률: 주식 수익률 메리트는 제한적



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림> 글로벌 주요국 / 지역 밸류에이션

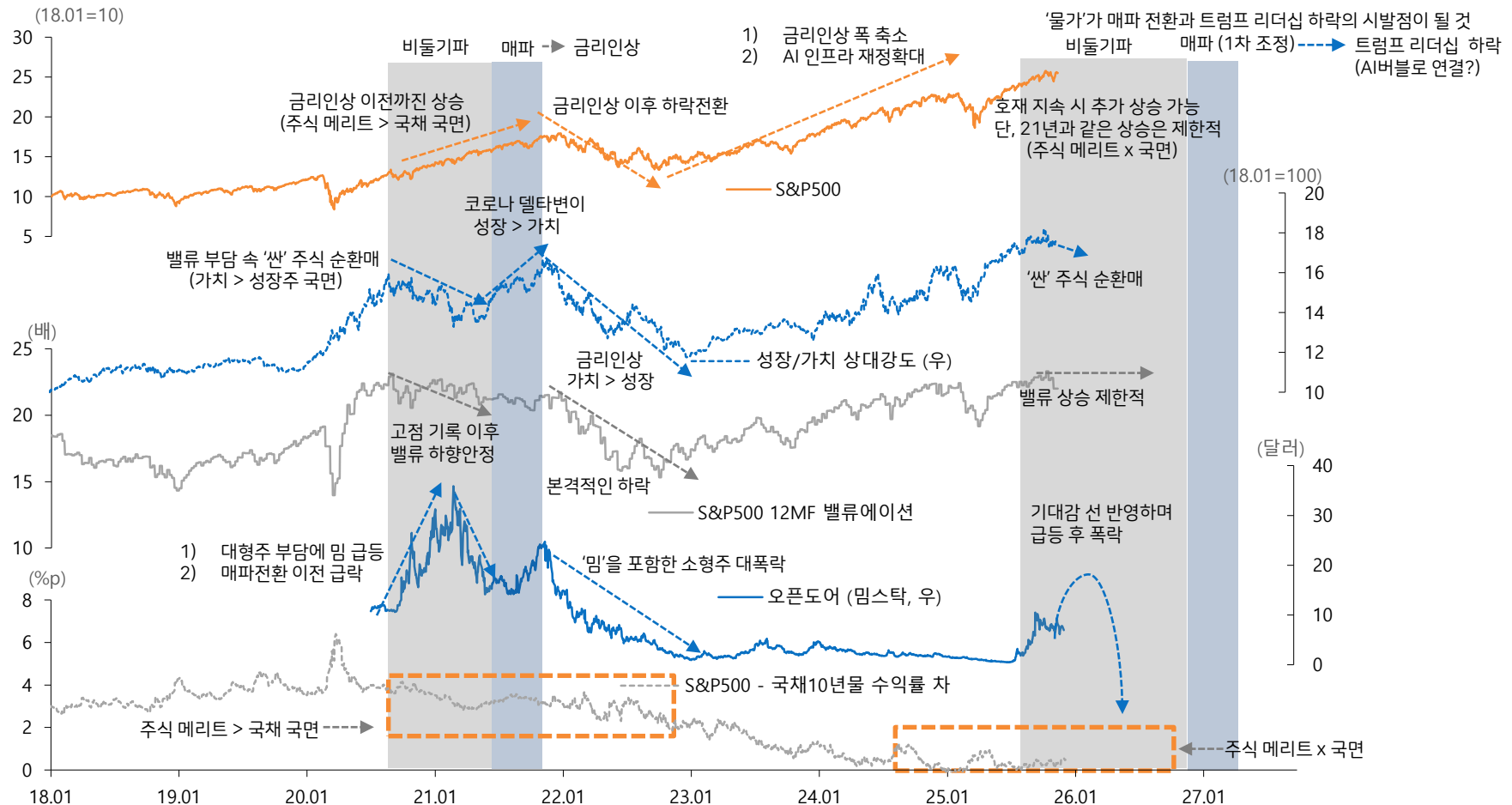


자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부
주: MSCI 기준

22년의 궤적을 따라가는 미 증시: 순환매의 미 증시와 변곡점이 될 연준의 매파전환

- 21년과 현재와 같은 밈 장세는 대형주 밸류 부담 높은 상황에 발생. AI 조정 시 매수, 밸류, 방어 등 가격부담 적은 주식으로의 순환매가 나타날 것
- 결국 통화정책의 변화가 증시 조정 트리거로 작용할 것이며 '물가'를 잡지 못하면 트럼프 리더십 하락에 따른 변동성도 불가피

<그림> 과거 20~22년 게임스탑 사태와 유사한 현재 증시: 결국 연준의 비둘기, 매파 스탠스 사이에서 초점이 매파로 확실히 전환되는 시점이 상승장 변곡점이 될 것

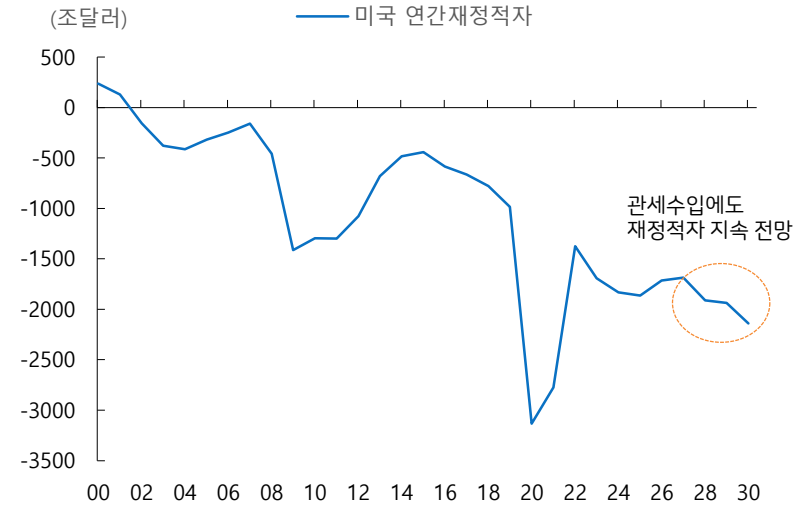


자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

지정학 갈등에 기인한 정부주도 투자경쟁

- '물가'의 위협이 증가하고 있지만 글로벌 패권전쟁 지속되고 있어 재정확대 구조는 불가피한 상황
- 특히 미국과 중국 두 패권국가 간 소리 없는 전쟁은 이어지고 있음
- AI, 반도체, 우주, 양자 등 기술력 경쟁은 이어지고 있으며 현재 미국이 우위에 있으나 미국과 중국간 격차가 그리 크지 않은 상황
- 손익비를 따졌을 때 과잉투자 이후 버블붕괴를 걱정하기 보다는 과소투자에 따른 기술경쟁에서의 패배를 걱정하고 있는 것으로 보임

<그림> 미국 연간재정적자 추이 및 전망: 재정적자는 지속 전망



자료 : Refinitiv, CBO, iM증권 리서치본부

<표> 2025년 5대 핵심 신기술 경쟁력 지수: 초 격차 상황에서 경쟁 우위선점을 위한 투자확대는 불가피

순위	국가	인공지능 (AI)	생명공학	반도체	우주	양자	전체
1	미국	22.7(1위)	17.2(1위)	26.4(1위)	13.8(1위)	4.2(1위)	84.3
2	중국	14.5(2위)	16.8(2위)	22.1(2위)	8.4(2위)	3.8(2위)	65.6
3	유럽	11.6	11.6	8.3	6	3.6	41
4	일본	3.3	4.7	10.5	3.3	2	23.8
5	한국	3.5(9위)	3.4(10위)	9.4(5위)	2.5(13위)	1.2(12위)	20
6	영국	4.7	4.6	3.8	3.7	2.4	19.1
7	독일	4.7	4.3	3.8	3.6	2.2	18.6
8	대만	2	1.7	10.1	1.6	0.6	16
9	프랑스	4.6	3	1.9	3.8	2	15.3

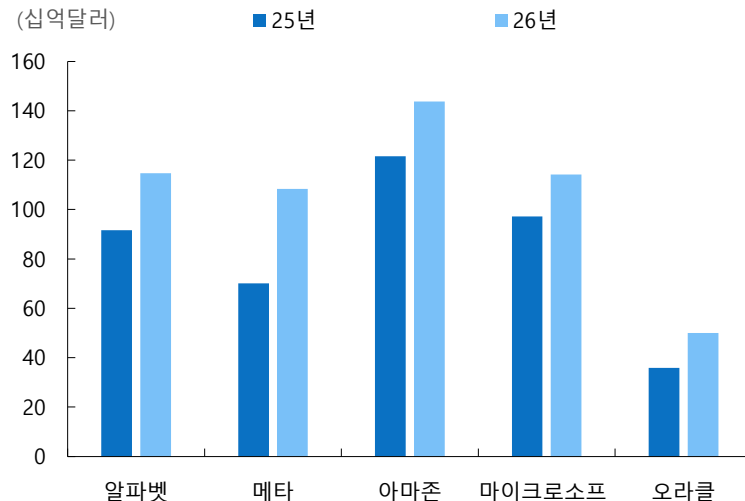
주요산업 중심 패권다툼 지속

자료 : Bioin, Belfer Center, Critical and Emerging Technology Index, 2025.6, iM증권 리서치본부

도태되지 않기 위한 기업주도 투자경쟁

- 투자경쟁은 정부차원 뿐만 아니라 기업 입장에서조차 불가피
- 생성형 AI에서 구글 Gemini 3 모델이 우위에 있으나 경쟁사들의 투자가 이어지고 있는 가운데 초격차를 벌리기 위한 투자 지속은 불가피
- 이에 Capex 투자 주요 주체인 빅테크의 26년 Capex 비용 추정치도 수 천억 달러에 육박하고 있으며 추정치 상향도 지속되고 있음
- 이제 관건은 기술에서 차별점을 지속적으로 보여주고 수익성을 입증하는 것. AI 모멘텀은 수익성을 입증하는 기업에 집중될 것으로 보이며 현재 가장 선두주자는 알파벳으로 귀결되고 있음

<그림> 주요 빅테크 기업 Capex 추정치



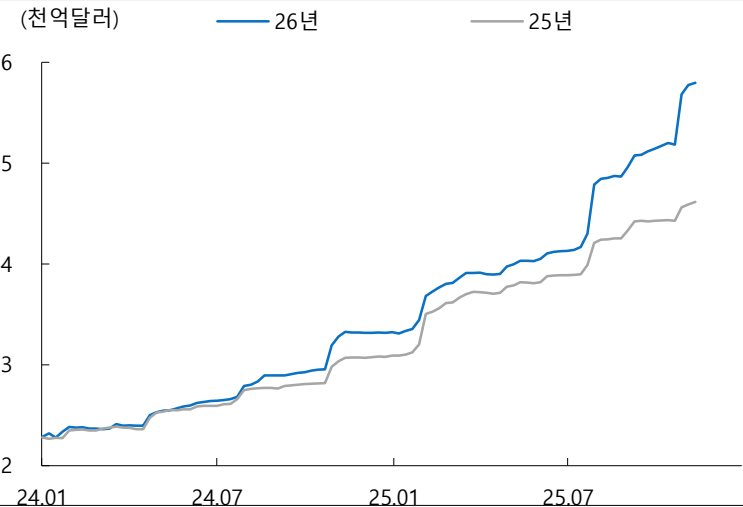
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 생성형 AI 모델 순위: Gemini 3가 우위에 있으나 격차는 크지않음

Model	Features		Intelligence			Price	Speed	Latency
	Context Window	Creator	Artificial Analysis Intelligence Index	CritPt (Physics Reasoning)	MMMU Pro (Visual Reasoning)	Blended USD/1M Tokens	Median Tokens/s	Latency First Answer Chunk (s)
Gemini 3 Pro Preview (high)	1m	Google	73	9%	80%	\$4.50	130	32.25
Claude Opus 4.5	200k	Anthropic	70	5%	74%	\$10.00	57	1.88
GPT-5.1 (high)	400k	OpenAI	70	5%	76%	\$3.44	147	26.56
GPT-5 Codex (high)	400k	OpenAI	68	---	74%	\$3.44	224	11.45
GPT-5 (high)	400k	OpenAI	68	6%	74%	\$3.44	0	0.00
Kimi K2 Thinking	256k	Moonshot AI	67	3%	---	\$1.07	88	0.81
GPT-5 (medium)	400k	OpenAI	66	---	74%	\$3.44	0	0.00
o3	200k	OpenAI	65	---	70%	\$3.50	212	12.05
Grok 4	256k	xAI	65	2%	69%	\$6.00	39	16.90
GPT-5 mini (high)	400k	OpenAI	64	---	70%	\$0.69	0	0.00
Grok 4.1 Fast	2m	xAI	64	3%	63%	\$0.28	69	22.23
Claude 4.5 Sonnet	1m	Anthropic	63	1%	69%	\$6.00	70	2.20
GPT-5 (low)	400k	OpenAI	62	---	74%	\$3.44	130	19.86
MiniMax-M2	205k	MiniMax	61	1%	---	\$0.53	107	1.51
GPT-5 mini (medium)	400k	OpenAI	61	---	69%	\$0.69	81	26.14
gpt-oss-120B (high)	131k	OpenAI	61	1%	---	\$0.26	340	0.54
Grok 4 Fast	2m	xAI	60	3%	62%	\$0.28	221	3.24

자료 : artificialanalysis.ai, iM증권 리서치본부

<그림> 글로벌 주요 빅테크 연도별 Capex 추정치: AI 과열경쟁 속 추정치 상향 지속



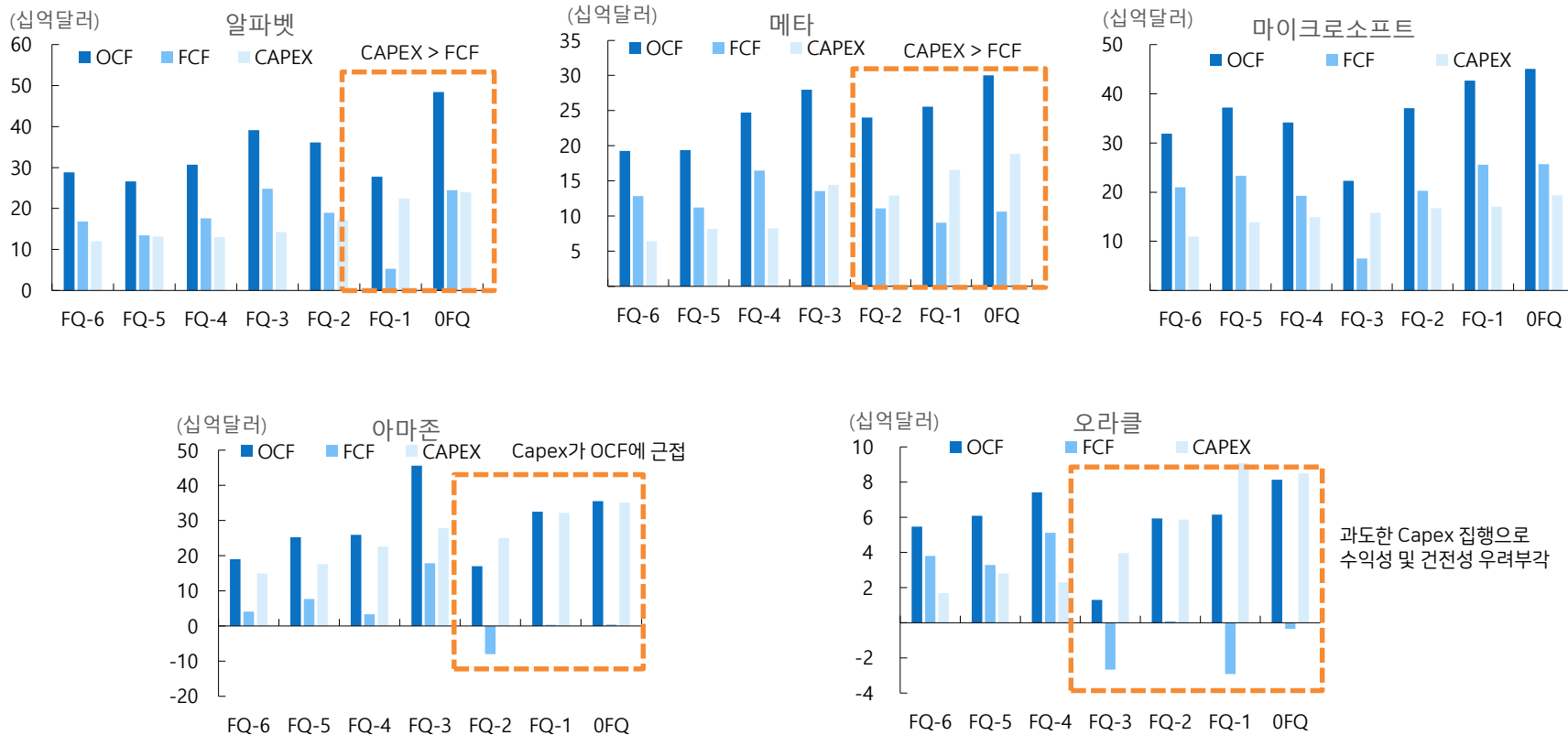
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: GOOGL, AAPL, META, AMZN, MSFT, IBM, ORCL, PYPL, EBAY, CRM, BABA, TME, BIDU 합산

부채조달로 넘어간 AI 투자 사이클

- 이제 AI 투자 사이클은 자체 현금조달에서 부채조달로 넘어가기 시작. 특히 오라클의 경우 Capex 비용이 OCF(영업현금흐름)을 초과하기 시작
- 기타 빅테크의 경우 Capex 비용이 FCF(잉여현금흐름)에 근접, 상대적으로 여건이 괜찮지만 비용압박이 증가하고 있는 상황임은 부정 못할 사실
- 관건은 부채조달로 시선이 넘어간 상황에서 수익성 이상의 건전성 문제로 연결될 수 있을지 여부에 주목할 필요

<그림> 주요 빅테크 현금흐름 비교: 대다수의 Capex 비용이 FCF(잉여현금흐름)을 상회하기 시작. 비용압박 지속은 불가피

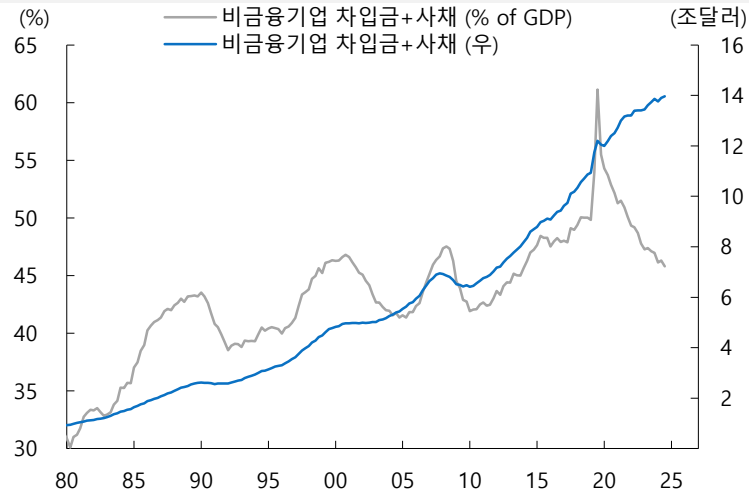


자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

대형주의 건전성을 걱정할 단계는 아니다

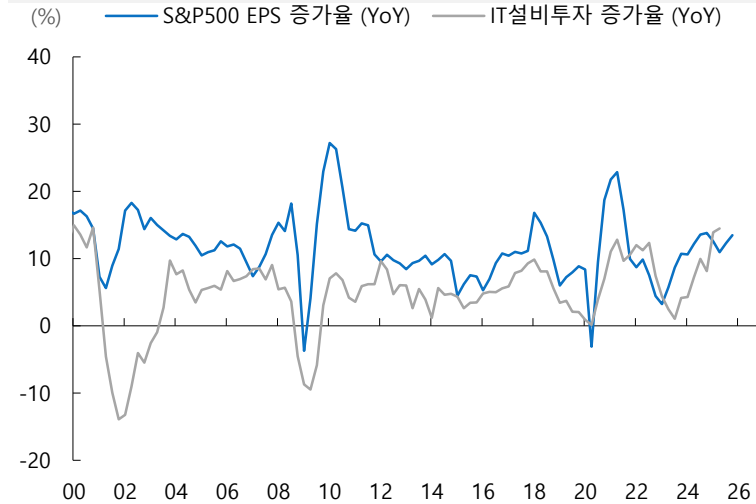
- 일부 기업의 수익성 문제가 제기되고 있지만 Capex 투자가 지속되는 환경에서 S&P500 기업 이익추정치의 유의미한 하락은 제한적일 것으로 전망. 오히려 상승세 이어질 가능성 높음
- 건전성 문제도 걱정할 단계는 아님. 미국 비금융기업의 GDP 대비 이자발생 부채 규모는 코로나 이전 수준을 하회. 보통 부채 규모의 급증이 건전성 문제와 함께 수반되는데 현재 수준은 오히려 건전한 상황
- 거기에 더해 미국 비금융기업의 이자비용/세전 이익은 최근 소폭 반등 중이지만 과거대비 저점 수준에 위치해 있어 AI 버블 붕괴를 걱정하기엔 대형주의 건전성은 양호한 상황이라는 판단

<그림> 미국 비금융기업 이자발생 부채 및 % of GDP: GDP 대비 부채규모는 건전한 상황



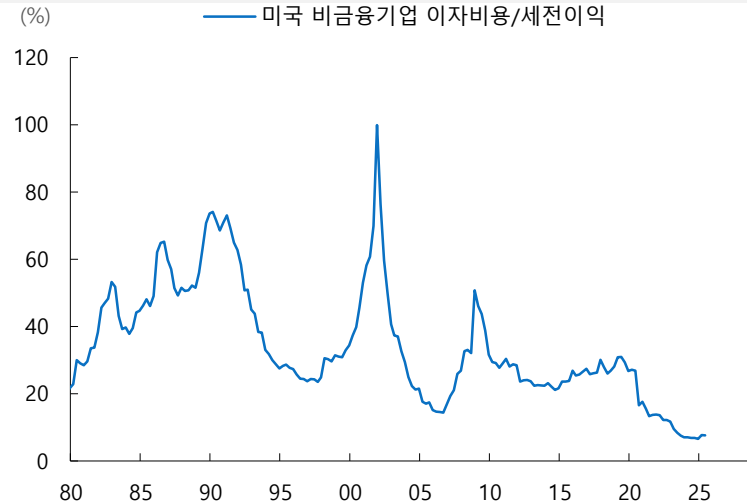
자료 : FRED, iM증권 리서치본부

<그림> S&P500 EPS 증가율 및 IT 설비투자 증가율: Capex 투자 이어지는 환경에선 EPS 상승이 일반적



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림> 미국 비금융기업 이자비용/세전이익: 회사채 발행에도 수익성 및 건전성 문제로 연결되기엔 펀더멘털 견고



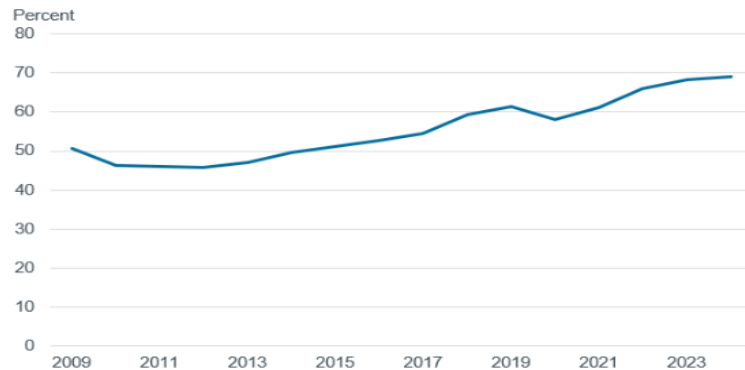
자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

대형주와는 다른 소형주의 사정: 사모대출 리스크

- 대형주 건전성은 양호하나 투자등급 이하 기업의 건전성은 의심해 볼 필요. 24년 말 기준 투자등급 이하 기업의 사모대출 규모는 약 1.3조 달러로 전체 부채의 30%를 차지하고 있음
- 사모대출은 비은행권 대출이기 때문에 대출 유연성이 높으나 리스크에 취약하고 투명성이 떨어짐. 특히 사모대출은 변동금리로 구성되어 있고 투자등급 이하 대출 중 비중이 약 70%에 달해 금리 변동에 민감한 구조
- 빅테크 또한 부채조달 사이클로 넘어온 가운데 CDS 상승 등 AI 리스크 헷지 수요가 증가하고 있고 소형주의 경우 연준의 금리인하 제약은 밸류에이션 디스카운트, 나아가 디폴트 문제로 연결될 수 있음
- 결론적으로 금리인하가 지속되기 어려운 환경이라면 투자의 시대에서 확실한 승자에 베풀하는 것이 우월전략이라는 판단임

<그림> 투자등급 이하 기업 변동금리 부채 비중: 변동금리 비중이 높아져 시장 금리 변동성에 민감한 구조 형성

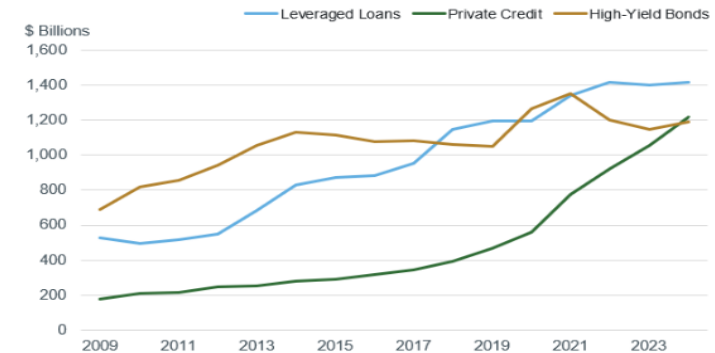
Estimated Share of Floating Rate Debt for Below-Investment-Grade Firms



자료 : tellerwindow.newyorkfed, iM증권 리서치본부

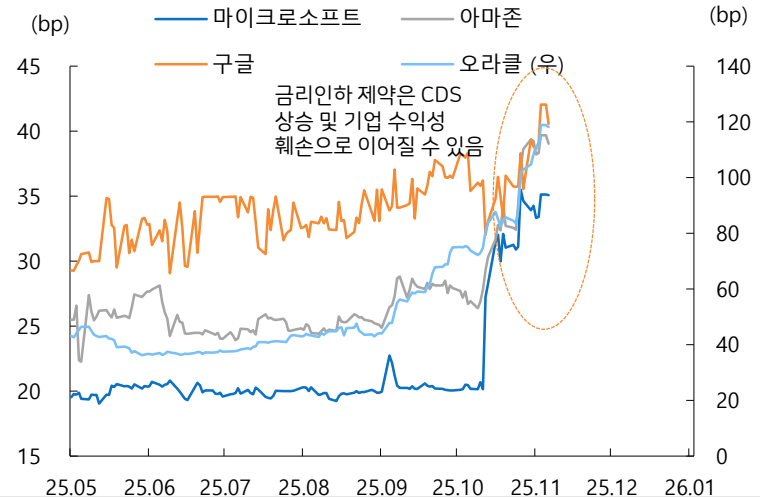
<그림> 투자등급 이하 미국 기업 부채의 추정 시장 규모: 사모대출 (PE)의 규모는 24년 기준 1.3조달러에 육박할 정도로 급격히 성장

Estimated Market Size of Below-Investment-Grade U.S. Corporate Credit



자료 : tellerwindow.newyorkfed, iM증권 리서치본부
주: 24년 12월 기준

<그림> 주요 빅테크 CDS 추이: 부채조달 사이클로 넘어오며 AI승자 독식 가능성을 경계하며 헷지 수요 증가



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

어차피 TACO? : 트럼프 리더십이 하락하고 있다

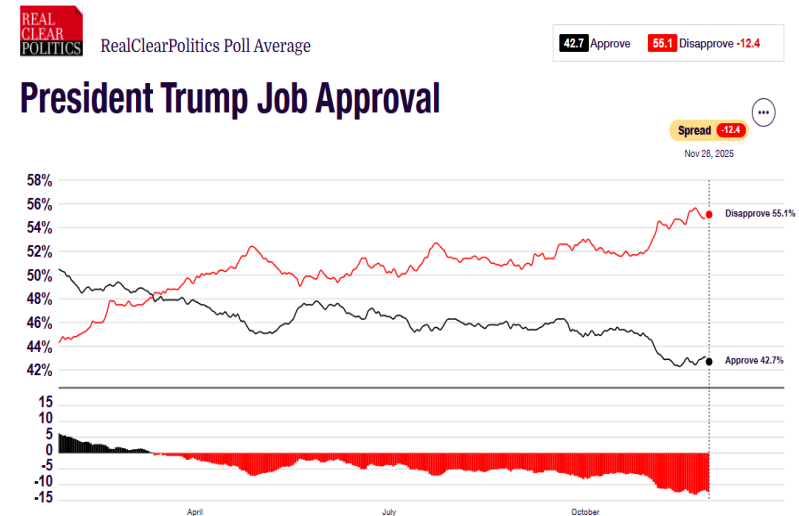
- 25년 글로벌 증시를 견인한 동력 중 하나는 트럼프 주도의 증시, 투자 우호적으로 정책. 대표적으로 Taco (Trump Always Chickens Out)으로 대변되는 시장 친화적 행보를 예시로 들 수 있음
- 하지만 견고했던 트럼프의 리더십이 흔들리는 모습이 연말 들어 확인되기 시작. 뉴욕시에서 민주당의 맘다니가 당선되는 등 지방선거에서 민주당이 압승하며 물가를 잡지 못한 행정부의 민심을 대변
- 거기에 더해 트럼프 2기 집권 이후 연일 트럼프 지지율은 하락하는 양상 보이고 있음
- 내년의 궤적을 살펴보면 점진적인 연준의 매파전환과 11월 중간선거 전후로 트럼프 리더십 감소 가능성이 높아졌으며 트럼프 행정부도 AI 투자와 증시만 챙기느라 소홀했던 '물가'와 민생 문제를 신경 써야만 하는 환경에 노출됨

<그림> 뉴욕 시 선거에서 승리한 맘다니



자료 : Reuters, iM증권 리서치본부

<그림> 트럼프 지지율은 지속적으로 하락 중

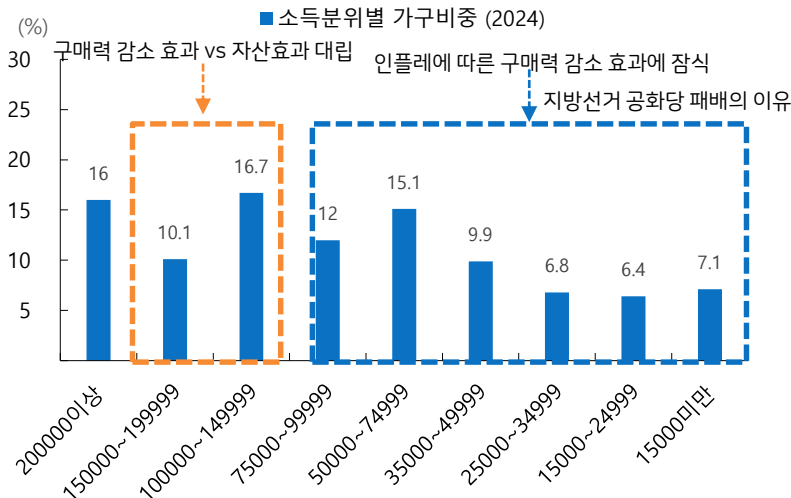


자료 : Realclearpolling, iM증권 리서치본부

어차피 TACO? : 지방선거 패배의 원인은 양극화

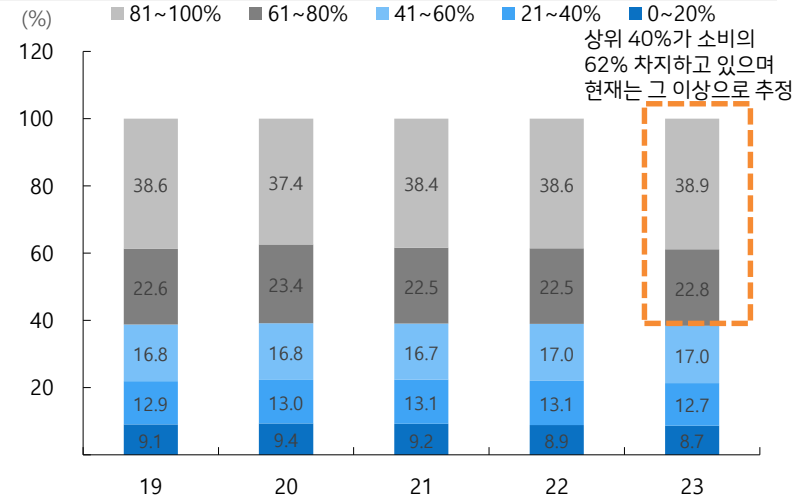
- 코로나 사태 이후 바이든 행정부에서 현재 트럼프 행정부까지 기본적으로 재정확대 정책을 펼치며 인플레이를 유도 중
- 중산층 이하의 경우 고용으로 인한 임금소득 의존도가 높아 고용(임금소득)감소 + 인플레이(구매력 감소)로 인한 직격탄을 맞고 있음
- 반면, 자산가의 경우 고용감소 + 인플레이(구매력 감소) 보다도 주가 등 상승에 따른 자산 증식 효과에 수혜를 받고 있음
- 고소득층의 경우 23년 기준 미국 전체 소비의 62%를 차지하는 등 물가 기여도가 높아 중산층 이하의 구매력이 낮아지고 있음에도 물가 상승, 고착화를 야기 중
- 주목할 부분은 AI가 고용을 감소시키고 자산효과를 높여 인플레이를 고착화 시키는 등 사실상 AI 투자와 민생은 공존이 불가능 하다는 것
- 사실상 AI 등 투자가 이어지는 한 양극화 지속은 불가피하고 공화당의 내년 11월 중간선거 패배도 정해진 수순

<그림> 소득분위별 가구비중: 대다수의 가구가 인플레이에 따른 구매력 감소에 잠식 중



자료 : Statista, iM증권 리서치본부

<그림> 소득분위별 소비비중: 고소득자의 소비 증가가 중/저소득자의 소비력 감소를 상쇄



자료 : Fred, iM증권 리서치본부

어차피 TACO? : 결국 잃어버린 민심을 잡으려면 주가보다는 물가와 금리를 잡아야 한다

- 결국 잃어버린 민심을 잡으려면 주가(투자)가 아닌 물가와 금리를 잡아야 함. 미국 소득계층별 자산종류를 보면 고소득자의 경우 주식의 비중이 압도적으로 높으며 중산층 이하의 경우 부동산 (금리에 민감한 자산) 비중이 높은 상황
- 민심을 잡기위한 직관적인 조치는 두 가지. 첫째, 주가하락 - 고소득자 소비력 하락 - 인플레이 감소로 유도하는 것. 둘째는 중산층 이하 민심에 필수인 금리인하를 유도하는 것. 반대로 주가 호조가 이어지면 금리인하도 어려운 상황이며 적어도 점진적으로 주가상승과 금리인하가 공존하기 어려운 환경이 다가오고 있음은 유의할 필요

<표> 소득분위별 자산비중 (25년 2Q 기준)

자산 종류	상위 0.1%	상위 1% (99~99.9%)	상위 10% (90~99%)	중산층(50~90%)	하위 50%
부동산 (Real estate)	8.4%	15.9%	23.3%	38.6%	47.8%
내구재 (자동차·가전 등)	2.9%	1.4%	2.8%	6.1%	19.7%
기업 주식·뮤추얼펀드	52.1%	45.3%	29.4%	10.2%	5.3%
확정급여형 연금(DB)	1.3%	3.1%	10.6%	16.0%	4.7%
확정기여형 연금 (DC, 401k 등)	0.9%	5.3%	10.4%	10.3%	7.1%
비상장 사업체 (Private business)	18.3%	13.2%	7.6%	3.8%	1.7%
기타 자산 (Other assets)	16.2%	15.7%	15.9%	15.0%	13.7%

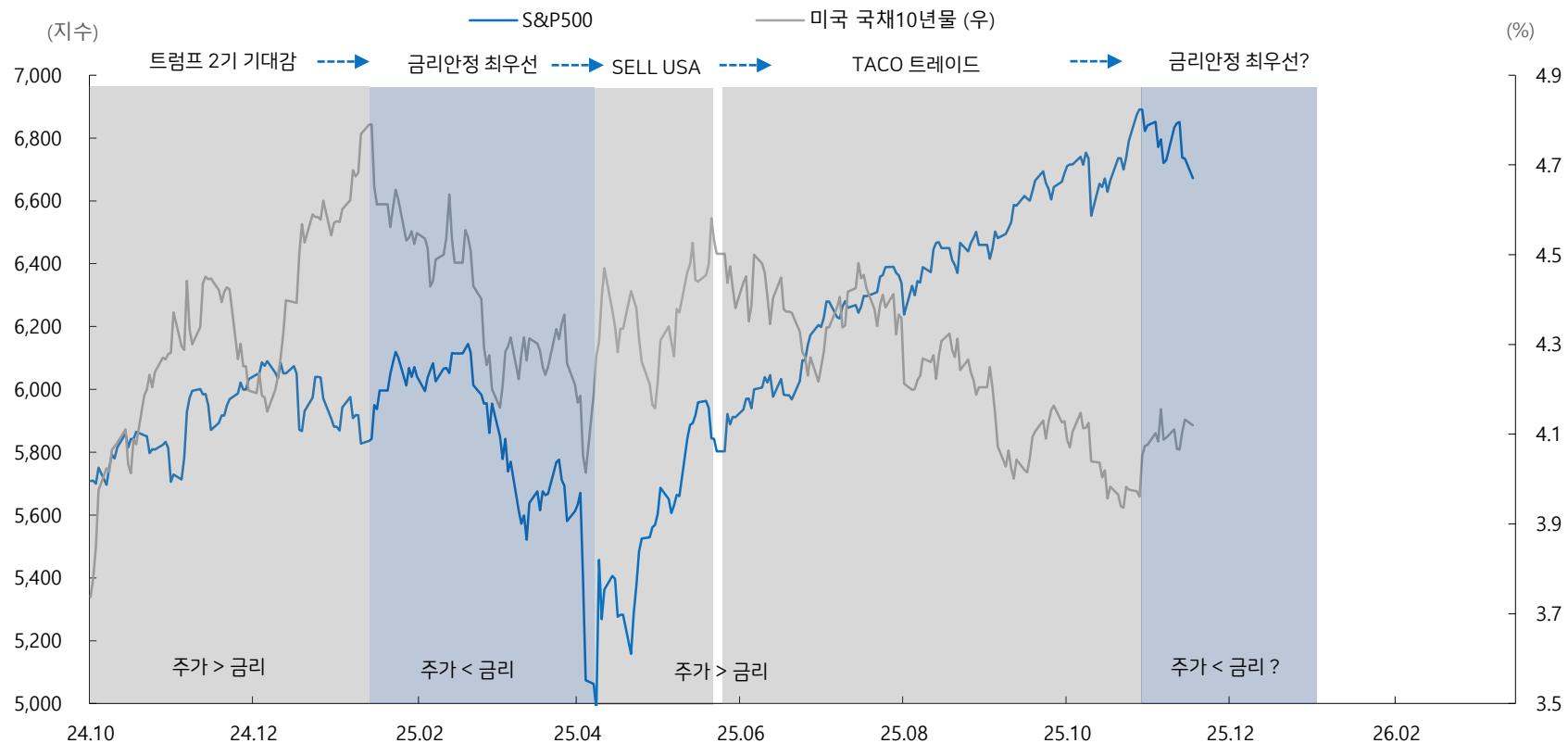
저소득층은 (부동산 & 내구재) 금리에 민감

고소득층 소비력의 근간은 주식

어차피 TACO? : 금리로 다시 넘어가는 시선 속 약해지는 Taco 트레이드

- 이미 CDS 상승이 동반되고 있는 상황에서 트럼프 행정부의 최우선 과제가 다시 '금리안정' 으로 넘어갈 가능성이 높다는 판단
- 25년 1분기, 이미 트럼프와 베센트 재무장관은 최우선 과제를 '금리안정'이라고 밝힌 바 있으며 당시에는 관세 불확실성 확대를 그 수단으로 사용. 이후 SELL USA 현상으로 금리 상승이 나타나자 TACO 트레이드로 선회하며 시장 안정을 도모했음
- 민생도 살펴야 하기 때문에 1분기같은 극단적 방법은 제한될 것이나 초점이 금리안정으로 넘어가는 가운데 주가 변동성은 불가피할 것

<그림> S&P500 및 금리추이: 트럼프 행정부의 시선이 금리안정으로 넘어가면 주가 변동성은 불가피



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

변화하는 투자전략 : 리버스 트럼프 베팅?

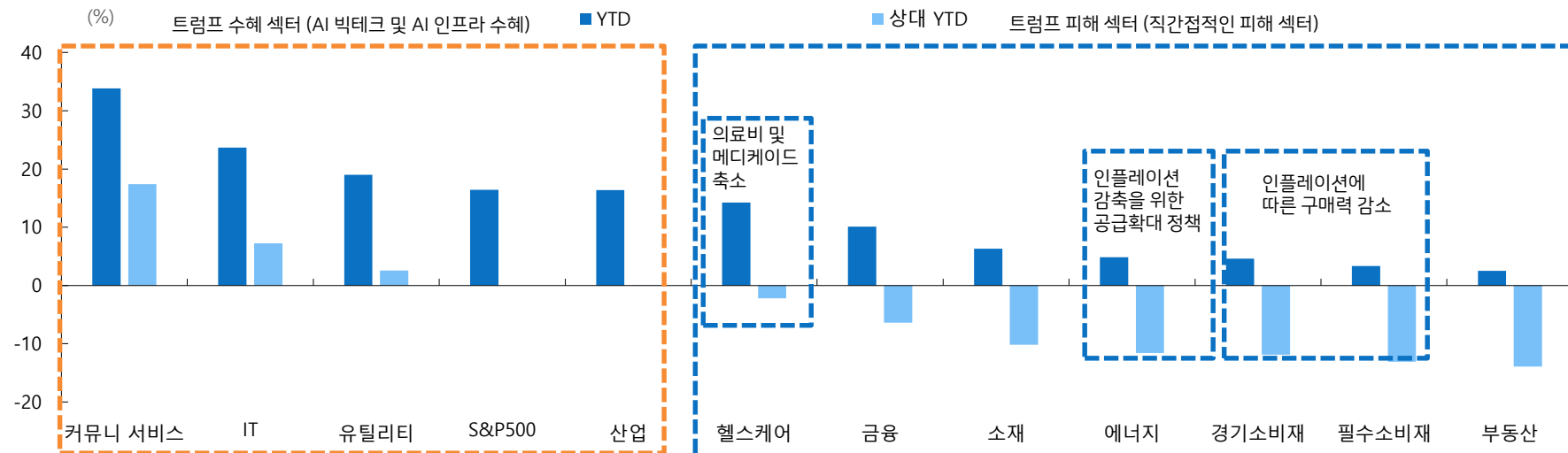
- AI 투자는 불가피하지만 투자와 민생을 모두 챙기기는 사실상 어려운 상황. 민생을 살리려는 트럼프 행정부의 노력에도 불구하고 트럼프 리더십은 하락하는 방향으로 전개될 전망
- 트럼프의 영향력이 감소한다면 반대로 트럼프 수혜테마와 피해테마의 되돌림에 대비할 필요 있음. AI, 인프라 투자와 같은 리더십 감소에도 지속될 수 밖에 없는 테마도 있는 반면 의료, 에너지, 암호화폐 등 리더십 하락 시 급격한 되돌림 나타날 가능성 있는 테마도 다수
- 섹터별로 보았을 때도 AI, AI 인프라 관련 테마는 확연한 강세, 기타 섹터는 간접적으로 소외되었거나 직접적인 피해를 입은 섹터가 뚜렷
- 중간선거를 앞두고 정치 중요성이 부각되는 가운데 트럼프 수혜테마와 피해테마간 빈번한 로테이션에서 트레이딩 기회를 잡을 수 있을 것

<표> 트럼프 2기 주요 수혜테마 및 리더십 하락 시 예상 시나리오

테마	트럼프 리더십 하락 시 시나리오
AI / 인프라 투자	패권다툼에 근거한 투자지속. 단, 투자=물가 상승으로 연결되어 강도 축소 (Capex 소폭 약제)
관세	중간선거 승리를 위해선 민생회복 필수. 관세 리스크 완화 가능성 (소비재 호재)
의료	Medicare/Medicaid 축소의 되돌림 (헬스케어 호재)
에너지	전통에너지 공급확대 정책 되돌림 (유가 상승, 조건부 신재생 강세)
암호화폐	암호화폐 규제완화 모멘텀 감소
국방	민생회복을 위한 지정학 리스크 감소(방산 약제)

자료 : iM증권 리서치본부

<그림> 25년 YTD 섹터별 수익률: 피해 섹터와 수혜 섹터가 명확히 구분되고 있음

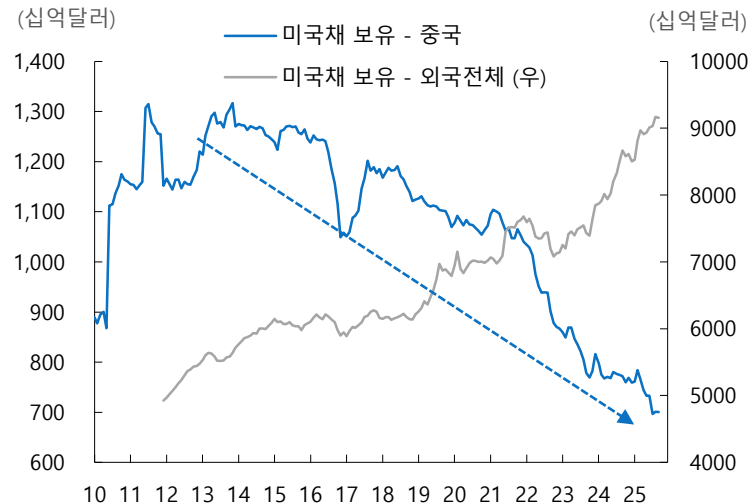


자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부
주: 11월 28일 종가기준

변화하는 투자전략: 지정학 갈등 최대수혜인 금

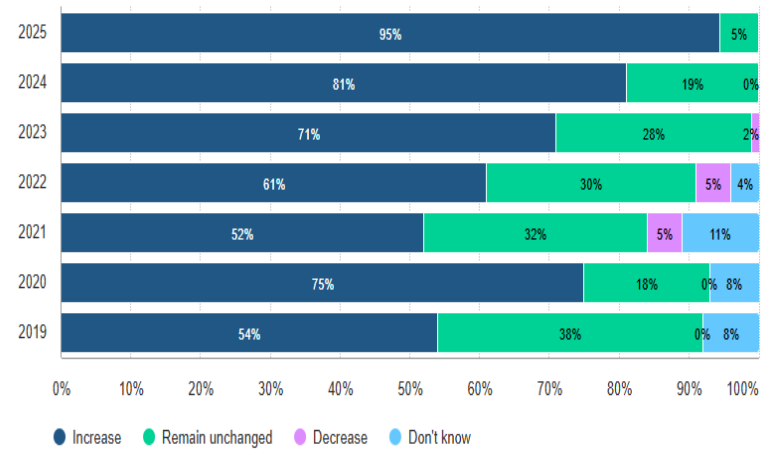
- 리버스 트럼프 베팅에도 변하지 않는 것에 주목. 글로벌 패권 전쟁은 강도의 차이는 있으나 민주당, 공화당 구분없이 지속될 수 밖에 없음
- 패권전쟁에서 승리하기 위한 AI와 같은 기술력과 주요 광물과 같은 자원 자립화는 불가피. 투자 지속은 곧 인플레이션 환경 지속을 의미하며 특히 미국과 중국을 중심으로 패권다툼 전개되는 가운데 서로의 의존도를 낮추는 방향은 불가피
- 이미 글로벌 중앙은행들은 인플레이션, 지정학 갈등을 이유로 향후 금 보유를 늘릴 것이라 밝혔으며 특히 중국의 경우 미국에 대한 견제를 위해 지속적으로 미국채 비중을 줄이고 금 보유비중을 높이고 있음
- 민생 도모를 위해 단기간 지정학 갈등 완화 가능성과 금리인하 제약은 가격 하방 요인이나 장기적인 패권다툼의 방향성은 유효하다는 판단

<그림> 외국 미국채 보유금액: 중국의 전략적인 미국채 매도는 지속



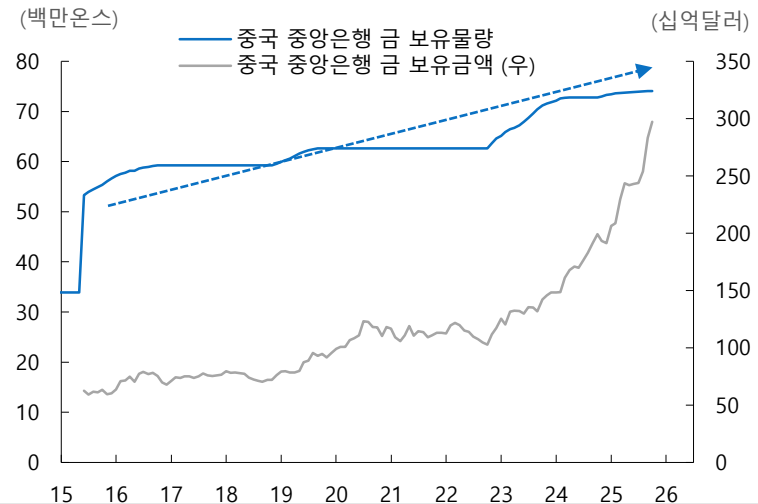
자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림> 글로벌 중앙은행 향후 12개월 금 보유 서베이: 인플레이션, 지정학 요인 등에 따라 비중 확대 전망



자료 : World Gold Council, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 중앙은행 금 보유: 미국채 매도와 함께 전략적인 금 보유 비중 확대는 지속 중

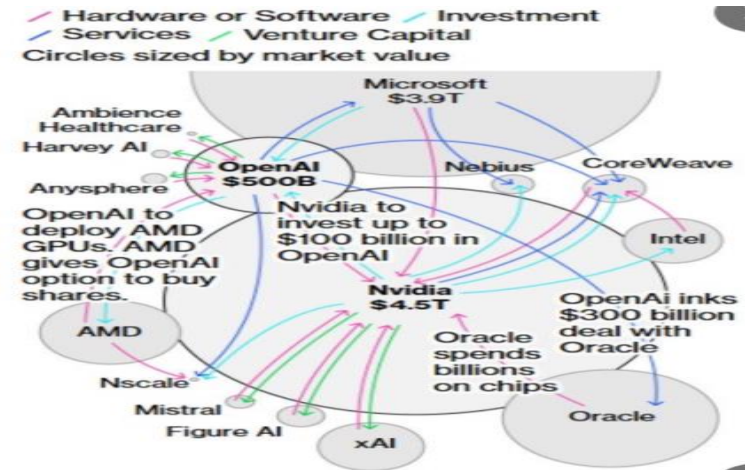


자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

변화하는 투자전략: AI 승자에게 베팅하자

- 글로벌 패권전쟁 속 과잉투자 후 버블붕괴 보다는 과소투자에 따른 경쟁 열위 리스크에 시장은 민감하게 반응 중
- 엔비디아는 주요 AI 기업에 투자를 단행하며 AI 투자 사이클을 주도 중. 단, 오라클, Open AI 등 투자금 대비 수익성 입증은 앞으로의 과제
- 엔비디아 자금력 고려할 때 버블붕괴는 과도하나 AI 기업 수익성 문제는 지속적인 밸류 디스카운트 요인으로 작용할 것. 통화정책 변동성을 고려할 때 장기적으로 최종 승자에 대한 베팅이 필요하다는 판단
- 시장은 자금력, 수익성, 기술력 모두 입증하고 있는 알파벳의 우위를 점치고 있으며 빛을 내더라도 투자해야 하는 환경이라면 모든 기업이 승자가 되는 것이 아닌 소수 기업의 독식으로 종결될 가능성 높다는 판단

<그림> 엔비디아 순환투자: 엔비디아 자금지원 여력 고려할 때 버블붕괴 우려는 과도하나 기타 기업 수익성 우려는 밸류 디스카운트 요인작용 가능



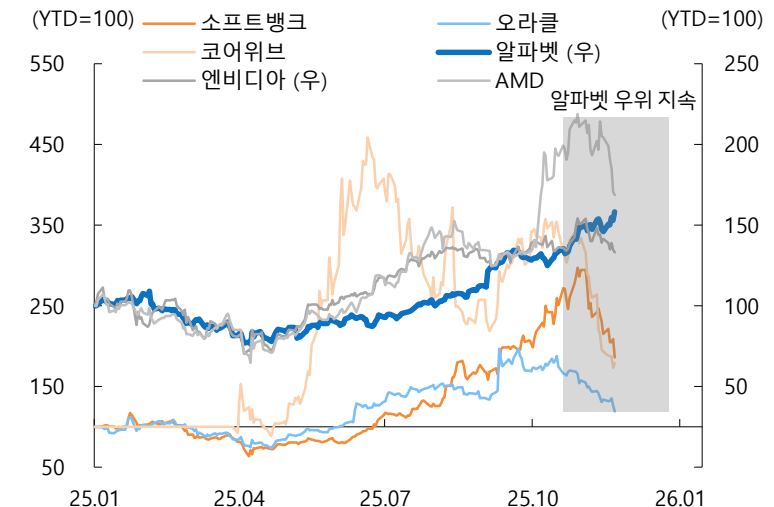
자료 : Bloomberg News, iM증권 리서치본부

<그림> 26년에도 구글 AI 모델 우위 전망



자료 : Polymarket, iM증권 리서치본부

<그림> 엔비디아 밸류체인 및 알파벳 주가추이

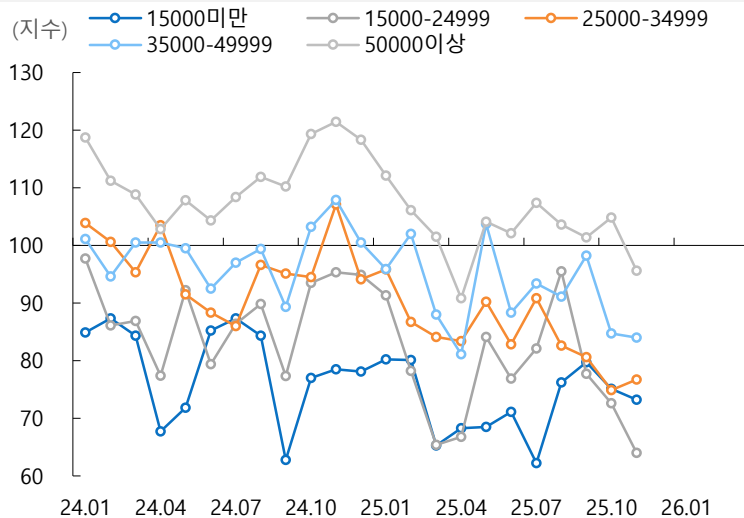


자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

변화하는 투자전략 : 양극화 키워드는 '가성비'

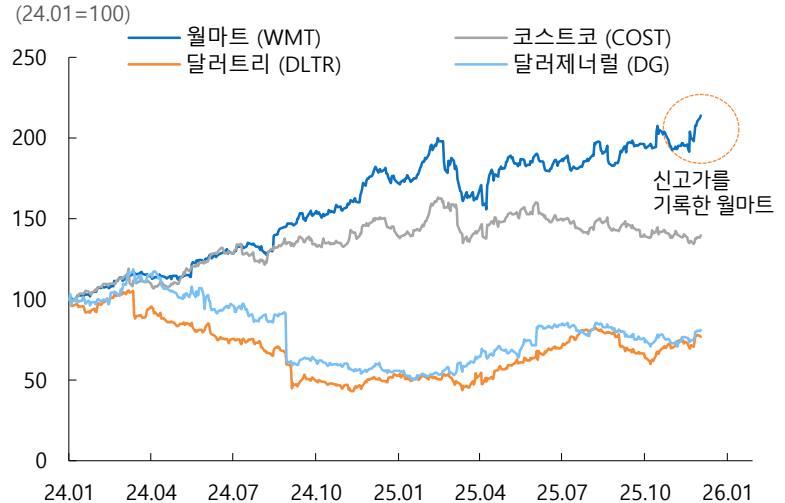
- AI 투자는 곧 양극화로 연결 가능. AI 투자가 불가피하다면 양극화 역시 지속될 가능성에 무게. 적어도 시간이 흐를수록 인플레이션 상승에 잠식되어 소비력이 줄어드는 사람들의 수는 증가할 수 밖에 없음
- 월마트는 최근 실적 발표 이후 신고가에 도달. 신고가를 견인한 것은 고소득자의 가성비 소비전환으로 매장유입이 증가했기 때문
- 미국인의 소득별 소비심리를 보면 중산층 이하의 계층은 소비심리 하락세 뚜렷하며 11월 주가 조정과 함께 중산층 이상의 소비심리도 반락
- 26년에는 일부 고소득층을 제외한 계층 전반이 가성비 소비로 전환하는 모습 나타날 것으로 전망하며 이는 할인매장 전반에 모멘텀 요인으로 작용할 전망

<그림> 컨퍼런스보드 소득분위별 소비심리 추이: 계층 전반 하락세



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림> 주요 할인매장 주가 추이: 고소득자의 가성비 소비 전환과 함께 월마트는 신고가 기록



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

<표> 주요 필수품 할인매장별 특징

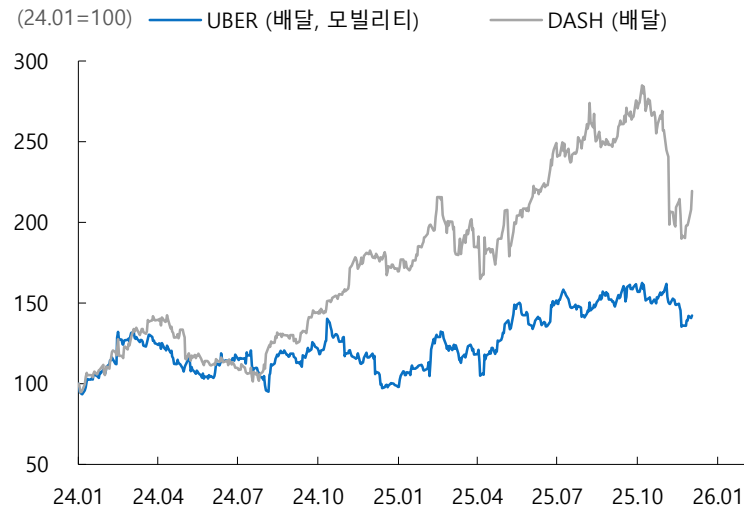
기업	고객층	가격 포지션	상품구성
달러 제너럴 (DG)	저소득층	상시 저가	생필품, 식품 비중 80% 이상
달러트리 (DLTR)	중,저소득층	달러 고정가(최근엔 혼합)	생필품 비중 50% 미만
WMT(월마트)	중산층	전반적으로 저가 (Everyday low price) 전략	생필품, 식품 매출 비중 높음
COST(코스트코)	중산층~상위	회원제 창고형 대용량 가성비	생필품, 식품 비중 50% 이상

자료 : iM증권 리서치본부

변화하는 투자전략 : 가성비는 곧 '집콕'

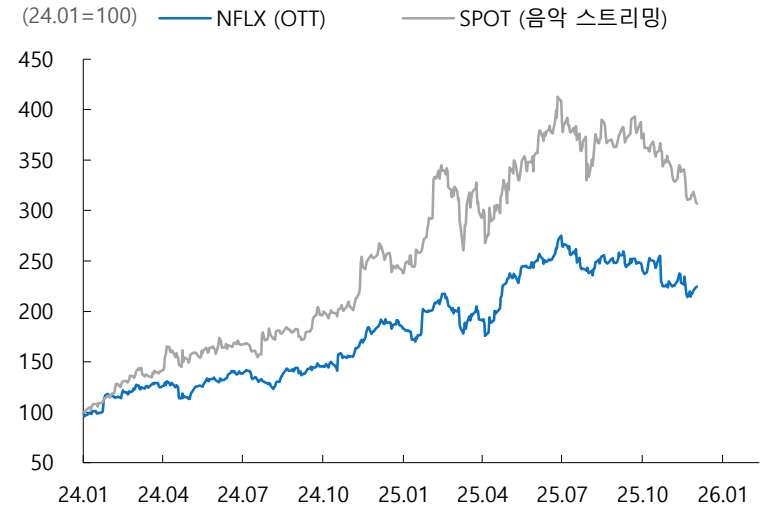
- 가성비 소비의 또다른 테마는 실내활동 (집콕) 관련주로 연결 가능
- 소비 트렌드가 가성비로 전환하며 소비성향이 높은 외부활동 보다는 실내활동으로 전환되는 빈도 증가할 것
- 대표적인 테마로는 OTT, 스트리밍, 배달, 게임 등을 들 수 있으며 소비여력 감소를 고려할 때 관련주 전반 수혜보다는 콘텐츠, 사용자 경험 경쟁력 우위에 있는 대표 기업으로 집중될 것
- 특히 코로나 이후 실내활동 관련주에 대한 기호 자체가 높아졌기 때문에 경쟁력 있는 기업의 경우 체류시간 증가에 따른 광고매출, 가격 협상력에서 우위 보여줄 것으로 전망

<그림> 주요 배달 플랫폼 주가 추이



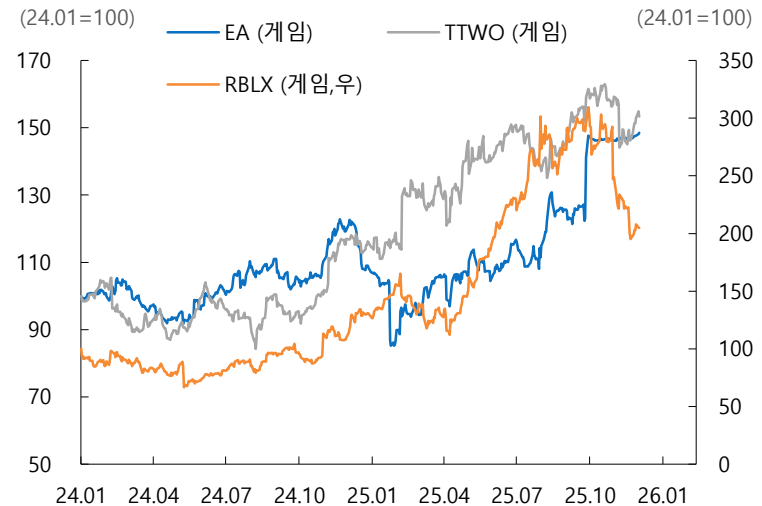
자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림> 주요 OTT 관련주 주가 추이



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림> 주요 게임주 주가 추이



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부



[크레딧]

발상의 전환이 필요하다

26년 1분기 2.25%에서 인하 사이클 중단. 역캐리 해소는 신용스프레드 약세를 동반했다

– 26년 약세의 조건

- ①역캐리 해소: 금리인하 중단, 종료 시기 시장금리 상승이 선반영되면서 역캐리 해소, 신용스프레드도 동반 상승
- ②역사상 스프레드 최저점 30bp 수준 (회사채)에 얼마 남지 않은 39bp 수준

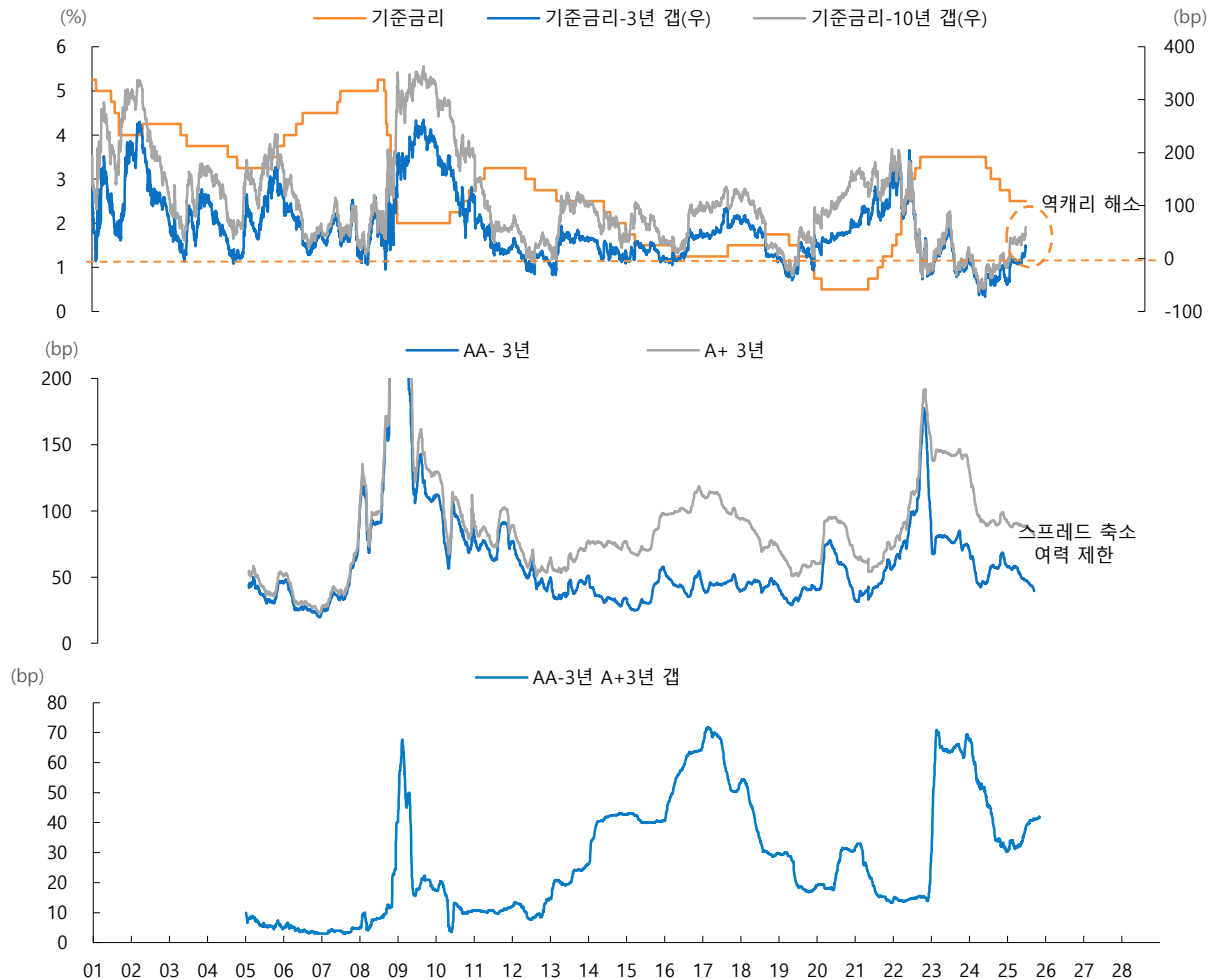
– 약세의 시작은 언제인가

- 26년 4월. 즉 1분기가 끝나는 시점 (금리인하 1분기 이후 26년 인하사이클 종료, 연초효과 소멸)부터 신용스프레드 약세를 예상

– 제한적 약세가 가능한 이유

- ①기업들의 펀더멘탈이 급격히 저하되지 않았음. 결국 신용스프레드는 펀더멘탈과 연결
- ②기준금리 2.25%가 최종금리 수준이 아니라 추후(27년 이후) 다시 인하사이클로 돌입할 수 있다는 일부 기대감이 작용할 것

<그림> 금리인하 중단 시그널이 등장하기 시작할 때 시장금리 상승이 나타나면서 크레딧 스프레드도 일시적 확대 국면

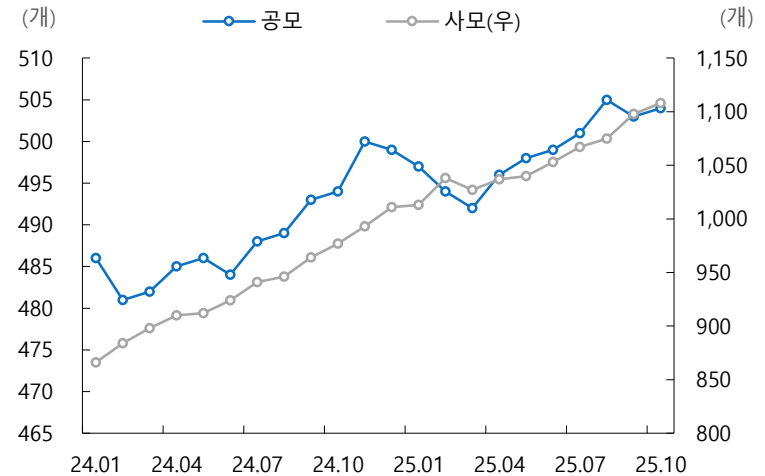


자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

분기말 자금유출 이후 채권형자금 유입 강도 확인

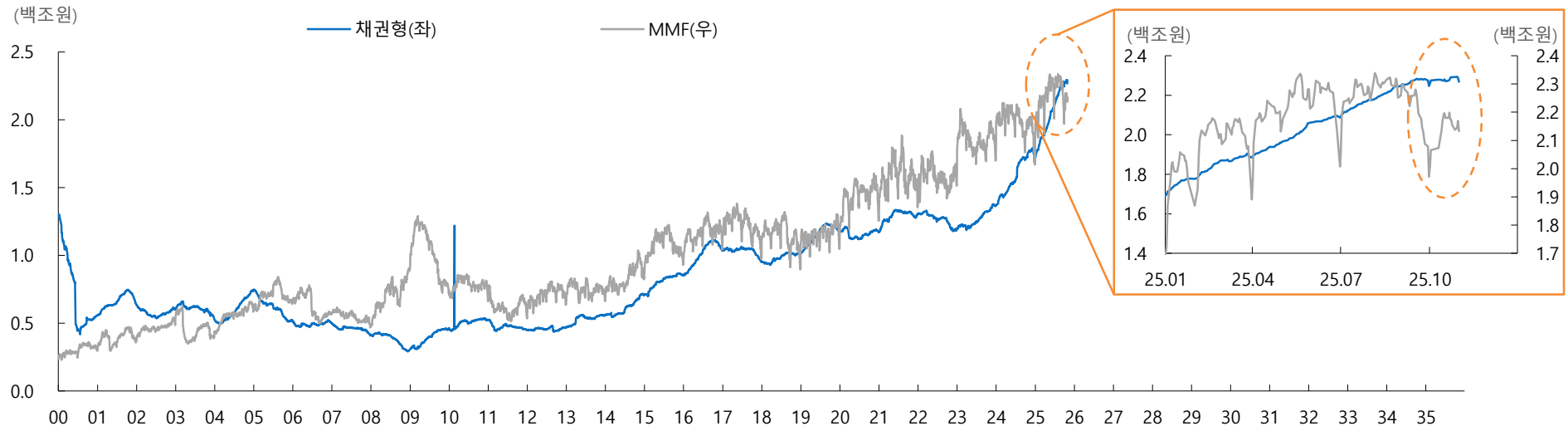
- 분기말 자금유출로 MMF자금의 변동성이 심해졌으나 최근까지의 자금 재유입 강도를 보면 이전 수준보다 약한 수준
- 한편 채권형펀드 자금도 역사적으로 보면 최고점을 경신했으나 9월말부터 펀드자금이 정체되는 것을 확인 가능
- 국고금리 상승 구간과 채권형 주변자금의 유입 강도 정체 구간이 일치하는 것을 확인
- 풍부한 유동성을 확인하는 시기임에도 자산별로 수혜를 받는 수준은 다르다는 점
- 내년 크레딧 시장이 온기를 받기 위해서는 수급적 측면, 인하 사이클적 측면에서 확신이 필요

<그림> 채권형 펀드 설정은 사모 중심 이어가나 공모는 9월부터 주춤



자료 : 금융투자협회, iM증권 리서치본부

<그림> 채권형 펀드 자금 및 MMF 자금 추이: MMF 자금에서 분기말 유출 후 회복 중이나 이전 케이스보다 회복세 더딘 편

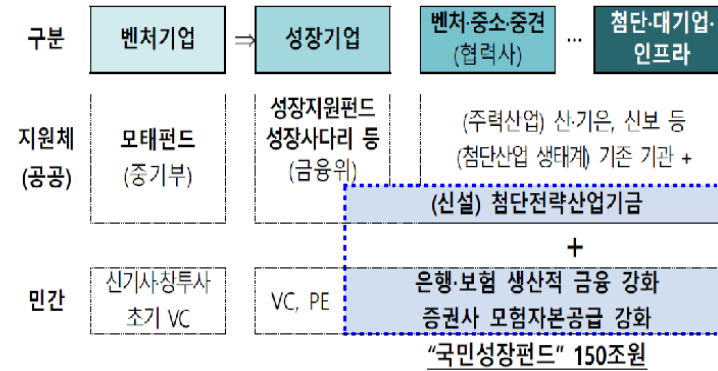


자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

기본 체력(잠재성장률) 키우기 위한 국민성장펀드

- 첨단전략산업기금 75조원과 더불어 민간·연기금·금융회사·국민 자금 75조원 등으로 국민성장펀드 150조원이 조성. 이를 통하여 첨단 산업 및 기업 등을 육성할 뿐만 아니라 벤처 생태계 등을 활성화 시키는 것을 목표로 함
- 한국의 잠재성장률 낮아지는 상황에서 AI에 대한 투자로 성장률을 제고 하려는 것이 정부 정책의 목적. DJ정부의 브로드밴드 사례를 벤치마킹한 것으로 보이는 국민성장펀드 150조원 조성 계획
- 이는 AI 인프라, 소버린 AI 등 한국의 AI 역량 확보를 위해 투자될 예정

<그림> 생산적 금융과 국민성장펀드 개요



자료 : 더불어민주당, iM증권 리서치본부

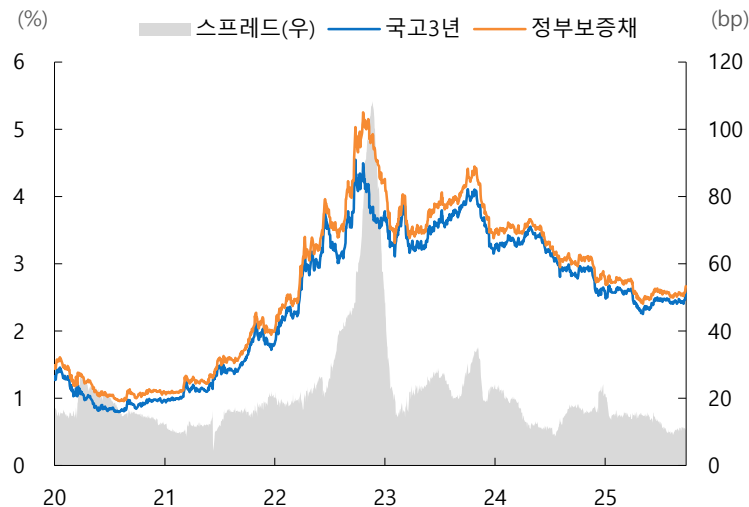
<표> 국민성장펀드 산업별 배분안(예시)					
구분(조원)	투자중심 지원		인프라투자	초차대출	합계
	직접지원	간접투자			
AI	4.0	6.0	10.0	10.0	30.0
반도체	1.6	4.3		15.0	20.9
차전자	1.3	4.1		2.5	7.9
디스플레이	0.5	1.1		1.0	2.6
바이오·백신	1.4	2.7		7.5	11.6
수소·연료전지	0.8	1.3	40.0	1.0	3.1
항공우주·방산	1.1	1.5		1.0	3.6
모빌리티	0.9	4.5		10.0	15.4
원자력·핵융합	1.4	0.8		0.5	2.7
미디어·콘텐츠	1.4	2.7		1.0	5.1
로봇	0.6	1.0		0.5	2.1
합계	15.0	35.0(국민참여 포함)	50.0	50.0	150.0
(재원)	기금 25조원(마중물) + 민간 75조원 + 재정 5조원(뒷받침)			기금 50조원	150조원

자료 : 금융위원회, iM증권 리서치본부

국민성장펀드와 첨단전략산업기금채권 발행: 물량 부담 있으나 소화 가능

- 산업은행은 첨단전략산업기금채권 발행해 국고채 금리 수준 초저리대출에 사용할 예정(정부보증채로 발행)
- 정부보증채는 구조적으로 국고채보다 금리가 높음(현재 9.5bp 스프레드)
- 시장에서 우려하는 것은 초저리대출에서 발생하는 산업은행 역마진 발생 여부
- 산업은행 단독적으로 봤을 땐 20년 순발행 16.5조원 이후 22년 11.6조원, 이후 순상환기조
- 매년 15조원 한도를 꼭 채워서 발행할 경우 채권시장에서는 물량 부담으로 인식 가능
- 다만 발행 측면에서 만기 다양화로 물량 조절할 것. 수요 측면에서는 은행 위주 물량 담아갈 것으로 전망(위험가중치 0이기 때문)

<그림> 국고3년과 정부보증채 금리 및 스프레드 추이



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<표> 첨단전략산업기금 내용

구분	내용
배경	첨단전략산업 생태계 경쟁력 강화를 위해 기금 산업은행에 신설 (12월 초 출범예정)
지원방식	국고채 수준 초저리대출, 지분투자 등
규모	75조원
재원	정부보증기금채(기본재원), 산은 자체재원 활용 기금출연
발행	2026~2030년까지 매년 15조원 한도 발행
만기	2~20년

자료 : 금융위원회, iM증권 리서치본부

증권업 기업금융 경쟁력 제고 방안

- 종합금융투자사업자(이하 종투사)의 기업금융 제고 방안 입법이 예고된 가운데 비우량 회사채의 신규 투자 주체가 등장할 것으로 전망
- 4조원 이상 자기자본 종투사의 경우 발행어음, 8조원 이상이면 종합투자계좌(IMA) 사업이 가능한데, 기존 인가 증권사에 이어 추가적으로 현재 일부 대형 증권사에 있어 발행어음 인가 신청이 이루어진 상황
- 한편 발행어음 및 IMA 운용 규제 개편이 이루어지는데 전체 운용자산에서 발행어음 조달액의 10% 이상을 모험자본에 공급해야 하며 이는 단계적으로 상향되어 최종적으로 25%까지 맞추어야 함. 모험자본에는 중소·중견기업 자금공급, A급 이하 채무증권, 채권담보부증권(P-CBO) 매입, 하이일드 펀드 등이 해당. 한편 발행어음은 자기자본 200% 이내에서 상품 취급 가능
- 한편 부동산 자산 운용 비중이 현재 30%에서 28년 10%까지 낮아짐. 모험자본 조달액이 증가함과 동시에 부동산 투자 이외 모험자본 비중을 맞추기 위한 A급 이하 회사채 매수가 증가할 것으로 전망. 금융당국에서 제시한 증권 IMA 상품 예시를 보면 A급 이상 기업대출이나 회사채가 제시되어 있는 것을 확인할 수 있음

<그림> 발행어음 및 IMA 개편: 모험자본 총자산 중 25% 공급 의무, 발행어음 운용자산에서 부동산 비중은 감소

	현 행	'26년	'27년	'28년
발행어음 운용자산	기업금융 50%	기업금융 50%	기업금융 50%	기업금융 50%
	부동산 30%	부동산 15%	부동산 10%	부동산 10%
총자산		모험자본 10%	모험자본 20%	모험자본 25%

자료 : 금융위원회, iM증권 리서치본부

<표> 금융당국에서 제시한 증권 IMA 상품 예시

구분	(저수익) 안정형	(중수익) 일반형	(고수익) 투자형
만기	1~2년 (폐쇄형)	2~3년 (폐쇄형)	3~7년 (폐쇄형)
보수차감 전 목표수익률	연 4.0~4.5%	연 5.0~6.0%	연 6.0~8.0%
운용보수 (모집금액 대비)	20~50bp	50~80bp	80~100bp
성과보수	기준수익률(3.0%) 초과수익의 30%	기준수익률(4.0%) 초과수익의 30%	기준수익률(5.0%) 초과수익의 40%
보수차감 후 목표수익률	연 3.5~3.7%	연 4.2~4.9%	연 4.8%~ 6.6%
주요 투자대상 (상품특징)	- A급 이상 기업대출, 회사채 - A2급 이상 전단채 - 글로벌 B88급 이상 국외기업 회사채, 인수금융 대출 (우량 대/중견기업, 국외 우량기업 투자, 낮은 수익 변동성)	- B88급 이상 기업대출, 회사채 - A3급 이상 전단채 - 글로벌 B88급 이상 국외기업 회사채, 인수금융 대출 - 국내외 우량 부동산, 인프라 등 대체투자 (우량 중견/중소기업, 중수익 대체투자, 일반적인 수익 변동성)	- 중견/중소/벤처 지분, 회사채 등 - 글로벌 B급 이상 국외기업 회사채, 인수금융 대출 - 국내외 부동산, 인프라 등 대체투자 (중소/벤처 모험자본 중심, 고수익 대체투자, 높은 수익 변동성)
(원금을 지급하는 실적배당 상품)			

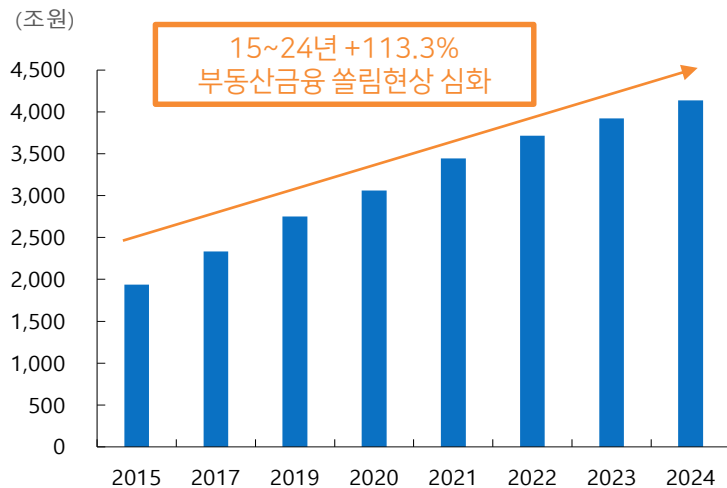
주) 상품 출시 시점의 기준금리 및 투자대상 자산 비중에 따라 보수 및 수익률은 달라질 수 있음

자료 : 금융위원회, iM증권 리서치본부

생산적 금융, 은행권의 역할

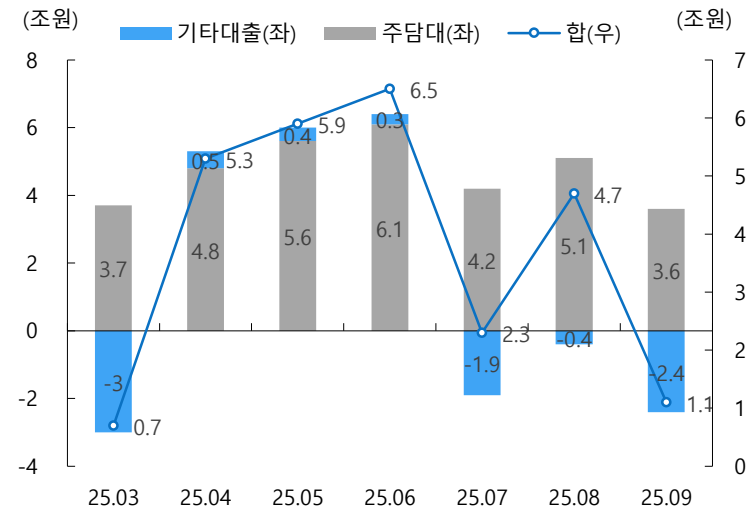
- 9/19 발표된 '생산적 금융을 위한 은행, 보험 자본규제 합리화 방안'에서 은행권의 경우 주담대 위험가중치 하한 15%→20%로 상향. 이는 은행 주담대 역제를 통한 부동산 싼림 완화를 위한 것
- 은행 주식 보유관련 RW가 개선. 국내 규제 상 원칙적으로 주식에 RW 400%를 부과하며 상장주식이나 장기적 경영관계를 갖는 기업의 비상장주식 등에 한해 250%를 적용하는 것(원칙 400%, 예외 250%)에서, BIS 기준을 따라 원칙적으로 RW 250%를 부과하되, 단기매매 목적으로 투자(3년 미만)했거나 가격 변동성에 노출된 벤처 주식에 한해 400%를 적용(원칙 250%, 예외 400%). 펀드 투자 관련 RW도 개선. 주식 RW가 개선됨에 따라 자동적으로 펀드 RW가 개선되는 측면도 존재하며, 특정 경제 분야 지원 등 정책지원펀드 특례 요건이 명확화되며 가이드라인이 제시될 예정
- 이번 규제 변화에서 크레딧 시장 입장에서 크게 3가지 시사점이 관찰. 최근 가계대출 관리 기조와 부동산가격 상승세 진정 노력 등이 보이는 가운데 은행권의 주담대 축소를 유인한다는 것. 주담대 축소는 직접적으로는 기업대출 증가로 이어질 것. 다만 대기업과 중소기업별로 RW가 다르게 산출되므로(내부등급법 상 은행이 직접 추정한 부도율 등으로 산출) 자본건전성 관리 기조 하 선별적 대출기조가 이루어질 것으로 전망. 그리고 현행 기업대출 RW 평균으로 알려지는 43% 수준보다 주담대 RW 하한 20%가 더 낮은 것 또한 급격한 기업대출 증가로는 이어지지 않는 것임을 뒷받침함

<그림> 금융권 부동산금융 익스포저 추이



자료 : 금융위원회, iM증권 리서치본부

<그림> 주택담보대출 등 가계대출 월별 증감 추이

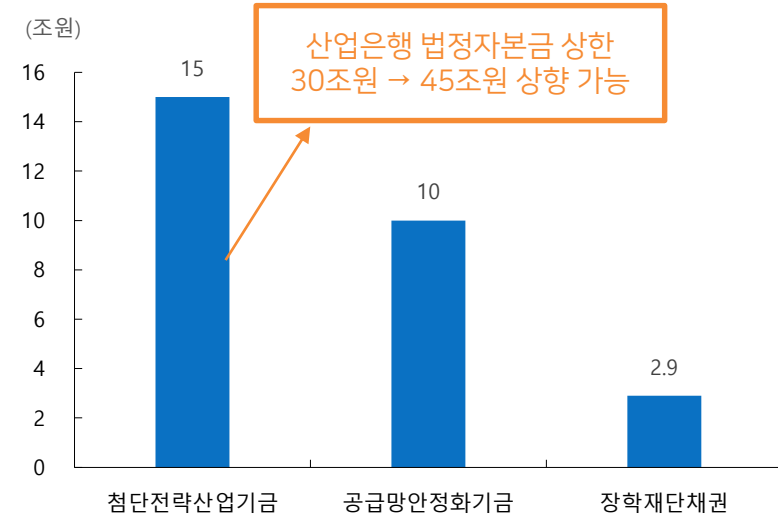


자료 : 언론보도, iM증권 리서치본부

특수채, 정부보증채 중심 발행량 증가

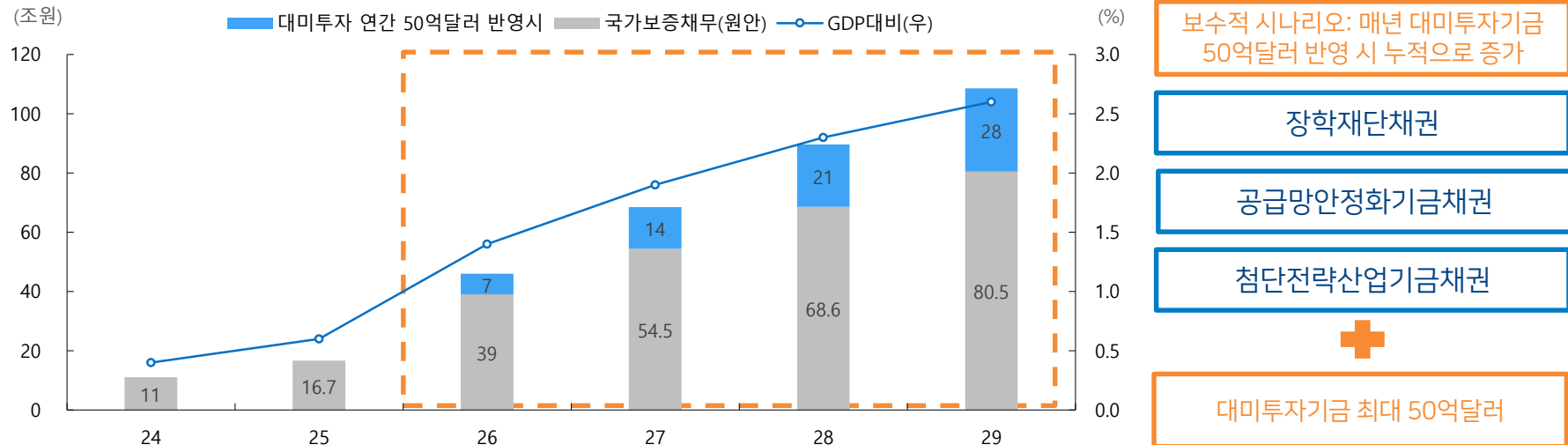
- 국가가 보증하는 채무는 보증채무관리계획상 29년까지 80.5조원으로 증가. GDP대비 2.6% 전망
- 고려해야 할 부분은 장학재단채권, 공급망안정화기금채권, 내년부터 발행될 첨단전략산업기금채권 + 대미투자기금 일부 정부보증 KP
- 첨단전략산업기금채권 목적상 15조원 한도를 최대한 채우는 부분으로 나아갈 공산이 높음
- 추가적으로 대미투자 2,000억달러 조달에 사용되는 자원 일부는 정부보증 통해 KP 발행 예정. 매우 보수적으로 50억달러를 대미투자기금재원으로 발행한다고 치면 국가보증채무 증가
- 특수채는 정부보증채 중심 발행량 증가를 고민해볼 수 있음

<그림> 26년 정부보증채 발행한도



자료: 국가보증동의안(8월말), iM증권 리서치본부

<그림> 국가보증채무 전망: 대미투자 반영시 29년까지 GDP대비 3.2%까지 증가할 수 있음(원안 적용시 GDP대비 2.6%)

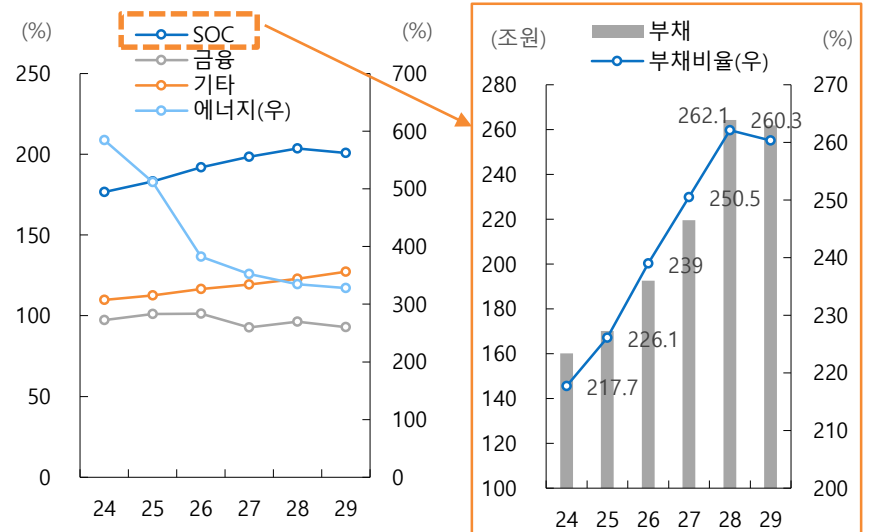


자료: 기획재정부 9월 초 제출 국가보증채무계획, iM증권 리서치본부
주: 파란 부분은 대미투자기금 50억달러 반영시를 나타냄

공사채, LH 중심 SOC 기관은 발행량 증가

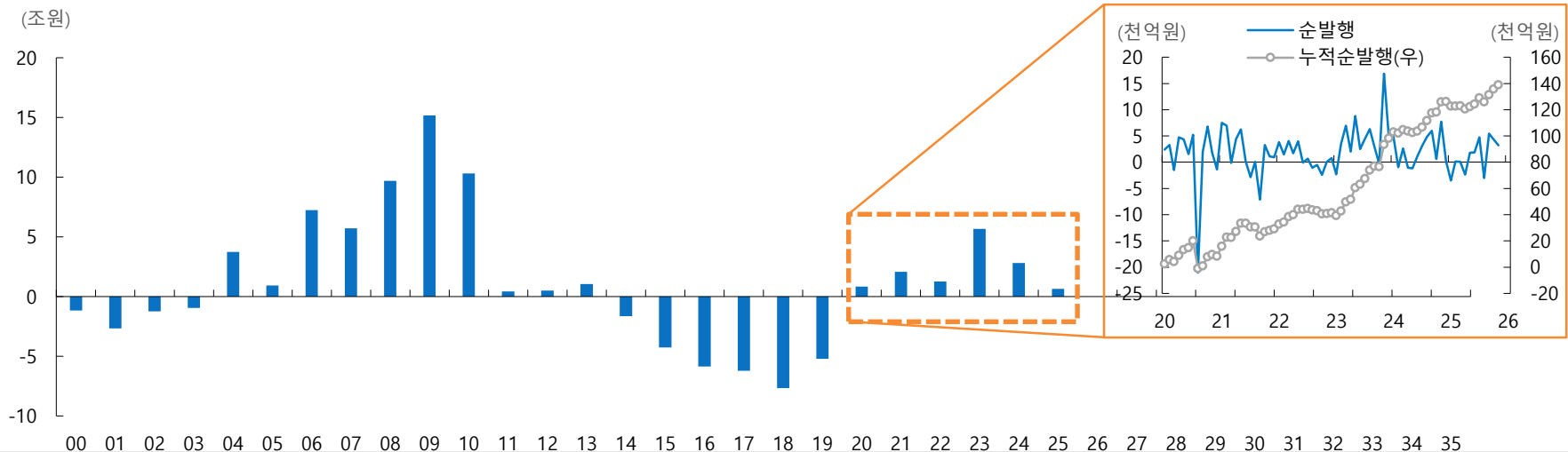
- 한국토지주택공사(LH), 20년 들면서 순발행기조로 확대. 20년부터 누적 순발행 13조원 돌파
- 9/7 부동산 대책 발표 이후 공공택지 직접 조성 시행 예정. 이에 따라 채권 발행한도 확대도 논의될 것으로 전망
- 이외에도 도로공사 등 SOC(사회간접자본) 관련 공공기관채는 주택공급 등 부동산 관련 정부의 공급정책에 따라 필요 자금이 증가하면서 발행량 증가 예상(SOC 기관공공택지·주택 공급 확대 등으로 29년 부채규모는 383.3조원(25년 대비 +103.0조원), 부채비율은 200.8%(25년 대비 +17.6%p) 전망)
- SOC 및 정책금융 분야 등 공공기관 본연의 역할에 대한 정책적 기대감 확대를 고려하여 적극적인 투자 계획 반영하겠다고 밝힌 상황

<그림> (좌) 공공기관별 부채비율 전망 (우) LH 부채 및 부채비율 전망



자료 : 기획재정부, iM증권 리서치본부

<그림> 한국토지주택공사(LH) 연간 순발행 추이: 20년들어 순발행기조 지속 중. 20년부터 누적으로 13조원 순발행

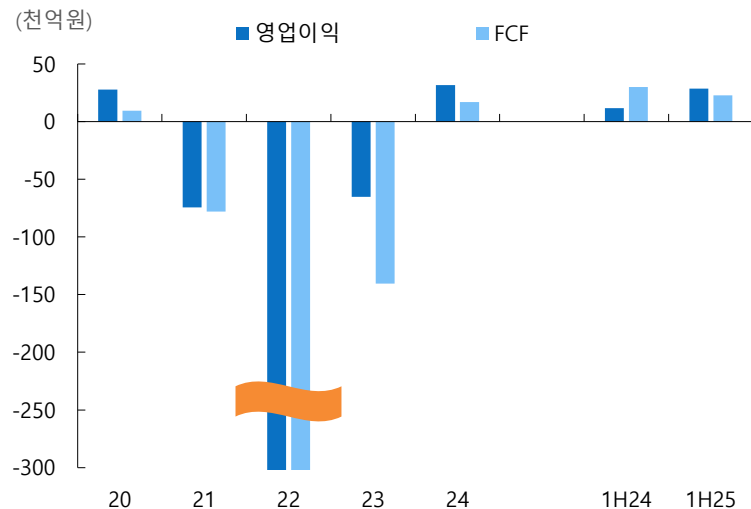


자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

한전채는 발행량 내년에도 감소 지속

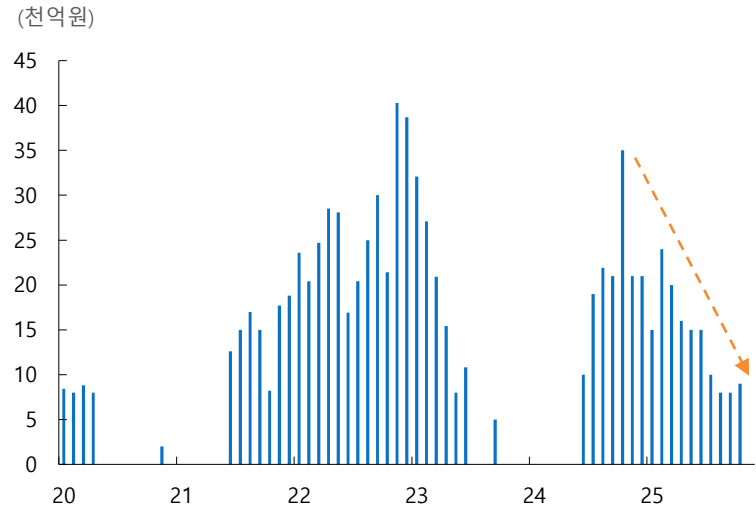
- 한국전력, 유가 상승 등 에너지가격 상승에 구입단가와 판매단가 간 스프레드 역전. 22년도에는 30조원이 넘는 영업적자를 기록. FCF도 마이너스 보이면서 부채비율 23년도에는 644%까지 상승
- 저유가 등 에너지가격 안정으로 구입단가가 낮아지면서 판매단가간의 스프레드 역전 해소. 판매 측면에서는 전기요금 상승 등으로 적자 해소되면서 한전채 발행 유인이 일정 수준 감소하는 것을 확인 가능
- 22년 한전채 발행 급증으로 구축효과를 경험했지만, 26년 채권시장 물량부담요인에 한전채는 해당하지 않을 것으로 전망
- 송전망 사업 등에 필요한 자원은 국민성장펀드 자원에서 일부 출연 가능할 것

<그림> 한국전력공사 영업이익 및 잉여현금흐름 추이



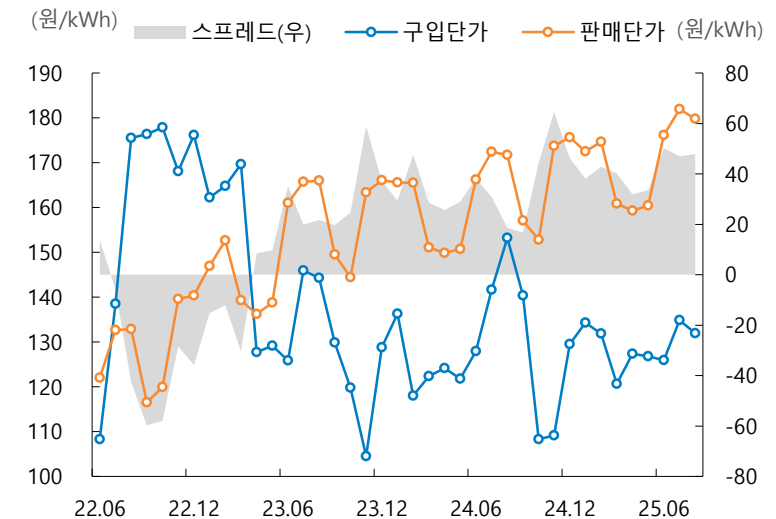
자료 : Gauntwise, iM증권 리서치본부

<그림> 한국전력공사채 발행 추이: 25년들어 감소수준



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 전력구입단가-판매단가 스프레드 우호적 환경 조성

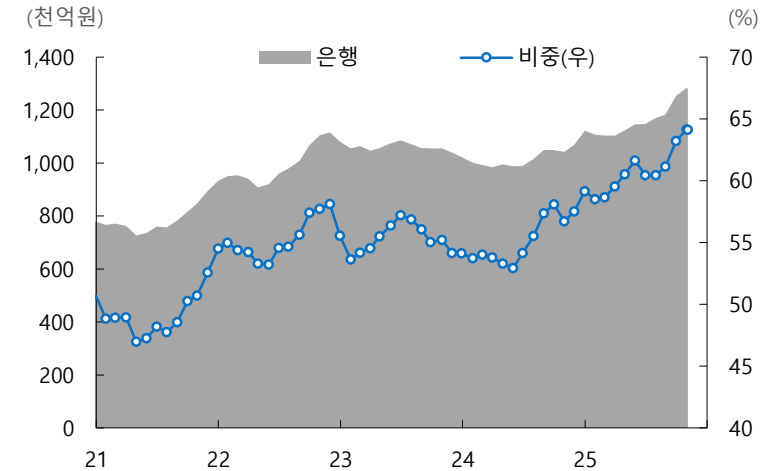


자료 : 한국전력공사, iM증권 리서치본부

특수은행채, 생산적 금융 포함 발행량 증가 가능

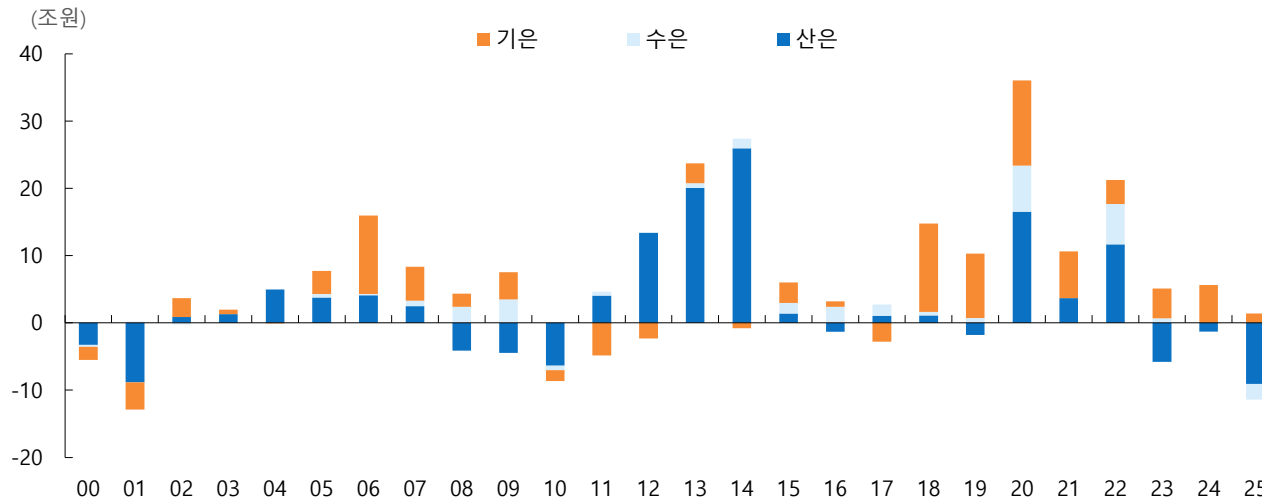
- 첨단전략산업기금채권, 자원조달 기금채 이외에도 산은 자체 재원도 포함. 기금 마련 위한 산은채 발행 가능
- 수출입은행, 관세 노이즈와 더불어 공급망안정화기금채권 등 재원마련 위한 채권시장 자금조달 가능
- 특은채 연간 순발행 최대치 20년 36조원, 22년 21조원, 25년 현재는 10조원 순상환기조. 내년에는 순발행 기조 전환 가능성이 크다고 판단
- 다만 특은채 발행 시 RW 0인 자산 편입하려는 은행권 수요도 큰 상황. 현재 특은채 잔고 중 은행 보유 비중은 64.12%. 운용권도 특은채 매수 증가세에 외인 자금 유입 시 특은채 발행 증가에 따른 채권시장 부담은 상쇄될 듯

<그림> 특은채 잔고 중 은행 보유 비중 추이: 25년 11월 기준 64.12% 보유



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 특수은행채(산업은행, 기업은행, 수출입은행) 연간 순발행 추이: 올해 전반적으로 순상환 기조이지만 내년부터 산은 중심 순발행 기조 가능

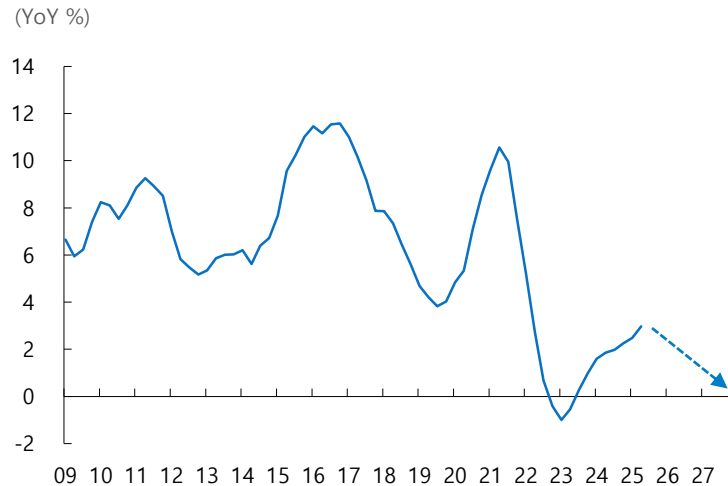


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

일반은행채, 가계대출 축소 움직임에 연동할 것

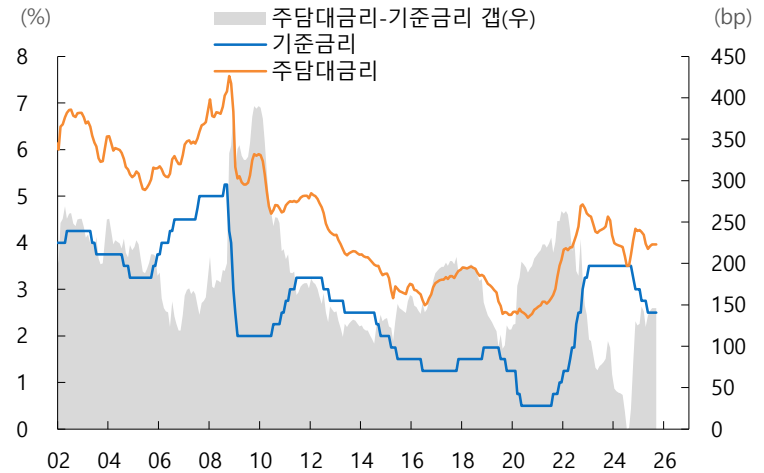
- 은행권에서 취급하는 주담대의 위험가중치 하한을 15% → 20%로 상향 (26.1.1일로 조기시행)하는 것 또한 가계대출 억제 & 기업대출 활성화를 통한 기업성장 도모를 위한 포석으로 해석
- 은행권의 가계대출이 기업대출로 이전, 우량등급 회사채 은행권 수급 개선 전망. 다만 은행권의 기업에 대한 자금공급을 본격적으로 확대하기 위해서는 RW 기준치 하향 등에 대한 논의가 추가적으로 필요할 것으로 예상
- 은행권의 수신잔액은 최고치를 경신하고 있으며 가계대출이 축소되는 점은 일반은행채의 발행유인 감소로 연결. 일반은행채 26년 순발행은 축소 전망

<그림> 가계대출 증감율 추이: 주담대 중심 대출 억제 노력할 것



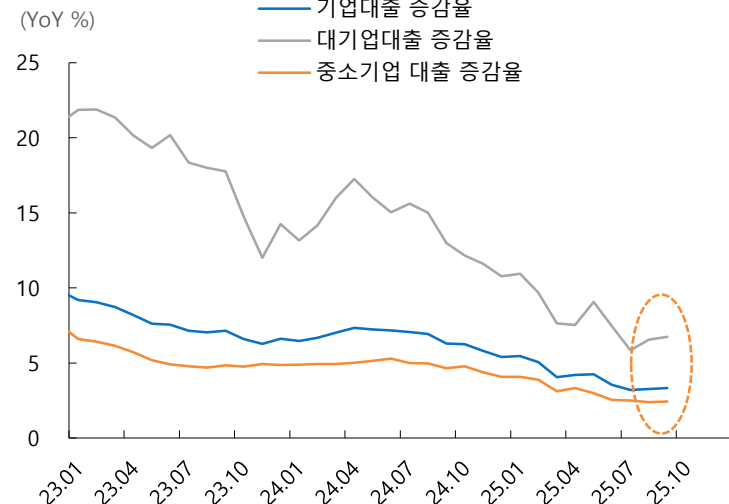
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 주담대 금리와 기준금리간 갭은 24년말부터 증가. 주담대 중심 가계대출 관리기조의 영향이 나타남



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 기업대출 증감율 추이: 기업규모별 차별화

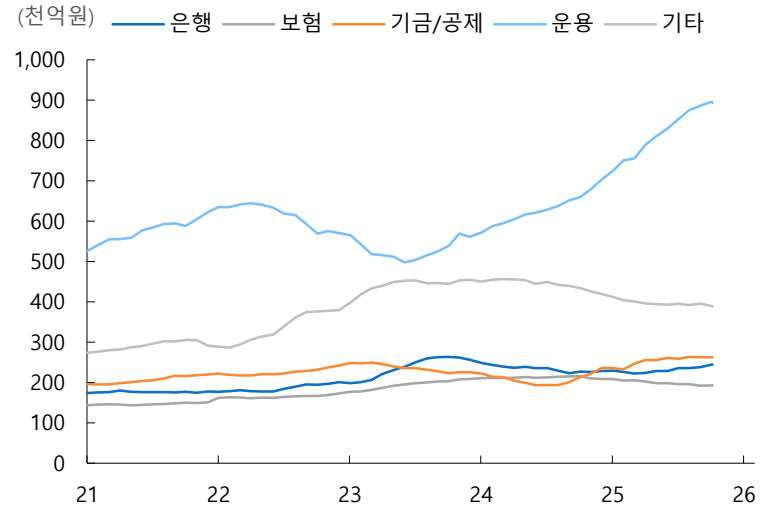


자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

여전채, 레포펀드 설정 감소 가능성

- 금리인하 시그널이 확인된 23년 말부터 시장금리 하락, 캐리 노린 운용 중심 여전채 매입 증가
- 여전채 강세는 레포펀드 설정으로 발현. 23년말부터 레포 거래에서 매입 증권으로 활용되는 여전채도 큰 폭 증가
- 레포펀드는 레버리지를 동반한다는 점에서 인하 사이클이 끝나는 시점에 시장금리 상승 시 일부 환매 니즈 증가 → 여전채 약세로 발현 가능
- 레포펀드 설정추세 감소와 환매 니즈로 여전채 약세 보일 가능성 높음

<그림> 투자자별 여전채 잔고 현황: 운용이 압도적 1위



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 기관간 레포 매입잔량: 25년 9월말 258조원, 그 중 여전채 23년말부터 지속적으로 증가해 현재 32조원대에 이르는 중

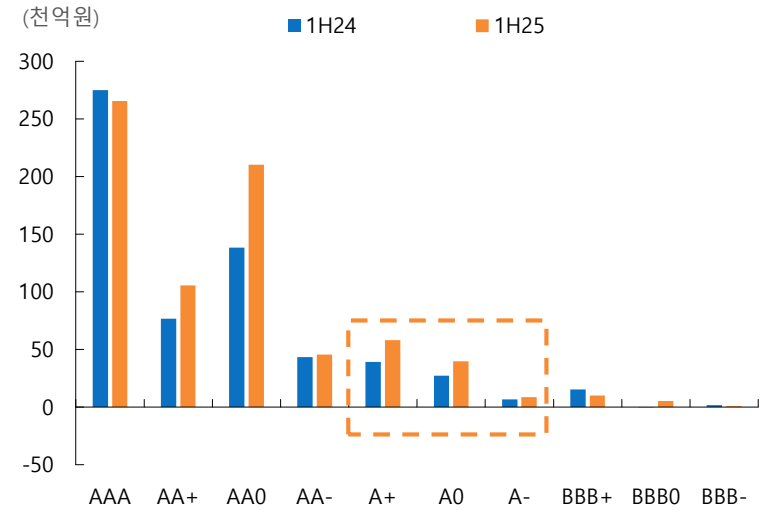


자료: 한국예탁결제원, iM증권 리서치본부

우량-비우량 회사채간 스프레드 축소 전망

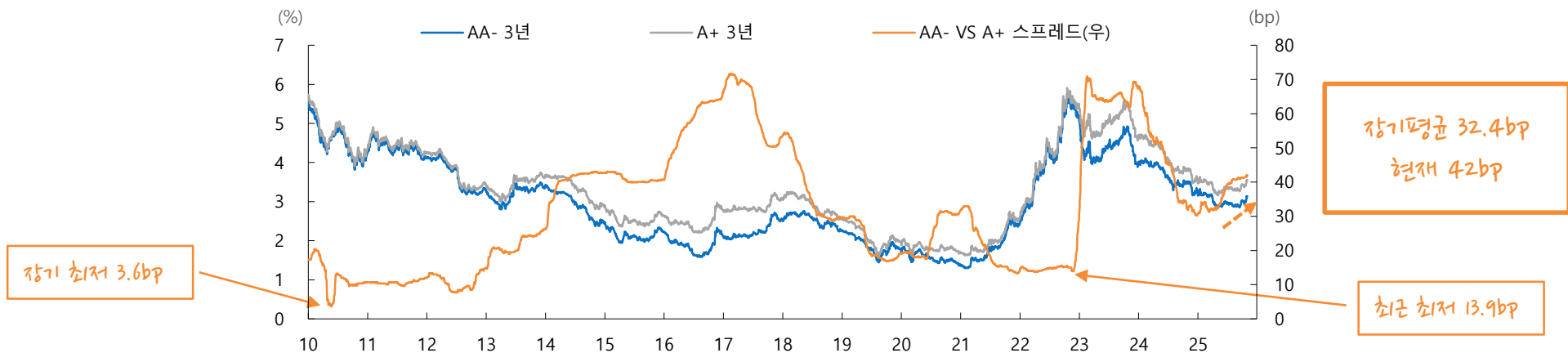
- 장기신용등급 보유업체 대상 전년동기비 수익성(당기순이익) 비교했을 시 싱글A급에서는 실적 개선세가 나타났음
- 전년동기대비 A+급 +48.2%, A0급 +45.6%, A-급 +29.2% 당기순이익 증가. 다만 일부 기업이 전체 실적 상승 견인한 측면도 존재
- 그렇다고 하더라도 선별적 투자 기조 하에 내년 모험자본 공급 의무 등 새로운 투자주체 탄생으로 수요 여건 개선은 비우량 회사채의 상대적 아웃퍼폼 가능케 함
- 우량-비우량 회사채 스프레드 현재 42bp수준. 30bp 중반대까지는 축소 가능할 것으로 전망

<그림> 신용등급별 당기순이익 전년대비 비교



자료 : Gauntwise, iM증권 리서치본부

<그림> 내년부터 비우량 회사채 새로운 수요 창출과 캐리매력도 고려하면 우량-비우량 회사채간 스프레드는 30bp중반대까지 축소시도 전망



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

한-미 관세협상 타결, 2,000억달러 대미투자 자원조달 부담 해소로 채권시장 일단은 안도

- 2,000억달러 + 1,500억 조선업 협력 투자. 2,000억달러는 Capital Call 형식 + 연간 200억달러 한도
- 200억달러의 재원을 마련하는 방법은 외환보유고 내 외화자산 운용수익 및 배당금을 일차적 재원으로 사용하되, 부족분은 대미펀드 기금채(정부보 증채)를 통해 채권발행. 현재 유가증권 3,784억달러로 얻을 수 있는 외화자산은 약 147억달러 수준으로 추정
- 주식 및 기타 현금성자산(T-bill 등 단기 미국채 비중 존재) 등의 운용수익 + KIC 운용수익을 합한다면 150억달러 이상의 달러화를 확보 가능. 추가적으로 KP물로 발행될 물량 자체는 공급부담을 초래할 수준은 아니라고 판단되며 국내 채권 시장에서 발행되지 않는다는 점이 결정적

- 크레딧 시장 영향:

- ①우려했던 것보다 발행부담 경감
- ②산업은행 중심 국책은행은 AI 등 첨단산업을 육성하고 혁신적 금융의 토대를 마련할 수 있는 데 더욱 집중 가능
- ③고율 관세 노이즈 해소된 것은 기업 이익과 신용도 관점에서도 긍정적. 이는 크레딧 투자에도 우호적으로 작용할 전망

<표> 현재 외환보유고 중 유가증권 및 기타자산 등으로 얻을 수 있는 수익은 약 147억달러 + α 수준으로 추정

	채권	주식
벤치마크 수익률	4.0%	7.0%
자산 비중	79.4%	10.2%
(억달러)		
유가증권(25.9월 말)	3,784	3,784
수익	120.18	27.02
합계	147.20	
기타수익	+α	

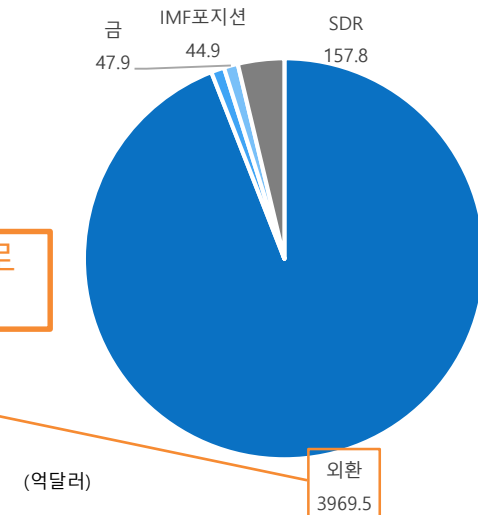
자료 : 한국은행, iM증권 리서치본부

주1: 벤치마크 수익률은 채권 미 10년물 국채금리, 주식, 벤치마크는 당사 가정

주2: 자산 비중은 24년 말 한국은행 제시자료 기반

<그림> 25.9월말 기준 외환보유고: 4,220억달러

예치금, 유가증권으로
구성

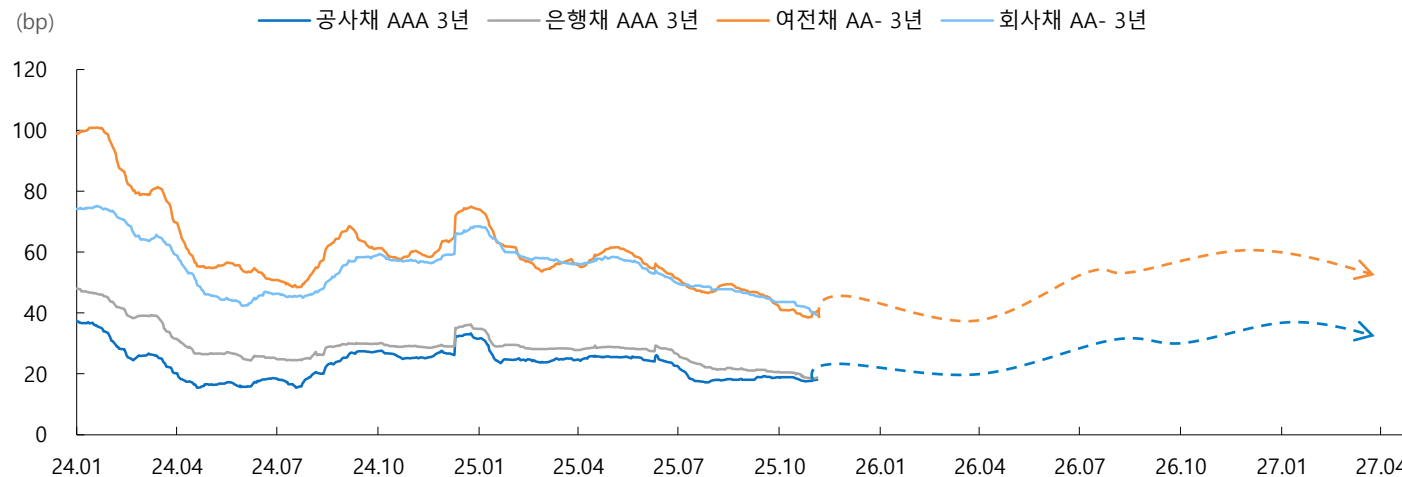


자료 : 한국은행, iM증권 리서치본부

26년 투자전략 및 크레딧 스프레드 궤적

- 올해 9월부터 역캐리 해소. 연내 금리인하 동결 가능성 확대. 내년에도 금리인하 사이클이 지속될 수 있을지라는 의문. 국고 3년 정채기간이 긴 만큼 크레딧 시장 입장에서도 올해만큼의 강세를 예견할 수 없을 것
- 그래도 연초에는 퇴직연금 자금 등 기관 북 유입으로 시장 활성화 → 강세를 견인할 것. 이때까지는 스프레드 전략도 유효. 다만 올해 1분기 2.25%를 끝으로 금리인하 중단에 돌입하면 시장금리 상승과 크레딧 스프레드 약세가 동시에 나타날 것. 당사는 26년 4월이 변곡점이 될 것으로 예상
- 하반기에는 비중 축소를 고려할만 하나, 오히려 정책자금의 유입 등으로 기업경제는 회복되는 모습을 보일 것. 크레딧의 본질인 펀더멘탈 측면에서는 회복 기조를 이어가는 점은 그나마 크레딧 투자에 우호적 환경 조성
- 하반기에는 금리 상승과 스프레드 확대를 노려 캐리 확보성 투자로 가닥을 잡는 것을 추천
- 27년 기준금리를 재인하할 가능성도 26년 경제성장과 물가, 금융안정 측면을 고려해서 지속적으로 체크해봐야할 것. 24년부터 이어진 '통화정책과 금리 방향에 따랐던 투자'가 아니라, '정책적 방향과 기업 및 산업 성장, 수급적 측면을 모두 고려한 투자 아이디어'로 나아갈 것을 추천

<그림> 26년 크레딧 스프레드 궤적





[철강금속]

부진한 업황, 그리고 Commodity 시장 양극화

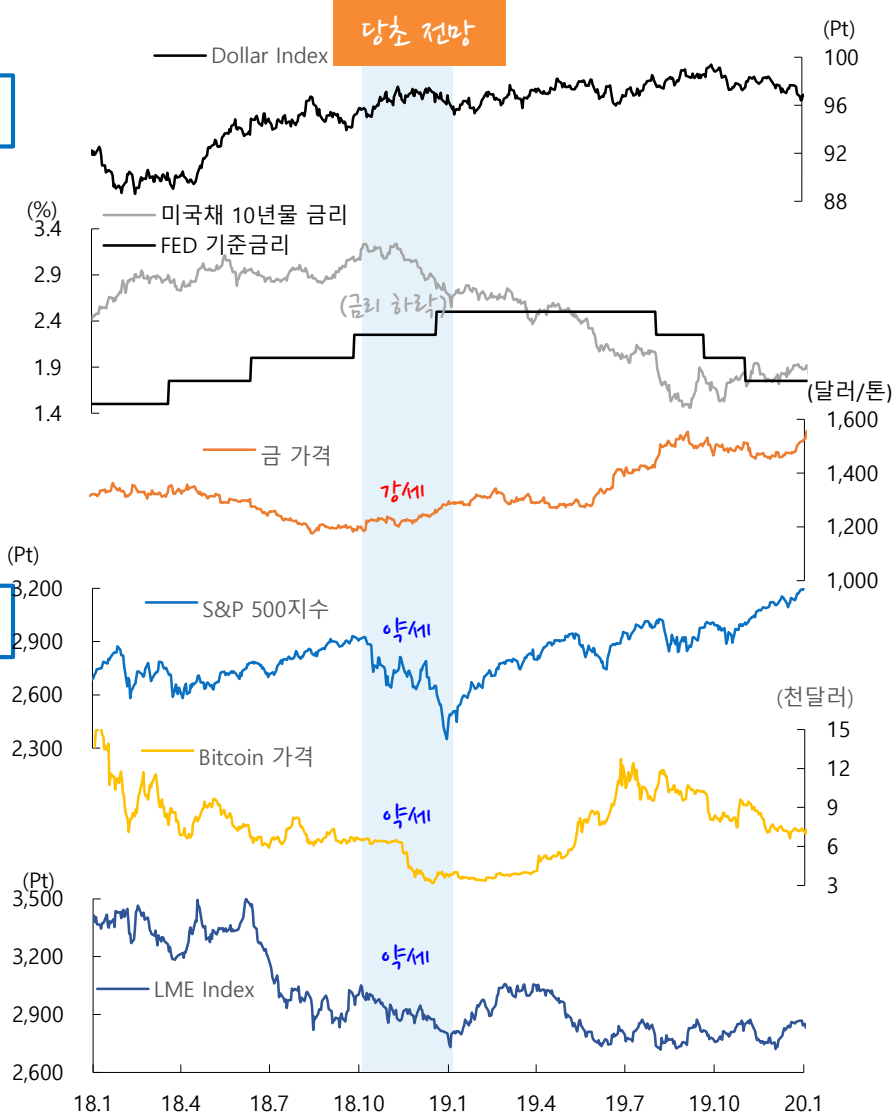
[Macro] 25년 Everything Rally 지속?

당초 25년 하반기 전망은 강세 보다는 약세: [금리 인하에도] 높은 금리 + 관세 불확실성

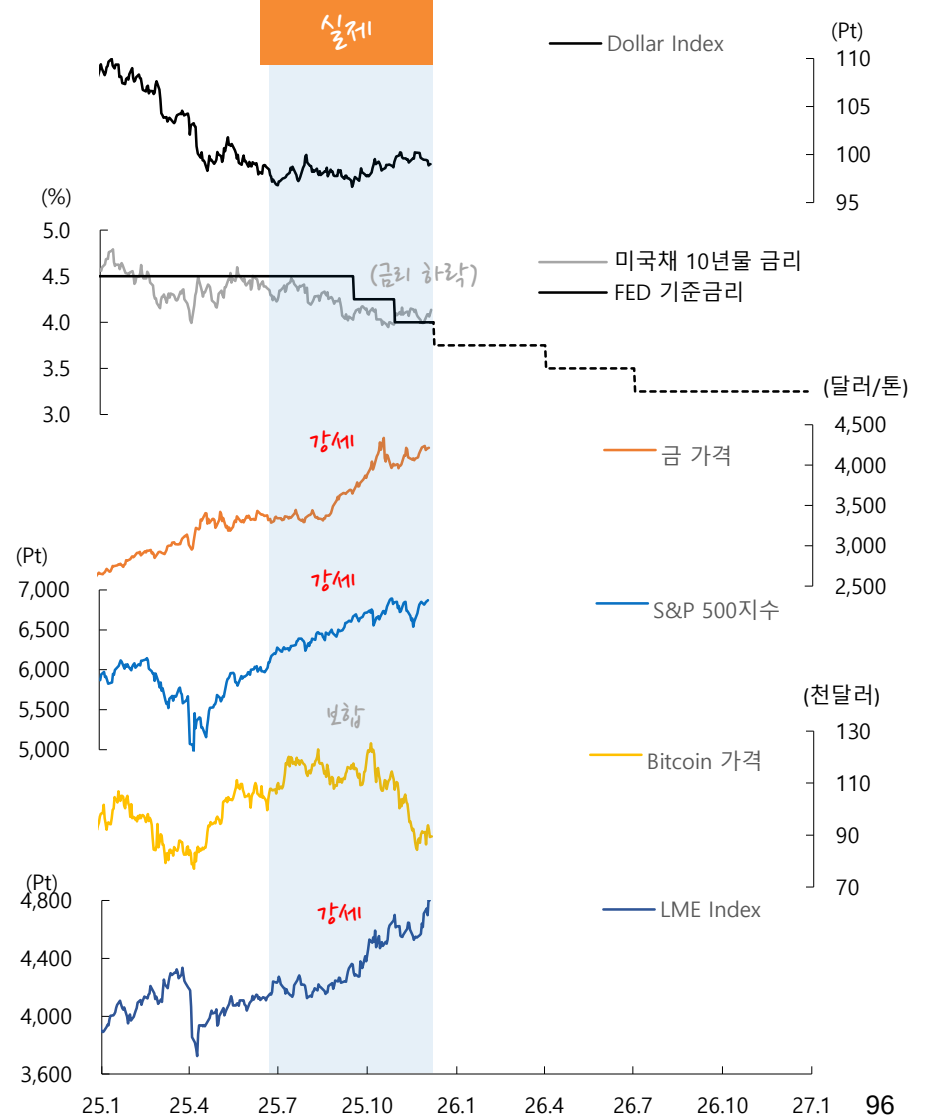
<그림> 트럼프 1기 무역 분쟁시기 주요 자산 가격 변화

안전자산

위험자산



<그림> 트럼프 2기 무역 분쟁시기 주요 자산 가격 변화 및 전망



[Macro] Everthing Rally의 원동력은?

