

키움증권 

키움증권 리서치센터 | 2025년 3월 6일

KIWOOM 글로벌리서치팀 3월 Monthly

낮선 기류

Global ETF 김진영 jykim@kiwoom.com

China Strategy 홍록기 hongluckiee@kiwoom.com

China Equity 박주영 jyp1ark@kiwoom.com

US Strategy 김승혁 ocean93@kiwoom.com

US Equity 조민주 mj3346@kiwoom.com

RA 조호준 hojun.cho@kiwoom.com

RA 한유진 yujin.han@kiwoom.com





Contents & Summary

美: 누가 기침소리를 내었는가_P.3

- 3월 미 증시는 트럼프 발 정책 불확실성, 경기 둔화 우려, 기술주 고점 부담 등을 소화하는 과정을 거치며 부진할 것으로 전망. S&P500 기준 3월 증시 하단은 5,500pt, 상단은 6,100pt로 예상하며 12M Fwd PER이 높은 종목 중심 하락세 연출될 것. 물론 단기적 관점에서 증시 조정은 불가피하지만, AI 모멘텀 및 생산성 확대 기반 연내 증시 회복 재개될 것으로 전망
- 과거 증시 상승의 압박 재료였던 금리가 하락했음에도 증시 상승으로 연동되지 않은 원인은 그간 증시 상승의 주요 원동력이 “강한 성장(경제와 기업) 기대감”이었기 때문. 성장에 대한 확실한 배경이 흐려진 상황 속 정책 불확실성 헤지 가능하고 이익 성장 기대감 유효한 퀄리티가 무엇보다 중요하다 생각. 여전히 대안은 서비스업 중심으로 대응하는 것. 엔터테인먼트, 금융 최선호하며 소프트웨어, 부동산 차선호

中: 1등(내수 부양책)보다 돋보이는 2등(AI굴기)_P.60

- 중국증시, Tech VS Non Tech 구도 뚜렷. 전인대는 시장 기대에 부합하는 수준
- 중국증시 상승 여력 점검: 유동성 모멘텀이 우호적이라는 전제 아래 Tech 중심 상승 랠리 지속 전망
- '25년 양회, 영광은 '내수'가 챙겼으나 실속은 '산업'이 챙기며 AI 등 성장주에 대한 관심 지속될 것으로 판단

ETF: 기어 중립_P.106

- 시장 참여자들의 비관론이 확대되고 있는 현재, 증시를 둘러싼 불안 요인들에 대한 팩트 체크 필요. 트럼프 관세 등 정책 변화는 변동성을 높이는 재료이나 그 가운데서도 경기와 기업 실적 전망치, 통화정책 등을 바탕으로 상대 성장이 기대되는 국가/선별
- 또한 관세 등으로 대변되는 트럼프의 임기 초 행보들을 'MAGA 목표 달성을 위한 선제 조치'의 관점에서 바라본다면, 다소 무모해 보이는 액션들 속에서 자산 가격 향방에 대한 힌트를 찾을 수 있음
- ETF Picks: SPLV(로우볼), IGV(소프트웨어), SHLD(방산), IPKW(글로벌 자사주 매입), KWEB(중국), MLPX(미드스트림), TLTW(채권 커버드콜), GLD(금)

2월 미국 Review 및 3월 전망

누가 기침소리를 내었는가





2월 미국 Review 및 3월 전망 | 누가 기침소리를 내었는가

2월 미 증시 동향 분석 및 3월 증시 전망

- 3월 미 증시는 트럼프 발 정책 불확실성, 경기 둔화 우려, 기술주 고점 부담 등을 소화하는 과정을 거치며 부진 할 것으로 전망. S&P500 기준 3월 증시 하단은 5,500pt, 상단은 6,100pt로 예상하며 12M Fwd PER이 높은 종목 중심 하락세 연출될 것. 물론 단기적 관점에서 증시 조정은 불가피하지만, AI 모멘텀 및 생산성 확대 기반 연내 증시 회복 재개될 것으로 전망

트럼프 관세 정책 여파 살펴보기

- 트럼프 관세 불확실성에 의해 증시 하락세가 지속되고 있으나, 실물 경기를 확인해 본다면 경기 둔화는 아직까지 시기상조. 시장은 소비, 부동산, 고용 관점에서 증시 하락의 근거를 찾고 있으며 3월까지의 해당 추세가 이어질 것으로 예상하지만, QT 중단 및 고점 부담 완화, 소프트랜딩 내러티브 재확인 등에 따라 장기적 증시 반등 여력은 남아있다 판단
- 트럼프의 관세 타겟 선정 기준은 미국 무역수지에 얼마나 기여 했는가에 달려있음. 단일 국가 기준 미국 무역수지 적자에 가장 큰 기여를 하는 나라는 중국이지만, 2위와 3위는 각각 멕시코와 캐나다
- 트럼프의 정책 관련 불확실성은 100 일 동안 집중될 가능성이 높음. 집권 후 '첫 100 일'은 미국정치에서 새 행정부의 주요 정책 방향 설정 기간이라는 의미가 있기 때문. 트럼프 2 기는 2025 년 1 월 20 일 시작되었고, 첫 100 일의 종료 시점은 2025 년 4 월 30 일. 해당 기간이 지난 후에는 '말' 보다는 '실천'에 무게를 둘 것으로 예상하며, 타협의 과정을 거치면서 증시 하방 압력은 점차 감소할 것으로 판단

아직 트럼프 취임 2달째, 당분간 불확실성 피하기가 최우선 과제

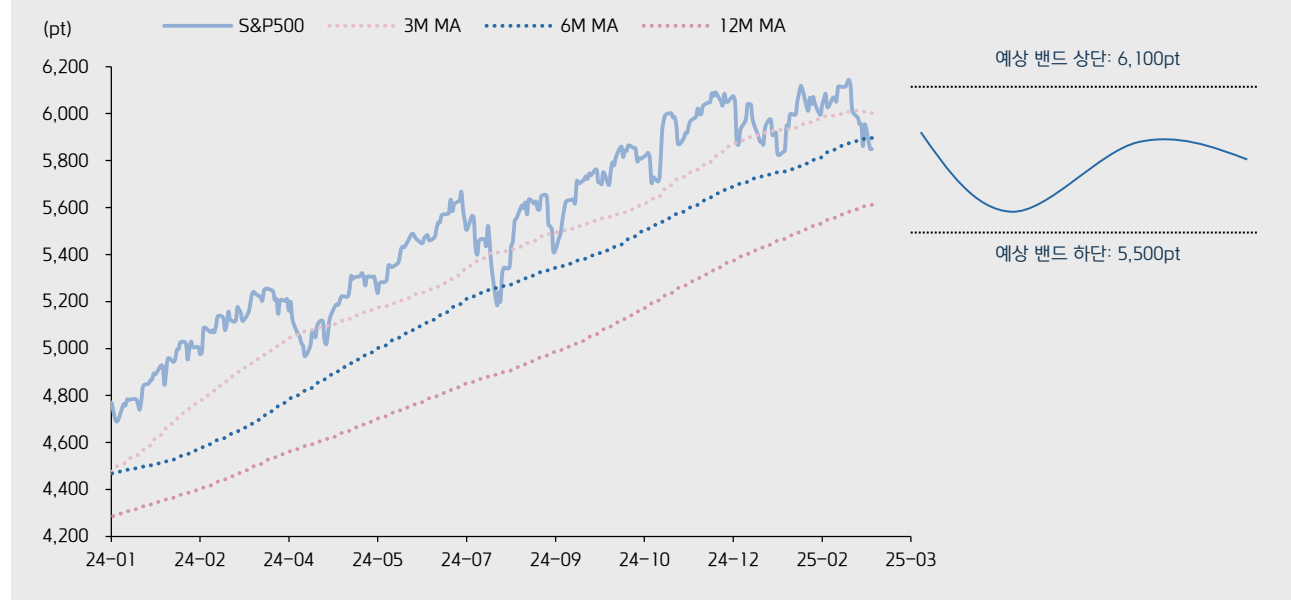
- 과거 증시 상승의 압박 재료였던 금리에 대한 민감도는 낮아진 모습. 금리 하락이 증시 상승으로 연동되지 않은 원인은 그간 증시 상승의 주요 원동력이 "강한 성장(경제와 기업) 기대감"이었기 때문. 실제 이익 상향되고 있는 국가로의 자금 로테이션 감안, 추가 하락에 대한 가능성 배제할 수 없음. 성장에 대한 확실한 배경이 흐려진 상황 속 정책 불확실성 헤지 가능하고 이익 성장 기대감 유효한 퀄리티 무엇보다 중요
- 트럼프의 관세 타겟은 서비스가 아닌 상품, 대안은 서비스업 중심으로 대응하는 것. 여전히 엔터테인먼트, 금융 최선호하며 소프트웨어, 부동산 차 선호
- 엔터테인먼트-TTWO, 금융-GS, LPLA, 소프트웨어-AXON, 부동산-WELL, CBRE 제시



◆ 3중고를 겪고 있는 미국 증시

- 3월 미국 증시는 트럼프 발 정책 불확실성, 경기 둔화 우려, 기술주 밸류에이션 부담 등을 소화하는 과정을 거치며, 부진한 흐름 이어질 것으로 전망
- S&P500 기준 3월 증시 하단은 5,500pt, 상단은 6,100pt로 예상하며 12M Fwd PER이 높은 종목 중심 하락세 연출될 것
- 단기적 관점에서 증시 조정은 불가피하지만, AI 모멘텀 및 생산성 확대 기반 연내 증시 회복 재개될 것으로 판단

S&P500 3월 예상 흐름 및 상하단 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 최근 3년 내 가장 부진한 모습을 보인 미 증시

- 올해 증시는 2023년과 2024년 연초 흐름과 비교할 때 상대적으로 부진한 모습을 보이고 있음
- S&P500은 높은 변동성을 보이고 있으며, 유사한 흐름을 보였던 2023년의 저점 보다 -0.9% 부진한 수익률을 기록 중
- 나스닥은 S&P500보다 더욱 큰 하락세를 보이고 있으며, 2월 말 기준 2023년 대비 -16.6%, 2024년 대비 -13.4% 하락
- 나스닥 하락세가 더욱 가파른 만큼 연초 기술주 중심 되돌림이 유입되고 있음을 확인 가능

S&P500 연도별 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

나스닥 연도별 수익률 비교



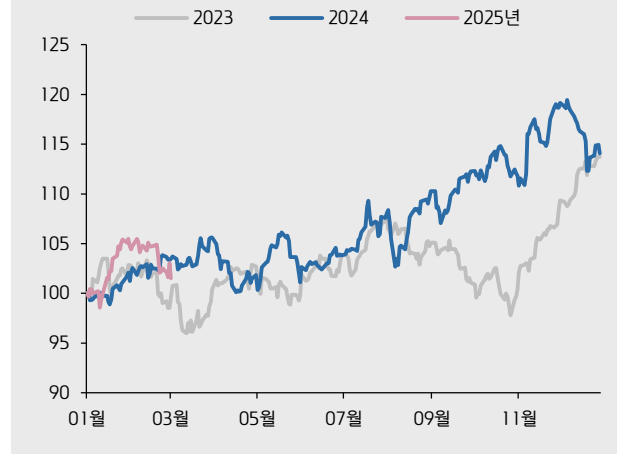
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 다우존스의 약진, 중소형주의 부진

