

2025년 하반기전망

SK증권 리서치센터

Contents

산업전망

Part 1.

반도체	7
IT 부품/전기전자	16
반도체 소부장	25
2차전지	35
디스플레이	43
인터넷	55
게임	63

Part 2.

지주	71
은행	79
증권/보험	111
Mobility	146
조선	156
의류	181

Part 3.

제약/바이오	194
유틸리티/신재생	202
로보틱스	212
스몰캡	218

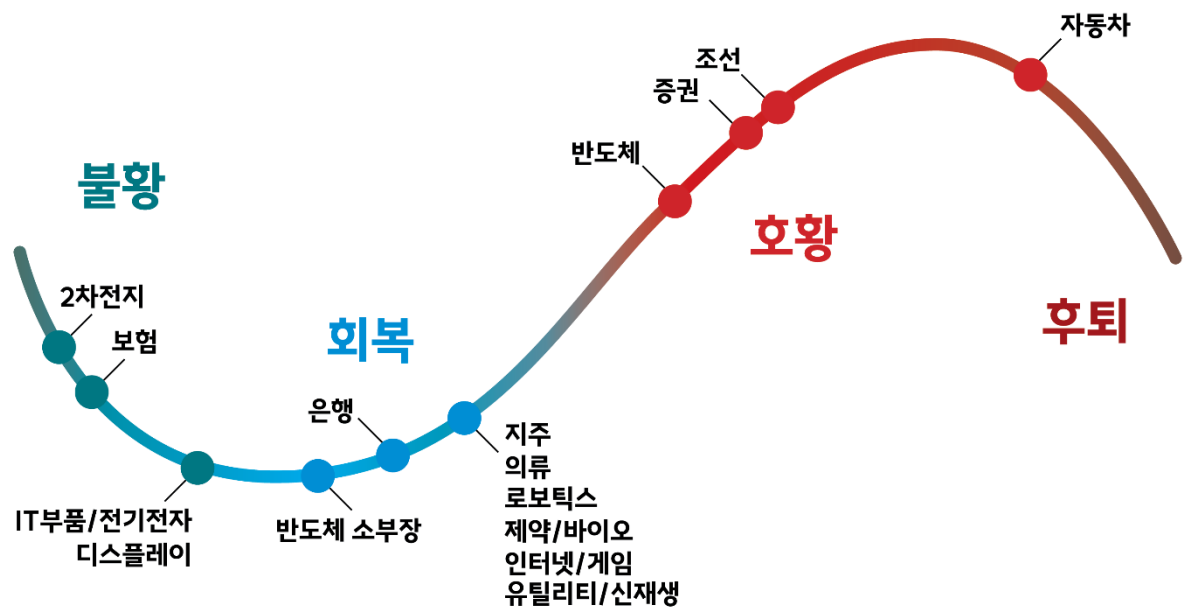
대형주 탐픽			
섹터	종목	시가총액 (십억원)	투자포인트
반도체	SK 하이닉스	143,344	- HBM4 12H에서도 경쟁력 증명하며 HBM 실적 차별화 포인트 재확인 예상 - HBM 업황 호조 속 M15X 생산 기여를 통한 2026년 거래선 확대 본격화 전망 - 경기 우려 완화 시 굳건한 펀더멘털 부각에 따른 높은 주가 탄력성 기대
	삼성전자	323,804	- 12MF P/B O.9X의 편안한 주가. DS 부문의 작은 성과로도 탄력적일 수 있음 - HBM 재설계의 점진적 성과 및 D5 비중 확대 통한 시장 대응력 상승 예상 - 경기 우려 완화 시 세트, 메모리 등 주요 사업부 전반의 실적 가시성 제고 전망
IT 부품/ 전기전자	삼성전기	8,874	- AI 및 자율주행, 전동화 트렌드에 대응 가능한 부품 포트폴리오 보유 - MLCC는 상대적으로 수급이 타이트한 부품, 초소형/고용량 MLCC는 공급사 제한적 - 자율주행, FCBGA, 유리기판, 실리콘 캐패시터 등 사업 추진 중
2차전지	삼성 SDI	11,215	- 2차전지 밸류체인 내 최초 수준으로 하락한 PBR 위치 - 상대적으로 낮은 해외 투하 자기자본 비중 - 기관 및 외국인들의 보유 비중 낮아진 상태
디스플레이	LG 디스플레이	4,095	- 하반기 북미 고객사 내 M/S 상승 및 물량 확대 전망. 높은 이익률 지속 - WOLED 60K 감가상각 종료에 따른 이익 추가 개선, 연간 턴어라운드 기대 - 25F BPS 기준 PBR 0.56 배
인터넷	네이버	29,026	- 하반기 쿠팡과의 제휴 서비스 출시 통해 신석식품 카테고리 강화로 커머스 플랫폼으로써의 경쟁력 제고될 것 - 발견/탐색 영역 강화로 안정적인 광고 매출의 성장에 더해 커머스 수수료 개편 효과 더해지며 전사 마진 점진적 개선 전망. 12MF P/E 13.2 배로 부담없는 수준, 매수 관점에서 접근 필요
게임	넷마블	4,418	- 리스크 요인이었던 PLC 관리에 대한 우려 해소. 기존 상위 게임들이 안정적인 매출 기반 다지고 있는 상황에서 2분기부터 신작들이 연속적으로 출시하며 양호한 매출 성장 전망 - 자체 IP 및 결제 시스템 활용으로 지급수수료 절감. 비용 효율화와 신작 출시 효과 맞물리며 점진적인 이익 개선 확인 가능할 것
지주	SK	9,976	- 25년 자회사 포트폴리오 리밸런싱을 통해 재무구조 크게 개선될 전망 - 전년 대비 주당 배당금 증가 가능성 높아 주가의 하방이 견고하며, 자회사 턴어라운드에 따른 실적 개선 전망
은행	KB 금융	38,054	- 은행/비은행 간 다각화된 사업 포트폴리오로 이익체력 측면의 안정성이 높음 - 높은 CET1 비율로 주주환원 확대 기대감 유효 - 환율 환경 개선에 따른 외국인 수급 개선 기대
증권	한국금융지주	5,378	- 금리 하락 예상 국면에서 적극적인 레버리지 활용을 통해 높은 이익 실현 가능할 전망 - IMA 등 신사업을 활용한 이익 확대 기대감 유효 - 정책적인 자본시장 활성화 정책에 따른 수혜 기대
보험	코리안리	1,767	- 보험업종 전반적인 불확실성으로 상대적인 매력 개선 - 신용등급 상승에 따라 성장 및 수익성 측면의 개선 기대감 유효 - 금융재보험 확대 등 추가적인 성장 동력에 대한 기대감 유효

Mobility	현대모비스	22,877	- 관세로 인한 차량 가격 상승은 신차 판매 둔화로 이어지고, AS 부품 사용 확대에 이어짐 - AS 부품도 관세 부과 대상이지만, 다품종 소액 제품으로 소비자 가격 전가 용이
	HL 만도	1,561	- 관세영향이 적은 테슬라, 포드에도 공급하고 있으며, 기본적으로는 관세는 완성차가 부담에 직접적이지는 않음 - 북미 EV 업체인 IDB2 공급 본격화로 성장 지속 전망
조선	HD 현대중공업	34,977	- 국내외 함정 프로젝트 수주 기대감과 더불어 미국 함정 시장 및 헌팅턴 잉걸스와의 공동건설을 통해 함정 모멘텀 상승에 따른 상승여력 충분하다는 판단 - 상선 부문의 공정개선 및 고선가 비중확대에 따른 점진적인 실적 개선과 함께 엔진기계사업부의 빠른 속도의 수주 및 이익 성장까지 더해지며 안정적인 성장 가능
	HD 현대미포	7,086	- 올해 P/C 조기투입 및 MGC 건조 비중 확대에 따른 실적 개선세 예상. - '26년부터 LNBV 건조 비중 확대되면서 이익 성장 이어갈 전망 - 미국 SHIPS Act 재발의 및 승인 기대감에 따라 전략상선단(SCF) 선종 특성상 국내 조선사 중 동사의 수혜강도 가장 강할 것으로 예상
의류	F&F	2,800	- 중국 및 내수 소비 부양 모멘텀으로 수급적으로 유리한 구간에 진입 - Discovery 하반기부터 본격적인 중국 출점 시작 - 중국 소비 회복 및 MLB 기준점 리뉴얼로 MLB 중국 위안화 기준 매출 성장 전망
제약/바이오	대웅제약	1,657	- 저평가 매력주, 고마진 품목의 성장으로 외형 성장과 수익성 개선 기대 - 중국 나보타 및 펙수클루(미란성 식도염 대상)의 중국 시판허가 기대 - 중국 나보타 시판 허가 임박에 따라 중국 기술 수출 계약도 기대 가능
유틸리티/ 신재생	한국전력	19,066	- 전기요금 인상 및 국제 에너지가격 하락으로 실적개선 기대되는 국면. - 25년 영업이익 13조 4,240억원(YoY +60.5%, OPM +13.8%)을 전망

중소형주 탐픽			
섹터	종목	시가총액 (십억원)	투자포인트
IT 부품/ 전기전자	이수페타시스	2,885	- MLB 기판은 가장 수급이 타이트한 부품, 공급부족 지속 및 미중분쟁 수혜 - 다중적층 기판 수율 개선 및 제품 믹스개선, 단가 인상으로 ASP 상승 지속 - 4 분기부터 5 공장 양산 돌입, 출하량 증가에 따른 외형성장 기대
	리노공업	3,045	- OnDevice AI 핵심 수혜, AP 집적도 증가에 따른 고객의 의존도 확대 - 신공장 증설 26년 11월, 27년부터 외형 성장 본격화 - 12MFWD P/E Band 역사적 하단 수준
IT 소부장	코미코	582	- 중국향 매출 급증, 세정/코팅의 Wuxi, 미코세라믹스의 세라믹 히터, 중국 자립화에 따른 수혜 - 미코세라믹스 중복 상장 우려도 해소
	덕산네오룩스	916	- 2분기 실적 회복 및 본업 성장 지속, 북미 고객사 신규 스마트폰용 소재 공급 시작, 샘플매출 확대에 이익률 개선, 폴더블 아이폰 등 모멘텀 요소도 실현 중 - 2분기 현대중공업터보기계 연결편입, 1) 북미 전력수요 상승, 2) 원전, 3) LNG 플랜트/선박 모두에 노출도 보유, 산업 내 경쟁력 부각
디스플레이	토비스	251	- 하반기 Capa 확장(연간 약 1,000억원) 및 고객사 추가(컨티넨탈), 기존 고객사의 물량 증가 예상, 상반기와 차별화된 실적 우상향 전망 - 수주잔고 대부분이 내연기관차로 전기차 캐즘에 대한 우려 제한적
	와이씨캠	229	- 하반기 흑자전환 예상, 글로벌 업체향 신규 제품(EUV 린스, Poly-Si 슬러리)와 주요 유리기판 고객사향 소재 3종(PR, Developer, Stripper) 매출 확대 예정 - 유리기판 기대감 및 고부가 포트폴리오 다변화에 따른 이익 상승 반영 필요
Mobility	한국단자	590	- 열배 커지는 자동차용 커넥터 시장 - 현대차 그룹에서 북미 OEM 등으로 고객사 확대 - 주주환원 강화: 26년까지 연결 당기순이익의 30% 주주환원
	우신시스템	132	- 안전벨트 부문이 북미향 물량 증가하고 안정화되면서, 24년 32억 적자에서 25년 61억 흑자로 턴어라운드 전망 - 25년 매출액 5,000억원, 영업이익 409억원으로 전년대비 이익성장 가능
조선	한국카본	1,077	- 작년초부터 중국향 SB 납품 시작했으며, 이번 추가 증설을 통해 중국향 납품 확대될 전망, 국내 조선사향 대비 높은 마진율 추정 - MDI 포함 주요 원자재 가격 안정화와 더불어 중국 R-PUF 까지 수주할 시 국내 조선향으로 제한됐던 Q의 상방 열리며 리레이팅 받을 것으로 예상
의류	삼성코퍼레이션	389	- 스노우피크 어패럴의 국내 시장 점유율이 하반기에 성장을 지속할 것 - 하반기에 중국 진출 본격화됨에 따라 밸류에이션 멀티플 리레이팅 받는 구간 - 총주주환원을 50% 예고해 업종 내에서 상대적으로 주주환원을 높음

제약/바이오	한미약품	3,696	- 경영 정상화로 실적 개선 기대감 존재 - 글로벌 비만 치료제 개발에 대한 관심 급증, 6월 ADA 학회 임상 1상 발표 기대
	리가켄바이오	4,049	- 연이은 글로벌 기술수출과 ADC의 핵심인 높은 Therapeutic Index(TI)로 글로벌 기술 경쟁력 입증 - 동사의 Lead Pipeline 인 LCB14(HER2 ADC), 25년 중국 조건부 허가 신청 기대 - 차세대 ADC로 기대되는 ISAC (Immune Stimulating ADC) 개발경쟁에 진입 - 가장 큰 항암시장인 NSCLC 타겟 Trop2 ADC LCB84 임상 2상 진입 기대
	에이비엘바이오	3,198	- BBB 셔틀 추가 기술이전 기대감 존재 - 사노피 기술이전한 ABL301 임상 1상 결과 발표 및 2상 진입 기대 - GSK 단기 마일스톤 유입 기대
	로보티즈	695	- 국내에서 레인보우로보틱스 다음으로 휴머노이드 플랫폼 AI Worker 출시 - 그룹에도 불구하고 높은 기술 내재화율을 바탕으로 향후 속도감 있는 사업 전개 예상 - 중앙아시아에 올해 휴머노이드 관제 센터, 생산 기지 구축 예상 - 현재 200대 수준으로 보이는 2026년 양산 가이드선 변화에 주목
스몰캡	지누스	387	- 가성비 소비 대표주자, 북미/유럽 등 소비자 선호도 높음 - 아마존 등 주요 고객사, 작년 재고 축소 마무리되고 신규 주문 증가 - 주력 공장인 인도네시아, 상대적으로 관세 부담 적어 - 작년 실시한 빅베스 효과, 올해 상반기 누적적으로 나타날 것
	솔트룩스	367	- B2G AI 플랫폼 사업 관련 reference 가장 탄탄한 기업 - 자체 LLM을 비롯한 인공지능 관련 기술력 보유 - 마케팅/세일즈/법률 등 다방면 활용가능한 에이전틱 AI 선두주자
	노머스	336	- 인적 리스크 없는, 확장성 있는 사업모델 - 엔터업계 공연 증가에 따른 수혜 - 엔터 핵심 미국 시장을 이해하는 사업자 - 중국 시장 리오프닝은 플러스
	네오팜	233	- 아토팜 출생아수 반등 수혜 - 제로이드 B2C 용 출시. 해외 시장도 타겟 - 스킨부스터 '힐로웨이브' 독점 공급 시작 - 3Q 중국인 국내 입국 관련 실적 기대
	에스엠씨지	107	- 플라스틱 규제, 고급화 트렌드 확산에 따른 구조적 성장 - 고객사 대중국 관세 부담에 따른 중국 생산 물량 한국 이전의 직접 수혜주 - 전형적인 장치산업으로서 2Q 영업레버리지 효과 본격화
	씨어스테크놀로지	195	- 모비케어, 핑크 도입병원 수 증가 및 상급종합병원 침투 본격화 - 2Q 모비케어 신규 4개국 진출로 해외 8개국 진출 완료 전망 - 의료진 부족 이슈, 병원 수익성 개선에 따른 핑크의 본격적 성장 기대

2025년 하반기 주요 섹터 업황 전망



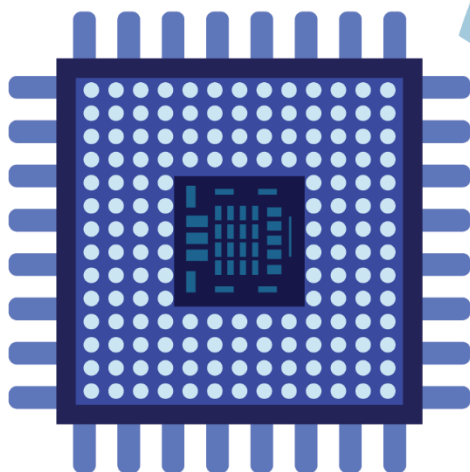
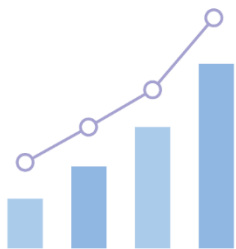
자료: SK 증권

반도체

하반기 전망

있어야 할 곳으로

반도체. 한동희



반도체 비중확대(유지)

있어야 할 그 곳으로

견조한 펀더멘털의 인정
AI 사이클을 기반으로 한 실적
차별화의 재점화 전망

2H25 반도체 업종에 대한 견조한 펀더멘털의 인정과 AI 사이클을 기반으로 한 실적 차별화의 재점화를 전망한다. 관세에 따른 수요 둔화는 AI 기반 B2B 수요보다는 하반기 B2C에서의 영향을 예상하나, 1Q25 말 DRAM 공급자 재고가 6 주 수준, Mainstream 화 되고 있는 D5 는 3 주 수준으로 타이트한 상황, HBM 강세에 따른 선단공정 제약 지속을 감안하면 D5 수급 여건은 지속 견조할 것으로 전망하기 때문이다. 견조한 펀더멘털의 기반이 되는 HBM 업황 호조 전망의 근거는 아래와 같다.

AI 는 거시경제 독립적,
투자 당위성 충분

1) AI CapEx 당위성 확인 국면: 경기 침체 우려에도 미국 빅테크들의 FY2025 CapEx 전망은 여전히 견조했고, AI 는 거시경제에 독립적임이 확인되었다. AI 인프라의 공급 부족은 CapEx 가 중장기 경쟁력 제고와 더불어 단기 실적 제고에도 유의미하다는 것을 의미하다는 점에서 투자에 대한 당위성을 갖는다고 판단한다.

삼성전자 HBM 재설계 인증과
무관하게 2025 년 공급 부족

2) HBM 의 타이트한 수급 여건 지속 전망: 시장은 2025 년 초과공급의 핵심이 삼성전자의 HBM3e 재설계 인증 여부로 인지하나, 결과와 상관없이 2025 년 공급에 미치는 영향은 제한적이며 SK 하이닉스를 제외한 업계의 HBM3e 12H 품질 및 공급 안정성에 대한 의구심은 여전하다. 2026 년 HBM4 12H TSV Via 급증 등에 따라 17~19% 수준의 Die penalty, 공정 난이도 급증으로 성능, 수율, 생산성 제고의 동시 달성 난이도 증가는 공급 제약 요소를 심화 시킬 것으로 전망한다.

ASIC 진영은 1 년 이상의
장기공급 계약으로 열세 보강

3) HBM 계약 장기화 및 HBM4 가격 프리미엄 사이클 전망: HBM 공급 부족 지속 국면에서 ASIC 진영은 엔비디아 대비 낮은 Buying power 를 1년 이상의 장기공급 계약으로 보완할 것으로 전망한다. 한편 HBM4 12H 는 대역폭 향상 등 성능 및 특성 제고를 위해 이전 세대 대비 TSV Via 급증 (Power, Signal, I/O 등), Logic die 적용 시작, 공정 난이도 급증, 낮은 경쟁 강도에 따른 높은 프리미엄이 예상된다.

SK 증권은 SK 하이닉스 최선희주 의견을 유지한다. HBM 경쟁력이 HBM4 12H 에서 재차 증명되고, M15X 을 통한 HBM 시장 대응력 확대는 ASIC 진영 등으로의 거래선 다변화로 이어지며 2026 년 실적 가시성을 가장 먼저 확보할 것으로 전망한다.

Analyst 한동희

donghee.han@sks.co.kr / 3773-8826

25년 상반기 리뷰: 펀더멘털보다 강했던 관세 우려

경기 침체 우려 앞에 무력했던 펀더멘털

1H25: 굳건한 펀더멘털 대비
심했던センチ먼트 부침

2025년 상반기 반도체 업종センチ먼트는 굳건한 펀더멘털 대비 부침이 심했다. 1Q25의 경우 작년 하반기에 제기된 메모리 업황 Peak-out 우려와 달리 HBM과 Commodity DRAM의 시너지를 통한 굳건한 펀더멘털을 증명이センチ먼트 회복을 견인했다. 1Q25 전통 비수기 및 재고 조정, HBM 출하 정체 전망으로 실적 기대치가 낮았으나, 삼성전자, SK하이닉스 모두 이를 상회하는 호실적을 기록했다.

SEC: DRAM 출하 확대,
GS25 출시효과
SKH: HBM3e 12H 수익성 제고

삼성전자는 HBM 재설계에 따른 출하량 급감에도 불구하고, D5 비중 확대를 통한 수익성 제고 노력과 실수요 중심의 D4 대응을 통한 출하량 확대로 DRAM 감익을 최소화했다. 여기에 GS25 출시 효과에 따른 MX 사업부 호조가 기대 이상의 실적을 견인했다. SK하이닉스의 경우 견조한 HBM 출하 지속 가운데, HBM3e 12H의 본격적인 출하 영향으로 DRAM 전체 수익성을 재차 제고시키며 시장 기대를 상회하는 실적을 시현했다. 논리는 상이하나 모두 견고한 펀더멘털을 증명한 것이다.

4월 이후 관세 우려에 대한
センチ먼트가 주가의 핵심 지표

다만, 주가는 4월 미국 정부의 상호관세 부과 발표 이후 크게 흔들리기 시작했다. 상호관세가 무역 보복에 대한 우려로 확산되며, 기존 B2C, B2B 수요 전망 전반에 대한 불확실성을 키웠기 때문이다. 경기 침체 우려 앞에 굳건한 펀더멘털 증명의 기반이 되어왔던 AI 사이클에 대한 신뢰 역시 시험대에 놓이며 펀더멘털보다는 관세 우려에 대한センチ먼트가 주가의 핵심 지표가 되었다. 현재 '우려 확산'에서 '완화'로의 단기 안정화 국면에 진입했으나 시장은 아직 확신하지 못하고 있는 상황이다.

ISM제조업 지수와 삼성전자, SK하이닉스 영업이익 및 합산 시가총액 추이



자료: Bloomberg, SK증권

25년 하반기 전망: 견고한 펀더멘털에 대한 인정, 차별화

AI CapEx 당위성 확인 국면

AI 사이클 지속 당위성 확인 필요

거시 경제에 대한 우려가 지속될 것이라는 보수적 가정하에 우리는 AI 사이클의 지속이라는 당위성을 확인해야 한다. AI 사이클은 2023년 이후 거시 경제의 부침에 독립적인 모습을 보여왔고 이번 메모리 사이클의 핵심은 AI를 기반으로 한 HBM 수요 강세, 이에 따른 Commodity DRAM 생산 능력 잠식이었기 때문이다.

미국 빅테크 CapEx 전망 견조

거시 경제에 우려 심화에도 불구하고, 미국 빅테크들의 FY2025 CapEx 전망은 여전히 견조 (Meta 상향, Alphabet/Microsoft/Amazon 유지)함이 확인되었다. 과거 거시 경제 둔화 국면에 투자 축소를 통해 수익성 제고에 집중했던 과거의 모습과 다르다는 점에서 여전히 AI 사이클은 거시 경제에 독립적인 모습이라고 판단한다.

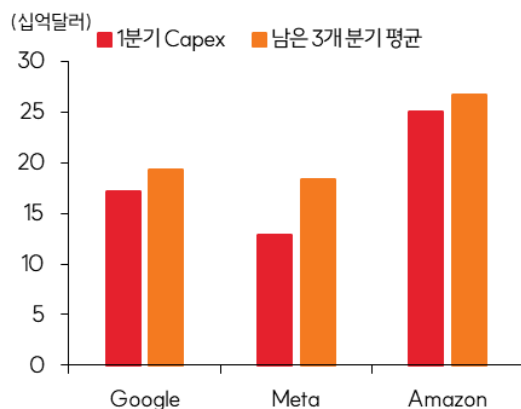
CapEx 명분 핵심은 AI 인프라 공급 부족

CapEx의 명분이 AI 인프라의 공급 부족이라는 점은 AI 투자가 중장기 경쟁력 제고뿐만 아니라, 단기 실적 제고에도 유의미하다는 것을 암시한다. 이는 그들의 AI 관련 사업부 (클라우드, 광고, 검색, 구독 등)의 매출액 성장률이 여전히 견조하다는 것에서 확인할 수 있으며, AI CapEx에 대한 당위성을 제공한다. 판단한다.

반도체 품목 관세 우려 제한적

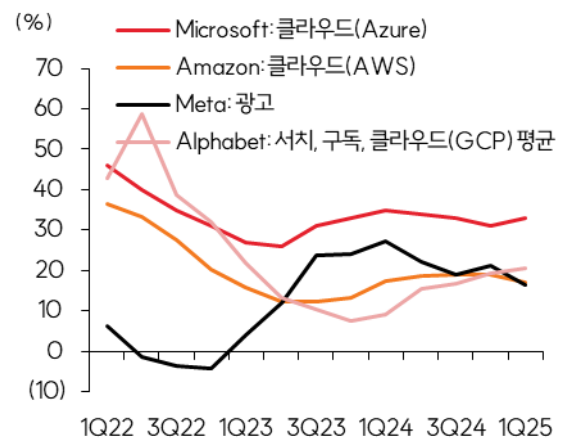
또한 엔비디아의 Blackwell 사이클의 본격화와 더불어 중국향 H2O에 대한 규제는 중국과의 AI 패권 경쟁에서 미국이 H/W의 차별적 이점을 누릴 수 있는 기회라는 점에서 반도체 품목 관세에 대한 우려 확산 가시성은 제한적일 것으로 전망한다. SK증권은 거시경제 대비 견조한 CapEx의 확인 지속에 무게를 둔다.

미국 주요 CSP들의 FY2025 CapEx 전망 및 잔여 분기 평균



자료: Bloomberg, SK증권

미국 주요 CSP들의 AI 관련 사업부 매출액 성장률 추이



자료: Bloomberg, SK증권

HBM의 타이트 한 수급 여건 지속 전망

HBM 세대 전환 지속, 공정
난이도 상승으로 공급 제약

SK 증권은 HBM의 수급여건이 지속 타이트 할 것으로 전망한다.

DRAM 3사 모두 HBM 증설을 지속 (4Q25 TSV Wafer input 기준 SK 하이닉스 150K, 삼성전자 150K, 마이크론 55K 전망)하고 있지만, HBM 세대 전환 지속에 따른 공정 난이도 상승은 HBM 성능, 수율, 생산성 제고라는 목표의 동시 달성을 점점 어렵게 만들고 있다. 또한 HBM은 고객사 인증 후 생산 능력과 수율이 고려된 장기공급계약 성격이므로 '생산능력=공급'의 Commodity 논리가 적용되지 않는다.

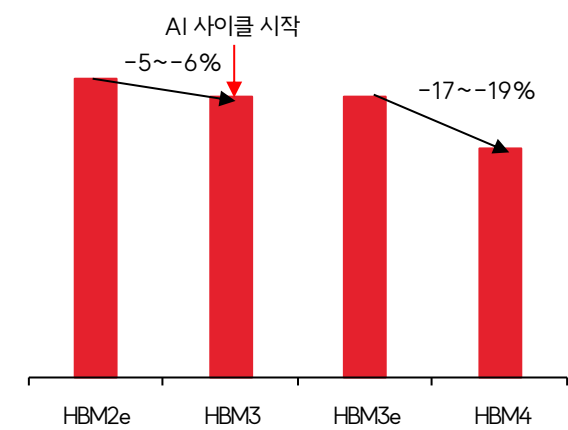
삼성전자의 HBM 인증이 2025년
공급에 미치는 영향 제한적

HBM 초과 공급의 시나리오에서 모든 생산 설비를 가동중인 SK 하이닉스와 마이크론을 제외하면 삼성전자의 HBM3e 재설계 제품의 인증 및 공급 시점, 공급량이 가장 중요한 요소이다. 다만, 2025년 주요 고객사의 HBM 수급 계획이 상당부분 달성되어 있는 것으로 판단된다는 점과 초기 계획대비 지연된 Blackwell 사이클에도 불구하고 예상보다 빠른 SK 하이닉스의 HBM3e 12H 출하 확대 속도 (2Q25 HBM3e 내 52%, 4Q25 93% 전망)를 감안하면, 삼성전자의 HBM3e 12H의 재설계 인증 여부가 2025년 공급에 미치는 영향은 제한적이다. SK 하이닉스를 제외한 업계의 HBM3e 12H 품질 및 공급 안정성에 대한 의구심은 여전하다고 판단한다.

HBM 공정난이도 증가로 수율
제고 어려움 지속, HBM4에서는
더 심화될 전망

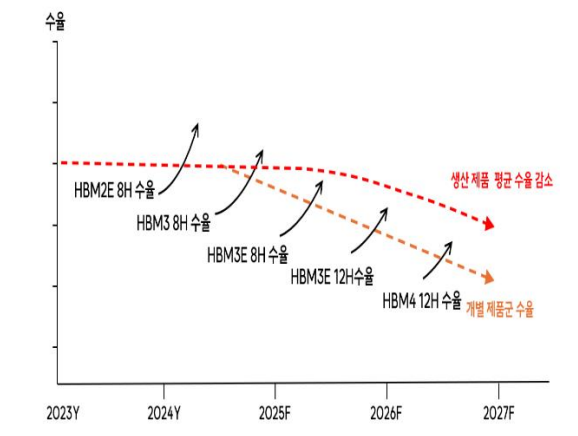
또한 업계 전반적으로 기존 HBM에 대한 수율 제고 성과에도 불구하고, 공정 난이도 상승에 따른 신규 제품 (HBM3e 12H 등)의 낮은 수율이 동반되고 있다는 점, 인증 난이도 상승, 2026년 HBM4에서의 TSV Via 급증에 따른 Die penalty (17~19% 예상) 등은 기존 대비 HBM 공급 증가율을 추가적으로 제한할 것으로 전망한다.

HBM 세대별 Core die penalty



자료: SK 증권 추정

HBM Tech transition에 따른 수율 체감의 법칙



자료: SK 증권

HBM 계약 장기화 및 HBM4 가격 프리미엄 사이클 전망

2Q25 말 공급자들의 2026 년향 HBM 계약에서 HBM4 에 대한 가격 프리미엄 차별화와 계약 장기화 사이클의 시작을 예상한다. 근거는 아래와 같다.

HBM4 프리미엄

1. Metal Layer 증가
2. Die Penalty
3. Logic Die
4. 공정 난이도 급증

HBM4 프리미엄: Metal layer 증가, Die penalty, Logic die 외주, 공정 난이도 급증
2026 년 HBM4 12H 는 HBM3e 12H 대비 Core die 용량 (24Gb) 및 단수 (12H) 가 같다는 점에서 Cube 자체의 용량 증가는 없다. 다만, HBM4 12H 는 대역폭 향상 등 성능 및 특성 제고에 초점이 맞춰져 있다는 점에서 이전 세대 대비 TSV Via 의 급증 (Power, Signal, I/O 등)이 불가피하며, 이에 따른 Die penalty 와 RDL (재배선), 마이크로범프, 전원 및 접지 요구 증가 등은 Metal layer 의 증가를 수반한다.

HBM4의 프리미엄은 업체간 실적 차별화의 핵심 요소가 될 것

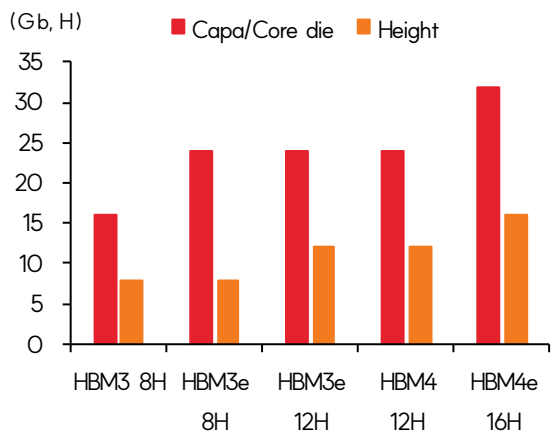
또한 기존 메모리 공정을 활용한 자체 생산 구조의 Base die (1a, 1b)를 Logic die (외주 및 자체생산)로 변경하면서 원가 증가가 불가피하며, 2Q25 계약 국면에서 HBM4 경쟁 강도는 높지 않으므로 HBM4 프리미엄은 이전 세대 대비 차별화 될 가능성이 높다고 판단한다. 이는 업체간 실적 차별화 요소가 될 것으로 전망한다.

1년 이상 장기공급 계약 가능성

HBM 계약 장기화: ASIC 진영에서의 1년 이상의 계약 가능성

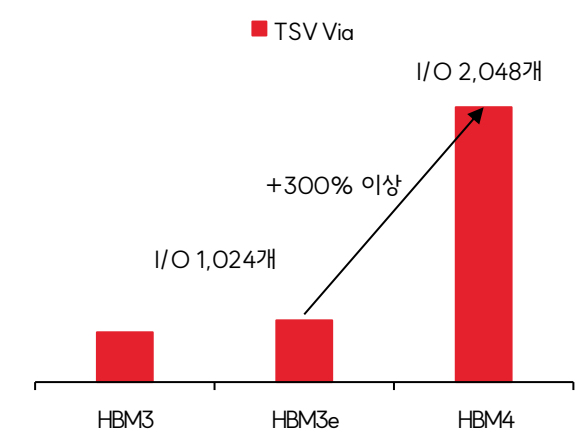
ASIC 진영에서의 HBM 계약은 1년 이상의 장기계약 가능성이 높다고 전망한다. HBM 공급 부족 지속 국면에서 안정적인 자체칩 기반의 시스템 구축에 대한 목표, 물량 관점에서 엔비디아 대비 낮은 Buying power 는 높은 가격을 지불해야 한다는 것을 의미한다. 이는 결국 1년 이상의 장기공급계약 제안을 통한 적정 가격의 협상 가능성을 암시한다고 판단한다. Specialty 로의 HBM 가치 상승은 진행형이다.

HBM 제품별 Cube 용량 구성 요소 비교



자료: SK 증권

HBM 제품별 TSV Via 수 추정



자료: SK 증권 추정

견조한 펀더멘탈에 대한 인정과 차별화 사이클 재점화

D5 공급자 재고 제한적, HBM 공급 부족 지속으로 D5 수급 지속

SK 증권은 2H25 반도체 업종에 대한 견조한 펀더멘탈의 인정과 AI 사이클을 기반으로 한 실적 차별화 사이클의 재점화를 전망한다. 관세 부과에 따른 수요 둔화는 AI 사이클 기반의 견조한 B2B 수요보다는 하반기 B2C에서의 영향을 예상하나, 1Q25 말 DRAM 공급자의 재고가 6 주 수준, HBM 증설 지속에 따른 생산 제약을 겪고 있는 D5는 3주 수준으로 타이트 한 상황이라는 점을 감안하면, D5에 대한 수급 여건은 하반기에도 견조할 것으로 전망하기 때문이다. HBM 역시 공급 부족 지속 국면이라는 점에서 시장 우려와 달리 DRAM 업황의 펀더멘탈 훼손이 아닌, 업체간 차별화 포인트가 더 강화되고 있는 국면이라고 판단한다.

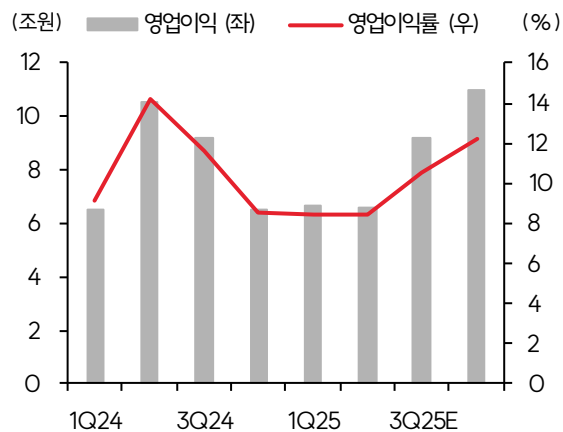
2026 년향 HBM 공급 계약을 통해 펀더멘탈 논리 강화 국면 전망

결국 AI 사이클 내 실적 차별화의 포인트는 여전히 HBM 이 될 것이다. 거시경제 우려로 훼손된 2026 년 전망 가시성은 2Q25 말 2026 년향 HBM 공급 계약을 통해 회복되기 시작하며, 펀더멘탈 논리의 강화 국면을 전망한다.

반도체 비중 확대 제시 SK 하이닉스 최선호

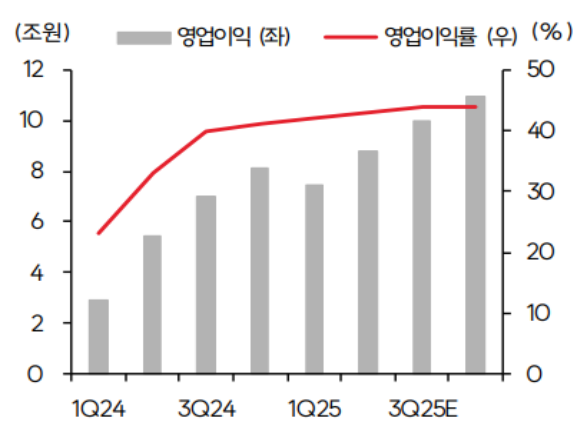
SK 증권은 반도체 업종에 대한 비중확대, 최선호주 SK 하이닉스 의견을 유지한다. HBM에 대한 기술 난이도는 점점 높아지는 가운데, HBM3e 12H 및 HBM4 12H 성능 및 신뢰성, 양산성 측면에서 여전히 가장 앞서 있다고 판단하기 때문이다. 이는 2026 년 HBM 계약에서도 물량과 가격 프리미엄 관점에서 여전히 유리하다는 것을 의미한다. 또한 2026 년 M15X을 활용한 시장 대응력 상승 (Fab process, 90K 추정)을 감안하면, 주요 고객사뿐 아니라 ASIC 진영으로의 다변화 역시 빠르게 진행되며, 실적의 질 역시 제고될 것으로 전망한다.

삼성전자 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: SK 증권 추정

삼성전자 (005930/KS)

편안한 주가. 아쉬운 모멘텀

편안한 주가. 다만 아쉬운 단기 모멘텀

SK 증권은 삼성전자의 12MF P/B 0.9X 수준의 현 주가는 역사적 P/B Band 하단의 편안한 수준이라고 판단한다. 다만 단기 실적 모멘텀의 부재가 이를 주목받지 못하게 만들고 있는 상황이다. AI 사이클 내 메모리 업종의 핵심은 HBM 과 Commodity DRAM의 시너지라는 점에서 HBM에서의 성과가 절실하다.

HBM3e의 재설계를 통한 시장 진입 본격화를 위해 절치부심 중이나, HBM 세대 전환 속도가 이를 기다려주지 않고 있다는 점에서 HBM3e 재설계 인증 여부가 단기 HBM 실적의 서프라이즈로 이어질 가능성도 제한적인 상황이다. 또한 2026 년향 HBM 계약을 앞두고 있는 시점에서 당장 성과를 보여야 한다는 부담 역시 상존한다. 한편, HBM 대비 거시경제에 밀접하게 연동되는 스마트폰, 디스플레이의 경우 경쟁이 점점 치열해지고 있으므로 계절성 이상의 성과 지속 여부는 거시경제만의 문제는 아니다. 경기에 대한 고민 앞에 IT 산업 그 자체인 삼성전자의 P/B Band 하단 주가는 모멘텀이 부재한 방어주로의 면모만 부각되는 국면이 지속되고 있다고 판단한다.

성과를 보여준다면, AI 사이클은 삼성전자에 최적의 환경

AI 사이클은 삼성전자에 최적의 환경이다. 선단 파운드리 시장 내 TSMC의 독주체제, HBM 시장 내 경쟁사의 높은 지위 지속을 감안하면 고객사에게 삼성전자는 거래선 다변화를 위한 제 1 옵션이며, 다가올 AI 디바이스 사이클에서의 높은 제조 역량 또한 중요한 포인트가 될 수 있다고 판단하기 때문이다. 12MF P/B 0.9X 수준의 현 주가는 시장의 기대치가 충분히 낮아져 있음을 의미하므로 경기 우려 안정화 또는 작은 성과에도 주가는 탄력적일 수 있다. 나아지고 있다는 것만 증명하면 충분하다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	279,605	302,231	258,935	300,871	333,261	349,924
영업이익	십억원	51,634	43,377	6,567	32,726	33,196	47,240
순이익(지배주주)	십억원	39,244	54,730	14,473	33,621	28,609	38,629
EPS	원	5,777	8,057	2,131	4,950	4,247	5,735
PER	배	13.6	6.9	36.8	10.7	12.9	9.5
PBR	배	1.8	1.1	1.5	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	5.0	3.4	10.0	3.6	4.1	3.4
ROE	%	13.9	17.1	4.1	9.0	7.1	9.1

SK 하이닉스 (000660/KS)

여전히 1등

HBM 경쟁력 지속 증명 중

SK 증권은 SK 하이닉스의 HBM 시장 내 경쟁력이 지속 증명되고 있다고 판단한다. 2023 년 AI 사이클 시작에서의 HBM3 8H 부터 2025 년 HBM3e 12H 까지 시장 내 가장 높은 가격 프리미엄과 상대 수출, 생산성 우위를 기반으로 점유율, 수익성 측면에서 B2C 수요의 부진을 이겨내는 차별화 된 실적을 증명하고 있다. 2026 년 HBM4 12H 시장 개화 국면에서 역시 선도 지위를 재차 증명할 것으로 전망한다. 이는 2026 년향 HBM 공급 계약이 마무리 될 2Q25 말부터 확인되기 시작할 것으로 예상되며, M15X 을 활용한 시장 대응 능력 상승은 주력고객사 외 ASIC 진영으로의 거래선 확장 본격화에 따른 실적 안정성에 대한 가시성을 높일 것으로 전망한다.

2025 년 분기 실적 상승 사이클 지속 전망

2025 년 분기 실적 상승 사이클이 지속을 전망한다. HBM 출하량이 2Q25 부터 재차 반등을 시작하는 가운데, HBM3e 내 HBM3e 12H 비중은 2Q25 Cross-over 이후 4Q25 93%까지 확대되며 HBM Blended ASP 상승을 견인, 업계의 제한적인 D5 재고 (3 주 수준)를 감안하면, HBM 생산능력 증가에 따른 선단공정 제약 지속은 D5 수급을 견조하게 지속시킬 가능성이 높다고 판단하기 때문이다.

펀더멘탈에 대한 인정 필요. 최선희주 유지

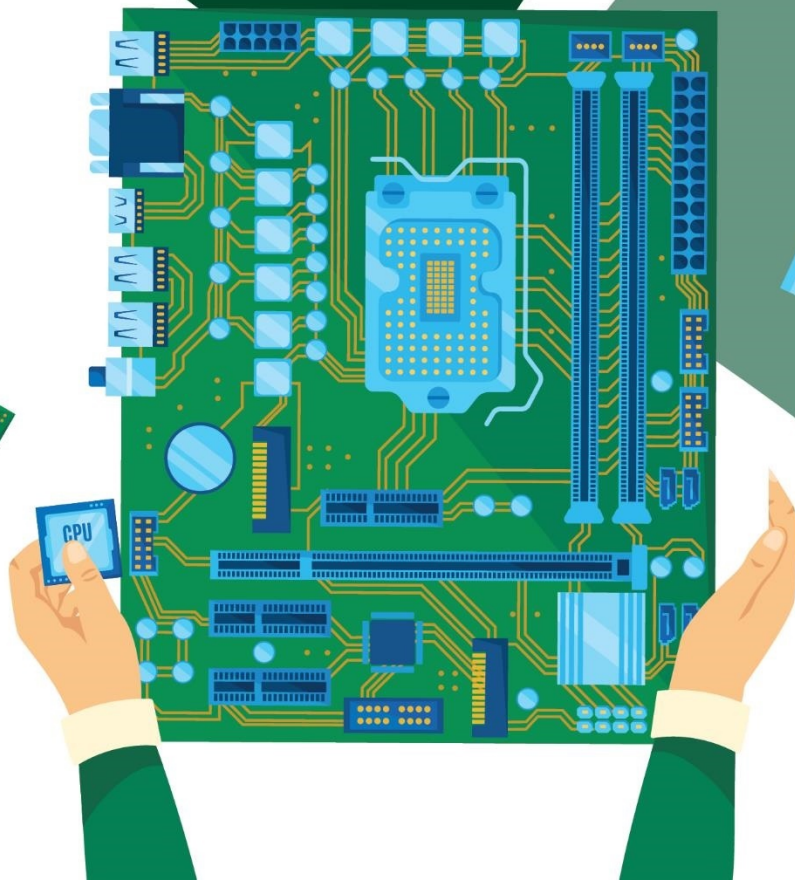
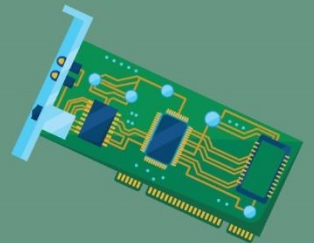
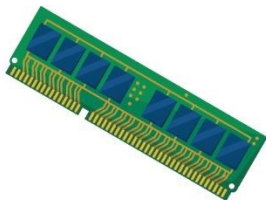
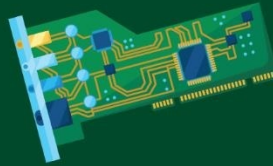
SK 증권은 HBM-Commodity DRAM 의 시너지가 여전히 견고하다고 판단한다. 시장 논리는 업황의 Peak-out 우려가 아닌 관세에 따른 불확실성이다. 이는 거시 경제에 대한 우려 안정화 시 펀더멘탈 반영 사이클의 시작을 암시하며, 해당 국면에서 SK 하이닉스의 높은 주가 탄력성은 매우 가시적이다. 최선희주 의견을 유지한다.

영업실적 및 투자지표							
구분	단위	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	42,998	44,622	32,766	66,193	85,616	100,170
영업이익	십억원	12,410	6,809	-7,730	23,467	37,141	44,075
순이익(지배주주)	십억원	9,602	2,230	-9,112	19,789	28,182	33,755
EPS	원	13,190	3,063	-12,517	27,182	38,712	46,366
PER	배	9.9	24.5	-11.3	6.4	5.1	4.2
PBR	배	1.5	0.8	1.8	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	배	4.6	3.5	21.5	3.9	2.7	2.0
ROE	%	16.8	3.6	-15.6	31.1	32.3	28.9

IT부품/전기전자 하반기 전망

AI vs 관세전쟁 쇼티지 부품 주목

IT부품/전기전자. 박형우



IT 부품/전기전자 비중확대(유지)

AI와 관세전쟁 속, 쇼티지 부품이 가장 명확한 기회다

25년 상반기 리뷰: 불확실성에 재고 축적 의심

< 2025년 상반기 리뷰 >
 - 예상보다 견조했던 1분기
 - 하반기 불확실성을 대비한
 선제적 재고축적 의심

표면적으로는 견조한 1분기를 기록했으나 향후 부담으로 작용할 가능성이 있다. ① 하반기 관세 불확실성을 감안한 선제적 재고 축적 가능성이 제기된다. 북미 세트 셀스루(유통채널 판매) 동향과 2분기 부품 주문, IT 유통사들의 재고 등을 감안하면 규모 차이는 있으나, 전반적으로 재고 비축이 추측되기 때문이다. ② 중국의 이구환신 부양책에도 불구하고, 한국 부품사들은 제한적인 수혜에 그친 것으로 평가된다.

25년 하반기 전망: 실적추정치 하향조정 부담

<2025년 전망>
 ① 관세 피해 불확실성
 ② 미중분쟁 반사수혜 분야
 ③ 하반기에도 AI: 쇼티지 부품

미국의 추가 관세로 인한 피해가 예상된다. ① 상반기의 선제적인 재고 축적이 부담으로 작용한다. 일부 기업들에서 재고전략 변화가 확인된다. ② 관세 피해 규모를 정량화 하기 어렵다. 관세율의 변동 범위가 예측 가능 수준을 초과하기 때문이다.

미중분쟁 심화에 따른 반사수혜 가능성에 주목할 필요가 있다. 다수의 한국 IT 하드웨어 기업들이 중국 업체들과 직접 경쟁하는 제품군을 보유하고 있기 때문이다. 주요 밸류체인에서 미국발 탈중국화 기조가 확인된다. 향후 미중 간 갈등이 심화될 경우, 기술적 차별화를 갖춘 국내 기업들이 중국의 대안으로 부상할 가능성이 높다.

하반기에는 레거시 디바이스 및 커머리티 부품군의 수요 반등을 기대하기 어렵다. 이에 따라, 성장성이 유효한 AI 분야와 관련된 기업들에 주목할 필요가 있다. 보다 구체적으로는, 공급 부족(쇼티지) 혹은 높은 가동률을 나타내는 부품군이 해답이다. 대표적인 기업은 이수페타시스, 두산전자, 삼성전기다.

Analyst 박형우

hyungwou@sk.com / 3773-9035

25년 상반기 리뷰: 불확실성에 재고 축적 의심

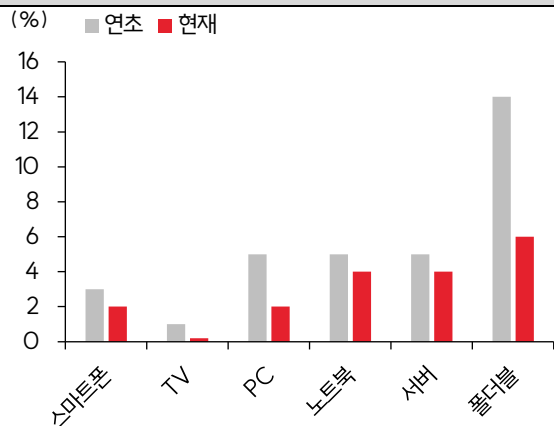
견조한 실적, 그러나 커지는 우려

< 2025년 상반기 리뷰 >

- 예상보다 견조했던 1분기
- 하반기를 불확실성을 대비한 선제적 재고축적 의심

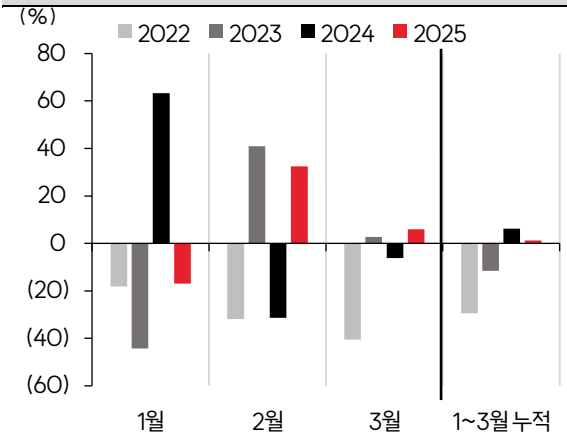
표면적으로는 견조한 1 분기를 기록했으나 향후 부담으로 작용할 가능성이 있다. 상저하고 우려와 달리 기업들은 1 분기에 매출액이 컨센서스를 상회했고, 영업이익은 부합 수준이었다. 그러나 ① 하반기 관세 불확실성을 감안한 선제적 재고 축적 가능성이 제기된다. 애플 밸류체인과 전자부품 기업들에서는 비수기임에도 전방의 재고 축적 동향이 감지된다. 삼성 갤럭시 및 TV, 가전 체인에서는 재고 축적은 없었다고 밝히고 있다. 그러나 북미 스마트폰 셀스루(유통채널 판매) 동향과 2 분기 부품 주문, IT 유통사들의 재고 등을 감안하면 규모 차이는 있으나, 전반적으로 재고 비축이 이루어진 것으로 판단된다. ② 중국의 이구환신 부양책에도 불구하고, 한국 부품사들은 제한적인 수혜에 그친 것으로 평가된다.

2025년, 세트별 YoY 판매량 증감률 전망치 하향



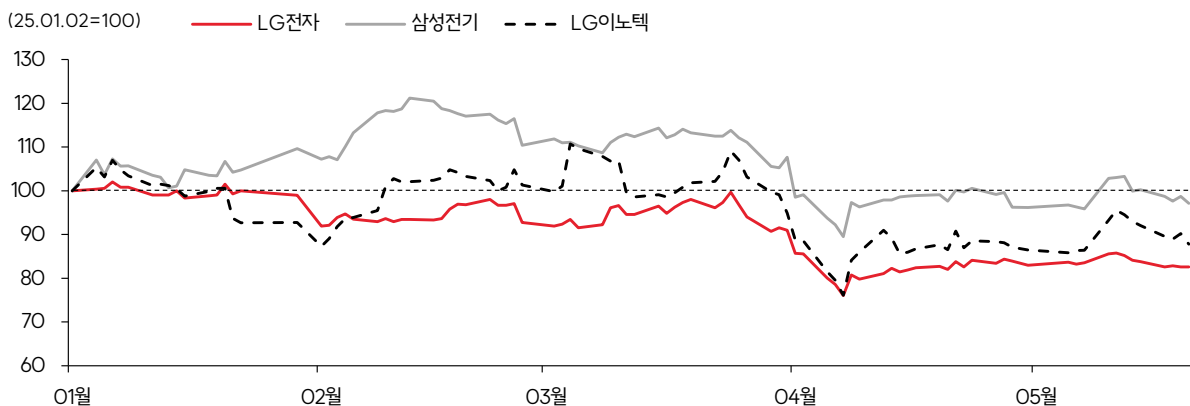
자료: 산업 자료, SK 증권

중국 스마트폰 출하량 YoY 변동률



자료: CAICT, SK 증권

2025년 상반기 전기전자 대형주 주가 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

25년 하반기 전망: 실적추정치 하향조정 부담

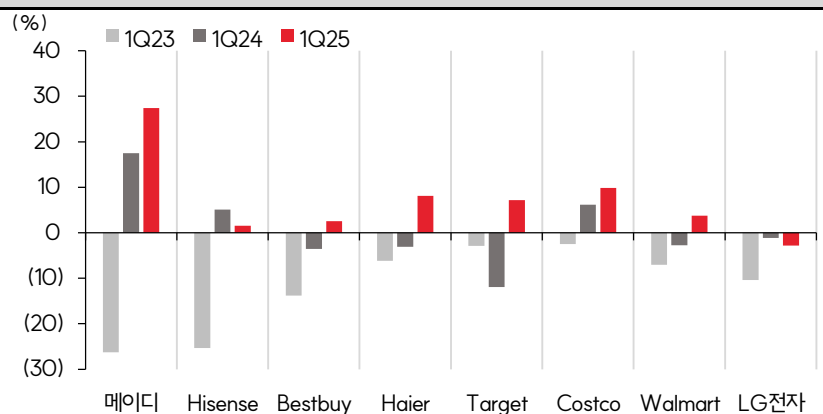
1) 관세 피해 불확실성

<하반기 관세 불확실성>

- ① 일부 세트, 유통사들의
재고 전략변화
- ② 예측 가능수준을 초과하는
관세율 변동 범위

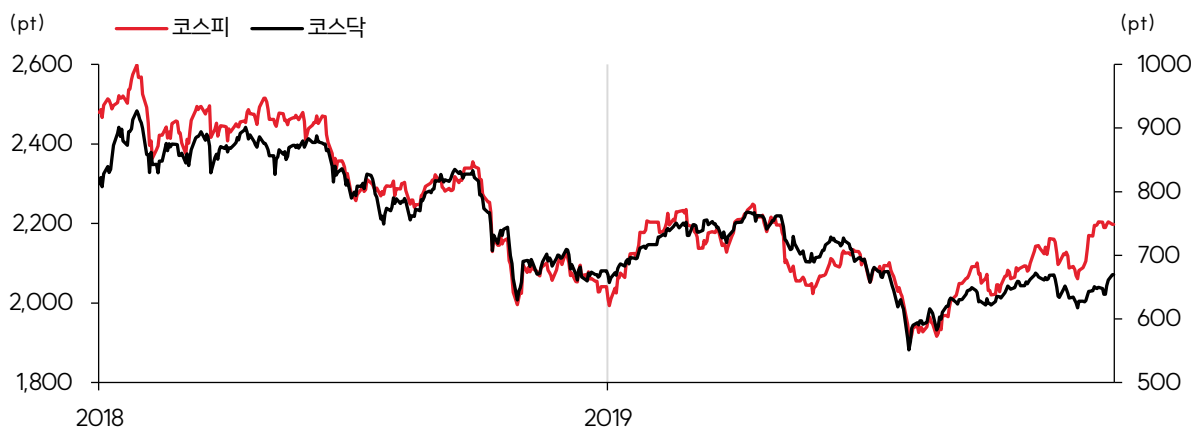
미국의 추가 관세로 인한 피해가 예상된다. ① 상반기의 선제적인 재고 축적은 부담으로 작용한다. 우려했던 대규모 리스탁킹까지는 아니지만 IT 산업 내 주요 세트, 유통사들에서는 재고전략 변화가 확인된다. 팬데믹 시기에 높아졌던 재고 수준은 지난 2~3년간 점진적으로 축소되었으나, 최근 1분기에는 주요 세트 및 유통사 중심으로 재고 축적이 재개된 것으로 파악된다. ② 관세 피해 규모를 정량화 하기 어렵다. 미국으로 수출되는 제품의 품목별/지역별 관세율을 예측하기 어렵고, 관세율의 변동 범위가 예측 가능 수준을 초과하고 있기 때문이다. 향후 미국은 추가적인 수요 위축이 가능하다. 관련 기업들의 하반기 실적은 추정 대비 하회할 가능성이 높다.

IT 주요 세트, 유통사 YoY 재고증감률 (1Q25 기준)



자료: Bloomberg, SK 증권

코스피 주가 추이 : 트럼프 1기 행정부 무역분쟁 영향



자료: SK 증권

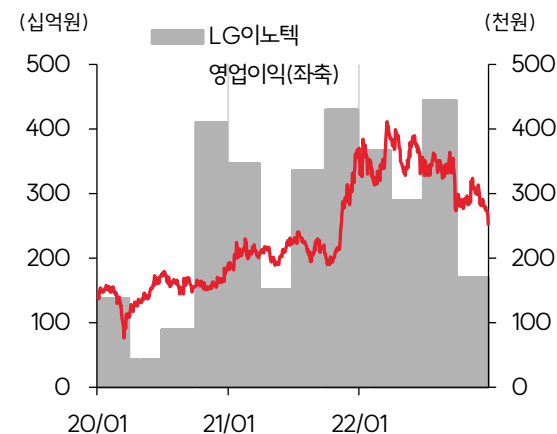
2) 미중분쟁 반사수혜에서 기회 찾아야

<미중분쟁 반사이익 기회 찾기>

최근 미중 간 관세 협상
국면에서도 주요 밸류체인에서
탈중국 기조 지속 확인

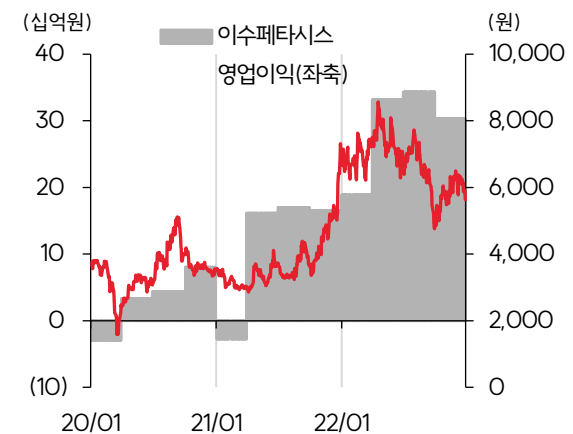
관세 우려를 제외하더라도 수요 회복에 대한 전망은 제한적이다. 오히려 미중분쟁 심화에 따른 반사수혜 가능성에 주목할 필요가 있다. 한국 IT 부품 산업은 2019 년 트럼프 행정부의 탈중국 제재 당시에도 반사이익을 경험한 바 있다. 이는 다수의 한국 IT 하드웨어 기업들이 중국 업체들과 직접 경쟁하는 제품군을 보유하고 있기 때문이다. 트럼프 행정부 1기 시절부터 반사수혜를 입은 대표적 품목은 장비용 기판인 MLB(Multi-Layer Board)였다. 최근 미중 간 관세 협상 국면에서도 애플, 부품, 2차전지 등 주요 밸류체인에서는 미국발 탈중국화 기조가 여전히 이어지고 있다. 향후 미중 갈등이 심화될 경우, 기술적 차별화를 갖춘 국내 기업들이 중국의 대안으로 부상할 가능성이 높다.

LG 이노텍, 영업이익 vs 주가추이



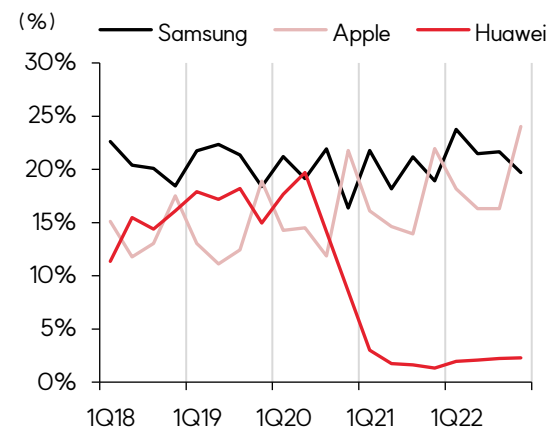
자료: QuantiWise, SK 증권

이수페타시스, 영업이익 vs 주가추이



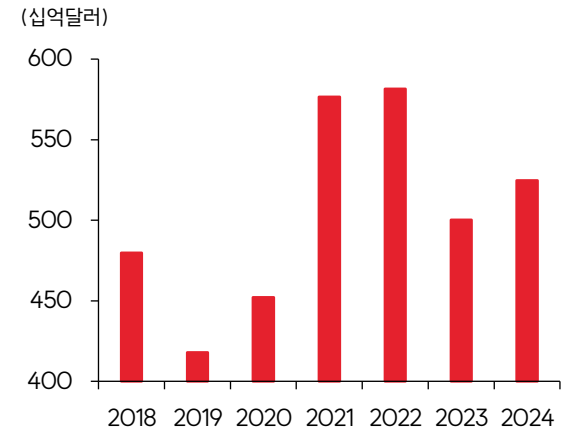
자료: QuantiWise, SK 증권

스마트폰 시장 점유율



자료: Technisights, SK 증권

중국의 대미 수출



자료: Bloomberg, SK 증권

3) 하반기에도 AI가 답이다 : 쇼티지 부품군 주목

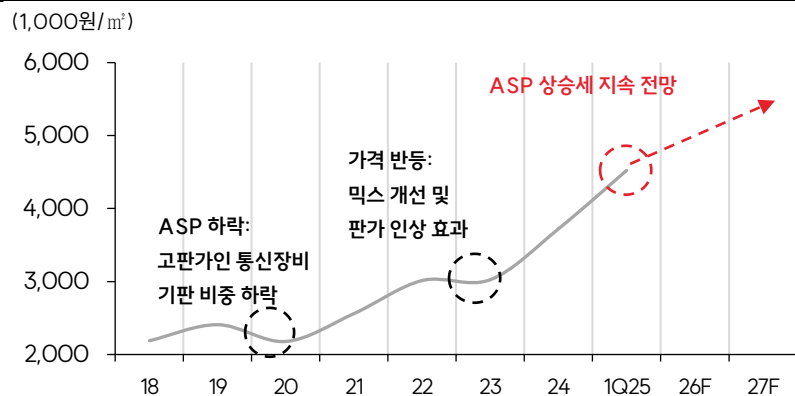
<AI 쇼티지 부품군>

- 이수페타
- 두산전자
- 삼성전기

하반기에는 레거시 디바이스 및 커머리티 부품군의 수요 반등을 기대하기 어렵다. 이에 따라, 성장성이 유효한 AI 분야와 관련된 기업들에 주목할 필요가 있다. 보다 구체적으로는, 공급 부족(쇼티지) 혹은 높은 가동률을 나타내는 부품군이 해답이다. 대표적인 기업은 이수페타시스, 두산전자, 삼성전기다.

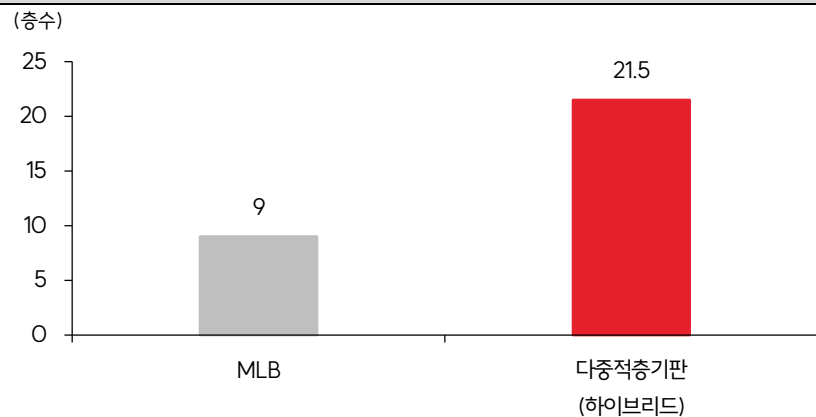
① 이수페타시스는 서버 및 네트워크 장비용 MLB(다층기판)을 생산하며, 현재 공급 부족 국면의 수혜를 받고 있다. 고객사 수요가 생산 능력을 상회하고 있어, 판가 및 수익성 개선 흐름이 당분간 지속될 가능성이 높다.

이수페타시스, ASP 추이 및 전망



자료: Dart, SK 증권

이수페타시스, 기판별 공정 수 차이



자료: SK 증권

② 두산(두산전자)은 MLB 기판의 상위 소재인 CCL(동박적층판)을 공급하며, 이 수페타시스의 후행 투자 사이클에 따라 쇼티지 가능성이 부각된다. 다만 경쟁사들의 가동률 상승세가 뚜렷하며, 일부 일본 업체는 네트워크용 CCL 에서 수요가 공급을 초과한 것으로 파악된다. 이는 공급 부족의 전조로 해석될 수 있다.

③ 삼성전기는 전기전자 대형주 중 AI 관련 매출 비중이 가장 높으며, 고부가 MLCC, 실리콘 캐패시터, 패키징 서브셋, 유리기판, 자율주행 카메라 등 AI 관련 신사업을 적극적으로 육성 중이다.

MLB 기판 밸류체인

동박	CCL	MLB	고객사
- 롯데에너지머티 - SKC넥실리스 - 솔루스첨단소재 - 왓슨 - 더푸 ...	- 두산전자 - EMC - Panasonic - TUC ...	- 이수페타시스 - GCE - TTM - WUS - 대덕전자 ...	- Nvidia - Amazon - Google - Meta - Arista - Cisco - Juniper ...

자료: SK 증권

Top Picks: 이수페타시스 & 삼성전기

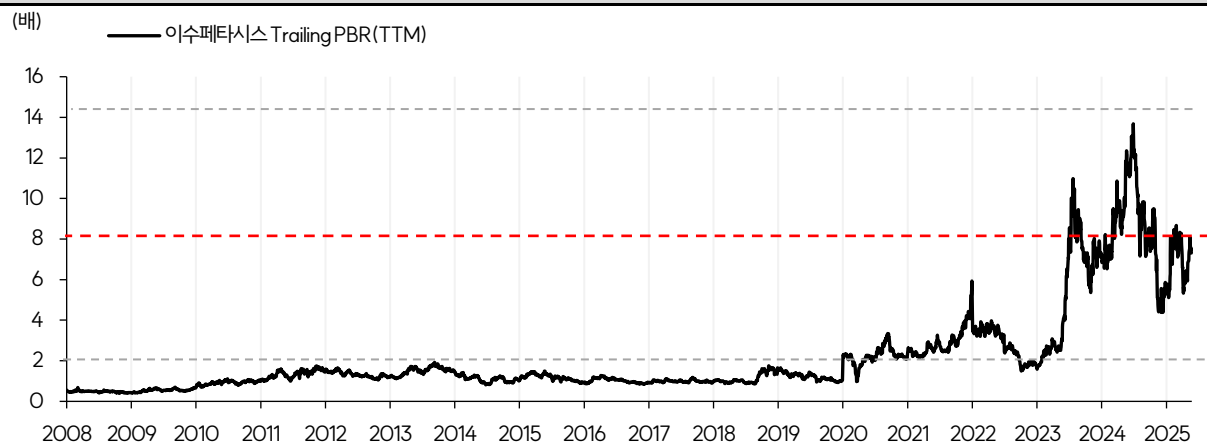
이수페타시스: ASP 상승 사이클

- ① 쇼티지 부품
- ② 다중적층으로 업그레이드
- ③ ASP 상승 > OPM 상승 예상

주력 제품인 MLB(다층기판)는 현재 가장 수급이 타이트한 부품 중 하나다. 최대 강점은 다변화된 고객사 구조로, 글로벌 빅테크 대부분을 고객사로 확보하고 있다. MLB에 이어 다중적층기판(MLB+HDI 등 하이브리드 기판)도 공급 부족이 지속되고 있으며, 특히 향후 다중적층 전환이 본격화되면 수혜 강도는 더욱 확대될 전망이다. 이에 따라 동사의 적정 수익성에 대한 시장의 눈높이도 상향 조정이 필요하다.

①다중적층기판의 수율 개선이 지속되고 있다. 해당 제품은 기존 MLB 대비 예상 수익성이 약 두 배에 달한다. 관련 매출 비중은 올해 4 분기를 기점으로 '26년까지 점진적으로 확대될 것으로 보인다. ②제품 업그레이드, 제품 믹스 개선, 단가 인상 등 복합 요인에 따라 ASP(평균판매단가) 상승이 지속될 전망이다. ③오는 4 분기부터는 제 5 공장 Phase 1의 양산이 시작된다. 이에 따른 출하량 증가가 기대된다.

이수페타시스, Trailing PBR(TTM) 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

영업실적 및 투자지표							
구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	643	675	837	1,063	1,215	1,310
영업이익	십억원	117	62	102	201	251	290
순이익(지배주주)	십억원	102	48	74	161	206	245
EPS	원	1,513	719	1,116	2,190	2,807	3,342
PER	배	3.6	39.8	23.8	17.9	14.0	11.8
PBR	배	1.6	7.1	5.4	6.0	4.3	3.2
EV/EBITDA	배	3.9	26.4	15.1	13.0	10.1	8.2
ROE	%	58.9	19.5	24.9	39.9	35.7	31.0

삼성전기: AI 부품주로 발돋움

<AI 부품주>

- ① MLCC
- ② 자율주행/ADAS 카메라
- ③ FCBGA
- ④ 실리콘 캐패시터
- ⑤ 유리기판

범용 IT 제품의 수요 회복은 여전히 지연되고 있다. 그럼에도 불구하고, 전기전자 대형주 중 가장 두드러진다. AI 및 자율주행·전동화 트렌드에 대응 가능한 부품 포트폴리오를 보유하고 있으며, MLCC의 경우 상대적으로 수급이 타이트한 상황이다.

① MLCC: AI 가속기 및 자율주행/전동화 확산에 따른 신규 수요가 견조하다. AI 서버 및 자율주행차에서는 MLCC 채용량이 기하급수적으로 증가하고 있으며, 초소형, 고용량 MLCC를 안정적으로 공급할 수 있는 기업은 극소수에 불과하다.

② 자율주행/ADAS 카메라: 북미, 중국, 유럽의 주요 완성차 OEM 고객사를 확보하고 있으며, 글로벌 수요 확대에 직접적으로 노출돼 있다.

③ FCBGA: 고객군이 기존 반도체 기업에서 플랫폼 및 서버 기업으로 확대된다.

④ 실리콘 캐패시터: IT 기기의 고집적화 및 고성능화 흐름에 따라 수동소자 영역에서도 기술 전환이 진행 중이다.

⑤ 유리기판: 발열 관리 및 설계 고도화를 위한 패키징 소재 업그레이드가 요구되고 있으며, 그룹사와의 협업을 통해 개발을 본격 추진 중이다

삼성전기, Trailing PBR(TTM) 추이



자료: Quantwise, SK 증권

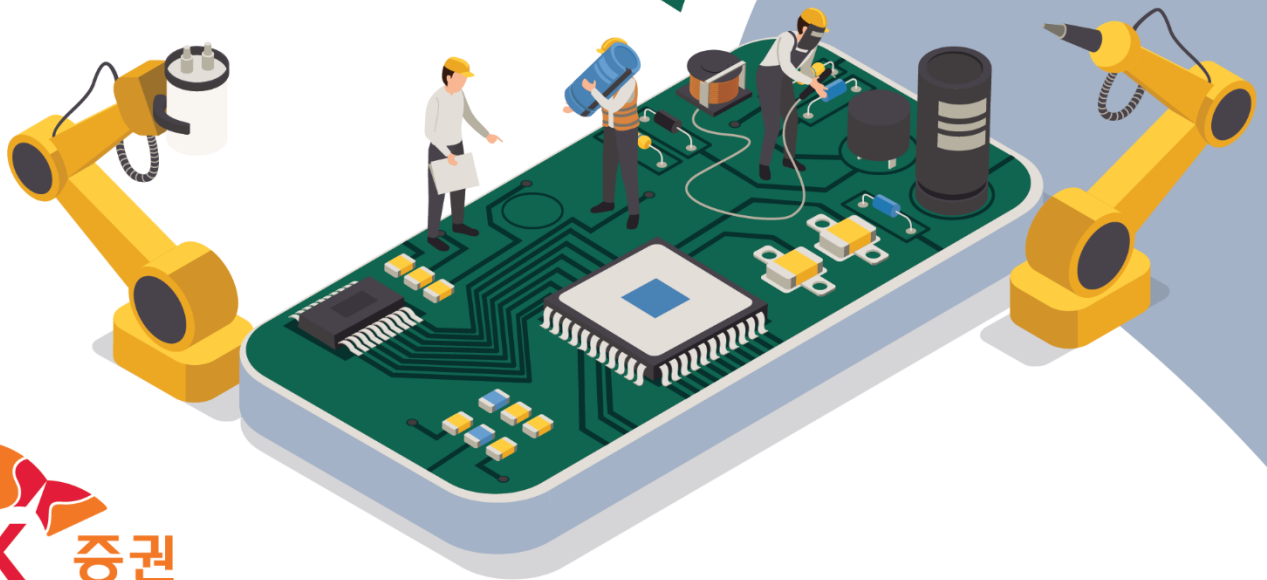
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	9,425	8,892	10,294	10,967	11,707	12,041
영업이익	십억원	1,183	661	735	871	1,076	1,235
순이익(지배주주)	십억원	981	423	679	671	837	965
EPS	원	13,012	5,797	8,258	8,641	10,792	12,430
PER	배	10.0	26.4	15.0	13.7	11.0	9.6
PBR	배	1.3	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	4.8	7.8	5.9	4.9	4.1	3.5
ROE	%	13.8	5.5	8.2	7.4	8.7	9.2

반도체 소부장 하반기 전망

AI와 Commodity의 간극

반도체 소부장. 이동주



반도체 소부장 비중확대(유지)

AI와 Commodity의 간극

24년 리뷰: 스쳐지나간 반짝임

상반기 반도체 소부장의 반짝임은 그리 길지 못했다. 1) 중국 이구환신 효과 2) 관세 우려에 따른 Pull-in 수요 3) 낙폭 과대에도 불구하고 주가는 연초 수준으로 되돌림이 나타났다. 구매력이 상당히 떨어져 실수요가 위축되어 있고 pull-in으로 인해 하반기에 대한 수요 불확실성이 오히려 커졌기 때문이다.

25년 전망: 같이 맞은 때,
기다려도 AI 후공정

문제는 매크로 불확실성이 Commodity를 넘어 AI까지 번지고 있다는 점이다. AI 역시 CSP의 효율적인 자원 배분으로 투자의 속도 조절이 2026년부터 나타날 가능성이 있다. 다만 관세라는 이벤트로 AI 관련 후공정 업체들은 올해에 대한 호황 국면을 주가에 전혀 반영하지 못했다. 2026년에 대한 AI View가 관련 업체의 주가 추세를 결정하게 될 중요한 기준점은 분명하나 전공정과 같은 위치에 있다는 점은 쉽게 동의하기 힘들다. 단기적인 주가 레벨업을 기대하는 이유이며 그 트리거가 될 이벤트로는 1) 2Q25 중 2026년 HBM 물량 계약 확정과 2) 삼성전자의 12단 진입이다.

보수적인 접근의 전공정
대안은 1) NAND 2) 중국

전공정은 Commodity 수요에 민감하다. 다행히도 부품/세트 재고 수준이 완화된 후반기에 완만한 회복을 예상한다. 하지만 pull-in 효과로 하반기의 출발이 예상보다 좋지 못할 것으로 보이며 관세라는 불확실성이 여전히 크게 자리잡고 있다. 보수적인 접근을 권고한다.

전공정 내에서의 대안은 1) NAND 전환 투자와 2) 중국 칩 메이커 가동 램프업 2가지로 요약된다. NAND의 감산 기조는 상반기까지 유효한데 이를 계기로 제조사는 전환 투자에 적극적이다. 100단대의 시장 비중이 여전히 69%인 점을 고려하면 올해 전환 투자는 더욱 활발해 질 것으로 보인다. 중국의 칩 메이커는 지난 3년간 대규모 투자를 진행했는데 올해부터는 투자 분들의 본격적인 가동이 시작된다. 중국 칩 메이커향으로 소재/부품을 공급할 수 있는 업체의 실적이 올해 견고할 전망이다.

