

CMRC Fund

Report on Management of Assets

Monthly Edition



CMRC Fund Members

이규혁 이민정 김석우 박성완

Disclaimer

본 보고서는 소속 학회원들의 학습 목적으로 한국외국어대학교 경영대학 소속 금융학회 자본시장연구회(이하 “자본시장연구회”)에 의해 작성되었으며, 그 외 다른 목적으로 사용될 수 없습니다.

본 보고서는 게시일 이전까지 신뢰할 수 있는 출처로부터 얻은 공개된 자료를 바탕으로 제작되었으며, 언급된 회사에 대한 내부 정보는 어떠한 형태로도 취득하거나 사용하지 않았습니다. 따라서, 자본시장연구회는 본 보고서에 포함된 자료 및 정보의 공정성, 정확성, 신뢰성에 대해 어떠한 보증도 제공하지 않으며 본 보고서 또는 그 내용의 사용으로 인해 발생하는 어떠한 손실에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

본 보고서에는 미래에 대한 추정치가 포함되어 있으며, 이는 과거가 아닌 미래 사건과 관계된 사항으로 다양한 가정에 기초한 예측일 뿐 실제 결과와 다를 수 있습니다. 이는 향후 경영환경의 변화 등에 따라 영향을 받으며, 본질적으로 불확실성을 내포하고 있는 바, 본 보고서에 기재되거나 암시된 어떠한 정보 및 견해도 투자 또는 의사결정의 근거로 활용될 수 없습니다.

본 보고서의 저작권은 전적으로 자본시장연구회에 귀속되며, 사전 허가 없이 본 보고서의 전부 또는 일부를 복제, 배포, 전송, 또는 상업적 목적으로 사용하는 행위는 엄격히 금지됩니다. 또한, 자본시장연구회 학회원을 제외한 제3자는 사전 동의 없이 본 보고서를 인용하거나 활용할 수 없습니다.

