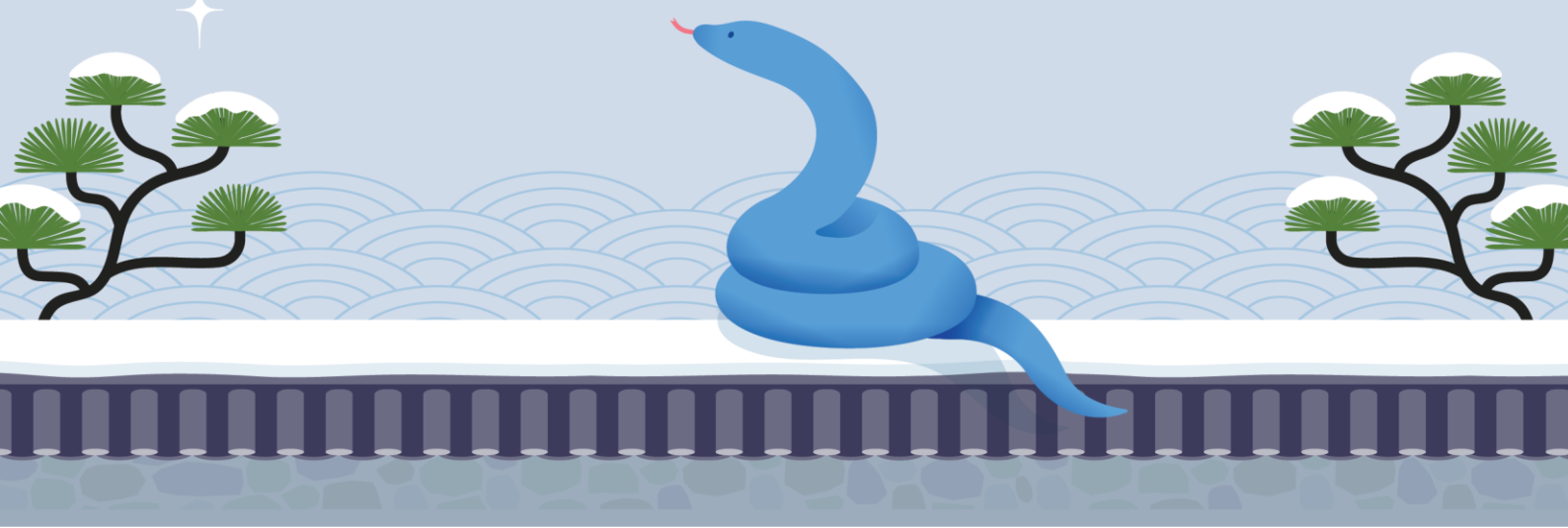
SK securities

2025년 연간전망

SK증권 기업분석부

반도체 한동희
IT하드웨어/2차전지 박형우
반도체 소부장 이동주
인터넷/게임 남효지
Mobility 윤혁진
에너지/화학 김도현
조선 한승한
철강/비철금속 이규익
지주회사 최관순
금융(은행,보험,증권) 설용진
의류 형권훈
제약/바이오 이선경



SK증권 리서치센터

최도연
리서치센터장

윤원태
자산전략부서장
크레딧

S K

황지우
퀀트

류진이
경제

조준기
주식/시황

윤혁진
기업분석부서장
Mobility

R E

최관순
기업분석 1팀장
지주/통신/ESG

한동희
기업분석 2팀장
반도체/반도체 소부장

나승두
기업분석 3팀장
미래산업/미드스몰캡

S E

박형우
IT하드웨어/2차전지

이선경
제약/바이오

이동주
IT소부장

나민식
유틸리티/신재생

남효지
인터넷/게임

박찬솔
미래산업/미드스몰캡

A

한승한
조선

이규익
철강/비철금속

R

C

형권훈
의류

허선재
미래산업/미드스몰캡

H

설용진
금융(은행/보험/증권)

김도현
에너지/화학/소재

Contents

2025 년 주식 연간전망: 절장보단(絶長補短) 9

산업전망

Part 1.

반도체 12
IT 부품/전기전자 20
반도체 소부장 27
2 차전지 36
인터넷 42
게임 50

Part 2.

Mobility 58
에너지/화학 65
조선 76
철강/비철금속 85

Part 3.

지주회사 92
금융(은행) 99
금융(보험) 113
금융(증권) 129
의류 141
제약/바이오 150

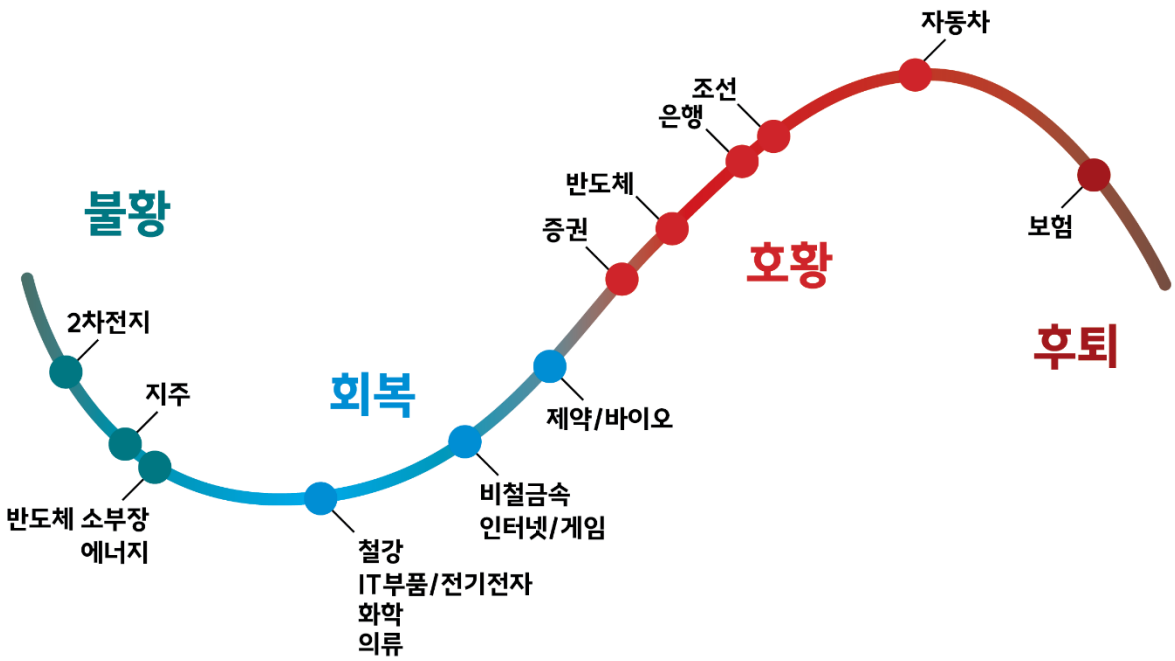
대형주 탑픽			
섹터	종목	시가총액 (십억원)	투자포인트
반도체	SK 하이닉스	124,197	- 4Q24 HBM3e 12H 출하 시작을 통한 시장 선점자 자위 재확인 - 수요 부진에 따른 Commodity 가격 하락에도 4Q24 최대실적 재차 경신 - 2025 년 시장 양극화에도 실적 안정성 및 가시성 가장 높음. 상저하고 패턴 예상 - 사이클 후반부의 주가 핵심은 결국 실적이 될 것
IT 부품 전기전자	삼성전기	8,298	- MLCC 의 상대적 매력도 : 재고 & 가동률 - MLCC 전방 비중 변화: 래거드 디바이스에서 전장/산업용/AI 로 다변화
	LG 이노텍	3,922	- 애플 인텔리젼스 모멘텀 확장: AI 디바이스 - 미중분쟁 반사수혜 재개 : 중국 경쟁사 점유율 하락-
2 차전지	삼성 SDI	17,844	- 가장 PBR 이 낮은 2 차전지 기업 (저점에 대한 고민) - 자동차 OEM 들의 각형 배터리의 선호도 상승
인터넷	NAVER	31,047	- 내년 'On-Service AI' 전략으로 검색, 플레이스, 콘텐츠, 쇼핑에 AI 기술 적용 확대하고 서비스 간 연계 강화해 수익화할 계획 - 핵심 사업 성장이 재개되며 수익성은 빠르게 개선될 것. 구체화된 AI 활용 전략과 서비스 변화에 따른 성장이 주가에 반영될 시기
게임	크래프톤	14,753	- PUBG IP 의 장기 성장 가능성 입증. 내년에도 계획된 콘텐츠, 높아진 트래픽 고려하면 지속 성장 가능할 것 - 내년에는 매분기 신작&퍼블리싱 역량 확인할 수 있는 이벤트 多. IP 라이선스 및 2PP 투자 적극적으로 전개 중, 이에 따른 추가적인 실적 업사이드 존재. 편안한 장기 성장 스토리 보유
Mobility	기아	39,226	- EV3, K8PE, 스포티지 PE, 카니발 HEV(미국), EV3(유럽) 신차 라인업 풍부 - 4 분기부터 HEV 증가와 신차 사이클 진입으로 실적 및 밸류에이션 정상화 기대 - PER 3.5x, 배당수익률 6.5%의 저평가와 주주환원 강화
	현대차	45,757	- HEV 모멘텀에 Toyota 다음으로 가장 잘 대응하는 기업 - 4 분기 미국 전기차 공장 가동으로 EV 경쟁력도 강화 - PER 4.6x, 배당수익률 5.7%로 자사주 매입 전 가장 싸게 살 수 있는 시기
에너지/화학	LG 화학	20,578	- ABS 수급부담은 타 제품대비 양호. 25 년 증설은 65 만톤으로 명목가동률 소폭 개선 예상 - 중국 부양책 확대 등 수요 개선요인 지속. 화학섹터 Risk 완화 시 대형주 중 상대적으로 양호한 펀더멘탈과 스토리
	효성티앤씨	1,179	- 특수가스 매각불발 관련 이슈로 주가 크게 하락. 하지만, 25 년 펀더멘탈을 고려했을 때 현재 주가는 과도한 저평가 - 스판덱스 수요는 25 년 추가 개선. 특히, 중국 외 경쟁력은 25 년 지속될 것으로 예상되는 상황에서 중국 수요 역시 24 년대비 점진적 개선 예상
조선	HD 한국조선해양	14,438	- 높은 환율과 낮은 강재가의 추가적인 등락 폭을 고려해 봤을 때 두 변수 관점에서 가장 민감도가 낮은 것으로 추정되는 HD 현대삼호의 실적이 훼손될 가능성은 제한적일 수밖에 없다는 판단 - '23 년 고선가 수주분의 점진적인 건조 비중 확대가 예정되어 있기 때문에 상대적으로 저가 카타르에너지 LNGC 물량이 없는 HD 현대삼호의 '25 년 연간 건조마진 15% 이상을 전망 - 나머지 자회사들의 투자포인트는 덤 (HD 현대중공업의 LNGC 와 특수선 모멘텀 + HD 현대미포의 시장 예상 대비 빠른 실적 개선 속도)

	HD 현대미포	4,877	- 백로그 선종 믹스 개선 및 고선가 건조 효과에 따른 조선주 중 가장 가파른 실적 개선세 시현하며 '26 년 연간 더블디짓 OPM 전망 - 주력 선종인 P/C 발주 환경 우호적이며, LNG 투자 모멘텀에 따른 고마진 LNGBV 수주 확대 - HD 현대베트남조선 기존 연간 15 척 건조 체제에서 23 척까지 캐파 증설 착수, 이에 따른 탑라인과 이익 동반 성장 예상
철강	풍산	1,623	- 25 년부터 구리 공급 증가 요인 제한적인 가운데, 중국 부양책 효과를 통한 구리 수요 개선 기대. 구리 가격 상승에 대한 수혜 예상 - 아직 방산 부문의 가치 제대로 평가받지 못하고 있지만 기업 밸류업 내용 발표를 통해 방산 사업 가치도 온전히 인정받을 것으로 기대
	현대제철	2,902	- 25 년 중국 철강 가격 상승 기대. 철강 대형사 중 퓨어 철강 업체인 동사의 주가 상승폭 클 것으로 예상
지주	한화	2,189	- 조선, 방산, 우주항공 등 자회사 주가 상승으로 밸류에이션 매력 확대 - 이라크 공사재개, 질산 생산 본격화 등 자체 현금흐름 개선 기대 - 주주환원 확대 여력 가장 큰 지주회사
은행	하나금융지주	17,550	- 상위사 중 전반적인 ROE 양호하며 주주환원 확대 의지도 견조 - KB, 신한과의 밸류에이션 갭 감안했을 때 Upside 높다고 판단 - 25 년부터 시행되는 균등배당 감안했을 때 3 월 중 가장 높은 배당수익률 기대
	KB 금융	37,621	- 안정적인 비은행 포트포리오 바탕으로 견조한 ROE 지속될 전망 - 밸류업 공시에 기반한 주주환원 확대 기조 감안했을 때 주주환원에 기반한 매력 높다고 판단 - 보수적인 건전성 관리 감안했을 때 Downside 리스크도 낮다고 판단
증권	한국금융지주	4,146	- 본격화된 금리 하락 기조 속에서 가장 높은 레버리지로 ROE 제고 전망 - 동사의 가장 큰 약점은 소극적인 주주환원. 다만 북 투입에 따른 리턴이 높아지는 사이클에서는 할인 요인은 제한적이라고 판단
보험	코리안리	1,323	- 업계 전반에 걸친 제도 불확실성 감안했을 때 가장 편안한 종목 - 요구자본 축소를 위한 공동재보험 등 출재 확대 기조 감안했을 때 Pricing 과 Growth 모두 긍정적인 모멘텀 기대
의류	휠라홀딩스	2,350	- 풍부한 현금흐름과, 이를 바탕으로 한 적극적인 주주환원 - 휠라코리아의 높은 실적 내년 턴어라운드 가시성 - 휠라 USA 사업축소에 따른 고정비 절감으로 영업적자 대폭 축소 전망
제약/바이오	삼성바이오로직스	66,761	- 신규 수주 실적을 통해 확인된 CMO 비즈니스의 경쟁력 - 중국 수입품 관세 인상, 생물보안법 등 영향에 따른 수혜 기대 - 25 년 1 월 시행될 Medicare Part D 개편에 따른 바이오시밀러 시장 개화 기대
	SK 바이오팜	7,667	- 미국 엑스코프리의 성장으로 영업 레버리지 효과 확대 기대 - 24 년 말-25 년 초 도입할 2nd Product 로 외형 성장 기대 - 25 년 RPT/TDP 파이프라인 업데이트에 따른 항암 파이프라인 가치 확인

중소형주 탑픽			
섹터	종목	시가총액 (십억원)	투자포인트
IT 부품 전기전자	이수페타시스	1,442	- 가장 수급이 타이트한 부품군 (MLB) - 미중분쟁 반사수혜 확대 : MLB 생산/공급의 80%가 중국
	아이티엠반도체	320	- 향후 4 년간 국내 고객사 내 점유율 상승 (보호회로 업그레이드) - 전자담배 위탁생산 점유율 상승
IT 소부장	리노공업	2,337	- 모바일 성장 둔화 우려에도 영향은 제한적. 양산 30%, R&D 70% - AP R&D 용 소켓 시장 점유율 압도적 우위. 고부가가치 영역 - 2025 년 P/E 20x 로 역사적 Band 하단에 근접
	주성엔지니어링	1,331	- 높은 중화권 매출 비중은 단기 실적 측면에서 긍정적 - 메모리 신규 고객사 및 비메모리 High-end 영역으로 확장 - 국내 메모리 제조사 ALD 공정 확대 수혜
	파크시스템스	1,221	- 공정 난이도 상승에 따른 검사 장비 수요는 점증 - 전공정에서 후공정으로 Application 확대 구간 - 2025 년 P/E 22x 로 저평가 매력 부각
Mobility	넥스트칩	246	- 하반기부터 주요 고객사 대부분의 모델에 ISP 공급하면서 매출 증가 중 - 유럽 완성차 향으로 ADAS SoC 공급 추진 중 - 동사의 ISP, ADAS 칩은 자율주행 차량, 로봇 등에 적용 가능
	우신시스템	128	- 24 년, 25 년 영업이익 340 억원, 410 억원 전망되지만, 시총은 1,300 억원대 - 생각보다 높은 2 차전지 자동화 장비 매출액과 이익률 기록 중 - 배터리 장비 발주의 주도권이 완성차로 넘어가며 차체와 배터리 조립 일체형 장비 수주 지속
에너지/화학	유니드	443	- 25 년 1 월 중국 9 만톤 설비 증설에 따른 출하량 증가 예상. CPs 설비 역시 2H25 안정화되며 실적 개선 기여 전망 - 가성칼륨 Spread 는 견조한 상황 지속. 특히, 염화칼륨 공급 축소 발생시 가성칼륨 ASP 상승 역시 예상
조선	한화엔진	1,362	- 글로벌 DF 선박엔진 제작부터 시운전까지 소요시간이 기존 예상 대비 늘어나면서 수요-공급 불균형 확대 중 - 중국 조선소 매출원 확보하고 있기 때문에 이들의 DF 컨테이너선 수주 독식을 헷지할 수 있으며, 내수와 수출 납품 단가 차이 없음 - '25 년 4 월 MEPC83 에서 시장의 예상 대비 강한 강도의 GHG 중기조치 합의안 도출 시, 글로벌 DF 선박 발주 수요 급증 예상
철강	세아제강	327	- 북미 유정관 재고 조정 어느정도 마무리되며 유정관 가격 상승 전환 - 트럼프 취임 이후 유정관 수요 확대 기대 - 24 년 예상 배당수익률 7%를 상회, 배당 매력도도 충분
의류	화승엔터프라이즈	511	- 고객사인 아디다스 신발의 글로벌 판매 호조 - 내년 고단가, 고수익성 아디다스 신규 오더 매출 본격화 - 이에 따른 높은 매출 성장성과 수익성 개선 모멘텀 존재

제약/바이오	리가켐바이오	3,720	- 연이은 글로벌 기술수출과 ADC 의 핵심인 높은 Therapeutic Index(TI)로 글로벌 기술 경쟁력 입증 - 동사의 Lead Pipeline 인 LCB14(HER2 ADC), 25 년 중국 조건부 허가 신청 기대 - 차세대 ADC 로 기대되는 ISAC (Immune Stimulating ADC) 개발경쟁에 진입 - 가장 큰 항암시장인 NSCLC 타겟 Trop2 ADC LCB84 임상 중간결과 발표 기대 safety 측면에서의 경쟁력 검증이 중요
	대웅제약	1,536	- 저평가 매력주, 고마진 품목의 성장으로 외형 성장과 수익성 개선 기대 - 25 년 상반기, 중국 나보타 및 펙수클루(미란성 식도염 대상)의 중국 시판허가 기대 - 중국 나보타 시판 허가 임박에 따라 중국 기술 수출 계약도 기대 가능
	HK 이노엔	1,179	- 핵심 품목인 케이캡의 성장으로 외형 성장과 수익성 개선 지속 - 25 년 상반기, 케이캡 미국 비미란성 임상 3 상 결과 발표 기대 - 특허방어 전략 성공여부에 따라 기업가치 급성장 가능성 존재
스몰캡	지어소프트	137	-국내 유통사 전반적으로 실적이 부진한 가운데, 얼마 안 되는 성장 업체 -당장의 뚜렷한 성장 드라이브 보다는, 업계 재편 속 향후 포지셔닝에 주목 -현재 특색 있는 SKU 확보를 위해서 이태리 수입 식료품/침구류 시장 등 노크 중
	피엔티	1,064	-국내에서 가장 유의미한 성장 보여준 2 차전지 전극라인 장비업체 -전기차 Chasm 구간에서도 중국향 매출액 늘어나면서 성장세 지속 -중국을 제외하면 글로벌하게 1 위 업체일 것으로 추정하며, 수주 경쟁력 돋보여
	SG	312	- '중소기업 적합업종 규제' 완화되며 탄력적인 국내 매출 회복 예상 - 해외진출까지 더해지며 향후 큰 폭의 실적 성장 달성 기대 - 우크라 재건 사업과 신제품'에코스틸아스콘'으로 신규시장 침투 전망
	디어유	914	- 25 년부터 전반적인 엔터 업황/투자심리 회복 예상 - 10/28 체결한 '텐센트 뮤직(TME)'과의 파트너십을 통한 큰 폭 실적 성장 전망 - 신규 아티스트 입점 효과, 중국/일본/미국 등 신시장 진출, 다양한 신사업 확장
	바디텍메드	378	- 미국, 중국, 브라질 등 신사업 가시화 전망 - 상저하고 실적 성장 지속될 것으로 예상되며 신사업 실적 더해질 것 - 반려동물용 진단키트 신사업에 가장 큰 관심을 가질 필요

2025 년 주요 섹터 업황 전망



자료: SK 증권

2025 년 주식 연간전망: 절장보단(絶長補短)

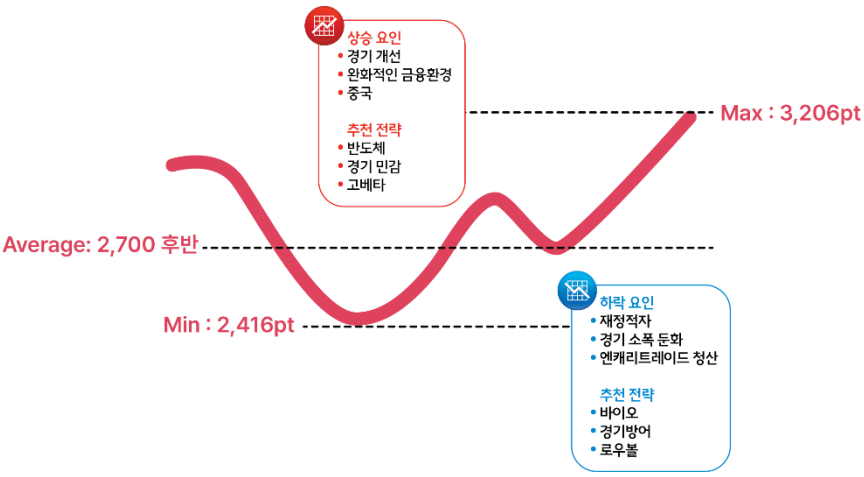
그래도 올해보다 나을 가능성 높은 내년, 경로는 상저하고 전망

국내 증시만 유독 약했던 한 해였다. 내년 증시에 대해서는 유불리 요인들이 복합적으로 존재하지만 장점들이 단점들을 보완하는, 절장보단(絶長補短)의 상황을 목격하게 될 가능성이 높을 것으로 판단해 증시 전반에 대해 긍정적 의견을 제시한다.

경기가 소폭 둔화되는 와중에 재정적자 관련 탑다운 리스크가 심화될 수 있는 연초는 조심할 필요가 있으며, 이후 기준금리 인하 사이클 효과가 점차 나타나며 우호적인 주식시장 분위기가 전개되는 경로를 예상한다. 이에 맞추어 초반에는 경기방어주, 이후부터는 경기민감주 비중을 점차 늘리는 전략을 추천하며, 시장 주도주 측면에서는 제약/바이오에서 반도체로의 전환을 염두에 두어야 할 것이다.

증시의 핵심 요인인 ROE 와 Risk Premium 의 예상 변동 범위로 가늠해본 코스피의 예상 평균값은 2,700pt 후반으로 전망하며, 확대된 매크로 리스크의 영향력과 변동성을 고려했을 때 발생 가능한 연저점 및 연고점의 편차는 상당히 높을 수 있다고 판단하여 2,416 ~ 3,206 pt 을 연간 코스피 밴드로 제시한다.

2025 년 코스피 예상 경로



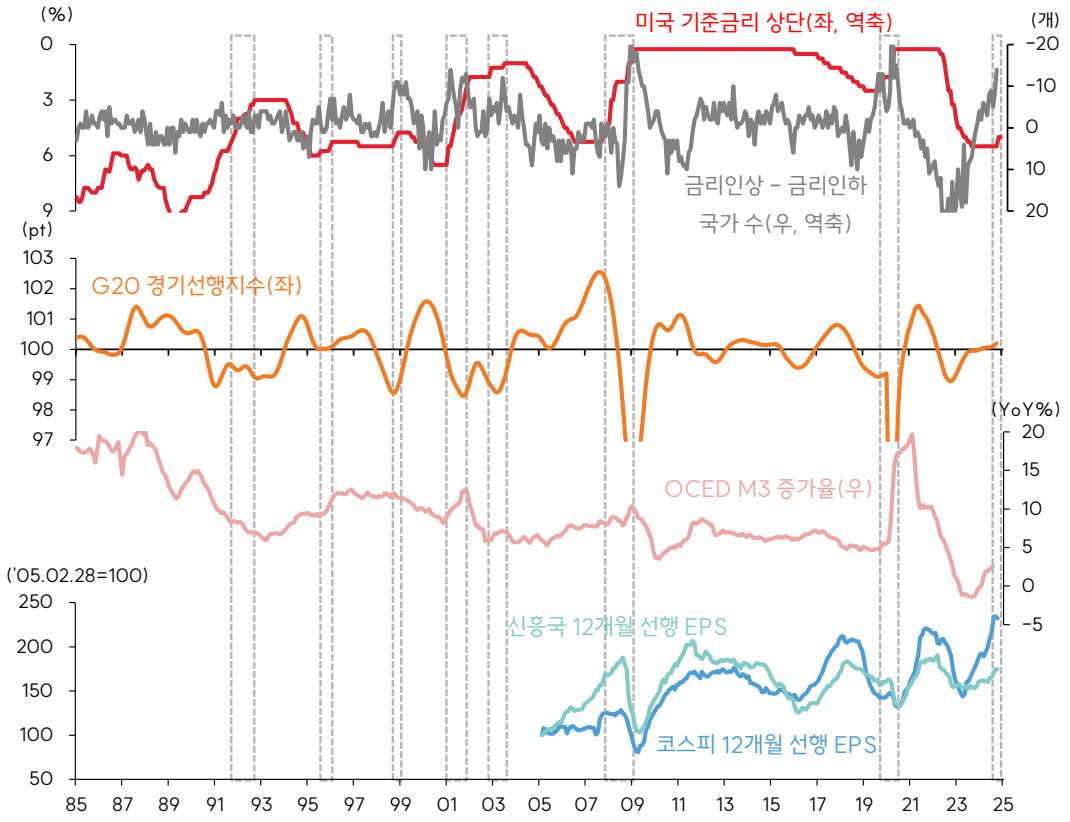
자료: SK 증권

Analyst 조준기
junkee.cho@sks.co.kr / 3773-9996

현재는 전형적인 경기 침체 없는 기준금리 인하 사이클로 판단한다. 최근 미국 실업률이 상승하며 과거 경기 침체를 예상했던 지표들의 기준선을 넘어서는 상황이 전개되기도 했으나, 실업률 상승의 이유가 과거처럼 실제 해고가 급증해서가 아니라 노동 인구의 유입이 가파르게 나타나서이기 때문에 과거와는 다른 상황으로 해석한다. 당분간 경기가 소폭 둔화될 수는 있으나 그 둔화의 폭은 제한될 것으로 예상하며, 그 기간도 길지 않을 것으로 생각한다.

과거 경기 침체 없는 인하 사이클 내에서는 경기와 유동성 전반적으로 온기가 돌며 증시도 강세를 보였던 경험이 대다수이기 때문에, 최근의 변수들을 고려하더라도 증시에 대해 긍정적인 시각을 가질 만한 근거로 생각한다.

침체 없는 기준금리 인하 사이클이라면 시차는 있더라도 경기 반등과 주가 상승이 함께 일어날 가능성



자료: SK 증권

최근까지 국내 증시 내에서 주도주로 역할을 했던 업종은 크게 1) 반도체, 2) 2 차전지, 3) 제약/바이오로 압축할 수 있다. 큰 변수가 없다면 향후 주도 업종도 이들 안에서 결정될 가능성이 높을텐데, 최근 이들의 주가 흐름상 세 업종 모두 코스피 지수 대비 아웃퍼폼하는 그림은 관측하기 힘들었다.

당사는 2 차전지를 공급 과잉 및 수익성 훼손 심화 등의 이유로 상대적으로 비선호하며, 트럼프의 미국 대선 승리에 따라 추가적으로 업황이 악화될 소지 또한 다분하다. 반도체 관련해서는 AI 쪽 수요는 강력하나 재고 조정 등과 레거시 업황에 대한 우려가 걷히기까지는 다소 시간이 필요하다고 판단하여, 경기방어적 성격을 지니면서도 금리 하락에 우호적으로 반응하는 제약/바이오가 상대적으로 아웃퍼폼을 지속할 가능성이 높다는 생각이다.

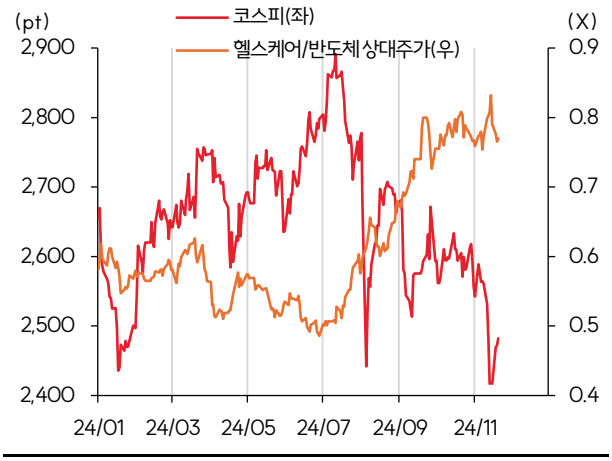
이후 하반기를 향해 경기가 실제로 돌아서면서 온디바이스 AI 킬러앱 등장이나 레거시 업황의 반등이 가시화될 경우 주도주는 반도체로 전환될 가능성에 무게를 두며, 과거와 다르게 이익 방어력이 높고 보수적 Capa 운영이 지속될 현재 사이클의 특수성까지 감안할 경우 주도주 교체 시점은 더 앞당겨질 가능성 또한 존재한다.

최근 분기별 2 차전지, 반도체, 헬스케어 업종 초과수익률

분기	2 차전지	반도체	헬스케어
4Q21	0.71	12.32	-8.97
1Q22	-5.85	-3.39	-3.17
2Q22	5.26	-4.94	1.07
3Q22	-0.65	-0.39	-0.53
4Q22	-2.02	0.18	-2.62
1Q23	58.64	6.81	-10.53
2Q23	1.58	11.38	-2.58
3Q23	-2.14	0.17	3.63
4Q23	-11.67	8.39	6.85
1Q24	-8.77	7.29	4.04
2Q24	-20.63	5.09	-11.83
3Q24	9.59	-17.79	23.74

자료: Quantiwise, SK 증권
주: 각 업종의 분기별 코스피 대비 초과수익률 기준

반도체 숨고르기 구간에는 헬스케어 업종 우위 전망



자료: Quantiwise, SK 증권

반도체

양극화 심화 속 체질 개선

반도체/반도체 소부장. 한동희

SK 증권

반도체 비중확대(유지)

양극화 심화 속 체질 개선과 상저하고의 실적 전망

2025 년 메모리 시장 전망
프리미엄 시장 강세 지속,
레거시는 경기 회복 필요
-> 실적 양극화 사이클

SK 증권은 2025 년 메모리 시장의 양극화와 업계의 체질 개선에 주목한다. 2025 년에도 AI 설비 투자의 강세는 지속될 것으로 전망되지만, 경기 회복에 따른 세트 수요의 회복 없이 On-device AI 확대에 따른 컨텐츠 성장만으로는 지속 가능성에 대한 의구심이 지속될 수밖에 없다는 점과 CXMT 의 구조적인 DRAM 생산 능력 확대를 감안하면 프리미엄 시장 강세 지속, 레거시 업황 부진의 메모리 업황 양극화는 심화될 가능성이 높다고 판단한다. 이는 프리미엄 제품 경쟁력 수준에 따른 메모리 업체 간 실적의 양극화 심화를 의미한다.

CXMT 의 생산 능력 확대는 구조적
고부가 중심 포트폴리오 재편 필요
실적: 레거시 출하 지양, 고부가 확대
생산: 레거시의 선단 전환 가속화

중국의 생산 능력 확대는 업황에 연동되는 '변수'가 아닌 '상수'라는 점과 레거시 수요 부진이 맞물리고 있는 상황에서 DRAM 3 사는 프리미엄 제품 중심으로의 포트폴리오 재편을 진행할 것으로 판단된다. 실적 관점에서 레거시 출하 지양, HBM 등 프리미엄 제품 출하 확대 (Blended ASP 방어)로, 생산 관점에서는 해당 전략의 한계점인 재고 축소 둔화를 보완하기 위해 Commodity 증설 투자 지양 속 레거시 생산 능력의 선단 전환 가속화로 대응할 것으로 전망한다.

체질 개선 과정에서
레거시 생산 능력은 구조적으로 하락
2025 년 HBM 공급 부족률 3% 전망
믹스 제고의 논리는 여전히 진행형

체질 개선 과정에서 1x, 1y 등 레거시 생산 능력은 구조적으로 하락하고, HBM 증설에 따른 1a, 1b 생산 능력의 배분 지속을 감안하면 Commodity 향 선단 공정 생산 능력 역시 빠르게 증가하기 어렵다고 판단한다. 2025 년 HBM 공급 부족률은 3%로 수요 우위 지속이 전망된다는 점에서 믹스 제고의 논리는 여전히 진행형이다.

2025 년 상저하고의 업황 예상
믹스 제고로 우려를 상회하는 ASP
고부가 경쟁력 차이에 따라 업체간 상이
2Q25 말 2026 년 HBM 계약 시작,
레거시 재고 조정 일단락 전망

2025 년 메모리 업황은 상저하고의 패턴을 예상하며, 비중 확대 의견을 유지한다. 경기 부진 속 현재의 레거시 재고 조정은 2Q25 까지 지속되며 Commodity 가격 하락이 불가피 할 것으로 예상되지만, 업계의 레거시 출하 지양 및 선단 전환 가속화, HBM 강세 등에 따른 믹스 제고로 우려를 상회하는 Blended ASP 를 예상한다. 이는 수요 둔화기에 프리미엄 제품 경쟁력 차이에 따른 실적 차별화와 우려대비 양호한 실적의 가능성을 암시한다. 또한 Commodity 에 대한 설비투자 제한 지속 및 선단 전환 가속화에 따른 생산능력 하락, 2Q25 말 2026 년 HBM 에 대한 계약 시작 예상은 레거시 재고 조정 완화와 더불어 2026 년 증익 가시성을 높일 것이다.

SK 하이닉스 Top-pick 유지

사이클 후반부에서 주가의 핵심은 결국 실적이다. 프리미엄 시장 경쟁력을 기반으로 믹스 제고가 가장 빠르고, 가시적인 SK 하이닉스를 Top-pick 으로 유지한다.

24 년 하반기 리뷰: 세트 부진, 중국의 저가 물량 공세

세트 부진과 중국의 저가 물량 공세에 따른 우려 심화

하반기 반도체 주가 약세 원인
: 세트 부진, CXMT 의 저가 물량 공세

2024 년 하반기 반도체 약세 원인은 '세트 부진, 중국의 저가 물량 공세'로 요약할 수 있다. 7 월 ISM 제조업 PMI 지수는 46.8 (-4% MoM)을 기록하며 급락했고, 경기 지표 부진은 AI 설비투자의 지속 가능성에 대한 의구심, 세트 부진 지속에 대한 우려를 야기했다. 이에 더해 중국 CXMT 의 구조적인 DRAM 생산 능력 확대 속 보조금 기반의 저가 물량 공세는 업황 둔화 고민을 깊게 만들었고, '수요 둔화는 곧 Peak-out'이라는 과거 사이클에서의 경험은 주가를 크게 하락시켰다.

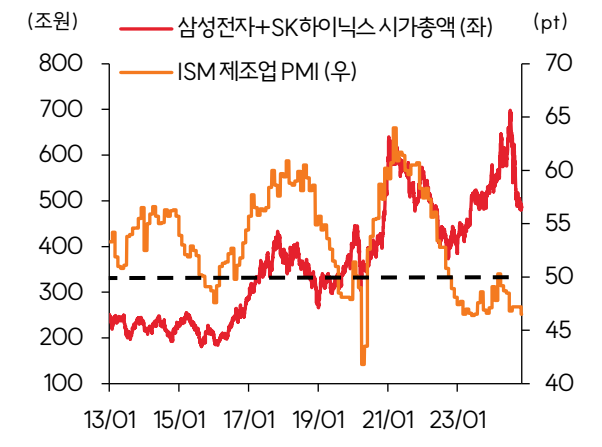
수요 둔화는 Peak-out?
수요가 높은 기저에서 둔화되고,
공급은 상승했기 때문

수요 둔화가 Peak-out 의 지표였던 이유는 수요와 공급의 디커플링 때문이었다. 일반적으로 재고 축적으로 시작되는 메모리 업사이클은 이후 낮은 기저에서 반등하는 세트 수요를 경험하며, 이 때 메모리 공급자들은 미래의 수요 전망을 상향해 설비투자를 확대 (미래 공급 상승)시켰다. 이는 세트 반등 구간에서 정당화되지만 높은 기저에서 세트 수요 둔화가 시작되면, 남은 것은 초과 공급이다. 해당 국면에서, 공급자들은 가격을 경쟁적으로 인하하며, 가격 하락을 가속화시킨다.

이번 사이클이 과거와 다른 이유
: 수요의 낮은 기저와 공급 상승 제한
우려보다 나은 ASP 의 기반

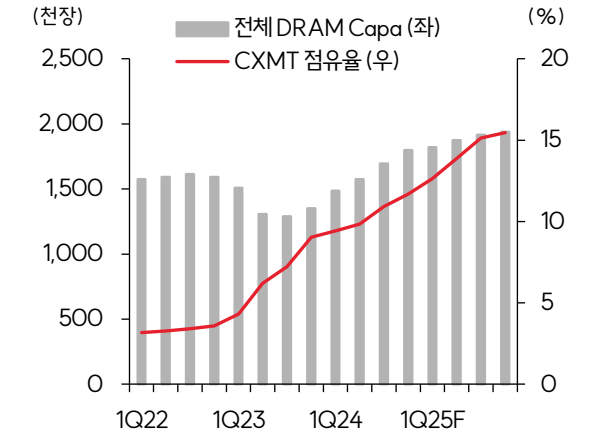
다만, 이번 사이클은 다를 수 있는 환경들이 조성되고 있다. 공급자들은 HBM, DDR5, 고용량 SSD 등 고부가 제품 중심의 출하를 통해 레거시 수요 둔화에 대한 영향을 감소시키고 있으며, 레거시 출하 지양, 전환 가속화를 통한 Commodity 기술 감산 효과는 우려보다 나은 가격을 암시한다. 4Q24 에 이를 확인할 것이다.

ISM 제조업 PMI 지수와 반도체 대형주 시가총액



자료: Bloomberg, Quantiwise, SK 증권

CXMT 의 DRAM 생산능력 점유율 추이 및 전망



자료: Trendforce, SK 증권

25 년 전망: 양극화 심화 속 체질 개선

경기 회복없이 시장 양극화는 불가피

2025 년 메모리 키워드
: 양극화 심화 속 체질 개선

2025 년 반도체 산업의 키워드는 '양극화 심화 속 체질 개선'이 될 것으로 전망한다. 경기 회복에 따른 세트 수요 회복없이 AI 디바이스 확산에 따른 컨텐츠 성장만으로는 재고 축적의 본격화와 Commodity 가격의 탄력적 반등을 기대하기 어렵고, 수요의 양극화가 해결되기 어렵다고 판단하기 때문이다. 또한 세트 회복 부재 속 컨텐츠 증가는 세트 업체 입장에서 비용의 증가이며, 지속 가능성의 제한 요소이므로 중국의 저가 물량 공세에 따른 레거시 업황 우려 완화도 제한적일 수 밖에 없다.

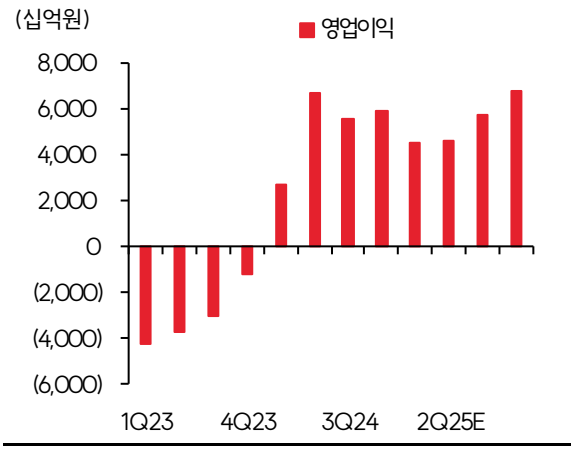
믹스 제고를 위한 체질 개선
: 레거시 출하 지양, 프리미엄 확판
-> 수익성 제고, 경기 민감도 완화

세트 수요 부진 국면에서 메모리 공급자들은 레거시 출하 지양, 수급 환경이 좋은 프리미엄 제품 확판으로 대응할 것이므로, 2025 년 메모리 업계는 프리미엄 제품 경쟁력에 따른 양극화, 경기 민감도 완화를 위한 체질개선을 진행할 것으로 전망한다.

2025 년 삼성전자의 생산 B/G 둔화
레거시 생산 능력의 선단 가속화 때문
CXMT 의 DDR5 영향력은 제한적
-> 레거시는 경기 회복 필요

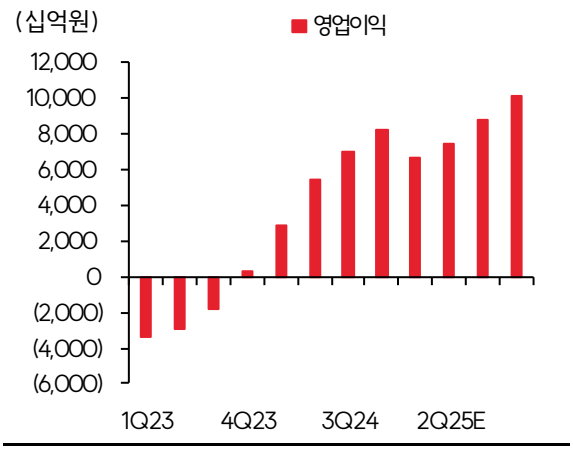
공급자 관점에서 레거시 업황 둔화를 방어할 수 있는 전략은 출하 지양, 생산 축소라는 점에서 가장 많은 생산 능력을 보유하고 있는 삼성전자는 선단 전환 가속화로 인한 2025 년 생산 B/G 둔화 가능성이 높다. SK 증권은 2025 년 DRAM 생산 B/G 를 삼성전자 +7%, SK 하이닉스 +23%, 마이크론 +14%, CXMT +110%를 예상하며, 시장 수요 B/G 를 상회하는 업체는 SK 하이닉스, CXMT 뿐 일 것으로 전망한다. 2025 년 CXMT 의 DDR5 영향력은 제한적이라는 점에서 레거시는 경기 회복 또는 공급을 줄여야 사는 구조로 진행될 것으로 전망한다.

삼성전자 메모리 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



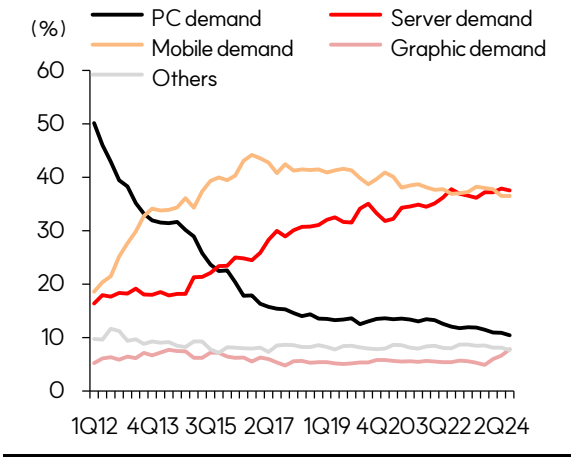
자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 영업이익 추이 및 전망



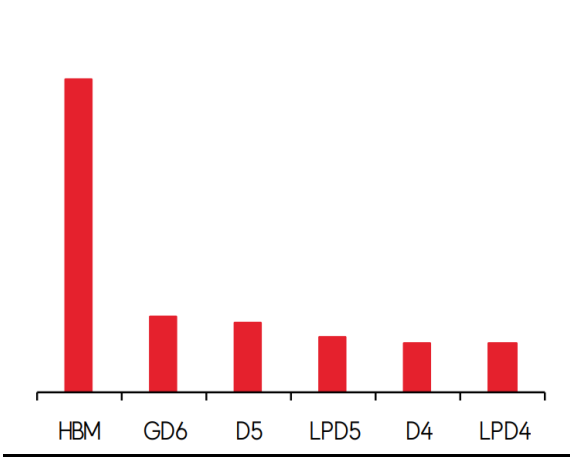
자료: SK 증권 추정

전방 시장별 DRAM 수요 비중 추이



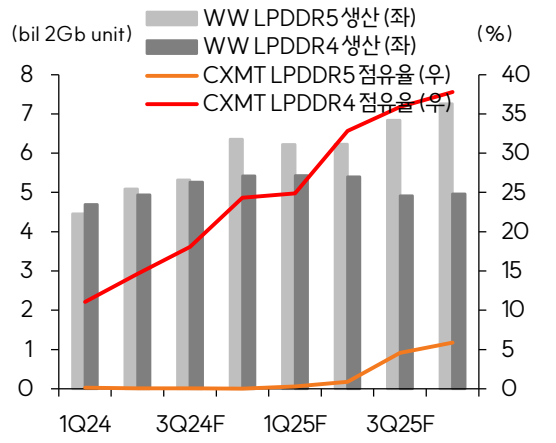
자료: Trendforce, SK 증권

HBM 등 주요 DRAM 가격 수준 (DDR5=1)



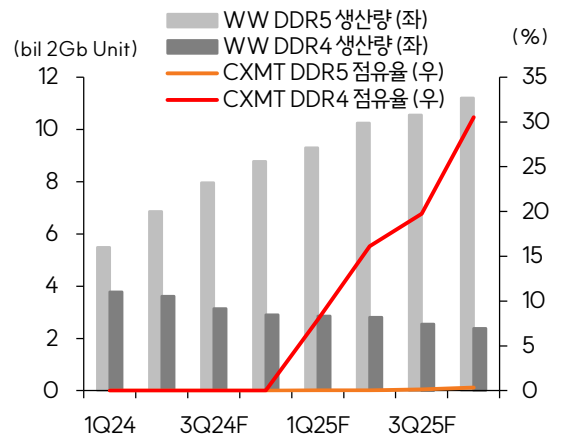
자료: SK 증권 추정

CXMT 의 LPDDR 점유율 전망



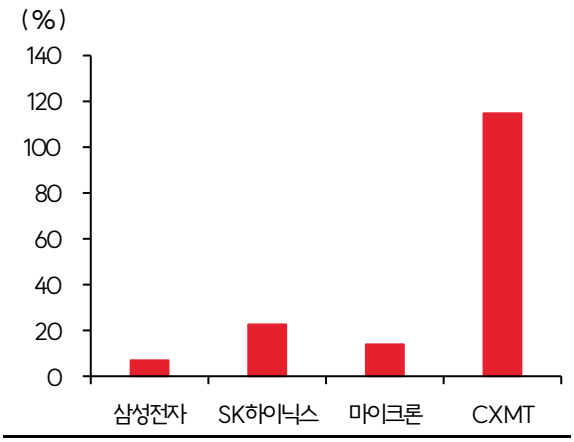
자료: Trendforce, SK 증권

CXMT 의 서버 DDR 점유율 전망



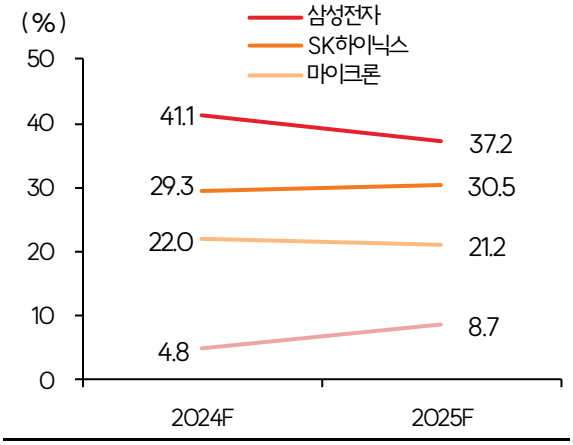
자료: Trendforce, SK 증권

2025 년 삼성전자, SK 하이닉스, 마이크론, CXMT 생산 B/G



자료: SK 증권 추정

2025 년 DRAM Bit share 전망



자료: SK 증권 추정

HBM 등 프리미엄 제품 시장 강세, 상저하고 업황 예상

2025 년 프리미엄 제품 시장 강세지속
HBM 수요 231 억 Gb (+85% YoY)
3% 공급 부족 예상
DDR5 전환 지속, 고용량 SSD 강세

SK 증권은 2025 년 HBM 등 프리미엄 제품 시장 강세 지속을 전망한다.
AI 설비투자 강세 지속으로 2025 년 HBM 수요는 231 억 Gb (+85% YoY)으로 성장하며 3% 공급 부족 지속이 예상되는 가운데 HBM 증설 지속, HBM 고단화 (8H->12H), HBM4(12H 이상)는 고단화와 더불어 I/O 수량 증가 (1,024 개->2,048 개)와 요구 특성 증가 등에 따른 Die penalty (15% 수준 예상) 발생으로 Commodity DRAM 생산 능력 잠식을 심화시킬 것이며, HBM 공정 난이도 증가는 평균 수율의 제고를 지속 어렵게 만들 것으로 판단하기 때문이다. 또한 DDR5 전환 지속, 고용량 SSD 에 대한 수요 강세 지속 역시 가시성이 높다고 전망한다.

2025 년 메모리 상저하고 패턴 예상
2Q25 말 2025 년 HBM 계약 시작
레거시 재고 조정 일단락
-> 2026 년 증익 지속 가시성 상승
-> 업종 비중확대 의견 유지

2025 년 반도체 업황은 상저하고의 패턴을 예상하며, 비중 확대 의견을 유지한다.
레거시 수요 부진에 따른 재고 조정은 2Q25 까지 진행되며 Commodity 가격 하락이 불가피하지만, 업계의 레거시 출하 지양 및 선단 전환 가속화, HBM 강세에 따른 믹스 제고로 우려를 상회하는 Blended ASP 를 예상한다. 이는 수요 둔화기에 프리미엄 제품 경쟁력 차이에 따른 실적 차별화와 우려대비 양호한 실적의 가능성을 암시한다. 또한 Commodity 에 대한 설비투자 제한 지속 및 선단 전환 가속화에 따른 생산능력 하락, 2Q25 말 2026 년 HBM 에 대한 계약 시작 예상은 레거시 재고 조정 완화와 더불어 2026 년 증익 가시성을 높일 것이다.

사이클 후반부 주가의 핵심은 실적
수요 회복 부재 속 방어력 증명 구간
고부가 경쟁력 기반 믹스 제고 가시성
가장 높은 SK 하이닉스 Top-pick

메모리 사이클 후반부 주가의 핵심은 기대감이 아닌 실적이 될 것이며, 수요 회복 부재 속에 높은 경기 방어력을 증명해야 하는 구간이라는 점에서 HBM, DDR5, 고용량 SSD 시장에서의 높은 경쟁력을 바탕으로 믹스 제고 가시성이 가장 높다고 판단되는 SK 하이닉스를 반도체 업종 내 Top-pick 으로 유지한다.

삼성전자

체질 개선 진행, 저평가 국면

4Q24 영업이익 9.0 조원 (-2% QoQ) 예상

삼성전자의 4Q24 영업이익을 9.0조원 (-2% QoQ)으로 예상한다. 3Q24 반영된 일회성 비용의 감소 및 주요 고객사향 HBM3e 8H 진입 예상에 따른 HBM 믹스 제고 등으로 DS 사업부의 영업이익은 4.6조원 (메모리 5.9조원, 비메모리 -1.3조원)으로 개선되겠지만, 디스플레이 경쟁강도 상승 (SDC 1.3 조원), 계절성에 따른 스마트폰 출하량 감소 및 믹스 악화 (MX/NW 2.4 조원) 영향을 예상하기 때문이다.

현 주가는 12M Fwd. P/B 0.9X 수준. 주가 안정화 국면 예상

삼성전자의 주가는 메모리 수요 양극화 심화 속 상대적으로 높은 Commodity 비중, HBM의 더딘 성과, 세트 수요 부진, 디스플레이 경쟁 심화 등 대부분의 사업 영역에서 펀더멘털의 저점을 시험받으며 업종 내 언더퍼폼이 지속되었다.

다만 현 주가 수주은 12M Fwd. P/B 0.9X 수준으로 2010년 이후 P/B Band 최하단 수준이라는 점과 자사주 매입 공시 (총 10 조원 매입. 그 중 3 조원 소각 예정)를 통한 주주가치 제고 노력 등을 감안하면 주가 안정화 국면 진입을 예상한다.

