



하나증권 리서치센터 Morning Brief

하루에 하나



2025.11.26

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	24	25	26	27	28	29

원/달러 환율

1,472.40원 (-4.70원)

KOSPI

3,857.78 (+11.72, +0.30%)

KOSDAQ

856.03(-0.41, -0.05%)

국고채 10년 금리

3.264(-0.025%p)

Global Asset Strategy

CrediVille 좀 더 기다려보자 [김상만]

실전 퀀트(Quant MP) 반도체 + 충분히 빠진 종목 [이경수]

신흥국 전략 인도 1차 관세 합의 임박? [김근아]

기업분석

이노와이어리스 4분기 흑전, 올해 연간 흑자 기록 예상됩니다 [김홍식]

E1 안정적 이익 추세 지속 [유재선]

글로벌리서치

바오산강철 3Q25 자동차강판 판매 호조로 실적 개선 [박성봉]

단기투자유망종목

삼성전자, KB금융, NAVER, 삼양식품, 이수페타시스, 파라다이스, 세방전지, 에스피지

본 자료는 오늘 발간된 자료의

요약분이 포함되어 있습니다.

자세한 내용은

홈페이지에서 본 자료를

확인해 주시기 바랍니다.



www.hanafn.com

하나증권

Credit

2025년 11월 26일 Global Asset Research

CrediVille

좀 더 기다려보자

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당시가 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.

이 또한 지나가겠지만 시점이 문제

지난주 신용스프레드는 확대세를 보였다. 국채금리는 하락하면서 그간의 급등세가 어느 정도 진정세를 보였지만, 신용채권의 경우 지표금리의 흐름을 쫓아가지 못하고 약세 현상을 보인 것이다. 섹터별로는 은행/공사채 등 초우량물의 확대세가 제한적인 가운데 회사채/여전채의 경우 확대 폭이 상대적으로 컸다. 한편, 그간의 금리상승으로 인해 모든 신용채권의 금리가 3%를 상회(3년물 기준)하는 수준으로 상승함에 따라 금리 메리트를 겨냥한 움직임 등이 나타나면서 약세 현상은 주 후반으로 갈수록 둔화되는 양상을 띠었다.

올해 내내 강세 흐름을 이어갔던 크레딧 채권시장이 연말에 복병을 만나 고전하고 있다. 추석 연휴를 낸 3분기말의 계절적 불리 구간도 이겨낸 크레딧 시장이 예기치 않게 약세로 돌아서게 된 원인은 복합적이라 볼 수 있다. 우선, 시장금리 급등에 따른 채권시장 변동성 확대가 1차적인 부담으로 작용하였다. 시장금리 상승 초기에만 해도 상대적인 캐리 메리트 등에 기반해 신용스프레드는 안정세를 유지할 수 있었으나 상승 기간 및 폭이 확대됨에 따라 피로감이 누증된 것이다.

그런 불리한 거시 여건 가운데 이른바 은행발 수급 병목현상이 발생하였다. 통상 은행권의 자금조달은 각종 비율 준수 등의 목적을 위해 연말에 조달 수요가 몰리는 경향이 있어 왔다. 그런데 올해는 그 같은 통상적인 조달 부담에 더해 올해만의 특수한 조달 수요가 발생하는 상황이 발생하였다. 그리고 올해 특수(?)의 원인 또한 복합적인 것으로 판단된다. 우선 가계대출 규제 시행에 따른 가계의 대체자금 소요 발생에 따라 은행권 요구불예금 인출이 크게 발생하였다. 그리고 전체적인 가계대출 수요 또한 이전에 비해 증가 폭이 줄어들긴 했지만 증가세 자체는 유지되면서 은행권 자금조달 수요를 부추겼다. 그리고 위험자산시장의 호조에 따라 일부 자금이동 또한 조달 수요의 요인으로 작용하였을 것으로 추정된다.

문제는 상기한 시장금리 급등과 은행발 수급 병목현상이 동시에 발생함으로 인해 시장 내 마찰적인 수급 공백이 발생했고, 그에 따라 국채에 비해 유동성이 떨어지는 신용채권이 그 직격탄을 맞았다는 것이다. 그 유탄이 공사채 발행시장에까지 여파를 미칠 정도였으니 여타 회사채나 여전채의 경우 조달 압박은 근래 보기 힘든 수준까지 치솟았다.

물론 금번 수급 공백 및 유동성 경색에 신용위험의 확대라는 매개변수가 개입된 정황은 없었다는 점은 전체 시장 관점에서 안심할 수 있는 상황이다. 하지만 ‘26년 연간전망의 제목(“수급은 수급, 가격은 가격”)에서도 암시된 바와 같이, 이 같은 상황이 가격에 충분히 반영되고 있는지의 여부에 대해서는 의문시된다.

