하나증권 리서치센터 Morning Brief

하루에 하나

2025.11.19

NOVEMBER

S	M	T	W	T	F	S
						1
2	3	4	5	6	7	8
9	10	11	12	13	14	15
16	17	18	19	20	21	22
23 30	24	25	26	27	28	29

원/달러 환율
1,464.65원 (+6.65원)

KOSPI
3,953.62 (-135.63, -3.32%)

KOSDAQ
878.70(-23.97, -2.66%)

국고채 10년 금리
3.268(-0.033%p)

동 자료는 오늘 발간된 자료의 요약본이 포함되어 있습니다. 자세한 내용은 홈페이지에서 각 자료를 확인해 주시기 바랍니다.

www.hanafn.com

Special Report

건설	보이지 않는 손은 지역을 가리지 않는다 [김승준]
해외 부동산/REITs	피트 스탑 [하민호]

Global Asset Strategy

New K-ETF	우량 회사채 26-11, 항셍테크 위클리 타겟커버드콜 [박승진]
실전 퀀트	MSCI 리밸런싱의 그림자: 외국인이 선택한 종목 [이경수]
해외 크레딧	미국 사모대출 Cov-lite 확산, 진짜 문제가 뭘까? [이영주]

기업분석

대원산업	P/E 2배 중반의 현저한 저평가 [송선재]
우듬지팜	IPO 주관사 업데이트: 유럽형 채소·해외 확장, 플랫폼 전환 가속 [권태우]

산업분석

유틸리티	상고하저 원전 이용률. 장기 우려 해소 긍정적 [유재선]
운송	VLCC 운임 급등의 배경 [안도현]

글로벌리서치

Albemarle(ALB.US)	리튬 가격 반등 및 수익성 개선 [김현수]
Robinhood(HOOD.US)	3Q25 Re: 예측시장 부문에 주목 [고연수]

WEDBUSH ×

혁신기술 (Disruptive Technology)	Nvidia 실적, AI 기술주의 상승 촉매제 연결 기대 [박승진]

단기투자유망종목

삼성전자, KB금융, 한국항공우주, 이수페타시스, KCC, 농심, 지역난방공사, 한국단자, 인투셀

하나증권

2025년 11월 19일 | 산업분석_Industry In-depth

건설

보이지 않는 손은 지역을 가리지 않는다

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 11월 18일

GS건설(006360)
BUY I TP 24,000원 I CP 18,450원

대우건설(047040)
BUY I TP 4,500원 I CP 3,395원

DL이앤씨(375500)
BUY I TP 55,000원 I CP 39,100원

HDC현대산업개발(294870)
BUY I TP 26,000원 I CP 18,580원

현대건설(000720)
BUY I TP 72,000원 I CP 60,800원

Analyst 김승준 sjunkim@hanafn.com
선임연구원 하민호 mimhoha@hanafn.com

결론: 2026년 주택주를 다시 봐야할 시점, 1H26 상저하고

2026년에 주택주를 다시 매수해야 하는 시점이 도래할 것으로 보면서, 건설주 투자의견 Overweight를 유지한다. 2026년은 부동산 가격 상승을 전망하며, 연말로 갈수록 지역적으로 확산, 상승 강도도 세질 것으로 추정한다. 이에 따라 2026년부터는 미분양이 해소되며 착공 물량이 회복될 수 있을 것으로 기대한다. 다만 주택주의 매수시점이 연초보다는 조금은 더 시간이 필요하다고 보기에, 상반기를 놓고 보았을 때 주가의 흐름을 상저하고로 전망한다. 주택주를 사야하는 시점에 매수 선호종목으로 GS건설을 제시한다.

부동산 전망: 수도권 상승, 지방 국지적 상승, 최고 화두지역 대구

2026년 주거용 부동산 시장은 전반적으로 상승할 것으로 전망한다. 내년 상승 전망의 배경은 빠른 유동성 증가 속도(D)와 예고된 입주감소(S)로 인한 주거비(전월세가격) 상승이다. 이에 따라 내년 전세가격 상승의 폭이 매매가격 상승의 폭보다 클 것으로 판단했다. 권역별로는 수도권이 가장 크게 상승할 것으로 보며, 지방은 입주 감소가 뚜렷히 나타나는 지역을 중심으로 상승할 것으로 전망한다. 특히 내년 화두지역은 대구다. 대구는 미분양이 많은 지역이면서, 가격 하락을 지속하는 지역이다. 내년 하반기부터 입주 감소가 뚜렷하게 나타나는데, 전세가격 상승 전환(이에 따른 매매가 상승 전환)이 같이 나타날 지가 관건이다. 대구가 턴어라운드 한다면, 사람들의 지방 부동산에 대한 인식 또한 바뀔 수 있다.

2026년 변수 요인: 정책의 구체적 시행과 추가 정책 여부

내년 변수가 될 가장 큰 요인은 올해 나온 정책의 구체적 시행과 부동산 정책 추가 여부다. 올해 발표된 각종 정책들이 내년부터 본격적으로 시행되었을 때 나타날 결과를 예측하기 어렵다. 또한 부동산 가격이 지속적으로 상승하는 모습이 나타날 때, 추가적인 부동산 대책이 어느 시점에 어떤 내용으로 나올지 예상하기 어렵다. 이러한 변수들은 주택주들의 비용 여부에 영향을 미칠 수 있다.

주택주 투자: 실적보다 업황이, 밸류에이션 상향콜이 가능할 시점에 매수

따라서, 주택주를 투자하는 접근 방식은 2026년의 실적(Bottom-up)보다는 업황 턴어라운드에서 나타날 수 있는 장단기(27~28년) 추정치 상향(Top-Down)이다. 밸류에이션 상향 콜이 가능한 시점(경기와 광역시의 매매가 상승)에 주택주를 매수하기를 제안한다.

2025년 11월 18일 | Global Asset Research

New K-ETF

우량 회사채 26-11, 항셍테크 위클리 타겟커버드콜

Global ETF

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

신규 상장 ETF(11/18)
- RISE 26-11 회사채(AA-이상) 액티브, PLUS 차이나 항셍테크 위클리 타겟 커버드콜

RISE 26-11 회사채(AA-이상) 액티브: 신용등급 AA- 이상의 우량 회사채들을 포트폴리오에 편입하는 만기매칭형 회사채 ETF이다. 약 1년 만기의 채권형 종목으로, 2026년 11월이 되면 상장 폐지와 함께 자금을 돌려받는 형태가 되겠다.

'KAP 26-11 회사채(AA- 이상) 총 수익 지수'를 비교지수로 사용한다. 비교지수는 특수채와 은행채, 기타금융채를 포함한 회사채 투자 유니버스 가운데 2026년 10월에서 12월 사이에 만기가 도래하는 AA- 등급 이상의 채권들(미상환 잔액 500억원↑)을 시가총액 가중방식의 비중 기준에 따라 편입한다. 총 보수는 0.05%가 적용된다.

PLUS 차이나 항셍테크 위클리 타겟커버드콜: 항셍테크 지수의 주식 포트폴리오를 기초자산으로 하는 위클리 커버드콜 ETF이다. 중국 기술주 포지션을 구축하는 동시에 상대적으로 높은 배당 수익을 확보하는 전략의 종목으로, 커버드콜 포지션에는 항셍테크 지수의 ATM 콜옵션이 활용된다. 위클리 옵션을 활용하여 프리미엄 수익을 증가시키면서 지수에 대한 노출 비중을 더 높이는 구조이다.

연 15% 배당 수익(포지션 구축 시점 기준)을 목표로 하는 타겟 커버드콜 전략의 ETF이며, 프리미엄 수익을 확보하기 위해 약 20%의 비중은 커버드콜 포지션에 할당되는 한편, 나머지 80%에 대해서는 지수 변동에 노출되는 형태의 포트폴리오가 되겠다.

더불어 항셍테크 지수 옵션의 구조적 특성(5,000pt~20,000pt의 행사가 틱 간격: 100pt)으로 인하여, ATM에 가까운 콜옵션을 선택하는 과정에서도 일정 부분의 OTM 콜옵션 매도 포지션이 구축되고, 이를 통해 지수 상승 참여율을 높이는 효과가 발생한다는 점도 특징적인 부분이 되겠다. 옵션 행사가격과 항셍테크 지수의 현재 가격이 정확하게 맞아떨어질 가능성이 낮기 때문에 지속적으로 발생 가능한 현상이다.

기초자산인 항셍테크 지수의 정기 리밸런싱은 매년 분기말(3월/6월/9월/12월)의 마지막 영업일에, 타겟 커버드콜 포지션을 구축하기 위한 차주 만기의 콜옵션 매도 프로세스는 매주 마다 금요일 종가를 기준으로 진행된다. 항셍테크 지수의 개별 기업 편입 한도(Cap Rate)는 중국과 홍콩, 마카오, 대만 기업의 경우 8%, 이외 국가의 기업들에 대해서는 4%의 기준이 반영된다. 총 보수는 0.39%이다.