2025.12.05. 자본시장연구회 기금운용팀

32기 이규혁
자본시장연구회
기금운용팀
팀장

포르투갈어과
slbaby0318@hufs.ac.kr

31기 이민정
자본시장연구회
기금운용팀
팀원

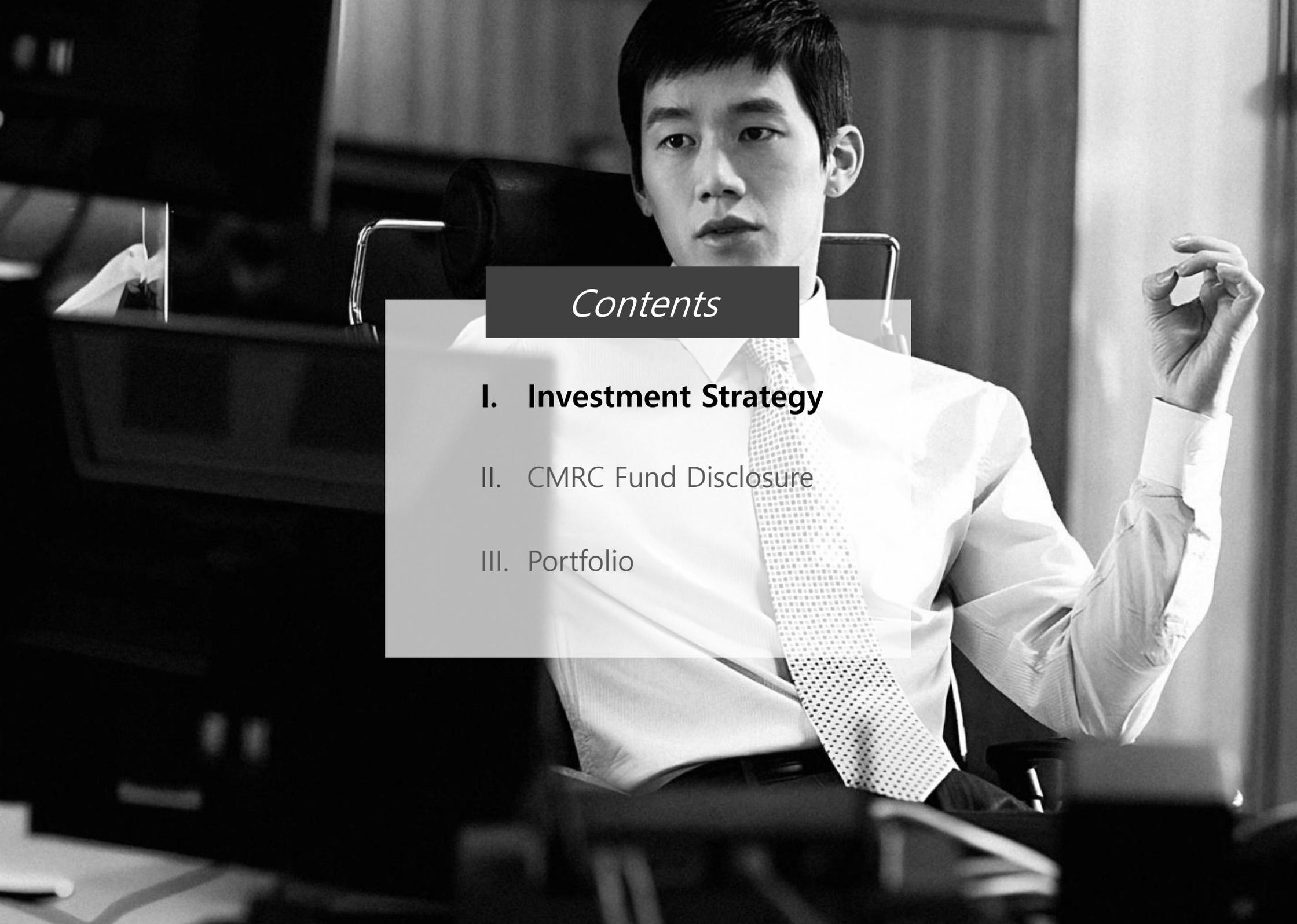
중국언어문화학부
lil2mnjg@hufs.ac.kr

33기 김석우
자본시장연구회
기금운용팀
팀원

경영학전공
seowoki17@hufs.ac.kr

34기 박성완
자본시장연구회
기금운용팀
팀원

정치외교학과
swp1130@hufs.ac.kr



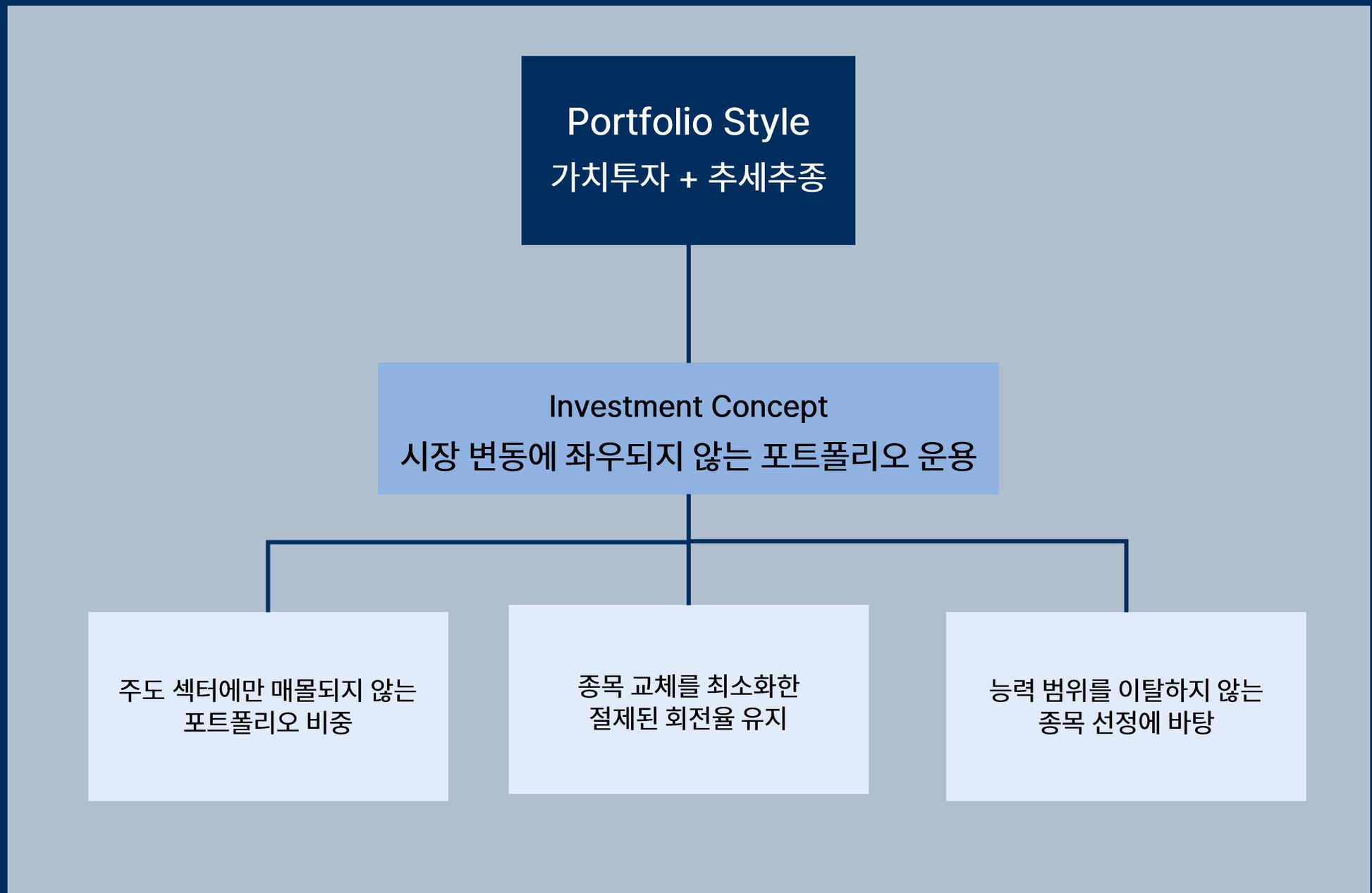
Contents

I. Investment Strategy

II. CMRC Fund Disclosure

III. Portfolio

I. Investment Strategy





Contents

I. Investment Strategy

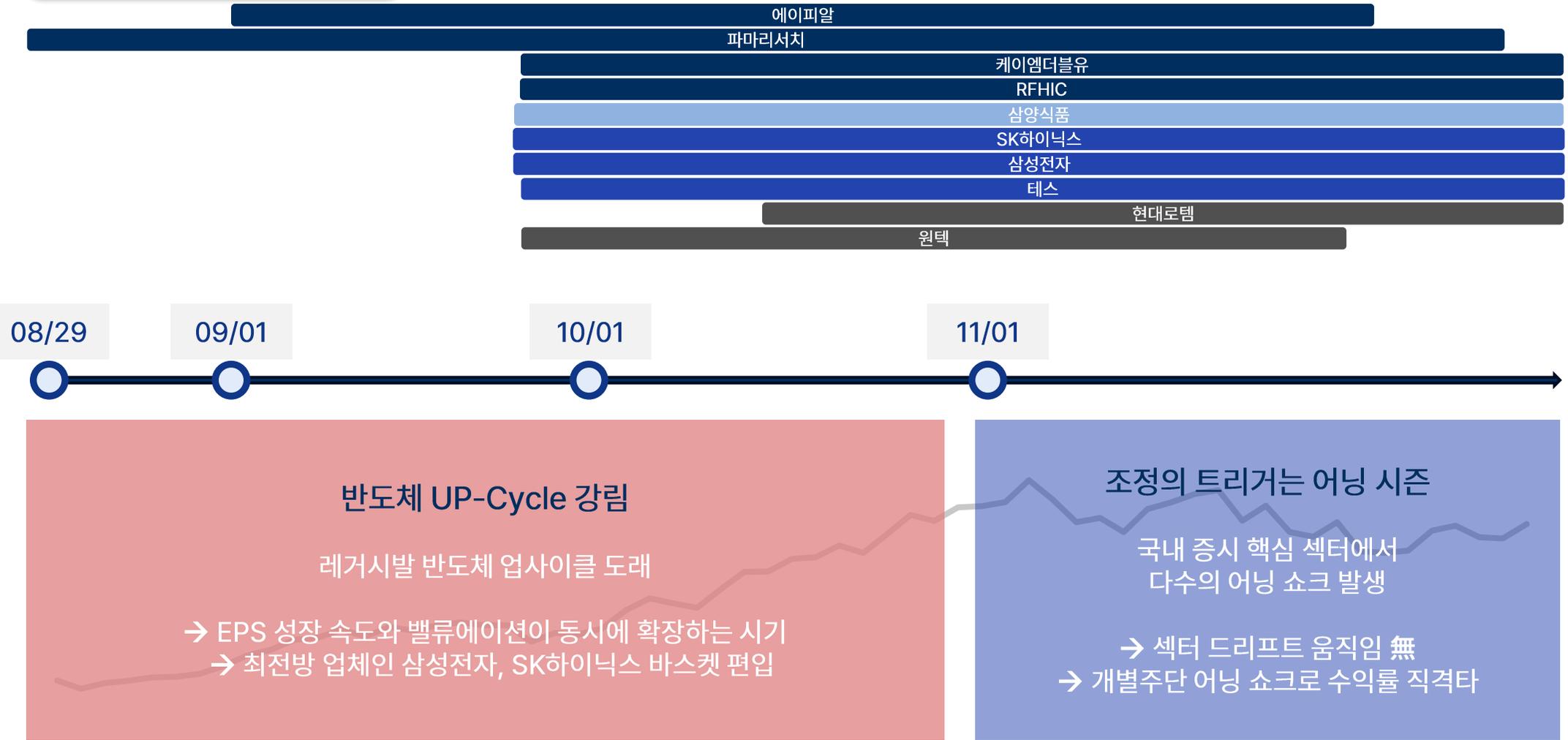
II. CMRC Fund Disclosure

III. Portfolio

II. CMRC Fund Disclosure

*251202 발표일 기준

KR Market Timeline



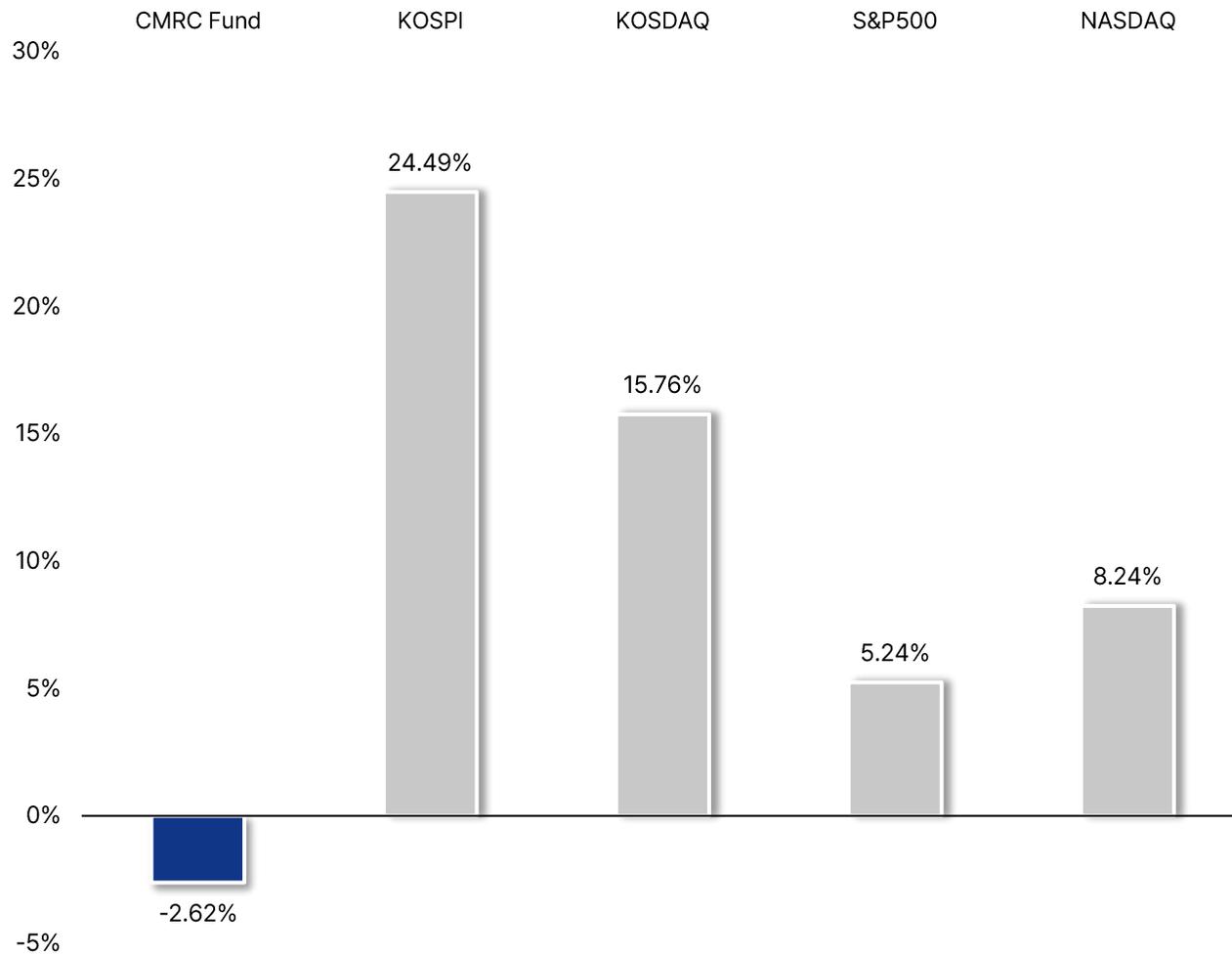
II. CMRC Fund Disclosure

*260204 청산일 기준

*메리트 슈퍼365-RP 자동투자 수익금: +10,540원

종목명	매입일	매도일	매수단가	매도단가	수익률	수익금(거래세 반영)
에이피알	2025-09-01 2025-11-06	2025-11-06 2025-11-11	225,500*3주 256,500*2주	246,500*3주 208,500*2주	-2.92%	-34,734원
파마리서치	2025-08-29 2025-09-26 2025-11-13	2025-11-11 2025-11-24	670,000*1주 568,000*1주 453,000*2주	449,500*2주 428,000*2주	-18.27%	-391,632원
케이엠더블유	2025-09-18 2025-11-03	2026-02-04	12,870*16주 17,630*2주	18,890*18주	+40.69%	+98,160원
RFHIC	2025-09-18	2026-02-04	32,150*6주 38,100*2주	48,000*8주	+42.41%	+114,132원
삼양식품	2025-09-17	2025-01-05	1,585,000*1주	1,260,000*1주	-20.67%	-327,520원
SK하이닉스	2025-09-17 2025-09-26 2025-11-05 2025-11-21	2025-11-04 2026-02-04	339,000*1주 334,000*1주 551,000*1주 518,000*1주	578,000*1주 902,000*3주	+88.16%	+1,535,721원
삼성전자	2025-09-17 2025-10-02 2025-11-05 2025-01-05	2025-11-04 2026-02-04	78,900*4주 89,850*2주 98,540*5주 135,600*9주	103,500*2주 169,000*18주	+46.83%	+1,034,206원
테스	2025-09-18 2025-10-02 2025-11-05	2026-02-04	42,500*5주 46,100*1주 40,650*1주	68,000*7주	+58.74%	+175,798원
현대로템	2025-09-30	2026-02-04	219,500*1주	228,000*1주	+3.66%	+8,044원
원텍	2025-09-18	2025-10-02 2025-11-05	10,220*59주	9,200*20주 8,130*39주	-17.02%	-102,661원
HD현대에너지솔루션	2025-12-22	2026-02-04	62,800*15주	70,500*15주	+12.03%	+113,386원

II. CMRC Fund Disclosure



한국 시간 기준 25년 8월 29일 대비 25년 12월 2일

CMRC Fund **-2.62%**

동기간 KOSPI 대비 **-27.11%p 언더퍼폼**

동기간 KOSDAQ 대비 **-18.38%p 언더퍼폼**

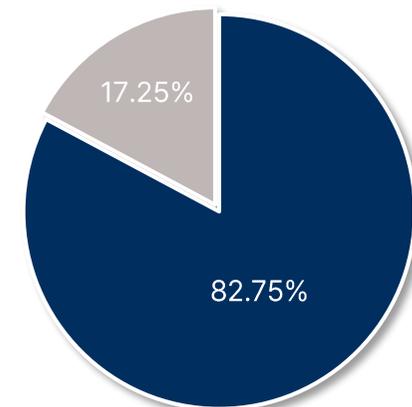
동기간 S&P500 대비 **-7.86%p 언더퍼폼**

동기간 NASDAQ 대비 **-10.86%p 언더퍼폼**

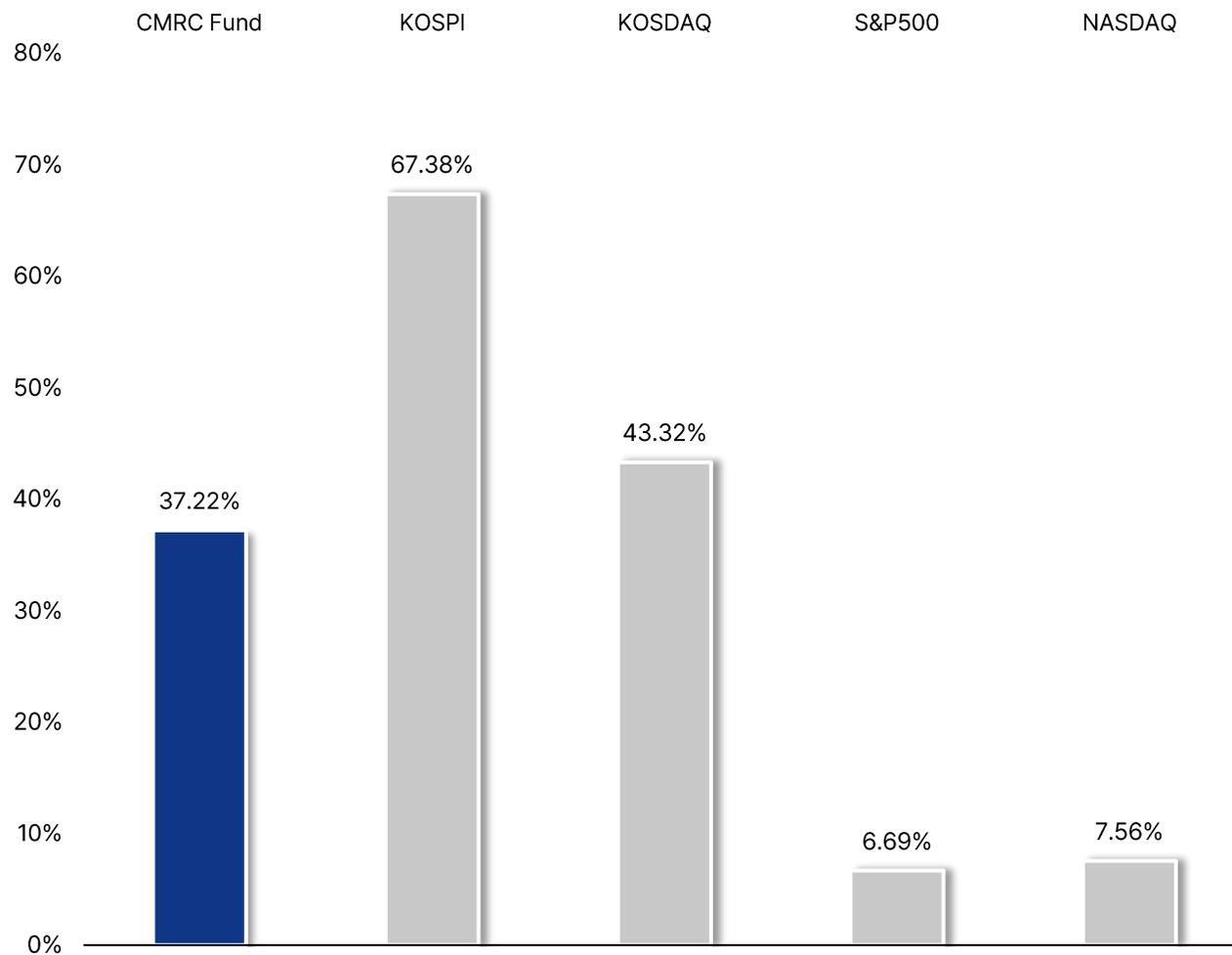
발표일 기준 수익률 **-2.62%** // 수익금 **-157,200원**

CMRC FUND 자산 비중

■ 국내주식 ■ 현금



II. CMRC Fund Disclosure



한국 시간 기준 25년 8월 29일 대비 26년 2월 4일

CMRC Fund **+37.22%**

동기간 KOSPI 대비 **-30.16%p 언더퍼폼**

동기간 KOSDAQ 대비 **-6.10%p 언더퍼폼**

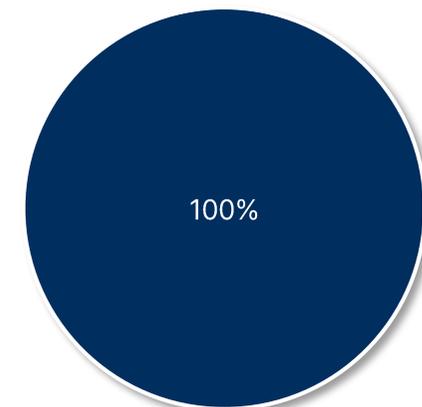
동기간 S&P500 대비 **+30.53%p 아웃퍼폼**

동기간 NASDAQ 대비 **+29.66%p 아웃퍼폼**

청산일 기준 수익률 **+37.22%** // 수익금 **+2,233,440원**

CMRC FUND 자산 비중

■ 국내주식



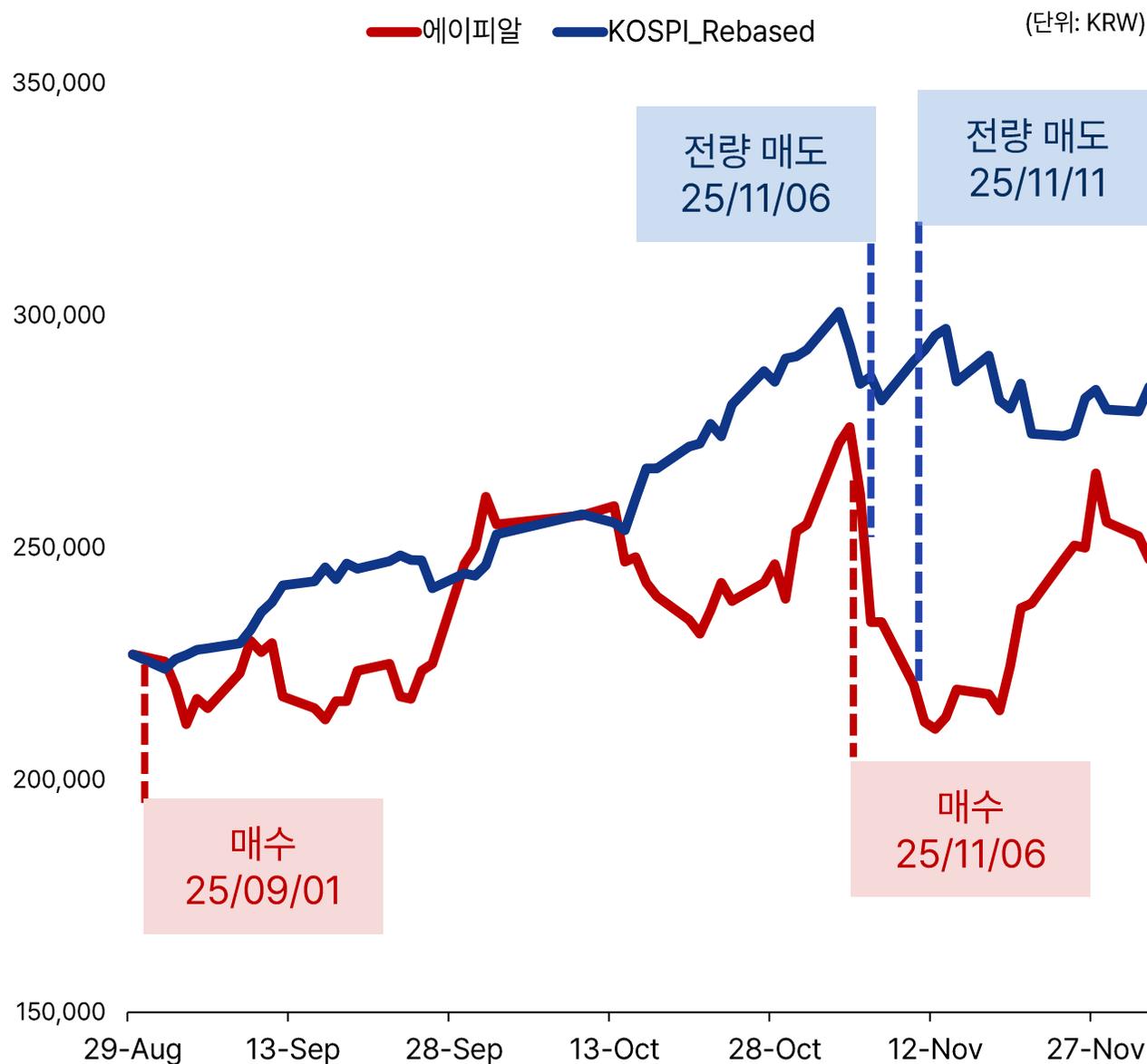


Contents

- I. Investment Strategy
- II. CMRC Fund Disclosure
- III. Portfolio**

매도 종목_에이피알 (KOSPI: 278470)

