하나증권 리서치센터 Morning Brief

하루에 하나

2025.11.20

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

1,465.60원 (+0.30원)

KOSPI

3,929.51 (-24.11, -0.61%)

KOSDAQ

871.32(-7.38, -0.84%)

국고채 10년 금리

3.281(+0.013%p)

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

www.hanafn.com

Special Report

2026년 국내크레딧 전망	수급은 수급, 가격은 가격 [김상만]
AI/인터넷/게임	금광으로 가는 길, 업사이드 리스크를 대비하라 [이준호]

Global Asset Strategy

자산배분의 창(窓)	(26년 핵심변수) 일본의 느린 정상화와 글로벌 자본순환 [이영주]
하나채권	'주간' ADP 고용 해석과 12월 인하 전망 [박준우]
해외크레딧	KP: 고환율 속 KP 시장 점검 [하형민]

기업분석

CJ	[NDR 후기] 한일령, 상법개정안 수혜 기대 [최정욱]
RF머트리얼즈	주가 고점 오려면 아직 멀었습니다 [김홍식]
알테오젠	유럽 시판 허가까지 획득, 연내 추가 L/O도 기대 [김선아]
SK바이오팜	엑스코프리 처방량 가이던스 상단 달성 전망 [김선아]

글로벌리서치

샤오미	3Q25 Re: 스마트폰 마진율 하락 우려 현실화 [송예지, 백승혜]

단기투자유망종목

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

하나증권

2025년 11월 20일 | Global Asset Research

2026년 국내크레딧 전망

수급은 수급, 가격은 가격

2026년 신용스프레드/수급 전망

2026년 신용스프레드는 점진적으로 확대될 전망이며 채권시장에 있어 풍부한 시중 유동성 여건은 여전히 주효할 전망이다. 다만, 공공기관 정책사업 집행 본격화, 신규 정책기금(공금망안정화/첨단전략산업)으로 공사채 수급측면에서 부담의 증가는 불가피하지만 이전 펀더멘털 요인까지 영향을 줬던 코로나 직후의 시장상황에 비하면 신용채권의 약세는 완만할 것으로 추측한다.

신정부의 금융업권을 바라보는 관점을 보면 생산적 금융이라는 이름으로 은행, 대형 증권사에게 자금순환의 역할을 강조하는 방향의 정책들을 풀어나가고 있다. 그 골자는 레버리지 주체를 민간(가계)에서 공적 영역으로 전환시키겠다는 것이다. 이런 금융업권의 변화는 수급적으로 유불리(+/-) 요인이 동시에 작용하면서 수급구조의 변화는 2025년 대비하여 중립적이라는 판단이 된다.

최근 시장금리 상승으로 신용채권 Yield Ratio가 최근 저점수준까지 내려왔다.
절대적 금리메리트가 낮은 수준으로 파악되므로 신용채권에 있어 약세요인으로 생각된다. 물론 크레딧 시장에는 연말, 연초효과가 유효했던 것을 부정할 순 없지만. 시장의 풍부한 유동성효과로 연말 조정없이 강보합세가 이어진다면 내년의 연초효과를 기대할 수 없는 수준이라 전망한다. 이를 반영한 상대적인 투자매력도는 다음과 같다.

섹터별 자산가치: 상위등급 회사채/여전채 > 하위등급 회사채/여전채 > 은행채 = 공사채

지난 4월 금융위원회에서 증권업 기업금융 경쟁력 제고방안을 발표했다. 종투사(종합금융투자사업자)의 기업신용공여 확대 및 발행어음 / 종합투자계좌(IMA)로 조달한 자금의 25% 규모에 해당하는 모험자본 공급의무가 신설된 것이 가장 눈에 띄는 사항이다. 종투사의 신규 인가가 진행되고 있는 현재 시장참여자들의 해당사업의 신규 설정 및 인가에 대해 기대가 크다. 그러나, 공급 측면을 고려 할 필요가 있다. 증권사가 판매하는 위에 기술한 상품의 자금운용은 크게 기업금융, 부동산, 모험자본 이렇게 크게 3개로 분류할 수 있으며 25%의 모험자본 의무공급은 대기업집단(상호출자제한기업집단) 비계열 우량물 중심으로 한정될 것이다. 현 시점에서 조사해봤을 때 해당 범주에 속하는 발행잔액은 전체 잔액 중 약 12%의 수준으로 수급의 균형이 맞지 않는 상황이다.

또한, 설정 이후를 생각해보면 그간 장외시장에서 개인의 채권투자 동인으로 작용한 것은 상대적 매력이 아닌 절대적 매력으로 이전 시점 대비 신용 채권의 금리가 충분치 못한 시점에서 신규 설정되는 투자가 얼마나 매력이 있을지 의문이 든다.

이를 종합하면 '생산적인' 금융시장 활성화를 위해선 우호적 발행요건 조성 및 중소, 중견기업의 투자자본수익률 제고가 선제적으로 진행되어야 의미를 가질 것이라 생각한다.

Credit

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 김상만 credinal@hanafn.com
RA 김기범 kbkim1@hanafn.com

금광으로 가는 길, 업사이드 리스크를 대비하라

AI/인터넷/게임 인덱스

AI, 과열인가 과도기인가

- AI가 주도하는 지금의 시장은 산업혁명 초입에 가까운 과열 속에 있다. 골드러시 시절, 금을 캐는 자보다 청바지를 판 자가 더 많이 벌었다는 비유처럼, 현재 자본시장은 AI라는 프로덕트 자체보다는 인프라 투자에 집중적으로 환호. GPU, 전력, 에너지 기업들은 데이터센터의 증설에 따라 현금 흐름을 창출하고 있고 미래 수익의 가시성이 높기 때문. 반면 클라우드를 제외하고 AI를 직접 개발하고 서비스하는 기업들은 아직 명확한 비즈니스 모델을 제시하지 못하고 있음.

- 이러한 인프라 중심 투자는 정답에 가까워 보인다. ChatGPT 출시 이후 빅테크보다 엔비디아, 브로드컴, 콘스텔레이션 에너지 등 AI 하드웨어 및 인프라 기업들의 주가가 더 가파르게 상승. 국내는 이러한 경향이 더욱 짙음. 국내 인터넷 기업의 경쟁력 부재 및 점유율 감소 우려가 반영된 영향. 오픈AI는 스타게이트를 필두로 막대한 인프라 구축 필요성을 지속적으로 강조하고 있으며 마이크로소프트, 구글, 아마존은 2026년에도 CapEx를 전년 대비 큰 폭으로 증액하겠다고 발표. 이에 따라 인프라 기업들은 실적 전망치를 상향 조정하며 밸류에이션을 끌어올림.

- 그러나 이 흐름이 무한히 지속될 수는 없다. 만약 '금광'이 실제 존재하지 않는다면, 즉 AI가 B2B·B2C 전반에서 실질적 혁신을 만들어내지 못한다면, 현재의 과열된 투자 역시 조정될 가능성이 높음. 모든 곳에서 AI는 혁신의 키워드로 소비되지만 실제 사용자들의 삶의 양태는 크게 바뀌지 않았음. ChatGPT의 등장으로 3년이 지난 지금, 전 세계적으로 10억 명 이상이 생성형 AI를 사용하고 있지만, 글로벌 메인 서비스(유튜브, 인스타그램, 왓츠앱 등)의 20억~30억 사용자 규모, 트래픽에는 미치지 못한다. 산업 현장에서도 마찬가지. 생산성 지표나 실적 개선으로 연결된 사례는 아직 제한적이다. AI가 진정한 변화를 이끌기 위해서는 '기술'이 아니라 '사용자 경험' 혁신의 확인이 필요.