달러 약세, 그리고 AI 광풍

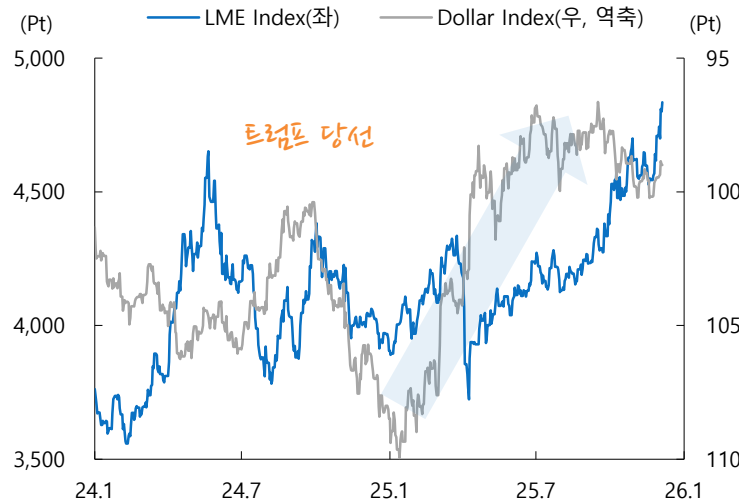
- 그러나 달러는 25년 약세 전환. 이같은 달러 약세가 증시 및 귀금속 등 자산 가격 Rally의 근간이 됨
- 달러 약세 배경은 1) **금리 인하 기대감 확산**: [관세 효과는 아직 발효되지도 않았지만] 물가 지표 안정화 + 고용 둔화 + 트럼프 금리 인하 압박, 2) **관세 전쟁 리스크 소멸, 위험 자산 선호 현상 확산**: 희토류 등 전략적 광물의 무기화 등으로 미/중
- 여기에 AI 광풍이 유입되면서 '강력한 위험 자산 선호 = 달러 약세' 연출

<그림> Open AI 광풍



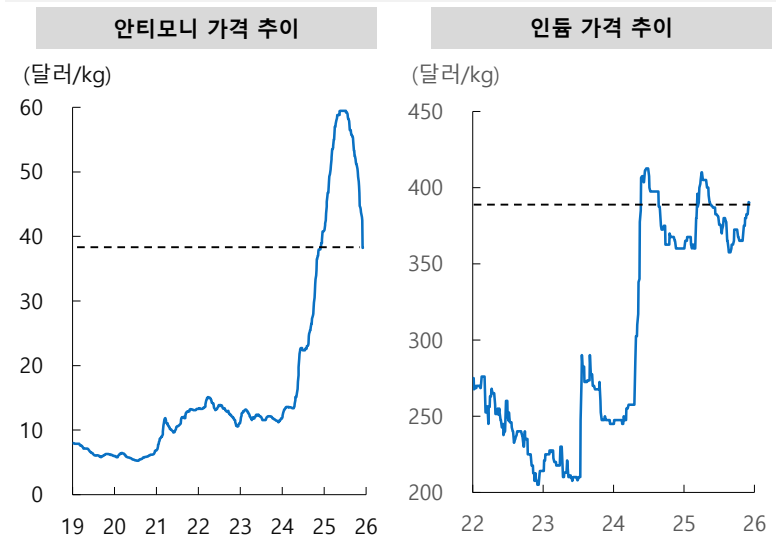
자료: 언론 자료, iM증권 리서치본부

<그림> Dollar Index와 LME index 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 주요 희소금속 [Minor Metal], 희토류 [Rare Earth] 가격



자료: iM증권 리서치본부

[Macro] 상품 시장, 양극화 심화

안전 자산 + 관세 부과 등 공급 차질 품목 중심의 상승

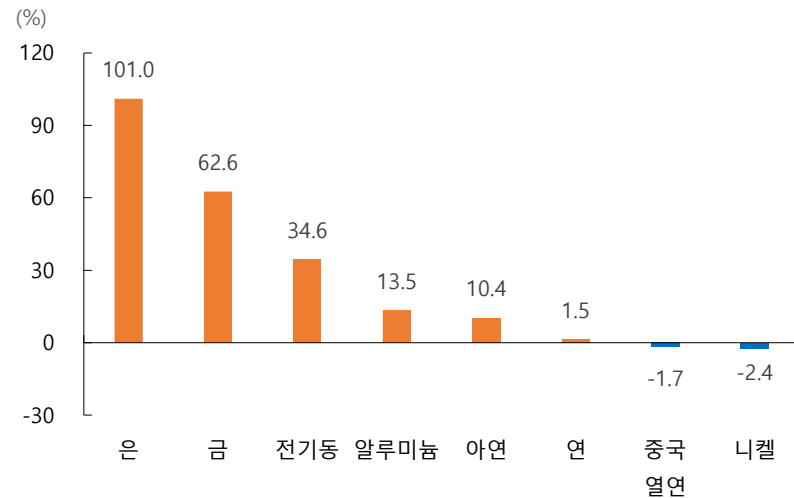
- 자산 가격은 극심한 양극화. 귀금속 [안전 자산 선호], 구리 [미국 관세 부과, 주요 광산 사고 및 미래 수요 기대감], 알루미늄 [미국 관세 부과]이 상대적으로 강세
- 중국의 수출 통제로 안티모니 등 희소금속, 디스프로슘/터븀/이트륨과 같은 희토류 가격이 큰 폭으로 상승
- 철강 [중국], 니켈 [인니 과다 증설 및 NCM 수요 부진]이 가장 부진

<그림> LBMA 금 가격과 LME Index 추이



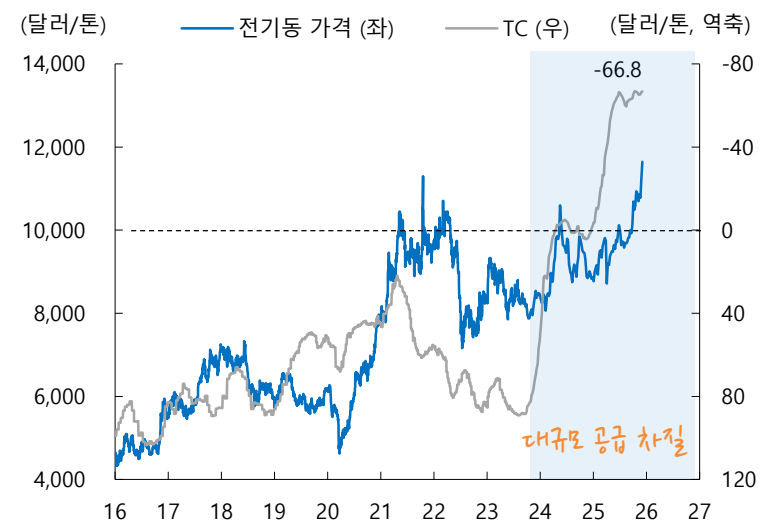
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 25년 주요 상품의 연초 대비 상승률



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 전기동 가격과 TC/RC 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

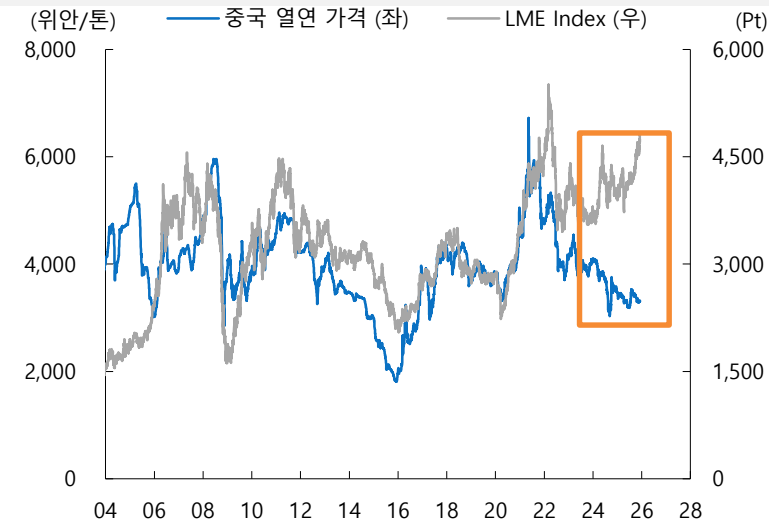
[Macro] Everything Rally에도 철강은 예외

<그림> 중국 열연 가격 및 LME 구리 가격 추이



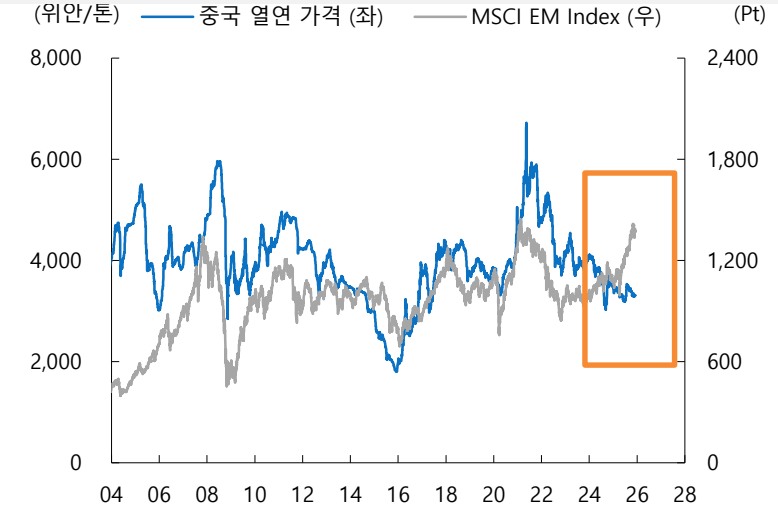
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 열연 가격 및 LME Index 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 열연 가격 및 MSCI EM Index 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 열연 가격 및 WTI유가 추이



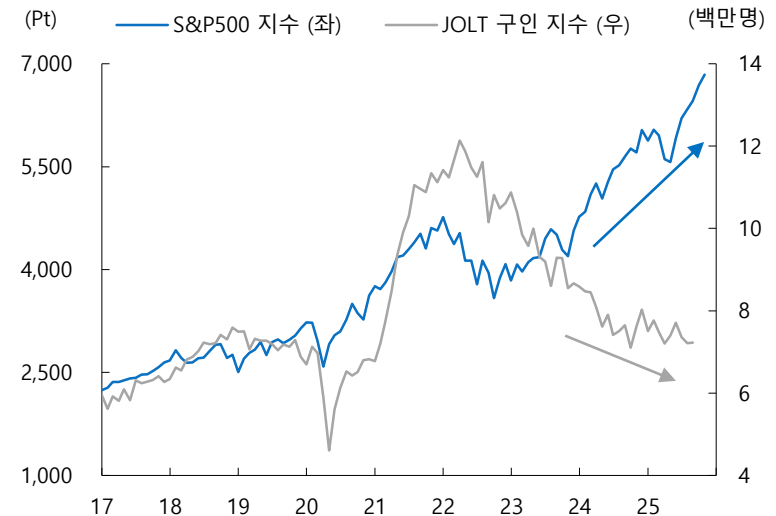
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

[Macro] 인플레이션 우려는 여전하다

Wealth Effect로 인한 서비스 물가 상승

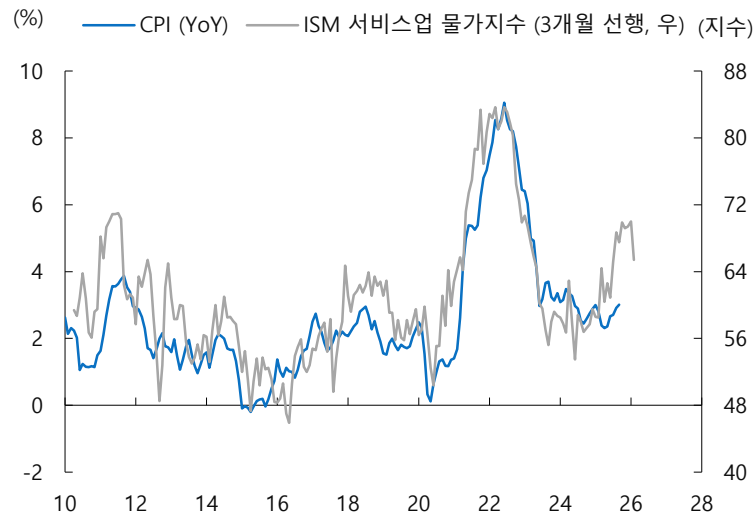
- CPI 지표 안정화 및 고용 부진 등으로 금리 인하 기대감은 높아졌으나
- 물가 우려는 『1) 서비스업 물가 강세 지속: **자산 효과, Wealth effect로 인한 고소득층의 소비 증가**, 2) 관세 효과의 점진적 반영』 등으로 당분간 지속될 전망

<그림> 트럼프 정책과 AI투자 랠리가 가져온 양극화



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 미국 CPI 및 ISM 서비스업 물가 지수



자료: Thomson Reuters, iM증권 리서치본부

<그림> ISM 서비스업 물가 지수와 비농업 고용 [3MA] 추이



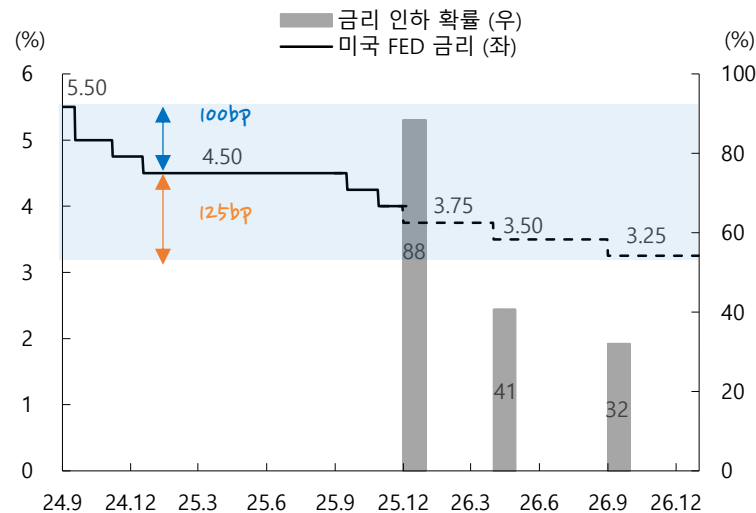
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

[Macro] 금리 인하 폭도 제한적이다

금리 인하에 따른 유의미한 경기 반등 가능성도 제한적

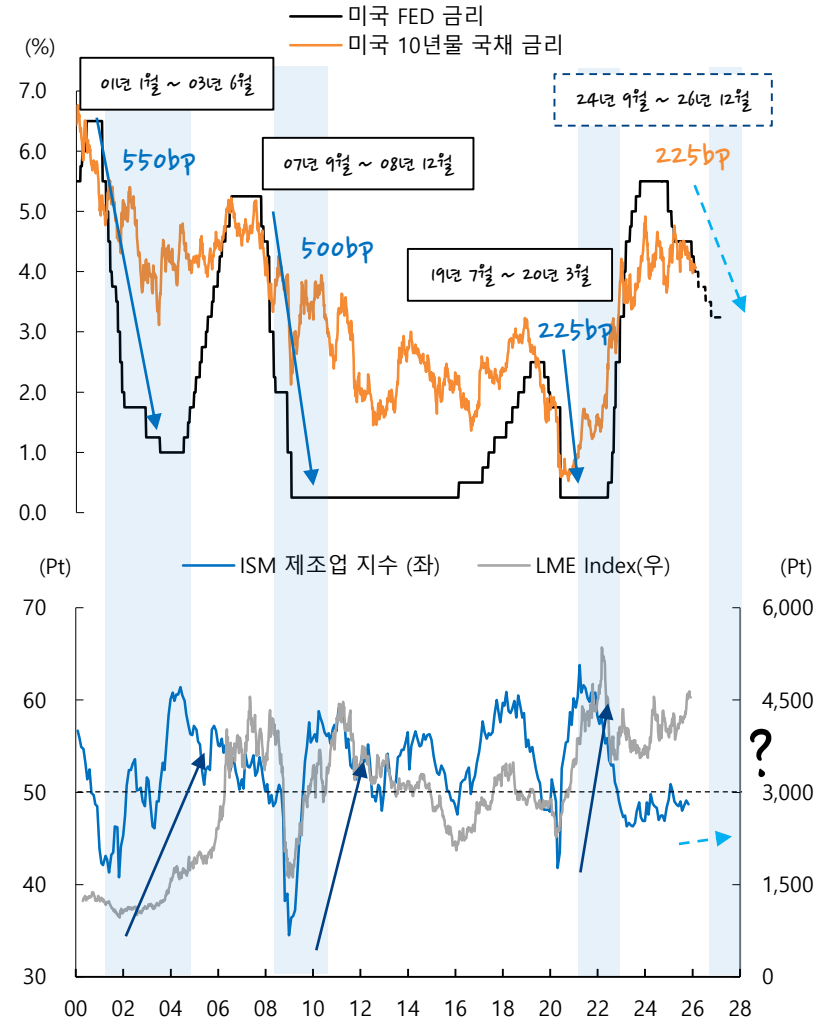
- 부진한 실물 경기의 반등을 위해서는 상당 폭의 금리 인하가 진행되어야 하나 시장이 예상하고 있는 금리 인하 예상 폭은 미미. Fed Watch에 의하면 1) 12월 금리 인하 가능성도 낙관하기 어렵고, 2) 26년 말까지 금리 인하 폭도 75bp 수준으로 크지 않음
- 이는 현재의 높은 물가를 감안한 결과. 다만 이같은 미미한 금리 인하로는 유의미한 경기 반등을 끌어내기 어려움

<그림> 미국 기준 금리 전망치 및 확률



자료: Bloomberg, CME Group, iM증권 리서치본부

<그림> 금리 인하 폭이 크지 않으면 경기 반등도 제한적이다



주: 점선으로 표시된 기준금리는 Bloomberg 컨센서스
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

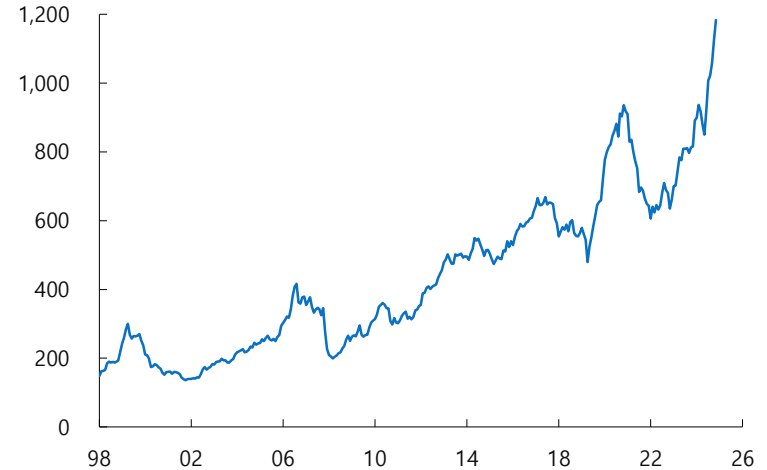
[Macro] AI 조정이 올 경우?

자산 가격 하락은 소비 둔화로 이어질 것이다

- 최근 마이클 버리가 제기한 하이퍼스케일러의 감가상각비 논란 등 AI 거품론이 현실화 될 경우, 자산 가격 하락 불가피
- 이는 소비 둔화로 이어져 단기 경기에 부담으로 작용할 전망

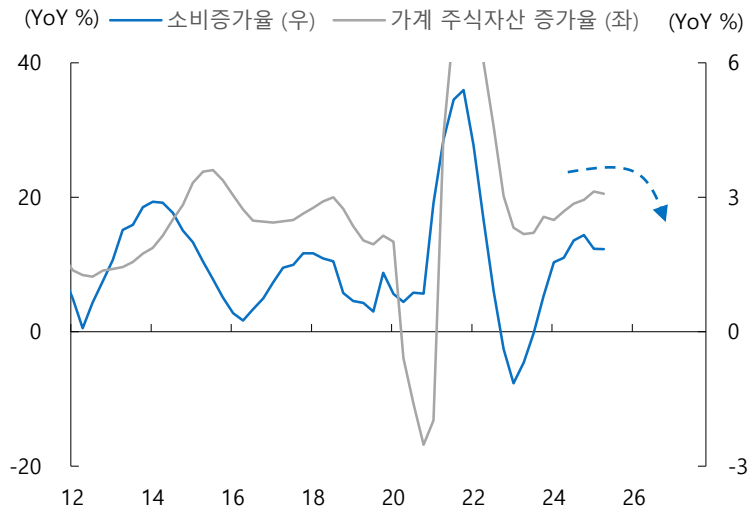
<그림> 미국 증시 개인계좌 마진 잔고

(십억달러)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

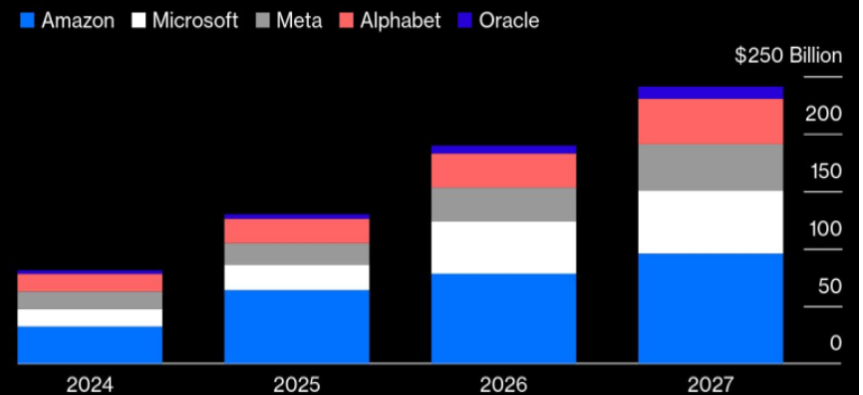
<그림> 자산 효과가 사라지면 소비 둔화로 이어질 것이다



자료: CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 주요 빅테크 업체의 감가상각비 증가 추이

Big AI Spenders Face a Tidal Wave of Depreciation
The annual total could reach around \$240 billion by 2027



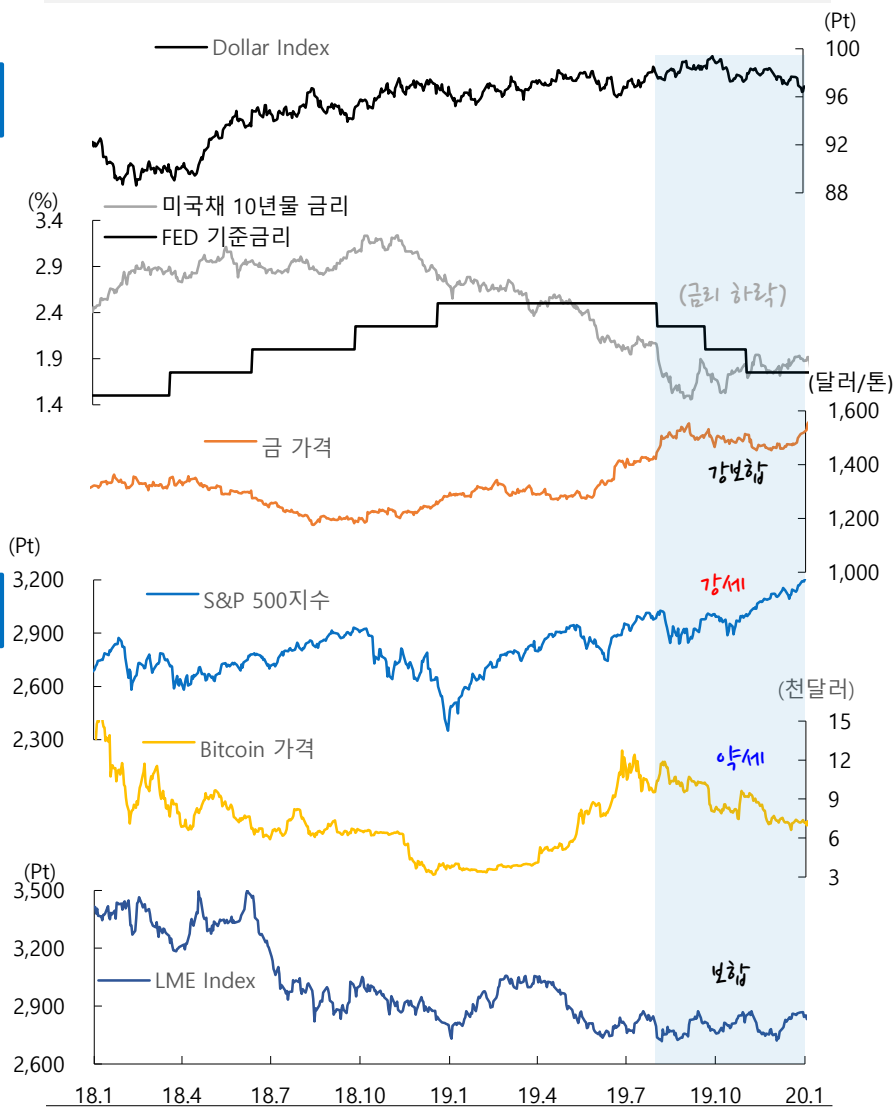
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

[Macro] 26년 전망 요약

AI 노이즈 + [관세 (실물) 및 자산 효과 (서비스) 로 인한] 물가 우려 확산 → 금리 인하 속도 둔화 → 경기 모멘텀 둔화 → 상품 가격 약보합

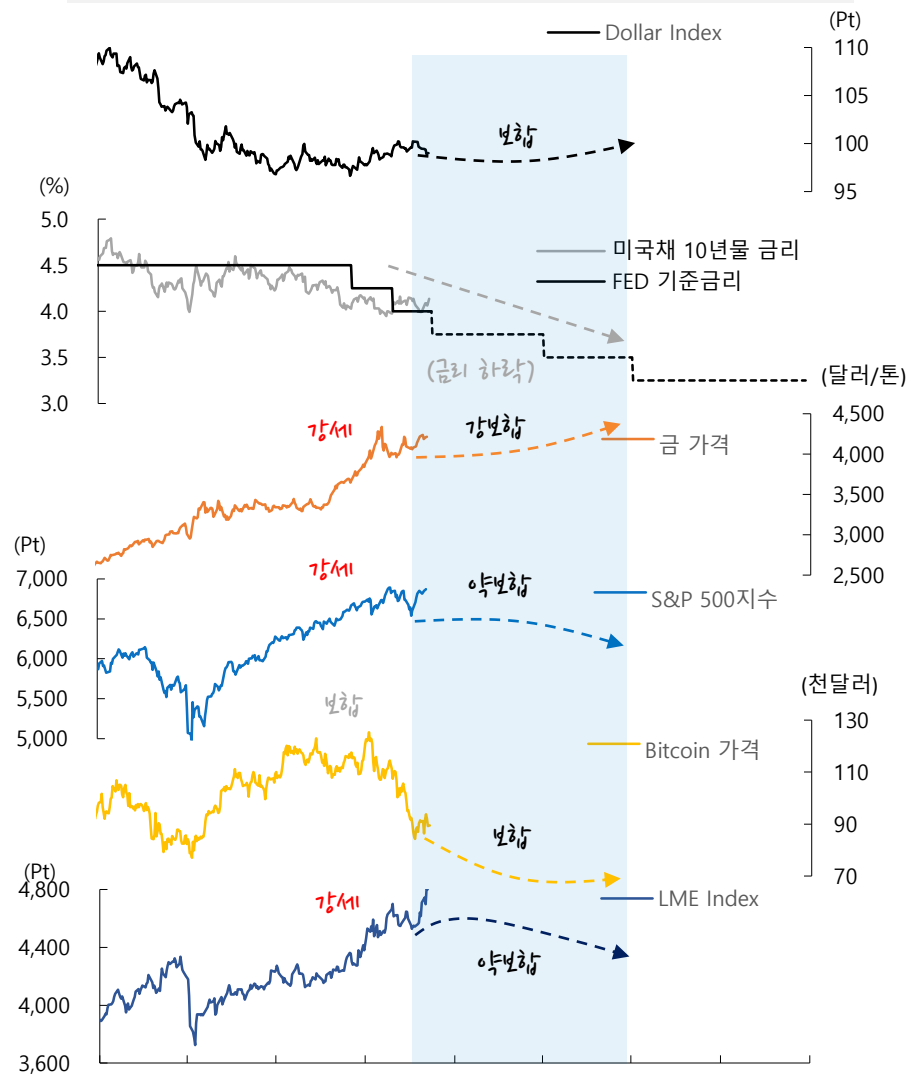
<그림> 트럼프 1기 무역 분쟁시기 주요 자산 가격 변화

안전자산



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 트럼프 2기 무역 분쟁시기 주요 자산 가격 변화 및 전망



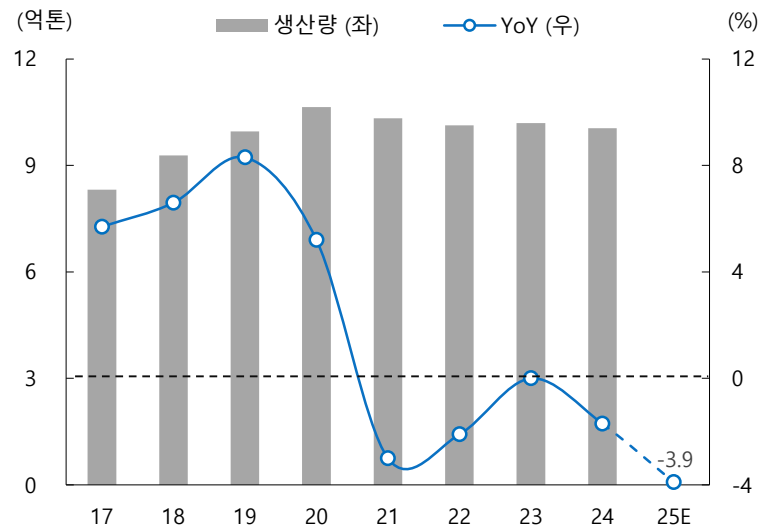
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

[철강_중국] 판재류가 높은 가동률 견인

판재류 중심으로 생산량 증가

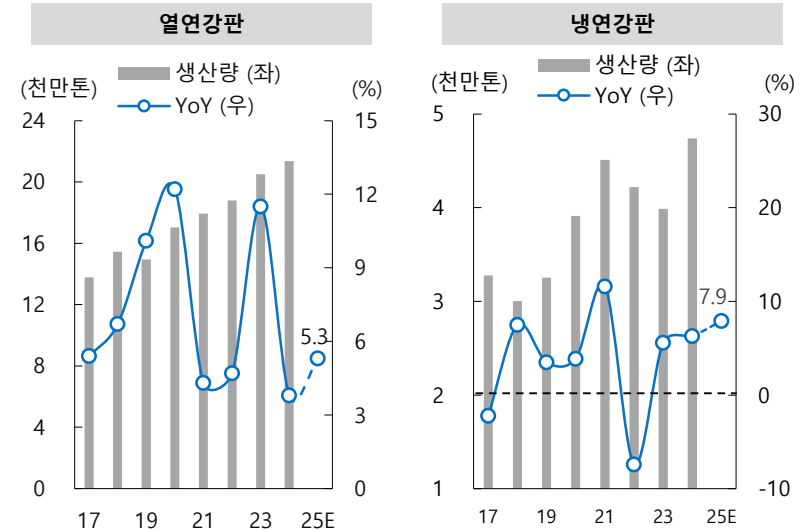
- 철근 등 봉형강류 대비 열연/냉연 등 판재류 생산량 큰 폭으로 증가
- 이는 판재류 [자동차, 가전]가 봉형강 [부동산, 인프라] 대비 수요 및 수익성 측면에서 양호했기 때문으로 추정

<그림> 중국 조강생산량 및 전년비 증가율 [누적 기준]



자료: 중국국가통계국, iM증권 리서치본부

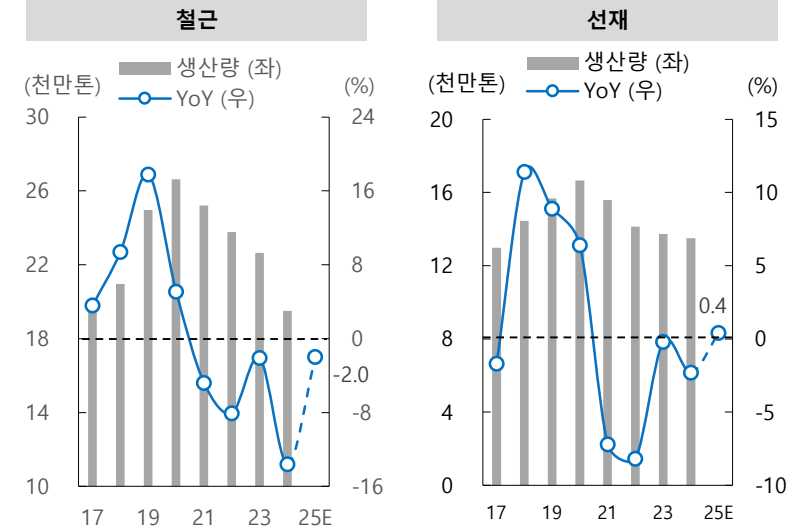
<그림> 중국 판재류 생산량 전년비 증가율 [누적 기준]



자료: 중국국가통계국, iM증권 리서치본부

주: 열연강판은 열연광폭강대

<그림> 중국 봉형강류 생산량 전년비 증가율 [누적 기준]



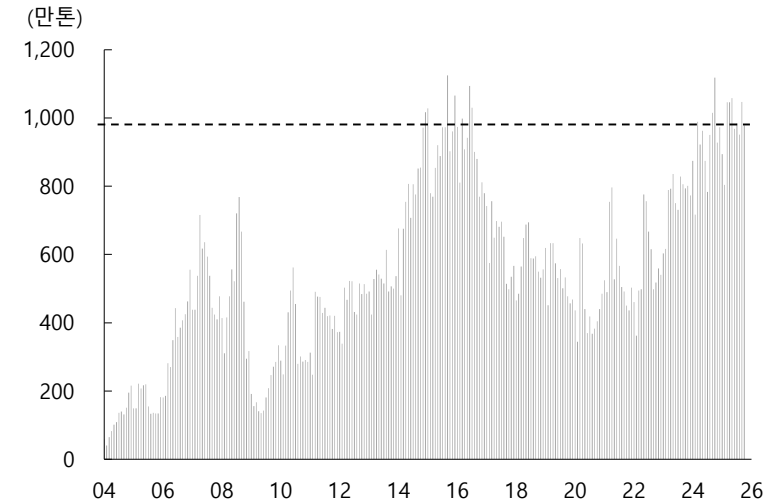
자료: 중국국가통계국, iM증권 리서치본부

[철강_중국] 그러나 생산량이 너무 많다

글로벌 무역 장벽 강화에도 늘어나는 중국 수출

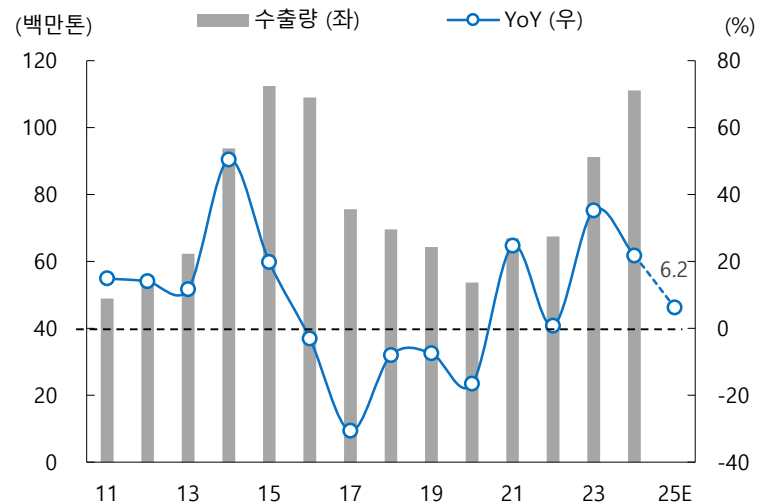
- 글로벌 무역 장벽 강화에도 중국 철강 수출은 월 1천만톤 수준 유지
- 후술하겠지만 관세 장벽이 없는 지역/국가를 대상 [중동 등]으로 수출을 늘리고 있기 때문
- 많은 수출량은 여전히 수요 대비 생산량이 과다한 수준임을 시사

<그림> 중국 월별 철강재 수출량 추이



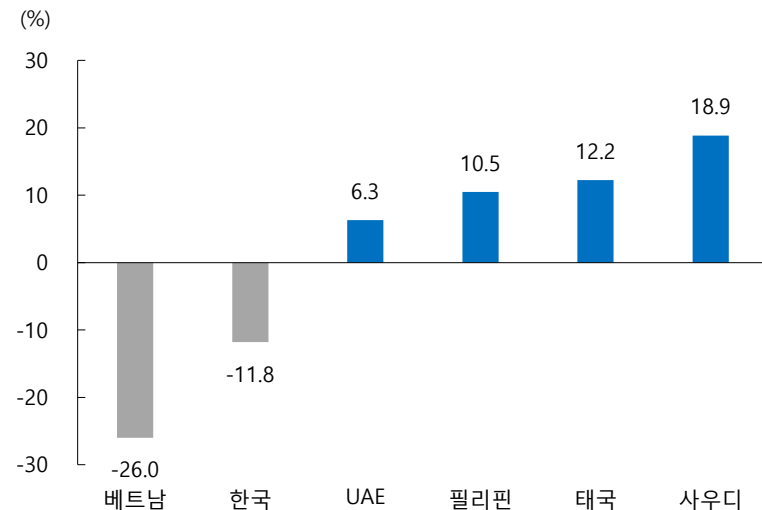
자료: Wind, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 철강 연도별 수출량 및 전년비 증감률



자료: Wind, iM증권 리서치본부

<그림> 25년 중국 철강 수출량 전년비 증가율 : 주요 국가별



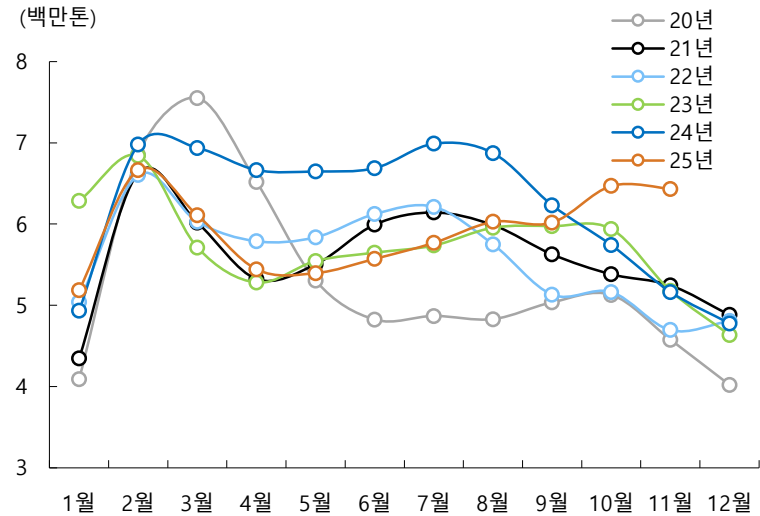
주: 25년 1~10월 누적 기준
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

[철강_중국] 수출도 한계에 부딪혔다

판재류 유통 재고 급증: 내수 재고가 쌓이기 시작

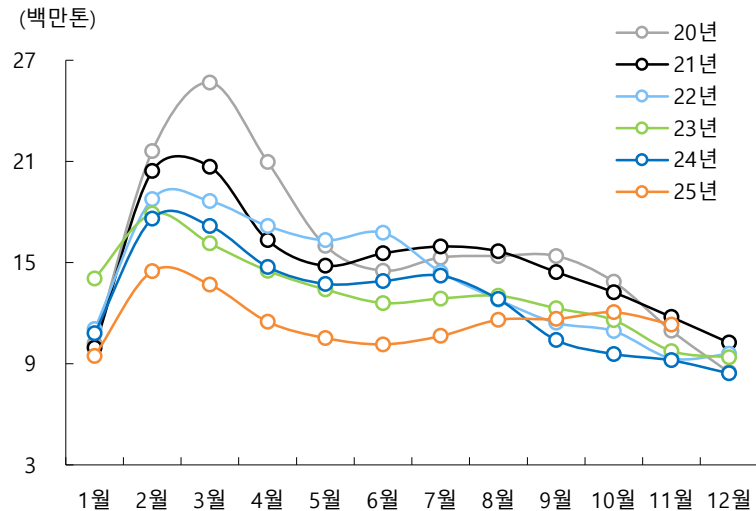
- 문제는 최근 판재류 유통 재고가 큰 폭으로 증가. 최근 판재류 유통 재고는 6년 내 역사적 최고치 도달 [동기간 비교시]
- 수요 대비 많은 생산량 → 내수 수급 악화 → 철강사 수익성 악화

<그림> 판재류 유통 재고 추이



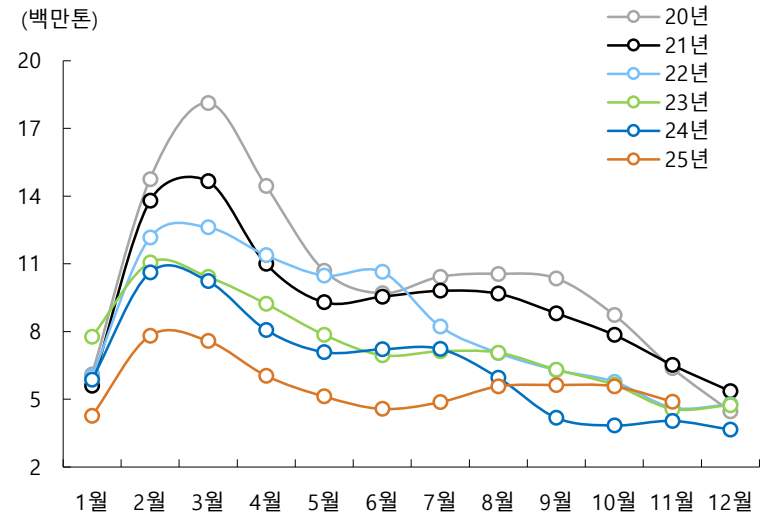
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 전체 철강재 유통 재고 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 봉형강류 유통 재고 추이



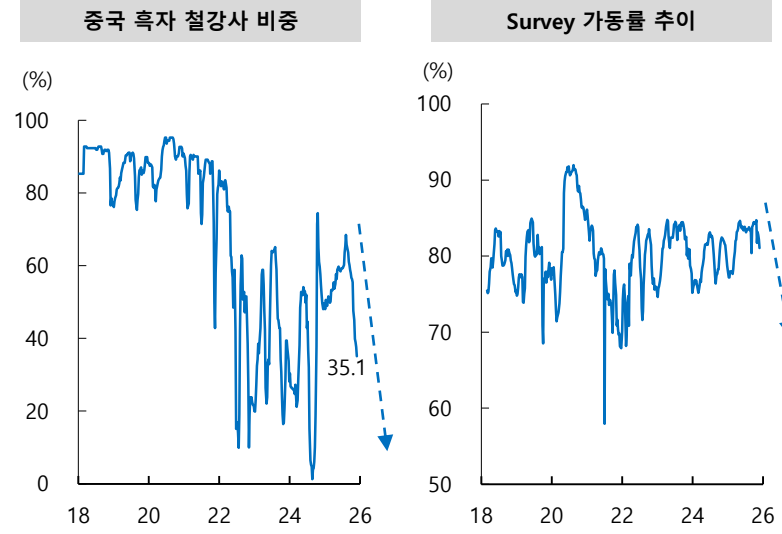
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

[철강_중국] 26.1Q 업황 일시적 반등 전망

중국 철강사의 감산 및 재고 조정 움직임 조만간 가시화 될 것

- 최근 중국 철강사의 수익성 둔화 속도 감안 시 「철강사 한계원가 도달 ⇒ 자발적 감산에 따른 가동률 하락 ⇒ 시중 재고 감소 ⇒ 내수 가격 반등」 흐름이 조만간 가시화 될 전망
- 업황 반등 시점은 중국 춘절 연휴 전후 2~3월이 될 가능성이 높음. 성수기 진입 및 양 회 효과도 기대할 수 있음

<그림> 중국 흑자 철강사 비중 및 Survey 가동률 추이



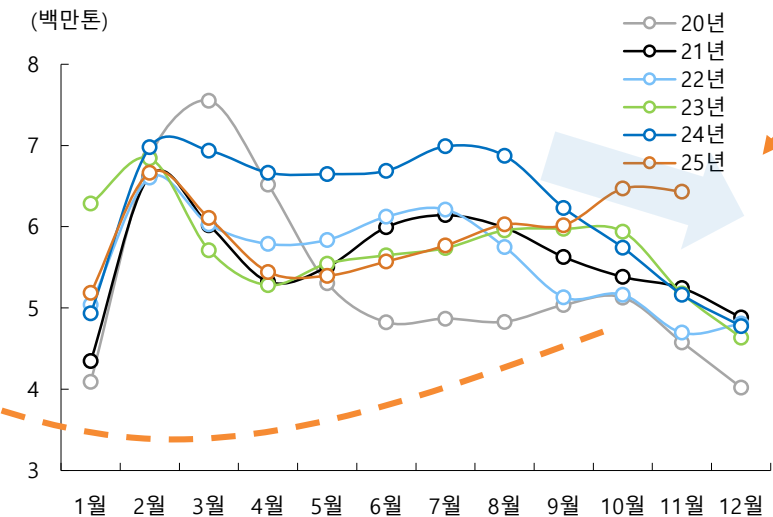
자료: Wind, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 내수 열연 가격 추이



자료: Wind, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 판재류 유통 재고 추이



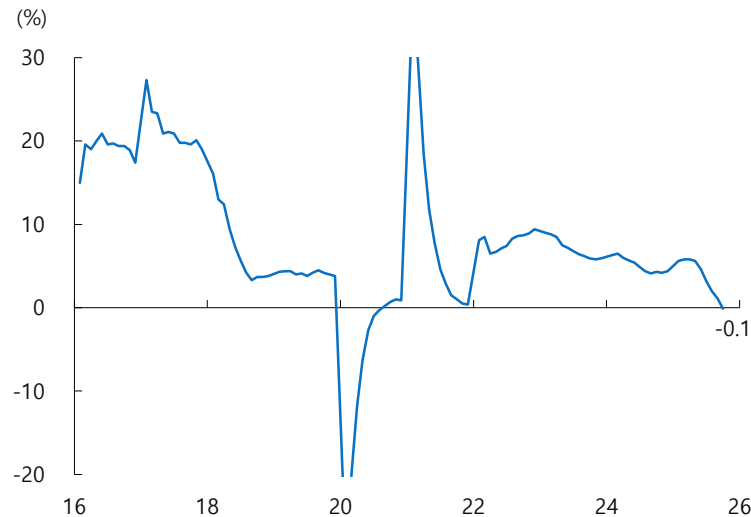
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

[철강_중국] 인프라도 망가지기 시작했다

전력을 제외하면 역성장

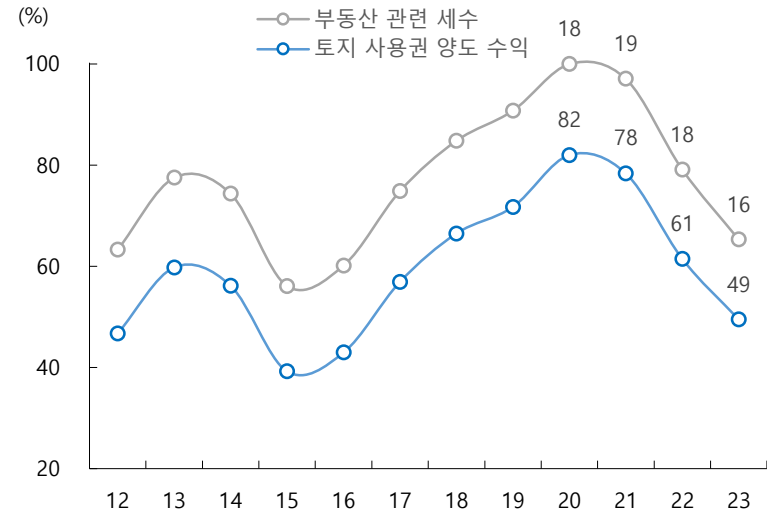
- 매년 8~10% 성장세를 유지해왔던 **중국 인프라 투자 증가도 [Covid 19 시기를 제외하고] 25년 최초로 마이너스 전환**
- 이는 『1) 투자 주체인 지방 정부의 재정 악화: 부동산 부진에 따른 세수 감소, 2) 경영난에 직면한 민간 기업의 참여 부진, 3) 차고 넘치는 인프라 과잉 공급 상태』 때문
- 인프라 부진은 당분간 지속될 것. 인프라 과잉 공급은 물론, 세수 부족에 직면한 중국 지방정부가 투자에 적극적으로 나설 수도 없음

<그림> 중국 인프라 투자 [전력 제외] 전년대비 증가율 추이



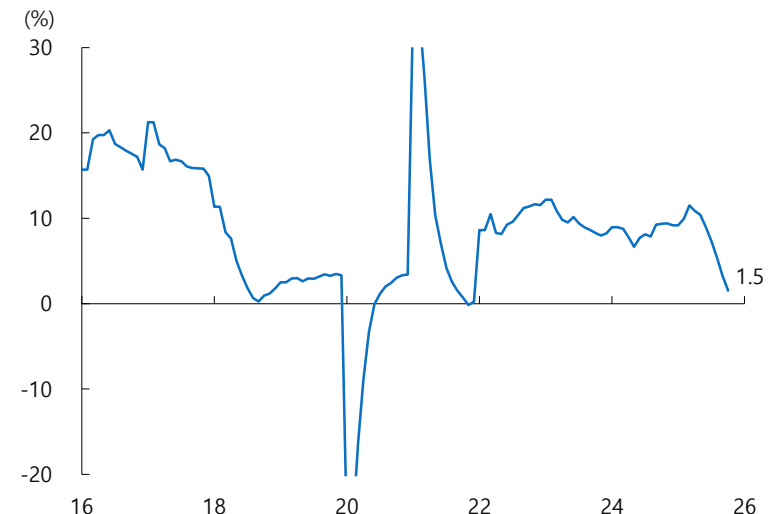
자료: Wind, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 지방 정부 재정 수입 : 항목별 비중



자료: Wind, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 인프라 투자 전년대비 증가율 추이



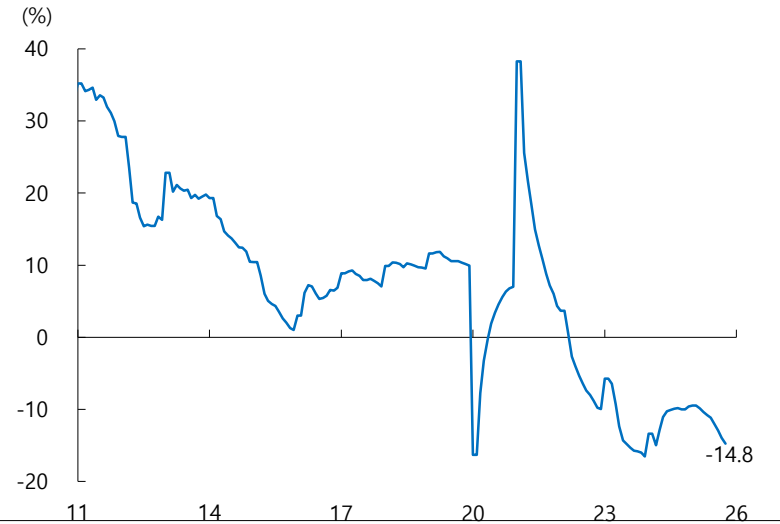
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

[철강_중국] 역사상 초유의 일이 발생했다

중국 고정자산투자 마이너스 성장 전환

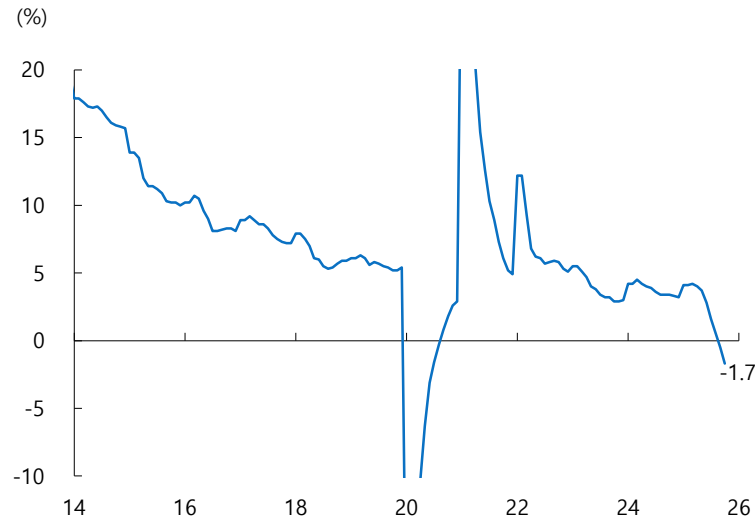
- 중국 철강 산업의 전방 수요 상황을 잘 반영하는 지표인 중국 고정자산투자는 [Covid 19 시기 제외] 최초로 마이너스 성장
- 고정자산 투자의 주요 세부 항목, 중국 철강 산업 수요의 60% 내외를 차지하는 부동산 및 인프라 투자가 마이너스 성장에 진입했기 때문
- 수요 역성장 국면에서 감산 및 구조 조정으로 수급 개선이 이루어 지려면 강제적이고 대규모인 감산이 시행되어야 하나 현 시점에서 가능성 낮음

<그림> 중국 부동산 투자 전년비 증가율 추이



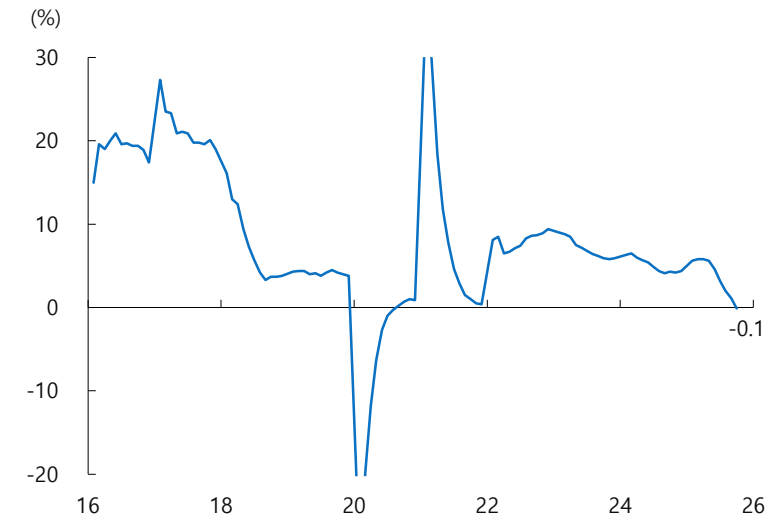
자료: Wind, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 고정자산 투자 전년비 증가율 추이



자료: Wind, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 인프라 투자 [전력 제외] 전년비 증가율 추이



자료: Wind, iM증권 리서치본부

[철강_중국] 한 풀 꺾인 공급 개혁 기대감

철강 보다 배터리/태양광 구조 조정이 더 중요하다

- 감산/구조 조정 등은 철강 보다는 타 산업에 보다 집중될 가능성이 높음

- 첫째, 중국 정부의 초점은 AI 로봇 등 미래 기술. 또한 16~17년 구조 조정을 시행한 철강보다는 태양광/배터리 공급 과잉이 더 심각하다고 인지 하고 있음. 철강의 높은 고용 기여도도 중국 정부가 간과할 수 없는 점

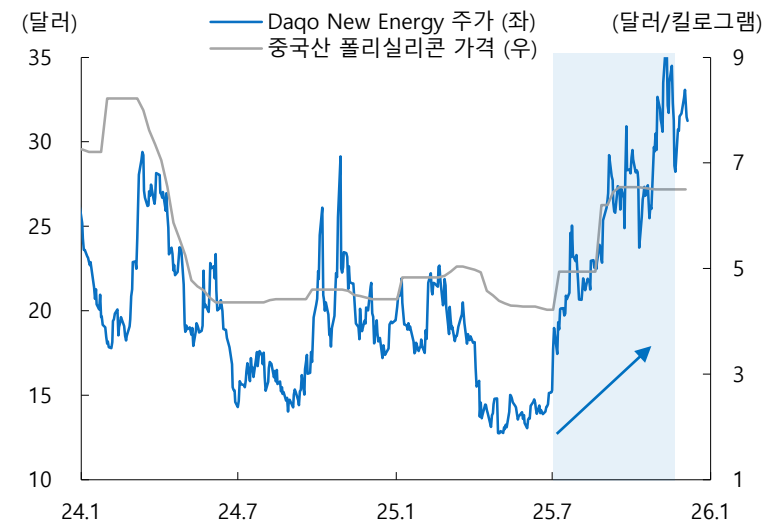
- 둘째, 자본 시장이 원하는 강력한 설비 폐쇄 보다는 기업 친화적 구조 조정을 시행할 가능성이 큼. 허베이성의 차등 감산 정책이 대표적. 차등 감산 정책은 환경 평가에서 선도기업으로 선정된 기업에는 감산 면제, 비대면 감독을 통한 현장 점검 최소화 등의 혜택을 주겠다는 내용

<그림> 중국 열연 선물가격 및 바오산 강철 주가 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 폴리실리콘 가격 및 Daqo New Energy 주가 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

[철강_중국] 저가 수출 압력은 지속될 것

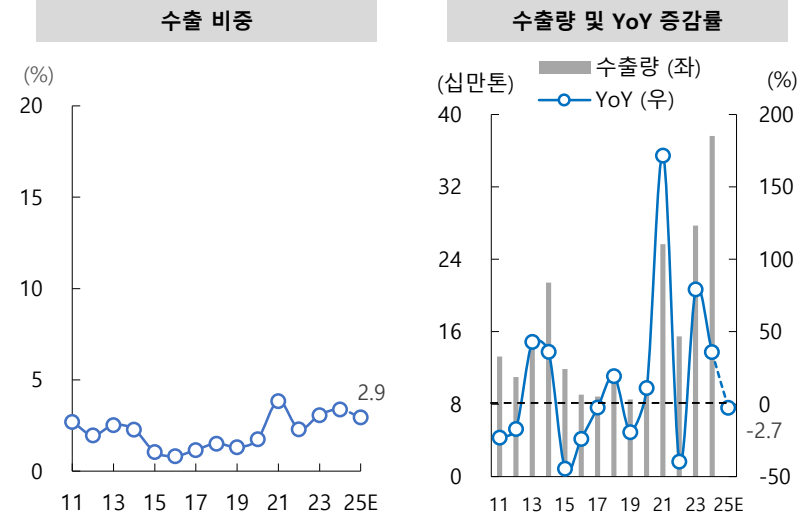
관세 부과 지역의 수출은 큰 폭으로 감소하였으나...

- 25년 대규모 관세가 부과된 한국, 베트남, 중남미 [브라질 등] 수출은 전년비 감소하였으나...

Brazilian steel sector 'running out of oxygen,' Gerdau warns; import surge forces investment cuts

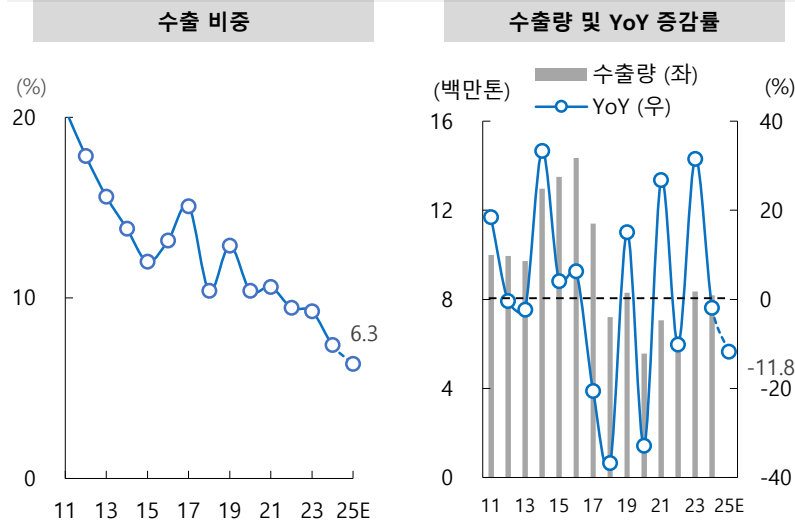
Published by: Ana Enis
31 Oct 2025 @ 21:53 UTC

<그림> 중국 브라질向 철강재 수출 비중 및 [수출량 + YoY 증감률]



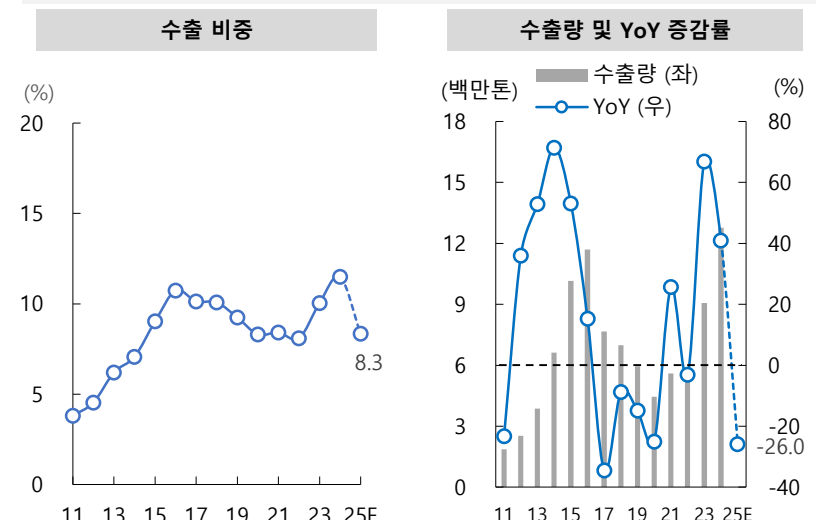
주: 중남미는 멕시코, 브라질, 아르헨티나 외 30개국
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 한국向 철강재 수출 비중 및 [수출량 + YoY 증감률]



자료: CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 베트남向 철강재 수출 비중 및 [수출량 + YoY 증감률]



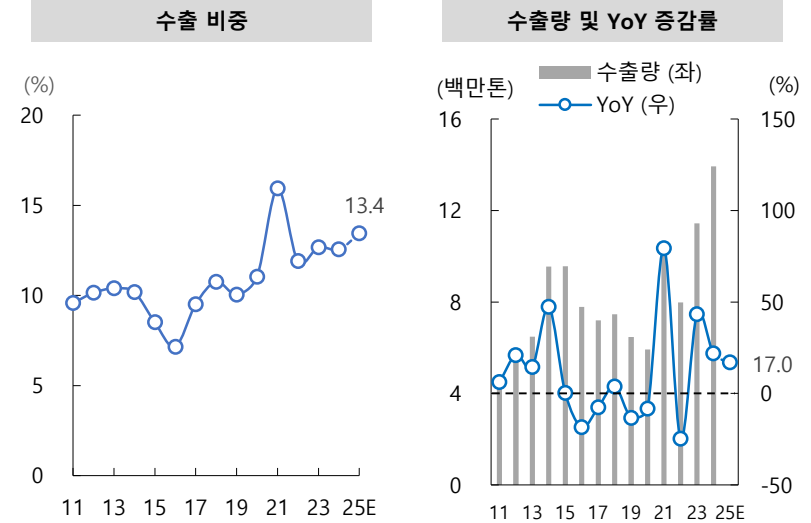
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

[철강_중국] 저가 수출 압력은 지속될 것

중동, 아프리카 등 수출량 증가로 무역 제재 효과 무력화

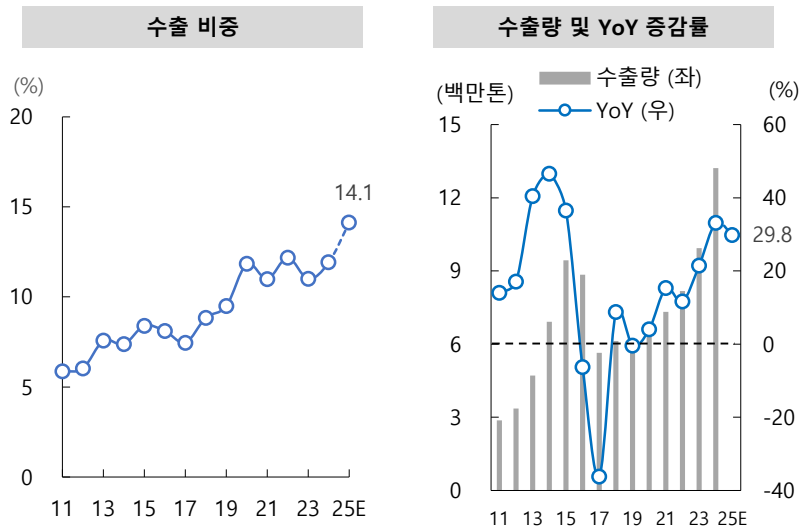
- 중남미/아프리카/중동으로의 수출량 확대로 타 국가의 중국산 철강 재에 대한 무역 제재 효과를 무력화

<그림> 중국 중남미向 철강재 수출 비중 및 [수출량 + YoY 증감률]



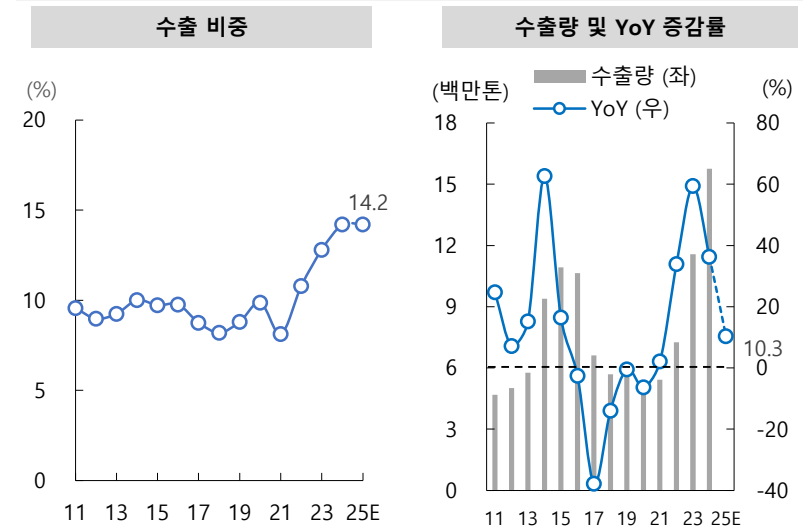
주: 중남미는 멕시코, 브라질, 아르헨티나 외 30개국
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 아프리카向 철강재 수출 비중 및 [수출량 + YoY 증감률]



주: 아프리카는 남아프리카공화국, 이집트, 모로코 외 57개국
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 중동向 철강재 수출 비중 및 [수출량 + YoY 증감률]



주: 중동은 UAE, 사우디아라비아, 이스라엘 외 11개국
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

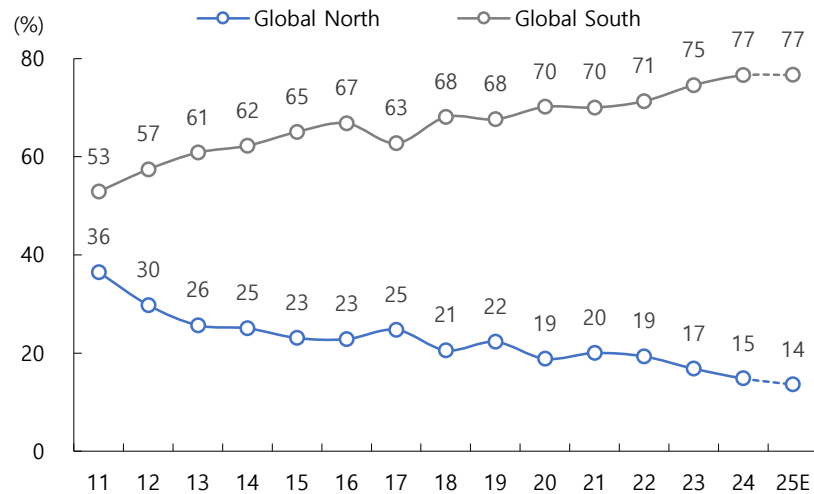
[철강_중국] 저가 수출 압력은 지속될 것

중국 수출의 버팀목, Global South

- 더욱 강화된 관세 장벽에도 불구하고, 중국은 Global South로의 수출을 늘리면서 내수 물량을 소화 중. 25년 10월 현재 Global South向 수출 비중은 무려 77%에 달함
- Global North 비중이 낮기에 EU의 쿼터 축소 및 CBAM 시행 등 의 규제는 중국 철강 수출에 영향을 미치기 어려움

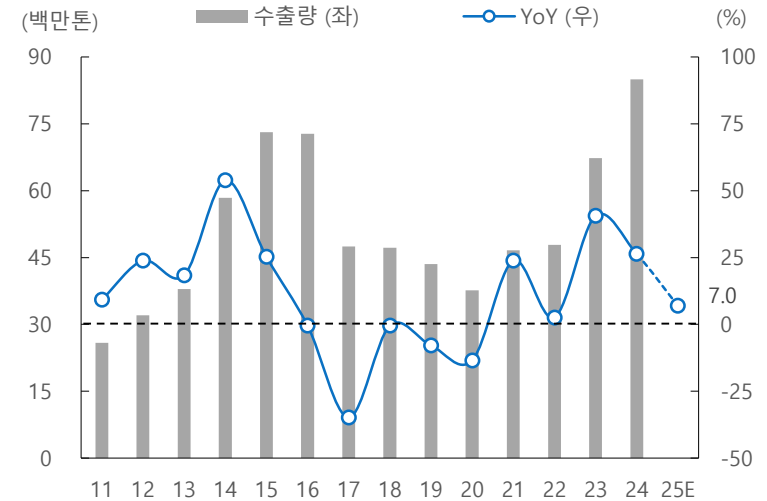
* Global North는 북미, EU, 한국, 대만, 일본, 오세아니아, Global South는 ASEAN10, 중동, 아프리카, 중남미, 인도, 튀르키예, CIS를 의미

<그림> 중국 철강 수출량 Global South, Global North 비중 추이



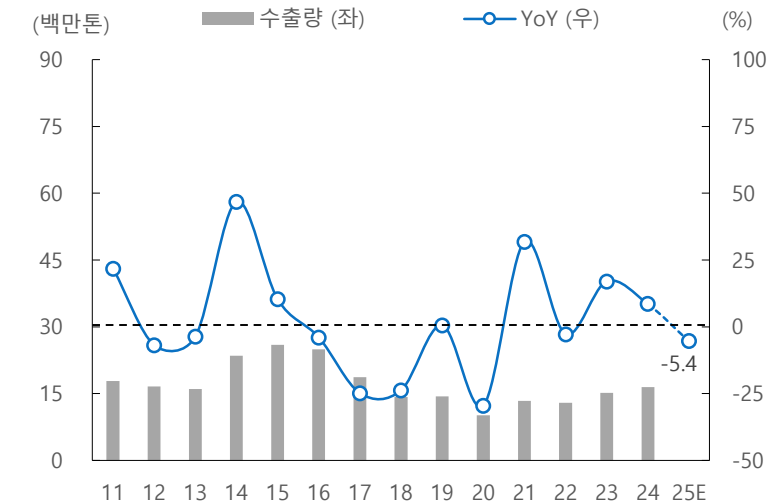
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 Global South向 철강재 [수출량 + YoY 증감률]



자료: CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 Global North向 및 철강재 [수출량 + YoY 증감률]



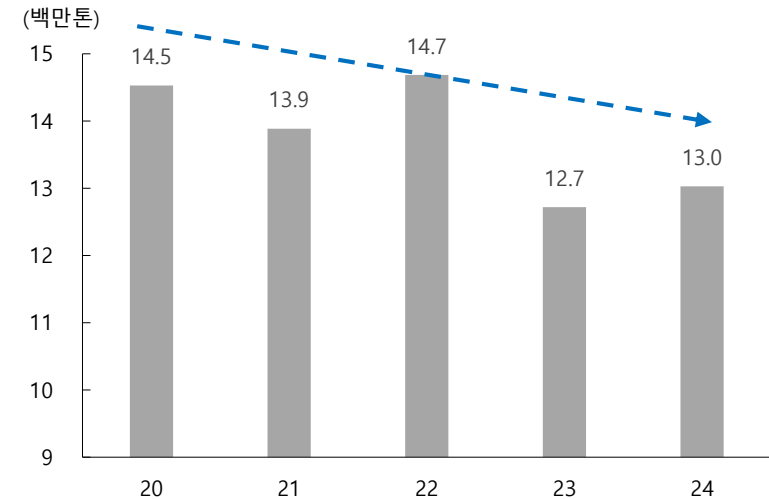
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

[비철금속] 전기동, 견조한 흐름 이어갈 것

큰 폭의 상승은 쉽지 않겠지만...

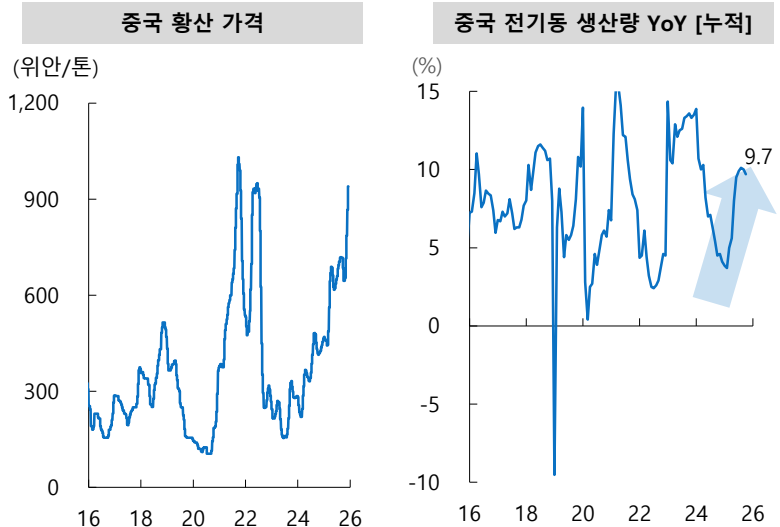
- 견조한 수급 전망에도 전기동 가격의 큰 폭 상승은 쉽지 않을 전망
- 첫째, 중국 생산량 급증. TC 하락에 따른 수익성 악화를 핵심 부산물인 황산 가격 강세가 상쇄하고 있고, 증설이 계속적으로 진행되고 있기 때문
- 둘째, 중국의 수요 부진. 23년을 기점으로 중국 전기동 수요는 큰 폭으로 급감

<그림>중국 연도별 전기동 소비량 추이



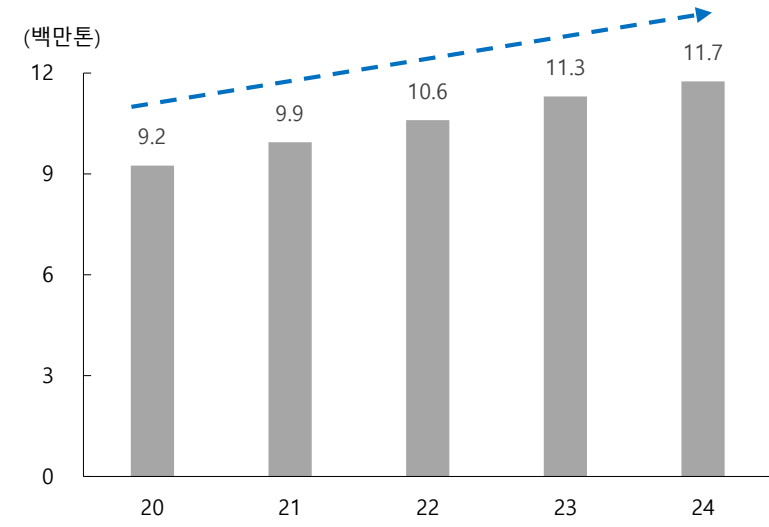
자료: Komis, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 황산 가격 및 중국 전기동 생산량 YoY [누적기준]



자료: Bloomberg, Wind, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 연도별 전기동 생산량 추이



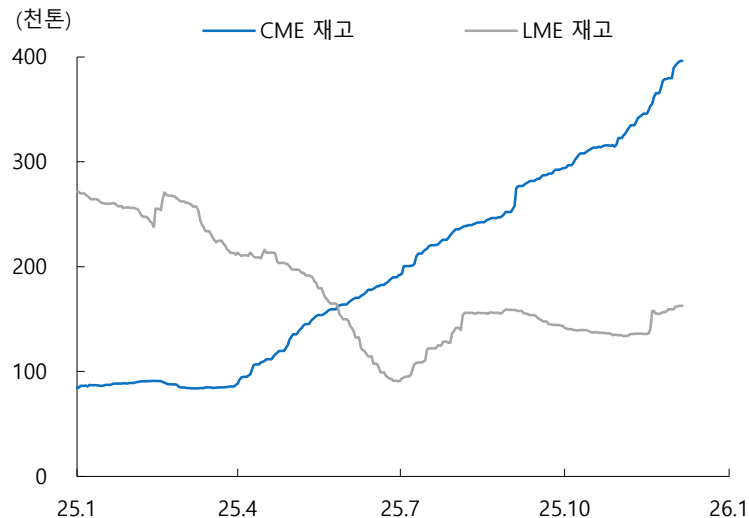
자료: Komis, iM증권 리서치본부

[비철금속] 전기동, 견조한 흐름 이어갈 것

상대적으로 견조한 흐름 이어갈 것

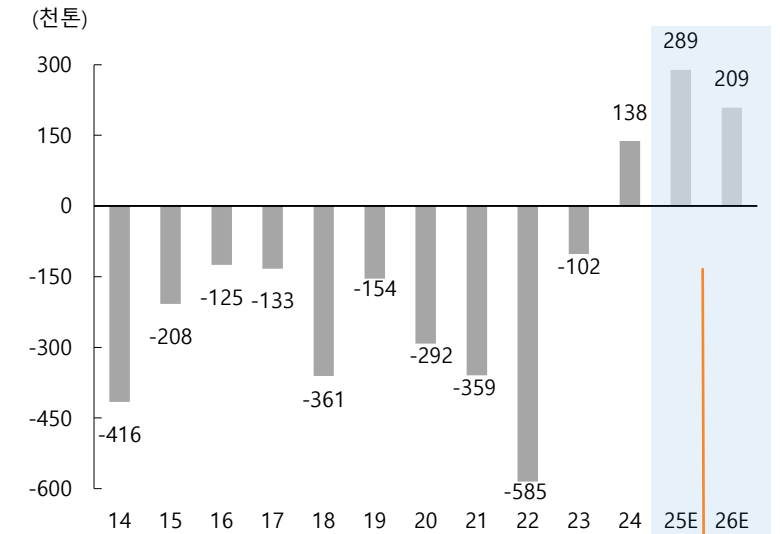
- 그러나 타 비철금속 대비 가격 흐름은 견조할 것
- 첫째, 주요 광산의 공급 차질 발생 지속. Ivanhoe Mines에 이어, 최근 Glencore도 26년 전기동 생산량 예상치 하향 [93만톤 → 81~87만톤]. 칠레 Collahuasi 광산의 조업 차질이 주요 배경. 이같은 공급 차질 등으로 26년 전기동 수급은 공급 부족으로 전환
- 둘째, 미국 관세 부과 전 가수요 효과. 당초 미국은 27년 중반 정광 및 전기동에 대한 관세 부과를 예고했으나, 최근 조기 시행이 대두되고 있음. 이로 인한 미국 가수요 증가로 CME 재고 지속 증가

<그림> 거래소별 전기동 재고



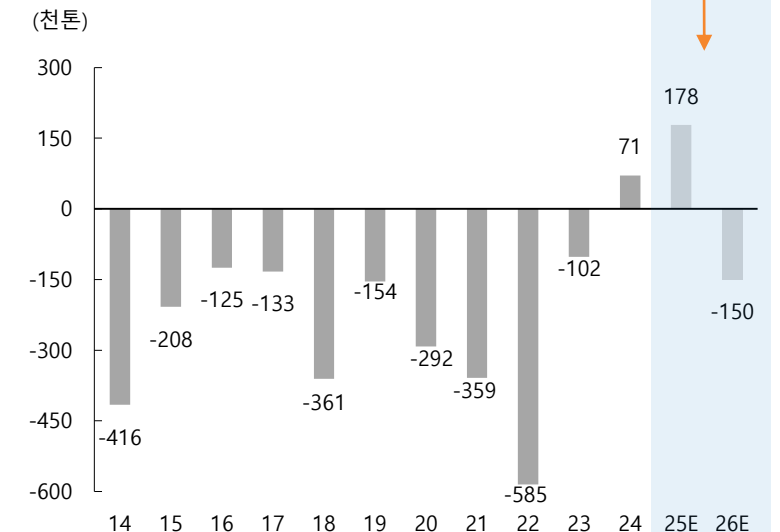
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> [25.4월 전망] 전기동 수급 밸런스 추이



자료: ICSG, M증권 리서치본부

<그림> [25.10월 전망] 전기동 수급 밸런스 추이



자료: ICSG, M증권 리서치본부

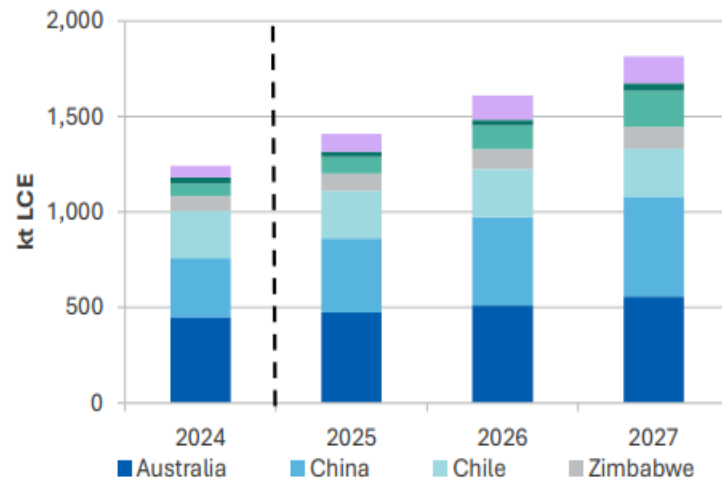
[비철금속] 리튬

큰 폭의 수급 개선은 어렵겠지만...

- 26년에도 의미 있는 수급 개선은 쉽지 않음

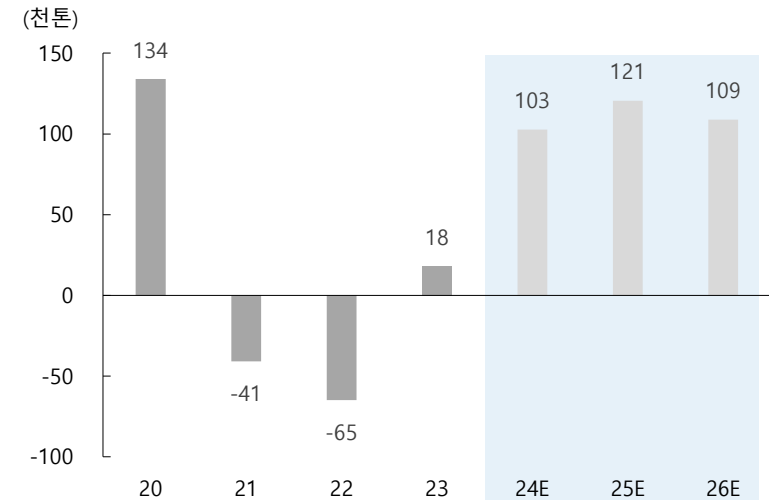
- 「1) 중국: Lepidolite 기반의 생산량 증가세 지속, 2) 아르헨티나: Rio Tinto의 신규 투자 [① Rincon Lithium Project [연산 60k LCE], ② Salar del Hombre Muerto and Olaroz [41k LCE → 72k LCE] 염호 리튬 증설」 등 여전히 주요국에서 리튬 생산량이 큰 폭으로 증가하기 때문

<그림> 글로벌 리튬 생산량 전망 : 국가별 추이



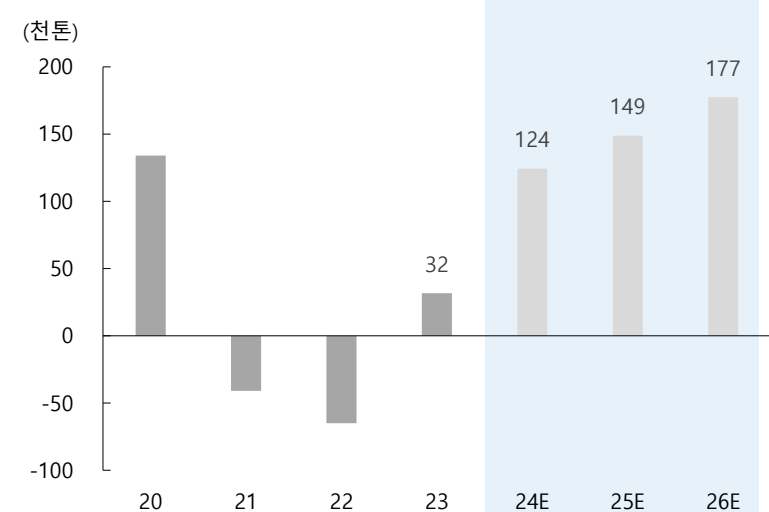
자료: 호주자원경제국, iM증권 리서치본부

<그림> [25년 3월 전망] 리튬 수급 Balance [=공급 - 수요] 추이



자료: 호주자원경제국, iM증권 리서치본부

<그림> [25년 9월 전망] 리튬 수급 Balance [=공급 - 수요] 추이



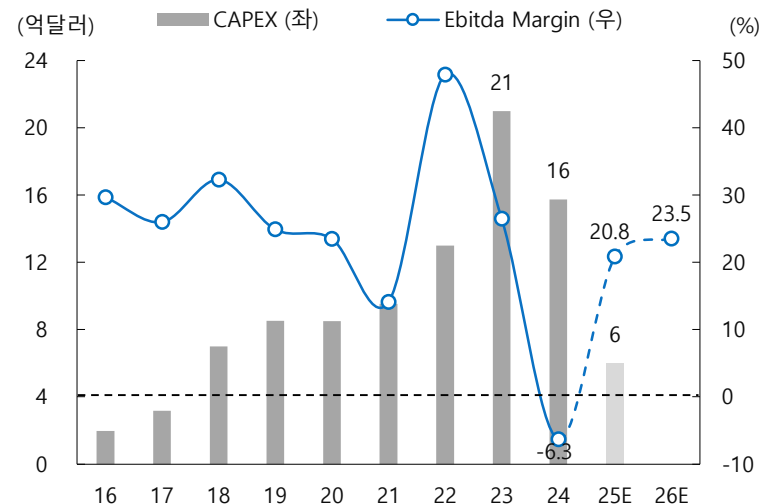
자료: 호주자원경제국, iM증권 리서치본부

[비철금속] 리튬

그러나 업황은 점차 개선될 것

- 그럼에도 26년 리튬 업황은 전년비 개선될 전망
- 첫째, 데이터 센터 증설로 인한 가파른 ESS向 수요 성장 [연평균 15% 이상]
- 둘째, 중국 정부의 2차 전지 공급망 전반에 대한 구조 조정 가능성: Lepidolite 광산 난개발 및 과다 공급 억제, 중소형 제련업체에 대한 공급 통제
- 최근 글로벌 리튬 업체 수익성 또한 Capex 축소 및 구조 조정 등으로 개선 중

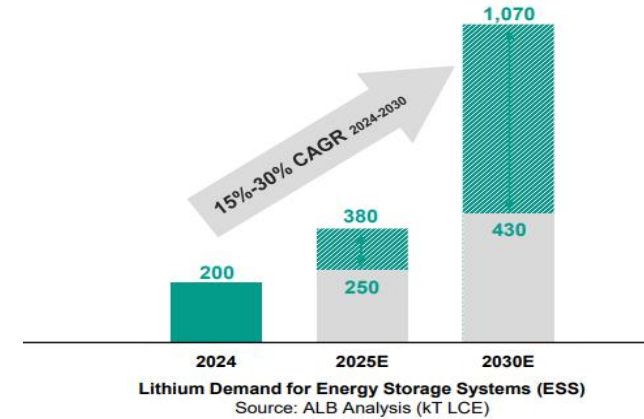
<그림> Albemarle의 연도별 Capex, Ebitda Margin 추이



자료: Albemarle, Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 리튬 ESS향 수요 전망

ESS supports peak-demand, regulates grid frequency and voltage and provides back-up power



자료: Albemarle, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 리튬 선물 가격과 강평 리튬 주가 추이



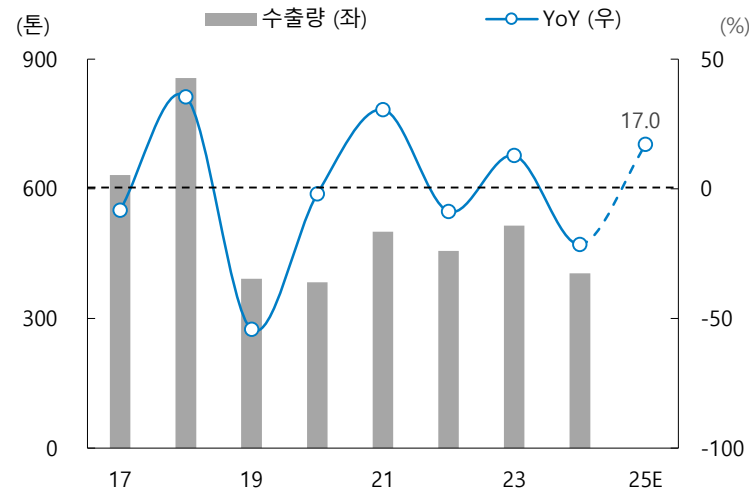
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

[비철금속] 희토류

중국 중희토류 중심으로 수출 통제 중

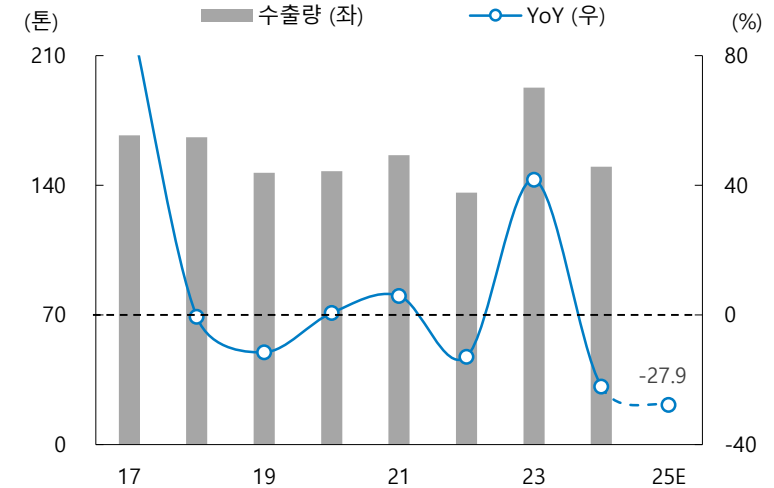
- 중국의 희토류 산화물 수출 특징은 1) 상대적으로 수급이 용이한 세륨, 란타넘, 디디움 (NdPr) 등 경희토류는 크게 통제하지 않고, 2) 디스프로슘, 터븀, 이트륨 등 중희토류 수출은 엄격히 통제
- 지금은 유예되었으나 디스프로슘, 터븀, 이트륨 산화물 및 금속 모두가 수출 제한 품목. 영구자석의 보자력을 높이는 디스프로슘과 터븀은 네오디뮴 자석이 실온에서 사용되는 경우 첨가가 불필요하나, 전기차용 구동모터 등 고온 환경에서 사용하는 경우 8~12%가 필요
- 이같은 중국의 전략적인 원료 수출은 타 국가의 영구 자석 자급을 원천 봉쇄, 중국의 제품 독점은 더욱 강화되고 있음

<그림> 중국 NdPr 산화물 수출량 및 전년비 증가율



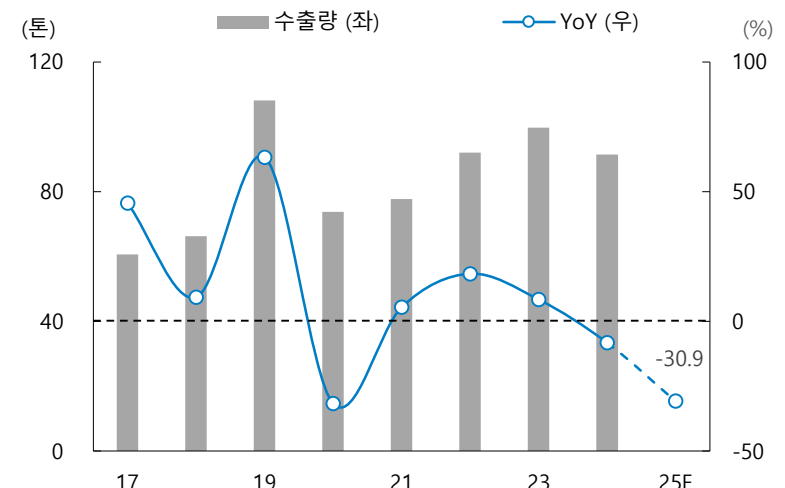
자료: Wind, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 디스프로슘 산화물 수출량 및 전년비 증가율



자료: Wind, iM증권 리서치본부

<그림> 터븀 산화물 수출량 및 전년비 증가율



주: 참고로 터븀이 디스프로슘 대비 효율이 높으나 가격이 비쌌. 네오디뮴 대비 디스프로슘은 약 4배, 터븀은 약 20배에 달함

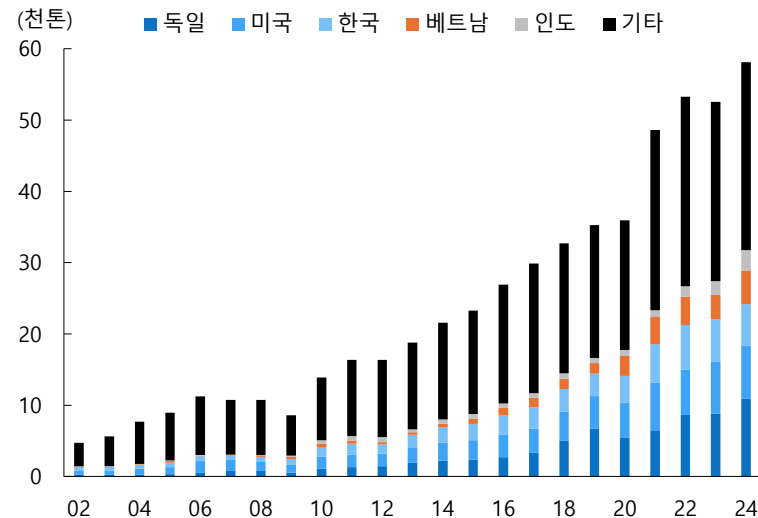
자료: Wind, iM증권 리서치본부

[비철금속] 희토류

중국, 희토류를 사용한 제품 수출은 반대로 늘리고 있음

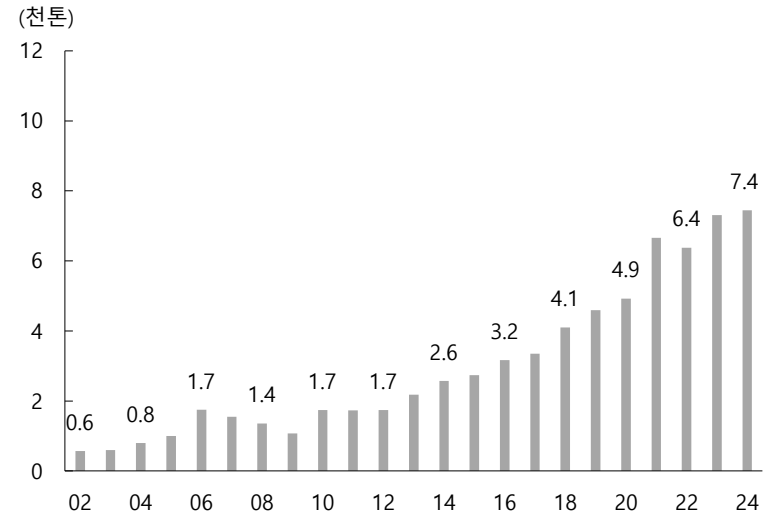
- 희토류를 사용한 대표 제품은 영구 자석. 중국의 영구 자석 수출량은 매년 가파르게 증가 중. 중국의 최대 수출국은 독일, 미국, 한국 순
- 중국은 희토류 산화물 등 원료 수출은 통제하는 대신 영구 자석 등 희토류를 사용하는 제품 수출은 늘리고 있음
- 이는 결국원재료 부터 제품으로 이어지는 희토류 공급망 전체에 대한 중국의 지배력이 지배력은 더욱 강화되고 있음을 시사

<그림> 중국의 희토류 영구자석 수출량추이:국가별 구분



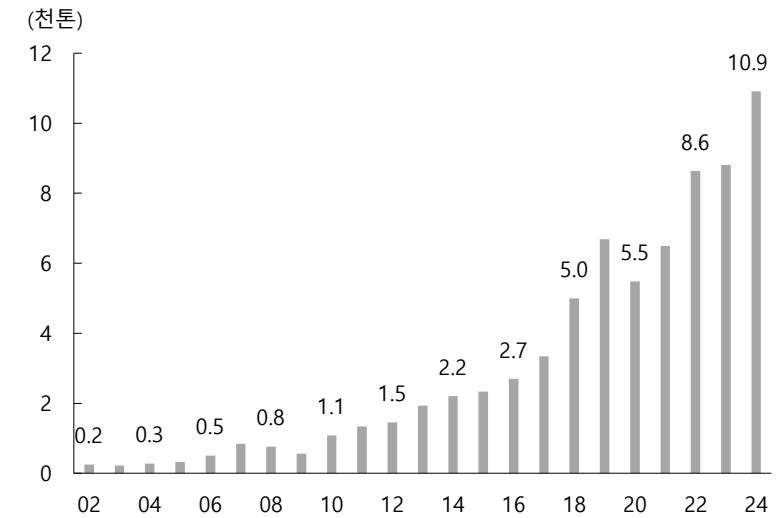
자료: UN, iM증권 리서치본부

<그림> 중국의 미국향 희토류 영구자석 수출량 추이



자료: UN, iM증권 리서치본부

<그림> 중국의 독일향 희토류 영구자석 수출량 추이



자료: UN, iM증권 리서치본부

[비철금속] 희토류

희토류, 전기차 밸류체인 사례와 유사

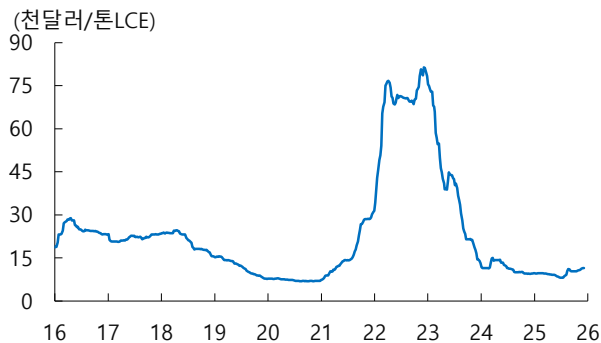
- 리튬 가격이 한계 원가에 진입했음에도 중국이 높은 리튬 생산량을 유지하는 이유는 중국에게는 리튬이라는 원료보다 전기차라는 최종제품을 더 경쟁력 있게 판매하는 것이 중요하기 때문. 리튬 가격의 경쟁력은 LFP 배터리의 가격 경쟁력으로 이어졌고. 배터리 가격 경쟁력은 결국 전기차 가격 경쟁력으로 이어짐
- 희토류 자체보다 영구 자석, 로봇, 드론 등 주요 첨단 산업 제품 경쟁력을 확보하는 것이 궁극적인 중국의 목표

<그림> 중국에게는 리튬 가격을 유지하는 것 보다 배터리 가격 경쟁력 확보를 통해 전기차를 많이 파는 것이 더 중요한 과제이다

중국의 리튬 화합물 점유율

65%

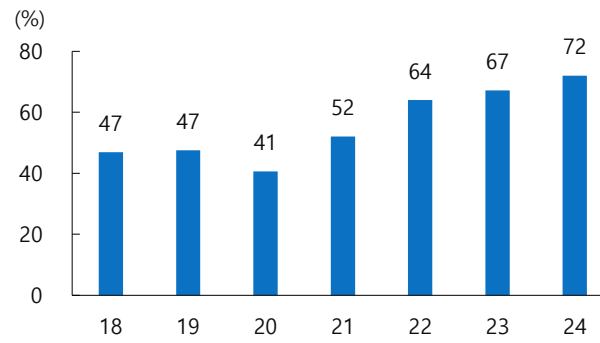
수산화리튬 가격 추이



중국 배터리 점유율

72%

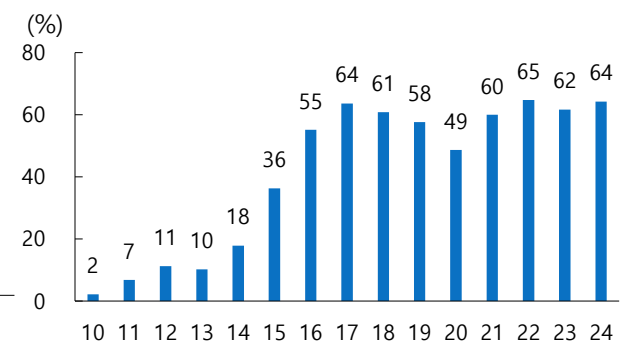
중국 배터리 점유율 추이



중국의 전기차 점유율

64%

중국 전기차 점유율 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부



[화학/유틸리티/에너지]

길고 긴 터널에서의 탈출

Summary

[유틸리티] 기대되는 변화들이 너무도 많은 26년

- 26년은 유틸리티 업종의 펀더멘털과 관련해 기대되는 변화들이 너무도 많음. 1분기 이후 OPEC+ 증산 재개됨에 따라 25년에 누렸던 연료비 하락 효과는 연말까지 다시 한번 누릴 수 있을 것으로 예상. 특히 한국전력의 경우, 연료비 약세에도 불구하고 현 정부의 26년 하반기 전기료 인상 가능성이 높아 이익 체력은 또 한번 개선될 전망. 아직 구체적인 시기와 방식은 정해지지 않았으나, LMP 제도 또한 26년 중에 도소매시장에 동시 적용될 것으로 예상됨. 이는 한국전력에게 판가와 비용 동시 인하 요인으로 작용하는데, 도매시장에서의 비용 감소효과 더 커 연결 기준으로는 연간 기준 약 1.3조원의 (+) 효과 기대
- 한편, 에너지 공기업들 전반적으로 배당주로서의 매력에 다시 한번 부각될 것으로 전망. 지난 4년간 국책은행들이 기획재정부 배당수입의 70% 이상을 부담했는데, 이제는 한국전력과 지역난방공사 모두 사상 최대 이익을 달성하게 되는 만큼 그 기여도가 높아질 수밖에 없음. 또한 현 정부의 높은 세출부담 감안했을 때 기획재정부의 주요 세외 수입원인 배당수입 확대 압박 예상됨. 더군다나 주식시장에서 배당확대를 유인하는 정책 구사하고 있는 만큼 25년 이후에는 출자기관들에 배당성향 40% 이상으로 상향 조정될 가능성 높다는 판단
- 유틸리티 업종 Top Picks: 한국전력(BUY/목표주가 6.4만원), 차선회: SK가스(BUY/목표주가 34만원), 지역난방공사(BUY/목표주가 15.6만원)

[석유화학/정유] 이제는 지난 4년의 길고 긴 터널에서 벗어날 때

- 석유화학 26년 점진적 업황 회복 기대. 유가 하향 안정화와 한국/중국/일본/유럽 등 글로벌 석유화학 구조조정 효과에 근거. 유가 하락으로 제품가격도 동반 약세 보이겠지만, OPEC+ 증산 속에 NCC 설비 폐쇄로 유가 하락 폭에는 못 미침에 따라 스프레드는 오히려 개선되는 모습 전망
- 특히 롯데케미칼은 LCI 상업가동 개시로 LC타이탄 적자규모 축소되며 26년 연간 영업이익 소폭 흑자를 예상하는데, 21년 이후 5년 만의 흑자 전환인 셈. LG화학은 석유화학 이익체력 회복과 함께 첨단소재 기저효과 기대. 무엇보다 LGES 지분 추가 활용에 대한 의지가 과거 대비 높아졌고, 이는 궁극적으로 보유 지분가치 할인율 축소 및 기업가치 제고에 기여할 전망. 업황 회복 구간에 진입한 만큼 소형주보다는 대형주, 특히 베타 큰 업체들 중심으로 주목
- 정유는 러시아 제재 강화로 글로벌 등/경유 트레이딩 구조 또 한번 뒤바뀌고 있고, 소규모 노후 정제설비들 폐쇄도 잇따라 수급밸런스 타이트. 1분기까진 유가와 정제마진 모두 하단 강하게 지지될 듯. 다만, 26년 연간으로는 유가 추가 약세 예상돼 주가 탄력도는 정제마진 상승 폭 대비 일부 상쇄 예상
- 석유화학/정유 Top Picks: 롯데케미칼(BUY/목표주가 11만원), 차선회: S-OIL(BUY/목표주가 11만원), LG화학(BUY/목표주가 50만원)

[태양광] 26년 Non-China 업체들에게 기회가 될 수 있는 2가지 이슈

- 중국 태양광과 달리 미국 시장은 모듈 수입량과 재고, 수요, 정책적 불확실성 등 다방면에서 부담스러운 상황. 다만, 26년 FEOC 규제와 인도/인니/라오스 모듈에 대한 AD/CVD 규제는 Non-China 업체들에게 Q 증가 및 P 인상의 기회가 될 수 있어 주목 필요
- 태양광 관심종목: 한화솔루션(Hold/목표주가 3.2만원)

업종 투자의견 및 Top Picks 요약

유틸리티 > 석유화학 > 정유 > 태양광

- **[유틸리티]** (한전 기준) 유가 하향 안정화로 연료비 약세 지속, 하반기 전기료 인상 가능성, LMP 실행으로 연결기준 비용 감소, 배당확대 등에 주목
- **[석유화학]** 26년 국내 구조조정 계획 보다 구체화되면서 실제 이행 가능성에 무게. 유가 약세로 제품가격도 동반 하락하겠지만, 구조조정 효과로 유가 하락 폭 대비 제품가격이 덜 조정되며 스프레드는 오히려 개선 전망. 중소형주보다는 대형주, 특히 베타가 큰 업체들에게 더 관심 가질 필요
- **[정유]** 러시아 제재 강화로 글로벌 등/경유 수급 타이트 심화. 노후설비 폐쇄로 CDU 순증설은 수요에 크게 못 미쳐 25년 대비 정제마진은 레벨업 가능할 전망. 유가도 OPEC+ 증산 일시 중단되는 1분기까진 60달러 내외 지지. 다만, 연간 기준 50달러 중반대로 추가 약세 예상됨은 주가에 부담
- **[태양광]** 중국 태양광과 달리 미국 시장은 여전히 부담. 다만, 26년 시행되는 FEOC 규제와 인도/인니/라오스 모듈 AD/CVD 규제 가능성에 주목

<표> 커버리지 업체 2026년 실적 전망 및 주요 포인트

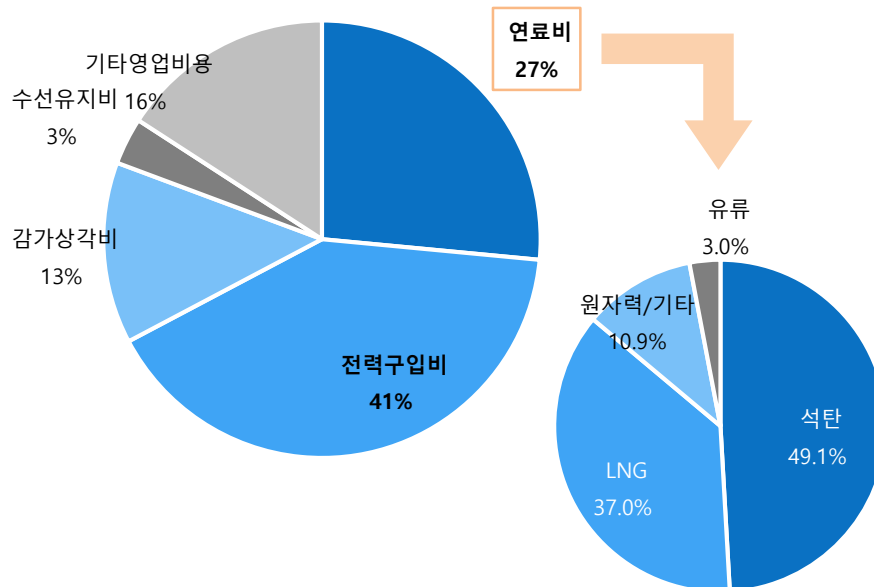
섹터	기업명	투자의견/ 목표주가	2024 (십억원)	2025F (십억원)	2026F (십억원)	2026F (YoY%)	2026년 주목할 주요 포인트
유틸리티	★★한국전력	BUY/6.4만원	8,365	14,861	17,437	17.3%	- 연료비 약세 지속, 2H26 전기료 인상 가능성, LMP 제도 시행으로 비용 감소, 배당 확대
	★SK가스	BUY/34만원	287	532	556	4.5%	- 울산GPS 및 LPG/LNG 트레이딩 이익으로 추정치 상향 여력 존재, 중장기 LNG 사업 확대
	지역난방공사	BUY/15.6만원	328	519	382	-26.4%	- 26년 열 요금 정상화로 이익 감소 불가피. But 27~28년 개별요금제 추가 도입, 배당 확대
석유화학	★★롯데케미칼	BUY/11만원	-894	-603	24	흑자전환	- 유가 약세 및 구조조정 효과로 스프레드 개선, LCI 상업가동에 따른 LCE타이탄 적자 축소
	★LG화학	BUY/50만원	917	1,490	2,124	42.6%	- LGES 추가 지분 활용, 첨단소재 외판 시작, 유가 약세 및 구조조정 효과로 스프레드 개선
	금호석유	BUY/17만원	273	339	382	12.7%	- 범용 합성고무 안정적 이익, NB-Latex 수출량 증가로 인한 적자 축소, 주주환원정책 강화
	롯데정밀화학	BUY/6.2만원	50	83	141	69.9%	- 2H26 EUDR 시행에 따른 글리세린 강세 예상, ECH 적자 축소 & 분기 흑자전환 달성
	유니드	BUY/10만원	95	97	107	10.3%	- 중국 KCl 강세로 인한 KOH 상승 및 스프레드 개선, CPs 적자 추가 축소 기대
	HS효성첨단소재	BUY/24만원	220	169	213	26.0%	- 타이어코드 안정적 이익 창출, 탄소섬유/아라미드 적자 축소 예상, 음극재 신사업 진출 기대
	효성티앤씨	BUY/37만원	271	268	322	20.1%	- 스판덱스 안정적 이익 창출, 폴리/나일론 적자 축소, NF3 외 신규 특수가스 판매 시작
정유	★S-Oil	BUY/11만원	422	156	1,127	622.4%	- 정제마진 강세, 유럽 18차 제재 시행으로 글로벌 등/경유 수급 타이트, 러시아 물량 감소
	SK이노베이션	HOLD/14.8만원	315	612	1,450	136.9%	- On 실적 부진은 지속, But 정제마진 강세, E&S 발전자산 매각 등을 통한 차입금 축소
태양광	한화솔루션	HOLD/3.2만원	-300	59	456	672.9%	- 미국 업황 부진 지속. But 26년 FEOC 규제, 인도/인니/라오스 모듈 AD/CVD 규제 가능성

[유틸리티] 기대되는 변화들이 너무도 많은 26년

1. 연료비 하향 안정화 지속

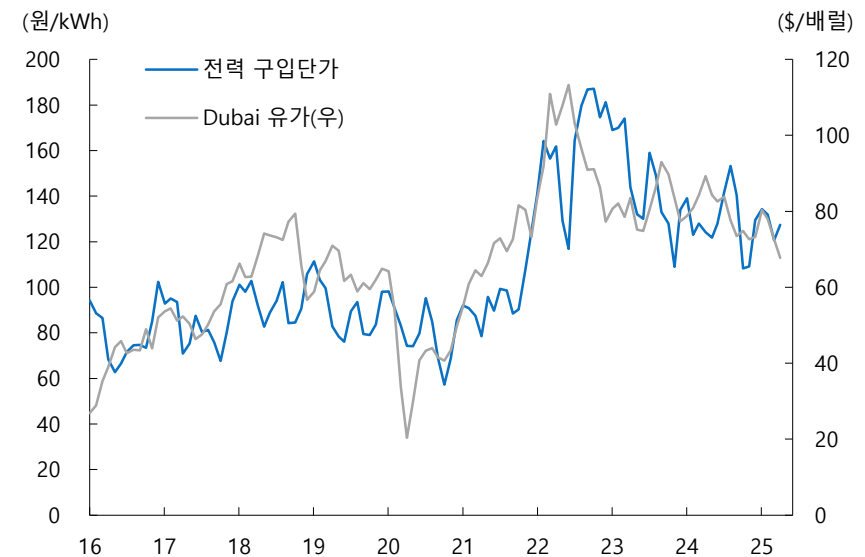
- 국내 유틸리티 업체들의 이익 체력을 결정짓는 P, Q, C 요인은 사실상 외부요인에 의해 온전히 결정됨. 특히 P는 정부 개입과 규제가 가장 강력하게 작용하는데, C는 그나마 국제가격이 객관적으로 반영. 그 중에서 연료비는 석탄/LNG/원유 가격에 의해서 결정되는 구조
- 한국전력의 경우, 전체 비용 중에서 연료비 만큼이나 중요한 것이 발전회사로부터 전력을 구매할 때 지불하는 전력구입비. 발전자회사의 경우 각각 발전원마다 상이한 발전조정계수가 적용되긴 하나 기본적으로 SMP에 연동되고, SMP는 LNG 도입가격에 따라 결정됨. 따라서 한국전력의 전체 비용 중 약 70% 수준은 유가와 LNG 레벨에 의해 영향을 받기 때문에 연료비 방향성이 매우 중요하게 작용
- 25년은 요금인상 없이도 유가/LNG 하락만으로 한국전력 등 유틸리티 업체들 이익 큰 폭 개선. 특히 한국전력은 3분기 5.65조원 영업이익 기록하며 분기 최대 이익 달성. 25년 연간으로 15조원(+78%YoY), 26년에도 연료비 약세 이어짐에 따라 17.4조원(+18%YoY)으로 이익 추가 확대 전망

<그림> 한국전력 비용 항목별 비중 및 연료비 세부 비중 (2024년 기준)



자료: 한국전력, iM증권 리서치본부

<그림> 한국전력 전력 구입단가 및 Dubai 유가 추이

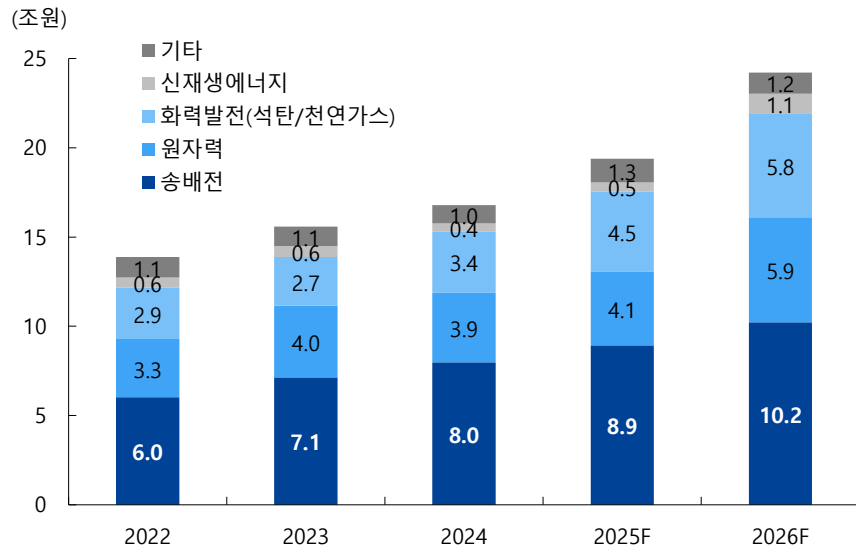


자료: 한국전력, Bloomberg, iM증권 리서치본부

II. 연료비 약세에도 요금인상 가능성에 무게

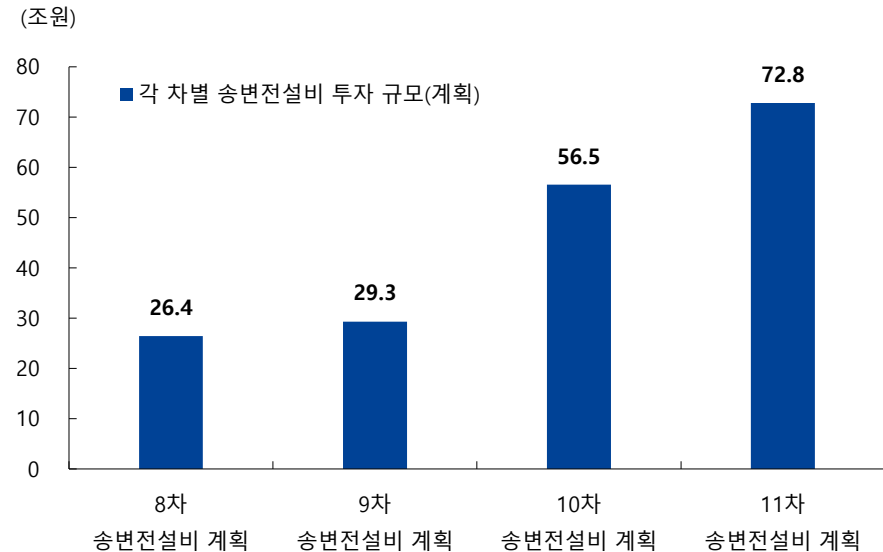
- 연말까지 한 달 가량 남았고 내년 지방선거를 앞두고 있는 만큼 연내 전기료 인상을 기대하기는 현실적으로 어려움
- 그러나 26년 하반기 중에는 전기요금 인상 이뤄질 가능성 높다는 판단. 현 정부의 주요 에너지 정책인 1)재생에너지를 활용한 데이터센터 전력 수요 대응, 2)에너지 고속도로 건설의 교집합은 송전망에 대한 대규모 투자임. 이미 전력망이 포화되어 동해안에 위치한 발전소들이 정상적으로 가동되지 못하고 있고, 재생에너지 발전량 증가로 출력제어 빈번하게 발생하고 있는 만큼 송전망에 대한 투자 규모는 현 레벨에서 더 확대될 수밖에 없음
- 국내에서는 한국전력이 송전사업을 독점하고 있는 만큼 관련 투자비는 사실상 한국전력이 부담해야 하는 셈. 물론, 민간투자를 유치함으로써 투자비 부담을 완화할 수는 있겠지만, 한전이 anchor 투자자로서 대규모 지출은 피할 수 없음
- 한전은 송배전에 25년에만 9조원의 자금을 집행하고 26년에는 10조원을 상회할 것으로 예상. 그러나 여기서 더욱 주목해야 할 부분은 현 정부의 정책 기조를 감안했을 때 11차 송변전설비 투자 계획에서 이미 72.8조원으로 10차 대비 +29% 증액된 규모가 27년 12차 계획에서는 또 한번 상향될 수밖에 없다는 것. 그리고 그 투자비의 대부분은 한국전력이 부담해야 한다는 것임

<그림> 한국전력 부문별 CAPEX 추이 및 계획



자료 : 한국전력, iM증권 리서치본부

<그림> 8~11차 송변전설비 투자 규모 계획 추이



자료 : 한국전력, iM증권 리서치본부

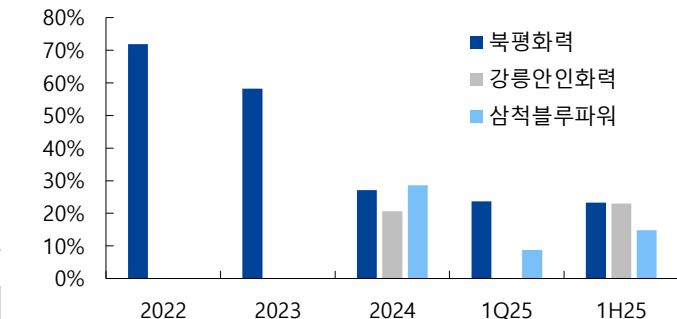
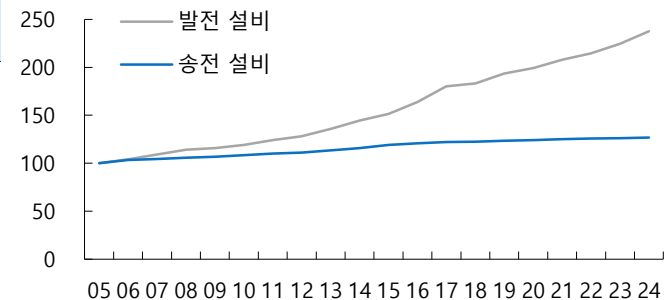
AI 연계 재생에너지 정책을 떠나, 이미 포화상태 진입한 국내 송전망 정상화가 필요

- AI 데이터센터와 연계한 정부의 재생에너지 육성 정책에 기반한 송전망 투자 확대를 배제하더라도, 이미 국내 송전망은 완전 포화상태에 진입
- 특히 지난 20년간 송전설비는 연평균 1.2% 증가에 그친 반면, 발전설비는 4.6% 증가하면서 발전설비와 송전설비 인프라는 크게 벌어졌음. 각각의 투자 속도차로 전력망이 포화상태에 이르면서 최근 동해안에는 신규 발전소들이 완공되었음에도 정상적으로 가동되지 않는 경우가 빈번하게 발생
- 동해안의 기저발전원 용량은 16.5GW 내외. 그러나 수도권으로 이를 송전할 수 있는 설비 22GW 중 송전가능 용량을 50%로 가정하면 그 규모는 11GW 남짓에 그쳐 발전소 중 일부는 무조건 저율 가동될 수밖에 없음. 이에 실제로 24~25년에 완공 및 신규 가동을 시작한 강릉 안인화력발전소, 삼척블루파워 가동률은 현재 각각 20~30% 수준에 그치고 있음
- 전력수요 대응을 위해 신규 발전소 유입도 중요하지만, 일단 지금 있는 발전소부터 정상적으로 돌아가야 하고 이는 송전망 투자가 수반되어야 함

<그림> (1)동해안 발전용량 및 수도권으로의 송전용량 비교(좌), (2)국내 발전/송전설비 용량 변화 비교(우측 상단), (3)동해안 주요 석탄발전소 가동률(우측 하단)

동해안지역기저발전원설비				동해안-수도권송전설비		
발전원	발전소명	준공시기	발전용량 (MW)	송전선로명 (표준전압)	송전용량 (MW)	송전가능량 (MW)
원자력 발전	한울 #1~6	1998~2005년	5,900	신태백-신가평 (765kV)	13,852	6,926
	신한울 #1	2022년	1,400	동해-신체전 (345kV)	4,128	2,064
	신한울 #2	2024년	1,400	한울-신영주 (345kV)	4,128	2,064
석탄 발전	동해 #1	1998년	200			
	동해 #2	1999년	200			
	삼척 그린파워 #1	2016년	1,022			
	삼척 그린파워 #2	2017년	1,022			
	북평 #1	2017년	595			
	북평 #2	2017년	595			
	강릉안인 #1	2022년	1,040			
	강릉안인 #2	2023년	1,040			
	삼척블루파워 #1	2024년	1,050			
	삼척블루파워 #2	2024년	1,050			
총 발전용량			16,514	총 송전용량/ 송전 가능량	22,108	11,054
발전용량-송전용량차이로 인한 송전제약(발전용량 - 송전 가능량) 총 합계 (MW)					5,460	

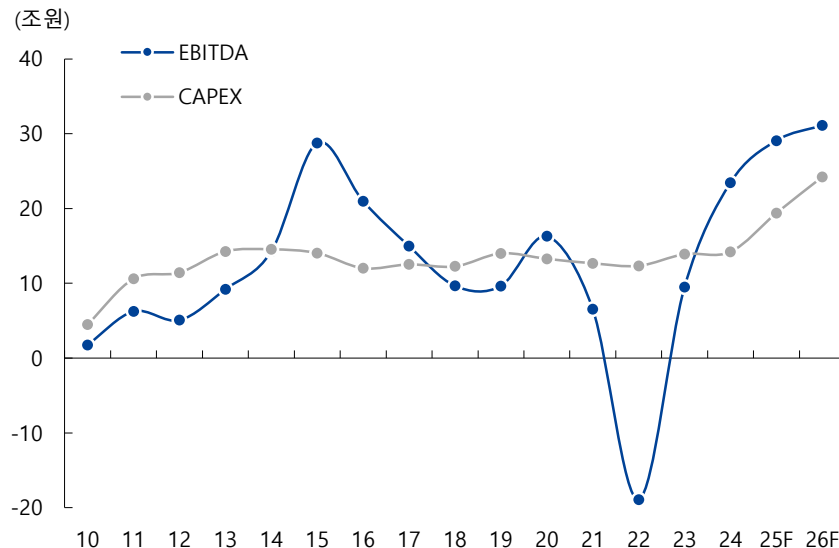
(2005=100)



송전망 투자를 위해 필수로 수반되어야 하는 한전 재무구조 정상화

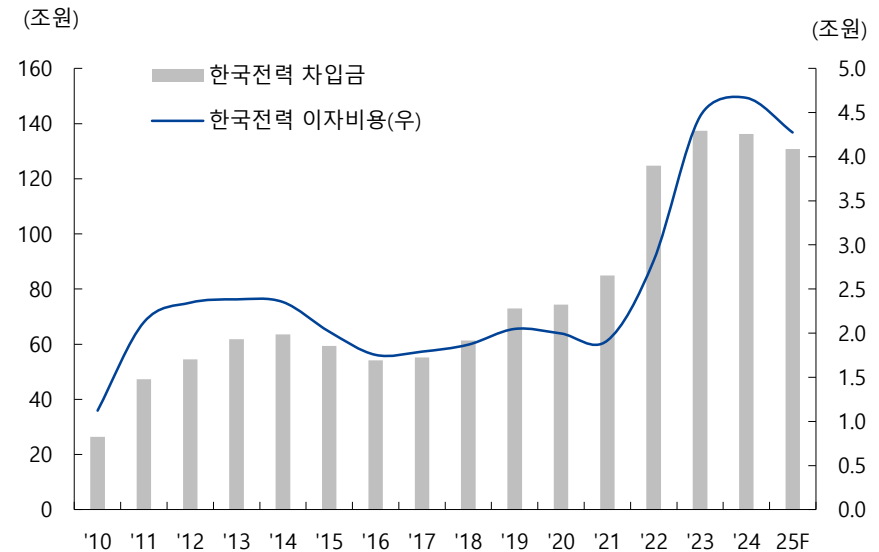
- 25년 연료비 약세에도 조정단가는 동결되며 한전의 실질적인 스프레드 확대. 이는 한국전력이 25년 사상 최대치의 이익을 창출하고 26년에도 추가 이익 개선이 가능할 것으로 기대되는 핵심 요인
- 그러나 최근 이익체력 향상에도 불구하고, 송전망을 포함한 대규모 CAPEX 지출 감내하기에는 여전히 부담스러운 상황. 가령, 25~26년 한국전력 EBITDA는 평균 30조원으로 추정되는데, 약 20~25조원의 CAPEX 집행이 이뤄지고 나면 여유자금은 5조원 정도에 불과한 셈. 물론 자본적 지출만 감안하면 충분히 지속가능한 수준이지만, 현재 130조원에 달하는 한전의 차입금 상환까지 고려하면 절대적으로 부족한 규모
- 참고로 25~26년 이익 추정치에는 연료비 약세와 기준연료비 인상에 대한 가정이 반영되어 있는 숫자이기 때문에 전기요금 인상이 이뤄지지 않을 경우 해당 수준의 EBITDA 창출은 사실상 쉽지 않음. 24년부터 이익 체력 정상화 구간에 진입하면서 한전은 차입금을 조금씩 상환하기 시작했는데, 25년 이후 이익 창출력이 대폭 높아진 만큼 앞으로 차입금 상환 속도는 더욱 빨라질 수밖에 없을 것
- 결국 현 정부의 에너지 정책 추진과 한전의 차입금 상환이 정상적으로 모두 이뤄지기 위해서는 추가적인 이익 체력 개선이 필요하고, 전력요금 인상은 이 모든 것의 필수조건으로 작용. 따라서 26년 지방선거와 하절기 전력수요 성수기 이후인 3분기 말 or 4분기 초쯤 전력비 인상 시행 가능성에 무게

<그림> 한국전력 EBITDA 및 CAPEX 추이



자료 : 한국전력, iM증권 리서치본부

<그림> 한국전력 차입금 및 이자비용 추이



자료 : 한국전력, iM증권 리서치본부

Ⅲ. 정확한 시기의 문제일 뿐, 결국 시행될 LMP 제도

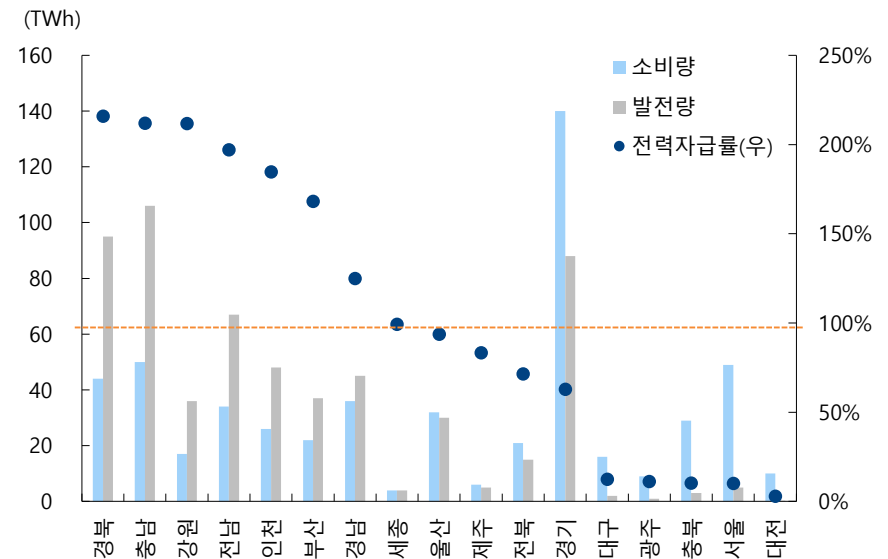
- 24년 6월 <분산에너지 활성화 특별법> 제정으로 송배전 비용 고려한 지역별 요금제 차등 적용이 제도적으로 가능해짐. 아직 구체적인 시행시기와 방법은 정해지지 않았으나, 현 정부에서도 국토 균형 발전을 위해 지역별 전기요금 차등화 필요성을 공식적으로 언급한 바 있는 만큼 시점의 문제일 뿐 결국 26년 중에는 도소매시장에 동시 적용되는 방향으로 시행 예상
- 현재 국내 전체 전력소비량 중 수도권(서울/경기) 지역에서 소비되는 비중은 약 35% 달하는 반면, 발전량은 약 16% 그치고 있음. 그만큼 비수도권 지역에 발전설비가 집중되어 있다는 의미. 자급률이 100% 넘는 지역은 경북, 충남, 강원 등을 포함해 비수도권 7곳에 불과
- 구체적인 시행 방식은 아직 미정이나, 큰 틀에서는 전력 자급률이 높은 지역들의 전력요금은 현재 대비 하향되는 반면, 서울/경기처럼 자급률이 낮은 곳에서는 현재 대비 인상될 것으로 예상. 단순히 수급밸런스 뿐만 아니라 비수도권에서 수도권으로 송전되는 비용도 함께 고려되어야 하기 때문

<그림> 지역별 차등요금제(LMP) 개념



자료 : 산업통상자원부, iM증권 리서치본부

<그림> 각 행정구역별 전력자급률 비교(2023년 기준)

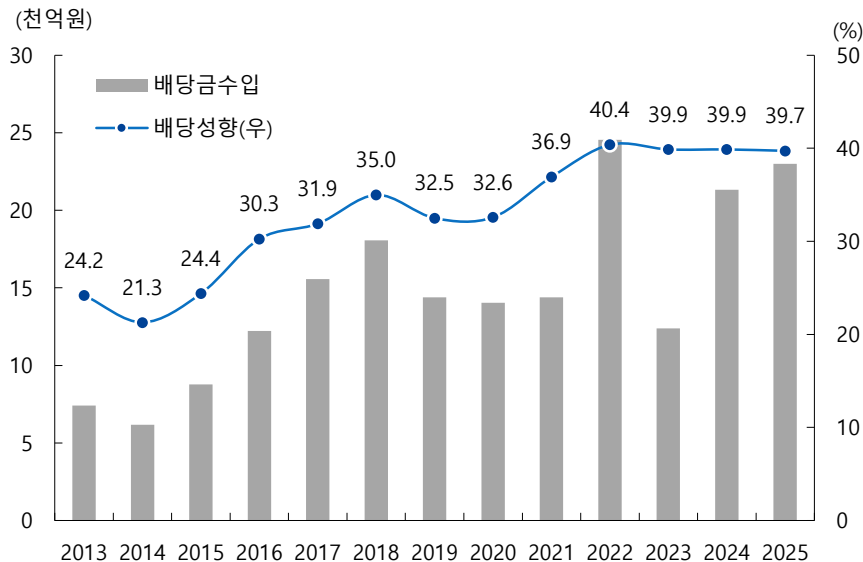


자료 : 한국전력, iM증권 리서치본부

Ⅳ. 점점 더 높아질 배당주로서의 매력

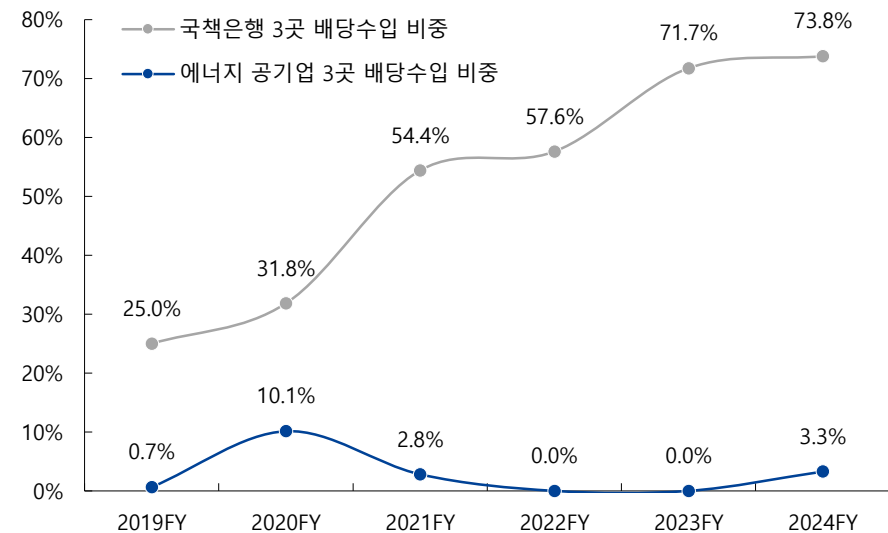
- 25년 기점으로 유틸리티 기업들 전반적으로 배당주로서의 매력 더욱 두드러질 것으로 전망
- 통상 유틸리티 기업들은 신규 성장산업에 대한 투자 부담이 낮은 만큼 안정적인 현금흐름 창출을 기반으로 고배당 정책 실행. 이는 글로벌 유틸리티 산업에 공통적으로 적용되는데, 이와 별개로 국내 에너지 공기업들은 기재부가 제시하는 배당성향을 충족시켜야 하는 과제도 함께 직면하고 있음
- 기재부는 26년까지(25년 실적 기준) 출자기관들에 대한 배당성향 40% 요구하고 있는데, 지난 3~4년간 연료비 급등으로 에너지 공기업들의 이익이 급감하자 국책은행들이 전체 배당지급액의 70% 이상을 부담했음. 그러나 올해는 한국전력과 지역난방공사 등의 이익 체력이 정상화되는 것을 넘어 사상 최대치 이익 달성이 기대되는 만큼 에너지 기업들의 배당 기여도는 높아질 수밖에 없고, 또 국책은행들의 지난 부담을 고려하면 높아져야만 함
- 지역난방공사는 배당성향 30% 가정 시 DPS 8,000원(배당수익률 7.5%), 한국전력은 차입금 상환과 CAPEX 부담으로 배당성향 20% 가정할 경우 DPS 2,500원(배당수익률 5.0%) 수준. 향후 더 주목할 부분은 현 정부의 높은 세출부담과 배당확대 유인 정책 고려하면 26년 이후엔 출자기관들에 대한 배당성향 40% 이상으로 상향될 여지가 존재한다는 점. 연료비 약세로 이익 체력 확대되는 와중에 배당매력도 높아지는 금상첨화 구간!