Global ETF 박승진 sj81.park@hanafn.com
RA 전종훈 jonghoonjeon@hanafn.com

도표 1. RISE 26-11 회사채(AA-이상) 액티브, PLUS 차이나 항셍테크 위클리 타겟 커버드콜 ETF의 종목 개요

ETF명	RISE 26-11 회사채(AA-이상) 액티브	PLUS 차이나 항셍테크 위클리 타겟 커버드콜
상장일	2025년 11월 18일 화요일	
기초(비교)지수	KAP 26-11 회사채(AA-이상) 총수익지수	HSTECH 15% Target Premium Weekly Covered Call Index
복제방법	실물(액티브)	실물(패시브)
1좌당 가격	50,000원	10,000원
총 보수	0.05%	0.39%
구성종목 수	421종목	[주식] 30종목 [콜옵션] 1종목 ('25.08.31 기준)
비중결정방식	시가총액가중	[주식] 유동시가총액 가중방식 [콜옵션] 연 15%의 타겟 프리미엄율 목표로 옵션 매도 비중을 산출하여 콜옵션 매도
정기변경	일별	[주식] 분기별 리밸런싱 (3, 6, 9, 12월 마지막 영업일) [콜옵션] 매주 금요일 종가를 기준으로 차주 만기 weekly 콜옵션 매도

자료: KRX, 하나증권

MSCI 리밸런싱의 그림자: 외국인이 선택한 종목

실전 퀀트 | 2025.11.19

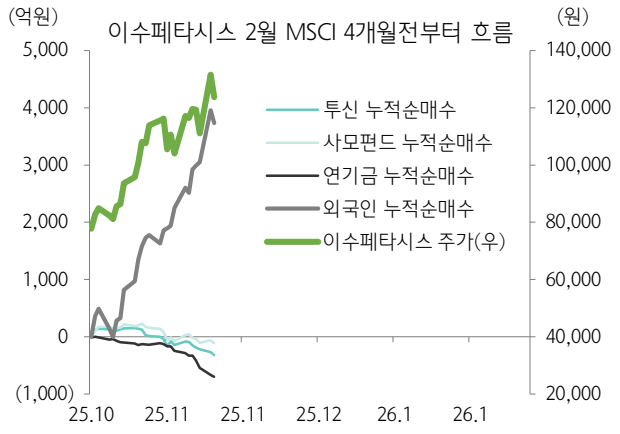
Analyst 이경수 gang@hanafn.com
RA 이철현 lch2678@hanafn.com

MSCI 리밸런싱의 그림자: 외국인이 선택한 종목

내년 2월 MSCI를 앞두고 외인들이 조용히 매수하는 이수페타시스와 에이비엘바이오

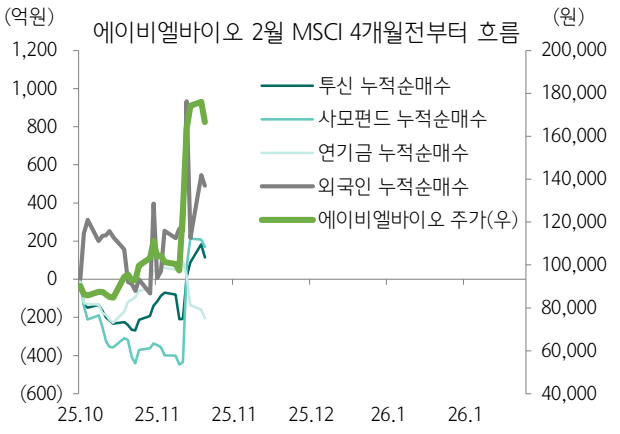
- 지수의 변동성 확대로 베타보다는 알파 전략에 대한 수요가 높아지는 상황으로 MSCI 편출입 후보군 베팅 아이디어가 적합한 시기
- 이번 11월 MSCI KOREA 리뷰에서의 신규 편입 종목은 에이피알과 HD현대마린솔루션 두 종목이었음
- 해당 종목의 주가는 편입 리뷰(발표일) 전 약 3~4개월 전부터 상승하고 이를 주도하는 것은 외국인으로 밝혀짐
- 여타 투자주체의 액션보다 외인들의 MSCI 편입 종목에 대한 사전적 매수세가 뚜렷한 모습이 관찰
- 지난 8월에 편입된 LIG넥스원, 두산, 효성중공업 역시 4월중순부터 외인들의 매수세가 뚜렷했고 해당 주식 역시 리뷰 직전까지 꾸준히 상승하는 모습
- 결국, 내년 2월 MSCI 편입 종목군도 외국인의 간택으로 결정될 가능성이 매우 높음
- 최근 주가 측면에서 이수페타시스, 에이비엘바이오, 키움증권 등이 내년 2월 MSCI 신규 편입 종목 후보군인데, 이 중에서 이수페타시스와 에이비엘바이오에는 외국인 매수세가 뚜렷한 모습, 다만 키움증권은 외인 매수세가 다소 약화
- 내년 MSCI 2월 신규 편입에 유력해 보이는 종목군은 이수페타시스와 에이비엘바이오, 다만 각각 +14%와 +13% 이상의 추가 상승이 필요한 상황
- 아직 편입 시기까지 약 4개월이나 남았기에 각 종목군의 외국인 수급과 펀더멘털에 대한 팔로우업이 필수적

도표 1. 이수페타시스 '내년 2월 MSCI', 4개월전부터의 흐름



자료: Quantiwise, 하나증권

도표 2. 에이비엘바이오 '내년 2월 MSCI', 4개월전부터의 흐름



자료: Quantiwise, 하나증권

2025년 11월 19일 | Global Asset Research

해외 크레딧

미국 사모대출 Cov-lite 확산, 진짜 문제가 뭘까?

Asset Allocation

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com
선임연구원 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

왜 Cov-lite 확산이 나타나는가

최근 미국 신용시장은 경기 둔화에도 불구하고 거래 경쟁과 유동성 공급이 계속 확대되면서, 계약 조건이 점차 완화되는 방향으로 움직이고 있다. 특히, Covenant-light (재무조항 완화형) 대출은 공모 신디케이티드론 (BSL)과 사모대출 (Private Credit) 양쪽 모두에서 빠르게 확산되고 있다.

본래 Cov-lite는 공모형 시장에서 대형 LBO가 성행할 때 나타나던 전형적인 현상이다. 그러나 지금은 대형 Private Credit 운용사들이 BSL 공백을 메우며 동일한 조건으로 경쟁하는 구조가 자리잡고 있다. 실제 Ares, KKR, Blackstone, Apollo 등 메가펀드들이 속도와 규모 중심의 딜 경쟁에 뛰어들며 Cov-lite 조건을 수용해 시장 점유율을 높이고 있다. 그 결과 공모 (BSL)와 사모 (Private Credit) 간 경계는 흐려지고, 두 시장은 동일한 신용 팽창 구조 안에서 맞물려 돌아가고 있다.

Cov-lite Vs. Cov-heavy는 뭐가 다른가? "위험의 형태"가 다르다.

Cov-lite가 빠르게 확산되고 있지만, 모든 시장이 이를 동일하게 적용하는 것은 아니다.
대형 Private Credit은 거래 규모와 속도 경쟁에서 우위를 확보하기 위해 공모시장 (BSL) 수준의 완화된 조건 (Cov-lite)을 적극 수용하는 반면, 미들마켓 (MM) 운용사들은 여전히 Cov-heavy (엄격한 재무조항)를 중심으로 리스크를 관리한다
그러나 Cov-lite냐 Cov-heavy냐가 '안전/위험'을 단순히 구분하는 기준은 아니다.
두 구조는 적용되는 환경과 기업 특성에 따라 서로 다른 형태의 리스크 프로파일을 만들어 낸다. Cov-lite는 조건 완화의 대가로, 거래가 소수 대형 운용사에 집중되고 레버리지가 중첩되는 '속도 기반의 위험'이 시장 전체에 더 빠르게 누적될 수 있다. 반대로 Cov-heavy는 재무조항을 통해 통제는 가능하지만, 경기 둔화 시 차입기업의 현금흐름 악화·유동성 제약·만기 미스매치 등에 민감한 '기초체력 기반의 위험'이 더 강하게 드러난다.
즉, 차이는 어느 쪽이 더 안전한가가 아니라, 각 구조가 어떤 방식으로 위험을 쌓고 언제 표면화 시키는가에 있다.

Cov-lite의 진짜 문제는 "리스크의 이동"에 있음

Cov-lite 확산의 더 근본적인 문제는 조항의 완화 자체가 아니다. 차입기업에 대한 통제력이 약해지면서, 기업 단계에서 막아야 할 위험이 Private Credit 펀드 단계로 이동할 수 있다는 점을 주목해야 한다.

과거에는 구조가 단순했다. 기업이 빚을 내고 그 기업이 위험을 떠안는 '단층 레버리지' 구조였다. 그러나 Cov-lite 환경에서는 차입기업의 실적 악화나 재무지표 훼손이 늦게 드러나고, 대출자가 조기에 개입하거나 구조를 조정할 여지가 거의 없다. 이로 인해 차환·유동성 부담이 Private Credit 펀드로 이전되면서, 펀드가 자체적으로 유동성을 조달해 문제를 메

워야 하는 사례가 증가하고 있다. 바로 이 지점에서 Private Credit 시장의 레버리지가 펀드 레벨로 적층되기 시작한다.

기업의 위험이 펀드로 옮겨 붙고, 펀드가 추가로 빚을 내며 위험이 한층 더 쌓이는 '다층 레버리지'가 만들어지는 것이다. 이러한 구조의 중심에 있는 수단이 바로, 최근 구조적 우려가 커지는 NAV Loan (펀드 차입)이다.