- 소프트웨어 기업이 증명할 시간. 구글, 오픈AI, 메타 등은 각각 AI 에이전트를 중심으로 새로운 사용자 경험을 구축하며 ' 금광의 위치 ' 를 좁힘. 특히 2026년은 AI 에이전트가 실제로 우리의 일상에 녹아드는 전환점이 될 가능성이 높음. B2C에서는 사용자의 검색, 업무, 쇼핑, 커뮤니케이션 경험이 재정의되며, 플랫폼 구조 자체가 바뀔 것. 플랫폼 ·게임에서 AI 창작 도구의 보급으로 AI UGC가 대중화될 전망. B2B에서는 소프트웨어 산업 중심 생산성 향상이 예상되며 AI 에이전트로 구성된 기업 탄생 가능성이 높음. B2C, B2B 모두에서 AI 활용의 폭발적 증가로 모두가 삶의 변화를 느껴야 비로소 혁명

AI/인터넷: 과거와 다른 사이클. 바스켓 매수 추천

- 국내 인터넷 산업은 과거와 다른 리레이팅 국면에 진입할 가능성이 높음. 주요 기업 모두 안정적인 이익 기반을 갖춘 상태다. 새로운 헤게모니로 떠오르는 AI 에이전트, 스테이블코인의 핵심은 통합, 이해관계자의 감소. 사용자 최접점에 있는 플랫폼의 지배력 강화는 필연적. 이들이 내재한 수많은 버티컬 서비스는 과거 시너지가 부재했고 성장성이 둔화되어 디레이팅 요인이었거나 기업 가치 산정에서 제외. 이제는 다름. AI 에이전트는 산재된 기능을 모두 통합하는 시스템이며 실행 가능한 서비스가 곧 경쟁력. 글로벌 플랫폼, 그리고 하위 플랫폼과 완전히 차별화된 서비스 제공을 통한 트래픽, 매출 흡수를 통한 성장 가속 전망. 스테이블코인의 시대에도 통합 에이전트는 압도적인 유통 경쟁력을 의미, 제도화 시 강한 수혜 예상. 증익 사이클에 신사업이 부각될 가능성이 높기에 바스켓 매수 전략 추천. B2B·B2C·B2G AI 서비스, 스테이블코인과 RWA 경쟁력과 AI 클라우드 수혜 강도 감안하여 최선호주 NAVER, 차선호주 삼성에스디에스 유지.

게임: 글로벌과 큰 온도차. 바텀 피싱 유효

- 국내 게임 산업은 글로벌과 큰 온도차를 겪고 있다. 국내 게임 시장의 둔화, 글로벌 경쟁 심화가 디레이팅 요인으로 해석. 비용 효율화 완료하여 신작 성과 확인 시 영업 레버리지 효과 확인 가능한 구조는 갖춤. 개발 및 기업 운영 전반에 AI를 적극적으로 도입하여 생산성 향상도 추진하는 모습도 확인. 글로벌에서의 성공, 그리고 재현 가능성을 증명한다면 충분히 반등 가능. 외부 IP 재해석, 기존 IP 확장, 패키지 IP의 시리즈화, 게임의 플랫폼화 모두 글로벌 트렌드에 부합하는 긍정적인 시도. 글로벌 성공 가능성 높은 라인업은 2026년 하반기 이후 출시가 예상되며 상반기까지는 의심이 이어질 수 있음. 정보 공개가 되는 시점부터 저점을 다지고 상승 전환을 예상. 게임사의 장기 방향성과 성공 재현 가능성에 기반한 바텀 피싱 전략을 추천. 글로벌 방향성, 이익 안정성, 밸류에이션 매력 고려하여 최선호주로 대형주 크래프톤, 중소형주는 네오위즈 유지

2025년 11월 20일 | Global Asset Research

자산배분의 창(窓)

(26년 핵심변수) 일본의 느린 정상화와 글로벌 자본순환

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

BOJ 정상화 신호와 시장의 '속도' 프라이싱

11월 초 공개된 일본은행 (BOJ) '의견요약'은 정상화 조건이 충족되고 있다고 평가하며 금리 인상 가능성을 뚜렷이 드러냈다. 일부 위원들은 경기·물가가 BOJ 예상 경로를 유지한다면 완화 수준을 조정해야 한다고 제시했고, 나카가와 준코 위원 역시 추가 인상 가능성을 언급하며 점진적 정상화 (slow normalization) 의지를 강조했다.

그러나 시장은 방향보다 속도에 주목했다. 다카이치 내각 측 자문이 "12월 인상은 서두르지 말아야 한다"고 언급한 직후 시장은 이를 정치적 속도조절 신호로 해석했고, 국채금리가 17년 만의 고점을 기록했음에도 엔화는 강세로 전환하지 못하였다. (10년금리 1.76%, 엔/달러 155~156엔 레벨) 재정정책 의지와 통화정책 속도 간의 간극이 시장 가격에 드러난 것이다.

엔 약세를 고착화시키는 구조적 결합체 (통화정책 속도+재정정책+미·일 금리차)

엔화가 저평가 상태임에도 약세 흐름이 지속되는 이유는 통화정책 속도+재정정책+미•일 금리차가 서로 맞물려 있기 때문이다. 다카이치 내각이 추진하는 GDP 2.5% 규모의 부양 패키지와 감세·보조금은 단기적으로 내수 유동성을 확대하지만, 동시에 통화정책의 정상화 속도를 제약하는 환경을 만든다. 여기에 일본은 미·일 무역합의로 대미 투자 의무 (약 5,500억 달러)를 부담하고 있어 중기적으로 일본발 자본 유출 압력이 존재한다. 동시에 Fed 완화 전환 지연 가능성에 미-일 금리차 축소가 더딜 수 있게 되면서 금리인상 기대에도 엔화는 약세를 벗어나지 못하고 있다. 결국 시장은 정상화 가능성보다 정책 속도 제한 + 확장재정 + 유지되는 금리차라는 구조적 조합을 더 강하게 반영하고 있으며, 이 흐름이 엔 약세의 핵심 동력으로 작용하고 있다.

경기 저점 통과와 Dual Flow(이중 자금 흐름)의 형성

실물지표에서는 완만한 회복 조짐이 나타난다. 3분기 GDP는 -0.4%였지만, 6~8월 산업생산과 설비투자 반등은 경기 저점을 통과했음을 시사한다. 엔 약세와 무역합의는 수출 개선으로 이어질 가능성이 크고, 임금 상승과 자산시장 강세는 소비 회복을 뒷받침하고 있다. 물가도 10월 도쿄 CPI가 2.8%를 기록하며 임금-물가 선순환 초기 신호가 나타나고 있다.