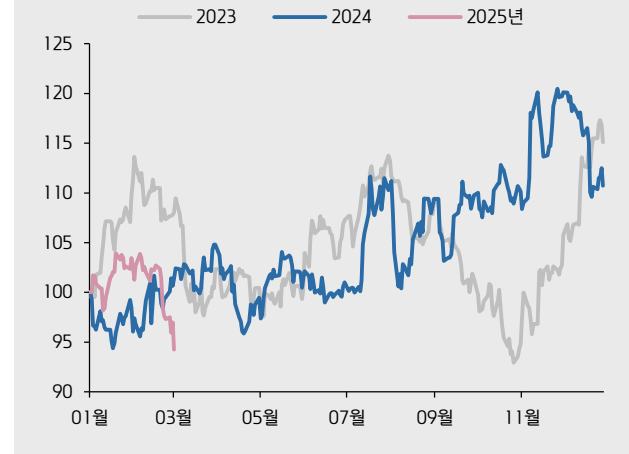
- 올해 다우존스 주가지수는 2024년 대비 1.9% 견고한 모습을 보이고 있지만, 2023년 보다는 -1.9% 부진한 흐름
- 다른 주요 주가지수 대비 다우존스 주가지수가 상대적으로 온건한 이유는 코카콜라, 존슨 앤 존슨 등 전통적 대형 가치주가 증시 조정 국면 속에서 상대적으로 좋은 성적을 보였기 때문
- 중소형주 중심의 러셀2000은 경기 둔화 우려에 따라 최근 3년 중 가장 부진한 모습 연출. 올해 3월 기준 러셀2000은 2023년 대비 -13.7%, 2024년 대비 -7.1% 하락한 수익률 기록

다우존스 연도별 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주)2025.02.28일 기준

러셀2000 연도별 수익률 비교

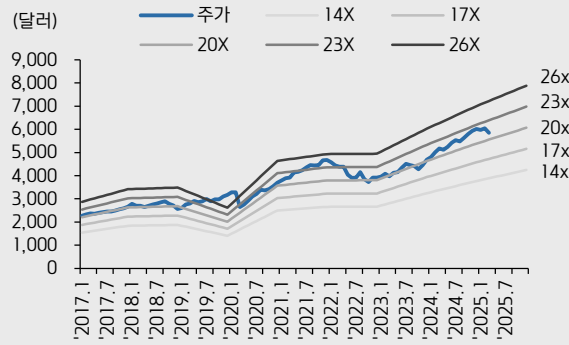


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주)2025.02.28일 기준

미국 주요 지수별 PER 밴드 차트

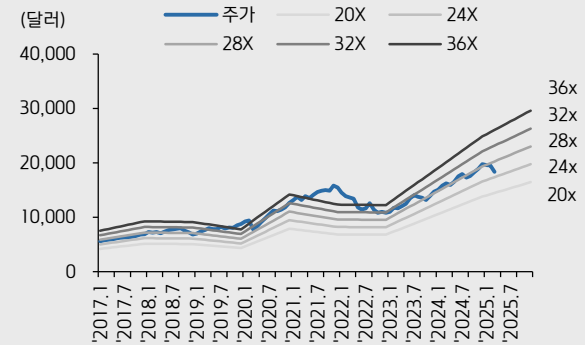


S&P500 PER 밴드



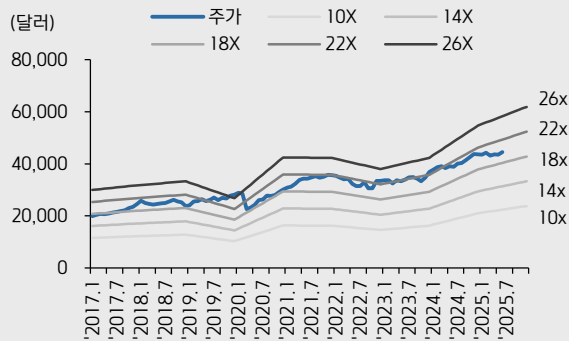
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

NASDAQ PER 밴드



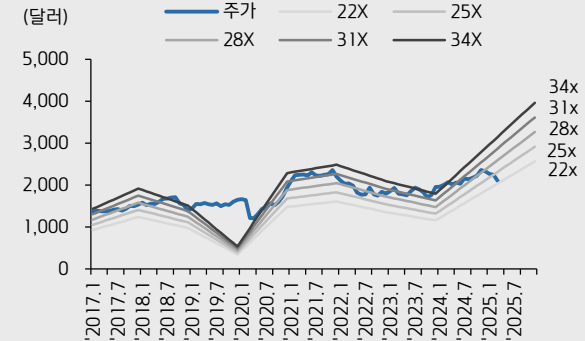
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

DOW PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Russell2000 PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2월 주요 주가지수 수익률 동향



◆ 2월 주요 주가지수 수익률 동향

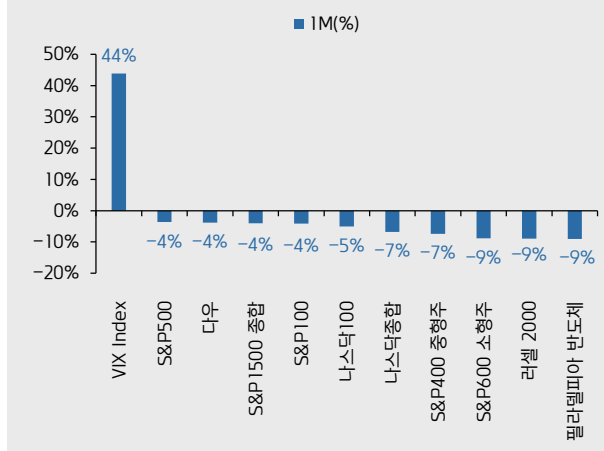
- 2025년 2월 한달 동안 VIX Index(43.8%)가 가파른 상승세를 보였고, 나머지 주요 주가지수는 모두 (-) 수익률 기록
- 필라델피아 반도체지수(-9.0%)가 가장 부진한 모습을 보였고, 러셀2000과 S&P600 소형주가 그 뒤를 이음
- AI 붐에 의해 2024년 동안 수급이 집중되었던 반도체 및 하드웨어 종목이 가장 크게 하락했고, 스태그플레이션 내러티브 속에서 중소형주 역시 큰 폭 하락

미국 주가지수 기간별 수익률

지수명	종가(pt)	기간별 수익률			
		1W	1M	3M	1Y
VIX Index	22.78	20.0%	43.8%	70.8%	68.9%
S&P500	5,849.72	-2.2%	-3.6%	-3.3%	14.0%
다우	43,191.24	-0.6%	-3.8%	-3.6%	10.8%
S&P1500 종합	1,314.95	-2.3%	-4.0%	-3.9%	13.1%
S&P100	2,842.46	-2.8%	-4.1%	-2.5%	17.1%
나스닥100	20,425.58	-4.3%	-5.0%	-3.5%	12.1%
나스닥종합	18,350.19	-4.9%	-6.8%	-5.4%	13.2%
S&P400 중형주	3,025.61	-2.3%	-7.4%	-9.9%	3.2%
S&P600 소형주	1,331.17	-3.0%	-8.8%	-13.4%	2.1%
러셀 2000	2,102.24	-3.5%	-8.9%	-13.6%	1.3%
필라델피아 반도체	4,575.37	-8.6%	-9.0%	-9.5%	-8.2%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주)2025.02.28일 기준

2월 미국 주가지수 수익률 순위



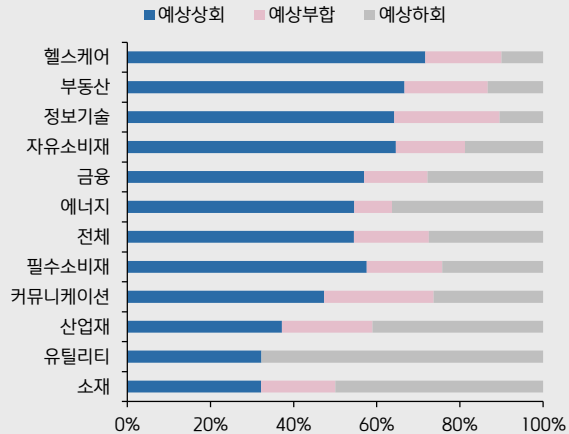
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주)2025.02.28일 기준



◆ 실적과 주가 사이의 엇박자

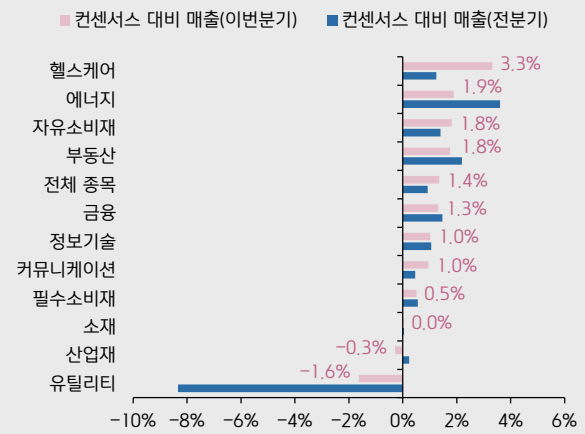
- 2024년 4분기 실적 발표가 거의 마무리 된 가운데 S&P500 속 종목 중 53%가 컨센서스를 상회한 매출을 기록
- 섹터 중 헬스케어가 가장 긍정적인 실적을 발표했고, 에너지와 자유소비재 산업이 뒤를 이음
- 반대로 유틸리티 섹터가 가장 부진한 실적을 공개했고, 산업재와 소재가 뒤를 이음
- 기업 대부분이 2월에 실적을 공개했지만 증시에는 큰 영향을 주지 못함. 가장 긍정적 실적을 발표한 헬스케어 섹터는 2월 한달 -2.6% 하락했고, 가장 부정적 실적을 발표한 유틸리티 섹터는 2월 한달 +0.7% 수익률을 기록
- 2월 동안 가장 부진한 수익률을 기록한 자유소비재 섹터는 모든 종목 중 62%가 예상을 상회한 매출을 발표
- 2월 증시는 트럼프 관세 정책 불안, 경기 둔화 등의 거시 요인들에 영향을 받았고, 실적과 같은 미시적 요인에 의한 영향은 제한됨

섹터별로 분류한 실적 서프라이즈 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

이번 분기(FY4Q24)와 전분기(FY3Q24)간 실적 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

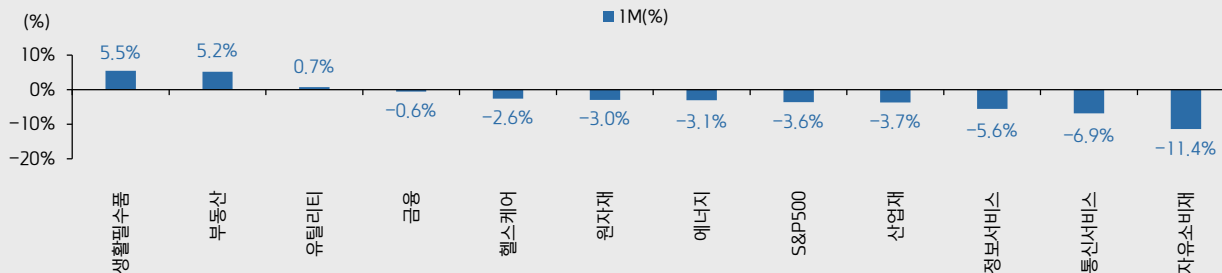


◆ 밸류에이션 부담 해소 과정 Ing

- 2월, S&P500보다 높은 수익률을 보인 산업군들의 PER 평균은 17.4배인 반면, S&P500보다 부진한 수익률을 기록한 산업군들의 PER 평균은 22.9배. 밸류에이션이 높은 산업군이 성장에 불리했음(UP: 생활필수품, 부동산 / DOWN: 자유소비재, 커뮤니케이션, IT)

