iM증권 리서치본부 투자전략부 2025.12.04

iM증권

2026

22년의 궤적을 따라가는 미 증시

OUTLOOK

해외주식

[해외주식] 박윤철 2122-9201 nzc888@imfnsec.com

더 나은 가치, 함께하는 미래 iM More, iM Fine

CONTENTS

Ⅰ. Summary 4

Ⅱ. 22년의 궤적을 따라가는 미 증시 6

Ⅲ. 지속되는 AI Capex: 수익성 논란은 타당, 버블 우려는 과도 12

Ⅳ. 약해지는 TACO 트레이드와 변화하는 투자전략 18

Ⅴ. 기업분석 28

- Dollar General (DG)
- Alphabet (GOOGL)
- Netflix (NFLX)
- Uber (UBER)

I . Summary

Summary

22년의 궤적을 따라가는 미 증시와 지속되는 AI Capex

- 25년 미 증시를 이끈 주된 동력은 정부, 기업투자, 유동성이라고 할 수 있다. 특히 패권전쟁 승리를 위한 투자 경쟁 지속으로 확대된 유동성이 글로벌 증시 강세의 주 요인으로 작용했다. 이런 가운데 하반기 들어 미국에선 과거 21~22년 게임스탑 상승으로 대변되는 밈 주식 장세가 나타나기 시작했고 과거에 궤적을 따라가고 있는 상황이다. 밈 장세는 대형주 가격부담이 높을 때 나타나는 현상으로 시장 전반적으로 비싼 주식에서 싼 주식으로의 순환매가 진행될 것으로 전망한다. 고용을 근거로 완화적인 기조는 이어질 것이나 물가로 인해 인하와 동결 사이 논란은 지속되는 지속될 것으로 보인다. 22년에도 결국 물가로 인한 금리인상으로 증시가 하락했듯이 과거와 같이 연준의 매파전환이 증시 변곡점이 될 것으로 보인다.
- AI 테마 전반은 등락 지속되는 환경에서 Buy The Dip이 울퉁불퉁한 상승을 이끌 것으로 기대된다. 패권전쟁을 배경으로 하고 있기 때문에 수익성 문제에도 투자는 지속될 것으로 보이며 이는 Buy The Dip의 근거가 될 수 있겠다. 단, 연준의 금리인하가 지속되기 어려운 환경에서 AI 전반 밸류에이션 프리미엄을 주기 어려울 것으로 보인다. AI는 Buy The Dip 트레이딩 대응 가능하나 결국 기술력 우위에 있는 소수의 기업에 집중할 필요가 있다는 판단이다.

약해지는 TACO 트레이드와 변화하는 투자전략

- 25년 증시의 또다른 동력은 정부 주도의 Taco 트레이드라고 할 수 있다. 단, 트럼프 행정부는 물가 잡기에 실패하며 지방선거에서 패배, 현재와 같은 모습이 유지된다면 26년에 있을 중간선거에서도 패배가 예상된다. 이에 증시, 투자에 올인하던 트럼프 행정부는 민생도 살펴야 하는 딜레마에 빠지게 되었다
- 중간선거를 앞두고 관세 등 트럼프의 기존 정책이 환영 받지 못하고 있기 때문에 트럼프 트레이드의 강도가 약해질 가능성에 대비 해야 한다. 정책관련 테마의 높은 변동성 예상되는 가운데 특히 트럼프 수혜테마와 피해테마의 빈번한 로테이션 가능성에 주목할 필요가 있다. 한편, 정당과 관계없이 패권 전쟁은 진행중이기 때문에 강도의 차이는 있겠지만 AI(기술력 우위에 있는 소수 기업), 금과 같은 지정학 관련 자산은 장기보유 관점에서 접근할 필요가 있다
- AI 투자가 지속된다면 물가 상승은 불가피, 즉 민생회복은 어렵다고 할 수 있다. 이에 불황형 소비 관련 테마에도 관심이 필요함을 의미한다. 표심을 위한 저소득층 지원 정책도 일부 긍정 요인이다. 최근 월마트 신고가 행진에서 알 수 있듯이 할인매장 등 가성비 테마에 주목할 필요가 있다는 판단이다.

선호 주식은 달러 제너럴(DG), 알파벳A(GOOGL), 넷플릭스(NFLX), 우버(UBER), GLD (금) ETF

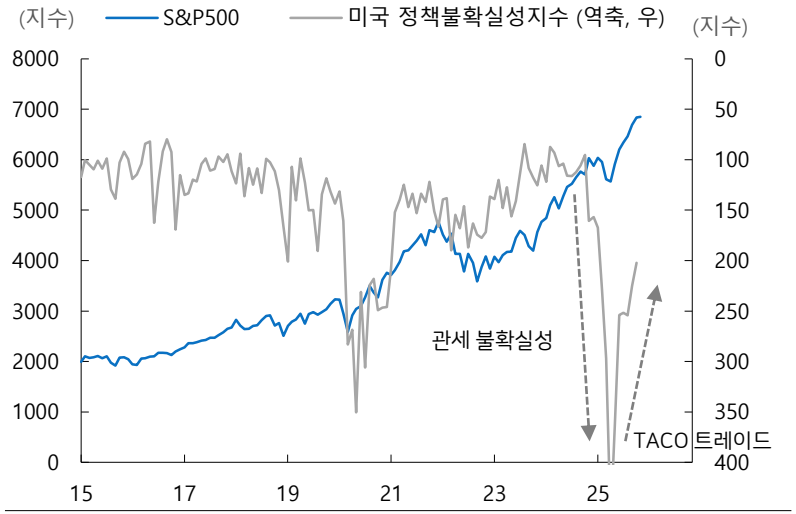
- 선호 주식은 달러 제너럴(DG), 알파벳A(GOOGL), 넷플릭스(NFLX), 우버(UBER), GLD (금) ETF로 제시한다.
- 글로벌 패권 전쟁 진행중인 가운데 AI와 금은 대표적인 수혜테마다. 특히 알파벳A은 모든 AI 기업에 밸류에이션 프리미엄을 주기 어려운 환경 속 수익성, 안정성, 기술력 모두 장기보유 메리트를 제공하고 있다. 대표적인 불황형 소비 수혜주인 달러 제너럴, 고객의 높아진 기호와 상대적인 가성비 서비스를 제공하는 넷플릭스와 우버 역시 본업의 경쟁력을 바탕으로 유리한 위치에 있다는 판단이다.

Ⅱ. 22년의 궤적을 따라가는 미 증시

25년 증시의 동력: 정부,기업투자, 유동성

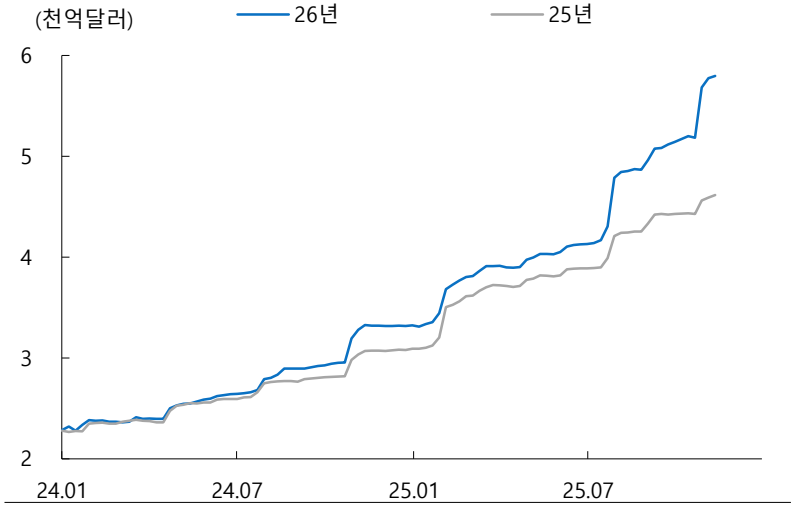
- 25년 글로벌 증시를 이끈 주된 동력은 정부, 기업투자, 유동성
- 패권다툼 이어지는 가운데 정부 주도의 투자와 TACO 트레이드로 대변되는 트럼프의 투자, 증시 친화적 정책이 우호적으로 작용
- 과잉투자 논란도 있지만 AI 경쟁 속 빅테크 중심 Capex 투자 역시 증시를 견인
- 마지막으로 글로벌 정부 및 중앙은행의 완화적 정책으로 인한 글로벌 유동성 증가 환경이 상승장의 피날레를 장식
- 26년 증시를 전망한다는 것은 곧 25년 증시를 주도한 이들 축이 지속 가능한지를 살피는 과정이 될 것

S&P500 및 미국 정책불확실성지수: TACO 트레이드에 증시 훈풍



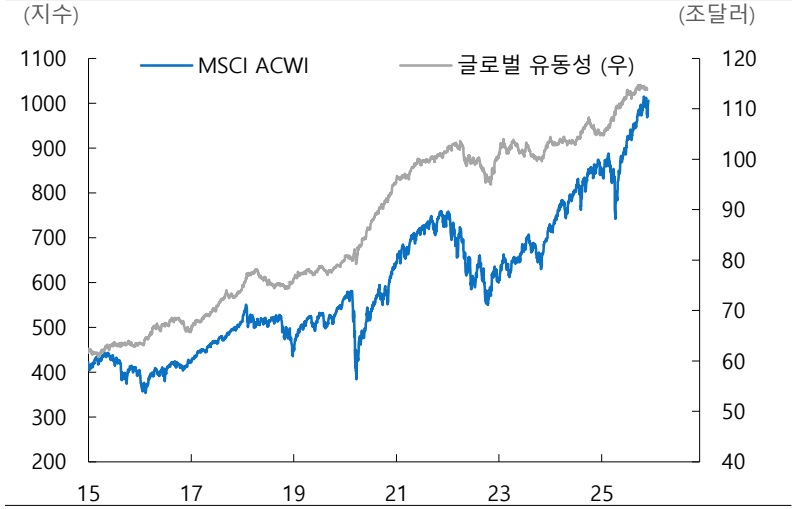
자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

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



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

글로벌 유동성 및 글로벌 주가: 막대한 유동성이 글로벌 강세장의 근간으로 작용

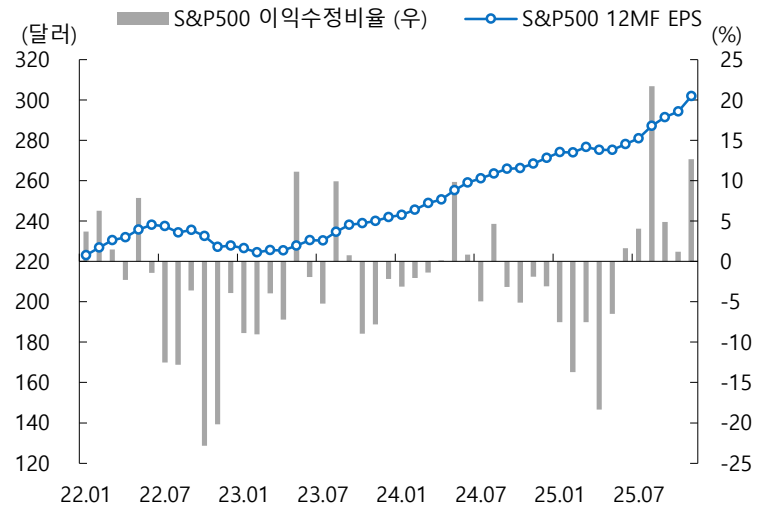


자료 : Refinitiv, Bloomberg, iM증권 리서치본부

완화적 방향은 유효하나 물가 부작용을 확인할 시간

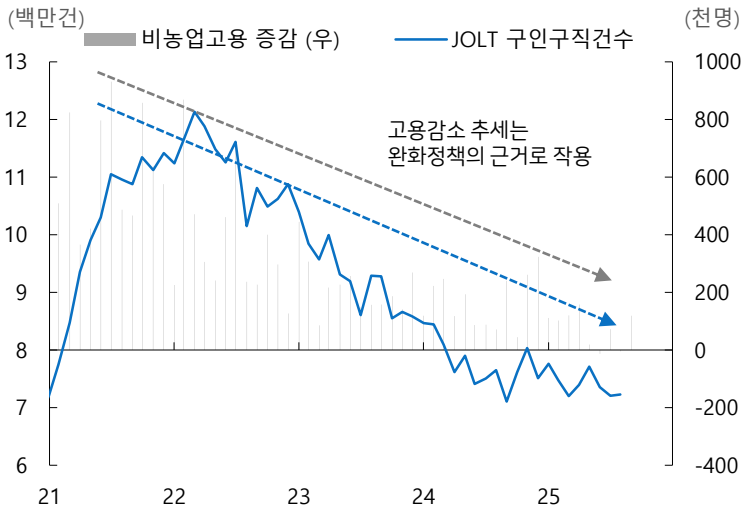
- 막대한 유동성이 배경이 된 가운데 정부 주도의 투자 우호적 환경 조성, 기업들의 Capex 투자는 곧 견고한 펀더멘털로 연결
- 펀더멘털을 바탕으로 상승한 주가는 곧 소비자들의 구매력 증가로 이어져 투자호조 – 주가상승 - 견고한 소비 – 주가상승의 선순환 고리를 형성
- 공급충격 (관세) 강도는 약해졌지만 점진적으로 반영되고 있음. 오히려 견고한 소비로 인한 수요견인 물가 상승이 우려되는 상황
- 반대로 AI 투자 및 관세로 인한 고용감축, 고용약세는 지속되고 있어 전반적인 완화 기조는 이어질 가능성 높음. 단, 물가 상승도 예상된다는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

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



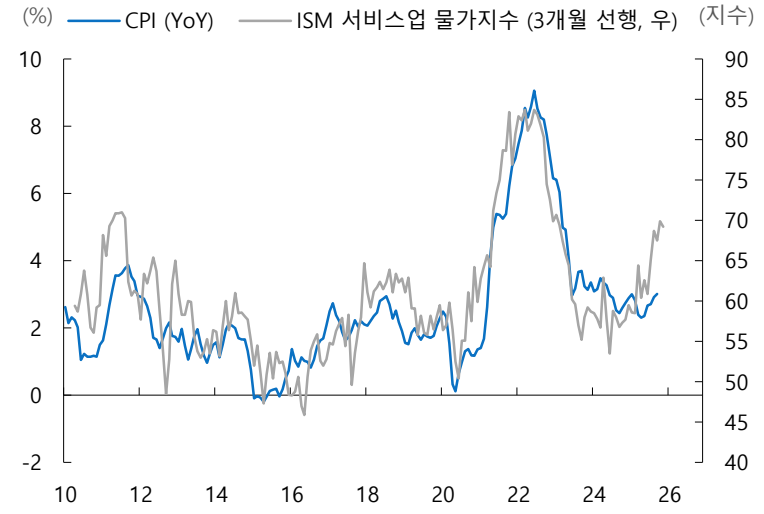
자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

미국 비농업고용 증감 및 구인구직 건수: 감소 추세 지속



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

CPI 및 ISM 서비스업 물가지수: 유동성 확대에 따른 물가상승을 시사

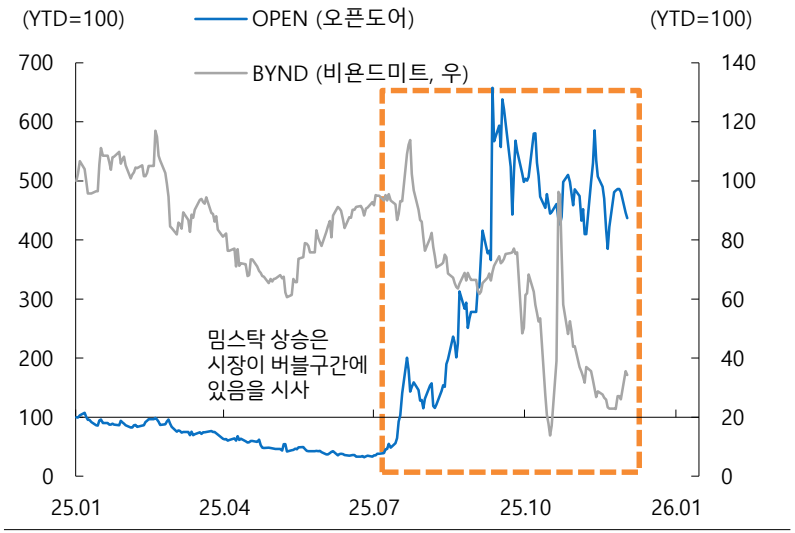


자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

후반부는 아니지만 버블에 위치한 미 증시

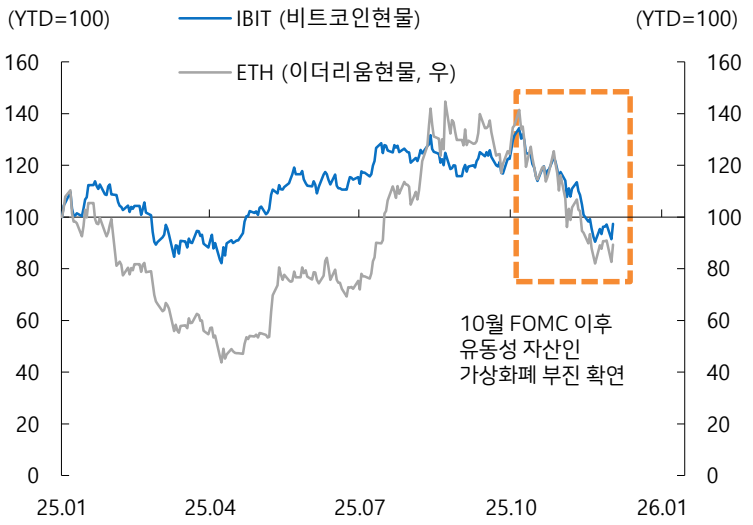
- 25년 증시를 견인한 축에서 가장 주목할 것은 유동성
- 21년 게임스탑 장세와 같이 OPEN과 같은 밈스탁의 급등락이 나타나기 시작했으며 이는 시장에 유동성 과다에 따른 버블이 일정 있음을 시사
- 25년 10월 FOMC 이후 '물가'논란이 재차 불거진 가운데 펀더멘털 보다는 유동성에 민감한 자산의 부진이 확연
- 대표적으로 비트코인, 이더리움과 같은 암호화폐 약세가 뚜렷한 가운데 수익성이 뚜렷하지 않은 테마성 중소형 기업의 하락도 수반되고 있음
- 결국 투자의 시대가 견고하지만 '유동성'의 영향력은 생각 이상으로 크다는 것을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

