리서치본부 | 2025. 11. 5

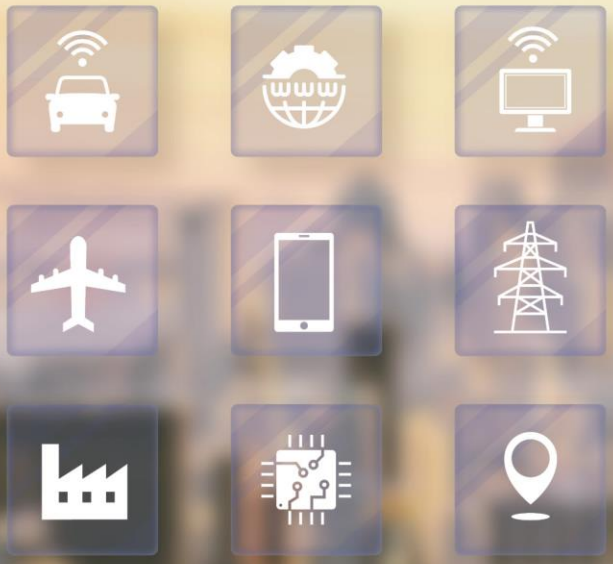
글로벌 주식/IT SW | 이동연
선진국 전략 | 최보원
글로벌 모빌리티/플랫폼 | 이지수
글로벌 주식/IT SW RA | 김미래
글로벌 반도체 | 문승환
글로벌 에너지/소프트웨어 | 이성원
글로벌 엔터/레저 | 이승연
선진국 전략 RA | 안지선

미국 주식 *Monthly*

11월 최선호주는 아마존과 TSMC

미국 추천 기업

Top Picks	
소프트웨어	아마존(AMZN US)
반도체	TSMC(TSM US)



true friend 한국투자증권

Contents

I. Executive Summary 2

11월 최선호주는 아마존과 TSMC

II. 섹터별 Key Issues 3

1. IT 소프트웨어: 아마존, 알파벳 선호
2. 글로벌 반도체: 견조한 흐름이 지속될 것
3. 글로벌 에너지: 대장의 증설이 중요
4. 글로벌 모빌리티: 관세 완화와 자율주행
5. 글로벌 엔터/레저: 시장이 주목하지 않았던 종목들의 반등
6. 크립토/디지털 자산: 자산 거래 증대 수혜 기대

III. 미국 추천 기업 21

아마존(AMZN US)
TSMC(TSM US)
뉴스케일 파워(SMR US)
테슬라(TSLA US)
라스베가스 샌즈(LVS US)
코인베이스 글로벌(COIN US)

I. Executive Summary

11월 최선호주는 아마존과 TSMC

Top picks:
아마존(AMZN),
TSMC(TSM)

11월 최선호주로 아마존을 제시한다. 3Q25 실적으로 시장의 우려가 사라진 점을 높게 평가한다. 3Q25 AWS 매출 성장률(+20.2% YoY)이 2022년 이후 가장 높아졌는데, 높은 AWS 수익성을 유지한 가운데 거둔 성과라는 점이 인상적이다. 2027년까지 데이터센터 capa를 2배 확대해 늘어나는 AI 수요에 대응하는 동시에 전사 수익성 또한 방어된다는 점이 긍정적이다. 결론적으로 1) 높아지는 AWS 성장률, 2) 예상보다 견조한 광고 부문 성장세, 3) 이커머스 마진 개선으로 전사 수익성이 방어되는 점이 아마존의 투자포인트다.

TSMC도 11월 top pick으로 제시한다. 최근 TSMC 주요 고객들의 AI 토큰 수가 기하급수적으로 늘어나고 있고, 이는 고성능 반도체 수요 증가로 직결되고 있다. 3개월 전보다 훨씬 강한 수요로 CoWoS 패키징 생산 능력은 여전히 매우 타이트하고, 공급 부족 국면이 지속되고 있다. N3 공정 수율은 안정화되고, N2 공정은 4Q25 후반 중 양산이 시작될 것이다. 또한, 26년부터 향후 4년간 선단 공정 가격 인상이 예상되는데, 해당 소식이 사실이라면 폭발적인 AI 칩 수요 및 공급 부족으로 인한 TSMC의 입지 상승이 중장기적으로 이어질 것이다. TSMC는 급성장하는 AI 밸류체인 내에서 이제는 가장 중요한 기업이 되었다. 12MF PER은 25배로 여전히 타 AI 핵심 기업들 대비 저평가되어있고, 최근 해외 Fab 다변화를 통해 멀티플 디레이팅 요소도 일부 제거되었다.

<표 1> 추천 종목

섹터	종목명	시가총액 (십억달러)	투자포인트
소프트웨어	★ 아마존 (AMZN US)	2,715.3	- 3Q25 AWS 성장률이 20.2% YoY로 22년 이후 가장 높아짐. AWS 영업이익률도 34.6%로 높은 수준 - 27년까지 데이터센터 capa를 2배 확장해 늘어나는 AI 수요에 대응할 것. AWS 실적 개선 지속 예상 - 새롭게 육성 중인 광고 부문 성장세도 견조. 이커머스 실적도 기대보다 양호
반도체	★ TSMC (TSM US)	304.9	- 3개월 전보다 훨씬 강한 AI 수요로 CoWoS 패키징 공급 부족은 여전히 지속되는 중 - 4Q25 후반 중 N2 공정 양산이 시작되며, 선단 공정의 향후 4년 연속 가격 인상 가능성 제기 - 해외 Fab 다변화로 디레이팅 요소 일부 제거. 12MF PER은 25배로 타 AI 기업 대비 저평가
에너지	뉴스케일 파워 (SMR US)	11.6	- 단기적으로 가장 중요한 이벤트는 TVA 이사회에서 PPA 논의 여부. 이사회 전에 신임 이사 후보에 대한 상원 인준이 선행되어야 함 - 이사회 타임라인에 의해 주가 변동성 확대될 수 있지만, 공급망 구축과 인허가 우위라는 강점은 지속 부각될 것 - 일본 정부로부터 최대 250억달러 규모의 자금을 지원받을 수 있다는 점에서 유동성 리스크는 해소될 것
모빌리티	테슬라 (TSLA US)	1,557.7	- 최근 발표한 관세 상쇄 정책으로 미국에서 판매되는 차량 100%가 미국 생산인 테슬라가 수혜 - 본업 둔화 우려에도 불구 사이버캡, 세미트럭, 메가팩 3의 2026년 양산 목표 유지는 긍정적 - 로보택시는 오스틴을 중심으로 8~10개 도시로 확장 예정. 2개월 내 안전 동승자 없이 영업할 계획
레저	라스베가스 샌즈 (LVS US)	41.7	- 10/24에 컨센서스를 28% 상회하는 3분기 실적 발표. 조정 EPS는 전년대비 77% 증가 - 마카오 카지노 회복에 더해 시장이 상대적으로 간과하던 싱가포르 카지노 산업의 서프라이즈 지속 - 6M 수익률 +62% 기록하며 52주 신고가 경신 중임에도 불구하고 여전히 매력적인 밸류에이션
크립토/ 디지털 자산	코인베이스 글로벌 (COIN US)	89.2	- 미국, 해외 디지털 자산 거래 수요 증가가 실적을 견인 - 새로운 플랫폼 서비스 도입으로 사업 영역 다각화 - 중장기 거래 자산 증가, 미국 규제 완화 수혜 기대

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

II. 섹터별 Key Issues

1. IT 소프트웨어: 아마존, 알파벳 선호

최선호주는 아마존, 알파벳

미국 빅테크 4사가 모두 CY3Q25 실적 발표를 마쳤다. 4사 중 아마존과 알파벳의 실적이 상대적으로 견조한 점이 눈에 띄었다.

우선, 실적에 대한 일부 우려를 숫자로 날려버린 아마존이 매우 인상적이었다. 매출의 절반 이상을 차지하는 이커머스 부문 성과가 예상보다 견조한 가운데 AWS와 광고 부문의 약진이 돋보였다. 특히 실적 발표 후 아마존 주가 상승의 주된 요인으로 작용하는 AWS 실적에 주목할 필요가 있다. 3Q25 AWS 매출 성장률은 20.2% YoY로 2022년 이후 가장 높아졌는데, 높은 AWS 영업이익률(34.6%)을 유지한 가운데 나온 성과라는 점이 고무적이다. 앤트로픽을 중심으로 Trainium 2칩 도입이 확산됐고, 성능이 40% 개선된 Trainium 3 출시도 준비 중이다. 아마존의 전력/데이터센터 capa는 현재 22년 대비 2배 증가한 바 있는데, 2027년까지 capa를 다시 2배 확대하며 AI 수요 증가에 대비할 예정이다. 아마존이 2025년 Capex 가이던스를 1,250억달러(+51% YoY)로 컨센(1,175억달러) 대비 높게 제시한 것도 같은 맥락으로 해석할 수 있다. AI 투자가 늘어도 타 빅테크 대비 수익성 방어가 잘 될 것이라는 점이 중요하다.

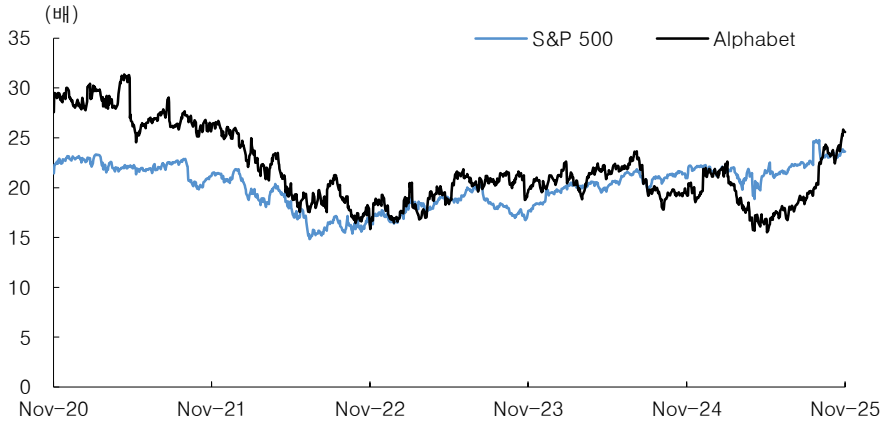
결론적으로 1) 높아진 AWS 성장률, 2) 예상보다 견조한 광고 부문 성장세, 3) 이커머스 마진 개선으로 전사 수익성이 방어되는 점은 아마존에 대한 시장의 우려를 완화시키기에 충분하다고 판단한다. 아마존을 11월 최선호주로 제시한다.

한편, 10월 최선호주로 제시했던 알파벳의 3Q25 실적도 예상보다 견조했다. 광고 부문이 우려 대비 선방하며 Google Services(+14% YoY) 매출이 기대보다 견조했고, Google Cloud 부문 성장률(+34% YoY, 컨센 +30% YoY)과 영업이익률(23.7%, 컨센 19.4%)도 예상치를 상회했다. 3Q25 Gemini MAU가 6.5억명(2Q25 4.5억명, Open AI WAU는 8억명 수준)으로 늘어나고, Gemini 쿼리가 전분기대비 3배 증가하는 등 AI 관련 성과가 숫자로 확인된 점도 고무적이다.

알파벳을 아마존과 함께 소프트웨어 섹터 11월 최선호주로 제시한다. 알파벳은 빅테크 중 가장 완전한 AI 풀스택 기업으로 진화하고 있다. TPU를 기반으로 한 뛰어난 하드웨어 역량을 보유하고 있고, 이를 기반으로 구글 클라우드 성장률이 높은 수준을 유지하고 있다. Gemini 모델 경쟁력이 높아지고 있고, AI 애플리케이션(나노 바나나 등) 또한 다양해지는 구간이다. 밸류에이션 부담이 peer 대비 낮고, 반독점 소송 결과에 대한 우려가 완화되고 있는 점도 투자포인트다.

마지막으로 빅테크 4사 중 메타의 선호 순위가 가장 낮다는 점도 짚고 넘어가야 한다. AI 관련 투자/비용 증가가 반영되며 2026년 bottom line 추정치가 하향 조정되는 구간이라고 판단하기 때문이다. OpenAI와 AI 인프라 계약을 체결하며 클라우드 부문에 대한 기대가 한층 높아진 점도 플러스 요인이다.

[그림 1] 12MF PER 추이: 알파벳 vs S&P 500 지수



자료: 알파벳, Factset, 한국투자증권

<표 2> 미국 소프트웨어 관심종목 Peer Valuation

(단위: 백만달러, 달러, %, 배)

종목				매출액	영업이익	영업이익률	순이익	PER	PBR	EPS	BPS	EV/EBITDA	ROE
알파벳	주가 (11/3, 달러)	283.7	2024A	350,018	112,390	32.1	100,118	23.9	7.1	8.1	26.6	17.1	32.9
	시가총액 (십억달러)	3,426.0	2025F	340,427	131,586	38.7	129,570	25.8	8.4	11.0	34.0	19.6	33.3
			2026F	390,750	154,884	39.6	134,161	23.8	6.7	11.9	42.4	16.5	30.4
			2027F	439,783	174,316	39.6	156,570	20.5	5.4	13.9	52.4	14.1	27.8
아마존	주가 (11/3, 달러)	254.0	2024A	637,959	68,593	10.8	59,248	39.0	8.1	5.7	27.0	17.8	24.3
	시가총액 (십억달러)	2,715.3	2025F	712,844	80,758	11.3	75,619	29.2	7.2	8.7	35.1	16.1	22.1
			2026F	791,750	100,144	12.6	85,395	26.7	5.9	9.5	43.0	13.3	19.8
			2027F	879,740	123,690	14.1	104,779	22.1	4.6	11.5	54.9	11.1	19.1
마이크로	주가 (11/3, 달러)	517.0	2025A	281,724	128,528	45.6	101,832	36.4	10.8	13.7	46.2	22.1	33.3
소프트	시가총액 (십억달러)	3,842.8	2026F	325,764	149,720	46.0	118,714	32.3	8.5	16.0	60.7	19.7	29.8
			2027F	374,540	172,820	46.1	139,310	27.5	6.8	18.8	76.6	17.1	27.7
			2028F	434,088	201,930	46.5	165,077	23.3	5.4	22.2	96.3	14.4	26.0
메타	주가 (11/3, 달러)	637.7	2024A	164,501	69,380	42.2	62,360	24.4	8.1	24.6	72.1	16.7	37.1
	시가총액 (십억달러)	1,607.7	2025F	199,346	82,378	41.3	60,854	21.6	7.2	29.6	88.3	15.7	30.4
			2026F	235,689	86,177	36.6	76,842	18.9	5.4	33.7	119.2	13.1	29.8
			2027F	272,639	98,630	36.2	85,660	16.6	4.3	38.4	146.8	10.7	25.7
오라클	주가 (11/3, 달러)	257.9	2025A	57,399	17,678	30.8	12,443	37.4	22.7	4.5	7.3	22.0	85.4
	시가총액 (십억달러)	735.1	2026F	67,032	28,093	41.9	14,988	37.8	21.3	6.8	12.1	23.4	56.2
			2027F	83,577	33,352	39.9	18,788	32.4	14.0	7.9	18.4	18.3	40.5
			2028F	125,995	45,154	35.8	27,575	23.7	8.9	10.9	29.0	12.6	39.4
스노우	주가 (11/3, 달러)	277.1	2025A	3,626	(1,456)	(40.2)	(1,286)	-	20.2	(3.9)	9.0	-	(31.4)
플레이크	시가총액 (십억달러)	93.9	2026F	4,610	431	9.3	(1,395)	231.7	38.4	1.2	7.2	149.3	16.2
			2027F	5,698	593	10.4	(1,192)	169.4	33.0	1.6	8.4	131.0	10.5
			2028F	7,032	920	13.1	(1,261)	117.1	26.2	2.4	10.6	90.8	28.4
몽고DB	주가 (11/3, 달러)	369.1	2025A	2,006	(216)	(10.8)	(129)	-	7.9	(1.7)	34.6	-	(6.7)
	시가총액 (십억달러)	30.0	2026F	2,361	330	14.0	(199)	99.0	10.1	3.7	36.6	80.6	6.8
			2027F	2,767	427	15.4	(187)	84.1	9.1	4.4	40.6	64.0	7.4
			2028F	3,250	570	17.5	(130)	67.6	7.8	5.5	47.3	48.5	9.0

주: Peer Table은 GAAP 기준, 연도는 FY 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

2. 글로벌 반도체: 견조한 흐름이 지속될 것

11월 글로벌 반도체 기업들의 주가는 견조한 흐름이 지속될 것

11월 글로벌 반도체 업황은 더할 나위 없이 좋고, 관련 기업들의 주가 흐름은 견조한 흐름이 지속될 것으로 전망한다. TSMC와 ASML을 필두로 10월 중순부터 시작된 3Q25 실적 발표 기간이 한창 진행 중이다. AI 수요는 지속적으로 확대되고, 범용 DRAM 수요도 높아지며 공급 제약이 발생하고 있다. 이로 인해 작년부터 올해 상반기까지 시장을 주도했던 AI 반도체 핵심 밸류체인 기업(GPU/ASIC 팹리스, TSMC 등)들의 주가 흐름은 견조한 수준인 반면, 범용 메모리 노출도가 높은 장비 기업들은 26년 실적 추정치 상향 조정 기대감이 높아지며, 주가가 더욱 가파르게 상승하고 있다.

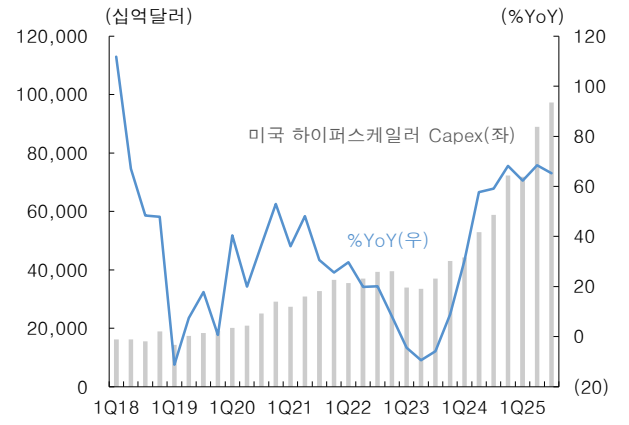
AI 하드웨어 핵심 수요처인 미국 하이퍼스케일러들의 3Q25 CapEX 총액은 973억달러(+65.3% YoY)

10월말에 발표된 미국 하이퍼스케일러 4사(구글, 마이크로소프트, 메타, 아마존)들이 3Q25에 집행한 CapEX 총액은 973억달러(+65.3% YoY)로 4개 분기 연속으로 60% 중후반대의 높은 증가율을 유지하고 있다. 구글(알파벳)은 25년 CapEX 가이던스를 850억달러에서 920억달러로 8% 상향 조정했고, 메타도 26년 CapEX 증가액이 25년 대비 클 것이라고 밝혔다. MS는 FY2Q26(10~12월) CapEX 가이던스를 1,400억달러로 21% 상향 조정했고, 아마존도 25년 CapEX 가이던스를 1,250억달러(+51% YoY)로 컨센서스(1,175억달러) 대비 높게 제시했다. 소버린 AI, 스타게이트 등 범국가적 AI 프로젝트들의 수요도 높아지는 와중에, 기존 수요처인 빅테크들도 투자 증가세를 유지하고 있다.

