리서치본부 | 2025. 5. 9

글로벌 IT S/W, 중국전략 | 이동연
선진국 전략 | 최보원
해외 모빌리티/플랫폼 | 이지수
글로벌 반도체 | 문승환
글로벌 소프트웨어 | 이성원
글로벌 엔터/레저 | 이승연

미국 주식 *Monthly*

실적과 가이던스가 견조한 기업에 집중

미국 추천 기업

Top Picks	
레져	로얄 캐리비안(RCL US)
소프트웨어	서비스나우(NOW US)

true friend 한국투자증권

Contents

I. Executive Summary 2

실적과 가이던스가 견조한 기업에 집중

II. 섹터별 Key Issues 3

1. 글로벌 레저: 실적으로 증명된 크루즈 수요
2. IT 소프트웨어: 나쁘지 않은 25년의 출발
3. 글로벌 광고시장: 어려운 장단 맞추기
4. 전기차: 다소 완화되었으나 관세 리스크 존재
5. 글로벌 반도체: 추가 하방 리스크는 제한적
6. 미국 홈빌더: 관세 협상, 연준 정책 수혜주

III. 미국 추천 기업 23

로얄 캐리비안(RCL US)
서비스나우(NOW US)
레딧(RDDT US)
테슬라(TSLA US)
램리서치(LAMS US)
D.R.호튼(DHI US)

I. Executive Summary

실적과 가이던스가 견조한 기업에 집중

Top picks:
로얄 캐리비안(RCL),
서비스나우(NOW)

로얄 캐리비안(RCL)은 크루즈 산업을 이끄는 대표적인 기업이다. 균열을 보이며 연간 가이던스를 하향하는 육상 기반 여행 업종과는 달리, 크루즈 기업들은 1분기 호실적과 함께 흔들림 없는 수요를 다시 한번 확인하며 가이던스를 상향했다. 올해 들어 조세 구조 언급과 관세 전쟁으로 인한 미국 소비 둔화로 주가 조정이 이어졌지만, 이제 해당 리스크에 대한 우려는 과도하다는 것이 증명됐다.

로얄 캐리비안은 선상에서 판매하는 물품을 대부분 미국 내에서 조달하고 있어 관세 영향으로부터 자유롭고, 탑승객 85%가 북미 지역에서 유입되기 때문에 미국에 대한 반감으로 인한 수요 변동성 또한 제한적이다. 이제 여름 성수기를 앞두고 있고, 하반기 2척의 신규 선박 출항과 함께 첫 올인클루시브 비치클럽 개장이 예정되어 있다. 크루즈 산업 내 전략 측면에서 가장 앞서 있음과 동시에 꾸준한 성장으로 지위를 증명한 로얄 캐리비안을 5월 최선호주로 추천한다.

로얄 캐리비안과 함께 서비스나우도 5월 최선호주로 제시한다. 1분기 실적과 2분기 가이던스가 우려보다 견조했고, 이는 매크로 이슈로 기업들이 IT 지출을 축소할 것이라는 우려를 불식시키며 주가 반등을 이끄는 핵심 요인으로 작용하고 있다. 서비스나우는 B2B AI 시장이 지능형 슈퍼 사이클의 초입에 진입했다고 강조하고 있다. 실제로 서비스나우는 다양한 기업 고객들의 플랫폼을 통합할 잠재력을 지니고 있어 향후 AI 에이전트 시장의 주도 업체 중 하나로 자리매김 할 수 있을 전망이다.

<표 1> 추천 종목

섹터	종목명	시가총액(십억달러)	투자포인트
레저	★ 로얄 캐리비안 (RCL US)	61.9	– 4월까지 예약률이 전년대비 증가했고, 출항 임박 상품들에 대한 수요 역시 강세 지속 중 – 탑승객 중 85%가 북미 지역에서 유입. 관세 리스크 및 수요 변동성은 매우 제한적일 것 – 하반기 2척의 신규 선박과 첫 비치클럽 개장을 앞둔 시점. 최근 조정은 매력적인 매수 기회
소프트웨어	★ 서비스나우 (NOW US)	203.5	– 2Q25 핵심 지표 가이던스가 시장 기대치를 상회한 점이 고무적 – 매크로 이슈에도 2025년 가이던스 조정폭이 미미. IT 지출 감소 우려를 불식시키는 결과 – AI 에이전트 사이클의 주도 업체. 세부 AI 관련 지표도 개선 중
광고	레딧 (RDDT US)	19.4	– 광고 업황이 좋지 않음에도 불구하고 견조한 실적 및 가이던스 제시 – 전방위적으로 인벤토리에 대한 강한 수요 확인. Reddit Answers 진척상황도 가시적 – 주가 하락 폭 컸던 만큼 밸류에이션 부담도 낮은 편
전기차	테슬라 (TSLA US)	889.7	– 부진한 1Q25 실적에도 불구하고 미래 사업에 대한 언급과 CEO 리스크 해소 기대감은 긍정적 – 테슬라는 미국 내 생산 비중이 100%에 달하고, 테슬라 차량은 USMCA 기준을 평균 85% 이상 충족하고 있어 관세 불확실성 속에서 상대적 안정성이 부각됨 – 주가 Catalyst는 2H25부터 본격화될 본업 실적 개선과 6월에 텍사스에서 선보일 비감독형 FSD 출시
반도체	램리서치 (LRCX US)	96.0	– 역사적 반도체 기술 혁신의 초입 구간에서 램 리서치가 시장 대비 높은 성장을 보일 것 – CY28 중장기 실적목표는 EPS 기준 최고치보다 70% 높은 수치. 목표 기간 고려시 매우 긍정적 – 대내외 불확실성 속에서 CY1Q25 실적과 CY2Q25 가이던스 모두 컨센서스를 상회
홈빌더	D.R.호튼 (DHI US)	37.7	– 점진적 국채금리 하락 수혜 업체. 지연된 주택 구매 수요 개선 예상 – 트럼프 행정부의 주택 공급 활성화 위한 정책 수혜 기대 – 단기 조정으로 밸류에이션 부담 완화

주: Top pick은 ★로 표시
자료: Bloomberg, 한국투자증권

II. 섹터별 Key Issues

1. 글로벌 레저: 실적으로 증명된 크루즈 수요

크루즈 업종 주가 조정 이유
1) 조세 리스크
2) 미국 소비 둔화 우려

올해 들어 크루즈 업종은 1) 조세 리스크 언급과 2) 미국 관세전쟁으로 인한 소비 둔화 우려로 주가 조정을 받았다. 현재는(5/6 기준) 로얄 캐리비안(이하 RCL)과 카니발(이하 CCL) 모두 1/30 고점 대비 각각 17.9%, 31.4% 디스카운트 되어 거래 중이다. 다만, 1) 지난 15년간의 크루즈 산업 세제 구조를 변경하겠다는 정부의 언급이 수차례 있었지만 모든 개편 시도는 큰 진전을 이루지 못했었고 그 영향이 미미할 것이라는 점과, 2) FY1Q25 실적발표를 통해 크루즈 수요는 변함이 없다는 점을 고려하면, 최근 조정은 오히려 기회라고 볼 수 있다.

소비 둔화 영향 없다는 것은 1분기 실적으로 증명

1분기 실적발표를 통해 현재 주가에 더욱 가중되고 있는 수요에 대한 우려는 과도하다는 것이 증명되었다. RCL과 CCL의 FY1Q25 조정 EPS는 각각 2.71달러(vs. 컨센서스 2.53달러), 0.13달러(vs. 컨센서스 0.02달러)로 기대치를 상회했고, 균열을 보이는 육상 기반 여행 업종과는 달리 두 기업 모두 연간 가이던스까지 상향 조정했다. 크루즈 산업의 견고한 수요는 하반기까지 지속될 것이다. 특히 크루즈 여행 특성상 올해 수요가 급격히 위축될 가능성은 낮다. 4월까지도 출항 임박 상품들에 대한 예약률 역시 안정적인 수준을 유지하고 있는 것이 확인되었고, 취소율 또한 예년과 유사한 수준을 나타내고 있다. 여름휴가 시즌을 앞둔 현재 시점에서, 승객들이 취소 불가능한 보증금을 포기하면서까지 예약을 취소할 가능성은 매우 희박하다.

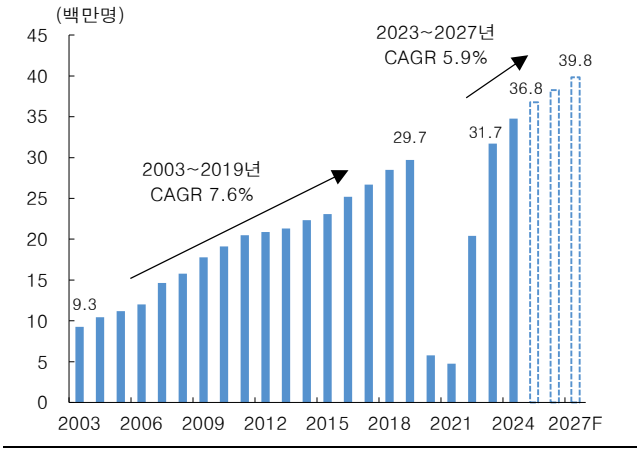
추정치는 이미 매우 보수적으로 측정된 상태

하지만 현재 크루즈 업종 주가는 올해 하반기와 2026년에 걸친 수익률 둔화를 이미 상당 부분 반영하고 있다. 기업 가이던스와 마찬가지로 실적 추정치에도 소비 심리 둔화를 반영하여 선상 소비와 단기 예약 가격이 매우 보수적으로 측정되어있다. 이미 최악의 시나리오는 반영된 상태라고 판단한다.

주가 상승 모멘텀 충분한 하반기. 단기적으로 안정적인 RCL 선호

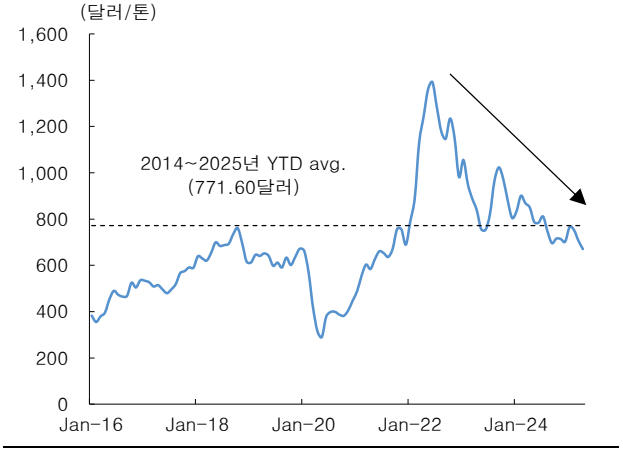
4월 벙커유 가격도 1월 대비 12.4% 하락했으며, 이는 단기적으로 발생할 수 있는 수익성 악화를 일정 부분 상쇄시킬 수 있다. 그뿐만 아니라 올해 RCL과 CCL은 하반기에 각각 2척과 1척의 신규 선박 출항을 앞두고 있으며, 각각 1곳의 프라이빗 아일랜드(7월 CCL Celebration Key, 12월 RCL Paradise Island)를 개장할 예정이다. 여름 성수기 수요와 주가 상승 모멘텀이 충분히 남아있기 때문에, 최근 주가 조정은 장기적인 관점에서 매우 매력적인 매수 기회를 만들었다고 판단한다. 다만 예상보다 길어지는 거시경제 역풍으로 인한 보수적인 투자 기조가 당분간 유지될 가능성이 높기 때문에, 밸류에이션 측면에서 장기적인 매력이 높은 CCL보다 단기적으로는 현재 우위에 있는 RCL을 선호한다.

[그림 1] 크루즈 산업 탑승객 추이 및 전망



자료: Clarkson, 한국투자증권

[그림 2] MGO 벙커유 가격 추이



자료: Clarkson, 한국투자증권

<표 2> RCL FY2025 가이던스 vs. 컨센서스 조정 내역

항목	FY 2025 가이던스 (4Q24 실적발표 기준)	FY 2025 가이던스 (1Q25 실적발표 기준)	FY2025 컨센서스
APCD	5,330만	5,330만	5,329만
Net Yields YoY	2.5~4.5%	**2.6~4.6%**	4.3%
NCCx YoY	0.0~1.0%	**-0.1~0.9%**	0.0%
Fuel	~11.72억달러	**~11.40억달러**	11.65억달러
D&A	17.15~17.25억달러	**17.10~17.20억달러**	17.19억달러
Adjusted EPS	14.35~14.65달러	**14.55~15.55달러**	14.87달러

주: 컨센서스는 Bloomberg 기준. APCD(Available Passenger Cruise Days)는 이용 가능한 크루즈 일수. Net Yield는 크루즈 일수당 순수익률.
NCCx(Net Cruise Cost ex. fuel)은 연료비 제외 순 크루즈 비용
자료: Bloomberg, Royal Caribbean Cruise, 한국투자증권

<표 3> CCL FY2025 가이던스 vs. 컨센서스 조정 내역

항목	FY 2025 가이던스 (4Q24 실적발표 기준)	FY 2025 가이던스 (1Q25 실적발표 기준)	FY2025 컨센서스
Net Yields YoY	4.2%	**4.7%**	3.7%
NCCx YoY	3.7%	3.8%	3.0%
Adj. EBITDA	66억달러	**67억달러**	67억달러
Adj. Net income	23.0억달러	**24.9억달러**	24.1억달러
Adjusted EPS	1.70달러	**1.83달러**	1.77달러

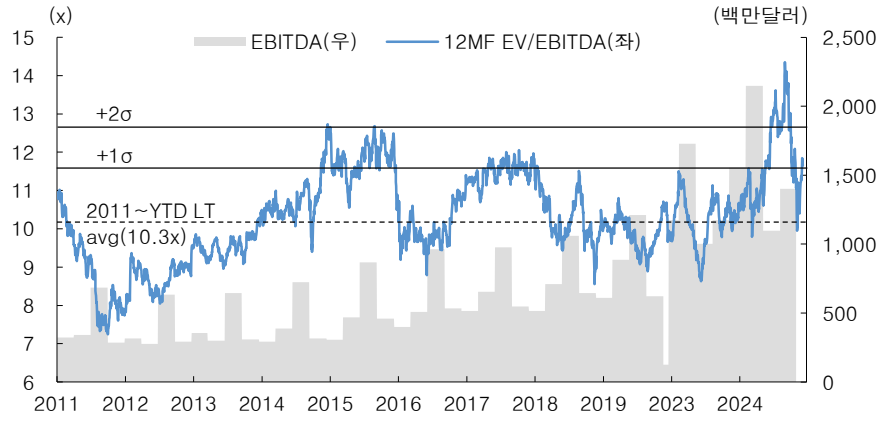
주: 컨센서스는 Bloomberg 기준. Net Yield는 크루즈 일수당 순수익률. NCCx(Net Cruise Cost ex. fuel)은 연료비 제외 순 크루즈 비용
자료: Bloomberg, Carnival, 한국투자증권

<표 4> FY1Q25 컨퍼런스콜 중 2025~2026년 수요 관련 중요 내용

시기	내용
RCL	– **1분기 판매된 모든 상품에서 전년대비 예약률 증가하며 역대 최고 Wave Season(1~3월) 기록** – **4월에도 전년대비 높은 예약률 유지**. 출항 임박 상품들에 대한 수요도 강했고, 취소율은 정상 수준 – 현재 예약 가능한 티켓량이 작년과 유사한 수준을 유지하면서도 **더 높은 APD를 기록** – **선상 지출과 사전 구매도 전년대비 증가** – **모든 판매 채널에서 높은 수요가 발생** 중. 특히 직접 판매 채널이 강세를 보이는 중 – 현장에서 체감되는 수요와 예약률, 선상 소비 데이터 등을 보면 소비자들은 여전히 경험을 중시하며 올해 더 많은 지출을 계획하고 있다는 점이 확인
CCL	– **올해 매 분기, 모든 여행 일정에서 역대 가장 높은 가격 유지 중** – 올해 Wave Season 동안 **2025년 일정 중 80% 이상 예약 확보**. 2026년 일정에 대한 예약률 역시 티켓 단가와 선제 예약 기간 모두 역대 최대치 기록 – 매크로 우려에도 불구하고 **3월 중순까지 선상 소비도 유지**되는 중. **취소율 역시 예년과 비슷한 수준**으로 특이사항 없음 – 지난주 예약률도 전년대비 큰 폭으로 상회. 특히 **2분기 출항 임박 상품들에 대한 예약(Close-in bookings)도 예약률과 가격 모두 견조** – 신규 고객 비중도 크게 확대. 1분기 동안 성장률이 공급 증가율을 훨씬 웃도는 수준

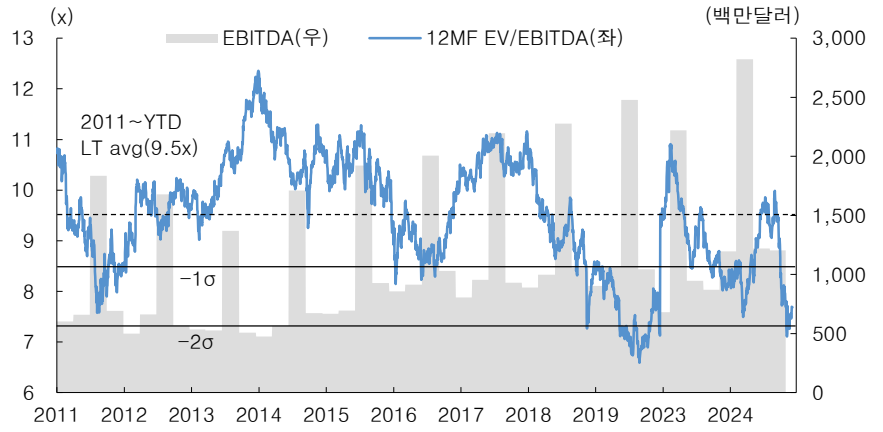
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 3] RCL 12MF EV/EBITDA 추이 – 현재 11.7배



주: 세계보건기구(WHO) 기준 코로나19 팬데믹 기간 2020/1/30~2023/5/5 시기는 제외
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 4] CCL 12MF EV/EBITDA 추이 – 현재 7.7배



주: 세계보건기구(WHO) 기준 코로나19 팬데믹 기간 2020/1/30~2023/5/5 시기는 제외
자료: Factset, 한국투자증권

<표 5> 레저 커버리지 기업 글로벌 peer valuation

(단위: 십억달러, %, 배, 달러)

종목				매출액	영업이익	OPM	순이익	PER	PBR	EPS	BPS	EV/EBITDA	ROE
크루즈													
CCL	주가 (5/7, 달러)	19.69	2023A	21,593	1,861	8.6	1	NM	2.8	0.0	5.4	10.8	NM
	시가총액(백만달러)	25,594	2024A	25,021	3,553	14.2	1,891	17.9	3.6	1.4	7.1	9.8	23.8
			2025F	26,051	3,975	15.3	2,501	10.8	2.3	1.8	8.7	7.7	23.6
			2026F	26,756	4,196	15.7	2,926	9.3	1.9	2.1	10.5	7.3	22.0
RCL	주가 (5/7, 달러)	228.01	2023A	13,900	2,878	20.7	1,827	18.3	7.0	6.8	18.4	11.7	44.7
	시가총액(백만달러)	61,918	2024A	16,484	4,106	24.9	3,237	19.9	8.2	11.8	28.1	13.1	46.8
			2025F	17,995	4,948	27.5	4,175	15.1	6.1	15.1	37.7	11.9	45.2
			2026F	19,717	5,529	28.0	4,810	13.0	4.5	17.6	50.9	10.8	38.2
카지노													
MGM	주가 (5/7, 달러)	31.74	2023A	16,164	1,891	11.7	1,372	11.7	3.8	2.7	11.7	9.4	26.4
	시가총액(백만달러)	8,638	2024A	17,241	1,490	8.6	810	13.3	3.4	2.6	10.3	8.5	21.8
			2025F	17,127	1,708	10.0	791	15.1	2.5	2.1	12.6	2.9	27.4
			2026F	17,395	1,822	10.5	860	12.9	2.0	2.5	16.2	2.8	29.7
WYNN	주가 (5/7, 달러)	84.12	2023A	6,532	840	12.9	462	11.0	NM	4.1	NM	9.9	NM
	시가총액(백만달러)	8,795	2024A	7,128	1,133	15.9	664	14.9	NM	6.0	NM	8.4	NM
			2025F	6,990	1,194	17.1	514	16.9	NM	5.0	(4.9)	8.3	NM
			2026F	7,176	1,242	17.3	568	15.2	NM	5.5	(1.7)	8.0	20.5
LVS	주가 (5/7, 달러)	39.58	2023A	10,372	2,313	22.3	1,423	26.3	9.0	1.9	5.5	12.2	30.5
	시가총액(백만달러)	27,968	2024A	11,298	2,402	21.3	1,673	22.4	12.8	2.3	4.0	11.8	41.3
			2025F	11,769	2,766	23.5	1,673	16.0	8.8	2.5	4.5	8.9	59.1
			2026F	12,467	3,181	25.5	1,985	14.0	6.8	2.8	5.8	8.3	62.6
호텔													
MAR	주가 (5/7, 달러)	255.99	2023A	23,713	3,935	16.6	3,027	22.6	NM	10.0	(2.3)	18.0	NM
	시가총액(백만달러)	70,115	2024A	25,100	4,161	16.6	2,660	32.8	NM	9.3	(10.8)	20.6	NM
			2025F	26,274	4,454	17.0	2,732	25.4	NM	10.1	(16.1)	15.9	NM
			2026F	27,430	4,868	17.7	2,982	22.4	NM	11.5	(18.2)	14.8	NM
HLT	주가 (5/7, 달러)	241.65	2023A	10,235	2,225	21.7	1,638	35.8	NM	6.2	(9.3)	21.3	NM
	시가총액(백만달러)	57,440	2024A	11,174	2,370	21.2	1,780	35.7	NM	7.1	(15.4)	21.7	NM
			2025F	11,922	3,105	26.0	1,881	30.5	NM	7.9	(20.5)	18.5	NM
			2026F	12,910	3,478	26.9	2,085	26.6	NM	9.1	(26.7)	17.0	NM

주: Non-GAAP 기준 비교 실질
자료: Bloomberg, 한국투자증권

2. IT 소프트웨어: 나쁘지 않은 25년의 출발

SAP의 1Q25 실적 발표 후 기업들의 IT 지출 축소 우려 완화

현재까지 발표된 주요 소프트웨어 기업들의 1Q25 실적은 우려보다 견조하다. 매분기 그렇듯이 실적 스타트를 잘 끊은 기업은 SAP다. SAP의 1분기 매출액은 12%(이하 모두 YoY 기준) 성장하며 예상치에 부합했고, 조정 영업이익과 EPS는 모두 컨센서스를 10% 상회했다. 클라우드 매출이 27% 늘어나며 기대에 부합했고, 미래 성장성을 가늠하는 CCB(Current Cloud Backlog)가 전분기와 동일하게 29% 성장한 덕분이다. 1분기 실적보다 중요했던 것은 SAP가 FY2025 매출액 가이던스를 유지했다는 사실이다. 매크로 이슈로 기업들의 IT 지출이 줄어들 수 있다는 우려를 불식시키는 결과이기 때문이다. 매크로 불확실성이 확대될 때는 보통 중소형 기업들의 IT 지출 변동성이 높아지는데, 1분기에 SAP가 체결한 계약의 66%가 중형 사이즈의 신규 고객으로부터 발생했다는 점도 동사 ERP에 대한 수요가 꾸준함을 입증한다.

