하나증권 리서치센터 Morning Brief

하루에 하나

2026.2.12

FEBRUARY

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

원/달러 환율

1,450.1원 (-9.00원)

KOSPI

5,354.49 (+52.80, +1.00%)

KOSDAQ

1,114.87(-0.33, -0.03%)

국고채 10년 금리

3.639(-0.042%p)

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

www.hanafn.com

Global Asset Strategy

해외 크레딧	센츄리 본드의 재등장 - AI 투자 우려 국면에서 확인된 우량 테크 회사채 수요 [이영주]
해외 크레딧	2026년 레버리지 파이낸스 시장 점검 ②: (히든 레버리지 파악하기) [이영주]
해외채권	미국 국채 수요는 여전히 견조하다 [허성우]

기업분석

풍산	정상화된 4분기 영업실적, 올해 실적개선도 기대! [박성봉]
오리온	배당 당사 기대치 상회 + 올해는 실적도 회복 [심은주]
에스엠	본업과 자회사 모두 상당히 좋았다 [이기훈]
두산퓨얼셀	잠재 수요는 견조한 상황 [유재선]
팬오션	벌크선에 VLCC까지 요새 핫한거 다 있다 [안도현]

글로벌리서치

스포티파이	4분기 호실적은 2026년의 예고편일 수 있다 [이기훈]
SMIC	4Q25 Re: 높은 감가상각 부담으로 마진 기대치 하회 [백승혜]
Astera Labs, Inc.	예상치 못한 비용에도 긍정적 관점 유지 [강재구]
웰타워	숫자로 확인한 사이클 초입 [하민호]

WEDBUSH ×

혁신기술	조정 국면 가운데 AI 수익화에 주목: MSFT, GOOG [박승진]

단기투자유망종목

삼성전자, KB금융, 한화솔루션, 엔씨소프트, CJ대한통운, 금호타이어, 아이에스동서, 덕산하이메탈, CJ프레시웨이, 이노와이어리스

하나증권

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.

자산배분/해외크레딧
Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 2월 12일 | Global Asset Research

해외 크레딧

센츄리 본드의 재등장
- AI 투자 우려 국면에서 확인된 우량 테크 회사채 수요

센츄리 채권의 복귀와 수요 확인

26년 2월, Alphabet은 스털링(GBP) 표시 100년 만기 회사채 발행을 단행했다. 약 £10억 규모의 해당 트랜치는 6.125% 쿠폰으로 결정되었으며, 주문은 약 9~10배 수준에 달했다. 주된 수요층은 보험사와 연기금 등 장기 듀레이션을 필요로 하는 기관투자자로 확인되었다. 같은 시기 약 150억 달러 규모의 달러채 발행에도 1,000억 달러이 넘는 주문이 몰렸으며, 스위스프랑 (CHF)을 포함한 멀티통화 발행을 통해 대규모 자금 (약 $300억)을 조달하였다.

센츄리 채권 발행은 드문 사례인 만큼 상징성이 크지만, 이번 거래는 상징성 그 이상의 의미를 가지고 있다. 최근 AI 인프라 확대와 함께 빅테크의 자본지출 (CapEx)이 빠르게 증가하고 있으며, 이에 따라 부채 조달 규모 역시 확대되고 있다. 성장 지속성과 레버리지 부담에 대한 점검 필요성이 제기되는 환경에서도, IG 테크 초장기 회사채에 대한 기관 수요가 견조하게 유지되었다는 점은 빅테크의 현금흐름 안정성을 일정 부분 신뢰하고 있음을 보여준다.

이번 국면의 차별점: 현금흐름 기반의 Capex 확대

물론 100년 만기 채권은 새로운 구조는 아니다. 1997년, Motorola는 100년 만기 채권을 발행했으며, 해당 채권은 현재까지 잔존해 있다. 반면 같은 시기 100년 만기 채권을 발행했던 JC Penney는 이후 실적 악화와 구조조정을 거쳐 2020년 파산보호를 신청했다.

초장기 채권의 성공적 발행만으로 기업의 향후 성과를 판단하기는 어렵다. 시장의 수요는 현재의 신용 인식을 반영할 뿐이며, 장기적인 결과는 결국 기업의 현금 창출력과 재무 구조에 의해 좌우되기 때문이다.

이번 국면에서 주목할 지점도 여기에 있다. 하이퍼스케일러 기업들은 대규모 CapEx를 집행하면서도 상당한 자유현금흐름을 창출하고 있다. 일부 추정에 따르면 수년간 예정된 투자 중 상당 부분은 발행 기업의 내부 현금으로 충당될 가능성이 있다.

구글의 투자 속도는 빠르게 증가하고 있으나 이는 현금창출 기반 위에서 진행되고 있다. 따라서 장기 자본비용을 고정하려는 100년물 발행은 유동성 부족의 신호라기보다는 알파벳의 재무 전략적 선택으로 해석하는 것이 합리적이다. 반대로 현금흐름이 취약한 기업들은 동일한 조건으로 초장기 채권을 발행하기 어렵고, 차입 확대는 재무 부담을 키울 가능성이 크다. 현재 시장은 테크 기업들을 현금흐름 창출력에 따라 명확히 구분하는 모습이다.

이번 센츄리 거래가 안정적으로 소화되면서 다른 하이퍼스케일러 기업들의 유사한 장기 조달 가능성도 거론되고 있다. 초장기 발행이 확산될 경우 리스크의 성격은 단기 신용 불안이 아니라 시장 전체 듀레이션의 누적과 금리 변동성에 대한 민감도 확대로 이동할 수 있

다. 이는 전반적인 자본비용 구조에 영향을 줄 수 있는 변수이다.

한편, 이번 발행에서 스털링(GBP)과 스위스프랑(CHF)을 활용한 점도 주목할 필요가 있다. 연기금과 보험사 비중이 높은 스털링 시장은 초장기 듀레이션 수요가 상대적으로 두텁고, 스위스프랑 시장 역시 안정적 자금 기반을 활용할 수 있는 조달 창구다. 이는 달러 중심 조달에서 벗어나 투자자 기반을 다변화하려는 전략적 선택으로 해석된다.

공모 IG 시장은 견조, 그러나 비공개 자금 조달 영역은 리스크 점검 필요성

현재까지 공모 IG 테크기업 회사채 시장은 안정적으로 작동하고 있다. 다만 AI 인프라 투자 확대 과정에서 사모대출, 프로젝트 파이낸스, 특수목적법인(SPV) 기반 조달이 병행되고 있는 점은 별도의 점검 대상이다. 빅테크의 공모 회사채 발행 자체는 현금흐름 기반 위에서 자금을 흡수하고 있으나, 비공개 영역에서는 구조가 더 복잡해질 수 있다. 시스템 리스크는 공모 IG 회사채보다는 이러한 비공개 자금조달 영역에서 먼저 나타날 가능성을 배제할 수 없는 셈이다.

결론적으로, 센츄리 채권의 등장은 형식적 상징성을 넘어 IG 테크 회사채 시장의 수요 기반을 확인시켜 준 사례다. 다만 초장기 발행의 의미는 개별 기업의 재무 여건과 현금창출력에 따라 달라질 수 있다. 현시점에서 공개 IG 시장은 견조하나, 자금조달 구조의 다층화가 진행되는 만큼 시장 전반의 레버리지 구조에 대한 점검은 병행될 필요가 있어 보인다.

도표 1. 센츄리 본드 (100년 만기) 사례 분석

구분	Alphabet (2026)	Motorola (1997)	JC Penney (1997)
발행 시점	2026 년 2 월	1997 년	1997 년
만기	100 년 (GBP 트랜치)	100 년	100 년
통화	GBP (센츄리), USD·CHF 병행	USD	USD
센츄리 트랜치 규모	약 £1bn	공개 발행 (규모 제한적)	공개 발행
쿠폰	6.125%	5.22%	약 6%대
주문 규모	약 9~10 배 (GBP 센츄리)	당시 수요 견조	당시 발행 성공
동시 발행 구조	USD 약 $20bn (3~40 년), CHF 약 CHF 2.45bn	단일 USD 중심	단일 USD 중심
발행 배경	AI 인프라 CapEx 확대, 자본비용 장기 고정	통신·전자 산업 확장기	리테일 확장기
발행 당시 신용	최상위 IG	IG	IG (당시)
이후 결과	발행 직후 시장 안정적 소화	채권 현재까지 잔존	2020 년 파산보호 신청
핵심 시사점	초장기 IG 테크 수요 확인	장기 존속 사례	발행 성공 ≠ 장기 성과 보장

자료: 하나증권

2026년 2월 12일 | Global Asset Research

해외 크레딧

2026년 레버리지 파이낸스 시장 점검 ②: (히든 레버리지 파악하기)

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.

자산배분/해외크레딧
Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com

레버리지는 줄지 않았다. 더 보이지 않는 곳으로 이동했을 뿐..

앞선 보고서 [2026년 레버리지 파이낸스 시장 점검 ①]에서는 2026년 레버리지 파이낸스 시장이 차입자 우위 환경에서 출발했으며, 유동성 공급자 간 경쟁의 초점이 금리 수준보다 대출 문서와 구조 조건으로 이동하고 있음을 살펴보았다. 그 과정에서 사모대출 시장에서 먼저 나타났던 구조적 유연성이 공개 레버리지론 시장 (은행 · CLO 참여)에도 일부 확산되었고 차입자 입장에서는 전반적인 자금 조달 여건이 이전보다 느슨해진 국면으로 인식되고 있다.