주요 밈스탁 주가: 밈스탁 상승은 시장이 버블에 위치해 있음을 의미



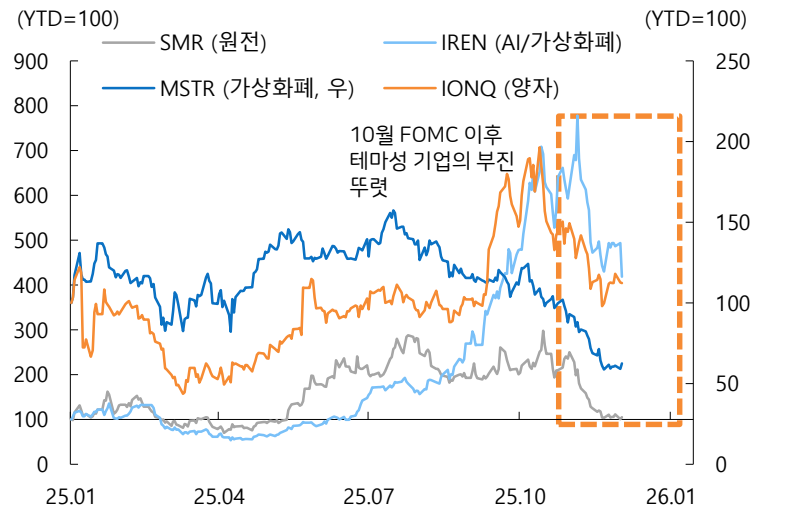
자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

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



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

주요 테마기업 주가: 연준 매파 스탠스 시사 이후 하락세 뚜렷

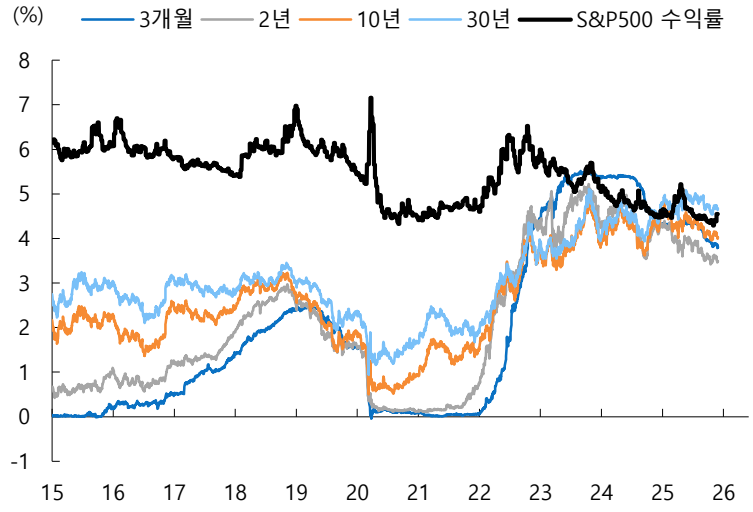


자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

26년, 다시 화두가 될 밸류에이션

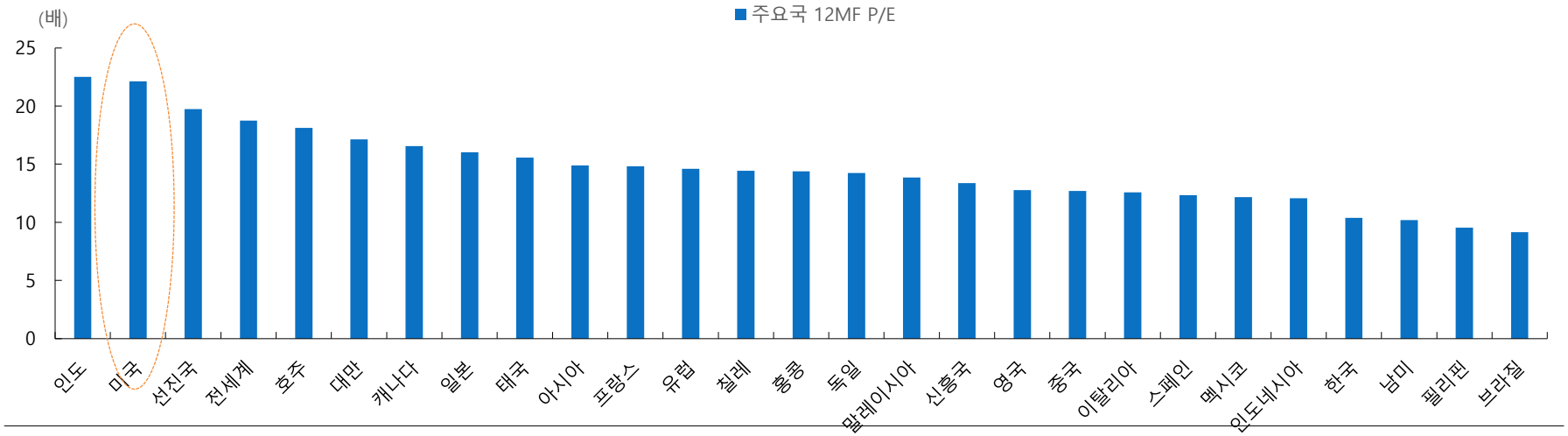
- 글로벌 패권전쟁, 저소득층 지원을 위한 기본적인 완화 기조는 불가피. 즉, 금리인상과 같은 충격은 제한적일 것으로 판단
- 단, 바이든 시대 때부터 지속된 물가 상승을 고려할 때 금리인하에 제동이 걸릴 가능성 높으며 적어도 금리인하와 동결 등 비둘기와 매파 사이에서 높은 변동성 불가피할 것으로 전망
- 이 과정에서 이미 채권가격 대비 메리트가 없는 S&P500 수익률, 전세계적으로 높아진 밸류에이션은 광범위한 증시 상승을 제한 시킬 것
- 일련의 과정은 곧 유동성에 근거한 자산은 트레이딩 접근, 결국 26년에는 수익성, 기술력을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

S&P500 및 국채수익률: 주식 수익률 메리트는 제한적



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

글로벌 주요국 / 지역 밸류에이션

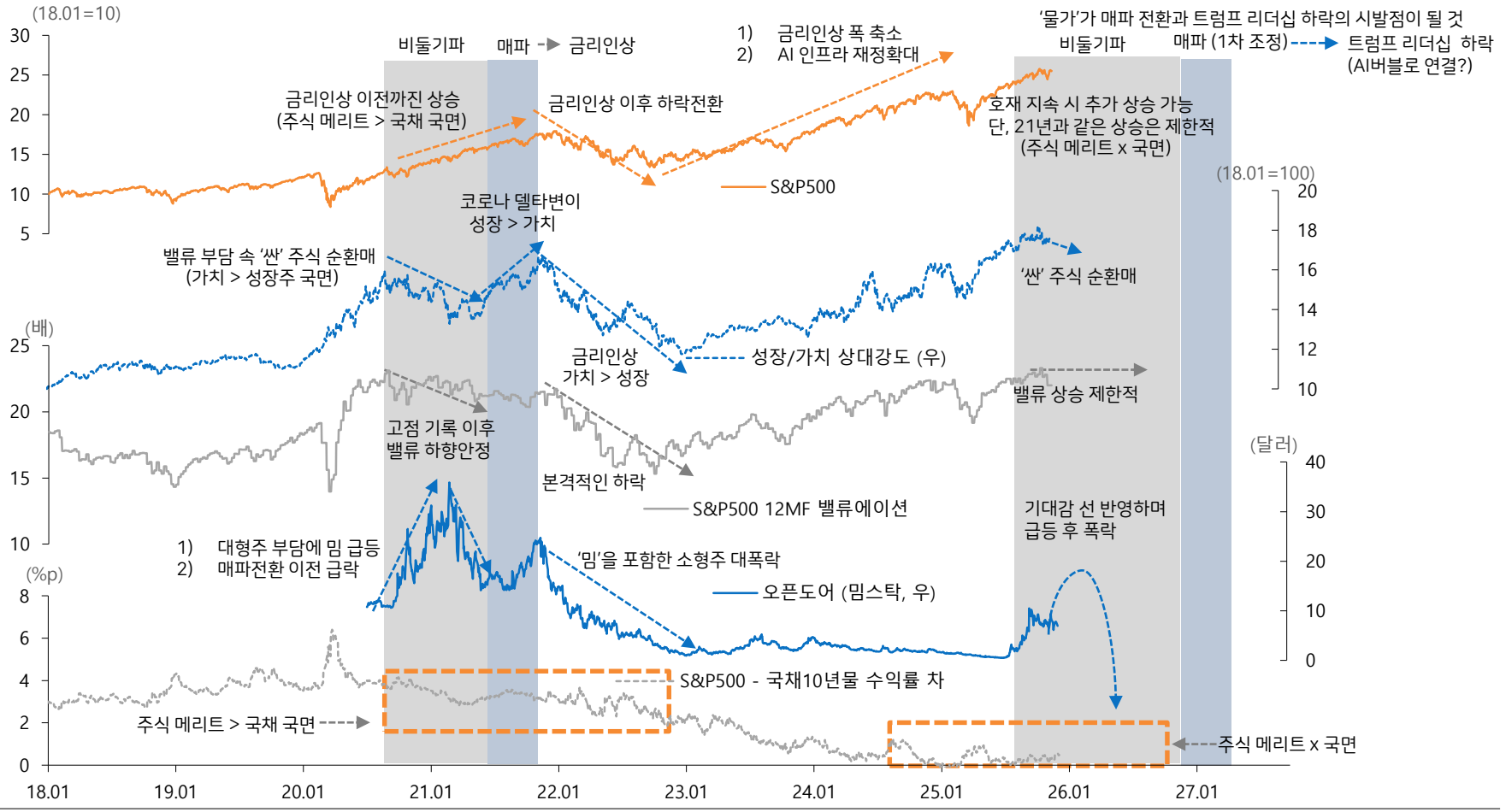


자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부
주: MSCI 기준

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

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

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



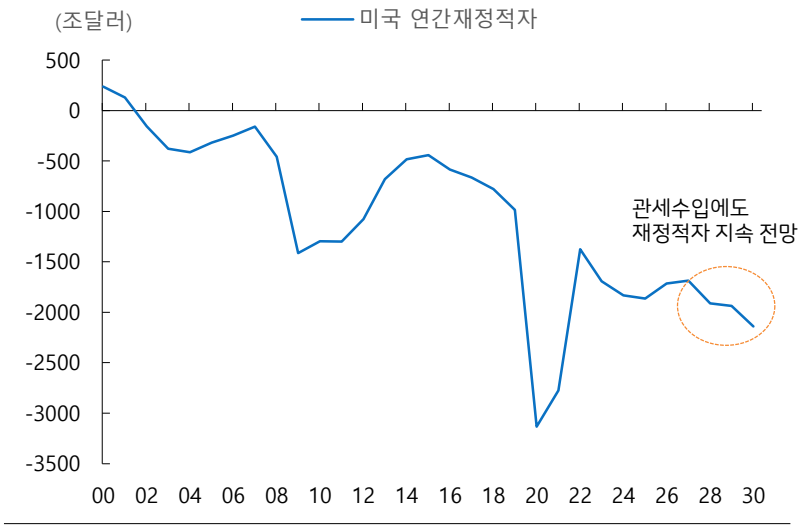
자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

Ⅲ. 지속되는 AI Capex: 수익성 논란은 타당, 버블 우려는 과도

지정학 갈등에 기인한 정부주도 투자경쟁

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

미국 연간재정적자 추이 및 전망: 재정적자는 지속 전망



자료 : Refinitiv, CBO, iM증권 리서치본부

2025년 5대 핵심 신흥기술 경쟁력 지수: 초 격차 상황에서 경쟁 우위선점을 위한 투자확대는 불가피

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

주요산업 중심 패권다툼 지속

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

도태되지 않기 위한 기업주도 투자경쟁

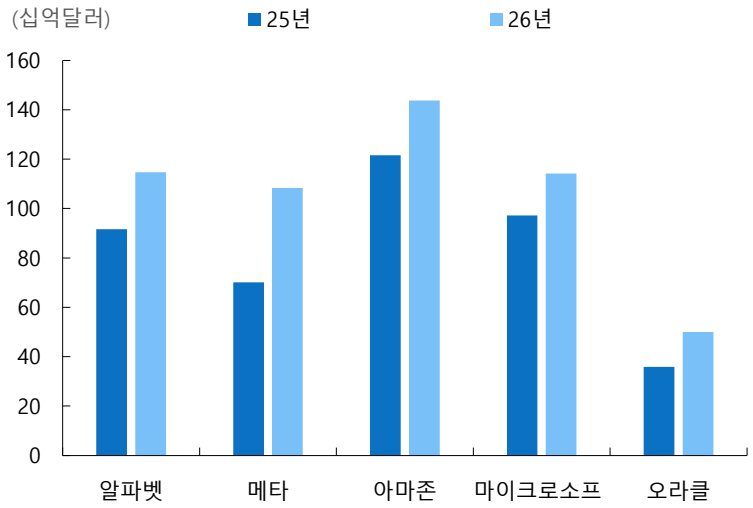
- 투자경쟁은 정부차원 뿐만 아니라 기업 입장에서도 불가피
- 생성형 AI에서 구글 Gemini 3 모델이 우위에 있으나 경쟁사들의 투자가 이어지고 있는 가운데 초격차를 벌리기 위한 투자 지속은 불가피
- 이에 Capex 투자 주요 주체인 빅테크의 26년 Capex 비용 추정치도 수천억 달러에 육박하고 있으며 추정치 상향도 지속되고 있음
- 이제 관건은 기술에서 차별점을 지속적으로 보여주고 수익성을 입증하는 것. AI 모멘텀은 수익성을 입증하는 기업에 집중될 것으로 보이며 현재 가장 선두주자는 알파벳으로 귀결되고 있음

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

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

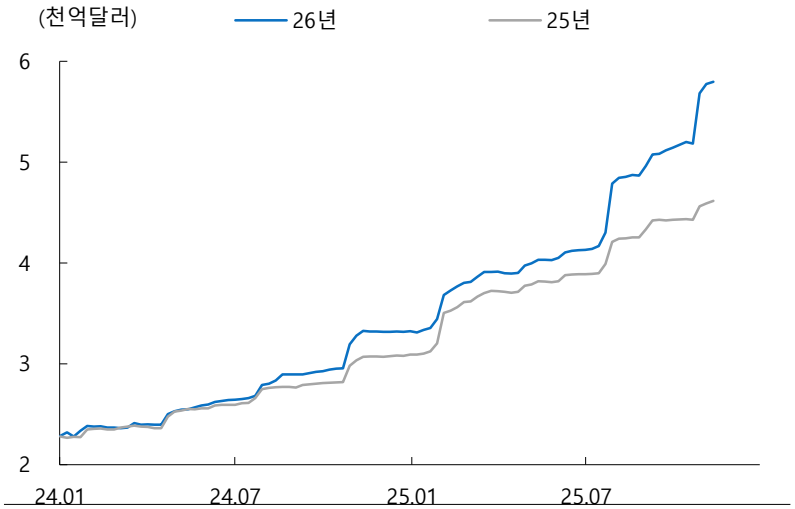
자료 : artificialanalysis.ai, iM증권 리서치본부

주요 빅테크 기업 Capex 추정치



자료 : Bloomberg , iM증권 리서치본부

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

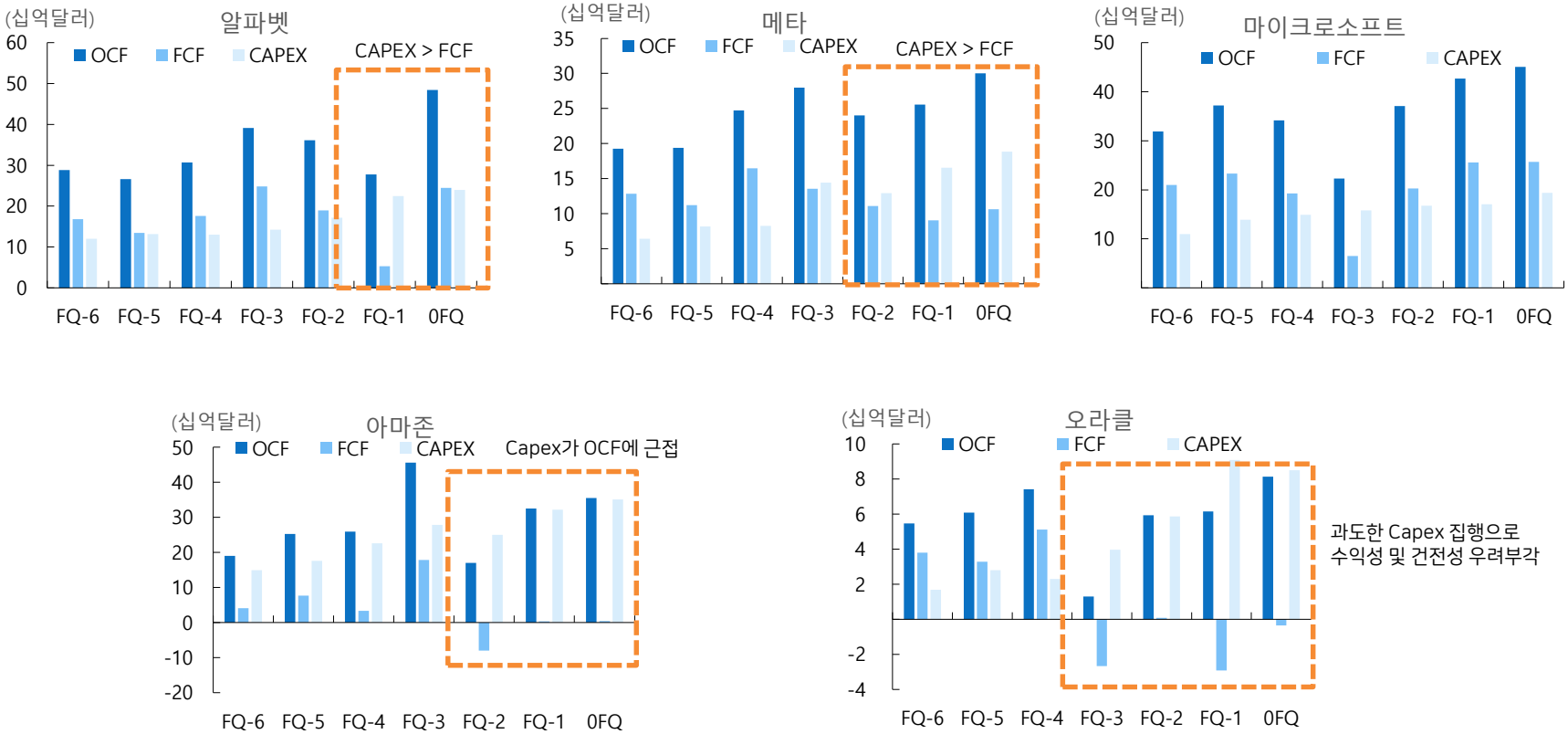


자료 : Bloomberg , iM증권 리서치본부
주: GOOGL, AAPL, META, AMZN, MSFT, IBM, ORCL, PYPL, EBAY, CRM, BABA, TME, BIDU 합산