Private Credit 펀드는 보유한 대출채권들을 묶어 담보로 삼고 은행·기관투자자로부터 자금을 빌려 신규 투자, LP 분배, 기존 대출 차환 (rescue financing) 등에 활용한다. 겉으로 보면 펀드 단위의 유동성 개선처럼 보이지만, 실질적으로는 펀드가 차입기업의 부채와 위험을 그대로 떠안는 구조가 만들어질 수 있다. (기업 → 펀드 → 대주단으로의 위험 체인)

이때 가장 큰 문제는 NAV Loan, PIK interest, Fund-level leverage 등 대부분의 펀드 차입이 공시의무가 없고 (off-balance) 감독당국의 시야 밖에 놓여 있다는 점이다. 따라서 외부에서는 펀드가 실제로 얼마나 레버리지되었는지, 유동성 충격이 어느 시점에 나타날지 체계적으로 파악하기 어렵다. 바로 이 점이 글로벌 신평사들이 지속 경고하고 있는 '숨은 (back) 레버리지' 구조다. 표면적으로는 펀드 NAV와 수익률이 안정적으로 보이더라도, 내부적으로는 겹겹이 쌓인 레버리지가 특정 시점에 한꺼번에 드러날 수 있는 위험을 내포한다.

Private Credit이 만들어내는 '보이지 않는 Risk'

Private Credit은 비은행 (Non-Deposit Financial Institution, NDFI)으로 분류되어 Basel Ⅲ, SLR, LCR 등의 은행자본 규제를 적용받지 않는다. SEC 등록 의무 역시 운용사 단위에 국한되어 있어, 펀드 차입 구조나 대출 포트폴리오의 세부 내역은 감독당국이 직접 들여다보기 어렵다. 즉, 신용 리스크는 사라지지 않고 기업 단계에서 펀드 구조 속으로 흡수되어, 그림자 레버리지로 쌓이게 되는 것이다.

현재 Private Credit의 성장과 Cov-lite 확산은 단순한 대체 금융의 확대가 아니다. 규제권 밖에서 신용이 빠르게 늘어나는 구조적 변화를 암시한다. 공모 (BSL)과 사모 (Private Credit)의 경계가 흐려지고, 대형이든 중소형이든 모든 세그먼트도 리스크 '안전지대'라 볼 수 없다. 기존의 위험은 그대로 존재하는 데다, 새로운 위험이 조용히 축적되고 있기 때문이다.

단기적으로는 유동성과 모멘텀에 힘입어 성장세가 이어질 수 있겠으나, 보이지 않는 리스크 위험이 일정 수준에 도달하게 되면 신용 심리는 급격히 경색될 수 있다. 신용 심리와 유동성 흐름은 결국 이 숨은 레버리지 노출 여부 (투명성)에 따라 좌우될 것이다.

2025년 11월 19일 | 기업분석

대원산업 (005710)

P/E 2배 중반의 현저한 저평가

Not Rated

목표주가(12M)	N/A
현재주가(11.18)	11,840원

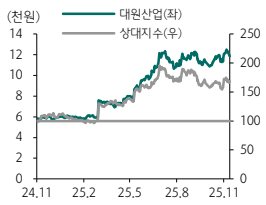
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	878.70
52주 최고/최저(원)	12,490/5,690
시가총액(십억원)	237.2
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	20,037.6
60일 평균 거래량(천주)	35.5
60일 평균 거래대금(십억원)	0.4
외국인지분율(%)	13.72
주요주주 지분율(%)	
허재건 외 17 인	50.70
옥천산업	8.22

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023	2024
매출액	763	737	778	931
영업이익	30	31	47	75
세전이익	51	51	51	94
순이익	33	38	36	73
EPS	1,634	1,879	1,784	3,624
증감율	81.2	15.0	(5.1)	103.1
PER	4.2	2.8	3.3	1.6
PBR	0.4	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	8.8	9.0	8.0	14.2
BPS	18,556	20,844	22,246	25,572
DPS	125	175	175	200

Analyst 송선재 sunjae.song@hanafn.com
RA 강민아 minahkang@hanafn.com

3Q25 Review: 영업이익률 9.8% 기록

대원산업은 한국(매출비중 86%)/러시아(7%)/중국(5%)/베트남(3%)에 생산 공장을 보유한 자동차 시트 생산업체이다. 2025년 3분기 매출액/영업이익은 15%/17% 증가한 2,743억원/269억원(영업이익률 9.8%, +0.2%p)을 기록했다. 한국 매출액은 13% (YoY) 증가했는데, 주력 납품 모델인 카니발/EV 등의 생산/판매가 증가한 덕분이다. 러시아 매출액은 244% (YoY) 증가했는데, 현지 고객사의 생산이 회복된 영향이다. 중국/베트남 매출액은 전년 동기의 높은 기저의 영향으로 15%/32% (YoY) 감소했다. 영업이익률은 0.2%p (YoY) 상승한 9.8%를 기록했는데, 매출 비중이 절대적인 한국 법인의 영업이익률이 6.6%로 0.7%p (YoY) 하락했지만, 러시아 법인이 외형 성장과 함께 고수익성을 유지하면서 연결 수익성에 긍정적 영향을 미쳤다(러시아 법인의 3분기 순이익률 31.9%).

러시아 법인의 회복이 이익 증가에 크게 기여 중

한국 법인의 주력 납품모델은 기아의 카니발/EV3/EV4/모닝/니로/스토닉 등이다. 카니발은 ICE/HEV 모델이 모두 호조를 보이면서 한국 생산이 3분기/누적 14%/10% (YoY) 증가했고, EV3는 3분기/누적 80%/433% (YoY) 증가하면서 대원산업의 한국 매출액 증가에 크게 기여했다. 다만, 신형 EV4가 만회하고 있지만, 두 주력 모델의 최근 생산대수가 2025년 월평균을 하회하고 있어 증가율은 둔화될 것으로 보인다. 러시아 법인(DAEWON RUS)는 지정학적 변수로 고객사가 러시아 시장에서 철수하면서 2022년 이후 큰 어려움을 겪었었다. 2017년~2021년 평균 매출액이 1,330억원이었는데, 2023년 매출액이 16억원, 순이익은 -152억원까지 감소했었다. 2024년부터 현지 고객사로 거래선이 변경되고, 생산이 재개되면서 매출액/영업이익/순이익은 2024년 260억원/67억원/20억원, 2025년 3분기 누적으로는 580억원/200억원/225억원을 기록했다. 고정비 대비 매출액이 급격하게 증가했고, 현지 고객에 대한 판가가 높은 반면, 원재료 비율은 낮기 때문에 고수익성을 보이고 있다.

P/E 2.6배에 불과. 순현금이 시가총액보다 많은 상태

3분기 누적 매출액/영업이익/순이익은 25%/167%/125% 증가한 8,237억원/750억원/714억원이다. 4분기 매출액/영업이익은 +7%/-44% (YoY) 변동한 2,900억원/263억원(영업이익률 9.1%)로 예상한다. 전년 4분기에 원재료 손상차손 환입에 따른 일회성 이익(약 250억원)이 있었기 때문에 영업이익이 감소해 보이는 것이다. 2025년 연간 매출액/영업이익/순이익은 기존 예상치를 크게 상회한 1.11조원/1,013억원/929억원으로 예상한다. 이는 현재 주가가 P/E 2.6배의 극히 낮은 Valuation에서 거래되고 있음을 의미한다. 특정 고객사 및 납품 모델에 대한 의존도가 높다는 점이 할인이지만, P/B 0.41배와 부채비율 37%, 그리고 순현금 4,168억원(vs. 시가총액 2,372억원)을 고려할 때 현저한 저평가 상태라는 판단이다.

2025년 11월 19일 | 기업분석_스몰캡_Report

우듬지팜 (403490)

IPO 주관사 업데이트: 유럽형 채소·해외 확장, 플랫폼 전환 가속

Not Rated

현재주가(11.18) **1,529원**

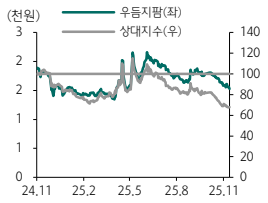
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	878.70
52주 최고/최저(원)	2,160/1,343
시가총액(십억원)	69.6
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	45,551.5
60일 평균 거래량(천주)	1,466.2
60일 평균 거래대금(십억원)	2.7
외국인지분율(%)	2.17
주요주주 지분율(%)	
김호연 외 3 인	39.39
한국증권금융	5.31

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023	2024
매출액	47	45	56	63
영업이익	9	4	3	4
세전이익	5	4	2	4
순이익	3	4	1	3
EPS	124	91	33	73
증감율	(24.8)	(26.6)	(63.7)	121.2
PER	0.0	0.0	82.0	19.8
PBR	0.0	0.0	3.2	1.6
EV/EBITDA	0.0	0.0	20.7	11.3
ROE	13.6	14.4	4.0	8.0
BPS	533	629	837	912
DPS	0	0	0	0

Analyst 권태우 @hanafn.com
RA 윤채리 yooncherry@hanafn.com

스마트팜 솔루션 선도기업

우듬지팜은 2011년 설립된 스마트팜 전문기업으로, 반밀폐형 온실 기술을 바탕으로 고당도 스테비아 토마토 '토망고'를 중심으로 고부가가치 농산물 시장에 진입했다. 2023년 하나금융 20호스팩과의 합병을 통해 코스닥 시장에 상장되었으며, 자회사 우듬지이엔씨 및 나인팜 등을 통해 설계·시공·재배·가공·유통 전 단계에 걸친 수직계열화를 구축한 바 있다. 2025년 3분기 누적 기준 매출액은 467억원(-3.0% YoY), 영업이익은 2억원(-88.0% YoY)을 기록했으며, 전체 매출 중 약 80%는 토망고가 차지하고 있다. 최근에는 로메인·버터헤드 등 유러피안 채소류로 제품 포트폴리오를 확장하고 있다.