5월 최선호주는 AI 에이전트 선두주자인 서비스나우

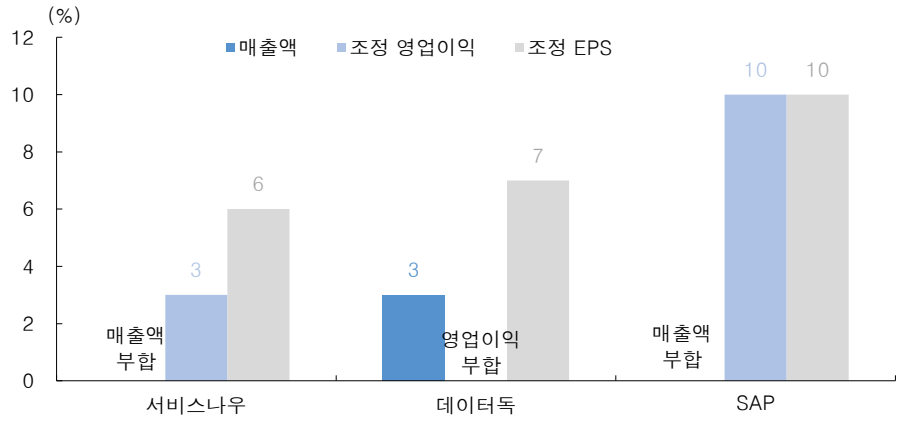
가장 관심을 끄는 기업은 AI 에이전트 선두주자인 서비스나우다. 서비스나우의 1분기 매출액은 19% 증가하며 기대치에 부합하는데 그쳤지만, 2분기 cRPO(12개월 내 매출로 전환되는 잔여계약가치) 가이던스(+19.5% YoY)를 기존 컨센서스 대비 높게 제시한 점이 인상적이었다. 서비스나우가 2025년 구독 매출 가이던스(+19.5% YoY)를 기존 대비 0.25% 하향 조정했지만, 다양한 매크로 이슈를 반영한 조정폭이 크지 않다는 점은 오히려 주가 반등을 이끄는 요인으로 작용하고 있다.

서비스나우의 AI 에이전트 서비스에 대한 기대감도 1분기 실적 발표 후 다시 높아지고 있다. 서비스나우 경영진은 실적 컨콜에서 B2B AI 시장이 지능형 슈퍼 사이클의 초기 단계에 진입했고, 이 사이클이 최소 10년 이상 지속될 것임을 강조했다. 서비스나우는 다양한 기업 고객들의 플랫폼을 통합할 잠재력도 지니고 있어 향후 AI 에이전트 시장의 주도 업체 중 하나로 자리매김 할 수 있을 전망이다. 실제로 1분기에 AI 에이전트 서비스가 포함된 Pro Plus 계약이 전년동기대비 4배 증가했고, 최근에 서비스나우가 인수한 Moveworks와 Logic.ai를 활용해 CRM 영역으로 진입하고 있는 점에도 주목해야 한다. 결론적으로 5월에는 소프트웨어 기업 중 서비스나우를 최선호주로 제시하고, Now Assist를 중심으로 AI 경쟁력을 강화하고 있다는 점은 서비스나우의 중장기 투자포인트로 자리매김 할 것이다.

우려하던 데이터독의 실적도 기대 이상

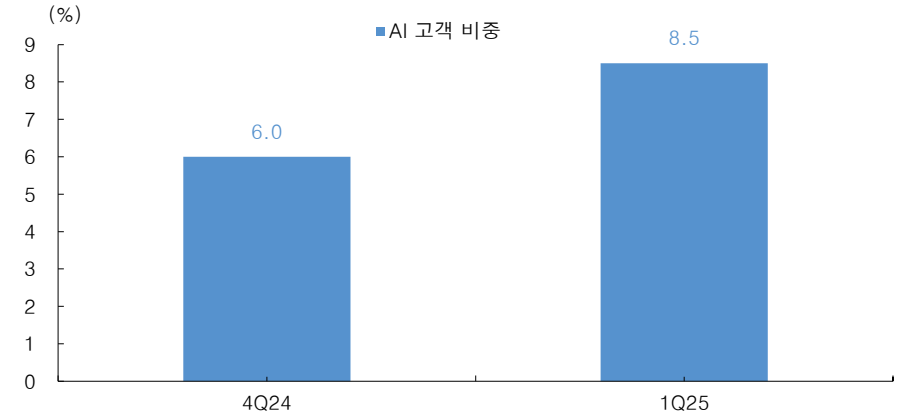
한편, 오픈AI에 대한 의존도가 높아 향후 실적 변동성이 높아질 수 있다는 우려가 있던 데이터독이 기대 이상의 1분기 실적을 발표한 점도 고무적이다. 데이터독은 2025년 매출액 가이던스를 컨센서스보다 높은 22% 성장으로 제시했다. 매크로 불확실성 완화 시 하반기에 추가적인 top line 가이던스 상향 조정도 기대할 수 있다. 데이터독의 연간반복매출에서 AI 고객이 차지하는 비중이 8.5%(전분기 6%)로 높아진 점도 긍정적인 변화다.

[그림 5] 주요 소프트웨어 기업들의 CY1Q25 실적 서프라이즈 폭



자료: Factset, 한국투자증권

[그림 6] 데이터독 연간반복매출(ARR)에서 AI 고객이 차지하는 비중



자료: Factset, 한국투자증권

<표 6> 미국 소프트웨어 선호 기업 Peer Valuation

(단위: 백만달러, 달러, %, 배)

종목				매출액	영업이익	영업이익률	순이익	PER	PBR	EPS	BPS	EV/EBITDA	ROE
서비스나우	주가 (5/7, 달러)	983.3	2024A	10,984	1,364	12.4	1,425	150.9	22.8	6.9	46.5	104.7	16.5
	시가총액 (십억달러)	203.5	2025F	13,027	3,972	30.5	1,900	59.3	16.1	16.6	61.2	43.4	22.4
			2026F	15,475	4,862	31.4	2,437	49.5	11.6	19.8	85.1	35.8	20.2
			2027F	18,361	5,949	32.4	3,025	41.1	9.2	23.9	106.4	29.7	19.5
SAP	주가 (5/7, 달러)	297.3	2024A	34,176	4,665	13.6	3,124	-	-	-	-	46.4	7.1
	시가총액 (십억달러)	365.3	2025F	37,199	10,422	28.0	6,461	42.3	6.5	6.2	40.3	27.7	15.8
			2026F	41,938	12,499	29.8	7,607	35.8	5.8	7.3	45.2	23.5	17.3
			2027F	47,548	14,749	31.0	-	28.3	5.1	9.3	51.1	19.6	18.3
데이터독	주가 (5/7, 달러)	106.0	2024A	2,684	54	2.0	184	272.2	18.0	0.6	7.9	306.0	7.8
	시가총액 (십억달러)	36.6	2025F	3,229	646	20.0	68	62.1	10.8	1.7	9.9	47.4	16.9
			2026F	3,855	856	22.2	167	47.8	8.7	2.2	12.2	36.5	15.6
			2027F	4,700	1,122	23.9	290	35.7	7.0	3.0	15.2	29.1	13.9
스노우	주가 (5/7, 달러)	170.6	2025A	3,626	(1,456)	(40.2)	(1,286)	-	20.2	(3.9)	9.0	-	(31.4)
플레이크	시가총액 (십억달러)	57.0	2026F	4,478	363	8.1	(1,171)	147.2	19.2	1.2	8.9	101.0	(2.8)
			2027F	5,487	578	10.5	(1,155)	106.8	17.0	1.6	10.1	73.7	(2.1)
			2028F	6,664	915	13.7	(1,236)	76.1	14.5	2.2	11.7	51.3	(6.4)
세일즈포스	주가 (5/7, 달러)	278.2	2025A	37,895	7,205	19.0	6,197	47.6	5.4	6.4	63.6	28.7	10.3
	시가총액 (십억달러)	267.0	2026F	40,788	13,885	34.0	6,968	24.9	4.0	11.2	68.8	15.9	15.3
			2027F	44,451	15,516	34.9	8,338	22.3	3.6	12.5	76.8	14.5	15.9
			2028F	49,140	17,911	36.4	10,056	19.3	3.2	14.4	85.9	13.3	15.8
엘라스틱	주가 (5/7, 달러)	84.5	2024A	1,267	(130)	(10.3)	62	-	14.1	0.6	7.3	-	10.9
	시가총액 (십억달러)	8.8	2025F	1,475	217	14.7	(118)	43.3	10.2	2.0	8.3	35.6	24.6
			2026F	1,681	260	15.4	(52)	39.4	8.3	2.1	10.1	30.0	12.0
			2027F	1,923	322	16.8	(18)	33.4	6.8	2.5	12.4	23.4	13.7
크라우드	주가 (5/7, 달러)	422.5	2025A	3,954	(120)	(3.0)	(19)	-	30.1	(0.1)	13.2	858.6	(0.7)
스트라이크	시가총액 (십억달러)	105.2	2026F	4,783	976	20.4	(142)	123.1	25.6	3.4	16.5	93.5	21.8
			2027F	5,816	1,327	22.8	141	92.1	19.4	4.6	21.8	66.0	16.6
			2028F	7,172	1,864	26.0	460	68.3	15.5	6.2	27.3	46.7	19.8

주: Peer Table은 GAAP 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증

3. 글로벌 광고: 어려운 장단 맞추기

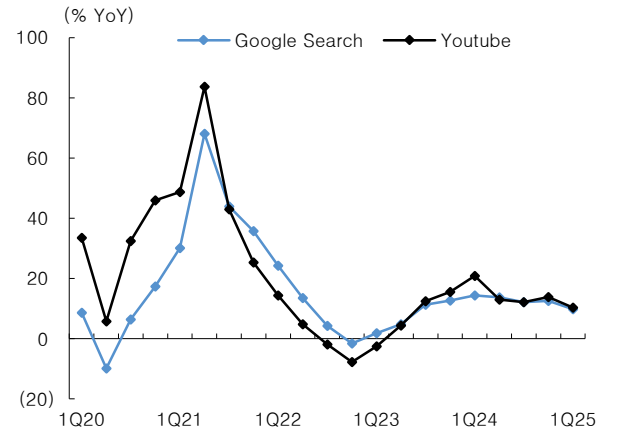
관세 유예와 빅테크 실적 발표 이후 업종 주가 반등세

4월 광고 업종 주가 변동성은 3월 대비 확연히 낮아졌다. 4월 초 트럼프 행정부가 중국을 제외한 모든 국가에 적용할 상호관세를 90일간 유예하겠다고 발표한 영향이다. 최악의 관세 시나리오는 피했지만 관세 리스크가 완전히 제거된 것은 아니었기에 2~3월의 하락 폭을 본격적으로 회복하기엔 실물 경기 여파 등 여전히 확인해야 할 요소가 많았다. 따라서 시장은 주요 광고 기업들의 실적을 확인하고자 하는 심리가 강했는데 구글, 메타의 1Q25 실적 및 가이던스가 대체로 긍정적으로 발표되면서 4월 말 광고 업종 주가는 대체로 양호했다.

구글, 메타의 호실적은 도미넌스에서 비롯

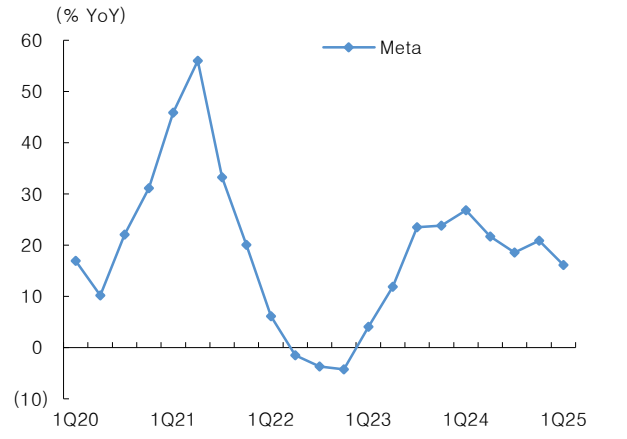
다만, 빅테크들의 호실적을 통해 업종 전반의 본격적인 반등을 단언할 수 있을지에 대한 분명한 판단이 필요한 시점이다. 우선 메타, 구글 등 Walled garden 업체의 도미넌스는 광고 예산 삭감 시기에 상대적으로 빛을 발한다. 높은 광고 효율(ROAS 등)을 보유하고 있어 광고 채널 중에 가장 후순위로 예산이 삭감되는 채널이기 때문이다. 단적으로 2nd tier 광고 플랫폼에 해당하는 Snap이 매크로 불확실성을 반영해 2Q25 가이던스를 제공하지 않은 것과 대조적이다. 따라서, 이번 호실적과 견조한 가이던스는 두 업체의 시장 내 경쟁우위에서 비롯되었을 가능성이 높으며, 브랜드 광고 비중이 상대적으로 높은 핀터레스트, 트레이드 데스크(현지시간 기준 5/8 After Market 발표)의 가이던스가 시장 기대를 하회할 경우 빅테크 vs 중소형 플랫폼, 애드테크 업체 간 실적 기대감은 상이해질 수 있다.

[그림 7] 구글 광고 매출액 성장률 추이(검색, 유튜브)



자료: Google, 한국투자증권

[그림 8] 메타 광고 매출액 성장률 추이

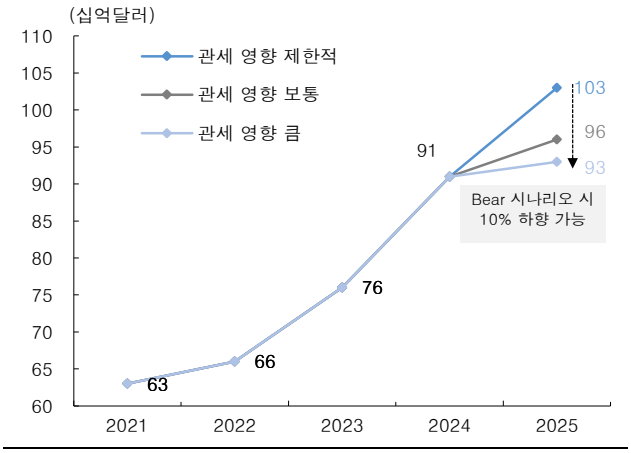


자료: Meta, 한국투자증권

구글, 메타도 관세 영향에 대해 불확실한 상황

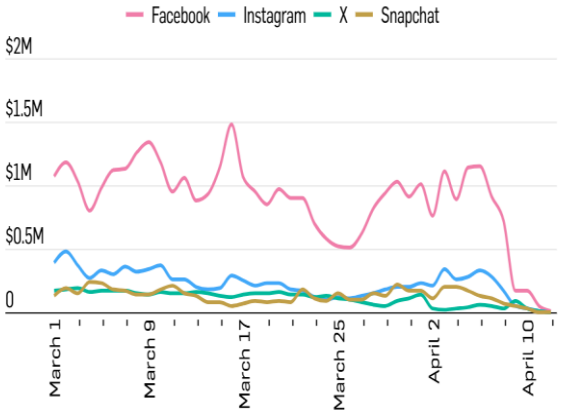
그렇다고 구글, 메타가 시장의 우려를 완전히 걷어냈다고 보기에도 어려운 상황이다. 메타의 2Q25 가이던스는 425~455억달러(+9~16% YoY)로 중간값 기준 컨센서스(438억달러)를 소폭 상회했지만, De minimis(소액 제품 면세 제도) 폐지 영향을 고려해 가이던스 범위를 넓게 책정했다고 밝혔기 때문이다. 구글은 2Q25 광고 사업 전망을 자세하게 제공해주지 않았다. 매크로 영향을 피할 수 없지만, 그 영향을 예측하는 건 적절치 않다고 정도로만 언급했다. 다만, 2025년 연간 광고 사업이 De minimis 폐지로 APAC(주로 중국) 리테일러 광고 쪽에서 일부 역풍이 예상된다고 언급해 불확실성이 지속적으로 높을 수 있음을 암시했다.

[그림 9] 미국 소셜미디어 광고 예산 전망치: 중국 리테일러 중심 광고비 삭감을 고려하면 최대 10% 감소 가능



자료: Emarketer, 한국투자증권

[그림 10] 플랫폼 별 테무 일간 미국 광고비 지출 추이: 4월 들어 급격히 감소 중



자료: Pathmatics, 한국투자증권

De minimis 폐지 영향으로 미국 플랫폼 내 중국 광고주 광고비 급감

De minimis는 800달러 미만의 소포장 제품에 관세를 면제해주던 제도인데, 트럼프 행정부의 행정 명령으로 지난 5월 2일부터 이를 폐지하고 중국, 홍콩서 수입되는 소포장 제품에 120% 관세를 부과하기 시작했다. 제도 폐지로 인해 Temu, Shein 등 중국 내 Fast Fashion 이커머스들은 미국 소셜 미디어로 집행하는 광고비를 빠르게 삭감했고 관세 인상을 반영해 미국 내 제품 가격도 올리기 시작했다. 실제로 4월 들어 두 업체의 미국 소셜 광고비가 거의 0(Zero)에 수렴할 정도로 시장에서 빠져나가고 있음이 관측되고 있다. 24년 기준 구글, 메타 광고 매출 중 중국 Fast Fashion 업체들의 비중은 각각 약 0.4%, 2%로 De minimis만 놓고 보면 그 영향이 제한적일 것이다. 다만, Fast Fashion 업체를 포함한 전체 중국 기업들의 광고비 비중은 6%, 11%(24년 기준)로 미중 간 관세 전쟁으로 불거질 수 있는 영향은 꽤나 막대할 수 있다.

높은 불확실성 국면 지속 전망

결론적으로 여전히 불확실성이 높다. 가시적인 영향(De minimis 폐지) 뿐만 아니라, 경기 둔화를 고려해 미국 내 광고주들도 예산 집행을 꺼리고 있기 때문이다. 전반적인 예산 삭감 기조로 돌입할 가능성을 염두에 두어야 하며, 1) 브랜드 광고(상위 퍼널) 비중이 높거나, 2) Experimental 인벤토리를 보유한 업체 위주로 삭감 우선순위가 높을 것이다. 효율성이 높아 CPM(광고 단가) 방어에 용이한 빅테크(메타, 구글)가 현시점 가장 그나마 나은 선택지다.

최선호주 레딧(RDDT) 제시

Coverage 내 최선호주는 레딧(RDDT US)이다. 레딧 광고는 보통 실험적인 인벤토리로 분류된다. 하지만 1Q25 실적과 2Q25 가이던스가 시장 기대치를 상회하면서 광고주들로부터 수요가 높음을 증명하고 있다. 특히, 플랫폼 내 노출량을 꾸준히 늘림에도 단가 상승을 이끌어낸 점이 매우 긍정적이다. 최근 주가 낙폭도 컸던 만큼 밸류에이션 부담(12MF PSR 10배, 25~26년 매출액 성장률 CAGR 35%)도 많이 해소됐다는 판단이다. 레딧에 대해 매수 의견을 유지한다.