<그림> 기획재정부 출자기관들 통한 배당수입과 배당성향 추이



자료 : 기획재정부, iM증권 리서치본부

<그림> 기획재정부 배당수입 중 국책은행 3곳 & 에너지 공기업 3곳 비중 추이



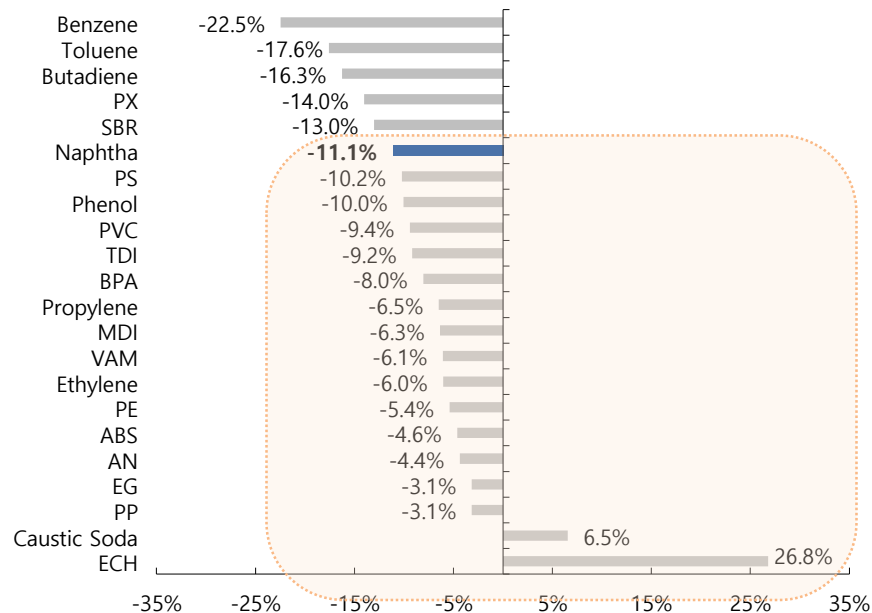
자료 : 기획재정부, iM증권 리서치본부

[화학] 이제는 지난 4년의 길고 긴 터널에서 벗어날 때

글로벌 구조조정 움직임이 조금씩 확인하게 될 2026년

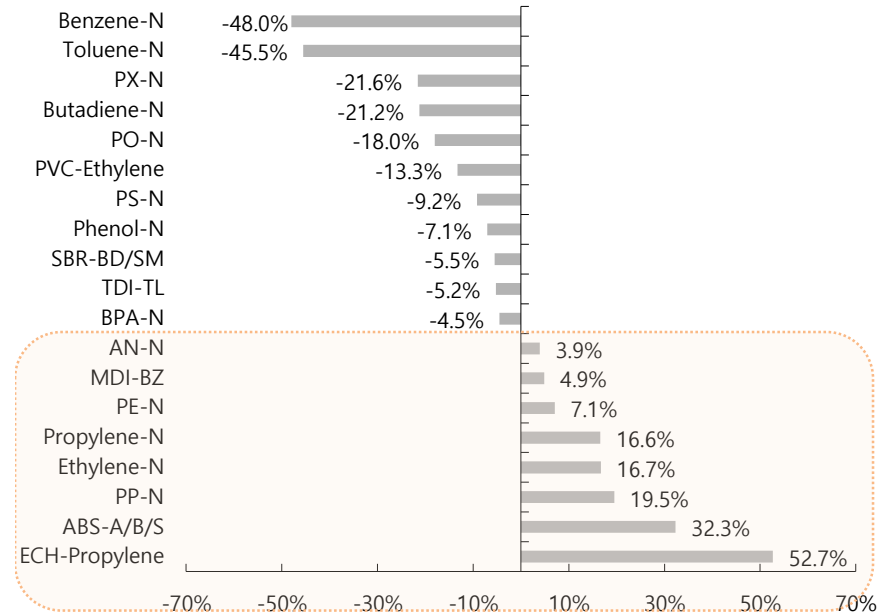
- 2026년은 약 4년 만에 석유화학 업황 바닥에서 벗어나는 시기가 될 것으로 전망. 지난 20~23년에 이뤄졌던 대규모 증설 사이클이 잠시 쉬어 가는 것도 있지만, 한국/중국/일본/유럽 등 글로벌 전 지역에서 구조조정 진행됨에 따라 수급개선 효과를 기대할 수 있다는 점이 가장 주요한 요인임
- 구조조정이 진행되는 와중에 유가는 50달러 중후반으로 하향 안정화된다는 점도 석유화학 업황 개선을 기대할 수 있는 포인트임. 유가가 하락하면 제품가격 또한 동반해서 조정되긴 함. 그러나 유가는 OPEC+ 증산 등 공급 증가 요인으로 하락하는 반면, 석유화학 제품은 수급밸런스 개선 효과로 그 하락 폭이 유가보다는 작을 것으로 예상. 이는 제품 스프레드 측면에서는 오히려 개선되는 방향을 기대해볼 수 있다는 의미
- 한편, 25년에도 이미 유가(납사) 대비 제품가격이 더 작게 조정되면서 스팟 기준 스프레드는 YoY 개선되고 있었음에 주목할 필요

<그림> 25년 납사 및 석유화학 제품 가격 YoY 변동 비교



자료: Cischem, iM증권 리서치본부

<그림> 25년 주요 석유화학 제품 스팟 스프레드 YoY 변동 비교



자료: Cischem, iM증권 리서치본부

I. 구조조정이 보다 본격적으로 실행되는 모습을 확인하게 될 26년

- 22년 하반기 이후 글로벌 석유화학 다운사이클 구간에 진입하며 약 4년째 업황 부진이 장기화되고 있음. 이에 24년부터 글로벌 주요 업체들은 설비 폐쇄 또는 가동 중단을 검토하기 시작했고, 25년에는 관련 계획들이 보다 구체적으로 논의되기 시작
- 그러나 검토/계획 대비 업체들이 선불리 실행에 나서지 못하자, 25년에는 한국/중국/일본 등을 포함해 정부 차원에서도 구조조정 필요성 강조하며 간접적으로 압력을 가하는 분위기. 특히 한국에서는 연말까지 각 업체별로 구조조정 계획안을 제출해야 하는 상황
- 일본에서도 일부 업체들 중심으로 구조조정 계획이 구체적으로 발표되었고, 유럽에서는 이미 23~24년부터 구조조정 조금씩 이뤄지기 시작. 앞으로 추가로 예정되어 있는 구조조정이 다수 있어 26년은 글로벌 전 지역에 걸쳐 구조조정이 보다 본격적으로 실행되는 모습을 확인하는 시기가 될 전망. 현재까지 발표된 계획 모두 진행될 경우 총 1,300만톤 내외로 글로벌 CAPA 대비 최소 6% 달하는 만큼 결코 작지 않은 수준임

<표> 한국/중국/일본/유럽 석유화학 구조조정 관련 내용 요약

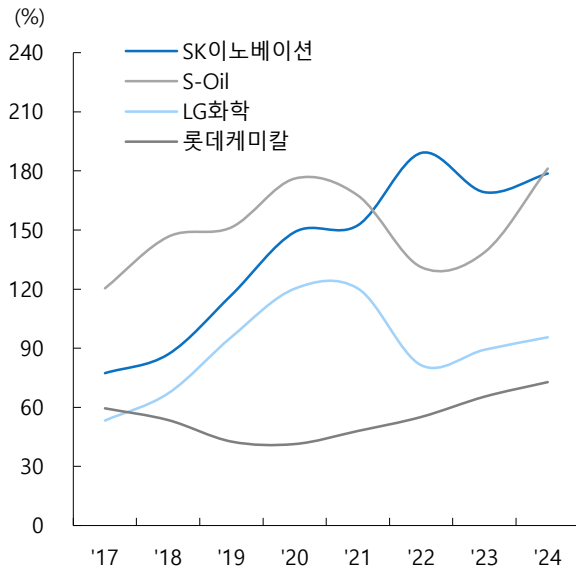
지역	구조조정 관련 내용	현재 진행 상황	대표사례	구조조정 진행 시 예상되는 규모 (글로벌 CAPA 대비 비중)	예상 실행 시기
한국	- 에틸렌 기준 270~370만톤 자발적 감축 목표 발표 - 정부, 25년 말까지 산업계 구조조정 계획 제출 요구	각 산업단지 내 업체별로 논의 진행 중	롯데케미칼-HD현대케미칼 대산내 설비 통합운영 검토	- 270만톤 설비 폐쇄 시 1.2% 감축 효과 - 370만톤 설비 폐쇄 시 1.7% 감축 효과	25년 말 발표 및 26~27년 실행 예상
중국	- 공급과잉 산업의 현대화로 고품질 발전 전략 추구 - 20년 이상 가동된 화학설비 폐쇄 or 업그레이드 여부 결정	4중전화회에서 구체적으로 언급된 내용은 아직 없음	-	20년 이상 가동된 석유화학 설비 중 - 50% 폐쇄 시 1.5% 감축 효과 - 70% 폐쇄 시 2.1% 감축 효과 - 100% 폐쇄 시 3.0% 감축 효과	26년 3월 양회에서 내용 구체화 예상
일본	- 1990~2010년대 구조조정 이후 업황 부진 지속되자 범용 부문 중심으로 또 한번 구조조정 진행 발표	에틸렌, 암모니아 등 일부 제품 중심으로 계획 구체화	Maruzen, ENEOS 등 에틸렌 크래커 폐쇄 계획 발표	- 현재 발표된 3사 폐쇄 시 0.6% 감축 효과 - Mitsui & Asahi-Mitsubishi 설비 통합 후 감축하게 될 경우 총 1.0% 감축 효과	FY26~27년에 폐쇄 돌입 예정
유럽	- 노후화된 소규모 설비 다수, 특히 22년 러-우 전쟁 이후 PNG → LNG 전환으로 인한 유틸리티 비용 부담 상승과 탄소배출 규제 강화 등으로 화학산업 경쟁력 구조적 약화 - 이에 에틸렌/프로필렌 등 범용 뿐만 아니라, 암모니아/PTA 등 석유화학 제품 전반에 걸쳐 폐쇄 or 가동중단 발표	23~24년 이미 일부 설비는 폐쇄 or 가동중단 완료했고, 25~27년에도 다수 예정	- LyondellBasell (독일/영국/프랑스 등 설비 폐쇄) - Dow (독일/네덜란드 설비 폐쇄) - SABIC (영국/네덜란드/스페인 등 설비 폐쇄)	- 지금까지 발표된 에틸렌 설비 구조조정 계획 기준 규모 약 520만톤 달해 글로벌 CAPA 대비 2.3% 감축 효과	23년부터 일부 시작, 25~27년 다수 예정

자료 : iM증권 리서치본부

1. 한국: 연말 구조조정 계획안 제출 데드라인

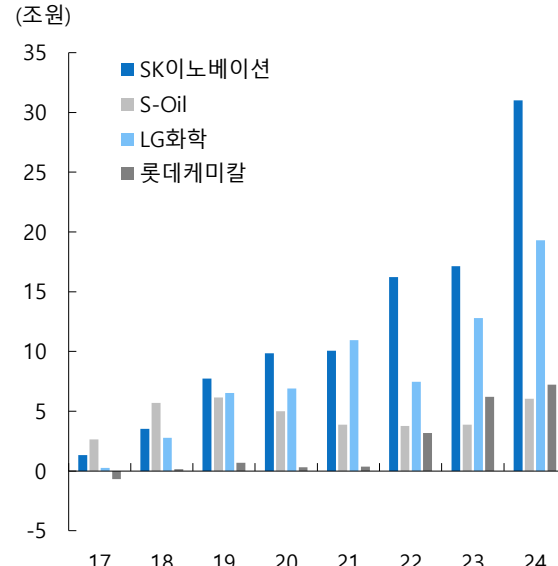
- 한국은 25년 말까지 각 산업단지 및 업체별로 에틸렌 생산설비 감축과 관련된 구조조정 계획안을 제출해야 함
- 지난 8월 주요 석유화학 업체들이 자발적으로 제시했던 구조조정 물량은 NCC 에틸렌 기준 총 270~370만톤이며, 사업재편 관련 계획을 제출하면 정부에서 이를 바탕으로 규제 완화와 차입금 만기 연장, 이자유예, 이자율 조정 등과 같은 자금 지원을 제공할 계획
- 다만, 아직까지 공식적으로 구조조정 방안이 발표된 곳은 하나도 없음. 그나마 대산에서 롯데케미칼-HD현대케미칼 NCC 통합 운영에 대한 논의가 가장 적극적으로 이뤄지고 있으며 11월 내 최종방안 발표될 것으로 예상
- 롯데-HD현대를 제외하고 과연 나머지 업체들이 연말까지 계획안을 제출할 있을지에 대해서는 의문. 특히 기한이 약 1개월 가량 남은 현 시점에서 설비 통합 또는 JV 설립 관련 제도적 문제 해결 근거도 부재한 만큼 실제 구조조정 방안이 구체적으로 확정되기까진 시간 좀 더 소요될 가능성 높음. 그러나 화학업체들의 높은 부채비율 및 재무건전성 악화로 영업여건 개선은 대내외적으로 이뤄져야만 하고, 정부의 석유화학 구조조정 의지도 강한 만큼 타이밍의 문제일 뿐 26년은 구조조정 방향이 보다 현실화되는 모습을 확인할 수 있을 전망

<그림> 주요 석유화학 업체 부채비율 추이



자료 : Quantiwise, Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 주요 석유화학 업체 순차입금 추이



자료 : Quantiwise, Bloomberg, iM증권 리서치본부

<표> 주요 석유화학 업체 신용등급 및 전망 현황

구분	한신평	나신평	한기평	무디스	S&P
SK이노베이션	AA (안정적)	AA (안정적)	AA (안정적)	Ba1 (부정적)	BBB- (부정적)
S-Oil	AA (긍정적)	AA (긍정적)	AA+ (안정적)	Baa2 (부정적)	BBB (안정적)
LG화학	AA+ (안정적)	AA+ (부정적)	AA+ (부정적)	Baa1 (부정적)	BBB (안정적)
롯데케미칼	AA- (안정적)	AA- (안정적)	AAA (안정적)	-	-
한화솔루션	-	AA- (부정적)	AA- (부정적)	-	-
SK가스	AA- (안정적)	AA- (안정적)	AA- (안정적)	-	-
효성티앤씨	A+ (안정적)	A+ (안정적)	-	-	-
HS효성첨단소재	A (안정적)	A (안정적)	-	-	-
금호석유	A+ (안정적)	A+ (긍정적)	A+ (안정적)	-	-

자료 : Dart, iM증권 리서치본부

2. 일본: 과거 한바탕 진행됐던 구조조정에 이어 26~27년 또 한번 설비 감축 예정

- 일본은 한국/대만/중동 등의 증설 러쉬와 내수 침체 속에 1990년부터 약 30년에 걸쳐 석유화학 구조조정을 한바탕 진행한 바 있음
- 당시 범용제품 생산설비 감축하는 한편, 고부가제품 개발 및 동남아시아/미국/중동 등으로의 현지 생산확대 전략 구사. 그럼에도 중국의 공격적인 증설로 글로벌 수급밸런스 악화되자 일본 업체들 역시 그 타격에서 자유로울 수 없었음
- 이에 25년에 일본 주요 화학업체들의 설비폐쇄 또는 가동중단 등 구조조정 계획도 잇따라 발표되었음. 지금까지 확정된 구조조정 계획안 기준으로 총 140만톤 규모의 에틸렌 생산설비가 26~27년 사이에 폐쇄될 예정인데, 이는 글로벌 전체 생산설비 대비 0.6% 수준
- 보다 중장기적으로 Mitsui Chemical & Asahi-Mitsubishi Chemical 각각이 운영하고 있는 57만톤/46만톤 설비들이 2030년까지 각각 통합한 후 감축 논의할 예정. 해당 규모까지 합산하면 글로벌 전체 생산설비 대비 약 1% 규모의 설비가 일본 내에서 구조조정 이뤄지는 셈

<표> 최근 발표된 일본 내 석유화학 구조조정 내용

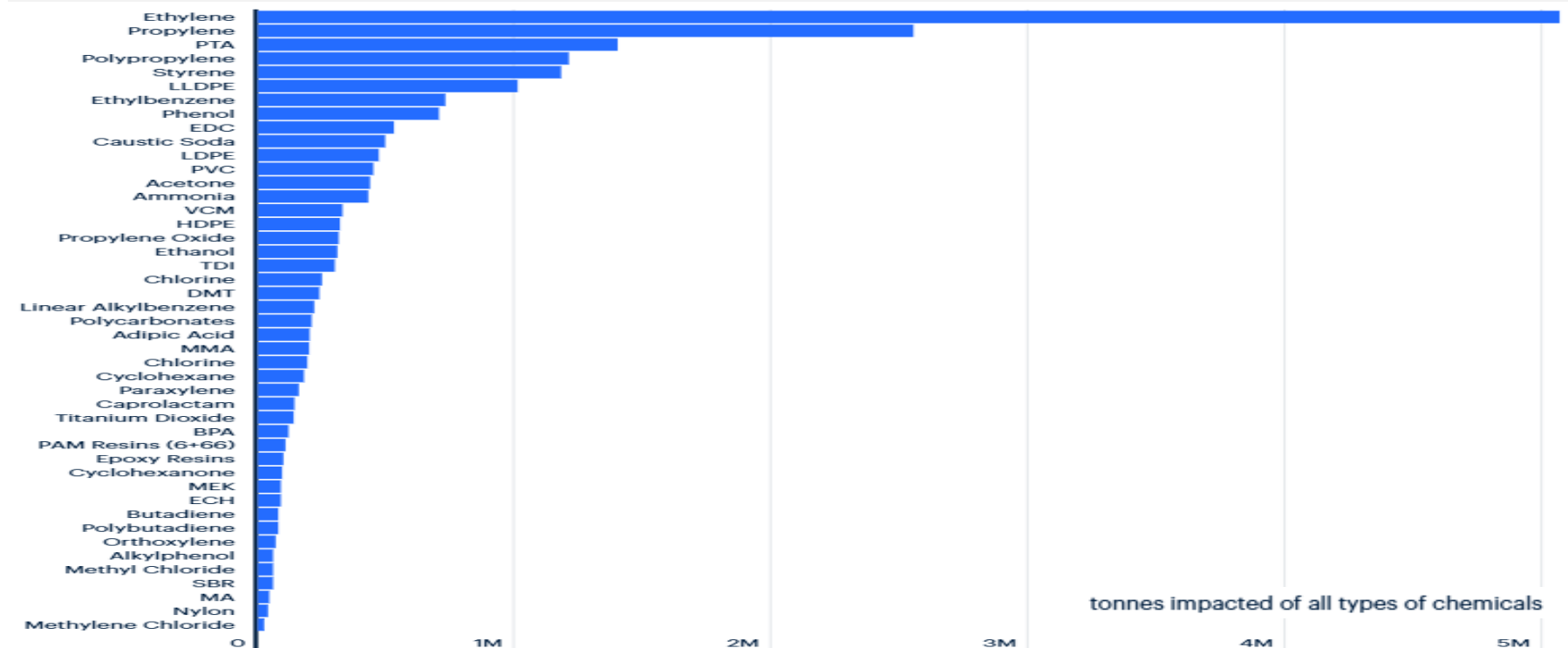
제품	구조조정 진행 기업	생산설비 위치	생산설비 규모 (천톤)	참고 내용	발표 시기	실행 시기
Ethylene	Maruzen Petrochem (w/Sumitomo Chem)	Chiba	525	설비 폐쇄 및 통합	2025.04	FY2026
	Idemitsu Kosan, Mitsui Chemical	Chiba	413	설비 폐쇄	2024.03	FY2027
	ENEOS	Kawasaki	448	설비 폐쇄	2025.04	27년 4분기
	Mitsui Chem, Asahi-Mitsubishi Chem	Mizushima, Osaka	3사 설비 통합 후 추후 감축 논의 예정 (현재는 양사 합산 1,019천톤)		2025.09	2030년
PMMA	Asahi Kasei	Kawasaki	40	가동 중단	2025.05	2026.03
MMA	Asahi Kasei	Kawasaki	100	가동 중단	2025.05	2026.09
Phenol	Mitsui Chemicals	Chiba	600	설비 폐쇄	2025.05	2026.09
Capro	UBE Industries	Ube	190	가동 중단	2024.04	FY2026
Ammonia	UBE Industries	Ube	54	가동 중단	2025.01	2027.03

자료 : iM증권 리서치본부

3. 유럽: 구조적으로 굴뚝산업이 경쟁력을 갖기 점점 더 어려운 환경

- 글로벌 석유화학 구조조정에 가장 적극적인 지역 중 하나는 유럽
- 유럽은 미국과 함께 석유화학 산업이 가장 먼저 시작된 곳인 만큼 대부분 규모가 작고 노후화된 설비들이라 운영 효율성 낮은 편. 그러나 무엇보다도 러-우 전쟁 이후 천연가스 조달을 PNG → LNG로 상당부분 전환함에 따라 전력/유틸리티 비용이 상승했고, EU 탄소배출권 및 EUDR 시행 등 환경 관련된 정책들이 점점 더 엄격해지고 있어 더 이상 굴뚝산업이 경쟁력을 확보하기 구조적으로 쉽지 않은 여건임
- 이에 유럽 국가들의 석유화학 설비 폐쇄 또는 가동중단 계획들도 다수 발표. 범용제품 뿐만 아니라 천연가스 기반으로 생산되는 암모니아 포함하여 대부분 제품군에서 구조조정 진행 예정이라는 점이 한국/중국/일본 등의 구조조정과는 사뭇 다름. 그럼에도 그 규모 측면에서는 에틸렌이 가장 큼. 현재까지 발표된 물량만 500만톤 상회하는데, 이는 글로벌 전체 설비의 약 2.3% 달하는 규모

<그림> 유럽 석유화학 구조조정 계획에 따른 제품별 생산 감축 규모



자료 : ICIS, iM증권 리서치본부

유럽 국가 및 업체별 석유화학 구조조정 계획

<표> 현재까지 발표된 유럽 국가 및 업체별 석유화학 구조조정 계획

국가	업체	생산설비 위치	생산 제품(천톤)	진행 상태
독일	Dow	Bohlen	Ethylene (610)	가동 중단 예정 (4Q27)
	INEOS Phenol	Gladbeck	Acetone (403), Phenol (650)	폐쇄 예정
	BASF	Ludwigshafen	Ammonia (430), Capro (95), Cyclohexanol, Soda Ash, TDI (300)	가동 중단 or 폐쇄 예정
	LyondellBasell	Muenchmuenster	Ethylene (300), HDPE (320), Propylene (190)	매각 계약 체결 완료
	Dow	Schkopau	Caustic Soda (280), Chlorine (250), EDC (530), VCM (330)	가동 중단 예정 (4Q27)
	Trinseo	Stade	Polycarbonates (80)	폐쇄 완료 (2024년)
영국	Shell	Wesseling	Paraxylene (160), Orthoxylene (70)	폐쇄 완료 (2023년)
	SABIC	Wilton	Ethylene (500), Propylene (415)	폐쇄 예정
	LyondellBasell	Carrington	PP (210)	매각 계약 체결 완료
	Versalis	Grangemouth	SBR (60), Polybutadiene (80)	폐쇄 완료 (2024.04)
	CF Fertilisers	Billingham	Ammonia and other fertilisers	폐쇄 완료 (2023년)
	LyondellBasell	Berre	Ethylene (465), LDPE (320), Propylene (255), PP (350), Butadiene (80)	매각 계약 체결 완료
프랑스	ExxonMobil	Gravenchon	Ethylene (425), Propylene (290), LLDPE (1,011)	폐쇄 완료 (2024년)
	Arkema	Jarrie	Caustic Soda (83), Chlorine (74)	가동 중단 예상
	Vencorex	Pont-de-Claix	Caustic Soda (133), Chlorine (119)	가동 중단 완료 (1H25)
	Eni	Priolo	Ethylene (490), Propylene (250)	가동 중단 완료 (2025.07)
이탈리아	Eni	Brindisi	Ethylene (468), Propylene (255)	폐쇄 계획 발표 (2024.10)
	Eni	Ragusa	LDPE (151)	폐쇄 완료 (2024.10)
	LyondellBasell	Brindisi	Polypropylene (260)	자산 검토 중
	Vynova	Beek	PVC (225)	가동 중단 예정 (2025.11)
네덜란드	SABIC	Geleen	Ethylene (575), Propylene (325)	폐쇄 완료 (2024.04)
	LyondellBasell	Maasvlakte	Propylene Oxide (315), Styrene (680)	폐쇄 예정 (2025~2026년)
	Westlake	Pernis	ECH (90), Epoxy Resins (100), BPA (120)	가동 중단 예정 (2025년)
	Indorama Ventures	Rotterdam	PET (426), PTA (700)	폐쇄 시작 (2024.07)
	Dow	Terneuzen	Ethylene (680), Propylene (340)	가동 중단 완료 (2Q25)
	TotalEnergies	Antwerp	Ethylene (550), Propylene (230)	가동 중단 예정 (2027년 말)
벨기에	Celanese	Mechelen	Engineered materials compounding site	폐쇄 완료 (2024.09)
	SABIC	Cartagena	Polycarbonates (130)	가동 중단 완료 (라인 1개)
스페인	LyondellBasell	Tarragona	PP (390)	매각 계약 체결 완료
그리스	Polisan Hellas	Volos	PET (84)	가동 중단 완료 (4Q24)
슬로바키아	Fortischem	Novaky	PVC (90)	폐쇄 완료 (2025년 초)
체코	Spolana	Neratovice	Capro (48), PVC (135)	폐쇄 완료 (1H25)
포르투갈	Indorama Ventures	Sines	PTA (700)	가동 중단 완료 (2023.10)
폴란드	Orlen	Plock	Phenol (55), Acetone (34)	폐쇄 예정 (2025년 말)

[정유] 정제마진 레벨업 vs 유가 레벨다운 사이의 고민

1. EU 외에 영국/미국의 러시아 제재 동참으로 에너지 시장 혼란 확대

- EU는 25년 하반기 들어 러시아에 대한 추가 제재 발표. 지난 7월 발표된 18차 제재 패키지는 26년 1월 말부터 실행될 예정인데, 핵심적인 내용은 1) 러시아 원유로 제3국에서 생산된 정제품 수입 금지, 2)러시아산 원유 가격 상한선 60달러 → 47.6달러 하향 및 정기적인 조정 등임
- 최근 제재에서 인상적인 부분은 영국과 미국이 과거보다 좀 더 적극적으로 동참하고 있다는 것. 영국도 EU 18차 패키지와 동일한 내용의 제재안을 통과시켰고, 미국도 러-우 종전 합의에 미온적인 러시아를 압박하기 위한 목적으로 Lukoil, Rosneft 두 곳에 대한 제재를 발표한 바 있음
- 다만, 트럼프에게 유가 상승은 그리 달갑지 않은 만큼 러시아산 원유의 완전 퇴출을 허용하기는 쉽지 않음. 또한 취임 직후 보여 왔던 러시아에 대한 우호적인 기조와 평소 번덕스러운 결정을 감안했을 때 미국의 러시아 제재가 과연 26년에도 장기화되고 현 수준에서 추가로 더 강화될 수 있을지에 대해서는 의문. 앞으로의 스탠스 좀 더 지켜볼 필요

<표> 2025년 추가로 가해진 EU/영국/미국 등 주요국의 러시아 제재 내역

시기	국가	러시아에 대한 주요 제재 내용
1월 10일	미국	러시아 에너지 업체 및 Shadow Fleet(그림자 선단) 대규모 제재
2월 24일	EU	대러시아 16차 제재 패키지 채택 - Shadow Fleet 74척 추가 지정
5월 20일	EU	대러시아 17차 제재 패키지 채택 - Shadow Fleet 189척 추가 지정
7월 18일	EU	대러시아 18차 제재 패키지 채택 - Shadow Fleet 105척 추가 지정 - 러시아산 원유로 제3국에서 생산된 정제품 수입 금지 - 러시아산 원유 가격 상한선 \$60 → \$47.6 하향 및 정기적인 조정
10월 15일	영국	역대 최대 규모 러시아 제재 발표 및 Lukoil & Rosneft 리스iting - 영국 신탁서비스 금지, 운송 제한 및 Shadow 탱커 44척 운송망 차단
10월 22일	미국	러시아 Lukoil & Rosneft 등 주요 업체에 추가 제재 부과 - 두 기업 및 다수의 자회사들 재산동결 및 거래금지 조치 부과
10월 23일	EU	대러시아 19차 제재 패키지 채택 - 러시아산 LNG 단계적 수입 금지: '27년 이후 장기계약 전면 금지 - Rosneft & Gazprom 거래 금지 → EU향 거래 전면 차단 - Shadow Fleet 105척 추가 지정(누적 557척)

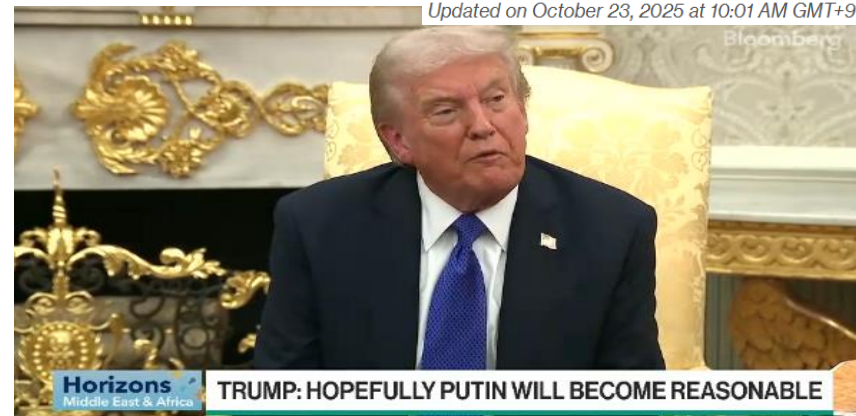
자료 : 언론 종합, iM증권 리서치본부

<그림> 트럼프, 종전 협상 미온적인 러시아 압박 위해 Rosneft, Lukoil 제재

US Sanctions Rosneft and Lukoil in Push For Ukraine Talks

October 23, 2025 at 5:46 AM GMT+9

Updated on October 23, 2025 at 10:01 AM GMT+9

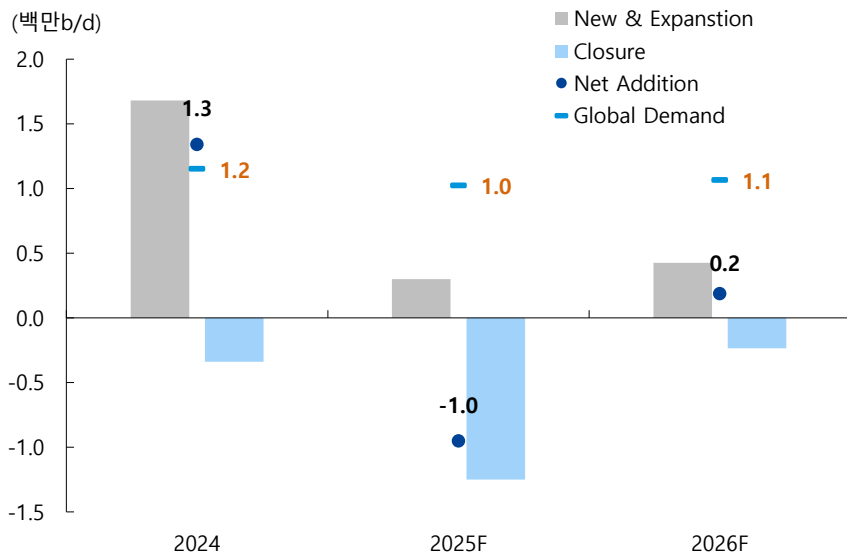


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

글로벌 수요 증가에 한참 못 미치는 정제설비 Net Addition 규모

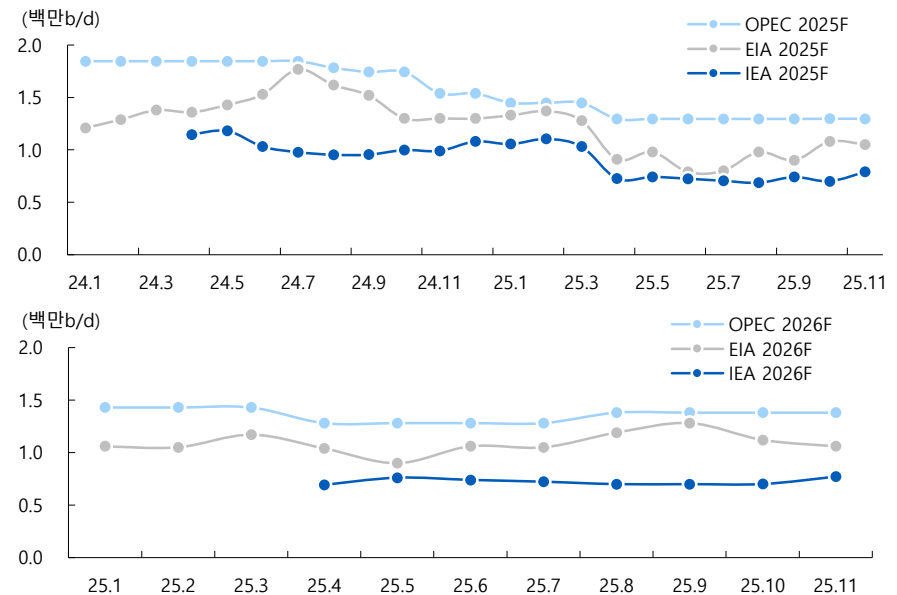
- 24~26년에 3년 동안 신규 유입되는 정제설비는 240만b/d 내외로 파악되는데, 같은 기간 폐쇄 또는 가동 중단되는 규모는 180만b/d 달할 것으로 파악됨. 유입과 폐쇄를 함께 고려하면 24~26년까지 글로벌 정제설비 Net Addition 규모는 58만b/d 그치는 것으로 추정
- 24년 나이지리아 Dangote, 중국 Yulong 등의 대규모 정제설비 신규 유입되면서 증설 부담이 높아졌던 것은 사실이나, 25년 미국 LyondellBasell, ExxonMobil, Shell 등 메이저 업체들의 유럽 지역 설비 폐쇄로 오히려 실질적인 유입량은 (-) 기록하면서 증설 부담은 해소
- 26년에도 정제설비 증설과 폐쇄가 동시에 이뤄지면서 실질적인 설비 증가 규모는 20만b/d 내외에 그칠 전망
- 한편, 글로벌 원유 수요는 제조업 경기 둔화와 EV 수요 확대 등으로 과거 대비 점차 레벨다운 되고 있긴 하나, 여전히 100만b/d 내외 머물고 있다는 점에도 주목할 필요. 각 기관마다 전망치의 차이는 있으나 EIA/IEA/OPEC 3개 기관의 25년 10월 보고서 기준 글로벌 총 수요는 25년 103만b/d, 26년 107만b/d 각각 증가할 것으로 예상. 결국 정제설비 증가 규모는 글로벌 수요 증가에 한참 못 미치는 규모인 셈

<그림> 2024~2026년 글로벌 정제설비 Net Addition 및 수요 증가 비교



자료 : iM증권 리서치본부
 주: 글로벌 수요는 EIA, IEA, OPEC 가장 최근 발간 보고서 기준 평균값 적용

<그림> IEA, EIA, OPEC 25~26년 글로벌 원유 수요 전망치 추이

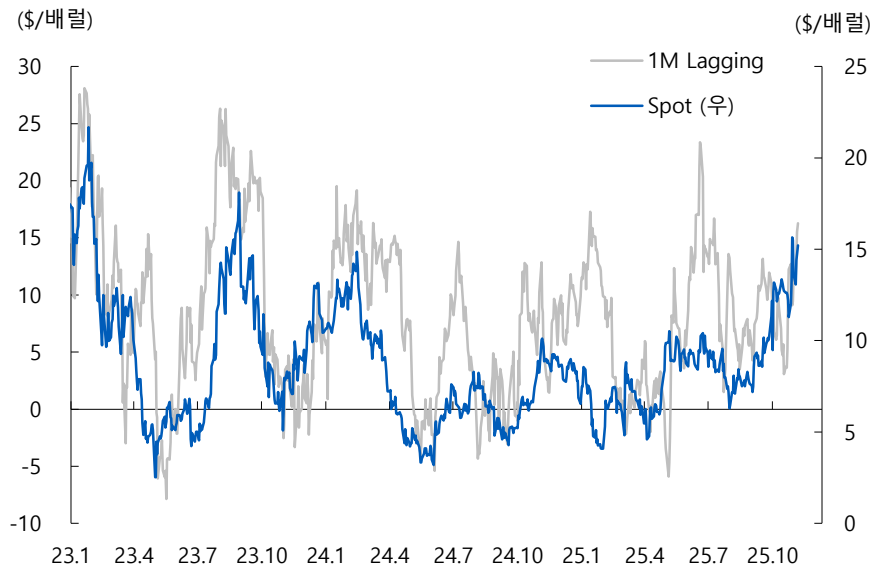


자료 : IEA, EIA, OPEC, iM증권 리서치본부

II. 정제마진 강세 속 고민은 유가 하향 안정화로 인한 주가 탄력도 약화

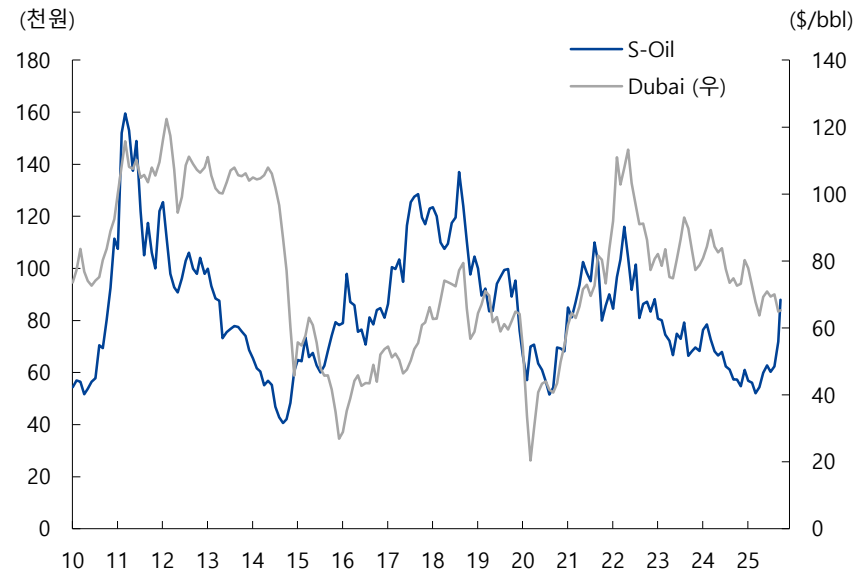
- 26년 1월 말부터 주요 서방국들의 러시아 제재가 더욱 강화됨에 따라 등/경유 중심으로 정제마진 강세 전망. 글로벌 소규모 노후 정제설비 폐쇄들이 이어지는 것도 정제마진 강세를 견인해줄 수 있어 26년 정제마진은 러-우 전쟁 직후를 제외하면 레벨 자체가 상향될 것
- 다만, 그럼에도 여전히 고민되는 부분은 유가 하향 안정화로 주가 탄력도가 그리 강하지 않을 수 있다는 점임
- 26년 1분기 OPEC+ 증산 일시 중단되고 미국도 25년 12월과 26년 1월 사이에 SPR 비축 나섬에 따라 연초까지는 유가 60달러 내외에서 조정되지 않고 하단은 지지될 것으로 예상. 그러나 3월 이후에는 OPEC+ 8개국의 220만b/d 자발적 감산 재개되고, 모든 회원국이 참여한 365만b/d 감산도 종료되는 만큼 공급부담 기조는 이어질 수밖에 없음
- 따라서 26년 연간으로는 유가 50달러 중반 레벨에 안착할 것으로 예상. 통상 정제마진 뿐만 아니라 유가 방향성과 그 강도 또한 국내 정유사들 주가 움직임에 주 요인으로 작용해왔는데, 이를 고려했을 때 최근의 정제마진 오버슈팅이 연초 어느정도 안정화되는 구간에 진입하고 나면 유가 하락이 정제마진 강세 효과를 일부 상쇄할 수 있음을 주지할 필요

<그림> 정제마진 추이



자료 : Petronet, iM증권 리서치본부

<그림> 유가 및 S-Oil 주가 추이



자료 : Petronet, Bloomberg, iM증권 리서치본부

[태양광] 26년 Non-China 업체들에게 기회가 될 수 있는 2가지 이슈

1. 26년 중국 외 업체들에게 기회가 될 수 있는 이슈 (1) FEOC 규제

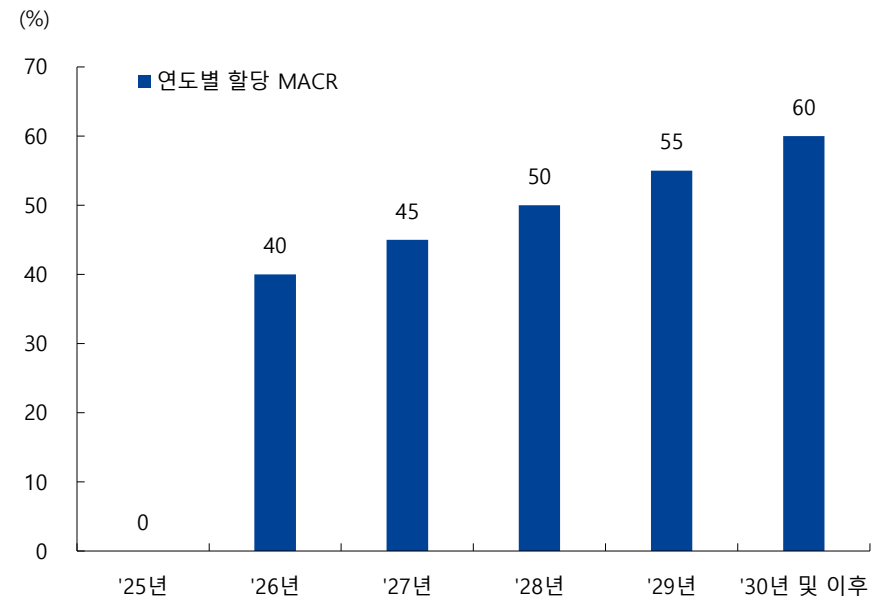
- 25년 7월 이후 현재까지는 중국 업체들만 온기를 누리고 있으나, 중국 내 구조조정 효과는 결국 시간을 두고 다른 지역으로도 확산될 것으로 예상
- 이와 함께 26년 중국 외 업체들에게 반전 기회가 될 수 있는 것은 미국 시장에서의 FEOC 규제 시작임. 아직까지는 미국 내 설치되는 태양광 제품에 대해 FEOC 규제가 적용되지 않고 있으나, 내년부터는 특정 외국법인에서 조달하는 부품의 비율이 40%를 초과하면 ITC/PTC/AMPC 수령이 불가. 26년 이후 해당 비율은 27년 45% → 28년 50% → 29년 55% → 30년 및 그 이후 60% 등 매년 점진적으로 상향 적용될 예정
- 신재생에너지 프로젝트에서 세제혜택은 향후 수익률을 결정하는데 매우 중요한 요소 중 하나인 만큼 설치자들은 FEOC 규정 충족을 고려할 수밖에 없게 됨. 가장 대표적인 FEOC 국가가 중국인 만큼 중국산 뿐만 아니라 중국과 관련된 자본이 투입된 업체로부터의 부품 조달 축소 불가피
- 아직 FEOC 비율 산정 등에 대한 구체적 내용은 언급되지 않았으나, 미국 현지에서 최대한 넓은 밸류체인에 걸쳐 생산설비를 운영하고 있는 중국 외 업체들이 판매량(Q) 증가 및 판가 협상력 상승(P) 등의 수혜를 누릴 수 있을 것으로 예상

<표> 미국 OBBBA 최종안 및 FEOC 규제 관련 주요 내용

태양광 관련 주요 내용		상원 개정안 및 트럼프 대통령 서명 기준
태양광	AMPC(45X)	- 기간: 30년 75%, 31년 50%, 32년 25%, 33년 폐지 - 26년부터 FEOC에서 특정 비율 이상 조달 시 제외 - 세액공제 제3자 매각: 가능
	ITC(48E), PTC(45Y)	- 법안 통과 후 1년 내 착공 및 4년 내 전력생산 시 100% (+) (26년 6월 내 *건설 시작 & 30년 6월까지 그리드 연결 완료) (*건설 시작: 기존 5% 자금집행 → 유의미한 수준의 물리적 진전 단, 1.5MW 미만 소규모 설비는 현재 기준 그대로 적용) - TPO 사업 Credit 혜택 대상 포함 (+) - 중국산 관련 프로젝트 excise tax 부과 항목 삭제 (-)
	주택용(25D)	- 26년부터 폐지
FEOC 규제 관련		- '26년 이후 착공 시작하는 프로젝트에 'MACR' 적용 *MACR(Material Assistance Cost Ratio, 물질적 지원 비용 비율) - 규제 대상 법인에 지급할 수 없는 프로젝트 비용의 비율 - '특정 외국 법인' 혹은 '그 영향을 받는 법인'이 규제 대상에 해당 - 연도별 할당된 MACR 초과 시 Credit 수령 불가 - 단, 아직 태양광 관련 ITC(48E) / PTC(45Y) 세부 가이드라인 미확정 - Cell 수입 관련 MACR 관련도 아직까지는 불명확

자료: USITC, SEIA, iM증권 리서치본부

<그림> 2025년 이후 연도별 할당된 MACR(물질적 지원 비용 비율) 변동 추이

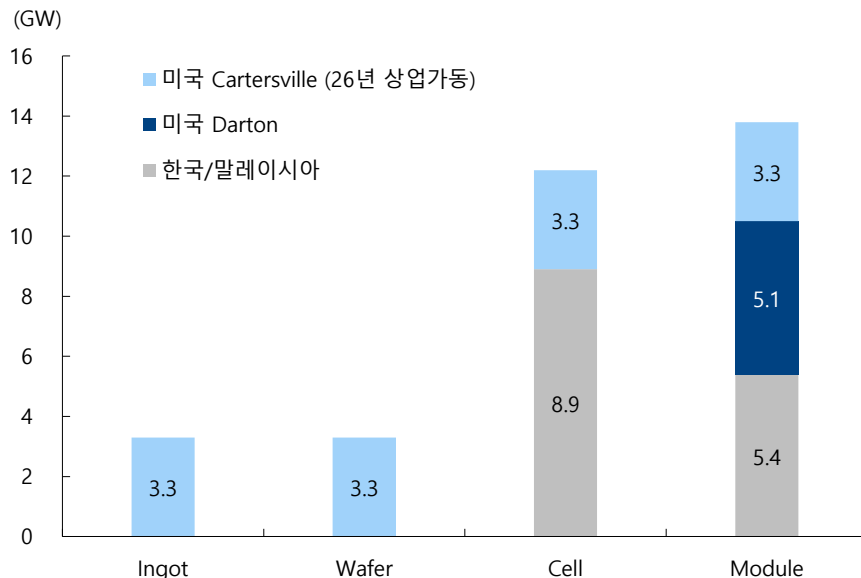


자료: SEIA, iM증권 리서치본부

때 마침 FEOC 외 지역에서 생산설비 확대 중인 한화솔루션, OCI홀딩스

- 미국 내에서의 생산을 요구하던 IRA 정책에 이어 중국산을 보다 더 노골적으로 배제하고 OBBBA 최종통과 이후 한국 태양광 업체들은 미국은 물론, 중국 외 동남아 시장으로의 진출 확대 추진
- 가령, 한화솔루션은 한국/말레이시아 내 셀/모듈 생산설비 운영에 이어 미국 Darton, Cartersville 공장 두 곳에서 태양광 밸류체인을 추가로 확보. 25년 말 기준 Darton 공장의 모듈 증설은 상업생산이 시작되었고 Cartersville 잉곳/웨이퍼/셀/모듈 공장은 유틸리티 설비 차질로 당초 계획보다 완공이 조금 지연되고 있어 26년 중에 상업가동 예정. 해당 설비 가동되면 한화솔루션은 DCA는 물론 Non-FEOC 조건 충분히 충족할 수 있어
- OCI홀딩스 역시 지역 및 밸류체인 확장에 적극적으로 나서고 있음. 말레이시아에서 생산하여 Non-FEOC 조건 안정적으로 부합하는 폴리실리콘에 이어 베트남 공장 지분인수를 통해 26년부터는 베트남에서 웨이퍼 생산하게 될 예정. 당초 미국 내에 2GW 셀 설비도 구축하려 했으나, 최근 미국 태양광 시장 정책 변화로 일단 투자는 잠정 연기한 상황. 따라서 미국 내 설비는 없지만, 태양광 생산 업스트림 부문에서 Non-FEOC 조건을 완전히 충족시킬 수 있는 몇 안되는 업체가 되는 셈. 26년 미국 FEOC 규제 강화는 한화솔루션, OCI홀딩스에게 반사수혜 기회가 될 수 있어 주목 필요

<그림> 한화솔루션 각 지역별 생산설비 규모



자료: iM증권 리서치본부

<표> OCI홀딩스 각 지역별 생산설비 규모

(GW)	말레이시아	베트남	미국	담당 자회사
폴리실리콘	19~22			OCI TerraSus
웨이퍼		2.7~5.6		OCI ONE (TerraSus 신설 JV)
셀			2.0	OCI Enterprise
모듈			1.0	OCI MSE

주1) 폴리실리콘 CAPA 총 3.5만톤인데, 1GW당 폴리실리콘 1,600~1,800톤 사용 가정

주2) 웨이퍼는 베트남 Elite Solar Power 공장 지분 65% 인수를 통해 현지 생산하게 되는 것
25년 12월 M&A 완료 및 26년 1분기 말부터 2.7GW 상업가동 예정
향후 추가 투자를 통해 5.4GW 규모까지 확대할 계획이며 빠르면 6개월 내 완공 예상

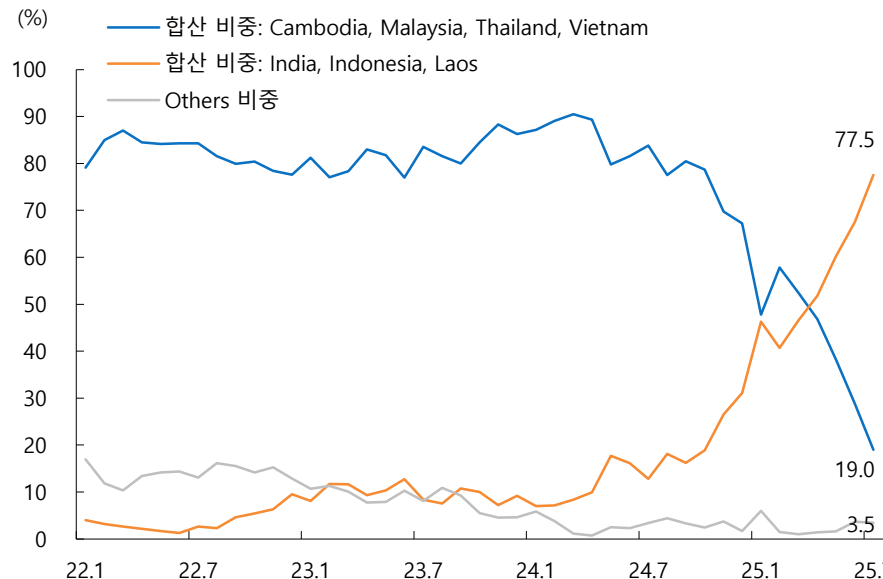
주3) 셀은 당초 미국 내 총 2GW 이상 투자해 26년 1분기 중 1GW, 하반기 1GW 각각 상업생산 예정
그러나 10/1 미국 정부 정책 변화로 투자일정 잠정 연기 공시. 재개 시점 명확하지 않음

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

II. 26년 중국 외 업체들에게 기회가 될 수 있는 이슈 (2) 동남아 AD/CVD 추가 규제

- 24년 7월 동남아시아 4개국에 대한 관세유예 종료 이후 미국 모듈 수입량 감소하며 재고 소진 및 판가 상승 효과를 기대했음. 실제로 24년 하반기 베트남/캄보디아/태국/말레이시아산 수입은 빠르게 줄어 관세유예 종료 전 미국 전체 모듈 수입에서 약 80% 달하던 비중이 25년 7월 기준 19% 수준으로 대폭 감소. 그러나 인도네시아/라오스/인도 등이 그 빈 자리를 대체하며 과거 10% 내외였던 이들 비중이 25년 7월 기준 80%로 급증
- 결국 세부적인 국가만 바뀌었을 뿐, 동남아시아에서 미국으로의 모듈 수입은 계속해서 유입된 셈
- 이에 지난 7월 미국 내 주요 태양광 업체들이 상무부에 인도네시아/라오스/인도 3개국 제품에 대한 AD/CVD 부과를 요청했고, 실질적 피해 초래를 인정받아 현재 조사 진행 중에 있음. 최종 판결은 25년 2분기 중으로 예정되어 있고, 최대 250% 수준의 관세 부과될 것으로 예상
- 24~25년처럼 수입국만 바뀌고 전체적인 물량 감소는 생각보다 더딜 가능성 배제할 수 없음. 다만, 고율관세 적용되는 7개국의 수입 비중이 사실상 100% 달하고 있어 단기적으로 마땅한 대안책이 없음. 또한 DCA 및 FEOC 조건 충족을 위해서라도 수입산보다는 미국산 제품이 더 선호될 수밖에 없을 것. 따라서 26년에는 FECO 규제와 동남아 AD/CVD 추가 규제로 중국 외 태양광 업체들의 분위기 전환을 기대해볼 수 있을 전망

<그림> 미국 모듈 수입량 국가별 비중 추이



자료: USITC, iM증권 리서치본부

<표> 미국의 수입산 태양광 셀/모듈 대상 AD/CVD 주요 내용

국가	내용	타임라인별 주요 이벤트 요약
중국	AD 18~250% CVD 15~16%	2012.12월 - AD/CVD 부과 시작
동남아 4개국	국가/기업별 상이 평균 723% 일부 30~80%	2022.4월 - 미국 상무부, 4개국 수입 모듈 AD/CVD 조사 개시 2022.6월 - 바이든, 4개국 수입 모듈 AD/CVD 2년간 유예 2024.7월 - 4개국 수입 모듈 AD/CVD 부과 시작(유예 종료)
동남아 3개국	인도네시아/인도/라오스 대상으로 조사 중 (최대 250% 부과 예상)	2025.7월 - AASMTTC, 상무부에 3개국 모듈 AD/CVD 부과 요청 2025.8월 - USTIC, 3개국 모듈에 대해 AD/CVD 조사 진행 결정 2025.10~12월 - 미국 상무부, AD/CVD 예비판정(예상) 2026.2~4월: USITC, AD/CVD 최종판정(예상) (*단, 미국 섯다운으로 예비/최종판정 당초 대비 지연 예상)

자료: iM증권 리서치본부



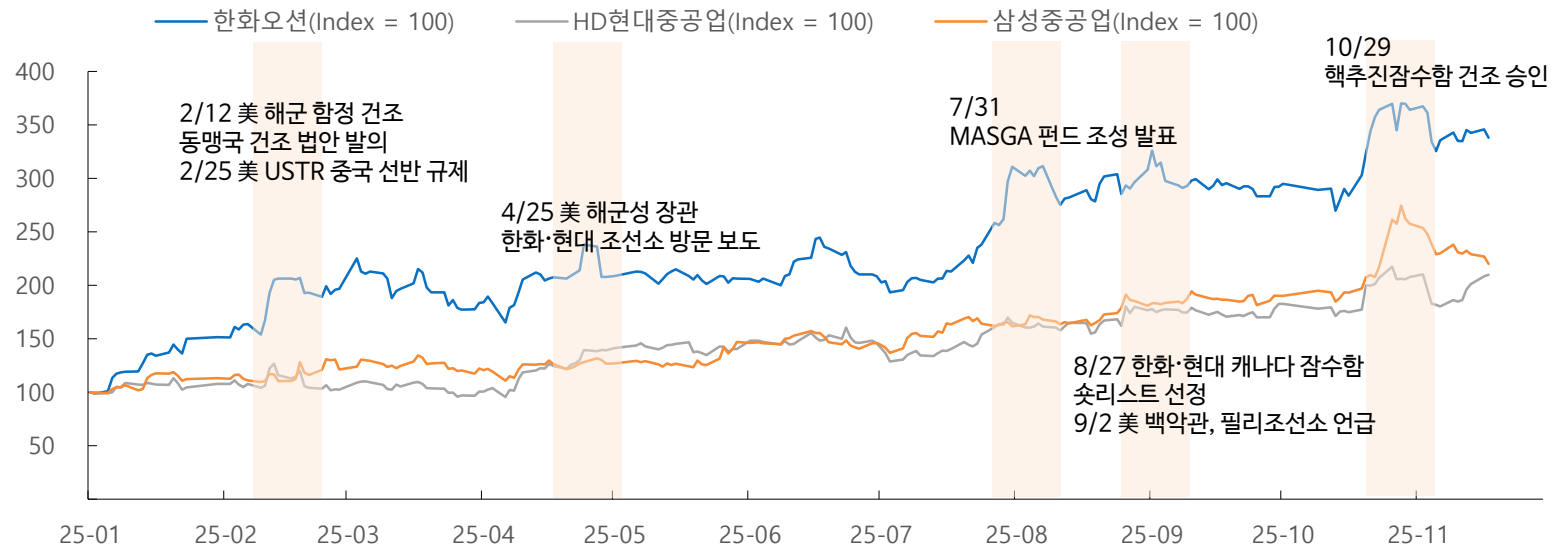
[조선]

사이클은 끝나지 않았다

2025년 조선 3사 주가: 美 특수선 테마가 주요 모멘텀

- 2025년 조선 3사 주가의 주요 변동 구간은 대부분 미국발 특수선(핵잠·함정) 관련 이슈에 연동
- 일별 $\pm 5\%$ 이상 급등·급락 구간 대부분이 미국발 특수선(핵잠·함정·美법안) 관련 이슈가 나온 직후에 집중
 - ex) 25.02.12 美 상원에서 해군 함정 건조를 한국 등 동맹국에 맡길 수 있는 법안 발의 → 한화 +15.2%, 현대 +15.4%, 삼성 +6.0%
 - 25.10.31 MASGA 펀드 조성 발표 → 한화 +13.4%, 현대 +4.1%, 삼성 +0.5%
- 특수선 이슈로 급등 후에는 단기적인 조정이 동반되었으나 추세적 하락 없이 장기 상승세 유지

<그림> 조선 3사 2025년 주가 흐름 분석 (25.01.02 주가 100 기준 정규화)



자료: iM증권 리서치본부

<표> 미국 관련 이슈(특수선)에 따른 조선 3사 주가 변동

날짜	내용	한화오션	HD현대중공업	삼성중공업
25-01-07	트럼프 당선인, 해군함 건조에 동맹국 활용할 수 있다 발언	12.6%	0.7%	3.6%
25-01-15	트럼프 2기 행정부 출범 앞두고 강세	6.4%	1.8%	9.7%
25-02-04	한국 경제사절단, 워싱턴 방문해 통상정책 논의 전망 보도	6.7%	2.9%	3.2%
25-02-10	독일 하팍로이드, 중국에 발주하려던 컨테이너선 한화오션에 발주 언급, 한화오션은 미확정으로 해명	-6.1%	-3.2%	-1.4%
25-02-12	미국 상원, 해군 함정 건조를 한국 등 동맹국에 맡길 수 있는 법안을 발의(해군 준비태세 보장법)	15.2%	15.4%	6.0%
25-02-25	USTR의 중국 선박 규제 발표	5.2%	3.2%	8.2%
25-03-04	트럼프, 중국 10% 관세 부과 최종 결정	14.5%	6.3%	2.1%
25-04-07	미국 관세전쟁으로 경기 침체 우려	-9.8%	-8.2%	-7.3%
25-04-10	트럼프, 조선업 재건 행정명령에 서명	6.6%	10.4%	7.0%
25-04-25	미국 해군성 장관 방문 보도	11.1%	7.2%	0.9%
25-05-26	한미 2차 실무협상	3.8%	6.0%	4.6%
25-06-24	미국 조선·해양 전문가 그룹, HD현대중공업 울산 조선소 시찰	1.3%	6.9%	2.5%
25-06-25	한화·현대 3월 진행된 미 해군 군수지원함 1척 MRO 입찰 불발	-5.6%	-5.7%	-3.1%
25-07-28	한화 김동관 부회장, 한미 관세 협상 지원차 미국 워싱턴행	8.4%	4.5%	-1.3%
25-07-31	MASGA 펀드 조성 발표	13.4%	4.1%	0.5%
25-08-27	한미 정상회담 직후 이재명 대통령 필리핀조선소 방문	2.9%	11.3%	6.8%
25-09-02	미국 백악관 예산관리국 국장, 필리핀조선소 사진과 함께 '강력한 예산 지원으로 곧 군사적 측면에서 큰 움직임이 있을 것' 언급	5.8%	0.8%	1.2%
25-10-21	미국 USTR 대표, 한화오션 제재한 중국을 겨냥한 비판 성명 발표	6.7%	12.9%	5.3%
25-10-27	개최예정인 APEC에 트럼프의 국내 조선소 방문 가능성 제기	1.5%	5.0%	20.4%
25-10-29	트럼프, 한국 핵추진 잠수함 건조 승인	7.4%	0.2%	6.6%
25-11-05	국방부 장관, 핵추진 잠수함 건조 국내에서 해야한다는 발언	-7.5%	-6.9%	-3.7%

자료: iM증권 리서치본부

주: 25/8/27은 HD현대중공업과 HD현대미포의 합병 이슈 영향 포함

실적·수주 공시의 영향: 어닝 서프라이즈는 주가 방어/상승, 수주는 제한적 영향

- 어닝 서프라이즈 시에는 美 특수선 이슈만큼의 상승은 아니지만 주가가 긍정적으로 반응
한화오션 4Q24 +10.1% 등 서프라이즈 구간에서 의미 있는 주가 상승 확인
- 반면 실적이 컨센서스를 하회할 경우, 주가 또한 크게 하락
한화오션 3Q25 영업이익이 컨센 -15.2%하회 -> 한화오션 주가 -6.7%, HD현대중공업 -5.4%
- 다만 실적시즌에는 시장의 스트리트 컨센이 선반영되는 경향 있어 실제 발표일의 변동폭은 실적에 동행하지 않는 경우도 있었지만, 기본적으로 호실적이 하락폭을 제한하며 주가를 방어
- 상대적으로 수주 공시는 단기 주가에 미친 영향이 제한적이었음

<표> 실적발표에 따른 조선 3사 주가 변동

날짜	기업	컨센서스 대비	한화오션	HD현대중공업	삼성중공업	주가반영	비고
25-01-22		HD현대중공업 매출액 부합, 영업이익 6% 상회	-3.3%	-4.0%	-2.7%		
25-01-24	4Q24 실적발표	한화오션 영업이익 컨센 46.7% 상회, 어닝서프라이즈	10.1%	2.0%	1.4%	○	
25-02-05		삼성중공업 매출 부합, 영업이익 +18% 상회, 어닝서프라이즈	-1.5%	-3.4%	0.4%		
25-04-24	1Q25 실적발표	HD현대중공업 매출 부합, 영업이익 +65% 상회, 빅서프라이즈 삼성중공업 매출 부합, 영업이익 -19% 하회	1.3%	2.5%	2.0%		
25-04-28		한화오션 매출 부합, 영업이익 +63% 상회, 빅서프라이즈	-0.7%	-0.9%	2.9%		실적 전 급등후 차익 실현
25-07-24	2Q25 실적발표	삼성중공업 매출 -1.2%, 이익 +11.8% 상회	6.3%	1.7%	1.6%	○	
25-07-29		한화오션 매출 부합, 영업이익 +38.9% 상회, 어닝서프라이즈	-0.8%	1.9%	0.6%		
25-07-31		HD현대중공업 부합	13.4%	4.1%	0.5%		MASGA 발표
25-10-23	3Q25 실적발표	삼성중공업 삼성중공업/매출 부합, 영업이익 +9% 상회	3.8%	0.7%	-0.8%		
25-10-28		한화오션 매출액 -7.3%, 영업이익 -15.2% 하회	-6.7%	-5.4%	-1.5%	○	
25-11-03		HD현대중공업 매출 부합, 영업이익 +14% 상회	0.9%	1.2%	-1.5%		

자료: iM증권 리서치본부

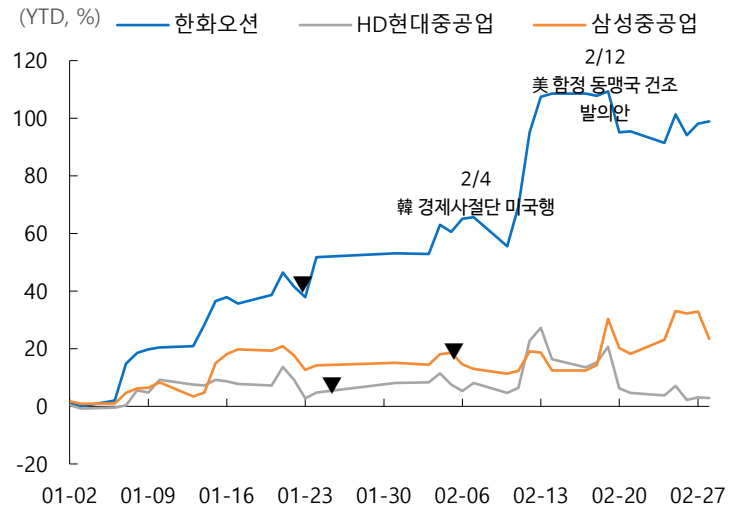
<표> 수주 공시에 따른 조선 3사 주가 변동								
날짜	기업	국가	선종	척수	계약규모(백만원)	한화오션	HD현대중공업	삼성중공업
25-01-13	한화오션	유럽	해상풍력발전기 설치선	1	382,900	0.3%	-1.4%	-4.5%
25-01-20	삼성중공업	오세아니아	LNG	1	379,600	2.2%	-0.5%	-0.4%
25-01-23	HD현대중공업	유럽	컨테이너선	12	3,716,000	-2.6%	-5.9%	-4.3%
25-02-25	한화오션	한화에어로스페이스 공사수주	MCS Plant 구축공사	1	294,000	5.2%	3.2%	8.2%
*25-03-04	HD현대중공업	아시아	VLEC	2	458,800	14.5%	6.3%	2.1%
25-03-17	한화오션	아시아	컨테이너선	6	2,328,600	2.7%	3.4%	3.3%
25-04-01	한화오션	오세아니아	VLCC	2	378,400	3.3%	4.3%	4.2%
25-04-08	삼성중공업	오세아니아	유조선	4	477,800	8.3%	6.9%	3.9%
25-04-28	삼성중공업	아시아	컨테이너선	2	561,900	-0.7%	-0.9%	2.9%
25-04-28	한화오션	오세아니아	VLCC	2	371,000	-0.7%	-0.9%	2.9%
25-06-10	HD현대중공업	아시아	컨테이너선	8	2,400,000	4.4%	2.2%	3.6%
25-06-13	HD현대중공업	아시아	VLCC	2	349,000	0.8%	1.9%	0.6%
25-07-08	HD현대중공업	오세아니아	컨테이너	2	417,400	3.8%	3.2%	6.8%
25-07-22	한화오션	미주	LNGC	1	348,000	2.0%	-2.0%	0.9%
25-07-29	한화오션	오세아니아	VLCC	2	353,600	-0.8%	1.9%	0.6%
25-07-29	한화오션	국내	차세대 쇄빙연구선	1	279,400	-0.8%	1.9%	0.6%
25-08-18	삼성중공업	오세아니아	LNG운반선	2	705,700	2.4%	-0.2%	2.1%
25-08-18	삼성중공업	오세아니아	LNG운반선	4	1,435,000	2.4%	-0.2%	2.1%
*25-08-27	한화오션	미주	LNGC	1	346,600	2.9%	11.3%	6.8%
25-09-05	한화오션	미주	LNGC	1	351,200	-5.4%	0.6%	0.7%
25-09-08	HD현대중공업	아시아	컨테이너선	2	409,500	-1.4%	-0.4%	0.7%
25-09-17	한화오션	아시아	컨테이너선	7	1,933,600	2.0%	0.6%	0.2%
25-10-01	한화오션	미주	LNGC	1	353,400	0.1%	2.5%	-0.2%
25-10-20	HD현대중공업	아시아	VLCC	2	363,300	6.7%	1.4%	2.0%
25-10-24	삼성중공업	라이베리아	유조선	3	341,100	1.9%	2.9%	4.4%
25-11-07	삼성중공업	북미	유조선	2	290,100	3.1%	-0.8%	0.4%
25-11-07	HD현대중공업	아시아	컨테이너선	2	435,300	3.1%	-0.8%	0.4%
25-11-14	HD현대중공업	오세아니아	157,000 DWT 원유운반선	2	256,000	-0.8%	2.5%	-1.3%
25-11-20	삼성중공업	아시아	컨테이너선	7	1,992,000	1.6%	1.7%	4.9%

자료: iM증권 리서치본부

*25/3/4 주가 변동폭은 트럼프의 중국 관세 부과에 기인,

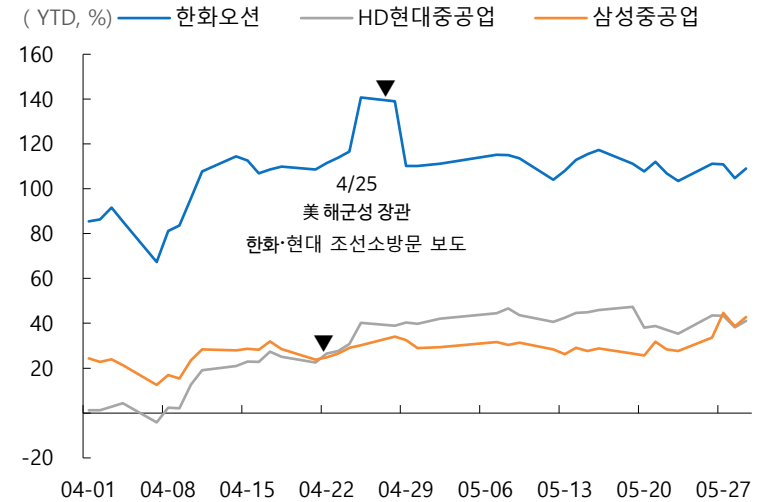
*25/8/27 주가 변동폭은 한화오션과 현대중공업의 60조 캐나다 잠수함사업 숏리스트 선정에 기인

<그림> 조선 3사 4Q24 실적발표 전후 주가(YTD) 추이



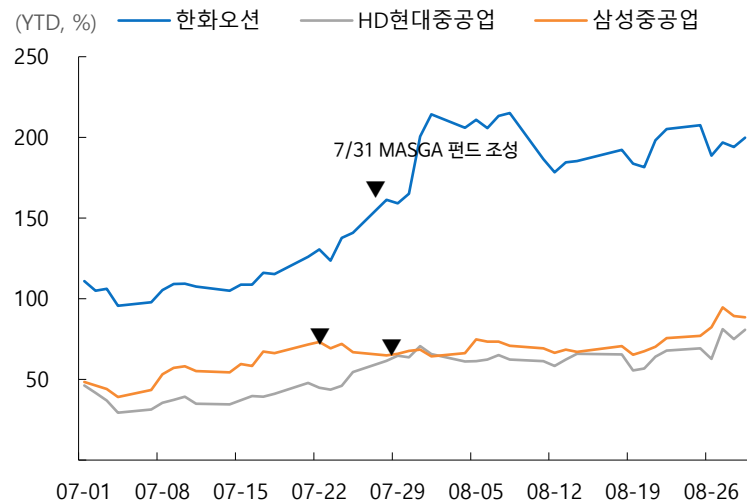
자료: Bloomberg, 언론종합, iM증권 리서치본부
주: ▼는 각사의 (잠정) 실적발표일

<그림> 조선 3사 1Q25 실적발표 전후 주가(YTD) 추이



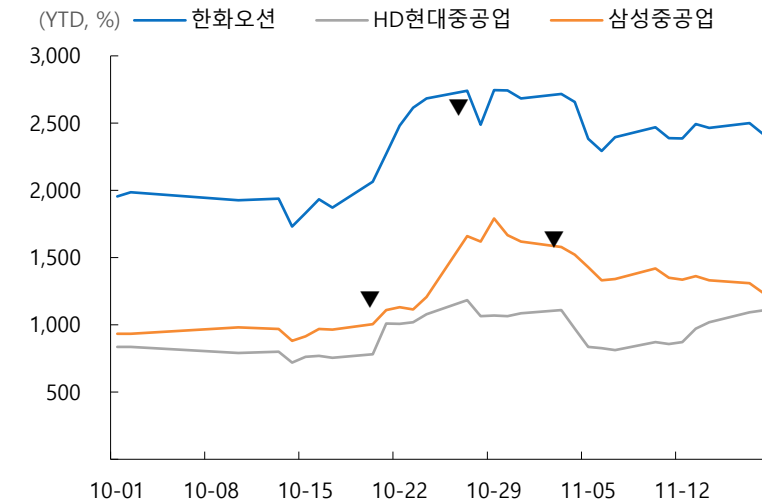
자료: Bloomberg, 언론종합, iM증권 리서치본부
주: ▼는 각사의 (잠정) 실적발표일

<그림> 조선 3사 2Q25 실적발표 전후 주가(YTD) 추이



자료: Bloomberg, 언론종합, iM증권 리서치본부
주: ▼는 각사의 (잠정) 실적발표일

<그림> 조선 3사 3Q25 실적발표 전후 주가(YTD) 추이



자료: Bloomberg, 언론종합, iM증권 리서치본부
주: ▼는 각사의 (잠정) 실적발표일

부담스러운 주가, 그래도 하락 요인이 없다

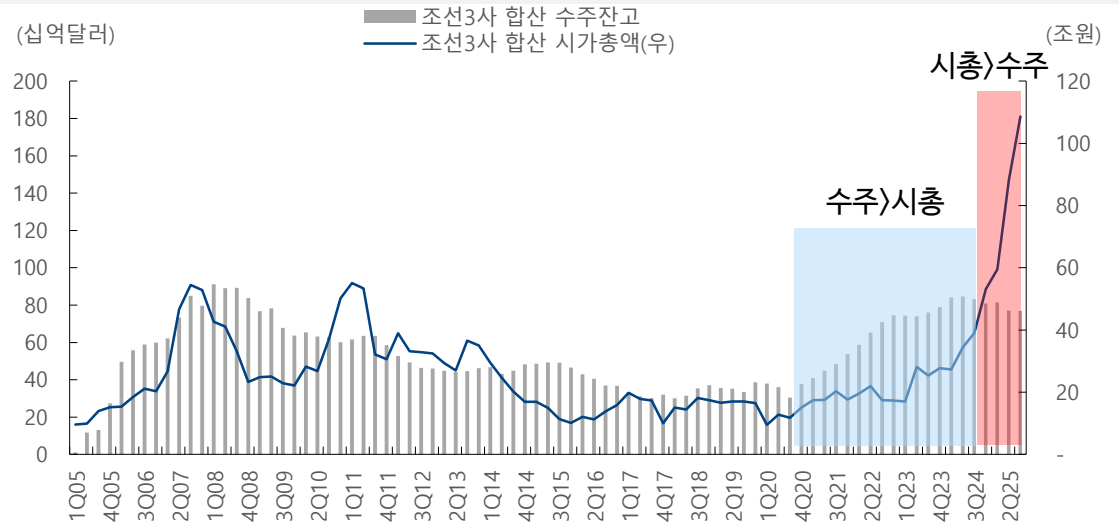
- 조선사의 주가 및 시가총액은 전통적으로 미래의 실적인 수주잔고에 동행해 왔음
- 그러나 2020년 이후 지속된 수주 증가에도 2022년까지 주가는 느리게 반응.
이는 2010년대 중반 해양플랜트 부실 및 대규모 구조조정 기간을 경험한 시장의 조선업에 대한 의심에서 기인했다는 판단
- 2021년부터 상승한 선가가 2023년부터 실적에 반영되고 이익을 내기 시작하며 조선주는 시장 신뢰를 회복하고 주가 상승하기 시작
2024년부터는 지속적인 호실적 + 미국발 특수선 이슈 지속 부각되며 수주를 앞질러 상승했고,
2024년 하반기부터 수주잔고는 하락하고 있으나 주가는 여전히 상승세
- 정리하자면 2020~2025주가는 실적+특수선 테마로 상승. 수주잔고의 증가/감소는 과거와 달리 주가에 제한적 영향
- 2026년부터는 2025년에 상대적으로 부진했던 수주도 회복 전망.
- 2026년은 수주+실적+특수선 테마가 모두 좋은 골디락스 구간. 다만 주가는 이미 부담스러운 레벨에 진입한 바 상승률은 2025년보다 제한될 것
수주+실적이 주가 하방을 지지하고, 美특수선 및 MASGA 관련 논의 진전이 주가 상방을 이끌 것으로 전망

<표> 조선3사 합산 (상선) 수주잔고 & 시가총액 추이

(\$bn,조원)	수주잔고	시가총액	비고
1Q23	74.3	17.0	
2Q23	74.1	28.1	삼성중공업 흑자전환
3Q23	76.0	25.3	현대중공업 흑자전환
4Q23	78.9	27.7	
1Q24	84.1	27.3	
2Q24	84.6	34.4	
3Q24	83.2	39.0	한화오션 흑자전환
4Q24	80.9	53.1	
1Q25	81.3	59.6	美특수선 동맹건조 법안 발의
2Q25	77.2	88.3	
3Q25	76.8	108.6	MASGA펀드조성발표

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

<그림> 조선3사 합산 (상선) 수주잔고 & 시가총액 추이

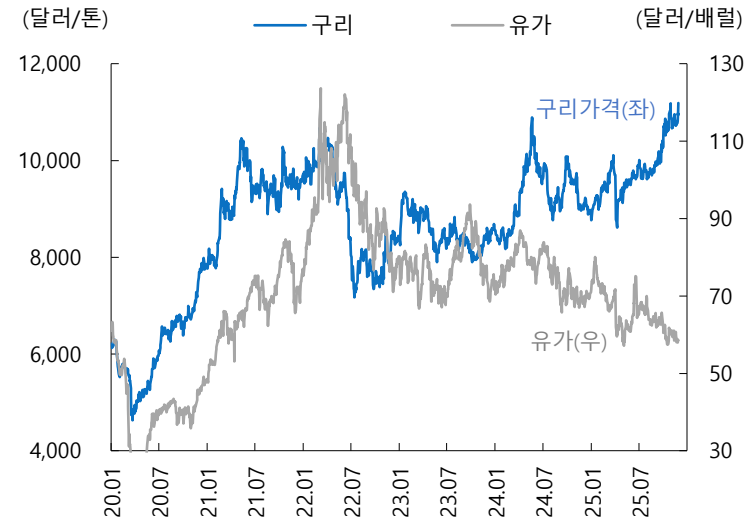


자료: iM증권 리서치본부

MACRO: 발주 회복 기대

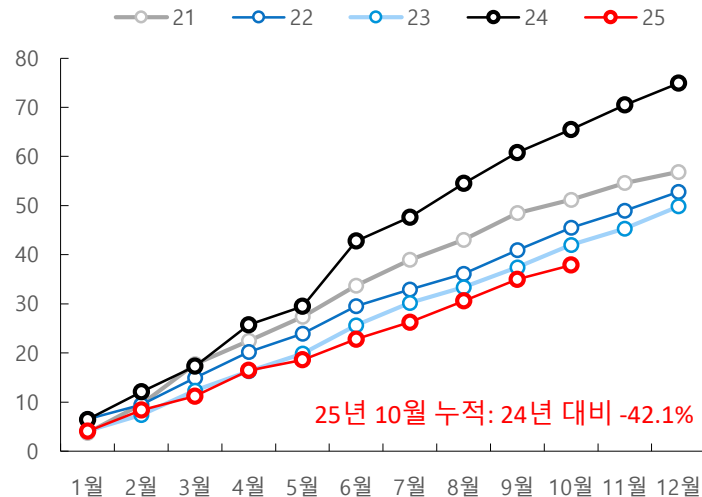
- 2024년 대량발주의 기저 효과와 미국발 관세 노이즈로 2025년 발주시황은 하락했으며, 하락세는 예상보다 가팔랐음.
2025년 10월 누적 발주량은 37,866천 CGT로 2024년 동기간 60,793천 CGT보다 -42.1% 감소.
- 통상 선박 발주량은 경기선행지수와 동행하지만, 25년에는 경기선행지수 상승에도 발주량이 YoY하락하는 이례적 디커플링 지속
- 2026년 경기 전망이 강한 상승까지는 아니지만, 관세 우려가 다소 완화되며 2025년의 비정상적 발주 감소는 2026년에 회복국면을 보일 것으로 예상
- 유가 하락, 구리가격 상승 등 경기 회복사이클에 긍정적 신호들도 감지

<그림> 구리가격 & WTI유가 추이



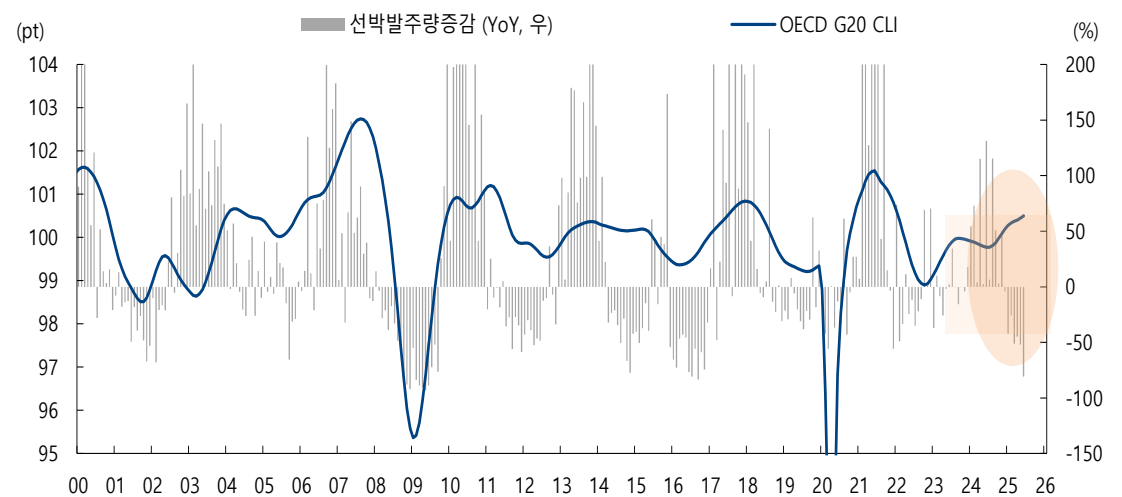
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 전세계 선박발주량 추이: 과도하게 감소한 25년 발주



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

<그림> 전세계 선박발주량 증감 vs 경기선행지수

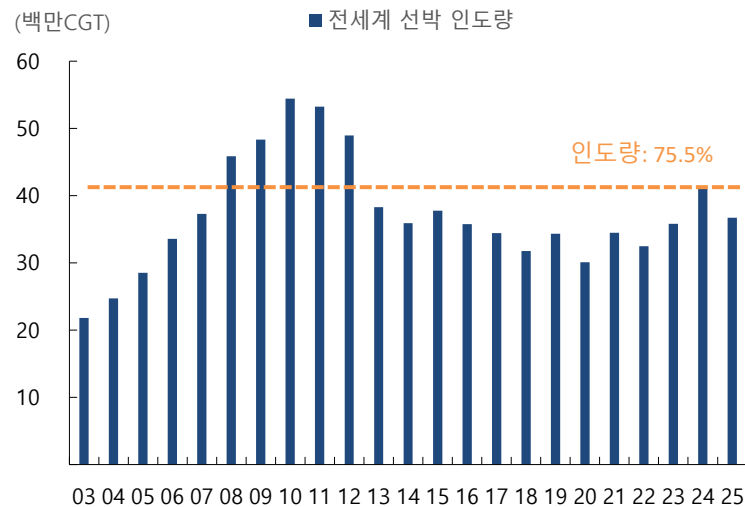


자료: OECD, Refinitiv, Clarksons, iM증권 리서치본부

선가 전망: 약보합, LNG/탱커 등 일부 강보합

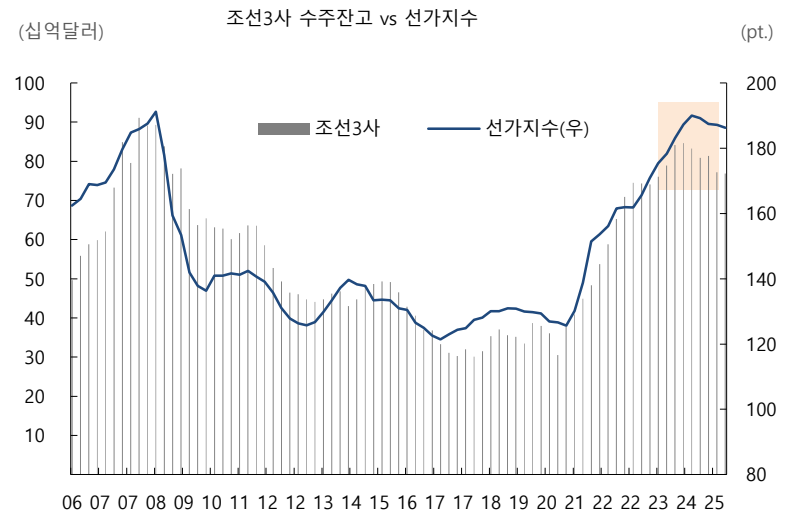
- 24년 9월 전고점을 기록한 선가의 하락세 전환은 발주 및 수주잔고 감소에 따른 자연스러운 사이클로 해석
- 22년 이후 증가한 발주로 수주잔고는 08년 이후 16년 만에 최고를 기록하였으나 공급(조선사 건조능력)이 감소하였고, 높아진 선가와 길어진 납기에 부담을 느끼는 선주가 발주를 줄였기 때문.
- 이에 따라 전체 수주잔고 및 선가는 24년 말 이후 추세적 하락 사이클에 접어든 것으로 판단
- 다만 26년에는 25년 대비 발주 회복으로 급격한 하락보다는 약보합을 예상하며, 전년대비 발주 강세가 예상되는 일부 선종(LNG, 탱커)은 강보합 또는 소폭 상승의 가능성 있음

<그림> 전세계 선박 인도량: 2024년은 2010년 고점의 75.5%로 공급 감소



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

<그림> 조선3사 수주잔고 vs 선가지수: 3Q24 고점 이후 하락중



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

투자전략

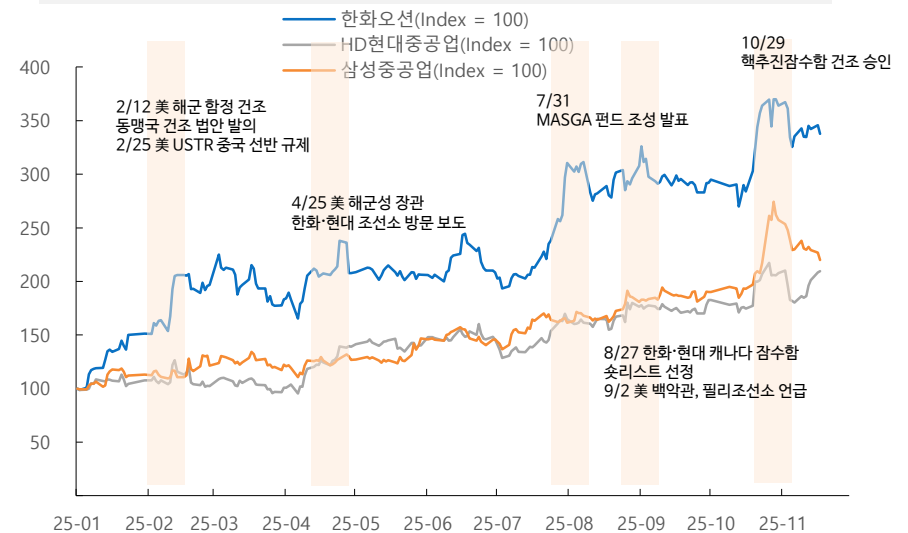
- 2025년 조선업종은 좋은 실적, 좋은 테마가 이어졌지만 수주 면에서 상대적으로 부진했다면, 2026년 조선업종은 좋은 실적, 좋은 테마에 더해 수주마저 더 개선될 것으로 전망
- 美합정 테마를 중심으로 2025년 급등을 보였던 조선업 주가는 2026년에 상승률 측면에서는 다소 진정 국면을 보일 것으로 예상되나, 여전히 산업 펀더멘털의 근간이 되는 수주와 실적이 우수한 바 비중확대 의견을 견지
- 상선 수주잔고 및 실적의 가시성과 테마 노출도를 바탕으로 각 조선사의 특징을
HD현대중공업은 안정성 + 성장성,
한화오션은 성장성,
삼성중공업은 안정성으로 요약할 수 있음
- 업종 전체에 대한 바스켓 매수 전략을 권고하며, 성장성 측면에서 테마 노출도가 높은 HD현대중공업과 한화오션을 Top Picks로 제시

<그림> 조선업종 주요 요인: 2026년에는 수주도 좋아진다

2025	2026
수주	수주
실적	실적
테마	테마

자료: iM증권 리서치본부

<그림> 2025 주가 추이: 2026에도 유사하되, 상승률은 다소 제한 예상



자료: iM증권 리서치본부

LNGC: 26년 발주 주도선종

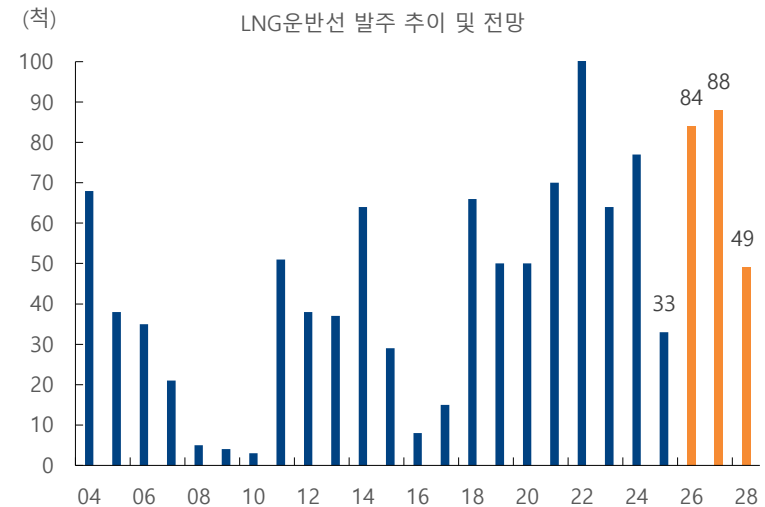
- 조선사별 매출의 50%이상을 차지하는 LNG운반선의 발주 회복은 시황 회복의 Key Point
- Base Case 기준(FEED->UC전환율 50%, PRO->UC전환율 30%) 26년 LNGC 발주 척수: 84척, 27년 88척 전망
- 현재 LNG수출 터미널 가동계획 상 28년에 31척, 29년에 84척의 LNG운반선이 필요. 건조기간 3년 고려, 26년 LNG운반선 발주 본격 증가 예상
- 25년 11월 현재 전세계 LNG운반선 발주는 18척에 불과하며 연말까지도 최대 30여 척에 그칠 것으로 전망. 이는 과거 연평균 발주 46~53척에 비해 현저한 발주 감소 상태지만 26~27년은 확인한 발주 회복을 보일 것

<표> LNG운반선 시나리오별 발주척수 추정

발주척수	2026	2027	2028
Bear Case	76	70	37
Base Case	84	88	49
Bull Case	126	117	62

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

<그림> 전세계 LNG운반선 발주량 추이 및 전망



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

<표> LNG 프로젝트의 가동연도/단계별 LNG운반선의 필요척수 추정

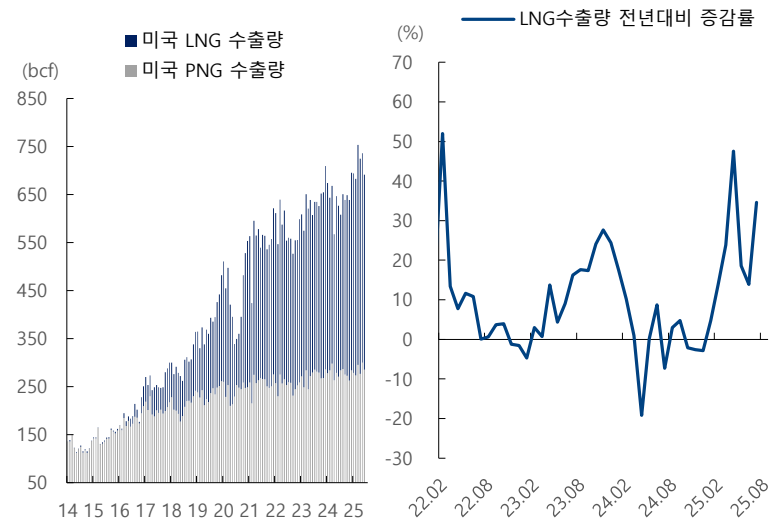
(Bear Case)		FEED->U/C		30%	PRO->U/C	30%
단계	2026	2027	2028	2029	2030	
U/C	69	103	80	97	58	
FEED	0	0	4	13	26	
PRO	0	5	18	62	44	
합계	0	5	21	76	70	
(Base Case)		FEED->U/C		50%	PRO->U/C	30%
단계	2026	2027	2028	2029	2030	
U/C	69	103	80	97	58	
FEED	0	0	6	22	44	
PRO	0	5	18	62	44	
합계	0	5	24	84	88	
(Bull Case)		FEED->U/C		50%	PRO->U/C	50%
단계	2026	2027	2028	2029	2030	
U/C	69	103	80	97	58	
FEED	0	0	6	22	44	
PRO	0	9	30	104	74	
합계	0	9	36	126	117	

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

LNGC: 26년 발주 주도선종

- 25년 들어 미국의 LNG수출 프로젝트(Commonwealth, CP2 등) 속속 신규 승인되며 LNGC 발주로 이어질 채비
- 전세계 LNG 수출비중 1위(25.5%)인 미국의 수출 용량은 24년 11.9bcm -> 28년까지 24.4bcm으로 증설 예정으로 발주 회복을 건인할 것
- 25년 미국의 LNG수출량은 전년대비 증가 중
1월 +4.7%, 2월 +13.8%, 3월 +23.8%, 4월 +47.5%,
5월 +18.6%, 6월 +13.9%, 7월 +34.6%, 8월 24.1%

<그림> 미국 천연가스 수출량 추이 및 LNG 수출량 변화 추이 (YoY)



자료: EIA, iM증권 리서치본부

<표> 미국 LNG터미널 신규승인 현황

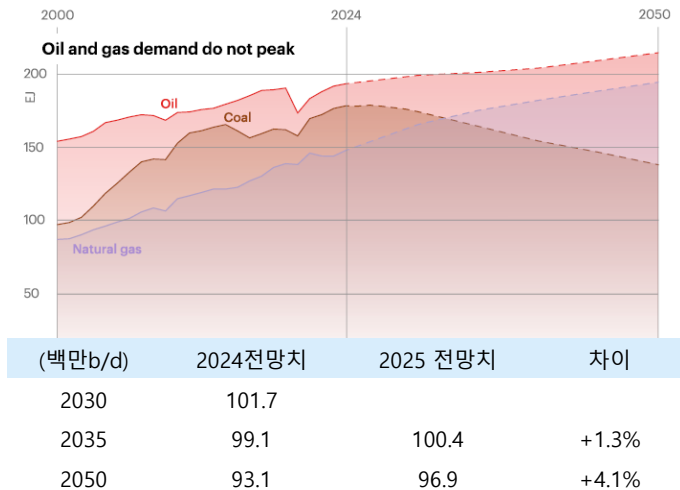
프로젝트명	신규 승인 또는 수정된 내용	신규/연장/수정	승인날짜	가동용량 (mtpa)	상태	가동연도	필요척수
1 Commonwealth LNG	DOE 승인 완료, 9월 중 FID 완료 예정	신규	02월 14일	9.5	FEED	2029	20
2 LNG Bunkering permit	24년 12월 바이든 정부에서 강화했던 DOE의 LNG 벙커링 규제 완화	수정	02월 28일	-	-	-	-
3 Golden Pass	LNG 수출기한 27년 3월말로 연장	연장	03월 05일	6 X 3	U/C	2026~2027	9+9+8
4 Delfin FLNG	LNG 수출기한 29년 6월로 5년 연장	연장	03월 10일	3.3 X 4	FEED/PRO	2029~2035	7X4
5 Calcasieu Pass 2 Phase 2	DOE 승인 완료	신규	03월 13일	10	PRO	2029	22
6 Rio Grande LNG Phase 1	24년 FERC 승인 무효화한 법원 판결 수정 → FERC 승인 유지 및 추가 환경영향 평가 진행	수정	03월 18일	16.2+10.8+18.0	U/C~PRO	2029~2032	35+24+32
7 Texas LNG		수정	03월 18일	4.0	FEED	2028	9
8 Calcasieu Pass 2 Phase 1	FERC 상업가동 승인 완료 (4/15 상업가동 시작)	신규	04월 03일	10.0	FEED	2028	22
총계							218

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

탱커: 든든한 발주 여력

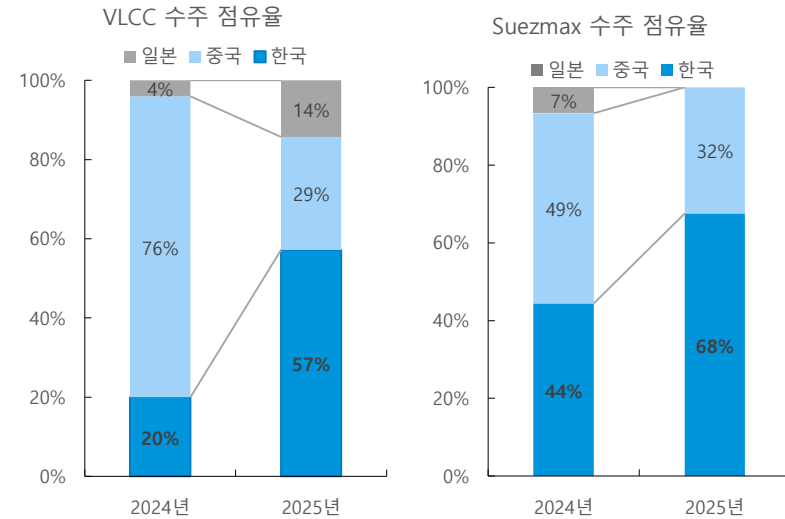
- 2000년대 초반(Super Cycle)이후 장기간 둔화되었던 탱커 발주세는 2025년 하반기를 기점으로 한 운임 상승에 힘입어 중장기 발주 사이클에 돌입할 것으로 판단
- 2025. 7월 -> 11월 평균수익(Average Earnings) 변화
VLCC 29,499->124,397\$/day(+321.7%)
Suezmax 35,146->90,843\$/day(+158.5%)
- 한국의 대형 탱커 수주 점유율은 24->25년 유의미한 증가
VLCC 20%->57%, Suezmax 44->68%
- 보수적 기관인 IEA는 25년 WEO보고서에서 원유수요 전망치를 2035 +1.3%, 2050 +4.1% 상향하고 수요 PEAK를 2050년으로 전망

<그림> 2025 IEA 원유수요전망: 2024에 비해 수요전망치 상향(STEPS기준)
2050년 Peak 예상(CPS기준)



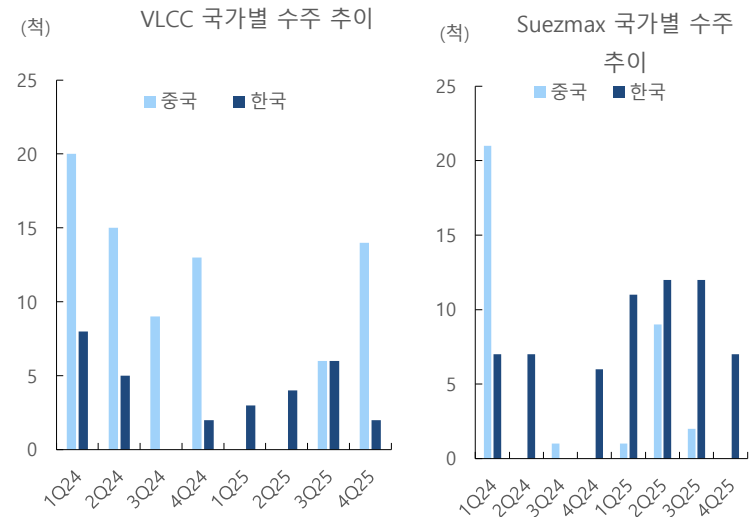
자료: IEA, iM증권 리서치본부

<그림> VLCC, Suezmax 수주 점유율 변화



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

<그림> VLCC, Suezmax 국가별 수주척수 추이

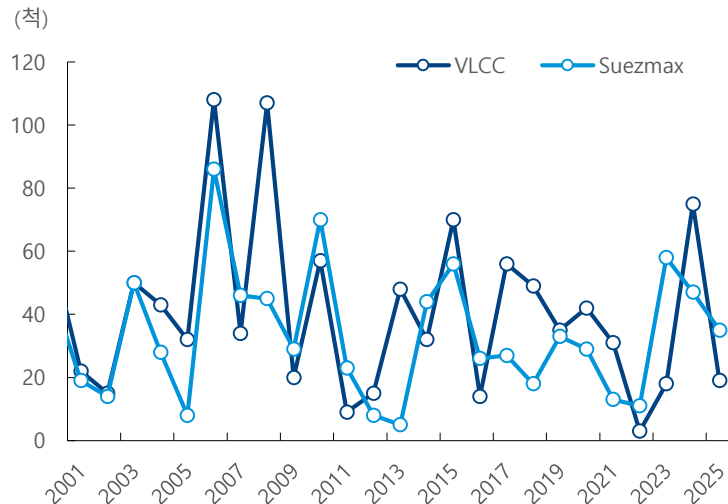


자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

탱커: 든든한 발주 여력

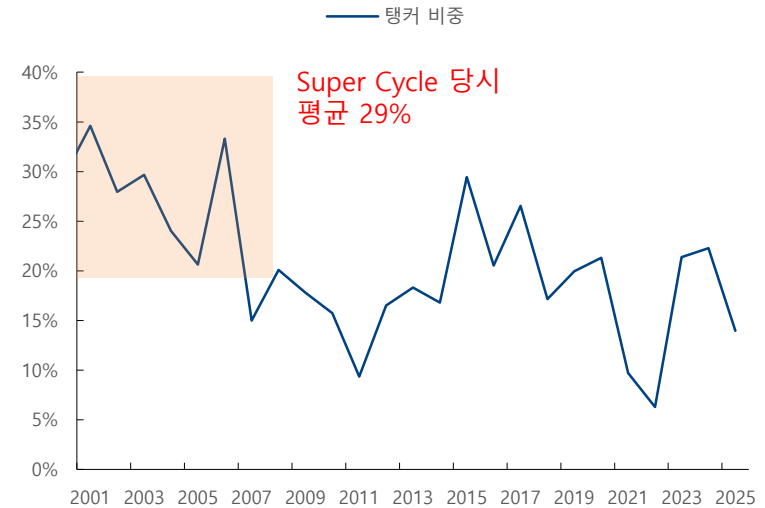
- 최근의 운임 상승은 단기 이벤트성이 아니라 장기간 발주 둔화로 인한 선대 노후화 및 수급 불균형이 겹쳐진 구조적 결과인 바 고운임 지속 및 중장기 발주 증가로 이어질 개연성 큼
- 수주잔고/선대 비율 VLCC 12.3%, Suezmax 18.2%로 여전히 낮음
- 탱커의 노후화는 역대 최고치로 내구연한 임계점을 넘어선 수준
VLCC 평균 폐선연령 28.1년/평균선령 12.8년
Suezmax 평균 폐선연령 27.0년/평균선령 12.7년
- 탱커는 Super Cycle당시 평균 29%의 발주량을 차지했던 주요 선종이며 한국 26년 수주의 중요 축이 될 것
- VLCC의 역사적 인도 점유율은 한화오션(20%) 1위, Suezmax의 역사적 인도 점유율은 삼성중공업(19%) 1위

<그림> VLCC, Suezmax 발주척수 추이



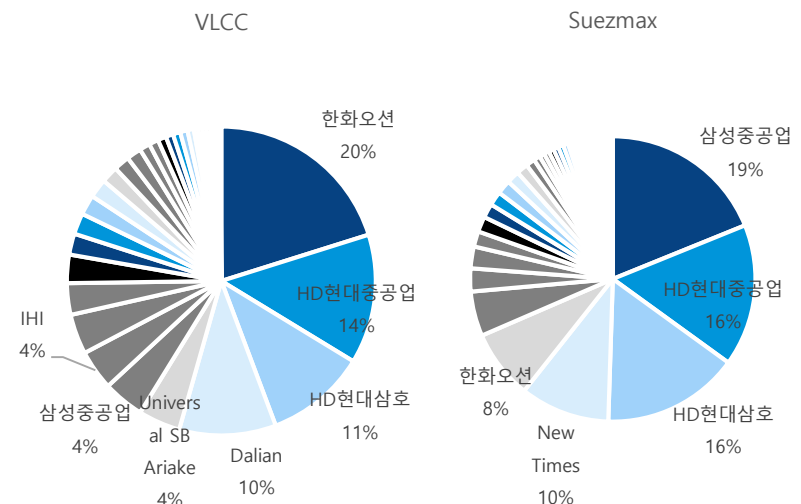
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

<그림> 전세계 선박 발주량 중 탱커 비중 추이



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

<그림> 조선사별 VLCC, Suezmax 인도 점유율



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

컨테이너: 공급과잉 확대, 발주여력 감소

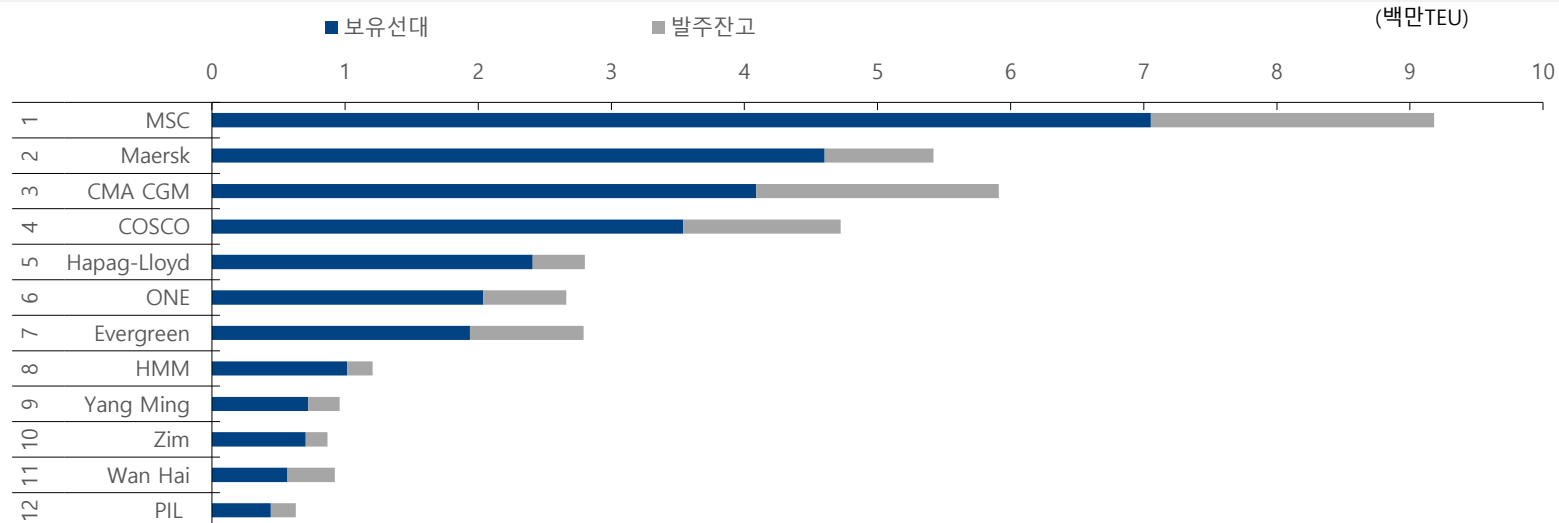
- 합계 시장점유율 87.8%를 차지하는 상위권 12개 컨테이너 선사는 24~25년의 대량 발주로 이미 많은 발주잔고를 보유
- 상위 12개 선사의 평균 발주잔고/선대 비율은 33.1%
- 21~24년의 대량 발주 후 25년에도 발주가 이어졌으며, 27년에는 +8K급 이상 선대가 18년의 2배인 2,100만 TEU로 공급 과잉
- 비교적 발주를 늦추고 있던 YANG MING과 HMM까지도 최근까지 발주를 마치면서 2년간의 발주 랠리는 다소 소강상태에 접어들 것으로 전망

<표> 1~12위권 글로벌 해운선사 선대 및 수주잔고, M/S

순위	구분	선대		수주잔고		수주잔고/선대	M/S
		TEU	척수	TEU	척수		
1	MSC	7,052,528	960	2,130,472	120	30.2%	21.3%
2	Maersk	4,603,551	723	816,770	62	17.7%	13.9%
3	CMA CGM	4,087,353	709	1,824,532	142	44.6%	12.3%
4	COSCO	3,539,209	548	1,183,040	82	33.4%	10.7%
5	Hapag-Lloyd	2,410,015	293	390,020	34	16.2%	7.3%
6	ONE	2,035,472	265	626,332	52	30.8%	6.1%
7	Evergreen Line	1,938,786	237	853,113	55	44.0%	5.8%
8	HMM Co Ltd	1,016,180	95	190,192	16	18.7%	3.1%
9	Yang Ming	722,445	99	236,660	18	32.8%	2.2%
10	Zim	703,598	116	163,128	18	23.2%	2.1%
11	Wan Hai	567,048	116	354,800	32	62.6%	1.7%
12	PIL	440,420	99	188,464	19	42.8%	1.3%

자료: Alphaliner, iM증권 리서치본부

<그림> 1~12위권 글로벌 해운선사 선대 및 수주잔고 현황

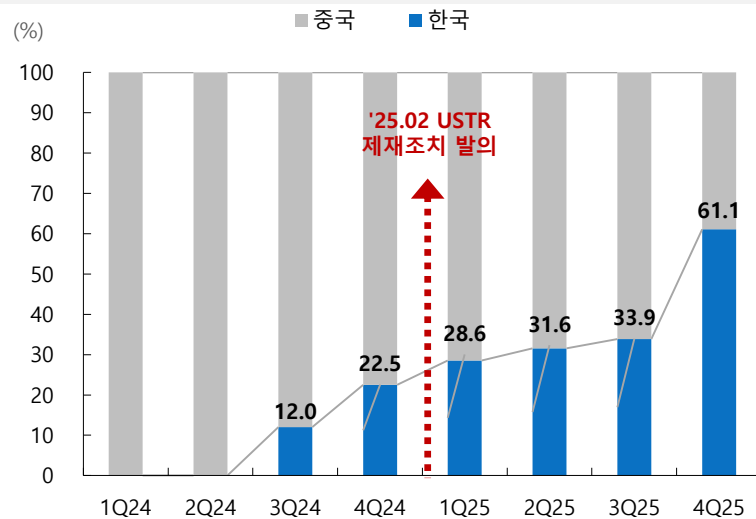


자료: Alphaliner, iM증권 리서치본부

컨테이너: 대형화+환경규제+USTR로 수주기회는 잔존

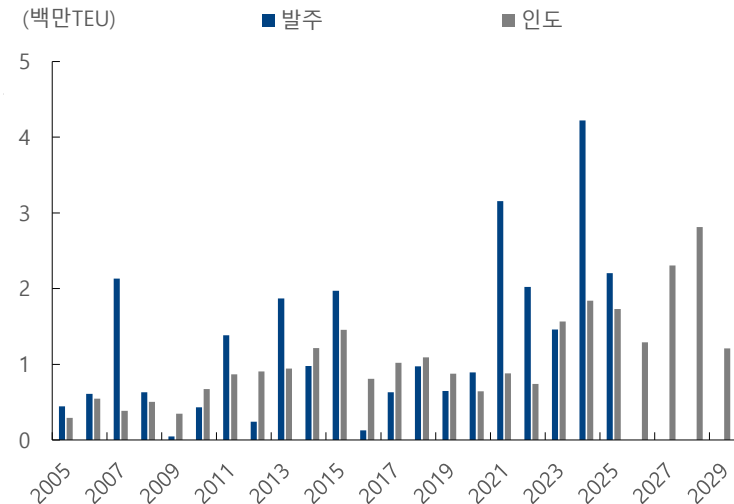
- 공급 과잉에도 불구하고, 대형화+환경규제+USTR 제재조치로 한국의 수주기회는 여전히 잔존
- 컨테이너는 전 선종 중 가장 민감하게 환경규제에 적응 중이며 현재 (+8K) 수주잔고의 79.6%는 LNG및 메탄올 D/F엔진을 채택. 향후 D/F엔진 채택한 발주는 지속될 것으로 전망
- 컨테이너선의 대형화 역시 교체수요로 이어지고 있음. 선대 효율화를 위한 소형선 폐선 및 대형선 신규 발주가 지속적으로 이루어 지는 중. 전체 선대 중 +8K이상 대형선의 비중은 급등했으나, (2005년 4.9%->2015년 37.8%->2025년 58.1%) 전체 폐선량 중 +8K이상 대형선 비중은 전무하며, 6K이하의 폐선 비중이 절대적으로 소형선 위주의 폐선 지속
- 즉, 컨테이너 선사들이 선대 대형화를 통한 경제성 확보 및 환경규제 대응을 위한 복합적 목적으로 발주를 계속하고 있음
- 미국 USTR의 중국 제재조치는 '25.10월 발효에서 1년 연기되었으나, 선주들의 중국 선호도는 이미 감소하여 향후에도 지속 예상. 한국의 +8K이상 컨테이너선 수주비중은 '25.02 USTR 제재조치 최초 발표 이후 지속 증가하여 3Q24 12.0% -> 4Q25 61.1%

<그림> 컨테이너(+8K) 중국 vs 한국 수주 비중:USTR제재 이후 한국 증가



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

<그림> 컨테이너선(+8K)발주&인도 추이: 23~29년대량인도, 27~28이 Peak



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

28년까지 실적은 상승, 예상보다 더 상승

- 25년 선가는 24년 말 peak에 비해 다소 하락하였으나, 하락 정도가 가파르지 않으며 현재 수주잔고 기준 28년까지 매출과 영업이익은 상승 전망
- 22년 -> 25년 수주 선가는 지수 기준 22.8% 상승.
즉 25년->28년 P상승여력이 20% 이상.
- 그러나 27년의 추정치 OPM은 여전히 25년 추정치 OPM보다 불과 4%p 높은 수준임.
- 후판가 등 원가의 상승 가능성이 작으므로 현재의 26~27년 추정치는 너무 보수적이라고 볼 수 있으며, 향후 상승의 가능성 충분
- 28년 이후의 실적은 26년 수주와 美특수선 수주에 달려 있음

<표> 조선사 인도시점별 평균 수주선가 추이

조선사	2024	2025	2026	2027	2028	25~)28
HD현대중공업	147.5	159.4	169.0	182.3	185.4	16.3%
YoY		8.1%	6.1%	7.8%	1.7%	
인도척수	44	43	39	60	43	
삼성중공업	145.7	153.5	171.0	180.8	185.7	21.0%
YoY		5.4%	11.4%	5.7%	2.7%	
인도척수	42	38	28	42	33	
한화오션	142.3	151.2	168.7	184.0	187.0	23.6%
YoY		6.2%	11.5%	9.1%	1.6%	
인도척수	28	41	34	40	21	
HD현대삼호	154.3	162.7	172.7	182.8	187.4	15.2%
YoY		5.4%	6.2%	5.8%	2.6%	
인도척수	35	28	37	39	29	

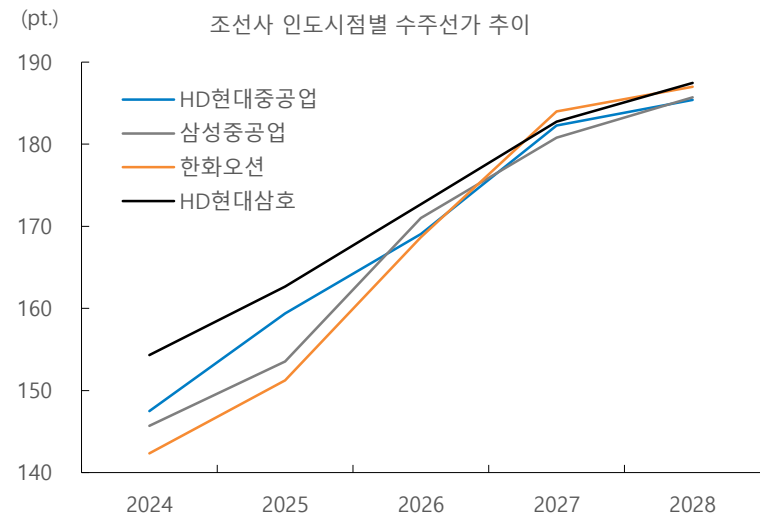
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

<표> 조선사 실적 컨센서스 추이

(십억원)	구분	2024	4Q24	1Q25	2025	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
HD현대중공업	매출	14,486.5	4,005.6	3,822.5	4,147.1	4,417.9	4,566.4	17,004.7	18,786.8	20,739.6
	OP	705.2	282.2	433.7	471.5	557.3	631.8	2,095.5	2,818.9	3,499.4
	OPM	4.9%	7.0%	11.3%	11.4%	12.6%	13.8%	12.3%	15.0%	16.9%
한화오션	매출	10,776.0	3,253.2	3,143.1	3,294.1	3,023.4	3,456.9	12,947.1	14,242.3	15,611.7
	OP	237.9	169.0	258.6	371.7	289.8	409.5	1,334.0	1,790.8	2,217.2
	OPM	2.2%	5.2%	8.2%	11.3%	9.6%	11.8%	10.3%	12.6%	14.2%
삼성중공업	매출	9,903.1	2,700.4	2,494.3	2,683.0	2,634.8	2,916.8	10,741.6	12,632.8	14,003.8
	OP	502.7	174.2	123.1	204.8	238.1	306.8	871.6	1,467.1	1,889.9
	OPM	5.1%	6.5%	4.9%	7.6%	9.0%	10.5%	8.1%	11.6%	13.5%
HD현대미포	매출	4,630.0	1,422.8	1,183.8	1,234.4	1,300.3	1,364.9	5,033.0	5,763.9	6,134.6
	OP	88.5	46.9	68.5	89.4	200.8	150.1	465.5	691.3	832.8
	OPM	1.9%	3.3%	5.8%	7.2%	15.4%	11.0%	9.2%	12.0%	13.6%

자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

<그림> 주요 선종 선가 추이

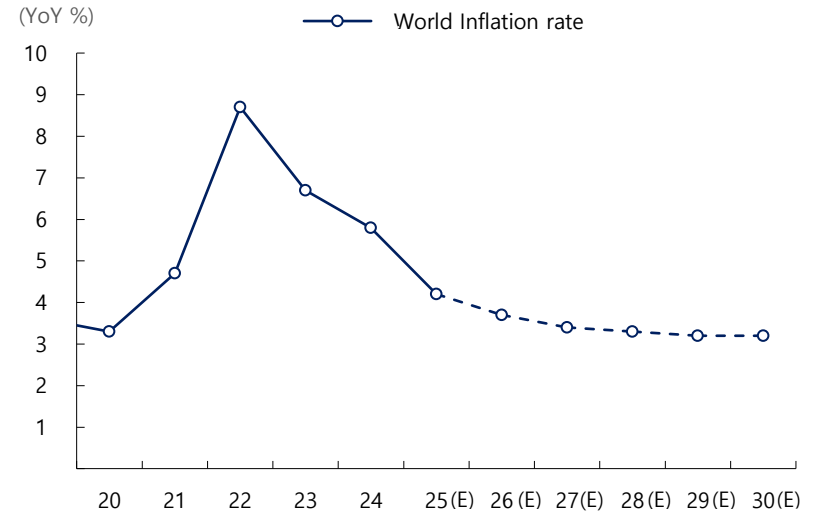


자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

후판 등 주요 원가 상승가능성 ↓

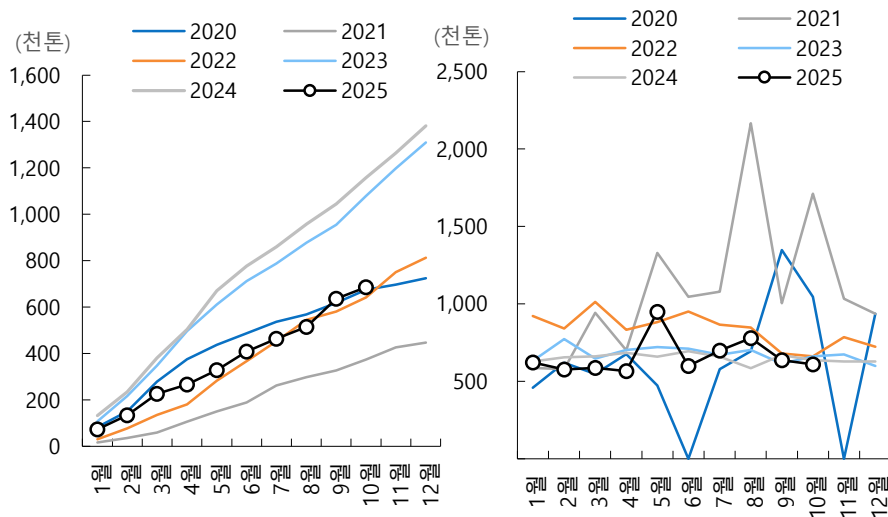
- 국내 후판 유통가는 '24.07 대비 -2.4%, '23.03 고점대비 -24.2% 하락, 25년 1분기 후판가 협상은 소폭 인상(톤당 2~3만원 추정)
- 중국산 후판에 대한 반덤핑 조치 영향으로 후판가 소폭 상승하였으나, 조선용 후판은 실질 면세로 영향 없음. 다만 이는 국내산 후판가의 협상수단으로 작용하여 실질적으로 후판가 인하를 막는 정도로 작용
- 중국산 후판 수입량 증가세 및 수입단가 하락세는 지속 중
- 후판가 하락의 주 원인인 중국 철강(건설) 경기가 회복되지 않는 이상 후판가 상승의 여지는 제한적
- 인건비 등에 영향 미치는 물가 또한 상승률 전망이 제한적인 것도 원가 추이에 긍정적

<그림> 물가상승률 추이 및 전망



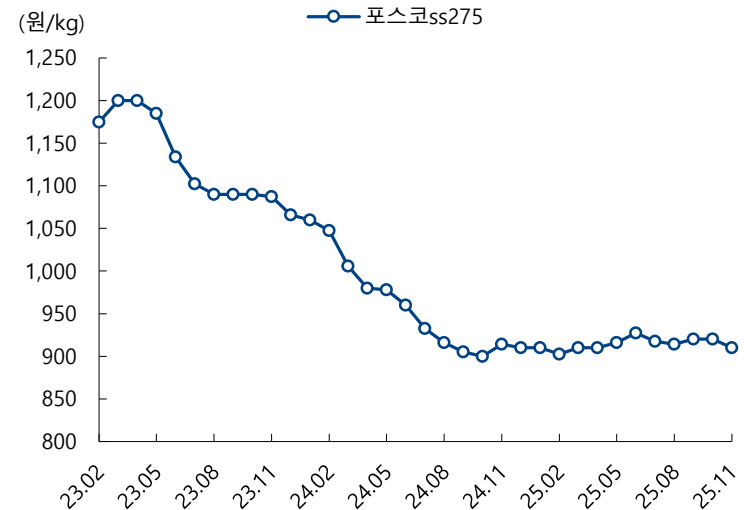
자료: IMF, iM증권 리서치본부

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



자료: 한국철강협회, 스틸데일리, iM증권 리서치본부

<그림> 국내 후판 유통가 추이: 지속 하락세, 약보합 유지

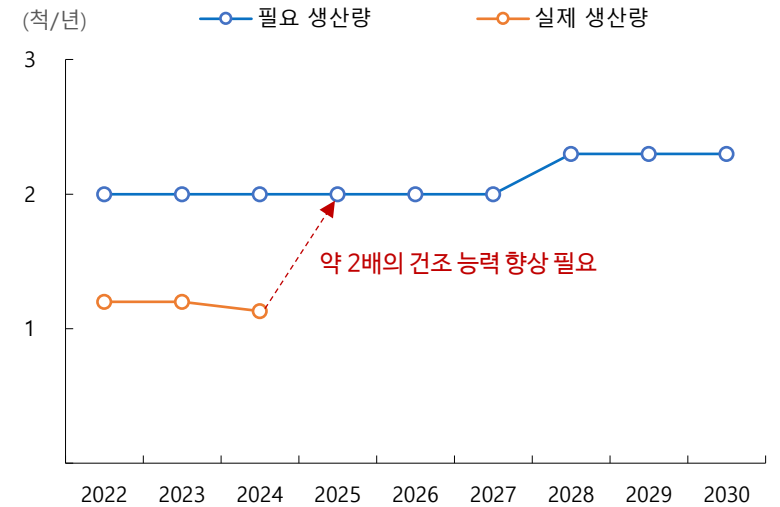


자료: 한국철강협회, 스틸데일리, iM증권 리서치본부

핵잠수함: 향후 10년

- 트럼프, 10월 한국 핵잠 공식 승인 및 필리조선소 건조 언급
- 한국 vs 미국 건조 장소의 이견은 아직 좁혀지지 않는 중
- 트럼프가 언급한 필리조선소는 관공선/상선 위주의 소규모 조선소로 핵잠은 물론 일반 함정의 건조 설비·인력·노하우가 없음
- 美 버지니아급 잠수함은 '11년 이후 연 2척 발주 체제였으나, 실제 완성 속도는 연 1.1~1.2척에 그쳐 미완 물량이 누적되는 중

<그림> 美 버지니아급 잠수함 필요 생산량 vs. 실제 생산량



자료: Congress Gov, iM증권 리서치본부

<표> 핵추진잠수함 관련 Timeline

일시	내용
25.10.29.	한·미 정상회담 이후 트럼프 SNS, "한국에 핵추진잠수함 건조를 승인했다" 발언 한국이 기존 디젤 잠수함 대신 핵추진잠수함을 보유할 수 있도록 기술을 공유하겠다고 선언
25.10.30.	트럼프, 핵추진잠수함은 한화 필리조선소에서 건조될 것이라 구체적 적시
25.11.03.	美 국방장관, 트럼프의 승인을 지지하며 미국이 한국의 핵잠 프로그램을 전폭 지원하겠다고 발언
25.11.04	韓 국방부, 첫 핵추진잠수함은 2030년대 후반 진수 예정 언급 미국과 협의를 통해 잠수함용 핵연료(농축우라늄) 공급을 받는 구조가 될 것이라고 설명
25.11.05.	韓 국방장관, 필리 조선소 현재 핵잠 건조할 기술/인력/시설 부족, 언급하며 한국에서 건조하는 것이 합리적이라 발언
25.11.14.	한·미 공동 팩트시트 공개 미국은 한국의 핵추진잠수함 건조 계획을 공식 승인 양국이 함께 잠수함 연료(농축우라늄) 조달 경로를 모색한다고 명시 韓 국가안보실장 브리핑에서 선체·원자로는 한국에서 제작, 미국은 연료·일부 핵심 기술을 공급, 협력이 필요하면 미 조선소와 부분 모듈 협력은 가능하지만, 건조 장소의 기본 전제는 '한국'이라 단언

자료: 언론종합, iM증권 리서치본부

핵잠수함: 향후 10년

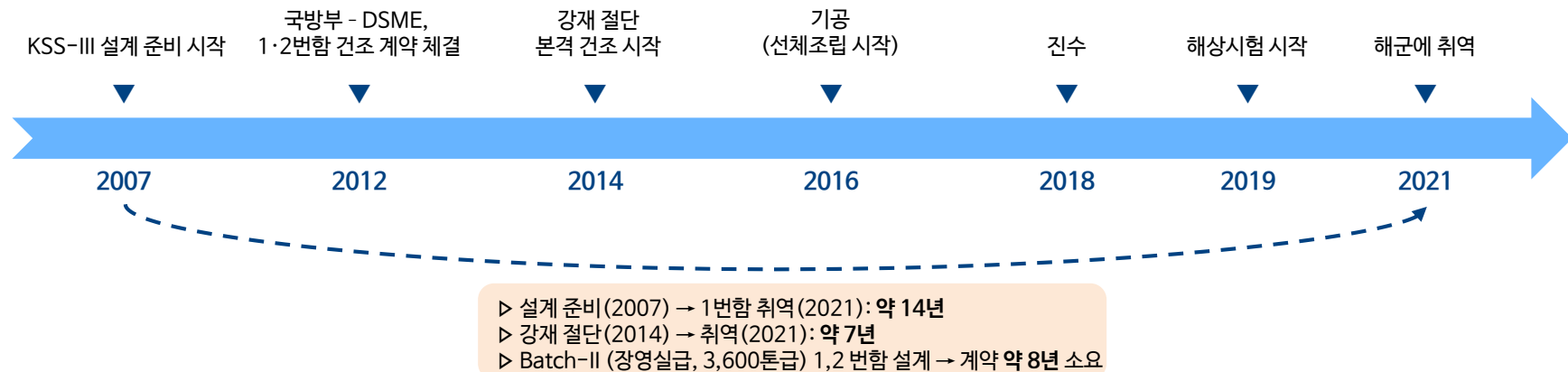
- 다만 현실적으로 핵잠수함을 한국 조선소에서라도 건조하더라도 착공은 2030년, 진수는 2030년 중후반 이후에나 가능할 것으로 전망
- 한국형 잠수함(KSS)인 장보고-III는 디젤-전기 잠수함임에도 불구하고, Batch-I(3,000t급) 1번함은 설계 → 취역까지 약 14년, 강재 절단 → 취역까지 약 7년 소요
- 2, 3번함 또한 기공부터 취역까지 약 5년이 걸렸으며, Batch-II(3,600t급) 1번함도 탐색개발 시작 → 진수까지 10년 소요
- 디젤-전기 잠수함도 설계-건조-취역까지 최소 10년, 리튬이온/대형화로 갈수록 10년+α가 기본. 원자로 설계 및 통합이 더해질 핵추진잠수함은 구조적으로 더 오래 걸릴 수밖에 없음

<표> 한국형 잠수함(KSS) 장보고-III 제원

구분	Batch-I (도산안창호급, 1~3번함)	Batch-II (장영실급, 4~6번함 예정)
배수량	3,358톤(수상) / 3,750톤(잠항)	약 3,600톤(수상) / 4,000톤(잠항)
크기	길이 83.5m, 폭 9.6m, 흘수 7.62m	길이 89.3m, 폭 9.6m
추진	디젤-전기 + 연료전지 기반 AIP, 연속 잠항 20일 이상	디젤-전기 + AIP + 리튬이온 배터리용, 잠항 성능 향상
속도	수상 12kn, 잠항 20kn, 항속 약 10,000nm	잠항 최고속 20kn
무장	533mm 어뢰발사관 6문 + K-VLS 6셀	K-VLS 10셀
승조원	약 50명	약 50명
단가	2척(1,2번함) 계약금액 약 1.68조원, 3번함 약 6,300억원	1번함 계약금액 약 1.11조원, 2번함 약 9,857억원

자료: iM증권 리서치본부

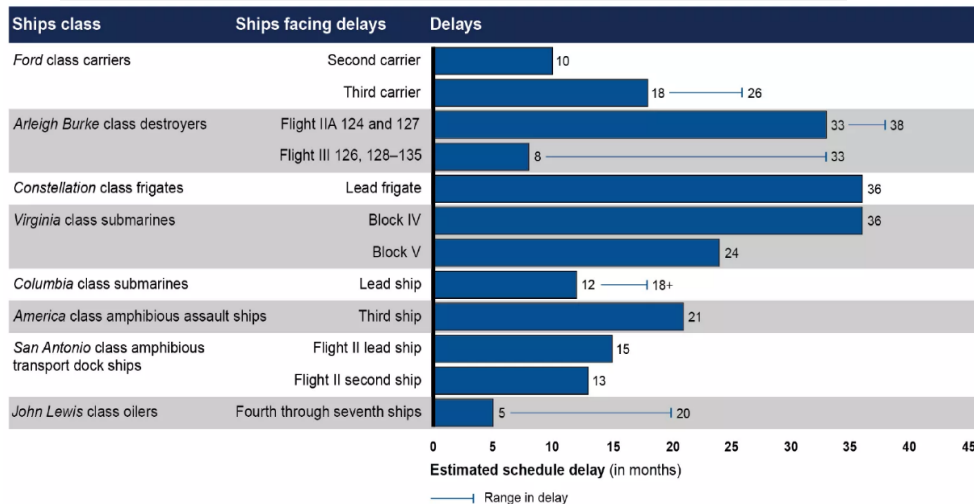
<그림> 한국형 잠수함 장보고-III Batch-I(도산안창호급) 1번함 설계 준비부터 취역까지 Timeline



美특수선 발주: 현실화 중

- '25.2.5 美공화당 상원의원 2명이 동맹국에서 군함 건조 가능토록 하는 해군 준비태세 보장법 발의
- '25.8.12 美공화당 하원의원이 해군 준비태세 보장법안 제출(진행중)
- 상/하원 모두 공화당 다수이며, 이번 美의회 회기가 27년까지인 점, 국가 안보에 직결된 사안임을 감안하면 법안 통과 가능성 높음
- 미국보다 설비·효율이 우수한 국내 조선소에서 MRO뿐 아니라 美 함정 신규 건조 수주 길이 열리기 시작
- 항모·핵잠을 제외한 구축함·상륙함만 감안해도 향후 30년 약 4,000억 달러 시장이 열릴 수 있으며, 美 기존 조선소의 선종별 최대 36개월 지연으로 초과 물량은 한국이 가져갈 가능성 큼

<그림> 美조선소의 군함 건조 현황: ~36개월 지연



Source: GAO analysis of Navy and contractor documents. | GAO-25-108136

자료: iM증권 리서치본부

<표> 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 안됨
법안상태	- 상원 위원회 회부 (진행중)

자료: 미 의회, iM증권 리서치본부

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

선종	필요 척수	기존 건조조선소	건조총액(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		

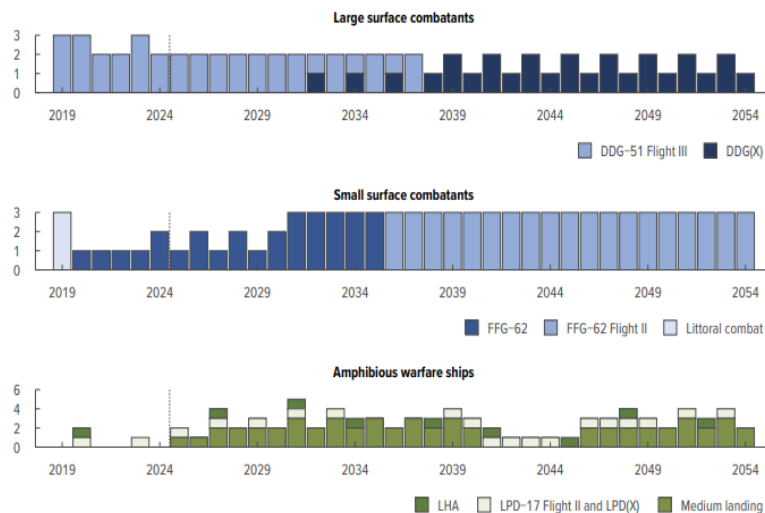
자료: CBO, iM증권 리서치본부

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

美특수선 발주: 국외발주 가능성 多

- 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(3.7척), 약 8조원
- 추가적으로 필리 조선소에서 미함정 건조가 현실화된다면, 기존 미국 조선소에서 소화될 물량의 일부가 분산되어 상기 규모보다 한국의 수혜는 더 커질 가능성 있음

<그림> 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)

<표> 미 해군 2025년 함정건조계획 주요내용

구분	세부내용
발간기관	미 의회예산국(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

<표> 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						
LPD-17	7	80	29	51	1.7	2.1	2.5
LPD(X)	10						
LSM	55						
총계	212	212	101	111	3.7	4.6	5.8

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

美특수선 발주: 28년 이후의 실적

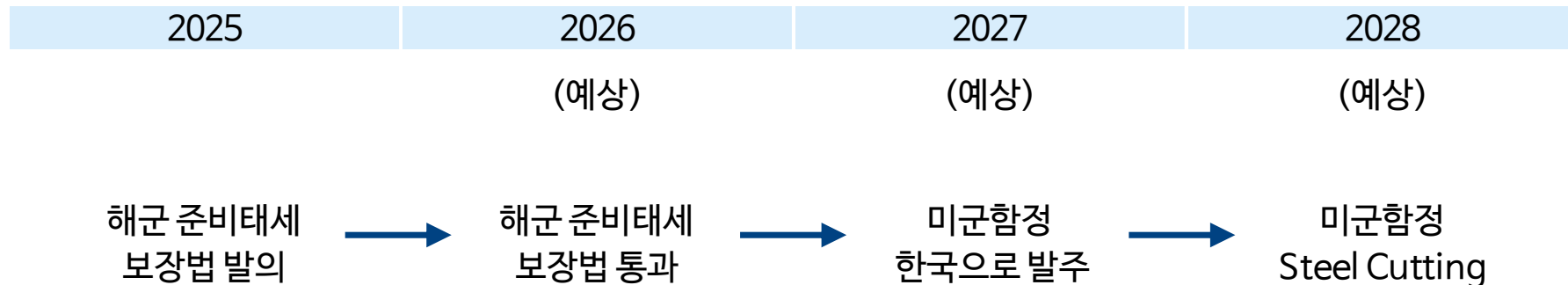
- 법안 통과 및 이후의 협의 과정, 계약 이후 설계 과정 등에 걸리는 기간을 고려하면 모든 과정이 원활하다는 가정 하에 美특수선 건조는 2028년 실적화가 가능
- 지속인 건조 지연을 겪고 있는 미국 조선소의 물량 확대보다는, 한국 조선소의 전선 건조가 현실적으로 美해군의 전력 증강에 보탬
- 한국과 미국의 건조비용 차이를 고려하면 한국에서 건조 시, 이익률은 현재의 상선 수주이익률 이상을 기대할 수 있음
- 美함정 28년 S/C가 가능하다면, 현재 예상되는 조선사 실적 Peak가 28년을 넘어 더 연장될 수 있음

<표> 한국 vs 미국 이지스함: 대부분 시스템 유사한, 가격차이 극심

구분	정조대왕급	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) 팰렁스	RTX(美) 팰렁스
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
건조비용	1.3~2조원	3.1~3.8조원 (22~27억 달러)

자료: iM증권 리서치본부

<그림> 미 해군 함정발주 예상 Timeline





[음식료/담배]

봄은 늘 왔으니, 이번 추위도 견뎌보자

Summary

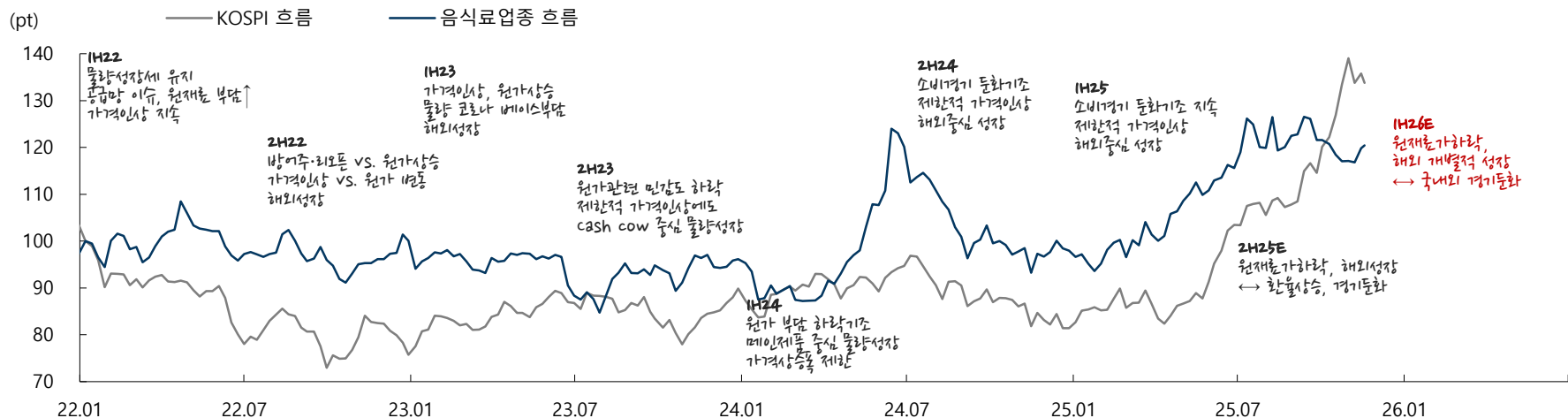
경기침체 장기화로 음식료 업종 관련 국내외 대외변수 개선이 다소 요원한 상황

- 원재료 부담 감소에도 업계 전반 가동률 하락으로 영업 레버리지 확대 기대가 어렵다는 아쉬움 존재. 내수경기가 쉽지 않으며 음식료 산업 영업실적 또한 (-)영향 지속. 원가부담 하락은 긍정적이나 26년 또한 물량방어를 위한 비용집행 가능성
- 미국 등 글로벌 소비악화에 따른 한국 음식료 기업의 실적 변동성은 26년에도 이어질 전망. 따라서 1) 현지 경기 및 가격탄력성이 낮은 프리미엄 제품을 보유하거나, 2) 마진 레벨이 높아 일부 비용관련 조정에도 이익 변동이 낮은 기업 중심의 선별적인 흐름 예상

26년 음식료 업종: 보수적 눈높이 속 기업별 프리미엄 차별화 구간

- 26년 음식료 업종에 대해 시장은 1) 내수에서 외형 방어와 원재료 안정에 기반한 마진 레벨 개선 폭이 기대치를 상회하는 기업, 2) 해외 현지에서의 점유율·지배력 강화 속도가 두드러지는 기업에 집중할 전망이며, 선별적인 프리미엄 집중 기대
- 음식료 업종 내 상대적으로 견고한 영업실적 흐름을 보여주는 종목에 대한 매수 선호 예상. 단 높은 주가변동성을 감안, 분기별 실적 이벤트에 따른 단기 대응이 민감한 주가 흐름이 전개될 전망. 업종 투자의견 Overweight 제시, Top Picks는 KT&G, 삼양식품, 오리온 추천

