하나증권 리서치센터 Morning Brief

하루에 하나

2025.12.5

DECEMBER

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	24	25	26	27
28	29	30	31			

원/달러 환율
1,471.10원 (+3.10원)

KOSPI
4028.51 (-7.79, -0.19%)

KOSDAQ
929.83(-2.18, -0.23%)

국고채 10년 금리
3.383(+0.008%p)

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

www.hanafn.com

Global Asset Strategy

하나채권	ADP 고용 부진. 실업률이 낮아도 인하가 필요한 이유 [박준우]
해외채권	글로벌 중앙은행의 국채 발행 추세 변화 [허성우]
해외크레딧	완커(Vanke): 다시 불거진 중국 크레딧 이슈 [하형민]

기업분석

ICTK	가상자산 2단계 입법안 최대 수혜주 [김홍식]
풀무원	내년 기저효과 기인한 유의미한 손익 개선 전망 [심은주]
대한해운	벌크선 시황도 좋고 재무건전성도 개선, 남은건 배당 뿐 [안도현]

산업분석

자동차	시장 수요의 둔화를 친환경차 라인업으로 만회해야 하는 시기 [송선재]

Weekly

통신	현재 좋은 주식과 미래에 좋아질 주식 [김홍식]
유틸리티	12월에도 SMP 약세 예상 [유재선]

글로벌리서치

세일즈포스	3분기 실적 긍정적이나 아직은 해답을 찾기 어려운 구간 [김재임]
스노우플레이크	예상보다 빠른 AI 수익화 & 계약 성장 모멘텀에 주목 [김재임]

단기투자유망종목

SGC에너지, 케이엠더블유, 지역난방공사, 알테오젠, 삼성E&A, SK하이닉스, 삼성전기, 하이브

삼성전자, KB금융, 한국금융지주, S-Oil

하나증권

2025년 12월 4일 | Global Macro Strategy

하나채권

ADP 고용 부진. 실업률이 낮아도 인하가 필요한 이유

Fixed Income

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

- 11월 ADP 고용 -32k. 주간 고용과 함께 둔화. 현재 미국 노동시장은 '저고용 & 저해고'
- 실업률이 급등하지 않고 고용 증가율만 꺾여도 '고용 → 임금 → 소비 → GDP' 경로로 성장률에 직접적 악영향. 따라서 연준의 선제적 인하 논리는 타당
- 미국 기준금리 12월 인하, 2026년 3.0%. 10년 금리 1분기 3.8%, 연초까지 UST > KTB

11월 ADP 고용 -32k. 주간 ADP 고용을 따라 부진

11월 월간 ADP 고용이 3.2만명 감소하며 크게 부진했다 **[도표 1]**. 6개월 평균은 +6.5만명, 3개월 평균은 -1.3만명으로 뚜렷한 둔화 추세다. 지난주 발표된 11월 8일 기준 주간 ADP 고용이 -1.35만명으로 하락했으며, 12일 주간 기준으로 발표되는 월간 고용 역시 그 궤적을 반영하고 있다. 한편 주간 실업수당 청구건수는 비계절조정 기준 11월 3주 동안의 평균이 약 23만명이다. 절대 수준은 침체 임계점으로 추정되는 40만명을 크게 하회하며, 과거와 비교해도 해고 급증 조짐은 보이지 않는다 **[도표 2]**.

[참고] '11/19, '주간' ADP 고용 해석과 12월 인하 전망'에서 정부의 공식 통계가 지연되는 상황에서 주간 ADP 고용, 주간 실업수당 청구건수, 시카고 연은의 실업률 추정 데이터를 강조했다. 특히 주간 ADP 고용이 상당히 중요하고, 월간 ADP와 BLS 고용이 유사하게 움직일 것으로 보고 있다.

노동시장은 '저고용 & 저해고' 상태. 핵심 원인은 이민자 유입 감소

ADP, 실업수당 두 지표에서 확인한 것과 같이 미국 노동시장은 신규 고용은 급감했으나, 실업자는 상대적으로 적게 유지되는 '저고용 & 저해고' 상태다. 9월까지 발표된 BLS의 비농업 고용과 실업률 데이터도 동일한 흐름을 보여준다 [도표 3].

핵심 원인은 이민자 유입의 급감이다. CBO에 따르면, 미국 순이민은 2024년 2.8백만명에서 2025년 0.4백만명으로 감소하고 있는 것으로 추정된다. 신규 고용 둔화는 관세 등의 여파도 있겠으나, 이민자 유입 축소로 노동 공급이 감소된 영향이 크게 작용하고 있다. 노동 공급 감소는 실업률의 분모에 해당하는 노동력 자체를 줄이기 때문에 실업률 상승 속도를 매우 완만하게 만든다.

실업 급증 없이 고용만 둔화되더라도 선제적 인하의 필요성은 충분

노동 공급 감소의 영향으로 실업률이 낮게 유지되더라도 고용이 부진하면 기준금리 인하의 필요성은 충분하다. 고용 둔화만으로 성장률에 부정적인 영향이 가해지기 때문이다.

2025년 12월 5일 | Global Asset Research

해외채권

글로벌 중앙은행의 국채 발행 추세 변화

Fixed Income

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.

Analyst 허성우 deanheo@hanafn.com

- 주요국 중앙은행들의 만기별 국채 발행 추세 변화. 단기채 발행 확대+장기채 발행 축소
- 미국의 경우 일본, 영국과 달리 잠재적 매수 주체가 있어 공급 부담은 일부 완화될 것
- 단기채 발행 확대 시 이자 비용 감소하지만 금리 상승 시 재융자 리스크도 존재

글로벌 중앙은행의 단기채 발행 확대 추세

최근 미국, 일본, 영국 등 주요국 중앙은행들의 만기별 국채 발행 추세가 변화하고 있다. 장기채 발행을 축소하는 한편 중단기채 중심으로 발행을 확대 중이다. 실제로 글로벌 국채 평균 만기(Bloomberg Global Agg Treasuries Total Return Index average time to maturity)는 8.9년으로 2014년 이후 최저치를 기록했다. 인플레이션 압력으로 인한 장기 금리 상승(차입 비용 증가) 및 일부 국가의 장기채 수요 감소에 기인한다.

'① 미국은 11월 국채발행계획(QRA)을 통해 내년 1월부터 지출 증가에 대응해 단기채 발행을 확대하겠다고 발표 ② 일본은 다카이치 정부의 추가 예산안에 따른 총 국채 발행 증가분을 중단기채, 특히 1년 미만 국채 중심으로 발행 ③ 영국은 11월 말 예산안을 통해 2025~26년 회계연도 기준 15년 이상 만기의 장기채 발행 규모를 2007~08년 이후 가장 낮은 수준으로 발행 예정

① 미국: 미 재무부는 11월 국고채발행계획(QRA)을 통해 내년 1월부터 단기채 발행을 확대하겠다는 방침을 밝혔다. 작년부터 미국의 순이자 비용이 국방비를 상회하고 있고, 관세 수입 급증에도 전체 세입 대비 4%가 채 안되는 수준이라 재정적자 우려는 여전하다. 내년 중간선거를 앞두고 지출 증가에 대응하기 위한 단기채 발행 확대는 단기 구간의 수급 부담을 한층 강화할 것으로 예상된다.

다만, MMF, 연준, 스테이블코인과 같이 잠재적 매수 주체가 있어 단기채 공급 부담이 상대적으로 완화될 전망이다. 현재 MMF 내 약 7.5조 달러 이상의 자금이 예치되어 있으며, 금리 인하 시에도 은행 대비 느린 금리 전가 속도로 인해 자금 유입이 지속되어 안정적인 자금 조달 창구 역할을 할 것으로 판단한다.