이러한 환경 속에서 내년도 일본은 Dual Flow (이중 자금 흐름)라는 독특한 자본 순환 구조를 보일 가능성이 높다. 국내 유입 (inbound flow)은 재정확대 · 엔 약세 · 실적 개선 기대가 결합해 내수와 주식시장으로 자금을 끌어들이는 흐름을 만들 수 있다.

해외 유출 (outbound flow)은 Fed 완화 전환 이후 금리차 축소로 환 헤지 비용이 급락할 경우 연기금·보험사 등 장기 기관투자자의 해외투자가 다시 확대되는 형태로 나타난다.

즉, 국내는 재정과 내수 회복으로, 해외는 금리차와 헤지 비용 변화로 움직이기 때문에 일

본에서는 두 흐름이 동시에 강화되는 이중 순환 구조가 형성되는 것이다.

투자자 시사점: 정상화의 속도와 자본 순환의 방향성

2026년 일본 투자 환경의 핵심 변수는 정상화 여부가 아니라 '정상화의 속도'이며, 그 속도는 정치·재정 기조와 국제 금리 환경에 의해 제약될 가능성이 크다. 이 때문에 엔화는 금리 인상 기대에도 불구하고 약세를 이어가고 있으며, 환율 방향성의 실질적 촉매는 BOJ가 아니라 'Fed의 완화 전환 → 미-일 금리차 축소'가 될 가능성이 높다.

금리차가 좁혀지면 엔화는 점진적 강세 조정 구간으로 진입하고, 이 과정에서 일본 기관투자자들은 환헤지 비용 하락을 계기로 미국채 · 글로벌 크레딧 · 인프라 등 달러표시 자산에 대한 비중을 다시 확대할 것이다. 동시에 재정확대로 늘어나는 국내 유동성은 일본 내 자산시장으로도 흡수되기 때문에, 내년도 일본은 국내 부양 흐름과 해외투자 확대 흐름이 병존하는 Dual Flow 국면이 될 것이다.

글로벌 투자 전략의 핵심변수는 일본의 자본 순환이 될 수 있고 "국내 부양 → 느린 정상화 → 금리차 변화 → 해외투자 재확대"로 이어지는 자본 순환의 속도가 어떻게 전개되느냐가 중요해 보인다.

2025년 11월 19일 | Global Macro Strategy

하나채권

Fixed Income

'주간' ADP 고용 해석과 12월 인하 전망

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.

채권전략 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

- BLS의 고용 보고서 공표가 지연되는 가운데 노동시장 판단을 위해 (1) 주간 ADP 고용, (2) 주간 실업수당 청구건수, (3) 시카고 연은 실업률 추정에 주목
- 특히 '주간' ADP 고용의 중요도가 점차 커질 것. 전일 발표된 수치는 -2.5k (11/1 기준). 9월은 물론 10월 비농업고용도 부진할 가능성을 시사
- 12월 기준금리 인하와 내년 초까지 국채 금리 하락 전망 유지

11/20, 9월 비농업고용 발표. 노동시장 상태 파악 위해 다른 지표들을 참고할 필요

셧다운 여파로 BLS의 9월 고용상황보고서(employment situation report)*가 11월 20일에 공표될 예정이다. 9월 지표는 이미 2개월이나 지난 시점의 수치다. 노동시장의 현 상태를 명확하게 파악하기 어려워 다른 지표들에 의존할 수밖에 없는 상황이다.

하나채권은 (1) 주간 ADP 고용, (2) 주간 실업수당 청구건수, (3) 시카고 연은 실업률 추정을 유심히 보고 있다. 특히 주간 ADP 고용을 일각의 비판에도 불구하고 신뢰도가 높은 지표로 본다. 결론은 고용이 여전히 둔화 추세에 있으므로 12월 인하를 전망하며, 혹여 12월에 동결하더라도 인하 사이클이 유효해 연초까지 국채 금리의 하락을 예상한다.

*[참고] 케빈 하셋 백악관 경제자문위원장에 따르면, 10월 보고서는 기업(establishment) 조사만 발표되고 실업률 등이 포함되는 가계(household) 조사 결과는 제외될 예정이다.

'주간' ADP 고용지표의 중요도 커질 것. 당장은 10, 11월 모두 고용 둔화를 시사

(1) ADP의 전국고용보고서(NER)*은 매월 BLS의 고용상황보고서보다 약 이틀 앞서 발표된다. 같은 달의 비농업고용(NFP) 예측력이 떨어진다는 비판 속에 지표의 중요도가 낮게 평가되곤 했다. 그러나 비농업고용이 발표되지 않는 지금 상황에서 무시할 수 없고, 2025년에는 NFP와 ADP 고용이 매우 유사한 흐름을 나타냈다 **[도표 1]**. NFP가 발표되지 않은 9, 10월 ADP 고용은 각 -32k(수정: -29k), +42k를 기록했다.

그리고 ADP는 매주 화요일에 '주간' 전국고용보고서를 발표하기 시작했다. ADP의 월간 고용이 발표되는 주를 제외한 주간에 발표되며, 기준 시점 대비 2주 후에 4주 평균을 발표한다 (11월 18일 발표된 ADP 주간 보고서는 11월 1일 기준 4주 평균 고용을 의미). 비농업고용과 아주 유사한 월간 ADP 고용(2nd)이 주간 데이터를 기반으로 만들어진다는 점을 고려하면, 주간 데이터의 신뢰도가 높다 (반면 월간은 12일 포함된 주간이므로 그 해당 월의 고용을 부분적으로만 반영되는 한계). 매주 발표될 주간 ADP 고용은 해당 시기의 고용 상황을 평가하는데 중요한 잣대가 될 것이다.

10월 1, 2, 3, 4주차 ADP 주간 고용은 각 9.3k, 14.0k, 4.8k, -14k이었고, 11월 18일 발표된 11월 1일 기준으로는 -2.5k였다. **[도표 2]**는 주간 고용에 4를 곱하여 월간 수치와 비슷한 기준으로 나타낸 것이다. 시장은 9월 ADP 고용에 근거해 목요일에 발표되는 고용 부진을 점치고 있다. 중요한 것은 10월도 생각보다 부진할 가능성이 높다는 것이다. 10월 월간 ADP 고용은 +42k로 반등한 것처럼 보이지만, 10월 1~2주차만 반영된 결과다. 주간 기준으로 10월 4, 5주차는 고용이 감소하고 있다 (단, 주간 데이터도 약 2주 데이터는 수정 발표). 10월 ADP 고용의 하향 조정은 물론 비농업고용의 부진이 예상된다.

*[참고] 월간 ADP와 BLS 고용의 관계: 월간 ADP 고용은 한 번 (1^{st}, 2^{nd}), BLS 고용은 두 번 수정된다 (1^{st}, 2^{nd}, 3^{rd}). ADP 고용 1^{st}와 BLS 고용 1^{st}는 관계가 느슨하다 [도표 3]. ADP 고용 2^{nd}는 BLS 고용 1^{st} 설명력이 매우 높다 [도표 4]. ADP는 12일이 포함된 주간을 기준으로 월간 1^{st}를 발표하고, 이후 주간 데이터를 확보하여 2^{nd}를 발표하기 때문이다. 그리고 ADP 고용 2^{nd}와 BLS 고용 3^{rd}는 양의 관계가 더 뚜렷해진다 [도표 5]. ADP와 BLS의 고용은 정보 수집 시기와 방법 차이로 속보치(1^{st})는 차이가 크지만 수정을 거치면서 거의 같아진다.