<그림> 2026 음식료 Outlook: 원재료가격 부담완화, 해외 개별적 성장 ↔ 국내외 경기둔화



자료 : DataGuide, iM증권 리서치본부

1-1. 3Q25 F&B Review

- 3Q25 종료와 함께 25년 연간 실적 눈높이 조정 진행 중이며, 동시에 26년 흐름을 가늠하는 구간에 진입. 다만 음식료 업종 주가는 여타 섹터 대비 부진한 흐름이 이어지고 있으며, 대외 변수 개선에 대한 시장 시각도 기대보다 우려가 더 크게 반영된 상태
- 대형사 기준 대부분 국내외 매출과 수익성은 견조했으나, 소비 악화로 성수기·소비쿠폰 효과가 기대만큼 나타나지 못해 실적 변동성 확대 지속
- 2H24 이후 이어진 판매량 정체와 비용 부담으로 영업 레버리지가 제한적이었으며, 다수 기업의 영업이익이 컨센서스를 하회하면서 연간 가이드نس 및 시장 추정치도 일부 하향 조정
- Earnings Revision Ratio는 3Q25 실적 반영 이후 낙폭이 다소 진정된 상태이나, 4Q25~1H26 대외 변수 회복 지연 시 추가 하향 조정 압력도 여전히 상존한다는 점 염두할 필요
- 글로벌 음식료 업체들도 현지 소비 둔화와 대미 관세 갈등 등 복합 요인이 실적에 반영되며, 주가 역시 유사한 흐름 시현

<표> 3Q25 영업실적 발표 전·후 25~26E 연간 영업이익 추정치 조정: 대부분 경기둔화, 비용증가 반영

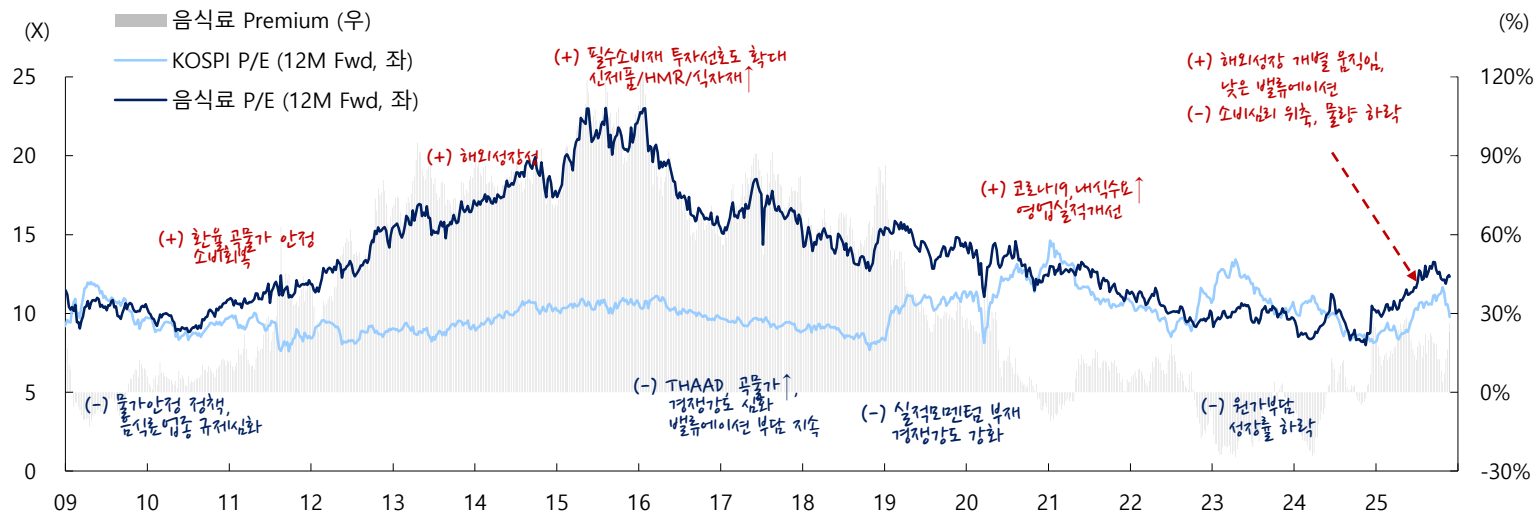
(십억원)	Δ25E	Δ26E	비고
KT&G	1.1%	4.6%	글로벌 KT&G 궤련 및 NGP 수요 상승세 지속, 해외 일반궤련 ASP 개선세 유효 및 환율 추정치 조정분 반영
CJ제일제당	-5.6%	-12.3%	해외식품 경쟁심화에 따른 마진하락, 바이오 스페셜티 다운사이클에 따른 조정, 1H25 대비 라이신 업황 둔화 반영
오리온	-0.3%	0.6%	환율 일부 조정
삼양식품	0.4%	3.7%	환율 일부 조정
오뚜기	-2.7%	-18.2%	비용상승 흐름 반영에 따른 마진조정
농심	8.4%	3.6%	국내 가격인상 효과 추가 반영
동원산업	-4.8%	-3.0%	해양수산 매출액 및 이익조정분 및 스타키스트 현지 소비 둔화 관련 조정 반영
롯데웰푸드	-6.8%	-0.6%	원가 부담 영향 일부 잔존분 반영 관련 마진조정
롯데칠성	-8.1%	-6.0%	국내 음료 및 주류 시장 경기 둔화 및 원가 상승분 반영
하이트진로	-6.9%	-10.3%	주류 소비 둔화 및 대외 변수 불확실성에 따른 마케팅 관련 비용 추정치 조정
대상	-0.9%	-11.6%	소재 부문 전방산업 둔화 등에 따른 마진 조정분, 1H25 대비 라이신 업황 둔화 반영
풀무원	6.8%	-16.8%	25년 국내 부문 추가 개선분 반영, 26년 성장률 조정 (컨센서스 +57.1% → +22.4% YoY)
빙그레	0.4%	-1.5%	미국 등 비용 상승분 반영

자료 : iM증권 리서치본부

1-2. Valuation

- 25년 연초 이후 음식료 업종 밸류에이션은 시장 대비 약 20% 할증을 유지했으나, 2H25 들어 실적 기대 부진 속 일부 방어주 중심 회복에 그치며 프리미엄 폭 조정
- 다만 현재 음식료 업종 12M Fwd P/E는 12.3X로 역사적 하단에 위치, 업황 개선이 더디더라도 실적 모멘텀이 뚜렷한 종목의 선별적인 추가 업사이드 부담은 크지 않은 구간
- 대외 변수로 이익 전망의 단기 극적인 반등은 어렵지만, 원가 관리 안정·내수 소비 반등·해외 지배력 확대를 감안하면 현 추가 수준에서 추가 하향 리레이팅 우려는 제한적
- 이미 성장 전망치의 상당 부분이 하향 조정된 만큼 밸류에이션 매력 유효하다는 판단, 1) 내수에서의 외형 방어와 원재료 안정 흐름이 반영된 마진레벨 확대 정도가 시장 기대치를 상회할 수 있거나, 2) 업체별 해외 현지에서의 지배력 강화 속도가 부각되는 기업을 중심으로 프리미엄 할증 집중 가능

<그림> 음식료업종의 시장대비 밸류에이션 및 할증폭 추이: 현재 12M Fwd P/E 12.3X

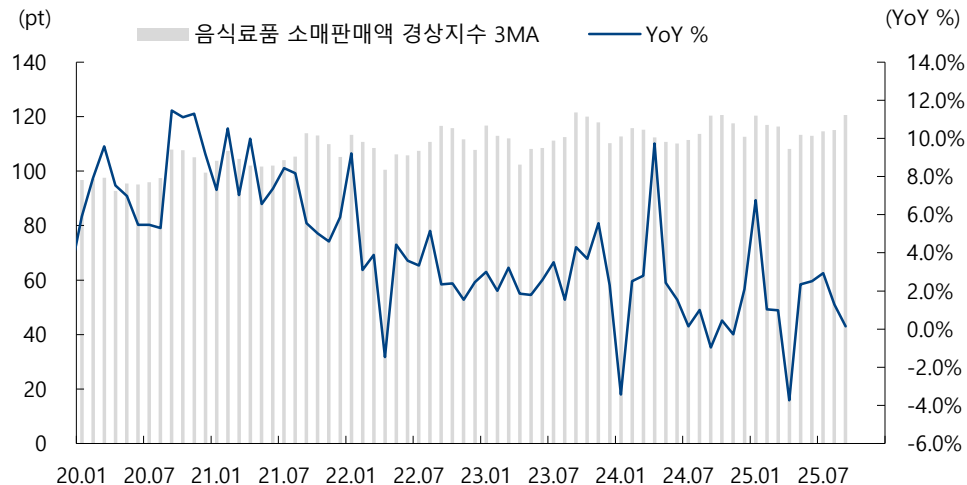


자료 : DataGuide, iM증권 리서치본부

2-1. (1) 내수 음식료시장: 소비회복이 간절하다

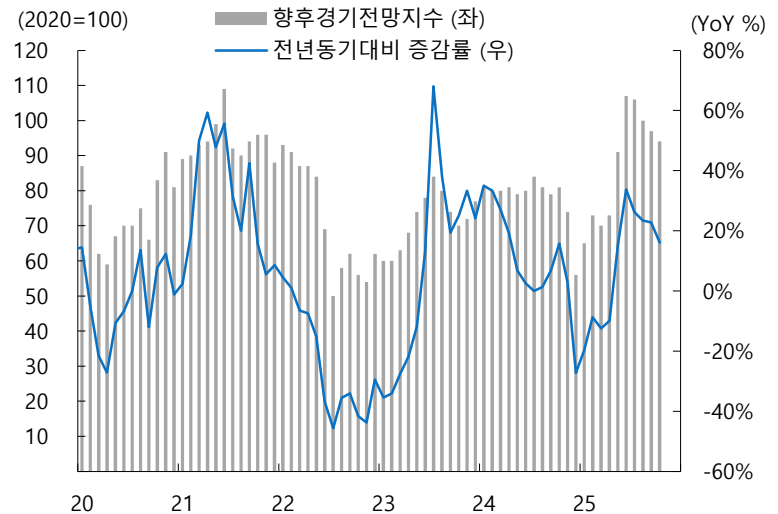
- 인구구조 변화, 자산의 부동산 집중, 고물가·고금리·코로나19 여파가 겹치며 내수소비 부진이 이어지고, 음식료품 구매와 외식 모두 축소 기조
- 한은 소비자동향 기준 25년 10월 향후 경기전망지수는 94pt로, 7월 민생 소비쿠폰 효과에도 회복세가 재차 둔화되며 소비지출전망도 전년 수준에 머무는 모습
- 경상 음식료품 판매액은 20년 이후 성장폭이 축소되고 2H24부터는 전년 수준에 그쳐, 인플레이션을 감안하면 식료품·음료·주류의 구매 수량은 이미 감소 국면에 진입한 것으로 판단
- 1H25 가격인상 및 물가 안정 효과에도 3Q25 소매판매 회복세가 다시 약해졌고, 고환율·수입물가·미국 관세 등 대외 불확실성을 감안하면 26년 소비심리도 마냥 장밋빛으로 보기는 어려운 환경

<그림> 음식료품 소매판매액 3MA: 물가상승 고려시 구매 수량 감소세 지속



자료 : KOSIS, iM증권 리서치본부

<그림> 향후경기전망지수 10월 94pt, 5월 이후 상승폭 축소 지속

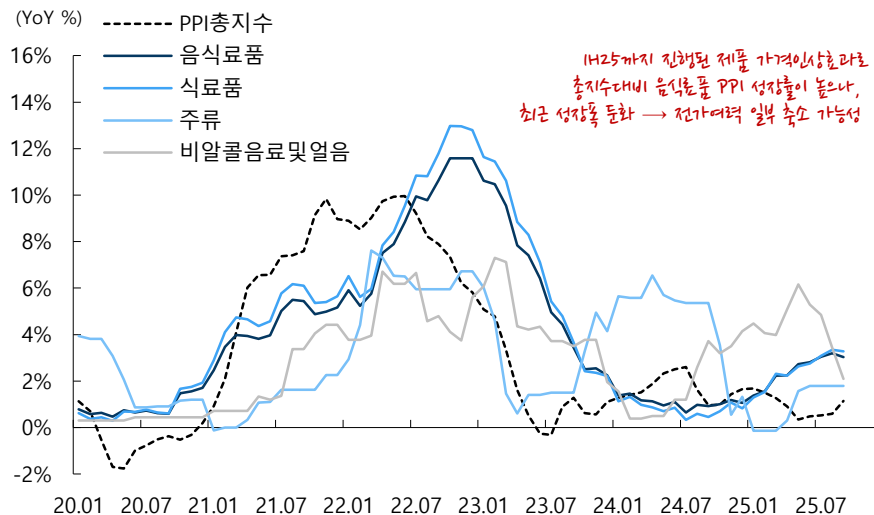


자료 : KOSIS, iM증권 리서치본부

2-1. (1) 내수 음식료시장: 소비회복이 간절하다

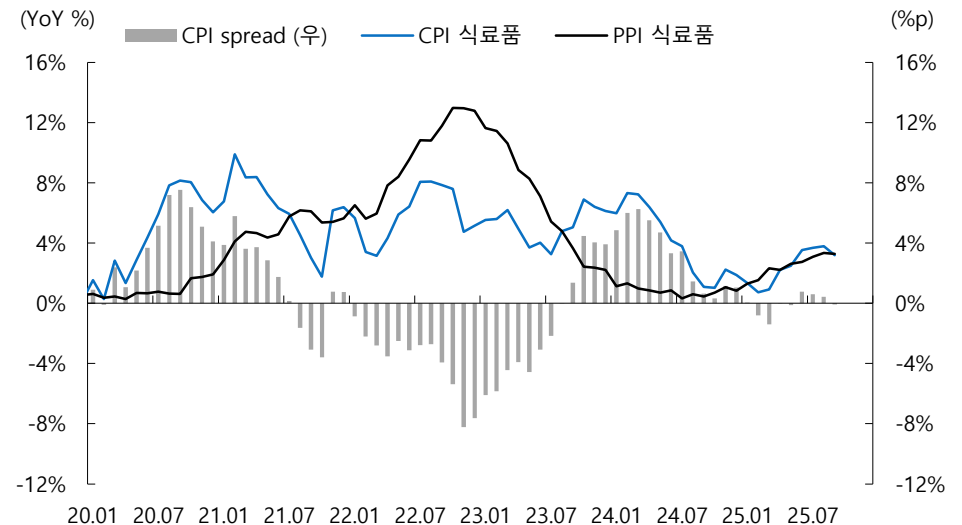
- 연초 이후 3Q25까지 국내 음식료 업체들은 내수에서 제한적인 외형 성장만 시현했으며, 정체된 물량과 가격할인·판촉 프로모션 확대로 영업 레버리지는 제한, 마진 축소는 비켜가기 어려운 구간 지속
- 소비 둔화로 고가 제품의 대체품으로 이동, 다만 밸류형 제품도 물량 성장은 제한적인 가운데 할인·판촉 확대와 유통채널 쏠림으로 제조사 마진이 과거 대비 축소되는 구조
- 수요 둔화와 비용 안정이 동시에 나타나며 음식료 CPI-PPI 스프레드가 축소되고 있어, 가격 전가 여력은 제한적이며 26년 가격효과 기여도 역시 25년과 유사한 낮은 수준에 머물 가능성에 무게
- 글로벌 음식료 업체들 또한 일부 원가 상승분만 선택적으로 인상, 프로모션·밸류 포지셔닝·프리미엄 제품군 내 믹스 개선 등 가격에 대한 소비자 민감도를 의식한 전략을 구사 중

<그림> PPI 성장률: 가격효과 최근 성장폭 둔화, 전가여력 일부 축소 가능성



자료 : KOSIS, iM증권 리서치본부

<그림> CPI-PPI spread: 1H24~ spread 축소구간, 수요둔화&비용안정 동시발생

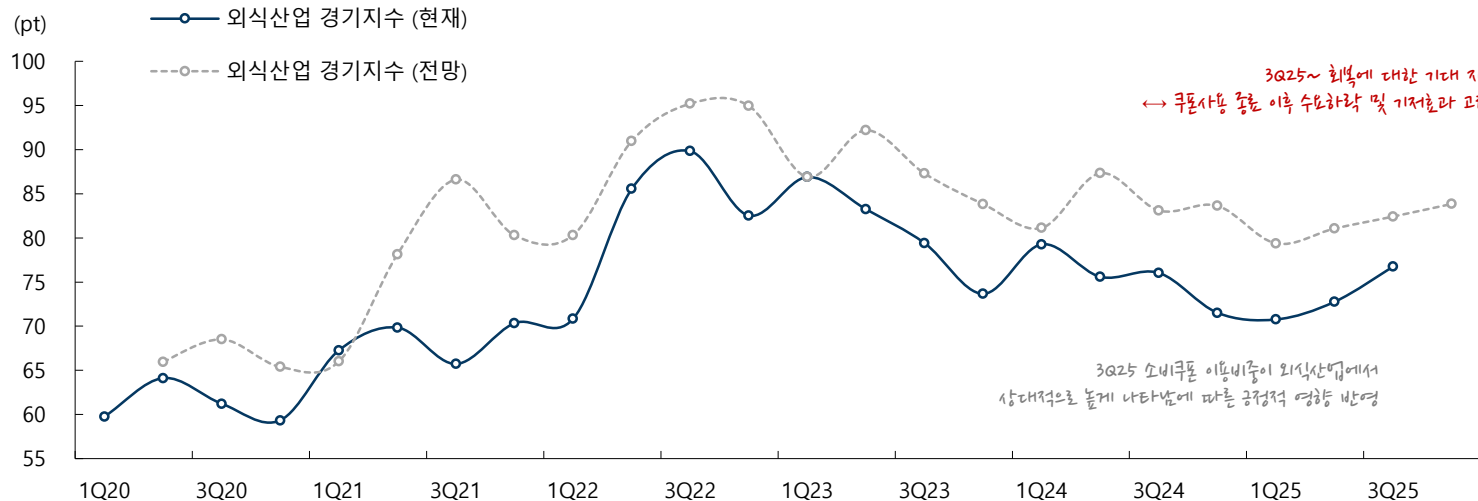


자료 : KOSIS, iM증권 리서치본부

2-1. (2) 외식: 훈풍이 지속되기를

- 7월 이후 정치적 불안 완화와 소비쿠폰 효과로 외식산업 경기지수가 1Q25 이후 처음으로 유의미한 턴어라운드를 시현, 과거 부진했던 주점업까지 동반 개선
- 다만 고물가·고금리·고환율의 3고가 해소되지 않은 만큼, 이번 훈풍이 단기 외생 변수에 그칠 위험이 존재하고 내수 전반으로의 확산에는 한계
- 업황 자체의 장기 모멘텀을 가정하기보다는, 쿠폰 효과 이후에도 외형 확대 전략의 실효성이 확인되는 기업 위주로 선별 접근이 필요

<그림> 외식산업 경기지수: 2Q25~ 소비진작 정책 기대반영, 향후 지속성에 대한 확인은 필요

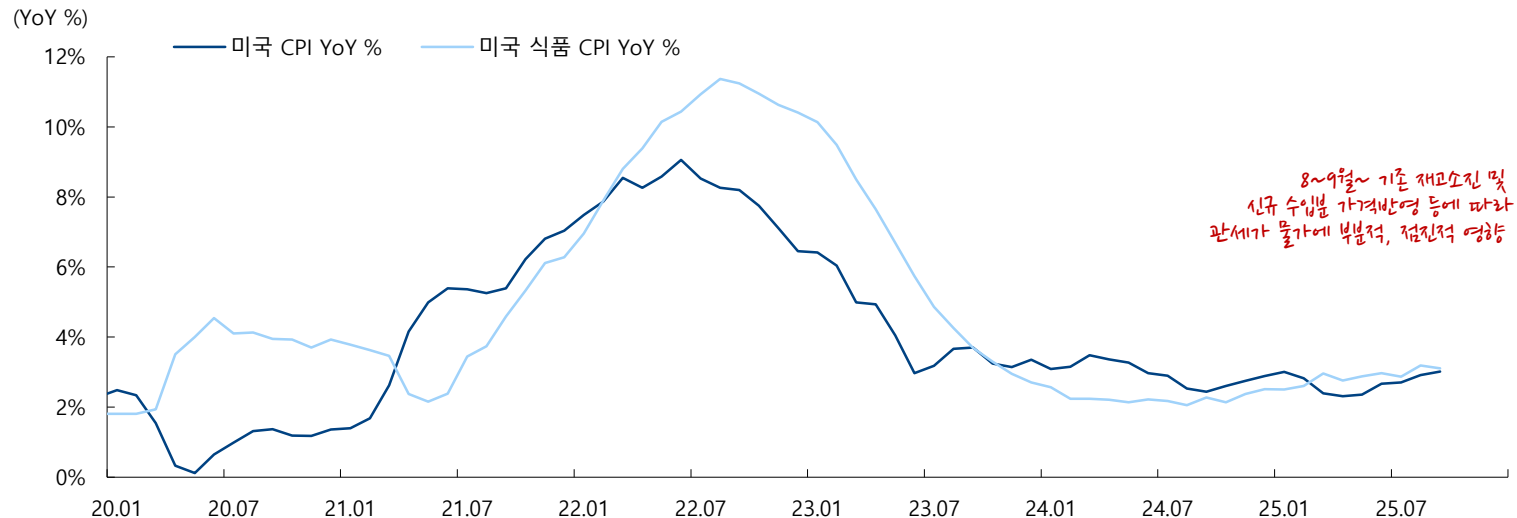


자료 : aT, iM증권 리서치본부

2-2. (1) 미국 관세전쟁, 현재 진행 중

- 1Q25 이후 개선세를 보이던 미국 소비지출은 7~8월 연율 기준 성장률이 약 +2.8% 수준으로 둔화, 투자 상향조정에 비해 소비기여도 약화되는 흐름
- 서비스지출 성장률이 둔화되고 상품지출 비중이 상대적으로 높아진 것은 물가·금리·지출 여력 제약 속에서 물품 구매를 우선하거나, 이미 상품 구매가 앞서 진행되며 서비스 소비 회복이 지연된 결과로 해석 가능
- 1~3Q25 기준 미국 익스포저를 보유한 국내외 음식료 기업들은 소비 지출 둔화, 공급망 비용 상승, 무역정책 변화 등으로 판매량 감소 리스크가 드러났고, 3Q25부터 관세 불확실성까지 추가되며 적어도 1H26까지 우려 지속 가능성 상존
- 연준에 따르면 25년 8월 기준 관세는 전체 소비지출 인플레이션의 10.9%를 설명하며, 관세 충격이 소비자가격에 부분 전가되고 있고, 8월 미국 식품 CPI 상승률 확대에는 직접·간접적인 관세 영향이 반영된 것으로 판단, 향후 전가 강도 점진 확대 가능
- 관세 초기에는 Walmart·Costco 등 대형 할인 유통사가 비용 효율화로 충격을 흡수하며 가격 안정·저가 전략을 강화해 완충 역할을 하고 있고, Target 등은 가성비 제품 비중 확대로 트래픽 확보를 시도하는 가운데, 12월 성수기 프로모션 비용까지 감안하면 제조업체로의 비용 전가 정도가 음식료 업체 이익률의 핵심 변수가 될 전망

<그림> 미국 소비자들의 전체 소비대비 음식료품 지출 증가



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

2-2. (1) 미국 관세전쟁, 현재 진행 중

<그림> 3Q25 미국 유통업체별 관세대응 전략 언급내용

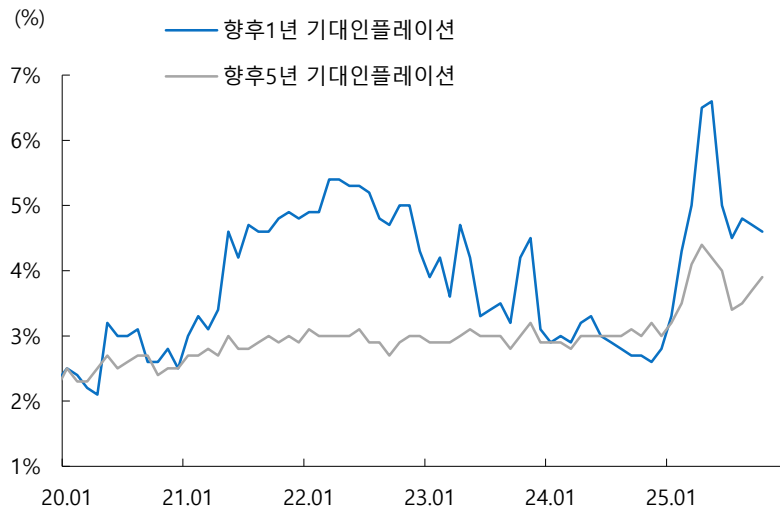
미국 유통사	관세대응 전략
Costco	- 향후 실적에 영향을 줄 수 있는 여러 리스크 요인 중 하나로 관세를 공식적으로 명시 - 관세 부담을 줄이기 위해 계절 상품 비중을 축소 및 커클랜드 (자체 브랜드) 비중 확대. 특히 건강·미용, 타이어, 매트리스 카테고리에서 수입 제품을 국내산으로 전환하는 소싱 전략 추진 - 관세·인플레이션 압박에도 불구하고 1.5달러 핫도그+음료 콤보, 로티세리 치킨, 커클랜드 화장지 등 트래픽 아이템 가격 동결, 가격 신뢰도 및 수요를 동시에 확보하는 전략 전개
Walmart	- 환율, 글로벌 경제·지정학, 관세·통상정책, 고객 수요, 인플레이션·금리 등이 FY26 실적 가이드를 흔들 수 있는 변수라고 언급 - 관세 여파로 장바구니 물가 상승 우려와 고용시장 냉각 우려가 커진 가운데 이전에는 월마트를 찾지 않던 고소득층이 신규 고객층으로 유입 - 이에 따라 관세 부담이 실질적 압박이며 월마트는 수입품 약 10%의 가격을 인상했으나, 나머지는 일부 비용을 자체적으로 흡수하여 소비자 가격 충격을 줄이고 있음
Target	- Target은 소비자 심리가 3년 내 최저 수준으로 떨어졌으며, 그 배경으로 일자리 불안·생활비 부담·관세 우려를 동시에 지목. 이로 인해 소비자는 예산을 더 타이트하게 잡고 음식료·뷰티 등 필수 소비재를 우선 구매하며, 기타 카테고리는 가성비 높은 상품 위주로 선택하고 있다고 언급 - 이에 대응해 Target은 수천 개 일상 식품 및 생필품 가격을 인하하며 가격 경쟁력 강화에 나섬 - 특히 4인 가족 기준 20달러 미만 추수감사절 세트 (칠면조 0.79달러/파운드 포함) 등 저가 패키지를 제공해 관세·물가 부담을 느끼는 소비자의 지갑을 방어하는 전략을 추진 중 - 동시에 공급망·원가·가격 정책·프로모션을 조정해 관세로 인한 원가 부담을 상당 부분 상쇄하려는 노력도 병행하고 있음
Kroger	- 관세로 식료품 공급 비용이 오르며 소비자 계층이 소득 수준에 따라 양극화 되는 현상 발생 - 공화당이 추진중인 OBBBA는 최대 규모의 SNAP (저소득층 식비 지원제도) 삭감을 예정 중이며, 약 400만명이 혜택을 잃게 돼 소비가 더욱 어려워질 것으로 전망 - 이에 소비자 부담 대응 위해 '크로거 종이 쿠폰' 프로모션 정책 추진 중
Ahold Delhaize	- 전사적으로 공격적인 가격 인상보다는 고객 가치를 우선시하며 가격 수준을 안정적으로 관리 - 미국: 전략적 가격 인하를 통해 수요를 확보하는 한편, 프로모션 타이밍 조절과 매출 레버리지를 통해 마진 방어 - 유럽: 저가·가성비 라인 유지 및 확대를 통해 합리적 가격대의 건강·편의식 카테고리에서 포지셔닝 강화

자료 : 각 사, 3Q25 영업실적 컨퍼런스 콜 및 언론보도 종합, iM증권 리서치본부

2-2. (2) 겨울보다 일찍 얼어붙은 미국 소비에 대응하기

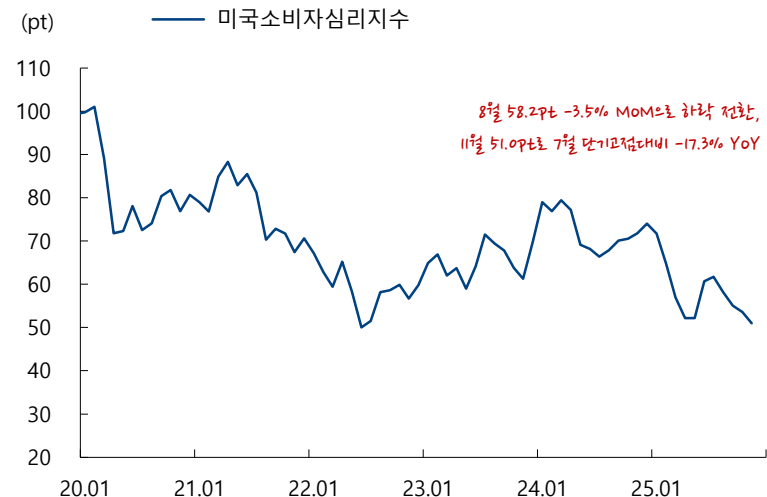
- 미국 소비자 심리지수는 25년 8월 58.2pt (-3.5% MoM)로 하락 전환 후, 11월 51.0pt로 7월 단기 고점 대비 -17.3% 조정 시현
→ 이는 관세정책 불확실성과 과거 대비 높은 기대인플레이션이 물가 상승 우려를 자극하는 구간
- 미국 음식료 물가는 1) 제조업체 비용 상승 전가에 따른 제품가격 인상이 상방 요인인 동시에, 2) 수요 감소와 저가지향 (trading-down) 확대로 가격 조정·할인 경쟁이 심화되는 하방 요인이 공존하며, mixed ASP·마진 개선에는 한계 발생
- 계층별로는 고소득층의 프리미엄 소비는 일부 유지되나, 중상층 이하 중심으로 저가 제품 선호가 강화되면서 냉동·가공식품 내 가치형 제품 비중이 확대되고, 냉동식품 CPI는 24년 이후 전체 식료품 CPI 대비 낮은 상승률 (+1.1% YoY 등)을 시현
- [사례] 네슬레의 냉동피자 프리미엄 전략은 원가 이상 가격전가로 단기 실적 개선에도 불구, 물량 및 시장점유율 하락으로 이어짐 ↔ 쉬완스 '레드바론'은 가성비 포지셔닝으로 시장 지배력을 확대한 바 있음
- 네슬레는 25년 2월 발표에서 "프리미엄을 너무 높게 책정했다"고 언급하며, 냉동피자 포트폴리오의 95%를 4~6달러 가격대로 재조정하는 등 외부 변수와 소비자 가격 민감도를 반영해 전략을 수정 → 이에 따라 관련 점유율 격차가 축소되는 등 반응이 존재하나, 실적 (-)영향 또한 불가피

<그림> 미국 기대인플레이션, 단기 및 장기 물가상승 우려 반영



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 미국 소비자심리지수: 8월 하락 전환 후 지속 조정 중

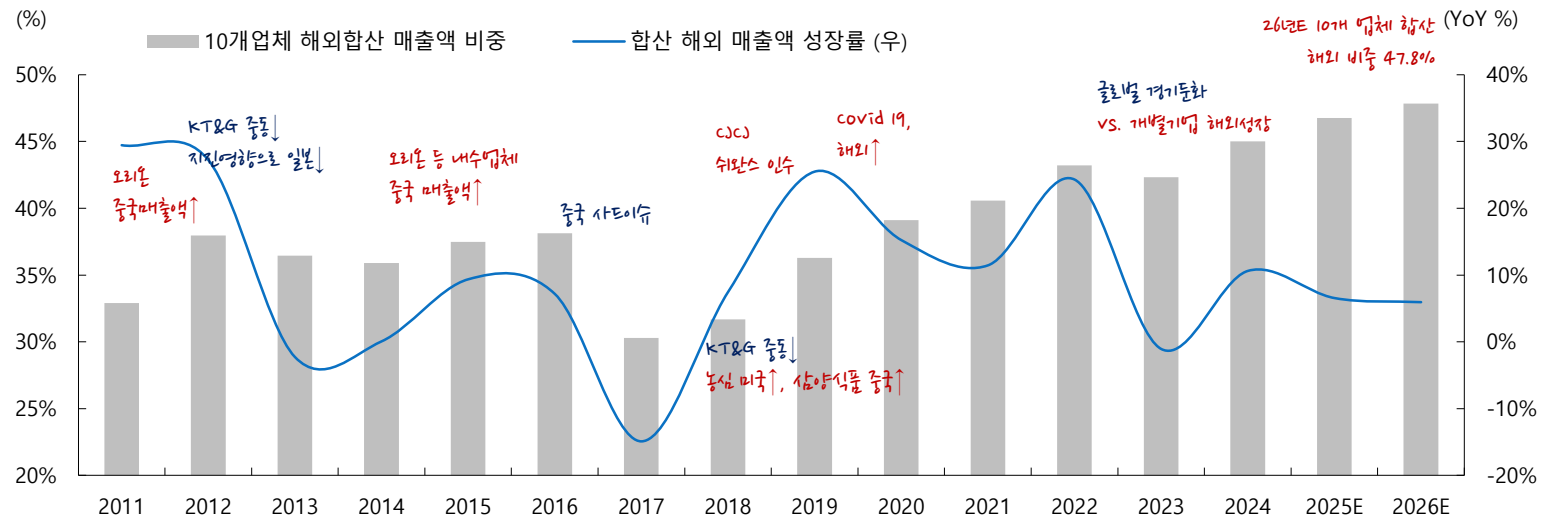


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

2-2. (3) 고래 싸움 중, 가장 단단한 새우 등을 찾아라

- 미국에 수출·현지 생산하는 국내 음식료 업체들은 미국 소비 둔화와 관세·비용상승 영향이 3Q25 실적에 이미 반영되었으며, 4Q25~1H26까지 부담이 이어질 가능성
- 1) 대미 수출업체는 관세로 가격 경쟁력이 약화된 가운데 수요 둔화·저가품 대체 우려로 FOB 기준 가격 인상을 대부분 미루고 있어, 단기적으로 마진 압박과 영업실적 (-) 영향 지속 불가피
- 2) 미국 현지 생산업체는 완제품 관세 부담은 제한적이지만 중국·베트남 등에서 들어오는 반제품·원재료 상호관세로 비용이 늘고, 소싱 전환이 어려워 제품 믹스·가격 조정에도 물량·프로모션 비용을 감안하면 인상 여력이 크지 않은 상황
- 따라서 미국 리스크가 상대적으로 작은 기업은 1) 미국 익스포저가 낮거나, 2) 경기·가격탄력성이 낮은 프리미엄 제품을 보유하거나, 3) 높은 마진과 소싱 다변화 구조로 비용 조정 여력이 있는 업체로, 단기 대응에 성공할 경우 오히려 미국 내 점유율 확대 기회 가능
- 음식료 상위 10개사의 해외 매출 비중은 19년 36.3% → 26년 47.8%로 상승(해외 CAGR 10.2% vs 내수 2.9%) 예상되며, 해외 모멘텀 보유 기업은 과거처럼 업종 평균 대비 30~50% 밸류에이션 할증과 추가 주가 업사이드 기대

<그림> 음식료업종 10개업체 합산 해외 매출액 비중 및 성장률 추이

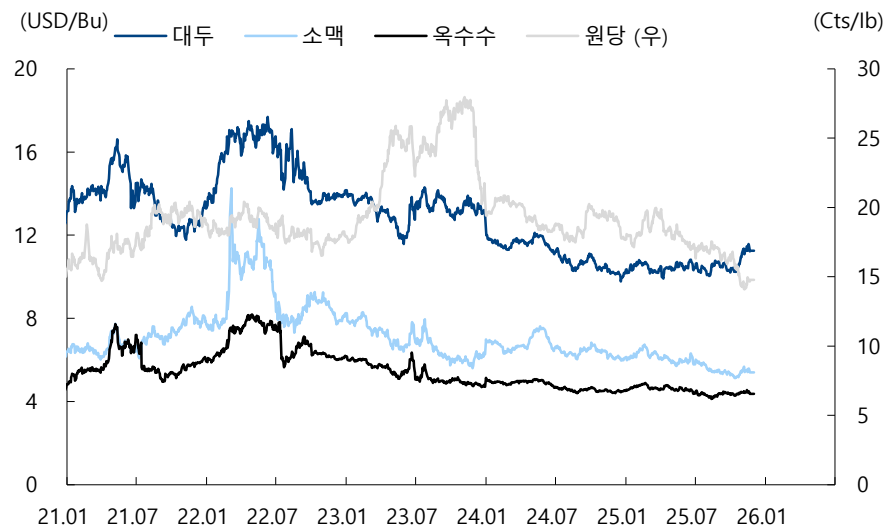


자료 : iM증권 리서치본부

3. 곡물가격: 하향 안정에 무게

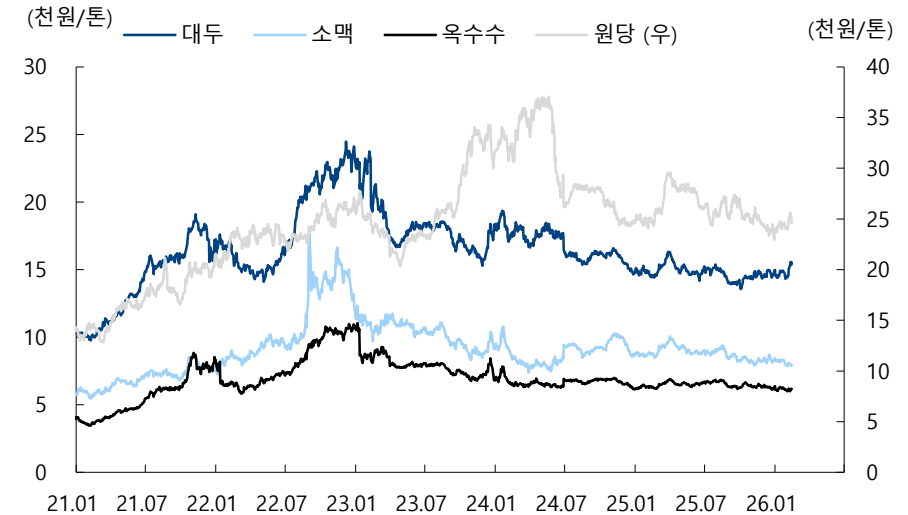
- 23년 공급망·국제정세 이슈로 음식료 업종 이익률에 부담을 줬던 원부재료 가격은 일부 소프트 커머디티를 제외하면 전반적으로 하락 추세, 이는 1) 무역정책과 관련한 대외변수 및 2) 곡종별 단기 생산·공급 안정 전망에 따른 것으로 풀이됨
- 1H26 주요 곡물 선물가격도 하향 안정 예상, 원재료 투입 시점을 감안하면, 여전히 높은 환율에도 불구하고 원가 부담은 점진적으로 축소되는 흐름이 이어질 전망
- 여타 곡종대비 최근 일부 반등 흐름을 보이는 대두의 경우 미·중 무역 휴전 이행 차원의 중국 대규모 매수로 10~11월 가격이 일부 반등했으나, 브라질 등 남미 공급, 중국 수요·재고를 감안하면 상승 여력은 제한적일 것으로 예상
- 원당은 브라질·인도·태국 등 주요 산지의 양호한 작황과 글로벌 설탕 소비 증가세 둔화로 하방 압력이 강화되면서, 당분간 가격 하향 조정 리스크가 이어질 가능성이 높음

<그림> 주요 곡물 선물가격: 일부 변동에도 완만한 조정 흐름 지속 예상



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 곡물 투입가격: lagging 고려시 최소 1H26까지 민감도 및 부담 완화

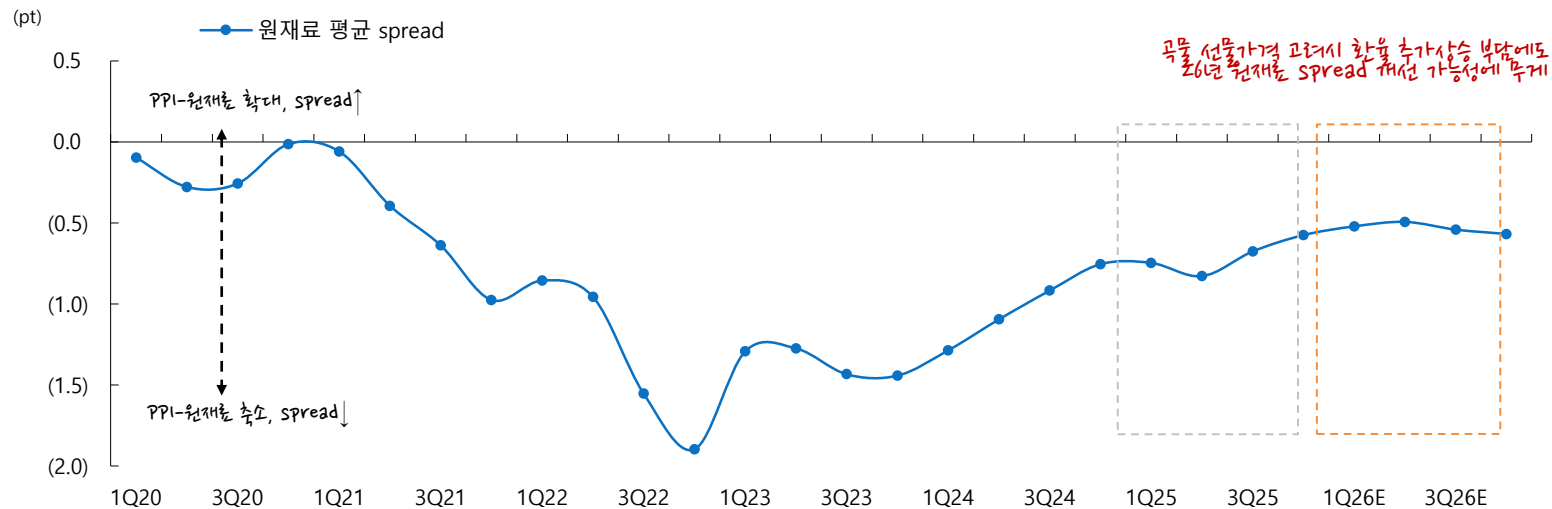


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

3. 곡물가격: 하향 안정에 무게

- 1H25까지 기후변화·공급부족·수출 제한 등으로 급등했던 일부 소프트 커머디티는 최근 빠른 안정세를 보이고 있어, 변동성은 높지만 1H26 투입가 기준 부담 규모는 환율을 감안하더라도 전년 대비 축소될 여지가 큼
- 코코아 가격은 25년 연초 대비 56% 이상 조정, 수요 약화 (제과업체 가격전가 → 수요위축·가공량 감소)와 서아프리카 생산 회복 (기상여건 개선·재배면적 확대·정부지원 확대)으로 과열 구간에서 벗어나는 중
- 커피는 브라질 생두 수출 병목·미국의 브라질산 커피 50% 관세 부과로 7~8월 재차 급등했으나, 11월 브라질산 식품·농산물 관세 면제 발표 이후 추가 상승은 제한적일 가능성이 높음. 로부스타 커피도 베트남 생산 회복, 브라질 공급·재고 확대에 따라 가격 안정 조짐이 나타나고 있어, 업체별 재고 소진·환율을 감안하면 1H26 이후 투입단가 하락으로 연결될 공산이 큼
- 국내 주요 음식료 소재·가공업체는 과거 대비 원재료 비용이 전반적으로 감소하고 있으며, 외형(가동률)이 견조하게 유지되는 기업일수록 원가부담 축소 → 마진 개선의 긍정적 연쇄가 기대되는 구간

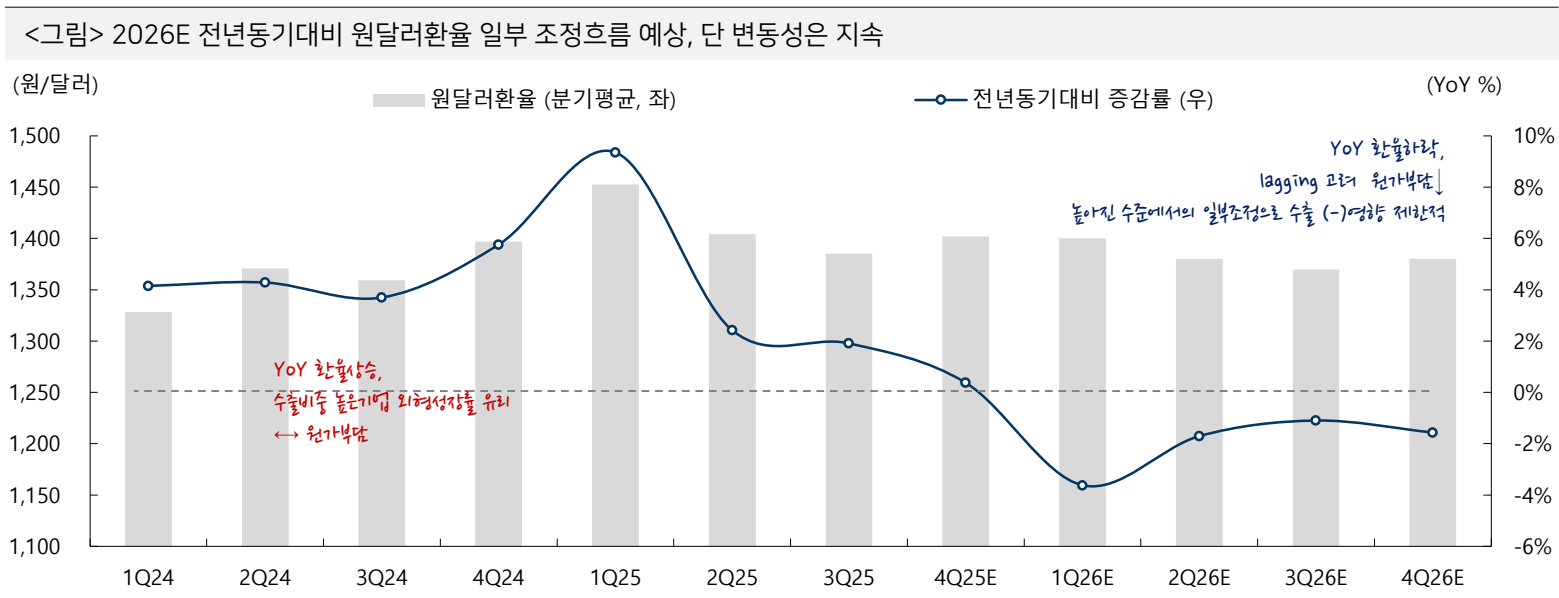
<그림> 원재료 평균 스프레드 방향성 추이



자료 : Bloomberg, KOSIS, iM증권 리서치본부
주: PPI지수는 최근 수준 (25.10)에서 지속된다고 가정

4. 원달러 환율: 변동성 지속, 현 레벨에서 일부 조정 예상

- 원달러 환율은 21년 이후 높은 등락과 함께 상승세를 이어왔으며, 특히 2H25에는 기대와 달리 추가 원화 약세를 보이면서 원재료 가격 하락에도 음식료 업체 투입단가 개선폭을 일부 축소
- 전통적으로 원화 약세는 내수·수입의존도가 높은 음식료 업종에 (-)요인이거나, 주요 곡물가격 하향 안정과 해외 익스포저 확대에 따른 환산이익 효과로 최근에는 과거와 다른 주가 흐름이 나타나는 중
- iM증권 리서치본부 추정 26년 연평균 원달러 환율은 1,380원 (-2.2% YoY) 수준, 추가 급등 가능성보다는 제한적 범위 내 변동을 가짐
- 다만, 환율·원가 흐름만으로는 업체별 영업실적 추정치 상향 여지는 제한적이며 최근 음식료 실적은 외형·물량·할인·판촉비 등 기타비용 변화에 더 크게 좌우되는 구간
- 26년에는 높은 환율 변동을 감안해 각사의 사업계획 환율 (예: 1,450원 이상 vs 1,400원 이하)에 따른 원가·환산손익 영향과 종목별 환율 민감도를 함께 점검하며 실적·밸류에이션을 볼 필요가 있음

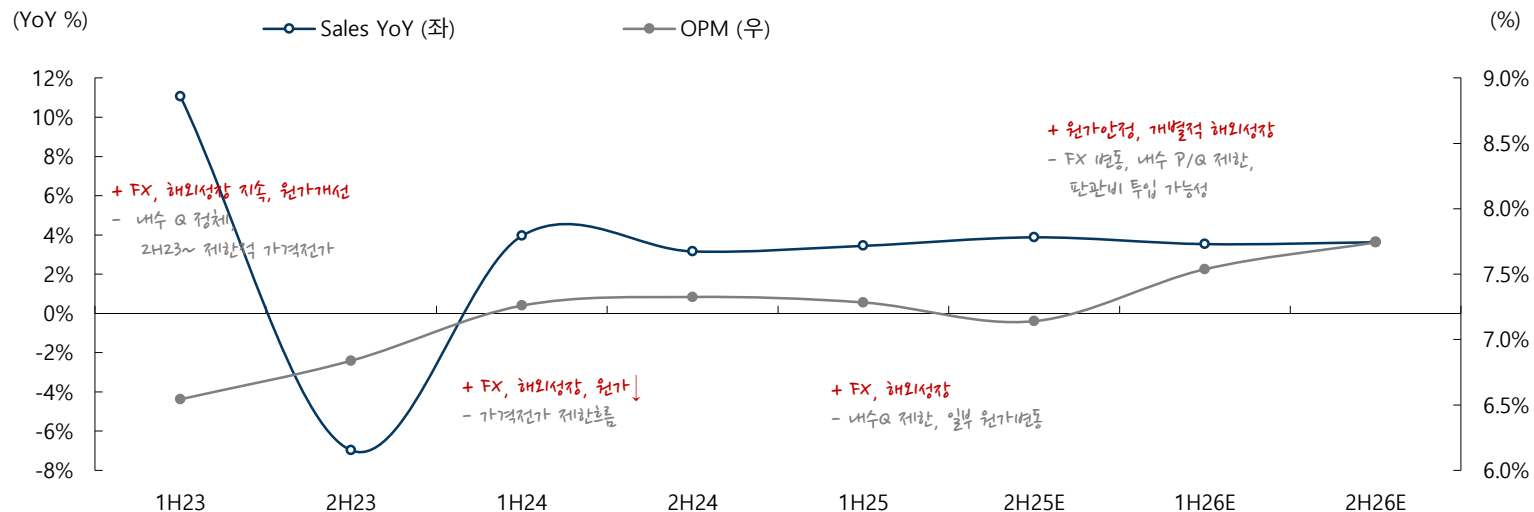


자료 : BOK, iM증권 리서치본부 하우스 추정치

5-1. 2026 F&B 영업실적 전망

- iM증권 커버리지 13개사 기준 2026년 매출액은 +3.6% YoY, 영업이익은 +9.8% YoY, 영업이익 성장률은 1H26 +7.2%, 2H26 +12.4% YoY로 외형 대비 이익 개선이 두드러지나, 베이스효과·4Q 비수기·비용 정상화 등을 감안해 2H26 추정치 변동 가능성은 열어둘 필요
- 경기침체 장기화로 대외환경 개선은 더디지만, 원재료 부담은 팬데믹 이전 수준으로 안정. 다만 업계 전반 가동률·영업 레버리지 개선이 제한적인 점은 아쉬운 구간
- 그럼에도 25년을 거치며 시장 눈높이는 이미 보수적으로 조정된 상태임을 감안, 26년에는 1) 내수 외형 방어와 원재료 안정에 기반한 마진 레벨 상향 폭이 기대를 상회하는 기업, 2) 해외 현지 지배력 강화 속도가 두드러지는 기업에 프리미엄이 집중될 가능성
- 단 현상황에서 국내외 외형성장의 키펙터가 판매량에 집중되어 있다는 점을 감안시 업체별 물량 확대 목적의 판관비 지출 규모에 대한 전략 확인이 필요하며, 자체 조절이 용이한 기업일수록 수익성은 여타업체대비 차별화를 보일 전망

<그림> 26E F&B: 외형 방어로 원가안정 시현가능한 업체 찾기



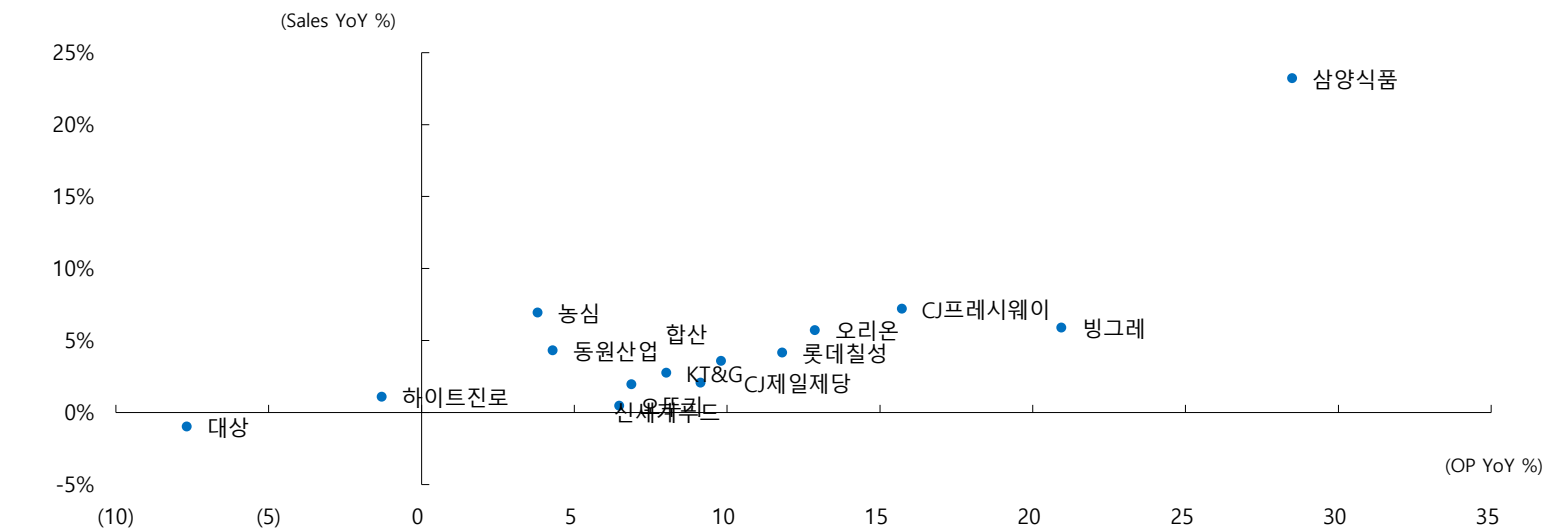
자료 : iM증권 리서치본부

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

5-2. F&B Picks

- 음식료 업종 내에서는 변동성 국면에서도 상대적으로 견조한 영업실적을 유지하는 기업 중심의 매수 선호가 이어질 전망
- 다만 최근 높은 변동성을 감안시, 연간 실적 개선 방향을 큰 축으로 보되 분기별 단기 대응에 민감한 주가 흐름 보일 것으로 판단
- 현상황에서 1H26 실적 모멘텀 보유 기업으로는 KT&G, 삼양식품, 오리온을 제시. 국내외 경기 둔화에도 현지 성장률이 견조해 환율 변동 리스크가 상대적으로 제한적, 명절 시점 관련 캘린더 효과도 유효하며 여타 업체 대비 높은 마진 레벨을 바탕으로 외형 유지를 위한 비용 투입 민감도가 낮아, 프리미엄 부여 여지가 크다고 판단
- 예상보다 빠른 내수 소비 회복이 확인될 경우, 내수 익스포저가 높은 업체의 영업 레버리지 효과가 두드러지며 밸류에이션 매력과 맞물린 주가 리레이팅이 가능하며, 이는 내식·외식 전반에 긍정적일 수 있어 빙그레, CJ프레시웨이 등 중소형주의 높은 주가 민감도 또한 기대할 수 있는 구간

<그림> 2026 음식료·담배 커버리지 기업 매출액 및 영업이익 성장률



자료: iM증권 리서치본부

<표> 음식료/담배 커버리지 13개 종목 2026 Outlook & Valuation 요약 (1)

(십억원)		1H26E	2H26E	Valuation	2026 Outlook
KT&G (033780)	매출액	3,144.1	3,464.3	P/E	내수 궤련 시장 지배력 지속, 가격변동 이슈 발생시 (+)효과 기대
	YoY %	3.5%	2.1%	13.8X	글로벌 생산기지 확보, 원재료 등 공급채널 및 수요처 확보시 향후 글로벌 추가 기대 가능
	영업이익	708.2	742.4	P/B	부동산 보유부지 개발사업에 따른 실적 성장. 비핵심부문 매각 계획대로 지속, 주주환원 연결
	YoY %	11.5%	4.9%	1.5X	건기식은 1) 국내 실수요 감소 지속, 2) 해외 외형성, 미국 등 마케팅에도 전반적 수익방어 예상
CJ제일제당 (097950)	매출액	14,694.0	15,377.1	P/E	가공 P 제한적, 물량 일부 성장 예상하나 25년대비 마진레벨 개선수준에 따른 조절 가능성
	YoY %	1.7%	2.4%	7.3X	해외가공: 미국 시장 경쟁 악화 관련 비용 투입 지속 가능성, 단 지배력 유지 예상. 신규시장 성장
	영업이익	666.9	768.2	P/B	바이오: 스페셜티 다운사이클 마무리가 변수. 1H26 베이스 부담 지속 가능
	YoY %	-2.3%	21.4%	0.4X	대한통운, F&C 제외시 이익성장 1H26 -10.2%, 2H26 +33.1% YoY 예상
오리온 (271560)	매출액	1,682.6	1,839.6	P/E	한국 시장 내 성장 및 점유율 개선세 긍정적, 원재료 부담 완화시 이익개선 추가 가능
	YoY %	6.6%	5.0%	8.7X	중국 내수 소비 둔화에도 견조한 흐름 예상, 1Q26 춘절물량 추가에 따른 (+)효과 기대
	영업이익	291.9	323.1	P/B	베트남 스낵, 파이 고성장 및 쌀과자, 양산빵 등 카테고리 효과 및 마진레벨 유지
	YoY %	15.5%	10.6%	1.0X	러시아 라인 추가 효과, 신규공장 착공으로 서유럽 대응 계획. 미국 중심 수출 고성장 지속 예상
오뚜기 (007310)	매출액	1,820.2	1,874.2	P/E	주요제품 중심의 전반적인 외형 흐름 견조할 전망
	YoY %	-0.1%	1.1%	10.8X	라면 안정적 시장 성장 지속. 가격인상 효과 1H26까지 유지 가능
	영업이익	107.1	92.0	P/B	25년 경쟁강도 심화, 판관비 집행 확대 관련 베이스 효과로 일부 개선 기대, 2H > 1H
	YoY %	4.4%	9.0%	0.6X	최근 투자 중인 미국, 베트남 등 해외 중장기 비중 확대 가능성 유효. 미국 공장 가동 2H26 예상
농심 (004370)	매출액	1,874.3	1,842.6	P/E	내수라면 가격인상 효과 1H26까지 지속 가능성. 물량 제한에도 마진 (+)효과
	YoY %	7.0%	6.9%	13.3X	스낵 시장점유율 견조, 신제품 추가로 가동률 확대 긍정적
	영업이익	105.6	106.8	P/B	미국 판매량의 경우 신라면 브랜드 확장의 여타 브랜드 상쇄가 변수. 일부 프로모션 가능성 염두
	YoY %	9.8%	-1.5%	0.9X	중국 베이스 효과, 수출 정상화 등 여타 지역 안정화 예상
삼양식품 (003230)	매출액	1,391.0	1,513.5	P/E	1H26 밀양제2공장 가동률 상승 더해지며 이익성장 예상, 1H26 +29.8% YoY 전망
	YoY %	28.5%	18.7%	17.9X	중국 집중으로 27년 공장가동 대응 지속, 최근 설비투자 상향조정 (6개 라인+2개 추가)
	영업이익	330.0	344.6	P/B	미국 관세 관련 비용 전가 마무리, 2H25 가격인상 진행 및 제한적 물량저항, 성장세 유지 가능
	YoY %	29.9%	27.2%	5.8X	여타 브랜드 인큐베이팅 목적 비용 가능성에도 주요제품 레버리지로 상쇄 가능성
롯데칠성 (005300)	매출액	2,078.7	2,112.9	P/E	음료 비수기, 소비 둔화, 가격저항 및 대체제 이동 등으로 외형조정 가능성 일부 지속 가능
	YoY %	4.1%	4.2%	9.2X	단 파키스탄, 미얀마, 필리핀 등 이익 기여 확대, 1Q26 및 4Q26 베이스 효과 기대
	영업이익	101.1	111.4	P/B	주류 베이스 부담 및 경기 둔화 효과, 소비 개선 확인 필요
	YoY %	15.7%	8.5%	0.7X	일부 제품 포트폴리오 변경으로 타개 가능성 염두

자료: iM증권 리서치본부

주: Valuation은 2026년 기준

<표> 음식료/담배 커버리지 13개 종목 2026 Outlook & Valuation 요약 (2)

(십억원)		1H26E	2H26E	Valuation	2026 Outlook
동원산업 (006040)	매출액	4,872.3	5,125.2	P/E	개별 해양수산물 어획량 관련 일부 불확실성 존재, 단 2H25 낮은 베이스 감안시 (+)성장 예상
	YoY %	4.2%	4.5%	6.0X	식품부문 대외변수 악화에도 마진방어, 해외확장 전략 가시화 기대. 홈푸드 중심 성장세 유효
	영업이익	255.7	296.6	P/B	시스템즈 전방산업 악화 영향의 경우 단기 급격한 개선은 어려우나, 추가 조정가능성 제한
	YoY %	-1.1%	9.4%	0.6X	건설, 물류 안정으로 전년대비 변동폭 축소 예상
하이트진로 (000080)	매출액	1,266.7	1,296.8	P/E	내수 소주 견조한 물량흐름, 수출 증가하면서 소주부문 성장을 확대 기조 유지
	YoY %	0.6%	1.6%	11.3X	내수 맥주는 시장침체 영향 지속, 비용투입시 마진 부담 가능성 염두
	영업이익	117.4	87.2	P/B	필라이트 등 가성비 제품에 대한 시장 선호 지속 가능성
	YoY %	-7.7%	8.9%	1.0X	베트남공장 26년 완공 예정, 현지 소주 생산으로 수요 대응 예상
대상 (001680)	매출액	2,163.1	2,219.3	P/E	식품 내수 감소, 주요제품 가격인상에도 소비침체, 경쟁심화 영향 지속 가능
	YoY %	-2.0%	0.0%	6.4X	글로벌 김치, 김, 편육, 소스 중심으로 성장세 지속하나 미국 관세 영향 등 일부 비용이슈 존재
	영업이익	81.9	81.7	P/B	소재 라이신 배 단 최근 관세조정으로 및 주문감소 영향으로 2Q25 조정
	YoY %	-16.5%	3.3%	0.5X	인도네시아 대체당 가격경쟁력 상승에 따른 판매량 및 마진 감소 흐름 지속
빙그레 (005180)	매출액	763.0	825.8	P/E	냉장 내수 악화 영향 일부 지속, 소비개선에 따른 판매량 증가 가능성
	YoY %	6.3%	5.5%	7.7X	냉동 및 해태아이스크림 가동률 상승시 레버리지 효과 확대. 2~3Q26 계절적 성수기
	영업이익	51.8	71.9	P/B	냉장, 냉동 물량수준에 따른 비용변동성 존재, 견조한 외형 확인시 마진 레버리지 가능
	YoY %	28.6%	16.0%	0.8X	미국 등 해외 개선 지속 가능성. 일부 수출관련 비용증가는 현지 소비 확인 후 가격대응 예상
신세계푸드 (031440)	매출액	741.3	768.1	P/E	단체급식 제외로 영업실적 조정 (연간 260억원), 외식/베이커리/제조/유통 체계로 변화
	YoY %	1.5%	2.4%	5.2X	사업매각 관련 양수도대금 (1,200억원) 투자관련 윤곽 드러날 가능성
	영업이익	20.9	22.2	P/B	전반적 소비침체 이슈 지속되나, 수익중심 경영 지속 가능성
	YoY %	-2.0%	16.8%	0.5X	제조 스타벅스향 베이커리 포함, 그룹사 및 외부 온라인 수요 확대 흐름 반영
CJ프레시웨이 (051500)	매출액	1,809.5	1,970.1	P/E	식자재유통 외식 저가수요 증가 수요, 급식식자재 성장
	YoY %	7.6%	6.9%	5.2X	솔루션사업 + 온라인 플랫폼 최적화 확인 중으로 전략조정 진행, 26년에 대한 윤곽 드러날 전망
	영업이익	48.5	66.8	P/B	단체급식 주요 경로 경쟁력 강화, 악화부문 디마케팅 및 효율화 진행 중
	YoY %	27.5%	8.4%	0.6X	최근 전사 수익성 개선목적 선별수주 진행. 인건비 등 비용증가분 상쇄
음식료·담배 OVERWEIGHT	매출액	38,300.7	40,229.4		1H26, 2H26 영업이익 성장률은 각각 +7.2%, +12.4% YoY 수준 예상
	YoY %	3.5%	3.6%		외형성장 대비 이익개선폭이 크나, 베이스효과 및 4분기 비용투입 등 정상화 반영 고려 필요
	영업이익	2,887.1	3,115.1		현재 국내외 외형성장 키펙터는 판매량, 물량 확대 목적의 판관비 지출 규모 관련 확인 요구
	YoY %	7.2%	12.4%		밸류에이션에 대한 매력도 존재, 선별적으로 실적 모멘텀과 맞물린 주가상승으로 이어질 것

자료: iM증권 리서치본부
주: Valuation은 2026년 기준



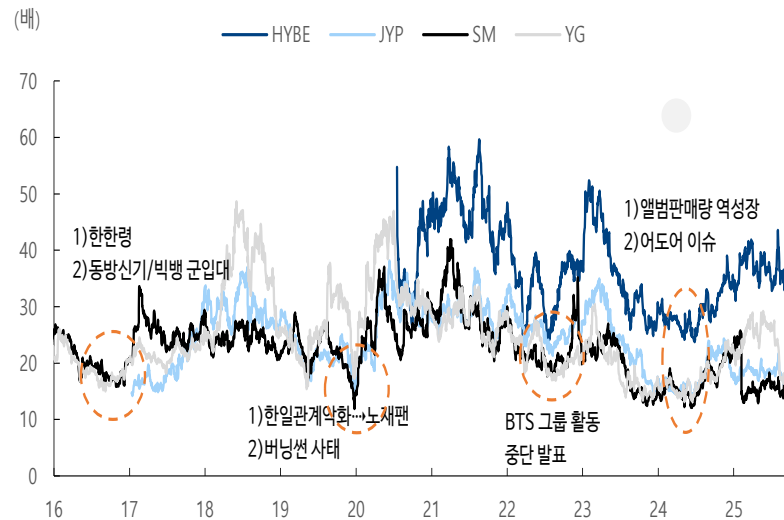
[엔터테인먼트]

내년 실적 상향의 주요 변수 점검

사상 최대 투어 실적이 반영될 2026년

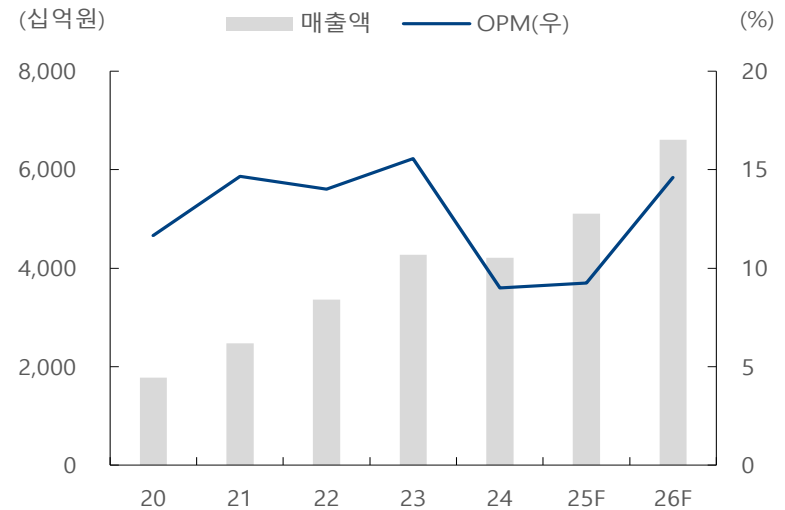
- 현재 주요 엔터사 12MF P/E는 HYBE 33배, JYP 18배, SM 16배, YG 17배로 하이브 제외 3사의 경우 역사적 하단 수준
- 3분기 실적이 컨센서스를 하회/부합하며 실적 모멘텀이 악화됐고, APEC 종료 후 단기적 모멘텀이 부재한 영향
- 다만 현재 밸류에이션 수준에서는 실적 상향 변수가 확인될 때마다 주가 상승 모멘텀으로 작용할 수 있어 지속적인 관심이 필요
- 2026년 4사 합산 예상 영업이익은 약 9,651억원(+105% YoY)으로 올해 대비 2배 이상 성장할 것으로 기대
- 내년에는 1) 핵심 IP인 BTS 외에도 BIGBANG, EXO 등 그때 그 시절 Mega IP의 투어가 재개될 예정이고, 2) 미국 현지화 그룹의 수익화가 가시화될 것이며, 3) 주요 아티스트 투어 규모 확대 및 MD 전략 강화에 따른 MD/라이선싱 매출 고성장과 영업 레버리지가 지속 확인될 것
- 실적 부진이 지속되던 하이브의 마진 개선이 주요, 추후 발표될 BTS 투어 규모가 시장 기대치를 상회하고 중·저연차 그룹의 가파른 수익화가 확인되면 추가적인 실적 상향도 가능할 것. 하이브를 최선호주로 지속 제시
- JYP는 저연차 성장과 Stray Kids 내년 활동 계획, SM은 지역 확장, YG는 아티스트 라인업 확대 및 BLACKPINK/BIGBANG 내년 투어 계획이 변수

<그림> 엔터 4사 12MF P/E 추이



자료: iM증권 리서치본부

<그림> 엔터 4사 합산 연간 매출액 및 OPM 추이

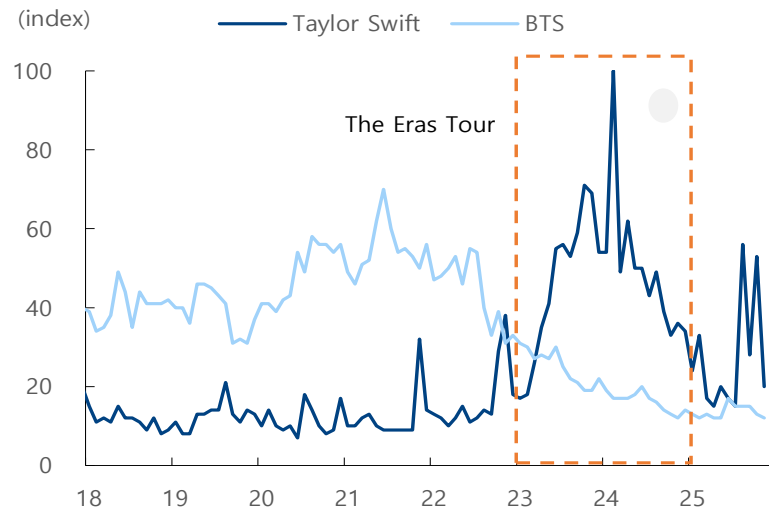


자료: iM증권 리서치본부

Taylor Swift 사례 분석

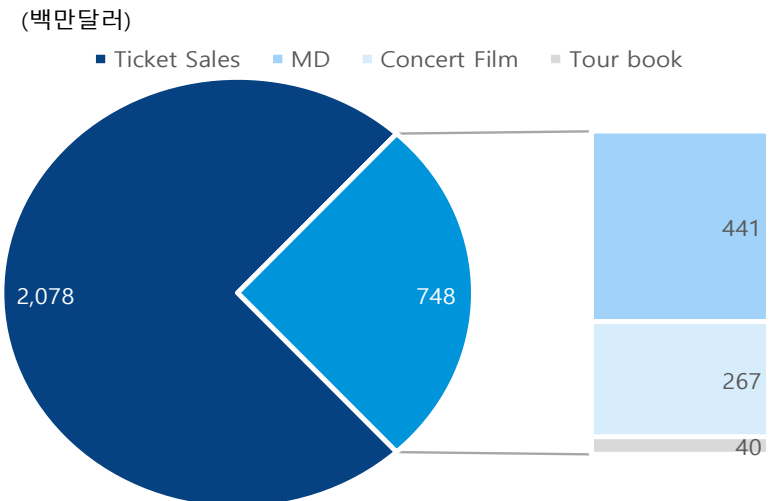
- BTS 그룹 활동 중단 전 구글 검색어 트렌드 Taylor Swift 상회, 스포티파이 월간 청취자 수도 유사한 수준
- 군 공백기에 따른 강력한 이연 수요가 기대되는 만큼 2023-2024년 사상 최대 규모의 투어를 개최한 Taylor Swift의 사례 참고
- Taylor Swift는 1년 9개월 동안 <The Eras Tour> 진행, 총 149회 공연 중 북미 비중이 50%
- 회당 관객 수는 7만명으로 직전 투어 대비 25% 증가했고, 누적 동원 관객 수 1,000만명 상회
- ATP(Average Ticket Price)가 204달러(약 30만원)로 높게 형성되며 티켓 총 매출 21억달러(3조원) 기록
- 티켓 외 부가 매출은 약 7.5억달러(MD 4.4억달러, 콘서트 실황 영화 2.7억달러, 투어 북 4,000만달러)로 티켓 매출의 36% 수준
- 1인당 MD 소비액은 43달러(6만원)

<그림> Taylor Swift와 BTS 구글 트렌드 비교



자료: iM증권 리서치본부

<그림> Taylor Swift <The Eras Tour> 수익 구분

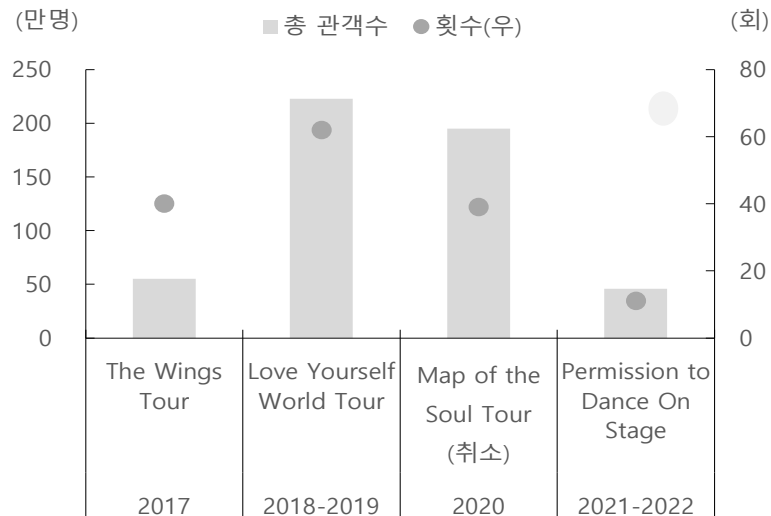


자료: iM증권 리서치본부

BTS 투어로 얼마나 벌 수 있을까?

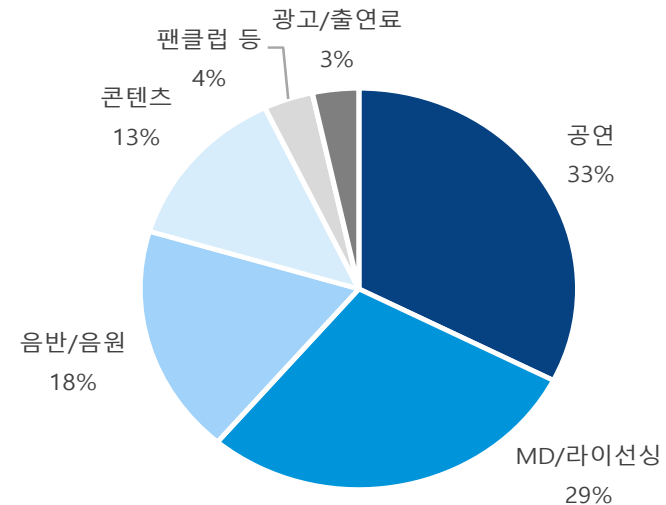
- 2018-2019년 BTS <Love Yourself> 투어는 7개월 간 62회 공연으로 193만명의 관객을 동원해 2.5억달러(약 3,600억원)의 티켓 매출 기록
- 북미 비중이 34%로 아시아 다음으로 높았고, 북미 ATP는 아시아 대비 26% 높았음. 2019년 하이브 간접 참여형 매출 비중은 46%
- 2021-2022년 BTS <Permission to Dance on Stage> 투어는 코로나 시기 한국/미국에서만 오프라인으로 12회 개최돼 온라인 라이브 스트리밍/라이브 플레이/라이브 뷰잉 등 다양한 시청 방식 병행. 이에 따라 오프라인 티켓 매출 약 7,500만달러 외에 1.9억달러(약 2,800억원) 추가 발생
- 투어 중심으로 활동하는 미국 아티스트와 다르게 국내 아티스트는 방송, 팬미팅 등 앨범 프로모션 활동이 병행되기 때문에 투어 기간이 상대적으로 짧음. 따라서 공연 횟수도 적을 수밖에 없는데 K팝 그룹의 평균 투어 기간은 약 7개월, 평균 공연 횟수는 20-30회 정도
- 50회 이상 공연을 개최한 역대 아티스트는 TWICE(78회), BLACKPINK(66회), BIGBANG(66회), BTS(62회), Stray Kids(56회), TXT(56회) 6팀

<그림> BTS 투어 규모



자료: iM증권 리서치본부

<그림> 2019년 하이브 항목별 매출 비중 - 간접 참여형 46%



자료: iM증권 리서치본부

BTS 투어로 얼마나 벌 수 있을까?

- 코로나 이후 약 6년 만에 개최되는 완전한 투어인 만큼 수요 확실. 현재 유력한 활동 타임라인은 3월 신보 발매 후 2분기부터 월드투어를 진행하는 것
- 관객 수 400만명(65회*회당 6만명)에 높은 북미/유럽 비중을 감안해 ATP를 28만원(약 \$190)으로 가정하면, 티켓 총 매출은 약 1.1조원으로 추정
- 인당 MD 소비액을 10만원으로 가정할 경우 MD 매출액은 약 4,000억원이 예상. 2019년 MD 매출액이 1,682억원(+228% YoY)이었는데, 당시 인당 MD 소비액이 약 12만원 수준이었던 것을 감안하면 보수적인 가정. 상대적으로 IP 기반 부가 수익 창출에 익숙한 K팝 산업 특성상 MD/라이선싱, 콘텐츠(다큐, VOD, 실황 영화 등), 온라인 콘서트 등에서 실적 추정치가 상향될 가능성도 있음. 참고로 역대 콘서트 실황 영화 박스오피스 TOP 20 내 BTS 작품 4편 포함, 이 중 최고 기록은 8위(3,300만달러)
- 공연 원가에서 가장 큰 비중을 차지하는 것은 1) 프로덕션/물류 비용(대관료, 무대, 조명, 음향, 영상, 특수효과), 2) 아티스트 수익 배분. 공연일 기준 앞뒤로 최소 하루씩은 무대 설치/철거를 위해 대관해야 하기 때문에 대관료/프로덕션 등 비용은 같은 공연장에서 여러 회차를 진행하거나 최대 수용 인원까지 좌석을 개방하면 레버리지 나는 구조. Taylor Swift는 회당 6-7만명 규모의 공연장에서 최대 6회 연속 공연. 연속 회차, 온라인 스트리밍, 스폰서십 등을 통해 회당 수익성을 높이고 아티스트 직접 기여도가 높은 공연 외에 MD, 콘텐츠 등 부가 매출을 극대화하는 것이 마진 개선에 유리

<표> BTS 2026년 투어 수익 추정

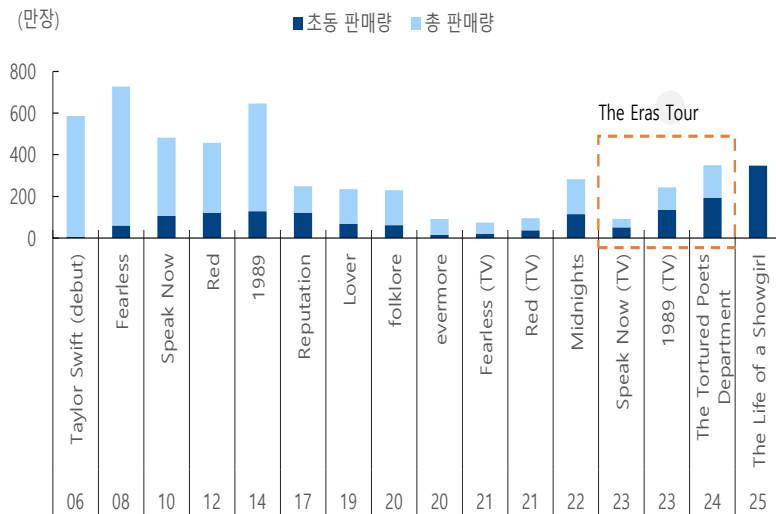
구분		Case 1	Case 2	Case 3	Case 4	Case 5
관객 수 (만명)		300	350	400	450	500
		티켓 매출 (십억원)				
평균티켓가격 (십만원)	2.6	780	910	1,040	1,170	1,300
	2.7	810	945	1,080	1,215	1,350
	2.8	840	980	1,120	1,260	1,400
	2.9	870	1,015	1,160	1,305	1,450
	3.0	900	1,050	1,200	1,350	1,500
		MD 매출 (십억원)				
평균 소비금액 (십만원)	0.6	180	210	240	270	300
	0.8	240	280	320	360	400
	1.0	300	350	400	450	500
	1.2	360	420	480	540	600
	1.4	420	490	560	630	700

자료 : iM증권 리서치본부

BTS 투어로 얼마나 벌 수 있을까?

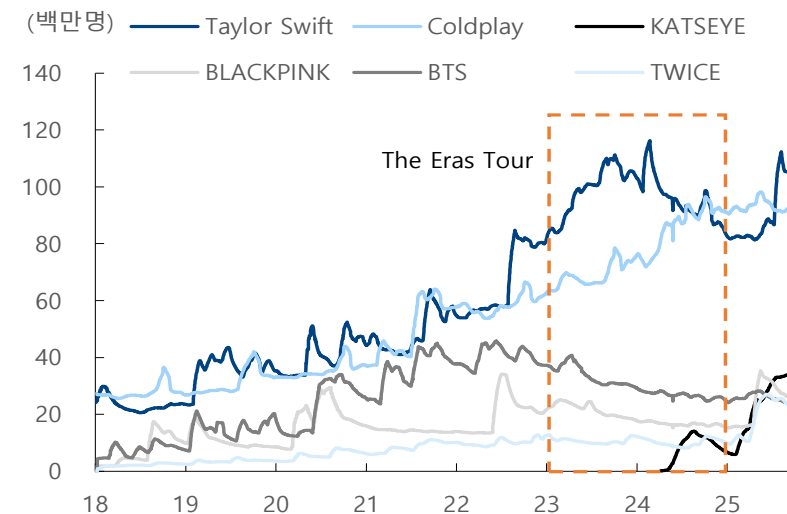
- Taylor Swift는 투어 기간(2023년 3월~2024년 12월) 동안 재녹음 앨범 2개와 신규 앨범 1개를 발매해 합산 약 700만장 판매. 투어 종료 후 발매한 정규 12집 초동 판매량은 역대 최고인 348만장으로 전작 대비 82% 증가
- 해당 기간 평균 스포티파이 월간 청취자 수는 9,800만명으로 직전 투어 때 대비 4배 이상 증가
- BTS 마지막 완전체 앨범 초동 판매량 275만장, 2020년 발매된 마지막 정규 앨범은 340만장
- 스포티파이 월간 청취자 수는 활동 부재에도 불구하고 2,000만명대 유지, 신보 발매 이후 투어 돌면서 직전 기록(4,500만명) 경신 전망

<그림> Taylor Swift 역대 앨범 판매량 정리



자료: iM증권 리서치본부

<그림> 주요 아티스트 스포티파이 월간 청취자 수 추이



자료: iM증권 리서치본부

투어 규모 확대에 따른 레버리지 효과 기대

- 아티스트 라인업이 확대되면서 투어 개최 횟수도 꾸준히 증가. 그러나 공연 원가 부담이 큰 상황에서 일반적으로 저연차 그룹의 첫 투어는 수익 기대치가 낮고, 고연차 그룹은 아티스트 배분 비중이 높아 대규모 투어가 아니면 마진 개선 여력이 제한적. 또한 고연차만 있을 경우 고연차 활동 부재에 따른 실적 변동성이 크고, 저연차만 있을 경우 초기 비용이 큰 산업 특성상 마진 성장이 쉽지 않음. 따라서 1) 고연차 아티스트의 투어 규모가 레버리지 효과가 확인될 만큼 큰지, 2) 중·저연차 아티스트의 투어 확대 속도가 얼마나 가파른지가 전체 수익성을 결정하는 핵심 요인
- 기획사별 중간연차(4년차~6년차) 아티스트 중에서 60만명 이상의 대규모 투어가 가능한 그룹은 ENHYPEN 1팀. SM은 내년에 추가 발표될 것으로 예상되는 aespa의 북미/유럽 공연 규모를 지켜볼 필요가 있고, JYP는 데뷔 4년차에 첫 월드투어를 발표한 NMIXX가 과거 TWICE의 선례를 재현할 수 있을 지가 관건. Stray Kids와 TWICE 모두 북미/유럽 지역에서 이미 상당한 레퍼런스를 구축한 아티스트인 만큼, 협상력 측면에서 긍정적인 낙수 효과 기대. YG는 BABYMONSTER의 성장 속도가 이례적으로 빠른 만큼 지속적인 아티스트 라인업 확대를 통해 활동 공백을 최소화하는 것이 중요
- 고연차 중에서 대규모 투어를 진행 중인 그룹은 HYBE 3팀, JYP 2팀, SM/YG는 각각 1팀. 내년에는 오랜만에 BTS, BIGBANG, EXO 등 그때 그 시절 Mega IP의 투어가 재개될 것으로 기대되는 만큼 실제 투어 규모 발표에 따라 추가 모멘텀으로 작용할 수 있음

<표> 기획사별 아티스트 라인업									
	HYBE			SM			JYP		YG
7년차~	BTS, SEVENTEEN, TXT	3팀		TVXQ!, SUPER JUNIOR, Girls' Generation, SHINee, EXO, Red Velvet, NCT 127, NCT DREAM, WayV	9팀		2PM, DAY6, TWICE, Stray Kids, BOY STORY, ITZY	6팀	(BIGBANG), (2NE1), WINNER, BLACKPINK
4년차~6년차	ENHYPEN, LE SSERAFIM, NewJeans, &TEAM BOYNEXTDOOR, TWS, ILLIT, KATSEYE, CORTIS, aoen, SANTO S BRAVOS	4팀		aespa	1팀		NiziU, Xdinary Heroes, NMIXX	3팀	TREASURE
~3년차		7팀		RIIZE, NCT WISH, dearALICE, Heart's2Hearts	4팀		GIRLSET, NEXZ, KickFlip, CIU	4팀	BABYMONSTER
총	14팀			14팀			13팀		4팀
내년 신인계획 (예상)	국내 1팀, 미국 1~2팀	3팀		국내 1팀	1팀		국내 1팀, 라틴 1팀	2팀	국내 1팀

자료: iM증권 리서치본부

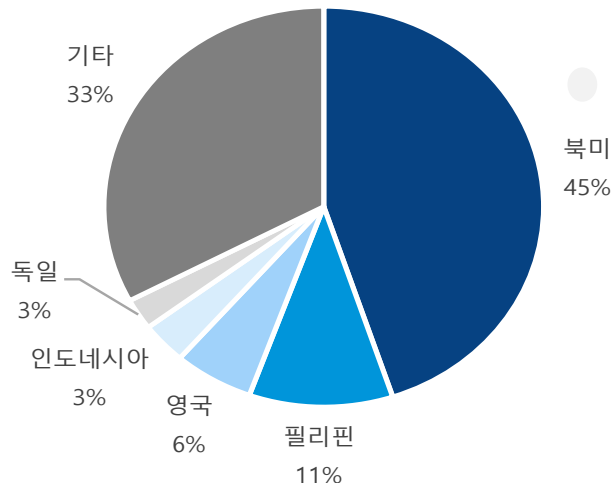
<표> 기획사별 아티스트 투어 규모									
	HYBE			SM			JYP		YG
100만명 ~	BTS, TXT	2팀		-	-		TWICE, Stray Kids	2팀	BLACKPINK
60~100만명	SVT, ENHYPEN	2팀		NCT DREAM	1팀		-	-	-
20~60만명	LE SSERAFIM	1팀		TVXQ!, Super Junior, EXO, NCT 127, aespa, RIIZE	6팀		DAY6, ITZY, NMIXX(예상)	3팀	TREASURE, BABYMONSTER
~20만명	BOYNEXTDOOR, &TEAM TWIS, KATSEYE	4팀		WayV, Red Velvet, NCT WISH	2팀		NiziU, NEXZ, Xdinary Heroes	3팀	WINNER
총	9팀/14팀			10팀/14팀			8팀/13팀		4팀/4팀

자료: iM증권 리서치본부

낮아진 영미권 진입장벽과 본격적인 지역 확장

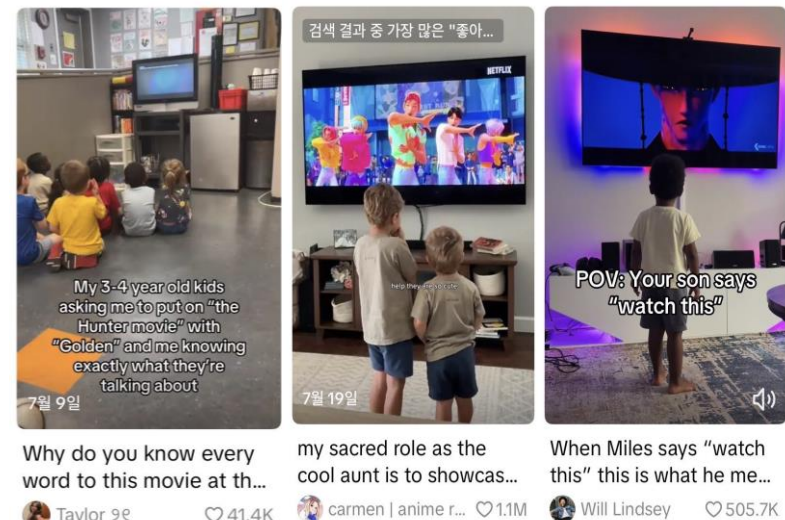
- 케이팝 데몬 헌터스(이하 '케데헌')는 넷플릭스 역대 시청수 1위, 사운드트랙 빌보드 핫 100 1위를 기록하며 한국적인 것이 세계적으로 통용된다는 것을 또 한번 증명. 틱톡, 유튜브 등 숏폼 콘텐츠를 통해 끊임없이 재생산되며 강력한 바이럴 효과를 기반으로 글로벌 장기 흥행에 성공. 북미 지역에 서만 관련 해시태그(#kpopdemonhunters) 게시물 45% 생성, 케데헌 흥행 이후 K팝에 대한 구글 검색량 급증
- 케데헌은 그룹 활동의 시너지, 노래·스토리텔링·퍼포먼스의 결합, 숏폼 기반 SNS 바이럴, 응원봉과 같은 굿즈 소비 문화, 팬과의 양방향 소통 등 K팝의 핵심 요소를 시각적이고 보편적인 코드로 풀어내며 영미권 대중에게 친숙하게 다가감
- 특히 10세 미만 아동층까지 참여하는 댄스 챌린지와 반응 영상은 새로운 팬층의 유입 가능성을 보여주며, K팝 방법론에 익숙해진 어린 세대가 주요 소비자층으로 성장할 때 케데헌의 진정한 효과가 확인될 것. 그동안 진입하기 어려웠던 영미권의 진입 장벽을 낮추고, K팝에 대한 수용성 높여줄 것
- 또한, 넷플릭스를 비롯한 글로벌 플랫폼의 IP 라이선싱 사업 확대는 글로벌 굿즈 소비 문화를 정착시켜 K팝 산업 전반에 긍정적인 파급 효과를 가져올 것. 굿즈 소비는 K팝의 핵심 팬덤 문화로, 글로벌 기업의 IP 비즈니스 확장은 글로벌 팬들이 음악 청취나 콘텐츠 시청을 넘어 다양한 형태의 소비 경험을 즐기는 흐름을 강화할 것

<그림> #kpopdemonhunters 틱톡 게시물 국가별 비중



자료: iM증권 리서치본부

<그림> 영미권 아이들의 케데헌 반응 숏폼 영상 콘텐츠

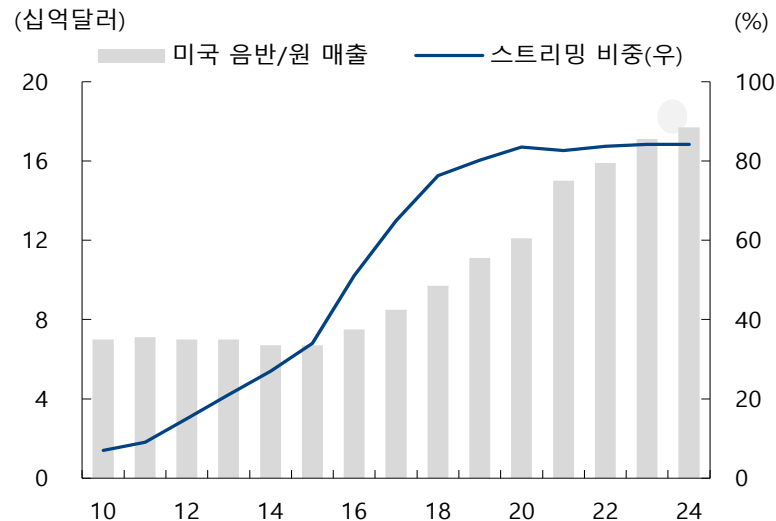


자료: iM증권 리서치본부

낮아진 영미권 진입장벽과 본격적인 지역 확장

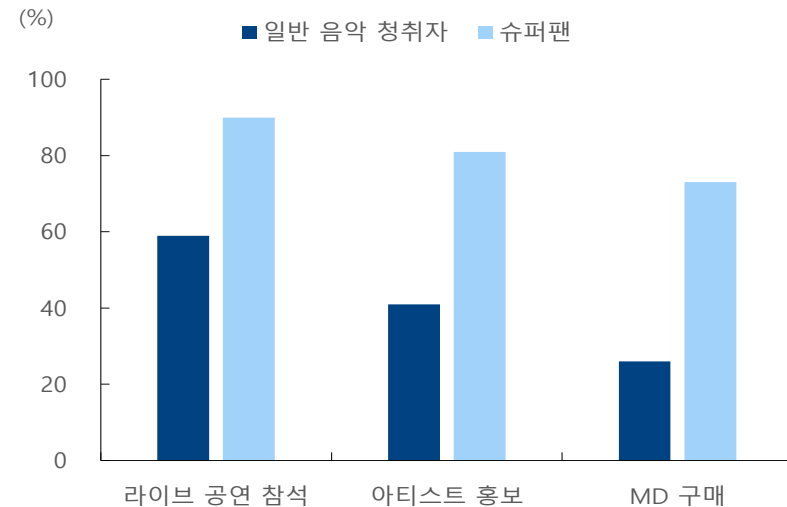
- 영미권에서는 스트리밍과 라디오 재생 횟수가 대중성의 지표, 각 부문의 대표 차트(빌보드 Hot 100, 빌보드 팝 에어플레이)에 진입한 곡 대부분이 가사가 영어로 된 곡이거나 유명 해외 아티스트와 협업한 곡. 빌보드 Hot 100에 진입한 K팝 그룹은 단 10팀으로, BTS, BLACKPINK, TWICE, NewJeans, FIFTY FIFTY, Stray Kids, LE SSERAFIM, ILLIT, KATSEYE, ATEEZ
- 케데헌 흥행으로 국내 기획사의 IP 협상력이 높아짐에 따라 전방위적인 글로벌 협업 기회 확대 예상
- 신규 팬덤 유입 경로가 다변화되면서 팬덤 규모가 질적·양적으로 동반 성장할 것으로 전망
- 이에 따라 전반적인 아티스트의 북미 투어 규모 확대 기대. 과거 대비 북미 투어가 가능한 아티스트 수가 크게 증가했는데, HYBE 6팀(BTS, SVT, TXT, ENHYPEN, LE SSERAFIM, KATSEYE), JYP 4팀(TWICE, Stray Kids, ITZY, NMIXX), SM 4팀(NCT 127, NCT DREAM, aespa, RIIZE), YG 2팀(BLACKPINK, BABYMONSTER)이다. 특히 TWICE는 내년에 북미에서만 35회 공연을 발표했는데, 이는 K팝 사상 가장 많은 회차로 대중성 기반 북미 장기 투어가 가능해졌음을 의미

<그림> 미국 음악(음반/음원) 산업 규모 및 스트리밍 비중 추이



자료: iM증권 리서치본부

<그림> 미국 일반 음악 청취자 및 슈퍼팬의 음악 이벤트 참여 비중

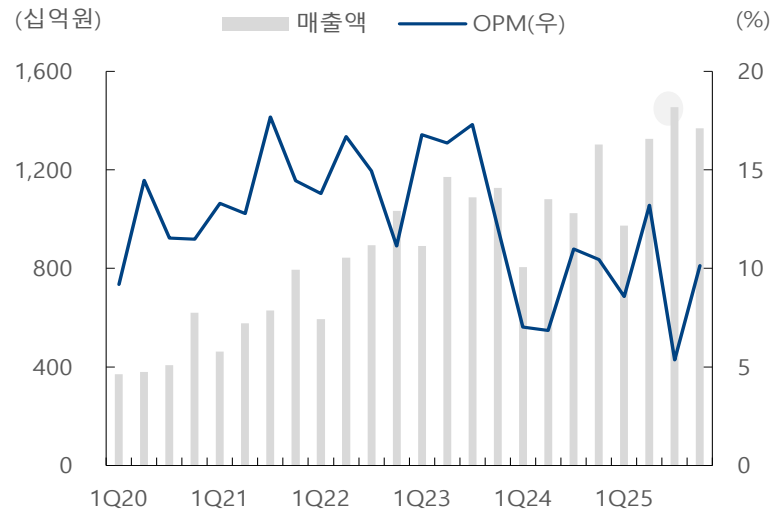


자료: iM증권 리서치본부

High Risk, High Return

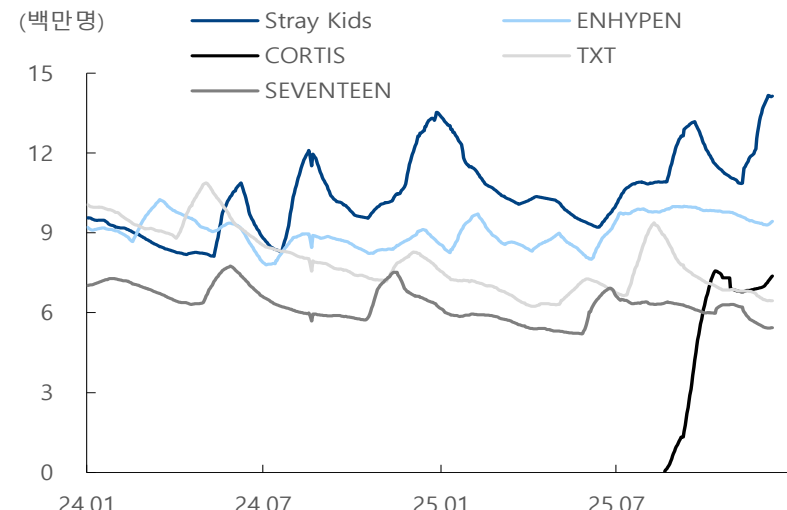
- 주요 엔터사 실적을 보면 신인 그룹 데뷔 비용 등이 집중되면서 공연 및 MD 기반 사상 최대 매출액에도 불구하고 영업이익이 다소 부진한 상황. 특히 하이브는 3분기 상장 이후 첫 분기 적자 기록, 미국 법인 사업 구조 개편에 따른 일회성 비용 외에도 신규 아티스트 투자 비용이 집중된 영향
- 신인 데뷔 비용에는 MV/앨범 등 콘텐츠 제작비(다양한 버전, 해외 촬영), 오디션 프로그램/리얼리티 쇼 제작비, SNS 광고/데뷔 쇼케이스 등 프로모션 비용 등 포함. 최근에는 가장 큰 시장인 북미를 타깃으로 활동을 시작하는 경우가 많아 초기 비용 부담 불가피하나, 장기적 관점에서 확장 가능성이 큼
- 올해 데뷔한 하이브 보이그룹 CORTIS도 한국과 미국에서 동시 데뷔하며 프로모션 진행, 이에 따라 관련 제작비가 증가했을 것으로 판단. 다만 선제적 투자에 대한 효과도 확실한데, CORTIS의 데뷔 앨범 누적 판매량이 100만장을 상회했고, 스포티파이 월간 청취자수도 보이그룹 중 4위로 주요 시장을 중심으로 팬덤 확대가 매우 가파름. 특히 핵심 시장인 미국을 중심으로 유의미한 초기 성과를 보이고 있는 만큼 빠른 수익화 기대
- 일부 예외를 제외하면, 규모의 차이는 있겠지만 대부분 데뷔 2년차에 첫 투어를 개최하고, 3년차부터 수익 기여가 가시화되며, 4년차부터는 본격적인 수익 창출 단계에 진입. 기존 팬덤의 앨범 및 MD 구매력은 한계가 있을 수밖에 없기 때문에 판매 전략 강화와 더불어 지역 확장, 신인 그룹 확대 등을 통한 신규 팬덤 유입이 지속돼야 함

<그림> 엔터 4사 합산 분기 매출액 및 OPM 추이



자료: iM증권 리서치본부

<그림> 주요 보이그룹 스포티파이 월간 청취자수 추이

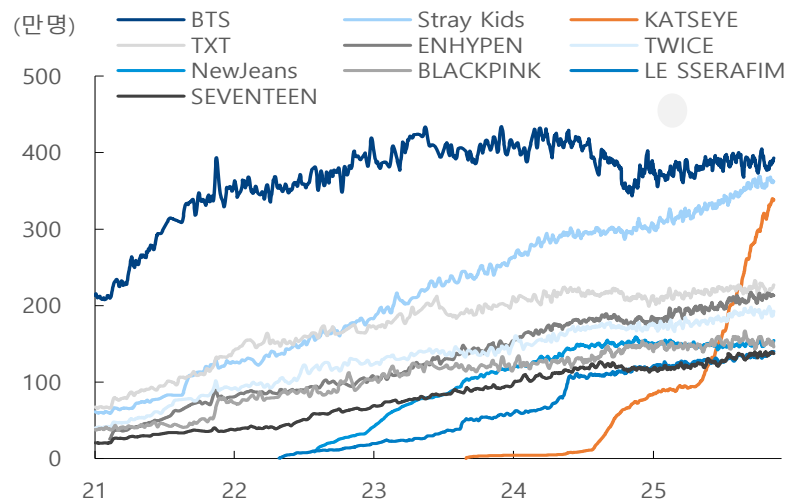


자료: iM증권 리서치본부

KATSEYE를 통해 본 해외 현지화 그룹의 가능성

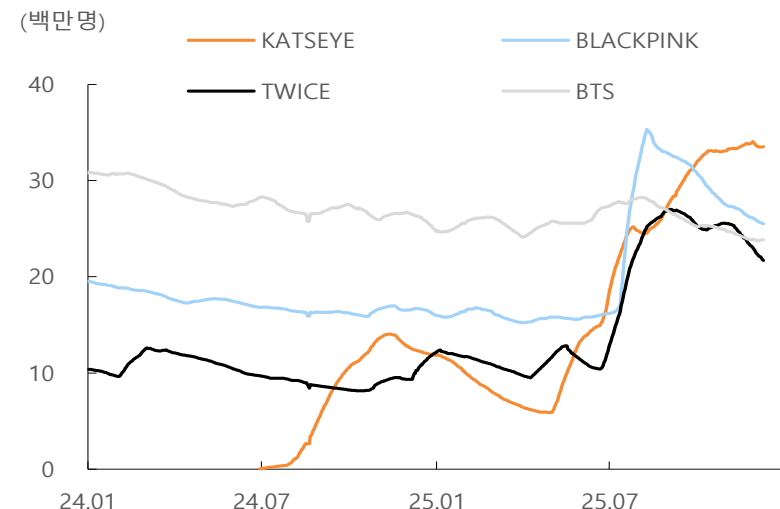
- 북미/남미 현지화 프로젝트 진행에 따른 마진 부담. 현지 전문가와의 협업을 통해 K팝의 T&D(Training and Development) 시스템을 현지 정서와 문화에 맞게 구축하는 데 드는 비용이 크고, 신인 개발 과정에서 해외 제작비가 국내 대비 약 1.5~2배 높게 형성돼 있기 때문. 신규 시장 진입 단계인 만큼 인력 세팅 및 사업 구조 확립 등에 따른 초기 투자 비용 발생이 불가피한 상황
- 다만, 장기적 관점에서는 현지 제작 시스템을 구축해두면 아티스트 라인업 확장이 용이해지고, 향후 국내 레이블과 맞물리면서 공백 없이 파이프라인 가동할 수 있어 수익 안정성이 크게 강화될 것
- 또한 미국 현지화 그룹인 KATSEYE가 각종 지표를 통해 놀라운 성과를 보여주고 있는데, 데뷔 2년차에 빌보드 Hot 100 31위, 빌보드 200 4위를 달성했으며, K팝 그룹 중에서는 미국 유튜브 월간 조회수 1위, 스포티파이 월간 청취자수 1위, 그리고 미국 틱톡 팔로워 수 3위 기록

<그림> 그룹별 미국 틱톡 팔로워 수 추이 - TOP 10 기준



자료: iM증권 리서치본부

<그림> 그룹별 스포티파이 월간 청취자수 추이 - 2,000만명 이상



자료: iM증권 리서치본부

KATSEYE를 통해 본 해외 현지화 그룹의 가능성

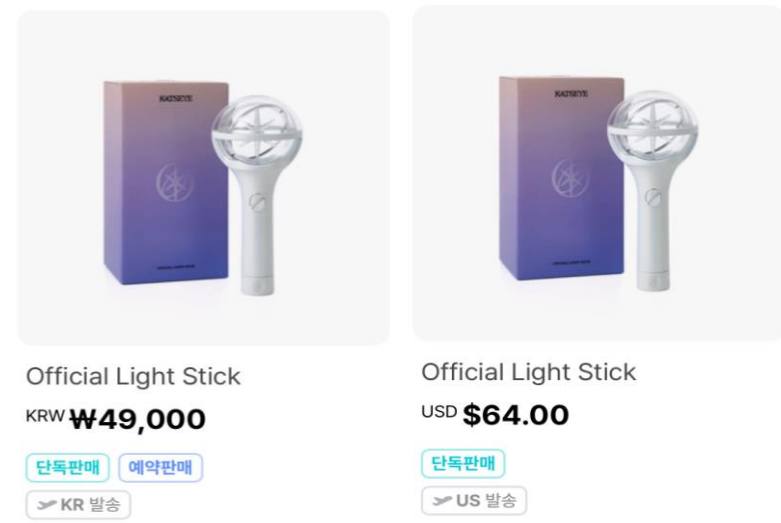
- KATSEYE는 오는 11월 첫 북미 투어(13개 도시, 16회 공연) 개최, 첫 투어인 만큼 회당 1만명 이하의 소규모로 진행되나, 비슷한 지표를 보이는 그룹들이 모두 미국에서 스타디움 투어가 가능하다는 점을 감안했을 때 내년에는 아레나(1~2만명), 빠르면 돐(3만명~)까지 규모를 확대해갈 것
- 미국 아티스트인 만큼 투어 중심 활동을 할 가능성이 높아 국내 아티스트 대비 더 많은 공연 횟수를 가정할 수 있을 것
- TWICE가 빌보드 200 3위(기존 72위)를 기록했던 2021년 개최한 월드투어의 관객수는 30만명(회당 2만명)이었고, 그 다음 투어 때는 150만명(회당 3만명)으로 증가
- 투어 발표와 함께 MD를 통한 본격적인 수익화, 초기에는 북미 중심으로 공연이 진행될 것을 감안하면 Taylor Swift 투어 당시의 1인당 MD 소비액(약 5~6만원)을 적용해볼 수 있을 것. 국내 기획사의 IP 수익화 역량을 감안하면 보수적인 가정
- 필리핀/미국 이중 국적, 인도계 미국인, 한국인 멤버까지 다국적으로 구성된 만큼 향후 활동 거점을 점차 아시아 지역까지 넓힐 것으로 기대

<그림> 캣츠아이 북미 투어 개최(16회, 11/15~12/16)



자료: iM증권 리서치본부

<그림> 캣츠아이 공식 응원봉 한국/미국 가격 차이



자료: iM증권 리서치본부

북미/남미 중심 현지화 그룹 제작 가속화

- KATSEYE의 빠른 수익화는 추후에 데뷔할 주요 현지화 그룹의 흥행 가시성을 높인다는 점에서 매우 유의미
- KATSEYE의 성공으로 북미/남미 중심 현지화 그룹 제작 가속화. 우선 미국에서는 KATSEYE 멤버 선발 오디션 프로그램에 출현해 이름을 알린 3명과, 2026년 봄 일본 OTT를 통해 독점 방영되는 오디션 프로그램을 통해 선발될 1명으로 구성된 4인조 미국 걸그룹이 내년에 데뷔할 예정
- 또한 유명 프로듀서 라이언 테더와 협업해 미국 보이그룹 제작 프로젝트도 진행 중이다.
- 라틴에서는 5인조 보이 그룹 'SANTOS BRAVOS'가 지난 10월 정식 데뷔
- 앞서 라틴 밴드 오디션 프로그램 방영, 하이브 라틴 아메리카는 신규 레이블 '시엔토 레코즈(S1ENTO Records)'를 설립해 우승팀 무사(Musza)와 최종 결승까지 올랐던 데스티노(Grupo Destino) 그리고 방송 당시 많은 인기를 얻었던 로우 클리카(Low Clika)와 계약
- 장르에 국한되지 않고 현지 시장에서의 영향력을 키워갈 것으로 기대

<그림> 라틴 보이그룹 'Santos Bravos' 10월 데뷔



자료: iM증권 리서치본부

<그림> 하이브 X 게펜 4인조 미국 걸그룹 내년 데뷔 목표



자료: iM증권 리서치본부

중·일 갈등 심화에 따른 반사수혜 기대감

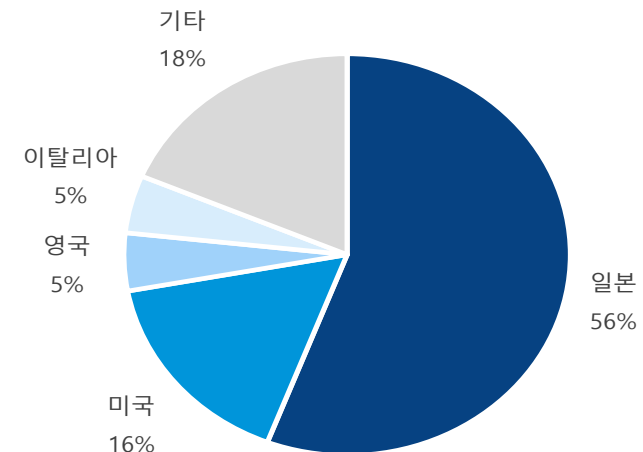
- 지난 11월 초 일본 총리가 국회에서 대만 사안에 대한 군사 개입 가능성 언급. 이에 중국 측은 강력하게 반발하며 일본에 대한 외교적 항의, 여행 자제 권고, 일본산 수산물 수입 중단, 문화/인적 교류 제한 등의 경제 및 사회적 보복 조치 개시. 이후 중국 전역에서 일본 아티스트의 공연과 일본 영화 상영이 취소 또는 연기된 사례가 보도되고 있는 상황. 연초 공개된 40여개의 해외 아티스트 중국 공연 일정 중 일본이 60%를 차지할 만큼 중국 내 공연 수요가 강력했던 만큼 현 상황에서 K팝이 좋은 대안으로 떠오를 수도
- 서양권 아티스트의 중국 공연 확대도 긍정적. 해외 아티스트 공연은 상하이, 베이징, 광저우, 항저우, 선전 등 주요 도시에 집중. 주로 1~2만명 규모의 아레나 공연장에서 진행되나, 스타디움 규모 공연도 점차 증가하는 추세
- <2025년 상반기 항저우 관광경제 운영 보고서>에 따르면, 2025년 상반기 항저우는 53건의 대규모 콘서트와 뮤직 페스티벌을 개최하여 총 85만 명의 관객을 유치하고 약 8억 위안의 흥행 수익 창출. 이를 통해 45억 위안 이상의 종합 문화관광 소비 창출
- 여전히 사전 심사 등 제약이 많고 정치적 불확실성이 있는 상황이지만 대형 콘서트 유치에 따른 지역 경제 활성화가 지속 확인되고 있는 만큼 계속해서 지켜볼 필요

<그림> 서양권 아티스트 중국 스타디움 공연 발표



자료: iM증권 리서치본부

<그림> 중국 내 해외 아티스트 국가별 공연 비중(2025년 2월 기준)



자료: iM증권 리서치본부

한한령 완화가 실적에 미치는 영향

- 한한령 이전 중국에서 공연했던 주요 그룹은 동방신기, 빅뱅, EXO 등. 특히 빅뱅은 2015년 15회(20만명), 2016년 29회(40~50만명)로 전례 없는 규모의 중국 투어 진행하며 중화권 가수 포함 2016년 중국 본토에서 가장 높은 콘서트 수익 기록. 당시 티켓 총 매출은 약 4.7억 위안(약 930억원), YG 중국 매출 690억원 중 콘서트 매출은 약 330억원. 티켓 총매출의 약 35%가 YG로 인식
- 당장 대규모 투어 기대하긴 어렵지만, 팝업 스토어와 같은 중국 내 오프라인 이벤트의 규모 및 횟수 확대 등 과거 보다는 우호적인 환경 조성. 대부분의 K팝 아티스트가 강력한 중국 팬덤을 보유하고 있는 만큼 북미/유럽 공연 규모 확장이 제한적인 그룹일수록 중국 투어 재개에 따른 실적 성장 여력 큼. 서양권 아티스트의 사례를 봤을 때 아레나 투어가 일반적이나 점차 스타디움 공연도 확대되고 있다는 점에서 추가 모멘텀으로 작용할 수 있을 것
- 2024년 중국 콘서트 박스오피스 TOP 10의 평균 티켓 가격인 1,218위안 (25만원) 기준, 투어 관객 수 20~50만명으로 Case를 나눠보면, 관객 수에 따른 그룹당 티켓 총 매출은 500~1,250억원 예상. 미니멈 게런티(MG) 20~40% 적용 시, 100~500억원의 공연 매출이 추가될 수 있으며, 아티스트 정산 등 비용(원가율 50% 가정) 단순 제거 후 50~250억원의 증익이 가능할 것으로 추정

<표> 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)		2.5	2.5	2.5	2.5
총 매출 (십억원)		50	75	100	125
MG (십억원)	20%	10	15	20	25
	25%	13	19	25	31
	30%	15	23	30	38
	35%	18	26	35	44
	40%	20	30	40	50
영업이익 (십억원)	20%	5	8	10	13
	25%	6	9	13	16
	30%	8	11	15	19
	35%	9	13	18	22
	40%	10	15	20	25

자료 : iM증권 리서치본부



[자동차]

감익을 걱정하지 말고 위를 바라보자

I. 관세를 넘어 미국 M/S 확대까지: HMGMA를 통한 증산과 하이브리드 판매에 주목

- 일본, 한국 등의 국가들이 관세 인하 협상을 타결했고, 부품 크레딧 정책 만료 기한이 연장되며 관세에 대한 시장의 우려는 연초 대비 확연히 감소.
- 그럼에도 불구하고 15%의 자동차 관세는 상당 기간 지속될 것으로 판단되고, 이에 주요 OEM들의 관세 대응 능력과 향후 성장 전략에 시장의 초점이 맞춰지고 있음.
- 현대차그룹의 경우 1) HMGMA 증산을 통한 미국 생산 대수 확대, (2) 하이브리드 및 프리미엄 차량 확대를 통한 제품 믹스 개선 등이라는 강점을 가지고 있다고 판단됨.

<그림> I. 관세를 넘어 미국 M/S 확대까지: HMGMA를 통한 증산과 하이브리드 판매에 주목

I. 현대차그룹은 미국내 관세 영향을 최소화하고 하이브리드 중심의 성장 이어갈 것

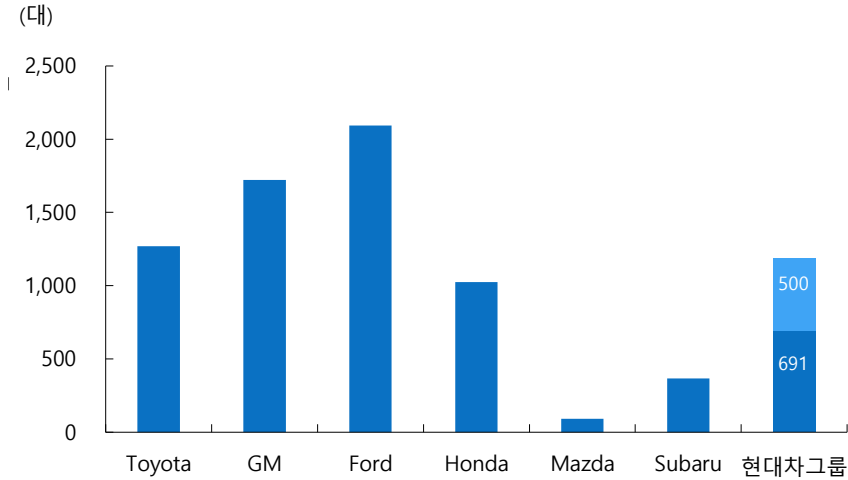
관세 영향은 예상보다 낮음	HMGMA를 중심으로 한 증산	하이브리드와 프리미엄 위주 성장 전략
뒤늦게 자동차 관세 15%로 인하 경쟁 국가 대비 가장 늦게 한국의 대미 자동차 관세가 15%로 인하 발표 동일한 관세임에도 불구하고 한국의 경우 12.5%가 아닌 15% 인상 효과가 나타난다는 우려	경쟁 OEM의 미국 생산 규모 대비 열위 100~200만대 미국 생산 체제를 갖춘 경쟁 OEM 대비 현대차그룹의 경우 70만대 수준 미국 OEM들의 경우 멕시코, 캐나다 생산 물량을 미국으로 빠르게 재편성 중	미국 내 일본 업체의 하이브리드 경쟁력 높음 일본 OEM들의 미국 하이브리드 시장 점유율은 60% 수준으로 가히 압도적 Toyota의 프리미엄 브랜드 Lexus의 경우 하이브리드 PT 탑재로 제품 다변화 확립
부품 크레딧 정책에 따른 관세 부담 경감 미국 상무부의 부품 크레딧 정책 종료 기한이 연장되며 관련 업체들의 관세 부담 축소 한국의 현지 생산율을 40% 내외로 경쟁 업체 대비 다소 낮으나 비가격정책 유효	HMGMA 완공 기준 120만대 생산 체제 HMGMA의 최종 디자인 CAPA는 50만대로 그룹 합산 120만대 생산 체제 확립 가능 미국 OEM을 제외하면 일본 OEM 현지 생산대수는 100만대 언저리로 동등한 경쟁 가능	하이브리드 신차 + 제네시스 미국 저변 확대 더 올 뉴 펠리세이드, 2세대 텔룰라이드 미국 출시를 통해 하이브리드 점유율 확대 가능 상대적으로 저조한 제네시스의 미국 경쟁력 확대는 G80~GV80 하이브리드 출시로 이뤄질 것

미국 생산량 확대로 관세 타격 최소화

HMGMA 생산대수는 2026년부터 증가할 것

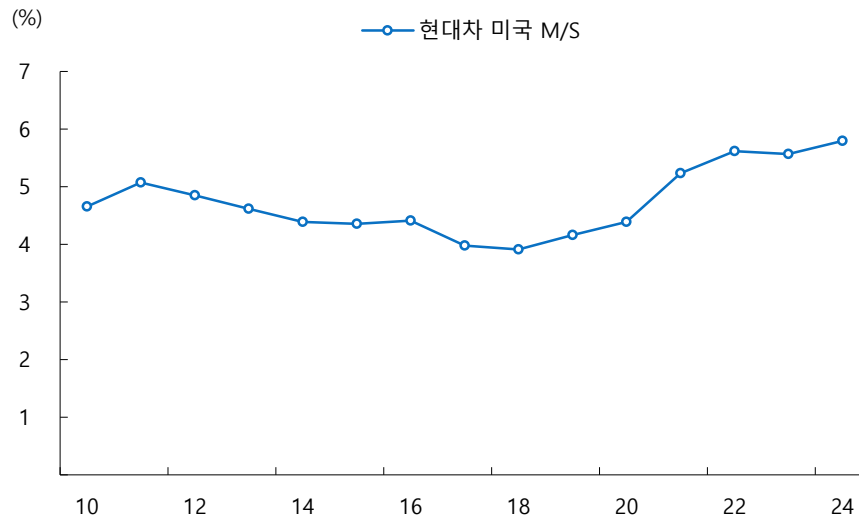
- HMGMA는 전기차 전용 생산 공장으로 설계된 것은 사실이나, 향후 하이브리드를 포함한 생산 차종 확대가 이뤄질 전망이다.
- 이를 통해 현대차그룹은 향후 미국 내 120만대 생산 체제를 갖출 전망이다며, 2030년 기준 미국 판매 차량의 80% 이상을 현지에서 생산하겠다는 목표를 공유하고 있다. 더불어 현재 50~60% 수준인 부품 현지화율 또한 80%까지 확대할 계획.
- 2024년 기준 주요 OEM별 미국 생산 대수는 Toyota: 127만대, GM: 172만대, Ford: 209만대, Honda: 102만대 등인 바, 향후 현대차그룹과 글로벌 OEM과의 현지화 경쟁력은 좁혀질 전망이다.

<그림> 2024년 기준 주요 OEM 미국 생산 대수 및 향후 현대차그룹 미국 생산대수 전망



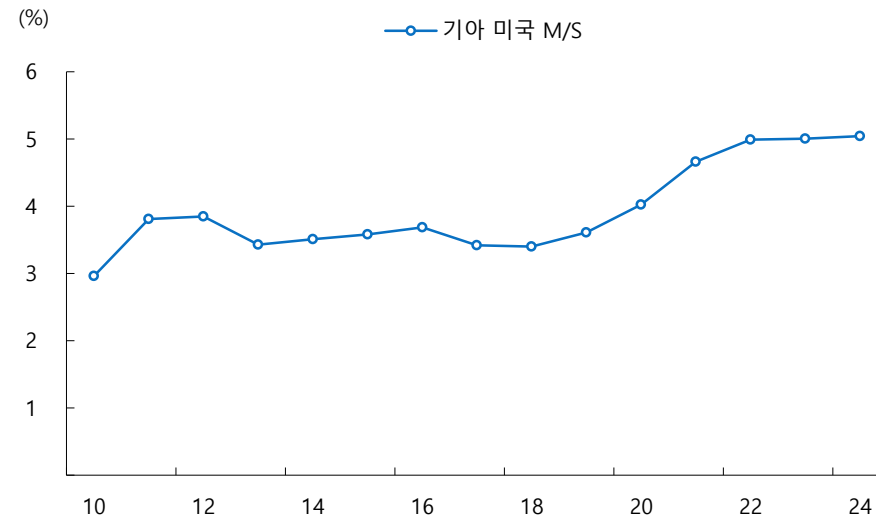
자료: iM증권 리서치본부

<그림> 현대차 미국 시장 M/S 추이



자료: Statista, iM증권 리서치본부

<그림> 기아 미국 시장 M/S 추이



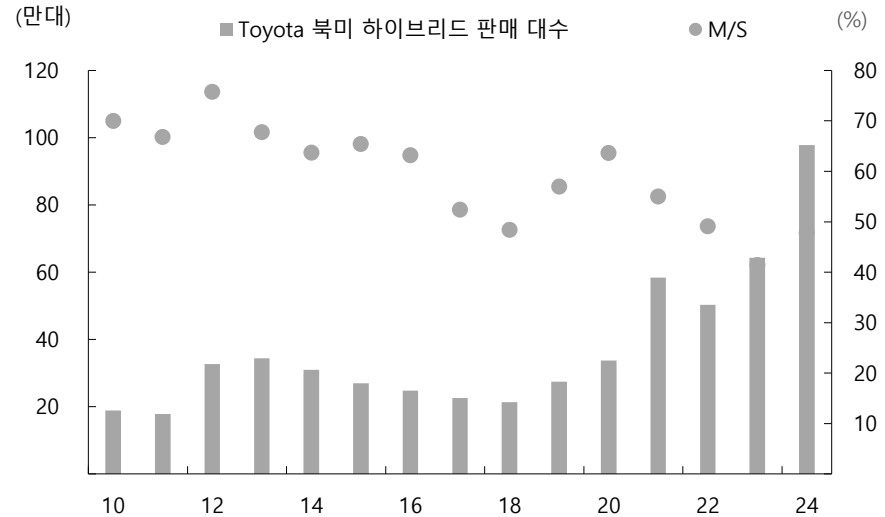
자료: 통계청, iM증권 리서치본부

일본과 하이브리드 경쟁력 격차 좁힐 것

2026년 현대차그룹 HEV 신차 출시 효과 유의미할 것

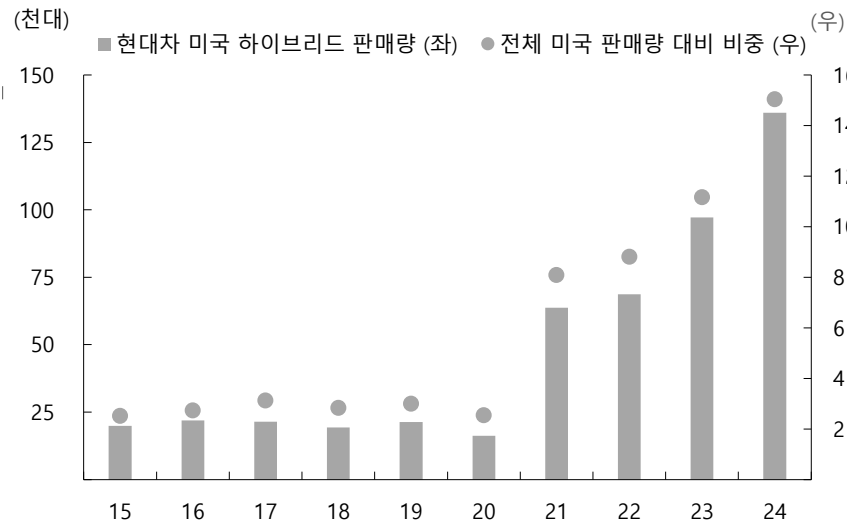
- 2024년 기준 미국 하이브리드 침투율은 약 10.5%로 파악되고, 전기차 침투율은 약 7.9% 수준.
- 현대차그룹의 미국 하이브리드 판매 증가세도 매우 고무적이며, 2021년부터 미국 하이브리드 판매량이 급격하게 증가하고 있다. 2024년 기준 현대차 13.6만대 + 39.8% YoY, 기아 8.6만대 +0.2% YoY를 기록했으며, 이는 전체 그룹 미국 판매량 대비 13.1% 수준.
- 사실상 미국 내 하이브리드 경쟁 업체 중 유일한 Toyota의 경우 북미 M/S가 감소 중. 현대차의 신형 펠리세이드, 기아의 텔룰라이드 등 신규 HEV 모델 출시를 통한 하이브리드 중심 성장 이어질 것.

<그림> Toyota 북미 하이브리드 판매 대수 추이



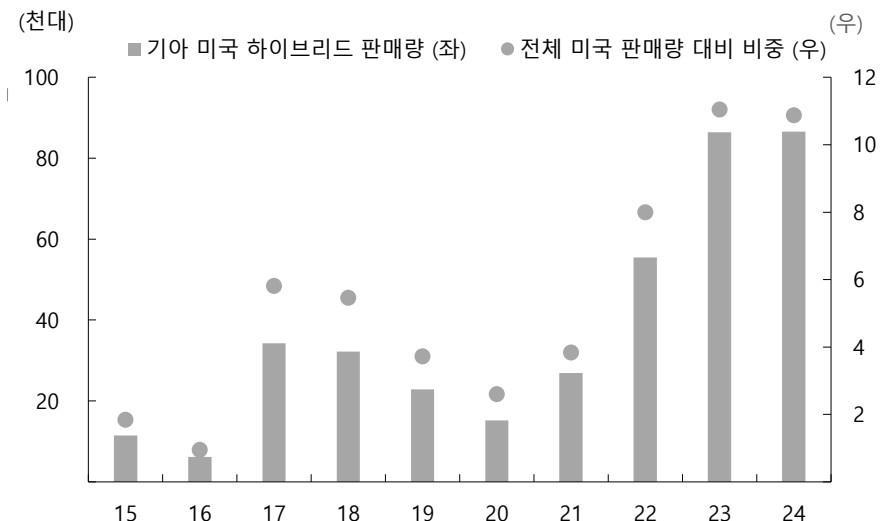
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

<그림> 현대차 북미 하이브리드 판매 대수 추이



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

<그림> 기아 북미 하이브리드 판매 대수 추이



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

II. 현대차그룹이 인도 내 추가 성장이 가능한 이유

- 현대차그룹의 2030년 인도 도매 판매 가이던스는 112만대이고, 이는 그룹 전체 판매 대수 대비 11%에 해당한다. 자동차 보급률이 낮고, 경제 성장 여력이 높은 신흥국이라는 점에서 인도 시장은 주요 OEM에게 매력적인 시장 중 하나.
- 현대차그룹의 인도 시장 체크포인트는 세 가지로 정리된다, 1) GST 인하를 기점으로 한 인도 승용차 업황 반등, 2) SUV 중심으로 이미 구성되어 있는 제품 포트폴리오, 3) 시장 과점 업체의 전기차 경쟁력이 낮아 M/S 흡수 가능성 등임.
- 불어 인도 시장은 단순히 판매 대수 확대를 통한 Revenue 증가라는 측면에 더해 글로벌 권역으로의 수출 거점 역할도 맡고 있음. 현대차그룹은 GM 탈레가온 공장 인수를 통해 2030년 기준 130만대 생산체제를 갖출 전망.

<그림> II. 현대차그룹이 인도 내 추가 성장이 가능한 이유

II. 현대차그룹이 인도 시장 내 추가 성장이 가능한 이유

성장성 둔화는 일시적, 빠른 반등 기대	중국과 다른 인도 시장	향후 전기차 시장에서 존재감 높을 것
성장성 둔화 및 로컬 업체 M/S 확대	중국과 인도는 많은 부분에서 닮아 있음	인도의 전기차 시장 침투율은 아직 낮음
인도 자동차 시장은 2020년대 초 성장성을 보여 주지 못하는 상황	경제 규모 및 중산층 확대 가능성 등 인도 시장은 2000년대 초 중국과 상당히 유사	인도 전기차 시장 침투율은 아직 2% 수준이나 시장 구성의 대부분은 로컬 OEM
로컬 OEM들의 저변 확대로 시장 M/S 확대에 최근 부침을 겪는 중	로컬 OEM 경쟁력 확대 및 급격한 전동화로 시장 점유율을 잃었던 중국 시장에서의 기억	올해 현대차그룹의 신규 EV 출시 효과가 생각보다 미미한 것이 사실
GST 인하 및 신차 효과 관찰될 것	중국의 시장 진입은 어렵고 이미 경쟁력 확보	일본, 중국이 제외된 향후 전기차 시장 경쟁
GST 인하에 따른 차량 구매 수요 발현될 것	중국의 현재 인도 시장 점유율은 미미하고, 앞으로 시장 진출을 쉽지 않을 것	중국의 경우 내연기관과 마찬가지로 인도 전기차 시장 진출 가능성 낮음
현대차그룹의 현지 특화 B Segment 이하 차량의 신차 효과는 2026년부터 관찰될 것	SUV-B 중심의 인도 특화 라인업은 이미 완성	일본 또한 하이브리드 우선 기조에 따라 전기차 시장 준비 상태가 매우 미비

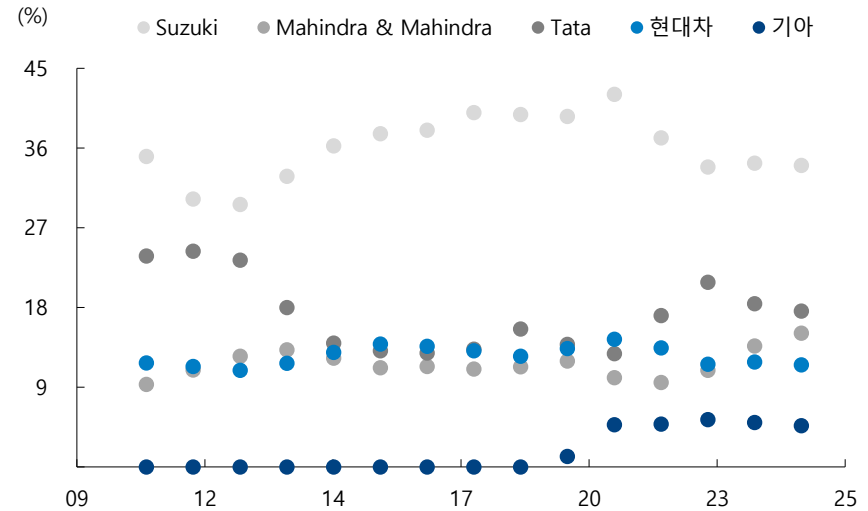
자료: iM증권 리서치본부

인도 시장 M/S를 상쇄할 시장 수요 반등

GST 인하 효과가 본격화될 2026년

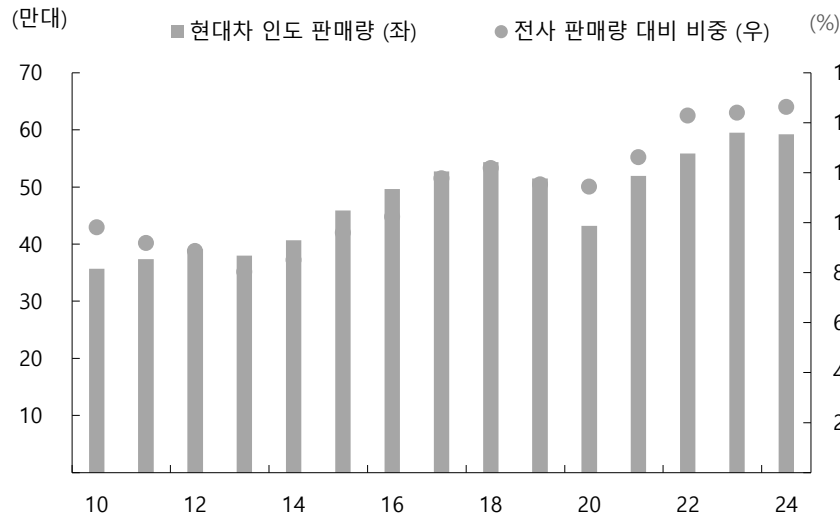
- Mahindra & Mahindra, Tata Motor 등 인도 로컬 OEM의 부상으로 Suzuki를 포함한 현대차그룹의 인도 시장 점유율 또한 최근 몇 년간 감소하고 있는 것이 사실.
- 2025년 9월부터 인도 승용차 구매시 지불해야 하는 GST가 기존 28%에서 18%로 인하되며 전반적인 인도 승용차 구매 수요 반등 전망.
- 현대차그룹의 경우 기존 SUV-C 이하 인도 전략형 모델 외 중대형 차종 출시를 통해 시장 수요 반등에 따른 수혜 가능할 것.