<표 7> 글로벌 광고 플랫폼 및 애드테크 Peer Valuation

(단위: 백만달러, 달러, %, 배)

종목				매출액	영업이익	영업이익률	순이익	PER	PSR	EPS	BPS	EV/EBITDA	ROE
Alphabet	주가 (5/7, 달러)	151.4	2023A	307,394	84,293	27.4	73,795	22.8	5.7	5.8	22.7	14.0	27.4
	시가총액(백만 달러)	1,845,356	2024A	350,018	112,390	32.1	100,118	23.9	6.7	8.1	26.6	17.6	32.9
			2025F	328,978	127,875	38.9	115,893	15.6	5.6	9.7	33.3	10.5	30.0
			2026F	366,237	142,211	38.8	123,123	14.3	5.0	10.6	41.0	9.3	26.5
Meta	주가 (5/7, 달러)	596.8	2023A	134,902	46,751	34.7	39,098	20.7	6.8	15.2	59.8	15.2	28.0
Platforms	시가총액(백만 달러)	1,500,576	2024A	164,501	69,380	42.2	62,360	24.3	9.0	24.6	72.1	17.1	37.1
			2025F	187,024	73,650	39.4	65,607	23.0	8.0	25.9	92.6	15.3	31.1
			2026F	211,874	83,793	39.5	73,496	20.3	7.1	29.4	117.4	12.6	27.8
Reddit	주가 (5/7, 달러)	105.5	2023A	804	(140)	(17.4)	(91)	NM	NM	(1.5)	NM	NM	(6.2)
	시가총액(백만 달러)	19,446	2024A	1,300	(561)	(43.1)	(484)	66.3	18.3	2.5	11.8	93.1	(27.1)
			2025F	1,840	426	23.1	566	47.0	10.6	2.2	14.1	28.3	9.8
			2026F	2,370	692	29.2	785	32.4	8.2	3.3	18.3	19.5	14.5
Pinterest	주가 (5/7, 달러)	27.3	2023A	3,055	(126)	(4.1)	(36)	34.0	8.2	1.1	4.6	33.4	(1.1)
	시가총액(백만 달러)	18,488	2024A	3,646	180	4.9	1,862	28.7	5.4	1.3	5.0	16.7	22.9
			2025F	4,133	1,114	26.9	1,091	15.9	4.5	1.7	8.3	12.9	14.4
			2026F	4,793	1,274	26.6	1,331	13.2	3.9	2.1	9.8	10.5	14.4
Snap	주가 (5/7, 달러)	8.1	2023A	4,606	(1,398)	(30.4)	(1,322)	188.1	5.9	0.1	1.5	177.4	(53.0)
	시가총액(백만 달러)	13,587	2024A	5,361	(787)	(14.7)	(698)	37.1	3.3	0.3	1.4	37.5	(28.7)
			2025F	5,868	75	1.3	500	30.1	2.3	0.3	1.5	25.8	(4.0)
			2026F	6,495	358	5.5	672	20.4	2.1	0.4	1.6	17.6	(1.3)
Trade desk	주가 (5/7, 달러)	56.5	2023A	1,946	200	10.3	179	57.1	18.1	1.3	4.4	44.1	8.4
	시가총액(백만 달러)	27,754	2024A	2,445	427	17.5	393	70.8	23.6	1.7	5.9	56.1	15.4
			2025F	2,848	473	16.6	782	36.1	9.7	1.6	7.5	23.6	21.0
			2026F	3,396	711	20.9	976	29.0	8.2	1.9	9.2	19.0	20.3
Applovin	주가 (5/7, 달러)	303.5	2023A	3,283	648	19.7	357	40.7	4.3	1.0	3.7	10.8	22.5
	시가총액(백만 달러)	102,680	2024A	4,709	1,873	39.8	1,580	71.5	23.2	4.5	3.2	41.5	134.4
			2025F	5,635	2,823	50.1	2,233	46.0	18.2	6.6	6.1	28.0	132.2
			2026F	6,844	3,776	55.2	3,247	31.3	15.0	9.7	11.4	21.5	134.0
Criteo	주가 (5/7, 달러)	27.7	2023A	1,949	77	4.0	53	8.0	0.5	3.2	17.7	4.4	(5.4)
	시가총액(백만 달러)	1,469.9	2024A	1,933	151	7.8	112	8.7	1.1	4.6	18.2	5.4	3.9
			2025F	1,152	216	18.7	240	6.2	1.3	4.4	20.3	3.1	22.0
			2026F	1,174	225	19.1	243	6.1	1.3	4.5	23.3	3.0	17.9
Magnite	주가 (5/7, 달러)	12.4	2023A	620	(155)	(25.0)	(159)	17.3	2.1	0.5	5.1	9.2	(21.3)
	시가총액(백만 달러)	1,757	2024A	668	51	7.6	23	22.4	3.3	0.7	5.4	12.1	3.1
			2025F	684	75	11.0	140	14.8	2.6	0.8	NM	8.2	16.3
			2026F	764	98	12.8	155	12.5	2.3	1.0	NM	7.1	NM

주: 1. 5월 7일 종가 기준, 2. EPS(PER), EBITDA(EV/EBITDA)는 Non-GAAP 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

4. 전기차: 다소 완화되었으나 관세 리스크 존재

수입 자동차 부품 관세 및 2년간 일부 완화 조치 발표

트럼프 대통령이 수입차에 이어 수입 자동차 부품에도 25% 관세를 부과하기로 한 조치가 지난 3일 공식 발표됐다. 다만, 트럼프 대통령은 미국 내 완성차 생산 시설을 보유한 자동차 제조업체의 부담을 완화하기 위해, 지난달 29일 수정된 포고문을 통해 자동차 부품에 대한 관세를 2년간 일부 완화하는 조치를 발표했다.

이에 따라 미국에서 최종 조립되는 차량에 한해 외국산 부품에 대한 관세 일부를 상쇄해주기로 했다. 구체적으로, 올해 4월 3일부터 내년 4월 30일까지는 차량 권장소비자가격(MSRP)의 3.75%를, 내년 5월 1일부터 1년간은 2.5%를 상쇄한다. 첫해에는 차량 가치의 15%, 둘째 해에는 10%를 수입 부품으로 간주하고 여기에 25% 관세를 적용해 상쇄액을 산정한다고 백악관은 설명했다.

USMCA 기준을 충족한 부품 비중 85% 이상은 사실상 무관세

이러한 혜택은 외국계 자동차 업체에도 적용되지만, 반드시 미국 내에서 최종 조립되는 차량에 한정된다. 대상은 완성차 제조업체이며, 부품 제조업체는 제외된다. 미국산 부품이나 미국·멕시코·캐나다협정(USMCA)을 준수하는 부품에는 기존처럼 무관세가 적용된다. 이 계획에 따라 1년차에는 미국산 및 USMCA 기준을 충족한 부품 비중이 85% 이상인 차량, 2년차에는 90% 이상인 차량이 사실상 무관세 혜택을 받게 된다.

테슬라: Top pick 의견 유지

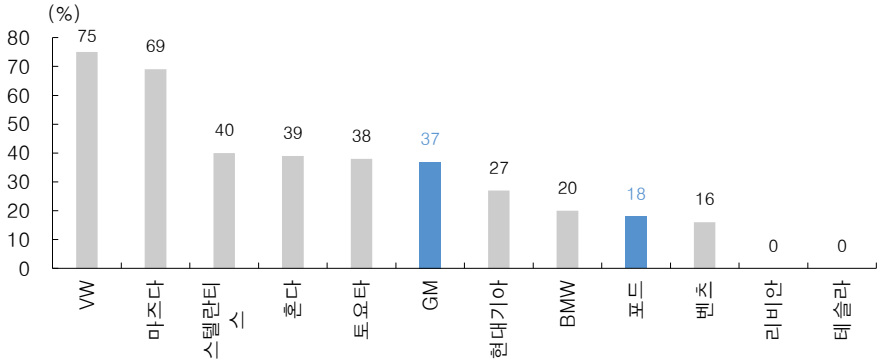
북미 지역 생산 비중을 기준으로 보면, 커버리지 업체 중 멕시코·캐나다 생산 비중이 높은 순으로는 GM(37%), Ford(18%), 테슬라(0%), 리비안(0%) 순이다. 테슬라는 미국 내 생산 비중이 100%에 달해 오히려 경쟁사 대비 반사이익을 얻을 가능성이 높다. 또한 테슬라 차량은 평균적으로 USMCA 기준을 85% 이상 충족하기 때문에 부품 측면에서도 무관세 혜택을 받을 가능성이 높다. 테슬라에 대한 Top pick 의견을 유지한다.

<표 8> 트럼프 외국산 자동차 부품 관세 발표

날짜 (현지시간 기준)	내용
2025년 4월 3일	– 미국 이외 지역에서 생산된 자동차에 25% 관세 정식 발표
2025년 4월 29일 (일부 완화 조치 발표)	– 자동차 부품관세 – 다른 관세 중복 완화 자동차 부품에 대한 관세는 기존의 캐나다 · 멕시코산 자동차에 대한 관세 및 알루미늄 · 철강 관세 등과 중복될 경우, 자동차 부품 관세가 우선 적용
	– 미국 내에서 제조되는 자동차에 들어가는 외국산 부품에 대한 일부 관세 완화 **1년차(2025년 4월 3일~ 2026년 4월 30일):** 미국산 자동차 가격(MSRP)의 15%에 해당하는 부품 관세 면제(세율 25% 적용 시 자동차 가격의 3.75%) **2년차 (2026년 5월 1일~2027년 4월 30일):** 미국산 자동차 가격의 10%에 해당하는 부품 관세 면세(세율 25% 적용 시 자동차 가격의 2.5%)
	– 면제 금액만큼 관세 상쇄에 적용
2025년 5월 3일	– 4월 3일 발효된 25% 관세 정책 후속 조치, 배터리 섀시, 엔진 등 자동차 부품 25% 관세 발효

자료: 언론종합, 한국투자증권

[그림 11] 2024년 총 북미 생산 중 멕시코 및 캐나다 생산 비중



자료: S&P Global, 한국투자증권

관세 불확실성에 따른 혼란 본격화: 가이던스 하향 혹은 발표 연기

1Q25 실적 발표에서는 관세 불확실성에 따른 혼란이 본격화됐다. GM은 관세 정책의 불확실성으로 가이던스를 재검토 중이라고 밝혔으며, 이례적으로 기존 4월 29일에 예정되어 있던 컨퍼런스 콜을 현지 시각 5월 1일로 연기해 진행했다. 테슬라와 포드는 기존에 제시한 2025년 가이던스를 철회하고 발표 시점을 2Q25로 연기했다. 리비안은 2025년 조정 EBITDA 손실 가이던스를 17~19억달러로 유지했다. 다만, 매크로 불확실성을 반영해 2025년 판매량 가이던스를 기존 46,000~51,000대에서 40,000~46,000대로 하향 조정했다.

관세 영향은 당사 추정치에 부합. 관세 부담의 10%는 비용 절감 조치로 상쇄 가능

GM과 포드가 발표한 관세 영향은 각각 40~50억달러, 15억달러로 당사 추정치(각각 51.1억달러, 15.1억달러)에 부합한다. 다만 이는 멕시코산 15% 관세가 부과 된다는 가정 하에 산정된 수치로, GM과 포드는 비용 절감 조치를 통해 관세 부담의 10%를 상쇄할 수 있을 것으로 예상된다. 관세 영향은 GM과 포드의 2025년 자동차 부문 EBIT의 각각 약 40%, 21%에 해당한다. (250403 관세영향 대해부: 트럼프에 맞서지 말라 자료 참고)

GM: 관세 영향 40~50억달러 예상

GM은 2025년 조정 영업이익(EBIT) 가이던스를 기존 137~157억달러에서 100~125억달러로 하향 조정했다. 관세로 인한 영향은 40~50억달러로 예상된다. 이 중 약 20억달러는 한국산 차량에서 발생하고, 멕시코, 캐나다산 차량과 원자재 수입에 대한 부담도 포함된다.

포드: 순 관세 영향 15억달러로 추산

포드는 관세 불확실성과 생산 차질 가능성을 이유로 2025년 가이던스를 철회했다. 관세를 제외하면 기존 2025년 조정 영업이익 가이던스(70~85달러)에 부합할 것으로 전망했으나, 관세 영향이 25억달러에 이를 것으로 예상한다. 비용 절감 조치와 물량 및 가격 조정 등을 통해 10억달러는 상쇄할 수 있을 것으로 보고 있으며, 순 관세 영향은 15억달러로 추산된다.

관세 장기화 시, 자본 지출 증가와 가격 인상으로 인한 판매량 감소 예상

자동차 업체의 낮은 수익성을 감안할 때, 관세는 상당한 부담으로 작용할 것으로 보인다. 관세로 인해 생산량이 감소할 가능성도 존재하지만, 일부는 가격 인상을 통해 비용 증가분을 상쇄할 것으로 전망된다. 다만 관세 정책이 장기화될 경우, 생산 시설과 공급망 관리를 위한 자본 지출 증가와 가격 인상으로 인한 수요 위축도 나타날 수 있다.

5. 글로벌 반도체: 추가 하방 리스크는 제한적

5월 글로벌 반도체 기업 주가의 추가적인 하방 리스크는 제한적일 것

5월 미국 반도체 기업들의 주가는 추가적인 하방 리스크가 제한적일 것으로 판단한다. 연초부터 글로벌 반도체 업종 전반에 존재했던 우려들이 5월부터는 조금씩 해소될 가능성이 높다. 트럼프 관세 불확실성은 여전하지만, 품목별 관세 확정 시점 및 엔비디아의 중국향 H20 규제 여부 등은 머지않아 명확해질 것이고, 이미 주가에 대부분 반영되었다. 관세로 인한 1Q25 실적발표에서의 가이던스 하향에 대비해 AI 반도체 Value Chain 전반의 EPS 추정치가 하향 조정되어온 점 또한 이제는 마무리 국면이다. 주요 기업들의 12MF PER은 엔비디아 25배, TSMC 18배로, 단기적으로 밸류에이션 Bottom out 논리가 적용될 수 있는 시기다.

Bottom Fishing 관점의 긍정적 접근은 유효하지만, 구조적 반등 여부는 아직 불명확

현 시점에서 Bottom Fishing 관점에서의 긍정적 접근은 유효하지만, 당장 추세적 반등은 나타나기 힘들 것으로 판단한다. 우선, 관세 및 규제 영향으로 인해 글로벌 반도체 업종 전반의 센티먼트가 타 업종 대비 여전히 좋지 않다. 또한, TSMC의 26년 CoWoS에 대한 데이터 확인과 엔비디아 실적발표(한국 기준 5/28) 등 확인해야 할 이벤트가 아직 남아 있다. 주가의 추가 하방 리스크는 제한적이지만, 추세적인 반등을 조금 더 기다려야 할 이유들이다.

현재까지 주요 반도체 기업들의 실적 및 가이던스는 양호

한편, 주요 글로벌 반도체 기업들의 CY1Q25 실적발표는 4월 중순에 시작되어 아직까지 진행되고 있는데[표 9], TSMC, ASML, 램 리서치 등 현재까지 발표된 반도체 기업들의 실적 및 가이던스는 대체로 양호했다. 특히 TSMC는 미국에 대한 1,000억달러 추가 투자에 대해 "이는 전적으로 미국 고객들의 높은 수요 때문이며, 향후 2nm 공정 Capa의 30%가 애리조나에 위치할 것이고 마진 희석 우려에 대한 고객 전가 협상도 긍정적"이라고 밝혔다. 또한, 25년 매출액 성장률 가이던스(20% 중반)와 AI 가속기 중장기 매출 성장률 가이던스(24년부터 5년간 연평균 40% 중반)를 모두 유지했다.

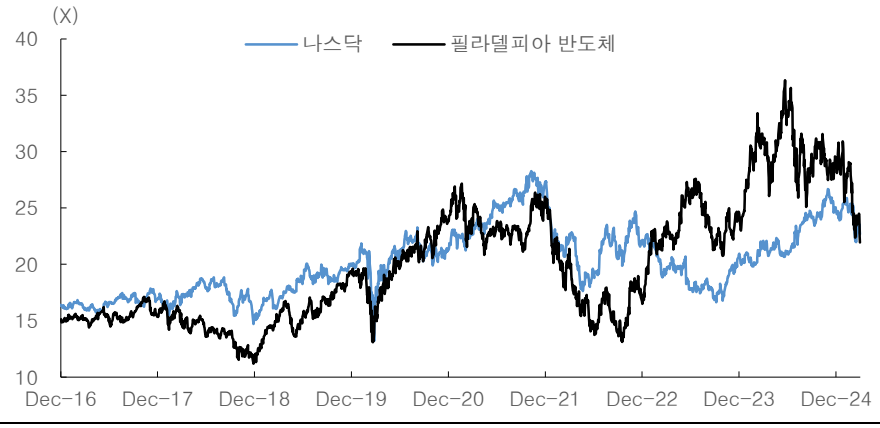
아직까지는 관세 불확실성이 반도체 기업들의 가이던스에 큰 영향을 미치지 않음

시장이 가장 주목하고 있던 관세 불확실성으로 인한 AI 매출 가이던스 하향 조정은 아직까지는 구체적으로 관찰된 바 없다. 단, TSMC가 "관세 불확실성 및 리스크를 인지하고 있지만, 아직 주요 고객들에게서 어떠한 변화도 관찰되지 않았고 향후 몇 달 내 명확한 그림이 나올 것"이라고 언급했고, ASML이 "관세 불확실성을 수치화하기엔 아직 이르지만, 단기 영향을 반영하여 2Q25 매출총이익률 가이던스 폭을 평소보다 넓게 제시했다"고 발언하는 등 관세 부과에 대한 세부 사항이 확정될 때까지는 매크로 불확실성은 여전할 것으로 보인다.

미국 빅테크들의 AI CapEX 가이던스는 긍정적

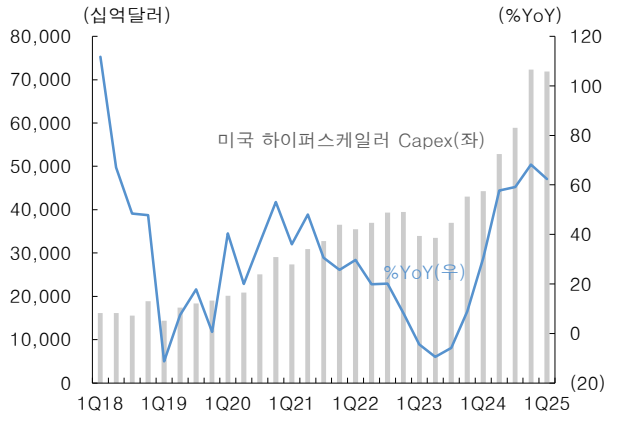
미국 빅테크 4사(구글, 마이크로소프트, 아마존, 메타)들의 실적 및 가이던스도 아마존(가이던스가 컨센서스를 하회)을 제외하면 모두 기대치를 상회했다. 빅테크 4사들의 1Q25 CapEX 증가율은 62.3% YoY를 기록하며, 전분기(68.2% YoY)보다는 소폭 둔화되었다. 하지만 개별 기업들의 CapEX 가이던스는 구글(FY25 지출액 750억달러 유지), 마이크로소프트(FY4Q25 지출액은 전분기 대비 증가), 메타(FY25 지출액은 640~720억달러로 기존 600~650억달러 대비 상향 조정), 아마존(2H25 지출액은 1H25 대비 증가) 모두 긍정적이다. 클라우드 수급은 여전히 타이트하고, AI 인프라 및 하드웨어 투자 증가세는 지속될 것이다.