부채조달로 넘어간 AI 투자 사이클

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

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

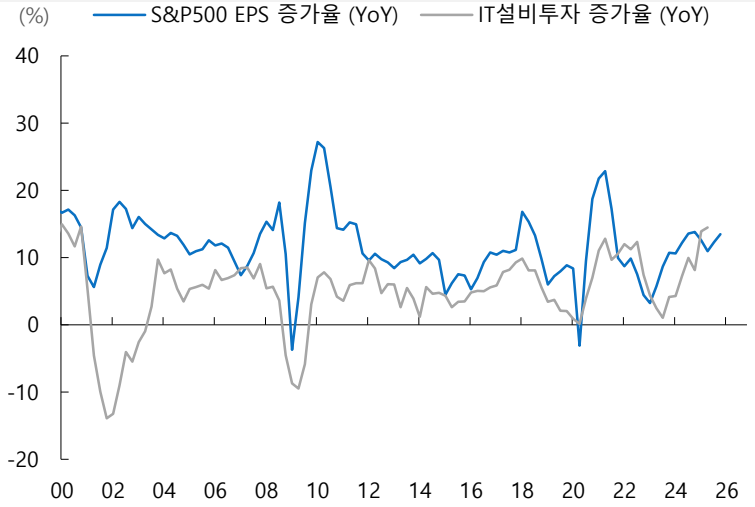


자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

대형주의 건전성을 걱정할 단계는 아니다

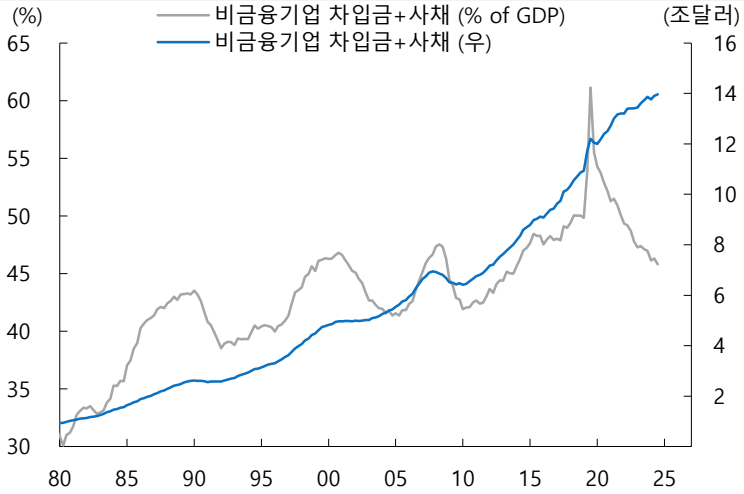
- 일부 기업의 수익성 문제가 제기되고 있지만 Capex 투자가 지속되는 환경에서 S&P500 기업 이익추정치의 유의미한 하락은 제한적일 것으로 전망. 오히려 상승세 이어질 가능성 높음
- 건전성 문제도 걱정할 단계는 아님. 미국 비금융기업의 GDP 대비 이자발생 부채 규모는 코로나 이전 수준을 하회. 보통 부채 규모의 급증이 건전성 문제와 함께 수반되는데 현재 수준은 오히려 건전한 상황
- 거기에 더해 미국 비금융기업의 이자비용/세전 이익은 최근 소폭 반등 중이지만 과거대비 저점 수준에 위치해 있어 AI 버블 붕괴를 걱정하기엔 대형주의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

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



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

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



자료 : FRED, iM증권 리서치본부

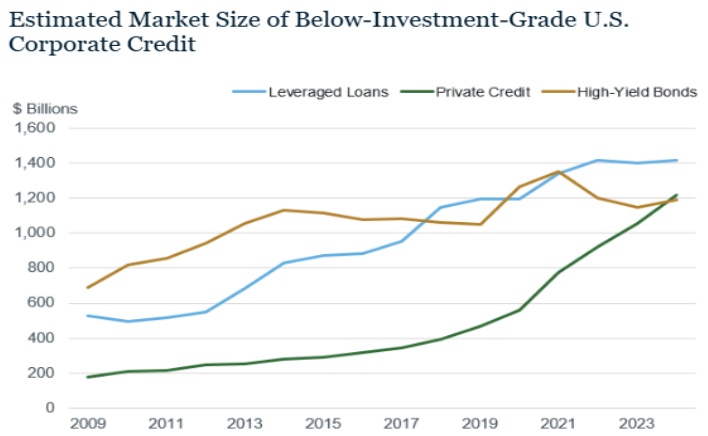
미국 비금융기업 이자비용/세전이익: 회사채 발행에도 수익성 및 건전성 문제로 연결되기엔 펀더멘털 견고

자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

대형주와는 다른 소형주의 사정: 사모대출 리스크

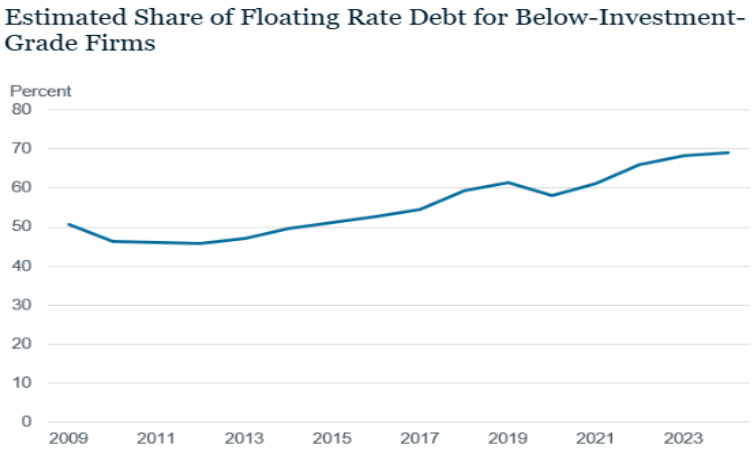
- 대형주 건전성은 양호하나 투자등급 이하 기업의 건전성은 의심해 볼 필요. 24년 말 기준 투자등급 이하 기업의 사모대출 규모는 약 1.3조 달러로 전체 부채의 30%를 차지하고 있음
- 사모대출은 비은행권 대출이기 때문에 대출 유연성이 높으나 리스크에 취약하고 투명성이 떨어짐. 특히 사모대출은 변동금리로 구성되어 있고 투자등급 이하 대출 중 비중이 약 70%에 달해 금리 변동에 민감한 구조
- 빅테크 또한 부채조달 사이클로 넘어온 가운데 CDS 상승 등 AI 리스크 헷지 수요가 증가하고 있고 소형주의 경우 연준의 금리인하 제약은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

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



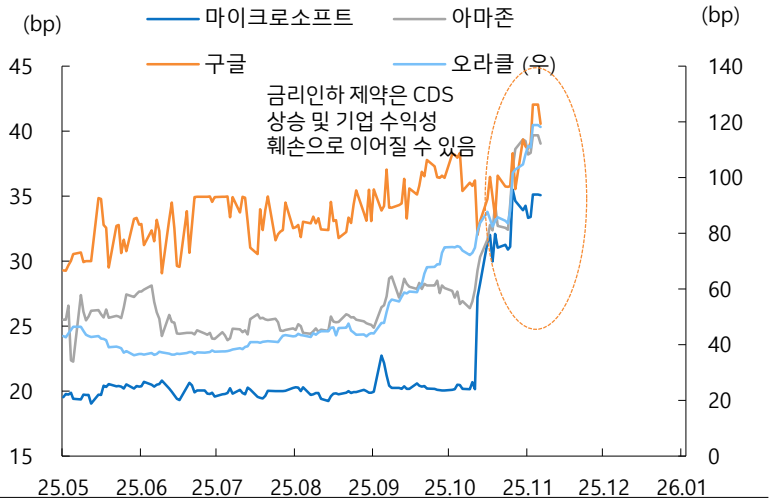
자료 : tellerwindow.newyorkfed, iM증권 리서치본부
주: 24년 12월 기준

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



자료 : tellerwindow.newyorkfed, iM증권 리서치본부

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



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

Ⅳ. 약해지는 TACO 트레이드와 변화하는 투자전략

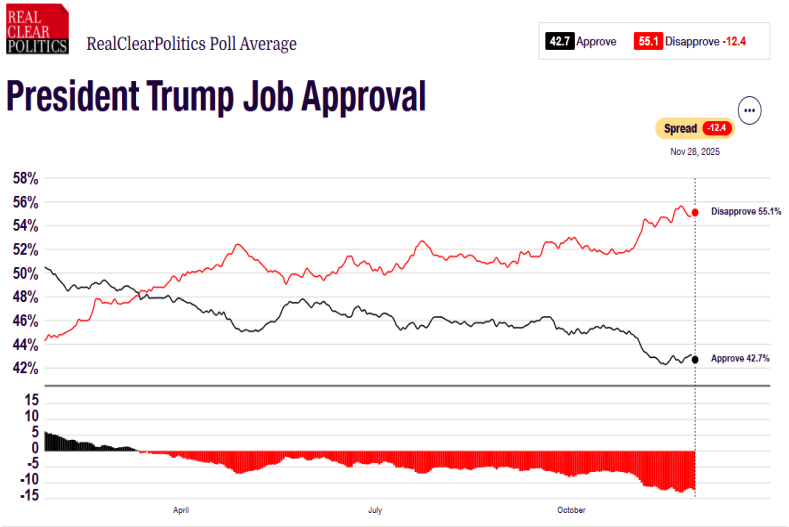
어차피 TACO? : 트럼프 리더십이 하락하고 있다

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

뉴욕 시 선거에서 승리한 맘다니

자료 : Reuters, iM증권 리서치본부

트럼프 지지율은 지속적으로 하락 중

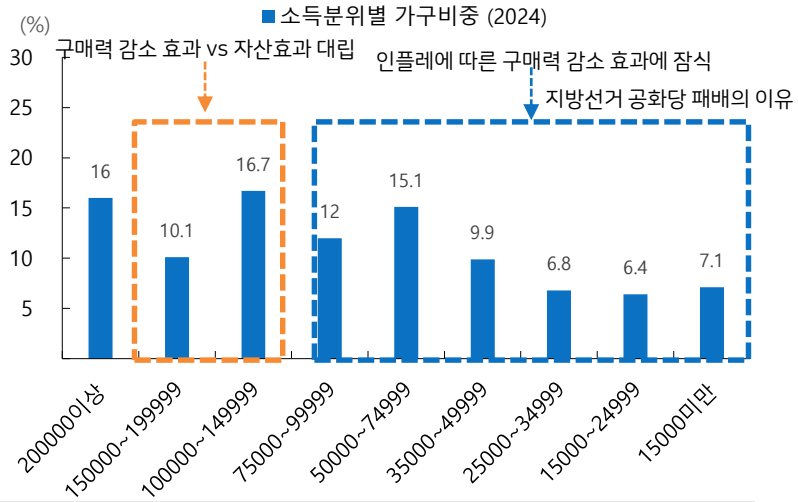


자료 : Realclearpolling, iM증권 리서치본부

어차피 TACO? : 지방선거 패배의 원인은 양극화

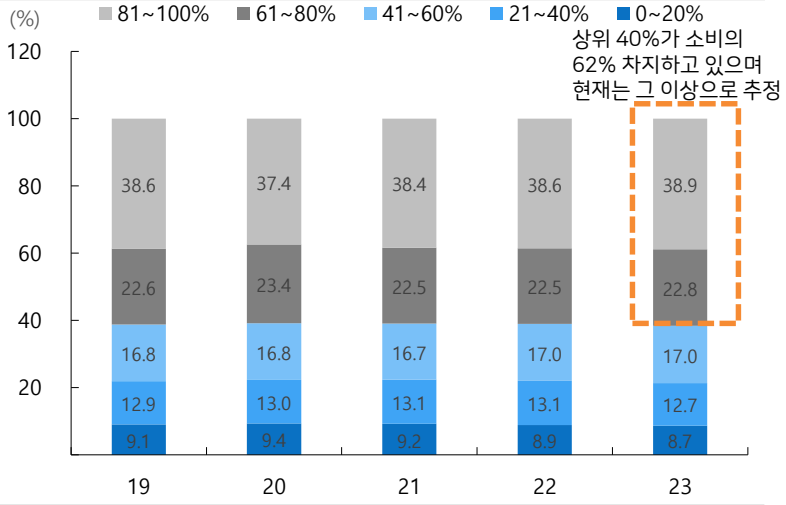
- 코로나 사태 이후 바이든 행정부에서 현재 트럼프 행정부까지 기본적으로 재정확대 정책을 펼치며 인플레를 유도 중
- 중산층 이하의 경우 고용으로 인한 임금소득 의존도가 높아 고용(임금소득)감소 + 인플레(구매력 감소)로 인한 직격탄을 맞이하고 있음
- 반면, 자산가의 경우 고용감소 + 인플레(구매력 감소) 보다도 주가 등 상승에 따른 자산 증식 효과에 수혜를 받고 있음
- 고소득층의 경우 23년 기준 미국 전체 소비의 62%를 차지하는 등 물가 기여도가 높아 중산층 이하의 구매력이 낮아지고 있음에도 물가 상승, 고착화를 야기 중
-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

소득분위별 가구비중: 대다수의 가구가 인플레에 따른 구매력 감소에 잠식 중



자료 : Statista, iM증권 리서치본부

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



자료 : Fred, iM증권 리서치본부

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

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

소득분위별 자산비중 (25년 2Q 기준)

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

저소득층은 (부동산 & 내구재) 금리에 민감

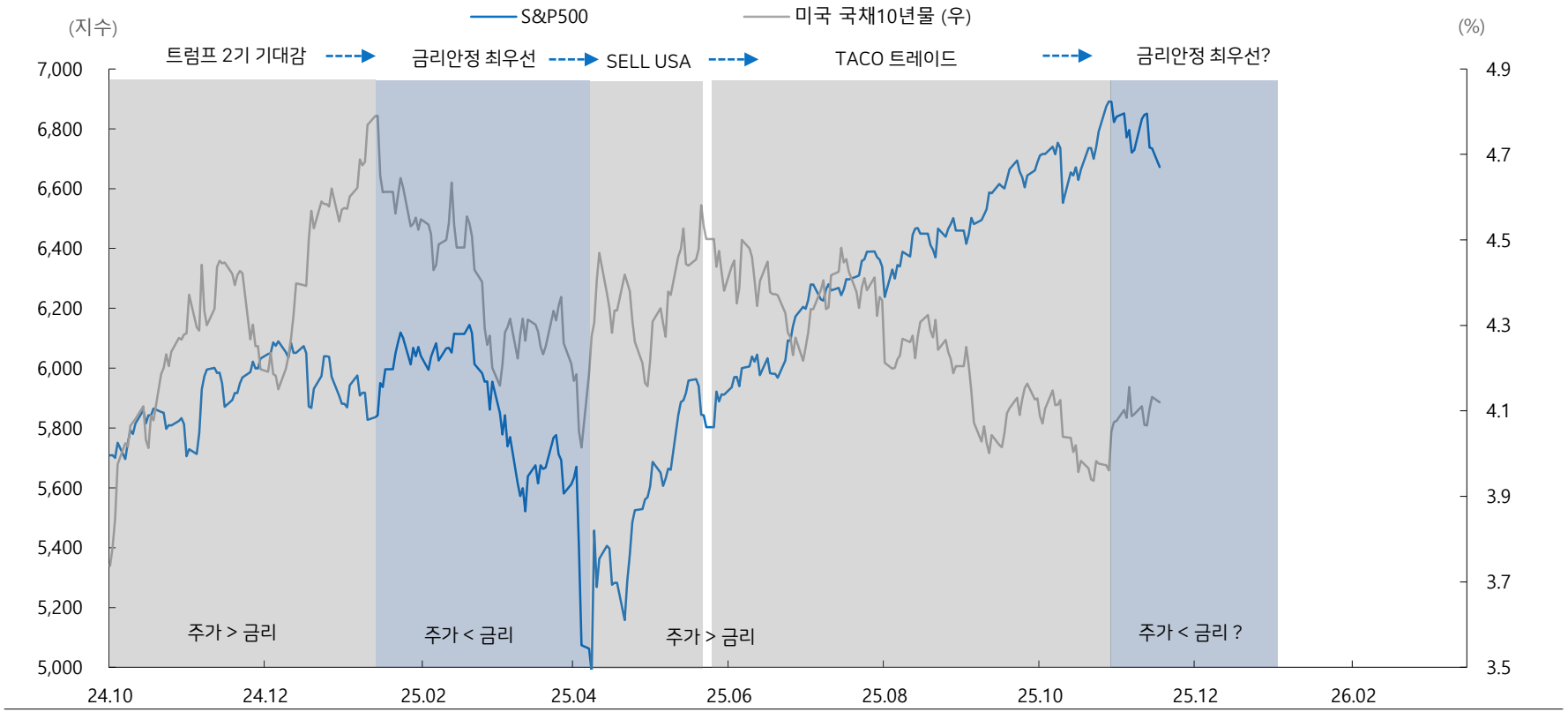
고소득층 소비력의 근간은 주식

자료 : Federalreserve.gov, iM증권 리서치본부

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

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

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



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

변화하는 투자전략 : 리버스 트럼프 베팅?