GICS Level 1 기준 산업별 수익률 분포

분류		종가(pt)	변화율			PER(x)		PBR(x)		EV/EBITDA(x)	
			1W	1M	3M	2023	2024	2023	2024	2023	2024
S&P500	생활필수품	923.91	1.8%	5.5%	2.7%	23.2	23.0	7.1	6.4	16.9	15.3
	부동산	271.42	2.7%	5.2%	-1.6%	38.9	19.0	3.1	3.2	19.1	17.9
	유틸리티	401.33	-0.8%	0.7%	-2.1%	17.9	16.5	2.1	2.0	12.0	11.4
	금융	1471.445	1.1%	-0.6%	2.2%	17.5	16.1	2.3	2.1	15.7	13.9
	헬스케어	2033.13	0.8%	-2.6%	-2.5%	18.4	16.8	4.7	4.2	13.6	12.4
	원자재	546.51	-1.2%	-3.0%	-7.9%	21.2	18.0	2.7	2.5	11.2	9.9
	에너지	665.65	-3.5%	-3.1%	-7.3%	14.4	12.5	2.0	1.9	6.7	6.1
	S&P500	5849.72	-2.2%	-3.6%	-3.3%	21.7	19.3	4.5	4.0	14.3	12.8
	산업재	1135.8	0.1%	-3.7%	-5.8%	22.8	20.0	5.8	5.1	14.7	13.1
	정보서비스	4255.82	-6.1%	-5.6%	-7.6%	35.3	26.7	11.5	9.1	26.4	18.8
	통신서비스	344.16	-3.3%	-6.9%	2.8%	19.3	17.6	4.1	3.6	11.2	10.1
	자유소비재	1691.567	-3.5%	-11.4%	-6.5%	25.8	23.3	7.6	6.3	14.5	13.1
나스닥	18350.19	-4.9%	-6.8%	-5.4%	35.2	27.2	6.6	5.8	22.5	16.5	



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주)2025.02.28일 기준

2월 세부 업종별 수익률 분포



◆ 2월 세부 업종별 수익률 분포

- 통신(14.1%), 음식료 및 담배(9.6%), 보험(6.8%), 부동산(5.2%) 등이 2월 기준 긍정적 수익률을 보임
- 자동차 및 부품(-26.7%), 유통(-9.8%), 엔터/미디어(-8.9%), 반도체 및 장비(-8.6%) 등은 2월 기준 부진한 수익률을 연출

GICS Level 2 기준 세부 산업별 수익률 분포

지수명	증가(pt)	기간별 수익률					
		1W	1M	3M	6M	1Y	YTD
통신	172.03	2.3%	14.1%	10.6%	24.2%	39.7%	40.5%
음식료 및 담배	876.61	1.5%	9.6%	3.5%	-0.6%	12.6%	8.8%
보험	878.73	4.8%	6.8%	2.3%	7.4%	25.3%	35.7%
부동산	271.42	2.7%	5.2%	-1.6%	-0.6%	8.6%	9.7%
제약	1,418.87	1.7%	4.5%	5.0%	-6.3%	1.7%	8.1%
가정용품	918.22	2.6%	4.2%	-2.3%	-0.2%	7.3%	13.5%
식품	1,022.08	1.5%	1.6%	4.9%	15.5%	30.3%	46.4%
상업 및 전문서비스	725.07	1.3%	1.4%	-1.1%	6.6%	17.2%	27.9%
호텔/레저	1,945.84	0.1%	1.1%	0.5%	16.7%	16.6%	22.4%
유틸리티	401.33	-0.8%	0.7%	-2.1%	4.1%	26.8%	22.9%
금융	1,471.45	1.1%	-0.6%	2.2%	14.2%	26.9%	36.1%
운송	1,020.16	-0.5%	-0.8%	-6.2%	-0.7%	-5.4%	4.8%
하드웨어	4,324.61	-3.9%	-1.2%	-1.9%	3.9%	29.5%	27.9%
헬스케어	2,033.13	0.8%	-2.6%	-2.5%	-2.8%	3.3%	5.9%
소재	546.51	-1.2%	-3.0%	-7.9%	-7.9%	-1.9%	3.0%
에너지	665.65	-3.5%	-3.1%	-7.3%	-4.3%	1.8%	2.9%
은행	500.54	0.2%	-3.5%	0.6%	14.7%	33.5%	41.8%
S&P500	5,849.72	-2.2%	-3.6%	-3.3%	3.6%	14.0%	24.8%
자본재	1,238.40	0.0%	-5.5%	-6.7%	2.1%	13.8%	23.9%
소프트웨어	4,622.61	-3.4%	-6.3%	-7.9%	-0.2%	-0.6%	12.2%
내구소비재/의류	389.98	-1.6%	-8.5%	-9.9%	-6.6%	-8.2%	-6.2%
반도체 및 장비	5,021.27	-10.6%	-8.6%	-11.9%	-5.7%	11.6%	61.4%
엔터/미디어	1,397.81	-3.9%	-8.9%	1.9%	13.2%	26.2%	42.2%
유통	4,942.77	-1.9%	-9.8%	-3.5%	10.8%	11.7%	32.3%
자동차 및 부품	153.12	-12.4%	-26.7%	-19.3%	25.2%	39.9%	17.0%

자료: Bloomberg, 주)2025.02.28일 기준

2월 종목별 수익률 Top10 & Low10



◆ 종목별 수익률 Top10 & Low10

- SMCI는 재무보고서 제출 기한을 지키며 급등했지만, 월말 약 -30% 급락. 반대로 필립모리스는 1M, 1W 모두 견고할 수익률을 기록
- 원자력 관련주인 컨스텔레이션 에너지는 2월 중 가장 부진한 모습을 보였으며, 테슬라와 비스트라 역시 Low10 리스트 안에 포함

2월 종목별 수익률 분포

월간 수익률 Top10 종목	티커	GICS 업종	시가총액(\$mIn)	변화율				1W 목표주가 변화
				1W	1M	3M	YTD	
슈퍼 마이크로 컴퓨터	SMCI US EQUITY	기술	21,407	-30.1%	23.7%	-13.7%	18.3%	1.7%
필립 모리스 인터내셔널	PM US EQUITY	기본소비재	246,896	1.6%	21.8%	21.7%	31.9%	2.7%
애브비	ABBV US EQUITY	헬스케어	373,337	3.6%	11.3%	19.8%	19.0%	2.1%
염! 브랜즈	YUM US EQUITY	자유 소비재	43,799	4.5%	19.4%	13.6%	17.0%	1.2%
길리어드 사이언스	GILD US EQUITY	헬스케어	144,448	4.5%	18.4%	26.6%	25.6%	0.5%
허쉬	HSY US EQUITY	기본소비재	36,130	0.4%	23.3%	0.4%	5.4%	2.1%
벤티스	VTR US EQUITY	부동산	30,757	3.8%	16.9%	13.2%	19.5%	0.2%
T-모바일 US	TMUS US EQUITY	통신	311,502	1.8%	15.0%	12.2%	23.6%	1.0%
AT&T	T US EQUITY	통신	198,979	3.7%	14.3%	17.8%	21.7%	0.1%
프로그레시브	PGR US EQUITY	금융기관	167,003	4.6%	15.0%	11.6%	21.2%	0.0%

월간 수익률 Low10 종목	티커	GICS 업종	시가총액(\$mIn)	변화율				1W 목표주가 변화
				1W	1M	3M	YTD	
덱커스 아웃도어	DECK US EQUITY	자유 소비재	20,829	-2.0%	-19.0%	-32.8%	-32.4%	0.0%
FMC	FMC US EQUITY	원자재	4,437	-6.4%	-34.2%	-39.8%	-26.9%	0.0%
셀라니즈 코퍼레이션	CE US EQUITY	원자재	5,141	-11.2%	-34.1%	-33.7%	-32.1%	0.0%
웨스트 파마슈티컬 서비스즈	WST US EQUITY	헬스케어	16,489	3.2%	-31.1%	-29.0%	-30.4%	0.0%
비스트라	VST US EQUITY	유틸리티	42,015	-13.2%	-26.4%	-23.2%	-10.1%	-4.5%
테슬라	TSLA US EQUITY	자유 소비재	915,582	-13.9%	-27.4%	-20.5%	-29.5%	-2.6%
스카이웍스 솔루션스	SWKS US EQUITY	기술	10,537	-1.5%	-24.1%	-25.3%	-26.1%	0.0%
모더나	MRNA US EQUITY	헬스케어	11,679	-10.7%	-11.4%	-27.3%	-27.2%	0.0%
텔레플렉스	TFX US EQUITY	헬스케어	6,266	-23.9%	-22.7%	-27.9%	-24.1%	-43.8%
Constellation Energy Corp	CEG US EQUITY	유틸리티	73,199	-13.2%	-24.2%	-8.6%	3.8%	4.7%

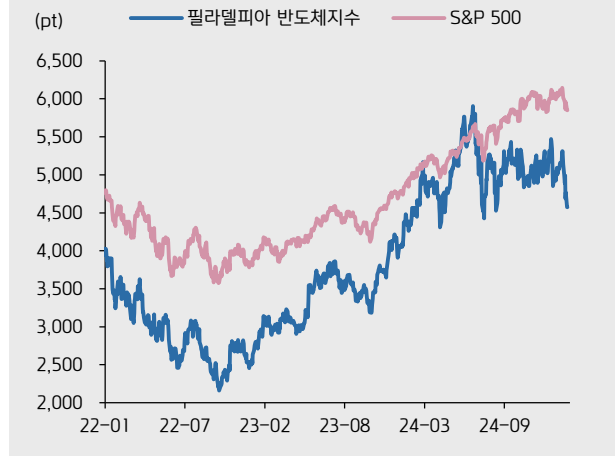
자료: Bloomberg, 주)종목은 S&P500 포함 주식 중 선정, 2025.02.28일 기준



◆ 반도체주 반등을 기대하기는 아직 시기상조

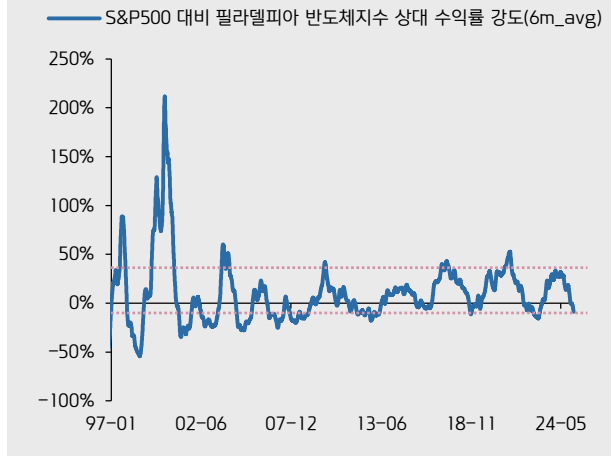
- 주요 주가지수 중 가장 큰 낙폭을 보였던 필라델피아 반도체지수는 2024년 7월 고점 대비 -22.5% 하락
- S&P500 대비 필라델피아 반도체지수 상대 수익률 강도는 -9.0%를 기록하며 2023년 2월 레벨로 복귀. 상대 수익률이 고점을 달성 후 내려올 경우 과거 데이터 기준 40~50%의 낙폭을 기록. 산술적으로 이를 적용할 때 상대적 수익률 강도 하단은 -16%
- 통계적 분석에 의한 근거 뿐만이 아니라, 장기화 되고 있는 관세 이슈 역시 필라델피아 반도체지수 부진에 기여할 것
- 다만, 휴머노이드 및 추론형 AI 산업의 근본적 성장이 훼손된 것은 아니기에 잠깐의 조정 이후 다시 회복할 것으로 판단. 해당 반등 시점은 과거 데이터를 통해 산술적으로 계산할 경우 2분기 후반 정도일 것으로 전망

필라델피아 반도체지수 / S&P500 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

S&P500 대비 필라델피아 반도체지수 상대 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 저 변동성 팩터가 가장 견고한 수익률 기록