[그림 12] 나스닥 및 필라델피아 반도체 지수(SOX) 12MF PER



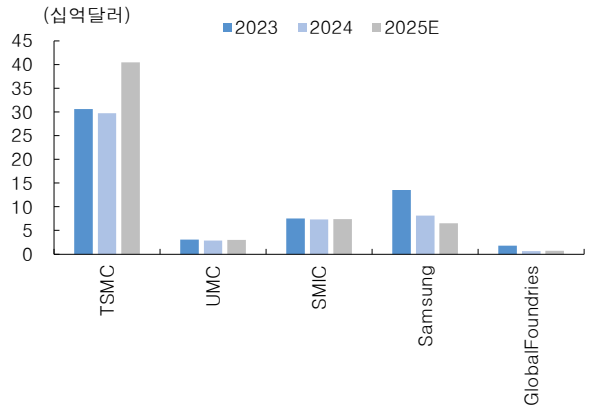
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 13] 미국 하이퍼스케일러 Capex 추이



주: 하이퍼스케일러 4사는 구글, 마이크로소프트, 아마존, 메타
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 14] 글로벌 파운드리 기업 Capex 전망



자료: 트랜드포스, 한국투자증권

<표 9> 반도체 기업 및 빅테크 실적 일정

반도체		빅테크	
ASML	4 월 16 일	Tesla	4 월 22 일
TSMC	4 월 17 일	Microsoft	4 월 25 일
Lam Research	4 월 23 일	Alphabet	4 월 25 일
Intel	4 월 24 일	Amazon	4 월 30 일
AMD	4 월 30 일	Meta	4 월 30 일
Apple	5 월 01 일		
ARM	5 월 07 일		
Applied Materials	5 월 15 일		
Nvidia	5 월 28 일		
Marvell	5 월 29 일		
Broadcom	6 월 05 일		

주: 한국 날짜 기준, 블룸버그 잠정치
자료: 한국투자증권

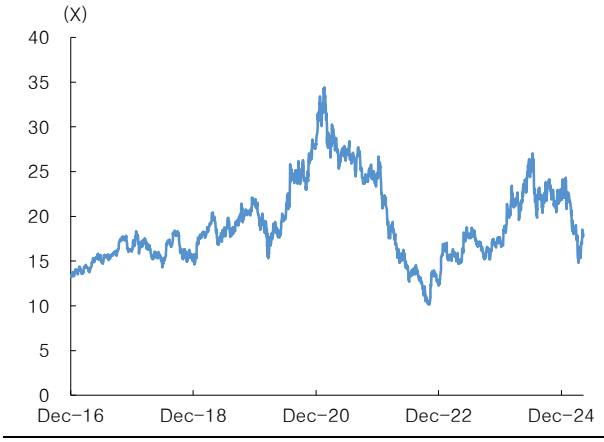
<표 10> 글로벌 반도체 기업 실적 및 Peer Valuation

(단위: 백만달러, 달러, %, 배)

종목				매출액	영업이익	영업이익률	순이익	PER	PBR	EPS	BPS	EV/EBITDA	ROE
TSMC	주가(달러)	31	FY2023A	69,358	29,565	42.6	26,903	18.3	4.4	1.0	4.4	10.1	26.2
	시가총액(백만달러)	794,637	FY2024A	90,106	41,158	45.7	36,526	23.8	6.5	1.4	5.0	13.4	30.3
			FY2025F	122,938	58,994	48.0	51,619	15.5	4.4	2.0	7.0	9.0	30.8
			FY2026F	143,603	68,363	47.6	60,039	13.4	3.6	2.3	8.7	7.9	29.3
삼성전자	주가(달러)	39	FY2023A	198,277	5,029	2.5	11,083	36.8	1.3	1.6	45.6	8.8	3.6
	시가총액(백만달러)	232,326	FY2024A	220,656	24,001	10.9	24,658	10.7	0.8	3.6	44.6	3.1	7.9
			FY2025F	235,125	24,695	10.5	23,309	11.3	0.9	3.5	44.4	3.1	8.0
			FY2026F	247,945	32,073	12.9	28,484	9.2	0.8	4.3	48.1	2.7	9.1
Intel	주가(달러)	20	FY2023A	54,228	93	0.2	1,689	143.3	2.0	0.4	25.0	23.8	1.6
	시가총액(백만달러)	88,592	FY2024A	53,101	(11,678)	(22.0)	(18,756)	NM	0.9	(4.4)	22.9	NM	(18.3)
			FY2025F	50,530	2,075	4.1	1,352	63.3	0.8	0.3	24.7	10.1	0.4
			FY2026F	53,388	5,111	9.6	3,657	23.5	0.8	0.9	26.4	7.5	3.0
Nvidia	주가(달러)	117	FY2023A	26,974	4,224	15.7	4,368	78.7	22.7	0.2	0.9	84.0	17.9
	시가총액(백만달러)	2,854,807	FY2024A	60,922	32,972	54.1	29,760	50.7	35.0	1.2	1.7	42.8	91.5
			FY2025F	85,880	66.3	73,185	40.3	31.5	2.9	3.7	32.2	100.8	100.8
			FY2026F	127,991	63.4	108,857	26.4	16.8	4.4	7.0	21.8	82.9	85.2
AMD	주가(달러)	100	FY2023A	22,680	401	1.8	854	229.1	4.3	0.5	34.6	59.1	1.5
	시가총액(백만달러)	162,724	FY2024A	25,785	1,900	7.4	1,641	105.9	3.5	1.0	35.5	39.2	2.9
			FY2025F	31,807	7,673	24.1	6,807	24.0	2.7	4.2	36.9	21.8	8.7
			FY2026F	37,615	10,479	27.9	9,433	17.1	2.6	5.9	38.3	16.0	11.9
Broadcom	주가(달러)	205	FY2023A	35,819	16,207	45.2	14,082	24.8	14.5	3.4	5.8	18.5	60.3
	시가총액(백만달러)	963,006	FY2024A	51,574	13,463	26.1	5,895	63.9	11.7	1.3	14.4	36.0	12.9
			FY2025F	62,430	40,621	65.1	32,535	31.1	11.0	6.6	18.6	24.2	39.5
			FY2026F	72,156	47,096	65.3	38,331	26.2	9.2	7.8	22.3	21.4	40.7
Marvell	주가(달러)	56.3	FY2023A	5,920	2,848	48.1	2,490	19.6	3.4	2.8	16.1	16.7	3.4
	시가총액(백만달러)	48,642	FY2024A	5,508	(568)	(10.3)	(933)	NM	3.9	(1.1)	17.1	69.4	(6.1)
			FY2025F	5,753	1,655	28.8	1,363	36.0	3.6	1.6	15.6	28.1	(1.2)
			FY2026F	8,264	2,860	34.6	2,461	19.9	3.5	2.8	16.1	16.7	2.9
ASML	주가(달러)	684	FY2023A	29,805	10,287	34.5	8,777	33.1	16.5	22.3	45.6	25.2	64.9
	시가총액(백만달러)	270,276	FY2024A	30,574	10,750	35.2	9,032	32.0	12.1	23.0	57.9	23.2	43.7
			FY2025F	36,727	12,223	33.3	10,362	25.9	13.1	26.5	52.6	19.9	53.4
			FY2026F	40,109	13,963	34.8	11,778	22.5	10.5	30.5	65.3	17.3	52.5
Applied	주가(달러)	156	FY2023A	26,517	7,654	28.9	6,856	16.3	6.7	8.2	19.6	13.1	48.0
Materials	시가총액(백만달러)	126,586	FY2024A	27,176	7,867	28.9	7,177	21.7	8.0	8.7	23.2	18.1	40.6
			FY2025F	28,764	8,581	29.8	7,570	16.7	6.6	9.3	23.8	13.7	38.0
			FY2026F	30,490	9,146	30.0	8,038	15.5	5.6	10.0	27.9	12.7	35.8
Lam Research	주가(달러)	75	FY2023A	17,429	5,175	29.7	4,511	17.9	9.9	3.3	6.2	14.5	62.3
	시가총액(백만달러)	96,011	FY2024A	14,905	4,264	28.6	3,828	35.4	16.3	2.9	6.5	29.8	45.7
			FY2025F	18,252	5,853	32.1	5,179	18.7	9.4	4.0	8.0	15.3	54.2
			FY2026F	18,633	5,816	31.2	5,069	18.6	7.7	4.0	9.8	15.3	45.0
Tokyo	주가(달러)	152	FY2023A	16,340	4,569	28.0	3,488	15.9	4.7	7.5	25.7	10.7	32.0
Electron	시가총액(백만달러)	72,034	FY2024A	12,678	3,160	24.9	2,521	50.5	10.4	5.4	25.1	35.1	21.7
			FY2025F	16,946	4,846	28.6	3,731	18.9	5.2	8.1	29.6	13.0	29.1
			FY2026F	17,813	4,963	27.9	3,816	18.3	4.7	8.4	32.2	12.7	26.9
KLA	주가(달러)	694	FY2023A	10,496	3,995	38.1	3,387	19.2	22.7	24.3	21.4	15.5	156.8
	시가총액(백만달러)	91,822	FY2024A	9,812	3,346	34.1	2,762	34.6	32.9	20.4	25.1	29.8	87.8
			FY2025F	12,064	5,179	42.9	4,341	21.4	22.4	32.4	31.0	16.9	110.3
			FY2026F	12,426	5,204	41.9	4,351	20.8	17.5	33.4	39.6	16.7	92.2
Advantest	주가(달러)	44	FY2023A	4,144	1,897	45.8	1,430	21.0	7.1	2.0	5.8	14.6	37.8
	시가총액(백만달러)	33,921	FY2024A	3,369	565	16.8	431	80.7	11.7	0.6	3.9	46.6	15.6
			FY2025F	5,260	1,630	31.0	1,227	27.1	8.9	1.6	5.0	18.4	36.4
			FY2026F	5,774	1,928	33.4	1,452	21.9	7.5	2.0	6.0	14.9	37.7

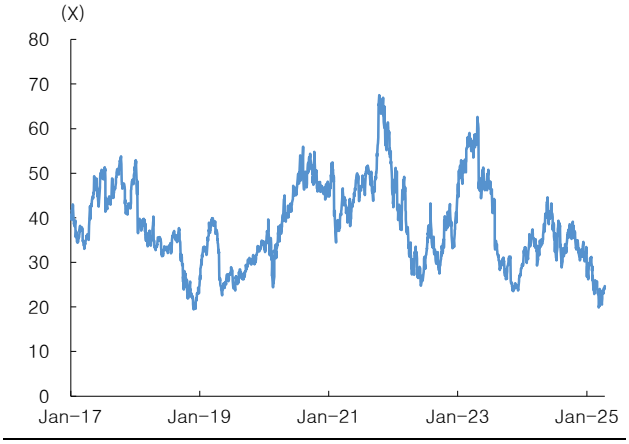
주: 1. TSMC는 '2330 TT Equity', ASML은 'ASML NA Equity'기준
2. 5/7 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 15] TSMC 12MF PER



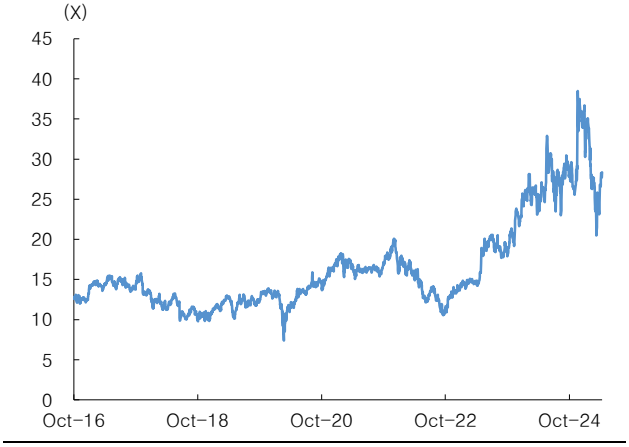
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 16] NVIDIA 12MF PER



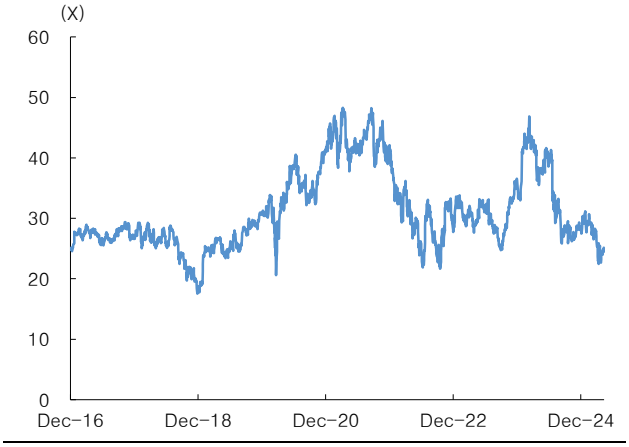
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 17] Broadcom 12MF PER



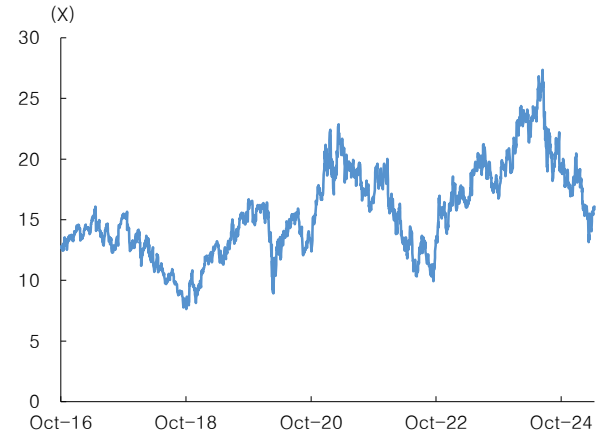
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 18] ASML 12MF PER



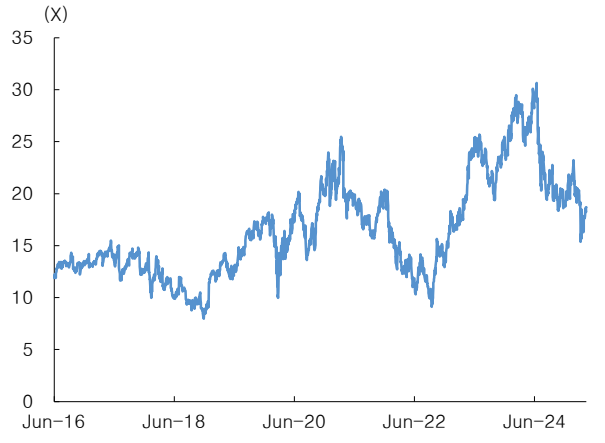
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 19] Applied Materials 12MF PER



자료: Factset, 한국투자증권

[그림 20] Lam Research 12MF PER



자료: Factset, 한국투자증권

6. 미국 홈빌더: 관세 협상, 연준 정책 수혜주

미국 주택 공급 확대,
점진적 국채금리 하락,
관세 협상에 따른 경기 침체
우려 완화 시 주목 기업

트럼프 대통령이 취임한 지 100일이 지났다. 4~5월은 트럼프 행정부의 관세 정책에 초점이 맞춰져 있지만, 미국과 타 국가간의 협상이 타결된 이후에는 관세 이외의 정책으로도 관심이 확산될 것으로 예상한다.

트럼프 대통령이 2번 째 임기 첫날 발표한 "긴급 가격 완화" 조치에서 언급된 정책을 살펴 보면 모든 행정부와 기관의 수장들은 주택 비용을 낮추고, 주택 공급을 확대해야 한다는 점을 강조했다.

관세도 제조업에 더해 의약품으로 품목별 관세 부담이 확대되고 있다. "긴급 가격 완화" 조치에서 언급된 식료품, 주택, 자동차, 의료비, 보험 등에 대한 비용 중 자동차와 의료비 부분에 해당한다. 취임 초 강조했던 정책들이 점차적으로 구체화되고 있는 만큼 제조업, 의료비 이외에도 주택과 관련된 관심을 높여야 한다고 판다.

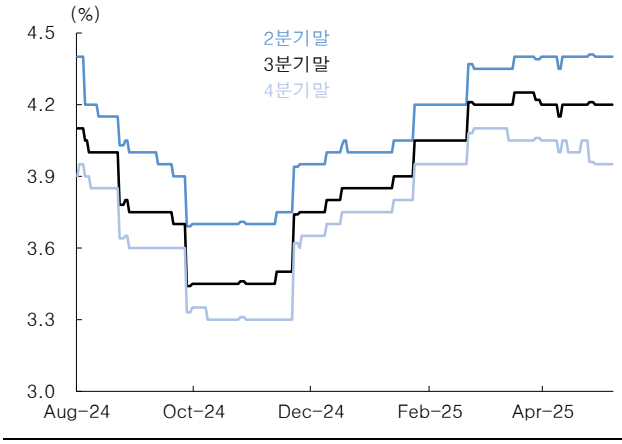
미국의 전국주택건설협회(NAHB)는 새 주택 건설 비용의 25%가 규제에 기반하고 있으며, 주택 가격 상승 및 높은 모기지금리가 주택 구매 수요를 더디게 회복시키는 요인으로 평가한다. 트럼프 행정부의 규제 완화 가능성은 주택 공급 관련 업체에게는 주택 공급 확대 및 비용 부담 완화 기대감을 높이는 요인이 될 것으로 예상한다.

트럼프 행정부 출범 이후에는 관세 부담이 확대되며 선제적인 수입이 늘어난 만큼 물가 및 국채금리 상승이 가파르게 진행됐다. 2년물, 10년물 국채금리와 함께 30년물 국채금리가 동반 상승하며 모기지 신청건수도 감소세가 이어졌으나, 4월 이후 국채금리 상승세가 둔화되며 지연된 모기지 신청건수가 증가했다.

대표 홈빌더 업체에서도 1~3월기 주택 판매는 예상보다 부진했으나, 3~4월 월간 주택 수요는 연초 대비 개선되고 있는 점을 시사했다. 5월 FOMC 회의에서도 기준금리가 동결됐고, FOMC 회의 이후에도 2025년 추가 기준금리 인하 기대감은 유효하다.

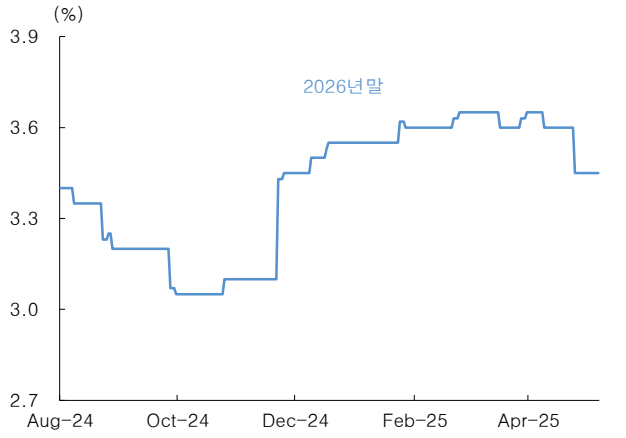
속도는 더딜 것으로 예상되나, 점진적인 국채금리 하락 및 주택 공급 관련 정책 구체화 시 주목할 수 있는 대표 기업으로 홈빌더 업체들을 제시한다. 대표 기업으로는 D.R.호튼, 레나 등이 있으며, 해당 업체 중에서도 최선호 기업으로 D.R. 호튼을 제시한다.

[그림 21] 미국 기준금리 전망(2025년)



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 22] 미국 기준금리 전망(2026년)

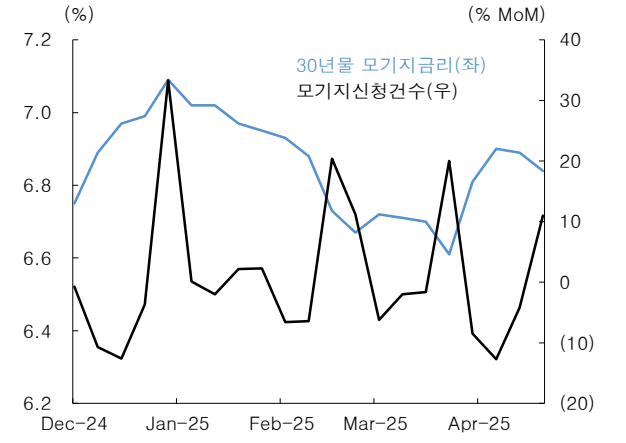


자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 23] 미국 기준금리, 2년물, 10년물 국채금리

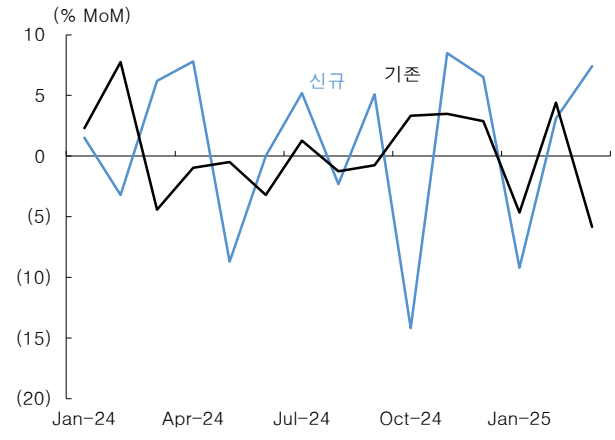
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 24] 30년물 모기지 금리 및 신청건수



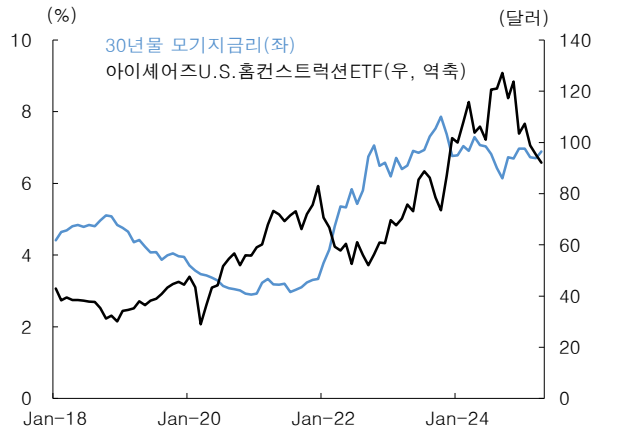
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 25] 신규, 기존주택 판매건수



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 26] 30년물 모기지 금리 및 홈빌더 ETF



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 11> Peer Valuation

(단위: 백만달러, 달러, %, 배)