밸류에이션 매력이 높은 TSMC와 AI 및 범용 메모리 투자 수혜 함께 받는 대형 장비 기업들을 추천

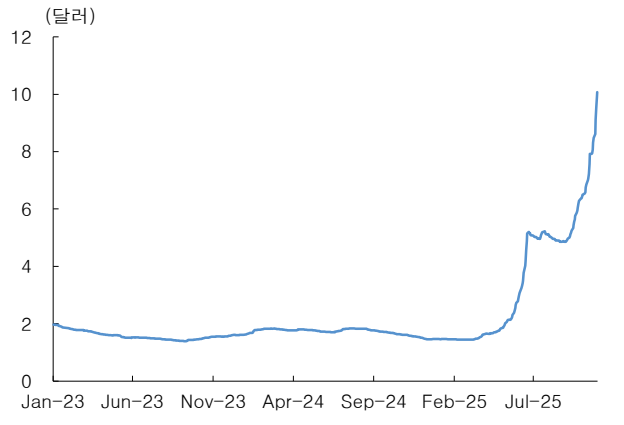
폭발적인 AI 하드웨어 수요는 지속되고, 최근 범용 메모리 반도체 수요도 급격히 높아지고 있다. 이는 하이퍼스케일러들이 AI 학습 서버 외에 추론 및 일반 컴퓨팅 워크로드를 위한 인프라 확충에 나서고 있는데, 메모리 기업들이 곧바로 DRAM 수요를 맞추기 어려워, 공급 제약이 생기고 있다. TSMC가 수년간 높은 수준의 CapEX를 유지하겠다고 밝혔고, 메모리 기업들도 중장기 CapEX 확대 기조를 유지할 가능성이 높다. 이에 따라, 여전히 밸류에이션 매력이 높은 TSMC(11/3 기준 12MF PER 25배)와 AI 및 범용 메모리 투자 수혜를 함께 받는 대형 장비 기업(Top pick 램 리서치)들에 대한 긍정적인 의견을 제시한다.

[그림 2] 미국 하이퍼스케일러 CapEX 추이



주: 하이퍼스케일러는 구글, 아마존, 메타, 마이크로소프트
자료: 한국투자증권

[그림 3] 범용 DRAM(DDR4) 현물 가격 추이



주: DDR4 8GB 3200 Spot price
자료: DRAMeXchange, 한국투자증권

<표 3> 글로벌 반도체 기업 실적 컨센서스 및 밸류에이션

(단위: 백만달러, %, 배)

업종	기업명	상장국가		2024	2025F	2026F	2027F
파운드리	TSMC	대만/미국	매출액	87,901	123,137	150,015	181,032
			% YoY	*28.5*	*40.1*	*21.8*	*20.7*
			영업이익	40,151	61,205	74,260	90,073
			% YoY	*37.6*	*52.4*	*21.3*	*21.3*
			PER	28.7	29.0	24.1	19.8
			PBR	7.9	8.9	7.1	5.6
	GlobalFoundries	미국	매출액	6,750	6,747	7,254	7,917
			% YoY	*(8.7)*	*(0.1)*	*7.5*	*9.1*
			영업이익	920	1,018	1,289	1,599
			% YoY	*(32.8)*	*10.7*	*26.6*	*24.0*
			PER	27.5	22.0	17.8	14.0
			PBR	2.2	1.7	1.5	1.4
팹리스	Nvidia	미국	매출액	130,497	207,557	283,155	337,153
			% YoY	*114.2*	*59.1*	*36.4*	*19.1*
			영업이익	86,788	128,760	185,768	218,051
			% YoY	*133.7*	*48.4*	*44.3*	*17.4*
			PER	47.2	46.0	31.7	
			PBR	43.5	34.9	19.9	
	AMD	미국	매출액	25,785	33,063	42,151	56,137
			% YoY	*13.7*	*28.2*	*27.5*	*33.2*
			영업이익	6,138	7,360	11,677	17,312
			% YoY	*26.5*	*19.9*	*58.7*	*48.2*
			PER	36.5	66.4	40.8	28.7
			PBR	3.4	6.8	6.1	5.4
	Broadcom	미국	매출액	51,574	63,379	86,496	111,493
			% YoY	*44.0*	*22.9*	*36.5*	*28.9*
			영업이익	30,736	41,513	56,891	73,525
			% YoY	*38.9*	*35.1*	*37.0*	*29.2*
			PER	44.7	51.5	38.0	
			PBR	15.6	21.6	16.6	
	Marvell	미국	매출액	5,767	8,138	9,456	11,110
			% YoY	*4.7*	*41.1*	*16.2*	*17.5*
			영업이익	1,665	2,861	3,420	4,138
			% YoY	*4.1*	*71.9*	*19.5*	*21.0*
			PER	70.6	34.9	28.3	
			PBR	7.1	5.4	5.0	
	Qualcomm	미국	매출액	38,944	43,669	44,719	46,016
			% YoY	*8.7*	*12.1*	*2.4*	*2.9*
			영업이익	13,319	15,278	15,176	15,685
			% YoY	*16.2*	*14.7*	*(0.7)*	*3.4*
			PER	14.4	15.1	14.6	
			PBR	6.4	7.0	6.6	
	Mediatek	대만	매출액	16,197	19,122	21,376	25,564
			% YoY	*17.0*	*18.1*	*11.8*	*19.6*
			영업이익	3,126	3,524	4,025	4,855
			% YoY	*36.3*	*12.7*	*14.2*	*20.6*
			PER	21.1	19.6	17.4	14.8
			PBR	5.7	5.2	4.9	4.3

자료: Factset, 한국투자증권

업종	기업명	상장국가		2024	2025F	2026F	2027F
IP/EDA	ARM	미국	매출액	4,007	4,755	5,787	6,921
			% YoY	*23.9*	*18.7*	*21.7*	*19.6*
			영업이익	1,871	1,991	2,697	3,361
			% YoY	*35.4*	*6.4*	*35.5*	*24.6*
			PER	79.9	101.6	80.7	
			PBR	20.1	22.4	17.6	
	Synopsys	미국	매출액	6,127	7,018	9,565	10,583
			% YoY	*4.9*	*14.5*	*36.3*	*10.6*
			영업이익	2,362	2,610	3,783	4,309
			% YoY	*15.3*	*10.5*	*44.9*	*13.9*
			PER	36.9	34.8	31.1	
			PBR	6.3	2.7	2.6	
	Cadence Design	미국	매출액	4,641	5,275	5,926	6,682
			% YoY	*13.5*	*13.7*	*12.3*	*12.8*
			영업이익	1,973	2,341	2,687	3,056
			% YoY	*14.8*	*18.7*	*14.8*	*13.7*
			PER	50.3	48.2	42.0	36.3
			PBR	17.5	17.0	14.4	11.7
메모리	삼성전자	한국	매출액	207,089	227,301	258,916	282,822
			% YoY	*6.7*	*9.8*	*13.9*	*9.2*
			영업이익	22,505	25,130	46,849	52,860
			% YoY	*357.2*	*11.7*	*86.4*	*12.8*
			PER	10.7	20.7	12.4	10.9
			PBR	0.9	1.7	1.6	1.4
	SK 하이닉스	한국	매출액	46,250	64,442	89,850	103,859
			% YoY	*88.6*	*39.3*	*39.4*	*15.6*
			영업이익	16,397	29,146	46,899	51,807
			% YoY	*(383.4)*	*77.7*	*60.9*	*10.5*
			PER	6.4	11.6	7.9	7.2
			PBR	1.7	3.9	2.6	1.9
	Micron	미국	매출액	25,111	37,378	54,084	61,087
			% YoY	*61.6*	*48.9*	*44.7*	*12.9*
			영업이익	1,935	10,846	21,856	24,619
			% YoY	*(140.2)*	*460.5*	*101.5*	*12.6*
			PER	23.1	20.3	12.9	
			PBR	2.0	4.2	3.2	
	Western Digital	미국	매출액	13,003	9,520	11,564	12,651
			% YoY	*5.6*	*(26.8)*	*21.5*	*9.4*
			영업이익	512	2,324	3,517	4,085
			% YoY	*(186.2)*	*353.9*	*51.3*	*16.2*
			PER	18.7	24.5	18.9	
			PBR	2.2	7.9	6.0	
	Sandisk	미국	매출액	NM	7,355	9,182	10,594
			% YoY	*NM*	*NM*	*24.8*	*15.4*
			영업이익	NM	689	1,433	2,433
			% YoY	*NM*	*NM*	*108.0*	*69.8*
			PER	NM	39.4	21.4	
			PBR	NM	3.0	2.8	
	Kioxia	일본	매출액	11,692	11,673	14,790	15,469
			% YoY	*NM*	*(0.2)*	*26.7*	*4.6*
			영업이익	3,104	2,550	4,764	4,825
			% YoY	*NM*	*(17.9)*	*86.9*	*1.3*
			PER	NM	24.1	14.0	
			PBR	NM	6.4	4.6	

자료: Factset, 한국투자증권

업종	기업명	상장국가		2024	2025F	2026F	2027F
장비	ASML	네덜란드/미국	매출액	29,450	37,885	39,652	45,077
			% YoY	*(2.0)*	*28.6*	*4.7*	*13.7*
			영업이익	9,402	13,048	13,571	16,376
			% YoY	*(4.6)*	*38.8*	*4.0*	*20.7*
			PER	34.6	36.8	35.0	28.7
			PBR	14.2	17.9	15.4	12.7
	Applied Materials	미국	매출액	27,176	28,262	28,943	31,766
			% YoY	*2.5*	*4.0*	*2.4*	*9.8*
			영업이익	7,924	8,525	8,579	9,672
			% YoY	*2.7*	*7.6*	*0.6*	*12.7*
			PER	18.5	24.8	23.9	
			PBR	7.0	9.3	8.1	
	Lam Research	미국	매출액	14,905	18,436	21,196	23,658
			% YoY	*(14.5)*	*23.7*	*15.0*	*11.6*
			영업이익	4,513	5,957	7,069	8,107
			% YoY	*(15.7)*	*32.0*	*18.7*	*14.7*
			PER	20.1	35.1	30.2	
			PBR	10.2	18.5	14.8	
	Tokyo Electron	일본	매출액	16,727	15,503	17,151	18,732
			% YoY	*42.5*	*(7.3)*	*10.6*	*9.2*
			영업이익	4,797	3,911	4,665	5,415
			% YoY	*63.9*	*(18.5)*	*19.3*	*16.1*
			PER	22.3	32.0	29.2	
			PBR	6.1	7.9	7.0	
	KLA	미국	매출액	9,812	12,156	13,063	14,536
			% YoY	*(6.5)*	*23.9*	*7.5*	*11.3*
			영업이익	3,897	5,241	5,575	6,366
			% YoY	*(9.6)*	*34.5*	*6.4*	*14.2*
			PER	22.0	35.0	31.2	
			PBR	20.9	31.0	25.6	
	Teradyne	미국	매출액	2,820	3,042	3,707	4,247
			% YoY	*5.4*	*7.9*	*21.8*	*14.6*
			영업이익	576	628	929	1,168
			% YoY	*5.3*	*8.9*	*47.9*	*25.8*
			PER	39.1	52.8	35.9	28.9
			PBR	7.3	10.5	9.3	8.2
	Onto Innovation	미국	매출액	987	996	1,070	1,241
			% YoY	*21.0*	*0.9*	*7.4*	*16.0*
			영업이익	267	252	281	374
			% YoY	*90.1*	*(5.8)*	*11.6*	*33.2*
			PER	31.2	27.5	24.5	19.4
			PBR	4.3	3.2	2.8	NM
	Advantest	일본	매출액	5,458	6,043	6,849	7,703
			% YoY	*75.8*	*10.7*	*13.3*	*12.5*
			영업이익	1,597	2,329	2,728	3,049
			% YoY	*206.6*	*45.8*	*17.1*	*11.8*
			PER	49.5	69.7	55.0	
			PBR	13.8	28.2	22.1	
	Disco	일본	매출액	2,766	2,655	3,013	3,358
			% YoY	*41.4*	*(4.0)*	*13.5*	*11.4*
			영업이익	1,173	1,104	1,313	1,495
			% YoY	*51.9*	*(5.9)*	*19.0*	*13.8*
			PER	40.5	44.9	39.1	
			PBR	9.8	10.3	8.9	

자료: Factset, 한국투자증권

업종	기업명	상장국가		2024	2025F	2026F	2027F
OSAT	ASE	대만	매출액	18,137	20,740	23,608	26,909
			% YoY	*(2.3)*	*14.4*	*13.8*	*14.0*
			영업이익	1,193	1,501	2,309	2,952
			% YoY	*(7.3)*	*25.8*	*53.8*	*27.9*
			PER	21.5	29.7	19.3	14.9
			PBR	2.2	3.3	3.0	2.6
	AMKOR	미국	매출액	6,318	6,651	7,224	7,812
			% YoY	*(2.8)*	*5.3*	*8.6*	*8.1*
			영업이익	438	425	532	679
			% YoY	*(6.8)*	*(3.1)*	*25.2*	*27.6*
			PER	18.0	25.8	20.3	15.2
			PBR	1.5	1.8	1.7	1.6
산업/차량용	Analog Devices	미국	매출액	9,427	10,945	12,454	13,755
			% YoY	*(23.4)*	*16.1*	*13.8*	*10.5*
			영업이익	3,853	4,522	5,459	6,296
			% YoY	*(35.9)*	*17.4*	*20.7*	*15.3*
			PER	32.1	29.1	24.2	
			PBR	3.0	3.4	3.4	
	Texas Instruments	미국	매출액	15,641	17,689	19,095	21,055
			% YoY	*(10.7)*	*13.1*	*7.9*	*10.3*
			영업이익	5,465	6,025	6,787	8,147
			% YoY	*(25.5)*	*10.2*	*12.6*	*20.0*
			PER	36.1	29.5	26.4	22.0
			PBR	10.2	9.0	9.0	8.9
	On Semiconductor	미국	매출액	7,082	5,956	6,298	6,940
			% YoY	*(14.2)*	*(15.9)*	*5.7*	*10.2*
			영업이익	1,974	1,091	1,348	1,855
			% YoY	*(25.9)*	*(44.7)*	*23.6*	*37.6*
			PER	15.8	21.8	17.2	12.1
			PBR	3.1	2.6	2.6	2.5
	NXP Semiconductors	미국	매출액	12,614	12,224	13,336	14,640
			% YoY	*(5.0)*	*(3.1)*	*9.1*	*9.8*
			영업이익	4,369	4,053	4,634	5,364
			% YoY	*(6.3)*	*(7.2)*	*14.3*	*15.8*
			PER	15.9	17.8	15.2	12.6
			PBR	5.8	5.0	4.4	4.1
AI 인프라	Arista Networks	미국	매출액	7,003	8,802	10,703	12,932
			% YoY	*19.5*	*25.7*	*21.6*	*20.8*
			영업이익	3,327	4,180	4,958	6,071
			% YoY	*27.8*	*25.7*	*18.6*	*22.4*
			PER	48.7	56.0	47.7	39.6
			PBR	13.9	15.7	12.0	9.1
	Astera Labs	미국	매출액	396	776	1,058	1,455
			% YoY	*242.2*	*95.9*	*36.2*	*37.5*
			영업이익	120	285	391	536
			% YoY	*(736.2)*	*138.7*	*37.0*	*37.1*
			PER	157.7	117.5	88.7	62.2
			PBR	23.7	25.6	20.1	15.2
	CoreWeave	미국	매출액	1,915	5,280	12,225	18,220
			% YoY	*NM*	*175.6*	*131.6*	*49.0*
			영업이익	356	819	2,690	4,568
			% YoY	*NM*	*130.0*	*228.6*	*69.8*
			PER	NM	NM	NM	62.9
			PBR	NM	19.7	21.2	15.6

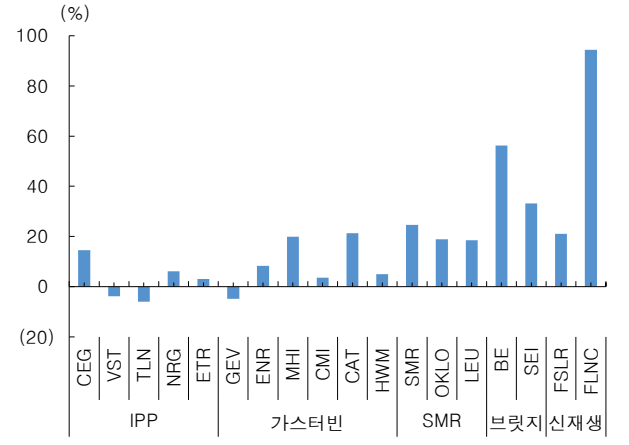
자료: Factset, 한국투자증권

3. 글로벌 에너지: 대장의 증설이 중요

GE Venova 어닝콜이 촉발한 전력 수요 둔화 우려

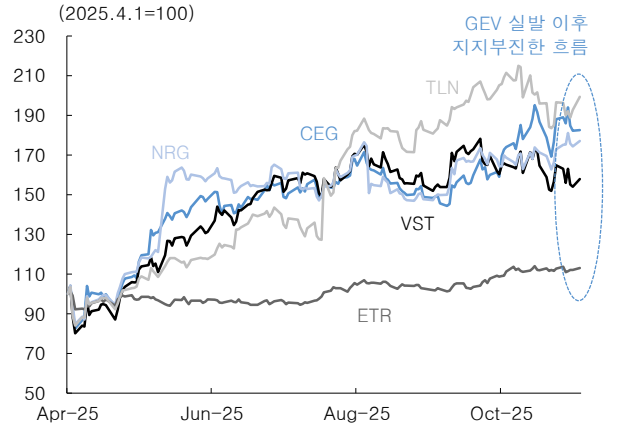
GE Vernova의 3분기 어닝콜에서 비롯된 전력 수요 둔화 우려로 인해 IPP(Independent Power Producer) 업종 주가 상승세가 둔화된 모습이다. GE Vernova의 3Q25 Power(Gas turbine) 부문 수주가 전년동기 대비 139% 증가해 강한 수요를 입증했음에도, 추가적인 가스터빈 Capacity 증설 계획(현재 계획은 3Q26까지 20GW로 확대)이 제시되지 않았기 때문이다. 현재 가스터빈 수주 잔고는 70GW로 경영진이 증설 조건으로 언급한 80~100GW까지 근접해 있다. 그럼에도 불구하고, 경영진은 '25년 CapEx가 정점을 찍을 것'이라고 밝히며 20GW 이상 추가 증설은 현재로선 고려치 않는다는 입장을 명확히 했다. GE Vernova의 이 같은 신중한 태도에 대해 시장은 추가 증설을 정당화할 만큼의 수요 시그널이 아직 확인되지 않기 때문이라고 해석하고 있다.

[그림 4] 주요 에너지 업체 10월 월간 주가 수익률: IPP보다는 브릿지, 신재생, 소형터빈 업체 주가 양호



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 5] IPP 업체 주가 추이



자료: 한국투자증권

전력 수요는 여전히 견조 IPP는 밸류에이션 부담 구간

하지만 현재 미국 내 전력 수요를 우려할 상황은 아니다. 수직 통합(발전, 송/배전) 유틸리티사 American Electric Power(AEP)가 CY3Q25 실적 발표에서 데이터센터 부하 증가에 대비해 향후 5년간 CapEx 집행 계획을 기존 가이던스 대비 33% 상향 조정했으며, 피크 부하(최대 수요)는 현재 37GW에서 2030년 65GW까지 증가할 것으로 전망했다. 소형터빈(CMI, CAT), 신재생(FSLR, FLNC) 등 원자력, 대체 발전 관련 종목들의 10월 주가 흐름은 상대적으로 견조했던 점 역시 전력 수요는 견조하다는 점을 방증한다. 따라서, 최근 IPP 업체 주가의 상승 탄력 둔화에는 밸류에이션 부담이 더 큰 영향을 줬을 것이라 판단한다. 실제로 주요 IPP 업체들의 12MF PER은 대체로 고점 부근이다[그림 3].