한편, 최근 금리 상승으로 인해 초우량 크레딧물의 경우 다시 금리가 3% 이상으로 올라왔다. 절대금리 측면에서 메리트를 인정할만한 수준인 점은 분명해 보인다. 그리고 지난주



Analyst 김상만 credinal@hanafn.com
RA 김기범 kbkим1@hanafn.com

후반 이후 크레딧 시장의 불안정도 어느 정도 진정되는 양상을 띤 점 또한 긍정적인 상황 전개이다. 은행권 조달 역시 정기예금 금리 인상 등을 통해 시차를 두고 점차 안정될 수 밖에 없다.

하지만 '26년 연간전망 도입부에서 진단한 바와 같이 지표에 한발 늦게 반응하는 크레딧의 속성상 국채금리의 변동성이 진정되는 그 시점이 크레딧 관점에서는 경계태세를 더더욱 높여야 하는 구간일 수 있다는 점을 다시 언급하고 싶다. 물론, 최근 신용스프레드 상승으로 어느 정도 이격을 확보한 상태이기 때문에 이전 대비 밸류에이션 부담을 던 것은 사실이고, 또한 자금 성격에 따라 내년을 겨냥한 포지셔닝은 나쁘지 않을 수 있다. 그러나, 최근의 은행발 수급 병목현상이 보여준 또 하나의 시사점이라고 한다면 이 같은 현상이 내년 시장 전체적인 수급상 리허설의 성격일 수 있다는 측면이다. “수급은 수급이고 가격은 가격”이기 때문에 내년에도 결국은 극복하고 넘어가겠지만, 단기적인 변동성 확대 요인으로 언제든지 발목을 잡을 개연성은 열어둘 필요가 있기 때문이다.

시장 전체적인 관점에서 보면 지난 주에 나타난 위험 완화 요소는 크레딧 시장 내 내부 요인이 하나 해결된 정도이고 추가적인 변수들에 대해서는 아직 안심할 만한 단계는 아닌 것으로 판단된다. 마지막으로 하나 더 덧붙이자면 지금의 절대적인 금리수준이 매력적인 것은 사실이지만 내년에도 이 같은 기회가 계속 주어지지 않을까 판단된다.

2025년 11월 26일 | Global Asset Research

Quant

실전 퀀트(Quant MP)

반도체 + 충분히 빠진 종목

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당시가 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.

한국 반도체, 이전 사이클과 다를 것으로 보는 이유는?

올해 5월~10월 외국인(순매수 +21.3조원)이 주도한 한국 시장의 이례적인 초강세는 글로벌 AI 기업 급등 이후 알파 전략 관점에서 해석할 필요가 있다. 높은 밸류에이션 부담을 안고 있던 미국 빅테크 대비, 저평가 국면에서 실적 개선이 부각되던 국내 반도체 업종에 '키 맞추기 자금'이 유입된 것이 핵심이었다. 이 때문에 미국 빅테크의 버블 논란과 조정 가능성은 한국 시장에도 불가피하게 영향을 줄 수밖에 없는 상황이다.

다만, 중장기적 관점에서는 다른 해석이 가능하다. 미국 정부는 AI(Stargate Project, NSF 등) 및 반도체(CHIPS and Science Act 등)와 바이오 등에 보조금 및 대출, 세금 공제와 같은 투자를 기하급수적으로 늘리고 있다. 게다가 통화·재정·외교(타국으로부터 투자 유치) 정책까지도 동원되고 있다. 이처럼 '국가 자본주의'라는 새로운 흐름 속에서 '대마불사' 성격이 더욱 강화되고 있는 것이다. 미국 정부는 AI·바이오 등 전략 산업을 육성하기 위해 적극적인 성장 드라이브를 걸고 있으며, 이는 전통적인 산업 사이클인 단순 '흥망성쇠' 흐름과는 결이 다르다.

결국 트럼프 행정부의 리더십이 유지된다면, 통화정책·양적완화·외교 전략을 기반으로 빅테크 호황 사이클이 과거보다 더 길고 더 넓게 전개될 가능성이 높다. 이러한 관점에서 한국 반도체 업종 역시 과거와는 다른 국면 진입이 기대된다.

주가 낙폭과대 + a 종목군이 유리

반도체와 함께 알파 스크립 관점에서는 최근 시장 조정과 환율 급등 국면에서 우호적인 스타일로 포트폴리오를 구성할 필요가 있다. 현재 코스피가 고점 대비 약 9% 조정을 받은 상황에서 유리한 스타일을 탐색하기 위해 과거 시장 조정 직후 한 달간 성과와의 연관성을 살펴본 결과, 주가 낙폭과대·공매도 상위·목표주가 괴리 상위 등 로테이션 성격의 스타일이 강세를 보였다.