Analyst 이동주

natelee@sks.co.kr / 3773-9026

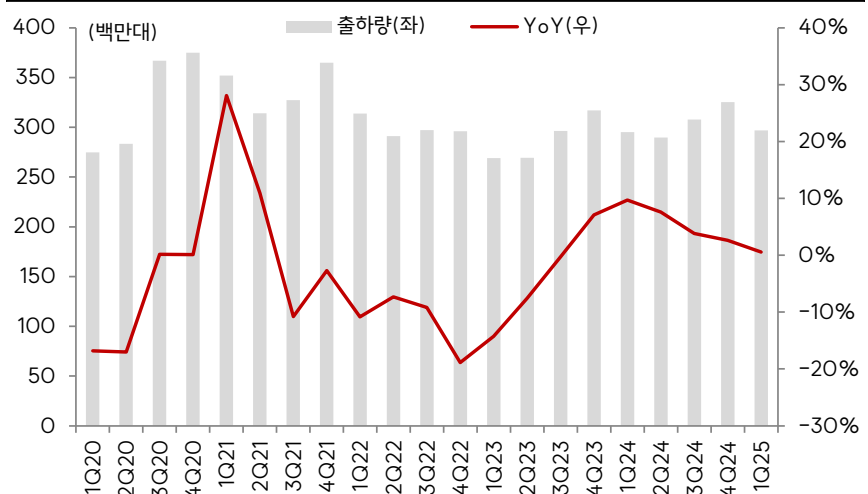
25년 상반기 리뷰: 오래가지 못했던 반짝임

반짝였던 Sell-in, 체감하기엔 짧았던 효과

연초 이후 3월까지 반도체 전공정 업체 중심의 주가 반등이 나타났다. 1) 중국 이구 환신 효과에 따른 DRAM/NAND 재고 소진 2) 관세 우려에 따른 Pull-in 수요 3) 낙폭 과대가 배경이었던 것으로 파악된다. 다만, 주가 반등은 오래가지 못했다. 일부 AI 후공정 업체를 제외하면 5월말 주가는 연초 수준으로 되돌림이 나타났다. 중국은 보조금 효과로 SET Sell-in 수요가 견조했고 미국도 관세 우려로 SET over-ship에 나서는 모습이었으나 기타 지역으로 확산이 나타나지 못했으며, 재고 소진에도 높은 재고를 감당하기엔 역부족이었다. 실제 제조사의 가동률 회복으로 이어지기엔 효과가 다소 짧았던 것으로 풀이된다.

AI 효과를 확실히 실적으로 보여주는 일부 후공정 업체 한정으로 차별화된 주가 퍼포먼스가 나타났다. AI 후공정으로 분류되더라도 실적 혹은 수주가 실제 확인되는 업체(두산, 이수페타시스, 한화비전, 파크시스템스)의 주가는 연초 이후 상승세를 이어갔던 반면, AI theme은 유효하나 아직 효과를 증명하지 못한 업체는 하락세를 면치 못했다. 관세 이슈 이후 매크로 불확실성이 커져가는 상황에서 투자자들은 확실한 투자처만을 선택지로 가져가고 있다.

분기별 스마트폰 출하량



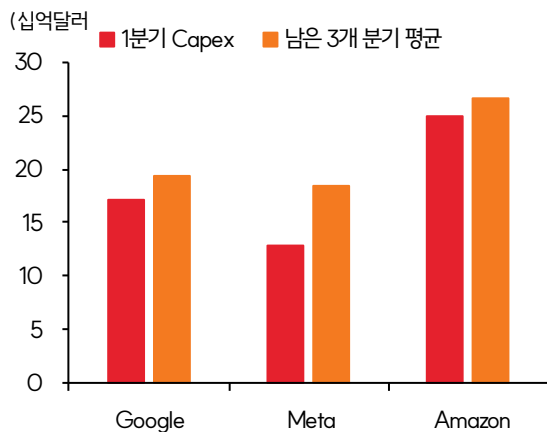
자료: SA, SK 증권

25년 하반기 전망: AI와 커머리티의 간극

같이 맞은 때, 기다려도 AI 후공정

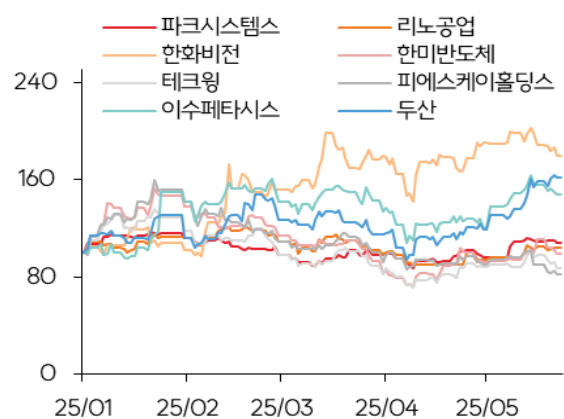
관세 이슈에 따른 매크로 불확실성이 커머리티를 넘어 AI 수요까지 번지고 있다. AI 인프라 투자가 상당 부분 진행되었고 향후에는 효율적인 투자 배분 중심으로 속도 조절이 나타날 수 있다. 물론 2026년 CSP 업체의 Capex에 대한 전망이 아직 가변적이지만 적어도 올해의 Capex plan은 예상보다 더 공격적이다. 주가가 통상 하반기보다는 2026년 업황과 투자를 반영하기 마련이나, AI 관련 후공정 업체의 주가는 관세라는 일시적 이벤트로 올해에 대한 호황 국면조차 반영을 하지 못한 상황이다. 추세적인 관점에서는 당연히 2026년이 중요한 기준점이 되겠으나 단기적으로 AI 관련주의 주가 레벨에 한번 높아진 상태에서 2026년을 바라볼 것으로 생각한다. 2Q25 중 나타날 2026년 HBM 공급 계약 확정과 삼성전자의 HBM3e 12단 진입이 단기적인 트리거 요인이다. 상대적으로 소외되었던 삼성전자 HBM Supply chain도 하반기 반등의 기회를 맞이할 전망이다.

주요 CSP 업체 2025년 capex



자료: Bloomberg, SK 증권

주요 HBM Supply chain YTD



자료: Bloomberg, SK 증권

전공정 모멘텀 약세 구간 지속

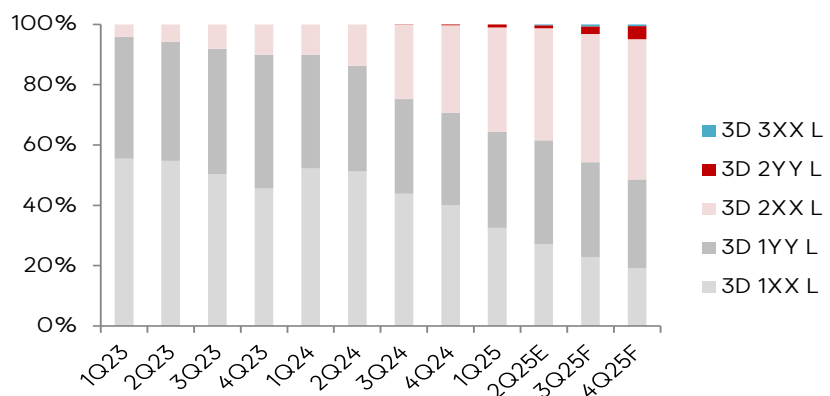
메모리 업체의 지속적인 감산 노력에 따른 공급 제약으로 메모리 재고도 빠르게 개선세를 보이고 있다. DDR5는 1-2주, DDR4는 정상 수준에 가까워졌다. NAND 역시 상반기까지 감산이 진행되고 있어 수급 불균형은 점차 해소되어 가는 국면이다. 문제는 실수요이다. 상반기를 복기해보면 중국의 이구환신 효과에 따른 스마트폰 출하 반등, 관세를 우려한 SET 전반에 걸친 Pull-in 수요 등이 수요 단을 자극했으나 효과는 생각보다 크지 않았고 지속 기간도 짧았다. 그만큼 소비력이 많이 줄어 있는 상태이다. 제조사의 재고, 채널 재고가 소진되고 있다는 점에서 하반기 완만한 반등을 예상하나, Pull-in 수요가 2Q25에 나타났던 만큼 하반기의 출발은 생각보다 좋지 못할 가능성이 있으며 여전히 불확실성을 안고 가야하는 시점이다. Multiple 관점에서 전공정은 매력적인 구간에 진입해 단기적인 반등은 나타날 수 있겠으나 추세적인 상승세를 그리기 위해서는 하반기 커머리티 수요에 대한 불확실성이 걷힐 필요가 있다.

장비: NAND 전환 투자 가속화

NAND의 전방 수요처별 비중은 Handset 33%, eSSD 24%, PC 23%, Others 20%이다. 여전히 Commodity B2C 수요가 전체의 60%를 차지한다. 이에 NAND 제조사의 감산 기조는 올해 상반기까지 이어지고 있다. 다만, 제조사들은 감산과 함께 이를 전환 투자의 계기로 활용하여 지난해부터 고단화 전환에 적극 대응하고 있다. 삼성전자는 중국 시안 팹을 V6에서 V8으로, 화성 및 평택도 라인 전환을 추진 중이다. V10에 대한 투자 윤곽도 하반기 중 드러날 전망이다. 현재 시장의 적층 단수 출하 비중이 100 단대가 여전히 69%인 점을 감안하면 200 단대와 그 이상으로의 전환이 올해부터 가속화될 것으로 보인다.

전환 투자와 더불어 400 단대 이상의 초고단화 시장도 열리게 된다. 이후 500 단대부터 1,000 단대까지 제조사별로 중기적인 로드맵까지 갖춰졌다. 400 단대 이상에서의 적층 단수 증가는 장비 단에서부터 소재까지 상당한 기술적 변화를 수반하게 된다. 대표적으로 Cryo etcher의 도입과 CF 계열을 소재 사용 증가이다. 이 외에도 Warpage 대응을 위한 BSD 장비, Mo 증착을 위한 ALD 장비, bonding 장비의 변화 등이 수반된다.

NAND 적층 단수별 비중 추이 및 전망



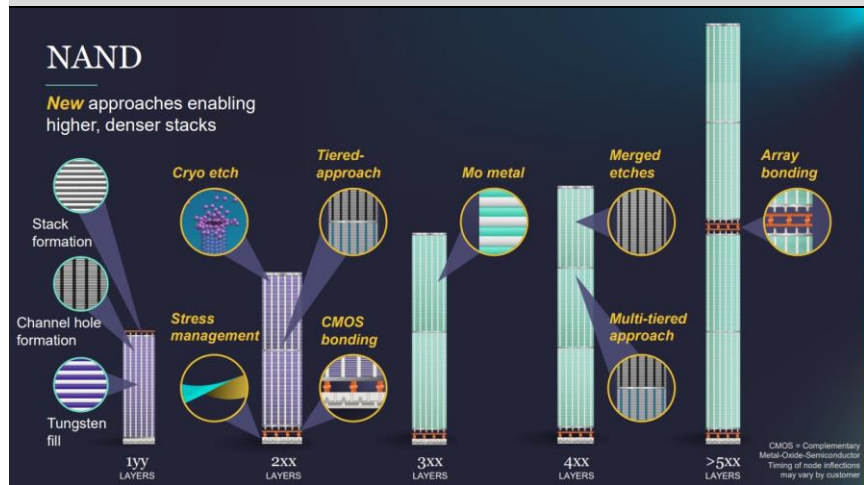
자료: DRAMexchange, SK 증권

주요 칩 메이커 공정 로드맵

기업	22Y	23Y	24Y	25F	26F
삼성전자	SF4 / SF3E	SF3E / SF4P	SF3 (GAA)	SF2 (GAA)	SF2P / SF2X
TSMC	N4	N3	N3E	N2 (GAA)	N2P
인텔	7/4nm	4/3nm	3nm / 20A		18A
삼성전자 DRAM	D1a (14nm)		D1b (12nm)		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	400L

자료: 각 사, SK 증권

NAND 고단화에 따른 장비/소재 변화



자료: TEL

소재/부품: 중국의 자립화에 올라타자

중국의 반도체 기술 독립을 위한 노력이 지속되고 있다. SMIC, CXMT, YMTC 등을 중심으로 상당한 기술적 진전을 보이고 있으며 제조 공정에 필수적인 장비도 Nauram AMEC과 같은 로컬 업체들이 상당 부분을 대체하기 시작했다. CXMT는 지난해에만 DRAM 80K 투자를 강행했고 YMTC도 HCB 기술 선제적 도입과 함께 투자의 고삐를 당기고 있다. 지난 2년간 대규모 투자로 국내 장비사의 중국향 수출이 가파르게 늘었다면, 올해부터는 투자 분의 본격적인 가동 사이클이 시작된다.

중국에 대한 노출이 큰 업체, 그 중에서도 특히 중국 로컬 업체로 공급이 가능한 업체를 주목해야 한다. Blankmask, 세정/코팅, 세라믹 히터, 식각 부품 등 영역에서 실적 개선이 확인되기 시작했다. 장비가 그랬듯 미중 제재의 범위가 소재/부품까지 확산되지 않을까 하는 우려도 상존한다. 다만 1) 장비군과 달리 범용적인 성격이 강해 테크 노드별 구분이 불분명하다는 점과 2) 부품 가짓수만 수만가지에 달해 현실적으로 지정이 쉽지 않다. 중장기적으로는 소재/부품 역시 중국의 자립화가 이루어질 것이라고 생각하지만 현재 부진한 업황을 상쇄시킬 수 있는 단기적인 트리거임은 분명하다. 중국으로 인한 multiple re-rating 까지 기대하기보단 실적 향상을 통한 주가 레벨도 점진적으로 높아질 것으로 예상된다.

주요 소재/부품 중국 노출도 및 Valuation

(십억원)	시가총액	중국 비중	2024년			2025년			
			매출액	영업이익	OPM %	매출액	영업이익	OPM %	PER
에스엔에스텍	799	30~40%	176	29	17%	-	-	-	-
코미코	652	32%	507	112	22%	577	134	23%	9.0
월덱스	301	31%	307	70	23%	-	-	-	-
티씨케이	1038	23%	276	81	29%	316	95	30%	12.9
한솔케미칼	1342	20%	776	129	17%	841	152	18%	9.9
케이엔제이	136	20%	62	14	23%	75	23	30%	6.8
에프에스티	409	10%	237	2	1%	250	20	8%	20.5

자료: Fnguide, SK 증권

Top Picks: 리노공업

구조적 성장은 계속 된다

On-device AI의 핵심 수혜 업체이다. NPU 고성능화에 따른 고사양 AP, 5G 통신 칩 탑재 등 모바일 신제품의 부품 집적도의 상향 효과가 R&D 용 소켓에서 양산용 소켓으로 확대되기 시작했다. 모바일 내 집적도 증가에 따른 소켓 대응 역량은 동사가 압도적인 우위를 가진 영역이다.

기존 거래선의 동사에 대한 의존도는 지속해서 높아짐과 동시에 신규 거래선으로의 확장도 점차 나타날 것으로 보인다. 신공장 완공도 26년 11월로 예정되어 있다. AP 위주의 비즈니스 영역에서 차량용 SoC, 통신칩, XR, 로봇 등 매출처의 다변화가 본격화되면서 한계로 지적받던 모바일향 의존도도 낮아질 것으로 예상된다.

12M FWD P/E Band 기준으로 역사적 하단 수준에 머물러 있다. 실적에 대한 노이즈도 크게 없는 만큼 적극적인 비중 확대가 유효한 구간이다.

영업실적 및 투자지표							
구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	322	256	278	216	348	392
영업이익	십억원	137	114	124	146	167	193
순이익(지배주주)	십억원	114	111	113	131	149	172
EPS	원	1,501	1,455	1,486	1,716	1,960	2,255
PER	배	20.7	27.8	25.8	23.5	20.6	17.9
PBR	배	4.8	5.5	4.7	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	배	13.6	21.5	18.5	14.9	12.8	10.7
ROE	%	25.1	21.1	19.2	19.7	19.7	19.6

Top Picks: 코미코

다수의 모멘텀

동사 역시 커머디티에 대한 포지션이 큰 업체이나 지난해부터 보여준 실적의 행보는 업황이 무색할 정도로 큰 폭의 성장을 시현하고 있다. 실적 성장의 가장 큰 공로는 중국 매출 확대이다. 본사 세정/코팅의 Wuxi 법인과 자회사 미코세라믹스의 중국 실적이 24 년부터 가파르게 늘어났다. 중국 반도체 투자 굴기 이후 가동 램프업이 나타나는 효과와 더불어 중국 로컬 장비사 자립화에 따른 세라믹 히터 수요가 급증한 것이 주요 배경이다. 중국의 이러한 자립화 노력은 홀로서기가 가능해질 때가 진행될 것으로 보이며 향후 1-2 년간 국내 소부장 업체에게 기회 요인으로 작용할 전망이다.

회사는 기업 가치 제고 계획을 통해 미코세라믹스 관련 중복 상장 우려도 해소시키겠다고 언급한 바 있다. 지난해부터 미코세라믹스 상장 이슈가 부각되면서 코미코의 밸류가 크게 디스카운트를 받아왔던 만큼 현 시점은 디스카운트 해소 관점에서 접근이 필요하다. 흡수합병을 고려한 EPS 희석 영향도 5-10%에 불과할 것으로 추정한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	288	307	507	566	645	735
영업이익	십억원	55	33	112	132	156	182
순이익(지배주주)	십억원	42	32	56	70	84	99
EPS	원	4,188	3,014	5,340	6,693	8,072	9,423
PER	배	10.3	21.4	6.9	8.8	7.3	6.3
PBR	배	1.7	3.2	1.4	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	배	4.9	11.6	4.0	4.8	4.2	3.8
ROE	%	17.5	13.5	23.4	23.5	23.1	22.1

2차전지 하반기전망

악재의 미로

2차전지. 박형우



2차전지 중립 (유지)

악재의 미로 속에서 헤매는 K-배터리

<2025 년 상반기 리뷰>

- 시장성장률 ↓
- 실적전망치 ↓
- 기업가치(주가) ↓

25 년 상반기 리뷰: 예측 어려운 저점

2 차전지 기업들의 주가 약세가 지속되고 있다. 24 년 하반기에는 하락세가 다소 진정됐지만, 12 월 들어 다시 급격해졌다. 섹터 내 대다수 기업들의 주가는 최근 3~5 년 기준 신저가를 기록 중이다. 전방 수요 여건이 악화되고 있다. 전기차 판매동향이 예상보다 더 부진하다. 한국 배터리 기업들의 주요 전방은 미국과 유럽 시장이다. 해당 시장들의 24 년 전기차(BEV+PHEV) 판매량 성장률은 (지난해 연초 추정) 각각 28%, 12%로 예상됐었다. 그러나 결과는 10%, 1% 성장에 머물렀다. 미국과 유럽의 2025 년 연간 출하 성장률도 9%, 7%로 보수적으로 전망한다. 전방 수요 부진에 대한 인식과 함께, 실적 전망치는 지속적으로 하향 조정되고 있다. 한국 배터리 3사의 2025 년 영업이익 컨센서스는 1년 전 대비 60~90% 하락했다.

<2025 년 하반기 전망>

- ① 공급과잉 심화 전망
- ② 중국의 위협 (경쟁)
- ③ 보조금 축소 우려
- (미래 성장동력의 불확실성)

25 년 하반기 전망: 수요부진 > 공급과잉 > 경쟁심화

2025 년에는 한국 2 차전지 제조사들의 설비 확장이 수요 증가폭을 초과할 것으로 보인다. 공급과잉이 심화된다. 국내 셀메이커 3 사의 2025 년 생산능력 증분은 134 GWh 다. 반면 출하량 증분은 50 GWh 수준이다.

중국 배터리와의 단순 경쟁을 넘어, 기술력과 시장 점유율 격차마저 벌어지고 있다. 중국은 한국 배터리 업체들의 고객사 내 점유율을 잠식하고 있으며, 국내 기업들의 입지도 그만큼 위축되고 있다. 배터리 폼팩터 전환에서도 앞선 모습이다.

보조금 축소가 우려된다. 이는 전기차 및 배터리의 체감 구매가격을 높여 수요 위축을 초래할 수 있다. 가격은 수요와 공급을 결정짓는 중요한 변수 중 하나다. 전기차 시장 활성화를 위해서는 보조금 유지뿐 아니라 확대가 필요하지만 쉽지 않다.

Analyst 박형우

hyungwou@sk.com / 3773-9035

25년 상반기 리뷰: 예측 어려운 저점

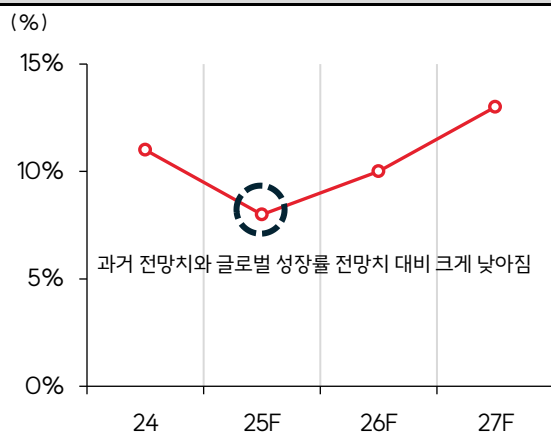
하락세 지속 : 시장성장률 ↓, 실적전망치 ↓, 기업가치(주가) ↓

<2025년 상반기 리뷰>

- 시장성장률 ↓
- 실적전망치 ↓
- 기업가치(주가) ↓

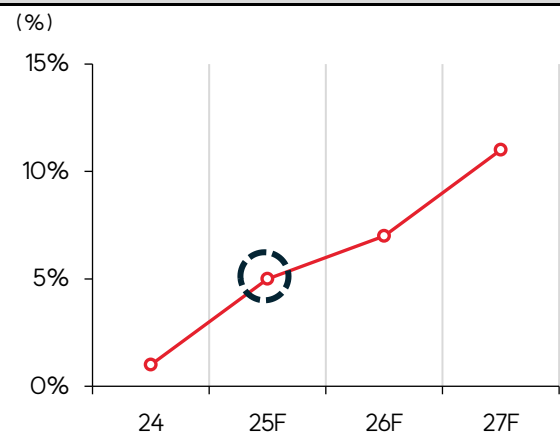
2차전지 기업들의 주가 약세가 지속되고 있다. 24년 하반기에는 하락세가 다소 진정됐지만, 12월 들어 다시 급격해졌다. 섹터 내 대다수 기업들의 주가는 최근 3~5년 기준 신저가를 기록 중이다. 전방 수요 여건이 악화되고 있다. 전기차 판매동향이 예상보다 더 부진하다. 한국 배터리 기업들의 주요 전방은 미국과 유럽 시장이다. 해당 시장들의 24년 전기차(BEV+PHEV) 판매량 성장률은 (지난해 연초 추정) 각각 28%, 12%로 예상됐었다. 그러나 결과는 10%, 1% 성장에 머물렀다. 미국과 유럽의 2025년 연간 출하 성장률도 9%, 7%로 보수적으로 전망한다. 전방 수요 부진에 대한 인식과 함께, 실적 전망치는 지속적으로 하향 조정되고 있다. 한국 배터리 3사의 2025년 영업이익 컨센서스는 1년 전 대비 60~90% 하락했다.

미국, 출하량 성장률 전망



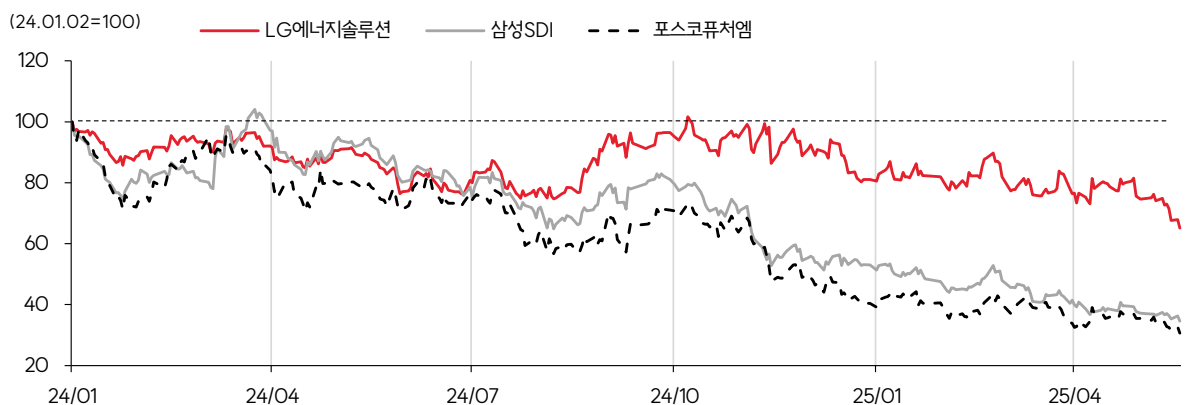
자료: 산업 자료, SK 증권 추정

유럽, 출하량 성장률 전망



자료: 산업 자료, SK 증권 추정

25년 상반기 2차전지 대형주 주가 추이



자료: QuantilWise, SK 증권

25년 하반기 전망: 수요부진 > 공급과잉 > 경쟁심화

1) 2025 년에도 공급과잉 심화

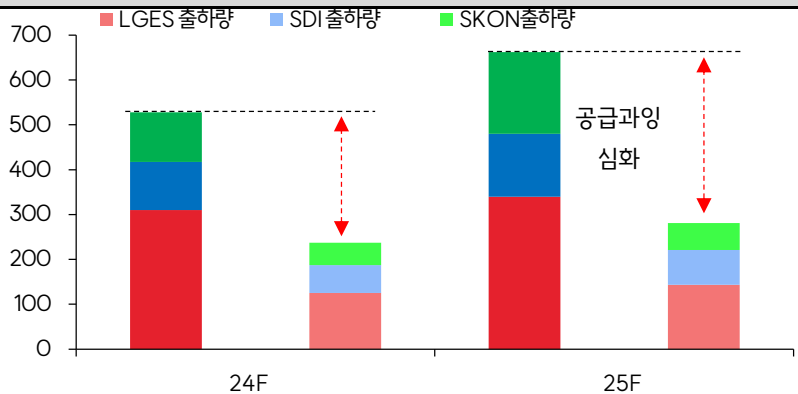
<공급과잉 심화 전망>
 업황 반등의 조건은
 출하량 증가가 아닌
 수급 (공급-수요) 의 개선

판매량과 매출의 증가가 언제나 업황의 반등을 의미하지는 않는다. 수요와 공급의 불균형이 개선돼야 비로소 실질적인 반등이다. 가동률이 상승하고, 고정비 부담 완화를 통해 수익성 개선이 가능하기 때문이다. 2 차전지 업계는 수요 반등에도 불구하고, 공급 확대 속도가 이를 상회하는 점이 부담 요인이다.

2025년에는 한국 2 차전지 제조사들의 설비 확장이 수요 증가폭을 초과할 것으로 보인다. 공급과잉이 심화된다. 국내 셀메이커 3사의 2025년 생산능력 증분은 134 GWh다. 반면 출하량 증분은 50 GWh 수준이다.

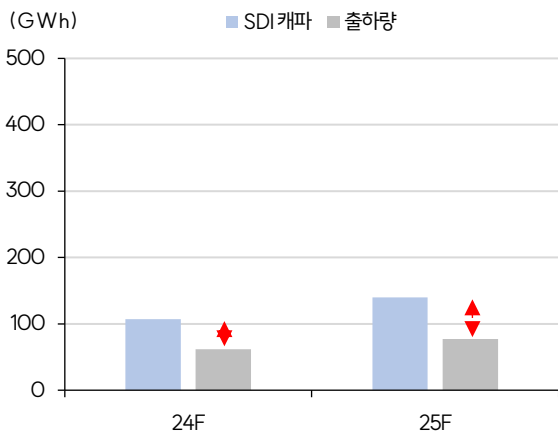
더 큰 우려는 2026년에 공급 과잉 폭이 더욱 확대될 수 있다는 점이다. 또한 감가상각이 시작되지 않는 신규 공장이 준공을 앞두고 있어 향후 비용 반영 부담도 크다.

글로벌 출하량 성장률



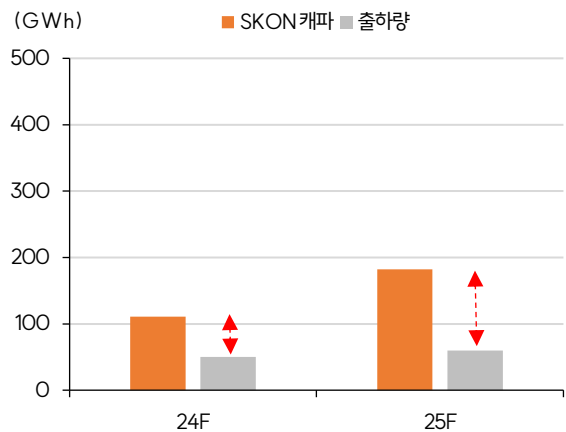
자료: 산업자료, SK 증권 추정

삼성 SDI, 배터리 수급 전망



자료: QuantiWise, SK 증권

SK On, 배터리 수급 전망



자료: QuantiWise, SK 증권

2) 한국 배터리를 압도하는 중국

<중국 배터리의 위협>
원가/판가 경쟁력을 넘어
성능으로 차별화하고
신규 폼팩터 전환 시도

중국 배터리와의 단순 경쟁을 넘어, 기술력과 시장 점유율 격차마저 벌어지고 있다. 지난해 글로벌 전기차 배터리 시장에서 중국의 점유율은 60% 후반대 수준이었다. 그러나 최근 1 분기에는 75%로 상승했다. 한국 배터리 업체들의 고객사 내 점유율을 잠식하고 있으며, 국내 기업들의 입지도 그만큼 위축되고 있다.

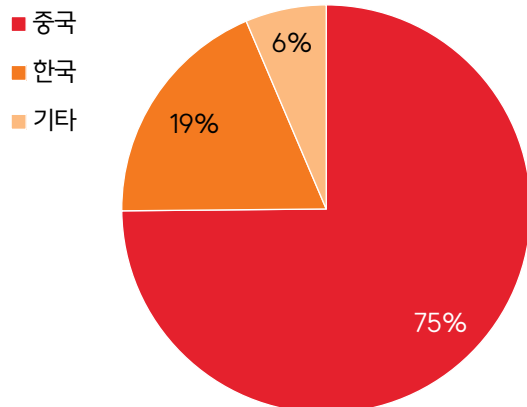
① 한국 배터리는 부피/무게밀도의 효율성을 강조한다. 그러나 중국은 안전성, 수명, 단위 모듈/팩당 에너지 용량에서 우위를 보인다. ② BYD의 R&D 인력은 약 10만 명이고(전기차 포함), CATL은 20,000명으로 알려진다. LG 에너지솔루션은 4,500명 수준이다. ③ 지난 3월 중국 정부는 배터리 안전기준을 강화하는 개정안을 발표했다. 26년 7월부터 적용 예정이며 핵심은 열폭주 발생 후 확실한 열확산 차단이다. 4월에는 CATL이 소듐이온배터리의 양산 계획을 발표했다. 그들이 제시한 성능과 생산성이 실재라면 K 배터리는 폼팩터 전환 흐름에서 뒤처질 가능성이 있다.

소듐이온배터리



자료: CATL, SK증권

국가별 배터리 산업 내 점유율 (1Q25)



자료: 언론 자료 SNE 리서치, SK증권

배터리 비교: 삼원계, LFP, 소듐배터리

항목	삼원계 (NCM/NCA)	LFP	소듐배터리 (Na-ion)
무게 밀도 (Wh/kg)	220~300	150~220	100~160
부피 밀도 (Wh/L)	600~750	300~450	200~300
안전성	낮음	높음	중간~높음
원가	높음	중간	낮음
상용화 수준	매우 높음	매우 높음	낮음 (중국은?)

자료: 산업 자료, SK증권

3) 보조금 축소 우려

2차전지 시장 성장을 위해서는
보조금 유지를 넘어 확대 필요
그러나 미국내에서는 축소 우려
(미래 성장동력의 불확실성)

보조금 축소는 전기차 및 배터리의 체감 구매가격을 높여 수요 위축을 초래할 수 있다. 보조금 축소는 전기차 및 배터리의 체감 구매가격을 높여 수요 위축으로 이어질 수 있다. 가격은 수요와 공급을 결정짓는 중요한 변수 중 하나다. 전기차 시장 활성화를 위해서는 보조금 유지뿐 아니라 확대가 필요하지만, 이는 각 국 정부의 재정여력 약화로 쉽지 않다.

5월 22일, 미국하원은 AMPC(첨단제조생산세액공제) 조기 폐지가 포함된 세제 조정안을 통과시켰다. 해당 법안은 상원으로 송부됐고 향후 표결된다. 더불어 전기차 구매 세액공제도 2025년 말로 조기종료를 검토 중이다.

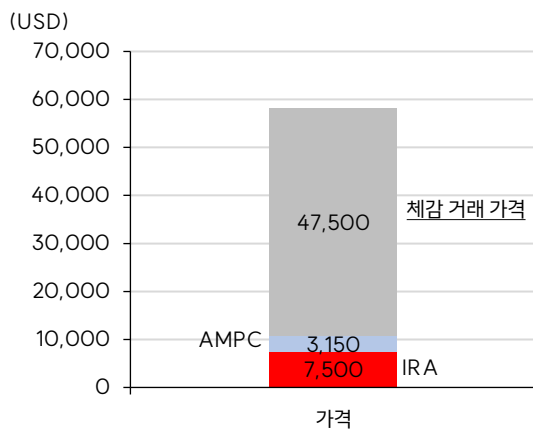
보조금의 추가 확대 또는 부활이 절실한 상황에서, 정치적, 정책적 불확실성이 리스크로 작용하고 있다. 미국 외에도 주요국가의 재정여력을 고려해야 한다. 우호적인 보조금 정책을 기대하긴 어려운 상황이다.

미국 IRA 세액 공제 축소 관련 주요 타임라인

일시	내용
2025-01-20	트럼프 취임과 동시에 'Unleashing American Energy' 정책 발표, 전기차 보조금 축소 움직임
2025-05-12	미 하원 세입위원회, 감세안(IRA 세액 공제 축소 포함) 법안 발의
2025-05-16	미 하원 예산위원회에서 감세안(IRA 세액 공제 축소) 부결
2025-05-18	미 하원 예산위원회에서 감세안(IRA 세액 공제 축소) 가결
2025-05-20	미 공화당 지도부, IRA 세액 공제 2028년 조기폐지 잠정 합의 보도
2025-05-22	트럼프 감세안(IRA 세액 공제 축소) 하원 표결, 본회의 상정

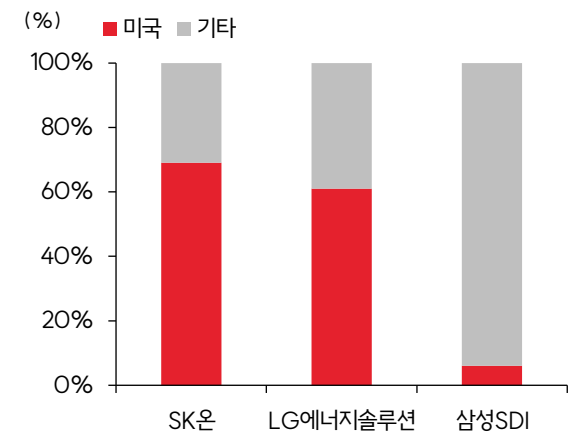
출처: 각 사, 언론종합, SK 증권

배터리 실질 가격 사진



자료: 산업 자료, SK 증권

K 배터리 3사, 전체 자본 내 미국 비중



자료: Dart, SK 증권

2차전지 산업 Peer Valuation Table

(단위: 백만달러, 배)		시가총액	2023		2024		2025F		2026F		2027F	
분류	기업명		PER	PBR	PER	PBR	PER	PBR	PER	PBR	PER	PBR
배터리	LG 에너지솔루션	46,479	41.9	3.1	-	3.2	232.1	2.9	51.2	2.7	24.2	2.3
	SK 이노베이션	9,246	14.2	0.4	-	0.5	-	0.5	11.7	0.5	6.2	0.4
	삼성 SDI	8,387	5.8	0.6	11.2	0.6	40.2	0.6	10.1	0.6	6.8	0.5
	CATL	170,935	27.2	5.9	23.1	5.0	18.3	4.0	15.1	3.4	12.7	2.9
양극재 /음극재	에코프로	4,058	-	-	-	4.2	-	3.7	48.8	3.5	16.9	2.9
	에코프로비엠	6,199	163.4	6.1	-	6.2	-	5.4	123.3	5.2	50.2	4.5
	엘앤에프	1,380	24.6	1.5	-	2.5	-	3.1	47.0	2.9	15.3	2.6
	코스모신소재	730	-	-	45.7	2.0	74.8	2.0	34.7	1.9	19.5	1.7
	포스코퓨처엠	5,785	64.6	3.1	204.9	3.4	238.1	2.6	109.0	2.6	51.5	2.4
	대주전자재료	803	1,940.7	10.0	49.8	6.2	41.4	4.2	25.7	3.5	19.4	2.9
동박	롯데에너지머티	756	-	0.6	482.7	0.7	-	0.7	52.2	0.7	28.4	0.7
	솔루스첨단소재	371	3.2	0.6	-	0.9	-	1.0	9.1	0.9	39.1	0.9
	SKC	2,452	-	1.9	-	2.7	-	3.3	-	3.1	-	3.6
분리막	SKIET	1,060	46.9	0.7	-	0.7	-	0.7	-	0.7	35.5	0.6
	더블유씨피	186	4.6	0.3	-	0.3	-	0.3	16.4	0.3	14.9	0.3
	창신신소재	3,870	8.7	1.2	62.7	1.0	28.5	1.0	20.5	1.0	15.3	1.0
	W-Scope	102	8.2	0.3	6.8	0.3	-	0.3	11.9	0.3	10.8	0.3

자료: Bloomberg, SK 증권

2차전지 산업 Peer 재무구조 Table (4Q24 기준)

(단위: 십억원, %)		시가총액	부채비율	순차입금비율	차입금의존도	단기차입금규모	단기차입비중	총차입금규모	순차입금규모
분류	기업명		%	%	%	십억원	%	십억원	십억원
배터리	LG 에너지솔루션	46,479	95	40	27	1,291	8	16,391	12,492
	SK 이노베이션	9,246	179	78	43	12,051	26	47,128	31,026
	삼성 SDI	8,387	88	45	29	5,394	46	11,740	9,755
	CATL	170,935	74	-33	26	22,257	54	41,262	-18,382
양극재 /음극재	에코프로	4,058	112	68	45	1,290	36	3,631	2,602
	에코프로비엠	6,199	119	72	45	769	40	1,942	1,428
	엘앤에프	1,380	287	208	64	813	46	1,785	1,503
	코스모신소재	730	58	35	23	158	89	177	175
	포스코퓨처엠	5,785	139	88	46	185	5	3,657	2,914
	대주전자재료	803	171	106	54	154	46	337	244
동박	롯데에너지머티	756	20	-18	7	18	12	150	-346
	솔루스첨단소재	371	91	56	38	335	43	787	611
	SKC	2,452	194	125	53	1,151	32	3,584	2,856
분리막	SKIET	1,060	79	61	41	129	8	1,711	1,407
	더블유씨피	186	87	72	42	174	23	757	697
	창신신소재	3,870	61	54	34	2,113	65	3,230	2,878
	W-Scope	102	17	16	14	70	90	78	75

자료: Bloomberg, SK 증권

Top Picks: 삼성 SDI

삼성 SDI —상대적으로 작은 다운사이드

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

업황 침체의 강도가 시장 예상보다 깊어지고 있다. 전기차 수요 둔화와 주요 고객사 내 경쟁 심화가 실적 부담으로 작용하고 있다. 그러나 현 주가는 25F PBR 0.76 배다. 절대적 수준뿐만 아니라 상대적, 역사적 저점 구간에 위치한다. 현재 주가는 이미 기업가치와 기초 체력 대비 과도하게 저평가되어 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 향후 LFP, 46 파이, 전고체 등 신규 제품군 및 고객사와의 수주 동향이 반등의 트리거가 될 수 있다

- ① 2차전지 밸류체인 내 최저 수준으로 하락한 PBR 위치
- ② 상대적으로 낮은 해외 투하 자기자본 비중
- ③ 수급 측면: 기관 및 외국인 투자자들의 보유 비중이 낮아진 상태

재무구조 추가 악화를 방지하기 위해 보수적 CAPEX 집행이 요구된다.

삼성 SDI, 과거 15 Trailing PBR 추이



자료: QuantilWise, SK 증권

영업실적 및 투자지표							
구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	20,124	21,437	16,592	15,652	20,403	26,857
영업이익	십억원	1,808	1,545	363	-422	749	1,868
순이익(지배주주)	십억원	1,952	2,009	599	46	851	1,628
EPS	원	26,998	26,579	7,527	492	10,352	19,808
PER	배	21.4	17.4	32.2	331.8	15.8	8.2
PBR	배	2.5	1.8	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	13.4	11.6	13.4	16.1	9.3	7.5
ROE	%	12.5	11.5	3.1	0.2	4.2	7.6

디스플레이

하반기 전망

불확실성에도 솟아날 구멍은 있다

디스플레이. 권민규



디스플레이 비중확대(유지)

불확실한 환경 속 단단한 실적 & 이벤트에 주목할 시점

상반기 리뷰: 패널 출하량은 증가,
세트 출하량은 회복 지연

상반기 패널 출하는 무난했으나, 세트 수요 회복은 더뎠다. 1 분기 패널 출하는 YoY 기준 LCD 7%, OLED 9%로 견조한 성장을 보였다. 하지만 세트 출하량은 관세 전 Pull-in 수요 및 중국 이구환신 보조금 정책에도 높은 성장률을 달성하지 못했다. 일부 중국 생산 비중이 높은 어플리케이션(PC 등)은 Pull-in 수요로 인해서 출하 성장이 나타났지만, 이는 하반기 출하량을 앞당긴 것으로 하반기 출하 성장에 대한 의문을 자아낸다. 패널 출하 대비 세트 출하가 약세였으므로 패널 재고는 소폭 상승했다. 대외환경의 불확실성에 따라 신규 패널 발주의 약세가 예상된다. 1분기 이후 4월 중국/대만의 세트 생산량은 YoY 감소 추세이다. 불확실성이 지속되고 있다.

하반기 전망: 불확실성 속 세트
출하량은 보수적인 추정 필요,
이벤트와 실적 우상향 중목 선별

하반기 세트 수요에 대한 보수적인 접근이 필요하다. 아직 미국의 관세 협상이 진행 중이며, 거시 경제 지표는 악화되고 있다. 글로벌 시장조사기관들은 경기 및 관세 불확실성에 따라 세트 출하량 전망치를 점차 하향하고 있다. 글로벌 수요의 핵심 지역인 중국의 상황도 중요하다. 중국은 이구환신 보조금 정책을 통해 수요를 앞당겼다. 일시적인 수요 진작의 효과는 있었지만, 해당 일시적 수요 증가의 여파가 하반기에 나타날 수 있다. 중국의 소비자 소비여력이 증가하지 않은 상황에서의 선제적 수요 증가는 하반기 수요 감소의 우려가 존재한다.

세트 수요 우려와 외부 환경의 불확실성을 버틸 수 있는 기동은 실적과 이벤트 요소다. 하반기 확실하게 예정된 이벤트에 주목할 필요가 있다.

예정된 이벤트는 1) 폴더블 아이폰 밸류체인 확정, 2) 유리기판 주요 업체 시제품 납품, 3) 중국 Visionox 8.6G IT OLED 장비 SCM 구축 확정이 있다. 해당 이벤트에 노출도를 보유한 기업에 주목할 필요가 있다.

관세 불확실성에도 견조하게 하반기 실적이 성장하는 기업에 대한 선별이 필요한 시점이다. 대외환경의 불확실성으로 전체적인 수요의 증가를 가정하기는 어렵다. 따라서 Market Share 가 확대되거나, Capa 증설 및 신규 수주 증가로 외부 환경에 적게 영향을 받는 동시에, 기업의 구조적인 성장이 예상되는 업체의 선별이 중요하다.

하반기 실적 우상향 기업으로 LG 디스플레이, 덕산네오룩스, 토비스, 와이씨켄을 제시한다.

Analyst 권민규

mk.kwon@sks.co.kr / 3773-8578

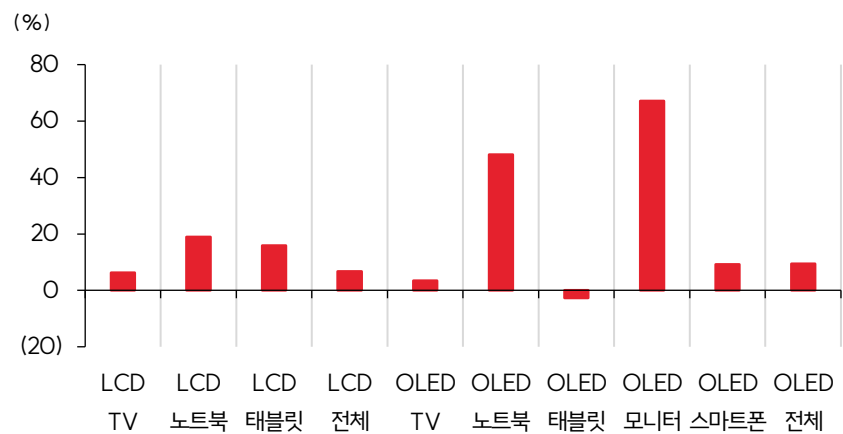
25년 상반기 리뷰: 무난한 패널 출하, 세트 회복은 무소식

패널 출하는 무난했으나 세트 수요 회복은 아직

1분기 패널 출하는 견조했다. 전년대비 LCD 기준 7%, OLED 기준 9% 더 많은 패널을 출하하며 무난하게 성장했다. 어플리케이션별로 OLED 노트북(48%)과 OLED 모니터(67%), OLED 스마트폰(9%)이 큰 폭으로 상승했고, 태블릿 OLED 패널을 제외한 대부분의 어플리케이션에서 증가 흐름이 나타났다.

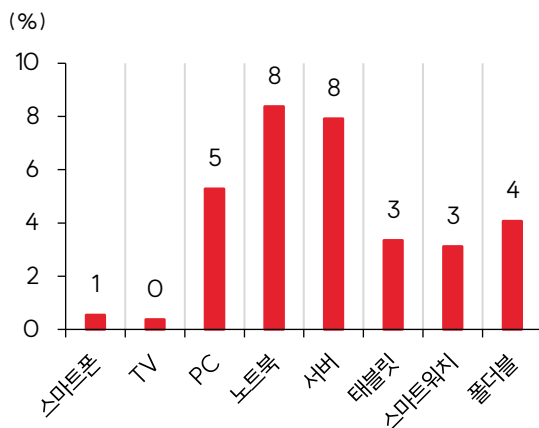
다만, 세트 출하량 및 판매량은 크게 상승하지 못했다. 중국의 이구환신 보조금으로 인한 일시적 수요 증가 및 관세 전 Pull-in 수요를 감안해도 낮은 성장률을 보인다. 일부 부품군 및 패널에서 트럼프 관세 영향에 대한 Pull-in 수요가 일시적으로 존재했으나, 관세 정책의 불확실성에 지속되지 못한 것으로 파악된다.

1Q25 어플리케이션별 패널 출하량 (YoY)



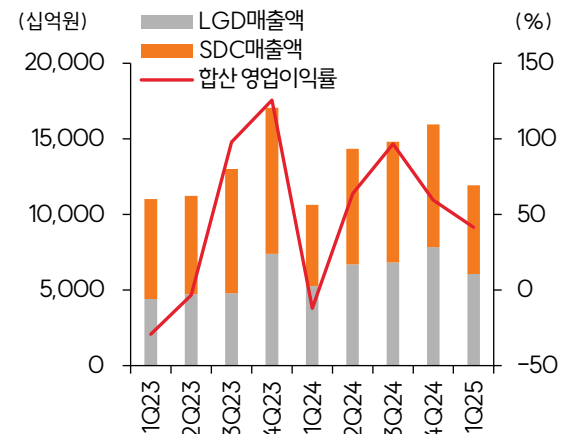
자료: 산업자료, SK 증권

1Q25 세트별 출하량 성장률(YoY)



자료: Techinsights, SK 증권

삼성디스플레이, LG 디스플레이 합산 실적 추이

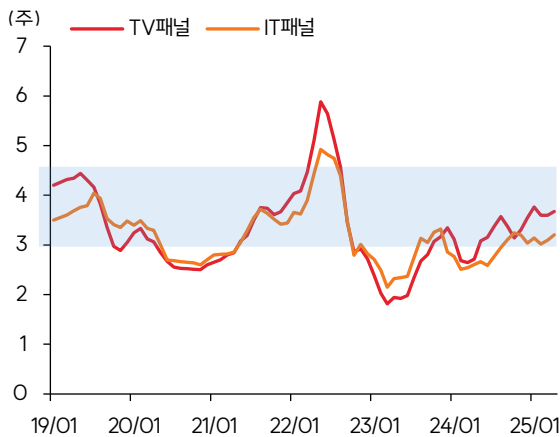


자료: SK 증권

패널 재고 수준은 소폭 상승했다. 패널 출하가 증가했지만 세트 수요가 증가하지 못해 재고로 남았기 때문이다. 기존 패널 재고가 낮은 상황이었기 때문에 여전히 정상 재고 범주이긴 하지만, 대외환경의 불확실성 지속되며 세트 업체들의 신규 패널 발주가 일부 제한될 우려가 존재한다.

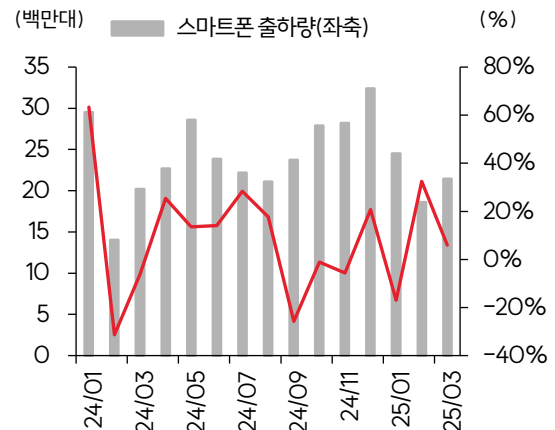
글로벌 노트북 출하량의 약 70~80%를 차지하는 대만 OEM 업체들의 1분기 노트북 출하량은 전년 대비 3% 상승했으나, 4월 출하량은 전년 대비 2% 감소했다. 관세 Pull-in 수요의 종료와 함께 수요 우려로 출하량이 소폭 감소한 모습이다. 중국 내 노트북, 스마트폰 생산량은 4월 연간기준 급감했다. 중국 내 이구환신 보조금 정책의 지속에서 생산량의 급감은 수요 회복의 지연을 의미한다.

패널 재고 수준 추이



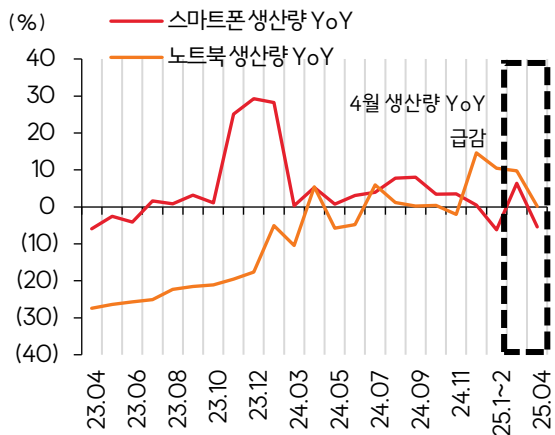
자료: Techinsights, SK 증권

중국 스마트폰 출하량: 이구환신 정책 효과 축소



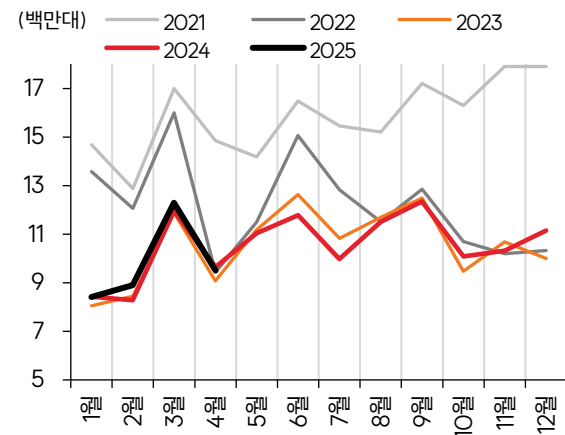
자료: CAICT, SK 증권

중국 내 노트북, 스마트폰 생산량: 이구환신 정책 효과 축소



자료: 중국 국가통계청, SK 증권 / 주: 1, 2월은 합계 수치

대만 OEM 업체들의 노트북 출하량



자료: 산업 자료, SK 증권 / 주: 주요 생산업체 5개 합산

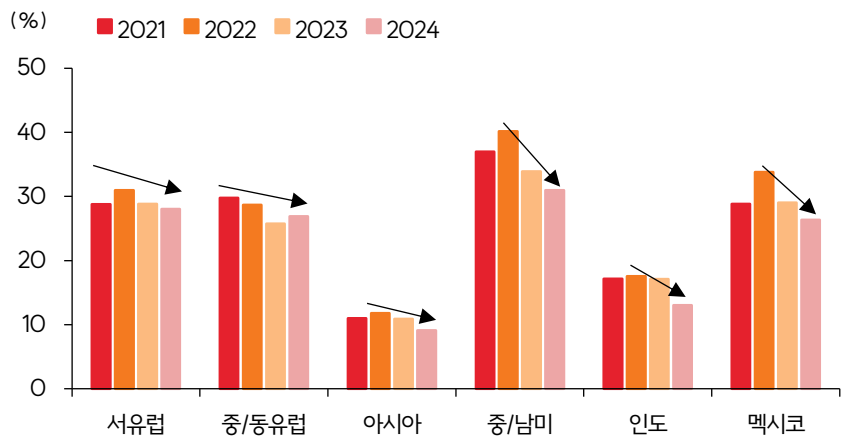
삼성디스플레이 밸류체인: 2Q 부터 실적 회복 예상되나 중저가 점유율 우려

1Q25 는 삼성디스플레이 밸류체인(비에이치, 덕산네오룩스, 세경하이테크, 캠프트로닉스 등)의 실적 약세가 지속되었다. 주요 요인은 ①주요 캡티브 고객인 삼성전자의 중저가 스마트폰 라인업 부진, ②4Q24 선제적 재고 축적으로 1Q25 에 발주 감소, ③중국 패널업체들의 공급과잉으로 삼성디스플레이의 Rigid OLED 패널 가격 경쟁력 감소, ④애플 내 M/S 소폭 하락 및 믹스 악화였다.

선제적 재고 축적이나 Rigid OLED 패널 가격 경쟁력 감소는 과거 흐름과 유사하게 점차 회복될 것으로 전망된다. 그러나 삼성전자의 스마트폰 중저가 라인업(A, M)의 점유율 약화는 전반적인 밸류체인의 연간 실적 눈높이 하향의 우려를 야기시킨다.

삼성전자 스마트폰의 OLED 패널은 삼성디스플레이를 통해 조달되므로 실적 영향은 불가피할 것으로 보인다. 주로 보급형 중저가 모델 출하가 이뤄지는 중국, 인도, 베트남 등에서 삼성전자 갤럭시의 점유율 하락이 지속되고 있다. 또한 삼성전자는 미국 내 스마트폰 점유율 25%를 차지해 관세 우려가 존재하는 한편, 중국 스마트폰 업체들은 미국 내 점유율 매우 낮은 수준이다. 중국 스마트폰 업체들의 가격 경쟁력 기반 점유율 공세를 타개할 만한 대책이 필요한 시점이다.

삼성전자 갤럭시 주요 국가별 점유율 추이



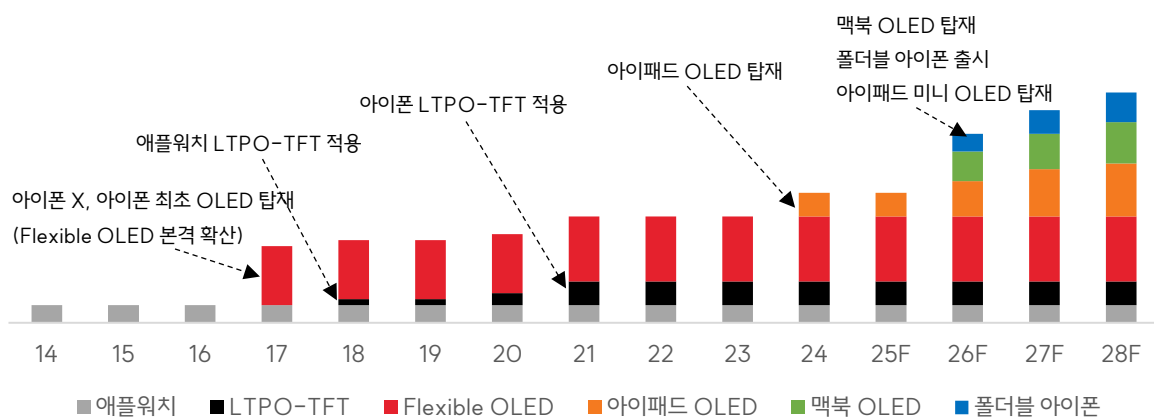
자료: Techinsights, SK 증권

2 분기부터는 아이폰 신모델향 출하 및 신규 폴더블 제품 출시, 재고소진 이후 재고 축적, 북미 고객사향 물량 증가로 밸류체인 업체들의 1 분기 대비 실적 성장이 전망된다. 하지만 삼성전자의 보급형 점유율 감소로 밸류체인 업체들의 전반적인 연간 실적에 대한 눈높이는 하향된 상황이다.

다만, 신규 아이폰(17 시리즈)부터 전모델에 LTPO 패널이 탑재되면서 중국 BOE의 패널 공급이 불투명해졌다. 따라서 아이폰 패널 점유율은 전년과 동일하게 유지 및 모델 믹스도 개선될 것으로 보인다. 관세 및 대외환경의 불확실성이 존재하지만, 밸류체인의 하반기 실적에 대한 우려는 제한적이다.

'26 년의 삼성디스플레이 전망은 밝다. 내년부터 전개될 애플의 OLED 전환(맥북 프로 OLED, 아이패드 미니 OLED), 신규 제품(폴더블 아이폰), QD-OLED 모니터 출하 증가, 8.6 세대 팹 가동으로 IT OLED 패널 신규 출하가 기대된다. 해당 신규 아이템의 노출도 및 '26 년 실적의 큰 폭의 성장이 예상되는 기업의 선별이 필요한 시점이라 판단된다.

애플의 OLED 도입 및 기술변화에 따른 국내 디스플레이 산업 수혜 전망



자료: SK 증권

25년 하반기 전망: 보수적인 접근 필요, 이벤트와 실적 주목

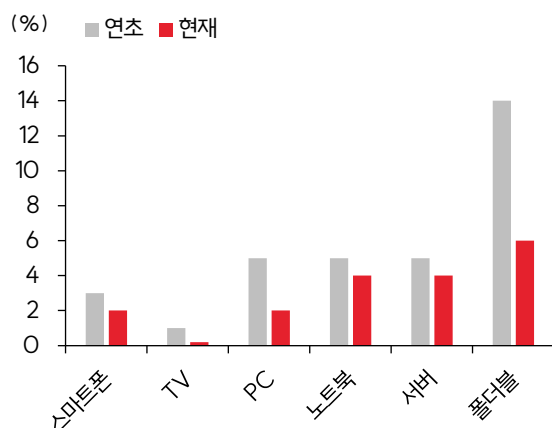
세트 수요에 대한 보수적인 접근 필요

하반기 전망에 대한 주요 키워드는 '불확실성'이다. 아직 미국의 관세 협상이 진행중이며, 거시 경제 지표는 악화되고 있다. 글로벌 시장조사기관들은 경기 및 관세 불확실성에 따라 세트 출하량 전망치를 점차 하향하고 있다. 현재 발표되는 경제 지표는 관세의 영향이 본격적으로 미치기 전 시점의 지표로, 본격적인 관세 영향권(5 월)부터의 지표는 예상하기 힘든 시점이다. 세트 수요에 대한 보수적인 접근이 필요하다.

글로벌 수요의 핵심 지역인 중국의 상황도 중요하다. 중국은 이구환신 보조금 정책을 통해 수요를 앞당겼다. 일시적인 수요 진작의 효과는 있었지만, 해당 일시적 수요 증가의 여파가 하반기에 나타날 수 있다. 중국의 소비자 소비여력이 증가하지 않은 상황에서의 선제적 수요 증가는 하반기 수요 감소의 우려가 존재한다.

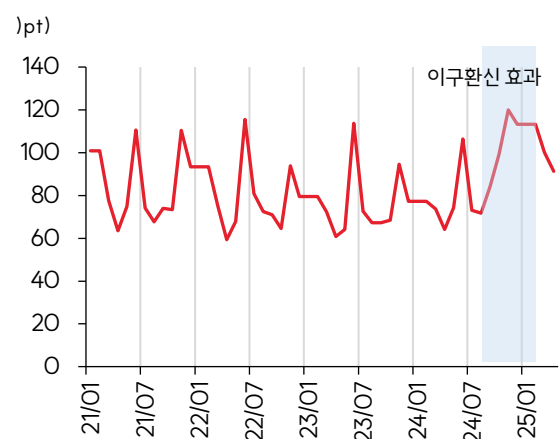
PC(데스크탑, 노트북)의 경우 윈도우 10 종료, 교체주기 도래 등으로 올해 높은 출하량 성장을 예상했었다. 하지만 노트북의 90% 이상이 중국, 대만에서 생산되고, 미국은 글로벌 PC 수요의 약 15%를 차지하는 만큼, 관세 우려로 인한 1Q25 Pull-in 수요가 컸다. 선제적 수요다. 이에 따라 하반기의 PC 출하량 성장은 정체될 가능성이 높다고 판단된다.

어플리케이션별 25F 연간 출하량 성장률 전망 (연초 vs 현재)



자료: Techinsights, SK 증권

중국 소매판매 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

하반기 이벤트 요소에 주목!

세트 수요 우려와 외부 환경의 불확실성을 버틸 수 있는 기둥은 실적과 이벤트 요소다. 하반기 확실하게 예정된 이벤트에 주목할 필요가 있다. 예정된 이벤트는 1) 폴더블 아이폰 밸류체인 확정, 2) 유리기판 주요 업체 시제품 납품, 3) 중국 Visionox 8.6G IT OLED 장비 SCM 구축 확정이 있다.

(1) 폴더블 아이폰 밸류체인 확정

2~3 분기 폴더블 아이폰 밸류체인 확정이 예상된다. 폴더블 스마트폰은 올해 연간 출하량 정체가 예상되며 시장 기대감이 낮아진 상황이다. 하지만 폴더블 아이폰의 경우, 밸류체인 입장에서 높은 수준의 단가와 신규 물량을 형성할 수 있는 좋은 기회임은 분명하다. 폴더블 아이폰의 부품은 일반적인 바(Bar)형 스마트폰 부품의 2~3 배 수준의 단가, 혹은 물량이 예상되기 때문이다. 1,000 만대 출하 시 일반형 스마트폰 2,000~3,000만대의 출하 효과를 기대할 수 있다. '26년에는 폴더블 아이폰 출시와 함께 폴더블 시장의 성장 재개가 예상된다. 여전히 밸류체인 업체 선정 기대감은 유효하다고 판단된다.

밸류체인 중 Black PDL 및 OLED 소재를 납품하는 덕산네오룩스, 기존 갤럭시 폴드형 패널에도 패턴드 필름을 납품했던 이녹스첨단소재, RF-PCB 를 공급하는 비에이치, UTG 를 공급하는 유티아이, 폴더블 UTG 용 보호필름(PL)을 공급하는 세경하이테크의 수혜가 예상된다.

폴더블 아이폰 수혜 예상 기업		
기업명	담당 부품, 소재	비고
덕산네오룩스	Black PDL	삼성전자 갤럭시 Z Fold 시리즈 탑재 픽셀 폴드 및 중화권 폴더블 제품에 탑재
이녹스첨단소재	패턴드 필름	삼성전자 갤럭시 Z Fold 시리즈 탑재
비에이치	FPCB	폴더블 메인디스플레이용 RF-PCB 납품
도우인시스*	UTG 후공정	UTG 후공정
세경하이테크	폴더블용 보호 필름(UTG 보호 필름)	폴더블용 보호 필름
파인애플	외장인지 / 메탈플레이트	삼성디스플레이 메탈플레이트 Chain 삼성전자 외장인지 백업 Chain
유티아이	UTG(Ultra Thin Glass) 후공정	삼성전자 UTG 후공정 Chain

주 1: 파란색 음영은 삼성디스플레이 Chain / 주 2: 도우인시스는 비상장(상장예정)

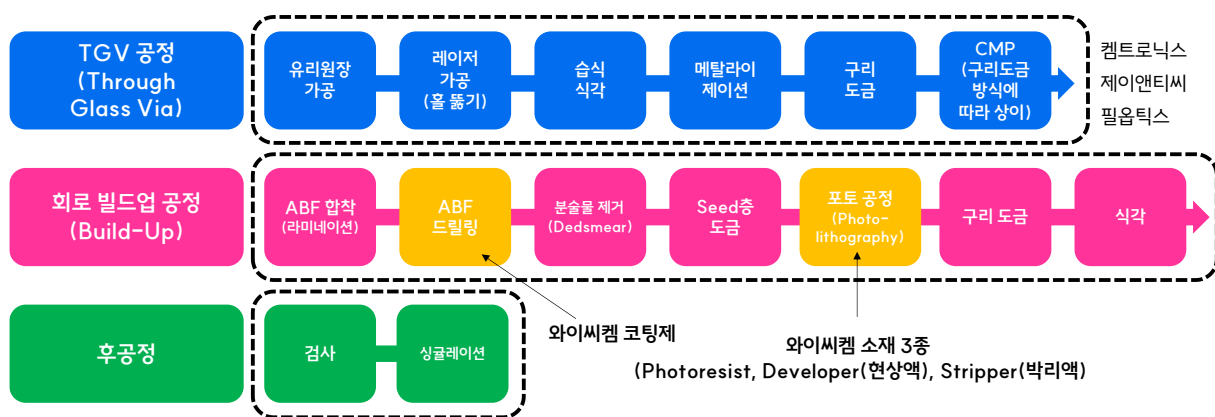
출처: SK 증권

(2) 유리기판: 2H25 부터 움직임 본격화

하반기에는 주요 유리기판 업체들의 본격적인 움직임이 예정되어 있다. SK 애플릭스의 경우 3 분기(8~9 월)에 고객사로의 시제품 공급을 목표로 하고 있으며, 삼성전기는 4 분기에 시제품 공급을 목표로 하고 있다. 유리기판의 펀더멘탈이 형성되는 구간으로 기대감의 집중이 예상된다.

최근 SK 애플릭스의 미국 정부 보조금(7,500만 달러 중 4,500만 달러)이 지급되면서 유리기판 업체들의 주가 상승이 있었다. 유리기판 관련 이슈가 부각될 때마다 유리기판 밸류체인들의 주가 변동성이 존재하는 만큼, 하반기 지속적인 강세를 예상한다. 유리기판용 포토 소재 및 코팅제를 공급하는 와이씨켄, TGV 공정을 담당하는 캄트로닉스, 제이앤티씨의 수혜를 예상한다.

유리기판 공정 및 수혜 예상 기업



자료: SK 증권

(3) Visionox 8.6G IT OLED 장비 발주

2~3 분기 중 중국 Visionox의 8.6G IT OLED 장비의 발주가 예상된다. 5월 증착 방식(FMM vs ViP) 선정 이후 6~7월에 주요 장비에 대한 발주가 이어질 가능성이 높다. 발주 규모는 '24년에 진행되었던 BOE의 발주 대비 작을 것으로 전망되나, 추후 중국 패널 업체들의 IT OLED 증설 레퍼런스가 되는 만큼 선정 시 중장기적인 수혜를 예상한다. FMM 증착기를 공급하는 선익시스템, 증착기 물류장비를 공급하는 아바코, 레이저(ELA, LLO)장비를 공급하는 AP시스템의 수혜가 예상된다.

하반기 구조적인 실적 우상향 기업을 찾아라!

관세 불확성에도 견조하게 하반기 실적이 성장하는 기업에 대한 선별이 필요한 시점이다. 대외환경의 불확실성으로 전체적인 수요의 증가를 가정하기는 어렵다. 따라서 Market Share 가 확대되거나, Capa 증설 및 신규 수주 증가로 외부 환경에 적게 영향을 받는 동시에, 기업의 구조적인 성장이 예상되는 업체의 선별이 중요하다. 커비기업 내 하반기 실적 우상향이 예상되는 업체는 다음과 같다.

LG 디스플레이

하반기 북미 고객사 내 M/S 확대에 따른 물량 확대가 예상된다. 또한 WOLED 60K 의 감가상각 종료(연간 8,000 억원 규모)가 예정되어 있다. 감가상각 종료와 가동률 상승에 따른 이익률 증가를 전망한다.

덕산네오룩스

하반기 북미 고객사 LTPO 전환에 따른 P, Q 증가, Black PDL 탑재모델 확대에 따른 이익 우상향이 예상된다. 2 분기부터 현대중공업터보기계의 연결편입으로 원전, LNG 운반성의 성장성도 반영할 수 있을 것으로 보인다. 신소재(블루) 연구개발 및 8.6 세대향 개발·양산 매출도 지속적으로 발생할 예정이다. 본업의 높은 이익률 지속과 피인수회사 기대감 반영을 전망한다.

토비스

전장용 디스플레이 Capa 증설(연간 매출 1,000 억원 규모)이 6 월 마무리되고, 7 월부터 본격 양산에 돌입한다. 기존 고객사의 긍정적인 수주 지속과 4 분기 신규 고객사(컨티넨탈)향 양산이 시작됨에 따라 Capa 증설에도 높은 수준의 가동률을 예상한다. 수주잔고 대부분이 내연기관차로 구성되어 전기차 캐즘에 대한 우려도 제한적이다. 상반기와 차별화된 하반기의 강력한 실적을 전망한다.

와이씨켄

글로벌 반도체 업체향 신규 제품 매출 본격화(EUV 린스, Poly-si 슬러리)와 주요 유리기판 고객사향 제품 매출 본격화(PR, Developer, Stripper)가 예상된다. 2분기 BEP 수준 달성 이후, 하반기부터 고부가 제품 매출 확대에 따른 수익성 개선이 본격적으로 진행된다. 선단 공정으로의 진입으로 기술력 기대감을 반영하고, 유리기판 향 매출 본격화로 포트폴리오 다각화 수혜를 전망한다.

Top Picks: 덕산네오룩스

본업 성장 구간 + 갑자기 분위기 원전

1분기 이후 본업 성장 구간에 돌입했다. 2분기부터 주요 고객사의 물량 증가와 함께 고부가 샘플 매출 확대, 북미 고객사 신규 스마트폰용 소재 공급이 시작된다. 하반기 성수기 돌입과 함께 향상된 이익 레벨로 상저하의 실적이 예상된다.

주요 고객사의 26년 신규 예상 아이템(북미 고객사 신규 태블릿, 노트북, 폴더블 제품) 감안 시 중장기 성장성도 확실하게 확보하고 있다. 2분기부터 연결 편입되는 현대중공업터보기계도 미국향 전력수요 증가로 인한 터빈 수요 증가, 원자력 수요 확대로 자사 핵심 제품인 펌프, 압축기의 수요가 상승하고 있다.

모멘텀 요소도 하나씩 실현 중이다. ① 북미 고객사향 폴더블 소재 공급, ② 신소재(블루인광) 개발과제 시작, ③ 중국 패널 업체향 소재 공급 일부 승인, ④ Black PDL 모델 확대가 하나씩 실현되고 있다.

2분기부터 현대중공업터보기계의 연결편입이 예정되어 있다. ①미국 전력 수요 상승에 따른 터빈 수요 증가. 터보기계는 터빈의 핵심 부품인 ECAC(공기압축기)를 글로벌 1위 업체향으로 단독 공급, ②한국수력원자력 및 글로벌 원전 업체들에 펌프 공급. 26년부터 매출 본격화, ③LNG 플랜트/선박용 극저온 펌프 양산 임박 등 성장 포인트가 확실하다. 기존에는 본업과 무관한 사업으로 연결 멀티플 하향의 우려가 존재했다. 그러나 원전 및 LNG, 미국 내 전력 등 성장성이 높은 산업 내 경쟁력이 부각되며 오히려 주가 상승을 견인할 것으로 예상된다.

기존 덕산네오룩스의 저평가 요인이었던 저성장 및 ROE 하락을 타개할 수 있는 시점이다. 중장기적 성장동력을 확보했고, 모멘텀 요소도 풍부하다. 업종 내 Top Pick으로 제시한다.

영업실적 및 투자지표							
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	191	177	164	212	321	425
영업이익	십억원	51	45	33	52	84	114
순이익(지배주주)	십억원	47	39	36	46	72	93
EPS	원	1,886	1,567	1,442	1,873	2,885	3,749
PER	배	29.8	24.9	30.9	14.8	12.8	9.8
PBR	배	4.9	3.0	3.0	1.7	1.9	1.6
EV/EBITDA	배	22.3	16.0	25.8	9.9	6.7	5.0
ROE	%	16.3	12.8	10.6	12.4	16.5	18.0

Top Picks: 와이씨켐

턴어라운드 + 유리기판 + 신규 아이템(EUV 린스 등)

1분기 실적 저점 이후 2분기 턴어라운드, 하반기부터 신규 제품 매출 본격화에 따른 우상향을 전망한다. 상저하고 흐름이다. 고부가 신규 아이템 및 유리기판 제품으로 포트폴리오 다각화에 따라 기존 적자구조를 탈피하여 26년까지 중장기적 이익률 우상향이 예상된다. 예상 이익률은 25년 6% > 26년 15%이다.

유리기판에서의 본격적인 매출이 시작된다. 유리기판 주요 고객사는 8~9 월 시제품 공급을 목표로 하고 있다. 따라서 와이씨켐의 유리기판 소재 3 종(PR, Developer, Stripper) 매출은 2 분기를 기점으로 빠르게 성장할 것으로 예상된다. 유리기판 산업의 주요 이벤트(시제품 공급 등)가 하반기에 예정되어 있는 만큼, 유리기판향 펀더멘탈을 보유한 와이씨켐의 수혜가 예상된다.

최근 글로벌 반도체 고객사향 EUV 린스 공급 확정됐다. EUV 린스 공급은 두가지의 의미가 있다. ① 기존 해외 경쟁사(Merck)의 독점을 깨고 국산화 성공, ② EUV 도입 확대, EUV Layer 증가에 따른 중장기적 소재 사용량 증가다. 양산 평가에서 경쟁사 대비 높은 점수를 받으며 1b 공정에 일부 진입한 만큼, 빠르게 점유율을 확대해 나갈 것으로 예상된다. 타 글로벌 반도체 업체 모두 경쟁사의 제품을 활용하고 있어 이번 레퍼런스 기반 고객사 확장의 기회도 존재한다. 또한 1b → 1c → 1d로 공정이 진보할수록 EUV Layer 증가 추세에 따라 매출 규모도 확대될 수 있다.

하반기 유리기판 매출 확대, EUV 린스 및 Poly-Si 슬러리 매출 증가 영향으로 매출 규모 및 이익률이 빠르게 개선될 것으로 보인다. 하반기 실적 증가 및 모멘텀 요소 다수 확보로 업종 내 Top Pick 으로 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	66	82	62	70	99	125
영업이익	십억원	2	5	-8	-8	6	18
순이익(지배주주)	십억원	-1	4	-6	-16	4	16
EPS	원	-100	412	-599	-1,581	436	1,580
PER	배	-	27.8	-19.1	-8.3	51.8	14.3
PBR	배	-	1.7	1.9	3.0	4.7	3.5
EV/EBITDA	배	6.6	12.9	-49.0	-57.1	22.6	10.4
ROE	%	-3.0	8.7	-9.5	-30.5	9.4	28.1

인터넷 하반기 전망

AI 적용 확대로 수익화 시작

인터넷/게임. 남효지



인터넷 비중확대(유지)

AI 적용 확대로 수익화 시작

1H25 리뷰: 여전히 비우호적인 시장 상황

전방 시장 부진 영향으로 네이버, 카카오 주가는 연초대비 각각 7.9%, 2.5% 하락했다. 네이버는 플러스스토어 출시에 따른 적극적인 마케팅 전개로 상반기에는 비용 증가에 따른 우려가 지속되었다. 카카오는 콘텐츠 자회사들의 부진한 분위기가 이어지며 전사 실적의 저조한 흐름이 이어지고 있다.

2H25 전망: 핵심 서비스에 AI 적용 확대되며 수익화 시작

하반기에는 네이버와 카카오 서비스 전반에 AI 적용이 확대되며 수익화가 시작될 전망이다. 네이버는 상반기 네이버플러스스토어 출시를 시작으로 Ad Voost, AI 브리핑 등 핵심 사업인 검색, 광고, 커머스에 AI 적용을 확대한다. 카카오는 AI 메이트(쇼핑, 로컬), 카나나, OpenAI와의 협업을 통해 한국형 AI agent를 개발 중이다.