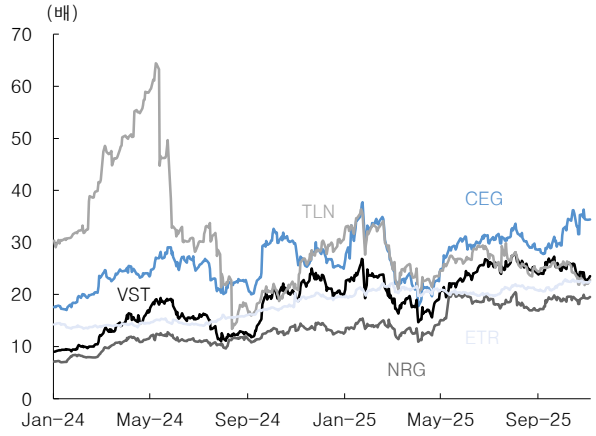
GE Vernova Investorday가 중요

Investor day(12/9 예정)에서 추가 증설 계획이 발표되거나, Power 부문 중장기 가이던스(현재 2028년 Power EBITDA 마진 18%)가 상향된다면 GE Vernova를 비롯한 IPP 업체의 주가 모멘텀이 재차 회복될 수 있을 것이다. 한편, 가스터빈 핵심 부품을 생산하는 Howmet Aerospace(HWM)가 26~27년 생산능력 확장을 위한 CapEx 증액 계획을 밝혔기 때문에, 증설에 있어서 부품 단에서의 병목은 점차 완화될 것이다. 따라서, 증설 여부가 수요의 강도를 더욱 강하게 대변할 것이기 때문에 12월 초 진행될 Investor day 내용이 중요할 전망이다. 반대로 말하면, 12월 초까지는 주요 IPP 업체들의 주가 흐름이 다소 밋밋할 수 있다.

NuScale top pick 제시

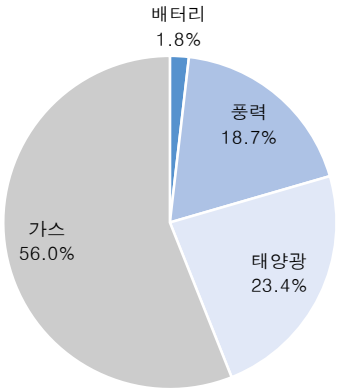
이번 달 Top pick도 NuScale Power로 제시한다. 전반적인 업종 센티먼트보다는 개별 이벤트에 집중하자는 판단이다. 1) 미일 무역협정 일환으로 일본 정부가 NuScale Power에 250억달러 규모의 Equity 투자를 진행할 것이라는 점, 2) 11월 진행될 TVA 이사회에서 PPA 체결이 가시화될 수 있다는 점에서 현금 유동성과 계약 부재 리스크를 해소해갈 수 있는 국면이라고 판단한다.

[그림 6] 24년 이후 IPP 12MF PER 추이: TLN 제외하고 고점 부근



자료: Factset, 한국투자증권

[그림 7] AEP: 미국 내 가스 중심 규제 유틸리티



자료: AEP, 한국투자증권

<표 4> 글로벌 에너지 Coverage Peer Valuation Table

(단위: 백만달러, 달러, 배)

				매출액	EBITDA	영업이익	순이익	EPS	P/S	P/E	P/B	EV/EBITDA
Costellation	주가	378	2024A	23,568	5,475	4,352	2,735	8.7	3.0	26.9	5.3	17.2
Energy	시가총액	117,999	2025F	23,609	5,141	4,007	2,933	9.3	5.0	40.4	8.3	24.3
			2026F	26,239	7,254	4,910	3,714	11.4	4.5	33.1	7.8	18.0
			2027F	27,482	8,074	5,641	4,280	13.1	4.3	28.9	7.5	16.1
			2028F	30,165	9,292	7,351	5,251	16.3	3.9	23.1	NM	13.8
Vistra Energy	주가	193	2024A	17,224	5,656	3,309	2,928	8.4	2.8	33.3	15.1	13.1
	시가총액	65,406	2025F	19,945	5,889	3,571	1,849	5.4	3.3	36.0	19.4	14.5
			2026F	22,519	7,086	4,889	2,905	8.8	2.9	22.0	12.3	12.0
			2027F	23,840	7,602	5,285	3,333	10.5	2.7	18.4	9.7	11.1
			2028F	23,080	8,193	5,608	3,747	12.7	2.8	15.2	6.1	10.0
Talen Energy	주가	414	2024A	2,115	770	226	998	17.7	5.2	37.6	6.7	53.1
	시가총액	18,893	2025F	2,249	1,010	474	210	4.9	8.4	84.7	13.7	23.7
			2026F	3,944	1,987	1,435	880	18.8	4.8	22.0	11.5	12.6
			2027F	4,258	2,204	1,659	1,041	22.7	4.4	18.2	8.3	11.1
			2028F	4,397	2,304	1,773	1,144	28.8	4.3	14.4	4.4	10.2
NRG Energy	주가	174	2024A	28,130	3,789	2,386	1,408	6.8	0.7	16.4	9.8	18.8
	시가총액	33,750	2025F	29,332	4,043	2,453	1,406	7.8	1.2	22.5	11.8	11.7
			2026F	32,723	5,076	3,124	1,738	9.0	1.0	19.4	9.6	10.0
			2027F	34,173	5,511	3,600	2,023	10.7	1.0	16.3	7.6	9.1
			2028F	38,164	6,133	4,110	2,388	12.8	0.9	13.6	NM	8.0
Entergy	주가	97	2024A	11,880	4,664	2,651	1,577	3.7	2.7	24.8	2.2	12.2
	시가총액	43,262	2025F	12,814	5,614	3,363	1,751	3.9	3.4	24.8	2.5	13.3
			2026F	13,731	6,364	3,921	2,010	4.4	3.2	22.1	2.3	12.5
			2027F	14,704	7,051	4,478	2,284	4.9	2.9	19.8	2.2	11.8
			2028F	15,830	7,784	4,936	2,613	5.5	2.7	17.8	2.0	11.4
NextEra Energy	주가	82	2024A	24,753	12,941	7,479	7,063	3.4	5.9	22.2	2.9	18.1
	시가총액	170,316	2025F	28,437	16,689	10,279	7,587	3.7	6.0	22.3	3.0	16.4
			2026F	31,181	18,908	11,645	8,227	3.9	5.5	20.8	2.8	15.1
			2027F	33,854	20,544	12,891	8,996	4.2	5.0	19.6	2.6	14.5
			2028F	36,180	22,756	14,010	9,905	4.6	4.7	17.7	2.0	13.6
GE Vernova	주가	581	2024A	34,935	2,035	1,140	455	1.6	2.6	48.6	9.5	90.7
	시가총액	157,708	2025F	37,284	3,321	1,923	2,058	7.3	4.2	79.2	14.7	45.1
			2026F	41,341	5,265	3,916	3,486	12.7	3.8	45.7	12.0	28.3
			2027F	47,121	7,434	5,880	4,955	18.3	3.3	31.7	9.6	19.5
			2028F	52,170	9,448	7,934	6,577	24.6	3.0	23.6	7.0	14.9
Siemens Energy	주가	127	2024A	37,369	3,942	2,304	1,284	1.5	2.6	24.1	2.9	23.9
	시가총액	109,119	2025F	44,958	4,297	2,503	1,584	1.8	4.2	69.1	8.7	24.0
			2026F	48,978	6,351	4,571	3,130	3.5	3.8	35.8	7.2	15.8
			2027F	54,029	7,869	6,032	4,137	4.8	3.3	26.4	6.1	12.6
			2028F	59,677	9,121	7,426	5,272	6.1	3.0	20.9	5.4	10.6
Centrus Energy	주가	343	2024A	442	59	48	73	4.5	2.5	14.9	6.9	52.1
	시가총액	6,245	2025F	463	98	84	84	4.6	13.5	74.1	17.5	60.5
			2026F	498	92	77	73	3.9	12.5	87.2	15.9	64.7
			2027F	529	104	83	82	4.5	11.8	75.8	10.6	56.9
			2028F	524	100	64	84	4.8	11.9	71.8	4.7	47.6
NuScale Power	주가	41	2024A	37	(137)	(139)	(137)	(1.5)	45.1	NM	8.0	NM
	시가총액	11,632	2025F	43	(197)	(151)	(96)	(0.6)	269.8	NM	12.1	NM
			2026F	144	(182)	(177)	(74)	(0.6)	80.6	NM	12.1	NM
			2027F	286	(228)	(187)	(89)	(0.5)	40.6	NM	13.0	NM
			2028F	680	(148)	(124)	(17)	(0.2)	17.1	NM	8.7	NM
Oklo	주가	127	2024A	0	(53)	(53)	(74)	(0.7)	NM	NM	11.7	NM
	시가총액	18,698	2025F	0	(89)	(92)	(77)	(0.6)	NM	NM	29.2	NM
			2026F	4	(95)	(101)	(86)	(0.6)	5,316.4	NM	28.4	NM
			2027F	17	(96)	(107)	(92)	(0.4)	1,107.5	NM	29.1	NM
			2028F	30	(67)	(76)	(66)	(0.5)	614.9	NM	38.6	NM

주: 1. 11월 3일 종가 기준, Non-GAAP 기준, 2. Siemens Energy는 달러 기준
자료: 한국투자증권

4. 글로벌 모빌리티: 관세 완화와 자율주행

관세 상쇄 정책으로 관세 부담 완화

10월 17일 트럼프 행정부는 미국 내 자동차 및 엔진 조립 공장을 대상으로 관세 상쇄 정책(MSRP Offset 프로그램)을 공식 발표했다. 이 제도는 미국 내에서 조립된 차량의 권장소비자가격(MSRP)의 3.75%에 해당하는 금액을 관세 상쇄 크레딧으로 인정하는 것으로, 수입 부품 관세로 인한 제조사 부담을 완화하고 국내 생산 경쟁력을 높이기 위한 목적을 갖는다. 적용 기간은 2025년부터 2030년까지이며, 이번 조치를 통해서 GM을 비롯한 미국 완성차 업체들에게 직접적인 관세 완화 효과를 제공한다.

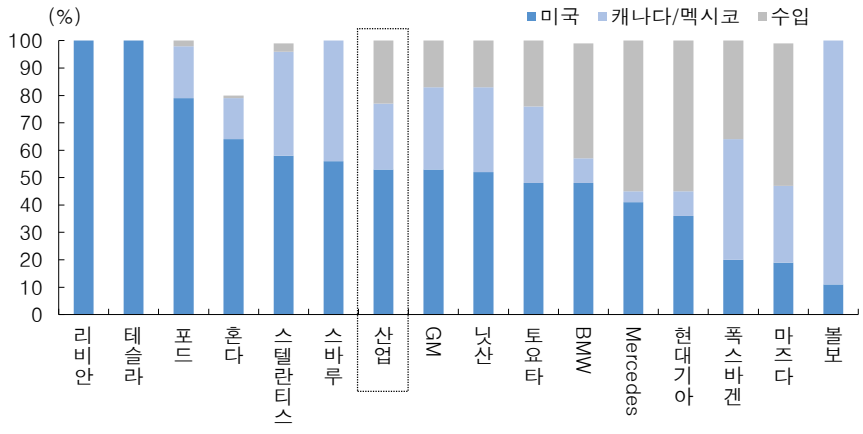
GM과 포드는 정책 변경으로 순 관세 영향을 하향 조정

GM은 관세 상쇄 정책을 통해 2025년 연간 관세 총 영향을 기존 40~50억달러에서 35~45억달러로 하향 조정했다. 포드는 순 관세 영향은 트럼프 행정부가 발표한 관세 상쇄 정책으로 인해 기존 추정치인 20억달러에서 10억달러로 축소했고, 4Q25에는 정책 변경에 따른 10억달러 환입이 발생할 예정이다. 2026년에도 유사한 수준의 순 관세 영향이 예상되며, 부품, 철강·알루미늄 관세 등이 잔존 리스크다.

테슬라: 관세 상쇄 정책의 최대 수혜주

테슬라는 미국에서 판매되는 차량의 100%가 미국 내 생산되기 때문에, 이번 관세 상쇄 정책의 최대 수혜주로 평가된다. 또한 테슬라 차량은 업계 내에서 가장 높은 미국산 부품 비중(약 85%)을 보유하고 있으며, 대부분 USMCA 기준을 충족한다. 기존 MSRP 환급 제도는 비(非)USMCA 부품에 대한 관세 부담을 대부분 상쇄해왔으며, 이번 환급 기간 연장 조치로 향후 관세 영향이 더욱 완화될 전망이다. 또한 테슬라는 철강 및 알루미늄 조달 구조 측면에서도 추가적인 원자재 비용 절감 효과를 볼 가능성이 있다.

[그림 8] 2024년 기준 글로벌 주요 완성차 원산지별 미국 판매량 구성



자료: Bloomberg, 한국투자증권

역풍 속에서도 자율주행이 가치 격차 확대

글로벌 수요 둔화와 관세 불확실성 속에서도 ADAS와 자율주행 기술은 완성차 간 가치 격차를 확대시키는 핵심 요인으로 작용할 것이다. 2025년부터 자율주행 산업은 본격적인 성장 궤도에 진입했으며, L2~L3 단계의 보급이 확산되는 가운데 L4 자율주행은 로보택시와 플릿 중심으로 상용화가 가속화되고 있다. 중국은 중저가 차량을 중심으로 자율주행 기능을 빠르게 확산시키며 시장 저변을 확대하고, 미국은 테슬라를 중심으로 대규모 주행 데이터와 AI 학습 구조 기반으로 기술 리더십을 강화하고 있다.

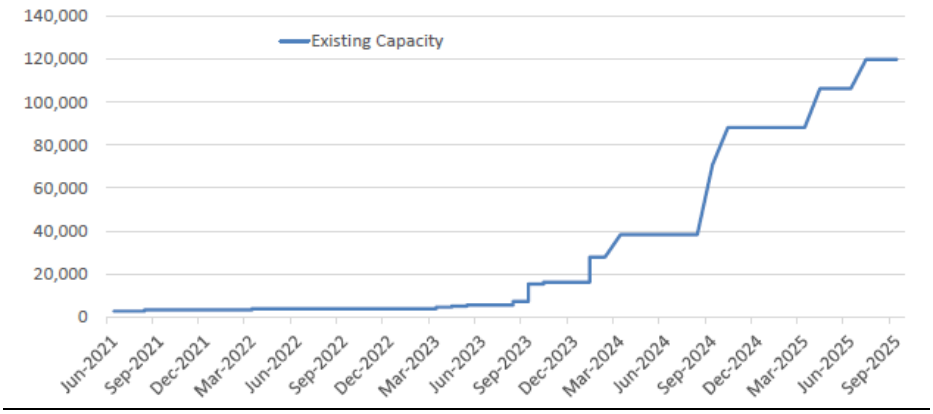
기존 대비 10배 확대된 파라미터 기반의 V14 공개

테슬라는 End-to-End 신경망을 채택하며 학습 과정에서 파라미터 규모를 기하급수적으로 확장해 왔다. 이번 FSD v14는 기존 대비 약 10배 확대된 파라미터를 기반으로 주행 판단 능력이 한층 정교해질 것으로 기대되며, 일론 머스크는 인간 운전자보다 2~3배 더 안전할 수 있다고 강조했다. 단순히 파라미터 수 증가가 아니라, 메모리 대역폭 병목 문제를 해결하면서 확장한다는 점을 강조했으며, 이는 FSD 소프트웨어의 정확도와 처리 능력을 실질적으로 끌어올리기 위한 조치로 해석된다.

AI 인프라 투자 지속: H100 GPU 기준 8.1만개

테슬라는 FSD V14가 V12 이후 가장 큰 폭의 개선이 될 것이라고 언급했으며, 이번 버전은 로보택시용 FSD 모델의 상당 부분을 일반 소비자용으로 통합했다. 이러한 성능 향상을 안정적으로 구현하기 위해서는 대규모 AI 인프라 투자가 필수적이다. 테슬라는 3Q25 실적 발표에서 전체 AI 훈련 인프라는 H100 GPU 기준 환산 시 총 81,000개 규모로 확충했다고 발표했다. 이러한 고성능 클러스터를 기반으로 테슬라는 FSD 학습과 로보틱스 기반 모델의 고속 반복 훈련이 가능한 환경을 구축하고 있다.

[그림 9] 테슬라의 AI 학습용 처리 능력 확장 추이

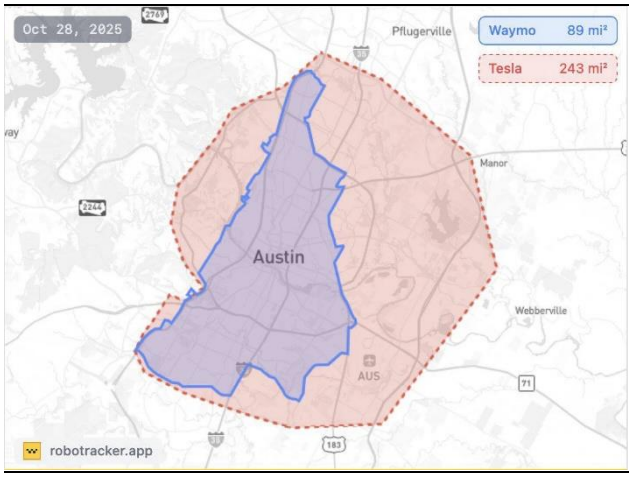


자료: Tesla, 한국투자증권

오스틴과 캘리포니아 지역의 지오펜스 확장세

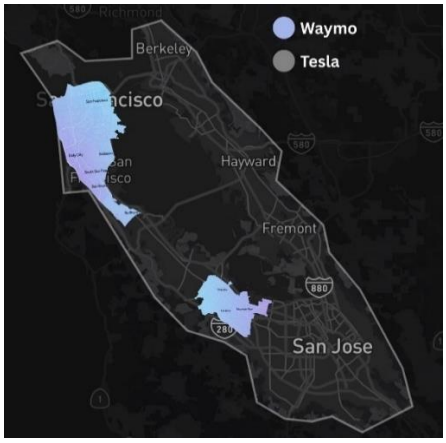
또한 테슬라는 3Q25 실적발표에서 FSD V14가 비감독형 FSD에 근접했다고 강조했고, 연내 오스틴에서 안전 동승자 없는 로보택시 서비스를 개시하고, 2025년 말까지 8~10개 도시로 확대할 계획이라고 밝혔다. 오스틴(Austin) 지역에서 로보택시 서비스의 운행 구역과 차량 수를 모두 확대했으며, 샌프란시스코 베이 지역에서 라이드헤일링 서비스를 새롭게 시작했다.

[그림 10] 테슬라와 웨이모의 오스틴 로보택시 지오펜스



자료: x, 한국투자증권

[그림 11] 글로벌 자율주행 레벨별 신차 판매 전망



자료: x, 한국투자증권

2026년 사이버캡 양산을 통한 로보택시 사업 BEP 달성 기대

글로벌 무역 환경과 정책 불확실성에도 불구하고, 사이버캡, 세미트럭, 메가팩 3의 2026년 양산 목표를 유지한 점은 고무적이다. 사이버캡이 플릿의 일부를 보완하면서 차량 공급 병목을 완화할 것으로 보인다. 웨이모는 현재 라이드헤일링 업체와 비교시 1회 운행 당 12달러의 손실을 보고 있을 것으로 추정한다. 로보택시의 UE 손익분기점 달성을 위해서는 〈표 14〉와 같이 저가 차량을 도입하는 것이 필수적이며, 차량 가격이 3만달러 이하로 떨어져야 한다. 이는 테슬라 사이버캡의 가격 목표인 3만달러와 일치한다. 이에 테슬라를 글로벌 자율주행 산업 내 Top-pick으로 유지한다.