또한, 원/달러 환율 상승기에 우수한 성과를 냈던 스타일을 분석해 보면 기관 순매수·고배당·목표주가 상향·실적 상향 등이 상대적으로 우위를 보였다. 원화 약세 흐름 속에서 다소 보수적인 투자 스크립이 유리했던 사례가 다수였다는 것이다.

종합하면, 지수 고점에서 반락 후 방향성을 탐색하는 구간에서는 과도한 주가 조정 대비 실적·목표주가 등 편더멘털 개선 신호가 확인되는 종목군의 성과가 높을 가능성이 있다. 구체적으로는 4분기 실적 전망치가 높아졌는데 목표주가 괴리가 높아질 만큼 낙폭이 커진 종목군과 고배당 종목이면서 낙폭이 과도했던 종목군 등이 이번 모델포트폴리오의 핵심 알파 전략이다.



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

2025년 11월 26일 | Global Asset Research

신흥국 전략

인도

인도 1차 관세 합의 임박?

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당시가 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.

2025년 인도 증시, 글로벌 대비 부진한 흐름 지속

2025년 인도 증시는 글로벌 대비 부진한 흐름을 이어갔다. 주요국 증시 대부분이 두 자릿수 수익률을 기록한 반면, 11월 24일 기준 NIFTY50 지수의 연초 대비 수익률은 +9.7%에 그치며 언더파풀했다. 중국(+16%), 한국(+60%) 등 다른 신흥국의 벤치마크 지수들과 비교했을 때도 상당히 뒤처졌는데, 이처럼 상반된 결과를 가져온 배경으로는 크게 글로벌 AI 랠리에서의 소외와 미국의 50% 고율 관세 충격을 꼽을 수 있다. 특히 인도는 당초 트럼프 관세 정책으로 인한 혼란 속 대표적인 수혜국으로 인식됐던 만큼, 협상이 지연되고 글로벌 최고 수준의 관세가 부과되자 기대와 현실의 괴리가 커지며 투자심리가 더욱 위축된 것으로 판단된다.

50% 고율 관세, 수출·환율·수급 등 경제와 증시 전반에 부담으로 작용

8월 27일 25% 추가 관세 부과로 관세율이 총 50%까지 상향된 이후 대(對)미 수출은 9월 전년 동기 대비 11.9% 감소한 데 이어 10월에도 8.6% 감소를 기록했다. 관세 제외 품목이자 글로벌 공급망 재편 과정에서 뚜렷한 수혜를 본 전자제품을 제외하면 대부분 품목의 수출이 크게 감소했으며, 특히 대미 수출 비중이 높은 보석류와 섬유의복 수출의 경우 각각 YoY -73%, -27% 급감하며 충격이 집중됐다.

환율과 수급 여건 또한 우호적이지 않다. 강달러 기조가 장기화되는 가운데 관세로 인한 대외 불확실성이 지속됨에 따라 루피화는 달러당 89루피를 돌파하며 사상 최저치까지 절하됐다. 관세 리스크에 루피 약세까지 겹치자 외국인 자금 유입은 좀처럼 회복되지 못하면서 수급 여건도 쉽지 않은 환경이 이어지고 있다.

민간소비 비중이 높은 경제 구조와 2월 예산안에서 발표된 소득세 인하 정책, 9월 22일 부로 시행된 GST(상품 및 서비스세) 2.0 개혁 등 내수 부양책 덕분에 관세 인상에 따른 경기 전반의 충격은 일부 완충됐으나, 경제와 증시에 여전히 분명한 부담으로 작용하고 있다.

최근 LPG 계약, 무기 공급 등 1차 관세 합의 신호가 포착됨

다만, 최근 인도가 미국산 LPG 수입 장기 계약을 처음으로 체결한 데 이어, 미국 국무부가 인도에 약 1,300억원 규모의 무기 공급을 승인하면서 1차 무역 협상이 임박했다는 기대감이 높아지고 있다. 관세 협상이 타결될 경우 투자심리 회복에 따른 인도 증시의 반등 가능성은 높을 것으로 판단되며, 루피화 약세 압력도 다소 완화되고 외국인 수급 여건 역시 개선될 것으로 기대된다. 업종별로는 대미 수출 연계성이 높은 섬유의복·주얼리와 같은 업종을 중심으로 투자 심리가 우선적으로 개선될 가능성이 크며, 실제로 수출 회복이 가시화될 경우 주가 반등이 두드러질 것으로 판단한다. 인도 증시에 대한 긍정적 시각을 유지한다.