향후 관전 포인트는 단기 실적의 방향성보다는 펀더멘털의 개선 (HBM, DDR5, 고용량 SSD 등), 조직 개편 이후 기술 중심의 리빌딩 전략 실행 여부 등이 될 것이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	279,605	302,231	258,935	306,062	332,651	355,936
영업이익	십억원	51,634	43,377	6,567	35,243	40,144	58,730
순이익(지배주주)	십억원	39,244	54,730	14,473	33,572	32,843	61,317
EPS	원	5,777	8,057	2,131	4,942	4,835	9,027
PER	배	13.6	6.9	36.8	11.4	11.7	6.2
PBR	배	1.8	1.1	1.5	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	5.0	3.4	10.0	3.8	3.4	2.6
ROE	%	13.9	17.1	4.1	9.1	8.3	14.1

SK 하이닉스

양극화 시장의 승자

4Q24 영업이익 8.2 조원 (+17% QoQ) 예상

SK 하이닉스의 4Q24 영업이익을 8.2 조원 (+17% QoQ)으로 수요 둔화 속에서도 분기 최대 이익을 경신할 것으로 예상한다. 수익성 추구를 위한 고부가 제품 중심 출하 전략 지속 (DRAM +4%, NAND +12%)으로 수요 환경 대비 양호한 가격 (DRAM +10%, NAND -1%)이 예상된다. DRAM 내 HBM 매출 비중은 40% (+10%p QoQ)으로 믹스 제고 역시 지속되며, 경기 부진 사이클에서의 높은 이익 방어력을 증명할 것으로 전망한다.

2025 년 메모리 양극화 심화 속 승자. Top-pick 유지

SK 증권은 2025 년 메모리 시장의 양극화 심화 속 프리미엄 제품 경쟁력에 따라 업체간 실적 역시 양극화 될 가능성에 주목한다. 현재 메모리 업계가 선단 제품 중심으로의 포트폴리오 재편, 이를 통한 레거시 업황 민감도가 완화되고 있다는 점을 감안하면, 믹스 제고를 위해 프리미엄 제품에서의 높은 경쟁력은 필수적이기 때문이다.

해당 국면에서 SK 하이닉스는 4Q24 HBM3e 12H 출하 시작을 통해 시장 선점자의 지위를 재확인 시킬 것으로 예상되며, 2026 년 개화가 예상되는 HBM4 에서도 경쟁력을 증명할 것으로 전망한다. 단기 메모리 업계의 포인트가 수요 부진 속 경기 방어력에 대한 증명이라는 점, 사이클 후반부 주가의 핵심 포인트는 결국 실적이라는 점에서 SK 하이닉스를 업종 내 Top-pick 으로 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	42,998	44,622	32,766	67,667	86,872	103,377
영업이익	십억원	12,410	6,809	-7,730	23,052	34,600	47,140
순이익(지배주주)	십억원	9,602	2,230	-9,112	16,181	25,888	35,985
EPS	원	13,190	3,063	-12,517	22,226	35,560	49,430
PER	배	9.9	24.5	-11.3	7.9	4.7	3.4
PBR	배	1.5	0.8	1.8	1.7	1.3	0.9
EV/EBITDA	배	4.6	3.5	21.5	3.9	2.4	1.4
ROE	%	16.8	3.6	-15.6	26.3	31.6	32.1

IT부품/전기전자

반등의 신호를 주목

IT부품/전기전자. 박형우

SK 증권

IT 부품/전기전자 비중확대(유지)

반등의 신호를 주목

<2024 년 업황>
- 연초 견조
- 중순 들어 부품 오더컷 시작
- 3 분기부터는 수요 둔화 재개

2024 년 수요도 기대치 하회

2024 년에도 IT 수요 회복은 기대치를 하회했다. 당초 올해는 스마트폰, PC, TV 등 주요 제품군에서 전방위적 회복을 기대했다. 지정학적 이슈 완화, AI 디바이스 출시, 기저 효과등에 기인했다. 그러나 5 월 중하순부터 부품의 오더컷이 감지됐다. 3 분기부터는 글로벌 PC 와 중국 스마트폰 등 세트의 판매둔화가 두드러진다.

<2025 년 전망>
- 불확실성 지속

- 2025 년 관전포인트
① 경기(수요) 회복
② 트럼프 반사수혜
③ AI 디바이스
④ 폴더블 & IT OLED

불투명한 수요 방향성 그러나 트럼프 수혜 가능 산업

2025 년의 수요 반등을 낙관하기는 어렵다. 그러나 IT 하드웨어 수요는 이미 역성장을 시작하고 3 년이 지났다. 현재의 부진한 업황은 다운사이클의 시작이 아니다. 중반부 또는 종반부일 수 있다.

또한 트럼프 수혜 가능성도 존재한다. 한국의 IT 부품 산업은 2019 년의 트럼프 행정부의 중국 규제에 따른 반사수혜를 크게 누렸다. 중국과 직접 경쟁하는 산업군이기 때문이다. 대표적인 미중분쟁의 수혜 부품군은 ① 애플 아이폰의 카메라부품 밸류체인과 ② MLB 기판이다

디바이스 AI: 유일한 전략 대안

IT 기업들은 미래 성장동력으로 'AI 디바이스'를 강조했다. 아직은 디바이스에서 AI 의 효용성을 크게 체감할 기능을 선보이지 못하고 있다. 그러나 세트 판매량이 부진하고 클라우드 AI 를 기반으로 한 수익모델 창출의 어려움을 겪는 상황에서 AI 디바이스는 대다수 IT 기업들에 유일한 전략 방안이 될 수 있다. 애플의 애플인텔리젼스 확장(12 월과 3 월), CES 2025, 빅테크 기업들의 개발자회의를 주목한다.

Analyst 박형우
hyungwou@sks.co.kr / 3773-9035

2024 년 리뷰: 상반기 말 재고조정 시작, 하반기 수요 부진 재확인

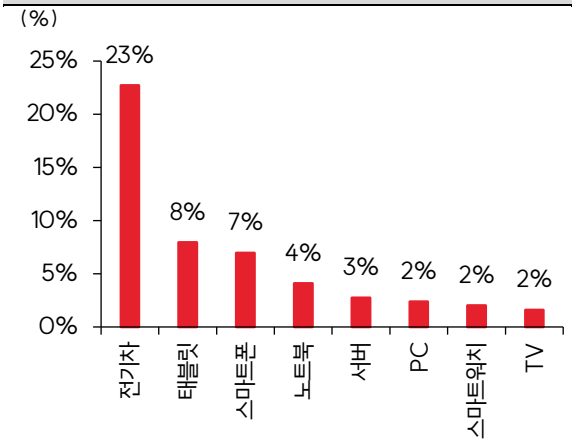
2024 년에도 수요 부진 지속

< 2024 년 요약 >
- 세트 수요 부진. 기대치 하회
- 업황:
연초 견조.
중순 들어 부품 오더컷 시작.
3 분기부터는 수요 둔화 재개

2024 년에도 IT 수요 회복은 기대치를 하회했다. 반등의 시점이 23 > 24 > 25 년으로 계속해서 지연된다. 소비자들의 가처분소득이 줄고, 각 국 정부의 지원금도 감소했기 때문이다. 당초 올해는 스마트폰, PC, TV 등 주요 제품군에서 전방위적 회복을 기대했다. 지정학적 이슈 완화, AI 디바이스 출시, 기저 효과등에 기인했다. 그러나 기저효과를 제외하면 회복세가 더디다. 상대적으로 연초 수요는 견조했으나 하반기 들어 성장률이 둔화되거나 역성장이 재개되고 있다.

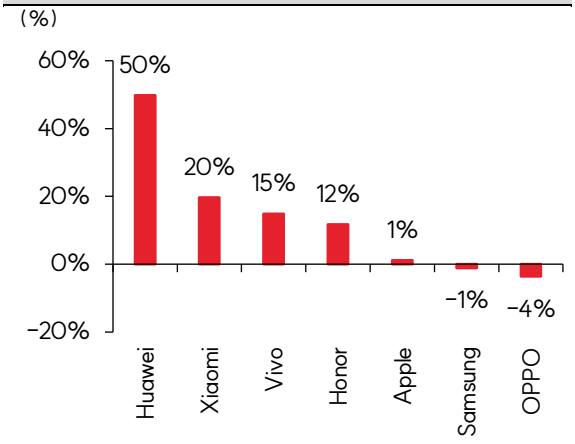
부품의 오더컷은 제품/고객사별로 편차는 있으나 5 월 중하순부터 감지됐다. 그리고 3 분기부터는 글로벌 PC 와 중국 스마트폰 등 세트의 판매둔화가 두드러진다.

2024 년, 세트별 YoY 판매량 증감률 (1Q23~3Q23 누적)



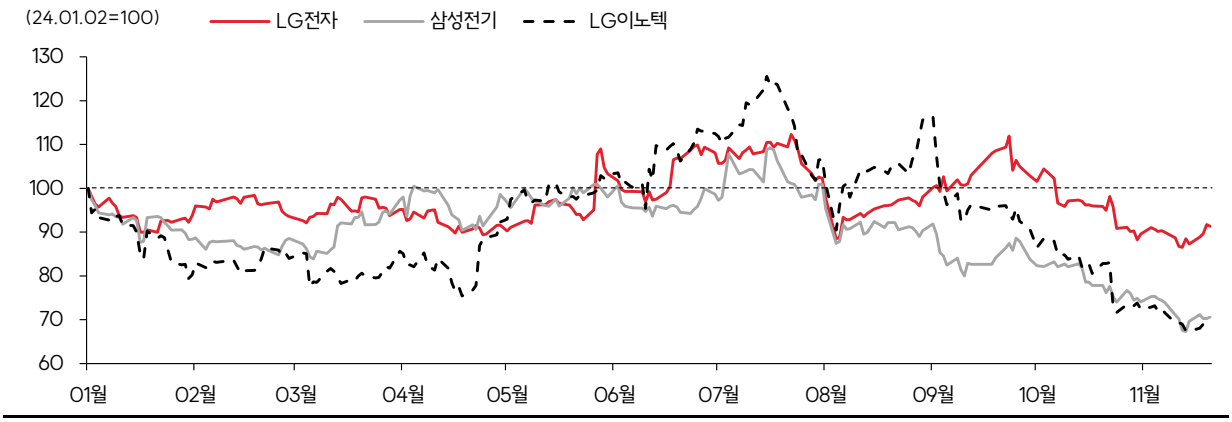
자료: 산업 자료, SK 증권

2024 년, 스마트폰 YoY 판매량 증감률 (1Q23~3Q23 누적)



자료: 산업 자료, SK 증권

2024 년 전기전자 대형주 주가 추이: IT 부품의 반등



자료: QuantiWise, SK 증권

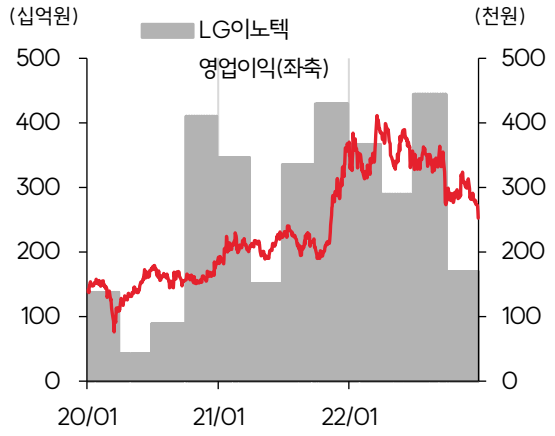
2025 년 전망: 반등을 예의주시

1) 불투명한 수요 방향성 그러나 트럼프 수혜 가능 산업

<2025 년 수요 전망>
- 불확실성 지속
- 그러나 미중분쟁 수혜 산업군

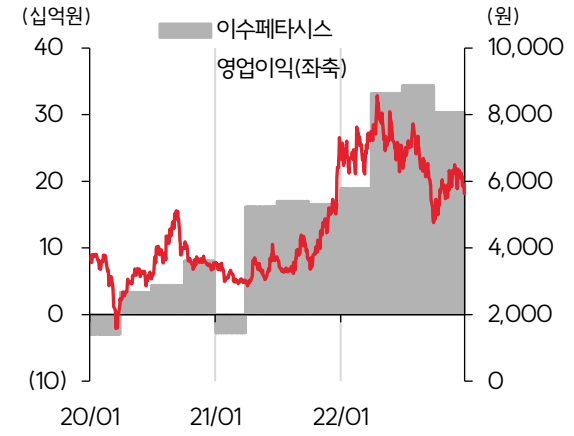
2025 년의 수요 반등을 낙관하기는 어렵다. 그러나 IT 하드웨어 수요는 이미 역성장을 시작하고 3 년이 지났다. 현재의 부진한 업황은 다운사이클의 시작이 아니다. 중반부 또는 종반부일 수 있다. 또한 트럼프 수혜 가능성도 존재한다. 한국의 IT 부품 산업은 2019 년의 트럼프 행정부의 중국 규제에 따른 반사수혜를 크게 누렸다. 중국과 직접 경쟁하는 산업군이기 때문이다. 대표적인 미중분쟁의 수혜 부품군은 ① 애플 아이폰의 카메라부품 밸류체인과 ② 기판 중 장비용 기판으로 사용되는 MLB (Multi-Layer Board)다. 점유율 상승 가능성을 주목해야 한다.

LG 이노텍, 영업이익 vs 주가추이



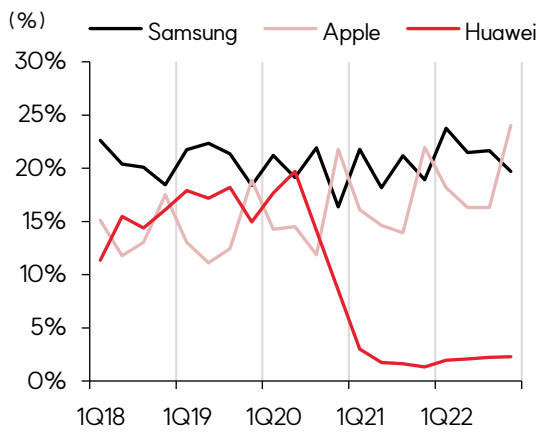
자료: QuantiWise, SK 증권

이수페타시스, 영업이익 vs 주가추이



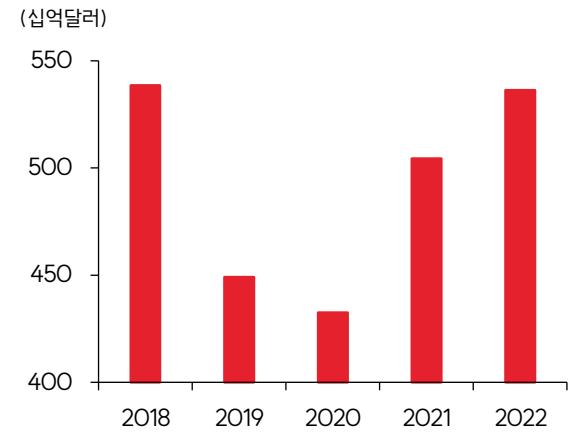
자료: QuantiWise, SK 증권

스마트폰 시장 점유율



자료: Techinsights, SK 증권

중국의 대미 수출



자료: Bloomberg, SK 증권

2) 디바이스 AI: 유일한 전략 대안

3 분기 실적 발표에서 IT 기업들은 미래 성장동력으로 'AI 디바이스'를 강조했다. 23 년 연말에는 반도체와 스마트폰 기업들을 중심으로 AI 디바이스가 화두였다. 올해는 글로벌 빅테크 기업들을 시작으로 일반 부품뿐 아니라 TV/가전 기업들까지 AI 의 영역이 클라우드에서 디바이스로 확장된다고 언급한다. 아직은 디바이스에서 AI 의 효용성을 크게 체감할 기능을 선보이지 못하고 있다. 그러나 세트 판매량이 부진하고 클라우드 AI 를 기반으로 한 수익모델 창출의 어려움을 겪는 상황에서 AI 디바이스는 대다수 IT 기업들에 유일한 전략 방안이라 보여진다. 2024 년의 온디바이스 AI 모멘텀이 다소 미진했음에도 애플의 12 월과 3 월 애플인텔리전스 확장, CES 2025, 빅테크 기업들의 개발자회의를 주목하는 이유다.

애플인텔리전스 사진

자료: Apple, SK 증권

향후 예정된 AI 이벤트

1월	2월	3월	4월	5월	6월
[이벤트] -CES 2025 - Blackwell 대량 출하 시작	[이벤트]	[이벤트] - Nvidia GTC 2025(개발자회의) - MWC 2025	[이벤트]	[이벤트] - Microsoft Build(개발자회의) - Google I/O(개발자회의)	[이벤트] -Apple WWDC(개발자회의)
[실적발표] TSMC 실적발표(CY4Q23) Google 실적발표(CY4Q23)	[실적발표] -Nvidia 실적발표(CY4Q23) -Microsoft 실적발표(CY4Q23) -Qualcomm 실적발표(CY4Q23) -Meta 실적발표(CY4Q23)		[실적발표] -TSMC 실적발표(CY1Q25) -Google 실적발표(CY1Q25) -Nvidia 실적발표(CY1Q25) -Microsoft 실적발표(CY1Q25) -Qualcomm 실적발표(CY1Q25) -Meta 실적발표(CY1Q25)		
7월	**8월**	**9월**	**10월**	**11월**	**12월**
[이벤트] -삼성 갤럭시 언팩(폴더블 공개)	[이벤트]	[이벤트] -Apple iPhone 17 시리즈 출시 -Intel, AMD 신규 CPU 출시 -Intel Innovation(개발자회의) -Meta Connect(개발자회의) -Huawei Connect(개발자회의) -Tesla AI Day(개발자회의)	[이벤트] -Windows 10 서비스 종료	[이벤트] -APEC CEO Summit -OpenAI DevDay(개발자회의)	[이벤트]
[실적발표] -TSMC 실적발표(CY2Q25) -Google 실적발표(CY2Q25) -Nvidia 실적발표(CY2Q25) -Microsoft 실적발표(CY2Q25) -Qualcomm 실적발표(CY2Q25) -Meta 실적발표(CY2Q25)			[실적발표] -TSMC 실적발표(CY3Q25) -Google 실적발표(CY3Q25) -Nvidia 실적발표(CY3Q25) -Microsoft 실적발표(CY3Q25) -Qualcomm 실적발표(CY3Q25) -Meta 실적발표(CY3Q25)		

자료: SK 증권

Top Picks: 삼성전기 & LG 이노텍

삼성전기: MLCC 의 방향성

① MLCC 의 상대적 매력도
② 수급 & 가동률의 방향성
③ 어플리케이션/고객사 다변화

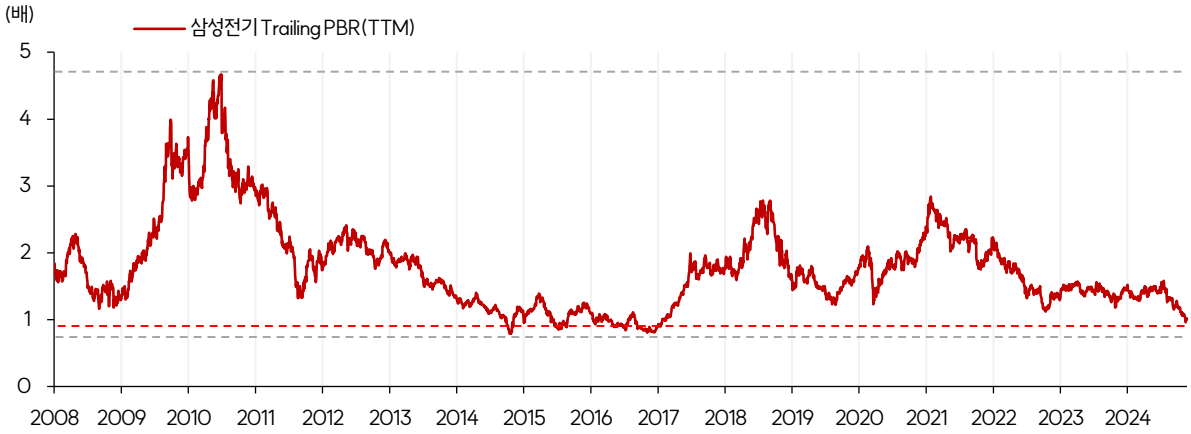
예상보다 더 부진한 전방 수요 환경에 (갤럭시, 중국, 기판 등) 실적 개선이 더디다. 그러나 MLCC 는 다른 부품들 대비 상대적으로 시장 수급이 견조하다고 평가한다.

① MLCC 는 가격, 재고, 가동률 흐름이 상대적으로 안정적인 점을 주목한다. 지난 3 분기 가동률은 85%를 상회했었다.

② 2024 년의 투자도 보수적으로 집행했다. 2025 년의 MLCC 캐파 증분이 제한적임을 의미한다. MLCC 의 고성능/고용량/고다층화 및 경박단소화로 동일한 수요 및 생산량에서도 더 많은 캐파를 요구하고 있다. 2025 년 가동률 상승을 기대한다.

③ AI 및 산업, 전장용 매출 비중이 빠르게 늘고 있는점도 긍정적이다.

삼성전기, 과거 Trailing PBR 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	9,675	9,425	8,909	10,221	10,795	11,354
영업이익	십억원	1,487	1,183	639	766	1,019	1,231
순이익(지배주주)	십억원	892	981	423	627	737	901
EPS	원	13,591	13,012	5,552	8,093	9,493	11,604
PER	배	14.5	10.0	27.6	13.8	11.8	9,6
PBR	배	2.2	1.3	1.5	1.0	0.9	0,9
EV/EBITDA	배	6.4	4.8	7.9	7.5	6.1	5,2
ROE	%	14.3	13.8	5.5	7.6	8.3	9,4

LG 이노텍: 미중분쟁 반사수혜 가능성

① 낮아진 주가
② 2025 년의 AI 아이폰 모멘텀
③ 미중분재 반사수혜

현주가는 24F PBR 0.8 배다. 히스토리컬 최저점 수준이다. 악재보다는 호재에 민감한 기업가치 구간이다.

① 단기 주가는 9 월 고점 (9 월 2 일, 280,000 원) 대비 41% 하락했다. 현재의 전망보다 나빠질 수 있을지 의문이다. 악재는 노출됐다.

② 주요 고객사는 AI 디바이스에 진심이며 카메라는 2025 년에도 업그레이드된다. 아이폰 싸이클은 내년에도 반복된다.

③ 트럼프 1 기 행정부 당시의 중국 규제로 중국 경쟁사들의 점유율이 크게 하락했다. 현재 동사의 경쟁사는 폭스콘의 중국 자회사 2 개사와 코웰, 럭스비젼 등이다. 미중분쟁의 반사수혜 가능성이 반복될 가능성이 존재한다.

LG 이노텍, 과거 15 Trailing PBR 추이

자료: Quantiwise, SK 증권

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	14,946	19,589	20,605	20,849	22.890	23,779
영업이익	십억원	1,264	1,272	831	775	916	1,183
순이익(지배주주)	십억원	888	980	565	558	659	884
EPS	원	37,137	41,275	23,881	23,559	27,836	37,352
PER	배	9.8	6.1	10.0	7.0	5.9	4.4
PBR	배	2.6	1.4	1.2	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	4.7	3.4	3.8	2.6	2.1	1.5
ROE	%	30.9	25.9	12.6	11.2	12.0	14.2

반도체 소부장

비관론의 끝자락

반도체 소부장/IT부품. 이동주

SK 증권

반도체 소부장 (비중 확대)

비관론의 끝자락

지난 5 월부터 IT 소부장 대한 투자 센티먼트가 급격하게 악화되고 있다. 레거시 수요 부진의 지속, 메모리 보수적인 투자 기조, 삼성전자 실적 우려에 따른 Supply chain 투심 약화, 트럼프 행정부 출범에 따른 관세 리스크 등 이유는 복합적이다. 수요 민감도가 높은 전통 소부장 업체를 시작으로 수요 민감도가 상대적으로 낮은 파크시스템스, 리노공업, HPSP 등 Quality 주식마저 최근 무너지는 모습이 연출되고 있다.

Quality 주식으로 대변되는 업체들마저 투심이 무너졌다는 것은 연말로 향해 시점에도 국내 테크 업종의 2025 년 전망이 여전히 불확실성이 크다는 의미로 해석된다. Nvidia 발 AI 수요는 여전히 강하고 초과 수요가 내년에도 지속되는 모습인 반면 국내 테크 업체는 AI 산업에서 역할론에 대한 의구심도 제기된다. 특히 국내 소부장 업체의 경우 삼성전자와 SK 하이닉스에 대한 의존도가 높고 비메모리보다는 메모리에 노출이 크다는 측면에서 AI 는 아직까지 간접 수혜에 가깝다. HBM 이 AI 가속기 성능에서 핵심적인 역할을 하며 부가가치가 높은 것은 사실이지만 소부장 관점에서는 관련 수혜 업체는 제한적이고 이마저도 국내외로 다변화되는 상황이다. 결국 전반적인 국내 소부장 센티먼트는 전통 메모리 산업의 국면 전환 여부에 크게 좌우될 것으로 보인다.

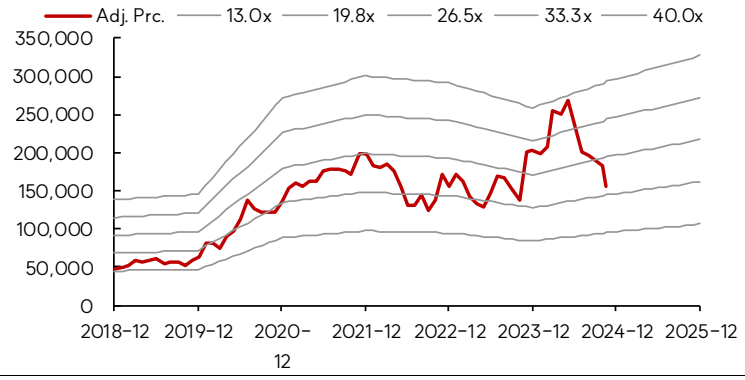
Analyst 이동주
natelee@sks.co.kr / 3773-9026

여전히 국내 테크 업종에 대한 비관론이 지배적인 상황이며 단기적인 모멘텀은 부재하나 2025 년 소부장에 대한 투자 View 은 Overweight 을 제시한다.

1) 실적과 주가의 괴리가 예상보다 크게 벌어졌다. 3Q24 실적을 복기해보면 주요 장비 업체는 예상치 상회, 주요 소재/부품 업체는 대체적으로 부합했다. 3Q 누적으로도 전년 동기 대비해서도 성장을 보여준 업체가 대다수였다. 그럼에도 주가는 하락세를 면치 못했다. 2025 년 실적은 어떨까? 메모리 업황의 더딘 회복(2H25 가격 반전) 그리고 보수적인 투자 기조 등에서 여전히 낙관론을 펼치기엔 이르지만 올해 상반기 실적의 골이 깊었던 만큼 낮은 기저 효과를 기대할 수 있다. 반면 대부분 소부장 업체의 12M FWD P/E 는 역사적 하단 수준에 근접했다. 결과적으로 실적에 대한 우려보다는 주요 고객사의 센티먼트 영향이 컸던 것으로 작은 호재에도 강한 반등이 나타날 수 있는 주가 수준이다. 반등의 시기가 업황과 맞물려 조금 지연될 수는 있으나 바닥에 대한 고민은 분명 필요한 시점이다.

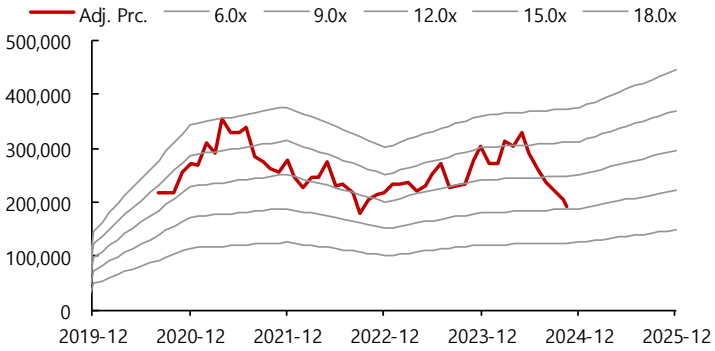
2) 실적에 따른 주가 차별화도 두드러질 것으로 보인다. 2023 년 HBM, Nvidia 의 키워드로 후공정 연관 업체들이 주가가 크게 뛰었다면 2025 년은 실적으로 수혜군이 압축되는 해가 될 것으로 보인다. 전통 소부장 업체의 경우 AI 의 간접 수혜를 받는 영역이 있긴 하지만 실적 체감은 크지 않을 것으로 보인다. 이보다는 전방의 공정 고도화에 따른 수혜가 있는 업체 위주의 투자 매력도 높다. 이를 종합해 볼 때, 2025 년 투자 유망 업체로는 파크시스템스, 주성엔지니어링, 리노공업을 제시한다.

리노공업 12M FWD P/E Band



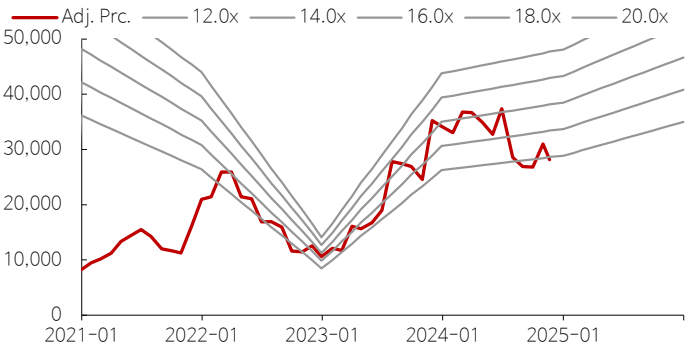
자료: SK 증권

솔브레인 12M FWD P/E Band



자료: SK 증권

주성엔지니어링 12M FWD P/E Band



자료: SK 증권

신규보다는 전환

DRAM 은 지난해부터 1a, 1b 위주의 전환 투자가 주를 이루고 있다. 삼성전자는 화성 15 라인과 평택 P2&P3, SK 하이닉스는 M14 와 중국 우시 위주로 선단 공정 전환을 진행 중이다. 내년 상반기까지도 신규보다는 전환 투자가 중심이 될 것으로 보인다. 전방 세트 수요의 가시성이 높지 않은 상황에서 CXMT 의 공격적인 증설이 메모리 수급 및 신규 투자에 영향을 미치고 있다.

신규 투자가 아에 부재한 것은 아니다. 올해 삼성전자와 SK 하이닉스가 각각 20K/월, 40-50K/월 규모로 진행 중인 것으로 파악된다. 내년 신규 투자에 대한 눈높이가 많이 낮아지고 있는 것으로 사실이나 2H25 부터 P4 와 M15X 를 중심으로 신규 투자가 재개될 것으로 보인다.

DRAM/NAND/Foundry 로드맵

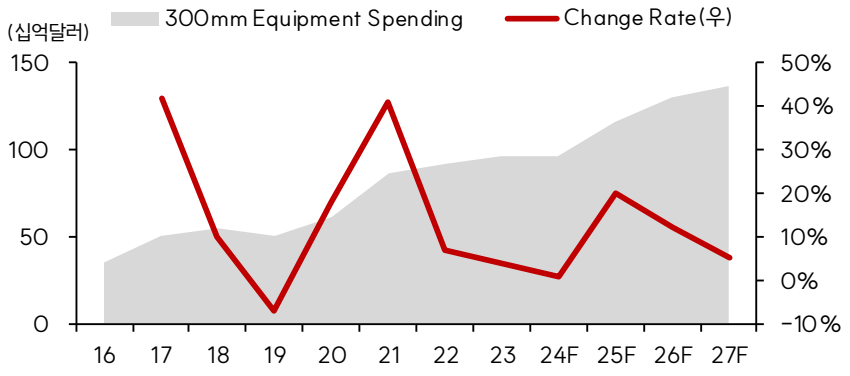
기업	22Y	23Y	24F	25F	26F
삼성전자	SF4 / SF3E	SF3E / SF4P	SF3 (GAA)	SF3P / SF2	SF2P
TSMC	N4	N3	N3E	N2 (GAA)	N2P
인텔	7/4nm	4/3nm	3nm / 20A	20 / 18A	18A
삼성전자 DRAM	D1a (14nm)	D1b (1.2nm)		D1C (11.2nm)	D1d
SK하이닉스 DRAM	T1a	T1b		T1c	T1d
마이크론 DRAM	1a	1b		1c	1d
삼성전자 NAND	V7 (176)	V8 (236)		V9 (286)	V10 (430)
SK하이닉스 NAND	176L	286L		321L	384L
마이크론 NAND	176L	232L		276L	380L

자료: Yole, SK 증권

선단 공정 전환에 따른 기술 난이도 증가

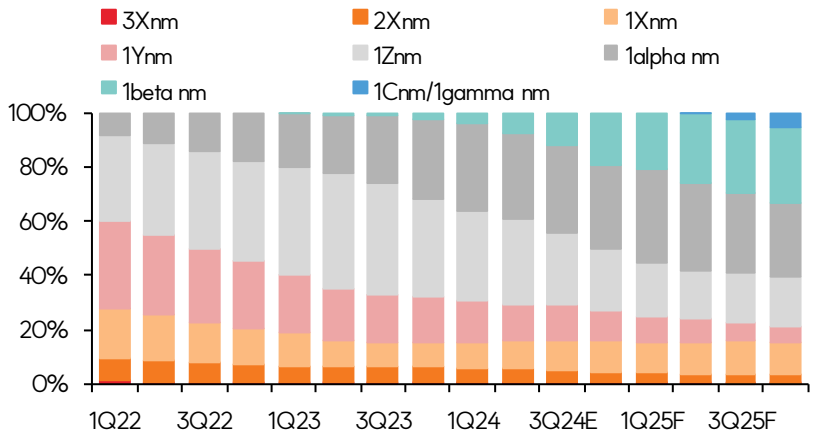
DRAM 에서는 Capacitor 의 A/R(Aspect Ratio) 문제, NAND 도 적층 단수가 증가함에 따라 마찬가지로 A/R 문제에 직면한다. Foundry 도 기존 FinFET 구조에서 GAA 로 전환하는 과정에서 기술 난이도가 대폭 상승한다. 이처럼 선단 공정으로의 전환은 기술 난이도의 체증을 유발시키며 이를 극복하기 위한 새로운 장비 및 소재/부품에 대한 요구가 함께 커지기 된다. EUV, 하이브리드본딩, High-K, ALD, 극저온 식각 등 신규 장비/소재에 대한 니즈는 전방의 투자 사이클의 영향과는 무관하게 투자비와 구매액이 증가하는 영역이다.

300mm equipment spending



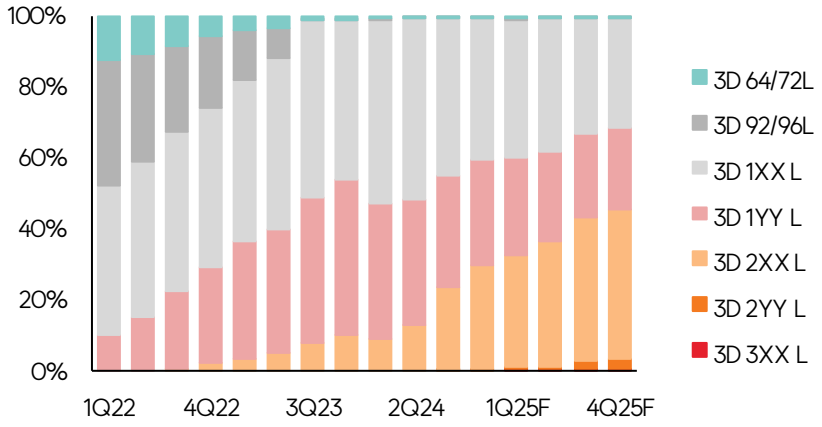
자료: SEMI, SK 증권

DRAM 테크노드별 비중 추이 및 전망



자료: Trendforce, SK 증권

NAND 단수별 비중 추이 및 전망



자료: Trendforce, SK 증권

Top Picks: 리노공업

과도한 주가 하락

전방 모바일 시장 눈높이 하향에도 동사에 미치는 영향은 제한적이다. 전사 매출의 모바일 비중이 70%이나 이 중에서 수요에 민감한 양산용 소켓 비중은 30%에 불과하다. 비중이 훨씬 높은 R&D 용의 경우 팹리스 최선단 공정이 채택된 칩셋으로 현재 수요와 무관할 뿐 더러 상당히 부가가치가 높은 영역이다. 특히 동 시장과 관련해 동사의 점유율은 압도적인 것으로 파악된다. 현재 수익성에서도 업사이드를 바라보는 이유이다. 대면적 AI 시장보다 On Device AI 시장에서 동사의 존재감은 두드러질 것으로 보인다. NPU 의 고도화, ASIC 시장의 개화 등 동사 구조적 성장의 트리거 포인트이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	280	322	256	255	284	307
영업이익	십억원	117	137	114	114	130	144
순이익(지배주주)	십억원	104	114	111	99	113	125
EPS	원	6,810	7,503	7,277	6,473	7,415	8,180
PER	배	29.1	20.7	27.8	23.7	20.7	18.7
PBR	배	7.2	4.8	5.5	3.8	3.4	3.1
EV/EBITDA	배	21.2	13.6	21.5	15.3	13.3	11.9
ROE	%	27.5	25.1	21.1	16.9	17.5	17.4

Top Picks: 주성엔지니어링

전공정 내 매력도 상위

국내 메모리 투자는 눈에 띄는 회복세를 보여주지 못하고 있다. 2025 년은 올해보다 신규 투자가 늘어날 것으로 보이긴 하나 레거시 수요 부진의 지속과 중국 업체의 공격적인 캐파 투자로 증가 폭에 대해서는 아직까지 보수적인 접근이 합리적이다. 반면 중국 CXMT를 중심으로 한 메모리 투자 강도는 강하다. 올해 80K에 이어 내년에도 이에 준하는 투자가 이루어질 것으로 보인다. 동사의 상반기 해외 매출 비중은 86%이다. 특히 동사의 높은 중국 의존도는 미국 제재 강화에 따른 우려 요인으로 작용했지만 수출 제재에 해당하는 DRAM 선단 공정에 대한 정의는 모호하며 오히려 제재를 의식한 단기 수주 동향은 예상보다 우호적이다. 2025 년 전망에 있어서도 업종 내 다른 업체 대비 실적 가시성은 높다. 메모리 신규 고객사 및 비메모리 High-end 영역으로 확장도 내년부터 본격화된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	377	438	285	407	513	599
영업이익	십억원	103	124	29	123	142	168
순이익(지배주주)	십억원	146	106	34	103	114	138
EPS	원	3,016	2,200	705	2,189	2,405	2,915
PER	배	7.0	4.8	48.5	12.9	11.7	9.7
PBR	배	2.7	1.0	3.1	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	배	8.4	3.1	32.8	9.2	7.6	6.1
ROE	%	48.7	24.9	6.8	18.3	16.9	17.3

2차전지

핵심변수는 수급
(수요와 공급간의 괴리)

2차전지. 박형우

SK 증권

2 차전지 중립 (유지)

핵심변수는 수급 (수요와 공급간의 괴리)

<2024 년 리뷰>
- 상반기: 재고조정 본격화
- 하반기: 주가는 반등했으나 공급과잉 심화

2024 년 리뷰: 무게추의 이동 (공급자 > 수요자)

견고했던 2 차전지 업체들의 협상 우위는 자동차 업체들에 주도권을 내주며 약해졌다. 일부 2 차전지 기업들의 주가는 8 월부터 반등을 시작했다. 하지만 수요둔화가 본격화됐고, 유례없는 강도의 대규모 장기공급계약의 준수 여부에 대한 의심은 커졌다. 24 년 전기차 출하량 전망치는 1,850 만대에서 1,675 만대로 하향 조정됐다. 올해 순수 전기차 (BEV) 기준으로는 전년대비 11% 성장에 그쳤다. 일부 OEM 은 판매량이 역성장했다. 출하량 부진은 재고 부담을 가중시킨다. 여전히 수요 둔화에 비해 설비투자 축소가 더디다.

<2025 년 전망>
- 25 년 전기차 출하 전망치 하향: 2,100 만 > 1,975 만대
- 불확실성: 트럼프, 소비수요, 보조금
- 관전포인트: 고객사들의 장기공급계약 준수
- 핵심변수: 수급 (공급과잉규모 축소 or 증가)

캐즘이 아니다. 수요부진이다.

2025 년 글로벌 전기차 출하량 전망치를 당초 (24 년 6 월 추정) 2,100 만대에서 1,975 만대로 낮춘다. ① 고객사 내 배터리 재고조정이 지속될 전망이다. ② 미국에서는 전기차 보조금과 AMPC 축소/폐지가 우려된다. 보조금 추가 확대 또는 부활이 절실한 상황에 정치적/정책적 리스크다. ③ 고객사들이 약속한 장기공급계약의 준수 여부가 중요하다. 소비수요 급반등과 보조금 확대를 가정하기 어렵기 때문이다.

2025 년 수급 전망 (국내 셀 3 사의 "공급 vs 수요")

2 차전지 산업의 가장 큰 문제는 판매(수요)가 증가하고 있음에도 공급의 증가분이 수요 성장보다 더 크다는 점이다. 한국 2 차전지 제조사들의 2025 년은 캐파 확장이 수요 증분을 상회할 전망이다. 국내 셀메이커 3 사의 2025 년 생산능력 증분은 128 GWh 에 달하는데 반해 출하량 증가는 72 GWh 에 불과할 전망이다.

Analyst 박형우
hyungwou@sks.co.kr / 3773-9035

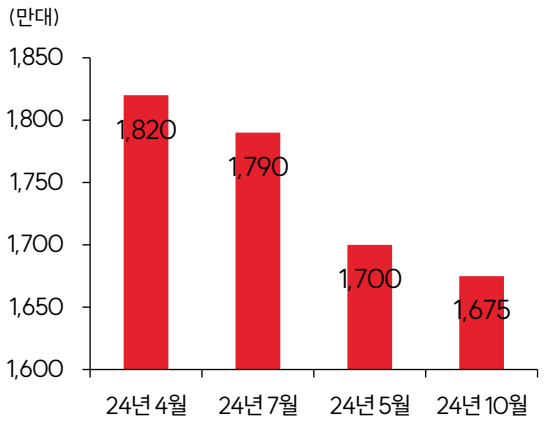
2024 년 리뷰: 무게추의 이동 (공급자 > 수요자)

공급자(2 차전지)가 가지고 있던 협상력은 수요자(자동차)로 이동 중

<2024 년 리뷰>
- 상반기: 재고조정 본격화
- 하반기: 주가는 반등했으나 공급과잉 심화

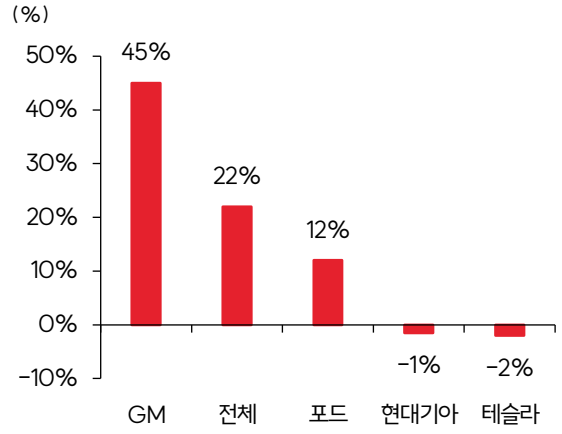
견고했던 2 차전지 업체들의 협상 우위는 자동차 업체들에 주도권을 내주며 약해지는 모양세다. 일부 2 차전지 기업들의 주가는 8 월부터 반등을 시작했다. 자본시장 내 리스크헷지 심리에 기인한다. 하지만 수요둔화가 본격화됐고, 유례없는 강도의 대규모 장기공급계약의 준수 여부에 대한 의심은 커졌다. 24 년 전기차 출하량 전망치는 1,820 만대에서 1,675 만대로 하향 조정됐다. 올해 1~3 분기 누적 판매량은 전년대비 23% 증가했다. 그러나 PHEV 를 제외한 순수 전기차 (BEV) 기준으로는 전년대비 11% 성장에 그쳤다. 테슬라 등 일부 제조사는 판매량이 역성장했다. 출하량 부진은 재고 부담을 가중시킨다. 여전히 수요 둔화에 비해 설비투자 축소가 더디다.

2024 년 출하량 전망치 하향조정



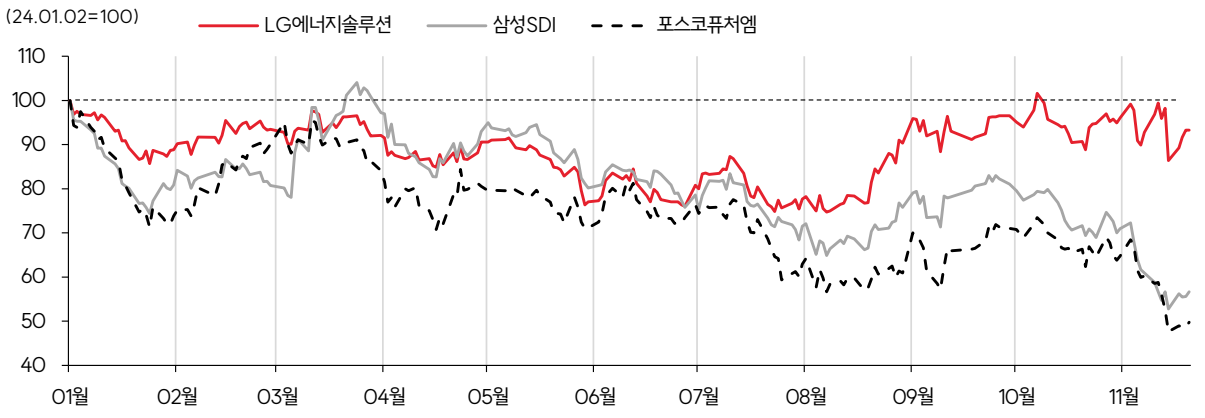
자료: 산업 자료, SK 증권 추정

2024 년 전기차 판매량 YoY 성장률 (1Q24~3Q 누적)



자료: 산업 자료, SK 증권 추정

24 년 2 차전지 대형주 주가 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

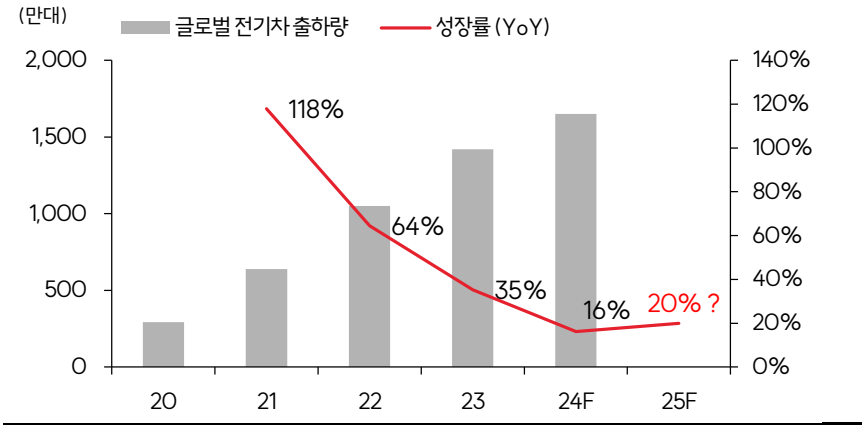
2025 년 전망: 핵심 변수는 수급 (수요와 공급의 간극)

1) 캐즘이 아니다. 수요부진이다.

<2025 년 전망>
- 25 년 전기차 출하 전망치 하향:
2,100 만 > 1,975 만대
- 불확실성:
트럼프, 소비수요, 보조금
- 관전포인트:
고객사들의 장기공급계약 준수

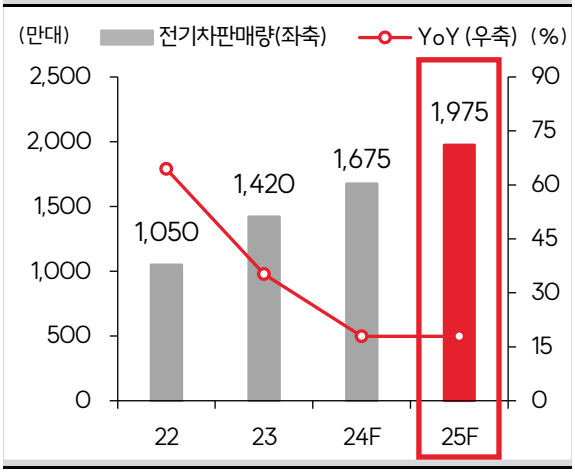
2025 년 글로벌 전기차 출하량 전망치를 당초 (24 년 6 월 추정) 2,100 만대에서 1,975 만대로 낮춘다. ① 고객사 내 배터리 재고조정이 지속될 전망이다. 전기차 수요 둔화가 다수의 자동차 OEM 들로 확대된다. GM, Ford 등의 고객사들은 전기차 출시 지연 또는 감산을 결정한다. ② 미국에서는 전기차 보조금과 AMPC 축소/폐지가 우려된다. 보조금 추가 확대 또는 부활이 절실한 상황에 정치적/정책적 리스크다. 미국 외에도 주요국가의 재정여력을 고려해야 한다. 우호적인 보조금 정책을 낙관하기는 어렵다. ③ 고객사들이 약속한 장기공급계약의 준수 여부가 중요하다. 소비수요 급반등과 보조금 확대를 가정하기 어렵기 때문이다.

글로벌 출하량 성장률



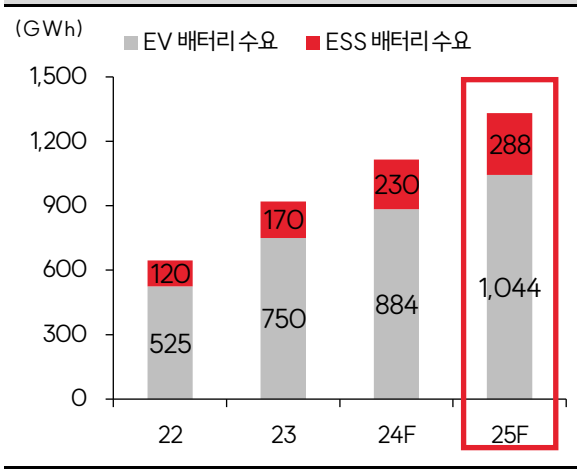
자료: 산업자료, SK 증권 추정

전기차(BEV+PHEV) 출하량 추이 및 전망



자료: 산업 자료, SK 증권

2 차전지 출하량 추이 및 전망

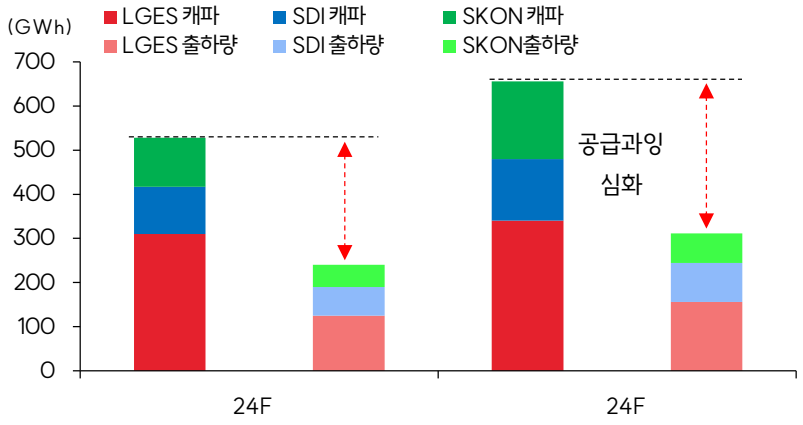


자료: 산업 자료, SK 증권

2) 2025 년 수급 전망 (국내 셀 3 사의 "공급 vs 수요")

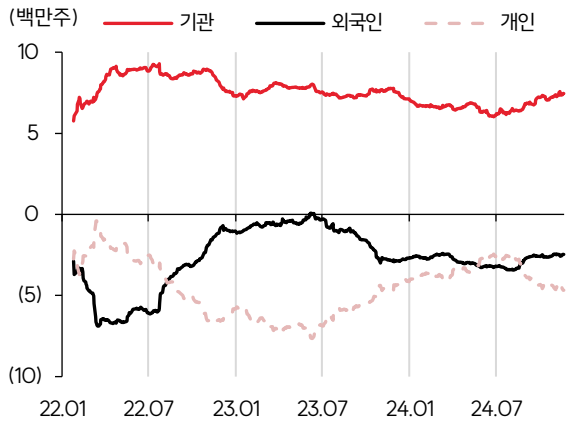
부품 업황의 핵심은 수급 (수요와 공급) 상황이다. 2 차전지 산업의 가장 큰 문제는 판매(수요)가 증가하고 있음에도 공급의 증가분이 수요 성장보다 더 크다는 점이다. 한국 2 차전지 제조사들의 2025 년은 캐파 확장이 수요 증분을 상회할 전망이다. 공급과잉이 심화된다. 2025 년의 제조사별 전년대비 캐파 증가 규모는 LG 에너지솔루션이 30 GWh, 삼성 SDI 가 33 GWh, SK 온이 65 GWh 로 전망한다. 국내 셀메이커 3 사의 생산능력 증분은 128 GWh 다. (24F, 528 > 25F, 656 GWh) 이는 당초 운영 계획보다 하향조정된 수치다. 수요 감소로 가동시점을 늦췄기 때문이다. 반면 출하량 증분은 72 GWh 에 불과할 전망이다. 공급과잉 상황이 심화가 우려된다. 더 적극적인 투자 취소와 가동 지연이 요구된다.