<표 5> 차량가격이 3만달러 이하로 떨어져야 손익분기점에 도달 (단위: 달러)

	회당 기준	마일 기준
총운임	15.88	1.76
차량 감가상각	1.80	0.20
자율주행 기술 감가상각	0.90	0.10
차량 금융 비용	0.43	0.05
감가상각 및 금융비용 합계	3.13	0.35
보험료	1.50	0.17
충전비	0.45	0.05
유지보수비	0.45	0.05
원격 모니터링 인력	0.45	0.05
부동산 비용	0.45	0.05
기타 변동비	0.45	0.05
고정비 (R&D, G&A)	9.00	1.0
총 비용	15.88	1.76
이익	0.00	1.76
이익률	0%	0%

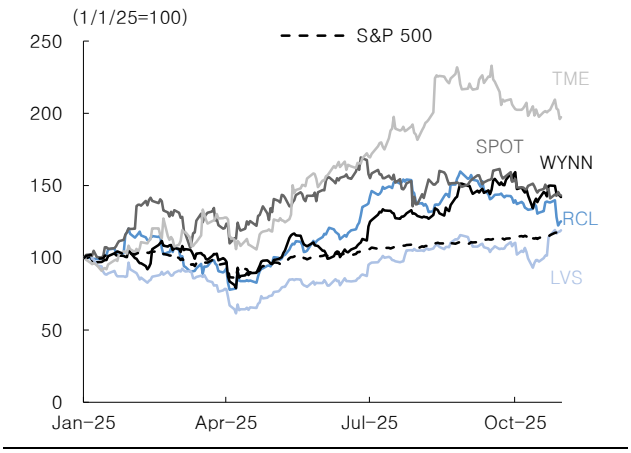
주: 1회 운행을 평균 9마일로 가정
자료: 한국투자증

5. 글로벌 엔터/레저: 시장이 주목하지 않았던 종목들의 반등

주가에 기대감이 선반영 안 된 종목 중심 반등

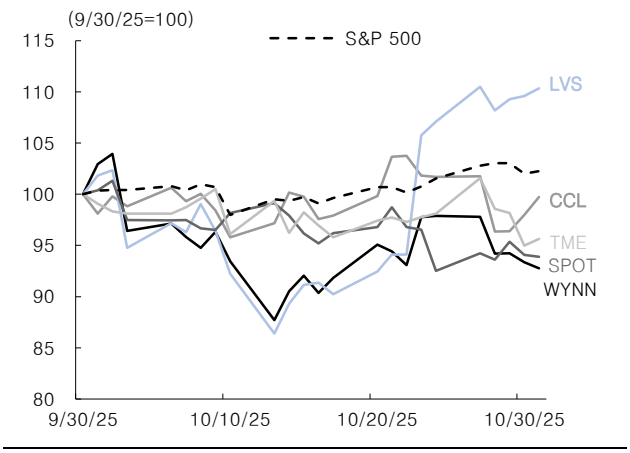
3분기 이후 매크로 불확실성이 지속되며 상대적 업종 선호도가 경기 방어적 성격의 산업으로 이동하였고, 이에 따라 엔터/레저 섹터는 전반적으로 부진한 흐름을 보였다. 상반기 실적이 예상보다 양호하게 발표된 이후 기대감이 높아진 만큼, 이번 조정 기간은 1분기 미국 소비심리 둔화 국면에서 나타났던 것보다 길어지고 있는 모습이다. 다만 업종 내에서 기대감이 상대적으로 선반영되지 않았던 라스베가스 샌즈(LVS US)와 카니발(CCL US)은 실적발표 이후 견조한 주가 흐름을 나타냈다. 이러한 흐름을 고려할 때, 이번 달에도 시장 내 관심이 제한적이었던 저평가 기업들을 중심으로 주가 개선 흐름이 이어질 것으로 판단된다.

[그림 12] 글로벌 레저 업종 YTD 수익률 Top 5



주: 10/31 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 13] 글로벌 레저 업종 1M 수익률 Top 5



주: 10/31 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

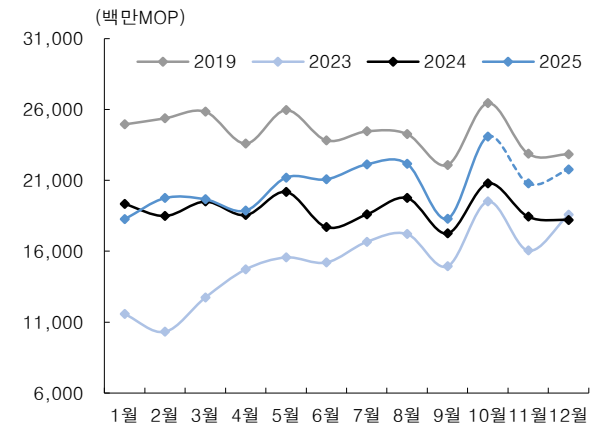
2025년 마카오 게임 매출 전년대비 10% 성장 전망

그중에서도 연말 주가 상승 모멘텀이 충분히 남아 있는 카지노 섹터에 주목할 필요가 있다. 마카오 시장 회복세는 연초부터 시작됐지만, 11/3일 발표된 10월 게임 매출은 예상대로 팬데믹 이후 최고치를 재차 경신했다. 10월까지 누적 게임 매출은 2,054.3억MOP(+8.0% YoY)으로, 연초 low single-digit 성장을 전망하던 시장 컨센서스를 이미 상회한 수준이다. 2025년 게임 매출은 2,479.6억MOP(+9.3% YoY)으로 예상되며, 이는 마카오 시장의 본격적인 반등을 입증하는 지표다.

Top Pick: LVS US

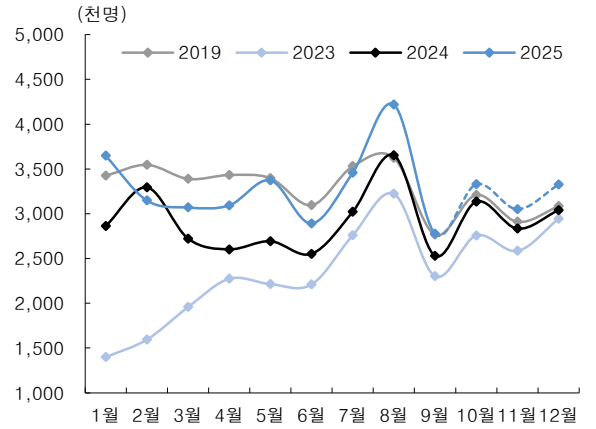
마카오 내 독보적인 이벤트 시설을 보유하고 있으며 호텔 객실 점유율 35%를 안정적으로 유지하고 있는 LVS는 이번 회복 국면에서 가장 큰 수혜가 예상된다. 빠른 회복세가 확인되고 있는 마카오에 더해 시장에서 상대적으로 간과하던 싱가포르 카지노 시장에서도 서프라이즈가 지속되고 있기 때문이다. 3분기 싱가포르 EBITDA는 전년대비 83% 증가했고, 올해 연간 목표치였던 25억달러 중 이미 21.2억달러를 달성해 목표 초과 달성이 유력해졌다. VIP 매출은 전년대비 282% 급증했고, Mass 부문 역시 44% 증가했다. 싱가포르 시장을 과점하고 있는 LVS의 수혜는 지속될 것이다. 섹터 내 최선호주로 제시한다.

[그림 14] 마카오 월별 GGR 추이 및 전망



주: 11~12월 GGR은 전망치. 2019, 2023, 2024년 3개년 동월 MoM 평균 성장률 가정
자료: DICJ, 한국투자증권

[그림 15] 마카오 월별 관광객 추이 및 전망



주: 10~12월은 전망치. 2019, 2023, 2024년 3개년 동월 MoM 평균 성장률 가정
자료: DSEC, 한국투자증권

<표 6> 카지노 커버리지 기업 글로벌 peer valuation

(단위: 십억달러, %, 배, 달러)

종목				매출액	영업이익	OPM	순이익	PER	PBR	EPS	BPS	EV/EBITDA	ROE
WYNN	주가 (11/3, 달러)	126	2023A	6,532	840	12.9	462	11.0	NM	4.1	(2.2)	9.9	NM
	시가총액(백만달러)	13,073	2024A	7,128	1,133	15.9	664	14.9	NM	6.0	(2.1)	8.4	NM
			2025F	7,041	1,225	17.4	512	26.2	NM	4.8	(4.5)	10.3	NM
			2026F	7,347	1,347	18.3	614	21.3	NM	5.9	(1.9)	9.7	NM
LVS	주가 (11/3, 달러)	62	2023A	10,372	2,313	22.3	1,423	26.3	9.0	1.9	5.5	12.2	30.5
	시가총액(백만달러)	41,738	2024A	11,298	2,402	21.3	1,673	22.4	12.8	2.3	4.0	11.8	41.3
			2025F	12,650	3,059	24.2	1,966	20.9	16.0	3.0	3.9	11.4	76.0
			2026F	13,364	3,438	25.7	2,166	19.0	11.8	3.3	5.2	10.6	89.6
MGM	주가 (11/3, 달러)	32	2023A	16,164	1,891	11.7	1,142	11.7	3.8	2.7	11.7	9.4	26.4
	시가총액(백만달러)	8,788	2024A	17,241	1,490	8.6	804	13.2	3.4	2.6	10.3	8.5	21.8
			2025F	17,333	1,165	6.7	668	14.7	2.8	2.2	11.3	2.9	24.1
			2026F	17,596	1,614	9.2	775	14.0	2.3	2.3	13.7	2.8	30.2

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

6. 크립토/디지털 자산: 자산 거래 증대 수혜 기대

미국 내 디지털 자산 관련 규제 완화, 규율 명확화로 관련 기업 부각 예상

미국 내에서는 디지털 자산과 관련된 규제가 완화되고, 규율이 명확해지고 있다. 2025년 7월 트럼프 대통령이 스테이블 코인을 규율하는 최초의 연방법안인 지니어스 법안(GENIUS Act)에 서명했다. 스테이블 코인이 기술 중 하나에 그치는 것이 아니라 디지털 자산 시장을 주도하고 달러 패권을 강화시키는 수단이 된 것으로 평가된다. 클래리티 법안, 반 CBDC 법안 등도 구체화되며 디지털 자산 및 결제 산업을 둘러싼 변화가 본격화될 것으로 예상된다.

단기적으로는 디지털 자산과 관련한 산업이 다각화되는 점이 부각되겠으나, 중장기적으로는 미국의 새로운 성장 산업이 구체화되는 시기라는 점에 주목해야 한다고 판단한다. 디지털 자산과 관련한 거래/관리 등의 산업이 활성화되고, 규제들이 완화/명확해지며 관련 기업들의 사업 영역이 확대될 것으로 예상되기 때문이다.

스테이블 코인의 제도권 편입은 결제 수단이 다각화되고, 금융 인프라를 새롭게 구축하고, 새로운 상품 거래가 늘어나는 요인이 될 것으로 예상되는 점도 미국 기업에게는 기회가 될 것으로 예상한다.

<표 7> 미국의 대표적 디지털 자산 관련 법안

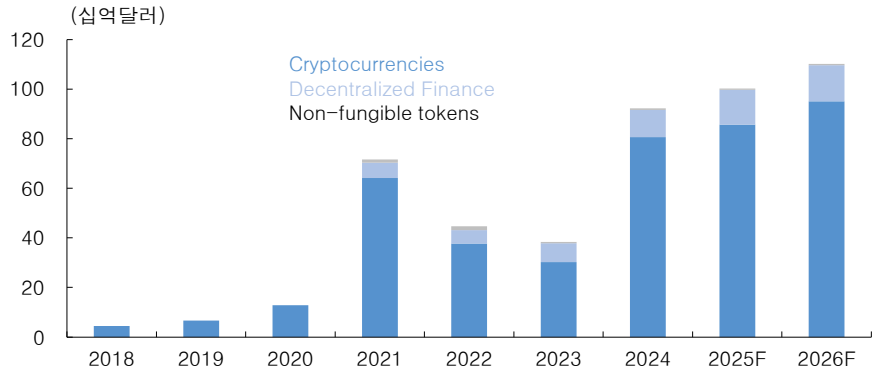
구분	클래리티 법안	반 CBDC 법안	지니어스 법안
진행 상황	하원통과(25/7/17) 공화당은 2026 년 중 법안 통과를 목표	하원통과(25/7/17)	상원통과(25/6/17) 하원통과(25/7/17) 대통령서명(25/7/18)
목적	디지털 자산 법적 성격 및 감독권 명확화	연준의 CBDC 발행 및 운영 전면금지	스테이블 코인 발행 및 감독체계 수립
시사점/영향	- 가상자산을 증권형 토큰, 상품형 디지털 자산, 허가된 스테이블 코인 등으로 분류 규제 기관 관할권 명확화 - SEC/CFTC 의 규제를 대부분 철폐. 감독 권한 명확화 - 공화당은 클래리티 법안을 토대로 상위 법안 시도	- 연준이 개인에게 직접/간접적으로 CBDC 를 발행하거나 개인 계좌 운영하는 것을 금지 - 디지털 자산 시장구조법안에 병합하는 방안도 논의	- 스테이블 코인에 대한 정의, 발행요건 등이 구체화. 제도적 기반을 마련 - 스테이블 코인(Payment Stablecoin)에 대한 포괄적인 체계 정립. 즉시 상환 및 우선변제권, 마케팅 금지 - 외국 발행인의 미국내 스테이블 코인 공개/유통 자격 심사 - 스테이블코인 시장 확대가 국가간 결제 효율성 증대시키는 등 금융 혁신 기회 제공할 것으로 기대

자료: 한국투자증권

디지털 자산 거래 수요 증가 수혜 업체 주목 필요

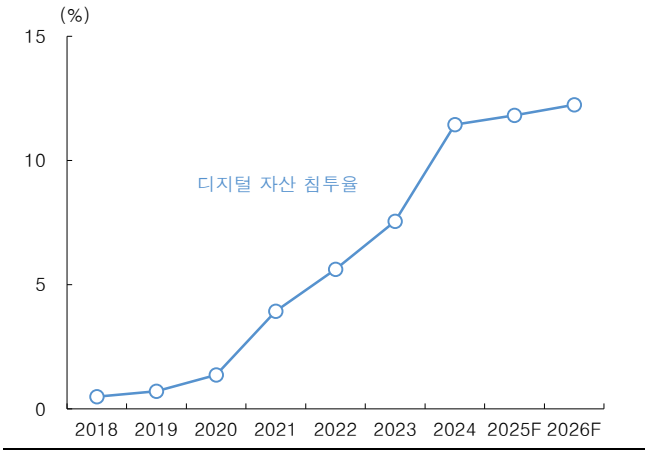
다양한 규제들은 2026년에도 논의되겠으나, 미국 금융/거래소 기업들이 이미 새로운 상품들 출시에 적극적으로 나서고 있고, 미국 금융 시장에 접근할 수 있는 방식들이 다양해지고 있다는 점도 유동성 개선 차원에서 긍정적인 요인이라고 판단한다. 디지털 자산 관련 기업으로는 코인베이스, 서클 인터넷, 캘럭시 디지털, 로빈후드 등이 있으며 해당 기업 중에서도 최근 실적을 발표한 코인베이스를 점검했다.

[그림 16] 글로벌 디지털 자산 매출 규모



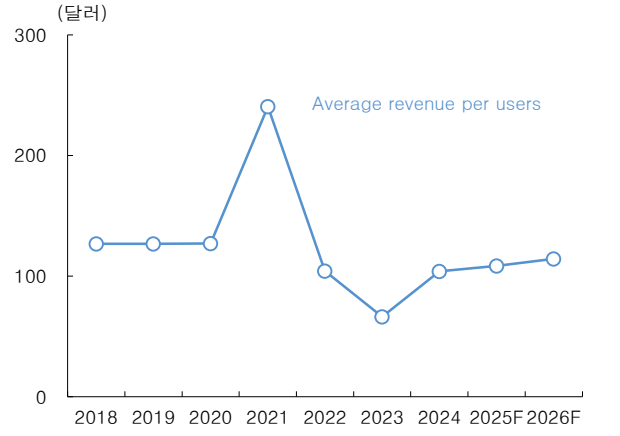
자료: Statista, 한국투자증권

[그림 17] 글로벌 디지털 자산 침투율



자료: Statista, 한국투자증권

[그림 18] 이용자당 디지털 자산 매출



자료: Statista, 한국투자증권

<표 8> Peer Valuation

(단위: 백만달러, 달러, %, 배)

종목				매출액	영업이익	영업이익률	순이익	PER	PBR	EPS	BPS	EV/ EBITDA	ROE
코인베이스 글로벌	주가 (11/3, 달러)	330.4	2024A	6,564	2,307	35.1	2,579	25.1	6.1	10.4	40.5	24.2	31.2
	시가총액 (십억달러)	89.2	2025F	7,400	1,788	24.2	2,287	47.7	6.4	6.9	51.5	29.0	16.7
			2026F	8,732	2,552	29.2	2,015	47.4	6.1	7.0	54.2	24.1	12.4
			2027F	9,275	3,131	33.8	2,214	43.9	5.6	7.5	59.1	21.2	13.2
로빈훗 마케츠	주가 (11/3, 달러)	147.1	2024A	2,951	1,054	35.7	1,411	24.4	4.1	1.6	9.0	28.8	19.2
	시가총액 (십억달러)	130.7	2025F	4,310	1,970	45.7	1,693	79.1	15.1	1.9	9.8	55.0	20.0
			2026F	5,193	2,572	49.5	2,083	64.8	12.8	2.3	11.5	43.6	22.6
			2027F	5,884	3,093	52.6	2,467	57.0	10.7	2.6	13.7	38.0	22.4
서클 인터넷 그룹	주가 (11/3, 달러)	117.9	2024A	1,676	167	10.0	156	-	-	2.9	9.3	-	9.8
	시가총액 (십억달러)	27.2	2025F	2,655	(128)	(4.8)	(330)	-	14.1	(2.0)	8.4	52.2	(10.0)
			2026F	3,287	364	11.1	277	89.8	15.1	1.3	7.8	43.2	11.5
			2027F	4,619	746	16.2	552	48.3	11.3	2.4	10.5	26.8	17.0
갤럭시 디지털	주가 (11/3, 달러)	34.9	2024A	1,155	476	41.3	365	7.1	2.6	1.1	6.6	10.4	18.0
	시가총액 (십억달러)	13.8	2025F	818	107	13.1	159	210.1	4.2	0.2	8.3	141.2	-
			2026F	16,867	(22)	(0.1)	(82)	-	4.0	(0.2)	8.8	206.4	-
			2027F	30,459	10	0.0	332	323.0	-	0.1	-	34.7	-
비트마인 이머션 테크놀로지스	주가 (11/3, 달러)	42.9	2024A	3	(2)	(73.9)	(3)	-	7.1	(1.4)	1.6	-	(63.7)
	시가총액 (십억달러)	12.2	2025F	7	(3)	(39.7)	(3)	-	-	(0.5)	-	-	-
			2026F	8	(2)	(23.2)	(2)	-	-	0.0	-	-	-
			2027F	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
파워플리트/뉴저지스	주가 (11/3, 달러)	5.1	2024A	363	(26)	(7.1)	(51)	-	1.6	(0.4)	3.3	45.1	(17.7)
	시가총액 (십억달러)	0.7	2025F	433	22	5.2	(3)	23.3	-	0.2	-	8.7	-
			2026F	476	58	12.2	36	13.2	-	0.4	-	6.8	-
			2027F	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
사이퍼 마이닝	주가 (11/3, 달러)	22.8	2024A	151	(44)	(28.9)	(45)	-	2.4	(0.1)	1.9	27.0	(7.6)
	시가총액 (십억달러)	9.0	2025F	260	(109)	(41.8)	(117)	-	9.8	(0.3)	2.3	80.5	(18.2)
			2026F	437	(118)	(27.1)	(116)	-	10.0	(0.3)	2.3	35.7	(47.9)
			2027F	702	30	4.3	94	615.1	11.8	0.0	1.9	19.5	(86.3)
마라 홀딩스	주가 (11/3, 달러)	17.8	2024A	656	306	46.6	541	-	1.4	1.9	12.1	10.6	18.8
	시가총액 (십억달러)	6.6	2025F	986	329	33.3	166	219.9	1.4	0.1	12.6	8.2	(2.9)
			2026F	1,176	117	9.9	(6)	-	1.2	(0.5)	14.8	14.8	(12.1)
			2027F	1,315	41	3.1	71	-	0.7	(0.9)	24.1	15.4	(12.6)

주: 11/3 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

미국 추천 기업

아마존(AMZN US)

TSMC(TSM US)

뉴스케일 파워(SMR US)

테슬라(TSLA US)

라스베가스 샌즈(LVS US)

코인베이스 글로벌(COIN US)

아마존(AMZN US)

주가(11/3, 달러)	254.0
시가총액(십억달러)	2,715.3
발행주식수(백만)	10,690.2
52주 최고/최저가(달러)	258.6/161.4
일평균 거래대금(6개월, 백만달러)	9,783.4
유동주식비율(%)	89.6
주요주주(%)	
제프 베조스	9.0
VANGUARD GROUP	8.0

	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2022A	513,983	33,132	16,901	0.1	(98.3)	73,836	-	12.7	5.9	(1.9)	0.0
2023A	574,785	61,642	54,421	2.9	2800.0	109,538	52.4	15.2	7.9	15.0	0.0
2024A	637,959	91,367	82,022	5.5	89.7	143,399	39.7	16.7	8.2	20.7	0.0
2025F	712,413	103,115	96,390	6.9	25.5	166,992	36.3	16.8	7.2	19.8	0.0
2026F	790,722	124,916	101,692	7.9	14.5	200,733	32.7	14.0	5.9	18.0	0.0

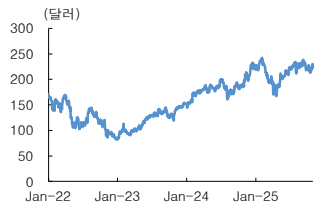
자료: Bloomberg, 한국투자증권

걱정거리에서 기대주로

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	15.7	33.7	28.3
상대주가(%p)	13.4	11.0	7.3

주가추이



자료: Bloomberg

3Q25 실적은 예상외로 선전: 아마존의 3Q25 실적은 예상보다 견조했다. 매출액(1,802억달러, +13%, 이하 모두 YoY 기준)과 EPS(1.95달러, +36%)는 컨센서스를 각각 1%, 24% 상회했다. 영업이익(174억달러, +6%) 또한 38억달러에 달하는 일회성 요인(FTC와의 합의금 25억달러, 구조조정 비용 18억달러)을 제외하면 217억달러로 시장 기대치(197억달러)를 넘어섰다. AWS 매출 성장률이 20.2%로 22년 이후 가장 높아진 점이 무엇보다 고무적이다. 신사업으로 육성 중인 광고 매출도 24% 늘어나며 기대보다 견조했다. Online Stores(+10%), 3rd Party Seller Services(+12%), Subscription(+12% YoY) 매출은 예상보다 견조했고, Physical Stores(+7% YoY) 성장률은 기대에 부합했다.