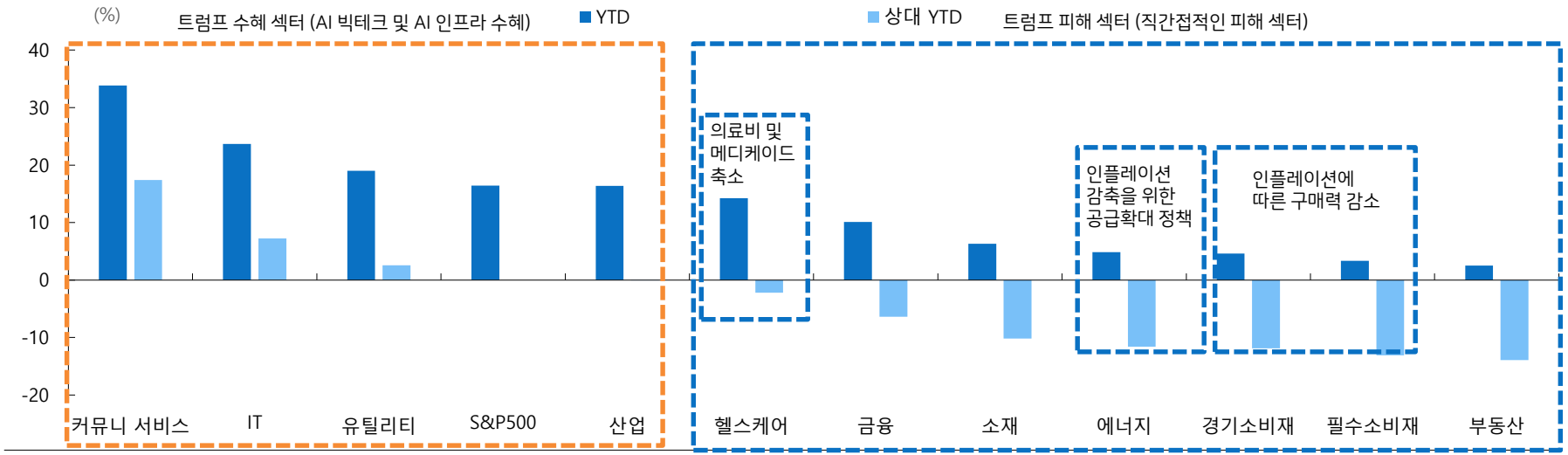
- AI 투자는 불가피하지만 투자와 민생을 모두 챙기기는 사실상 어려운 상황. 민생을 살리려는 트럼프 행정부의 노력에도 불구하고 트럼프 리더십은 하락하는 방향으로 전개될 전망
- 트럼프의 영향력이 감소한다면 반대로 트럼프 수혜테마와 피해테마의 되돌림에 대비할 필요 있음. AI, 인프라 투자와 같은 리더십 감소에도 지속될 수 밖에 없는 테마도 있는 반면 의료, 에너지, 암호화폐 등 리더십 하락 시 급격한 되돌림 나타날 가능성 있는 테마도 다수
- 섹터별로 보았을 때도 AI, AI 인프라 관련 테마는 확연한 강세, 기타 섹터는 간접적으로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

트럼프 2기 주요 수혜테마 및 리더십 하락 시 예상 시나리오

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

자료 : iM증권 리서치본부

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

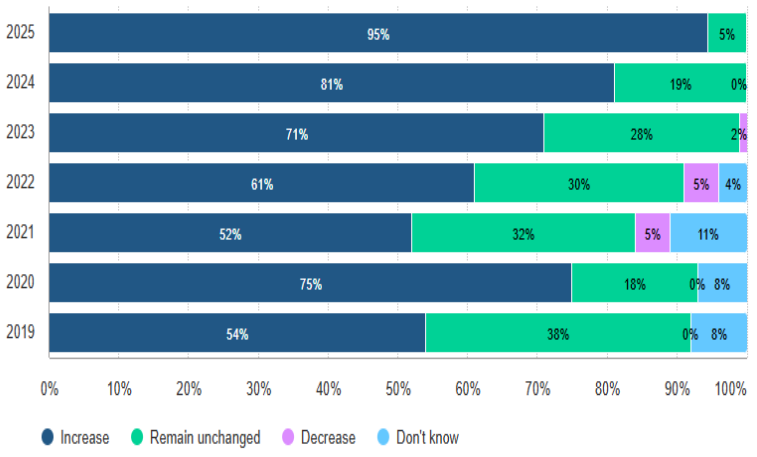


자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부
주: 11월 28일 종가기준

변화하는 투자전략: 지정학 갈등 최대수혜인 금

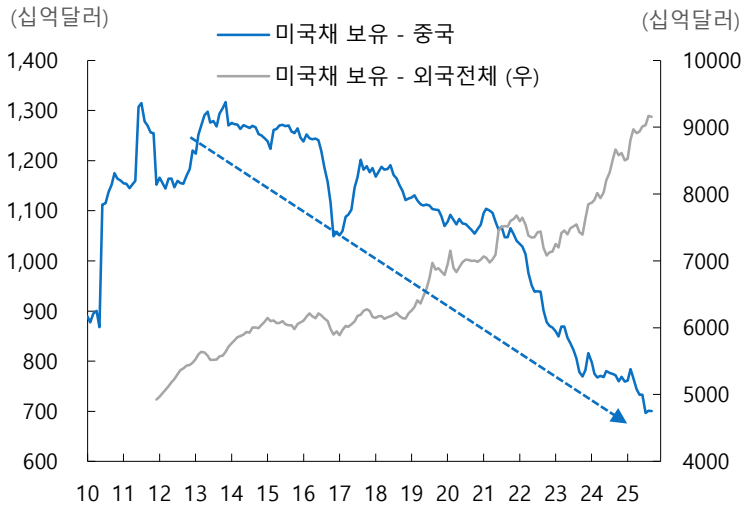
- 리버스 트럼프 베팅에도 변하지 않는 것에 주목. 글로벌 패권 전쟁은 강도의 차이는 있으나 민주당, 공화당 구분없이 지속될 수 밖에 없음
- 패권전쟁에서 승리하기 위한 AI와 같은 기술력과 주요 광물과 같은 자원 자립화는 불가피. 투자 지속은 곧 인플레 환경 지속을 의미하며 특히 미국과 중국을 중심으로 패권다툼 전개되는 가운데 서로의 의존도를 낮추는 방향은 불가피
- 이미 글로벌 중앙은행들은 인플레이션, 지정학 갈등을 이유로 향후 금 보유를 늘릴 것이라 밝혔으며 특히 중국의 경우 미국에 대한 견제를 위해 지속적으로 미국채 비중을 줄이고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

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



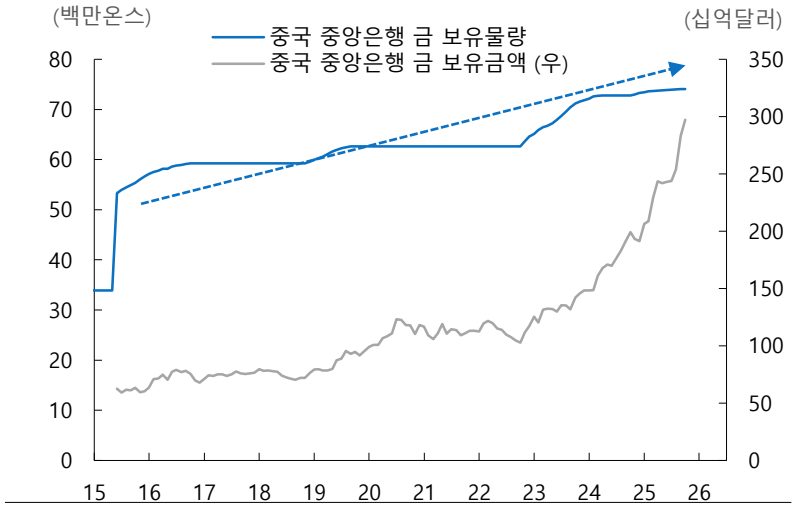
자료 : World Gold Council, iM증권 리서치본부

외국 미국채 보유금액: 중국의 전략적인 미국채 매도는 지속



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

중국 중앙은행 금 보유: 미국채 매도와 함께 전략적인 금 보유비중 확대는 지속 중

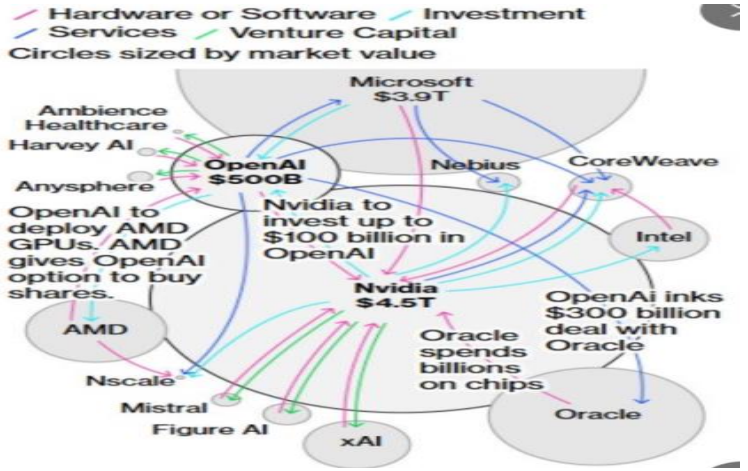


자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

변화하는 투자전략: AI 승자에게 베팅하자

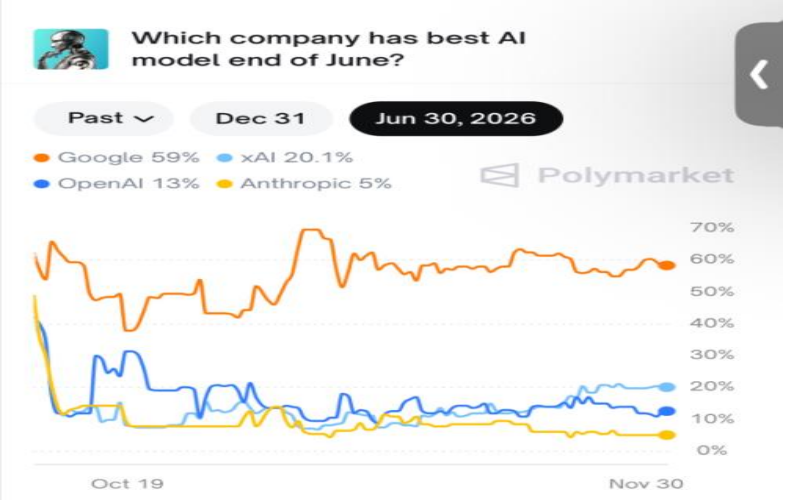
- 글로벌 패권전쟁 속 과잉투자 후 버블붕괴 보다는 과소투자에 따른 경쟁 열위 리스크에 시장은 민감하게 반응 중
- 엔비디아는 주요 AI 기업에 투자를 단행하며 AI 투자 사이클을 주도 중. 단, 오라클, Open AI 등 투자금 대비 수익성 입증은 앞으로의 과제
- 엔비디아 자금력 고려할 때 버블붕괴는 과도하나 AI 기업 수익성 문제는 지속적인 밸류 디스카운트 요인으로 작용할 것. 통화정책 변동성을 고려할 때 장기적으론 최종 승자에 대한 베팅이 필요하다는 판단
- 시장은 자금력, 수익성, 기술력 모두 입증하고 있는 알파벳의 우위를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

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



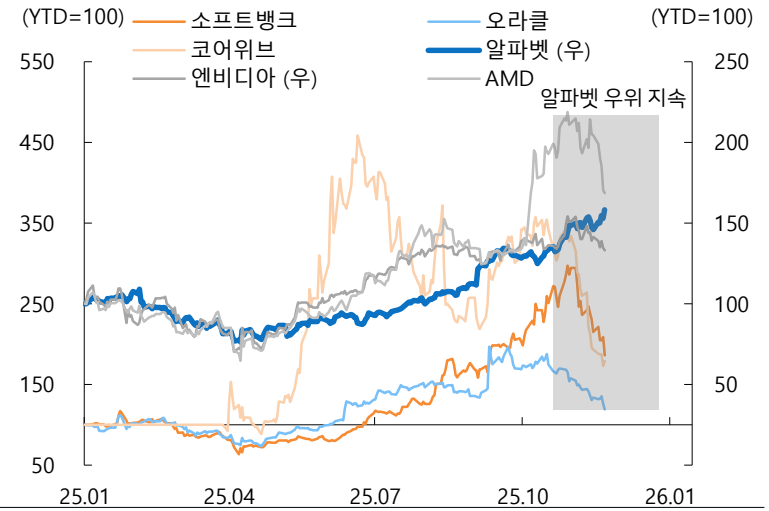
자료 : Bloomberg News, iM증권 리서치본부

26년에도 구글 AI 모델 우위 전망



자료 : Polymarket, iM증권 리서치본부

엔비디아 밸류체인 및 알파벳 주가추이

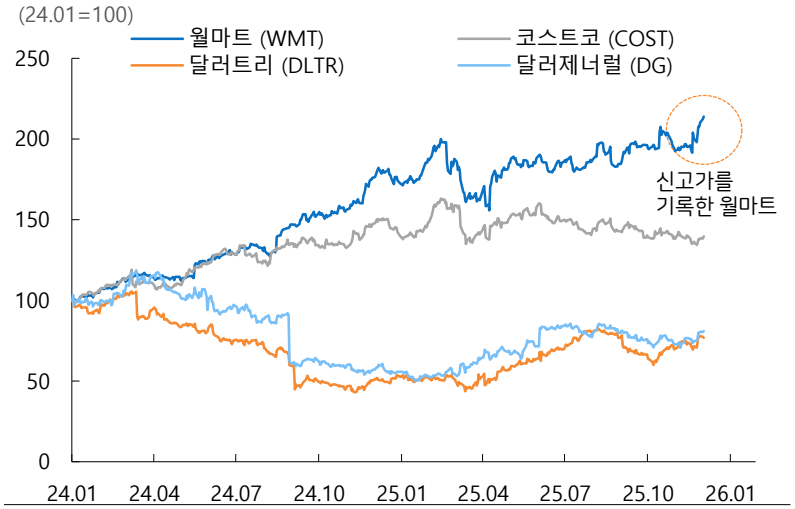


자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

변화하는 투자전략 : 양극화 키워드는 '가성비 '

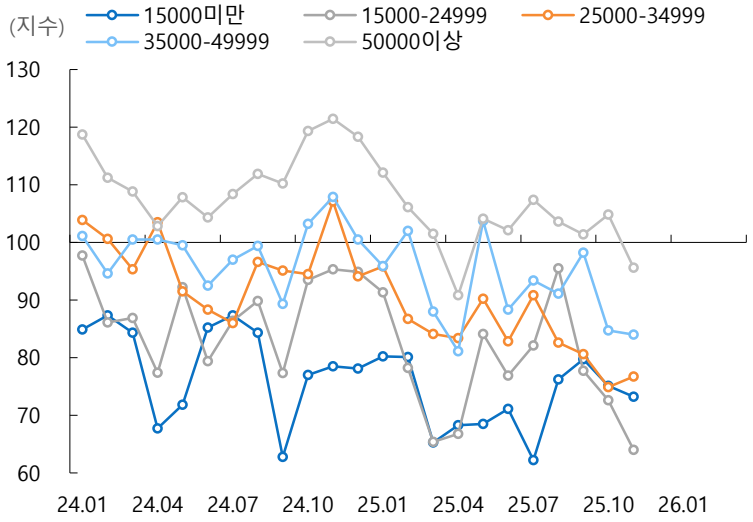
- AI 투자는 곧 양극화로 연결 가능. AI 투자가 불가피하다면 양극화 역시 지속될 가능성에 무게. 적어도 시간이 흐를수록 인플레 상승에 잠식되어 소비력이 줄어드는 사람들의 수는 증가할 수 밖에 없음
- 월마트는 최근 실적 발표 이후 신고가에 도달. 신고가를 견인한 것은 고소득자의 가성비 소비전환으로 매장유입이 증가했기 때문
- 미국인의 소득별 소비심리를 보면 중산층 이하의 계층은 소비심리 하락세 뚜렷하며 11월 주가 조정과 함께 중산층 이상의 소비심리도 반락
- 26년에는 일부 고소득층을 제외한 계층 전반이 가성비 소비로 전환하는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

주요 할인매장 주가 추이: 고소득자의 가성비 소비 전환과 함께 월마크는 신고가 기록



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

컨퍼런스보드 소득분위별 소비심리 추이: 계층 전반 하락세



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

주요 필수품 할인매장별 특징

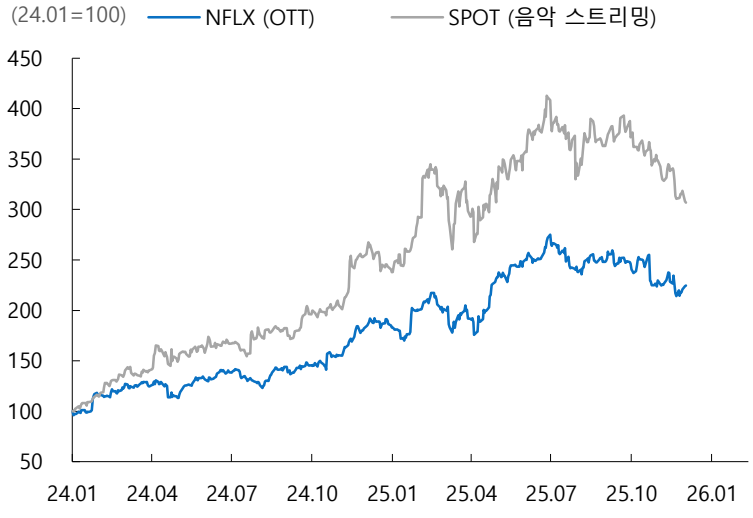
기업	고객층	가격 포지션	상품구성
달러 제너럴(DG)	저소득층	상시 저가	생필품, 식품 비중 80% 이상
달러트리(DLTR)	중,저소득층	달러 고정가(최근엔 혼합)	생필품 비중 50% 미만
WMT(월마트)	중산층	전반적으로 저가(Everyday low price)전략	생필품, 식품 매출비중 높음
COST(코스트코)	중산층~상위	회원제 창고형 대용량 가성비	생필품, 식품 비중 50% 이상

자료 : iM증권 리서치본부

변화하는 투자전략 : 가성비는 곧 '집 콕'