서산 온실 및 유럽형 채소 실증 중심의 사업 구조 고도화

우듬지팜은 충청남도와 서산시, 지역활성화 펀드 및 민간 자본 등 총 3,300억원 이상이 투입되는 충남 서산 농업바이오단지의 핵심 온실 사업을 실질적으로 총괄하고 있다. 2024년 12월 설립된 SPC의 주요 주주로 참여하고 있으며, 약 900억원 규모의 반밀폐형 유리온실 6개 동(동당 7,000평) 조성이 계획되어 있다. 현재 철골 구조물 발주가 시작되었고, 2025년 말부터는 동시 착공 방식으로 공사가 본격화될 예정이다. 토목공사는 2026년 1분기 착수되며, 약 6개월 후인 2026년 8~9월 완공이 목표다. 해당 온실은 2027년 10월 첫 출하가 예정되어 있으며, 생산물량은 연간 약 3,600톤으로 추산된다. 우듬지팜은 온실을 위탁 운영함으로써 연간 약 100억원 규모의 연결 매출을 확보하게 되며, 동시에 생산된 원물은 전량 매입하는 구조를 통해 외부 조달 원가 대비 약 10% 내외의 원가 절감 효과도 기대된다. 이 사업은 안정적인 물량 기반과 수익 구조를 통해 실적 안정성 확보 및 원가 구조 개선의 실질적 기반을 제공할 것으로 보인다.

유럽형 채소, 해외 확장, 플랫폼 모델 전환 가속화

2025년 10월부터 동사가 자체 설계한 8,000평 규모의 유럽형 채소 시험온실에서 고부가가치 품종의 상업 생산이 개시되었다. 해당 품목은 토망고 대비 높은 마진율을 보이는 것으로 파악된다. 생산 안정화가 예상되는 2026년 상반기부터 본격적인 상업화가 이루어질 예정이다. 연간 300억원 규모의 신규 매출 창출이 가능할 것으로 예상되며, 이는 작물 믹스 다변화를 통한 수익성 개선의 중심축으로 작용할 것으로 판단된다. 자회사 우듬지이엔씨는 지난 10월 경남 진주 스마트팜 시공을 완료하며 국내외 프로젝트 수행 실적을 확보하였고, 이를 바탕으로 2026년부터 관급사업(B2G) 입찰 참여가 가능해졌다. 해외 진출 부문에서는 일본 JFE엔지니어링과 스마트팜 설계 및 자재 공급에 대한 대리점 계약을 체결하고, 공급 체계를 통합 구축한 상태다. IMARC Group에 따르면 일본 스마트농업 시장은 2025년부터 2033년까지 연평균 14.6% 성장해 2033년 41억달러 규모에 이를 것으로 전망되며, 동사는 유리온실 부문에서 독자적 기술 경쟁력을 바탕으로 해당 시장 내 입지를 넓혀가고 있다. 아울러 라오스에서는 현지 정부 요청에 따라 대규모 농업단지 조성이 논의되고 있으며, 초기 150~200헥타르 규모의 시범 개발이 검토 중이다. 이처럼 고수익 작물의 상업화와 해외 프로젝트 기반의 축적, 그리고 공공부문 진입 기반 확보는 스마트팜 전주기 플랫폼 체계로의 사업 구조 전환을 구체화하는 동력으로 작용하고 있다.

2025년 11월 19일 | 산업분석_Update

유틸리티

Overweight

상고하저 원전 이용률. 장기 우려 해소 긍정적

고리 2호기 계속운전 심사 완료. 2026년 2월 재가동 목표

2023년 4월에 설계수명 만료로 가동을 정지했던 고리 2호기의 수명연장이 원안위에서 의결되었다. 9월 25일, 10월 23일 두 번의 연기 끝에 통과된 안건이다. 이에 따라 2026년 2월 가동을 재개할 것으로 예상되며 2033년까지 계속운전이 이뤄질 예정이다. 지난 2024년 9월 고리 3호기, 2025년 8월 고리 4호기가 가동을 정지했고 12월에는 한빛 1호기가 수명만료로 가동을 정지할 예정이다. 앞서 10년 수명연장이 이뤄졌던 고리 1호기, 월성 1호기는 이후 각각 2017년, 2019년 폐로가 결정되었지만 고리 2호기를 시작으로 후속 원전들은 설계수명 만료 이후에도 추가적인 가동이 담보될 가능성이 높아졌다.

4분기 원전 이용률 70% 후반 예상. 신규 원전은 지연 분위기

올해 원전 이용률은 상고하저 추세가 이어질 것으로 보인다. 1분기는 90%를 상회한 것으로 보이나 2분기 80%대 초중반으로 낮아졌고 하반기는 70%대 후반을 기록할 전망이다. 원전 계획예방정비 일정이 하반기에 집중된 영향이 가장 크고 설계수명이 만료된 노후 원전 수가 하반기 2기 추가된 점도 일부 부정적 효과로 이어졌다. 연간 평균 이용률은 80% 초반으로 안정적인 수준을 유지할 것으로 예상되며 2026년부터 노후 설비의 가동 재개로 인해 점차 완만한 우상향 추세가 기대된다. 새울 3,4호기의 경우 지난 4월 산업부 고시를 통해 사업기간이 연장된 것으로 확인되지만 진척도를 감안할 때 상업운전을 빨라도 2분기 이후 시점으로 기대해볼 수 있을 전망이다.

핵연료 재처리 권한 확보 시 장기적으로 처분시설 부담 완화 가능

11월 14일에 공개된 팩트시트에 따르면 미국은 한미 원자력 협력 협정에 부합하고 미국의 법적 요건을 준수하는 범위 내에서 한국의 평화적 이용을 위한 민간 우라늄 농축 및 사용후핵연료 재처리로 귀결될 절차를 지지한다고 밝혔다. 기존 원자력 협정이 개정되려면 국내외 의회 동의 절차 등이 필요하기 때문에 당장 진행되는 사안은 아니다. 한국은 건식 재처리를 중심으로 사용후핵연료 재처리 연구를 진행해왔다. 재처리 이후 고준위 폐기물 부피가 크게 감소할 수 있다는 점에서 사회적 갈등이 부각될 수 있는 처분시설 준공에 대한 부담이 일부 완화될 수 있다. 물론 상업적인 운영까지 이어지려면 양국 합의 과정이 마무리된 이후에도 오랜 시간이 소요될 것으로 보인다.

Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

2025년 11월 19일 | 산업분석

운송

VLCC 운임 급등의 배경

Neutral

관심종목

*CP 2025년 11월 18일

팬오션(028670)

BUY | TP 4,800원 | CP 3,700원

HMM(011200)

Neutral | TP 21,000원 | CP 18,750원

그림자 선대 제재 강화로 VLCC 운임 급등

VLCC 스팟 운임이 최근 $10만/day 이상을 기록하며 연초 대비 3배 이상 상승했다. 이러한 운인 상승의 배경에는 그림자 선단(Shadow Fleet)이 있다. 그림자 선단은 러시아/이란 등 국제 제재국의 원유/석유제품 수송을 위해 사용되는 선박을 지칭한다. 2024년 12월 이후 EU와 미국 등 주요 국가는 그림자 선단을 제재 대상으로 지정하였으며, 항만 출입을 금하고 있다. 10월 23일부로 EU가 그림자 선단 재제 리스트에 117척을 추가하며 총 557척에 대한 제재를 예고했고, 현재 VLCC 중 16%가 글로벌 제재 대상에 포함되어 있는 상황이다. 한편 러시아 원유 수출의 70% 이상이 그림자 선단을 통해 이루어지고 있는 것으로 파악되기 때문에, 선단 제재는 일반 VLCC의 수요 증가를 야기하고 있다. VLCC 운임은 당분간 높은 수준에서 유지 될 예정이다.

글로벌 VLCC 플레이어: Frontline, DHT Holdings, International Seaways

글로벌 해운 기업 중 가장 VLCC 선대 규모 비중이 큰 회사는 Frontline(FRO.US), DHT Holdings(DHT. US)로 각각 41척, 23척의 VLCC 선대를 보유하고 있고, 원유 수송을 전문으로 하고 있다. International Seaways(INSW.US)도 VLCC를 13척 보유 중인 원유/제품선 기업이다. 이들이 보유한 VLCC는 대부분 스팟 시장에 노출되어 있고, 시황 변동에 따라 이익 변동성이 나타난다. VLCC 운임 상승기에는 기업 실적 상향 속도가 가팔라질 것으로 예상하기 때문에 주목해 볼 필요가 있다. 또한 FRO/DHT/INSW의 2024년 배당성향은 88%/89%/68%로 수익의 대부분을 배당에 사용하기 때문에, 고수익 구간에서의 배당 증가도 덩달아 기대할 수 있다.