높아진 AWS 성장률, 광고 부문 순항을 긍정적으로 평가: 아마존은 4Q25 가이던스를 매출액 2,095억달러(+11.5% YoY), 영업이익률 11.2%로 제시했다. 매출액은 기존 컨센을 소폭 상회, 영업이익률은 소폭 하회하는 수치다. 이번 실적에서 긍정적인 부분은 크게 2가지다. 1) 3Q25 AWS 매출 증가율이 20.2%(+2.7%p QoQ) 높아졌다. AWS 영업이익률이 34.6%로 견조한 수준이 유지되며 성장률이 높아진 점이 고무적이다. 앤트로픽을 중심으로 Trainium 2 칩 도입이 확산됐고, 성능이 40% 개선된 Trainium 3 출시도 준비 중이다. 아마존의 전력/데이터센터 capa는 현재 22년 대비 2배 증가한 바 있는데, 2027년까지 capa를 다시 2배 확대하며 AI 수요 증가에 대비할 예정이다. 아마존이 2025년 Capex 가이던스를 1,250억달러(+51%)로 컨센(1,175억달러) 대비 높게 제시한 것도 같은 맥락으로 해석할 수 있다. AI 투자가 늘어도 타 빅테크 대비 수익성 방어가 잘 될 것이라는 점이 중요하다. 2) 광고 부문 성과가 견조하다. Prime Video 광고 도입, Rufus AI(쇼핑 에이전트) 도입으로 구매 전환율이 높아지는 점에 주목해야 한다.

높아진 AWS 성장률, 광고 부문 순항을 긍정적으로 평가: 1) 높아진 AWS 성장률, 2) 예상보다 견조한 광고 부문 성장세, 3) 이커머스 마진 개선으로 전사 수익성이 방어되는 점은 아마존에 대한 시장의 우려를 완화시키기에 충분하다고 판단한다. OpenAI와 AI 인프라 계약을 체결하며 클라우드 부문에 대한 기대가 한층 높아진 점도 플러스 요인이다.

이동연
dy.lee@koreainvestment.com

김미래
miraekim@koreainvestment.com

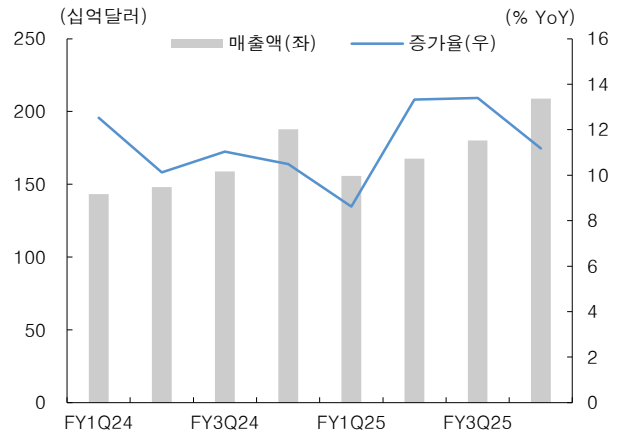
<표 9> 분기 실적 추이

(단위: 백만달러, % YoY, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
매출액	143,313	147,977	158,877	187,792	155,667	167,702	180,169	208,777
% YoY	*12.5*	*10.1*	*11.0*	*10.5*	*8.6*	*13.3*	*13.4*	*11.2*
North America	86,341	90,033	95,537	115,586	92,887	100,068	106,267	126,428
% YoY	*12.3*	*9.1*	*8.7*	*9.5*	*7.6*	*11.1*	*11.2*	*9.4*
International	31,935	31,663	35,888	43,420	33,513	36,761	40,896	49,457
% YoY	*9.7*	*6.6*	*11.7*	*7.9*	*4.9*	*16.1*	*14.0*	*13.9*
AWS	*25,037*	*26,281*	*27,452*	*28,786*	*29,267*	*30,873*	*33,006*	*34,255*
% YoY	*17.2*	*18.7*	*19.1*	*18.9*	*16.9*	*17.5*	*20.2*	*19.0*
EBITDA	26,991	26,710	30,853	36,834	32,667	34,398	36,252	42,472
EBITDA 마진	*18.8*	*18.1*	*19.4*	*19.6*	*21.0*	*20.5*	*20.1*	*20.3*
영업이익	15,307	14,672	17,411	21,203	18,405	19,171	17,422	24,200
영업이익률	*10.7*	*9.9*	*11.0*	*11.3*	*11.8*	*11.4*	*9.7*	*11.6*
순이익	10,431	13,485	15,328	20,004	17,127	18,164	21,187	20,397
순이익률	*7.3*	*9.1*	*9.6*	*10.7*	*11.0*	*10.8*	*11.8*	*9.8*

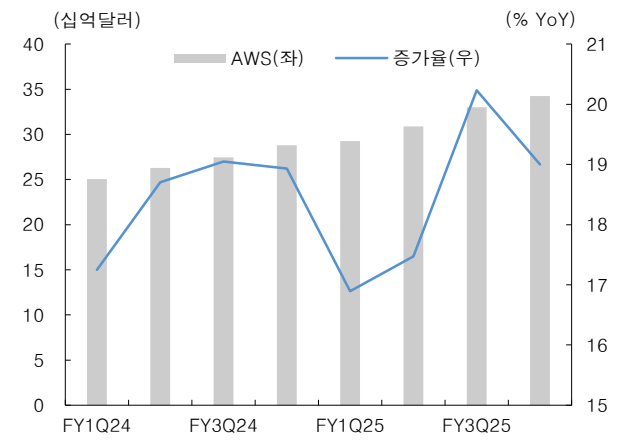
주: GAAP 기준 / 자료: 아마존, Factset, 한국투자증권

[그림 19] 3Q25 매출 +13.4% YoY 증가



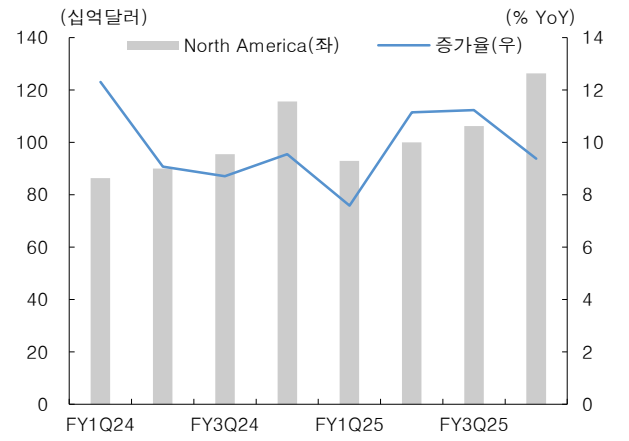
자료: 아마존, Factset, 한국투자증권

[그림 20] 3Q25 AWS 매출 +20.2% YoY 증가



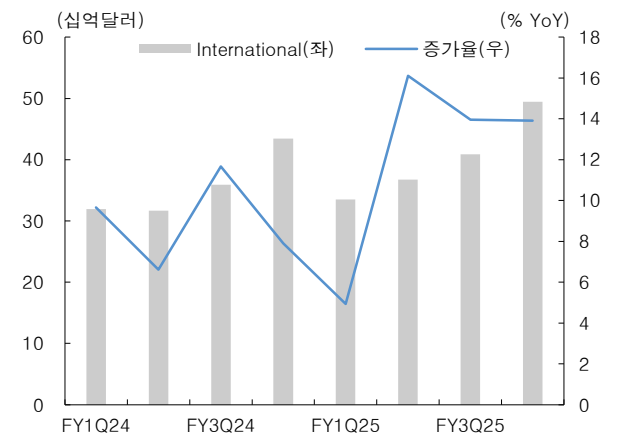
자료: 아마존, Factset, 한국투자증권

[그림 21] 3Q25 North America 매출 +11.2% YoY 증가



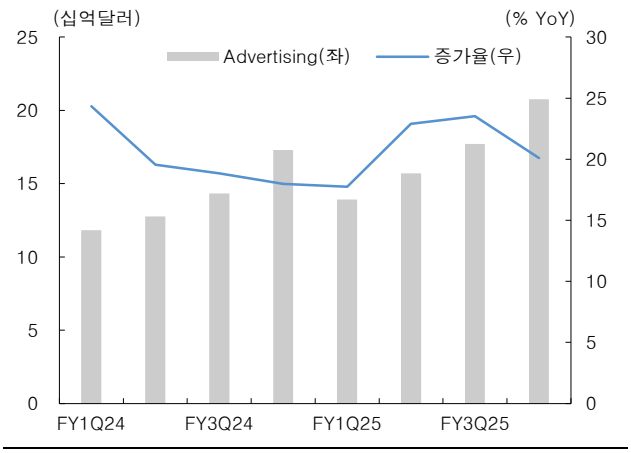
자료: 아마존, Factset, 한국투자증권

[그림 22] 3Q25 International 매출 +14% YoY 증가



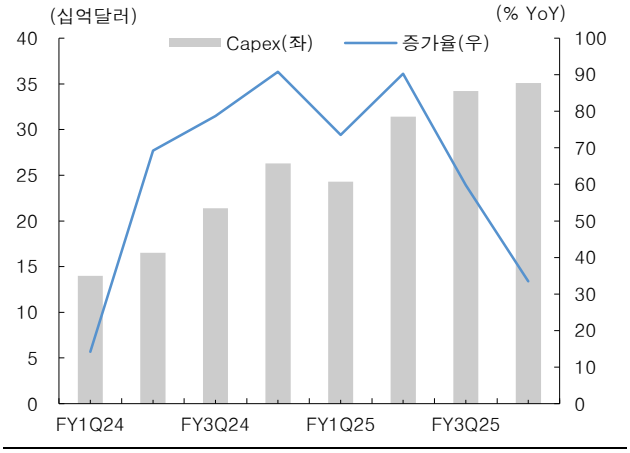
자료: 아마존, Factset, 한국투자증권

[그림 23] 3Q25 Advertising 매출 +23.5% YoY 증가



자료: 아마존, Factset, 한국투자증권

[그림 24] 3Q25 CapEX +59.8% YoY 증가



자료: 아마존, Factset, 한국투자증권

<표 10> 실적 및 주요 지표

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액(백만달러)	469,822	513,983	574,785	637,959	712,413	790,722
영업이익(백만달러)	37,698	33,132	61,642	91,367	103,115	124,916
영업이익률(%)	*8.0*	*6.4*	*10.7*	*14.3*	*14.5*	*15.8*
세전이익(백만달러)	50,970	14,317	62,341	91,287	113,107	127,523
순이익(백만달러)	45,643	16,901	54,421	82,022	96,390	101,692
순이익률(%)	*9.7*	*3.3*	*9.5*	*12.9*	*13.5*	*12.9*
EBITDA(백만달러)	71,994	73,836	109,538	143,399	166,992	200,733
EBITDA 마진(%)	*15.3*	*14.4*	*19.1*	*22.5*	*23.4*	*25.4*
EPS(달러)	3.2	0.1	2.9	5.5	6.9	7.9
EPS 증가율(% YoY)	*54.9*	*(98.3)*	*5,026.2*	*90.7*	*25.1*	*13.8*
BPS(달러)	13.6	14.3	19.3	26.7	35.3	43.2
DPS(달러)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	*7.9*	*(0.6)*	*5.8*	*9.5*	*10.2*	*10.1*
ROE(%)	*23.8*	*(1.9)*	*15.0*	*20.7*	*19.8*	*18.0*
배당수익률(%)	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*
순차입금(백만달러)	(20,346)	13,262	62,224	(11,812)	(6,539)	(41,520)
PER(x)	51.4	-	52.4	39.7	36.3	32.7
PBR(x)	12.3	5.9	7.9	8.2	7.2	5.9
EV/EBITDA(x)	24.4	12.7	15.2	16.7	16.8	14.0

주: 11월 3일 종가, GAAP 기준
자료: 아마존, Factset, 한국투자증권

TSMC(TSM US)

NASDAQ(11/3)	23,835
주가(11/3, 달러)	304.9
시가총액(십억달러)	1581.2
발행주식수(백만)	5,187
52주 최고/최저가(달러)	311.4/134.3
일평균 거래대금(6개월, 백만달러)	2,956.3
유동주식비율(%)	NM
주요주주(%) 캐피탈 그룹	1.2

	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2022A	75,986	37,635	34,119	1.3	NM	52,311	11.4	7.0	3.9	39.8	2.5
2023A	69,358	29,564	26,903	1.0	(21.1)	46,640	18.3	10.1	4.4	26.2	2.2
2024A	90,106	41,157	36,526	1.4	35.8	61,792	23.8	13.4	6.5	30.3	1.6
2025F	122,990	61,187	54,404	2.1	47.4	84,672	23.7	14.4	7.3	33.5	1.3
2026F	149,810	73,952	65,202	2.5	19.0	101,364	19.9	12.0	5.8	32.4	1.5

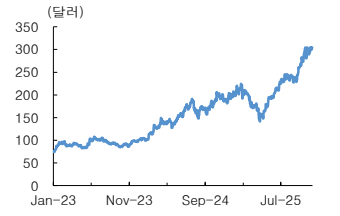
자료: Bloomberg, 한국투자증권

여전히 저평가 되어있다

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.3	70.0	58.0
상대주가(%p)	(0.3)	28.3	20.9

주가추이



자료: Bloomberg

3Q25 실적 Review: TSMC의 3Q25 매출액은 331억달러(+10.1% QoQ, +40.8% YoY)로 컨센서스(315억달러)를 4.7% 상회했다. 매출총이익률은 59.5%(+0.9%p QoQ, +0.5%p YoY)로 시장 기대치를 2.4%p 넘어섰다. 순이익은 151억달러(+17.8% QoQ, +50.2% YoY)로 예상치를 14.1% 상회했다. 4Q25 가이던스는 매출액 322~334억달러, 매출총이익률 59~61%, 영업이익률 49~51%로 모두 컨센서스를 대폭 넘어섰다. 2025년 연간 매출액 성장률과 CapEX 가이던스는 각각 +30% 중반(기존 +30%), 400~420억달러(기존 380~420억달러)로 상향 조정되었다.

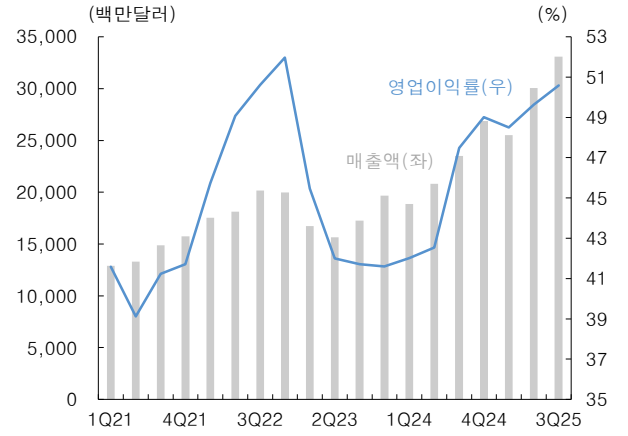
AI 토큰 수 증가가 실적 성장에 직결되는 중: 최근 TSMC의 주요 고객들의 AI 토큰 수는 기하급수적으로 늘어나고 있고, 이는 고성능 반도체 수요 증가로 직결되는 구조다. TSMC는 "AI 수요는 여전히 초기 단계"라고 언급하며, "3개월 전보다 훨씬 강한 수요로 인해 CoWoS 패키징 생산 능력은 여전히 매우 타이트하고, 공급 부족 국면이 지속될 것"이라고 밝혔다. 현재 N3 공정 수율은 안정화되었고, N2 공정은 4Q25 후반 중, A16 공정은 2H26 중에 양산이 시작될 것이다. 높은 수요에 맞춰 CapEX 또한 수년간 높은 수준을 유지할 것이다.

장기 Wafer ASP 인상 가능성 제기: 언론에 따르면, TSMC는 26년부터 시작되는 선단 공정들에 대해 4년 간 연속 가격 인상을 시행할 예정이며, 이미 9월에 주요 고객사들에게 곧 있을 가격 개정에 대해 통보한 상황으로 알려졌다. 해당 소식이 사실이라면, 이는 TSMC의 첫 장기 가격 인상 계획으로, 폭발적인 AI 칩 수요 및 공급 부족으로 인한 TSMC의 입지 상승이 중장기적으로 이어질 것임을 뜻한다. Wafer ASP 인상률은 HPC 10%, CPU 7% 모바일 5% 수준일 것으로 추정된다.

긍정적인 의견 유지: 11/3 기준 TSMC(ADR)의 12MF PER은 25배로 여전히 타 AI 핵심 기업들 대비 저평가 되어있다. 해외 Fab 다변화를 통해 멀티플 디레이팅 요소를 일부 제거했으며, 급성장하는 AI 밸류체인 내에서 이제는 가장 중요한 기업이 되었다. TSMC에 대해 긍정적인 의견을 유지한다.