종목				매출액	영업이익	영업이익률	순이익	PER	PBR	EPS	BPS	EV/EBITDA	ROE
D.R.호튼	주가 (5/7, 달러)	122.8	2024A	36,801	5,936	16.1	4,756	13.1	2.4	14.4	78.1	10.6	19.8
	시가총액 (십억달러)	37.7	2025F	34,066	4,611	13.5	3,599	10.7	1.5	11.5	82.0	8.6	14.3
			2026F	35,032	4,668	13.3	3,585	9.9	1.4	12.4	88.5	8.5	14.2
			2027F	38,024	5,473	14.4	4,134	8.2	1.3	15.0	95.5	7.4	16.5
레나	주가 (5/7, 달러)	107.8	2024A	35,441	4,849	13.7	3,933	12.5	1.7	14.3	103.9	9.1	14.4
	시가총액 (십억달러)	28.3	2025F	35,830	3,650	10.2	2,549	10.8	1.2	10.0	91.8	7.5	10.2
			2026F	37,405	3,925	10.5	2,793	9.2	1.1	11.7	98.6	6.8	11.9
			2027F	40,124	4,483	11.2	3,247	7.6	1.0	14.2	112.3	6.1	12.7
풀티 그룹	주가 (5/7, 달러)	101.3	2024A	17,947	3,900	21.7	3,083	7.3	1.8	14.8	59.7	5.5	27.4
	시가총액 (십억달러)	20.3	2025F	17,237	2,997	17.4	2,314	8.8	1.5	11.5	66.0	6.4	18.6
			2026F	17,699	3,019	17.1	2,311	8.3	1.4	12.2	73.9	6.3	17.7
			2027F	19,190	3,402	17.7	2,537	7.1	1.2	14.4	81.5	5.7	17.6
NVR	주가 (5/7, 달러)	7,095.6	2024A	10,524	2,124	20.2	1,682	16.1	5.9	540.9	1,397.9	10.6	39.2
	시가총액 (십억달러)	20.7	2025F	10,024	1,616	16.1	1,291	16.6	5.9	426.6	1,211.5	11.6	32.8
			2026F	10,064	1,583	15.7	1,271	15.6	5.9	454.2	1,194.1	11.7	35.2
			2027F	11,180	1,930	17.3	1,483	12.3	4.9	575.6	1,449.3	9.9	39.2
툴 브라더스	주가 (5/7, 달러)	102.4	2024A	10,847	2,040	18.8	1,571	9.5	1.9	15.2	76.9	7.6	21.7
	시가총액 (십억달러)	10.2	2025F	10,760	1,774	16.5	1,374	7.5	1.2	13.7	86.8	6.3	16.9
			2026F	11,105	1,791	16.1	1,397	7.1	1.0	14.4	100.0	6.3	15.7
			2027F	11,958	1,914	16.0	1,499	6.3	0.9	16.2	107.9	5.8	15.8
KB 홈	주가 (5/7, 달러)	53.7	2024A	6,930	786	11.3	655	9.8	1.5	8.8	56.3	8.6	16.6
	시가총액 (십억달러)	3.9	2025F	6,642	638	9.6	512	7.5	0.9	7.1	60.9	6.8	12.2
			2026F	6,633	637	9.6	509	7.2	0.8	7.5	66.5	7.0	11.7
			2027F	7,214	714	9.9	589	6.0	0.7	9.0	75.4	6.0	12.7
Taylor Morrison	주가 (5/7, 달러)	58.3	2024A	8,168	1,214	14.9	883	7.0	1.1	8.4	57.4	6.1	15.8
Home Corp	시가총액 (십억달러)	5.9	2025F	7,959	1,154	14.5	852	6.9	0.9	8.5	62.9	5.8	14.7
			2026F	8,045	1,123	14.0	824	6.7	0.8	8.6	70.8	6.0	12.7
			2027F	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
챔피언 홈스	주가 (5/7, 달러)	87.6	2024A	2,025	175	8.7	147	33.0	3.5	2.6	24.6	20.3	11.0
	시가총액 (십억달러)	5.0	2025F	2,487	250	10.1	207	23.9	3.3	3.7	26.7	14.9	13.5
			2026F	2,647	279	10.5	226	22.0	2.9	4.0	29.9	13.7	13.0
			2027F	2,835	313	11.0	252	19.9	2.6	4.4	33.4	12.3	12.9
메리티지 홈즈	주가 (5/7, 달러)	68.11	2024A	6,393	958	15.0	786	7.2	1.1	10.9	71.5	6.3	16.1
	시가총액 (십억달러)	5	2025F	6,634	766	11.5	600	8.2	0.9	8.4	76.7	6.6	11.6
			2026F	7,144	840	11.8	634	7.5	0.8	9.1	84.4	6.1	11.6
			2027F	7,801	1,017	13.0	751	6.1	0.7	11.2	93.3	5.3	12.2

주: 5/7 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

This page is left blank intentionally

미국 추천 기업

로얄 캐리비안(RCL US)

서비스나우(NOW US)

레딧(RDDT US)

테슬라(TSLA US)

램리서치(LRCX US)

D.R.호튼(DHI US)

로얄 캐리비안(RCL US)

주가(5/7, 원)	228.0
시가총액(십억원)	61.9
발행주식수(백만)	272
52주 최고/최저가(원)	277.1/130.1
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	563
유동주식비율(%)	87.8
주요주주(%)	
Capital Group	27.7
Vanguard Group	10.3

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2022A	8,841	(764)	(1,913)	(7.5)	NM	643	NM	32.1	4.4	(54.2)	0.0
2023A	13,900	2,878	1,827	6.8	NM	4,544	18.3	11.7	7.0	44.7	0.0
2024A	16,484	4,106	3,237	11.8	74.3	5,971	19.9	13.1	8.2	46.8	0.2
2025F	17,995	4,948	4,175	15.1	28.0	6,803	15.1	11.9	6.1	45.2	1.1
2026F	19,717	5,529	4,810	17.6	16.6	7,520	13.0	10.8	4.5	38.2	1.3

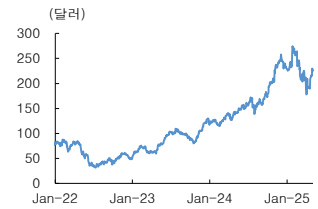
자료: Non-GAAP 기준 비교 실질

평화로운 여름 바다

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	27.0	3.4	61.0
상대주가(%p)	14.2	9.7	48.4

주가추이



자료: Bloomberg

역풍에도 연간 가이던스 상향: 매크로 불확실성으로 인해 호텔을 포함한 육상 기반 여행 업종이 연간 가이던스를 하향 조정하는 가운데, 크루즈 산업을 이끄는 로얄 캐리비안(이하 RCL)은 컨센서스를 상회하는 1분기 실적 발표와 함께 연간 가이던스를 상향했다. RCL의 연간 조정 EPS는 15.05달러(중간값, 기존 14.50달러)로 전년대비 27.5% 증가할 전망이다. 4월까지도 예약률이 전년대비 증가했고, 출항 임박 상품들에 대한 수요 역시 강세가 이어지고 있다.

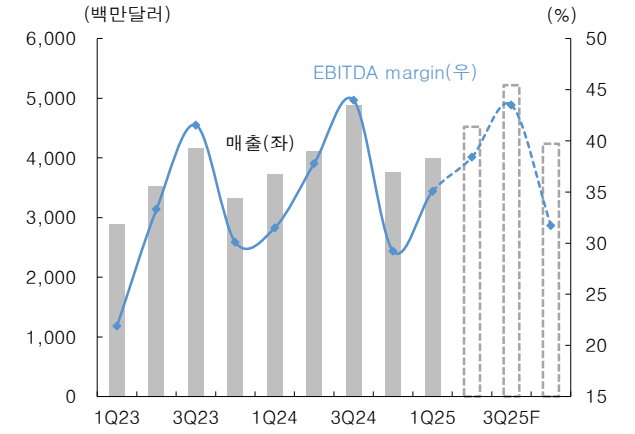
크루즈 전략 1등: 여름휴가 성수기를 앞두고 있음과 동시에 올해 하반기 기대되는 신규 선박 및 단독 목적지 라인업도 충분하다. 각각 8월과 11월 출항 예정인 Star of the Seas와 Celebrity Xcel, 그리고 연말 바하마에 개장 예정인 첫 비치클럽 Paradise Island를 통해 경쟁력을 강화함과 동시에 수익성 개선도 지속될 전망이다. 특히 RCL의 첫 비치클럽은 올인클루시브 형태로 운영될 예정이며, 이를 통해 선상 소비 실적에 대한 가시성이 더욱 높아질 전망이다. 이에 더해 2026년부터는 비치클럽과 프라이빗 아일랜드 Perfect Day Mexico를 통해 카리브해에 이어 멕시코 지역으로 확대할 예정이다.

조정과 함께 찾아온 매수 기회: RCL은 선상에서 판매하는 대부분의 물품을 미국 내에서 조달하고 있으며, 탑승객 중 약 85%가 북미 지역(캐나다 약 4%)에서 유입되기 때문에, 관세 영향으로부터 사실상 자유롭다. 미국에 대한 반감으로 인한 수요 변동성 또한 제한적일 것이며, 조세 리스크도 사실성 현실화 가능성이 매우 낮고 그 영향도 미미할 것이다. RCL은 지난 2월 약 10억달러 규모의 자사주 매입 프로그램을 승인했고, 올해부터 분기 배당금을 0.75달러(3Q24 0.40달러로 배당 재개 → 4Q24 0.55달러)로 인상했다. 최근 조정을 통해 밸류에이션 부담 역시 연초 대비 완화되었으며, 중장기적 투자 관점에서 매력적인 매수 기회라고 판단한다. 단기적으로는 보수적 투자 기조가 유지될 수 있다는 점을 고려하여, 크루즈 산업 내 전략 측면에서 가장 앞서 있음과 동시에 꾸준한 성장으로 지위를 증명한 RCL을 선호한다.

이승연

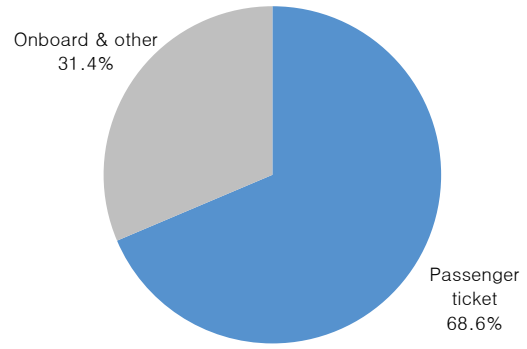
vsylee@koreainvestment.com

[그림 27] 매출 및 EBITDA 마진 추이



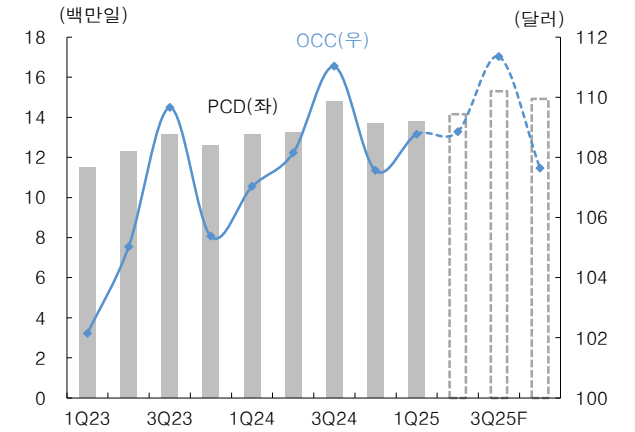
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 28] 사업부별 매출 비중



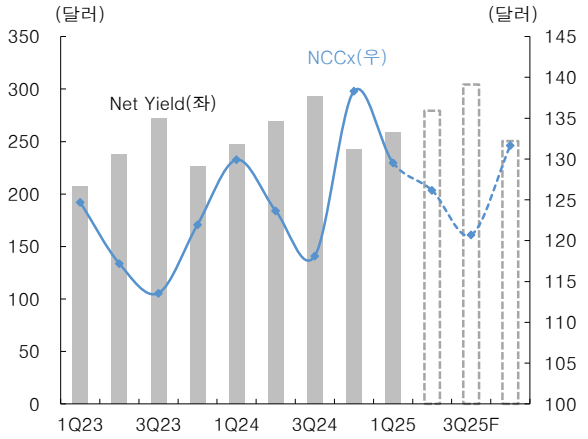
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 29] 여객 총 크루즈 일수 및 객실 가동률 추이



주: PCD(Passenger Cruise Days)는 승객이 이용한 총 크루즈 일수.
OCC(Occupancy)는 객실 가동률
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 30] 이용 가능 크루즈 일수당 매출 및 비용 추이



주: Net Yield는 이용 가능 크루즈 일수당 순매출(순 크루즈 비용 차감 매출).
NCCx(Net Cruise Cost ex. Fuel)는 연료비 제외 순 크루즈 비용
자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 12> FY2025 가이던스 vs. 컨센서스 조정 내역

항목	FY 2025 가이던스 (4Q24 실적발표 기준)	FY 2025 가이던스 (1Q25 실적발표 기준)	FY2025 컨센서스
APCD	5,330만	5,330만	5,329만
Net Yields YoY	2.5~4.5%	**2.6~4.6%**	4.3%
NCCx YoY	0.0~1.0%	**-0.1~0.9%**	0.0%
Fuel	~11.72억달러	**~11.40억달러**	11.65억달러
D&A	17.15~17.25억달러	**17.10~17.20억달러**	17.19억달러
Adjusted EPS	14.35~14.65달러	**14.55~15.55달러**	14.87달러

주: 컨센서스는 Bloomberg 기준. APCD(Available Passenger Cruise Days)는 이용 가능한 크루즈 일수. Net Yield는 크루즈 일수당 순수익률.
NCCx(Net Cruise Cost ex. fuel)은 연료비 제외 순 크루즈 비용
자료: Bloomberg, Royal Caribbean Cruise, 한국투자증권

<표 13> 컨퍼런스콜 중 2025~2026년 수요 관련 중요 내용

시기	내용
FY4Q24	- 지난 컨퍼런스콜(11월) 이후 모멘텀 지속 증가하여 5주간 역대 가장 높은 예약률 달성 - 현재 예약 가능한 티켓량이 작년과 유사한 수준을 유지하면서도 더 높은 APD(Amount Per Day, 승객당 일일 매출)를 기록하고 있음. 수익 최적화 전략적에 집중할 예정 - 모든 판매 채널에서 2024년 예약률을 상회하는 견조한 수요가 유입되는 중 - 여행사뿐만 아니라 당사 직접 판매(Direct-to-consumer) 채널도 매우 견조한 실적 보이는 중 - 특히 올해 전체 승객의 약 80%를 차지할 것으로 예상되는 북미 시장 수요가 강하게 유지되는 중
FY1Q25	- **1분기 판매된 모든 상품에서 전년대비 예약률 증가하며 역대 최고 Wave Season(1~3월) 기록** - **4월에도 전년대비 높은 예약률 유지**. 출항 임박 상품들에 대한 수요도 강했고, 취소율은 정상 수준 - 현재 예약 가능한 티켓량이 작년과 유사한 수준을 유지하면서도 **더 높은 APD를 기록** - **선상 지출과 사전 구매도 전년대비 증가** - **모든 판매 채널에서 높은 수요가 발생** 중. 특히 직접 판매 채널이 강세를 보이는 중 - 현장에서 체감되는 수요와 예약률, 선상 소비 데이터 등을 보면 소비자들은 여전히 경험을 중시하며 올해 더 많은 지출을 계획하고 있다는 점이 확인

자료: Royal Caribbean Cruise, 한국투자증권

[그림 31] 12월 개장 예정인 첫 올인클루시브 프라이빗 비치클럽 Paradise Island

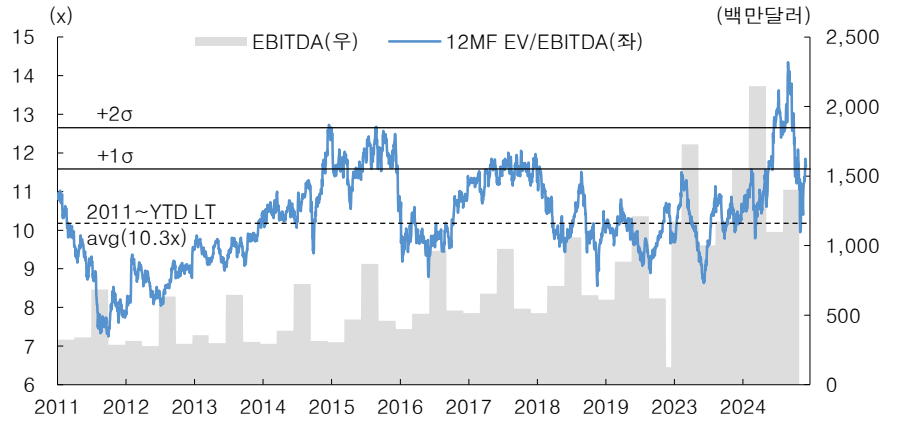
자료: Royal Caribbean Cruise, 한국투자증권

<표 14> 신규 크루즈 선박 론칭 일정(2025~2033년)

크루즈선	운영 크루즈 라인(기업)	론칭 일정	규모(Berths)	추정 선가
Star of the Seas	**Royal Caribbean**	**2025년 8월**	**5,610**	**11억달러**
Celebrity Xcel	**Celebrity Cruises**	**2025년 11월**	**3,500**	**10억달러**
Legend of the Seas	Royal Caribbean	2026년	5,610	20억달러
미정	Royal Caribbean	2027년	5,610	20억달러
미정	Celebrity Cruises	2028년	3,500	10억달러

주: 선박 비용은 Cruise Industry News 기준 추정치. 3,000 berth 이하 규모 선박은 제외
자료: 언론보도, 한국투자증권

[그림 32] 12MF EV/EBITDA 추이 – 현재 11.7배(vs. CCL 7.7배)



자료: Factset, 한국투자증권

<표 15> 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 백만달러, 달러, %, x)

	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
매출액	2,209	1,532	8,841	13,900	16,484	17,995	19,717
영업이익	(2,814)	(3,870)	(764)	2,878	4,106	4,948	5,529
영업이익률	(127.4)	(252.6)	(8.6)	20.7	24.9	27.5	28.0
세전이익	(5,775)	(5,125)	(1,913)	1,833	3,256	4,180	4,807
순이익	(3,925)	(4,833)	(1,913)	1,827	3,237	4,175	4,810
순이익률	(177.7)	(315.4)	(21.6)	13.1	19.6	23.2	24.4
EBITDA	(1,704)	(2,577)	643	4,544	5,971	6,803	7,520
EBITDA margin	(77.1)	(168.2)	7.3	32.7	36.2	37.8	38.1
EPS	(18.3)	(19.2)	(7.5)	6.8	11.8	15.1	17.6
EPS 증가율	NM	NM	NM	NM	74.3	28.0	16.6
BPS	36.9	20.0	11.2	18.4	28.1	37.7	50.9
DPS	0.8	0.0	0.0	0.0	0.4	2.4	2.9
ROA	(18.5)	(16.3)	(6.5)	4.9	8.0	10.7	11.4
ROE	(55.4)	(76.0)	(54.2)	44.7	46.8	45.2	38.2
배당수익률	1.0	0.0	0.0	0.0	0.2	1.1	1.3
배당성향	NM	NM	NM	0.0	3.6	16.1	16.4
순차입금	15,645	18,389	21,456	20,955	19,688	19,391	17,283
PER	NM	NM	NM	18.3	19.9	15.1	13.0
PBR	2.0	3.9	4.4	7.0	8.2	6.1	4.5
EV/EBITDA	NM	NM	32.1	11.7	13.1	11.9	10.8

주: Non-GAAP 기준 비교 실질
자료: Bloomberg, 한국투자증권

서비스나우(NOW US)

S&P 500(5/7, 달러)	5,631.0
주가(5/7, 달러)	983.3
시가총액(십억달러)	203.5
발행주식수(백만)	247.9
52주 최고/최저가(달러)	1198.1/638.0
일평균 거래대금(6개월, 백만달러)	1619.5
유동주식비율(%)	999.8
주요주주(%) VANGUARD GROUP	9.2
블랙록	8.3

	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
FY22A	10,984	379	325	1.6	41.6	900.0	229.0	85.2	15.7	7.4	0.0
FY23A	10,984	800	1,731	8.4	426.3	1,453.0	82.6	97.8	19.0	27.3	0.0
FY24A	10,984	1,414	1,425	6.8	(18.8)	2,058.0	150.9	104.7	22.8	16.5	0.0
FY25F	13,027	3,972	1,900	9.4	37.6	4,569.7	59.3	43.4	16.1	22.4	0.0
FY26F	15,475	4,862	2,437	11.6	23.4	5,544.7	49.5	35.8	11.6	20.2	0.0

자료: Factset, 한국투자증권

1Q25 실적 발표 후의 주가 회복세 이어질 것

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	33.7	(3.2)	37.8
상대주가(%p)	20.2	2.7	27.0

주가추이

워크플로우 자동화 부문의 선두주자: 서비스나우는 클라우드 기반으로 기업 고객의 워크플로우를 자동화시키는 솔루션을 제공하는 기업이다. IT 운영 및 관리, 고객서비스, HR, 보안 운영 등 다양한 세그먼트에 동사의 서비스가 적용되고 있다. 저코드/노코드로 고객 맞춤형 서비스를 개발 후 운영하게 해주며, 단순 반복 업무를 자동화해 업무 효율성을 높여주기도 한다. 이러한 솔루션은 Now 플랫폼을 통해 구현되며, AI 에이전트가 결합된 Pro Plus SKU를 늘리며 AI 시대에도 빠르게 대응하고 있다.