이와 동시에 레버리지는 운영회사 (OpCo) 재무제표에 직접 반영되는 부채보다, 신용평가의 관측 범위 바깥에서 더 빠르게 축적되고 있다. (히든 레버리지 확산) 통상, 신용등급은 OpCo가 창출하는 현금흐름과 이에 직접 연결된 담보·보증·부채를 기준으로 산정되지만, 최근에는 스폰서 레벨 차입, 지주회사 (HoldCo) 부채, 펀드 단위 차입, NAV 대출과 같이 등급 산정에 즉각 반영되지 않는 차입 형태가 구조적으로 확대되고 있다.

물론 이들 차입은 OpCo의 직접 채무는 아니다. 다만, OpCo가 지속적으로 현금을 창출하고, 그 현금을 배당·자금 이전·자산 매각의 형태로 상위 구조에 이전할 수 있다는 전제 속에 성립하는 차입인 만큼 경제적으로는 동일한 현금 원천에 의존한다. 그 결과, 하나의 OpCo 현금흐름 위에 공개 시장에서 평가되는 부채와 평가 범위 밖에서 형성된 부채가 동시에 누적되고 있다.

이번 보고서에서는 '히든 레버리지 (HoldCo 부채, 스폰서 레벨 차입, NAV 대출)가 어디에 쌓이고, 어떤 경로를 통해 다시 OpCo 현금흐름과 연결되는지를 살펴보고자 한다.

HoldCo 부채: 기업 구조 내부에서 발생하는 상위 압력

HoldCo는 자체 현금창출력이 없어, 상환 재원은 결국 OpCo 현금에 의존, 실적 둔화 상황에서 상환 압박이 유지될 수 있어, Opco의 현금 완충력은 빠르게 약화될 가능성

스폰서 레벨 차입: 기업 구조 바깥에서 쌓이는 히든 레버리지

OpCo에 대한 법적 청구권 없음. 단, 스폰서는 지배 주주로서 배당 정책과 현금 활용에 실질적인 영향력을 행사 스폰서 차입은 계약상 권리가 아니라 배당·자산 매각·NAV 상승에 대한 기대를 통해 OpCo 현금흐름에 간접적으로 연결

NAV 대출: 구조 밖 레버리지의 핵심 축

개별 LBO 신용등급에는 반영되지 않음. 단 상환 논리는 포트폴리오 기업들의 현금 창출력과 자산가치, NAV 대출은 스폰서 레벨 차입의 연장선에 있는 구조적 레버리지

구조 밖 레버리지가 자본조달의 의사결정을 어떻게 바꾸는가

이러한 히든 레버리지 구조는 자본 조달과 자본 배분 의사결정에도 변화를 야기

OpCo 차원에서 차입 확대는 신용등급, 차환 비용, 문서 제약이 즉각 반영되나, HoldCo·스폰서·펀드 차원의 차입은 당장 신용 지표에 드러나지 않음

▷ 레버리지는 OpCo 현금흐름의 외곽에서 설계되는 경향이 확대

평시에는 보이지 않지만, 스트레스 국면에서는 증폭되는 구조

정상 경제 국면에서는 이러한 구조의 위험은 쉽게 드러나지 않음. 거래는 원활하고, 대표 디폴트 지표도 안정적

그러나 실적 둔화나 경기 하강 국면에서 동일한 OpCo 현금흐름을 두고 평가 대상의 부채와 평가 밖의 부채의 상환 요구가 동시 작용. 신용 스트레스가 구조적으로 증폭될 가능성

2026년 2월 12일 | Global Asset Research

해외채권

미국 국채 수요는 여전히 견조하다

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

- 미 국채 해외 수요는 견조. 수요 주체는 공식 기관에서 민간 투자자로 넘어간 상황
- 미 국채 순 발행액 대비 해외 민간 투자자 매수 비중 트럼프 1기 5% vs 2기 30%. 트럼프 1기 때와 같이 '유동성 발작'에 의한 해외 수요 감소 가능성 낮음
- 중국의 미 국채 보유 축소에도 일본과 영국이 꾸준히 보유 규모를 확대 중. 중국 이슈는 일시적 노이즈에 불과

미 국채 해외 수요는 민간 투자자가 주도

1월 중순 트럼프의 그린란드 사수와 관세 위협은 유럽 의회의 'EU-미국 무역 협정 비준 동결'이라는 강경 대응을 불러왔다. 2/10 유럽의회 주요 정당들이 무역협정 수정안에 합의하면서 비준 절차가 재개되었다.

재개된 협상안에는 트럼프의 향후 관세 위협에 대비한 안전장치가 추가되었다. 주요 내용을 보면 1) 미국이 협정 규칙을 위반하거나 EU 회원국의 영토 보전을 위협할 경우 협정을 중단할 수 있는 중단조항(Suspension clause) 포함 2) 철강 관련 제품에 대한 미국의 관세가 15%로 인하되지 않으면 EU가 자동으로 미국산 철강 및 관련 제품에 대한 관세를 재부과하도록 명시했다. 다만, 2/24 국제협력위원회 표결부터 이르면 3월 본회의 표결이 진행될 예정이며, 이후 EU 27개 회원국 정부와의 협상이 필요해 최종 승인까지는 1~2개월이 추가로 소요될 것으로 보인다.

덴마크 연기금의 미 국채 전량 매도 선언이나 라가르드 ECB 총재의 신뢰 훼손 발언이 시장 변동성을 잠시 키우기도 했으나, 이러한 정치적 갈등이 미 국채의 '실질적 수요 붕괴'로 이어질 가능성은 낮다고 판단한다.

미 국채 해외 수요에 대한 우려가 과도한 이유는 수요의 주체가 이미 해외 공식 기관에서 민간 투자자로 완전히 넘어왔기 때문이다. 글로벌 금융위기 이후 정체된 공식 기관의 수요와 달리, 해외 민간 투자자들의 미 국채 비중은 꾸준히 상승해왔다. 2023년 6월을 기점으로 해외 민간 투자자의 보유 규모는 공식 기관을 추월했다.

트럼프 1기(2017~20년) 당시 해외 민간 투자자들의 미 국채 매수 비중은 순 발행액(Net Issuance)의 5%에 불과했으나, 2기(2025년~현재) 들어서는 30%까지 급증했다. 1기 때는 1) 감세로 인한 국채 공급 급증과 2) 연준의 대차대조표 축소(QT)가 맞물려 유동성 경색 이슈가 불거졌다.

2026년 2월 12일 | 기업분석_Earnings Review

풍산 (103140)

정상화된 4분기 영업실적, 올해 실적개선도 기대!

BUY (유지)

목표주가(12M)	160,000원
현재주가(2.11)	111,600원

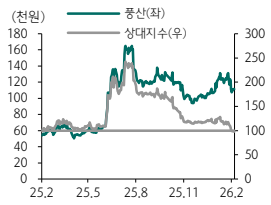
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,354.49
52주 최고/최저(원)	165,000/50,200
시가총액(십억원)	3,127.5
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	28,024.3
60일 평균 거래량(천주)	266.3
60일 평균 거래대금(십억원)	31.1
외국인지분율(%)	16.65
주요주주 지분율(%)	
풍산홀딩스 외 4 인	38.02
국민연금공단	8.17

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	5,094.4	5,829.7
영업이익(십억원)	301.5	361.9
순이익(십억원)	207.0	250.0
EPS(원)	7,331	8,966
BPS(원)	85,249	91,918

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,125.3	4,554.4	5,048.6	5,973.8
영업이익	228.6	323.8	297.4	393.4
세전이익	201.1	318.3	235.5	314.7
순이익	156.4	236.0	147.2	225.0
EPS	5,582	8,423	5,251	8,027
증감율	(10.69)	50.90	(37.66)	52.87
PER	7.02	5.93	20.28	13.90
PBR	0.55	0.63	1.30	1.26
EV/EBITDA	4.30	4.54	8.87	7.17
ROE	8.22	11.33	6.58	9.51
BPS	70,959	79,286	82,003	88,373
DPS	1,200	2,600	1,700	2,000

Analyst 박성봉 sbpark@hanafn.com
RA 김승규 sgkim@hanafn.com

4Q25 동가격 상승과 방산매출 확대로 영업이익 컨센서스 부합

2025년 4분기 풍산의 연결 매출액과 영업이익은 각각 1.4조원(YoY +16.0%, QoQ +21.3%)과 915억원(YoY +170.2%, QoQ +114.9%)으로 영업이익은 시장컨센서스 924억원에 부합했다.

1) 신동 판매량이 소폭 증가한 4.65만톤(YoY +7.5%, QoQ +2.4%)을 기록했고 2) 4분기 LME 전기동 평균 가격이 11,092불/톤(YoY +20.7%, QoQ +13.2%)을 기록하며 250억원 규모의 메탈 관련 이익이 발생했다. 3) 방산의 경우 내수 중심의 매출 확대로 4,109억원(YoY +4.0%, QoQ +81.1%)의 매출을 기록했다. 4) 하지만 내수 비중 확대로 방산 이익률은 전분기의 14%에서 11%로 축소되었다. 5) 뿐만 아니라 주요 자회사인 PMX의 경우 동가격 상승에 따른 메탈 게인 발생으로 전분기 150억원 적자에서 31억원의 흑자로 전환했다.

1분기 동가격 급등의 수혜 예상

4분기 평균 11,092불/톤을 기록했던 LME 전기동 가격이 올해 들어 급등하면서 한동안 사상최고치를 지속적으로 경신했고 최근에는 사상최고치대비 소폭 조정받았지만 여전히 13,000불/톤에 근접한 높은 수준을 유지하고 있다. 한동안 동 광산 및 제련소 생산 차질 혹은 축소 이슈로 현재와 같은 높은 수준의 전기동 가격이 유지될 것으로 예상된다. 1분기 평균 전기동 가격은 13,000불/톤(YoY +39.2%, QoQ +17.2%)로 예상되고 4분기에 이연된 방산 매출 일부가 1분기에 인식되는 부분까지 감안하면 풍산의 1분기 영업이익은 983억원(YoY +41.1%, QoQ +7.5%)을 기록할 것으로 예상된다.