32기 이규혁



평균 매입 단가	237,900원
평균 매도 단가	231,300원
매수 일자	2025-09-01 2025-11-06
매도 일자	2025-11-06 2025-11-11
수익률	-2.92%
수익금	-36,734원

에이피알_당시 투자포인트

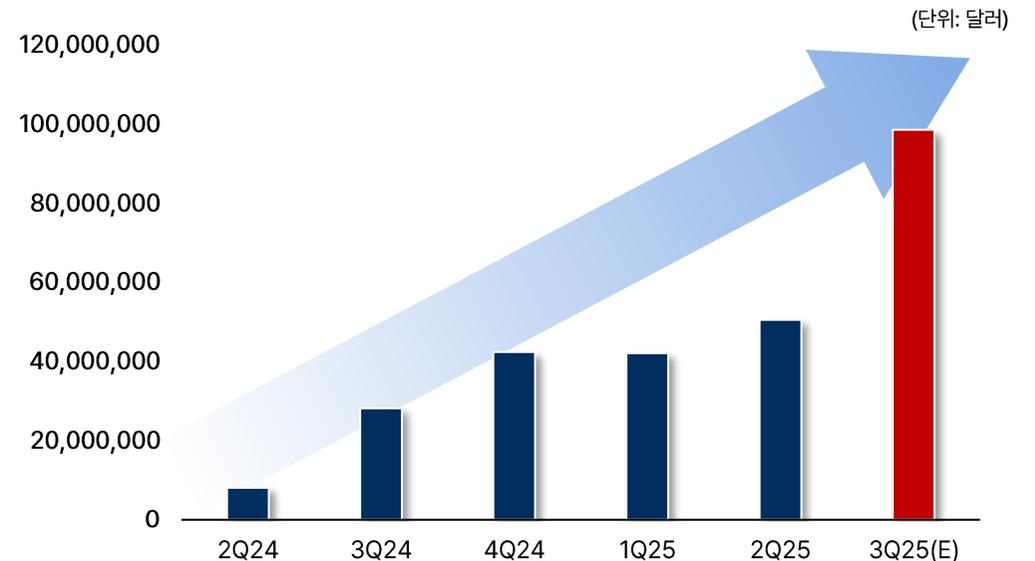
32기 이규혁

- 동사는 미용기기 부문과 화장품 부문을 주력으로 가져가는 뷰티 기업 → 핵심 브랜드와 상품은 각각 메디큐브, 부스터프로
- 3Q25 마켓 컨센서스는 매출액 3,764억, 영업이익 868억 // 개인 추정치는 매출액 4,000억, 영업이익 1,050억 수준
→ 시가총액 10조 이상 타킷하고 진입
- 메인 아이디어는 Bull Case 추세추종 + 3Q 온라인 플랫폼 프로모션 실적 호조 + 4Q 성수기
- 3분기 메인 이벤트(Qoo10 메가와리 등)에서도 실적 엑셀러레이팅 가능성 확인
- Target P/E는 30배 수준으로 상대적 비수기인 3Q에서도 실적 호조 관측 시 4Q까지 강력한 성장 모멘텀 유지 가능
- 명목상 TP는 270,000원으로 설정하되, 3Q25 실적 발표에 맞춰 운용할 예정

9월 Qoo10 메가와리 메디큐브 1, 3, 4위 달성

순위	제품명	매출액	브랜드
1	메디큐브 부스터프로 히카루 콜라보	10.6	메디큐브
2	아누아 스킨케어 세트 8종	9	아누아
3	메디큐브 달빛 스킨케어 세트	6.1	메디큐브
4	메디큐브 부스터프로 미니	3.2	메디큐브
5	아누아 세럼 1+1 세트	3	아누아

미국 아마존 + 틱톡 데이터 분기 추이



에이피알_매도 코멘트

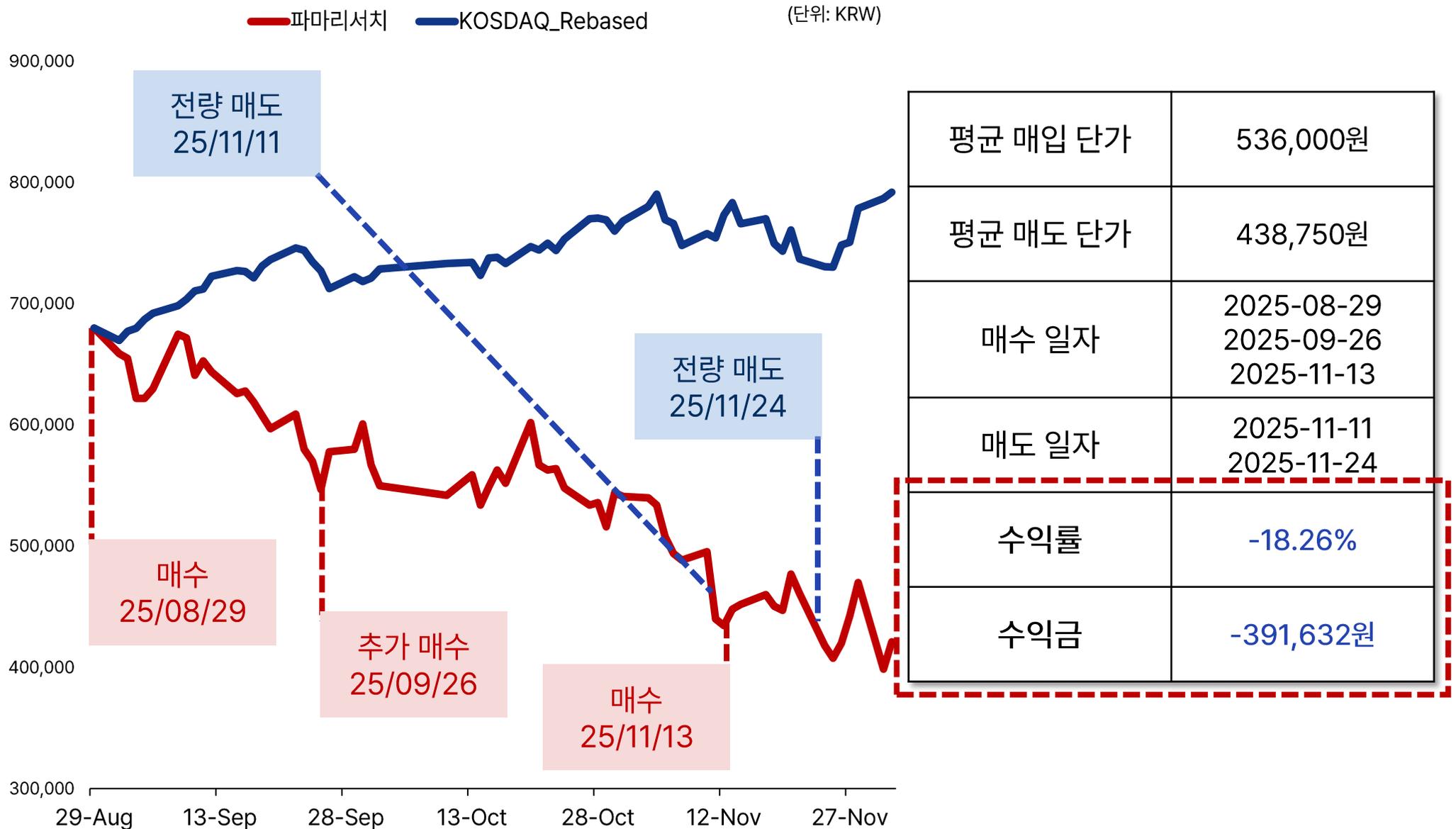
32기 이규혁

- 3Q25 매출 3,859억(YoY +121.7%) 영업이익 961억(YoY +252.9%) 달성, 컨센서스(3,763억 / 868억) 각각 2.6%, 10.7% 상회
- 미국, 일본 매출은 추정치 다소간 하회했으나 4Q 데이터는 견조함 // 미국 ULTA향 오프라인 매출 비중은 26E 20~30% 전망
- 26E 전사 마진율은 26% 가량으로 추정, 26E 매출 20,500억 / 영업이익 5,500억 / 순이익 4,400억 전망
- 실적발표 당일 주가 수준에서는 OP 1,200억 언더 발표시 단기 쇼크 시나리오 가능성 높다고 판단함 → 실적 공시와 동시에 시장가 매도
(실적 공시 직후 하락 VI는 도달은 이미 고가에 근접한 주가와 과한 기대감에 큰 영향을 받은 것으로 추정)
- 여전히 26E 어닝 성장 가능성이 열려 있는 성장주이나, 밸류, 센티 등 당분간 불리한 환경에 놓일 가능성이 높음 → 금번 학기 재편입 X
- 실적발표 당일 트레이딩 실수로 매도가보다 높은 가격에 자동 매수 체결 // D+3 거래일에 발견하여 즉각 매도



매도 종목_파마리서치 (KOSDAQ: 214450)

32기 이규혁



파마리서치_당시 투자포인트

32기 이규혁

- 동사는 PDRN 및 PN 기술을 활용한 의료기기·의약품·화장품 제조 및 판매 사업을 주력으로 가져가고 있음
- 3Q25 마켓 컨센서스는 매출액 1,413억, 영업이익 593억 // 개인 추정치 또한 매출액 1,400억, 영업이익 600억 수준
- 매수 시점의 3Q 추정치상 이미 P/E 30배 넘어가는 수준에 위치
 - 밸류에이션 매력은 미진했으나 Bull Case 추세추종 + 3Q 실적플레이 + 반도체 종목 헷지 목적으로 단주 편입
- 엘앤씨바이오(리투오), 한스바이오메드(셀르디엠) 급등으로 인한 해자 침식 우려가 부상하였으나 실적 반등 예상하고 추가 매수까지 진행
 - 핵심 이슈는 리투오 품귀 + 여우야 리투오 트렌드였으나, 절대적 CAPA 부족으로 일어난 단기 Theme으로 판단
 - 당해 이슈와 겹쳐 하락한 부분이 적지 않기에 보합 수준의 실적 시현만으로도 Bull Case 시나리오 그려볼 수 있다고 생각

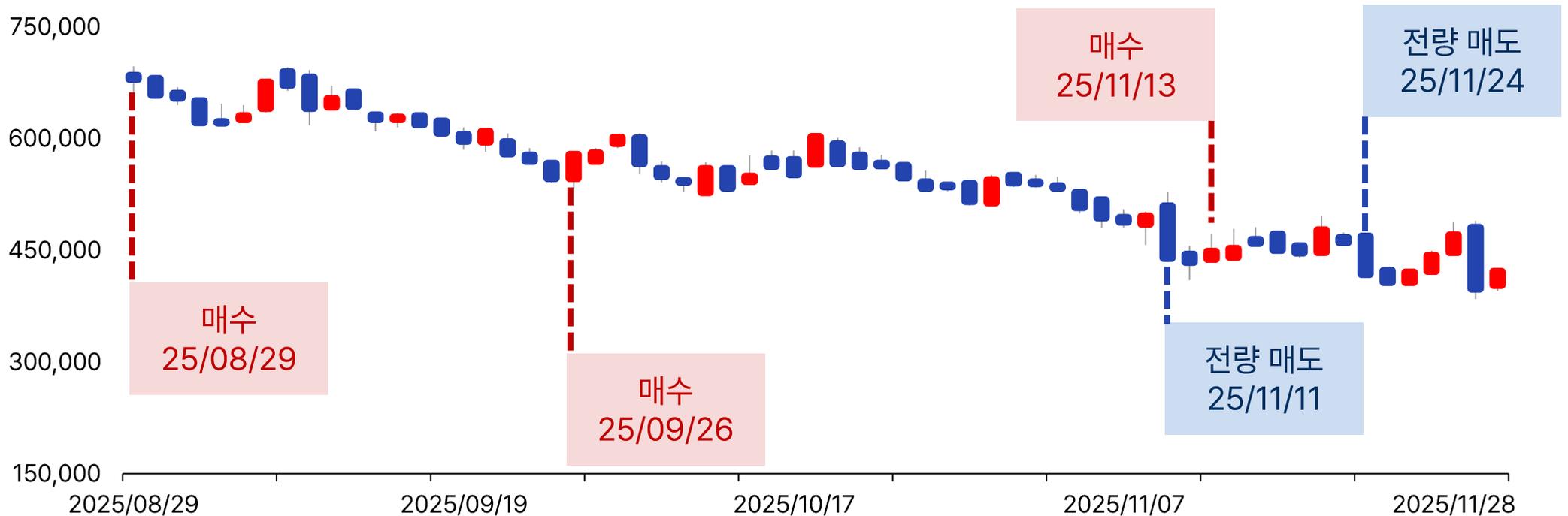
파마리서치 2Q25 Review

- QoQ로 탑라인 230억 가량 성장 예상하나, 고마진 리쥬란 매출 볼륨 상승으로 GPM단에서 큰 폭의 개선 있었던 점에 근거해 3Q GPM은 하락 예상
- 2Q OPM 40% 수준, 광고선전비에서만 80억 가량 증가하며 영업레버리지 발생 X // 반기 TV광고 50억, B2C 마케팅 20억 가량 집행
 - 3Q TV광고비용 소멸 예정이나, 일본 앳코스메 팝업스토어로 15억 규모의 비용 집행 예상
- 내수에서는 반기 성장폭이 의미있었고 외국인 관광객 기여도 30% 정도로 추정하나, 3Q 방문데이터는 2Q만큼의 성장률이 없는 만큼 성장폭 감소 가능성 높음
 - 중국인 무비자 입국 Theme은 3Q 반영 X, 피부 미용 시술 계절성 고려하면 3Q 성장성 Slow해지는 것은 확정적
- 수출에서는 특정 국가에서 유의미한 성장은 없었지만 +9% 가량 QoQ로 성장, 의료기기 동남아 매출 비중은 큰 변동성 없이 계속 이어져 나갈 것으로 예상
 - 수출 화장품은 계속해서 QoQ 성장 추세이며 중국 비중 50%에 미국과 일본이 10% 수준
 - 수출 의약품은 파마리서치바이오 특신 매출, 26년 하반기 GMP 인증 대기중, 분기별 매출 5~60억 수준 예상

파마리서치_매도 코멘트

32기 이규혁

- 3Q25 실적은 매출액 1,354억, 영업이익 619억으로 각각 컨센서스 -4.2%, +4.3%의 실적을 시현함으로써 적정 기대치를 충족시킴
→ 미국 제외 수출 미진하나, 화장품 매출 비중 상승으로 GPM 개선 입증 + 직전 분기 일회성 판관비 제거되면서 이익률 상승 시현
- 바이 온 발생하며 실적 발표 직후 주가 6% 가량 급등했으나 애널리스트 대상 컨퍼런스 콜 진행하며 주가 하락(당일 -11% 마감)
→ 단가가 높고 판매수수료가 적은 뷰티클리닉 향 화장품 급성장이 견인한 GPM 개선이었으나 사측에서 개선세 지속 불확실 강조
→ EBD 장비 출시 연기 + ECM 개발 철회 및 기타 IR 발언에서 회사 영업력의 정성적 측면에 의문 제기되고 있음
- 리투오 매출 추정에 따른 엘앤씨바이오 TP는 55,000원 수준으로 판단 // 단기 주가 과열로 생각해 파마리서치와 페어로 편입하지는 않음
→ 기민하게 페어로 편입하지 못한 아쉬움이 큰 매매 // 기존 파마리서치 밸류에 다소 맹목적이었던 부분이 아쉬움