최근 AI 검색 사용량이 늘어나며 기존 검색 엔진에 대한 우려가 대두되고 있다. 네이버는 하이퍼클로바 X를 기반으로 검색과 커머스 전용 LLM을 구축하고, 이에 특화된 AI agent를 준비해 대응한다. 카카오는 OpenAI의 최신 기술과 고성능 모델을 카카오 생태계 내 다양한 서비스와 결합해 한국 이용자들이 일상생활에서 편리하게 사용할 수 있는 agent를 개발 중이다. 아직까지 구체적인 정보나 진행 상황이 공개되지 않았지만 연말쯤 서비스의 형태를 공개할 것으로 예상된다.

이커머스는 산업 전반 소비 침체가 이어지는 가운데 최근 '올다무토'가 무서운 성장세를 보이며 경쟁이 심화되고 있다. 이에 맞서 네이버는 상반기 출시한 플러스스토어를 기반으로 커머스의 성장을 가속화한다. 최근 '지금배달' 서비스를 시작했고, 하반기 컬러와의 제휴를 통해 그 동안 네이버 커머스가 약했던 신선식품 카테고리 내 점유율 확장이 가능해질 전망이다.

하반기는 네이버의 on-service AI의 서비스 적용 본격화, 카카오의 AI agent의 공개를 앞두고 있다. 기존 서비스에 AI를 적용함에 따라 효율과 수익이 얼마나 개선되는지 확인할 수 있는 시기이다. 발견/탐색 영역 강화로 광고 매출의 안정적 성장세가 지속되고 커머스 수수료 개편 효과가 본격적으로 나타날 NAVER를 업종 top-pick으로 유지한다.

Analyst 남효지

hjnams@sk.com / 3773-9288

25년 상반기 리뷰: 밋밋한 분위기가 이어졌던 상반기

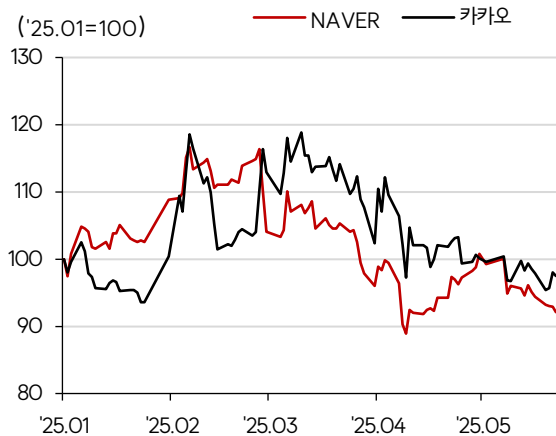
전방 시장 부진 지속

NAVER, 카카오 주가는 연초대비 각각 7.9%, 2.5% 하락했다. 2~3월 AI 기술 적용 및 신규 서비스 출시에 대한 기대감으로 주가는 상승했으나, 이후 1분기 실적에 대한 기대감 소멸 등으로 주가는 지속 하락세를 보이고 있다. 특히 전방 산업인 광고와 커머스 시장이 경기 부진, 소비 심리 악화 등 영향으로 뚜렷한 회복세를 보이지 못하고 있어 핵심 사업에 대한 우려도 여전한 상황이다.

기존 사업에 AI 적용도 확대되고 있다. 특히 네이버는 커머스에서 적극적으로 AI 기술을 활용하고 있다. 3/12 AI 기반 개인 맞춤형 쇼핑 서비스 '네이버플러스스토어'를 출시했다. 생성형 AI를 기반으로 사용자의 쇼핑 이력, 최근 관심사 등을 종합적으로 분석해 상품을 추천하고 그에 맞는 프로모션과 맞춤형 혜택을 제공한다. 상품 검색, 탐색, 비교, 주문, 결제, 배송, 리뷰 등 쇼핑의 모든 프로세스에 AI가 관여한다. 플러스스토어 출시에 따른 적극적인 마케팅 전개로 상반기에는 비용 증가에 대한 우려가 존재한다.

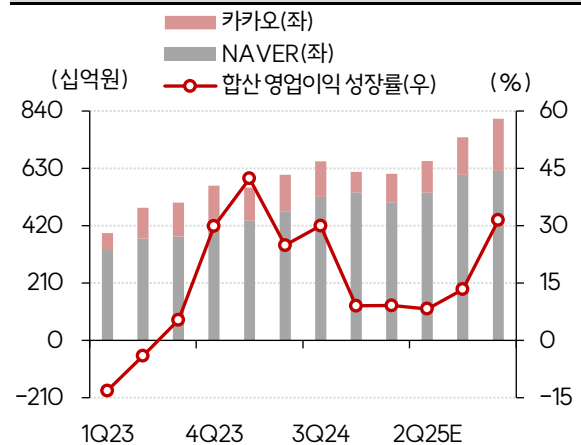
카카오는 콘텐츠 자회사의 실적 부진이 이어지고 있다. 게임즈는 신작 부재, 엔터테인먼트와 미디어는 높은 기저, 스토리는 일본 내 경쟁 심화 영향으로 부진한 분위기가 길어지고 있다. 연초 OpenAI와 한국형 AI agent 공동 개발 소식을 발표했지만 서비스 공개까지는 시간이 많이 남아있어 주가를 끌어올리기에는 어려운 상황이다.

NAVER, 카카오 상대주가 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

NAVER, 카카오 연결 영업이익 추이



자료: 각 사, SK 증권

25년 하반기 전망: All about AI

AI 검색에서부터 AI agent 까지

하반기에는 네이버와 카카오 서비스 전반에 AI 적용이 확대되며 수익화가 시작된다. 먼저 네이버는 상반기 네이버플러스스토어 출시를 시작으로 Ad Voost, AI 브리핑 등 핵심 사업인 검색, 광고, 커머스에 AI 적용을 확대한다. 카카오는 AI 메이트(쇼핑, 로컬), 카나나, OpenAI와의 협업을 통해 한국형 AI agent를 개발 중이다.

최근 AI 검색 사용량이 늘어나며 기존 검색 엔진에 대한 우려가 대두되고 있다. 5/8 애플 서비스 부문 책임자가 사용자들의 AI 검색 사용이 늘어나며 사파리의 검색량이 처음으로 감소했다고 언급했다. 이에 따라 결국 OpenAI와 퍼플렉시티 AI가 구글 검색 엔진을 대체할 것이고, AI를 검색 옵션으로 도입하기 위해 논의 중이라고 언급한 바 있다. 해당 발언 이후 네이버의 검색 엔진 점유율 하락에 대한 우려가 높아지며 부진한 주가 흐름이 이어지고 있다.

다만 구글과 네이버의 검색 특성이 다른 점은 구글은 지식 영역에 대한 검색량이 많다면 네이버는 비즈니스성, 특히 커머스와 플레임스 관련 검색이 많아 아직까지 직접적으로 검색 사용량에 타격을 받고 있진 않다. 네이버는 사용자의 검색 의도를 분석해 요약된 정보를 제공하고, 개인화 피드와 추천 등을 결합해 답변을 제공하는 AI 브리핑을 도입했다. 3월 말 기준 AI 브리핑은 전체 쿼리의 1% 수준으로 시작했고, 현재 3% 수준까지 올라왔다. AI 브리핑 도입 후 체류 시간, 클릭률 등 이용자 지표가 개선되고 있어 연말까지는 AI 브리핑의 도입을 가속화하며 10% 이상까지 확장하는 것을 목표로 하고 있다.

국가별 주 검색 목적 및 가장 먼저 이용하는 서비스

🇰🇷 한국			🇺🇸 미국			🇯🇵 일본		
1. 장소 관련 정보	46.1	NAVER	지식 습득	47.0	Google	뉴스/이슈 정보	44.6	yahoo!
2. 지식 습득	45.5	NAVER	콘텐츠 관련 정보	42.2	Google	생활 관련 정보	39.0	yahoo!
3. 쇼핑 관련 정보	42.4	NAVER	뉴스/이슈 정보	42.0	Google	쇼핑 관련 정보	34.6	Google
4. 뉴스/이슈 정보	39.1	NAVER	쇼핑 관련 정보	38.4	Google	지식 습득	34.0	Google
5. 생활 관련 정보	38.6	NAVER	생활 관련 정보	37.1	Google	콘텐츠 관련 정보	31.3	Google
6. 콘텐츠 관련 정보	35.7	YouTube	장소 관련 정보	34.5	Google	장소 관련 정보	25.8	Google
7. 업무/학습에 필요한 정보	31.5	NAVER	업무/학습에 필요한 정보	26.0	Google	업무/학습에 필요한 정보	17.7	Google

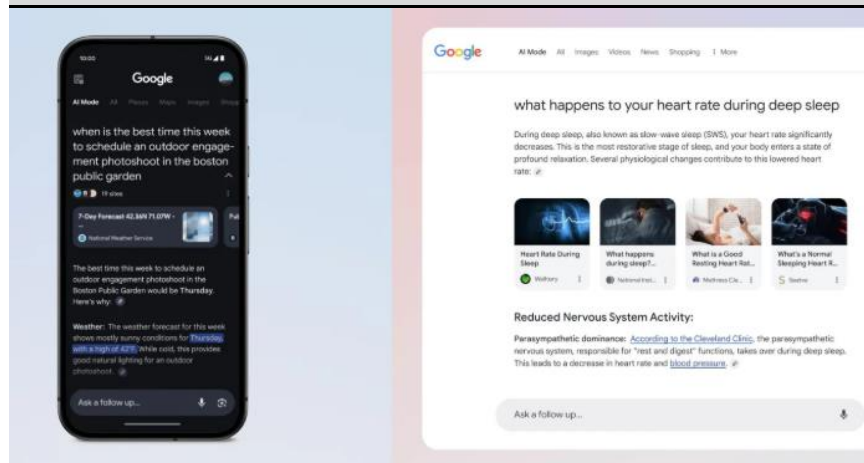
자료: Opensurvey, SK증권

최근 구글은 연례 개발자 회의에서 생성형 AI 를 접목한 새로운 검색 기능을 발표했다. 기존의 AI Overview 를 확장할 뿐만 아니라, 더 진화된 AI Mode 를 도입한다. AI mode 는 Gemini 2.5 를 기반으로 검색과 분석, 요약, 결과까지 제공하고, 멀티모달 검색까지 가능케 한다. 또한 후속 질문을 통해 챗봇처럼 검색을 이어나갈 수 있다.

네이버도 검색과 커머스에 특화된 AI agent 를 준비하고 있다. 하이퍼클로바X 를 기반으로 검색과 커머스 전용 LLM 을 구축하고, 네이버의 강점인 비즈니스 키워드, 구매 데이터 등을 활용해 기존 서비스를 더욱 유저 친화적으로 개선할 수 있다.

카카오는 OpenAI 와 한국형 AI agent 를 공동으로 개발한다. OpenAI 의 최신 기술과 고성능 모델을 카카오 생태계 내 다양한 서비스(메신저, 커머스, 모빌리티, 콘텐츠, 금융 등)와 결합해 한국 이용자들이 일상생활에서 편리하게 사용할 수 있는 agent 를 목표로 하며 개발 중이다. 아직까지 구체적인 정보나 진행 상황이 공개되지 않았지만 연말정도에 서비스의 형태를 공개할 것으로 예상된다.

구글, 생성형 AI 접목한 새로운 검색 기능 'AI Mode' 발표

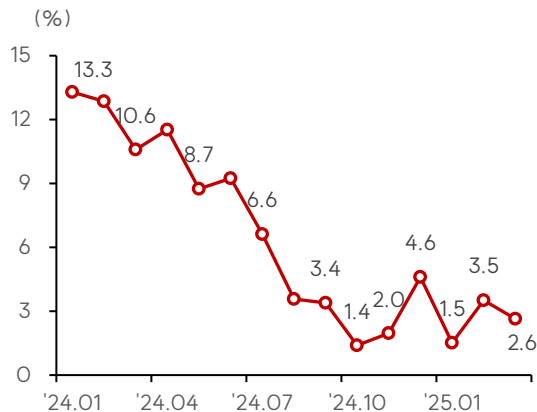


자료: 언론 보도, SK 증권

더 경쟁이 심해지는 이커머스

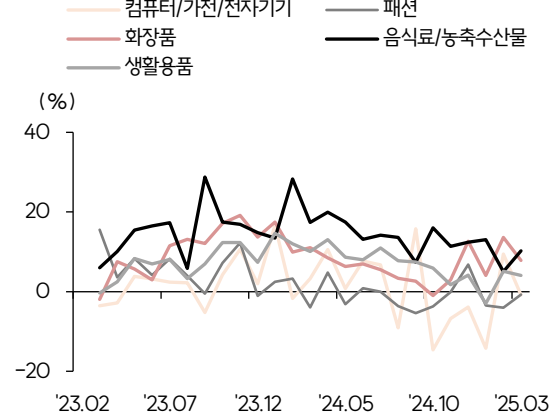
산업 전반 소비 침체가 이어지는 가운데 최근 '올다무토'가 무서운 성장세를 보이고 있다. 올리브영은 온오프라인을 연결하는 옴니채널 전략을 중심으로 특히 작년부터 3 시간 내 매장에서 제품을 배송하는 '오늘드림' 서비스 비중이 빠르게 확대되며 작년 매출 4.8 조원(+23.9%)을 기록했다. 다이소는 소비 침체에 따른 초저가 상품 선호 현상이 지속되며 '다이소 꿀템' 등 가성비 제품이 인기를 끌고 있다. 매달 600여개의 신제품을 출시하고 뷰티 등 카테고리 확장으로 빠른 이용자의 증가를 보이며 다이소의 작년 매출은 4 조원으로 전년대비 15% 증가했다. 무신사는 브랜드 큐레이션과 오프라인 확장을 통해 작년 매출 1.2 조원(+25.1%)을 기록하며 견조한 성장세를 보이고 있다. 토스 쇼핑은 작년 티메프 사태 이후 적자 플랫폼에 대한 셀러들의 불안감이 고조된 상황에서 안정적인 재무 상황과 빠른 정산의 장점이 부각되며 빠르게 성장하고 있다.

국내 이커머스 시장 성장률



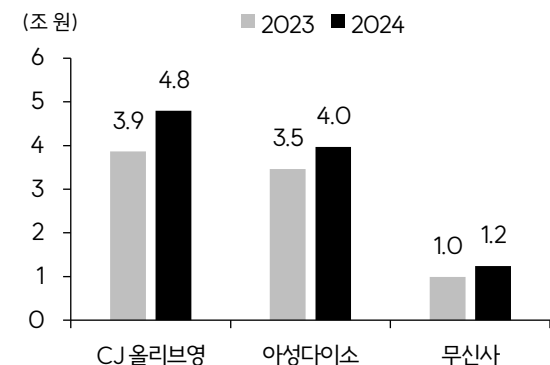
자료: 통계청, SK 증권

이커머스 카테고리별 성장률 추이



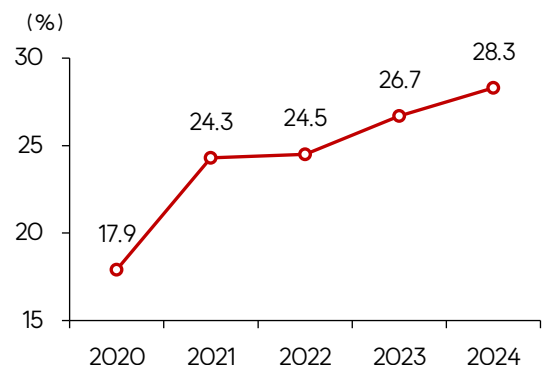
자료: 통계청, SK 증권

올리브영, 다이소, 무신사 매출



자료: 언론 보도, SK 증권

올리브영 온라인 매출 비중 추이

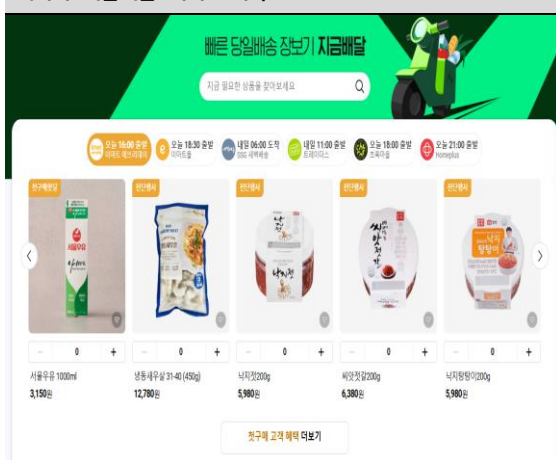


자료: 언론 보도, SK 증권

네이버는 상반기 출시한 플러스스토어를 기반으로 커머스의 성장을 가속화한다. 빠르게 성장하고 있는 FMCG 카테고리 강화를 위해 배송 경쟁력을 강화했다. 기존의 도착보장 서비스를 N 배송으로 개편하고 배송 포트폴리오를 다각화한다. 최근 빠른 배송에 대한 수요가 높아지며 기존 장보기 서비스를 '지금배달'로 리브랜딩하고, CU 편의점을 시작으로 서비스를 시작한다. '지금배달'은 네이버플러스스토어 사용자 주변 1.5km 내 1시간 내외로 배달 받을 수 있는 상품과 스토어를 보여준다. 현재 전국 3천여개 CU 점포가 참여하고 있고 향후 4천여개가 추가 참여 예정이다. 편의점 제휴를 시작으로 즉시 배송이 가능한 파트너사와 협업하며 '지금배달' 커버리지를 넓혀 나갈 계획이다.

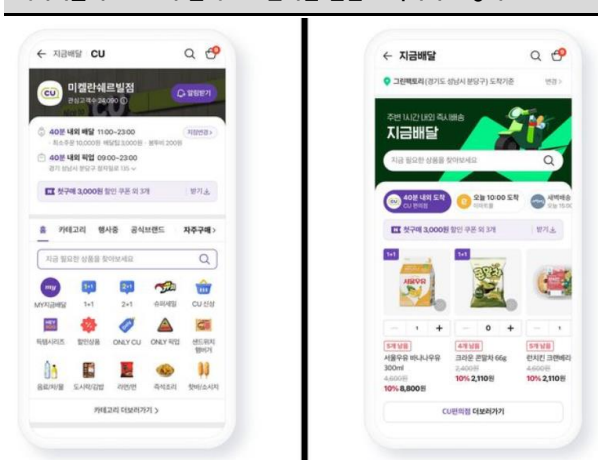
또한 컬리와 제휴를 통해 그 동안 네이버 커머스가 약했던 신선식품 카테고리 내 점유율 확장이 가능해질 전망이다. 과거 장보기 서비스에서 단순 제휴했던 이마트, 홈플러스의 케이스와 달리 멤버십, DB, 배송 등 다방면에서의 협력을 통해 커머스 경쟁력을 제고할 것이다.

네이버 '지금배달' 서비스 시작



자료: 네이버, SK 증권

네이버플러스스토어 앱에 CU 편의점 입점 – 쿠팡커머스 강화



자료: 네이버, SK 증권

네이버 X 컬리 제휴 서비스, 하반기 공개 예정

Kurly
NAVER

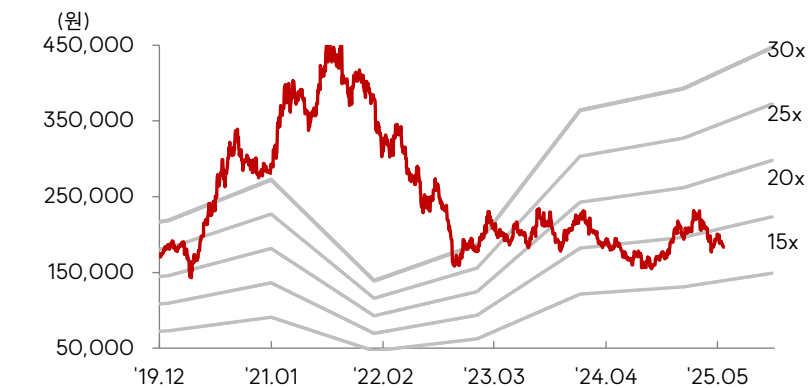
자료: 언론 보도, SK 증권

Top Pick: NAVER

본격적인 On-Service AI 확장 시작

- ▶ 플러스스토어 출시 후 방문자당 구매 횟 수, 구매액, 전환율, 객단가 등 전반적인 이용자 지표에서 유의미한 성과 확인
- ▶ 하반기 컬리와의 제휴 서비스 출시 통해 신석식품 카테고리 강화로 커머스 플랫폼으로써의 경쟁력 제고될 것
- ▶ 발견/탐색 영역 강화로 피드 지면, 클립 성장세 지속되고, Ad Voost 활용에 따라 광고 효율 개선되며 광고 매출의 안정적 성장 지속 전망
- ▶ 커머스 수수료 개편 효과가 하반기부터 반영되며 전사 마진의 점진적 개선 전망. 12MF P/E 13.2 배로 부담 없는 수준, 매수 관점에서 접근 필요

NAVER P/E bandchart



자료: Dataguide, SK 증권

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	8,220	9,671	10,738	11,917	13,253	14,641
영업이익	십억원	1,305	1,489	1,979	2,279	2,687	3,099
순이익(지배주주)	십억원	760	1,012	1,923	2,074	2,406	2,796
EPS	원	4,634	6,233	12,139	13,093	15,188	17,646
PER	배	38.3	35.9	16.4	14.0	12.1	10.4
PBR	배	1.2	1.5	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	16.1	18.0	11.3	9.8	8.5	7.3
ROE	%	3.3	4.4	7.9	7.9	8.5	9.1

게임

하반기 전망

신뢰 회복으로 가는 길

인터넷/게임. 남호지



게임 비중확대(유지)

신뢰 회복으로 가는 길

1H25 리뷰: 신작 부재 영향 지속

25년 상반기는 게임업종의 업체별 뚜렷한 온도차를 보였다. 게임의 성과가 확인된 기업과 하반기 주요작 출시가 확정된 기업들의 주가가 양호한 흐름을 보였다. YTD 주가 수익률은 펠어비스 +34%, 네오위즈 +29%, 크래프톤 +22%로 펠어비스와 네오위즈는 하반기에 나올 기대작들의 기대감에 따라 주가 상승, 크래프톤은 PUBG IP의 견조한 성과가 이어지며 실적 성장에 따라 주가도 지속 상승세를 보이고 있다.

2H25 전망: 기대작 출시+비용 통제=본격 이익 성장

상반기까지 실적에 큰 영향을 줄 만한 신작의 출시는 없었으나 하반기에는 오랫동안 기다려왔던 대작들의 출시를 앞두고 있다. 펠어비스의 <붉은사막>은 4분기 출시 일정을 확정지었다. 하반기 다양한 게임쇼에 참가해 북미/유럽 유저에 대한 exposure를 늘려나갈 것이다. 출시일에 가까워질수록 마케팅 강도가 높아지며 기대감을 점차 높여나갈 수 있을 것이다. 엔씨소프트 기대작인 <아이온 2>는 5/29 라이브를 통해 다양한 피쳐들을 공개하고 출시 전까지 FGT 등 다양한 마케팅을 전개해 나간다. 과거 지스타에서 높은 관심을 받았던 넷마블의 <일곱개의 대죄: Origin>도 하반기 출시 예정이다. 아직까지 구체적인 정보는 없지만 출시가 얼마 남지 않은 만큼, 출시 마케팅이 시작되며 기대감이 반영되기 시작할 것이다.

대작들의 출시에 따른 매출액 성장에 더해, 하반기에는 본격적으로 비용 통제 효과가 나타난다. 특히 엔씨소프트는 작년 대규모 구조조정 단행, 2분기부터 인건비 감소 효과가 나타날 것이다. 게임사들의 마케팅 방식도 과거와 달라져 타겟 유저층 중심으로 바이럴 마케팅을 진행하며 마케팅비의 절감도 예상된다. 더블유게임즈와 넷마블은 자체 결제 방식을 활용하며 지급수수료의 절감도 진행 중이다.

3분기까지는 신작 기여가 제한적이기 때문에 주요 게임사의 이익 성장은 미미하겠으나, 4분기 대작 출시가 몰리며 뚜렷한 이익 성장을 보일 것이다. 4분기 이후까지도 신작들의 성과가 지속되며 내년 상반기까지도 양호한 실적 성장세가 이어질 것으로 예상된다.

업종 top-pick은 넷마블로 제시한다. 과거 리스크 요인이었던 짧은 PLC와 높은 고정비 구조를 탈환하며 올해부터 다작의 출시와 함께 견조한 이익 성장이 기대된다.

Analyst 남효지

hjnam@sks.co.kr / 3773-9288

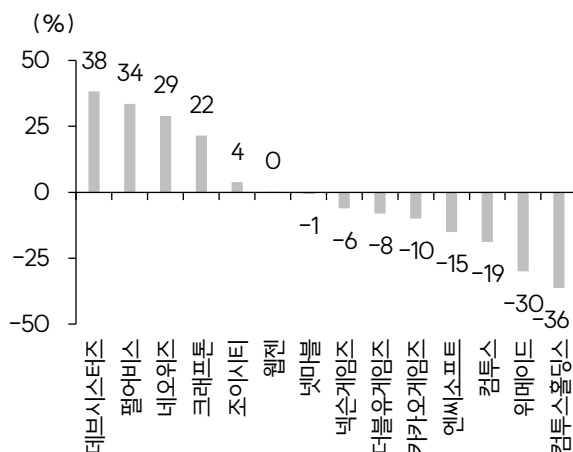
25년 상반기 리뷰: 업체별 뚜렷한 온도차

신작 부재 영향 지속

25년 상반기 게임 업종은 성과가 확인된 업체들과 하반기 주요작 출시에 대한 기대감이 유효한 업체들 중심으로 주가 상승세를 보이고 있다. 업체별 연초대비 주가 수익률은 데브시스터즈(+38%)가 <쿠키런: 킹덤>의 4주년 업데이트 효과로 트래픽이 반등하며 업종 내 가장 높은 상승폭을 보였고, 펠어비스(+34%)는 <붉은사막>의 출시일이 4 분기로 확정됨에 따라 그 동안 부진했던 주가가 회복세를 보이고 있다. 네오위즈(+29%)도 <P 의거짓> DLC 출시를 앞두고 있어 기대감을 반영하며 주가 상승, 크래프톤(+22%)은 PUBG IP 트래픽 상승이 지속되며 높은 매출 효율을 보이며 지속 견조한 실적 성장세를 보이고 있다.

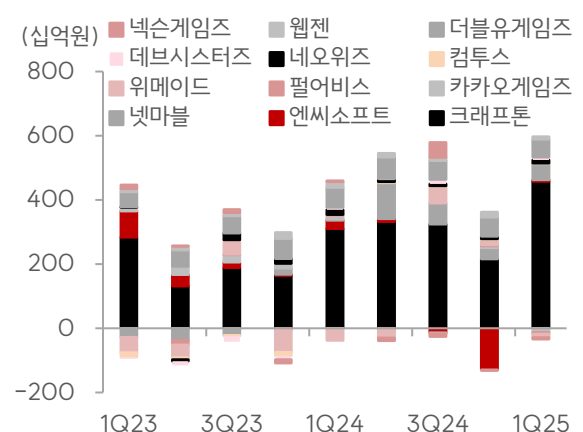
상반기까지 실적에 큰 영향을 줄 만한 신작의 출시는 없었다. 크래프톤의 <inZOI>가 3/28 얼리엑세스해 100 만장 이상의 판매량을 기록했지만 높은 기술 요구사항, 최적화 문제, 콘텐츠 부족 등이 문제로 꼽히며 시장 기대치에는 못 미치고 있다. 다만 5/8/10 월 업데이트를 계획하고 있어 이에 따라 판매량은 점진적으로 증가할 것으로 예상된다. 넷마블의 <RF 온라인넥스트>는 3/20 출시해 예상대비 견조한 성과를 기록 중이다. 1 분기 반영된 매출은 약 190 억원으로 추정, 현재까지도 구글/iOS 상위권을 기록하며 흥행 성과를 유지 중이다.

주요 게임사 연초대비 주가 수익률



자료: Quantwise, SK 증권

주요 게임사 영업이익 추이



자료: Quantwise, SK 증권

25년 하반기 전망: 기대작 출시+비용 통제=본격 이익 성장

오랫동안 기다려왔던大作들의 출시

오랫동안 기다려왔던大作들의 출시를 앞두고 있다. 가장 오래 기다린 펠어비스의 <붉은사막>은 최근 실적 컨퍼런스 콜을 통해 출시일을 4분기로 확정했다. 3월 GDC, 5월 Pax East에 참석해 블랙스페이스 엔진을 활용한 <붉은사막> 시연, B2C 대상으로 마케팅을 적극적으로 전개하고 있다. 특히 주요 타겟층인 북미/유럽 유저만큼 앞으로는 다양한 게임쇼를 통해 타겟 유저층에 대한 exposure를 늘려나갈 것이다. 6/6에는 서머 게임 페스트, 7, 8, 9월에도 유럽 및 아시아 게임쇼에 참가하며 신규 시연 빌드를 선보일 것으로 예상된다. 작년까지는 개발의 진척도를 공유하는 차원에서 게임쇼에 참가했다면, 이제부터는 게이머, 미디어, 크리에이터 등 직접적으로 게임의 흥행 성과로 이어질 수 있는 마케팅을 전개한다. 게임의 강점인 오픈월드, 스토리도 점차 공개하며 출시일인 4분기까지 기대감을 점차 높여나갈 수 있을 것이다.

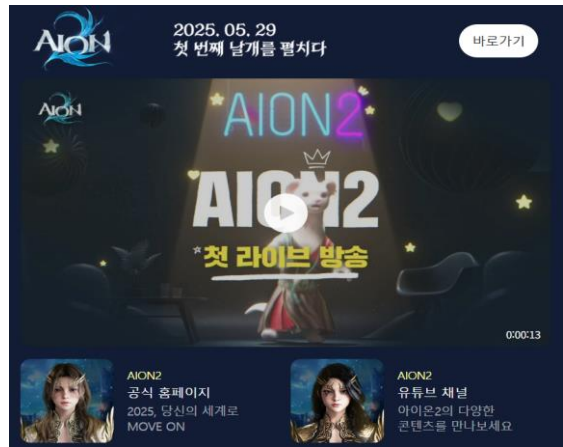
엔씨소프트는 3분기까지는 신작 출시가 없지만 4분기에는 <아이온 2>, <LLL>, <Breakers: Unlock the World>, <타임테이커스>의 출시를 계획하고 있다. 이 중 흥행 기대감이 가장 높은 것은 동사가 강점이 있는 MMORPG 장르의 <아이온 2>이다. <아이온 2>는 원작 <아이온>의 재미는 계승하지만 그래픽과 기술 개선을 반영했고, 글로벌화 게임이기 때문에 리니지와 같은 BM은 아닐 것이다. 5/29 라이브를 통해 다양한 피쳐들을 공개하고 출시 전까지 FGT 등 다양한 마케팅을 전개해 나갈 것이다.

펠어비스 <붉은사막>



자료: 언론 보도, SK증권

엔씨소프트 <아이온 2>



자료: SK증권

넷마블은 2분기 3개, 하반기 4개의 신작 공개를 앞두고 있다. 과거 지스타에서 <일곱 개의 대죄: Origin>이 큰 관심을 받았던 만큼 올해 하반기 공개를 앞두고 기대감이 점차 높아질 것이다. 넷마블은 올해 작년대비 출시 예정 신작의 수는 많지만 8개 중 4개가 자체 IP 이고, 자체 결제 시스템 활용에 따라 지급수수료는 +9.9% 증가에 그칠 것으로 예상된다. 향후 PC 결제까지도 지원된다면 추가적인 수수료 절감도 가능할 것으로 전망한다. 기존 상위 게임들(MCoC, 일곱개의대죄: 그랜드크로스, 스파엑스 3 중, 레이븐 2)가 안정적인 매출 기반을 다지고 있고, <나혼렘>도 잦은 업데이트와 적극적인 유저 피드백을 반영하며 잔존율이 개선되며 양호한 수준의 매출을 유지 중이다. 이에 신작이 더해지면 높은 이익 성장을 기대해볼 수 있다.

넷마블 하반기 신작 라인업

모바일 PC 콘솔

25년 2분기

세븐나이츠 리버스



한국
턴제 RPG
 

왕좌의 게임: 킹스로드



웨스턴
오픈월드 액션 RPG
  (스팀)

킹 오브 파이터 AFK



글로벌
수집형 AFK RPG


25년 하반기

뱀피르



한국 / MMORPG
 

몬길: STAR DIVE



글로벌 / 액션 RPG
 

일곱 개의 대죄: Origin



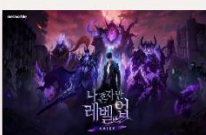
글로벌 / 오픈월드 RPG
  

프로젝트 SOL



한국 / MMORPG
 

나 혼자만 레벨업: ARISE



글로벌 / 액션 RPG
  (스팀)

자료: 넷마블, SK 증권

비용 통제 효과가 본격적으로 나타나기 시작

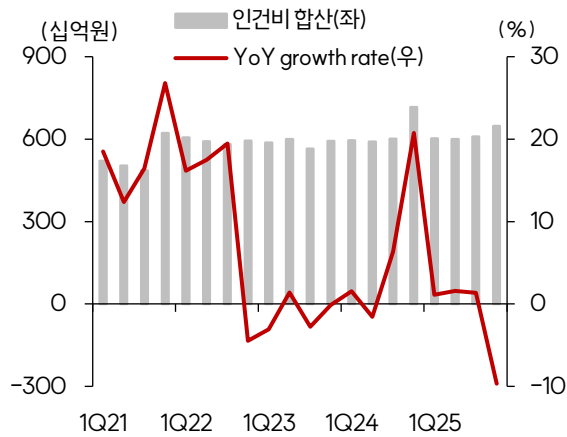
하반기에는 본격적으로 비용 통제 효과가 나타난다. 게임사들은 최근 1~2 년간 높아진 고정비 구조의 개선을 위해 강도 높은 구조조정을 단행했고, 그 효과가 하반기부터 본격적으로 나타날 것으로 예상된다. 시총 상위 5 개 게임사(크래프톤, 엔씨소프트, 넷마블, 펠어비스, 카카오게임즈) 합산 인건비는 1Q25 15.9% 감소했고, 2 분기에도 0.4% 감소, 3Q25E 1.5%, 4Q25E 6.3% 증가에 그칠 것으로 전망한다.

특히 엔씨소프트는 작년 대규모 구조조정 진행, 개발 자회사와 AI 관련 조직을 분사했고, 희망 퇴직을 받으며 인건비 효율화에 집중했다. 1 분기까지는 상여금, 위로금 등 일회성 비용이 발생하며 구조조정에 따른 인건비 감소 효과가 보이지 않았으나 2 분기부터는 인건비 감소 효과가 나타날 것이다. 넷마블도 작년 해외 자회사 중심으로 인력 축소, 펠어비스와 카카오게임즈도 신작 관련 필수 인력 제외는 타이트한 인력 구조를 가져가고 있다.

게임사들의 마케팅 방식도 달라졌다. 과거에는 대규모 브랜드 마케팅을 진행했다면 이제는 철저한 ROI 분석을 통해 마케팅비를 효율적으로 집행하고, 타겟팅 중심의 UA, 바이럴 마케팅을 활용한다. 과거대비 채널이 다양해졌기 때문에 브랜드 마케팅에 대한 니즈는 점점 축소되고 있다. 스팀, iOS, 구글 플랫폼을 활용할 수도 있고, 미디어/크리에이터를 활용해 타겟 유저층을 집중적으로 공략하는 방법도 있다.

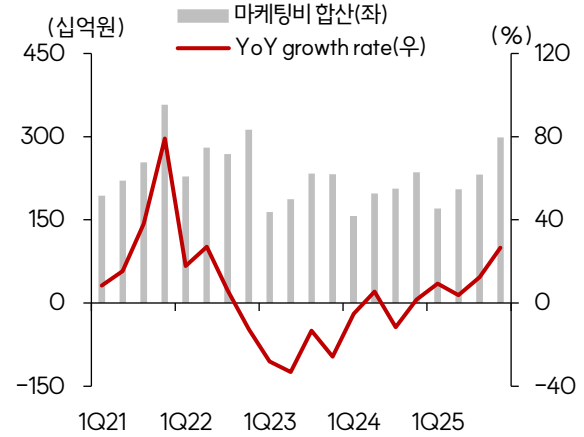
특히 <붉은사막>의 경우 신규 IP임에도 대규모 마케팅은 지양하고 하반기부터 다양한 게임쇼에 참가하며 B2B, B2C 시연을 하는 방식으로 출시 전 마케팅에 집중하고 있다. 하반기 게임사들의 주요 신작 및 오랫동안 기다려왔던 대작들이 대거 출시하며 마케팅비는 상반기대비 증가할 수밖에 없지만, 증가폭은 평년대비 낮은 수준일 것이다.

주요 게임사 합산 인건비 추이



자료: 각 사, SK 증권

주요 게임사 합산 마케팅비 추이

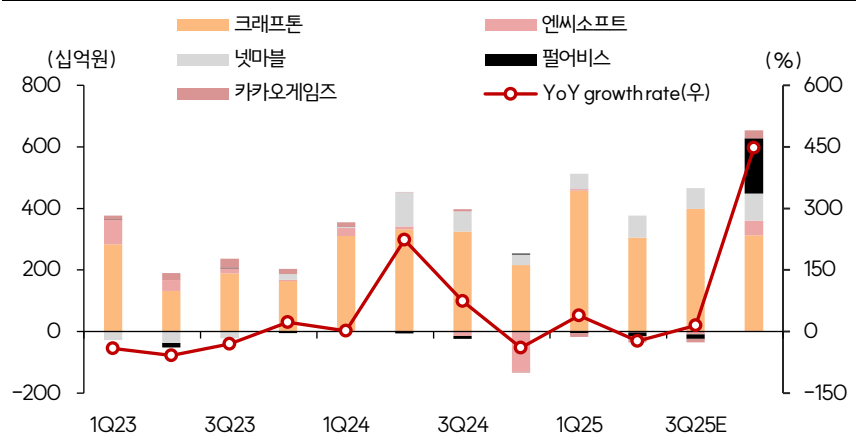


자료: 각 사, SK 증권

3 분기까지 기대감 최고조, 4 분기 뚜렷한 실적 성장 예상

주요 게임사 합산 영업이익은 3 분기까지는 신작 기여가 제한적이기 때문에 이익 성장은 미미하겠지만, 4 분기에大作들의 출시가 물리며 뚜렷한 성장을 보일 것으로 예상됩니다. 4 분기 이후까지도 신작들의 성과가 지속되며 내년 상반기까지도 양호한 실적 성장세가 이어질 것으로 기대됩니다.

주요 게임사 합산 영업이익 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권

Top Pick: 넷마블

놀랍게도 1분기가 바닥

- ▶ 동사의 가장 리스크 포인트가 신작의 PLC 가 짧다는 것. 과거에는 신작 출시 1~2개 분기 후 매출이 급감하는 모습을 보여옴. 그러나 작년 출시작들부터 면밀한 업데이트를 통해 PLC 관리하며 건조한 매출을 유지하는 모습
- ▶ 작년 5 월 출시된 <나혼렘>은 출시 1 년이 지난 현재까지도 잦은 업데이트와 적극적인 유저 피드백 반영으로 잔존율 개선되며 매출 유지 중. 2Q25 도 1주년 업데이트 효과로 QoQ 매출 성장 전망. 하반기 월별 업데이트와 연말 스팀 출시까지 계획하고 있어 올해도 의미있는 실적 기여 기대
- ▶ 기존 상위 게임들도 안정적인 매출 기반을 다지고 있는 상황에서 2 분기부터 신작이 연속적으로 출시하면 매출액 성장도 양호할 것
- ▶ 작년대비 출시 예정 신작의 수는 많지만 자체 IP 활용, 자체 결제 시스템 활용으로 지급수수료는 +9.9% 증가에 그칠 것. 향후 PC 결제까지도 지원된다면 추가적인 수수료 절감도 가능할 것
- ▶ 올해는 점진적인 이익 개선 확인 가능. 업종 내 top-pick 제시

영업실적 및 투자지표

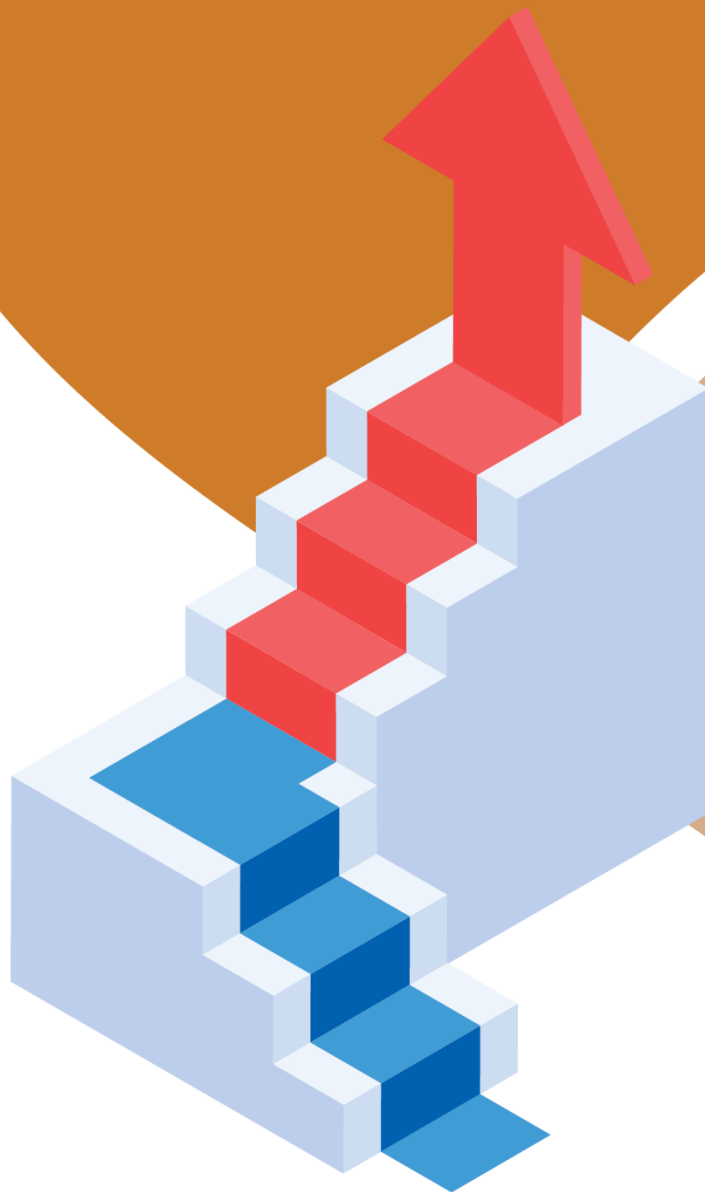
구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2026E
매출액	십억원	2,673	2,502	2,664	2,895	3,007	3,144
영업이익	십억원	-109	-68	216	278	293	308
순이익(지배주주)	십억원	-819	-256	26	180	212	254
EPS	원	-9,531	-2,975	298	2,094	2,471	2,952
PER	배	N/A	N/A	173.3	24.5	20.8	17.4
PBR	배	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	58.9	54.9	14.9	12.2	11.5	11.3
ROE	%	-14.6	-4.9	0.5	3.3	3.8	4.4

지주회사

하반기 전망

저PBR의 재평가

ESG/ 지주회사. 최관순



지주회사 비중확대(상향)

리레이팅의 초입

25년 상반기 양호했던 지주회사
주가. 하반기에도 유효

25년 상반기 밸류에이션 매력에 부각되며 양호한 주가를 기록했던 지주회사의 주가 상승세는 25년 하반기에도 지속될 것으로 예상된다. 자본시장법 시행령이 24년 12월 31일 시행되면서 자사주 보유 비율이 높은 지주회사의 리레이팅 가능성이 높기 때문이다. 자사주는 매입 시점에 EPS 증가, ROE 개선 등의 효과가 발생하지만 보유하고 있는 자사주 소각은 시장의 신뢰회복과 또다른 주주환원에 대한 기대감을 발생시키기 때문이다. 자사주 보유 비율이 높은 지주회사에 대해 주목하는 이유이다.

코리아 디스카운트 해소 위한
노력 → 대표적 저 PBR 주식인
지주회사 리레이팅 견인

6월 3일 대선을 앞두고 국내 증시 부양을 위한 정책이 발표되고 있다. 국내 증시 부양을 위해서는 코리아 디스카운트 해소가 전제되어야 한다. 이를 위해 이사의 충실 의무가 확장되고 소액주주의 주주권이 확대되시키는 상법, 자본시장법 등의 개정이 활발하게 논의되고 있다. 결국 국내 증시부양을 위해서는 낮은 PBR 종목의 밸류에이션이 정상화되어야 함을 상기한다면 밸류에이션 매력이 높은 지주회사에 주목할 필요가 있다. 중복상장에 따른 더블카운팅 이슈, 오너 중심의 의사결정 방지 등이 법적으로 보완될 수 있다면 그 동안 지주회사가 받아왔던 디스카운트 요인이 해소되면서 주가 레벨업을 기대해 볼 수 있다.

타픽: SK
→ 리밸런싱 통한 재무구조 개선
가시화

SK를 25년 하반기 지주회사 타픽으로 제시한다. 그 동안 SK의 저평가 요인이었던 재무구조가 빠르게 개선되고 있기 때문이다. 1분기 SK 스페셜티 매각에 따라 순차입금이 전기 대비 2.4조원 감소했으며, 2분기에도 판교 데이터 센터 매각으로 5,000억원 현금 유입이 예정되어 있다. 현재 매각을 추진중인 것으로 알려진 SK 실트론 매각이 완료될 경우 지난해말 10.5조원 규모의 순부채는 연말 5조원대 이하로 감소할 것으로 예상된다. 리밸런싱에 따른 현금유입은 일정부분 주주환원에 활용될 가능성이 높다. 지난해 주당 7,000원 지급했던 배당규모는 시가총액의 1~2% 특별 배당을 지급하는 SK의 배당정책을 고려해 보면 추가적으로 상향될 가능성도 높다. 만약 연간 8,000원의 배당이 지급된다면 현 주가 대비 배당수익률은 5.8%까지 상승하게 된다.

Analyst 최관순

ks1.choi@sk.com / 3773-8812

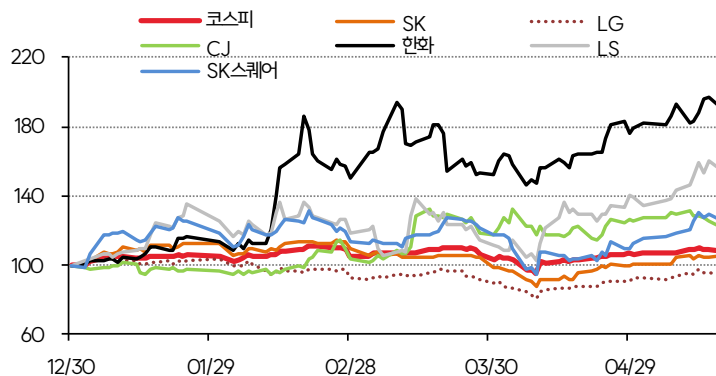
25년 상반기 리뷰: 양호했던 상반기 성과

밸류에이션 매력 부각되며 시장수익률 상회

25년 상반기 성과 양호

지주회사는 대표적인 저 PBR 주식으로 밸류에이션 매력이 부각되며 25년 상반기 상대적으로 양호한 주가 흐름을 보였다. 특히 자본시장법 시행령 개정에 따른 자기주식 제도개선안이 24년 12월 31일부터 시행되면서 자사주 보유 비율이 높은 지주회사 중심으로 주가가 상승했다. 또한 대선을 앞두고 상법, 자본시장법 등의 개정 논의가 활발해졌는데 코리아 디스카운트 해소에 대한 기대감이 반영되며 밸류에이션 매력이 높은 지주회사 주가 상승을 견인했다.

25년 지주회사 상대주가 추이



자료: Quantiwise, SK증권

25년 하반기 코리아 디스카운트 해소 위한 법제도 개편 논의 본격화

대선이 끝난 25년 하반기에는 코리아 디스카운트 해소를 위한 제도개편에 대한 논의가 구체화될 가능성이 높다. 특히 상법/자본시장법 개정, 배당소득에 대한 분리과세 등은 국내 증시를 직접적으로 부양할 수 있는 요인이다. 국내 증시부양 과정에서 지주회사를 주목하는 이유는 대표적인 저 PBR 섹터로 자발적인 기업가치제고에 대한 의지가 강하기 때문이다. 자체사업을 보유하고 있지 않은 대부분의 지주회사의 경우 자회사 가치가 지주회사 주가를 결정하지만 보유 자사주 소각, 배당확대 등의 주주환원이 강화된다면 지주회사에 적용되는 할인율을 축소시켜 주가 상승을 기대해 볼 수 있다. 25년 하반기 코리아 디스카운트 해소를 위한 제도적 지원과 기업의 강화된 주주환원정책을 통해 지주회사의 장기적인 할인율 축소가 가능할 것으로 기대한다.

국내 주요 지주회사 PBR 및 ROE						(단위: 배, %)		
기업명	PBR	ROE	기업명	PBR	ROE	기업명	PBR	ROE
티와이홀딩스	0.09	-11.94	한진중공업홀딩스	0.32	15.44	SK 이노베이션	0.53	-6.81
KC 그린홀딩스	0.11	-2.57	매일홀딩스	0.32	7.14	DB	0.61	23.51
동국홀딩스	0.14	1.11	하이트진로홀딩스	0.33	8.04	동아쏘시오홀딩스	0.62	5.51
세아홀딩스	0.17	1.09	HL 홀딩스	0.33	1.91	콜마홀딩스	0.62	4.09
한솔홀딩스	0.18	0.25	노루홀딩스	0.34	11.2	콜마홀딩스	0.62	4.09
코오롱	0.19	8.62	POSCO 홀딩스	0.34	1.57	홈센타홀딩스	0.63	2.46
한국전자홀딩스	0.20	-0.86	세아베스틸지주	0.34	1.00	삼성물산	0.64	7.19
BGF	0.20	4.88	CR 홀딩스	0.35	0.29	미원홀딩스	0.66	10.31
넥센	0.22	6.81	이지홀딩스	0.35	3.14	동원산업	0.66	3.56
서연	0.22	16.46	HDC	0.36	5.2	퍼시스	0.68	8.64
DL	0.22	2.04	OCI 홀딩스	0.36	2.63	HD 현대	0.68	7.78
KISCO 홀딩스	0.23	2.87	한국엔컴퍼니	0.36	8.28	SK 스퀘어	0.7	20.62
삼양홀딩스	0.23	3.09	풍산홀딩스	0.37	9.34	산송홀딩스	0.73	5.23
하림지주	0.23	3.13	이녹스	0.38	-10.48	쿠쿠홀딩스	0.74	12.05
F&F 홀딩스	0.23	9.81	종근당홀딩스	0.39	4.82	CJ	0.74	0.85
CS 홀딩스	0.24	10.45	LG	0.39	2.87	비츠로테크	0.82	10.56
KPX 홀딩스	0.24	7.88	샘표	0.41	3.2	대웅	0.84	4.69
경동인베스트	0.25	4.64	네오위즈홀딩스	0.41	-2.84	LS	0.87	5.74
아이디스홀딩스	0.25	7.41	일진홀딩스	0.41	5.09	천보	0.94	-8.45
디와이	0.26	6.3	효성	0.41	18.34	JW 홀딩스	0.95	28.22
AK 홀딩스	0.26	-1.31	원익홀딩스	0.42	-4.72	휴온스글로벌	1.04	7.16
GS	0.26	4.79	한화	0.42	4.65	평화홀딩스	1.06	1.96
SJM 홀딩스	0.27	7.37	대덕	0.43	2.85	미스토홀딩스	1.07	7.85
해성산업	0.27	-0.25	세아제강지주	0.44	4.64	풀무원	1.56	6.31
골프존홀딩스	0.27	5.98	영원무역홀딩스	0.45	10.36	아모레퍼시픽	1.59	11.8
크라운해태홀딩스	0.27	7.8	SNT 홀딩스	0.45	12.07	콘텐츠리중앙	1.68	-16.62
한일홀딩스	0.27	8.82	대상홀딩스	0.45	4.91	HD 한국조선해양	1.83	10.97
농심홀딩스	0.27	6.39	INVENI	0.45	5.83	한진칼	2.4	16.61
롯데지주	0.28	-10.03	휴맥스홀딩스	0.46	-30.19	SKC	2.81	-18.89
한세에스 24 홀딩스	0.29	2.55	진양홀딩스	0.46	4.82	한미사이언스	2.94	6.97
LX 홀딩스	0.29	9.08	오리온홀딩스	0.48	10.43	에코프로	3.7	-8.07
SK	0.30	0.67	솔브레인홀딩스	0.48	4.05	두산	4.73	2.62
SK 디스커버리	0.30	0.51	코스맥스비티아이	0.49	3.02			

자료: Quantwise, SK 증권

25년 하반기 전망: 저 PBR의 리레이팅

디스카운트 축소를 위한 제도적 지원과 기업가치 제고 노력

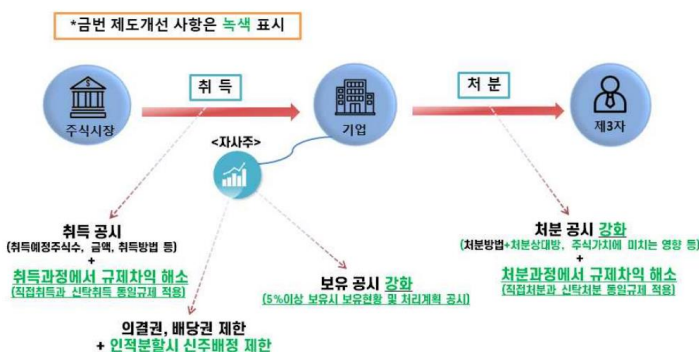
자기주식 제도 개선안 시행

지난해 12월 31일부터 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 개정안이 시행되었다. 시행령은 ①주권상장법인의 인적 분할 시 자사주에 신주배정 제한, ②자사주 보유·처분 등 과정에서 공시 대폭 강화, ③자사주 취득·처분 과정에서 규제차익 해소의 자기주식 제도 개선내용을 포함하고 있다. 자기주식 제도개선을 통해 5% 이상 자사주 보유 상장사는 사업보고서를 통해 자기주식 보고서 첨부이 의무화되었다.

지주회사의 보유 자사주 가치 부각될 시기

기업이 보유하고 있는 자사주의 경우 보유기간 동안에는 EPS 상승 및 ROE 개선 효과가 있으나 시장에 출회될 경우 자사주 매입 효과가 제거되어 주가에 부정적 영향을 미칠 가능성이 높다. 이에 행동주의 펀드 중심으로 기업의 보유 자사주 소각을 요구하는 사례가 빈번하며 보유하고 있는 자사주 소각만으로도 주가 상승을 기대할 수 있을 것이다. 최근 대선 과정에서 자사주 소각 의무화에 대한 논의도 활발해지는 등 자사주 보유 비율이 높은 지주회사에 대한 관심이 고조되고 있다. 25년 하반기 기업의 자사주에 대한 추가적인 제도 개선안이 확정된다면 자사주 보유 비율이 높은 지주회사 중심으로 주가 상승을 기대해 볼 수 있을 것이다.

상장법인 자사주 제도개선 주요내용

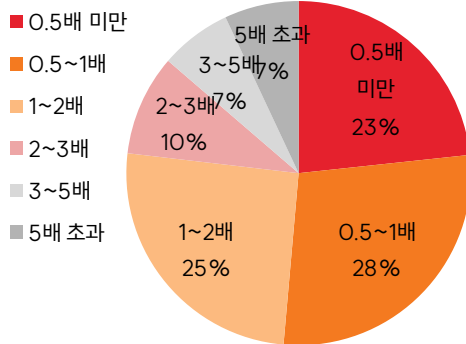


자료: 금융위원회, SK 증권

국내 증시부양의 전제조건은 저 PBR 주식의 리레이팅

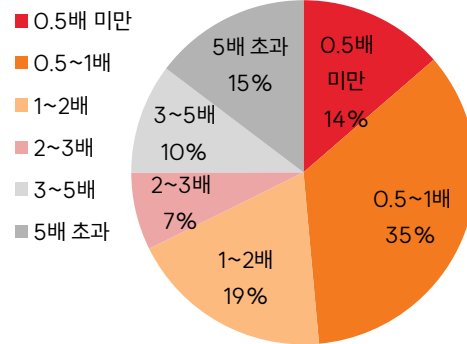
또한 6월 대선을 앞두고 증시부양을 위한 공약이 각 정당별로 발표되고 있다. 정당별 방법론에는 다소 차이가 있지만 국내 증시의 디스카운트 요인을 해소해 증시부양을 이루겠다는 과정은 동일하다. 현재 국내 증시에는 PBR 1배 미만의 상장사 시가총액 비중이 50%에 달하는 만큼 국내 증시부양을 위해서는 저 PBR 주의 리레이팅이 필수적이다. 지주회사의 경우 대표적인 저 PBR 종목군으로 국내 증시 부양을 위한 제도적 보완이 이루어질 경우 주가 상승 여력이 높다는 판단이다.

국내 PBR 별 상장사 종목수 비중



자료: Quantwise, SK 증권

국내 PBR 별 상장사 시가총액 비중



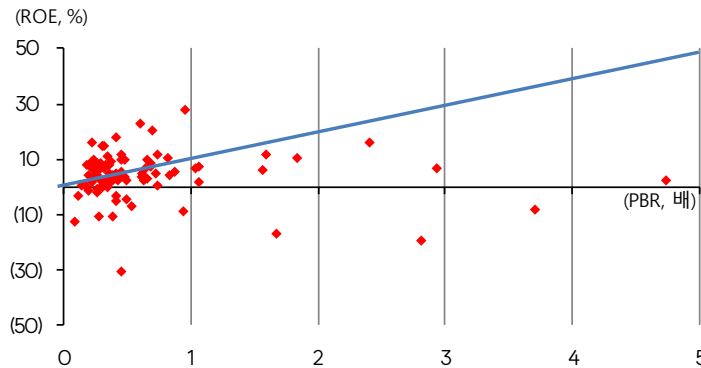
자료: Quantwise, SK 증권

각 정당별 증시관련 주요 공약

	민주당	국민의 힘
핵심공약	주식시장 선진화로 코스피 5000 달성	K 자본시장 선진화 통한 장기 '박스피' 탈출
주요공약	1) 상법 개정 통해 개미투자자 보호 장치 강화 - 이사의 주의 의무에 주주 이익 보호 의무 성문화 - 집중투표제 활성화 - 쪼개기 상장 시 모회사 일반주주 신주 우선배정 - 상장회사 자사주 소각 제도화 - 합병 시 기업가치 공정 평가 2) 안전한 가상자산 거래 환경 조성 - 가상자산 현물 ETF 허용 3) 주가조작 원스트라이크 아웃제 도입 4) 부실기업 퇴출 간소화 5) 배당소득 분리과세하도록 소득세법 개정	1) 역대 최초 대통령의 해외투자자 IR(Investor Relation) 진행 - 코리안디스카운트의 원인을 정책 불확실성과 지정학적 리스크로 분석 - 시장과의 적극적인 소통을 통해 해당 문제를 극복 2) 상장사 중심 거버넌스 선진화 - 비상장 중소기업까지 대상으로 하는 상법 개정 대신, 자본시장법 개정 - 상장사의 주주보호 대폭 강화 및 사외이사의 전문성 제고 - 전문경영인의 투자 및 경영판단의 합리성 등이 인정되는 경우 배임죄 처벌을 면제해 신기술 투자 유도 3) 경제사범 처벌 대폭 강화 및 징벌적 손해배상제도 도입 4) 중산층 자산 증식 위한 세제 혜택 - 배당 소득 분리 과세해 배당 활성화 및 주주 환원 강화 - 장기주식·펀드 보유자 세제혜택 - 개인종합자산관리계좌(ISA) 세제 지원 확대 5) 금융경제자문위원회를 신설해 현황 브리핑 실시

자료: SK 증권

국내 지주회사 ROE-PBR 분포



자료: Quantiwise, SK 증권

**밸류에이션 매력 높고 주주환원
확대 가능성 높은 지주회사 주목**

밸류에이션 매력이 높고, 보유 자사주 소각을 포함한 주주환원 확대 가능성이 높은 기업이 25년 하반기 주목해야 한다. NAV 대비 할인율 측면에서 한화는 78.0% 할인 받고 있어 밸류에이션 매력이 가장 높다. SK와 SK스퀘어도 각각 66.5%, 60.8% 할인율을 기록하고 있다. PBR은 SK 0.31배, LG 0.39배, 한화 0.43배로 저평가 상태이다. SK, SK스퀘어, LG는 이미 지난해 기업가치제고 계획을 발표했으며, SK와 한화, LS는 25년 배당규모가 확대될 가능성이 높다.

주요 기업 기업가치 제고계획 목표설정 내용

기업명	주요 목표
SK	24~26년 ROE 8%, '27년 ROE 10% 최소 DPS 5,000원, 시가총액의 1~2% 자사주 매입소각 또는 추가배당 24~26년 PBR 0.7배, '27년 ROE 1.0배
LG	27년 ROE 8~10% 달성 지향 기보유 자사주 3.9% 26년까지 전량 소각 최소배당성향을 별도조정 순이익의 50%에서 60%로 상향, 중간배당 실시
SK스퀘어	27년까지 NAV 할인율 50% 이하 25~27년 COE를 초과하는 ROE 실현 27년까지 PBR 1배 이상

자료: 각 사, SK 증권

SK증권 주요 지주회사 요약

(단위: 원, 십억원, 배, %)

기업명	종가	시가총액	자사주비율	NAV 대비 할인율	PBR	ROE	23DPS	24DPS	25DPS(E)
SK	139,300	10,100	24.8%	66.5%	0.31	4.49	5,000	7,000	8,000
SK스퀘어	100,800	13,360	1.0%	60.8%	0.71	7.92	0	0	0
LG	69,000	10,850	3.9%	48.9%	0.39	2.13	3,100	3,100	3,000
CJ	119,500	3,487	7.3%	41.5%	0.73	0.77	3,000	3,000	3,000
LS	147,900	4,762	15.1%	49.5%	0.88	2.00	1,600	1,650	1,700
한화	51,600	3,868	7.4%	78.0%	0.43	1.20	750	800	850

자료: Quantiwise, SK 증권

Top Picks: SK

저평가 요인이 해소될 것

저평가 요인 해소중

SK는 25년 기준 PBR은 0.4 배이며, 현 주가의 NAV 대비 할인율은 66.5%에 이르는 등 지주회사 중에서도 저평가 종목이다. SK 저평가는 일부 자회사 실적부진에 따른 주주환원 불확실성과 불안정한 재무구조 등이 주요 원인이다. 하지만 25년 하반기 저평가 요인이 점차 해소되며 주가 상승이 가능할 것으로 예상된다.

25년 주주환원 규모 전년 대비 증가할 전망

SK는 지난해 연간 7,000원의 주당 배당금을 지급했다. 기본 배당 5,000원에 시가총액 1.1% 규모의 추가배당(주당 2,000원)이 지급된 것으로 SK는 매년 시가총액의 1~2% 수준의 추가 주주환원을 하는 배당정책을 발표한 바 있다. 올해 리밸런싱에 의한 재무구조 개선이 본격화될 것으로 예상됨에 따라 지난해 이상의 배당금 지급이 기대된다. 안정적인 배당은 현 주가를 강력하게 지지해주는 역할을 할 전망이다.

연중 재무구조 개선 확인될 것

SK는 3월말 SK 스페셜티를 2.7조원에 매각하며 1분기 순차입금 규모를 전기 대비 2.4조원 감소시켰다. 2분기에는 SK 브로드밴드에 판교 데이터센터를 매각(5,068억원)할 예정이며 SK 실트론 매각도 추진중에 있는 것으로 알려져 있다. SK 실트론이 연내 매각될 경우 SK의 순차입금 규모는 전년말 10.5조원에서 연말 5조원대 이하로 감소할 것으로 예상된다. 배당확대와 재무구조 개선 통한 SK에 대한 할인요인이 제거되고 있음에 따라 주가도 상승 가능성이 높다

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	132,079	128,798	124,690	126,897	130,974	141,180
영업이익	십억원	8,161	4,754	2,355	5,305	7,765	10,116
순이익(지배주주)	십억원	1,099	-777	-1,293	308	1,245	1,883
EPS	원	8,792	-24,330	-20,155	4,213	17,041	25,769
PER	배	21.5	-7.3	-6.5	33.1	8.2	5.4
PBR	배	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	배	7.1	9.9	12.1	9.8	7.6	6.1
ROE	%	5.1	-3.7	-5.6	1.2	4.9	7.1

금융(은행)

하반기 전망

한국이 많이 아파요

금융·설용진



은행 비중확대(유지)

한국이 많이 아파요

기저효과 영향으로 실적 양호하나 지속되는 이익체력 측면 부담

커버리지 은행들의 1Q25 합산 실적은 지배순이익 기준으로는 전년 동기 대비 큰 폭으로 증가한 6.2 조원(+12.4% YoY)을 기록했다. 다만 H 지수 ELS 관련 기저효과 영향이 존재하는 영업외손익을 제외한 실질 이익체력에 해당하는 PPOP, 영업 이익은 각각 10.9 조원(-1.8% YoY), 8.3 조원(-6.8% YoY)으로 감소한 것을 확인할 수 있다. 경기 성장이 정체된 가운데 관세 이슈 등 대내외 불확실성이 높아지고 있는 국면을 감안했을 때 건전성과 관련하여 이익체력 측면의 부담이 지속될 전망이다. 최근 연체율, 회생/워크아웃, 경매 등 전반적인 건전성 관련 지표가 부진한 가운데 저성장 추세가 뚜렷해진 매크로 환경을 감안하면 내수경기 회복까지는 다소 시간이 필요할 것으로 예상된다. 과거 일본 장기 저성장 시기에 금융기관 부실이 다수 발생했던 사례 등을 감안하여 자산 건전성에 대한 세밀한 관리가 요구될 전망이다.

주주환원에 대한 기대감 유효하나 전제조건은 이익 안정성

1Q25 CET1 비율은 주식 위험가중치 상향 등에도 불구하고 대체로 양호한 개선세를 보였다. 안정적인 자본비율 관리를 감안했을 때 커버리지 금융지주의 총 주주환원을 확대 추세가 지속될 전망이다. 다만 주주환원 확대에 기반한 투자매력이 부각되기 위해서는 궁극적으로는 주주환원의 절대 규모가 지속적으로 확대될 수 있다는 신뢰가 필요하다고 판단하며 이러한 관점에서 대손비용 불확실성이 가장 큰 리스크가 될 전망이다. 은행 대출 대부분이 보증/담보를 기반으로 취급되고 있는 만큼 전반적인 손실은 일정 수준에서 관리될 것으로 예상되나 담보가치 하락, 보증기관 재무 부담 가중에 따른 불확실성 등에 대한 고려가 필요할 전망이다. 경기 부진에 따라 은행의 사회적 역할 수행에 대한 요구도 가중될 것으로 예상하며 은행업종의 특성상 불가피한 부분이라고 판단하나 과도할 경우 자본적정성 부담으로 유동성 공급 등에 차질이 발생하는 등 공공적 관점에서 오히려 부정적 영향이 나타날 가능성도 존재한다. 자본시장 활성화 정책에 대한 신뢰도 이슈 등 종합적인 고려가 필요할 전망이다.

건전성 부담 작고 추가 주주환원 여력 높은 회사 선호

25년 하반기 은행업종의 경우 NIM은 우려보다 완만한 하락을 예상하며 대출 성장의 경우 스트레스 DSR 3단계 도입 등 영향으로 상반기 대비 낮아지는 모습을 예상한다. 실적을 결정하는 핵심이 대손비용이 될 것으로 예상되는 만큼 1) 금리 하락에 따른 유가증권매매평가이익, 2) CSM 상각이익 등 상대적으로 안정적인 이익을 기대할 수 있는 대형 증권/보험 자회사를 보유한 회사가 유리하다고 판단한다. 최근 환율 환경 등을 종합적으로 고려하여 KB금융, 하나금융을 Top pick으로 제시한다.

Analyst 설용진

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

25년 상반기 리뷰: 기저효과에 기반한 실적 개선

실질적인 이익체력은 전년과 유사하거나 감소

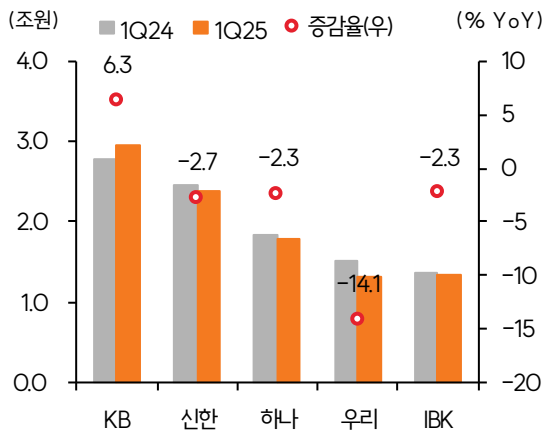
ELS 배상 기저효과영향 제외하면
PPOP, 영업이익 모두 감소 추세

1Q25 커버리지 은행들의 실적을 살펴보면 합산 지배순이익 기준으로는 전년 동기 대비 큰 폭으로 증가한 6 조 2,213 억원(+12.4% YoY)을 기록했다. 다만 1Q24 중 시중은행 중심으로 H지수 ELS 관련 대규모 배상비용 지출이 발생했던 점을 감안하여 기저효과 영향이 존재하는 영업외손익을 제외한 실질적인 이익체력을 확인하기 위해 충당금 적립 전 영업이익(PPOP)과 영업이익 기준으로 비교해보면 PPOP 는 10 조 8,699 억원(-1.8% YoY)로 감소했으며 영업이익도 8 조 2,505 억원(-6.8% YoY)로 대체로 감소 추세가 나타난 것을 확인할 수 있다.

우리금융(판관비 영향),
iM 금융(탐라인 위축, 판관비
기저효과 등) 등의 PPOP 부진

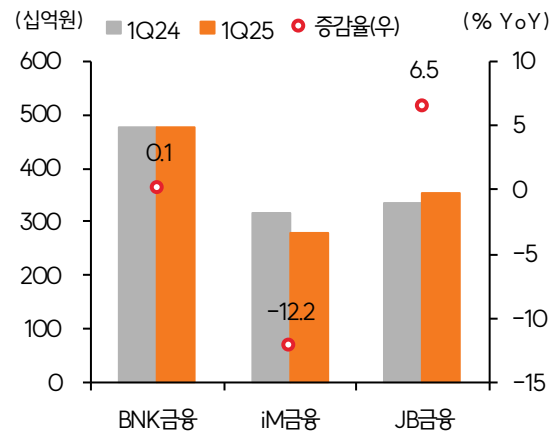
PPOP 의 경우 특히 우리금융지주(-14.1% YoY), iM 금융지주(-12.2% YoY)의 감소 폭이 크게 나타났는데 우리금융지주의 경우 ERP 비용 인식 이연, 증권 MTS 관련 전산비용 등 판관비 측면의 영향이 크게 나타났으며 iM 금융지주의 경우에도 전년도 증권 이연성과급 환입 등 판관비 측면의 기저효과와 자산 리밸런싱으로 인한 마진 감소/자산 성장 둔화로 이자이익이 줄어든 영향이 반영된 것으로 추정된다.

시중은행 및 기업은행 - 1Q PPOP 및 증감율 현황



자료: 각사, SK 증권

지방은행 - 1Q PPOP 및 증감율 현황

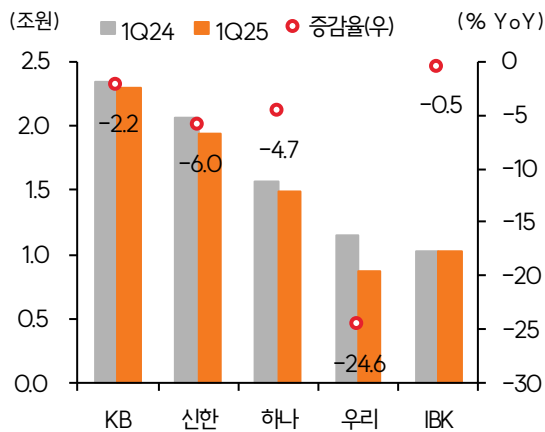


자료: 각사, SK 증권

우리금융, BNK 금융 등 대규모
충당금으로 영업이익 감소.
iM 금융은 PF 충당금 기저효과

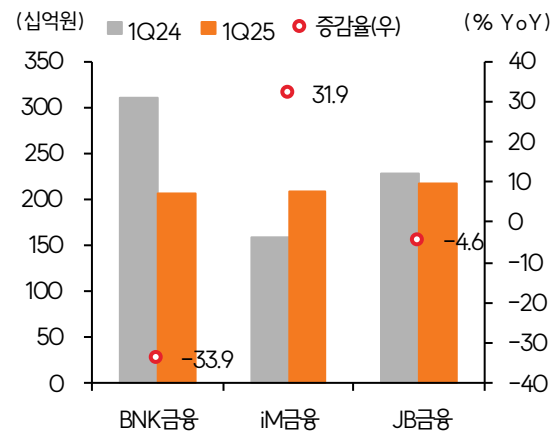
영업이익은 우리금융지주(-24.6% YoY), BNK 금융지주(-33.9% YoY)의 감익 폭이 크게 나타났는데 우리금융지주의 경우 홈플러스, MG 손보 관련 추가 충당금 및 채준형 신탁 관련 부담이 반영되었으며 BNK 금융지주는 지역경기 악화에 따라 삼정, 금양 등 지역 기업 중심으로 대규모 충당금이 발생한 영향으로 분석된다. 반면 iM 금융지주는 부동산 PF 관련 추가충당금 부담이 완화되며 영업이익이 큰 폭 개선되었다. 일부 예외를 제외하면 대체로 PPOP 감소 폭보다 영업이익 감소 폭이 더욱 높게 나타나며 대손비용 부담이 가중되는 모습이 나타난 만큼 향후 건전성 관리에 대한 부담이 더욱 가중될 수밖에 없을 전망이다.

시중은행 및 기업은행 - 1Q 영업이익 및 증감율 현황



자료: 각사, SK 증권

지방은행 - 1Q 영업이익 및 증감율 현황



자료: 각사, SK 증권

**KB 금융의 실질적인 이익체력
우위 지속**

전반적으로 실질적인 이익체력 측면에서는 은행/비은행 간 균형잡힌 포트폴리오를 보유하고 있으며 높은 자본력을 보유한 KB 금융의 우위가 지속되고 있다고 판단한다. 실제로 1Q25 중 핵심 자회사인 은행의 마진, 대출 성장 모두 견조한 가운데 보험손익/트레이딩손익 등 비이자손익이 안정적으로 관리되었으며 업계 내 최상위권의 자본력을 바탕으로 선제적으로 주주환원을 시행하는 모습이 나타났다.

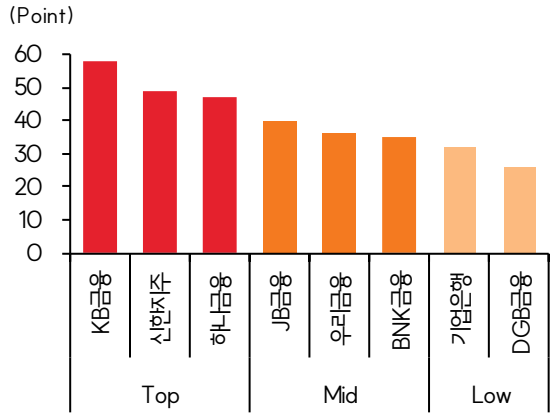
**iM 금융지주 Turn around
긍정적이나 Top line 부진 및
건전성 지표 악화 등 잠재적 우려**

한편 iM 금융지주의 경우 대손비용 부담 감소에 따른 이익 Turn around 는 충분히 긍정적이나 여전히 탑라인 부진이 이어지고 있으며 건전성 관련 우려가 상존하고 있는 점에서 이익체력 측면에서는 잠재적인 리스크가 남아있다고 판단한다.