투자의견 'BUY'와 목표주가 160,000원 유지

풍산에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 160,000원을 유지한다. 참고로 풍산은 영업실적 공시를 통해 올해 별도 매출액과 영업이익 가이던스로 각각 4.3조원과 2,800억원을 제시했는데 기본 가정으로 10,700불/톤의 전기동가격과 1.37조원의 방산매출을 설정했다. 올해 방산매출 가이던스는 지난해대비 15% 증가한 수치로 증가분 대부분이 내수가 차지할 예정으로 방산 이익률은 지난해대비 다소 하락할 전망이고 방산 이익 규모는 지난해와 유사할 것으로 예상된다. 한편, 현재 전기동 가격이 13,000불/톤에 근접한 상황이고 올해 전기동 수급은 연내 타이트할 것으로 예상되기 때문에 다소 보수적인 가정이라 판단된다. 하나증권은 올해 연간 전기동 가격 전망치로 12,548불/톤을 제시한다. 따라서 회사 가이던스대비 높은 수준의 영업이익을 전망하며 이를 감안한 올해 ROE는 10% 수준일 것으로 예상된다. 한편, 현재 주가는 PBR 1.3배 수준으로 향후 방산부문의 지속적인 성장이 담보되었다는 점을 감안하면 저평가되었다고 판단된다.

2026년 2월 12일 | 기업분석_Update

오리온 (271560)

배당 당사 기대치 상회 + 올해는 실적도 회복

BUY (유지)

목표주가(12M)	155,000원
현재주가(2.11)	130,000원

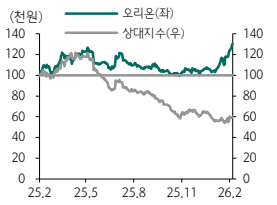
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,354.49
52주 최고/최저(원)	130,000/99,300
시가총액(십억원)	5,139.7
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	39,536.1
60일 평균 거래량(천주)	183.8
60일 평균 거래대금(십억원)	19.9
외국인지분율(%)	33.96
주요주주 지분율(%)	
오리온홀딩스 외 9 인	43.81
국민연금공단	8.12

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	3,585.3	3,831.3
영업이익(십억원)	626.0	681.0
순이익(십억원)	488.8	531.1
EPS(원)	12,135	13,240
BPS(원)	104,281	114,841

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	3,104.3	3,332.4	3,608.7	3,807.2
영업이익	543.6	558.3	631.6	711.9
세전이익	692.2	546.6	665.0	750.1
순이익	524.6	384.8	476.6	539.4
EPS	13,269	9,732	12,054	13,643
증감율	39.28	(26.66)	23.86	13.18
PER	7.72	10.86	10.64	9.40
PBR	1.17	1.11	1.24	1.13
EV/EBITDA	4.37	4.14	4.65	3.89
ROE	16.57	10.65	12.14	12.58
BPS	87,814	95,047	103,601	113,345
DPS	2,500	3,500	3,900	3,900

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

4Q25 Re: 배당도 실적도 시장 기대 상회

4Q25 연결 매출액 및 영업이익은 각각 9,246억원(YoY 7.3%), 1,676억원(YoY 4.9%)으로 시장 기대를 소폭 상회했다. 국가별 탑라인은 한국/중국/베트남/러시아가 각각 YoY 0.4%/1.4%/5.8%/47.5% 증가한 것으로 추산된다. 로컬 통화 기준으로는 중국/베트남/러시아 각각 YoY -3%/ Flat/ 20% 증감한 것으로 추정된다. 2025년 연간 국가별 탑라인 성장률은 한국/중국/베트남/러시아가 각각 YoY 4.4%/4.0%/4.6%/47.2%를 시현했다. 로컬 통화 기준으로는 중국/베트남/러시아 각각 YoY Flat/ 4%/ 30% 증가한 것으로 판단된다. 한편, 2025년 주당배당금 3,500원을 발표했다. 이는 전년대비 1,000원을 인상한 수치로 하나증권 예상치(3,000원)를 상회했다. 큰 폭의 주당배당금 증액으로 배당소득 분리과세 요건에 적합하게 되었다.

올해 '중국' 회복 기대

사측은 올해 가이던스로 연결 매출 및 이익 성장 각각 YoY high single을 제시했다. 중국 및 베트남 탑라인이 각각 YoY high single, double-digit으로 회복하면서 전사 성장을 견인할 것으로 전망했다. 하나증권은 2026년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 3조 6,087억원(YoY 8.3%), 6,316억원(YoY 13.1%)으로 추정한다. 국가별 로컬 통화 기준 매출 성장은 한국/중국/베트남/러시아 각각 YoY 3.3%/7.0%/5.3%/20.0%으로 예상한다. ① 한국은 신규 채널 및 미국 수출 확대 기조가 이어질 것으로 전망한다. ② 중국은 완연한 실적 개선이 예상된다. 1Q26 춘절 효과가 본격화되는 가운데, 2Q26은 전년 출혈 경쟁 기인한 기저 효과가 긍정적이다. 하반기는 '카카오' 등 원재료 및 부자재 부담 완화가 영업마진 개선을 견인할 것으로 전망한다. 간식 채널 특화 제품 포트폴리오 확대도 긍정적이다. ③ 베트남도 기저효과 및 수출 재개가 탑라인 및 손익 개선에 우호적으로 작용할 것이다. ④ 러시아는 '파이' 생산라인 증설(작년 10월, 2개 라인) 및 추가 라인 증설 기인한 고성장 흐름을 이어갈 것으로 전망한다.

중국의 반격 + 주주 신뢰 회복

그동안 부진했던 중국은 올해 견조한 탑라인 성장이 예상된다. 주당배당금의 유의미한 증액 등 주주정책 강화를 통해 신뢰를 회복하는 한 해가 될 것으로 기대한다. 반면, 현 주가는 역사적 하단인 12개월 Fwd PER 10배 내외에서 거래 중이다. 여전히 적극적인 매수 전략이 유효하다.

2026년 2월 12일 | 기업분석_Earnings Review

에스엠 (041510)

본업과 자회사 모두 상당히 좋았다

BUY (유지)

목표주가(12M)	160,000원
현재주가(2.11)	120,200원

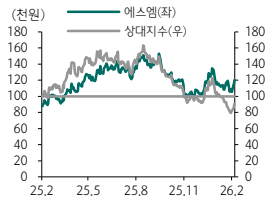
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	1,114.87
52주 최고/최저(원)	153,000/89,200
시가총액(십억원)	2,751.9
시가총액비중(%)	0.45
발행주식수(천주)	22,894.7
60일 평균 거래량(천주)	205.8
60일 평균 거래대금(십억원)	23.7
외국인지분율(%)	27.28
주요주주 지분율(%)	
카카오 외 7 인	41.65
Tencent Music Entertainment	9.66

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	1,147.7	1,271.8
영업이익(십억원)	167.2	191.7
순이익(십억원)	351.2	150.3
EPS(원)	14,744	6,078
BPS(원)	42,273	47,538

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	961.1	989.7	1,174.9	1,282.7
영업이익	113.5	87.3	183.0	209.8
세전이익	118.9	26.1	366.5	218.0
순이익	87.3	18.3	344.3	147.6
EPS	3,664	778	14,997	6,445
증감율	8.95	(78.77)	1,827.63	(57.02)
PER	25.14	97.17	9.00	18.65
PBR	2.91	2.51	3.10	2.52
EV/EBITDA	11.81	10.44	8.28	7.65
ROE	12.30	2.64	42.43	14.67
BPS	31,631	30,150	43,559	47,767
DPS	1,200	400	1,620	1,782

Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com
RA 김현수 hyunsookim@hanafn.com

중장기 성장 방향성은 상당히 명확

2026년에는 드디어 영업이익 2,000억원 레벨에 안착할 것이며, 본업과 자회사 모두 긍정적이고 우상향 흐름으로 성장하고 있다. SM NEXT 3.0 전략을 통해 올해 SMTR25 데뷔 뿐만 아니라 일본/태국/중국에서 보이그룹 데뷔를 계획하고 있으며, 계획대로 진행된다면 매년 1팀 이상이 데뷔할 것이다. 여기에 AI 기술을 적극 활용해 크리에이티브와 비용 효율화를 동시에 달성하고자 한다. 타 사 대비 아티스트들의 미국향 모멘텀이 부재하지만, 안정적인 성장을 도모하겠다는 전략 방향성은 상당히 명확하다. 이 외 참고사항은 주당 배당금 1,620원을 결정하면서 자사주 소각까지 감안하면 약 800억원(현재 시가총액 기준 약 2.8%)에 가까운 주주 환원이 이뤄졌다. 올해는 주주 환원 확대보다는 M&A 등 좋은 투자 기회가 확인되면 이에 우선적으로 자금을 집행하고자 계획하고 있다. 2026년 예상 P/E 19배로 단기 주가 상승에도 여전히 저평가 구간이다.

