



하나증권 리서치센터 Morning Brief

하루에 하나



2025.11.21

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
30						

원/달러 환율

1,468.75원 (+3.15원)

KOSPI

4,004.85 (+75.34, +1.92%)

KOSDAQ

891.94(+20.62, +2.37%)

국고채 10년 금리

3.325(+0.044%p)

동 자료는 오늘 발간된 자료의
요약본이 포함되어 있습니다.

자세한 내용은
홈페이지에서 각 자료를
확인해 주시기 바랍니다.



www.hanafn.com



Special Report

제약바이오

진짜를 가려낼 때, 새로운 테마의 등장 [김선아]

기업분석

리노공업

2나노 그거 아무나 하는거 아닙니다 [김민경]

티에프이

[NDR 후기] 3분기 호실적은 예고편일 뿐 [김민경]

KSS해운

결국 관건은 주주환원 [안도현]

산업분석

2차전지

10월 ESS Battery : 성장세 지속 [김현수]

Weekly

통신

드디어 결전의 날이 밝았습니다 [김홍식]

유틸리티

집단에너지도 배출권 규제 강화 [유재선]

글로벌리서치

팔로알토

생각보다 더 큰 그림, 설득력 있는 이유 [김재임]

Nvidia

역시 엔비디아! 믿고 있었다구! [강재구, 김록호]

콘스텔레이션에너지

폐원전 재가동 프로젝트에 에너지부 10억 달러 대출 [김시현]

WEDBUSH ×

혁신기술

Nvidia의 '역대급' 실적: AI 버블이 뭐지? [박승진]

단기투자유망종목

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

하나증권

Overweight

Top Picks

*CP 2025년 11월 20일

한미약품(128940)

TP 540,000원 | CP 456,500원

삼성바이오로직스(207940)

TP 1,450,000원 | CP 1,221,000원

리가켄바이오(141080)

TP 220,000원 | CP 177,600원

인투셀(287840)

Not Rated | CP 59,100원

2025년 11월 21일 | 산업분석_Industry In-depth

제약/바이오

진짜를 가려낼 때, 새로운 테마의 등장

‘26년 비중 조절 전략: 상반기 바이오텍, 하반기 상대적으로 제약사

미국채 10년물 금리가 ‘26년 1분기 3.8%까지 하락 후 4%대로 다시 상승할 것으로 예상된다. ‘25년에도 상반기 수익률이 워낙 높았던 만큼 빠른 Sell on이 관찰되었는데, 하반기의 이러한 금리 방향성 하에서 ‘26년에는 더 빠른 Sell on과 수익률 확정 분위기가 형성될 수 있다. 더욱이 (아직 한 달이 남았지만) ‘25년 기대하고 있던 L/O가 이월되어 상반기에 몰아서 일어나고 3Q26까지 L/O가 계속 이어지지 않는 한 하반기가 더 우려되는 바이다. 따라서 ‘26년 상반기 바이오텍에서 하반기 실적 중심의 제약사로 비중을 옮기는 전략을 염두하고 있어야 한다. 제약사의 주가는 금리보단 정책과 실적 등에 더 많은 영향을 받는다. 미국의 의약품 관세 200% 부과, 약가 인하 등의 대외 변수는 점차 완화되는 분위기로 미국향 수출액이 큰 제약사들의 리스크는 해소되고 있다. 대외 변수 리스크와 함께 분할로 인해 이익 성장성이 더욱 뚜렷해진 삼성바이오로직스를 Top pick 중 하나로 제시한다.

주요 테마 1: 비만/MASH 치료제는 난이도 높아지고, 뇌질환으로 관심 이동할 것

올해를 이끌었던 비만과 MASH 치료제에 대한 관심은, Novo Nordisk의 개발 역사에서 볼 수 있다. Semaglutide는 제2당뇨병 치료제 오젠폍, 비만 치료제 위고비, 2025년 MASH 치료제로서의 승인 순으로 발전했고, 올해 12월 내 알츠하이머 임상3상 (EVOKE) 중간 결과 발표할 예정이다. 많은 기업들이 Novo Nordisk의 개발 전략을 참고해 온 만큼, ‘26년은 뇌질환 치료제에 대한 관심이 높아질 것이다. 관심기업으로는 BBB 투과 플랫폼인 Grabody-B를 보유한 에이비엘바이오, Neuraly라는 CNS 개발 기업을 100% 자회사로 보유한 디앤디파마텍도 있다. 뇌질환은 임상 성과가 확인되면 ‘26년 내 별도로 다룰 예정이다. 비만/MASH 치료제로는 Top pick으로 한미약품을 제시한다. L/O 난이도가 높아진 분위기 하에 Novel target(HM17321), 고효과의 글로벌 후기임상(HM15275)을 만족하는 파이프라인을 개발 중이고, ‘26년에는 MSD에 기술이전한 MASH 치료제의 임상2b상 결과 발표 이벤트도 있다.

주요 테마 2: ADC 개발사에 대한 관심 증가할 것

2025년에는 다수의 ADC 개발사가 새로이 등장하였다. 삼성에피소홀딩스가 출범하여 연내 ADC 파이프라인 1개의 ‘26년 임상 진입을 선언했고, 셀트리온도 ADC 파이프라인을 선보이고 내년에 임상에 본격적으로 진입할 예정이다. ADC 개발 기업인 인투셀과 에임드바이오(예정)가 상장했다. ADC에 대한 기대감이 높아지는 분위기라면, ADC 대장주이자 다수의 임상 결과 발표를 앞둔 리가켄바이오, 새로운 링커에 대한 기대감을 보유한 인투셀을 top pick으로 제시한다.



Analyst 김선아 seonakim@hanafn.com
RA 유창근 changkeunyo@hanafn.com

2025년 11월 21일 | 기업분석_Earnings Review

BUY (유지)

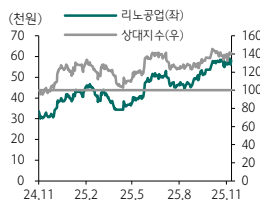
목표주가(12M) 69,000원(상향)
현재주가(11.20) 58,100원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	891.94
52주 최고/최저(원)	59,100/30,620
시가총액(십억원)	4,427.9
시가총액비중(%)	0.94
발행주식수(천주)	76,211.9
60일 평균 거래량(천주)	532.1
60일 평균 거래대금(십억원)	28.6
외국인지분율(%)	34.81
주요주주 지분율(%)	
이재운	34.66
베어링자산운용 외 3 인	5.04

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	362.7	428.0
영업이익(십억원)	168.0	203.1
순이익(십억원)	140.0	169.8
EPS(원)	1,837	2,228
BPS(원)	9,394	10,921

Stock Price**Financial Data** (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	255.6	278.2	359.6	433.9
영업이익	114.4	124.2	169.7	209.1
세전이익	142.2	146.5	184.0	225.5
순이익	110.9	113.3	141.9	173.6
EPS	1,455	1,486	1,862	2,278
증감율	(3.06)	2.13	25.30	22.34
PER	27.84	25.79	30.13	24.63
PBR	5.52	4.67	5.93	5.03
EV/EBITDA	21.55	18.47	20.94	16.63
ROE	21.12	19.20	21.15	22.17
BPS	7,340	8,201	9,466	11,146
DPS	600	600	600	700



Analyst 김민정 minkyung.kim@hanafn.com

리노공업 (058470)**2나노 그거 아무나 하는거 아닙니다****3Q25 Review: 또프라이즈**

25년 3분기 매출 968억원(YoY +40%, QoQ -14%), 영업이익 483억원(YoY +57%, YoY -10%, OPM 50%)을 기록했다. 제품별로는 리노 핀, 테스트 소켓, 의료기기 부품이 각각 240억원, 634억원, 94억원, 기타 부문 매출이 9억원을 기록했다. 주요 AP 고객사 성수기 효과로 양산 및 R&D 테스트 소켓 수요가 모두 견조했다. 26년 주요 AP 기업들은 2나노 공정 도입을 앞두고 있는데 집적도가 향상됨에 따라 이에 대응하기 위한 테스트 소켓/핀의 ASP 상승이 있었을 것으로 추정된다. 26년 본격적인 2나노 기반 AP 양산 시점까지 R&D 소켓 수요를 기반으로 양호한 실적 흐름이 지속될 것으로 예상된다.