글로벌 출하량 성장률



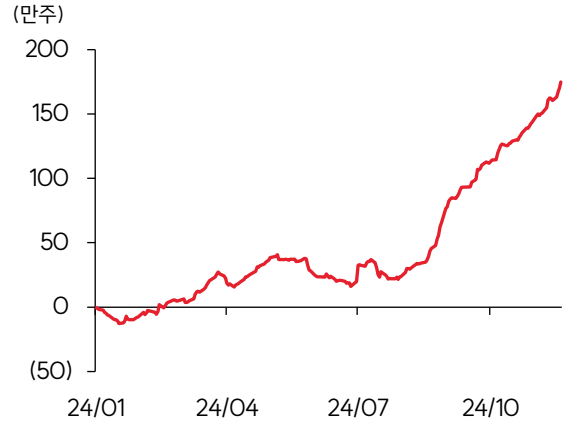
자료: 산업자료, SK 증권 추정

수급 추이 : LG 에너지솔루션



자료: QuantiWise, SK 증권

연기금 누적순매수 (주식수) : LG 에너지솔루션



자료: QuantiWise, SK 증권

Top Picks: 삼성 SDI

삼성 SDI – 다운사이드 고민에서의 선택

① PBR 0.9 배
② 각형 배터리 수요 증가
③ 46 파이 고객사 확대 가능성
④ 증설 계획 축소/지연

현 주가는 24F PBR 0.9 배다. 상대적으로도, 역사적으로도 저평가 구간에 위치하고 있다. 불황의 골이 예상보다 깊다. 하지만, 긍정적인 투자포인트도 존재한다.

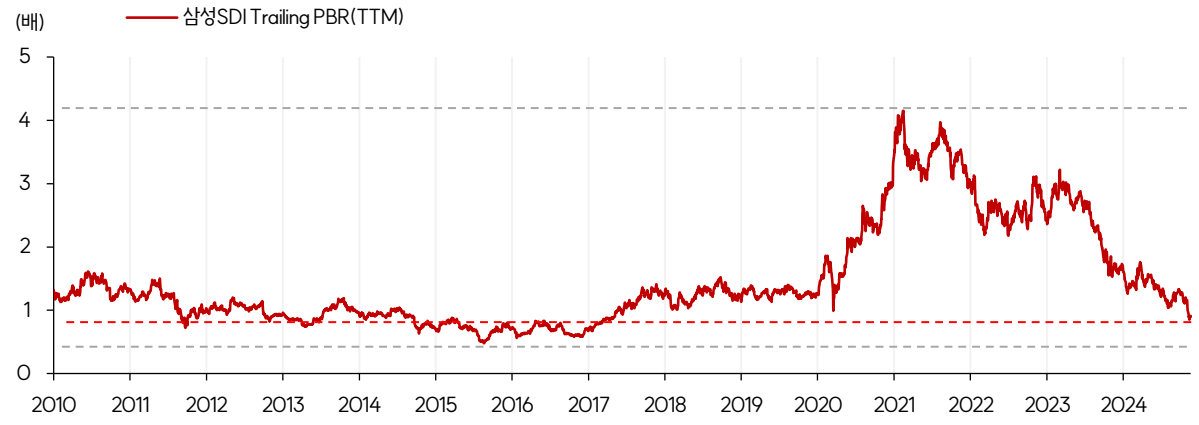
① 일부 유럽과 미국의 OEM 들이 셀메이커들에게 각형 배터리를 요구하고 있다.

② 46 파이 고객사 확대 가능성이 존재한다.

③ 2025 년 말의 예상 캐파가 (155 Gwh > 138 GWh) 감소했다. 공급과잉 규모를 축소시킬 수 있다.

다만 경쟁사 대비 투자가 늦었기에 미래의 CAPEX 부담이 상대적으로 크다. 보수적인 관점에서의 신공장 가동과 가동률 관리가 요구된다.

삼성 SDI, 과거 15 Trailing PBR 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	13,553	20,124	22,708	17,619	20,173	27,630
영업이익	십억원	1,068	1,808	1,633	797	1,209	1,934
순이익(지배주주)	십억원	1,170	1,952	2,009	1,186	1,517	1,960
EPS	원	16,621	27,736	28,547	16,844	21,555	27,855
PER	배	39.4	21.3	16.5	15.7	12.3	9.5
PBR	배	3.1	2.5	1.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	20.8	13.4	11.3	9.0	7.1	6.0
ROE	%	8.5	12.5	11.5	6.1	7.3	8.7

인터넷

양 어깨에 자식들 업고 뛰어

인터넷. 남효지

SK 증권

인터넷 비중확대(유지)

양 어깨에 자식들 업고 뛰어

24 년 리뷰: 전방 시장 성장 둔화 영향

NAVER, 카카오 주가는 작년에 이어 부진한 모습을 보였다. 이들의 이익의 바탕이 되는 광고와 이커머스 시장의 성장 둔화 영향이 컸다. 특히 이커머스 시장은 연초 중국 플랫폼 진입, 연중 티메프 사건으로 경쟁은 심화되었고 소비 심리도 악화되었다. 2Q24 까지 NAVER 와 커머스의 커머스 사업은 시장 성장률을 하회하며 향후 커머스 사업에 대한 우려가 확대되었고, 이에 따른 주가 하락폭도 컸다.

25 년 전망:
1) 광고: 신규 상품 출시로 반등 기대

25 년에도 전방시장 회복을 기대하기는 어려워 보인다. 먼저 광고는 효율 높은 신규 광고 상품 출시를 통해 성장성 회복이 필요하다. 최근 숏폼 콘텐츠향 트래픽이 빠르게 늘어나고 있는데, 국내 인터넷 기업들도 숏폼을 활용한 신규 광고 상품을 출시했다. NAVER 는 클립 광고 상품 출시로 DA 성장률이 회복(3Q23 -9.5% -> 3Q24 11.0%)되었고 향후 클립 이용률 확대로 광고 매출 내 기여도는 지속 상승할 것으로 전망한다. 카카오는 10 월부터 오픈채팅탭 내 전면 동영상 광고 '포커스풀뷰'를 오픈해 브랜딩 수요를 흡수할 수 있을 것이다. 기존 비즈보드를 통해 진출하지 못했던 영역으로의 확장을 통해 25 년 광고 매출의 점진적 회복을 기대한다.

2) 커머스: 서비스 고도화로 GMV 회복 기대

커머스는 시장 저성장 기조가 지속됨에 따라 주요 품목 경쟁력 강화, 혜택 차별화를 통해 고객을 유입하는 전략이 필요하다. NAVER 는 클립 콘텐츠에 쇼핑 정보 연동, 구매까지 이뤄질 수 있도록 한다. 내년 상반기에는 '네이버플러스 스토어'를 별도 앱으로 출시해 더욱 개인화된 쇼핑 서비스를 제공할 계획이다. 그 동안 경쟁사대비 큰 약점으로 꼽혔던 물류도 '네이버 배송'으로 리브랜딩 해 퀵커머스를 전개해 GMV 성장을 도모한다. 커머스 솔루션 적용 확대로 take rate 상승을 전망한다.

별도 이익이 내년 연결 영업이익의 향방을 결정 지을 것

전체적으로 작년에 이어 타이트한 비용 관리, 비핵심 사업 축소 작업이 계속된다. 이에 따라 부진한 자회사들의 손실 축소, 본업 경쟁력이 강화되며 본업 이익의 기여도는 여전히 높을 것이다. 25 년 별도 이익 비중은 NAVER 90.4%, 카카오 79.9%로 본업 이익이 내년 연결 영업이익을 결정짓는 중요한 역할을 할 것이다.

Analyst 남효지
hjnam@sks.co.kr / 3773-9288

24 년 리뷰: 향후 매출 성장에 대한 의구심만 짙어져

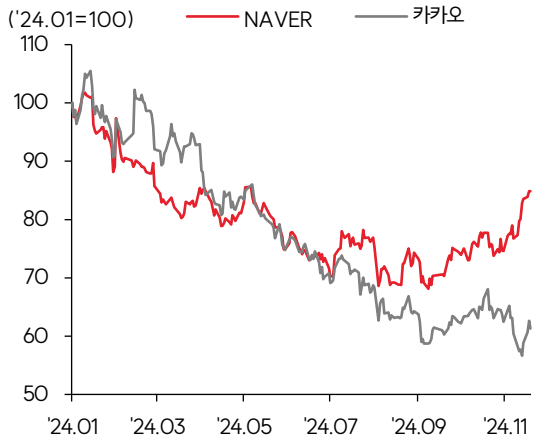
전방 시장 성장 둔화 영향 직격탄

NAVER, 카카오의 주가는 연초대비 각각 16.6%, 39.9% 하락했다. 주가 부진의 가장 큰 이유는 전방시장 성장 둔화 영향이다. 이들의 이익의 큰 축인 광고와 이커머스 시장이 경기 침체 영향으로 부진했다.

광고 시장의 경우, 연초 발간된 2023 방송통신광고비 조사에서는 작년대비 올해 광고 시장의 회복을 예측했으나 올해 매체, 대행사, 렙사 전반적으로 실적이 악화되었음을 고려했을 때 광고 시장 성장은 작년대비 부진했을 것으로 파악된다.

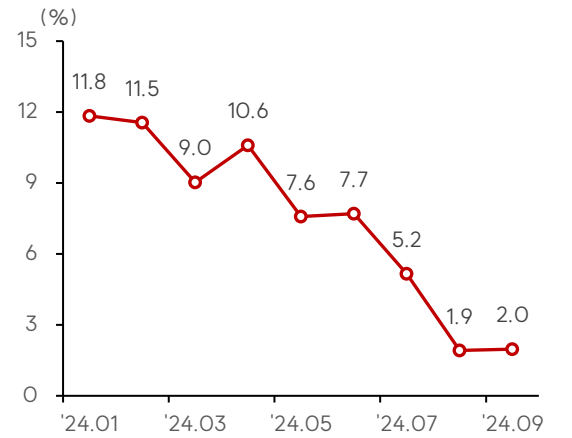
올해 국내 이커머스 시장은 매 월 빠르게 둔화되는 모습을 보였다. 한국 온라인 쇼핑 거래액 성장률은 1 월 11.8%-> 9 월 2.0% 로 크게 둔화되며 네이버, 카카오의 커머스 사업에 대한 우려가 확대됐다. 연초에는 중국 플랫폼들의 한국 이커머스 진출에 따른 경쟁 심화, 연중에는 티메프 사건으로 오프마켓에 대한 소비 심리 악화되는 등 시장 전반에 부정적 영향을 미쳤다. 네이버와 카카오의 커머스 사업은 2Q24 까지 시장 성장률을 하회했으나 3Q24 부터 소폭 회복세를 보이고 있다(3Q24 시장 성장률 3.0% vs. 네이버 5.0%, 카카오 7.4%).

NAVER, 카카오 상대주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

월별 한국 온라인 쇼핑 거래액 성장률



자료: Quantiwise, SK 증권

25 년 전망: 시장 부진에도 솟아날 구멍은 있다

광고: 시장 안 좋아도 신규 상품 냈잖아 한잔해~

광고 시장은 내년에도 완연한 회복을 기대하기는 어려워 보인다. 그렇기 때문에 막연히 시장 회복에 의존하기 보다는 효율 높은 신규 광고 상품 출시를 통한 광고 실적 반등이 필요하다.

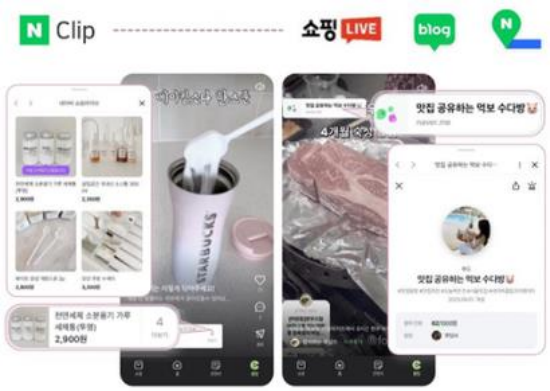
최근 글로벌 광고 예산이 집중되는 숏폼을 활용하는 방법이다. 기존 저연령층 중심의 숏폼 콘텐츠 소비 경험은 최근 전 연령층으로 확대되고 있다. 특히 유튜브 쇼츠 이용률이 높은데, 유튜브 쇼츠는 23 년 글로벌 일 평균 조회 수 700 억회를 기록했고, 쇼츠 출시 이후 유튜브 플랫폼의 총 이용시간이 20% 이상 증가했다. 인스타그램 릴스도 하루 약 2,000 억회(패밀리앱 합산) 이상 재생되고 있고, 릴스 출시 이후 이용자 활동성이 크게 증가했다.

글로벌 플랫폼들의 숏폼 도입 사례를 보면 숏폼 콘텐츠는 확실히 플랫폼 이용자 트래픽에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 확인할 수 있다. 플랫폼 광고 매출은 이용자 트래픽과 높은 양의 상관 관계를 보인다. 글로벌 숏폼 광고는 전체 동영상 광고비 지출의 약 50%를 차지할 것으로 예상된다. 숏폼 동영상 광고 시장은 23 년 980 억 달러-> 25 년 1,440 억 달러 수준으로 전망되고 있어 숏폼 광고 집행은 현재대비 빠르게 늘어날 것이다.

NAVER 는 작년 8 월 Clip 을 정식 출시했다. 연초 모바일 앱 UI/UX 를 개편하며 홈 피드와 클립을 전면에 배치했다. 클립 론칭 이후 클립 재생 수는 전년대비 2.9 배 증가했고, 개인 창작자 콘텐츠 재생 수도 5 배 증가했다. 특히 1030 이용자층의 이용률이 높아졌다는 점이 고무적이다. 작년 11 월 홈 화면에서 디스플레이 영역을 100% 활용해 광고를 노출하는 상품을 출시했고, 인벤토리 확장 효과로 부진했던 DA 성장률이 빠르게 회복세를 보이고 있다. NAVER 의 DA 성장률은 1Q23 -13.1%-> 3Q23 -9.5%-> 1Q24 5.3%-> 3Q24 11.0%로 빠르게 개선되었고, 향후 클립 이용률이 높아지며 광고 매출 내 기여도는 지속 상승할 것으로 전망한다.

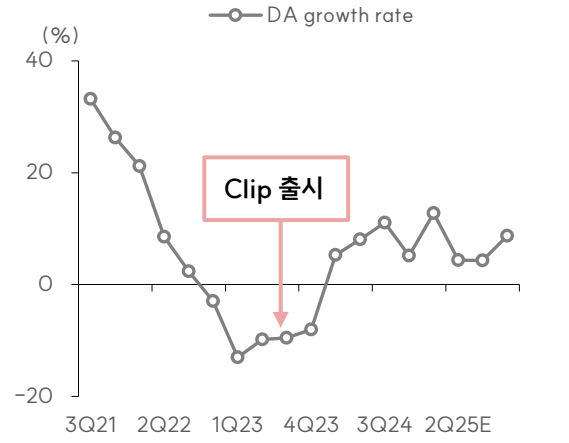
카카오는 메세지 광고가 꾸준히 두 자리 수 성장률을 보이며 전체 광고 매출 성장을 견인하고 있다. 다만 비즈보드가 국내 광고주 집행 축소 영향으로 4Q23 12.0%-> 3Q23 -3.0%로 저성장세에 진입하며 광고 사업에 대한 우려가 높아지고 있다. 이에 카카오는 오픈채팅 전면 광고와 우리동네 소식을 통한 로컬 광고주 집행 확대를 통해 광고 성장 회복을 꾀한다. 10 월부터 오픈채팅탭 내 전면 동영상 광고 페이지인 '포커스풀뷰'를 오픈했고, 브랜드 전용 페이지를 구축함에 따라 기업들의 브랜딩 수요를 충족시킬 수 있을 것이다. 또한 동네소식(가제)는 롱테일 로컬 광고주를 타겟함과 동시에 기존에 비즈보드를 통해 진출하지 못했던 검색 광고 영역으로 진입하는 점에 의미가 있어 25 년은 광고 매출의 점진적 회복을 기대한다.

NAVER 숏폼 '클립'에서 다양한 네이버 생태계 내 서비스와 연계



자료: 나스미디어, SK 증권

NAVER DA 성장률 추이

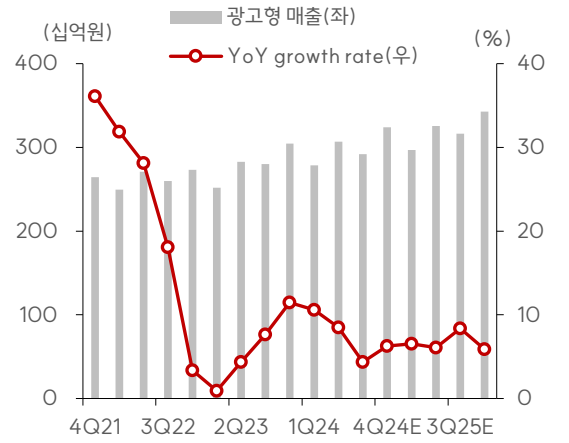


자료: NAVER, SK 증권

오픈채팅 전면 광고 -포커스풀뷰

자료: 인크로스, SK 증권

카카오 광고 성장률



자료: 카카오, SK 증권

커머스: new phase

올해 이커머스 시장 성장률은 매월 빠르게 둔화되는 모습을 보였다. 국내 이커머스 침투율은 33% 수준으로 추가 성장 여력은 높지 않아 과거와 같은 고성장이 재현되기는 쉽지 않다. 이커머스 시장의 저성장 기조가 지속됨에 따라 key 카테고리 상품 강화, 플랫폼 특징과 혜택을 차별화하며 고객을 유입하는 전략이 필요하다.

이커머스 이용자들의 소비 행태가 기존에는 검색 엔진, 커머스 플랫폼에서 키워드 중심의 검색을 통해 물건을 구매했다면 최근에는 SNS, 동영상 플랫폼에서 영상을 시청하며 상품을 탐색하고 구매까지 연결되는 모습이 관찰된다. 유튜브 쇼핑, 틱톡 샵 등 이미 글로벌 플랫폼들은 쇼핑 기능을 추가해 운영 중이다.

이에 NAVER 는 클립 콘텐츠에서 쇼핑 리테일 정보를 연결해 노출 확대, 쇼핑 페이지 랜딩을 통한 구매 전환까지 이뤄질 수 있도록 개편했다. 또한 내년 상반기에 네이버플러스스토어를 별도 앱으로 출시해 AI 브리핑으로 상품 추천, 리뷰 요약, AI 쇼핑 에이전트 통해 콘텐츠로 연결하는 등 더욱 개인화된 쇼핑 서비스를 제공할 계획이다. 기존에 경쟁사대비 약했던 물류도 강화한다. '도착보장'을 '네이버 배송'으로 리브랜딩하고 지금배송, 희망일배송 등 배송 경쟁력을 향상시켜 커머스 GMV 성장을 도모할 계획이다. 커머스 솔루션 적용이 확대되며 take rate 상승을 전망한다

.

클립, 커머스 기능 추가 – 네이버 쇼핑 페이지와 연계

자료: 언론 보도, SK 증권

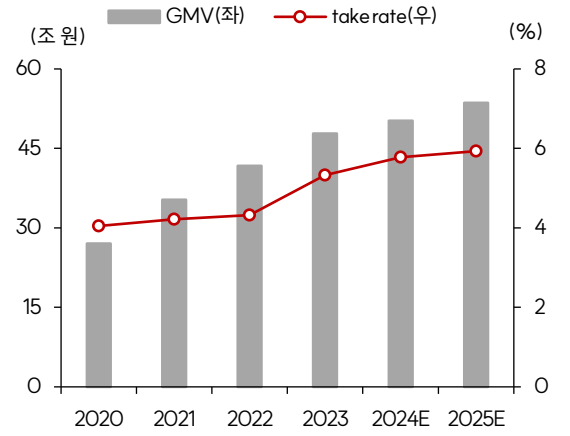
네이버 커머스 물류 경쟁력 강화

자료: NAVER, SK 증권

커머스 혜택 경쟁 심화

자료: Bloomberg, SK 증권

네이버 도착보장 서비스

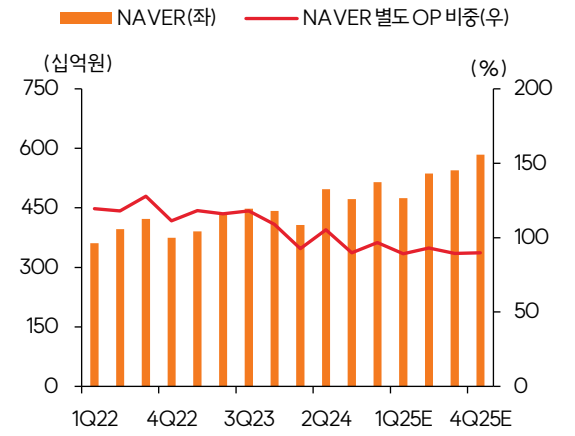


자료: Bloomberg, SK 증권

별도 중심 성장 지속

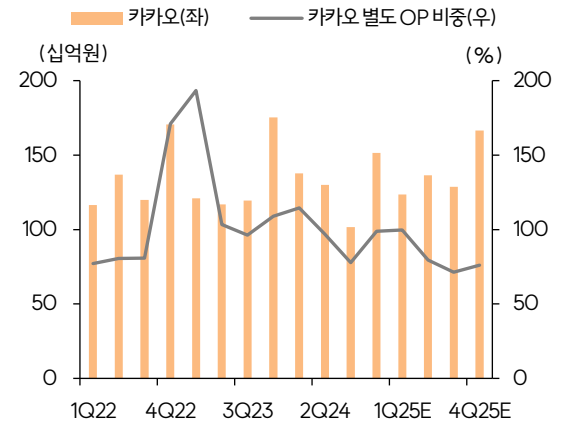
25 년에도 NAVER 와 카카오는 별도 사업 중심의 성장이 계속된다. NAVER 는 작년부터 타이트한 비용 관리, 적자 자회사의 지분을 축소했다. 카카오는 핵심 사업을 톡과 AI 로 정의했고, 비핵심 프로젝트와 사업에 대해서는 인력 축소와 사업 매각까지도 고려하고 있다. 내년에도 핵심 사업에 집중하는 전략은 지속되며 본업 이익의 기여도는 여전히 높을 것이다. 3Q24 기준, 별도 영업이익 비중은 NAVER 89.9%, 카카오 77.9% 였고, 25 년 연간으로도 NAVER 90.4%, 카카오 79.9%로 본업 이익이 내년 연결 영업이익의 key 가 될 것이다.

NAVER 별도 실적 추이



자료: NAVER, SK 증권

카카오 별도 실적 추이



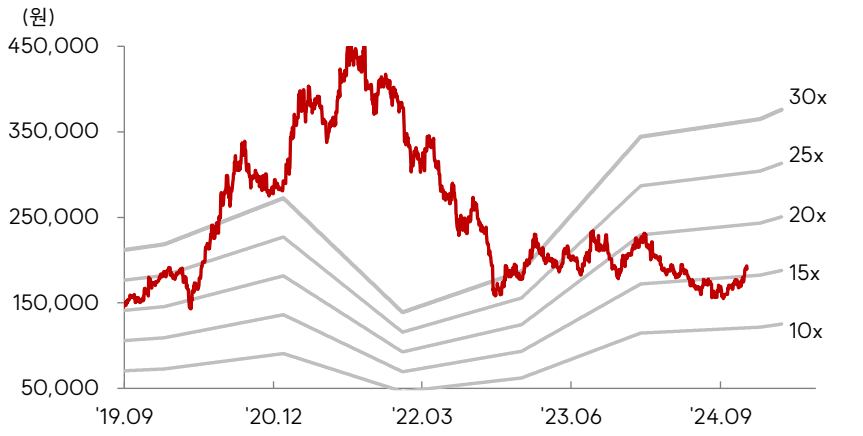
자료: 카카오, SK 증권

Top Picks: NAVER

이젠 위를 볼 시간

- 25 년 연결 매출액 11.5 조원(+8.5% YoY), 영업이익 2.4 조원(+20.3% YoY) 전망. 내년 'On-Service AI' 전략으로 검색, 플레이스, 콘텐츠, 쇼핑에 AI 기술 적용 확대하고 서비스 간 연계 강화해 수익화할 계획
- 올해 말부터 내년 상반기까지 동사가 제시한 비전들이 구체화될 것. 목표한 바대로 실제 서비스에 잘 구현된다면 지난 1~2 년 동안 동사의 주가를 짓눌렀던 매출액 성장에 대한 갈증을 해소할 수 있을 것
- 핵심 사업 성장이 재개되며 수익성은 빠르게 개선될 것. 구체화된 AI 활용 전략과 서비스 변화에 따른 성장이 주가에 반영될 시기

NAVER P/E band chart



자료: FNGUIDE, SK 증권

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	5,304	6,818	8,220	9,671	10,621	11,524
영업이익	십억원	1,215	1,325	1,305	1,489	1,969	2,369
순이익(지배주주)	십억원	1,002	16,490	760	1,012	1,819	1,927
EPS	원	7,903	9,082	4,634	6,233	11,478	12,165
PER	배	37.0	41.7	38.3	35.9	16.5	15.6
PBR	배	5.6	2.5	1.2	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	27.5	35.8	16.1	18.0	11.5	9.3
ROE	%	15.2	106.7	3.3	4.4	7.5	7.4

게임

글로벌 성적표를 받는 시간

게임. 남효지

SK 증권

게임 비중확대(유지)

글로벌 성적표를 받는 시간

24 년 리뷰: 실적, 신작 모멘텀 유효한 기업 중심으로 주가 차별화

올해 게임 업종 전반적으로 주가는 부진했다. 실적 성장과 신작 모멘텀이 확실한 기업들 중심으로 주가가 차별화되는 모습을 보였다. 연초대비 주가가 상승한 기업은 크래프톤(+59%), 더블유게임즈(+20%), 펄어비스(+3%)가 유일하다. 크래프톤은 작년부터 이어진 PUBG IP 의 트래픽 상승 효과로 매 분기 어닝 서프라이즈를 기록했다. 더블유게임즈도 효율적인 마케팅비 관리로 탄탄한 이익 기반을 다져나갔다. 펄어비스의 경우 실적은 기존 IP 노후화 영향으로 부진했지만 하반기 게임스컴, 지스타 등 게임쇼에 내년 기대작 <붉은사막>을 공개함에 따라 최근 재차 기대감이 반영되며 주가 하락폭을 회복하고 있다. 이 외 대부분의 국내 게임사는 올해 신작과 실적 모두 괄목할만한 성과는 없었다. 넷마블의 <나 혼자만 레벨업: ARISE>, 넥슨 게임즈의 <퍼스트디센던트>를 제외하면 올해 출시된 신작 중 뛰어난 성과를 보인 게임은 없었다.

25 년 전망: 대작들의 성과 확인할 시간. 비용 관리 동반되어 신작 흥행에 따른 이익 및 주가 변동성 높을 것

내년 글로벌 게임 시장은 오랜 개발 기간과 막대한 개발비를 투자한 AAA 급 신작들이 쏟아진다. 흥행에 성공하면 글로벌 게임 시장을 타겟해 넓은 유저 기반을 확보할 수 있다는 장점도 있지만 흥행에 실패하면 게임사 실적에 큰 타격이 있을 수 있다. 개발비가 올라갈수록 신작의 손익분기점을 높아져 흥행을 위한 마케팅과 적절한 유통전략이 필요하다. 게임의 주 이용자층인 1030 을 타겟하는 인플루언서를 활용한 마케팅이 더욱 확대될 것이고, 높아진 개발비를 싱글 플랫폼에서만 커버하긴 어려워졌기 때문에 크로스플랫폼 유통이 활발해질 것이다. 특히 유저베이스가 지속 확대되고 있는 스팀을 통한 유통과 마케팅 채널로써의 활용이 확대될 것으로 예상된다.

국내 게임사들도 오랜 개발 기간을 거친 기대작들이 출시를 앞두고 있다. 펄어비스 <붉은사막>, 넷마블 <일곱 개의 대죄: Origin>, 넥슨 <퍼스트버서커: 카잔>, 크래프톤 <inZOI> 등이 있다. 내년에는 비용 레벨이 낮아져 탄탄한 이익 기반을 다져나가고, 신작 흥행 정도에 따라 이익 스윙은 높아질 것이다. 이에 따라 주가도 기민하게 반응할 것으로 예상된다.

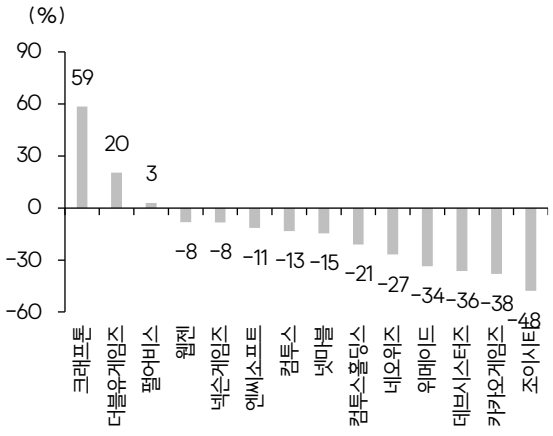
Analyst 남효지
hjnam@sks.co.kr / 3773-9288

24 년 리뷰: 신작의 빈자리

게임 업종의 주가는 작년에 이어 올해도 부진한 모습을 보였다. 연초대비 주가가 상승한 기업은 크래프톤(+59%), 더블유게임즈(+20%), 펄어비스(+3%)가 유일하다. 크래프톤은 작년부터 이어진 PUBG IP 의 트래픽 상승 효과로 매 분기 어닝 서프라이즈를 기록했다. 더블유게임즈도 효율적인 마케팅비 관리로 탄탄한 이익 기반을 다져나갔다. 펄어비스의 경우 실적은 기존 IP 노후화 영향으로 부진했지만 하반기 게임스컴, 지스타 등 게임쇼에 내년 기대작 <붉은사막>을 공개함에 따라 최근 재차 기대감이 반영되며 주가 하락폭을 회복하고 있다. 이 외 대부분의 국내 게임사는 올해 신작과 실적 모두 괄목할만한 성과는 없었다. 넷마블의 <나 혼자만 레벨업: ARISE>, 넥슨게임즈의 <퍼스트디센던트>를 제외하면 올해 출시된 신작 중 뛰어난 성과를 보인 게임은 없었다.

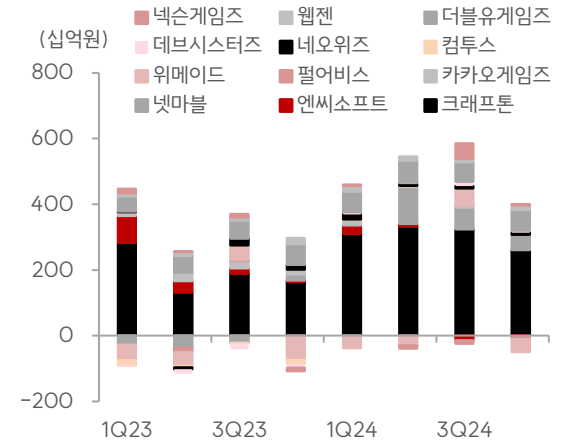
신작 부재로 탑라인 성장이 어려운 상황에서 국내 게임사들은 비용 관리에 돌입했다. 특히 인건비 감소가 주효했다. 엔씨소프트는 연내 두 차례에 걸쳐 사업을 분할했다. QA, IDS 와 같은 비개발 조직과 주요 게임별 개발 인력을 개별 회사로 물적분할했고, 비핵심 프로젝트 중단하며 연초 인력 5 천명대에서 내년 3 천명대까지 인력을 축소하겠다고 밝혔다. 카카오게임즈도 세나테크놀로지 지분 일부 매각, 카카오 VX 사업 축소로 본업인 게임 사업에 더욱 집중할 계획이다. 넷마블도 인력 통제 및 자체 런처 활용을 통해 지급수수료를 관리하고 있다.

주요 게임사 연초대비 주가 수익률



자료: Quantiwise, SK 증권

주요 게임사 영업이익 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

25 년 전망: 기대작들의 글로벌 성적표

AAA 게임의 양면: 성공하면 혁명! 실패하면 쪽박

글로벌 게임 시장은 높은 개발비와 시간을 투자한 AAA 게임과 라이트한 인디 게임 중심으로 양분화되고 있다. AAA 게임은 대형 게임사들 중심으로 개발되고 화려한 그래픽과 전투, 액션이 특징이다. 인디 게임은 소수의 개발자, 저예산의 심플한 게임성이 특징이지만 향후 얼리액세스를 통해 추가적인 예산과 플레이어를 확보할 수 있다.

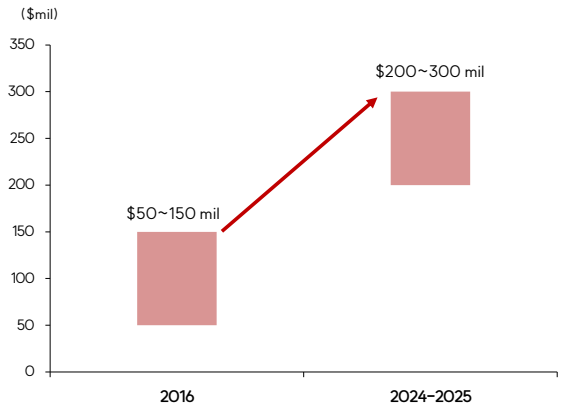
최근 AAA 게임의 개발비가 급격하게 빠르게 증가하고 있다. IDG 의 발표에 따르면 2024 년 AAA 게임의 기준은 개발비 2 억원 이상이 투입된 게임으로 분류된다. AAA 게임 개발에 소요되는 기간도 최소 5 년으로, 막대한 투자비와 기간이 소요됨에도 게임사들이 AAA 게임 개발에 열을 올리고 있는 이유는 유저들의 눈높이가 대폭 상승해 이를 만족시키기 위함과 동시에 글로벌 시장으로의 확장하기 위해서이다. 높아지는 개발비에는 엔진 사용료 영향도 있는데, 게임 그래픽 한계 효용 체감의 법칙에 따라 막대한 개발비를 쏟아부어도 유저 만족도는 높지 않고 일정 수준 이상의 그래픽은 차이점을 체감하기 어렵다. 또한 개발자 인건비가 지속 상승하고 있기 때문에 개발 기간이 길어질수록 개발비 부담도 높아져 흥행 실패 시 기업 실적의 타격은 매우 커진다.

게임 규모별 주요 특징 비교

	인디	AA	AAA
개발비	~$1mil	few million dollars	> $50 mil
마케팅 방식	소셜미디어, 커뮤니티, 인플루언서	니치 마케팅 (커뮤니티 활용, 온라인 캠패인)	고예산 광고 (TV 광고, 메이저 온라인 캠패인, 게임쇼 참석)
유통 채널	디지털 플랫폼 (주로 스팀 등)	디지털 , 에디션별 실물 출시	글로벌 출시 (디지털+실물 리테일)
버젯 배분	최소화, 가끔 커뮤니티 펀딩	중예산, 타겟 마케팅에 집중	마케팅과 유통에 높은 예산 배분
주 고객 접근	D2C	장르에 맞는 니치 마켓 공략	매스 마켓

자료: 나스미디어, SK 증권

빠르게 증가하는 AAA 게임 제작비



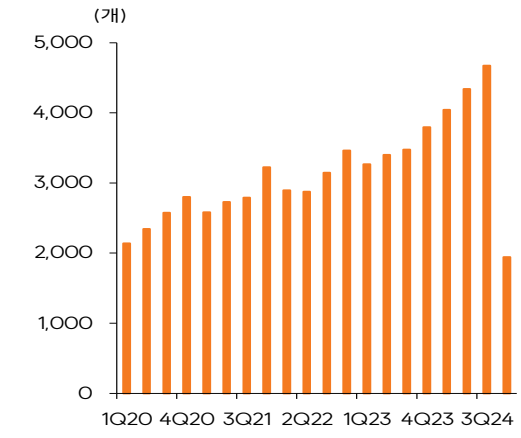
자료: NAVER, SK 증권

Going Global: 인플루언서 마케팅 & 크로스 플랫폼 확대

개발비가 올라갈수록 신작의 손익분기점도 높아진다. 타이틀 당 가격은 $70 수준, 다만 최근 경기 부진 영향으로 소비 심리가 악화되며 검증된 IP 나 입소문이 난 게임이 아니면 플레이어들은 신작 구매를 꺼리게 된다. 한정된 소비자들의 시간과 버젯 속에서 확실하게 소비자의 관심을 끌 수 있는 게임만 흥행에 성공한다. 이용자들은 트위치 스트리밍, 리뷰를 보고 재미있어 보이는 게임에만 소비하게 된다. 따라서 게임사들은 인플루언서를 활용한 마케팅을 전개해 적극적으로 게임을 홍보한다. 인플루언서 마케팅은 게임 주 이용자층인 1030 에게 효과적이고, 특히 일반 마케팅대비 6.5 배 효과적이라는 조사 결과도 있다. Statista 에 따르면 2024 년 글로벌 인플루언서 마케팅 규모는 240 억달러로 전년대비 14% 성장할 것으로 전망했다. 앞으로도 인플루언서 마케팅을 활용하는 게임들이 점점 더 많아질 것으로 예상된다.

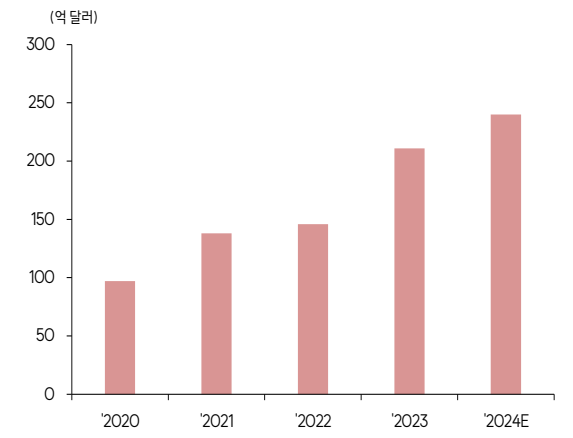
크로스플랫폼 기조도 더욱 확대될 것이다. 높아지는 개발비에 따라 싱글 플랫폼에서 개발비를 커버하기는 어려워졌다. 특히 국내 모바일 게임 시장은 역성장이 지속되고 있고, 중국 게임사들의 개발력이 올라옴에 따라 모바일 시장에서만 승부를 보긴 어려워졌다. 시장 확장이 절실해졌고, 글로벌 exposure 를 높이기 위해 서구권 유저들이 익숙한 장르 및 PC/콘솔 플랫폼향 게임 출시가 증가하고 있다. 특히 스팀 플랫폼은 트래픽이 지속 증가하며 온라인 유통 플랫폼으로써 독점적인 지위를 확보하고 있고 글로벌 마케팅 채널로도 활용되고 있다. 스팀에서 출시되는 게임의 수는 18 년 8,307 개-> 24 년(YTD) 15,017 개로 빠르게 증가하고 있다. 온라인 유저수도 약 3,840 만명 수준으로 높은 플랫폼 영향력에 따라 향후 이를 통한 신작 출시도 많아질 것으로 예상된다.

스팀 출시 게임 수



자료: VGInsights, SK 증권
주: 4Q24 는 수치는 QTD

글로벌 인플루언서 마케팅 규모



자료: Statista, SK 증권

오랫동안 기다렸던 대작들의 등장

내년에는 오랜 개발 기간을 거친 기대작들이 시장에 출시된다. 특히 펄어비스의 <붉은사막>은 금번 지스타를 통해 보스 1 종을 추가해 B2C 시연을 선보여 이용자들의 호평을 받았고 내년 최고 기대작으로 꼽히고 있다. 엔씨소프트의 <아이온 2>, 크래프톤 <inZOI>, 넷마블 <일곱 개의 대죄: Origin>, 넥슨 <퍼스트버서커: 카잔> 등 내년 출시 예정인 신작들은 글로벌 유저 타겟으로 기존 국내 게임사들이 내놓던 한정된 장르에 국한되지 않고 다양한 장르로 선보이고 대부분 크로스 플랫폼으로 제공되며 글로벌 시장에서의 검증을 거치게 될 것이다.

25 년 출시 예정인 주요 기대작

넥슨 <퍼스트버서커: 카잔>, <아크레이더스>

자료: 언론 보도, SK증권

펄어비스 <붉은사막>

자료: 언론 보도, SK증권

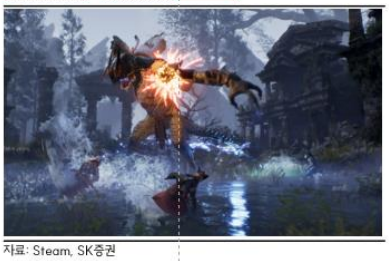
엔씨소프트 <아이온2>

자료: 언론 보도, SK증권

크래프톤 <inZOI>

자료: 언론 보도, SK증권

카카오게임즈 <아키에이지: 크로니클>



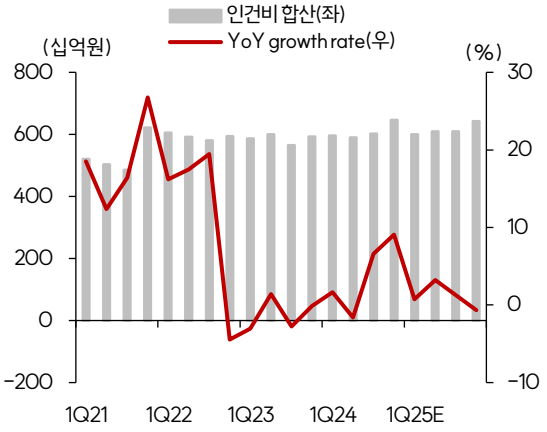
자료: Steam, SK증권

넷마블 <일곱 개의 대죄: Origin>

자료: YouTube, SK증권

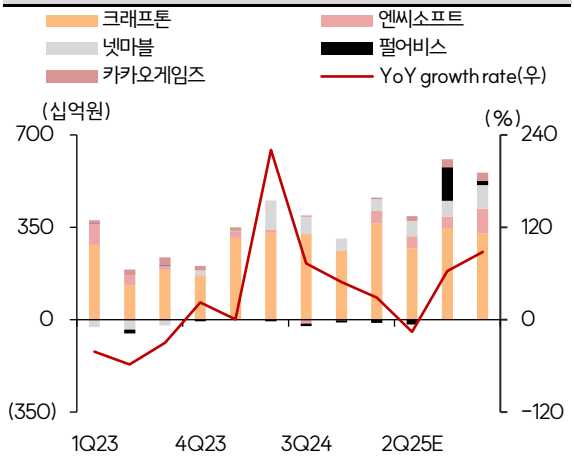
자료: 언론 보도, SK 증권

주요 게임사 합산 인건비 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권
주: 크래프톤, 엔씨소프트, 넷마블, 카카오게임즈, 펄어비스 합산 기준

주요 게임사 합산 이익 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권

게임사들의 타이트한 비용 관리도 지속된다. 주요 게임사(크래프톤, 엔씨소프트, 넷마블, 카카오게임즈, 펄어비스) 합산 기준 내년 분기별 인건비 증감율은 -1~3% 수준에 그칠 것으로 예상된다. 마케팅비도 주요 채널 및 프로젝트에 효율적으로 배분함에 따라 과거와 같은 대규모 캠패인은 보기 어려울 것이다. 또한 자체 PC 런처 활용 확대, 앱스토어 수수료 하락 등으로 지급수수료 증가 요인도 제한적이다. 이에 따라 25 년 주요 게임사 합산 영업이익은 2 조원으로 올해대비 36.1% 증가할 것으로 예상된다. 비용 레벨이 낮아져 탄탄한 이익 기반을 다지며 내년 출시되는 신작 흥행 정도에 따라 이익 변동성은 높게 나타날 수 있고, 주가도 이에 기민하게 반응할 것으로 예상된다.

25 년 출시 예정인 주요 기대작

	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
크래프톤		inZOI			
		다크앤다커 모바일			
		서브노티카2			
				Project ARC	
				딩컴 투게더	
엔씨소프트	저니오브모나크				
	블레이드&소울2 중국				
		택탄: 나이츠 오브 더 가즈			
				아이온2	
				LLL	
넷마블	킹 아서: 레전드 라이즈				
		킹 오브 파이터 AFK			
		RF 온라인 넥스트			
		왕좌의 게임: 킹스로드			
		세븐나이츠 리버스			
				The RED: 피의 계승자	
				일곱개의 대죄: Origin	
				몬길: STAR DIVE	
				데미스 리본	
				나 혼자만 레벨업: ARISE (스튜)	
시프트업		스텔라블레이드 PC			
		전쟁의 여신: 니케 (중국)			
카카오게임즈	POE2				
	로스트 아이돌론스: 위선의 마녀				
		발할라 서바이벌			
		야구 시뮬레이션 게임(가제)			
			섹션 13		
			프로젝트 C(가칭)		
			가디스오더		
				프로젝트 Q(가칭)	
					갓 세이브 버밍엄
					크로노 오디세이
펄어비스				붉은사막	
컴투스	프로스트 펑크: 비욘드 더 아이스				
		프로야구 라이징			
		서머너즈 워: 레기온			
				레전드 서머너	

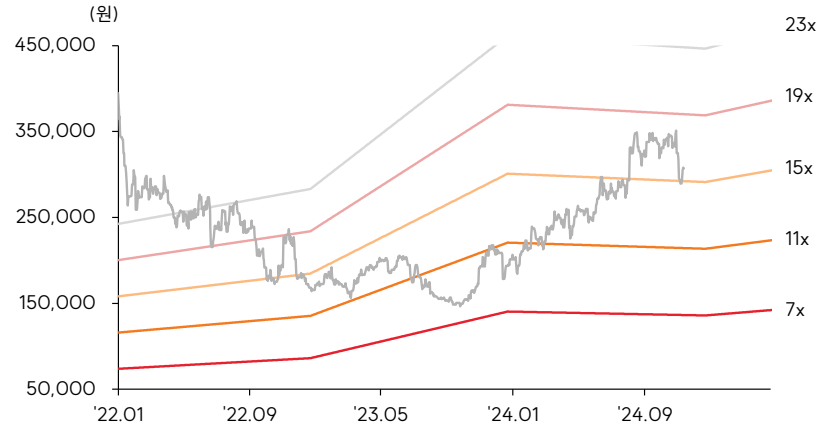
자료: 언론 보도, SK 증권

Top Picks: 크래프톤

Everything Scaled Up

- 25년 매출액 3.03조원(+9.7% YoY), 영업이익 1.31조원(+6.8% YoY) 전망. 올해 PUBG IP 의 장기 성장 가능성 입증. 내년에도 계획된 콘텐츠, 높아진 트래픽 고려하면 지속 성장 가능할 것
- 3/28 <inZOI>, 2Q25 <다크앤다커 모바일>, 3Q25 <서브노티카 2>, 4Q25 <프로젝트 ARC>, <딩컴투게더> 반영. 내년에는 매분기 신작&퍼블리싱 역량 확인할 수 있는 이벤트 多
- IP 라이선스 및 2PP 투자 적극적으로 전개 중, 이에 따른 추가적인 실적 업사이드 존재. 편안한 장기 성장 스토리 보유

크래프톤 P/E bandchart



자료: Dataguide, SK 증권

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	1,670	1,885	1,854	1,911	2,767	3,035
영업이익	십억원	774	651	752	768	1,227	1,311
순이익(지배주주)	십억원	556	520	500	595	961	930
EPS	원	13,001	10,829	10,496	12,310	20,062	19,414
PER	배		42.5	16.0	15.7	15.3	15.8
PBR	배		4.9	1.6	1.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	배	-0.8	27.6	6.3	7.4	8.6	7.6
ROE	%	61.9	17.9	10.3	11.2	16.1	13.6

Mobility

불확실성의 시대에서는 밸류에이션을 믿으세요

Mobility. 윤혁진

SK 증권

자동차 비중확대(유지)

불확실성의 시대에서는 밸류에이션을 믿으세요

불확실성의 시대
- 미국의 관세 부과 우려
- 자율주행 경쟁력
- 경기 침체와 경쟁 심화

한국 자동차 산업 주가를 억누르는 가장 큰 불확실성은 ①트럼프 2 기 정부의 관세 부과, ②현대차 그룹의 자율 주행 및 SDV 경쟁력, ③경기 침체에 따른 미국 및 유럽 시장 경쟁 심화와 인센티브 증가 우려로 볼 수 있다. 반면에 현대차 그룹의 HEV 경쟁력과 가격 경쟁력이 실적의 버팀목이 될 것으로 전망하며, 주주환원 강화와 밸류에이션 매력이 주가의 버팀목이 될 것으로 전망한다.

미국 시장의 이익 기여도가 50%를 상회하는 현 상황에서, 관세 부과시 한국 자동차 수출 물량의 수익성 악화에 대한 우려가 많지만, 10%의 관세를 현대차/기아가 100% 부담하는 Worst Case 의 경우에도 영업이익 하락폭은 13~17% 수준이며, 이 또한 미국 공장 생산 확대, 멕시코 공장 활용(USMCA 유지 가정)으로 최소화 가능하다. 머스크의 정부 효율성 부서(DOGE) 장관 임명으로 테슬라의 FSD 자율주행, 로봇택시 등 혁신 사업들의 상용화 시점이 당겨질 것으로 기대되고 있다. 이는 반대로 기존 레거시 OEM 들과의 격차 확대를 의미한다. 테슬라와 바이두의 자율주행 기술을 기존 완성차 업체들이 쫓아가고 있으며, 폭스바겐은 리비안에 58 억달러 투자를 통해, 현대차는 웨이모와의 협력을 통해서 간극을 좁히려 노력하고 있다.

믿어야 하는 것
- HEV 경쟁력을 통한 ASP 유지
- 주주환원 강화와 낮은 밸류에이션

경기 침체에 따른 차량 구매의 Trading Down 과 경쟁심화에 따른 인센티브 상승이 우려되지만, 현대차/기아는 합리적인 가격대의 가성비 좋은 차량으로 OEM 중에서 가장 영향이 적을 것으로 예상되며, HEV 판매 확대로 ASP 유지가 가능할 것으로 전망한다. 또한 주주환원 강화에 따른 긍정적인 요인도 있기 때문에 현재의 불확실성의 시대에서는 밸류에이션 매력이 높은 현대차, 기아가 좋은 대안이 될 수 있을 것이다.

Analyst 윤혁진
hjyoon2019@sks.co.kr / 3773-9025

24 년 리뷰

밸류업 언급 전으로 돌아간 주가

밸류업 기대감으로 올랐던 상반기 주가

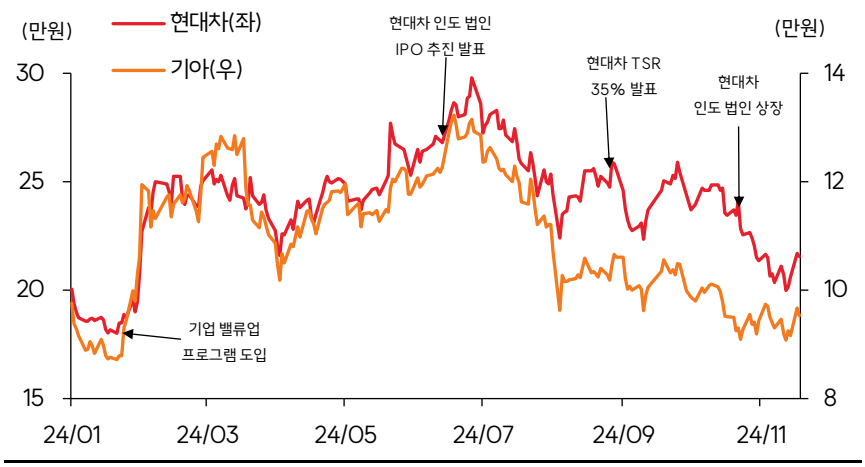
실망감으로 하락한 하반기 주가

현대차, 기아 주가는 2 월초 1) 긍정적인 주주환원 정책과 예상을 상회하는 24 년 가이던스, 2) 정부의 '기업 밸류업 프로그램'에 대한 기대감으로 급등하면서 극도의 저평가 구간을 벗어났다. 하지만, 7 월 들어 정부의 밸류업 지원 정책에 대한 실효성 및 기대감이 약해지고, 3 분기 실적 우려가 점증하면서 결국 밸류업 언급 전 수준의 주가 레벨로 돌아갔다. 연초와 달라진 것은 강화된 주주환원 정책과 높아진 피크아웃 우려다.

자동차 판매량 성장 둔화에도 불구하고, HEV 판매확대, 북미시장 판매 호조와 고환율을 바탕으로 매분기 서프라이즈 실적을 기록했던 현대차/기아는 3 분기에 품질 보증비용, 임단협 비용 등 일회성비용이 반영되면서 전망치를 하회하는 실적을 발표하며 주가가 하락했다.

23 년 현대차의 총주주환원율은 25%, 기아는 30%였지만, 현대차는 25 년부터 3 년간 총주주환원율 35%를 목표로 제시했으며, 기아는 12 월에 기업가치 제고계획을 통해서 강화된 주주환원 정책을 발표할 것으로 기대된다. 당장 올해부터 주주환원이 강화된 은행 섹터와 달리 현대차/기아는 내년부터 주주환원 강화를 제시해 시장에서 다소 실망감이 있었던 것은 사실이다. 연말이 다가오는 현 시점은 강화된 25 년 주주환원에 주목해야 하는 시점으로 판단한다.

