

Morning Meeting Brief

Strategy

[다음주 시장은?] 믿을 구석은 연준, 채권금리 변동성 완화

- 채권금리 급 반등은 심리와 수급. 선반영된 관세 낙관론도 변동성을 키운 원인
- FOMC 의사록을 중심으로 GDP, 소비자신뢰, PCE 확인 = 정책신뢰 강화
- 선 반영된 불안심리 완화, 단기 변동성 이후 글로벌 금융시장 상승추세 재개

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Global Strategy

[더 글로벌 레이다 Weekly / 5월 5주차 전략] 현 글로벌 증시, 숨고르기 국면. 호재가 나왔어도 쉬어갈 자리

- 美 증시, 3~4월 낙폭 단기간 회복하면서 자연스럽게 쉬어갈 자리 진입
- 美 증시, 4가지 요인(경기, 이익, 물가, 계절성) 통해 23.10월 말 기점 형성된 펀더멘탈 장세 지속될 전망
- 다만 미국의 관세 협상에 환율 논의가 포함될 수 있다는 시장의 억측 꾸준히 제기. 7월 초까지 선진 증시(↑) vs. 신흥 증시(→)간 디커플링

문남중. namjoong.moon@daishin.com

Fixed Income

5월 금통위, 기준금리 25bp 인하 전망

- 5월 금통위 기준금리 2.75%에서 2.50%로 25bp 인하 전망. 올해 2번째 인하
- 1분기 마이너스(-) 성장 등 높아진 경기 하방 위험에 대한 완화적 정책 대응
- 신임 정부 출범 이후 하반기에 추가 인하 가능. 연말 기준금리 2.25% 예상

공동락. dongrak.kong@daishin.com

Macro

[을지로 지표맞집] 번지는 선진국 금리 상승세

- 이번 주 미국채 20, 30년물 금리 5% 상회, 유럽과 일본 초장기물 금리도 상승하며 글로벌 재정건전성에 대한 의구심 확대
- 엔캐리 청산 가능성이 또 다시 유입된 가운데 일본 CPI 발표 예정
- 쌀값은 7월 선거 이후 안정될 것으로 보이나, 단기적으로 물가 결과가 일본 시중금리 추가 상승요인으로 작용할 가능성은 경계

이주원. joowon.lee2@daishin.com

달러에 대한 관한 걱정 (Feat. 환율 협상)

- 최근 미 금리 상승 동반한 달러 약세에 달러 기축통화 지위 의구심 확대
- 팬데믹 이후 미국 실질실효환율 고평가 장기간 지속, 정상화 구간
- 반면 주요 교역 상대국 통화 약세 흐름, 저평가 해소 위한 환율 협상 가능

이하연. hayeon.lee@daishin.com

이란 핵 협상, 유가가 아닌 중국 정유사에 악재

- 커져가는 이란 핵 합의 가능성, 그러나 제재 해제에도 유가에 단기에 그칠 영향
- 이란에 대한 제재 해제는 오히려 유가 보다 중국 정유사(Teapot)에게 더 큰 악재
- 추가적인 모니터링 필요하지만 무력 충돌 피하기 위한 합의 가능성은 여전

최진영, jinyoing.choi@daishin.com

산업 및 종목 분석

[1Q25 콤데이 후기] HD현대중공업: P, Q, C 완벽한 삼각형

- 1Q25 생산성 향상의 비결은 고급인력들의 복귀
- USTR 제재 완화에도 선사들의 중국 리스크 회피로 한국 반사수혜
- 미국의 러시아 그림자선대 제재 강화되며 탱커 발주 문의 증가하는 추세

이지니, jini.lee@daishin.com

[Issue&News] 삼성바이오로직스: CDMO는 수주를 쌓고, 홀딩스는 미래를 그린다

- 투자의견 매수, 목표주가 130만원, 최선호주 유지
- 65대 35 비율로 CDMO와 바이오시밀러/투자 부문 사업 분할 예정
- 로직스는 CDMO 경쟁력 강화, 에피스는 신성장 동력 확보 기대

이희영, heeyoung.lee@daishin.com

Strategist 이경민

kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist Jr. 정해창

haechang.chung@daishin.com

믿을 구석은 연준, 채권금리 변동성 완화

- 채권금리 급 반등은 심리와 수급. 선반영된 관세 낙관론도 변동성을 키운 원인
- FOMC 의사록을 중심으로 GDP, 소비자신뢰, PCE 확인 = 정책신뢰 강화
- 선 반영된 불안심리 완화, 단기 변동성 이후 글로벌 금융시장 상승추세 재개