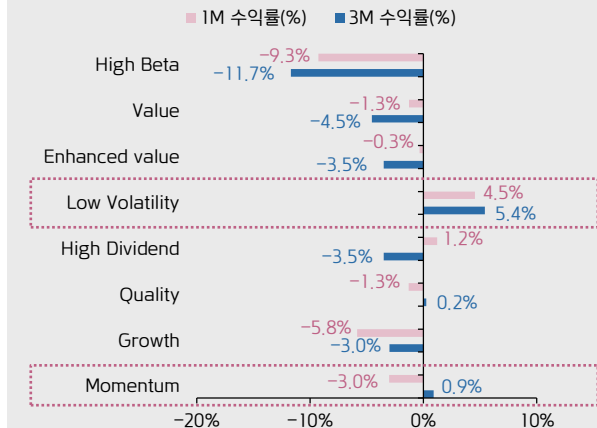
- 변동성이 확장되고 투자심리가 위축되면서 Low Volatility 팩터가 2월 중 가장 견고한 수익률을 기록
- 지난달까지 시장이 선호하던 모멘텀 플레이는 2월 들어 크게 위축되었으며, 증시 조정을 견딜 수 있는 전략으로 수정
- 밸류에이션이 높은 종목 중심의 High Beta 스타일 전략이 가장 큰 하락세를 보였고, Tech 비중이 높은 Growth 전략 역시 부진

스타일 팩터 기간별 수익률

팩터	1M	3M	6M	1Y
Momentum	-3.0%	0.9%	9.3%	23.5%
Growth	-5.8%	-3.0%	5.7%	18.1%
Quality	-1.3%	0.2%	4.4%	17.6%
High Dividend	1.2%	-3.5%	0.0%	14.6%
Low Volatility	4.5%	5.4%	19.1%	16.8%
Enhanced value	-0.3%	-3.5%	2.7%	11.0%
Value	-1.3%	-4.5%	-0.3%	8.2%
High Beta	-9.3%	-11.7%	-2.3%	-1.5%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2월 기준 저 변동성 팩터가 가장 견고한 수익률 기록



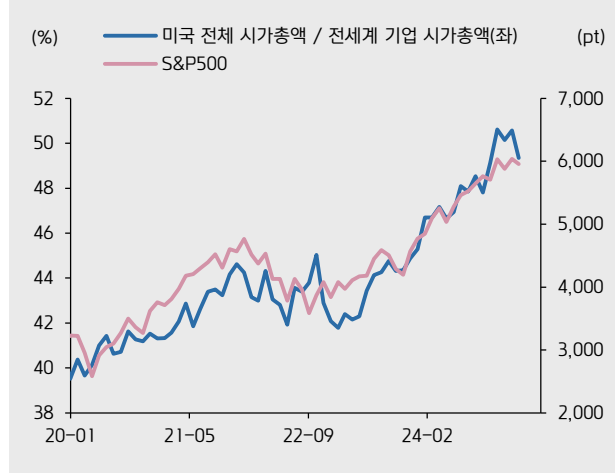
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 연초 이후 회복세를 보이고 있는 Non-US

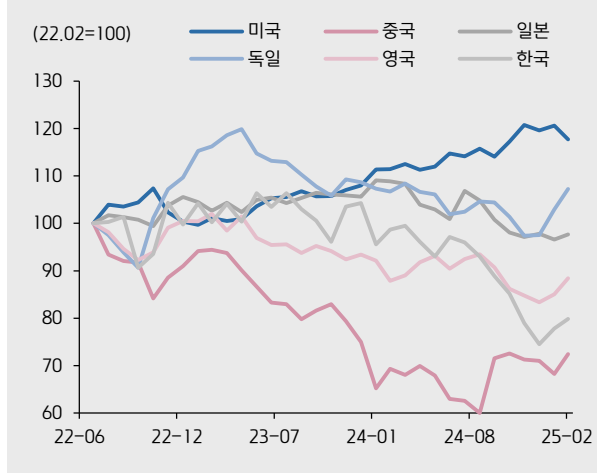
- 전세계 시가총액 대비 미국 시가총액 비중은 고점 대비 -1.3%p 하락한 49.3% 기록
- 주요 선진국 별 증시 상승 속도 역시 미국은 부진했던 반면 독일, 영국, 중국, 한국 등은 연초 이후 반등 흐름 연출
- 딥시크 이후 기술력 분야에서 재평가 받고 있는 중국의 첨단 산업과 한국의 조선업, 유럽의 방산업 등이 상승 동력으로 작용

전세계 시장에서 미국 기업들이 차지하는 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2022년 이후 주요 선진국 별 증시 상승 속도 비교



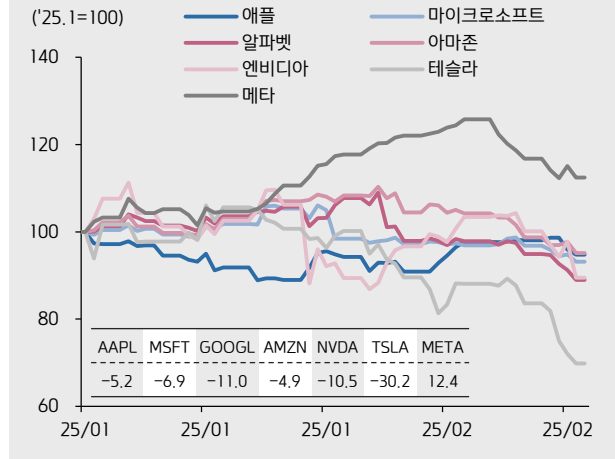
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 테슬라(TSLA)와 엔비디아(NVDA)가 울고 메타(META)가 웃다

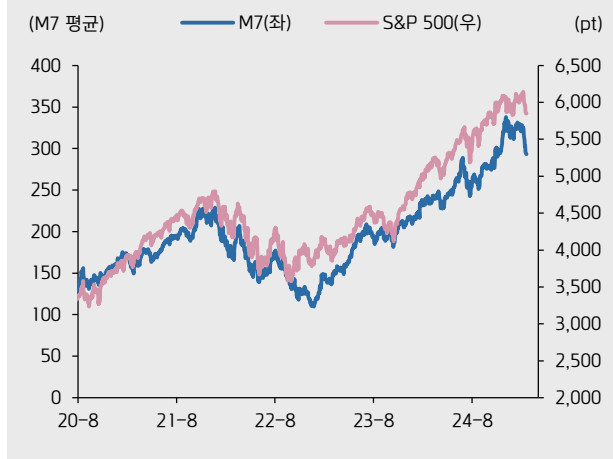
- 증시 하락이 시작된 2월 동안 가장 큰 낙폭을 보인 M7은 테슬라(-30.2%)이고, 그 뒤는 구글(-11.0%)과 엔비디아(-10.5%)
- 스태그플레이션 내러티브 속 밸류에이션이 부담스러운 종목들이 선제적으로 하락했고, 테슬라는 일론 머스크의 정치 행보가 유럽향 매출 부진의 트리거로 작용하며 더욱 크게 하락
- 하지만 메타는 나홀로 12.4% 반등하며 강한 모습을 보임. AI를 이용한 타겟팅 광고 산업이 예상을 크게 웃도는 수익을 만들어 내자 높은 Ad tech 기술력을 보유한 메타가 증시 부진과 관계 없이 상승한 것

연초 이후 M7간 주가 흐름 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주) 2/28일 기준 연초대비 변화율

S&P500 추이와 M7 평균 추이 비교



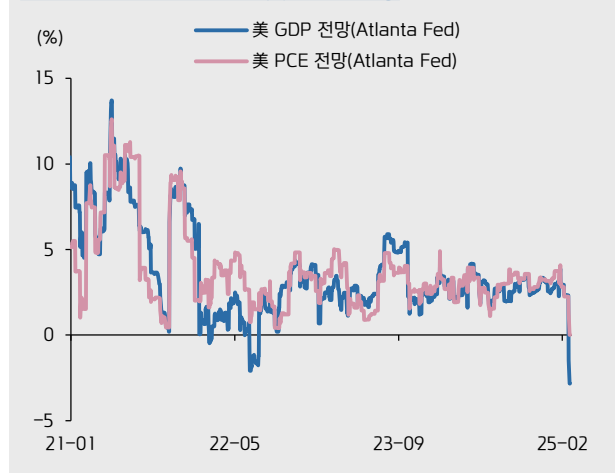
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ GDP 추정치 하락과 소비 둔화 시그널

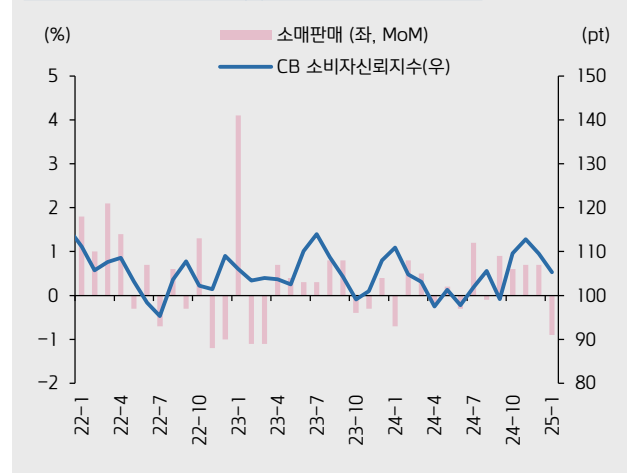
- 애틀란타 Fed는 GDP Now를 통해 미국 1분기 실질 GDP 성장률을 -2.8%로 추정. 2024년 4분기 미국 실질 GDP 성장률이 2.3%임을 감안할 때 5.1%p의 하락 갭이 생성된 것. 1분기 실질 PCE 역시 0.01%를 기록하며 이전 예측치(1.3%) 보다 큰 폭 하향조정 됨
- 12월 미국 월간 소매판매 변화율은 -0.9%를 기록해 예상(0.2%)를 크게 하회. 이는 소비 위축에 의한 경기 둔화 우려를 점화
- 여기서 기억해야 할 부분은 애틀란타 Fed의 GDP Now는 가변적이며, 트럼프 행정부의 정책 불확실성을 반영한 수치라는 것. 즉 실물 경기가 경색되었다고 판단하기 보다는 심리적 불안에 의한 일시적 효과라 보는 것이 합리적
- 또한, 소매판매의 부진은 12월 한파 및 산불 피해 중첩에 의해 오프라인 쇼핑몰 방문이 감소한 결과일 수 있음
- 경기 둔화가 시작되었다는 근거가 아직 부족한 상황임에도 불구하고 증시는 관련 지표를 반영하며 빠르게 하락. 이에 트럼프 정책 불안과 고점 부담을 해소할 수 있는 '핑계'가 필요한 시점에 위 결과들이 사용되었다 판단

애틀란타 Fed의 GDP 및 PCE 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

1월 소매판매 MoM 및 CB 소비자신뢰지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 행정부 정책 불확실성을 반영한 기대 인플레이션 상황