2024 년 현대차, 기아 주가추이와 주요 이벤트



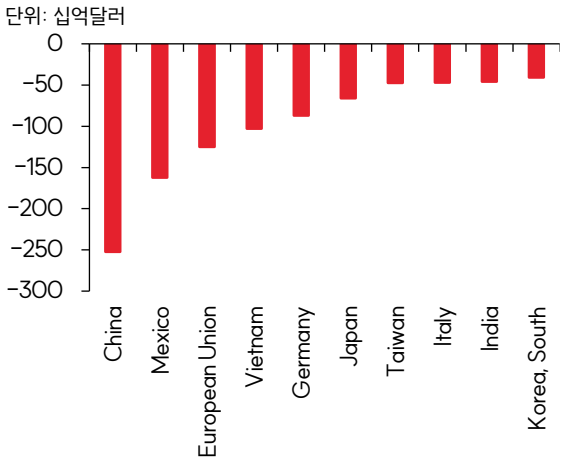
자료: SK 증권

25 년 전망

높아진 경쟁력, 낮은 밸류에이션(feat. PER 4 배, 배당수익률 6%)

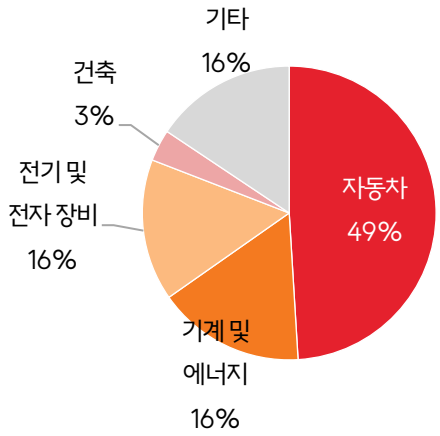
자동차 산업 주가에 가장 큰 리스크 요인은 트럼프 2 기 정부의 관세 정책이다. 트럼프는 모든 수입품에 대해 10%에서 20% 사이의 기본 관세를 부과할 계획을 밝혔다. 미국의 입장에서는 무역적자 규모가 열번째 국가인 한국, 그리고 한국과의 무역적자 중 절반인 49%를 차지하는 자동차 산업에 대해서 관세 부과 등의 조치를 취할 가능성이 높아지고 있다. 트럼프의 추진력과 반대로 보편적 관세 부과의 법적 근거 및 가능성에 대한 갑론을박이 있을 수 있지만, 주식시장에서는 이미 관세 부과에 따른 한국 자동차 산업의 경쟁력 약화를 기정사실화 하고 있다.

미국의 국가별 무역적자 규모(23 년 기준)



자료: SK 증권

한국의 대미 수출입 수지 흑자 품목 비중(23 년 기준)



자료: SK 증권

현대차가 23 년 한국에서 미국으로 수출한 차량은 53.0 만대(23 년 미국 시장 판매량 87.0 만대로 61% 수준), 기아가 23 년 수출한 차량은 34.2 만대(23 년 미국 시장 판매량 78.2 만대로 44% 수준)에 달했다. 미국 시장의 이익 기여도가 50%를 상회하는 현 상황에서, 관세 부과시 수출 물량의 수익성 악화에 대한 우려가 많지만, 10%의 관세를 현대차/기아가 100% 부담하는 Worst Case 의 경우에도 영업이익 하락폭은 13~17% 수준이며, 이 또한 미국 공장 생산 확대(현대차 앨라배마 연 40 만대 공장, 기아 조지아 연 36 만대 공장, 메타플랜트 연 30 만대 공장 신규 가동), 기아 멕시코 공장 활용(연 33 만대 생산능력. USMCA 유지 가정)으로 최소화 가능하다.

미국의 관세 10% 부과시 현대차 영업이익 변동 분석 (단위: 대, USD, 십억원, %)

	한국공장 미국 수출량(대)	ASP (USD)	미국 수출 추정액 (십억원)	전사 OP (십억원)	판가 유지로 관세 10% 흡수시 전사 OP	영업이익 변동폭	미국공장 생산 증대, Mix 변경
23년 추정	529,608	31,882	22,052	15,126	12,921	-15%	+a
24년 추정	593,993	31,511	25,268	14,929	12,402	-17%	+a

자료: 현대자동차, SK 증권

미국의 관세 10% 부과시 기아 영업이익 변동 분석 (단위: 대, USD, 십억원, %)

	한국공장 미국 수출량(대)	ASP (USD)	미국 수출 추정액 (십억원)	전사 OP (십억원)	판가 유지로 관세 10% 흡수시 전사 OP	영업이익 변동폭	미국공장, 멕시코 공장 증대
23년 추정	342,463	31,223	13,965	11,609	10,213	-12%	+a
24년 추정	406,163	30,775	16,875	12,976	11,289	-13%	+a

자료: 기아, SK 증권

머스크의 정부 효율성 부서(DOGE) 장관 임명으로 테슬라의 FSD 자율주행, 로봇택시 등 혁신 사업들의 상용화 시점이 당겨질 것으로 기대되고 있다. 이는 반대로 기존 레거시 OEM 들과의 격차 확대를 의미한다. 테슬라와 바이두의 자율주행 기술을 기존 완성차 업체들이 각자의 노력으로 쫓아가고 있는 형국이다. 폭스바겐은 리비안에 58 억달러 투자하면서 SDV(SW Defined Vehicle) 기술을 이식받으려 하고 있으며, 현대차-웨이모 협력은 현대차 입장에서는 웨이모의 최신 자율주행 기술인 'Waymo Driver'를 아이오닉5에 장착하면서 자율주행 기술을 습득할 것으로 기대되며, 웨이모는 서비스 확장에 필요한 차량을 안정적으로 공급받을 수 있는 Win-Win 전략으로 판단된다.

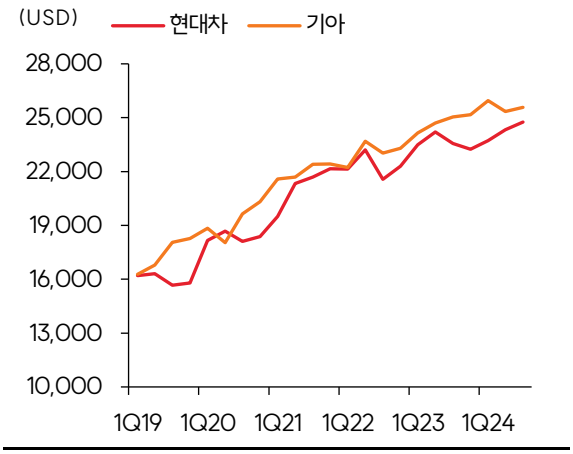
믿어야 하는 것

- HEV 경쟁력을 통한 ASP 유지

- 주주환원 강화와 낮은 밸류에이션

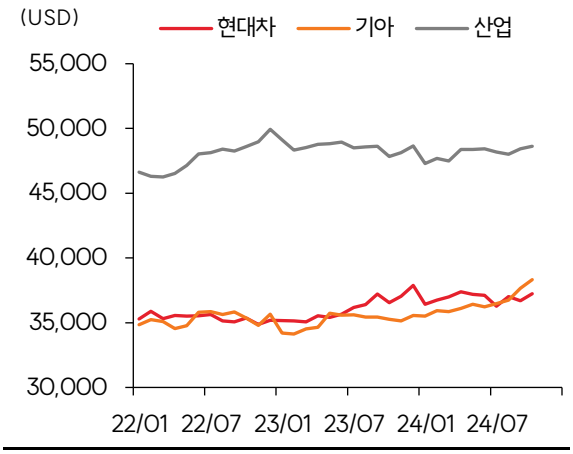
경기 침체에 따른 차량 구매의 Trading Down 과 경쟁심화에 따른 인센티브 상승이 우려되지만, 현대차/기아는 여전히 합리적인 가격대의 가성비 좋은 차량(미국 9 월 ATP(Average Transaction Price) 산업 평균 48,397 달러, 현대차 39,256 달러, 기아 37,035 달러)으로 OEM 중에서 가장 영향이 적을 것으로 예상되며, HEV 판매 확대로 ASP 유지가 가능할 것으로 전망한다. 또한 주주환원 강화에 따른 긍정적인 요인도 있기 때문에 현재의 불확실성의 시대에서는 밸류에이션 매력이 높은 현대차, 기아가 좋은 대안이 될 수 있을 것이다.

현대차, 기아 글로벌 ASP 추이



자료: 현대차, 기아, SK 증권

미국 신차 평균 가격과 현대차, 기아 ATP 추이



자료: Cox Automotive, SK 증권

Top Picks: 현대차

25 년에는 미래 성장동력의 비전 제시가 기대된다

최근 현대차 임원 인사가 완료됐으며, 연말 전에 이사회가 개최되면 인도법인 IPO 구주매출에 따른 주주환원 정책이 발표될 것으로 예상된다. 내년부터는 총주주환원율 35%에 맞는 자사주 매입이 시작될 것이기 때문에, 현재의 저평가 상황과 실적 우려를 잠재우고 반등할 수 있는 트리거가 될 것으로 기대한다. 현재 현대차는 24 년 PER 4.2 배, 배당수익률 5.5%의 극심한 저평가 상태이기 때문에 자사주 매입은 수급상 아주 우호적으로 작용할 것으로 판단한다.

트럼프 2 기 정부에서 관세가 10% 부과되고 이를 동사가 100% 흡수한다고 가정하는 Worst Case 의 경우에도 영업이익의 감소는 24 년 영업이익 기준 17% 수준에 그친다. 앨라배마 공장의 가동률 상승과 메타플랜트 공장 가동으로 관세 영향은 줄어들 수밖에 없으며, USMCA(미국, 캐나다, 멕시코 간 자유무역협정)이 유지되는 동안에는 기아 멕시코 공장에서 일부 공급도 가능하다.

자율주행 기술은 현대차는 웨이모와의 협력을 통해서 업그레이드될 것으로 기대하며, 모셔널과 협력해 26 년 출시 예정인 로봇택시는 미국의 자율주행 규정 완화에 오히려 수혜가 가능하다. 경기 침체와 경쟁심화가 우려되지만, 현대차는 HEV 경쟁력을 바탕으로 25 년에도 뛰어난 이익 방어력을 보여줄 것으로 예상된다.

25 년부터는 로봇의 보스톤다이나믹스, UAM 의 슈퍼널, 로봇택시의 모셔널, 자율주행의 웨이모 협력 등과 같은 미래 성장동력에 대한 비전 제시가 기대되며, 장기 성장 로드맵을 통한 밸류에이션 재평가가 기대된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	117,611	142,151	162,664	173,486	182,862	190,767
영업이익	십억원	6,679	9,825	15,127	14,929	15,248	15,907
순이익(지배주주)	십억원	4,942	7,364	11,962	13,793	14,227	14,919
EPS	원	17,846	27,382	46,254	50,815	52,415	54,964
PER	배	11.7	5.5	4.4	4.3	4.1	3.9
PBR	배	0.8	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	12.0	8.5	7.8	8.4	7.8	7.0
ROE	%	6.8	9.4	13.7	14.1	13.2	12.6

에너지/화학

25년
남은 기회에 집중

에너지/화학. 김도현

SK 증권

에너지/화학 비중확대(유지)

25 년 남은 기회에 집중

24 년 리뷰: 에너지/화학 주가 모두 부진. 기대감에 따른 변동성은 확대

24 년 에너지/화학 주가는 부진한 상황이 지속됐다. 에너지 업황은 수요부진에 따른 정제마진 하락 영향으로 업체들의 이익감소가 지속됐으며, 화학섹터의 경우 중국 경기부양책 기대감 반영 -> 지표 부진 -> 주가 하락으로 이어지는 사이클이 반복됐다. 특히, 수요부진에 대한 Risk 가 시장에 크게 작용하며 부진을 기록했던 24 년대비 25 년 추가적인 업황 부진이 이어지지 않을 것으로 예상된다. 화학섹터의 경우 중국 경기부양책에 따른 수요개선, 원가부담완화 등이 핵심 요인으로 작용할 것으로 예상되며, 에너지섹터의 경우 공급부담 완화에 따른 제한적 회복이 예상된다.

25 년 전망: 중국 부양책은 중장기적 관점에서 접근

24 년 9 월이후 중국은 완화적 통화정책을 발표하며 강도높은 경기부양 기조를 재확인했다. LPR, 지준율 인하 및 주택담보대출금리 인하 등 미국의 금리인하에 따른 통화정책 여력확대를 적극적인 부양책으로 전환하려는 시도가 지속됐다. 한편, 중국의 10 월 PMI 는 50.1 을 기록했으며, 부동산 가격 역시 소폭이나마 개선되고 있지만, 뚜렷한 반등이 단기적으로 시현되지는 않고 있다. 하지만, 연초 이구환신 정책발표 이후 2H24 가전판매는 전체 소매판매대비 Outperform 하고 있는 상황이며, 장비 구매 역시 전체 고정자산투자대비 상회하고 있는 상황이다. 연초 재정정책이 부재했다면, 오히려 업황은 더욱 부진했을 수도 있는 상황이다. 부양책의 효과는 중장기적 관점에서 접근해야 한다는 판단이며, 9 월이후 강도 높은 부양의지는 25 년 효과가 본격화될 예정이다.

한편, 정제설비 증설은 25 년이후 지속적인 감소가 예상된다. 화학증설 역시 24 년 증설연기 물량 영향으로 25 년 증가할 것으로 예상되나, 과거 사이클대비 부담은 완화되고 있다. 에너지/화학섹터 전반에 걸친 설비폐쇄 압력도 지속적으로 강화되고 있고, 최근 중국 제조업 레버리지 감소와 더불어 과거 증설 사이클대비 축소되고 있는 중국 업체들의 레버리지 역시 향후 대규모 증설에 대한 Risk 를 완화하는 요인이다. 부진했던 24 년대비 25 년 완화적 정책 국면, 점진적으로 개선될 위험을 고려할 때 남은 기회에 집중해야 한다는 판단이다.

Analyst 김도현
do.kim@sks.co.kr / 3773-9994

24 년 리뷰: 부진한 주가, 그래도 바닥은 지났다

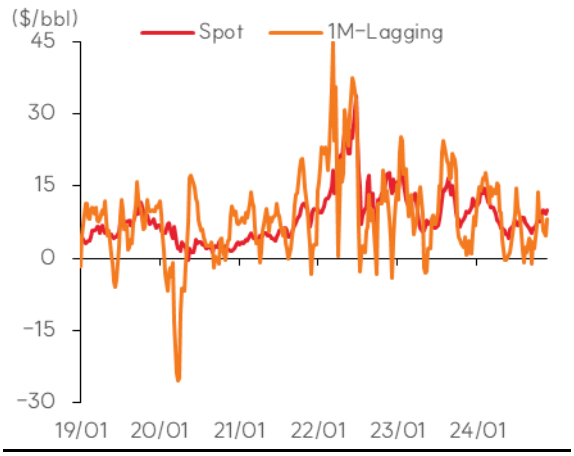
24 년 주가는 변동성 확대 + 하방압력 지속

24 년 에너지/화학 업황 모두 주가 부진. 호재보다는 Risk 가 부각됐던 한 해

24 년 에너지 업황은 지속적인 정제마진 하락을 경험했다. 특히, 그동안 강세를 지속했던 등/경유 마진은 연초 각각 $22.4/bbl, $20.1/bbl 에서 9 월 $10/bbl 저점까지 하락하며 약세 전환했다. 휘발유 마진 역시 수요부진에 따라 연초 $20/bbl 수준에서 9 월 $10 까지 하락하며 부진한 흐름이 지속됐다. 이에 따라, 에너지업체 실적 역시 1Q24 이후 이익 역성장이 지속됐으며, 주가 역시 부진한 흐름이 전개됐다. 휘발유 수요 부진에 따라 PX Spread 역시 연초 $325/톤에서 11 월 $176/톤까지 하락하며 에너지업체 실적악화의 원인으로 작용했다.

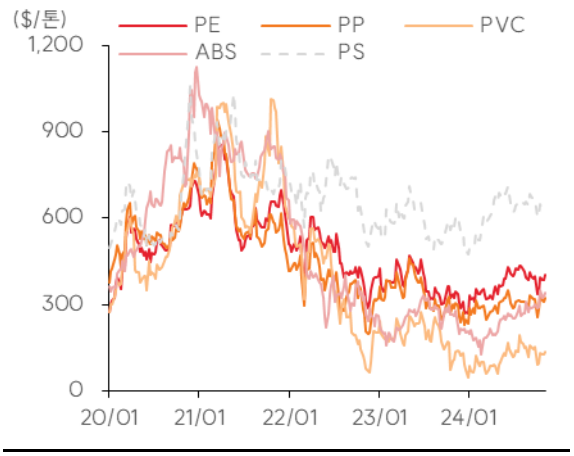
화학업체들은 Downstream 중심의 실적개선이 나타났다. 특히, 24 년 합성고무, 합성섬유 등 수요개선을 중심으로 23 년대비 개선된 실적을 기록했다. 주요 Polymer 평균 Spread 는 10 월기준 +4.7% YoY 를 기록하며, 최악의 23 년대비 소폭이나마 회복했으며, 주요 화학제품 중국 명목수요 역시 전년대비 회복세를 기록했다. 다만, 아직 부진한 가동률 상황 및 공급부담 지속 등에 따른 Risk 는 24 년 지속됐으며, 중국 경기부양책의 방향성에 따라 주가 변동성은 확대됐으나 Pure Chemical 업체 평균 P/B 는 23 년대비 오히려 하락했다.

복합정제마진 추이



자료: Petronet, SK 증권

주요 Polymer Spread 추이



자료: Cischem, SK 증권

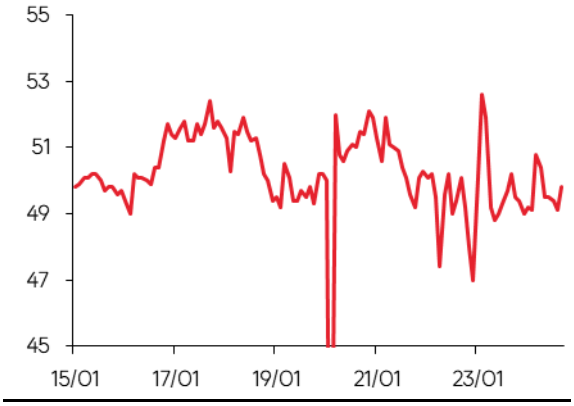
25 년 전망: 리스크는 점진적 완화

중국의 부양기조는 강화, 중장기적 관점에서 접근

24 년 중국 경기부양기조 강화. 단기 지표 반등보다 중장기적 효과에 주목

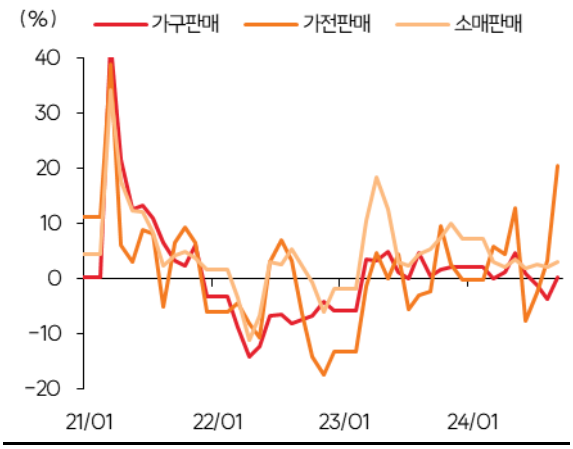
중국은 24 년 경기부양책의 강도를 강화 중이다. 특히, 9 월 미국의 금리인하이후 경기부양에 대한 여력은 더욱 확대된 상황이며 경기부양책의 강도를 강화하고 있다. 24 년 LPR, 지준율 인하 및 주택담보대출금리 인하, LTV 확대 등 정책을 확대하고 있으며, 이구환신, 주택재고매입 등 강도 높은 재정정책을 지속 발표하고 있다. 트럼프 당선이후 중국 경기부양에 대한 불확실성이 확대된 것은 사실이지만, 25 년에도 경기부양에 대한 기조는 지속될 것으로 예상되며, 강도 높은 경기부양책의 연속적 시행에 따른 효과는 25 년 본격화될 것으로 예상된다. 24 년 중국 경기부양책 발표 -> 기대감에 따른 주가 상승 -> 지표반등 부진에 따른 주가 하락의 사이클이 지속적으로 반복되고 있으나, 경기부양책은 중장기적 관점에서 접근해야 한다는 판단이다. 24 년 중국 소매판매대비 가전 판매량은 상대적으로 크게 개선되는 모습을 기록하고 있으며, 장비구매 역시 양호한 모습을 지속 중이다. 연초 시행된 이구환신 재정정책의 효과는 24 년말로 갈수록 효과가 나타나고 있는 상황이다. 뚜렷한 지표개선은 아직 부진하나, 10 월 중국의 PMI 는 50.1 을 기록했고, 11 월들어 부동산 가격 역시 전월대비 소폭 반등세를 시현 중인 점을 고려하면 부양책의 효과는 연말이후 본격화될 것으로 예상되며, 9 월이후 발표된 강도 높은 정책들의 효과는 25 년 작용할 것으로 예상돼 석유화학 수요단의 개선이 예상된다.

중국 제조업 PMI 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

중국 소매판매 추이



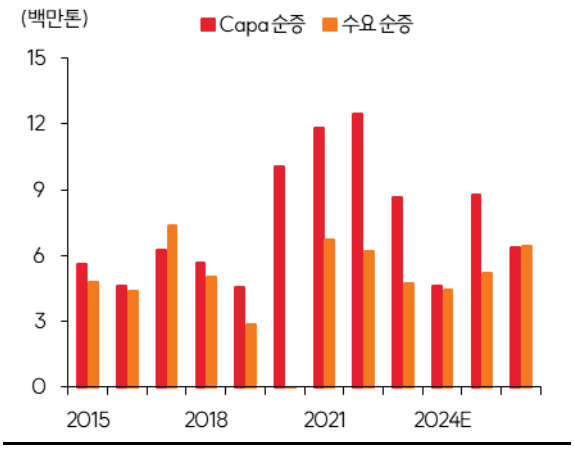
자료: Bloomberg, SK 증권

과거대비 설비 폐쇄 부담 강화

과거대비 증설에 대한 부담은 일부 완화. 설비 폐쇄 역시 본격화

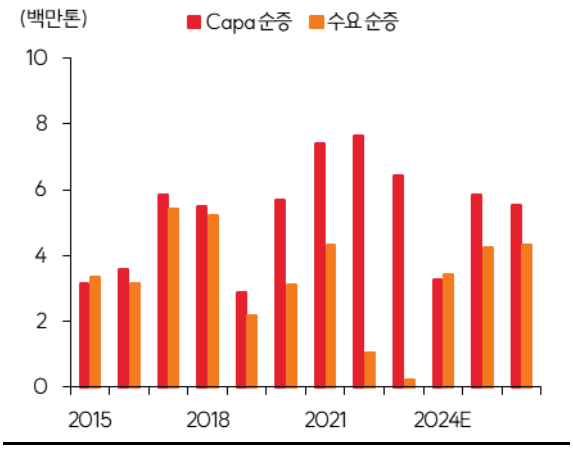
25 년 글로벌 Ethylene 순증설은 880 만톤(+3.9% YoY), PE 증설 590 만톤(+3.9% YoY), PP 550 만톤(+5.1% YoY), PVC 250 만톤(+4.1% YoY) 등 24 년대비 증설은 확대될 것으로 예상된다. 특히, 24 년 증설 예정이었던 프로젝트들이 시황 부진 등의 영향으로 25 년으로 연기되며 전체 증설규모는 증가하는 상황이다. 25 년 증설 확대에 따라 전반적인 명목가동률은 24 년대비 하락할 것으로 예상되나, 부진한 시황 등을 고려할 때 추가적인 증설 연기/취소 등이 발표될 가능성 역시 배제할 수 없다. 한편, 24 년 설비 폐쇄 역시 지속적으로 발생 중이다. 24 년 Ethylene 기준 240 만톤의 설비가 폐쇄됐으며, 특히, 가동률이 저조했던 유럽 중심의 설비 폐쇄가 이루어졌다. 선진국 중심의 화학설비 노후화가 지속적으로 발생하고 있고, 화학설비 Capex 역시 지속적으로 감소하며 경쟁력 악화는 지속되고 있는 상황이다. 중국 역시 330 만톤규모의 설비가 폐쇄부담이 발생하고 있는 것으로 추정되며, 향후 규제 강화, 신증설 설비도입 등의 영향으로 기존설비의 부담은 지속될 것으로 예상된다. 24 년 화학제품의 시황이 일부 개선될 수 있었던 것은 가동률 하락(Ethylene 가동률 82%) 등에 따른 공급조절이 발생했기 때문이다. 하지만, 중국의 제조업 레버리지는 과거와 달리 크게 늘어나고 있지 않은 점, 주요 화학기업의 레버리지 역시 증설사이클이 지속됐던 과거대비 완화되고 있는 상황인 점 등을 고려할 때 추가적인 대규모 증설이 발생할 가능성은 제한적이다.

Ethylene 수급 추이 및 전망



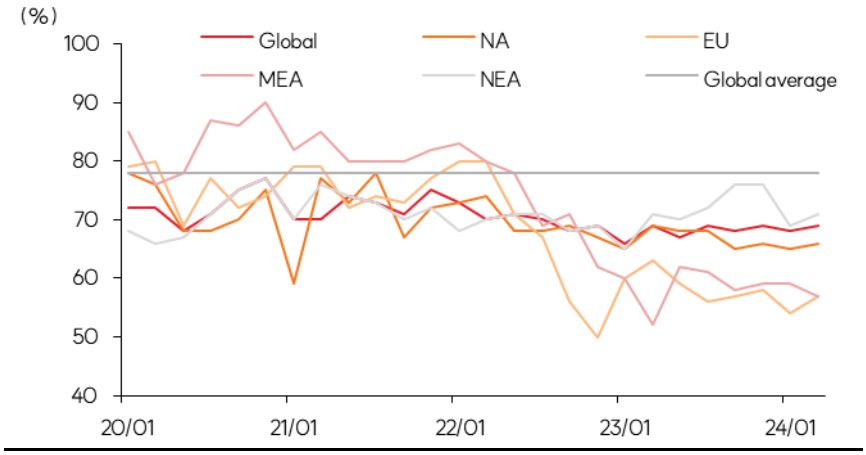
자료: 산업자료, SK 증권

PE 수급 추이 및 전망



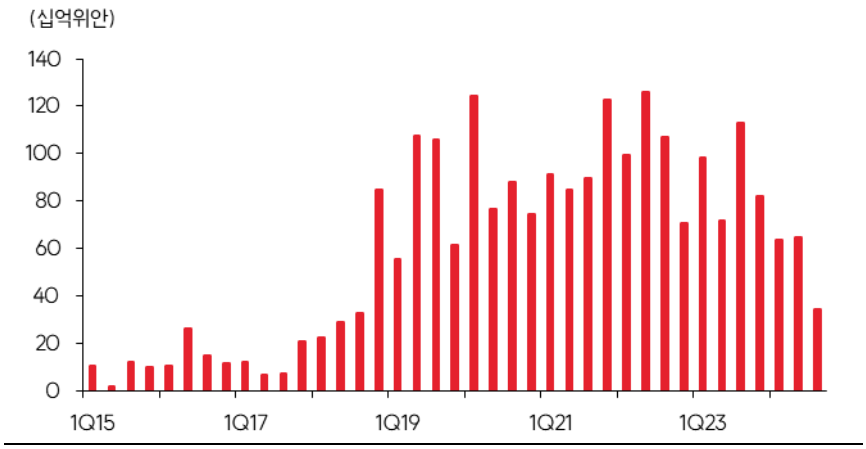
자료: 산업자료, SK 증권

지역별 Ethylene 가동률 추이



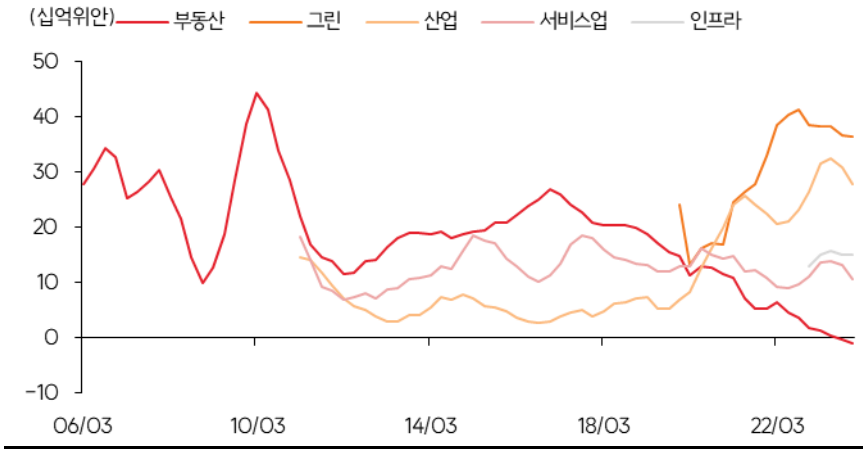
자료: 산업자료, SK 증권

중국 주요 화학업체 부채 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

중국 부문별 대출규모 YoY 추이



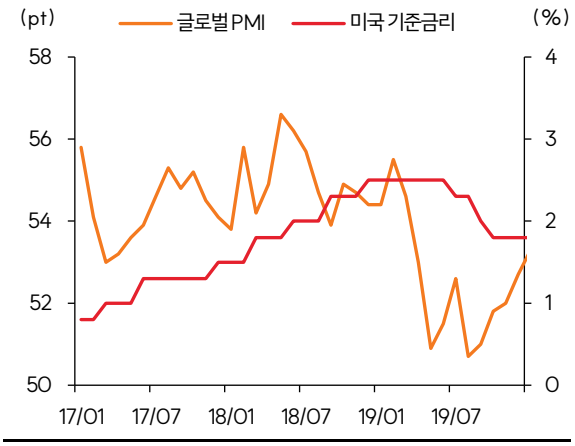
자료: CEIC, SK 증권

25 년 남은 화학섹터 기회에 주목

중국대비 국내 화학섹터 주가는 여전히 부진. 과거 사례 고려할 때 25 년 남은 기회에 주목

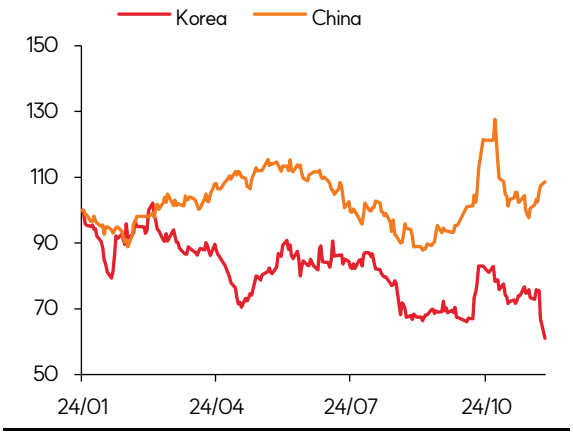
중국 주요 Pure Chemical 업체들의 시가총액은 연초대비 강세를 보이고 있는 반면, 국내의 경우 24 년 지속적인 하락이 발생 중이다. 24 년 11 월 국내 주요 화학업체 평균 PBR 은 0.4 배이하로 하락한 상황이며, 23 년 Downstream 중심의 펀더멘탈 개선에도 불구하고 Multiple 은 오히려 하락 중이다. 반면, 중국의 경우 1.4 배까지 상승하고 있다. 25 년 중국의 경기부양책 지속, 금리인하 등을 고려하면 수요는 점진적으로 개선될 것으로 예상된다. 또한, 트럼프 집권 이후 대중관세 등 불확실성 요인 등이 발생 중인 상황이나, 지정학적 리스크 축소 및 유가 하락 등에 따른 원재료가 하락 효과와 중국 역내 공급되고 있는 저가 납사 가격의 일부 정상화 등을 고려하면 Spread 의 추가적인 하락 역시 제한적일 것으로 예상된다. 19 년 미국 기준금리 인하 이후 글로벌 PMI 는 8 월 50.7 을 저점으로 12 월 52.7 까지 점진적으로 회복했으며, 중국 PMI 역시 점진적으로 회복했었다. 국내 화학섹터 재고부담 역시 6 월저점으로 12 월까지 개선됐었으며, 주가 역시 반등을 기록했다. 23 년 이후 완화적인 정책과 중국 역시 부양기조를 더욱 강화하고 있는 상황에서 25 년 점진적인 지표, 펀더멘탈 개선이 예상된다. 특히, 22~23 년 공급부담과 수요부진이라는 이중적인 Risk 에서 부진했던 펀더멘탈을 생각한다면, 현재 강화되고 있는 중국의 수요촉진 정책 및 글로벌 수요개선 국면은 화학섹터의 Risk 를 완화시킬 수 있는 요인으로 작용할 것이다.

미국 기준금리 및 글로벌 PMI 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

국내 및 중국 주요 화학업체 시가총액 변동 추이



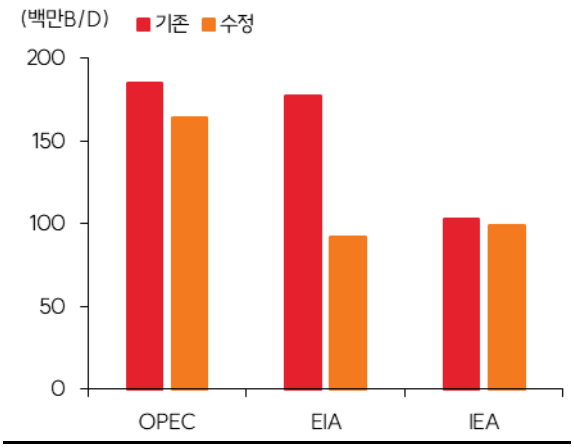
자료: Quantiwise, Bloomberg, SK 증권

에너지산업은 수요 개선이 핵심

25 년 에너지산업은 수요의 방향성이 핵심. 수요 개선의 선행이 필요한 시점

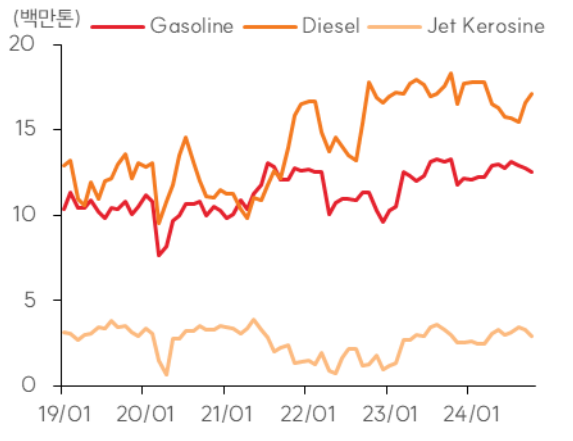
25 년 에너지산업의 경우 수요의 방향성이 핵심요인으로 작용할 전망이다. 25 년 글로벌 주요 기관의 원유 수요 전망치는 24 년말로 갈수록 하향 조정 중이다. OPEC 의 경우 25 년 원유 수요 전망치를 +164 만 B/D 로 기존 +185 만 B/D 대비 하향 조정했으며, IEA 및 EIA 역시 각각 +99 만 B/D, +92 만 B/D 로 기존대비 하향 조정했다. 중국 Downstream 수요 회복 둔화와 글로벌 EV 침투율 상승, ICE 에너지 효율 상승 등이 주요 근거다. EM 지역을 중심으로 한 휘발유/항공유 수요 개선 역시 2H24 둔화되고 있는 상황이다. 10 월 중국의 휘발유 명목수요는 1,250 만톤으로 9 월대비 하락했으며, 항공유 수요 역시 290 만톤으로 9 월 330 만톤대비 하락했다. 인도 역시 휘발유/항공유 수요 성장률은 둔화되고 있는 상황이다. 한편, 정제마진은 4Q24 개선되고 있는 상황이다. 수요단의 긍정적 변화라기 보다는 중국 가동률 하락 등 공급의 축소로 발생하는 정제마진 반등이라는 판단이다. 중국의 10 월 Downstream 수출량은 3,960 만톤으로 제한적인 흐름을 지속 중이며, 등/경유 중심의 수출감소가 눈에 띈다. 내수 수요 부진 국면에서도 수출량이 크게 반등하지 않는 이유는 2H24 지속적으로 하락한 중국 정제설비 가동률 영향으로 판단된다. 향후, 업황 개선시 가동률 상승이 추가적으로 발생할 수 있는 상황인만큼 정제마진의 상단은 제한적일 것으로 예상되며, 25 년 평균 $5.3/bbl (Spot) 정제마진이 전망된다.

글로벌 주요기관 원유수요 전망치 변동 추이



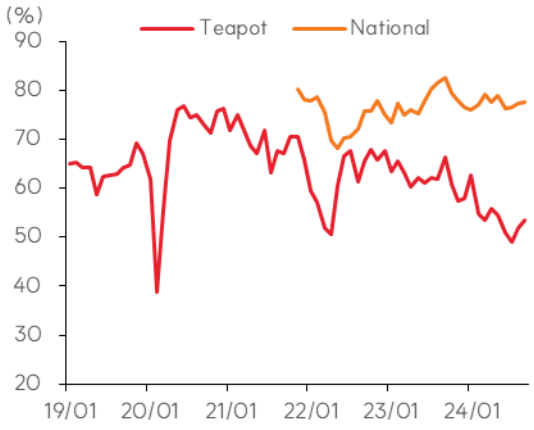
자료: EIA, IEA, OPEC, SK 증권

중국 Downstream 명목수요 추이



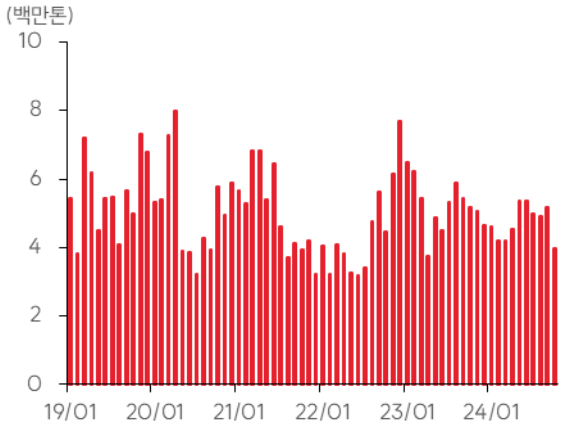
자료: 국가통계국, SK 증권

중국 정제설비 가동률 추이



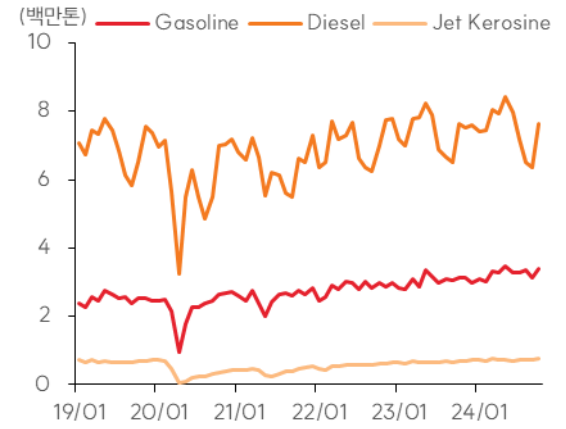
자료: 국가통계국, SK 증권

중국 Downstream 수출량 추이



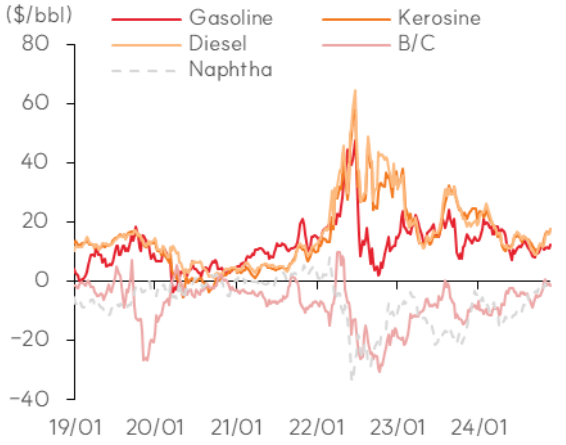
자료: 국가통계국, SK 증권

인도 Downstream 명목수요 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

제품별 Spot 마진 추이



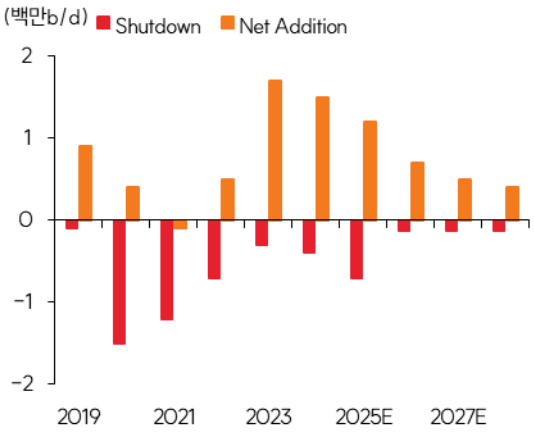
자료: Petronet, SK 증권

설비증설 부담은 완화. 제한적 회복 예상

25 년이후 정제설비 증설은 완화. 제한적 정제마진 회복 예상

25 년 정제설비 순증설은 120 만 b/d, 폐쇄는 70 만 b/d 가 예상된다. 유럽/북미 지역의 노후설비 중심의 설비 폐쇄가 25 년에도 지속될 전망이다. 또한, 25 년이후 정제설비 순증설은 지속적으로 감소할 것으로 예상되며 최근 중국지역의 Refinery – Chemical 통합 트렌드를 고려하면, 향후 다운스트림 공급에 대한 부담은 지속적으로 감소할 것으로 예상된다. 25 년의 경우 상반기에 증설이 집중 돼있는 만큼, 2H25 이후부터는 공급단의 개선은 가속화될 것으로 예상된다. 한편, 원유의 경우 OPEC+의 감산완화와 더불어 트럼프 집권이후 원유개발 확대 정책 등에 따라 하방압력이 지속될 것으로 예상된다. 유가의 하방 압력 국면에서 증설 역시 축소될 것으로 예상되나, 업황의 회복은 수요의 개선이 선행되어야 할 것으로 생각되며, 부진했던 마진은 중국의 경기부양책 지속과 산업용 수요의 점진적 개선에 따라 25 년 제한적인 회복이 예상된다.

글로벌 정제설비 순증설/폐쇄 추이



자료: 산업자료, SK 증권

글로벌 ICE 판매량 추이 및 전망

구분	2023	2024E	2025E
글로벌	8,089	8,295	8,551
YoY (%)	6.7	2.5	3.1
미국	1,541	1,572	1,635
YoY (%)	10.9	2.0	4.0
중국	2,150	2,165	2,197
YoY (%)	2.1	0.7	1.5
인도	409	423	445
YoY (%)	7.0	3.5	5.2
아세안	334	343	353
YoY (%)	0.2	2.7	2.9
기타	3,655	3,792	3,921

자료: 현대차, SK 증권

Top Picks: LG 화학

25 년 이익체력 회복대비 저조한 주가

- 25 년 연결 매출액 55.7 조원(+12.7% YoY), 영업이익 3.5 조원(+174.7% YoY)로 화학업체 중 안정적인 펀더멘탈 지속할 것으로 예상
- 중국 부양책 지속에 따른 수요개선 효과로 기초소재 실적 개선될 것으로 예상되며, 상대적으로 양호한 화학제품 포트폴리오와 수급기반으로 우려대비 양호한 실적 기록할 것으로 전망
- 25 년 배터리 업황에 대한 불확실성은 지속될 것으로 예상되나, 자회사 LGES 의 경우 국내 2 차전지 기업들 중 공급과잉규모 축소 가능성 높은 기업. 상대적으로 양호한 수급 지속할 것으로 예상
- 현재 화학 Spread 의 추가적인 급락이 제한적인 점. 배터리 업황 역시 불확실성 상존하나 상대적으로 양호한 이익체력을 보유하고 있다는 점에서 현재 주가 수준은 저점구간
- 28 년 ROE 10%, 2030 년 매출 50 조원(신성장동력 비중 50%) 달성 목표 제시. 향후 ROE 10%이상 개선시 배당성향 30% 상향 계획 발표. 체질개선 및 주주환원 방향성 제시 역시 긍정적
- 최근 자회사 주가 상승에도 LG 화학의 밸류에이션은 여전히 저점 수준(LGES 시가총액 94.9 조원 / LG 화학 보유지분가치 76.7 조원). 25 년 화학 업황의 점진적 회복에 따른 투자심리 개선과 이익체력 회복의 관점에서 상승여력 유효
- 투자의견 매수 및 목표주가 450,000 원 유지

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	30,059	42,599	50,983	55,250	49,446	55,747
영업이익	십억원	1,805	5,026	2,979	1,852	1,258	3,457
순이익(지배주주)	십억원	513	3,670	1,845	1,338	601	1,983
EPS	원	5,288	43,077	22,879	17,246	7,059	25,326
PER	배	155.8	14.3	26.2	28.9	48.0	13.4
PBR	배	3.6	2.2	1.5	1.2	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	16.6	7.4	9.1	10.3	9.2	5.7
ROE	%	2.9	18.5	6.9	4.2	1.8	5.8

조선

변동성 확대 구간, 변수 줄이며 투자포인트 챙기기

조선. 한승한

SK 증권

조선 비중확대(유지)

변동성 확대 구간, 변수 줄이며 투자포인트 챙기기

2025 년: 조선업 상승사이클 지속에 대한 컨빅션을 견고히 하는 한 해가 될 것

조선 3 사 모두 내년부터 공정 개선 및 '23 년 고선가 수주분에 대한 점진적인 건조 비중 확대 효과에 따라 안정적인 실적 개선세 시현할 것으로 예상한다. 작년까지 우려가 컸던 인력난 문제는 해결되면서 공정 정상화에 대부분 진입했고, 우호적인 환율 및 강재가 기조는 내년에도 이어질 전망이다. 가스운반선 중심의 견고한 수주세를 기반으로 유지할 높은 레벨의 백로그와 쉽게 깨지지 않을 Seller's Market 으로 인한 높은 레벨의 신조선가는 계속되며 조선업 상승사이클 지속에 대한 컨빅션을 더욱 견고히 하는 한 해가 될 것이다.

트럼프 당선에 따른 투자포인트는 챙겨가되, 실적 차별성을 통한 밸류에이션 정당화가 가능한 종목 선택이 유효한 전략

이에 더해 트럼프 미 대통령 당선 이후 수혜주로 부각되면서 주가 상승에 따른 밸류에이션 부담 및 변동성 확대되는 중이다. 트럼프 당선에 따른 조선업 투자 포인트로 ① 북미 LNGC 수주, ② 미 해군 함정 MRO 사업 및 글로벌 함정 프로젝트 수주, ③ 미국의 중국 조선업 제재를 뽑을 수 있으며, 이에 따른 조선주 상승세는 내년에도 계속 나타날 것으로 예상한다.

하지만 변동성 또한 상당히 확대되어 있는 구간에서 변수를 줄이며 안정적인 상승여력 가져가려면 실적이 받쳐주면서 밸류에이션 정당화가 가능한 종목을 선택하는 것이 유효한 전략이라는 판단이다. 위의 세 가지 투자포인트 모두 챙길 수 있는 한화오션과 HD 현대중공업은 모두 밸류에이션 부담이 높은 상황이다.

조선업 비중확대
최선호주(Top-Picks):
HD 한국조선해양, HD 현대미포

조선업 비중확대(Overweight) 의견 유지와 함께 최선호주(Top-Picks)로 HD 한국조선해양과 HD 현대미포를 제시한다. HD 현대삼호가 '25 년부터는 실적 측면에서 밸류에이션 정당성을 부여할 수 있으면서 위의 3 가지 투자 포인트 모두 챙겨갈 수 있는 HD 한국조선해양을 최선호주로 제시한다. 이와 더불어 ①, ② 번 투자포인트는 부재하지만, 유일한 캐파 증설 효과와 더불어 선종 믹스 및 공정 개선 효과로 인해 시장 예상치를 상회하는 빠른 속도의 실적 개선으로 밸류에이션 정당화가 충분히 가능할 것으로 전망되는 HD 현대미포 또한 조선주 Top-Pick 으로 함께 제시한다.

Analyst 한승한
shane.han@sks.co.kr / 3773-9992

24 년 리뷰: 공정 정상화를 확인했던 한 해

공정 정상화 및 선종 믹스 개선 효과 확인, 여러가지 모멘텀은 덤

조선 3 사 동반 연간 흑자 달성 성공의 해

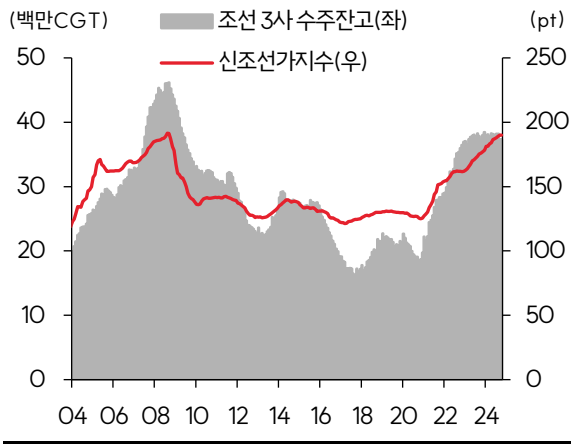
하지만 조선 3 사 중 HD 현대와 삼성중공업은 공정 정상화 국면에 진입하면서 안정적인 실적 개선세 이어가는 중이다. 한화오션의 경우 3Q24 까지 공정정상화 구간에 진입하지 못했으나, 관련 충당금 설정을 통해 4Q24 부터는 공정 정상화에 성공할 것으로 예상한다. 따라서 남은 올해 조선 3 사 동반 연간 흑자 달성에 성공하는 한 해가 될 것으로 예상된다.

올해 9 월까지 계속 상승세를 보이다가 잠시 주춤한 신조선가지수, 그리고 올해 수주 목표치에 근접 혹은 이미 상회할 만큼의 강한 수주세를 바탕으로 조선주 펀더멘털에는 이상이 없는 안정적인 항해 이어지고 있다. 최근 중국의 공격적인 캐파 증설과 소폭이지만 연속 하락세를 보이는 신조선가지수에 대한 우려가 커진 상황이다. 다만 그 수준이 국내 조선업 상승사이클을 꺾을 수준의 영향은 아니라는 판단이며, 공급자 우위의 시장을 기반으로 조선 3 사의 선별 수주 전략은 계속 유효한 상황이다.

미국의 중국 제재를 위한 또 하나의 카드: 한국 조선업

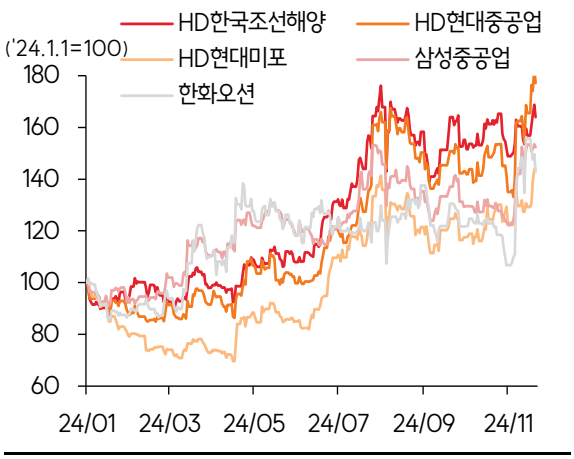
여기에 더해 미 노조의 중국 조선업 불공정 관행에 대한 청원 및 USTR 의 조사, 그리고 미 함정 MRO 사업과 더불어 트럼프 당선인의 한국 조선업의 필요성 언급 등 중국을 견제하기 위한 미국의 또 하나의 카드로 조선업이 사용될 수 있고, 이에 따른 반사수혜 기대감에 여러 차례 국내 조선주 급등으로 이어졌다.

국내 조선 3 사 수주잔고 및 신조선가지수 추이



자료: Clarksons, SK 증권

조선 커버리지 5 사 주가 상승률 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

25 년 전망: 상승사이클은 계속 이어진다

높아져만 가는 기대감, 실적 차별화를 통한 밸류에이션 정당성 필요

트럼프 당선 후 투자 포인트
1. 북미 LNGC
2. 특수선 모멘텀
3. 미국의 중국 조선업 제재

트럼프 미 대통령 당선 이후 수혜주로 부각되면서 주가 상승에 따른 밸류에이션 부담 및 변동성 확대되는 중이다. 트럼프 취임 후 집권 초기에는 ① 북미 LNGC 수주, ② 미 해군 함정 MRO 사업 및 글로벌 함정 프로젝트 수주, ③ 미국의 중국 조선업 제재와 같은 모멘텀들에 의해 조선주 계속해서 변동성 확대되는 그림이 나타날 것이다. 하지만 펀더멘탈이 받쳐주지 않으면서 기대감만으로 상승한 주가는 언젠가는 되돌아오기 마련이다. 위의 투자 포인트들도 일부 챙겨가면서 확실한 실적 차별화를 통해 밸류에이션 정당성을 부여할 수 있는 종목 위주로 가져가는 것이 2025 년 연간 조선주 투자에 있어 유효한 전략이라는 판단이다.

상선 수주규모 감소는 불가피, 하지만 높은 백로그 레벨 유지는 가능

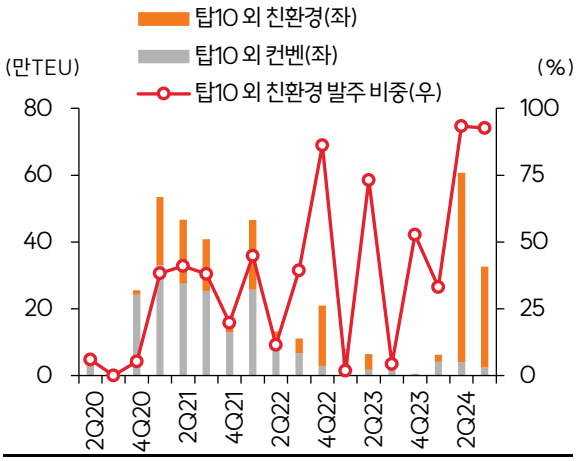
[컨테이너선(Containerships)]
컨테이너선의 경우 탑 10 라이너 중 HMM과 YangMing, 그리고 Evergreen의 대규모 DF 컨테이너선 발주가 남아 있으며, 중국이 올해 공격적인 캐파 확장을 기반으로 '27~28 년 납기 슬롯을 두고 글로벌 컨테이너선을 독식한 결과, 중국 또한 이제 납기 메리트가 없어진 상황이다. 따라서 해당 선사들과 관계가 우호적인 국내 조선 3 사의 수주 가능성 높다.