4Q Review: OP 546억원(+62% YoY)

4분기 매출액/영업이익은 각각 3,190억원(+17% YoY)/546억원(+62%)으로 컨센서스(387억원)를 크게 상회했다. 별도 영업이익은 395억원(+10%)으로, 앨범은 NCT드림/라이즈/하츠투하츠 등의 컴백으로 약 310만장이 판매되었으며, 콘서트는 약 100만명으로 20팀 이상의 IP가 팬미팅 포함 123회차의 공연을 진행했다. MD/라이선스가 상당히 좋았는데, 781억원(+51%)으로 에스파/슈퍼주니어의 응원봉 판매 증가와 3분기 미 반영된 에스파 XPUBG 협업이 반영되면서 가파른 성장을 기록했다. 자회사 실적도 상당히 좋았는데, 단순합산 영업이익은 129억원(흑전)으로 디어유가 98억원, C&C와 재팬/드림메이커가 각각 31억원(+47%)/12억원(흑전)/18억원(흑전)을 기록하며 긍정적이었다. 영업외적으로는 자회사 손상차손 등으로 비용이 증가했으나, 이연법인세 자산 조정으로 법인세 이익이 발생하며 당기순이익은 274억원(흑전)을 기록했다.

2026년 예상 영업이익은 2,098억원(+15%)

2025년 상당히 좋은 실적으로 마무리 한 가운데 2026년에도 15% 내외의 증익을 전망한다. 아티스트 측면에서는 EXO의 컴백 및 태용의 제대에 더해 에스파/라이즈의 일본향 활동이 증가할 것이며, 오랫동안 사전 프로모션이 진행중인 SMTR25이 하반기 데뷔 예정이다. 자회사에서는 C&C와 키이스트의 매각이 변수이겠지만, 4분기 실적 서프라이즈를 기록한 디어유의 연결 편입 온기 반영과 재팬/드림메이커 등의 성장, 그리고 기타 자회사(KMR 등)들의 적자 축소가 기여할 것으로 기대한다. MD 등 2차 판권 확대 및 저연차 아티스트 성장으로 이익률 역시 우상향 할 것으로 전망한다.

2026년 2월 12일 I 기업분석_Earnings Review

두산퓨얼셀 (336260)

잠재 수요는 견조한 상황

BUY (유지)

목표주가(12M)	48,000원
현재주가(2.11)	33,850원

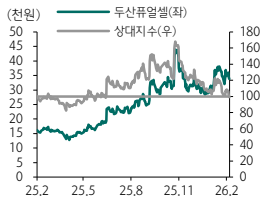
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,354.49
52주 최고/최저(원)	43,900/12,770
시가총액(십억원)	2,217.0
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	65,493.7
60일 평균 거래량(천주)	716.3
60일 평균 거래대금(십억원)	23.8
외국인지분율(%)	18.13
주요주주 지분율(%)	
두산에너빌리티 외 16 인	37.85
국민연금공단	7.92

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	448.8	532.3
영업이익(십억원)	(55.1)	(33.3)
순이익(십억원)	(54.5)	(37.8)
EPS(원)	(665)	(462)
BPS(원)	5,433	4,967

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025P	2026F
매출액	260.9	411.8	454.8	457.1
영업이익	1.6	(1.7)	(105.7)	(6.8)
세전이익	(12.5)	(10.2)	(124.0)	(26.7)
순이익	(8.5)	(10.5)	(132.8)	(20.0)
EPS	(104)	(128)	(1,622)	(244)
증감율	N/A	적지	적지	적지
PER	(223.08)	(124.69)	(17.79)	(138.73)
PBR	3.70	2.62	6.44	7.99
EV/EBITDA	116.01	87.81	(32.46)	136.92
ROE	(1.66)	(2.07)	(30.68)	(5.61)
BPS	6,267	6,099	4,481	4,236
DPS	0	0	0	0

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

목표주가 48,000원, 투자의견 매수 유지

두산퓨얼셀 목표주가 48,000원, 투자의견 매수를 유지한다. 4분기 실적은 시장 컨센서스를 하회했다. 주기기 매출이 회복되었지만 비용 부담이 증가하면서 실적이 부진했다. 단기적인 실적 방향성 전환은 쉽지 않은 상황으로 해석된다. 4분기 누적 신규 수주 규모는 72MW로 전년대비 소폭 감소했다. 2024년 CHPS 낙찰물량 중 68MW의 수주가 2026년으로 이월된 영향이다. 2026년에는 해당 68MW에 2025년 낙찰물량, 해외수주까지 감안하면 양호한 수주 흐름이 기대된다. 2026년 기준 PBR 8.0배, PSR 5.2배이다.

4Q25 영업이익 -766억원(적자지속)으로 컨센서스 하회

4분기 매출액 1,358억원을 기록하며 전년대비 48.1% 감소했다. 주기기 인도 물량이 집중된 2024년 4분기의 기저효과로 외형이 둔화되었다. 영업이익은 -766억원을 기록하며 적자폭이 확대되었다. PAFC 주기기 매출은 백금 등 원재료 가격의 급등에도 매출총이익 기준 흑자를 기록했으나 SOFC와 서비스 부문에서는 적자를 인식했다. 최근 백금 가격은 고점 대비 소폭 하락했으나 여전히 절대적으로 높은 레벨에 있어 2026년에도 원가 부담이 이어질 수 있다. SOFC는 하이창원 프로젝트 납품이 시작되면서 적자가 확대되었다. 레퍼런스 확보 차원의 저마진 수주였고 수율 이슈로 재료비 부담이 증가한 가운데 납기 지연으로 인한 배상금이 반영되었기 때문이다. 수율이 점차 상승하고 있으며 2027년까지 국내외 SOFC 수요에 대응하는 스택 매출 증가를 기대하는 모습이다. 서비스 부문은 과거 납품한 제품의 품질 이슈로 적자를 기록했다. 익산공장 준공 이후 생산된 일부 제품에서 품질 이슈가 확인되며 2023년 이후 제품들은 문제가 없는 것으로 보인다. 아직 성능검사 전 물량의 전수조사가 완료되지 않은 상황이기 때문에 2026년 연내 추가 비용이 발생할 여지가 존재한다.

국내 시장 축소 우려를 해외 수주로 극복할 필요

친환경 정책 강화로 CHPS 입찰시장에서 LNG 개질 연료전지 전용 일반수소 물량이 축소될 여지가 있다. 현재 2028년 물량까지는 고시로 확정된 상황이지만 이후 시점으로 연장되지 않거나 감소할 경우 장기적으로 매출 축소가 불가피할 전망이다. 해당 우려를 극복하려면 해외 진출이 필요하다. 최근 On-Site 설비 등 연료전지 수요가 증가하는 국면에서 PAFC와 흡수식냉동기 조합 및 SOFC 스택 판매가 증가할 것으로 기대된다. 전자의 경우 빅테크 1개 업체와 기술 및 품질 검증을 완료했다. 전력가격이 높을수록 고정비 및 냉방효율 관점에서 유리하며 대규모 수요처에 적합한 시스템으로 판단된다. 후자의 경우 발전설비뿐만 아니라 다양한 목적으로 활용될 수 있다. 현재 국내 1개 해외 3개 업체와 협의가 진행 중이고 그 중 독일 1개사와는 2025년 스택 구매 이후 후속 대량 발주를 논의 중인 것으로 보인다.

2026년 02월 12일 | 기업분석

팬오션 (028670)

벌크선에 VLCC까지 요새 핫한거 다 있다

BUY (유지)

목표주가(12M)	6,400원(상향)
현재주가(2.11)	4,910원

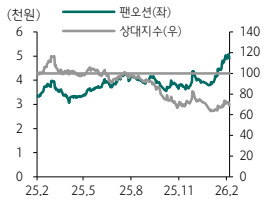
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,354.49
52주 최고/최저(원)	5,080/3,065
시가총액(십억원)	2,624.7
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	534,569.5
60일 평균 거래량(천주)	2,911.7
60일 평균 거래대금(십억원)	12.5
외국인지분율(%)	15.76
주요주주 지분율(%)	
하림지주 외 12 인	54.92
국민연금공단	6.55

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	5,391.9	5,436.3
영업이익(십억원)	495.3	535.1
순이익(십억원)	343.2	370.0
EPS(원)	641	692
BPS(원)	10,893	11,553

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,361.0	5,161.2	5,424.1	5,753.6
영업이익	385.9	471.2	491.9	562.3
세전이익	248.5	282.1	318.2	384.1
순이익	245.0	268.1	301.4	364.9
EPS	458	502	564	683
증감율	(63.85)	9.61	12.35	21.10
PER	8.16	6.57	6.83	7.19
PBR	0.42	0.31	0.35	0.43
EV/EBITDA	3.87	4.77	4.22	4.08
ROE	5.32	5.17	5.22	6.05
BPS	8,817	10,576	11,019	11,552
DPS	85	120	150	160

Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

4분기 영업이익 1,304억원

팬오션 4분기 매출액은 12% (YoY) 감소한 1조 4,763억원, 영업이익은 19% 증가한 1,304억원으로 컨센서스에 부합했다. 벌크선 매출액은 선대감소로 매출액이 9% (YoY) 감소했으나, 운임 강세로 영업이익은 610억원을 유지했고, 컨테이너선 영업이익도 95억원으로 전분기 대비 증가했다. 탱커선 영업이익은 선대 감소에도 불구하고 운임이 상승하며 8% (YoY) 증익한 211억원을 기록했다. LNG선은 선대 인도가 마무리되며 영업이익이 160%(YoY)/6%(QoQ) 증가한 396억원을 기록했다. 영업외로는 유형자산 손상차손이 발생하며 당기순이익은 487억원이었다. 2025년 결산배당은 주당 150원으로, 전년 대비 25% 증액한 것이며 배당성향도 26% 이기 때문에 분리과세 대상이다.