2026 Preview: 기술 변곡점의 시작

26년 매출 4,506억원(YoY +23%), 영업이익 2,172억원(YoY +25%, OPM 48%)을 기록할 전망이다. 미세피치 대응에 따른 단가 상승 이외에도 최근 열관리 기능 등 테스트 소켓에 다양한 옵션이 적용되며 추가적인 판가 상승이 이루어지고 있는 것으로 파악된다. 판가 상승 외에도 일부 AP 고객사는 2나노 공정에서 WMCM 패키징 방식을 채택해 수율 및 집적도 향상을 도모하고 있어 테스트 핀 물량이 15~20% 증가할 것으로 추정된다. 현재 일부 고객사만이 해당 패키징 방식 도입을 검토하고 있으나 2나노 공정 채택이 본격화되며 WMCM 패키징이 확산되며 전반적인 테스트 핀 수요 증가로 이어질 가능성이 높다.

투자의견 BUY 목표주가 6.9만원으로 상향

리노공업에 대한 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 69,000원으로 상향한다. 목표주가는 26년 예상 EPS 2,278원에 24년 상반기 평균 PER인 30.23배를 적용했다. 25년 모바일 출하량은 전년 대비 2% 증가하는데 그치는 반면 리노공업의 영업이익은 전년 대비 37% 성장할 것으로 예상된다. 이는 동사의 실적이 양산용 테스트 소켓이 아닌 R&D용 소켓이 전사 실적을 견인하고 있기 때문이다. AP 및 메모리 반도체 가격 급등으로 26년 모바일 수요 및 여타 부품들의 마진 확보에 대한 우려가 존재하는 가운데 리노공업은 기술적 해자를 기반으로 안정적인 실적 성장세를 이어나갈 것으로 기대된다. 아울러 현재 탑티어 파운드리 기업의 2나노 공정 수요는 매우 강하게 유지되고 있어 26년 리노공업의 R&D 테스트 소켓에 대한 수요 또한 견조할 전망이다.

2025년 11월 21일 | 기업분석_Earnings Review

BUY (유지)

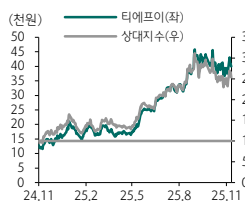
목표주가(12M) 61,000원
현재주가(11.20) 40,000원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	891.94
52주 최고/최저(원)	45,850/12,830
시가총액(십억원)	478.4
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	11,960.7
60일 평균 거래량(천주)	205.2
60일 평균 거래대금(십억원)	8.3
외국인지분율(%)	2.49
주요주주 지분율(%)	
문성주 외 7인	60.98
KB자산운용	5.39

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	107.0	151.4
영업이익(십억원)	17.0	29.9
순이익(십억원)	14.1	25.1
EPS(원)	1,223	2,101
BPS(원)	7,958	9,857

Stock Price**Financial Data**

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	80.3	73.6	110.5	153.4
영업이익	9.2	4.4	19.0	38.1
세전이익	11.4	0.4	19.2	37.6
순이익	11.1	1.5	16.7	32.6
EPS	976	128	1,451	2,729
증감율	35.56	(86.89)	1,033.59	88.08
PER	36.89	126.25	28.19	14.99
PBR	5.75	2.20	4.87	3.74
EV/EBITDA	31.88	20.72	19.19	10.04
ROE	16.86	1.94	19.26	29.67
BPS	6,259	7,343	8,391	10,926
DPS	0	0	0	200



Analyst 김민경 minkyung.kim@hanafn.com

티에프이 (425420)**[NDR 후기] 3분기 호실적은 예고편일 뿐****3분기 좋았고 4분기는 더 좋다**

25년 3분기 매출 272억원(YoY +58%, QoQ +9%), 영업이익 48억원(YoY +1913%, QoQ +23%, OPM 18%)을 기록했다. 제품별로 보드, 소켓, COK 매출이 각각 134억, 67억, 71억을 차지했다. 보드 매출 호조가 지속되고 있는데 티에프이는 보드 개발을 통해 R&D 프로젝트에 착수하는 경우가 많기 때문에 R&D 수요가 견조하게 지속되고 있는 것으로 추정된다. 어플리케이션 별로는 메모리, 비메모리 소켓 매출이 각각 48억, 224억을 기록했다. 주요 고객사의 모바일 AP 및 OSAT형 모바일 통신 칩 수요가 비메모리 실적을 견인한 것으로 추정된다. 25년 4분기에는 매출 362억원(YoY +75%, QoQ +33%), 영업이익 72억원(YoY +502%, QoQ +50%, OPM 20%)을 기록할 전망이다. 4분기는 메모리 고객사의 전통적 재고 조정 시기임에도 불구하고 전방수요 호조로 인해 메모리향 보드/소켓 매출이 전사 실적을 견인할 것으로 예상된다.

2026 Preview: 영업이익 추정치 30% 상향

26년 매출 1,534억원(YoY +39%), 영업이익 381억원(YoY +101%, OPM 25%) 기록할 전망이다. 영업이익을 기존 추정치 대비 30% 상향했다. 티에프이의 26년 외형성장 요인은 [1] 고부가 메모리 테스트 소켓 실적 기여 [2] 2.5D 패키지 대면적 테스트 소켓 공급 본격화 [3] 해외 신규 고객사 확보이다. 메모리용 소켓은 DDR5, LPDDR5 수요가 견조하게 이어지는 가운데 SOCAMM형 메모리 모듈 테스트 소켓의 외형과 수익성 기여가 시작될 것으로 예상된다. 2.5D 패키지 대면적 테스트 소켓은 3분기 중 북미 고객사의 여러 ASIC 프로젝트에 신규 진입하는데 성공했으며 CPO 관련 열관리 프로젝트를 수주까지 더해져 해외 고객사의 매출 비중은 더욱 증가할 것으로 기대된다. 추가적으로 최근 해외 신규 고객사를 확보해 26년부터 COK를 공급하기 시작할 것으로 예상된다. 증설중인 신공장은 계획대로 26년 2월 말 준공되어 상반기 내 가동이 시작될 것으로 예상된다. 현재 다수의 R&D 프로젝트가 동시에 진행되고 있어 26년 실적의 추가적인 상향 여력도 상존한다는 판단이다.

목표주가 6.1만원 유지

투자 의견 BUY, 목표주가 61,000원을 유지한다. 주요 투자포인트는 [1] 고부가 메모리 테스트 소켓 중심으로 수주잔고의 질적 성장이 이루어지고 있고 [2] 북미 고객사와의 프로젝트 확장으로 데이터센터향 테스트 소켓 공급 확대에 따른 수익성 개선, [3] 기타 해외 거래선 확대로 고객사 다변화 통한 안정적인 성장세가 기대된다는 점이다. 26년 영업이익 추정치 상향에 따라 26년 예상 PER 14.99배 수준으로 동종 업계 내 여전히 매력적인 밸류에이션 구간이라고 판단한다.

2025년 11월 21일 | 기업분석

Not Rated

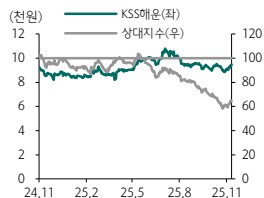
목표주가(12M) **Not Rated**
 현재주가(11.20) **9,460원**

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,004.85
52주 최고/최저(원)	10,780/8,210
시가총액(십억원)	218.4
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	23,085.9
60일 평균 거래량(천주)	50.3
60일 평균 거래대금(십억원)	0.5
외국인지분율(%)	7.18
주요주주 지분율(%)	
박종규 외 11 인	30.06
한국투자신탁운용	6.26

Consensus Data

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

Stock Price**Financial Data**

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023	2024
매출액	320	404	422	518
영업이익	58	64	82	104
세전이익	58	43	22	58
순이익	57	42	22	57
EPS	2,460	1,824	947	2,486
증감율	331.6	(25.9)	(48.1)	162.5
PER	4.8	5.1	9.8	3.5
PBR	0.8	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	10.9	9.9	7.2	6.6
ROE	16.6	10.5	5.2	10.9
BPS	15,042	17,586	18,428	23,433
DPS	350	350	350	400



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

KSS해운 (044450)**결국 관건은 주주환원****LPG/암모니아 운송 특화 선사**

KSS해운은 LPG/암모니아 운송에 특화된 선사로, 3분기 말 기준으로 15척의 VLGC(초대형 LPG선), 4척의 MGC(중형가스운반선, 암모니아 운송에 사용 중), 10척의 탱커선을 포함한 32척의 선박을 운영하고 있다. 2024년 기준 매출액의 88%가 가스선(LPG/암모니아)에서 발생하고, 대부분 장기계약(2~5년)을 기반으로 하여 안정적인 수익력을 보유하고 있다. KSS해운은 국내 유일한 암모니아 운송 선사로서, 2027년 이후로는 암모니아 시장 개화에 따른 선박 수요 증가가 기대된다. 2025년 3분기 누적 매출액은 9% (YoY) 증가한 4,139억원, 영업이익 806억원(+3%, 영업이익률 19.5%), 당기순이익 230억원(-11%)을 기록했다.