보유 종목_케이엠더블유 (KOSDAQ: 032500)

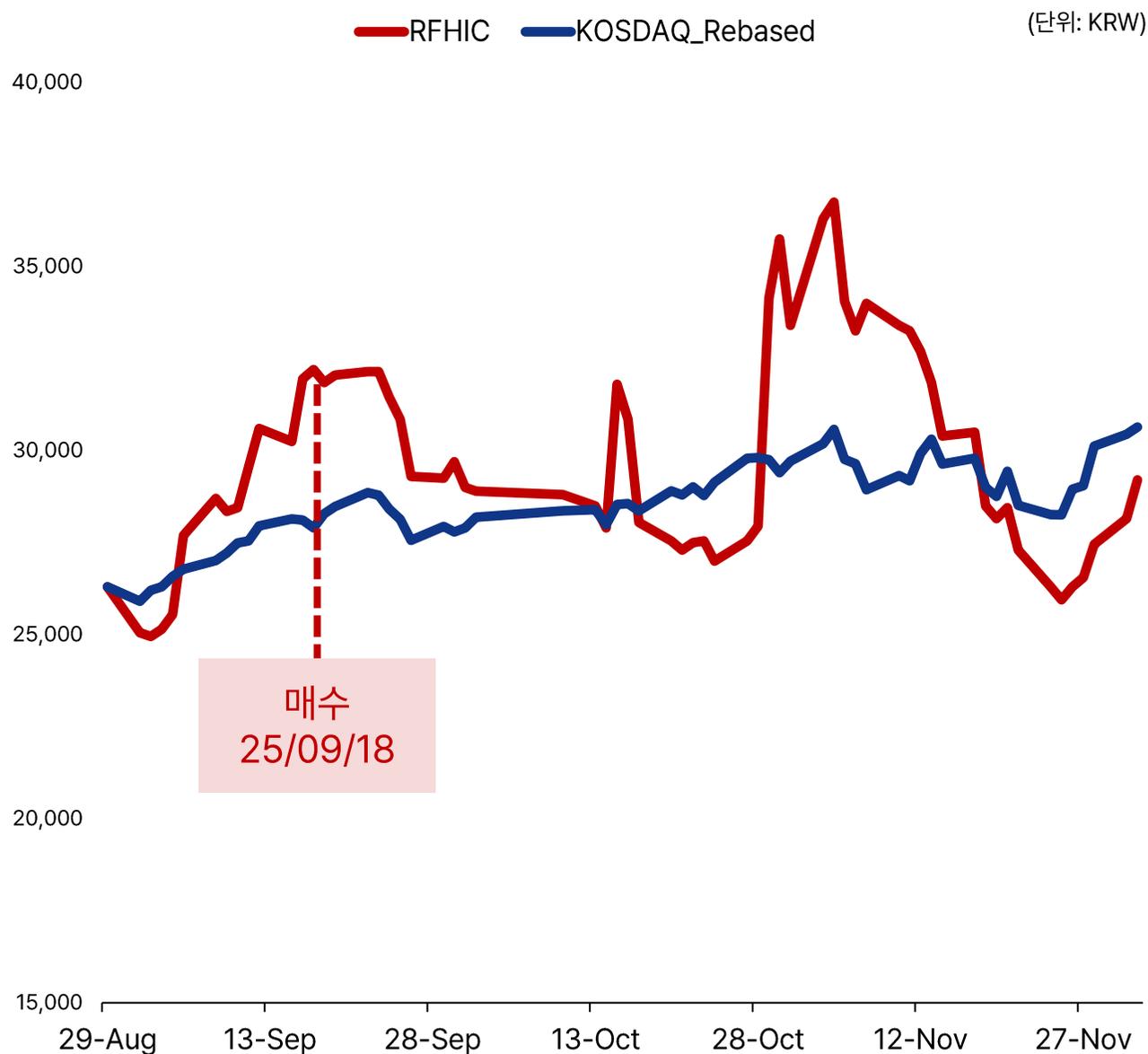
32기 이규혁



평균 매입 단가	13,398원
평균 매도 단가	-
매수 일자	2025-09-18 2025-11-03
매도 일자	-
현재 수익률	+12.8%
현재 수익금	+30,393원

보유 종목_RFHIC (KOSDAQ: 218410)

32기 이규혁



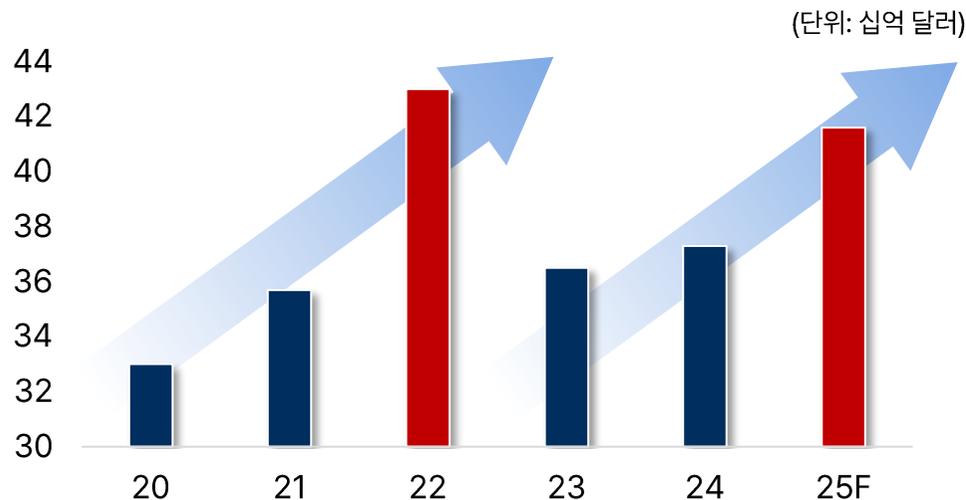
평균 매입 단가	32,150원
평균 매도 단가	-
매수 일자	2025-09-18
매도 일자	-
현재 수익률	-8.84%
현재 수익금	-17,064원

케이엠더블유 & RFHIC_당시 투자포인트

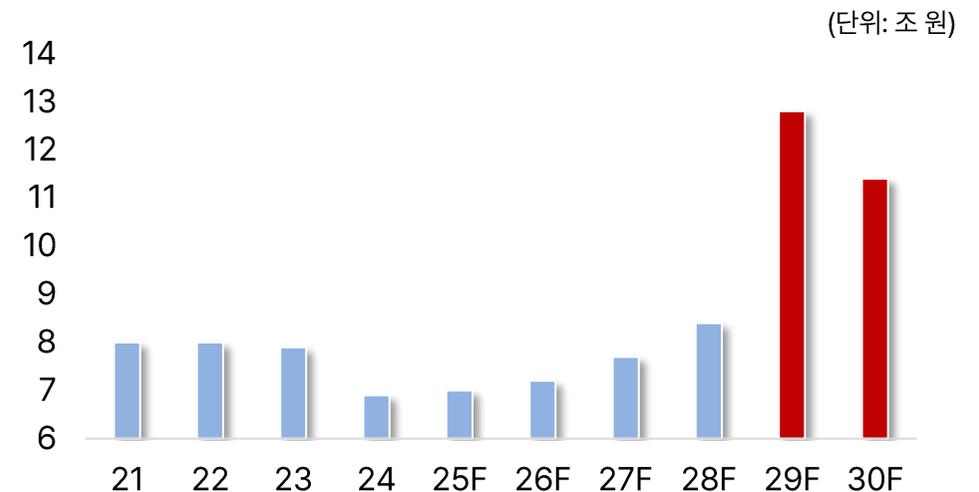
32기 이규혁

- 각사는 무선 주파수(RF) 부품 및 장비 사업 영위 중, 통신 인프라핵심부품인 전력제조기 및 트랜지스터 판매에 주력
- 연말 연초 미국 FCC 4.0GHz 대역 주파수 경매발 통신장비 사이클이 핵심포인트
 - 본격 경매 진행 및 CAPEX 집행 움직임 전까지 상승 트리거가 크게 없겠으나, 상대적 바텀피싱 관점에서 턴어라운드 이전 매수 진행
 - 최근 관심도와 별개로 20년 9월 이후 4년간의 디레이팅을 거친 부담 없는 밸류에이션으로 선제적 바스켓 매수
- 국내에서는 5G/LTE 속도 저하 대응 차원으로 통신 3사발 통신 산업 사이클이 발생 가능성 병존
 - 이미 국내 통신장비업 또한 370MHz 폭 재할당 정책에 신규 주파수 경매까지 생각해볼 수 있음
- 리서치 덤스와 이해 측면에서 다소 부족한 감 있으나 예상 수주 대비 매우 낮은 밸류에이션에 근거해 선제적인 매수 진행함

버라이즌 + AT&T CAPEX 집행 전망치



국내 통신3사 6G CAPEX 전망치



케이엠더블유 & RFHIC_홀딩 코멘트

32기 이규혁

- 산업 자체의 접근성이 낮지 않으나, 26년 주파수 경매라는 메인 이벤트의 가시성이 매우 높아진 시기에 와있음
- 1~2건의 수주 공시로도 큰 폭의 영업이익 개선이 이루어질 수 있음을 확인 (케이엠더블유 1Q25 삼성전자향 발주 → 영업이익 50억 개선)
- 지난 Cycle을 참고해, 현재 밸류에이션과 모멘텀에서는 바스켓 매수의 중장기 보유 매력도가 매우 높다고 판단됨

6G 시장 개화, NVDA 노키아 투자 계획 발표

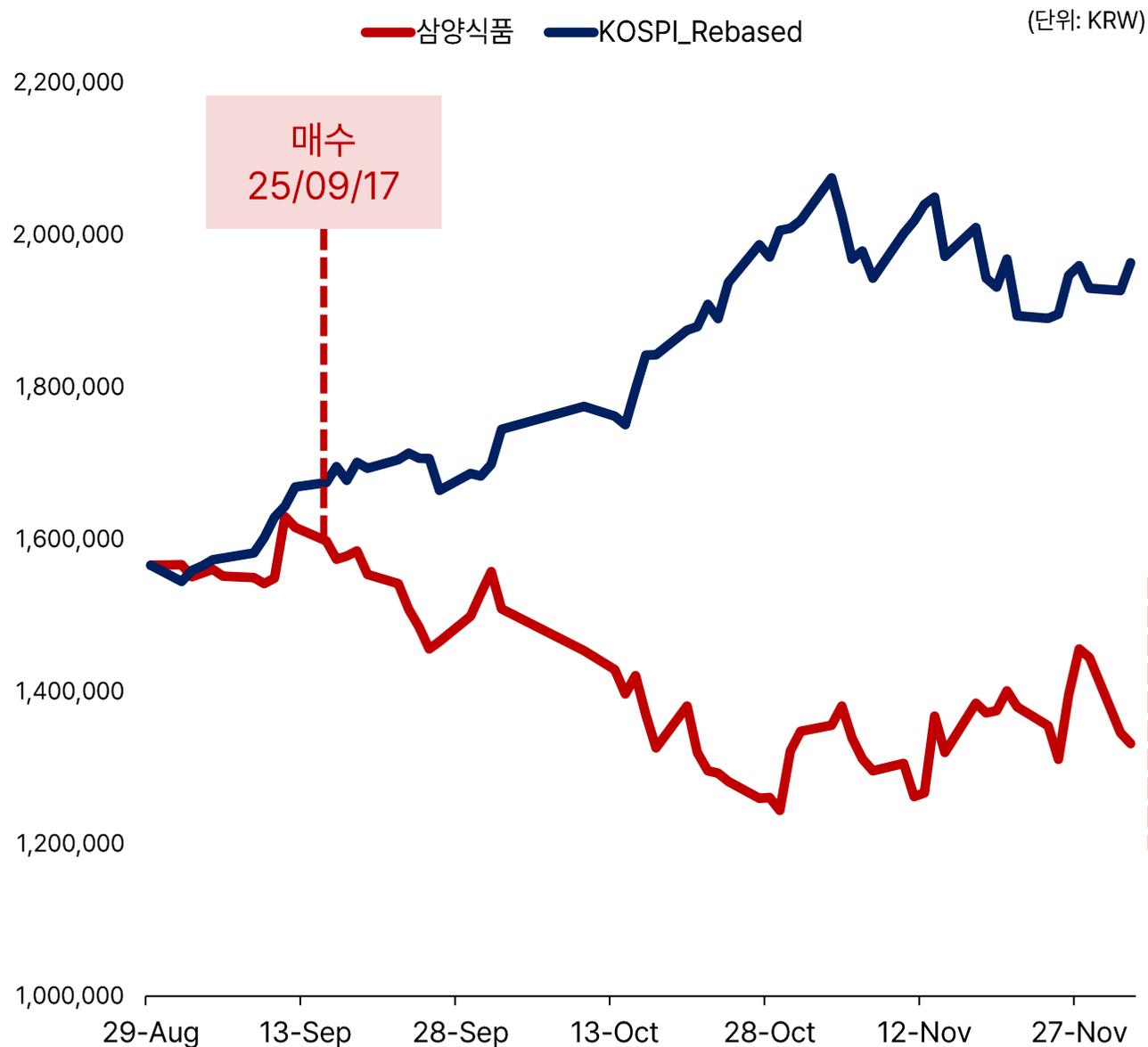
- 젠슨 황, 핀란드 글로벌 통신장비 기업 노키아의 지분 2.9% 확보 계획 발표 → 차세대 6G AI RAN 구성 돌입 예고
- 엔비디아 GPU와 노키아 6G 장비의 결합으로 전력 효율의 획기적 개성 기대 가능 // 아직까지 상용화 초기 시장이나 2030년을 기준으로 상용화 예상됨
- 양 기업 간 기술 결합은 장거리 전송 신호 손실률 개선과 전력 효율, 데이터 전송 지연 최소화에 기여, 전반적인 AI 연산 효율화의 핵심이 될 것으로 전망
- 실적 기반보다는 CAPEX 집행 방향성에 포커스가 맞춰지는 통신장비 업종에 지분 투자 바람 → 내러티브 측면에서 향후 통신장비 섹터의 강세에 힘이 실리는 중

통신장비 2025 Review

- 24년 중순부터 업황 회복세 → 미국 무선 인터넷 트래픽 올라오며 기존 통신사 수익구조는 휴대폰 요금 단일 구조에서 인터넷 요금까지 기대 가능한 구조로 변모
- 24년 말 들어 미 핵심 통신사 버라이즌과 티모바일은 각각 중장기 CAPEX 가이드라인 상향 추세에 돌입
 - 티모바일 // 24년 CAPEX 88억 달러 → 25년 90억 달러까지 상향
 - 버라이즌 // 24년 CAPEX 171억 달러 → 25년 175억 달러까지 상향
- 대형 벤더사 실적 회복세 국면
 - 에릭슨,노키아 // 3Q24부터 2Q25까지 매출 QoQ 성장 추세 & 1Q25 삼성전자 네트워크 사업부 9개 분기만에 YoY 성장 달성