쉽게 급감하거나 소멸하지 않을 컨테이너선 발주 규모

또한 과거 친환경 선대를 충분하게 확보하지 못한 중·하위 티어 선사들의 친환경 컨테이너선 발주가 내년에도 꾸준히 이어질 수밖에 없다. 컨테이너선은 선종 특성상 IMO 환경규제에 민감할 수밖에 없으며, 내년 4 월에 개최 예정인 MEPC83 에서 합의될 중기조치 규제안의 강도가 시장 예상 대비 높은 수준이라면, 다시 한번 친환경 선대 확보를 위한 글로벌 라이너들의 친환경 발주가 이어질 가능성을 배제할 수 없다. 추가로 1H25 가 암모니아 추진 선박 엔진의 상용화 시점이기 때문에 LNG 와 메탄올 DF 컨테이너선이 대거 나왔던 때처럼, 암모니아 추진 컨테이너선 슬롯 선점을 위한 투기성 발주가 나올 잠재 가능성을 염두 해 두어야 한다.

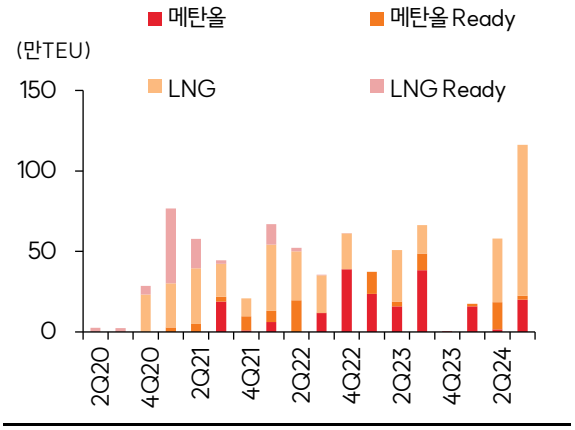
결론적으로 시장에 과하게 우려하는 것처럼 내년 컨테이너선 발주 규모가 쉽게 급감하거나 소멸하기는 어렵다는 판단이다.

탑 10 외(하위티어) 선사들의 분기별 컨테이너선 발주 규모



자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 추진연료별 컨테이너선 발주 규모



자료: Clarksons, SK 증권

북미 LNG 프로젝트 FID 대거 나올 전망. 해당 물량은 한국 조선소의 수주

[LNG 운반선(LNG Carrier)]

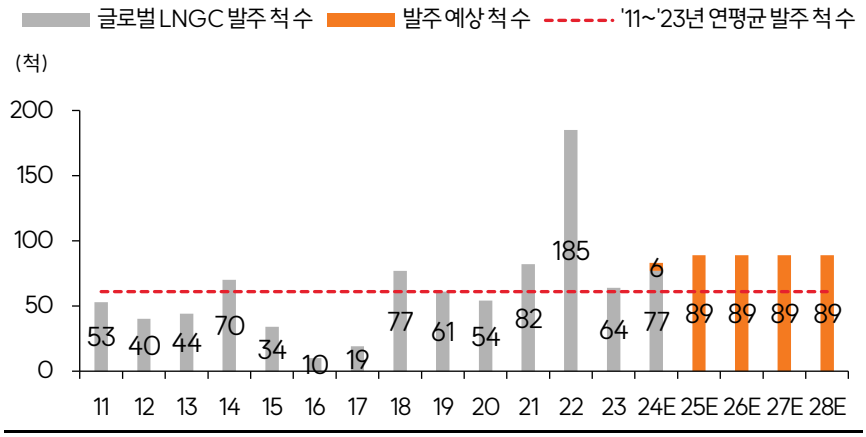
미국 대선 이후 지연됐던 북미 LNG 프로젝트들의 최종투자결정(FID)이 대거 이어질 것으로 전망됨에 따라 향후 북미향 LNGC 발주 물량은 중국이 아닌 한국 조선소에 발주될 가능성이 매우 높다. 당사는 글로벌 노후선대 교체 수요와 현재 기본설계(FEED) 단계 LNG 액화 프로젝트들 규모를 기반으로 추정한 글로벌 LNGC 발주 규모를 최소 '28 년까지 연평균 89 척을 전망한다.

클락슨(Clarksons)은 '25 년 100 척의 LNGC 발주를 예상하고 있을 정도로 내년 글로벌 가스운반선에 대한 발주 환경은 내년이 더 우호적이며, 현재 중국을 포함한 글로벌 가스운반선 인도 슬롯이 타 선종 대비 상당히 제한적이기 때문에 가스운반선 선가는 미 대선 이후 다시 상승세로 전환될 것을 예상한다.

중국의 LNGC 납기 메리트 없어진 상황에서 북미 지역 제외한 다른 지역 LNGC 도 수주 가능성 높음

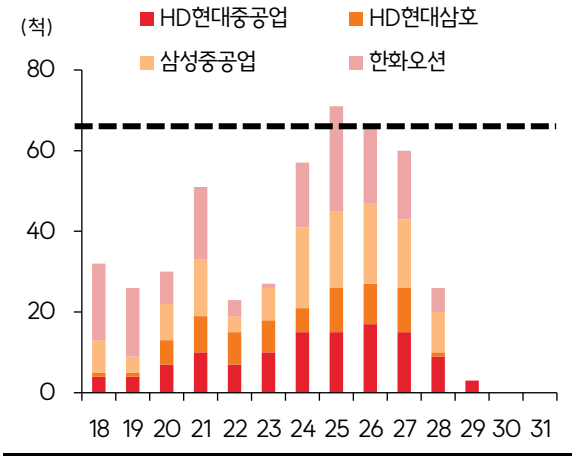
특히 중국에서 LNGC 건조 캐파가 가장 큰 후동중화조선이 올해 카타르에너지의 Q-Max 급을 24 척 수주하면서 중국의 납기 메리트는 전혀 없어진 상황이다. 따라서 북미 지역을 제외하더라도 다른 지역 프로젝트 물량도 국내 조선 3 사가 수주할 수 있는 가능성 높다는 판단이며, 수익성 중심의 선별 수주 전략은 계속해서 유효할 전망이다.

글로벌 LNGC 발주 척 수 추이 및 전망



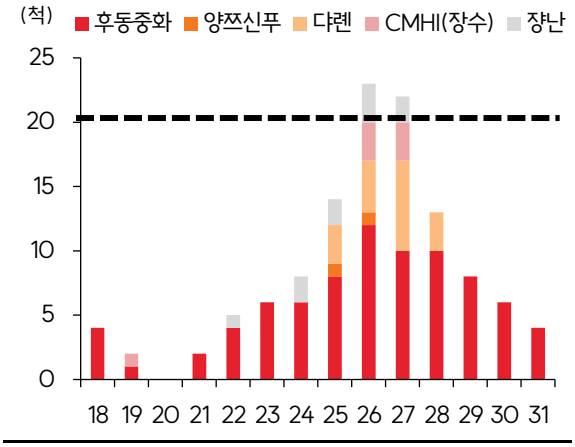
자료: Clarksons, SK 증권 추정

한국 조선사별 LNGC 인도 및 인도예정 척 수



자료: Clarksons, SK 증권

중국 조선사별 LNGC 인도 및 인도예정 척 수



자료: Clarksons, SK 증권

신조선가지수 하락에 대한 우려는 시기상조

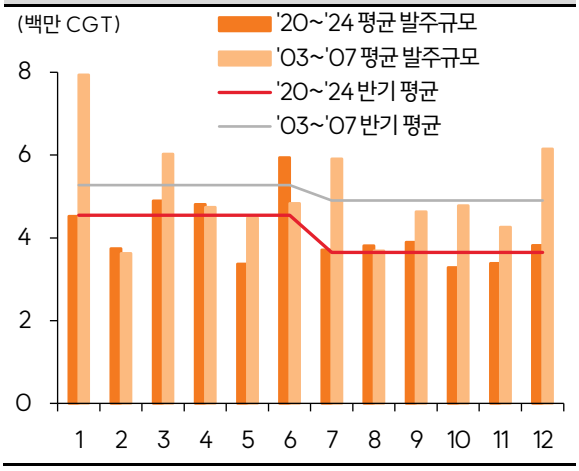
신조선가지수 하락 폭 아직 걱정할 수준 아니며, 연말 갈수록 상승률 둔화가 자연스러움

최근 신조선가지수가 5 주 연속 하락세 보이면서 전고점인 9 월 27 일 189.96pt 에서 11월 15일 기준 189.13pt까지 내려갔으나 그 하락 폭은 단 0.44%에 불과했다. 신조선가지수는 역사적으로 연말에 가까워질수록 글로벌 선주들의 선박 발주량이 감소하고, 이에 따라 선가 상승률이 낮아지는 경향이 있다.

내년 북미 LNG 프로젝트 대거 FID 이후 LNGC 신조선가 상승세 전환을 예상

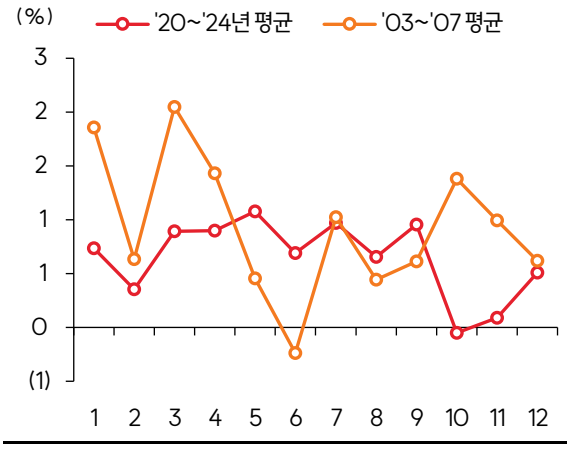
더군다나 이번 선가 하락을 견인한 선종은 벌크선, 탱커, LNGC 인데, 이 중 벌크선과 탱커는 중국 조선소들 중심의 저가 수주가 배경이기 때문에 국내 조선 3 사 입장에서 우려할 요인은 아니다. LNGC 선가 하락의 경우, 바이든 행정부의 LNG 수출 임시 중단 조치로 인해 북미 지역 LNG 액화 프로젝트들의 FID 가 지연된 상황이었기 때문에 발주 감소세로 인한 자연스러운 선가 하락이라는 판단이다. 하지만 조선 3 사의 실제 계약선가에는 아직 우려할 만큼의 큰 영향은 없다. 내년 상반기 트럼프 취임 이후부터는 북미 지역 LNGC 액화 프로젝트들의 FID 가 이어질 것이며, 이에 따른 대규모 LNGC 발주 나타나며 선가 상승세로 전환될 것을 전망한다.

글로벌 월평균 및 분기 평균 선박 발주 규모



자료: Clarksons, SK 증권

신조선가지수 월별 상승률 평균



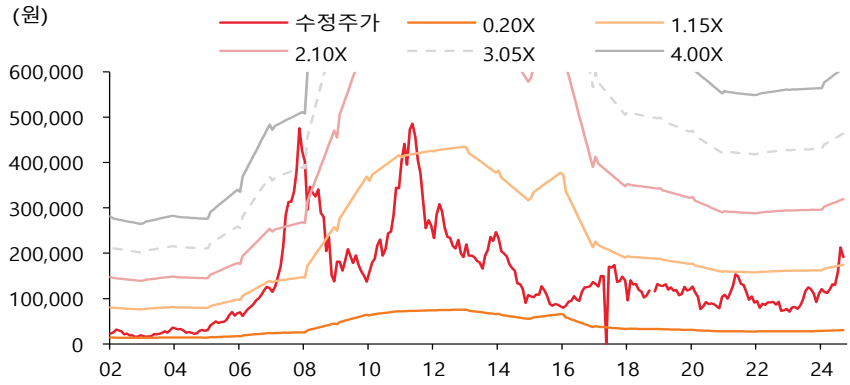
자료: Clarksons, SK 증권

Top Picks: HD 한국조선해양

삼호의 실적이 부각될 '25 년

- '25 년 연결매출액 29 조 160 원(+15.8% YoY), 영업이익 2 조 5,990 억원(+90.0% YoY) 전망. HD 현대삼호의 놀라운 연간 건조마진을 확인할 수 있는 한 해가 될 것이며, 이에 따른 동사의 이익 개선세가 부각될 것으로 예상
- 높은 환율과 낮은 강재가의 추가적인 등락 폭을 고려해 봤을 때 두 변수 관점에서 가장 민감도가 낮은 것으로 추정되는 HD 현대삼호의 실적이 훼손될 가능성은 제한적일 수밖에 없다는 판단
- '23 년 고선가 수주분의 점진적인 건조 비중 확대가 예정되어 있기 때문에 상대적으로 저가 카타르에너지 LNGC 물량이 없는 HD 현대삼호의 '25 년 연간 건조마진 15% 이상을 전망. 나머지 조선 자회사들의 투자 포인트들은 덤
- 투자의견 매수 및 목표주가 252,000 원 유지

HD 한국조선해양 PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, SK 증권

영업실적 및 투자지표

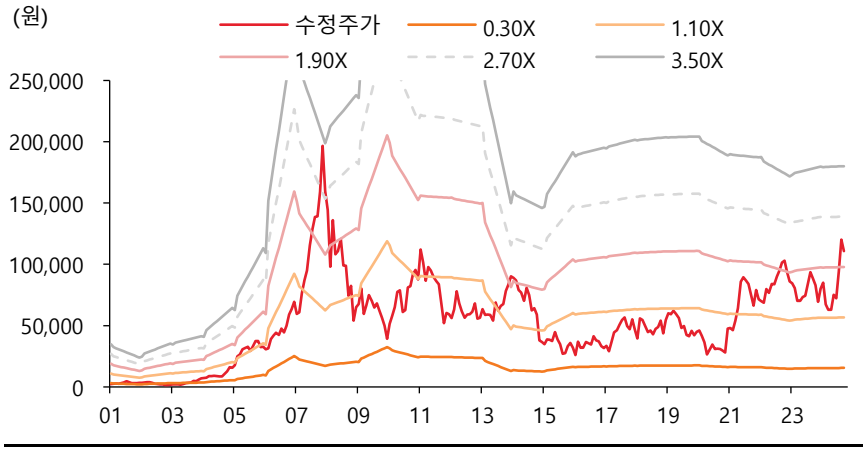
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	15,493	17,302	21,296	25,054	29,016	31, 373
영업이익	십억원	-1,385	-356	282	1,368	2,599	3,438
순이익(지배주주)	십억원	-929	-217	222	1,121	1,875	2,147
EPS	원	-13,131	-3,065	3,133	15,843	26,488	30,331
PER	배	-7.2	-23.1	38.6	12.0	7.2	6.3
PBR	배	0.7	0.5	0.9	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	-9.8	130.8	14.5	7.1	3.9	3.0
ROE	%	-9.0	-2.2	2.3	10.7	15.6	15.5

Top Picks: HD 현대미포

내년에도 이어질 쾌속항해

- '25 년 연결 매출액 4 조 9,620 원(+13.7% YoY), 영업이익 3,280 억원(+255.4% YoY) 전망. '24 년 10 월 잠정 매출액 4,227 억원(MoM +13.5%, YoY +23.9%)으로, 예상 대비 훨씬 빠른 속도의 공정이 진행되는 것을 확인. 공정 속도를 고려하면 '26 년 연간 더블 디짓의 OPM 달성 가능성 높은 상황
- 주력 선종인 고선가 P/C 선과 더불어 LCO2C, LNGBV 등 고선가 특수 선종까지 더해지며 선종 믹스 효과 계속 기대할 수 있음
- HD 현대베트남조선의 연간 건조 캐파 기존 15 척에서 23 척까지 확대될 예정임에 따라 점진적인 탑라인과 이익 성장 이어질 전망
- 투자의견 매수 및 목표주가 145,000 원 유지

HD 현대미포 PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, SK 증권

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	2,887	3,717	4,039	4,365	4,962	5,475
영업이익	십억원	-217	-109	-153	92	328	517
순이익(지배주주)	십억원	-160	-45	-143	104	262	406
EPS	원	-3,998	-1,116	-3,579	2,598	6,551	10,158
PER	배	-17.5	-75.7	-23.7	42.3	16.8	10.8
PBR	배	1.3	1.6	1.7	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	배	-15.7	-63.4	-44.4	22.8	9.0	5.7
ROE	%	-7.1	-2.1	-7.0	5.1	11.8	16.0

철강/비철금속

터널의 끝이 보인다

철강/비철금속. 이규익

SK 증권

철강/비철금속 비중확대(유지)

터널의 끝이 보인다

24 년 리뷰: 쉽지 않았지만 바닥은 확인했다

24 년에도 중국 부동산 경기 침체에 철강 가격은 약세를 시현했다. 9 월 말 중국 부양책 발표 이후 중국 철강 가격은 기대감에 반등하기도 했으나 이내 다시 하락세로 전환했다. 그러나 현재 철강 가격 수준에서 추가적인 하락 가능성은 낮다고 판단한다. 우선 3 분기 저가로 시장을 교란했던 구형 철근 물량은 해소되었다. 시장이 정상화된 것뿐만 아니라 해당 물량이 소화되는 기간을 지나며 철강 제품 재고도 예년 대비 낮은 수준까지 감소했다. 아울러, 중국 지방채 발행 증가에 따른 투자 확대, 중국 정부의 추가 부양책 시행 가능성이 철강 가격의 하단을 지지할 것으로 기대한다.

25 년 전망: 중국 주택 가격&철강 가격 상승 기대

1)중국 주택 가격 반등: 중국 주택 가격은 5 월부터 하락폭을 축소해왔으며, 10 월 기준 1 선 도시는 MoM 상승 전환했다. 23 년부터 이어져 온 중국 금리 인하와 그 이상으로 하락한 실질 금리 그리고 1 선 도시 주택 구매 규제 완화에 힘입어 주택 가격 상승세는 지속될 것으로 예상한다. 주택 가격 상승세 지속된다면 14-16 년 사이클을 되돌아봤을 때 내년 3-4 월부터는 철강 가격의 유의미한 반등을 기대할 만하다.

2) 자율적 감산 기조 지속: 25 년에도 중국은 탄소 배출량 감축보다는 경제 성장에 보다 초점을 맞출 가능성이 높기 때문에 자율적 감산 기조는 지속될 것으로 예상된다. 과거 철강 가격 상승 사이클에 수요 개선뿐만 아니라 설비 폐쇄 및 감산이 철강 가격 상승폭을 확대했던 경험이 있는데, 25 년에는 자율적 감산이 지속될 것으로 예상되기 때문에 철강 가격 상승세는 과거 대비 완만할 가능성이 높다.

3) 인도 철강 수요 성장폭 확대: OECD 에 따르면, 26 년까지 인도의 철강 생산 능력은 최대 4,340 만 톤 증가할 수 있다. 그러나 현재 계획 단계에 그치고 있는 프로젝트도 많기 때문에 해당 생산 능력 증가가 온전히 이뤄질 가능성은 높지 않다. 한편 인도 도시화율이 40%를 상회한 이후부터는 철강 수요 성장폭이 확대될 것으로 예상된다. 현재 인도의 순수입 상태가 지속될 가능성 높다고 판단한다.

Analyst 이규익
kyuik@sks.co.kr / 3773-9520

24 년 리뷰: 쉽지 않았지만 바닥은 확인했다

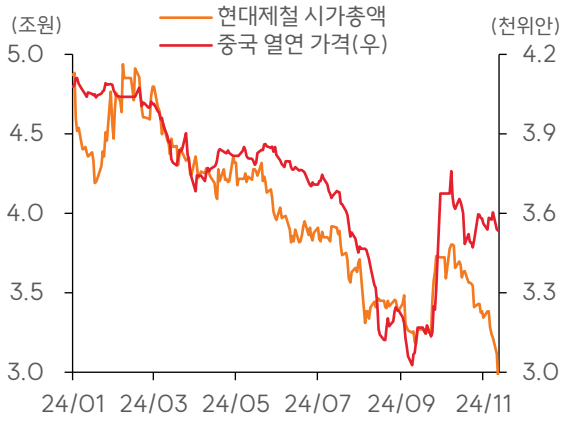
중국 부동산 경기 침체에 철강 업황 부진 지속

23 년에 이어 24 년도 중국 부동산 업황 부진이 지속되며 철강 가격은 약세를 시현했다. 부동산 업황 부진에 따른 철강 수요 감소에 더해, 중국에서 9 월 25 일부터 새로운 표준의 철근 사용을 의무화했다. 철강 업황 부진 지속되는 가운데 7-8 월 비수기 구간에 기존 철근 물량이 소화되어야 하다 보니 기존 철근의 저가 출회 물량이 증가했고 해당 물량이 철강 가격의 급락을 이끌었다.

그래도 철강 가격의 바닥은 확인했다고 판단한다. 시장을 교란했던 중국 구형 철근 물량 출회는 9/25 에 마무리되었으며 시장은 정상화됐다. 아울러, 구형 철근 물량 출회 기간을 지나며 철강 제품 재고도 대폭 개선됐다. 중국 지방채 발행 증가에 따른 투자 확대도 철강 가격의 바닥을 지지해줄 것으로 기대한다.

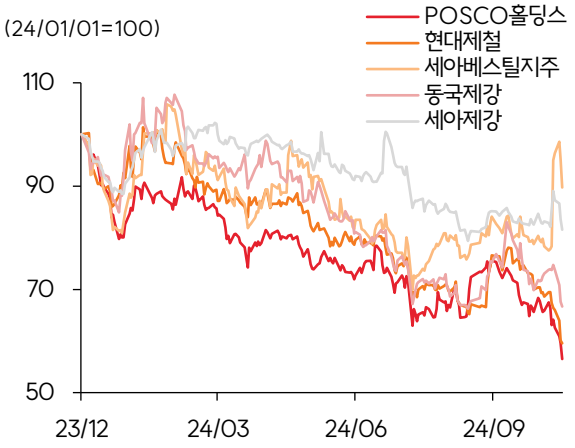
중국 9 월 지방채 총 발행 규모는 1.29 조 위안으로 2 달 연속 1.2 조 위안을 상회했다. 중국 정부가 추가적인 부양책 시행 가능성을 시사했다는 점도 철강 가격의 바닥을 지지해줄 것으로 예상된다. 중국 정부가 추가적인 재정 적자율 확대 그리고 특별국채 발행 가능성을 언급하였으며 연말 및 내년 초 양 회에서 관련 내용이 구체화될 것으로 예상된다. 추가적으로 연말까지 지준율 25-50bp 인하 가능성도 높다.

현대제철 시가총액 및 중국 열연 가격 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

철강 주요 커버리지사 주가 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

25 년 전망: 중국 주택 가격&철강 가격 상승 기대

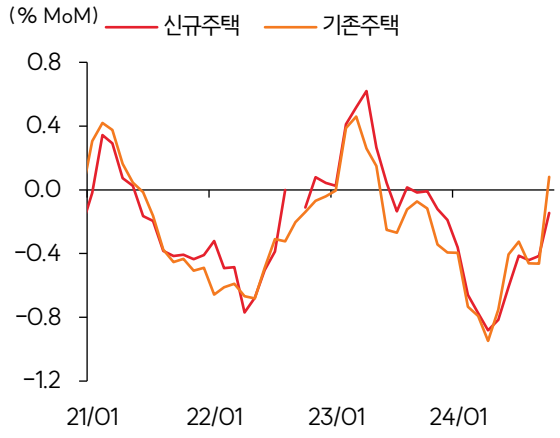
중국 주택 가격 반등 시작

중국의 완화적인 통화 정책과 23 년부터 꾸준히 시행해 온 부동산 규제 완화에 힘입어 중국 주택 가격 하락폭이 축소되고 있으며 1 선 도시는 상승 전환했다. 10 월 중국 기존 주택 가격은 16 개월만에 MoM 상승 전환했다. 신규 주택 가격도 0.15% MoM 으로 9 월 -0.4% MoM 대비 하락폭을 대폭 축소했으며 1 선 도시 신규 주택 가격은 +0.05% MoM 으로 13 개월만에 MoM 상승 전환에 성공했다.

14-16 년 철강 업황 하락과 반등 사이클을 되돌아봤을 때 이번 주택 가격 상승이 지속된다면 내년 2 분기부터는 철강 가격의 상승을 기대해볼 만하다. 그러나 문제는 주택 가격 상승 지속 가능 여부이다. 1) 23 년부터 이어져 온 금리 인하 2) 1 선 도시까지도 적용된 부동산 구매 규제 완화에 힘입어 주택 가격의 상승세는 지속될 수 있을 것으로 예상한다.

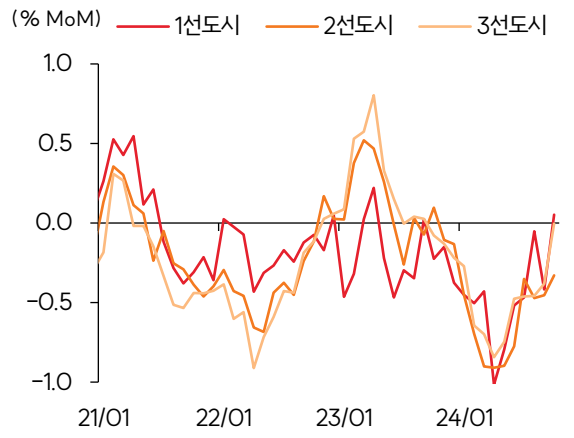
1 선 도시를 필두로 한 주택 가격 상승세 지속 그리고 25 년 상반기 철강 가격의 반등을 전망하며 하반기 착공 면적의 반등도 기대된다.

중국 주택 가격 추이(21-24 년)



자료: Bloomberg, SK 증권

중국 도시별 신규 주택 가격 추이(21-24 년)



자료: Bloomberg, SK 증권

자율적 감산 기조 지속, 철강 가격 상승폭은 완만할 것

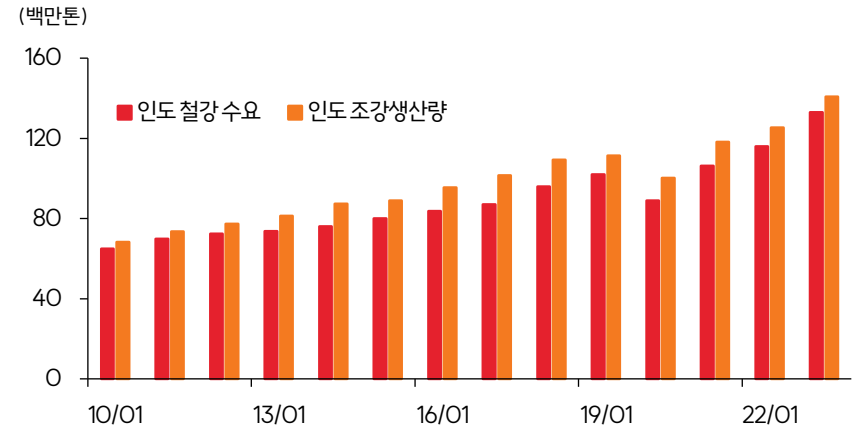
25 년에도 중국은 탄소 배출량 감축보다는 경제 성장에 보다 초점을 맞출 가능성이 높다. 25 년 중국 철강 수요는 소폭 개선이 기대되지만 자율적 감산 기조도 지속될 전망이다. 지난 16-18 년, 21 년 철강 가격 상승 사이클에 수요 개선뿐만 아니라 설비 폐쇄 및 감산이 철강 가격 상승폭을 확대했는데, 25 년에는 자율적 감산이 지속될 것으로 예상되기 때문에 철강 가격 상승세는 과거 대비 완만할 가능성이 높다.

인도 철강 수요 성장폭 확대 예상

인도의 24 년 철강 수요는 1.43 억 톤으로 주요 철강 수요국 중 유일하게 수요 성장을 보여줄 것으로 예상된다. 25 년 수요 예상치는 1.56 억 톤으로 연간 수요 성장률은 8.5%에 달할 것으로 예상된다. OECD 에 따르면 23 년 기준 인도의 철강 생산 능력은 1.37 억 톤이며 향후 3 년 간 최대 4,340 만 톤의 생산 능력 증가가 예상된다. 인도의 연간 수요 성장폭이 천만 톤 초중반에 이른다는 점 감안했을 때 예정대로 모든 생산 능력 확대가 이뤄진다면 일부 공급 과잉은 불가피할 것으로 예상된다.

그러나 예정되어 있는 생산 능력 증가가 온전히 이뤄질 가능성 크지 않다고 판단된다. 또한 현재 인도 도시화율은 30% 후반으로 추정되는데, 통상적으로 도시화율이 40% 넘어가는 구간에서 도시화율 상승 속도가 빨라지는 점 감안하면 인도의 수요 성장폭은 확대될 가능성도 있다. 현재 인도의 순수입 상태가 지속될 가능성 높다.

인도 조강 생산량 및 철강 수요 추이



자료: WSA, SK 증권

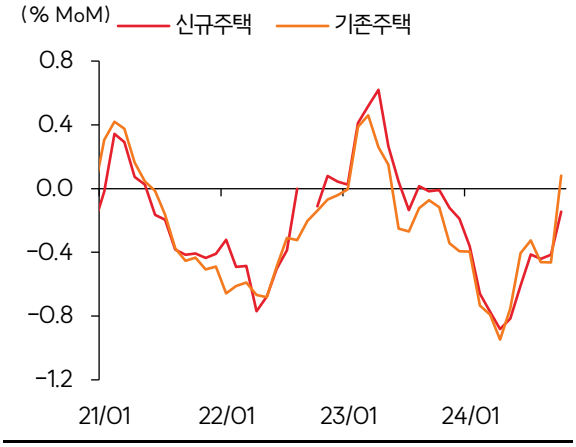
구리/아연 가격 강세 예상

구리의 25 년 BM TC 는 역사적으로 가장 낮은 수준에서 결정될 가능성이 높다. 정광 공급 부족 심화로 24 년 spot TC 는 한 자리 수 대에 머물러 있는 가운데, 25 년부터는 인도네시아산 정광 수출도 막힐 것으로 예상되기 때문에 글로벌 정광 공급 차질은 보다 심화될 가능성이 높다. 25 년 BM TC 는 $40-50 혹은 그 이하에서 결정될 것으로 예상되며 이는 역사적으로 가장 낮은 수준이다. BM TC 하락으로 인한 제련소 생산량 감소는 불가피할 것으로 전망한다.

구리 수요 측면에서도 정책 효과에 힘입어 24 년 대비 개선될 것으로 예상한다. 중국 정부는 이구환신 및 설비 교체 정책을 지속적으로 시행하고 있으며 저소득층 및 학생들에게 보조금도 지원하고 있다. 해당 정책 효과로 실제 자동차 및 가전 판매량은 호조를 보이고 있으며 이로 인한 중국 구리 수요 개선이 예상된다.

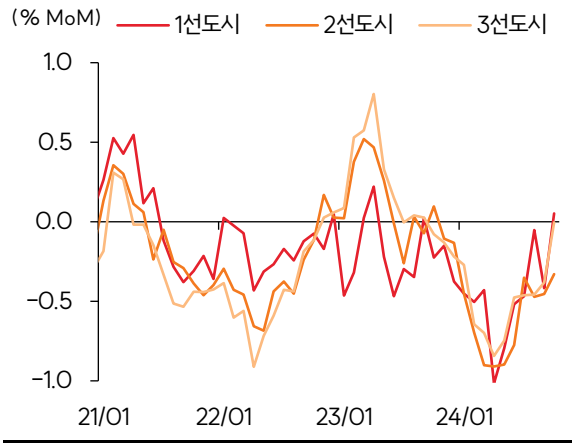
올해 아연 가격을 지탱했던 TC 하락에 따른 감산 이슈는 사그라들 것으로 예상되지만 국내 석포 제련소가 2 개월 간의 영업 정지가 예정되어 있고 해당 제련소 생산량이 글로벌 생산량의 2-3%를 담당한다는 점 감안하면 25년 아연 공급 증가폭은 제한적일 것이다. 더불어 중국 철강 업황 개선에 따른 아연 수요도 회복한다면 25 년에도 아연 가격은 견조할 것으로 예상된다.

중국 주택 가격 추이(21-24 년)



자료: Bloomberg, SK 증권

중국 도시별 신규 주택 가격 추이(21-24 년)



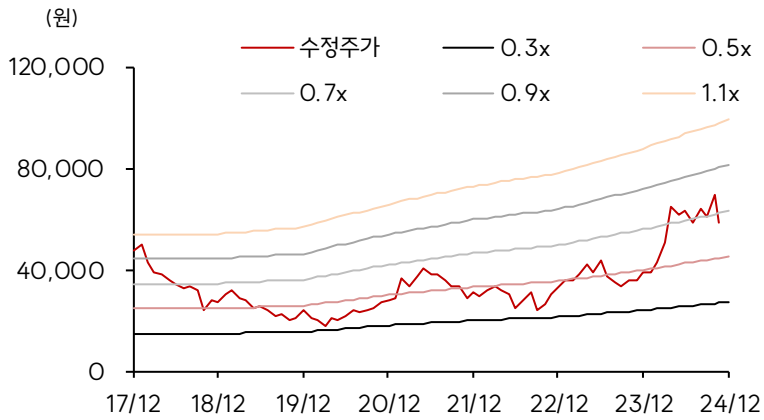
자료: Bloomberg, SK 증권

Top Picks: 풍산

주주환원율 얼마까지 보고 오셨어요?

- 25년 연결 매출액 5.1조원(+8.4% YoY), 영업이익 4,635억원(+16.3% YoY) 전망. 25 년 구리 공급 보다 타이트해질 것으로 예상. 부양책 효과로 인한 중국 수요 개선, 금리 인하로 인한 글로벌 수요 개선도 기대. 연 평균 구리 가격 $9,780(+6% YoY), 신동 판매량 18.2 천 톤(+1.9% YoY)예상
- 방산 부문 감익에 대한 우려 존재. 그러나 높은 수익성 계약 물량 25 년 온전히 반영될 것으로 예상되며 증설 물량도 실적에 기여하기 시작. 환율도 우호적일 것. 24 년 대비 방산 이익 소폭 성장 기대
- 투자의견 매수 및 목표주가 84,000 원 유지

풍산 PBR 밴드 차트



자료: FNGUIDE, SK 증권

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	2,594	3,509	4,373	4,125	4,722	5,116
영업이익	십억원	121	314	232	229	399	464
순이익(지배주주)	십억원	72	243	175	156	270	319
EPS	원	2,565	8,682	6,250	5,582	9,619	11,367
PER	배	10.9	3.6	5.4	7.0	6.0	5.1
PBR	배	05	0.5	0.5	0.6	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	6.6	4.1	5.4	4.3	4.7	3.9
ROE	%	5.1	15.6	9.9	8.2	12.9	13.5

지주회사

각각의 스토리

지주회사. 최관순

SK 증권

지주회사 중립(하향)

각각의 스토리

지주회사에 대해 낮아진 시장의 관심

24 년 연초부터 정부에서 추진한 밸류업 프로그램에 대한 기대감으로 전통적인 저평가 섹터인 지주회사는 상반기 시장 대비 높은 상대수익률을 기록했다. 그러나 대형 지주회사의 경우 9 월 발표한 코리아 밸류업 지수 미포함, 기업가치제고계획 공시 지연 등으로 하반기 부진한 주가 흐름을 보였다. 단기적으로는 지주회사 주가의 방향성은 주주환원정책을 포함한 기업가치제고계획이 될 것으로 예상하는데 늦어도 25 년 상반기까지 발표될 전망이다. 다만 25 년 지주회사 주가는 밸류에이션 매력과 주주환원 증가가능성에도 불구하고 낮아진 시장 관심도를 고려했을 경우 업체별 주가 차별화가 심화될 전망이며, 각각의 스토리에 집중해야 할 것으로 예상한다.

코리아 밸류업 지수 시장 대비 높은 성과 기록

9 월 24 일 발표된 코리아 밸류업 지수는 연초(1 월 2 일) 대비 -3.5% 수익률을 기록하고 있다. 절대적으로 지수가 하락하였으나, 동일 기간 코스피 수익률이 -7.4%임을 고려하면 양호한 성과이다. 향후 코리아 밸류업 지수를 기초로 하는 ETF 12 종 및 ETN 1 종이 11 월 4 일 상장된 만큼 코리아 밸류업 지수를 구성하는 종목에 대한 양호한 수급상황이 예상된다.

25 년 지주회사는 각각의 스토리에 집중할 시기

국내 대형지주회사는 시장평가(산업별 PBR 순위)에서 밀리며 코리아 밸류업 지수에서 모두 제외되었다. 그럼에도 불구하고 SK 는 기업제고가치계획을 공시했으며, LG 도 연내 발표예정이다. 나머지 대형 지주회사도 늦어도 25 년 상반기까지는 공시가 완료될 예정이다. 기업가치제고계획을 통해 가시적인 ROE 개선과 합리적인 주주환원정책을 발표할 경우 주가에 긍정적 영향을 미칠 전망이다. 다만 25 년 지주회사의 주가는 각각의 스토리에 맞게 차별화가 심화될 전망이다. 한화와 SK 는 자체사업 수익성 개선, 재무구조 개선, 주주환원의 세가지 스토리가 25 년 주가 상승을 견인할 전망이다. SK 스퀘어는 SK 하이닉스 특별배당 가능성에 따른 주주환원 확대 가능성, LS 는 낙폭과도에 따른 밸류에이션 매력이 부각될 수 있다. LG 와 CJ 는 LG CNS 와 CJ 올리브영 등 비상장 자회사에 대한 지분가치 현실화가 주가 상승을 견인할 요인이다.

Analyst 최관순
ks1.choi@sks.co.kr / 3773-8812

24 년 리뷰: 상고하저

밸류업 기대감 사라진 24 년 하반기

24 년 지주회사 주가는 상고하저

24 년 연초부터 정부에서 추진한 밸류업 프로그램에 대한 기대감으로 지주회사는 상반기 높은 수익률을 기록했다. 저 PBR 에 따른 밸류에이션 매력과 높은 주주환원이 밸류업 프로그램을 계기로 재평가 받을 것으로 기대되었기 때문이다. 하지만 9 월말 발표된 코리아 밸류업 지수에서 대형 지주회사가 하나도 포함되지 않았으며, 대형 지주회사의 기업가치제고계획 공시 지연 등의 요인으로 24 년 하반기 지주회사의 주가는 상대적으로 저조했다.

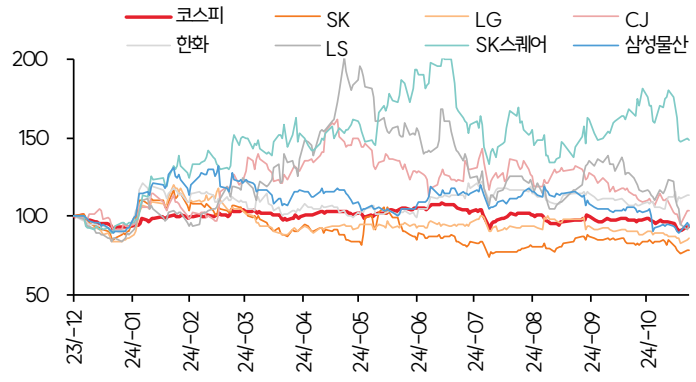
9 월 코리아 밸류업 지수 발표

한국거래소는 지난 9 월 24 일에 코리아 밸류업 지수의 구성종목 및 선정기준을 발표하였다. 2024 년 1 월 2 일 1,000p 를 기준으로 100 종목을 선정했다. ①시장대표성 ②수익성 ③주주환원 ④시장평가 ⑤자본효율성의 5 단계 스크리닝을 통해 종목을 선정했으며, 밸류업 조기 공시기업은 최소요건 충족시 최우선으로 편입되었다. 지난 11 월 4 일에는 코리아 밸류업 지수를 기반으로 하는 ETF 12 종(패시브 9 종목, 액티브 3 종목) 및 ETN 1 종이 유가증권시장에 5,110 억원 규모로 상장되었다.

지주회사, 코리아 밸류업 지수 제외 및 기업가치제고계획 공시 지연

국내 대형지주회사는 시장평가(산업군별 순위비율 상위 50% 이내 또는 전체 순위 비율 상위 50% 이내)에서 대부분 탈락하며, 코리아 밸류업 지수에서 배제되었다. 이에 따라 지주회사에 대한 주가 상승 기대감이 소멸되며 시장 대비 부진한 주가가 이어졌다. 또한 SK 를 제외한 대형 지주회사의 기업가치제고 계획의 발표가 전무한 점도 지주회사 투자 심리를 악화시키는 요인이 되었다.

국내 지주회사 상대수익률 추이



자료: Quantiwise, SK 증권
주:23 년말 종가=100

25 년 전망: 각각의 스토리에 집중

종목별 수익률 차별화 전망

25 년 지주회사 주가 상승을 위한 업체별 투자포인트는 상이

2025 년 지주회사 주가는 업체별 차별화가 심화될 것으로 예상한다. 지주회사의 NAV 는 자회사 주가하락 분을 고려한다고 하더라도 현재 수준은 역사적 저평가 영역이다. 단기적으로 기업가치제고계획 공시에 대한 기대감은 유효하다. 현재 SK 를 제외한 지주회사의 기업가체제고계획 공시가 없는데 구체적인 ROE 개선, 주주환원 계획 발표가 주가 상승의 계기가 될 수 있을 것이다. 다만 본격적인 주가 상승을 견인할 투자포인트는 업체별로 상이할 전망이다.

기업가치제고계획 공시가 단기 주가상승을 담보하지 않으나 중장기적으로 리레이팅에 대한 기대감은 유효

기업가치제고계획 공시 기업은 예고공시를 제외하고 11월 20일 기준 총 48개 기업이 공시했다. 이 들 기업의 기업가치제고계획 공시 이후 절대주가가 상승한 기업은 21개, 하락한 기업은 26개 기업, 동일한 기업이 1개였다. 기업가치제고계획 발표 이후 코스피 대비 상대 수익률로 비교해 보면 코스피 대비 수익률을 상회한 기업이 28 개에 달했다. 결론적으로 기업가치제고계획 발표가 반드시 주가 상승을 견인한다고 할 수 없다. 기업가치제고계획이 2~3 년 이상의 중장기적인 목표이기 때문에 단기적인 성과를 측정하는 것이 무의미할 수 있다. 그럼에도 불구하고 상대적인 수익률 측면에서는 기업가치제고계획 공시가 유리하다고 할 수 있으며 그 효과는 중장기적으로 봤을 때 더 커질 것으로 기대된다.

SK 는 가장 먼저 기업가치제고계획 공시
→ 구체적인 성과 확인 중

국내 대형지주회사 중 가장 먼저 기업가치제고계획을 발표한 SK 의 경우 '24 년 ~ '26 년 ROE 8%, '27 년 ROE 10% 달성, 최소 DPS 5,000 원에 매년 시가총액 1~2%의 자사주 매입/소각 혹은 배당을 통해 '24 년 ~ '26 년 PBR 1 배, '27 년 1.0 배를 목표로 설정했다. ROE 개선을 위해 OI(Operation Improvement)와 Portfolio Rebalancing, 재무구조 개선을 제시했는데 SK 이노베이션과 SK E&S 합병, SK 렌터카 매각 및 SK 스페셜티 매각 추진 등 이미 가시적인 성과가 확인된 만큼 중장기적인 기업가치제고 가능성이 증가하였다.

시장 높은 좋은 성과를 보이고 있는 코리아 밸류업 지수

2024 년 1 월 2 일 1,000pt 를 기준으로 하는 코리아 밸류업 지수 구성종목이 9 월 24 일 발표하였다. 코리아 밸류업 지수는 연초 대비 3.4% 하락하였으나 동일기간 코스피의 경우 7.0% 하락하면서 지수 대비로는 양호한 성과를 나타냈다. 코리아 밸류업 지수가 코스피 대비 상대수익률이 높은 이유는 ①시가총액 400 위 이상의 대형주를 대상으로 하고 있어 하락장에서 방어적 역할을 기대할 수 있고 ②주주환원 이력이 있는 기업이 대상이기 때문에 주주환원이 하락장에서 주가 매력도가 높아

보이며 ③기업 밸류업 펀드 조성 등 코리아 밸류업 지수를 추종하는 신규 수요가 창출되었기 때문이다.

코리아 밸류업 지수와 코스피 상대수익률 비교

자료: Quantiwise, SK 증권
주: 2024 년 1 월 2 일=100

코리아 밸류업 지수 제외로 국내 지주회사에 대한 관심 하락

대형지주회사가 코리아 밸류업 지수에서 배제됨에 따라 주가상승에 대한 기대감이 하락한 것이 사실이다. 이후 최근 대형 지주회사 중심으로 주가 하락이 계속되었다. 대형 지주회사는 25 년 상반기까지는 기업가치제고계획 공시가 마무리될 것으로 예상되고, NAV 대비 할인율 측면에서 역사적 하단까지 주가가 하락하였지만 단기적인 주가 반등 가능성 보다는 25 년 각 기업의 스토리에 따라 주가는 움직일 전망이다. 또한 주가의 반등폭도 업체별 차별화가 예상되어 25 년 지주회사의 종목 선택에 대한 중요성이 요구될 전망이다.

지주회사 탑픽 : 한화, SK

지주회사에 대한 탑픽으로 한화와 SK 를 제시한다. 한화는 이라크 비스마야 건설재개 및 질산부문 생산에 따른 자체사업 실적개선, 사업부 매각에 따른 재무구조 개선, 브랜드 라이선스 매출 확대로 인한 주주환원 확대 기대감이 유효하다. SK 도 반도체 경기 회복에 따른 실트론과 머티리얼즈의 실적개선, 기업가치제고계획에 따른 최소 배당과 매년 자사주 1~2% 매입 등 주주환원이 매력적이기 때문이다. SK 스퀘어의 경우 SK 하이닉스 실적개선에 따른 특별배당 가능성이 확대됨에 따라 추가적인 주주환원이 기대되며, LS 는 구리가격 하락, 트럼프 당선 등 모든 악재가 반영된 주가로 전선 중심의 실적개선이 유효하다. LG 는 25 년 상반기 LG CNS 상장에 따른 지분가치 현실화, CJ 는 CJ 올리브영의 PE 지분 매각 이후 기업가치 증가분이 CJ 주가로 반영될 가능성이 커졌다는 점이 25 년 주가 상승을 견인할 포인트이다.

SK 증권 지주회사 커버리지 요약 (단위: 원, 십억원, 배)

기업명	종가	시가총액	자사주 비율	NAV 대비 할인율	12MF PBR	23 년 DPS	24 년 DPS	25 년 DPS	24 년 배당수익률	25 년 배당수익률
한화	29,250	2,193	7.4%	73.7%	0.22	750	829	846	2.8%	2.9%
SK	139,900	10,143	24.8%	70.7%	0.33	5,000	5,100	5,230	3.6%	3.7%
SK 스퀘어	78,100	10,524	1.1%	65.2%	0.49	0	171	234	0.2%	0.3%
LS	88,200	2,840	15.1%	64.3%	0.44	1,600	1,614	1,614	1.8%	1.8%
CJ	97,500	2,845	7.3%	44.5%	0.53	3,000	3,118	3,234	3.2%	3.3%
LG	74,300	11,687	3.9%	49.3%	0.41	3,100	3,189	3,289	4.3%	4.4%

자료: SK 증권

주: 주가는 24 년 10 월 20 일 기준, 12MF PBR 와 예상 DPS 는 컨센서스 기준. 자사주 비율은 3Q24 말 기준

Top Picks: 한화

세박자

자체사업 실적개선

24 년 3 분기말 한화 자체사업인 건설부문의 누적 영업적자는 528 억원이다. 하지만 25 년 수익성 중심수주정책 효과와 이라크 비스마야 공사재개 가능성이 확대됨에 따라 하반기부터 건설부문의 실적 정상화가 기대된다. 글로벌 부문의 경우 여수공장에서 질산 40 만톤 신설이 25 년 완료됨에 따라 연간 1,000 억원 규모의 매출이 추가될 것이다. 물적분할 된 모멘텀은 태양광사업 양도에 따른 매출감소에도 불구하고 이차전지, 클린물류 중심의 장비 매출 증가로 3 분기 영업이익 흑자전환 하는 등 양호한 실적이 기대된다.

재무구조 개선

한화는 3 분기 플랜트사업과 태양광장비사업을 한화오션과 한화솔루션에 각각 2,144 억원, 370 억원에 매각했다. 이로 인해 2 분기말 별도기준 순차입금 규모는 4.45 조원에서 3 분기말 4.09 조원으로 감소했다. 추가로 12 월 풍력사업을 한화오션에 1,881 억원을 매각 예정으로 추가적인 재무구조 개선이 예상된다.

주주환원 증가

+ 높은 밸류에이션 매력

24 년 한화생명의 배당 여부가 여전히 불투명하지만 한화는 24 년 브랜드 라이선스 매출액 증가, 건설부문 실적개선, 질산부문 매출 발생 등의 이유로 현금흐름 개선이 예상된다. 개선된 현금흐름은 주주환원 확대에 사용될 가능성이 높다. 기업가치제고계획도 자회사의 공시 이후 진행될 것으로 예상되어 25 년 상반기에는 발표가 유력하다. 추가적으로 현재 주가는 NAV 대비 할인율 73.7%, PBR 0.22 배로 지주회사 중 밸류에이션 매력이 가장 높으며, 트럼프 미국 대통령 당선 이후 조선, 방산, 우주항공 등에 대한 관심이 고조되고 있어 한화그룹에 대한 관심이 확대될 것으로 예상된다. 자체사업 수익성 개선, 재무구조 개선, 주주환원 확대의 세박자가 25 년 한화 주가 상승을 견인할 것으로 기대한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	52,836	50,887	53,135	53,728	61,641	64,424
영업이익	십억원	2,928	2,370	2,412	1,506	2,099	2,388
순이익(지배주주)	십억원	973	1,174	380	110	764	1,005
EPS	원	9,943	11,995	3,886	1,157	8,059	10,596
PER	배	3.2	2.1	6.6	25.2	3.6	2.8
PBR	배	0.6	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	배	7.0	9.5	10.3	13.6	11.7	10.4
ROE	%	20.3	14.4	3.5	1.1	7.5	9.2

금융(은행)

Virtue of Stability

금융(은행). 설용진

SK 증권

은행 비중확대(유지)

Virtue of Stability

금리 인상 사이클에 힘입어 가파른 상승세를 보여온 은행업종의 마진은 24 년부터 본격적인 하락 추세로 전환하는 모습이 나타났고 그동안 Top-line 개선을 주도했던 이자이익 개선세가 둔화되었다. 또한 H 지수 ELS 등 여러 일회성 손실 요인이 다수 발생하며 실적 측면의 부담이 나타났다. 그럼에도 대손비용 하락, 유가증권 매매평가익 개선 등을 바탕으로 은행/보험 자회사가 23 년에 이어 견조한 실적을 이어갔으며 금리 하락과 함께 증권/신용카드 등 비은행 자회사 실적이 개선되며 안정적인 실적 우상향 기조가 이어졌다.

밸류업 원조집
주당배당금 10 년 CAGR
현대차 19.3%, 기아 23.1%

25 년에도 기준금리가 추가적으로 인하될 수 있는 만큼 마진 하락 추세가 지속될 것으로 전망한다. 대출 성장도 큰 폭의 Upside 를 기대하기 어려운 만큼 이자이익 둔화는 불가피할 전망이다. 탑라인이 안정적으로 우상향하기 위해서는 비이자이익 부문의 방어가 핵심이 될 것으로 전망하며 다각화된 비은행 포트폴리오를 보유한 회사의 매력이 높다고 판단한다. 대손비용의 경우 기준금리 하락 등 영향으로 차주들의 상환 부담이 이전 대비 완화된 것은 사실이지만 통상적으로 경기를 후행하는 크레딧 사이클을 감안했을 때 본격적인 대손비용 감소가 나타나기까지는 아직 시간이 더 필요할 것으로 전망한다.

커버리지 8 개사의 25E 지배순이익 합산은 22 조 9,361 억원(+8% YoY)을 예상한다. 25 년 중 은행업종의 핵심 투자포인트로는 자본 활용의 효율성 제고에 따른 밸류에이션 정상화가 될 것으로 예상한다. 현재 밸류업 공시 발표 등이 마무리된 상황인 만큼 은행주에 대한 특별한 모멘텀을 찾아보기 쉽지 않을 것으로 예상되지만 자사주 매입/소각 등을 감안했을 때 수급 측면의 하방경직성을 기대하는데 어려움은 없을 전망이다. ROE/주주환원 측면의 안정성이 상대적으로 높은 시중은행 중 밸류에이션 매력이 높은 하나금융지주를 Top pick 으로 제시한다.

Analyst 설용진
s.dragon@sks.co.kr / 3773-8610

변화된 환경과 다수의 일회성 요인

은행/보험은 견조한 실적 이어지고 있으며 증권/카드 회복세 확인

은행/보험 견조한 실적 지속되는 가운데 증권, 신용카드 실적 개선

3Q24 까지 전반적인 실적 추이를 살펴보면 대체로 은행/보험 중심의 견조한 실적이 이어지는 가운데 23 년 중 다소 부진했던 비은행 자회사 중 증권, 신용카드 등을 중심으로 실적이 개선되는 모습이 나타났다.

은행: H 지수 급락 관련 ELS 손실 등 일회성 손실 발생. 전반적으로 견조한 실적 지속

은행의 경우 KB 금융은 다소 부진한 모습을 기록했는데 연초 H 지수 급락에 따라 ELS 관련 손실이 큰 폭 발생한데 기인한다. KB 금융을 제외하면 대체로 은행 실적은 견조한 모습이 나타났는데 전년도 PD, LGD 조정 등을 통해 선제적 충당금 적립을 단행한 기저효과 및 일부 충당금 환입 발생 등 영향으로 전반적인 충당금 부담이 이전보다 큰 폭으로 줄어든데 기인한다.