채권금리 급 반등은 펀더멘털 보다는 심리와 수급 영향. 선반영된 관세 낙관론도 변동성을 키운 원인

미국 신용등급 강등여파와 재정적자 우려가 채권시장에 부담으로 작용하며 글로벌 증시 전반에 변동성을 자극. 최근 채권금리 급 반등은 펀더멘털 변수보다는 심리, 수급적인 영향이 큼. 이와 함께 관세 충격 이후 회복 과정에서 금융시장에 선반영된 낙관 시나리오, 과열된 투자심리도 변동성을 키운 요인

FOMC 의사록을 중심으로 GDP, 소비자신뢰, PCE 확인, 정책신뢰 강화되며 불안심리 완화될 것

28일 공개되는 FOMC 회의록 주목. 연준 위원들의 미국의 경기상황 판단과 금리인하 경로에 대한 컨센서스 확인. 인플레이션 압력 둔화에도 5월 FOMC에서 파월의장은 신중한 스탠스 지속. 회의록을 통해 실제로 연준 위원들이 진단한 관세정책 불확실성과 이에 따른 통화정책 판단. 금융시장 또는 실물경제 악화 시 개입 여력 등을 확인 가능. FedWatch 컨센서스는 이미 연내 2회 금리인하로 후퇴하며 매파적인 연준의 스탠스를 선반영. 통화정책 방향성 자체보다는 연준에 대한 기대심리를 자극할 수 있을 것으로 예상

30일 연준이 선호하는 4월 PCE 물가지수도 채권금리 등락에 영향을 줄 수 있음. 전년대비 +2.2%, 근원 PCE 도 +2.5%로 각각 전월대비 0.1%씩 둔화 예상. 트럼프의 관세 정책이 완화적으로 전환된 상황에서 물가 안정이 확인될 경우 금리인하 기대가 되살아날 가능성 높다고 생각

27일 컨퍼런스보드 소비자 신뢰지수와 29일 미국 1분기 GDP 수정치 또한 미국의 현재 경제상황과 정책 여력을 확인할 수 있는 지표

29일 한국은행 금통위 금리 25bp 인하 예상, 이창용 총재는 지난 2월 금통위에서 기준금리 인하 의향을 내비친 바 있음. 최근 정부의 추경 이후 경기부양 정책이 추진되고 있으며 대선 이후 2차 추경을 통한 경기부양 기대감 또한 높아지는 중. 재정정책과 통화정책 드라이브로 얼어붙은 내수경기 활성화 기대. 앞서 22일 발표되는 한국 소비자심리지수 또한 내수 기대감을 반영

28일 엔비디아 실적발표 또한 관심. AI 반도체 시장의 선두주자로서 방향성을 제시할 것이며 국내 반도체 산업에 훈풍 유입 가능

선 반영된 불안심리, 단기 변동성 이후 글로벌 금융시장 상승추세 재개 예상

다음주 경제지표 확인하며 채권시장에 선 반영된 불안심리 완화, 단기 변동성 이후 글로벌 금융시장 상승추세 재개 예상. 현재 KOSPI 밸류에이션은 12개월 선행 P/E 8.82배, 선행 P/B 0.81배로 3년 평균의 -1 표준편차 수준으로 밸류에이션을 근거로 한 상승여력이 충분한 상황

실적대비 저평가주 & 낙폭과대 업종인 반도체, 자동차, 건강관리, 소프트웨어, 디스플레이, 화학, 철강, 운송 업종이 수익률 Gap 축소 차원에서 상대적 안정성 강화 또는 차별적인 반등시도를 이어갈 전망

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjong.moon@daishin.com

현 글로벌 증시, 숨고르기 국면. 호재가 나왔어도 쉬어갈 자리

- 美 증시, 3~4월 낙폭 단기간 회복하면서 자연스럽게 쉬어갈 자리 진입
- 美 증시, 4가지 요인 통해 23.10월 말 기점 형성된 펀더멘탈 장세 지속
- 다만 시장 억측으로 7월 초까지 선진 증시(↑) vs. 신흥 증시(→)간 디커플링

5.19일, 전세계 증시의 벤치마크인 S&P500지수는 3~4월 낙폭을 단기간 모두 메꿈에 따라 자연스럽게 쉬어갈 자리에 들어섰다. 잠시 숨을 가다듬는 시간을 짧게 갖고, S&P500지수는 5월 말까지 6,000~6,100p까지 도달할 것이다. 현 미국 증시는 23.10월 말 이후 경기, 이익을 바탕으로 한 펀더멘탈 장세가 지속 중이다. 트럼프 관세 부과로 소비자출 둔화가 일부 4월 경제지표에서 나타나고 있지만, 22.2/4분기 이후 실질성장률>잠재성장률을 상회하고 있는 현 경제 상황은 소비 절벽을 통한 현 미국 경기 확장 국면을 쉽게 훼손시키기 어렵다.