국내 선사도 VLCC 보유 중이나, 스팟 운임 상승 수혜는 제한적

2024년 들어 VLCC 발주가 증가하고 있는데, 이는 노후화된 선박을 대체하기 위한 수요로 파악되어 향후 VLCC 시장의 공급 증가 우려는 크지 않다. VLCC는 특성상 타 선종 대비 선령이 짧은데, 이미 평균 선령이 12.8년까지 상승했다. 국내에서는 HMM과 팬오션도 VLCC를 각각 9척/2척 보유 중이고, 2027년 2척/2척 추가 인도 받을 예정이다. 국내 선사가 현재 운용하는 VLCC는 대부분 장기계약 형식으로 운영되고 있어, 스팟 운임 상승에 따른 수혜는 제한적일 것으로 예상된다.

Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

2025년 11월 19일 | Global Equity

Albemarle(ALB.US)

리튬 가격 반등 및 수익성 개선

미국

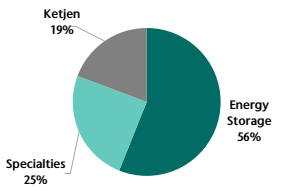
TP(컨센서스)	105.92 USD
CP(11.17)	117.70 USD

Key Data

국가	UNITED STATES
상장거래소	New York
산업 분류	소재
주요 영업	화학
홈페이지	www.albemarle.com
시가총액(십억USD)	13.9
시가총액(조원)	20.3
52주최고/최저()	125.8495/49.4303
주요주주 지분율(%)	
VANGUARD GROUP	12.41
블랙록	6.97

주가상승률	1M	6M	12M
절대	26.9	95.5	13.1
상대	26.8	83.5	(0.1)

매출구성



Financial Data (백만 USD)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출	9,617	5,378	5,045	5,032
영업이익	252	(1,777)	(24)	120
순이익	1,573	(1,179)	(81)	57
EPS(USD)	13.7	(2.2)	(1.0)	0.2
EPS(YOY, %)	(39.0)	(116.3)	(59.2)	(120.0)
ROE(%)	18.1	(15.4)	(1.9)	0.4
PER(배)	10.6	N/A	N/A	588.5
PBR(배)	1.8	1.3	1.4	1.5
배당률(%)	1.1	1.9	1.4	1.5

자료: Albemarle, 하나증권

Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com
RA 홍지원 jiwonhong@hanafn.com

3Q25 Review : 가격 하락으로 이익 감소

Albemarle의 3Q25 실적은 매출 13.1억달러(YoY -4%, QoQ -2%), 조정 EBITDA 2.3억달러(YoY +7%, QoQ -33%)로 전분기 대비 매출과 이익 모두 감소했다. 1) Energy Storage(리튬) 부문 실적은 매출 7.1억달러(YoY -8%, QoQ -1%), 조정 EBITDA 2.2억달러(YoY -13%, QoQ -44%)를 기록했다. 판매량이 전분기 대비 +16% 증가했지만(6.7만톤) 리튬 가격이 하락하며 부문 마진율은 17.5%로 전분기 대비 -13.1%p 하락했다. 2) Specialties(특수화학) 부문은 매출 3.4억달러(YoY +1%, QoQ -2%), 조정 EBITDA 0.8억달러(YoY +34%, QoQ +3%) 기록했다. 3) Ketjen(촉매) 부문은 매출 2.5억달러(YoY +4%, QoQ -3%), 조정 EBITDA 0.3억달러(YoY -5%, QoQ +17%) 기록했다.

ESS 수요 증가로 리튬 가격 반등 전망

Albemarle은 2025년 전사 실적이 연초 제시한 가이던스 상단(매출 49~52억달러(YoY -6%), 조정 EBITDA 8~11억달러(YoY -17%))에 부합할 것이라고 전망했다. 배터리 부문(Energy Storage)은 광산·염호 생산 수율 개선과 중국향 판매 확대 힘입어 연간 판매량 YoY +10% 증가(22만톤) 가이던스를 제시했다. 4분기에는 마진이 높은 리튬염 판매 비중 확대와 Talison JV 지분법 이익 증가로 조정 EBITDA가 전분기 대비 소폭 개선될 것이라 언급했다. 한편, 최근 중국의 리튬 생산 일시 중단 규모는 약 3만톤으로 글로벌 공급의 1~2% 수준에 불과하며, 허가 절차 완료 시 생산 재개 가능성이 높다고 밝혔다. 2025년 리튬 시장 연평균 가격은 1kg당 9.5달러 수준에서 마무리 될 것으로 전망했다. 최근 리튬 가격 반등은 ESS發 수요 확대 및 공급 지연에 따른 것으로, 가격 상승에 따른 이익은 아직까지 리튬 정제 업체보다 스포듀민 등 원자재 채굴 업체에 집중되고 있다고 밝혔다. 탄산·수산화리튬 가격은 현재 원가(한계비용) 수준에 머물러 있으나, 향후 수요 증가에 따른 가격 반등 가능성이 높다고 전망했다. 한편, Albemarle은 리튬 가격이 $15.0/kg 이상으로 상승할 경우, 전사 기준 EBITDA 마진율은 30% 이상 달성 가능하다고 덧붙였다(현재 18%).

ESS 시장 내 소디움(나트륨)이온 배터리 영향 제한적일 것으로 전망

Albemarle은 2025년 1~9월 누적 기준 글로벌 ESS용 리튬이온 배터리 수요가 전년 대비 105% 성장했다고 밝혔다. 지역별로 보면, 중국(글로벌 비중: 60%)이 정부의 ESS 확대 정책 영향으로 +60% 성장했고, 북미(20%)는 AI 데이터센터 증가 영향으로 +145% 성장했다. 유럽(10%)은 재생에너지 채택 확대에 힘입어 +145% 성장했다. 향후, ESS용 리튬 수요는 2025년 25만~38만톤에서 2030년 43만~107만톤으로 연평균 +15~30% 성장할 것으로 전망했다. 다만, 2030년 글로벌 리튬 수요 전망(300만톤)에서 ESS 비중은 약 25%로, EV가 계속해서 최대 수요처 지위를 유지할 것이라고 언급했다. 한편, ESS 케미스트리가 향후 소디움이온으로 전환될 수 있다는 우려에 대해서는, 공급망 전환 비용이 매우 크고, 기술적인 한계가 있으므로, 장기적으로 소디움이온 배터리가 시장에 어느정도 침투할 수는 있겠으나, 중장기적으로 ESS 시장의 80% 이상은 계속해서 리튬이온 배터리가 확보할 것으로 전망했다.

비핵심 사업 매각·리튬 가격 반등으로 수익성 강화 전망

다음 4가지 사항 고려할 때, 향후 Albemarle의 실적 및 Valuation factor 모두 긍정적인 흐름 이어갈 것으로 판단한다. : 1) 미국 내 PFE(금지 외국 집단) 소재 사용 제한으로 현지 광산의 경쟁력이 강화되고, 제조원가의 10%에 해당하는 AMPC 혜택을 누릴 수 있다. 2) 마진율 낮았던 Ketjen 등 비핵심 사업부의 지분 매각 통해 2026년 상반기 약 6.6억달러의 현금 유입이 예상되며, 이 자금을 바탕으로 리튬 및 특수화학 등 고부가가치 사업 확장이 예상된다. 3) 현재 가격 수준($9.5)에서도 20%대의 견조한 EBITDA 마진율 유지하고 있는 가운데, ESS와 저가형 EV 수요 증가에 따른 리튬 가격 반등으로 인해 향후 추가 수익성 개선 가능할 것으로 판단된다. 4) 현재 PBR 1.4배 수준으로, 글로벌 Peer 대비 밸류에이션 부담 낮은 수준이다(Rio Tinto: 2.1배, SQM: 3.3배).