VLCC는 장기적인 업사이드

팬오션은 2월 11일 공시를 통해 SK해운의 VLCC 10척을 취득한다고 밝혔다. 취득총액은 9,737억원으로 규모가 크나, 화주에 대한 리스계약이 포함된 금액이다. 이는 영업수익에 반영되는 매출이 아니며, 기존 화주와 약 2~4년간 잔여계약이 남아있기 때문에 실질적 업사이드는 계약 종료 이후 발생할 것으로 예상한다. 최근 VLCC 시장 내 그림자 선단 퇴출과 원유 시장 정규화(베네수엘라 등)가 이루어지며 VLCC 수요가 증가하고 있기 때문에, 금번 VLCC 투자는 포트폴리오 다변화 측면에서 긍정적으로 판단한다.

목표주가 6,400원으로 상향, 지금도 쌉니다

최근 Capesize 벌크선 수요가 톤마일 효과로 증가하면서 지수 상승을 견인하고 있고, 탱커선도 VLCC 호황 및 제품 수출 루트 변화가 감지되며 시황이 반전되었다. LNG선도 2026년 안정화 작업을 거치면서 이익이 18% (YoY) 증가할 것으로 기대한다. 2026년 연간 영업이익 전망치를 5,620억원(+14% (YoY))로 상향하여 제시한다. 최근 벌크선의 호시황에 힘입어 글로벌 벌크선사 주가가 일제히 상승했는데, 글로벌 Peer(P/B 0.89배) 대비 40% 할인한 0.55배를 목표 P/B로 설정한다. 따라서 팬오션의 목표주가를 6,400원으로 상향하고, 투자의견 BUY를 유지한다. 현재 주가는 P/B 기준 0.43배에 불과하다. 팬오션의 본업인 벌크선이 호시황기에 접어들었고, LNG/탱커선도 2026년 우월한 수익력을 기록할 것으로 전망되며, 포트폴리오 확장(VLCC/LNG/탱커선 등)에 따른 장기적인 성장동력도 감안하면 여전히 저평가된 상태다.

2026년 2월 12일 | Global Equity

스포티파이(SPOT.US)

4분기 호실적은 2026년의 예고편일 수 있다

미국

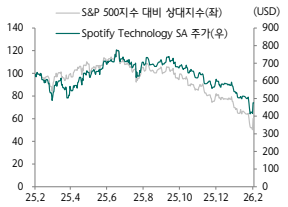
TP(컨센서스)	677.76 USD
CP(2.10)	476.02 USD

Key Data

국가	SWEDEN
상장거래소	New York
산업 분류	커뮤니케이션 서비스
주요 영업	엔터테인먼트
홈페이지	www.spotify.com
시가총액(십억EUR)	99.2
시가총액(조원)	144.4
52주최고/최저(EUR)	785/405
주요주주 지분율(%)	
Ek Daniel	13.96
Lorentzon Martin	9.60

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(23.1)	(41.2)	(34.9)
상대	(23.1)	(50.2)	(49.8)

Stock Price



Financial Data (백만 USD)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	15,673	17,186	19,593	22,247
영업이익	1,365	2,198	2,940	3,848
순이익	1,138	2,212	2,629	3,370
EPS(EUR)	5.7	10.5	12.2	15.8
EPS(YOY, %)	(353.7)	86.1	16.2	29.0
ROE(%)	28.3	31.9	28.3	28.3
PER(배)	76.3	46.9	32.6	25.3
PBR(배)	15.9	12.4	8.3	6.5
배당률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Bloomberg, 하나증권

Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com
RA 김현수 hyunsookim@hanafn.com

FY4Q25 Review: OP €7.0억(+47%)

4분기 매출액/영업이익/EPS는 각각 €45억(약 7.8조원, +7% YoY)/€7.0억(약 1.2조원, +47%)/€4.43(+145%)으로 영업이익/EPS가 컨센서스(€45억/€6.4억/€2.69)를 상회했다. MAU/프리미엄 구독자 수는 각각 약 7.5억명(+11%)/2.9억명(+10%)을 기록하며 컨센서스(7.4억명/2.9억명)를 각각 상회/부합했다. 4분기 프리미엄 요금제 매출은 €40억(+8%), 광고 요금제 매출은 €5.2억(-4%)을 기록했다. 4분기에는 역대 최대 규모의 MAU 순증과 프리미엄 구독자의 견조한 성장, 그리고 광고 부문에서의 마진 개선(+4.4%p)에 힘입어 역대 최고 수준의 GPM(33%)을 달성했다. 또한 주가 변동으로 인해 사회보장세 비용이 예상치를 크게 하회하면서 영업이익 서프라이즈를 견인했다.

1Q26 가이던스는 견조

시장 기대를 상회하는 4분기 실적과 견조한 1분기 가이던스가 발표되면서 주가는 실적 발표 후 15% 상승하며 마감했다. 1분기 매출/영업이익 가이던스는 €45억/€6.6억으로 각각 컨센서스를 부합(€45억), 상회(€6.4)한다. 또한 프리미엄 부문의 수익성 개선을 바탕으로 1분기 GPM 가이던스를 4분기와 유사한 수준인 32.8%로 제시했다. 1분기 MAU/프리미엄 가입자 가이던스는 7.6억명/2.9억명으로 각각 컨센서스를 상회(7.5억명), 부합(2.9억명)한다. 가이던스에는 환율 영향으로 인한 매출 성장률 둔화 효과 약 670bps와 사회보장성비용 약 €1,000만이 반영되었다.

2026년은 야망을 높이는 해

이번 실적에서 확인된 사상 최고 수준의 GPM은 비용 효율화와 광고 부문의 마진 급등, 그리고 가격 인상 효과가 동반된 결과다. 이는 수익성의 구조적 개선이 시작됐을 가능성을 시사하는데, 1분기 가이던스 뿐만 아니라 경영진이 2026년을 '야망을 높이는 해'로 규정하고 5월 인베스터 데이에서 장기 비전을 제시하겠다고 밝힌 점도 실적에 대한 자신감을 뒷받침한다. 또한 회사는 향후 에이전트 미디어 플랫폼으로의 진화를 예고했는데, AI DJ와 프롬프트 플레이리스트 등 소비자 대상 기능뿐만 아니라, 내부 개발 프로세스에도 AI 코딩 도구를 전면 도입해 생산성을 극대화하며 자연어와 오디오를 연결하는 독자적인 데이터셋을 구축하고 있다. 인베스터 데이에서 수익성 등 KPI 및 AI 관련 로드맵이 구체화되고, 이후 실적에서 4분기와 같은 마진 개선이 재확인될 경우 밸류에이션 리레이팅을 기대할 수 있다.

2026년 2월 11일 | Global Equity

SMIC(0981.HK)

4Q25 Re: 높은 감가상각 부담으로 마진 기대치 하회

중국

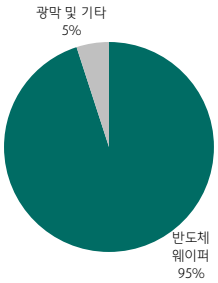
TP(컨센서스)	79.90 HKD
CP(2.10)	71.55 HKD

Key Data

국가	중국
상장거래소	홍콩 거래소
산업 분류	산업재
주요 영업	반도체 & 반도체 장비
홈페이지	www.smics.com
시가총액(십억HKD)	673.2
시가총액(조원)	125.1
52주최고/최저(HKD)	93.5/37.0
주요주주 지분율(%)	
CICT Group	16.78
China Development Bank	6.09

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(5.4)	44.6	47.2
상대	(8.5)	35.9	21.6

매출구성



Financial Data (백만 CNY)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	6,322	8,030	11,183	12,927
영업이익	358	474	1,253	1,633
순이익	903	493	1,049	1,391
EPS(CNY)	0.1	0.1	0.1	0.2
EPS(YoY, %)	0.0	0.0	49.2	35.2
ROE(%)	2.4	2.4	4.7	5.8
PER(배)	81.7	109.4	66.4	49.8
PBR(배)	1.6	1.6	3.1	2.9
배당률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Bloomberg, 하나증권

Analyst 백승혜 sh_baek@hanafn.com
RA 안기량 giryangan@hanafn.com

매출은 기대보다 견조했지만, GPM 20% 이하로 하락

4Q25 매출은 25억USD(QoQ +4.5%/YoY +12.7%)로 가이던스(QoQ +0~2%)를 상회했다. 총매출의 88%를 기여한 중국 매출이 예상보다 양호한 수요 덕분에 3Q(QoQ +10.5%)에 이어 4Q에도 QoQ +6.2%의 견조한 성장세를 기록했고, 가동률은 95.7%로 3Q(95.8%) 만큼의 높은 수준을 유지했다. 중국 고객사들이 자국 생산으로 공급망 재편을 진행함에 따라 소비가전(비중 47%)과 산업/차량용(12%) 매출이 QoQ +14%/+7%로 양호한 성장세를 지속했다. 또한, 2025년 지속적인 증설을 통한 생산능력 확대도 이번 매출 성장에 긍정적으로 기여했다. 4Q25 기준 총 생산능력은 월 106만장(QoQ +4%/YoY +12%)으로 확대되었다. 4분기 GPM은 19.2%(QoQ -2.7%/YoY -3.4%)로 가이던스(18~20%)에 부합했으나 컨센서스(20%)를 하회했다. 대규모 증설에 따른 감가상각비(QoQ +7%/YoY +26%) 증가로 GPM은 직전 5개 분기 연속 20%대에서 이번 분기 19%로 하락했다.