연준의 단기채 보유 규모가 점진적으로 확대될 전망이다. 12/1 양적 긴축(QT) 종료 이후 MBS/기관채 만기 회수분을 단기채에 재투자하며, 경제 성장에 따른 비지준 항목 증가 시 지준 감소 방어를 위한 자산(단기채) 매입을 통해 연준의 단기채 보유 규모가 확대될 수 있다. 연준 단기채 매입은 연준 보유 국채 평균 만기 하락으로 연결된다. 현재 연준 보유 국채 평균 만기는 9년으로, 시장성 국채 만기(6년)와 약 3년 차이 난다.

2025년 12월 5일 | Global Asset Research

해외크레딧

완커(Vanke): 다시 불거진 중국 크레딧 이슈

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

완커, 또 다시 디폴트 우려 부각

중국 부동산 시장의 구조조정이 이미 4년째 이어지고 있으며, 민간 대형 개발업체 상당수가 이미 구조조정 및 청산 국면에 진입한 상태다. 이 가운데 국유 자본이 뒷받침되고 있던 완커(Moody's Caa2/S&P CCC-/Fitch CCC-)마저 유동성 스트레스에 휘말리면서, 시장의 시선이 다시 중국 부동산 크레딧으로 쏠리고 있다.

이번 완커 이슈의 핵심은 국유 및 지방정부 후견이 있는 대형 개발업체도 더 이상 채무 재조정 테이블에서 완전히 자유로울 수 없다는 인식이 강화됐다는 점이다. 특히 중국 정부의 전면적 지원 의지에 대한 기대가 약화됐다는 우려가 크게 작용하고 있는 상황인데, 현재 완커 회사채 가격의 급락과 거래 중단 상황은 시장이 이미 완커의 디폴트 혹은 강도 높은 구조조정 가능성을 상당 부분 프라이싱하고 있음을 시사한다.

완커의 최대주주이자 국유기업인 심천메트로(Shenzhen Metro)는 그간 약 300억 위안 규모의 자금을 지원하며 역내 채권 상환 등 완커의 유동성 방어에 중요한 역할을 해왔다. 다만 11월 들어 기존 무담보 대출 약 200억 위안에 대해 자산 담보 제공을 요구하고, 향후 신규 대출 역시 담보부로 전환하는 등 완커에 대한 지원 방침 변화를 시사했다. 동시에 완커가 이번 달 15일 만기가 도래하는 20억 위안 규모 역내 채권에 대해 원금과 이자를 1년 뒤 일괄 상환하는 만기 연장안을 제시함에 따라, 정책적 지원 축소와 채권자 손실 확대에 대한 우려가 커지면서 신용 이벤트의 트리거로 작용했다.

완커 펀더멘털: 현금흐름 악화, 담보 제공 및 자산 매각 여력 축소

일련의 사태는 근본적으로 중국 부동산 시장의 장기적인 침체와 완커의 자체 현금창출 능력 훼손에서 출발한다. 완커는 여전히 총자산 약 1.2조 위안, 총부채 9천억 위안 수준의 대형 개발업체로서 명목상 자본 완충은 존재한다. 그러나 부동산 시장의 장기 침체 속에 판매 부진과 수익성 악화가 겹치며 펀더멘털이 빠르게 나빠지고 있다. 2025년 들어 완커의 누적 계약판매는 전년 대비 40~50%대 감소를 기록하고 있으며, 상반기에만 180억 위안 수준의 영업손실을 기록하는 등 적자 흐름이 지속되고 있다. 올해 12월부터 내년까지 역내외를 합해 약 230억 위안 규모의 채권 만기가 순차적으로 도래하는 가운데, 현금흐름 감소가 이어진 상황에서 만기 부담이 겹치며 재무 안정성에 대한 의문이 커진 것이다.

한편, 일부 채권자는 완커의 만기 연장 제안에 반대 의사를 표명하면서 추가 담보 제공이 사실상 어렵다는 점에 대한 불만을 제기하고 있다. 완커는 그동안 공사중 자산과 미분양 재고, 임대주택과 같은 운영자산 등 대규모 자산 풀을 바탕으로 은행, 신탁, 국유

계 대출에 담보를 제공하거나, 자산 매각을 통해 현금을 확보해왔다. 특히 최근 심천메트로와의 주주대출 프레임워크를 체결하면서 영업용부동산, 공사중 자산, 비상장 지분 등 광범위한 자산을 담보로 제공하기로 했고, 홍콩 상장 자회사인 Onewo 지분 약 57% 전량을 질권으로 제공하면서 그룹 내 우량 유동 자산 중 상당 부분을 이미 국유 주주에게 넘겨준 상태다.

이로 인해 향후 개별 채권자에게 추가로 제공할 수 있는 담보의 퀄리티와 규모는 구조적으로 제한될 가능성이 높다. 더불어 중국 주택시장 침체와 거래 위축을 감안하면, 미분양 재고와 보유 부동산 매각 역시 단기간 내 의미 있는 규모로 진행되기는 어렵고, 설령 진행되더라도 가격 할인 및 처분손실을 피하기 어려울 것으로 판단된다.

중국 부동산 개발업체에 대한 투자심리 회복 지연

현재까지의 파급은 주로 중국 부동산 등 하이일드 섹터에 국한되어 있다. 중국 개발업체 및 하이일드 크레딧 스프레드는 완커 이슈로 약세 압력을 받고 있는 반면, 신흥국을 비롯한 글로벌 크레딧 지표의 동조화는 제한적인 모습이다. 오히려 작년 말 완커 유동성 이슈가 불거졌을 때처럼 중국 하이일드와 글로벌 크레딧 스프레드 간의 갭이 확대되는 방향으로 진행되고 있는데, 이는 글로벌 채권시장이 2021년 헝다 사태 이후 중국 개발업체를 별도의 리스크 블록으로 여겨왔던 지난 몇 년간의 과정이 반영된 결과로 해석할 수 있다. 단기적으로는 중국 하이일드, 부동산 크레딧 중심으로 추가 리스크 프리미엄을 요구하는 국면이 지속될 가능성이 높으며, 특히 민간 개발업체뿐만 아니라 국유 및 혼합소유 개발업체에 대한 투자심리도 전반적으로 위축될 수 있다.

12월 10일 예정된 만기 연장안 협의 결과는 향후 시장 심리를 가늠할 분수령이 될 전망이다. 중국 당국의 스탠스는 주택담보대출 금리 인하, 주택 구매 규제 완화 등으로 급격한 부동산 가격 붕괴와 시스템 위기를 방지하되, 개별 개발업체에 대한 무제한적 자금 지원은 지양하는 기존 기조를 유지할 가능성이 높다. 해당 관점에서 완커의 역내 채권은 만기 연장과 조건 조정을 통해 관리될 여지가 있으나, 이 과정에서 이자율 인하 또는 상환 구조 변경 등의 형태로 일부 채권자의 손실은 불가피할 전망이다. 역외 채권의 경우, 실질적 헤어컷을 전제로 한 구조조정 가능성을 염두에 둘 필요가 있다.