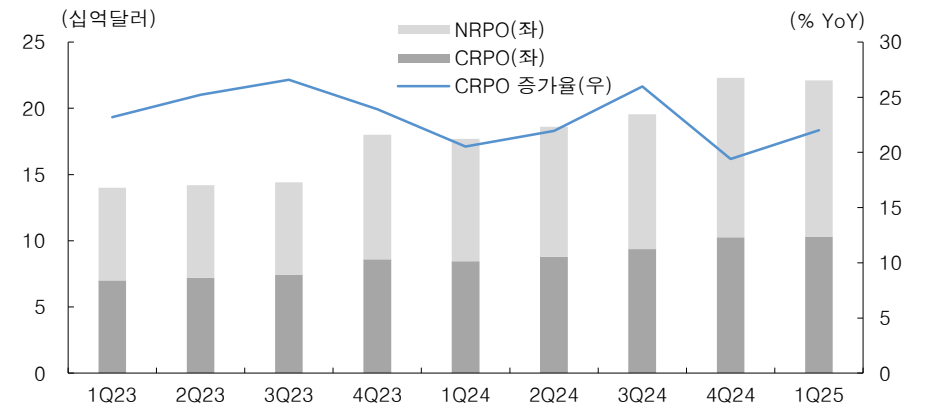
1Q25 실적 발표 후 주가도 회복세: 서비스나우 주가는 1분기 실적 발표 후 반등세를 이어가고 있다. 매크로 이슈로 기업들의 IT 지출이 줄어들 것이라는 우려를 견조한 1분기 실적과 2분기 가이던스로 완화시킨 결과다. 우선, 미국 정부 예산 효율화 작업 진행으로 불확실성이 높던 연방 정부향 매출이 1분기에 30%(이하 모두 YoY 기준) 늘어난 점이 고무적이다. 또한 2분기 cRPO 가이던스(+19.5% YoY)가 기존 컨센서스를 상회하며 시장의 우려를 완화시킨 점은 향후 센티먼트 개선에 기여할 수 있는 요인이다. 2025년 구독 매출 가이던스(+19.5% YoY)가 기존 대비 0.25% 하향 조정됐지만, 다양한 매크로 이슈들을 반영한 조정폭이 크지 않다는 점은 오히려 주가에 긍정적인 영향을 미치고 있다.

AI 에이전트 선두주자라는 점에 집중할 구간: AI 에이전트 서비스가 포함된 Pro Plus 계약이 전년동기대비 4배 증가한 점도 고무적이다. 서비스나우 경영진은 B2B AI 시장이 지능형 슈퍼 사이클(Intelligence Super Cycle)의 초기 단계에 진입했고, 이 사이클이 최소 10년 이상 지속될 것이라는 점을 강조했다. 서비스나우는 다양한 기업 고객들의 플랫폼을 통합할 잠재력도 지니고 있어 향후 AI 에이전트 시장의 주도 업체 중 하나로 자리매김 할 수 있을 전망이다. 최근에 인수한 Moveworks와 Logic.ai를 활용해 CRM 영역으로 진입하고 있는 점에도 주목해야 한다. Now Assist를 중심으로 AI 경쟁력을 강화하고 있는 서비스나우에 대한 긍정적인 의견을 유지한다.

이동연

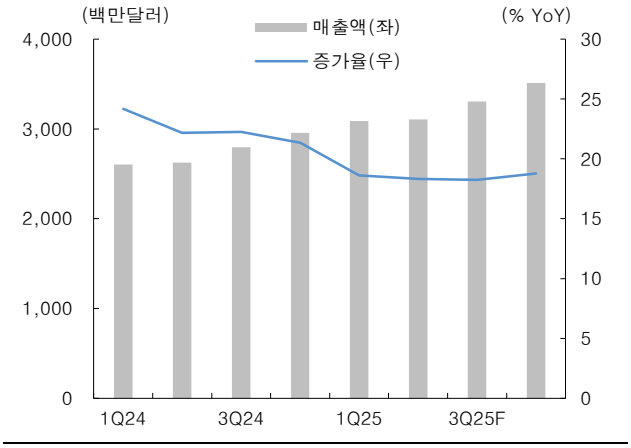
dy.lee@koreainvestment.com

[그림 33] 1Q25 잔여계약가치(RPO) +24.9% YoY 증가



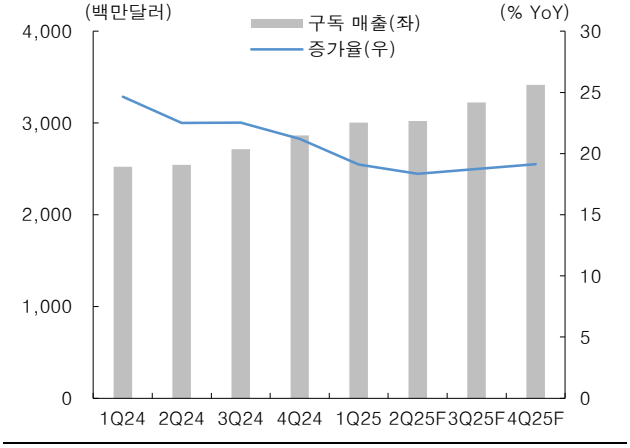
주: RPO(Remaining Performance Obligation)는 잔여계약가치를 의미하며 C는 Current, N은 Non-current 의미
자료: 서비스나우, Factset, 한국투자증권

[그림 34] 1Q25 매출 +18.5% YoY 증가



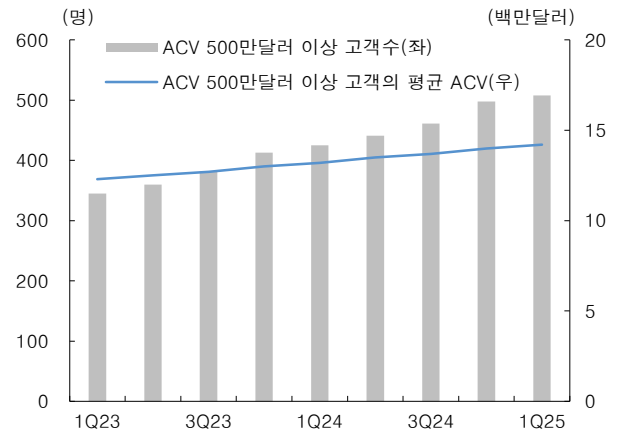
자료: 서비스나우, Factset, 한국투자증권

[그림 35] 구독: 1Q25 매출 +19.1% YoY 증가



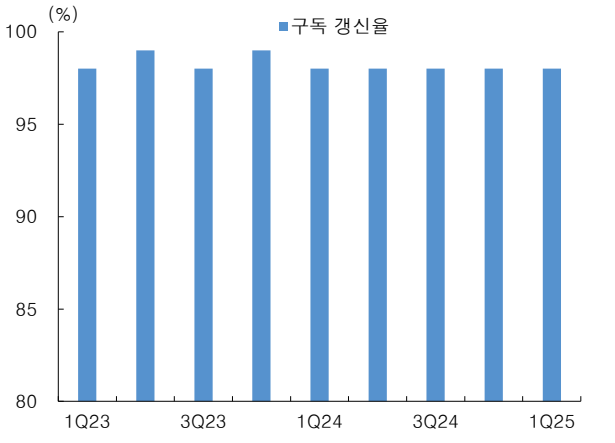
자료: 서비스나우, Factset, 한국투자증권

[그림 36] 구독: 1Q25 대형 고객 매출 +19.5% YoY 증가



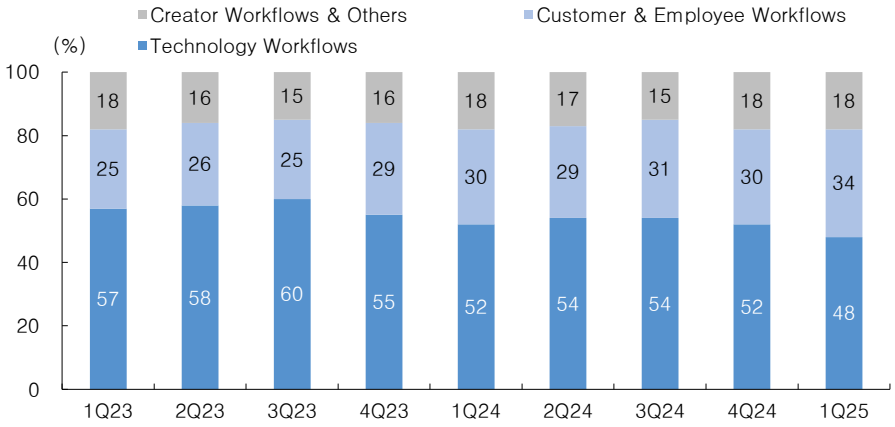
주: 5백만달러 이상의 계약가치를 갖는 고객에 한함
자료: 서비스나우, Factset, 한국투자증권

[그림 37] 구독: 1Q25 갱신율 98%로 높은 수치 유지



자료: 서비스나우, Factset, 한국투자증권

[그림 38] 워크플로우/제품별 NNACV(신규 순증 ACV) 공헌도



주: ACV는 각 고객사당 연간으로 인식되는 계약 가치
자료: 서비스나우, 한국투자증권

<표 16> 실적 및 주요 지표

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액(백만달러)	5,896	7,245	8,971	10,984	13,014	15,418
영업이익(백만달러)	1,483	1,860	2,489	3,254	3,967	4,859
영업이익률(%)	*25.2*	*25.7*	*27.7*	*29.6*	*30.5*	*31.5*
세전이익(백만달러)	1,486	1,904	2,735	3,628	4,346	5,254
순이익(백만달러)	1,201	1,543	2,215	2,902	3,480	4,178
순이익률(%)	*20.4*	*21.3*	*24.7*	*26.4*	*26.7*	*27.1*
EBITDA(백만달러)	1,954	2,293	3,009	3,818	4,588	5,549
EBITDA 마진(%)	*33.1*	*31.6*	*33.5*	*34.8*	*35.3*	*36.0*
EPS(달러)	0.3	0.7	3.0	5.5	16.3	19.2
EPS 증가율(% YoY)	*25.5*	*104.4*	*327.1*	*85.9*	*194.0*	*17.9*
BPS(달러)	18.6	24.8	37.2	46.5	61.3	81.9
DPS(달러)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	*11.1*	*11.6*	*12.7*	*14.2*	*13.8*	*13.4*
ROE(%)	*31.8*	*30.6*	*29.0*	*29.9*	*27.1*	*24.2*
배당수익률(%)	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*
순차입금(백만달러)	(1,738)	(3,509)	(4,074)	(4,945)	(7,880)	(12,032)
PER(x)	109.6	51.2	65.5	76.2	59.2	49.6
PBR(x)	34.8	15.7	19.0	22.8	16.0	12.0
EV/EBITDA(x)	66.9	33.6	48.1	57.0	44.0	35.9

주: 5월 7일 종가, Non-GAAP 기준
자료: 서비스나우, Factset, 한국투자증권

레딧(RDDT US)

NASDAQ(5/7)		17,738
주가(5/7, 달러)		105.5
시가총액(십억달러)		19.4
발행주식수(백만)		129
52주 최고/최저가(달러)		230.4/47.4
일평균거래대금(6개월, 백만달러		1,053
유동주식비율(%)		88.3
주요주주(%)	FMR	12.6
	VANGUARD GROUP	7.1

	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PSR (배)	ROE (%)	DY (%)
FY22A	667	(172)	(159)	NM	NM	(108)	NM	NM	NM	NM	NM
FY23A	804	(140)	(91)	(1.5)	NM	(69)	NM	NM	NM	(6.2)	NM
FY24A	1,300	(561)	359	2.5	NM	298	66.3	93.1	18.3	(27.1)	NM
FY25F	1,840	426	566	2.2	(9.0)	617	47.0	28.3	10.6	9.8	NM
FY26F	2,370	692	785	3.3	45.0	897	32.4	19.5	8.2	14.5	NM

주: Non-GAAP 기준 / 자료: Bloomberg, 한국투자증권

이젠 단순 밈주식 아님

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	13.5	(19.7)	113.6
상대주가(%p)	(0.2)	(12.8)	96.7

주가추이

자료: Bloomberg

수요 좋고, 증익 좋고: 1Q25 매출액과 조정 EBITDA는 각각 3.9억달러(+61.5% YoY), 1.2억달러(EBITDA 마진 29.4%)로 컨센서스를 크게 상회했다. 버티컬, 광고주 베이스(중견, SMB), 지역(미국/미국 외) 등 모든 측면에서 광고 인벤토리 수요가 견조한 영향이다. 비용 통제 기조를 유지한 채 top line이 빠르게 성장하면서 레버리지 효과가 잘 나타나고 있다. 1Q25 매출액 성장률이 영업비용(Non GAAP 기준) 증가율 대비 약 3배(목표치 2배) 가까이 빠르게 성장하면서 증분 EBITDA 마진이 70.4%(24년 증분 마진 74%로 1Q25도 높은 수준 유지)에 달했다. 2Q25 매출액(4.1~4.3억달러)과 조정 EBITDA(1.1~1.3억달러) 가이던스도 시장 기대치를 상회했다. 관세 여파가 본격적으로 반영될 것으로 예상됐던 2Q25 가이던스가 견조한 점은 레딧이 남다른 펀더멘털을 보유하고 있음을 방증한다.

중요해지는 Reddit Answers의 임무: 이번 실적 발표에서 우려 포인트로 지적된 부분은 Google 알고리즘 변동 영향으로 4월(2Q25 초반부) DAU가 전년동기 대비 High-teens(10% 후반) 성장률을 보인다고 언급한 점이다. 로그아웃 유저 위주로 트래픽이 감소한 것이라 단기적인 수익에는 영향이 제한적이지만, 검색 광고 등 중장기 로드맵상 중요한 유저임은 분명하다. 따라서, 자체 검색 서비스인 Reddit Answers의 글로벌 상용화가 더욱 중요해지고 있다. 최근 미국 외 지역 출시와 함께 WAU가 100만명을 돌파했고, 기존 검색 기능과 통합 시도도 이뤄지고 있는 점은 긍정적인 행보다. 양질의 자체 검색 서비스 제공을 통해 보다 유기적으로 로그아웃 유저를 로그인 유저로 전환시킬 수 있을 것으로 판단한다.

고성장 스토리 여전히 유효: Google에 대한 의존도를 단기적으로 낮출 수 없기에 DAU에 대한 눈높이를 일부 하향할 필요는 있다. 다만, 광고 업황 둔화에 대한 우려가 많은 현 시점에서 레딧처럼 높은 광고 수요를 창출할 수 있는 업체는 흔치 않다. 플랫폼 내 노출량(Q)를 늘려감에도 단가를 상승시킬 수 있는 레딧에 대한 주목도를 높일 필요가 있다. 중기적 관점에서도 여전히 Peer 대비 수익화 업사이드(1Q25 북미 ARPU $6.3 vs. Snap 8.4$)가 크다. 올해부터 글, 검색, 쇼핑 광고 등 신규 광고 제품군의 실적 기여가 나타나면서 25~26년까지 이어지는 고성장 스토리가 유효할 것으로 예상한다.

이성원
seongwon.lee@koreainvestment.com

<표 17> 1Q25 실적 및 2Q25 가이던스

(단위: 백만달러, %)

	1Q25	YoY	가이던스	컨센서스	2Q25	YoY	컨센서스
매출액	392	*61.5*	360~370	369	410~430	*49.5*	393
조정 EBITDA	115	*1053.0*	80~90	89	110~130	*203.8*	103

주: Non-GAAP 기준
자료: Reddit, 한국투자증권

<표 18> 분기별 실적 추이

(단위: 백만달러, % YoY, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
매출액	208	250	243	281	348	428	392
증가율	*21.0*	*24.6*	*48.4*	*53.6*	*67.9*	*71.1*	*61.5*
광고	202	247	223	253	315	395	359
증가율	-	-	*39.0*	*41.0*	*56.0*	*59.7*	*61.0*
기타(라이선싱 등)	5	3	20	28	33	33	34
증가율	-	-	*450.0*	*690.0*	*547.0*	*1,006.7*	*66.0*
미국	169	204	200	228	288	348	314
증가율	-	-	*53.0*	*54.7*	*70.4*	*70.1*	*57.1*
미국 외	39	45	43	53	60	80	79
증가율	-	-	*30.5*	*48.7*	*56.9*	*76.2*	*81.7*
매출총이익	181	221	215	252	314	396	355
매출총이익률	*87.0*	*88.4*	*88.5*	*89.7*	*90.2*	*92.6*	*90.5*
조정 EBITDA	(7)	23	10.0	40	94	154	26
조정 EBITDA 마진	*(3.3)*	*9.3*	*4.1*	*14.1*	*27.0*	*36.1*	*6.7*

주: Non-GAAP 기준
자료: Reddit, 한국투자증권

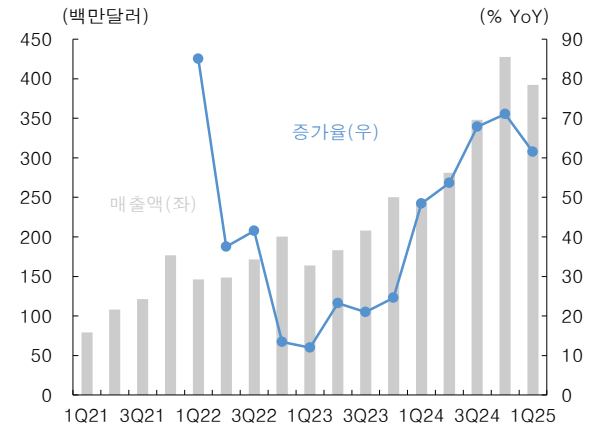
<표 19> 분기별 주요 지표 추이

(단위: 백만명, 달러, % YoY)

		3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
DAU		66.0	73.1	82.7	91.2	97.2	101.7	108.1
증가율		*15.2*	*27.1*	*37.1*	*51.0*	*47.3*	*39.1*	*30.7*
로그인 여부	Logged-in	34.7	36.4	39.6	42.0	44.1	46.1	48.7
	증가율	*18.8*	*21.3*	*27.3*	*30.8*	*27.1*	*26.6*	*23.0*
	Logged-out	31.3	36.7	43.1	49.2	53.1	55.6	59.4
	증가율	*11.4*	*33.5*	*47.6*	*73.9*	*69.6*	*51.5*	*37.8*
지역	US	32.0	36.4	41.5	45.5	48.2	48.0	50.1
	증가율	*18.5*	*33.8*	*45.1*	*58.5*	*50.6*	*31.9*	*20.7*
	International	34	36.7	41.2	45.7	49.0	53.7	58.0
	증가율	*12.2*	*21.1*	*30.0*	*44.2*	*44.1*	*46.3*	*40.8*
ARPU		3.1	3.4	2.9	3.1	3.6	4.2	3.6
증가율		*5.0*	*5.0*	*8.1*	*0.0*	*14.0*	*23.1*	*23.5*
US		5.3	5.5	4.8	4.9	5.9	7.0	6.3
증가율		*0.2*	*(6.9)*	*3.2*	*(5.2)*	*11.6*	*27.8*	*31.4*
International		1.1	1.3	1.1	1.2	1.3	1.7	1.3
증가율		*16.3*	*3.1*	*10.0*	*17.0*	*15.8*	*24.6*	*21.8*