2026년 GPM 뚜렷한 개선세 어려울 전망

1Q26 매출액 가이던스는 QoQ flat 성장으로 컨센서스에 부합했으며, GPM은 18~20%로 컨센서스(20.6%)를 하회했다. 가동률은 고객사 재고 구축 유도를 통해 4Q25(96%) 수준 달성이 가능할 것으로 예상했고, 연간 매출 성장률은 동종업계 평균을 상회할 것으로 전망했다. 2026년 Capex는 2025년(81억USD) 만큼의 강도 높은 투자가 지속될 전망이다. 경영진은 2024~25년 대규모로 투자한 신규 장비 양산 투입으로 2026년 감가상각비가 약 YoY 30%의 높은 증가세를 유지하고, 2027년 감가상각 부담이 정점에 이를 것으로 예상했다. 이에 따라 2026년 GPM은 높은 감가상각 부담과 낮은 선단공정 수율로 뚜렷한 개선세가 어려울 전망이다. 현재 SMIC의 14nm 이하 공정 AI 가속기 수율은 25% 미만으로 추정되며, 낮은 수율로 인해 제품 Mix 개선에도 전반적인 ASP 상승이 제약되고 있다. 향후 GPM 방어를 위해서는 1)높은 가동률 유지, 2)선단공정 수율 개선 등을 통한 감가 부담 희석이 필요하다.

주가 프리미엄 정당화 위해선 실적 통한 국산화 수혜 입증 필요

2026년 수익성 악화에 대한 우려가 단기적으로 주가에 하방 요인으로 작용할 수 있다. 시장 예상보다 2025년 Capex 투자가 컸고, 향후 몇 년간도 대규모 투자 기조가 예상됨에 따라 높은 감가상각 부담이 GPM 개선을 제약할 전망이기 때문이다. 현재 SMIC A주/H주 주가는 2026년 선행 PER 90.6배/66.4배에서 거래 중으로 GPM이 60%에 달하는 TSMC(17.2배) 대비 과도하게 고평가되어 있다. 중국의 유일한 첨단 AI 칩 제조사로서 장기적인 국산화 수혜가 기대되지만, 글로벌 피어 대비 압도적인 주가 프리미엄이 정당화되기 위해선 실적을 통한 국산화 수혜 입증이 동반되어야 할 것이다.

2026년 2월 11일 | Global Equity

Astera Labs, Inc.(ALAB)

예상치 못한 비용에도 긍정적 관점 유지

미국

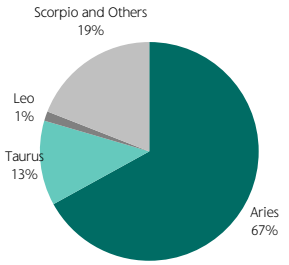
TP(컨센서스)	206.54 USD
CP(2.10)	182.86 USD

Key Data

국가	UNITED STATES
상장거래소	NASDAQ GS
산업 분류	정보기술
세부 분류	반도체 & 반도체 장비
홈페이지	www.asteralabs.com
시가총액(십억USD)	30.9
시가총액(조원)	44.8
52주최고/최저(USD)	262.9/47.125
주요주주 지분율(%)	
FMR	14.26
VANGUARD GROUP	8.19

주가상승률	1M	6M	12M
절대	12.5	2.0	98.7
상대	12.8	(6.6)	84.3

매출구성



Financial Data (백만 USD)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	116	396	1,256	1,774
영업이익	(29)	(116)	397	632
순이익	(26)	(83)	297	468
EPS	(0.71)	(0.64)	2.30	3.16
EPS(YOY, %)	적지	적지	흑전	37.4
ROE(%)	-	-	22.7	23.6
PER(배)	-	-	79.4	57.8
PBR(배)	22.2	22.2	18.2	15.1
배당률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Bloomberg,하나증권

Analyst
강재구jaekoo.kang@hanafn.com
RA 이재은 jaeeunlee@hanafn.com

이익 훼손 우려로 단기 변동성 발생 가능하나 성장통일 뿐

아스테라 랩스가 호실적을 발표했으나, 비용 증가 우려에 시간 외 주가는 10% 급락했다. 하반기 리타이머인 '에리스 Gen6'와 스위치 '스콜피오 X' 양산 전까지 이익이 약해질 수 있기 때문이다. 상반기까지는 상대적으로 이익이 낮은 타우러스 판매가 빠르게 늘어날 것으로 예상되며, 아마존과의 워런트 계약으로 매출총이익률이 2분기부터 약 2%p 희석될 예정이다.

단기 수익성에 대한 불확실성이 있지만 하이퍼스케일러들의 공격적인 투자 덕분에 극복할 수 있을 것으로 기대한다. 주력인 에리스(리타이머) 외에도 스콜피오(스위치), 타우러스(케이블 모듈), 레오(CXL) 등 모든 제품군의 판매 호조가 이어질 것이다. CXL은 마이크로소프트와 협업하고 있으며, 아마존은 신주인수권 계약을 통해 7년 동안 아스테라 랩스의 제품들을 구매할 예정이다. 엔비디아 생태계뿐만 아니라 AMD 및 아마존 등이 주도하는 UALink 진영에도 아스테라 랩스의 제품이 들어간다. 꽃놀이패를 쥔 셈이다. 성장통으로 숨고르는 구간은 중장기 투자자들에겐 기회가 될 것이다.

시장 예상을 크게 뛰어 넘은 FY 4Q25 실적

아스테라 랩스의 FY 4Q25 실적은 매출액 2억 7,100만 달러(YoY +91.8%, QoQ +17.3%), 매출총이익 2억 500만 달러(YoY +95.9%, QoQ +16.3%), 영업이익 1억 900만 달러(YoY +125%, QoQ +13.3%), EPS 0.58 달러(YoY +54.5%, QoQ +18.4%)다. 각각 시장 컨센서스를 8.3%, 9.2%, 9.9%, 11.9% 상회했다. 하이퍼 스케일러들의 공격적인 AI 인프라 투자가 모든 제품군 판매에 긍정적이었다.

매출총이익률은 75.7%로 전년 대비 1.6%p 높아졌지만 FY 3Q25 대비 0.7%p 낮아졌다. 타우러스 제품군의 판매 확대 영향으로 판단된다. 케이블 모듈인 타우러스는 아스테라가 직접 만든 칩 외에도 타사의 부품들이 들어가 이익이 상대적으로 낮은 제품이기 때문이다. 이 영향은 2026년 상반기까지 이어질 여지가 있다.

영업비용은 9,600만 달러로 전년 대비 70.8% 늘었다. 연구개발비 7,070만 달러(YoY +87.5%), 판매 및 마케팅 비용 1,110만 달러(YoY +11%), 일반관리비 1,420만 달러(YoY +36.5%) 등이다. 높은 연구개발비는 공격적인 인재 채용을 위한 소규모 기업 인수, 이스라엘 디자인센터 관련 비용 증가, 신제품 개발을 위한 투자 등의 영향이다.

2026년 2월 12일 | Global Equity

웰타워(WELL.US)

숫자로 확인한 사이클 초입

미국

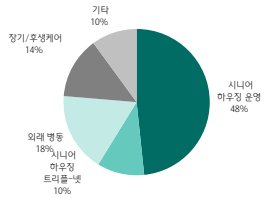
TP(컨센서스)	215.89 USD
CP(2.10)	200.84 USD

Key Data

국가	UNITED STATES
상장거래소	New York
산업 분류	부동산
주요 영업	건강관리 리츠
홈페이지	www.welltower.com
시가총액(십억USD)	137.8
시가총액(조원)	201.5
52주최고/최저(USD)	209.05/130.29
주요주주 지분율(%)	
VANGUARD GROUP	13.47
블랙록	10.12

주가상승률	1M	6M	12M
절대	7.9	19.5	40.1
상대	8.3	10.9	25.7

매출구성



Financial Data (백만USD)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출	7,991	10,838	12,548	14,073
영업이익	1,101	1,101	4,141	4,724
순이익	952	937	2,071	2,373
EPS(USD)	1.6	1.4	2.9	3.1
EPS(YOY, %)	137.9	(11.5)	110.8	4.8
ROE(%)	3.3	3.3	5.1	4.8
PER(배)	134.3	56.3	68.5	65.4
PBR(배)	2.5	2.5	3.2	3.1
배당률(%)	2.0	1.5	1.6	1.7

자료: Welltower, 하나증권

Analyst 하민호 minhoha@hanafn.com

4Q25 Review: 컨센서스 상회

2025년 4분기 실적은 총 매출액 31.8억달러(YoY +41.3%), 주당 FFO는 1.45달러(YoY +28.5%)를 기록하며 컨센서스를 상회했다. 시니어하우징 운영부문(SHO)이 16분기 연속 두 자릿수 성장(YoY +45.1%)한 반면, 판관비가 15.6억달러(YoY +3,097.4%)로 크게 발생했는데, 임원 장기근속 보상과 스톡옵션 등 성과연동 보상에 따른 일회성 비용에 기인한다. 2026년 가이던스는 순이익 22.4억~23.6억달러(주당 3.11~3.27달러), FFO 43.9억~45.1억달러(주당 6.09~6.25달러)를 제시했다. 주당 FFO 기준으로 2025년 5.29달러 대비 중간값 약 16% 성장하는 값이다.

대규모 인수와 매각을 통한 몸집 불리기

이번 분기 대규모 포트폴리오 정리가 집중됐다. 1) 10월 영국 Barchester 52억달러와 HC-One 12억달러를 합쳐 총 64억달러를 영국 자산 매입에 투자했다. Barchester 포트폴리오는 매년 3.5% 자동 임대료 인상이 보장되고, 5년마다 운영 성과에 따라 추가로 인상할 수 있는 옵션이 달려 있다. 현재 점유율이 70%대 후반으로 서서히 안정화되면서 수익률이 계속 올라갈 구조다. HC-One은 100% 지분 인수와 함께 기존 대출 6.6억달러를 회수하며 자본 효율을 높였다. 두 딜 모두 장기 독점 파트너십을 체결해 영국시장 진출 기반을 확실히 다졌다.