2025년 12월 05일 | 기업분석_기업분석(Report)

ICTK (456010)

가상자산 2단계 입법안 최대 수혜주

BUY (유지)

목표주가(12M)	28,000원
현재주가(12.04)	14,880원

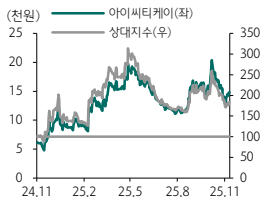
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	929.83
52주 최고/최저(원)	20,350/4,810
시가총액(십억원)	199.7
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	13,872.7
60일 평균 거래량(천주)	1,541.0
60일 평균 거래대금(십억원)	26.4
외국인지분율(%)	3.91
주요주주 지분율(%)	
이정원 외 16 인	28.50

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	6.2	24.1
영업이익(십억원)	(6.9)	7.1
순이익(십억원)	(7.6)	6.3
EPS(원)	(567)	454
BPS(원)	2,566	3,020

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	6.2	6.7	4.1	24.1
영업이익	(2.4)	(6.7)	(8.9)	7.1
세전이익	(9.0)	(5.8)	(9.5)	7.8
순이익	(9.0)	(5.8)	(9.5)	6.3
EPS	(902)	(467)	(710)	452
증감율	N/A	적지	적지	흑전
PER	0.00	(20.99)	(20.41)	32.06
PBR	0.00	3.02	4.90	4.25
EV/EBITDA	2.31	(18.32)	(22.07)	21.74
ROE	(95.99)	(22.20)	(22.63)	14.20
BPS	847	3,240	2,957	3,408
DPS	0	0	0	0

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

ICTK 투자의견 매수, 목표주가 28,000원 유지

ICTK에 대한 투자의견 매수, 목표주가 28,000원을 유지한다. 1) 최근 업비트 해킹사태가 발생하며 암호화폐 보안 목적으로 양자암호의 중요성이 부각되고 있고, 2) 보안 규정이 강화된 가상자산 2단계 입법 논의가 급물살을 타고 있어서 빠르면 내년부터 가상자산 중심으로 양자암호 시장이 커질 것이며, 3) ICTK는 국내 최고 수준의 레퍼런스를 보유했고 이미 글로벌 스테이블코인 표준 보안 플랫폼인 QSSN의 파트너사로 선정된만큼 향후 국내에서도 양자암호 보안 표준으로 지정될 가능성이 높기 때문이다. 가상자산 2단계 입법안 통과시 ICTK 실적의 가파른 성장이 예상되는만큼 선제적으로 매수하는 것을 추천한다.

초유의 암호화폐 해킹 사태, 양자내성암호가 암호화폐 보안의 해결책

2026부터 가상자산 업계를 시작으로 국내에서 양자암호가 본격 채택될 것으로 보인다. 최근 통신사에 이어 쿠팡, 업비트 등 타 영역으로 해킹 사태가 확산되고 있는데, 업비트 해킹 사태는 가상자산 이용자보호법("가상자산 1단계 입법") 통과 후 첫 해킹 사례여서 여파가 크기 때문이다. 이를 두고 금감원에서는 "우리나라 보안시스템에 대한 투자는 형편없는 수준"이라고 지적했으며, 향후 예정된 "가상자산 2단계 입법"내 보안 규정을 강화할 방침이라고 밝혔다. 이미 디지털자산기본법안을 비롯한 여러 2단계 입법 발의안에서는 가상자산 접근매체의 위변조 및 외부 공격행위로 발생한 사고 일체에 대해서 가상자산사업자의 손해배상 책임을 명시하고, 관련 기술과 인력 도입을 의무화하고 있다. 여당 디지털 자산 TF가 오는 10일까지 2단계 입법 정부안 제출을 촉구했고 스테이블 코인이 주요 현황으로 부상중인만큼 입법 논의는 급물살을 탈 것으로 예상한다. 결국 가상자산·핀테크를 막론하고 보안 투자가 확대될 텐데, 이미 글로벌 보안 표준이 양자내성암호로 전환 중인만큼 양자암호 시장이 활성화 될 것으로 본다.

결국 가상자산 2단계 입법안 최대 수혜주는 ICTK가 될 겁니다

한편 가상자산 2단계 입법안이 통과하면 ICTK 실적이 큰 폭으로 성장할 것이다. 독보적인 기술 경쟁력과 레퍼런스를 기반으로 ICTK가 보안 표준으로 지정될 가능성이 높기 때문이다. 지난 3일 과기부가 양자내성암호 시범전환 사업 성과공유회를 개최했다. 과기부는 에너지·의료·행정 3개 분야에 양자내성암호를 시범적용하고 있다. ICTK는 에너지 분야에서 한전KDN과 협력하여 2천만호 이상을 대상으로 지능형 전력 계량 시스템에 PUF칩을 공급했고, 행정 부문 수행업체인 LG유플러스와도 협력하며 국내 최고 수준의 레퍼런스를 확보했다. 이를 기반으로 BTQ 테크놀로지가 개발한 QSSN(글로벌 표준 스테이블코인 보안 플랫폼)의 파트너사로 선정됐다. 행정상의 문제로 납입일정이 연기되긴 했으나 올해 중 BTQ가 ICTK에 지분을 투자하고 보안칩 개발 프로젝트도 추진할 예정이다. 다가올 암호화폐 보안시장에서 ICTK가 최대 수혜주로 자리매김할 것으로 기대된다.

2025년 12월 5일 | 기업분석_Earnings Review

풀무원 (017810)

내년 기저효과 기인한 유의미한 손익 개선 전망

Not Rated

목표주가(12M)	Not Rated
현재주가(12.04)	13,110원

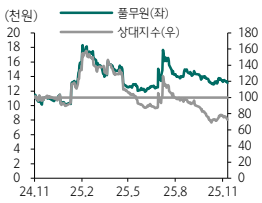
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,028.51
52주 최고/최저(원)	18,310/10,140
시가총액(십억원)	499.8
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	38,120.5
60일 평균 거래량(천주)	194.8
60일 평균 거래대금(십억원)	2.8
외국인지분율(%)	1.01
주요주주 지분율(%)	
남승우 외 17 인	60.13
한마음평화연구재단	9.99

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	3,381.6	3,608.9
영업이익(십억원)	95.1	119.9
순이익(십억원)	22.5	65.7
EPS(원)	560	1,459
BPS(원)	6,166	7,766

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,993.5	3,213.7	3,363.7	3,556.2
영업이익	62.0	91.8	89.0	115.7
세전이익	14.3	41.0	24.9	52.6
순이익	19.5	35.4	11.8	42.0
EPS	500	929	308	1,102
증감율	흑전	85.80	(66.85)	257.79
PER	20.98	11.52	43.38	12.12
PBR	1.21	1.29	1.57	1.41
EV/EBITDA	7.40	6.59	7.13	6.28
ROE	5.35	11.40	3.82	12.70
BPS	8,672	8,282	8,492	9,495
DPS	102	102	102	102

Analyst 심은주 yesej01@hanafn.com
RA 고찬결 cgko@hanafn.com

3Q25 Re: 국내 급식 호조 + 해외 적자 축소

3분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 8,884억원(YoY 6.6%), 381억원(YoY 14.4%)을 기록했다. 국내 ① 급식 대형 거래처 수주, ② 해외 법인 적자 폭 축소, ③ 가공식품 신제품 판매 호조 기인해 호실적을 시현했다.

① 식품 제조 매출액은 YoY 5.5% 증가했다. B2C 매출은 신제품(제로건강면, 콩물 등) 판매 호조 기인해 견조한 성장을 시현했다. B2B 매출도 키즈 채널 내에서의 안정적 계약 확보 기인해 7% 내외 증가한 것으로 추정된다. ② 식품서비스 매출액은 YoY 8.5% 증가했다. 대형 거래처 수주 기인해 탑라인이 고성장한 가운데, 영업마진도 YoY 1.4%p 개선되었다. ③ 해외법인 합산 매출액은 YoY 5.6% 증가한 1,727억원을 시현했다. 합산 적자는 전년대비 소폭 감소한 -20억원을 기록했다. 미국 적자 폭이 YoY 및 QoQ 유의미하게 개선되었으나, 일본은 여전히 부진했다. 미국 법인은 상반기 관세 및 냉장면 판매 부진 기인해 분기 적자 폭이 큰 폭 확대되었다. 3분기는 두부 PB 제품 신규 공급 등 기인해 BEP 내외 시현한 것으로 추정된다. 일본 법인 '두부바' 성장세가 둔화되면서 생산기지 통폐합을 추진 중이다. 4분기부터 점진적으로 고정비 절감 효과가 나타날 것으로 기대한다.