2025년 11월 20일 | Global Asset Research

해외크레딧

KP: 고환율 속 KP 시장 점검

Global Credit

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 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

스트레스 레벨의 USDKRW, 신용 위험은?

11월 들어 달러-원 환율이 다시 1,450~1,480원대의 고점 레벨에 진입했다. 13일 장중 1,475원을 상회하며 작년 계엄 사태와 4월 상호관세 발표 당시 고점에 근접했고, 14일에도 장 초반 1,470원 중반까지 상승하는 등 시장 불안이 고조됐다. 이후 당국의 구두 개입과 시장점검회의 개최 소식 이후 1,450대 중반으로 빠르게 하락했으나, 현재로서는 1,460원대의 레인지를 유지 중이다. 이렇듯 현재 원화 환율은 하루 만에 20원 이상 하락하는 등 스트레스 레벨인 점이 분명하나, 1,480원이라는 심리적 마지노선의 목전에서 아직은 제어 가능한 수준일 것이라는 기대를 남겼다.

한편, 이번 원화 약세 국면은 환율 레벨만 놓고 보면 위기 국면과 유사한 레벨이지만, 크레딧 지표는 상당히 다른 그림을 보이고 있다. 한국 CDS 프리미엄(5Y)은 20bp 초반 수준으로, 2022년 강도 높은 통화긴축 때(74bp) 대비 크게 낮은 수준이고, 국내 정치 불확실성이 고조됐던 작년 말(40bp), 상호관세 발표(47bp) 때와 비교해도 현저히 낮은 레벨을 이어가고 있다. KP 달러채 스프레드 역시 CDS 프리미엄과 궤를 같이 하며 안정적으로 연중 저점 수준을 유지하고 있다. 또한 한국은 2014년 이후 꾸준히 순대외자산 규모가 증가해, 과거 외환위기나 글로벌 금융위기 때 외화채무 상환으로 인한 급격한 외환 유출처럼 국가 신용 이벤트로 번질 가능성도 높지 않은 것으로 판단한다.

그럼에도 최근과 같은 고환율, 고변동성 구간은 환율 자체가 KP 시장의 방향성을 결정하지는 않더라도, 가격·발행·투자 행태에 여러 간접적 마찰을 남길 수 있다. 이러한 관점에서 KP 시장 참여자들이 현재 환율 변동에 관심을 가져야 할 이유는 ① 크레딧 스프레드(가격), ② 발행기업 펀더멘털의 두 가지 측면에서 정리할 수 있다.

① 크레딧 스프레드: 환율이 가격 변동의 주 요인은 아님

먼저, KP 크레딧 스프레드의 경우 원화 약세가 스프레드(가격)에 직접적으로 영향을 미치는 요소는 아니다.

KP 스프레드는 기본적으로 글로벌 크레딧 시장 환경과 한국 국가 및 금융 부문의 리스크 변화에 영향을 크게 받는다. 지난 계엄 사태와 올해 상호관세 발표 때를 복기해 보면, 대내 정치 불확실성 고조로 인해 원화 가치 하락과 CDS 프리미엄 상승, 크레딧 스프레드 확대가 동반되었고, 올해 상호관세 발표로 인한 무역 불안 확대로 같은 일이 벌어진 바 있다.

그러나 지금의 원화 가치 하락에도 한국 CDS 프리미엄과 KP 스프레드의 변동성은 크

지 않다. 오히려 현 상황에서는 연준 금리 인하 불확실성 또는 달러 유동성 스트레스에 따른 미국 IG 크레딧 시장 변동성 확대가 KP 스프레드의 확대를 야기할 가능성이 높다.

즉, 원화 약세와 환 변동성을 주의 깊게 볼 필요성이 높아진 것은 맞으나, 최근의 환율 움직임은 지난 연말과 올해 4월처럼 한국 고유의 금융불안이나 대외 신인도 훼손 가능성으로 인한 KP 약세와는 다른 국면으로 보는 것이 타당하다.

② 발행기업: 외화표시 채무 부담 vs. 달러자산 및 수출의 수익성

대부분의 KP 발행주체는 국책은행·공사공단·은행·수출 중심 일반기업 등으로, 상당수가 외화 자산과 외화 부채를 함께 운용하는 재무 구조를 보유하고 있다. 또한 달러-원 환율 상승 시 원화 환산 자본비율(부채비율)에는 일정 부분 부담이 발생하더라도, 각 발행주체 입장에서 환율 상승이 펀더멘털 훼손으로 이어지는 연결고리는 약화되었다. 등급 변화의 주요 트리거가 환율은 아닌 만큼 단기간 내에 신용도 재평가나 발행물의 스프레드 급등을 촉발할 리스크 요인으로 보기는 어렵다. 다만 환율과 금리 변동성이 확대된 만큼 외화유동성 커버리지, 통화 및 만기 구조, 자본비율 민감도 등에 대한 모니터링 빈도를 높일 필요는 있다.

국내은행은 BIS 자본 요건이라는 회계상 영향이 있을 것이나 대부분 스트레스 테스트에 반영되어 있고 글로벌 신용등급 하향 리스크로 직결될 가능성은 높지 않은 것으로 평가된다. 실제로 환율이 상승하기 시작한 10월에 평균 중장기 대외차입 가산금리는 40bp로 9월 48bp 대비 하락한 것으로 확인되었다. 당시 미중 갈등을 비롯한 대외 여건 변화 속 한국 CDS 프리미엄 상승 압력이 있었음에도 불구하고, 원활히 신규 발행을 마치는 등 KP 스프레드가 안정적인 모습을 이어간 것에 일조했다고 볼 수 있다.

뿐만 아니라, 반도체와 자동차 등 수출 비중이 높은 일부 제조기업의 경우, 원화 약세가 오히려 영업이익률과 현금흐름에 완충 역할을 하면서 크레딧 측면에서 다소 긍정적인 요인으로 작용할 소지도 존재한다.

환율 급등 ≠ 한국물 펀더멘털 훼손

결론적으로 현재 KP 시장을 둘러싼 고환율 환경은 가격 변수의 등락일 뿐, 신용 위험의 전조로 보기에는 무리가 있다. 과거 환율 스트레스 국면과 달리 현재 한국의 대외 건전성과 발행사들의 외화 유동성 대응 능력은 견고하며, 이는 안정적인 CDS 프리미엄과 KP 스프레드 추이가 방증하고 있다. '환율 급등 = 한국물 펀더멘털 훼손'이라는 공식은 현재 시장에서 유효하지 않다는 말이다.

따라서 KP 투자자들은 1,480원이라는 심리적 저항선에 과도하기 반응하기보다는, 중단기적으로 KP 시장의 본질적 가치에 집중하는 전략이 유효하다. 환율 변동성 확대에 따른 일시적인 호가 공백이나 유동성 저하 가능성은 염두에 두되, 현재의 견조한 펀더멘털을 감안 시 KP물은 여전히 글로벌 크레딧 대비 안정적 투자처로서의 지위를 유지할 전망이다. 향후 KP 시장 방향성에 대해서는 원화 환율 그 자체보다는, 다가올 공급 증가와 연준 정책 경로에 주목하는 것이 바람직하다.