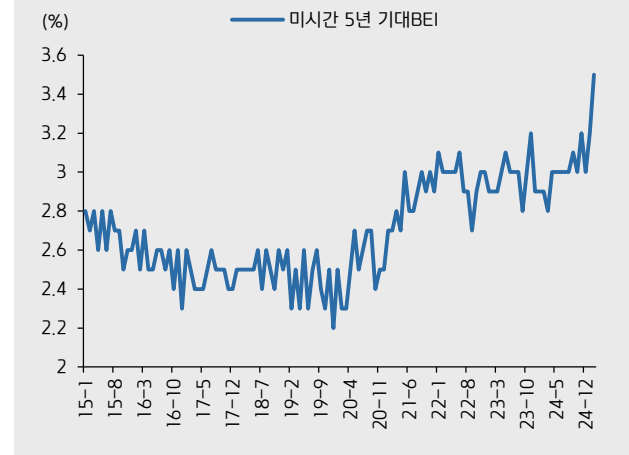
- 미시간 1년 기대 인플레이션은 4.3%를 기록하며 빠르게 반등. 미시간 5년 기대 인플레이션 역시 3.5%로 급등
- 미시간 대학교는 기대 인플레이션 상향의 이유를 새로운 행정부의 정책 변화에 따른 경제적 불확실성이라 설명. 다만 해당 불확실성은 2022년 보다는 완화된 상태라고 첨언
- 또한, 미시간 대학교는 소비자의 높은 인플레이션 우려는 유지되고 있지만, 극단적 기대치는 줄어드는 추세이며 이후 정책 시행 여부가 소비자 기대와 시장 심리에 중요한 영향을 미칠 것이라 발언

미시간 1년 기대인플레이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미시간 5년 기대인플레이션



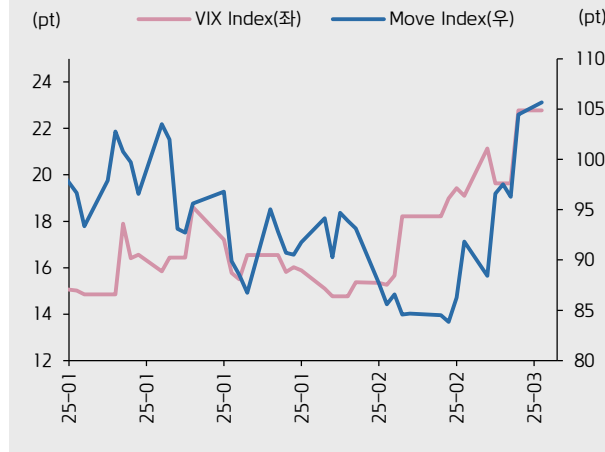
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 높아진 시장 불안 심리

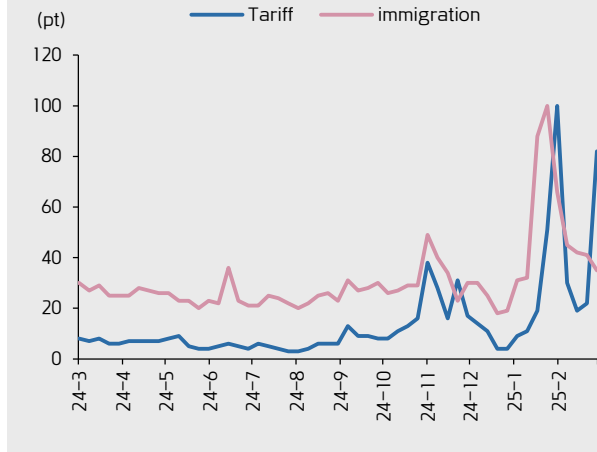
- VIX Index는 2월 이후 22.8pt까지 빠르게 반등했고, Move Index 역시 105.6pt 수준으로 급등
- 시장의 공포 심리를 대변하는 VIX 지수와 Move 지수가 급격히 높아진 것은 투자 심리 위축을 의미
- 관세와 이민정책 관련 트럼프의 급진적 행정명령이 공개되고, 캐나다와 멕시코 대상 관세부과가 확실히 되면서 시장 불안감은 같이 높아지는 모습을 보임
- 앞서 언급한 경기 둔화 우려와 기대 인플레이션 상승이 더해져 스태그플레이션 내러티브를 만들어 냈고 위험자산 회피 심리를 강화
- 2월 이후 연출된 증시 하락 추이는 실물 경기 흐름을 반영한 결과라기 보다는 정책 불확실성에 의한 공포감에 의거

VIX Index와 Move Index



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

관세 및 이민 관련 관심도가 2025년 이후 급증



자료: GoogleTrends, 키움증권 리서치센터

연초 이후 주요 주가지수 별 수익률 변화 흐름

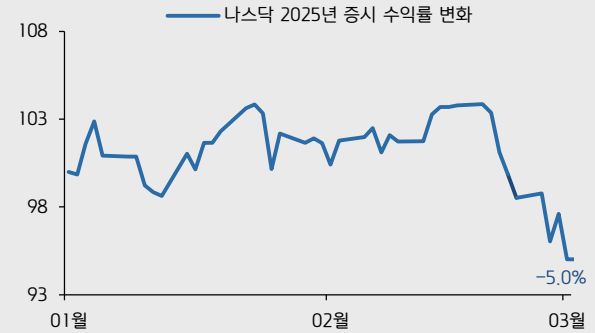


S&P500 수익률 변화 추이



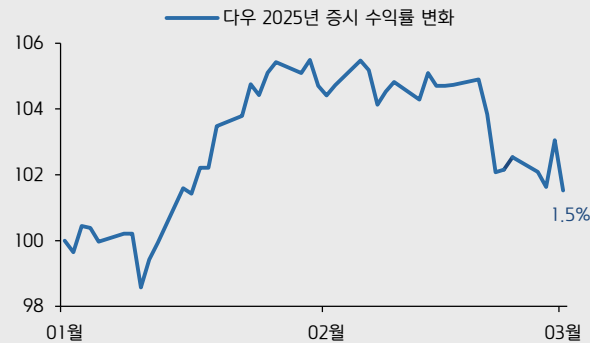
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

NASDAQ 수익률 변화 추이



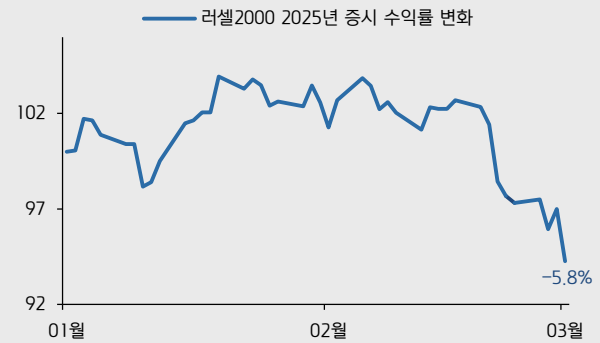
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

DOW 수익률 변화 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Russell2000 수익률 변화 추이



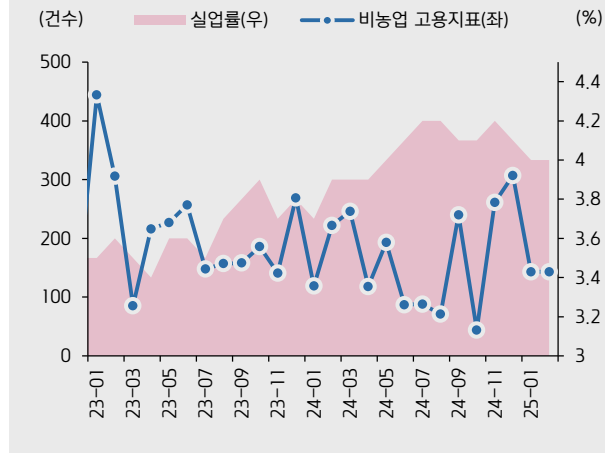
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 고용시장을 경기 침체 근거로 삼고 있는 증시

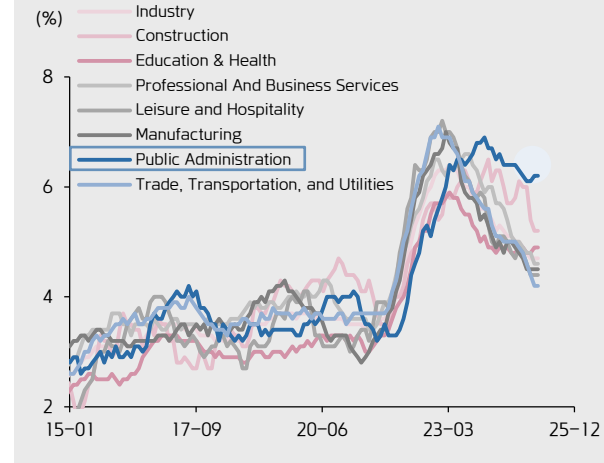
- 미국 1월 비농업 고용지수는 14만 3천 건을 기록해 예상(16만 9천 건)을 하회. 하지만 실업률은 4.1%에서 4.0%로 하락했고 평균임금 상승률은 21개 주에서 최저임금을 인상한 영향을 받아 MoM +0.5% 상승
- 고용시장 위축 근거를 아직까지는 확인할 수 없지만, 2월 고용지표 부진 가능성은 존재. 1월 소매판매 MoM 하락에 영향을 준 관세 불확실성과 한파 속 대외 소비 활동 감소가 2월까지 지속되고 있기에, 2월 고용지표에도 부정적 영향을 줄 수 있음
- DOGE(정부효율부)의 본격적인 역할수행에 따라 정부 창출 일자리가 감소할 수 있다는 점도 고용시장 둔화에 일조 가능
- 위와 같은 이유로 단기적 고용 불안이 증시 조정에 빌미를 제공할 수 있지만, 장기적 관점에서 볼 때 고용시장이 점진적으로 식어가는 것은 소프트랜딩 가능성을 오히려 높이는 재료
- 즉, 고용시장은 과열 국면을 벗어나 점차 식어가는 중이며, 단기적 부침은 가능하나 장기적 고용시장 경색 가능성은 낮다고 판단

미국 실업률 및 비농업 고용지표



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

직군별로 나누어 본 평균임금 상승률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 유동성 회수는 아직 진행중

- 재무부는 1분기 QRA를 통해 미국 차입 계획을 공개. 1~3월 차입 수정치는 이전 전망보다 90억 달러 하회한 8,150억 달러로 발표됐고, 4~6월 차입 추정치는 1,230억 달러로 제시
- 1~3월 차입 추정치가 90억 달러 하회한 것은 25년 1Q 현금 잔고가 예상(7,000억 달러)을 220억 달러 웃돌았기 때문. 8,150억 달러 차입규모는 23년 3분기 이후 가장 큰 액수이며, 20년 4분기 이후 2번 째로 큰 금액
- 반면 4~6월 차입 추정치인 1,230억 달러는 22년 4분기 이후 가장 작은 금액. 국채 발행을 통해 1분기 공격적으로 차입하고 2분기 쉬어 가겠다는 재무부의 판단
- 분기말 현금 잔고(TGA)의 목표 금액은 1~6월까지 8,500억 달러로 설정. 1월 말 TGA가 8,250억 달러임을 감안할 때 TGA를 통한 재정지출은 6월까지 계획하지 않고 있음을 시사. 부채한도 협상이 계획대로 진행될 경우 단기 유동성 회수 흐름 진행될 것

현금 잔고(Cash Balance) 변화

현금 잔고	24년 4Q(10월~12월)			25년 1Q(1월~3월)		
	prior	current	변화	prior	current	변화
전망 변화						
Opening Balance	\$886	\$886	\$0	\$700	\$722	\$22
Closing Balance	\$700	\$722	\$22	\$850	\$850	\$0
Impact on Borrowing	(\$186)	(\$164)	\$22	\$150	\$128	(\$22)

자료: Treasury.gov, 키움증권 리서치센터, 주) 단위: 10억 달러

재무부의 1분기와 2분기 차입 계획

분기	확정 / 수정	시장성 차입	분기 말 현금 잔고
2024 3Q	확정치	762	886
2024 4Q	이전 전망(24.10.28)	546	700
	확정치	620	722
	전망 수정치	74	22
2025 1Q	이전 전망(24.10.28)	823	850
	현재 전망(25.02.03)	815	850
	전망 수정치	-9	0
2025 2Q	25.02.03	123	850