흔들리지 않는 편안함

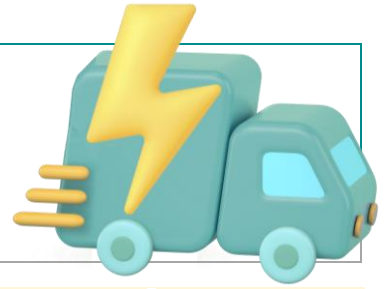
암모니아 운반선은 LPG 운송에도 사용될 수 있는데, 암모니아 시장 개화가 예상 대비 더디기 때문에 암모니아 운송용으로 발주된 VLAC(초대형 암모니아 운반선)들이 2026년 하반기를 기점으로 LPG 시장으로 들어오며 LPG선 공급 증가를 야기할 것으로 예상된다. 2026년 VLGC(VLAC) 선박량 증가율은 8%(YoY)에 이를 것으로 추정된다. 그래도 실적 안정성은 걱정 없다. KSS해운의 VLGC 사업부는 장기계약 비중이 높고, 2024년 이후 MR탱커로 포트폴리오를 다변화하면서 실적 안정성이 추가적으로 보강되었다. 3분기 누적 기준 영업이익의 16%가 탱커선에서 발생하고 있다.

안정적인 현금흐름, 추가 주주환원 여력은 충분

해운업 특성상 당기순이익보다는 현금흐름이 중요하다. 2025년 연간 영업활동 현금흐름은 약 1,500억원으로 추산되는데, 변수는 당해의 선박 취득과 선박 처분 규모이다. 선박 취득에 사용되는 현금만 연간 약 1,100억원으로 변동이 크지 않으나, 선박 처분으로 인한 현금 유입은 연간 편차가 크다. 그럼에도 불구하고 추가 주주환원 시행 여력은 충분하다는 판단이다. 2024년 총 배당금은 92억원(DPS 400원, 시가배당률 4.5%)이었었는데, 배당 확대 흐름을 감안하면 2025년 주당 배당금은 450원(시가배당률 5%) 이상으로 예상한다. 안정적 실적에도 불구하고 P/B는 0.4배 수준에 불과한데, 암모니아 시장 개화 전 주가는 주주환원 확대 여부에 좌우될 전망이다.

10월 ESS Battery : 성장세 지속

2025년 10월 ESS Data in detail | 2025.11.21



투자 의견

Neutral

Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com

RA 홍지원

지역별 ESS 배터리 신규 설치량

(단위: GWh, %)

	지역	Grid		BTM		Total			Grid		BTM		Total	
		설치량	YoY	설치량	YoY	설치량	YoY		설치량	YoY	설치량	YoY	설치량	YoY
10월	글로벌	12.7	+28.9	6.0	+57.5	18.7	+36.9	누적 (1-10월)	156.7	+38.9	55.3	+58.1	212.0	+43.5
	미국	2.3	+12.8	0.8	+47.2	3.1	+20.2		37.2	+20.7	8.6	+47.2	45.8	+25.0
	유럽	0.4	-52.1	1.4	+22.3	1.9	-10.5		8.3	+32.0	11.6	+22.3	19.9	+26.2
	중국	8.8	+62.5	2.1	+97.6	10.9	+68.3		87.4	+27.1	18.7	+97.6	106.1	+35.6
	기타	1.2	-21.1	1.7	+61.0	2.8	+12.3		23.9	+242.0	16.4	+61.1	40.3	+134.9

자료: Rho Motion, 하나증권

주1) BTM(Behind The Meter) : 전력량계를 기준으로 고객 측에 위치한 분산 에너지 자원. 가정, 건물, 공장 등에서 자체적으로 에너지를 생산, 저장, 관리하는 시스템을 말하며, 주로 건물이나 시설 내의 태양광 패널, 에너지저장시스템(ESS) 등이 해당. 발전소, 송배전망 등 전력회사가 관리하는 FTM(Front The Meter)과 대비되는 개념

전력망(Grid) 시장 내 연계 유형별 ESS 배터리 신규 설치량

(단위: GWh, %)

	연계 유형	설치량(GWh)		YoY(%)		설치량(GWh)		YoY(%)
		설치량	YoY			설치량	YoY	
10월	Grid	7.2	-6.4	누적 (1-10월)		100.9	+67.0	
	Wind+Solar	1.5	N/A			12.7	+322.5	
	Wind	1.7	+8.1			9.4	+0.2	
	Solar	2.3	-39.9			31.3	-10.7	
	기타	0.0	N/A			2.3	+628.6	

자료: Rho Motion, 하나증권

글로벌 10월 ESS 케미스트리별 신규 설치 비중

케미스트리 • 10월 글로벌 ESS 케미스트리별 비중은 LFP 84.2%(MoM -8.1%p), NCM 3.7%(MoM +0.0%p), Flow Battery 7.9%(MoM +7.7%p), Sodium based 0.7%(MoM +0.3%p), 기타 3.6%(MoM +0.1%p)

시사점 및 의견: Grid ESS 설치 증가 지속

- 10월 글로벌 ESS 신규 설치량(Grid+BTM)은 18.7GWh로 전년 대비 +37% 증가했다. 1~10월 누적 글로벌 설치량은 212.0GWh로 전년 대비 +44% 증가세를 이어갔다. AI 데이터센터 증가에 따른 전력 수요 증가, 재생에너지 변동성 대응 수요 증가로 인해 ESS 수요는 견조하게 유지되고 있다.
- 신규 설치량 중 68%를 차지하는 전력망(Grid) 시장의 경우, 10월에 12.7GWh(YoY +29%)의 ESS가 신규 설치돼 가동을 시작했으며, 누적 기준으로는 156.7GWh가 신규 설치돼 전년 대비 +39% 증가했다. 지역별로 살펴보면, 10월 미국과 중국의 신규 설치 증가율은 각각 전년 대비 +13%, +63% 증가하며 성장세를 기록했다. 반면, 유럽의 경우 전년 대비 -52% 감소했다. 다만, 비즈니스 특성상 월별 편차보다 누적 흐름이 중요하다. 누적 기준으로는 유럽이 전년 대비 +32% 증가하며 미국, 중국보다 높은 증가세를 기록했다.
- 설치량 중 32%를 차지하는 BTM(Behind The Meter) 시장에서는 10월에 글로벌 6.0GWh(YoY +58%)의 ESS가 신규 설치돼 가동을 시작했으며, 누적 기준으로는 55.3GWh가 설치돼 +58% 증가했다. 모든 지역(미국, 유럽, 중국, 기타)에서 신규 설치량은 전년 대비 각각 +47%, +22%, +98%, +61% 증가하며 높은 성장률을 기록했고, 누적 기준으로도 성장세 지속됐다.
- Grid 연계 유형별 설치량을 보면, 특정 발전소 없이 송전망에 직접 연결되어 전력시장 상황에 따라 충·방전을 하는 독립형 BESS(Stand-alone BESS) 수요는 10월 YoY -6% 감소했으나, 누적 기준 +67% 증가세다. 10월 기준 풍력 연계 ESS와 태양광 연계 ESS 설치량은 각각 +8% 증가, -40% 감소했고, 10월 누적 기준으로는 각각 Flat, -11% 감소했다. 반면, 하이브리드(풍력+태양광) ESS 설치량은 누적 기준으로 전년 대비 +323% 증가했다. 풍력+태양광+하이브리드를 합친 ESS 설치량은 10월 누적 기준 전년 대비 +13% 증가했다.
- 10월 ESS 신규 설치량 중 LFP는 84%, NCM은 4%를 차지했다. 한편, 중국 국가발전개혁위원회(NDRC)는 '2025~2027년 신에너지 저장 개발 계획' 통해 Flow 배터리 및 나트륨이온 배터리 상용화 촉진 방침을 밝혔다. 이에 중국에서 10월에는 바나듐이온 배터리를 적용한 대규모 프로젝트가 새로 가동되며, Flow 배터리 비중이 8%(전월 대비 +8%p)로 확대됐다.
- 한편, 프랑스 에너지규제위원회(CRE)는 2026년 8월부터 'injection-withdrawal' 요금제를 시행할 계획이라고 발표했다. 10월에 발표된 해당 제도는 지역 및 시간대별 전기 요금을 차등 적용하고, ESS에 저장된 전력을 수요 피크 시간대에 공급할 경우 그 가치를 보상하는 내용을 담고 있다. 네덜란드 정부 역시 지난 10월, 전력 병목 현상을 완화하기 위해 최대 6GW 규모 ESS 프로젝트가 전력망에 접속할 수 있도록 허용했다. 중국은 10월 발표한 제15차 5개년 계획을 통해 2035년까지 발전원 중 비화석에너지 비중을 30%까지 확대할 방침이다. 이처럼 각국에서 ESS를 활용한 전력망 안정 확보 노력 지속됨에 따라, Grid ESS 시장이 지속적으로 확대될 것이라 판단한다.