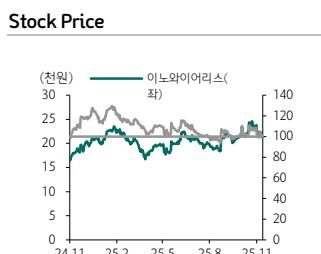
Analyst 김근아 geunak@hanafn.com

BUY (유지)

목표주가(12M) 40,000원
현재주가(11.25) 21,450원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	856.03
52주 최고/최저(원)	24,600/16,690
시가총액(십억원)	163.1
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	7,603.8
60일 평균 거래량(천주)	52.3
60일 평균 거래대금(십억원)	1.2
외국인지분율(%)	2.44
주요주주 지분율(%)	
엘아이씨 외 4 인	30.18

Consensus Data		
	2025	2026
매출액(십억원)	207.9	245.6
영업이익(십억원)	6.7	23.1
순이익(십억원)	6.5	21.5
EPS(원)	881	2,834
BPS(원)	22,844	25,559



Financial Data		(십억원, %, 배, 원)		
투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	137.4	189.7	196.3	265.0
영업이익	10.3	2.4	0.3	29.1
세전이익	13.3	5.9	0.6	31.1
순이익	10.8	2.5	0.3	26.4
EPS	1,430	333	40	3,477
증감율	(28.36)	(76.71)	(87.99)	8,592.50
PER	18.46	62.16	535.88	6.17
PBR	1.21	0.93	0.98	0.85
EV/EBITDA	7.60	12.78	20.24	2.70
ROE	7.30	1.51	0.18	14.79
BPS	21,824	22,269	21,826	25,183
DPS	350	120	120	120



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

2025년 11월 26일 | 기업분석_기업분석(Report)

이노와이어리스 (073490)

4분기 흑전, 올해 연간 흑자 기록 예상됩니다

투자의견 매수, 12개월 목표가 40,000원 유지, 너무 좋은 기회인데요

이노와이어리스에 대한 투자의견 매수, 12개월 목표주가 40,000원을 유지한다. 추천 사유는 1) 매출 쏠림 양상을 감안할 때 2025년 4분기엔 YoY로도 높은 이익 성장이 예상되고, 2) 미국/일본 시장 5G Advanced 투자 본격화, 스몰셀 매출 정상화로 2026년도엔 가파른 이익 성장이 기대되며, 3) PBRO이 1배 수준에 불과해 역사적 저평가 상황이기 때문이다. 이노와이어리스의 경우엔 올해 주가가 유독 오르지 못했다. KOSPI/KOSDAQ 뿐만 아니라 통신장비 업종 내에서도 그렇다. 실적도 원인이었겠지만 매수세 유입 부진이 주된 요인이다. 하지만 현 시점에서는 단순 수급상 문제로 이노와이어리스의 주가가 오르지 못했으며 통신장비 업종 내 밸류에이션상 매력도가 크게 높아졌다는 점에 주목할 필요가 있겠다. 나름 국내 유일의 시험장비 및 스몰셀업체이고 2017년 이후 흑자 기조를 유지하고 있는데 PBRO이 1배 수준에 불과하기 때문이다. 과거 국내 대표 통신장비 업체들의 경우 저평가 구간이 그리 오래 가지 못했다. 최근 국내 통신장비 업체 흐름에서도 잘 나타난다. 이노와이어리스의 과도한 저평가 현상이 지속되길 어려울 전망이다. 현 시점 이노와이어리스 매수는 기회일 수 있다.

4분기 매출 쏠림 양상 나타날 것, 2025년 연간 영업이익 흑자는 가능할 듯

이노와이어리스는 2025년 3분기까지 누적 영업적자 89억원을 기록하였다. 시험장비 수요가 여전히 부진한 가운데 해킹 여파로 주력인 스몰셀 매출이 저조했기 때문이다. 하지만 2025년 연간으로는 미미하지만 영업 흑자 기록이 예상된다. 4분기에는 연결 매출액 719억 원(+23% YoY, +73% QoQ), 연결 영업이익 92억원(+44% YoY, 흑전 QoQ)으로 실적이 급격히 호전될 것이기 때문이다. 스몰셀 매출이 여전히 기대에 미치지 못하는 상황이지만 고마진 사업인 시험장비 매출이 증가하는 가운데 방산 매출이 신규로 가세할 것으로 보여 특히 이익 측면에서의 개선 효과가 크게 나타날 전망이다.