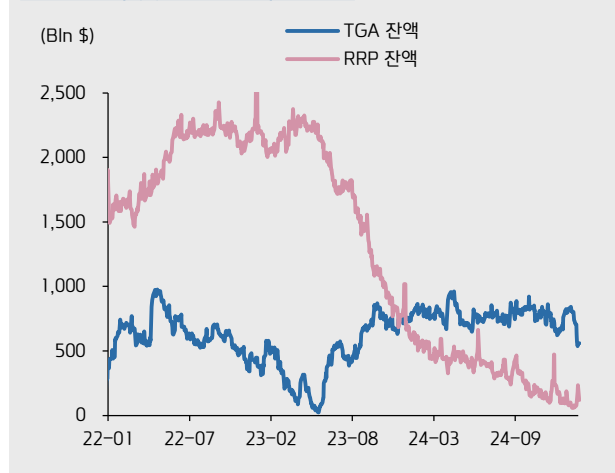
자료: Treasury.gov, 키움증권 리서치센터, 주) 단위: 10억 달러



◆ 부채한도 협상과 연결해서 본 TGA 및 RRP

- 2월 TGA와 RRP 잔액은 모두 큰 폭으로 변화. TGA 잔액의 경우 2월 초 8,400억 달러 수준이었으나, 2월 말 5,600억 달러로 내려오며 약 1,800억 달러를 소진. RRP 잔액의 경우 2월 초 580억 달러까지 내려갔으나, 2월 말 2,340억 달러로 재차 복구
- QRA에서는 2분기 말 TGA 목표금액을 8,500억 달러로 설정했지만, 2월 TGA 소진은 정부가 예상보다 이른 재정 지출을 감행했음을 시사. 사용처는 사회간접자본(SOC) 투자 확대, 의료보험료 지원, 이자지급 등 정부지출에 대부분 사용됨
- TGA가 2월 중 소진된 원인은 1월 재설정된 부채한도 36.1조 달러를 1월 13일에 도달했기 때문이며, 추가 채권 발생이 어려워진 만큼 정부 운영을 TGA 자금을 통해 진행. 재무부는 현재 '특별 조치'를 통해 부채한도 증액 없이 정부를 운영하는 중
- RRP 잔액 증가 역시 신규 발행 채권 중단에 의해 MMF 자금이 재차 RRP 계정에 쌓이기 때문이라 판단
- 부채한도 협상이 진행될 경우 장기채 발행에 따라 TGA 잔액은 충전되고 RRP 잔액은 내려갈 것이라 전망

TGA 잔액 및 RRP 잔액의 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

지급준비금 및 M2 기준 유동성 환경은 양호



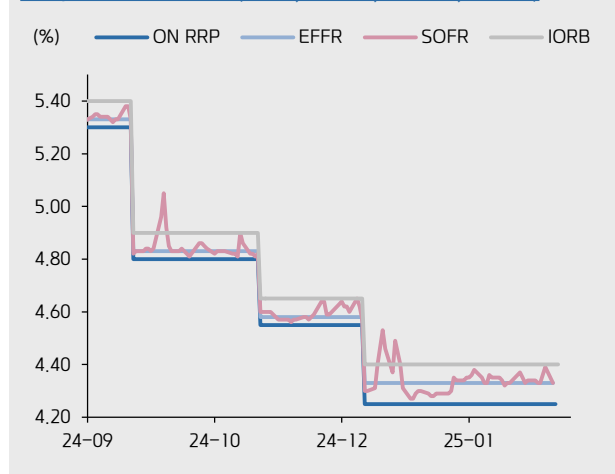
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 단기자금 시장으로 미뤄 본 QT 중단 시나리오

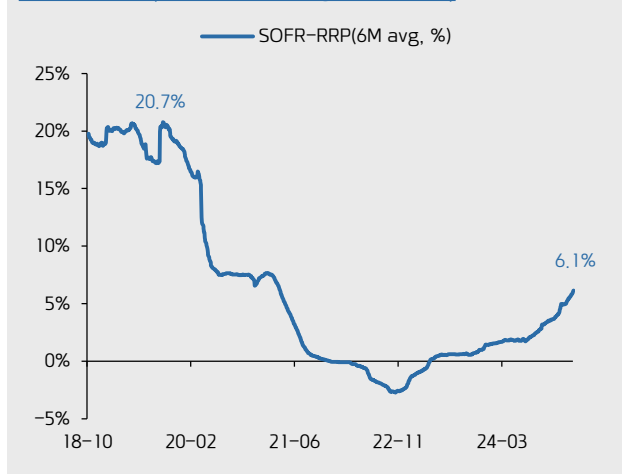
- SOFR 금리는 1월 안정된 흐름을 연출. 다만, 부채한도 유예가 만료되면서 1/21일 재무부가 '특별 조치'를 시작한다고 의회에 통보한 이후 SOFR은 점차 상승 중. 특별 조치는 정부가 채무 불이행을 피하면서 일시적으로 추가 차입을 가능하게 한 것
- SOFR과 RRP 금리 차이가 아직 6.1%이기에 급격한 자금시장 경색을 걱정해야 할 단계는 아직 아니지만, 부채한도 협상 지연에 따라 국채 발행에 제약이 생길 경우 단기자금 스트레스는 조금씩 높아질 여지가 있음
- 2분기 부채한도 협상 X-date이 6월 정도로 언급되고 있기에 그 전까지 정부가 보유한 현금 내에서 제한적으로 정부 지출이 이루어질 경우, 유동성 흐름이 원활하지 않을 수 있다는 우려는 기저에 존재할 것
- 이와 같은 고민을 정부 또한 같이 하고 있으므로, 문제가 악화되기 전 QT 중단 논의가 이행될 수 있을 것이라 판단. 1월 FOMC 의사록 내에 “부채한도와 관련된 재무부 부채 해결까지 대차대조표 축소를 중단하거나 속도를 늦추는 것을 고려하는 것이 적절할 수 있다”는 워딩은 위와 같은 흐름을 반영한 것이며, 세수를 거두는 4월 이후 QT 중단 논의가 시작될 여지 존재

미국 금리 변화 추이(RRP, EFFR, SOFR, IORB)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

SOFR-RRP(단기자금 건전성 판단 지표)



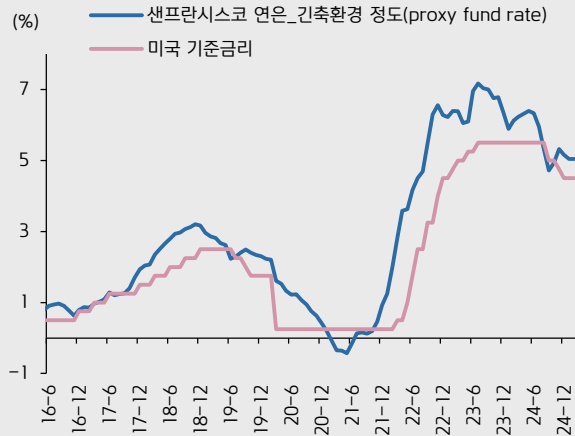
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 긴축 환경 정도 완화와 점진적 기준금리 하락

- 샌프란시스코 Fed에서 발표하는 긴축환경 정도(proxy fund rate)은 2025년 2월 기준 5% 수준을 기록(역사적 평균: 4.73%)
- 물가 안정화를 위한 긴축적 통화정책이 아직까지는 유지되고 있지만, 강도는 점차 낮아지고 있는 상황
- 경기 둔화 우려에 의해 연내 미국 기준금리 인하는 3회로 수정되었고(기존 2회), 시점은 6월, 7월, 10월로 점쳐지고 있음
- 샌프란시스코 Fed의 Proxy 금리와 기준금리가 동시에 낮아지고 있는 시점에서 경기 침체로 진입할 가능성은 낮다고 판단하며, 관세 정책에 의한 기대인플레이션 상승에 대응하기 위한 연준의 금리 인하 속도 조절이 중요한 과제라고 판단

미국 기준금리와 샌프란시스코 Fed의 proxy 금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 기준금리 변화 흐름

Meeting Date	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
25.03.19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	93.0%
25.05.07	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	40.4%	56.8%
25.06.18	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	28.3%	51.6%	18.3%
25.07.30	0.0%	0.0%	0.8%	12.8%	37.9%	37.8%	10.7%
25.09.17	0.0%	0.5%	8.9%	29.8%	37.8%	19.4%	3.4%
25.10.29	0.2%	3.2%	15.6%	32.4%	31.9%	14.3%	2.3%
25.12.10	1.4%	8.3%	22.5%	32.2%	24.7%	9.4%	1.4%

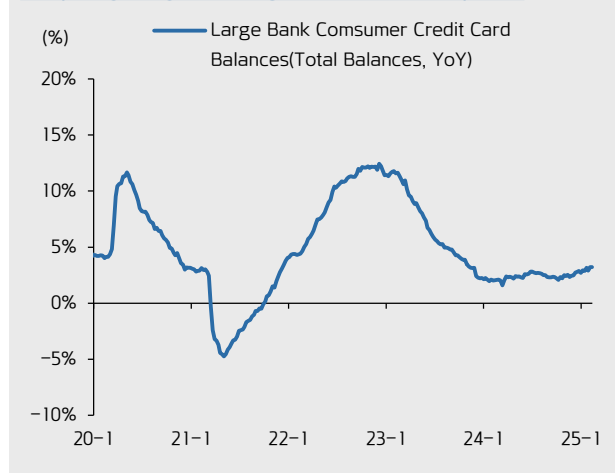
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 아직까지는 건전한 모습을 보이는 은행 연체율

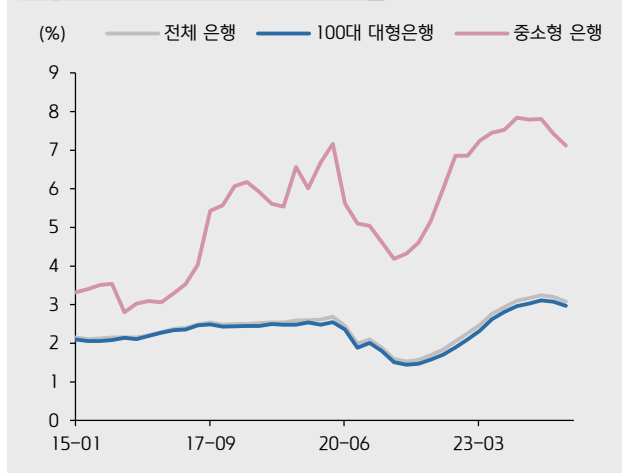
- 대형 은행들의 신용카드 미결제 잔액 추이는 24.02 ~ 25.02까지 2~3% 수준의 제한된 범주에서 움직이고 있음
- 모든 은행 기준으로 집계한 대출 연체율 역시 아직까지 3% 수준에서 유지되고 있는 상황
- 미국 전체 소비를 주도하는 고소득 계층의 재무 상황은 아직까지 건전하다고 볼 수 있으며, 중산층 역시 큰 문제는 발견되지 않음
- 중소형 은행들의 연체율 역시 2024년 6월 이후 꾸준히 안정화 되고 2025년 2월 기준 7.4% 수준에 수렴
- 트럼프 행정부의 규제 완화 기조 속 대형은행 M&A 활성화는 향후 은행 수익성에 긍정적 기여를 할 것으로 판단

미국 대형 은행들의 신용카드 미결제 잔액 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

은행 규모별로 살펴본 대출 연체율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

대출 종류별로 구분해서 본 연체율



부동산담보대출 연체율



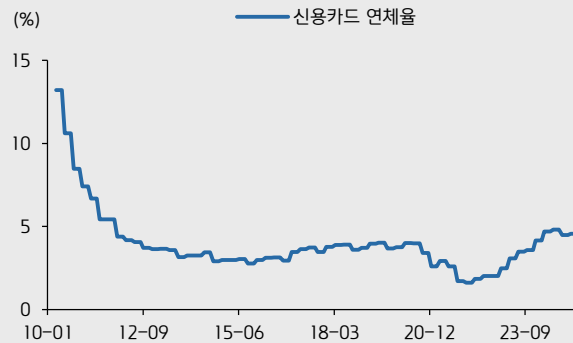
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