내년은 기저 기인해 유의미한 손익 개선 전망

2026년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 3조 5,260억원(YoY 4.4%), 1,131억원(YoY 21.6%)으로 추정한다. 풀무원 전사 단기 손익 개선의 Key는 '해외'이다. ① 미국 법인은 두부 PB 제품 신규 공급 및 B2B 채널 면 제품 수주가 온기로 반영되면서 적자 축소가 가능해 보인다. 내년 미국 법인 적자는 YoY 60억원 내외 축소될 것으로 예상한다. ② 일본 법인도 생산기지 통폐합 효과가 온기 반영될 것이다. 관련 적자 축소 규모는 30억원 내외로 추정한다. ③ 중국 법인은 흑자기조가 이어질 것으로 예상된다. 올해 중국 매출은 냉동김밥, 상온파스타 등 신제품 매출 호조 기인해 YoY 25.7% 증가할 것으로 추정된다. 내년에도 두 자리 수 성장을 전망한다.

해외 적자 축소 기대감 반영 전망

해외법인 손익은 2025년 -166억원에서 2026년 -76억원으로 개선될 전망이다. 해외 적자 축소 기대감이 단기 주가에 반영될 수 있겠다. 현 주가는 12개월 Fwd PER 13배 내외(전환사채 희석 감안)에서 거래 중이다.

2025년 12월 05일 | 기업분석

대한해운 (005880)

벌크선 시황도 좋고 재무건전성도 개선, 남은건 배당 뿐

Not Rated

목표주가(12M)	Not Rated
현재주가(12.04)	1,947원

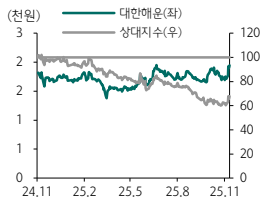
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,028.51
52주 최고/최저(원)	1,952/1,378
시가총액(십억원)	628.4
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	322,747.3
60일 평균 거래량(천주)	3,453.1
60일 평균 거래대금(십억원)	6.3
외국인지분율(%)	9.33
주요주주 지분율(%)	
에스엠상선 외 2 인	48.81

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	1,306	1,274
영업이익(십억원)	208	222
순이익(십억원)	179	137
EPS(원)	579	429
BPS(원)	6,576	7,007

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023	2024
매출액	1,154	1,612	1,397	1,747
영업이익	204	268	250	329
세전이익	324	185	60	174
순이익	246	158	68	162
EPS	846	494	214	507
증감율	2,388.2	(41.6)	(56.7)	136.9
PER	3.1	4.4	10.1	3.3
PBR	0.6	0.5	0.4	0.3
EV/EBITDA	8.5	7.3	7.7	5.0
ROE	19.1	10.3	4.2	8.0
BPS	4,077	4,829	5,088	6,289
DPS	0	0	0	0

Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

벌크선/LNG선 장기계약 위주

대한해운은 벌크/LNG선 장기계약 위주의 선사로, 3분기 말 기준 총 57척(연결 기준)의 선대를 보유하고 있다. 전체 선대 중 벌크선은 39척, LNG선은 14척, 이외로 탱커선 3척과 PCTC선 1척으로 벌크선/LNG선이 대부분이다. 대한해운의 전체 선박 중 장기계약 선박이 38척이고, 매출액의 73%가 장기계약 선대에게서 발생한다. 2025년 3분기 누적 매출액은 선박 매각으로 인한 선대 축소로 27% (YoY) 감소한 9,807억원, 영업이익은 41% 감소한 1,563억원(영업이익률 15.9%)을 기록했다.

선박 매각 대금으로 재무건전성 제고

대한해운은 2024년~2025년간 보유하고있던 VLCC 4척을 총액 6,300억원에 매각하였고, 이를 통해 마련한 현금과 영업현금흐름을 부채 축소와 재무건전성 개선에 사용했다. 3분기 말 기준 총 부채규모는 2023년 대비 1.1조원 줄어들었고, 부채비율도 76%(2023년은 156%)로 양호한 수준으로 진입했다. 2025년 3분기 누적 이자비용은 741억원으로 전년 동기 대비 39% 축소되었다.

본업은 양호, 주주환원이 필요하다

대한해운의 전체 매출액은 선박 매각 영향과 기타 매출(매출액의 22% 비중) 변동성으로 당분간 YoY 감소가 불가피하나, 본업 매출 호조와 이자비용 감소에 가중치를 둘 필요가 있다. 향후로도 장기계약된 전용선 매출이 안정적으로 이어질 것으로 예상하고, 여기에 추가로 스팟 시장에 노출된 벌크선(16척, 이중 Capesize 6척)의 BDI 상승으로 인한 탑라인 증가가 더해질 것으로 기대한다. 재무건전성 개선 작업이 완료되었고, 선박 추가 투자도 당분간은 높은 선가로 인해 쉽지 않은 환경이다. 어느때보다 사내 유보 현금이 많아졌기 때문에, 주주환원에 대한 눈높이도 덩달아 상향되고 있다. 대한해운의 3분기 말 기준 현금성 자산은 3,694억원으로, 2023년 말 대비 3배 이상 증가했다. 배당을 시행할 충분한 내/외부 조건이 갖춰졌다는 판단이다. 당분간 대한해운의 주가는 BDI 상승 영향이 작용할 것이나, 주주환원이 결정적으로 중요한 상황이다. 현재 주가는 P/B 0.3배 수준이다.

완성차 지역별 판매 동향(2025년 11월)

시장 수요의 둔화를 친환경차 라인업으로 만회해야 하는 시기 | **2025.12.05**

투자의견	Overweight	자동차 Analyst 송선재 sunjae.song@hanafn.com	RA 강민아

Key Insight: 판매대수 증가율의 회복을 이끌어줄 HEV 및 EV 신차 투입에 주목

시사점

- 완성차 주가는 낮은 Valuation과 양호한 배당수익률 등으로 가격적 메릿은 충분. 주가의 상승을 이끌어줄 모멘텀이 필요한 상황
- 현재 시점에서 현대차/기아의 11월 및 누적 합산 도매판매는 -2%/+1% (YoY)로 물량 저성장 지속. 판매대수 증가율 상승이 필요
- 글로벌 시장수요 증가율이 높지 않다는 점에서 현대차/기아의 점유율 상승이 필요하고, 이는 지역별 HEV 및 EV 성과가 좌우
- 미국에서는 HEV 판매호조, 인도에서는 산업수요 회복과 신차 투입, 유럽에서는 중소형 EV 투입 등이 이를 가능케하는 동인
- 이러한 동인들이 월별 판매대수를 통해 확인되는 시점에서 추가 상승의 모멘텀이 발휘될 것으로 예상

현대차: 11월 글로벌 도매판매 -2% (YoY), 소매판매 +0% (YoY). 도매 EV/HEV +14%/+18%

도매판매

- 11월 35.0만대(-2% (YoY)). 내수 6.1만대(-3%), 해외 28.8만대(-2%). 해외 비중은 82.5%(+0.2%p)
- 해외 권역별) 북미 10.0만대(+1%), 유럽 4.7만대(-11%), 인도 5.1만대(+4%), 아중동 2.7만대(-6%), 중남미 3.1만대(+2%), 아태 1.6만대(-21%), 중국 1.2만대(+64%)
- 11월 누적 도매판매는 380.7만대(-0%)