<그림> 인도 내 주요 완성차 OEM 연간 시장 M/S 추이



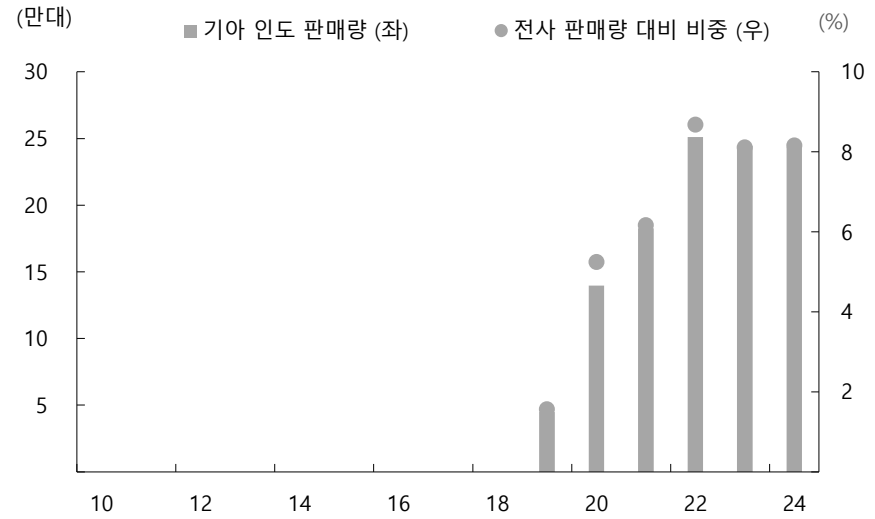
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

<그림> 현대차 인도 월간 차량 판매량 및 인도 M/S



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

<그림> 기아 인도 월간 차량 판매량 및 인도 M/S



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

III. 현대차그룹은 SDV, 자율주행을 포기하지 않은 거의 유일한 OEM

- 현대차그룹은 중앙집중형 아키텍처 CODA, 통합형 OS Ploes를 통해 2027년 말까지 양산차량에 SDV를 구현할 계획.
- 현대차그룹은 42 Dot, Motional을 통해 직간접적으로 자율주행 기술 개발을 이어왔는데, 최근 Camera 기반의 Non- HD Map E2E 자율주행 (Tesla 방식)으로 미래 기술 개발 방향을 확립함.
- 현대차그룹은 Tesla를 제외하면 SDV와 자율주행 개발의 끈을 놓지 않은 거의 유일한 OEM이기 때문에, 추후 개발 성과에 따른 밸류에이션 상승을 기대해볼 수 있는 상황.

<그림> III. 현대차그룹은 SDV, 자율주행을 포기하지 않은 거의 유일한 OEM

III. 현대차그룹은 SDV, 자율주행을 포기하지 않은 거의 유일한 OEM

전기차 전환 지연, SDV와 자율주행의 시간	CODA, Ploes를 통한 SDV 자체 구현	Non-HD Map과 E2E 자율주행이라는 대세
글로벌 전기차 수요 둔화에 따른 영향	SDV 구현 시점이 계속해서 지연	자율주행에 있어 Tesla의 입지는 압도적
글로벌 전기차 수요는 각국의 생산, 구매 보조금 폐지에 따라 급격히 하락 중	현대차그룹의 경우 당초 목표한 SDV 구현 시점을 연기하며 시장 우려 확대	Tesla는 FSD V12를 기점으로 E2E 자율주행을 완성했다고 평가받음
이는 중국 전기차 업체 시장 침투를 우려하는 등의 복잡한 셈이 숨어있어 장기화 될 전망	42Dot, Motional을 통한 간접적인 자율주행 기술 개발 또한 뚜렷한 성과 보여주지 못함	대부분의 레거시 OEM들은 자체 개발에 실패했을 뿐 아니라 기술 협력 또한 좌초된 상황
전기차는 SDV와 자율주행을 위한 필수 조건	2027년 SDV 양산차량에 적용 목표	Tesla의 방향성을 따라가고 있는 현대차그룹
SDV, 자율주행 구현에 있어 내연기관 대비 전기차 플랫폼이 더 적합한 형태	중앙집중형 아키텍처 CODA, 통합형 OS Ploes가 탑재된 SDV 2027년 양산차량에 적용 목표	현대차그룹은 Camera 기반 Non-HD Map 자율주행이라는 Tesla 방향성을 모방
자체 전기차 전용 플랫폼을 보유하고 있어 현대차그룹은 향후 SDV 이상 기술 개발에 유리	SDV 적용 양산차량으로부터 주행 데이터를 수집할 계획이며 이는 자율주행 경쟁력으로 연결	자체 SDV 플랫폼 구현 후 주행 데이터의 점진적 수집에 따른 경쟁력 확보 가능

2026년부터 하나씩 실현될 자율주행 로드맵

26.2Q 데모카 개발 현황을 확인해야 할 것

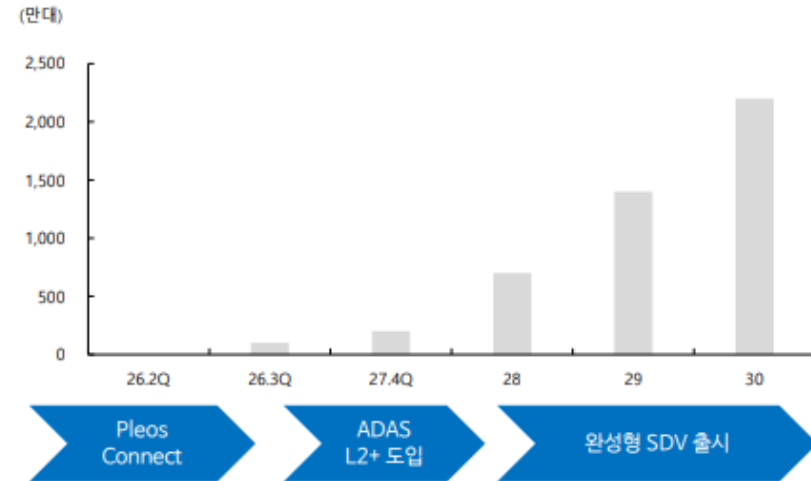
- 현대차그룹은 단순히 기존의 방법론을 고수하는 것이 아니라, Camera와 E2E 자율주행이라는 기술 흐름을 따라가고 있고, 이를 위해 SDV를 대량 양산하겠다는 XP2 프로젝트를 가동할 예정.
- 또한 현대차그룹은 Divide and Conquer 방식에서 E2E 자율주행으로 개발방향을 완전히 선회한 것으로 판단되며, Motionl 대비 Camera 기반 자율주행 기술 경쟁력을 가진 포티투닷이 중심에 설 전망.
- 현대차그룹은 SDV 구조를 적용한 데모카 1000여대를 생산해 초기 자율주행 학습용 데이터를 수집할 예정. 2027년부터 탑재대수를 확대해 27년 4분기 L2+ 자율주행 도입, 28년 SDV 완성을 목표.

<그림> Camera 기반의 E2E 자율주행이라는 방향성을 설정함과 동시에 이는 42dot 중심의 기술 개발이 될 전망



자료: 현대차그룹, iM증권 리서치본부

<그림> 현대차그룹 XP2 프로젝트 로드맵 전망



자료: 현대차그룹, iM증권 리서치본부

<그림> 단순 인포테인먼트 시스템 외 서버 혹은 차량 단에서의 자율주행 학습 지원이 가능한 구조를 갖출 것으로 전망



자료: 현대차그룹, iM증권 리서치본부

IV. 현대차그룹은 휴머노이드 산업 개화에 따른 수혜 가능

- 현대차그룹도 2021년 Boston Dynamics 인수 후 여러 행보를 이어오고 있음. 이는 단순 투자 목적 외 완성차 OEM들의 생산성 증대라는 목적을 내포하고 있음.
- 많은 완성차 OEM들은 General Assembly 공정을 자동화하고 싶은데, 기존의 로봇으로는 이를 자동화하기 여의치 않음. 반면 휴머노이드의 경우 사람의 인체와 유사한 폼팩터 덕에 General Assembly에 적합한 것.
- 대차그룹은 Boston Dynamics의 Atlas를 생산 공장 내에 활용할 계획임. 완성차 OEM 중 글로벌 휴머노이드 업체를 보유하고, 이를 적극적으로 활용할 수 있는 업체는 현대차그룹이 유일함.

<그림> IV. 현대차그룹은 휴머노이드 산업 개화에 따른 수혜 가능

IV. 현대차그룹은 휴머노이드 산업 개화에 따른 수혜 가능

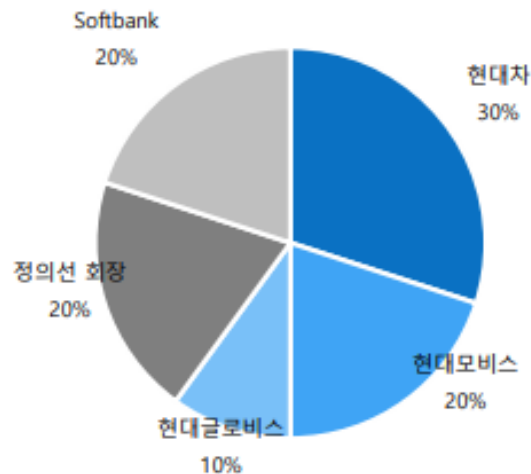
시장의 관심이 집중되는 휴머노이드 산업	완성차 업체들이 휴머노이드에 진심인 이유	현대차그룹과 Boston Dynamics의 시너지
시장의 관심을 두고 과열이라는 비판 존재	유독 완성차 업체들의 적극적인 휴머노이드 투자	Boston Dynamics 타임라인에 대한 의문
국내 로보틱스 산업 시가총액 YTD +74.1%	대부분 휴머노이드 산업의 투자 주체 및 주요 고객은 완성차 업체	2020년 Boston Dynamics 인수 후 뚜렷한 기술 개발 방향성을 보여주지 못함
일부 업체 제외하고 아직 기술 개발 단계	완성차 업체의 휴머노이드 활용 방법에 대한 의문	Atlas 등 주요 제품 가격은 여전히 높은 수준
그럼에도 선두 업체의 성과는 인상적	Assembly 공정 위주의 점진적 자동화	HMGMA를 중심으로 한 상용화 전망
Tesla는 2026년 3세대 제품의 본격적 양산 시작	Assembly 공정 내 까다로운 Wiring Harness 정리 작업	HMGMA를 기점으로 점진적으로 현대차그룹 내 휴머노이드 활용 확대 목표
국내 업체들 또한 2026년을 기점으로 개발 본격화	향후 휴머노이드에 적합한 형태로 차량 조립 라인도 변모할 것	빠르면 25.4Q부터 Atlas의 HMGMA 시범 투입 가능할 것으로 기대

Boston Dynamics발 낙수효과 나타날 것

상장 추진에 따른 관련 수혜 종목에 대한 관심 이어질 것

- 2020년 기준 정의선 회장을 포함한 현대차그룹의 Boston Dynamics 지분율은 80%였으나, 이후 네차례의 유상증자에 Softbank가 참여하지 않았고, 이에 지분율은 약 87%까지 증가.
- Boston Dynamics는 현대차그룹 지배구조 개편과도 밀접한 관련을 가지고 있기 때문에, 향후 상장 가능성 높음. 따라서 Boston Dynamics 사업은 빠른 시일 내 본격화될 가능성이 높고, 이에 따른 현대차그룹의 주요 계열사에게서 여러 낙수효과를 관찰할 수 있을 전망.
- 관련하여 휴머노이드 개발용 핵심 부품 중 하나인 액추에이터 공급 업체가 자동차 부품 업종에서 관찰될 가능성이 높음.

<그림> 2021년 기준 Boston Dynamics 지분 구성



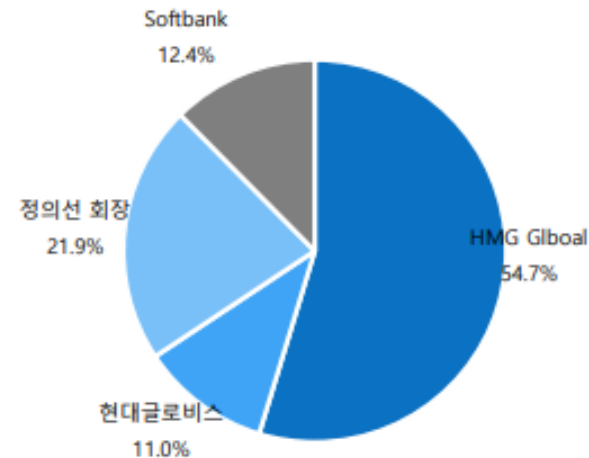
자료: iM증권 리서치본부

<그림> 현대차그룹의 로봇 밸류체인



자료: iM증권 리서치본부

<그림> 2025년 기준 Boston Dynamics 지분 구성



자료: iM증권 리서치본부

V. 현대차그룹은 휴머노이드 산업 개화에 따른 수혜 가능

- 지난 2025년 11월 정의선 회장 - 이재용 회장 - 잰슨 황의 '간부 회동' 이후 현대차그룹과 nVIDIA의 협력 세부 내용이 발표되었다. 현대차그룹은 nVIDIA로부터 Blackwell GPU 5만개를 공급받을 예정이며, 이는 자율주행 및 휴머노이드 개발을 위한 서버로 활용될 것.
- Tesla를 제외하면 단일 완성차 업체 기준 현대차그룹은 GPU를 가장 많이 보유한 업체가 될 전망이다. 이미 nVIDIA는 SDV부터 휴머노이드까지 관련 솔루션을 제공 중이기 때문에, 현대차그룹은 이를 통해 관련 기술 개발 속도를 높여 나갈 것.
- 또한 현대차그룹의 기존 개발 전략과 nVIDIA의 제품 포트폴리오가 충돌하지 않기 때문에, Ploes나 Boston Dynamics 활용 방법 등 기존 전략은 유지될 전망.

<그림> V. 현대차그룹은 휴머노이드 산업 개화에 따른 수혜 가능

V. 현대차그룹은 nVIDIA와의 협력을 통해 새로운 OEM이 될 것

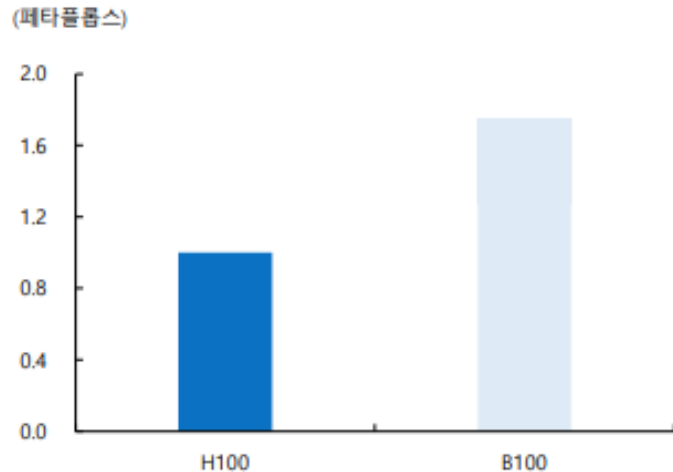
Tesla 다음으로 GPU가 많은 완성차 업체	SDV~로보틱스 등 nVIDIA 기존 솔루션 활용	기존 현대차그룹 사업 전략 유지 전망
현대차의 스마트카 경쟁력에 대한 의문 존재	시장의 이해가 낮은 nVIDIA의 Physical AI 제품	현대차그룹의 사업 전략 변경 가능성
42Dot, Motional 등 지속적인 자율주행 관련 투자에도 뚜렷한 성과 없음	GPU 외 nVIDIA의 Physical AI 관련 솔루션에 대한 시장의 이해도는 아직 낮은 수준	Ploes 등 기존 현대차그룹의 SDV~자율주행 전략에 변동사항이 있을 것이라는 의문
Tesla의 FSD V12 출시를 기점으로 기술 경쟁에 상당히 뒤쳐져 있다는 평가	nVIDIA 제품을 대체하기 위한 여러 후발 주자들 또한 등장하고 있는 상황	Boston Dynamics의 향후 사업 모델 및 그룹 차원에서의 활용 방법 수정 가능성 대두
5만개의 GPU로 구축될 대규모 데이터센터	nVIDIA의 현행 제품 솔루션 완성도 높음	현대차그룹과 nVIDIA는 이제 기술 개발 파트너
총 26만개의 GPU 중 5만개가 현대차그룹에 할당되었고 이는 데이터센터 구축에 활용	이미 nVIDIA는 SDV~자율주행에 이르는 차량용 솔루션을 주요 OEM에게 제공	nVIDIA는 E2E, Non-HD Map 등 최근 자율주행 기술 트렌드를 이미 반영
현재 Tesla가 운영 중인 데이터 센터 대비 30% 수준의 학습 용량을 가진 것으로 추정	휴머노이드용 Foundation Model 제품을 이미 판매 중일 정도로 시장 선점	Boston Dynamics는 이미 nVIDIA의 핵심 파트너로 자리잡아 해당 기조 이어질 것

nVIDIA 협력으로 구체화될 AI 경쟁력

기존 현대차그룹의 AI 사업 전략 수정 또한 크게 없을 것

- 현대차그룹은 Blackwell GPU 5만개를 통해 대형 서버를 구축할 것이다. 현대차가 확보하게 된 GPU의 가치를 알기 위한 기준점이 있는데 바로 Tesla.
- 현대차그룹은 최소 Tesla가 운영 중인 데이터 센터 대비 30% 성능의 서버를 구축할 수 있고, 이는 완성차 업체 기준 세계 2위라는 점은 분명해 보임.
- 현재 현대차그룹이 지향하고 있는 통합형 OS 기반 SDV, Camera 기반 E2E 자율주행, Physical AI에 기반한 휴머노이드 등의 개발 기조는 글로벌 기술 발전 동향과 유사하기에, 전면적인 전략 수정도 없을 것.

<그림> B100과 H100 학습 능력 비교 (NVLink 효과 등을 제외한 보수적인 값)



자료: iM증권 리서치본부

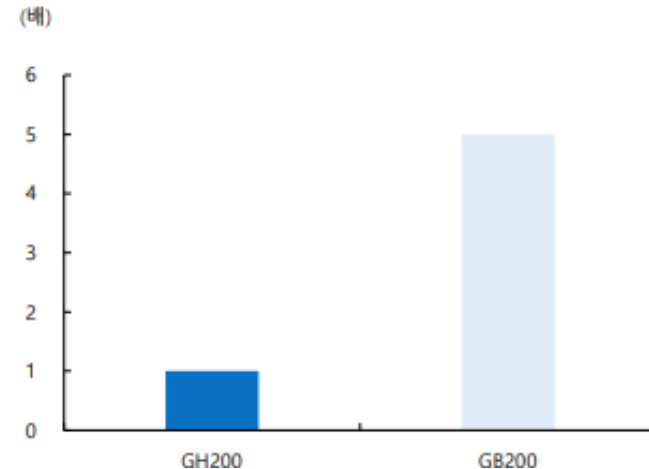
<그림> nVIDIA 협력 발표에 포함된 주요 기업

	경부	삼성전자	현대차그룹
GPU 할당 물량	50,000개	50,000개	50,000개
추가 nVIDIA 협력 내용	소버린 AI 구축	Jetson 위탁 생산	SDV~로보틱스 솔루션 협력

	SK그룹	네이버	LG그룹
GPU 할당 물량	50,000개	60,000개	금번 발표에 미포함
추가 nVIDIA 협력 내용	HBM 6세대 공급	하이퍼클로버X 및 로보틱스	EXAONE 모델 개발 협력

자료: iM증권 리서치본부

<그림> GH200과 GB200 학습 능력 비교 (NVLink 효과 등을 제외한 보수적인 값)



자료: iM증권 리서치본부



[반도체]

업황 강세 전망. 단 이미 너무 비싼 DRAM 가격

CY26 DRAM 수요 증감률: 생산 증가율을 소폭 상회할 듯

- CY25 PC, 스마트폰, 서버 출하 증가율 전망치를 +1.5%, +2.3%, +8.7%로 올리고 DRAM 수요 증가율 전망치 역시 19.1%로 상향 조정. CY25 DRAM 수요 증가율은 업계 생산 증가율인 18.0%를 상회
- CY26에 완만한 경기 둔화를 가정하고 PC, 스마트폰 출하 증가율을 모두 0%, 빅테크 Capex YoY 증가율이 76%까지 상향될 것으로 가정하고 서버 출하 증가율을 +10.0%로 상정. 이 경우 CY26 DRAM 수요 증가율은 19.5%로 전망됨. CY26 GB/Box는 지나치게 높은 DRAM 가격에 따라 모든 Application에서 증가율이 하락할 전망이다
- 현재 예상되는 CY26 업계 생산 증가율은 19.1% (삼성전자 21%, SK하이닉스 17%, Micron 15%, 중국 32%). 최근의 업황 호조에 따라 DRAM 업체들의 CY26 생산 증가율 계획치가 상향 조정 중이나, CY26 DRAM 수요 증가율은 생산 증가율을 소폭 상회할 가능성이 높은 것으로 판단됨

<표> CY25, CY26 DRAM 수요 증가율 전망

CY25E	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규
Set 출하 증가율	1.4%	1.5%	0.1%	2.3%	-5.3%	-2.9%	0.2%	-0.7%	8.1%	8.7%		
DRAM 탑재량 증가율	8.3%	8.2%	11.5%	10.0%	4.8%	4.3%	3.4%	1.6%	21.0%	22.5%		
DRAM 수요 증가율	9.8%	9.9%	11.6%	12.5%	-0.8%	1.2%	3.6%	0.9%	30.8%	33.2%	18.1%	19.1%
CY25E Vs CY26E	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26
Set 출하 증가율	1.5%	0.0%	2.3%	0.0%	-2.9%	-1.6%	-0.7%	0.0%	8.7%	10.0%		
DRAM 탑재량 증가율	8.2%	6.2%	10.0%	9.0%	4.3%	3.4%	1.6%	2.2%	22.5%	23.1%		
DRAM 수요 증가율	9.9%	6.2%	12.5%	9.0%	1.2%	1.7%	0.9%	2.2%	33.2%	35.4%	19.1%	19.5%

자료 : iM증권 리서치본부

Server: CY26 서버 출하 증가율이 10%에 도달할 수 있을지가 관건

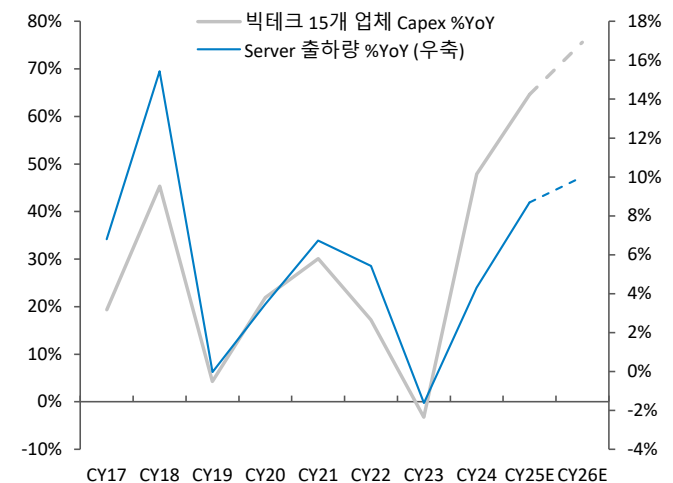
- 11월 20일 집계된 Neo Cloud 업체 포함 빅테크 업체 15개사의 FY25 Capex 증감률은 9월 30일 집계치 +60.7%에서 +64.6%로 상승. 당사는 이를 반영하여 CY25 서버 출하 증가율 전망치를 8.1%에서 8.7%로 상향
- CY26 공급 부족을 의식한 빅테크 업체들의 서버용 DDR5 주문이 증가하는 가운데, Micron DDR5의 불량 문제가 불거지고 중국 고객들의 CY26 서버 생산 대폭 증가 계획까지 겹치며 서버용 DDR5의 수급이 급격히 타이트해진 상황. 일부 빅테크 업체들은 CY26 서버 DRAM 주문량을 올해 대비 100% 증가하는 것으로 제시 중. 단 이에는 Double Booking이 포함되어 있을 가능성이 높은 듯
- 현재 시장의 FY26 Capex 증감률 전망치는 +35.4%이나 당사는 4Q25 이후 실적 발표를 거치며 향후 76%까지 상향 조정될 것으로 가정. 이 경우 CY26 서버 출하량 증가율은 10% 예상. CY26 서버 출하 증가율이 10%에 도달할 수 있을지가 CY26 반도체 업황의 관건이 될 전망이다
- Quanta에 따르면 기존 빅테크 업체들 (특히 Meta)의 CY26 AI 서버 생산 증가율은 하락하나 Oracle의 주문이 대폭 증가하여 CY26에도 동사 AI 서버 생산 증가율이 100%에 달할 듯. 단 최근 HPE, Dell 등이 대규모 감원을 시행 중으로 CY26 일반 서버 생산 증가율은 둔화될 전망

<표> 주요 빅테크 업체들의 Capex 추이 및 전망

Capex (\$mn)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E		FY26E
										9월 30일	11월 20일	
Google	10,212	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	52,535	85,298	91,415	114,615
Apple	12,734	12,451	13,313	10,495	7,309	11,085	10,708	10,959	9,447	12,513	12,715	13,988
Meta	4,491	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	37,256	68,879	70,044	108,373
Amazon	7,804	11,955	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	82,999	119,354	121,782	144,264
Microsoft	8,343	8,129	11,632	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	44,477	64,551	64,551	97,114
IBM	3,567	3,229	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,048	1,493	1,474	1,570
Oracle	1,189	2,021	1,736	1,660	1,564	2,135	4,511	8,695	6,866	21,215	21,215	35,804
Paypal	669	667	823	704	866	908	706	623	683	909	931	1,000
eBay	626	666	651	508	463	444	449	456	458	517	531	544
Salesforce	710	464	534	595	643	710	717	798	736	658	658	721
Alibaba	1,706	2,609	4,509	7,399	6,517	6,379	8,311	5,014	4,594	11,907	11,907	15,066
Tencent	1,492	1,801	3,356	3,927	5,719	4,808	3,451	3,017	9,675	11,998	12,388	12,791
Baidu	631	708	1,327	931	738	1,689	1,232	1,580	1,130	1,517	1,580	1,577
CoreWeave	0	0	0	0	0	0	72	2,943	8,702	16,851	14,969	25,840
NeBius	144	212	453	318	341	606	750	1,073	808	2,501	4,202	9,265
Total Capex	54,318	64,829	94,211	98,258	119,803	155,831	182,699	176,756	261,414	420,161	430,362	582,532
미국 IDC Capex	50,345	59,499	84,565	85,684	106,488	142,349	168,884	163,129	236,505	375,387	385,316	517,993
중국 IDC Capex	3,828	5,117	9,193	12,256	12,973	12,876	12,993	9,611	15,399	25,422	25,875	29,434
Neo Cloud Capex	144	212	453	318	341	606	822	4,016	9,510	19,352	19,171	35,105
Total %YoY	19.8%	19.4%	45.3%	4.3%	21.9%	30.1%	17.2%	-3.3%	47.9%	60.7%	64.6%	35.4%
미국 업체 %YoY	20.7%	18.2%	42.1%	1.3%	24.3%	33.7%	18.6%	-3.4%	45.0%	58.7%	62.9%	34.4%
중국 업체 %YoY	11.7%	33.7%	79.6%	33.3%	5.9%	-0.7%	0.9%	-26.0%	60.2%	65.1%	68.0%	13.8%
Neo Cloud %YoY	-32.9%	47.1%	113.2%	-29.9%	7.4%	77.5%	35.7%	388.6%	136.8%	103.5%	101.6%	83.1%

자료 : Bloomberg

<그림> 빅테크 Capex와 Server 출하량 증감률 비교



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

Server: CY26 CoWoS Capa 할당량 및 AI 가속기 반도체 생산 전망

- 가속기 반도체에 대한 CY26 CoWoS Capa 할당량은 CY25의 635K에서 1,207K (TSMC 1,062K, Amkor 100K, 기타 45K)로 90% 증가할 전망이다. CY26 Nvidia에 대한 CoWoS Capa 할당량은 690K로 75% 증가해 CY25의 할당량 증가율 100%에서 하락할 전망이다. AMD, Broadcom에 대한 CY26 CoWoS Capa 할당량은 50K -> 90K, 76K -> 105K로 증가 예상
- Nvidia에 대한 CoWoS Capa 할당량과 각 GPU의 Net Die 수를 감안하면 Nvidia의 CY26 AI GPU 생산량은 YoY 12% 증가에 그칠 전망이다. 이는 CY26 주력 생산 GPU인 Rubin의 Net Die 수가 9개로 감소하기 때문. CY26 전체 가속기 반도체 생산량은 YoY 33% 증가할 듯
- CY25에 Nvidia, AMD, AWS 등이 당초 제시치보다 적은 CoWoS Capa를 가져 감에 따라 TSMC는 가속기 반도체 업체들의 CY26 요구량 대비 보수적으로 설비를 확장하고 있는 것으로 보임. 이에 따라 CY26 가속기 반도체 생산량은 업체들의 자체 계획 대비 제한될 전망이다

<표> CoWoS Capa 할당량에 기반한 CY26 가속기 반도체 생산 가능량 추정

CY26	Nvidia AI GPU 생산량	Net Die	B200	15	
			B300A	30	
		CoWoS (K)	B300	15	
			중국 전용	22	
			Rubin	9	
				690	75%
		비중	B200	0%	
			B300A	5%	
			B300	25%	
			중국 전용	0%	
			Rubin	70%	
		Chip 수 (K)	B200	0	
			B300A	1,035	
			B300	2,588	
	중국 전용		0		
	Rubin		4,347		
	Total		7,970	12%	
	AMD AI GPU 생산량	Net Die	MI350X	14	
			MI400X	10	
		CoWoS (K)		90	80%
			비중	MI350X	50%
		MI400X		50%	
		Chip 수 (K)		MI350X	630
			MI400X	450	
Total			1,080	35%	
Intel AI GPU 생산량	Net Die	Gaudi3	20		
	CoWoS (K)		0	-100%	
	비중	Gaudi3	100%		
	Chip 수 (K)	Gaudi3	0	-100%	
ASIC/FPGA 생산량	Net Die	Avg.	18		
	CoWoS (K)		427	136%	
	Chip 수 (K)		7,814	73%	
	Total AI 가속기 생산량	Chip 수 (K)		16,864	33%

HBM 업황: CY26에도 생산량이 수요량을 상회할 듯

- CY25 HBM 실수요량은 21.7억 GB로 YoY 107% 증가할 전망이다. CY25 업계 생산량은 28.8억 GB (SK하이닉스 16.3억, 삼성전자 7.5억, Micron 5.0억)로 연초 계획치인 37.5억 GB에서 대폭 하향되었으나 여전히 생산량이 수요량을 상회. HBM 가격이 하락 중인 이유
- 현재 가속기 반도체 생산 전망을 감안 시, CY26 Nvidia의 HBM 실수요량은 21.5억 GB로 YoY 47% 증가하고 전체 실수요량은 37.0억 GB로 71% 증가할 전망. 이는 CY25의 실수요량 증가율 대비 크게 하락. Rubin의 HBM 탑재량이 B300 대비 증가하지 못하는 것이 주요 원인
- 현재 CY26 생산량 전망치는 고객들의 수요 제시치에 기반해 45.6억 GB (SK하이닉스 23.8억, 삼성전자 13.8억, Micron 8.1억) 수준으로 수요량을 상회. 삼성전자는 HBM Capa를 모두 활용할 경우 16.3억 GB 생산이 가능하나 이익률이 더 높은 Legacy DRAM 생산량 증가를 우선시할 듯. 또한 HBM4 생산에 어려움을 겪고있는 것으로 알려진 Micron이 HBM을 줄이고 Legacy DRAM을 늘릴 가능성도 존재

<표> CY25, CY26 HBM 실수요량 추정

	고객	가속기 반도체		HBM					% YoY
		제품명	생산량 (K)	제품명	개당 용량 (GB)	가속기 당 개수	가속기 당 총용량	수요 (M GB)	
CY25	Nvidia	H100	0	HBM3	16	5	80	0	
		H200	1,257	HBM3E	24	6	144	181	
		New H20	0	HBM3E	24	6	144	0	
		B200	2,482	HBM3E	24	8	192	477	
		B300A	1,182	HBM3E	36	4	144	170	
		B300	2,187	HBM3E	36	8	288	630	
		Total	7,108					1,458	136%
	AMD	MI325X/350	800	HBM3E	36	8	288	230	70%
	Intel	Gaudi3	200	HBM2E	16	8	128	26	18%
	기타	ASIC/FPGA	4,525	HBM3/3E	20	5	100	453	67%
	Total		12,633				171	2,166	107%
CY26	Nvidia	B200	0	HBM3E	24	8	192	0	
		B300A	1,035	HBM3E	36	4	144	149	
		B300	2,588	HBM3E	36	8	288	745	
		중국 전용	0	HBM3E	24	6	144	0	
		Rubin	4,347	HBM4	36	8	288	1,252	
		Total	7,970					2,146	47%
	AMD	MI350X	630	HBM3E	36	8	288	181	
		MI400X	450	HBM4	54	8	432	194	
		Total	1,080					376	63%
	Intel	Gaudi3	0	HBM2E	16	8	128	0	-100%
	기타	ASIC/FPGA	7,814	HBM3E/4	24	6	151	1,180	161%
	Total		16,864				220	3,702	71%

자료 : 대만 서버 ODM, 각사 자료, iM증권 리서치본부

HBM 경쟁력: 삼성전자 경쟁력 회복 중

- 최근 HBM4 일부 Revision에 들어간 것으로 알려진 SK하이닉스는 동 Revision이 생산 공정 후반에서 발생한 마이너한 문제를 해결하는 것이므로 최종 샘플 인증 통과 후 늦어도 2Q26에 1B 나노 베이스 HBM4 공급이 가능할 듯
- Micron은 1B 나노 베이스 HBM4의 공급을 2Q26에 개시할 예정이나 HBM4의 속도가 Nvidia의 요구 사양에 미치지 못하고 있어 재설계에 들어간 것으로 추정됨. Nvidia향 초도 공급에 포함되지 못할 가능성 존재
- 2Q26에 공급을 개시할 계획인 삼성전자 HBM4의 성공 여부는 아직 미지수이나 Core DRAM에 1C 나노, Logic Die에 4 나노를 채택한 것은 속도 측면에서 유리한 점. 발열 문제가 관건이나 최근 고객들이 발열, 전력 소모량보다 속도를 중시하는 경향이므로 HBM4 인증 통과 가능성이 과거보다는 높아진 듯
- HBM 업체들은 HBM4의 입출력 속도를 JEDEC 스탠다드인 8Gbps보다 높은 10.XGbps와 11.XGbps (Nvidia 요구 Spec.)의 두가지로 공급하게 된 듯

<표> Nvidia와 AMD GPU 별 채용 HBM과 업체별 HBM 양산 시기

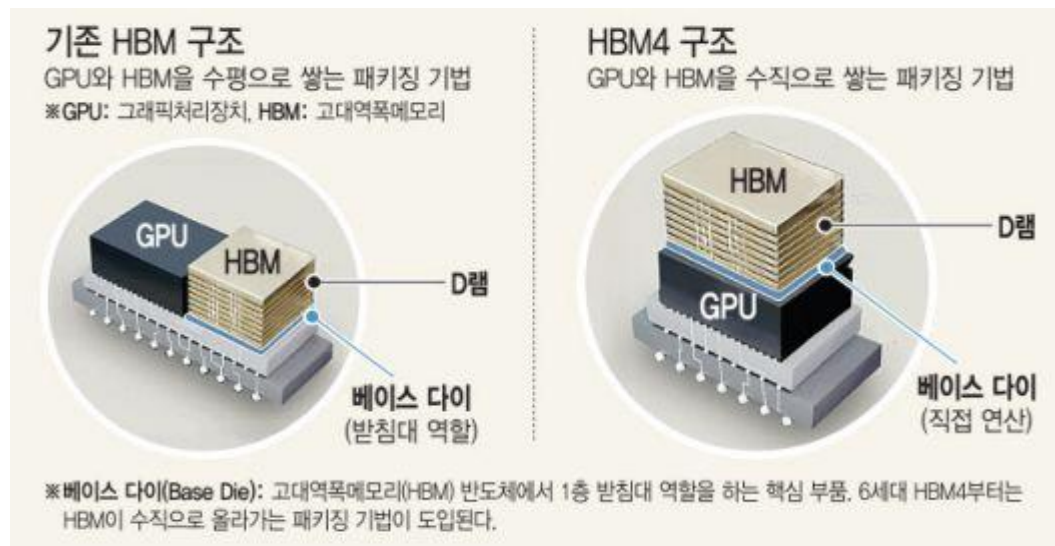
Company	Chips	2024E				2025E				2026E				제품	업체	CY22				CY23				CY24				CY25				CY26	
		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26			1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
NVIDIA	H200													HBM2e	SK하이닉스 삼성전자 Micron	8/16GB																	
	B200																																
	GB200																																
	B300													HBM3	SK하이닉스 삼성전자					16GB				24GB									
	B300A																							16GB				24GB					
	Rubin													HBM3e	SK하이닉스									24GB				36GB					
AMD	M100X													HBM4	SK하이닉스 삼성전자 Micron																		
	M100X																																
	M100X													HBM4	SK하이닉스 삼성전자 Micron																		
	M100X																																

자료 : Trendforce, 각사 자료

HBM 업황 전망: 가격 및 이익률 하락할 듯

- 최근 HBM 계약은 고객의 연간 최대 구매 물량만 정하고 실구매량에는 제약이 없는 것으로 보임. 또한 연간 가격을 일정 구간 대로 설정하고 분기별로 구간 내에서 가격을 결정하는 방식인 것으로 추정됨
- Nvidia는 HBM 공급 경쟁 심화를 유도하고 수요 증가를 둔화를 이용해 HBM 제품 가격을 분기 단위로 인하하고 있는 것으로 보임. CY26 가격에 대한 동사와 SK하이닉스의 협상이 최근 종료되고 삼성전자와의 협상도 마무리 단계에 있는 것으로 보임
- CY26 HBM 3E 12단 연간 ASP는 CY25 대비 30%대 중후반 하락하고 HBM4 12단의 3E 12단 대비 가격 프리미엄은 비용 증가를 감안해 35% 수준일 것으로 추정됨. 이 경우 1위 업체의 FY26 연간 HBM 영업이익률은 FY25의 60%대 중반에서 40%대 중후반으로 하락할 듯
- CY26 HBM 판매 증가율에 따라 연간 HBM 영업이익 규모가 증가하는 업체와 감소하는 업체로 나뉘질 듯

<그림> HBM4의 구조 변화

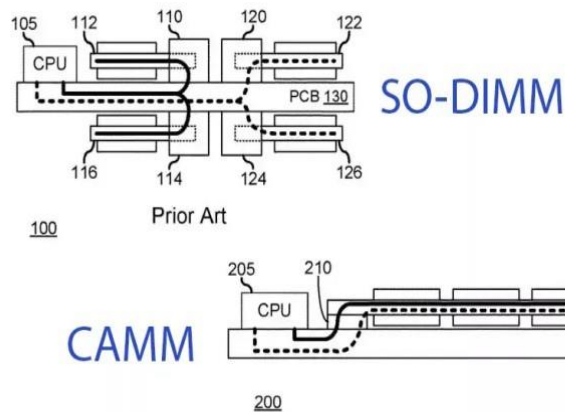


자료 : 이데일리

SOCAMM: CY26 전체 DRAM 수요의 3.4%를 차지할 듯

- 내년으로 출시가 연기될 것으로 우려되었던 SOCAMM (Small Outline Compression Attached Memory Module)은 SOCAMM2로 변경되어 모든 업체들이 4Q25에 출하를 개시할 계획. 단 GB300에서의 채택은 취소되었고 Rubin에서부터 채택
- CY26 Rubin GPU의 생산량은 4,347K개로 예상되고 이중 40%가 VR200 통합칩에 탑재된다고 가정하면, VR200에 사용되는 Rubin 칩은 1,739K. VR200 당 2개의 Rubin GPU가 탑재되므로 VR200 칩 생산량은 869K
- VR200 1개에 들어가는 SOCAMM의 탑재량은 LPDDR5X 192GB 모듈이 8개 장착되므로 총 1.5TB
- VR200 칩 생산량에 칩당 SOCAMM 탑재량을 곱하면 총 1,335M GB의 수요량이 2H26에 출시될 예정인 VR200 용으로 필요함. 이는 CY26 전체 DRAM 수요량의 3.4%에 해당

<그림> CY26 SOCAMM 수요 추정

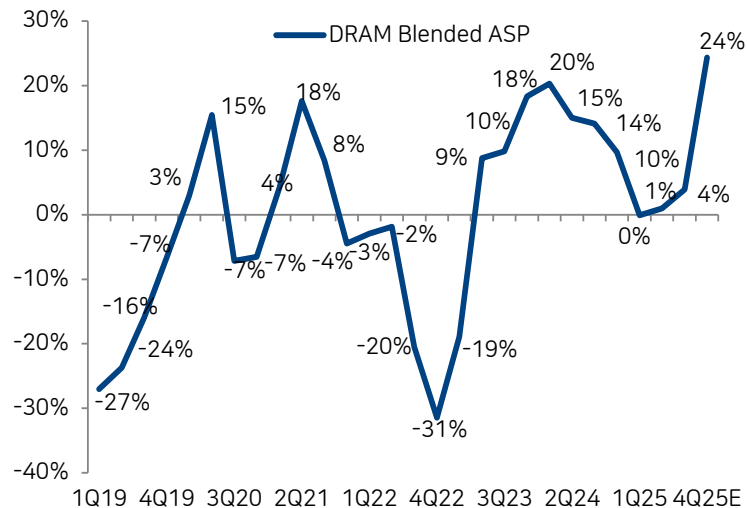


CY26 Rubin GPU 생산량 (K)	4,347	
Rubin 생산량 중 VR200에 사용되는 양 (K)	1,739	60% Rubin이 HGX 시스템에 단품으로 채택
Vera-Rubin 200 통합칩 생산량 (K)	869	VR200에 Rubin GPU 2개 장착
VR200에 들어가는 SOCAMM 용량 (GB)	1,536	LPDDR5X 24Gb 칩으로 구성된 192GB 모듈 8개 탑재
CY26 VR200 SOCAMM 총 수요량 (M GB)	1,335	VR200 2H26 출시 예정
CY26 전체 DRAM 수요에서 차지하는 비중	3.4%	AI PC에 SOCAMM 탑재 시 상회 가능

Risk1: DRAM BOM Cost 부담

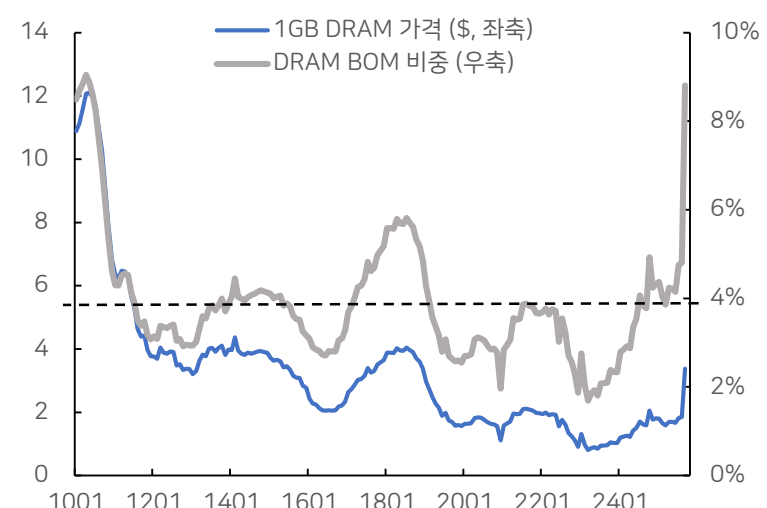
- 일부 DRAM 및 모듈 업체들이 전략적으로 중소형 고객들에게 4Q25 고정거래가격을 제시하지 않았고, 중소형 고객들은 웃돈을 주고 DRAM을 구매 중인 상황. DRAM 업체들은 향후 DRAM 가격의 추가 상승 가능성을 감안해 4Q25 판매량을 조절 중인 것으로 판단됨
- 4Q25 DRAM ASP는 Legacy DRAM 40% 이상 상승, HBM 하락하는 가운데 HBM의 판매량 증가율 정도에 따라 업체별로 상승폭이 다를 듯. 삼성전자는 30%, SK하이닉스는 20%대 중반의 4Q25 DRAM ASP 상승률을 보일 것으로 전망됨
- 현재 고객들의 적극적인 DRAM 확보 노력을 감안 시 적어도 1H26까지는 고정거래가격의 상승세가 이어질 것으로 판단됨
- 단 이미 가격이 매우 높은 DRAM의 경우 PC 생산 비용 중 DRAM 구매 비중 (BOM Cost)이 10월 고정거래가격 기준 8.8%에 달해 역사적 평균인 3.9%를 크게 상회 중. 향후 고정거래가격이 30% 추가 상승할 경우, DRAM BOM Cost 비중은 역사적 최고점인 12%에 도달
- DRAM 가격 급등에 따른 마진 압박으로 일부 고객들은 PC, 스마트폰 가격을 이미 인상할 계획이며, Set 가격 상승에 따른 수요 둔화 시 등 고객들은 GB/Box 및 DRAM 주문량을 축소시킬 가능성이 있음

<그림> SK하이닉스 DRAM Blended ASP QoQ 증감률 추정



자료 : SK하이닉스, DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

<그림> CY25 10월 기준 DRAM BOM Cost 비중 및 DRAM 가격



자료 : WSTS, Inspectrum, iM증권 리서치본부

FY26 Memory Capex 증가 예상

- FY25 DRAM Capex는 524.5억 달러로 YoY 18% 증가할 전망. 삼성전자의 1C 나노를 위한 P5 건설 재개는 CY25말부터 시작될 전망이므로 올해 Capex에는 영향이 없을 듯. CY25에 약 20K의 Capa 증설이 있는 YMTC를 제외하면 FY25 NAND Capex는 모든 업체들이 크게 증가하지 않을 전망이다
- CY26 삼성전자의 DRAM Capa는 60~80K 증가 예상. 동사 1B (Legacy DRAM), 1C (HBM4) 나노 전환 투자는 대폭 확대될 듯. SK하이닉스는 M15X 라인 (최종 Capa. 80K)의 투자를 앞당겨 CY26에 30~40K를 증설할 전망. FY26 DRAM 업계 Capex는 대폭 증가할 것으로 예상됨

<표> 업체별 메모리 반도체 Capex 전망															
DRAM (\$mn)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
삼성전자	2,218	2,307	3,185	5,699	5,700	3,500	7,434	10,860	7,800	10,500	13,000	13,400	12,500	15,556	15,217
Micron	951	660	850	1,600	1,800	1,500	2,000	3,750	4,550	3,950	5,300	6,500	4,000	5,850	11,040
SK하이닉스	2,400	1,980	1,952	3,534	5,000	3,650	4,550	8,492	6,667	4,549	7,500	9,574	4,000	11,585	14,481
Elpida	480	175	250	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inotera	376	130	269	450	1,700	800	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Winbond	98	102	71	428	123	149	502	554	438	255	300	1,275	397	500	500
ProMos	150	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nanya	354	65	189	200	160	692	970	676	182	288	404	697	462	501	522
PowerChip	300	100	50	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rexchip	311	100	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
UMC+Fujian	0	0	0	0	0	500	500	1,432	22	27	0	0	0	0	0
CXMT	0	0	0	0	0	0	1,000	3,500	1,448	1,560	1,000	2,650	6,143	7,300	7,688
Swaysure	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,000	1,000	3,000	3,000
Total	7,638	5,618	6,916	11,911	14,483	10,791	16,955	29,264	21,107	21,129	27,504	35,096	28,501	44,292	52,449
% YoY	-36%	-26%	23%	72%	22%	-25%	57%	73%	-28%	0%	30%	28%	-19%	55%	18%
NAND (\$mn)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
삼성전자	3,993	3,461	4,777	4,750	4,800	5,000	11,150	8,145	5,800	8,500	11,500	11,600	10,500	7,407	7,481
Micron	1,700	1,216	858	1,143	2,000	2,875	3,100	3,750	4,550	3,950	4,500	5,500	3,000	2,250	2,760
SK하이닉스	800	1,620	1,302	1,026	600	1,600	4,550	6,948	4,000	3,033	4,200	5,155	2,000	1,007	1,500
Kioxia + WD	3,500	2,400	2,150	2,500	3,500	3,700	5,000	4,880	4,050	3,800	4,370	4,500	2,250	2,500	2,875
PowerChip	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Intel	0	0	0	0	0	1,500	2,500	3,000	2,000	900	500	500	500	0	0
YMTC	0	0	0	0	0	0	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,400	3,000	3,900
Total	10,093	8,697	9,087	9,419	10,900	14,675	27,300	27,723	21,400	21,183	26,070	28,255	19,650	16,165	18,516
% YoY	44%	-14%	4%	4%	16%	35%	86%	2%	-23%	-1%	23%	8%	-30%	-18%	15%
WW Memory CAPEX (\$mn)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
WW Memory CAPEX (\$mn)	17,731	14,315	16,002	21,330	25,383	25,466	44,256	56,987	42,507	42,312	53,574	63,351	48,151	60,457	70,966
% YoY	-7%	-19%	12%	33%	19%	0%	74%	29%	-25%	0%	27%	18%	-24%	26%	17%

자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

중국 Memory 반도체 업체 동향

- CXMT는 상해에 신규 라인 2기를 건설 중이며 Phase1은 CY28, Phase2는 CY29에 양산을 개시할 전망이다
- Huawei는 Swaysure 포함 100K 규모의 DRAM 라인을 CY24말부터 특수 용도 DRAM 생산을 위해 운용 중. 동 라인이 향후 CXMT 또는 YMTC에 양도된다는 루머 존재
- YMTC가 우한시 소재 신규 라인을 DRAM 또는 HBM 생산으로 전환할 것이라는 루머 존재
- 향후 중국에서 DRAM 생산이 지속적으로 크게 증가할 가능성이 있는 것으로 판단됨
- 단 지난 수년간 축적해 놓은 장비들이 거의 소진되는 단계에 진입했으므로, 향후 중국 업체들은 자국산 장비를 주로 사용해 1A 나노 이하 공정 DRAM을 생산해야 할 상황임. 따라서 설비 증설에도 불구하고 DRAM 생산 증가율이 그리 높지않을 가능성이 큰 것으로 판단됨

<표> 중국 Memory 반도체 업체 현황

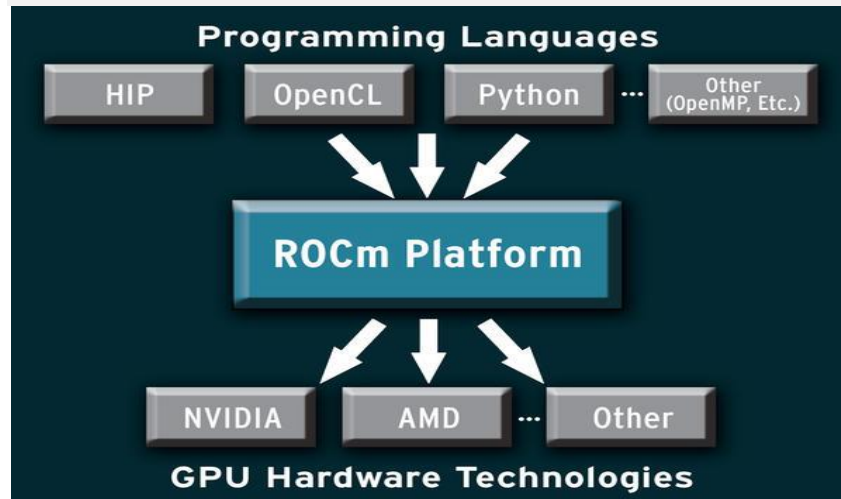
회사	주요 제품	라인 소재	공정	Capa / M
CXMT	DRAM (DDR4/5, LPDDR4/5, 향후 HBM)	안후이성 허페이시	~18.5nm급 DUV DRAM	현재 200K에서 상해에 200K 추가 전망
YMTC	3D NAND (232단, 294단 TLC 등)	후베이성 우한시	3D NAND Xtacking	현재 150K/M (Designed Capa 300K)
Huawei (Memory)	특수 용도 DDR4	푸젠성 진장시	성숙 공정 위주	현재 100K/M

자료 : iM증권 리서치본부

AMD를 위한 환경 개선 중

- AMD AI GPU의 성능은 발표 스펙을 기준으로 하면 훨씬 가격이 저렴한데도 Nvidia의 제품과 유사하거나 또는 상회. 다만 실제 적용 시 동사 소프트웨어 (ROCm)의 경쟁력 부족으로 CUDA를 보유한 Nvidia의 GPU 대비 훨씬 떨어지는 성능과 비효율성을 보여왔음
- 지금까지 AMD가 Rack 단위로 GPU를 공급하지 못했던 것은 Infinity Fabric, UALink 등에서 일부 비효율성이 발생하였기 때문이며, AMD의 ROCm이 CUDA 대비 호환성이 부족함에 따라 이론상 최대 성능을 구현하지 못한 데 원인이 있었음
- 그럼에도 불구하고 OpenAI가 Nvidia와 계약을 체결한지 2주 후 AMD와도 대규모 계약을 체결한 것은 단일 Supplier Risk를 회피하고자 하는 점 뿐 아니라 점차 AMD와 Nvidia간 격차가 좁혀질 수 있는 환경이 조성되고 있기 때문
- AI 코딩 기술의 발전은 GPU 구매자들이 보다 간단히 오픈 소스인 AMD의 ROCm을 직접 수정할 수 있도록 변화시키고 있음. 또한 AMD는 Nvidia와 자사 GPU 모두에서 실행할 수 있는 애플리케이션을 만들 수 있도록 HIP라는 프로그래밍 인터페이스를 개발
- AMD는 지난 6월 72개의 GPU가 탑재된 Rack 단위 공급을 시작하겠다고 밝혔으며 OpenAI는 MI450 시리즈 GPU 및 Rack 스케일 솔루션 설계 요건에도 핵심적인 기여를 한 것으로 추정. 일단 OpenAI가 물꼬를 열었으므로 타 빅테크 업체들도 과거보다 AMD에 대한 의존도를 올릴 가능성은 높아진 것으로 판단

<그림> AMD의 ROCm Platform



자료 : AMD, iM증권 리서치본부

CUDA 아성의 균열 조짐?

- AMD의 HIP (Heterogeneous-computing Interface for Portability)와 Google의 PyTorch에 대한 AOT (Ahead-of-Time) Autograd를 통한 지원 강화는 향후 CUDA의 아성에 균열을 일으킬 가능성이 있음. HIP는 CUDA에 대한 오픈 소스 대안으로, 개발자들이 기존 CUDA 코드를 AMD GPU에서도 쉽게 실행할 수 있도록 설계된 이식성 인터페이스. 개발자들이 최소한의 수정만으로 CUDA 기반 코드를 AMD GPU로 옮길 수 있어, Nvidia 생태계에서 벗어나는 전환 비용을 크게 낮춤
- Google은 XLA (Accelerated Linear Algebra)를 통해 PyTorch 코드가 TPU에서도 자연스럽게 실행되도록 지원을 대폭 강화. 기존에는 PyTorch가 코드를 한줄씩 실행하며 실시간으로 계산 순서를 결정했으나, AOT (Ahead-of-Time) Autograd는 모델 학습이 시작되기 전에 전체 계산 과정을 분석하여 최적의 실행 계획표를 미리 작성. XLA는 동적인 연산보다는 전체 연산 흐름이 고정된 정적 그래프를 입력 받아 컴파일하고 최적화하는 데 특화되어 있음. AOT Autograd는 PyTorch의 동적 특성을 유지하면서도 XLA가 요구하는 정적 그래프를 제공
- AOT Autograd는 PyTorch 코드와 Google TPU 사이의 성능 병목을 제거하는 핵심 기술로 이를 통해 Meta와 같은 기업들이 기존의 방대한 PyTorch 코드 베이스를 거의 수정 없이 TPU에서 고성능으로 실행할 수 있게 되었음. 이러한 노력을 통해 고객사들이 Nvidia의 CUDA에서 벗어나게 된다면 고객사들은 Nvidia의 GPU보다 훨씬 저렴한 AMD의 GPU 또는 Google의 TPU를 보다 많이 사용하게 될 전망
- 내년 주력 TPU인 Ironwood에는 HBM3E 12단 192GB, Rubin GPU에는 HBM4 12단 288GB가 탑재되므로 고객들이 투자 효율화를 위해 TPU의 사용량을 늘리고 Nvidia GPU 사용량을 줄인다면 장기 HBM 수요에 부정적인 영향을 줄 수 있음

<표> Nvidia와 구글의 AI 생태계 비교

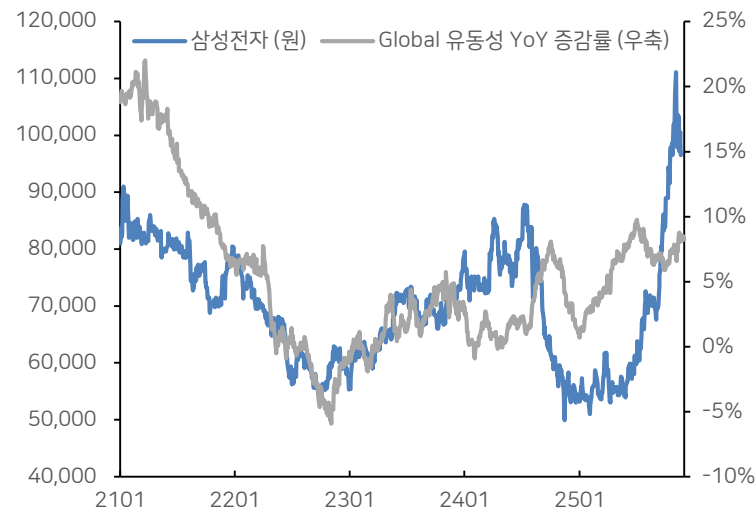
구분	Nvidia	Google
최상위 S/W	PyTorch	Jax
자동 미분 엔진	Autograd	AOT Autograd
하위 H/W Interface	CUDA	XLA
H/W	GPU	TPU

자료 : iM증권 리서치본부

Global 유동성 증감률: 트레이딩 전략 유지

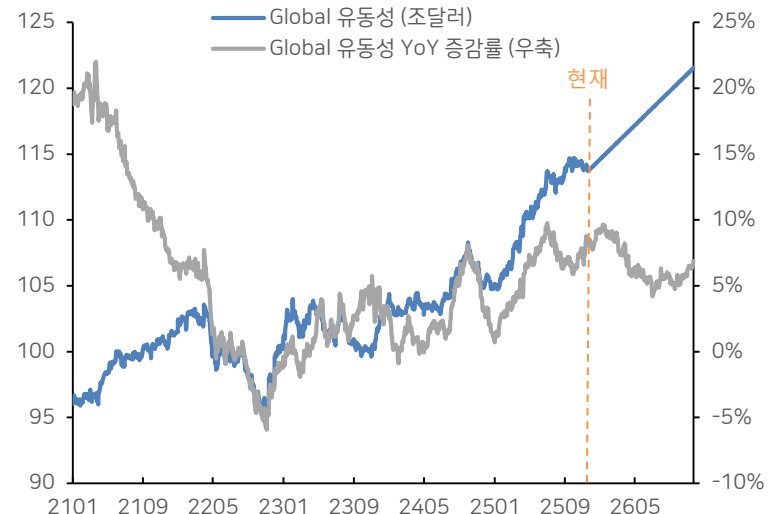
- 최근에는 주가가 Global 유동성 YoY 증감률을 약간 선행 중이나 현재까지도 유동성 YoY 증감률과 반도체 주가 간에는 중장기 추세 상 유사한 흐름이 이어지고 있음
- 7월 초부터 달러가 강세로 전환되며 Global 유동성이 소폭 감소하고 Global 유동성 YoY 증감률이 하락했음. 반도체 주가 역시 7월 초 이후 단기 조정 국면에 진입. 9월부터는 미국의 정책 금리 인하가 확실시되며 Global 유동성이 다시 증가하고 유동성 YoY 증감률의 하락이 멈춤에 따라 반도체 주가가 다시 강세를 보이고 있음
- 향후 Global 유동성이 지속 증가할 것으로 가정하는 경우, YoY 증감률은 상승 (4Q25)과 하락 (1H26)을 반복하는 모습이 예상됨. 당사는 반도체 주가와 Global 유동성 YoY 증감률의 중장기 동행 관계를 감안해 3Q25에는 4Q25의 주가 상승에 대비한 저점 매수 전략을, 4Q25에는 CY26 초 이후의 조정 가능성에 대비한 고점 매도 전략을 권고해 왔음. 동 트레이딩 전략을 유지함
- 단 최근 반도체 주가에는 Macro 요인보다 업황 및 기업 자체 경쟁력 요인이 더욱 큰 영향을 미치고 있으므로 Global 유동성 YoY 증감률이 1Q26 초 이후 하락하더라도 반도체 주가의 낙폭이 그리 크지 않을 가능성이 있음

<그림> Global 유동성 YoY 증감률과 삼성전자 주가



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> Global 유동성 YoY 증감률 시뮬레이션

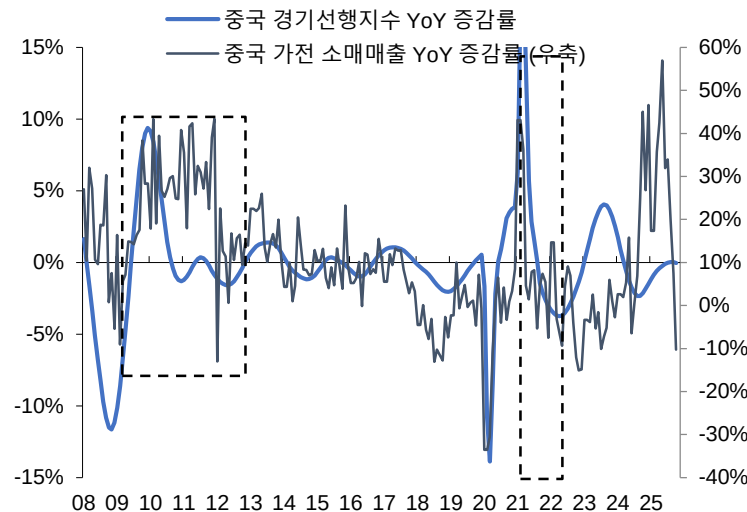


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

Risk 3. 중국 경기 및 IT 수요 둔화 가능성

- 중국 M2 YoY 증감률은 CY25 3월 이후 7월까지 전반적으로 회복세였으나 9월과 10월에 하락하는 모습. 중국 경기선행지수 YoY 증감률도 9월, 10월에 하락. 만약 중국 경기 선행 지표들의 하락이 추세화되면 1Q26 이후 중국 경기 및 IT 수요가 둔화될 가능성이 있음
- 중국 정부의 보조금 지급에 따라 4Q24 이후 급격히 상승했던 중국 스마트폰 및 가전 판매 YoY 증감률도 최근 급락 중임
- 기존의 25%에서 47%로 상승한 미국의 대중국 고관세율의 영향으로 최근 중국의 대미 수출이 매우 부진한 상황
- 중국 정부의 IT Set에 대한 보조금 지급이 장기화되며 그 영향이 둔화되거나, 중국 경기가 부진해질 경우 중국 IT 및 반도체 수요가 악화되고 이는 CY26 반도체 업황에 리스크 요인이 될 수 있음

<그림> 중국 경기 선행 지수와 가전 수요의 YoY 증감률



자료 : Datastream

<그림> 중국 M2 YoY 증감률 추이

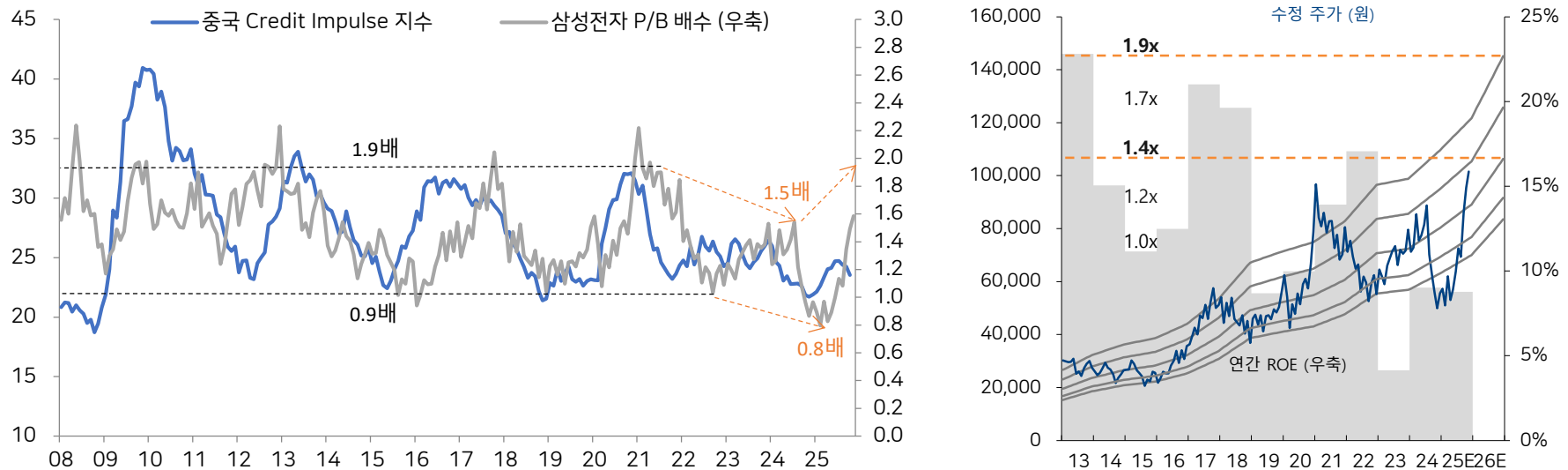


자료 : Bloomberg

삼성전자 Valuation: 트레이딩 전략

- 4Q25에 접어들었으므로 동사 주가에 이미 CY26 업황과 동사 실적 전망이 영향을 미치기 시작한 것으로 보임
- FY26 예상 BPS 76,400원에 동사 최근 중간 P/B 배수 1.2배를 적용할 경우 92,000원의 적정주가 도출되며 현주가는 이를 이미 상회
- HBM에서의 부진에 따라 동사 P/B 밴드가 하향 조정된 바 있음. 단 HBM 경쟁력 회복에 따라 동사 중간 배수가 과거의 1.4배로 회복되었고 이에 FY26 예상 BPS를 적용하면 10.6만원으로 직전 고점 주가 수준
- HBM4가 조기 인증에 통과하고 CY27까지 반도체 호황이 지속될 경우 동사 과거 고점 P/B 배수 1.9배를 적용한 14.5만원의 적정주가 가능
- 단 향후 경기 둔화 가능성 및 내년 초 이후 글로벌 유동성의 YoY 증감률 하락 등을 감안 시 트레이딩 관점은 유지해야 할 듯

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

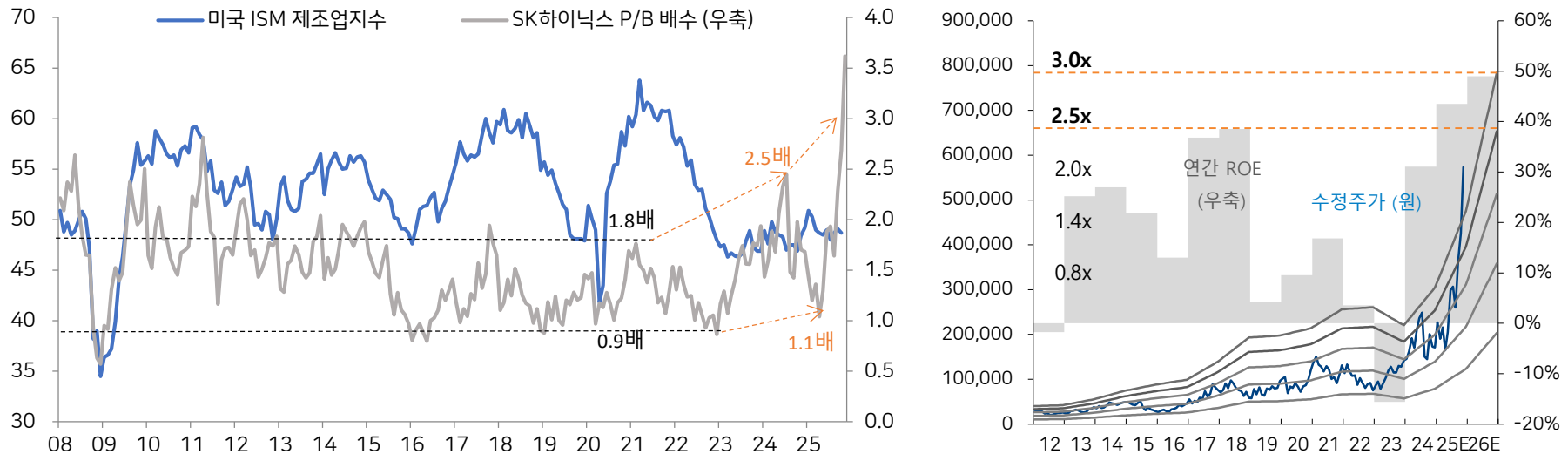


자료 : 삼성전자, Bloomberg, iM증권 리서치본부

SK하이닉스 Valuation: 트레이딩 전략

- 동사 예상 FY26 BPS 261,000원에 동사 최근 P/B 밴드의 중간 값인 2.0배를 적용하면 52.3만원의 적정주가 도출. 동사 현주가는 이를 이미 상회
- CY26 반도체 업황이 호황이거나 동사의 전반적인 경쟁력 우위가 지속될 경우, 동사에 적용될 Val. 배수는 전고점인 P/B 2.5배로 상향 조정되고 이에 FY26 예상 BPS 적용 시 65.4만원의 적정주가 가능. 이는 직전 고점 주가 수준
- 경쟁사의 HBM4 시장 진입이 실패하고 CY27까지 반도체 호황이 장기화될 경우 동사 고점 P/B 배수가 3.0배 이상으로 상향되고 FY26 BPS 적용 시 적정주가는 78.4만원 가능. 올해 BPS 대비 현주가는 이미 3.6배 수준
- 경쟁사의 HBM4 성공 여부에 따라 양사의 주가는 연말, 연초경에 퍼포먼스의 차이를 보일 가능성이 높은 것으로 전망됨. 향후 경기 둔화 가능성 및 내년 초 이후 글로벌 유동성의 YoY 증감률 하락 등을 감안 시 트레이딩 관점은 유지해야 할 듯

<그림> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 밴드



자료 : SK하이닉스, Datastream, iM증권 리서치본부

<표> 삼성전자 부문별 상세 실적 추정

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E		FY23	FY24	FY25E	FY26E
원/달러 환율 (원)		1,331	1,370	1,357	1,400	1,454	1,401	1,388	1,440	1,420	1,400	1,400	1,400		1,305	1,367	1,421	1,404
DRAM	1Gb 기준 출하량 (백만개)	23,065	24,299	24,235	21,829	21,650	23,960	27,835	28,146	28,206	30,681	32,734	33,777		81,698	93,428	101,591	125,398
	%QoQ / % YoY	-15%	5%	0%	-10%	-1%	11%	16%	1%	0%	9%	7%	3%		11%	14%	9%	23%
	1Gb 기준 ASP (\$)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6		0.2	0.3	0.4	0.6
	%QoQ / % YoY	19%	19%	8%	18%	-14%	1%	15%	30%	7%	7%	-2%	-7%		-44%	62%	24%	39%
	매출 (백만불)	6,336	7,943	8,590	9,104	7,721	8,620	11,537	15,112	16,190	18,794	19,725	18,906		17,279	31,974	42,990	73,615
	%QoQ / % YoY	1%	25%	8%	6%	-15%	12%	34%	31%	7%	16%	5%	-4%		-39%	85%	34%	71%
	매출 (십억원)	8,435	10,882	11,660	12,746	11,225	12,076	16,009	21,761	22,990	26,312	27,614	26,468		22,541	43,723	61,072	103,385
NAND	%QoQ / % YoY	2%	29%	7%	9%	-12%	8%	33%	36%	6%	14%	5%	-4%		-37%	94%	40%	69%
	영업이익 (십억원)	1,643	3,696	3,355	4,078	3,528	3,061	6,907	12,225	13,164	15,728	16,295	14,658		-985	12,773	25,720	59,845
	영업이익률	19%	34%	29%	32%	31%	25%	43%	56%	57%	60%	59%	55%		-4%	29%	42%	58%
	16Gb 기준 출하량 (백만개)	48,494	46,182	42,423	41,891	37,543	47,879	52,810	47,532	49,074	54,321	57,131	53,670		158,613	178,991	185,765	214,196
	%QoQ / % YoY	-2%	-5%	-8%	-1%	-10%	28%	10%	-10%	3%	11%	5%	-6%		14%	13%	4%	15%
	16Gb 기준 ASP (\$)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2		0.1	0.2	0.1	0.2
	%QoQ / % YoY	31%	21%	9%	-6%	-16%	-4%	6%	18%	10%	8%	0%	-8%		-47%	63%	-9%	31%
System LSI	매출 (백만불)	6,501	7,491	7,466	6,930	5,217	6,367	7,465	7,895	8,966	10,719	11,273	9,743		15,410	28,387	26,944	40,702
	%QoQ / % YoY	29%	15%	0%	-7%	-25%	22%	17%	6%	14%	20%	5%	-14%		-39%	84%	-5%	51%
	매출 (십억원)	8,654	10,262	10,134	9,702	7,585	8,919	10,359	11,369	12,732	15,006	15,783	13,640		20,073	38,752	38,232	57,162
	%QoQ / % YoY	29%	19%	-1%	-4%	-22%	18%	16%	10%	12%	18%	5%	-14%		-38%	93%	-1%	50%
	영업이익 (십억원)	1,111	2,949	2,076	1,071	-151	-270	803	2,506	4,292	6,713	7,248	4,816		-11,296	7,208	2,888	23,069
	영업이익률	13%	29%	20%	11%	-2%	-3%	8%	22%	34%	45%	46%	35%		-56%	19%	8%	40%
	매출 (십억원)	5,650	6,820	7,000	7,119	5,951	6,649	6,438	7,015	6,571	7,512	8,263	8,677		22,460	26,590	26,052	31,024
디스플레이	%QoQ / % YoY	-6%	21%	3%	2%	-16%	12%	-3%	9%	-6%	14%	10%	5%		-25%	18%	-2%	19%
	영업이익 (십억원)	-890	-391	-1,740	-2,401	-2,351	-2,468	-818	-807	-769	-749	-707	-670		-2,571	-5,422	-6,444	-2,895
	영업이익률	-16%	-6%	-25%	-34%	-40%	-37%	-13%	-11%	-12%	-10%	-9%	-8%		-11%	-20%	-25%	-9%
	출하량 (백만개)	143.6	195.9	202.5	205.0	139.6	157.5	196.9	210.6	147.6	166.5	199.7	209.7		716.0	747.0	704.6	723.6
	%QoQ / % YoY	-35%	36%	3%	1%	-32%	13%	25%	7%	-30%	13%	20%	5%		-15%	4%	-6%	3%
	ASP (\$)	28	29	29	28	29	29	30	29	29	29	28	27		33	29	29	28
	%QoQ / % YoY	-15%	1%	2%	-3%	3%	0%	2%	-3%	3%	-1%	-4%	-3%		5%	-14%	2%	-3%
휴대폰 / Tablet	매출 (백만불)	4,049	5,584	5,894	5,786	4,065	4,568	5,832	6,034	4,339	4,852	5,609	5,703		23,766	21,312	20,498	20,504
	%QoQ / % YoY	-45%	38%	6%	-2%	-30%	12%	28%	3%	-28%	12%	16%	2%		-11%	-10%	-4%	0%
	매출 (십억원)	5,390	7,650	8,000	8,100	5,910	6,400	8,092	8,689	6,162	6,793	7,853	7,984		30,969	29,140	29,090	28,792
	%QoQ / % YoY	-44%	42%	5%	1%	-27%	8%	26%	7%	-29%	10%	16%	2%		-10%	-6%	0%	-1%
	중대형 영업이익 (십억원)	-11	-73	-75	-56	-40	-45	-45	42	27	-59	-60	-40		-116	-215	-87	-132
	영업이익률	-103%	-33%	-10%	-11%	-34%	-14%	-17%	-16%	-12%	-15%	-8%	-8%		-34%	-15%	-4%	4%
	소형 영업이익 (십억원)	351	1,084	1,585	956	540	546	1,244	850	537	554	1,097	782		5,686	3,975	3,180	2,970
TV	영업이익률	7%	15%	21%	13%	14%	10%	9%	17%	11%	12%	10%	9%		19%	14%	12%	10%
	전체 영업이익 (십억원)	340	1,010	1,510	900	500	501	1,199	893	564	495	1,037	741		5,569	3,760	3,093	2,838
	영업이익률	6%	13%	19%	11%	8%	8%	15%	10%	9%	7%	13%	9%		18%	13%	11%	10%
	출하량 (백만개)	69.1	63.0	67.2	61.0	69.6	66.5	69.7	62.1	69.3	65.2	68.8	60.3		260.9	260.3	267.9	263.6
	%QoQ / % YoY	11%	-9%	7%	-9%	14%	-4%	5%	-11%	12%	-6%	6%	-12%		-13%	0%	3%	-2%
	ASP (\$)	353	305	325	289	355	303	343	323	354	327	358	330		310	319	332	343
	%QoQ / % YoY	24%	-14%	7%	-11%	23%	-15%	13%	-6%	10%	-8%	9%	-8%		8%	3%	4%	3%
기타	매출 (백만불)	24,388	19,221	21,841	17,613	24,698	20,148	23,927	20,048	24,518	21,330	24,625	19,896		80,891	83,063	88,822	90,369
	%QoQ / % YoY	38%	-21%	14%	-19%	40%	-18%	19%	-16%	22%	-13%	15%	-19%		-6%	3%	7%	2%
	매출 (십억원)	32,466	26,332	29,648	24,659	35,910	28,225	33,202	28,869	34,816	29,862	34,475	27,855		105,126	113,105	126,206	127,007
	%QoQ / % YoY	39%	-19%	13%	-17%	46%	-21%	18%	-13%	21%	-14%	15%	-19%		-5%	8%	12%	1%
	영업이익 (십억원)	3,505	2,225	2,815	1,973	4,163	2,977	3,585	2,567	3,727	2,830	3,401	2,264		12,899	10,518	13,292	12,222
	영업이익률	10.8%	8.5%	9.5%	8.0%	11.6%	10.5%	10.8%	8.9%	10.7%	9.5%	9.9%	8.1%		12.3%	9.3%	10.5%	9.6%
	출하량 (백만개)	8.6	8.7	9.7	10.6	8.7	8.4	9.6	10.7	9.1	8.8	9.7	10.7		36.7	37.6	37.4	38.3
Total	%QoQ / % YoY	-15%	1%	11%	10%	-19%	-3%	13%	12%	-16%	-3%	10%	10%		-6%	3%	-1%	2%
	ASP (\$)	558	564	519	524	529	535	492	492	497	502	462	462		563	540	510	480
	%QoQ / % YoY	0%	1%	-8%	1%	1%	1%	-8%	0%	1%	1%	-8%	0%		-5%	-4%	-5%	-6%
	매출 (백만불)	4,811	4,911	5,015	5,572	4,586	4,518	4,709	5,284	4,504	4,438	4,492	4,941		20,632	20,308	19,097	18,375
	%QoQ / % YoY	-15%	2%	2%	11%	-18%	-1%	4%	12%	-15%	-1%	10%	10%		-10%	-2%	-6%	-4%
	매출 (십억원)	6,405	6,728	6,807	7,800	6,668	6,329	6,534	7,609	6,396	6,214	6,288	6,917		26,842	27,740	27,140	25,816
	%QoQ / % YoY	-14%	5%	1%	15%	-15%	-5%	3%	16%	-16%	-3%	1%	10%		-10%	3%	-2%	-5%
기타	영업이익 (십억원)	388	298	383	361	376	126	6	83	262	72	72	80		1,895	1,431	591	486
	영업이익률	6%	4%	6%	5%	6%	2%	0%	1%	4%	1%	1%	1%		7%	5%	2%	2%
	매출 (십억원)	4,916	5,394	5,848	5,663	5,891	5,969	5,428	6,169	5,677	5,891	5,357	5,939		30,922	21,821	23,457	22,864
Total	영업이익 (십억원)	508	656	783	510	620	749	485	361	573	674	572	260		1,056	2,457	2,215	2,079
	매출 (십억원)	71,916	74,068	79,099	75,788	79,141	74,566	86,062	91,481	95,344	97,591	105,634	97,480		258,935	300,871	331,249	396,049
	%QoQ / % YoY	6%	3%	7%	-4%	4%	-5%	15%	6%	4%	2%	8%	-8%		-14%	16%	10%	20%
Total	영업이익 (십억원)	6,606	10,444	9,183	6,493	6,685	4,676	12,166	17,828	21,813	25,763	27,919	22,149		6,567	32,726	41,355	97,644
	영업이익률	9%	14%	12%	9%	8%	6%	14%	19%	23%	26%	26%	23%		3%	11%	12%	25%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

<표> SK하이닉스 주요 부문별 실적 추정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	FY23	FY24	FY25E	FY26E
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	18,896	23,513	25,577	25,905	25,802	27,764	29,211	30,705	66,563	75,982	93,891	113,481
% QoQ / YoY	-7.9%	24.4%	8.8%	1.3%	-0.4%	7.6%	5.2%	5.1%	13.1%	14.1%	23.6%	20.9%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.50	0.51	0.53	0.65	0.72	0.77	0.75	0.69	0.25	0.43	0.55	0.73
% QoQ / YoY	-0.1%	1.0%	3.9%	24.3%	10.5%	5.9%	-2.6%	-7.6%	-36.8%	75.5%	27.7%	32.4%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	9,480	11,913	13,467	16,961	18,667	21,280	21,805	21,170	16,390	32,828	51,821	82,922
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	23,430	40,379	38,350	38,785	37,697	42,047	45,672	43,497	131,867	130,645	140,944	168,912
% QoQ / YoY	-18.4%	72.3%	-5.0%	1.1%	-2.8%	11.5%	8.6%	-4.8%	23.6%	-0.9%	7.9%	19.8%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.10	0.09	0.10	0.12	0.13	0.14	0.14	0.13	0.06	0.12	0.10	0.14
% QoQ / YoY	-19.5%	-9.0%	11.0%	17.5%	10.0%	8.0%	0.0%	-8.0%	-43.3%	90.8%	-11.3%	32.0%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	2,336	3,663	3,862	4,589	4,907	5,911	6,420	5,625	7,982	15,093	14,451	22,863
기타 매출 (백만달러)	316	294	291	260	247	246	232	198	563	492	1,160	923
연결기준 매출 (백만달러)	12,132	15,870	17,619	21,810	23,820	27,437	28,458	26,993	24,935	48,414	67,431	106,707
원/달러 환율 (원)	1,454	1,401	1,388	1,440	1,420	1,400	1,400	1,400	1,314	1,366	1,420	1,404
연결기준 매출 (십억원)	17,639	22,232	24,449	31,406	33,824	38,411	39,841	37,790	32,766	66,123	95,726	149,866
매출원가 (십억원)	7,537	10,249	10,420	10,465	10,254	10,634	11,264	11,978	33,299	34,364	38,671	44,130
매출총이익 (십억원)	10,102	11,983	14,029	20,941	23,570	27,777	28,578	25,812	-533	31,759	57,055	105,736
판매비 (십억원)	2,661	2,770	2,646	2,815	2,855	2,908	2,960	3,170	7,197	8,361	10,892	11,894
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익 (십억원)	7,440	9,213	11,383	18,126	20,715	24,869	25,617	22,642	-7,730	23,398	46,163	93,843
영업이익률	42.2%	41.4%	46.6%	57.7%	61.2%	64.7%	64.3%	59.9%	-23.6%	35.4%	48.2%	62.6%
DRAM 영업이익 (십억원)	7,399	9,383	10,972	16,313	18,185	20,854	21,028	19,552	1,021	21,070	44,067	79,619
%/Sales	53.7%	56.2%	58.7%	66.8%	68.6%	70.0%	68.9%	66.0%	4.7%	46.9%	59.9%	68.4%
NAND 영업이익 (십억원)	24	-186	396	1,799	2,516	4,001	4,576	3,079	-8,763	2,345	2,032	14,173
%/Sales	0.7%	-3.6%	7.4%	27.2%	36.1%	48.4%	50.9%	39.1%	-83.6%	11.4%	9.9%	44.1%

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부



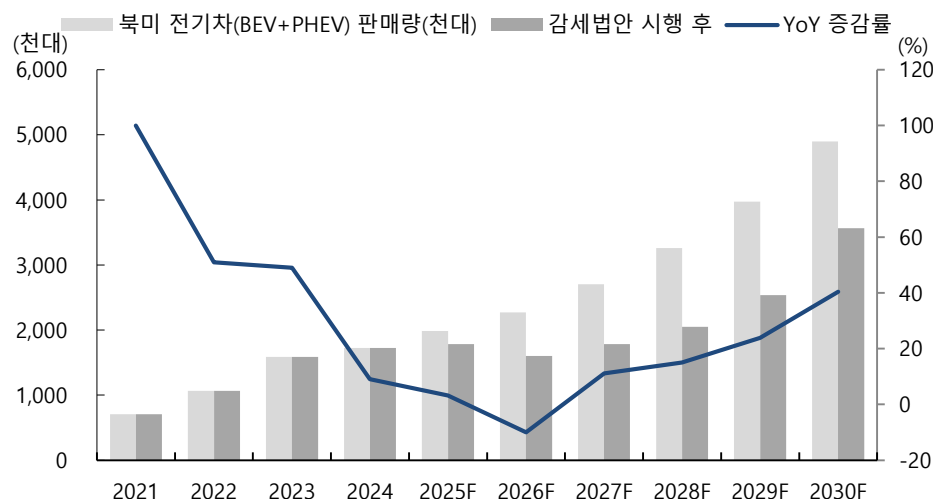
[이차전지]

미국 ESS 산업 구조 변화의 시작

트럼프 행정부의 'One big beautiful bill act' 시행으로 미국 전기차 성장 모멘텀 크게 약화

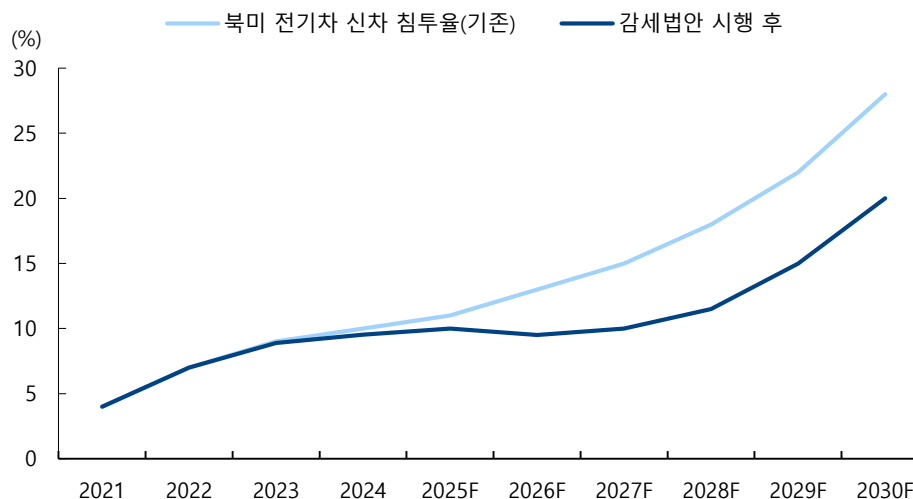
- 트럼프 행정부의 감세 법안 시행으로 북미 전기차(BEV+PHEV) 판매량의 중장기 전망치의 하향 조정이 불가피하다. 이를 반영한 2026년 북미 전기차 판매량은 전년 대비 약 10% 감소할 것으로 전망한다. 트럼프 대통령은 캘리포니아주의 내연기관차 판매 금지 조치(California Air Resources Board)를 무력화하는 의회 결의안에 서명했다. 현재 캘리포니아주는 연방 기준보다 더 엄격한 배출가스 규제를 시행하고 있으며, 2035년부터 내연기관 판매를 전면 금지하는 ZEV 의무화 정책을 추진 중이다. 그러나 재량권 철회시 캘리포니아주 및 동참하는 17개 주, 즉 미국 신차 시장의 약 40~50%에 달하는 지역에서 전기차 의무 판매 규제가 법적 강제성을 잃게 되어 전기차 침투율 전망에 큰 하락 요인으로 작용할 전망이다. 다만 캘리포니아주는 즉각 소송을 제기하며 법적 다툼이 이어지고 있다.
- 당사는 북미 신차 시장 내 전기차(BEV+PHEV) 침투율이 2025년 약 10%에서 2030년 약 20%에 도달할 것으로 전망한다. 이번 감세법안 시행에 따라 2030년 전기차 침투율 전망치가 기존 약 28%에서 크게 하향 조정된 것이다. 최근 GM은 공격적인 전기차 확장 계획을 철회하고 내연기관 차량 생산을 확대할 것이라고 밝힌 바 있다. 물론 완성차 OEM들의 중저가 전기차 라인업 확대, 충전 인프라 확충, 자율주행 기술 고도화 등은 장기적으로 전기차 판매 증가세를 견인하겠지만, 연방정부의 정책 지원 축소가 단기, 중기 성장 모멘텀을 크게 약화시킬 것으로 예상된다.

<그림> 북미 전기차(BEV+PHEV) 판매량 전망



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

<그림> 북미 신차 판매량 내 전기차(BEV+PHEV) 침투율 전망

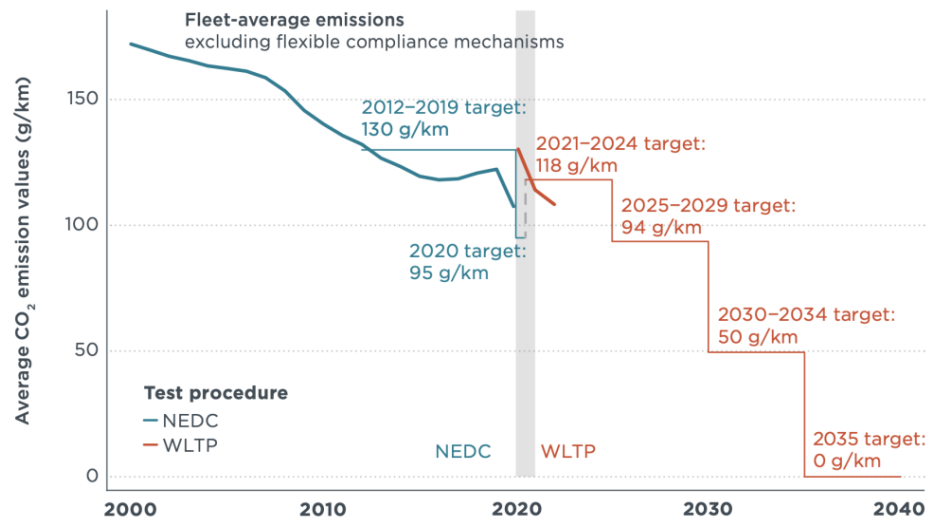


자료: Marklines, iM증권 리서치본부

2026년 유럽 전기차 판매량 성장률 약 25% 전망

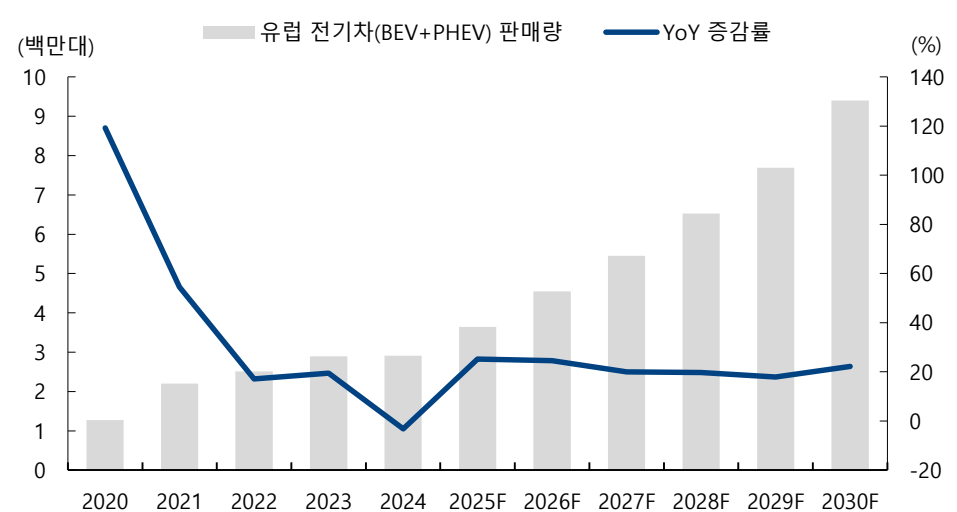
- 2025년 EU 자동차 CO₂ 배출 규제 기준 강화로 인해 올해 유럽 전기차 판매량이 급성장세를 나타내고 있다. 주요 유럽 완성차 OEM들은 수 조원에 달하는 대규모 과징금을 부과 받지 않기 위해 수익성 저하에도 불구하고 공격적인 프로모션 정책을 통해 전기차 판매량을 늘리고 있기 때문이다. 지난 3월, EU 집행위원회가 자동차 제조사들의 부담을 완화하기 위해 CO₂ 배출 규제 적용 기간을 기존 1년에서 3년으로 연장함에 따라 당분간 지속적으로 판매량을 늘려갈 수 밖에 없을 것으로 보인다.
- 2026년에도 유럽 전기차 판매량은 ① 자동차 이산화탄소 배출 기준 강화와 ② 일부 유럽 국가들의 전기차 보조금 지급 제도 부활 등으로 약 25%의 성장세가 나타날 것으로 전망된다. 주요 유럽 완성차 OEM들은 자동차 이산화탄소 배출 기준에 미치지 못할 경우 수 조원에 달하는 벌금을 부과 받을 수 있기 때문에 적자를 감내하더라도 전기차 판매 비중을 지속적으로 확대할 수 밖에 없는 상황이다.

<그림> EU 자동차 이산화탄소 배출 규제 기준



자료: ICCT, iM증권 리서치본부

<그림> 유럽 전기차(BEV+PHEV) 연간 판매량



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

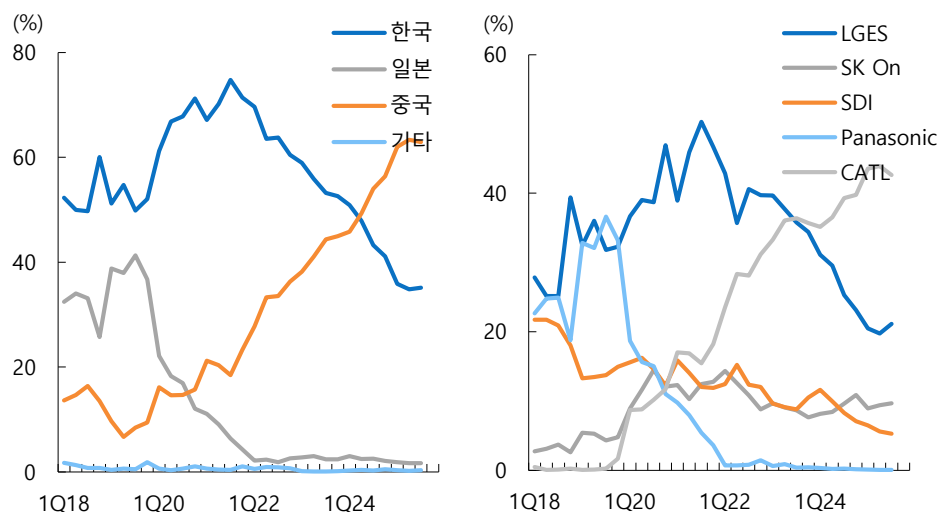
유럽 내 국내 업체들의 점유율 하락세 이어질 전망

- 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 3Q25에 약 35%까지 하락했으며, 2026년에는 약 30%까지 추가 하락할 가능성이 존재한다. 특히 삼성SDI의 경우 2025년 하반기 출시 예정인 새로운 전기차 플랫폼 Neue Klasse에 CATL과 EVE energy가 주력 배터리 공급사로 선정되면서 점유율 하락세가 불가피할 전망이다.
- 그럼에도 불구하고 2026년 유럽 전기차 판매량이 전년 대비 약 20% 이상 증가할 것으로 예상되어 국내 업체들의 유럽향 배터리 전체 출하량은 올해를 바닥으로 점진적인 회복세를 나타낼 것으로 전망된다.

<표> 주요 완성차 제조사들의 LFP 배터리 채택 현황 및 계획(중국 시장 제외)

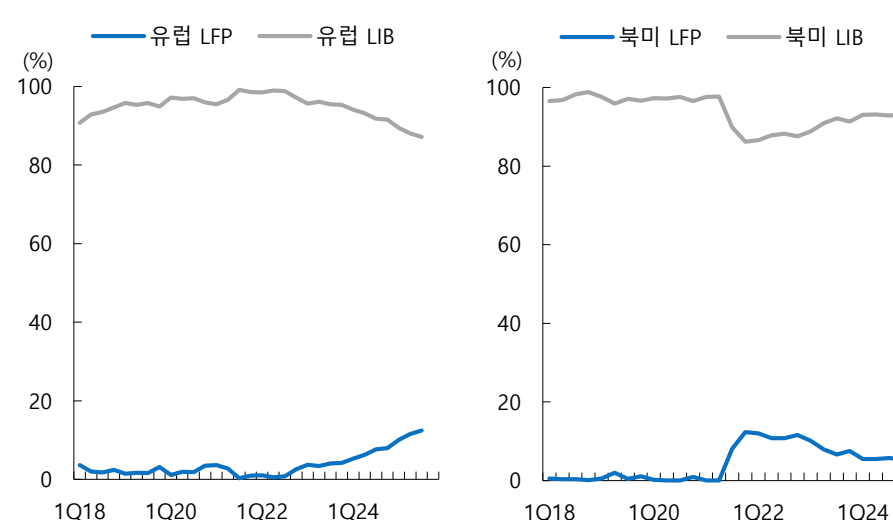
제조사	LFP 채택 현황	LFP 채택 계획	도입 시점	예상 공급 업체
Volvo	O		-	Sunwoda, REPT
Mercedes-Benz	O		2025	BYD, CATL
Stellantis	O		2025	BYD, SVOLT
Tesla	O		-	CATL
Ford	O		-	CATL
현대-기아	O		-	CATL, BYD
Rivian	O		-	Gotion
BMW	X	O	2H25	CATL, EVE
Volkswagen	X	O	2026	CATL, Powerco
Renault	X	O	2026	LGES
GM	X	O	2026	CATL

<그림> 유럽 내 전기차 배터리 셀 주요 국가별, 업체별 점유율



자료: SNEResearch, iM증권 리서치본부

<그림> 유럽, 미국 삼원계 및 LFP 배터리 셀 점유율

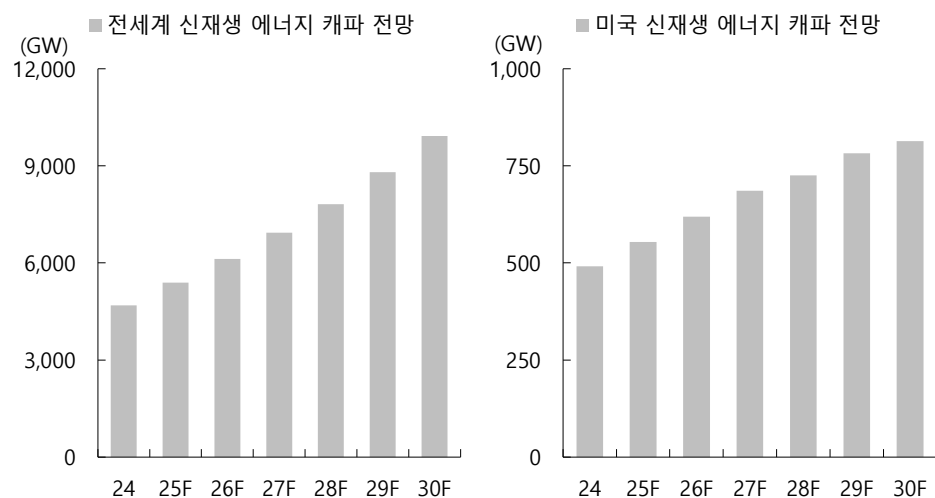


자료: SNEResearch, iM증권 리서치본부

북미, 중국 시장을 중심으로 2030년 ESS 시장 규모 수요 약 920 GWh에 달할 전망

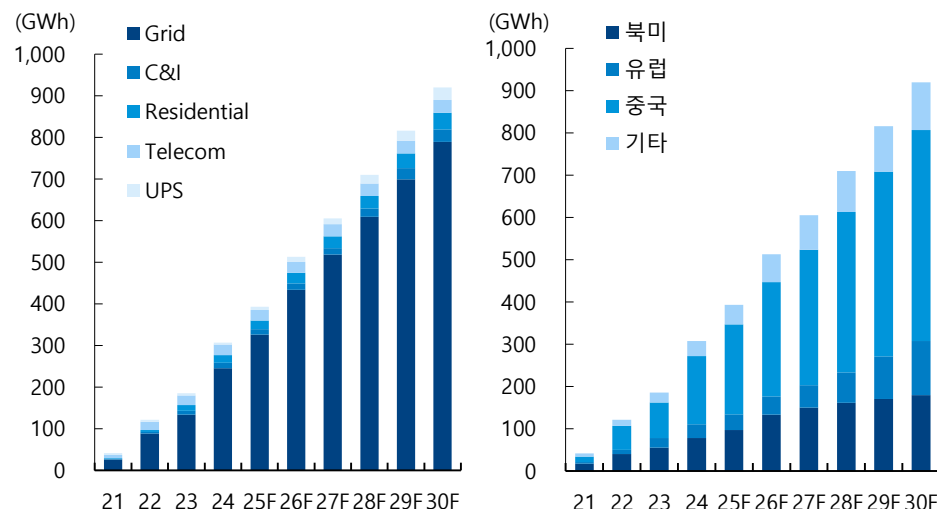
- 전세계 ESS 시장은 신재생 에너지 보급 확산과 AI 데이터센터 전력 수요 급증을 배경으로 향후 수년간 빠른 성장이 예상된다. 어플리케이션별로는 전력망(그리드) 부문이 전체 시장의 약 80%를 차지하고 있으며, 특히 중국과 북미 지역을 중심으로 대규모 프로젝트가 연이어 추진되면서 전세계 ESS 설치량 확대를 주도하고 있다. 시장조사기관별 예측치는 설치 기준과 출하 기준의 차이에 따라 일부 편차가 존재하나 2030년 전세계 ESS 수요는 2025년 대비 약 2.4배 증가한 920GWh 수준에 이를 것으로 전망된다.
- ESS 시장은 전기차 배터리 시장과 달리 수요 구조와 성장 메커니즘이 상대적으로 안정적이라는 점이 특징이다. 전기차 배터리는 완성차의 신차 주기(약 8~10년)에 맞춰 장기 공급계약이 가능하지만, 경기 변동, 소비자 선호, 보조금 정책 등의 영향을 크게 받으며 수요의 가시성이 높지 않다. 반면 ESS는 재생에너지 확대와 전력망 안정화라는 구조적 요인에 의해 중장기적인 성장세가 지속될 가능성이 높다. 또한 ESS용 배터리는 전기차 배터리 대비 수주 주기가 짧고(2~3년 수준), 소품종 대량생산 체제로 운영되기 때문에 생산라인의 가동률을 높게 유지할 수 있다. 이로 인해 규모의 경제 달성이 용이하며, 안정적인 수익성 확보가 가능한 사업 영역으로 평가된다.

<그림> 전세계/미국 신재생 에너지 캐파 전망



자료: IEA, IRENA, BloombergNEF, iM증권 리서치본부

<그림> 전세계 어플리케이션/지역별 ESS 수요(출하용량 기준)

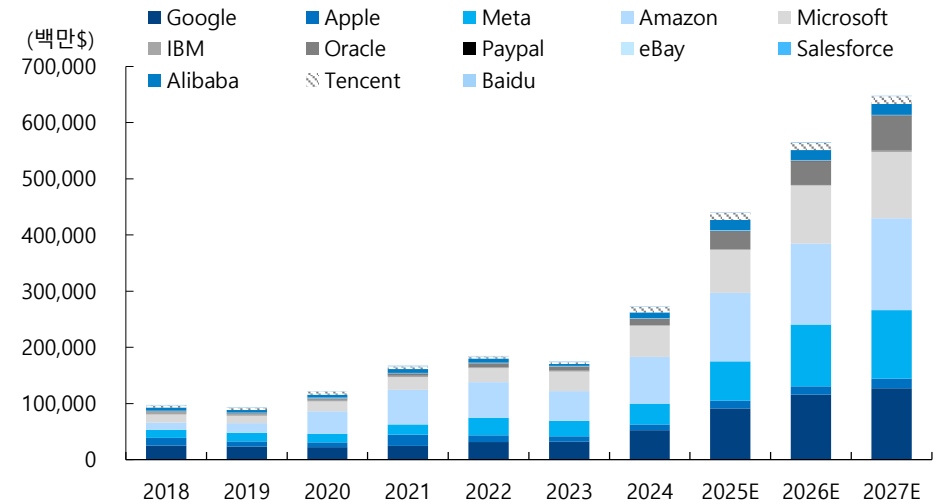


자료: SNEResearch, iM증권 리서치본부

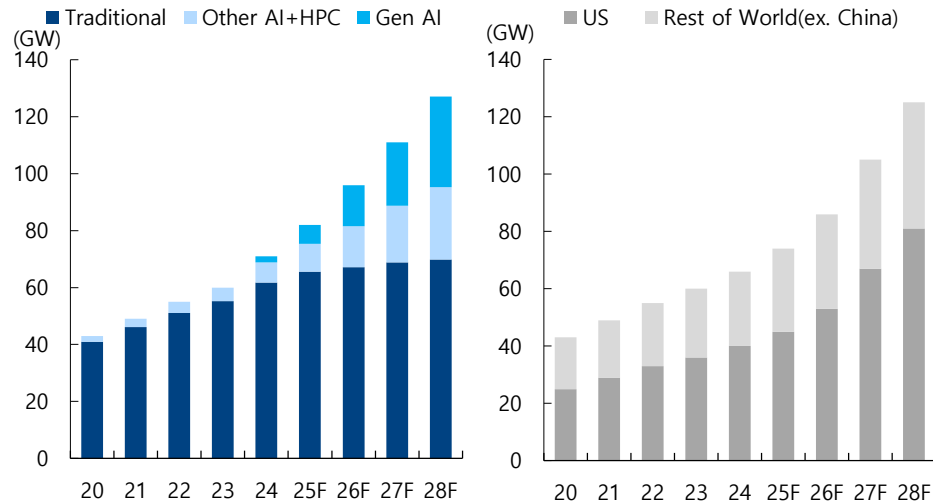
미국, 중국 중심의 AI 데이터센터 투자 지속 확대

- AI 기술 발전과 함께 데이터센터의 중요성이 부각되고 있다. AI 데이터 센터는 대규모 AI 모델 학습 및 추론에 필요한 고성능 컴퓨팅 인프라를 제공하며, AI 서비스 확산의 핵심적인 역할을 하기 때문이다. 실제로 미국, 중국 빅테크 업체 13개사의 합산 CAPEX를 살펴보면 2024년부터 큰 폭의 증가세를 나타내고 있다.
- 최근에는 AI 데이터센터의 전력 효율성, 지속 가능성 등이 중요한 문제로 떠오르고 있다. 특히 급증하는 전력 수요를 충족하기 위해 신재생 에너지의 역할이 중요해지고 있으며, 탄소 배출 감소와 전력 공급 안정성 확보를 위해 태양광, 풍력 등 신재생 에너지와 ESS를 연계한 분산형 데이터센터 구축이 대안으로 떠오르고 있다. 실제로 Tesla의 일론 머스크는 전력에서의 아주 작은 변화만으로도 AI 훈련이 실패할 수 있기 때문에 AI 훈련과 전력망 전압 강하로 인한 전력 변동을 완화하려면 배터리가 필수적임을 언급한 바 있다.

<그림> 미국, 중국 빅테크 업체들의 연간 CAPEX 전망

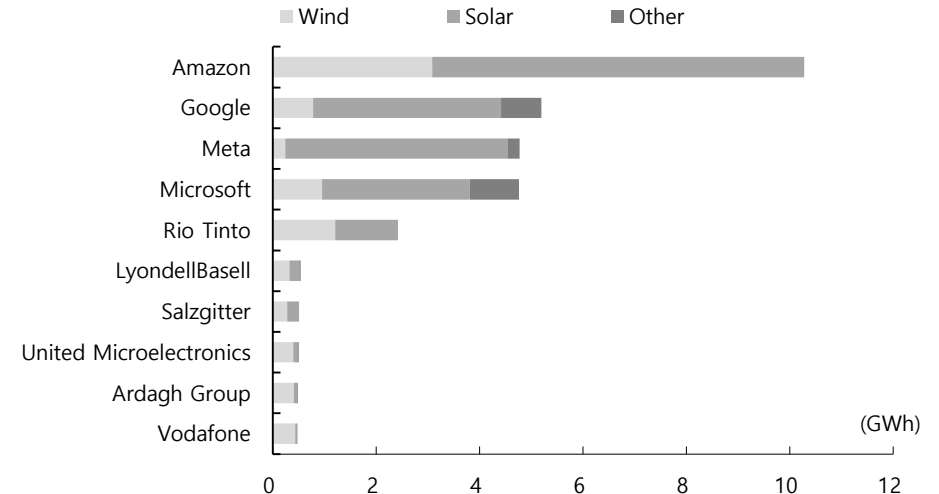


<그림> 전세계 및 미국 데이터센터 컴퓨팅 파워



자료: BCG, iM증권 리서치본부

<그림> 전세계 상위 테크 기업 신재생 에너지 조달 현황(2024년 기준)

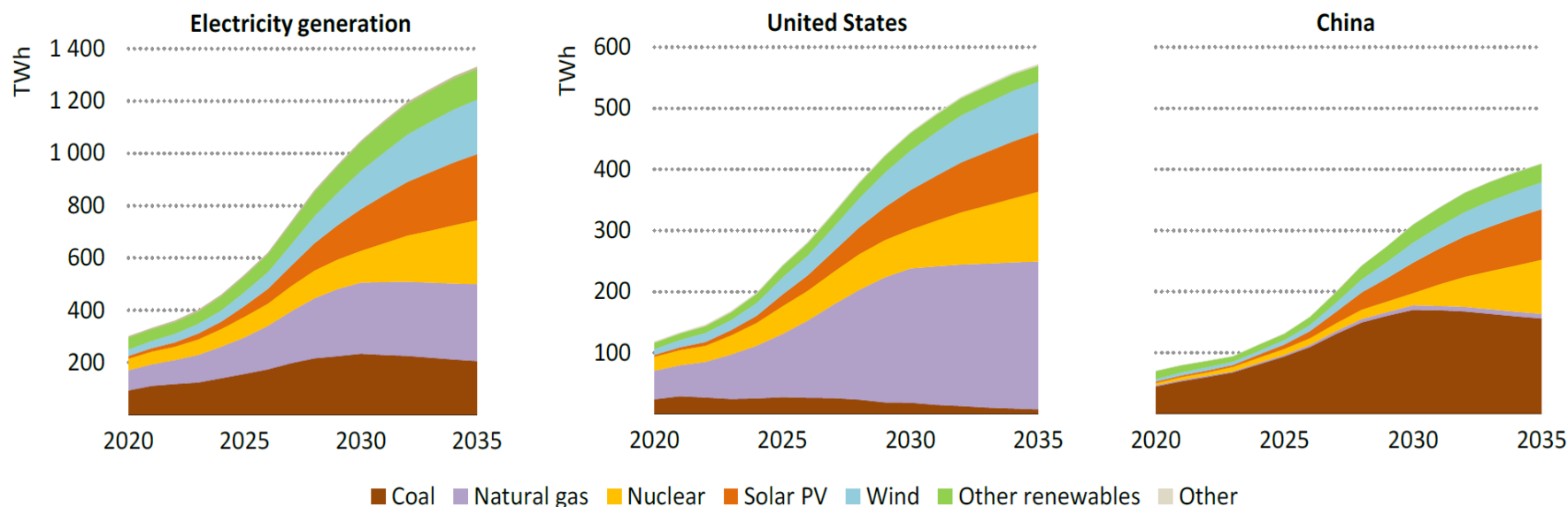


자료: BloombergNEF, iM증권 리서치본부

미국, 중국을 중심으로 전세계 데이터센터 전력 수요 급증할 것으로 전망

- 전세계 데이터센터 전력 생산량은 2024년 460TWh에서 2030년 1,000TWh 이상, 2035년에는 약 1,300TWh까지 증가할 것으로 전망된다. 데이터센터가 전체 전력 시스템에서 차지하는 비중이 약 1% 수준에서 2030년에는 3%까지 확대될 것으로 예상되어(미국의 경우 2023년 기준 약 4.4%에서 2030년에는 약 11%까지 확대 전망), 데이터센터가 전체 전력 시스템에서 차지하는 비중은 크지 않지만, 데이터센터 시장의 급속한 성장으로 인해 신규 전력 수요에서는 상당 부분을 차지할 것으로 예상된다. 그 중 재생에너지는 데이터센터 전력 공급 중 가장 빠르게 성장하는 부문으로 2024~2030년 동안 연평균 약 22% 증가해 전체 전력 수요 증가분의 약 절반을 충당할 것으로 전망된다. 2030년 이후에는 SMR(소형모듈원자로)가 전력 믹스에 포함되어 데이터센터 운영자들에게 저탄소 기저부하 전력을 공급할 것으로 전망된다. 현재 하이퍼스케일러 기업들이 SMR 개발의 주요 투자자로 참여하고 있으며, 원자력 발전 증가와 재생에너지 확충이 결합되면서 2035년에는 데이터센터용 석탄 발전 절대량이 감소할 것으로 보인다.
- 미국의 경우 2024년 기준 데이터센터 전력 공급의 약 40%가 천연가스에서 발생하며, 재생에너지(주로 태양광과 풍력)가 24%, 원자력과 석탄이 각각 약 20%와 15% 비중을 차지한다. 그 중 재생에너지는 두 번째로 큰 추가 공급원으로 2024~2030년 동안 110TWh의 전력이 새로 추가될 전망이다. 이는 대부분 주(州)별 전력믹스에서 풍력과 태양광 비중이 지속적으로 늘어나기 때문이며 일부 데이터센터 운영자들은 직접 재생에너지 프로젝트에 투자하고 있다. 반면 원자력 발전은 2030년 이후 SMR이 상용화되면서 데이터센터 전력 공급에 중요한 역할을 맡을 것으로 예상된다.

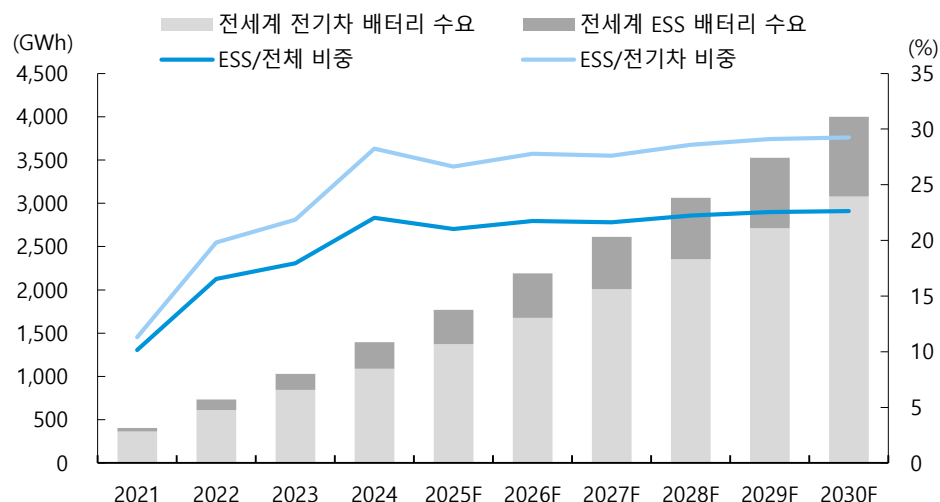
<그림> 전세계/미국/중국 에너지원별 데이터센터향 전력 생산량 추이 및 전망



ESS 시장의 안정적 성장세 전망

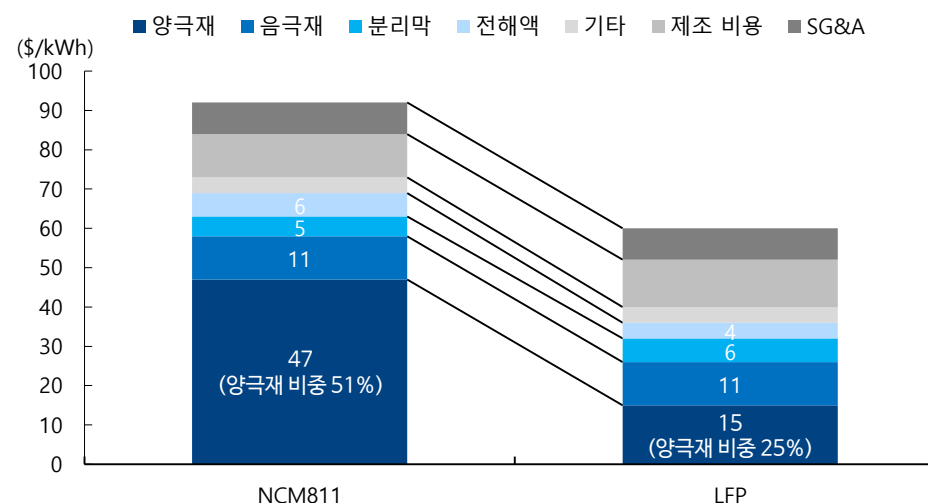
- 전세계 ESS 시장은 신재생에너지 보급 확대와 AI 데이터센터 전력 수요의 폭발적 증가를 배경으로 향후 수년간 빠른 성장을 지속할 것으로 예상된다. 현재 ESS 시장의 배터리 수요는 전기차 배터리 시장의 약 28% 수준으로 여전히 전기차 부문이 압도적인 비중을 차지하고 있으나, 성장 안정성과 구조적 지속성 측면에서는 ESS가 우위를 보인다고 평가된다. 전기차 수요가 경기 변동, 소비자 구매력, 보조금 정책 변화 등에 민감하게 반응하는 반면, ESS 수요는 재생에너지 비중 확대와 전력망 안정화 수요에 기반하기 때문에 정책 주도적이며 구조적 성장성을 갖는다. 즉, 전기차 시장이 경기 민감형(시클릭) 산업이라면 ESS 시장은 정책, 인프라 기반의 안정형 성장 산업이다.
- ESS용 배터리는 전기차용과 달리 고정형 설비라는 점에서 공간 및 중량 제약이 적다. 이에 따라 배터리 선택 기준이 '고에너지밀도, 고출력'에서 '가격 경쟁력, 수명/열적 안정성'이 우선시 된다. 특히 ESS는 하루 평균 1~2회의 정형화된 충/방전 사이클이 수년간 반복되기 때문에 배터리의 장수명, 고신뢰성이 시스템 경제성과 직결되는 핵심 요소로 작용한다. 이러한 조건에 가장 부합하는 것이 LFP 배터리이다. LFP는 삼원계 대비 에너지밀도는 낮지만 가격 경쟁력이 높고, 올린 구조의 결정 안정성 덕분에 고온, 장기 운용 환경에서도 높은 내구성을 유지한다. 또한 원가 구조상 음극재, 전해액, 분리막 등은 삼원계와 유사하지만 양극재 단가가 삼원계 대비 약 25~35% 수준에 불과하여 ESS 시장에서 높은 가격 경쟁력을 확보하고 있다. ESS 시장의 성장 동력은 단순한 전력 저장 수요를 넘어 LFP 중심의 비용 효율적 에너지 인프라 구축으로 확산되고 있으며, 향후 글로벌 배터리 밸류체인 전반의 구조적 변화를 이끌 핵심 요인으로 작용할 전망이다.

<그림> 전세계 전기차, ESS 배터리 수요 전망



자료: Marklines, SNEResearch, iM증권 리서치본부

<그림> 배터리 원가 구조 비교시 LFP가 가격경쟁력이 더 높음

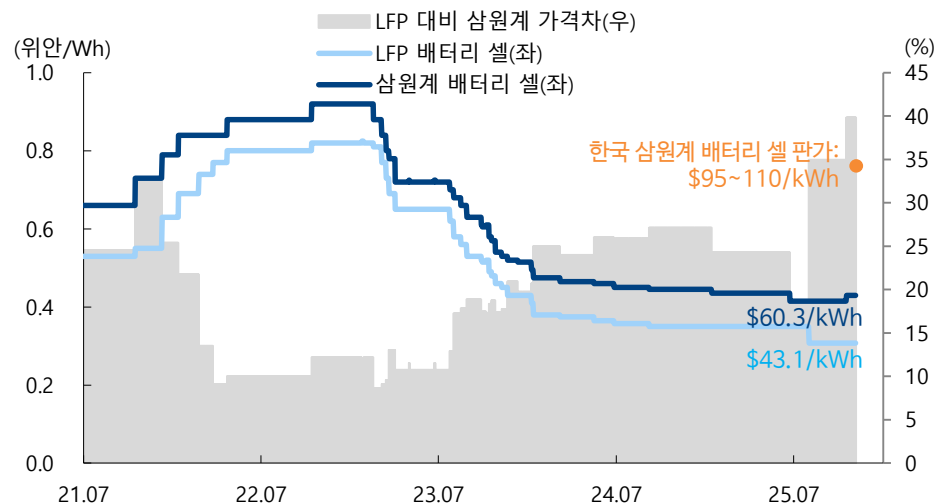


자료: SNEResearch, iM증권 리서치본부

전세계 ESS 시장을 점령한 중국 LFP 배터리

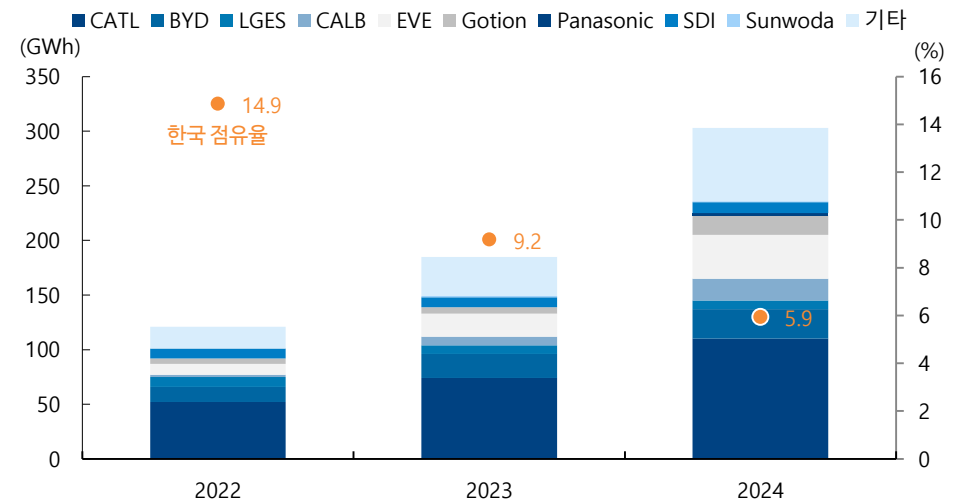
- 중국 내에서 생산되는 LFP 배터리는 셀 기준으로 약 \$50/kWh 수준에 판매되고 있다. 이러한 가격은 ESS 산업에서 사용되는 배터리 중 가장 낮은 수준이며, 운송비, 포장비, 관세 등 수출에 따른 부가 비용을 감안하더라도 해외 시장에서 약 60~80달러/kWh 수준의 공급가를 유지할 수 있어 여전히 압도적인 가격 경쟁력을 보이고 있다. 반면 한국의 주요 배터리 셀 제조사들은 아직까지 LFP 배터리의 본격적인 양산 체제에 진입하지 못한 상태이다. 이에 따라 북미와 유럽을 중심으로 공급되고 있는 한국산 삼원계 배터리 셀의 가격은 각각 약 \$100~110/kWh 수준에 형성되어 있다. 이러한 가격 차이는 ESS를 도입하려는 전력사나 프로젝트 개발자 입장에서 초기 투자비용에 큰 영향을 미치며, 결과적으로 시장 선택에서 중국산 LFP 배터리가 훨씬 우선시되는 주요 원인이 되고 있다.
- 중국 최대 배터리 업체인 CATL은 2024년 기준 전세계 ESS 시장에서 약 38%의 점유율을 차지하고 있으며, EVE Energy(13%), BYD(9%), CALB(7%), Gotion High-Tech(6%)가 그 뒤를 잇고 있다. 반면 한국의 LG에너지솔루션과 삼성SDI의 합산 점유율은 2023년과 2024년 기준 각각 9%, 6% 수준의 점유율에 머무르고 있으며, SK온은 아직까지 ESS 시장에 진입하지 못하고 있다.

<그림> 중국 내수 삼원계, LFP 배터리 현물 가격 추이



자료: Wind, iM증권 리서치본부

<그림> 전세계 ESS 배터리 주요 업체별 출하량 및 한국 3사 점유율

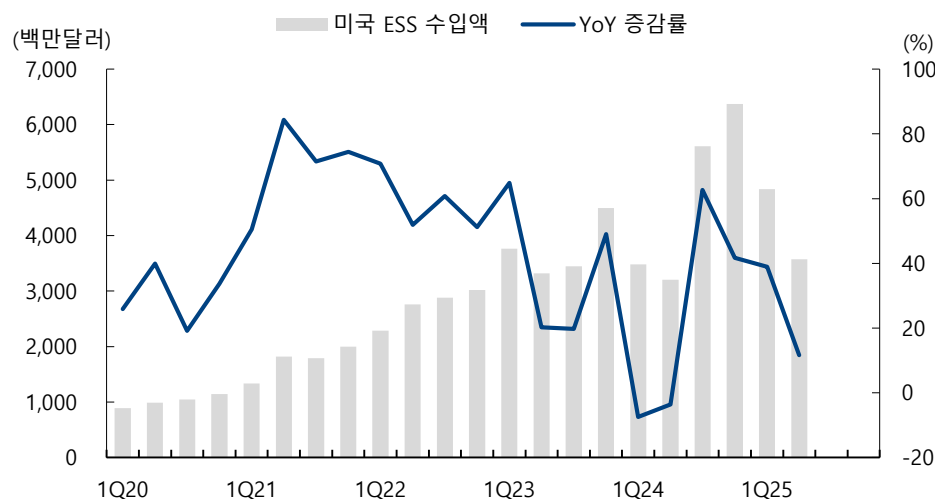


자료: SNEResearch, iM증권 리서치본부

북미 ESS 시장이 한국 배터리 산업의 새로운 기회 요인으로 부각

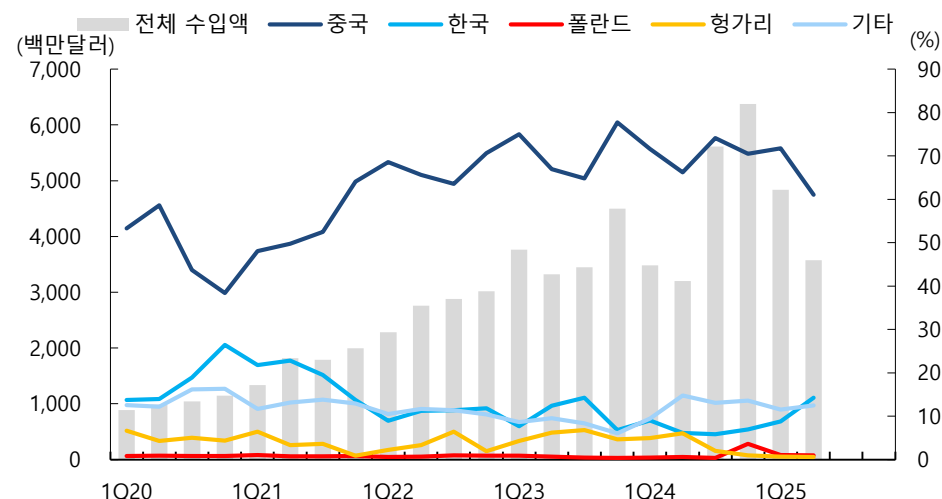
- 향후 미-중 상호 관세, 특히 배터리 셀, 소재에 대한 징벌적 관세가 도입될 경우 ESS 배터리 산업 구조에 중대한 변화가 나타날 수 있다. 미국 ESS 시장은 신재생 에너지 확산과 AI 데이터 센터 구축 확대에 따라 빠르게 성장하고 있지만, 아직까지 현지 ESS 배터리 셀 공장이 구축되어 있지 않아 전 부 수입에 의존하고 있다. 2024년 미국 수입액은 전년 대비 약 24% 증가한 187억 달러를 기록했으며, 중국과 한국이 각각 71%, 7%를 차지하고 있다. 추가적으로 한국 배터리 셀 업체들의 유럽 공장이 위치한 폴란드, 헝가리 점유율까지 고려할 때 미국 ESS 시장 내 실질적인 한국 점유율은 약 12~13% 수준으로 추정된다.
- 현재 미국에서는 2023년부터 시행된 IRA법을 통해 전기차 및 EV용 배터리에 대해서는 매우 강력한 원산지 제재를 통해 중국산 배터리 적용을 강력하게 저지하고 있는 반면, ESS 부문은 규제가 현저히 완화되어 있다. 이러한 규제 차이로 인해 현재 미국이 수입하는 ESS 배터리 및 시스템 중 약 80% 이상을 중국산 LFP 배터리가 차지하고 있는 것으로 분석된다. 그러나 최근 트럼프 행정부는 중국산 흑연에 대한 반덤핑, 상계 관세 조사에 본격적으로 착수하는 등 중국의 불공정 무역 관행에 대해 조치를 취할 가능성이 부각되고 있다. 현재 배터리 셀은 직접적인 상계관세 대상이 아니지만 2025년 말 미국과 중국간 협상 결과에 따라 추가 관세(기본관세, 무역법 301조상 배터리 관세, 펜타닐 관세, 상호 관세 등)가 적용될 가능성이 존재한다. 향후 관세 부담이 크게 가중될 경우 중국산 배터리의 가격 매력도는 빠르게 약화될 수 있으며, 국내 배터리 셀 업체들이 이를 대체하는 과정에서 새로운 기회를 제공할 것으로 예상된다.

<그림> 미국 ESS 수입액



자료: KITA, iM증권 리서치본부

<그림> 미국 ESS 수입액과 국가별 비중

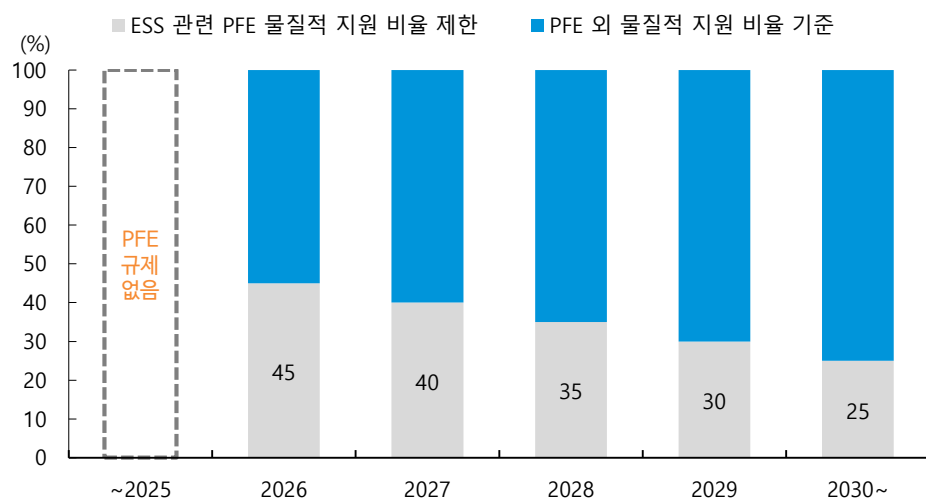


자료: Wind, KITA, iM증권 리서치본부

Sec. 48E 조항 변경으로 인해 미국 ESS 시장에서 중국산 배터리 사실상 퇴출될 것

- 트럼프 행정부의 감세법안 시행으로 2026년부터 에너지 저장 시스템(ESS, Energy Storage System)이 연방 투자 세액공제(ITC, Investment Tax Credit) 혜택을 받기 위해서는 일정한 조건을 충족해야 한다. 특히 해당 설비나 기술이 금지된 외국 기관(Prohibited Foreign Entity)으로부터 일정 수준 이상의 물질적 지원(Material Assistance)을 받을 경우 세액공제 대상에서 제외된다. 물질적 지원이란 ESS 설비의 제조원가 기준으로 금지된 외국 기관이 제공하거나 생산한 제품 및 부품이 차지하는 비용 비율을 의미한다. 이 때 적용되는 비율은 '물질적 지원 비용 비율(Material Assistance Cost Ratio)'로 정의되며, 매년 착공 시점을 기준으로 점진적으로 강화되는 임계 비율(Threshold Percentage)을 넘지 않아야 한다. 임계 비율을 초과하면 세액공제를 받을 수 없다는 뜻이다.
- ESS에 적용되는 임계 비율은 다음과 같다. 2026년에 착공하는 설비의 경우 금지된 외국 기관의 공급 비중이 제조원가의 45%를 초과하면 안 된다. 2027년에는 이 기준이 40%로, 2028년에는 35%로, 2029년에는 30%로 하향되며, 2030년 이후에는 25%로 강화된다. 즉 시간이 지남에 따라 금지된 외국 기관의 개입을 점차 줄여야만 세액공제 혜택을 받을 수 있도록 설계된 구조이다. 예를 들어 2026년에 착공하는 ESS 프로젝트의 경우 전체 제조원가 중 금지된 외국 기관이 제공한 부품이나 자재가 45%를 초과하면 해당 프로젝트는 ITC 세액공제를 받을 수 없다. 다시 말해 배터리 셀, 인버터, 컨테이너 등 주요 구성품이 중국 등 금지된 외국 기관으로부터 공급되는 비중이 높을 경우 미국 정부로부터의 세제 혜택이 차단된다. 이 같은 규정은 청정에너지 인프라에 대한 연방 정부의 세제 지원을 '안보 중심의 공급망 재편'이라는 정책 목표와 연계하려는 의도가 반영된 것으로 해석된다. 향후 ESS 관련 기업들은 연방 세액공제를 유지하기 위해 금지된 외국 기관에 대한 의존도를 체계적으로 축소해 나가야 할 수 밖에 없다. 사실상 중국산 ESS 배터리의 퇴출 가능성이 높아졌다.