현 25.1/4분기 S&P500 EPS 증가율은 3월 말 추정치(7.1% YoY 이하)를 크게 상회한 13.6% 증가, 이를 통해 8개 분기 연속(23.2/4분기~) 예상치가 결과치를 상회하고 7개 분기 연속(23.3/4분기~) 이익 증가세가 지속되고 있다. 또한 디스인플레이션 도래로 현재 (+)실질정책금리 국면이 지속되고 있어, 증시 흐름상 굴곡은 생길 수 있지만 기존 상승 추세에 수렴하려는 회복 탄력성은 여전히 유효하다. 더불어 팬데믹 기간(20년)을 제외한 21~24년 S&P500의 월간 평균 수익률은 5월 1.4%, 6월 0.9%, 7월 3.9% 상승해, 이러한 계절성을 올해도 반영해 나갈 것이다.

하지만 5월 아시아 통화 강세 기대가 커졌던 점을 감안하면, 미국 상호관세 유예기간에 해당되는 6~7월 초 기간 동안 현재 진행중인 미국의 관세 협상에 환율 논의가 포함될 수 있다는 시장의 억측이 꾸준히 제기될 것이다. 이는 5월 짧은 숨고르기 이후 7월 초까지 미국을 포함한 선진 증시(상승)와 대미 무역 흑자국인 아시아 태평양에 해당되는 신흥 증시(상승 제한)간 디커플링 요인이 될 것이다.

표 1. 다음 주 중요 경제지표 및 이벤트(25.5.26~6.1)

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
5월 금통위	한국	5.29	2.75 %	2.50%	▼	사전 투표일(29~30일) 겹쳐, 한국은행 통화정책 결정 고민 확대
1/4분기 GDP(수정치)	미국	5.29	-0.3 % QoQ	-0.3 % QoQ	-	순수출 급감 영향, 역성장. 속도치(-0.3%) 축소 시 긍정적 해석 확대
4월 PCE / 근원	미국	5.30	2.3 / 2.6 % YoY	- / -	- / -	트럼프 관세 부과에 따른 수요 급감 영향 확대 시, 오름폭 둔화 가능

일자	국가/지역	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
5.26		휴장(미국: 현충일)					
5.27	미국	내구재주문 / 근원	4월	% MoM	9.2 / 0.0	-8.2 / 0.1	▼ / ▲
	미국	S&P/CS 20대 도시주택가격지수	3월	% YoY	4.5	-	-
	미국	컨퍼런스보드 소비자신뢰지수	5월	P	86.0	87.0	▲
5.28	인도	산업생산	4월	% YoY	3.0	0.7	▼
5.29	미국	5월 FOMC 의사록					
	한국	금통위	5월	%	2.75	2.50	▼
	미국	GDP(수정치)	1/4분기	% QoQ	-0.3	-0.3	-
5.30	미국	PCE / 근원	4월	% YoY	2.3 / 2.6	- / -	- / -

기준일: 25.5.22

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Fixed Income

Economist & Fixed Income Strategist 공동락
dongrak.kong@daishin.com

5월 금통위, 기준금리 25bp 인하 전망

- 5월 금통위 기준금리 2.75%에서 2.50%로 25bp 인하 전망. 올해 2번째 인하
- 1분기 마이너스(-) 성장 등 높아진 경기 하방 위험에 대한 완화적 정책 대응
- 신임 정부 출범 이후 하반기에 추가 인하 가능. 연말 기준금리 2.25% 예상

25년 5월 한은 금통위 기준금리 2.75%에서 2.50%로 25bp 인하 전망

5월 한국은행 금융통화위원회에서 기준금리가 현 수준인 2.75%에서 2.50%로 0.25% 포인트 인하될 것으로 전망한다.

높아진 통상 불확실성, 경기 하방 위험 등에 대응하기 위한 완화적 통화정책 기조에 따라 2월에 이어 5월에도 금리 인하에 나설 것이라 전망이다. 추가경정예산 편성 등에 따른 재정 정책과의 정책 조합(policy mix)에 대한 가능성도 이번 금리 인하 전망에 함께 반영됐다.