1Q25 - 커버리지 은행 주요 핵심 지표 현황								
(%, %p)	KB 금융	신한지주	하나금융	우리금융	기업은행	BNK 금융	DGB 금융	JB 금융
은행 원화대출 성장률								
QoQ	0.9%	0.4%	0.5%	-1.0%	2.2%	0.7%	-0.1%	1.6%
YoY	6.8%	7.8%	2.3%	3.9%	5.9%	2.5%	3.1%	5.1%
은행 원화예금 성장률								
QoQ	0.6%	-0.6%	-1.9%	1.7%	0.7%	0.5%	1.8%	1.7%
YoY	3.3%	5.4%	-0.5%	4.1%	4.5%	1.3%	3.4%	2.5%
그룹 순이자마진(NIM) 개선								
QoQ	0.03%p	0.04%p	0.00%p	0.04%p	-0.04%p	0.00%p	-0.02%p	-0.01%p
YoY	-0.10%p	-0.09%p	-0.08%p	-0.04%p	-0.11%p	-0.09%p	-0.24%p	-0.15%p
그룹 PPOP 증가율								
QoQ	85%	73%	65%	15%	20%	37%	160%	27%
YoY	6.3%	-2.7%	-2.3%	-14.1%	-2.3%	0.1%	-12.2%	6.5%
그룹 핵심이익 증가율(이자+수수료)								
QoQ	-1%	1%	3%	0%	-4%	-1%	1%	2%
YoY	0.9%	0.4%	2.2%	2.3%	-2.9%	-2.8%	-4.5%	-3.5%
그룹 SG&A 증가율								
QoQ	-22%	-21%	-6%	0%	1%	-13%	-33%	-18%
YoY	-1.4%	3.0%	4.1%	26.6%	7.3%	-0.9%	3.7%	3.9%
그룹 Credit Cost	0.56%	0.41%	0.29%	0.45%	0.38%	0.93%	0.43%	1.07%
그룹 NPL 비율	0.76%	0.81%	0.70%	0.69%	1.34%	1.69%	1.63%	1.19%
그룹 CET1비율	13.7%	13.3%	13.2%	12.4%	11.4%	12.3%	12.0%	12.3%
실적 은행 의존도(당기순이익)	60%	76%	88%	103%	94%	93%	81%	73%

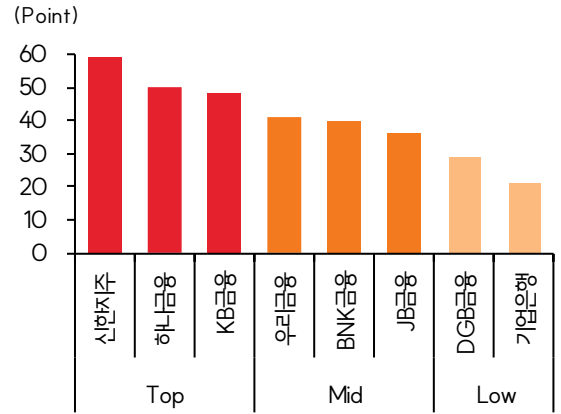
자료: 각사, SK 증권

은행 펀더멘털 성적표(1Q25)



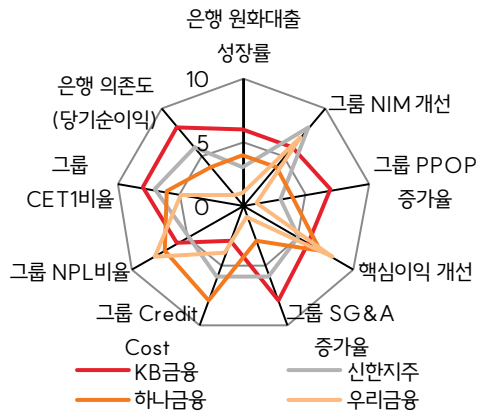
자료: 각사, SK 증권 추정

은행 펀더멘털 성적표(1Q24)



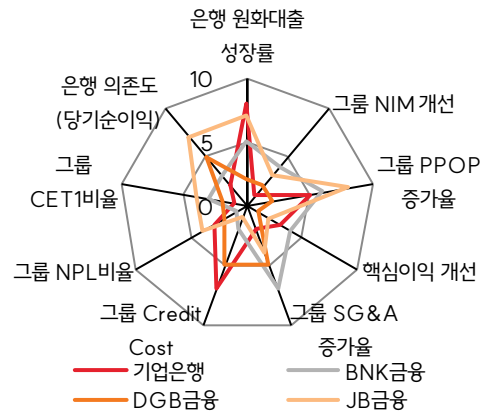
자료: 각사, SK 증권

시중은행 펀더멘털 성적표(1Q25)



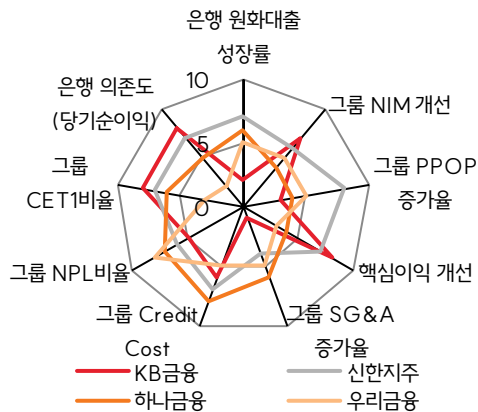
자료: 각사, SK 증권 추정

기업은행 및 지방은행 펀더멘털 성적표(1Q25)



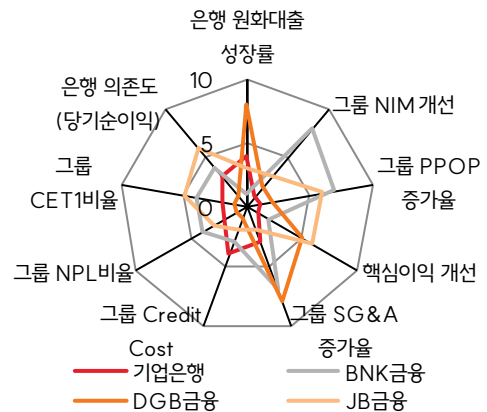
자료: 각사, SK 증권

시중은행 펀더멘털 성적표(1Q24)



자료: 각사, SK 증권 추정

기업은행 및 지방은행 펀더멘털 성적표(1Q24)



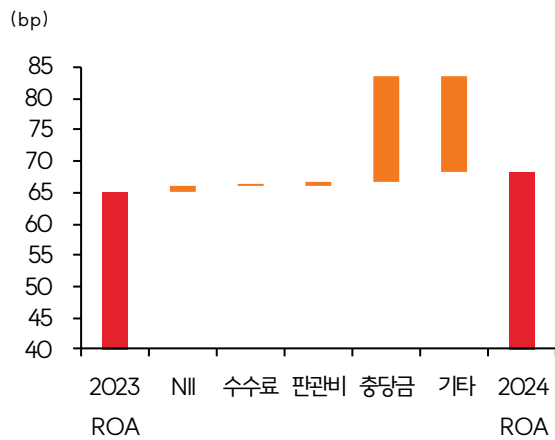
자료: 각사, SK 증권

(2) 금리 하락보다 건전성 부담이 더욱 크게 반영되고 있는 비은행

24년부터 이미 NIM은 ROA 하락
요인으로 작용. 총당금 부담
해소가 ROA 개선 주요 요인

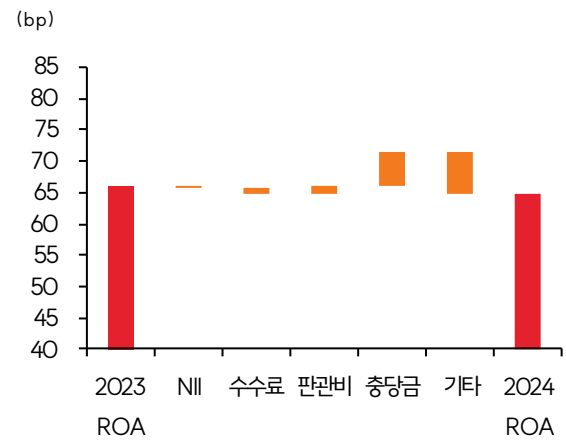
커버리지 금융지주의 실적을 살펴보면 이미 24년부터 순이자이익은 ROA 하락 요
인으로 작용하고 있었으며 23년 중 대거 발생한 선제적 총당금 적립 부담이 줄어드
는 등 대손비용 측면의 부담 요인 해소가 ROA 개선에 주요 역할을 했던 것을 확인
할 수 있다.

KB금융 – ROA Movement(24년)



자료: 각사, SK 증권

신한지주 – ROA Movement(24년)



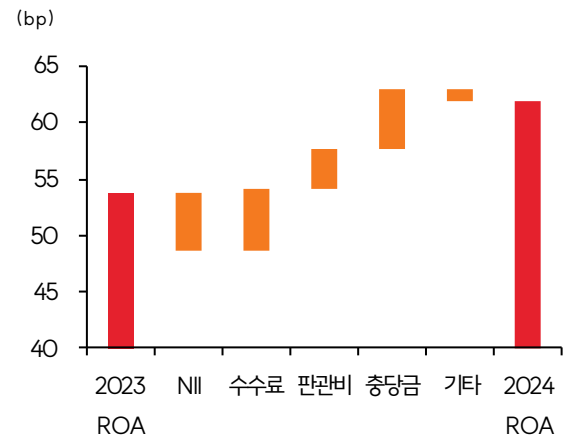
자료: 각사, SK 증권

하나금융 – ROA Movement(24년)



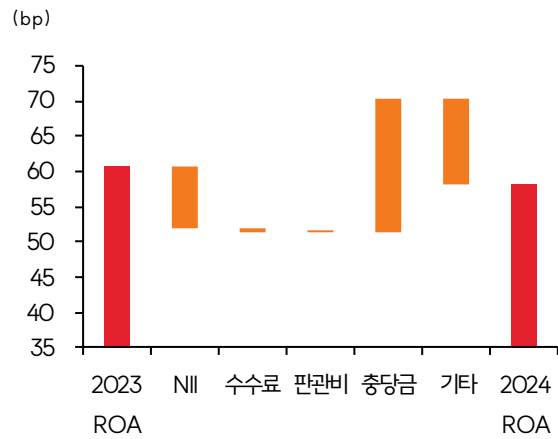
자료: 각사, SK 증권

우리금융 – ROA Movement(24년)



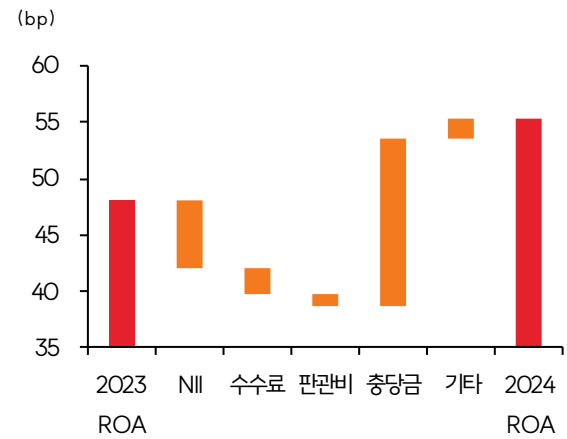
자료: 각사, SK 증권

기업은행 – ROA Movement(24 년)



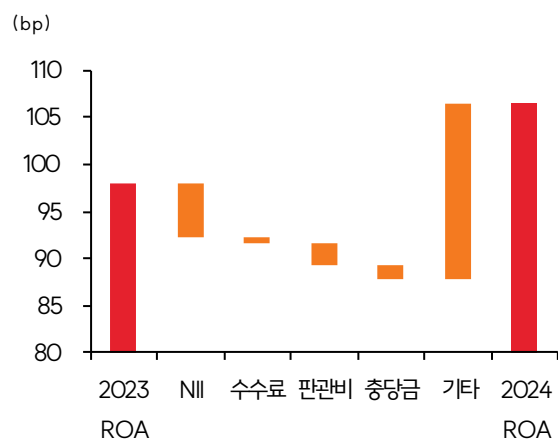
자료: 각사, SK 증권

BNK 금융 – ROA Movement(24 년)



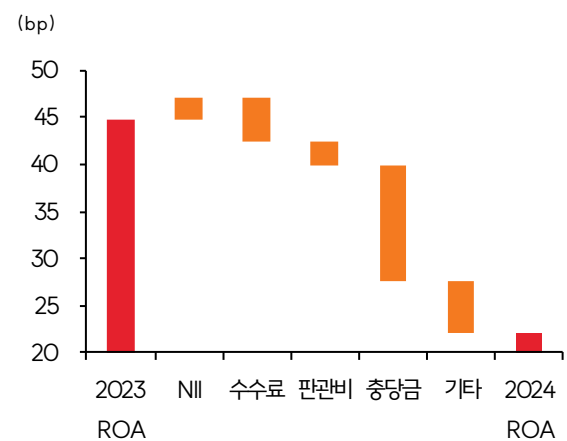
자료: 각사, SK 증권

JB 금융 – ROA Movement(24 년)



자료: 각사, SK 증권

DGB 금융 – ROA Movement(24 년)

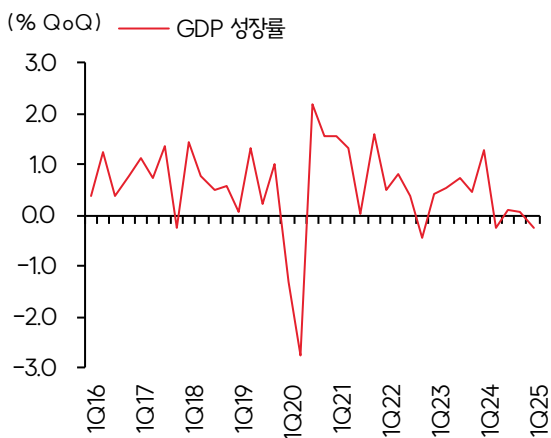


자료: 각사, SK 증권

1Q25 중 대손 부담 다시 상승.
대내외 불확실성 감안할 때
이익체력 부담 지속 전망

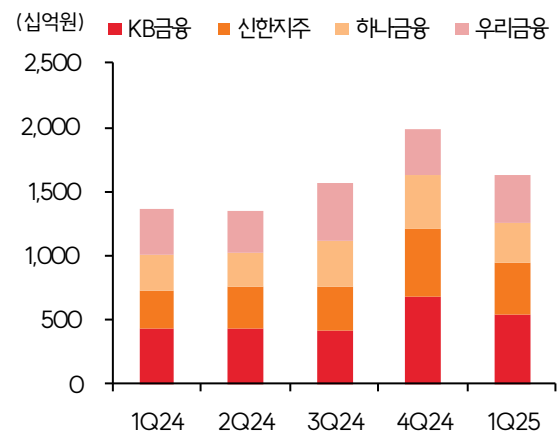
다만 1Q25 실적에서는 1) 건전성 지표 악화에 따라 경상 대손비용이 상승했으며 2) 홈플러스 회생 등 경기 부진에 따른 기업 영업 악화로 대규모 추가 충당금 이슈가 발생하는 등 다시 대손비용 부담이 커지는 모습이 나타났다. 경기 성장이 정체된 가운데 관세 이슈, 내수 부진 등 대내외 불확실성이 높아지고 있는 국면을 감안했을 때 건전성 악화에 기반한 이익체력 부담이 지속되는 모습이 지속될 전망이다.

GDP 성장률 - 과거와 달리 0% 성장 지속 중



자료: 한국은행, SK 증권

시중은행 - 경상 대손비용 상승 추세 지속



자료: 각사, SK 증권

주: 일회성 요인, 등급 조정 등 영향 제외한 수치 기준으로 추정

ELS 배상 기저효과 제외하면
은행도 전년 대비 소폭 하락한
실적 기록했을 것으로 예상

비은행 부문의 실적 부진이 지속되고 있는 점도 다소 부담스럽다고 판단한다. 1Q25 기준 금융지주 내 주요 자회사의 전반적인 실적을 살펴보면 은행 부문의 실적이 대체로 개선되는 모습이 나타났지만 ELS 배상 관련 기저효과를 제외하면 실질적으로는 전년 대비 소폭 하락한 수준의 이익을 기록했을 것으로 예상된다. 지역경기 악화에 따른 BNK 금융지주의 대규모 충당금 적립 등을 감안했을 때 상대적으로 관세 등 이슈에 따른 불확실성 영향이 불가피한 제조업 비중이 높은 지방은행 등을 중심으로 건전성 관련 불확실성은 더욱 높아질 것으로 전망한다.

증권: 채권 운용손익 개선에도
지수 부진/IB 딜 위축
여전사: 대손비용, 투자손익 부진

비은행 자회사 중 증권 자회사의 경우 금리 하락에 따른 채권 운용손익 개선에도 관세 이슈 등 높아진 불확실성으로 국내외 지수가 부진하고 IB 딜이 위축되는 등 영향으로 대체로 부진한 실적을 기록했다. 신용카드도 건전성 악화에 따라 대손비용 부담이 가중되며 전반적인 실적이 부진했으며 캐피탈도 신한/하나 등 대형 캐피탈사 중심으로 투자자산 관련 매매평가익 감소 등에 따른 실적 감소가 나타났다.

대형 손보(KB), 생보(신한) 외에
대체로 부진한 이익 시현

보험 자회사 중 손해보험의 경우 대형사인 KB 손해보험은 보험손익 부진에도 투자손익 개선 영향으로 이익 증가가 나타났지만 하나/신한이 보유한 인터넷손보사는 부진 추세가 지속되었다. 생명보험의 경우에도 대형사인 신한라이프를 제외하면 대체로 이익이 감소하는 모습을 기록하며 대형사 위주의 견조한 이익 흐름을 기록했다.

금융지주 주요 자회사 – 이익 증감 추이(1Q25 기준 YoY)

	자회사(Net Income 기준)							그룹 전체		
(% YoY)	은행	증권	손해보험	생명보험	신용카드	캐피탈		순영업이익	지배순이익	대손비용
KB금융	163.5	-9.1	8.2	-15.9	-39.3	12.7		3.5	62.9	53.1
신한지주	21.5	42.5	적지	7.1	-26.7	-51.3		-0.6	12.6	15.4
하나금융지주	17.8	-16.2	적지	168.7	1.9	-47.7		0.1	9.1	11.5
우리금융지주	-19.8	-89.7			13.2	-7.3		2.4	-25.3	18.8
기업은행	6.9	-55.4		-47.5		4.6		0.9	3.6	-7.7
BNK금융지주	-31.5	-68.7				75.7		-0.4	-33.2	64.0
DGB금융지주	4.7	흑전		-6.5		9.7		-5.5	38.1	-56.1
JB금융지주	-14.7					3.5		5.5	-6.0	30.5
합산 기준	19.2	-5.0	6.0	0.7	-24.4	-11.3		1.2	12.4	18.5

자료: 각사, SK 증권

(3) 한국 경기가 많이 아파요

은행 부문에서 추가적인 수익성
제고 기대 어려울 전망

최근 금리 하락에 따른 NIM 하락 압력이 올라가는 가운데 건전성 지표 악화 추세로
대손비용 부담이 가중되는 환경이 이어지고 있음을 감안했을 때 은행 부문에서 추가
적인 수익성 제고를 기대하기는 어려울 것으로 예상된다.

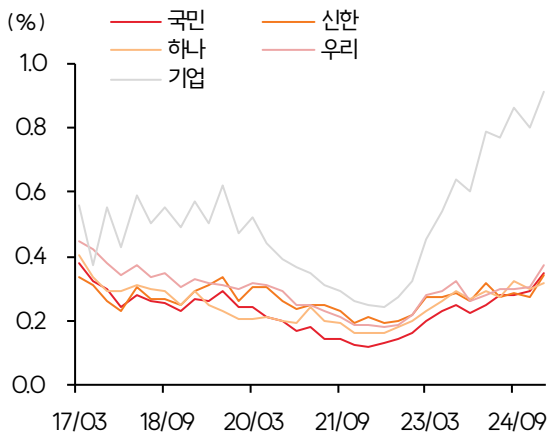
여전업/저축은행 건전성 악화
추세 감안시 이익체력 회복에
있어 내수경기 회복 필요

비은행 부문 중에서도 특히 취약차주 비중이 높은 여전사, 저축은행 등에서 건전성
악화 추세가 더욱 가파르게 나타나고 있는 점을 감안하면 이익체력 제고에 있어 궁
극적으로는 내수경기 등의 유의미한 회복이 요구될 것으로 전망한다.

과거 일본 장기 저성장 구간 중
부실확대로 금융기관 부실 발생한
사례 등 건전성 모니터링 필요

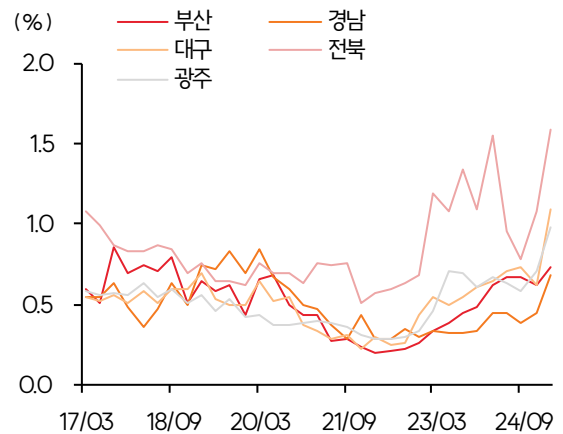
다만 회생 접수, 어음 부도율, 워크아웃, 폐업자 수, 경매 매물 등 전반적인 건전성
관련 지표 추이가 부진한 가운데 0%대 GDP 성장률이 지속되는 등 저성장 추세가
뚜렷해진 최근 매크로 환경을 감안할 때 내수경기 회복까지는 다소 시간이 필요할
것으로 예상된다. 과거 일본에서 나타난 장기 저성장 구간에서 부실채권 확대 등 영
향으로 홋카이도 다쿠쇼쿠 은행 파산 등 금융기관 부실이 발생했던 사례가 존재하는
점을 감안하면 최근 성장을 둔화 추세가 장기화될 조짐이 나타나는 국면에서 Asset
Quality에 대한 세밀한 관리가 필요할 전망이다.

시중은행/기업은행 - 은행 연체율 추이



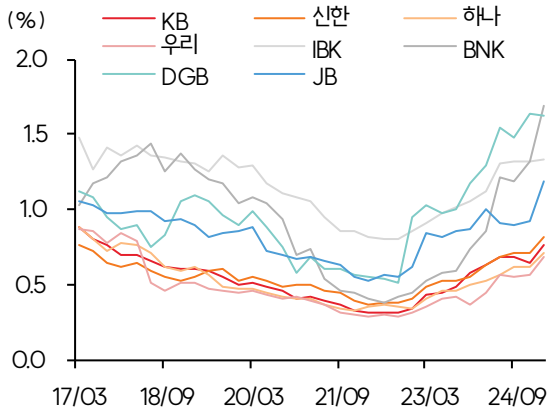
자료: 각사, SK 증권

지방은행 주요 5사 - 은행 연체율 추이



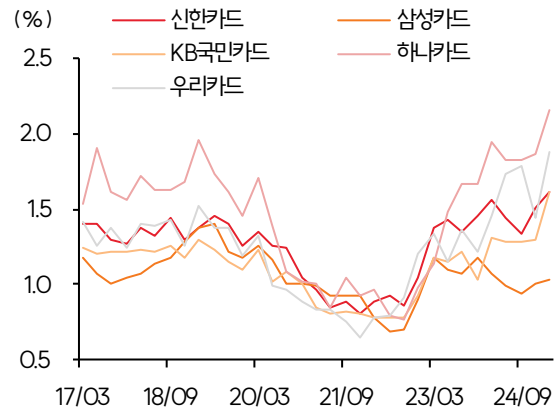
자료: 각사, SK 증권

커버리지 금융지주 - NPL 비율 추이



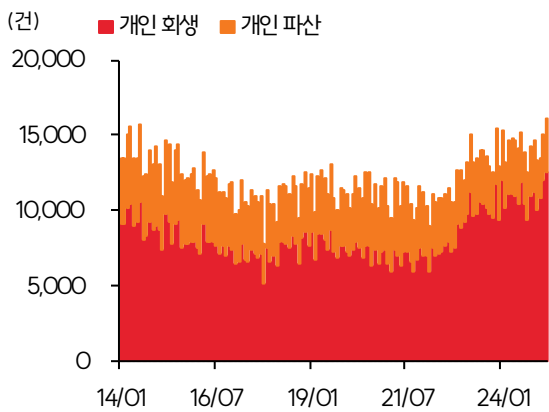
자료: 각사, SK 증권

은행계 카드사/삼성카드 - 연체율 추이



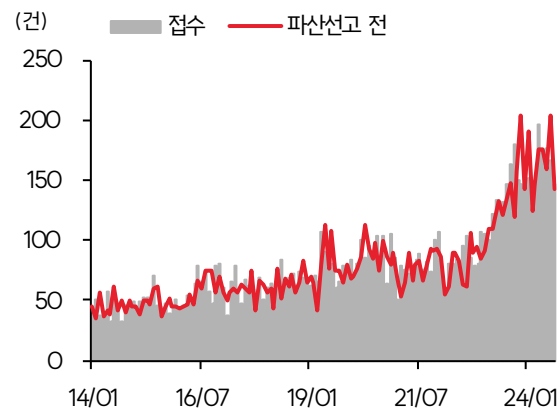
자료: 각사, SK 증권; 주: 1개월 이상 연체율 기준

개인 회생/파산 - 회생 중심으로 가파르게 상승



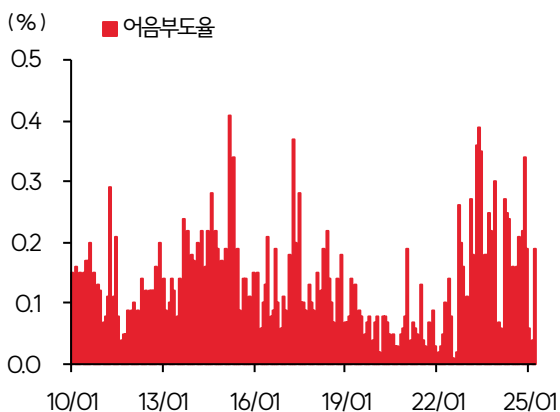
자료: 법원, SK 증권

법인 파산 - 23년부터 급격한 상승 후 높은 수준 지속



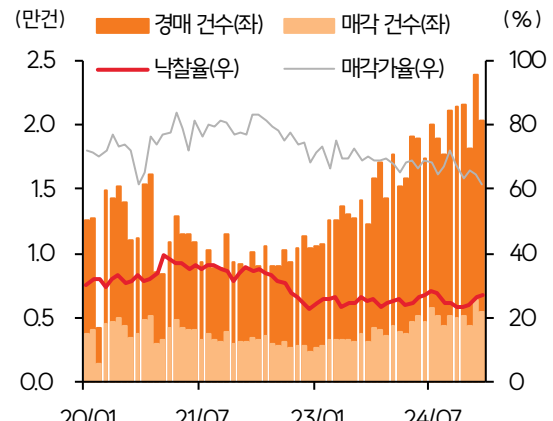
자료: 법원, SK 증권

어음부도율 - 2014~2015년 수준까지 상승



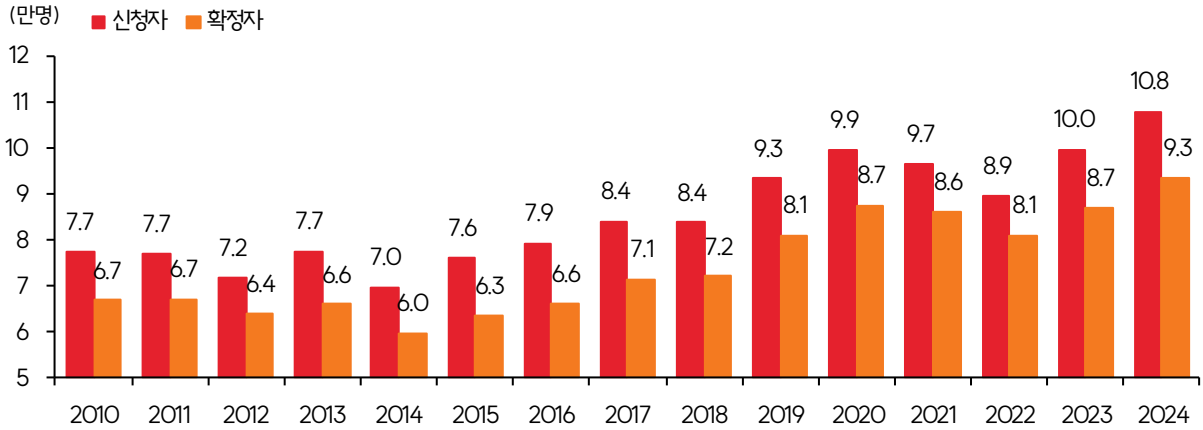
자료: 한국은행, SK 증권

경매 - 상가/오피스텔 등 중심으로 매물 빠르게 증가



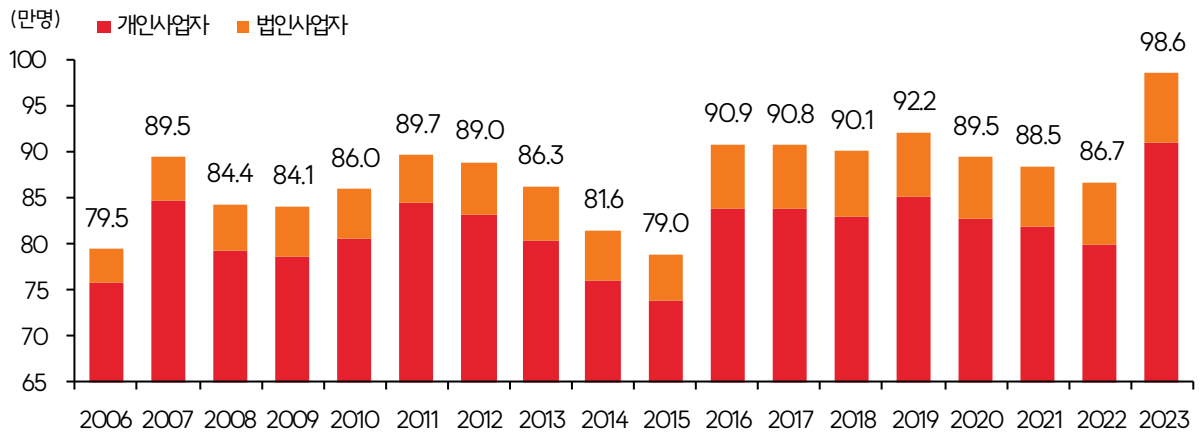
자료: 법원, SK 증권

개인 워크아웃 - 신청자 및 확정자 수 빠르게 증가 중



자료: 언론보도, 신용회복위원회, SK 증권

폐업자 수 - 개인사업자 중심으로 100만명 육박하는 수준까지 악화



자료: 한국경영자총협회, SK 증권

25 년 하반기 전망: 주주환원에 대한 기대감 유효하나 전제 조건은 이익 안정성

(1) 안정적인 CET1비율 관리로 더욱 높아질 주주환원율

안정적인 CET1 비율 등 바탕으로
기발표한 밸류업 공시 충실히
이행 중

1Q25 커버리지 은행들의 CET1비율은 바젤3 단계적 도입에 따른 주식 위험가중치 상향에도 불구하고 1) 양호한 수익, 2) RORWA에 기반한 자산 리밸런싱 등 적극적인 RWA 관리 등을 바탕으로 대체로 양호한 개선세를 보였다. 최근 환율 추이를 감안했을 때 2Q25 중 성장이 일부 확대되더라도 추가적인 개선세를 기대하는데 어려움은 없을 전망이다. 기발표한 밸류업 공시를 충실히 이행하는 가운데 KB 금융 등 선제적인 주주환원 확대 추진이 나타나고 있는 점은 긍정적이라고 판단한다. 안정적인 자본비율 관리를 감안했을 때 하반기 중 추가적인 자사주 매입을 기대할 수 있다고 판단하며 커버리지 금융지주의 총 주주환원율 확대 추세가 지속될 전망이다.

시중은행지주 - 분기별 주주환원 추이 및 전망												
은행	분류	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
KB 금융	당기순이익	1,042.0	1,732.4	1,619.7	684.1	1,697.3	1,525.1	1,654.0	652.0	4,631.9	5,078.2	5,528.4
	현금배당	300.0	300.0	300.0	300.0	334.9	334.9	334.9	334.9	1,166.2	1,200.0	1,339.5
	자사주 매입	320.0	0.0	400.0	100.0	520.0	300.0	430.0	0.0	571.7	820.0	1,250.0
	자사주 소각	320.0	0.0	400.0	100.0	520.0	300.0	430.0	0.0	571.7	820.0	1,250.0
	배당성향	28.8%	17.3%	18.5%	43.9%	19.7%	22.0%	20.2%	51.4%	25.2%	23.6%	24.2%
	자사주 매입	30.7%	0.0%	24.7%	14.6%	30.6%	19.7%	26.0%	0.0%	12.3%	16.1%	22.6%
신한지주	총주주환원	59.5%	17.3%	43.2%	58.5%	50.4%	41.6%	46.2%	51.4%	37.5%	39.8%	46.8%
	당기순이익	1,321.5	1,425.5	1,297.1	406.1	1,488.3	1,320.9	1,407.9	659.7	4,368.0	4,450.2	4,876.9
	현금배당	275.1	273.4	271.9	269.4	281.0	278.4	278.4	278.4	1,086.3	1,089.7	1,116.0
	자사주 매입	150.0	300.0	0.0	250.0	650.0	0.0	350.0	0.0	485.9	700.0	1,000.0
	자사주 소각	150.0	300.0	0.0	250.0	650.0	0.0	350.0	0.0	485.9	700.0	1,000.0
	배당성향	20.8%	19.2%	21.0%	66.3%	18.9%	21.1%	19.8%	42.2%	24.9%	24.5%	22.9%
하나금융	자사주 매입	11.4%	21.0%	0.0%	61.6%	43.7%	0.0%	24.9%	0.0%	11.1%	15.7%	20.5%
	총주주환원	32.2%	40.2%	21.0%	127.9%	62.6%	21.1%	44.6%	42.2%	36.0%	40.2%	43.4%
	당기순이익	1,034.0	1,034.7	1,156.6	513.5	1,127.7	1,033.2	1,050.3	723.3	3,451.6	3,738.8	3,934.6
	현금배당	171.7	169.7	169.7	506.3	251.7	250.1	250.1	250.1	979.7	1,017.5	1,002.1
	자사주 매입	300.0	0.0	0.0	96.9	453.1	0.0	200.0	0.0	150.0	396.9	653.1
	자사주 소각	300.0	0.0	0.0	96.9	453.1	0.0	200.0	0.0	150.0	396.9	653.1
우리금융	배당성향	16.6%	16.4%	14.7%	98.6%	22.3%	24.2%	23.8%	34.6%	28.4%	27.2%	25.5%
	자사주 매입	29.0%	0.0%	0.0%	18.9%	40.2%	0.0%	19.0%	0.0%	4.3%	10.6%	16.6%
	총주주환원	45.6%	16.4%	14.7%	117.5%	62.5%	24.2%	42.9%	34.6%	32.7%	37.8%	42.1%
	당기순이익	824.0	931.5	904.4	426.1	615.6	764.7	832.3	566.2	2,506.3	3,086.0	2,778.8
	현금배당	135.3	133.7	133.7	490.1	148.5	145.5	145.5	392.8	749.2	892.8	832.4
	자사주 매입	136.6	0.0	0.0	0.0	150.0	0.0	0.0	0.0	100.0	136.6	150.0
우리금융	자사주 소각	136.6	0.0	0.0	0.0	150.0	0.0	0.0	0.0	100.0	136.6	150.0
	배당성향	16.4%	14.3%	14.8%	115.0%	24.1%	19.0%	17.5%	69.4%	29.9%	28.9%	30.0%
	자사주 매입	16.6%	0.0%	0.0%	0.0%	24.4%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	4.4%	5.4%
	총주주환원	33.0%	14.3%	14.8%	115.0%	48.5%	19.0%	17.5%	69.4%	33.9%	33.4%	35.4%

자료: 각사, SK 증권 추정

기업은행/지방은행지주 - 분기별 주주환원 추이 및 전망

은행	분류	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
기업은행	당기순이익	780.8	608.2	801.4	454.2	808.6	619.8	668.4	645.8	2,669.7	2,644.5	2,742.5
	현금배당	0.0	0.0	0.0	849.3	0.0	0.0	0.0	956.9	784.7	849.3	956.9
	자사주 매입	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	자사주 소각	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	배당성향	0.0%	0.0%	0.0%	187.0%	0.0%	0.0%	0.0%	148.2%	29.4%	32.1%	34.9%
	자사주 매입	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	총주주환원	0.0%	0.0%	0.0%	187.0%	0.0%	0.0%	0.0%	148.2%	29.4%	32.1%	34.9%
BNK	당기순이익	249.5	242.8	212.8	23.4	166.6	192.4	222.8	113.4	639.8	728.5	695.3
	현금배당	0.0	64.1	0.0	143.3	38.2	38.0	38.0	91.7	164.3	207.4	205.9
	자사주 매입	13.0	0.0	20.0	0.0	40.0	0.0	40.0	0.0	16.0	33.0	80.0
	자사주 소각	13.0	0.0	20.0	0.0	40.0	0.0	40.0	0.0	16.0	33.0	80.0
	배당성향	0.0%	26.4%	0.0%	612.3%	22.9%	19.7%	17.0%	80.9%	25.7%	28.5%	29.6%
	자사주 매입	5.2%	0.0%	9.4%	0.0%	24.0%	0.0%	18.0%	0.0%	2.5%	4.5%	11.5%
	총주주환원	5.2%	26.4%	9.4%	612.3%	46.9%	19.7%	35.0%	80.9%	28.2%	33.0%	41.1%
DGB	당기순이익	111.7	38.3	102.6	-37.7	154.3	129.9	125.1	7.7	387.8	214.9	417.1
	현금배당	0.0	0.0	0.0	83.2	0.0	0.0	0.0	105.4	91.5	83.2	105.4
	자사주 매입	0.0	0.0	0.0	0.0	40.0	0.0	15.0	0.0	20.0	0.0	55.0
	자사주 소각	0.0	0.0	0.0	0.0	60.0	0.0	15.0	0.0	0.0	0.0	75.0
	배당성향	0.0%	0.0%	0.0%	-221%	0.0%	0.0%	0.0%	1374%	23.6%	38.7%	25.3%
	자사주 매입	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.9%	0.0%	12.0%	0.0%	5.2%	0.0%	13.2%
	총주주환원	0.0%	0.0%	0.0%	-221%	25.9%	0.0%	12.0%	1374%	28.8%	38.7%	38.5%
JB	당기순이익	173.2	196.9	193.0	114.4	162.8	201.9	192.9	118.9	586.0	677.5	676.5
	현금배당	20.1	20.2	20.1	129.3	30.4	30.5	30.5	98.2	164.1	189.7	189.7
	자사주 매입	0.0	0.0	30.0	0.0	0.0	50.0	0.0	65.0	30.0	30.0	115.0
	자사주 소각	20.0	0.0	20.0	0.0	0.0	70.0	0.0	65.0	0.0	40.0	135.0
	배당성향	11.6%	10.2%	10.4%	113.1%	18.7%	15.1%	15.8%	82.6%	28.0%	28.0%	28.0%
	자사주 매입	0.0%	0.0%	15.5%	0.0%	0.0%	24.8%	0.0%	54.7%	5.1%	4.4%	17.0%
	총주주환원	11.6%	10.2%	26.0%	113.1%	18.7%	39.9%	15.8%	137.3%	33.1%	32.4%	45.0%

자료: 각사, SK 증권 추정

(2) 다만 주주환원 확대의 전제조건은 안정적인 이익체력

높아진 주주환원을 긍정적.

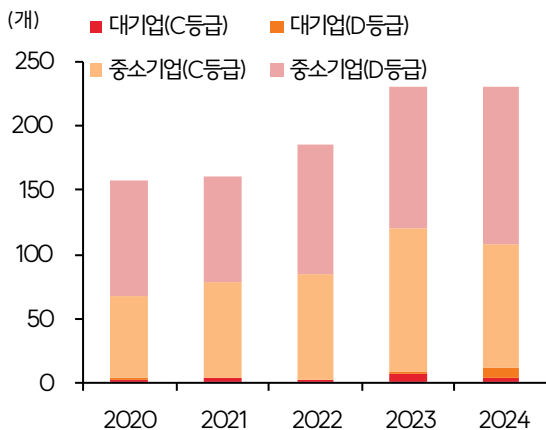
궁극적으로는 안정적 실적을 통한
절대적 규모 확대가 중요

밸류업 프로그램, 얼라인파트너스의 은행주 캠페인 등을 거치며 은행들의 주주환원이 이전보다 현저히 개선되고 있는 점은 분명 긍정적이다. 다만 주주환원을 확대에 기반한 투자매력이 각광받기 위해서는 궁극적으로는 안정적 실적 관리를 통해 주주환원의 절대적인 규모가 확대될 수 있다는 신뢰가 필요하다고 판단한다.

대손비용으로 실적 위축될 가능성
상존하는 점이 가장 큰 리스크

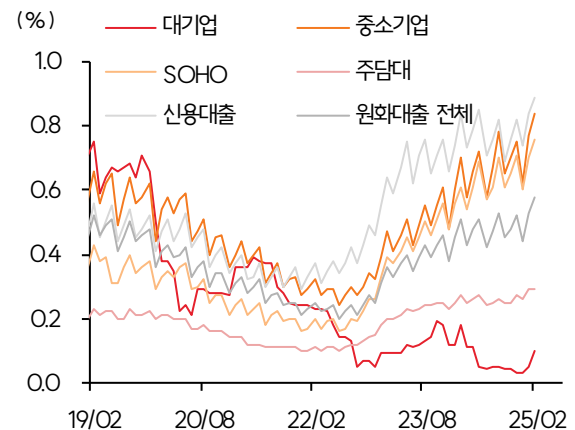
이러한 관점에서 가장 큰 리스크는 대손비용이 될 수밖에 없다고 판단한다. 최근 대내외 불확실성으로 중소기업 등 중심으로 한계기업 수가 늘어나고 있으며 SOHO/중소법인 등 중심으로 연체율 등 건전성 지표 악화 추세가 지속되고 있는 점을 감안했을 때 탭라인 측면에서 개선을 기대하기 어려운 환경(금리 하락, 성장 둔화 등)에서 대손비용 증가로 실적이 위축될 가능성이 상존하기 때문이다.

은행 정기 신용평가 - C/D 등급 기업 수 증가세 지속



자료: 금융감독원, SK 증권

은행 연체율 - 중소기업 중심으로 악화 추세 지속

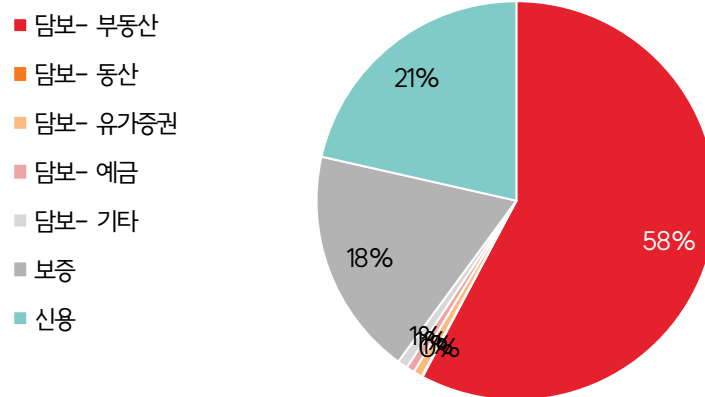


자료: 금융감독원, SK 증권

담보/보증 감안하면 손실
제한적이나 불확실성 높아지는
상황

은행 대출의 대부분이 보증이나 담보를 기반으로 취급되고 있는 점을 감안했을 때 전반적인 손실 규모는 일정 수준에서 관리될 수 있을 것으로 예상된다. 다만 1) 경기 부진 등 영향을 감안했을 때 담보가치 하락 등에 대한 우려가 상존하고 있으며 2) 보증기관의 대위변제 규모가 지속적으로 높아짐에 따라 해당 기관들의 재무적인 부담이 가중되고 있는 만큼 불확실성이 상존할 수밖에 없는 환경이라고 판단한다.

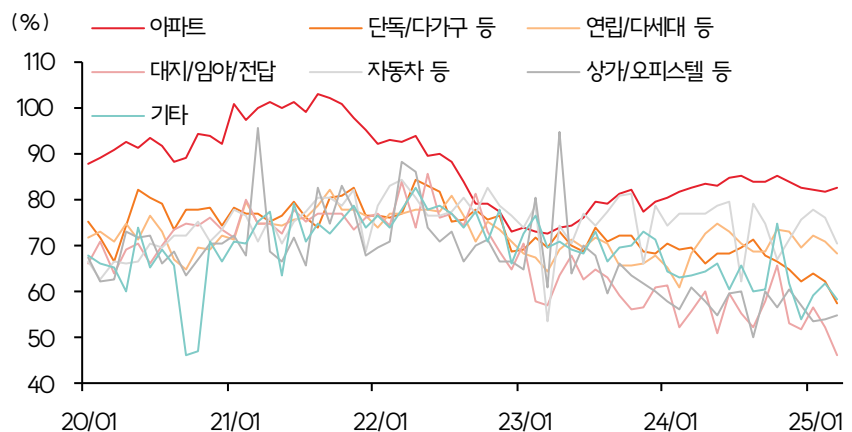
24년 말 - 은행 대출 세부 현황



자료: FISIS, SK 증권

주: 시중은행 4사(KB, 신한, 하나, 우리), 지방은행 5사(부산, 대구, 경남, 전북, 광주), 정책은행 1사(기업은행) 합산

매각가율 통계 - 아파트 제외하면 대체로 뚜렷한 하락 추세

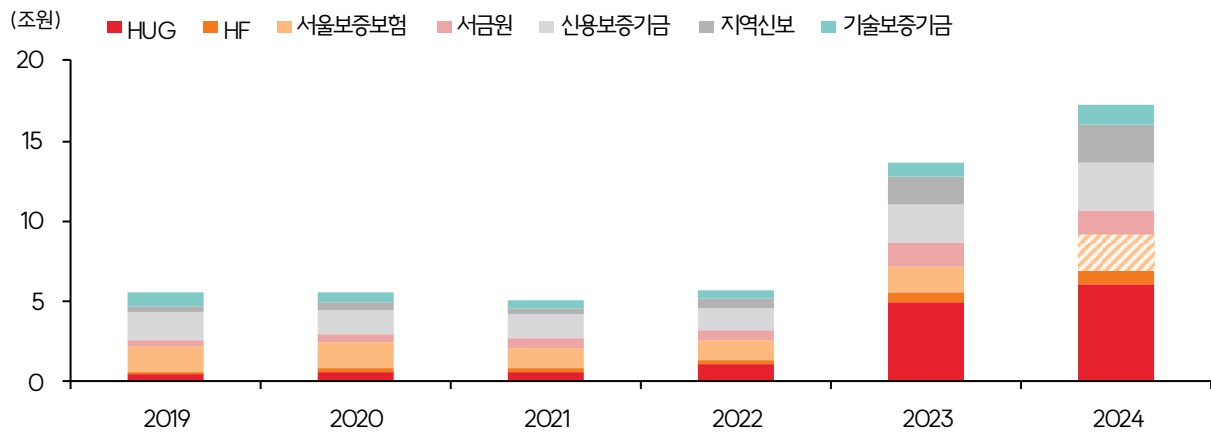


자료: 법원통계, SK 증권

보증기관 대위변제 확대 등
감안했을 때 향후 은행의 리스크
부담 가중 예상

특히 주요 보증기관의 24년 대위변제 규모가 경기 부진, 전세 사고 등 영향으로 17조원 이상으로 추정되는 수준으로 확대되는 등 손실 확대에 따라 HUG 나 지역신보 등의 자본이 빠르게 감소되고 있는 상황이다. 추가적인 증자 등 없이는 보증 공급에 차질이 생길 수 있는 만큼 향후 은행의 리스크 부담이 더욱 가중될 전망이다.

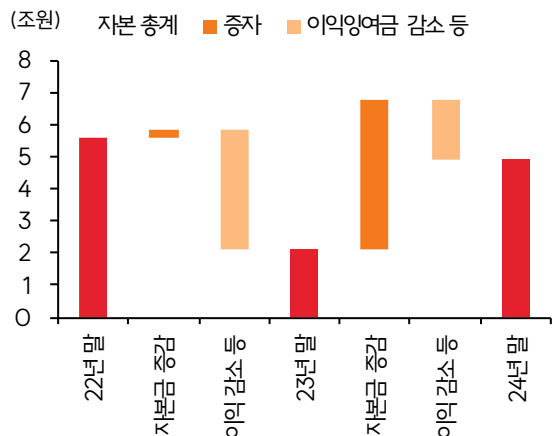
보증기관 - 대위변제 추이



자료: 언론보도, SK 증권

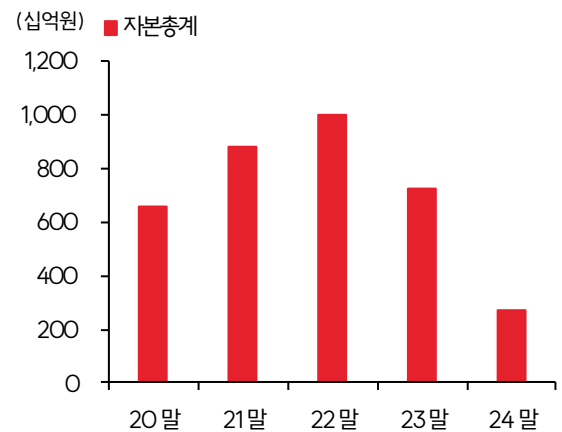
주: 서울보증보험 24년 대위변제 규모는 상반기 1조 1,133억원을 연율화한 추정치 사용

HUG - 대규모 증자에도 적자 누적되며 자본 감소세



자료: ALIO, SK 증권

신용보증중앙회 - 대위변제 증가로 자본 감소



자료: ALIO, SK 증권; 주: 재보증회계 기준 자본총계

(3) 누군가 자본시장 활성화 정책의 길을 묻거든 고개를 들어 은행주를 보게 하라

상생금융 등 사회적 역할 수행 관련 불확실성 상존

더 나아가 은행의 사회적 역할 수행에 대한 부담이 더욱 가중될 것으로 예상된다. 은행이 1) 이윤의 극대화를 추구하는 사기업인 동시에 2) 예금자 보호/경제 시스템 측면의 안정성 등 공공성을 고려해야 한다는 특수성을 보유하고 있는 만큼 사회적 역할 수행에 대한 필요성이 존재할 수밖에 없다는 점을 고려할 필요는 있겠지만 정확한 규모나 시기 등이 법령 등에 의거하여 규정되고 있지 않아 이익의 예측가능성을 저해하는 등 불확실성이 상존할 수밖에 없기 때문이다. 실제로 지난 23년 말 시행된 캐시백 등을 포함한 민생금융 총 규모는 23년 기준 은행 자회사 당기순이익의 약 10%를 상회하는 수준에 달하는 모습이 나타났던 것을 확인할 수 있다.

은행 자본적정성 압력 높아질 경우 유동성 공급 등 공공적 관점에서 더욱 부정적 영향 예상

다만 1) 금리 하락 등 영향으로 NIM 하방 압력이 높아진 가운데 2) 건전성 악화에 따른 대손비용 측면의 불확실성이 높아지고 있는 상황에서 사회적 역할 수행에 따른 지출이 확대될 경우 자본적정성 측면의 압력이 높아질 것으로 예상된다. 특히 경기 침체로 유동성 공급 등의 중요성이 높아진 시점에서 자본적정성 관련 부담이 높아지는 점은 오히려 공공적 관점에서 더욱 부정적인 영향이 예상된다.

23년 민생금융 - 은행 별 민생금융 지원 규모 및 이익

(십억원)	은행명	민생금융 총 규모	23년 은행 당기순이익	23년 금융지주 지배순이익	민생금융 총 규모 /은행 당기순이익	은행 당기순이익 /그룹 지배순이익
시중은행	KB국민은행	372.1	3,001.2	4,631.9	12%	65%
	신한은행	306.7	2,612.1	4,368.0	12%	60%
	하나은행	355.7	3,292.2	3,421.7	11%	96%
	우리은행	275.8	2,277.1	2,506.3	12%	91%
	SC제일은행	40.9	340.8		12%	
	한국씨티은행	33.5	277.6		12%	
지방은행	부산은행	52.5	383.1	639.8	14%	100%
	경남은행	30.7	255.5		12%	
	iM뱅크(구 대구은행)	44.5	354.4	387.8	13%	91%
	전북은행	19.0	172.6	586.0	11%	70%
	광주은행	29.3	239.7		12%	
	제주은행	1.8	5.1		35%	
정책은행	IBK기업은행	251.9	2,411.5		10%	
	NH농협은행	214.8	1,778.3		12%	
	수협은행	29.0	237.6		12%	
인터넷은행	카카오뱅크	37.2	354.9		10%	
	케이뱅크	5.1	12.8		40%	

자료: 은행연합회, 금융감독원, SK증권

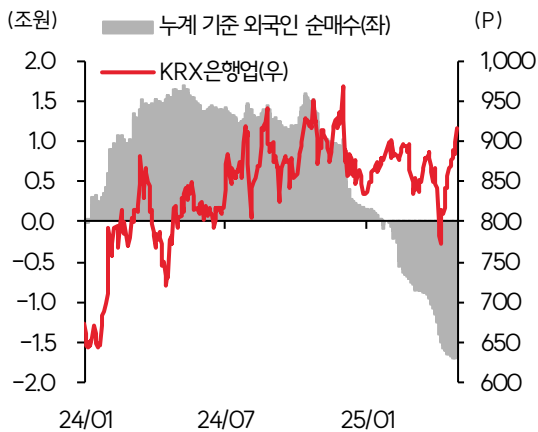
밸류업에 가장 적극적인 참여 보인 은행업종

또한 국내 자본시장 활성화를 위한 정책적인 관심이 높아진 상황에서 24년 중 은행업종이 가장 적극적으로 밸류업 공시, 주주환원 확대, 투자자 소통 활성화 등을 통해 주주가치 제고 노력을 추진해 왔으며 이에 외국인 투자자의 순매수세가 확대되며 시장을 Outperform 하는 모습이 나타났던 점을 고려할 필요가 있다고 판단한다.

밸류업으로 높아진 은행업종에 대한 관심 고려 시 Regulation risk 확대로 정책 신뢰도 하락 우려

1) 정책당국 주도로 시행된 밸류업 프로그램에 2) 은행지주가 적극적으로 참여하는 모습이 나타났고 3) 그 결과로 실질적인 주주환원 등 자본정책의 변화가 나타나며 투자자들의 관심이 집중되었던 만큼 정책 불확실성 등 Regulation risk 가 불거지며 주주가치가 훼손될 경우 그 반대급부로 전반적인 정책에 대한 신뢰도도 함께 낮아지는 모습이 나타날 수 있을 것으로 예상되기 때문이다.

외국인 순매도 및 은행업 지수 추이



자료: FnGuide, SK 증권

은행업 지수 - 밸류업 기대감으로 KOSPI를 아웃퍼폼



자료: FnGuide, SK 증권

건전성 부담 작고 추가 주주환원 여력 높은 회사 선호

(1) 은행 중심으로 안정적 Top line 전망. 관건은 대손비용

은행 자회사 Top line 관련 우려는
제한적일 전망

25년 하반기 은행업종 접근에 있어 핵심은 결국 대손비용 Control 여부가 될 것으로 예상된다. 금융지주 내 가장 비중이 높은 은행을 기준으로 Top line에 대한 우려는 제한적일 것으로 전망한다. NIM의 경우 시장금리 하락에 따른 마진 하락 압력이 높아질 것으로 예상되나 과거 코로나 19 시기 취급된 저금리 혼합형 주담대의 금리 재산정(5년) 주기 도래, 핵심예금 중심 조달비용 방어 등 영향으로 우려보다 운용-조달 간 스프레드 추세가 안정적인 모습을 보이고 있음을 감안할 때 하락 폭은 당초 예상보다는 완만한 모습을 보일 것으로 전망한다.

은행 - 신규취급액기준 예대금리차



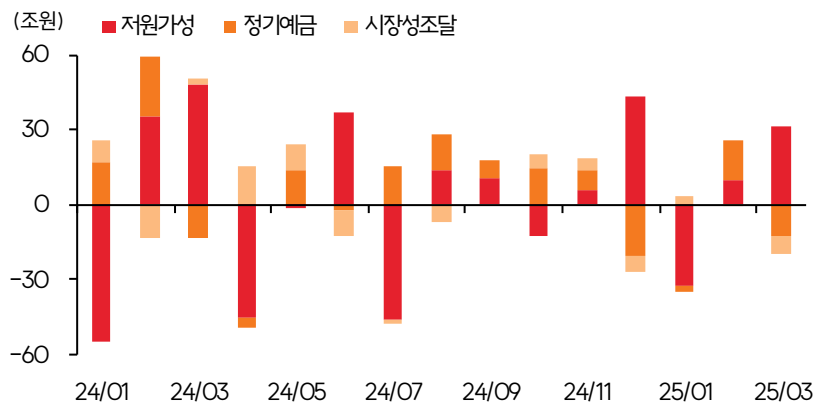
자료: 한국은행, SK 증권

은행 - 잔액기준 예대금리차



자료: 한국은행, SK 증권

은행계정 - 수신 추이



자료: 한국은행, SK 증권

상반기 중 성장 확대 후 하반기 중 둔화되는 모습 예상

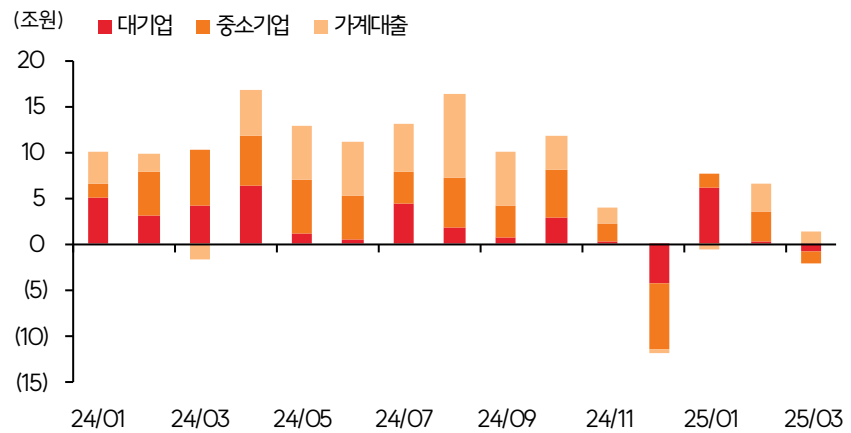
대출 성장 중 가계대출의 경우 스트레스 DSR 3 단계 시행이 7 월로 예정되어 있는 점을 감안할 때 상대적으로 2Q25 중 성장 폭이 확대된 후 하반기 중 둔화되는 모습이 나타날 전망이다. 기업대출의 경우 중소기업 중심으로 건전성 관련 우려가 높아지고 있는 점을 감안할 때 우량 차주 중심으로 차별적인 성장 추세가 나타날 전망이다. 전반적인 성장 추세는 2Q25 중 성장 확대되는 모습이 나타난 이후 하반기부터 가계/기업대출 모두 둔화된 모습이 나타날 것으로 전망한다.

스트레스 DSR 3 단계 관련 내용

스트레스 DSR 3 단계	세부 구분	내용	비고
적용 대상	은행 2금융	주담대+신용+기타대출 주담대+신용+기타대출	
스트레스금리		100% 적용하여 산출	
현행 스트레스 금리 (24년 12월 31일)	기본 은행 수도권 주담대	0.75% 1.20%	금리 변동 위험을 감안하여 DSR 산정 시 가산금리 적용

자료: 언론보도, 은행연합회

은행 - 대출 월별 증감 추이



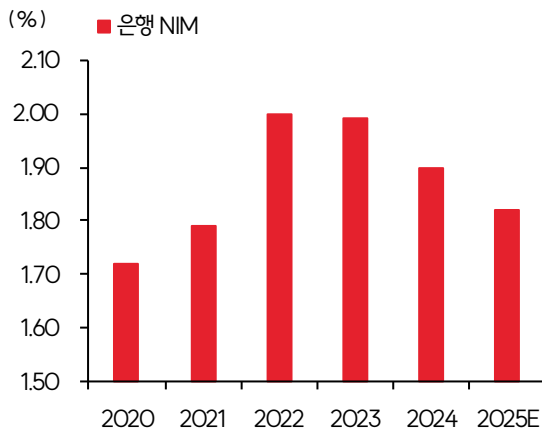
자료: 한국은행, SK 증권

NIM 연간 8bp 하락, 대출 성장 3.9% 전망

종합적으로 은행 기준 NIM(커버리지 평균)은 24 년 대비 8bp 하락을 예상하며 원화대출 성장은 약 3.9% 수준을 기록할 것으로 예상된다. 전반적으로 은행 중심으로 전년 수준의 Top line 규모가 계속되는 가운데 비은행 부문에서 대손비용 부담이 얼마나 크게 반영되는지 여부가 하반기 실적을 결정할 것으로 예상된다.

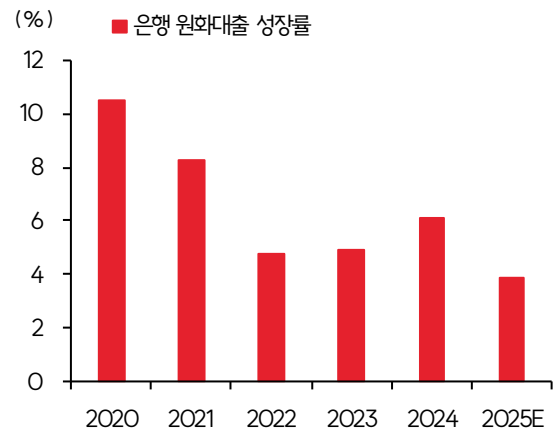
금리 환경이 낮아졌지만 카드/캐피탈 등의 조달비용 절감 효과가 아직 큰 폭으로 나타나고 있지 않은 가운데 경기 성장 기조가 둔화되는 흐름이 나타나며 취약차주 중심으로 대규모 대손비용이 발생하고 있기 때문이다. 지방경기 부진 기조를 감안할 때 지방은행의 건전성 악화로 인한 부담도 고려가 필요할 전망이다.

은행 - 단순평균 기준 NIM 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

은행 - 합산 기준 원화대출 성장률 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

지역별 연체율 현황 - 부산, 대구, 전북, 제주 등 연체율 가파르게 상승

(%)	24/01	24/02	24/03	24/04	24/05	24/06	24/07	24/08	24/09	24/10	24/11	24/12	25/01	25/02
서울	0.54	0.65	0.53	0.59	0.61	0.49	0.54	0.63	0.53	0.59	0.64	0.54	0.62	0.70
부산	0.47	0.55	0.52	0.54	0.60	0.52	0.56	0.63	0.52	0.56	0.59	0.49	0.63	0.75
대구	0.51	0.57	0.47	0.54	0.61	0.55	0.63	0.71	0.58	0.63	0.68	0.59	0.71	0.77
인천	0.25	0.28	0.25	0.27	0.27	0.23	0.24	0.27	0.24	0.24	0.27	0.27	0.29	0.30
광주	0.60	0.65	0.55	0.61	0.67	0.57	0.65	0.70	0.55	0.58	0.55	0.52	0.67	0.75
대전	0.41	0.45	0.36	0.37	0.39	0.36	0.41	0.43	0.36	0.37	0.35	0.31	0.44	0.57
울산	0.21	0.26	0.21	0.24	0.30	0.18	0.26	0.26	0.18	0.21	0.19	0.20	0.28	0.27
경기	0.31	0.34	0.31	0.33	0.37	0.31	0.37	0.42	0.38	0.36	0.39	0.33	0.40	0.39
강원	0.32	0.34	0.30	0.34	0.36	0.31	0.32	0.34	0.30	0.30	0.34	0.36	0.38	0.31
충북	0.21	0.23	0.22	0.23	0.24	0.21	0.22	0.27	0.23	0.24	0.23	0.20	0.24	0.25
충남	0.32	0.30	0.26	0.30	0.31	0.25	0.24	0.30	0.30	0.32	0.34	0.31	0.39	0.34
전북	0.73	0.86	0.85	0.96	0.91	0.57	0.61	0.65	0.50	0.61	0.69	0.61	0.86	0.95
전남	0.36	0.30	0.23	0.25	0.27	0.30	0.36	0.38	0.34	0.35	0.36	0.29	0.31	0.31
경북	0.39	0.42	0.39	0.35	0.38	0.33	0.35	0.38	0.41	0.39	0.36	0.33	0.39	0.43
경남	0.38	0.42	0.36	0.39	0.47	0.32	0.39	0.46	0.31	0.33	0.41	0.35	0.46	0.48
제주	0.94	0.83	0.73	0.84	0.86	0.79	1.00	1.04	0.94	0.94	1.00	0.99	1.14	1.15

자료: 한국은행, SK 증권

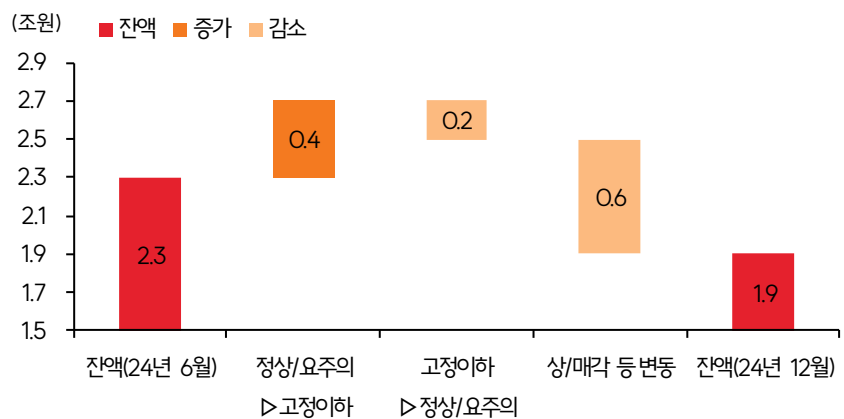
건전성 관련 부담 제한적일
것으로 예상되는 대형 증권/보험
자회사 중요할 전망

이러한 요인을 감안했을 때 상대적으로 건전성 등으로 인한 부담이 제한적일 것으로 예상되는 대형 증권/보험 자회사의 가치가 높아질 전망이다. 대형 증권사의 경우 규모의 경제를 바탕으로 브로커리지, 트레이딩 중심으로 금리 하락에 따른 수혜가 예상되며 대형 보험사도 CSM 가정 조정, 자본 부담 가중 등 요인을 감안해도 안정적인 보험손익 및 금리 하락에 따른 유가증권 매매평가익 개선을 기대할 수 있다는 점에서 실적 측면에서 경기방어 관점의 매력이 높을 것으로 예상되기 때문이다.

Top line 측면에서는 큰 폭의 개선
기대하기는 쉽지 않을 전망

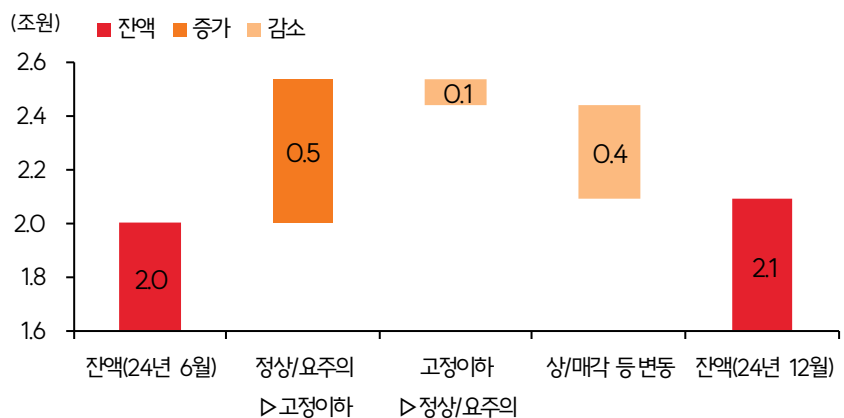
다만 대형 증권/보험 자회사의 경우에도 Top line 측면에서는 관세 이슈 등 대내외 불확실성을 감안할 때 큰 폭의 실적 개선을 기대하기 보다는 전년 수준의 이익체력이 지속되는 모습이 예상된다. 한편 중소형사의 경우 부동산 PF, 가정 및 자본 관련 불확실성 등 영향으로 상대적으로 변동성이 높은 모습이 예상된다.

대형사 - PF 고정이하여신 잔액 감소 중



자료: 한국신용평가, SK 증권; 주: 대형사는 미래, NH, 한투, 삼성, KB, 하나, 신한, 메리츠, 키움 등 9개사 기준

중/소형사 - PF 고정이하여신 정리에도 지속적으로 증가 중



자료: 한국신용평가, SK 증권; 주: 중소형사는 대신, 신영, 교보, 현대차 등 18개사 합산 기준

(2) Top pick: KB 금융, 하나금융지주 제시

Top Pick 으로 KB 금융 및
하나금융지주 제시

25년 하반기 Toppick 으로 KB 금융과 하나금융지주를 제시한다. 경기 둔화로 은행 업종을 둘러싼 건전성 측면의 부담이 높아지고 있는 반면 NIM 하락 등 제한적인 Top line 개선이 예상되는 국면임을 감안하여 1) 건전성 관련 부담이 상대적으로 적고 2) 추가적인 주주환원 확대 여력이 높은 회사를 선호한다.

KB: 증권/보험 실적 기여도 높고
높은 자본여력 보유
하나: Credit Cost, 환율 영향

KB 금융의 경우 1) 대형 증권사 및 손해보험 등 여전사 등 대비 상대적으로 건전성 관련 부담이 적은 비은행 부문의 실적 기여도가 높고 2) 높은 자본여력으로 주주환원 측면의 기대도 가장 높다고 판단한다. 최근 환율 환경 안정화에 따라 외국인 수급 여건 개선을 기대할 수 있을 것으로 예상되는 상황에서 업종 대장주로서의 프리미엄이 지속될 것으로 전망한다. 하나금융지주의 경우 1) 업종 내 가장 안정적인 Credit Cost 관리가 이어지고 있으며 2) 환율 환경 개선에 따라 비화폐성 환차익 등을 기대할 수 있는 점도 긍정적이라고 판단한다. 최근 환율 환경을 감안했을 때 CET1비율의 추가적인 개선(10원당 KB금융 2bp, 하나금융 3.5bp 내외)이 예상되는 점도 추가적인 주주환원 확대 관점에서 긍정적이라고 판단한다.

신한: 밸류에이션 매력 및 잠재
Upside 높음. 카드 건전성이 관건
우리: 보험 자회사 향후 시너지 등

신한지주의 경우 KB 금융 대비 25% 이상 할인된 가격에서 거래되고 있는 만큼 밸류에이션 매력은 충분하다고 판단하며 잠재적인 Upside 는 가장 높을 전망이다. 다만 동사 비은행 중 가장 비중이 높은 부문 중 하나인 카드 자회사의 연체율 악화 및 대손비용 상승 추세가 이어지고 있는 만큼 관련 부문의 완화가 필요할 것으로 전망한다. 우리금융지주의 경우 보험 자회사 편입 승인과 염가매수차익으로 1Q25 실적 부진 등을 상쇄할 수 있을 것으로 예상되는 점은 긍정적이지만 자회사 편입 이후 시너지 효과 확인, 자본비율의 안정적 관리 등에 대한 확인이 필요할 전망이다. 현재 밸류에이션 기준으로도 ROE 레벨의 유의미한 상승 확인이 필요할 전망이다.

iM: 기저효과로 Turn around 뚜렷
IBK/BNK/JB: 건전성 지표 악화
고려했을 때 관련 부담 해소 필요

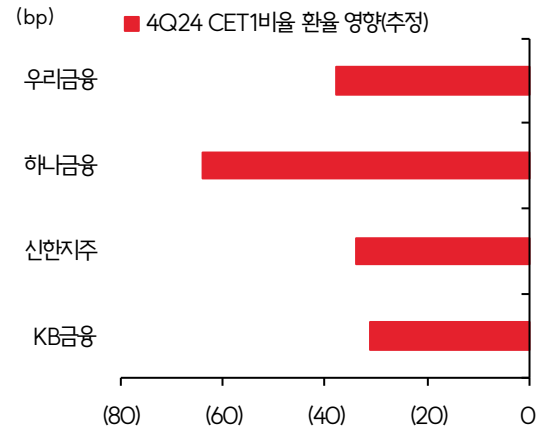
지방은행 중에서는 PF 충당금 관련 기저효과로 Turn around 스토리가 명확한 iM 금융지주에 관심을 가져볼 수 있다고 판단한다. 다만 실질적인 Top line 부진 추세가 이어지고 있으며 건전성 지표 악화에 따른 잠재적인 대손비용 부담을 종합적으로 고려했을 때 보수적인 관점이 요구될 전망이다. 기업은행, BNK 금융지주, JB 금융지주의 경우 건전성 지표 악화 추세가 지속되고 있는 점을 감안했을 때 관련 부담 해소가 필요할 것으로 예상된다.