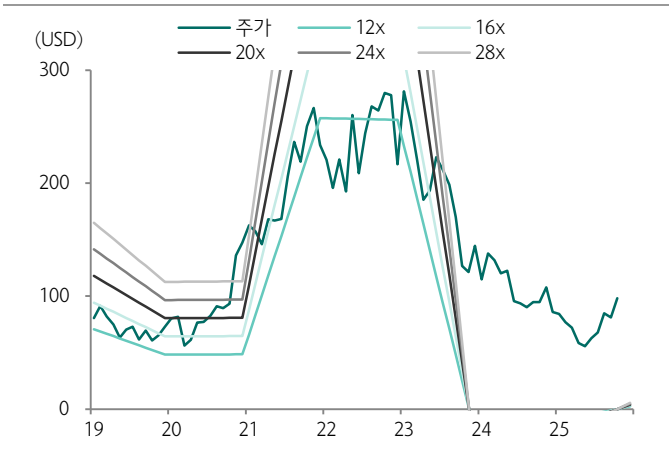
도표 1. Albemarle 실적 추이

(단위: 백만달러)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	2023	2024
매출액	**1,361**	**1,430**	**1,355**	**1,232**	**1,077**	**1,330**	**1,308**	**9,617**	**5,378**
Energy Storage	801	830	767	617	525	718	709	7,079	3,015
Specialties	316	335	342	333	321	352	345	1,482	1,326
Ketjen	244	266	245	282	231	261	254	1,056	1,036
YoY(%)	(47.3)	(39.7)	(41.4)	(47.7)	(20.9)	(7.0)	(3.5)	31	(44)
Energy Storage	(58.8)	(52.9)	(54.8)	(63.2)	(34.5)	(13.5)	(7.6)	52	(57)
Specialties	(24.5)	(9.9)	(2.9)	(2.0)	1.6	5.1	0.8	(16)	(11)
Ketjen	11.9	12.7	(6.0)	(17.4)	(5.1)	(1.8)	3.7	17	(2)
Adj EBITDA	**291**	**386**	**211**	**251**	**267**	**337**	**226**	**3,546**	**1,140**
Energy Storage	198	283	143	134	186	220	124	3,182	758
Specialties	45	54	56	73	59	73	76	299	229
Ketjen	22	38	35	36	39	29	34	104	131
Corporate	26	11	(23)	8	(16)	15	(8)	(38)	23
YoY(%)	(83.5)	(69.5)	(67.6)	흑자전환	(16)	15	(8)	2	(68)
Energy Storage	(87.4)	(75.7)	(76.4)	흑자전환	(5.9)	(22.4)	(13.1)	5	(76)
Specialties	(72.1)	(10.0)	21.5	144.2	29.9	34.7	34.2	(43)	(23)
Ketjen	51.1	(11.8)	134.0	14.4	75.6	(24.4)	(5.3)	262	26
Corporate	50.7	(692.2)	72.1	흑자전환	적자전환	33.7	적자지속	(66)	(160)

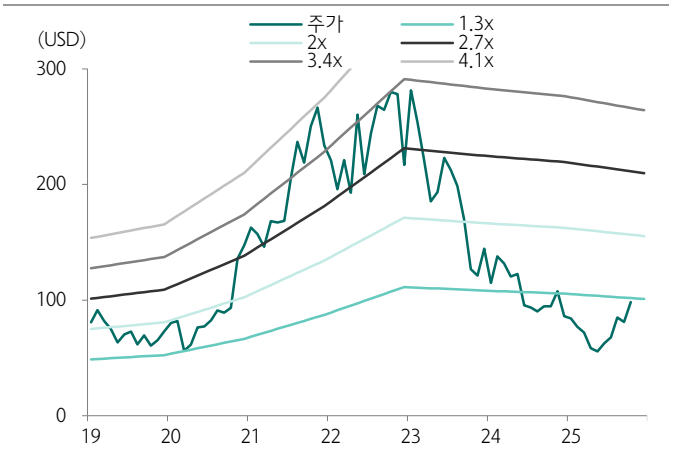
자료: Albemarle, 하나증권

도표 2. Albemarle 12M Fwd P/E



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. Albemarle 12M Fwd P/B



자료: Bloomberg, 하나증권

2025년 11월 18일 | Global Equity

로빈후드(HOOD.US)

3Q25 Re: 예측시장 부문에 주목

미국

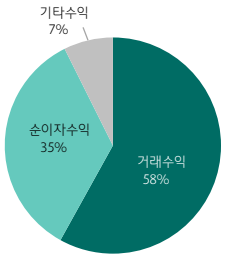
TP(컨센서스)	153.33 USD
CP(11.17)	115.97 USD

Key Data

국가	UNITED STATES
상장거래소	NASDAQ GS
산업 분류	금융
주요 영업	캐피탈 시장
홈페이지	www.robinhood.com
시가총액(십억USD)	104.5
시가총액(조원)	153.1
52주최고/최저(USD)	153.8599/29.66
주요주주 지분율(%)	
VANGUARD GROUP	12.01
FMR	7.09

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(10.7)	87.8	258.8
상대	(10.9)	75.8	245.2

매출구성



Financial Data (백만 USD)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출	1,865	2,951	4,484	5,545
영업이익	(536)	1,054	2,103	2,827
순이익	(541)	1,411	1,822	2,264
EPS(USD)	(0.6)	1.6	2.0	2.5
EPS(YOY, %)	(47.9)	(355.7)	28.4	23.2
ROE(%)	(7.9)	19.2	21.9	24.6
PER(배)		24.4	57.9	47.0
PBR(배)	1.7	4.1	11.8	9.8
배당률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Bloomberg, 하나증권

Analyst 고연수 yeonsookoh@hanafn.com

주식/옵션/크립토/예측시장 등 전 사업부문에서의 흐름 매우 견조

2025년 3분기 순영업수익 12.7억달러(YoY +100.0%, QoQ +28.8%), 당기순이익 5.56억달러(YoY +270.7%, QoQ +44.0%) 기록하며, 순영업수익은 컨센서스를 6% 상회했다. 3분기 거래수익은 7.3억달러(YoY +128.8%, QoQ +35.4%), 순이자수익은 4.6억달러(YoY +66.4%, QoQ +27.7%) 기록했다. 특히 순이자수익은 신용공여 관련 이자수익 증가에 힘입어 컨센서스를 약 10% 상회하며 금번 호실적을 견인했다.

거래부문도 전반적으로 매우 견조한 흐름이 이어졌다. 1) 10월 **주식 거래액과 옵션 거래량**이 각각 전월대비 34%, 38% 증가하며 사상 최고치를 경신했고, 2) **크립토 거래액**도 전월대비 38% 증가하며 성장세가 나타났다. 로빈후드는 자체 App과 Bitstamp에서 크립토 매매를 지원하는데, Bitstamp 비중은 2025년 6월 46% → 10월 57%까지 확대되었고, 동기간 거래액은 67억달러 → 186억달러로 급증했다. 3) 신성장 동력인 **예측시장** 거래량 역시 빠르게 확대되고 있다. 연환산 기준 매출액은 3분기 1.15억달러 → 10월 3억달러로 증가했으며, 현재 실적 추정치 상향의 주요인으로 작용하고 있다.

FY Opex 가이던스 상향은 실적 호조에 따른 성과급 반영에 기인

FY Opex 가이던스는 기존 22.15~22.25억달러에서 28.8억달러로 상향되었으며, 이에 4분기 Opex는 6.12억달러로 컨센서스 대비 약 20% 높은 수준이 예상된다. 경영진은 이번 상향 조정의 배경으로 1) 실적 호조에 따른 직원 성과급 증가, 2) 2019년에 부여된 CEO RSU의 베스팅(vesting)에 따른 급여세 및 G&A 비용 증가를 지목했다. RSU 관련 비용은 대부분 3분기에 반영된 것으로 파악된다.

토큰증권은 현재 400개 이상 거래 중, 예측시장 데이터 공개 여부는 검토 단계

현재 토큰증권은 현재 400 개 이상이 거래되고 있으며, 예측시장 데이터 공개는 검토단계다. 토큰증권에 대한 시장 관심이 커지는 가운데, 회사는 토큰증권 사업을 3 단계 로드맵으로 운영 중이다. 현재는 Phase 1 단계로, 이미 400 개 이상의 토큰증권을 제공하고 있다. Phase 2 에서는 Bitstamp 를 통한 2 차 거래가 가능해지며, Phase 3 에서는 DeFi 연동을 통해 담보대출·자기보관(self-custody)·24/7 거래 등 실질적인 혁신이 구현될 것으로 전망했다. 토큰증권 거래수수료는 약 10bp 로, PFOF 보다 소폭 높은 수준이다. 또한 기존 사업부에서 발생한 비용 절감분을 신사업과 마케팅에 재투입하는 전략을 유지해, 수익의 고성장과 비용의 점진적 증가를 바탕으로 마진 확대를 목표로 하고 있다고 설명했다. 예측시장의 경우, NFL·대학 풋볼 등 신규 카테고리 확대가 거래량 급증을 견인한 것으로 언급했다. 기존 고객과 신규 고객 모두 증가세이며, 카테고리는 1,000 개 이상으로 확대된 상태다. 향후 월간 지표에서 예측시장 거래량을 별도로 공개할지 여부는 내부적으로 검토 중임을 밝혔다.

Industry Note

2025년 11월 18일 | Global Equity

혁신기술(Disruptive Technology)

Nvidia 실적, AI 기술주의 상승 촉매제 연결 기대
- Street Awaits Godfather of AI Jensen and Nvidia's Earnings: Expect Good News

'AI 버블' 논란 가운데 분수령이 될 Nvidia의 실적 발표

최근 기술주 변동성이 확대되고 'AI 버블' 형성에 대한 투자자 우려가 커지는 가운데, 시장의 관심은 결국 Nvidia를 중심으로 한 AI 혁명 수요 스토리가 얼마나 견조한지 확인하는 데 집중되고 있다. 오는 수요일(19일) 장 마감 후에 'AI의 대부'로 불리는 젠슨 황과 Nvidia가 지난 분기 실적과 가이던스를 발표할 예정이며, 월가의 트레이딩 데스크들은 젠슨 황의 코멘트와 실적 결과에 주목할 것이다.