상업, 산업 대출 연체율



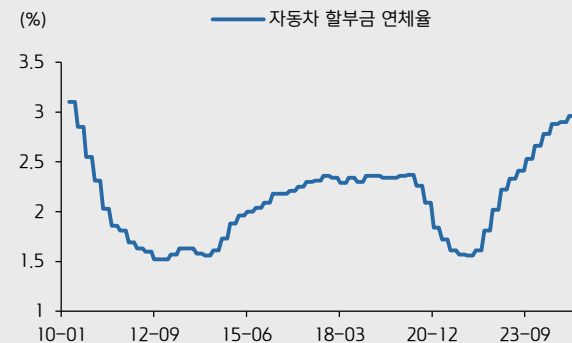
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

신용카드 연체율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

자동차 할부금 연체율



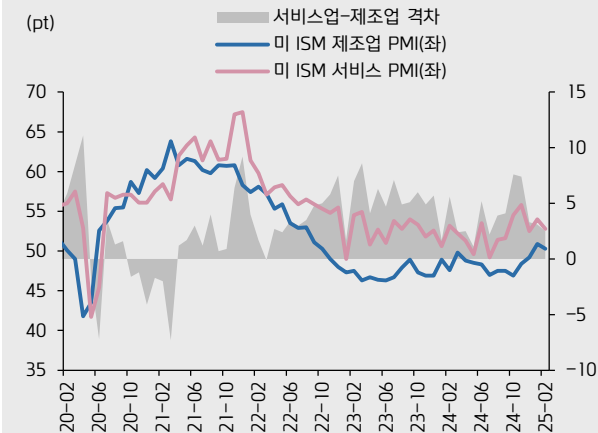
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 제조업과 서비스업 PMI

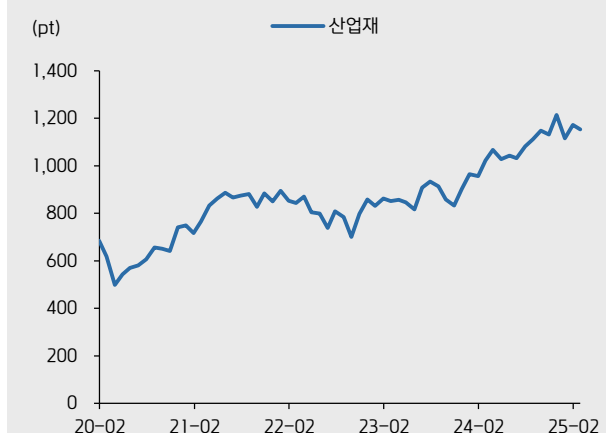
- 서비스업과 제조업 PMI 하락 흐름 역시 2025년 2월 이후부터 경기 둔화 우려를 자극
- 2월 미국 ISM 제조업 PMI는 50.3pt를 기록했고 ISM 비제조업 PMI는 53.5pt를 기록. 제조업과 비제조업 PMI 모두 기준선인 50pt를 넘어 확장 국면에 놓여 있지만, 시장은 하락 추세에 집중
- 다만, PMI 역시 설문조사를 통해 산출되는 결과인 만큼 심리적 요인을 무시할 수 없음. 트럼프의 관세 불안이 심리 위축을 야기하고 있는 현재 1~2개월 동안의 수치만을 기반으로 경기를 판단하는 것은 선부르다고 생각

미국 ISM 제조업 / 서비스업 PMI



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

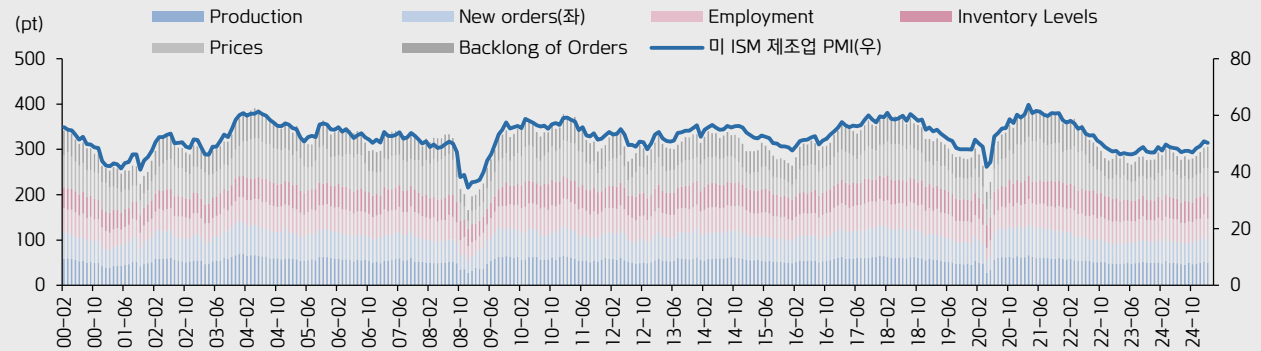
제조업 경기를 반영하는 산업재 섹터 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

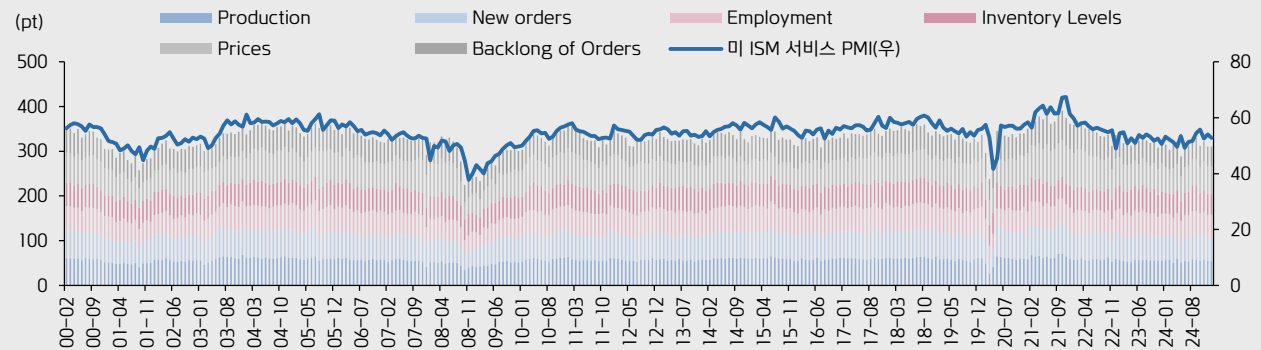


ISM 제조업 PMI 세부



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

ISM 비제조업 PMI 세부



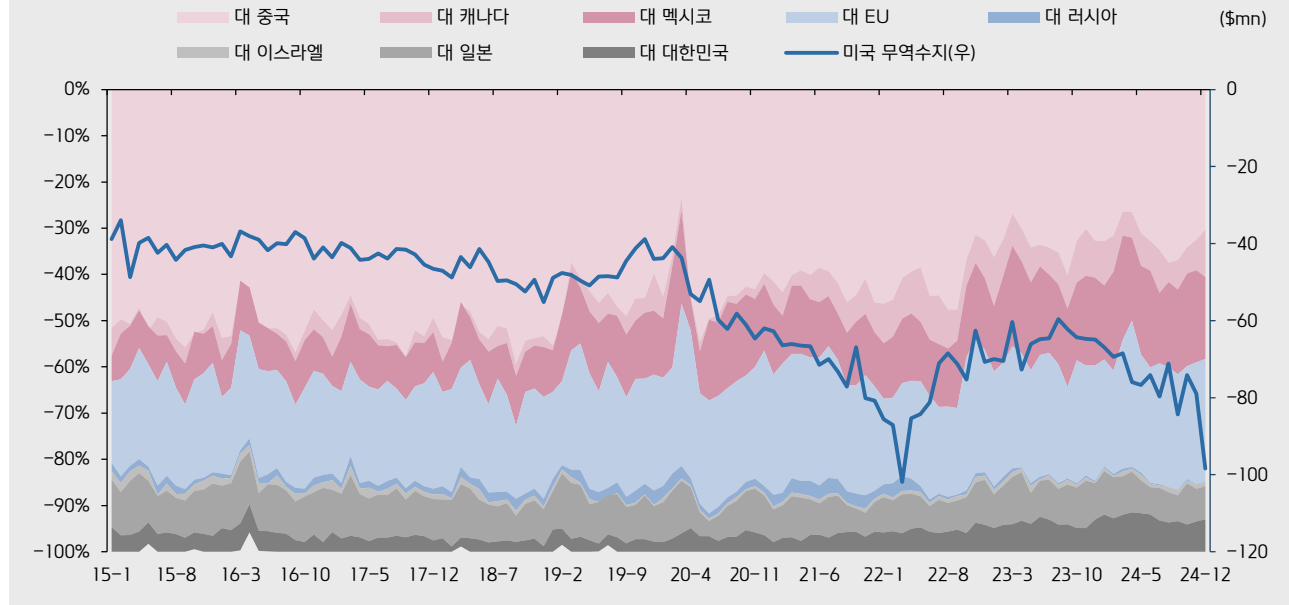
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 미국 무역적자에 기여 = 관세 부과 대상

- 트럼프의 관세 타겟이 되는 국가는 대미 무역에서 상대적으로 수해를 보는 곳
- 단일 국가 기준 미국 무역수지 적자에 가장 큰 기여를 하는 나라는 중국이지만, 2위와 3위는 각각 멕시코와 캐나다
- 트럼프가 멕시코와 캐나다 대상 25%의 관세를 부과하겠다고 발표한 것은 이와 무관하지 않으며, EU와 한국, 일본을 한번씩 언급하는 것도 대미 교역에서 수해를 보는 국가들이기 때문

주요국 별 미국과의 무역 수지 비교



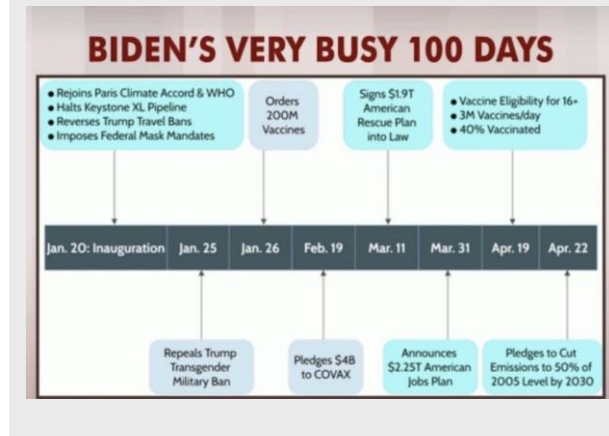
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 100 일의 아픔을 견디면

- 트럼프의 정책 관련 불확실성은 100 일 동안 집중될 가능성이 높음. 집권 후 '첫 100 일'은 미국정치에서 새 행정부의 주요 정책 방향 설정 기간 이라는 의미가 있기 때문
- 트럼프 2 기는 2025 년 1 월 20 일 시작되었고, 첫 100 일의 종료 시점은 2025 년 4 월 30 일 . 해당 기간이 지난 후에는 '말' 보다는 '실천'에 무게를 둘 것으로 예상
- 이에 올해 5 월 이후 본격적인 '실무'를 시작하며 현실과 조금씩 '타협'하게 될 경우 정책불안에 따른 증시 하강 압력은 감소할 것으로 예상
- 미국 역시도 관세를 통해 자국에게 유리한 '관계'를 유지하려는 것일 뿐, 고립을 원하지는 않음