보유 종목_삼양식품 (KOSPI: 003230)

31기 이민정



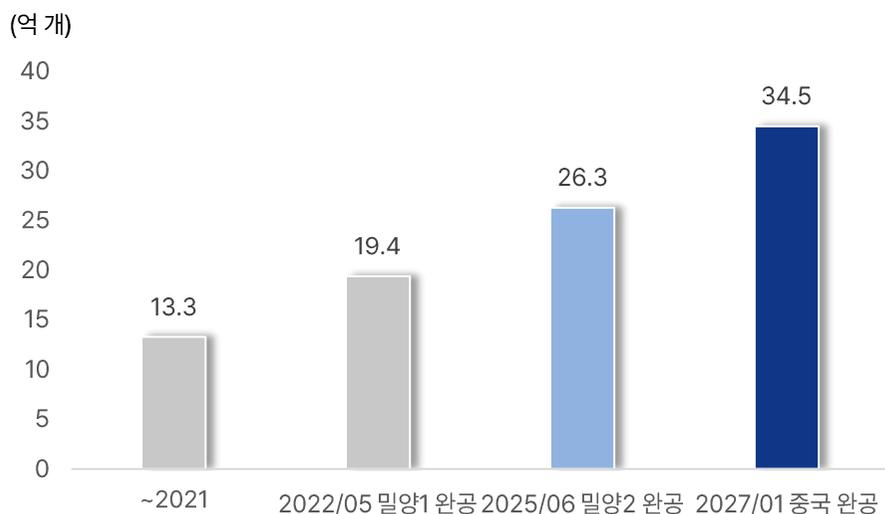
평균 매입 단가	1,585,000원
평균 매도 단가	-
매수 일자	2025-09-17
매도 일자	-
현재 수익률	-16.15%
현재 수익금	-255,996원

삼양식품_당시 투자포인트

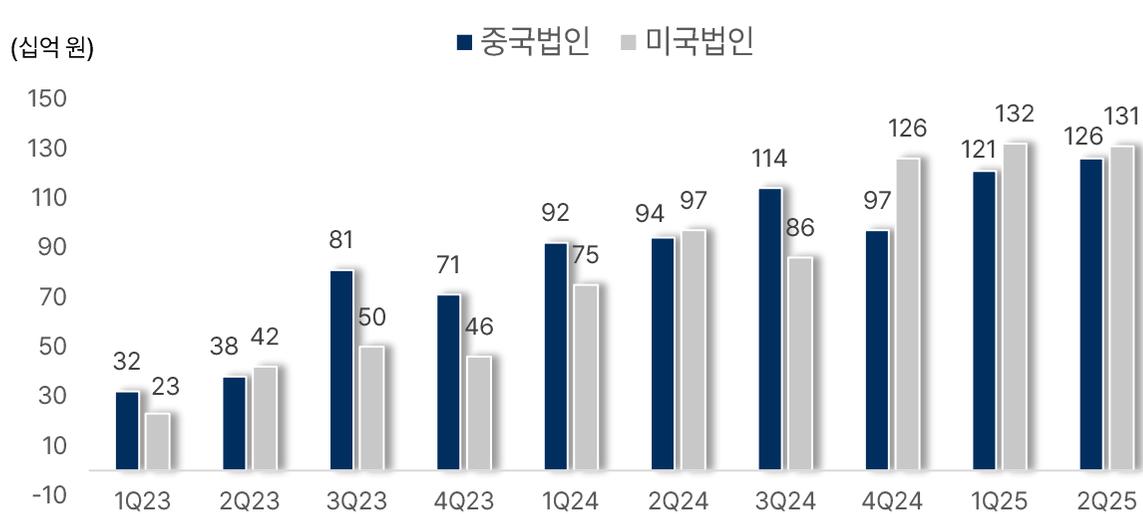
31기 이민정

- 2025년 매출액 가이드스 2조 3,500억원, 보수적 OPM 23%로 예상.
- 2023년 이후 미주 매출량 급증으로 삼양식품의 제 1과제를 초과 수요에 따른 '공급'으로 판단
- 공급 부족 해결을 위한 밀양 2공장(6개라인: 봉지면 3라인, 용기면 3라인)은 연간 최대 8.3억개 생산이 가능
- 밀양 2공장 12월부터 6개 라인 모두 2교대 전환으로 예정
- 2교대 전환이 정상화되면 매출의 추가 업사이드도 열려 있다고 판단했으며, CAPA 확장에 따른 수출 증가는 꾸준히 이어질 것으로 예측
- '24년 대비 생산능력 40% 증가 기대, 중국 공장 완공 이후인 '28년에는 '24년 대비 생산능력 최대 80% 상승 전망
- ASP가 높은 해외 매출 비중이 증가하면 고정비 상쇄가 가능해 OPM에 문제가 없을 것으로 판단

삼양식품의 물량 기준 생산능력 변동 추이



삼양식품 주요 해외법인 매출액 추이



삼양식품_홀딩 코멘트

31기 이민정

매수 이후 홀딩 코멘트

1 중국·미국 중심의 수출액 확장은 여전히 유효

- 3Q25 연결 매출은 6,320억원(YoY +44.0%, QoQ +14.3%), 영업이익은 1,309억원(YoY +49.9%, OPM 20.7%)을 기록
- 밀양2공장 가동으로 생산량이 확대된 3분기에 완제품 재고가 오히려 감소
-> 생산을 상회하는 판매 속도는 불닭볶음면 글로벌 수요 여전히 견재
- 미국법인 매출은 1,555억원(YoY +62.5%, QoQ +17.8%)을 기록. 메인스트림 채널 비중이 증가하며, 월마트·타겟 등 주요 유통망 내 점유율이 확대
- 중국법인 매출은 1,846억원(YoY +60.1%, QoQ +47.0%)으로 급증

2 P와 Q의 상승

- 4분기부터는 미국 가격 인상 효과와 밀양2공장 가동률 상승이 본격적으로 반영될 전망
- 미국 관세(매출의 약 2%) 비용이 반영되었으나, 이는 4분기 가격 인상으로 대부분 상쇄될 것으로 예상
- 경쟁사 역시 유사 시점에 가격 인상을 단행했기 때문에 이번 가격 인상에 따른 가격 저항은 제한적일 것으로 판단
- 현재 봉지면 3개 라인은 2교대, 용기면 1개 라인은 1교대로 가동 중이며, 매출은 QoQ 약 +200억원 수준의 추가 성장이 가능성 존재
- 단순한 CAPA 증설 단계에서 벗어나 판매 효율과 실수요 기반의 질적 성장 국면으로 진입했다고 평가

투자 당시 목표 주가

삼양식품 목표 주가

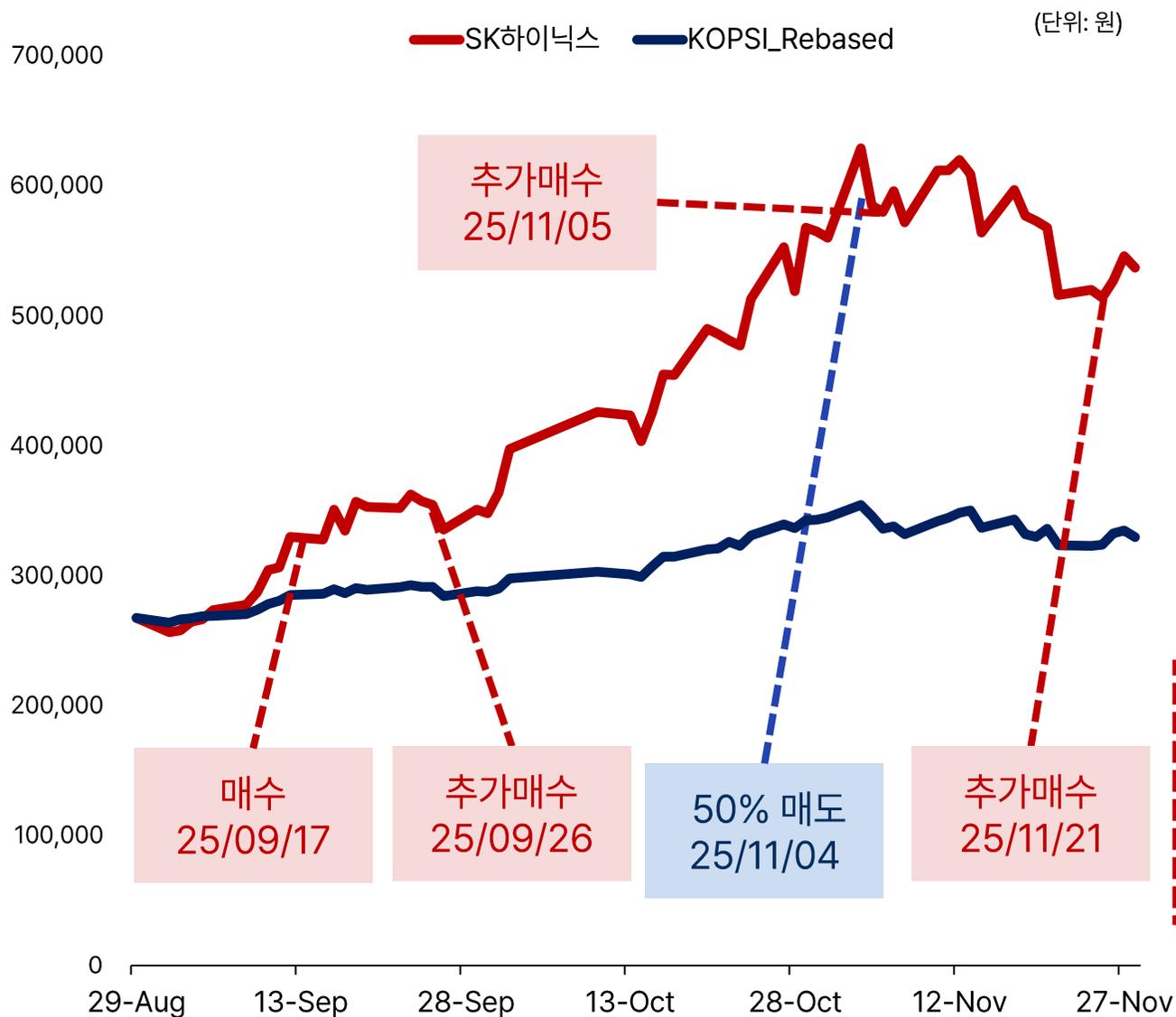
구분	내용
투자의견	Hold
목표주가	2,000,000 원
매수 당시 주가	1,585,000 원
상승여력	26.18%

목표 주가 산출과 홀드 이유

- 삼양식품의 목표주가는 EV 1조 4,759억원으로 예측하고 산정함
- 리포트를 기반으로 Forecast FCF NPV와 Terminal value NPV를 각각 3,878억원, 1조 881억원으로 예상
- Peer PER 사용하지 않은 이유는 韓, 日 Peer PER 적용 시 디스카운트 우려 존재한다고 판단
- 증설로 인한 CAPA 확장 등에 높은 성장 기대가 반영되어 변동성이 크게 존재할 수 있음

보유 종목_SK하이닉스 (KOSPI: 000660)

33기 김석우



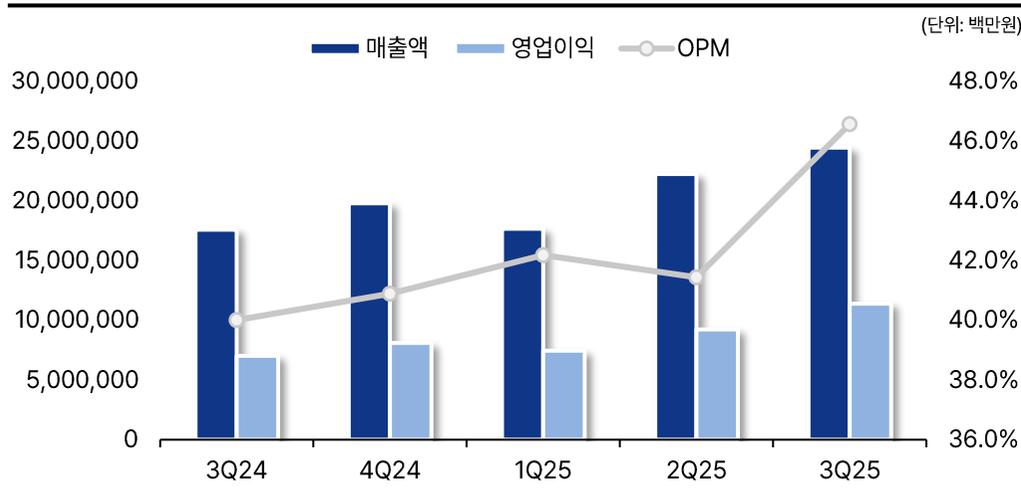
평균 매입 단가	435,500원
평균 매도 단가	578,000원
매수 일자	2025-09-17 2025-09-26 2025-11-05 2025-11-21
매도 일자	2025-11-05
현재 수익률	+48.9%
현재 수익금	+521,600원

SK하이닉스_당시 투자포인트

33기 김석우

- 동사는 세계 최초 HBM 개발사로서 시장을 선도하는 독보적 지위를 유지하고 있음.
- 글로벌 빅테크들의 AI 인프라 투자가 지속되며, 총 시장 수요(Q)는 2025년 190억 Gb에서 2026년 290억 Gb 수준으로 약 53% 성장할 것으로 추정. 여기에 타이트한 메모리 공급으로 인한 ASP 상승(P) 효과가 더해질 전망.
 - AI 데이터센터의 폭발적 급증으로 HBM 수요 급증.
 - 이에 더해 데이터를 저장할 HDD 쇼티지로, QLD eSSD 수요 급증으로, NAND 수요 급증.
- 경쟁사 대비 가장 빠른 HBM4 양산 로드맵을 보유하여 HBM4 출시 이후에도 동사가 60% 이상의 압도적인 점유율을 유지할 것으로 기대.
- 2Q25 매출액 22.2조원(YoY +35%, QoQ +26%), 영업이익 9.2조원(YoY +68%, QoQ +24%)을 기록하며 분기 기준 역대 최고 실적을 경신. 동사의 OPM은 3Q24부터 40%를 상회하고 있으며, 경쟁사 대비 압도적인 이익 창출 능력을 보여줌.
- 지난 몇 개월간 레거시 DRAM, NAND의 다운사이클로 인한 밸류에이션 할인이 있었지만,
 - 공급사들의 레거시 제품 단종으로 인해 범용 DRAM 수급 개선 → 2분기 B/G 20% 중반(-8%), ASP는 한 자릿수 초반(기존 0%)으로 증가.
 - AI 데이터센터의 영향을 받아 NAND까지 2분기 B/G 70% 이상 증가하여 리스크 해소.