원달러환율 추이 - 25년 4월부터 빠르게 안정화



자료: FnGuide, SK 증권

4Q24 - 시중은행지주 CET1비율 환율 영향 추정



자료: 각사, SK 증권 추정

주: KB 금융의 경우 특이요인 제외한 RWA 성장률 +0.6% QoQ 와 실제 RWA 성장률 +2.9% QoQ 차이 기준으로 환 영향 추정

주 2: 신한지주의 경우 환율 상승에 따른 신용 RWA 증가 규모 6.5 조원 중 포트폴리오 조정 등 영향 2.4 조원 제외한 8.9조원을 기준으로 환 영향 추정

환율 vs 은행주 주가 - 통상적으로 환율과 은행주 주가는 역의 관계



자료: FnGuide, SK 증권

동양생명/ABL 생명 인수 - 우리금융지주 재무지표/이익 영향 추정

항목	비고	동양생명	ABL 생명	합산	금융지주 평균(24년)
인수가	(십억원)	1,284.0	265.4	1,549.3	
보험사 자본	(4Q24 기준, 별도, 십억원)	2,010.5	705.0	2,715.5	
매각 지분	(%)	75.34	100.00		
매각 지분 장부가	(십억원)	1,514.72	704.98	2,219.7	
PBR	(4Q24 기준, 배, 십억원)	0.85	0.38	0.70	
인수 후 재무 영향 추정					
자금 조달 추정					
은행 배당(단순하게 10% 가정)	(십억원)	128.4	26.5	154.9	
금융채(단순하게 90% 가정)	(십억원)	1,155.6	238.8	1,394.4	
이중레버리지비율	(4Q24 기준, %)	100.22	100.22	100.22	113.3
이중레버리지비율(인수 후 추정)		105.54	101.32	106.64	
부채비율	(4Q24 기준, %)	9.11	9.11	9.11	28.2
부채비율(인수 후 추정)		13.89	10.10	14.88	
우리은행	(4Q24 기준, 십억원)				
배당 10% 조달 추정 기준 BIS 비율		15.78	15.83	15.77	
배당 10% 조달 추정 기준 CET1 비율		12.98	13.04	12.97	
이익 및 ROE 영향 추정					
순이익 기여분	기회비용 및 조달비용 차감 기준	205.1	98.9	303.9	
24년 우리금융지주 지배순이익	(십억원)	3,086.0	3,086.0	3,086.0	
23년~24년 우리금융지주 자본 평균	(신중, 비지배지분 제외, 십억원)	29,171.1	29,171.1	29,171.1	
인수 후 ROE 추정	(%)	11.28	10.92	11.62	
Base case(24년) 기준 ROE	(%)	10.58	10.58	10.58	
ROE 상승분 추정	(bp)	70.3	33.9	104.2	
EPS 상승 효과 추정	(%)	6.6	3.2	9.8	

자료: 언론보도, FISIS, SK 증권 추정

주: 자금 조달은 당사 추정 임의로 적용. 조달 관련 비용의 경우 1) 은행 배당은 1Q25 원화대출 금리 4.26%를 기준으로 기회비용 관점에서 산정했으며 2) 금융채의 경우 25년 YTD 기준 은행채(AAA 등급) 3년물 금리 평균 2.82%를 적용하여 산정

우리금융지주 - 연간 실적 변동 폭 추정

(십억원)	2025E	2026E
예상 당기순이익	2,952.5	3,105.2
동양생명(당사 추정)	127.3	292.1
ABL 생명(24년 실적 동일)	62.3	104.8
합산 기준 당기순이익	3,142.0	3,502.1
예상 지배지분 순이익	2,778.8	2,922.2
합산 기준 지배지분순이익	2,937.0	3,247.0
지배지분순이익 변화 폭 추정	5.7%	11.1%

자료: SK 증권 추정

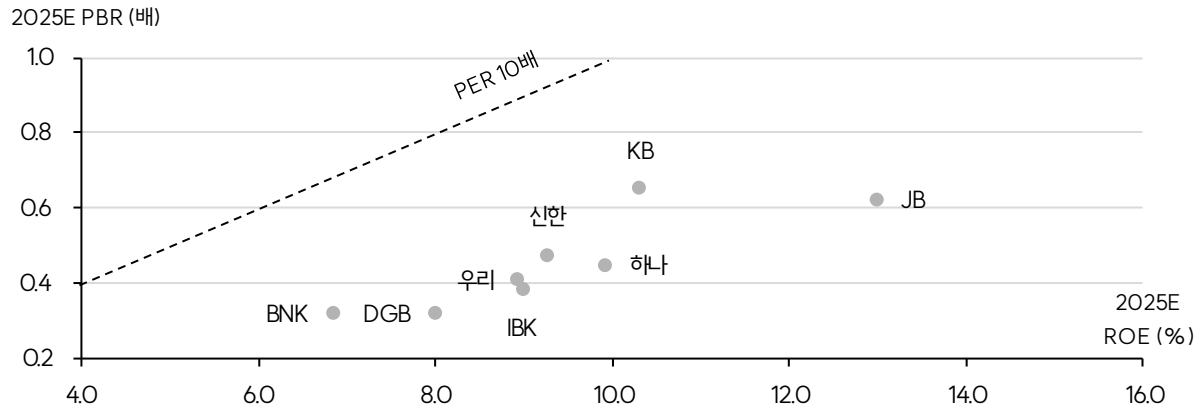
주: 25년의 경우 하반기 중 실적 반영된다고 가정하여 3Q, 4Q 만 단순 합산. 지배지분순이익은 동양생명 지분을 적용하여 산정. 염가매수차익은 고려하지 않음

국내 주요 생보사 - 합병 시 업계 5위권 수준의 자산 보유 예상

(십억원)	자산총계	자본총계	K-ICS	경과조치 반영
삼성생명	275,321.1	25,097.4	184.9	
교보생명	122,409.0	7,305.0	164.2	220.8
한화생명	122,135.0	10,335.0	163.7	
신한라이프	59,617.8	7,062.6	205.7	
농협생명	53,253.6	4,873.1	246.4	437.7
동양생명+ABL 생명	53,424.7	2,715.5	139.2	155.0
동양생명	34,577.6	2,010.5	155.5	
KB 라이프	33,717.4	4,537.2	263.1	
미래에셋생명	32,404.4	2,553.2	192.4	
메트라이프	25,236.7	3,887.8	356.4	
흥국생명	23,004.0	925.0	156.9	207.0
AIA 생명	18,814.4	2,983.0	238.6	
ABL 생명	18,665.1	705.0	111.8	153.7
푸른현대생명	18,214.8	486.7	-14.5	157.3
KDB 생명	17,764.3	61.3	53.0	158.2
IBK 연금보험	12,143.7	604.8	111.5	234.3
DB 생명	11,129.3	1,118.8	159.7	208.7
라이나생명	8,865.6	6,108.0	348.2	
iM 라이프	6,643.9	281.3	108.1	190.3
하나생명	6,603.1	588.0	131.2	180.8
BNP 파리바카디프	2,710.0	239.0	301.4	
처브라이프	1,568.3	177.9	149.2	190.4
교보라이프플래닛	743.3	150.6	152.3	192.3

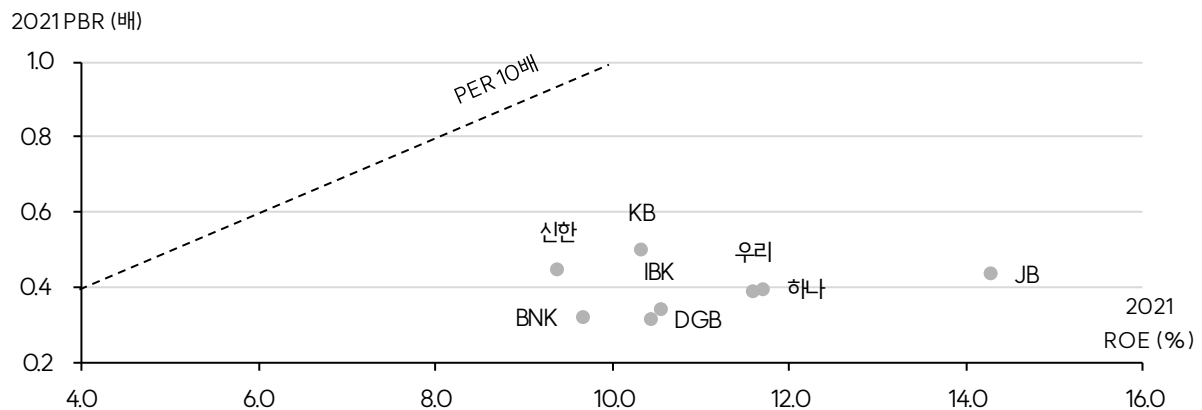
자료: FISIS, SK 증권 추정; 주: 24년 말 기준. 동양생명+ABL 생명 K-ICS는 요구자본 및 가용자본 합산으로 산출

2025E 은행 – PBR/ROE 밸류에이션 Table



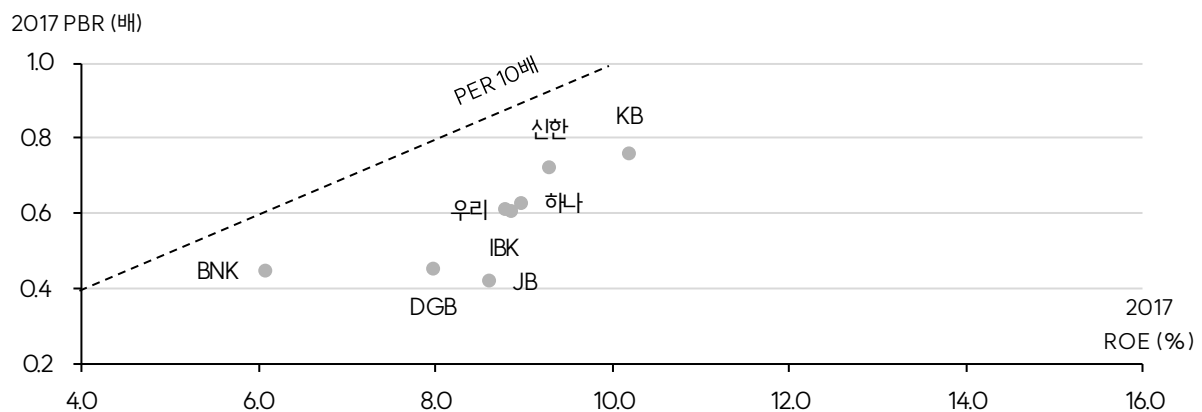
자료: FnGuide, SK 증권 추정

2021 은행 – PBR/ROE 밸류에이션 Table



자료: FnGuide, SK 증권

2017 은행 – PBR/ROE 밸류에이션 Table



자료: FnGuide, SK 증권

Top Picks: KB 금융

부진 KB 곤곤래

다각화된 포트폴리오로 견조한 이익체력 전망

KB 금융의 다각화된 포트폴리오에 기반한 견조한 이익체력이 지속되고 있다. KB 금융의 비은행 계열사 이익 기여도는 24년 및 1Q25 중 지속적으로 40% 내외 수준이 유지되고 있어 업종 내 가장 높은 수준이 지속되고 있다. 특히 최근 경기 불확실성이 높아짐에 따라 경기민감도 낮은 비은행 자회사의 중요성이 높아지고 있는 점을 감안했을 때 경쟁사와 달리 업계 상위권에 속하는 손해보험 자회사를 보유하고 있다는 점은 독보적인 강점으로 작용할 것으로 예상된다. 실제로 KB 손해보험은 IFRS17 회계기준 적용 이후 24년 연간 8,395억원, 1Q25 중 가정 조정에도 3,135억원의 당기순이익을 기록하며 그룹 지배순이익 대비 약 17~18% 수준을 기여하며 안정적인 비은행 실적을 견인하는 모습을 보이고 있다.

하반기 중 추가적인 주주환원 확대 전망

동사는 1Q25 실적 발표와 함께 총 4천억원의 선제적인 주주환원(배당 1천억원, 자사주 3천억원)을 시행했으며 하반기 중에도 기발표한 주주환원 정책을 기준으로 CET1 비율 13.5%를 초과하는 자본을 기준으로 추가 자사주 매입/소각을 추진할 계획이다. 선제적인 주주환원, 일정 수준의 RWA 성장 등을 감안했을 때 CET1 비율 개선 폭은 이전보다 다소 낮을 수 있겠으나 최근 환율 환경 개선 추세를 감안했을 때 하반기 중 충분한 규모의 자사주 매입/소각을 충분히 기대해볼 수 있을 전망이다. 당사는 2Q25 CET1 비율은 1Q25와 유사한 수준을 기록할 것으로 전망하며 약 4,000억원 내외 수준의 추가 자사주 매입을 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

외국인 수급 측면의 우위 지속될 전망

통상적으로 외국인이 은행주 주가를 결정하는 모습이 나타난 가운데 동사는 업계 1위 프리미엄을 바탕으로 경쟁사 대비 외인 수급 측면에서 우위를 보여왔다. 최근 내수 경기 부진 등 건전성 관련 우려가 높아지고 있음에도 환율 안정화 및 주주환원 관련 기대감이 다시 확대되고 있는 점을 감안할 때 높은 안정성과 시장 지배력 등을 바탕으로 수급 우위가 지속되며 차별화된 주가 흐름을 기대해볼 수 있을 것으로 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	십억원	13,781	16,229	17,028	17,206	17,553	18,180
영업이익	십억원	5,289	6,435	8,045	7,515	7,773	8,138
순이익(지배주주)	십억원	4,153	4,632	5,078	5,528	5,750	5,934
EPS(계속사업)	원	10,071	11,403	12,743	14,048	14,612	15,079
PER	배	4.8	4.7	6.5	6.7	6.4	6.2
PBR	배	0.4	0.4	0.6	0.7	0.6	0.6
배당성향	%	27.7	25.2	23.6	24.2	24.3	24.9
ROE	%	8.9	9.2	9.7	10.3	10.3	10.2

금융(증권/보험)

하반기전망

금리하락기 속 뉴턴의 제3 법칙

금융·설용진



증권 비중확대(유지)/보험 중립(유지)

금리 하락기 속 뉴턴의 제3법칙

증권: 금리 하락기에 가장 유리한 업종

국내 경기가 지속적으로 예상보다 부진한 흐름을 보임에 따라 전반적인 금리 하락 추세가 지속되고 있다. 이와 같이 전반적인 금리 하락과 함께 시장 내 유동성이 증가할 것으로 예상되는 국면에서 증권업은 금융업종 내 가장 유리한 포지션을 보유하고 있다고 판단한다. 금리 하락으로 유동성이 증가하고 전반적인 조달비용이 감소함에 따라 고객들의 금융거래활동 증가가 나타날 것으로 예상되며 보유한 채권 등의 가격 상승에 따라 운용손익 개선을 기대할 수 있을 전망이다. 대형사 기준으로 은행 등에 비해 건전성 관련 부담은 제한적으로 예상하며 25E 지배순이익은 5사 합산 기준 4조 6,496억원(+6.3% YoY)로 견조한 증익 추세가 나타날 것으로 전망한다.

주주환원보다 ROE 중심의 밸류에이션 접근

2018년 이후 증권업종의 PBR과 주주환원을 추세를 살펴본 결과 2024년 전까지는 대체로 주주환원과 PBR 간 음의 상관관계가 나타났던 것을 확인할 수 있다. 이는 정책적인 증권업종의 대형화 추진 및 IB/트레이딩 등을 중심으로 자기자본을 활용하여 Top line과 당기순이익을 꾸준히 증가시키는 모습이 나타남에 따라 주주환원보다 추가적인 성장을 추진하는 것이 효율적인 자본 활용 방안이었던데 기인한다. 23년~24년 중 높아진 금리, 기업가치 제고방안 등 영향으로 주주환원의 매력은 확대되었으나 현재 금리 하락 및 이익 개선 예상 국면에서는 다시 성장에 대한 매력이 높아질 것으로 전망한다. Top pick으로 한국금융지주, 삼성증권을 제시한다.

보험: 금리 하락과 계속되는 난관

통상적으로 보험주는 경기방어주라는 인식이 강하다. 다만 IFRS17 회계 기준이 도입된 현재 경기 부진이 심화되며 지속적인 금리 하락이 예상될 경우 자본 측면의 부담이 가중되는 모습이 나타날 전망이다. 25E 중하위사의 PBR 은 대체로 0.2~0.4 배 수준에 불과하나 금리 하락, 할인을 제도 강화로 인해 자본 축소에 대한 우려가 지속되고 있는 만큼 매력적인 가격이라 보기 어렵다고 판단한다. 제도적으로 해약환급금준비금 개편 논의 등이 이어지고 있지만 현재 배당이 어려운 회사 대부분 기본 자본 K-ICS 비율이 낮은 점 등을 감안하면 현재 배당 지급이 어려운 회사가 단기간 내 주주환원을 재개할 가능성은 제한적이라고 판단한다. 금리 하락으로 인한 신계약 마진을 하락, 자본 규제 측면의 불확실성, 부진한 실적 전망 등을 종합적으로 감안했을 때 단기적으로 보험업종에 있어 모멘텀은 제한적이라고 판단하나 최근 실손보험 제도 개편 논의, 축소된 가정 관련 불확실성은 중장기적으로 긍정적이라고 판단한다. 업종 Top pick 으로 코리안리를 유지하며 관심종목으로 삼성생명을 제시한다.

Analyst 설용진

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

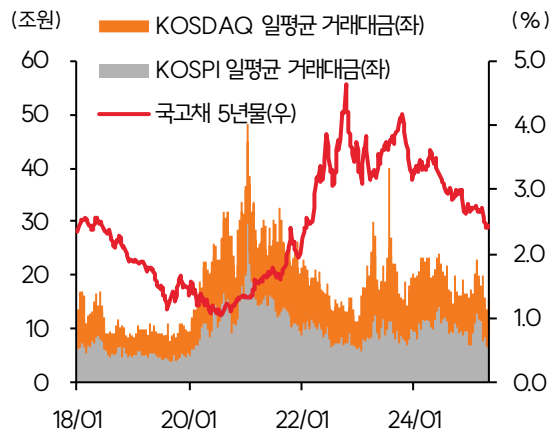
증권: 금리 하락기에 가장 유리한 업종

(1) 금리 하락으로 증가한 유동성에서 고객들의 금융거래 증가 전망

국내 경기가 지속적으로 예상보다 부진한 흐름을 보임에 따라 전반적인 금리 하락 추세가 지속되고 있다. 이와 같이 전반적인 금리 하락과 함께 시장 내 유동성이 증가할 것으로 예상되는 국면에서 증권업은 금융업종 내 가장 유리한 포지션을 보유하고 있다고 판단한다.

기본적으로 금리 하락으로 유동성이 증가하고 전반적인 조달비용이 감소함에 따라 고객들의 금융거래활동 증가가 나타날 것으로 예상되며 이로 인한 수수료수익의 개선을 기대할 수 있을 전망이다. 브로커리지 부문에서는 높아진 유동성의 증시 자금 유입에 따라 전반적인 거래대금 증가가 예상되며 예탁금 및 신용잔고 증가가 수반되며 전반적인 실적 개선이 나타날 것으로 예상된다.

시장금리 - 증시 거래대금 추이



자료: FnGuide, SK 증권

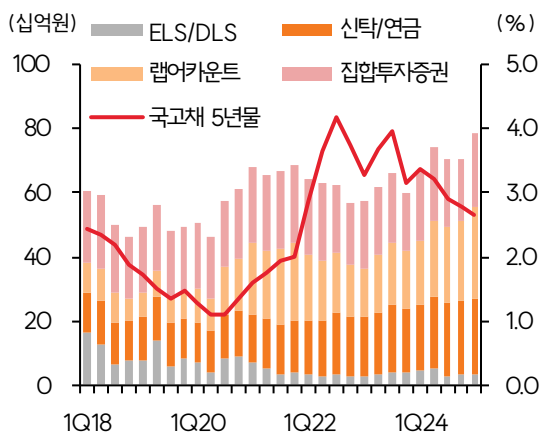
시장금리 - 증시 자금 추이



자료: FnGuide, SK 증권

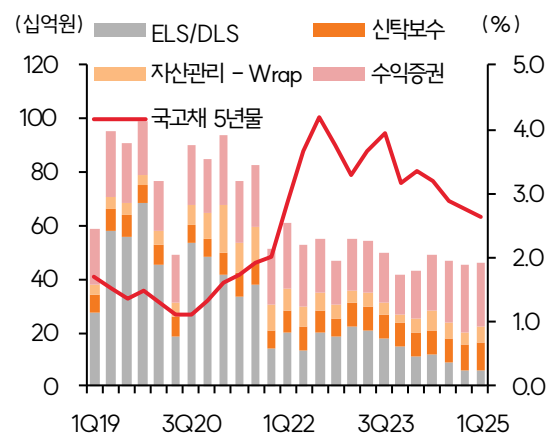
WM 부문에서도 금리 하락에 따른 정기예금 등 매력 감소에 따라 위험자산 투자 심리가 개선될 것으로 예상되며 펀드, 신탁, ELS, 발행어음 등 증권사가 취급하는 금융상품에 대한 수요가 높아질 전망이다. 특히 퇴직연금 실물 이전 등 이전보다 증권업종이 취급하는 상품에 대한 접근도가 높아진 만큼 적극적인 머니무브 기조가 나타날 수 있다고 판단한다.

미래에셋증권 - 금융상품 판매수익 및 금리 추이



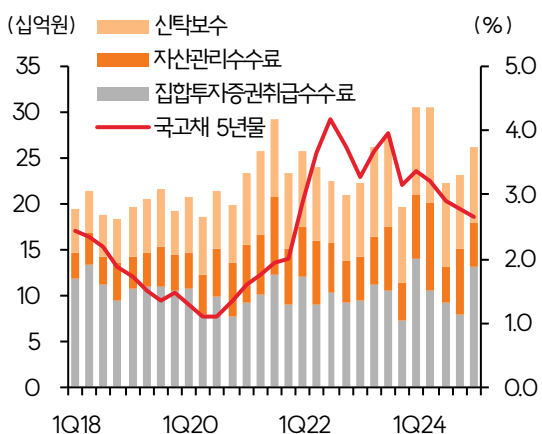
자료: 미래에셋증권, SK 증권

한국투자증권 - 금융상품 판매수익 및 금리 추이



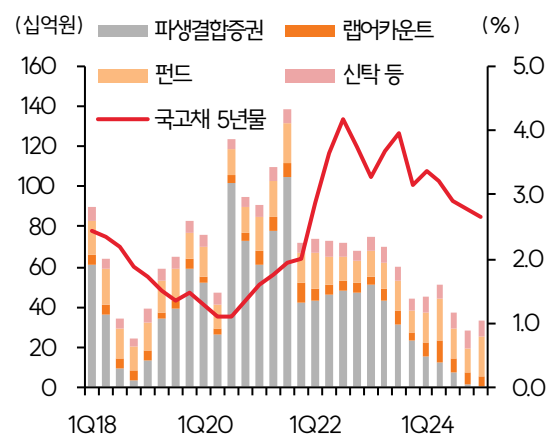
자료: 한국금융투자 SK 증권

NH투자증권 - 금융상품 판매수익 및 금리 추이



자료: NH투자증권, SK 증권

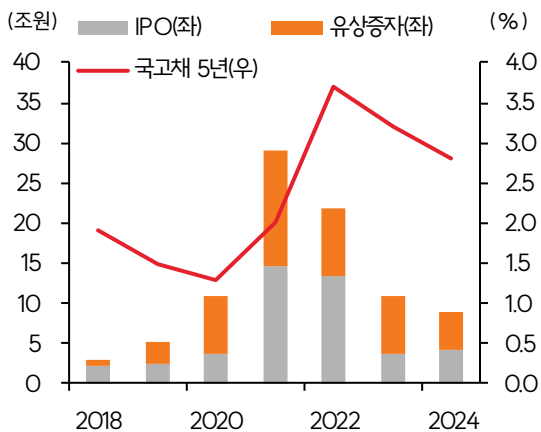
삼성증권 - 금융상품 판매수익 및 금리 추이



자료: 삼성증권, SK 증권

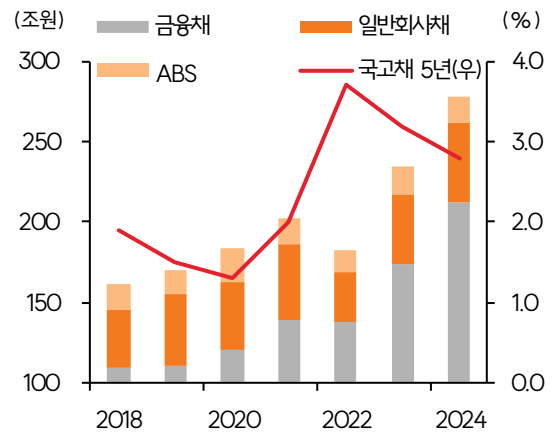
IB 부문의 경우에도 전통 IB 부문에서는 금리 하락에 따라 기업들의 조달 활동 확대가 예상되며 M&A/인수금융 등에 있어서도 전반적인 부담이 낮아지는 등 딜 증가 추세가 예상된다. PF 등 구조화금융의 경우에도 조달비용 하락에 따른 건전성 부담 축소 및 신규 딜 확대 등 전반적인 실적 개선을 기대할 수 있을 전망이다.

주식발행 - 금리 낮을 때 전반적인 실적 증가



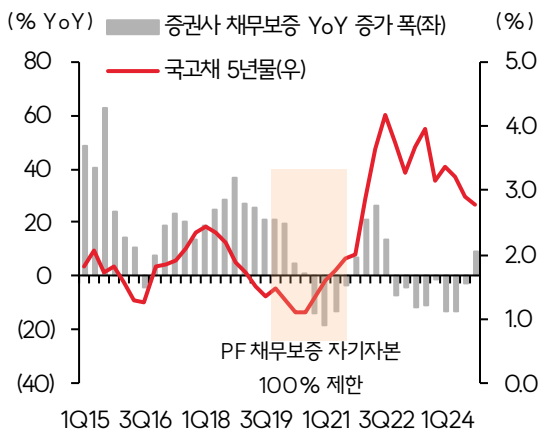
자료: 금융감독원, SK 증권

채권발행 - 금리 낮을 때 전반적인 실적 증가



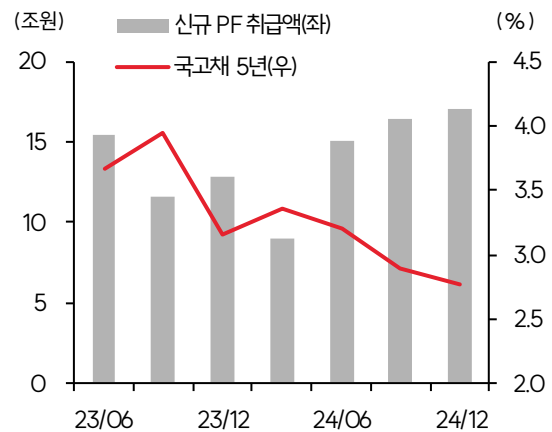
자료: 금융감독원, SK 증권

채무보증 - 금리와 대체로 반대로 움직이는 모습



자료: 금융감독원, SK 증권

23년 이후 - 금리와 신규 PF 취급액 간 뚜렷한 역의 관계



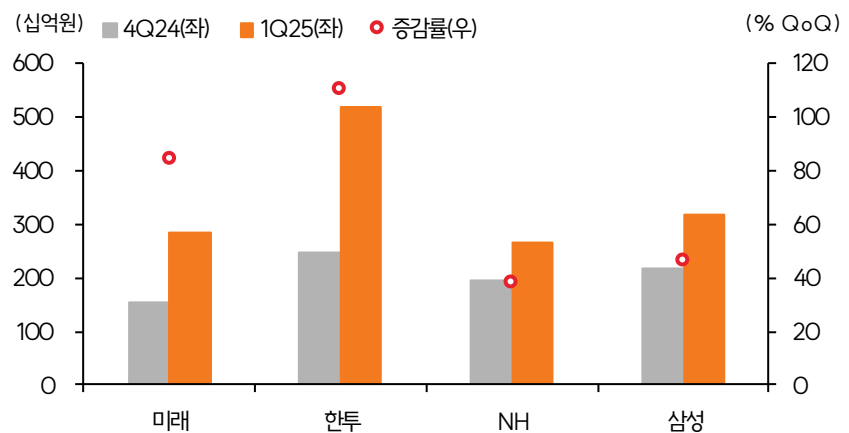
자료: 금융위원회, SK 증권

(2) 금리 하락에 따라 운용부문 손익 개선 기대

증권사는 RP, 발행어음, ELS 판매 등 다양한 형태로 자금을 조달하고 이를 채권 등으로 운용하여 약정한 수익을 제공하고 이익을 창출한다. 통상적으로 금리가 하락하는 경우 1) 전반적인 금융상품의 금리도 함께 낮아지며 증권사의 조달비용 부담이 축소되는 가운데 2) 보유한 채권 등의 가격 상승에 따라 운용손익 개선을 기대할 수 있을 전망이다.

트레이딩 중심으로 전반적으로 긍정적인 실적 흐름이 예상되나 세부적인 흐름은 개별 회사별 포지션 등에 따라 다소 다른 양상이 나타날 것으로 전망한다. 예시로 NH투자증권의 경우 1Q25 중 금리 하락에도 타사 대비 전반적인 운용손익이 상대적으로 부진한 모습을 보였는데 변동성 확대를 대비하여 포지션 등을 보수적으로 설정한 데 기인한다.

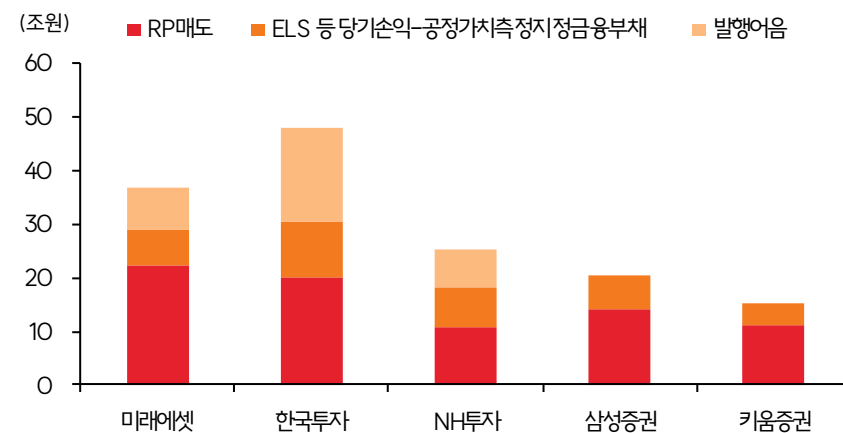
대형 증권사 - 4Q24 및 1Q25 이자손익 및 트레이딩/기타 손익 현황



자료: 각사, SK 증권 재구성

그럼에도 기본적으로 금리 방향성이 하락할 것으로 예상되는 만큼 전반적인 운용손익 개선이 지속될 것으로 예상된다. 채권 운용 규모가 큰 대형사 전반적으로 양호한 이익을 전망하며 그 중에서는 상대적으로 발행어음 등 레버리지를 적극적으로 활용하는 회사 중심으로 채권운용에 기반한 매매평가손익 개선을 기대해볼 수 있을 전망이다.

대형 증권사 - 1Q25 RP, ELS, 발행어음 등 주요 조달 현황



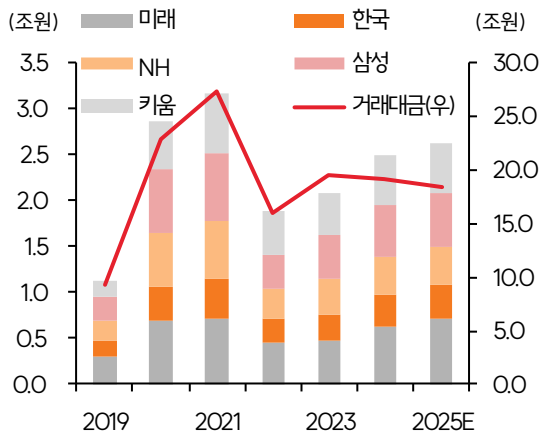
자료: 각사, SK 증권 재구성

(3) 금리 하락과 함께 견조한 실적 추세 전망

25년 하반기에도 커버리지 증권사의 실적은 견조한 추세가 지속될 것으로 전망한다. 브로커리지 수수료손익은 1) 양호한 국내 증시 환경 및 2) 넥스트레이드 도입에 따른 거래시간 증가 등 영향과 3) 높아진 해외주식 거래 등 영향이 종합적으로 반영되며 5사 합산 기준 2조 6,378억원(+6.1% YoY)로 개선될 전망이다.

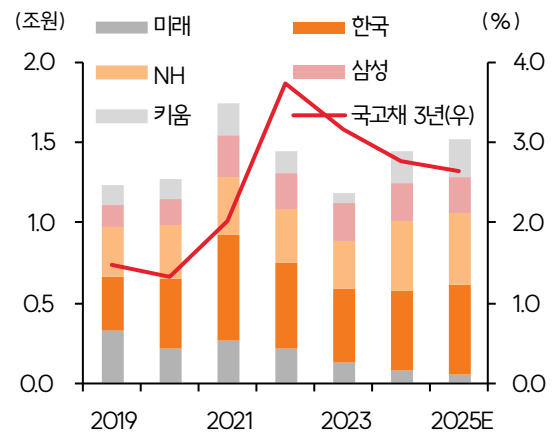
IB/기타수수료손익의 경우에도 대형사 중심으로 PF 딜이 재개되고 있으며 금리 하락에 따른 기업 자금조달 수요 등을 종합적으로 감안했을 때 5사 합산 기준 1조 5,259억원(+5.8% YoY)으로 회복 추세를 이어갈 것으로 예상된다.

BK 수수료손익 – 증시 회복 및 거래대금 증가로 개선



자료: 각사, SK 증권 추정

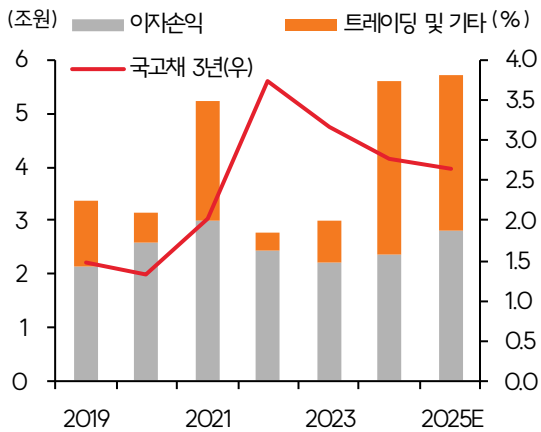
IB/기타수수료 – 우량딜 중심 PF 재개 및 자금조달 증가



자료: 각사, SK 증권 추정

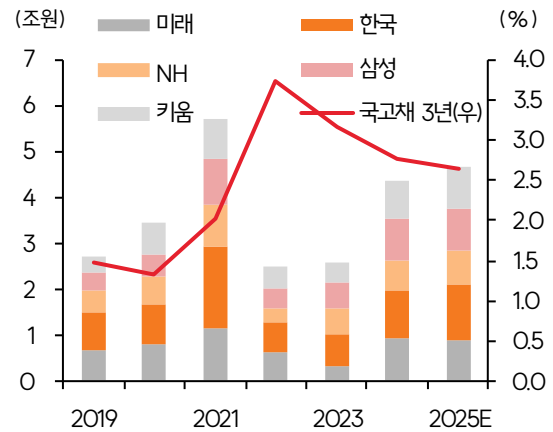
이자손익 및 트레이딩/기타손익의 경우에도 5조 7,134억원(+1.7% YoY)로 견조한 흐름이 지속될 것으로 예상된다. 금리 하락에 따라 24년에 이어 전반적으로 채권 운용손익이 견조한 흐름을 보일 것으로 예상하며 해외 부동산/부동산 PF 등 건전성 부담이 해소되며 전반적으로 견조한 이익 추세가 나타날 것으로 예상되는데 기인한다. 은행업종 중심으로 건전성 우려가 지속되고 있으나 증권업종의 경우 대형사 기준 부동산 PF 등 영향을 제외하면 건전성 관련 부담은 전반적으로 제한적일 것으로 예상된다. 25E 커버리지 전체 지배순이익은 5사 합산 기준 4조 6,496억원(+6.3% YoY)로 견조한 증익 추세가 나타날 것으로 전망한다.

이자손익 및 트레이딩/기타 - 금리 하락으로 견조한 실적



자료: 각사, SK 증권 추정

5사 합산 지배순이익 - 견조한 증익 추세 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

증권: 주주환원보다 ROE 중심의 밸류에이션 접근

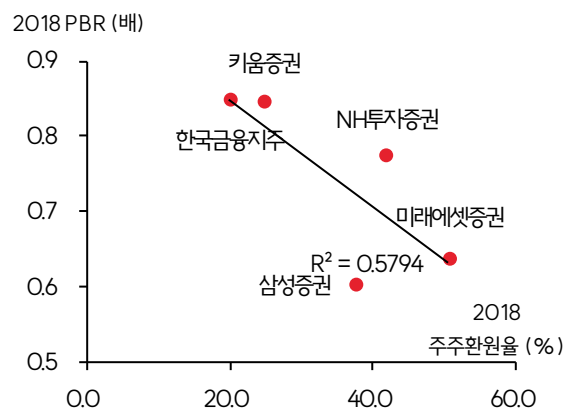
(1) 주주환원보다 ROE에 기반한 밸류에이션 매력력이 높아지는 국면

2018년 이후 증권업종의 PBR과 주주환원율 추세를 살펴본 결과 2024년 전까지는 대체로 주주환원율과 PBR 간의 음의 상관관계가 나타났던 것을 확인할 수 있다.

이는 2010년대 중반 이후부터 1) 종투사/초대형 IB 제도 등을 도입하며 정책적으로 증권업종의 대형화를 추진하고 2) 자기자본을 활용하여 IB/트레이딩 등을 중심으로 Top line과 당기순이익을 꾸준히 증가시키는 모습이 나타남에 따라 주주환원보다 레버리지를 확대하고 추가적인 성장을 추진하는 것이 효율적인 자본 배분에 해당했기 때문이라고 판단한다.

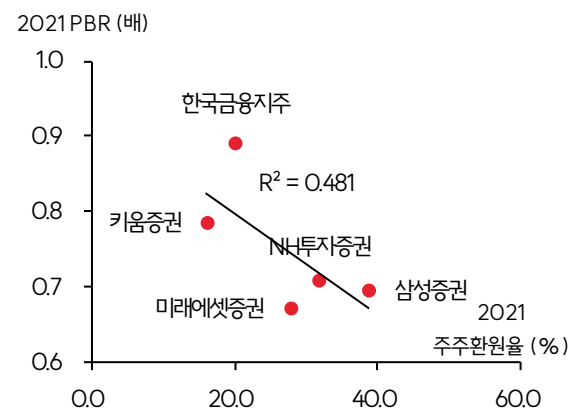
다만 2023년~2024년 중에는 다소 다른 양상이 나타났다. 이는 2022년부터 높아진 금리 환경으로 급격하게 이익이 감소하는 모습이 나타났으며 부동산 PF 등 불확실성이 높아지며 증권업종의 미래 이익 체력에 대한 불확실성이 높아짐에 따라 성장 중심의 자본 배분의 효율성이 낮아진데 기인한다고 판단한다. 또한 24년부터 본격적으로 도입된 밸류업 프로그램으로 이전보다 주주환원에 대한 관심이 높아진 점도 이러한 변화에 영향을 미쳤다고 판단한다.

PBR-주주환원율 Table(2018년)



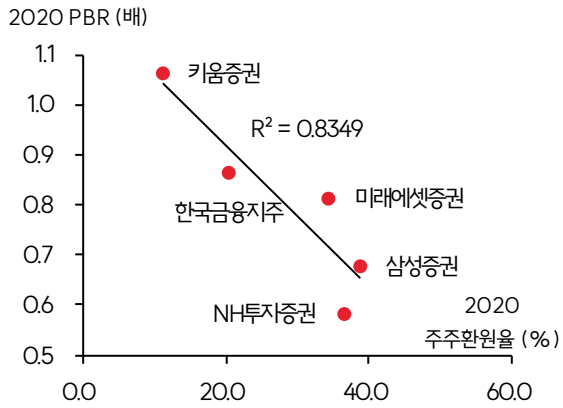
자료: FnGuide, SK 증권

PBR-주주환원율 Table(2019년)



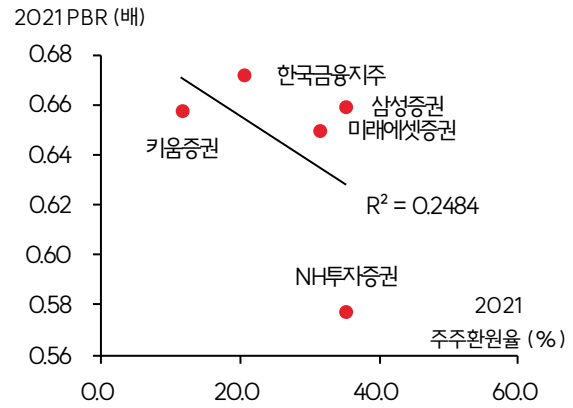
자료: FnGuide, SK 증권

PBR-주주환원율 Table(2020년)



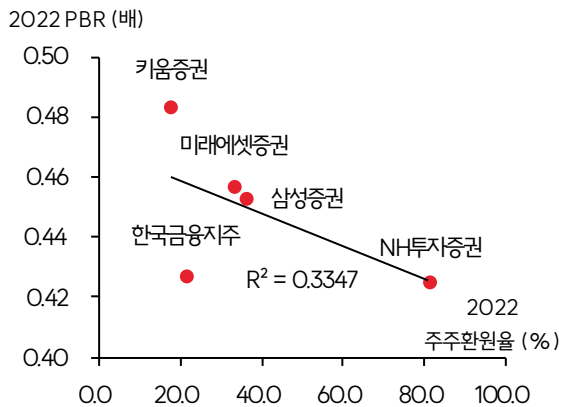
자료: FnGuide, SK 증권

PBR-주주환원율 Table(2021년)



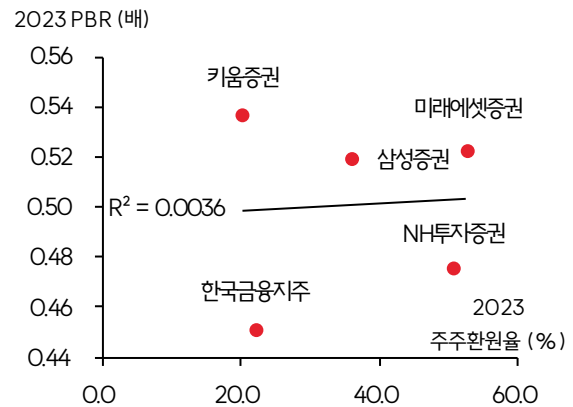
자료: FnGuide, SK 증권

PBR-주주환원율 Table(2022년)



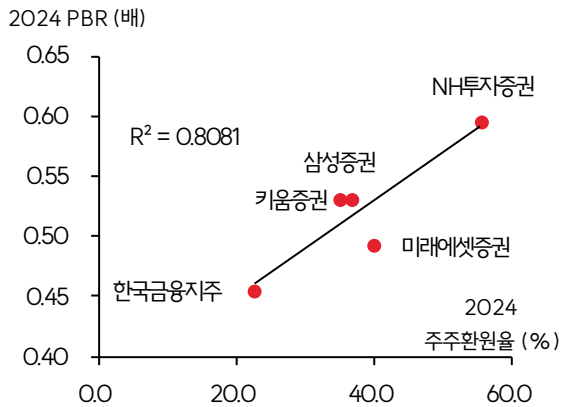
자료: FnGuide, SK 증권

PBR-주주환원율 Table(2023년)



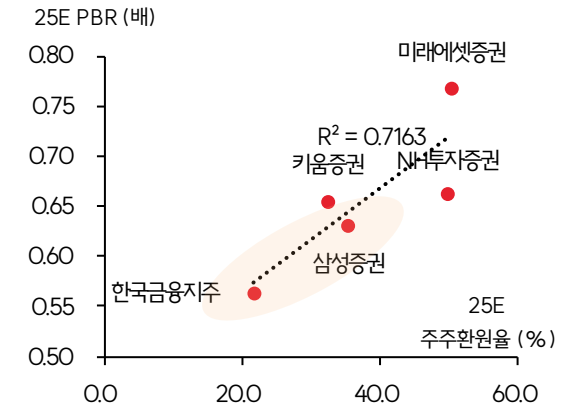
자료: FnGuide, SK 증권

PBR-주주환원율 Table(2024년)



자료: FnGuide, SK 증권

PBR-주주환원율 Table(2025E)



자료: FnGuide, SK 증권 추정

(2) 대형 증권사 전반적으로 양호하며 한국금융지주, 삼성증권 선호

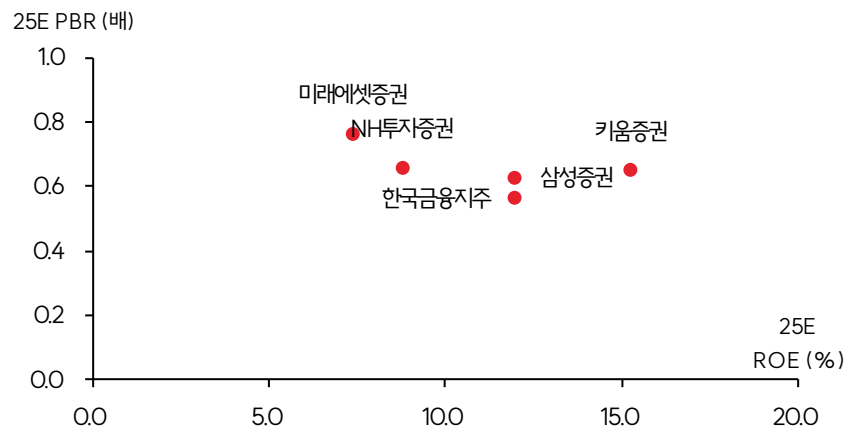
25년의 경우에는 2가지 측면을 모두 고려할 필요가 있다고 판단한다. 먼저 실적 측면에서는 다시 성장 중심의 자본 배분의 효율성이 높아질 것으로 예상된다. 1) 금리 하락에 따른 조달비용 부담 완화 및 2) 브로커리지 및 채권 운용 등에 기반한 양호한 실적이 예상되며 3) IB 부문에서도 지속된 시장 악화로 중소형사 등 플레이어들이 이탈한 가운데 우량한 딜 중심으로 PF 신규 취급이 확대되고 있는 등 추세를 감안했을 때 전반적인 이익 개선이 기대된다.

이러한 요인을 감안했을 때 적극적으로 레버리지를 활용하여 높은 이익 개선 폭을 기대할 수 있는 회사의 밸류에이션 매력도가 높아질 것으로 전망하며 발행어음 등을 적극적으로 활용하고 있는 한국투자증권과 금리 하락에 따른 이익 개선이 예상되는 주요 자회사를 보유한 한국금융지주가 이에 부합한다고 판단한다. 25E PBR 도 0.55 배 수준으로 예상 ROE 12% 수준 대비 낮은 상황인 만큼 밸류에이션 측면의 Upside도 높다고 판단한다.

한편 궁극적으로 금리 하락이 예상되는 원인이 부진한 국내 경기 흐름에 있다는 점을 감안했을 때 이익의 안정성 및 주주환원에 대한 불확실성도 고려할 필요가 있을 것으로 예상된다. 기업금융/PF 등 경기 민감도 높은 부문 중심으로 잠재적인 불확실성이 상존하고 있는 만큼 주주환원의 예측가능성을 제고할 수 있는 안정적인 수익 기반을 갖춘 회사의 매력도 전반적으로 높아질 것으로 예상한다. 대표적으로 고객자산가 등 고객 기반을 바탕으로 브로커리지, 이자수익, 금융상품 판매수익 등을 꾸준히 기대할 수 있는 WM 등 리테일 부문이 이에 해당한다고 판단하며 관련 부문의 강점을 보유한 삼성증권의 매력도가 높다고 판단한다. 약 12% 수준의 ROE가 예상되는 반면 현재 약 0.63배 수준의 PBR을 감안했을 때 밸류에이션 매력도 높다.

미래에셋증권의 경우 1) 해외부동산 관련 부담이 축소된 가운데 2) 최근 자사주 소각 원칙을 제도화하겠다는 공약 등 영향으로 최근 가파른 주가 상승을 보였으나 기 발표한 밸류업 공시를 바탕으로 보유한 자사주 소각을 꾸준히 진행하고 있던 만큼 추가적인 변화가 나타날 가능성은 다소 제한적이라고 판단하며 유의미한 ROE 제고가 필요하다고 판단한다. NH투자증권의 경우 높은 주주환원율에 대한 매력도는 긍정적이나 보수적인 운용 기조, 영업수익에 비례하는 농지비 등 영향으로 이익 개선에 대한 기대감은 다소 제한적이라고 판단한다. 키움증권의 경우 브로커리지 부문 강점 및 최근 IB 등 사업 다각화 추진은 긍정적이라고 판단하나 최근 높아진 주가로 RCPS 전환 가격에 근접한 점을 감안했을 때 일부 부담이 존재한다고 판단한다.

대형 증권사 - 25E PBR-ROE Matrix



자료: 각사, SK 증권 추정

보험: 금리 하락과 계속되는 난관

(1) 금리 하락기 자본 측면의 부담 불가피

통상적으로 보험주는 경기방어주라는 인식이 강하다. 다만 IFRS17 회계 기준이 도입된 현재 시점에서는 경기 부진이 심화되며 지속적인 금리 하락이 예상될 때 자본 측면의 부담은 다소 가중되는 모습이 나타날 것으로 예상된다.

이는 통상적으로 자산보다 긴 부채 듀레이션을 보유한 보험업종 특성상 금리 변동 시 자산보다 부채가 민감하게 반응하는 모습이 나타나는데 기인한다. 실제로 1Q25 중 커버리지 보험사의 자본 총계 내 기타포괄손익누계액을 살펴보면 삼성화재, 코리안리 등을 제외하면 금리 하락으로 FVOCI 자산 평가손익 증가가 나타났으나 금리 하락 및 할인을 제도 강화 등 영향으로 이를 상회하는 수준으로 보험부채 증가(보험 금융손익으로 반영)가 발생함에 따라 자본이 크게 축소되는 모습이 나타났다

주요 보험사 - 1Q25 중 OCI 변동 현황 (1)

회사	(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	증감폭
삼성화재	공정가치기타포괄손익평가자산	2,372	2,962	591
	보험금융손익	-1	-624	-623
	재보험금융손익	-24	-27	-3
	기타	21	-5	-26
	전체 기타포괄손익누계액	2,368	2,307	-61
DB 손보	공정가치기타포괄손익평가자산	-2,118	-1,841	276
	보험금융손익	171	-1,130	-1,301
	재보험금융손익	2	3	1
	기타	335	397	62
	전체 기타포괄손익누계액	-1,609	-2,571	-962
KB 손보	공정가치기타포괄손익평가자산	-1,080	-670	411
	보험금융손익	236	-869	-1,105
	재보험금융손익	-6	6	11
	기타	166	225	59
	전체 기타포괄손익누계액	-684	-1,308	-624
현대해상	공정가치기타포괄손익평가자산	-2,744	-2,336	409
	보험금융손익	-136	-1,466	-1,330
	재보험금융손익	1	1	1
	기타	325	329	4
	전체 기타포괄손익누계액	-2,554	-3,472	-918
메리츠화재	공정가치기타포괄손익평가자산	-1,240	-785	454
	보험금융손익	126	-944	-1,070
	재보험금융손익	-10	12	23
	기타	953	1,112	158
	전체 기타포괄손익누계액	-171	-606	-434

자료: Dart, SK 증권

주요 보험사 - 1Q25 중 OCI 변동 현황 (2)

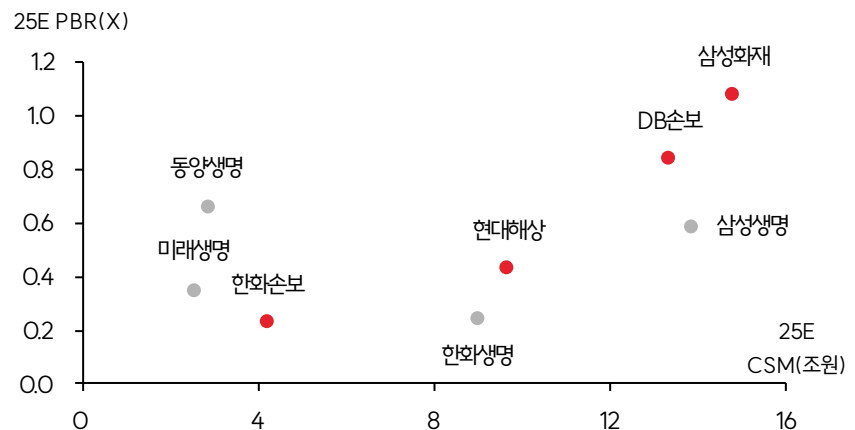
회사	(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	증감폭
한화손보	공정가치기타포괄손익평가자산	-777	-481	296
	보험금융손익	100	-534	-634
	재보험금융손익	84	1,052	968
	기타	-40	-930	-889
	전체 기타포괄손익누계액	-634	-893	-259
코리안리	공정가치기타포괄손익평가자산	130	52	-78
	보험금융손익	-135	-90	45
	재보험금융손익	-15	6	21
	기타	219	-31	-251
	전체 기타포괄손익누계액	199	184	-15
삼성생명	공정가치기타포괄손익평가자산	9,605	12,262	2,657
	보험금융손익	2,950	-1,232	-4,182
	재보험금융손익	311	333	21
	기타	235	461	226
	전체 기타포괄손익누계액	13,101	11,824	-1,277
한화생명	공정가치기타포괄손익평가자산	-1,816	-838	978
	보험금융손익	537	-1,543	-2,080
	재보험금융손익	3	3	-0
	기타	-86	137	223
	전체 기타포괄손익누계액	-1,363	-2,242	-879
동양생명	공정가치기타포괄손익평가자산	-1,064	-886	178
	보험금융손익	-133	-882	-749
	재보험금융손익	11	22	11
	기타	81	120	39
	전체 기타포괄손익누계액	-1,106	-1,627	-521
미래에셋생명	공정가치기타포괄손익평가자산	-664	-369	295
	보험금융손익	259	-208	-467
	재보험금융손익	-0	-2	-1
	기타	214	276	63
	전체 기타포괄손익누계액	-191	-301	-111

자료: Dart, SK 증권

금융업종에 있어 ROE 와 PBR 중심으로 전반적인 밸류에이션 접근이 이루어지고 있으나 보험업종에 있어서는 다소 설명력이 제한적이라고 판단한다. 금리 하락 시 1) FVPL 자산의 평가손익 개선, 2) OCI 감소에 따른 자본 감소 영향으로 ROE 가 개선되는 모습이 나타나겠지만 그럼에도 전체적인 순자산 감소가 지속되며 실질적으로 주주에게 귀속되는 순자산가치는 지속적으로 줄어든 수밖에 없기 때문이다.

25E PBR 기준으로 상위사를 제외한 회사의 PBR 을 살펴보면 현대해상 0.43 배, 한화손보 0.23 배, 한화생명 0.26 배, 동양생명 0.67 배, 미래에셋생명 0.36 배로 우리금융지주 매각 이슈+1Q25 할인을 제도 강화 등 영향으로 급격하게 자본이 하락한 동양생명을 제외하면 대체로 낮은 수준을 보이고 있다. 다만 지속적인 금리 하락, 할인을 제도 강화로 인해 중장기적으로 자본 규모 축소에 대한 우려가 지속되고 있는 만큼 현재 매력적인 가격에 놓여져 있다고 보기는 어렵다고 판단한다.

25E 기준 PBR-CSM 밸류에이션 테이블



자료: FnGuide, SK 증권 추정

주요 대형 보험사 - 자본 총계 변화 추이

	2023	2024	1Q25	23년 대비 1Q25 감소율
삼성화재	15,905	15,296	15,023	-5.5%
DB 손보	8,676	8,416	7,493	-13.6%
현대해상	6,117	4,927	4,213	-31.1%
삼성생명	37,528	25,097	23,944	-36.2%
한화생명	11,387	10,335	10,166	-10.7%
신종자본증권 제외	10,889	9,238	8,471	-22.2%
동양생명	2,952	2,011	1,526	-48.3%
신종자본증권 제외	2,607	1,666	1,181	-54.7%

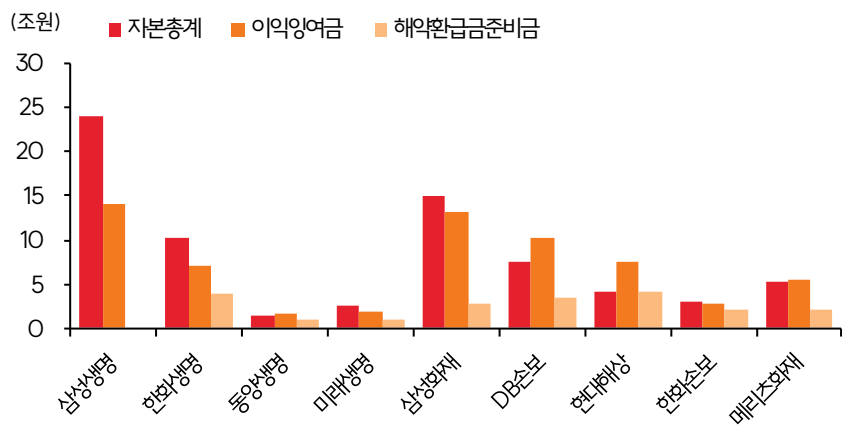
자료: Dart, SK 증권

(2) 제도 개선이 있어도 주주환원 재개를 기대하기 어려운 구조

현 규제 환경에서 보험사가 신계약을 판매할수록 해약환급금준비금이 발생하는 구조가 지속되고 있다. 이는 IFRS17 회계기준 특성상 잔여보장부채 기준 신계약 인식 시점에 산출되는 CSM 만큼 음의 BEL 이 발생하는 반면 해약환급금은 이전과 동일하게 순보험료식 보험료적립금에서 해약공제액(미상각신계약비, 해약공제기간은 보험료 납입 기간이 7 년 이상인 경우 7 년으로 설정)을 공제한 금액으로 산출되며 해당 값이 0 보다 작은 경우(보험료적립금 대비 미상각신계약비가 크게 산출되는 등) 0 으로 산출됨에 따라 시가부채가 원가부채 대비 작아지기 때문이다.

해약환급금준비금은 계약자 보호를 위한 준비금에 해당하는 만큼 배당가능이익에서 차감되며 법인세법상 손금으로 인정되고 있다. 금융당국은 기존 부채에 대한 법인세 효과 등을 감안하여 일정 K-ICS 비율 기준을 충족하는 회사에 대해 해약환급금준비금 적립 비율을 80%로 완화하여 기존 IFRS4 기준의 배당가능이익을 확보할 수 있도록 허용하는 모습이 나타나고 있다. 다만 여전히 IFRS17 회계기준 적용에 따라 높아진 이익 규모에 비해 실질적으로 확보되는 배당가능이익이 제한적이며 일부 회사의 경우 여전히 배당가능이익이 확보되지 못하고 있는 상황이다. 그 밖에도 금리 하락으로 지속적으로 기타포괄손익누계액이 감소하며 전체 순자산 규모 자체가 줄어들고 있는 점 또한 배당가능이익에 있어서는 부정적인 상황이다.

주요 보험사 1Q25 기준 자본 및 해약환급금준비금 현황



자료: 각사, SK 증권

업계 전체적으로 관련 부문에 개선에 대한 건의를 제시하고 있으나 실질적인 개선까지는 다소 시간이 필요할 전망이다. 금융당국이 향후 기본자본 기준 K-ICS 비율 관리 방안을 언급한 상황에서 현재 K-ICS 비율 기본자본 산출 방법상 해약환급금준비금 규모를 축소할 경우 기본자본 K-ICS 비율이 동시에 줄어드는 모습이 나타나기 때문이다.

현재 당국과 업계가 해약환급금준비금, 기본자본 K-ICS 관련 논의를 지속하고 있는 것으로 알려져 있으며 이전보다 요구자본 산출 기준이나 할인율 제도 강화를 완화하고 5년 이상 장기간에 걸쳐 경과기간을 두고 기본자본 K-ICS 비율을 도입하는 등의 내용이 언급되고 있는 것으로 파악된다.

다만 1) 기본자본 K-ICS 비율 도입이 후순위채 등이 아니라 실질적인 손실 흡수 여력을 기준으로 지급여력비율을 관리하는 것이 목적이며 2) 여전히 무위험 금리 기간 구조가 시장금리 수준 대비 높은 모습을 보이는 상황에서 시장금리 하락 추세가 지속될 것으로 예상되는 점, 3) 경과기간 도입 등이 제도 정착을 위해서인 만큼 일정 수준의 기본자본 및 버퍼가 확보되지 않는 한 주주환원 등에 대한 제약이 존재할 것으로 예상되며 4) 대체로 충분한 배당가능이익이 확보되지 못하고 있는 회사의 기본자본 K-ICS 비율이 낮은 상황인 점을 감안할 때 현실적으로 현재 주주환원이 어려운 회사가 단기간 내 주주환원을 재개할 가능성은 다소 제한적이라고 판단한다.

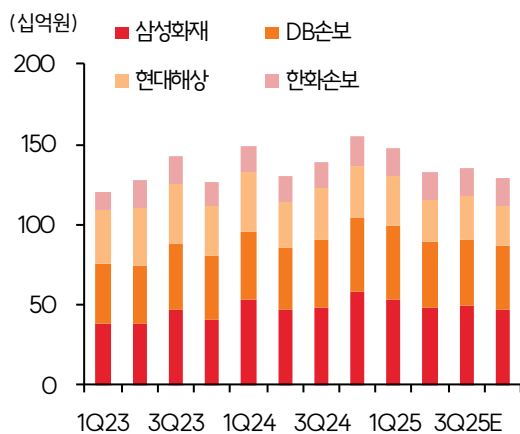
보험: 실적 측면의 매력도 현재는 제한적인 상황

(1) 전반적으로 어려운 업황 지속되는 국면

보험업종의 업황이 전반적으로 부진한 모습이 이어지고 있다. 신계약의 경우 지속적인 계리적 가정 가이드라인이 적용되며 실손보험의 예상 손해를 가정, 무/저해지 보험 및 단기납 종신 보험의 해지율 가정 등이 조정되는 등 영향으로 보험료가 이전보다 대체로 높아지며 신계약 물량이 전반적으로 낮아진 상황이다.

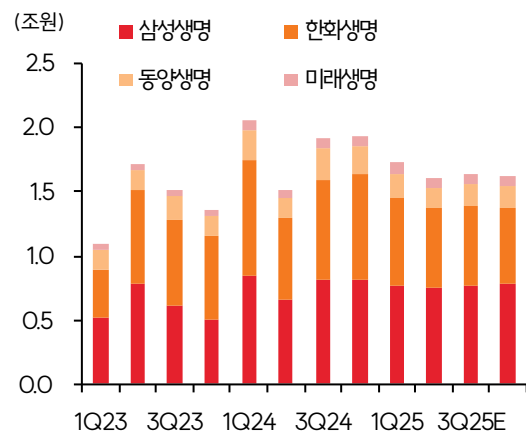
지속적으로 어린이보험(가입 연령 규제), 운전자보험(보험기간 최대 20년 제한), 단기납 종신(납입 완료 시점 장기유지보너스 등 금지, 보험료 완납 시점 해지율 Shock 반영), 무/저해지보험(해지율 조정) 등 보험사들의 주력 상품에 대한 규제가 강화되었으며 각 규제 도입 시점마다 절판마케팅이 지속되었던 기저효과를 감안했을 때 향후 신계약은 23년~24년 대비 둔화된 성장세를 보일 것으로 예상된다. 다만 간병인 사용일당 보장 등 특정 상품 중심으로 일정 부분 경쟁이 지속되는 점 등을 감안했을 때 연간 약 5~10% 수준의 물량 감소에 그칠 것으로 예상된다.

손해보험 – 보장성 월납초회보험료 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

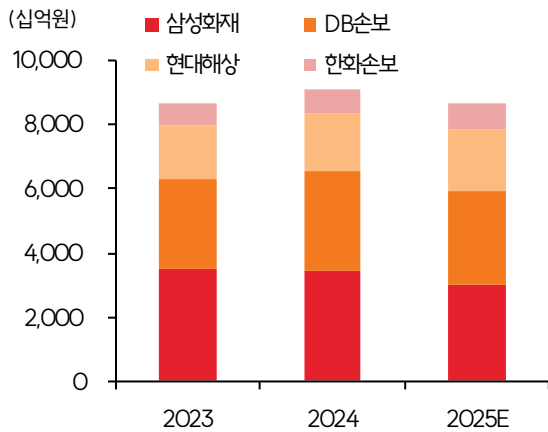
생명보험 – 보장성 APE 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

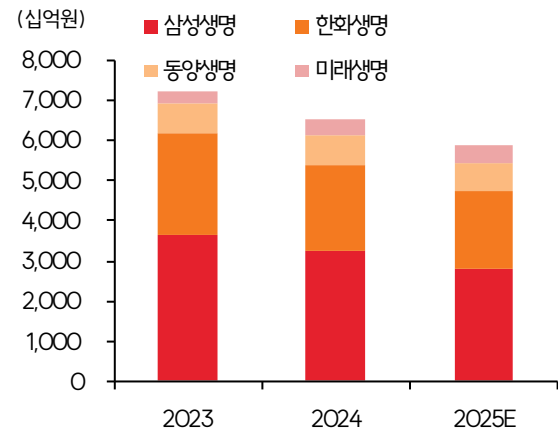
신계약 CSM 수익성도 할인율 하락 및 가정 조정 등 영향으로 개선세가 제한적인 모습이 나타났던 만큼 전반적인 신계약 CSM 증가세는 둔화될 전망이다. 25E 신계약 CSM은 손해보험 4사 합산 8조 6,727억원(-4.6% YoY), 생명보험 4사 합산 5조 8,677억원(-9.9% YoY)을 전망한다.

손해보험 – 신계약 CSM 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

생명보험 – 신계약 CSM 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

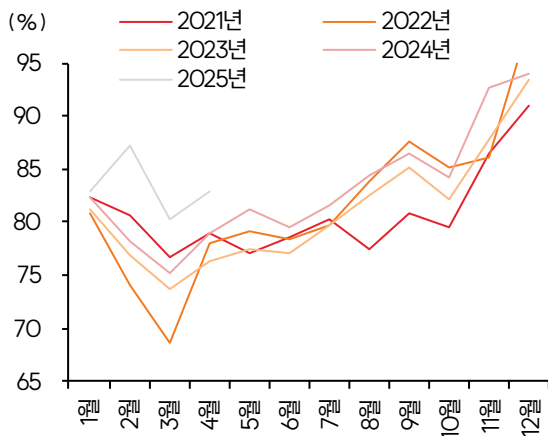
CSM 가정 조정도 지속적으로 발생하는 모습이 이어지고 있다. 1Q25 의 경우 연령 별 손해를 도달 가정 조정 등에 따른 긍정적 영향이 나타났지만 이를 제외하면 경상 적인 해지로 인한 CSM 가정 조정이 이어지고 있으며 생보사의 경우 할인율 제도 강화 및 금리 하락 등 영향으로 VFA 모형의 CSM 감소가 동시에 나타나고 있는 상 황이다. 예실차 손익도 연말 가정 조정 등을 거치며 이전보다 예실차로 인한 이익 규모가 점진적으로 축소되는 모습이 이어지고 있다.

연령별 손해를 가정 반영 현황				
업종	회사	항목	영향	비고
손해보험	삼성화재	CSM 손실계약비용	36 억원 증가 45 억원 환입	- 상해/질병군 담보에 다른 효과 발행 - 상해는 2016 년 이전 단일률로 사용. 연령 증가 시 보험료 동일하나 보험금은 상승 - 질병담보는 고연령군에서 양호한 손해를 흐름 지속 중(24년 질병 진단 담보 기준 평균 손해율 92% vs 60 세 이상 80% - 질병담보 CSM 증가 효과가 상해담보 CSM 감소 영향 상쇄하며 비슷한 수준 기록
	DB 손보	CSM 손실계약비용	4 천억원 증가 700 억원 환입	- 이미 가입연령 기준으로 연령 구분하고 있었으며 이번에 도달연령 가정 반영 - 일부 담보에서 고연령 담보 손해를 통계 좋아 환입 및 CSM 개선 효과 발생
	현대해상	CSM 손실계약비용	3천억원 증가 N/A	- 일부 담보에서 고연령층 손해를 통계 양호하여 CSM 개선 발생 - 고연령층 대상으로 높은 보험료 적용하고 있는 효과 정도로 추정 중
	한화손보	CSM 손실계약비용	4 분기 중 반영	- 실손 3/4 세대 등 대상으로 4Q24 중 선반영 등 영향으로 손실계약비용 환입 효과 일부 발생 - 실손 1/2 세대는 1Q25 중 반영하며 CSM 증가 효과로 요율 인상 효과와 함께 반영
생명보험	삼성생명	CSM 손실계약비용	약 2,700~2,800억 증가	- 다른 손해보험사와 유사한게 플러스 효과로 반영
	한화생명	CSM 손실계약비용	약 376 억원 증가	- 원래 반영했던 가정이 보수적인 데이터로 새로 가정 적용하면서 일부 플러스로 환입 - 4Q24 반영된 상황
	동양생명	CSM 손실계약비용	약 1천억원 감소 160 억원 전입	- 치매간병보험 고령층 경험 데이터 부족하여 상위 담보 손해를 적용함에 따라 손해를 올라가는 효과 반영되며 700 억원 감소 - 종신/사망담보 일부 개선효과 발생했으나 건강담보 손해를 현실화로 300 억원 추가 감소
	미래에셋 생명	CSM	약 400 억원 감소	- 1Q25 중 연령별 손해를 등 가정 반영한 영향

자료: 각사, SK 증권

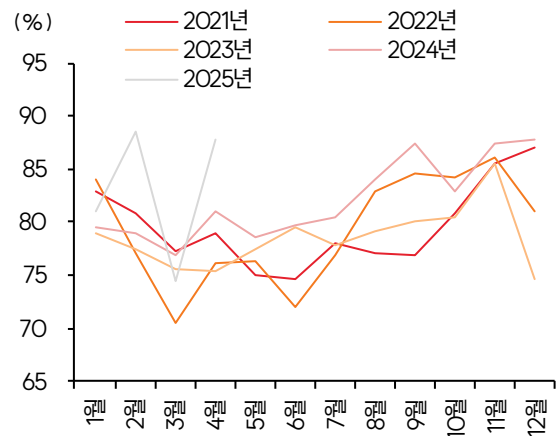
손해보험사의 경우 자동차보험/일반보험 관련 손익 부진도 지속적으로 나타나고 있는 상황이다. 누적된 자동차 보험 요율 인하로 상위사 일부를 제외하면 대체로 BEP를 하회하는 자동차보험 실적이 예상되며 일반보험 손익도 이상기후 등 영향으로 국내외 대형 사고가 잦아지며 실적 변동성이 높아진 상황이다.

삼성화재 – 자동차보험 손해율 추이



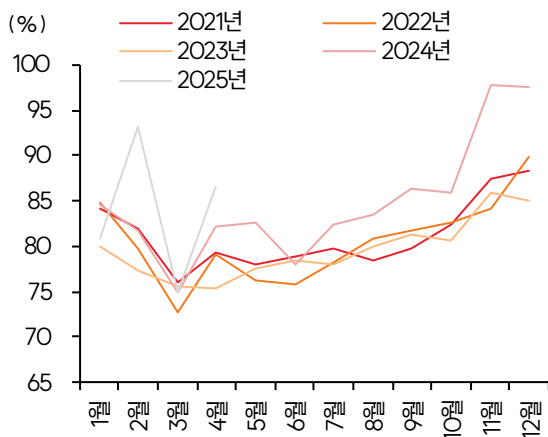
자료: 언론보도, SK 증권

DB손보 – 자동차보험 손해율 추이



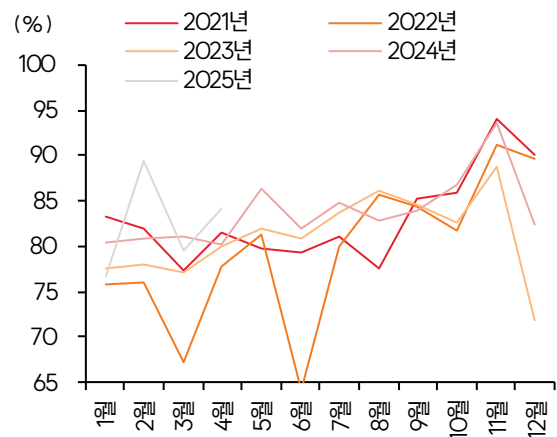
자료: 언론보도, SK 증권

현대해상 – 자동차보험 손해율 추이



자료: 언론보도, SK 증권

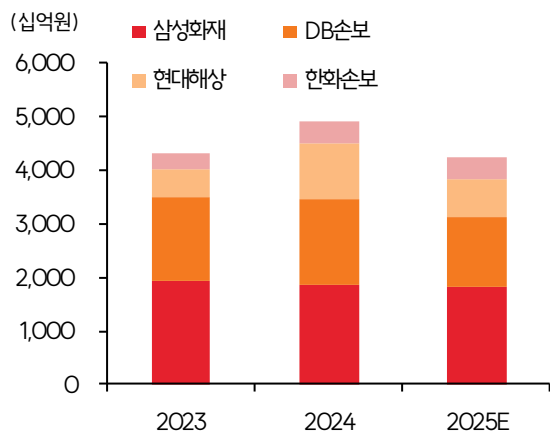
한화손보 – 자동차보험 손해율 추이



자료: 언론보도, SK 증권

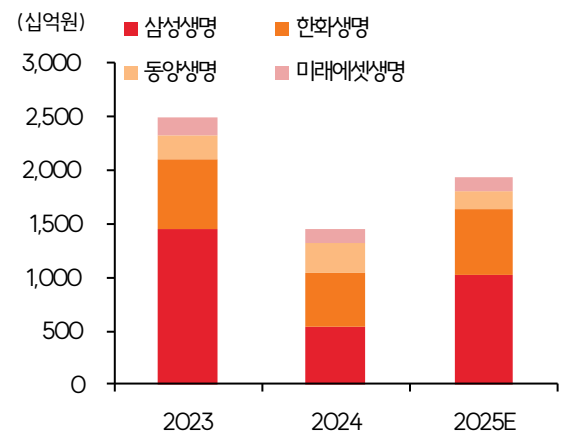
25E 보험손익은 손해보험 4사 합산 기준 4조 2,512억원(-13.4% YoY), 생명보험 4사 합산 기준 1조 9,439억원(+34.8% YoY)을 전망한다. 손해보험의 경우 1) 세칙 개정 기저효과, 2) 자동차보험/일반보험 손익 부진, 3) 무/저해지 가정 조정 등으로 인한 CSM 감소 등 영향으로 손익 감소가 예상된다. 생명보험의 경우 세칙 개정 기저효과 등 영향으로 보험손익 개선을 전망한다. 투자손익의 경우 할인을 제도 강화 등 영향으로 전반적인 부리이율이 낮아진 점 등을 감안하면 경상손익 중심 안정적인 모습이 지속될 것으로 예상된다.

손해보험 - 보험손익 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

생명보험 - 보험손익 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

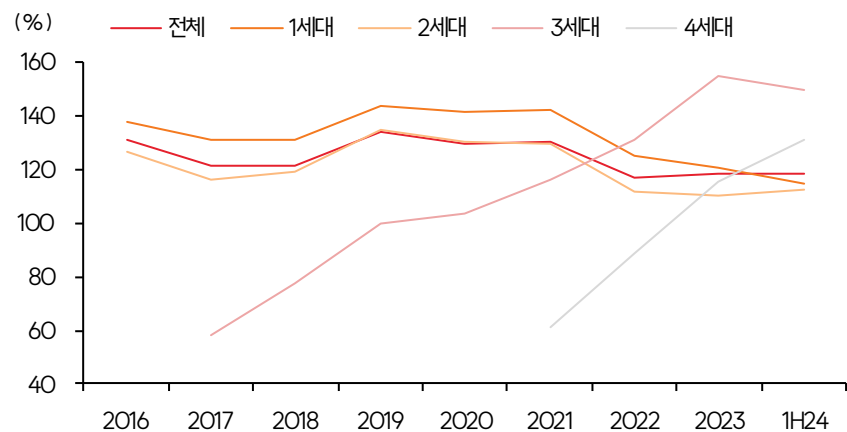
(2) 실손보험 제도 개편 긍정적이나 점진적 부담 완화 전망

4 세대 실손보험 조기 요율 인상 및 비급여 항목에 대한 대대적 관리 등을 추진하는 등 실손보험 관련 전반적인 개선세가 나타나고 있는 점은 손해보험 중심으로 전반적으로 긍정적인 영향이 나타날 것으로 판단한다. 23년 기준 14개 손보사 지급보험금 약 11.9조원 중 10대 비급여 항목이 3.7조로 약 31%를 차지하고 있으며 그 중에서도 대부분이 도수치료, 비급여 주사 등 과잉진료 가능성이 높은 항목인 만큼 제도 강화에 따른 전반적인 손해율 개선을 기대해 볼 수 있을 것으로 예상된다.

다만 신규로 출시될 5세대 실손의 보장 내용을 감안했을 때 이전보다 가입에 대한 수요 자체는 낮아질 전망이다. 실질적으로 요구자본 등 부담이 큰 구 실손의 경우 유의미한 요율 인상이 수반되지 않는 한 전환이 원활하게 이뤄지지 않을 것으로 예상된다. 가장 빠르게 재가입 주기가 도래하는 4세대 실손(26년 7월부터) 비중이 현재 전체 계약의 약 10% 수준에 불과한 점을 감안했을 때 실손 등 영향으로 인한 부담 완화는 점진적으로 반영될 것으로 전망한다. 3세대 실손(32년 4월) 재가입 주기가 도래하는 시점부터 본격적인 영향을 체감할 수 있을 전망이다.

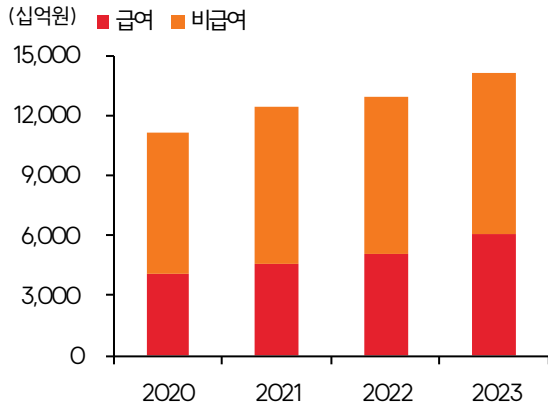
현재 3세대/4세대 실손이 손실계약으로 반영되고 있는 만큼 전환에 따른 부담 완화를 일부 기대해 볼 수 있겠지만 신규로 출시되는 5세대 실손의 보험료가 4세대 실손 대비 30~50% 낮은 점을 감안하면 초기에는 5세대 실손도 손실계약으로 반영될 가능성이 존재한다고 판단한다. 향후 관건은 5세대 실손 보험료율을 적정하게 반영할 수 있을지 여부가 될 것으로 전망한다.