빅테크의 Capex 투자와 Blackwell 수요가 이끄는 실적 모멘텀

Nvidia는 이번 AI 혁명의 핵심 축을 이루고 있는 기업이다. 아시아의 공급망 채널들을 통해 확인된 여러가지 긍정적인 데이터와 10월 말 실적 시즌에서 하이퍼스케일러 기업들이 제시한 대규모 설비투자(Capex)를 감안한다면, Nvidia의 이번 실적은 시장 예상치를 충분히 상회할 것으로 예상된다. 컨퍼런스 콜에서는 Blackwell에 대한 강한 수요가 핵심 이슈로 부각될 가능성이 높다. 동시에, 이번 실적은 트럼프 행정부의 대중국 칩 규제와 무역 협상 과정에서 발생한 수요 공백 문제까지 함께 살펴 보게 될 것으로 전망된다.

초기 국면의 AI 수요 사이클. 과소평가된 Nvidia의 이익 레버리지

당사(Wedbush)는 향후 수년간 Nvidia에 대한 월가의 이익 추정치가 여전히 크게 과소평가되어 있다고 판단한다. 글로벌 AI 수요 사이클이 아직 초기 국면(야구로 치면 3회 초)에 불과하다는 생각이다. 2026년 빅테크의 Capex 투자 기조만 살펴 보더라도 5,500억 달러를 넘어설 것으로 예상된다. 앞으로 12~18개월 동안 글로벌 기업과 정부, 주요 기관들의 AI 도입이 본격적으로 확대되면서 수요 가속화가 나타날 것으로 전망한다. 그리고 이 과정에서 Nvidia의 이른바 '골든 칩(golden chips)'은 4차 산업혁명의 중심에 자리할 것으로 보인다.

또한 Nvidia의 실적 발표와 가이던스, 젠슨 황의 낙관적인 코멘트가 연말까지 기술주 전반의 주가에 긍정적인 촉매 역할을 할 것이라고 생각한다. 이와 동시에 AI 혁명과 관련된 글로벌 수요의 핵심 동인과 그 규모를 재확인하는 중요한 분기점이 될 것으로 판단된다.

구조적인 AI Capex 슈퍼사이클 장세

지난 몇 년 동안 AI 혁명 투자 논리를 강화한 결정적 계기는 2023년 초 마이크로소프트의 오픈AI 투자와, 그에 이어 발표된 2023년 5월 Nvidia의 '역사적인' 실적 발표에서 비롯되었다고 판단한다. 비관론자들은 여전히 'AI 버블'을 주장하고 있으나, 설비투자(Capex) 슈퍼사이클이 향후 수년간 4차 산업혁명을 견인할 것으로 전망한다.

Compliance Notice

본 리포트는 Wedbush 사의 Analyst Daniel Ives가 작성한 보고서('Street Awaits Godfather of AI Jensen and Nvidia's Earnings: Expect Good News' 11월 17일)를 번역하여 작성된 자료입니다.
Wedbush의 투자의견이 반영된 리포트입니다. 참고하시기 바랍니다.

Analyst 박승진 sj81.park@hanafn.com
RA 전종훈 jonghoonjeon@hanafn.com

당사가 수행한 AI 활용 사례 분석과 현장 조사 결과를 종합하면, 향후 글로벌 차원에서 수조 달러 규모의 투자 집행이 이어질 가능성이 높으며, 이는 최소 2년 이상 기술주 상승세를 지지할 것으로 예상된다. 이번 주 Nvidia가 제시할 데이터 포인트와 코멘트는, AI 투자 흐름을 여전히 확신하지 못하는 투자자들에게 지금의 AI 관련 지출이 현대 기술 산업 역사상 전례 없는 구조적 변화임을 설득하는 중요한 분기점이 될 것으로 보인다.

AI 승수 효과를 검증할 실적 이벤트. 기술주 전반의 상승 촉매제로 작용할 전망

요약하면, 글로벌 AI 혁명의 기반이 되는 기업은 결국 Nvidia 하나라고 판단되며, 'AI의 대부' 젠슨 황은 앞으로 기업들의 AI 투자와 Nvidia 칩 수요를 가장 명확하게 조망할 수 있는 위치에 서 있다고 볼 수 있다. 현재 AI 도입의 초기 단계는 Nvidia 칩과 주요 클라우드 업체를 중심으로 전개되고 있으나, 당사(Wedbush) 추정에 따르면 Nvidia에 1달러가 투자될 때마다 기술 생태계 전반에서는 약 8~10달러의 추가 지출이 나타나는 승수 효과가 발생한다. 이번 Nvidia 실적이 AI 혁명의 투자 논리를 재확인 시켜주는 동시에, 기술주 전반에 대한 긍정적인 촉매로 작용할 것으로 판단한다.

.

Compliance Notice

- 본 자료는 미국 Wedbush사의 리서치 자료를 기초로 하나증권이 AI 번역 시스템을 함께 활용하여 국문 재작성 프로세스를 거친 후 발간한 리포트 입니다. Wedbush사와 하나증권이 체결한 계약에 따라 작성되었습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박승진, 전종훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 11월 18일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박승진, 전종훈)는 2025년 11월 18일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

ETF 투자유망종목

해외주식분석실

국내 ETF

종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
KODEX 미국AI테크 TOP10 (485540.KS)	2025.07.22	12,290	14,395	17.13%	• 미국에 상장되어 있는 AI 관련 핵심기업 10개 종목에 집중 투자하는 종목. AI 기술을 적용한 서비스를 개발하거나 AI를 비즈니스에 적극적으로 적용시키고 있는 Magnificent7와 AI5 기업들에 집중하는 테마 ETF • 상용화의 영역 확장이 지속되고 있으며, 반도체를 중심으로 소버린 AI, 신제품 교체 수요들이 꾸준히 확인되고 있는 상황. 중국 수출 규제 완화와 트럼프 정부의 AI 육성 정책 모멘텀도 긍정적
PLUS 글로벌방산 (496770.KS)	2025.03.04	13,000	17,695	36.12%	• 미국과 유럽의 주요 방산기업들을 편입하는 종목. 독일 방산업체 라인메탈디펜스, 이탈리아의 레오나르도, 스웨덴의 사브 등이 포트폴리오에 포함 • 트럼프 행정부의 NATO 방위비 압박으로 주요국들의 국방비가 증액되는 추세. 안보 환경 변화에 따른 구조적 수혜를 누릴 것으로 기대
WON 미국빌리어네어 (489290.KS)	2025.02.03	13,065	15,110	15.65%	• 미국 최상위 억만장자들이 보유하고 있는 주식들로 구성하는 패시브 ETF. 미국에 상장된 주요 우량주 중심의 포트폴리오 • Tech, 임의소비재, 커뮤니케이션, 금융, 필수소비재의 5개 업종이 포트폴리오의 90% 이상 비중을 차지. 브로드컴, 테슬라, 알파벳, 아마존, 월마트, 마이크로소프트, 엔비디아 등 50개 우량 종목으로 구성
에셋플러스 글로벌 플랫폼 액티브 (407830.KS)	2024.09.25	9,690	16,410	69.35%	• 대체불가능한 비즈니스 모델을 영위한 해외 플랫폼 기업들로 포트폴리오를 구성하는 액티브 ETF • 전문화와 분업화 가운데 각 분야에서 우위를 보이는 기업들을 편입. 테슬라와 구글, 샤오미, 마이크로소프트, TSMC, 텐센트 등이 주요 구성 종목

Global ETF

종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
AIQ (글로벌 AI 기술 관련 기업)	2025.09.19	49.14	50.15	2.06%	• AIQ는 AI 관련 소프트웨어, 하드웨어 기업 등 AI 생태계 전반의 기업들로 포트폴리오를 구성하는 Global X의 AI 테마 ETF. 다른 AI 테마 ETF들 대비 AI 본연의 기술을 영위하는 기업들에 대한 익스포져가 높은 종목 • 하이퍼스케일러 기업들 중심의 투자 모멘텀 지속 영역. 규모의 경제에 의한 경쟁력과 시장점유율이 높은 상관 관계를 보이고 있어 여전히 성장 기대 유효한 영역
SHLD (미국 방산 기술 주식)	2025.06.16	58.83	64.67	9.93%	• 전통 방산기업들과 더불어 AI, 증강현실/가상현실, 사물인터넷, 사이버 보안, 연료시스템 등 첨단 군사 기술에 중점을 둔 기업들로 포트폴리오를 구성 • 각국 정부들이 국방 예산을 증액하는 과정에서 수혜 전망. 미 국방부의 사이버보안 및 디지털 전환 정책에 힘입어 견조한 수급 모멘텀 기대
URA (미국 우라늄 주식)	2025.06.16	38.07	44.75	17.55%	• 글로벌 우라늄 생산 기업을 시가총액 가중치에 따라 편입하는 ETF • AI 산업 성장에 따른 전력 소모 증가, 탄소중립 압박, 지정학적 리스크 등 에너지 수급 불확실성이 지속되는 가운데, 비용 대비 효율이 높은 원전 수요가 재개되고 있는 상황. SMR(소형모듈 원자로)을 중심으로 원전 테마의 주가 모멘텀 기대 유효
QGRO (퀄리티 성장주)	2025.01.03	101.56	112.78	11.05%	• 성장성과 퀄리티를 함께 갖춘 중대형주로 구성된 ETF • 경제 연착륙 시나리오가 안착하는 과정에서 성장 모멘텀에 대한 관심 증가. FOMC와 펀더멘털 퀄리티에 대한 해석이 변화하며 시장 변동성이 확대될 경우, 견고한 주가 흐름을 유지하며 상대 우위 보여줄 전망

주: 기준가는 편입일 당일의 종가, 전일종가는 한국 시장 3시 30분 기준.