<그림> 트럼프 행정부의 감세법안 시행으로 섹션 48E 조항 변경



자료: KITA, iM증권 리서치본부

<표> BESS 주요 구성요소별 제조원가 비율(미국 국세청 공지 기준)

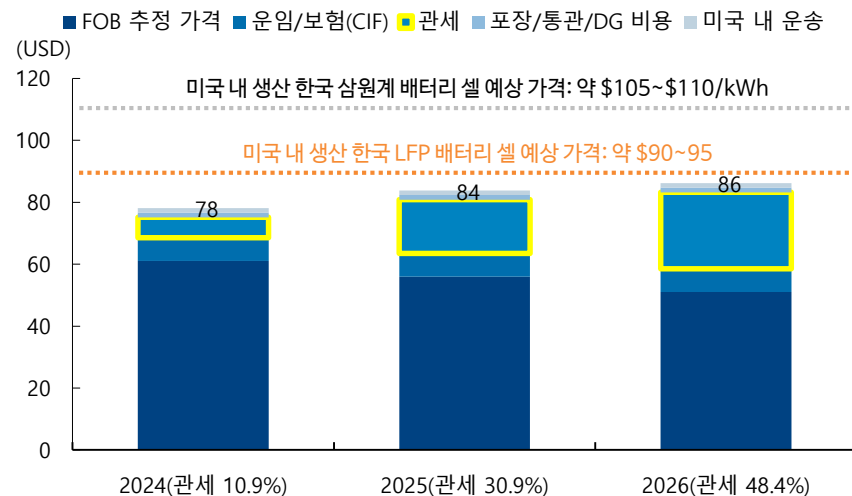
BESS 구성요소		전력망 연계형 BESS	분산형 BESS
Battery Pack/Module	Cells	52.0%	26.9%
	Packaging	5.6%	13.4%
	Production	8.0%	2.9%
Inverter/Converter	PCB Assemblies	1.4%	5.4%
	Thermal Management System for Inverter	0.4%	-
	Electrical Parts	0.5%	-
	Enclosure & Skids	0.4%	1.0%
	Production	1.9%	4.3%
Battery Container/Housing	Enclosure	14.8%	22.8%
	BMS	7.4%	10.1%
	Thermal Management System for Battery Container	5.6%	10.1%
	Production	2.0%	3.1%
합계		100%	100%
배터리 관련 비중		73%	53%

자료: IRS, iM증권 리서치본부

2026년 미국 ESS 시장 내 중국 배터리 경쟁력 약화

- 2025년 트럼프 행정부의 상호관세 정책으로 미국에 수출되는 중국산 ESS용 배터리 셀에 부과되는 관세는 총 30.9%(기본 관세 3.4%+무역법 301조 7.5%+상호관세 10%+펜타닐 관세 10%)로 전년의 10.9%(기본 관세 3.4%+무역법 301조 7.5%)에서 3배 가량 높아졌다. 다만 아직까지 한국 배터리 셀 업체들의 ESS용 LFP 배터리 셀 생산이 본격화되고 있지 않아 중국 업체들은 미국 내 ESS 시장에서 여전히 높은 시장 점유율을 차지하고 있다.
- 그러나 2026년부터 중국산 ESS 배터리 셀에 부과되는 무역법 301조 관련 관세율이 기존 7.5%에서 25%로 인상될 예정이기 때문에 총 관세율도 기존 30.9%에서 48.4%까지 높아지면서 가격 경쟁력이 빠르게 약화될 전망이다. 국내 배터리 셀 업체들이 미국 내에서 생산하는 LFP 배터리 셀 예상 가격이 약 \$85/kWh 수준이라고 볼 때 미국 ESS 시장 내 국내 업체들의 점유율 상승세가 뚜렷하게 나타날 가능성이 높을 것으로 판단된다.

<그림> 미국향 ESS용 중국 LFP 배터리 셀 가격 추정



<표> 미국향 ESS용 중국 LFP 배터리 셀 예상 가격 주요 가정

2024년 미국 ESS용 중국산 배터리 가격 추정		2025년 미국 ESS용 중국산 배터리 가격 추정		2026년 미국 ESS용 중국산 배터리 가격 추정	
항목	kWh당	항목	kWh당	항목	kWh당
중국 내수 판매 가격 가정 (VAT 제외)	\$60.0	중국 내수 판매 가격 가정 (VAT 제외)	\$55.0	중국 내수 판매 가격 가정 (VAT 제외)	\$50.0
+ 중국 내 운송, 보세비 등	\$1.0	+ 중국 내 운송, 보세비 등	\$1.0	+ 중국 내 운송, 보세비 등	\$1.0
FOB 추정 가격	\$56.0	FOB 추정 가격	\$51.0	FOB 추정 가격	\$48.5
+ 운임/보험 (CIF)	\$7.5	+ 운임/보험 (CIF)	\$7.5	+ 운임/보험 (CIF)	\$7.5
+ 관세 10.9% (기본 관세 3.4% + 무역법 301조 7.5%)	\$6.1	+ 관세 30.9% (기본 관세 3.4% + 무역법 301조 7.5% + 상호관세 10% + 펜타닐 관세 10%)	\$17.3	+ 관세 48.4% (기본 관세 3.4% + 무역법 301조 25% + 상호관세 10% + 펜타닐 관세 10%)	\$24.7
+ 포장/통관/DG 비용	\$1.5	+ 포장/통관/DG 비용	\$1.5	+ 포장/통관/DG 비용	\$1.5
+ 미국 내 운송	\$1.5	+ 미국 내 운송	\$1.5	+ 미국 내 운송	\$1.5
예상 공급 가격	\$78.1	예상 공급 가격	\$83.8	예상 공급 가격	\$86.2

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

국내 업체들의 미국 ESS 배터리 생산 확대 전망

- 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.

<표> 국내 배터리 셀 업체별 ESS 생산 캐파 현황 및 전망

업체 및 공장	지역	양극재	종류	주요 수요처	Capa.	가동 시점	양극재 공급사
LG 에너지솔루션	한국	NCM	파우치	ESS	1 GWh	기존	-
	중국	NCM	파우치	ESS	5 GWh	기존	-
		LFP	파우치	ESS	5 GWh	2023	상주리원
	미국	LFP	파우치	ESS	17 GWh	2Q25	상주리원 인니
	미국	LFP	파우치	ESS	15 GWh	2026	상주리원 인니
삼성SDI	미국	LFP	각형	ESS	17 GWh	2027	상주리원 인니
	한국	NCA	각형	ESS	10 GWh	기존	에코프로비엠
	중국	NCA	각형	ESS	2 GWh	기존	에코프로비엠
	미국	NCA	각형	ESS	7 GWh	4Q25	포스코퓨처엠
	미국	LFP	각형	ESS	12 GWh	4Q26	엘앤에프
	미국	LFP	각형	ESS	12 GWh	1Q27	엘앤에프

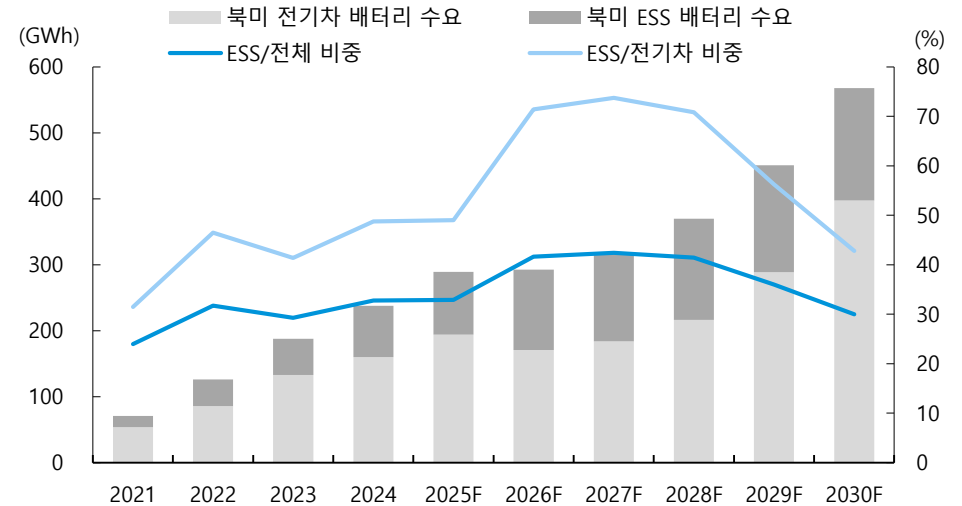
<표> 주요 이차전지 양극재 기술별 특징 비교

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

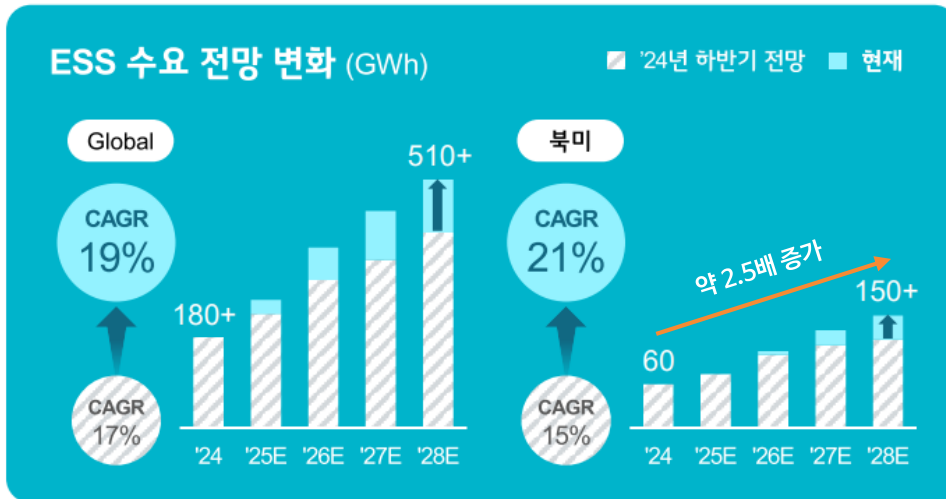
미국 ESS 수요의 가파른 성장세

- 미국 전기차 시장은 정책 변화로 수요 둔화 가능성이 제기되고 있으나, ESS 시장은 신재생에너지 확대와 AI 데이터센터 수요 증가로 급성장 중이다. 전세계 ESS 시장은 출하용량 기준 전기차 시장의 약 30% 수준이나, 북미 ESS 배터리 수요는 전기차 대비 절반 이상 규모에 이를 것으로 추정된다. 특히 ESS는 시스템 단위 공급 특성상 전기차용 배터리 셀보다 공급 가격이 2배 가량 높다는 점을 고려할 때 금액 기준 시장 규모는 전기차 시장에 근접할 가능성이 크다.
- 당사의 시나리오 분석에 따르면 2030년 미국 ESS 수요는 약 175 GWh를 기록할 것으로 전망되며, 이를 대응하기 위한 미국 내 ESS 배터리 셀 생산 Capa.는 국내 업체들을 중심으로 약 160 GWh까지 확대될 것으로 전망된다. 이를 고려할 때 중국으로부터의 수입을 배제할 때 미국 내 ESS 배터리 셀 수급은 당분간 공급 부족이 이어질 것으로 보인다.

<그림> 북미 전기차, ESS 배터리 수요 전망

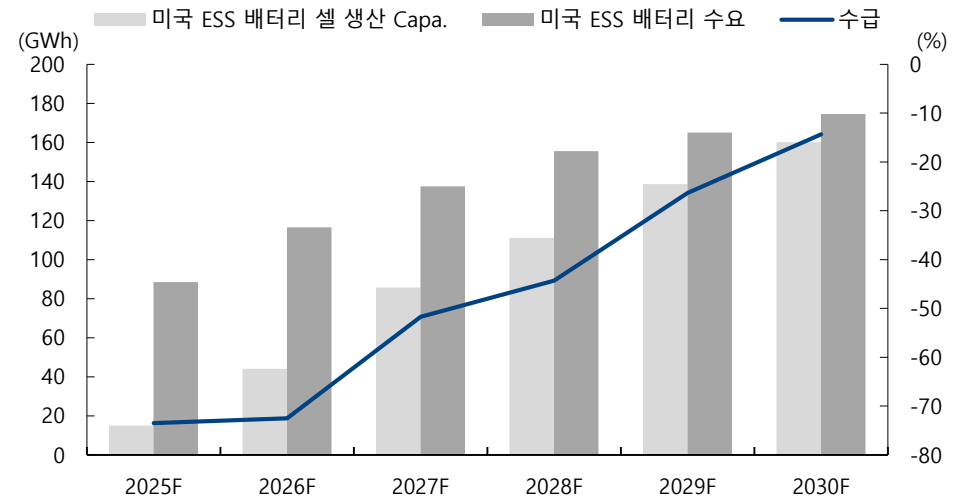


<그림> LG에너지솔루션의 ESS 수요 전망(3Q25 실적 설명회 자료)



자료: LG에너지솔루션, iM증권 리서치본부

<그림> 미국 내 ESS 배터리 수요/공급 전망

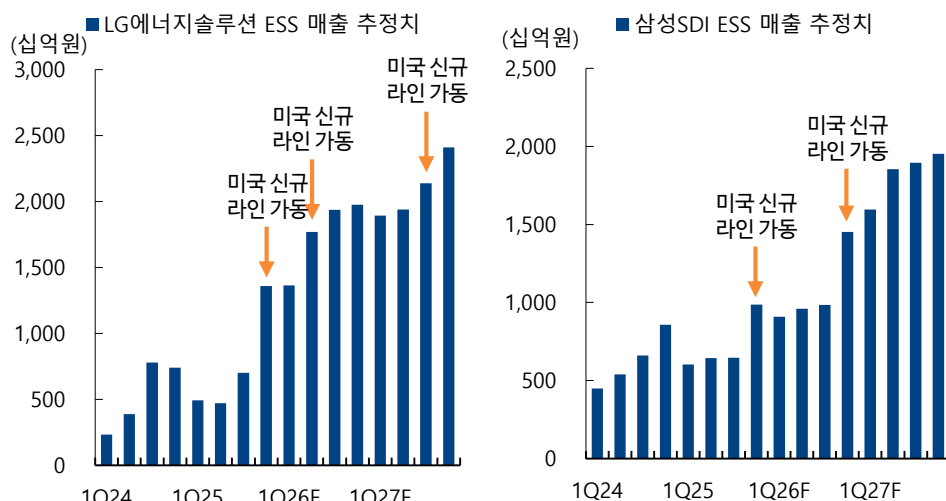


자료: iM증권 리서치본부

배터리 셀 업체들의 미국 ESS 신규 라인 가동에 따른 매출, 영업이익 증가 시점에 주목

- 국내 이차전지 업종은 지난 6월 이후 미국의 관세 정책 변화와 ESS 관련 정책 수혜 기대감이 부각되며 시장의 주목을 받아 왔다. 그 결과 2023년 하반기부터 이어졌던 장기 하락 국면에서 벗어나 배터리 셀, 소재 업체들의 주가가 반등세를 보였다. 그러나 당사는 이번 변화가 단기적인 이벤트에 그치지 않고 미국 ESS 시장을 기반으로 한 구조적 성장 동력으로 이어질 것으로 판단한다. 특히 배터리 셀 업체들의 실질적인 매출 증가가 가시화되는 시점을 주목할 필요가 있다. LG에너지솔루션과 삼성SDI는 급증하는 미국 ESS 수요에 대응하기 위해 올해를 기점으로 매년 현지 신규 생산 라인을 가동할 계획이다. 이에 따라 2027년 말 기준 LG에너지솔루션과 삼성SDI의 미국 ESS 배터리 생산 캐파는 각각 48GWh, 31GWh까지 확대될 전망이다.
- ESS는 배터리 셀뿐만 아니라 완제품 형태의 시스템 단위로도 공급된다는 특성상 전기차 배터리 대비 상대적으로 높은 판가를 기대할 수 있다. 또한 미국 내 생산시 AMPC 세액공제(셀: \$35/kWh, 모듈: \$45/kWh) 혜택을 적용 받을 수 있어 수익성이 크게 제고된다. 이론적인 시뮬레이션상 ESS 용 LFP 배터리 셀은 최대 44%, 시스템 단위 공급은 약 25% 수준의 영업이익률을 달성할 수 있을 것으로 추정된다. 특히 완성차 OEM 업체와 합작 형태로 운영되는 전기차 배터리와는 달리 ESS 생산 라인은 배터리 셀 업체들이 세액공제를 상당 부분 직접 취할 가능성이 높다는 점도 긍정적이다. 이러한 요인들은 2026년부터 배터리 셀 업체들의 실적과 기업 가치를 시장 예상보다 더욱 빠른 속도로 끌어 올릴 가능성이 높으며, 향후 주가 상승의 핵심 모멘텀으로 작용할 것으로 판단한다.

<그림> LG에너지솔루션, 삼성SDI ESS 분기별 매출 추정치



자료: iM증권 리서치본부

<표> 미국 내 ESS 배터리 셀, 시스템 생산시의 이론적 수익성 분석

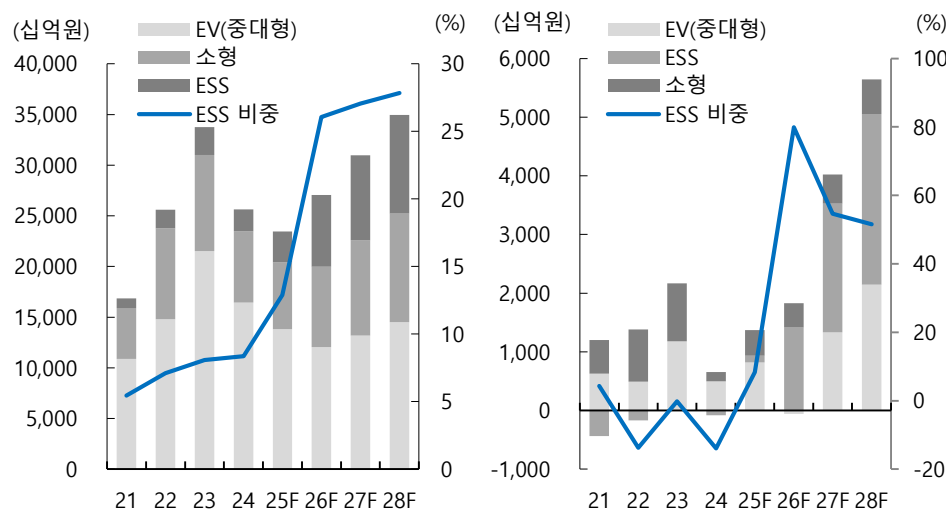
구분	LFP ASP (kWh당)	OPM 가정	영업이익 (a)	AMPC (b)	AMPC 합산 영업이익 (c)=(a)+(b)	AMPC 합산 OPM
셀	\$90~\$95	5.0%	약 \$4.6	\$35/kWh	약 \$40	41%~44%
시스템	\$180~\$190	5.0%	약 \$9.3	\$45/kWh	약 \$54	23%~25%
평균 (셀:시스템 =5:5 가정)	\$135~\$143	5.0%	약 \$6.9	\$40/kWh	약 \$47	32%~34%

자료: iM증권 리서치본부

북미 ESS 시장 내 한국 점유율 빠르게 확대될 경우 영업이익 기여도 클 것으로 예상

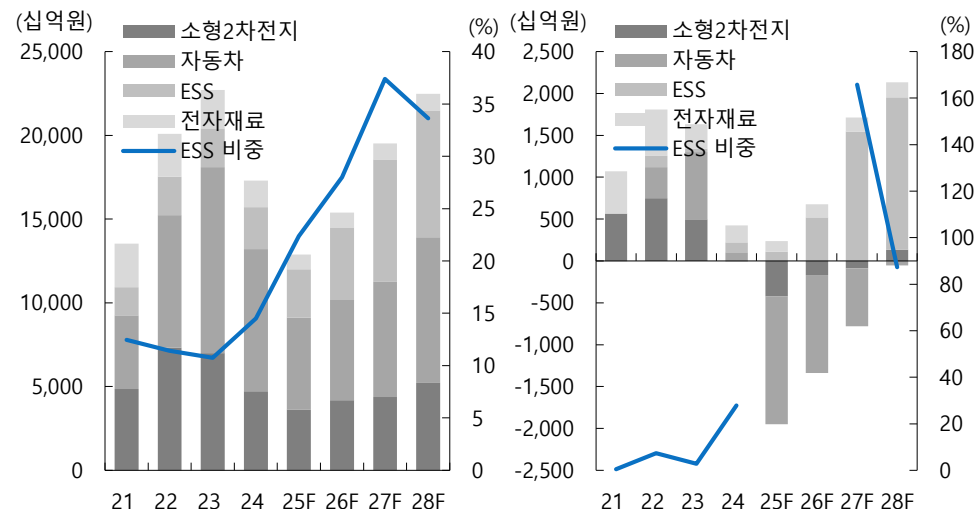
- ESS는 배터리 셀뿐만 아니라 완제품 형태의 시스템 단위로도 공급된다는 특성상 전기차 배터리 대비 상대적으로 높은 판가를 기대할 수 있다. 또한 미국 내 생산시 AMPC 세액공제(셀: \$35/kWh, 모듈: \$45/kWh) 혜택을 적용 받을 수 있어 수익성이 크게 제고된다. 이론적인 시뮬레이션상 ESS 용 LFP 배터리 셀은 약 45%, 시스템 단위 공급은 약 32% 수준의 영업이익률을 달성할 수 있을 것으로 추정된다. 특히 완성차 OEM 업체와 협력 형태로 운영되는 전기차 배터리와는 달리 ESS 생산 라인은 배터리 셀 업체들이 세액공제를 상당 부분 직접 취할 가능성이 높다는 점도 긍정적이다.
- 이로 인해 북미 ESS 시장에서 배터리 셀 업체들의 공급 확대는 실적과 기업 가치를 시장 예상보다 더욱 빠른 속도로 끌어 올릴 가능성이 높으며, 향후 주가 상승의 핵심 모멘텀으로 작용할 것으로 판단된다. LG에너지솔루션은 2028년 전체 매출과 영업이익에서 ESS가 차지하는 비중이 각각 28%, 52%, 삼성SDI는 각각 34%, 87%를 차지할 것으로 예상되어 영업이익 측면에서 모든 사업부문에서 ESS가 가장 큰 비중을 차지하는 핵심 역할을 할 것으로 분석된다.

<그림> LG에너지솔루션 매출액과 영업이익 내 ESS 비중 추이 및 전망



자료: LG에너지솔루션, iM증권 리서치본부

<그림> 삼성SDI 매출액과 영업이익 내 ESS 비중 추이 및 전망



자료: 삼성SDI, iM증권 리서치본부

국내 배터리 소재 업체들의 선별적 수혜 예상되나 강도는 배터리 셀 업체 대비 제한적

- 미국 ESS 시장은 신재생 에너지 확산과 전력망 안정화, 데이터센터 전력 수요 급증을 배경으로 급성장 중이다. 특히 미국 정부의 탈중국 정책과 IRA 시행으로 인해 국내 배터리 셀 및 소재 업체들이 수혜를 기대할 수 있는 환경이 조성되고 있다. 다만 소재 업체들의 수혜 강도는 셀 업체 대비 제한적일 가능성이 높다. 셀 업체들의 경우 ESS 사업 비중 확대시 ① 전기차용 배터리 대비 높은 판가를 기대할 수 있고, ② 미국 내 생산시 AMPC 세액공제 혜택을 통해 약 30% 수준의 영업이익률 확보가 가능하다. 이에 따라 ESS 매출 증가는 곧바로 실적 레버리지로 이어질 수 있다. 반면 소재 업체들의 수익성 개선 여력은 제한적이다. 소재 업체는 배터리 셀과 달리 판가 인상 여력이 거의 없고, AMPC 혜택 적용 대상 또한 일부 전해액 업체를 제외하면 없다. 전해액 기업이라 하더라도 실적 기여도는 크지 않다. 특히 양극재 부문은 구조적으로 제약이 크다. LFP 양극재의 예상 판가는 삼원계 대비 약 20~30% 수준에 불과하며, 제조원가 중 원재료 변동비 비중이 높기 때문에 높은 수익성을 달성하기 어렵다. 특히 국내 주요 양극재 업체인 에코프로비엠과 포스코퓨처엠은 아직 주요 LFP 고객사를 확보하지 못해 LFP 중심으로 성장 중인 미국 ESS 시장의 직접적인 수혜는 당분간 제한적일 것으로 판단된다. 소재 업체들의 제한적인 수혜, 이것이 당사가 이차전지 산업에 대한 투자 의견을 'Neutral'로 제시하는 가장 큰 이유이다.

<표> 국내 배터리 셀 업체들의 미국 내 LFP 생산 Capa. 전망과 양극재 공급사 현황

배터리 셀 업체	미국 LFP 배터리 생산 계획 전망	2025	2026	2027	2028	양극재 공급사	참고
LG 에너지솔루션	ESS Capa. (GWh)	8.3	24.0	39.8	54.2	상주리원 인도네시아 법인	2025년 2월, LG에너지솔루션 상주리원 인도네시아 법인 지분 20% 인수
	가동률x수율 85% 가정	7.0	20.4	33.8	46.1		2028년까지 LFP 양극재 26만t 장기 공급 계약 체결
	양극재 수요(만t)	1.9	5.5	9.1	12.4	미정	단일 공급사 리스크 고려시 국내 기업 가능성 예상
	EV Capa. (GWh)	-	-	-	-		4Q25 가동 시작한 NCA 생산 Capa. (7GWh) 2027년 중 LFP 전환 계획
삼성SDI	ESS Capa. (GWh)	-	3.0	25.8	37.0	엘앤에프	3Q26 LFP 양극재 Capa. 3만t 가동 후 추가 3만t 가동 계획
	가동률x수율 85% 가정	-	2.6	21.9	31.5		엘앤에프 공급 계획(추가 증설 필요)
	양극재 수요(만t)	-	0.7	5.9	8.5	엘앤에프	2025년 7월, SK온-엘앤에프 LFP 양극재 공급 MOU 체결
	EV Capa. (GWh)	-	-	-	-		
SK온	ESS Capa. (GWh)	-	3.0	6.0	12.0	엘앤에프 예상	
	가동률x수율 50% 가정	-	1.5	3.0	6.0		
	양극재 수요(만t)	-	0.4	0.8	1.6		



구분	2025	2026	2027	2028	참고
엘앤에프 LFP 양극재 출하량 가정(만t)	-	1.3	8.1	12.1	2027년 예상 Capa. 6만t 이후 추가 증설 필요
LFP 양극재 판가 가정(USD/kg)	-	6.0	6.0	6.0	최근 3개월간 한국 LFP 양극재 수출 데이터 참조 반영
엘앤에프 LFP 양극재 예상 매출액(십억원)	-	110	677	1,019	원/달러 환율 1,400원 가정
영업이익률 가정	-	1.0%	2.5%	3.5%	신규 가동시 라인 안정화를 위한 초기 비용 고려
예상 영업이익(십억원)	-	1.1	16.9	35.7	
예상 순이익	-	0.9	13.5	28.5	실제 부채로 인한 금융 비용 고려시 예상치 하회할 것으로 예상
적용 P/E 가정(배)	-	50.0	40.0	30.0	
예상 기업 가치(십억원)	-	44	542	856	지난 9월 초 저점으로 시가총액 약 3조원 증가

자료: iM증권 리서치본부

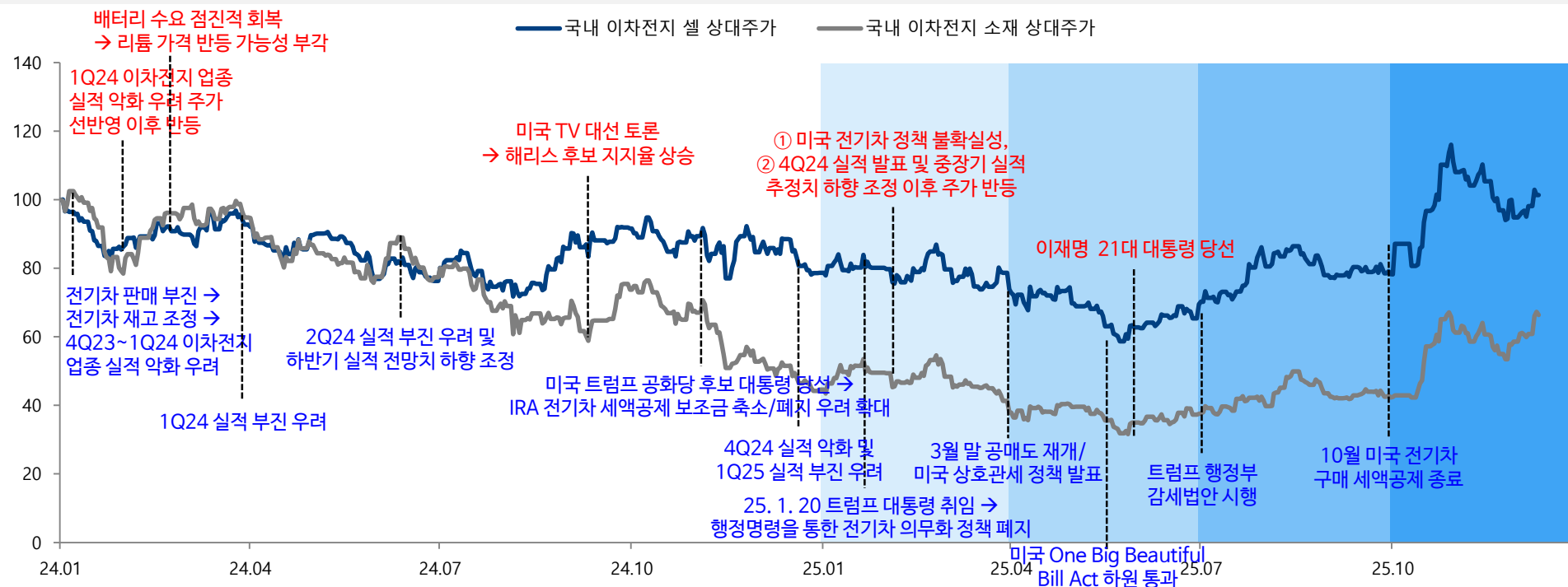
주1: 연간 배터리 셀 업체 생산 Capa. 분기 가동 시점 고려한 실질 수치 반영

주2: LFP 양극재 수요 배터리 셀 1GWh당 2,250t 사용, 재고 20% 가정

국내 이차전지 업종에 대한 투자 의견 'Neutral' 유지

- 최근 북미 전기차 시장의 수요 둔화 우려가 존재하지만 미국 ESS 시장에서 국내 배터리 업체들의 점유율 확대에 의한 새로운 가능성이 열리고 있다. 특히 트럼프 행정부의 감세 법안 시행으로 인해 2026년부터 ESS 관련 ITC 혜택을 받기 위해서는 금지된 외국 기관과 관련된 일정 조건을 충족해야 한다. 또한 같은 해부터는 중국산 ESS에 대해 총 48.4%에 달하는 고율의 대중국 관세가 적용될 예정이어서 중국 제품의 가격 경쟁력은 구조적으로 약화될 가능성이 높다. 이러한 정책 환경 변화 속에서 국내 배터리 업체들이 미국 ESS 시장에서 점유율을 본격적으로 확대할 경우 ESS 사업부문이 전기차 배터리 대비 수익성 면에서 더욱 큰 기여를 할 수 있다. 실제 컨테이너 형태의 ESS는 셀 중심으로 공급되는 전기차 배터리보다 판가가 30~40% 가량 높고, 미국 현지 생산시 AMPC 세액공제 혜택까지 적용 받을 수 있다. 특히 미국 내 ESS 배터리는 AMPC 세액공제 혜택을 고객사와 지분율에 따라 분할하지 않아 일정 부분 이점을 인식할 수 있다. 이는 지배주주순이익 증가로 이어져 기업가치 상승 측면에서도 자동차 배터리 사업 대비 더 큰 레버리지를 기대할 수 있을 것으로 판단된다.
- 이차전지 업종 내 최선호주로는 미국 ESS 시장에서 새로운 기회를 열어갈 배터리 셀 업체인 LG에너지솔루션과 삼성SDI를 유지하고, 관심 종목으로는 ESS 관련 부품, 소재 업체인 서진시스템, 신성에스티, 한중엔시에스, 율촌화학 등의 중장기 실적 성장 가능성에 주목할 필요가 있다.

<그림> 국내 이차전지 셀, 소재 업종 상대주가 추이



국내 이차전지 업종 밸류에이션 매력도 낮지만 새로운 모멘텀으로 인한 셀 업종 긍정적 흐름 기대

- 북미 전기차 수요 둔화에도 불구하고 ESS 시장 내 점유율 확대 여부에 따라 국내 배터리 셀 업체들의 실적 개선폭은 시장 기대치를 상회할 가능성이 존재한다. 만약 미국 ESS 시장에서의 새로운 기회 요인이 현실화될 경우 지난 2년간 부진했던 국내 이차전지 업종의 주가가 수급 개선과 함께 점진적인 상승세를 나타낼 수 있을 것으로 전망된다.
- 또한 ESS 중심의 산업 재편에 따라 중장기적으로 주목해야 할 부품 및 소재 기업들도 있다. LG에너지솔루션의 북미형 ESS에 수냉식 냉각 시스템 부품을 공급하는 신성에스티, 파우치 필름을 공급하는 울촌화학, 그리고 삼성SDI의 ESS에 수냉식 시스템 부품을 공급하는 한중엔시에스 등이 대표적이다. 다만 소재 업체들의 경우 배터리 셀 업체들과 달리 단가 상승이나 AMPC 혜택 수혜가 제한적이며, ESS 제품군이 대부분 LFP 기반이라는 점을 감안할 때 양극재 공급사들의 수혜는 엘앤에프 등 일부 업체에 국한될 전망이다. 따라서 소재 업체들은 북미 및 유럽 전기차 수요 둔화로 인한 실적 악화를 완전히 상쇄하기에는 다소 한계가 있을 것으로 보인다. 따라서 소재 업체들의 주가는 높은 밸류에이션 부담을 고려할 때 상승 여력이 제한적일 것으로 예상된다.

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

한국	기업명	2026F		2027F	
		EPS 성장률	P/E	EPS 성장률	P/E
배터리	LG에너지솔루션	흑자전환	135.9	172.6	49.9
	삼성SDI	흑자전환	79.9	307.8	19.6
	SK이노베이션	흑자전환	212.2	621.4	29.4
양극재	포스코퓨처엠	48.3	294.2	149.5	117.9
	에코프로비엠	52.2	378.2	203.1	124.8
	엘앤에프	흑자전환	186.4	324.9	38.9
	코스모신소재	283.3	60.9	120.1	27.7
음극재/ 도전재	대주전자재료	32.0	44.9	31.1	34.2
	나노신소재	123.4	56.9	80.7	31.5
전해액/ 전해질	솔브레인	51.2	12.8	16.8	11.0
	천보	적자지속	-193.1	흑자전환	65.2
동박	SKC	적자지속	-33.5	적자지속	-105.1
	롯데에너지머티	적자지속	-58.8	흑자전환	126.0
	솔루스첨단소재	적자지속	-294.5	흑자전환	45.7
분리막	SKIET	적자지속	-44.7	흑자전환	113.8
	WCP	적자지속	-7.5	흑자전환	553.1
단순 평균		98.4	144.1	202.8	92.6

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

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

글로벌	기업명	2026F		2027F	
		EPS 성장률	P/E	EPS 성장률	P/E
배터리	CATL	25.2	20.2	22.0	16.5
	BYD	38.5	15.5	24.3	12.5
	Gotion	-19.4	30.1	30.7	23.1
	Panasonic	-24.1	16.3	57.4	10.4
양극재	Umicore SA	-1.9	12.7	8.9	11.7
	Sumitomo	379.2	18.7	38.6	13.5
	Ronbay	333.3	36.3	14.3	31.8
	Easpring	34.2	31.2	42.0	21.9
음극재	Hitachi Ltd	31.1	27.3	15.7	23.6
	Mitsui	-42.6	27.7	29.6	21.4
	Tokai Carbon	13.3	11.4	26.1	9.0
	Nippon Carbon	-42.4	14.6	9.2	13.4
전해액/ 전해질	Tinci	174.6	26.3	30.8	20.1
	Capchem	37.3	22.7	24.7	18.2
	Stella Chemifa	5.7	16.1	12.9	14.2
동박	Furukawa Elec	9.5	18.9	18.9	15.9
분리막	Asahi Kasei	0.8	13.6	19.4	11.4
	Senior Tech.	73.1	36.7	36.2	27.0
	Yunnan energy	722.7	46.5	58.7	29.3
단순 평균		92.0	23.3	27.4	18.1

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부



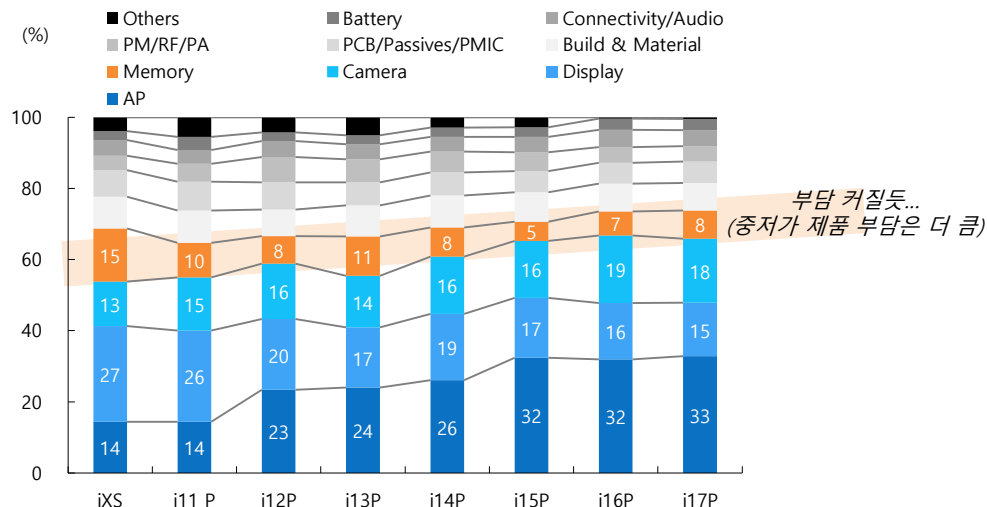
[전기전자]

AI가 이끄는 성장형 시클리컬로의 전환

스마트폰, 양극화 가속화

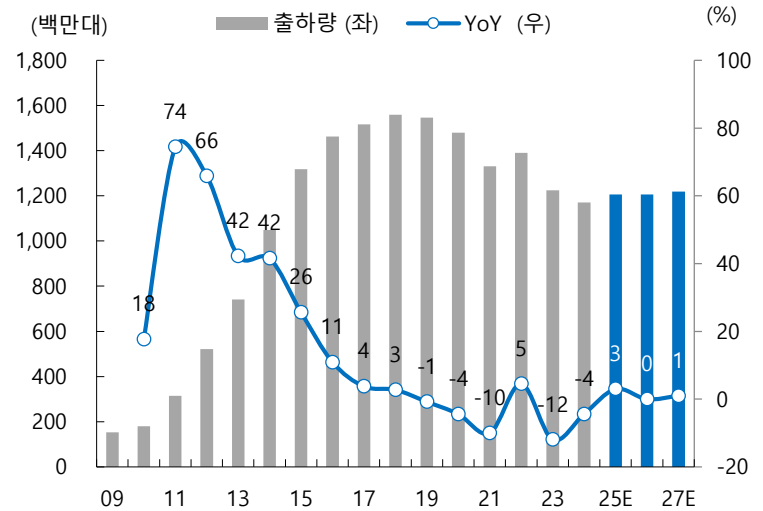
- 당사는 '26년 스마트폰 출하 성장률을 Flat으로 전망한다[그림1]. 앞서 살펴보았듯 최근 IT 세트수요가 예상보다 견조한 점은 긍정적이거나, 26년을 바라보는 시장의 시선은 원가 부담에 집중되고 있다. 파운드리 코스트 및 레거시 메모리 가격 급등이 그 배경이다.
- 예컨대, iPhone 17 Pro 기준 AP와 메모리의 BoM 비중은 각각 33%, 8% 수준인 것으로 추정되는데, 특히 최근의 메모리가격 급등은 '26년 신모델가격 책정에 부정적 영향을 미칠 수 있다[그림2].
- 결국 원가 상승분을 판가에 전가할 수 있는 프리미엄 브랜드와 그렇지 못한 업체 간 격차가 커지는 환경이 전개될 전망이다. 이미 스마트폰 시장은 고가 제품 중심으로 재편되고 있는데, 이 추세가 가속화 것이라는 의미다[그림3].

<그림2> iPhone 기준 BoM Cost 비중 추이



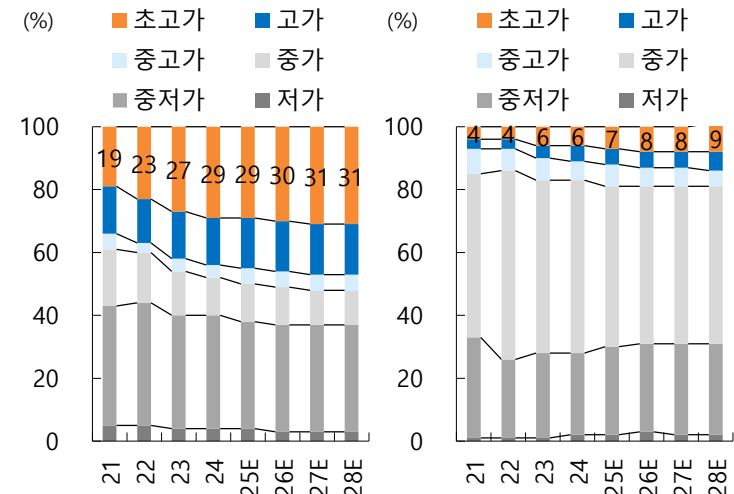
자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부 추정

<그림1> 스마트폰 출하량 추이 및 전망: 플랫폼 성장률



자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

<그림3> 선진국(좌), 신흥국(우)의 가격대별 스마트폰 판매 비중

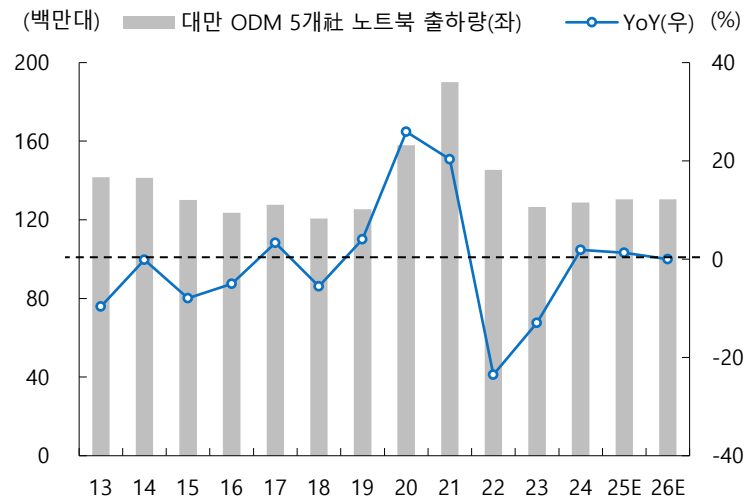


자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

PC, 모멘텀의 소진

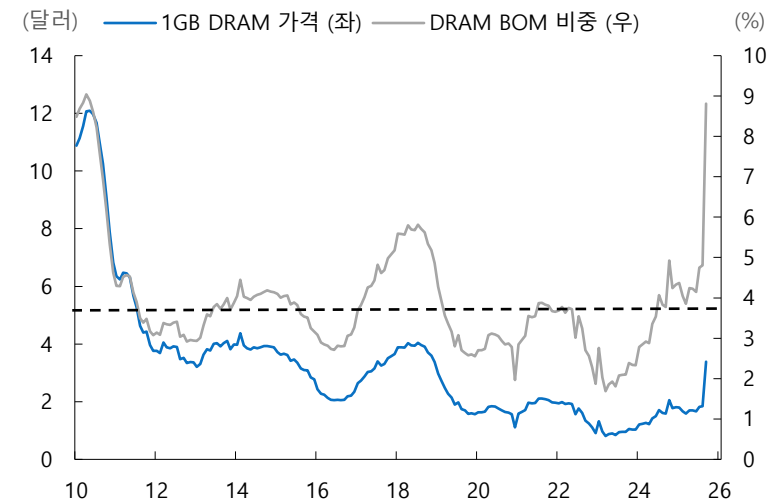
- 노트북 출하량도 Flat으로 전망한다. 스마트폰과 크게 다르지 않다. 메모리 가격 급등으로 BoM Cost에 대한 부담이 빠르게 커지고 있다[그림5].
- PC, 노트북은 스마트폰과 달리 브랜드 충성도가 강하게 작용하지도 않는다. 상대적으로 수요 민감도가 더 클 수 있다.
- 상업용 PC의 경우 윈도우 10 지원 종료, 코로나19 당시 구매 PC에 대한 교체 수요가 이어지겠으나, '25년 대비 모멘텀 강도는 약할 수 있다.
- 전반적으로 상방보다는 하방 위험이 더 큰 환경이 전개될 전망이다.

<그림4> 대만 NB ODM 연간 출하량과 %YoY



자료: Quanta, Compal, Inventec, Wistorn, Pegatron, iM증권 리서치본부

<그림5> CY25 11월 기준 DRAM BOM Cost 비중 및 DRAM 가격

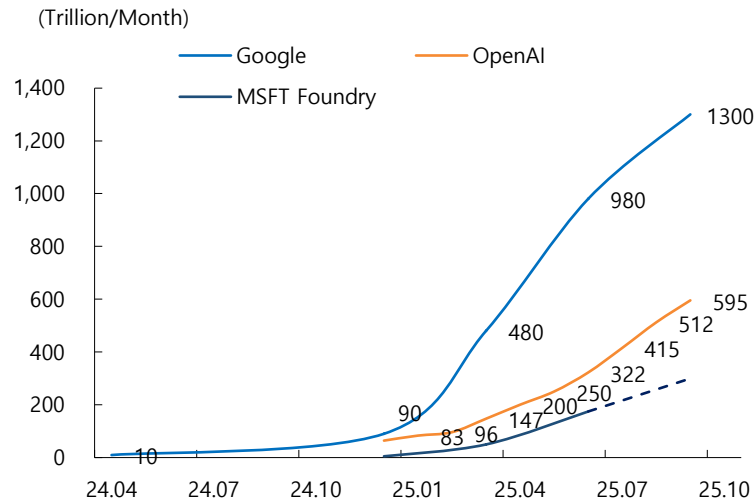


자료: WSTS, Inspectrum, iM증권 리서치본부

서버, 토큰 수요에 기반한 견조한 투자

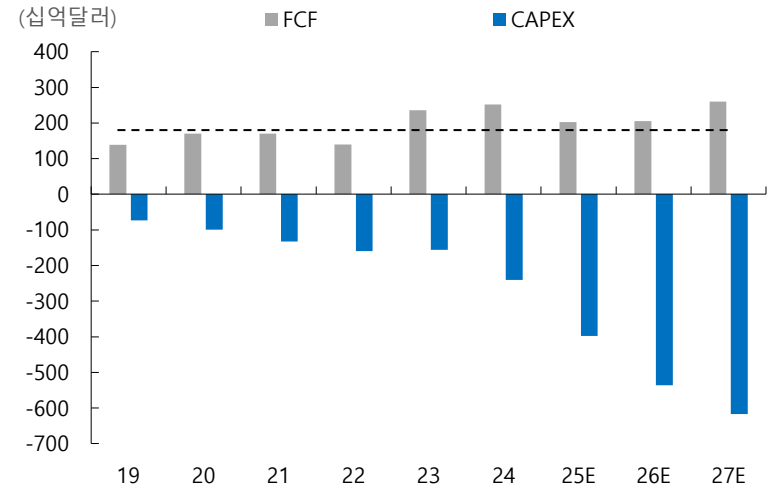
- AI 인프라 투자는 지속될 전망이다. Google·OpenAI·Microsoft의 월간 토큰 처리량은 24년 하반기부터 가파르게 증가 중이며, 이는 MAU 증가 뿐만 아니라 1인당 트래픽 증가와 백그라운드 추론이 함께 작용한 결과이다. 주요 하이퍼스케일러들이 토큰 사용량을 추적하여 향후 인프라 투자 계획을 세운다는 점에서, 동 지표의 위상향 속도가 중요한 이정표다. 특히, Gemini 3.0 출시 이후의 트래픽 증가를 감안할 때, Google의 CY4Q 토큰 처리량이 크게 늘었을 것으로 보인다 [그림7, 8].
- 채권발행과 CDS 발작이 단기적으로 우려사항이었으나, ① FCF를 감안할 때 주요 하이퍼스케일러의 부담은 낮고 [그림6], ② 모델 성능 ↑ 토큰 가격 ↓으로 수요가 늘고 있어, ③ 토큰 수요 증가에 따른 인프라 투자는 지속될 전망이다.

<그림7> 개인의 AI 활용률 추이: 전반적으로 개선되는 추세



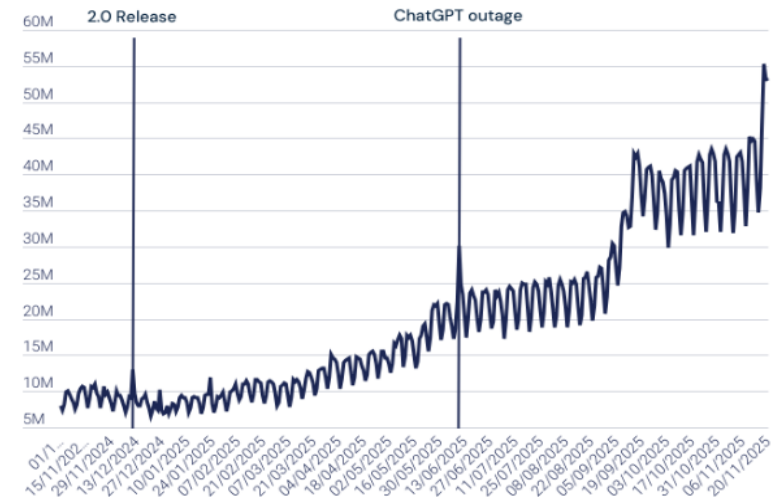
자료: Federal Reserve Bank of ST. Louis, iM증권 리서치본부

<그림6> 주요 하이퍼스케일러의 FCF, Capex 추이 및 전망



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림8> Gemini 방문자 수 추이: 3.0 출시 이후 레벨업 하는 모습



자료: SimilarWeb, iM증권 리서치본부

MLCC, AI 수요가 여타 응용처에 영향

- CY3Q25 Murata의 실적 코멘트 중 가장 의미 있던 부분은 “AI 서버용 MLCC가 자동차 및 통신용 고사양 MLCC 수급에까지 영향을 미칠 수 있음”을 언급한 것이다. 이는 메모리 산업에서 HBM이 레거시 DRAM 공급에 영향을 미친 것과 유사하다. 삼성전기에 따르면, AI 서버용 MLCC와 IT용 MLCC가 동일한 라인에서 생산되고 있다. 그런데 AI 서버용 MLCC는 적층 공정에서 부하가 크기 때문에, 생산 배분을 AI 서버로 늘릴 수록 단위 시간당 총 생산량은 줄어든다 (IT용 대비 AI 서버용은 생산 리드타임 2배 이상). 이는 전체 수급의 타이트함으로 귀결될 수 있다.
- 사업보고서상 삼성전기의 수동소자 가동률이 100%를 넘어섰음에도, 이전 사이클의 정점 대비 생산량이 줄어들었음은 이를 간접적으로 보여주는 증거다[그림10, 11].

<그림10> 분기보고서 기준 삼성전기 가동률: 4년 만에 100% 상회. 4년 전에는 IT 내구재 사이클 vs. 지금은 서버·자율주행 고도화



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

<그림9> Murata는 AI 서버용 MLCC 수요가 급증이 자동차 및 통신용 고사양 MLCC 수급에 영향일 미칠 수 있다고 언급함

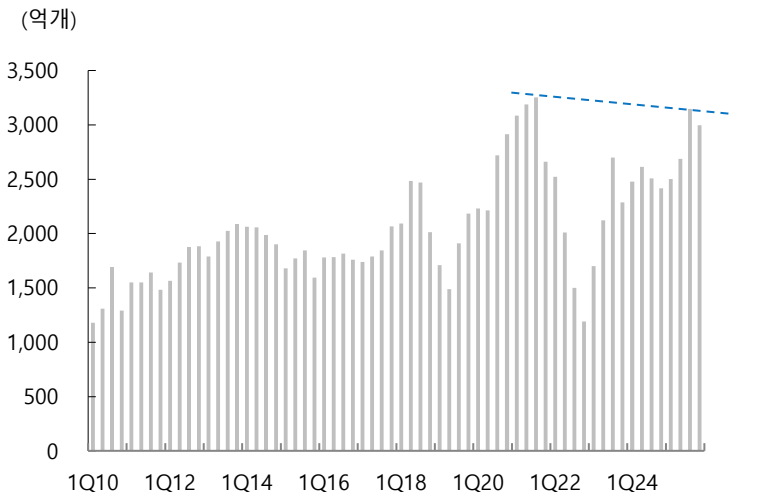
즉, AI 서버에서 하나의 보드 내 MLCC가 차지할 수 있는 공간은 한정되어 있습니다. 하지만 동시에 각 MLCC에 요구되는 용량은 커지고 있습니다

...(중략) ...

고용량 MLCC는 층수가 많고 공정 부하가 높기 때문에 생산설비에 더 큰 부담을 주게 됩니다. 이런 점에서 생산능력 배분에도 영향을 미칠 것이며, 고급 제품뿐 아니라 일부 중급 제품군까지도 영향을 받을 것으로 예상됩니다. 이 경우 자동차 및 통신용 고사양 MLCC에도 파급효과가 이어질 수 있습니다. 따라서 당사는 이번 변화가 의미 있는 수준의 연쇄효과를 가져올 것으로 판단합니다.

자료: Murata, iM증권 리서치본부

<그림11> 삼성전기의 수동소자 생산량 추이: 가동률이 100%를 넘었는데, 2020년 대비 생산량은 줄어듦. 캐파 부하의 증거?

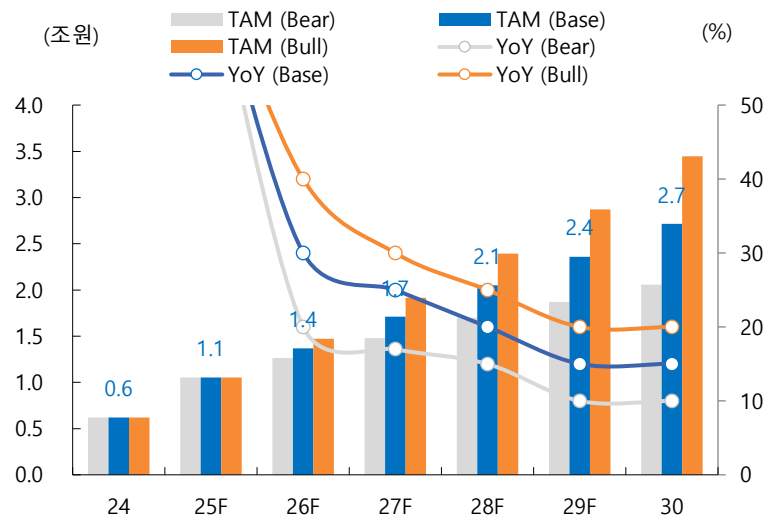


자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

MLCC, AI 서버 응용처 CAGR +21%

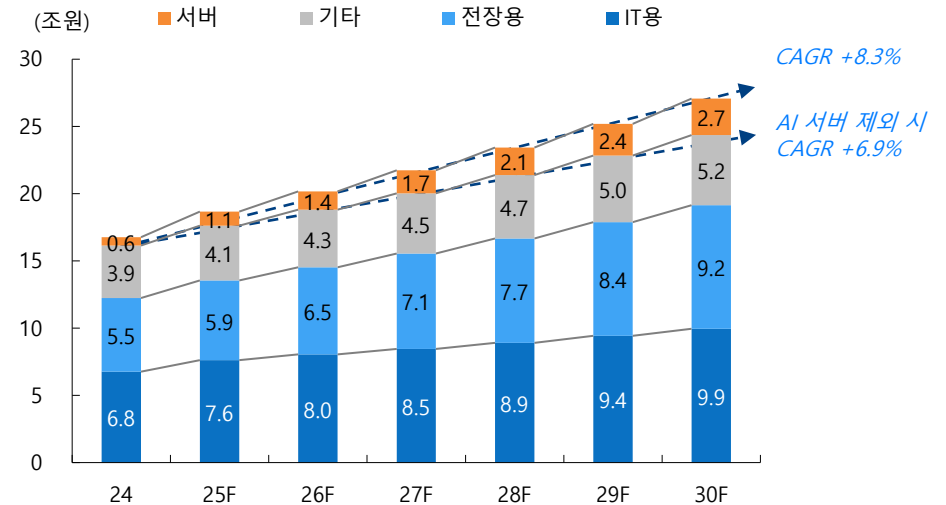
- 그렇다면 AI서버용 MLCC는 어느 정도 규모이고, 얼마나 빠르게 커질까? Murata는 전체 Capacitor 매출 중 서버 비중이 10%이며, 서버 매출 중 AI 서버 비중이 절반일 것으로 언급했다. 이에 따르면 동사의 연환산 서버용 MLCC 매출은 900억엔, AI 서버용은 450억엔으로 추측된다. 참고로, 삼성전기의 3Q25 기준 MLCC 매출에서 AI 서버 관련 매출 비중은 10% 초반 수준인 것으로 파악하며, 연환산 시 약 4,500억원 수준이다.
- Murata가 ① 글로벌 AI 서버용 MLCC 시장의 40~50%를 점유하고 있다는 점 (vs. 삼성전기 40~50%, 기타 10~20%), ② 올해 AI 서버용 MLCC의 성장률이 +60~70% YoY에 달한다는 점을 종합해볼 때, 해당 시장의 TAM은 '24년 0.55조원~0.69조원, '25년 0.95조원~1.16조원으로 추산된다. 당사는 '25년 MLCC 시장 규모를 18~19조원으로 전망하므로, 전체 MLCC 시장에서 AI 서버가 차지하는 비중을 약 5~6%로 볼 수 있다.
- 성장률은 매우 가파르다. 당사는 AI 서버용 MLCC 시장이 '25~'30년 연평균 +21% 성장하여, '30년 기준 전체 시장에서 10%의 비중을 차지할 것으로 전망한다. 이 경우, AI 서버는 '25년~'30년까지 전체 MLCC 시장의 연평균 성장률에 +1.4%p의 긍정적인 기여를 하는 것이다. 동 전망은 AI가 속기당 MLCC 4,000여개 탑재, '30년 기준 AI 서버 침투율 20%를 가정한 것이며, 고용량 MLCC 탑재에 따른 ASP 개선을 가정하지 않은 보수적인 접근이다.

<그림12> AI서버 MLCC TAM: '24년 0.6조원 → '30년 2.7조원



자료: iM증권 리서치본부 추정

<그림13> 적용처별 MLCC 시장 전망: 서버 응용처가 가장 가파름

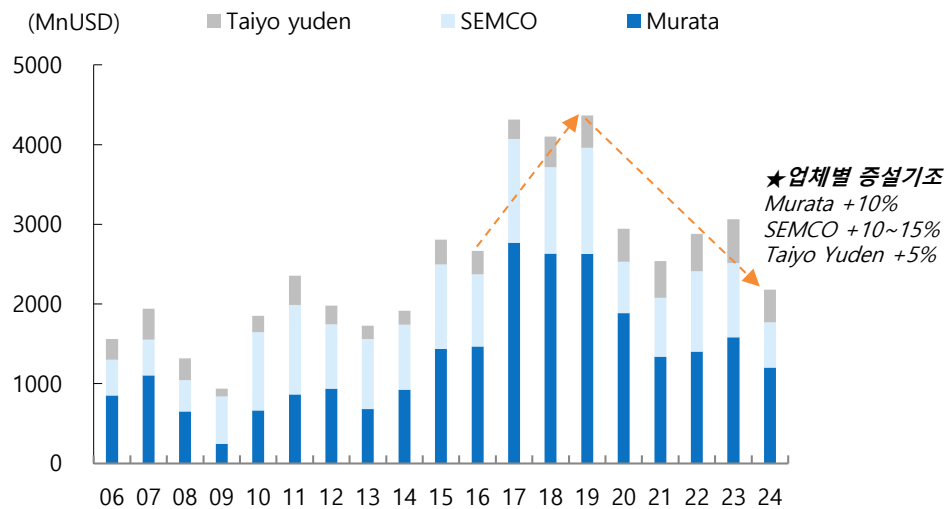


자료: iM증권 리서치본부 추정

MLCC, 절제된 CapEx와 가격 기대감

- 한편, CY3Q25 실적을 지나며 MLCC 가격에 대한 기대가 커지고 있다. Murata, 삼성전기, Taiyo Yuden 등은 공히 MLCC에 대한 판가 인하 압력이 완화되고 있음을 언급하였다. ① 리드타임: 시장조사기관 Paumanok에 따르면, '25년 10월 기준 Capacitor의 리드타임은 19주 수준으로, 팬데믹 이전이었던 '12~'19년의 평균인 '13주 대비 +46% 길어졌다. ② 가동률 & 증설기조: 상위 업체들 중심으로 가동률이 90% 전후로 높아진 상황에서, 이들의 CapEx 집행 기조는 큰 변화 없이 보수적이다 (Murata +10% 증설, 삼성전기 +10~15% 증설, Taiyo Yuden +5% 증설)
- 역사적으로 MLCC의 가격 인상 구간에는 공통적으로 수요 확장과 공급 충격이 동시에 수반되었던 바 있다[그림15]. ① 00~01년: 디지털기기 붐 + 탄탈륨 공급 부족, 일부 일본 MLCC 업체들의 생산 축소 → +20% 이상 가격 인상, ② 17~18년: 하이엔드 스마트폰 및 전장 수요 확대 + Murata의 범용 MLCC 축소 + 생산 장비 쇼티지 발생 (통상적인 증설 리드타임은 9개월이나, 당시 1.6년 이상으로 길어졌음) → +30% 이상 가격 인상, ③ 20~21년: 언택트 관련 내구재 사이클 + 오미크론 발생에 따른 동남아 MLCC 공장 섯다운 → 가격 인상은 없었으나 판가 인하폭이 완화되었음. ④ 25년~ : AI, 자율주행 붐, 우려대비 견조한 IT 판매량으로 수요 측면에서의 조건은 확립. 공급측면에서는 캐파부하가 큰 AI용 MLCC 생산 배분 확대에 따라 유효 캐파 축소 → 가격 인하폭 완화 추세 확인

<그림14> 상위 3대 MLCC 업체의 CapEx 집행 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림15> 시기별 MLCC 가격 인상 요인: 최근 가격인하폭 완화 확인

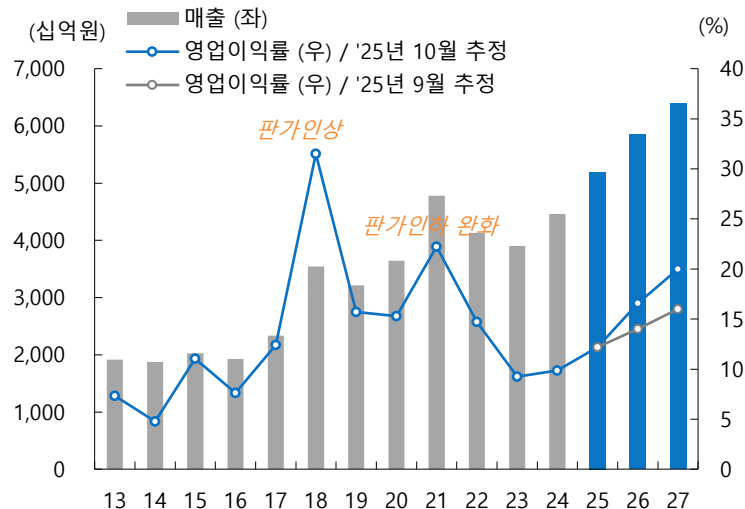
	수요	공급	가격
00~01년	PC, 이동전화, 모뎀 등 디지털기기 붐	'99년 日 MLCC 생산 축소, '00년 탄탈륨 공급 부족	+20% 이상 급등
17~18년	하이엔드 스마트폰 (iPhone X) 전장 수요 증가	Murata의 범용 MLCC 축소 및 생산 장비 부족 → 증설 리드타임↑	+30% 이상 급등
20~21년	언택트 관련 내구재 사이클	오미크론 확산 → 동남아 MLCC 공장 섯다운	판가 인상 없었으나, 판가 인하폭 완화
2H25~	AI 인프라, 자율주행 (L2++)	AI용 MLCC 캐파부하↑ → 공급 축소 효과?	최근 판가 인하폭 완화 흐름 관찰됨

자료: TTI, iM증권 리서치본부

MLCC, '27년까지의 마진 확장 가시성 ↑

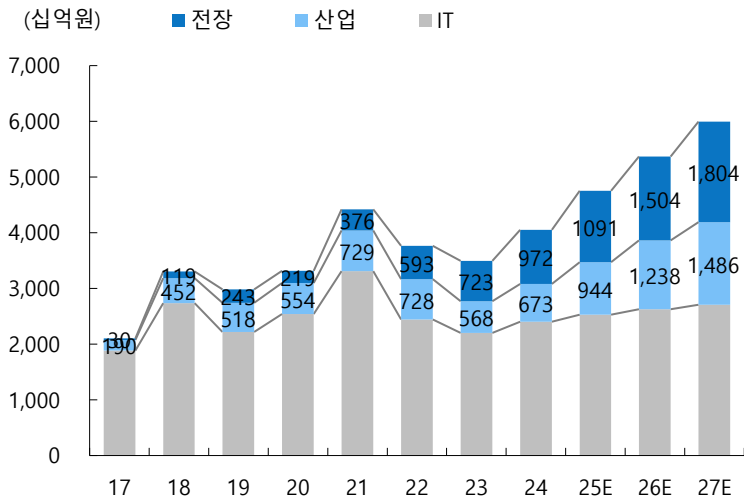
- 당사는 삼성전기 컴포넌트 사업의 영업이익률이 '23년의 9%를 저점으로, '25년 13%, '26년 17%, '27년 20%로 단계적으로 개선될 것으로 전망한다[그림49]. 이는 지난 9월 당시 전망 대비 시기별로 각각 +1%p, +3%p, +4%p 상향 조정한 것이다. 9월과 달라진 점이 있다면, 연말 가격 협상 과정에서 일반 산업, 전장용 MLCC에 대한 판가 인하폭이 예상보다 완화되고 있음이 감지된다는 점이다.
- AI 서버용 MLCC의 경우 초과 수요인 상황에서 대응할 수 있는 업체가 Murata와 삼성전기 등 소수에 불과하므로, 굳이 LTA로 묶기보다는 Spot 거래로 공급하며 가격의 유연성을 확보하려는 모양새다. 만약 Murata가 일부 고용량 MLCC에 대한 판가 인상을 단행할 경우 이는 컴포넌트 업황의 베이스 시나리오가 될 수 있겠으나, Murata의 기업 문화를 고려하면 그 가능성을 배제하는 것이 보수적 접근인 것으로 판단한다.
- 한편, IT용 MLCC는 통상 분기별 판가 협상을 진행하는데, Murata와 삼성전기가 언급하였 듯 AI 서버용 MLCC 생산이 확대될 경우 고용량 IT용 MLCC의 캐파 배분이 축소될 수 있다. 이 경우 IT용 MLCC의 판가 인하폭 또한 완화될 가능성이 있다. (상위 MLCC 업체 입장에서는 AI 서버용 수익성이 IT 대비 2~3배 높기 때문에, 생산 능력을 AI서버에 우선 배분하려는 유인이 강하게 작용할 것)

<그림16> 삼성전기 컴포넌트 부문의 매출, 영업이익률 전망



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부 추정

<그림17> 삼성전기 적용처별 MLCC 매출 추이 및 전망

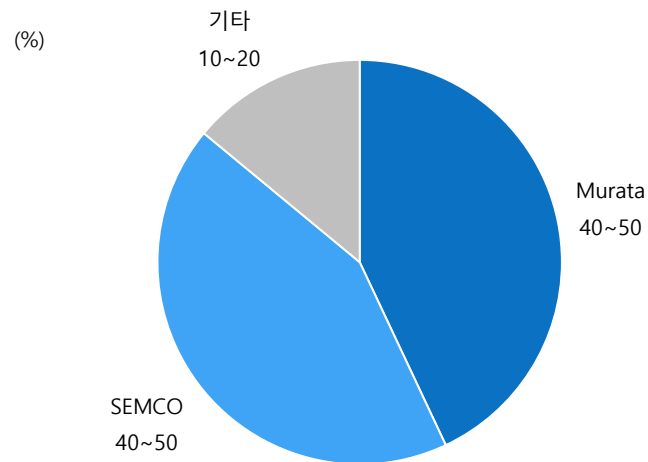


자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부 추정

MLCC, '성장형 시클리컬'로의 변화

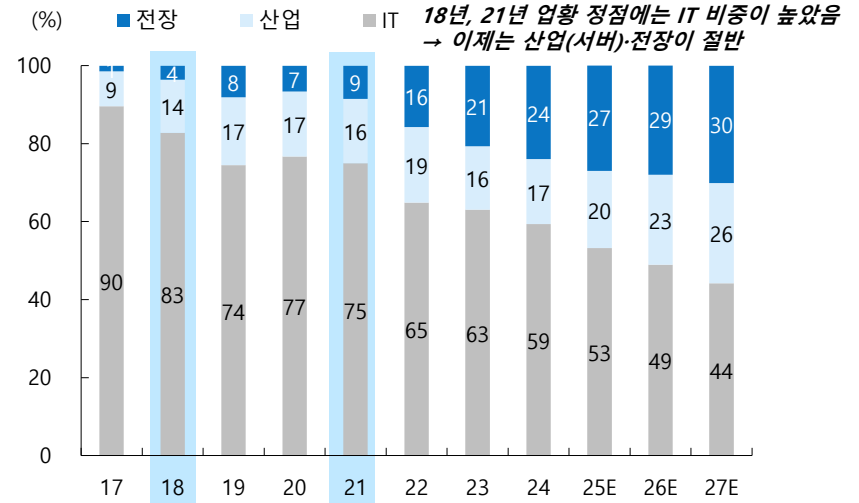
- 당사는 상위 MLCC 업체들의 이익 지속성이 강화된 것으로 판단한다. 삼성전기를 예로 들 경우, '18년, '21년 실적 정점 당시 동사 MLCC 매출에서 IT 응용처가 차지하는 비중은 각각 83%, 75%에 달했다. 경기 민감적 특성이 강하게 나타날 수 밖에 없었다.
- 그러나 IT에 대한 비중은 '25년, '26년, '27년 각각 53%, 49%, 44%로 축소될 전망이며, 동 기간 서버·전장이 비중이 높아지며 이익의 지속성을 높일 것으로 판단된다[그림18]. 즉, 산업의 성격이 '시클리컬'에서 '성장형 시클리컬'로 바뀌어 가고 있는 것이다. 아울러, 해당 영역의 플레이어 IT 대비 제한적이라는 점도 지속성을 높이는 요인이다[그림19].
- 당사는 이러한 이유로 삼성전기의 P/B 멀티플이 10년 평균으로부터 +2SD의 상단을 향할 것으로 전망한다[그림20].

<그림19> AI서버 시장 점유율: 사실상 과점 → 업황 지속성 ↑



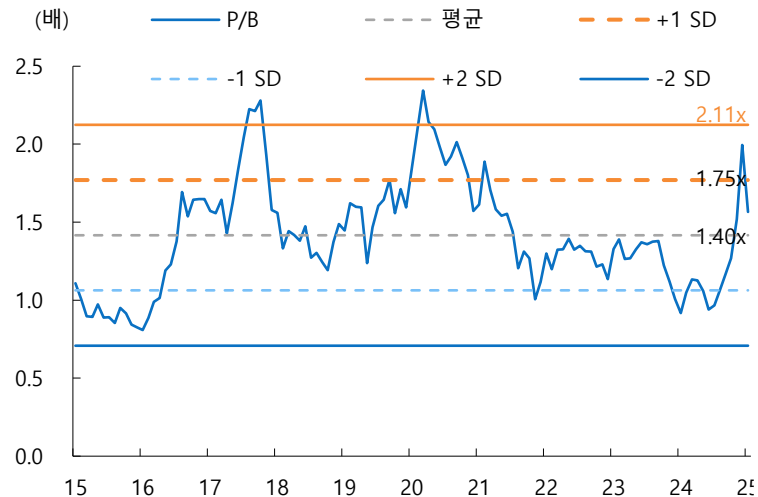
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

<그림18> 삼성전기의 적용처별 MLCC 매출 비중



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부 추정

<그림20> 삼성전기 P/B 멀티플: +2SD의 상단을 향할 것으로 전망



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

FC-BGA, 라인 전환 필요할 정도로 짙은 수요

- FC-BGA도 AI의 수혜를 누리고 있다. 그러나 현재 Ibiden의 가동률은 65-70% 수준에 그치는 것으로 파악된다. 삼성전기의 가동률 또한 65-70% 수준이다. AI 중심의 업황 호조에도 이처럼 가동률이 낮은 이유는 Intel향 PC 라인 때문이다(AI 가속기 라인은 이미 풀부킹). Ibiden은 Nvidia의 AI가속기 내 FC-BGA 공급 점유율 80%를 보유한 업체로, Nvidia향 수요를 감당하기 어려워 그동안 하이퍼스케일러의 ASIC 생산 요청을 거절할 수 밖에 없었음을 언급한 바 있다. 따라서 CY1Q26을 목표로 PC용 기판 라인을 ASIC용 라인으로 전환하고 있다[그림21].
- 이는 삼성전기도 마찬가지다. 동사의 경우 2Q26~27년까지 AI 가속기용 기판이 완판된 것으로 파악된다. '가동률은 '25년 60~70%에서 '26년 80~90% 수준으로 개선될 전망이다, PC 응용처를 제외하면 마찬가지로 풀가동으로 볼 수 있다. 따라서 동사도 PC 라인에 대한 용도 전환을 고민하고 있다. 앞선 MLCC의 사례처럼, FC-BGA 역시 AI 가속기에 대한 Capa. 할당 덕분에 여타 IT용(PC) 기판 공급에 영향이 생기기 시작한 것이다.
- 한 발 더 나아가, 대만의 Unimicron은 신규 서버용 FC-BGA에 대한 판가 인상을 시도하고 있는 것으로 파악된다. 대만 업체 특유의 공격적인 스탠스다. 만약 성공한다면 이는 ABF 기판 산업 내에서 무려 3~4년 만에 판가 인상이다.

<그림21> Ibiden은 PC기판 생산을 줄이고 Server를 늘리고 있음

Ogaki Central Plant(Cell4/5)



Launch	2007/2020
Items Produced	AI Server/General Purpose Server, PC
Server Ratio	55%→70%

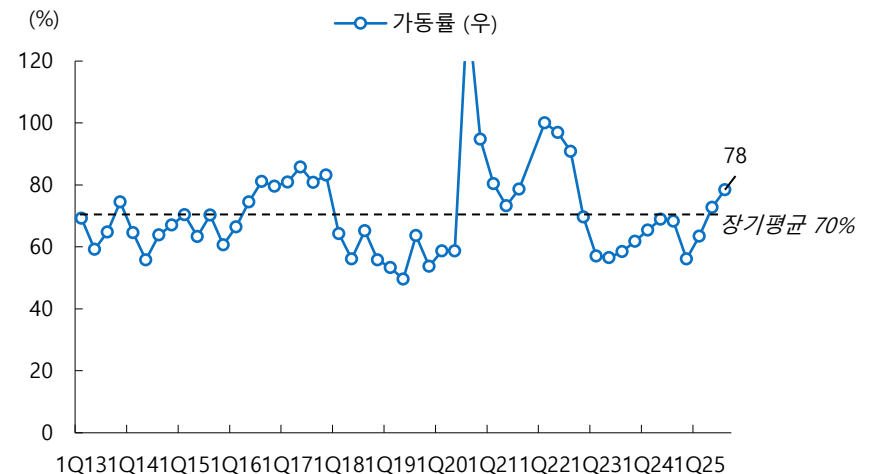
Ogaki Plant(Cell2/3)



Launch	1998
Items Produced	AI Server, PC
Server Ratio	75%→85%

자료: Ibiden, iM증권 리서치본부

<그림22> 삼성전기 PCB 가동률: 최근 장기 평균인 70%를 상회. 다만 FC-BGA만 볼 경우 60~70% 수준. Intel 라인의 낮은 가동률 때문

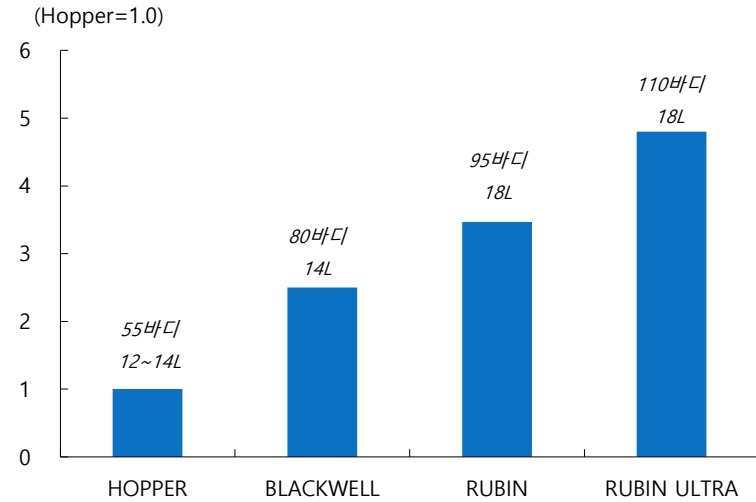


자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

FC-BGA, Multi-die와 HBM

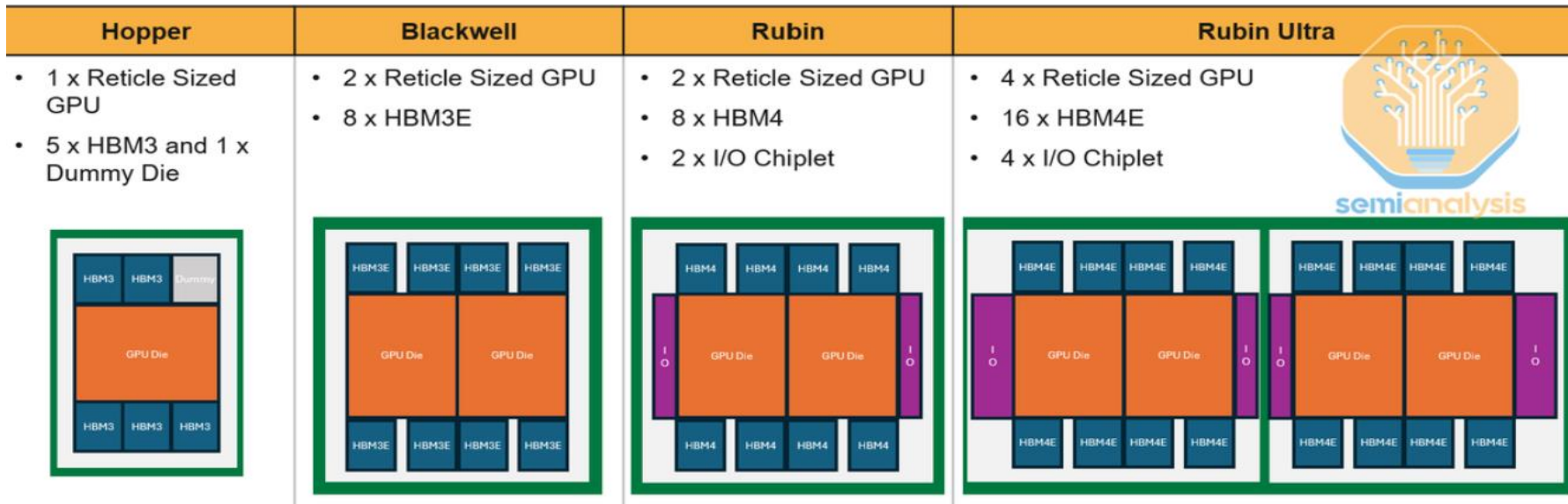
- FC-BGA는 왜 '25년 들어서 재부각되는걸까. 그동안 대규모 증설 이후 고정비 부담도 컸고, AI 가속기용 패키지가 일반 서버 대비 면적이 좁고 층수도 낮았기 때문이다. 즉, AI 서버의 기여가 크지 않았다.
- 예컨대, Nvidia Hopper용 패키지의 경우 면적은 55바디, 층수는 12~14층 수준으로 고사양으로 보기엔 무리가 있다. 비교하자면, Intel의 Granite Rapids는 85바디에 20층 이상이다.
- 그러나 Blackwell부터 Multi-die 채택, HBM 탑재량 증가로 패키지의 크기가 커지고, 층수가 높아지며 생산 난이도가 어려워지고 있다. 심지어 Rubin Ultra의 경우 110바디에 18층으로 파악되는데, 이 경우 Hopper 대비 Rubin Ultra 패키지의 면적은 4배 이상일 전망이다 [그림23, 24].

<그림23> Nvidia GPU 세대 변화에 따른 FC-BGA 필요량



자료: Bloomberg, Semi Analysis, iM증권 리서치본부

<그림24> Nvidia GPU 다이어그램: 멀티다이, HBM 증가에 따라 더 큰 인터포저와 패키지가 필요 (녹색 테두리만큼이 패키지의 크기)

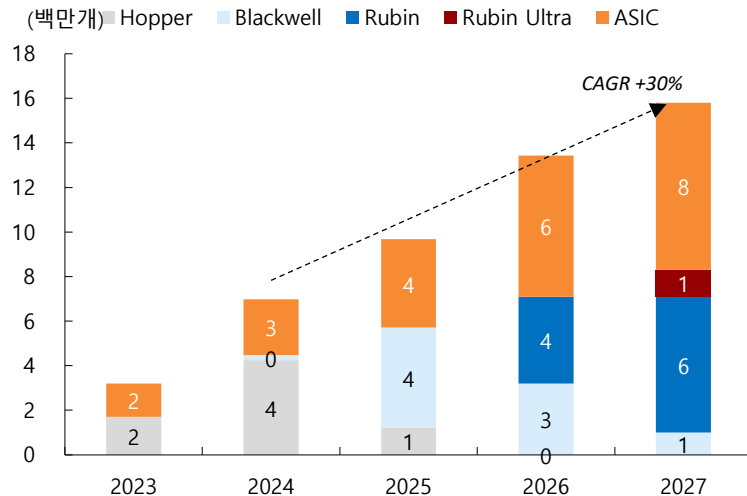


자료: Semi Analysis, iM증권 리서치본부

FC-BGA, CAGR +30% vs. +88%

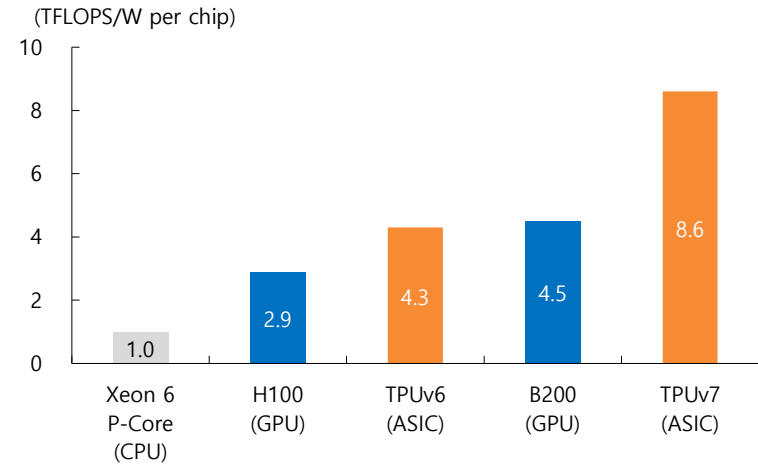
- 당사는 Nvidia GPU, 하이퍼스케일러의 ASIC을 합친 AI 가속기 출하 성장률을 '24년~'27년 CAGR +30%로 전망하며, 동 기간 AI 가속기에 필요한 FC-BGA 면적 성장률을 +88%로 전망한다. 이 경우 '27년 면적 수요는 '24년의 6.7배에 달한다[그림26, 27].
- 이러한 추정에 앞서 제시한 Nvidia 가속기의 패키지 면적 및 층수를 기준으로 했으며, ASIC용 FC-BGA의 면적은 동 세대 Nvidia GPU 대비 80% 수준으로 보수적으로 가정했다. 이것이 보수적인 가정인 이유는, 하이퍼스케일러의 최신 ASIC이 GPU에 필적하는 고성능, 대규모 클러스터 구성을 목표로 함에 따라, 패키지가판의 규격이 GPU급 이상으로 확대될 전망이기 때문이다(ex. 2년 내 Google TPU용 패키지 기판은 100바디 이상으로 커질 것).

<그림26> Nvidia GPU와 ASIC 출하량 전망



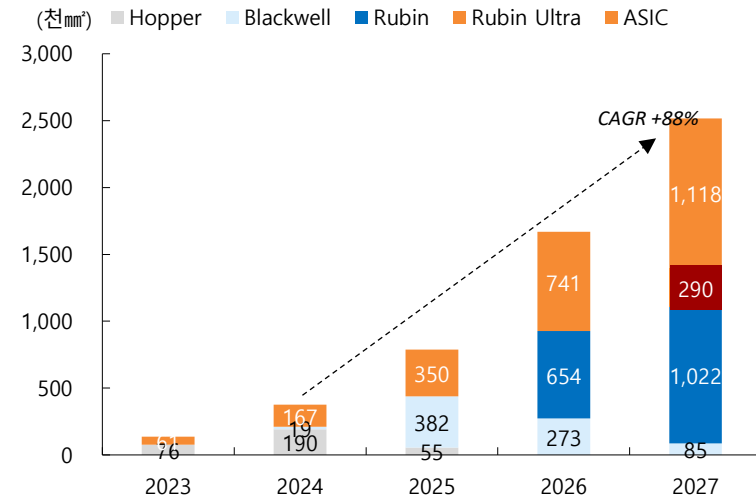
자료: 당사 '26년 반도체 산업전망, iM증권 리서치본부 추정

<그림25> 전력당 성능 비교: AI ASIC과 GPU는 엄청난 연산 능력을 구현하기 위해 칩 크기가 커지고 더 많은 I/O 연결 필요



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림27> 층수, 넓이를 감안하면 FC-BGA 면적 수요량 전망

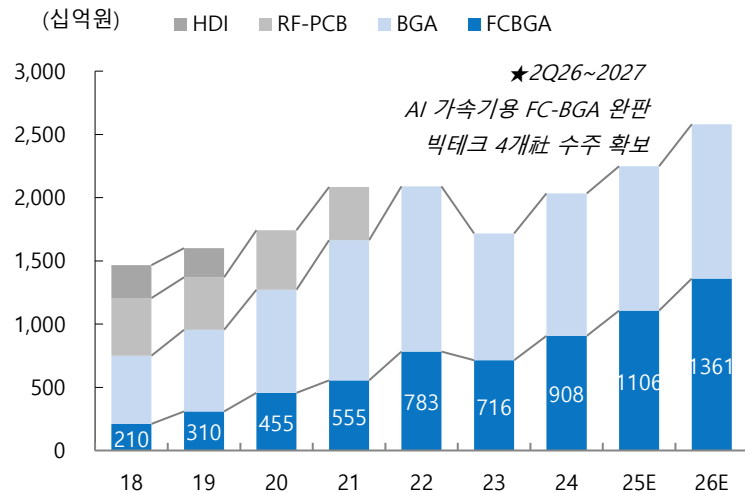


자료: iM증권 리서치본부 추정

FC-BGA, 소수 업체에 수혜 집중

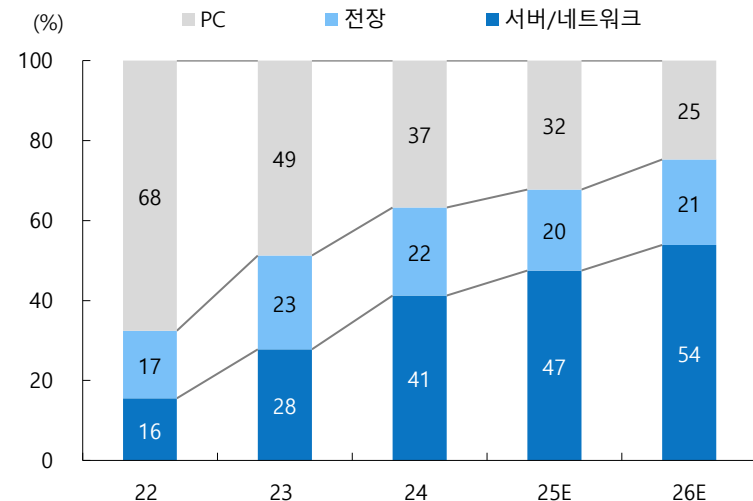
- 이러한 환경에서, AI 가속기용 FC-BGA에 대한 대응력을 갖춘 업체를 중심으로 수혜 강도가 커질 것으로 전망된다. 탑티어로서 수혜가 집중될 것으로 보는 업체로는, Nvidia의 메인 벤더인 Ibiden과, Nvidia 이원화 벤더이자 주요 ASIC 프로젝트의 메인 벤더인 Unimicron이 있다.
- 국내에서는 삼성전기의 ASIC 수혜를 기대한다. 동사는 '26년부터 빅테크 4개社향으로 AI 서버용 FC-BGA를 공급할 계획이다. 통상 ASIC은 설계부터 양산까지 최소 2년 이상이 걸리며, 동사와 같은 기판 업체가 개발 초기 단계에서부터 관여하는 경우가 대부분이다. 따라서 동사의 최근 수주 성과는 지난 2~3년 간의 노력이 성과로 가시화되는 것으로 볼 수 있다. 동사의 '25년 FC-BGA 매출은 1.1조원 (+22% YoY)로 마무리될 것으로 보이며, '26년 매출은 1.36조원(+23% YoY)으로 전망된다. 이는 가동률 80% 초반 수준을 가정한 것이며, 만약 PC 라인의 ASIC 라인 전환이 수반될 시 추가적인 업사이드가 있을 수 있다.

<그림28> 삼성전기의 PCB 매출 추이: FC-BGA 중심의 성장



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

<그림29> 삼성전기의 FC-BGA 적용처별 매출 비중 추이

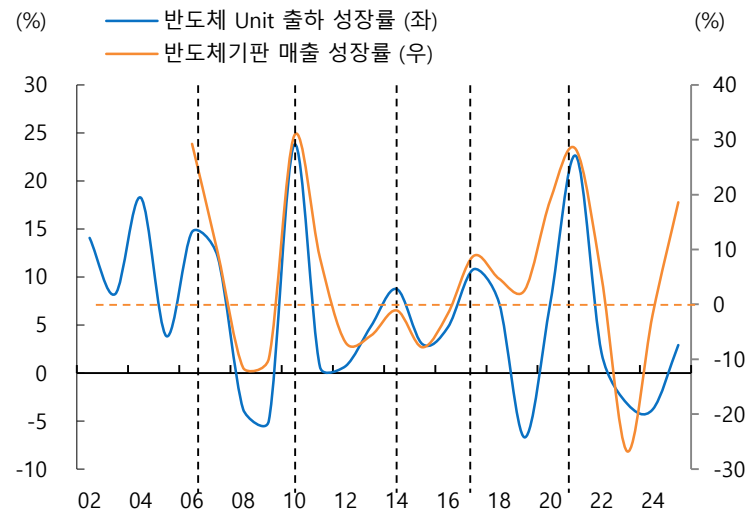


자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

메모리 패키지기판, IC Unit 성장률 반등

- 한편, 주요 메모리 패키지기판 (이하 메모리기판) 업체들의 주가 상승이 가팔랐다. 특히 9월 이후 레거시 메모리 업황 개선 기대가 강하게 반영되었다. AI 인퍼런싱 수요로 인해 일반 서버에 대한 주문이 빠르게 회복되고, 메모리 가격이 급등하자 여타 응용처에서도 패닉바잉이 나타났기 때문이다.
- 통상적인 발주 리드타임을 감안할 때, 메모리기판 생산량은 반도체 생산량에 1개 분기 후행한다. 이는 삼성전자와 심텍 간 비교데이터에서도 확인된다[그림32]. 삼성전자의 반도체 생산량(Unit 기준)이 1Q25를 바닥으로 빠르게 개선되고 있고, 이러한 영향이 국내 메모리기판 가동률 상승에도 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 볼 수 있다.

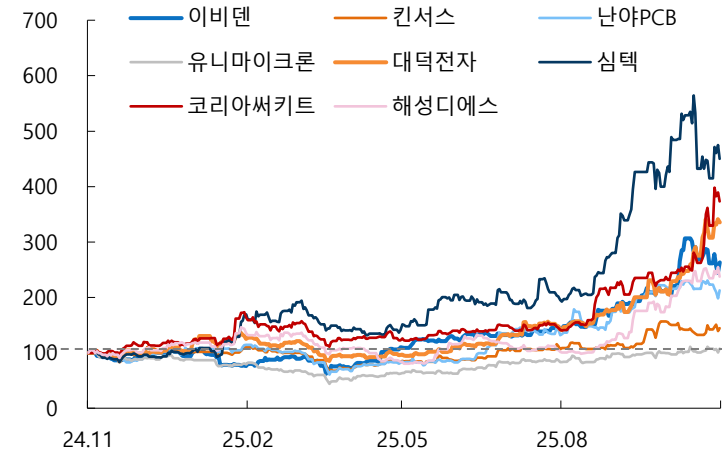
<그림31> 글로벌 IC Unit 출하 YoY vs 글로벌 패키지기판 매출 YoY



자료: TechInsights, Bloomberg, iM증권 리서치본부

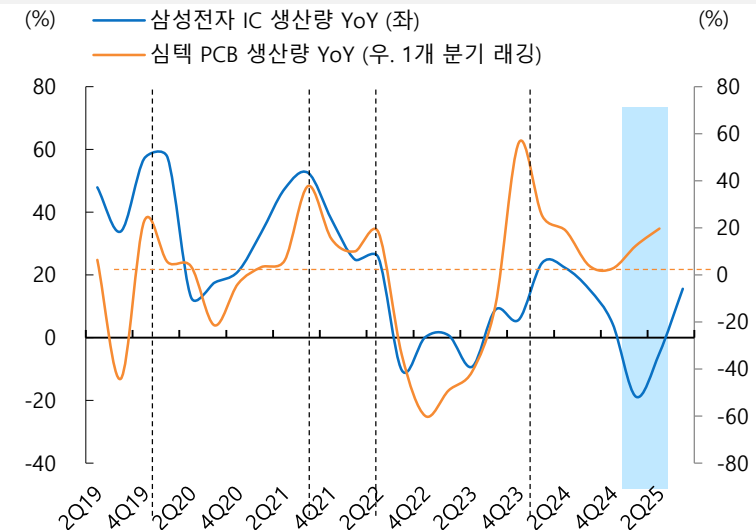
<그림30> 주요 패키지기판 업체 주가 추이

(2024.11=100)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림32> 삼성전자 IC 생산량 vs. 심텍 패키지 생산량 (1개 분기 래깅)

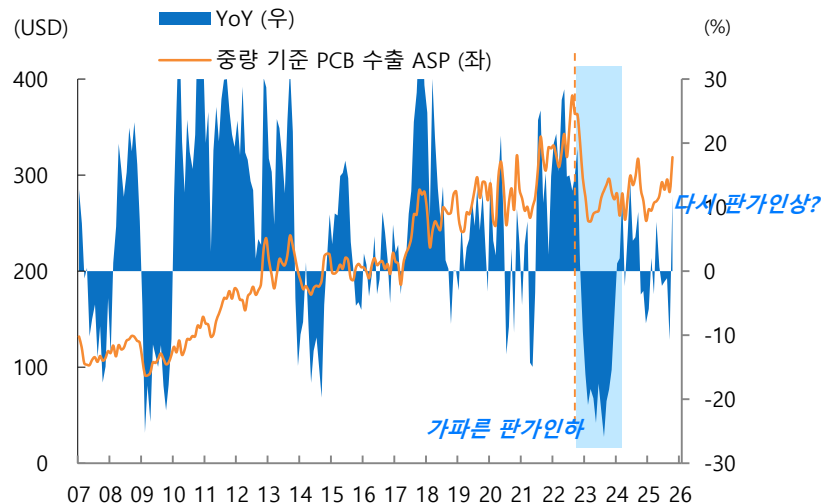


자료: 삼성전자, 심텍, iM증권 리서치본부

메모리 패키지기판, 가동률 ↑ 판가 기대 ↑

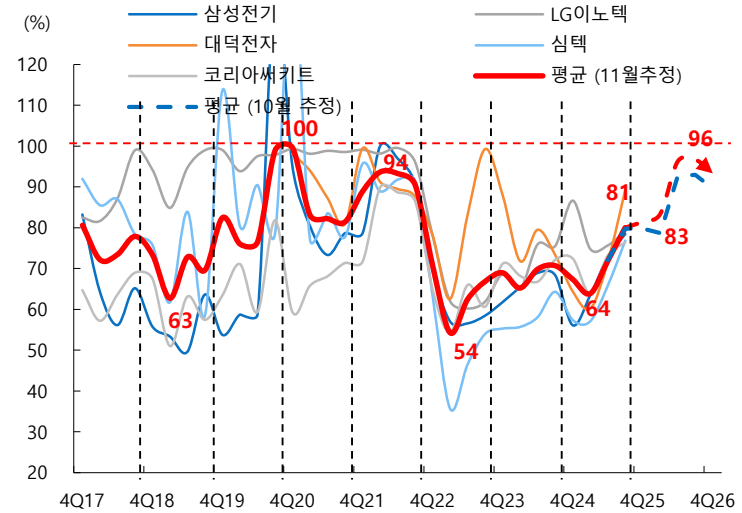
- 이미 3Q25 국내 패키지기판 업체의 평균 가동률은 80%까지 회복되었다. 주요 업체들의 가이드스를 감안할 때, 4Q25 가동률도 QoQ 개선되는 방향일 것으로 보인다. 따라서 지난 10월의 전망 대비 가동률 개선의 궤적이 가팔라질 가능성이 높은 것으로 판단된다[그림33]. 특히, 대표적인 메모리기판 벤더인 대덕전자, 심텍의 톤을 감안하면, 이들의 '26년 평균 가동률은 90%에 육박할 전망이다 (vs. '25년 평균 가동률 76%).
- 수요가 회복되면서 판가 관련 변화도 감지되고 있다. 이미 대만 BT 기판 업체들은 7월에 +20% 이상의 판가 인상을 단행한 바 있다. 당시 국내 업체들은 이에 동참하기 어렵다는 입장이었다. 대만의 판가 인상이 수요 개선이 아닌 원재료 비용 상승 때문이라는 이유에서였다. 그러나 9월 이후 레거시 메모리 수요가 빠르게 확대되자, 일부 국내 업체들도 원재료 가격 상승분을 고객사에 전가하기 시작한 것으로 파악된다.

<그림34> 한국 PCB 수출 ASP: 10월 기준 의미 있는 YoY 개선 관찰



자료: KITA, iM증권 리서치본부

<그림33> 국내 패키지기판 가동률: '25년 평균 76% → '26년 90%



자료: 각 사, iM증권 리서치본부

<그림35> 대만 업체들은 7월 당시 BT 기판 가격 +20% 인상

[News] BT Substrate, Fiberglass Prices Reportedly Eye 20% Hike amid AI Boom and Supply Shortage

2025-07-22 Semiconductors editor

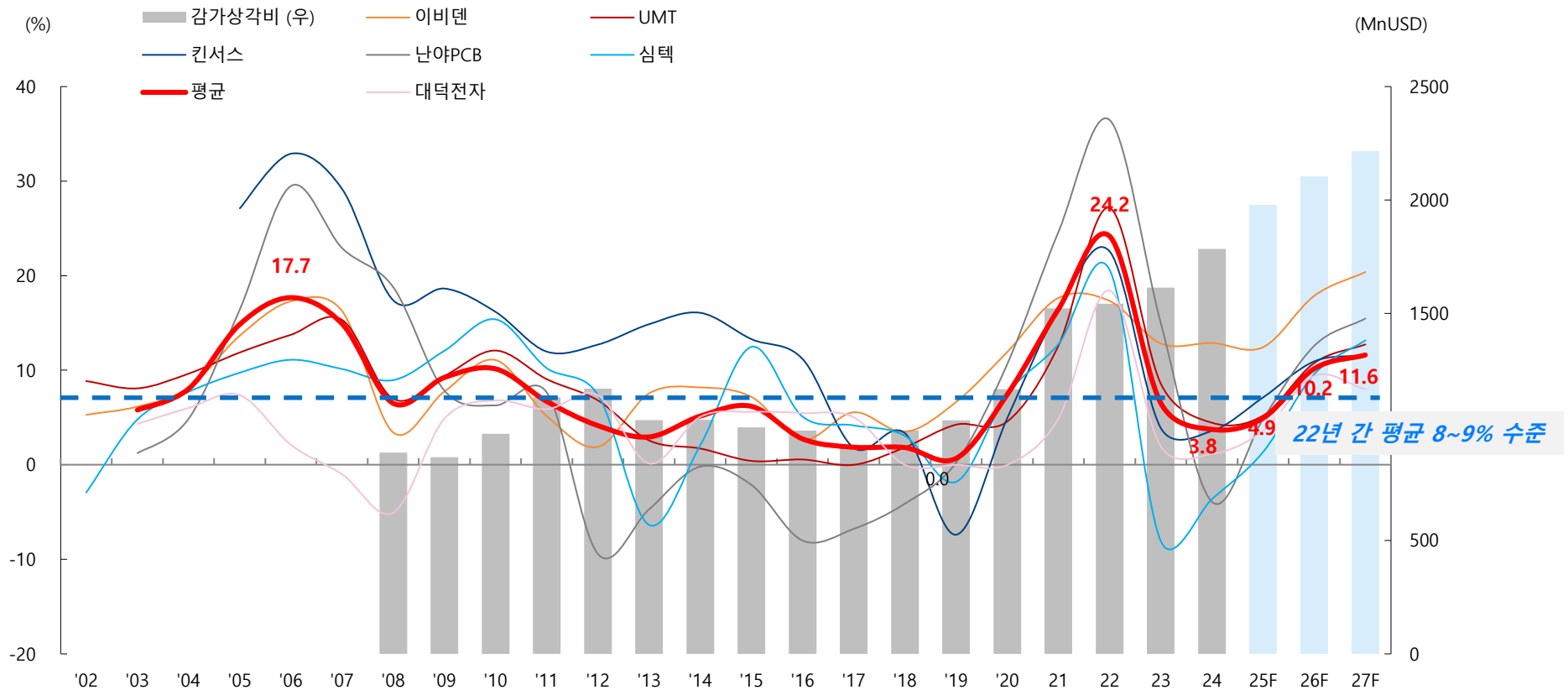


자료: Commercial times, Trendforce, iM증권 리서치본부

종합적으로, 패키지기판에 대한 '26년 OPM 컨센서스는 역사적 평균 수준의 회귀를 반영

- 지난 22년 간 주요 패키지기판 업체의 평균 영업이익률은 8~9% 수준이다. 정점은 '22년의 24%였으며, 저점은 '19년의 0%였다. 최근 다운사이클에서의 저점은 '24년의 3.8%였으며, '25년과 '26년의 시장 컨센서스는 각각 5%, '26년 10%다. 즉, 컨센서스는 '26년을 기점으로 패키지기판 산업의 수익성이 역사적 평균을 소폭 상회할 것임을 함의하고 있는 것이다.
- 그러나 당사는 최근 업황의 개선 속도가 드라마틱함을 감안할 때, 이러한 시장 기대치에 가동률 개선에 따른 영업레버리지가 추가로 반영되어야 할 것으로 판단한다. 또한 만약 이 과정에서 원재료 상승분 이상의 판가 인상이 수반될 경우, 수익성 개선 속도는 더욱 체증할 것으로 판단된다. 기판 업체들은 근 4년 만에 판가 인상 기회를 맞이한 이상, 최근의 업황 개선을 최대한 활용하고자 할 것으로 판단된다.

<그림36> '26년 PKG 산업 OPM 컨센은 10% 수준임. 미드 사이클 이상의 업황 호조, 판가 인상 가능성을 감안하면 추가 상향되어야 할 것으로 판단



*SOCAMM 관련 업사이드 (모듈PCB와 메모리기판)

- 한편, SOCAMM, LPDDR, GDDR 등 레거시 메모리가 AI 서버 영역으로 확대되며, 메모리기판 산업에도 구조적 성장 요소가 생겼다는 점에 주목한다.
- 먼저, 내년으로 출시가 연기될 것으로 우려되었던 SOCAMM은 SOCAMM2로 변경되어 모든 업체들이 4Q25에 출하를 개시할 계획이다. 단, GB300에서의 채택은 취소되었고 Rubin에서부터 채택된다. 당사 '26년 반도체 전망에 따르면, '26년 Rubin GPU 생산량은 4,347K로 예상되고 VR200 통합칩에 2개의 Rubin GPU가 탑재되므로, VR200 칩 생산량은 2,174K로 계산된다.
- 위의 기준으로 SOCAMM 모듈과, 모듈 위에 탑재되는 LPDDR기판의 합산 TAM은 '26년 1,137억원, '27년 1,875억원으로 계산된다. 단, Nvidia는 DRAM 업체들에게 당사 추정보다 훨씬 많은 공급량을 요청 중인 것으로 파악되는데, ① 이는 저조한 초기 수율을 고려했거나, ② '27년 수요 증가 (VR300에는 256GB 채택)에 대비한 버퍼용 주문일 수 있는 것으로 판단된다. 또한 만약 '26년 AI PC용으로 SOCAMM이 사용될 경우 당사 전망치를 상회할 수 있다.

<그림37> VR200향 SOCAMM 모듈 PCB 매출 추정

	2026	2027	비고
VR200 생산량(천개)	2,174	3,587	당사 26년 반도체 전망
VR200당 SoCAMP(개)	8	8	192GB 모듈 8개
SoCAMP 수요(천개)	17,392	28,697	
SoCAMP 개당면적(mm ²)	1260	1260	14x90mm
SoCAMP 출하면적(k mm ²)	26,297	43,390	부품 기준 +20%
ASP(\$/m ²)	1,800	1,800	RDIMM 대비 3배 가정
환율(USD/KRW)	1,450	1,450	
TAM (억원)	686	1,132	

자료: 당사 26년 반도체 산업전망 참고, iM증권 리서치본부 추정

<그림38> SOCAMM 모듈용 LPDDR 패키지기판 매출 추정

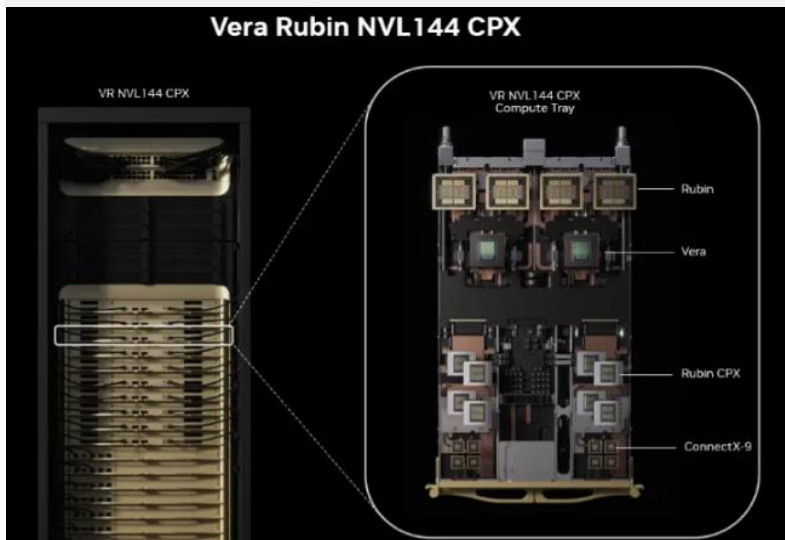
	2026	2027	비고
SoCAMP 수요(천개)	17,392	28,697	
SoCAMP 당 LPDDR기판	4	4	
LPDDR기판 수요(천개)	69,568	114,787	
LPDDR기판 개당면적(mm ²)	186	186	12.4x15mm 가정
LPDDR기판 출하면적(k mm ²)	15,528	25,621	부품 기준 +20%
ASP(\$/m ²)	2,000	2,000	MCP 대비 +30% 가정
환율(USD/KRW)	1,450	1,450	
TAM (억원)	450	743	

자료: iM증권 리서치본부 추정

*Rubin CPX 관련 업사이드 (GDDR7)

- 산업의 초점이 학습에서 추론으로 이동함에 따라, 새로운 가속기 설계가 등장하고 있다. 대표적으로 '26년 출시될 Rubin CPX를 들 수 있으며, 추론 과정에서 가장 부담이 큰 프리필 연산을 전담하도록 설계된 GPU다. 컨텍스트 연산을 CPX가 전담하고, 생성의 단계는 Rubin GPU와 Vera CPU가 담당한다. 이와 같은 분리는 TCO를 낮출 뿐 아니라 Latency도 낮추어, 대규모 추론 워크로드에 효율적으로 대응할 수 있다.
- Rubin CPX에는 128GB GDDR7 메모리가 온보드 방식으로 탑재될 예정이므로, 메모리기판 업체에게도 새로운 기회인 것으로 볼 수 있다. 아직 출시되지 않은 제품이므로 TAM을 추정하기 위한 많은 가정이 필요하다. ① 전체 VR200 생산량 중 VR200 CPX 침투율을 '25년과 '26년 각각 50%, 60%로 가정했다. 참고로, Nvidia는 지난해 가속기 수요의 40%가 추론용임을 밝힌 바 있다. ② 3GB 메모리 패키지(14x12mm)가 PCB 양면으로 44개 탑재되는 것으로 가정했다. RTX Pro 6000의 사례를 참고했다 (3GB 메모리패키지 x 32개=96GB). ③ ASP는 m당 \$2,000으로 가정했다.
- 이와 같은 가정 하에, CPX 관련 GDDR7 기판 시장 규모는 '26년 1,118억원, '27년 2,215억원으로 추산된다. 참고로, 심텍 등 주요 기업의 코멘트를 종합해보면, 올해 연간 GDDR용 기판 시장 규모는 약 2,500억원 수준이다.

<그림39> Rubin CPX는 프리필과 디코드를 나누어 효율을 높임



자료: NVIDIA, iM증권 리서치본부

<그림40> Rubin CPX 관련 GDDR7 기판 시장 추정

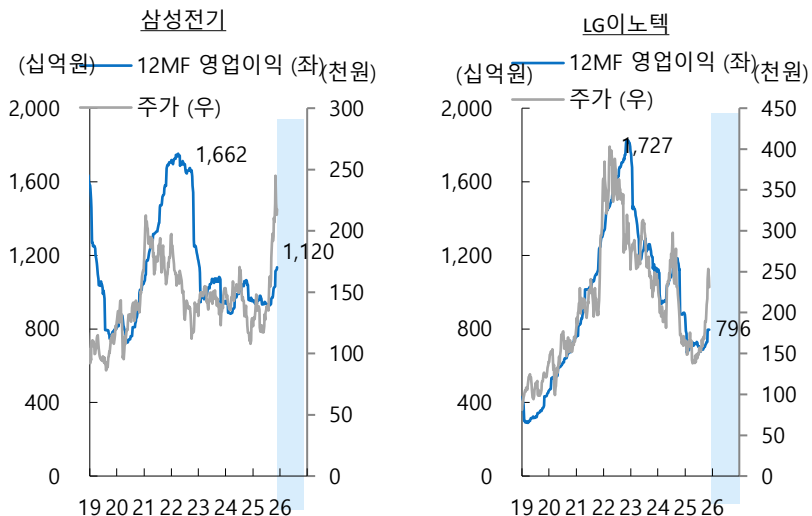
	2026	2027	비고
VR200 생산량(천개)	2,174	3,587	당사 26년 반도체 전망
VR200 CPX 생산량(천개)	1,087	2,152	25년, '26년 채택률 각각 50%, 60% 가정
Rubin CPX 생산량(천개)	4,348	8,609	VR200 CPX 당 4개
CPX당 GDDR7 기판(개)	44	44	3GB x 22 x 2(양면) 가정
GDDR7 기판 개당 면적(mm)	168	168	14x12mm 가정
GDDR7 기판 출하면적(k mm)	38,568	76,366	부품 기준 +20%
ASP(\$/m)	2,000	2,000	
환율(USD/KRW)	1,450	1,450	
TAM (억원)	1,118	2,215	

자료: 당사 26년 반도체 산업전망 참고, iM증권 리서치본부

전기전자 투자전략

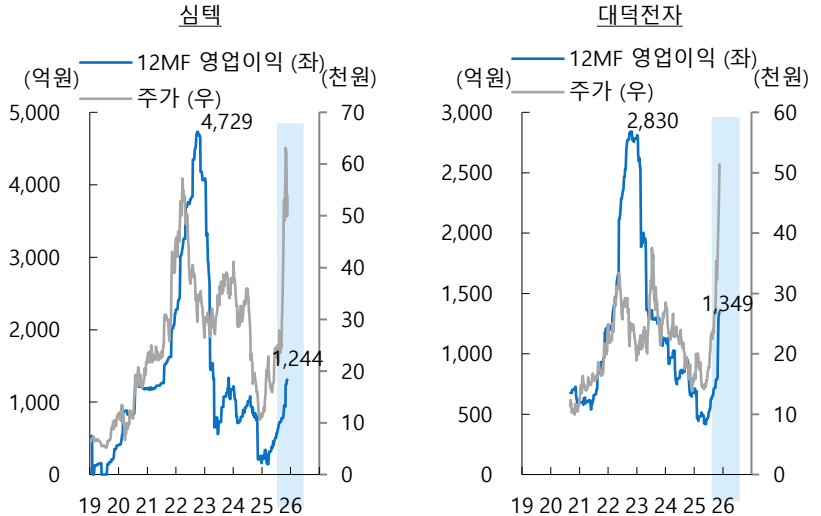
- 이상의 내용을 종합했을 때, 당사는 삼성전기를 가장 선호한다. MLCC, FC-BGA 공히 AI 응용처 생산 배분 확대, IT 응용처 배분 축소 흐름이 나타나고 있다. 특히 ① '26년에는 AI 서버용 MLCC 수요 증가가 고용량 IT 및 전장용 MLCC 수급에도 영향을 미칠 것으로 전망된다는 점, ② AI 서버용 MLCC는 동사와 Murata가 시장을 양분하고 있어, 해당 시장의 고성장을 소수 업체가 독식할 것이라는 점, ③ 서버·전장용 MLCC 비중이 50%를 넘어설 것인만큼 '성장형 시클리컬'로 재평가 받을 것이라는 점을 투자포인트로 제시한다.
- 기판 업체 중에서는 대덕전자를 선호한다. 메모리기판, FC-BGA, MLB 등에서 전사적인 개선 흐름이 나타나고 있다. 아울러 당사는 심텍·해성디에스·코리아씨키트·티엘비(메모리모듈) 등 메모리기판 업체 전반에 대한 바스켓 매매 전략도 여전히 유효하다고 판단한다. 당사는 3Q25 실적 발표 이후 메모리 패키지기판 업체들의 이익 추정치 상향에 따른 2차 랠리가 있을 것으로 전망했다. 이후 대부분의 기판 업체들의 '26년 실적 눈높이가 상향되었으나, 유일하게 심텍이 이러한 흐름에 동참하지 못했다. 그러나 당사는 심텍의 '26년의 제품 믹스 개선 (SOCAMM용 모듈·LPDDR기판, GDDR7기판 등)과 원재료 부담 안정화를 감안할 때 결국 다시 Peer와의 키맞춤할 것으로 판단한다.
- 이외로 AI 인프라 관련 섹처는 열지만, 섹터 내 실적 모멘텀이 강하고 밸류에이션이 저렴하다는 측면에서 LG이노텍도 추천한다.

<그림41> 삼성전기와 LG이노텍의 12MF 영업이익과 주가 추이



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

<그림42> PKG 여전히 이익 추정치 상향 여력 남아있는 것으로 판단



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부



[제약/바이오]

이젠 Buy요

I. Summary

2025년 돌아보기; 1) 상반된 흐름 2) 역대급 성과 3) AI와 바이오

- 1) 상반된 흐름; 코스피와 코스닥 제약/바이오 업종은 2025년 내내 상반된 흐름을 지속 중. 투자자들은 실적 기반의 성장 스토리보다 글로벌 제약사와의 기술이전, 공동개발 파트너십 체결 등으로 시작되는 네러티브에 민감하게 반응하는 상황. 반도체 슈퍼사이클 영향으로 코스피 지수는 연초 대비 +70%의 상승을 보인 반면 코스피 내 제약/바이오 업종 지수는 +20%에 불과. 이에 반해 코스닥 제약/바이오 업종 지수는 +40%를 기록, 코스닥 시장 성장을 견인
- 2) 역대급 성과; 글로벌 제약사와의 성과 측면에서 2025년 국내 기업들이 보여준 퍼포먼스는 역대급으로 평가. 글로벌 트렌드에 부합하고 경쟁력이 있는 플랫폼을 보유한 기업들, 특히 에이비엘바이오가 연초부터 최근까지 글로벌 제약사와 큰 규모의 라이선싱 딜을 체결하면서 시장의 기대감을 끌어올렸음. 그 외에도 알테오젠의 기술을 적용한 키트루다 SC제형 허가, 디앤디파마텍의 에셋을 가져간 멧세라 피인수 등 다분야에서 국내 기업의 저력을 증명
- 3) AI와 바이오; 씨어스테크놀로지, 프로티나 등과 같이 의료AI 분야에서 새롭게 등장한 기업들에 대한 관심이 증가. 냉정하게 사업 분야 자체의 혁신이 일어난 것은 아니지만 성장성을 증명하였거나, 이전에 없던 새로운 비즈니스 모델을 제시하였음에 기인. 향후 신약개발 영역에서 AI와 바이오를 결합시킨 성과가 발생할 것으로 예측되며, 이를 통해 새로운 기업가치 상승의 모멘텀을 만들 수 있을 것으로 전망

2026년 업종전망; 1) 제약사의 반등 2) 불확실성 제거 3) 비만, DAC 주목

- 1) 제약사의 반등; 상대적으로 상승 폭이 적었던 코스피 제약/바이오 업종에 대한 수급이 발생할 것으로 전망. 2026년 중으로 코스닥 시가총액 1위인 알테오젠의 코스피 이전 상장이 논의되고 있다는 점에서 셀트리온의 이전상장 사례와 유사한 현상이 일어날 것으로 전망. 코스피 제약/바이오 업종의 대부분이 제약사라는 점에서 2025년 실적 상승 대비 주가가 부진했던 제약사들에 대한 리레이팅이 일어날 것으로 기대
- 2) 불확실성 제거; 2025년 내내 업종의 불확실성을 야기시켰던 관세와 약가 인하에 대한 리스크는 해소되었다고 판단. 미국향으로 원료나 완제품을 수출 하던 국내 기업들의 수익성은 소폭 감소할 가능성은 있지만 기업별로 대응책을 마련했다는 점에서 미국 시장 내 매출 상승 추세가 유지되는 효과가 더 클 것으로 예측. 미국에서 매출이 발생 중인 국내 바이오 기업들에 대한 주목 필요하다 판단
- 3) 비만, DAC 주목; 2026년 R&D 측면에서 주목. 비만은 치료제 영역에서의 성과 기대. 비만의 확장으로 MASH도 글로벌 상업화 제품이 적은 상황에서 임상적 성과 기대감 존재. DAC는 페이로드 자체의 임상적 성과를 시작으로 ADC 영역에서도 초기 임상에서 유효성을 보여줄 것을 기대

업종 투자의견 Overweight으로 상향, 최선호주 SK바이오팜, 관심종목 대응제약

- 업종 투자의견을 기존 Neutral에서 Overweight으로 상향하고, 최선호주로는 SK바이오팜, 관심종목으로는 대응제약을 제시한다.