한편 당사는 신임 정부 출범 이후 하반기에도 추가적인 금리 인하가 이뤄져 올해 한국의 최종금리 수준은 2.25%에 이를 것으로 예상한다.

이창용 총재 “금리를 충분히 낮출 것” 메시지

지난해 10월 한국은행은 코로나19 이후 고(高) 물가에 대응하기 위해 높아진 기준금리를 정상화한다는 목적으로 기준금리 인하를 개시했다.

이후 한국 경제는 연말에는 정치적 불안 요인, 해가 바뀌어서는 미국 트럼프 행정부 출범에 따른 통상 불확실성 등의 악재들이 연이어 부각됐다. 그 결과 경기 하방 위험은 크게 높아졌고, 처음 금리를 인하할 당시 만해도 정상화에 국한됐던 인하의 성격이 경기 부양 목적까지 확대됐다.

이에 대한 통화당국의 입장 역시 매우 명확하다. 이달 초 이창용 한국은행 총재는 이탈리아 밀라노 출장에서 “금리를 충분히 낮출 것”이라며 완화적 통화정책을 시사했고, 앞서 기준금리가 동결됐던 4월 금통위에서는 위원 6명 전원인 3개월 내 금리 인하가 필요하다는 포워드 가이드를 제시하면서 사실상 5월 인하를 예고했다.

이번 금통위에서 내놓을 수정 경제전망 역시 기준금리 인하에 대한 가능성을 지지한다. 2월 한국은행은 올해 경제 성장률을 1.5%로 제시한 바 있는데, 이후 집계된 여러 경제 지표들의 동향을 감안하면 해당 수치의 하향 조정은 불가피해 보인다.

실제 상당수 전망 기관들의 경우 1.0%를 하회하는 성장률 수치도 제시하고 있는데, 이번 한은 수정 경제 전망에서는 일정 정도 이러한 분위기가 반영될 여지가 크다.

하반기에도 추가 인하 가능성 높아. 연말 한국 기준금리 2.25% 예상

당사는 하반기에도 추가 기준금리 인하가 가능하다는 견해다.

여전히 높은 성장의 하방 위험과 함께 하반기 신임 정부 출범 이후 예상되는 경기 부양적인 정책 행보가 추가 기준금리 인하로 이어질 수 있다는 견해다. 하반기 2차 추경 편성 등과 같은 재정정책과의 공조 역시 추가 금리 인하를 예상하는 논거다(2025년 연말 한국 기준금리 2.25% 예상).

번지는 선진국 금리 상승세

일본 포함 글로벌 장기 금리 상승. 일본 CPI 결과 확인 필요

이번 주 미국채 20년물과 30년물 금리 모두 5%를 상회했다. 지난 주 무디스가 미국 신용등급을 강등했으며, 이번 주 20년물 국채입찰 결과가 부진했다. 여기에 트럼프가 예산안 통과를 설득하기 위해 의회에 참석하는 등 재정적자 우려도 금리 상승요인으로 작용한 것으로 보인다. 초장기 금리 상승세는 유럽과 일본에서도 확인되었다. 미국 금리를 일부 반영하는 가운데 영국은 4월 CPI가 예상치를 상회한 점, 독일은 재정악화 우려가 금리 상승으로 이어졌다. 일본 국채 30년물 금리는 사상 처음으로 3%를 상향 돌파했다. 소비세 인하 및 재정확대 우려가 남은 상황에서 20년물 입찰이 부진한 결과를 보인 탓이다. 트럼프 2기 하 통상 관련 불확실성 및 경기 하방리스크가 확대되며 비미국 국가들은 경기부양에 나선 가운데, 채권시장에서는 글로벌 재정 건전성에 대한 의구심이 커지고 있다.

한편 달러인덱스는 100pt를 하회하며 미국채 금리와 다시 디커플링되는 모습을 보였다. G7 재무장관 회의에서 아시아 통화절상 등 환율 관련 논의가 이뤄질 가능성이 유입되었으며, 엔화 강세가 달러인덱스 하락 요인으로 작용했다. 일본 금리 상승, 미국의 엔저시정 요구 가능성에 더해 중동지역 불안에 따른 안전 선호 심리까지 뒷받침하며 달러엔 환율은 하락폭을 확대했다.