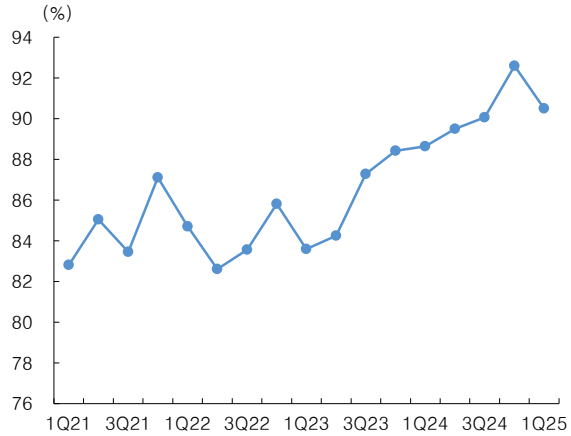
자료: Reddit, 한국투자증권

[그림 39] 매출액 추이



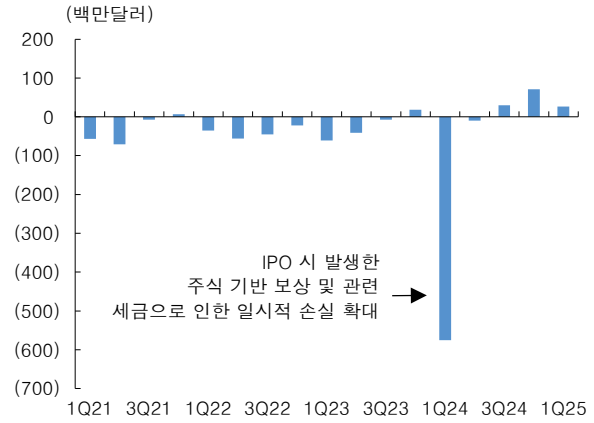
자료: Reddit, 한국투자증권

[그림 40] 매출총이익률 추이



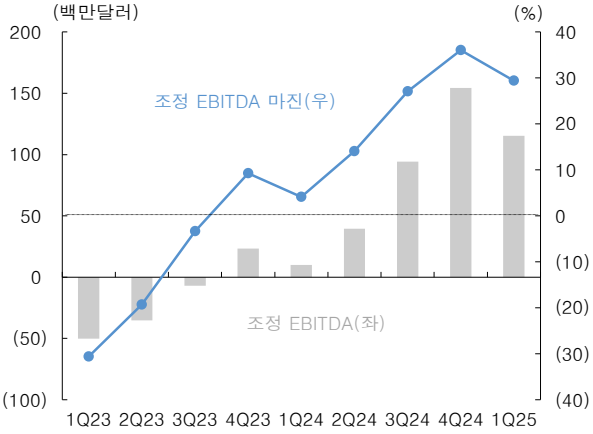
자료: Reddit, 한국투자증권

[그림 41] 순이익 추이



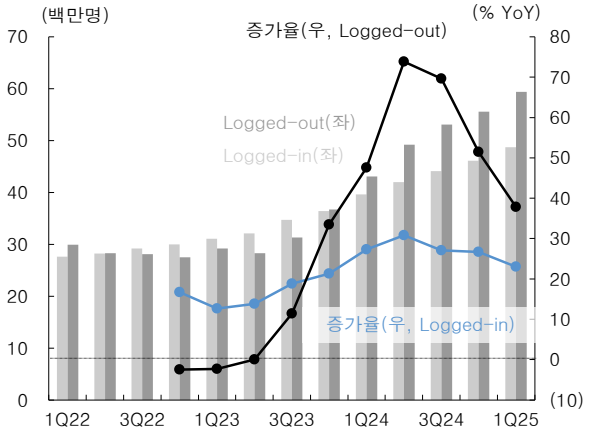
주: GAAP 기준
자료: Reddit, 한국투자증권

[그림 42] 조정 EBITDA 추이



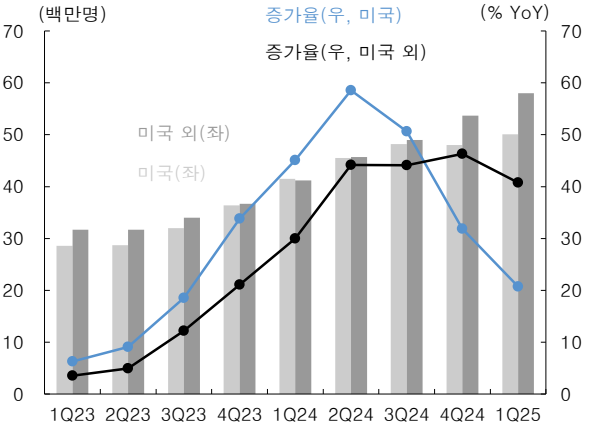
자료: Reddit, 한국투자증권

[그림 43] DAU(Logged-in, Logged-out) 증가율 추이



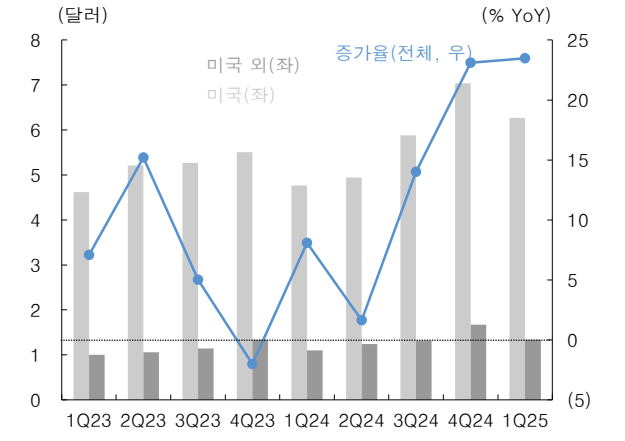
자료: Reddit, 한국투자증권

[그림 44] DAU(미국, 미국 외) 증가율 추이



자료: Reddit, 한국투자증권

[그림 45] ARPU 추이



자료: Reddit, 한국투자증권

[그림 46] 쇼핑 광고(DPA) 베타 버전 출시

자료: Reddit, 한국투자증권

<표 20> 연간 실적 추이 및 전망

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(백만달러)	667	804	1,300	1,840	2,370	2,960
영업이익(백만달러)	(172)	(140)	(561)	426	692	976
영업이익률(%)	*(25.8)*	*(17.4)*	*(43.1)*	*23.1*	*29.2*	*33.0*
세전이익(백만달러)	(158)	(87)	(485)	256	547	864
순이익(백만달러)	(159)	(91)	359	566	785	1,038
순이익률(%)	*(23.8)*	*(11.3)*	*27.6*	*30.8*	*33.1*	*35.1*
EBITDA(백만달러)	(108)	(69)	298	617	897	1,219
EBITDA margin(%)	*(16.3)*	*(8.6)*	*22.9*	*33.5*	*37.9*	*41.2*
EPS(달러)	(2.8)	(1.5)	2.5	2.2	3.3	4.8
EPS 증가율(%)	*NM*	*NM*	*NM*	*(9.0)*	*45.0*	*46.8*
BPS(달러)	NM	NM	11.8	14.1	18.3	26.0
DPS(달러)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	*NM*	*(5.7)*	*(24.6)*	*8.6*	*12.1*	*13.8*
ROE(%)	*NM*	*(6.2)*	*(27.1)*	*9.8*	*14.5*	*17.3*
배당수익률(%)	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*
배당성향(%)	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*
순차입금(백만달러)	(1,247)	(1,187)	(1,814)	(2,080.5)	(673)	(4,228)
PER(x)	NM	NM	66.3	47.0	32.4	22.1
PSR(x)	NM	NM	18.3	10.6	8.2	6.6
EV/EBITDA(x)	NM	NM	93.1	28.3	19.5	14.3

주: 1. 5월 7일 종가 기준, 2. Non-GAAP 기준
자료: Pinterest, Bloomberg, 한국투자증권

Tesla (TSLA US)

주가(5/7, 달러)		276.2
시가총액(백만달러)		889.7
발행주식수(백만)		3,221.0
52주 최고/최저가(달러)		488.5/167.4
일평균 거래대금(6개월, 백만달러)		33,509.2
유동주식비율(%)		87.1
주요주주(%)	Elon Musk	12.8
	VANGUARD GROUP	7.5

	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2022A	81,462	13,832	12,556	3.6	121.6	18,201	33.7	20.6	8.7	33.5	0.0
2023A	96,773	8,891	14,997	4.3	18.8	14,711	95.6	52.5	12.6	27.9	0.0
2024A	97,690	7,760	7,091	2.0	(52.6)	13,944	184.0	91.6	17.8	10.5	0.0
2025F	99,812	6,521	6,502	1.6	(19.8)	14,030	132.9	61.4	11.4	8.8	0.0
2026F	120,996	10,945	10,013	2.6	61.7	18,722	91.0	46.0	10.2	10.8	0.0

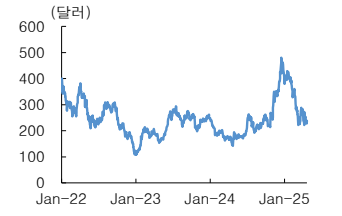
자료: Bloomberg

불확실성 속에서 상대적 안정성 부각

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.1)	11.1	58.7
상대주가(%p)	4.1	20.2	56.1

주가추이



자료: Bloomberg

매크로 불확실성으로 가이던스 공개 유예: 테슬라는 2025년 가이던스를 제공하지 않았으며 발표 시점을 2Q25으로 연기했다. 이는 매크로 불확실성과 관세 조치가 자동차 및 에너지 공급망, 비용 구조, 수요 등에 영향을 미치고 있기 때문이라고 언급했다. 참고로 4Q24 실적 발표에서 2025년에 자동차 부문이 성장세로 진입할 것으로 예상한다고 밝힌 바 있다. 관세 영향과 관련해 테슬라는 미국 내 차량 라인업의 평균 85%는 USMCA 기준을 충족하고 있어 타업체 대비 영향이 적은 편이다. 중국산 LFP 배터리 셀을 사용하고 있는 에너지 사업은 전기차 부문보다 더 큰 영향을 받을 것으로 예상된다.

경쟁사 대비 반사 이익 기대: 테슬라는 미국 내 생산 비중이 100%에 달해, 경쟁사 대비 반사 이익을 얻을 가능성이 높다. 테슬라를 비롯한 전기차 제조업체들은 비교적 높은 수직적 통합 구조를 갖추고 있어 레거시 업체보다 관세 영향이 제한적일 것으로 예상된다. 테슬라의 경우 미국에 판매되는 전기차의 배터리와 기가캐스트와 같은 단가가 높은 부품들은 미국에서 생산하고 있다. 북미 생산은 전량 미국에 집중되어 있지만, 일부 부품은 여전히 캐나다 및 멕시코에서 조달하고 있다. 그럼에도 불구하고 테슬라 차량은 평균적으로 USMCA 기준을 85% 이상 충족하고 있어 부품 측면에서도 무관세 혜택을 받을 가능성이 높다.

하반기부터 본업 실적 개선과 미래 사업 가시화 기대: 부진한 1Q25 실적에도 불구하고 미래 사업에 대한 언급과 CEO 리스크 해소 기대감은 긍정적이다. 2Q25부터는 모델 Y facelift의 신차 효과가 온전히 반영되면서 판매량 증가와 ASP 상승이 기대되며 본업 실적 회복이 가시화될 것으로 예상한다. 특히 저가형 전기차의 생산 개시 시점을 1H25로 유지하고, 올해 안에 출시할 것이라고 발표한 점은 고무적이다. 오는 6월에는 텍사스 오스틴에서 비감독형 FSD를 탑재한 모델 Y가 출시할 예정이며, 사이버캡은 2026년부터 양산에 돌입할 계획이다. 향후 Catalyst는 2H25부터 본격화될 본업 실적 개선과 로보택시 사업의 가시화가 될 것이다. 테슬라를 전기차 섹터 내 Top pick으로 유지한다.

이지수
jisoolee@koreainvestment.com

<표 21> 분기별 실적 추이

(단위: 천대, 백만달러, 달러)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2023	2024
판매대수	423	466	435	484	387	424	463	496	337	1,806	1,789
모델 3/Y	412	447	419	461	370	422	440	472	324	1,740	1,704
기타 모델	11	19	16	23	17	2	23	24	13	69	85
생산대수	441	480	430	495	433	411	470	459	363	1,846	1,773
모델 3/Y	421	460	417	477	412	387	444	437	345	1,775	1,679
기타 모델	19	19	14	18	21	24	26	23	17	71	94
매출액	23,329	24,927	23,350	25,167	21,301	25,500	25,182	25,707	19,335	96,773	97,690
자동차	19,963	21,268	19,625	21,563	17,378	19,878	20,016	19,798	13,967	82,419	77,070
에너지	1,529	1,509	1,559	1,438	1,635	3,014	2,376	3,061	2,730	6,035	10,086
기타	1,837	2,150	2,166	2,166	2,288	2,608	2,790	2,848	2,638	8,319	10,534
매출총이익	4,511	4,533	4,178	4,438	3,696	4,578	4,997	4,179	3,153	17,660	17,450
매출총이익률(%)	*19.3*	*18.2*	*17.9*	*17.6*	*17.4*	*18.0*	*19.8*	*16.3*	*16.3*	*18.2*	*17.9*
영업이익	2,664	2,399	1,764	2,064	1,171	1,605	2,717	1,583	399	8,891	7,076
영업이익률(%)	*11.4*	*9.6*	*7.6*	*8.2*	*5.5*	*6.3*	*10.8*	*6.2*	*2.1*	*9.2*	*7.2*
세전이익	2,800	2,937	2,045	2,191	1,553	1,887	2,784	2,766	1,162	9,973	8,990
세전이익률(%)	*12.0*	*11.8*	*8.8*	*8.8*	*7.3*	*7.4*	*11.1*	*10.8*	*6*	*10.3*	*9.2*
순이익	2,539	2,614	1,878	7,943	1,129	1,478	2,176	2,317	409	14,974	7,091
순이익률(%)	*10.9*	*10.5*	*8.0*	*31.6*	*5.3*	*5.8*	*8.6*	*9.0*	*2.1*	*15.5*	*7.2*

자료: Tesla, Bloomberg, 한국투자증권

<표 22> 테슬라의 연간 생산능력 현황

(단위: 대)

지역	모델	생산능력	상태
캘리포니아	모델 S/모델 X	100,000	생산중
	모델 3/모델 Y	>550,000	생산중
상하이	모델 3/모델 Y	>950,000	생산중
베를린	모델 Y	>375,000	생산중
텍사스	모델 Y	>250,000	생산중
	사이버트럭	>125,000	생산중
	사이버캡	-	개발중
네바다	테슬라 세미	-	파일럿 생산 중
TBD	로드스터	-	개발중

자료: Tesla, 한국투자증권

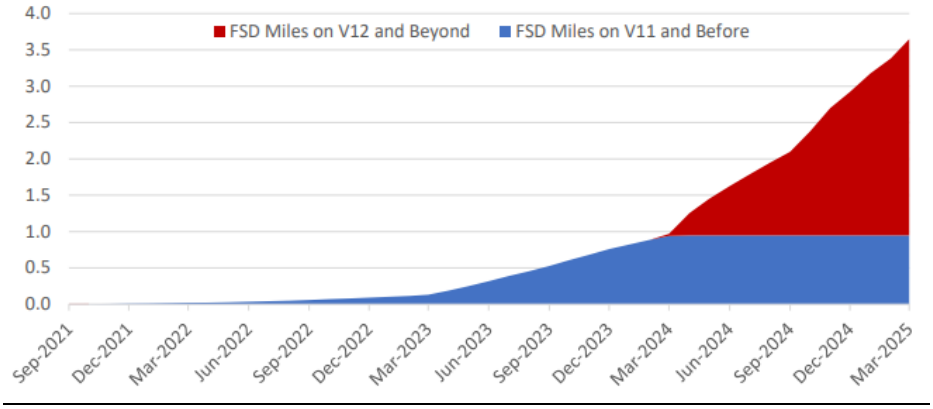
<표 23> 테슬라 모델별 부품 공급 지역별 비중

(단위: %)

	미국/캐나다	멕시코
Cybertruck	65	25
Model 3 Long Range AWD	75	20
Model 3 Long Range RWD	75	20
Model 3 Performance	70	20
Model S	65	20
Model X	60	25
Model Y Long Ragne AWD	70	25
Model Y Long Range RWD	70	25
Model Y Performance	70	20

자료: NHTSA, 한국투자증권

[그림 47] 감독형 FSD로 주행한 누적 마일



자료: Tesla, 한국투자증권

<표 24> 실적 및 주요 지표

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
매출액(백만달러)	97,690	97,690	97,690	97,690	99,812	120,996
영업이익(백만달러)	6,469	13,832	8,891	7,760	6,521	10,945
영업이익률(%)	6.6	14.2	9.1	7.9	6.5	9.0
세전이익(백만달러)	6,343	13,719	9,973	8,990	7,840	11,360
순이익(백만달러)	5,514	12,556	14,997	7,091	6,502	10,013
순이익률(%)	5.6	12.9	15.4	7.3	6.5	8.3
EBITDA(백만달러)	10,061	18,201	14,711	13,944	14,030	18,722
EBITDA 마진(%)	10.3	18.6	15.1	14.3	14.1	15.5
EPS(달러)	1.6	3.6	4.3	2.0	1.6	2.6
EPS 증가율(% YoY)	665.6	121.6	18.8	(52.6)	(19.8)	61.7
BPS(달러)	9.7	14.1	19.7	22.7	24.1	27.2
DPS(달러)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	9.7	17.4	15.9	6.2	5.4	6.6
ROE(%)	21.1	33.5	27.9	10.5	8.8	10.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금(백만달러)	(8,834)	(16,437)	(19,521)	(22,940)	(29,836)	(31,060)
PER(x)	217.3	33.7	95.6	184.0	132.9	91.0
PBR(x)	36.2	8.7	12.6	17.8	11.4	10.2
EV/EBITDA(x)	107.8	20.6	52.5	91.6	61.4	46.0

주: 5월 7일 종가 기준
자료: Tesla, Bloomberg, 한국투자증권

Lam Research(LRCX US)

NASDAQ(5/7)	17,738
주가(5/7, 달러)	75.1
시가총액(십억달러)	96.0
발행주식수(백만)	1,279
52주 최고/최저가(달러)	113.0/56.3
일평균 거래대금(6개월, 백만달러)	946.3
유동주식비율(%)	99.7
주요주주(%) 블랙록	9.77

	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
FY22A	17,227	5,382	4,605	3.3	NM	5,785	13.7	10.9	9.8	74.8	1.3
FY23A	17,429	5,175	4,511	3.3	1.4	5,593	17.9	14.5	9.9	62.3	1.1
FY24A	14,905	4,264	3,828	2.9	(12.7)	4,624	35.4	29.8	16.3	45.7	0.8
FY25F	18,252	5,853	5,179	4.0	38.3	6,203	18.7	15.3	9.4	54.2	1.2
FY26F	18,633	5,816	5,069	4.0	0.3	6,200	18.6	15.3	7.7	45.0	1.2

자료: Bloomberg, 한국투자증권

걱정할 것이 없는 구간

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	20.7	(5.2)	(18.0)
상대주가(%p)	6.2	2.9	(24.5)

주가추이

자료: Bloomberg

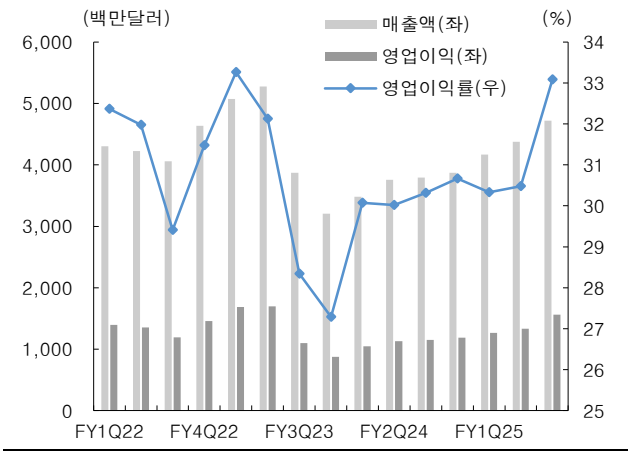
글로벌 Top-Tier 증착 및 식각 공정 장비 기업: 램 리서치는 미국 소재의 글로벌 반도체 장비 기업으로, 증착 및 식각 공정 위주의 장비 포트폴리오를 보유하고 있다. 증착 공정에서는 LPCVD(M/S 36%), Plasma CVD(M/S 28%)에서 어플라이드 머티리얼즈와 함께 독과점 시장을 형성하고 있다. 식각 공정에서는 Conductor Etch M/S 52%로 1위, Dielectric Etch M/S 31%로 2위로 두각을 드러내고 있다. 과거에는 DRAM, NAND 등 레거시 반도체 위주의 장비 기업이었으나, AI 시대에 도래하며 파운드리 매출 비중도 메모리와 비슷한 수준이 되었다.

높은 기술력을 바탕으로 한 근거 있는 자신감: 램 리서치는 4월말 FY3Q25 실적 발표에서 사업 부문별 매출 비중은 메모리가 43%(-7%p QoQ, -1%p YoY), 파운드리가 48%(+13%p QoQ, +4%p YoY)를 기록했다. 메모리와 파운드리향 매출은 각각 DDR5 및 HBM과 GAA 및 Advanced Packaging 관련 장비 출하가 강세를 보였다. 한편, 램 리서치의 강한 자신감에 대한 배경은 1) 반도체 소자 고도화에 따라 증착 및 식각 공정 비중이 커지며 SAM 성장률이 WFE 시장을 초과, 2) GAA, BSPDN, Advanced Packaging, Dry EUV Photoresist(기존은 Wet) 등 기술 변곡점에서 제품 포트폴리오가 시장 대비 우위, 3) 장비 고도화에 따른 CSBG 서비스 매출의 높은 성장률로 나눌 수 있다. 높은 기술력을 바탕으로 근거 있는 자신감을 드러내는 중이다.

걱정할 것이 없는 구간: 램 리서치의 FY4Q25 가이던스는 중간값 기준 매출액 50억달러, 매출총이익률(Non-GAAP) 49.5%로 시장 예상치를 대폭 넘어섰다. 글로벌 경제 불확실성(관세, 경기 둔화 등)에도 불구하고 CY2025 연간 WFE 시장 규모는 1,000억달러를 유지했으며, 램 리서치가 향후 수년간 시장 대비 높은 성장을 달성한다는 기존 전망도 유지했다. 또한, 지난 Investory Day에서 높은 중장기 실적 목표를 밝혔고, 이는 경쟁사 대비 높은 프리미엄을 받아오던 ASML과 큰 차이가 없다. 매크로 우려는 여전하지만, 램 리서치는 "주요 고객에게서 어떠한 수요 변화도 관찰되지 않는다"고 강조했고, AI 반도체향 파운드리 매출은 역대 최고치를 기록했다. 램 리서치에 대해 긍정적인 의견을 유지한다.