2026년엔 스몰셀 매출 정상화, 시험장비 매출 증가로 이익 급증 전망

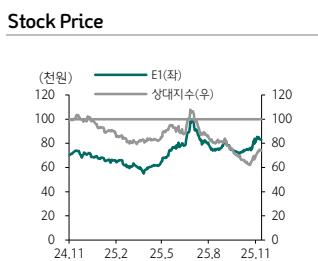
2026년 실적 전망은 더욱 밝다. 미국 시험장비 매출 증가와 더불어 스몰셀 매출 정상화가 예상되기 때문이다. 2025년 11월 미국 FCC는 어퍼 C밴드에 대한 주파수 공급 방침을 확정했다. 사업자 의견 수렴 기간 60일이 끝나면 경매에 돌입할 예정이다. 미국에서 2026년 큰 시장이 열릴 것이라 이노와이어리스 시험장비 매출 증가가 예상된다. 더불어 해킹 이슈로 잠정 중단된 스몰셀 국내 공급이 재개될 것이며 해외 공급 물량도 증가가 예상된다. 매출처 다변화 때문이다. 이연 수요를 감안하면 특히 상반기 공급 물량이 클 가능성이 높다. 결국 상반기엔 스몰셀, 하반기엔 시험장비가 2026년 이노와이어리스 실적 개선을 이끌 전망이다.

BUY (유지)

목표주가(12M) 100,000원(상향)
현재주가(11.25) 82,900원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	3,857.78
52주 최고/최저(원)	99,000/55,000
시가총액(십억원)	568.7
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	6,860.0
60일 평균 거래량(천주)	15.3
60일 평균 거래대금(십억원)	1.2
외국인지분율(%)	4.91
주요주주 지분율(%)	
구자열 외 10 인	45.36
신영자산운용	5.13

Consensus Data		
	2025	2026
매출액(십억원)	9,544.2	9,392.4
영업이익(십억원)	290.0	264.6
순이익(십억원)	122.3	122.6
EPS(원)	13.834	16,093
BPS(원)	298,733	314,109



Financial Data (십억원, %, 배, 원)				
투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	7,827.7	11,192.4	9,818.0	9,880.4
영업이익	93.2	217.6	317.5	319.7
세전이익	282.9	108.3	186.6	208.8
순이익	213.2	62.9	113.5	140.9
EPS	31.076	9.164	16,538	20,546
증감률	50.28	(70.51)	80.47	24.24
PER	2.00	7.50	5.01	4.03
PBR	0.26	0.28	0.32	0.30
EV/EBITDA	9.52	9.12	9.42	9.15
ROE	13.90	3.82	6.65	7.79
BPS	240,377	246,026	258,676	276,103
DPS	5,150	3,450	3,450	4,200



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

2025년 11월 26일 | 기업분석_Earnings Review

E1 (017940)

안정적 이익 추세 지속

목표주가 100,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

E1 목표주가 100,000원으로 기존대비 11.1% 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2026년 예상 BPS에 목표 PBR 0.36배를 적용했다. 3분기 누적 지배순이익은 2024년 연간 대비 2배 수준으로 개선되었다. 통상 4분기는 계절적인 비용이 발생할 수 있는 분기이며 최근 LPG 가격 약세가 파생상품 관련 손실로 반영될 여지를 감안해도 연간 단위로 유의미한 증익이 가능하다. 기존 주주환원 정책 상 배당 기준이 되는 별도 순이익은 파생상품 영향으로 전년 대비 감익 추세에 있지만 기존 DPS 규모는 유지될 수 있을 전망이다. 향후 주주환원 정책 및 보유 자사주 관련 대응 방향이 구체화될 것으로 예상되고 있어 지속적인 관심이 필요한 상황이다. 2026년 기준 PER 4.0배, PBR 0.3배다.

3Q25 영업이익 909억원(YoY +1,124.1%) 기록

3분기 매출액은 2.4조원으로 전년대비 13.1% 감소했다. 원/달러 평균 환율이 상승했지만 LPG 가격이 하락하고 판매량이 감소하면서 가스 부문에서 외형이 둔화되었다. 판매실적의 경우 석화와 수출이 부진했다. 석화는 국내 시황 둔화와 납사 대비 LPG 가격경쟁력 하락 등의 영향으로 감소했다. 수출은 관세 이슈로 중국의 미국산 LPG 수입 물량이 일시적으로 감소했지만 여름부터 점차 회복되는 추세에 있어 4분기부터는 상당 부분 정상화될 것으로 기대된다. 전력은 평택 발전소 실적이 온기 반영되며 외형 성장에 기여했지만 4분기부터는 기저효과가 사라질 전망이다. 금융 자회사도 올해 지속적으로 매출 증가 추세가 이어지는 중이다. 영업이익은 909억원을 기록하며 전년대비 1,124.1% 증가했다. 브랜드를 제외한 전부문에서 성장이 확인된다. 가스는 과거 인식했던 파생상품 손익이 실물 인도 시점에 영업 실적으로 반영되는 부분이 실적의 기저효과로 작용한 것으로 판단된다. 전력은 성수기 SMP 약세와 이용률 소폭 하락에도 불구하고 전력수요 증가에 따른 수도권 소재 발전소의 정산 수익 증가로 양호한 마진을 기록했다. 금융 자회사는 적자폭은 크게 감소했다. 세전이익은 전년동기와 다르게 LPG 가격 하락에 따른 파생상품 거래 및 평가손실이 일부 반영되었지만 영업실적 증가 영향으로 개선되었다.