소매판매

- 11월 35.7만대(+0% (YoY)). 내수 6.5만대(+3%), 해외 29.2만대(-1%)
- 해외 지역별) 미국 8.5만대(+1%), 유럽 4.4만대(+2%), 인도 4.9만대(+2%), 중동 2.0만대(-1%), 중국 1.1만대(+16%), 브라질 2.0만대(-6%), 캐나다 1.1만대(-8%), 중남미 1.1만대(+4%)
- 11월 누적 소매판매는 373.8만대 (+1%)

재고

- 11월 글로벌 재고일수는 2.0개월(-0.1개월 (MoM))
- 미국/서유럽 재고일수가 각각 2.9개월(+0.1개월)/2.8개월(-0.1개월)

친환경차

- 11월 현대차의 전기차(FCEV/PHEV/BEV) 도매판매는 14% (YoY) 증가한 25,994대. 비중은 7.4%(+1.1%p (YoY), +0.2%p (MoM))
- BEV/PHEV/FCEV가 각각 21,431대(+10%)/3,907대(+31%)/656대(+91%)
- 주요 모델) 아이오닉5 6,953대, 아이오닉6 1,916대, 아이오닉9 2,260대, 캐스퍼EV 3,119대, 코나EV 4,167대, 넥쏘 500대
- 하이브리드차의 도매판매는 18% (YoY) 증가한 55,715대. 비중은 15.9%(+2.8%p (YoY), -0.1%p (MoM))
- 11월 누적 전기차 판매는 31.1만대(+28%), 비중 8.2%(+1.8%p). 하이브리드차 판매는 57.9만대(+28%), 비중 15.2%(+3.4%p)

기아: 11월 글로벌 도매판매 -1% (YoY), 소매판매 +3% (YoY). 소매 EV/HEV -6%/+27%

도매판매

- 11월 26.2만대(-1% (YoY)). 내수 4.7만대(-2%), 해외 21.5만대(-1%). 해외 비중은 81.5%(-0.1%p)
- 해외 권역별) 미국 7.0만대(-4%), 유럽 4.2만대(-3%), 인도 2.5만대(+22%), 중국 0.7만대(-0%)
- 11월 누적 도매판매는 289.9만대(+2%)

소매판매

- 11월 26.5만대(+3% (YoY)). 내수 4.7만대(-2%), 해외 21.7만대(+4%)
- 해외 지역별) 미국 7.2만대(+3%), 유럽 4.1만대(+1%), 인도 2.7만대(+26%), 중국 0.7만대(-3%)
- 11월 누적 소매판매는 284.5만대(+4%)

재고

- 11월 재고일수 Data는 확인 전. 추후 집계
- 10월 글로벌 재고일수는 2.6개월(+0.1개월 (MoM)). 미국/서유럽 재고일수가 각각 2.9개월(+0.1개월)/3.1개월(+0.2개월) 기록

친환경차

- 11월 기아의 전기차(PHEV/BEV) 소매판매는 6% (YoY) 감소한 22,114대. 비중은 8.3%(-0.9%p (YoY), -1.2%p (MoM))
- BEV/PHEV가 각각 18,640대(+4%)/3,474대(-39%)
- 주요 모델) EV3 6,795대, EV4 1,599대, EV5 1,609대, EV6 2,443대, EV9 2,298대
- 하이브리드차의 소매판매는 27% (YoY) 증가한 44,160대. 비중은 16.7%(+3.1%p (YoY), +2.5%p (MoM))
- 11월 누적 전기차 판매는 27.8만대(+11%), 비중 9.8%(+0.6%p). 하이브리드차 판매는 41.3만대(+24%), 비중 14.5%(+2.4%p)

현재 좋은 주식과 미래에 좋아질 주식

통신서비스 Weekly | 2025.12.05

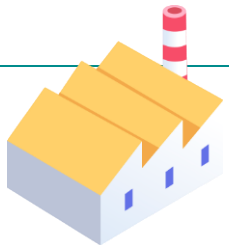
Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com

RA 이상훈 sanghunlee0121@hanafn.com

주간 동향 및 코멘트

다음주 투자 전략 및 이슈 점검

- 12월에 들어서면서 국내 통신장비 업체들의 주가가 다시 본격 상승하는 모습을 나타내고 있다. 아무래도 미국 시장 투자 재개 가능성에 투자가들의 기대가 높기 때문인 것 같다. 그런데 현 시점에선 국내 통신장비 업종 비중 확대와 더불어 편입 종목 수 증대에 나서라고 말하고 싶다. 과거 사례를 보면 새해 투자 유망 업종/업체에 대한 매수세가 전년도 12월부터 나타났기 때문이다. 미국 시장에선 이미 4.0GHz 주파수 경매가 확정됨과 동시에 AT&T CAPEX 가이던스가 상향 조정된 상황이며 국내에선 LTE 주파수 재할당과 더불어 사실상 5G SA 도입, 5G 인빌딩 장비 구축 확대 정책이 발표되었다. 2026년 미국/국내 정책 수혜주로 거듭나는 상황이라 연말로 갈수록 매수세 유입 강화가 예상된다.
- 국내 무선 통신장비 업체들과 더불어 양자암호통신 관련주에도 높은 관심을 가질 것을 추천한다. 미국과 더불어 국내에서도 양자컴퓨터 도입에 대비한 양자암호통신 시범 사업에 나선다. 금주 포럼에선 한전 KDN, 라온시큐어, LGU+ 등 일부 기업들의 사업 수행 사례를 공유하면서 향후 국방, 통신, 금융 분야에서의 도입을 독려하였다. 아무래도 최근 국내에서의 해킹 사건과 해외 이슈를 감안한 조치로 보인다. 최근 통신장비 업계에서는 양자암호통신 탑재 시도가 다수 포착되고 있다. 해킹 범죄가 난무하는 가운데 고도화된 양자컴퓨터 등장이 얼마 남지 않았기 때문이다. ICTK의 경우 한전 KDN, LGU+에 이미 제품을 공급하고 있으며 미국 BTQ테크놀러지 지분 참여를 이끈 가운데 글로벌 표준과 미국 시범 사업 인증을 획득한 QSSN 활성화에 공조하고 있다. 실적을 입증하려면 2026년은 되어야하겠지만 주식 투자가들 입장에선 선매수 후 기다리는 자세가 유리해 보인다.
- 금주 국내 LTE 주파수 재할당 관련 공청회가 열렸다. 언론에서는 예상대로 SKT와 LGU+간 2.6GHz 주파수 재할당 가격에 주목하는 상황이었다. 하지만 투자가 입장에선 신규 주파수 할당이 이루어질지가 중요해지는 상황이다. 3.7GHz 300MHz 주파수 할당이 이루어진다면 투자가들의 예상과 달리 국내 투자도 급증할 수 있어서다. 하지만 설사 국내 신규 주파수 경매가 없다고 하더라도 5G 코어망 및 5G 인빌딩 투자가 증가할 수 있다는 점에서 최소한 우리넷과 쏠리드 정도는 관심을 높일 필요가 있겠다. 국내 5G 시장이 여전히 NSA 방식에 머물고 있고 기지국 투자도 부진했지만 5G 인빌딩 커버리지는 더욱 열악한 수준이기 때문이다.
- 올해 광통신 관련주가 예상보다도 더 높은 수익률을 기록하였다. 최근 데이터센터 광 투자 붐이 일어나면서 실적 호전이 본격화되고 있기 때문이다. 그런데 현 시점에선 가까운 미래를 예견한 투자에 나설 필요가 있겠다는 판단이다. 데이터 센터 수요 증가는 전력 설비 투자 증가 → 광 투자 증가 → RF 투자 증가로 이어지기 때문이다. 이미 광통신업체들의 주가는 크게 상승한 상태다. 아직 덜 오른 무선 기지국 장비 업체에 대한 관심을 높일 필요가 있겠다. KMW와 이노와이어리스가 대표적이다.
- 다음주 통신서비스 업종 종목별 투자 매력도는 KT>LGU+>SKT 순으로 제시한다. 보유 자사주 1년내 소각 의무화 및 배당 분리 과세 적용 수혜주이면서 탑 수준의 기대배당수익률을 자랑하는 KT를 최우선 종목으로 제시한다. 통신장비 업종에선 KMW, 이노와이어리스, 쏠리드, 우리넷, ICTK를 단기 추천한다.