드디어 결전의 날이 밝았습니다

통신 이슈/전략 Weekly | 2025.11.21



Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com

RA 이상훈 sanghunlee0121@hanafn.com

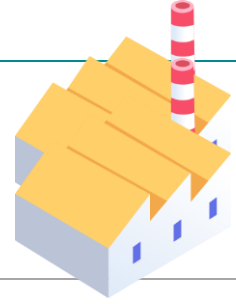
주간 동향 및 코멘트

다음주 투자 전략 및 이슈 점검

- 미국 FCC가 현지 시간 11월 20(목)일에 어퍼 C밴드 주파수 180MHz(3.98~4.2GHz 총 220MHz중 인접 주파수 40MHz 제외 기준)를 경매에 부칠지 여부를 결정한다. NPRM(Notice of proposed rulemaking : 미국 연방기관이 새로운 규칙을 제정/변경/삭제하고자 할 때 일반에 공개하는 공식 예고문)을 제정한다고 하니 국내로 치면 고시 제정을 한다고 보면 되겠다. 그런데 이러한 미국 FCC의 규칙 제정 공고는 국내 통신장비 업체에게 대형 화재가 될 것으로 보인다. 아직 단정하긴 어렵지만 드디어 전 세계 최대 시장인 미국에서 주파수 경매가 시작되면서 미국 통신사들이 본격적인 CAPEX 집행에 들어갈 전망이다. 곧 미국 통신사들의 장비 발주가 이루어지면서 국내 통신장비 업체들의 본격 미국 매출 증가가 예상된다.
- 그런데 2020년 미국 주파수 경매 당시와는 달리 2026년엔 국내 통신장비 업체들의 수혜가 클 것으로 보인다. 2019년 국내 통신장비 시장의 폭발적인 성장 이후 2020년엔 미국 시장에서의 수혜를 기대했지만 사실상 HFR과 쉐리드를 제외한 대다수 국내 업체들은 미국 시장 개화의 수혜를 입지 못했다. 가장 큰 이유는 국내 아웃소싱 통신장비 업체들이 미국에서 삼성전자를 제외한 글로벌 SI 업체들의 벤더로 선정되지 못했기 때문이었다. 더불어 당초 기대와 달리 삼성전자가 미국 AT&T, T-Mobile 공급업체 선정에서 탈락한 것도 치명적 영향을 미쳤다. 하지만 다가올 2026년 분위기는 과거 2020년과는 전혀 다르다. 미국의 중국 장비 규제가 이전 부품으로까지 강력하게 작동하고 있으며 이러한 이유로 에릭슨/노키아 등 글로벌 SI들이 부품 업체 선정에 난항을 겪고 있다. 결국 대안으로 국내 아웃소싱업체들이 그 어느 때보다 에릭슨, 노키아 벤더로 선정될 가능성이 높아지는 상황인데 이러한 동향은 이미 2025년 미국 유지보수 매출에서 잘 나타난다. 이미 일부 업체들이 시제품을 납품하고 있고 KMW/RFHIC 정도는 2026년 에릭슨/노키아 벤더로 선정될 확률이 높다는 판단이다.
- 더불어 삼성전자의 미국 시장 M/S 상승도 기대할 수 있을 것 같다. 중국 업체들이 배제된다는 가정을 하면 에릭슨/노키아/후지쯔/NEC 정도가 경쟁 대상일 텐데 2020년 이후 삼성이 수년간 미국 통신사 진출에 공을 들였고 2020년 아쉽게 벤더 선정에 실패했다는 점을 감안하면 그렇다. 삼성 경영진의 미국 시장 진출에 대한 의지가 높다는 점을 감안하면 기존 벤더인 버라이즌으로의 공급은 물론 AT&T로의 신규 사업자 선정 가능성이 낮지 않다는 판단이다.
- 2026년 국내 통신장비 업종 빅사이클 진입 가능성이 높아지는 상황에서 2025년 대표 통신장비 업체들의 주가 흐름이 2018년과 유사한 흐름을 보이고 있다는 점에 주목할 필요가 있겠다. 2018년초부터 5G 관련주가 상승 기조로 돌아선 이후 2018년 11월 주파수 경매 이후 급등한 경험이 있기 때문이다. 2018년엔 국내 시장이 주역이었다면 2025년엔 미국 시장이 주연으로 달라졌을 뿐 상황은 유사하다. 그런데 종목 선정에 있어서 유의할 필요가 있겠다. 2019년 실제 국내 시장에서 성과가 나타났 것으로 기대되는 업체들의 주가가 급등한 반면 그렇지 못한 업체는 상대적으로 수익률 측면에서 큰 차이를 나타냈기 때문이다. 2026년 실제 미국 수혜가 클 것으로 예상되는 업체를 위주로 포트폴리오를 구성할 필요가 있겠다는 판단이다. KMW/RFHIC/이노와이어리스/쉐리드 등 미국 통신 무선 장비 시장에서 확실한 수혜가 예상되는 종목군으로의 비중확대를 추천한다.
- 다음주 통신서비스 업종 종목별 투자 매력도는 KT>LGU+>SKT 순으로 제시한다. 아직은 해킹 관련 손실 규모가 확대될 소지가 존재하는 데다가 KT CEO가 연말에나 확정될 것이라 본격적인 통신서비스 업종 매수는 다소 이르다는 판단이다. 하지만 12월 말 이후 CEO 확정 및 밸류업 정책 지속 가능성 기대감으로 KT를 중심으로 본격 주가 상승이 나타날 것으로 예상되므로 KT의 경우엔 저점 분할 매수에 나서도 나쁘지 않을 것으로 판단한다. 통신장비주의 경우엔 미국 주파수 경매 수혜주인 무선 통신장비주에 집중할 필요가 있겠으며 RFHIC/KMW/쉐리드/이노와이어리스 매수를 추천한다.

집단에너지도 배출권 규제 강화

유틸리티 Weekly | 2025.11.21



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com

RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

주간 리뷰 및 관심종목

주간 리뷰

- 주간 커버리지 합산 수익률은 시장을 3.0% 상회했다. 19일 종가 기준 WTI는 60.3달러/배럴(WoW +1.6%), 미국 천연가스는 4.6달러/mmbtu(+0.7%), 아시아 LNG 현물은 11.5달러/mmbtu(+3.6%), 호주산 유연탄은 111.0달러/톤(+1.4%), 원/달러 환율은 1,467.1원(-0.2%)을 기록했다. 미국산 천연가스 가격은 강세지만 아시아 LNG 현물은 아직 낮은 수준에 머물고 있다.
- 17일 한국에너지공단은 하반기 풍력 고정가격계약 경쟁입찰을 공고했다. 육상풍력만 진행되며 공고물량은 230MW 규모다. 상한가격은 육지 163,846원, 제주 164,359원으로 꾸준히 하락하고 있다. 2024년 공고물량 300MW 규모 대비 실제 참여는 200MW 수준으로 미달했던 점을 감안하면 연이은 상한가격 하락은 수요 둔화로 이어질 여지가 존재한다. 한편 해상풍력은 인허가 관련 불확실성 해소를 위해 소관 부처와 협의 중으로 완료 이후 입찰 재개가 예상된다. 2026년 해상풍력 입찰 규모는 기존 이연 물량을 감안하면 2~3GW 수준으로 늘어날 수 있다.
- 집단에너지 사업자의 경우 특례가 적용되어 2023년까지 온실가스배출권 유상할당 비율이 0%였고 2024년부터는 10%가 적용되고 있다. 제4차 온실가스배출권 계획기간 동안 집단에너지사업자 전기 부문은 일반 발전 업종과 동일하게 유상할당 비율이 2026년 15%에서 2030년 50%까지 매년 상승한다. 열 부문은 지역난방 사업자의 경우 15%로 상승하고 유상할당 비율과 BM 계수가 5년 동안 유지된다. 산업단지 사업자는 특례가 적용되어 과거처럼 유상할당 비율이 0%로 낮아지지만 BM 계수가 매년 강화된다. 전반적으로 온실가스 배출권 관련 비용 부담이 공통적으로 강화되는 과정에 있으나 연료전환 등으로 잉여배출권을 최대한 확보할 수 있는 기업에게는 기회 요인이 발생할 수 있다.
- 종목별로 보면 한국전력은 전주대비 2.7% 하락했다. 영등포 정전 원인 분석에 시간이 소요될 전망이나 높은 예비력을 감안하면 수요 변화와 무관할 가능성이 높다. SMP는 11월 낮은 수준을 형성하고 있고 평일인 20일에 100원/kWh을 하회했다. SK가스는 전주대비 1.1% 상승했다. SK지오센트릭과 에탄 사업 추진 관련 MOU를 체결했다. NCC향 공급 연료의 다변화에 더해 효율은 낮지만 기존 LNG와 LPG에 에탄이 발전용 연료로 추가되면서 파생상품을 활용한 거래 기회가 많아질 수 있다.