실손보험 - 위험손해율 추이



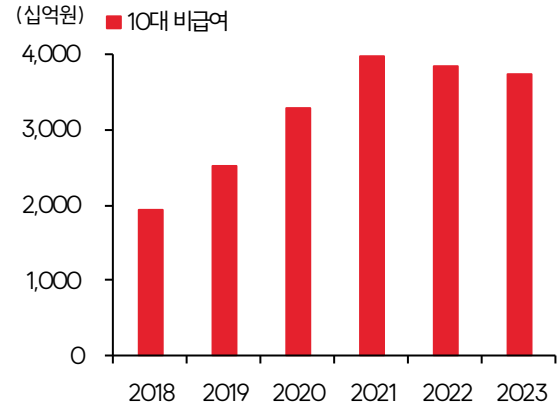
자료: 보험연구원, SK 증권

실손보험 - 지급보험금 현황



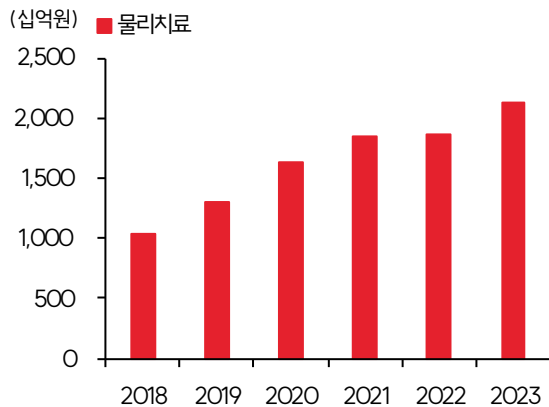
자료: 보험연구원, SK 증권

실손보험 - 손해보험 기준 10대 비급여 지급보험금 현황



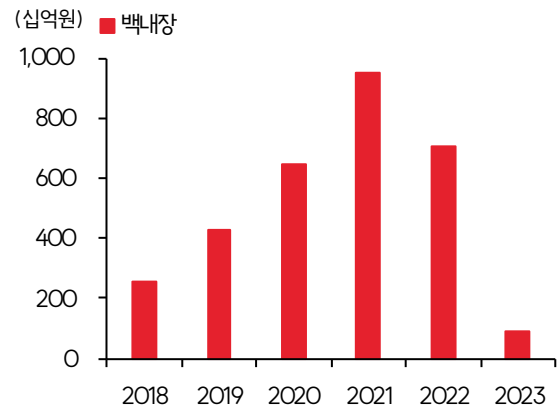
자료: 보험연구원, SK 증권

실손보험 - 손해보험 기준 물리치료 지급보험금 현황



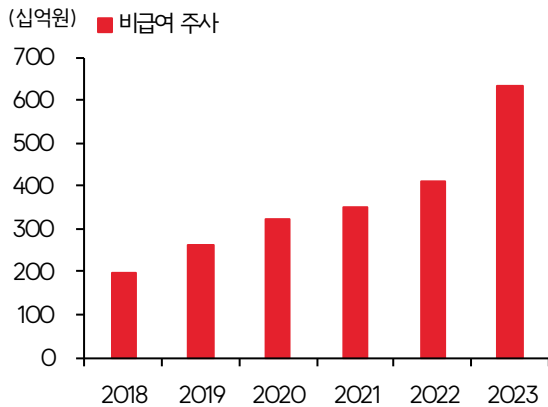
자료: 보험연구원, SK 증권

실손보험 - 손해보험 기준 백내장 지급보험금 현황



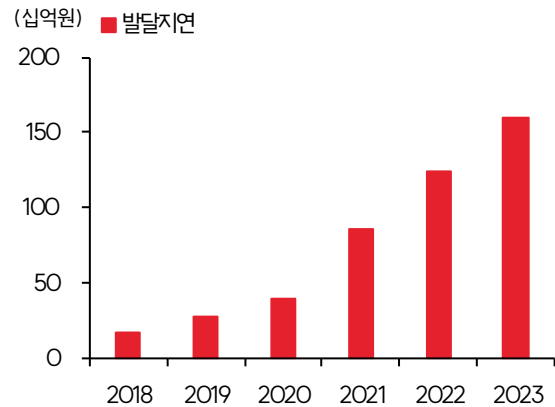
자료: 보험연구원, SK 증권

실손보험 - 손해보험 기준 비급여 주사 지급보험금 현황



자료: 보험연구원, SK 증권

실손보험 - 손해보험 기준 발달지연 지급보험금 현황



자료: 보험연구원, SK 증권

실손보험 - 1세대 및 2세대 세부 내용

시기	2003년 10월	2009년 10월	2013년 1월	2015년 9월
구분	표준화 이전(1세대 실손)	표준화 실손(2세대)		
보험기간	80세/100세	100세	15년 재가입	15년 재가입
갱신 주기	3년/5년	3년	1년	1년
담보 구성	상해/질병 입·통원 (급여/비급여 통합) 상해의료비	상해/질병 입·통원 (급여/비급여 통합) 종합 입·통원	상해/질병 입·통원 (급여/비급여 통합)	상해/질병 입·통원 (급여/비급여 통합)
자기부담금	손해보험사 0%(회사별 치료비 한도 다름) 통원 공제금액 - 외래+처방 5천원~1만원 생명보험사 연간 치료비 3천만원 내 20% 통원 공제금액 - 외래+처방 5천원~1만원	입원 10% (연간 자부담 200만원 한도) 통원 공제금액 - 외래 1~2만원 - 약제 8천원	선택형 입원 10% (연간 자부담 200만원 한도) 통원 공제금액 - 외래 1~2만원 - 약제 8천원 표준형 입원 20% (연간 200만원 한도) 외래 1~2만원 혹은 20% 약제 8천원 혹은 20%	선택형 II 입원/통원 공통 적용 - 급여 10%/비급여 20% (입원 자부담 200만원 한도) 통원 공제금액 - 외래 1~2만원 - 약제 8천원 표준형 입원 20% (연간 200만원 한도) 외래 1~2만원 혹은 20% 약제 8천원 혹은 20%
상급병실	차액 50%	차액 50% (1일 10만원 한도)	차액 50% (1일 10만원 한도)	차액 50% (1일 10만원 한도)
가입금액	입원 최대 1억 통원 최대 30만원	입원 최대 5천만원 통원 최대 30만원	입원 최대 5천만원 통원 최대 30만원	입원 최대 5천만원 통원 최대 30만원
보험료 납입	적립대체형 추가납입형	추가납입형	추가납입형	추가납입형
보험료 할인/할증	X	X	X	X
비중(23년 말)	19.10%	38.90%	0.30%	6.10%

자료: 금융감독원, 언론보도, SK 증권

실손보험 - 3세대, 4세대 세부 내용 5세대 실손 내용 정리

시기	2017년 4월	2021년 7월	2026년 6월 이후(?)
구분	3세대 실손	4세대 실손	통칭 5세대 실손
보험기간	15년 재가입	5년 재가입	관련하여 특별한 언급 없었음
갱신 주기	1년	1년	관련하여 특별한 언급 없었음
담보 구성	기본: 상해/질병 입·통원 (급여/비급여 통합) 특약: 3대 비급여	주계약: 급여 한정 특약: 비급여 전체	주계약: 급여 항목 특약1: 중증 비급여 항목 특약2: 비중증 비급여 항목
자기부담금	선택형 II 입원/통원 공통 적용 - 급여 10%/비급여 20% (입원 자부담 200만원 한도) 통원 공제금액 - 외래 1~2만원 - 약제 8천원 표준형 입원 20% (연간 200만원 한도) 외래 1~2만원 혹은 20% 약제 8천원 혹은 20% 특약(3대 비급여) 2만원 혹은 30%	주계약 입원/통원 공통 급여 기준 20% 적용 (입원 자부담 200만원 한도) 통원 공제금액 - 외래 급여(주계약) 1~2만원 특약 입원/통원 모두 비급여 30% 적용 통원 공제금액 - 외래 비급여(특약) 3만원	주계약 1) 일반질환자 입원/통원: Max[건보 본인부담률, 20%] 통원 공제금액 - 외래 급여(주계약) 1~2만원 2) 중증질환자 4세대 주계약과 동일 특약 I(중증 비급여) 4세대 특약과 동일 특약 II(비중증 비급여) 보장한도 축소(예시로 1천만원 등 언급) 입원 회당 300만원 신설(예시) 본인부담률 확대(예시: 입원/통원 50%) 보험금 미지급 사유에 3대 비급여 포함
상급병실	차액 50% (1일 10만원 한도)	차액 50% (1일 10만원 한도)	관련하여 특별한 언급 없었음
가입금액	기본 입원 최대 5천만원 통원 최대 30만원 특약 도수/체외/중식 치료 350만원 비급여 주사 250만원 비급여 MRI/MRA 300만원	입원/통원 합산 최대 5천만원 통원 회당 20만원(비급여 연간 100회 한도)	입원/통원 합산 최대 5천만원 통원 회당 20만원 입원 회당 3백만원(예시) 특약 2 보장 한도 1천만원(예시)으로 축소
보험료 납입	추가납입형	추가납입형	추가납입형
보험료 할인/할증	2년 무사고 할인 10%	2년 무사고 할인 10% 비급여 개별 할인/할증(3년 후 적용)	주계약에 특약 I만 선택 시 보험료 50% 인하 특약 II까지 가입할 경우 30% 인하
비중(23년 말)	23.1%(표준형 0.4%, 선택형 II 22.7%)	10.50%	

자료: 금융감독원, 언론보도, SK증권

주: 3대 비급여 항목은 1) 도수치료/체외충격파/중식치료, 2) 비급여 주사, 3) 비급여 MRI 등

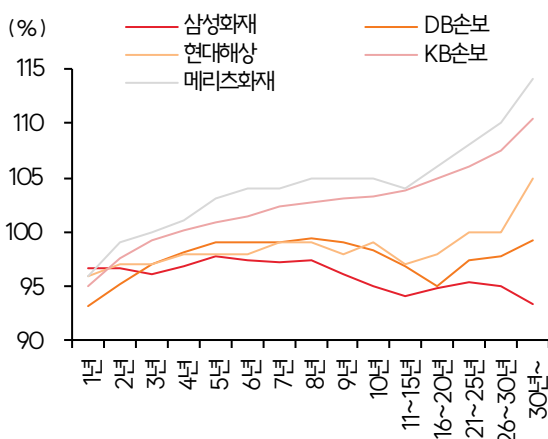
(3) 가정 관련 불확실성은 어느정도 마무리 단계라고 판단

그동안 지속되었던 가정 측면의 불확실성 이슈는 어느정도 마무리되어 가고 있다고 판단한다. 계리적 가정 가이드라인에 따라 실손보험, 단기납 종신, 무/저해지 보험 등 가정 측면의 불확실성이 높은 상품 중심으로 보수적인 가정이 적용된 만큼 미래 불확실성에 대한 버퍼가 어느정도 확보되어 있을 것으로 예상된다. 실제로 보수적인 가이드라인을 바탕으로 낮은 해지율을 반영한 저해지 단기납 종신 등에서 일부 회사의 경우 납입기간 중 예상보다 높은 해지가 발생하는 모습이 나타나고 있다.

24년 연말 가정 공시에 따라 공개된 예상 위험보험료 및 예상보험금 추세를 살펴본 결과 개별 회사 간 다소 다른 양상이 나타나고 있으나 과거 경험적인 위험손해를 흐름, 회사별 포트폴리오 차이, 24년 중 예상 및 실제 손해를 수준 등을 종합적으로 감안했을 때 가정의 보수성 등에 대한 차이는 일부 있겠으나 기본적으로 미래 예상 보험금과 유지비 등이 지속적으로 우상향하는 추세가 나타나고 있는 만큼 단기적으로 문제가 발생할 만한 내용은 아니라고 판단한다.

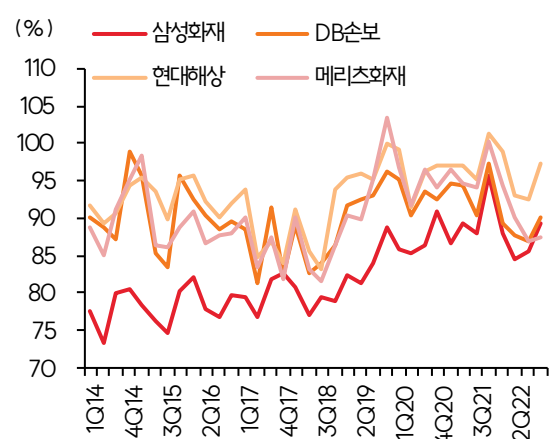
회사별 상품이나 담보 포트폴리오 등에 대한 세부적인 내용 확인이 어려운 만큼 무조건적으로 미래 예상손해율을 높게 잡을 이유는 없다고 판단하며 중장기적으로 예상치와 CSM 조정을 통해 최적 가정으로 조정되는 그림을 전망한다.

가정 공시 - 위험보험료 및 예상보험금 가정



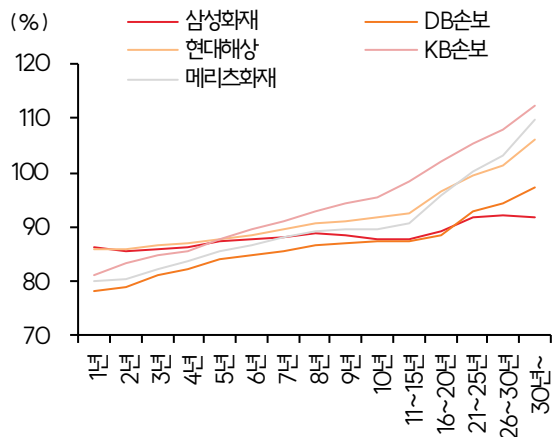
자료: Dart, SK 증권

손해보험 - 과거 위험손해를 추이



자료: 각사, SK 증권

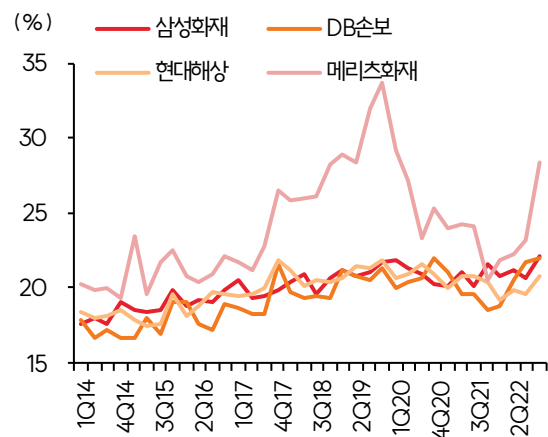
가정 공시 - 손해율에 예상유지비 등 및 예정유지비 포함



자료: Dart, SK 증권

주: 분자에 예상보험금과 예상유지비 등 합산 규모를, 분모에는 위험보험료와 예정유지비 합산 수치를 사용

손해보험 - 과거 사업비율 추이



자료: 각사, SK 증권

25E 보험 별도 기준 당기순이익은 손해보험 4 사 합산 4 조 8,874 억원(-6.6% YoY), 생명보험 4 사 합산 2 조 6,041 억원(-2.1% YoY)을 전망한다. 전반적으로 감익 추세를 예상하며 1Q25 중 할인을 제도 강화에 따른 영향 및 향후 추가적인 금리 하락세가 예상되는 국면인 점을 감안했을 때 견조한 이익 규모에도 실질적인 자본 증가는 제한적인 모습을 전망한다.

자본 규제 측면의 불확실성, 부진한 실적 전망 등을 종합적으로 감안했을 때 단기적으로 보험업종에 있어 특별한 모멘텀을 기대하기는 어려울 것으로 전망한다. 기존과 동일하게 삼성생명, 삼성화재, DB 손해보험 등 배당이 가능한 회사 중심 접근이 유효하다고 판단하며 3 개사 중에서는 삼성전자 자사주의 추가 소각 등에 따라 지분 처분에 따른 특별배당을 기대할 수 있는 삼성생명의 매력력이 상대적으로 높을 것으로 전망한다. 최근 대통령 선거를 앞두고 자사주 소각 강제화 등 정책적 언급이 제시되고 있는 만큼 삼성전자 자사주 소각에 대한 기대감도 충분히 유효할 것으로 예상된다. 이를 반영하여 관심종목으로 삼성생명을 제시한다.

업종 전반적으로 제한적인 모멘텀, 제도 관련 불확실성 등을 감안하여 Top pick 으로 코리안리를 유지한다. 1Q25 대형 손실에도 높아진 가격 수준 등을 바탕으로 소손해 중심으로 P&C 부문 실적을 방어했으며 24 년까지 계속된 보수적인 부채 적립 기조가 마무리되며 L&H 부문 실적도 정상화되는 모습이 나타났기 때문이다. 1) 보험사의 요구자본 관리 니즈에 따라 공동재보험 등 체결이 이어지고 있으며(1Q25 중 약 500 억원 규모의 공동재보험 신규 체결) 2) 상대적으로 유리한 수수료 조건 등이 기대되는 공동개발상품 인수 확대 등 이전보다 수익성 높은 물건 중심 성장을 기대할 수 있을 전망이다.

1월, 4월 특약 갱신 결과 일부 소프트마켓 기조가 나타났으며 해외 부문의 합산비율(IFRS17 기준 순보험비용/순보험수익으로 산정)이 1Q25 기준 76.4%(+7.5%p YoY)로 전년 동기 대비 악화되는 모습이 나타났으나 LA 산별(515억원), 미안마 지진(370 억원) 등 영향을 감안했을 때 우려보다 안정적으로 수익성이 관리되고 있다고 판단한다. 자본 측면의 불확실성 및 여전히 양호한 업황을 감안했을 때 상대적으로 보험업종 내 안정적 관점의 접근이 가능하다고 판단한다.

Top Picks: 한국금융지주

레버리지에 기반한 실적 개선 기대감

적극적인 레버리지 활용에 기반한 이익 체력 기대감

한국금융지주의 핵심 자회사인 한국투자증권 중심으로 견조한 이익 흐름이 지속되고 있다. 브로커리지, IB 전반적으로 견조한 이익을 시현했으며 발행어음 등을 바탕으로 적극적으로 레버리지를 활용(1Q25 기준 자기자본 대비 발행어음 비중 미래에셋 78%, NH 투자 98% vs 한국투자증권 177%)하여 채권 등 운용손익에서 큰 폭으로 이익을 확보하는 모습이 나타났다. 향후 IMA 인가까지 확보할 경우 발행어음(별도 자기자본의 200%)에 더해 자기자본의 100% 수준에 달하는 추가 레버리지 활용이 가능해지며, 금리 하락 및 유동성 증가 국면에서 운용 성과에 따라 발행어음을 상회하는 추가 이익을 기대할 수 있는 만큼 이익 측면의 모멘텀은 가장 높은 상황이라고 판단한다. 지주 전체 기준 25E PBR 은 약 0.55 배를 예상하며 2018~2021년 중 금리 하락이 나타날 때 동사의 PBR 이 0.67배~0.89배 수준에 달했던 점을 감안할 때 여전히 밸류에이션 측면의 매력은 높다고 판단한다. 다만 과거 대비 높아진 동사의 자본 규모(2018~19 년 연결 기준 약 5 조원 내외 > 1Q25 연결 기준 약 10 조원)를 감안할 때 보다 확실한 Upside 를 위해서는 지속적으로 현 수준의 이익 체력을 꾸준히 유지하는 모습을 시현할 필요가 있다고 판단한다.

비증권 자회사 회복 등 추가적인 이익체력 개선이 관건

동사의 추가적인 이익체력 개선을 위해서는 증권 외 자회사의 유의미한 실적 개선이 요구될 전망이다. 캐피탈, 저축은행, PE, VC 등의 실적이 상대적으로 부진한 추세가 이어지고 있는 만큼 보다 본격적인 금리 하락 및 경기 회복이 필요할 것으로 예상된다. 최근 언론 보도에 따르면 동사는 보험사 인수를 추진하고 있는 것으로 알려져 있는데 다른 자회사와 금리 환경에 따른 영향이 다소 다르게 반영되는 만큼 포트폴리오 다각화 측면에서는 긍정적인 전망이다. 다만 다소 작은 규모 등을 감안했을 때 향후 시너지 효과 등에 대한 확인이 필요할 전망이다. 또한 정책적으로 자사주 소각 제도화 등이 언급되고 있는 점을 감안했을 때 보유 자사주 약 5.4% 소각에 따른 주당 가치의 추가적인 제고 효과도 일부 기대해볼 수 있을 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	십억원	1,753	1,989	2,635	2,857	2,812	2,871
영업이익	십억원	546	820	1,199	1,489	1,423	1,451
순이익(지배주주)	십억원	637	707	1,033	1,211	1,152	1,163
EPS(계속사업)	원	11,241	12,431	18,237	21,304	20,254	20,446
PER	배	4.7	4.9	3.9	4.2	4.4	4.4
PBR	배	0.43	0.45	0.46	0.51	0.47	0.44
배당성향	%	21.1	21.9	22.5	21.7	22.8	22.6
ROE	%	8.5	8.8	11.5	12.0	10.4	9.7

Top Picks: 코리안리

주마가편

더욱 높아진 신용등급 상승 기대감

재보험사에 있어 신용등급이 상대적으로 더욱 중요한 것은 재보험 계약 관련 요구자본 산출 시 신용등급 등에 따라 위험계수 등이 차등적으로 반영되기 때문이다. 신용등급이 높을수록 재보험사가 접근할 수 있는 물건의 범위와 Quality 가 달라지는 만큼 성장과 수익성 제고에 있어 신용등급 관리가 중요한 역할을 수행할 수밖에 없다고 판단한다. 따라서 최근 코리안리가 신용평가사 Moody's 로부터 보험금지급능력 평가 A1 등급을 부여받은 점은 충분히 긍정적이라고 판단한다. 주로 업계 10 위권 내외에 위치한 버뮤다 지역 재보험사 Everest Re, Renaissance Re 등이 Moody's 기준 해당 등급을 부여받고 있으며 S&P 신용등급도 A+ 등급을 주로 부여받고 있는 점을 감안할 때 동사의 S&P 등급 A(Positive)도 향후 A+로 상승할 가능성이 높다고 판단한다. 향후 추가적인 성장과 언더라이팅 마진 개선을 기대해볼 수 있을 것으로 전망한다.

요구자본 관리를 위한 재보험 활용 확대 중

기본자본 K-ICS 비율 도입 예정 등 영향으로 후순위채를 활용한 K-ICS 개선에 제약이 발생함에 따라 요구자본 관리를 위한 공동재보험 등 출재가 확대되고 있다. 1Q25 에도 한화손해보험이 약 500 억원 규모의 공동재보험 계약을 체결했으며 동양생명도 24 년 RGA 재보험과 3,500 억원의 공동재보험 계약을 단행한데 이어 2Q25 중 약 2 억달러 규모의 공동재보험 출재를 추가적으로 추진하는 등 업계 전반적으로 금융재보험에 대한 수요가 높아지고 있다. 개별 건당 기대되는 마진 자체는 다소 크지 않지만 누적되는 계약 체결에 따라 안정적인 이익 확대를 기대할 수 있을 것으로 예상되며 운용자산 확대에 따른 추가적인 손익 개선까지 나타날 것으로 전망한다. 전통 재보험에 있어서도 1월, 4월 특약 갱신에서 요율이 하락했으나 여전히 재보험 가격이 현저히 높은 수준이 지속되고 있으며 요율 갱신에 따른 영향이 약 2~3 년에 걸쳐 나타나는 점을 감안할 때 사이클 측면의 우려는 여전히 제한적이라고 판단한다. 높아진 제도 불확실성에서 안정적인 업황과 추가적인 기대 요소가 모두 부각될 수 있을 것으로 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	십억원	277	209	198	238	236	239
투자손익	십억원	106	156	163	148	162	171
영업이익	십억원	383	365	362	386	399	410
당기순이익	십억원	307	287	285	303	312	320
EPS	원	2,178	1,738	1,464	1,554	1,602	1,645
PER	배	3.1	4.1	5.4	5.5	5.3	5.2
PBR	배	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	%	13.5	12.2	11.1	11.5	11.6	11.5

Mobility

하반기 전망

관세와 자율주행의 격랑(激浪)

Mobility. 윤혁진

Tariff



Autonomous
Driving

Mobility 비중확대(유지)

관세와 자율주행의 격랑(激浪)

최근 1년간 한국 자동차 섹터 기업들의 주가는 적극적인 밸류업 정책, 저평가 매력에도 불구하고 우하향 하는 추세를 보였다. 가장 큰 요인은 ① 트럼프 2기 정부의 자동차 관세 부과에 따른 실적악화 우려, ② 현대차 그룹의 자율 주행 및 SDV 경쟁력 부재에 대한 우려로 볼 수 있다. 한국 자동차 산업에 다가오는 두 개의 큰 파고를 잘 타고 넘는다면 다시 레벨업 될 수 있는 기회가 될 것으로 판단한다.

관세에 대한 우려는
지금 가장 높은 시점

미국 시장의 이익 기여도가 50%를 상회하는 현 상황에서, 미국의 수입 자동차 25% 관세는 1차적으로는 현대차/기아가 미국시장에서 판매하는 171만대의 차량(24년 기준) 중 수입분 114만대(한국 수출 97만대, 멕시코 수출 17만대)의 수익성에 직접적인 영향을 미친다. 2차적으로는 차량 가격 상승으로 인한 미국 자동차 시장의 위축, 그리고 경쟁심화와 수익성 악화가 우려되는 상황이다. 하지만 미국 기업인 GM도 수입차량 비중이 44%에 달하고, 미국내 100% 조립이 가능한 Ford 조차도 주력 차종인 F-150의 미국/캐나다 외 부품 조달 비중이 68%에 달한다. 결론적으로 25% 관세는 낮아질 수밖에 없으며, 지금 관세 우려가 가장 높은 시점이다.

자율주행: 가깝지만 먼 미래
Fast Follower 기대

테슬라의 FSD 시연 영상과 중국 로보택시들의 주행 영상이 시시각각 공개되면서, 자율주행 기술이 곧 Level 4~5 수준에 도달할 것이라는 기대감이 고조되고 있다. 그러나 여전히 안전성 확보와 국가별 규제라는 본질적인 과제가 해결되지 않은 채 남아 있다. 이와 같은 환경 속에서 42 닛, 모셔널, 웨이모 등과 전략적 협력을 이어가고 있는 현대차그룹은 기술 격차를 빠르게 좁혀 나가는 Fast Follower로서 의미 있는 진전을 보여줄 것으로 기대된다.

Top Picks
현대모비스, HL 만도

포드와 테슬라를 기준으로 트럼프의 관세 정책을 예상하면, 완성차의 미국내 조립 조건은 고수할 것으로 예상하며, 수입 부품에 대해서는 좀더 관대할 것으로 추정된다. 한미일 3국 모두 자동차 관세에 대해서 양보하기 어렵지만, 미국 기업조차도 피해를 입고 있는 이러한 자동차 관세는 지속되기 어려운 상황이다. 관세율의 하락과 자동차 부품에 대해서는 좀더 관대한 관세를 기대하는 이유이다. 완성차보다 부품을

선호하며 1) 신차 판매 둔화에 따른 AS 부품 사용 확대, AS 부품의 가격 전가 용이성 등 AS 부문의 강력한 수익성과 미국 전동화 공장 가동으로 관세에 유리해지는 **현대모비스**와 2) 미국내 생산비중이 높은 테슬라, 포드에 직접 공급하고 있으며, 북미 EV 업체향 IDB2 공급 본격화로 성장이 지속되는 **HL 만도**를 Top picks 로 제시한다

Analyst 윤혁진

hjyoon2019@sks.co.kr / 3773-9025

25년 상반기 리뷰: 관세가 지배했던 상반기

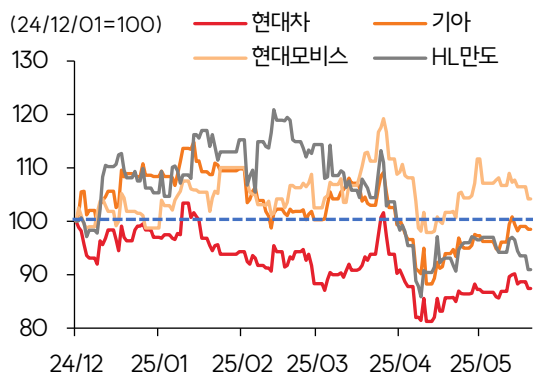
대규모 미국 투자도 하락 추세를 못 돌린 상반기

대부분의 자동차 섹터 기업 주가는 24년 6월 고점 이후 1년 가까이 하락세를 계속 유지 중이다. 2Q24 실적이 고점일 것이라는 피크아웃 우려, 트럼프 당선에 따른 관세 부과 우려로 부진했던 주가는 올해 3월 현대차 그룹의 대규모 미국 투자발표를 앞두고 관세 인하 기대감으로 반등세를 보이기도 했다. 하지만 결국 미국이 모든 수입 자동차에 25% 관세를 부과하면서 현대차·기아 등의 주가는 저점을 기록했다(도요타, 혼다 자동차도 4월초가 저점)

수입차 25% 관세 부과의 최대 수혜 기업은 미국내 생산 100% 가능한 Ford 라고 말 할 수 있지만, Ford의 주가도 관세 부과 발표 후 신저가를 기록하기도 했다. 포드의 주력 모델인 F-150 조차도 조립은 미국에서 하지만, 미국/캐나다 이외의 부품 비중이 60%를 상회하기 때문이다. Ford는 관세 관련 비용을 25억달러로 추정하고 있으며, 관세 관련 불확실성으로 25년 연간 실적 가이던스를 철회했다. GM은 이익의 20% 내외가 감익하는 30억 달러(관세 부담 최대 50억 달러, 그 중 한국 수입차량에서 20억달러)를 관세 관련 부담으로 추정하고 있다.

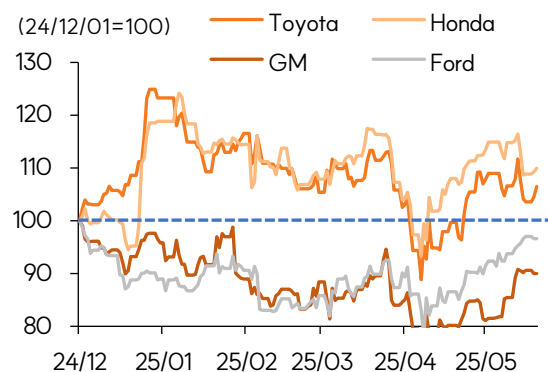
한미일 3국 모두 자동차 관세에 대해서 양보하기 어렵지만, 미국 기업조차도 피해를 입고 있는 이러한 자동차 관세는 지속되기 어려운 상황이다. 관세율의 하락과 자동차 부품에 대해서는 좀더 관대한 관세를 기대하는 이유이다.

자동차 섹터 주요 기업 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

글로벌 주요 자동차 기업 주가 추이



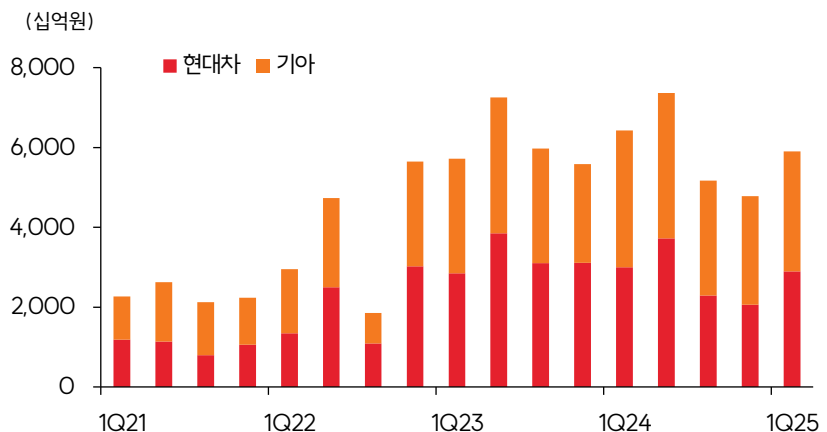
자료: Bloomberg, SK 증권

25년 하반기 전망: 관세와 자율주행의 격랑(激浪)

지금 이 관세 우려가 가장 높은 시점

한국 자동차 섹터 기업들의 주가는 24년 2분기 실적 호조와 밸류업 정책이 맞물리면서 24년 6월에 고점을 기록했지만, 자동차 산업의 저평가 매력에도 불구하고 최근 1년간 우하향 하는 추세를 보였다. 정부의 밸류업 지원 정책에 대한 실효성 및 기대감이 약해지고, 향후 실적 우려가 점증하며 하락하던 주가는 트럼프 당선과 관세 부과 공언으로 2년전 수준으로 내려갔다.

현대차, 기아 합산 영업이익 추이: 결국 2Q24 피크아웃



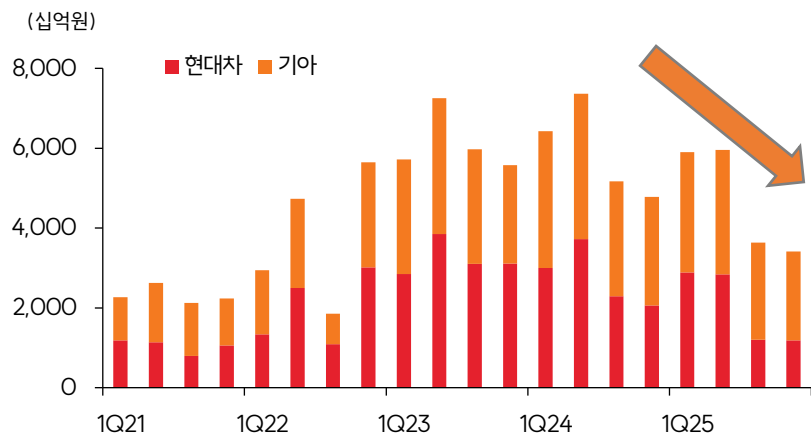
자료: SK 증권

주: 현대차는 자동차부문 영업이익

양호한 실적에도 불구하고, PER 4 배 수준까지 하락한 주가의 가장 큰 요인은 ① 트럼프 2기 정부의 자동차 관세 부과에 따른 실적악화 우려, ②현대차 그룹의 자율주행 및 SDV 경쟁력 부재에 대한 우려로 볼 수 있다. 관세에 따른 실적 악화가 EPS 전망치를 낮추고, 자율주행 기술의 열위가 밸류에이션 멀티플을 낮추고 있다. 한국 자동차 산업에 다가오는 두 개의 큰 파고를 잘 타고 넘는다면 현대차 그룹은 이전에도 그랬듯이 레벨업 될 수 있는 기회가 될 것으로 판단한다.

미국 시장의 이익 기여도가 50%를 상회하는 현 상황에서, 미국의 수입 자동차 25% 관세는 1 차적으로는 현대차·기아가 미국시장에서 판매하는 171 만대의 차량(24 년 기준) 중 수입분 114 만대(한국 수출 97 만대, 멕시코 수출 17 만대)의 수익성에 직접적인 영향을 미친다. 대당 관세는 6,000 불을 상회할 것으로 추정되며, 25% 관세를 판가 유지하면서 판매량을 유지할 경우 관세로 인한 연간 비용은 현대차 5.2 조 원, 기아 4.0 조원으로 추정된다.

현대차, 기아 합산 영업이익 추이: 올해 하반기 레벨 다운



자료: SK 증권

주: 현대차는 자동차부문 영업이익

2 차적으로는 차량 가격 상승으로 미국 자동차 시장이 위축되고, OEM 간 경쟁심화와 수익성 악화가 우려되는 상황이다. 현대차그룹이 판가를 10% 올리고, 미국 시장 수출 물량이 20% 감소한다고 가정하면 관세로 인한 연간 비용은 현대차 3.8 조원, 기아 2.9 조원으로 추정된다. 결론적으로 관세로 인한 연간 비용은 현대차, 기아 양사 모두 연간 영업이익의 20~30%에 달할 것으로 예상된다.

현대차·기아 미국 관세로 인한 영업이익 영향 추정

	미국 시장 판매량(천대)	미국 현지 생산량(천대)	관세 노출 물량 (천대)	추정 FOB 가격 (USD)	대당 관세 (USD)	25% 관세의 영익 영향(연간 가정, 조원)	
						판가 & 판매량 유지	판가 10% 상승 수출 20% 감소
현대차	930	368	562	25,664	6,416	-5.2	-3.8
기아	812	361	451	24,682	6,171	-4.0	-2.9

자료: SK 증권 추정

관세 영향은 아군, 적군을 가리지 않는다.

미국 기업인 GM 도 미국내 판매량 중 수입차량 비중이 44%에 달하고, 미국내 100% 조립이 가능한 Ford 조차도 주력 차종인 F-150 의 미국/캐나다 외 부품 조달 비중이 68%에 달한다. GM 실버라도는 미국, 캐나다, 멕시코에서 생산하고 있어, 미국외 생산차량은 관세 영향권에 있으며, 도요타의 RAV4 도 캐나다에서 생산 중이라 관세에 직접적인 영향을 받는다. 조립지역이 미국인 차량들도 미국외의 부품 조달 비중들이 높아 관세 영향을 받을 수밖에 없는 상황이다. 결론적으로 현재의 25% 관세는 낮아질 수밖에 없으며, 지금이 관세 우려가 가장 높은 시점이다.

OEM 주력 모델의 미국/캐나다 조달 비율				
OEM	Model	Procurement rate U.S./Canada	Procurement rate Other countries	Assembly Plant
Ford	F-150	32%	N/A	미국
GM	Chevrolet Silverado	37%	36% Mexico	미국, 캐나다, 멕시코
Stellantis	Ram 1500	61%	32% Mexico	미국, 멕시코
Tesla	Model Y	70%	20% Mexico	미국
Toyota	RAV4	70%	15% Japan	캐나다, 일본
Honda	CR-V	60%	15% Japan	미국, 캐나다
Nissan	Rogue	25%	45% Japan	미국, 일본
Subaru	Crosstrek (XV)	45%	35% Japan	미국, 일본
Mazda	CX-5	5%	90% Japan	일본
Hyundai	Tucson	0-1%	80-85% Korea	미국, 한국, 멕시코
VW	Atlas / Atlas Cross Sport	48-50%	32-34% Mexico	미국
Mercedes-Benz	GLE-Class	10%	25% Germany	미국
BMW	X5	28%	19% Germany	미국

자료: Marklines, SK 증권

테슬라의 FSD 시연 영상과 중국 로보택시들의 주행 영상이 시시각각 공개되면서, 자율주행 기술이 곧 Level 4~5 수준에 도달할 것이라는 기대감이 고조되고 있다. 또한 테슬라가 6 월부터 텍사스 오스틴에서 로보택시를 시작하고, 바이두의 Apollo Go 는 이미 중국 10 개 이상의 도시에서 로보택시 서비스를 운영하고 있어 이미 자율주행 시대가 눈 앞에 있는 것 같기도 하다. 그러나 여전히 안전성 확보와 국가별 규제라는 본질적인 과제가 해결되지 않은 채 남아 있다. 이와 같은 환경 속에서 42 닷, 모셔널, 웨이모 등과 전략적 협력을 이어가고 있는 현대차·기아는 기술 격차를 빠르게 좁혀 나가는 Fast Follower 로서 의미 있는 진전을 보여줄 것으로 기대된다.

Top Picks 현대모비스, HL 만도

포드와 테슬라를 기준으로 트럼프의 관세 정책을 예상하면, 완성차의 미국내 조립 조건은 고수할 것으로 예상하며, 수입 부품에 대해서는 좀더 관대할 것으로 추정된다. 한미일 3 국 모두 자동차 관세에 대해서 양보하기 어렵지만, 미국 기업조차도 피해를 입고 있는 이러한 자동차 관세는 지속되기 어려운 상황이다. 관세율의 하락과 자동차 부품에 대해서는 좀더 관대한 관세를 기대하는 이유이다. 완성차보다 부품을 선호하며 1) 신차 판매 둔화에 따른 AS 부품 사용 확대, AS 부품의 가격 전가 용이성 등 AS 부문의 강력한 수익성과 미국 전동화 공장 가동으로 관세에 유리해지는 **현대모비스**와 2) 미국내 생산비중이 높은 테슬라, 포드에 직접 공급하고 있으며, 북미 EV 업체향 IDB2 공급 본격화로 성장이 지속되는 **HL 만도**를 Top picks 로 제시한다

Top Picks: 현대모비스

AS 부품은 관세에도 불구하고 고수익 유지 전망

관세의 명암
수출 가격 상승과 물량 감소
vs. AS 부품 수요 확대와 가격
인상의 용이성

포드와 테슬라를 기준으로 트럼프의 관세 정책을 예상하면, 완성차의 미국내 조립 조건은 고수할 것으로 예상하며, 수입 부품에 대해서는 좀더 관대할 것으로 추정된다. 신차 판매 둔화에 따른 AS 부품 사용 확대, AS 부품의 가격 전가 용이성 등 AS 부문의 강력한 수익성과 미국 전동화 공장 가동으로 관세에 유리해지는 **현대모비스**를 자동차 섹터내에 탑픽으로 유지한다.

현대모비스의 경우 미 관세에 대한 직접적인 영향은 멕시코 핵심부품 사업과 AS 사업이 받게 된다. 하지만 AS 부품은 다품종 소액 제품으로 가격 인상이 용이한 측면이 있고, 관세는 장기적으로 신차, 중고차 가격 상승을 유발하고, 차량 유지기간을 늘리기 때문에 AS 사업에는 긍정적인 측면도 존재한다. 동사는 미국의 자동차 관세에 대응하기 위해 5월까지 최대한 재고를 축적(모듈 6 개월, AS 4.5 개월)하고 있으며, 중장기적으로 미국 현지화 확대와 멕시코 핵심부품 공장을 활용할 것으로 기대된다.

미국의 자동차 관세 정책은 Ford, GM, Tesla 도 미국의 지역에서 부품 조달을 크게 의존하고 있기 때문에 부품에 대해서는 완화된 정책을 기대한다. 트럼프 관세 시대에 완성차보다는 부품이 좀더 나은 투자 대안이 될 수 있을 것이다. 투자의견 매수, 목표주가 31 만원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	51,906	59,254	57,237	60,004	62,325	64,254
영업이익	십억원	2,027	2,295	3,073	3,359	3,755	4,146
순이익(지배주주)	십억원	2,485	3,423	4,056	4,285	4,745	5,169
EPS	원	26,358	36,543	43,609	46,678	51,693	56,307
PER	배	7.6	6.5	5.4	5.3	4.8	4.4
PBR	배	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	배	4.4	4.9	3.7	3.3	2.4	1.5
ROE	%	6.8	8.7	9.4	8.9	9.1	9.2

Top Picks: HL 만도

관세 영향 없는 북미 고객사 매출 성장 기대

미국 생산 차량에 공급하는
부품은 물량 및 수익성에 우위
기대

포드와 테슬라를 기준으로 트럼프의 관세 정책을 예상하면, 완성차의 미국내 조립 조건은 고수할 것으로 예상하며, 수입 부품에 대해서는 좀더 관대할 것으로 추정된다. HL 만도의 제품들 중 미국향으로 공급되는 부품은 계약상으로는 완성차가 부담하는 조건이며, 대부분 한국과 멕시코에 있는 고객사 공장으로 공급된다. 미국으로 수출되는 완성차에 공급하는 부품은 장기적으로 단가 인하, 물량 감소의 우려가 있지만, 미국에서 조립하는 차량에 공급하는 부품은 관세 부과 대상이긴 하지만 미국 내 대체 부품이 없기 때문에 상대적으로 물량과 수익성에 우위에 있다.

HL 만도는 자율주행 차량에서는 더욱 정밀한 제어가 필요한 전자화 조향/제동/서스펜션 부품을 현대차그룹, 북미 선도 EV 업체, GM, 중국 SDV 솔루션 업체 등에 공급하고 있다. 올해부터는 멕시코 공장을 증설하여 IDB2를 북미 EV 업체에 납품 시작했으며, 하반기에는 물량이 증가하면서 수익성에도 기여할 것으로 전망한다.

2분기부터 북미 선도 EV 업체의
차량 생산량 증가 기대

Ford, GM, Tesla 도 미국외 지역에서 부품 조달을 크게 의존하고 있기 때문에 미국의 자동차 관세 정책은 부품에 대해서는 좀더 완화된 정책을 기대한다. 트럼프 관세 시대에 완성차보다는 부품이 좀더 나은 투자 대안이 될 수 있을 것이다. HL 만도는 미국내 생산비중이 높은 북미 선도 EV 업체, 포드에 직접 공급하고 있으며, 북미 EV 업체향 IDB2 공급 본격화로 성장이 지속되기 때문에 HL 만도를 자동차 섹터내에 탑픽으로 제시한다.

영업실적 및 투자지표							
구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	7,516	8,393	8,848	9,291	10,313	11,391
영업이익	십억원	248	279	359	372	441	497
순이익(지배주주)	십억원	98	136	130	158	202	224
EPS	원	2,093	2,887	2,767	3,368	4,308	4,781
PER	배	19.3	13.6	14.7	9.9	7.7	7.0
PBR	배	0.9	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	5.9	5.7	5.3	4.8	4.2	3.7
ROE	%	4.8	6.2	5.5	6.1	7.4	7.7

조선

하반기전망

길게 이어질 사이클

조선.한승한



조선 비중확대(유지)

길게 이어질 사이클

1H25 리뷰:

올해 상반기 수주 규모 큰 폭 감소. 하지만 국내 조선 3사의 놀라운 실적과 양호한 수주

올해 상반기 글로벌 선박 발주 규모는 전년 대비 큰 폭 감소했다. 글로벌 단납기 슬롯이 제한적인 점과 더불어 미국-중국 간의 무역전쟁으로 인한 해상 물동량 수요 감소, 그리고 IMO 의 중기조치와 미국의 중국 선박에 대한 항만 수수료 정책으로 인해 글로벌 선주들이 선박 발주를 축소 혹은 지연했기 때문이다. 하지만 이러한 우려 속에서도 국내 조선 3사의 수주 규모는 양호했으며, 1분기 실적은 놀라웠다. 주력 선종 중심의 견조한 수주세 이어가며 일회성 거의 없는 경상적인 실적 개선세는 2분기뿐만 아니라 하반기에도 계속될 전망이다.

2H25 전망:

1) 신조선가치수 소폭의 하락세 전망, 하지만 조선 3사의 실제 수주단가는 괜찮다

올해 하반기는 상선과 해양플랜트 수주를 통해 현재 수준의 수주잔고 레벨 충분히 이어갈 수 있다는 판단으로, 선거에 보다 집중할 필요가 있다. 선대 규모가 큰 벌크선과 탱커의 영향과 더불어 중국의 공격적인 캐파 확장에 따른 공급 제한 전략이 조금씩 약화될 가능성이 높다. 이에 따라 지수 자체는 소폭의 하락세가 이어질 것으로 전망한다. 하지만 지수 자체만을 바라보기 보다 국내 조선 3사의 실제 수주 선거를 살펴보는 것이 합당하며, 하반기부터 본격화될 글로벌 LNGC 발주와 더불어 글로벌 선주들의 중국과 한국 조선소 사이에서 고민이 심화되고 있기에 주력 선종에 한해서는 제한적일 것으로 예상한다.

2) 과거 제 2 차 슈퍼사이클과 많이 상이한 상승사이클. 길게 이어질 모멘텀들이 많다

조선주 최선후주(Top-Picks):
HD 현대미포, HD 현대중공업

이번 조선업 상승 사이클은 제 2 차 슈퍼사이클과는 많이 상이하다. ①북미 중심의 글로벌 LNGC 발주 확대, ②미국의 중국 조선업 제재로 인한 반사수혜, ③미국을 포함한 글로벌 다수의 함정 프로젝트 수주 기대감, ④IMO 환경규제와 노후선대 교체 수요 확대 등 길게 이어질 사이클을 만들어 줄 모멘텀들이 많다. 성급할 필요 없이 긴 호흡을 가지고 큰 폭의 조정 시 항상 매수 타이밍이라는 판단이다.

조선업 비중확대(Overweight) 의견과 함께 조선주 최선후주(Top-Pick)로 HD 현대미포와 HD 현대중공업을 제시한다.

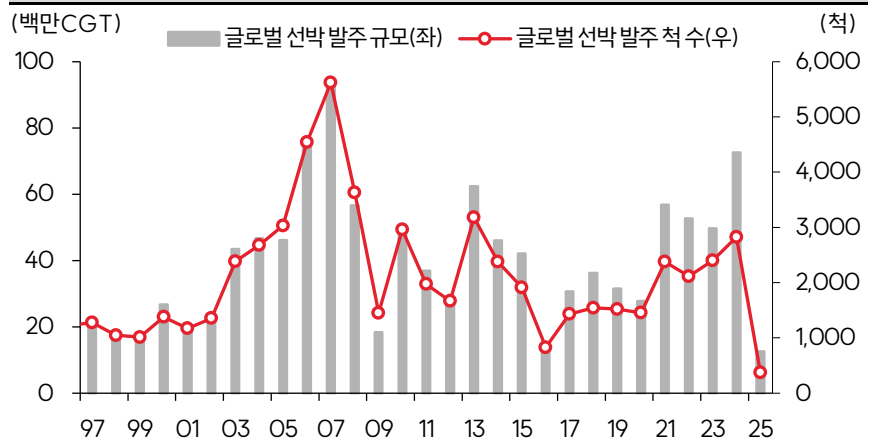
Analyst 한승한

Shane.han@sks.co.kr / 3773-9992

25년 상반기 리뷰: 놀라운 실적과 우려 대비 양호한 수주

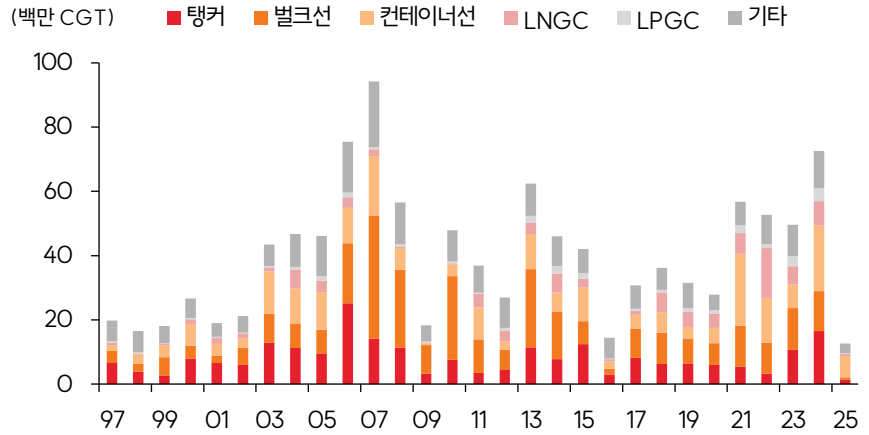
올해 4월까지 글로벌 선박 발주 누적 규모는 약 1,259 만 CGT 로, 전년 동기 2,504 만 CGT 대비 약 49.7% 하회하면서 글로벌 선박 발주 둔화세가 나타나는 중이다. ①'21년부터 이어진 급격한 글로벌 선박 발주로 인해 글로벌 백로그 레벨이 '25년 5월 기준 약 3.8년까지 상승하면서 단납기 슬롯이 제한적인 점, ②최근 미-중 갈등이 고조되는 상황에서 미국의 중국 조선·해운업 제재와 IMO 중기조치를 앞두고 글로벌 선주 및 선사들의 불확실성 확대, 그리고 ③미국의 관세 정책에 대한 우려 등으로 인해 해상 물동량 수요 또한 줄어들면서 글로벌 선주들의 선박 발주가 감소 및 지연됐다.

글로벌 선박 발주 규모 및 척 수 추이



자료: Clarksons, SK 증권
 주: 2025년은 4월 말 기준

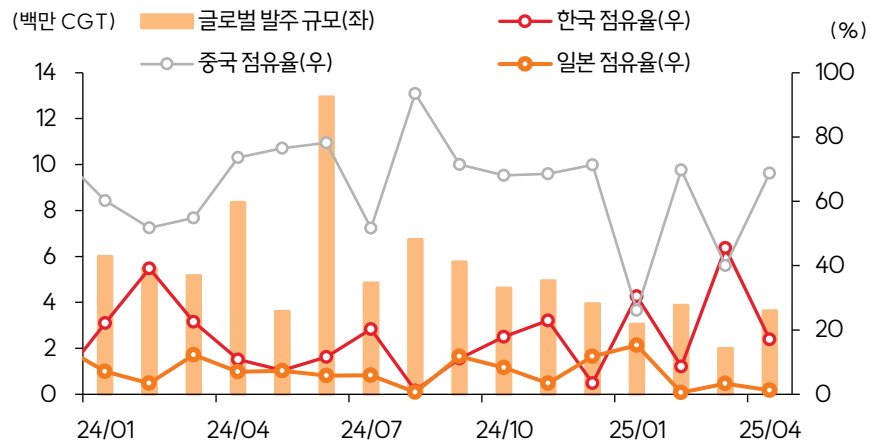
글로벌 선종별 선박 발주 규모 추이



자료: Clarksons, SK 증권
 주: 2025년은 4월 말 기준

글로벌 선박 발주가 아닌 조선사 수주관점에서 한국과 중국의 수주 규모를 살펴보면, 올해 4월 누적 선박 수주 규모는 한국이 280만 CGT, 중국이 682만 CGT로, 글로벌 선박 발주 규모 중 각각 22.2%, 54.1%를 수주했다.

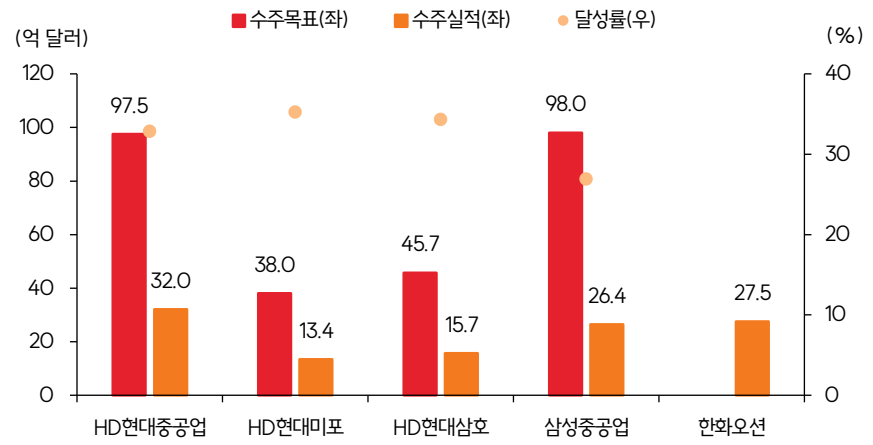
글로벌 선박 발주 규모와 한국 및 중국 조선소 수주 점유율 추이



자료: Clarksons, SK 증권

아직도 중국이 글로벌 선박 수주의 1 위 자리를 굳건히 지키고 있으나 미국의 중국 조선업 제재 영향으로 중국에 발주를 계획했던 선주 및 선사들이 한국을 선택하면서 연초 계획 대비 국내 조선 3 사의 올해 현재까지의 수주 규모는 준수했다. HD 한국 조선해양은 올해 조선/해양 부문 수주목표인 180.5 억불의 35.4%를 달성한 상황이며, 삼성중공업은 올해 수주목표 98 억불 중 26.9%를 달성했다. 한화오션의 경우 작년에 이어 올해도 수주목표치를 제시하지 않았으나, 현재까지 총 27.5 억달러를 수주했다.

국내 조선 3사 2025년 수주목표 및 수주실적



자료: Clarksons, SK 증권

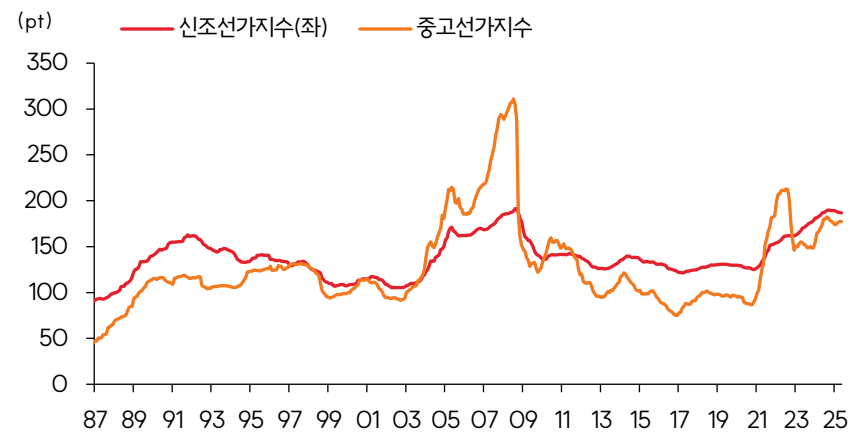
삼성중공업을 제외하면 올해 1분기 HD 현대그룹 조선 자회사들과 한화오션은 놀라운 실적을 기록했다. 1분기 OPM은 HD 현대삼호가 18.4%, HD 현대중공업 11.3%, HD 현대미포 5.8%, 한화오션 8.2%를 기록하면서 시장예상치를 큰 폭 상회하는 어닝 서프라이즈를 시현했다. 주요 원인으로는 노동자들의 숙련도 향상과 이에 따른 공정개선 효과이며, 조업일수 감소 및 일회성 요인이 거의 없었음을 고려하면 올해 남은 분기 국내 조선사들의 실적 개선세를 충분히 기대해볼 만하다는 판단이다.

25년 하반기 전망: 길게 이어질 사이클

(1) 지수 자체 보다 조선 3사의 실제 수주 선가가 더 중요

2025년 5월 16일 기준, 신조선가지수는 186.80pt를 기록했다. 작년 4분기부터 소폭이지만 점진적인 하락세를 이어왔으나 아직까지 역대 최고치인 191.58pt와 4.78pt 밖에 차이 나지 않는 상황으로, 높은 레벨은 유지되는 중이다.

신조선가지수와 중고선가지수 추이

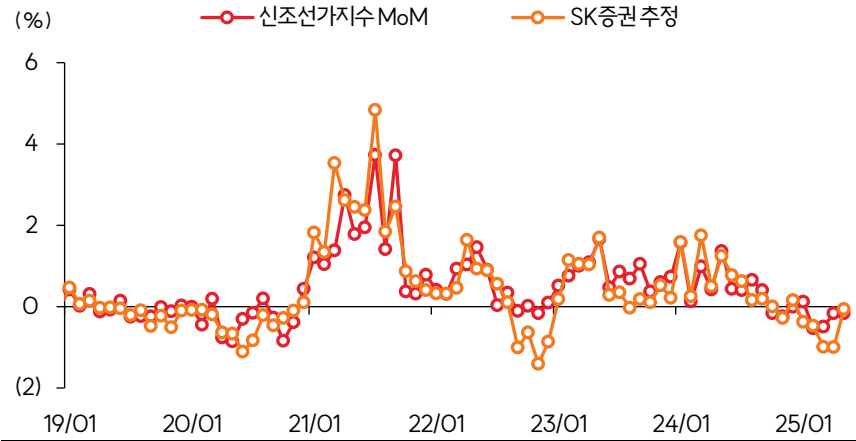


자료: Clarksons, SK 증권

그럼 그동안의 신조선가지수 하락세를 견인해 온 국가는 어디이며, 선종은 무엇일까? 먼저 신조선가지수(Newbuilding Index) 계산 방식에 대해서 짚고 넘어가고자 한다. 클락슨(Clarksons)이 제공하는 신조선가지수의 정확한 계산식은 대외적으로 비공개지만, 최종 산출 과정에서 전체 선단에서 각 선종이 차지하는 선대 규모 비중만큼 가중 평균하여 합산하는 방식을 사용하는 것으로 알려져 있다.

따라서 선대 규모가 큰 순서인 벌크선(Bulker) → 탱커(Tanker) → 컨테이너선(Container ships) → 가스운반선(Gas Vessels) 순으로 신조선가지수에 큰 영향을 끼친다. 실제로 신조선가지수의 월별 상승률 추이와 당사가 각 선종별 선가 지수를 해당 선종의 선대 규모만큼 가중 평균하여 합산한 추정치를 비교해보면 거의 같은 움직임을 나타낸다.

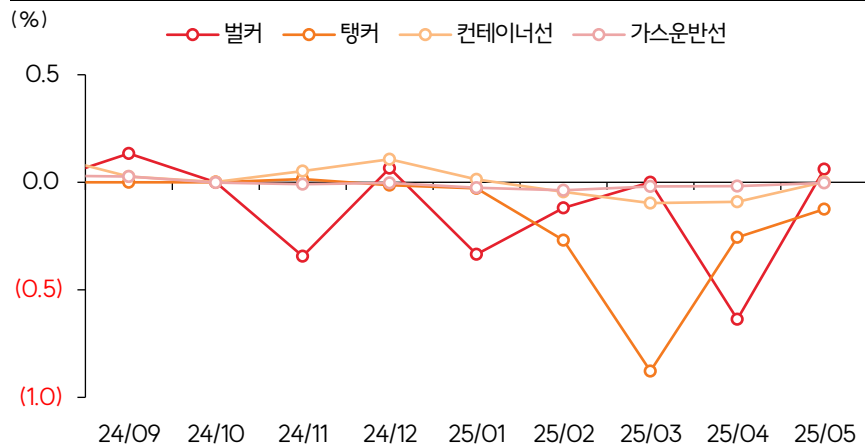
신조선가치수 월별 상승률(MoM)과 선종별 선가 지수 및 선대 규모 가중평균 합산 추정치 비교



자료: Clarksons, SK 증권 추정

이를 근거로 선종별 신조선가치수 월별 상승률과 글로벌 선대 규모 중 해당 선종 비중만큼 곱한 선종별 월별 상승률 추이를 비교해보면, 결국 탱커와 벌크선의 선가 하락세가 신조선가치수 하락을 견인했다는 것을 확인할 수 있다. 탱커 선가의 본격적인 하락세가 나타났던 작년 9월부터 올해 4월까지의 중국과 한국의 탱커 수주 규모를 비교하면, 중국이 약 352만 CGT, 한국이 약 128만 CGT를 수주했으며, 척 수 기준으로 중국이 179 척, 한국이 41 척을 수주했다. 우리의 타겟 선종이 아닌 선대 규모가 가장 큰 벌크선과 탱커 수주 규모는 중국이 압도적이었기 때문에 그동안의 신조선가치수 하락은 중국 조선소들이 견인했으며, 국내 조선 3사의 주력 선종인 가스운반선과 컨테이너선 영향은 크지 않았다.

선종별 신조선가치수 월별 상승률을 선대 규모만큼 가중평균

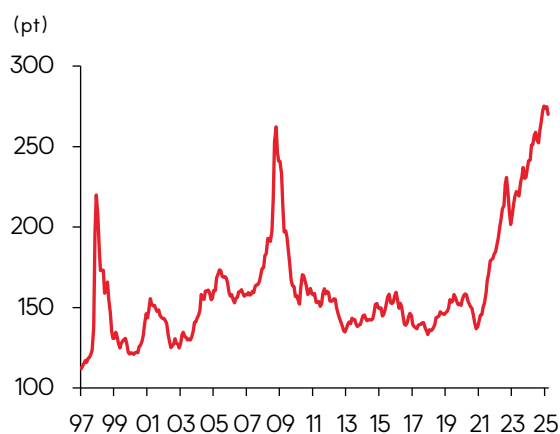


자료: Clarksons, SK 증권

하지만 이를 낙관적으로 바라보아서는 안 된다. 국내 조선 3사의 주력선종이 아니었던 벌크선과 탱커의 선가 하락이 신조선가지수 하락세의 주요 원인임을 확인했으나, 컨테이너선과 가스운반선 선가 또한 소폭이나마 하락한 것도 사실이다. 올해까지의 수주 규모는 괜찮을 것으로 예상되는 컨테이너선 시장은 내년부터 탑 티어 라이너들의 대규모 발주가 급감할 것이며, 중하위 티어 라이너들의 친환경 및 노후선대 교체 수요 발주 규모만을 기대해야 하는 상황이다. 결국 컨테이너선이 비게 될 수주잔고를 탱커로 채워야 하는 상황에서 작년까지의 공격적인 캐파 확장을 통해 저가수주로 탱커를 대규모 수주해 간 중국 조선소와의 수주 경쟁에서 '28년부터의 마진 훼손 없는 수익성의 선가 계약을 일궈 낼 수 있을지를 의심해봐야 한다.

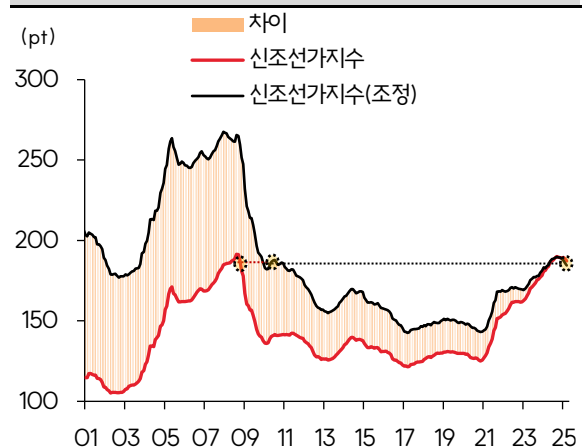
신조선가지수를 원화 환산한 지수로 나타내면 아직도 역사적 전고점을 넘어서는 높은 레벨에 위치해 있으며, 명목 지수인 신조선가지수를 미국 CPI 로 역조정한 실질 지수로 나타내도 이전 하락사이클 기간인 2010 년과 비슷한 수준이기 때문에 지수 표면적으로만 보면 업사이드에 대한 부담이 있는 상황은 아니라고 생각할 수도 있다.

원화 환산 신조선가지수 추이



자료: Clarksons, Bloomberg, SK 증권

물가 조정 신조선가지수 추이



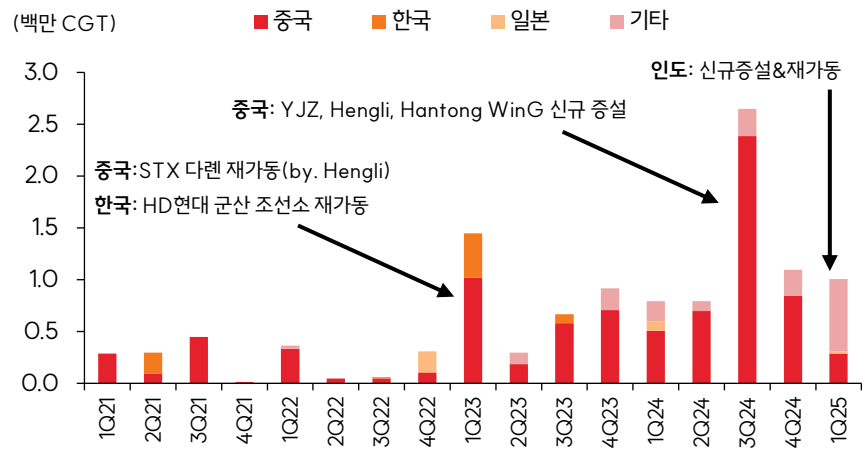
자료: Clarksons, Bloomberg, SK 증권

제 2 차 슈퍼사이클 시기의 신조선가치수의 상승은 순수하게 글로벌 해상물동량 '수요'가 만든 상승이었다면, 이번 사이클의 신조선가치수의 상승은 제한된 '공급' 속에서 글로벌 병목현상 및 수에즈운하 사태발 대규모 컨테이너선 발주, 그리고 러-우 전쟁 발 LNGC 발주 확대 등의 이벤트들이 야기한 '수요'에 의한 상승이다. 따라서 **공급 관점에서 중국의 캐파 확장에 대한 점검이 반드시 필요하다.**

클락슨(Clarksons)에 따르면 '21년 1분기부터 '25년 1분기까지 지난 4년 간 발표된 글로벌 조선사들의 캐파 확대 계획 규모는 약 1,150 만 CGT 로, 이 중 재가동은 약 440 만 CGT, 신규 증설은 약 710 만 CGT 로 집계됐다. 글로벌 캐파 확장(신규 증설&재가동) 규모 중 중국이 약 75%(860 만 CGT)를 차지하며 글로벌 조선소 캐파 증설의 대부분을 견인했으며, 이 중 신규 증설 규모는 약 510 만 CGT, 재가동 규모는 약 350 만 CGT 로 추정된다. 이는 한국의 최대 선박 인도 규모였던 2011년 1,630 만 CGT 의 약 53%에 해당하는 매우 큰 규모다.

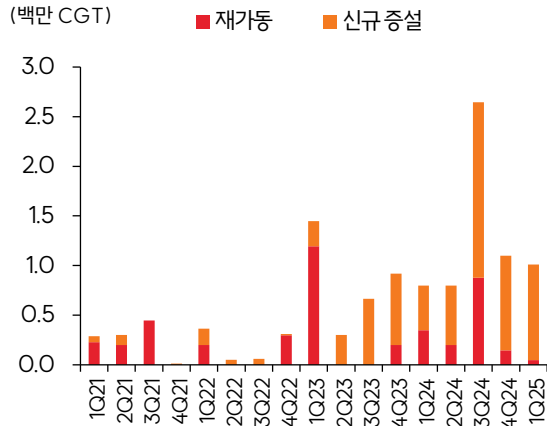
중국 조선소의 캐파 확대 규모 중 우려가 컸던 중국선박공업공사(CSSC)의 재가동 &신규 증설 규모 비중은 약 4%에 불과했으나, 가장 공격적인 캐파 확장을 기반으로 작년까지 글로벌 컨테이너선의 수주를 독식했던 탑 티어 민영 조선사인 YJZ, New Times, Hengli 가 약 33%, 이들을 제외한 기타 민영조선사가 약 40%를 차지했다.

주요 국가별 발표 시점별 증설&재가동 계획 규모 추이



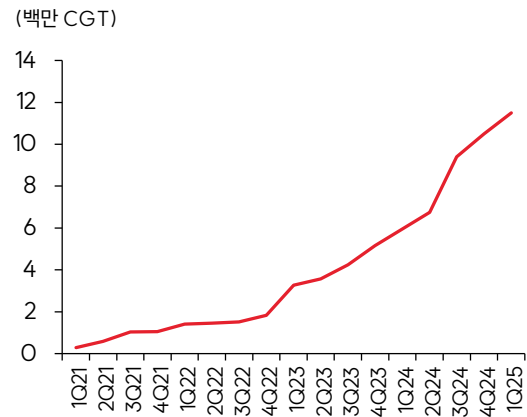
자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 조선소 신규 증설&재가동 계획 규모 (발표시점 기준)



자료: Clarksons, SK 증권

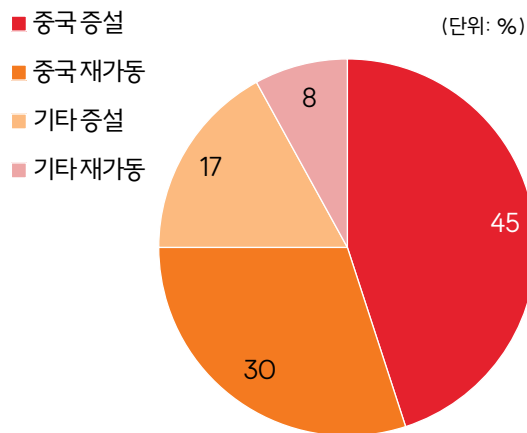
글로벌 증설&재가동 계획 규모 누적 추이 (1Q21~1Q25)



자료: Clarksons, SK 증권

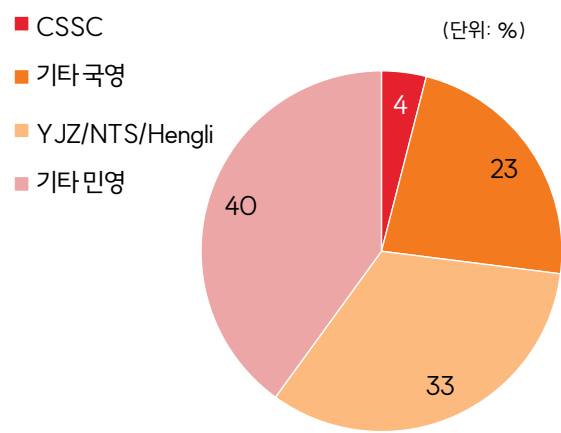
결국 실질적으로 선가를 결정하는 글로벌 선주들의 선택이 가장 중요할 수밖에 없다. 글로벌 조선소들의 단납기 슬롯 부족과 선주들의 선가에 대한 부담과 글로벌 물동량 수요 감소 및 관세 정책 불확실성으로 인해 발주세가 악화되는 가운데 중국 조선소들이 작년까지 공격적으로 단행했던 캐파 확장을 커버하기 위한 저가수주 경쟁 부담에 따른 하락세가 나타날 가능성을 배제할 수 없다. 우리의 주력 선종은 결국 가스 운반선이기 때문에 선대 가중평균 합산 방식을 사용하는 신조선가지수의 단기 내 상승세로의 전환은 어려울 것이라는 판단이다.

글로벌 증설&재가동 계획 규모 점유율 (1Q21~1Q25)



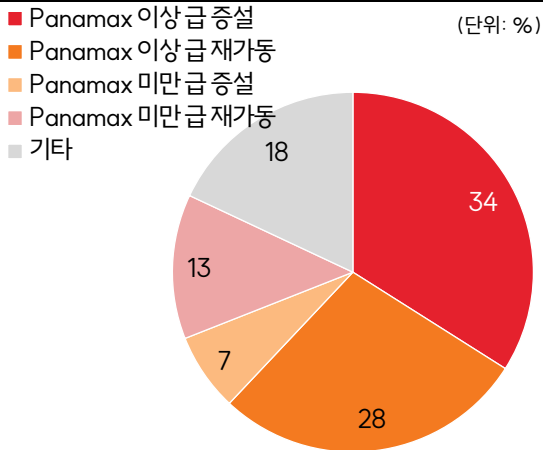
자료: Clarksons, SK 증권

중국 증설&재가동 계획 규모 점유율 (1Q21~1Q25)



자료: Clarksons, SK 증권

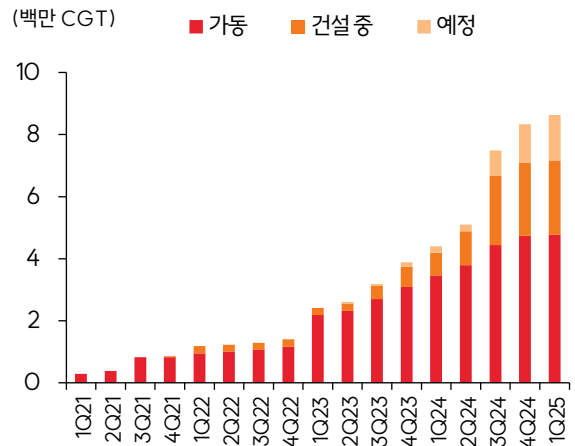
중국 증설&재가동 규모 중 사이즈별 점유율 (1Q21~1Q25)



자료: Clarkson, SK 증권

주: 기타 항목에는 소형급 도크 확장, 크레인 설치, 작업장 건설 등 모두 포함

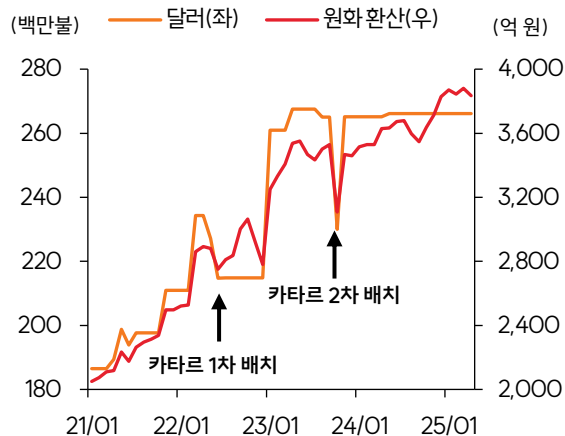
중국 증설&재가동 야드 상태별 규모 누적 추이 (발표시점 기준)



자료: Clarkson, SK 증권

다만 국내 조선 3사의 실제 수주 단가는 얘기가 다르다. 174K-CBM 급 표준선형으로 정형화된 LNGC의 조선사별 달러 기준의 실제 계약 선가와 환율을 고려한 원화 환산 선가를 비교해 봤다. 올해 상반기 내 수주 건이 적었기 때문에 뚜렷한 비교가 쉽지 않으나 달러 기준으로 보면 보험세 혹은 소폭의 하락세임을 확인할 수 있었다. 하지만 이를 환율을 고려한 원화 기준으로 보면 오히려 소폭의 상승세를 보여주고 있다.

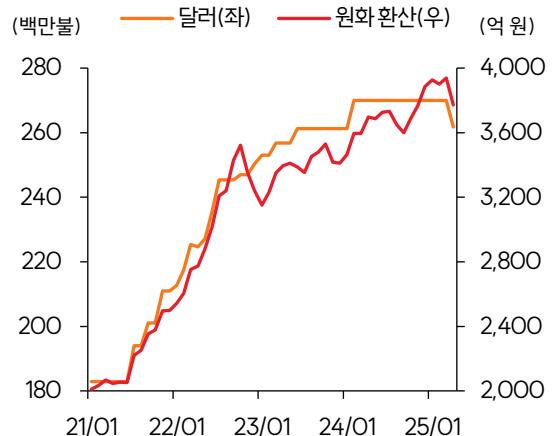
HD 현대중공업 LNGC 수주 선가 추이



자료: Clarkson, Bloomberg, SK 증권

주: 수주 공백인 월은 직전 월의 계약 선가를 사용

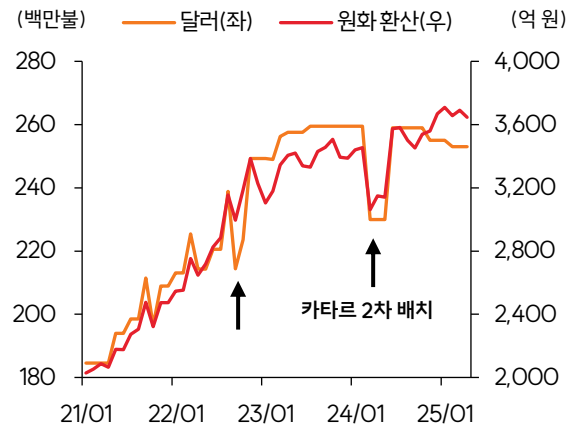
HD 현대삼호 LNGC 수주 선가 추이



자료: Clarkson, Bloomberg, SK 증권

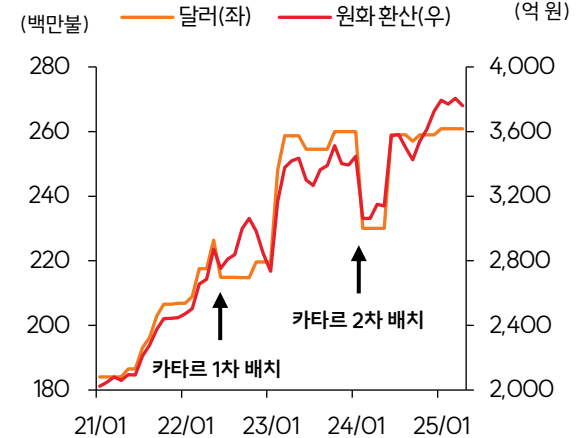
주: 수주 공백인 월은 직전 월의 계약 선가를 사용

한화오션 LNGC 수주 선가 추이



자료: Clarkson, Bloomberg, SK 증권
주: 수주 공백인 월은 직전 월의 계약 선가를 사용

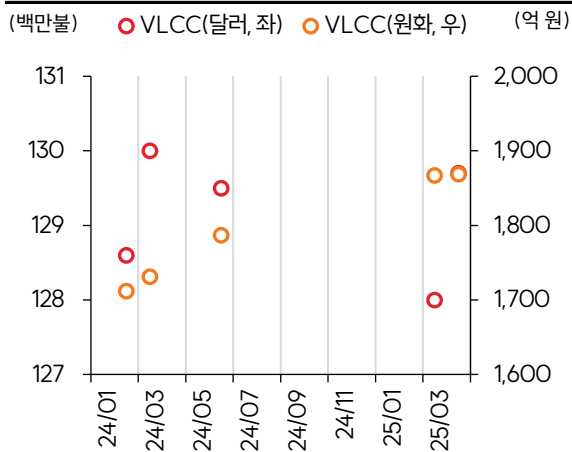
삼성중공업 LNGC 수주 선가 추이



자료: Clarkson, Bloomberg, SK 증권
주: 수주 공백인 월은 직전 월의 계약 선가를 사용

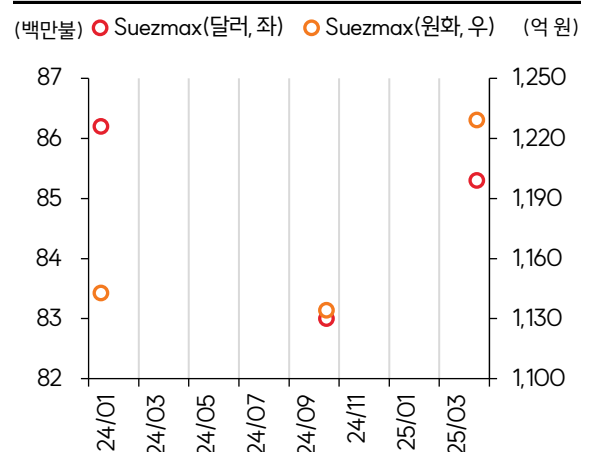
탱커의 경우 정확한 선가 추이를 비교하기 위해 작년부터 올해 4월까지 조선 3사의 VLCC 와 Suezmax 급 원유탱커 실제 수주 선가와 이를 원화 환산한 선가를 비교했다. 달러 기준으로는 작년 상반기 수주 선가 대비 낮은 선가로 수주를 이어간 것으로 확인되나, 원화 기준으로는 상승세를 이어가고 있음을 확인할 수 있다.