보험: 자본 부담 높아졌으나 견조한 손익 지속. 향후 제도 불확실성 불가피할 전망

보험의 경우에도 견조한 실적이 이어졌다. 금리 하락에 따라 K-ICS 비율 등 자본 측면의 부담은 이전보다 높아졌으나 이익 측면에서는 CSM 상각이익 중심으로 견조한 실적이 이어지고 있으며 금리 하락에 따른 투자손익 개선 효과도 계속되고 있기 때문이다. 다만 향후 보험개혁회의 결과 등에 따른 가정 조정 영향으로 실적 측면의 변동성이 크게 나타날 수 있는 만큼 잠재적 우려는 지속될 것으로 전망한다.

증권: 대형 증권사는 안정적 실적 개선. 중소형 증권사의 경우 PF 등 부담 지속

증권의 경우에는 회사 규모별로 다소 큰 폭의 차이가 발생했다. 시중은행지주 산하의 상대적으로 규모가 큰 증권사의 경우 1) PF 및 해외 부동산 관련 부담 축소, 2) 금리 하락에 따른 채권 트레이딩 손익 개선 등을 바탕으로 파생 거래 관련 대규모 손실을 인식한 신한투자증권을 대체로 큰 폭의 실적 개선세가 나타났다. 특히 하나증권의 경우 전년도 해외 부동산 관련 대규모 비용 반영에 따른 기저효과로 실적이 큰 폭 상승하는 모습이 나타났다. 반면 상대적으로 규모가 작은 iM 증권, BNK 금융지주 등의 경우 PF 사업성 재평가에 따른 영향이 대거 인식되며 22 년 이후로 지속적으로 부진한 실적을 이어가는 모습이 나타났다.

신용카드: 조달 부담 완화, 카드론 증가로 실적 개선
캐피탈/저축은행: 부진 지속

신용카드는 1) 금리 하락에 따른 조달비용 개선, 2) 건전성 부담 완화 및 3) 가계대출 규제 강화 등에 따른 풍선효과로 인한 카드론 증가 등이 나타나며 견조한 실적 개선세가 나타났다. 다만 캐피탈/저축은행의 경우 건전성 등 부담이 아직 해소되지 못하며 23 년에 이어 상대적으로 부진한 실적이 계속되는 모습이 나타났다.

금융지주 주요 자회사별 증익 추이(3Q23 vs 3Q24 YTD)

+50% ~ | +10 ~ 50% | +3 ~ 10% | +3 ~ -3% | -3 ~ -10% | -10 ~ -50% | -50%~

(% YoY)	Net Income 기준							그룹 전체		
	은행	증권	손해보험	생명보험	신용카드	캐피탈	저축은행	순영업수익	지배순이익	대손비용
KB금융	-8.3%	51.4%	8.8%	48.8%	36.0%	23.2%	흑전	5.8%	0.4%	-16.3%
신한지주	19.4%	-14.8%	적지	9.2%	17.8%	-47.9%	-19.4%	4.2%	4.4%	-6.3%
하나금융지주	0.5%	흑전	적지	42.0%	44.8%	-36.6%	적전	-0.9%	8.3%	-32.7%
우리금융지주	10.2%	-48.6%			19.4%	6.0%	적지	6.6%	9.1%	16.3%
기업은행	5.6%	-46.7%		흑전		14.8%	적지	-1.2%	3.7%	-23.9%
BNK금융지주	6.8%	-77.7%				1.6%	113.3%	5.7%	6.1%	26.2%
DGB금융지주	-1.6%	적전		-19.3%		-48.2%		-3.2%	-40.5%	64.5%
JB금융지주	13.2%					22.7%		9.1%	14.1%	12.7%
합산 기준	5.1%	21.4%	10.8%	27.9%	26.5%	-11.3%	적지	3.4%	3.9%	-7.2%

자료: SK 증권

금융지주 주요 자회사별 증익 추이(2022 vs 2023)

+50% ~ | +10 ~ 50% | +3 ~ 10% | +3 ~ -3% | -3 ~ -10% | -10 ~ -50% | -50%~

(% YoY)	Net Income 기준							그룹 전체		
분류	은행	증권	손해보험	생명보험	신용카드	캐피탈	저축은행	순영업수익	지배순이익	대손비용
KB금융	8.9%	107.5%	35.1%	흑전	-7.3%	-14.1%	적전	17.8%	11.5%	70.3%
신한지주	0.7%	-75.5%	적지	5.1%	-3.2%	0.2%	-22.0%	10.7%	-6.4%	70.8%
하나금융지주	12.3%	적전	적지	-68.5%	-10.9%	-29.8%	적전	6.9%	-3.3%	41.1%
우리금융지주	-13.4%	적전			-45.7%	-30.3%	적전	-0.1%	-20.2%	114.0%
기업은행	-1.8%	-33.5%		적전		1.1%	적전	9.5%	0.1%	56.7%
BNK금융지주	-10.4%	-78.4%				-34.6%	흑전	0.0%	-17.4%	72.9%
DGB금융지주	-6.2%	-99.5%		202.4%		-22.5%		5.7%	-3.4%	73.8%
JB금융지주	-3.9%					5.1%		11.2%	-2.5%	65.9%
합산 기준	0.8%	-80.4%	38.7%	50.6%	-11.5%	-14.9%	적전	9.1%	-3.7%	68.3%

자료: SK 증권

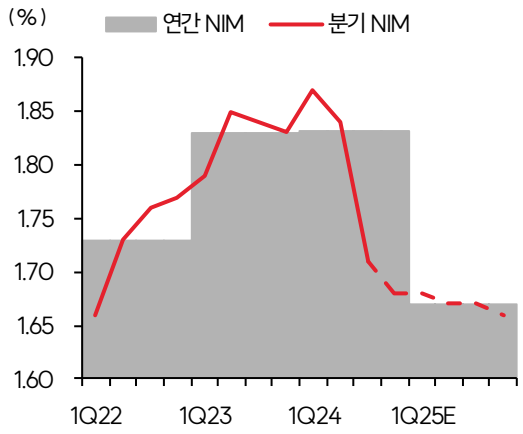
25 년 전망: 이자이익은 전반적으로 둔화될 전망

금리 하락 사이클에서 피할 수 없는 마진 하락

24 년 마진 하락 기저로 25 년 연간 NIM 상대적으로 크게 하락세 보일 전망

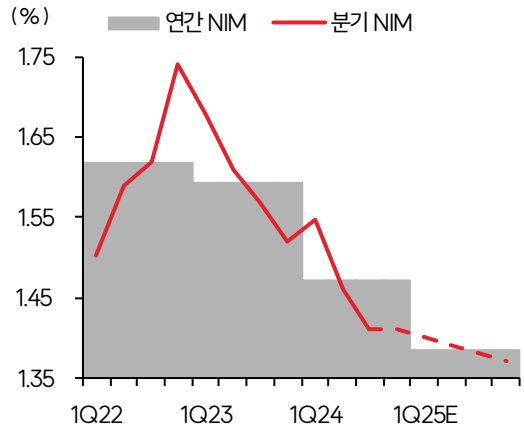
25 년에도 현재 진행중인 마진 하락 추세가 지속될 것으로 전망한다. 기준금리가 추가적으로 인하될 수 있으며 마진 하락에 따라 이자이익 방어를 위한 성장 경쟁 등이 더욱 심화될 수 있을 것으로 예상되기 때문이다. 4Q24 의 경우 1) 시장금리 상승, 2) 조달 비용 측면의 부담 완화로 소폭 반등하는 모습이 나타날 수 있을 것으로 예상되지만 전반적인 하락 사이클 영향에서 벗어나기는 어려울 전망이다. 분기 중 일부 마진 상승이 나타났던 22 년, 23 년과 달리 24 년의 경우 분기 NIM 이 지속적으로 하락하는 모습이 나타났던 만큼 낮은 기저로 NIM 이 시작하는 25 년 연간 NIM 은 상대적으로 높은 하락을 보일 것으로 예상된다.

KB 금융 – 은행 NIM 추이 및 전망



자료: KB 금융, SK 증권 추정

하나금융지주 – 은행 NIM 추이 및 전망

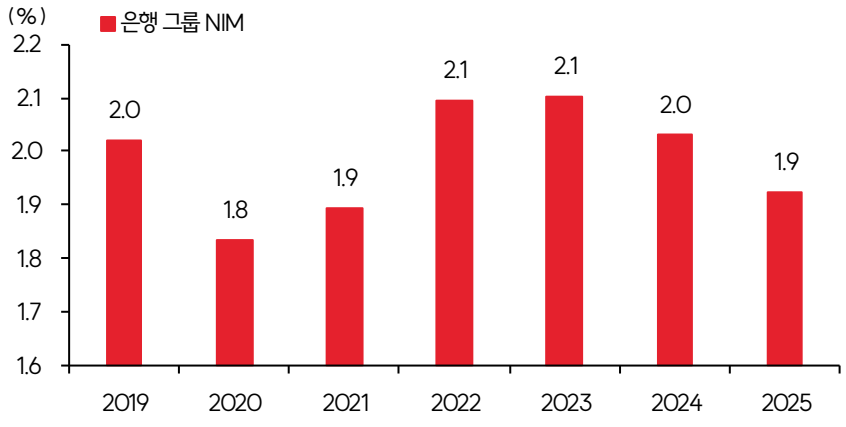


자료: 하나금융지주, SK 증권 추정

25E 커버리지 은행 NIM 평균은 약 1.92%(-11bp YoY) 예상

25E 커버리지 은행 NIM 단순 평균은 약 1.92%로 24 년 대비 약 11bp 하락할 것으로 예상된다. 상대적으로 리프라이싱 주기가 빠른 기업대출 비중이 높은 은행 위주로 큰 폭의 마진 하락을 보일 것으로 전망한다. 가계대출의 경우 최근 규제 강화 등 영향으로 시장금리 하락에도 불구하고 전반적으로 높은 대출금리 수준이 이어지고 있다는 점에서 마진에는 일부 긍정적 영향을 기대해볼 수 있다고 판단한다.

은행 마진 단순 평균 추이 및 전망



자료: SK 증권 추정

대출 성장: 이전과는 다소 다른 양상을 예상

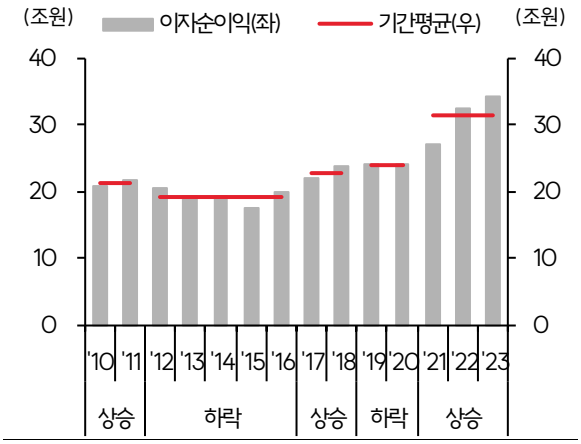
과거 금리 하락 시 가계대출이, 금리 상승 시 기업대출이 성장 주도

한국은행 금융안정보고서에 따르면 금리 상승기에는 기업대출 중심으로 은행 대출 성장이 나타나며 금리 하락기에는 상대적으로 자산가격에 민감한 가계대출이 빠르게 늘어나는 모습이 나타나는 모습이 나타났음을 확인할 수 있다. 실제로 가파른 금리 상승 및 레고랜드사태 등이 발생한 2022 년의 경우 채권 시장의 불확실성이 확대됨에 따라 은행 대출에 대한 수요가 증가하며 기업대출 중심으로 성장이 크게 확대되었으며 과거 2019 년 중 기준금리가 하락했을 때에는 전년도 DSR 규제 도입 등에도 불구하고 규제 적용에서 제외된 전세대출 등을 중심으로 가계대출이 빠르게 증가하는 모습이 나타났다.

금번 금리 하락기에는 가계대출 규제로 큰 폭의 성장 기대하기 어려울 것으로 예상

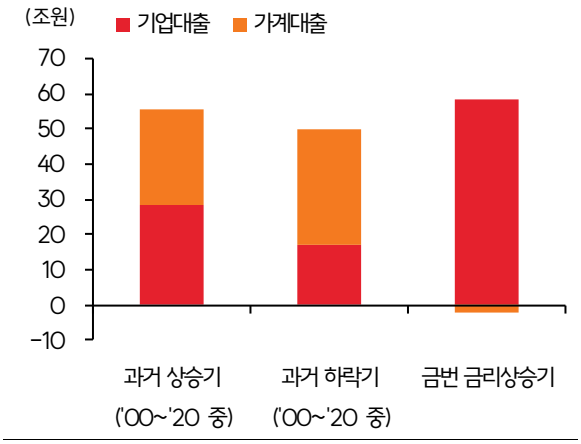
다만 이번 금리 하락의 경우 과거와 다소 다른 양상을 전망한다. 통상적으로 금리 하락 시 부동산 등 자산 가격에 민감한 가계대출 성장이 확대되어야 하나 최근 지속적인 가계부채 관리 정책을 감안했을 때 과거처럼 큰 폭의 성장이 나타나기에는 다소 제약이 많은 환경이라고 판단한다.

과거 금리 상승/하락기 및 은행 이자이익 추이



자료: 한국은행, SK 증권

금리 상승/하락기 기업대출 및 가계대출 성장 추이



자료: 한국은행, SK 증권

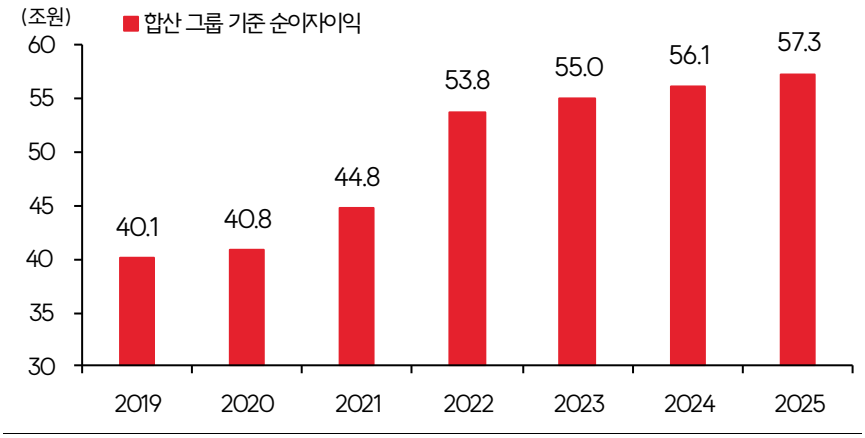
대출성장: RWA 관리 등 감안했을 때 5% 내외 수준의 성장 예상

25 년의 경우 금리 하락에도 전반적으로 보수적인 성장 기조를 예상한다. 커버리지 8 개사 합산 기준으로 은행 원화대출은 약 5% 내외 수준의 성장을 전망하며 규제 및 부동산 가격 등 대내외 환경 추이에 따라 추가적인 성장 확대가 나타날 수 있다고 판단한다. 최근 밸류업 공시와 함께 은행들이 적극적으로 RWA 관리를 언급하고 있는 점 역시 보수적인 대출 성장을 전망할 수밖에 없는 주요 요인이다.

25E 커버리지 합산 이자이익 약 57.3 조(+2.2% YoY) 전망

전반적인 마진 하락 추세에도 대출 성장에 대한 기대감이 다소 제한적인 점을 감안했을 때 전반적인 이자이익은 둔화 추세가 불가피할 전망이다. 25 년 커버리지 금융지주 합산 이자이익은 약 57.3 조원으로 24 년과 유사하게 전년 대비 약 2.2% YoY 증가하는데 그칠 것으로 예상한다.

은행 이자이익 추이 및 전망



자료: SK 증권 추정

경상 대손비용 하락은 조금 더 기다려봐야 할 것

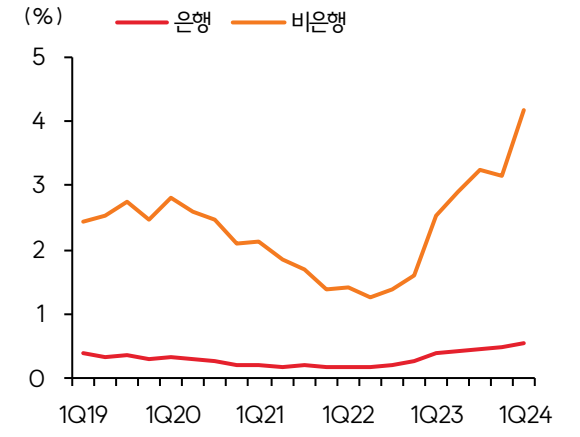
본격적인 대손비용 감소까지는 아직 시간 필요할 것으로 예상

기준금리 하락 등 영향으로 차주들의 상환 부담이 이전 대비 완화된 것은 사실이지만 통상적으로 경기를 후행하는 크레딧 사이클을 감안했을 때 본격적인 대손비용 감소가 나타나기까지는 아직 시간이 더 필요할 전망이다. 내수 부진 추세가 이어지며 자영업자 폐업 등이 확대되고 있으며 SOHO 및 중소기업 등의 연체율 개선 등이 여전히 확인되고 있지 않기 때문이다. 향후 금리 하락에 따른 경기 개선이 본격적으로 나타나는 시점에 경상 대손비용 레벨의 하락 등 전반적인 건전성 관련 부담 완화를 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

SOHO 등 불확실성 높으나 은행보다는 비은행 부문 영향 예상

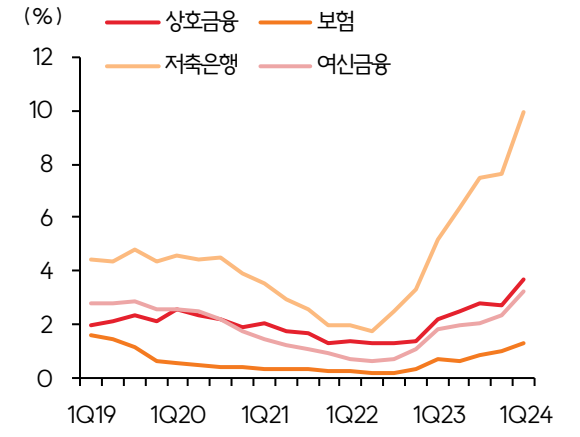
여전히 SOHO 등에 대한 불확실성이 높은 것은 사실이다. 다만 은행의 경우 상대적으로 보수적으로 담보를 평가하고 건전성을 관리하고 있는 만큼 보유 대출에서 직접적인 손실이 발생할 가능성은 상대적으로 제한적이라고 판단한다. 다만 저축은행 등 제2금융권 중심으로 개인사업자 대출의 연체율 악화 추세가 이어지고 있음을 감안했을 때 간접적으로 건전성 측면의 영향이 발생할 수 있는 만큼 다소 보수적인 관점의 충당금 적립 기조가 이어질 것으로 예상한다.

은행 및 비은행 개인사업자 대출 연체율 추이



자료: 언론보도, SK 증권

비은행 업권별 개인사업자 대출 연체율 추이



자료: 언론보도, SK 증권

커버리지 합산 25E 지배순이익 22 조 9,361 억원(+8% YoY) 전망

경상실적은 우상향 전망. 일회성 요인 기저효과로 증익 폭은 더욱 크게 나타날 전망

P/Q/C 관점에서 금리 하락 사이클로 전반적인 마진, 즉 P 하락이 예상되는 가운데 Q 및 C 측면에서 큰 폭의 개선을 기대하기 어렵다는 점을 감안했을 때 은행업종의 전반적인 경상 실적은 안정적으로 우상향하는 모습 정도가 나타날 전망이다. 다만 24 년 중 H 지수 ELS 이슈, 부동산 PF 사업성 재평가 등 다수의 일회성 손실 요인이 발생한 점을 감안했을 때 전반적인 실적은 경상 이익 개선 폭 대비 크게 나타날 것으로 전망한다.

커버리지 8 개사의 지배순이익 합산은 22 조 9,361 억원(+8% YoY)을 예상

커버리지 8 개사의 지배순이익 합산은 22 조 9,361 억원(+8% YoY)을 예상한다. 커버리지 은행 중에서는 자회사 iM 증권의 부동산 PF 관련 손실이 큰 폭으로 나타났던 DGB 금융지주가 실적이 정상화되며 가장 큰 폭의 증익을 기록할 것으로 예상하며 24 년 중 일회성 요인으로 인한 충격(H 지수 ELS, 파생 거래 손실 등)이 크게 나타났던 KB 금융, 신한지주도 상대적으로 높은 실적 개선세를 보일 전망이다.

금융지주 – 24E 및 25E 지배순이익 전망

(십억원)	2023	2024E	(% YoY)	2025E	(% YoY)
합계	**19,241**	**21,240**	**10.4%**	**22,936**	**8.0%**
KB 금융	4,632	4,986	7.6%	5,654	13.4%
신한지주	4,368	4,755	8.9%	5,274	10.9%
하나금융지주	3,452	3,868	12.1%	3,915	1.2%
우리금융지주	2,506	3,104	23.9%	3,255	4.9%
기업은행	2,670	2,764	3.5%	2,850	3.1%
BNK 금융지주	640	797	24.6%	831	4.2%
DGB 금융지주	388	308	-20.6%	462	50.2%
JB 금융지주	586	657	12.1%	694	5.7%

자료: 각사, SK 증권 추정

50%+@ 수준의 총 주주환원율 예상

ROE 약 10% 내외, CET1 비율 중장기적으로 13% 관리 및 주주환원율 확대 등 공통적 언급

주요 은행들이 발표한 기업가치 제고 방안을 살펴보면 대체로 현재 낮은 수준의 PBR 제고를 위해 1) 9~10%이상으로 ROE 제고, 2) 중장기적으로 13%의 CET1 비율을 타겟으로 안정적인 자본 관리 및 3) 현재 대비 높은 폭의 주주환원율 등을 제시하는 모습이 나타났다.

주주환원율은 약 50% 수준을 주로 Target 으로 제시

주주환원은 대체로 50% 수준을 Target 수준으로 제시하는 모습이 나타났다. 먼저 2Q24 중 기업가치 제고 방안을 발표한 우리금융지주, 신한지주의 경우 CET1 비율 등이 안정적으로 관리되는 상황에서 Target 총 주주환원율을 약 50% 수준으로 제시하는 모습이 나타났다. JB 금융지주의 경우에도 지속가능한 ROE 및 목표 CET1 비율 유지를 위한 적정 주주환원율을 약 50%로 산정하며 장기 주주환원율 Target 을 50%로 제시했다. 또한 동사는 CET1 비율이 13%를 상회할 경우 주주환원율을 50% 이상으로 확대할 것임을 언급하는 모습이 나타났다. 하나금융지주 역시 CET1 비율이 13~13.5% 수준에서 관리되는 상황에서 자사주 매입/소각을 중심으로 지속적으로 주주환원율을 확대하여 27 년 기준 50% 수준의 총 주주환원율을 달성할 계획을 발표했다. DGB 금융지주의 경우 타사 대비 CET1 비율은 다소 낮으나 27년까지 CET1비율 12.3% 이상을 달성할 계획을 제시했으며 해당 구간에서 총 주주환원율 약 40%수준을 제시하는 모습이 나타났다.

KB 금융의 경우 다른 은행들과 달리 주주환원율 Target 을 제시하기보다는 CET1 비율 13%를 기준으로 이를 초과하는 자본에 대해 적극적으로 주주환원 재원으로 사용하는 자본 정책을 제시하는 모습이 나타났다. 이 경우 RWA 성장률 등에 따른 변수는 분명 존재하지만 현재 은행들이 RWA 성장 Target 으로 제시하는 명목 GDP 성장률+@에 부합하는 4~5% 수준의 RWA 증가율을 기준으로 50% 내외 수준의 총 주주환원율을 충분히 기대할 수 있을 것으로 예상된다. BNK 금융지주의 경우에도 적정 RWA 성장률 약 4% 내외 수준에서 관리하고 ROE 를 제고함으로써 27 년 기준 총 주주환원율 50% 이상 수준을 기록할 계획을 언급했다.

KB 금융의 밸류업 공시가 가장 구체적이고 예측가능성 높다고 판단

전반적으로 긍정적인 내용이 공개되었지만 KB 금융의 밸류업 공시가 가장 구체적이고 예측가능성이 높다고 판단한다. 주주환원의 기준을 4Q 및 2Q CET1 비율로 명확히 제시하고 Implied CoE 와 시장 금리 수준을 바탕으로 자사주 매입/소각 및 현금배당 총액 여부를 결정하겠다는 내용을 제시하는 등 디테일한 측면에서 가장 적극적으로 소통하는 모습이 나타났기 때문이다. 향후 핵심은 기 발표된 밸류업 공시의 이행 여부가 될 전망이다.

금융지주 - 밸류업 공시 내용 요약 (1)

	PBR 개선	주주환원	자사주/배당 세부 내용	ROE/RWA 성장률 Target	CET1 비율 Target
KB 금융	수익성 및 총 주주환원율의 지속적인 개선가능성에 대한 시장 우려로 저평가 지속 › 주주환원 강화, 자본비율 개선 및 수익창출 역량 강화로 ROE 개선 › 지배구조 개선, 주주 등 소통 강화 등을 바탕으로 PER 개선	연말 CET1 비율 13% 초과 자본을 차년도 주주환원에 활용 › 연간 현금배당 총액+상반기 자사주 매입/소각 2Q 기준 CET1 비율 13.5% 초과 자본을 하반기 주주환원에 추가적으로 활용 › 하반기 자사주 매입/소각 시행을 통해 연간 2 회 자사주 매입 › Target PBR 1 배 도달까지 연평균 1 천만주 이상 자사주 매입/소각 실시할 계획 › 총액 기준 분기 균등배당 지속	자사주 및 배당 결정 근거: 1) ROE vs 이익수익률(PER 의 역수) 비교하여 자사주 매입/소각 결정 2) 배당수익률과 시장금리 감안하여 배당 총액 규모 점진적 증가 자사주 및 배당 결정 세부 방법론 - 전년 말 CET1 비율 13% 초과분: 연간 현금배당 총액+상반기 자사주 결정 - 2Q 말 CET1 비율 13.5% 초과분: 하반기 자사주 결정	ROE: 10% RWA: 명목 GDP 성장률 등 System growth 수준의 성장	13% 이상 연중 CET1 비율 13% 중반 유지
신한지주	PBR 개선 위해서는 1) ROE 제고, 2) CoE 축소 및 3) 영구성장률 기대 확보 필요 - 수익성 제고, 비용 효율화 및 주주환원을 통한 자본효율화로 ROE 제고 - 성과 변동성 축소를 통한 CoE 축소 노력 - 핵심 사업의 안정적 수익 및 미래 전략적 투자를 통한 미래 성장 기대 창출	기존 주주환원 정책의 일관된 추진 › 지속적인 주주환원율 확대, 분기 균등배당, 자사주 병행 및 DPS 및 현금배당 규모 지속적 확대 PBR 레벨에 따른 탄력적인 주주환원 정책 › PBR 0.8 배 이하 구간에서 자사주 소각 중심 주주환원 계획 27 년 총 주주환원율 50% 및 총 주식수 4.5 억주 Target › 24 년 말 총 주식수 5 억주 미만으로 Target	- 기존 분기 균등배당, 자사주 소각 병행, 주주환원율 지속 개선 및 규모 확대 등 정책 지속 - 지속적인 자사주 매입/소각을 통해 24 년 말 500 만주 미만, 27 년 말 450 만주 목표로 지속적으로 자사주 매입/소각 진행 예정 - PBR 0.8 배까지는 자사주 소각 중심 주주환원, 1 배 이상에서는 DPS 및 현금배당 성향 점진적 상향 등 보다 유연하게 대응할 계획	ROE: 10% RWA: PBR 단계 별 탄력적 성장 등 언급. 25 년은 약 5% 수준 목표	13% 이상 유지
하나금융지주	PER 저평가 상태 지속 - 상대적으로 낮은 주주환원율, 보수적인 자본관리 정책 및 환율 변동 등으로 인한 CET1 비율의 높은 변동성 등 요인으로 PER 저평가 RO 도 CoE 대비 낮은 수준 - 그룹 CoE 기준으로 약 10% 이상의 ROE 유지 필요 주주환원율 제고, 보통주 자본비율 개선 및 ROE 유지 등을 통해 저평가 해소 추진할 계획	Target CET1 비율 유지하는 가운데 27 년 총 주주환원율 50%까지 지속적으로 주주환원율 확대할 계획 - RWA 성장률 타이트하게 관리함으로써 적정 CET1 비율 유지 및 계획 수준의 총 주주환원율 달성 목표	연말 CET1 비율 13~13.5% 구간에서 CET1 비율 상승/하락 여부와 관계없이 안정적으로 주주환원율 확대 추진할 계획 - 분기 균등배당 시행 및 자사주 매입/소각 비중 확대 통해 27 년 중 총 주주환원 중 약 절반 수준을 자사주 매입/소각으로 시행 예정 - 자사주는 2 회 예상. 4Q 말 CET1 비율 기준 연간 배당 및 상반기 자사주 시행할 계획이며 2Q 혹은 3Q 말 CET1 비율 기준으로 하반기 중 추가 자사주 단행할 계획	ROE: 10% RWA: 명목 GDP 성장률(약 4~5% 수준)	13~13.5% 적정 수준으로 Target
우리금융지주	Financial: 지속가능 ROE 제고 및 CET1 비율 제고를 통해 주주환원 확대 추진 Non-financial: M&A 를 통한 비은행 경쟁력 강화, ESG 등 › ROE 와 PER 개선을 통해 글로벌 평균 이상의 PBR 확보	CET1 비율 구간 별 총 주주환원율 Target 설정 › CET1 비율 11.5%~12.5% 구간에서 총 주주환원율 ~35% › CET1 비율 12.5%~13% 구간에서 총 주주환원율 ~40% › CET1 비율 13% 이상 구간에서 총 주주환원율 ~50%	기본적으로 배당성향 30% 기준으로 자사주 병행하여 시행 - 총 주주환원율 40% 이내에서는 배당성향 30%/초과분은 모두 자사주로 시행 - 총 주주환원율 40% 초과 시 배당성향도 30% 이상으로 확대하며 자사주/배당 모두 균등하게 확대할 계획	ROE: 10% RWA: 공시 상에는 언급 없었으나 3Q24 실적 발표 시점에 약 4% 수준 제시	25 년 12.5%, 중장기 13% Target

자료: 각사, SK 증권

금융지주 - 밸류업 공시 내용 요약 (2)

	PBR 개선	주주환원	자사주/배당 세부 내용	ROE Target	CET1 비율 Target
BNK 금융지주	> 해외사 대비 성장 기대감이 낮아 PER 저조하며 수익성 부진에 따라 PBR 낮은 상황 >질적인 성장을 통해 CoE 이상의 ROE 달성 목표	RWA 성장률 4% 이내로 관리함으로써 주주환원율 50% 이상 달성 계획 DPS 안정적으로 확대하는 범위 내에서 자사주 매입/소각 비중 최대화할 계획	>저평가 구간에서 자사주 매입/소각 비중 확대할 것 >세부 내용은 이사회 결의 등 통해 결정할 계획	ROE: 27 년까지 10% 이상 달성 RWA: 4% 이내로 관리	12.5% Target 지속적으로 12% 이상 유지할 계획
DGB 금융지주	>CET1 비율 자본 규제 비율 수준을 상회하고 있으나 동종 업계 평균 대비 낮은 수준에 머물러 있음 - 주주환원율 등 열세하며 주가도 경쟁사 대비 열위한 수준 지속 내실 성장을 통해 수익성 제고하고 단계적으로 자본비율/주주환원율 개선해 나갈 것	CET1 비율 구간 별 총 주주환원율 Target 설정 > CET1 비율 ~11.5% 구간에서 총 주주환원율 ~30% > CET1 비율 11.5%~12.3% 구간에서 총 주주환원율 ~40% > CET1 비율 12.3%~13% 구간에서 총 주주환원율 ~50% 자사주는 3 년간 1,500 억원 매입/소각 예정이며 이전에 매입했던 200 억원은 별개	>PBR 수준에 따라 자사주 매입/소각 비중 확대 >현재 PBR 수준에서는 자본여력 되는대로 자사주 매입/소각 비중 높여야 할 당위성 존재 >기본적으로는 매년 500 억원 이상 Target	ROE: 27 년까지 9% Target 중장기적으로 10% 목표 RWA: 연간 4% 수준 관리	27 년까지 12.3% 타겟 중장기적으로 13% 목표
JB 금융지주	>업종 평균 대비 높은 PBR 은 현재 ROE 높은데 기인 - 기업가치 상승 위해 지속가능한 ROE 제고 및 PER 지표 개선 필요 - CAPM 으로 산정한 이론상 >CoE 와 주가에 내포된 Implied CoE 의 격차 축소 >27 년 이후 PBR 1 배 미달 시 RWA 성장률, 주주환원 등 전면 재검토	PER 제고를 위해 총 주주환원율 및 자사주 매입/소각 비중 확대 > ROE 대비 높은 Implied CoE 감안하여 배당성향보다 자사주 매입/소각 비중 확대	> 26 년 45% 목표하고 있으며 장기적으로 50% 수준 Target > 26 년까지 현금배당성향 28% 고정하고 자사주 매입/소각 비중 확대할 계획 > 총 주주환원 내 자사주 매입/소각 비중 Target 은 40% >자사주 매입/소각: ROE 와 주가에 내포된 Implied CoE 비교하여 ROE 대비 Implied CoE 가 높은 경우 비중 확대	ROE: 중장기 15% Target - 26 년 13% +@ 목표	12~13% 수준에서 CET1 비율 관리. 13% 초과 시 적극적으로 주주환원 재원 활용

자료: 각사, SK 증권

Top Picks: 하나금융지주

기업가치 제고방안 이행 시 Discount 해소 기대

시중은행 상위 3사는 모두 1) ROE 10%(신종, 비지배지분 제외) 내외 수준을 꾸준하게 기록하고 있으며 2) CET1 비율도 13% 내외 수준을 지속적으로 유지하고 있는 만큼 최근 공개된 기업가치 제고방안 내용의 이행에 대한 신뢰도가 상대적으로 높을 것으로 예상한다. 다만 하나금융지주의 경우 밸류에이션 관점에서 상대적으로 KB, 신한 대비 낮은 모습을 보이고 있는데 1) 상대적으로 비은행 포트폴리오가 약해 실적 내 은행 의존도가 높고 2) CET1 비율 및 이익 측면에서 환율 관련 변동성이 높다는 점에서 금리, 환율 등 대외적 요인에 따른 불확실성이 존재하는데 기인한다. 동사는 이번 기업가치 제고방안을 통해 RWA 성장률을 환율과 관계없이 명목 GDP 성장률인 약 4~5% 수준에서 관리하여 지속적으로 CET1 비율을 13% 이상으로 유지할 계획을 발표했다. 3 사 중 여전히 은행 의존도가 높은 만큼 일정 수준의 Discount 는 불가피할 것으로 예상되나 1) Credit Cost 개선 및 2) 조달 측면의 방어를 통해 은행 중심으로 안정적인 실적 기대할 수 있을 것으로 예상되는 만큼 할인폭 축소에 기반한 Upside 를 전망한다.

하나금융지주의 25E 지배순이익은 3조 9,155억원(+4.9% YoY)를 전망한다. 은행 NIM 은 1.39%(-7bp YoY)로 하락세가 예상되며 대출 성장도 제한적인 RWA 성장 기조로 다소 둔화될 것으로 보이지만 카드론/캐피탈 등 중심으로 이자이익을 방어할 것으로 예상된다. 수수료손익 및 유가증권 매매평가익 등 비이자이익 중심으로 견조한 탑라인이 예상되는 가운데 Credit Cost 도 약 30bp(-1bp YoY) 수준에서 안정적으로 관리될 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	십억원	9,214	10,160	10,860	10,961	11,124	11,462
영업이익	십억원	4,631	4,688	4,737	5,130	5,262	5,458
순이익(지배주주)	십억원	3,526	3,571	3,452	3,868	3,915	4,059
EPS(계속사업)	원	11,744	11,979	11,735	13,349	13,631	14,131
PER	배	3.6	3.5	3.7	4.7	4.6	4.4
PBR	배	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
배당성향	%	25.6	27.4	28.4	26.4	27.5	27.2
ROE	%	11.7	11.0	10.0	10.4	9.9	9.7

금융(보험)

日暮途遠 (일모도원)

금융(보험). 설용진

SK 증권

보험 중립(하향)

日暮途遠(일모도원)

IFRS17 회계기준이 도입된 이후 24 년에도 보험사의 실적은 23 년에 이어 견조한 증익 추세를 이어갔는데 1) 보험손익이 대체로 안정적으로 관리되는 가운데 2) 금리 하락에 따른 평가처분손익 개선 및 보험금융손익 부담 개선 등으로 투자손익이 개선된데 기인한다. 다만 보험사들의 전체 자본은 시장금리 하락, 할인율 현실화 방안 등 영향으로 부진 추세가 나타나고 있다. K-ICS 비율도 ALM 이 양호한 상위사 제외하면 대체로 하락한 상황이다. 향후 보험개혁회의 등 제도 측면의 영향까지 고려할 필요가 있다고 판단한다.

보험사가 K-ICS 비율을 제고하는데 있어 신계약 CSM 이 중요한 만큼 신계약 경쟁이 지속되고 있다. IFRS17 에서 신계약비 상각 기간이 보험기간 전체로 늘어나며 손익 부담은 작아졌으나 해약환급금준비금에 그 영향이 반영되며 배당가능이익 확보가 어려워지고 있는 상황이다. 현 제도 기준으로 자본적정성과 배당가능이익은 상충관계에 놓여져 있다고 판단한다.

보험업종의 25 년 실적은 전반적으로 둔화되는 모습을 전망한다. 손해보험 4 개사 합산 순이익은 24E 5.6 조원에서 25E 약 5.5 조원(-2.6% YoY)을 예상하며 생보 4 개사 합산 순이익은 24E 2.7 조원에서 25E 2.9 조원(+7% YoY)으로 기저효과에 기반한 증익을 전망하나 삼성생명 외에는 전반적으로 감익을 예상한다. 실적/자본 측면의 불확실성 지속되고 있음을 감안하여 보험업종에 대한 투자의견을 중립으로 제시한다. 한편 보험사 전반에 걸쳐 자본 관리의 중요성이 부각됨에 따라 공동재보험 등 재보험 출재 수요가 증가하고 있는 점을 감안할 때 오히려 재보험사에 있어서는 Pricing과 Growth 에서 모두 뚜렷한 모멘텀을 기대해볼 수 있다고 판단한다. 업종 Top pick 으로 코리안리를 제시하며 원보험사 중에서는 삼성화재를 추천한다.

Analyst 설용진
s.dragon@sks.co.kr / 3773-8610

IFRS17 전환 이후 이익과 별개로 높아진 자본 측면의 부담

이익은 분명 늘어난 것으로 보이는데

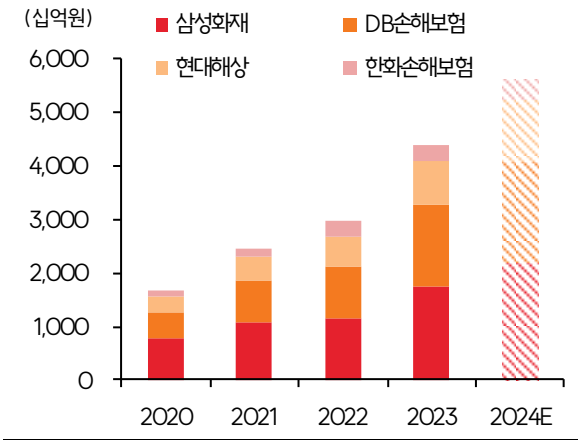
IFRS17 이후 신계약비 부담 감소. CSM 상각, 이차역마진 부담 완화 등 영향으로 이익 큰 폭 개선

IFRS17 회계기준이 도입된 23 년 보험사들의 실적은 1) 신계약비 상각 기간 변화에 따른 계약 초기 부담 감소, 2) CSM 상각에 따라 계약 초기부터 수익으로 인식되는 보험 계약의 마진, 3) 이차역마진 부담 완화 등 영향으로 이전보다 크게 개선되었다.

24 년에도 보험손익 안정적인 가운데 금리 하락으로 투자손익 개선되며 견조한 이익

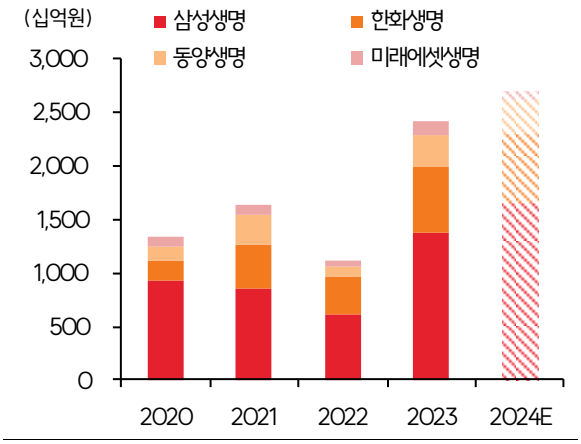
24 년에도 보험사들의 실적은 23 년에 이어 견조한 증익 추세를 이어갔는데 1) 보험손익이 대체로 안정적으로 관리되는 가운데 2) 금리 하락에 따라 평가/처분손익이 개선되며 투자손익이 이전보다 크게 개선된데 기인한다. 3) 보험금융손익도 할인율 제도 강화 등 영향으로 부담이 이전보다 전반적으로 낮아지는 모습이 나타났다.

손해보험 – IFRS17 시행 전후 손익



자료: 각사, SK 증권 추정
주: 별도 기준

생명보험 – IFRS17 시행 전후 손익



자료: 각사, SK 증권 추정
주: 별도 기준

가중되는 자본 측면의 부담

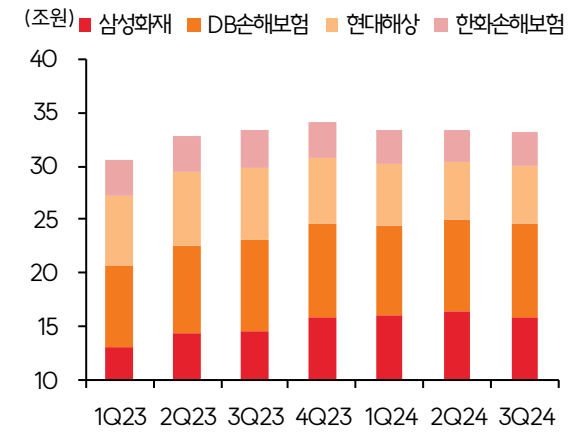
이익잉여금 증가에도 전체 자본 총계는 부진한 흐름 지속

견조한 당기순이익으로 보험사들의 이익잉여금이 개선되고 있음에도 불구하고 보험사들의 전체 자본은 다소 부진한 모습이 이어지고 있다. 이는 1) 통상적으로 자산보다 부채 듀레이션이 긴 보험사의 재무구조 특성상 시장금리 하락에 따라 OCI 측면의 감소가 크게 나타났으며 2) 제도 측면에서도 할인율 현실화 방안에 따라 장기선도금리 25bp 인하, 유동성프리미엄(LP)을 조정하는 등 영향으로 전반적인 할인율이 한 단계 낮아지며 부채가 늘어난데 기인한다.

K-ICS 레벨 등 지속적으로 부담 추세

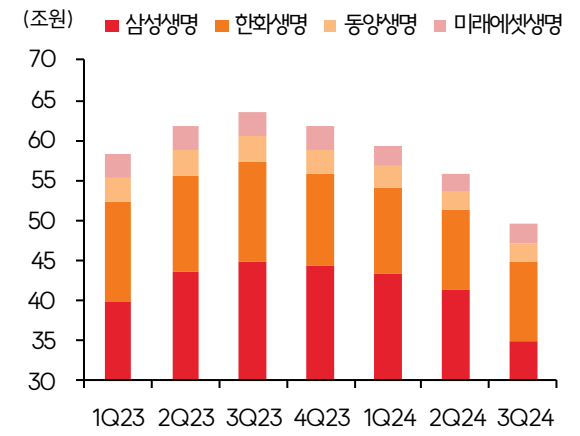
이러한 영향으로 보험사들의 K-ICS 레벨은 ALM 관리가 양호하게 이뤄지고 있는 상위사 일부를 제외하면 전반적으로 감소하는 모습이 나타나고 있다. 상위사 중에서도 삼성생명의 경우에는 그룹 거버넌스 이슈로 보유하고 있는 삼성전자 지분 가치가 주가의 급격한 하락으로 감소함에 따라 자본 측면의 부담이 높아진 상황이다. 향후 기준금리의 추가적인 인하가 예상되는 상황에서 장기선도금리 하향 등 할인율 제도 강화가 지속적으로 나타날 것으로 예상되는 만큼 향후 보험사들의 핵심관건은 K-ICS 비율 등 자본 측면의 관리가 될 수밖에 없다고 판단한다.

손해보험 – IFRS17 이후 자본 총계 추이



자료: 각사, SK 증권

생명보험 – IFRS17 이후 자본 총계 추이



자료: 각사, SK 증권

보험개혁회의 등 가이드라인 영향도 고려 필요

무/저해지 및 단기납 종신 관련 해지율 가정 강화. 25 년에도 연령별 손해율 통계 반영

최근 금융당국은 제 4 차 보험개혁회의를 통해 무/저해지보험, 단기납 종신보험 등 적절한 과거 경험통계가 없는 상품에 대해 보다 보수적인 해지율 가정 등을 적용할 것을 요구했으며 4Q24 중 계리적 가정 조정 시점에 관련 항목이 반영될 것으로 예상된다. 25 년에도 연령별 손해율 통계 반영 등 이전보다 보수적인 가정을 사용하는 기조가 이어질 것으로 예상된다.

BEL 증가에 따른 CSM 감소로 K-ICS 비율 측면의 부담 예상

이러한 해지율 강화 등 가이드라인의 경우 회사마다 적용 중인 가정이 다른 만큼 일정 수준의 차이는 존재하겠지만 대체로 미래 지급할 급부가 늘어나는 형태로 영향이 나타날 것으로 예상된다. 따라서 계리적 가정 변동에 따른 BEL 증가로 CSM 감소가 나타나며 K-ICS 비율 측면의 하락이 나타날 전망이다. 금융당국은 기발표한 해지위험액 정교화, 무/저해지보험 및 단기납종신보험 해지율 가이드라인 등을 종합적으로 반영했을 때 업권 K-ICS 비율이 약 20%p 하락할 것으로 추정하고 있다.

무/저해지환급형 상품 – 경과기간별 해지율 예시

자료: 금융위원회, SK 증권

무저해지보험 – 현행 해지율 가정 현황

회사	현행 무/저해지보험 해지율 가정
현대해상	11 년차~최장 27 년차까지 2.2%로 가정
KB 손해보험	12 년차 이후 1.5% 가정. 만기 2 년 전 0.9%, 1 년 전 0.5%로 하향하는 구조
DB 손해보험	30 년납 무해지 기준 13 년차~29 년차까지 1.9%. 30 년차 0%
롯데손해보험	20 년납 무해지 기준 16 년차 1.4%, 17 년차 1.3%, 18 년차 0.0%
MG 손해보험	12 년차~완납 3 년 전 해지율 동일하게 고정
삼성화재	20 년납 기준 10 년차~17 년차 해지율 매년 0.3~0.4%p 씩 감소. 18 년차에는 1.1%p 감소

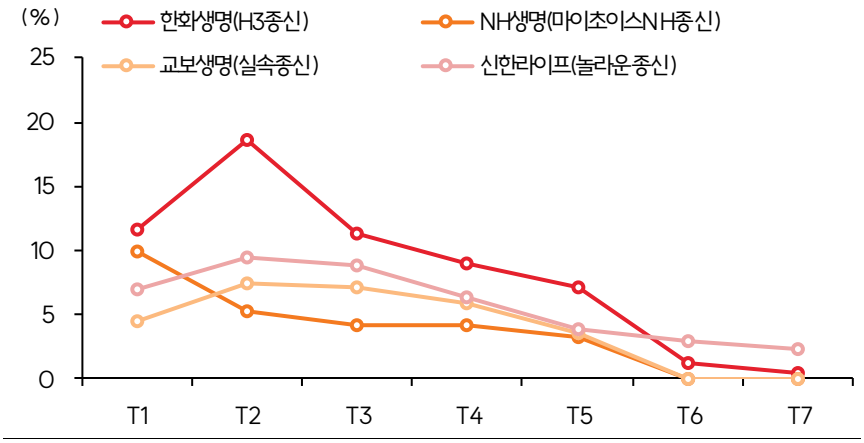
자료: 언론보도(조승래 의원실), SK 증권

단기납 종신보험 – 납입기간 전후 해지율 가정 등 현황

상위 10 개사 (무/저해지환급형 원수보험료 기준)	납입기간 내 누적해지율 가정	납입 후(~유지보너스 지급기간까지) 추가해지 가정 반영 여부
한화생명	47.0%	
메트라이프	39.8%	
ABL 생명	37.0%	
DB 생명	34.5%	
신한라이프	34.4%	1 년차 5.5%, 2 년차 4.0%, 3 년차 2.1%
동양생명	31.8%	
교보생명	25.5%	
NH 농협생명	24.1%	
KB 라이프	24.1%	1 년차 12.6%만 반영
라이나생명	16.3%	

자료: 언론보도(조승래 의원실), SK 증권
주: 7 년납 단기납 종신보험 기준. 납입기간 내 해지 시 해약환급금 거의 없음

단기납 종신 – 납입기간 중 해지율 가정 현황



자료: 언론보도(조승래 의원실), SK 증권

손익/자본 측면의 충격 예상. 보험료 인상 예상되는 만큼 신계약 물량 유지 여부가 관건

업권 전반적으로 1) CSM 감소에 따른 K-ICS 비율 하락, 2) 보유 CSM 감소에 따른 향후 CSM 상각이익 규모 조정, 3) 신계약 CSM 배수 하락 등 손익 및 자본 측면의 충격이 일정 수준 나타날 것으로 예상된다. 가정 조정에 따라 25 년 중 무/저해지보험을 중심으로 보험료 인상이 불가피할 것으로 예상되며 전반적인 신계약 물량 측면에서도 영향이 일부 나타날 것으로 전망한다. 향후 핵심 관건은 가정 조정 이후에도 보험사에 요구되는 CSM 수준을 확보하기에 충분한 신계약 물량이 지속될 수 있을 것인지 여부라고 판단한다.

보험개혁회의 해지율 가이드라인 – 각사 현황

업권	손해보험					생명보험		
회사	삼성화재	DB 손해보험	현대해상	한화손해보험	메리츠화재	삼성생명	한화생명	동양생명
CSM 영향	약 1 천억원 영향 예상	산출 중	산출 중	CSM 약 1,900 억원 감소 BEL 2,200 억원 증가 예상	영향 거의 없음	CSM 약 2 천억원 예상	단기납 종신: 23 년 말 이미 가정 반영 무/저해지: 납입구간과 납입 이후 구간이 서로 상쇄함에 따라 영향 미미	단기납 종신: 약 2 천억원 예상 무/저해지: 약 2 천억원 예상
K-ICS 영향	연말 기초가정위험 산출 변경 등 감안해도 약 1~2%p 정도 영향 예상	Target K-ICS 비율 밴드(200~220%) 중 상단 수준에서 관리될 전망	산출 중	K-ICS 약 10%p 영향 예상	영향 거의 없음	K-ICS 약 5%p 정도 영향 예상	N/A	연말 제도 변경 등 반영 시 약 20~25%p 정도 영향 나타날 수 있음

자료: 각사, SK 증권

해지율 강화 영향으로 할인율에 대한 관찰만기 연장 방안 완화

보험개혁회의에서 무/저해지보험, 단기납 종신보험에 대한 해지율 강화를 도입함에 따라 보험부채 할인율에 대한 관찰만기 연장 방안이 완화될 것으로 예상된다. 금융위는 기존에 관찰만기를 20 년에서 30 년으로 확대할 계획이었으나 금리 하락 및 제도 이슈로 보험사들의 자본 부담이 가중됨에 따라 최종관찰만기 확대를 3 년에 걸쳐 단계적으로 진행하는 방안을 검토하고 있다.

궁극적으로 최종관찰만기 확대에 따른 자본 부담은 지속될 전망

다만 궁극적으로는 3년 후 최종관찰만기가 30년으로 확대될 수밖에 없는 상황에서 현재 무위험 금리 기간구조의 장기선도금리(4.55%)가 현저히 높아 20 년~30 년 구간의 현금흐름에 대한 시가평가 시 보험부채가 과소평가될 가능성이 남아있는 점을 감안하면 할인율 하락에 따른 자본 부담은 지속될 수밖에 없을 것으로 예상된다. 올해 여름이 앞으로 남은 여름 중 가장 시원하다는 말이 있듯이 시장금리가 현재 상황에서 더욱 올라가지 않는 한 보험사에 있어 올해 할인율이 향후 적용될 할인율 중 가장 높은 수준이 될 것이라고 판단한다.