관심종목

- 지역난방공사: 본격적인 열 수요 성수기 진입. 낮아진 원가로 스프레드 개선 효과 극대화 가능

주가동향

종목	주간 절대수익률(%)					주간 수급동향(순매수대금, 억원)		
	종가(11/20)	1W	2W	3W	4W	기관	외국인	개인
코스피(Pt)	4,004.85	(4.0)	1.3	(2.5)	1.6	(9,393)	(17,981)	27,970
한국전력	48,950	(0.6)	11.0	15.0	13.0	168	(162)	24
한국가스공사	41,000	(2.7)	(1.2)	(1.7)	(3.8)	(2)	(10)	14
SK가스	268,000	1.1	3.3	2.9	13.6	(44)	41	5
E1	85,000	2.9	12.4	13.6	14.6	19	(11)	(5)
SK이터닉스	19,180	(0.5)	0.8	(7.8)	(9.7)	11	11	(24)
SCG에너지	23,400	1.3	5.4	3.5	0.6	10	(4)	(6)
지역난방공사	104,600	(4.1)	(3.7)	9.3	11.3	(38)	45	(7)
한전기술	91,500	(3.9)	0.1	(10.5)	(16.4)	(143)	89	50
한전KPS	52,800	0.6	7.3	4.1	0.8	89	102	(189)

2025년 11월 20일 | Global Equity

팔로알토(PANW.US)

생각보다 더 큰 그림, 설득력 있는 이유

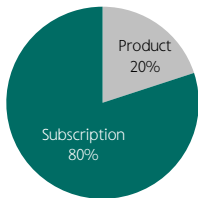
미국

TP(컨센서스) 225.63 USD
CP(11.19) 199.90 USD

Key Data

국가	미국
상장거래소	나스닥
산업 분류	사이버보안
주요 영업	소프트웨어
홈페이지	www.paloaltonetworks.com
시가총액(십억USD)	134.7
시가총액(조원)	197.8
52주최고/최저(USD)	223.61/144.145
주요주주 지분율(%)	
뱅크	9.69
블랙록	8.24
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.3) 3.4 3.6
상대	(2.6) (7.5) (8.2)

매출구성



Financial Data (백만 USD)

	2024	2025	2026F	2027F
매출	8,028	9,222	10,507	11,934
영업이익	2,190	2,652	3,098	3,576
순이익	1,948	2,345	2,721	3,118
EPS(USD)	2.84	3.34	3.82	4.31
EPS(YOY, %)	27.7	17.6	14.4	12.8
PER(배)	70.4	59.8	52.3	46.4
PBR(배)	20.4	14.8	13.4	10.4
배당률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

주: Non-GAAP 실적 기준

자료: 팔로알토, Bloomberg, 하나증권



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

1Q26 실적 기대치 상회, M&A 이슈로 주가 하락

FY26년 1분기(10월결산) 실적은 주요지표가 예상치를 상회하는 호실적을 달성했다. 2분기 가이드언스 상회 폭이 시장 눈높이보다 낮아 보일 수 있으나, 이는 비수기 계절성을 고려한 보수적인 산정 패턴으로 충분히 예견된 수준이다. 실적 발표 직후 주가 하락은 옵저버빌리티 기업 크로노스피어(Chronosphere) 인수 발표 때문이다. 그러나 이번 인수 결정은 중장기적으로 사업 확장 잠재력이 막대할 것으로 예상되는 획기적인 전략으로 판단된다. 1) AI 시대 데이터 폭증과 시스템 가동 유지를 위해 옵저버빌리티 수요 급증, 2) 단순 모니터링을 넘어서 보안 상품과 결합으로 문제 인식에서 해결까지 자동화하는 시장 선점, 3) AI 네이티브 기업으로서 기존 벤더 대비 3배 저렴한 비용 효율성과 확장성으로 AI 데이터센터 옵저버빌리티 시장에서 빠르게 급부상하는 크로노스피어의 높은 성장 잠재력, 4) 주요 고객사로 상위 프론티어 모델사 2곳을 포함 대형 AI 데이터 기업을 이미 확보하고 있어 팔로알토가 AI 데이터센터 시장 내 침투를 높일 수 있는 기회라는 점에서 긍정적인 효과가 클 것으로 판단된다.

플랫폼화 성공적으로 순항, 차세대 보안 주요 제품 모멘텀 강세 확인

1분기 플랫폼화 순신규 계약은 60개가 추가, 전체 계약수는 1,450개로 YoY 30% 늘어났다. 플랫폼화 효과로 차세대보안 ARR 5백만 달러, 1천만 달러 초과하는 고객수는 각각 54%, 49% 증가했다. 차세대 네트워크 보안 SASE 사업 ARR은 34% 증가, 13억 달러 돌파했으며 소프트웨어 방화벽의 제품 매출 비중은 44%까지 확대, 제품 매출 성장(+23%)을 견인했다. 향후 AI 기반 시스템 도입이 본격화되면 중요도가 급증할 것으로 예상되는 브라우저 보안 채택(seats)은 YoY 7배 넘게 확대되었다. 레거시 SIEM 시장이 무너지고 있는 상황에서 보안 운영 자동화 플랫폼인 XSIAM 고객사 수는 150% 이상 증가했다.

과감한 전략을 통한 성공 이미 여러 번 입증, 기대감을 높이는 요인

크로노스피어 인수가(33.5억 달러, ARR 대비 21배)가 상당한 프리미엄을 반영했다는 점과 연이은 M&A가 수익성 지표에 미칠 부담에 대한 우려는 단기적으로 주가에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 그러나 사이버아크 인수 발표 직후와 그 이후 시장에서 인수에 따른 기대감을 반영하며 보인 주가 변화를 기억할 필요가 있다. 팔로알토는 사이버아크, 크로노스피어 인수 영향을 포함하더라도 FY26년 FCF마진을 최소 37% 유지할 것으로 예상하며, 두 기업의 인수 효과로 FY30년 NGS ARR 목표치를 200억 달러로 상향조정했다. 팔로알토의 경영진은 예상치 못한 획기적인 결정과 전략적 변화를 통해 보안 시장 내에서 가장 성공적으로 영역 확장 능력을 입증해왔다. 이번 결정 역시 AI가 촉발하는 거대한 변화 속에서 선제적으로 과감한 전략을 통해 새로운 기회를 포착하기 위한 시도로 보이며 그 동안 현재의 경영진이 입증한 전략적 성공을 고려하면 이번 인수 결정 또한 높은 기대감으로 귀결된다. AI 시대 수요가 가장 급증할 것으로 예상되는 아이덴티티 보안(사이버아크)까지 포함한 보안 시장내 대표 통합 플랫폼이면서 AI 데이터 관련 옵저버빌리티 & 보안까지 결합한 점은 각각의 영역 내 다른 사업자 대비 확실한 차별성으로 점유율을 높일 것으로 기대된다.

2025년 11월 20일 | Global Equity

NVDA Corp.(NVDA.US)

역시 엔비디아! 믿고 있었다구!