최근 분기별 주요 실적 추이



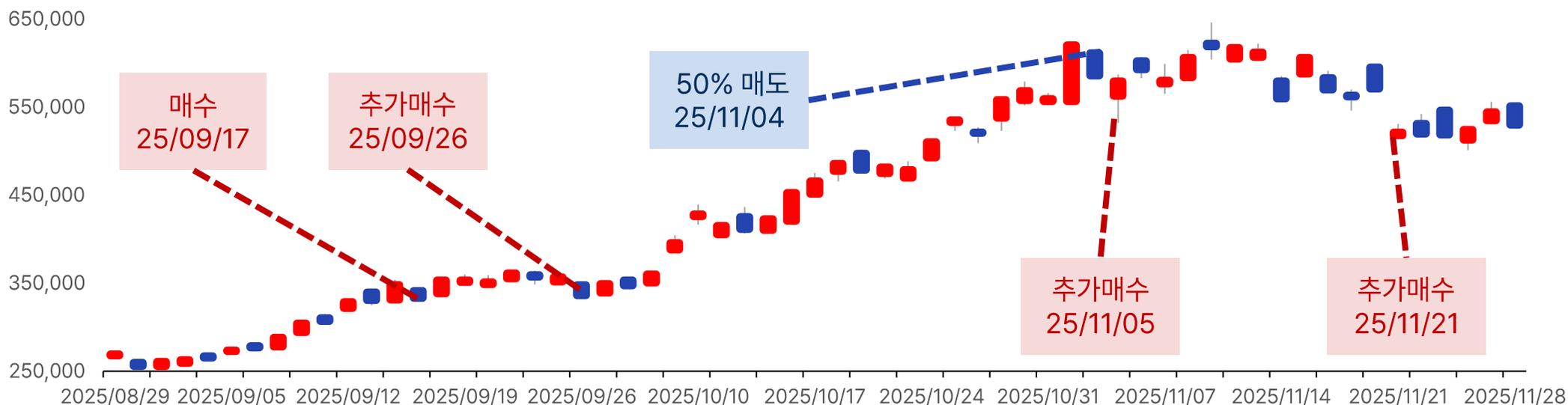
SK하이닉스 메모리 제품 로드맵



SK하이닉스_홀딩 코멘트

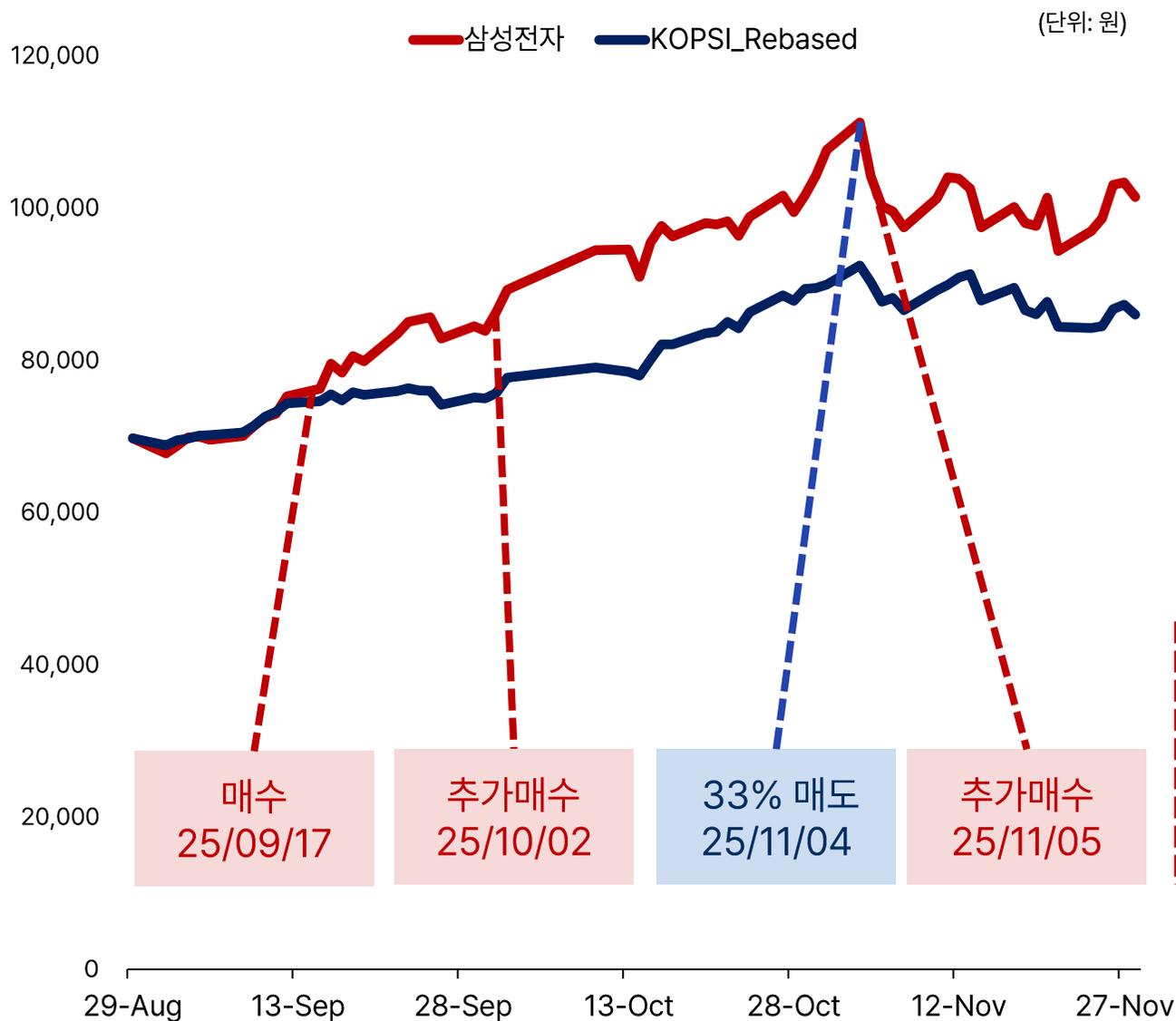
33기 김석우

- 동사의 성장성과 반도체라는 주도 섹터, AI라는 모멘텀을 바탕으로 펀드 개시 후 9월부터 비중에 맞게 주가 하락시 매수 시작.
- 3Q25(10/29) 매출액은 24.4조원(YoY +39%, QoQ +10%), 영업이익 11.4조원(YoY +62%, QoQ +24%)을 기록
- 시장 예상치인 24.9조원, 11.6조원 대비 각각 -2%씩 미스했지만, OPM 47%를 기록하면서, 역대 최고치 기록.
- 11/4, 당시 외국인 매도가 지속되며 동사 주가가 증가 기준 -5.48% 빠지자, 리스크 헷지를 위해 부분 매도.
- 11/5, 마이클 버리의 엔비디아, 팔란티어 공매도 소식에 미국 내 주요 AI 관련 기술주들의 거품론이 확산되며 미국 증시 하락.
 - 해당 여파에 국내 증시 또한 AI 관련(반도체, 전력 인프라 등) 테마 전반 하락.
 - 당시 충분한 차익이 있었으며, 펀더멘털은 훼손되지 않았다고 판단하여 저점에서 추가 매수 진행.
- 11/21, 엔비디아가 실적을 상회했음에도, AI거품론이 불거져 + 금리 인하 기대감 하락으로 미국 증시 하락.
 - 해당 여파로 SK하이닉스 증가 기준 -8.76% 기록 → 11/5와 같은 이유로 추가 매수 진행.
- 동사는 주요 성장 동력인 HBM의 2026년 물량을 이미 모두 판매함. 또한, DRAM/NAND의 ASP는 지속적으로 상승중임.
 - 이와 같은 이유로 내년까지 비중있게 홀딩할 가치가 있다고 판단함.



보유 종목_삼성전자 (KOSPI: 005930)

33기 김석우



평균 매입 단가	89,818원
평균 매도 단가	103,500원
매수 일자	2025-09-17 2025-10-02 2025-11-05
매도 일자	2025-11-05
현재 수익률	+19.3%
현재 수익금	+153,286원

삼성전자_당시 투자포인트

33기 김석우

파운드리 Turn Around

- 동사는 가전제품, 스마트폰, DRAM/NAND 등 메모리 반도체, 시스템 반도체, 디스플레이, 디지털 콕핏, 음향기기 등을 판매하는 글로벌 전자 기업임.
- 동사는 그간 파운드리 사업에서 선단 공정 수출 확보 실패로 대형 고객사들의 신뢰를 얻지 못해, M/S가 과거 10%대에서 7.7%로 하락하며 시장 내 입지가 축소함.
 - 7/28 TESLA로부터 차세대 AI칩 관련 22.8조원 규모의 수주를 공시
 - 8년 5개월치 계약이라, 8년으로 계산시 2.85조원/년. 동사의 작년 반도체 매출액은 약 111조원이기 때문에, 매출액에 엄청난 기여를 한다고는 볼 수 없음.
 - 그러나 테슬라라는 빅테크의 선택으로 삼성의 2나노 기술력의 간접적인 검증을 받음. 이를 통해 다른 기업들의 선택을 받을 가능성이 높아짐.
 - 또한 테일러 팹(2나노 파운드리)의 공장 가동률을 보장받게 되어, 그동안의 영업적자 폭을 줄일 수 있을 것으로 기대됨.

HBM 경쟁력 회복 및 AI 시장 대응력 강화

- 동사의 HBM3E는 발열과 전력 효율 등의 문제로 그동안 핵심 고객사인 NVIDIA의 선택을 받지 못했음.
- 9/19 NVIDIA로 부터 HBM3E 12단 15k 공급 계약을 체결하며, 퀄테스트를 성공 및 NVIDIA의 AI칩 공급망 재진입에 성공함.
 - 이미 HBM 시장의 주력 제품이 HBM3E에서 HBM4로 전환되는 시점이라 직접적인 매출 기여 규모는 제한적.
 - 그러나 핵심 고객사의 신뢰를 회복했다는 상징적 의미가 크며, 추후 HBM4 퀄테스트 통과 가능성을 높이는데 긍정적 요인을 작용할 확률이 높음.
 - 동사의 HBM4는 경쟁사 대비 기술적으로 앞선 1c DRAM(경쟁사는 1b DRAM 사용)을 선제적으로 적용하기 때문에
 - 퀄테스트 통과시, HBM 시장의 주도권을 찾아올 것으로 기대
- 추가적으로, AI 서버 투자 확대가 HBM과 함께 고용량 DRAM 및 eSSD 등 범용 메모리 수요까지 폭발적으로 자극.
 - 레거시 DRAM/NAND의 수요 급증 및 ASP 상승으로 기존 사업의 더 큰 성장이 기대됨.

삼성전자_홀딩 코멘트

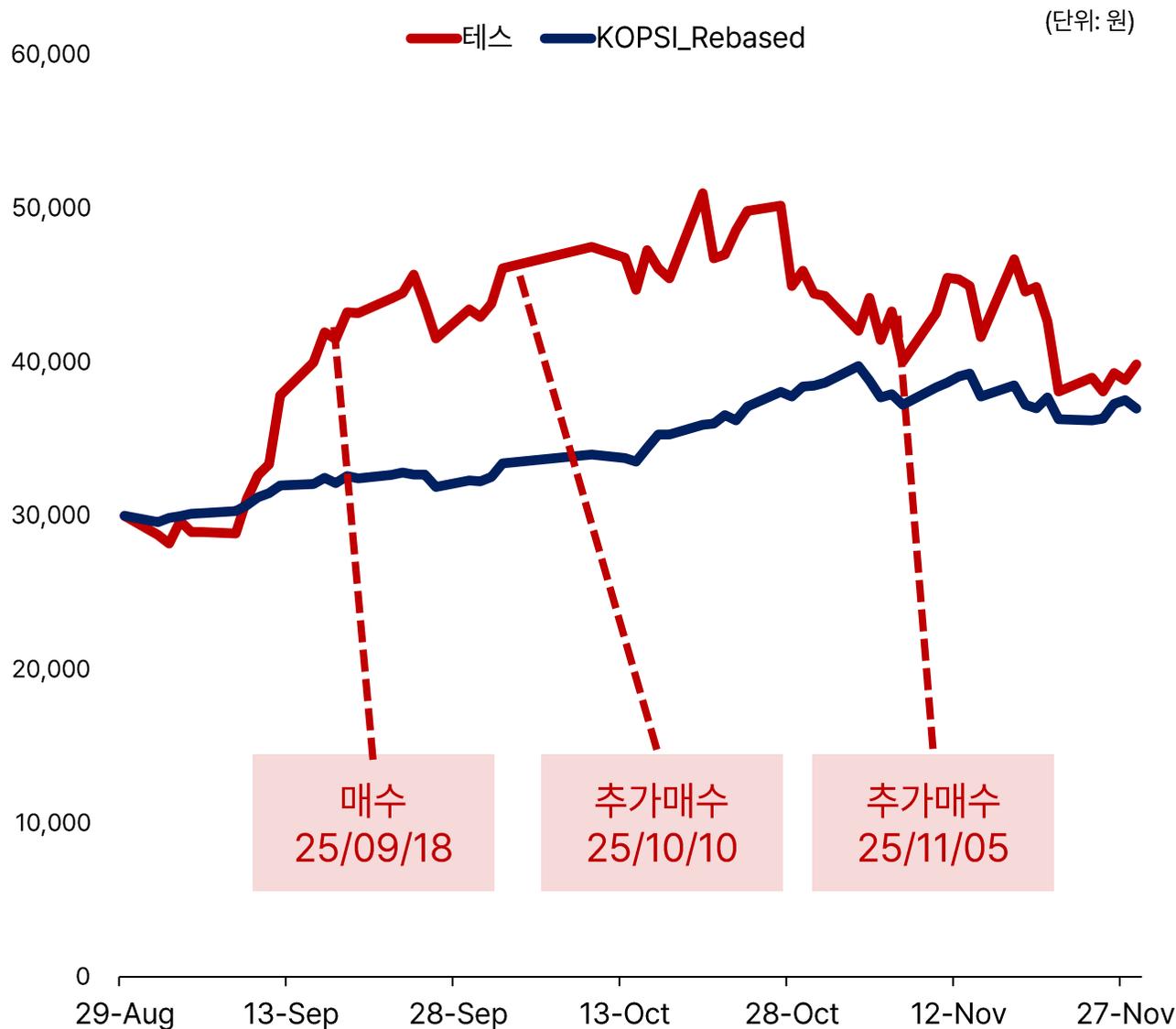
33기 김석우

- 당시 이미 반도체 섹터의 주가 상승 중 펀드 내 종목 선정 이후 동사가 일시 하락할 때인 9/17 첫 진입.
- 10/2, 삼성전자-OpenAI 글로벌 협업 서명 및 스타게이트 사업 참여 소식으로 갭 상승.
→ 추가 상승 여력이 있다고 판단하여 추가 매수.
- 3Q25(10/14) 매출액은 86조원(YoY +9%, QoQ +15%), 영업이익 12.2조원(YoY +32%, QoQ +161%)을 기록
 - 특히 DS(반도체)부문의 영업이익이 약 7조원(YoY +82%, QoQ +1634%)으로 반도체 사업의 턴어라운드 확인.
- 11/4, 당시 외국인 매도가 지속되며 동사 주가가 종가 기준 -5.58% 빠지자, 리스크 헷지를 위해 부분 매도.
- 11/5, 마이클 버리의 엔비디아, 팔란티어 공매도 소식에 미국 내 주요 AI 관련 기술주들의 거품론이 확산되며 미국 증시 하락.
 - 해당 여파에 국내 증시 또한 AI 관련(반도체, 전력 인프라 등) 테마 전반 하락.
 - 당시 충분한 차익이 있었으며, 펀더멘털은 훼손되지 않았다고 판단하여 저점에서 추가 매수 진행.
- 반도체 산업의 구조적 성장 및 HBM4·파운드리 사업의 재기가 기대.
→ 이와 같은 이유로 내년까지 비중있게 홀딩할 가치가 있다고 판단함