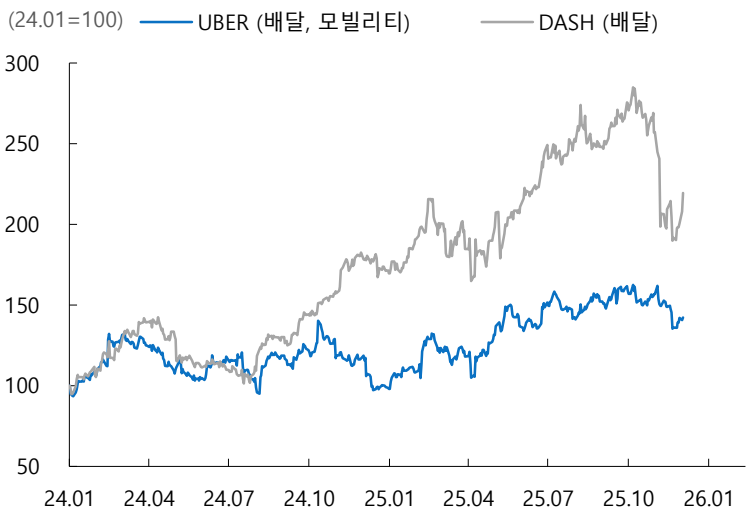
- 가성비 소비의 또다른 테마는 실내활동 (집 콕) 관련주로 연결 가능
- 소비 트렌드가 가성비로 전환하며 소비성향이 높은 외부활동 보다는 실내활동으로 전환되는 빈도 증가할 것
- 대표적인 테마로는 OTT, 스트리밍, 배달, 게임 등을 들 수 있으며 소비여력 감소를 고려할 때 관련주 전반 수혜보다는 콘텐츠, 사용자 경험 경쟁력 우위에 있는 대표 기업으로 집중될 것
- 특히 코로나 이후 실내활동 관련주에 대한 기호 자체가 높아졌기 때문에 경쟁력 있는 기업의 경우 체류시간 증가에 따른 광고매출, 가격 협상력에서 우위 보여줄 것으로 전망

주요 OTT 관련주 주가 추이



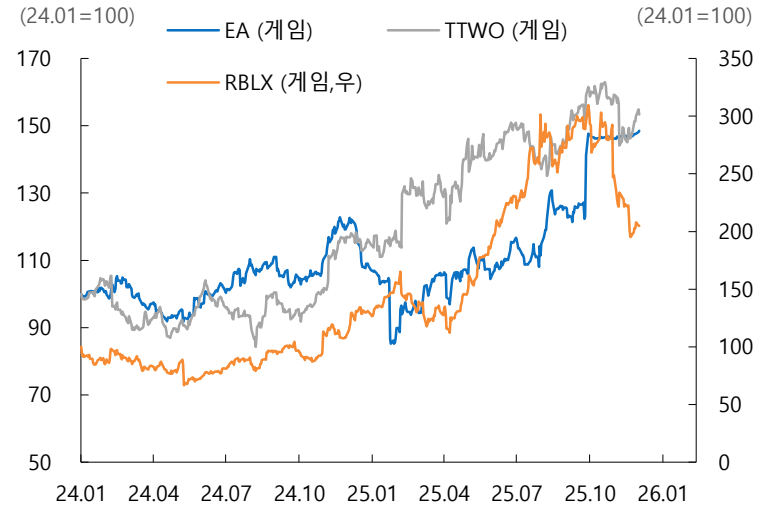
자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

주요 배달 플랫폼 주가 추이



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

주요 게임주 주가 추이



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

Ⅴ. 기업분석

Dollar General (DG)

Alphabet (GOOGL)

Netflix (NFLX)

Uber (UBER)

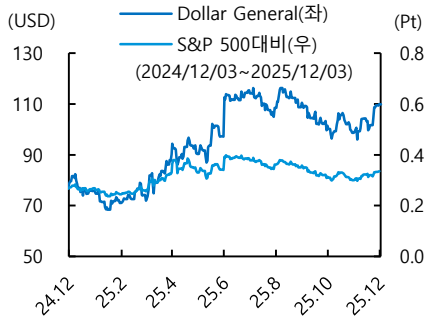
Dollar General(DG-US)

경기둔화 국면 대표 가성비 필수품 할인매장

블룸버그 최고 목표가	USD 139.00
블룸버그 최저 목표가	USD 100.00
종가 (2025/12/03)	USD 109.89

Stock Indicator	
거래소	NYSE
발행 주식수	220.1 백만주
시가총액	24.2 십억USD
결산월	01월
52주 최고가(USD)	USD 117.95
52주 최저가(USD)	USD 66.43

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.8	0.2	-2.4	39.1
상대수익률	10.9	-5.7	-14.9	22.8



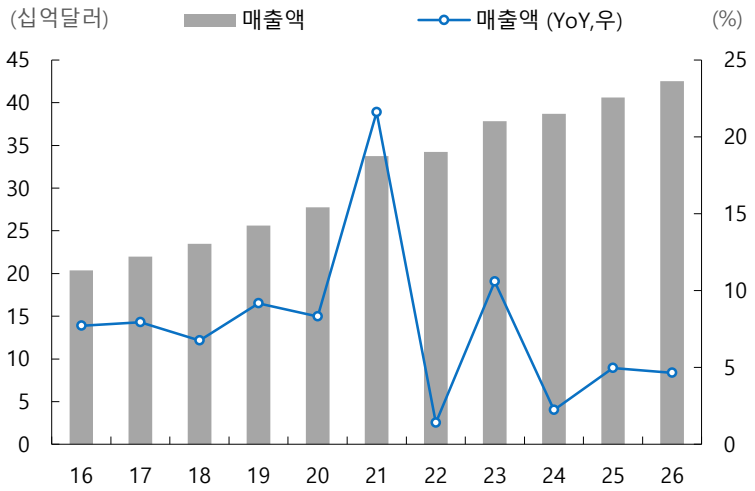
[투자포인트]

- Dollar General은 미국 전역 약 19,000개 이상의 소형 매장을 통해 식료품·생필품 중심의 필수소비재를 판매하는 대표 저가 유통 기업. 교외·농촌 지역을 중심으로 대형마트 접근성이 낮은 고객층에게 가격·접근성 측면에서 경쟁력이 높아 인플레이션 및 경기둔화 환경에서 구조적으로 수요가 견조하게 유지되는 업체
- 2025년 들어 저소득층뿐 아니라 중산층까지 소비여력이 약화되며 가성비 중심 소비 전환이 강화되는 가운데, DG는 소포장·초저가 상품 중심의 포트폴리오를 통해 트래픽 회복세를 보이고 있음. 26FY 1분기 CEO 코멘트에서도 중산층 및 고소득층 고객 유입이 확대되고 있음을 시사
- 2025~26년 DG의 전략은 점포 수 확대보다 운영 효율화에 초점을 두고 있음. 비효율 점포 통합과 폐점 확대, pOpshelf 매장 축소, DG 매장 집중 전략이 강화되고 있으며, 리모델링 투자 확대는 단기 비용 증가를 유발하나 2026년 이후 매출생산성 및 마진 개선 지속될 것으로 전망
- 결론적으로 DG는 인플레이션, 중산층 소비 둔화, 관세 리스크 등 현재 미국 소비환경에서 구조적 수혜를 받는 필수소비재 유통 기업으로, 2026년에도 이후 본격적인 수익성 회복 사이클 진입이 예상

FY	2022	2023	2024	2025
매출액(십억USD)	34.2	37.8	38.7	40.6
영업이익(십억USD)	3.2	3.3	2.4	1.7
순이익(십억USD)	2.4	2.4	1.7	1.1
EPS(USD)	10.2	10.7	7.6	5.1
BPS(USD)	27.2	25.3	30.7	33.7
PER(배)	20.1	21.4	18.0	13.9
PBR(배)	7.5	9.0	4.4	2.1
ROE(%)	37.1	40.9	27.0	15.9
배당수익률(%)	0.8	1.0	1.7	3.3
EV/EBITDA(배)	11.4	11.9	9.4	7.0

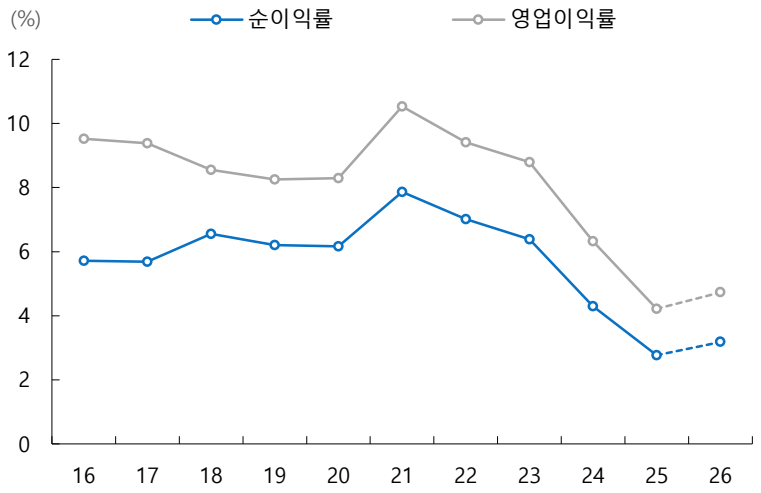
주: Bloomberg

매출액 및 성장률 추이: 경기상황과 무관하게 매출 성장은 지속



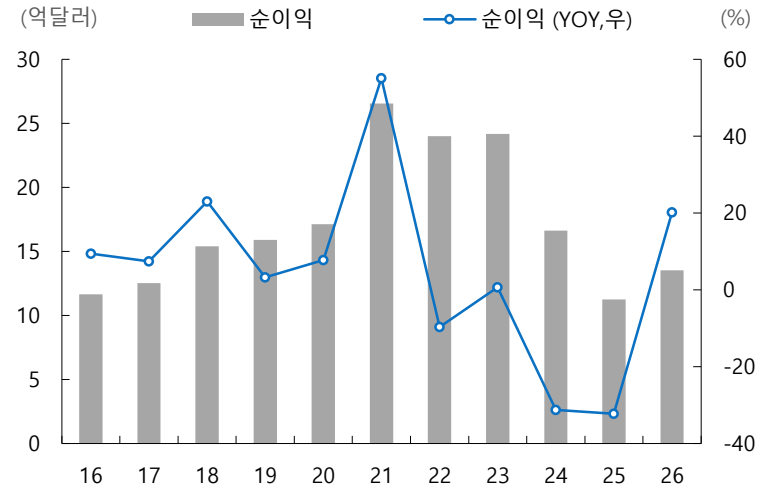
자료: Refinitiv, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 26FY는 전망치

영업이익률 및 순이익률 추이: 운영 효율 바탕으로 마진 개선 전망



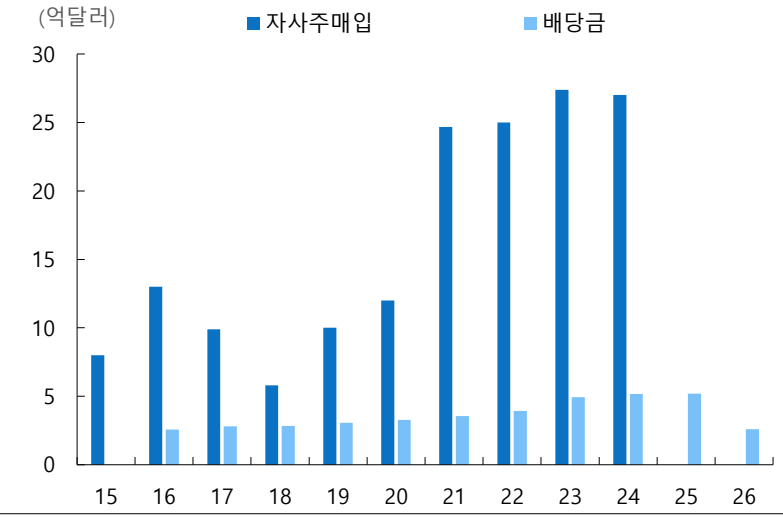
자료: Refinitiv, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 26FY는 전망치

순이익 및 성장률 추이: 저소득층 구매력 감소, 대형 이커머스 경쟁, 도난 등 매장 관리 부실 등 영향으로 역성장 이어졌으나 운영 효율 바탕으로 순이익 개선 전망



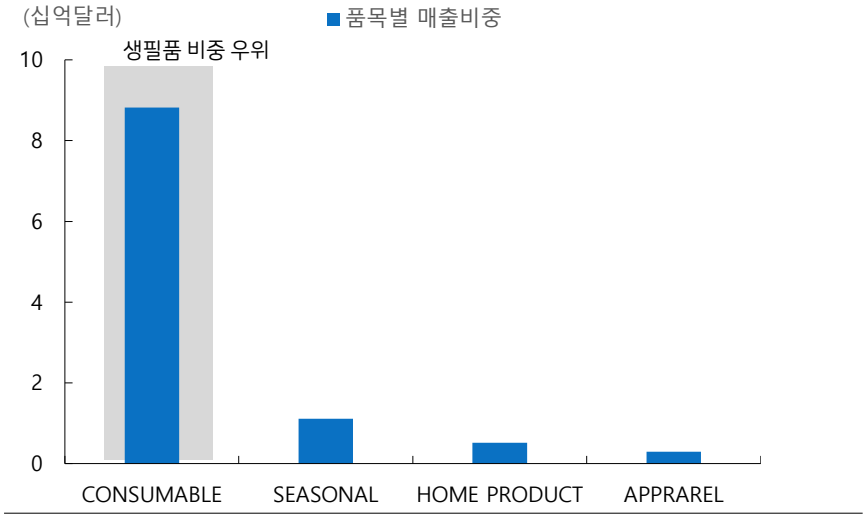
자료: Refinitiv, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 26FY는 전망치

주주환원 추이: 경영부진으로 24년 자사주매입은 중지했으나 배당금 지급은 지속



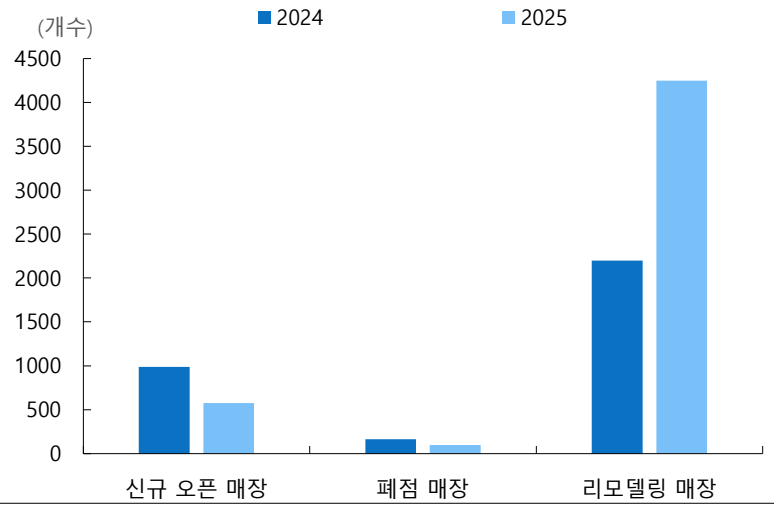
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 26FY 2분기 기준

DG 품목별 매출비중: 필수품 비중이 82%로 가장 높아 인플레이션에 따른 구매력 둔화에도 수요 견고



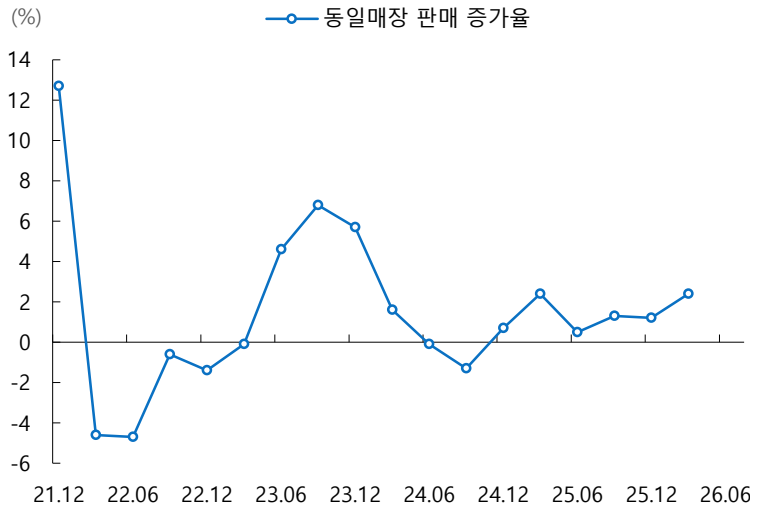
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

DG 매장운영계획: 신규 매장개수를 줄이고 리모델링에 집중하는 등 운영효율 추구



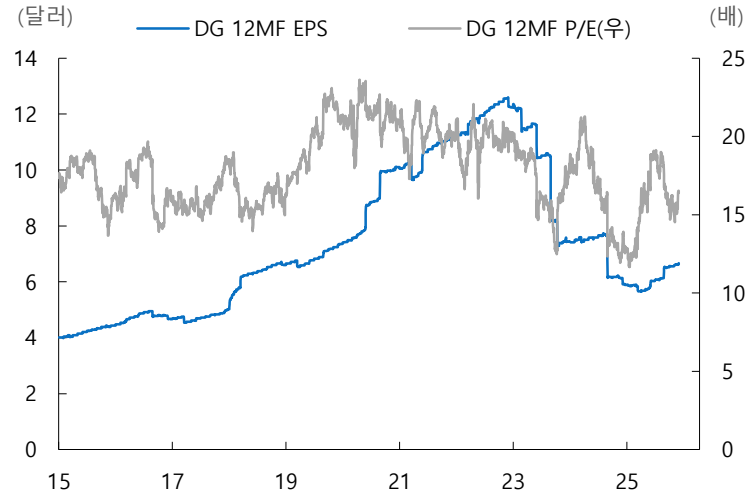
자료: Dollar General, iM증권 리서치본부
주: 2025는 CY 기준

동일매장 판매 증가율: 중산층의 유입으로 동일매장 판매 증가율 반등세 뚜렷



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: FY 기준 분기별

DG 12MF EPS 및 밸류에이션 추이



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

요약 재무제표

재무상태표

(백만USD)	FY22	FY23	FY24	FY25
유동자산	6,304	7,581	8,011	8,164
현금 및 현금성자산	345	382	537	933
매출채권	0	0	0	0
비유동자산	20,024	21,502	22,785	22,969
유형자산	4,346	5,236	6,088	6,209
무형자산	5,538	5,538	5,538	5,538
자산총계	26,327	29,083	30,796	31,133
유동부채	5,979	5,888	6,726	6,869
비유동부채	14,086	17,654	17,321	16,850
부채총계	20,065	23,542	24,046	23,719
지배주주지분	6,262	5,542	6,749	7,414
자본금	3,789	3,886	3,949	4,005
이익잉여금	2,474	1,656	2,799	3,406
자본총계	6,262	5,542	6,749	7,414