엔캐리 청산 가능성이 또 다시 고개를 든 상황에서 금일 일본 4월 전국 CPI, 다음 주에는 5월 도쿄 CPI가 발표된다. 전년대비 낮아진 달러엔 환율은 수입물가 압력을 완화해줄 수 있으나, 식품가격 상방압력이 여전하다. 먼저 발표된 4월 도쿄 CPI에서 쌀값이 전년대비 93.8% 상승세를 기록한 바 있다. 이시바가 쌀값 인하 의지를 밝히는 등 선거 이후로 식품가격 상승세는 안정될 가능성이 높아 보인다. 다만 물가 결과에 따라 일본 금리가 추가로 상승하여, 단기적으로 채권을 포함한 글로벌 금융시장 변동성이 확대될 가능성에 대해서는 경계가 필요하다.

다음 주 주목할 매크로 지표 및 이벤트

일자	국가	지표 프리뷰	예상치	이전치
5/23	일본	4월 전국 CPI YoY/MoM	3.5/-	3.6/0.3
		4월 근원 CPI YoY	3.4	3.2
5/27	미국	4월 내구재 수주 MoM	-8.2	7.5
		4월 S&P CS 주택가격 YoY/MoM	-/-	4.5/0.7
		5월 CB 소비자신뢰지수	87.0	86.0
5/29	한국	5월 금통위	-	-
	미국	1분기 GDP(잠정치) QoQ	-0.3	-0.3
5/30	일본	5월 도쿄 헤드라인/근원 CPI YoY	3.4/3.4	3.5/3.4
		4월 PCEPI YoY/MoM	2.2/0.1	2.3/0.0
	미국	4월 근원 PCEPI YoY/MoM	2.5/0.1	2.6/0.0
		4월 개인소득 MoM	0.3	0.5
		4월 소비지출 MoM	0.2	0.7

자료: 대신증권 Research Center

달러에 대한 괜한 걱정 (Feat. 환율 협상)

- 최근 미 금리 상승 동반한 달러 약세에 달러 기축통화 지위 의구심 확대
- 팬데믹 이후 미국 실질실효환율 고평가 구간 장기간 지속, 정상화 구간
- 반면 주요 교역 상대국 통화 약세 흐름, 저평가 해소 위한 환율 협상 가능

Economist 이하연
hayeon.lee@daishin.com

미국 실질실효환율 과거 평균 대비 여전히 높은 수준

얼마전까지 견조하던 '미국 예외주의'가 흔들리면서 달러 기축통화 지위에 대한 의구심이 확산되고 있다. 트럼프 정부 관세 발표 이후 미국 물가 경로에 대한 불확실성이 확대되는 상황에서 신용등급 강등, 감세안 처리 등이 미국채 수급 불안을 초래했고, 금리 상승세가 지속되는 상황에서 미 달러화가 이례적인 약세 흐름을 나타낸 것이다. 실제로 영국, 일본 등에서도 최근 장기금리가 상승했으나, 미국과 달리 통화 가치 역시 동반 상승세를 나타내면서 'Sell America' 경계를 또다시 자극하고 있다.

하지만 최근의 달러 약세 흐름이나 미국의 정책기조 변화만으로 달러의 기축통화 지위에 대해 걱정하기에는 이른 감이 없지 않다. 물론 빠르게 확대되고 있는 미국 재정적자 규모는 우려할 만하다. 하지만 여전히 달러를 대체할 수 있는 자산이 보이지 않는다. 오히려, 팬데믹 이후 글로벌 경제가 미국 주도로 성장하면서 쓸렸던 미달러에 대한 자금 수요가 정상화되고 있는 국면이라고 평가할 수 있다.

주요 교역상대국의 화폐 대비 실질구매력을 평가하는 실질실효환율을 보면, 미 달러화는 여전히 고평가 국면에 있다. 시계열이 긴 협의의 실질실효환율을 보면, 미국의 통화가치는 연초 플라자합의가 있었던 1985년 이후 가장 높은 수준까지 상승했다.

약해진 교역상대국 통화, 놀랍지 않은 환율 협상 가능성

미국과 달러, 동아시아 주요 교역국은 팬데믹 이후 실질실효환율 상 통화 약세가 지속되고 있다. 일부 언론에서 언급된 것처럼, G7 회의에서 미국이 주요 교역상대국에 통화 저평가 해소를 위한 환율 협의를 촉구할만한 근거가 충분한 것이다.

물론 원화의 경우, 구조적인 경제 체력 약화에 정치 불안 등이 통화 약세를 견인했을 것으로 예상되나, 미국 입장에서는 비정상적인 환율 왜곡으로 평가했을 가능성도 배제할 수 없다. 상반기 중 발표될 환율보고서에서 원화 약세는 대미 무역 흑자 원인으로 지목될 수 있다.