단기 투자유망종목

글로벌투자분석실

종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
삼성전자 (005930.KS)	11/17	97,200	97,800	0.62%	• AI 수요 견조하게 유지되는 가운데, DDR4 가격상승과 더불어 NAND 업황 개선 맞물려 • DDR 및 NAND 가격 상승은 레거시 비중이 높은 삼성전자에게 긍정적
KB금융 (105560.KS)	11/17	129,500	122,500	-5.41%	• 경쟁은행 대비 확대되었던 PBR gap이 좁혀지면서 가격 매력 재부각 • 25년 총주주환원 규모 총 3.01조원으로 총주주환원율 약 53% 수준
한국항공우주 (047810.KS)	11/17	103,100	112,500	9.12%	• 일회성 비용 부재와 완제기 수출 부문의 일시적 믹스개선으로 3분기 수익성 개선 • 4분기 호실적 기대. 12월 UJTS RFP 공개되며 수주 모멘텀 점증하는 구간
이수페타시스 (007660.KS)	11/17	111,100	123,700	11.34%	• 26년 다중적층 MLB 양산 공급 본격화로 Blended ASP 대폭 상승 기대 • 강한 AI 인프라 투자가 지속되며 MLB에도 고속/저손실/고전력 특성이 요구되고 있어
KCC (002380.KS)	11/17	407,000	412,500	1.35%	• 중국 유기실리콘 업체들의 가동률 30% 하향 조정 합의 발표로 유기실리콘 가격 강세 • 중국 구조조정 및 자체적인 설비 감축 등 영향으로 실리콘 업황 개선 가능성 점증
농심 (004370.KS)	11/17	422,500	461,000	9.11%	• 3Q25 Review 매출액 8,712억원(YoY +2.4%), 영업이익 544억원(YoY +44.5%) 기록 • 4분기 북미에서의 '케데헌' 마케팅 협업 제품 판매가 온기 반영
지역난방공사 (071320.KS)	11/17	105,200	104,100	-1.05%	• 3Q25 Review 매출액 7,582억원(YoY +29.6%), 영업이익 894억원(YoY +209.6%) 기록 • 열요금 변동, 판매량 증감, 원가 변화고 세 가지 변수 모두 양호한 방향 나타내는 중
한국단자 (025540.KS)	11/17	61,300	59,200	-3.43%	• 자동차의 전장화/전동화에 따른 수혜와 고객사 다변화 기대 • 하반기 미국법인 회복 및 유럽법인 호실적 지속 전망
인투셀 (287840.KQ)	11/17	55,400	58,000	4.69%	• 11월 24일 에피스 상장을 앞두고 프로덕트 딜 가능성 상승 • 연내 파트너사와 본계약 및 '26년 임상1상 중간 결과 발표에 따른 추가 L/O 기대

단기 투자유망종목 수익률

주간(This Week)		누적(YTD)	
수익률	BM대비 수익률	수익률	BM대비 수익률
+1.75%	+3.13%p	+61.26%	+9.36%p

주: BM은 KOSPI. BM대비 누적수익률은 일 평균 종목수익률을 BM과 비교 적용한 후 누적 계산. 주기 단위로 Rebalancing. 손절가(Loss cut)는 종가기준 -10%선 적용

중장기 투자유망종목

글로벌투자분석실

종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
지역난방공사 (071320.KS)	11/17	105,200	104,100	-1.05%	• 3Q25 Review 매출액 7,582억원(YoY +29.6%), 영업이익 894억원(YoY +209.6%) 기록 • 열요금 변동, 판매량 증감, 원가 변화고 세 가지 변수 모두 양호한 방향 나타내는 중
알테오젠 (196170.KQ)	11/17	554,000	559,000	0.90%	• 피하주사 전환에 대한 니즈가 투약 편의성 개선, 바이오시밀러 방어 등의 이유로 증가 중 • 파트너사의 지속적인 유입 전망, 공장 증설에 따른 제품 수익 증가 기대
삼성E&A (028050.KS)	11/3	25,950	25,300	-2.50%	• CIS 국가들(카자흐스탄, 아제르바이젠 등)에서 가스 등의 프로젝트 참여 예정 • 26년 사우디 가스(Khafji, 20억달러), 카타르 화학(40억달러) 신규 수주 기대
엘앤에프 (066970.KS)	10/27	133,600	125,400	-6.14%	• 한국의 NCM 수출 회복 흐름 감안 시, 3분기 실적 턴어라운드 가능성 높아 • 95% 니켈 NCM 양극재 공개, 공매도 숏커버링 기대
SK하이닉스 (000660.KS)	10/20	465,500	570,000	22.45%	• 3Q25 Review 매출액 24.5조원(YoY +39.0%), 영업이익 11.4조원(YoY +62.0%) 기록 • 빅테크 중심의 HBM 수요가 견조한 가운데, 대규모 CAPEX가 동반되며 HBM 수혜 전망
삼성전기 (009150.KS)	10/13	210,500	204,000	-3.09%	• 컴포넌트 사업부 외에도 패키지 및 광학솔루션 사업부의 우상향 가시성 확보 • 고부가 AI 서버 및 전장향 MLCC 공급 확대로 연간 실적 호조 전망
하이브 (352820.KS)	10/13	272,500	294,000	7.89%	• BTS, 내년 봄 신보 발매를 시작으로 연중으로 대규모 투어 진행 예정 • 글로벌 주요 거점 지역에서 다양한 현지 아티스트 데뷔를 준비하며 글로벌 시장 확대 기대
삼성전자 (005930.KS)	10/1	83,900	97,800	16.57%	• AI 수요 견조하게 유지되는 가운데, DDR4 가격상승과 더불어 NAND 업황 개선 맞물려 • DDR 및 NAND 가격 상승은 레거시 비중이 높은 삼성전자에게 긍정적
KB금융 (105560.KS)	10/1	115,500	122,500	6.06%	• 경쟁은행 대비 확대되었던 PBR gap이 좁혀지면서 가격 매력 재부각 • 25년 총주주환원 규모 총 3.01조원으로 총주주환원율 약 53% 수준
한화오션 (042660.KS)	10/1	110,300	127,800	15.87%	• 건조 Mix 개선과 원가 안정화를 통한 경상적 이익 성장 구간에 진입 • 최대 60조원 규모의 캐나다 잠수함 사업 최종 결선 진출
한국금융지주 (071050.KS)	10/1	145,000	156,000	7.59%	• 국내 증시 거래대금 증가에 따른 브로커리지 수익 증가로 호실적 기대 • 하반기 종합투자계좌(IMA) 인가 이후 추가적인 수신 기반 확대 전망
S-Oil (010950.KS)	10/1	62,400	85,700	37.34%	• 미국 내 정제설비 폐쇄 증가 감안시, 타이트한 수급 환경 유지되며 정제마진 강세 전망 • 트럼프의 중동 전략 변화, OPEC+의 빠른 감산 완화로 인해 OSP 안정화 가능성 높아

중장기 투자유망종목 수익률

분기(4Q)		누적(YTD)	
수익률	BM대비 수익률	수익률	BM대비 수익률
+10.44%	-4.49%p	+56.59%	+4.68%p

주: BM은 KOSPI. BM대비 누적수익률은 일 평균 종목수익률을 BM과 비교 적용한 후 누적 계산. 분기 단위로 Rebalancing. 손절가(Loss cut)는 종가기준 -10%선 적용

Calendar

글로벌투자분석실

SUN	MON	TUE	WED	THU	FRI	SAT
11.16	11.17	11.18	11.19	11.20	11.21	11.22
	▪ 일본 3분기 GDP P (-1.8%, 2분기 2.2%)	▪	▪ 영국 10월 소비자물가/근원 소비자물가 (E --/--, 9월 3.8%/3.5%) ▪ 유로존 10월 소비자물가/근원 소비자물가 (E --/--, 9월 2.2%/2.4%)		▪ 유로존 11월 HCOB 제조업 PMI P (E --, 10월 50.0P) ▪ 미국 11월 미시건대 소비자기대지수 F (E 50.3P, 10월 51.6P)	
	▪			▪ 미국 10월 FOMC 의사록		
11.23	11.24	11.25	11.26	11.27	11.28	11.29
	▪	▪ 한국 11월 소비자기대지수 (E --, 10월 109.8P)	▪ 미국 3분기 GDP P (E --, 2분기 3.4%)	▪ 한국 11월 기준금리 (E 2.50%, 10월 2.50%) ▪ 유로존 11월 경기기대지수 (E --, 10월 96.8P) ▪ 미국 10월 PCE 디플레이터 (E --, 9월)	▪	
	▪			▪ 한국은행 11월 금통위		

주: 1) 괄호 안은 예상치(E), 전월 순, 한국시간 기준 (*E)는 당사 추정치. 2) 유로권, 북미는 전월대비(PCE 디플레이터는 전년동월대비), 아시아, 신흥국은 전년동월대비 기준, 3) P(속보치), A(잠정치), F(확정치)
자료: Bloomberg, 하나증권

Compliance Notice

- 본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료를 작성한 담당자는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 담당자는 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.