할인율 현실화 – 단계적 적용 방안

할인요소	세부항목	문제점	개선방안	시행 시기
최종관찰만기		- 최종관찰만기 차이로 자산/부채 간 할인율 곡선 상이 - ALM 이 효과적으로 이뤄지지 못함	- 최종관찰만기 20 년에서 30 년으로 확대 - 보험사들 자본 부담 가중으로 3 년여에 걸쳐 단계적으로 시행하는 방안 검토 되고 있음	2025 년부터 시행
장기선도금리		- 기존 기준을 적용하는 경우 2024 년 장기선도금리(4.65%)가 실질 금리(4.2%) 대비 높게 설정	- 연간 장기선도금리 조정 폭을 기존 0.15%p 에서 실제 금리 수준 따라 0~0.25%p 로 차등 적용	2024 년부터 시행 - 2024 년 장기선도금리는 4.55%
유동성프리미엄	개인대출	- 안정적인 개인대출 위험스프레드를 회사채 등급으로 매핑하여 변동성 심화(담보 A, 신용 BBB)	- 신규대출금리 이용하여 유동성프리미엄 직접 산출	2024 년부터 시행
	특수금융	- 자산평가/부채평가 위험스프레드 산출 방식 불일치	- 유동성프리미엄 위험스프레드를 자산평가 적용 방법과 동일하게 사용 - 신용등급 매핑 기준을 BBB 등급에서 매입수익률(실행 당시 대출금리) 기반으로 산정	2024 년부터 시행
	신용위험 스프레드	- 최근 신용경색 등 위험스프레드 증가 - 이전 기준으로는 신용위험 스프레드 불변함에 따라 투자 실패가 부채 축소로 이어졌음	- 채권시장 신용경색 등 외부 요인은 개별채권의 유동성프리미엄에 제외되도록 신용위험 스프레드 산출방식 개선 - 장기평균스프레드(LTAS)를 산출식에 포함하여 예상 외 신용손실을 유동성프리미엄에서 제외	2027 년부터 시행
	조정비율	- 자산/부채 간 현금흐름 불일치를 고려하지 않음 - 자산에서 관찰된 유동성프리미엄을 모두 부채로 이전	- 자산/부채 간 현금흐름 미스매칭 특성을 유동성프리미엄 조정비율에 반영	2026 년부터 시행

자료: 금융감독원, SK 증권

해약환급금준비금 제도로 인한 배당 여력 제한

K-ICS 비율 측면의 불확실성, 해약환급금준비금 감안할 때 배당에 대한 보수적 접근 필요

보험업권 전반적으로 K-ICS 비율 등 자본 관리의 필요성이 높아진 상황임을 감안할 때 배당에 있어서 다소 신중한 접근이 요구될 것으로 예상된다. 1) 앞서 언급한 바와 같이 금리 하락, 제도 이슈 등 영향으로 K-ICS 비율 측면의 불확실성이 높아진 가운데 2) 해약환급금준비금으로 인해 실질적인 배당가능이익 확보가 어려운 상황이 이어지고 있기 때문이다.

해약환급금준비금: 전환시점 법인세 부담 축소 및 계약자 보호 위해 도입

해약환급금준비금은 IFRS17 회계기준 전환 시점에 신설된 항목으로 시가평가된 보험부채가 과거 IFRS4 기준 해약환급금보다 작게 산출된 경우 그 차액만큼 늘어난 이익잉여금을 법정준비금으로 적립하고 배당재원 및 과세표준에서 제외하여 사외유출을 방지하는 제도이다. IFRS17 전환 시점에 전반적인 보험사의 보험부채가 감소하고 자본이 크게 늘어남에 따라 1) 일시적인 법인세 부담 급증이 증가했으며 2) 기존 원가부채 대비 보험부채 변동성이 높아진 점을 감안하여 법인세 부담을 줄여주고 계약자를 보호하기 위해 도입되었다고 볼 수 있다.

해약환급금준비금으로 IFRS17 전환 이후에도 IFRS4와 동일한 배당가능이익 산출

과거 회계기준에 기반한 해약환급금준비금 제도에 따른 영향으로 IFRS17 회계기준 전환 이후에도 보험사들의 배당가능이익은 기존 IFRS4 와 동일한 기준으로 산출되고 있다고 볼 수 있다. 오히려 해약환급금준비금이 현재 세전 기준으로 산출되고 있는 점을 감안했을 때 과거 대비해서도 법인세 효과만큼 배당가능이익이 줄어든 상황이다. 따라서 이번 해약환급금준비금 제도 개선안에서 일정 자본 요건을 충족하는 회사에 대해 적립 비율을 20% 줄여주는 내용이 나온 것은 이러한 법인세 효과를 감안하여 기존 IFRS4 회계기준 수준의 배당가능이익 확보를 허용해주는 내용이라고 볼 수 있다.

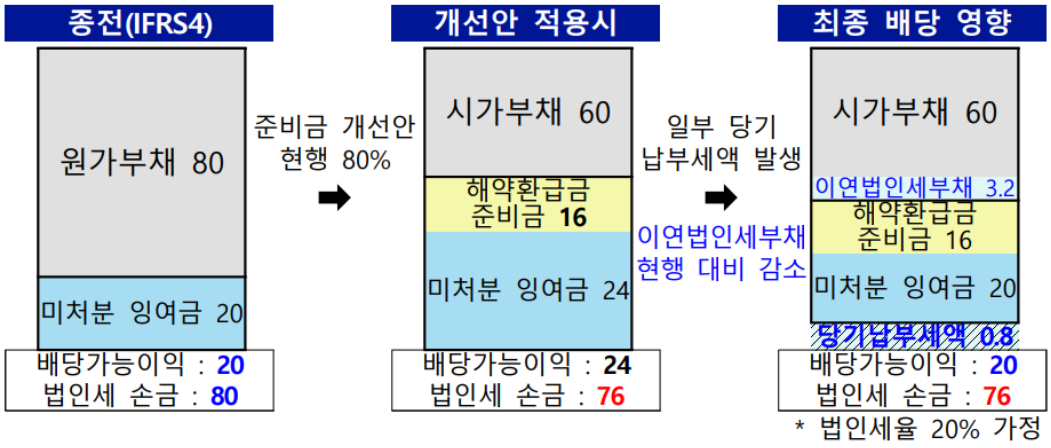
해약환급금준비금 – 법인세 효과로 오히려 IFRS4 보다 줄어든 배당가능이익

< IFRS17 전환에 따른 배당가능이익 영향(예시)>

자료: 금융위원회, SK 증권

해약환급금준비금 – 제도 개선으로 IFRS4 수준의 배당가능이익 확보 허용

< 개선안 적용시 법인세·배당가능이익 영향(예시)>

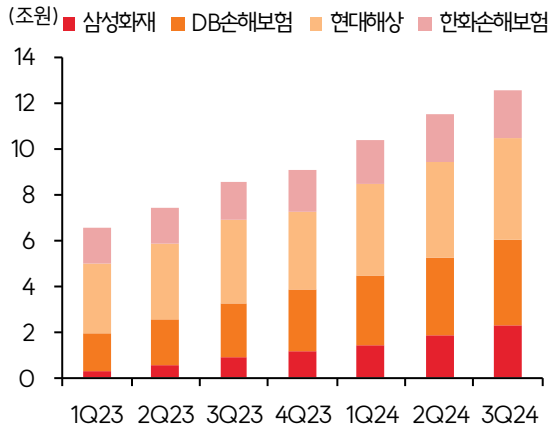


자료: 금융위원회, SK 증권

현재 제도 기준으로 신계약을 통한 K-ICS 비율 제고와 배당가능이익은 서로 상충

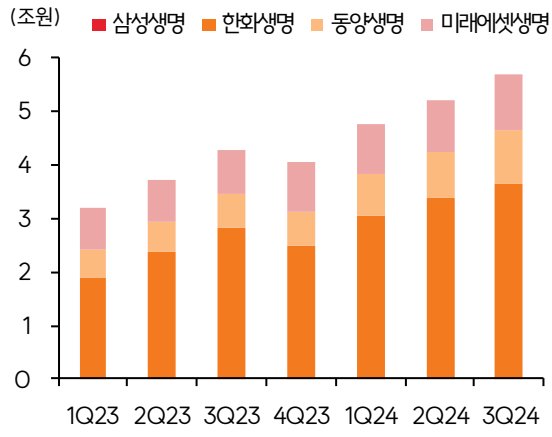
과거 해약환급금이 신계약비 7 년 상각을 기준으로 산출되고 있으며 IFRS17 회계기준 전환 이후 신계약비 상각 기간의 변화로 전반적인 신계약 물량 및 설계사 지급수수료 등이 큰 폭으로 늘어난 점을 감안했을 때 계약 초기 이후 약 6~7 년간은 해약환급금준비금이 높은 모습이 나타날 것으로 예상된다. 보험사들이 K-ICS 비율을 제고하기 위해서는 지속적으로 신계약을 판매하여 CSM 을 확보해야 하지만 신계약을 팔수록 해약환급금준비금이 급격하게 늘어나며 배당가능이익을 차감하고 있는 점을 감안할 때 현재 제도 기준으로 자본적정성과 배당가능이익은 서로 상충하는 관계에 놓여 있다고 판단한다.

손해보험 – 해약환급금준비금 추이



자료: 각사, SK 증권

생명보험 – 해약환급금준비금 추이



자료: 각사, SK 증권

25 년 전망: 계속되는 불확실성, 아직 갈 길이 많다

25 년 대체로 감익 예상. 제도 및 매크로 환경 불확실성 상존

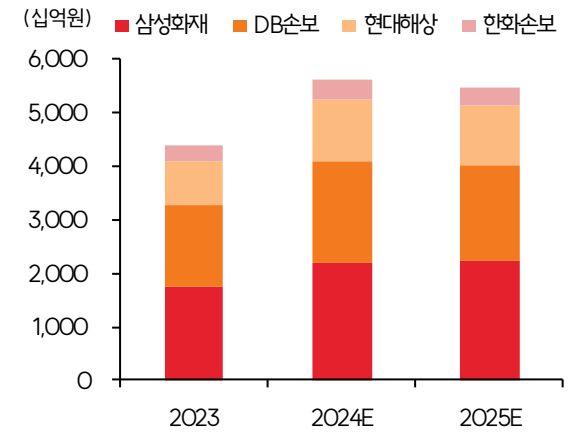
손보 4 개사 합산 25E 순이익 5.5 조(-2.6% YoY) 예상

보험업종의 25 년 실적은 전반적으로 둔화되는 모습이 나타날 전망이다. 손해보험 4 개사 합산 별도 순이익은 24E 5 조 6,374 억원에서 25E 약 5 조 4,892 억원(-2.6% YoY)로 둔화될 것으로 예상한다. 장기보험의 경우 1Q24 중 세칙 개정안 반영에 따라 대규모 손실계약비용 환입이 발생하는 등 기저효과를 감안할 필요가 있다고 판단하며 4Q24 중 무/저해지보험 해지율 가정 조정에 따라 2 위권사 중심으로 CSM 감소가 크게 나타날 것으로 예상되는 만큼 전반적인 CSM 상각이익이 한 단계 낮아질 것으로 예상된다. 자동차보험의 경우에도 누적된 요율 인하 영향이 지속될 것으로 예상되는 만큼 전반적으로 감익 추세가 불가피할 것으로 예상된다.

생보 4 개사 합산 순이익 2.9 조(+7% YoY) 예상하나 삼성생명만 증익 예상

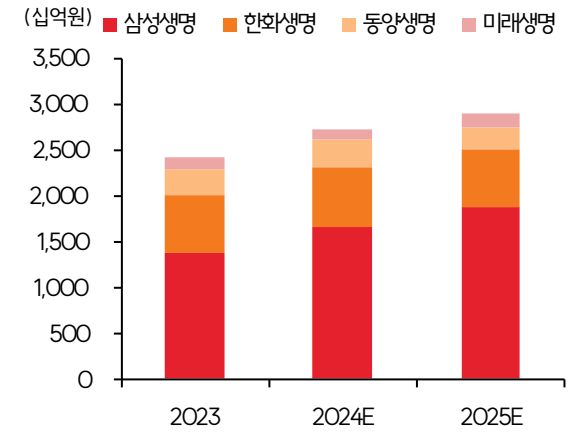
생명보험의 경우에는 별도 기준 24E 2 조 6,989 억원에서 25E 2 조 8,888 억원(+7% YoY)으로 증익이 나타날 것으로 예상된다. 1Q24 중 세칙 개정안 반영에 따라 IBNR 추가 적립이 발생하며 손실이 발생했으며 4Q24 중에도 유배당 연금블록에서 손실계약비용이 발생할 것으로 예상되는 등 기저효과에 기반한 증익을 전망한다. 한편 개별 회사 측면에서는 삼성생명을 제외하면 대체로 감익 추세가 나타날 것으로 예상한다. 한화생명의 경우 장교동 빌딩 매각이익으로 인한 일회성 요인이 발생한 점을 감안했으며 동양생명의 경우에는 CSM 감소 등으로 전반적인 손익 부진이 나타날 것으로 예상되기 때문이다.

손해보험 – 연간 순이익(별도 기준) 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

생명보험 – 연간 순이익(별도 기준) 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

금리 환경, 할인율 강화 등 영향으로 자본 관리의 중요성 지속적으로 높은 상황

실적 외에도 자본 측면의 영향도 지속적으로 고려해야 할 것으로 예상된다. 금리 환경 등 변동성이 높아짐에 따라 자본 측면의 부담이 가중되고 있으며 할인율 제도 강화 등 영향으로 지속적으로 자본 관리의 중요성이 높아질 것으로 예상되기 때문이다. 삼성생명의 경우에도 삼성전자 주가 부진 등에 따른 자본 측면의 우려가 지속적으로 존재할 것으로 예상되는 점을 고려해야 할 것으로 판단한다.

주주환원에 대한 기대감도 제한적. 현실적으로 중/소형사 배당에 대해 보수적 접근 필요

주주환원에 대한 기대감도 전반적으로 제한적인 상황이다. 1) 지속되는 신계약 경쟁으로 당기순이익 이상으로 해약환급금준비금이 증가하고 있으며 2) 제도 강화 및 시장금리 하락에 따라 보험사들의 OCI 가 감소하는 등 영향으로 일부 보험사를 제외하면 24 년 말 기준 배당가능이익이 불충분할 것으로 예상되기 때문이다. 해약환급금준비금 제도 개선안이 현재 기준으로는 K-ICS 비율 200% 상회하는 회사 대상으로만 적용될 것으로 예상되는 만큼 현실적으로 중/소형사의 배당에 대해서는 보수적인 관점의 접근이 필요하다고 판단한다.

생명보험, 손해보험 투자의견 모두 중립 제시

현재 상황에서는 별다른 제도 개편이 없을 경우 상장 보험사 중에서는 삼성화재, DB 손해보험, 메리츠금융지주, 삼성생명, 코리안리를 제외하면 24 년 배당 지급 여부 및 25 년 중 구조적인 배당가능이익 확보 여부에 대한 불확실성이 높다고 판단한다. 이를 반영하여 생명보험에 대한 업종 투자의견을 중립으로 유지하며 손해보험 업종 투자의견도 중립으로 하향한다. 전반적으로 자본력과 안정성에 기반한 접근이 필요하다고 판단하며 삼성화재의 안정성이 부각될 전망이다.

보험사 – 해약환급금준비금 차감 후 조정 순이익 및 OCI 현황

업종	손해보험				생명보험			
회사 명	삼성화재	DB 손보	현대해상	한화손보	삼성생명	한화생명	동양생명	미래생명
3Q24 누계 순이익(별도) (A)	1,834	1,578	1,046	346	1,552	585	266	62
해약환급금준비금 순증액 (B)	1,104	1,078	1,009	333	0	1,160	353	139
조정순이익 (A-B)	**730**	**500**	**37**	**13**	**1,552**	**-575**	**-87**	**-77**
3Q24 누계 기타포괄손익	-19	40	-687	-351	-10,628	-2,394	-1,011	-572

자료: 각사, SK 증권

(2) 제도로 인한 혼란의 최대 수혜자, 재보험사

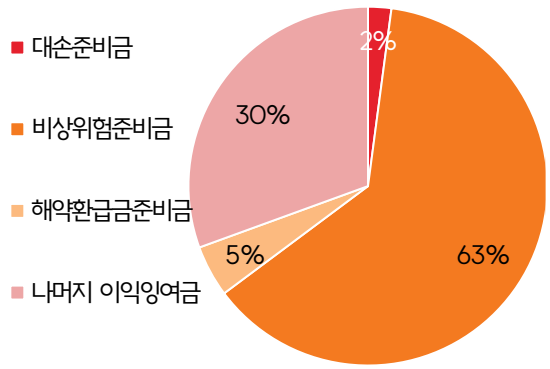
보험업종 전반적으로 높아진 불확실성과 달리 재보험사는 뚜렷한 모멘텀 확보

한편 보험업종 전반적으로 불확실성이 높아졌지만 오히려 재보험사에 있어서는 가장 뚜렷한 모멘텀이 확보되었다고 판단한다. 먼저 재보험사는 최근 일련의 제도 이슈에서 자유로운 상황이다. 2 년 내외 수준에 불과한 보험부채 듀레이션을 감안했을 때 할인율 제도 강화에 따른 영향이 크지 않으며 무/저해지보험이나 단기납종신 관련 직접적인 영향도 거의 없을 것으로 예상되는 점에서 우려 요인이 작다고 판단한다. 또한 신계약비 관련 이슈도 없는 만큼 해약환급금준비금으로 인한 배당가능이익 측면의 제약도 사실상 없는 만큼 최근 제도 논란에서 가장 자유롭다고 판단한다. 실제로 자본이나 K-ICS 비율을 살펴보면 금리 및 할인율 제도 강화에도 동사가 가장 안정적으로 자본이 관리되는 모습을 확인할 수 있다.

자본비율 관리를 위한 재보험 출재 수요 증가로 유리한 조건의 수재 기대 가능

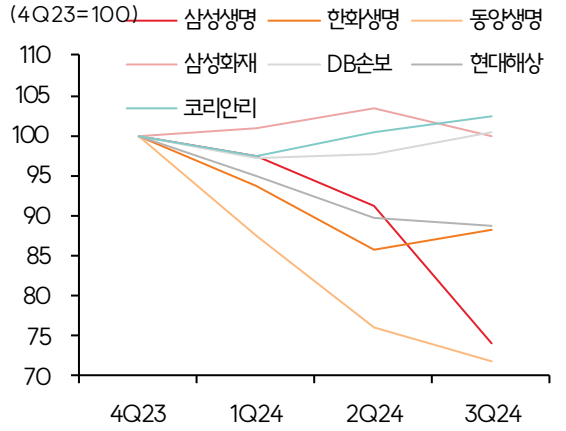
또한 3Q24 실적발표 Conference Call 에서 대부분의 보험사가 향후 자본 관리를 위해 공동재보험이나 변형된 형태의 재보험 출재를 고민하고 있는 상황임을 감안했을 때 재보험 시장 성장이 기대된다. 공동재보험 등 보험사들의 자본 관리를 위한 수요 증가 추세가 나타니고 있다는 점을 감안하면 재보험사가 Pricing이나 언더라이팅 조건 등을 보다 유리하게 가져갈 수 있을 것으로 예상된다. 특히 최근 보험사들의 출재 수요가 단순히 요구자본 축소를 위한 출재라는 점에서 손해율 등 지표가 양호한 물건을 다수 확보할 수 있을 것으로 예상되는 점도 긍정적이다.

코리안리 – 이익잉여금 구성 현황(3Q24)



자료: 코리안리, SK 증권

주요 보험사 자본 추이(2023 말=100)



자료: 각사, SK 증권

규제 이슈로 대규모 계약에 있어서는 코리안리 수재 가능성 상대적으로 높다고 판단

현재 체결되는 공동재보험 물건은 대부분 자산이전형 공동재보험으로 운용자산과 보험부채를 모두 재보험사에 이전하는 형태로 이루어진다. 다만 국내 소재 해외 재보험사들은 모두 지점으로 운영되고 있어 국내 자산 보유의무가 적용되는데 이로 인해 1) 해외투자가 불가능하고 2) 공동재보험 인수 시 K-ICS 비율 관리가 요구됨에 따라 대규모 계약에 대한 거래가 현실적으로 쉽지 않을 것으로 예상된다. 따라서 거래 규모가 큰 대형 계약에 있어서는 국내 유일한 상장 재보험사인 코리안리의 수재 가능성이 높다고 판단한다.

재보험 출재 수요 증가로 P와 Q 모두 긍정적으로 전망. 보험업종 전체 Top pick 코리안리 제시

지속되는 이상기후 등 영향으로 고액사고 발생 가능성 등이 상존하는 만큼 고질적인 실적 변동에 대한 우려를 감안할 필요는 있겠으나 현재 제도 불확실성으로 재보험 출재 수요가 높아지고 있는 업황은 재보험사가 Pricing 과 Growth 의 두 마리 토끼를 모두 잡을 수 있는 환경이라고 판단한다. 이를 감안하여 보험업종 전체 Top pick 으로 국내 유일한 상장 재보험사인 코리안리를 제시한다. 원보험사 중에서는 삼성화재의 안정성이 부각될 전망이다.

공동재보험 –계약 형태 및 거래 형태

계약	책임준비금 이전 여부	계약 유형	거래 형태	특징
공동재보험	책임준비금 이전 O	1. 자산이전형	자산과 부채 모두 재보험사에 이전	장점: 단순한 거래구조, 상대적으로 낮은 비용 단점: 재보험사 신용리스크
		2-1. 유럽식 자산유보형	자산은 원보험사 유보/부채는 재보험사 이전 유보 자산의 운용손익은 원보험사에 귀속	장점: 신용리스크 부담 없음 단점: 복잡한 구조 및 높은 비용
		2-2. 미국식 자산유보형	자산은 원보험사 유보/부채는 재보험사 이전 유보 자산의 운용손익은 재보험사에 귀속	장점: 운용 관련 위험까지 재보험사에 이전 단점: 재보험사의 운용지시 이행을 위한 유지 관리비 등 발생
	책임준비금 이전 X	3. 변형된 공동재보험	책임준비금이 이전되지 않아 국내 보험업법상 불가	

자료: 보험연구원, SK 증권

공동재보험 – 국내 체결 현황

원보험사	시기	거래 유형	재보험사	거래 규모(십억원)
동양생명	24 년 6 월	자산이전형	RGA 재보험	200
	24 년 9 월	자산이전형	RGA 재보험	150
ABL 생명	21 년 3 월	자산이전형	RGA 재보험	10
신한라이프	22 년 1 월	자산이전형	코리안리	240
삼성생명	22 년 11 월	자산이전형	코리안리	500
	23 년 11 월	자산이전형	코리안리	740
	23 년 6 월	유럽식 자산유보형	스위스리	300

자료: 언론보도, 보험연구원, SK 증권

Top Picks: 코리안리

제도적 혼란, 재보험사의 가장 뚜렷한 모멘텀

보험개혁회의로 인한 CSM 감소 우려, 시장금리 하락, 할인율 제도 강화 등 제도 및 매크로 측면의 이슈로 원보험사의 요구자본 관리를 위한 공동재보험 등 재보험 출재에 대한 수요가 높아지고 있다는 점을 감안했을 때 재보험사에 있어 긍정적인 업황이 이어지고 있다고 판단한다. 현재 출재 수요가 요구자본 축소를 위한 성격에 가깝다는 점을 감안할 때 재보험사 입장에서는 손해율 등 지표가 양호한 계약을 수재할 수 있을 것으로 예상되는 만큼 향후 전반적인 성장성 및 마진 모두 긍정적인 영향을 기대할 수 있을 것으로 판단한다. 재보험 특성상 고액 사고 등으로 인한 실적 변동성을 감안하여 보수적인 관점의 접근을 고수할 필요는 있겠지만 무/저해지보험 해지율 등 높아진 제도 불확실성 속에서 가장 방어주 컨셉의 접근에 부합하는 종목이라고 판단한다.

코리안리의 3Q24 순이익은 670 억원(+178.8% YoY)로 컨센서스를 하회했는데 투자손익에서 일회성 요인으로 해외법인 관련 손상차손 약 273 억원이 반영된데 기인한다. L&H 보험에서는 해외 생보 관련 손실이 지속되었으나 P&C 보험의 경우 베트남 태풍 야기 관련 손실 약 200 억원 등 계절적 고액사고에도 794 억원(흑자전환 YoY)의 견조한 실적을 기록했다. 3Q24 누계 순이익(IFRS17)은 2,224 억원(-24% YoY)로 경과율 가정 조정을 감안해도 일회성 손실 등으로 다소 둔화되었으나 IFRS4 기준 이익은 오히려 IFRS17 대비 양호한 모습이 이어지고 있다. 4Q23 중 교체매매로 인한 대규모 투자손실이 발생했던 점을 감안하면 IFRS4 기준으로는 연간 증익을 예상한다. 24E 배당은 IFRS4 이익 기준 약 30%의 배당성향으로 추진할 것으로 예상되며 24E DPS 약 500 원(무증 주식 수 반영) 및 배당수익률 6.2%를 예상한다. 25E 이익은 2,982 억원(+5.5% YoY)을 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			209	172	205	211
투자손익	십억원			156	188	176	191
영업이익	십억원			365	360	381	402
당기순이익	십억원			287	283	298	315
EPS	원			1,738	1,451	1,530	1,617
PER	배			4.11	5.56	5.27	4.99
PBR	배			0.47	0.63	0.61	0.59
ROE	%			12.2	11.4	11.8	12.1

금융(증권)

마진 개선 사이클, 유연한 북 활용이 관건

금융(증권). 설용진

SK 증권

증권 비중확대(유지)

마진 개선 사이클, 유연한 북 활용이 관건

23 년 고금리 환경 및 부동산 PF 관련 영향으로 부진한 실적을 기록했던 증권업종은 24 년의 경우 시장금리 하락 및 선제적 대규모 비용 반영 등에 따른 영향으로 안정적으로 실적이 개선되는 모습을 보이고 있다.

다만 국내 증시의 지속적인 부진 영향을 감안했을 대 브로커리지 부문은 증권업종의 핵심 모멘텀이 되기에는 다소 부족한 상황이라고 판단한다. IB 와 트레이딩 부문에서 강점을 보유한 회사 중심으로 전반적인 실적 개선에 따른 ROE 제고 효과를 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

여전히 해외 부동산 자산, 부동산 PF 및 금투세 등 여러 불확실성이 남아있지만 전반적인 시장 금리 하락 등 최근 대내외 환경 요인을 고려해보면 증권업종은 현재 업황 개선 사이클의 초입에 도달했다고 판단한다. 업황 개선 구간인 만큼 리스크 대비 리턴을 고려하여 높은 리턴이 기대되는 부문 중심으로 적극적으로 북을 배분하여 ROE 를 제고할 수 있는 회사의 매력이 높다고 판단한다.

Top pick 으로는 한국금융지주를 제시한다. 1) 발행어음 등을 바탕으로 조달 측면에서 유연한 대응이 가능한 만큼 북 활용에 있어 보다 효율적인 대응이 가능할 것으로 예상되며 2) 적극적인 레버리지 활용을 바탕으로 가장 높은 ROE 제고 폭을 기대할 수 있을 것으로 예상되는데 기인한다. 해외 부동산 등 투자자산 관련 불확실성 및 상대적으로 낮은 배당성향 등을 고려할 필요는 있지만 높은 ROE 를 바탕으로 상쇄할 것으로 전망한다.

Analyst 설용진
s.dragon@sks.co.kr / 3773-8610

금리 하락에 기반한 실적 개선 추세

브로커리지: 거래대금은 Not bad. 핵심 모멘텀이 되기에는 부족

1H24: 금리 상승 둔화 및 밸류업 기대감 등 바탕으로 양호한 브로커리지 실적

일반적으로 브로커리지 수수료수익은 국내 증시 흐름과 거래대금에 밀접한 연관성을 보인다. 24 년 상반기 중 전반적인 브로커리지 부문 실적은 양호한 모습을 보였는데 1) 금리 상승세가 둔화되었고 2) 밸류업 프로그램으로 증시가 회복되는 모습이 나타남에 따라 거래대금과 증시자금 전반적으로 개선되는 모습이 나타난데 기인한다. 24 년 상반기 중 예탁금과 신용융자 규모는 각각 약 57 조원, 20 조원 수준까지 개선되었으며 거래대금도 일평균 약 21 조원 수준까지 개선되는 모습이 나타났다.

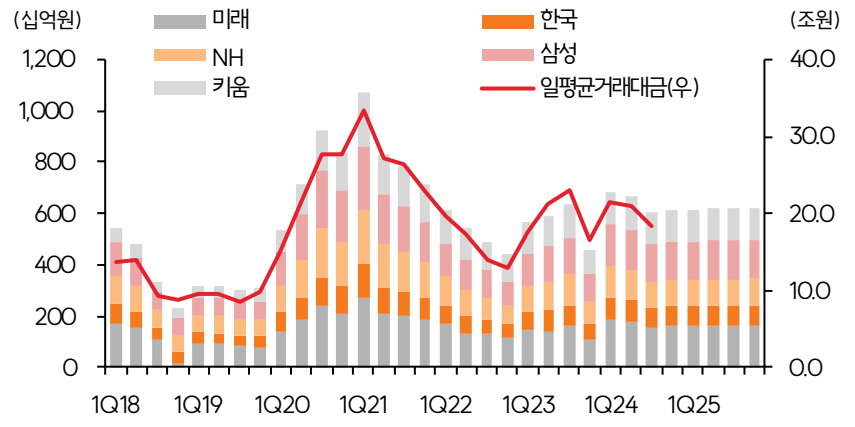
거래대금 감소 및 증시 자금 이탈 등 영향으로 둔화된 브로커리지 손익 전망

다만 국내 증시가 유의미한 개선세를 보이지 못하고 있는 상황에서 예탁금/신용융자 등 증시자금 이탈 추세가 나타나고 있으며 일평균 거래대금도 6 월 이후 다시 20 조원을 하회하는 등 국내 주식시장 중심으로 부진 추세가 이어지고 있기 때문이다. 해외 주식 거래 부문에서 이러한 국내 증시 부진을 상쇄할 수 있는 경쟁력을 보유하지 않은 경우 전반적인 이익흐름이 둔화될 것으로 예상한다.

4Q24 부터 금리 인하 등 본격화될 경우 브로커리지 업황 개선 기대. 금투세 등 불확실성 고려 필요

향후 금리 인하가 본격화되고 유동성이 확대되는 시점에 증시 개선 및 거래대금 증가를 어느정도 기대할 수 있을 것으로 예상되지만 과거 코로나 19 수준으로 금리가 하락하지 않는 한 이전과 비슷하게 일평균 20 조원을 소폭 상회하는 수준이 지속될 것으로 전망한다. 제도적 측면에서도 금투세 등 불확실성 요인이 남아있는 점을 감안했을 때 브로커리지에 기반한 실적 모멘텀이 증권업종의 핵심 투자포인트가 되기 쉽지 않을 것으로 예상한다.

커버리지 5 사 합산 브로커리지 실적 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

IB: DCM 중심 전통 IB 개선 및 부동산 PF 부담 완화

대형 IPO, 시장금리 하락에 따른 채권 발행 증가 등에 따른 전통 IB 회복 추세

IB 부문 중 전통 IB 부문의 경우 상반기 중 일정 수준 회복하는 모습이 나타났다고 판단한다. ECM 의 경우 파두 사태 등 이후 중소형 IPO 가 다소 감소했지만 현대힘스, HD 현대마린솔루션, 시프트업 등 대형 IPO 중심으로 딜이 발생했으며 DCM 또한 고금리 환경에서 위축되었던 발행 규모가 전반적인 시장금리 하락과 함께 어느정도 회복되는 모습이 나타났다. 7월 누계 기준 주식 발행(IPO, 유증) 규모는 6.6조원(+95% YoY), 채권 발행 규모는 153.4조원(+12% YoY)를 기록했으며 향후 금리 인하가 본격화되고 늘어난 유동성 등을 바탕으로 증시 등이 유의미하게 회복될 경우 추가적인 딜 회복을 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

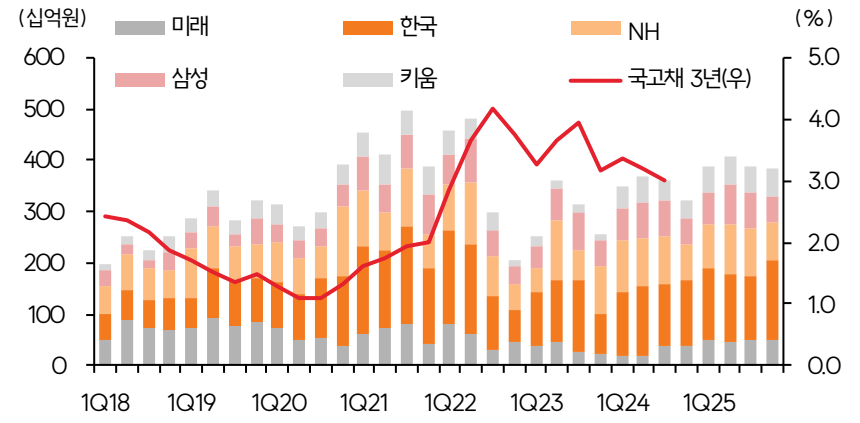
부동산 PF: 건전성 이슈 완전히 해소되지 않은 상황

부동산 PF 의 경우 아직 건전성 이슈가 완전히 해소되었다고 보기는 어렵다고 판단한다. 현재 6 월 말 기준 전체 PF 익스포저 216.5 조원 중 제 1 차 사업성 평가 적용 대상(연체/연체유예 및 만기연장 3회 이상)이 된 사업장은 33.7조원으로 전체 익스포저의 15.6%에 달했으며 이 중 유의/부실 우려 익스포저가 약 21 조원에 달하는 것으로 알려졌는데 업권별 세부적인 익스포저를 살펴보면 상호금융 등 9.9 조, 저축은행 4.5 조, 증권 3.2 조원 등 증권업종이 보유한 익스포저에 대해 완전히 우려를 떨치기는 어렵다고 판단한다. 특히 중/후순위 비중이 높은 중/소형 증권사의 부담이 지속될 전망이다.

부동산 관련 잠재적인 실적 변동 가능성 높지만 금리 하락에 따라 딜 회복되는 모습은 긍정적

1) 주거용 부동산의 경우 서울/수도권 중심으로 아파트 가격 상승 추세가 이어지고 있으나 지방 등은 여전히 미분양 추세가 지속되고 있으며 최근 가계부채 관리를 위한 DSR 규제 강화 등 제도 강화에 따른 영향도 고려할 필요가 있을 것으로 예상된다. 2) 또한 물류센터/지식산업센터 등 비주거용 부동산의 경우에는 부진한 내수 경기 흐름 등을 감안했을 때 회복을 기대하기 쉽지 않을 것으로 예상되는 만큼 잠재적인 실적 변동이 나타날 가능성이 여전히 높다고 판단한다. 다만 최근 금리 하락 추세와 함께 리파이낸싱 등에 대한 부담이 완화되며 딜이 회복되는 모습이 나타나고 있는 만큼 신규 딜에 기반한 수수료손익 개선을 기대해볼 수 있을 것으로 예상한다.

커버리지 5 사 합산 IB/기타 수수료 실적 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정; 주: 별도 기준

트레이딩 및 기타: 금리 하락에 따른 우호적인 이익 흐름

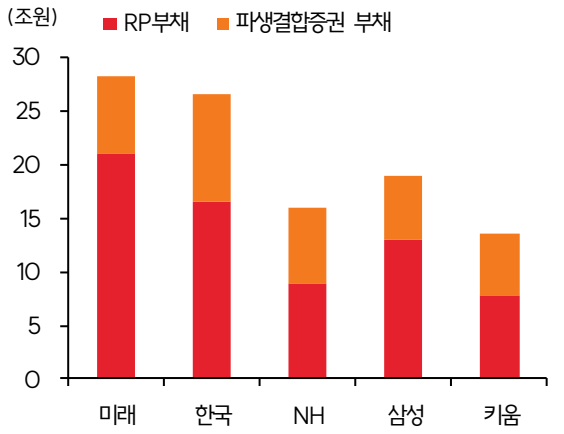
ELS: 자체헷지의 경우 상당 부분을 채권으로 보유

증권사는 ELS, RP 및 발생어음 등 금융상품 판매 및 회사채 발행 등을 통해 조달한 자금을 바탕으로 자산을 운용하여 수익을 창출한다. ELS 등 파생결합증권의 경우 증권사는 기초자산 가격 변동 리스크를 1) 장외파생거래를 통해 외국계증권사 등에게 리스크를 이전하는 백투백 헤지와 2) 자체적인 헤지운용을 통해 헤지하게 되는데 이 중 자체헤지의 경우 1) ELS 수익구조 달성을 위해 주식/파생상품을 매입하며 델타 헤지 등을 수행하는 동시에 2) 기본적인 자금 조달 비용 충당을 위한 채권 매입을 수행하게 되는 만큼 조달 금액의 상당 부분을 채권으로 보유하게 된다.

RP: 단기채 등 채권 중심 운용

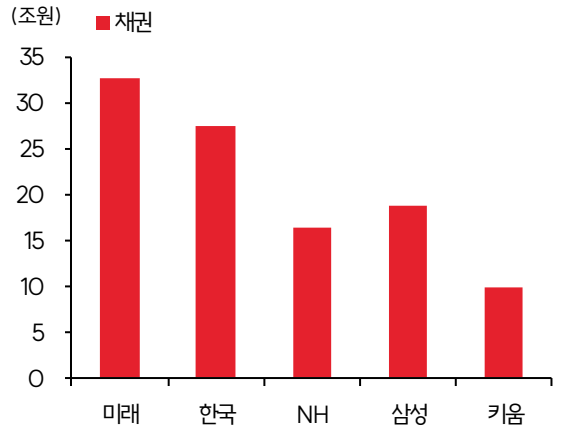
RP 운용의 경우에도 보유 국공채 등을 담보로 일으킨 레버리지를 단기채 중심으로 투자하는 만큼 증권사 운용의 대부분이 채권 중심으로 이뤄지고 있으며 금리 변동에 따른 평가처분손익 영향이 일정 수준 발생하게 된다. 따라서 최근 금리 인하 기대감을 바탕으로 시장금리가 전반적으로 낮아지고 있음을 감안할 때 증권업종의 FVPL 계정 채권을 중심으로 평가손익 개선에 기반한 양호한 트레이딩 실적을 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

파생결합증권 및 RP 부채 현황(2Q24)



자료: 각사, SK 증권 추정
주: 별도 기준

추정 보유 채권 현황(2Q24)



자료: 각사, SK 증권 추정
주: 별도 기준

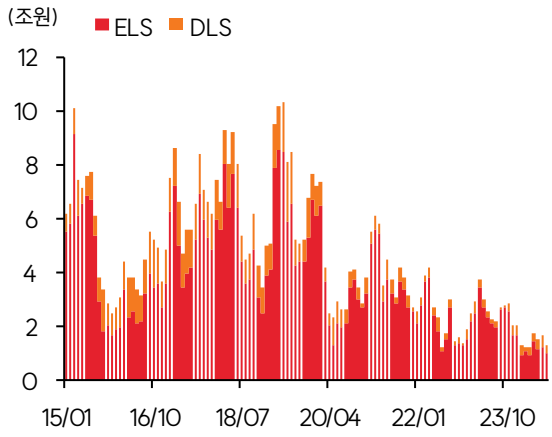
ELS 시장 부진 등 영향으로 조달 측면에서 채권 운용 북 확대 쉽지 않을 전망

다만 조달 측면에서 24 년 초 H 지수 급락으로 인한 손실 등 요인으로 전반적인 파생결합증권 관련 시장의 부진이 지속되고 있는 점을 감안했을 때 ELS 등 헤지 운용 북 측면의 위축이 불가피할 것으로 예상되며 관련 보유 채권 규모 감소에 따라 보유 채권을 담보로 레버리지를 확대하는 RP 북 등도 간접적인 영향이 일부 나타날 것으로 예상되는 만큼 적극적으로 운용 규모를 확대하기 쉽지 않을 것으로 예상된다.

발행어음 등 추가 조달수단 보유한 회사가 유리하다고 판단

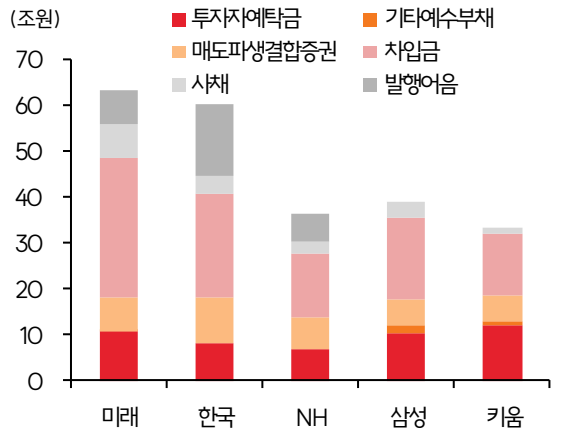
이를 감안했을 때 RP 나 ELS 등 외에 발행어음 등 추가적인 조달수단을 바탕으로 유연하게 레버리지를 확대할 여력이 존재하는 한국금융지주, NH 투자증권, 미래에셋증권 등 초대형 IB 가 최근 운용/조달 환경에서 보다 유리할 것으로 예상한다.

파생결합증권 발행 추이



자료: SEIBRO, SK 증권

증권사 주요 부채 현황(2Q24)



자료: 각사, SK 증권

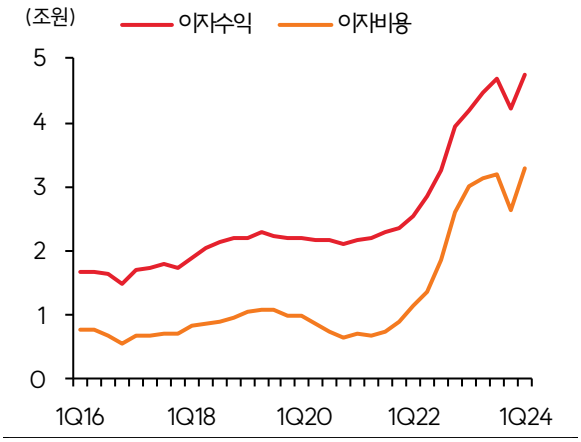
금리 하락에 따른 조달비용 하락 긍정적

이자손익의 경우 1) 은행 등과 달리 채권 등 시장성 조달 비중이 높고 2) 신용융자 등 증시에 민감한 운용자산이 높은 증권업 특성상 금리 하락이 오히려 긍정적인 영향이 나타날 것으로 예상된다. 실제로 증권업종의 이자수익과 이자비용을 비교해보면 금리 변동에 따른 영향이 조달 부문에 더 빠르게 나타나는 것을 확인할 수 있다. 보험사와 달리 자산과 부채 듀레이션 모두 짧다는 점에서 자본 측면의 이슈도 거의 없는 만큼 금리 하락 구간에서 긍정적인 모멘텀을 기대할 수 있을 것으로 예상한다.

해외 부동산 관련 불확실성을 고려한 보수적 접근도 필요

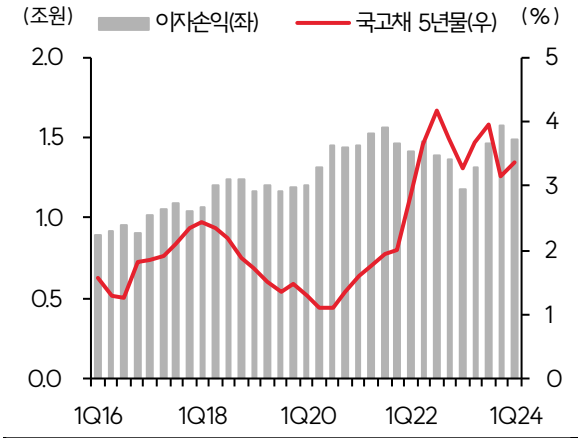
한편 해외 상업용부동산 관련 불확실성도 고려할 필요가 있다고 판단한다. 블룸버그에 따르면 미국 부동산 서비스 기업 JLL 은 미국 오피스/공동주택과 관련하여 25 년 말까지 약 1.5 조 달러 규모의 CRE 익스포저가 만기가 도래할 것으로 보고 있으며 이 중 약 25%는 차환이 어려울 것으로 예상하고 있는 상황이다. 제도적인 지원을 기대할 수 있는 국내 PF 와 달리 해외 상업용부동산의 경우 1) 국내 대비 높은 중/후순위 비중 및 2) 제도적 지원에 대한 제한적인 기대감을 감안했을 때 리파이낸싱 등 시장 환경에 따라 펀드 감액처리, 충당금 적립 확대 등이 이뤄질 수 있는 만큼 보수적 접근이 필요할 전망이다.

증권업종 – 이자수익 및 이자비용



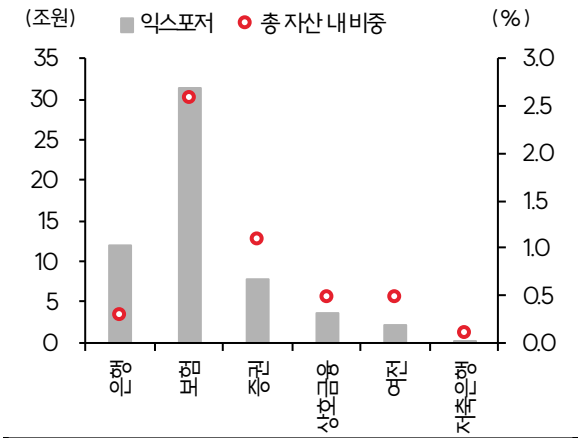
자료: 금융감독원, SK 증권

증권업종 – 이자손익 및 시장금리



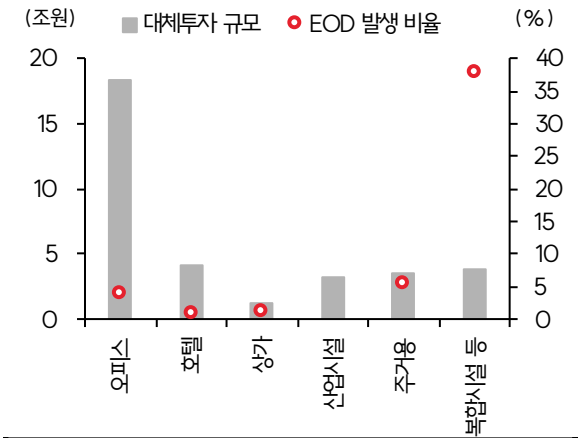
자료: 한국은행, 금융감독원, SK 증권

해외 부동산 대체투자: 자산 대비 보험/증권 비중 높음



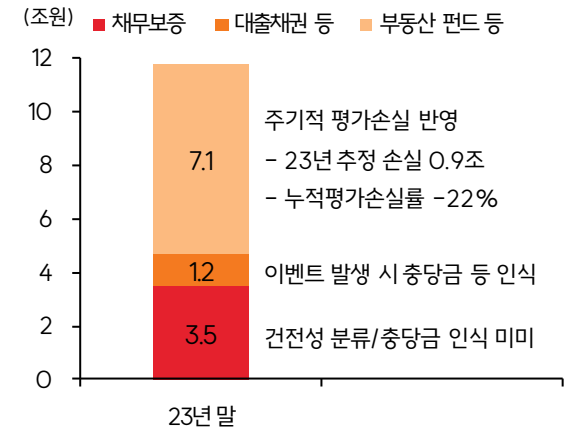
자료: 금융감독원, SK 증권

미국 오피스 공실률 추이



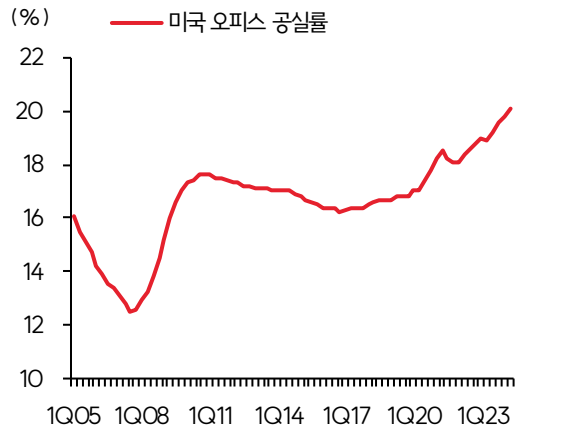
자료: 금융감독원, SK 증권

한국신용평가: 증권사 해외부동산 현황 및 손실인식 수준



자료: 한국신용평가, SK 증권

미국 오피스 공실률 추이



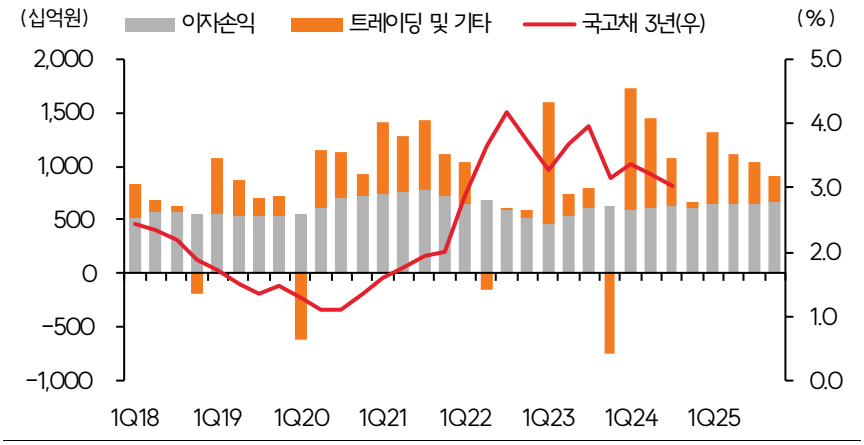
자료: Bloomberg, SK 증권

해외부동산/PF 현황

(단위: 조원)	해외 CRE	비고	부동산 PF	비고
미래	1.9	오피스 물건 중심으로 약 0.7 조 감액처리 등 진행	1.0	브릿지론 20% 정도
한국	0.7	오피스 물건 기준. SOC 등 합치면 약 1.9 조	2.9	증권 기준. 저축은행 0.75 조, 캐피탈 0.73 조 정도
NH	0.7	CRE 기준. 오피스 약 60% 정도	1.4	대출/채무보증 포함 브릿지론 약 0.4 조원
삼성	0.2	인프라 등 포함 시 약 7 천억	2.1	브릿지론 20% 정도
키움	0.4	해외 부동산투자는 2018 년 들어간 물건 10 건 정도	1.8	LTV 50% 전후, 선순위 중심

자료: 각사, SK 증권

커버리지 5사 합산 트레이딩/기타 및 이자손익 추이 및 전망(별도 기준)



자료: 각사, SK 증권 추정

주: 별도 기준이며 1Q23 중 한투밸류운용의 한국투자증권에 대한 배당 제외 기준

25 년 전망: 개선되는 실적 흐름 예상

25 년에도 견조한 실적 흐름 예상

증권 5 개사 합산 25E 지배순이익은 보수적으로 4.16 조원(-8.1% YoY) 전망

증권업종의 25E 지배지분순이익은 4 조 1,606 억원(-8.1% YoY)을 예상하나 다소 보수적인 관점의 접근에 기인한다. 트럼프 당선 이후 금리 등 매크로 불확실성이 높아짐에 따라 트레이딩/기타 등 부문에서 다소 보수적인 입장에서 접근할 필요가 있다고 판단한다. 현재 금리 하락 사이클이 지속되는 상황에서는 증권업종의 지속적인 마진 개선을 기대할 수 있을 것으로 전망한다. 실적 측면의 Upside 를 충분히 기대할 수 있다고 판단하며 마진 개선 사이클에 기반한 Upside 를 바탕으로 본격적으로 접근해볼 수 있을 전망이다.

24E 실적 및 25E 실적 추정 및 컨센서스 현황

(십억원)	2024E 당사 추정	컨센서스	vs 컨센서스	2025E 당사 추정	컨센서스	vs 컨센서스
커버리지 5 개사 합산	4,529	4,400	3%	4,161	4,403	-6%
미래에셋증권	974	886	10%	812	847	-4%
한국금융지주	1,105	1,098	1%	1,035	1,121	-8%
삼성증권	890	854	4%	831	860	-3%
NH 투자증권	692	715	-3%	710	733	-3%
키움증권	869	847	3%	773	842	-8%

자료: 각사, SK 증권 추정

Top Picks: 한국금융지주

우려에서 점점 벗어나는 국면

한국금융지주의 핵심 자회사 한국투자증권은 부동산 PF 등 IB 부문의 강점을 바탕으로 업계 내 상위권의 ROE 를 기록해왔으나 22 년~23 년 중 가파른 금리 상승으로 1) 부동산 시장 부진에 따른 PF 딜 위축, 2) 보수적인 충당금 적립 및 3) 해외 부동산 관련 수익증권 감액 처리 등을 추진함에 따라 다소 부진한 실적을 기록하는 모습이 나타났다. 다만 23 년 말부터 신규 부동산 PF 딜이 재개되는 등 IB 중심으로 실적이 회복되는 등 최근 금리 하락 등과 맞물려 빠르게 ROE 가 개선될 것으로 전망한다. 향후 사업성 평가에 따른 추가적인 PF 충당금 적립, 해외 부동산 관련 추가 손실 발생 가능성 등이 상존하고 있음을 감안해도 IB/트레이딩을 중심으로 견조한 실적을 기대해 볼 수 있을 전망이다. 향후 1) 부동산 시장 등의 추가적인 개선, 2) 경쟁사 대비 낮은 주주환원율을 정당화할 수 있는 ROE 레벨 등이 확인될 때 할인율이 본격적으로 해소되며 높은 Upside 를 기대할 수 있을 것으로 예상한다.