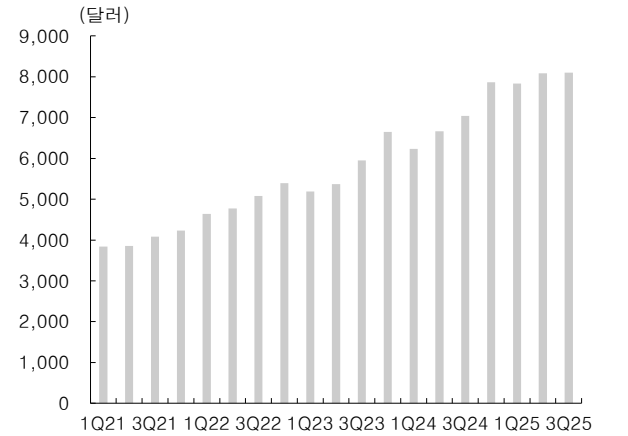
문승환
sh.m@koreainvestment.com

[그림 25] 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



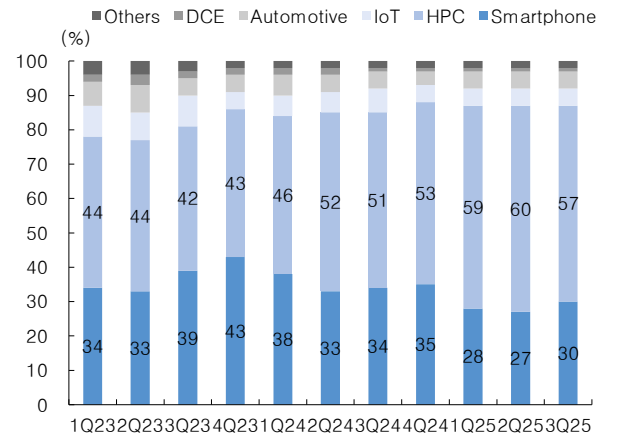
자료: TSMC, 한국투자증권

[그림 26] 웨이퍼 당 단가 추이



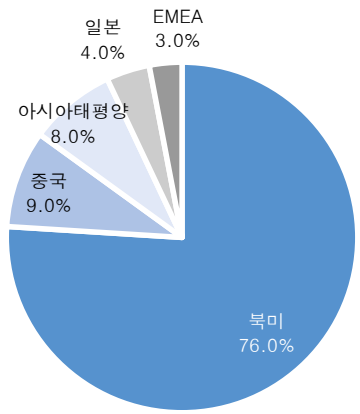
자료: TSMC, 한국투자증권

[그림 27] 어플리케이션별 매출 비중



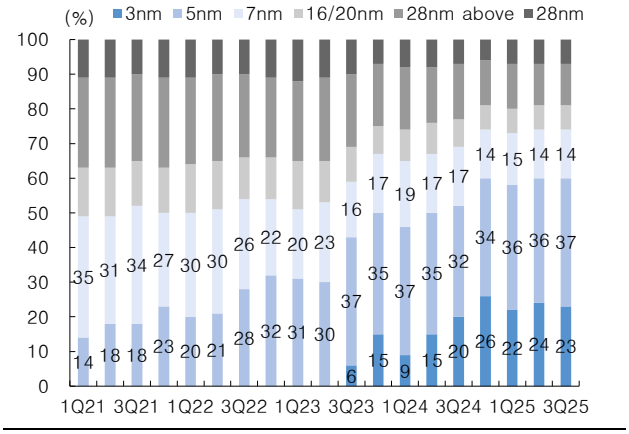
자료: TSMC, 한국투자증권

[그림 28] 지역별 매출 비중



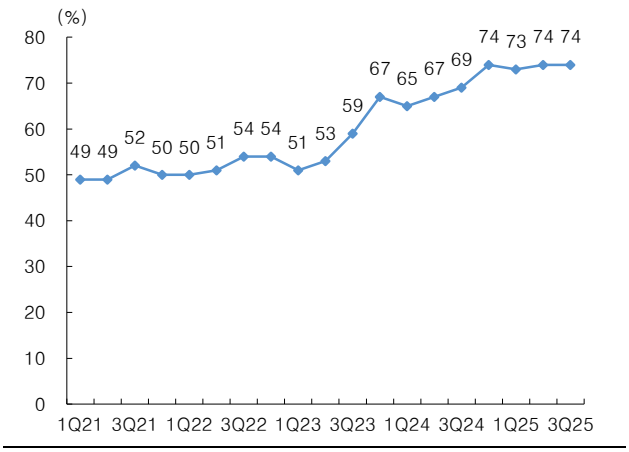
주: 3Q25 기준
자료: 한국투자증권

[그림 29] 공정별 매출비중



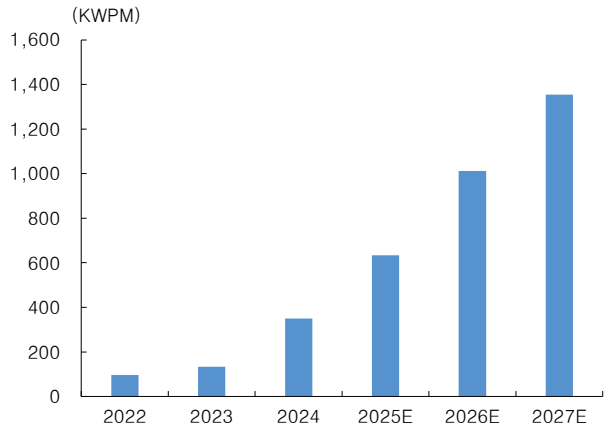
자료: TSMC, 한국투자증권

[그림 30] 선단공정(7nm 이하) 비중



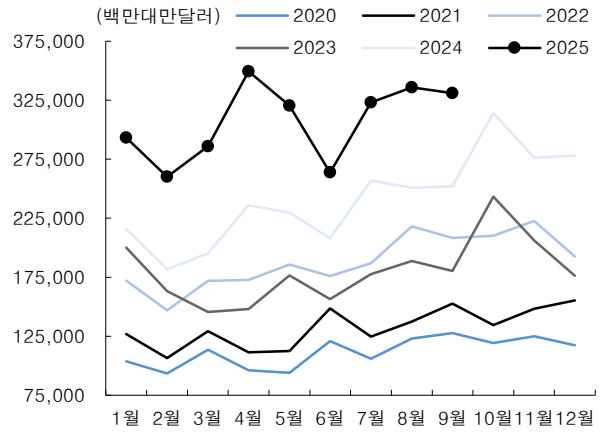
자료: TSMC, 한국투자증권

[그림 31] TSMC CoWoS Capa 전망



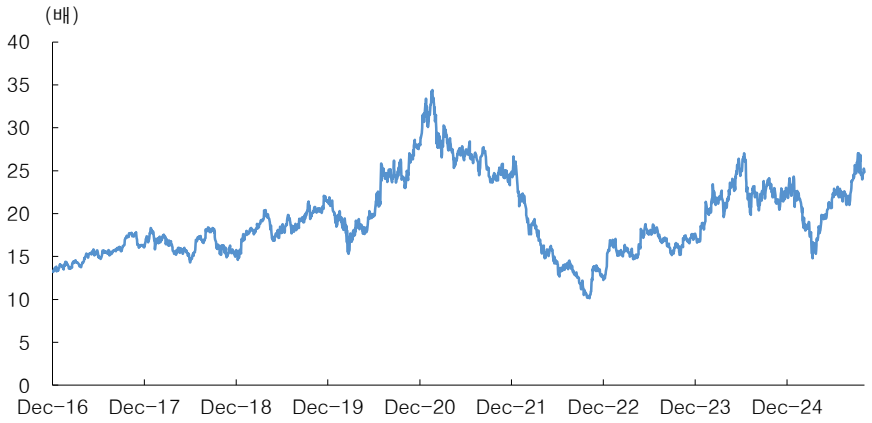
자료: 한국투자증권

[그림 32] TSMC 월별 매출액 추이



자료: 트랜드포스, 한국투자증권

[그림 33] TSMC 12MF PER



주: ADR 기준
자료: 한국투자증권

<표 11> 분기별 실적 요약

(단위: 십억대만달러)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
매출액	481	547	626	593	674	760	868	839	934	990
공정별 매출액										
3nm		33	94	53	101	152	226	185	224	228
5nm	144	202	219	219	236	243	295	302	336	366
7nm	111	87	106	113	114	129	122	126	131	139
10nm	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
16/20nm	58	55	50	53	61	61	61	59	65	69
28nm	53	55	44	47	54	53	52	59	65	69
28nm above	115	115	113	107	108	122	113	109	112	119
Smartphone	159	213	269	225	222	258	304	235	252	297
HPC	212	230	269	273	350	387	460	495	560	564
IoT	38	49	31	36	40	53	43	42	47	49
Automotive	38	27	31	36	34	38	35	42	47	49
DCE	14	11	13	12	13	8	9	8	9	10
Others	19	16	13	12	13	15	17	17	19	20
영업이익	202	228	260	249	287	361	426	407	463	501
순이익	182	211	239	225	248	325	374	361	398	452

자료: TSMC, Bloomberg, 한국투자증권

<표 12> 실적 및 주요 지표

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
매출액(십억달러)	57	76	69	90	121	142
영업이익(십억달러)	23	38	30	40	58	68
영업이익률(%)	*40.9*	*49.5*	*42.6*	*43.9*	*48.2*	*47.7*
세전이익(십억달러)	24	38	31	42	61	71
순이익(십억달러)	21	34	27	35	51	60
순이익률(%)	*37.6*	*44.9*	*38.8*	*39.0*	*42.2*	*42.0*
EBITDA	38	52	47	60	82	96
EBITDA 마진(%)	*67.5*	*68.8*	*67.2*	*66.5*	*68.4*	*67.5*
희석 EPS(달러)	NM	NM	NM	6.8	9.8	11.5
EPS 증가율(% YoY)	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*44.7*	*17.3*
BPS	NM	NM	NM	25.0	32.7	40.8
DPS	NM	NM	NM	2.3	3.2	3.6
ROA(%)	*18.4*	*23.4*	*16.0*	*19.0*	*21.2*	*21.1*
ROE(%)	*29.7*	*39.8*	*26.2*	*29.4*	*32.1*	*30.6*
배당수익률(%)	*NM*	*NM*	*NM*	*0.8*	*1.0*	*1.2*
배당성향(%)	*47.8*	*28.1*	*40.2*	*NM*	*NM*	*NM*
순차입금(십억달러)	(16)	(22)	(24)	(36)	(55)	(75)
PER(x)	NM	NM	NM	41.6	30.9	26.3
PBR(x)	NM	NM	NM	11.3	9.3	7.4
EV/EBITDA(x)	14.5	7.0	10.1	23.5	18.4	15.8

주: 11월 3일 종가, 나스닥 상장 기준
자료: TSMC, Bloomberg, 한국투자증권

뉴스케일 파워(SMR US)

NASDAQ(11/3)	23,835
주가(11/3, 달러)	40.8
시가총액(십억달러)	11.6
발행주식수(백만)	133.9
52주 최고/최저가(달러)	57.4/11.1
일평균거래대금(6개월, 백만달러)	639
유동주식비율(%)	89.6
주요주주(%) Vanguard Group	8.9
블랙록	6.8

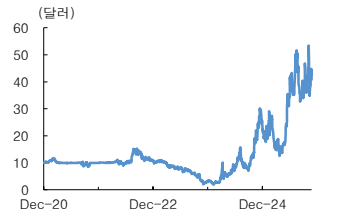
	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS 증감률 (달러)	(%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PSR (배)	ROE (%)	DY (%)
FY22A	12	(230)	(26)	(0.5)	NM	(227)	NM	NM	44.1	NM	0.0
FY23A	23	(276)	(58)	(0.8)	NM	(273)	NM	NM	10.6	(56.1)	0.0
FY24A	37	(139)	(137)	(1.5)	NM	(137)	NM	NM	45.1	(38.4)	0.0
FY25F	43	(151)	(96)	(0.6)	NM	(197)	NM	NM	269.8	(12.2)	0.0
FY26F	144	(177)	(74)	(0.6)	NM	(182)	NM	NM	80.6	(13.7)	0.0

자료: Bloomberg, 한국투자증권

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.8	133.8	114.8
상대주가(%p)	(2.7)	76.4	64.4

주가추이



자료: Bloomberg

상용화 리스크를 줄이려면 채택이 필수다

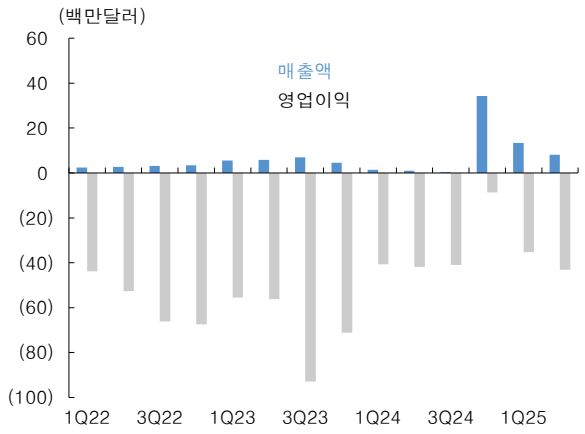
3.5세대 대표 SMR: NuScale Power는 기존 대형 원전 기술(PWR)을 기반으로 하는 3.5세대 SMR 설계 업체다. SMR의 단일 모듈 출력은 최대 77MWe로, 향후 12개 모듈을 full build(약 924MWe)로 제공할 예정이다. 기존 원전 기술을 기반으로 했기 때문에, 다른 SMR 설계사 대비 인허가 허들이 낮다는 장점이 있다. 실제로 NuScale은 NRC(미 원자력 규제 위원회)로부터 유일하게 표준 설계 인증(SDA)을 받은 업체다. 미국 외 지역에선 루마니아 SMR 프로젝트(462MW 규모)를 진행 중이며, 미국 내에선 TVA(테네시 밸리 전력청)향 6GW 수주가 향후 확정 계약으로 이어질 예정이다.

Hard Contract 나오나? (Feat. TVA): 시장은 TVA 6GW PPA 계약 성사 여부에 대해 관심이 많다. PPA 계약이 나와야 본격적으로 모듈 발주가 이뤄질 것이기 때문이다. 현 재는 MOU 단계로 PPA 계약 단계로 넘어가기 위해서 TVA 이사회 정족 수인 5명 이상 필요하다. 트럼프 대통령이 올해 초 3명의 이사를 해임하고 7월에 신규 이사 4명을 지명한 상황이며, 상원 투표 결과에 따라 이사회 정족 수가 충족될 전망이다. 11월 6일 9시(현지 시간 기준)에 PPA 계약을 다룰 수 있는 TVA 이사회가 예정되어 있는데, 그 전까지 상원 투표 결과에 따라 인준 절차가 완료될 경우 PPA 계약이 이뤄질 가능성이 높다. 후보 청문회, EPW Business Meeting(위원회 차원에서 후보 표결하는 단계)에서의 내용이 긍정적이었던 만큼 조기 인준이 기대되나 아직까지 불확실성은 존재한다.

장기전에 잘 대비 중: 단기적으로는 TVA 관련 타임라인에 의해 주가 변동성이 확대될 수 있으나, 장기적인 관점으로 바라봐야 한다. 우선, 미일 협정 하에서 AI 프로젝트 전력 개발 자금 지원의 일환으로 일본 정부로부터 최대 250억 달러 자금이 ENTRA1에 배정될 예정이다. 이에 따라 NuScale이 ENTRA1에 지급해야 하는 Contribution fee 부담이 완화되면서, 단기 현금 유동성 리스크가 상당 부분 해소될 전망이다. 또한, 경남 SMR 컨퍼런스 후기 자료(https://bit.ly/43Rqmef)에서 언급한 것처럼 NuScale의 표준 설계 인증과 공급망 투자에 대한 가치가 점차 부각될 수밖에 없다. 11/6(현지시간 기준) 진행될 3Q25 어닝콜에서는 경남 컨퍼런스에서 공유한 '2050년 62GW 모듈 배치'와 '군수용 원자로 수요 확대'에 대해서 보다 구체적인 코멘트가 있을 것이라 예상한다. 글로벌 SMR 확대 기조 하에 경쟁력 있는 소수 노형만이 M/S를 확장할 수 있다는 점에서 NuScale Power에 대한 Top pick 의견을 유지한다.

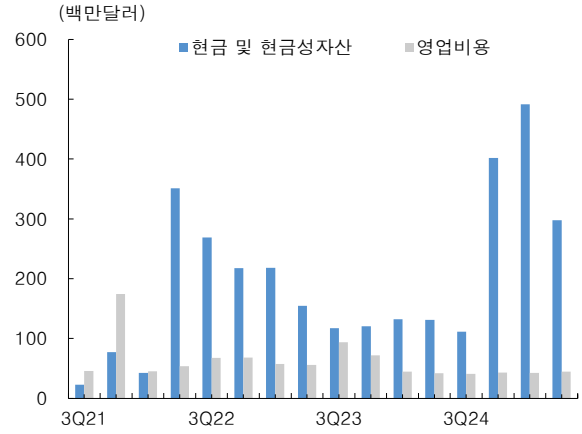
이성원
seongwon.lee@koreainvestment.com

[그림 34] 분기 매출액과 영업이익 추이



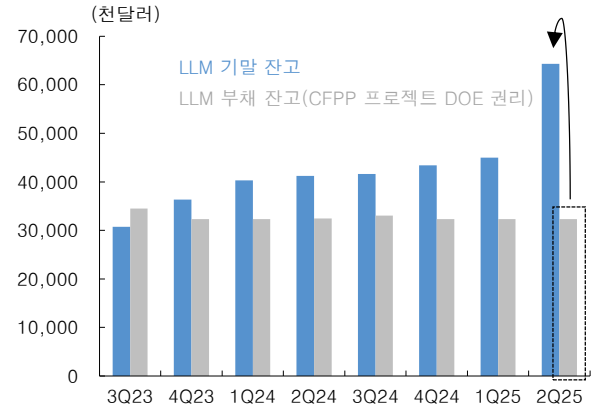
자료: NuScale Power, 한국투자증권

[그림 35] 분기 Opex(영업 비용)과 현금성 자산 추이



자료: NuScale Power, 한국투자증권

[그림 36] 장기조달재(LLM) 자산 및 부채 추이: 현금 지출 &부채 탕감 → CFPP LLM 권리(DOE 몫) 인수



자료: NuScale Power, 한국투자증권

[그림 37] TVA(테네시 밸리 전력청) 서비스 지역: 미국 동남부 전력 관리 기구 SERC 내 규제 유틸리티(7개주 관할)

자료: IEEFA, 한국투자증권

<표 13> 연간 실적 추이 및 전망

	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F	FY2028F	FY2029F	FY2030F
매출액(백만달러)	12	23	37	43	144	286	680	1,187	2,135
영업이익(백만달러)	(230)	(276)	(139)	(151)	(177)	(187)	(124)	17	256
영업이익률(%)	*(1,948.4)*	*(1,208.1)*	*(374.5)*	*(350.8)*	*(122.6)*	*(65.2)*	*(18.2)*	*1.5*	*12.0*
세전이익(백만달러)	(142)	(180)	(346)	(170)	(115)	(163)	(107)	32	279
순이익(백만달러)	(26)	(58)	(137)	(78)	(75)	(28)	13	61	173
순이익률(%)	*(219.5)*	*(255.9)*	*(368.8)*	*(182.0)*	*(52.1)*	*(9.7)*	*1.9*	*5.1*	*8.1*
EBITDA(백만달러)	(227)	(273)	(137)	(197)	(182)	(228)	(148)	72	339
EBITDA margin(%)	*(1,925.6)*	*(1,196.9)*	*(369.5)*	*(457.6)*	*(125.9)*	*(79.5)*	*(21.7)*	*6.1*	*15.9*
EPS(달러)	(0.5)	(0.8)	(1.5)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.2)	0.2	1.0
EPS 증가율(%)	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*302.0*
BPS(달러)	0.5	0.4	2.2	3.4	3.4	3.2	4.7	4.7	4.6
DPS(달러)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	*(11.0)*	*(20.4)*	*(35.5)*	*(8.9)*	*(8.8)*	*(2.8)*	*(0.3)*	*NM*	*NM*
ROE(%)	*(28.3)*	*(56.1)*	*(38.4)*	*(12.2)*	*(13.7)*	*(6.4)*	*12.5*	*7.5*	*NM*
배당수익률(%)	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*NM*	*NM*	*NM*
배당성향(%)	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*
순차입금(백만달러)	(218)	(120)	(442)	(493)	(614)	(759)	(1,176)	(1,550)	(2,169)
PER(x)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	167.3	41.6
PSR(x)	20.3	8.1	8.0	269.8	80.6	40.6	17.1	9.8	5.4
EV/EBITDA(x)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	152.5	32.5