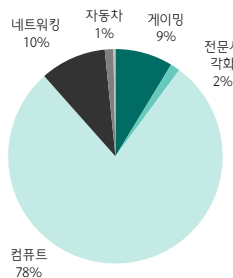
미국

TP(컨센서스) 240.92 USD
CP(11.19) 186.52 USD

Key Data

국가	UNITED STATES
상장거래소	NASDAQ GS
산업 분류	Information Technology
세부 분류	Semiconductors & Semiconductor
홈페이지	www.nvidia.com
시가총액(십억USD)	4,532.4
시가총액(조원)	6,655.2
52주최고/최저(USD)	212,1899/86.62
주요주주 지분율(%)	
Vanguard Group Inc/The	9.15
Blackrock Inc	7.95
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.8 37.6 27.8
상대	2.1 26.2 15.6

매출구성



Financial Data

(백만 USD)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	60,922	130,497	209,080	298,464
영업이익	37,134	86,789	131,763	200,991
순이익	32,312	74,265	112,207	168,562
EPS	1.30	2.99	4.58	6.96
EPS(YOY, %)	288.0	130.7	53.2	52.0
ROE(%)	91.5	119.2	89.5	74.8
PER(배)	50.7	48.6	40.7	26.8
PBR(배)	35.0	44.0	30.2	16.9
배당률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Bloomberg, 하나증권

시장참여자들의 AI 버블 불안 완화 기대: 2026년에도 잘 부탁드립니다

엔비디아의 시장 예상을 상회한 호실적과 다음 분기 가이드언스는 AI 버블에 대한 시장참여자들의 걱정을 완화할 것이다. 실적 발표 후 시간 외 주가는 5.6% 상승했다. FY3Q26 성과와 함께 고객들의 AI 활용 및 효과, CUDA를 활용한 A100의 경제적 수명 연장 등도 강조했다. 고사양 블랙웰 확장이 원활하고, 내년 루빈 플랫폼 생산 일정도 차질이 없다. AI 인프라 대장주로서 CY 2026에도 양호한 주가 흐름을 기대한다.

양호한 FY 3Q25 실적

엔비디아의 FY 3Q26 실적은 매출액 570억 달러(YoY +62.5%, QoQ +22%), 매출총이익률 73.6%(YoY -1.4%p, QoQ +1%p), EBIT 378억 달러(YoY +62.2%, QoQ +25.2%), EPS 1.30 달러(YoY +60.6%, QoQ +23.5%)다. 매출액, EBIT, EPS는 블룸버그 컨센서스를 3.3%, 3.5%, 3.1% 상회했고, 매출총이익률은 전망치 수준이다. 영업비용은 58억 달러(YoY +36.2%, QoQ +7.9%)로 연구개발비 47억 달러(YoY +38.8%, QoQ +9.6%, 판관비 11억 달러(YoY +26.4%, QoQ +1.1%)다.

매출총이익률이 전년 대비 낮아질 수 있다는 점은 시장에서 인지하고 있었다. 호퍼에서 원가가 상대적으로 비싼 블랙웰 플랫폼으로 전환되는 초기이기 때문이다. 양산이 진전되면서 분기 대비 매출총이익률은 개선됐다. 고사양 버전인 울트라 판매가 늘어난 것도 이익에 긍정적으로 작용했을 것이다. 비용 증가는 컴퓨터 및 인프라 비용, 직원 확충 및 보상 확대, 신제품 출시를 위해 늘어난 엔지니어링 개발 비용 등의 영향이다.

FY 4Q26 가이드언스: 상향된 컨센서스를 넘어선 실적 전망

엔비디아의 FY 4Q26 실적 가이드언스는 매출액 650억 달러(YoY +65.3%, QoQ +14%), 매출총이익률 74.9%, EBIT 428억 달러(YoY +67.9%, QoQ +13.5%), EPS 1.48 달러(YoY +65.5%, QoQ +13.9%) 등이다. 각각 시장 예상을 4.9%, 0.3%p, 2.3%, 2.9% 상회했다. 엔비디아 실적 발표 전까지도 높아졌던 시장 전망치를 넘어섰다는 점이 시장 참여자들의 불안을 해소했을 것이다.

FY 3Q26과 마찬가지로 중국 매출은 반영하지 않았다. 중국 판매의 필요성을 강조하면서 모호한 태도를 유지했다. FY 3Q26에 H20 매출이 약 5천만 달러였다고 CFO는 설명했다. 직접적으로 중국 매출을 언급하진 않았으나, 지정학적 문제와 중국 내 경쟁 심화로 대규모 구매 주문은 발생하지 않았다고 했다.

Analyst
강재구 jaekoo.kang@hanafn.com
김록호 roko.kim@hanafn.com

데이터센터 매출: 블랙웰 플랫폼이 만드는 선순환 계속

CFO는 가속 컴퓨팅, 강력해진 AI 모델, 에이전틱 애플리케이션 등의 수요를 강조했다. 아직도 초기 수준이라고 평가했다. 컴퓨트 매출은 430억 달러(YoY +55.7%, QoQ +27.1%), 네트워크 매출은 82억 달러(YoY +161.8%, QoQ +12.9%)다. 시장 예상을 3.4%, 5.7% 상회했다.

GB300 생산 본격화가 컴퓨트 매출 확장에 긍정적이었다. 3분기에 GB200 매출을 넘어서면서 전체 블랙웰 플랫폼 매출의 2/3을 차지했다. CFO는 2026년 말까지 블랙웰과 루빈 플랫폼에서 5,000억 달러 규모의 매출 가시성을 확보했다고 강조했다. 2026년 하반기 램프업이 목표인 루빈의 생산 일정엔 차질이 없다고 한다. 호퍼 플랫폼 매출도 꾸준하다. 이번 분기 매출을 약 20억 달러 수준이다. H20과 관련해 AI 컴퓨팅 리더십을 위해 미국 정부의 수출 승인 필요성을 언급했다.

블랙웰 플랫폼 덕분에 네트워크 매출이 확대되는 선순환이 긍정적이다. GB200 및 300 등 시스템용 NVLink 도입이 늘고 있다. FY 3Q26과 비교했을 때 출하 시기와 공급 가용성 등에 변동성이 다소 있었으나, 제품 세대 전환기에 있을 수 있는 현상이다.

그 외 사업부

데이터센터 외 사업부 매출은 게이밍 43억 달러(YoY +30.1%, QoQ -0.5%), 전문 시각화 8억 달러(YoY +56.4%, QoQ +26.5%), 자동차 및 로보틱스 6억 달러(YoY +31.8%, QoQ +1%) 등이다. 전문 시각화 사업부는 블룸버그 컨센서스를 24% 상회했다. 게이밍과 자동차는 3.6%, 4.7% 하회했다. 시장참여자들의 관심사는 데이터센터 매출이기 때문에 주가에 미치는 영향력은 없다. 게이밍과 전문 시각화 사업부에서도 블랙웰 기반 플랫폼의 견조한 수요가 나타났다는 점이 긍정적이다.

시장 걱정들에 대한 답변

엔비디아 실적 발표 전까지 증시 변동성이 확대로 인해 시장참여자들의 AI 버블에 대한 걱정이 컸다. 이번 실적 발표에선 CFO는 고객사들의 실제 AI 활용을 강조했다. 생산성 향상과 비용 절감 등 명확한 ROI가 나타나고 있다는 점을 부각해 시장의 회의론을 반박했다. 순환 거래 중심에 있는 OpenAI 관련 주간 사용자 및 기업 고객 확대, 양호한 총 이익률 등을 언급하며 성장세가 지속되고 있음을 설명했다. OpenAI 플랫폼의 빠른 성장과 함께 전략적 관계 강화 가능성도 시사했다.

소프트웨어(CUDA 생태계) 덕분에 2020년 출시한 A100 시리즈가 완전 가동 상태인 점도 강조했다. 마이클 버리의 주장을 간접적으로 반박한 것이다. ASIC이 범용 GPU를 대체할 것이란 우려에 대해서도 다섯 가지 근거를 들며 해명했다. 1) 랙 스케일로 진화한 AI 시스템에 단일 목적용 ASIC의 부적합하다는 점, 2) 다양한 모델에 제한적인 ASIC의 호환성, 3) 추론에 특화돼 사전 학습 등에서 범용 GPU 대비 불리하다는 점, 4) 클라우드별 상이한 환경과 소프트웨어 스택에 표준화된 아키텍처가 없다는 점, 5) 수요 기반 생태계가 약하다는 점 등을 ASIC의 한계로 지적했다.