2025년 11월 20일 | 기업분석_Earnings Review

CJ (001040)

[NDR 후기] 한일령, 상법개정안 수혜 기대

BUY (유지)

목표주가(12M)	210,000원
현재주가(11.19)	174,800원

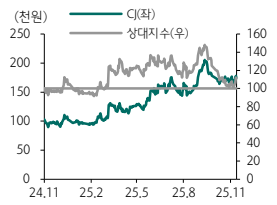
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,929.51
52주 최고/최저(원)	205,500/90,500
시가총액(십억원)	5,100.1
시가총액비중(%)	0.16
발행주식수(천주)	29,177.0
60일 평균 거래량(천주)	174.8
60일 평균 거래대금(십억원)	30.8
외국인지분율(%)	15.25
주요주주 지분율(%)	
이재현 외 7 인	47.59
국민연금공단	12.94

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	45,375.7	47,941.4
영업이익(십억원)	2,591.5	2,898.8
순이익(십억원)	912.1	1,055.3
EPS(원)	11,521	14,232
BPS(원)	167,059	180,336

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	41,352.7	43,646.7	45,352.2	48,071.2
영업이익	2,039.1	2,547.5	2,632.8	2,891.7
세전이익	985.9	708.8	1,459.7	1,535.9
순이익	194.8	100.5	285.6	417.5
EPS	5,462	2,817	8,009	11,706
증감율	(3.60)	(48.43)	184.31	46.16
PER	17.28	35.18	21.83	14.93
PBR	0.59	0.63	1.12	0.99
EV/EBITDA	5.80	4.85	5.08	4.62
ROE	3.64	1.83	5.26	7.24
BPS	158,764	157,224	155,823	175,915
DPS	3,000	3,000	3,000	3,100

Analyst 최정욱, CFA cuchoi@hanafn.com
RA 정소영 soyoungjung@hanafn.com

상장사들의 영업이익은 저조했던 반면 비상장사들은 기대 이상의 성장세 이어짐

CJ에 대한 투자의견 매수와 목표주가 210,000원을 유지한다. 당사는 11/17~19일 3일간 CJ와 국내 기관 NDR을 진행했다. 투자자들의 주요 관심사항은 올리브영과 푸드빌의 현황 및 향후 성장 전략 등에 집중되었으며, 상장자회사 중 CJ제일제당의 실적 부진에 대한 우려가 컸던 편이었다. 3분기 CJ 연결 매출은 YoY 5.4% 증가한 11.1조원, 영업이익은 YoY 0.7% 감소한 6,657억원을 시현했다. 주요 상장자회사 영업이익은 저조했던 반면 비상장사인 올리브영과 푸드빌 실적은 기대 이상의 성장세가 이어졌다. 1) CJ제일제당 영업이익은 3,465억원으로 YoY 16.7% 감소했는데 라이신 판가 하락으로 바이오 부문 수익성이 악화되었다. 2) 다만 대한통운은 택배와 CL 매출 증가로 영업이익이 YoY 4.4% 증가했다. 3) CJ ENM도 매출 1.3조원(YoY +10.8%), 영업이익 176억원(YoY +11.4%)을 기록했지만 컨센서스에는 크게 못미쳤던 수준이다. 4) 반면 올리브영은 매출이 YoY 26.2% 성장하고, 영업이익은 YoY 30% 증가했으며, 5) 푸드빌도 매출 YoY 22.5%, 영업이익은 YoY 5% 증가한 것으로 추정한다

인바운드 매출 급증 없었음에도 올리브영 매출 큰폭 증가. 4분기 추가 성장세 기대

3분기 올리브영 매출은 1.56조원으로 YoY 26.2% 성장했는데 외국인 인바운드 매출이 큰폭 늘어날 것이라는 예상과는 달리 온라인 성장과 내국인 오프라인 매출 증가에 주로 기인했다. '오늘드림' 서비스 확대로 온라인 매출은 4,678억원으로 YoY 37% 증가했고, 오프라인은 1조 892억원으로 YoY 22% 증가했는데 오프라인 중 외국인 인바운드 매출은 약 3,100억원대로 QoQ 3% 증가에 그친 것으로 추정한다. 글로벌역직구몰 또한 매출이 QoQ 5% 내외 감소한 것으로 보인다. 이는 3분기가 계절적 비수기인데다 중국인 단체 관광객수가 아직 본격적으로 늘지 않고 있고, 미국 800달러 면세 혜택 폐지 등이 작용했기 때문이다. 다만 4분기는 올영세일과 블프, 크리스마스가 있는 시기이고 최근 중국과 일본간 갈등에 따른 한일령 수혜를 인접국인 한국이 누릴 가능성이 높아 4분기 매출은 큰폭으로 성장할 가능성이 높다. 2026년 추가 매출 성장에 대한 우려가 높지만 눈부신 온라인 성장률이 계속되고 있는데다 향후 중국인 인바운드 매출 증가, 미국 온/오프라인 진출에 따른 글로벌 성과 등이 가시화될 경우 시장기대치를 상회하는 매출 성장이 가능할 전망이다

자사주 소각 의무화 방안 담길 예정인 3차 상법개정안 추진의 수혜 강도도 클 전망

언론에 따르면 최근 정치권에서 기존 자사주 소각 의무화를 담은 상법개정안이 추진되고 있는 것으로 보도되었다. 상법개정안은 상장사와 비상장사 모두에 해당되는 것으로 CJ는 보통주 7.3%의 자사주를 보유하고 있으며, 올리브영도 22.6%의 자사주를 보유 중이다. CJ는 일차적으로 자사 보유분 소각 효과 외에도 이차적으로는 올리브영 자사주 소각에 따른 주당가치 상승 효과도 더불어 누릴 수 있다는 점에서 수혜 강도가 클 수 있다고 판단한다

2025년 11월 20일 | 기업분석_기업분석(Report)

RF머트리얼즈 (327260)

주가 고점 오려면 아직 멀었습니다

BUY (유지)

목표주가(12M)	30,000원
현재주가(11.19)	16,180원

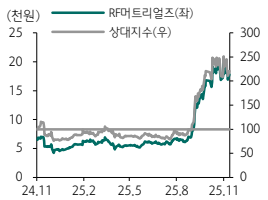
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	871.32
52주 최고/최저(원)	20,100/4,245
시가총액(십억원)	136.4
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	8,433.2
60일 평균 거래량(천주)	275.6
60일 평균 거래대금(십억원)	4.0
외국인지분율(%)	6.63
주요주주 지분율(%)	
알에프에이치아이씨 외 9 인	53.40

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	59.0	75.2
영업이익(십억원)	5.3	8.1
순이익(십억원)	5.7	7.5
EPS(원)	421	836
BPS(원)	5,388	6,246

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	47.9	44.5	61.5	85.0
영업이익	(0.0)	(1.5)	6.8	11.6
세전이익	0.4	(7.5)	7.9	13.3
순이익	(0.7)	(4.8)	5.0	10.3
EPS	(80)	(568)	598	1,227
증감율	적전	적지	흑전	105.18
PER	(133.00)	(8.41)	27.06	13.19
PBR	2.02	0.94	2.80	2.31
EV/EBITDA	25.76	19.96	14.15	8.96
ROE	(1.53)	(11.22)	11.49	19.94
BPS	5,259	5,102	5,771	6,998
DPS	0	0	0	0

Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com
RA 이상훈 sanghunlee0121@hanafn.com

RF머트리얼즈 투자의견 매수, 12개월 목표주가 30,000원 유지

RF머트리얼즈에 대한 투자의견 매수, 목표주가 30,000원을 유지한다. 1) 루멘텀발 제품 공급 부족 사태가 당분간 지속되며 RF머트리얼즈 실적을 견인할 것이며, 2) 하이퍼스케일 데이터센터 및 데이터센터간 연결(DCI)이 활성화되고 있어 이에 필요한 광 패키지의 장기 수요 전망도 밝고, 3) 실적 고점은 빨라도 내년말~2027년에나 전망되므로 주가 고점은 아직 멀었다는 판단이고, 4) 현 PBR 3배 수준으로 역사적 고점인 5.2배나 동종업체 PBR 4.2배 대비 낮아 상승 여력 충분하기 때문이다.