포괄손익계산서

(백만USD)	FY22	FY23	FY24	FY25
매출액	34,220	37,845	38,692	40,612
매출원가	23,407	26,025	26,973	28,595
매출총이익	10,813	11,820	11,719	12,017
판매비와 관리비	7,592	8,492	9,273	10,303
EBITDA	5,352	5,663	5,045	4,576
영업이익	3,221	3,328	2,446	1,714
영업이익률(%)	9.4	8.8	6.3	4.2
세전계속사업이익	3,063	3,117	2,120	1,440
법인세비용	664	701	458	315
당기순이익	2,399	2,416	1,661	1,125
성장률(YoY)				
매출액	1.4	10.6	2.2	5.0
영업이익	-9.4	3.3	-26.5	-29.9
순이익	-9.6	0.7	-31.2	-32.3

현금흐름표

(백만USD)	FY22	FY23	FY24	FY25
영업활동현금흐름	2,866	1,985	2,392	2,996
당기순이익	2,399	2,416	1,661	1,125
유무형자산감가상각비	641	725	849	972
비현금항목	376	832	221	313
투자활동현금흐름	-1,066	-1,555	-1,694	-1,306
유무형자산의 처분	5	5	6	4
유무형자산의 취득	-1,070	-1,561	-1,700	-1,310
기타투자활동	0	0	0	0
재무활동현금흐름	-2,832	-392	-542	-1,294
부채의 증감	48	2,832	-23	-770
자본의 증감	-2,550	-2,748	0	0
배당금지급	-392	-494	-518	-519
기타재무활동	62	17	-1	-5
현금및현금성자산의증감	-1,032	37	156	395
기초현금및현금성자산	1,377	345	382	537
기말현금및현금성자산	345	382	537	933
잉여현금흐름	1,795	424	692	1,686

주요투자지표

	FY22	FY23	FY24	FY25
주당지표				
EPS	10.2	10.7	7.6	5.1
BPS	27.2	25.3	30.7	33.7
CFPS	12.2	8.8	10.9	13.6
DPS	1.7	2.2	2.4	2.4
Valuation				
PER	20.1	21.4	18.0	13.9
PBR	7.5	9.0	4.4	2.1
PCR	16.7	25.9	12.5	5.2
EV/EBITDA	11.4	11.9	9.4	7.0
Key Financial Ratio				
ROE	37.1	40.9	27.0	15.9
EBITDA 이익률	15.6	15.0	13.0	11.3
부채비율	320.4	424.8	356.3	319.9
순부채비율	222.0	311.8	260.1	223.0
매입채무회전율(x)	6.5	7.5	7.6	7.6
재고자산회전율(x)	4.3	4.2	3.9	4.2

자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

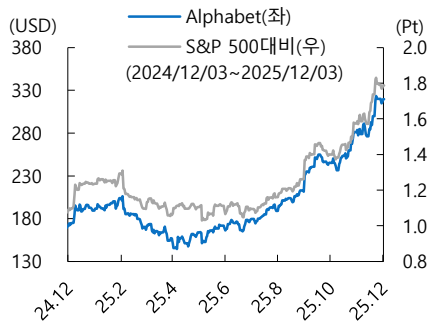
Alphabet(GOOGL-US)

AI 기술을 선도하는 글로벌 종합 플랫폼 기업

블룸버그 최고 목표가	USD 432.00
블룸버그 최저 목표가	USD 268.00
종가 (2025/12/03)	USD 319.63

Stock Indicator	
거래소	NASDAQ
발행 주식수	5,818.0 백만주
시가총액	3,862.7십억USD
결산월	12월
52주 최고가(USD)	USD 328.83
52주 최저가(USD)	USD 140.53

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.7	38.6	92.3	86.6
상대수익률	12.7	30.5	67.7	64.8



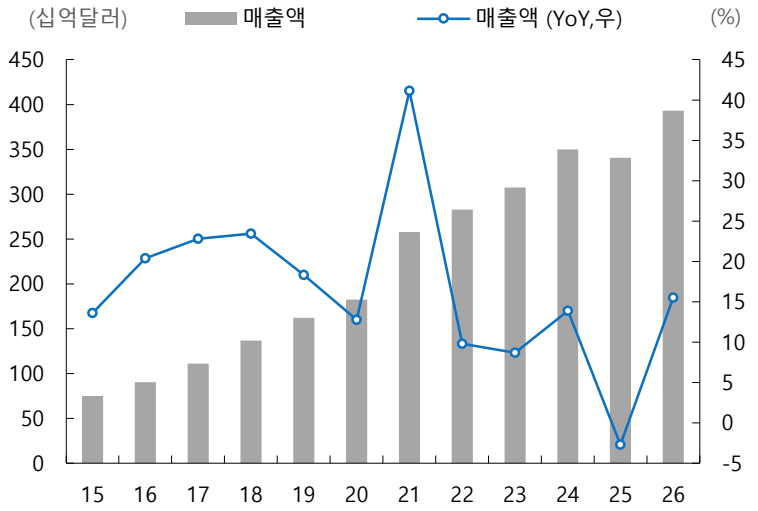
[투자포인트]

- Alphabet은 글로벌 검색, 광고, 클라우드, 모바일 OS, 브라우저, 지도, 디바이스까지 아우르는 종합 기술 플랫폼 기업. Google Search, YouTube, Google Cloud, Android, Chrome, Google Maps, Pixel 등 폭넓은 제품 포트폴리오를 기반으로 소비자와 기업 양측 시장에서 지배적 위치를 확보하고 있음
- 2025년 3분기 기준 전체 매출 중 광고 매출 비중은 약 74%, 비광고(클라우드·구독·기타) 매출이 약 26%를 차지하며, 광고 중심 구조에서 AI·클라우드 중심 구조로 전환되는 과정에 있음. 구글 클라우드 성장세 이어지고 있으며 최근 출시한 동사 AI 모델인 Gemini 3의 트래픽도 가파르게 증가 중
- 동사는 광고, 검색 등 AI 서비스,부터 자체 반도체 칩인 TPU까지 AI 영역에서 수직통합을 실제 구현한 유일한 기업. Capex 비용으로 인한 수익성 압박 존재하나 동사는 안정적 현금흐름과 비용을 상쇄하는 수익성과 AI 기술력을 증명하고 있어 경쟁사 대비 우위에 있음
- 동사는 지속적인 Free Cash Flow 창출 능력을 보유하고 있으며, 2024년부터 자사주 매입 확대 및 최초 배당 도입 등 주주환원 정책도 강화되었음. 클라우드와 AI 트래픽 증가가 지속되면서 중장기적으로 FCF 성장 경로는 견조하게 유지될 가능성이 높다는 판단

FY	2021	2022	2023	2024
매출액(십억USD)	257.6	282.8	307.4	350.0
영업이익(십억USD)	78.7	74.8	84.3	112.4
순이익(십억USD)	76.0	60.0	73.8	100.1
EPS(USD)	5.7	4.6	5.8	8.1
BPS(USD)	19.0	19.9	22.7	26.6
PER(배)	28.8	18.1	22.8	23.9
PBR(배)	7.6	4.4	6.1	7.1
ROE(%)	32.1	23.6	27.4	32.9
배당수익률(%)	-	-	-	0.3
EV/EBITDA(배)	19.3	11.2	16.7	17.1

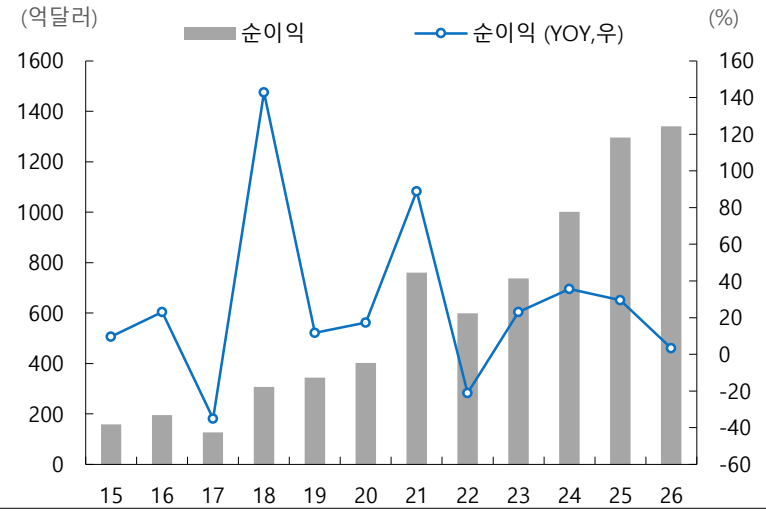
주: Bloomberg

매출액 및 매출 성장률 추이: 26년 성장률 반등 전망



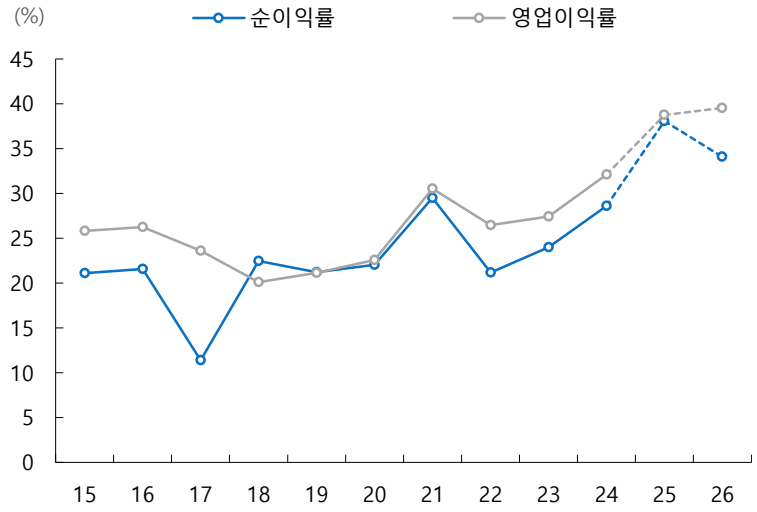
자료: Refinitiv, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25,26년은 전망치

순이익 및 순이익 성장률 추이: 매출 둔화 및 Capex 지출 등으로 이익 성장률 둔화



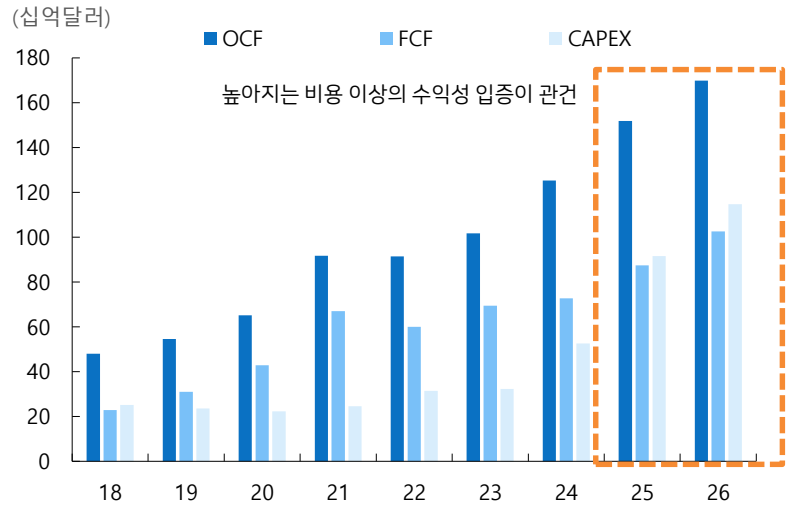
자료: Refinitiv, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25,26년은 전망치

영업이익률 및 순이익률 추이: AI 투자에 따른 수익성 입증이 관건



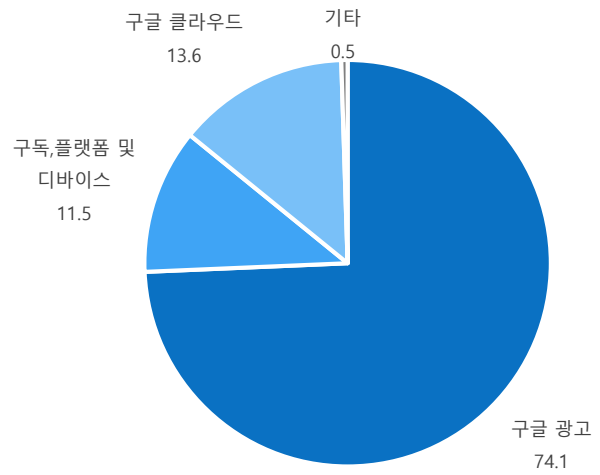
자료: Refinitiv, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25,26년은 전망치

연간 현금흐름 추이: 26년은 비용압박 높아지나, 현금흐름은 여전히 양호



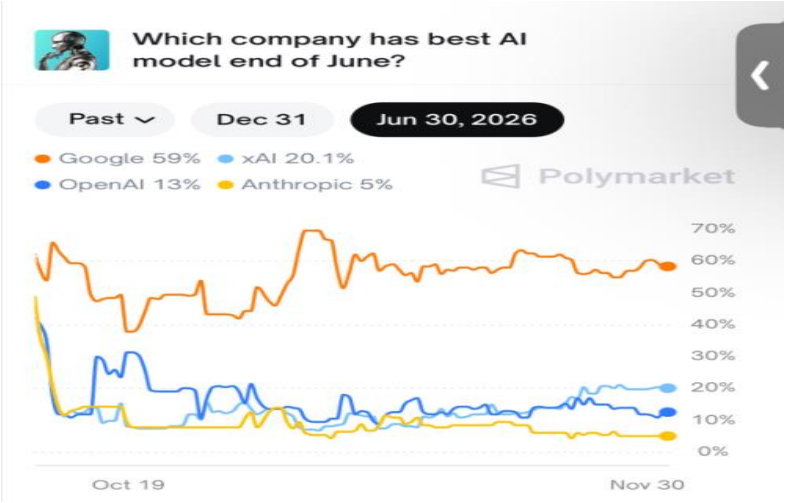
자료: Refinitiv, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25,26년은 전망치

25년 1분기 기준 사업부문별 매출 비중



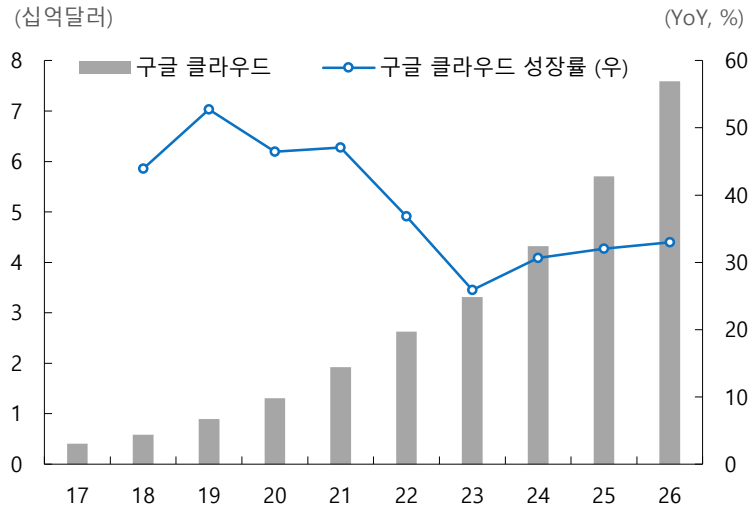
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

26년에도 구글 AI 모델 우위 전망



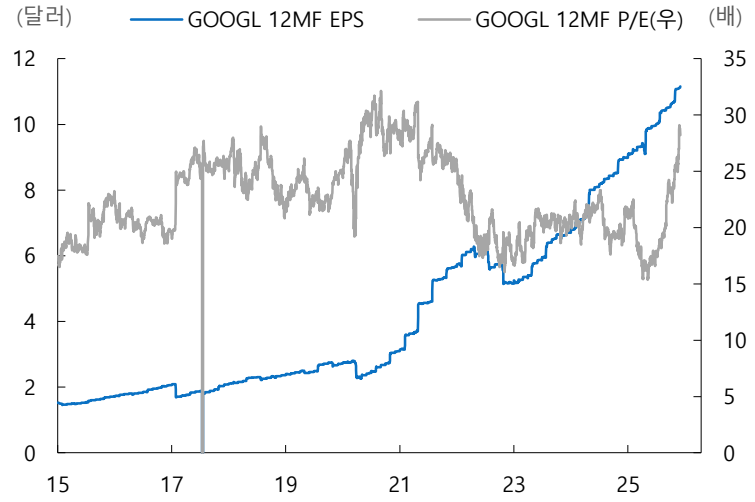
자료 : Polymarket, iM증권 리서치본부

구글 클라우드 성장률 추이: AI수요 바탕으로 클라우드 성장률 상승세 지속전망



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25,26년은 전망치

12MF EPS 및 밸류에이션 추이



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

요약 재무제표

재무상태표

(백만USD)	FY21	FY22	FY23	FY24
유동자산	188,143	164,795	171,530	163,711
현금 및 현금성자산	20,945	21,879	24,048	23,466
매출채권	39,304	40,258	47,964	52,340
비유동자산	171,125	200,469	230,862	286,545
유형자산	97,599	112,668	134,345	171,036
무형자산	24,373	31,044	29,198	31,885
자산총계	359,268	365,264	402,392	450,256
유동부채	64,254	69,300	81,814	89,122
비유동부채	43,379	39,820	37,199	36,050
부채총계	107,633	109,120	119,013	125,172
지배주주지분	251,635	256,144	283,379	325,084
자본금	61,774	68,184	76,534	84,800
이익잉여금	191,484	195,563	211,247	245,084
자본총계	251,635	256,144	283,379	325,084

포괄손익계산서

(백만USD)	FY21	FY22	FY23	FY24
매출액	257,637	282,836	307,394	350,018
매출원가	110,939	126,203	133,332	146,306
매출총이익	146,698	156,633	174,062	203,712
판매비와 관리비	36,422	42,291	44,342	41,996
EBITDA	93,854	93,670	99,601	131,005
영업이익	78,714	74,842	84,293	112,390
영업이익률(%)	30.6	26.5	27.4	32.1
세전계속사업이익	90,734	71,328	85,717	119,815
법인세비용	14,701	11,356	11,922	19,697
당기순이익	76,033	59,972	73,795	100,118
성장률(YoY)				
매출액	41.2	9.8	8.7	13.9
영업이익	90.9	-4.9	12.6	33.3
순이익	88.8	-21.1	23.0	35.7