2025년 11월 20일 | Global Equity

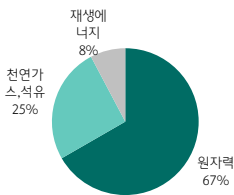
미국

TP(컨센서스) 407.69 USD
CP(11.19) 357.48 USD

Key Data

국가	미국
상장거래소	나스닥
산업 분류	유틸리티
주요 영업	전기 공의 사업체
홈페이지	www.constellationenergy.com
시가총액(십억USD)	111.7
시가총액(조원)	163.8
52주최고/최저(USD)	412.7/161.3
주요주주 지분율(%)	
VANGUARD GROUP	12.30
CAPITAL GROUP COMPANIES INC	9.47
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.5) 21.6 52.4
상대	(7.2) 10.2 40.1

매출구성



Financial Data (백만 USD)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출	24,918	23,568	23,680	26,205
영업이익	1,610	4,352	3,928	5,028
순이익	1,623	3,749	2,833	3,829
EPS(USD)	5.01	11.89	9.3	11.4
EPS(YOY, %)	흑전	137.3	11.9	23.2
ROE(%)	14.8	31.1	21.3	22.2
PER(배)	22.4	26.9	38.5	31.2
PBR(배)	3.4	5.3	7.9	7.4
배당률(%)	0.8	0.6	0.4	0.5

자료: CEG, Bloomberg 시장예상치, 하나증권



Analyst 김시현
sihyun_kim@hanafn.com

콘스텔레이션에너지(CEG.US)

폐원전 재가동 프로젝트에 에너지부 10억 달러 대출

5월 발표된 원자력 행정명령의 일환

미국 에너지부(DOE)는 CEG가 재가동을 준비중인 펜실베이니아 Crane Clean Energy Center(스리마일 unit1) 원자력 발전소에 10억 달러를 대출했다. 해당 발전소는 835MW 규모의 플랜트로 에너지부 지원책은 트럼프가 5월에 공개한 4건의 원자력 행정명령 중 하나인 [원자력 산업 기반 재건]에 따른 것이다. 이번 계약은 트럼프 정부 하에서 처음으로 조건부 약정과 자금 집행의 최종 단계가 모두 마무리된 최초의 프로젝트 라는 점에서 의미가 크다. 2026년 초 재가동을 예상하고 있는 미시간주 Palisade의 발전소의 경우 스리마일과 유사한 800MW 규모로 DOE는 2024년 9월 15.2억 달러를 대출해준 바 있다. DOE LPO(Loan Programs Office)는 미 국채금리에 FFB 유동성 스프레드 0.375%를 더해 산출된다.

신규 하이퍼스케일형 PPA 체결 가능성 높음

3QFY25 매출액 65.7억 달러(YoY +0.3%), 조정 EPS 2.97달러(-22.3%)로 컨센스에 부합했다. 급등했던 PJM 2025/26 용량 경매가 3개월 모두 온전히 반영된 첫 분기였다. ZEC 가격은 Midwest와 Newyork에서 전년 동기 대비 소폭 낮은 수준을 유지했다. 대부분의 CEG 발전소가 PTC의 상단 부근 혹은 그 이상에 위치하기 때문에 용량 가격 상승으로 인한 혜택은 non-CMC 설비들이 누리고 있는 상황이다. 설비비용률은 96.8%로 꾸준히 산업 평균 대비 4% 가량 높은 수준을 유지하고 있다. 11월에는 Maryland 지역의 증가하는 전력 수요 대응을 위해 5.8GW의 가스발전소와 BESS 공급을 약속했다. 시장이 가장 기대하고 있는 것은 MSFT와 META에 이은 하이퍼스케일형 PPA 계약으로 구체적이진 않지만 긍정적인 톤을 유지했으며 2026년 2월 예정된 4분기 실적발표 이전에 추가 계약 공개 가능성이 높다.

1+1=3

FY2025년 연간 조정 EPS 가이드스를 기존 8.90-9.60달러에서 9.05-9.45로 중간값을 유지하며 범위를 좁혔다. 상업용 고객 비즈니스가 선방했지만 주식보상비용으로 인한 O&M 비용 증가가 일부 상쇄했다. CEG가 1월 인수를 발표한 천연가스 1위 IPP Calpine은 다른 발전사들과 마찬가지로 판매를 미리 확정하고 헤지를 통해 재무적 목표 달성에 유리하다. 인수는 법무부 승인만 남겨두고 있으며 섯다운으로 인한 지연 없이 4분기 내 마무리될 전망이다. 4Q25 실적발표부터 Calpine을 포함할 가이드스를 제공할 예정이다. 추가적으로 Calvert Cliff 등에서 증설 엔지니어링 작업을 마쳤다. 용량 확대는 이처럼 Uprate 대상 부지를 지속 활용할 것으로 예상하며 비용을 고려해 단기적으로 신규 원전 계획을 공개할 가능성은 매우 낮다. 주가는 신규 PPA 공개 전까지 모멘텀은 다소 부족할 것으로 전망한다.

2025년 11월 20일 | Global Equity

Industry Note

혁신기술(Disruptive Technology)

Nvidia의 '역대급' 실적: AI 버블이 뭐지?

- Another Monster Quarter from Godfather of AI Jensen and Nvidia: AI Bubble Who?

견조한 실적과 가이드언스가 이끄는 강한 서프라이즈. AI 기술주 투자심리 회복 전망

최근 몇 주간 AI 버블 우려가 확산되며 기술주 전반의 긴장감이 고조됐으나, Nvidia의 견조한 분기 실적과 가이드언스를 통해 시장과 기술주 섹터의 투자심리를 신속하게 회복시킬 강한 모멘텀이 확인되었다. Nvidia의 총 매출은 월가 전망치인 550억 달러를 상회하는 570억 달러를 기록했고, EPS 역시 1.30달러로 또 한 번 시장 컨센서스를 큰 폭으로 상회했다.

무엇보다 다음 분기 가이드언스에 대하여 시장 예상치(617억 달러)를 크게 상회하는 650억 달러가 제시된 부분이, Nvidia와 AI 혁명에 대한 강한 상승 모멘텀을 만들어 낼 핵심 촉매제라고 판단된다. 특히 데이터센터 매출이 전망치를 20억 달러 초과하며, 최근 한 달간 제기된 비관론과 달리 초기 국면에 놓여있는 AI 산업의 투자 사이클이 여전히 강하게 전개되고 있음을 확인시켜 주었다.

한편 이번 실적과 가이드언스에도 중국 시장의 수요가 전혀 반영되지 않았다. 미국과 중국 간 무역 협상을 통해 Nvidia가 차세대 칩을 다시 중국에 판매할 수 있게 될 시점은 2026년으로 예상한다. 그리고 이 부분은 현재 가이드언스나 시장 전망에 포함되지 않은 상태라는 점도 살펴볼 필요가 있겠다.

Blackwell과 Rubin의 견고한 수요. 중장기 AI 사이클의 초기 모멘텀 재확인

컨퍼런스콜 코멘트들을 통해 확인된 Blackwell 수요와 Rubin 아키텍처의 구축배포랩업 관련 내용들은, 최근의 우려들을 일부 상쇄하는 긍정적인 내용들로써 시장에서 좋은 평가를 받을 것으로 보인다. 컨퍼런스 콜 이후 더 자세한 내용을 제공하겠지만, 이번 Nvidia의 실적과 가이드언스는 연말까지 기술주 상승 흐름을 다시 점화할 만큼 강력한 수준이라고 판단된다.

AI 버블에 대한 우려는 과도하다는 것이 당사(Wedbush)의 견해이며, 이번 결과는 AI 혁명 논리를 다시 한 번 검증하는 중요한 근거라고 할 수 있겠다. 우리는 여전히 AI 사이클이 '9회말'에 가까운 막바지 국면이 아니라 '3회초' 단계에 있는, 중장기 사이클의 초기 국면이라는 시각을 유지한다.

이번 호실적은 Microsoft, Google, Amazon, Oracle 등 하이퍼스케일러 기업뿐 아니라 Palantir와 Oracle 같은 소프트웨어 기업에도 구조적으로 긍정적인 데이터 포인트가 될 것이다. AMD, TSMC, ASML 등 반도체 종목을 중심으로 한 매크로 반도체 트레이드도 이미 탄력이 붙은 상태이며, 이러한 흐름을 감안하면 기술주는 전반적으로 강한 상승세를 보일 가능성이 높아 보인다.