조선 3사 월평균 VLCC 원유탱커 수주 선가 추이



자료: Clarkson, Bloomberg, SK 증권

조선 3사 월평균 Suezmax 원유탱커 수주 선가 추이



자료: Clarkson, Bloomberg, SK 증권

국내 조선 3사의 실제 수주 단가는 아주 소폭의 하락세를 보여 주고 있으나, 환율을 고려하면 수익성 훼손까지 고려할만한 수준은 절대 아니라는 판단이다. 미국의 중국 조선업 제재에 따라 한국 조선소에 컨테이너선 발주를 선택하는 글로벌 선주 및 선사들이 점차 많아지고 있으며, 북미 지역을 포함한 글로벌 LNGC 발주가 하반기부터 본격화될 전망이기에 주력 선종에 한해서 우리 국내 조선 3사의 실제 수주 단가는 우려 대비 견조할 전망이다.

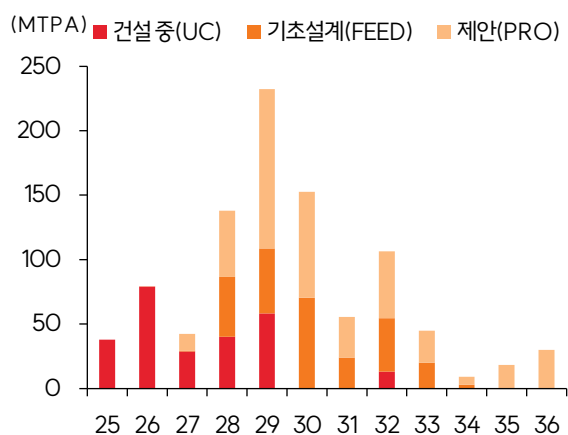
(2) 하반기에도 상승사이클 이어갈 재료는 많다

이번 사이클은 제2차 슈퍼사이클과 다르다. 주력 선종, IMO 환경규제, 미국의 중국 조선업 제재, 미국 함정 및 상선 시장, 글로벌 다수의 함정 프로젝트 수주 기대감, 북미 중심의 글로벌 LNGC 발주 확대 등 길게 이어질 사이클을 만들어 줄 모멘텀들이 많다.

① 하반기부터 발주가 본격화될 LNGC

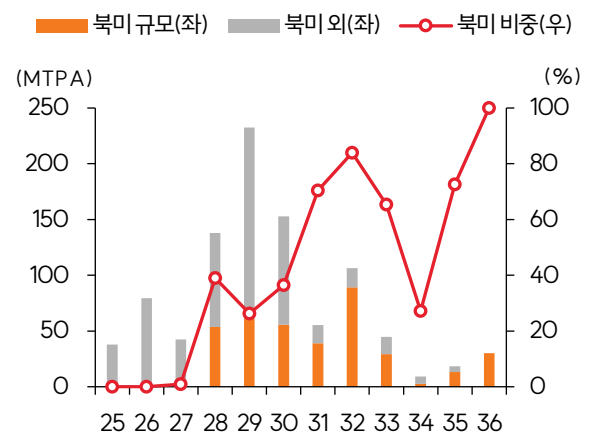
북미 중심의 글로벌 LNG 생산 확대 기조는 계속 이어지고 있으며, 현 시점에서 발표된 북미 지역 LNG 프로젝트에 필요한 LNGC 척 수는 FEED 단계가 336 척, Proposed 단계가 285 척이다. 본격적인 LNGC 발주가 시작됐던 '11년부터 '24년까지 연평균 글로벌 LNGC 발주 척 수는 62 척으로, 향후 LNGC 생산 프로젝트들 규모를 기반으로 당사가 추정한 '29년까지 필요한 174K-CBM 급 이상의 LNGC 발주 척 수는 연평균 75 척으로 우호적인 발주 환경은 지속될 것으로 전망한다. 최대한 보수적으로 중국이 연 인도 캐파인 20 척을 모두 수주한다고 가정해도 약 55 척의 건조한 수주 물량 확보가 가능하다는 뜻이다.

글로벌 LNG 액화 프로젝트 단계별 규모



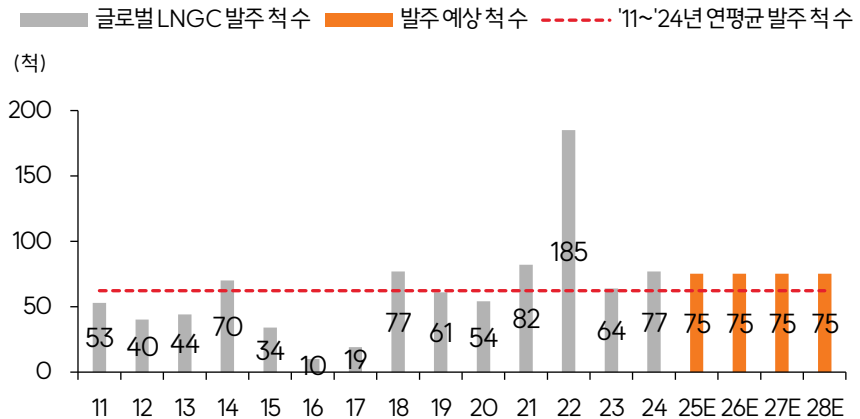
자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 LNG 액화 프로젝트 중 북미와 북미 외 지역 규모



자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 LNGC 발주 척 수 추이 및 전망



자료: Clarksons, SK 증권 추정

이미 발주가 가시화된 다수의 LNG 프로젝트들이 있다. Venture Global 은 총 12 척(확정 4 척+옵션 8 척)의 LNGC 발주 계획을 발표했으며, 발주 옵션 행사가 지연되어 왔던 Total Energies 의 모잠비크 LNGC 17 척, Woodside 루이지애나 LNG 프로젝트도 30 척 이상의 LNGC가 필요하다. 해당 물량들의 발주는 올해 하반기부터 본격화될 것으로 예상하며, 현재 글로벌 LNGC 인도 슬롯이 '28 년 상반기까지 가득 차 있다는 점을 고려하면 수주 선가 하락세는 제한적일 수밖에 없다.

FID 승인 가능성 높은 LNG 프로젝트

구분	LNG 프로젝트명	국가	운영사	생산량 (Mtpa)	계약 (SPA)	비고
25~'26 FID가 가장 유력한 LNG 프로젝트	Genting FLNG	인도네시아	Genting	1.2	지분 투자	1억 달러 규모의 철외 조항 있음, 건설 시작됨
	Woodfibre	캐나다 서부	Pacific O&G	2.1	90% 이상	건설 시작됨
	Qatar North Field West	카타르	Qatar Energy	16.0	지분 투자	카타르가 새로운 확장 프로젝트 발표
	Coral Norte FLNG	모잠비크	ENI	3.4	지분 투자	
	Woodside Louisiana Phase 1	미국 동부	Woodside	11.0	지분 투자	Woodside가 프로젝트 인수 - 조기 착공 시작된 만큼 미국 에너지부 연장 승인 가능성 존재 Stonepeak 40% 참여
	Corpus Christi Midscale Trains 8&9	미국 동부	Cheniere	3.0	90% 이상	
	CP2 Phase 1	미국 동부	Venture Global	14.4	약 65%	FID 승인 절차 시작됨. FERC 최종 승인 2025년 2분기 예상
	Rio Grande Train 4	미국 동부	Next Decade	5.9	약 80%	FERC 동의 일시 중지 해제 (1분기), FERC 예비 승인 (3월 25일), 최종 승인 5월 예정
기타 FID 가능성 보유한 LNG 프로젝트	Delfin FLNG1	미국 동부	Delfin	3.3	100%	해양교통청(MARAD) 및 에너지부(DoE) 승인 완료
	Saguaro Energia Phase 1&2	멕시코 서부	Mexico Pacific	15.0	약 90%	FID는 2 phases로 나뉘어 예정: 2 trains + 1 train / 미국 에너지부 연장 승인 필요
	Lake Charles	미국 동부	Energy Transfer	16.4	60%	미국 에너지부에 신규 승인 신청 진행 중
	Sabine Pass Stage 5 expansion	미국 동부	Cheniere	14.0	50%	
	Commonwealth LNG	미국 동부	Commonwealth LNG	9.5	약 25%	FERC 초안 승인 + 트럼프 정부 시기 에너지부 승인
	CP2 Phase 2	미국 동부	Venture Global	5.5	0%	
	Cameron Phase 2	미국 동부	Sempra	6.7	0%	
	LNG Canada Phase 2	캐나다 서부	Shell	14.0	지분 투자	
	PNG expansion	파푸아뉴기니	Total/Exxon	4.2	지분 투자	
	Argentina FLNG Ph1	아르헨티나	YPF / Pan Americas	2.4	0%	30 Mtpa 규모의 장기 프로젝트의 일부
	Sur LNG	오만	Oman LNG	3.8	0%	오만에서 확장 계획 발표 (4번째 train)
	Mozambique LNG-1	모잠비크	TotalEnergies	13.1	잠정 중단 (Force Majeure)	TotalEnergies가 프로젝트 재개 검토 중

자료: GTT, SK 증권

② 미국의 중국 조선업 제재와 반사수혜

지난 4 월 USTR 의 중국산 선박 수수료 부과 발표와 재발의 된 SHIPS Act 내용 중 CSSC(중국선박공업공사)를 타겟한 조항 등 미국의 중국 조선업을 향한 제재 움직임은 계속되고 있다. USTR 의 결과가 기존 대비 많이 완화된 것도 사실이며, 미국 항만으로 가는 항로에서 중국산 선박을 재편하는 우회적인 방법도 사용할 수 있다. 하지만 그렇다고 해서 국내 조선사가 기대했던 반사수혜가 사라진 건 아니다.

실제로 글로벌 선주 및 선사들은 중국 조선소에 발주하려고 계획했던 선박을 한국 조선소에 발주하거나 혹은 발주를 고려하고 있다. 올해 1 월 HD 현대중공업에게 발주했던 CMA-CGM의 컨테이너선 12척은 원래 중국 조선소를 고려했던 물량이며, 중국 YZJ 과 협의 중이던 초대형 메탄올 DF 컨테이너선 6 척을 발주한 Evergreen 은 해당 물량을 한화오션에게 발주했다. Capital Maritime 또한 중국 조선소에게 발주하려고 했던 컨테이너선 18 척을 HD 현대미포와 HD 현대삼호에게 발주했다. Hapag-Lloyd 는 중국 YZJ 과 New Times SB 과 협의 중이던 16,000-TEU LNG DF 컨테이너선 6 척을 한화오션과 LOI 를 체결했다.

최근 TradeWinds 보도에 따르면, 독일 선사 하팍로이드(Hapag-Lloyd) 또한 중국 조선소에게 발주하려 했던 LNG DF 컨테이너선 최대 20 척(12,500-TEU LNG DF 컨테이너선 12 척 - New Times SB / 16,000-TEU LNG DF 컨테이너선 8 척 - YZJ)을 두고 한국 조선소와 중국 조선소 사이에서 고민 중이라고 알려졌다. 해당 선사가 고민하는 이유는 지난 4 월 USTR 이 발표한 미국 항만 요금 부과 정책과 양국 조선소 간의 '막대한 선가 차이' 때문이다. New Times SB 에 발주 내려 했던 12,500-TEU LNG DF 컨테이너선의 선가는 척 당 \$130~135m 로 책정됐으나, 동일 스펙의 컨테이너선을 한국 조선소에 발주할 시 \$150m 이상이 될 것으로 추정된다. 또한 양쯔장 조선(YZJ)에 발주하려 했던 16,000-TEU 급 LNG DF 컨테이너선의 선가는 척 당 \$190m 로 책정됐으나, 한국 조선소에 발주하면 척 당 \$250m 이상이 될 것으로 추정된다.

해당 건이 중국과 한국 조선소 중에 어디로 발주될지 판단하는 것은 어려우나, 이러한 고민을 하고 있다는 점은 **미국의 중국 조선업 제재가 실질적으로 선주들에게 영향을 끼칠 정도라는 것을 방증해주는 좋은 사례다.**

USTR의 중국 조선업 제재 내용

구분	적용 대상	적용일	수수료		개별 적용 내용	비고
Annex 1	중국 선사 소유·운영 선박	2025-04-17	\$0/NT		- 미 항만 입항 시 순톤수(NT) 기준	[면제 조건] - Annex 1&2 - 동등한 규모 이상의 미국 건조 선박을 발주하고 인도받은 선박 (발주 후 최대 3년 이내 인도받을 경우까지 적용) - 미국 정부 프로그램에 참여 중인 선박 - 공선(empty) 또는 볼라스트 상태(in ballast)로 입항하는 선박 - 4,000TEU 미만, 55,000DWT 미만, 또는 벌크 용량이 80,000DWT 미만인 선박 - 외국 항만으로부터 2,000해리 미만 거리에서 미국 항만에 입항하는 선박 - 미국 소유 및 그레이트 레이크(Great Lakes) 전용 선박 - (Annex2 만) - 화물 물질의 벌크 운송을 위한 특수 설계 선박
		2025-10-14	\$50/NT			
		2026-04-17	\$80/NT			
		2027-04-17	\$110/NT			
		2028-04-17	\$140/NT			
Annex 2	중국 조선소 건조 선박	적용일	기타	컨테이너선	[NT와 TEU 중 높은 요율 적용] - NT는 선박 입항 기준 / TEU는 컨테이너 하역 기준 - 컨테이너 공선이 들어와도 NT 기준으로 수수료 지불하게 하기 위함	
		2025-04-17	\$0/NT	\$0/TEU		
		2025-10-14	\$18/NT	\$120/TEU		
		2026-04-17	\$23/NT	\$153/TEU		
		2027-04-17	\$28/NT	\$195/TEU		
		2028-04-17	\$33/NT	\$250/TEU		
Annex 3	비 미국산 차량운반선	적용일	수수료		[적용 대상] - CBP Form 1300 상 'Vehicle Carrier'로 등록된 선박만 해당 - 중국 선사들이 CBP에 'Vehicle Carrier'가 아닌 'General Cargo'로 신고할 가능성 존재, 이 경우 미국 정부가 실제 적재 데이터(AIS, 하역 목록 등)를 토대로 사후 재분류할 가능성 높음	[한도] - 선박 1척 기준 연 5회 한도 [중복 여부] - Annex 1, 2, 3은 서로 중복 불가 [적용 우선순위] - Annex 1 > Annex 3 > Annex 2
		2025-04-17	\$0/CEU			
		2025-10-14	\$150/CEU		[면제 조건] - 미국에서 건조된 선박 (U.S.-built) - 미국 기국 (U.S.-flagged) - 미국 선사 소유/운영 (U.S.-operated/owned)	

자료: USTR, SK 증권

재발의 된 SHIPS for America Act 내용 중 중국 조선업 제재 관련 조항

적용 대상	조항	조항 명	특이 내용
해양안보 신탁기금 (Maritime Security Trust Fund)	Section 201	해양안보 신탁기금 설립	- 육상 교통이나 항공 등 다른 교통 수단들은 사용자 부담금으로 조성된 전용 신탁기금(예: 고속도로 신탁기금, 항공 신탁기금)으로 지속적인 연방 지원을 받고 있음 - 본 조항은 해양안보 신탁기금(Maritime Security Trust Fund)을 신설하며, 해양안보 프로그램에 대한 안정적이고 지속적인 재원을 마련 - 기금의 재원은 다음과 같이 조달됨: - 세관국경보호국(CBP)을 통해 부과되는 관세, 수수료, 벌금 - 국제 상선을 대상으로 한 특별 선박세(special tonnage taxes), 조형세(light money) - 중국의 해운·물류 조선 산업 지원에 대한 미 무역대표부(USTR)의 조사 결과에 따른 벌금
	Section 202	일반 선박세 관련 벌칙	- 다음과 같은 경우 추가 벌칙이 부과됨: - 우리 외국 주체(foreign entity of concern)가 소유 또는 운영하는 선박 - 우리 외국(러시아, 중국, 이란, 북한)에 등록된 선박 - 중국국영선박공사(CSSC)와 상당한 사업 거래를 수행한 선박 소유자
	Section 203	대통령의 선박세&조형세 면제 금지	- 대통령이 선박세 및 조형세를 면제하는 경우라도 다음의 선박은 면제 대상에서 제외됨: - 우리 외국 주체가 소유·운영하거나 - 우리 외국(러시아, 중국, 이란, 북한)에 등록된 선박

자료: U. S. Senate, SK 증권

③ 미국을 포함한 글로벌 함정 모멘텀

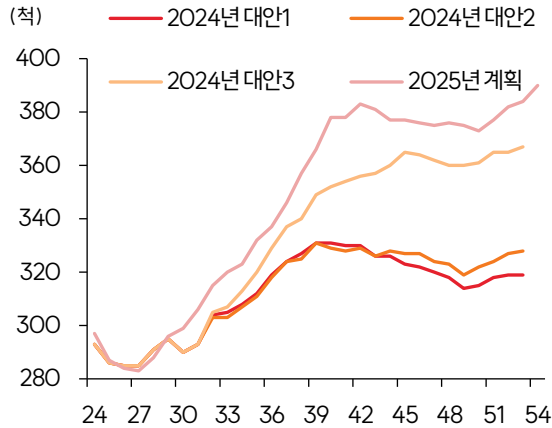
미 해군의 2025년 함정 구매 계획과 CBO가 추산한 예산에 따르면 향후 30년간 (2025년~2054년) 358억 달러의 규모가 집행될 예정이다. 하지만 미 함정의 해외 건조가 허용될 가능성은 현재 수준에서 낮은 것으로 보이며, 반스-톨레프스 수정법(10 U. S. C Section 8679)의 예외조항 발효 혹은 미 해군 준비태세보장법(Ensuring Naval Readiness Act) 승인을 통해 해외 조선소 건조가 허용된다고 가정하더라도 미 함정 신조 시장 중 국가 안보 및 기술 유출 등의 문제로 인해 전력의 핵심인 '전투함 건조'를 국내 조선소 야드에 발주할 가능성은 높지 않다는 판단이다.

SHIPS Act 승인을 가정하면, 미국의 조선 보조금 및 인센티브 등을 포함한 지원 프로그램 혜택을 누리기 위해서라도 미국 내 본토 조선소 보유 혹은 지분투자 및 공동 건조 협력 등을 기반으로 미 함정 신조 시장을 노려야 한다. 필리조선소를 보유하고 있으며, 오스탈 USA 까지 확보할 가능성이 높다고 판단되는 한화오션, 그리고 헌팅턴 잉걸스와 미 함정 공동건조 협력을 맺은 HD 현대중공업의 미 함정 수주 기대감은 올해 금방 소멸될 재료가 아니라 장기적인 상승 모멘텀이 될 것으로 예상된다.

특히 한화시스템과 한화오션의 경우 필리조선소 캐파 및 생산성 확대 계획을 발표하며 최대 10척의 상선 건조가 가능해질 예정임에 따라 SHIPS for America Act의 수혜를 최대로 누릴 수 있을 것으로 예상된다. 또한 오스탈 USA 까지 확보하게 된다면 미 해군의 차세대 소형 전투함 사업인 콘스탈레이션급 프리깃함(FFG(X)-62) 수주 가능성 높다는 판단이다.

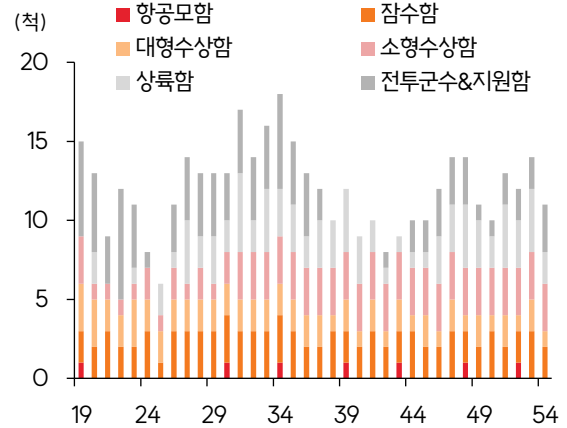
미 함정 시장을 제외하더라도, 글로벌 주요 국가들의 해군력 강화에 대한 필요성은 점진적으로 확대되고 있기 때문에 글로벌 함정 프로젝트들의 발주 확대가 예상된다. 현 시점에서 함정 발주를 계획 중인 캐나다, 폴란드, 사우디, 말레이시아 잠수함 프로젝트와 필리핀, 태국, 사우디, 에콰도르, 페루 등 수상함 프로젝트가 이르면 올해부터 '28년까지 발주될 예정이다. **글로벌 함정 모멘텀은 빠르게 사라지지 않을 긴 모멘텀으로 작용할 전망이다.**

글로벌 LNG 액화 프로젝트 단계별 규모



자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 LNG 액화 프로젝트 중 북미와 북미 외 지역 규모



자료: CBO, SK 증권

미 해군 2025년 함정 구매 예산

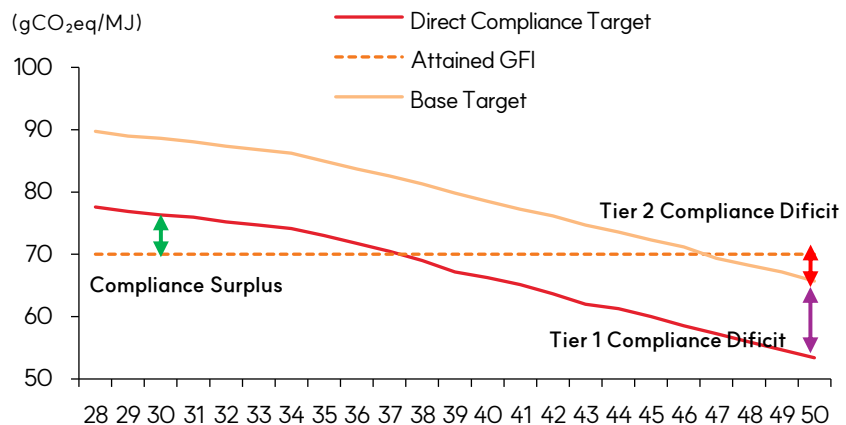
(단위: 십억달러)	항공모함&급유	잠수함				전투함			상륙함			전투군수&지원함	구매	기타	합계
연도	항공모함&급유	전략핵잠수함	대형무장잠수함	공격형 핵잠수함	잠수함	대형	소형	전투함	대·중형 상륙함	소형상륙함	상륙함	전투군수&지원함	구매	기타	합계
2019	2.2	3.5	0.0	7.8	11.3	6.8	1.7	8.5	0.8	0.0	0.8	2.2	25.0	1.5	26.5
2020	3.1	1.9	0.0	8.8	10.7	6.3	1.4	7.7	0.6	0.0	0.6	1.3	23.4	1.1	24.4
2021	4.2	4.2	0.0	6.9	11.1	3.5	1.1	4.6	1.7	0.0	1.7	0.5	22.1	1.7	23.8
2022	5.0	4.7	0.0	6.3	11.0	3.8	1.1	4.9	0.4	0.0	0.4	2.8	24.1	2.5	26.6
2023	3.0	5.7	0.0	6.4	12.1	7.5	1.1	8.6	3.2	0.0	3.2	1.5	28.4	2.7	31.1
2024	2.6	5.6	0.0	9.9	15.5	4.7	2.1	6.8	1.8	0.0	1.8	0.8	27.5	4.0	31.4
2025	2.7	7.0	0.0	6.9	13.9	6.2	1.5	7.7	2.2	0.5	2.7	0.2	27.2	5.1	32.1
2026	5.8	10.6	0.0	10.0	20.6	4.8	2.7	7.5	0.7	0.4	1.1	2.4	37.4	3.1	40.5
2027	5.8	10.3	0.0	10.0	20.3	4.9	1.5	6.4	5.5	0.7	6.2	4.2	42.9	2.9	45.8
2028	5.1	10.1	0.0	10.1	20.2	5.1	2.7	7.8	0.2	0.7	0.9	2.8	36.8	2.7	39.5
2029	3.1	9.8	0.0	10.2	20.0	5.3	1.5	6.8	1.9	0.7	2.6	4.1	36.6	3.9	40.3
2030	2.6	12.6	0.0	9.6	22.2	5.3	3.3	8.6	0.2	0.7	0.9	2.3	36.6	3.6	40.2
2031	4.2	9.2	0.0	9.2	18.4	5.3	4.5	9.8	4.2	0.9	5.1	2.6	40.1	4.6	44.7
2032	4.9	8.6	0.0	9.3	17.9	8.9	4.6	13.5	2.5	0.7	3.2	2.6	42.1	4.7	46.8
2033	6.7	7.4	0.0	9.4	16.8	5.4	4.4	9.8	1.9	0.9	2.8	2.6	38.7	3.7	42.5
2034	4.8	6.3	0.0	9.4	15.7	7.2	4.5	11.7	2.3	0.7	3.0	5.2	40.4	3.7	44.2
2035	2.2	3.2	0.0	9.5	12.7	5.5	4.4	9.9	2.3	0.9	3.2	2.6	30.6	3.4	34
2036	3.5	0.0	1.8	10.2	12.0	7.1	5.1	12.2	0.0	0.7	0.7	2.6	31.0	3.3	34.3
2037	4.6	0.0	1.8	13.8	15.6	5.5	4.4	9.9	0.0	0.9	0.9	0.8	31.8	3.2	35.1
2038	4.2	0.0	4.8	11.1	15.9	4.4	4.3	8.7	2.4	0.7	3.1	0.0	31.9	2.0	33.9
2039	5.1	0.0	5.1	15.3	20.4	8.6	4.3	12.9	5.3	0.9	6.2	0.0	44.6	2.4	47.1
2040	5.1	0.0	1.5	11.6	13.1	4.3	4.2	8.5	2.8	0.7	3.5	0.0	30.2	2.1	32.3
2041	3.6	0.0	4.0	13.0	17.0	8.6	4.2	12.8	5.2	0.0	5.2	0.0	38.6	2.6	41.1
2042	4.3	0.0	4.5	11.0	15.5	4.3	4.2	8.5	5.4	0.0	5.4	1.3	35.0	2.1	37.2
2043	3.9	0.0	1.5	11.8	13.3	8.5	4.2	12.7	2.7	0.0	2.7	0.1	32.7	2.1	34.9
2044	2.8	0.0	4.0	13.1	17.1	4.3	4.2	8.5	2.7	0.0	2.7	2.2	33.3	2.2	35.3
2045	2.8	0.0	4.5	13.9	18.4	8.6	4.2	12.8	2.5	0.0	2.5	2.1	38.6	2.3	40.9
2046	6.9	0.0	1.5	13.9	15.4	4.3	4.2	8.5	5.3	0.8	6.1	2.9	39.8	2.4	42.1
2047	7.7	0.0	4.0	13.1	17.1	8.6	4.2	12.8	2.7	0.8	3.5	2.7	43.8	2.4	46.2
2048	4.0	0.0	4.5	14.0	18.5	4.3	4.3	8.6	5.3	0.8	6.1	2.6	39.8	4.6	44.4
2049	2.6	0.0	1.5	14.1	15.6	8.7	4.3	13.0	5.3	0.8	6.1	0.6	37.9	6.2	44
2050	4.1	0.0	4.1	13.3	17.4	4.4	4.3	8.7	0.0	0.8	0.8	0.6	31.6	2.9	34.4
2051	5.2	0.0	4.6	14.3	18.9	8.8	4.3	13.1	2.8	1.1	3.9	1.1	42.2	4.3	46.4
2052	7.9	0.0	1.5	14.4	15.9	4.4	4.3	8.7	2.7	0.8	3.5	1.1	37.1	2.3	39.5
2053	8.5	0.0	4.1	13.6	17.7	8.9	4.4	13.3	5.5	1.1	6.6	1.1	47.2	2.6	49.8
2054	2.4	0.0	3.1	14.6	17.7	4.5	4.4	8.9	0.0	0.8	0.8	2.9	32.7	1.0	33.8
합계('25~'54년)	137.1	95.1	62.4	353.7	511.2	185.0	117.6	302.6	82.5	19.5	102.0	56.3	1109.2	94.4	1203.3
비중	12.4%	8.6%	5.6%	31.9%	46.1%	16.7%	10.6%	27.3%	7.4%	1.8%	9.2%	5.1%	100.0%		

자료: CBO, SK 증권

④ 노후선대 및 IMO 환경규제에 따른 교체발주 수요 확대

지난 4월 7일부터 11일까지 열린 IMO MEPC 83 결과로 GHG 감축 중기 조치인 '탄소세' 부과가 결정됐으며, '28년 1월 1일부터 운항 데이터 측정을 통해 선박 당 온실가스 배출량을 'GFI' 수치로 나타낼 예정이다. 운항 선박은 '29년 3월까지 GFI 등록소에 보고하여 기준치 초과 정도에 따라 Tier 0, Tier 1, 그리고 Tier 2 판정을 받게 된다. 선박이 실제 배출한 온실가스 기반으로 측정된 Attained GFI가 Direct Compliance Target GFI를 초과하게 되면 **Tier 1 탄소세 요율인 \$100/톤의 요금이 부과된다**. 여기 더해 Base Target GFI 까지 넘는 온실가스를 배출하게 되면 Tier 2가 되면서 Tier 1 허용치 초과분에 대해서는 **Tier 2 요율인 \$380/톤의 탄소세가 추가로 부과된다**.

IMO 탄소부과금 제도 도식화



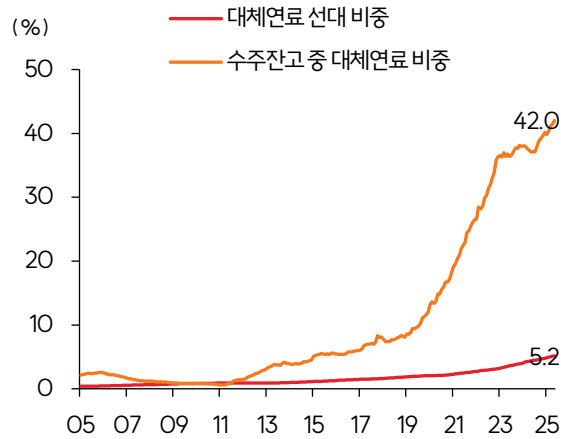
자료: IMO, Lloyd's Register, SK 증권

IMO의 환경규제가 과거 하락사이클 막바지에 상승 모멘텀 재료로 쓰였다가 빠르게 사라지며 실망감을 안겨줬던 것과 달리 이번 중기조치인 탄소세는 실질적인 타격을 줄 수 있는 규제로서 글로벌 선박 교체사이클을 견인할 '진짜' 모멘텀이다. 과거와 달리 실질적인 재무적 타격을 끼치는 진짜 모멘텀이 된 이유는 '21년 글로벌 병목현상 시기부터 탭티어 컨테이너 라이너들은 대체연료 컨테이너선 대규모 발주를 통해 친환경 선대를 충분히 확보했으며, 높은 운임을 통해 현금자원 또한 역대 최고 수준으로 보유했기 때문이다. 이를 기반으로 강한 강도의 탄소부과금 제도 도입을 통해 중하위 티어 라이너들을 도태시키고 점유율을 더 높이는 전략을 취하는 것이다.

‘29 년 상반기부터 금전적인 거래 및 규제가 발생할 예정이기에 실질적인 탄소세 적용은 2029 년 상반기부터로, 약 2 년 정도의 시차가 존재한다. 하지만 실질적 적용 시점과는 달리 친환경 교체 발주 수요는 보다 빠르게 발생할 수밖에 없다. 현재 글로벌 수주잔고 레벨은 약 3.8 년 수준으로, 선주 및 선사들은 지금 신조 발주를 내면 최소 3 년 후에나 선박을 인도 받을 수 있는 상황이기 때문이다. 이번 규제를 통해 글로벌 선박 친환경 교체 수요는 빠른 속도로 확대될 것으로 예상되며, 국내 조선사 뿐만 아니라 조선 기자재, AM 사업까지 전반적인 서플라이 체인의 수혜가 예상된다.

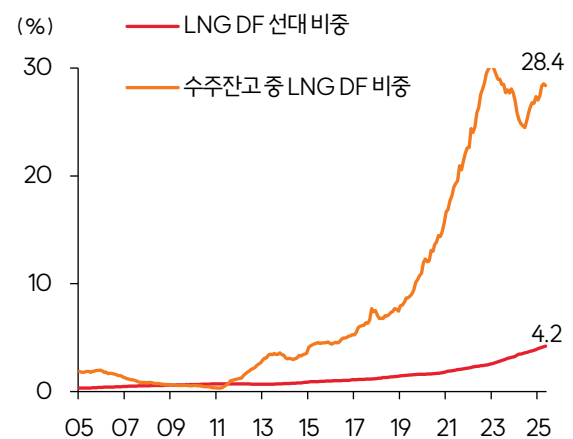
글로벌 친환경 선박 교체 수요는 점진적으로 확대될 수밖에 없는 구조이며, 실제 글로벌 친환경 선대 규모는 계속해서 증가하고 있다. ‘05 년에 단 0.4%에 불과했던 대체연료 선대 비중은 ‘25년 5월 기준으로 약 5.2%까지 확대됐다. 현재 글로벌 수주잔고 중 대체연료 선대 비중은 42.0%에 달하며 이 중 LNG DF 비중은 28.4%를 차지한다.

글로벌 대체연료 선대 및 수주잔고 중 대체연료 선박 비중



자료: Clarksons, SK 증권

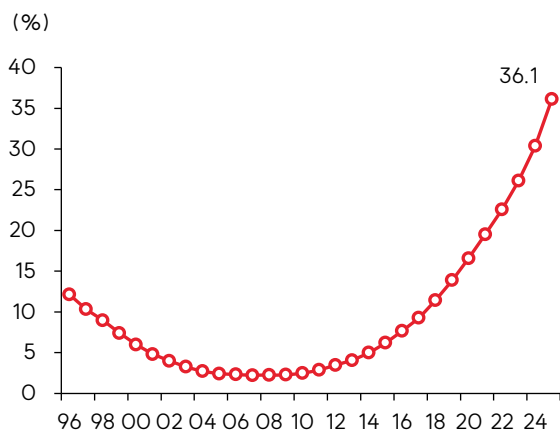
글로벌 LNG DF 선대 및 수주잔고 중 LNG DF 선박 비중



자료: Clarksons, SK 증권

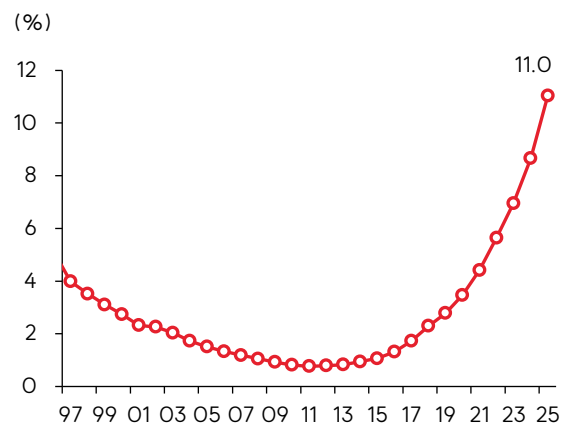
친환경 규제 사이클과 맞물려서 글로벌 노후선대 교체 수요 또한 점진적으로 증가하는 중이다. 2025년 4월 기준 운항 가능한 선대 중 선박 연령이 15년 이상 된 노후선박의 비중은 약 36.3%, 20년 이상 된 노후선박의 비중은 11.0%로 역대 가장 높은 상황이다. 선종별로 15년 이상의 노후선대 비중을 살펴보면 탱커(43.8%)와 컨테이너(41.9%), 그리고 LPG 운반선(32.1%), LNG 운반선(31.2%), 벌커(30.6%) 순으로 높은 비중을 차지하고 있다.

글로벌 운항 선대 중 선령 15년 이상 노후선대 비중 추이



자료: Clarksons, SK 증권

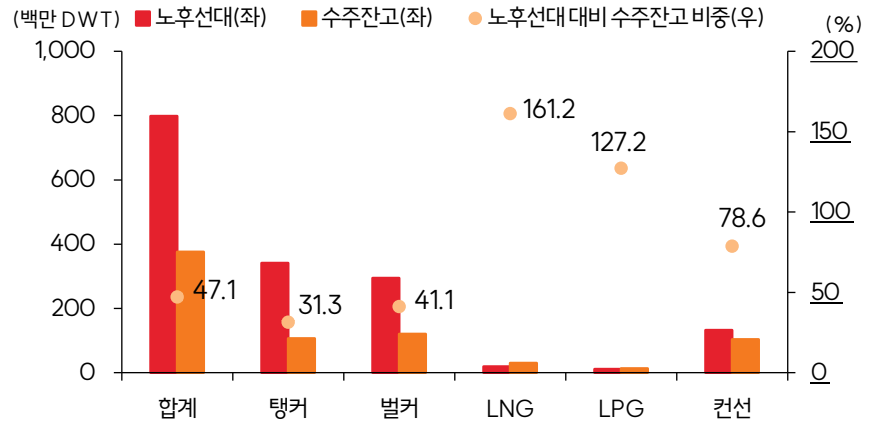
글로벌 운항 선대 중 선령 20년 이상 노후선대 비중 추이



자료: Clarksons, SK 증권

선종별 노후선대 대비 수주잔고 비중을 살펴보면, 탱커는 약 31.3% 비중으로 가장 낮은 수치를 보이고 있다. 따라서 현재 수주잔고 규모로는 탱커 노후선대 교체가 충분하지 않은 상황이다. 벌크선의 또한 선대 대비 노후선대 비중은 41.1%로 노후선대 교체를 위한 수주잔고 규모가 충분하지 않은 상황이다. 하지만 친환경 선박으로의 교체가 가장 활발히 이루어지고 있는 선종인 컨테이너의 경우 현재 수주잔고에 쌓여 있는 규모만으로도 노후선대의 약 78.6%가 교체 가능하다.

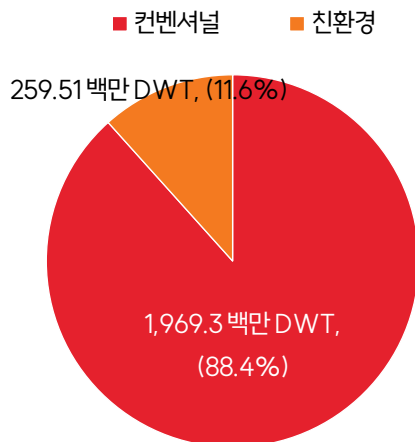
글로벌 노후선대 규모 대비 수주잔고 비중



자료: Clarksons, SK 증권

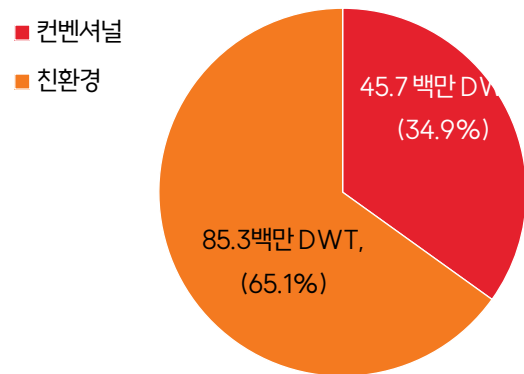
노후화 선대는 친환경 연료 추진 선박의 비중이 매우 낮기 때문에 글로벌 선주 및 선사들의 IMO의 환경규제 충족과 동시에 노후선대 교체 수요는 점진적으로 확대될 전망이며, 이에 따라 25~30년 주기의 교체 사이클은 앞당겨 질 수밖에 없다는 판단이다. 친환경 선박 발주 트리거는 항상 기저에 존재한다는 뜻이다.

글로벌 선대 중 컨벤셔널과 대체연료 선박 규모 및 비중



자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 수주잔고 중 컨벤셔널과 대체연료 선박 규모 및 비중



자료: Clarksons, SK 증권

Top Pick: HD 현대미포

실적 개선이 가장 기대되는 조선사

- '25년 연결 매출액 5조 68억원(+8.1% YoY), 영업이익 3,485억원(+293.8%), OPM 7.0% 전망
- 빠른 인력 수급 기반으로 예상 대비 빠른 생산성 개선 효과 반영되는 중이며, 고선가 P/C 조기 투입되며 선종 믹스 및 고선가 비중 확대 효과 기대
- 올해 P/C 투입 비중 2Q 66%, 3Q 64%, 4Q 60%로 점진적인 축소 예상되나, LPGC가 2Q 23.7%, 3Q 24%, 4Q 25%로 확대될 전망
- 내년부터 LNGBV 건조 비중 확대가 예정되어 있기 때문에 저가 호선 물량 올해 3분기까지 소화 완료되면 선가 상승 효과에 따른 빠른 이익 개선세 시현 예상
- 글로벌 LNG DF 선대 규모의 점진적인 확대에 의해 LNGBV 발주 수요 증가. 연간 15척 내외의 LNGBV 수주 가능할 것으로 예상되며, 이를 통한 실적 개선 기대
- 최근 SHIPS Act 재발의 후 승인될 가능성 높다는 판단. 전략상선단(SCF) 선종 특성과 '31년 회계연도 이전까지 외국 조선사 건조 선박 편입 가능, 그리고 탱커 발주를 우선시하는 조항이 명시된 점을 고려하면 동사의 수주 가능성이 가장 높음
- HD 현대미포에 대한 투자의견 매수 및 목표주가 23만원 유지

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	3,717	4,039	4,630	5,007	5,566	6,136
영업이익	십억원	-109	-153	89	349	506	711
순이익(지배주주)	십억원	-45	-143	106	254	371	505
EPS	원	-1,116	-3,579	2,642	6,363	9,278	12,642
PER	배	-75.7	-23.7	50.8	24.9	17.1	12.5
PBR	배	1.6	1.7	2.6	2.8	2.5	2.1
EV/EBITDA	배	-63.4	-44.4	34.3	11.9	8.5	6.1
ROE	%	-2.1	-7.0	5.3	11.8	15.3	18.2

Top Pick: HD 현대중공업

상선&함정&엔진 다 좋아

- '25 년 연결 매출액 15 조 9,654 억원(+9.0% YoY), 영업이익 1 조 9,868 억원(+181.7%), OPM 12.4% 전망
- 선표가 빠르게 앞당겨질 만큼의 빠른 생산성 향상으로 조기투입 물량 확대, 점진적인 내재화 비중 확대에 따른 비용 감소, 그리고 선종 믹스 개선 및 고선가 비중 확대 효과로 인한 실적 개선세 유지될 것으로 예상
- 올해 남은 분기별 가스운반선 건조 비중은 2Q 69%, 3Q 79%, 4Q 79%이며, 카타르 1차 LNGC 물량의 올해 말까지 대부분 인도됨에 따라 '26년도 고선가 건조 비중 확대에 따른 이익 성장 전망
- 동사 올해 조선/해양 수주목표 97.5 억불 중 32 억불 수주하며 32.9% 달성한 상황. 글로벌 선주들이 중국 조선소에 발주하려던 컨테이너선 물량 한국 조선소로 선회하며 우려 대비 견조한 컨선 수주를 기대. 하반기 북미 LNGC 수주 고려하면 올해 수주목표 달성 무리 없을 것으로 예상
- 국내 KDDX 사업과 더불어 페루, 에콰도르, 필리핀, 말레이시아, 칠레, 사우디 등 국내외 함정 프로젝트 수주 기대감 상승. 이에 더해 올해부터 미 해군 MRO 사업 수주와 더불어 헌팅턴 잉겔스와 의 추후 미 함정 공동건조를 통한 특수선 모멘텀 확대될 것으로 전망
- 동사의 엔진기계사업부 올해 4 월까지 수주 규모는 19.4 억불로, 전년 동기대비 84.6% 더 빠른 속도의 수주를 기록. 탑라인 및 이익의 빠른 성장을 기대
- HD 현대중공업에 대한 투자의견 매수 및 목표주가 48 만원 유지

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	9,045	11,964	14,486	15,965	17,404	18,775
영업이익	십억원	-289	179	705	1,987	2,657	3,267
순이익(지배주주)	십억원	-352	25	622	1,518	2,031	2,497
EPS	원	-3,966	278	7,001	17,105	22,877	28,131
PER	배	-29.2	463.9	41.1	22.0	16.4	13.4
PBR	배	1.9	2.2	4.5	4.7	3.9	3.2
EV/EBITDA	배	-358.6	30.4	26.3	11.9	8.8	6.7
ROE	%	-6.5	0.5	11.4	23.8	25.9	26.0

의류

하반기전망

불어오는 훈풍

의류. 형권훈



의류 비중확대(유지)

불어오는 훈풍

24년 리뷰: 중국 소비주 주가
호조, OEM은 관세로 변동성 확대

'25년 상반기에는 F&F, 삼성코퍼레이션 등 중국 소비 관련 종목의 주가가 좋았다. 중국이 작년년부터 이구환신 정책 등 소비를 부양하는 정책에 강하게 드라이브를 걸었기 때문이다. 부양책의 결과로 중국 의류 소비가 작년 말부터 회복하기 시작해 투자センチ먼트가 개선되었다. 한편 OEM 종목의 주가는 미국의 관세 발표로 인해 변동성이 매우 심했다. 관세에 대한 실적 민감도와 1분기 실적에 따라 주가가 극명하게 갈렸는데, 영원무역의 주가가 한세실업 대비 크게 아웃퍼폼했다.

25년 전망: 중국과 내수 소비
회복에 베팅하자

1) 중국 소비 부양 모멘텀 유효: 중국 정부는 이구환신을 통한 직접적인 소비 부양에 더해, 자산가격과 임금을 부양해 구조적으로 소비를 개선하기 위한 정책들을 내놓고 있다. 미국의 관세가 중국의 수출 경기에 타격을 줄 것이므로, 중국 정부는 하반기에 소비 부양에 더욱 강한 정책적 드라이브를 걸 것으로 전망한다. 중국 소비 관련된 종목으로 **F&F, 삼성코퍼레이션을 추천한다.**

2) OEM 관세 영향 시계 제로: 바이어들이 국가간 상호관세 협상의 결과를 기다리고 있으며, 그 결과에 따라 OEM과 오더 조건을 협상하려는 것으로 파악한다. 따라서 관세가 OEM 실적에 미칠 영향이 상반기에는 제한적이지만, 하반기부터는 변수가 너무 많아 매우 불확실하다. 다만 관세의 영향은 기업마다 상이할 것이다. 당사 커버 기업 중에서는 미국향 매출 비중이 낮은 영원무역이 한세실업과 비교했을 때 관세가 실적에 미칠 영향이 작다고 본다. 따라서 **하반기 OEM 산업 투자 의견을 '중립'으로 제시하나, 상대적으로 투자 매력도 높은 종목으로 영원무역을 제시한다.**

3) 내수 의류 소비 회복 전망: 내수 의류 소비 업황은 상반기 대비 하반기에 개선될 것으로 전망한다. 또한 7월부터 중국인 단체관광객에 대한 비자가 면제되는 것도 중국에서 인지도가 있는 브랜드의 국내 면세 채널 매출에 긍정적이다. 이 같은 모멘텀이 실적에 기여하는 바는 크지 않겠지만, 낮아진 내수 종목들의 밸류에이션 멀티플 회복 정도는 기대해볼 만하다. 위에서 추천한 F&F 제외하면, 이와 관련한 **관심종목으로 신세계인터내셔널을 제시한다.**

Analyst 형권훈

kh.hyung@sks.co.kr / 3773-9997

25년 상반기 리뷰: 중국 수출 브랜드 주가 견조, OEM은 관세 충격

중국 수출 브랜드 주가 견조

상반기 중국 소비 관련주의 YTD
수익률이 좋았다

중국 정부가 이구환신 정책 등 소비 회복에 정책 총력전을 펼치면서 F&F, 감성코퍼레이션과 같은 중국 의류 소비와 관련된 종목의 주가가 연초부터 견조한 흐름을 보였다. F&F와 감성코퍼레이션의 5월 20일 기준 YTD 주가 수익률은 각각 +22%, +41%를 기록했다.

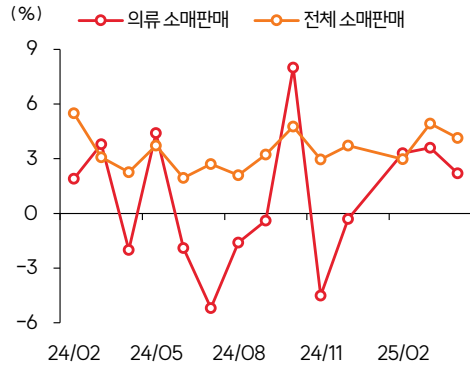
중국 정부의 주요 소비 부양책		
발표 시점	정책명	주요 내용
2022-12-14	내수시장 확대 전략 (2022~2035년)	- 2035년까지 완전한 내수시장 구축을 목표 - 소비·투자 촉진, 공급 측 개혁, 도시화 추진, 공동부유 실현 등 장기 전략 수립
2024-04-26	이구환신(以舊換新) 정책	- 노후 설비 및 소비재를 신제품으로 교체 시 보조금 지원 - 자동차, 가전, 가구 등 분야 대상
2024-10-08	경기부양 정책 패키지	- 정부 투자를 선도적으로 활용하여 경기 부양 도모 - 인프라 투자 확대와 소비 촉진 병행
2024-10-12	부동산 금융 완화 조치	- 주택담보대출 금리 인하 - 2주택자 계약금 비율 하향 조정 등 부동산 시장 안정화 목적
2025-03-05	2025년 양회 내수 확대 정책	- 경제성장을 5% 달성을 위해 내수 확대 중점 - 소비 진작, 투자 환경 개선, 첨단 산업 육성 강조
2025-03-07	런칭 경제(首发经济)	- 신제품·신규 브랜드 최초 출시 유도 - 소비자 관심을 유도해 소비 촉진 - 상하이 등 주요 도시에서 추진

자료: 언론보도 종합, SK증권

부양책 효과로 중국 의류 소비의
회복도 데이터로 확인되는 중

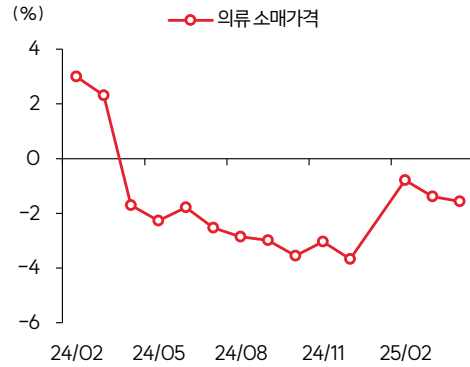
실제로 올해 중국의 의류 소비는 소매판매 데이터를 기준으로 미약한 수준이지만 분명히 회복하는 흐름을 보이고 있다. 작년 10월부터 의류 소비 데이터에서 회복세가 보이기 시작했는데, '24년 1월 ~ '24년 9월 누적 의류 소매판매는 +0.7% YoY(이하 YoY 생략) 성장에 그쳤지만, 이구환신 정책 시행 이후인 '24년 10월 ~ '24년 4월 기간에는 +4.1% 성장했다. 한편 소매지표를 마냥 긍정적으로 볼 순 없다. 의류 제품이 디스플레이션 압력을 받고 있기 때문이다. 지난 12개월동안 중국 의류 소매가격은 매월 평균적으로 전년 동기 대비 2.4% 하락했다.

월별 중국 의류 및 전체 소매판매의 YoY 증가율



자료: 중국 국가통계국, SK 증권

월별 중국 의류 소매가격의 YoY 증가율

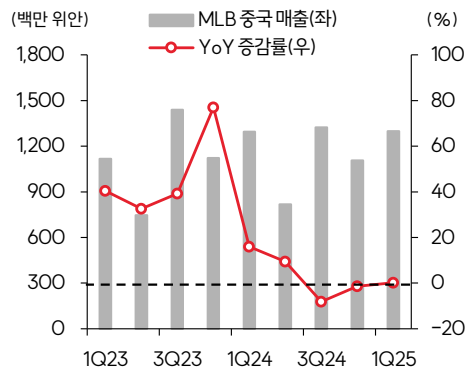


자료: 중국 국가통계국, SK 증권

중국 의류 소비 회복은 관련
종목의 실적으로도 연결됨

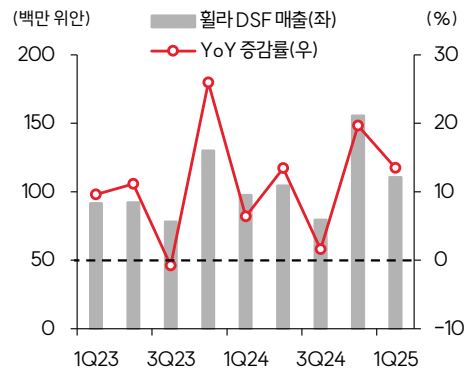
이러한 중국의 의류 소비 회복 기조는 관련 기업들의 실적에도 반영되고 있다. 대표적으로 F&F 의 MLB 브랜드 중국 위안화 기준 매출액 성장률은 3Q24 대비 4Q24 에 역 성장 폭을 축소했으며, 1Q25 에는 소폭이나마 성장 전환했다. 휠라의 경우 DSF 매출이 작년 4Q24 와 1Q25 모두 두 자릿수의 높은 성장률을 기록했다.

MLB 중국 매출 추이



자료: F&F, SK 증권

휠라 중국 DSF 매출 추이



자료: 미스트홀딩스, SK 증권

OEM 관세 충격

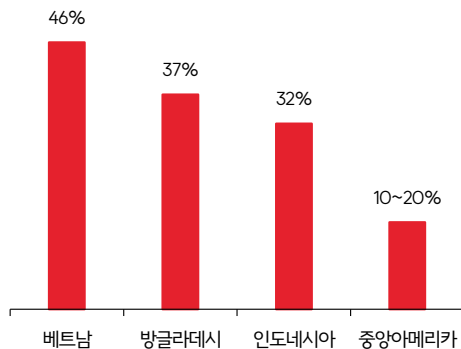
**OEM 주가는 미국 관세 충격으로
변동성이 높았음**

미국의 관세 정책은 ① 물가 상승으로 인한 미국 소비 타격, ② 고객사의 관세부담 전가 두 가지 측면에서 OEM 사업에 매우 중요한 변수다. 따라서 OEM 기업들의 상반기 주가 흐름은 미국의 관세 정책에 따라 극심한 변동성을 보였다.

**예상보다 관세율이 너무 높았던
것이 문제**

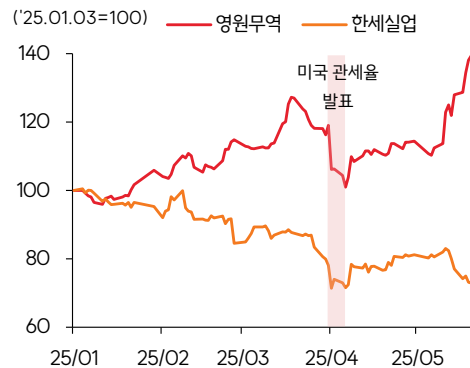
4월 2일 발표된 관세 정책의 충격은 4월 3일 우리나라 주식시장에 반영되었는데, 이 날 영원무역의 주가는 10.8%, 한세실업은 8.5% 하락했다. 이러한 주가 변동성이 나타난 이유는 시장의 예상보다 관세의 적용 범위가 광범위했고, 관세율이 높았기 때문이다. 영원무역은 베트남, 방글라데시가 주력 생산 국가이며, 한세실업은 베트남, 인도네시아, 중미지역에 주로 물건을 생산하고 있는데, 미국은 베트남에 46%, 방글라데시에 37%, 인도네시아에 32%, 중미지역에 10~20%의 높은 관세율을 부과했다. 이후 4월 9일 곧바로 상호관세의 적용이 90일간 유예되면서 주가 변동성은 다시 감소했다.

주요 OEM 생산국가별 미국의 추가 관세율



자료: 백악관, SK 증권

관세 발표 직후 OEM 주가 급락

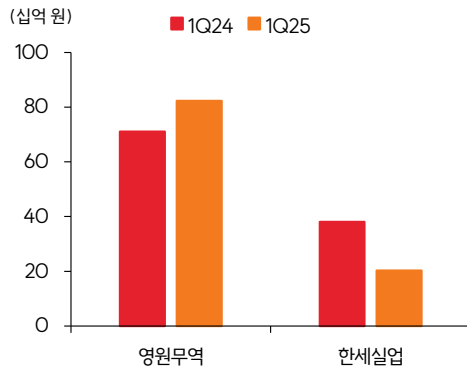


자료: Quantiwise, SK 증권

**관세 유예 이후에는 실적으로
OEM 주가 움직임이 엇갈림**

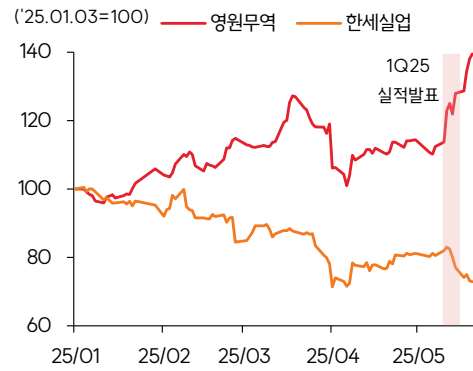
이후 주가는 1분기 실적을 반영해췌는데, 영원무역이 한세실업 대비 OEM 부문의 실적과 주가 모두 아웃퍼폼했다. 1분기 OEM 부문의 달러 기준 봉제 매출 성장률은 영원무역이 +5.4%, 한세실업이 +1.0% 기록했으며, OEM 부문의 영업이익은 영원무역 +27.5%, 한세실업 -46.8% 기록했다. 영원무역의 경우 아크테릭스, 롤루레몬 등 성장 브랜드의 오더를 기반으로 매출액이 성장했고, 추가적인 비용 상승이 제한적이었다. 반면 한세실업은 특정 고객사향 매출 볼륨이 감소했고, 선제적인 케파 확장에 따른 인건비 증가 부담이 작용해 당사 추정치 대비 감익 폭이 컸다.

영원무역과 한세실업의 1분기 영업이익



자료: Quantiwise, SK 증권

1Q25 실적발표 이후 두 기업의 주가 괴리가 확대



자료: Quantiwise, SK 증권

25년 하반기 전망: 중국 소비 회복과 관세 불확실성 지속

중국 정부의 소비 부양 의지가 더욱 강해질 것

중국은 소비 회복을 위한
총력전을 펼치는 중

중국 정부는 '24년 4월 발표한 '이구환신' 정책을 시작으로 여러 소비 부양을 위한 정책들을 발표 및 시행하고 있다. 이구환신 정책처럼 보조금을 지급해 소비를 직접적으로 부양하는 것뿐만 아니라 LPR 금리 인하와 같은 통화정책도 실시하고 있으며, '자산 가격 안정화'와 '소득 증가' 통해 내수 소비를 구조적으로 개선시키는 정책들을 내놓고 있다.

관세로 수출 주도 성장이
어려워진 중국은 하반기에 소비
부양에 더 적극적으로 나설 것

하반기에도 소비를 부양하려는 중국 정부의 의지는 더 강해질 것으로 본다. 미국이 중국에 관세를 부과하면서 중국의 수출에 타격이 예상되기 때문이다. 따라서 중국 정부는 '25년 양회에서 제시한 경제성장률 5%를 달성하기 위해서 앞으로도 내수 소비를 부양하기 위한 정책에 더욱 강한 드라이브를 걸 것으로 전망한다.

하반기에도 중국 소비주 투자 유효

하반기에도 중국 소비주 투자
모멘텀 유효할 것

따라서 하반기에도 의류 산업에서 '중국 소비 회복'이라는 투자 아이디어는 계속해서 유효할 것으로 전망한다. 의류 산업에서 중국 내수 소비와 관련된 종목은 F&F, 감성코퍼레이션, 젝시믹스, 힐라홀딩스가 있다. 이 중에서 당사가 커버중인 기업인 F&F, 감성코퍼레이션, 힐라홀딩스인데, 중국 내수 소비와 관련해 주목해볼 만한 종목으로는 F&F와 감성코퍼레이션을 제시한다.

중국 소비 관련주로 F&F와
감성코퍼레이션을 주목

힐라홀딩스는 상대적으로 중국과 관련된 실적의 기여도가 낮기 때문에 제외했다. 감성코퍼레이션도 중국의 실적 기여도는 낮다. 하지만 중국 진출을 앞두고 있는 상황이기 때문에 주가가 중국의 소비 회복에 모멘텀을 받을 만한 상황이라고 판단하고, 최근 중국에서 잘 팔리는 아웃도어 장르의 브랜드를 운영하고 있어 추천 종목으로 제시한다.

두 종목 모두 중국 소비
관련주이지만 관점은 다르다

F&F와 감성코퍼레이션 똑같이 중국 소비 관련주이지만 투자의 관점에서 두 기업을 바라보는 시선은 상이하다. 우선 F&F는 '한국 내수 실적 방어', 'MLB 중국 부문의 실적 성장성', 'Discovery의 확장 여력'이 핵심 관전포인트가 될 것이다. 한편 감성코퍼레이션의 관전포인트는 스노우피크 어패럴의 '한국 내수 시장에서의 성장'과 '중국 신규 진출'이다. 두 기업 모두 브랜드가 중국에 신규로 진출하는 모멘텀이 있지만,

① 기존 내수 사업의 성장성, ② 중국 매출 노출도에 있어 차이가 존재한다. 기존 내수 사업의 성장성은 삼성코퍼레이션이 F&F 에 비해 높지만, 중국 매출 노출도는 F&F 가 훨씬 크다.

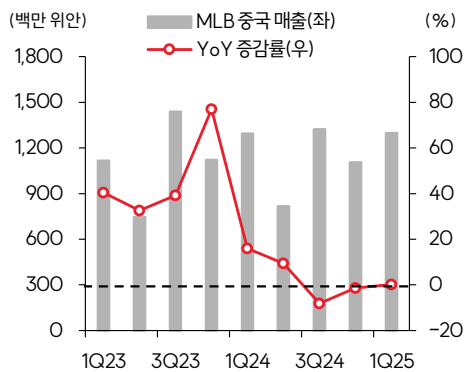
하반기에 두 종목 모두 매수를 추천. 삼성코퍼레이션의 단기 주가 부담을 고려해 F&F 를 탑픽으로 제시

결론적으로 두 기업 모두 하반기에 중국 소비 관련 종목의 관점에서 매수를 추천한다. 다만 본 보고서에서는 F&F 를 하반기 섹터 Top-Pick 으로 제시했다. 그 이유는 ① 삼성코퍼레이션의 경우 중국 진출 모멘텀이 이미 주가에 한 번 크게 반영되었다는 점, ② 그에 비해 아직 삼성코퍼레이션의 세부적인 중국 진출 전략과 타임라인이 나오지 않았다는 점, ③ 그래서 단기적으로 주가 부담이 존재한다는 점을 고려했다.

F&F: MLB 기준점 매출 성장 및 Discovery 중국 진출이 핵심

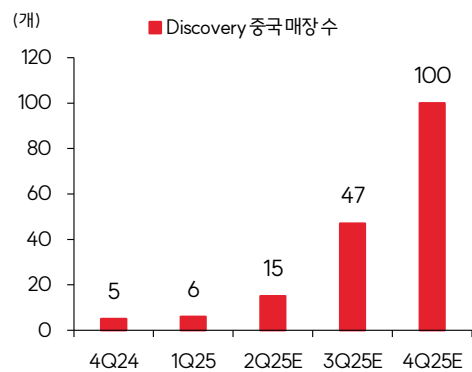
먼저 F&F 의 경우 '24 년 MLB 브랜드의 중국 매출액이 45.4 억 위안(원화 기준 8,579 억 원)을 기록했는데, '25 년 매출액은 46.0 억 위안(원화 기준 9,036 억 원) 기록해 위안화 기준 +1.3%, 원화 기준 +5.3% 성장할 것으로 전망한다. 연말까지 점포 수 확장보다 기존 매장 효율화를 통해 점포당 매출을 성장시키는 질적 성장 전략을 지속할 것이다. 여기에 연말까지 Discovery 매장 100 개 출점을 목표로 하고 있다. 겨울 시즌을 앞둔 하반기부터 출점이 본격적으로 이루어질 전망이다. 올해가 본격적인 브랜드를 전개한 첫 해인 점을 감안하면 '25 년 실적 기여도는 약 110 억 원으로 크지는 않을 것이며, '26 년부터 유의미한 실적 기여 효과가 가능할 것이다.

MLB 중국 매출(위안화 기준) 추이



자료: Quantwise, SK 증권

Discovery 중국 매장 수 추이 및 추정치



자료: F&F, SK 증권

삼성코퍼레이션: 중국 진출 전략과 타임라인과 같은 내러티브 요소가 단기적 관련 포인트

삼성코퍼레이션의 경우 단기적으로는 세부적인 중국 진출 전략과 타임라인이 향후 주가의 핵심 동인이 될 것이다. 국내 브랜드가 중국에 진출했던 과거 사례에 비추어 봤을 때, 중국 진출 모멘텀이 만들어내는 주가의 단기적인 상승폭은 ① 중국 사업의 비즈니스 모델(로열티, 홀세일, 직접 리테일 등), ② 현지 유통사를 끼고 진출한 경우 그 유통사의 중국 내 규모와 영향력, ③ 오프라인 출점 수 목표치처럼 내러티브

적인 요소에 큰 영향을 받았다. 진출 이후 중장기적인 주가 흐름은 당연히게도 출점 목표치가 얼마나 잘 이행되었는지, 점포당 매출이 잘 나오는지와 같이 브랜드의 현지 확장성을 파악할 수 있는 숫자적인 요소에 의해 결정되었다.

내러티브에 기반한 지나친 실적 낙관은 경계할 필요가 있다

감성코퍼레이션은 이제 본격적인 중국 진출을 막 시작하는 단계이다. 통상적으로 진출 확정 이후 매장을 깔고 매출이 유의미하게 발생하기까지 시차가 존재하기 때문에 하반기에 유효한 투자 접근은 내러티브에 기반한 투자라고 생각한다. 아직 세부적인 진출 방식과 타임라인이 확정되지 않았기 때문에 내러티브가 얼마나 매력적일지 평가하긴 이르다. 과거 F&F, 신세계인터내셔널, 잭시믹스 등 다른 중국 진출 사례에서 중국 모멘텀이 가시화될 경우 중국 모멘텀 반영 전과 비교해서 50%의 밸류에이션 멀티플 할증 요인으로 작용했다는 점을 참고해볼 수 있다. 다만 이미 내러티브가 반영 중인 주가이기에 중국 실적에 대한 지나치게 낙관적인 가정은 경계할 필요가 있다.

OEM은 관세의 실적 영향 매우 불확실

하반기 OEM의 운명은 상호관세 협상에 달려있다

OEM은 하반기에 미국의 관세와 관련한 문제가 어떻게 진행되는지에 따라 실적과 주가의 변동성이 매우 클 것으로 전망한다. 관세가 OEM 실적에 영향을 미치는 경로는 ① 인플레이션으로 인한 미국 의류 소비 둔화, ② 바이어 → OEM 관세 부담 전가(OEM의 P 하락)이다. 그리고 이러한 영향의 크기를 결정하는 핵심 변수는 ① 핵심 생산국가와 미국 간 관세 협상 결과, ② 관세 협상 결과에 따른 OEM 기업과 바이어 간 가격과 물량 협상이 될 것이다.

결국 관세율은 의미있게 낮아지겠지만 그렇지 않을 경우의 주가와 실적의 다운사이드 리스크가 너무 큰 것이 문제

현재는 상호관세 시행이 90일 유예되어 보편관세 10%만 적용되고 있으며, 미국과의 관세 협상이 진행 중이다. ① 미국이 각 국가의 수출 산업에서 매우 중요한 국가이고, ② 수출이 국가들의 GDP의 상당 부분을 차지하고 있으며, ③ 미국과의 관세 협상에 적극적으로 나서고 있다는 점을 고려하면 결국은 관세율이 낮아질 것이라고 전망한다. 다만 워낙 발표된 관세율이 높기 때문에 낮은 가능성이라도 관세율이 의미 있게 감소되지 않을 경우에 투자자가 부담해야하는 리스크가 너무 크다. 따라서 의류 산업 내에서 OEM에 대한 투자의견 '중립'을 제시한다.

관세가 확정되어도 실적에 얼마만큼의 영향을 줄지 추정에 불확실한 요소가 너무 많다

관세 협상이 아직 진행 중이라는 점을 제외해도, 관세가 각 기업의 실적에 얼마나 영향을 줄 지도 매우 불확실하다. 우선 영원무역과 한세실업 모두 수십 개의 브랜드를 바이어로 두고 있다. 당사가 파악한 바로는 바이어마다 요구하는 협상 조건이 다양한 것으로 보인다. 관세 부담을 직접 떠안고 가려는 고객사가 있는 한편, 가격 인

하를 요구하는 고객사, 가격을 인하하는 대신 물량을 더 주려는 고객사 등 다양한 조건으로 협상이 진행 중이다. 그마저도 OEM 과 협상이 현재 진행 중인 고객사에 해당하는 내용이다. 각 국가의 무역 협상 결과가 나온 뒤 오더 조건을 협의하려고 관망 중인 고객사도 여럿 있는 것으로 파악한다.

시나리오별로 분석한 관세의 OEM 실적 영향력

따라서 관세가 실적에 미칠 영향은 여러 가정 위에 세운 시나리오를 바탕으로 추정할 수밖에 없다. 당사는 ① 국가별 관세율, ② 국가별 OEM 매출 비중, ③ 고객사와 OEM의 관세 부담 방식, ④ OEM의 미국향 매출 비중을 고려해 예상되는 관세 영향을 분석했으며, 그 결과는 아래 표로 정리했다. 결론적으로 관세와 관련한 실적의 민감도가 상대적으로 낮은 영원무역이 투자 관점에서 상대적으로 매력적이다.

OEM 지역별 생산 또는 매출 비중과 미국향 매출 비중						
기업	'24년 지역별 생산 또는 매출 비중					'24년 OEM의 미국향 매출 비중
	베트남	방글라데시	인도네시아	중남아메리카	기타	
영원무역	30.8	61.2	-	-	8	45%
한세실업	39.2	-	17.7	43.1	-	96.0%

자료: 각 기업, SK 증권

주: 영원무역은 매출 비중, 한세실업은 생산량(PCS) 비중임

지역별 관세율 시나리오					
	지역별 최종 추가 관세율				
	베트남	방글라데시	인도네시아	중남아메리카	기타
시나리오 #1	10%	10%	10%	10%	10%
시나리오 #2	22%	19%	17%	12%	10%
시나리오 #3	46%	37%	32%	15%	10%

자료: SK 증권

시나리오별 OEM 영업이익 영향				
	최종 관세율	관세 부담 방식	연간 영업이익 영향 (백만 원)	
			영원무역	한세실업
시나리오 #1	보편관세율 10%	바이어와 OEM이 5:5 부담	53,162	82,835
시나리오 #2	보편관세율 10% 상호관세율 2/3 감소	바이어와 OEM이 5:5 부담	102,092	138,503
시나리오 #3	보편관세율 10% 상호관세율 그대로 적용	OEM이 100% 부담	399,903	499,676

자료: SK 증권

내수는 중국인 관광객 증가의 효과를 기대

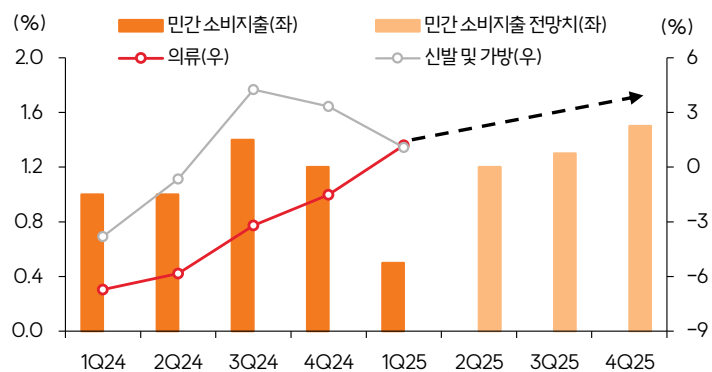
내수 소비는 상반기 대비
하반기에 개선될 것

한국은행은 내수 민간소비지출은 상반기에 +1.0%, 하반기에 +1.7% 성장해 상반기 대비 하반기에 소비 업황이 나아질 것으로 전망하고 있다. 기준금리 인하 전망과 6월 조기대선을 기점으로 정치적 불안정성이 해소된다는 점도 상반기 대비 하반기 의류 소비 업황 강세를 보는 근거다.

내수 의류 소비 데이터도 회복세

내수 의류 소매판매의 증가율은 작년 1분기 -6.7%에서 시작해 올해 1분기 +1.2%로 회복 중이다. 따라서 내수 의류 소비 업황이 바닥을 지나 회복기에 접어든 것으로 판단한다. 올해 하반기에 민간 소비지출이 소폭이나마 개선될 것으로 전망되기에 의류 소비 업황도 하반기에 회복세를 지속할 것으로 전망한다.

민간소비지출 회복 전망에 따라 의류 소비도 하반기에 회복할 것

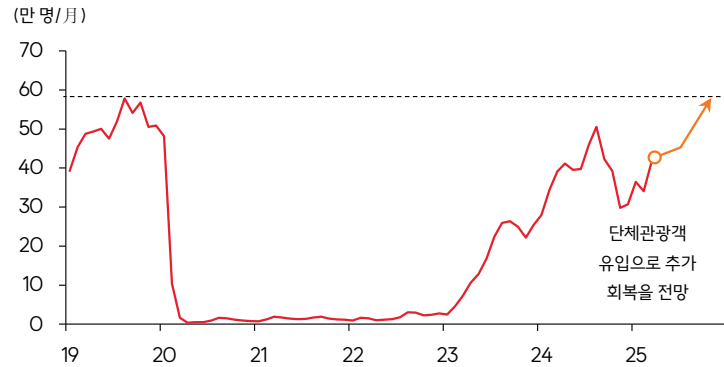


자료: 한국은행, Bloomberg, KOSIS, SK 증권

중국 단체 관광 증가도 모멘텀

한편 단순 업황을 떠나 내수 의류 소비 관점에서 하반기에 기대할 만한 포인트는 '중국 단체 관광 증가'다. 하반기부터 중국 단체관광객 비자 면제가 한시적으로 시행되며, 이에 따라 중국인 단체관광객의 한국 방문객 수 증가 → 브랜드의 면세채널 매출 증가를 기대해볼 수 있다.

방한 중국인 관광객 수 추이



자료: 한국관광공사, SK 증권

단체관광 관련 종목으로 F&F, 신세계인터내셔널, 미스트홀딩스 제시

당사가 커버 중인 기업에서 ① 중국에서 유의미하게 브랜드를 전개 중이면서, ② 면세점에 입점한 브랜드는 F&F 의 'MLB'와 신세계인터내셔널의 '비디비치', 미스트홀딩스의 '힐라'이며, 이들의 경우 하반기 중국 단체관광 재개 모멘텀을 받을 만하다. 다만 유의미한 실적 기여가 있을지에 대해서는 회의적인 시각을 제시한다. 위 브랜드들의 면세 매출이 '24 년 전사 매출에서 차지하는 비중이 MLB 의 경우 6.5%, 나머지의 경우 낮은 자릿수로 추정되어 유의미하지 않기 때문이다. 따라서 투자センチ먼트 개선에 따른 멀티플 상승 정도는 기대해볼 만하다.

Top Picks: F&F

중국, 내수 소비 회복과 Discovery 중국 진출 모멘텀

하반기에도 중국 소비 회복
모멘텀 유효할 것

중국 정부는 작년부터 소비 회복을 위한 부양책들을 시행해왔고, 중국 의류 소비도 작년 말부터 악화일로의 궤적에서 회복하는 흐름을 보이고 있다. 미국의 관세 조치로 중국의 수출에 타격이 예상되는 만큼, 중국 정부는 하반기에도 소비 회복에 강한 정책적 드라이브를 걸 것으로 전망한다.

중국 매출 노출도가 큰 MLB
브랜드 보유

동사의 MLB 브랜드의 중국 매출은 작년 한 해 약 8,500 억 원을 기록했으며 전사 연결 매출 중 약 45%를 차지한다. 의류 섹터 내에서 중국 매출 비중이 가장 크기 때문에 중국 소비 회복과의 연결고리가 강하다. 따라서 중국 소비 회복에 대한 기대감이 더욱 높아지는 환경 속에서 F&F 에 대한 시장의 투자センチ먼트도 긍정적인 영향을 받을 것으로 전망한다. 또한 부차적이긴 하나, 중국 단체관광객의 무비자 입국 허용 조치와 관련해 동사의 MLB 면세 매출 증가를 기대해볼 수 있다는 점도 기대해볼 수 있다.