II. 2025년 돌아보기; 1) 상반된 흐름: 제약사 Down, 바이오텍 Up

- 코스피와 코스닥 제약/바이오 업종은 올해 내내 상반된 흐름을 보였음.
- 코스피는 제약사 위주로 구성되어 있으며, 실적 기반의 성장 스토리를 증명해 주가가 상승하는 논리가 적용되는 시장, 코스닥은 바이오텍 위주이며, 글로벌제약사와의 기술이전, 공동개발 파트너십 체결 등 숫자보다는 네러티브가 얼마나 강력한지에 따라 주가가 개별적인 흐름을 보여주는 시장
- 현 시점은 네러티브의 민감도가 훨씬 큰 상황. 반도체 슈퍼사이클 영향으로 코스피 지수는 연초 대비 +70%의 상승을 보인 반면 코스피 내 제약/바이오 업종 지수는 +20% 상승에 불과. 이에 반해 코스닥 제약/바이오 업종 지수는 +40%를 기록, 코스닥 시장 성장을 견인
- 시가총액 기준 코스피 제약과 코스닥 제약은 약 7:3의 비중 추세를 유지하고 있으며, 합산 시가총액 기준으로 제약/바이오 업종이 차지하는 비중은 전체의 약 7%로 연초 이후 하락세가 지속되었음. 이는 높은 비중을 차지하는 코스피 쪽에서의 상승이 크지 않았음을 의미

<그림> 코스피 및 코스피 제약 지수 추이

(2025/01=1)



자료 : QuantiWise, iM증권 리서치본부

<그림> 코스닥 및 코스닥 제약 지수 추이

(2025/01=1)

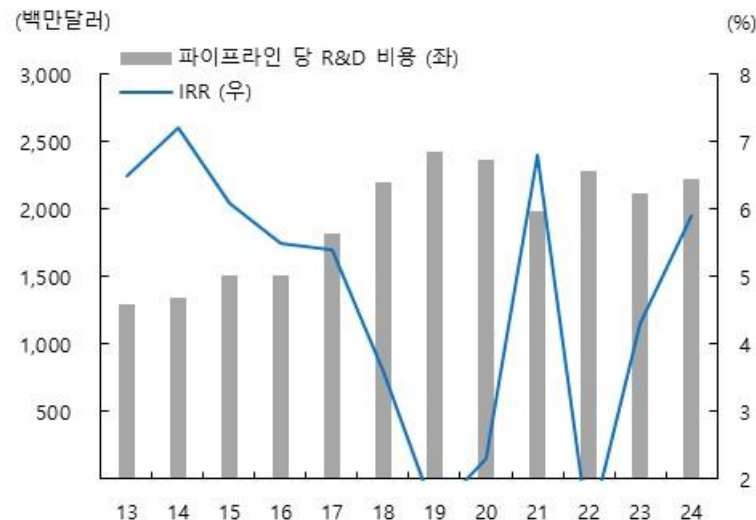


자료 : QuantiWise, iM증권 리서치본부

II. 2025년 돌아보기; 2) 역대급 성과: 한국 바이오의 경쟁력이 강해지고 있다

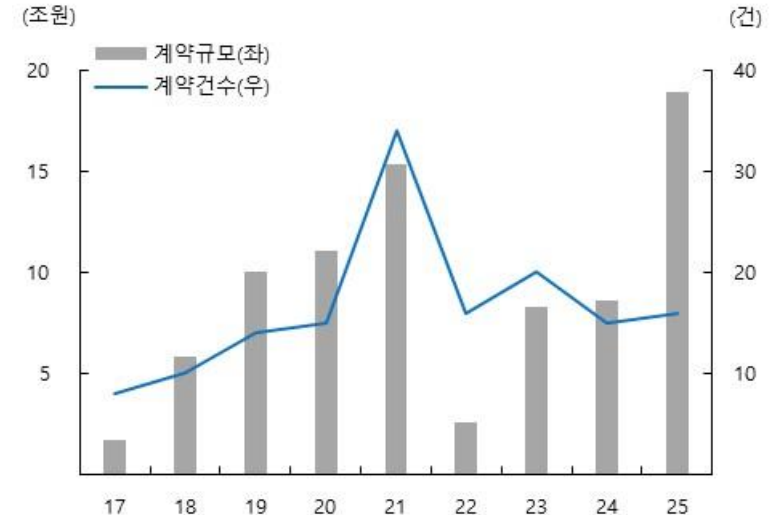
- 글로벌 제약사와 국내 기업 간 발생했던 이벤트 측면에서 2025년은 역대급 퍼포먼스를 기록
- 빅파마들의 개발비 대비 수익성 악화 추세를 극복하기 위한 방편으로 바이오텍의 우수한 파이프라인을 확보해 개발하는 방식이 하나의 트렌드인 상황에서 글로벌 트렌드에 부합하면서 경쟁력이 있는 플랫폼을 보유한 기업 위주로 이벤트가 발생
- 특히 에이비엘바이오가 연초부터 최근까지 글로벌 제약사와 플랫폼 관련 라이선싱 딜을 이끌면서 시장의 기대감을 서서히 증폭시키고 있는 상황임. 그 외에도 알테오젠의 플랫폼을 적용한 키트루다 SC제형이 FDA 허가를 받았고, 디앤디파마텍의 에셋을 확보한 Metsera가 화이자에게 인수되는 등 다분야에서 이벤트가 발생했다는 점을 주목
- 작년부터 매년 국내 바이오 기업들이 성과를 증명하고 있다는 점은 내년에도 있을 주요한 이벤트를 주목할 필요성 부여

<그림> 글로벌 빅파마 개발비 및 IRR 추세



자료 : QuantiWise, iM증권 리서치본부

<그림> 국내 바이오 업종 계약 건수 및 규모 추이



자료 : 한국제약바이오협회, iM증권 리서치본부

II. 2025년 돌아보기; 2) 역대급 성과: 한국 바이오의 경쟁력이 강해지고 있다

<표> 2026년 예상되는 국내 기업 주요 이벤트 정리

기업	모달리티	주요 적응증	시기	
			1H26	2H26
알테오젠	SC제형	항암	코스피 이전상장 / 엔허투 SC 임상 결과 발표	
리가켄바이오	ADC	항암	플랫폼 기술이전 계약체결 및 발표 가능성 HER2 ADC, ROR1 ADC, B7-H4 ADC 임상 결과 발표	STING agonist/LRRC15-ADC 등 IND 제출 및 승인
에이비엘바이오	이중항체	항암, CNS	ABL001 담도암 임상 결과 발표	
디앤디파마텍	펩타이드	비만, MASH	DD01 48주 기준 투여 데이터 발표	
코오롱티슈진	CGT	골관절염	인보사 미국 임상 3상 결과 발표	
오름테라퓨틱	ADC(DAC)	항암, 혈액암		ORM-1153 1상 IND 제출
인투셀	ADC	항암		삼성바이오페이스 파트너십 관련 업데이트
한미약품	펩타이드	비만	MASH 파이프라인 임상 데이터 업데이트	
유한양행	TKI	항암	렉라자 SC제형 승인 관련 업데이트	아미반타맙+렉라자 병용요법 OS 데이터 발표 가능성
동아에스티	펩타이드	비만	DA-1241 48주 기준 투여 데이터 발표	
종근당	HDAC6 저해제	심혈관		CKD-510 관련 진행사항 업데이트
셀트리온	바이오시밀러	항암, 항염		아일리아 바이오시밀러 출시
SK바이오팜	Small molecule	뇌전증	엑스코프리 국내 출시 (동아에스티 코프로모션 파트너사)	엑스코프리 중국, 일본 허가
HK이노엔	P-CAB	위궤양	케이캡 미국 NDA 신청, 유럽 파트너사 발표	미국 NDA 허가 가능성
삼성바이오로직스	CDMO		공장 증설 관련 내용 업데이트	
삼성바이오페이스홀딩스	바이오시밀러 등		바이오시밀러 외 신규 투자 관련 내용 업데이트	
대웅제약	펩타이드 등	비만, IPF 등	비만치료제, IPF 치료제 임상 개시 예정	
올릭스	ASO	탈모 등	황반변성 타겟 후보물질 OLX702A 임상 1상 다중용량상승 관련 내용 업데이트	
펩트론	장기지속형	비만	일라이 릴리와의 스마트데포 관련 계약 현황 확인	

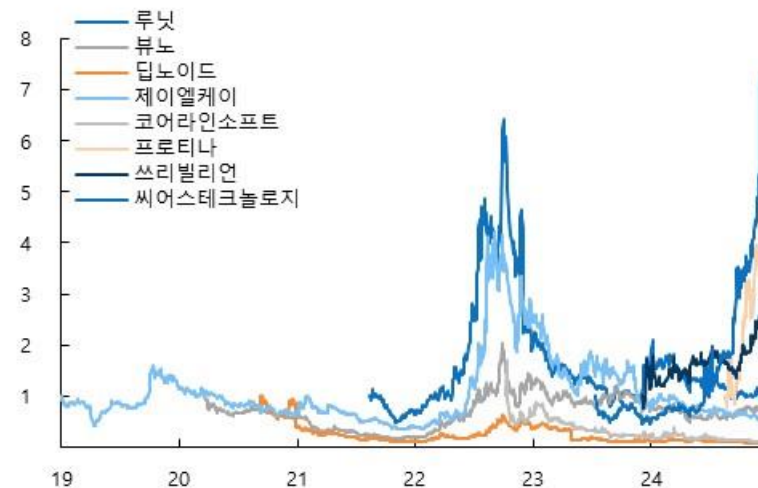
자료 : iM증권 리서치본부

II. 2025년 돌아보기; 3) AI와 바이오: 새로운 이야기가 만들어내는 기대감

- 씨어스테크놀로지, 프로티나 등과 같이 의료AI 분야에서 새롭게 등장한 기업들에 대한 관심이 증가. 냉정하게 사업 분야 자체의 혁신이 일어난 것은 아니지만 성장성을 증명하였거나, 이전에 없던 새로운 비즈니스 모델을 제시하였음에 기인. 향후 신약개발 영역에서 AI와 바이오를 결합시킨 성과가 발생할 것으로 예측되며, 이를 통해 새로운 기업가치 상승의 모멘텀을 만들 수 있을 것으로 전망
- AI에 대한 관심도가 증가함에 따라 바이오 영역에서도 인공지능을 활용하는 기업들에 대한 관심 증대. 특히 최근 상장한 의료AI 기업들이 긍정적인 성과를 보임으로써 주가 퍼포먼스도 양호한 흐름을 기록 중. 씨어스테크놀로지, 프로티나, 쓰리빌리언이 각각의 분야에서 새롭게 떠오르는 종목으로 판단. 씨어스테크놀로지는 입원 환자 모니터링 영역, 프로티나는 단백질 간 상호작용 데이터 기반 바이오마커 제시, 쓰리빌리언은 인공지능 기반의 희귀질환 진단에서 각각 경쟁력이 있는 기업
- 씨어스테크놀로지는 실적이 빠르게 개선되고 있으며, 2분기 흑자 전환 이후 3분기에도 성장하는 추세를 증명. 프로티나는 기존에 없던 새로운 비즈니스 모델을 기반으로 글로벌제약사와의 계약 체결 및 국책 과제 선정 등 의료AI 영역에서 기존에 없던 독보적인 분야를 만들어나간다는 점을 주목. 쓰리빌리언 역시 글로벌 피어그룹(템퍼스AI, 진디엑스 등)의 실적 호조에 따른 반사수혜 및 미국 진출에 대한 기대감이 있는 상황

<그림> 주요 의료AI 기업 주가 추이

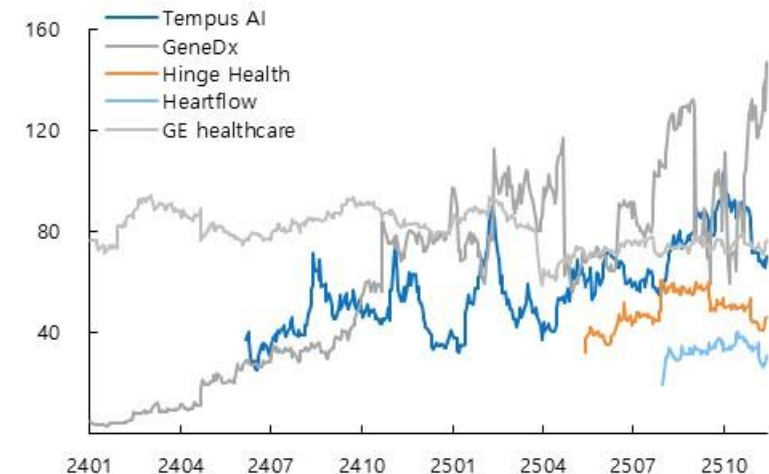
(각 상장일=1)



자료 : QuantiWise, iM증권 리서치본부

<그림> 해외 주요 의료AI 관련기업 주가 추이

(달러)



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

Ⅲ. 2026년 업종 전망; 1) 제약사의 반등: ① 코스피 수급을 가져오는 이벤트 발생 예정

- 상대적으로 상승 폭이 적었던 코스피 제약/바이오 업종에 대한 수급이 발생하는 이벤트가 2026년 중 발생할 것으로 예상
- 가장 큰 수급을 가져올 수 있는 것은 알테오젠의 코스피 이전 상장. 2025년 8월 이전 상장을 공식화했으며, 12월초 임시 주주총회 개최 예정인 상황. 이후 한국거래소에 주권상장 예비심사청구서를 제출해 예비심사를 받으면 이후 구체적인 날짜가 나올 것으로 예상. 이전 사례를 참고하면 대략적인 이전 상장 시기는 2026년 상반기 중 가능할 것으로 전망
- 이전 바이오 업종에서 셀트리온이 코스닥에서 코스피로 성공적인 이전 상장을 진행했던 사례가 있음. 셀트리온의 경우 이전 상장 시기와 맞물려서 보유한 바이오시밀러 제품의 성장이 입증해 기업 가치가 급상승했었음. 알테오젠의 경우 셀트리온과 같이 자체 보유한 제품 기반으로 성장하는 그림은 단기적으로 어려우나 플랫폼에서 발생하는 로열티 및 마일스톤을 기반으로 매분기 실적 성장을 증명하고 있는 상황이기에 우호적인 주가 흐름을 보여줄 것으로 기대됨

<그림> 셀트리온 이전 상장 사례 분석

(원)

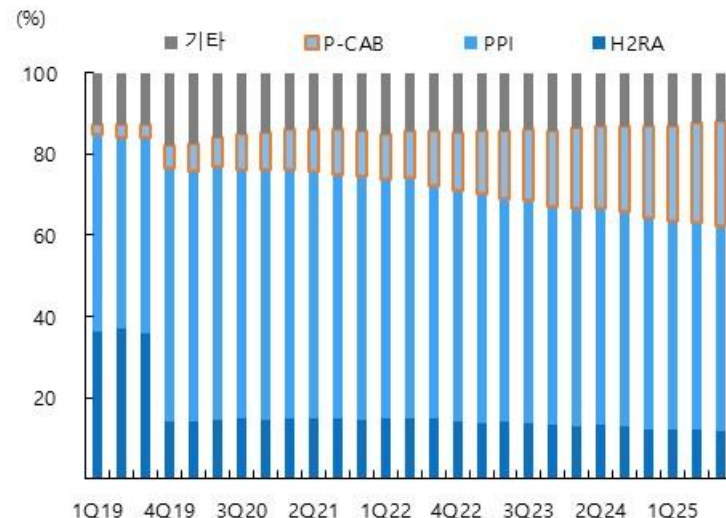


자료 : QuantiWise, iM증권 리서치본부

Ⅲ. 2026년 업종 전망; 1) 제약사의 반등: ② P-CAB의 성장성이 실적으로 증명될 것

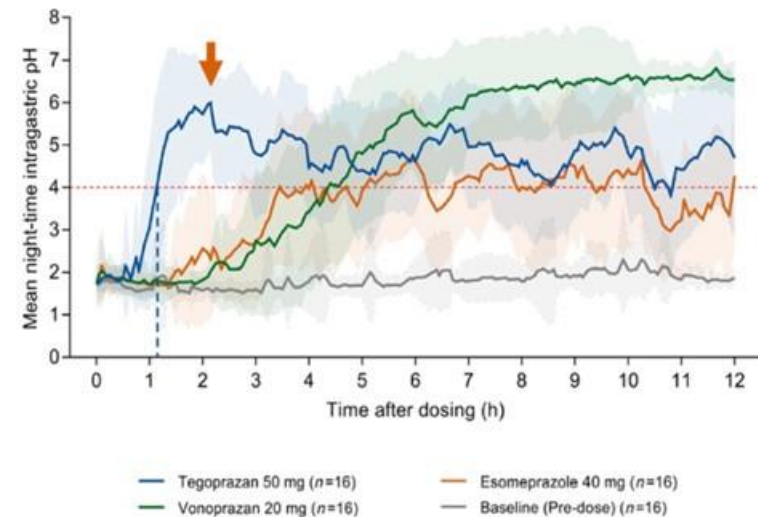
- 2026년 국내 제약사의 실적 개선을 이끌 수 있는 주요 포인트로 P-CAB(칼륨 경쟁적 위산분비 억제제) 제시. 현재 국내 소화성궤양용제 시장규모는 약 1.4조원이며 이 중 약 20%의 점유율을 P-CAB이 차지하고 있는 것으로 파악. 시장의 메인 플레이어는 PPI(프로톤 펌프 억제제)로 절반에 가까운 점유율을 확보하고 있는 것으로 추정
- HK이노엔의 케이캡이 처음 출시된 이후 대웅제약의 펙수클루, 온코닉테라퓨틱스의 자큐보 등 P-CAB 자체의 경쟁 상황은 심화되고 있는 상황이나 P-CAB이 차지하는 전체 규모 대비 비중이 빠르게 확대되는 점을 주목. HK이노엔은 보령, 대웅제약은 종근당, 온코닉테라퓨틱스는 동아에스티와의 파트너십을 통해 공동 판매를 진행 중인 점에서 매출 확대에 따른 반사이익도 기대 가능하다고 판단
- 글로벌 측면에서 P-CAB 침투 가능성은 여전히 높은 상황으로 판단. 최근 발간한 EJCP(European Journal of Clinical Pharmacology) P-CAB과 관련된 연구 결과를 발표했는데, PPI가 커버하는 다양한 적응증(GERD, 위궤양, 헬리코박터 파일로리 재균치료 등)에서 P-CAB이 PPI 대비 우수했음을 언급했다. 중국, 미국 등 인구수가 많은 시장에 진출할 수 있는 포텐셜이 남아있는 점에서 P-CAB의 국내 및 글로벌 성장 추세는 2026년에도 지속될 수 있을 것으로 전망

<그림> 국내 소화성궤양용제 제형별 점유율 현황



자료 : HK이노엔, iM증권 리서치본부

<그림> 주요 소화성궤양용제별 투여에 따른 pH 변화 추이



자료 : Current Gastroenterology Reports, iM증권 리서치본부

Ⅲ. 2026년 업종 전망; 1) 제약사의 반등: ③ 파이프라인에서의 모멘텀 기대

- 제약사의 임상 파이프라인에서도 기대할 포인트는 존재. 현재 제약사의 가치평가에서 실적 기반 영업가치 외 파이프라인 가치를 덧붙이는 케이스는 한미약품, 유한양행 등 임상적으로 유의미한 성과를 냈던 제약사 케이스가 주로 해당. 한미약품은 2015년 기술수출을 이끌었던 대표적인 제약사로 최근 자체 진행 중인 비만치료제 임상 3상에 대한 데이터를 발표. 유한양행은 오스코텍으로부터 도입한 물질을 다시 J&J에게 라이선스아웃하여 2024년 J&J의 이중항체 물질인 아미반타맙과의 병용요법으로 비소세포폐암 적응증 대상 FDA 허가를 획득
- 성과 측면에서는 아쉬웠으나 주목할만한 임상 모멘텀을 가진 제약사를 주목. 긍정적인 데이터 발표 시 파이프라인 가치에 대한 반영이 가능해지므로 기업 가치 상승에 따른 주가 반등이 가능할 것으로 기대. 종근당이 노바티스에게 기술이전했던 CKD-510은 기술수출 이후 개발 상황에 대한 진척이 확인되지 않으나 올해 5월 2상 IND 제출에 따른 마일스톤을 수령했기에 진행 중인 것으로 해석 가능
 - 노바티스의 자체 파이프라인 중에서 CKD-510과 메커니즘이 유사한 후보물질(PKN605)이 현재 clinicaltrials.gov에 등록되어 있음. 그렇기에 상기 내용을 근거로 CKD-510과 PKN605는 같은 물질로 추측됨. 만약 두 후보물질이 다르더라도 CKD-510에 대한 노바티스의 개발 의지는 충분한 상황이라고 판단되기에 향후 추가적인 내용이 발표될 가능성은 높다고 판단
- 독십자의 관계사인 미국 큐레보가 진행 중인 대상포진백신 후보물질 CRV-101의 임상 2상에 대한 결과도 2026년 중 확인 가능한 것으로 파악됨. 해당 임상은 싱그릭스와 Head to head 디자인인 점에서 면역원성/내약성에서 우위를 보인다면 추가적인 기업 가치 상승이 가능. 싱그릭스는 화이자의 프리베나, MSD의 가다실에 이어 글로벌 매출 3위를 달성하는 제품으로 2024년 기준 매출 5조원 이상을 달성한 블록버스터 품목임

<표> 주목하는 제약사 R&D 파이프라인 모멘텀

기업	모달리티	주요 적응증	시기	
			1H26	2H26
한미약품	펩타이드	비만	MASH 파이프라인 임상 데이터 업데이트	
유한양행	TKI	항암	렉라자 SC제형 승인 관련 업데이트	아미반타맙+렉라자 병용요법 OS 데이터 발표 가능성
동아에스티	펩타이드	비만	DA-1241 48주 기준 투여 데이터 발표	
종근당	HDAC6 저해제	심혈관		CKD-510 관련 진행사항 업데이트
SK바이오팜	Small molecule	뇌전증	엑스코프리 국내 출시 (동아에스티 코프로모션 파트너사)	엑스코프리 중국, 일본 허가
HK이노엔	P-CAB	위궤양	케이캡 미국 NDA 신청, 유럽 파트너사 발표	미국 NDA 허가 가능성
대웅제약	펩타이드 등	비만, IPF 등	비만치료제, IPF 치료제 임상 개시 예정	
독십자	백신	독감 등	싱그릭스와의 head to head 임상 관련 내용 업데이트 가능성	

자료 : 각 사, iM증권 리서치본부

Ⅲ. 2026년 업종 전망; 2) 불확실성 제거: ① 일단락된 관세 협상

- 2025년 내내 업종의 불확실성을 야기시켰던 관세와 약가 인하에 대한 리스크는 해소되었다고 판단. 최근 체결되어 발표된 팩트시트 내 의약품 관련 내용 중 주목할 점은 크게 3가지
- 1) 의약품에 부과되는 어떠한 관세의 경우에도 15%를 초과하지 않도록 적용한다는 것(최혜국 대우); 관세 상한선이 정해졌다는 것은 긍정적이며 불확실성을 확실히 제거하는 효과. Worst case에도 수익성의 15%가 관세로 소거되는 것으로 마무리. 다만 미국 정부가 추진하는 약가 인하 정책과 관세 부과로 인한 의약품 가격 증가 효과는 상충하기 때문에 추가적인 내용을 확인할 필요성 존재. 가령 품목별 관세가 부과될 가능성도 있으며, 무관세 적용범위가 확장될 가능성도 있다고 판단
- 2) 제네릭 의약품, 의약품 원료, 화학 전구체 등에는 무관세; 현재 제네릭 의약품에 대해서 무관세를 적용한다고 발표했지만 바이오의약품의 제네릭 버전인 바이오시밀러의 포함 여부가 단기적으로 중요하다고 판단. 트럼프 정부는 이전에도 바이오시밀러 친화적인 스탠스를 보여줬기에 무관세 항목에 바이오시밀러 포함 시 국내 관련기업들 중에서 미국 내 매출이 발생 중인 기업(셀트리온, 삼성바이오에피스, 동아에스티, 삼천당제약 등) 수익성 개선 가능할 것으로 기대
- 3) 한국 정부/기업의 미국 내 투자 분야에 의약품 포함; 미국 내 전략적 투자는 이전 셀트리온이 보여준 공장 인수 등을 포함해 다양한 형태로 일어날 수 있을 것으로 예상. 미국 내 소재지에 신규 공장 증설, 라이선싱 계약, 파트너십 체결 등 미국 소재 제약사들이 보유한 에셋 관련 딜 및 지분 투자 등이 향후 일어날 수 있을 것으로 전망

<표> 한미협상 팩트시트 주요내용

항목	주요 내용
투자 분야	- 한국과 한국 기업이 의약품 등을 포함한 다양한 분야에 대해 미국에 투자. 총 약정금액은 2,000억 달러
관세	- 자동차, 원목, 목재, 의약품 등은 최대 15%를 넘지않음
투자실행 및 운영	- 투자약정기간은 2029년 1월 19일까지 수시로 발생 - 투자위원회는 미국이 담당, 투자를 집행하기 전 한국과 미국이 지명한 자들로 구성된 협의위원회를 통해 한국과 협의
자금 조달	- 통보일로부터 최소 45일 영업일이 경과하는 날짜에 투자금액을 조달, 연도별 상한 조달금액은 200억달러
무관세 리스트	- 제네릭 의약품, 의약 원료, 전구체 화학물질, 미국에서 구할 수 없는 천연자원, 항공기, 항공기 부품에 대해서는 상호관세 15% 없앨 방침

자료 : 백악관, 대한민국 정책브리핑, iM증권 리서치본부

Ⅲ. 2026년 업종 전망; 2) 불확실성 제거: ① 일단락된 관세 협상

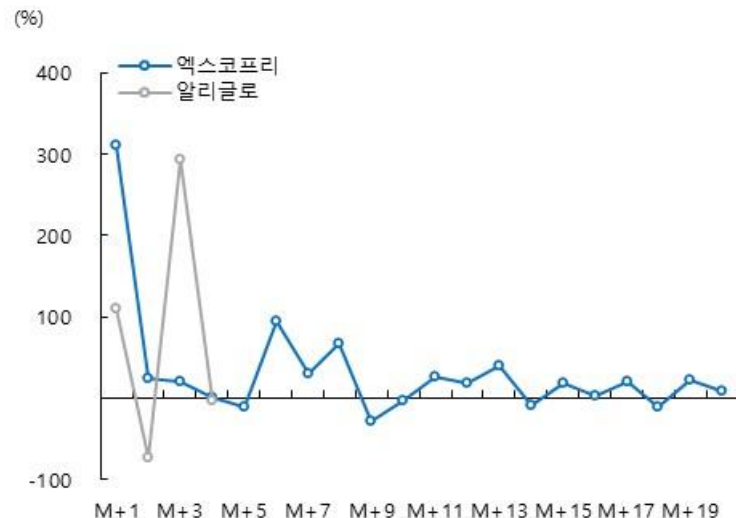
- 바이오시밀러 외에도 현재 미국 내에서 매출을 일으키는 제품의 성장성을 무시할 수 없음. 미국 내에서 유의미한 성과를 내고 있는 국내 기업으로 삼성바이오로직스, 셀트리온, SK바이오팜, 유한양행, 녹십자, 대웅제약 등이 있음. SK바이오팜은 뇌전증 치료제 엑스코프리, 유한양행은 비소세포폐암 타겟 렉라자, 녹십자는 면역글로불린 제제인 알리글로를, 대웅제약은 보툴리눔독신 나보타를 판매함에 따라 미국에서 매출이 발생하고 있음
- 결론적으로 수익성의 감소가 일어날 가능성은 있지만 기업별로 미리 관세에 대한 대응책을 마련했음. 관세 적용 전 재고를 미리 보내거나, 이전가격 조정, 미국향 원료의약품으로 전환해 완제의약품 생산 등의 다양한 방식을 도입해 관세의 리스크를 최소화하려는 시나리오를 구축한 상황. 그렇기에 관세에 따른 매출 감소보다는 제품 자체의 미국 시장 내 매출 성장 효과가 더 크게 일어날 것으로 전망

<그림> 미국 내 매출을 발생시키고 있는 주요 기업

기업	제품	기업	제품
삼성바이오로직스	CDMO 수주계약 기반 매출 발생	유한양행	레이저티닙
셀트리온	미국 출시 중인 바이오시밀러 제품군	녹십자	알리글로
SK바이오팜	엑스코프리	대웅제약	나보타(Jeaveau)

자료 : iM증권 리서치본부

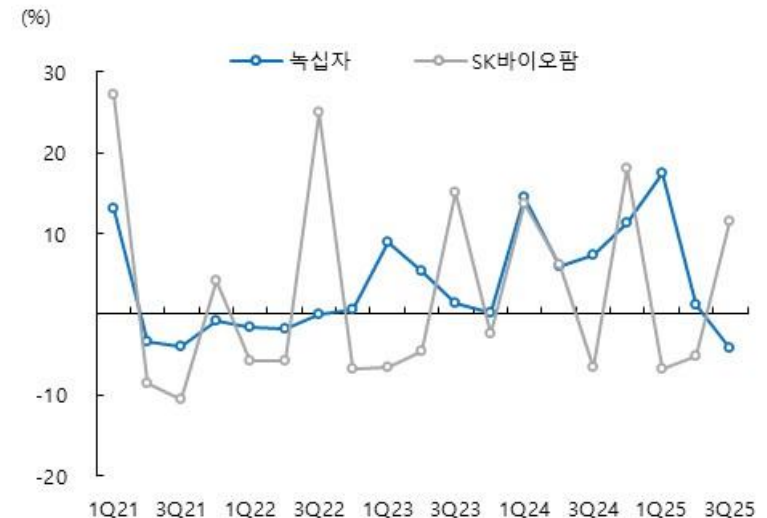
<그림> 엑스코프리, 알리글로 출시 후 분기별 증감율 추이



자료 : 각 사, iM증권 리서치본부

주) 엑스코프리 기술이전 관련 일시 수익금 제외한 수치

<그림> SK바이오팜, 녹십자 재고자산 분기별 증감율 추이



자료 : 각 사, iM증권 리서치본부

III. 2026년 업종 전망; 2) 불확실성 제거: ② 살짝 공개된 약가 인하 로드맵

- 2025년 5월 트럼프 정부가 서명한 최혜국 대우(MFN, Most Favored Nation) 약가 정책을 시작으로 합의에 도달한 Pfizer, AstraZeneca 및 Eli Lilly, Novo nordisk 사례를 보면 미국이 추구하려는 약가 인하 로드맵을 대략적으로 확인할 수 있음
 - 9월말 발표된 Pfizer와의 합의에서는 Pfizer는 미국에 향후 출시하는 신제품에 대해서는 선진국과 가격을 동등한 수준으로 맞출 것이라 언급. 또한 저소득층을 위한 메디케이드 프로그램 내 모든 처방약 가격을 인하할 것이며, 2026년 출범 예정인 TrumpRx를 통해 일부 의약품을 직접 판매할 계획임을 밝힘. 또한 향후 700억달러(약 100조원)를 미국 내 제조시설 및 R&D에 투자하겠다고 발표
 - AstraZeneca와의 합의 내용도 Pfizer의 합의 내용에서 크게 벗어나지 않았음. 보유한 제품 중 일부를 인하한 가격으로 TrumpRx에서 판매, 메디케이드 프로그램에서 최혜국 약가로 구매 및 2030년까지 500억달러(약 72조원) 제조 및 R&D에 투자
 - 가장 최근 발표된 Eli Lilly 및 Novo nordisk는 2026년부터 메디케어 및 메디케이드 적용대상에게 GLP-1 약물 가격을 인하해서 제공할 예정. 다만 적용대상은 BMI, 당뇨병, 심혈관, 고혈압 등 특정 조건을 충족해야함. 또한 TrumpRx에서도 할인된 가격으로 직접 구매도 가능해질 예정
- 합의를 발표하지 않은 남은 제약사도 유사한 형태로 진행될 가능성이 큼. 합의의 결과는 공통적으로 특정 기간동안의 의약품 관세 면제를 제공받음. 즉 '보유한 의약품 최혜국 수준으로 약가 인하(정부 지출 내 헬스케어 비중 감소) + TrumpRx(직접 판매로 PBM 등 중간유통구조 비용 절감) + 리쇼어링(자국 바이오 역량 강화) ↔ n년간 관세 면제'의 방식으로 로드맵을 그리고 있는 상황으로 판단

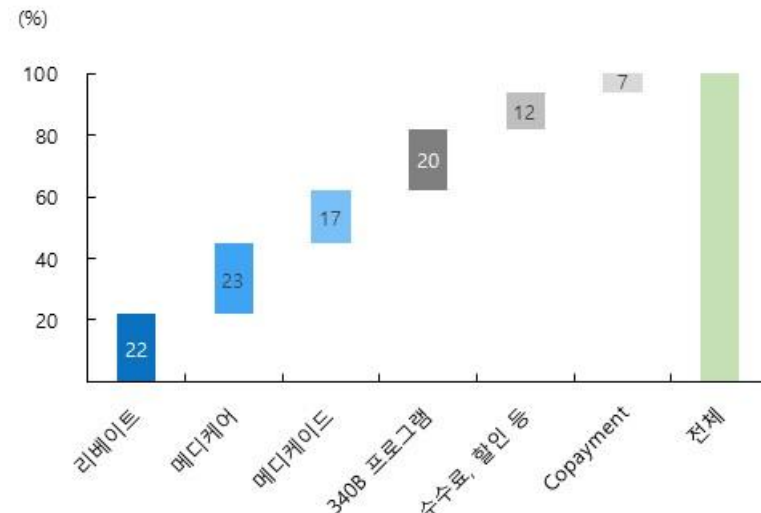
<그림> 트럼프 약가 인하 로드맵 도식화



Ⅲ. 2026년 업종 전망; 2) 불확실성 제거: ② 살짝 공개된 약가 인하 로드맵

- 2026년 1월 공개되는 TrumpRx가 약가 인하의 방향성을 제시해줄 것으로 예상. 기대 효과는 크게 3가지로 제시
 - 정부가 직접 언급하는 의약품 가격; 해당 가격 이상의 비용이 든다면, 구매자들은 TrumpRx를 활용할 것이므로 가격 상한선을 정해주는 효과
 - 의약품 유통채널의 근본적인 변화; PBM 중심적인 유통 구조에서 제조사와 환자 직판 구조로의 변화 가능성 존재
 - 재정 부담 완화; PBM 리베이트 절감, 의약품 가격 인하에 따른 공공보험에서의 의료 관련 지출액 감소 등 직접적인 금액 감소 효과 발생 가능
- 미국 정부 지출 비중이 높고, 글로벌 매출 규모가 큰 블록버스터 제품 위주로 플래그십 제품이 늘어날 가능성이 크다고 판단. GLP-1 주사제/경구용 외에도 고가의 만성질환 타겟 제품이 합의 대상에 향후 추가될 것으로 예상
- 다만 우려되는 점은 미국 외 지역의 약가가 올라갈 가능성도 존재. 즉 최저수준을 높인다면 미국 내 수익성도 보장되면서 관세 면제의 혜택이 최대화 될 것이기 때문

<그림> 리베이트, 할인 등으로 올라갈 수 밖에 없는 List price 도식화

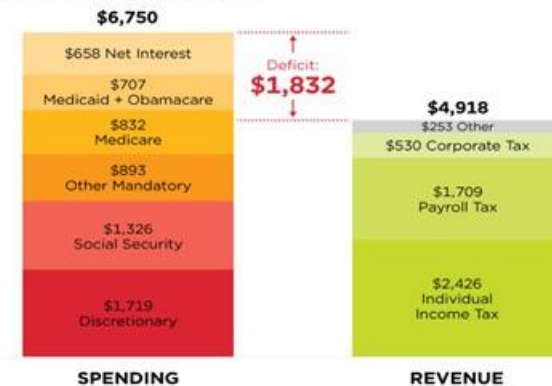


자료 : Drugchannels.net, iM증권 리서치본부

<그림> 미국 정부 재정 지출 현황. 헬스케어 분야가 약 1.5조달러

Federal Revenue vs Spending

FOR FISCAL YEAR 2024, IN BILLIONS



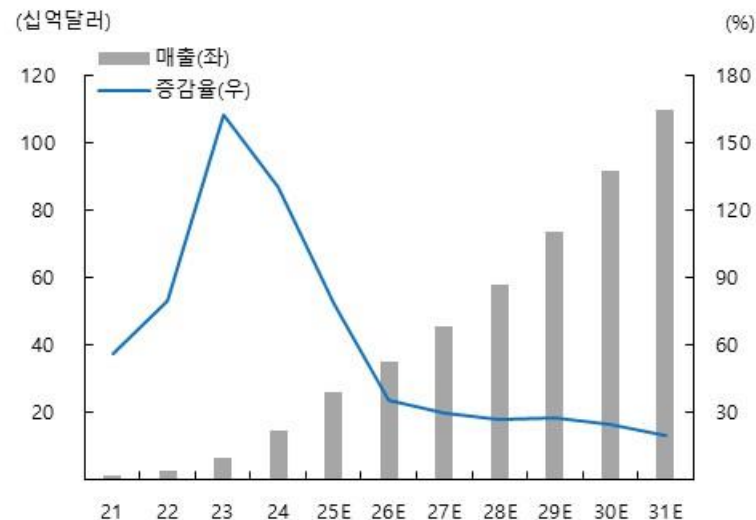
In fiscal year 2024, the federal government took in a whopping \$4.92 trillion of revenue. However, because it spent \$6.75 trillion, there was a deficit of \$1.83 trillion. There is no excuse for such a large deficit during a non-recession peacetime year.

자료 : The Heritage Foundation, iM증권 리서치본부

Ⅲ. 2026년 업종 전망; 3) R&D 주목 포인트: ① 비만

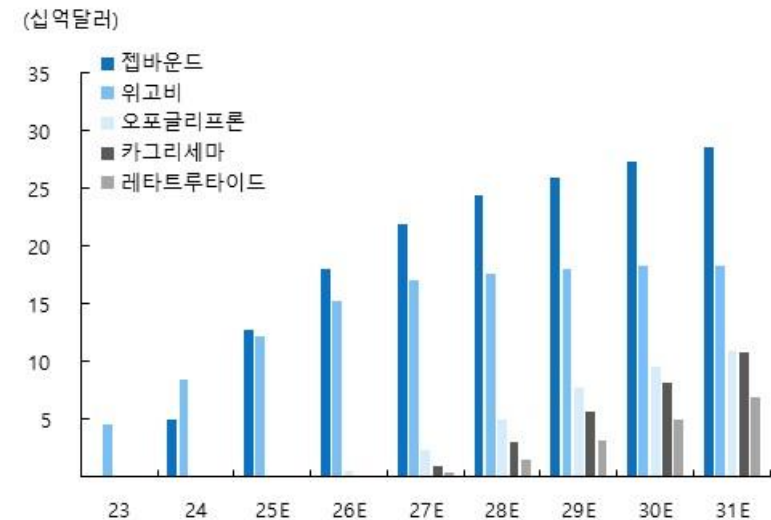
- 치료제와 플랫폼 사이에서 치료제를 바라보는 시각이 더욱 집중되는 2026년 전망. GLP-1 기반 다중 작용제 및 새로운 기전의 후보물질들이 개발 중인 상황에서 임상 이벤트 주목할 필요성 존재
- 상반기 중 비만치료제 파이프라인 유망 후보물질들의 탐라인 결과를 확인할 수 있을 것으로 예상. 주목하는 파이프라인은 일라이 릴리가 개발 중인 레타트루타이드와 오포글리프론, 베링거인겔하임과 질랜드파마가 개발 중인 서보두타이드 및 멧세라가 개발 중인 MET-097i
 - 레타트루타이드(Eli Lilly); 삼중 작용제. 현재 임상 3상 진행 중. 2상에서 48주간 평균 체중감소율 8mg과 12mg에서 각각 23%, 24% 기록
 - 오포글리프론(Eli Lilly); 경구용 비만치료제. 72주간 진행한 다국적 임상 3상에서 평균 11%의 체중 감소 효과 확인. 2026년 허가신청 계획
 - 서보두타이드(Boehringer Ingelheim & Zealand Pharma); 이중 작용제. 46주간 투여 결과 최고 용량군에서 평균 15% 체중감소 확인
 - MET-097i(Metsera); 월1회 투여. 현재 임상 2b상 진행 중이며, 2a상에서 12주간 투여 결과 최고 용량군에서 위약 대비 11% 체중감소 확인

<그림> 비만 시장규모 추이



자료 : Globaldata, iM증권 리서치본부

<그림> 주요제품 매출 추이 및 전망

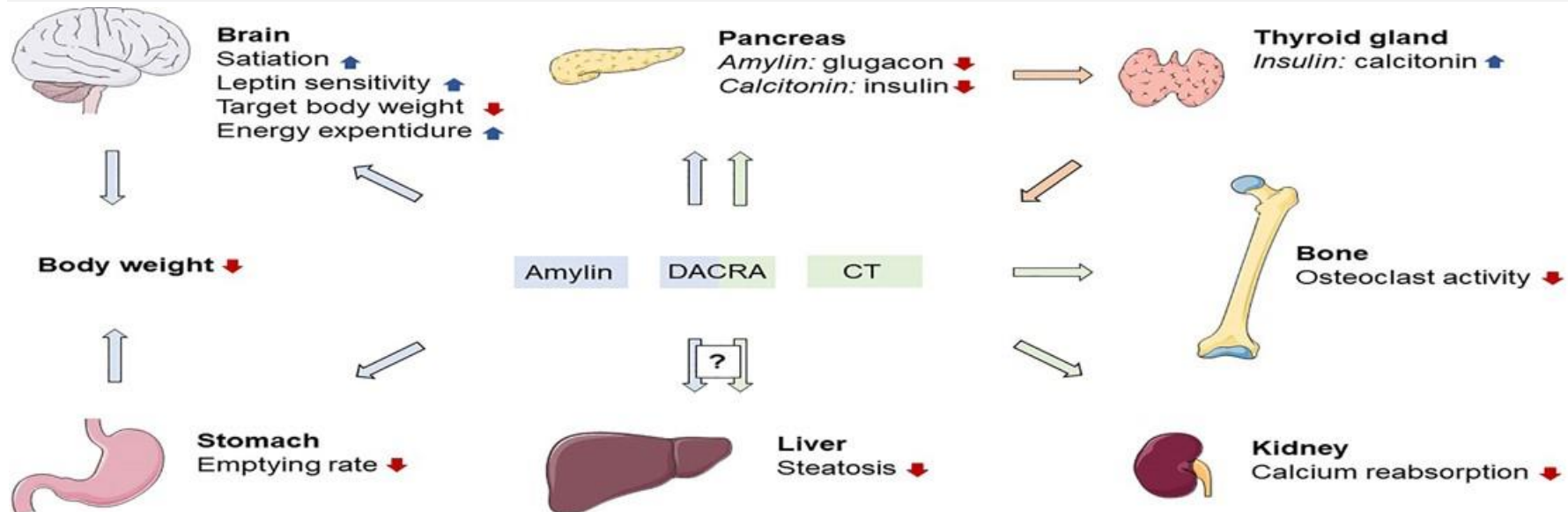


자료 : Globaldata, iM증권 리서치본부

III. 2026년 업종 전망; 3) R&D 주목 포인트: ① 비만

- Non-GLP-1 기반의 비만치료제도 개발이 활발하게 진행 중이며, GLP-1 기반으로 개발 중이나 근육량 증가+체중감소와 같이 이전 치료제가 시도하지 않았던 형태의 체중 감소를 추구하는 후보물질도 초기 단계이지만 주목받는 상황. 초기라는 점에서 유의미한 성과를 보여준다면 글로벌 기업과의 계약 기대감은 올라갈 수 있을 것으로 판단
- 주목하는 파이프라인은 질랜드파마의 페트렐린타이드, 노보 노디스크의 카그릴린타이드, 구브라의 GUB-UCN2, 한미약품의 HM17321 주목
 - 페트렐린타이드(Zealand Pharma); 아밀린 수용체 작용제. 로슈와 공동개발 중으로 2026년 상반기 중 2상 탑라인 결과 발표할 것으로 예상
 - 카그릴린타이드(Novo Nordisk); 아밀린 수용체 작용제. 진행 중인 임상 3상에서 68주간 투여 기준 12%의 체중감소 발표
 - GUB-UCN2(Gubra); UCN2(Urocotin 2) 타겟. 위고비와 병용 시 체중 감소+근육량 감소를 줄이는 효과 발생했음을 확인
 - HM17321(한미약품); UCN2 타겟. 단독요법에서 지방 감소, 근육량 증가 효과 확인. 올해 하반기 임상 1상 진입 예정

<그림> 주요 Non-GLP-1 기전 중 하나인 아밀린 수용체 타겟 시 기관별 예상 효과. 식욕 억제 + 위에서 장으로 음식을 보내는 속도를 저하시켜 체중 감소 발생

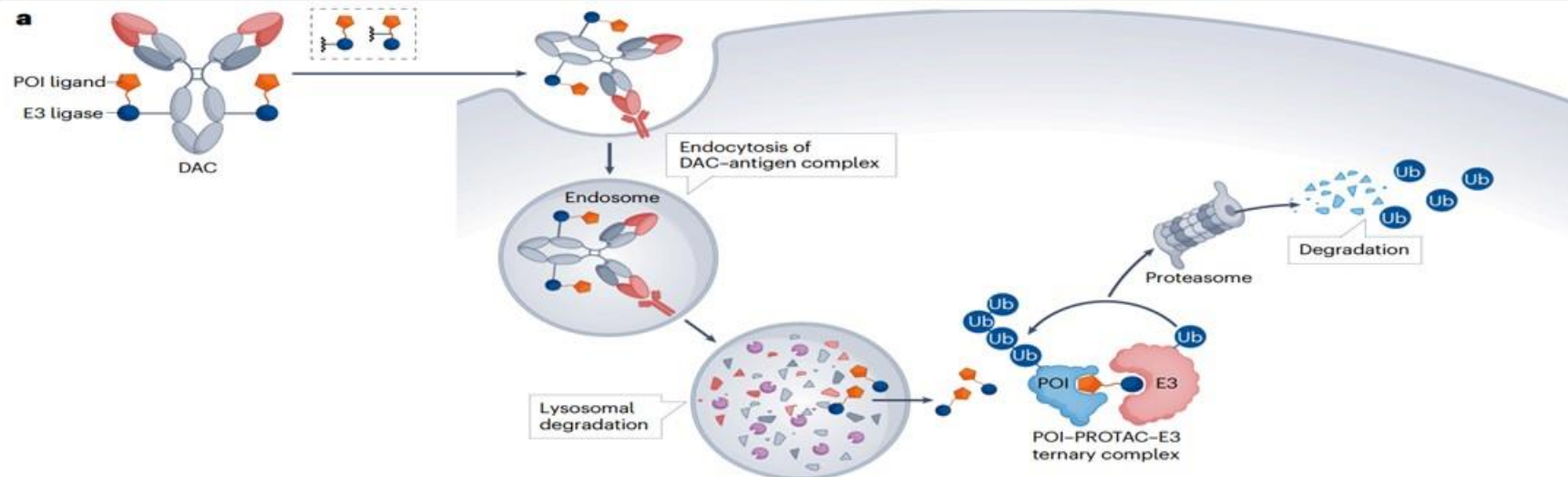


자료 : Frontiers, iM증권 리서치본부

Ⅲ. 2026년 업종 전망; 3) R&D 주목 포인트: ② DAC(Degrader Antibody Conjugate)

- DAC는 차세대 ADC 플랫폼으로 단백질분해유도제(Degrader)를 페이로드로 활용하는 형태의 ADC. 종양세포 내 표적 단백질을 직접적으로 파괴해 기존 ADC 대비 근본적 치료 가능성을 제시
- 단백질분해유도제의 특성 상 반복적 분해가 가능하기에 저용량으로도 항암 효과를 기대할 수 있음. 또한 기존 페이로드가 타겟하지 못했던 단백질에 대한 접근도 가능하다는 점에서 타겟 확장 가능성도 존재
- 임상 검증 단계에 있어 단백질분해유도제 자체의 임상적 성과가 선행되어야 하는 상황. 지난 3월 PROTAC 임상의 선두주자 격이었던 Arvinas는 Vepdegestrant의 임상 3상 결과 발표했으나 전체 환자군에서 유의미한 개선을 보여주지 못했으며, 9월 해당 에셋의 상업화 권리를 제3자에게 라이선스아웃한다고 발표. FDA는 Vepdegestrant의 NDA 신청을 수락했으며 PDUFA는 2026년 6월 5일로 결정됨
- 국내에서는 오름테라퓨틱이 DAC 플랫폼 개발 중이며 리드 파이프라인 2026년 중 IND 신청 예정. BMS로 기술이전한 에셋은 2024년 환자 등록을 시작한 이후 현재까지 모집 중인 것으로 파악되며 BMS가 학회 등을 통해 중간 결과 형태로 데이터를 발표할 수 있는 가능성 존재

<그림> DAC 작용기전. 내부화 이후 Degrader 방출되어 표적단백질 유비퀴틴화 및 분해



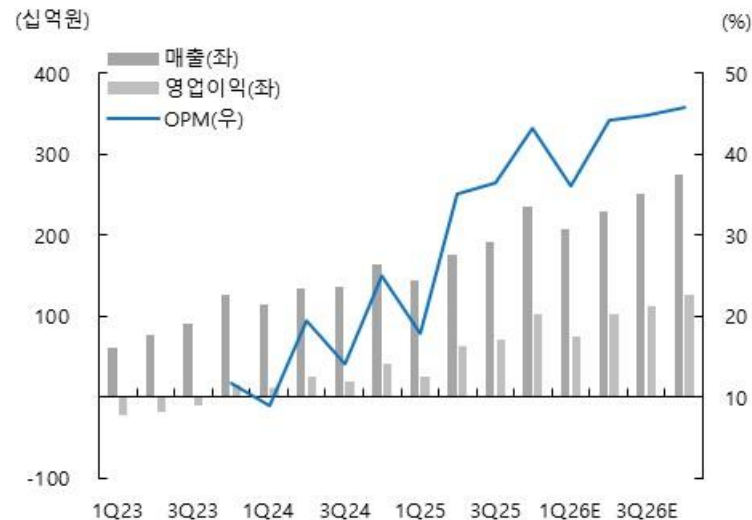
Ⅳ. 투자 전략; 투자의견 상향의 근거

- 업종의견 Overweight으로 상향. 기존 Netural 제시의 근거는 크게 2가지. ① 올해 하반기에도 관세/약가인하 등의 업종에 상존하는 불확실성이 해소되지 않을 것이며, ② 중국의 R&D 경쟁력이 괄목할 수준으로 올라오는 상황에서 국내의 경쟁력이 감소할 가능성이 있다고 판단. 현 시점에서 상기 근거에 대한 리스크가 해소되었다고 생각하기에 업종에 대한 투자의견을 상향하기로 결정
- 결론적으로 관세에 대한 리스크는 해소되었다고 판단. 상한선이 설정됨에 따라 수익성이 일부 감소할 가능성은 있으나 품목에 대한 구체적 가이드가 부재하는 상황. 향후 발표되는 제네릭 외 바이오의약품 관련 관세가 어느 수준으로 설정이 되는지를 지켜볼 필요성 존재. 기대되는 포인트는 제네릭 범위에 바이오시밀러가 포함되는 것. 컨셉 자체는 제네릭과 바이오시밀러 간 차이가 크지 않기에 무관세 품목으로 포함될 가능성은 충분하다 판단
- 약가 인하 역시 대략적인 방향성은 정해졌다고 생각. 관세를 면제해준다는 조건으로 제약사들과의 합의가 진행되고 있음. 또한 메디케이드, 메디케어 내 등재된 의약품 가격을 인하하고 PBM 등 중간과정을 거치지 않고 직접 판매하는 TrumpRx 등 새로운 유통 구조가 만들어질 것이 예상되어짐. 장기적으로 미국 중심의 생산 체계로 재편되는 것은 부정할 수 없으나 단기적으로는 생산시설 관련 노이즈는 크지 않을 것으로 예상, 생물보안법의 재추진에 따라 국내 CDMO 기업의 반사수혜 가능할 것으로 판단
- 2026년 약가 인하가 본격적으로 진행되었을 때 플랫폼을 보유한 바이오텍 역시 글로벌 제약사들과의 기술이전에 대한 기대감을 가져볼 수 있을 것. 수익성 측면에서 개발비용은 변화가 없지만 향후 기대매출에서의 감소가 예상되는 상황이기에 이익 개선을 위해서 현재 추세보다 더욱 공격적으로 글로벌 제약사들의 투자는 이뤄질 것으로 예측
- 2025년 중국의 라이선싱계약 관련 총 계약규모 합산액은 약 80조원으로 동기간 한국 소재 기업의 라이선싱계약 총 규모 18조원 대비 규모에서는 우위를 보였으나 건수 대비 평균 계약 규모는 유사한 수준임을 확인. 중국이 한국보다 우위라는 접근보다는 노동 집약적인 산업의 측면에서 절대적 노동력의 차이에서 유래되는 것으로 판단하는 것이 적합. 중국 약 200만명(CEIC, 2024년말 기준), 한국 약 15만명(KHIDI, 2025년 2분기 기준)
- 국내 라이선싱 계약의 특징이라면 자체 플랫폼의 경쟁력이 있는 기업들이 선택을 받았다는 것. 특히 큰 규모로 계약을 체결한 에이비엘바이오는 4월, 11월에 발생한 라이선싱 계약 모두 그랩바디-B 플랫폼이었음. 그 외에도 거래를 체결한 알테오젠은 SC제형에 대한 독자적 플랫폼에 강점이 있으며 비상장이지만 빅파마와 계약을 체결했던 알지노믹스와 에임드바이오는 각각 RNA 편집 플랫폼과 정밀항체 기반 ADC 개발 플랫폼을 가지고 있음
- 기술이전의 시점이나 규모에 대해서 예측은 어려우나, 가능성이 있는 기업들에 대한 관심을 가지는 전략은 2026년에도 유효할 것으로 판단. 주요 모달리티/컨셉별 플랫폼 및 강점이 있다고 판단되는 기업은 아래와 같음
 - 모달리티; (ADC) 리가캠바이오, 인투셀, 오름테라퓨틱 / (이중항체) 에이비엘바이오, 와이바이오로직스 / (CGT) 애플클론
 - 컨셉; (비만) 한미약품, 디앤디파마텍(Metsera), 올릭스 / (의료AI) 프로티나, 쓰리빌리언

IV. 투자 전략; 신규 커버리지 및 Top picks 요약

- SK바이오팜, 대웅제약, 녹십자, 종근당, 동아에스티 및 HK이노엔에 대한 커버리지 개시. 코스피 제약/바이오 업종의 반등 국면에서 실적 성장의 가능성이 높다는 점, R&D 파이프라인에서 기대감이 있다는 공통점을 보유. Top pick은 SK바이오팜이며, 대웅제약을 관심종목으로 제시
- SK바이오팜은 미국 내 직판 체계를 구축함에 따라 원가율이 한자릿수대라는 점, 엑스코프리라는 제품만으로도 매출 성장이 2026년에도 지속될 수 있다는 것과 향후 추가적인 상업화 제품 라인업 구축에 따른 외형 성장이 유지될 수 있다는 점을 주목. 특히 엑스코프리는 이미 점유율 1위 제품인 Vimpat의 제네릭 버전이 출시되었음에도 처방량이 증가하고 있는 상황이며, 2027년 출시가 예상되는 Xenon의 아제투칼너가 차기 경쟁제품으로 출시될 예정이나 견고한 매출 성장을 유지할 것으로 기대
- 대웅제약은 나보타/펙수클루/디지털헬스케어의 3가지 축에서의 성장이 기대됨. 나보타는 국내 소송에 대한 리스크가 있는 상황이지만 에볼루스가 판매 중인 미국 지역에서의 성장 가능성이 여전히 남아있는 상황. 펙수클루 역시 국내/외 적응증 확대 순조롭게 진행되고 있으며 P-CAB 제품 간의 경쟁심화보다는 시장 자체가 커지는 것을 주목. 디지털헬스케어 영역은 씨어스테크놀로지과 국내 판매 계약을 맺고 영업활동을 동사가 담당 중이며, 씨어스의 매출 성장 추세가 가파르게 증가하고 있다는 점에서 향후 동사의 기업가치에도 해당 분야가 반영을 해줄 것으로 기대

<그림> SK바이오팜 분기별 실적 추이 및 전망



자료 : iM증권 리서치본부

<그림> 대웅제약 분기별 실적 추이 및 전망



자료 : iM증권 리서치본부

IV. 투자 전략; 신규 커버리지 및 Top picks 요약

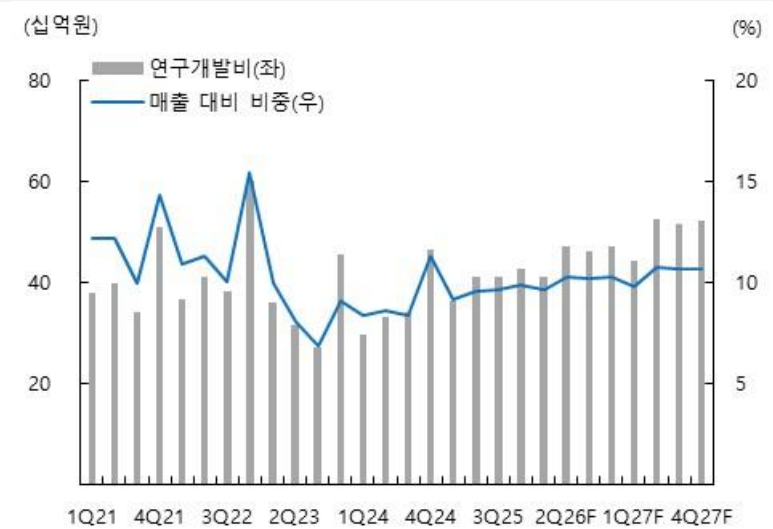
- 녹십자는 미국에서 판매 중인 알리글로의 성장성을 주목. 수요 대비 공급이 큰 혈액제제의 특성 상 미국 시장에서의 성장성은 충분하다고 판단되며 자회사인 ABO홀딩스를 통해 미국에서 생산되는 혈장을 기반으로 수량의 대다수를 제조할 수 있다는 점에서 수익성도 장기적으로 개선될 여지 존재
- 종근당과 동아에스티는 '성장기조 유지 + 저평가되었던 R&D 파이프라인에서의 성과'가 기대되는 종목. 종근당은 2023년 노바티스에게 기술이전한 CKD-510이 최근 임상 2상단계에 진입한 상황이며 ADC, 바이오시밀러 분야에서 임상 관련 이벤트 발생할 것으로 기대. 동아에스티는 R&D 개발의 방향성이 변화 중인 상황으로 SK바이오팜의 세노바메이트에 대한 국내 허가를 최근 획득하는 등 검증된 에셋을 가져와 기여하는 방식으로 개선 중. 비만, 치매 등 다분야에서 임상 성과가 기대되는 파이프라인이 있어 결과를 지켜볼 필요성 있다고 판단
- HK이노엔은 케이캡의 글로벌 확장 가능성을 주목. 미국 임상 3상을 성공적으로 종료한 상황이며 올해말 신약 허가 신청 시 2026년 중 허가 가능성 존재. 유럽 지역은 현재 파트너사 선정 중인 상황으로 올해말~내년초 중 관련된 소식 발표할 것으로 기대. 글로벌 측면에서 PPI가 대부분의 점유율을 차지하고 있기에 편의성 측면에서 이점이 있는 P-CAB이 출시한다면 유의미한 점유율 가져올 수 있을 것으로 전망

<그림> ABO 홀딩스 혈장센터 확보 현황



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

<그림> 종근당 연구개발비, 매출 대비 비중 추이 및 전망



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

<표> 제약/바이오 신규 커버리지 종목 2026 Outlook & Valuation 요약

(십억원)		1H26E	2H26E	Valuation	2026 Outlook
SK바이오팜 (033780)	매출액	436.4	526.2	P/E	엑스코프리의 성장성이 단기적으로 지속될 수 있는 영업 환경 형성. 2028년 경쟁제품 출시 예정
	YoY %	36.1%	23.1%	31.1X	2nd 상업화 제품에 대한 협의는 순조롭게 진행 중이며, 계약 체결 시 동사의 외형 성장에 빠르게 기여할 수 있을 것으로 기대
	영업이익	176.4	238.9	P/B	RPT, CGT, TPD 3분야로 장기 성장 축을 설정해 파이프라인 개발 중이며 본격적인 TPD 임상은 26년 중 시작될 예정
	YoY %	101.5%	39.0%	8.9X	미국에서의 관세 관련 불확실성이 소거된 상황, 한자릿수대의 낮은 원가율 등 이익 개선의 추세가 장기 지속 가능한 상황
대웅제약 (097950)	매출액	911.0	1,002.5	P/E	나보타/팩수클루의 해외 성장 가능성. 필러+톡신 번들링 전략에 따른 점유율 상승, 적응증 확대에 따른 추가 시장 확보 등
	YoY %	19.6%	18.0%	10.4X	씨어스테크놀로지 대비 디지털헬스케어 영역에서의 가치를 반영하지 않고 있는 현재 상황 주목
	영업이익	135.5	147.8	P/B	메디톡스와의 소송 관련 결과는 상반기 중 확인 가능할 것으로 예상
	YoY %	40.3%	19.2%	1.7X	P/E가 낮은 이유도 소송에 대한 우려가 반영된 것으로 판단, 본업에서의 실적 악화 요인은 크게 보이지 않음
녹십자 (271560)	매출액	1,144.1	1,271.3	P/E	알리글로의 미국 성장성 주목. 수요 대비 공급 과잉인 혈액제제 시장에서의 유의미한 매출 상승 가능
	YoY %	29.4%	8.9%	32.5X	미국 내 혈장 기반으로 생산역량이 증대되는 상황. 관세, 원가 등 미국 내 소재지 기반 원료 생산으로 수익성 개선 기대
	영업이익	25.3	44.6	P/B	4분기 통상적으로 비용 일시 집행, 본 사업 매출 감소로 적자 기조 유지됐으나 26년 4분기부터 흑자 전환 가능 전망
	YoY %	-28.5%	118.7%	1.1X	
종근당 (007310)	매출액	883.1	913.6	P/E	케이캡 코프로모션 종료 이후 신규 도입품목을 통한 빠른 매출 회복 확인. 2026년에는 이를 통한 외형 성장 가능성 높음
	YoY %	6.6%	6.2%	12.7X	높은 R&D 비용 대비 성과 측면에서 아쉽다는 측면을 만회할 이벤트 발생 기대. ADC, 비만 등 다수의 모달리티 개발 중
	영업이익	53.8	56.6	P/B	2026F P/E 13배로 주요 제약사의 26F 평균 P/E 27배 대비 저평가된 상황은 맞으나 R&D 이벤트가 선행되어야 할 것
	YoY %	53.7%	27.0%	1.1X	
동아에스티 (004370)	매출액	380.6	409.3	P/E	자큐보, 엑스코프리 등 도입제품에서의 매출 성장 주목
	YoY %	9.9%	8.1%	19.7X	비만, 치매, MASH 등 파이프라인에서의 R&D 모멘텀은 올해말부터 내년초까지 다수 존재
	영업이익	24.9	28.8	P/B	한미약품, 디앤디파마텍 등 비만치료제를 가진 기업에 대한 가치 리레이팅 일어났으나 상대적으로 소외된 상황을 주목
	YoY %	125.4%	21.3%	0.7X	
HK이노엔 (005300)	매출액	555.0	580.4	P/E	케이캡 국내: 처방량 상승 추세 지속, P-CAB 제제의 시장점유율 상승에 따른 경쟁 심화효과 상쇄
	YoY %	8.7%	6.0%	19.1X	케이캡 해외: 완제품 수출국가 확대, 미국 NDA 제출에 대한 결과 확인, 유럽 파트너사 최종 발표
	영업이익	54.4	49.3	P/B	수액 사업부: 의료계 파업 관련 이벤트 소멸에 따른 전 제품 YoY 성장 예상
	YoY %	21.2%	-11.3%	1.0X	항암 사업부: 로슈 아바스틴 코프로모션 진행에 따른 외형 성장 가능

자료: iM증권 리서치본부



[건설]

**아직은 갈길 먼 국내 건설,
기대되는 해외 수주**

Summary

업종 투자의견 Neutral로 하향, 건설 경기 부진과 공사비 상승 가능성

- 부동산의 양극화로 지방의 주거용 부동산 시장은 불황이 지속되고 있다. 상업용 시설 역시 공급 과잉 이슈가 줄어든 물류센터를 제외하고 큰 폭의 반등을 기대하기 어렵다. 2026년의 건축물 착공 면적의 큰 폭의 회복은 어렵다고 판단한다(+11% YoY). 건설 기성액 역시 직전 3개년 착공(2023~2025년) 감안 시 2026년은 2025년 대비 감소가 예상된다(-10% YoY).
- 건설사의 실적 부진, 지방 부동산 침체, 정비사업 지연을 초래한 공사비는 2026년 이후 재차 상승할 것으로 예상된다. 2025년 산업 재해 리스크로 대형 건설사들의 수 백여개의 현장들의 공사가 중단된 바 있으며, 높아진 산업 재해 리스크는 2026년에도 '공기 지연'으로 이어질 가능성이 높다고 판단한다. 공사원가의 인건비 형식의 원가는 60~70%에 달하며, 공기 지연은 공사비 상승으로 이어질 수 있다. 또한 2026년 3월 시행 예정인 일명 '노란봉투법' 역시 공기 지연 리스크로 대두될 수 있다.
- 부동산은 현재 서울 중심의 매매 가격 상승세가 이어지고 있으며, 이러한 부동산 양극화로 정비 사업은 서울 및 수도권 핵심지 위주로 사업이 원활히 진행되고 있다. 건설사들의 도시정비 수주도 양극화가 진행되고 있으며, 현대건설, 삼성물산의 정비사업 수주 경쟁력이 높아지고 있다.

민을 건 해외 수주: 원전, 가스 처리, LNG 등

- 국내 건설 경기 부진과 각종 산업 재해 리스크로 건설사들은 해외 수주가 더욱 중요해질 것으로 예상된다. 미국 및 유럽의 대형 원전, SMR, 그리고 중동 지역의 가스 처리, 미국, 아시아에서의 LNG 플랜트의 발주 증대가 기대된다.
- 현대건설은 2025년 원전 벨류체인 내 대형 원전, SMR EPC사로의 입지가 커졌다. Westinghouse, Holtec, Fermi America의 대형 원전, SMR 사업에서 EPC를 수행할 전망이다. 2026년 본격적으로 원전 계약 및 착공 개시가 예정되어 있다.
- 삼성E&A의 2026년 수주 파이프라인은 공종과 수주 지역의 다변화가 돋보일 것으로 전망된다. 사우디 등 중동에서의 가스 처리, 미국, 아시아에서 LNG 플랜트 수주를 기대할 수 있다.

최선희주 현대건설, 차선희주 삼성E&A

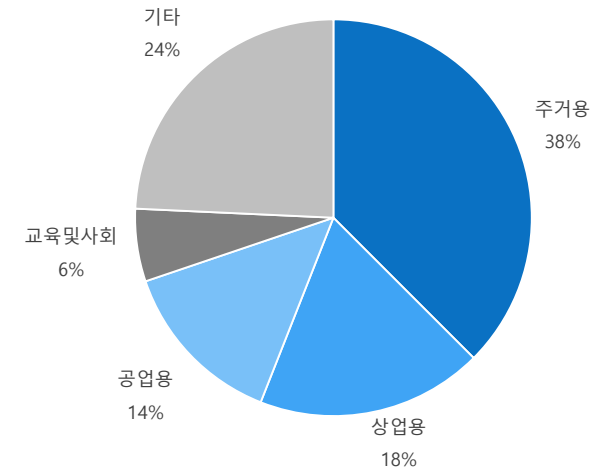
- 국내 건설 경기의 부침으로 국내 건설 외의 투자 포인트가 2026년 유효할 것으로 기대된다. 최선희주로 현대건설, 차선희주로 삼성E&A를 제시한다.

2026년 건축물 착공 면적 전년과 유사

착공 면적, 기성액 모두 부진 예상

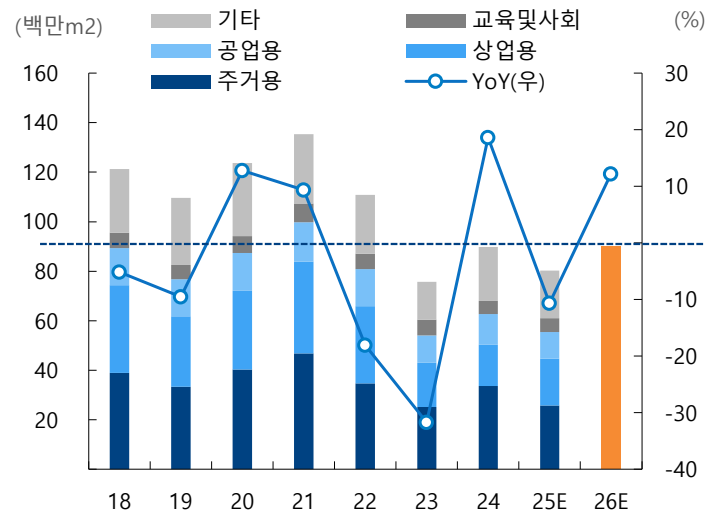
- 2026년 건축물 착공 면적 +12% 예상, 건설 시황 부진했던 2024년 수준
- 건설 기성액은 직전 3개년 착공 면적 고려 시 2026년 -10% 수준 예상
- 지방 부동산 시장 불황이 지속되고 있으며, 상업용 시설에서도 반등을 기대하기 어려운 상황

<그림> 공종별 건축물 착공 면적 비중(2024년)



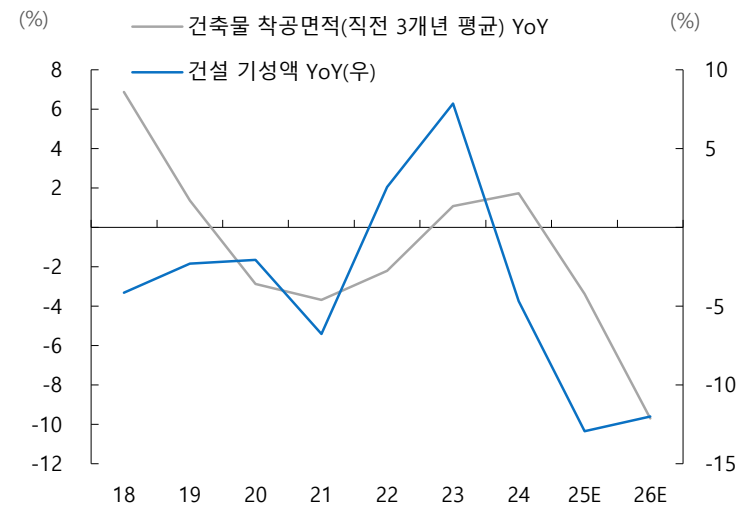
자료: 국토교통부, iM증권 리서치본부

<그림> 건축물 착공 면적 추이 및 전망



자료: 국토교통부, iM증권 리서치본부

<그림> 건축물 착공면적과 건설 기성액 추이



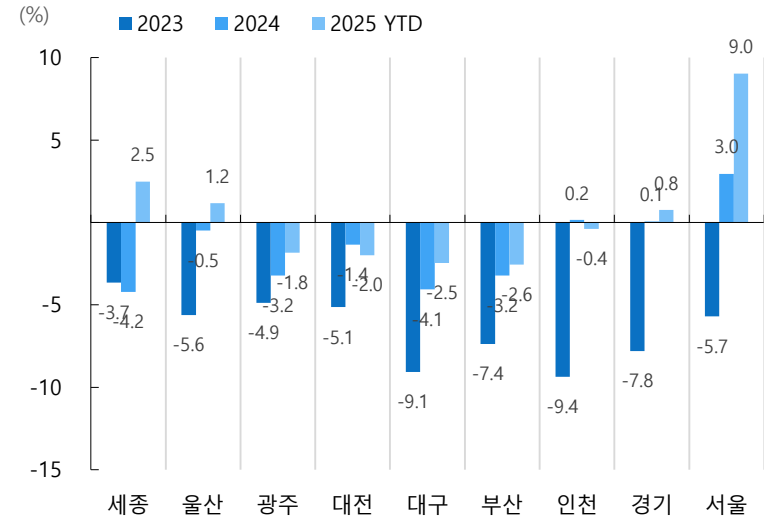
자료: 대한건설협회, iM증권 리서치본부

2026년 건축물 착공 면적 전년과 유사

지방 부동산 침체 장기화로 분양 물량 반등 크지 않을 것

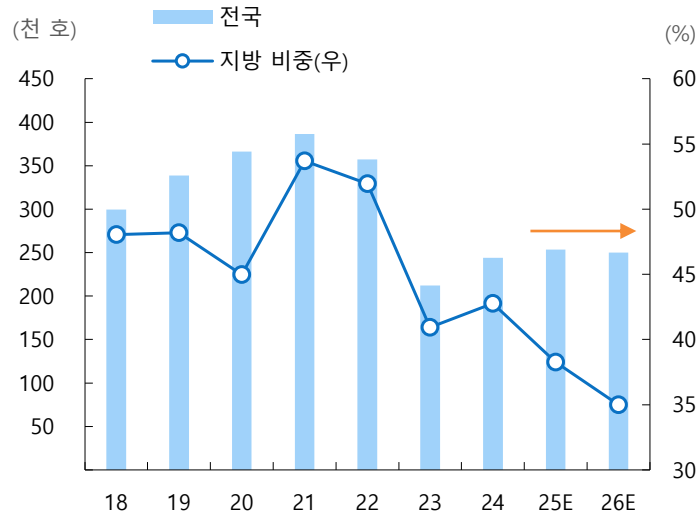
- 2025년 예상 분양 물량은 25만호로 2026년에도 비슷한 수준이 예상
- 현재 서울과 핵심 경기권 지역을 제외한 대부분의 지역의 분양 경기는 매우 저조
- 정비사업도 공사비 상승에 따른 조합원 부담금 증가로 늘어나기 어려운 상황

<그림> 전국 아파트 가격 상승률



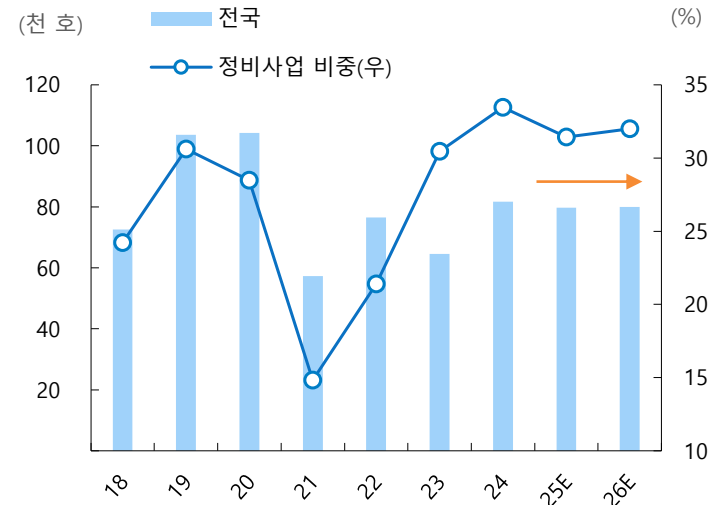
자료: KB부동산, iM증권 리서치본부

<그림> 전국 분양 물량 및 지방 비중 추이



자료: 국토교통부, iM증권 리서치본부

<그림> 전국 정비사업 물량 및 전체 분양 물량에서 정비사업 비중



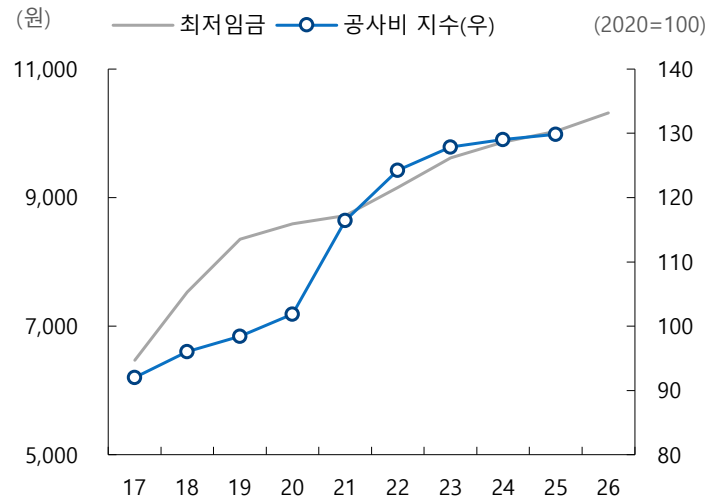
자료: 대한건설협회, iM증권 리서치본부

공사비는 재차 상승 예상

공사비 상승 압박 지속될 것

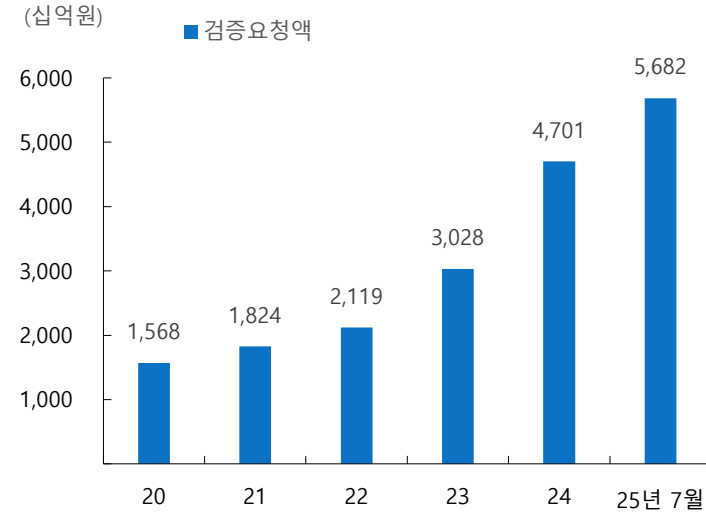
- 2025년 기준 공사비 지수는 2021년 대비 30% 이상 상승
- 공사원가에서 인건비 형식의 원가(외주비, 노무비, 현장경비)는 60~70%로 추산
- 최저임금의 상승은 공사비 상승으로 이어지는 구조, 2026년 최저임금 10,320원(+2.9%)이며 산업 재해 리스크, 노란봉투법 시행 영향으로 2026년 공사비는 이보다 크게 상승할 수 있음

<그림> 최저임금 추이와 공사비 지수



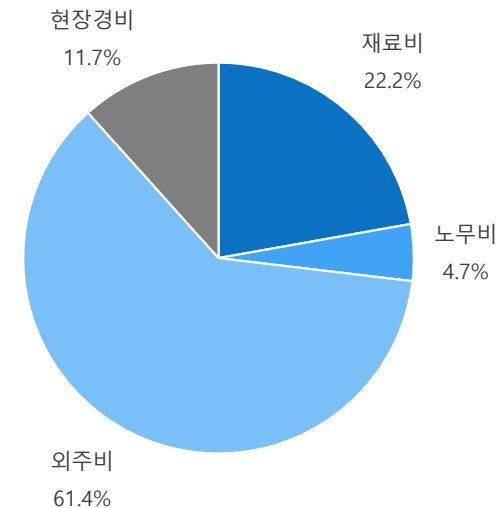
자료: KICT, iM증권 리서치본부

<그림> 한국부동산원 공사비 검증 요청액



자료: 한국부동산원, iM증권 리서치본부

<그림> 완성공사 원가 비중(2023년)



자료: 대한건설협회, iM증권 리서치본부

공사비는 재차 상승 예상

산업 재해 리스크 확대

- 고용노동부는 사망사고 발생 건설사에게 영업이익 5% 이내(하한액 30억원) 과징금 도입을 추진
- 최근 3년간 영업정지 처분 2회를 받은 후 추가적으로 영업정지 요청 사유가 발생할 시 '건설업 등록말소'를 요청할 수 있도록 추진
- 민간 사업에서 중대재해 발생 시 공공입찰 참가를 제한하는 규정 신설 추진
- 제재의 강도는 아직 정해지지 않았으나, 안전이 확정된다면 건설사의 사업 규모는 축소, 공사기간 연장은 불가피

<표> 고용노동부 산재 관련 대책

구분	기존안	개정안, 신설
경제적 제재	-	연간 3명 이상 사망사고 발생 시 과징금 도입(예시 영업이익 5% 이내, 하한액 30억원)
	동시 2명 이상 사망 사고 발생 시 건설사 영업정지 요청	연간 다수 사망 시 건설사 영업정지 요청
	사망사고 관련 영업정지 2~5개월	사망자 수에 따라 영업정지 기간 추가
	-	최근 3년간 영업정지 처분 2회 받은 후 영업정지 요청 사유 발생 시 등록말소 요청
입찰 제한	공공공사 중대재해 발생 시 공공입찰 참가 제한	민간 사업 중대재해 발생 시 공공입찰 참가 제한
여신 심사	-	HUG 분양보증, HUG, HF PF 대출보증 취급 시 안전도 평가 도입

자료: 고용노동부, iM증권

공사비는 재차 상승 예상

노동조합 및 노동관계조정법 2·3조(노란봉투법) 2026년 3월 시행

- 노란봉투법(노동조합 및 노동관계조정법 2·3조 개정안)의 핵심은 ①사용자의 확대, ②노조 가입범위의 확대, ③노동쟁의 범위 확대, ④노동조합 활동에 대한 손해배상 제한
- 사용자의 확대로 인해 하청 업체는 근로계약 당사자가 아닌 노동의 '실질적인 사용자' 인 건설사를 상대로한 직접 교섭 청구가 가능해질 수 있음
- 노란봉투법은 2026년 3월부터 시행, 현재 시점에서 파급 효과를 예단하기 어렵지만, 건설업의 특성상 특히 '사용자의 확대'는 건설업에 부정적 영향 예상

<표> 노란봉투법 개정안 주요 내용

		과거	개정안(2026년 3월 시행)
2조	사용자 개념	사용자 범위를 '사업주, 사업의 경영부담자, 노동자에 관한 사항에 대해 사업주를 위해 행동하는 자'로 규정	근로계약 체결 당사자가 아니더라도 '근로자의 근로조건에 대해 실질적이고 구체적으로 지배·결정' 할 수 있는 자 까지 포함
	노동조합 소극적 요건	근로자가 아닌 자의 가입을 허용하는 경우	삭제
	노동쟁의 개념	"노동쟁의" 대상을 임금·근로시간·복지·해고·기타 대우 등 근로조건 결정에 관한 사항으로 한정	"노동쟁의" 대상을 '근로조건에 영향을 미치는 사항' 까지 확대
3조	손배청구 및 배상책임 제한	합법적 단체교섭·쟁의행위로 인한 손해에 대해 청구 불가	① 이 법에 의한 단체교섭 또는 쟁의행위, 그 밖의 노동조합의 활동으로 인하여 손해를 입은 경우 노동조합 또는 근로자에 대하여 배상청구 불가 (수정) ② 사용자의 불법행위에 대하여 노동조합 또는 근로자의 이익을 방위하기 위하여 부득이 사용자에게 손해를 가한 노동조합 또는 근로자는 배상할 책임 없음 (수정) ③ 사용자는 손해배상 책임 액수 개인별 판단(기여도 등 고려) 필요 (수정) ④ 노동조합과 근로자는 법원에 배상액의 감면 청구 가능. 사업자는 배상 의무자의 최저 생계비 보장 및 존립 유지를 등을 고려하여야 하며, 의무자별 감면 여부 및 정도 판단 필요 (신설) ⑥ 노동조합의 존립을 위태롭게 하거나 운영을 방해할 목적 또는 조합원의 노동조합활동을 방해하고 손해를 입히려는 목적으로 손해배상청구권 행사 불가 (신설)
	책임 면제	-	"단체교섭 또는 쟁의행위, 그 밖의 노동조합의 활동"으로 인한 노동조합 또는 근로자의 손해배상 청구 제한 (신설)

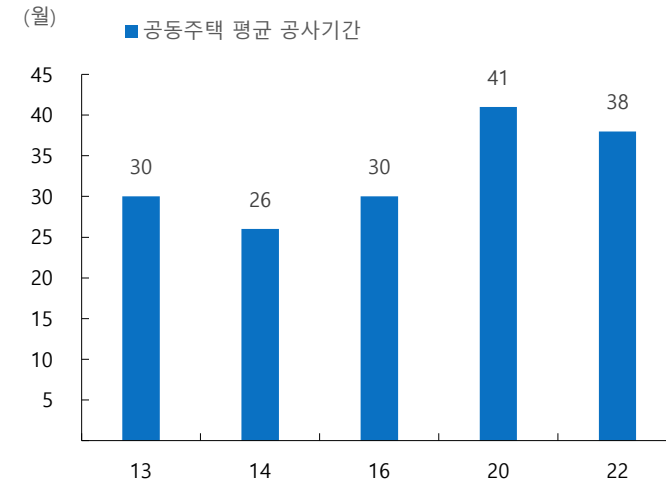
자료: 언론사 정리, iM증권

공사비는 재차 상승 예상

평균 공사기간은 늘어날 것

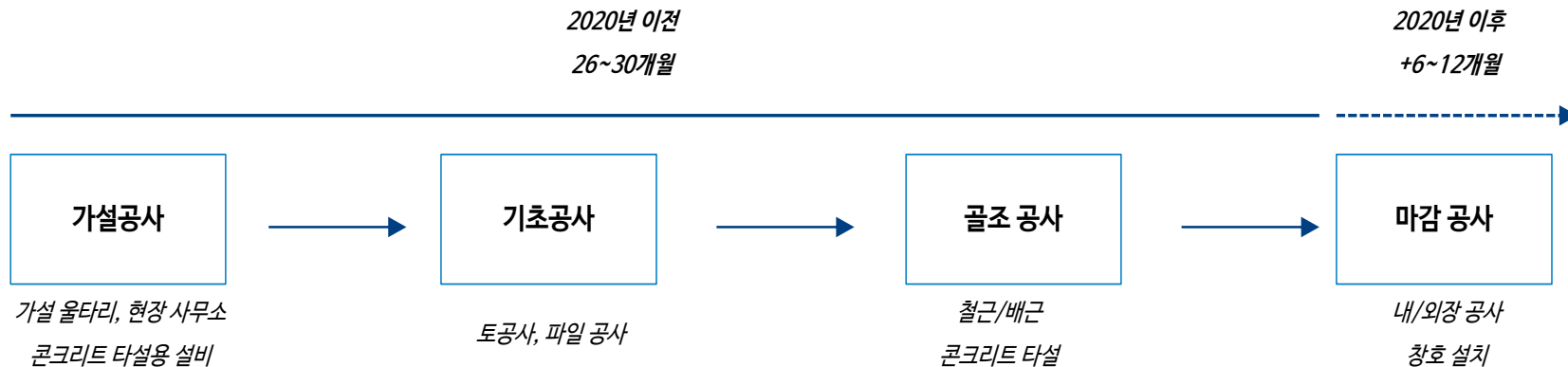
- 2019년 52시간 근무제가 본격적으로 시행되면서, 공동주택의 공사기간도 크게 증가, 한양대 부동산융합대학원에 따르면 2020년 이후의 공동주택 공사기간은 40개월 수준(2020년 이전 대비 +6~12개월)
- 산업재해 리스크와 노란봉투법 여파로 공동주택 공사 기간은 현재 대비 더욱 늘어날 것으로 예상
- 공사 기간과 공사비는 상관 관계가 매우 높으며 공사비는 2026년부터 재차 상승 폭이 커질 것으로 예상

<그림> 연도별 공동주택 평균 공사기간



자료: 한양대 부동산융합대학원, 언론 보도, iM증권 리서치본부

<그림> 공동주택 공사 과정 및 공사기간

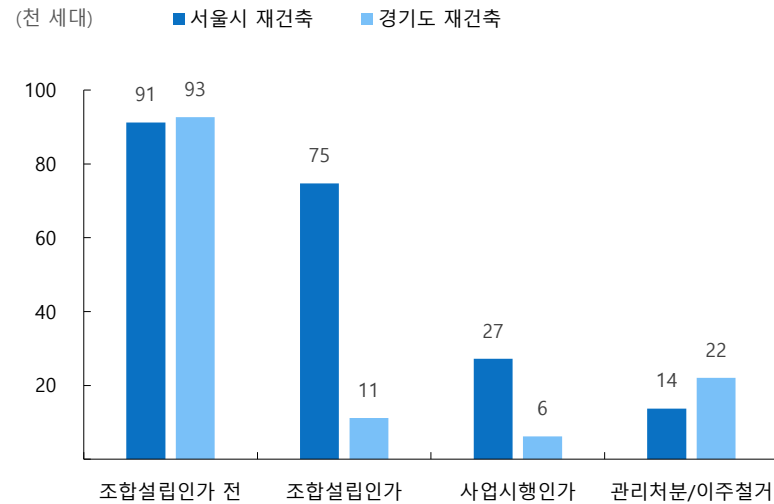


공급 부족 장기화 예상

정비사업의 사업성은 악화

- 정비사업 분양 물량(조합원+일반 분양)의 60~70%는 서울과 경기도
- 정비사업의 핵심단계는 조합설립인가, 사업시행인가, 관리처분계획, 조합설립인가. 서울과 경기에서 재건축 조합설립인가를 통과한 아파트 규모는 대략 8.6만호, 사업시행인가는 3.3만호, 관리처분/이주철거는 3.6만호
- 재개발의 경우 조합설립인가를 통과한 규모는 13.3만호, 사업시행인가는 4.5만호, 관리처분/이주철거는 6.6만호
- 공사비 급등으로 조합설립인가, 사업시행인가 통과 프로젝트들의 진행 속도 느려질 것

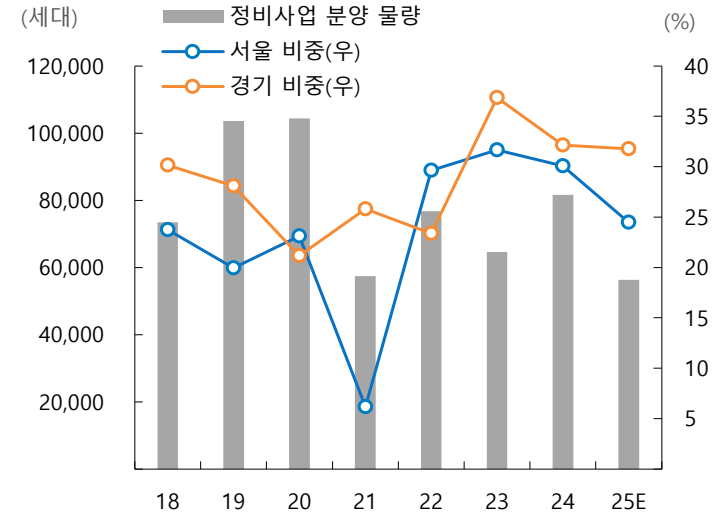
<그림> 서울시 재건축 예정 세대



자료: 부동산114, iM증권 리서치본부

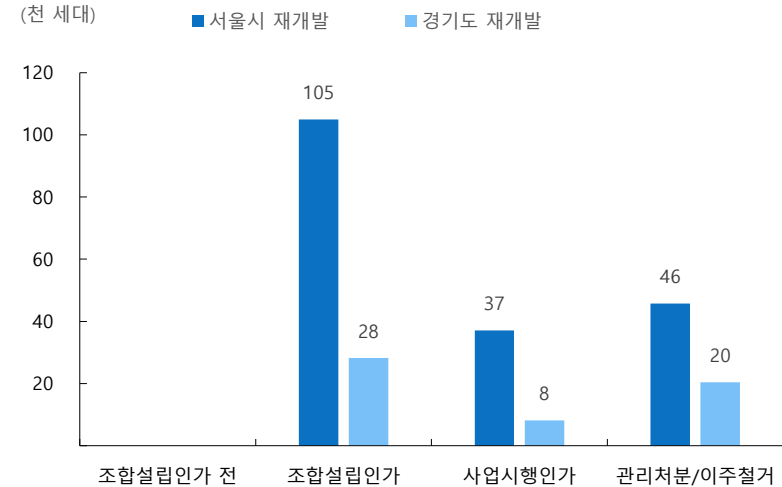
주: 조합설립인가 이전은 현재 세대, 이후는 예정 건립세대

<그림> 정비사업 분양 물량 추이



자료: 주거환경연구원, iM증권 리서치본부

<그림> 서울시 재개발 예정 세대



자료: 부동산114, iM증권 리서치본부

주: 조합설립인가 전은 예정 세대가 정해지지 않음

공급 부족 장기화 예상

정부의 규제는 강화

- 이재명 정부는 2025년 6월 취임 이후 4번의 주요 부동산 대책을 발표. 이 중 두 번은 부동산 공급, 지방 부동산 활성화, 나머지 두 번은 대출 규제
- 2025년 6월 수도권 주담대 한도 6억원 발표, 2025년 10월에는 투기과열지구를 서울 25개구 및 경기 12지역으로 확대하고, 모두 토허제 지정. 또한 규제 지역으로 지정되어 LTV가 40%로 하향 조정
- 향후 보유세 강화 등 추가적인 부동산 규제 가능성도 남아있음

<표> 이재명 정부 주요 부동산 대책		
날짜	주요 내용	내용
2025.06.27	대출 규제	- 수도권 주담대 한도 6억원 - 전세대출 보증비율 80% (수도권) - 다주택자 주담대 금지 - 생애최초 LTV 한도 70% (기존 80%) - 주담대 만기 30년 이내
2025.08.14	지방 부동산 활성화	- 인구감소지역, 인구감소관심지역 양도세, 종부세, 재산세 인센티브 - 비수도권 소재 준공 후 미분양 주택 취득 시 1세대 1주택 특례 적용기한 연장 등
2025.09.07	공급 확대	- 수도권 향후 5년(2026~2030년) 135만호 착공(서울 33.4만호) 계획
2025.10.15	대출 규제	- 규제 지역 확대 지정(서울 전역, 경기 일부) - 규제지역 LTV 40%로 축소, 토허제 시행 - 1주택자 전세대출 DSR 적용 등

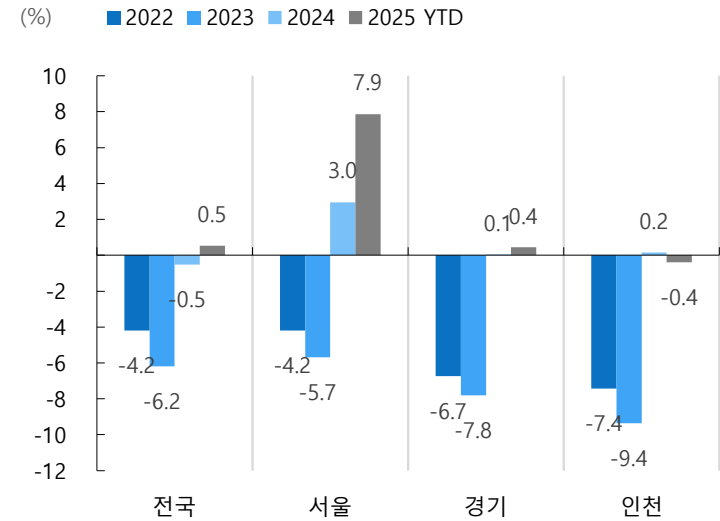
자료: 언론 보도, iM증권

부동산의 양극화

서울과 지방의 양극화 심화

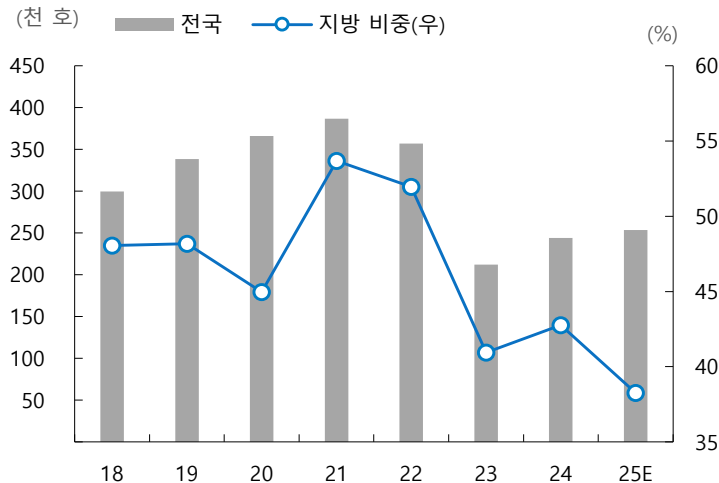
- 2025년 전국의 아파트 가격 상승률은 YTD +0.5%, 서울을 제외했을 시 마이너스인 것으로 추산
- 전국 분양 물량에서 지방 비중은 점차 하락 중. 기존 50~55%에서 23년 이후 40%대로 하락
- 준공 후 미분양은 2022년 5월 이후 늘어나고 있으며, 그 중 지방 비중은 80%대를 유지하고 있음

<그림> 아파트 가격 추이



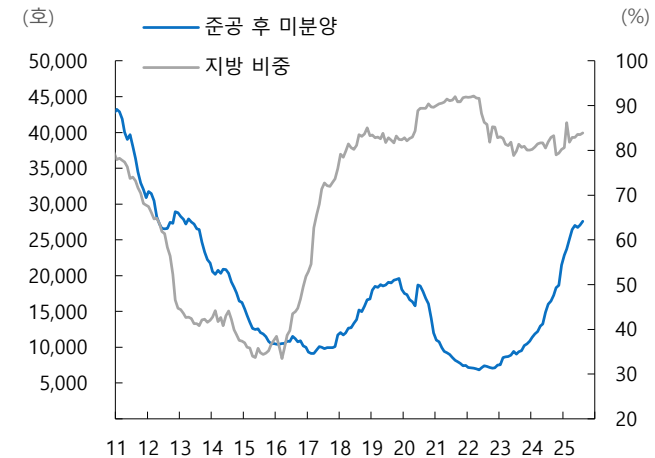
자료: KB부동산, iM증권 리서치본부

<그림> 전국 분양 물량 추이



자료: 부동산 R114, iM증권 리서치본부

<그림> 준공 후 미분양 추이



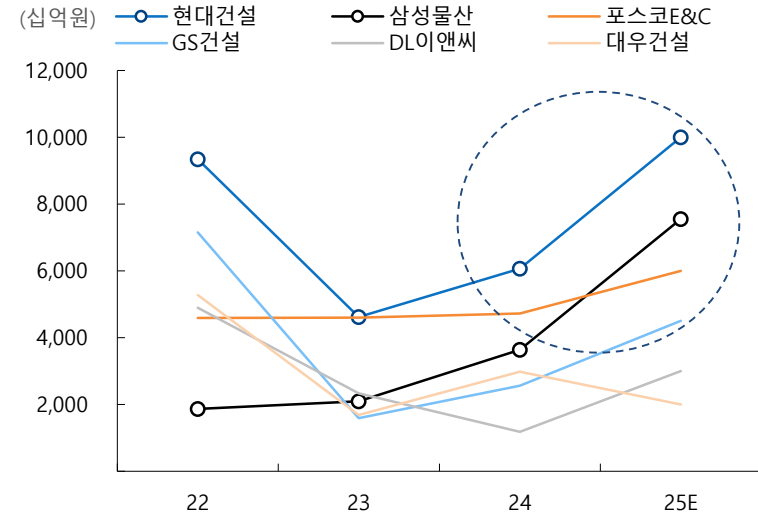
자료: 국토교통부, iM증권 리서치본부

부동산의 양극화

도시정비 수주도 부익부 빈익빈

- 재건축/재개발의 사업성 저하, 건설사들의 안전 사고 리스크 대두되며 주요 정비사업 수주전에서 현대건설, 삼성물산의 수주 우위가 이어지고 있음
- 현대건설은 2025년 10월 누적 8.7조원, 삼성물산은 7.6조원의 수주를 확보, 삼성물산의 경우 2024년 이후 본격적으로 도시정비 사업 수주 증가
- 현대건설과 삼성물산은 압구정, 성수, 한남 등 주요 재건축, 재개발 사업지의 수주 우위 이어질 것으로 예상

<그림> 주요 건설사 도시정비사업 수주



자료: 언론 보도, iM증권 리서치본부

<그림> 주요 건설사 도시정비

	현대건설	삼성물산	포스코E&C	GS건설	DL이앤씨
하이엔드 브랜드					
일반 브랜드					
2025년 도시정비 수주액(10월 누적)	8.7조원	7.6조원	5.4조원	5.1조원	2.7조원
2025년 주요 수주 실적	압구정 2구역(2.7조원)	한남 4구역(1.6조원)	동작 이수, 극동, 우성 리모델링(2.0조원)	잠실우성 (1.6조원)	한남 5구역(1.8조원)

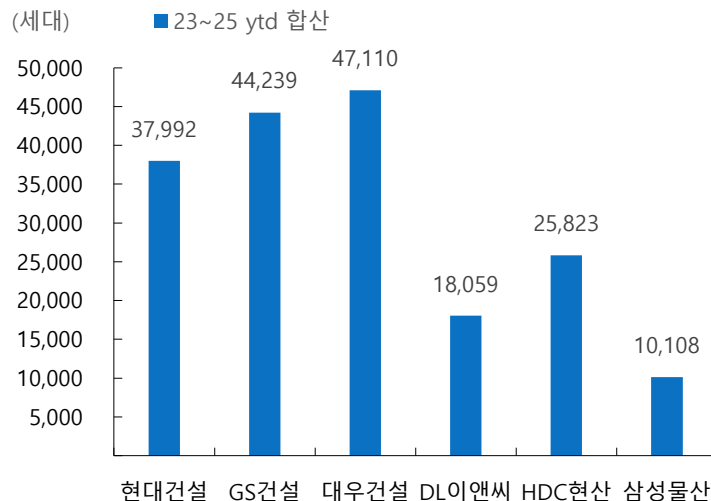
자료: iM증권

부동산의 양극화

수도권/서울 비중이 높은 건설사가 향후 유리할 것

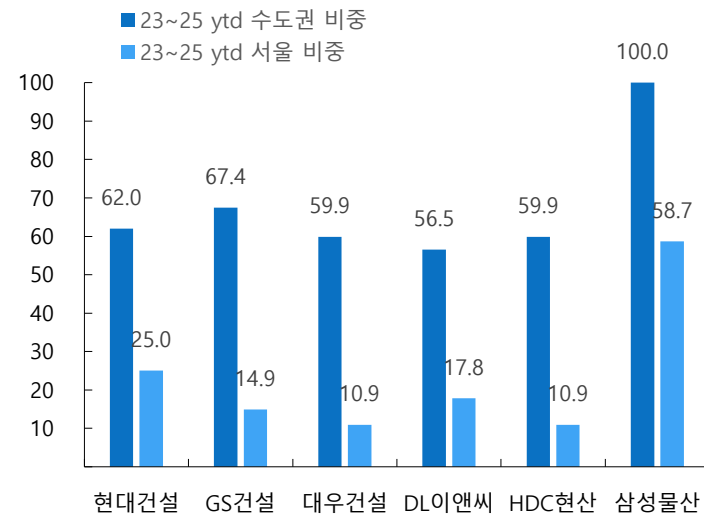
- 2022년 하반기 이후 분양 경기가 침체되면서 건설사들의 분양 물량은 과거(2019~2022년) 대비 크게 줄어 들었음
- 분양 경기 침체는 현재도 지속되고 있고, 2026년에도 지방의 분양 경기 침체는 지속될 가능성이 높다고 판단
- 따라서 수도권의 분양 경쟁력이 높은 하이엔드 건설사들이 유리할 것으로 예상. 대표적으로 현대건설, 삼성물산
- 현대건설의 경우 3개년 평균 수도권 분양 비중이 62%(서울 25%), 삼성물산은 100%(서울 59%)
- 2026년 현대건설은 디에이치 클라스트(반포 1, 2, 4주구, 5,007세대), 디에이치 켄트로나인(흑석 9구역, 1,536가구) 분양 예정

<그림> 23~25년 10월 누적, 주요 건설사 분양 물량



자료: 부동산114, iM증권 리서치본부
주: 아파트, 주상복합, 오피스텔

<그림> 23~25년 10월 누적 분양 물량, 수도권/서울 비중



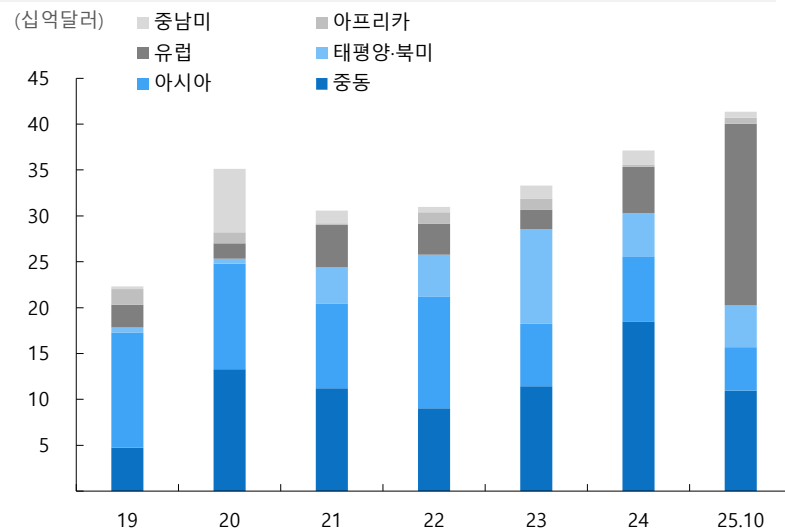
자료: 부동산114, iM증권 리서치본부
주: 아파트, 주상복합, 오피스텔

민을 건 해외 수주

민을 건 비 국내 건설, 해외 수주

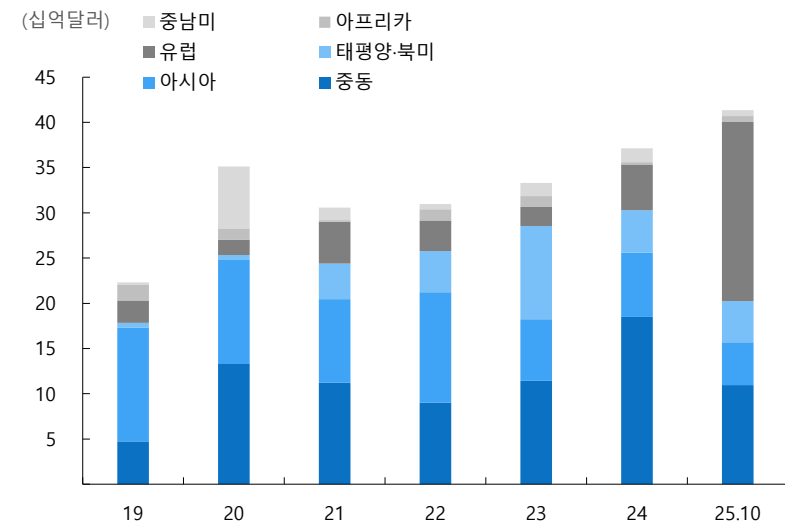
- 국내 건설 침체 장기화와 안전 사고 리스크로 국내 건설사는 해외 건설 수주에 역량을 투입할 필요
- 2025년 10월 누적 기준 해외 수주 금액은 413억달러. 지역별로 유럽 198억달러, 중동 109억달러, 아시아 48억달러, 미주 45억달러, 아프리카 6억달러, 중남미 6억달러
- 유럽의 경우 체코 원전 187억달러로 전년 대비 크게 증가, 체코 원전의 경우 올해 전체 해외 수주 금액의 45%를 차지
- 2026년에도 중동에서의 가스/원유 플랜트, 유럽·북미 지역에서의 원전 수주, 그리고 LNG 수주를 기대할 수 있음
- 원전과 LNG의 건설 비용은 가스/원유 플랜트 보다 매우 높아, 몇 건의 수주 만으로도 유의미한 해외 수주 금액을 확보할 수 있음

<그림> 국가별 해외수주 추이



자료: 해외건설협회, iM증권 리서치본부

<그림> 공종별 해외 수주 현황



자료: 해외건설협회 iM증권 리서치본부

믿을 건 해외 수주

미국의 대형 원전, SMR 수주 기대

- 2025년 5월 발표한 미국의 원자력 행정 명령 내용은 1) 2030년까지 대형 원자로 10기 착공, 2) NRC(원자력규제위원회)의 규정 완화하고, 신규 원자로 승인 기한 18개월 이내, 3) 3세대+, 4세대 SMR 실증 사업 시작
- 특히 미국의 대형 원전 10기 착공은 대부분 웨스팅하우스가 담당할 것으로 보이며, 현대건설이 EPC사로 참여할 수 있음
- 또한 NRC의 인허가 절차 간소화(18개월 이내 심사 완료)로 대형 원전과 SMR 모두 인허가 리스크가 감소될 것으로 예상

<표> 미국의 원자력 행정 명령	
행정명령	내용
미국 원자력 산업 기반 재건	- 2030년까지 10기 신규 대형 원전 건설 추진 - HALEU·HEU 등 연료 생산 확대 - 사용후핵연료 재처리·재활용 정책 수립
NRC 구조·규제 개혁 명령	- 신규 원전 허가 18개월 이내, 기존 원전 수명 연장 12개월 내 심사 - 방사선 기준(LNT 모델) 폐기 검토 - NRC 조직 개편, ACRS(원자로안전자문위원회) 기능 축소
DOE 주도 3세대+, 4세대, SMR 실증 사업	- DOE주도로 시험용 3세대+, 4세대, SMR 개발 - 파일럿 3기를 2026년 7월 4일까지 운전개시 목표
국방·AI 시설용 첨단 원자로 배치 명령	- 국방부, DOE 부지에 SMR/마이크로원자로 배치 - 첫 군기지 원자로 2028년까지 운영 - DOE 부지에서 민간 원자로 건설 허용

자료: White House, iM증권

민을 건 해외 수주

유럽의 대형 원전 발표 계획

- 유럽의 원전 계획은 러-우 전쟁 이후로 매우 긍정적으로 선회, 대부분 2030년대에 신규 원전 건설 계획을 발표
- 폴란드는 웨스팅하우스와 AP1000 x 3 계약(2023년 웨스팅하우스, Bechtel), 체코는 두브로브니크 원전(APR1000 x2) 계약(한수원)
- 불가리아는 2026년 초 AP1000 x 2(웨스팅하우스, 현대건설) 계약 예정
- 그 외에도 핀란드, 슬로베니아, 네덜란드, 스웨덴 등이 신규 원전 건설 계획 발표, 2027~2029년에 FID(최종투자결정) 예상

<표> 유럽의 원전 계획		
국가	발전 현황	건설 중인 원전 및 향후 계획
프랑스	57기의 원자로(63GW) 운영, 원전 발전 비중 67%	- 2050년까지 신규 원자력 발전용량 25GW 달성 목표 - 2038년까지 신규 EPR 2 원전 6기 건설 목표
스페인	7기의 원자로(7.1GW) 운영 중, 원전 발전 비중 20%	- 원전 폐쇄 계획 철회(2025년 6월)
스웨덴	6기의 원자로(7GW) 운영 중, 원전 발전 비중 29%	- 2035년까지 5000MW급 신규 원전 4기 건설 계획(약 52조원 규모)
영국	9기의 원자로(6.5GW) 운영 중, 원전 발전 비중 15%	- 2050년까지 원자력 발전용량 24GW 목표 - Hinkley C Point 2기(2031년 가동 목표) - Sizewell C 원전 건설 FID(2025년 7월)
체코	6기의 원자로(4.0GW) 운영 중, 원전 발전 비중 40%	- Dukovany 5, 6호기(2GW), 한수원 계약(2025년 6월)
벨기에	5기의 원자로(4.0GW) 운영 중, 원전 발전 비중 57%	- 탈원전 정책 폐기(2025년 2월), 2035년까지 4GW 규모 원전 발전 용량 확보
폴란드	현재 원자력 발전량 없음	- 웨스팅하우스, Bechtel 과 3GW(AP1000 x 3) 원전 계약
불가리아	2기 원자로(2.0GW), 원전 발전 비중 42%	- 코즐루두이 7, 8호기 건설 예정(2.2GW), 2026년 본계약 체결 예정(현대건설)
핀란드	5기의 원자로(4.3GW), 원전 발전 비중 39%	- 신규 원전 사업 타당성 조사 진행 중(현대건설 포함)
슬로베니아	1기 원자로(0.7GW), 원전 발전 비중 35%	- AP1000 타당성 조사 수행 중(웨스팅하우스, 현대건설), 2029년 투자결정 예정
네덜란드	1기 원자로(0.5GW), 원전 발전 비중 3%	- 2035년까지 신규 원전 2기 건설 계획

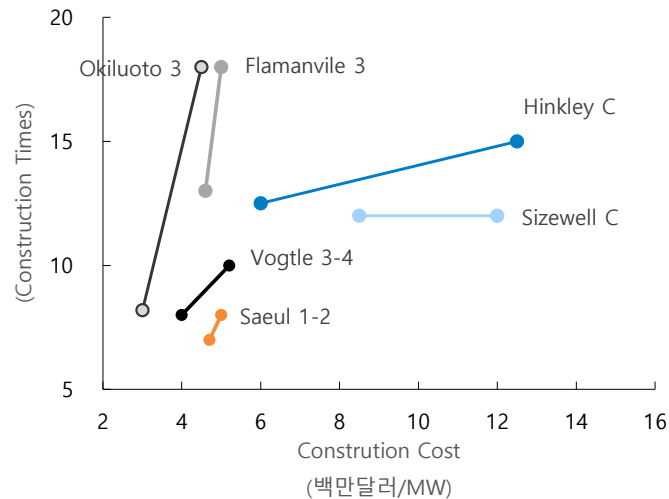
자료: KNA, WNA, iM증권 리서치 본부

믿을 건 해외 수주

훌륭한 트랙 레코드의 한국 원전

- 미국과 유럽의 최근 원전 건설은 초기 계획 비용, 건설 기간을 훌쩍 초과
- 미국의 Vogtle 3,4호기는 2013년 3월, 11월에 착공했으나 2017년 Westinghouse 파산 등 이슈로 공기가 한참 지연(2023년 완공)
- 핀란드의 Olkiluoto 3호기, 프랑스의 Flamanville 3호기 등 유럽 대형 원전 모두 초기 건설 기간 대비 50~100% 증가
- 이에 반해 한국의 UAE 바라카 원전의 건설 기간은 초기 계획을 대부분 준수(2017~2020년 준공 목표 vs. 2018~2023년 준공)

<그림> 원전 초기 비용/기간 계획과 준공 시 비용/기간



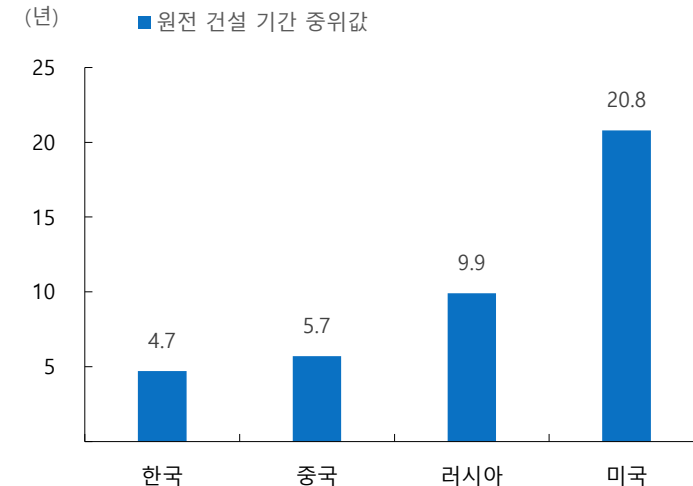
자료: Bloomberg Intelligence, iM증권 리서치본부

<표> UAE 바라카 원전 개요

프로젝트	내용
계약 업체	팀코리아(한국전력, 한수원, 현대건설, 삼성물산)
사업규모	APR1400 4기 건설
건설비	200억달러
타임라인	- 2009년 12월 수주 - 2012년 4월 착공 - 2018년 1호기 준공(2020년 상업운전) - 2020년 2호기 준공(2021년 상업운전) - 2021년 3호기 준공(2022년 상업운전) - 2023년 4호기 준공(2024년 상업운전)

자료: 언론 보도, iM증권 리서치본부

<그림> 국가별 원전 건설 기간 중위값



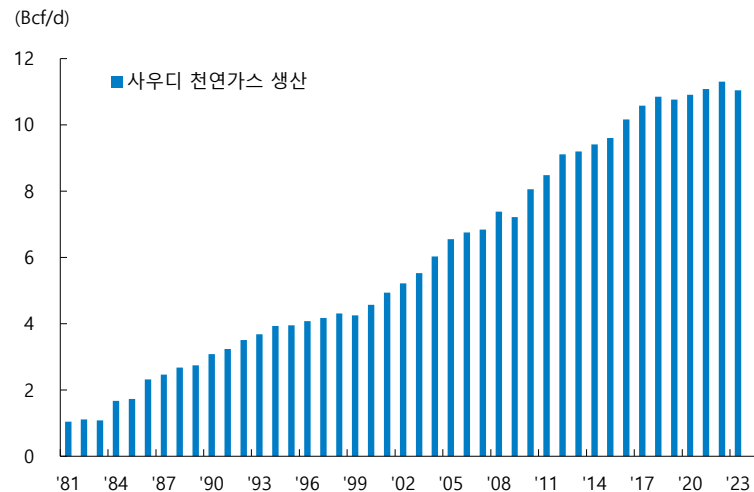
자료: Bloomberg Intelligence, iM증권 리서치본부

믿을 건 해외 수주

사우디의 가스 생산량 확대

- 사우디는 2030년까지 2021년 대비 천연가스 생산량을 60% 이상 확대하는 것을 목표. 사우디는 자국의 에너지 소비를 천연가스로 대체하여 원유 수출을 늘리려는 의도
- 현재 천연가스 생산량은 대략 11Bcf/d로 2030년까지 목표치는 15Bcf/d, Key factor는 Jafurah의 가스전으로 최대 생산량은 2.2Bcf/d
- 사우디 뿐만이 아니라, UAE, 오만, 쿠웨이트 등도 가스 처리 용량 확대 발표

<그림> 사우디 천연가스 생산량 추이



자료: BP, iM증권 리서치본부

<그림> 사우디 천연가스 생산 목표

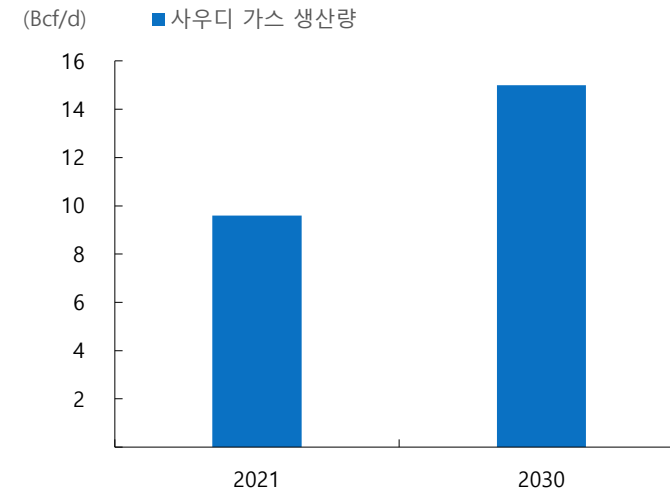


STRATEGY IN ACTION

Aramco plans to increase its sales gas production capacity by more than 60% by 2030 compared to 2021 production levels.

자료: Aramco, iM증권 리서치본부

<그림> 사우디 천연가스 생산 목표



자료: Aramco iM증권 리서치본부

믿을 건 해외 수주

GCC의 가스 플랜트 수주 기대

- 사우디, UAE 모두 자국의 에너지 사용량을 맞추기 위해 가스 생산량 확대를 계획 중
- 현대건설, 현대엔지니어링, 삼성E&A는 2020년대 이후 다수의 가스 프로젝트 수주 경험(Jafurah, Fadhili 등)
- 2026년 사우디 Khafji, 쿠웨이트 KGOC Dorra 등의 가스 프로젝트 발주 기대
- 사우디의 Jafurah, UAE Ruwais Diyaab 등 대형 가스전에서 지속적인 발주를 기대할 수 있음

<표> 중동의 주요 가스 프로젝트					
프로젝트	공종	세부 공종	계약일	계약 금액	수주 업체(예상)
Saudi Jafurah 1 phase	Gas	황회수설비, 유틸리티	2021/11	15억달러	현대건설, 현대엔지니어링
Saudi Jafurah 2 phase	Gas	가스 처리, 황회수설비	2023/10	23억달러	현대건설, 현대엔지니어링
Saudi Fadhili	Gas	가스 처리	2024/04	77억달러	삼성E&A(60억달러), GS건설(12억달러)
Saudi Jafurah 3 phase	Gas	가스 처리	2024/10	22억달러	Tecnicas Reunidas, Sinopec
UAE Shah Gas	Gas	가스 처리	2025/10	15억달러	Saipem
Kuwait KGOC Dorra	Gas	가스 처리	2026	20억달러	삼성E&A, L&T, McDermott, Saipem
Saudi Khafji Gas	Gas	가스 처리	2026	20억달러	삼성E&A, L&T 등

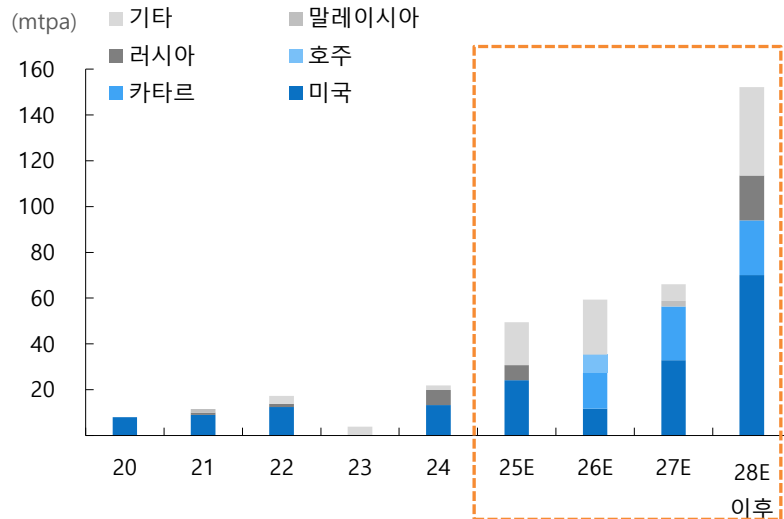
자료: 언론 보도, iM증권 리서치 본부

믿을 건 해외 수주

LNG 수주 기대

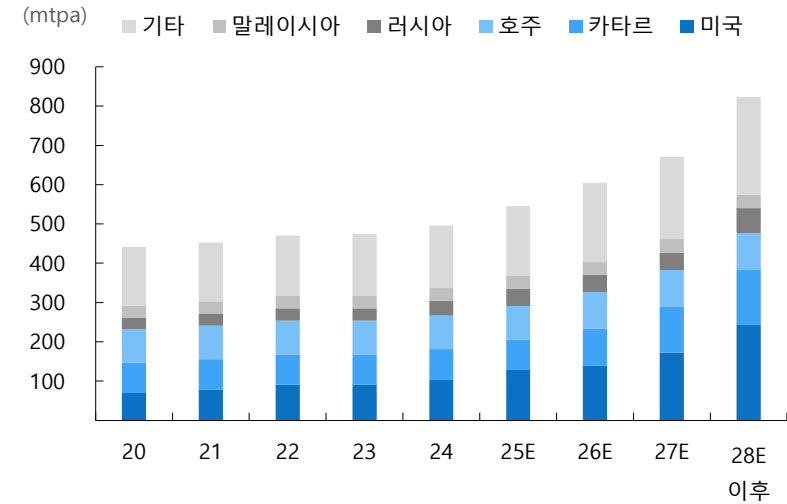
- 글로벌 LNG 액화 용량은 2020~2025년 연평균 4% 성장, 특히 미국이 공격적으로 LNG 플랜트를 확충
- 미국은 2025년 기준 128MTPA 용량 확보, 2020년은 69MTPA. 현재 건설 중인 LNG 플랜트 용량만 122.2MTPA에 달하여 압도적인 LNG 생산 및 수출 국가가 될 예정
- 현대건설, 대우건설, 삼성E&A가 LNG 액화플랜트 수주 기대할 수 있음

<그림> LNG 액화 시설 신규 가동 용량



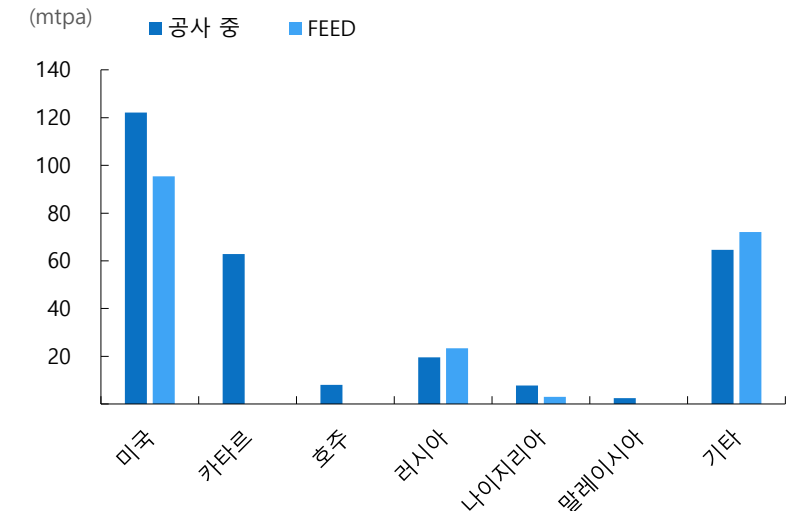
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

<그림> 글로벌 LNG 액화 용량 추이 및 전망



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

<그림> 국가별 LNG 플랜트 공사 중, FEED 용량

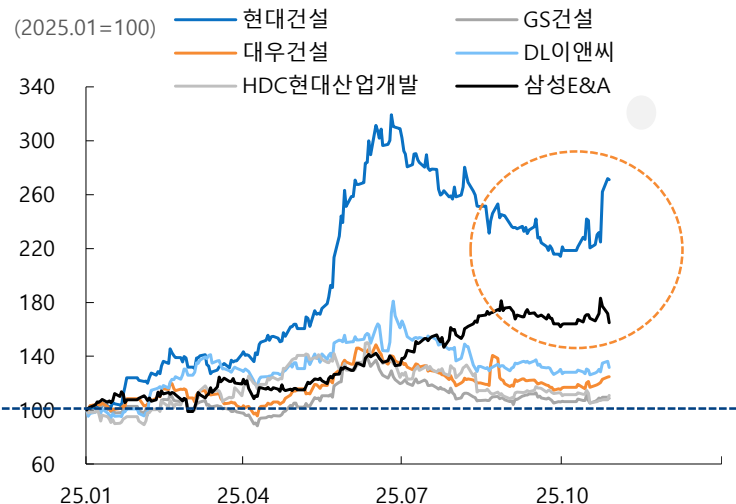


자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

주택이 아닌 다른 것을 보자

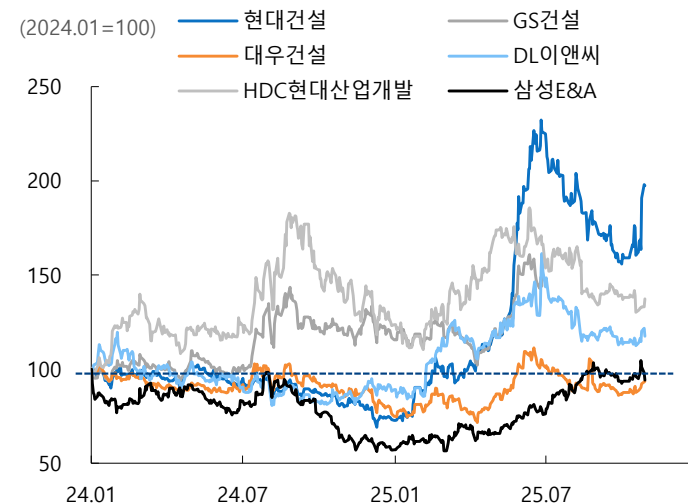
- 2026년에도 현대건설, 삼성E&A 위주 주가 상승을 기대, 2025년 기준 현대건설과 삼성E&A의 주가 수익률은 YTD +144%, +54%
- 현대건설은 원전, 삼성E&A는 평택 공장 재개, 해외 수주 기대감으로 주가 상승. 국내 주택주의 경우 건설 경기 악화와 중대 재해 리스크 직면하여 주가 수익률 측면에서 부진
- 2025년 현대건설은 원전 벨류체인 내 대형 원전, SMR EPC사로의 입지를 공고히 다짐. Westinghouse, Holtec, Fermi America의 대형 원전, SMR 개발 사업에서 EPC를 수행할 전망. 2026년 본격적으로 원전 계약 및 착공 개시 예정, 대표적으로 1) 불가리아 원전 본계약, 2) Fermi America 대형 원전 본계약, 3) Holtec Palisades SMR 부지 착공
- 삼성E&A는 비화공 부문의 매출 리바운드로 2026년 안정적인 실적이 예상되는 가운데, 다수의 화공 파이프라인을 보유, 사우디 등 중동가스 발주 증가 사이클 수혜와 미국, 아시아에서 LNG 수주를 기대할 수 있음. 기존 플랜트 안전에서 공종과 지역이 확대된 것이 긍정적

<그림> 커버리지 건설사 건설사 주가 추이(2025~)



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 커버리지 건설사 건설사 주가 추이(2024~)



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부



[운송]

부진한 업황, 내러티브 접근이 유효

Summary

업종 투자의견 Overweight 유지, 산업 환경은 어렵지만 선반영된 주가

- 항공: 2026년 여객 수요는 +5% YoY를 전망한다. 내수 경기 부진으로 국제선 여객 수요의 큰 폭의 증가를 기대하기 어렵다. 지역별로 일본 +7%, 중국 +20%, 동남아 +0%, 미주 +5%, 유럽 +5%의 여객 수 증가를 예상한다. 국적사 여객기는 2025년 +8% 증가한데 이어 2026년에도 +4% 증가가 예상된다. 특히 LCC 위주의 기재 증가로 중단거리 노선의 경쟁 강도는 심화될 것으로 전망된다. LCC들은 2022~2024년 실적의 업사이클 이후, 2025년 운임 하락과 항공 수요 둔화가 겹치며 실적은 크게 악화되었다. 2026년도 실적 개선이 어려울 것으로 예상된다. 티웨이항공, 제주항공, 에어부산은 신종 자본증권, 유상증자를 단행하였으며 유동성 확보를 나서고 있다. 특히 제주항공, 티웨이항공, 에어로케이, 이스타항공의 재무 상태가 크게 훼손되었으며 2026년 업계 재편의 가능성도 있다고 판단한다.
- 해운: ① 컨테이너 시장의 부진이 예상된다. 컨테이너 물동량은 전년대비 +2.4%, 선복량 증가율은 +4.6%로 공급 과잉 상황 지속될 것으로 보인다. 2027년에도 컨테이너 선복량은 6%대 증가하며 공급 과잉 리스크는 지속적으로 부각될 것으로 보인다. 수에즈 운하의 통행 재개 리스크도 있다. 하지만 1) 2026년 태평양 노선의 기저 효과, 2) 수에즈 운하 통행 제한 지속 등으로 단기적인 운임 반등을 모색할 수 있다. ② PCC 선박은 2025년 13% 증가, 2026년 7%, 2027년에도 6%대 공급 증가가 예상된다. 2025년 신규 주문이 줄어들어 선복량 대비 주문잔고 비율은 전년대비 크게 하락했으나, 여전히 공급 과잉 이슈는 지속되고 있어 운임 하락이 예상된다. ③ 2026년 벌크 선복량 증가율은 3.4%, 물동량 증가율은 0.9%이 예상된다. 2026년 중국의 산업경기가 크게 개선되지 않을 것으로 보이며, BDI는 1,500~2,300pt로 지지부진한 시황이 예상된다.
- 택배: 이커머스 성장률을 아웃퍼폼하는 쿠팡의 매출 성장세로 쿠팡 외 택배 업체들의 어려움이 지속되는 가운데, 한진, 롯데글로벌로지스, CJ대한통운의 경쟁 강도도 심화되고 있다. 택배단가는 하락하고 있으며, 택배사들의 2025년 마진은 2024년 대비 훼손되었다. 다만 CJ대한통운은 지난 4년간 매우 공격적인 Capex 집행으로, 현재는 경쟁사 중 압도적인 이익 체력을 갖추고 있다. 매일오네 서비스의 성공적인 안착으로 택배 업계 내에서는 배송 경쟁력을 높게 유지할 수 있을 것으로 전망한다.

실적이 아닌 내러티브, 대한항공과 현대글로비스를 추천

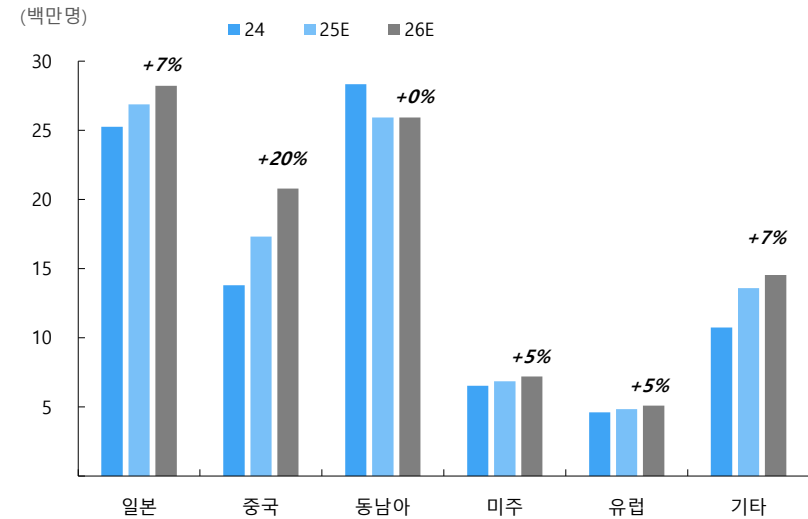
- 항공, 해운, 택배 모두 녹록치 않은 영업 환경이다. 2026년 영업이익의 경우 대한항공, 현대글로비스, CJ대한통운, 팬오션 증익, HMM 감익, 제주항공 적자 지속이 예상된다. 영업이익 증익 업체의 경우에도 어려워진 산업 환경으로 영업이익 큰 폭의 증가는 기대하기 어려운 상황이다. 결국 실적 보다는 내러티브가 주가를 움직일 것으로 기대된다.
- 대한항공은 최악의 실적 추이를 지나고 있지만 2026년 대한항공, 아시아나항공 합병이 예정되어 있어 중장거리 노선의 과점 지위자로서의 경쟁력이 부각될 예정이다. 적극적인 방산 수주도 주가에 긍정적 영향이 기대된다.
- 현대글로비스는 공급 과잉의 PCC 시장에서 캡티브 물량으로 안정적인 영업이익이 기대되는 가운데, 공격적인 주주환원정책, 보스턴다이나믹스 상장 시 지분 가치(보유 지분 11%)가 부각될 것으로 예상된다.