2) 반면 성장성이 낮고 운영이 까다로운 외래진료(OM) 부문은 축소해 나가기 시작했다. 자산 역시 대량 매각에 들어갔는데, 전체 약 1,800만SF 규모 OM 매각 계획 중 4분기에만 241개 자산을 매각하면서 8.8억달러의 차익을 올렸다. 여기에 JV를 통한 요양시설 매각 8억달러 등 4분기 총 회수액은 74.6억달러(매각 61억 + 대출 회수 14억)로 회사 역사상 최대 규모를 기록했다.

업종 내 Top Pick 유지

결론적으로 수요는 인구구조적으로 강한 사이클로 진입한 동시에 공급은 장기간 제약되는 상황이다. 향후 수년간 시니어하우징의 임대료 인상과 마진 확장을 뒷받침할 것으로 전망한다. 특히 경영진은 2022년 1분기 이후 순흡수가 팬데믹 이전의 두 배 이상을 꾸준히 상회하고 있다고 강조한다. 신규 착공은 금융위기 당시 수준까지 내려온 상태로, 과거 피크 대비 약 80% 감소했다. 현재의 높은 건설 비용을 감안하면 개발업자들이 착공을 재개하더라도 인허가와 공사 기간을 고려할 때 실질적인 공급 증가가 시장에 체감되는 시점은 상당히 늦춰질 것이다. 더불어 순부채/EBITDA는 3.0배 수준으로, 4Q25 기준 현금 52억달러를 기반으로 자체 레버리지를 과도하게 끌어올리지 않고도 대형 시니어하우징 인수 및 개발 파이프라인을 소화할 수 있는 체력이다. 업종 내 Top Pick을 유지한다.

Industry Note

2026년 2월 11일 | Global Equity

혁신기술(Disruptive Technology)

조정 국면 가운데 AI 수익화에 주목: MSFT, GOOG
- Focus on Microsoft and Google With This Sell-Off: AI Monetization Key

AI 인프라 슈퍼사이클: 하이퍼스케일러의 구조적 확장

하이퍼스케일러 시장은 구조적인 AI 주도 인프라 확장 사이클의 초기 국면에 진입한 것으로 판단된다. Microsoft, Google, Amazon, Meta 등 주요 4개 빅테크 기업들이 2026년에만 총 6,500억 달러 이상의 AI 관련 설비투자(Capex)를 집행할 것으로 예상되는 가운데, 수요 측면에서도 유의미한 변곡점이 형성되고 있다. 이는 클라우드 플랫폼의 구축 방식과 수익화 모델, 경쟁 방어 전략 전반을 재정의하는 구조적 변화로 해석된다.

하이퍼스케일러들은 단순한 물리적 용량 증설을 넘어, AI-first 워크로드를 중심으로 클라우드 경제 구조를 재편하고 있다. AI 워크로드는 기존 대비 전환 비용이 높고 고객 락인 효과가 강하며 계약 기간 또한 장기화되는 특성을 지닌다. 이에 따라 플랫폼 사업자들의 수익 가시성과 고객 유지력이 구조적으로 강화되는 국면에 들어선 것으로 판단된다. 또한 증가하는 설비투자의 상당 부분은 다년간의 가동률을 전제로 하는 장기 자산으로 축적되고 있다. 이는 초기 학습 단계에 국한되지 않고, 향후 추론 중심의 고마진 엔터프라이즈 수요까지 흡수할 수 있는 인프라 기반을 선제적으로 구축하는 과정으로 볼 수 있다. 단기적으로는 투자 확대에 따른 영향으로 잉여현금흐름 지표가 다소 왜곡되어 보일 수 있으나, 이는 성장 초기 국면에서 나타나는 과도기적 현상에 가깝다.

결국 조기에 대규모 투자를 집행하는 플랫폼 사업자들이 AI 워크로드가 성숙 단계에 진입할 경우 구조적인 시장 점유율 확대와 가격 결정력, 생태계 통제력을 확보할 가능성이 높다. 향후 가동률 레버리지 효과가 본격화될 경우, 현재의 공격적인 투자 기조는 중장기 기업가치 제고의 핵심 동력으로 전환될 것으로 전망한다.

핵심기업 분석: 마이크로소프트와 구글의 AI 수익화 전략

Microsoft(MSFT): 당사(Wedbush)는 Microsoft가 클라우드 및 AI 수익화 가속화 단계에 본격적으로 진입한 것으로 판단한다. 향후 AI 및 클라우드 사업 비중은 전체 매출 구조 내에서 점진적으로 확대될 것이며, 이는 중장기적으로 외형 성장과 마진 개선을 동시에 견인하는 핵심 동력으로 작용할 전망이다. Anthropic이 모델 성능 및 통합 측면에서 의미 있는 진전을 이어가고 있는 가운데, Microsoft는 이러한 AI 역량을 365 생태계를 중심으로 한 방대한 엔터프라이즈 설치 기반 전반에 확산시키고 있다. 다수의 기업 고객이 여전히 자사 데이터에 AI를 내재화하는 초기 단계에 머물러 있다는 점을 감안할 때, 신뢰 가능한 배포 채널과 통합 플랫폼에 대한 수요는 구조적으로 확대되는 흐름이다. 이는 Microsoft 기술 스택 전반에서 AI 채택 속도를 높이는 요인으로 해석된다.

최근 수개월간 OpenAI와의 밀접한 관계는 투자심리 측면에서 부담 요인으로 인식되어 왔다. 약 6,250억 달러 규모의 전체 수주잔고 중 약 45%가 OpenAI와 연관되어 있다는 점이 잠재적 리스크로 부각되었기 때문이다. 다만 약 8,000억 달러 이상의 기업가치가 거론되는 1,000억 달러 규모의 OpenAI 신규 펀딩은 재무적 안정성을 제고하는 동시에, 관련 수주잔고의 이행 가능성에 대한 신뢰를 강화하는 요인으로 판단된다. 현재 전체 수주잔고의 약 45%는 향후 매출로 전환될 것으로 예상

Compliance Notice

본 리포트는 Wedbush 사의 Analyst Daniel Ives가 작성한 보고서('Focus on Microsoft and Google With This Sell-Off: AI Monetization Key', 2월 10일)를 번역하여 작성된 자료입니다. Wedbush의 투자의견이 반영된 리포트입니다. 참고하시기 바랍니다.

Analyst 박승진 sj81.prk@hanafn.com
RA 신민건 mingun.shin@hanafn.com

된다. 또한 Anthropic 관련 신규 계약을 중심으로 비OpenAI 수주잔고가 약 30% 성장세를 나타내고 있어, 매출 추정치의 추가 상향 가능성도 유효하다.

결론적으로, 시장은 Azure의 중장기 성장 잠재력을 여전히 보수적으로 반영하고 있는 것으로 판단된다. 2026년은 Azure 성장률이 재가속되는 변곡점이 될 가능성이 높으며, Microsoft는 AI 인프라 및 애플리케이션 스택 전반에서 구조적 수혜를 누리는 핵심 기업으로 자리매김할 전망이다.

Google(GOOGL): Google은 2026년 설비투자 가이던스를 1,750억~1,850억 달러로 제시했으며, 이는 시장 기대치를 상당폭 상회하는 수준이다. 단기적으로는 대규모 투자 확대가 수익성에 부담 요인으로 작용할 수 있으나, 당사(Wedbush)는 해당 투자가 AI 인프라 확충과 AI 솔루션 고도화, 핵심 GCP(Google Cloud Platform) 제품 경쟁력 강화로 이어지며 중장기 성장 기반을 공고히 할 것으로 판단한다.

경영진은 Google Cloud와 광고 사업 전반에서 AI 도입 효과가 실질적인 성과로 연결되고 있다고 언급했다. 플랫폼 전반에 걸친 AI 통합은 핵심 검색 부문의 성장 흐름을 재가속시키는 요인으로 작용하고 있으며, Google Cloud 또한 매출 성장률 개선과 함께 수익성 회복 흐름을 나타내고 있다. 이는 단순한 비용 증가가 아닌, AI 중심의 수익화 구조로 전환되는 과정으로 해석된다.

특히 Gemini의 지속적인 성능 개선은 기업 고객의 AI 네이티브 워크로드 도입을 촉진하는 핵심 동력으로 평가된다. 이에 따라 Google은 AI 인프라부터 애플리케이션 레이어에 이르는 전 밸류체인에서 경쟁 우위를 강화하고 있으며, 중장기적으로 AI 사이클의 핵심 수혜 기업으로 자리매김할 가능성이 높다.