생각보다 강한 루멘텀향 매출 드라이브, 당분간은 어닝 서프라이즈 지속 전망

RF머트리얼즈 3분기 매출액 146억원(YoY 89%, QoQ -12%), 영업이익 19억원(YoY 흑전, QoQ 1%)을 기록했다. 큰 폭의 실적 개선을 이뤄냈는데, 당분간은 실적 호조가 지속될 전망이다. 글로벌 데이터센터 증축 기조에 힘입어 전방 고객인 루멘텀 제품 수요가 급증하고 있기 때문이다. 공급이 수요를 충족 못 시키는 상황으로, 지난 2분기 루멘텀 제품 공급 부족분이 약 20% 였다면 이번 3분기에는 25~30%로 공급 부족분이 확대됐다. 특히, 3분기 루멘텀 매출액 5.3억달러로 전분기대비 11% 증가했음에도 수요-공급 불일치는 심화된 것을 감안해야 한다. 장기적으로도 광 증폭기가 본격적으로 필요한 하이퍼스케일 데이터센터 및 데이터센터간 원거리 연결 등이 활성화 중이고, 미국의 중국산 IT 부품 제재가 강화 추세인만큼 루멘텀 매출 전망은 밝다. 이런 요인들이 복합적으로 반영되어 실적 발표 직후 루멘텀의 실적 컨센서스 및 목표 주가가 대폭 상향 조정됐다. 결국 루멘텀의 성장은 RF머트리얼즈의 성장으로 이어질 테니 당분간은 어닝 서프라이즈도 기대해 볼만한다.

실적 기대감 남아있고 멀티플도 낮은 상황, 향후 실적 가시화되기 전에 매수 추천

최근 RF머트리얼즈 주가 급등하여 이젠 고점에 다다른 것 아니냐는 우려도 있다. 하지만 결국 주가는 내년까지 계속 상승할 것으로 예상한다. 통상적으로 IT/통신기기 종목의 경우 실적 성장 기대감이 소멸되고 난 후 주가 피크가 오는 경향이 있는데, RF머트리얼즈는 아직 올해 및 내년 실적 검증도 끝나지 않은 상황이다. 당장 전방인 루멘텀에서는 호재가 계속 생기고 있는데 RF머트리얼즈만 기대감이 소멸할 순 없단 판단이다. 아직 상승여력도 충분한 편이다. RF머트리얼즈는 지난 20년 RF시스템즈를 인수하며 PBR 5.2배를 기록한 바 있고, 최근 마찬가지로 GPU향 방열소재 수주를 확보한 동종업체가 PBR 4~5배 선에서 거래되고 있다. 그에 비해 현 PBR은 3배 수준으로, 루멘텀향 성장 잠재력이 RF시스템즈 인수 효과 이상임을 고려하면 절대적으로 저평가되어 있다. 향후 실적이 가시화되기 전에 매수하는 것을 추천한다.

2025년 11월 20일 | 기업분석_기업분석(Report)

알테오젠 (196170)

유럽 시판 허가까지 획득, 연내 추가 L/O도 기대

BUY (유지)

목표주가(12M) 640,000원(상향)
현재주가(11.19) 544,000원

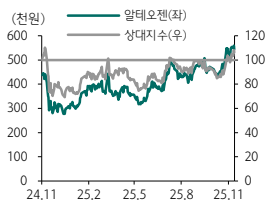
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	871.32
52주 최고/최저(원)	559,000/277,000
시가총액(십억원)	29,107.1
시가총액비중(%)	6.33
발행주식수(천주)	53,505.8
60일 평균 거래량(천주)	415.3
60일 평균 거래대금(십억원)	202.2
외국인지분율(%)	14.92
주요주주 지분율(%)	
박순재 외 4 인	20.38
영인우 외 2 인	5.09

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	204.9	526.0
영업이익(십억원)	110.8	412.9
순이익(십억원)	93.7	412.9
EPS(원)	1,725	7,761
BPS(원)	6,869	14,640

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	96.5	102.9	275.2	599.5
영업이익	(9.7)	25.4	164.4	391.4
세전이익	(3.6)	36.6	167.4	396.0
순이익	(3.4)	62.3	129.5	301.7
EPS	(64)	1,171	2,407	5,592
증감율	적지	흑전	105.55	132.32
PER	(1,539.06)	264.30	226.01	97.28
PBR	34.94	60.02	69.17	40.42
EV/EBITDA	(798.73)	581.19	173.19	72.96
ROE	(2.27)	29.52	37.19	52.58
BPS	2,819	5,157	7,865	13,458
DPS	0	0	0	0

Analyst 김선아 seona.kim@hanafn.com
RA 유창근 changkeunyoo@hanafn.com

3Q25 누적 매출액 1,514억원, 영업이익 873억원 달성

이번 3분기 실적에는 키트루다SC의 FDA 허가 획득에 따른 마일스톤 2,500만 달러가 반영되었기 때문이다. 할로자임이 로열티 수익으로 분기 당 수천억원의 영업이익이 발생되고 있는데, 1개의 파이프라인으로 이정도의 효과를 확인하였기에 향후 파트너쉽의 누적과 본격적인 키트루다SC 판매로 2028년이면 기술료 수익만 1조에 달할 것으로 전망된다. 한편 ALT-B4의 생산/판매 관련 제품 매출이 소액 존재하는데, 키트루다SC가 상업화에 들어가면서 제품 매출도 증가할 것으로 전망한다. 알테오젠은 파트너사에 ALT-B4를 직접 CMO를 통해 생산하여 공급하고, 파트너사에 ALT-B4 생산 권리까지 넘기지 않고 있다. 현금 유입이 안정화되면 ALT-B4 생산 공장을 구축하려는 것도 이러한 이유 때문이다. 키트루다 SC향 제품매출은 전체 키트루다SC 매출의 5%가 발생하는 것으로 추정하였고, 키트루다SC 외 파이프라인향 ALT-B4 제품 매출은 기존 매출의 평균으로 추정하였다. 이를 반영한 2025년 추정 연매출은 2,752억원, 영업이익 1,644억원으로 전망한다. 회계상 분할 반영되는 매출 추정치, 어제 자 뉴스로 공유된 키트루다SC의 유럽 시판 허가 획득에 따른 마일스톤(약 265억원 추정), 키트루다SC향 ALT-B4의 상업화 매출이 4Q25에 한꺼번에 반영될 것이고, 연내 2건 이상의 L/O 발생할 수 있을 것이라는 기대감도 여전히 유지한다.