Compliance Notice

본 리포트는 Wedbush 사의 Analyst Daniel Ives가 작성한 보고서('Another Monster Quarter from Godfather of AI: Jensen and Nvidia: AI Bubble Who?' '11월 19일')를 번역하여 작성된 자료입니다.

Wedbush의 투자 의견이 반영된 리포트입니다. 참고하시기 바랍니다.

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

ETF 투자유망종목

해외주식분석실



국내 ETF

종목	편입일	기준가	전일증가	수익률	투자 포인트
KODEX 미국시테크 TOP10 (485540,KS)	2025.07.22	12,290	14,240	15.87%	<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 소비된 AI, 신제품 교체 수요들이 꾸준히 확인되고 있는 상황. 중국 수출 규제 완화와 트럼프 정부의 AI 육성 정책 모멘텀도 긍정적
PLUS 글로벌방산 (496770,KS)	2025.03.04	13,000	17,710	36.23%	<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 미국빌리어너 (489290,KS)	2025.02.03	13,065	14,890	13.97%	<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	16,185	67.03%	<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, 샤오미, 마이크로소프트, TSMC, 텐센트 등이 주요 구성 종목

Global ETF

종목	편입일	기준가	전일증가	수익률	투자 포인트
AIQ (글로벌 AI 기술 관련 기업)	2025.09.19	49.14	48.80	-0.69%	<ul style="list-style-type: none"> AIQ는 AI 관련 소프트웨어, 하드웨어 기업 등 AI 생태계 전반의 기업들로 포트폴리오를 구성하는 Global X의 AI 테마 ETF. 다른 AI 테마 ETF들 대비 AI 본연의 기술을 영위하는 기업들에 대한 익스포저가 높은 종목 하이퍼스케일러 기업들 중심의 투자 모멘텀 지속 영역. 규모의 경제에 의한 경쟁력과 시장점유율이 높은 상관 관계를 보이고 있어 여전히 성장 기대 유효한 영역
SHLD (미국 방산 기술 주식)	2025.06.16	58.83	64.19	9.11%	<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. 미 국방부의 사이버보안 및 디지털 전환 정책에 힘입어 견조한 수급 모멘텀 기대
URA (미국 우라늄 주식)	2025.06.16	38.07	43.73	14.87%	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 우라늄 생산 기업을 시가총액 가중치에 따라 편입하는 ETF AI 산업 성장에 따른 전력 소모 증가, 탄소중립 압박, 지정학적 리스크 등 에너지 수급 불확실성이 지속되는 가운데, 비용 대비 효율이 높은 원전 수요가 재개되고 있는 상황. SMR(소형모듈 원자로)을 중심으로 원전 테마의 주가 모멘텀 기대 유효
QGRO (퀄리티 성장주)	2025.01.03	101.56	110.40	8.70%	<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 증가, 전일증가는 한국 시장 3시 30분 기준.

단기 투자유망종목

글로벌투자분석실



종목	편입일	기준가	전일증가	수익률	투자 포인트
삼성전자 (005930.KS)	11/17	97,200	100,600	3.50%	<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)	11/17	129,500	121,200	-6.41%	<ul style="list-style-type: none"> 경쟁은행 대비 확대되었던 PBR gap이 좁여지면서 가격 매력 재부각 25년 총주주환원 규모 총 3.01조원으로 총주주환원을 약 53% 수준
한국항공우주 (047810.KS)	11/17	103,100	107,300	4.07%	<ul style="list-style-type: none"> 일회성 비용 부재와 완제기 수출 부문의 일시적 믹스개선으로 3분기 수익성 개선 4분기 호실적 기대. 12월 UTS RFP 공개되며 수주 모멘텀 점증하는 구간
이수페타시스 (007660.KS)	11/17	111,100	133,300	19.98%	<ul style="list-style-type: none"> 26년 다중적층 MLB 양산 공급 본격화로 Blended ASP 대폭 상승 기대 강한 AI 인프라 투자가 지속되며 MLB에도 고속/저손실/고전력 특성이 요구되고 있어
KCC (002380.KS)	11/17	407,000	415,000	1.97%	<ul style="list-style-type: none"> 중국 유기실리콘 업체들의 가동률 30% 하향 조정 합의 발표로 유기실리콘 가격 강세 중국 구조조정 및 자체적인 설비 감축 등 영향으로 실리콘 업황 개선 가능성 점증
농심 (004370.KS)	11/17	422,500	472,000	11.72%	<ul style="list-style-type: none"> 3Q25 Review 매출액 8,712억원(YoY +2.4%), 영업이익 544억원(YoY +44.5%) 기록 4분기 북미에서의 '케데언' 마케팅 협업 제품 판매가 온기 반영
지역난방공사 (071320.KS)	11/17	105,200	104,600	-0.57%	<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
한국단자 (025540.KS)	11/17	61,300	61,500	0.33%	<ul style="list-style-type: none"> 자동차의 전장화/전동화에 따른 수혜와 고객사 다변화 기대 하반기 미국법인 회복 및 유럽법인 호실적 지속 전망
인투셀 (287840.KQ)	11/17	55,400	59,100	6.68%	<ul style="list-style-type: none"> 11월 24일 에피스 상장을 앞두고 프로젝트 딜 가능성 상승 연내 파트너사와 본계약 및 '26년 임상1상 중간 결과 발표에 따른 추가 L/O 기대

단기 투자유망종목 수익률

주간(This Week)		누적(YTD)	
수익률	BM대비 수익률	수익률	BM대비 수익률
+3.35%	+3.42%p	+62.86%	+9.65%p

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

중장기 투자유망종목

글로벌투자분석실



종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
지역난방공사 (071320.KS)	11/17	105,200	104,600	-0.57%	<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	557,000	0.54%	<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	25,700	-0.96%	<ul style="list-style-type: none"> CIS 국가들(카자흐스탄, 아제르바이젠 등)에서 가스 등의 프로젝트 참여 예정 26년 사우디 가스(Khafji, 20억달러), 카타르 화학(40억달러) 신규 수주 기대
엘앤에프 (066970.KS)	10/27	133,600	127,800	-4.34%	<ul style="list-style-type: none"> 한국의 NCM 수출 회복 흐름 감안 시, 3분기 실적 턴어라운드 가능성 높아 95% 니켈 NCM 양극재 공개, 공매도 숏커버링 기대
SK하이닉스 (000660.KS)	10/20	465,500	571,000	22.66%	<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	218,500	3.80%	<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	296,000	8.62%	<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	100,600	19.90%	<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	121,200	4.94%	<ul style="list-style-type: none"> 경쟁은행 대비 확대되었던 PBR gap이 좁여지면서 가격 매력 재부각 25년 총주주환원 규모 총 3.01조원으로 총주주환원을 약 53% 수준
한화오션 (042660.KS)	10/1	110,300	125,000	13.33%	<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	158,400	9.24%	<ul style="list-style-type: none"> 국내 중시 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	89,400	43.27%	<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

중장기 투자유망종목 수익률

분기(4Q)		누적(YTD)	
수익률	BM대비 수익률	수익률	BM대비 수익률
+11.88%	-4.36%p	+58.03%	+4.81%p

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

Calendar

글로벌투자분석실

SUN	MON	TUE	WED	THU	FRI	SAT
11.16	11.17	11.18	11.19	11.20	11.21	11.22
	<ul style="list-style-type: none">일본 3분기 GDP P (-1.8%, 2분기 2.2%)		<ul style="list-style-type: none">영국 10월 소비자물가/근원 소비자물가 (3.6%/3.4%, 9월 3.8%/3.5%)유로존 10월 소비자물가/근원 소비자물가 (2.1%/2.4%, 9월 2.2%/2.4%)		<ul style="list-style-type: none">유로존 11월 HCOB 제조업 PMI P (E --, 10월 50.0P)미국 11월 미시건대 소비자대지수 F (E 50.3P, 10월 51.6P)	
				<ul style="list-style-type: none">미국 10월 FOMC 의사록		
11.23	11.24	11.25	11.26	11.27	11.28	11.29
		<ul style="list-style-type: none">한국 11월 소비자대지수 (E --, 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 경기대지수 (E --, 10월 96.8P)미국 10월 PCE 디플레이터 (E --, 9월)		
				<ul style="list-style-type: none">한국은행 11월 금통위		

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

Compliance Notice

- 본 조사항목은 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료를 작성한 담당자는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 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.