한국금융지주의 25E 순이익은 1 조 346 억원(0% YoY)를 예상한다. 전반적으로 견조한 수준의 경상 이익을 지속할 수 있을 것으로 예상되며 향후 저축은행, 캐피탈 등 자회사의 실적 개선 구간에서 보다 가파른 Upside 를 기대할 수 있을 것으로 예상한다. 적극적인 레버리지 활용 및 영업력을 바탕으로 금리 하락 구간에서 가장 가파른 이익 개선세를 기대할 수 있을 것으로 예상한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	십억원	2,726	1,753	1,989	2,606	2,652	2,729
영업이익	십억원	1,521	546	820	1,279	1,407	1,447
순이익(지배주주)	십억원	1,764	637	707	1,105	1,034.6	1,064
EPS(계속사업)	원	31,034	11,241	12,431	19,527	18,264	18,788
PER	배	2.6	4.7	4.9	4.0	4.2	4.1
PBR	배	0.7	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
배당성향	%	20.4	21.1	21.9	21.2	22.6	22.0
ROE	%	27.1	8.5	8.8	12.5	10.6	10.0

의류

선별적 접근 필요

의류. 형권훈

SK 증권

의류 중립(유지)

선별적 접근 필요

'25 년도 녹록치 않다
브랜드 경쟁력과 미국 관세가
내년 핵심 관전 포인트

2024 년 의류 산업은 고물가, 고금리, 경기부진의 영향으로 부진했으며, 여기에 상장사 브랜드의 경쟁력 약화로 최악의 한 해를 보냈다. 2025 년에도 내수 소비가 약할 것으로 전망되어 업황은 녹록치 않을 것으로 전망하는 가운데, 내년 핵심 키워드는 ① 브랜드 경쟁력과, ② 트럼프 관세 정책이 될 것으로 전망한다. 브랜드 경쟁력의 개선이 확인되거나, 트럼프 관세 정책에 대한 사업 노출도가 적거나, 관세 정책의 수혜를 받을 수 있는 종목의 주가가 업종 내에서 아웃퍼폼할 것이다.

트럼프 관세 정책은 OEM 에
긍·부정적 요인 혼재
시장은 불확실성을 반영할 것

트럼프의 관세 정책의 경우 ① 보편 관세 부과는 OEM 업황에 부정적으로, ② 중국 관세 인상은 긍정적으로 작용할 것이다. 아직 내용과 시점에 대한 불확실성이 높기 때문에 당분간은 OEM 에 대한 투자 센티먼트 약세 요인으로 작용하겠다. 만약 보편 관세를 부과하지 않고, 중국 관세만 대폭 인상할 경우 한국 OEM 이 반사수혜를 받을 것으로 전망한다. 2018~2019 년 미중 무역 분쟁 당시에도 한국 OEM 의 주가는 강세를 보였다.

휠라홀딩스 최선호주
화승엔터프라이즈 차선호주 제시

내년 휠라홀딩스를 의류 업종 내 최선호주로, 화승엔터프라이즈를 차선호주로 제시한다. 휠라홀딩스의 핵심 투자포인트는 ① 휠라코리아의 브랜드 턴어라운드와, ② 높은 주주환원율이다. 휠라홀딩스의 경우 휠라코리아는 '22 년부터 리브랜딩 작업을 시작해 현재까지 3 년째 진행 중이며, 그 결과 유통채널 구성, 마케팅, 제품에서 긍정적인 변화가 관찰되고 있다. 이를 근거로 내년 휠라코리아의 실적 턴어라운드 가능성을 높게 평가한다.

높은 주주환원율도 동사의 장점이다. 동사는 자회사 배당금수익과 로열티 수익을 통해 안정적인 현금흐름 재원을 확보하고 있으며, 이를 토대로 자사주매입, 배당 등 주주환원에 적극적으로 나서고 있다. 내년에도 의류 업종의 부진이 예상되는 가운데, 동사의 높은 주주환원율을 토대로 주가의 하방 리스크가 제한될 것이다.

Analyst 형권훈
Kh.hyung@sks.co.kr / 3773-9997

24 년 리뷰: 최악의 한 해였다

무너진 업황 따라 무너진 투자심리

'24 년 의류업종 투자심리는 최악이었다

의류업종 지수는 올해 YTD 수익률 -19%로 연중 내내 부진한 흐름을 보였다. 고물가, 고금리, 경기부진의 비우호적인 매크로 환경이 지속되었고, 기업들의 매출과 영업이익 모두 작년 대비 감소하는 추세를 보였기 때문이다. 11 월에는 중국 부양책 실망감과 트럼프 당선인의 관세 정책에 대한 불안감이 더해져 의류업종에 대한 투자심리 약세가 지속되고 있다.

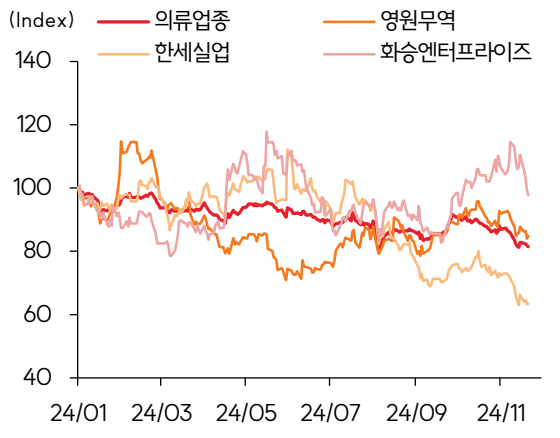
브랜드사의 주가가 업종 내에서 특히 부진

브랜드사의 경우 심각한 내수 소비 부진으로 매출과 수익성 모두 감소했다. 당사의 커버리지 중에서는 F&F 와 신세계인터내셔날의 YTD 주가 수익률은 모두 업종 대비 25%p 언더퍼폼해 가장 성과가 안 좋았다. 휠라홀딩스와 감성코퍼레이션은 YTD 수익률을 기준으로 업종을 아웃퍼폼했다. 휠라홀딩스는 실적 부진이 충분히 예견된 한편, 적극적인 주주환원으로 주가 방어에 성공했다. 감성코퍼레이션은 국내에서 브랜드 성장이 지속되는 가운데 해외 수출 모멘텀을 받았다.

OEM 도 예상보다 업황 회복의 강도가 약했다

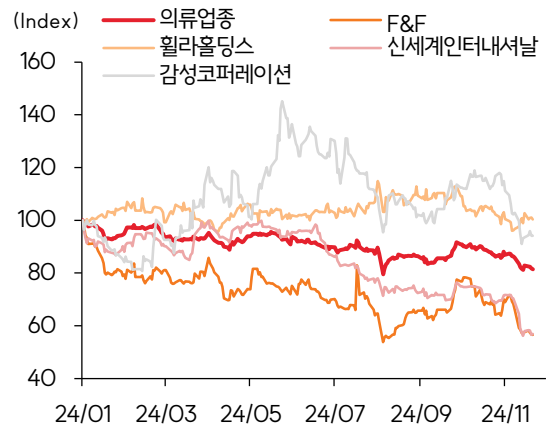
OEM 은 올해 1 분기부터 매출액이 턴어라운드했으나, 고객사들의 보수적인 재고매입 기조가 지속되면서 오더의 회복세가 약했다. 여기에 한세실업은 ASP 의 하락이, 영원무역은 방글라데시 최저임금 인상과 SCOTT 부문의 실적부진이 실적의 하방 요인으로 작용했다. 당사 커버리지 중에서 화승엔터프라이즈만이 명확한 실적 회복세를 보였으며, 주가도 YTD 수익률 기준 업종은 16%p 아웃퍼폼했다.

의류업종 및 주요 OEM 상장사 YTD 주가 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

의류업종 및 주요 브랜드 상장사 YTD 주가 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

25 년 전망: 시계 제로

불확실성 산재, 선별적 접근 필요

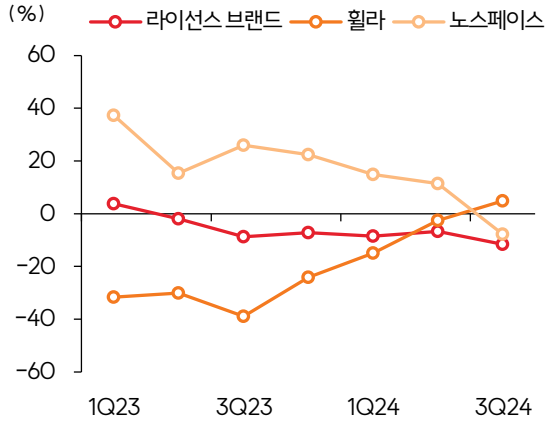
'25 년은 브랜드 경쟁력, 트럼프 관세정책이 관전 포인트

2025 년 의류 업종의 핵심 키워드로 ① 브랜드 경쟁력, ② 트럼프 관세정책을 제시한다. 각 키워드가 의류 업종의 방향성을 결정지을 만큼 영향력이 클 것으로 전망한다. 특히 트럼프 관세정책의 경우 내용과 시기의 불확실성이 높아 추후 정책 방향성에 따라 OEM 주가가 큰 변동성을 보일 것이다.

상장 브랜드의 경쟁력 약화 우려 해소 여부가 관건

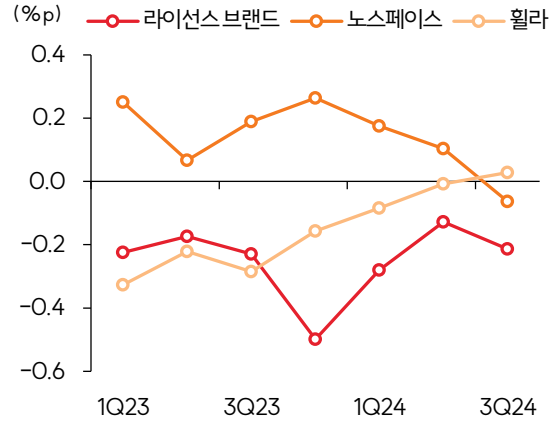
먼저 브랜드 경쟁력 관련해서, 최근 브랜드 상장사들의 브랜드 경쟁력에 대한 의구심이 커지고 있다. 휠라홀딩스의 '휠라'와 영원아웃도어의 '노스페이스' 정도를 제외하면 대부분의 상장 브랜드가 라이선스 브랜드인데, 국내 패션 산업에서 라이선스 브랜드는 대부분 2010 년대 중후반 성장기를 거쳐 현재 성숙기에 진입했다. 최근 라이선스 브랜드의 국내 패션 산업 내 시장점유율 하락이 관찰됨에 따라 브랜드 성숙기를 지나 쇠퇴기로의 전환을 우려하게끔 한다. 투자의 관점에서 경쟁력 약화 우려가 있는 브랜드에 대해서는 최대한 보수적인 시각으로 접근할 것을 추천한다.

브랜드별 국내 매출액 전년 대비 증감률 추이



자료: 각 사, KOSIS, SK 증권
주: 라이선스 브랜드는 디스커버리, 엠엘비, 캉골, 스노우피크 어패럴, 내셔널지오그래픽 합산 수치임

브랜드별 국내 시장점유율 전년 대비 변화량 추이

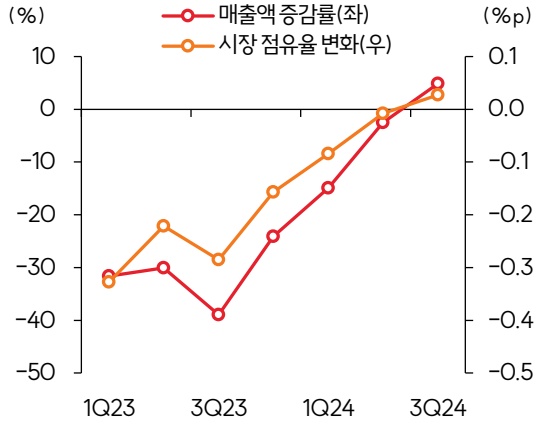


자료: 각 사, KOSIS, SK 증권
주: 라이선스 브랜드는 디스커버리, 엠엘비, 캉골, 스노우피크 어패럴, 내셔널지오그래픽 합산 수치임

내년 휠라의 브랜드 경쟁력 개선 전망

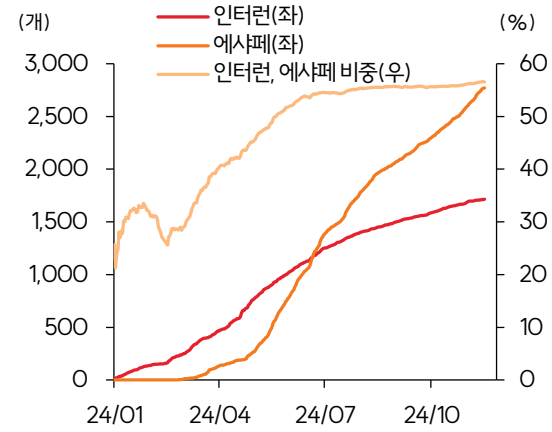
반대로 경쟁력 회복이 예상되는 휠라홀딩스에 대해서는 투자를 고려해볼 만하다. 휠라의 경우 '22년부터 유통채널 조정(홀세일 축소, 리테일 강화), 마케팅 강화(한소희 앰버서더로 채택), 제품 강화(인터런, 에샤페 출시)를 통해 브랜드 리빌딩 작업을 3년째 진행 중이다. 타 브랜드보다 훨씬 이른 시점에 이미 브랜드 경쟁력 약화를 경험했고, 브랜드 경쟁력을 되살리기 위한 노력도 그 만큼 더 빠르게 시작할 수 있었다. 휠라코리아의 경우 브랜드 턴어라운드를 위한 밑작업은 지난 3년의 시간 동안 대부분 마무리되었다고 판단한다. 올해 인터런, 에샤페 등 신제품들에 대한 소비자들의 반응이 좋았던 만큼, 내년 지속적으로 신제품이 출시되고 히트 상품의 SKU 수가 추가됨에 따라 브랜드 턴어라운드 가시성이 높다고 본다.

휠라코리아 국내 매출 및 시장 점유율 추이



자료: 휠라홀딩스, KOSIS, SK 증권

무신사 채널 내 휠라 브랜드 리뷰 트래픽 추이



자료: 무신사, SK 증권
주: 비중은 휠라 전체 누적 리뷰 수 중 인터런과 에샤페 합산 누적 리뷰 수의 비중임

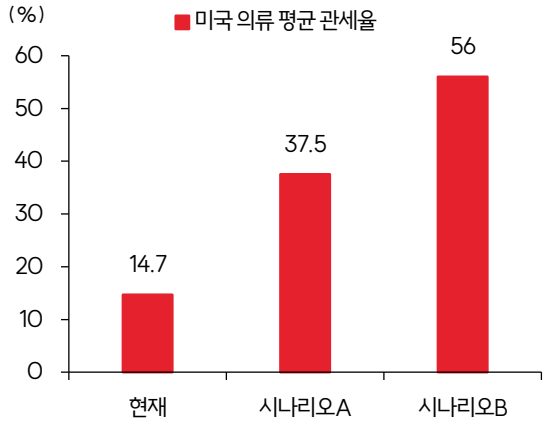
관세 정책은 (1) 보편 관세, (2) 중국 관세 인상이 관전 포인트

다음으로 트럼프의 관세 정책에 따라 OEM 기업들의 실적과 의류 업종 투자 센티먼트의 방향성이 결정될 것으로 전망한다. 보편 관세(세율 10~20%)의 시행 여부와 중국 수입품에 얼마나 높은 관세율(세율 60~100%)을 적용할 것인지가 관건이다.

보편 관세 시행될 경우 OEM 의 P 와 Q 동시 하락 예상

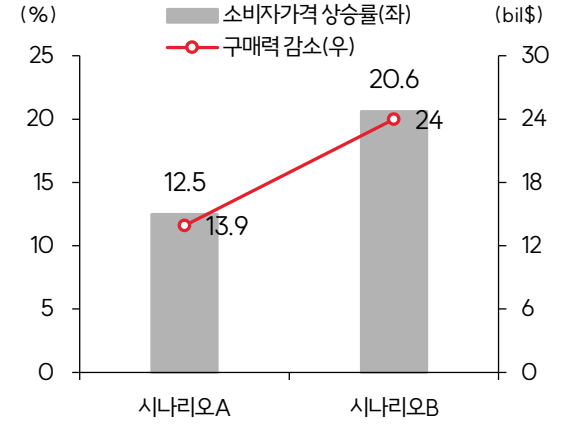
보편 관세가 시행될 경우 OEM 업황에 미칠 영향은 두 가지로 예상된다. ① 브랜드 업체들이 관세 부담을 가격 인상을 통해 소비자에게 전가할 경우 미국 내 의류 소비 감소와 이에 따른 OEM 오더 감소할 수 있다. ② 관세 부담이 일부 OEM 에 전가될 경우 단가 인하 압박으로 인해 OEM 의 수익성이 감소할 수 있다. 관세 부과 여부가 아직 정해지지 않았고, 과세를 부과하더라도 이러한 영향은 시간을 두고 OEM 의 실적에 서서히 반영될 것이다. 하지만 현실화될 경우 OEM 업황에 부정적인 영향을 미칠 것이 분명하기 때문에 관세 정책의 방향성이 확정될 때까지 OEM 에 대한 시장의 투자심리에 부정적으로 작용할 것이다.

관세 시나리오별 미국 수입 의류 평균 관세율



자료: NRF, SK 증권
주: 시나리오 A 는 보편 10%/중국 70%, 시나리오 B 는 보편 20%/중국 120%

관세 시나리오별 의류 물가 및 구매력 영향

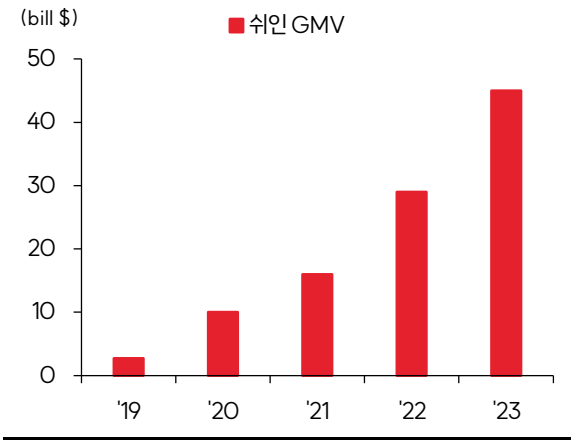


자료: NRF, SK 증권
주: 시나리오 A 는 보편 10%/중국 70%, 시나리오 B 는 보편 20%/중국 120%

중국 관세 인상 시행될 경우 한국 OEM 의 Q 반사수혜 예상

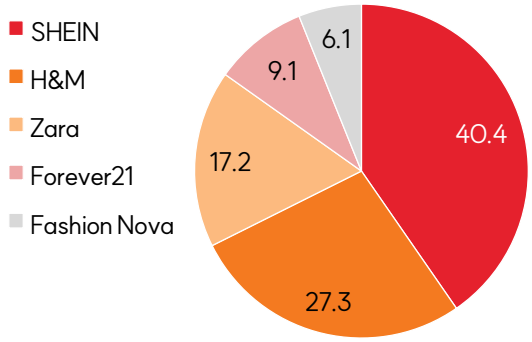
중국 관세가 시행될 경우 OEM 업황에 장기적으로 긍정적일 것으로 예상한다. 패션 업계의 C 커머스 대표주자인 '쉬인(Shein)'의 미국 패스트 패션 시장 점유율은 40% 이상으로 추정되는데, 코로나 19 이후 점유율이 급상승해 'Zara', 'H&M' 등 패스트 패션 전통 강자를 모두 밀어내고 압도적인 미국 내 1 위 패스트 패션 브랜드가 되었다. 경쟁 브랜드 대비 압도적으로 저렴한 가격이 쉬인의 가장 큰 경쟁력인 만큼, 중국산 수입품에 높은 관세가 부과될 경우 이러한 가격 경쟁력이 희석됨에 따라 시장 점유율이 축소될 수 있다. 이를 통해 Gap, Old Navy, Target, Walmart, H&M 등 글로벌 가성비 의류 브랜드의 점유율 회복을 기대해볼 수 있다. 그 결과 이들 브랜드를 주요 고객사로 두고 있는 한국 OEM 의 오더 수혜가 예상된다.

'쉬인' 연도별 글로벌 GMV 추이



자료: SHEIN, SK 증권

'쉬인' 미국 Fast Fashion 시장 점유율



자료: Statista, SK 증권

또한 의류 생산 밸류체인의 탈중국화를 더욱 심화시키며, 동남아시아에 주요 생산시설을 보유한 한국 OEM 으로 오더가 이동할 수 있다. 현재 중국 의류 수입품에 적용된 미국의 주된 규제는 ① 관세와, ② 위구르 강제노동 금지법이다. 미국의 견제로 미국의 중국산 의류 수입 의존도는 면적 기준으로 2019년 40%에서 최근 36%로 감소했다. 여전히 많은 부분을 중국에 의존하고 있는 이유는 저렴한 가격 때문이다. 미국 정부의 견제에도 의류 생산국으로서 경쟁력을 유지하기 위해 중국 OEM 들은 지속적으로 단가를 낮춰 브랜드사가 부담하는 밸류체인 리스크를 보상해 왔다.

미국의 중국산 의류 수입 비중 추이 (면적 기준)

자료: OTEXA, SK 증권

미국의 중국산 의류 수입 면적당 단가 추이

자료: OTEXA, SK 증권

중국 관세 인상될 경우 트럼프 1기와는 차원이 다른 중국 엑소더스 발생 전망

하지만 트럼프의 공약대로 60~100%의 관세가 중국산 의류에 부과될 경우 중국 의류 생산 업체 입장에서는 단가 인하로 대응할 수 있는 영역을 벗어나게 된다. 따라서 의류 브랜드사들의 밸류체인 탈중국 움직임이 트럼프 1기 때와는 비교할 수 없을 만큼 강해지고, 중국을 떠난 오더는 동남아 지역에 생산시설을 두고 있는 한국 OEM 업체가 일부 흡수할 것으로 전망한다. 미국의 중국산 의류에 대한 수입 의존도가 면적 기준 30% 이상으로 높은 만큼, 관세와 탈중국이 현실화될 경우 글로벌 의류 OEM 쇼티지가 발생할 가능성도 열어 둬야 한다.

주가는 불확실성 회피 심리를 우선 반영할 것

정리해보면 트럼프의 관세정책이 한국 OEM 업체들의 펀더멘털에 미칠 영향에는 부정적, 긍정적 요소가 혼재되어 있다. 보편 관세는 OEM 업황에 단기적으로 부정적인 영향을, 중국 관세 인상은 장기적으로 긍정적 영향을 미칠 것이다. 관세 정책이 구체화되고, OEM 실적에 미칠 영향이 확정되기 전까지 전반적인 OEM 주가는 불확실성을 회피하고자 하는 심리로 인해 약한 흐름 보일 것으로 전망한다.

휠라홀딩스 최선호주, 화승엔터프라이즈 차선호주 제시

결론적으로 내년 의류 업종은 ① 상장 브랜드의 경쟁력과 ② 트럼프의 관세 정책에 대한 불확실성의 영향으로 기업 실적과 투자 센티먼트의 약세가 지속될 것으로 전망한다. 이러한 Base Scenario 속에서 업종 대비 주가 아웃퍼폼이 예상되는 종목으로 ① 개별 기업의 실적 모멘텀이 강하거나, ② 관세 정책의 영향을 상대적으로 덜 받는 종목을 추천하며, 이에 부합하는 종목으로 '휠라홀딩스'를 최선호주로 추천하며, '화승엔터프라이즈'를 차선호주로 제시한다.

Top Picks: 휠라홀딩스

브랜드 턴어라운드 예상, 높은 주주환원율은 덤

2025 년 연간 기준 의류 업종 내 Top Pick 으로 휠라홀딩스를 제시한다. 내년 휠라홀딩스의 핵심 투자포인트는 ① 휠라코리아의 브랜드 턴어라운드와, ② 높은 주주환원율이다.

먼저 내년 휠라코리아의 실적 턴어라운드를 전망한다. 휠라코리아는 '22 년부터 리브랜딩 작업을 시작해 현재까지 3년째 진행 중이다. 그간 휠라코리아의 리브랜딩 노력의 결과로 ① 유통 채널 구조조정(홀세일 축소, 리테일 강화), ② 마케팅 강화(한소희 앰버서더로 활용), ③ 제품 경쟁력 강화(인터런, 에샤페 등)가 관찰되고 있다. 특히 제품의 경우 2010 년대 후반 디스럽터 2 의 메가히트 이후 신제품 가뭄이 이어졌는데, 인터런과 에샤페의 긍정적인 소비자 반응을 근거로 동사의 제품 경쟁력이 개선되고 있다고 판단한다. 내년 출시될 신제품과, 이로 인한 휠라코리아의 매출 턴어라운드 가능성을 높게 평가한다.

높은 주주환원율도 동사의 장점이다. 작년 동사는 ① 아쿠쉬네트 배당수익 약 1,000 억 원, ② Full Prospects 배당수익 약 160 억 원, ③ DSF 수익 약 700 억 원, ④ 글로벌 로열티 수익 약 780 억 원을 통해 안정적인 현금흐름 재원을 확보하고 있다. 글로벌 브랜드 마케팅 활동에 경상적으로 사용되는 비용 약 600 억 원을 감안해도 연간 2,000 억 원의 안정적인 현금흐름 재원을 보유하고 있다. 동사는 이를 토대로 자사주매입, 배당 등 주주환원에 적극적으로 나서고 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	3,794	4,222	4,007	4,237	4,211	4,429
영업이익	십억원	493	435	303	376	505	572
순이익(지배주주)	십억원	235	344	43	198	270	308
EPS	원	3,872	5,658	701	3,292	4,494	5,126
PER	배	9.3	5.9	55.2	12.2	8.9	7.8
PBR	배	1.3	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	5.0	6.6	8.8	7.9	6.1	5.4
ROE	%	16.2	19.7	2.3	10.2	13.0	13.5

제약/바이오

추운겨울,
봄은 끝내 오고야 만다!

제약/바이오. 이선경

SK 증권

제약/바이오 비중확대(유지)

추운 겨울, 봄은 끝내 오고야 만다!

제약/바이오 섹터의 변동성을 결정하는 가장 중요한 변수인 기술적 성과는 1)매출 성장과 영업이익 확보에 중요한 글로벌 혁신 신약의 FDA 승인, 2)미래 시장을 견인할 초기/임상 연구개발 측면에서 긍정적인 성과다. 24 년은 이 두가지 요소 모두 긍정적인 결과를 보여줌에 따라 미국내 1)상장 바이오텍에 대한 Follow-on 투자 증가, 2)IPO 건수 증가, 3)VC 투자 회복이라는 선순환 사이클이 본격화되었다. 국내 시장 역시 글로벌 기술이전 계약, FDA 신약 승인, 미국 시장의 진출 가시화 등 긍정적인 기술적 성과에 따라 투자 관심도가 집중되며 상승 반전을 이끌었다.

이러한 흐름은 25 년에도 지속될 것으로 전망하는데 트럼프 당선인/미국 공화당 보건의료 정책에 대한 국내 제약/바이오 산업내 부정적인 영향은 제한적인 상황에서 중국 규제 강화에 따른 인수합병/라이센싱 등 신약개발 사업기회 확대 및 CMO/시밀러 사업의 매출 확대가 확실시 되기 때문이다. 다만 신약개발 사업의 기회 확대는 빅파마의 눈높이에 맞는 데이터를 제시 할 수 있는 지가 관건이 될 것이며, 미래에 대한 막연한 기대감 보다는 탄탄한 과학적 기반을 중심으로 한 기술적 차별화 경쟁력을 보유한 기업, 마일스톤을 성실히 이행한 기업들 중심으로 옥석 가르기가 본격화 될 것으로 전망한다.

25 년 가장 주목해야 할 분야는 1)ADC, 2)비만, 3)자가면역, 4)바이오시밀러로 1)ADC 는 엔허투를 이을 부작용 개선 차세대 ADC 개발 중심으로, 2)비만은 요요해결, 낮은 가격, 장기 안전성 중심으로 , 3)자가면역은 임상 결과에서 탁월한 효능 입증한 기업 중심으로 4)Medicare Part D 개편 및 미국 약가인하에 따른 미국시밀러 시장의 판도 변화 중심으로 주목해야할 필요가 있다.

Analyst 이선경
Seonkyoung.lee@sks.co.kr / 3773-9089

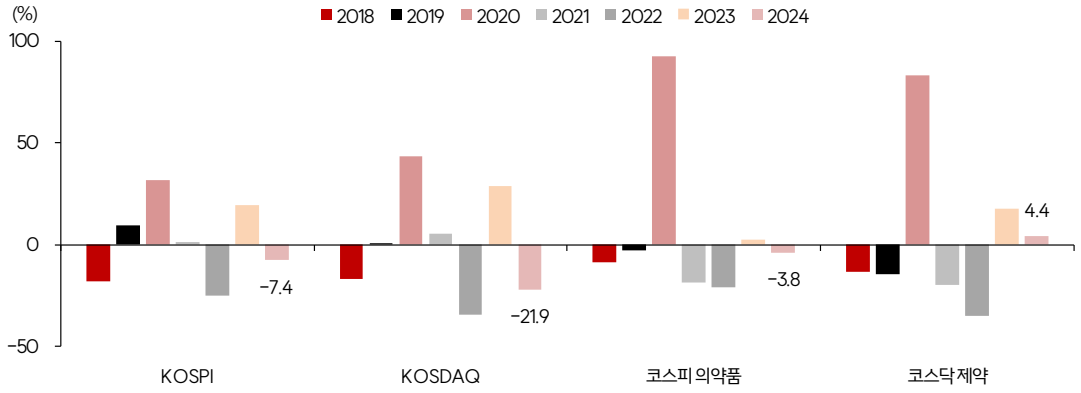
24 년 리뷰: 가시화된 신약개발 성과, 투자자들의 집중된 관심

글로벌 기술이전, FDA 시판허가, 미국 시장 진출로 이어진 성과 부각

금리 인상 사이클과 기술적 성과 부재로 약세지속에서 반등에 성공

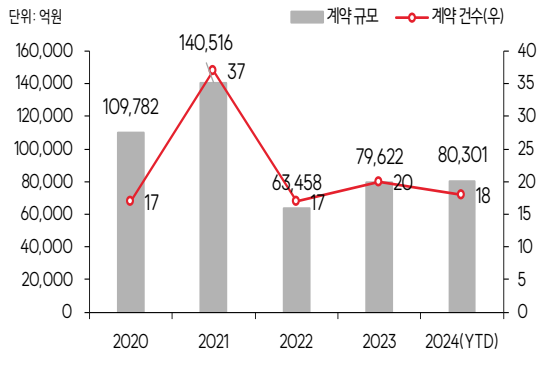
팬데믹 이후 2022 년부터 시작된 금리 인상 사이클과 코로나 시기 장밋빛 전망 대비 부진한 실적으로 인해 약세를 지속했던 제약/바이오 섹터는 1)리가켐바이오-오노제약, 알테오젠-다이찌산쿄, LG 화학-리듬파마슈티컬 등 국내 기업들의 연이은 글로벌 기술이전 계약, 2)유한양행/오스코텍이 개발한 레이저티닙의 FDA 시판허가 승인, 3) SK 바이오팜-엑스코프리의 미국 진출 성공에 이은 녹십자-알리글로, 셀트리온-짐펜트라의 미국 시장 진출에 따른 국내 신약 개발 성과가 가시화됨에 따라 시장에서의 관심이 집중, 의약품 지수와 제약 지수 모두 코스피와 코스닥 지수 대비 각각 3.6%p, 26.3%p 상회하며 긍정적인 주가 흐름을 보여줬다.

국내 제약/바이오 섹터 연도별 수익률



자료: Bloomberg, SK 증권

국내 기업 글로벌 기술이전 현황



자료: 제약바이오협회, 보도자료, SK 증권

2024 년 국내 기업 주요 글로벌 기술이전 현황

계약일	국내기업	파트너사	계약 규모	선급금	비고
1/05	LG화학	리듬파마슈티컬	305M	100M	LB54640(희귀비만)
2/22	알테오젠	MSD	452 M	20 M	기존 계약 대비 증액 금액만 기입
3/15	디앤디파마텍	멧세라	803M	10 M	비만치료제
6/03	지놈앤컴퍼니	드바이오팜	426 M	5 M	GENA-111(ADC항체)
6/16	HK이노엔 외 2개 기업	네비케이터 메디신	940 M	20 M	OX40L XTNF-α 이중항체
6/20	에이프릴바이오	에보뮨	475M	15 M	APB-R3(자가면역치료제)
6/26	이수앱지스	비공개 미국기업	85 M	3 M	ISU104(항암신약)
7/16	오름테라퓨틱	버텍스	945 M	15 M	TPD
9/10	이엔셀	홍콩루시바이오텍	18 M	6 M	중간엽 줄기세포 후보물질 아시아 6개국
10/10	리가켐바이오	오노제약	700 M	비공개	LCB97 (L1CAM-ADC, 비임상)
		비공개	비공개		플랫폼
11/11	알테오젠	다이찌산쿄	300 M	20 M	엔허투 SC 제형

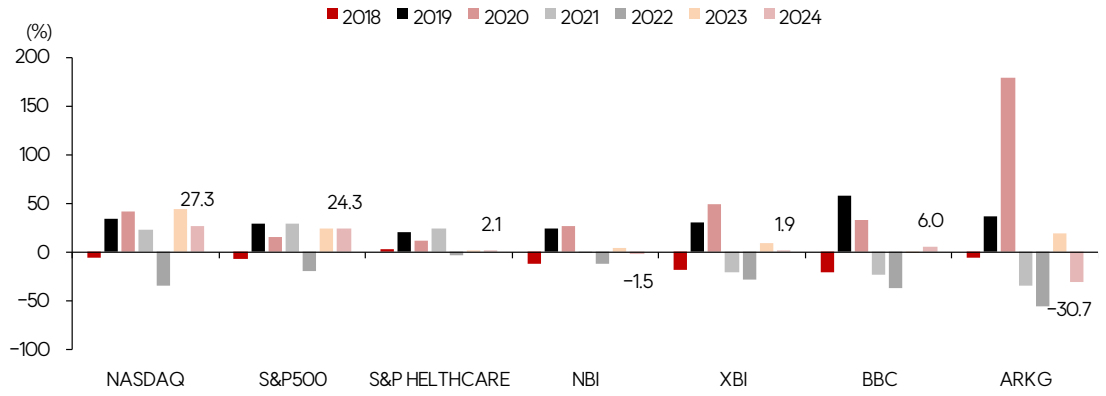
자료: 보도자료, SK 증권

미국 내 악화된 투자 심리 회복 확인

신약개발 열기 지속,
R&D 개발 성과
최초의 혁신 신약 대거 승인으로
Follow-on/IPO/VC 투자 회복

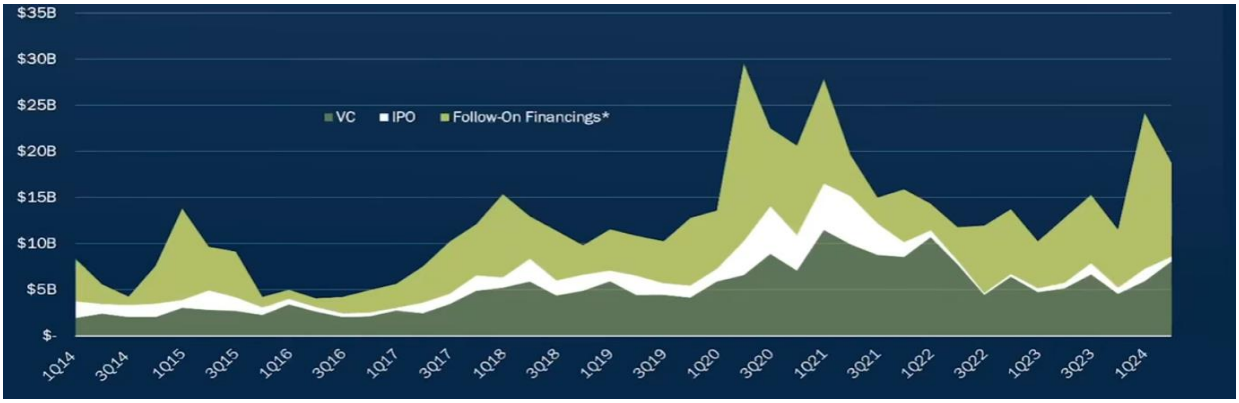
제약/바이오 섹터의 변동성을 결정하는 가장 중요한 변수인 기술적 성과는 1)매출 성장과 영업이익 확보에 중요한 글로벌 혁신 신약의 FDA 승인, 2)미래 시장을 견인할 초기/임상 연구개발 측면에서 긍정적인 성과다. 24 년은 이 두가지 요소 모두 긍정적인 결과를 보여줌에 따라 미국내 1)상장 바이오텍에 대한 Follow-on 투자증가, 2)IPO 건수 증가, 3) VC 투자 회복이라는 선순환 사이클이 본격화되었다. 다만, 금리 인하/보건 의료정책 방향성의 핵심 요인이라 할 수 있는 미 대선의 불확실성으로 대세 상승 반전을 이끌기에는 역부족, 2024 년 NBI(NASDAQ Biotechnology Index)와 XBI(SPDR S&P Biotech ETF)는 NASDAQ 과 S&P 500 지수대비 각각 28.8%p, 22.3%p 하회했다.

미국 제약/바이오 섹터 연도별 수익률



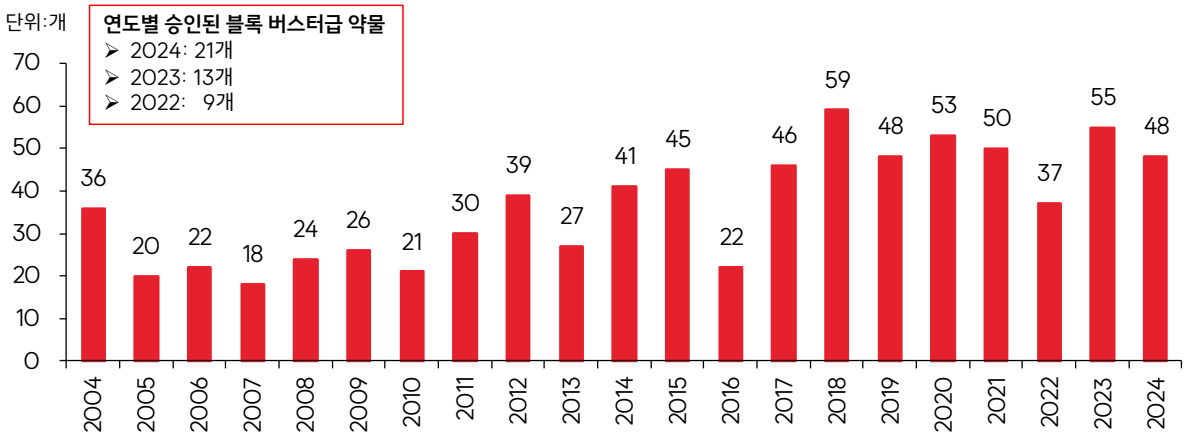
자료: Bloomberg, SK 증권

상장 바이오텍 유증/IPO 조달/VC 투자 규모



자료: Atlas Venture, SK 증권

연도별 FDA 승인 약물 현황



자료: FDA, 시장자료, SK 증권

24년 FDA 승인된 주요 혁신 신약 성과

최초의 MASH 치료제 승인	최초의 고형암 T cell Engager 승인	최초의 TCR-T 치료제 승인
3/14, Madrigal의 Rezdiffra (THR-beta agonist)	5/16, Amgen의 Imdelltra (DLL3 x CD3, SCLC)	8/4, Adaptimmune의 Tecelra (MAGE-A4)
20년 만에 승인된 COPD 치료제	20년 만에 승인된 조현병 치료제	최초의 Telomerase 승인
6/26, Verona Pharma의 Ohtuvayre (PDE3 & PDE4 inhibitor)	9/26, BMS의 Cobenfy (muscarinic agonist/antagonist)	6/6, Geron의 Rytelo : 임상시료 ST Pharm 생산 (저위험 골수형성이상증후군)
최초의 WHIM 증후군 치료제(희귀)	최초 원발성 담즙성 담관염 치료제(희귀)	국내에서 개발한 신약의 승인
4/26, X4 Pharmaceuticals의 Xolremdi (CXCR4 antagonist)	6/10 Ipsen의 Iqirvo(PPAR) 8/14 Gilead의 Livdelzi(PPAR)	2/19 휴젤의 Letybo (보톡스) 8/19 유한양행의 Lazcluze(NSCLC)
이외 빅파마의 블록버스터급 승인 약물들…	Eli Lilly: 7/2 알츠하이머, 9/13 아토피 Genentech: 6/29 야간혈색뇨증 10/10/유방암	Merck:3/26 폐동맥고혈압 AstraZeneca: 3/29 야간혈색뇨증 Pfizer: 10/11 혈우병

자료: FDA, SK 증권

25 년 전망: 대외적인 불확실성 해소로 상승 기대

트럼프 행정부의 보건의료 정책에 따른 기회요인

트럼프 당선인이 지명한 산업 관련 주요 인사들의 이력 논란, 인사들간 정책의 상충, 보건의료정책 구체성 부재로 업계내 혼란 확대

트럼프 당선인은 11 월 14 일, 백신 및 빅파마에 비판적인 Robert F. Kennedy Junior 를 미국 보건복지부(HHS) 장관으로 지명한 후 제약/바이오 주요 지수 및 ETF 는 큰 폭으로 하락했다. 이는 1)RFK Junior 의 임명에 따른 업계내 불확실성 부각은 물론, 2)트럼프행정부의 보건의료 정책의 구체적인 방향성인 부재, 3)트럼프 당선인이 지명한 제약/바이오 산업과 관계된 주요 인사들의 과거 이력의 논란 및 추진/지지 정책의 상충으로 업계내 혼란이 커지고 있기 때문이다.

현재 제약/바이오 산업과 관계된 주요 인사

- J.D Vance 부통령
  오바마케어 폐지 반대 >대안 제시로 변경, 메디케어 약가 인하 지지, 약물 수입 지지, DACA(Deferred Action for Childhood Arrival)에 가입자들에 대한 연방 건강 보험 프로그램 제외 법안 발의, 혁신 바이오 투자/지원
- Vivek Ramaswamy 정부효율부(DOGE)의 공동 수장
  마리화나 합법화 지지, 낙태 반대, 약가 인하 반대, 혁신 의약품 투자 확대 지지
- Robert F. Kennedy Junior 보건복지부(HHS) 장관
  백신 회의론 주장(최근 논란 의식, 신념을 희석하는 발언 인터뷰), 빅파마 비판적 입장, 예방 및 근본적인 치료법 선호, 약물 오남용 문제 지적, FDA 부패 척결
- Dr. Mehmet Oz 메디케어/메디케이드 서비스 센터(CMS)수장
  약가인하 지지, 약가 인하를 위한 시장내 경쟁 강화 주장, 오바마케어 반대, 사적 이익을 위해 과거 입증되지 않은 건기식을 치료법으로 추천, COVID-19 치료에 항말라리아 제제 추천

트럼프 행정부/공화당의 주요 4 가지 정책

현재 트럼프 행정부/공화당의 정책의 핵심은 1)규제 완화, 2)주정부/개인 의료 서비스 선택성 강화 및 의료 서비스 접근성 확대, 3)약가인하, 4)미국내 의약품 공급망 확충을 위한 Buy American 제도 강화라 할 수 있다. 해당 정책 별 국내 업계에 미

치는 긍정적인 영향이 다수 존재함에도 불확실성과 부정적인 영향만 부각되며 제약/바이오 센티가 악화된 만큼, 긍정적인 변화를 기대해 볼 수 있다.

미국 규제완화는 신약개발의 기회 확대 요인

규제완화와 관련, Right to Try 법안 확대 및 FDA 조직 개편, 줄기세포/건기의약품 독려 등 정부 규제를 줄이고 혁신을 억압하지 않으며 자율 거버넌스 체계로 전환을 예고함에 따라 제약/바이오 업계 내 신약 개발 기회가 확대될 수 있다. 특히 빅파마 대비 바이오파마에 유리한 규제환경 및 FTC 반독점 규제완화에 따라 바이오텍 인수합병 및 라이센싱 흐름이 이어질 가능성이 높으며, 미-중 장벽이 높아짐에 따라 우리나라를 비롯한 신흥 바이오텍 국가들에 유리한 환경이 만들어질 가능성에 주목해야한다.

의료서비스 선택성/유연성 강화는 제약사 수익성 감소 불가피 국내 제약사 영향은 제한적

주정부/개인의 의료 서비스 선택성 및 유연성 강화와 관련, 메디케어(65 세 이상 노인 대상의 보험) 강화로 인한 제약사의 수익성 감소는 부정적인 영향을 미칠 수 있으나 미국 내 판매하고 있는 국내 제약사의 품목(항암/자가/만성/희귀 질환) 특성상 미치는 영향은 미미하다.

약가 인하는 부정적 요인 다만 시밀러 개발/판매사에게는 기회요인

약가 인하의 방향성은 명확한 만큼 미국 내/국내 제약사에게 모두 부정적, 하지만 25 년부터 시행되는 Medicare Part D 의 개편과 트럼프 정부의 약가 인하로 인해 시밀러 개발/판매 기업에는 기회요인이 될 수 있다.

Buy American 제도 강화는 제약업계내 부정적 요인이나 실효성이 낮음

미국내 의약품 공급망 확충을 위한 Buy American 제도 강화와 관련, 업계 내 부정적 영향을 미칠 수 있는 자국내 생산 우선은 1 기 트럼프 행정부에서 확인했듯이 의약품 생산/공급 시스템의 특성상 중단기내 실효성은 낮은 상황이며, 실효성이 높은 수입품 관세 부과는 미국내 생산 의약품들의 타 국가 생산 의약품 대비 높은 원가로 자국 내 기업의 수익성/생산성 감소를 야기, 트럼프 행정부가 추구하는 약가 인하 및 미국내 의약품 공급망 확충 목표와 상충되기 때문에 관세 부과 의약품 목록 확인 등 좀 더 구체적인 세부 내용과 방향성을 확인해 볼 필요성이 있다.

트럼프 행정부의 정책에 따른 업계 영향 분석

분류	정책	구현 방식	우선순위	제약사	보험사	의료기관 /전문가
규제완화	바이든 행정부 정책 철회	규제	높음	긍정	긍정	긍정
	AI 관리감독에서 자율 규제로 전환	규제	높음	긍정	긍정	긍정
주정부/개인의 의료 서비스 선택성 및 유연성 강화	메디케어(노인 의료보험) 강화	입법, 규제	보통	부정	긍정	긍정
	낙태에 대한 주 정부차원의 관리 감독 지원	입법, 규제	보통	-	부정	부정
	메디케이드 근무 요건 및 block grants 부과	입법, 규제	보통	-	부정	부정
	ACA(Affordable Care Act, 오바마케어)에 "Risk Pool" 재도입	입법, 규제	보통	-	부정	부정
	의료비 투명성 요구 증대	규제	높음	-	부정	부정
의료 서비스 접근성 확대	만성 질환 예방 및 관리에 중점	규제	낮음	-	긍정	긍정
	1차 의료 및 재택 서비스 접근성 확대	규제	높음	부정	긍정	긍정
"미국 우선" 원칙, 국가 안보 강화	수입품에 대한 관세 및 세금감면 인상	입법, 규제	높음	부정	부정	부정
	미국 내 생산 우선	입법	낮음	부정	부정	긍정

자료: PwC, SK 증권

25 년 상반기 옥석 가르기 본격화, ADC/비만/자가면역/시밀러 주목

탄탄한 과학적 기반의 기업 마일스톤을 성실히 이행한 기업 중심으로 옥석 가리기 본격화

해당 과정에서 일부 기업들의 주가 하락은 불가피, 섹터 지속 성장 측면에서는 긍정적

25 년은 미국-중국 규제 강화에 따른 인수합병/라이센싱 등 신약개발 사업기회 확대 및 CMO/시밀러 사업의 매출 성장이 확실 시 되고 있어 미래에 대한 막연한 기대감 보다는 탄탄한 과학적 기반을 중심으로 한 기술적 차별화 경쟁력을 보유한 기업, 마일스톤을 성실히 이행한 기업들 중심으로 옥석 가르기가 본격화될 것으로 전망한다. 옥석 가르기가 본격화됨에 따라 빅파마의 눈높이에 맞는 탄탄한 과학적 기반의 기술 경쟁력이 부재한 일부 기업들의 주가 하락은 불가피 할 것으로 예상되나 이러한 방향의 옥석 가르기가 있어야만 섹터 전체의 지속 성장이 가능하다.

ADC 열기 지속 부작용 개선 차세대 ADC 주목 : 리가켐바이오

25 년 가장 주목해야 할 분야는 1)ADC, 2)비만, 3)자가면역, 4)바이오시밀러로 1)ADC 의 개발 열기가 지속되는 가운데 Trop-2, B7-H4 ADC 의 아쉬운 임상 결과 및 이보네시맙의 등장으로 혼전양상에 직면, 엔허투를 이을 부작용을 개선한 차세대 ADC 개발 경쟁이 본격화됨에 따라 부작용 문제를 해결할 수 있는 기업 중심으로 주목도가 집중될 것이며, 이와 관련 차별화된 기술을 보유한 리가켐바이오를 주목할 필요가 있다.

비만은 높은 가격, 요요, 부작용 이슈를 해결한 기술 중심으로 주목 : 한미약품

2)35 년 비만 인구가 40 억명으로 증가할 것으로 예상되는 가운데 현재 10%내외의 환자만이 비만약을 처방받고 있는 실정이며, 높은 가격, 요요, 부작용 이슈 해결 등 아직 비만 치료제 개발의 Unmet Medical Need 는 높은 상황, 따라서 해당 문제점을 해결한 기업 중심으로 주목도가 집중될 것이며, 비만 관련 국내 기업으로는 한미약품이 있으며, 아직은 임상 초기 연구 단계로 주목도는 낮지만 후기임상에서 경쟁력을 입증한다면 주목도는 높아질 수 있어 주시할 필요가 있다.

자가면역은 임상에서 경쟁력을 입증했는지가 관건 : 한올바이오파마, 에이프릴바이오

3)최근 인수합병된 대부분의 기업들이 자가면역에 집중된 만큼, 자가면역 치료제의 시장의 주목도는 높은 상황, 빅파마들 역시 이미 타겟/모달리티/적응증을 다변화한 포트폴리오를 구축하고 있으므로 임상 결과에서 경쟁력을 입증했는지가 관건이 될 수 있다. 관련 국내 기업으로 한올바이오파마와 에이프릴바이오가 있다.

미국내 시밀러 시장 개화 기대 경쟁심화로 인한 판도변화 주목 : 삼성바이오로직스, 셀트리온

4)25 년부터 시행되는 Medicare Part D 의 개편과 트럼프 정부의 약가 인하로 인해 미국 내 바이오 시밀러 시장 개화를 기대할 수 있다. 하지만 시밀러의 경우, 경쟁 심화로 인해 약가 경쟁력, 리베이트 구조, 브랜드 파워 등 시장침투율에 있어 다양한 변수가 적용되는 만큼 판도변화 흐름을 주목할 필요가 있다.

Top Pick: 삼성바이오로직스

신규 수주를 통해 확인한 CMO 경쟁력, 미-중 규제 강화 수혜

미 시밀러 시장 개화에따른 시밀러 매출 성장 기대

미국내 의약품 공급망 확충을 위한 Buy American 제도 강화와 관련, 업계 내 부정적 영향을 미칠 수 있는 자국내 생산 우선은 1 기 트럼프 행정부에서 확인했듯이 의약품 생산/공급 시스템의 특성상 중단기내 실효성은 낮은 상황이며, 미-중 규제 강화 및 관세 정책으로 빅파마의 항체 의약품 아시아 생산 거점 이동에 따라 중장기적인 측면에서 국내 CMO 업체 수혜로 이어질 가능성이 높다고 판단된다.

25 년부터 시행되는 Medicare Part D 의 개편과 트럼프 정부의 약가 인하 영향으로 미국 내 바이오 시밀러 시장 개화를 기대할 수 있다는 점 또한 긍정적이다. 다만, 시밀러의 경우 경쟁 심화로 인해 약가 경쟁력, 리베이트 구조, 브랜드 파워 등 시장침투율에 있어 다양한 변수가 적용되는 만큼 판도변화 흐름을 주목할 필요가 있다.

동사의 CMO 수주실적은 2016 년 31 억 달러에서 지속 성장을 거듭, 2023 년 기준 4 배 성장한 120 억 달러를 기록, 이는 최소 구매 기준의 실적이며 수주 받은 모든 제품의 상업화 성공 시 수주 실적까지 고려하면 235 억 달러로 크게 증가한다. 정량적 측면에서의 실적 외에도 수주 받은 제품들의 규제기관 허가 건수가 늘어나는 것 역시 긍정적인 현상이다. 제품의 종류가 늘어난다는 것은 삼성바이오로직스가 다양한 형태의 항체를 다룰 수 있는 역량이 검증되고 있다는 것을 의미, 이러한 기술 경쟁력은 추가적인 수주 계약에 긍정적 요인으로 작용할 수 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,568	3,001	3,695	4,539	5,006	5,904
영업이익	십억원	537	984	1,114	1,314	1,546	1,932
순이익(지배주주)	십억원	394	798	858	995	1,179	1,472
EPS	원	5,878	11,213	12,051	13,976	16,563	20,685
PER	배	151.8	73.2	63.1	66.7	56.3	45.1
PBR	배	12.0	6.5	5.5	6.1	5.5	4.9
EV/EBITDA	배	85.4	44.7	33.7	33.9	29.9	24.8
ROE	%	8.2	11.4	9.1	9.6	10.3	11.6

Compliance Notice

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도