보유 종목_테스 (KOSPI: 095610)

33기 김석우



평균 매입 단가	42,750원
매도 단가	-
매수 일자	2025-09-18 2025-10-10 2025-11-05
매도 일자	-
현재 수익률	-3.39%
현재 수익금	-10,150원

테스_당시 투자포인트

33기 김석우

MAKE NAND GREAT AGAIN

- 동사는 전통적인 NAND 장비사로, AI 데이터센터의 성장을 함께 향유할 소부장 대표 기업.
- 글로벌 빅테크들의 폭발적인 데이터센터 건설과 맞물려, 하반기 고객사인 국내 IDM들의 CAPEX 확대 및 신규 공장 건설 가속화로 모멘텀 본격화될 예정.
- 데이터센터의 핵심으로 HBM(DRAM)만 주목받던 시절을 넘어, 고성능 eSSD 수요 확대로 인해 고단층 3D NAND에도 관심이 폭발하고 있음.
- NAND CAPEX는 그동안 DRAM CAPEX 증설에 밀려, 공급이 제한된 가운데 수요가 확대되어 NAND 범용 제품의 ASP는 올해 1월 이후 10개월 때 연속 상승하여 약 80%로 상승함.
- 주요 고객사인 삼성전자, SK하이닉스 등은 NAND 고단화 전환 투자를 진행할 예정으로, 2026년까지 기존 100-200단 초반 대 제조에 쓰인 장비들을 200단 후반-400단 대 제조에 쓰일 장비로 교체하고 있으며 나아가 1000단까지 중기적인 로드맵을 설정함.
- 동사가 개발한 BSD 장비는 향후 200단 이상 3D Nand에 필수적으로 요구되어 동사의 핵심 동력으로 자리매김할 예정으로
- 4Q25부터 본격적인 매출 반영이 기대됨.

전통적인 NAND 장비사에서 차세대 DRAM까지 섭렵하는 통합 장비사

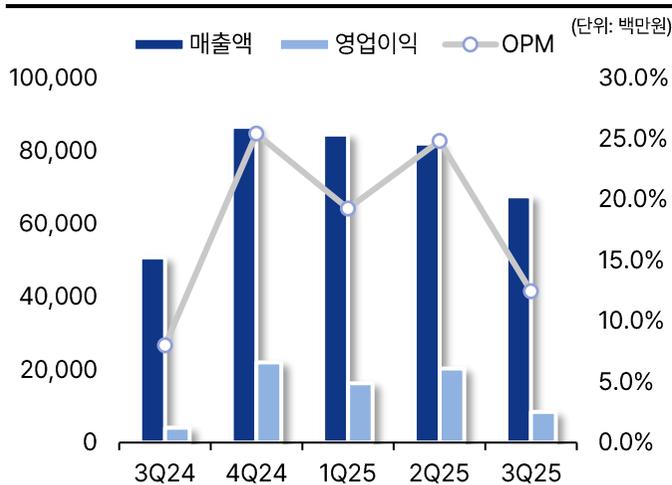
- 동사는 전통적인 NAND 중심 기업에서 NAND·DRAM 통합 장비 기업으로 성공적인 체질 개선을 이루어내고 있음.
- 과거 2023년까지 6:4 수준이던 NAND와 DRAM 매출 비중은 지난해 DRAM 비중이 77%까지 상승하며 역전되었고, 올해 상반기에도 DRAM이 56%를 차지함.
- 이러한 변화는 SK하이닉스의 신규 DRAM 공장인 M15X에서 1b DRAM 생산에 동사의 장비가 채택되면서 시작됨.
- 삼성전자 또한 P5 건설 재개 및 1c DRAM CAPA를 월 20만장(삼성전자 전체 DRAM CAPA: 월 65-70만 장)까지 늘린다고 선언. 향후 동사 장비 채택이 기대됨.
- 동사가 개발한 BSD 장비와 Low-K 장비는 HBM4의 재료가 되는 1c DRAM과 HBM4 생산에 사용되는 핵심 장비임.
- 해당 장비들은 기존 제품의 상위 단계 제품이기 때문에 높은 마진 책정이 가능해, 동사의 OPM 개선에 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대됨.
- DRAM 장비들 또한 4Q25부터 본격적인 매출 인식이 예상됨.

테스_홀딩 코멘트

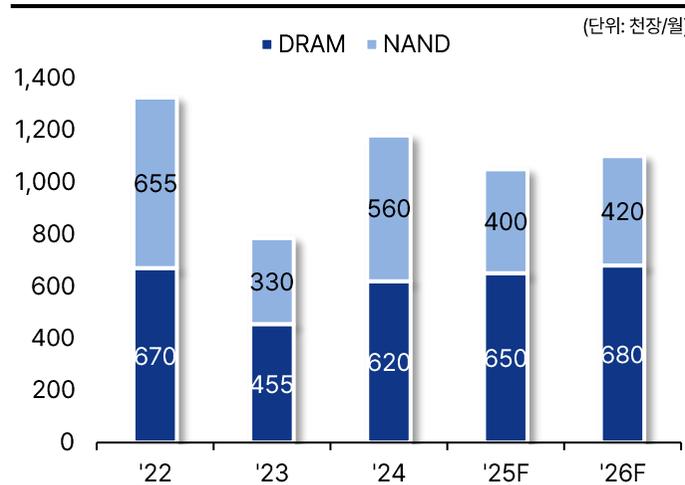
33기 김석우

- 동사 3Q25 매출액은 675억원(YoY +33%, QoQ -18%), 영업이익은 84억원(YoY 107%, QoQ -59%)를 기록하며 분기 대비 역성장함. 이는 주요 고객사들의 투자 타임라인에 기인하여 예상했던 대로 3분기는 쉬어 가는 분기로 기록함.
- 그러나 DRAM/NAND 모두 타이트한 공급으로, 2026년은 메모리 반도체 신규 투자가 활발하게 진행되는 해가 될 것으로 전망됨.
- NAND의 경우 QLC eSSD 수요에 대응하기 위한 전환 투자를 진행이며 DRAM 또한, 고객사인 삼성전자와 SK하이닉스의 신규 투자가 시작되었고, 1C DRAM 전환 투자 규모가 예상을 상회할 것으로 보임.
삼성전자의 경우 지난 11월부터 P4공장 1c DRAM 생산을 위한 클린룸 공사 재개 및 본격적인 장비 반입 예상.
SK하이닉스의 경우에도 11월부터 이천캠퍼스의 공정 전환을 통해 1c DRAM CAPA를 늘릴 것이라고 알려짐.
- 신규 투자분은 4Q25부터 반영되어 당분기는 연중 최대 매출액을 기록할 것으로 예상.
- 반등 초기 안전마진을 여유롭게 확보하지 못한 점은 아쉽지만, 외형 성장 여부에 따라 내년 상반기까지 홀딩할 가치가 있다고 판단.

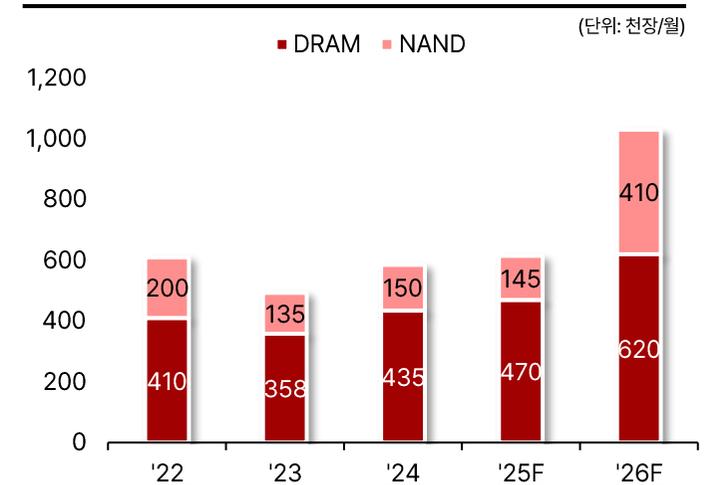
최근 분기별 주요 실적 추이



삼성전자 CAPA 추이 및 전망

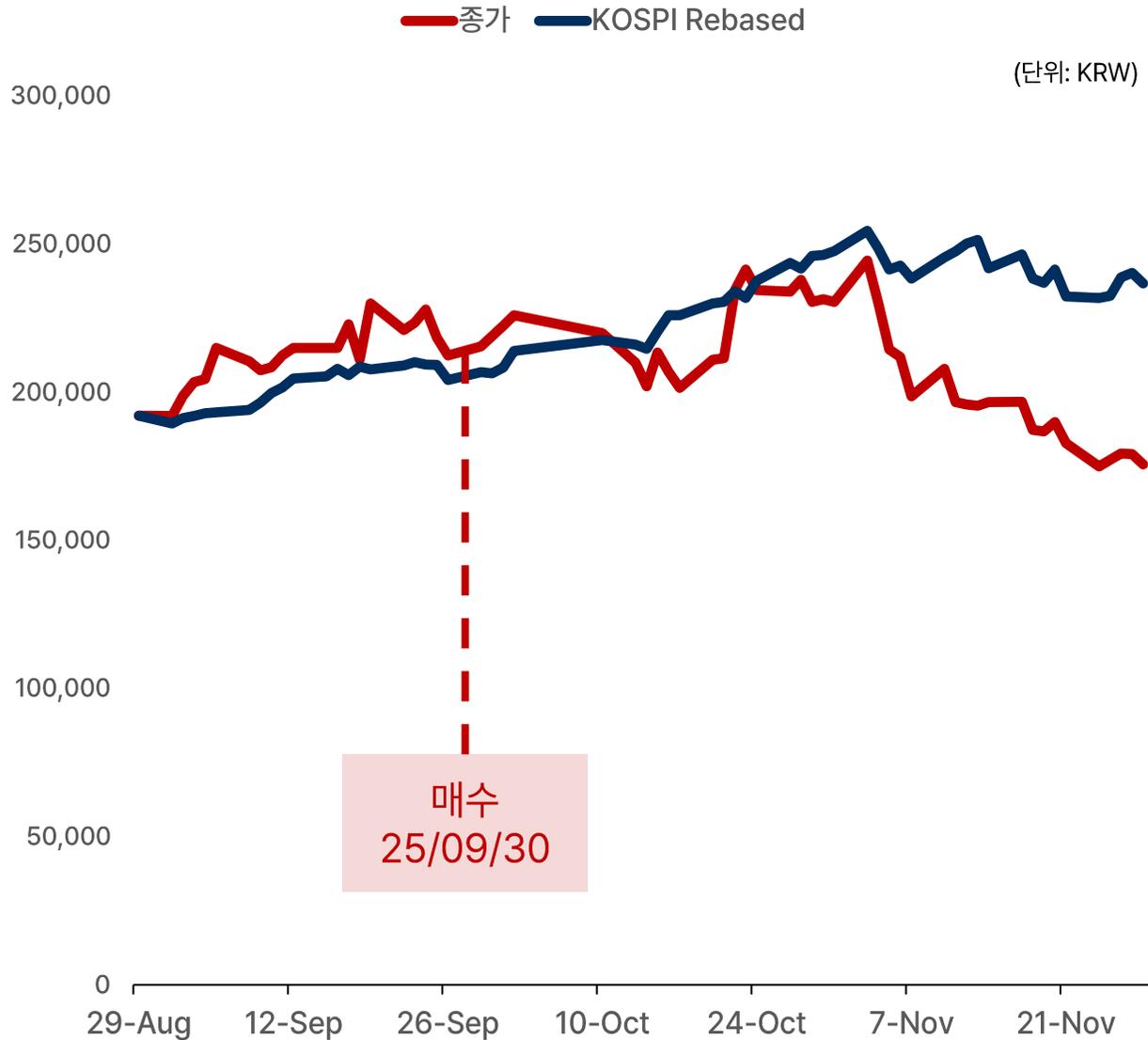


SK하이닉스 CAPA 추이 및 전망



보유 종목_현대로템 (KOSPI: 064350)

34기 박성완



평균 매입 단가	219,500원
평균 매도 단가	-
매수 일자	2025-10-02
매도 일자	-
현재 수익률	-22.53%
현재 수익금	-49,455원

현대로템_당시 투자포인트

34기 박성완

1 디펜스솔루션 : 폴란드에 이은 신규 국가 수주 가능성 확대

- 폴란드와의 K2전차 수출 계약의 무산 우려 악재 해소
- 전 세계적으로 전차 현대화 사업을 진행 중이며 K2전차가 유력 후보 중 하나로 거론
- 폴란드 외에 이라크, UAE, 사우디, 루마니아, 슬로바키아, 페루, 모로코 등에서 신규 수출 기회가 존재, 잠재 물량만 1,500대를 상회할 것으로 전망

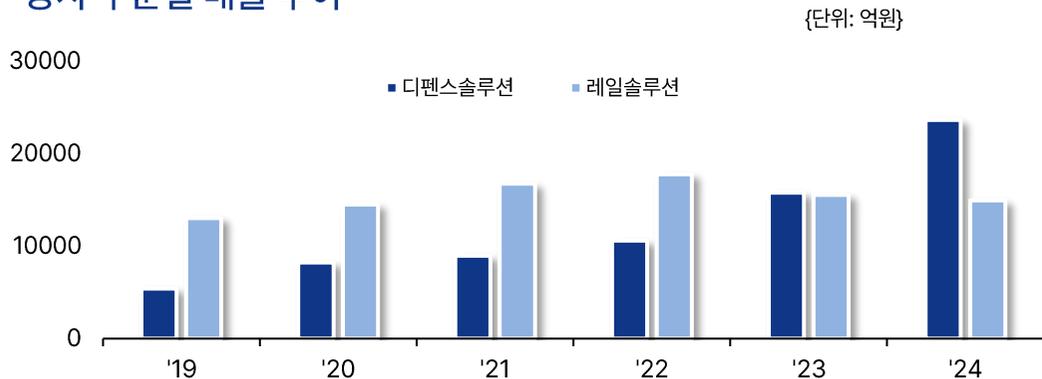
2 레일솔루션 : 25년 1분기 역대 최대 수주 잔고 기록

- 믹스 개선에 따른 수익성 회복이 기대, 통상 국내 철도 사업은 저가 입찰 구조로 인해 수익성이 낮았으나, 최근에는 해외 고수익 프로젝트가 본격화
- 호주 QTMP, 미국 LA Metro, 모로코 2층 전동차, 뉴욕 차세대 전동차 사업 등은 모두 높은 수익성을 기대할 수 있는 대형 프로젝트
- 특히 중국 CRRC 제재로 글로벌 경쟁이 악화되면서 현대로템의 입찰 경쟁력 강화
- 올해 하반기 잔여 입찰 건이 다수 존재하는 것으로 파악되어 역대 최대 연간 신규 수주액이었던 2023년의 5조 2,727억원을 넘어설 것으로 기대