장기적으로 여수그린에너지의 가치 재평가 가능

집단에너지사업자의 경우 현재 강화되고 있는 온실가스배출권 정책에서 일정 부분 완화된 규제가 적용되어 일반발전 대비 유리하다. 구역전기사업자의 경우 전력판매가격이 SMP가 아닌 산업용 전기요금에 가까운 수준으로 상승할 수 있어 권역 내 수요에 따라 선택 가능한 옵션이다. 열병합발전은 경쟁입찰로 향후 신규 진입이 제한되기 때문에 현재 진행되고 있는 495MW 규모 여수그린에너지 사업의 가치는 장기적으로 제고될 가능성성이 높다.

2025년 11월 26일 | Global Equity

바오산강철(600019. CH)

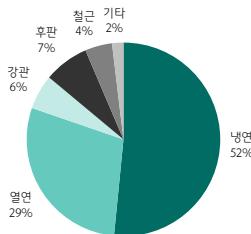
중국

TP(컨센서스)	8.27 CNY
CP(11.25)	7.16 CNY

Key Data

국가	CHINA
상장거래소	Shanghai
산업 분류	소재
주요 영업	금속 & 채광
홈페이지	www.baowugroup.com
시가총액(십억CNY)	156.0
시가총액(조원)	32.3
52주최고/최저(CHN)	7.8/5.5
주요주주 지분율(%)	
중국 바오우 강철 집단	44.20
우한 강철 집단	13.69
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.1) (3.4) 1.7
상대	(4.3) (18.0) (16.0)

매출구성



Financial Data	(백만 CNY)			
	2023	2024	2025F	2026F
매출	344,868	322,116	313,476	317,630
영업이익	12,556	9,186	13,873	15,971
순이익	11,944	7,362	10,989	12,526
EPS(USD)	0.5	0.3	0.5	0.6
EPS(YYOY, %)	(0.6)	(35.5)	56.8	13.7
ROE(%)	6.0	3.7	5.2	5.8
PER(비)	11.0	21.0	15.0	13.2
PBR(비)	0.7	0.8	0.8	0.8
배당률(%)	5.2	3.0	4.1	4.6



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

3Q25 자동차강판 판매 호조로 실적 개선

3Q25 모든 것이 양호했다.

3Q25 바오산강철의 매출액과 영업이익은 각각 810.6억위안(YoY +1.8%, QoQ +3.3%)과 37.4억위안(YoY +83.6%, QoQ +22.1%)을 기록했다. 전체 철강 판매량은 1,395만톤(YoY +7.4%, QoQ +6.8%)로 증가했다. 3분기 수출량은 185.1만톤으로 전분기대비 +4.63%, 3분기 누적으로 전년동기비 10.9% 증가하며 전체 판매량 증가에 기여했다. 한편 고부가 제품인 자동차강판 판매가 예년 수준을 상회하며 매출액 및 영업이익 증가에 상당 부분 기여했다. 또한 3분기에 철강 가격에 비해 원자재 조달 비용이 더 큰 폭으로 하락하며 스프레드가 확대됐고, 원자재 조달 최적화로 원가경쟁력이 개선된 결과 영업이익률이 전분기대비 0.9%p 상승한 4.6%를 기록했다.

4분기 판매량 감소로 영업이익 감소 전망

중국 철강 유통 가격은 7월 중국 철강 구조조정 기대감에 상승해 고점을 기록한 이후 8월 계절적 비수기 영향으로 하락 전환해 뚜렷한 수요 회복 신호 없이 지속 하락세를 기록하고 있어 4분기 ASP 하락이 예상된다. 반면 중국 정부의 석탄광산 안전점검 영향으로 원료탄 공급 차질 우려가 부각되며 원료탄 가격이 상승해 4분기 스프레드 축소가 전망된다. 9월부터 한국이 중국산 열연에 반덤핑 잠정관세를 부과하는 등 주요국 열연 반덤핑 규제 효과가 본격화되며 수출량이 감소할 전망이다. 또한 4분기에도 중국 건설 수요 회복은 어려울 것으로 전망된다. 다만 4분기 중국 자동차 생산량이 1,000만대 이상을 달성하며 전분기대비 17% 가량 성장할 것으로 전망돼 자동차강판 판매는 견조한 수준을 유지하며 수출 감소 및 건설 수요 부진을 일부 상쇄할 것으로 예상된다. 4분기에는 3분기대비 판매량이 소폭 감소하며 매출액과 영업이익 모두 감소할 것으로 판단한다.