여객 수요 둔화와 운임 하락

2026년 여객 수요 +5% YoY 전망

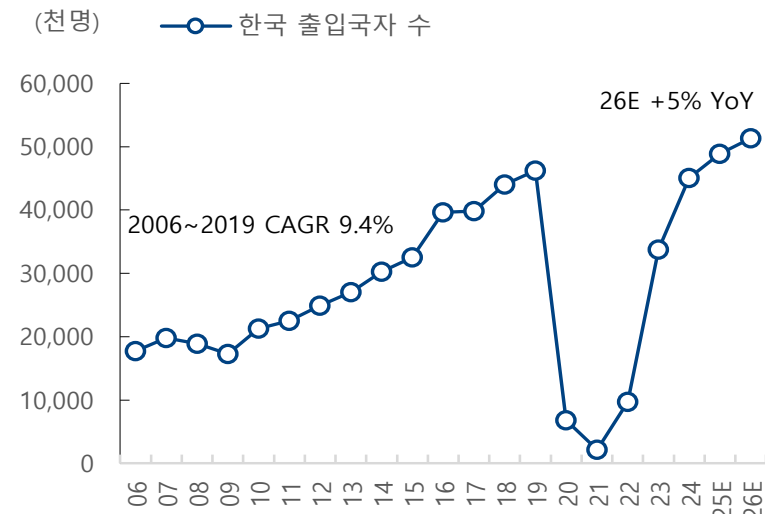
- 2026년 여객 수요는 +5% YoY 전망, 2025년 여객 수요는 +6% 증가하는 데 그칠 것(2025년 9월 누적 5.5%)
- 2025년 중국 노선 성장세에도 불구하고, 동남아, 장거리 노선이 부진
- 2026년 지역별로 일본 +7%, 중국 +20%, 동남아 +0%, 미주 +5%, 유럽 +5%의 여객 수 증가율을 예상. 내수 경기 부진을 고려 시 높은 여객 수요 증가율을 기대하기 어려울 것

<그림> 주요 노선별 여객 수 추이 전망



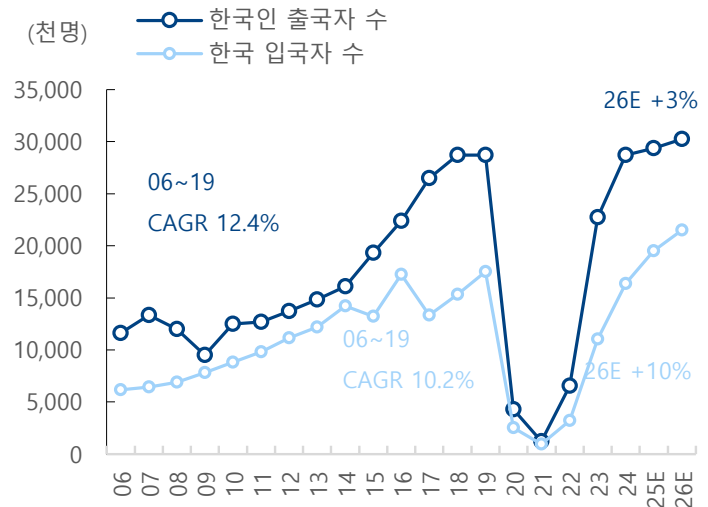
자료: 인천공항, 한국공항, iM증권 리서치본부

<그림> 2026년 한국 출입국자 수 전망



자료: 인천공항, 한국공항, iM증권 리서치본부

<그림> 2026년 한국인 출국자/입국자 수 전망



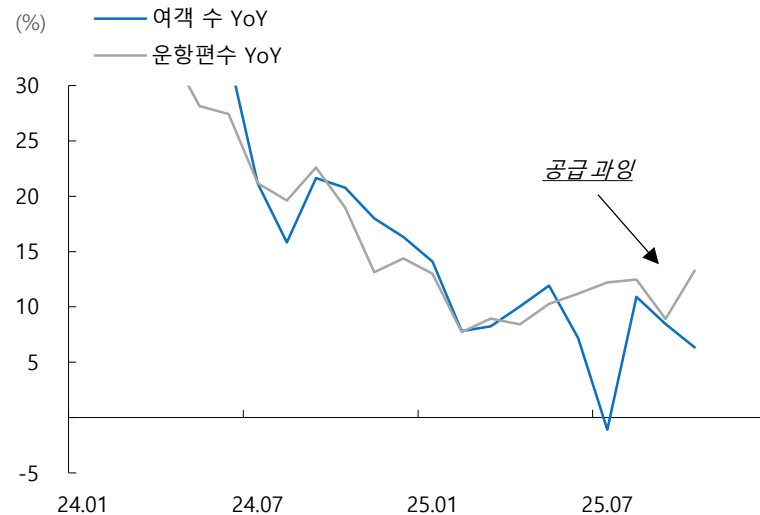
자료: 인천공항, 한국공항, iM증권 리서치본부

여객 수요 둔화와 운임 하락

일본 노선: 견조한 여객 수에도 공급 과잉 이슈

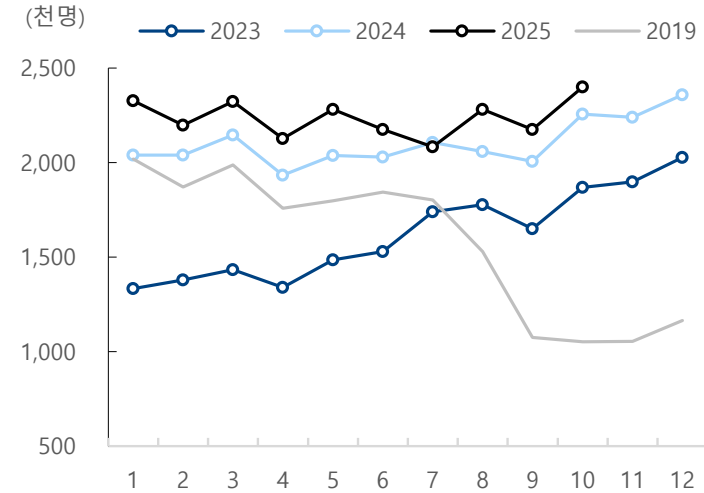
- 2025년 10월 전국 공항의 일본 노선 여객 수는 240만명(+6.3% YoY) 기록, 사상 최대치를 달성
- 하지만 항공사들의 신규 노선 취항과 일본 노선 증편으로 여객 수 증가율 대비 공급 증가율이 더욱 커진 상황
- 3Q25 기준 항공사들의 일본 노선의 ASP도 전년동기대비 8~10% 하락

<그림> 일본 노선 여객 수, 운항편수 YoY(~25년 10월)



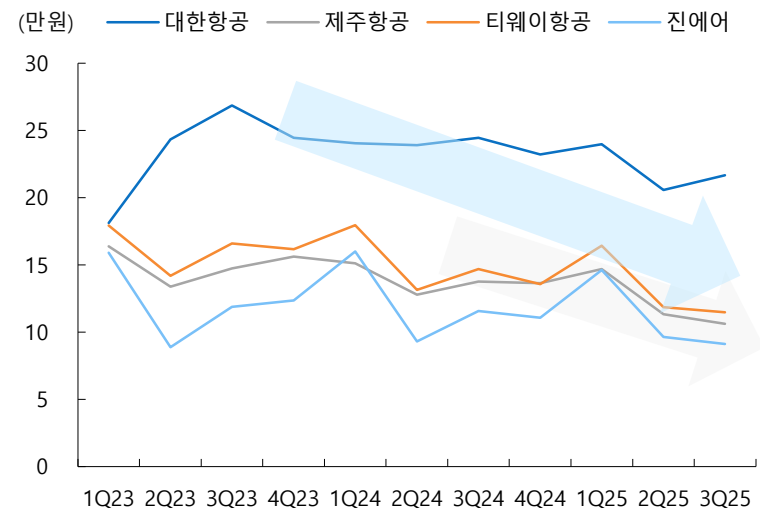
자료: 인천공항, 한국공항, iM증권 리서치본부

<그림> 일본 노선 여객 수 추이



자료: 인천공항, 한국공항, iM증권 리서치본부

<그림> 항공사별 일본 노선 ASP



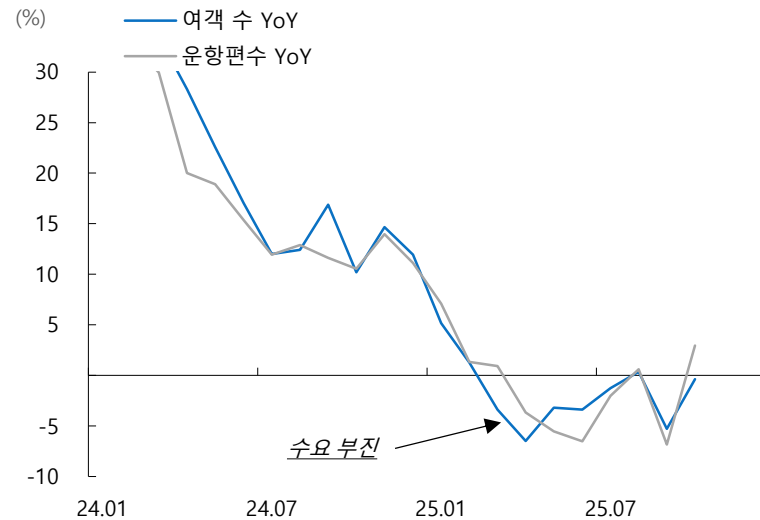
자료: 대한항공, 제주항공, 티웨이항공, 진에어, iM증권 리서치본부

여객 수요 둔화와 운임 하락

동남아 노선: 수요 부진으로 운임 하락

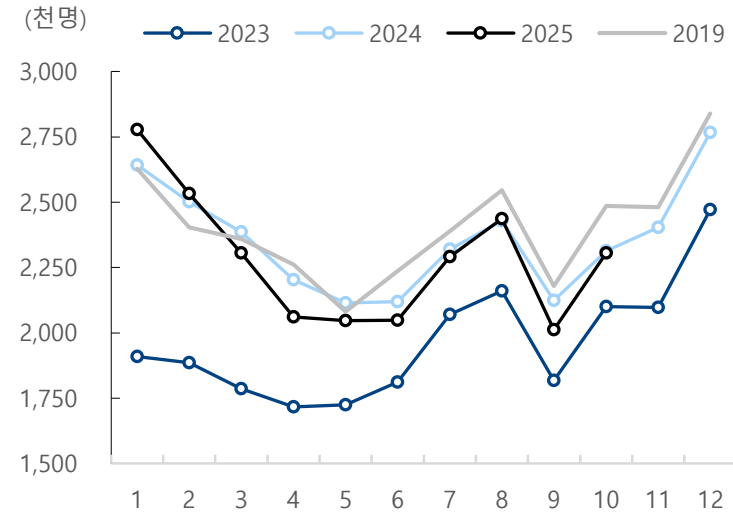
- 2025년 10월 누적 동남아 노선의 여객 수는 2,592만명으로 전년대비 1.5% 감소
- 3Q25 항공사들의 동남아 노선의 평균 ASP(편도 기준)는 대한항공은 36.5만원, 제주항공 16만원, 티웨이항공 15만원 등, 전년동기대비 15~30% 하락

<그림> 동남아 여객 수, 운항편수 YoY(~25년 10월)



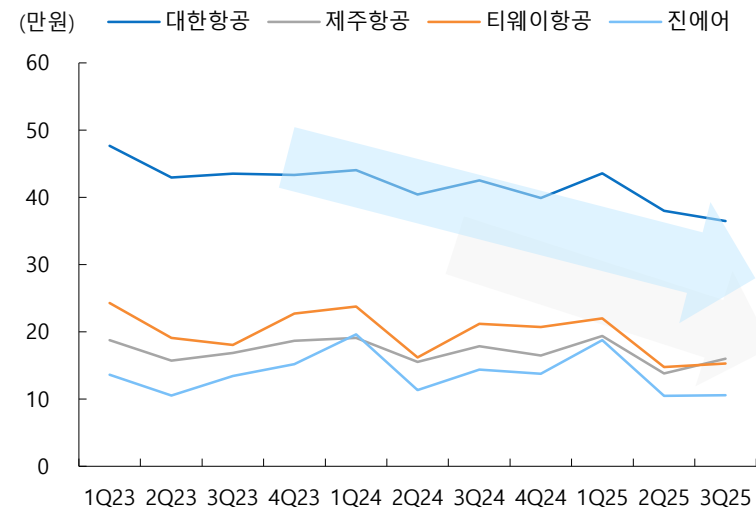
자료: 인천공항, 한국공항, iM증권 리서치본부

<그림> 동남아 노선 여객 수 추이



자료: 인천공항, 한국공항, iM증권 리서치본부

<그림> 항공사별 동남아 노선 ASP



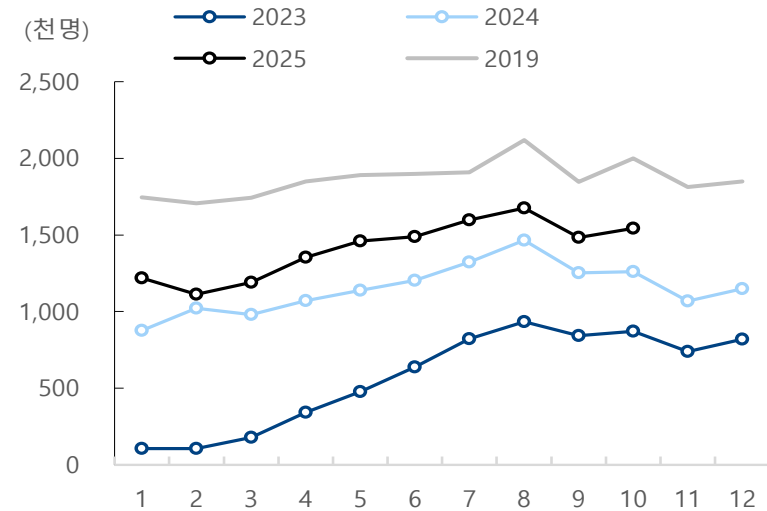
자료: 대한항공, 제주항공, 티웨이항공, 진에어, iM증권 리서치본부

여객 수요 둔화와 운임 하락

중국 노선: 2025년 누적 여객 수 +22% 증가

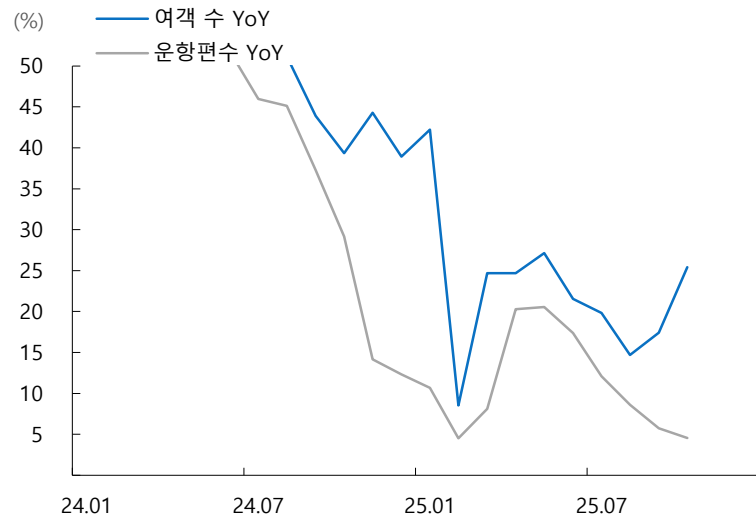
- 2025년 10월 누적 전국 공항의 중국 노선 여객 수는 1,412만명으로 전년대비 21.8% 증가, 2025년 9월 한국의 중국인 단체 관광객 무비자 입국 허용으로 중국인 관광객은 크게 증가
- 최근 중국의 한일령 등으로 한국 - 중국 항공 노선의 여객 수는 당분간 증가할 것으로 전망
- 다만 중국 항공사들의 공격적인 증편으로 한국 - 중국 노선의 중국 항공사의 점유율이 60%를 넘어가며 온전히 한국 항공사의 수혜로 이어지지 못하는 모습

<그림> 중국 노선 여객 수 추이



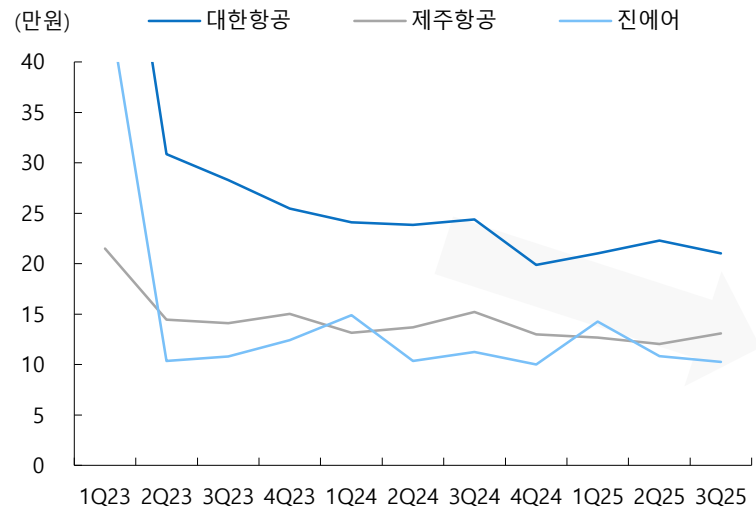
자료: 인천공항, 한국공항, iM증권 리서치본부

<그림> 중국 여객 수, 운항편수 YoY(~25년 10월)



자료: 인천공항, 한국공항, iM증권 리서치본부

<그림> 항공사별 중국 노선 ASP



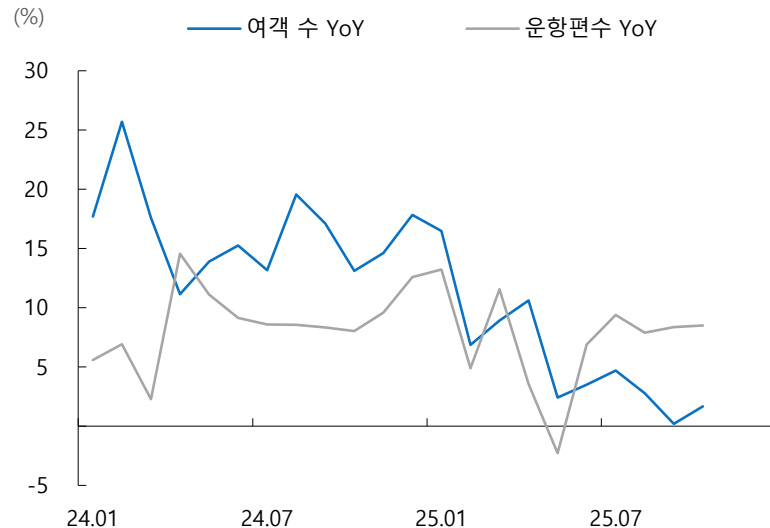
자료: 대한항공, 제주항공, 티웨이항공, 진에어, iM증권 리서치본부

여객 수요 둔화와 운임 하락

미주 노선: 고환율로 수요 증가율 둔화

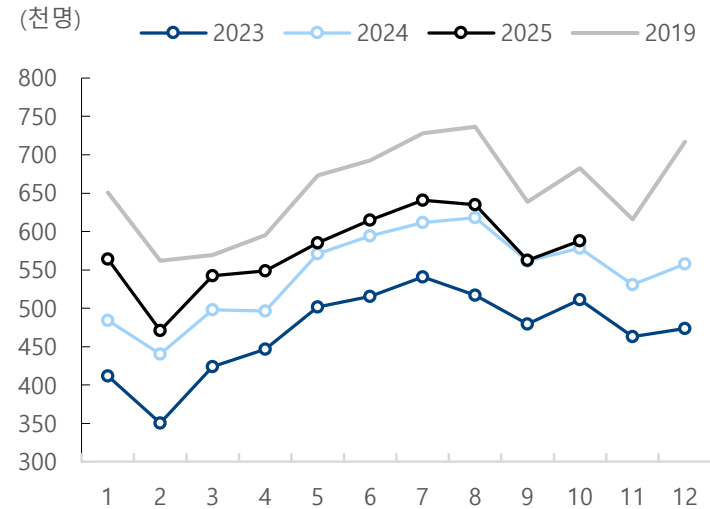
- 2025년 10월 누적 미주 노선의 여객 수 증가율은 전년대비 +5.5%, 연 초 10% 이상의 여객 수 증가율 성장을 보이다가, 원/달러 환율 상승과 9월 조지아주 구금 사태로 증가율은 둔화
- 3Q25 대한항공의 미주 노선 ASP는 전년대비 10% 하락, 수요 둔화와 함께 공정위의 운임제한조치 영향
- 미주 노선의 운임제한노선 5개 중 4개 노선은 연말까지 해소 기대, 2026년 다시 운임 상승 예상

<그림> 미주 여객 수, 운항편수 YoY(~25년 10월)



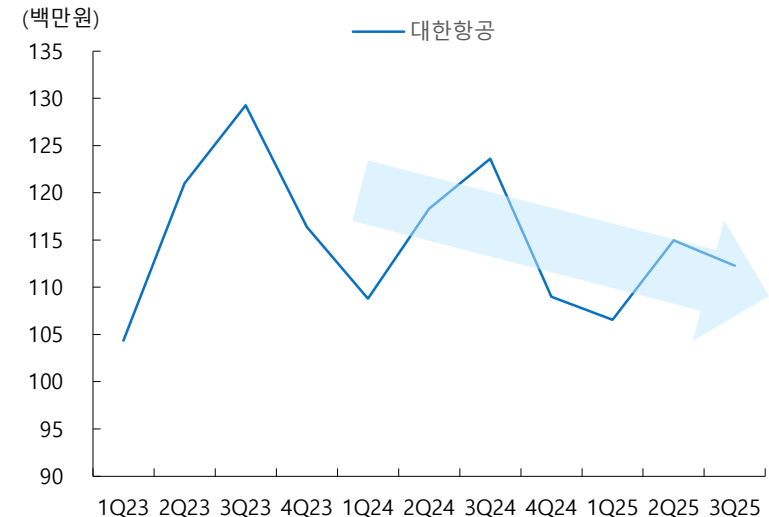
자료: 인천공항, 한국공항, iM증권 리서치본부

<그림> 미주 노선 여객 수 추이



자료: 인천공항, 한국공항, iM증권 리서치본부

<그림> 대한항공 미주 노선 ASP



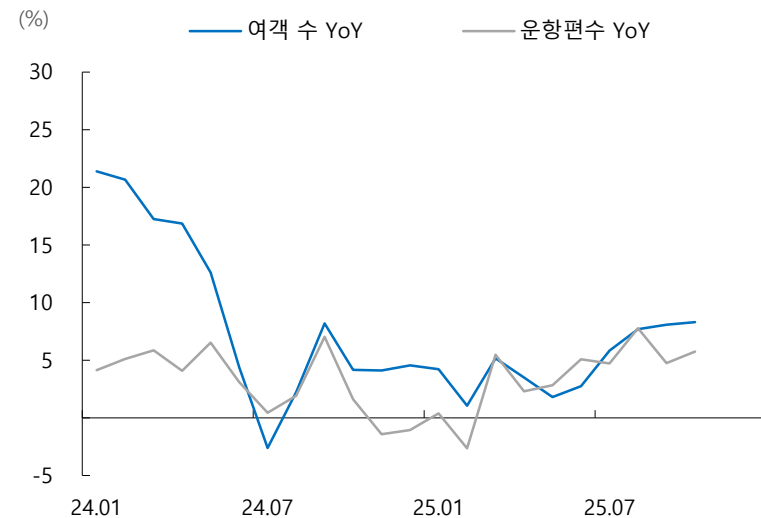
자료: 대한항공, iM증권 리서치본부

여객 수요 둔화와 운임 하락

유럽 노선: 아직 2019년의 76% 회복

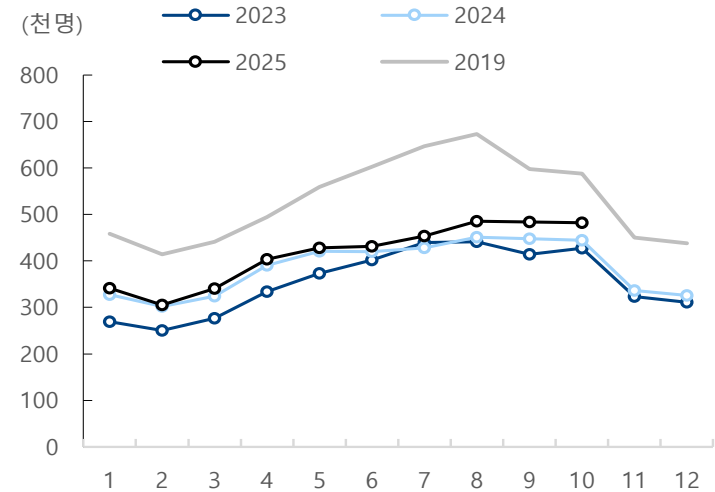
- 2025년 10월 누적 유럽 노선의 여객 수는 416만명으로 전년대비 5.0% 증가, 하지만 아직 2019년 수요의 76% 수준, 유로 강세로 수요 증가율은 둔화되고 있음
- 티웨이항공은 프랑크푸르트, 바르셀로나, 로마, 파리 노선을 운항 중에 있으며 경쟁사(대한항공, 아시아나항공) 대비 상대적으로 낮은 가격을 제공하고 있음
- 3Q25 대한항공의 유럽 노선 운임은 전년 대비 5% 조정, 수요 둔화 및 경쟁사 진입 영향으로 판단

<그림> 유럽 여객 수, 운항편수 YoY(~25년 10월)



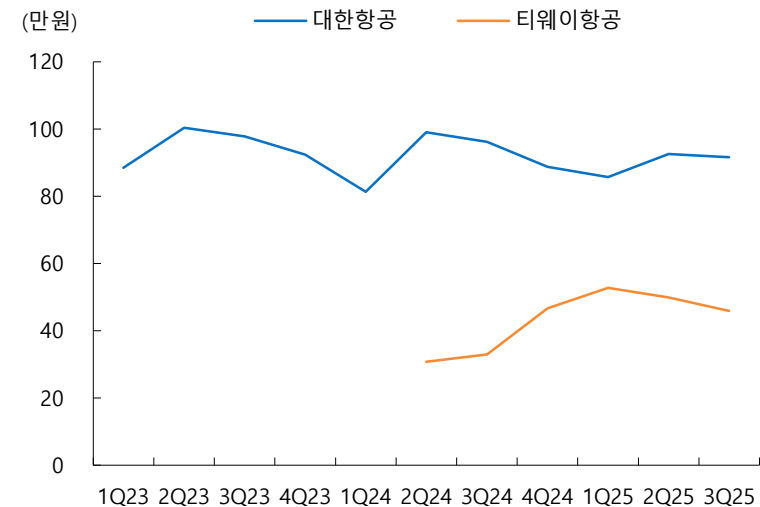
자료: 인천공항, 한국공항, iM증권 리서치본부

<그림> 유럽 노선 여객 수 추이



자료: 인천공항, 한국공항, iM증권 리서치본부

<그림> 항공사별 유럽 노선 ASP



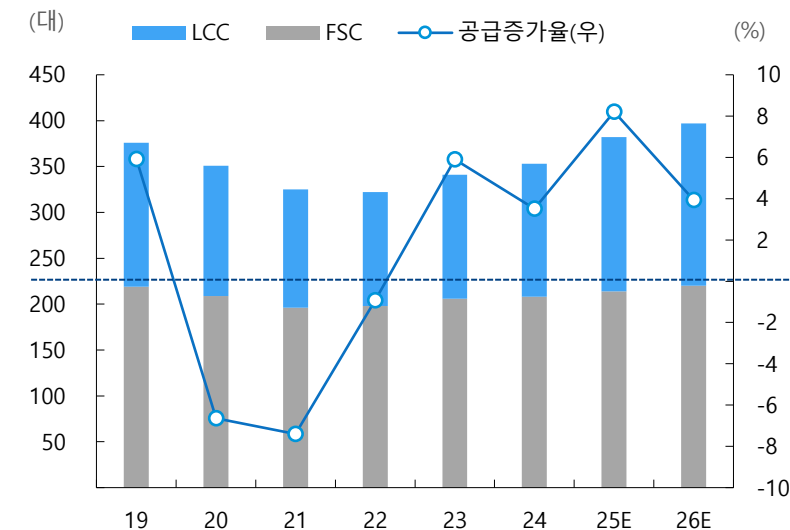
자료: 대한항공, 제주항공, 티웨이항공, 진에어, iM증권 리서치본부

2026년에도 공급 증가 지속될 것

2025년 기재 증가율 +8%, 2026년 +4% 전망

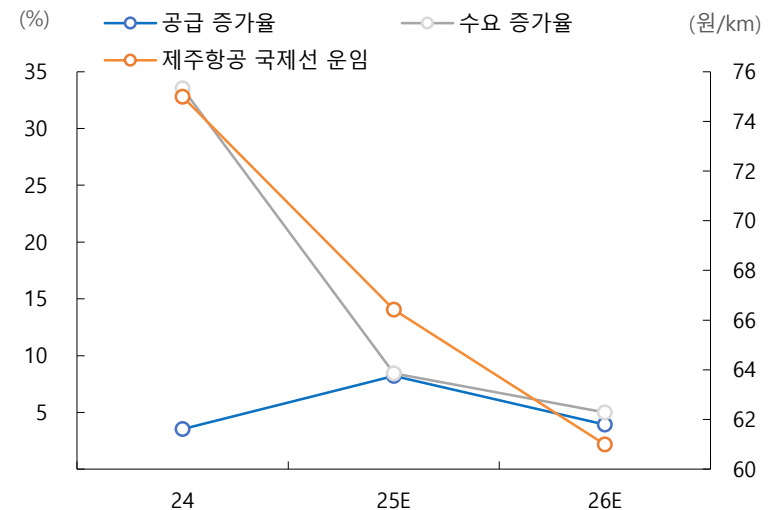
- 2025년 국적사의 여객기 기재는 총 382대로 예상(FSC 214대, LCC 168대), 전년대비 8.2% 증가, 2026년에도 LCC 위주의 기재 증가 추이가 지속될 것으로 예상(+3.9% YoY)
- 대한항공의 A321Neo, B787-9, 10, A350-900 등, 제주항공 B737-8, 그 외 이스타항공과 에어프레미아의 기재 확충 예상
- 2024년 높은 출입국자 수 증가율(+33.5% YoY)을 공급 증가율(+3.5% YoY)이 따라가지 못해 운임은 매우 높았으나, 2025년 이후 정상화 되고 있음, 2026년에도 단거리 중심의 운임 하락 예상

<그림> 국적사 기재 추이 및 전망



자료: Airportal, iM증권 리서치본부

<그림> 출입국자/국적사 기재 증가율과 제주항공 국제선 운임 추이



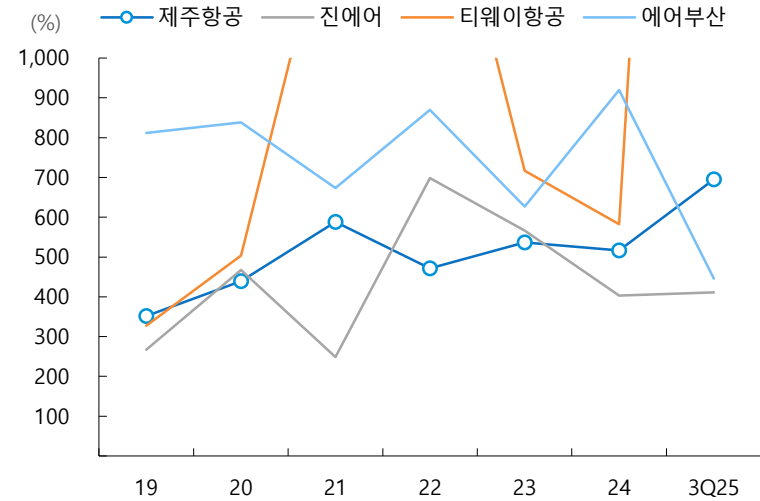
자료: 제주항공, iM증권 리서치본부

위기의 LCC: 업계 재편을 기다리며

LCC들의 손익, 재무 훼손

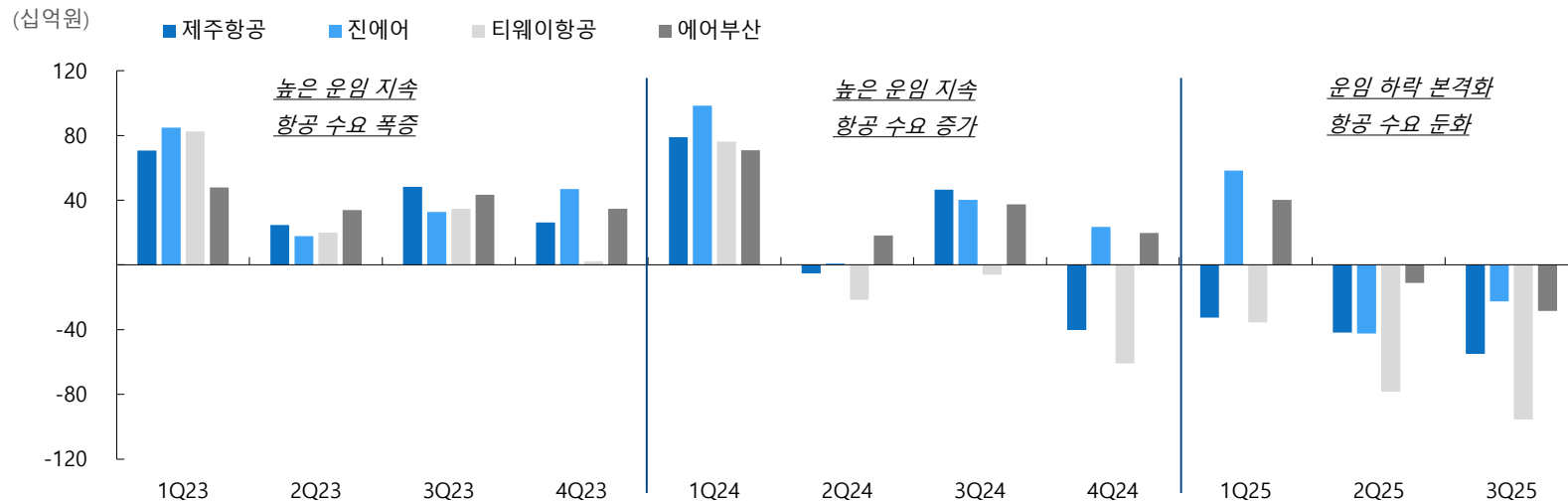
- 2022~2024년 실적 업사이클 이후, 2025년 운임 하락과 항공 수요 둔화가 겹치며 LCC들의 실적은 크게 악화
- 실적이 악화되며 재무 구조도 크게 훼손, LCC들은 유동성 확보 티웨이항공은 2,000억원 자본 확충(1,100억원 유상증자, 900억원 영구채), 제주항공 1,000억원 신종자본증권 발행, 에어부산 1,000억원 신종자본증권 발행(500억원은 기존 영구채 상환)
- 상장사 중에는 티웨이항공과 제주항공의 재무 구조가 크게 악화 중

<그림> 주요 LCC 부채비율 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

<그림> 주요 LCC 영업이익 추이



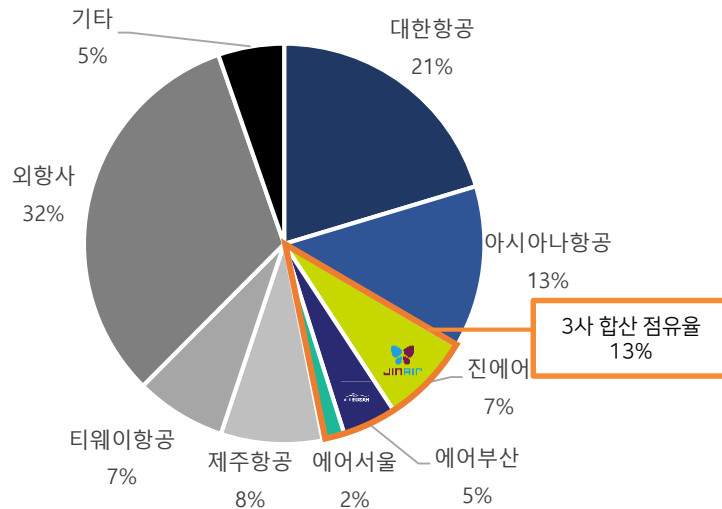
자료: Dart, iM증권

위기의 LCC: 업계 재편을 기다리며

3사 통합과 일부 LCC 매각이 산업 반등의 핵심 포인트

- LCC 3사 통합(진에어, 에어부산, 에어서울)은 2026년 12월로 예정된 대한항공과 아시아나항공 합병 이후 본격화될 것으로 전망, LCC 3사의 2025년 10월 누적 국제선 여객 점유율은 13%, 3사 통합 시 경쟁 강도는 완화될 여지가 큼
- 2026년의 영업 환경도 어려울 것으로 예상되어 이스타항공, 에어로케이 등 자본 잠식 LCC들은 추가 자본 투입이 없다면 계속 기업의 가정이 흔들릴 여지, 업계 재편 가능성 존재

<그림> 2025년 10월 누적 국제선 여객 점유율



자료: Airportal, iM증권 리서치본부

<표> 이스타항공, 에어로케이 현황 [2024년 기준]

	이스타항공	에어로케이
최대 주주	VIG파트너스	디에이피
보유 기재 수	17대	8대
매출(십억원)	461	142
영업이익(십억원)	-37	-34
순이익(십억원)	-25	-48
자본(십억원)	-15	-81

자료: Dart, iM증권 리서치본부

컨테이너: 큰 변수 없다면, 운임 우하향

컨테이너: 큰 변수가 없다면, 운임 중장기 우하향

- 2026년 컨테이너 물동량은 전년대비 +2.4%, 선복량 증가율(기말 기준)은 +4.6%로 공급 과잉 상황 지속될 것, 2027년에도 컨테이너 선복량은 6%대 증가하며 공급 과잉 리스크는 지속적으로 부각될 것, 선복량 증가로 운임은 중장기 우하향 전망
- 하지만 1) 2026년 태평양 노선 기저 효과, 2) 수에즈 운하 통행 제한 지속 등으로 운임 반등은 모색할 수 있음. 2025년 태평양 노선의 물동량은 전년대비 5% 감소, 2026년 관세 리스크가 큰 폭으로 해소된다면 기저 효과 기대할 수 있음, 현재 주요 컨테이너 선사들은 수에즈 운하 통행 재개를 준비하는 중. 하지만 2026년에도 통행 제한이 지속된다면 운임 상승 기대(수에즈 통행 제한에 따른 톤마일 증가율 효과는 +10%),

<표> 컨테이너 공급 및 물동량 증감율

(천TEU, pt, %)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
기초 컨테이너 선복량	23,135	23,817	24,892	25,897	28,035	30,862	32,955	34,475
- 신규 주문	1,069	4,527	2,795	1,590	4,674	4,000		
- 인도	869	1,091	1,022	2,297	2,910	1,900		
- 폐선	188	12	14	156	83	6		
- 주문잔고	2,561	5,989	7,643	6,894	8,647	10,878		
- 선복량 대비(%)	10.8	24.1	29.5	24.6	28.0	33.0		
기말 컨테이너 선복량	23,817	24,892	25,897	28,035	30,862	32,955	34,475	36,605
선복량 증감율(%)	2.9	4.5	4.0	8.3	10.1	6.8	4.6	6.2
컨테이너 물동량(백만TEU)	195	207	199	201	214	221	226	233
물동량 증감율(%)	-1.6	6.4	-3.7	0.9	6.2	3.3	2.4	2.9
SCFI(pt)	1,265	3,792	3,410	1,006	2,506	1,590		

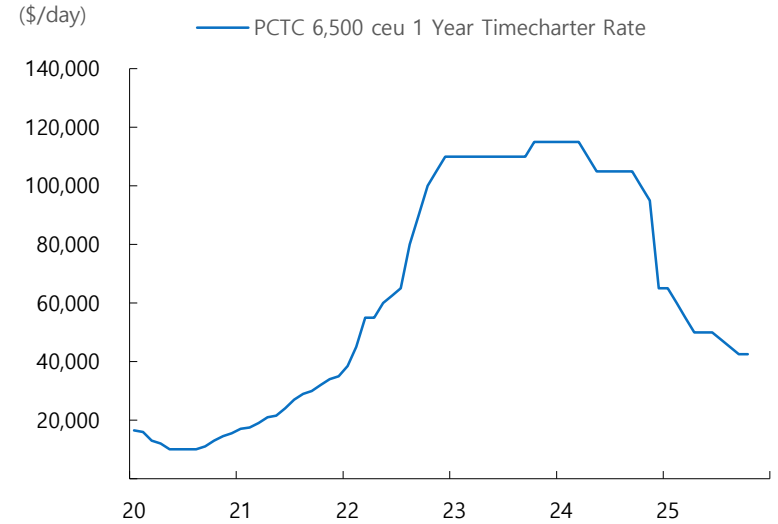
자료: Clarksons, iM증권

PCC: 공급 과잉으로, 운임 하락 예상

PCC: 2026년 운임 하락 예상

- PCC 선박은 2025년 13% 증가, 2026년에도 7%, 2027년에도 6%대 지속적인 공급 증가, PCC 선박은 2025년초 819척에서 2027년까지 930여척까지 늘어날 예정
- 2025년 신규 주문이 줄어들어 선복량 대비 주문잔고 비율은 25% 수준으로 전년 39% 대비 크게 하락했으나, 여전히 공급 과잉 이슈는 지속
- 공급 증가로 PCC 1년 용선료는 2024년 고점 대비 1/3 수준으로 하락

<그림> PCC 용선료 추이



자료: iM증권 리서치본부

<표> PCC 공급 및 물동량 증감율

(천CEU, pt, %)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
기초 PCC 선복량(천CEU)	3,967	3,903	3,949	3,964	4,037	4,376	4,947	5,302
- 신규 주문	9	274	565	720	553	22		
- 인도	55	60	22	77	329	503		
- 폐선	114	14	1	4	0	0		
- 주문잔고	82	297	839	1,482	1,691	1,200		
- 선복량 대비(%)	2.1	7.5	21.2	36.7	38.6	24.3		
기말 PCC 선복량(천CEU)	3,903	3,949	3,964	4,037	4,376	4,947	5,302	5,607
선복량 증감율(%)	-1.6	1.2	0.4	1.8	8.4	13.1	7.2	5.8
PCC 물동량(천CEU)	21,639	23,015	25,010	29,205	29,999	31,762	32,287	32,878
물동량 증감율(%)	-20.9	6.4	8.7	16.8	2.7	5.9	1.7	1.8
용선료(1 Year Timecharter)	12,625	25,583	72,167	111,250	103,333	60,000		

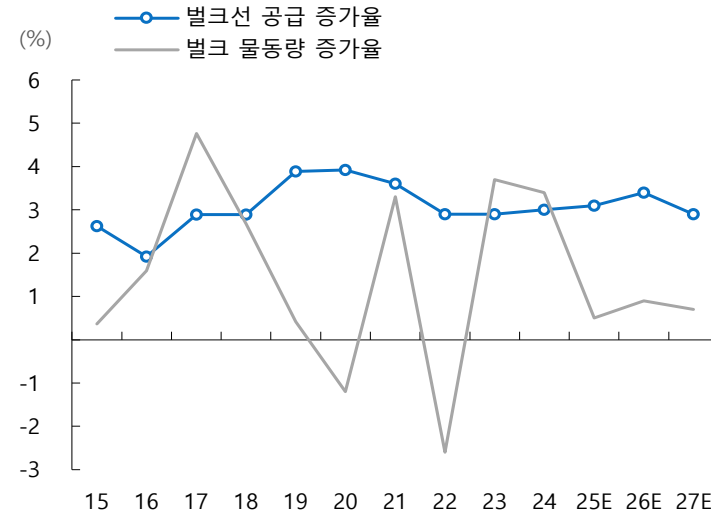
자료: 각 사, 언론보도, iM증권

벌크: 2026년에도 지지부진한 시황 예상

벌크: 2026년에도 지지부진한 시황 예상, BDI 1,500~2,300pt 전망

- 2026년 벌크 선복량 증가율은 3.4%, 물동량 증가율은 0.9%를 전망. 2026년 중국의 산업경기는 전년 대비 크게 개선되지 않는 것을 가정, 2026년에도 비슷한 수준의 철광석 수요를 전망. 기니의 Simandou 철광석 광산의 램프업 강도에 따라 2026년 시황 강세의 가능성도 존재
- 현재 BDI는 2,200pt로 Capesize 위주의 강세, 중국의 철광석 및 석탄 수요 증가하며 시황을 견인 중, 또한 중국의 브라질산 대두 수입은 톤-마일 증가로 이어지며 시황에 긍정적인 영향

<그림> 벌크 공급/물동량 증가율 추이



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

<표> 벌크 공급 및 물동량 증감율

(백만dwt, 백만톤, %)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
기초 벌크 선복량	879	913	946	975	1,004	1,034	1,067	1,103
- 신규 주문	25	52	37	53	61	22		
- 인도	49	39	32	35	34	31		
- 폐선	15	5	4	5	4	4		
- 주문잔고	68	79	82	93	122	116		
- 선복량 대비(%)	7.5	8.4	8.4	9.3	11.8	10.9		
기말 벌크 선복량	913	946	975	1,004	1,034	1,067	1,103	1,136
선복량 증감율(%)	3.9	3.6	2.9	2.9	3.0	3.1	3.4	2.9
벌크 물동량(백만dwt)	5,363	5,564	5,435	5,636	5,827	5,857	5,907	5,950
물동량 증감율(%)	-1.2	3.3	-2.6	3.7	3.4	0.5	0.9	0.7
BDI(pt)	1,066	2,943	1,934	1,378	1,755	1,610		

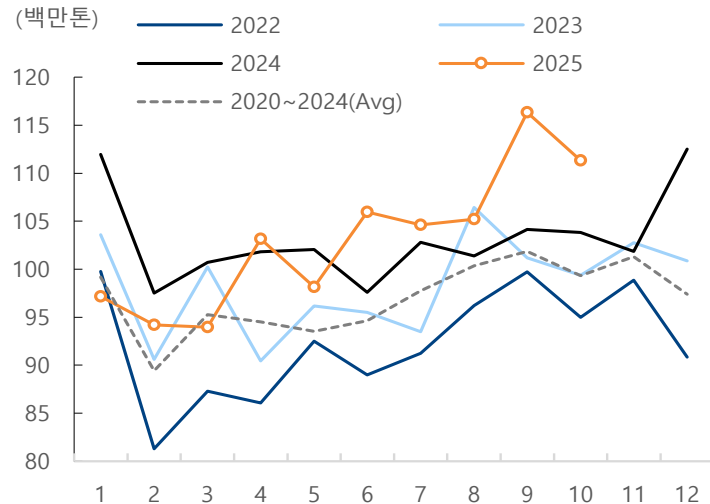
자료: Clarksons, iM증권

벌크: 2026년에도 지지부진한 시황 예상

2026년 철광석 물동량은 소폭 증가 예상

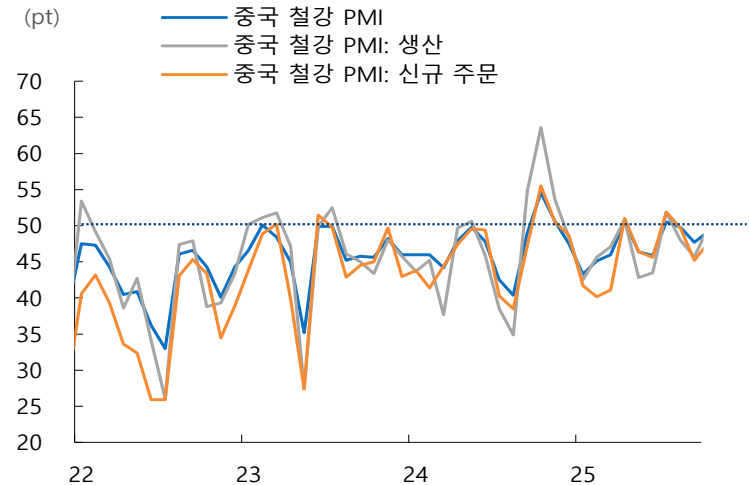
- 중국의 산업경기는 2025년에도 부진했으나, 철광석 수입량은 우려 대비 선방(10월 누적 +0.6% YoY), 철강재 수출과 철광석 재고 확충 노력으로 보임
- 2026년에도 중국의 산업경기의 턴어라운드를 예상할 수 없으나, 현재의 철광석 수입량은 달성 가능할 것으로 예상
- 추가적으로 기니의 Simandou 철광석 광산의 램프업으로 톤마일 증가 효과 예상, Simandou 광산은 2028년까지 연 1.2억톤의 철광석 수출 목표

<그림> 중국 철광석 수입량



자료: Clarksons, iM증권 리서치

<그림> 중국 철강 PMI(~2025년 10월)



자료: Wind, iM증권 리서치

<그림> 중국의 철광석 항만 재고



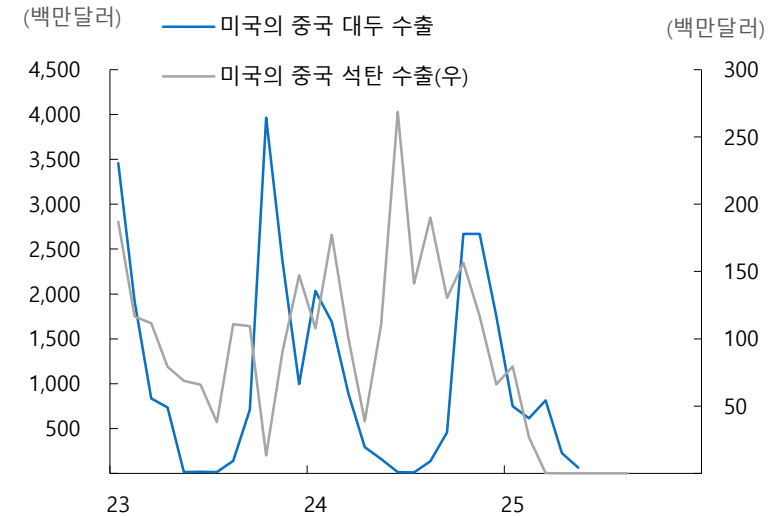
자료: Clarksons, iM증권 리서치

벌크: 2026년에도 지지부진한 시황 예상

미국의 중국향 대두/석탄 수출 증가는 벌크 시황 개선에 제한적

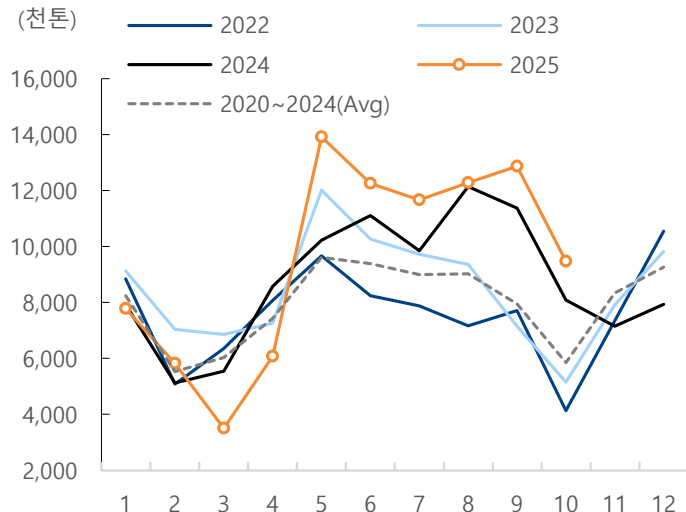
- 미중간의 관세 분쟁으로 미국의 중국향 대두 및 석탄 수출은 현재 매우 미미한 수준
- 하지만 중국의 대두 및 석탄 수입량은 평년과 비슷한 수준, 대두는 브라질, 아르헨티나로부터 수입, 석탄은 호주로부터 수입
- 미국의 중국 대두 수출 재개는 톤-마일 관점에서 부정적, 석탄 수출 재개는 톤-마일 관점에서 긍정적, 종합적으로 시황에 큰 영향 없을 것

<그림> 미국의 중국 대두/석탄 수출 추이(금액)



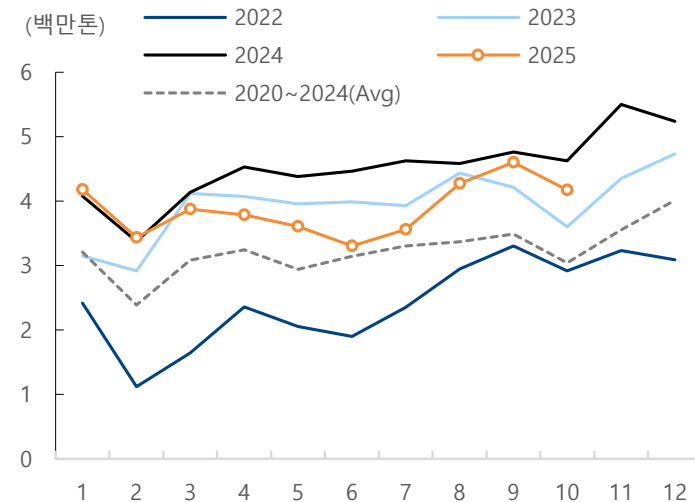
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 중국의 대두 수입량



자료: CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 중국의 석탄 수입량



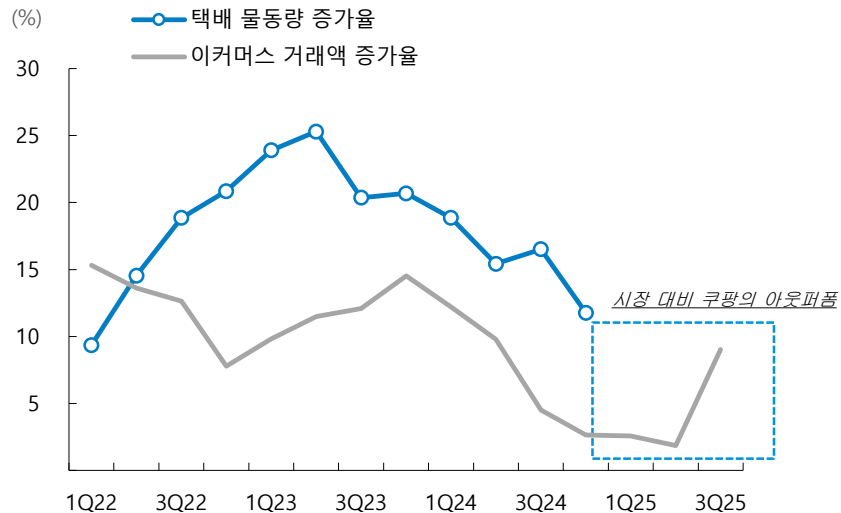
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

택배: 경쟁 강도 심화 중

쿠팡의 공격적인 매출 신장, 쿠팡 외 택배 업체 경쟁 강도 심화

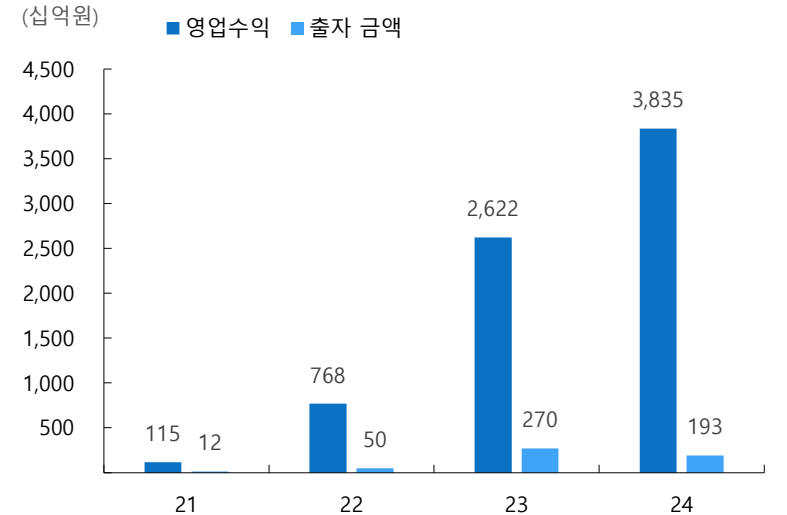
- 2025년 택배 물동량은 이커머스 거래액 추이를 감안 시 5~9% 수준 성장 전망, 하지만 쿠팡의 커머스 매출은 2025년에도 15%대의 성장, 시장을 아웃퍼폼
- 쿠팡의 물류를 담당하는 쿠팡로지스틱스의 매출은 큰 폭으로 늘어나는 중이며, 쿠팡은 누적 5,250억원의 출자를 감행
- 2026년 쿠팡의 커머스 매출 성장률은 10% 이상의 성장이 예상되며 이커머스 및 국내 택배 물동량 성장률을 아웃퍼폼할 것으로 보임, 쿠팡 외 택배 업체들의 경쟁 심화는 지속될 것

<그림> 택배 물동량 증가율 및 이커머스 거래액 추이



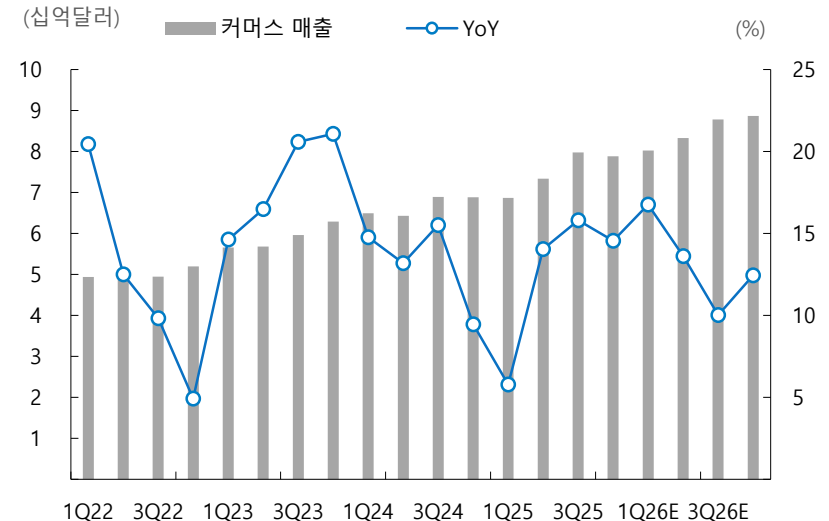
자료: KLA, 통계청, iM증권 리서치본부

<그림> 쿠팡로지스틱스의 매출 및 쿠팡의 출자금액



자료: Dart iM증권 리서치본부

<그림> 쿠팡 커머스 매출 및 증가율 추이 및 전망(Bloomberg)



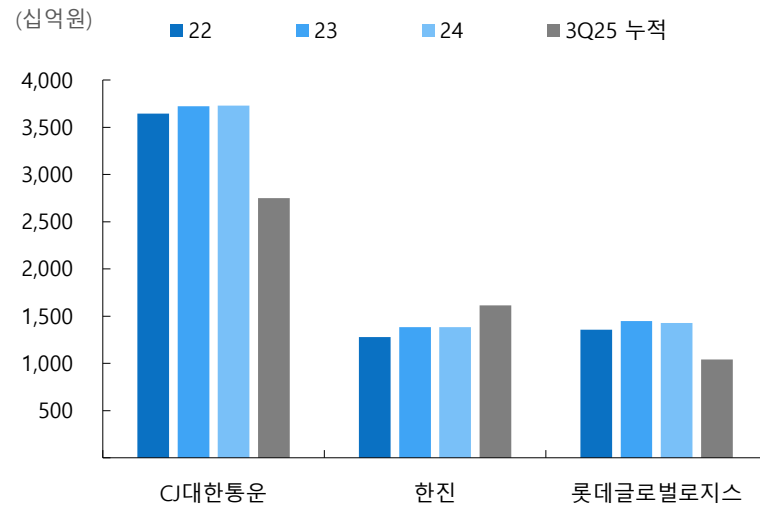
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

택배: 경쟁 강도 심화 중

쿠팡의 공격적인 매출 신장, 쿠팡 외 택배 업체 경쟁 강도 심화

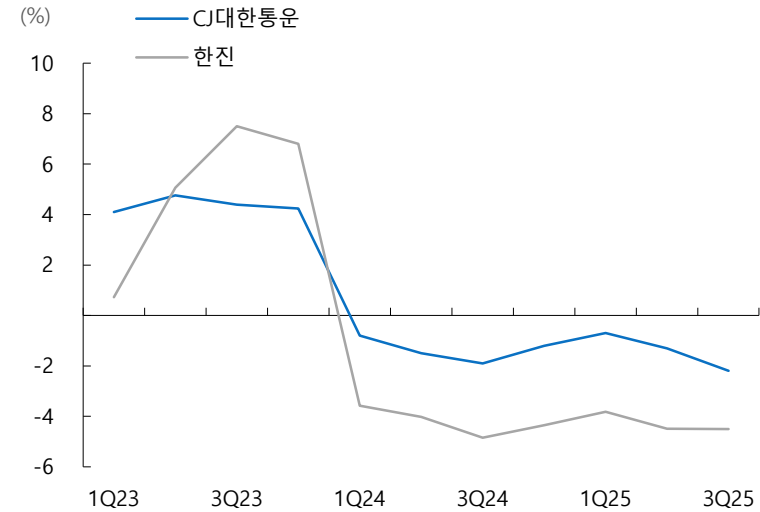
- 2024년초 한진은 대전 스마트 메가 허브를 오픈하여 화주들을 모객, 2025년 롯데글로벌로지스의 공격적인 마케팅 등으로 택배 업계 경쟁 강도 심화
- 2025년 3Q 누적 택배 부문 영업이익률은 CJ대한통운 5.2%, 한진 0.3%, 롯데글로벌로지스 1.1%, CJ대한통운과 롯데글로벌로지스의 경우 전년대비 1%p 영업이익률 하락
- 이익 훼손의 주요 요인은 택배 단가 하락으로, 2024년 이후 택배 단가 하락하는 중

<그림> 주요 택배 업체 택배 부문 매출액 추이



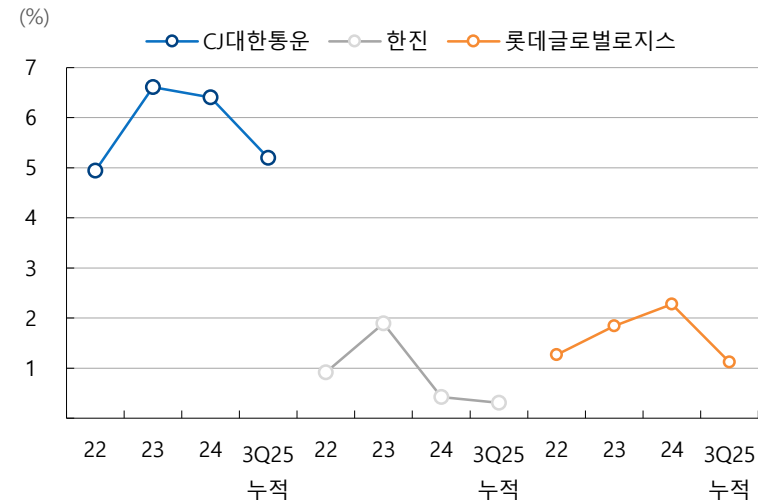
자료: KLA, 통계청, iM증권 리서치본부

<그림> CJ대한통운, 한진 택배단가 추이(YoY)



자료: Dart iM증권 리서치본부

<그림> 주요 택배 업체 택배 부문 영업이익률 추이



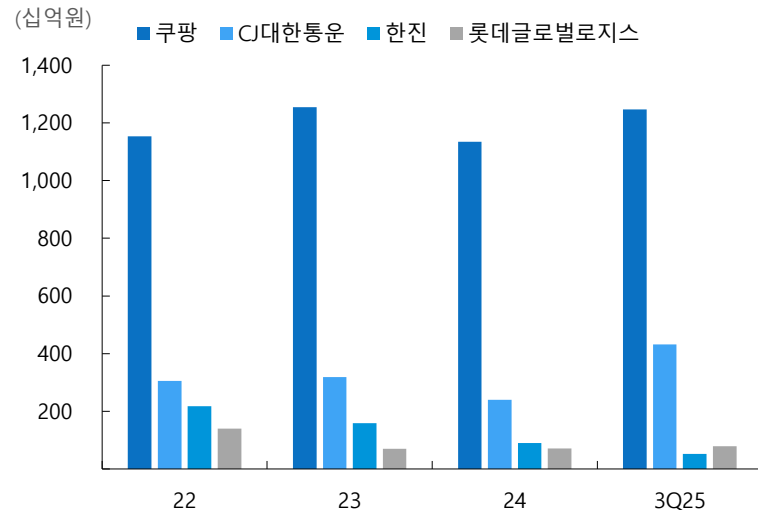
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

택배: 경쟁 강도 심화 중

물류산업은 결국 규모의 경제, 택배사 중에서는 CJ대한통운이 유리

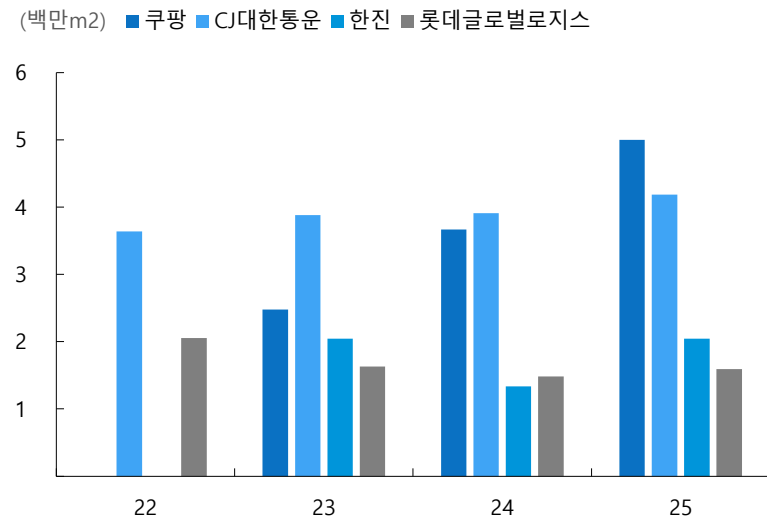
- CJ대한통운의 경우 지난 4년간 연평균 3,500억원 수준의 Capex 지출, 3Q25 누적 4,300여억원의 투자, 본업인 택배 부문 경쟁력 강화에 지출, 풀 필먼트, 터미널 고도화 작업 수행, Amazon의 사례처럼 물류 산업은 결국 규모의 경제
- 택배 업체 중에서는 CJ대한통운의 투자가 가장 공격적이었으며, 택배 부문의 수익성도 타 택배사 대비 월등히 높은 상황(2025년 택배 영업이익률 CJ대한통운 5.2%, 한진 0.3%, 롯데글로벌로지스 1.1%)
- 택배 단가 인하는 치킨 게임, CJ대한통운이 치킨 게임에서 압도적으로 유리하고, 택배사들의 마진 훼손 추이를 감안 시 2026년에는 택배 단가 하락 추이가 멈출 가능성이 높다고 판단

<그림> 주요 물류 업체 Capex 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

<그림> 주요 물류 업체 등록 창고 면적 추이

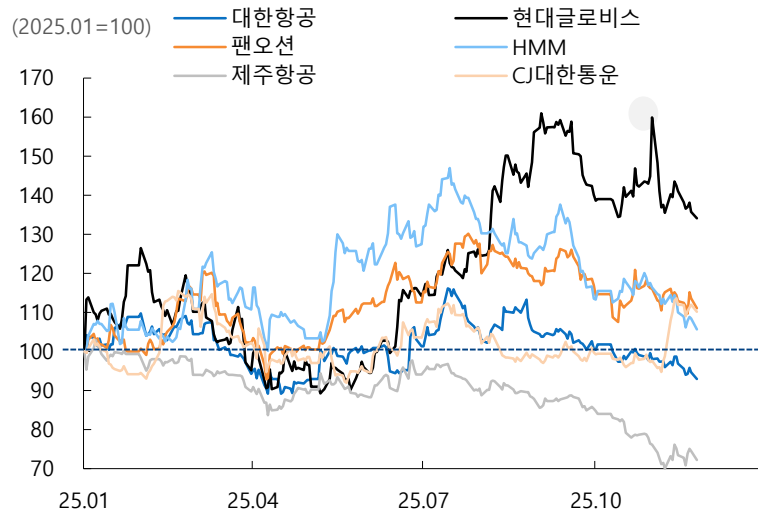


자료: 물류신문, iM증권 리서치본부

실적이 아닌 내러티브, 대한항공, 현대글로비스 추천

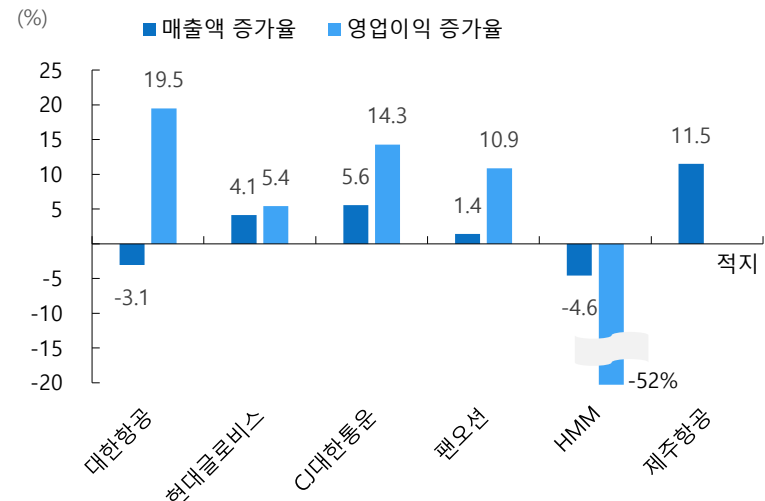
- 항공, 해운, 택배 모두 녹록치 않은 영업 환경, 항공의 경우 중단거리 노선 위주로 경쟁강도 강화되고 있으며, 원/달러 강세로 항공사들의 비용 부담 커지고 있는 상황. 해운은 컨테이너, PCC의 경우 공급 과잉으로 운임 중장기 우하향 예상, 벌크는 중국의 산업 경기 부진 지속으로 2026년에도 큰 폭의 턴어라운드 기대하기 어려운 상황. 택배는 공격적인 프로모션으로 택배 단가 인하 압력 지속되고 있음
- 2026년 영업이익 전망은 대한항공, 현대글로비스, CJ대한통운, 팬오션 증익, HMM 감익, 제주항공 적자 지속 예상. 영업이익 증익 업체의 경우에도 어려워진 산업 환경으로 영업이익 큰 폭의 증가는 기대하기 어려운 상황. 특히 대한항공의 경우 2025년 자회사들의 매우 부진한 실적을 감안 시 +19.5%의 영업이익 증가 전망은 긍정적인 실적 전망이 아님
- 결국 실적 보다는 내러티브가 주가의 향방을 가를 것으로 예상. 대한항공의 경우 최악의 실적 추이를 지나고 있지만 2026년 대한항공, 아시아나항공 합병이 예정되어 있어 중장거리 노선의 과점 지위자로서의 경쟁력이 부각, 적극적인 방산 수주로 항공우주 부문의 매출 증가가 주가 상승을 견인, 단기적으로는 원/달러 하락 시 가장 큰 폭의 주가 상승 기대
- 현대글로비스는 공급 과잉의 PCC 시황에서 캡티브 물량으로 안정적인 영업이익이 기대되는 가운데, 공격적인 주주환원정책(배당성향 25% 이상, 전년 대비 주당배당금 +5%), 그리고 보스턴다이내믹스의 상장 기대감에 맞춰 지분 가치(보유 지분 11%) 부각될 것으로 예상

<그림> 커버리지 운송사 주가 추이(2025~)



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 커버리지 운송업체 2026년 매출액/영업이익 증가율



자료: iM증권 리서치본부



[지주/ESG]

주주권익 행동시대

자본시장 정책과 관련하여 지배구조 개선을 통한 일반주주 권익 보호: 상법개정

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

<표> 이재명 정부에서 추진하는 상법 개정 주요 내용

항목	기존	개정	시행시기
이사의 충실의무 대상	회사	회사 및 주주	25.7.22 시행
이사의 이익보호 의무	-	총주주의 이익 보호, 전체 주주 이익 공평 대우	25.7.22 시행
독립이사제 도입	사외이사는 해당 회사의 상무에 종사하지 않는 이사	사외이사로서 독립이사는 사내이사, 집행임원 및 업무집행자로부터 독립적인 기능을 수행하는 이사	26.7.23 시행
독립이사 확대	이사 총수의 4분의 1 이상	이사 총수의 3분의 1 이상(자산 2조 미만 상장회사)	26.7.23 시행 이후 1년 이내 요건을 갖추어야 함
전자주주총회	기업자율	대규모 상장사 의무화	27.1.1 시행
사외이사인 감사위원 선임·해임시 3%를 강화	개별 3%	최대주주와 특수관계인의 의결권 등 합산 3%	26.7.23 시행
대규모 상장사의 집중투표제	정관으로 배제 가능	정관으로 배제 불가(자산 2조 이상 상장회사)	26.9.10 시행
감사위원 분리선출	1명 이상	2명 이상	26.9.10 시행
자사주 소각 의무화		신규 및 보유 자사주 소각 의무	미정

자료: 국회, iM증권 리서치본부

자본시장 정책과 관련하여 지배주주 사익편취 행위 근절을 위한 제도개선: 자본시장법 개정

- 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
- 부당 내부거래에 대한 감시와 제재 강화 등

이사의 주주 충실의무

- 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 변경함. 또한 상법 제382조의 3의 ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 주주의 이익을 공정하게 보호하여야 하고, 특정 주주의 이익을 우선하여서는 아니된다는 신설함
- 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.

<표> 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.

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 할인을 축소로 이어짐에 따라 기업가치가 상승하면서 지주회사 수혜가 예상됨.

<표> 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

상법 및 자본시장법 개정: 할인율 축소로 인한 밸류에이션 리레이팅으로 지주회사 최대 수혜

- 재벌가 오너 3·4세 시대를 맞이하여 상속, 증여 등이 이뤄지는 환경하에서 합병, 분할 등 기업구조 개편 등으로 자기 몫을 챙기면서 헤어지는 사례가 빈번하게 일어날 것임.
- 그동안 소유구조가 안정적이고 견고하였던 재벌가 오너 1·2세 시대에 비하여 재벌가 오너 3·4세들이 자기 몫을 챙기는 과정속에서 경영권 분쟁 뿐만 아니라 이해상충 발생 가능성 등이 높아지면서 지배구조 상에 크나큰 문제점 등이 발생할 것으로 예상됨에 따라 주주행동주의 확장세에 중요한 분기점이 될 것임.
- 이러한 환경하에서 상법개정을 통하여 감사위원회 위원 선임·해임 시 최대주주 및 특수관계인 의결권 3%로 제한, 감사위원 분리선출 확대, 대기업 집중투표제 활성화 등이 이루어지면서 주주행동주의 활동의 기폭제가 될 것임.
- 감사위원회 위원 선임·해임 시 최대주주 및 특수관계인 의결권 3%로 제한 및 감사위원 분리선출 확대 등으로 주주행동주의를 실행하는 사모펀드, 기관투자자, 소액주주 등이 감사위원 선임 과정에서 실질적인 영향력을 행사할 수 있는 제도적 기반을 마련하였음. 특히 지배주주의 영향력이 가장 큰 지주회사의 경우 지배주주로부터 독립된 감시 기능을 강화하여 내부통제의 실효성을 높이는 효과를 가져올 것으로 예상됨에 따라 지배구조 개선효과가 가시화 될 것임.
- 또한 대기업 집중투표제가 활성화되면 이사회 구성 변화로 소액주주권 등이 강화 되면서 지배주주와 소액주주간에 이해상충 상황이 발생할 가능성 높은 지주회사의 지배구조 개선효과가 가시화 될 수 있을 것임.
- 무엇보다 3차 상법개정 등을 통하여 자사주 소각 의무화 등이 가시화 될 것임. 그동안 지주회사의 경우 자사주가 지배주주 지배력을 강화하기 위한 수단으로 사용되는 경향이 있었는데, 자사주 소각 의무화가 이러한 자사주 관행을 근본적으로 바꿔놓을 수 있을 뿐만 아니라 주주환원으로 유도 할 수 있을 것임.
- 이와 더불어 합병시 공정가액 적용, 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 일반주주에 신주 우선 배정 등이 자본시장법 개정 등을 통해서 이루어지면 지배주주를 위한 기업구조 개편이나 중복상장 등이 적어지면서 지주회사 수혜가 예상됨.



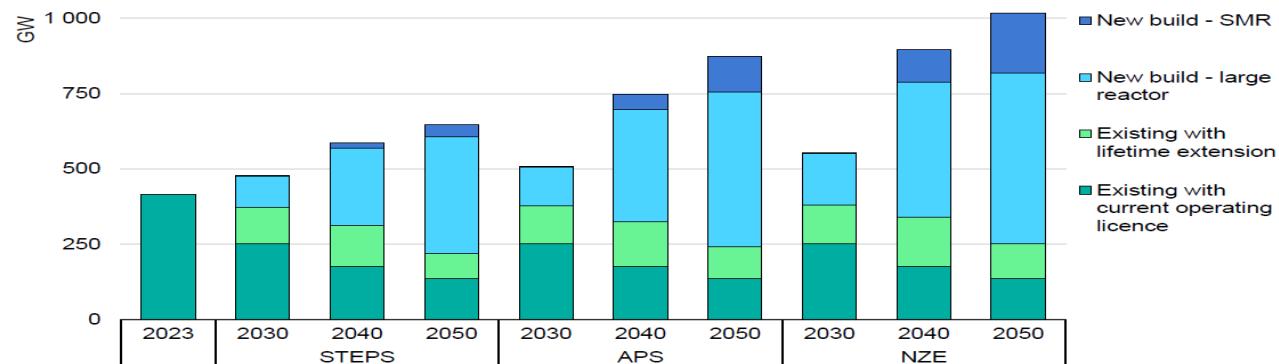
[원전]

글로벌 원전 내 품 안에

AI 데이터센터 전력 수요 증가 및 무탄소 전원 확보 등으로 원전설비 용량 2050년 1,000GW 초과할 듯

- 탄소중립 사회로의 전환을 위해 세계 각지에서 무탄소 전원 확보를 통한 안정적인 전력수급 방안의 일부로 원전의 계속운전 및 신규 건설에 대한 검토가 지속되고 있음.
- 이러한 환경하에 2023년 이후 AI 특화 데이터센터 건설이 메가트렌드로 부상하며 IEA에서는 2030년 데이터센터 전력 소비량이 2022년 대비 2배 이상(약 945TWh)에 달할 것으로 전망하고 있다. 특히 GPU 기반 AI 서버는 기존 클라우드 서버 대비 3~5배 이상의 전력을 소비할 것으로 예상됨에 따라 AI 추론(inference) 작업 증가 등이 향후 데이터센터 전력 소비 상승의 결정적 요인이 될 것임.
- 이에 따라 아마존, 메타, 구글, MS 4대 기업은 향후 2년간 AI 관련 인프라에 7,500억 달러 이상 투자할 전망이며, 스타게이트 프로젝트 등 수백억 달러 규모 프로젝트가 전 세계 동시다발적으로 진행될 예정임.
- 이러한 점 등을 고려할 때 글로벌 원전 설비용량의 경우 2023년 말 기준 416GW에서 현 정책 시나리오로 가는 경우 2050년 650GW으로, 공약 달성 시나리오로 가는 경우 2050년 870GW으로, 탄소중립 시나리오로 가는 경우 2050년 1,000GW를 초과할 것으로 예상됨

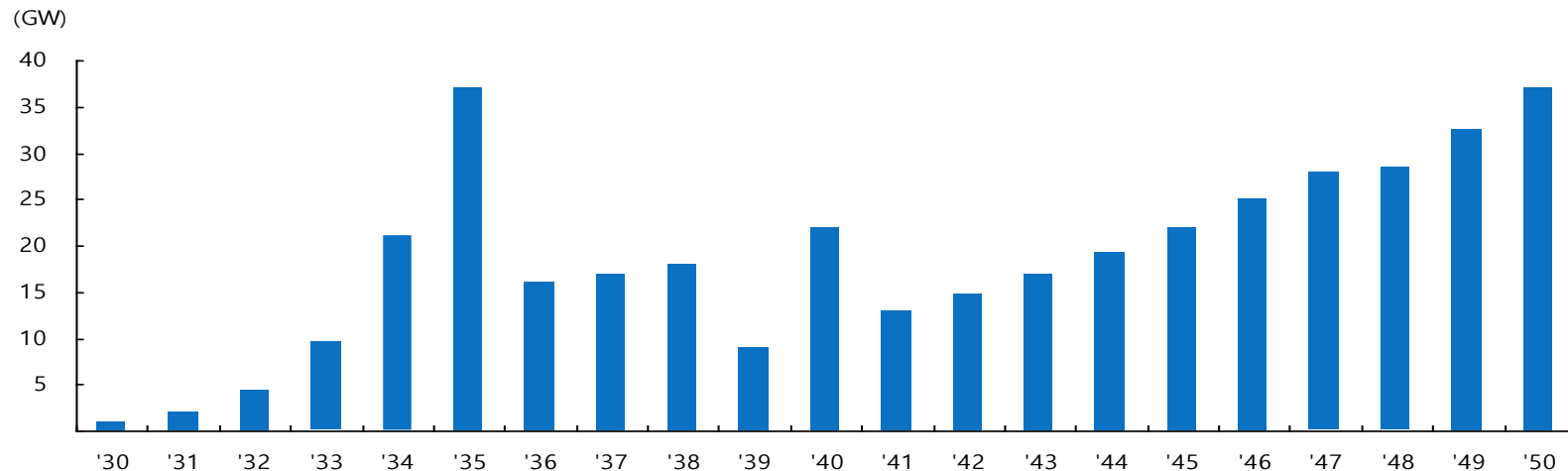
<그림> 시나리오별 유형별 전 세계 원전 설비용량 전망(2023~2050년)



안정적인 전력 공급을 위한 데이터센터용 SMR 등이 향후 SMR 시장 성장을 주도적으로 이끌 듯

- 글로벌 SMR 시장규모의 경우 2030년 0.9GW(누적)에서 연평균 16.9% 성장하여 2050년에는 404GW(누적)에 이를 것으로 예상된다. 특히 2030~50년 연평균 19.7 GW가 설치되면서 2050년까지 누적으로 300MW급 1,350기가 설치될 것으로 전망됨.
- 탄소중립 달성을 위한 석탄화력발전소 대체용과 더불어 AI 기술 확대에 인하여 안정적인 전력 공급을 위한 데이터 센터용 SMR 등으로 인하여 향후 SMR 시장 성장을 주도적으로 이끌 것으로 예상된다. 이에 따라 기존 소규모 석탄발전소(192GW)가 300MW급 566기 SMR(170GW)으로 대체될 것으로 기대됨.
- 현재 17개국에서 83개 노형을 개발 중이며, 무엇보다 빅테크들은 데이터센터 전력공급 등을 위하여 SMR 개발사 등에 투자가 활발하게 진행 중에 있음. 이에 따라 현재 50억달러 수준인 SMR 분야의 글로벌 투자액은 2030년 250억달러로 급증하고, 2040년 350억달러에 이를 것으로 예상됨.

<그림> 글로벌 SMR 시장 전망



자료 : Nuclear Energy Agency 2024, iM증권 리서치본부

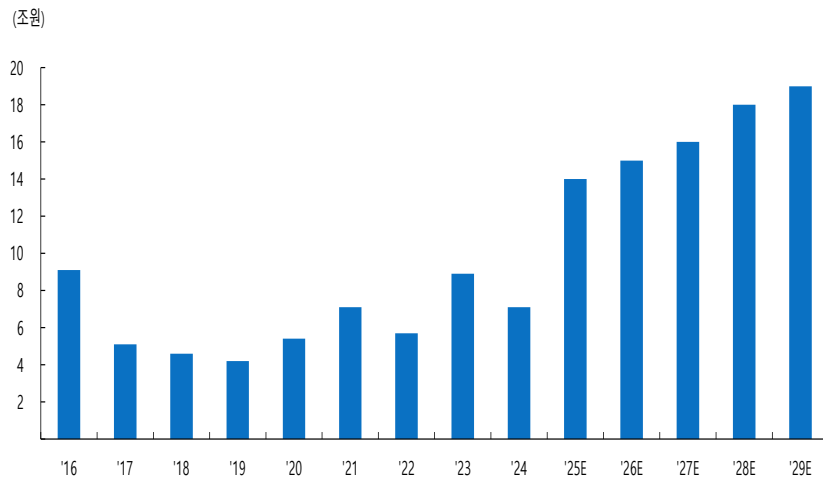
두산에너지빌리티(034020): 매년 14조원 이상 신규수주로 밸류 리레이팅

- 체코원전, 북미 가스터빈 등으로 올해 신규수주 14조원 달성 가능할 듯⇒ 전방산업 호조로 향후 매년 신규수주 14조원 이상 달성 기반 마련
- 웨스팅하우스 및 해외 대형원전 수출지역 확대⇒ 대형원전 관련 수주 가시화로 매년 신규수주 증가를 이끌면서 밸류에이션 리레이팅 될 듯
- SMR 관련 신규수주는 SMR 시장 성장과 동행하면서 성장성 가속화

비에이치아이(083650): 원전 낙수효과 및 수주확대로 실적개선 가속화

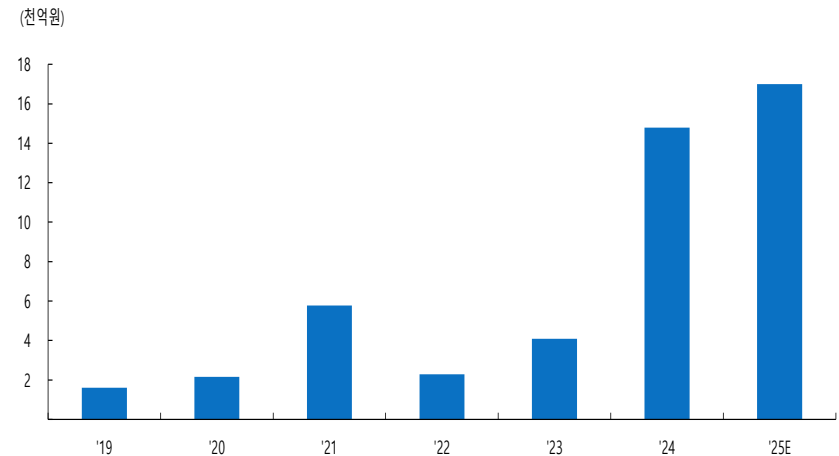
- 원전 미국 진출, 수출지역 확대, SMR 발주 가시화 등 우호적인 환경 조성되면서 낙수효과 등으로 동사 원전 BOP 관련 수주 증가될 듯
- 올해 신규수주 1.7조원 달성 가능할 것으로 예상됨에 따라 지난해에 이어 사상 최대 수주 실적 이어나가면서 내년 실적개선 가속화 기반 마련될 듯

<그림> 두산에너지빌리티 연도별 신규수주 추이



자료 : 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

<그림> 비에이치아이 연도별 신규수주 추이



자료 : 비에이치아이, iM증권 리서치본부

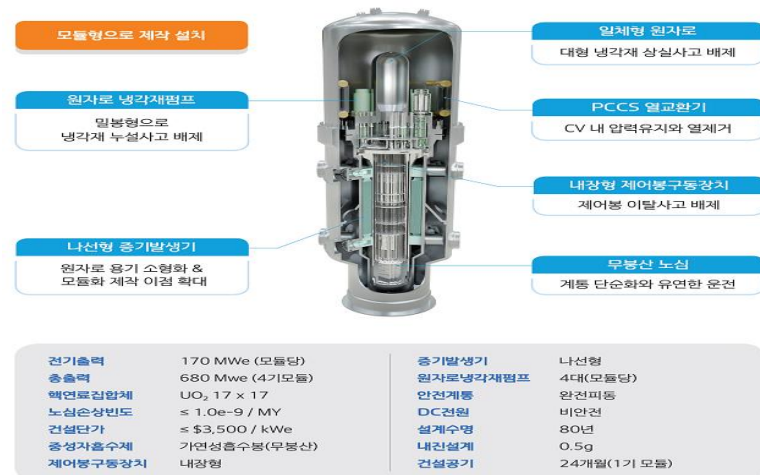
한전기술 (052690): 원전수주, 원자력 협정, 미국시장 수혜 가시화

- 동사 체코원전 관련 수주 1조원대 중후반 예상 ⇒ 중동지역 등으로 수출 확대 가능성 높아지면서 동사 밸류에이션 리레이팅 될 듯
- 원자력 협정 개정 및 미국 원전확대 정책 수혜 가능할 듯
- 혁신형 SMR 등을 기반으로 글로벌 시장 진입 가능성 높아질 듯

태웅 (044490): SMR 등 글로벌 원전 관련 단조는 내가 한다

- SMR 관련 주기기 및 보조기기 단조 부품 뿐만 아니라 CASK 단조 부품 등 원전 관련 수주 가시화 되면서 성장성 가속화 될 듯
- 유럽해상풍력 관련 수주 등으로 내년 2분기부터 실적개선 가시화 될 듯

<그림> 혁신형 SMR 개요



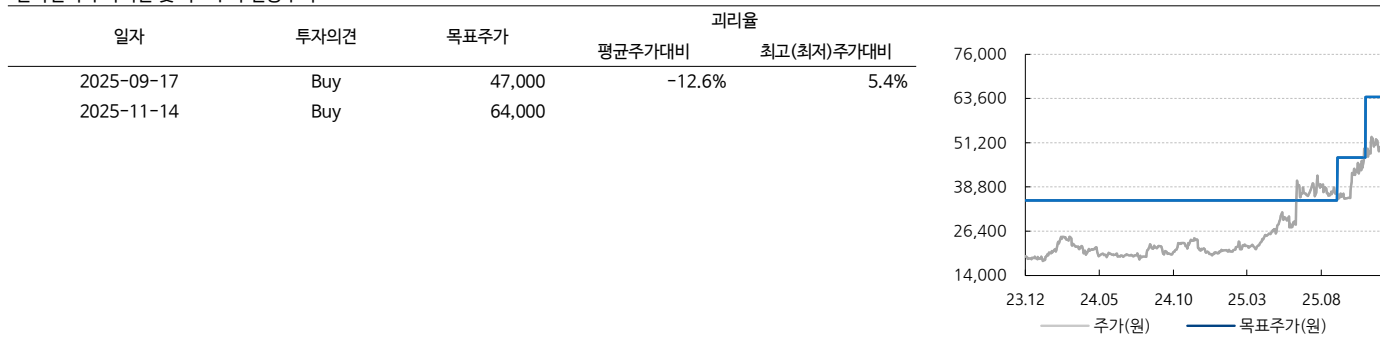
자료 : 한국수력원자력, iM증권 리서치본부

<그림> 태웅 원자력발전 주력 제품

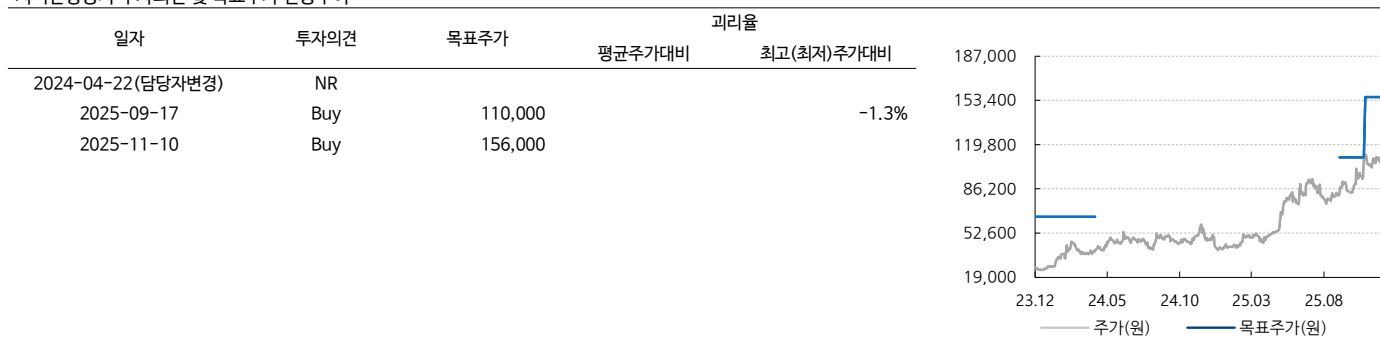


자료 : 태웅, iM증권 리서치본부

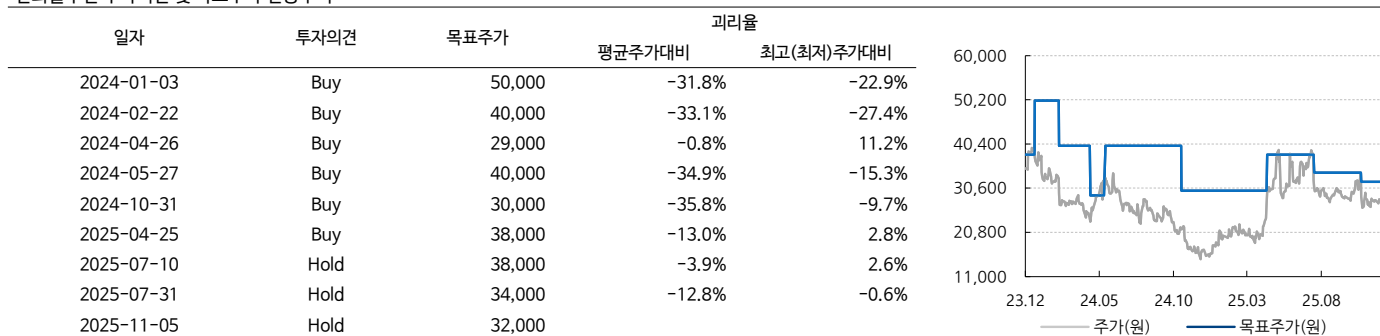
한국전력 투자의견 및 목표주가 변동추이



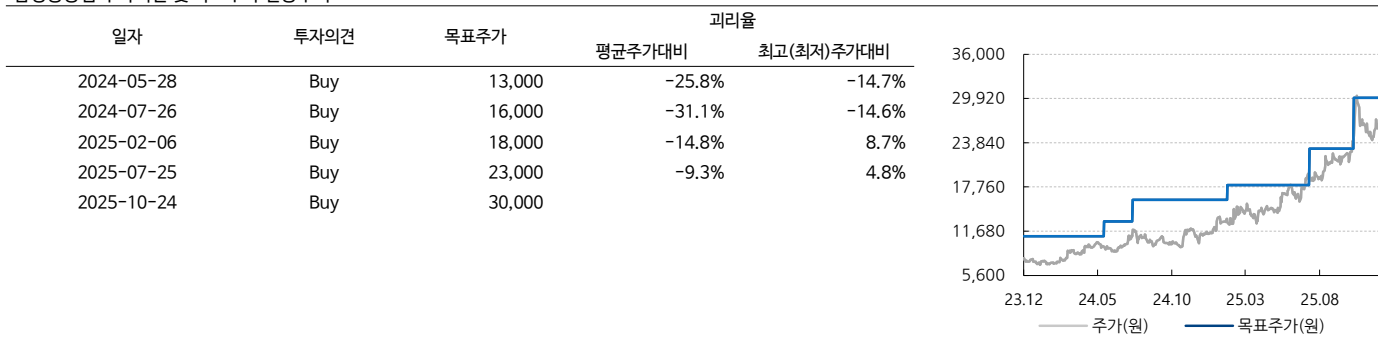
지역난방공사 투자의견 및 목표주가 변동추이



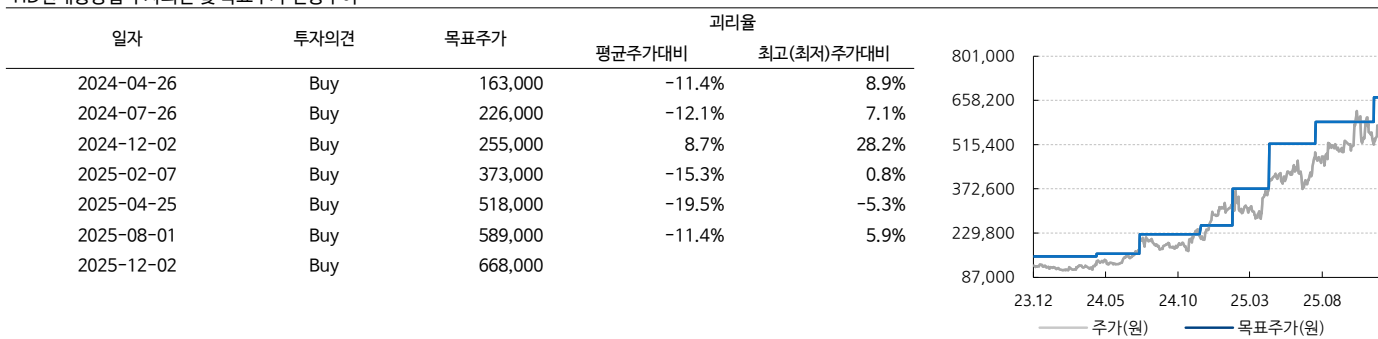
한화솔루션 투자의견 및 목표주가 변동추이



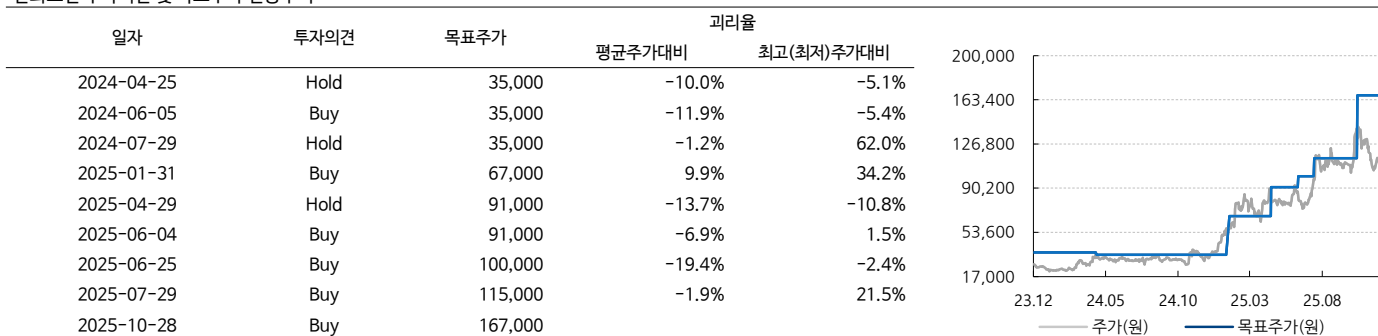
삼성중공업 투자의견 및 목표주가 변동추이



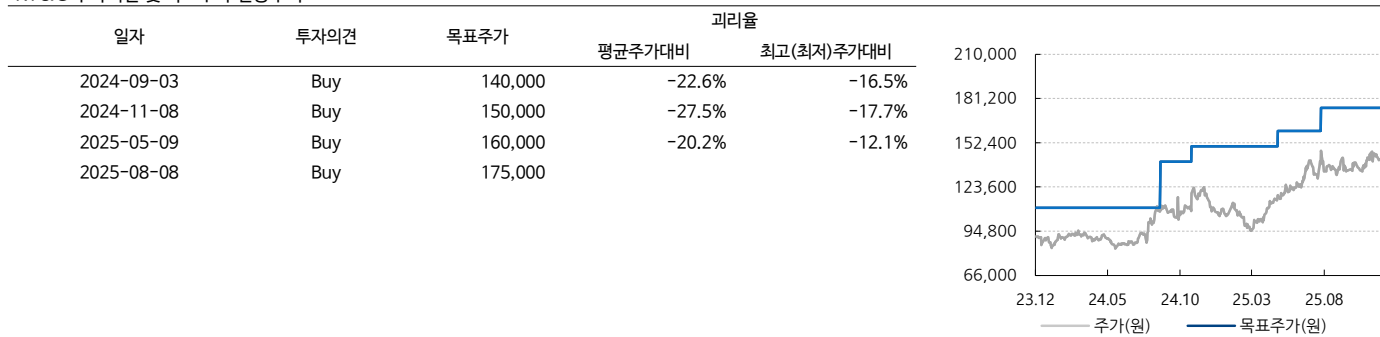
HD현대중공업 투자의견 및 목표주가 변동추이



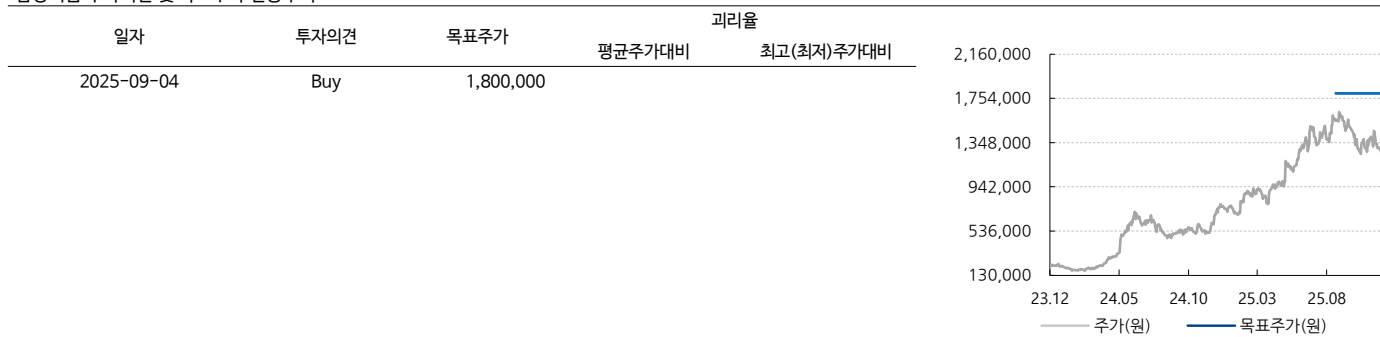
한화오션 투자의견 및 목표주가 변동추이



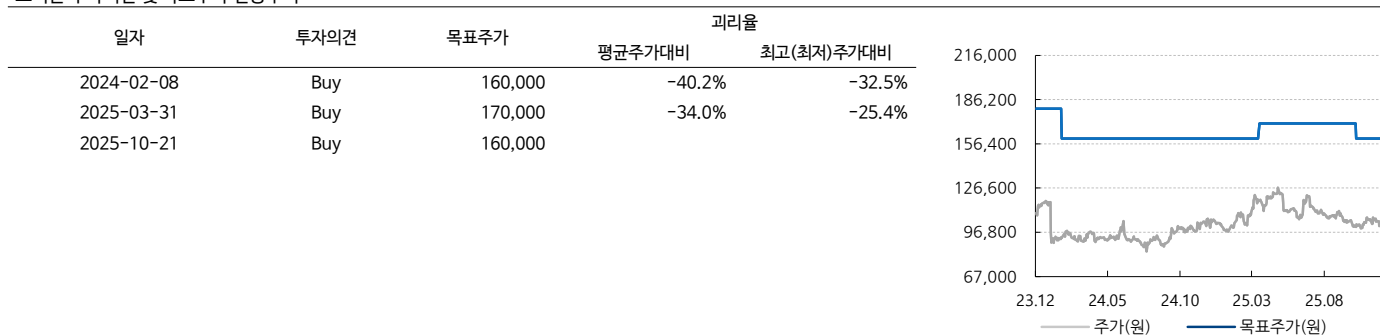
KT&G 투자의견 및 목표주가 변동추이



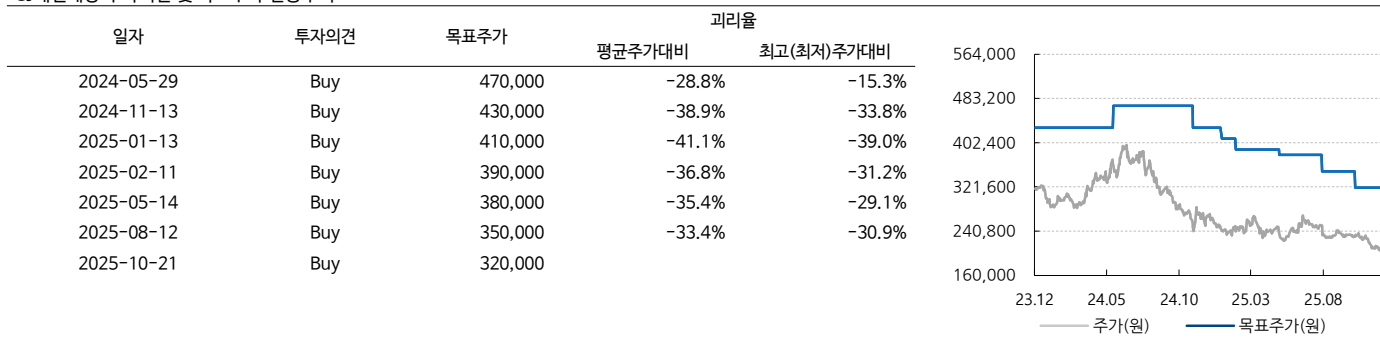
삼양식품 투자의견 및 목표주가 변동추이



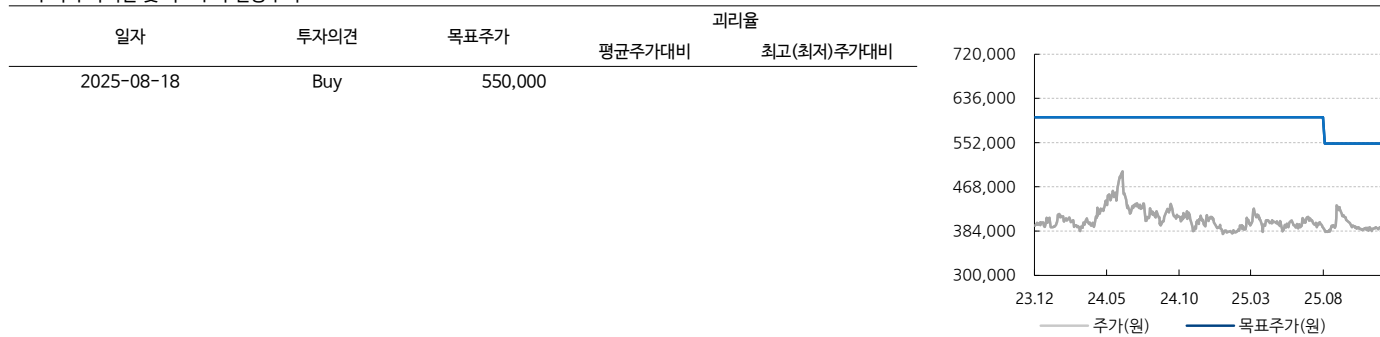
오리온 투자의견 및 목표주가 변동추이



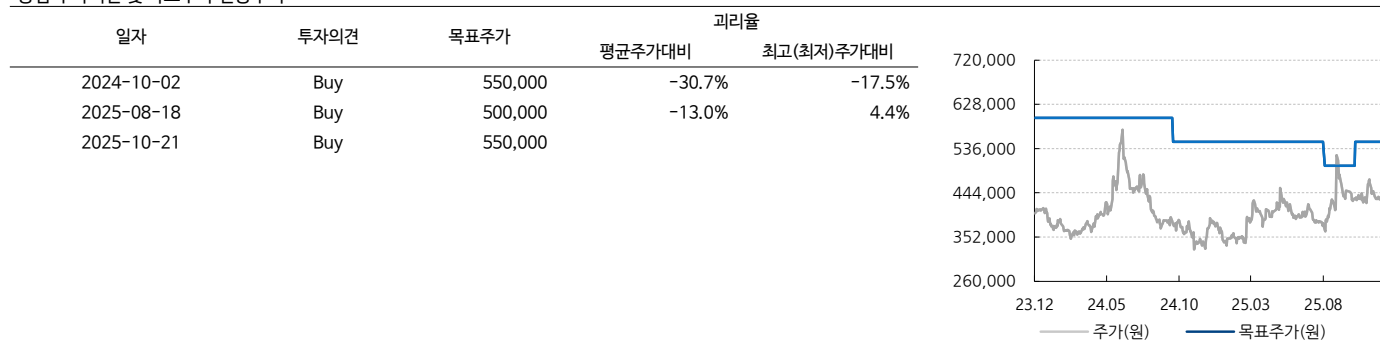
CJ제일제당 투자의견 및 목표주가 변동추이



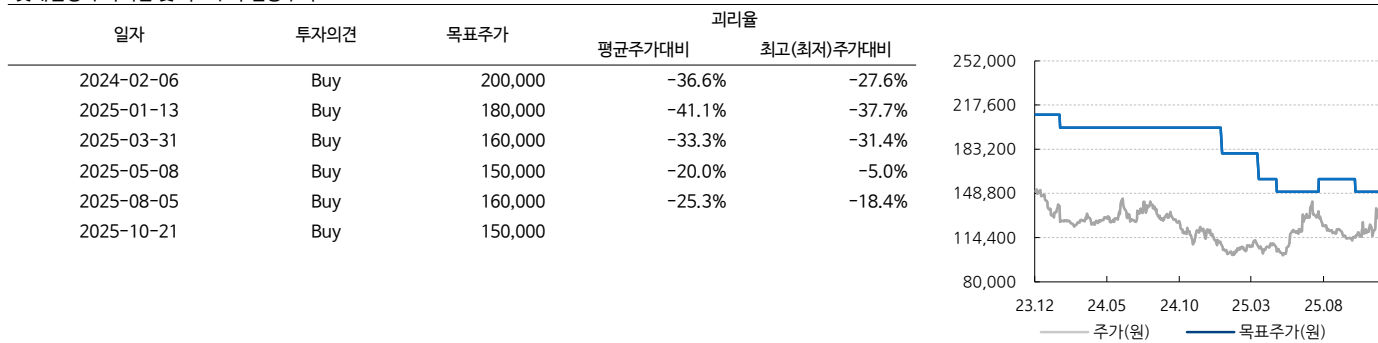
오뚜기 투자의견 및 목표주가 변동추이



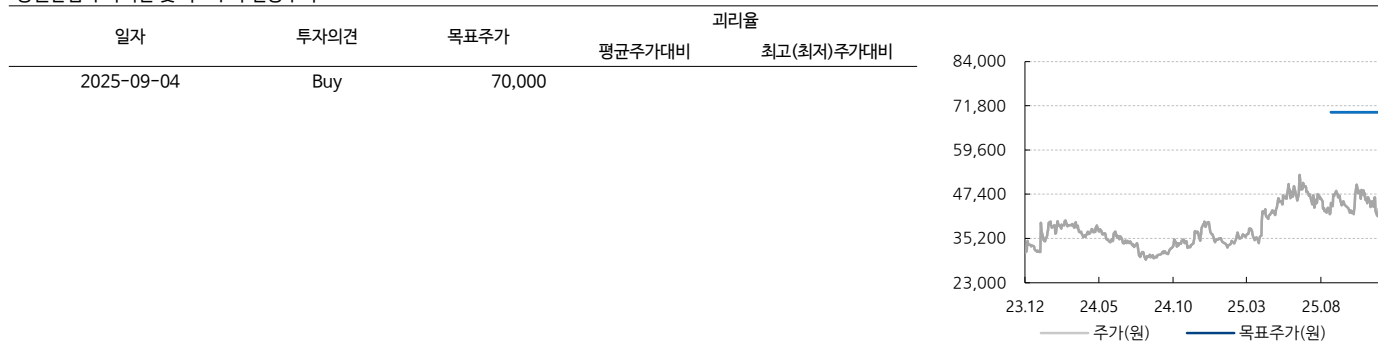
농심 투자의견 및 목표주가 변동추이



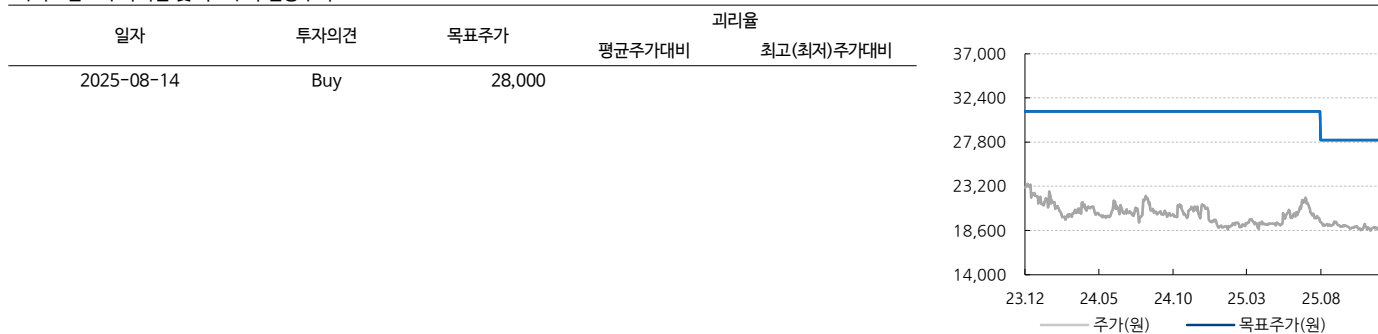
롯데칠성 투자의견 및 목표주가 변동추이



동원산업 투자의견 및 목표주가 변동추이

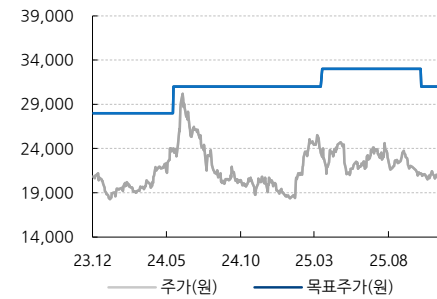


하이트진로 투자의견 및 목표주가 변동추이



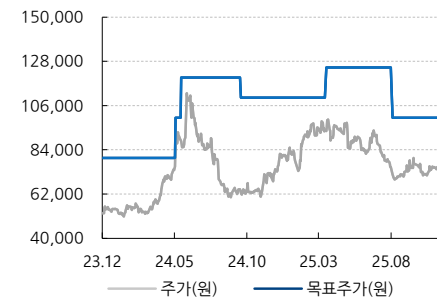
대상 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-05-29	Buy	31,000	-28.6%	-2.6%
2025-03-31	Buy	33,000	-31.1%	-25.2%
2025-10-21	Buy	31,000		



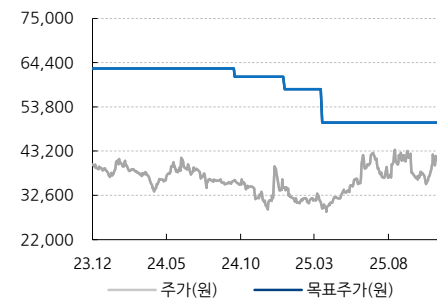
빙그레 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-05-17	Buy	100,000	-10.4%	-7.3%
2024-05-29	Buy	120,000	-32.1%	-6.6%
2024-10-02	Buy	110,000	-29.1%	-10.7%
2025-03-31	Buy	125,000	-29.5%	-20.8%
2025-08-18	Buy	100,000		



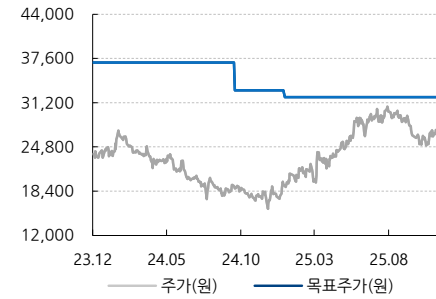
신세계푸드 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-10-02	Buy	61,000	-44.6%	-35.2%
2025-01-13	Buy	58,000	-45.1%	-40.3%
2025-03-31	Buy	50,000		



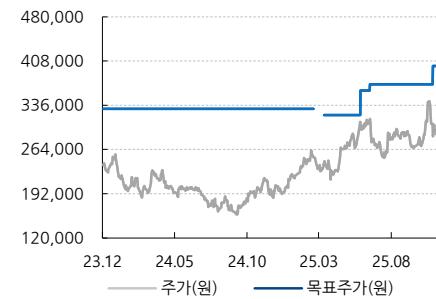
CJ프레시웨이 투자이전 및 목표주가 변동추이

일자	투자이전	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-10-02	Buy	33,000	-45.5%	-40.2%
2025-01-13	Buy	32,000		



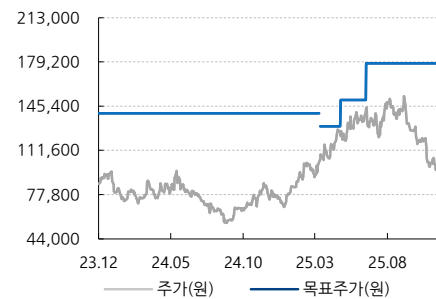
하이브 투자이전 및 목표주가 변동추이

일자	투자이전	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-03-26(담당자변경)	Buy	320,000	-20.2%	-3.4%
2025-06-11	Buy	360,000	-15.5%	-13.2%
2025-07-01	Buy	370,000	-23.3%	-7.4%
2025-11-11	Buy	400,000		

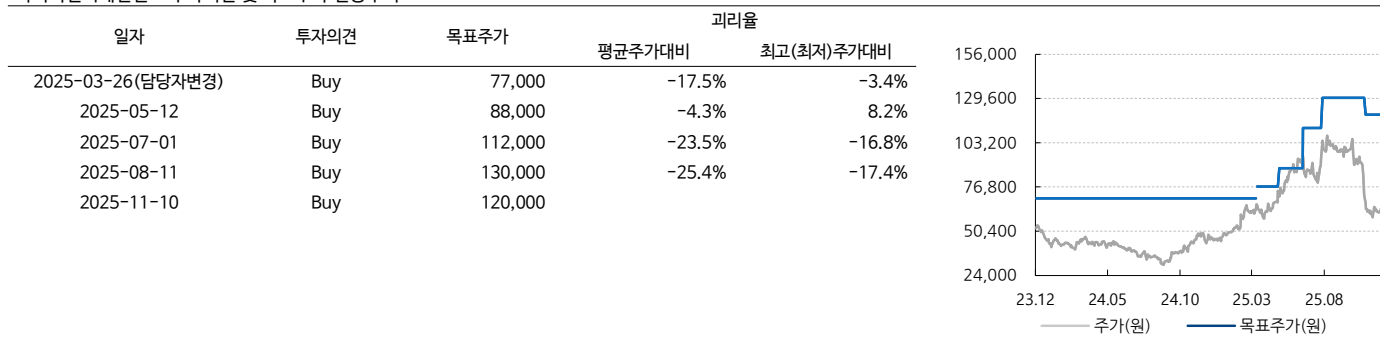


에스엠 투자이전 및 목표주가 변동추이

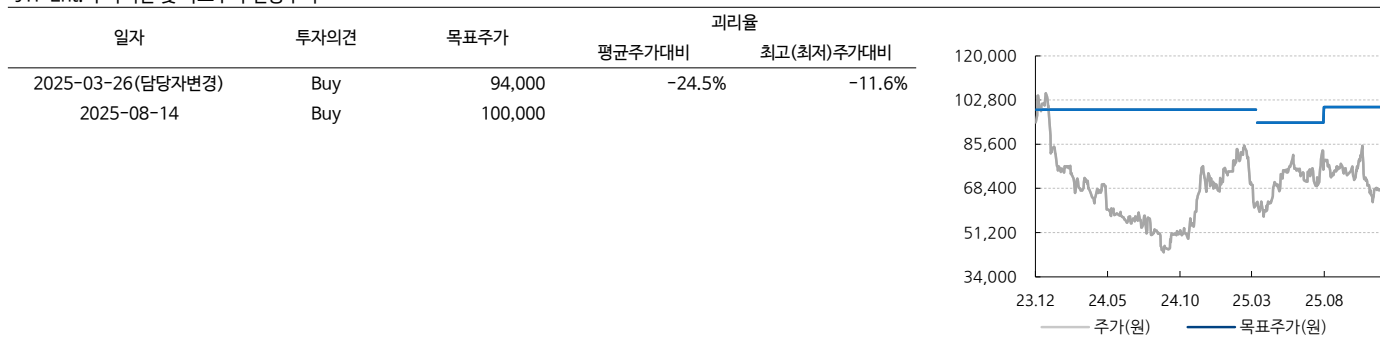
일자	투자이전	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-03-26(담당자변경)	Buy	130,000	-13.6%	-1.9%
2025-05-08	Buy	150,000	-12.6%	-6.0%
2025-07-01	Buy	178,000		



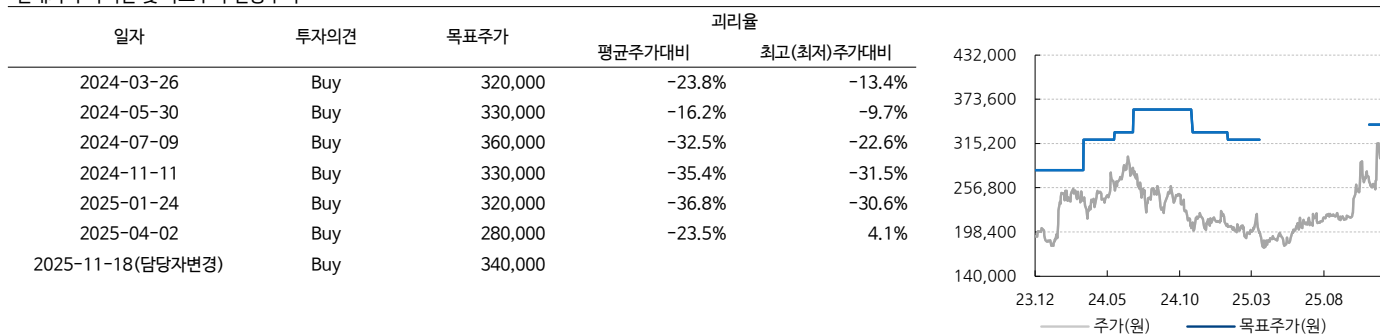
와이지엔터테인먼트 투자의견 및 목표주가 변동추이



JYP Ent. 투자의견 및 목표주가 변동추이

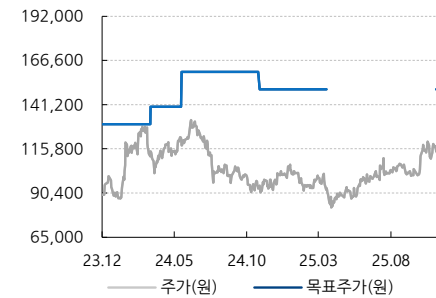


현대차 투자의견 및 목표주가 변동추이



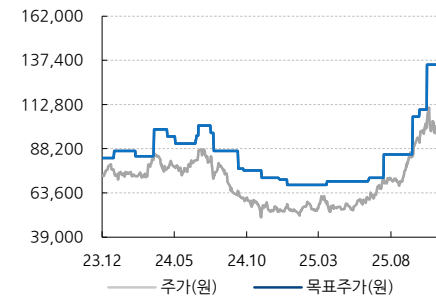
기아 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-03-26	Buy	140,000	-18.6%	-12.5%
2024-05-30	Buy	160,000	-31.9%	-17.3%
2024-11-11	Buy	150,000	-35.0%	-28.9%
2025-04-02	Buy	130,000	-22.9%	-7.8%
2025-11-18(담당자변경)	Buy	150,000		



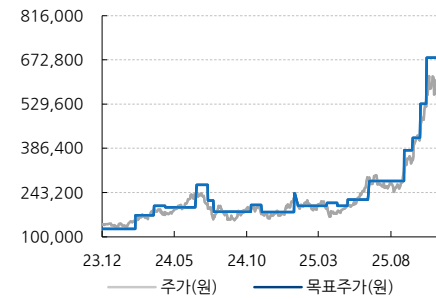
삼성전자 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-19.1%	-12.4%
2025-06-30	Buy	72,000	-10.0%	0.8%
2025-07-31	Buy	85,000	-13.3%	1.3%
2025-09-30	Buy	106,000	-14.5%	-10.9%
2025-10-14	Buy	110,000	-10.6%	-7.3%
2025-10-30	Buy	135,000		



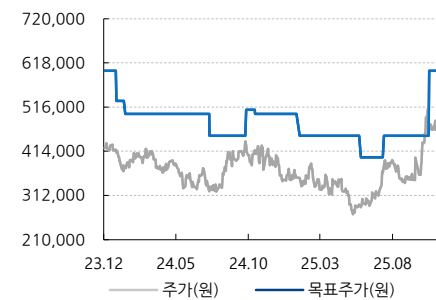
SK하이닉스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	5.5%	33.2%
2025-06-30	Hold	280,000	-3.0%	9.6%
2025-09-12	Buy	380,000	-8.4%	-5.0%
2025-09-30	Buy	420,000	-3.5%	1.9%
2025-10-16	Buy	530,000	-6.7%	0.9%
2025-10-29	Buy	680,000		



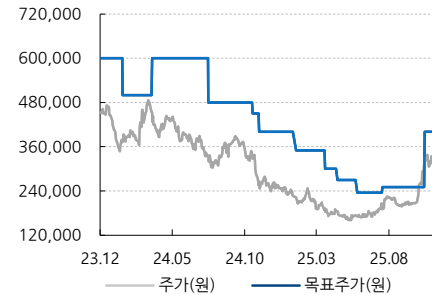
LG에너지솔루션 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-22.5%	-8.0%
2025-07-28	Buy	450,000	-14.7%	14.2%
2025-10-31	Buy	600,000		



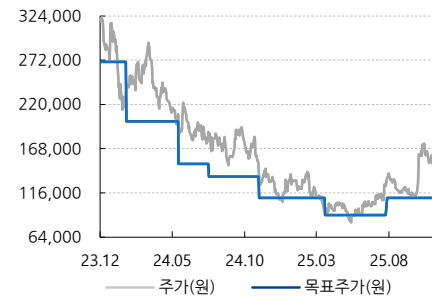
삼성SDI 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-01-31	Buy	500,000	-18.4%	-4.6%
2024-04-02	Buy	600,000	-35.7%	-27.4%
2024-07-30	Buy	480,000	-29.4%	-20.8%
2024-10-31	Buy	450,000	-35.7%	-26.4%
2024-11-14	Buy	400,000	-38.6%	-31.7%
2025-01-31	Buy	350,000	-40.7%	-30.7%
2025-04-02	Buy	300,000	-40.1%	-36.5%
2025-04-28	Buy	270,000	-37.0%	-32.0%
2025-06-09	Buy	235,000	-23.9%	-12.3%
2025-08-01	Buy	250,000	-12.2%	24.8%
2025-10-29	Buy	400,000		



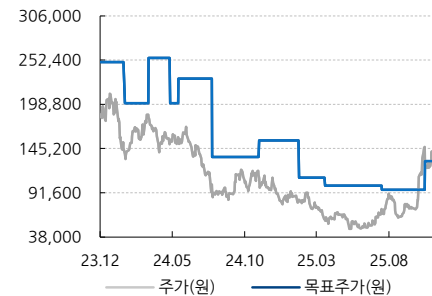
에코프로비엠 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-02-08	Hold	200,000	21.4%	46.3%
2024-05-28	Sell	150,000	26.9%	
2024-07-31	Sell	135,000	26.8%	
2024-11-14	Sell	110,000	14.5%	
2025-02-12	Hold	110,000	8.1%	28.0%
2025-04-02	Hold	90,000	11.7%	39.9%
2025-08-11	Hold	110,000		

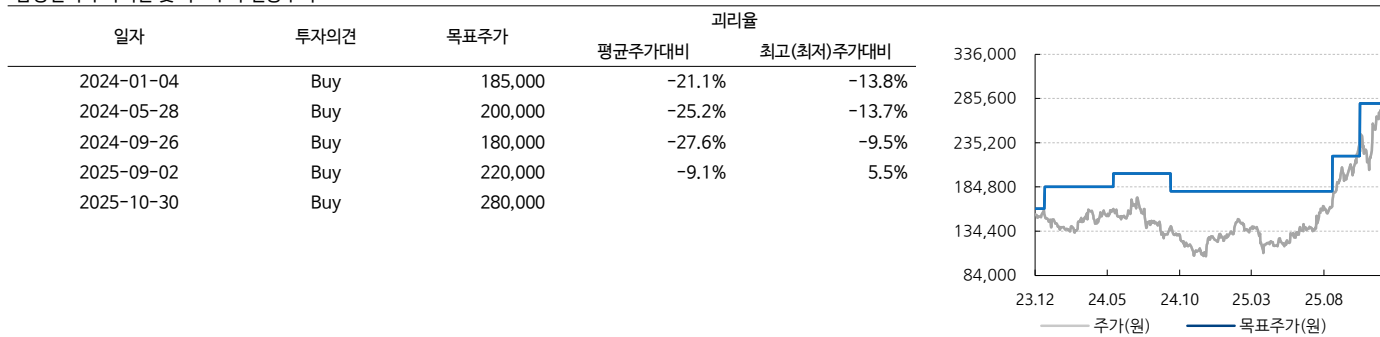


엘앤에프 투자의견 및 목표주가 변동추이

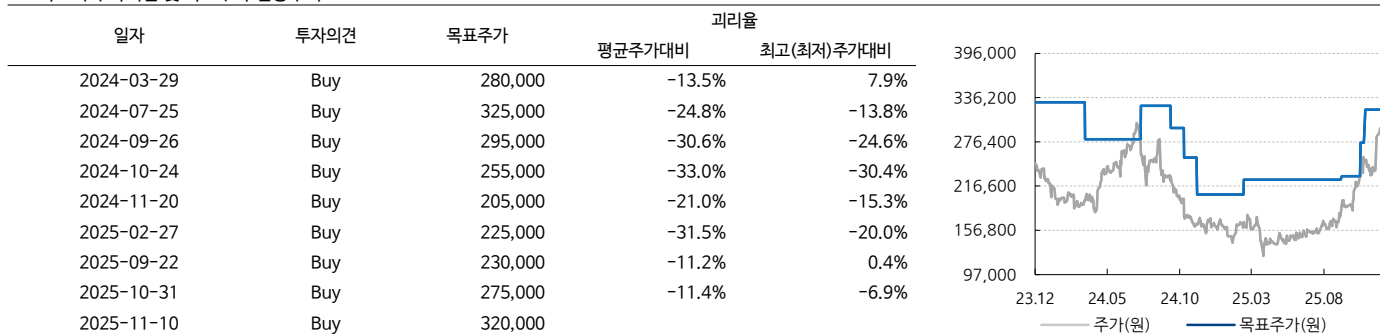
일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-02-05	Buy	200,000	-18.9%	-6.9%
2024-03-26	Buy	255,000	-36.9%	-29.1%
2024-05-10	Buy	200,000	-21.8%	-18.8%
2024-05-28	Buy	230,000	-39.8%	-25.4%
2024-08-07	Buy	135,000	-25.1%	-11.6%
2024-11-14	Buy	155,000	-40.1%	-27.6%
2025-02-06	Buy	110,000	-30.1%	-16.6%
2025-04-02	Buy	100,000	-42.6%	-28.0%
2025-07-31	Buy	95,000	-13.1%	54.7%
2025-10-30	Hold	130,000		



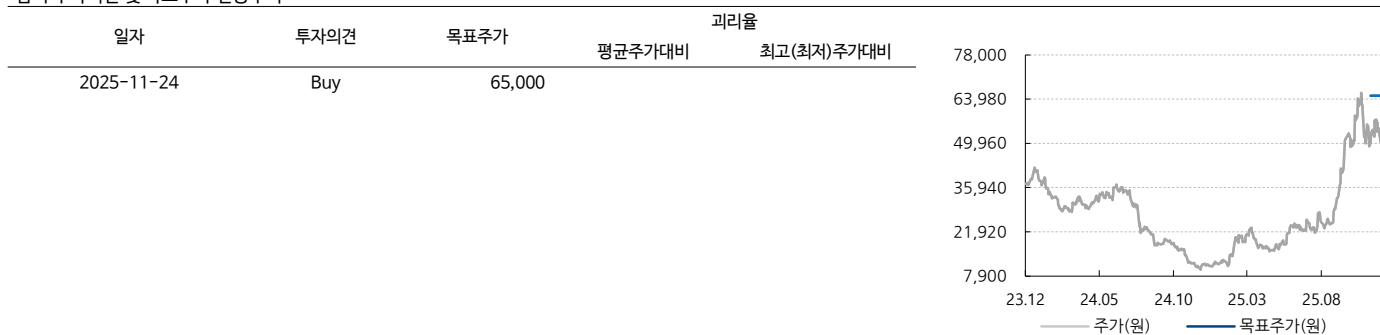
삼성전기 투자의견 및 목표주가 변동추이



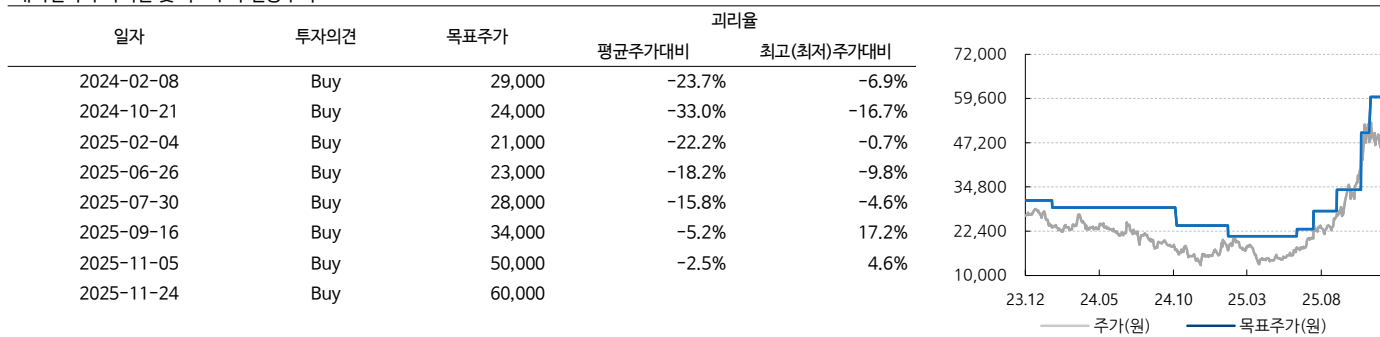
LGI노텍 투자의견 및 목표주가 변동추이



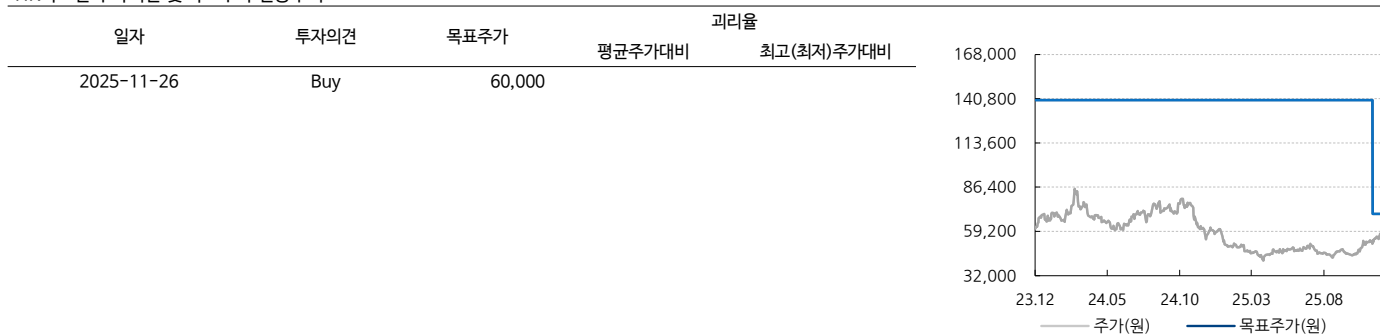
심텍 투자의견 및 목표주가 변동추이



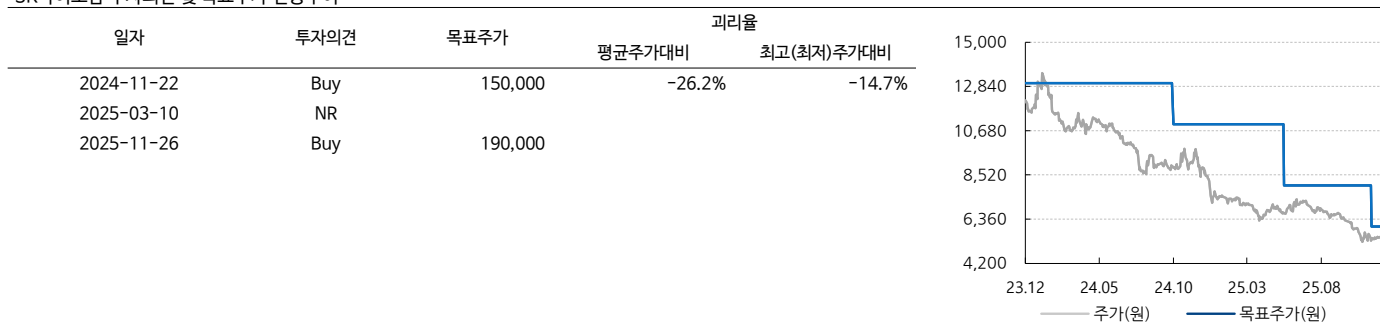
대덕전자 투자의견 및 목표주가 변동추이



HK이노엔 투자의견 및 목표주가 변동추이



SK바이오팜 투자의견 및 목표주가 변동추이



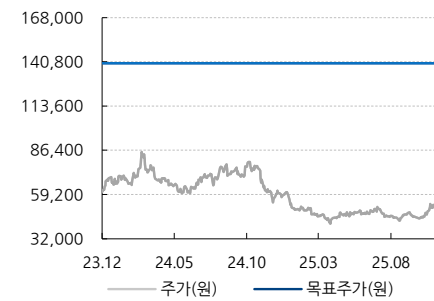
녹십자 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-11-26	Buy	200,000		



동아에스티 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-11-26	Buy	70,000		

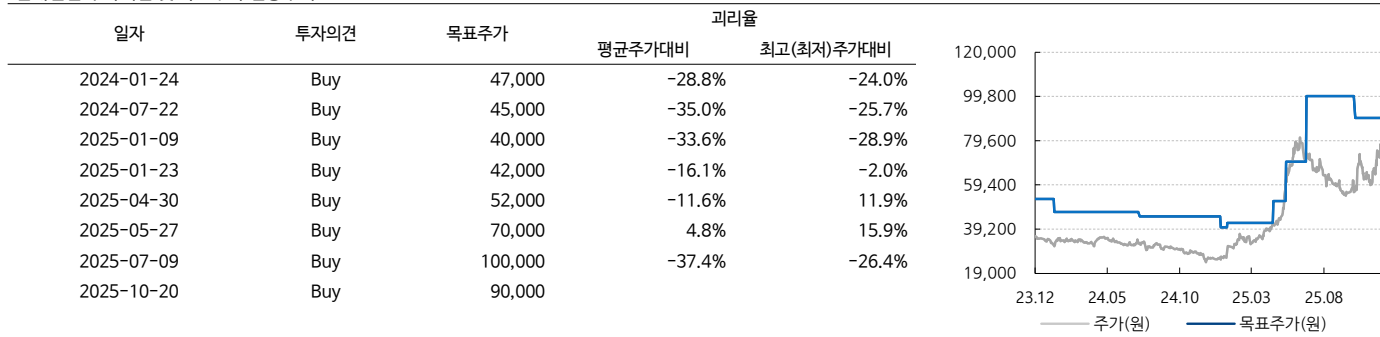


종근당 투자의견 및 목표주가 변동추이

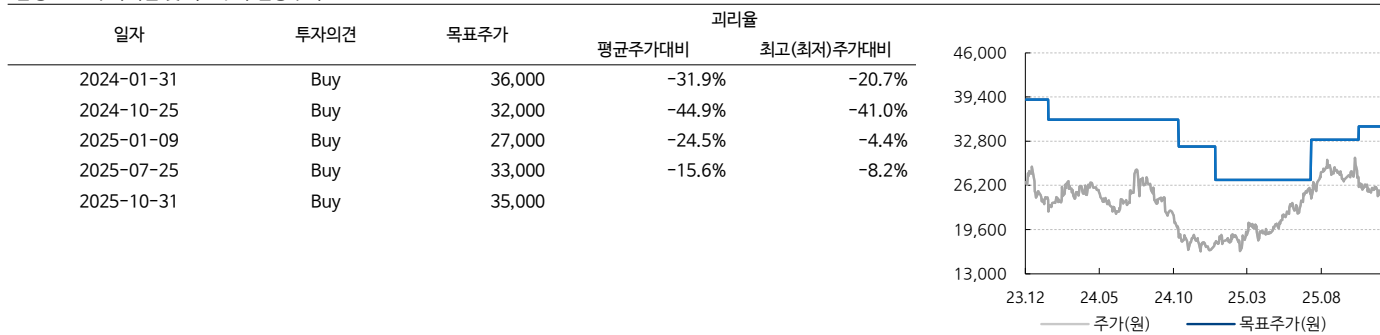
일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-11-26	Buy	120,000		



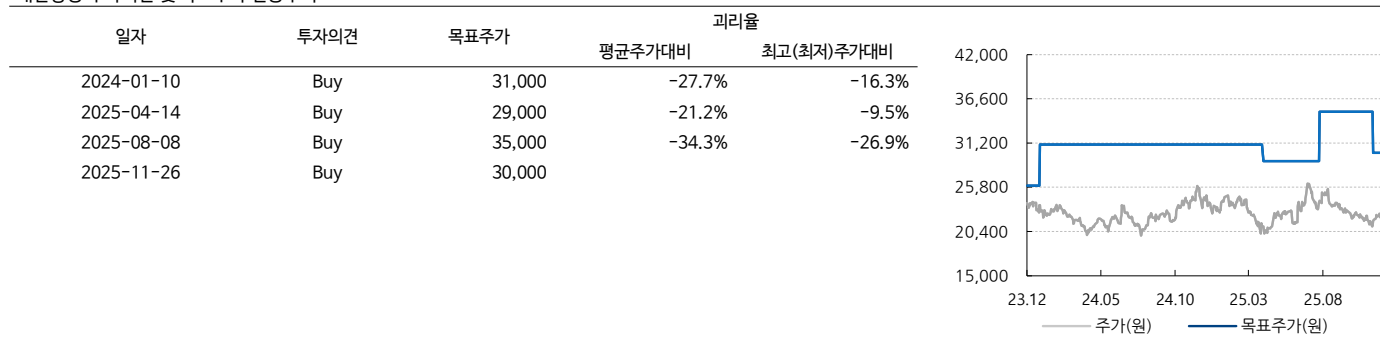
현대건설 투자의견 및 목표주가 변동추이



삼성E&A 투자의견 및 목표주가 변동추이

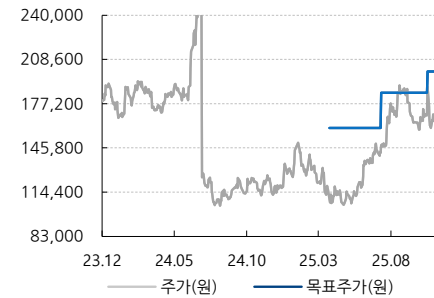


대한항공 투자의견 및 목표주가 변동추이



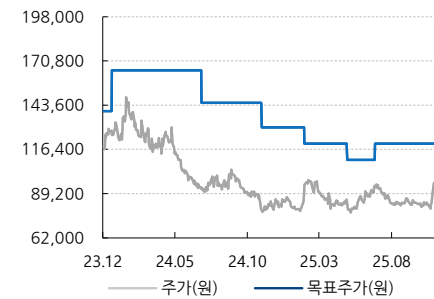
현대글로비스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-04-07	Buy	160,000	-23.3%	-7.0%
2025-07-25	Buy	185,000	-7.8%	2.8%
2025-10-31	Buy	200,000		



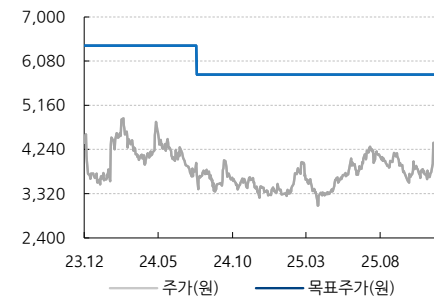
CJ대한통운 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-01-03	Buy	165,000	-28.1%	-10.0%
2024-07-10	Buy	145,000	-35.7%	-28.3%
2024-11-14	Buy	130,000	-36.8%	-31.6%
2025-02-12	Buy	120,000	-26.5%	-18.8%
2025-05-13	Buy	110,000	-22.7%	-14.9%
2025-07-11	Buy	120,000		

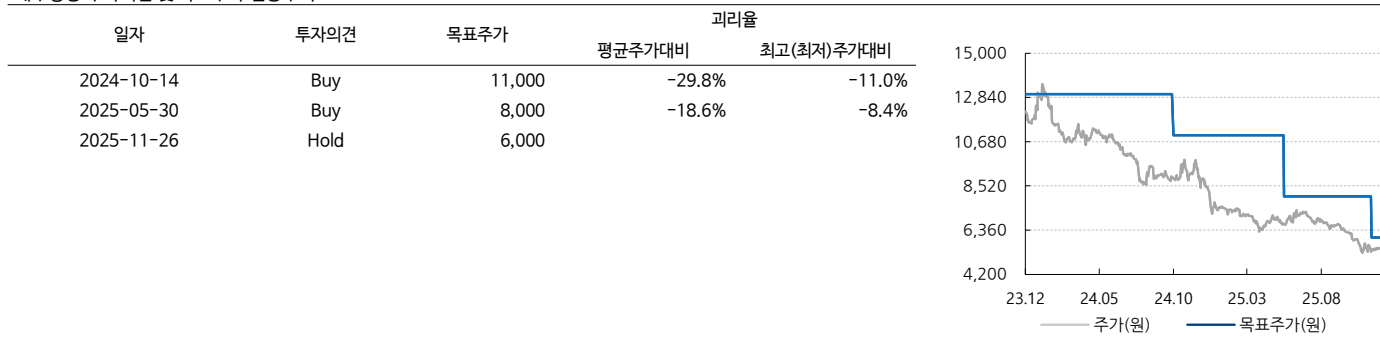


에이치엠엠 투자의견 및 목표주가 변동추이

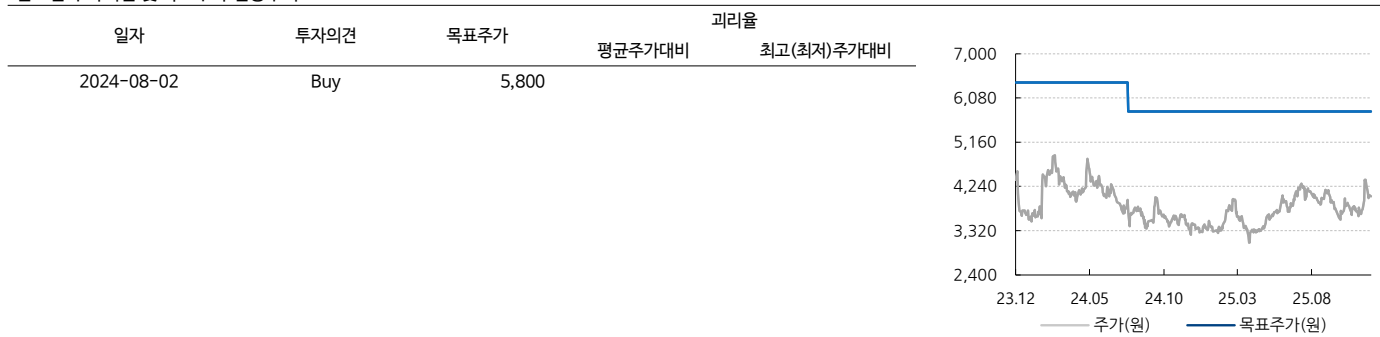
일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-04-07	Hold	21,000	2.3%	21.4%
2025-07-15	Buy	31,000	-23.4%	-18.5%
2025-08-14	Buy	29,000	-25.9%	-16.2%
2025-11-14	Buy	24,000	-21.0%	-19.8%
2025-11-26	Buy	23,000		



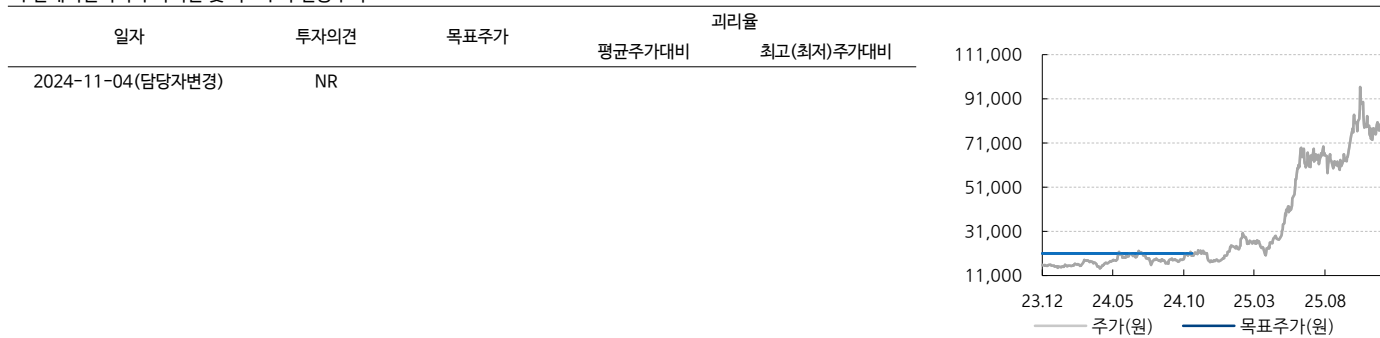
제주항공 투자의견 및 목표주가 변동추이



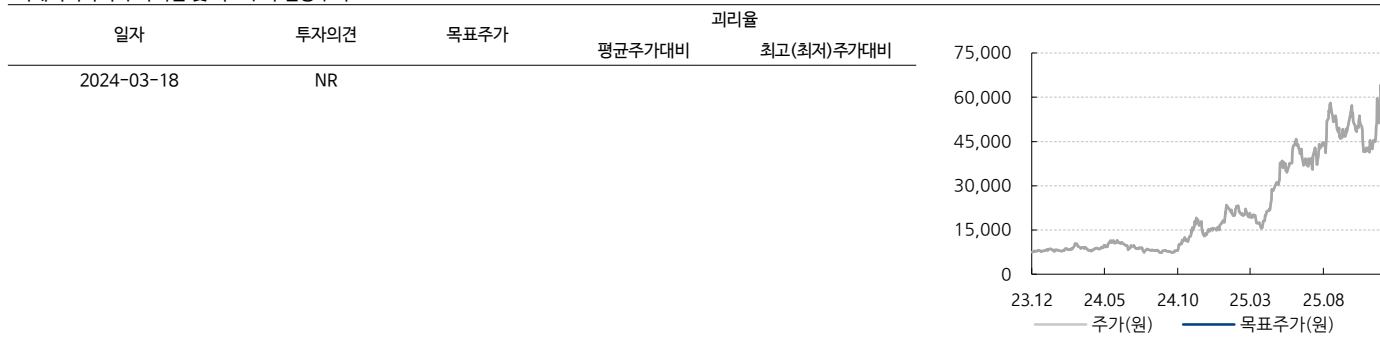
팬오션 투자의견 및 목표주가 변동추이



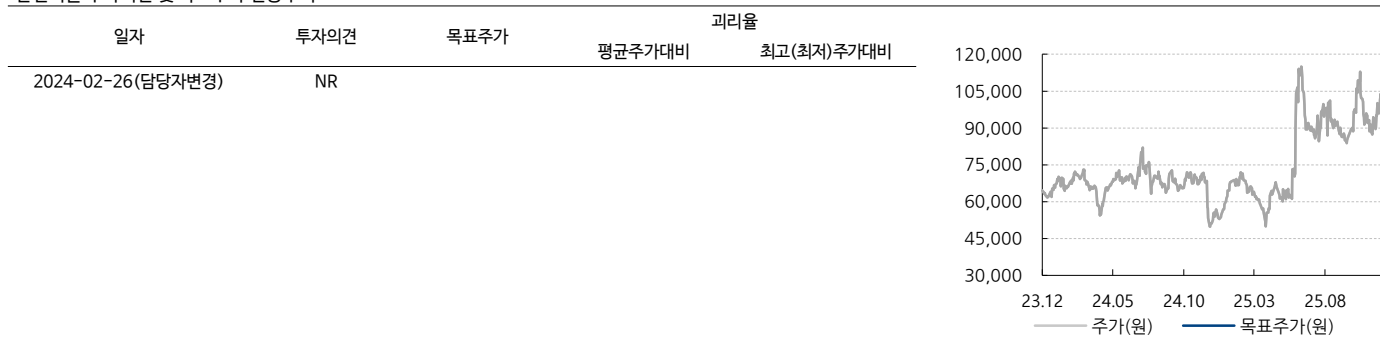
두산에너지 투자의견 및 목표주가 변동추이



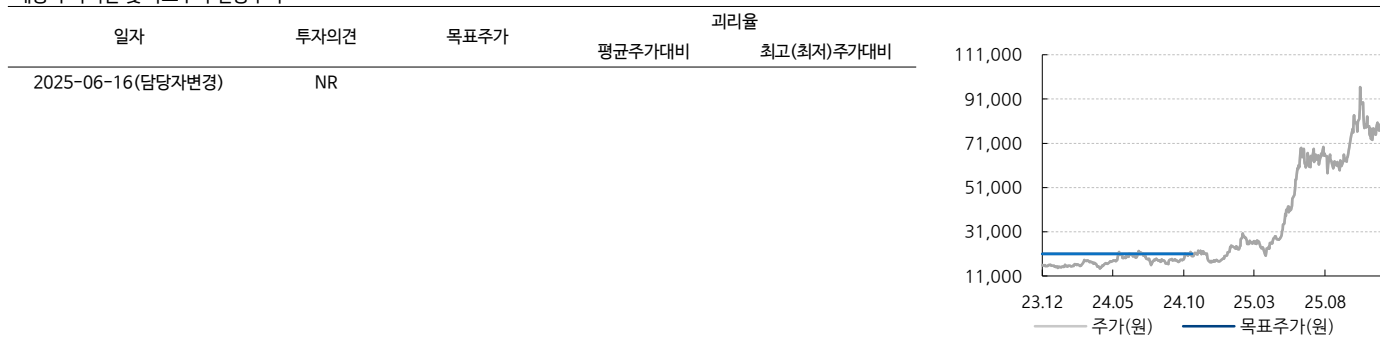
비에이치아이 투자의견 및 목표주가 변동추이



한전기술 투자의견 및 목표주가 변동추이



태웅 투자의견 및 목표주가 변동추이



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-mail등을 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)

[투자비율등급공시 2025-09-30기준]

매수
91%

중립(보유)
8.3%

매도
0.7%