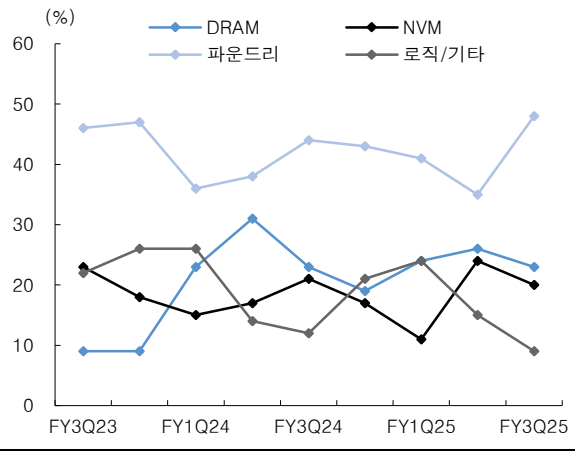
문승환
sh.m@koreainvestment.com

[그림 48] 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



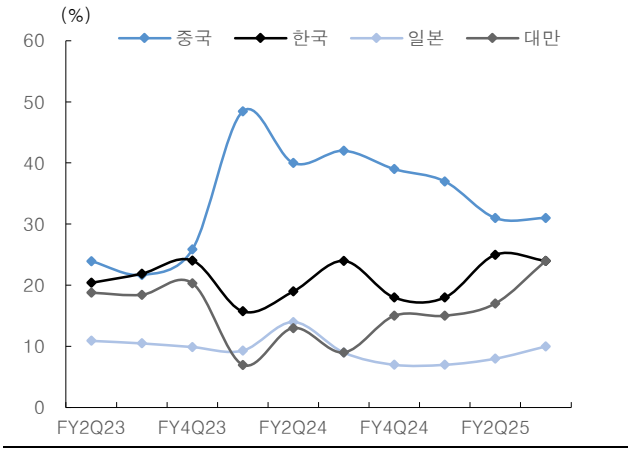
자료: Lam Research, 한국투자증권

[그림 49] 사업별 매출 비중



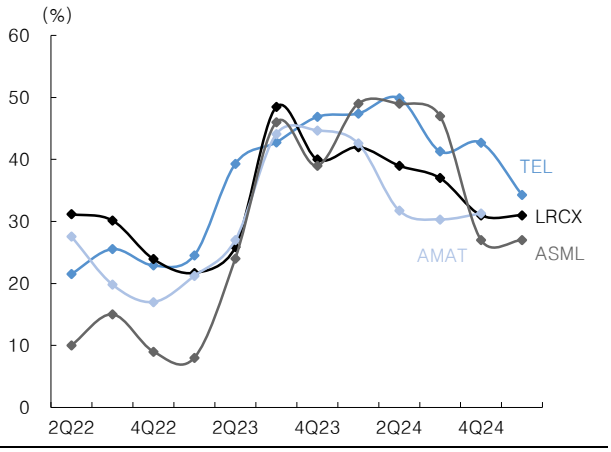
자료: Lam Research, 한국투자증권

[그림 50] 국가별 매출 비중



자료: Lam Research, 한국투자증권

[그림 51] 글로벌 반도체 장비사 중국향 매출 비중



자료: 각 사, 한국투자증권

<표 25> Lam Research 공정별 장비 분류

Segment 1	Segment 2	Segment 3	Segment 4
Deposition	CVD	Atomic Layer Deposition Tools	Atomic Layer Deposition Platforms
		Nontube LPCVD	Nontube LPCVD
		Plasma CVD	Plasma CVD
	ECD	ECD	ECD
Material Removal and Cleaning	Bevel Edge Removal (Dry)	Bevel Edge Removal (Dry)	Bevel Edge Removal (Dry)
	Dry Etch	Silicon Wafer Etch Tools	Conductor Etch
			Dielectric Etch
	Dry Strip	Dry Strip	Dry Strip
	Spray Processors	Single Wafer Processors	Single Wafer Processors

자료: Gartner, 한국투자증권

<표 26> 낸드플래시 기술 로드맵(Generic)

Year of HVM	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Stack (~1.3x/1.5years)	2xxL (238)	3xxL (328)		4xxL (424)	5xxL (552)		7xxL (728)	9xxL (966)		1xxx (1,294)	
Tier	2	2 or 3		3 or 4	3 or 4		3 or 4	4 or 5		4 or 5	
Vertical pitch(nm)	42	40		38	37		36	35		34	
Memory height(μm)	10.79	13.88		16.83	21.13		26.89	34.48		44.64	
Charge trap(CT)					CT Isolation						Re/Fe NAND
Channel		Poly Si grain CIP			Incl. MILC/MIC Si						
WL metal	W	W or Mo		Mo	Mo		Mo	Mo		Mo	
Width btw Slits(nm) (#holes)	1270~2700 (9~0)	1920~3220 (14~24)		2570~3220 (19~24)	2570~4260 (19~32)		> 4260 (> 32)	> 4260 (> 32)		> 4260 (> 32)	
Peri. CMOS	Unde array or Bonding	Unde array or Bonding		Bonding	Bonding		Bonding	Bonding		Bonding	

자료: Tokyo Electron, 한국투자증권

<표 27> 실적 및 주요 지표

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
매출액(백만달러)	14,626	17,227	17,429	14,905	18,252	18,633
영업이익(백만달러)	4,482	5,382	5,175	4,264	5,853	5,816
영업이익률(%)	30.6	31.2	29.7	28.6	32.1	31.2
세전이익(백만달러)	4,371	5,193	5,109	4,360	5,854	5,852
순이익(백만달러)	3,908	4,605	4,511	3,828	5,179	5,069
순이익률(%)	26.7	26.7	25.9	25.7	28.4	27.2
EBITDA	4,841	5,785	5,593	4,624	6,203	6,200
EBITDA 마진(%)	33.1	33.6	32.1	31.0	34.0	33.3
EPS(달러)	2.7	3.3	3.3	2.9	4.0	4.0
EPS 증가율(% YoY)	78.1	21.7	1.4	(12.7)	38.3	0.3
BPS	4.2	4.6	6.2	6.5	8.0	9.8
DPS	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
ROA(%)	25.7	27.8	25.1	20.4	25.9	22.6
ROE(%)	69.8	74.8	62.3	45.7	54.2	45.0
배당수익률(%)	0.8	1.3	1.1	0.8	1.2	1.2
배당성향(%)	19.1	18.2	20.7	27.5	NM	NM
순차입금(백만달러)	(564)	1,567	(126)	(865)	(1,466)	(2,712)
PER(x)	23.4	13.7	17.9	35.4	18.7	18.6
PBR(x)	14.9	9.8	9.9	16.3	9.4	7.7
EV/EBITDA(x)	18.4	10.9	14.5	29.8	15.3	15.3

주: 5월 7일 종가 기준
자료: Lam Research, Bloomberg, 한국투자증권

D.R.호튼(DHI US)

S&P500(5/7)	5,631.3
주가(5/7, 달러)	122.8
목표주가(달러)	142.1
상승여력(%)	15.7
시가총액(십억달러)	37.7
52주 최고/최저가(달러)	199.9/110.4
일평균거래대금(6개월,백만달러)	473.8
유동주식비율(%)	89.1

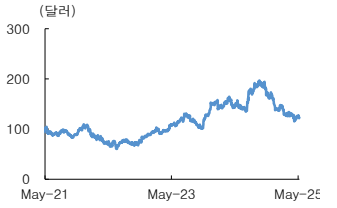
	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
FY22A	36,801	7,570	5,858	16.65	44.0	7,652	4.0	3.5	1.2	34.2	1.0
FY23A	36,801	6,102	4,746	13.93	(16.3)	6,193	7.7	6.1	1.6	22.5	0.9
FY24A	36,801	5,936	4,756	14.44	3.7	6,023	13.1	10.6	2.4	19.8	0.6
FY25F	34,066	4,611	3,599	11.49	(20.4)	4,944	10.7	8.6	1.5	14.3	1.3
FY26F	35,032	4,668	3,585	12.38	7.7	4,964	9.9	8.5	1.4	14.2	1.4

자료: Bloomberg, 한국투자증권

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.6	(27.0)	(18.9)
상대주가(%p)	(9.6)	(21.2)	(27.5)

주가추이



자료: Bloomberg

국채금리 등락에 대응 가능한 기업

금리 영향은 부담이나, 개선 여력 보유: D.R.호튼의 2분기(1~3월) 순매출은 77.3억달러(-15.1% YoY, +1.6% QoQ), 순이익은 8.1억달러(-30.9% YoY, -20.9% QoQ), 희석 EPS는 2.58달러(-26.7% YoY, -1.1% QoQ)로 예상치였던 80.5억달러, 8.5억달러, 2.64달러를 모두 하회했다. 주택 준공건수가 1.93만건에 그쳐 전년 동기대비 14.5% 감소했고, 주택판매 수익이 71.8억달러로 15.2% 감소했기 때문이다. 기준금리 동결로 장기 국채금리가 높은 수준으로 유지됨에 따라 주택 수요 회복이 더디게 진행된 영향이다. 반면 2025년 연초 상승했던 미국 국채금리 상승세가 둔화되고 4월 중순 이후에는 하락한 만큼 지연된 주택 수요 개선 기대감에도 주목해야 한다.

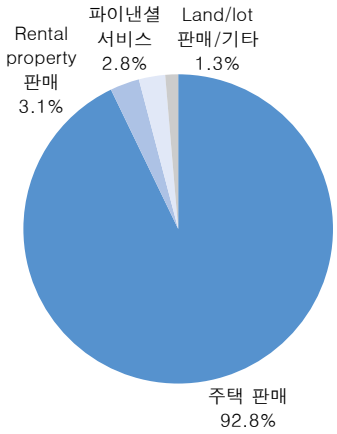
안정적인 주주환원 정책 지속: D.R.호튼은 가이던스를 예상보다 부진하게 제시했으나, 안정적인 주주환원 정책은 지속할 계획을 공개했다. 3분기(4~6월) 매출은 84~89억달러, 준공건수는 2.20~2.25만건으로 제시했고, 2025년 연간 매출은 333.0~ 348.0억달러, 준공건수는 8.5~8.7만건으로 제시했다. 연간 매출 가이던스는 기존의 360~375억달러에서 하향했으나, 자사주 매입 계획은 기존의 26~28억달러에서 40억달러로 상향했다. D.R.호튼은 분기 주당 배당금도 기존의 0.3달러에서 0.4달러로 높여 안정적인 주주환원 정책은 지속할 계획을 공개했다.

점진적 국채금리 하락, 주택 산업 회복 수혜 기대: D.R.호튼은 경기 불확실성 및 고금리 장기화 부담이 지속되는 국면에서는 투자 매력이 낮게 평가되나, 점진적인 국채금리 하락 시 주목할 수 있는 기업이라고 판단한다. 미국 제조 시설 강화에 따라 주택/건설 산업 회복이 가시화되는 국면에서도 수혜가 기대된다.

D.R.호튼은 홈빌더 기업 중 상대적 매력도도 높은 기업이라고 판단한다. ASP(Average Sales Price)는 37.3만달러로 미국 평균인 50.2만달러 대비 낮고, 다양한 가격대의 주택을 공급할 수 있는 업체로 더딘 주택 수요 회복 시에도 대응 가능한 업체이기 때문이다. 3, 4월 주간 수익이 2월 대비 늘고 있고, 주택판매 총이익률은 21.8% 수준이었으며, 경기 불확실성이 지속되고 있음에도 취소율이 역사적 하단에 머물고 있다는 점도 고무적이다. 다세대 임대주택 판매 수요도 지속되고 있다. 단기 조정으로 12MF PER이 10배를 하회하고 있어 진입 부담도 낮아졌다.

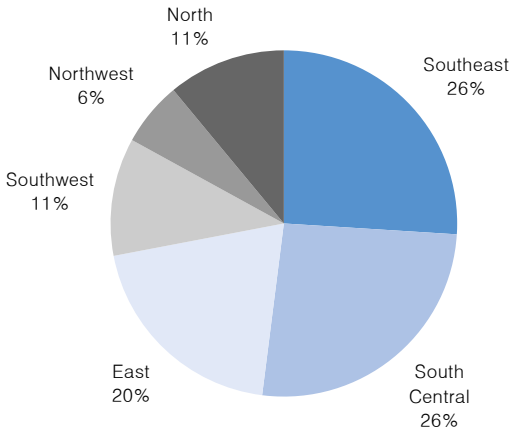
최보원
bochoi@koreainvestment.com

[그림 52] D.R.호튼(DHI) 매출 구조



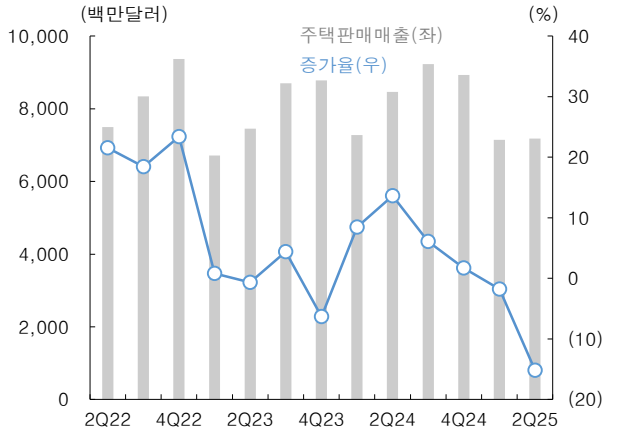
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 53] D.R.호튼(DHI) 지역별 주택판매 매출 비중



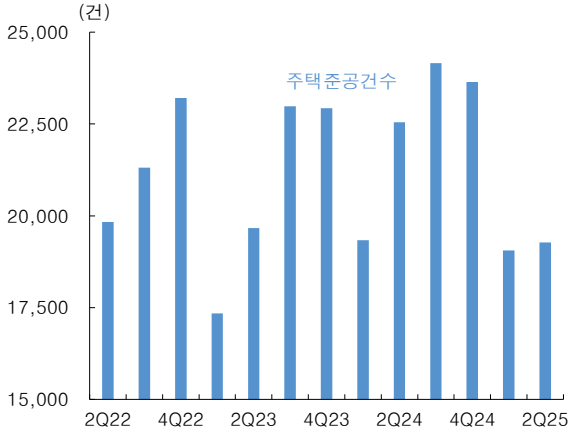
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 54] D.R.호튼(DHI) 주택판매매출 추이 및 증가율



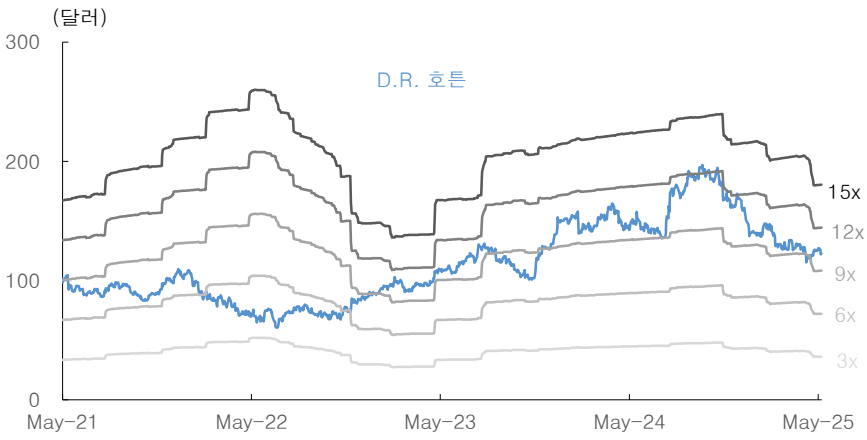
-료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 55] D.R.호튼(DHI) 주택준공건수



자료: Bloomberg, IDEXX Laboratories, 한국투자증권

[그림 56] D.R.호튼 PER 밴드



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 28> D.R.호튼 분기 실적 요약

(단위: 백만달러, %, %p)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	YoY	QoQ	3Q25F
매출액	**7,973**	**9,726**	**10,504**	**7,726**	**9,107**	**9,966**	**10,003**	**7,613**	**7,734**	**(15.1)**	**1.6**	**9,445**
Homebuilding	7,470	8,734	8,796	7,276	8,474	9,242	8,950	7,167	7,203	(15.0)	0.5	-
Forestar	302	369	550	306	334	318	551	250	351	5.1	40.2	-
Financial Services	216	229	220	193	226	242	222	182	213	(5.8)	16.8	-
Rental	224	667	1,387	195	371.0	414.0	705.0	218	237	(36.2)	8.6	-
조정	(239)	(273)	(448)	(244)	(297.0)	(250.0)	(426.0)	(205)	(269)	(9.3)	31.6	-
영업이익	**1,203**	**1,732**	**1,937**	**1,171**	**1,452**	**1,718**	**1,594**	**1,212**	**1,002**	**(31.0)**	**(17.3)**	**1,317**
영업이익률	*15.1*	*17.8*	*18.4*	*15.2*	*15.9*	*17.2*	*15.9*	*15.9*	*12.9*	*(3.0)*	*(3.0)*	*13.9*
순이익	**942**	**1,335**	**1,510**	**947**	**1,172**	**1,354**	**1,283**	**1,024**	**810**	**(30.9)**	**(20.9)**	**992**
순이익률	*11.8*	*13.7*	*14.4*	*12.3*	*12.9*	*13.6*	*12.8*	*13.5*	*10.5*	*(2.4)*	*(3.0)*	*10.5*
EBITDA	**1,230**	**1,755**	**1,959**	**1,191**	**1,473**	**1,741**	**1,618**	**1,236**	**1,026**	**(30.3)**	**(17.0)**	**1,366**
EBITDA 마진	*15.4*	*18.0*	*18.6*	*15.4*	*16.2*	*17.5*	*16.2*	*16.2*	*13.3*	*(2.9)*	*(3.0)*	*14.5*
EPS(달러)	**2.75**	**3.93**	**4.49**	**2.84**	**3.54**	**4.12**	**3.95**	**2.63**	**2.59**	**(26.8)**	**(0.8)**	**3.23**
EPS 증가율(YoY)	*(32.4)*	*(16.4)*	*(4.5)*	*1.8*	*28.7*	*4.8*	*(12.0)*	*(7.4)*	*(26.8)*	*(55.5)*	*(19.4)*	*(21.6)*
희석 EPS(달러)	**2.73**	**3.90**	**4.45**	**2.82**	**3.52**	**4.10**	**3.92**	**2.61**	**2.58**	**(26.7)**	**(1.1)**	**3.26**
EPS 증가율(YoY)	*(32.3)*	*(16.5)*	*(4.7)*	*2.2*	*28.9*	*5.1*	*(11.9)*	*(33.4)*	*(26.7)*	*(55.6)*	*(19.3)*	*(20.5)*
EV/EBITDA(배)	5.4	7.0	6.1	8.6	9.0	7.8	10.6	7.5	8.1	(10.6)	0.9	8.4

자료: D.R. Horton, Bloomberg, LSEG, 한국투자증권

<표 29> D.R.호튼 연간 실적 및 주요 지표

(단위: 백만달러, 달러, %)

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	**27,774**	**33,480**	**35,460**	**36,801**	**34,066**	**35,032**
Homebuilding	26,578	31,923	31,743	33,962	-	-
Forestar	1,326	1,519	1,437	1,509	-	-
Financial Services	824	795	802	883	-	-
Rental	268	510	2,606	1,685	-	-
조정	(1,221)	(1,267)	(1,127)	(1,237)	-	-
영업이익	**5,333**	**7,570**	**6,102**	**5,935**	**4,611**	**4,668**
영업이익률(%)	*19.2*	*22.6*	*17.2*	*16.1*	*13.5*	*13.3*
순이익	**4,176**	**5,858**	**4,746**	**4,756**	**3,599**	**3,585**
순이익률(%)	*15.0*	*17.5*	*13.4*	*12.9*	*10.6*	*10.2*
EBITDA	**5,389**	**7,652**	**6,239**	**6,023.0**	**4,944**	**4,964**
EBITDA 마진(%)	*19.4*	*22.9*	*17.6*	*16.4*	*13.4*	*13.5*
EPS(달러)	**11.56**	**16.65**	**13.93**	**14.44**	**11.49**	**12.38**
EPS 증가율(%)	*78.1*	*44.0*	*(16.3)*	*3.7*	*(20.4)*	*7.7*
희석 EPS(달러)	**11.41**	**16.51**	**13.82**	**14.34**	**11.56**	**12.34**
EPS 증가율(%)	*78.0*	*44.7*	*(16.3)*	*3.8*	*(19.4)*	*6.7*
BPS(달러)	41.8	56.4	67.8	78.1	82.0	88.5
DPS(달러)	0.8	0.7	1.0	1.2	1.6	1.7
ROA(%)	19.5	21.5	15.1	13.8	10.1	9.8
ROE(%)	31.2	34.2	22.5	19.8	14.3	14.2
PER(배)	7.3	4.0	7.7	13.1	10.7	9.9
PBR(배)	2.0	1.2	1.6	2.4	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	6.0	3.5	6.1	10.6	8.6	8.5

자료: D.R. Horton, Bloomberg, LSEG, 한국투자증권

■ Compliance notice

- 당사는 2025년 5월 8일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.