주요 통화 중 가장 큰 폭의 약세를 나타내고 있는 일본 엔화 역시 저평가 해소에 나설 것으로 예상된다. 엔화 강제 진행 시, 물가 부담이 낮아지고 추가 금리 인상 압력을 낮출 수 있어, 미국보다 높은 수준의 정부부채를 가지고 있는 일본 입장에서는 엔화 강제 유인이 충분하다. 한편, 중국과의 환율 협상도 가능할 전망이다. 중국 역시 내수 부양을 위한 통화완화 기조 지속에 유동성 공급을 늘리고 있으나, 여전히 실물 경제로의 자금 유입은 확인되지 않고 있는 상황이다. 오히려 위안화 약세 흐름은 해외 자금 유출 압력을 높일 수 있다는 점에서 중국 통화 당국 역시 위안화 약세를 원하지 않을 가능성이 크다.

이란 핵 협상, 유가가 아닌 중국 정유사에 악재

- 커져가는 이란 핵 합의 가능성, 그러나 제재 해제에도 단기에 그칠 영향
- 이란에 대한 제재 해제는 오히려 유가 보다 중국 Teapot 기업들에게 악재
- 추가적인 모니터링 필요하지만 무력 충돌 피하기 위한 합의 가능성 여전

커져가는 이란 핵 합의와 대이란 제재 해제 가능성, 그러나 단기에 그칠 영향

이란 핵 합의 가능성이 다시 거론되고 있다. 알리 샴카니 정치/군사 고문은 미국의 대이란 제재 해제를 조건으로 1)고농축 우라늄 시설을 포기할 수 있다고 밝혔다. 2) 원전 발전용인 저농축 우라늄 시설에 대해서는 미국-이란-사우디-UAE 간 합작 벤처를 설립하여 국제 감시를 받는 한편, 3)이와 연계될 신규 원전은 미국 측이 참여하여 전력을 공급하는 방식이라며 제안했다. 이처럼 미국과 이란 간의 핵 협상이 본격화되면서 유가에 미칠 영향이 주목 받기 시작했다.

그러나 합의(제재 해제)가 되더라도 유가에 미칠 영향은 단기에 그칠 것으로 예상된다. 20~50만b/d(2023년 상반기)이던 이란의 원유 수출량은 현재 165~185만b/d까지 회복했다. 대이란 제재가 정식 발효되기 직전인 2018년 8월 수준까지 도달한 것이다. 제재 해제 시 최대 200~250만b/d까지 확대될 수 있지만 증가 폭(35~65만b/d)이 이전만큼 크지 않다면 가격에 미칠 영향은 제한적일 수밖에 없다.

이란에 대한 제재 해제는 유가가 아닌 중국 Teapot 기업들에게 악재

오히려 이란의 귀환은 유가 보다 중국 정유사들에게 악재가 될 수 있다. 지난 4월초 트럼프 미 대통령은 이란산 원유를 수입하는 국가들에게 세컨더리 보이콧을 적용하겠다고 협박했지만 이란산 원유는 지금도 우회 방식(STS 환적, 그림자선단 등)을 통해 수출되고 있다. 작년과 비교했을 때 규모는 줄었지만 수출은 여전히 계속되고 있다. 그 중착지는 90%가 중국이다.

제재 대상인 이란산 중질유는 국제 가격 대비 배럴당 5~6달러 가량 저렴하다. 중국 산둥 지역의 Teapot 기업들에게는 최적의 상품이라 볼 수 있다. 그런 이란산 원유가 제재 리스트에서 제외된다면 이란은 더 이상 할인된 가격으로 판매할 이유가 없게 된다. 이전 자료인 <트럼프발 러-우 전쟁 종식, 유가가 아닌 중국 정유사에 악재(24.10.21)>와 같은 맥락으로 중국 Teapot 기업들에게 최악의 순간이 되는 것이다.