주: 1. 11월 3일 종가 기준, 2. Non-GAAP 기준
자료: NuScale Power, Bloomberg, 한국투자증권

Tesla (TSLA US)

주가(11/3, 달러)		468.4
시가총액(백만달러)		1,557.7
발행주식수(백만)		3,325.8
52주 최고/최저가(달러)		488.5/214.3
일평균 거래대금(6개월, 백만달러)		34,219.0
유동주식비율(%)		84.6
주요주주(%)	Elon Musk	15.3
	VANGUARD GROUP	7.6

	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	18,201.0	33.7	20.6	8.7	33.5	0.0
2023A	96,773	8,891	14,997	4.3	18.8	14,711.0	95.6	52.5	12.6	27.9	0.0
2024A	99,486	7,292	6,514	1.9	(56.1)	14,207.8	96.7	47.6	10.3	10.9	0.0
2025F	95,205	4,668	4,586	1.2	(38.8)	12,888	276.3	116.3	19.2	7.0	0.0
2026F	109,128	7,136	6,787	1.9	48.5	15,241	203.2	98.3	17.5	8.0	0.0

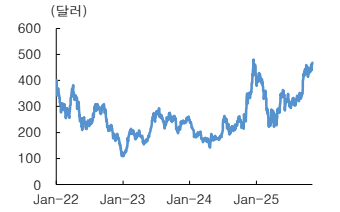
자료: Bloomberg

자율주행을 멈출 수 없는 탓일까

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.0	63.1	88.1
상대주가(%p)	4.1	23.0	44.0

주가추이



자료: Bloomberg

관세 상쇄 정책의 최대 수혜주: 테슬라는 미국에서 판매되는 차량의 100%가 미국 내 생산되기 때문에, 이번 관세 상쇄 정책의 최대 수혜주로 평가된다. 또한 테슬라 차량은 업계 내에서 가장 높은 미국산 부품 비중(약 85%)을 보유하고 있으며, 대부분 USMCA 기준을 충족한다. 기존 MSRP 환급 제도는 비(非)USMCA 부품에 대한 관세 부담을 대부분 상쇄해왔으며, 이번 환급 기간 연장 조치로 향후 관세 영향이 더욱 완화될 전망이다. 또한 테슬라는 철강 및 알루미늄 조달 구조 측면에서도 추가적인 원자재 비용 절감 효과를 볼 가능성이 있다.

자율주행 기술이 밸류에이션 좌우: 글로벌 수요 둔화와 관세 불확실성 속에서도 ADAS와 자율주행 기술은 완성차 간 가치 격차를 확대시키는 핵심 요인으로 작용할 것이다. 테슬라는 FSD V14가 V12 이후 가장 큰 폭의 개선이 될 것이라고 언급했으며, 이번 버전은 로보택시용 FSD 모델의 상당 부분을 일반 소비자용으로 통합했다. 이러한 성능 향상을 안정적으로 구현하기 위해서는 대규모 AI 인프라 투자가 필수적이다. 테슬라는 3Q25 실적 발표에서 전체 AI 훈련 인프라는 H100 GPU 기준 환산 시 총 81,000개 규모로 확충했다고 발표했다. 이러한 고성능 클러스터를 기반으로 테슬라는 FSD 학습과 로보틱스 기반 모델의 고속 반복 훈련이 가능한 환경을 구축하고 있다.

Top-pick의견 유지: 글로벌 무역 환경과 정책 불확실성에도 불구하고, 사이버캡, 세미트럭, 메가팩 3의 2026년 양산 목표를 유지한 점은 고무적이다. 사이버캡이 플릿의 일부를 보완하면서 차량 공급 병목을 완화할 것으로 보인다. 웨이모는 현재 라이드헤일링 업체와 비교시 1회 운행 당 12달러의 손실을 보고 있을 것으로 추정한다. 로보택시의 UE 손익분기점 달성을 위해서는 〈표 14〉와 같이 저가 차량을 도입하는 것이 필수적이며, 차량 가격이 3만달러 이하로 떨어져야 한다. 이는 테슬라 사이버캡의 가격 목표인 3만달러와 일치한다. 이에 테슬라를 글로벌 자율주행 산업 내 Top-pick으로 유지한다.

이지수

jisoolee@koreainvestment.com

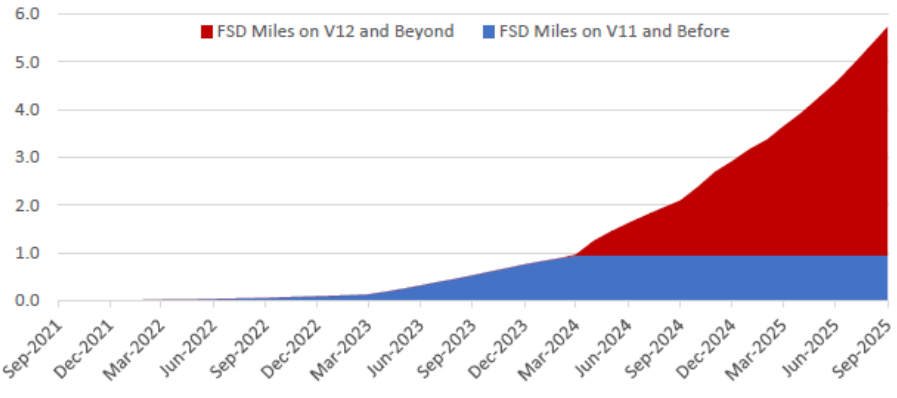
<표 14> 분기별 실적 추이

(단위: 천대, 백만달러, 달러)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
판매대수	423	466	435	484	387	424	463	496	337	384	497
모델 3/Y	412	447	419	461	370	422	440	472	324	374	481
기타 모델	11	19	16	23	17	2	23	24	13	10	16
생산대수	441	480	430	495	433	411	470	459	363	410	447
모델 3/Y	421	460	417	477	412	387	444	437	345	397	436
기타 모델	19	19	14	18	21	24	26	23	17	13	11
매출액	23,329	24,927	23,350	25,167	21,301	25,500	25,182	25,707	19,335	22,496	28,095
자동차	19,963	21,268	19,625	21,563	17,378	19,878	20,016	19,798	13,967	16.661	21,205
에너지	1,529	1,509	1,559	1,438	1,635	3,014	2,376	3,061	2,730	2,789	3,415
기타	1,837	2,150	2,166	2,166	2,288	2,608	2,790	2,848	2,638	3,046	3,476
매출총이익	4,511	4,533	4,178	4,438	3,696	4,578	4,997	4,179	3,153	3,878	5,054
매출총이익률(%)	*19.3*	*18.2*	*17.9*	*17.6*	*17.4*	*18.0*	*19.8*	*16.3*	*16.3*	*17.2*	*18.0*
영업이익	2,664	2,399	1,764	2,064	1,171	1,605	2,717	1,583	399	923	1,624
영업이익률(%)	*11.4*	*9.6*	*7.6*	*8.7*	*9.8*	*8.7*	*12.9*	*13.0*	*6.0*	*8.9*	*8.1*
세전이익	2,800	2,937	2,045	2,191	1,888	1,787	2,784	2,766	589	1,549	1,959
세전이익률(%)	*12.0*	*11.8*	*8.8*	*8.8*	*7.3*	*7.4*	*8.7*	*9.8*	*8.7*	*12.9*	*13.0*
순이익	2,539	2,614	1,878	7,928	1,390	1,400	2,167	2,317	409	1,172	1,373
순이익률(%)	*10.9*	*10.5*	*8.0*	*31.5*	*6.5*	*5.5*	*8.6*	*9.0*	*2.1*	*5.2*	*4.9*

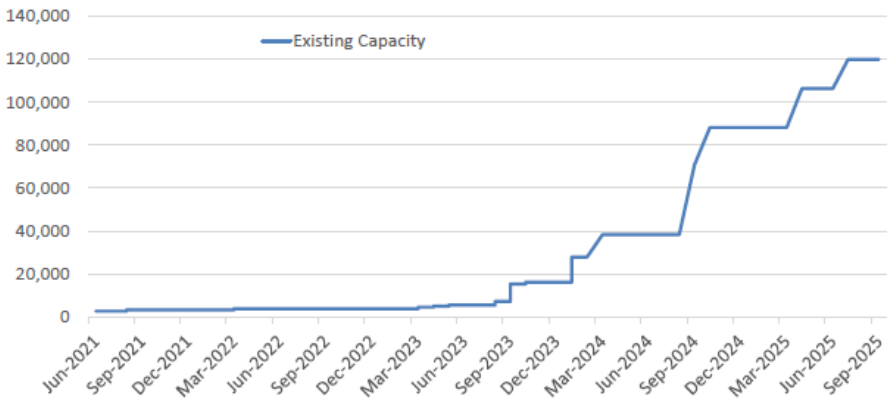
자료: Tesla, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 38] 감독형 FSD로 주행한 누적 마일



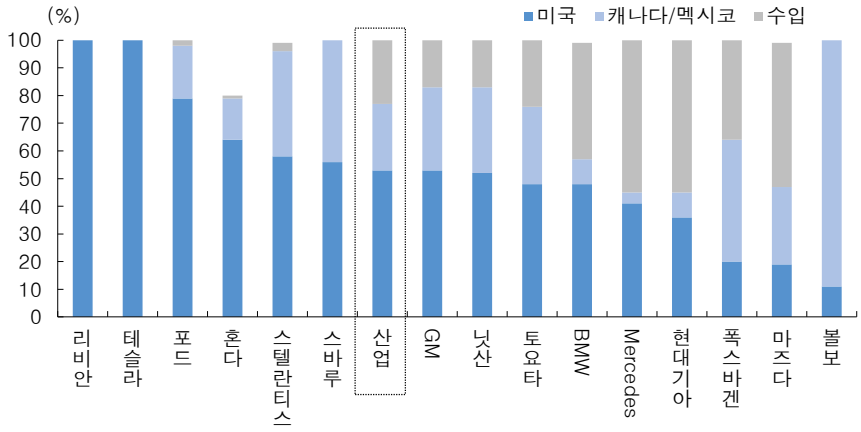
자료: Tesla, 한국투자증권

[그림 39] 테슬라의 AI 학습용 처리 능력 확장 추이



자료: Tesla, 한국투자증권

[그림 40] 2024년 기준 글로벌 주요 완성차 원산지별 미국 판매량 구성



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 15> 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	-	건설중
네바다	테슬라 세미	-	건설중
TBD	로드스터	-	개발중

자료: Tesla, 한국투자증권

<표 16> 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

<표 17> 실적 및 주요 지표

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
매출액(백만달러)	53,823	81,462	96,773	97,690	97,690	95,205
영업이익(백만달러)	6,469	13,832	8,891	7,760	7,760	4,668
영업이익률(%)	12.0	17.0	9.2	7.9	7.9	4.9
세전이익(백만달러)	6,343	13,719	9,973	8,990	8,990	6,341
순이익(백만달러)	5,514	12,556	14,997	7,091	7,091	4,586
순이익률(%)	10.2	15.4	15.5	7.3	7.3	4.8
EBITDA(백만달러)	10,061	18,201	14,711	13,944	13,944	12,888
EBITDA 마진(%)	18.7	22.3	15.2	14.3	14.3	13.5
EPS(달러)	1.6	3.6	4.3	2.0	2.0	1.2
EPS 증가율(% YoY)	665.6	121.6	18.8	(52.6)	0.0	(38.8)
BPS(달러)	9.7	14.1	19.7	22.7	22.7	24.0
DPS(달러)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	9.7	17.4	15.9	6.2	6.2	4.3
ROE(%)	21.1	33.5	27.9	10.5	10.5	7.0
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)	(22,940)	(30,688)
PER(x)	217.3	33.7	95.6	184.0	184.0	276.3
PBR(x)	36.2	8.7	12.6	17.8	17.8	19.2
EV/EBITDA(x)	107.8	20.6	52.5	91.6	91.6	116.3

주: 11월 3일 종가 기준
자료: Tesla, Bloomberg, 한국투자증권

라스베가스 샌즈(LVS US)

주가(11/3, 달러)	61.7
시가총액(십억달러)	41.7
발행주식수(백만)	676
52주 최고/최저가(달러)	61.8/30.2
일평균 거래대금(6개월, 백만달러)	256
유동주식비율(%)	42.4
주요주주(%)	
Adelson Miriam Ochsh	50.9
Capital Group	7.3

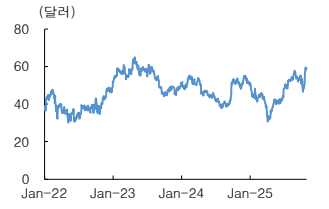
	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2023A	10,372	2,313	1,423	1.9	NM	3,797	26.3	12.2	9.0	30.5	0.8
2024A	11,298	2,402	1,673	2.3	20.1	4,029	22.4	11.8	12.8	41.3	1.6
2025F	12,650	3,059	1,966	3.0	30.0	4,794	20.9	11.4	16.0	76.0	1.9
2026F	13,364	3,438	2,166	3.3	10.2	5,115	19.0	10.6	11.8	89.6	2.5
2027F	14,114	3,685	2,410	3.6	11.5	5,440	17.0	10.0	13.1	95.2	2.0

주: Non-GAAP 기준 비교 실질

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	21.1	62.1	19.3
상대주가(%p)	22.9	46.8	7.3

주가추이



52주 신고가 경신 중

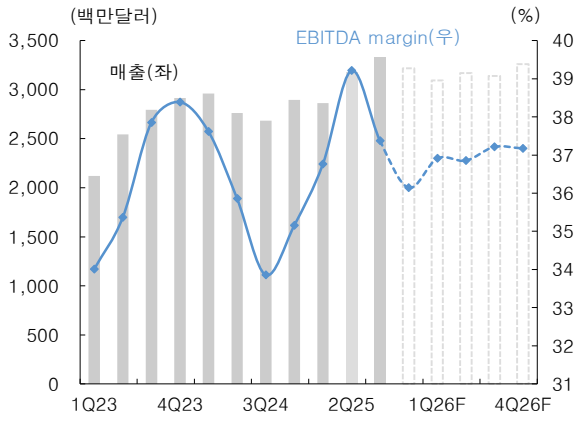
시장이 간과하는 싱가포르 카지노 산업: 라스베가스 샌즈(이하 LVS)는 듀오폴리 구조로 구성된 싱가포르 카지노 시장에 유일하게 진입해 있는 글로벌 카지노 기업이다. 싱가포르는 관광산업의 위기를 직면하고자 해결책으로 40년간 금지해 온 카지노를 포함한 복합리조트 개발 추진 계획을 2005년 발표했다. 이후 마리나 베이(이하 MBS) 통합 리조트 개발 사업자로 LVS가, 센토사(Sentosa) 통합 리조트 개발 사업자로는 겐팅 싱가포르(Genting Singapore: GENS SP)가 선정되었다. 각각 2010년 개장하며 듀오폴리 시장이 형성되었고, 그 이후 싱가포르는 마카오와 베가스를 잇는 3번째 카지노 시장으로 성장했다.

최근 싱가포르 정부도 신규 개장을 준비하는 주변 국가들을 견제하여 각 기업에 카지노 독점 운영 기간을 2030년 말까지 연장하며 민첩한 대응을 하고 있다. 2028년까지 매년 외국인 관광객 50만명 유치를 목표로 두 기업 모두 시설 확장 공사를 진행하고 있다. MBS는 고급 호텔과 아레나 시설이 포함된 네 번째 타워를 2031년 완공 목표로 건설 중이다. 가족 단위 여행객을 타겟하는 센토사와 달리 MBS는 카지노 중심 전략을 이어갈 전망이다. LVS의 3분기 싱가포르 부문 EBITDA는 전년대비 83% 증가했고, 올해 연간 목표치였던 25억달러 중 이미 21.2억달러를 달성해 목표 초과 달성이 유력해졌다. 특히 카지노 부문에서는 VIP 매출은 전년대비 282% 급증했고, Mass 역시 44% 증가했다. 싱가포르 게임 시장이 성장하며 LVS의 수혜는 지속될 수밖에 없다.

밸류에이션 점검: LVS는 아시아 카지노 산업의 대표주자다. 마카오의 빠른 회복과 함께 싱가포르가 관광도시로 자리매김하면서, 두 지역 모두 견조한 게임 매출 성장세를 이어가고 있다. 두 지역의 최대 수혜자인 LVS는 6M 수익률 62.2%를 기록하고 있으며, 최근 3분기 실적발표(10/24 LVS US: FY3Q25 Review) 이후 52주 신고가를 경신 중이다. 그런데도 밸류에이션은 여전히 12MF EV/EBITDA 11.1배로, 중장기 평균(11.5배) 대비 매력적인 구간에 머물러 있다. 이를 매수 기회로 활용할 것을 추천한다.