12월에도 SMP 약세 예상

유틸리티 Weekly | 2025.12.5

Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com

RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

주간 리뷰 및 관심종목

주간 리뷰

- 주간 커버리지 합산 수익률은 시장을 2.7% 하회했다. 3일 종가 기준 WTI는 59.1달러/배럴(WoW +0.5%), 미국 천연가스는 5.0달러/mmbtu(+9.9%), 아시아 LNG 현물은 11.0달러/mmbtu(-1.2%), 호주산 유연탄은 108.5달러/톤(-2.4%), 원/달러 환율은 1,466.1원(-0.4%)을 기록했다. 미국 천연가스 가격 강세로 일부 민간 직도입 업체들의 단가 상승이 나타날 수 있다.
- 12월 LNG 연료비단가는 110.10원/kWh으로 11월 단가와 거의 유사한 수준이다. 전력 및 원자재 수급 환경의 변화가 크지 않다면 4분기 SMP는 평균 100원/kWh 수준에 머물 것으로 예상된다. 10월 정산단가의 경우 원자력, 유연탄, LNG 모두 전월대비 하락한 점에서 한국전력 구입비용 절감 및 별도 실적 추가 개선 가능성을 가늠해볼 수 있다.
- 지역난방공사는 삼송지구에서 80MW 규모 데이터센터에 구역전기사업자 최초로 전기를 공급한다. 일반용(을) 전기요금의 경우 산업용(을) 대비 소폭 낮지만 절대적으로는 높은 수준이다. 따라서 한국전력 요금으로 전력을 조달해야 하는 사용자와 도매가격으로 전력을 판매해야 하는 공급자의 이해관계가 중간 지점에서 수렴할 수 있다. 기존 집단에너지 사업자 가운데 산업단지 또는 데이터센터향 전력공급이 가능할 경우 구역전기사업자로 전환하는 사례가 나타날 가능성이 존재한다.
- 제2차 ESS 중앙계약시장이 540MW 규모로 개설된다. 육지 500MW, 제주 40MW 규모이며 2023년 제1차 65MW 대비 크게 확대되었다. 2026년 2월 중 낙찰자가 선정되고 2027년까지 설비가 구축될 예정이다. 제주 지역은 전력시장 내 도매가격 차익거래가 허용될 것으로 보인다. 육지와 다르게 재생에너지 발전 비중이 높고 재생에너지 입찰제가 시행되면서 전력 도매가격 변동성이 확대되었기 때문에 시장 참여자의 수익성 개선 기회가 확보될 수 있을 전망이다.
- 종목별로 보면 한국전력은 전주대비 2.5% 하락했다. 연말 전기요금 인상에 대한 막연한 기대감이 존재하는 국면으로 보인다. 22일에 발표되는 2026년 1분기 연료비 조정단가 산정 내역이 단기적인 변동성 확대의 원인으로 작동할 여지가 있다. 한전기술은 2.0% 상승했다. 한일 대미 투자금을 활용한 미국의 원전 투자 소식에 반응하는 모습이다. 다만 관련 수혜 강도가 가장 낮거나 없을 것으로 예상되는 점을 감안하면 협력 가시성이 높은 기자재 밸류체인이 더 나은 대안으로 판단된다.

관심종목

- 지역난방공사: 발전용 천연가스 가격은 전월대비 소폭 상승. 동절기 성수기 호실적 기대

주가동향

종목	주간 절대수익률(%)					주간 수급동향(순매수대금, 억원)		
	종가(12/4)	1W	2W	3W	4W	기관	외국인	개인
코스피(Pt)	4,028.51	1.0	4.5	0.4	1.9	19,189	(8,585)	(9,084)
한국전력	50,600	(2.5)	5.1	6.8	14.7	(366)	(97)	435
한국가스공사	41,700	(0.2)	3.6	1.0	0.5	30	21	(53)
SK가스	239,500	(3.6)	(7.2)	(7.7)	(7.7)	(32)	10	19
E1	86,100	1.4	3.0	6.3	13.9	9	10	(17)
SK이터닉스	19,790	(2.8)	9.6	5.5	4.0	16	20	(40)
SGC에너지	24,400	6.1	5.2	7.0	9.9	22	6	(27)
지역난방공사	109,800	0.5	5.6	4.4	1.1	1	14	(22)
한전기술	95,100	2.0	7.0	3.4	4.0	(21)	(39)	69
한전KPS	54,100	2.3	3.6	3.2	10.0	44	41	(88)

세일즈포스(CRM.US)

기업 코멘트

2025. 12. 4 | 해외 기업 분석

Analyst 김재임 jamie@hanafn.com

RA 송종원 1223sjw@hanafn.com

3분기 실적 긍정적이나 아직은 해답을 찾기 어려운 구간

에이전트포스 & 데이터 인프라 사업 확장 긍정적

- FY26년 3분기(10월 결산) 주요 실적 지표가 기대치를 상회하는 양호한 실적 기록
- 긍정적인 점은 1)에이전트포스 매출 성장 & 기업 도입 지표 고무적인 성과 달성, 2) 인포메티카 인수가 빠르게 완료되면서 전체 데이터 관련 사업(인포메티카 + 데이터 클라우드 + Mulesoft) 규모가 FY27년 약 100억 달러로 확대, 3) 3분기 조정 OPM 35.5%로 견고한 수익성 지속 & M&A 비용에도 불구하고 FY26년 OPM 가이던스 유지, 4) 하반기 자사주 매입 규모 50% 확대 계획의 순조로운 이행은 현 밸류에이션에 대한 경영진의 확신을 시사
- 시장에서 가장 주목하는 AI 수익화 관련하여 에이전트포스 ARR 5.4억 달러로 YoY 330% 성장, 유료 계약 수 전분기 대비 50% 증가 등 뚜렷한 모멘텀 확인은 상당히 긍정적. 또한 데이터 인프라 관련 사업 확장은 현재 데이터 플랫폼 시장 성장 속에서 수혜 요인이며, 에이전트포스와 통합되어 시너지 효과 클 것으로 기대
- 주가는 YTD -29%로 부진. AI 기업들의 혁신적인 기술이 급부상함에 따라, 이것이 세일즈포스를 비롯한 기존 SaaS 사업자들에게 큰 위협이 될 수 있다는 우려가 투자 심리에 영향을 미치고 있기 때문
- 세일즈포스는 AI가 기업 업무를 수행하기 위해서는 LLM 뿐만 아니라 기업의 데이터, 문맥(context), 워크플로우가 결합 되어야 실제 업무 적용까지 효율적으로 진행될 수 있으며 이러한 측면에서는 App(CRM), 데이터 플랫폼, AI 에이전트, 메타 데이터라는 4가지 요소를 다 갖춘 세일즈포스가 경쟁 우위가 뚜렷하다는 입장
- CY2026년은 SaaS 사업자에 대해서 시장에서 제기하는 의문에 대한 대답을 확실하게 알기 어려운 과도기로 판단되며, AI 경쟁 구도 변화에 대해서 추가적인 확인이 필요한 단계로 보임. 투자 심리를 반전시킬 확실한 변곡점이 확인되기 전까지는 주가의 유의미한 추세 전환을 기대하기 어려울 전망