현금흐름표

(백만USD)	FY21	FY22	FY23	FY24
영업활동현금흐름	91,652	91,495	101,746	125,299
당기순이익	76,033	59,972	73,795	100,118
유무형자산감가상각비	12,441	15,928	11,946	15,311
비현금항목	2,855	12,784	17,707	16,879
투자활동현금흐름	-35,523	-20,298	-27,063	-45,536
유무형자산의 처분	0	0	0	0
유무형자산의 취득	-24,640	-31,485	-32,251	-52,535
기타투자활동	-6,361	20,537	7,763	14,082
재무활동현금흐름	-61,362	-69,757	-72,093	-79,733
부채의 증감	-1,236	-1,196	-760	888
자본의 증감	-50,274	-59,296	-61,504	-62,222
배당금지급	0	0	0	-7,363
기타재무활동	-9,852	-9,265	-9,829	-11,036
현금및현금성자산의증감	-5,520	934	2,169	-582
기초현금및현금성자산	26,465	20,945	21,879	24,048
기말현금및현금성자산	20,945	21,879	24,048	23,466
잉여현금흐름	67,012	60,010	69,495	72,764

주요투자지표

	FY21	FY22	FY23	FY24
주당지표				
EPS	5.7	4.6	5.8	8.1
BPS	19.0	19.9	22.7	26.6
CFPS	6.9	7.0	8.1	10.2
DPS	0.0	0.0	0.0	0.6
Valuation				
PER	28.8	18.1	22.8	23.9
PBR	7.6	4.4	6.1	7.1
PCR	21.1	12.6	17.3	18.6
EV/EBITDA	19.3	11.2	16.7	17.1
Key Financial Ratio				
ROE	32.1	23.6	27.4	32.9
EBITDA 이익률	36.4	33.1	32.4	37.4
부채비율	42.8	42.6	42.0	38.5
순부채비율	-44.2	-32.7	-29.0	-21.5
매입채무회전율(x)	19.2	22.9	20.7	18.9
재고자산회전율(x)	116.9	65.7	99.9 -	

자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

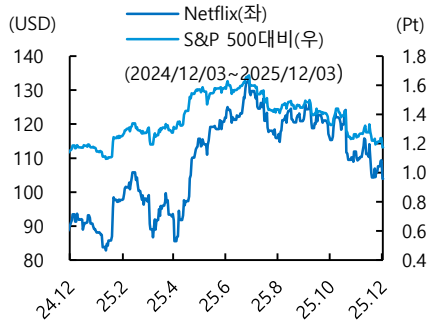
Netflix(NFLX-US)

컨텐츠 강자 넷플릭스, 광고(저가) 요금제는 추가 성장동력

블룸버그 최고 목표가	USD 160.00
블룸버그 최저 목표가	USD 14.10
종가 (2025/12/03)	USD 103.96

Stock Indicator	
거래소	NASDAQ
발행 주식수	4,237.3 백만주
시가총액	440.5십억USD
결산월	12월
52주 최고가(USD)	USD 134.12
52주 최저가(USD)	USD 82.11

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.5	-15.2	-14.6	15.2
상대수익률	-5.5	-20.2	-25.6	1.8



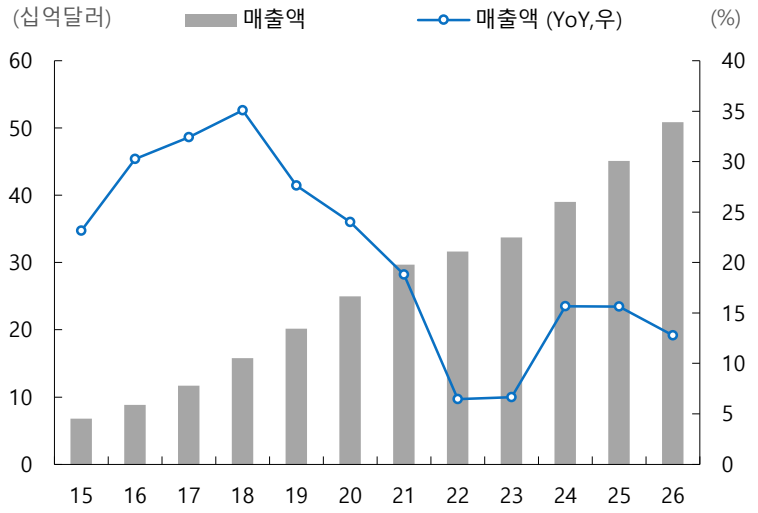
[투자포인트]

- Netflix는 전 세계 190여 개국에서 스트리밍 기반 영상 콘텐츠를 제공하는 글로벌 OTT 플랫폼 기업임 주 수익원은 유료 구독으로, 광고 기반 요금제 또한 확대하며 수익 모델을 다변화하고 있음
- 2025년 3분기 기준 매출은 약 115.1억 달러로 전년 대비 약 17% 증가. 영업이익은 약 32.5억 달러, 순이익은 약 25.5억 달러 수준이었으며, EPS는 5.87달러를 기록. 브라질 세금 이슈로 약 6.2억 달러의 일회성 비용이 발생해 마진에 단기적 영향이 있었으나, 기본적인 수익 구조는 견조. 광고형 요금제 활성 이용자 증가와 글로벌 가입자 순증이 매출 성장에 기여
- OTT는 경기둔화 환경에서도 가성비 높은 여가 소비라는 특성으로 수요가 안정적인 편. 기존 프리미엄 요금제 대비 저가인 광고형 요금제를 도입하면서 가격 민감도가 높은 계층을 흡수하고 있으며 이는 인플레이션 환경에 따른 구매력 감소 국면에서 Netflix의 하방을 방어하는 핵심 요인으로 작용하고 있음
- 무형자산 중심의 콘텐츠 기반 비즈니스 특성상 관세나 무역 리스크는 제한적. 콘텐츠 제작비는 분기별로 변동성이 있지만, 계정 공유 단속, 광고요금제 확대, 가격 전략 조정 등의 조치로 ARPU와 수익성 개선 지속. WBD 인수 이슈에도 장기적인 동사 경쟁력은 유효하다는 판단

FY	2021	2022	2023	2024
매출액(십억USD)	29.7	31.6	33.7	39.0
영업이익(십억USD)	6.2	5.6	7.0	10.4
순이익(십억USD)	5.1	4.5	5.4	8.7
EPS(USD)	1.2	1.0	1.2	2.0
BPS(USD)	3.6	4.7	4.8	5.8
PER(배)	56.0	30.7	39.5	45.4
PBR(배)	16.9	6.3	10.2	15.4
ROE(%)	38.0	24.5	26.1	38.4
배당수익률(%)	0	0	0	0
EV/EBITDA(배)	41.2	22.3	28.5	34.7

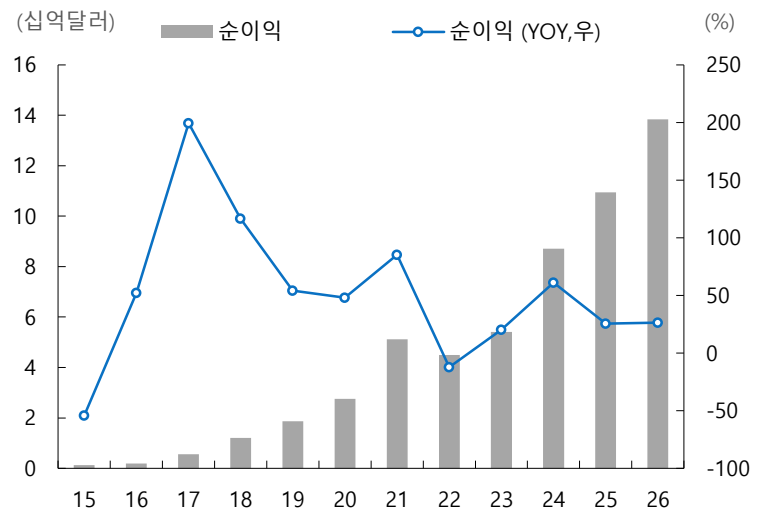
주: Bloomberg

매출액 및 매출 성장률 추이: 경기 상황과 무관하게 10% 대 매출증가 지속 전망



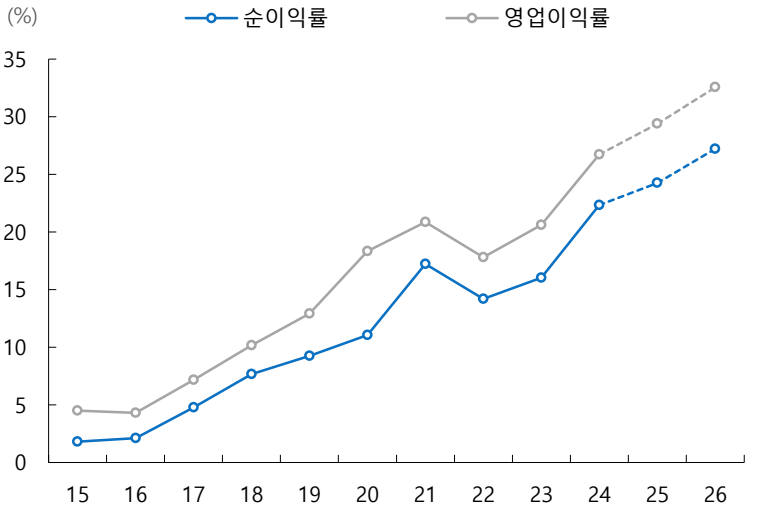
자료: Refinitiv, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25,26년은 전망치

순이익 및 성장률 추이: 경기 상황과 무관하게 20% 대 이익증가 지속 전망



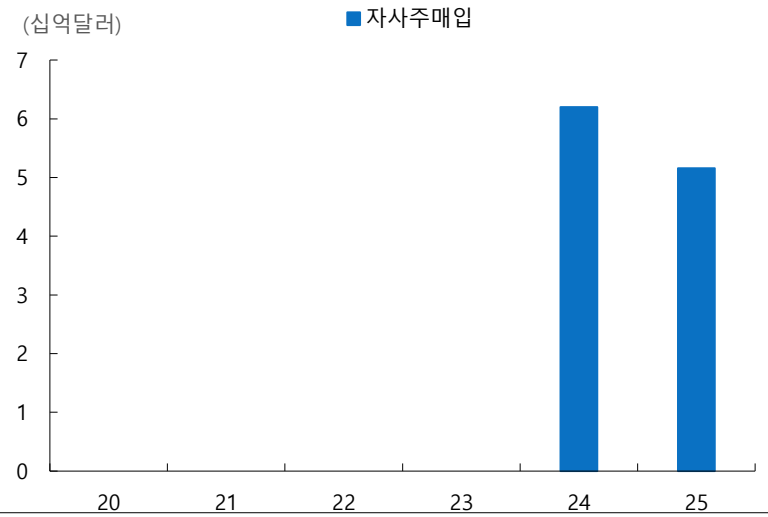
자료: Refinitiv, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25,26년은 전망치

영업이익률 및 순이익률 추이: 가입자 순증과 내부 운영효율화로 고마진 지속



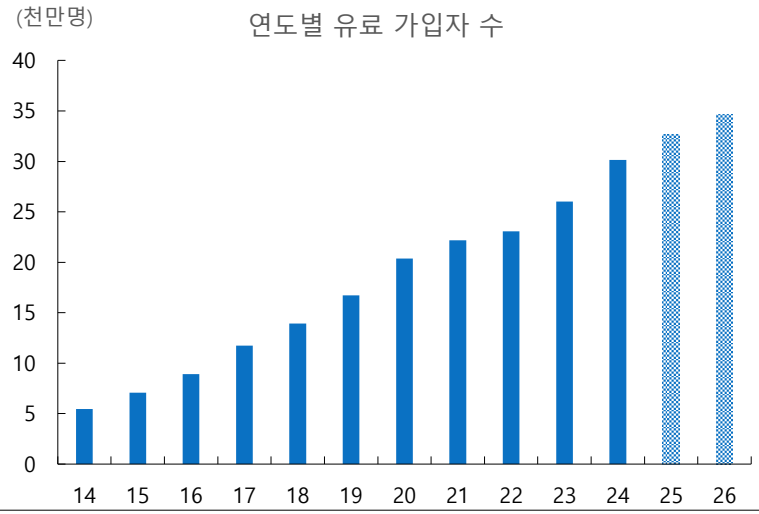
자료: Refinitiv, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25,26년은 전망치

주주환원 추이: 배당은 지급하지 않으나 안정적 현금흐름 바탕으로 자사주매입 시작



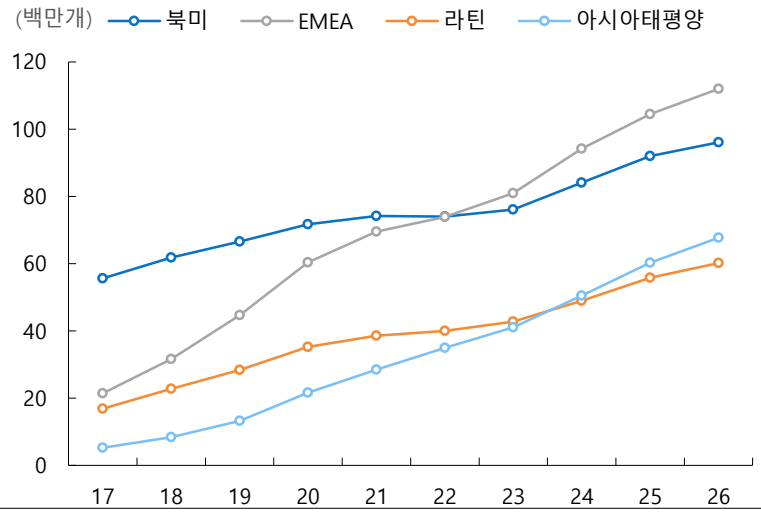
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25년은 2분기 합산

연도별 유료 가입자 수 추이: 컨텐츠 경쟁력을 바탕으로 순증 지속 전망



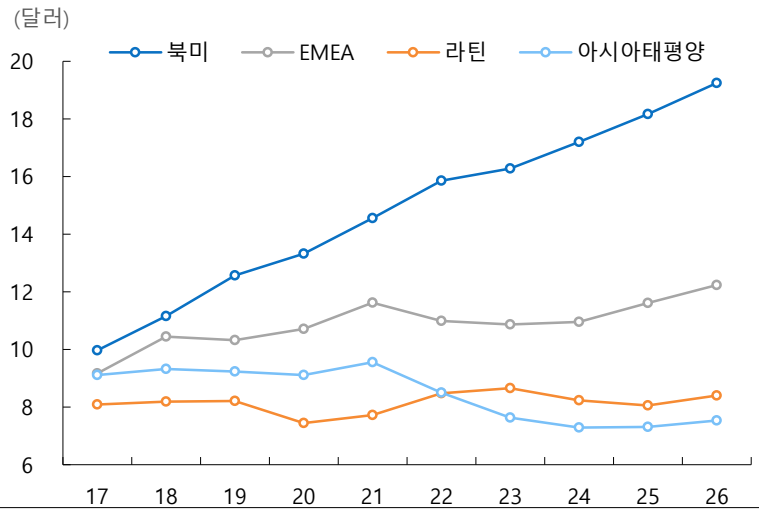
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25.26년은 블룸버그 추정치 사용

지역별 평균 사용계좌 수 추이: 저가 요금제를 바탕으로 북미 외 지역 가입자수 상승세 가파를 전망



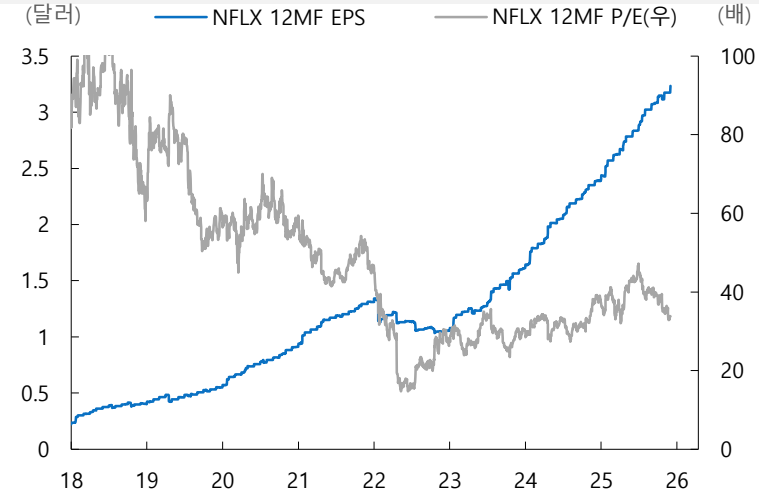
자료: Dollar General, iM증권 리서치본부
주: 25,26은 전망치

지역별 ARPU(사용자당 평균수익) 추이: 저가 요금제 수요 증가로 라틴 외 지역은 광고매출 증가로 반등 전망



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25,26년은 전망치

12MF EPS 및 밸류에이션 추이: WBD 인수 이슈로 단기적인 밸류에이션 압박 심화



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

요약 재무제표

재무상태표

(백만USD)	FY21	FY22	FY23	FY24
유동자산	8,070	9,266	9,918	13,100
현금 및 현금성자산	6,028	5,147	7,117	7,805
매출채권	0	0	0	0
비유동자산	36,515	39,328	38,814	40,530
유형자산	1,323	1,398	1,491	1,594
무형자산	10,243	10,894	9,092	9,879
자산총계	44,585	48,595	48,732	53,630
유동부채	8,489	7,931	8,861	10,755
비유동부채	20,246	19,886	19,283	18,131
부채총계	28,735	27,817	28,144	28,887
지배주주지분	15,849	20,777	20,588	24,744
자본금	4,025	4,638	5,145	6,252
이익잉여금	12,689	17,181	22,589	31,301
자본총계	15,849	20,777	20,588	24,744

포괄손익계산서

(백만USD)	FY21	FY22	FY23	FY24
매출액	29,698	31,616	33,723	39,001
매출원가	17,333	19,168	19,715	21,038
매출총이익	12,365	12,447	14,008	17,963
판매비와 관리비	3,897	4,103	4,378	4,620
EBITDA	6,793	6,383	7,742	11,215
영업이익	6,195	5,633	6,954	10,418
영업이익률(%)	20.9	17.8	20.6	26.7
세전계속사업이익	5,840	5,264	6,205	9,966
법인세비용	724	772	797	1,254
당기순이익	5,116	4,492	5,408	8,712
성장률(YoY)				
매출액	18.8	6.5	6.7	15.6
영업이익	35.1	-9.1	23.5	49.8
순이익	85.3	-12.2	20.4	61.1