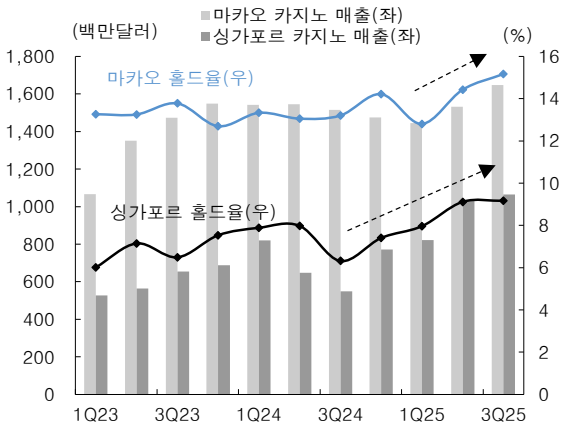
이승연
vsylee@koreainvestment.com

[그림 41] 매출액 및 조정 EBITDA 마진 추이



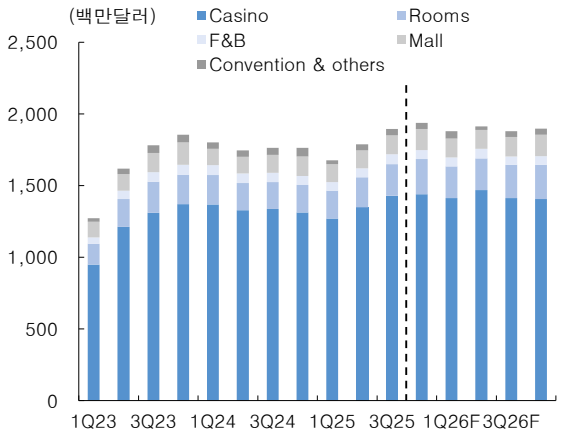
주: 조정 EBITDA 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 42] 마카오 vs. 싱가포르 카지노 매출 및 홀드율 추이



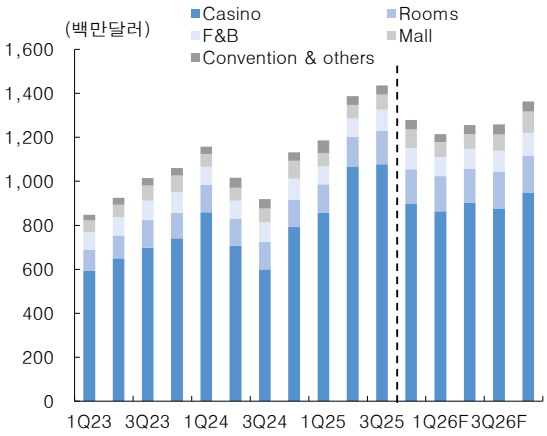
주: 전체 테이블 게임 드랍액과 Win 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 43] 마카오 사업부별 매출 추이 및 전망



주: Intersegment 조정 미포함
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 44] 싱가포르 사업부별 매출 추이 및 전망

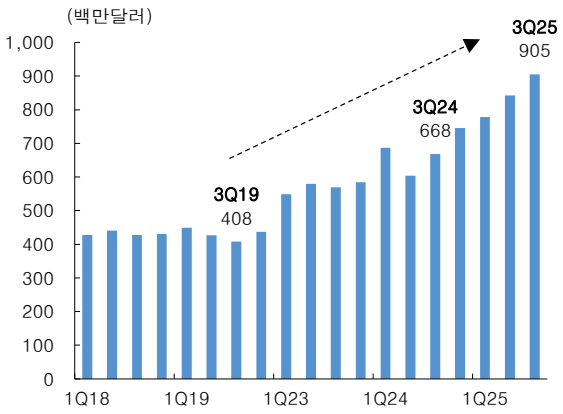


주: Intersegment 조정 미포함
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 45] 싱가포르 카지노 위치

자료: Bloomberg Intelligence, 한국투자증권

[그림 46] 싱가포르 MBS Mass 게임 매출 추이



주: Mass 테이블+슬롯머신 매출 기준. 코로나19 팬데믹 영향으로 2020~2022년 제외
자료: Las Vegas Sands, 한국투자증권

<표 18> 싱가포르 IR 시설 현황

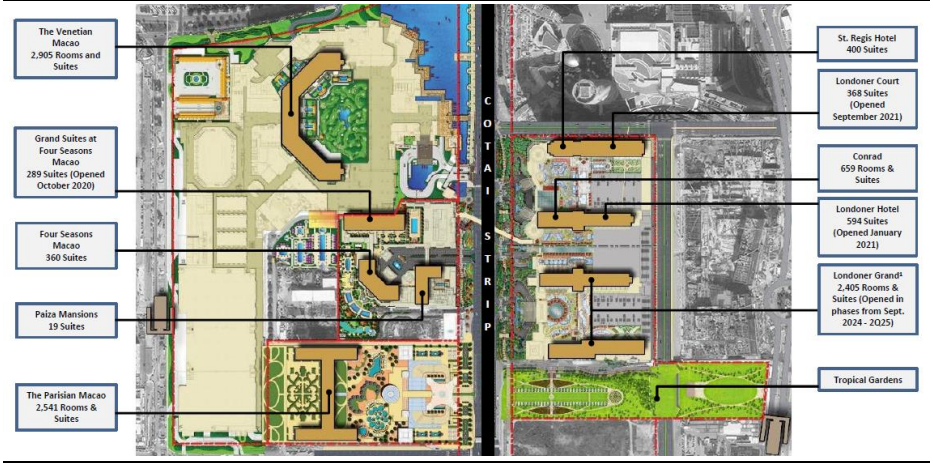
구분	Marina Bay Sands	Resort World Sentosa
완공 시기	2010년 4월	2010년 1월
기업(상장 티커)	Las Vegas Sands(LVS US)	Genting Singapore(GENS SP)
위치	마리나 베이(동남부 해변지역)	센토사 섬(남부 해안)
카지노 독점 기간	2030년말(기존 2019년 4월)	2030년말(기존 2022년 2월)
카지노 머신 개수	3,500대(기존 2,500대)	3,300대(기존 2,500대)
규모	호텔 3개 타워(총 2,560객실) 카지노 컨벤션 센터 – The Sands Expo 박물관 극장 2개(2,000석) 쇼핑 및 음식점	호텔 6개(총 1,840객실) 카지노 컨벤션 센터 – Resorts World Convention 유니버셜 스튜디오 테마파크 어드벤처 코브 워터파크 S.E.A 아쿠아리움
비카지노 확충 계획	네 번째 타워 추가 건설(2031년 개장 예정) - 고급 호텔(스위트룸 1000개) - 공연장(15,000석 규모)	유니버설 스튜디오 미니언 파크 확장 슈퍼닌텐도월드 신규 설립(2025년 개장)
카지노 VIP 세금	최초 24억SGD까지 8%, 초과분은 12%(기존 총 게임소득의 5%)	
카지노 Mass 세금	최초 31억SGD까지 18%, 초과분은 22%(기존 총 게임소득의 15%)	

자료: 언론보도, 한국투자증권

[그림 47] LVS 싱가포르 리모델링

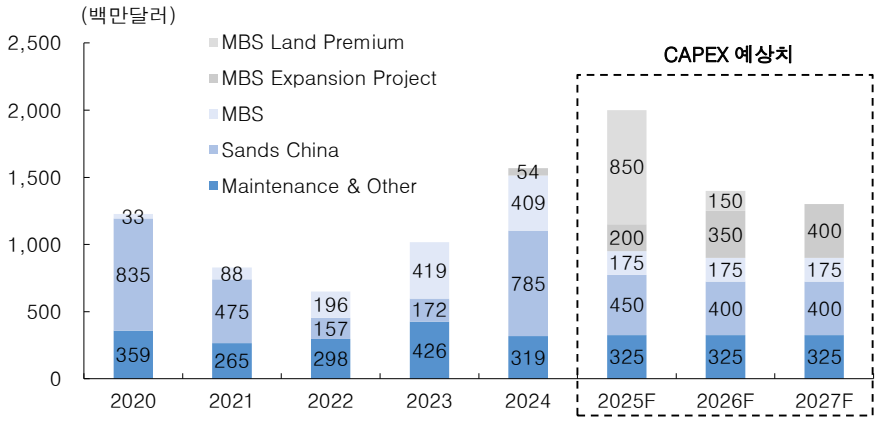
자료: Las Vegas Sands, 한국투자증권

[그림 48] LVS 마카오 포트폴리오



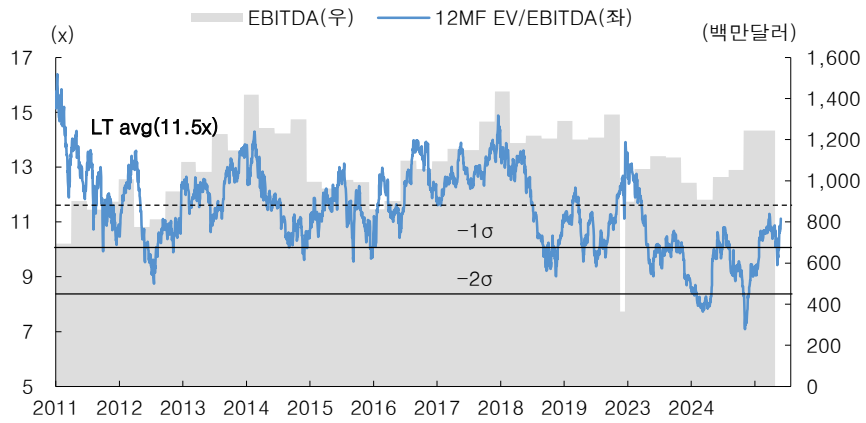
자료: Las Vegas Sands, 한국투자증권

[그림 49] CapEx 추이 및 전망



자료: Las Vegas Sands, 한국투자증권

[그림 50] 12MF EV/EBITDA 밸류에이션 추이 – 현재 11.1배



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

<표 19> LVS 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 백만달러, 달러, %, x)

	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
매출액	3,612	4,234	4,110	10,372	11,298	12,650	13,364
영업이익	(1,593)	(826)	(792)	2,313	2,402	3,059	3,438
영업이익률	(44.1)	(19.5)	(19.3)	22.3	21.3	24.2	25.7
세전이익	(2,086)	(0)	(1,387)	1,775	1,960	2,482	2,910
순이익	(1,616)	(903)	(918)	1,423	1,673	1,966	2,166
순이익률	(44.7)	(21.3)	(22.3)	13.7	14.8	15.5	16.2
EBITDA	(395)	519	442	3,797	4,029	4,794	5,115
EBITDA margin	(10.9)	12.3	10.8	36.6	35.7	37.9	38.3
EPS	(2.1)	(1.2)	(1.2)	1.9	2.3	3.0	3.3
EPS 증가율	NM	NM	NM	NM	20.1	30.0	10.2
BPS	3.9	2.6	5.1	5.5	4.0	3.9	5.2
DPS	0.8	0.0	0.0	0.4	0.8	1.2	1.5
ROA	(7.7)	(4.7)	8.7	5.6	6.8	10.6	11.8
ROE	(41.3)	(38.7)	62.3	30.5	41.3	76.0	89.6
배당수익률	1.3	0.0	0.0	0.8	1.6	1.9	2.5
배당성향	NM	NM	NM	25.0	40.7	39.1	46.8
순차입금	11,845	12,951	9,675	8,933	10,112	11,995	10,440
PER	NM	NM	NM	26.3	22.4	20.9	19.0
PBR	15.3	14.4	9.5	9.0	12.8	16.0	11.8
EV/EBITDA	NM	110.6	105.6	12.2	11.8	11.4	10.6

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

코인베이스 글로벌(COIN US)

S&P500(11/3)	6,852.0
주가(11/3, 달러)	330.4
목표주가(달러)	378.5
상승여력(%)	14.5
시가총액(십억달러)	89.2
52주 최고/최저가(달러)	444.6/142.6
일평균거래대금(6개월,백만달러)	3,871.5
유동주식비율(%)	97.2

	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
FY22A	3,194	(2,710)	(2,625)	-	-	(2,519)	-	-	1.5	(44.4)	0.0
FY23A	3,108	(162)	95	0.40	(103.4)	(22)	101.9	-	6.7	1.6	0.0
FY24A	6,564	2,307	2,579	10.42	2,505.0	2,435	25.1	24.2	6.1	31.2	0.0
FY25F	7,400	1,788	2,287	6.93	(33.5)	3,001	47.7	29.0	6.4	16.7	0.0
FY26F	8,732	2,552	2,015	6.98	0.6	3,623	47.4	24.1	6.1	12.4	0.0

자료: Bloomberg, 한국투자증권

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(13.1)	61.2	80.7
상대주가(%p)	(15.1)	40.7	61.1

주가추이

자료: Bloomberg

자산 거래 다각화 수혜 기대

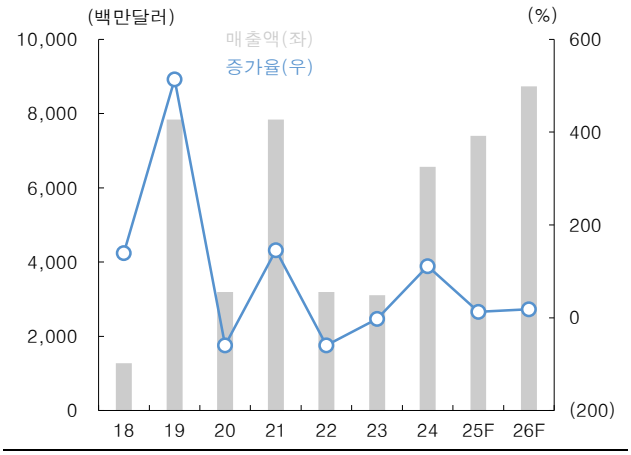
기대보다 양호했던 실적: 코인베이스의 3분기 매출은 18.7억달러로 전년동기대비 55.1% 증가했다. 컨센서스였던 18.0억달러를 넘어섰다. 거래 수익과 구독/서비스 수익이 일제히 늘며 순매출이 전년동기대비 58.9% 증가한 영향이다. 3분기에는 미국 뿐 만 아니라 해외에서의 수요가 크게 개선 됐다. 전체 매출의 81.3%를 차지하는 미국 매출은 전년동기대비 46.4% 증가했고, 해외 매출은 전년동기대비 2.1배 늘었다. 해외 매출 비중이 13.9%(전년동기)에서 18.7% 늘어난 점도 3분기 실적 개선에 기여했다. 조정 EPS는 1.44달러로 전년동기대비 29.2% 증가해 예상치였던 1.32달러를 상회했다.

자산 거래 수요 증가가 실적을 견인: 3분기에는 거래 수익이 전년동기대비 82.8% 증가했다. 세부적으로는 개인 고객의 거래 수익이 74.6% 증가했고, 기관 거래 수요도 높아지며 관련 수익이 144.2% 늘었다. 구독/서비스 수익도 58.9% 증가했다. 구독/서비스 수익에서 블록체인 리워드가 19.3% 늘었으나, 무엇보다 스테이블코인 수익이 43.7% 증가하며 전체 매출을 견인했다. 구독/서비스 수익에서 스테이블 코인이 차지하는 비중이 44.3%(전년동기)에서 47.5%까지 늘어난 점이 고무적이었다.

플랫폼 역량 강화, 이용자 유입, 서비스 다각화: 코인베이스는 디지털 자산 거래 수요가 높아지는 가운데 플랫폼/서비스를 보유하고 있는 기업이라는 점에서 주목해야 한다고 판단한다. 코인베이스는 파생상품 거래소인 Deribit을 인수하며 플랫폼 역량도 강화했다. 플랫폼 내부의 소비자 거래 활동이 전분기대비 37% 늘었다. 플랫폼에서 거래 가능한 자산수를 3분기에 4만개로 늘렸고, 토큰화된 주식/기타 서비스를 플랫폼에 통합하며 가입자 유입 기대감을 높였다. CFTC 규제를 받는 24시간 연중무휴 선물 상품을 출시하는 등 다양한 자산의 거래에 대한 서비스를 다각화하고 있는 점도 중장기 매출 성장 동력이 될 것으로 예상한다. GENIUS 법안이 통과되는 등 미국 내에서는 디지털 자산과 관련된 규제가 구체화되고, 거래 방식이 다양해질 것으로 예상되는 점도 코인베이스의 이용 수요를 높일 것으로 예상한다. 12MF PER이 48.6배 수준으로 낮아졌고, 중장기 매출 성장 기대감이 유효하며, 디지털 자산 사업 다각화 수혜가 예상되는 기업이라는 점에서 주목해야 한다고 판단한다.

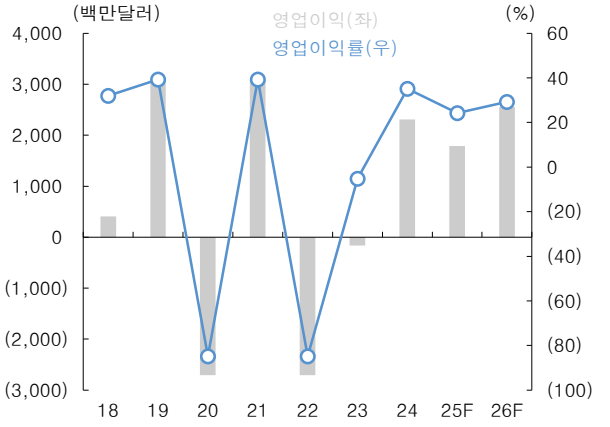
최보원
bochoi@koreainvestment.com

[그림 51] 연간 매출 및 증가율



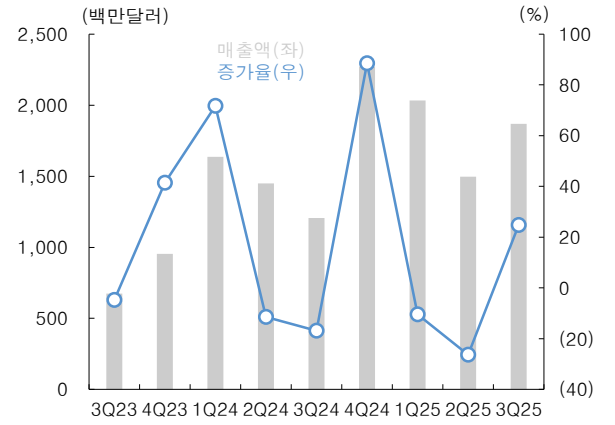
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 52] 연간 영업이익 및 증가율



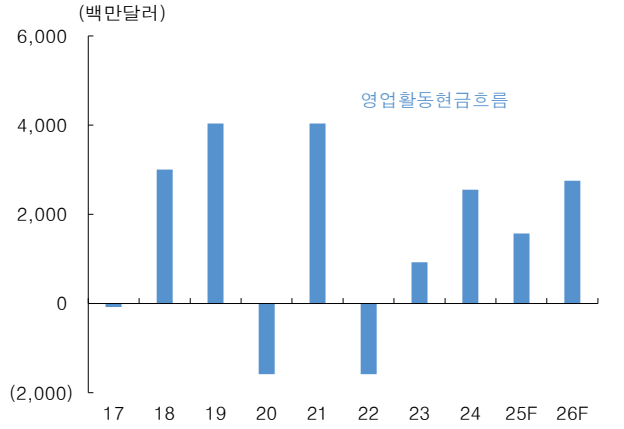
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 53] 분기 매출 및 증가율



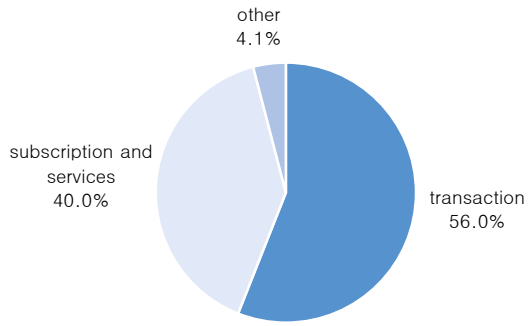
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 54] 연간 영업활동현금흐름



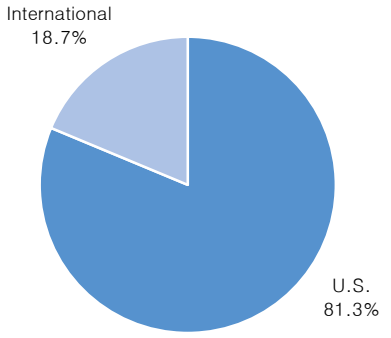
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 55] 부문별 매출 비중(3Q25)



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 56] 지역별 매출 비중(3Q25)



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 20> 코인베이스 글로벌 연간 실적 및 지표

(단위: 백만달러, 달러, %)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	**3,194**	**3,108**	**6,564**	**7,400**	**8,732**
영업이익	**(2,710)**	**(162)**	**2,307**	**1,788**	**2,552**
영업이익률	*(84.8)*	*(5.2)*	*35.1*	*24.2*	*29.2*
세전이익	(3,065)	(77)	2,943	2,828	2,383
순이익	**(2,625)**	**95**	**2,579**	**2,287**	**2,015**
순이익률	*(82.2)*	*3.1*	*39.3*	*30.9*	*23.1*
EBITDA	**(2,519)**	**(22)**	**2,435**	**3,001**	**3,623**
EBITDA 마진	*(78.9)*	*(0.7)*	*37.1*	*40.6*	*41.5*
EPS	**-**	**0.40**	**10.42**	**6.93**	**6.98**
EPS 증가율	-	*(103.4)*	*2,505.0*	*(33.5)*	*0.6*
BPS(달러)	23.6	26.0	40.5	51.5	54.2
DPS(달러)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	(4.7)	0.2	13.8	8.6	7.7
ROE(%)	(44.4)	1.6	31.2	16.7	12.4
PER(배)	-	101.9	25.1	47.7	47.4
PBR(배)	1.5	6.7	6.1	6.4	6.1
EV/EBITDA(배)	-	-	24.2	29.0	24.1

자료: Coinbase, Bloomberg, 한국투자증권

■ Compliance notice

- 당사는 2025년 11월 4일 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.