중국산 수입규제 강화, 제품군 다변화로 대응 중

11월, 한국 정부가 철강 산업 고도화 방안에서 우회 수출에 대한 단속 의지를 강조하고, 베트남도 중국산 열연 반덤핑 조치 우회수출 조사를 개시하는 등 우회 수출의 가능성까지 차단하려는 움직임이 늘어나면서 내년 중국 수출은 감소할 것으로 예상된다. 이에 대응하기 위해 자동차강판과 전기강판 + 풍력발전용 봉형강과 고급 후판 + 기타 고부가가치제품을 '2+2+N' 전략으로 설정해 고부가가치 제품 판매 확대를 추진하고 있다. 3분기 누적 전략군 판매량이 2,569만톤으로 전년동기대비 14% 증가했고 판매비중은 전체 판매량의 65%로 (전년동기 58.5%) 상승해 전략이 원활히 실행중인 것으로 판단한다. 참고로 지난 10월에는 Chonggang 그룹 인수를 완료했는데 전기강판, 중후판, 강판 생산 능력을 보유한 회사로, 바오산강철의 제품군 다변화 전략에 부합한다. 이러한 제품군 다변화 노력은 무역 규제 강화 흐름 속 수익 확보에 주요한 역할을 할 것으로 기대되고, 동시에 내년 초 예상되는 중국 정부 철강산업 구조조정 정책 현실화 시, 제품가격 상승 수혜도 가능할 전망이다.

단기 투자유망종목

글로벌투자분석실



종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
삼성전자 (005930.KS)	11/24	94,800	99,300	4.75%	<ul style="list-style-type: none"> 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)	11/24	120,500	121,700	1.00%	<ul style="list-style-type: none"> 경쟁은행 대비 확대되었던 PBR gap이 좁여지면서 가격 매력 재부각 25년 총주주환원 규모 총 3.01조원으로 총주주환원율 약 53% 수준
NAVER (035420.KS)	11/24	262,500	253,000	-3.62%	<ul style="list-style-type: none"> 150조 원 규모 국민성장펀드 정책과 '소버린 AI' 전략이 맞물려 직접적인 정책 수혜 기대 AI 기반 쇼핑 앤터프라이즈 출시 및 네이버페이를 통한 핀테크 사업 확장 기대
삼양식품 (003230.KS)	11/24	1,380,000	1,311,000	-5.00%	<ul style="list-style-type: none"> Capa 확장에 따른 수출 증가세 기조 지속 전망, 27년까지 QoQ 탑라인 성장 지속 기대 미국 관세에 대응하여 불닭볶음면 공급가 9% 인상, 관세 부담 완화 전망
이수페타시스 (007660.KS)	11/24	122,100	140,700	15.23%	<ul style="list-style-type: none"> 26년 다중적용 MLB 양산 공급 본격화로 Blended ASP 대폭 상승 기대 강한 AI 인프라 투자가 지속되며 MLB에도 고속/저손실/고전력 특성이 요구되고 있어
파라다이스 (034230.KS)	11/24	18,090	16,730	-7.52%	<ul style="list-style-type: none"> 3Q25 Review 매출액 2,881억원(YoY +8.0%), 영업이익 395억원(YoY +9.0%) 기록 호텔 인수 및 소프트 오픈을 통해 가파른 이익 성장 기대
세방전지 (004490.KS)	11/24	58,900	59,800	1.53%	<ul style="list-style-type: none"> 3Q 실적 발표 이후 주가 큰 폭 하락. 현재 주가 P/E 6배 수준으로 밸류에이션 매력 높아 4분기는 계절적 성수기로, 시장 수요 증가가 예상됨에 따라 실적 개선 기대
에스피지 (058610.KQ)	11/24	46,100	47,250	2.49%	<ul style="list-style-type: none"> 대표적인 정밀기계부품인 유성/SH/SR감속기를 모두 양산 가능한 국내 독보적인 기업 미국 주요 로봇 메이커의 4족 보행로봇에 에스피지의 유성감속기 적용 시작

단기 투자유망종목 수익률

주간(This Week)		누적(YTD)	
수익률	BM대비 수익률	수익률	BM대비 수익률
+0.07%	-1.22%p	+60.75%	+10.04%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