현금흐름표

(백만USD)	FY21	FY22	FY23	FY24
영업활동현금흐름	393	2,026	7,274	7,361
당기순이익	5,116	4,492	5,408	8,712
유무형자산감가상각비	208	337	357	329
비현금항목	-4,979	-2,262	1,315	-2,092
투자활동현금흐름	-1,340	-2,076	542	-2,182
유무형자산의 처분	0	0	0	0
유무형자산의 취득	-525	-408	-349	-440
기타투자활동	-27	-911	890	-1,742
재무활동현금흐름	-1,150	-664	-5,951	-4,074
부채의 증감	-500	-700	0	1,394
자본의 증감	-650	36	-5,875	-5,439
배당금지급	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	-75	-30
현금및현금성자산의증감	-2,178	-881	1,970	688
기초현금및현금성자산	8,206	6,028	5,147	7,117
기말현금및현금성자산	6,028	5,147	7,117	7,805
잉여현금흐름	-132	1,619	6,926	6,922

주요투자지표

	FY21	FY22	FY23	FY24
주당지표				
EPS	1.2	1.0	1.2	2.0
BPS	3.6	4.7	4.8	5.8
CFPS	0.1	0.5	1.6	1.7
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation				
PER	56.0	30.7	39.5	45.4
PBR	16.9	6.3	10.2	15.4
PCR	680.0	64.7	29.6	52.0
EV/EBITDA	41.2	22.3	28.5	34.7
Key Financial Ratio				
ROE	38.0	24.5	26.1	38.4
EBITDA 이익률	22.9	20.2	23.0	28.8
부채비율	181.3	133.9	136.7	116.7
순부채비율	76.3	52.3	47.8	34.0
매입채무회전율(x)	23.2	25.4	27.8	25.5
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

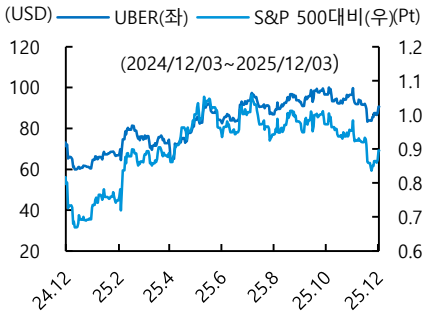
UBER(UBER-US)

글로벌 대표 모빌리티 플랫폼에서 자율주행까지

블룸버그 최고 목표가	USD 150.00
블룸버그 최저 목표가	USD 84.00
종가 (2025/12/03)	USD 90.70

Stock Indicator	
거래소	NYSE
발행 주식수	2,077.8 백만주
시가총액	188.4십억USD
결산월	12월
52주 최고가(USD)	USD 101.99
52주 최저가(USD)	USD 59.33

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.1	-2.4	9.9	27.2
상대수익률	-9.0	-8.2	-4.2	12.4



[투자포인트]

■ Uber는 글로벌 모빌리티(Mobility), 배달(Delivery), 화물(Freight) 플랫폼을 운영하는 종합 플랫폼 기업. 핵심 모빌리티 사업 외에도 Uber Eats를 중심으로 한 음식·생필품 배달, Uber Freight를 통한 디지털 물류 중개 등으로 사업을 확장해 다각화된 플랫폼 구조를 갖추고 있음

■ 2025년 3분기 기준 전체 매출은 전년 대비 두 자릿수 성장률을 기록하며 견조함을 유지. 모빌리티 부문은 글로벌 이동 수요 회복과 시장 점유율 확대로 꾸준한 성장세를 이어갔고, 배달 부문은 비용 효율화·구독(Uber One) 확대·상거래 파트너 증가로 안정적인 매출 구조를 구축

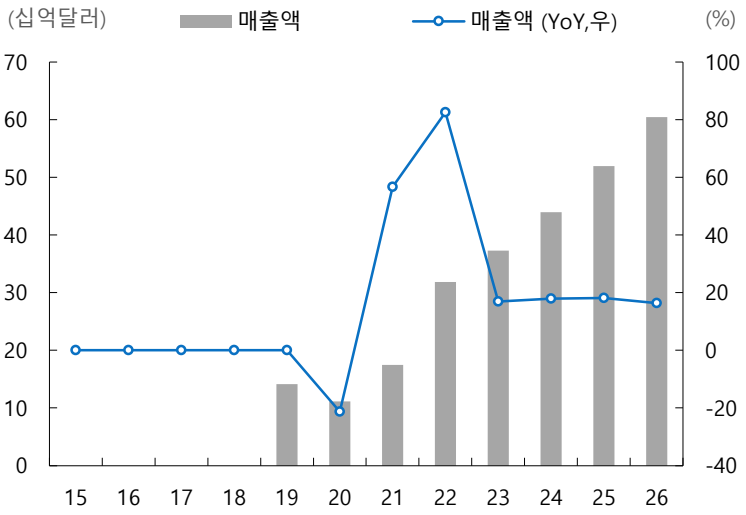
■ Uber의 핵심 경쟁력은 '규모의 경제 + 네트워크 효과 + 플랫폼 통합력'. 사용자가 1억 9천만명에 육박할 정도로 Mobility와 Delivery 양쪽 모두에서 압도적인 이용자·드라이버 풀을 보유. 이를 통해 확보한 고객 데이터를 바탕으로 한 Waymo, 엔비디아 등 자율주행 협업에서도 강점 보유

■ Cash Flow 측면에서도 개선 흐름이 지속되고 있음. 플랫폼 규모 확대로 운영 레버리지가 강화되면서 영업현금흐름이 증가했고, FCF도 안정적으로 플러스 구간에 진입. 이는 향후 자사주 매입·투자 확대·자율주행 사업 강화 등 다양한 전략적 선택지를 가능하게 하는 재무적 여력 의미

FY	2021	2022	2023	2024
매출액(십억USD)	17.5	31.9	37.3	44.0
영업이익(십억USD)	-3.8	-1.8	1.1	2.8
순이익(십억USD)	-0.5	-9.1	1.9	9.9
EPS(USD)	-0.3	-4.6	0.9	4.7
BPS(USD)	7.8	4.0	5.4	10.4
PER(배)	-	-	233.0	41.8
PBR(배)	5.4	6.1	11.3	5.8
ROE(%)	-3.5	-78.7	19.5	60.1
배당수익률(%)	-	-	-	-
EV/EBITDA(배)	-	-	60.6	33.9

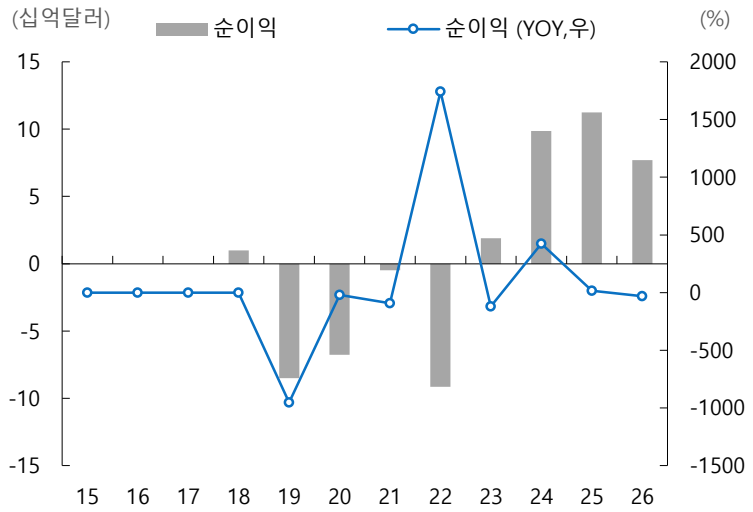
주: Bloomberg

매출액 및 매출 성장률 추이: 10% 대 후반 안정적 성장률 지속 전망



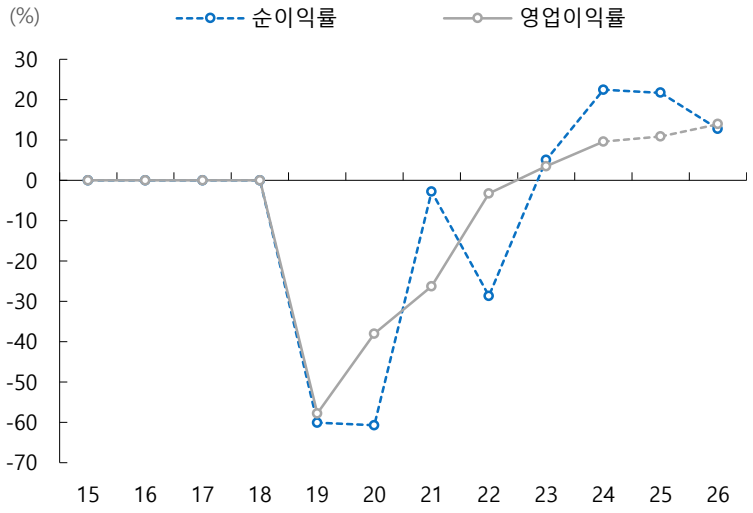
자료: Refinitiv, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25,26년은 전망치

순이익 및 성장률 추이: 자율주행 등 투자압박으로 순이익 역성장 우려



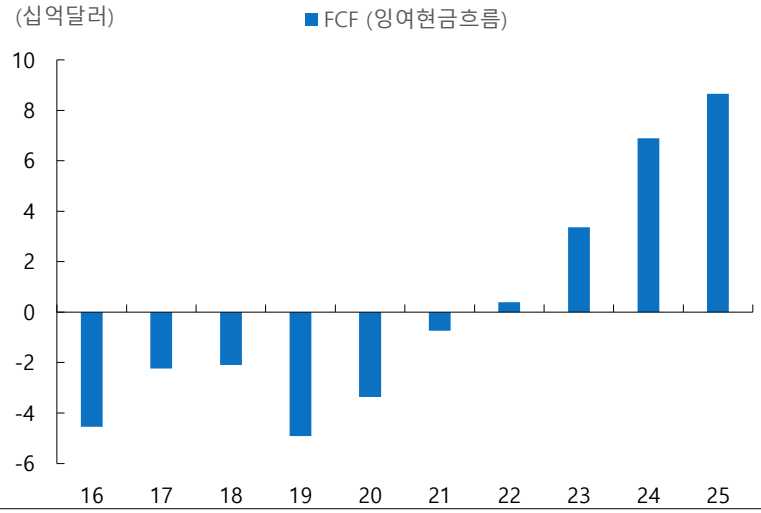
자료: Refinitiv, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25,26년은 전망치

영업이익률 및 순이익률 추이: 마진률 양호하나 자율주행 투자 부담 반영



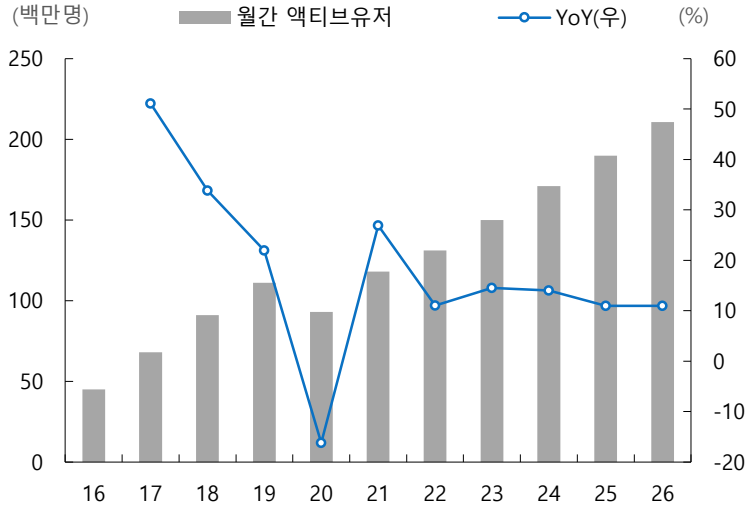
자료: Refinitiv, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25,26년은 전망치

잉여현금흐름 추이: 플랫폼 해자를 바탕으로 양호한 현금흐름 지속



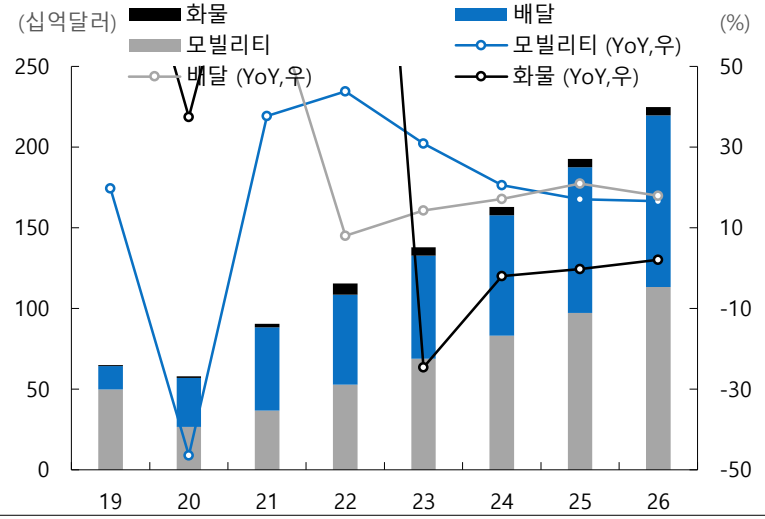
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25년은 TTM

월간 액티브유저 추이: 약 1억 9천명에 달하는 사용자 경험 우위로 안정적 성장 및 자율주행 데이터 우위 기대



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25,26은 전망치

부문별 인터넷 부킹: 핵심 부문인 모빌리티와 배달 부문은 10% 후반 대 양호한 성장세 지속 전망

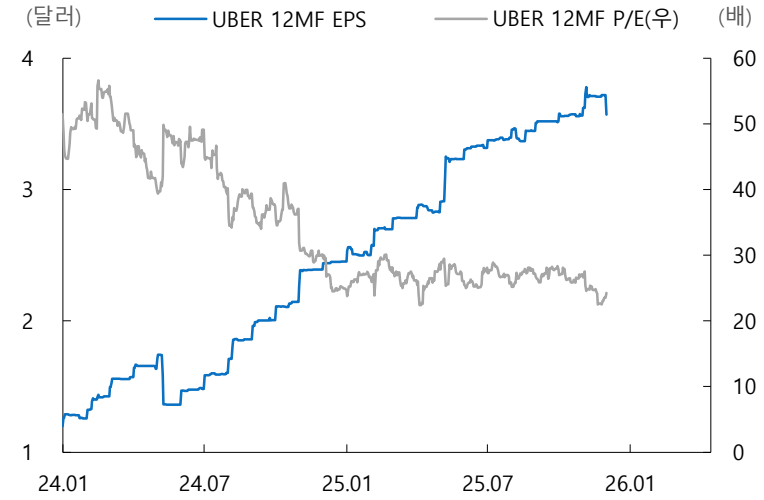


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25,26은 전망치

자율주행에서 우버는 Waymo, 엔비디아 등과 협업하며 사업확장 중

자료: Uber Investor, iM증권 리서치본부

12MF EPS 및 밸류에이션 추이



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

요약 재무제표

재무상태표

(백만USD)	FY21	FY22	FY23	FY24
유동자산	8,819	9,249	11,297	12,245
현금 및 현금성자산	4,295	4,208	4,680	5,893
매출채권	2,439	2,779	3,404	3,333
비유동자산	29,955	22,860	27,402	38,999
유형자산	1,853	2,082	2,073	1,952
무형자산	10,832	10,137	9,576	9,191
자산총계	38,774	32,109	38,699	51,244
유동부채	9,024	8,853	9,454	11,476
비유동부채	14,401	14,752	16,563	17,292
부채총계	23,425	23,605	26,017	28,768
지배주주지분	15,145	8,074	11,249	21,558
자본금	38,608	40,550	42,264	42,801
이익잉여금	-23,626	-32,767	-30,594	-20,726
자본총계	15,349	8,504	12,682	22,476

포괄손익계산서

(백만USD)	FY21	FY22	FY23	FY24
매출액	17,455	31,877	37,281	43,978
매출원가	9,351	19,659	22,457	26,651
매출총이익	8,104	12,218	14,824	17,327
판매비와 관리비	7,105	7,892	7,038	7,976
EBITDA	-2,638	-598	2,232	3,808
영업이익	-3,834	-1,832	1,110	2,799
영업이익률(%)	-22.0	-5.7	3.0	6.4
세전계속사업이익	-1,025	-9,426	2,321	4,125
법인세비용	-492	-181	213	-5,758
당기순이익	-496	-9,141	1,887	9,856
성장률(YoY)				
매출액	56.7	82.6	17.0	18.0
영업이익	적지	적지	흑전	152.2
순이익	적지	적지	흑전	422.3

현금흐름표

(백만USD)	FY21	FY22	FY23	FY24
영업활동현금흐름	-445	642	3,585	7,137
당기순이익	-496	-9,141	1,887	9,856
유무형자산감가상각비	902	947	823	737
비현금항목	-1,484	8,971	1,016	-5,525
투자활동현금흐름	-1,201	-1,637	-3,226	-3,177
유무형자산의 처분	0	0	0	0
유무형자산의 취득	-298	-252	-223	-242
기타투자활동	1,512	20	33	-102
재무활동현금흐름	1,780	15	-95	-2,087
부채의 증감	924	-264	-47	-186
자본의 증감	755	347	130	-1,096
배당금지급	0	0	0	0
기타재무활동	101	-68	-178	-805
현금및현금성자산의증감	-1,352	-87	472	1,213
기초현금및현금성자산	5,647	4,295	4,208	4,680
기말현금및현금성자산	4,295	4,208	4,680	5,893
잉여현금흐름	-743	390	3,362	6,895

주요투자지표

		FY21	FY22	FY23	FY24
주당지표					
EPS		-0.3	-4.6	0.9	4.7
BPS		7.8	4.0	5.4	10.4
CFPS		-0.2	0.3	1.8	3.4
DPS		0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation					
PER	-	-		233.0	41.8
PBR		5.4	6.1	11.3	5.8
PCR	-		76.0	35.0	17.7
EV/EBITDA	-	-		60.6	33.9
Key Financial Ratio					
ROE		-3.5	-78.7	19.5	60.1
EBITDA 이익률		-15.1	-1.9	6.0	8.7
부채비율		152.6	277.6	205.1	128.0
순부채비율		45.9	85.0	49.4	14.7
매입채무회전율(x)		17.1	24.8	29.6	32.3
재고자산회전율(x)	-	-	-	-	

자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[iM증권투자비율등급-공시 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.0%	8.3	0.7