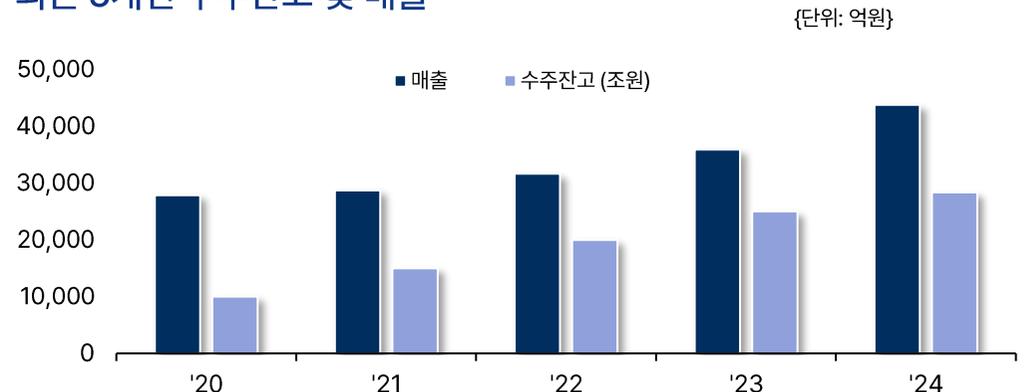
3 해외로의 확장 본격화에 따른 OPM 개선 기대감

- 실적 개선에 따라 25년 3분기 예상 영업이익률은 약 20%에 달해 역대 최고 수준을 기록할 것으로 보임
- 방산 성수기 효과와 함께 폴란드 EC1 잔여 물량 인도 및 EC2 개발 매출이 반영된 결과
- 평균 10%의 OPM을 웃도는 피어그룹 대비 높은 수치이며 과거 저마진 구조였던 동사의 사업이 방산 중심의 고마진 체제로 전환하면서 영업이익률이 구조적 개선이 확인됨

동사 부문별 매출 추이



최근 5개년 수주잔고 및 매출



현대로템_홀딩 코멘트

34기 박성완

1 명확한 K2전차 수출 확대 흐름

- 폴란드 K2 2차 계약 이후 생산 일정이 예상보다 빠르게 앞당겨졌고, 3분기 디펜스 솔루션 매출이 전년 대비 60% 증가하며 수출 증가 효과가 실적에서 확인.
- 중동형 K2는 2026년 상반기 개발 완료 예정, 이라크 사업 추진 속도가 빨라질 것으로 전망
- 루마니아는 전차 구매 승인 절차를 의회에 제출한 상황으로 도입 사업이 본격화될 가능성이 언급, 폴란드 잔여 물량 640대도 2026년 상반기부터 계약 논의가 시작될 것으로 전망
- 방산 수주잔고가 10.8조원 수준으로 약 3.3년치 물량이 확보되어 있어, 하반기 실적 가시성이 높은 상황

2 레일솔루션 하반기 이후 실적 개선 기대감

- LA, 우즈베키스탄, 모로코 등 고수익성 프로젝트 매출 인식이 2026년부터 증가할 것으로 전망, 해당 부문 수주잔고는 18조원으로 약 9.5년치 물량 확보
- 이를 바탕으로 2026년 레일 솔루션 매출은 전년 대비 16% 성장할 것으로 제시

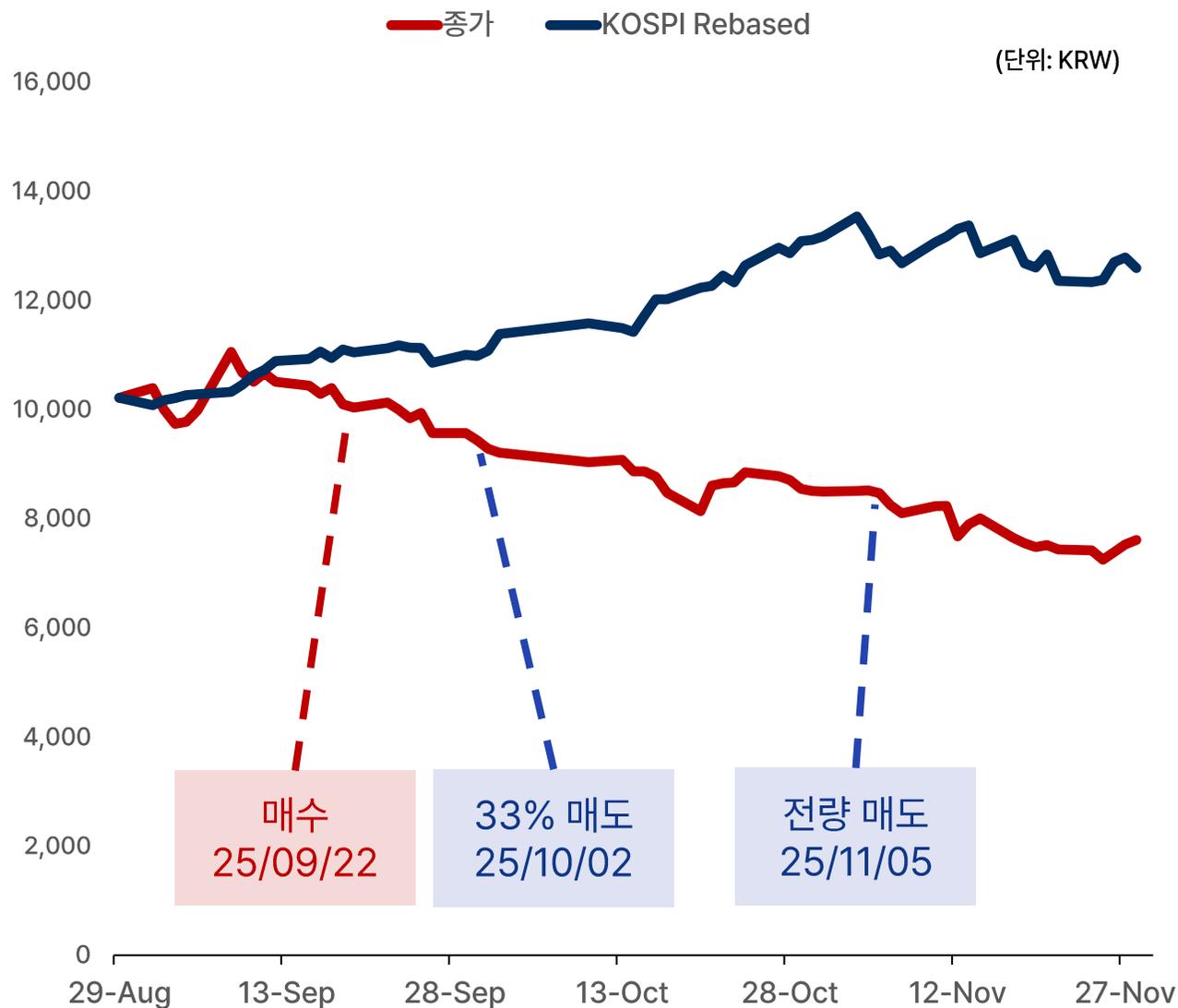
3 압도적인 성능 향상과 생산성

- 전차 성능 향상과 생산성 측면에서도 경쟁 우위, K2PL은 하드킬 능동방어시스템, RCWS, 전자재밍장비 등 신규 기능이 적용되었음에도 레오파드 2A8 대비 35~40% 낮은 가격으로 추정
- 현재 연 100대 생산이 가능하고 수주 확대 시 최대 연 200대 생산이 가능할 것으로 전망
- 여러 국가에서 도입 검토가 진행 중이며, 폴란드 3차 이후 계약도 이어질 가능성도 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	3,587.4	210.1	161.0	1,475	-18.6	15,391	18.0	1.7	9.8	10.1	218.2
2024	4,376.6	456.6	406.9	3,728	152.7	18,737	13.3	2.7	9.9	21.8	163.1
2025E	5,862.1	1,098.8	823.0	7,540	102.3	29,091	26.0	6.7	17.1	31.5	130.9
2026E	6,944.1	1,400.0	1,082.3	9,916	31.5	38,657	19.8	5.1	12.8	29.3	117.9
2027E	8,151.4	1,795.8	1,421.9	13,028	31.4	51,285	15.0	3.8	9.3	29.0	102.4

매도 종목_ 원텍(KOSDAQ: 336570)

34기 박성완



평균 매입 단가	10,220원
평균 매도 단가	8,130원
매수 일자	25-09-22
매도 일자	25-10-02 25-11-05
수익률	-17.02%
수익금	-102,661원

원텍_당시 투자포인트

34기 박성완

1. 소모품 매출 믹스개선을 통한 턴어라운드

- 24년 RF장비 판매대수를 기반으로 25년부터 시작되는 소모품 사이클에 본격적으로 진입할 수 있을 것이라 판단
- 24년은 RF장비 판매 비중이 높았지만 소모품 무상 제공으로 인한 'Lagging' 구간에 있었기 때문에 이것이 해소된다면 제품믹스 개선이 발생하여 매출과 영업이익이 동반 상승하는 시점이 25년
- 경쟁 심화에 따른 ASP인하로 인해 장비 보급이 확대되어 24년 해외시장에서 사상 최대 판매 대수를 기록했기에 이에 따라 마진을 약80%에 달하는 소모품 판매로 인해 24년 30%의 OPM은 26년 45%로 개선될 것이라 판단

2. 태국을 시작으로 본격적인 동남아 시장 진출

- 24년 태국 현지 법인 설립을 시작으로 25년 1분기 태국향 올리지오 수출 대수는 전년 동기 대비 139% 상승을 기록, 국내 판매 실적을 상회
- 태국 다음으로 기대되는 국가는 인도네시아. 태국과의 구조적 유사성, 높은 성장 여력을 동시에 갖춰있으며, 25년 1분기 국내 RF장비의 인니향 수출액 중 50%이상이 원텍의 RF장비가 차지하여 단일 브랜드 기준 압도적인 비중

(단위: 만 원)	초기투자	수술가격	팁 가격	마진	마진율	BEP
올리지오	5,500	96.6	27.5	69.1	72%	79회
써마지	12,000	209.8	96	113.9	54%	105회
볼뉴머	6,000	103.4	41.3	62.1	60%	97회



원텍_매도 코멘트

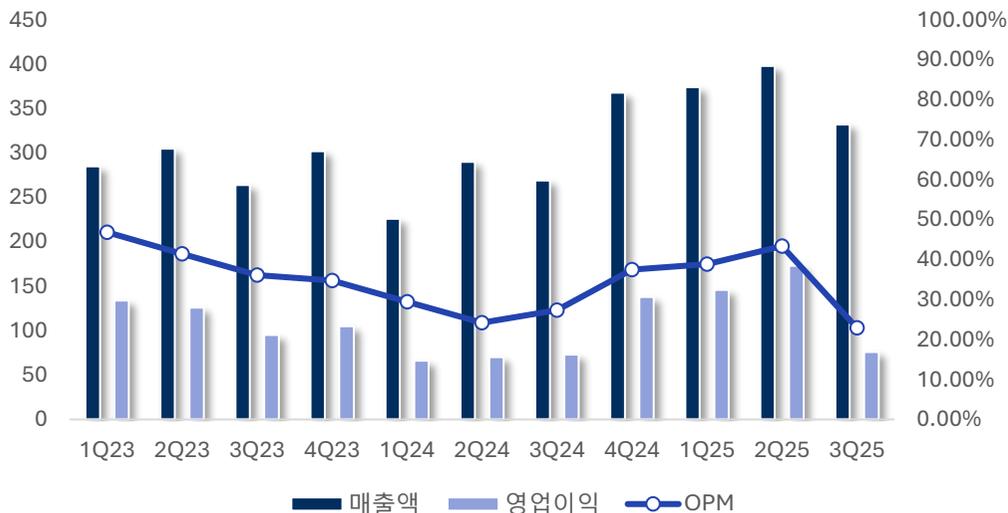
34기 박성완

" 3분기 실적 부진을 통해 확인된 수익성 둔화와 성장 모멘텀 불확실성 확대 "

- 3분기 실적은 매출 증가에도 불구하고 영업이익이 시장 기대치를 약 50% 하회하였고, OPM 또한 전분기 대비 큰 폭으로 하회
- 비수기 영향과 태국 법인 재고조정으로 인한 주력 장비 매출 감소, 그리고 광고비 급증 등 비용 확대가 구조적으로 반영된 결과로 판단
- 중국향 기술이전 매출은 시장이 높은 밸류에이션을 정당화하는 근거였으나, 일정 지연으로 불확실성이 커졌고, 이에 따라 주가의 멀티플 축소 가능성이 높아졌다고 판단
- 단기적으로 4분기 성수기 효과가 기대되더라도, 주력 시장의 수요 조정, 비용 부담 증가, 기술이전 지연 등 구조적 변수들이 완전히 해소되지 않은 만큼 리스크 대비 기대수익이 낮다고 판단

분기별 실적 추이

(단위: 일억원,%)



(단위: 억원)	매출액	Y.O.Y	영업이익	OPM	당기순이익
1Q23	285	-	134	46.85%	118
2Q23	305	54.23%	126	41.43%	90
3Q23	264	29.27%	95	36.13%	87
4Q23	302	24.45%	105	34.75%	93
1Q24	226	-20.96%	66	29.40%	59
2Q24	290	-4.89%	70	24.21%	44
3Q24	269	1.91%	73	27.32%	48
4Q24	368	21.85%	138	37.47%	140
1Q25	374	65.81%	146	38.89%	119
2Q25	398	37.22%	173	43.39%	92
3Q25	332	23.64%	76	22.90%	79

End of Document 감사합니다.

 CMRC 자본시장연구회

2025.12.05. 자본시장연구회 기금운용팀

32기 이규혁
자본시장연구회
기금운용팀
팀장

포르투갈어과
slbaby0318@hufs.ac.kr

31기 이민정
자본시장연구회
기금운용팀
팀원

중국어언어문화학부
l2mnjg@hufs.ac.kr

33기 김석우
자본시장연구회
기금운용팀
팀원

경영학전공
seowoki17@hufs.ac.kr

34기 박성완
자본시장연구회
기금운용팀
팀원

정치외교학과
swp1130@hufs.ac.kr