증장기 투자유망종목

글로벌투자분석실



종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
롯데월푸드 (280360.KS)	11/24	122,200	122,300	0.08%	<ul style="list-style-type: none"> 작년 하반기부터 이어졌던 실적 부진은 3분기를 기점으로 마무리 될 것으로 판단 4분기부터, 기저효과 및 원가 부담 완화 등 기인해 유의미한 실적 개선 전망
지역난방공사 (071320.KS)	11/17	105,200	105,900	0.67%	<ul style="list-style-type: none"> 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	518,000	-6.50%	<ul style="list-style-type: none"> 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	25,100	-3.28%	<ul style="list-style-type: none"> CIS 국가들(카자흐스탄, 아제르바이잔 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	519,000	11.49%	<ul style="list-style-type: none"> 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	241,500	14.73%	<ul style="list-style-type: none"> 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	280,500	2.94%	<ul style="list-style-type: none"> 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	99,300	18.36%	<ul style="list-style-type: none"> 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	121,700	5.37%	<ul style="list-style-type: none"> 경쟁은행 대비 확대되었던 PBR gap이 좁여지면서 가격 매력 재부각 25년 총주주환원 규모 총 3.01조원으로 총주주환원율 약 53% 수준
한화오션 (042660.KS)	10/1	110,300	113,000	2.45%	<ul style="list-style-type: none"> 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	154,600	6.62%	<ul style="list-style-type: none"> 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	80,400	28.85%	<ul style="list-style-type: none"> 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

증장기 투자유망종목 수익률

분기(4Q)		누적(YTD)	
수익률	BM대비 수익률	수익률	BM대비 수익률
+8.43%	-4.15%p	+54.58%	+5.03%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	14,725	19.81%	<ul style="list-style-type: none"> 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	16,505	26.96%	<ul style="list-style-type: none"> 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	15,465	18.37%	<ul style="list-style-type: none"> 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	16,565	70.95%	<ul style="list-style-type: none"> 대체불가능한 비즈니스 모델을 영위한 해외 플랫폼 기업들로 포트폴리오를 구성하는 액티브 ETF 전문화와 분업화 가운데 각 분야에서 우위를 보이는 기업들을 편입. 테슬라와 구글, 샤프, 마이크로소프트, TSMC, 텐센트 등이 주요 구성 종목

Global ETF

종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
SMH (글로벌 반도체)	2025.11.24	49.14	339.12	3.98%	<ul style="list-style-type: none"> 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	61.11	3.88%	<ul style="list-style-type: none"> 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. 미국방부의 사이버보안 및 디지털 전환 정책에 힘입어 견조한 수급 모멘텀 기대
PAVE (미국 인프라 주식)	2025.11.124	38.07	46.98	1.14%	<ul style="list-style-type: none"> 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	111.83	10.11%	<ul style="list-style-type: none"> 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
11.23	11.24	11.25	11.26	11.27	11.28	11.29
	<ul style="list-style-type: none"> ■ 한국 11월 소비자기대지수 (112.4P, 10월 109.8P) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 미국 3분기 GDP P (E --, 2분기 3.4%) 		<ul style="list-style-type: none"> ■ 한국 11월 기준금리 (E 2.50%, 10월 2.50%) ■ 유로존 11월 경기기대지수 (E --, 10월 96.8P) ■ 미국 10월 PCE 디플레이터 (E --, 9월) 		
				<ul style="list-style-type: none"> ■ 한국은행 11월 금통위 		
11.30	12.1	12.2	12.3	12.4	12.5	12.6
	<ul style="list-style-type: none"> ■ 한국 11월 수출/입 (E --/--, 10월 3.5%/-1.5%) ■ 유로존 11월 HCOB 제조업 PMI F (E 49.7P, 10월 50.0P) ■ 미국 11월 ISM 제조업지수 (E 49.0P, 10월 48.7P) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 한국 11월 소비자물가/근원 소비자물가 (E --/--, 10월 2.4%/2.2%) ■ 유로존 11월 소비자물가/근원 소비자물가 P (E --/--, 10월 2.1%/2.4%) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 한국 3분기 GDP P (E --, 2분기 1.7%) ■ 미국 11월 ISM 서비스업 지수 (E --, 10월 52.4P) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 유로존 10월 소매판매 (E --, 9월 1.0%) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 유로존 3분기 GDP F (E 1.4%, 2분기 1.5%) ■ 미국 12월 미시건대 소비자기대지수 P (E --, 11월 51.0P) 	
				<ul style="list-style-type: none"> ■ BOJ 우에다 총재 연설 		

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 자료는 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 알아진 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 중재자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료를 작성한 담당자는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 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.