'27년F EBITDA에 코스피 대형 제약사 Peer로 추정, 640,000원으로 상향

알테오젠은 12월8일 임시주주총회를 개최하고 코스피 이전 상장을 위한 본격적인 절차에 들어간다. 이번 분기에서 확인된 매출액과 영업이익으로 이미 OPM54.4%를 달성하였고, 키트루다SC가 미국과 유럽에 동시에 본격적으로 출시됨으로써 다음 분기와 내년에도 계속하여 안정적으로 로열티를 수령하며 OPM 50% 미만으로 이익이 감소할 위험은 없어 보인다. ALT-B4의 특허 존속기간도 2039년(PTA, PTE 등 모든 연장 조건 반영시 2042년 초에 이를 것으로 예상)까지 이므로 ALT-B4만으로 수익화가 가능한 기간도 넉넉히 남아 있다. 따라서 코스피 대형 제약사와 견줄만한 위치와 조건을 갖추었다고 판단한다.

기존의 우리의 Valuation 방식은 기업가치에 로열티 추정치만 반영하였다. 그러나 현재 동사는 키트루다SC의 미국 및 유럽 출시에 따라 상업화에 따른 제품 매출을 반영할 필요가 있게 되었다. 아울러 2028년 가동을 목표로 2,500억원을 투입하여 생산 공장을 설립할 계획을 갖고 있으므로 감가상각비 등도 고려해야 한다. 이러한 구조는 제약사와 유사하다고 판단하여 EV/EBITDA 추정 방식으로 변경한다. 25F EV/EBITDA Peer 평균은 글로벌향 매출 비중이 높은 삼성바이오로직스, 셀트리온, SK바이오팜, 유한양행을 참고하여 37.8배를 적용하고, 여기에 Global Data 추정 키트루다IV Peak Sales인 27F의 EBITDA의 WACC 8.9%로 할인한 현가 EBITDA를 곱하였다.

2025년 11월 20일 | 기업분석_기업분석(Report)

SK바이오팜 (326030)

엑스코프리 처방량 가이던스 상단 달성 전망

BUY (유지)

목표주가(12M) 160,000원(상향)
현재주가(11.19) 125,600원

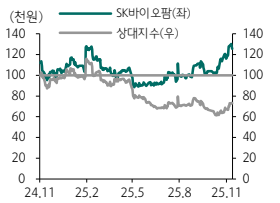
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,929.51
52주 최고/최저(원)	130,300/88,500
시가총액(십억원)	9,836.1
시가총액비중(%)	0.30
발행주식수(천주)	78,313.3
60일 평균 거래량(천주)	238.4
60일 평균 거래대금(십억원)	27.1
외국인지분율(%)	12.23
주요주주 지분율(%)	
SK 외 5 인	64.04
국민연금공단	7.03

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	713.9	911.3
영업이익(십억원)	206.2	318.7
순이익(십억원)	193.6	255.3
EPS(원)	2,631	3,491
BPS(원)	9,697	13,419

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	354.9	547.6	711.8	826.9
영업이익	(37.5)	96.3	196.9	284.1
세전이익	(43.9)	72.6	139.9	230.3
순이익	(32.9)	240.7	130.9	202.8
EPS	(420)	3,074	1,672	2,590
증감율	적지	흑전	(45.61)	54.90
PER	(239.05)	36.14	75.12	48.49
PBR	27.72	15.93	14.68	11.27
EV/EBITDA	(352.84)	75.53	45.22	31.62
ROE	(10.96)	58.01	21.53	26.30
BPS	3,622	6,975	8,555	11,145
DPS	0	0	0	0

Analyst 김선아 seona.kim@hanafn.com
RA 유창근 changkeunyoo@hanafn.com

10월 미국 엑스코프리 처방량 QoQ 7.7% 성장, 환율도 우호적

3Q25 실적은 매출 1,917억원(YoY+40.4%, QoQ+8.8%), 영업이익 701억원(YoY+262.4%, QoQ+13.3%, OPM36.6%)으로 서프라이즈를 보여줬다. 그런데 이러한 분위기가 일시적이지 않을 것임을 10월 처방량이 MoM+7.7% 성장하는 것에서 확인하였다. 3Q25 처방량(118,830) 대비 4Q25 처방량은 QoQ+1.7%~7.3% 수준일 것으로 기대되고, 이 경우 엑스코프리 US 추정 연매출은 $447mil~453mil로서 가이던스인 $420mil~450mil의 상단에 근접한다. 분기별 처방량이 8월과 9월에 일시적으로 감소한 경우가 있었으므로, 이러한 리스크를 반영하여 QoQ 증가량의 범위의 평균인 4.5%를 적용하여 추정하면, 엑스코프리 US의 4Q25 추정 연매출은 450mil이다. 이에 근거하여 4Q25F 실적은 매출액 1,999억원(YoY+22.6%, QoQ+4.3%), 영업이익 378억원(YoY-7.1%, QoQ-46.1%, OPM18.9%)일 것으로 추정한다. 4Q25F의 영업이익이 크게 감소한 것은 판관비 가이던스인 4,900억원을 고려했기 때문으로, 올해 계획하였던 2nd 프로덕트의 도입, 임상 진입 준비 등의 이벤트가 발생하지 않는다면 3Q25의 판관비 QoQ 증가율을 4Q25에 반영하여도 약 350억원 정도 절감한다. 이 경우 영업이익은 600억원, OPM30.0%까지 높아진다.

대외 리스크도 대부분 해소 중, 2026년도 꾸준한 성장 예상

의약품 관세가 15%로 제한되면서 대외 리스크도 해소된 분위기다. 엑스코프리 US의 원가율은 평균 10% 수준을 유지하고 있으므로, 최대 관세율이 부과되더라도 이익에 대한 영향력은 1.5%에 불과하다. 약가 인하의 경우도 기존의 Pfizer, AZ, Novo, Lilly 등이 행한 방식으로 진행되는 경우 Net Sales와 이익을 보전할 수 있을 것이라 전망한다. 동사의 매출이 외부의 Whole sale에 도착했을 때 인식하기 때문에 미국향 매출은 관세 등을 피해 물량을 미리 선적하는 등의 영향을 받지 않는다. 따라서 2026년도 현재 처방량 성장률로 추정한 바에 따라 꾸준한 매출 성장을 보일 것으로 전망한다. 환율이 예상 보다 높은 상태를 유지되고 있는 것도 동사의 매출과 이익 전망에 긍정적인 요소이다. 또한 최근 한국에서는 시판허가를 획득하였고, 중국, 일본 등 허가신청을 진행하며 시장을 확장하고 있으므로 크진 않지만 추가적인 로열티 수익도 기대할 수 있다.