추가 모니터링 필요하지만 무력 충돌 피하기 위한 합의 가능성 여전

물론 추가 모니터링이 필요한 것은 사실이다. 스티브 위트코프 미 중동특사는 이란 측의 양보에도 저농축 우라늄 시설까지 포기해야 한다고 밝힌 반면, 압바스 아라키 이란 외무장관은 NPT 조약에 따라 농축 활동은 계속되어야 한다고 맞서고 있다. 5차 핵 협상(5/23)을 앞두고 입장 차가 좁혀지지 않고 있는 것이다. 다만, 무력 충돌 상황을 피하기 위해서라도 합의 가능성은 여전하다. CNN에 따르면 이스라엘군은 협상이 결렬될 것을 고려해 이란 핵 시설에 대한 공격을 준비 중이다. 16일, 트럼프 대통령은 조기 합의가 어렵다면 앞으로 나쁜 일들이 일어날 것이라며 압박하고 있다. 정치 리스크라는 점에서 쉽게 예단할 수 없지만 입장 차가 좁혀진다면 그것은 유가가 아닌 중국 Teapot 기업들의 악재가 될 것이다.

HD현대중공업 (329180)

이진리

jin.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

450,000

유지

현재주가

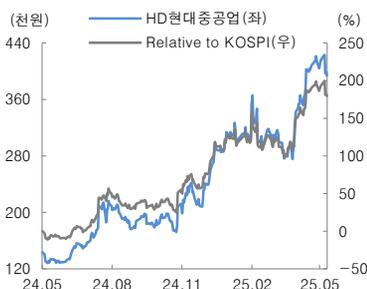
394,000

(25.05.22)

조선업종

KOSPI	2593.67
시가총액	34,977십억원
시가총액비중	1.63%
자본금(보통주)	444십억원
52주 최고/최저	423,500원 / 128,300원
120일 평균거래대금	1,095억원
외국인지분율	10.48%
주요주주	에이치디한국조선해양 외 1인 74.60% 국민연금공단 6.38%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.4	30.9	66.2	205.2
상대수익률	3.9	34.0	60.3	220.5



P, Q, C 완벽한 삼각형

- 1Q25 생산성 향상의 비결은 고급인력들의 복귀
- USTR 제재 완화에도 선사들의 중국 리스크 회피로 한국 반사수혜
- 미국의 러시아 그림자선대 제재 강화되며 탱커 발주 문의 증가하는 추세

신규수주는 꾸준히 올라오는 중

2025년 5월 누계 기준, HD현대중공업의 신규수주는 51.5억불로 연간 목표치의 41.5%(상선 기준 50.6% 달성), 양호한 수주 실적 기록 중. 수주잔량 335억 달러로 1분기 생산스케줄이 앞당겨지면서 잔고년수는 3.1년으로 줄었음. 특히 2025년부터는 2027년 말 납기 슬롯까지 제시 가능할 정도로 생산성이 향상됨

생산성의 비결은 인력의 복귀

현재 원가에 영향을 주는 비용 부분은 크게 후판가, 인건비, 아웃소싱 세가지로 나뉜. 현재 후판가는 바텀아웃하고 있지만 여전히 조선사가 바게닝 파워를 보유하고 있어 상승폭은 제한적. 인건비와 아웃소싱비는 지난 2~3년간 단가 인상률이 30% 상승했는데, 이는 대형/고급건설현장 증가로 인한 인력 수급 불균형 때문. 하지만 지난 4분기부터 건설현장 감소로 다시 인력 공급이 안정화되며 생산성이 상승하는 동시에 비용 역시 크게 증가하지 않을 것으로 예상

선반기 선종별 수주: 컨테이너 > 가스선 > 탱커선

[컨테이너선] 글로벌 세컨더리 선사들을 위주로 수주 강세 전망. 선대 교체 비율이 낮은 점과 더불어 미국의 관세, USTR의 영향으로 중국항 물량이 한국 조선사로 교체발주 진행 중. [탱커선] 최근 미국의 러시아 그림자선대 제재가 강화됨. 그에 따른 공급 부족으로 수에즈막스/아프라막스 탱커의 발주 문의가 증가하는 추세. 선령도 가장 높은 선종이라 교체 수요 증가 예상. 현재 % orderbook of fleet은 9%까지 증가함 [LNG선] 미국 FID 속도가 예상 대비 늦어지고 있지만 하반기를 기대 중 [엔진기계] 2-stroke 대형엔진에 대한 해외수요 증가. 1분기 매출에서 중국항 비중이 26%까지 상승. 특히 DF엔진의 비중이 높아질수록 동사의 수주가 유리한데 현재 신규수주 중 60~70%는 DF엔진. 엔진기계의 이익기여도는 사업부문 중 가장 강한 성장세를 보여줄 것으로 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	16,550	18,208	19,127
영업이익	179	705	1,802	1,881	2,183
세전순이익	34	798	1,059	1,827	2,199
총당기순이익	25	622	825	1,422	1,712
자배지분순이익	25	622	825	1,422	1,712
EPS	278	7,001	9,288	16,022	19,288
PER	463.9	41.1	34.1	19.8	16.4
BPS	58,660	64,259	71,261	84,591	101,190
PBR	2.2	4.5	5.5	4.7	3.9
ROE	0.5	11.4	13.7	20.6	20.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: HD현대중공업, 대신증권 Research Center