3분기 주요 실적 지표 & 전망

- FY26 3분기 매출 102.6억 달러(+9% YoY)를 달성하며 예상치 102.6억 달러에 부합. 조정 OPMOPM 35.5%로 예상치 34.1% 상회하며 11개 분기 연속 마진 상승세 지속. 조정 EPS 3.25달러로 컨센(2.85)를 크게 상회
- 예상치 대비 수익성 선전 원인은 1) 일부 비용 집행 시기 이연, 2) 대손충당금 조정, 3) 영업레버리지 확대
- cRPO(단기계약잔고)는 294억 달러로 YoY 11%, CC(환율 불변) 기준 11% 성장하며 가이던스(10%, 9%) 상회
- AI 전략의 핵심인 '에이전트포스(Agentforce)'와 데이터 부문(Data 360) 모멘텀 강화. 데이터 & 에이전트포스 부문 ARR은 약 14억 달러, YoY 114% 급증. 에이전트포스 단독 ARR 약 5.4억 달러로 YoY 330% 성장. 출시 1년 만에 에이전트포스 계약 건수는 18,500건 넘어섰으며, 유료 계약은 9,500건으로 전 분기 대비 50% 증가함. 에이전트포스를 통한 LLM 토큰 처리량은 3.2조 개에 달하며, 10월에만 5,400억 토큰을 처리하는 등 실제 사용량 급증
- 4분기 매출 가이던스는 111.3~112.3억 달러로 예상치 108.9억 달러 상회. cRPO 성장 가이던스는 인포매티카 인수 효과(+5억 달러 환율 순풍)를 포함해 전년 대비 15%(CC 기준 13%)로 제시. M&A 효과 제외하면 9%로 시장 예상치 부합
- FY26 연간 매출 가이던스는 인포매티카 인수 효과 반영하여 414.5억~415.5억 달러(YoY +9~10%)로 제시. 수익성 측면에서는 인수 비용 발생에도 불구하고 조정 OPM 가이던스 34.1%로 유지, 3분기 강력한 수주 성과를 바탕으로 연간 영업현금흐름(OCF) 성장률 전망치를 기존 12~13% 대비 상향된 13~14% 전망

스노우플레이크(SNOW.US)

기업 코멘트 2025. 12. 4 | 해외 기업 분석

Analyst 김재임 jamie@hanafn.com
RA 송종원 1223sjw@hanafn.com

예상보다 빠른 AI 수익화 & 계약 성장 모멘텀에 주목

4분기 제품 매출 성장 가이던스 27%로 예상(25%) 상회, 3개월전 대비 tone-up

- FY26년 3분기(10월결산) 주요 실적지표가 예상치를 상회하는 호실적을 달성하고 사업 확장 모멘텀 확인. 실적 발표 후 주가 하락 이유는 제품 매출액 성장의 예상치 대비 상회(Beat) 폭이 3%p로 지난 2분기의 빅 서프라이즈(6%p) 대비 무난하게 나오면서 높아진 기대에 다소 못 미쳤기 때문. 2분기 대형 프로젝트 타이밍 영향으로 2분기/3분기 상회폭에 영향을 준 것으로 보임
- 1) 3분기 제품 매출 성장은 29%로 강력한 수준이며, 클라우드 Big 3 사업자와 같이 대형 프로젝트 시작 타이밍이 분기 매출 성장 변동성 요인으로 작용하고, 사용량 기반 모델 특성을 고려하면 분기별 Beat 폭 변화 보다는 연간 추이에 주목할 필요가 있음. 3개월 전보다 경영진의 사업 전망이 더 좋아졌으며 이를 반영하여 FY26년 연간 가이던스를 44.5억 달러로 올려 성장률을 27%에서 28%로 상향 조정
- 2) 주목하는 지표는 계약 성장 가속화와 대형 계약 체결 모멘텀. RPO 79억 달러로 YoY 37% 성장, 전분기 33% 대비 가속화. 신규고객 615개 추가로 최고치 경신, 단일 분기 기준 역대 최다 대형 계약 체결 등은 사업 모멘텀 강화 입증
- 3) AI 서비스 ARR이 1억 달러로 확대, 경영진 예상보다 1분기 더 빠르게 달성, AI 비즈니스 모멘텀 강화 확인. 특히 주목하는 점은 AI가 신규계약 50%에 영향을 미쳤으며 회사 역사상 가장 빠른 제품 채택 속도를 보이고 있음. SNOW는 AI 매출 성장에 대한 확신으로 Anthropic에 대한 투자를 포함한 파트너쉽 강화
- 4) 데이터 엔지니어링, OLTP 서비스 진출 등 포트폴리오 확장에 따른 성장 기여에 대한 높은 기대감 확인
- 실적 발표 전까지 주가 YTD 72% 상승, 최근 시장 전체적으로 AI 관련 고밸류 종목에 대한 높아진 경계심 등이 주가에 영향을 준 것으로 보임. 1) 신규 고객 확보와 계약 성장 가속화, 2) 예상보다 빠른 AI 수익화, 3) 전분기 대비 사업 전망에 대한 경영진의 톤업에 주목. 데이터 플랫폼 시장 성장의 대표 수혜주로서 SNOW가 CY2026년에도 선전을 지속할 것이라는 기존 관점 유지

주요 지표 & 가이던스

- 매출액 12.1억 달러(+29% yoy), 시장 컨센 2% 상회, 조정 OPM 11%, YoY 450bps 개선, 조정 EPS 0.39달러, 컨센 26% 상회
- 순 매출 유지율 (NRR): 125%로 견조하고 안정적인 수준 유지
- RPO 79억 달러 37% 증가, 전분기 33% 대비 가속화. 615개 신규고객 추가 & 초대형 계약 체결에서 분기 기준 최고치 경신
- 4분기 가이던스: 제품 매출 11.95억 ~ 12.0억 달러 (+27%), 조정 OPM 7%. 제품 매출은 시장 예상치(11.8억) 상회했으나, 영업이익률(7.8%)은 소폭 하회. 1) 상반기에 채용한 세일즈 인력 숙련도 향상과 2) 엔지니어링 AI 역량 강화를 위한 비용 집행 때문
- FY26 연간 가이던스: 제품 매출 가이던스 기존 43.95억 달러(+27%)에서 44.50억 달러(+28%)로 상향 조정

AI 수익화 관련 진행 사항

- AI 관련 매출 연간 Run-rate 1억 달러 달성. (예상보다 1분기 조기 달성)
- AI 도입 추세 가속화. 신규 계약 50%에 AI가 영향을 미쳤고, 배포된 사용 사례 28%가 AI 통합함.
- 에이전트 AI 기반 플랫폼인 'Snowflake Intelligence'의 사용 기업 1,200개 돌파
- Anthropic과는 파트너십 확대로 모델 기본 탑재 및 공동 GTM(Go-to-market) 추진. AWS 마켓플레이스를 통한 스노우플레이크 매출이 20억 달러를 돌파