목표주가 상향 160,000원 상향, 연내 2nd Product 도입 가능성 높아짐

엑스코프리 US 처방 상승률을 반영하여 목표주가를 상향한다. 최근 Peer 25F EV/EBITDA의 상승 분위기에서 Peer 25F EV/EBITDA 평균에서 동사 배수만 높은 것을 반영해 5% 할인된 33배를 적용하였다 (기존 31.4배이나 Peer 중 거래정지중인 삼성바이오로직스 포함). 여전히 뚜렷한 금리 인하, 미국 바이오텍 기업가치의 지속적인 상승, 최근 해외 기업들의 빈번한 L/I 및 M&A 분위기 하에 2nd Product 도입되기를 기대하고, 2nd Product의 가치는 25% 할인하여 2.8조원으로 추정하였다.

2025년 11월 19일 | Global Equity

샤오미(1810.HK)

3Q25 Re: 스마트폰 마진율 하락 우려 현실화

중국

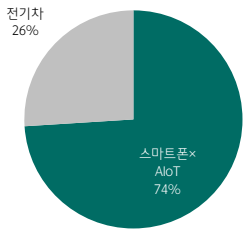
TP(컨센서스)	59.84 HKD
CP(11.18)	40.78 HKD

Key Data

국가	중국
상장거래소	홍콩
산업 분류	정보기술
주요 영업	기술 하드웨어
홈페이지	www.mi.com
시가총액(십억HKD)	1,027.3
시가총액(조원)	193.4
52주최고/최저(HKD)	61.45/26.8
주요주주 지분율(%)	
Beijing Hongqiao Jinji Consulting	32.49
Gaoming Xu	18.49

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(8.7)	(17.7)	45.7
상대	(13.2)	(30.7)	10.9

매출구성



Financial Data (백만 CNY)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출	270,970	365,906	476,100	589,010
영업이익	16,922	23,691	48,060	57,853
순이익	17,475	23,658	42,338	51,246
EPS(CNY)	0.7	1.0	1.6	2.0
EPS(YoY, %)	600.0	35.7	62.0	20.7
ROE(%)	11.4	13.4	18.6	18.3
PER(배)	20.3	34.1	22.0	17.9
PBR(배)	2.2	4.3	3.8	2.9
배당률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Bloomberg, 하나증권

Analyst 송예지 yeajisong@hanafn.com
Analyst 백승혜 sh_baek@hanafn.com

3Q25 조정 순이익 컨센서스 상회, 전기차 첫 영업이익 흑자 달성

3Q25 샤오미 매출은 1,131억위안(YoY +22%)으로 컨센서스에 부합했고, 조정 순이익은 113억위안(YoY +81%)으로 컨센서스를 13% 상회했다. 조정 순이익이 컨센서스를 상회한 이유는 IoT/전기차 사업부의 매출총이익률이 23.9%/25.5%로 예상보다 양호했기 때문이다. 3Q25 샤오미 전기차 인도량은 10.9만대로 QoQ +34% 증가(2Q25 QoQ +7%)했다. 또한, SU7 Ultra 및 YU7 시리즈의 인도 증가로 전기차 ASP는 26만위안(약 5천만원)으로 YoY +9%/QoQ +3% 제고되었고, 전기차 사업부 영업이익은 7억위안을 기록하며 처음으로 플러스 전환(2Q25 영업손실 3억위안)되었다.

스마트폰 마진율 하락 지속, 대형 가전 매출 마이너스 성장 전환

3Q25 스마트폰 매출은 ASP 하락으로 YoY -3% 감소하며 2Q25(YoY -2%)에 이어 역성장세를 지속했고, IoT 사업부(비중 24%) 매출은 중국 대형 가전 매출 감소로 YoY +6% 증가에 그치며 성장세가 3Q24/2Q25(YoY +26%/+45%) 대비 크게 둔화되었다. 3Q25 샤오미 스마트폰 출하량은 4,330만대로 YoY +0.5% 증가해 글로벌 시장 점유율은 13.6%로 3위를 유지했고, 중국 스마트폰 출하량 점유율은 10%로 아이폰17 출시로 인해 4위로 밀려났다. 샤오미의 스마트폰 ASP는 해외 저가 모델 비중 확대로 인해 1,063위안으로 YoY -3.6% 하락했고, 스마트폰 사업부 매출총이익률은 11.1%로 YoY -0.6%p/QoQ -0.4%p 하락했다. 중국 대형 가전 매출은 1Q/2Q25 YoY +114%/+66% 증가에서 3Q25 YoY -16% 감소했는데 이는 보조금 축소 및 경쟁 심화에 기인한다.

전기차/스마트폰 마진율 하락 가능성 예고, 중장기적 접근 권고

최근 샤오미 전기차 사고가 재차 발생해 노이즈가 있었으나, 실제 샤오미의 전기차의 인도량은 9~10월 2개월 연속 4만대를 돌파하며 견조한 수준을 유지 중이고 이번주 중으로 연간 목표치였던 35만대를 달성할 것으로 예상된다. 샤오미 CEO는 향후에도 전기차 판매량을 최우선으로 할 것이나, 2026년 전기차 업계 보조금 정책 축소 영향과 가격 경쟁으로 인해 전기차 사업부 마진율의 하락 가능성을 예고했다. 또한, 메모리 칩 비용 급등으로 인해 내년 스마트폰 가격을 인상이 불가피하나 이러한 조치만으로는 비용 상승을 완전히 상쇄할 수 없다고 언급했다. 샤오미 주가는 스마트폰 사업부 마진율 훼손 우려로 인해 7월 고점 대비 32% 하락했고 현재 2025년 예상 12MF P/E 22배 수준에서 거래 중이다. 밸류에이션 부담은 크게 완화되었으나 이번 실적에서 우려 사항이 해소되지 않았기 때문에 단기적으로 샤오미의 주가 센티먼트는 개선되기 어려워 보인다. 다만, 중장기적으로 전기차 사업의 규모 확대와 AI·IoT 생태계 확장에 따른 구조적 성장 스토리는 여전히 유효하다고 판단한다.

ETF 투자유망종목

해외주식분석실

국내 ETF

종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
KODEX 미국AI테크 TOP10 (485540.KS)	2025.07.22	12,290	14,240	15.87%	• 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	17,710	36.23%	• 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	14,890	13.97%	• 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	16,185	67.03%	• 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	48.80	-0.69%	• 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	64.19	9.11%	• 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	43.73	14.87%	• 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	110.40	8.70%	• 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	96,500	-0.72%	• 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	122,200	-5.64%	• 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	106,800	3.59%	• 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	127,600	14.85%	• 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	406,500	-0.12%	• 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	469,000	11.01%	• 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	104,800	-0.38%	• 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	59,600	-2.77%	• 자동차의 전장화/전동화에 따른 수혜와 고객사 다변화 기대 • 하반기 미국법인 회복 및 유럽법인 호실적 지속 전망
인투셀 (287840.KQ)	11/17	55,400	55,500	0.18%	• 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
+1.06%	+3.05%p	+60.58%	+9.28%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	104,800	-0.38%	• 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	544,000	-1.81%	• 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	25,600	-1.35%	• 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	126,000	-5.69%	• 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	562,000	20.73%	• 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	215,000	2.14%	• 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	287,500	5.50%	• 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	96,500	15.02%	• 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	122,200	5.80%	• 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	123,000	11.51%	• 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	157,200	8.41%	• 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	90,000	44.23%	• 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
+10.60%	-3.72%p	+56.75%	+5.45%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.