Discovery 가 하반기부터 중국에
본격적으로 진출하는 것도
투자포인트

하반기에 Discovery 의 중국 진출이 본격화된다는 점도 투자 포인트다. 동사는 연내 Discovery 매장 100 개를 중국에 오픈하는 것으로 목표로 하고 있으며, 겨울 아우터가 주요 제품 카테고리인 브랜드의 특성상, 겨울을 앞두고 올해 하반기부터 본격적으로 오프라인 매장을 오픈할 계획이다. 이러한 '중국과 한국 내수 부양' 및 'Discovery 중국 진출 모멘텀'을 근거로 F&F 를 하반기 의류 섹터 Top-Pick 으로 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	-	1,809	1,978	1,896	1,903	2,038
영업이익	십억원	-	525	552	451	435	463
순이익(지배주주)	십억원	-	442	425	360	358	383
EPS	원	-	11,532	11,096	9,408	9,357	10,005
PER	배	-	12.5	8.0	5.8	7.8	7.3
PBR	배	-	5.9	2.6	1.3	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	-	9.4	5.5	4.2	5.6	5.1
ROE	%	-	60.4	38.4	25.3	21.1	19.3

제약/바이오

하반기 전망

이제는 본질적 가치에 주목해야 할 때

제약/바이오. 이선경



제약/바이오 비중확대(유지)

이제는 본질적 가치에 주목해야 할 때

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 측면에서의 긍정적인 성과다.

25 년 상반기에는 이 두가지 요소 모두에서 긍정적인 결과를 보여줬으나 관세, 약가 인하, FDA 정책 변화 등 정책적 불확실성이 지속됨에 따라 상승 반전을 이끌기에는 역부족이었다. 신약개발 성과 보다는 불확실성에 따른 리스크에 더욱 민감하게 반응하면서 투심은 악화되었고 변동성 또한 확대되었다.

미국 내 제약/바이오 관련 정책은 현재 투자심리 악화의 주요 요인으로 작용하고 있으나 향후 구체적인 방향성과 내용이 확인될 경우, 과도하게 선반영된 리스크가 해소되며 주가 반등으로 이어질 가능성이 있다고 판단된다. 바이오텍의 경우, 정책적 불확실성과 무관하게 경쟁력 있는 기업에 대해서는 M&A 및 기술이전 기대감이 작용할 수 있어, 투자자들의 바이오 섹터를 향한 관심은 지속될 수 있다고 판단된다.

25 년 가장 주목해야 할 분야는 1)ADC, 2)비만, 3)CNS 치료제로 1)ADC 는 엔허투를 이을 부작용 개선 차세대 ADC 개발 중심으로, 2)비만은 요요 해결, 낮은 가격, 장기 안전성, 복용 편의성 개선 중심으로 3)CNS 치료제의 경우 효능 증진 및 부작용 완화 해결을 위한 전달 효율 극대화 기술 및 신규 타겟 중심으로 주목할 필요가 있다.

Analyst 이선경

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

25년 상반기 리뷰: 국내 바이오텍의 글로벌 기술이전 성과 부각

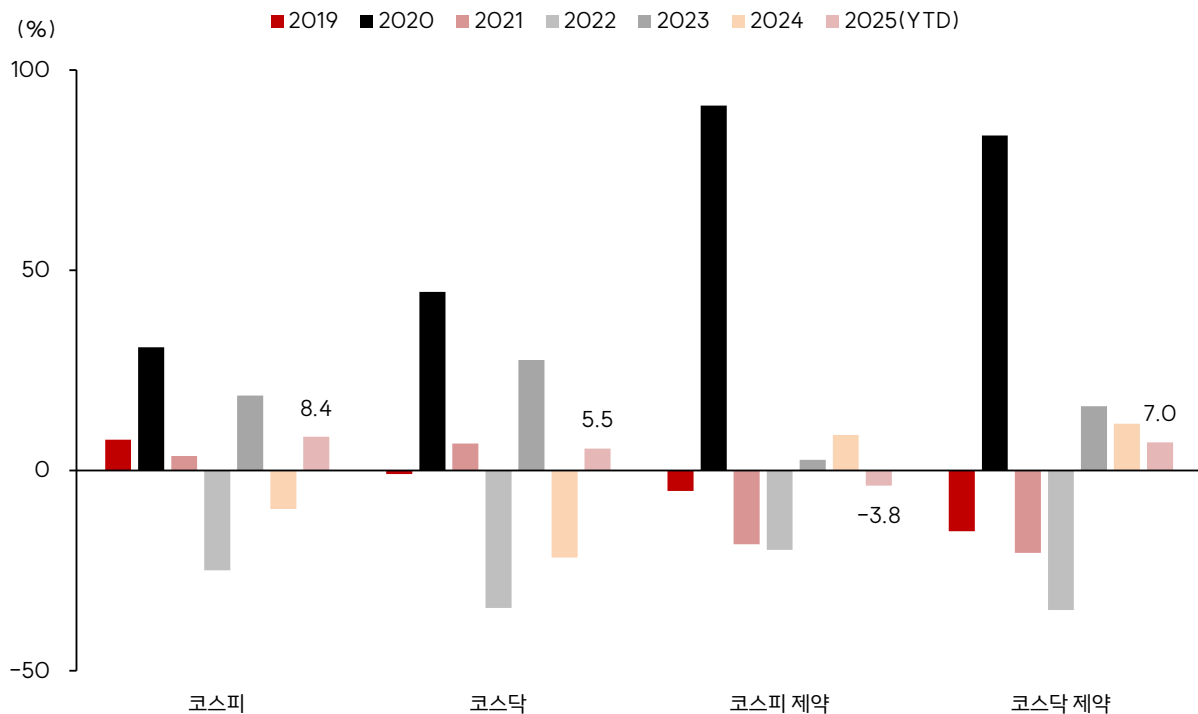
빅파마들의 재정적 불확실성에도 불구하고, 기술이전 수요 증가

관세, 약가 인하, FDA 정책 변화 등 미국 내 정책적인 불확실성이 지속됨에 따라 코스피 제약 지수는 코스피 지수 대비 12.2%p 하회했다.

국내 기업들의 글로벌 빅파마와의
기술이전 성과 부각으로
바이오텍에 대한 시장 관심 지속

반면, 빅파마들의 재정적 불확실성에도 불구하고 글로벌 기술이전 수요는 지속되고 있으며 1)일라이 일리에 9,117 억원 규모로 기술 이전한 올릭스, 2)아스트라제네카에 2 조원 규모로 기술 이전한 알테오젠, 3)GSK 에 4 조원 규모로 기술 이전한 에이비엘바이오 등 국내 바이오텍들의 글로벌 기술 이전 성과 가시화로 코스닥 제약 지수는 코스닥 지수대비 1.5%p 상회했다.

국내 제약/바이오 섹터 연도별 수익률



자료: Bloomberg, SK 증권

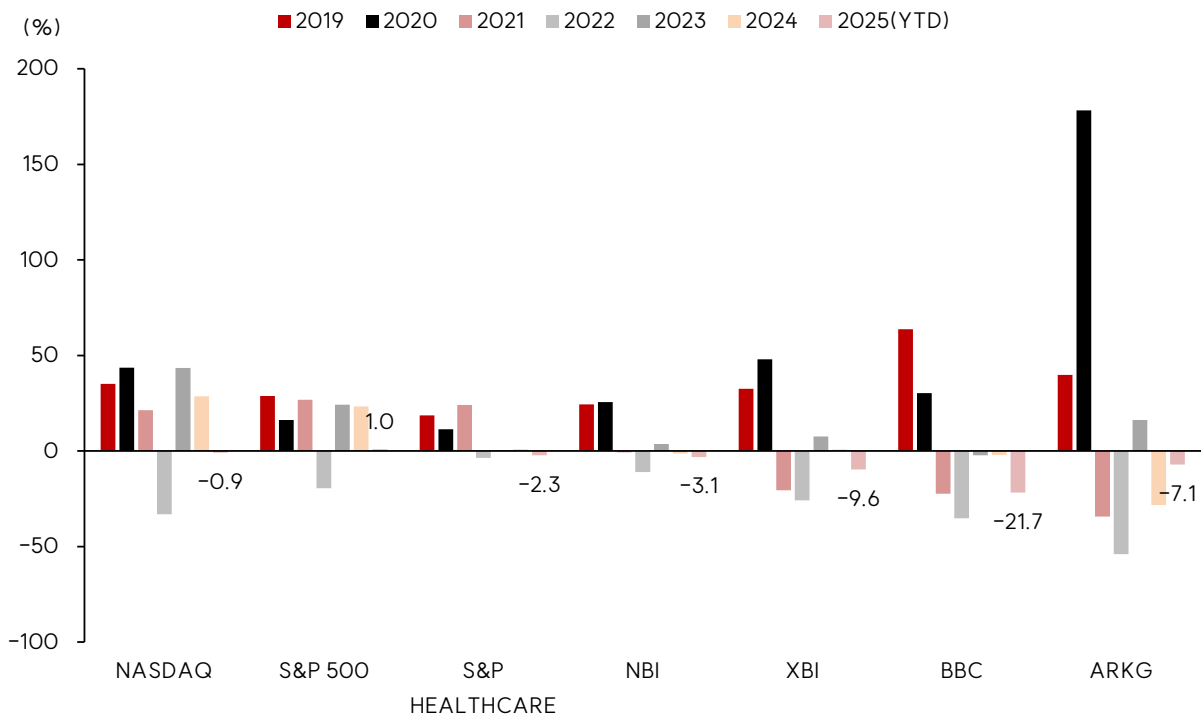
정책적 불확실성으로 미국 내 투심 약화 지속

신약개발 열기 지속,
R&D 개발 성과 부각되고 있으나
정책적 불확실성으로 투심은 약화

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 측면에서의 긍정적인 성과다.

25 년 상반기에는 이 두가지 요소 모두에서 긍정적인 결과를 보여줬으나 관세, 약가 인하, FDA 정책 변화 등 정책적 불확실성이 지속됨에 따라 상승 반전을 이끌기에는 역부족이었다. 신약개발 성과 보다는 불확실성에 따른 리스크에 더욱 민감하게 반응하면서 투심은 약화되었고 변동성 또한 확대되었다. 25 년 상반기 NBI(NASDAQ Biotechnology Index)는 NASDAQ 지수 대비 2.2%p 하회, XBI(SPDR S&P Biotech ETF)는 S&P 500 지수대비 10.6%p 하회 했다.

미국 제약/바이오 섹터 연도별 수익률



자료: Bloomberg, SK 증권

25년 하반기: 불확실성 해소에 상승 반전 기대

정책적 리스크의 과도한 선반영, 불확실성 해소에 따른 상승 반전 가능성 주목

빅파마의 수익성 악화 이슈로
M&A 및 기술이전은 선택이 아닌 필수
>>바이오텍 기회요인 확대 기대

트럼프 행정부가 약가 인하 및 관세에 대해 강경한 입장을 고수하면서 관련 정책 리스크가 현재 주가에 과도하게 선반영 되는 등 헬스케어 섹터 전반에 부정적인 영향을 미치고 있는 상황이다.

다만, 관세에 따른 약가 인상 가능성에 대한 비판 여론이 확산되고 있는 상황에서 빅파마의 미국 내 생산 시설 투자 선언이 트럼프 행정부의 의약품 관세 관철 의지를 누그러뜨릴 수 있으며, 미국 의약품 산업을 위협하고 있는 중국과 아일랜드의 경우 생물보안법과 법인세 강화 정책 등 선택적 대응이 이뤄질 수 있음에 주목해야 한다.

약가 인하의 경우, MFN(Most Favored Nation, 최혜국 대우) 정책 도입 추진, CMS(Centers for Medicare & Medicaid Services) 약가 협상 가이드라인 초안 발표로 특허 절벽 이슈에 직면한 빅파마의 수익성 악화가 가속화될 것이라는 우려가 존재, 단기내 수익성 악화 이슈를 해결하기는 어려운 상황이다.

다만, 중장기적 측면에서 수익성 악화를 해결하기 위해 빅파마의 M&A 및 기술 도입은 선택이 아닌 필수인 상황, 빅파마의 수익성 악화가 바이오텍의 기술이전 기회요인 확대에 이어질 수 있음에 주목해야 한다. 특히, 대내외적 불확실성 확대에 따른 투심 위축으로 바이오텍의 자금난은 장기화되고 있는 상황, 바이오텍의 낮아진 밸류에이션은 M&A 및 기술이전 추진에 있어서 긍정적 요인으로 작용할 수 있다고 판단된다.

미국 내 제약/바이오 관련 정책은 현재 투자심리 악화의 주요 요인으로 작용하고 있으나 향후 구체적인 방향성과 내용이 확인될 경우, 과도하게 선반영된 리스크가 해소되며 주가 반등으로 이어질 가능성도 있다고 판단된다. 바이오텍의 경우, 정책적 불확실성과 무관하게 경쟁력 있는 기업에 대해서는 M&A 및 기술이전 기대감이 작용할 수 있어, 투자자들의 바이오 섹터를 향한 관심은 지속될 수 있다고 판단된다.

25년 하반기, ADC/비만/CNS 주목

ADC 열기 지속
부작용 개선 차세대 ADC 주목
: 리가캠바이오, 인투셀, 셀트리온

25년 하반기 가장 주목해야 할 분야는 1)ADC, 2)비만, 3)CNS 치료제로 1)ADC의 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 리가캠바이오를 주목할 필요가 있다.

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

2)35 년 비만 인구가 40 억명으로 증가할 것으로 예상되는 가운데 현재 10%내외의 환자만이 비만약을 처방받고 있는 실정이며, 높은 가격, 요요, 부작용 이슈, 편의성 해결 등 아직 비만 치료제 개발의 Unmet Medical Need 는 높은 상황, 따라서 해당 문제점을 해결한 기업 중심으로 주목도가 집중될 것이라 판단한다. 특히, 하반기 미국 당뇨병 학회, 내분비 학회, 비만 학회 등 다양한 R&D 이벤트가 존재 비만 치료제 개발에 대한 관심은 지속될 것으로 판단되며, 이와 관련 한미약품을 주목할 필요가 있다. 한미약품은 아직은 임상 초기 연구 단계로 주목도는 낮은 상황이나 글로벌 비만 치료제의 트렌드인 비인크레틴 계열 및 요요 개선에 초점을 맞추고 있는 만큼 임상 결과 발표를 주시할 필요가 있다.

기존 알츠하이머 치료제의 한계를
극복하기 위한 도전 본격화
: 에이비엘바이오

3)4 월 AD/PD 학회 전후로 CNS 관련 플랫폼 기술이전이 급증, 시판 허가된 알츠하이머 치료제의 한계를 극복하기 위한 후발주자들의 도전이 본격화된 가운데 효능 증진 및 부작용 완화를 해결하기 위한 방법으로 BBB 내 전달 효율을 극대화할 수 있는 플랫폼을 보유한 에이비엘바이오를 주목할 필요가 있다. 사노피로 기술이전한 파이프라인의 임상 1 상이 올해 중순 완료될 것으로 예상, 임상에서의 경쟁력을 입증한다면 동사의 플랫폼 기술에 대한 주목도는 높아 질 수 있다고 판단된다.

Top Pick: 한미약품

실적 개선과 비만 파이프라인 주목

지난 1년간 지속되었던 경영권 분쟁이 종결되면서, 동사에 대한 실적 개선 기대치와 주목도가 높은 상황이다. 지난 1분기 실적은 다소 아쉬울 수 있으나 경영 정상화 초기 국면에 진입한 점을 고려한다면 향후 실적 개선 가능성은 높다고 판단된다.

1) 6월 ADA 학회에서 LA-GLP-1/GIP/GCG Triple Agonist의 임상 1상 결과 발표, 2) 근손실 감소 최소화를 목표로 하는 차세대 비만치료제 Urocortin 2 Analog의 하반기 임상 진입, 3) MSD로 기술이전한 MASH 치료제인 Dual Agonist의 연말 임상 종료 등 동사의 미래 성장 동력인 R&D 파이프라인 중 시장에서 주목도가 높은 비만/대사 파이프라인들의 R&D 모멘텀이 다수 존재하는 만큼 25년은 실적 개선뿐 아니라 R&D 행보에 주목할 필요가 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	1,332	1,491	1,496	1,613	1,693	1,811
영업이익	십억원	158	221	216	238	254	276
순이익(지배주주)	십억원	83	146	121	181	193	232
EPS	원	6,463	11,415	9,470	14,130	15,080	18,074
PER	배	45.2	30.9	29.6	20.4	19.1	16.0
PBR	배	4.1	4.5	3.2	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	배	16.7	15.3	12.9	9.9	9.1	8.1
ROE	%	9.9	16.0	11.9	15.5	14.4	15.1

Top Pick: 리가켄바이오

리가켄의 진화는 계속된다

ADC 의 개발 열기가 지속되고 있는 가운데 동사는 암젠, 안센, 오노제약 등 다수의 글로벌 제약사와의 연이은 기술이전 계약으로 시장에서의 관심이 집중되었다. 다만 동사의 플랫폼 경쟁력이 다수의 기술이전을 통해 입증된 만큼 이제는 기술이전 이벤트 보다는 동사가 개발한 파이프라인 및 플랫폼 본연의 가치, 이를 통해 중장기적으로 성장할 수 있는 잠재적인 가치에 주목할 시점이라고 판단된다.

동사는 지난 AACR 에서 차세대 페이로드로 접근이 가능한 STING Agonist 의 비 임상 결과를 발표했다. STING Agonist 는 키트루다 보다 더 큰 잠재적 수요를 갖는 Cold Tumor 공략의 가장 유망한 타겟으로 현존하는 STING Agonist 약물 중 가장 탁월한 데이터 및 STING 의 성공 요건을 모두 만족하는 놀라운 데이터를 발표함에 따라 미래 성장을 견인할 동사의 핵심 자산이 될 수 있다고 판단된다. 해당 파이프라인은 ADC 의 페이로드, 면역항암제와의 병용요법 등 항암 치료제 시장에서 다양한 접근이 가능한 만큼 임상 진입에 따른 가치 상승 모멘텀 및 대규모 기술이전 가능성이 높다고 판단된다.

시장에서 주목하고 있는 플랫폼 기술이전은 현재 순항 중이며, 17 억 달러에 안센으로 기술이전한 LCB84(Trop-2 ADC)의 하반기 임상 1 상 완료에 따른 임상 2 상 진입 및 옵션 권리 행사에 따른 마일스톤 유입 가능성 등 동사의 가치 상승에 긍정적인 모멘텀이 다수 존재한다는 점도 매력적이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	33	34	125	228	270	320
영업이익	십억원	-50	-81	-28	67	105	-458
순이익(지배주주)	십억원	-45	-74	10	145	183	-438
EPS	원	-1,630	-2,593	277	3,964	5,010	-11,965
PER	배	-26.3	-25.1	394.0	26.5	21.0	-8.8
PBR	배	5.4	12.1	6.3	4.9	4.0	7.3
EV/EBITDA	배	-20.2	-22.2	-130.0	40.4	25.3	-7.0
ROE	%	-20.5	-40.1	2.6	20.6	21.1	-59.0

유틸리티/신재생에너지

하반기 전망

유틸리티, 신재생 하반기 전망

유틸리티/신재생에너지. 나민식



유틸리티/신재생에너지 비중확대 (상향)

1. 에너지 3 법 통과 → 한국 신재생에너지/전력기기 수혜

전력망 확충법, 해상풍력법, 고준위 방폐장법을 포함한 에너지 3 법이 국회에서 통과되면서 전력/신재생에너지 산업이 변곡점을 맞이했다. 이 법안은 단순한 규제 완화에서 끝나지 않고 전력기기/전선 산업에 수혜까지 이어질 것이다. 또한 해상풍력 인허가 간소화로 SK 이터닉스, 대명에너지와 같은 풍력 발전 개발업체(developer) 수혜까지 기대된다. 장기적인 산업 변화를 주도할 수 있는 핵심 기업에 대한 선별적인 접근이 필요한 시점이다.

육지에 송전탑 건설이 어려운 상황에서 해결방법으로 HVDC 가 선택될 가능성이 높아졌다. 전력망확충법은 단순히 주민의견을 무시하고 강제로 토지를 수용하겠다는 법안이 아니다. 때문에 장거리 해저케이블로 활용가능한 HVDC 가 기술적인 해결 방법이 될 수 있다. LS 그룹은 HVDC 시스템에 필요한 제조, 설치, 유지보수까지 수직계열화에 성공했다. (1) LS 전선/LS 에코에너지는 초고압 케이블을 제조하며 (2) LS 일렉트릭은 HVDC 변환소에 필요한 전력기자재를 생산한다 (3) 마지막으로 LS 마린솔루션은 해저케이블 설치에 필요한 특수목적선박(포설선)을 운용한다.

HVDC 개념 및 LS 그룹 수직계열화 현황



자료: 산업부, SK 증권

(1) 전력망 확충법

「전력망 특별법」의 핵심 내용은 송변전 인프라의 신속한 건설을 위해서 국가주도 지원체계를 마련함에 있다. 1978 년에 제정된 현행 「전원개발촉진법」에 따라서 한국전력이 주도해서 송배전망을 확충하는 방식은 한계가 있어서 특별법을 마련했다.

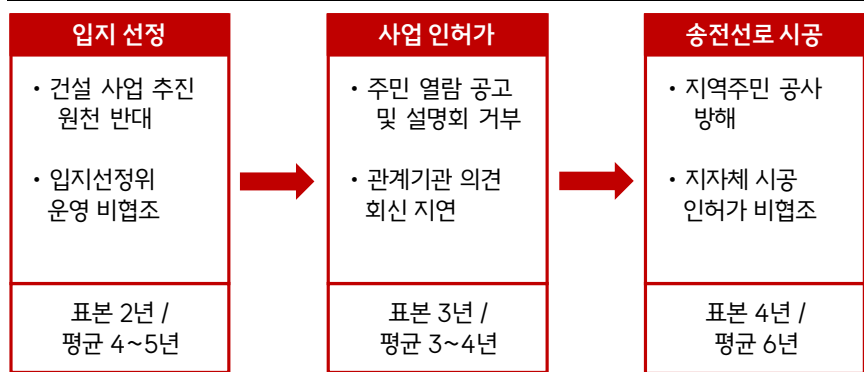
「전원개발촉진법」에는 송전망 개발에 필요한 토지를 수용한다는 조항이 있다. 법률이 제정된 1980~90 년대는 한국의 고도성장을 뒷받침하기 위해서 빠른 전력인프라 건설이 중요했다. 그러나 2000년대 이후부터는 사유재산권 침해 문제가 발생하면서 송배전망 건설이 지연되었다. 밀양 송전선로 및 고덕-서안성 송전선로 지연이 대표적인 사례다.

송전설비 지연 사례

사업명	건설목표	준공시기	지연기간
500kV 동해안-신가평 HVDC (신한울 NP)	2019년 12월	2025년 06월	66개월
345kV 북당진-신탕정 (태안 TP)	2012년 06월	2024년 12월	150개월
345kV 당진화력-신송산 (당진 TP)	2021년 06월	2028년 12월	90개월
345kV 신시흥-신송도 T/L (바이오)	2023년 06월	2028년 12월	66개월
345kV 신장성 변전소 (서남해 해상풍력)	2021년 04월	2027년 09월	77개월

자료: 한국전력, SK 증권

송전설비 건설 단계별 소요시간 및 지연원인



자료: 산업자료

(2) 해상풍력법

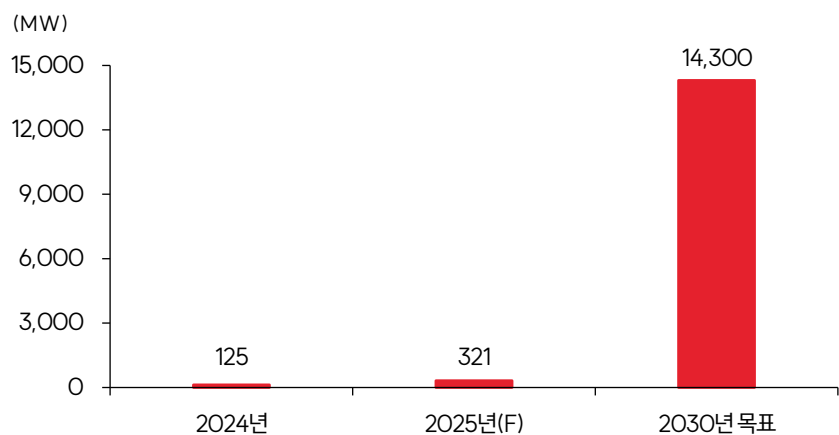
해상풍력 개발업체 수혜 전망

국내 해상풍력은 개별 사업자가 사업 전 과정을 추진하는 방식으로 이뤄진다. 해상풍력 개발에 필요한 입지발굴, 주민수용성확보, 환경영향평가, 군작전성평가 등 30여개에 이르는 인허가 절차를 개별 사업자가 진행해야하는 어려움이 있었다. 특히 해상풍력 사업으로 피해를 보는 어업인과 끊임없는 갈등이 발생하면서 사업진행 속도가 느려졌다.

해상풍력 개발업체(developer)의 사업속도 지연뿐만 아니라 다양한 사회적인 문제가 발생했다. 대표적으로 가성사업자 문제가 있다. 해상풍력 발전사업이 목적이 아니라 실제로는 사업허가 프리미엄을 노리는 명목상 사업자를 의미한다. 마치 재건축 아파트가 안전진단허가, 조합설립인가, 사업시행허가 각 단계가 통과하기를 노리면서 투자하는 것과 비슷하다. 또한 수많은 개별 사업자가 난립하면서 해양자원 난개발 문제 역시 지목받고 있었다.

그 결과 정부의 해상풍력 보급 목표치와 현실 간 괴리가 벌어졌다. 현재까지 해상풍력 누적 설비용량 125MW을 설치했다. 여기에 추가로 한림해상풍력(100MW), 전남해상풍력(96MW)의 상업운전을 가정하면 25년 연말 누적 설비용량은 321MW를 전망한다. 정부의 해상풍력 보급 목표 2030년 14,300MW와 비교하면 2.2% 달성에 불과한 현실이다.

해상풍력 목표 vs. 현실



자료: 산업자료, SK 증권

「해상풍력 특별법」은 해상풍력 입지를 정부 주도의 계획 입지 제도로 전환함에 목적이 있다. 정부가 해상풍력 발전에 적합한 지역을 사전에 지정한 다음에 민간 사업자는 그 구역 내에서 사업을 추진하는 구조다.

또한 기존 부처별 개별 심의 방식에서 원스톱(one-stop) 방식의 인허가 시스템 도입을 목표하고 있다. 기존 해상풍력 인허가는 사항에 따라서 환경부, 해수부, 국방부 건건이 협의를 진행해야하는 문제점이 있었다. 이 과정에서 시간이 걸리기 때문에 사업진행속도가 더뎠다. 이를 해결하기 위해서 해상풍력 특별법에는 인허가 절차 간소화 또는 일원화 조항이 포함되었다.

기존 해상풍력 사업 인허가 절차



자료: 기술훈련

해상풍력 특별법 주요내용 정리

- 1 정부 주도의 계획입지 제도 도입
- 2 인허가 일괄처리 체계
- 3 국무총리 산하 해상풍력발전위원회 설립

자료: SK 증권

2. 전력기기: 단기 Valuation 축소 vs. 사이클 장기화

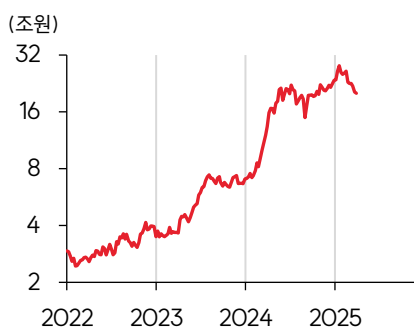
(1) Deep Seek Shock

딥시크 쇼크와 마이크로소프트의 데이터센터 투자 축소 영향으로 전력기기 업체들의 주가는 큰 폭의 조정을 받고 있다. 국내 전력기기 3사(HD 현대일렉트릭, 효성중공업, LS Electric)의 합산 PER은 14 배에 거래되고 있는데, AI 인프라 기대감이 반영되었던 22 배와 비교하면 -36% 하락했다. 마찬가지로 해외 전력인프라 종목(ETN, PWR, VRT) 역시 PER이 하락했다.

주가수익률(1Y)을 어닝과 멀티플로 나누면 주가에 대한 직관적인 이해를 할 수 있다. 섹터의 움직임을 확인하기 위해서 주가수익률은 합산 시가총액을 기준으로, 어닝은 컨센서스 당기순이익(Fwd. 12M), 멀티플 변화는 PER을 사용해서 측정했다. 애널리스트의 컨센서스가 형성된 전력기기 3사를 분석 대상으로 했다.

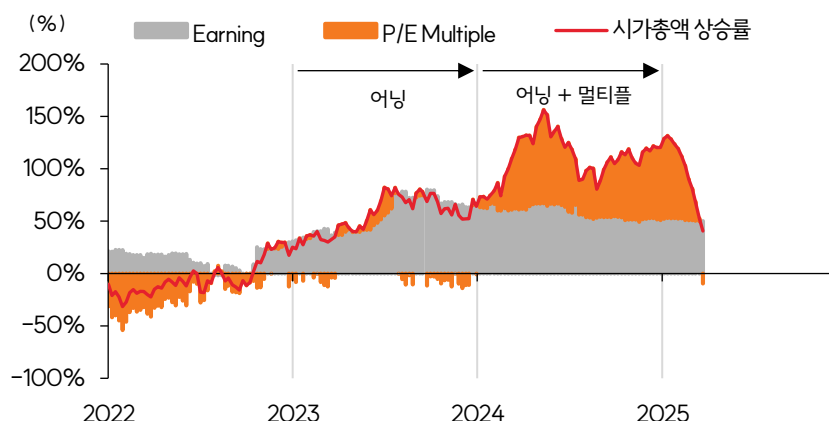
아래 차트를 보면 23년은 어닝중심의 상승장 이었고, 24년은 어닝과 멀티플이 각각 절반씩 기여한 양상이었다. 23년 시가총액은 총 +52% 상승했으며, 당기순이익(Fwd. 12M)은 +63%, 반면 PER은 -11% 하락했다. 24년 시가총액 총 122% 상승에서 당기순이익은 +52%, PER은 64% 상승했다. 반대로 25년은 AI인프라 투자에 대한 우려로 PER 축소가 주가하락에 기여했음을 관적으로 확인할 수 있다.

전력기기 3사 시가총액 차트



자료: SK증권
주: Log 차트

전력기기 3사 시가총액 상승률 분해

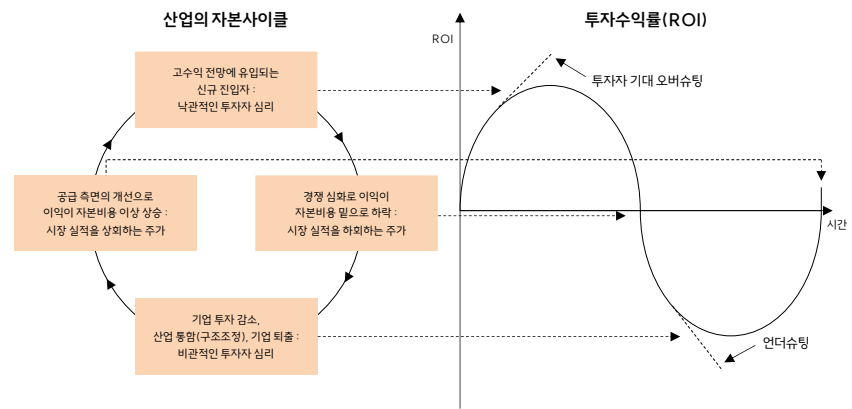


자료: SK증권
주: HD 현대일렉트릭, 효성중공업, LS Electric 합산
주: Log 수익률 사용

(2) Capital Cycle

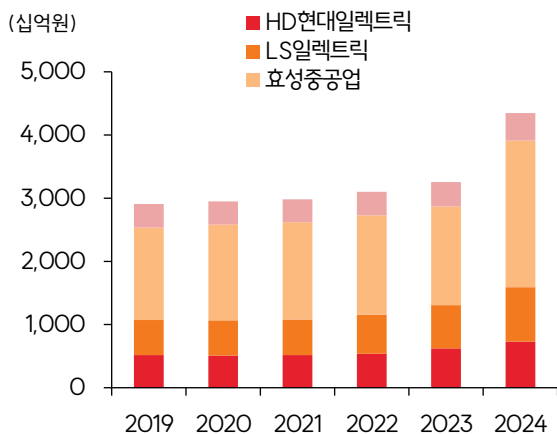
국내 전력기기 업체는 24년부터 대규모 시설투자 계획을 발표하기 시작했다. 24년 유형자산 총계는 4.3조원(YoY +33.6%), CAPEX는 1.1조원으로 전년대비 6배 증가했다. 과거 유형자산 총계가 약 3.0조원에 머물던 것과 비교하면 24년에 급증했음을 알 수 있다. 24년에는 감가상각 대비 CAPEX 지출은 5배를 기록했다. 절대적으로나 상대적으로 24년에 시설투자가 진행되었음을 데이터로 확인할 수 있다.

Capital Cycle



자료: 마라톤 투자자 서한 (원제 Capital Returns)

전력기기 유형자산 변화

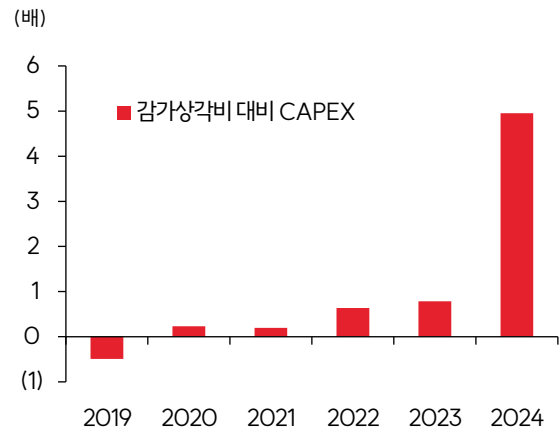


자료: SK 증권

주1: 효성중공업은 중공업 사업부문 비유동자산

주2: HD 현대일렉트릭, LS 일렉트릭, 일진전기는 연결재무제표 유형자산

감가상각비 대비 CAPEX 배율



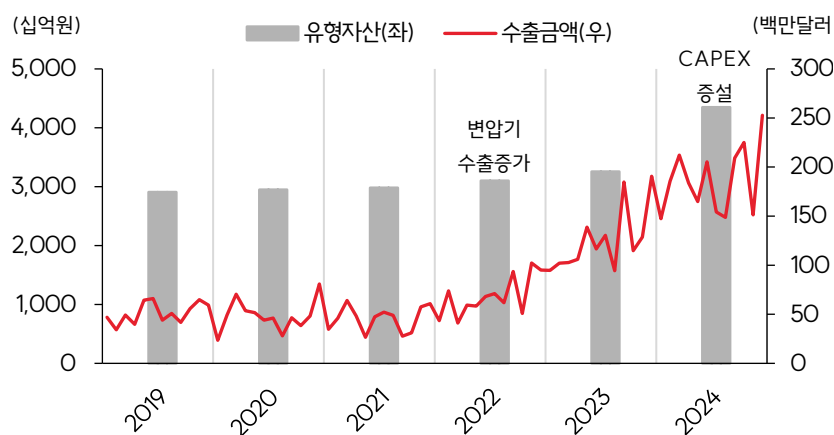
자료: SK 증권

다른 사이클 산업이 업황에 동행(또는 순응)하면서 증설을 결정하는 것과 다르게 전력기기 산업은 업황에 후행해서 CAPEX 결정을 내렸다.

미국의 변압기 수요증가 시점은 22 년 하반기, 국내 전력기기 업체들의 실적개선 시점은 23 년 하반기부터 시작했다. 추측컨데 22 년부터 국내 전력기기업체의 영업조직 안에서는 수주잔고를 통해서 업황개선 조짐을 감지했을 것이라고 생각한다. 그러나 실제 증설은 사이클 시작부터 약 2 년이 지난 시점에서 대규모 시설투자 계획을 발표한 것이다.

업황에 후행하며 증설 결정을 내린 이유는 (1) 다운사이클 트라우마: 국내 전력기기 업체는 2007 년 대규모 증설 결정을 내린 이후에 약 15 년동안 다운사이클을 경험했다. 장기간 산업 구조조정을 거치면서 수요 증가에 대한 확신을 가지기에 충분한 시간이 필요했을 것으로 생각한다. (2) 증설의 지연효과: 경영진이 증설결정을 내리고 실제로 공급이 증가하기까지 시차가 존재한다. 대량생산이 가능한 배전기기는 약 1 년, 주문제작 방식인 송전기기는 약 2~3 년이 소요된다. 공급이 즉시 증가하기 어렵기 때문에, 다시 말하면 수요/공급 예측오차가 크기 때문에 수주잔고가 충분히 쌓여야 경영진이 대규모 증설을 결정할 수 있었을 것이다. (3) 경영 불확실성 확대: 뒤돌아서 보면 전력기기 수요가 급증했지만, 22~24 년 당사로 돌아가면 예측하기 어려운 변수가 많았다. 22 년까지 코로나가 이어지면서 생산차질이 발생하고 있었으며, 24 년에는 미국대선으로 인해서 중요한 의사결정을 미리 내리기 어려웠을 것이다. (4) 24 년부터 개선된 현금흐름: 회계상 매출액, 영업이익은 23 년부터 증가했으나 운전자본이 증가하면서 현금흐름 개선이 더뎠다. 운전자본 증가가 일단락된 24 년부터 현금이 쌓이면서 시설투자자금을 확보할 수 있었다.

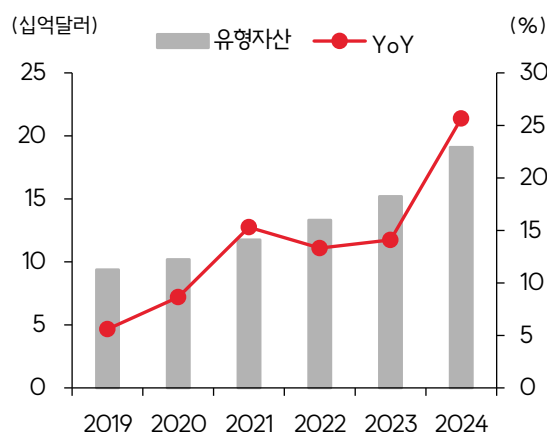
22년 변압기 수출증가 → 24년 CAPEX 증설



자료: SK 증권

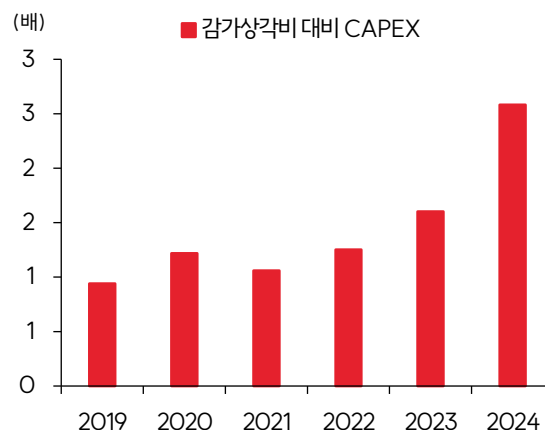
한국과 비슷하게 해외 전력기기업체도 24 년들어 유형자산(PPE)이 증가했다. 24 년 유형자산 총계는 \$19.0B(YoY +25.7%), 감가상각비대비 CAPEX 또한 2.6 배를 기록하면서 뚜렷하게 증가했다. 그러나 한국 전력기기 업체와 다르게 21~23 년부터 이미 시설투자 계획이 진행되면서 유형자산 금액이 증가하고 있었다. 한국은 24 년에 급등, 해외는 점진적인 투자계획이 차이점이다.

해외 전력기기 유형자산 추이



자료: SK 증권

감가상각 대비 CAPEX 비율



자료: SK 증권

해외 전력기기 업체 리스트

(백만 달러)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
유형자산	9,385	10,196	11,756	13,322	15,199	19,098
Eaton	4,679	4,667	5,581	6,313	7,031	8,172
WEG	3,981	4,877	5,505	6,283	7,295	9,934
Hubbell	505	439	460	528	653	727
Powell Industries	121	114	109	99	98	103
Fortune Electric	74	75	77	69	73	86
Hammond Power Solutions	25	24	24	31	50	77
CAPEX	734	989	946	1,165	1,610	3,284
Eaton	266	166	300	332	451	525
WEG	439	896	628	778	1,012	2,639
Hubbell	3	-67	21	69	125	74
Powell Industries	-8	-6	-5	-11	-1	6
Fortune Electric	30	1	2	-9	4	13
Hammond Power Solutions	4	-1	1	6	19	27
감가상각비	1,556	1,618	1,779	1,854	2,001	2,530
Eaton	781	812	893	931	1,005	1,272
WEG	211	195	202	195	204	220
Hubbell	397	451	520	566	628	812
Powell Industries	151	145	149	149	150	212
Fortune Electric	12	11	10	9	9	7
Hammond Power Solutions	4	4	5	5	6	7

자료: SK 증권

주: Eaton은 Electrical America, Electrical Global 사업부문 데이터, 나머지는 전사 유형자산(PPE)

3. Top Pick: 한국전력

1Q25 매출액 24 조 2,240 억원(YoY +4.0%), 영업이익 3 조 7540 억원(YoY +189.0%, OPM 15.5%)를 기록했다. 컨센서스 영업이익 3조 8,591 억에 부합하는 실적이다. 수출경기 부진으로 인해서 산업용 전기요금 판매량 70TWh(YoY -3.6%)으로 감소하면서 전체 전력 판매량(141TWh, YoY -0.5%)은 감소했다. 그러나 산업용 전기요금 인상의 영향으로 전력판매단가는 170 원/kWh(YoY +5.3%)를 기록했다.

미국의 보편 관세 영향으로 경기부진에 대한 우려 때문에 국제 에너지가격이 하락하고 있다. 이 영향으로 1Q25 의 전력조달단가는 143 원 kWh(YoY -5.6%)으로 하락추세가 이어지고 있다. 결론적으로, 전기요금인상/연료비하락의 영향으로 Spark Spread는 27 원/kWh 수준으로 호실적 이어졌다.

25년 영업이익 13 조 4,240 억원(YoY +60.5%, OPM +13.8%)를 전망한다. 전기요금이 인상되면 24 년은 흑자전환, 국제 에너지가격 하락의 영향으로 25 년은 영업이익 성장이 기대된다. 동사의 주가는 영업이익에 밀접하게 움직이고 있기 때문에 주가상승여력이 충분하다고 판단한다. 25 년기준 PBR 0.4 배, 26 년 0.3 배에서 거래가 되고 있다. 과거 동사의 역사적인 PBR 이 0.2~0.5배에서 거래되고 있었음을 감안한다면 영업이익 개선이 주가에 온전히 반영된 것은 아니라고 생각한다.

영업실적 및 투자지표

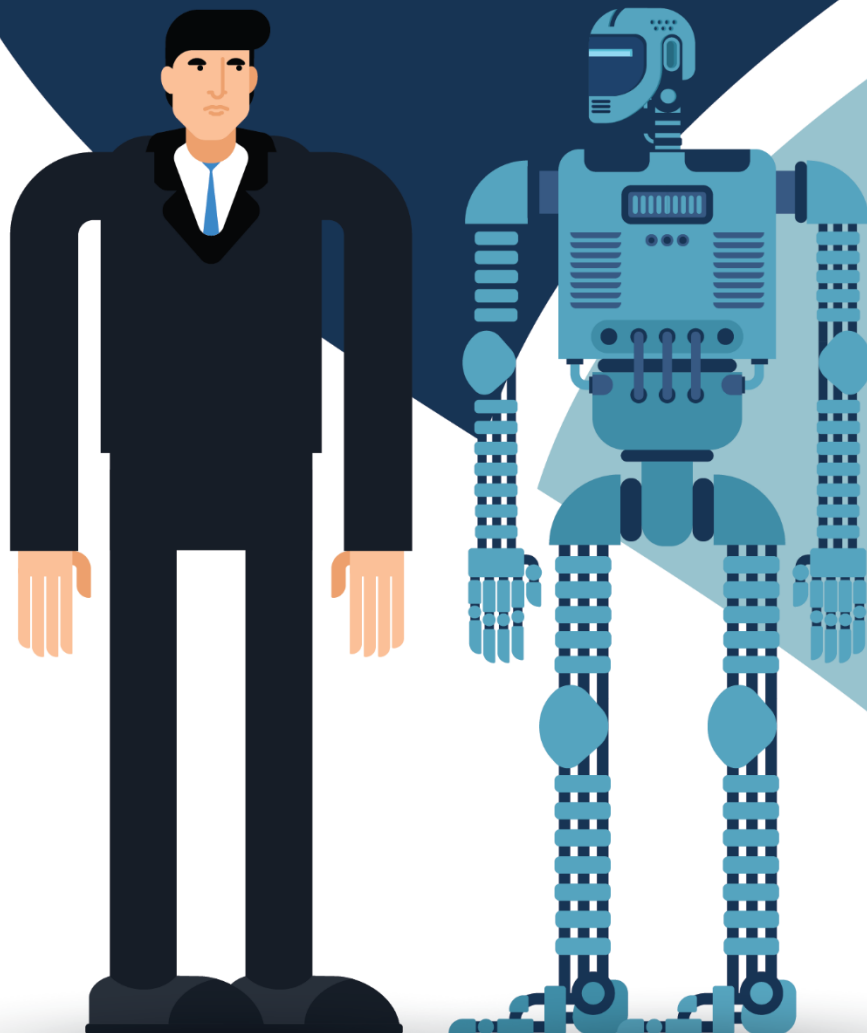
구분	단위	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	60,674	71,258	88,219	93,399	97,215	99,729
영업이익	십억원	-5,846	-32,655	-4,542	8,365	13,424	14,303
순이익(지배주주)	십억원	-5,305	-24,467	-4,823	3,492	7,289	7,861
EPS	원	-8,263	-38,112	-7,512	5,439	11,354	12,245
PER	배	-2.7	-0.6	-2.5	3.7	2.4	2.2
PBR	배	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3
EV/EBITDA	배	15.8	-6.6	17.0	6.5	5.9	5.7
ROE	%	-8.0	-46.9	-12.6	9.2	16.8	15.4

로보틱스

하반기 전망

인간처럼 쓸모를 증명하면 휴머노이드

미래산업/미드스몰캡. 박찬솔



로보틱스(기계) 비중확대(신규)

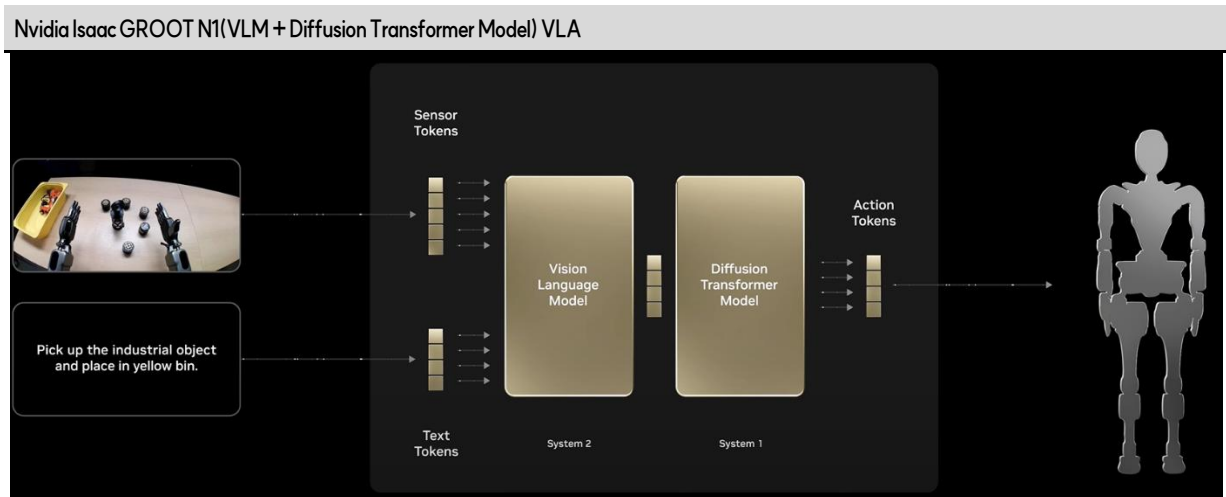
상반기는 기술 가능성, 하반기는 기술 응용력

1H25 년 Review: 시뮬레이션으로 어디까지 가능한지 보여줘.
Nvidia 가 신생 휴머노이드 업체들의 시장 진입 장벽 낮춰.

1H25는 LLM의 발전이 하드웨어 AI분야에 어떤 영향을 미치는지 확인하는 기간이었다. LLM→VLM→VLA 순으로 데이터 처리 프레임워크가 발전하면서 텍스트 뿐만 아니라 영상/사진 등 시각적 데이터 기반의 모방학습이 가능해졌다. 때마침 엔비디아가 물리 AI에 초점을 맞춘 Cosmos 합성 데이터 생성 플랫폼을 공개했다. 이로써 휴머노이드 업체들은 현실 세계 물리 법칙(중력, 운동, 에너지 역학 등)에 기반한 대규모 데이터를 모델 학습에 활용할 수 있게 되었다. 엔비디아 Omniverse(가상 물리 환경)와 Cosmos(합성 데이터 생성 도구)를 결합해 시뮬레이션 학습/예측이 가능케 되면서 실제 데이터 수집에 대한 비용이 감소해 휴머노이드 스타트업에게 시장 진입 장벽을 크게 낮추는 효과를 가져왔다. 또 엔비디아는 휴머노이드 전용 오픈소스 기반 범용 파운데이션 모델 ISAAC GROOT N1이라는 VLA를 출시했다. Sim2Real Gap(시뮬레이션-현실 간 격차) 해소를 위한 프로세스를 Workflows를 통해서 해결하려고 한다.

ISAAC GROOT N1 Workflows:

- 1) Teleoperation(원격 조작으로 로봇 훈련)
- 2) 시뮬레이션 기반 데이터 증강으로 로봇 행동 패턴 확장(적은 양의 시연으로 많은 양의 로봇 동작 학습)
- 3) 강화 학습(RL)과 DR 시뮬레이션 학습을 더해서 일반 성능 개선(처음 보는 환경에도 적응할 수 있도록 훈련)



자료: Nvidia, SK 증권

2H25 년 기술 응용:

휴머노이드들이 인간처럼 쓸모
있는 움직임 학습/구현할 가능성
높아.

1H25 에 엔비디아가 시뮬레이션 가능 데이터의 양을 기하급수적으로 증폭시켰다고 선언하면서 휴머노이드 업체들은 로봇 지능 발전에 대한 희망을 가질 수 있게 된 것이다.

2H25 는 이것을 응용해보는 시기일 것으로 예상된다. Figure 와 같은 선두권 업체들은 이미 자체적인 VLA 를 만들었다. Diffusion Transformer Model 이라고 불리는 System1 을 Figure Helix 는 Fast, Reactive Control 이라고 설명한다. 이부분을 어떻게 달성했는지에 대한 여러 해석이 있다. Figure 는 System 1 이 Visuomotor Policy 라고 설명했는데, 단순화하면 자동적인 프로그래밍으로 보고 있다. VLM 에 기본 Action Plan 설정 값을 더한 일종의 위치 기반 제어라고 생각하고 있다. Pre-trained 모델에 업체별로 Sim2Real Gap 을 축소하기 위한 Calibration 작업이 추가적으로 필요한 것으로 보인다. 이것이 휴머노이드 업체별로 다른 기술력/노하우가 될 것으로 보이며, 현실 세계에서 일을 하는 데이터가 추가적으로 필요해 보인다.

글로벌 수준은 Calibration 진입 단계라고 한다면, 이것을 SW 로만 가능한 것이냐, HW 역량의 고도화가 필요한 것이냐 등의 논의가 진행 중이다. 미국 빅테크는 SW 로 어디까지 가능한지 보겠다는 입장이며, 로봇 학계는 HW 고도화 없이는 사람과 같은 정교한 작업이 불가능하다는 입장이다.

이 논쟁을 Tesla 자율주행차에서도 본거 같다.

- 1) AI + Camera 만으로 자율주행이 가능하다,
- 2) 아니다, 강화된 센서퓨전이 필요하다

등 의견이 둘로 나뉘어졌는데, 이번에는 자동차와 다르게 물리적인 세계와 접촉하는 포인트들이 훨씬 많기 때문에 어떻게 될지 조금 더 지켜봐야 한다. 참고로 Optimus 는 AI + Force(힘)/Tactile(촉각)/Torque(토크) 센서 기반 시스템이다. Tesla 는 자율차에서도 그랬지만 이번에도 휴머노이드 가격을 낮추기 위해서 센서 부착을 최소화할 것으로 예상된다.

Tesla 를 잡기 위한 미 기업들의
휴머노이드 진출, 국내 협력
기업들에 주목.

자율주행차 Tesla vs. Waymo 에서 봤듯이 SW 업체들이 기술 패권을 가져가는 것이 확정적인 것이 아니다. HW 를 활용해서 실제 자율주행 데이터를 누가 더 많이 확보해서 다듬었는지가 중요한 싸움이다. 휴머노이드 HW 플랫폼은 스마트폰과 같은 Commodity 가 아니며, 이것을 알고 있는 미국 SW 빅테크들은 기술 경쟁에서 밀려나는 것을 우려해 자체적인 HW 를 구축해보려고 한다는 판단이다. 미국 빅테크 휴머노이드 생태계에 로보티즈/원익로보틱스/씨메스/LG 및 현대차 계열사가 어느 정도 기여할 가능성이 있기 때문에 협력 사례에 주목해야 한다.

Analyst 박찬술

rightsearch@sks.co.kr / 3773-9955

로보틱스 시가총액은 왜 증가하고 있나?

- 1) 시장이 거대
- 2) 정부가 지원
- 3) 대기업도 진입

국내 로보틱스 시장이 커지는 이유:

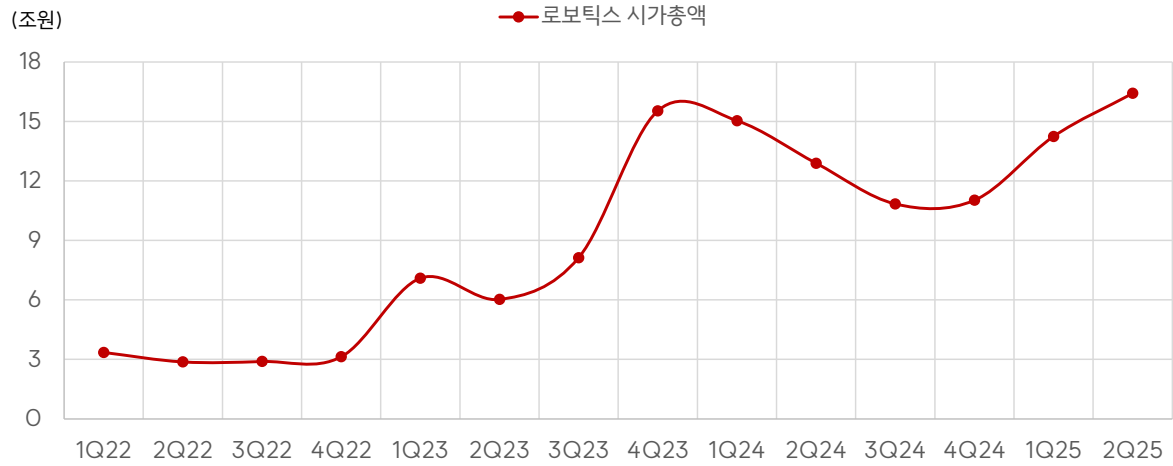
1) Total Addressable Market, 2) 국가 단위의 지원, 3) 대기업들의 분야 진출

1) Nvidia CEO 젠슨황은 중장기적으로 휴머노이드가 Multi-Trillion Dollar Industry(수경원 규모 시장)로 커질 것이라고 주장하고 있다. 노동 시장 침투용이기도 하지만, AI Embodiment 이기 때문이다. 또 기계가 AI 가 되기 위한 학습 데이터가 휴머노이드용 밖에는 없다고 얘기한다. LLM/텔레오퍼레이션/시뮬레이션도 결국 사람들이 생성해 놓은 데이터 기반으로 움직이고 있고, 이것은 물리적인 현실 세계가 인류의 다른 종 대비 오랜 승리의 역사를 통해서 인류에 최적화되게 설계되어 왔기 때문이다. 이런 주장을 실천하듯 Nvidia 플랫폼으로 휴머노이드를 학습시킬 수 있도록 ISAAC GROOT 을 N1.5로 최근 업데이트 했다.

2) 25년 2월 20일에는 과기부 산하로 Sovereign AI 구축 계획을 발표했다. AI 최정예팀을 선발하고 글로벌 수준의 LLM 을 만드는 것으로 목표로 한다. 다만 우리나라가 World Best LLM(WBL)을 만들 수 있는 인프라가 있는 것인지에 대한 논의는 현재진행형으로 판단된다. 현재 국내 민간 로보틱스 분야에서는 Time to Market 을 고려해 파운데이션 모델을 보유한 미국과 파트너십을 맺고 있는 것으로 파악된다. 3월 12일 로봇산업진흥원은 휴머노이드로봇센터를 신설했다. 4월 10일 산자부는 Humanoid Alliance 를 출범시켰다. 정부의 노력이 여러 방면에서 느껴지고 있는 상황이다. 현재 로보틱스 업계는 Scale up 을 위한 정부의 자금지원, 시장 활성화 마중물 역할, 규제 철폐를 기대하고 있다.

3) 대기업의 로보틱스 투자 기대감이 시가총액을 키우고 있다고 생각한다. 휴미노이드 밸류체인상 완제품 휴머노이드 3사(레인보우로보틱스/로보티즈/유일로보틱스)와 차세대 모터를 개발 중인 하이젠알앤엠 등이 2025년 큰 폭의 주가 상승을 보여주며 로보틱스 산업 시가총액 규모를 팽창시키려고 하고 있다. 휴머노이드 3사는 삼성/LG/SK 그룹사와 각각 협력이 강화될 것이라는 기대가 있다. 하이젠알앤엠의 경우 범용 모터 업체인데, 과거 LG 전자의 모터사업부를 인수했다는 이력 때문에 향후 LG 등과 QDD(차세대 모터 개발)관련 협력할 수 있다는 기대감이 형성되고 있다.

국내 로봇틱스 업종 합산 시가총액



자료: Dataguide, SK 증권

Top Pick: 로보티즈

2025 년 휴머노이드 분야 진출

2025 년 로보티즈에 엄청난 변화가 일어났다. 휴머노이드 시장이 급성장하면서 로보티즈가 휴머노이드 분야에 진출했다. 이미 10 년전부터 기술에 대한 연구를 한 업체이지만, 연초만 해도 휴머노이드 진출을 예상하긴 어려웠다.

현재 사업 인력 재배치가 있는 것으로 파악되며, 휴머노이드 분야에 로보티즈의 많은 자원이 투입되고 있는 것으로 보인다. 현재 물류 시장 업무에 진입하기 위해 더 높은 가반하중 스펙을 보유한 Size-up Version 휴머노이드도 개발 중이다.

LG 전자와 향후 로보이츠 및 배달 플랫폼 관련 사업이 기대된다. 자체적인 시장을 개척하고 로봇으로 어떤 BM 을 만들 수 있는지 시장에 제시할 것으로 기대하고 있다.

앞으로 휴머노이드 분야에서 갈 길은 참 멀어 보인다. 하지만 로보티즈가 가지고 있는 Bottleneck(규제, 인적자원, HW 고도화)들이 하나씩 해결될 것이라고 생각한다. 올해는 중앙아시아에 관제센터와 생산기지에 대한 논의를 구체화하는 것이 가장 중요해 보인다. 로보티즈를 국내에서 글로벌 흐름을 가장 잘 추격하고 있는 휴머노이드 업체로 판단해 로보틱스 섹터 Top-Pick 으로 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	26	29	32	45	69	-
영업이익	십억원	-2	-5	-3	0	8	-
순이익(지배주주)	십억원	-0	-1	-5	-2	3	-
EPS	원	-21	-105	-367	-175	383	-
PER	배	-1,056.5	-291.8	-63.4	-299.9	137.4	-
PBR	배	3.1	4.0	3.3	7.6	7.4	-
EV/EBITDA	배	6,191.2	-125.6	-369.7	206.7	46.9	-
ROE	%	-0.3	-1.5	-5.2	-2.6	3.4	-



스몰캡

하반기 전망

대선 이후 주목해야 할 중소형주

미래산업/미드스몰캡. 나승두, 박찬솔, 허선재



미래산업/미드스몰캡

대선 이후 주목해야 할 중소형주

지금껏 치러진 우리나라 대통령 선거 과정과 전후 주식시장의 움직임을 살펴보면 다양한 함의를 찾을 수 있다. 우선 각 후보/정당별 다양한 공약들이 제시되면서 공약과 연관되어 있는 산업/기업의 수혜 또는 피해 강도에 대한 의견이 등장한다. 이러한 내용들은 단기간 주식시장에 반영되며 변동성을 만들어내지만, 정치적 이벤트로 단기간 소멸되는 경우가 대부분이다. 하지만 반대로 중장기 정책적 수혜 산업이나 기업이 발굴되는 요인이 되기도 한다. 현재 우리나라의 주식시장도 커다란 정치적 이벤트를 앞두고 전후 단기간 이벤트 요인들을 소화하는 과정에 있다. 분명한 것은 단순히 정치 테마에 편승하는 단기간 투자 전략 외에도 차기 정부의 방향과 거시적 환경 등을 고려한 중장기적 투자 전략 수립을 고려해볼 시점이라는 점이다.

과거 김대중 정부는 IT 육성에 대한 강한 의지를 표현했고, 이는 벤처 및 통신 산업의 성장으로 이어졌다. 박근혜 정부에서는 창조경제와 바이오 산업의 성장 의지가 강했고, 실제로 바이오 및 게임주의 상승이 눈에 띄었다. 또, 각 정부의 자본시장에 대한 개혁 의지도 주식시장에 다양한 영향을 미친다. 김대중 정부 시절 외국인 지분 제한 완화 정책은 외국인 투자자금 유입을 가속화시켰고, 노무현 정부에서의 국민연금 및 공모펀드 투자 열기는 증시 레버리지 효과로 이어졌다. 물론 거시경제 흐름에 따른 방향성은 무시할 수 없다. 김대중 정부는 IMF 구제금융과 글로벌 IT 버블을 극복해야 했고, 이명박 정부는 리먼 쇼크를 비롯한 글로벌 금융위기를 극복해야 했다. 따라서 단기적 정치 테마에 집중하기보다 차기 정부의 방향성과 거시적 환경 등을 고려한 중장기적 투자 전략 수립이 무엇보다 중요하다.

Analyst 나승두 / 박찬술 / 허선재

nsdoo@sksec.co.kr / 3773-8891

rightsearch@sksec.co.kr / 3773-9955

sunjae.heo@sksec.co.kr / 3773-8197

주요 정당 21대 대선 10 대 공약

공약 순위	더불어민주당	국민의 힘	개혁신당
1	▶ 세계를 선도하는 경제 강국 AI 등 신산업 집중육성, 신성장기반 구축 K-콘텐츠 지원 강화, 글로벌 빅5 문화강국 K-방산 국가대표산업으로 육성	▶ 자유 주도 성장, 기업하기 좋은 나라 자본/기술/노동 3대 혁신, 경제 대전환 민간 및 기업 자율성과 창의성 극대화 규제 완화, 세제 정비, 투자 활성화	▶ 대통령 힘 빼고 일 잘하는 정부 만든다 부처 개편 및 축소, 유사/중복 업무 통폐합 3부총리제 도입, 책임운영체계 구축 예산 편성 기능 이관, 정부기구 효율화
2	▶ 내란극복과 K-민주주의 위상 회복 내란극복, 국민통합, 민주주의 회복 대통령 계엄권한에 대한 민주적 통제 강화 검찰 개혁 완성, 사법 개혁 완성	▶ AI/ 에너지 3대 강국 도약 AI 전 주기에 걸친 집중 투자, 생태계 조성 세계 1위 원자력 기술로 에너지 강국 실현 과학기술인이 존중받는 나라	▶ 중국, 베트남 공장을 다시 대한민국으로 국내 기업 리쇼어링 촉진, 특별 규제 완화 외국인 노동자 임금차등 적용 등 규제 완화 외국인 노동자 정착 지원 강화
3	▶ 가계/소상공인 활력 증진, 공정 경제 실현 가계&소상공인 활력 제고, 공정한 경제구조 지역사랑상품권, 온누리상품권 발행 확대 디지털자산 생태계 정비 산업육성기반 마련	▶ 청년이 크는 나라, 미래가 열리는 대한민국 청년 취업, 주거, 교육, 결혼, 양육 부담 완화 청년안심 국민연금 2차개혁, 청년 부담 완화 집 걱정 없는 청년 시대, 군가산점제 도입	▶ 법인에 자치권 부여로 지방 경쟁력 강화 법인세 국세분의 일부를 지방세로 전환 지자체별 법인세 경쟁 체계 구축 지방소비세 이전 효과 극대화
4	▶ 세계질서 변화 실용적 대처 외교안보 강국 튼튼한 경제안보 구축, 한반도 평화 실현 국익과 실용 기반 하 주변 4국과 관계 발전 식량안보 차원 주요 농산물 공급 기반 구축	▶ GTX로 연결되는 나라, 함께 크는 대한민국 GTX 전국 5대 광역권 확대 추진 광역철도/도시철도 확충, 30분 출퇴근 혁명 중앙정부 권한과 자원, 지방 이양 확대	▶ 최저임금 최종 결정 권한 지자체에 위임 지역간 생활비 및 인건비 격차 고려 지자체 자율성 강화, 지역경제 활성화 촉진 기본 최저임금 기준 30% 내 가감 결정 권한
5	▶ 국민 생명과 안전 지키는 나라 국민 생활안전 및 재난 대응 강화 의료 대란 해결 및 의료 개혁 추진 지역/필수/공공의료 강화, 치료 권리 확보	▶ 중산층 자산증식, 기회의 나라 중산층 감세 추진, 종합소득세 물가연동제 시대 변화에 맞게 상속세제 개편 생활물가 부담 완화, 부동산 제도 개편	▶ 국민연금, 신/구 연금 분리가 유일한 해결책 신/구 연금 재정 분리 구연금 미적립부채 관리 방안 시행 확정기여형 구조의 신연금 도입
6	▶ 세종 행정수도, 5극 3특 추진 5대 초광역권, 3대 특별자치도 추진 자치분권 강화와 지방재정 확충 잡사니즘, 관광산업으로 지역경제 활성화	▶ 아이 낳고 기르기 좋은 나라 인구구조 변화에 맞는 결혼/임신/출산/육아 가족 친화 생애 맞춤형 복지, 평생 복지 구현 안심하고 누리는 더 좋은 보건의료	▶ 교사 소송 국가책임제, 학습지도실 도입 교사에 대한 무분별한 소송, 허위신고 보호 교사 허위신고 무고 처벌 강화 학습지도실 및 학생생활지원관 제도 도입
7	▶ 노동 존중받고 모든 사람의 권리 보장 사회 노동 존중, 일하는 사람들의 권리 존중 실현 포괄임금제 금지 등 근로기준법에 명문화 주 4.5일 도입/확산, 노동시간 감축	▶ 소상공인, 민생이 살아나는 서민 경제 지속가능한 소상공인 경제 생태계 실현 소상공인 전기료 부담 경감, 금융지원 확대 지역소비 촉진과 전통시장 활성화 확대	▶ 5천만원 한도 든든출발자금 청년 도전 응원 청년에게 초기 자금 지원, 기회 평등 실현 정책금융상품 든든출발자금 출시 기존 학자금대출과의 선택 및 전환 가능
8	▶ 아동/청년/어르신 모두 잘 사는 나라 생활안정과 생활비 절감 추진 빈틈없이 기본 보장되는 사회 추진 생애주기별 소득보장체계 구축	▶ 재난에 강한 나라, 국민을 지키는 대한민국 사후 수습에서 사전대비로 전환 드론/로봇 기술 활용 재난 감시 모니터링 정부/지자체/민간 정보 공유 플랫폼 강화	▶ 현역대상자 가운데 장교 선발 병사/부사관/장교 기초군사훈련 통합 단기복무 간부 선발제도 도입 복무 연계 등록금 지원 제도 도입
9	▶ 저출생/고령화 위기 극복 저출생/고령화 해소 및 돌봄체계 구축 자녀 수 비례 소득공제율/한도 상향 추진 지속 가능한 노후 소득 보장 체계 구축	▶ 특권을 끊는 정부, 신뢰를 세우는 나라 정치/사업/선거관리 제도 개혁 국회의원 불체포 특권 폐지, 공수처 폐지 간첩법, 적국에서 외국으로 범위 확대	▶ 규제 역파 위한 규제기준국가제 실시 기준국가 규제 사례 제시, 그대로 적용 규제심판원 설치 및 절차 통합 분야별 규제기준국가가 설정, 법령 개정 마련
10	▶ 미래 세대 위해 기후위기 적극 대응 기후위기 대응 및 산업구조의 탄소 전환 2040년까지 석탄화력발전 폐쇄 2030 서해안, 2040 한반도 에너지고속도로	▶ 복핵을 이기는 힘, 튼튼한 국가안보 한미동맹 기반 핵 확장억제 실행력 강화 한국형 3축 체계 더욱 강화, 핵 잠재력 강화 화이트 해커 1만명 양성, K-방산 육성	▶ 국가 과학영웅 우대제도 도입 과학기술 연구자 연금 제도 도입 과학기술 패스트트랙 제도 도입 출입국 심사 시 외교관 수준 혜택 제공

자료: SK 증권

핵심 공약 공통 분모 네 가지

① “K”- AI/방산

새로운 경제 성장을 주도할 산업을 찾겠다는 움직임은 각 정당별 공통적으로 언급된 부분이다. 그 중에서도 가장 많이 언급된 부분은 AI 와 방산, 그리고 콘텐츠이다. 특히 AI 에 대한 공격적인 투자 확대는 주목할만한 부분이다. 공통적으로 약 100 조원 수준의 공격적인 투자를 통해 AI 관련 기술 및 인프라를 확보해야 한다고 주장한다. GPU, NPU, HBM 등 차세대 AI 인프라를 주도할 국가 원천 기술을 확보한다는 것이다. AI 관련 스타트업을 발굴하고, 벤처기업의 성장을 지원하며, 우수 인력에 대한 인건비나 연구비에 대한 지원도 확대될 것으로 보인다. 방산의 경우 이미 대규모 수출이 진행되고 있지만, 추가적인 수출 증대를 위한 국가적 지원을 이어간다는 의지가 보인다. 종합적인 컨트롤타워를 설립하고, 제도적/금융적 지원을 확대한다는 계획이다. AI 와 방산 등의 연결고리가 언급되는 점도 특징적이다. AI 를 연계한 복합전투체계 마련을 넘어 AI 를 연계한 융복합 산업을 확대한다는 의지로 보인다. 의료/농업/국방/기초과학 등에 대한 수혜가 예상된다.

② 안정적&경제적 에너지

AI 산업 확장에 반드시 필요한 부분이 바로 안정적이고 경제적인 에너지를 확보하는 것이다. 따라서 에너지 공급 인프라 조성이 필요하다는 점에 모두가 공감대를 형성하는 것으로 보인다. AI 데이터센터 구축 등 에너지 수요 증가에 발맞춰 원활한 에너지 공급망 확보 필요성이 대두되고 있기 때문이다. 공통적으로 제시된 부분 중 에너지 고속도로 구축이 눈에 띈다. 탈탄소화, 신재생에너지 활용도의 제고 방안 마련도 많이 언급된다. 태양광/풍력 등 재생에너지 기반 에너지 인프라 구축인가, 원자력 발전소 및 SMR 기반 에너지 구축인가에 대한 의견 차이는 있지만 안정적이고 경제적인 에너지 공급이 필요하다는 점에는 이견이 없어 보인다. 따라서 원자력 발전과 재생에너지 발전을 적절히 조합하는 과정, 그리고 에너지 공급을 위한 기초 인프라 확충에 무게가 더 실릴 것으로 예상된다.

③ 서민경제의 회복

모두가 서민경제의 회복을 주장한다. 특히 가게 및 소상공인, 청년들의 성장 지원이 필요하다는 점에 공감대를 형성했다. 코로나 19 팬데믹 이후 발생한 소상공인 생계 유지 지원에 대한 추가적인 정책적 지원 필요성이 지속적으로 대두되는 중이다. 이를 위한 금융지원 정책이 마련될 것으로 보인다. 하지만 결국 근본적으로 소상공인의 성장과 회복을 돕기 위해서는 지역 경제가 회복해야 한다. 따라서 지역 소비 촉진을 위한 다양한 장려책이 등장할 것으로 보인다. 온누리상품권 발행 확대를 통한 지역 소비 촉진에 대한 공감대가 있지만 조금 더 세분화된 구체적 행동 방안에는 이견이 있어 보인다. 지역사랑상품권과 온누리상품권의 발행 규모를 적절히 조합하여 늘릴 것인가, 온누리상품권 발행을 늘리고 신용카드 소득공제율을 확대하거나 공제 확대 일몰기한을 연장할 것인가의 차이이다. 결국 지역사회 내에서의 소비 확대를 추구하고 있다는 점에서 경기 소비재의 반등도 기대해볼 수 있다. 특히 아동/청년 및 신혼부부, 어르신 등 생애주기별 안심지원이 확대될 것으로 예상됨에 따라 관련 분야의 산업과 기업에 대한 관심도 필요하다.

④ 지역 균형 발전과 규제의 혁신

행정수도 이전과 국회 및 대통령 집무실 이전 등을 포함한 지역 균형 발전을 추진하는 것에도 이견이 없어 보인다. 특히 초광역권 메가시티 조성 필요성에 한 목소리를 내고 있고, 중앙정부의 권한은 줄이고 지자체의 권한은 확대하면서 자체 분권 강화와 지방재정 확충 추진에도 공감대를 형성하고 있다. 지역 균형 발전을 위해서는 분명 물리적 지원이 필요하다. GTX 등 교통 인프라의 개선도 필요하고, 관광 상품 개발 확대 등도 필요하다. AI 산업 성장 등 새로운 성장 산업을 지역 균형 발전을 위해 활용할 가능성도 보인다. 이를 위한 과감한 규제 혁신에 대한 의지도 강해보인다. 신기술/신산업에 대한 규제 철폐나 특례 적용이 확대될 것으로 보이며, 기존의 규제 샌드박스 적용 범위나 기간도 확대될 것으로 보인다.

공통 분모에서 찾는 중소형주

"K"- AI/방산

AI 기술 개발, 관련 산업에 대한 투자 확대는 필연적으로 이뤄질 것으로 보인다. 이 경우 단기적으로는 반도체 등 HW 업종 수혜가 먼저 예상되지만, 중장기적으로는 AI를 활용한 SW에 대한 관심을 높여야 할 시점으로 판단된다. 의료 AI, 방산 AI, AI 보안 등 파생 SW에 주목한다. 방산도 새로운 성장 산업으로 자리잡고 있는 상황이지만 직접적인 무기 또는 무기체계의 수출 확대보다 소재부품 국산화, MRO 등이 부각될 것으로 판단된다.

※ 관심종목: 솔트룩스 / 루닛 / 샌즈랩 / 로보티즈 / 에이릭스 / 엠엔씨솔루션

안정적&경제적 에너지

AI 산업 확대에 필연적인 에너지 공급 중요성은 지속적으로 언급될 전망이다. 에너지를 효율적으로 저장/활용할 수 있는 방안, 스마트그리드 구축 등에 대한 관심이 커질 것으로 보인다. 특히 원자력 발전과 재생에너지를 병행하는 구조가 된다면, 재생에너지의 변동성을 감당할 수 있는 저장/활용의 중요성이 더 크게 강조될 수밖에 없다. 따라서 ESS 및 그린수소 설비 확충, 스마트그리드 구축 등에 시도가 잦아질 것으로 예상된다.

※ 관심종목: 지엔씨에너지 / 경동나비엔 / 비에이치아이 / 에스에너지 / 그리드위즈

서민경제의 회복

FLEX의 시대를 지나 가성비 시대로 회귀하고 있다. 지역상권 회복을 통한 지역 경제 활성화 추진 과정에서 적은 비용으로 최대의 소비자 만족을 창출할 수 있는 아이템들이 부각될 것으로 예상된다. 지역화폐/상품권 활용이 커지면서 간편결제나 핀테크 사업의 중요성도 부각될 전망이다. 청년/신혼부부 지원은 주택 건설에 대한 수요 확대, 노인/저출산 지원은 가정용 의료기기 및 디지털 의료 체계에 대한 수요 확대에 이어질 것으로 보인다.

※ 관심종목: 지누스 / 엠아이텍 / 오스테오닉 / 리뷰코퍼레이션 / 네오팜 / 제시믹스 / 그리티

지역 균형 발전과 규제의 혁신

지역 균형 발전을 위해서는 각 지역별 특색 있는 성장 산업의 자리매김이 중요하다. 글로벌 트렌드와 마찬가지로 자동화/로봇/AMR 분야의 국내 시장 개화가 기대된다. 지역 균형 발전에 반드시 필요한 교통인프라 개선, 관광 상품 등에도 주목한다.

※ 관심종목: 레인보우로보틱스 / 유일로보틱스 / 다원시스 / 대아티아이 / 에스트래픽

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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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