단기 투자유망종목

글로벌투자분석실

종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
삼성전자 (005930.KS)	2/9	158,600	167,800	5.80%	• 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)	2/9	149,300	164,500	10.18%	• 4분기 실적의 특징은 수수료이익 대폭 증가, 기말배당 큰폭 확대, 주주환원 재원 확보 • NIM 상승과 판관비 감소, 충당금 추가 적립 및 과징금 불확실성 해소도 긍정적 요인
한화솔루션 (009830.KS)	2/9	42,000	48,000	14.29%	• 미국 내 셀 통관 이슈 종료로 모듈 가동률 정상화, 고정비 부담 감소, AMPC 증가 요인 • 2026년 케미칼/신재생 모두 우호적인 영업 환경. 우주 기대감까지 더해져
엔씨소프트 (036570.KS)	2/9	216,500	213,500	-1.39%	• [아이온2]의 성공적인 출시, 자체 결제 도입으로 2026년 실적 가시성 상승 • [아이온2]의 순항에 힘입어 월정액 29,700원 [리니지 클래식] 2월 7일 출시 예정
CJ대한통운 (000120.KS)	2/9	108,800	145,700	33.92%	• 쿠팡의 독점을 제한하기 위한 대형마트 새벽배송 규제 해제 입법 추진 긍정적 • 물류 자동화 및 물류창고 아웃소싱 확대로 계약 물류(CL) 안정적 성장 기대
금호타이어 (073240.KS)	2/9	6,240	7,530	20.67%	• 함평 및 유럽 신공장 증설에 따른 중장기 외형 확대 및 수익성 개선 • 물량 회복과 SP 마진 확대 등에 따른 수익성 개선 기대
아이에스동서 (010780.KS)	2/9	27,250	30,400	11.56%	• 2026년 4월, 3.5조원 규모의 대구 자체사업 분양을 결정함에 따라 외형 레벨업 예상 • 지방광역시 집값 반등과 대구 미분양 감소 등 긍정적 시그널 감지
덕산하이메탈 (077360.KQ)	2/9	11,560	11,180	-3.29%	• 반도체, FCBGA 수요 증가에 따른 패키징 소재 증가 • 저수익성 Paste 제품을 상대적 고수익성 제품으로 재편하는 것을 추진 중
CJ프레시웨이 (051500.KQ)	2/9	32,450	34,100	5.08%	• 내수 경기 부진에도 식자재유통의 방어, 급식사업의 성장 기대 • 온라인 채널 고객사 빠르게 증가 중이며, 아파트/군 급식 등 신규 수주 기대
이노와이어리스 (073490.KQ)	2/9	32,000	34,000	6.25%	• 미국/일본 5G Advanced 투자 본격화, 스몰셀 매출 정상화 등으로 이익 급성장 기대 • PBR이 1배 수준에 불과해 역사적 저평가 상황

단기 투자유망종목 수익률

주간(This Week)		누적(YTD)	
수익률	BM대비 수익률	수익률	BM대비 수익률
+9.93%	+4.76%p	+35.26%	+10.55%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
KB금융 (105560.KS)	2/9	149,300	164,500	10.18%	• 4분기 실적의 특징은 수수료이익 대폭 증가, 기말배당 큰폭 확대, 주주환원 재원 확보 • NIM 상승과 판관비 감소, 충당금 추가 적립 및 과징금 불확실성 해소도 긍정적 요인
키움증권 (039490.KS)	2/9	405,000	447,500	10.49%	• 증시로의 자금 유입 속도를 감안 시 26년 국내·해외주식 거래대금 견조한 수준 유지 전망 • 실적 변동성과 무관하게 배당 확대 기조를 유지하겠다는 입장 밝혀
오리온 (271560.KS)	2/9	124,000	130,000	4.84%	• 25년 상반기 톤당 만달러까지 상승했던 카카오 가격 현재 6천달러 내외까지 하락 • 중국 내 주요 부자재 및 원자재도 가격 안정화 흐름을 보이고 있어 원가 부담 완화 예상
이수스페셜티케미컬 (457190.KS)	2/9	100,000	99,300	-0.70%	• 전고체 배터리 소재 '황화리튬' 대량 제조 가능한 국내유일업체 • 전고체 배터리, 휴머노이드 산업 개화와 맞물리며 조기 상용화 기대감 상승
케이엠더블유 (032500.KQ)	2/2	18,920	18,590	-1.74%	• 삼성과 더불어 에릭슨, 노키아로의 매출 확장 가능성 상승 • 미국 및 국내에서 수개월 내 신규 주파수 할당 공고 및 경매 이루어질 전망
팬오션 (028670.KS)	1/19	4,155	4,910	18.17%	• 아비트라지 수요가 촉발되며 탱커선 운임을 견인할 것으로 예상 • 현재 MR탱커를 9척 보유하고 있으며, 연중 4척 추가 인도될 예정
기아 (000270.KS)	1/12	133,200	161,800	21.47%	• 셀토스 풀체인지 모델 출시 및 판매 본격화로 신차 효과 통한 물량 확대 지속 기대 • 이익 개선및 그룹미래 모빌리티 사업구체화 통한 밸류업 기대
에스피지 (058610.KQ)	1/5	82,700	137,100	65.78%	• 대표적인 정밀기계부품인 유성/SH/SR감속기를 모두 양산 가능한 국내 독보적인 기업 • 미국 주요 로봇 메이커의 4족 보행로봇에 에스피지의 유성감속기 적용 시작
삼성전자 (005930.KS)	1/2	119,900	167,800	39.95%	• AI 수요 견조하게 유지되는 가운데, DDR4 가격상승과 더불어 NAND 업황 개선 맞물려 • DDR 및 NAND 가격 상승은 레거시 비중이 높은 삼성전자에게 긍정적
SK하이닉스 (000660.KS)	1/2	651,000	860,000	32.10%	• 4Q25 Review 매출액 32.8조원(YoY +66.0%), 영업이익 19.2조원(YoY +137.0%) 기록 • 빅테크 중심의 HBM 수요가 견조한 가운데, 대규모 CAPEX가 동반되며 HBM 수혜 전망
한국항공우주 (047810.KS)	1/2	114,400	162,400	41.96%	• 일회성 비용 부재와 완제기 수출 부문의 일시적 믹스개선으로 3Q25 수익성 개선 • 26년 말레이시아 2차, 이집트 경전투기 사업 등의 대형 사업 예정
S-Oil (010950.KS)	1/2	83,000	107,400	29.40%	• 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(1Q)		누적(YTD)	
수익률	BM대비 수익률	수익률	BM대비 수익률
+23.79%	-0.92%p	+23.79%	-0.92%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	14,350	16.8%	• 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	20,365	56.7%	• 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	15,125	15.8%	• 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	15,580	60.8%	• 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
QDF (미국 퀄리티 배당 주식)	2026.02.02	82.93	83.70	0.9%	• 우량 배당주 선별 투자. 미국 상장 기업 중 펀더멘털(수익성, 경영 효율성, 현금흐름)이 우수하면서도 배당 수익률이 높은 '퀄리티' 기업들로 구성 • 정책 변화와 금리 변동성 확대 구간에서, 재무구조가 탄탄한 기업들은 하락 방어력이 높음. 성장보다는 안정성과 현금 창출에 집중하는 균형추 역할 기대
XLE (미국 에너지)	2026.01.02	45.65	53.58	17.4%	• 미국 S&P500 에너지 업종 ETF. 에너지 섹터의 대형주 20여개로 구성된 포트폴리오. ExxonMobil과 Chevron의 비중이 40%를 상회하는 구성 • 트럼프 정부의 중남미 영향력 확장 시도 가운데, 베네수엘라 정권 개입 상황이 미국 대표 원유 관련 기업들의 이익 증가 및 자산 회복 기회로 연결될 가능성. 유가 모멘텀은 제한되나 높은 비중을 차지하고 있는 기업들의 개별 요인 주목
SMH (글로벌 반도체)	2025.11.24	339.12	404.76	19.4%	• 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
MADE (미국 제조업 기업)	2025.10.27	30.66	35.78	16.7%	• 미국 내 매출비중 조건 반영. 중대형 제조업, 제조업 관련 기업들로 구성된 ETF • 관세 구조와 트럼프 정책의 지속성에 초점. 상호관세는 협상 여지가 있는 반면, 품목관세는 협상 가능성이 낮아 장기간 유지될 가능성이 높은 상황. 공급망의 리쇼어링 현상 확대 전망. 정책 수혜 및 내수 익스포저 기반의 수혜 기대

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

Calendar

글로벌투자분석실

SUN	MON	TUE	WED	THU	FRI	SAT
2.8	2.9	2.10	2.11	2.12	2.13	2.14
	▪ 일본 12월 BoP 경상수지 (0.7조엔, 11월 3.7조엔)	▪ 미국 12월 전월대비 소매판매 (0.0%, 11월 0.6%) ▪ 미국 12월 전월대비 수입물가지수 (0.1%, 11월 0.0%)	▪ 한국 1월 실업률 (4.1%, 12월 4.1%) ▪ 미국 1월 비농업부분 고용자수 변동 (E 65K, 12월 50K)	▪ 일본 1월 전년대비/전월대비 PIP (E --/--, 0.1%/2.4%)	▪ 미국 1월 기존주택매매 (E 424만건, 12월 435만건) ▪ 미국 1월 전년대비/전월대비 CPI (E --/0.2%, 12월 0.3%/2.7%)	
2.15	2.16	2.17	2.18	2.19	2.20	2.21
	▪ 일본 4분기 전기비 연율화 GDP (E 1.9%, 3분기 -2.3%) ▪ 일본 12월 전년대비/전월대비 광공업생산 F (E --/--, 2.6%, -0.1%)	▪ 일본 12월 전월대비 3차 산업 지수 (E --, -0.2%)	▪ 미국 12월 내구재 주문 (E --, 11월 5.3%) ▪ 미국 1월 전월대비 광공업생산 (E 0.3% / 12월 0.4%)	▪ 일본 12월 전년대비/전월대비 핵심기계수주 (E --/--, 11월 -6.4%, -11.0%)	▪ 미국 4분기 전기비 연율화 GDP (E 3.0%, 3분기 4.4%) ▪ 미국 2월 S&P글로벌 제조업 PMI (E --, 1월 52.4p)	

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.