단기 투자유망종목

글로벌투자분석실

종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
삼성전자 (005930.KS)	12/1	100,500	105,100	4.58%	• AI 수요 견조하게 유지되는 가운데, DDR4 가격상승과 더불어 NAND 업황 개선 맞물려 • DDR 및 NAND 가격 상승은 레거시 비중이 높은 삼성전자에게 긍정적
현대모비스 (012330.KS)	12/1	309,500	347,500	12.28%	• 보스턴 다이내믹스의 로봇 양산 일정 가시화된다면, 수혜가 가장 큰 종목으로 부각 가능 • 관세 비용은 고객사들과의 협의 및 단가 인상으로 회수 기대
두산 (000150.KS)	12/1	876,000	889,000	1.48%	• 26년 AI 가속기향 하이엔드 CCL 공급으로 성장 가시성 확보 • 하이엔드 내 반도체 패키지, 네트워크향 수요 회복세 지속
삼성에피스홀딩스 (0126Z0.KS)	12/1	429,000	557,000	29.84%	• 바이오시밀러 사업의 안정적 성장 기반 위에 신약개발 역량 추가 구축 기대 • ADC·이중항체·펩타이드 관련된 플랫폼 기술확보 기대
KCC (002380.KS)	12/1	417,000	431,000	3.36%	• 중국 유기실리콘 반내권(Anti-Involution) 정책 시작으로 중국 DMC 가격 급등 • DMC 상승, 매출 비중 60%에 달하는 범용 및 중가 제품군의 직접적인 판가 상승 견인
파라다이스 (034230.KS)	12/1	17,050	17,440	2.29%	• 3Q25 Review 매출액 2,881억원(YoY +8.0%), 영업이익 395억원(YoY +9.0%) 기록 • 호텔 인수 및 소프트 오픈을 통해 가파른 이익 성장 기대
지역난방공사 (071320.KS)	12/1	107,900	109,800	1.76%	• 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
현대무벡스 (319400.KQ)	12/1	9,410	10,250	8.93%	• 국내뿐만 아니라 글로벌 타이어 기업 중심 해외 진출 가능성도 높아졌다고 판단 • 국내 기업향 에너지저장장치, 화장품, 가전 관련 물류 자동화 수주 기대
케이엠더블유 (032500.KQ)	12/1	15,110	15,650	3.57%	• 트럼프 600MHz 광대역 주파수 할당 촉구에 주목, 2026년 대규모 투자 기대 • 중국 부품 제재 강화, 오픈랜 확대 등의 영향으로 미국 수출 양호한 흐름 지속
한중엔시에스 (107640.KQ)	12/1	47,150	47,900	1.59%	• 북미 포함 ESS 시장 성장이 예상되는 가운데, ESS향 매출비중 80%까지 확대를 목표 • 삼성SDI의 ESS솔루션 SBB1.5, SBB2.0 제품향 냉각시스템을 공동개발 및 단독 공급

단기 투자유망종목 수익률

주간(This Week)		누적(YTD)	
수익률	BM대비 수익률	수익률	BM대비 수익률
+6.96%	+4.37%p	+73.89%	+19.94%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
SGC에너지 (005090.KS)	12/1	23,250	24,400	4.95%	• 27년에는 국내산 미이용 바이오매스 연료투입 매칭제로 REC 가중치 상향될 전망 • 전체적인 배출권 공급 축소와 수요 증가로 배출권 가격 상승 전망
케이엠더블유 (032500.KQ)	12/1	15,110	15,650	3.57%	• 트럼프 600MHz 광대역 주파수 할당 촉구에 주목, 2026년 대규모 투자 기대 • 중국 부품 제재 강화, 오픈랜 확대 등의 영향으로 미국 수출 양호한 흐름 지속
지역난방공사 (071320.KS)	11/17	105,200	109,800	4.37%	• 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	519,000	-6.32%	• 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	25,750	-0.77%	• CIS 국가들(카자흐스탄, 아제르바이젠 등)에서 가스 등의 프로젝트 참여 예정 • 26년 사우디 가스(Khafji, 20억달러), 카타르 화학(40억달러) 신규 수주 기대
SK하이닉스 (000660.KS)	10/20	465,500	542,000	16.43%	• 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	265,000	25.89%	• 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	295,500	8.44%	• 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	105,100	25.27%	• 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	128,800	11.52%	• 경쟁은행 대비 확대되었던 PBR gap이 좁혀지면서 가격 매력 재부각 • 25년 총주주환원 규모 총 3.01조원으로 총주주환원율 약 53% 수준
한국금융지주 (071050.KS)	10/1	145,000	162,300	11.93%	• 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	81,400	30.45%	• 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
+12.35%	-4.63%p	+58.49%	+4.54%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

ETF 투자유망종목

해외주식분석실

국내 ETF

종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
KODEX 미국AI테크 TOP10 (485540.KS)	2025.07.22	12,290	15,020	22.21%	• 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	16,925	30.19%	• 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	15,920	21.85%	• 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	17,195	77.45%	• 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
SMH (글로벌 반도체)	2025.11.24	49.14	364.37	11.73%	• 대형주 비중이 높은 대표 글로벌 반도체 ETF. 매출의 50%가 반도체와 반도체 장비 생산 분야에서 발생하는 기업들을 시가총액 가중방식으로 편입 • 엔비디아의 실적과 가이던스를 통해 AI 산업의 꾸준한 성장 모멘텀 확인. SMH는 NVIDIA와 TSMC가 30% 이상의 비중을 차지. Capex 경쟁 지속 가운데 소버린 AI 시장 확장, 신제품 교체 기반의 견고한 수요 기대 유효
SHLD (미국 방산 기술 주식)	2025.06.16	58.83	62.47	6.19%	• 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
PAVE (미국 인프라 주식)	2025.11.124	38.07	48.52	4.46%	• 미국 인프라 산업 관련 기업들로 구성된 인프라 테마 ETF. 산업재를 중심으로 소재, 건설장비, 운송, 엔지니어링 기업들을 편입하여 구성 • 금융시장 환경 변화 가운데 향후 정책 모멘텀 반영 가능성. 정치적 관점에서도 리쇼어링은 양당 모두 선호하는 방향성. 품목별 관세의 연속성 고려시 협상 과정에서 미국 내 인프라 수요 꾸준히 증가 전망
QGRO (퀄리티 성장주)	2025.01.03	101.56	114.18	12.43%	• 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.

Calendar

글로벌투자분석실

SUN	MON	TUE	WED	THU	FRI	SAT
11.30	12.1	12.2	12.3	12.4	12.5	12.6
	▪ 한국 11월 수출/입 (8.4%/1.2%, 10월 3.5%/-1.5%) ▪ 유로존 11월 HCOB 제조업 PMI F (49.6P, 10월 50.0P) ▪ 미국 11월 ISM 제조업지수 (48.2P, 10월 48.7P)	▪ 한국 11월 소비자물가/근원 소비자물가 (2.4%/2.0%, 10월 2.4%/2.2%) ▪ 유로존 11월 소비자물가/근원 소비자물가 P (2.2%/2.4%, 10월 2.1%/2.4%)	▪ 한국 3분기 GDP F (1.7%, 2분기 0.6%) ▪ 미국 11월 ISM 서비스업지수 (52.6P, 10월 52.4P)	▪ 유로존 10월 소매판매 (E --, 9월 1.0%)	▪ 유로존 3분기 GDP F (E 1.4%, 2분기 1.5%) ▪ 미국 12월 미시건대 소비자기대지수 P (E --, 11월 51.0P)	
	▪ BOJ 우에다 총재 연설			▪		
12.7	12.8	12.9	12.10	12.11	12.12	12.13
	▪ 일본 3분기 GDP F (E -1.8%, 2분기 2.2%) ▪ 중국 11월 수출/입 (E --/--, 10월 -1.1%/1.0%) ▪ 유로존 12월 센틱스 투자자기대지수 (E --, 11월 -7.4P)	▪ 미국 11월 NFIB 소기업 낙관지수 (E --, 10월 98.2P)	▪ 한국 11월 실업률 (E --, 10월 2.6%) ▪ 중국 11월 소비자물가 (E --, 10월 0.2%) ▪ 중국 11월 생산자물가 (E --, 10월 -2.1%)	▪ 미국 12월 기준금리 (E 3.75%, 10월 4.00%)	▪	
			▪ 미국 12월 FOMC (~11)			

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.