삼성바이오 로직스 (207940)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

1,300,000

유지

현재주가

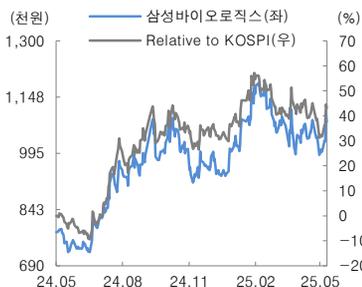
1,080,000

(25.05.22)

제약업종

KOSPI	2593.67
시가총액	76,868삼억원
시가총액비중	3.58%
자본금(보통주)	178삼억원
52주 최고/최저	1,185,000원 / 727,000원
120일 평균거래대금	793억원
외국인지분율	13.01%
주요주주	삼성물산 외 2 인 74.34% 국민연금공단 6.68%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.5	-6.7	15.6	39.0
상대수익률	-3.7	-4.5	11.5	46.0



CDMO는 수주를 쌓고, 홀딩스는 미래를 그린다

- 투자 의견 매수, 목표주가 130만원, 최선호주 유지
- 65대 35 비율로 CDMO와 바이오시밀러/투자 부문 사업 분할 예정
- 로직스는 CDMO 경쟁력 강화, 에피스는 신성장 동력 확보 기대

투자 의견 매수, 목표주가 1,300,000원, 최선호주 의견 유지

삼성바이오로직스 인적분할에 따른 영향은 긍정적일 것으로 전망하여, 목표주가 130만원, 투자 의견 매수, 최선호주 의견 유지. 해당 인적분할로 삼성바이오로직스 CDMO 경쟁력 강화가 예상되며, 별도 기준 높은 영업이익률(40%)로 피어 그룹 대비 매력적인 밸류에이션 구간 진입 전망

5월 22일 증가 기준 삼성바이오로직스 시가총액 76.9조원. 인적분할 비율 적용시 삼성바이오로직스 49.9조원(65%), 삼성에피스홀딩스 26.9조원(35%) 예상. 해당 가치는 5공장 풀가동이 예상되는 28년 EBITDA(현가화) 기준, 삼성바이오로직스 16.7배 수준으로 CDMO 피어그룹 12개월 Fwd EV/EBITDA 론자 19.7배, 우시바이오 12.2배와 비교하여 매력적인 밸류에이션이 예상됨. 신설법인 삼성에피스홀딩스는 12개월 Fwd EV/EBITDA 65.6배로 바이오시밀러 피어그룹 산도즈 15.9배, 셀트리온 23.1배 대비 밸류에이션 부담 존재하나, 장기적으로는 신약 개발 전략이 구체화되면서 가치 회복이 가능할 것으로 전망

CDMO는 수주를 쌓고, 홀딩스는 미래를 그린다

동사는 5월 22일 CDMO 부문과 바이오시밀러 및 투자부문을 인적분할하기로 결정. 이번 분할은 고객사 이해상충 해소와 사업 전문성 강화를 위한 전략적 조치로 판단. 존속 법인은 CDMO 사업 확대에 집중하고, 신설 지주회사 삼성에피스홀딩스는 바이오 투자 플랫폼 기업으로 성장 전망. 분할 비율은 65대 35이며, 10월 29일 양사 모두 코스피 재상장 예정

삼성에피스홀딩스는 에피스를 주요 자회사로 두고, 시밀러 기반 안정적인 수익을 기반으로 유망 바이오 신약 및 플랫폼 기술에 투자 예정. JV 설립, M&A, 글로벌 제휴 등 전략적 성장을 추구하고, 글로벌 사례 중 Novo Nordisk의 지주회사이자 바이오 투자 전문 기업인 Novo Holdings와 유사한 모델로 운영될 것으로 기대됨

결론적으로 이번 분할은 단순한 조직개편 수준을 넘어서, 로직스는 CDMO 분야에서 경쟁력 강화 예상. 에피스는 그동안 로직스의 100% 자회사로 신약개발 및 투자에 소극적이었으나, 이제는 바이오 투자 플랫폼으로서 본격적인 전략적 투자 확대가 기대되며, 중장기적 관점에서 리레이팅 요인으로 작용할 가능성이 높음

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.