과거 바이든 당선 이후 100일의 일정



자료: 언론보도

당선 첫날부터 행정명령을 쏟아낸 트럼프



자료: 언론보도



◆ 캐나다와 미국 사이의 관세가 아닌 관계를 보기

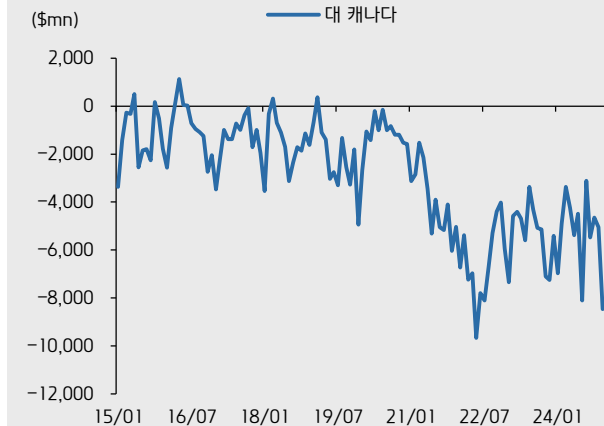
- 트럼프는 3 월 4 일 캐나다와 멕시코에 25% 관세를 부과하고, 중국에는 추가적인 10% 관세를 부과할 것이라고 발언
- 캐나다는 미국의 두 번째로 큰 교역 파트너이자 미국전체 원유 수입의 약 60%를 담당하는 곳
- 퍼미안 분지에서 뿜어 나오는 미국의 셰일오일은 경질유 비중이 높기에 산업 생산에 필요한 중질유는 가격이 저렴한 캐나다 원유를 통해 공급 받아야 함
- 미국 대부분의 정유소들은 이미 중질유 처리에 특화된 시설로 설계되어 있어서 매출의 많은 부분을 캐나다산 원유에 의존
- 즉 에너지 안보를 강조하는 트럼프 입장에서 캐나다는 생리적으로 떼어놓을 수 없는 중요한 파트너 중 하나. 미국의 대 캐나다 무역 적자 규모가 84.6억 달러 수준이기에 관세 타겟으로 선정되었지만, 장기적으로 보면 결국 양국은 '합의'에 도달할 가능성이 높음

중질유와 경질유의 사용처 구분

구분	주요 사용처	비율 (%)
중질유	대형 선박 연료 (화물선, 유조선, 크루즈선 등)	25%
	발전소 (화력 발전소 연료)	5%
	대규모 산업 시설 (제철소, 시멘트 공장 등)	35%
	열 발생용 (제철소, 시멘트 공장, 유리 공장 등)	3%
경질유	운송 연료 (가솔린, 디젤, 제트 연료 등)	4%
	자동차 연료 (승용차, 픽업트럭, 오토바이 등)	4%
	항공기 연료 (제트 연료 원료)	4%
	석유화학 산업 (나프타 등 석유화학 원료)	7%
	가정용 난방 (등유 형태)	7%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

캐나다와의 교역에서 미국이 기록중인 무역 적자



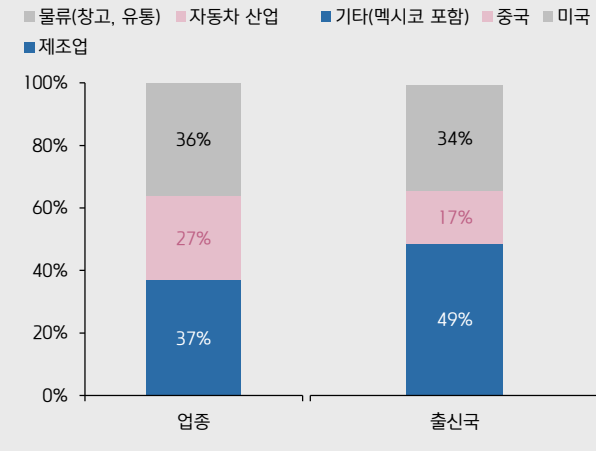
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 제조업 관점에서 본 미국과 멕시코

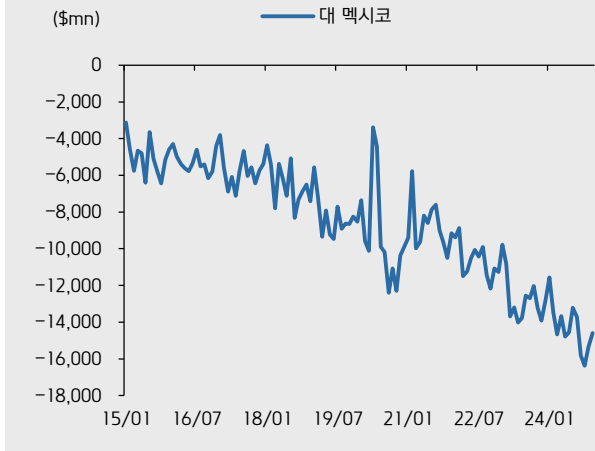
- 멕시코는 미국의 주요 무역 파트너로 자리매김했고, 최근 중국을 추월
- 중국 견제를 위해서 멕시코는 필요한 비즈니스 파트너
- 멕시코는 올해 1월 21일 "Nearshoring Decree"를 최종 발표. 이는 법인세 감소 혜택, 각종 공제 혜택 등을 멕시코 내 모든 다국적 기업으로 확대하겠다는 취지
- 위 법령에 따라 멕시코에서 제조·기술·물류 분야에 진출하고자 하는 미국 기업이 많아질 수 있음. 비용 통제가 필요한 트럼프 및 기업 입장에서 멕시코는 가져가야 할 카드
- 멕시코의 민간 산업단지 협회에 따르면 2025년까지 멕시코 산업단지에 약 400개 신규 기업 진출 예상

2025년 멕시코 진입 신규 기업 분류



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

멕시코와의 교역에서 미국이 기록중인 무역 적자



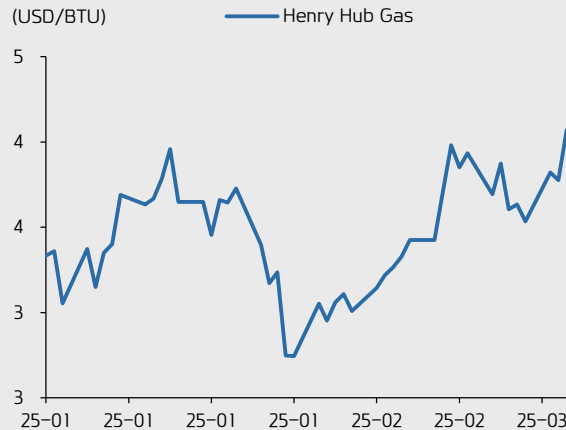
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 미국 發 에너지 안보의 조력자: 한국&유럽&일본

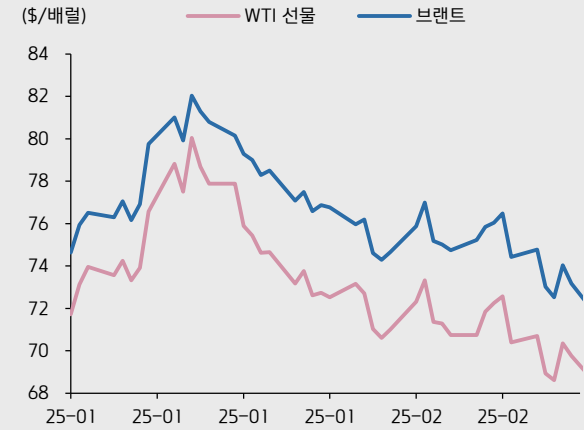
- 물가 안정을 꿈꾸는 트럼프의 핵심 정책 중 하나는 에너지 주도권 확보를 통한 가격 안정화
- 트럼프는 에너지 생산량을 늘리기 위해 관련 규제 완화 행정명령을 발표했고, 에너지 인프라 투자 역시 적극적으로 진행 중
- 다만, 셰일오일 생산 확대 등으로 'Q'가 늘어날 경우 'P'가 감소해, 생산 주체들의 수익성에 부정적일 수 있다는 딜레마가 존재
- 이를 해결하기 위해 미국산 에너지 수입처 확보가 중요하며, 트럼프는 유럽의 미국 LNG 수입을 강력하게 추진 중. 또한 알래스카 북부의 천연가스를 한국 및 일본 등 아시아 시장에 수출하기 위해 공격적 투자 역시 진행되고 있음
- 미국 산 천연가스 수입처가 점차 확보되자 Henry Hub 천연가스 가격은 2월 이후 빠른 상승세를 보이고 있음
- 다만, WTI와 브랜트유는 생산량 확대에 대응되는 수입처가 아직 불분명하고, 경기 둔화 우려가 시장에 번지면서 2월 이후 하락추세를 보이고 있는 상황

Henry Hub 천연가스 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

WTI와 브랜트유 가격 변화 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2025년 3월 관심 종목 리스트: 아직 트럼프 취임 2달째, 당분간 불확실성 피하기가 최우선 과제



아직 트럼프 취임 2달째, 당분간 불확실성 피하기가 최우선 과제

테마	업종	세부 테마	종목	투자 포인트	시가 총액 (\$mln)	1M (%)	YTD (%)
정책 불확실성 회피	통신 서비스	엔터테인먼트	테이크 투 인터랙티브 소프트웨어(TTWO)	- 비디오 게임 개발 기업으로 GTA 시리즈, 레드데드리DEM션 시리즈, NBA 2K 등 대형 IP 보유 - 트럼프 정책과 국제 경제 불확실성 속 비교적 안전한 포지션을 보유한 엔터테인먼트 업종. 올 가을 GTA 6를 포함, 2025년 대형 신작 파이프라인 다수 포진되어 관련 기대감 출시일까지 유효	37,913	16.2	16.7
	산업재	보안/ 소프트웨어	엑손 엔터프라이즈 (AXON)	- 테이저건, 바디캠, 드론 등 하드웨어와 경찰 전용 소프트웨어 개발/판매하는 보안 솔루션 기업 - 현재 미국 연방 및 지방 정부, 경찰, 교정시설 등 법 집행 기관이 주요 고객으로 진입장벽 높음 - AI+소프트웨어+하드웨어 통합 라인 효과와 민간 및 해외 확장으로 실적 성장 모멘텀 유효	40,990	-21.4	-10.0
정책 불확실성 회피/금리 하락 수혜	부동산	헬스케어 리츠(REITs)	웰다워(WELL)	- 미국 최대 규모의 노인 주거 및 의료시설 운영 사업 영위하는 리츠 - 미국 내 베이비부머 세대의 고령화로 시니어하우징에 대한 수요는 계속해서 늘어날 전망. 반면 신규 공급은 고금리와 건설 비용 증가 여파로 제한된 상황으로 중장기적인 성장 기대	99,307	8.9	22.9
	부동산	부동산 서비스	CBRE 그룹(CBRE)	- 세계 최대의 상업용 부동산 서비스 및 투자 기업. 100개국 이상의 부동산 투자자와 임차인에게 통합 솔루션(상업용 부동산 임대 및 관리, 중개 및 컨설팅, 직접 투자 및 펀드 운용)을 제공 - 경기 및 금리 사이클에 민감한 업종이나 장기 계약 기반의 임대 및 시설 관리 서비스를 제공하는 GWS 사업부를 통해 안정적인 현금 흐름 창출 가능 - 상업용 부동산 거래량 회복에 따른 약한 수요 회복이 점차 실적에 반영되기 시작	42,695	-3.3	8.4
금융 규제완화 /M&A 확대	금융	은행	골드만삭스(GS)	- 트럼프 금융 규제 완화 및 법인세 인하 효과로 캐피탈 시장이 가속화될 경우, 대형은행 가운데 투자은행 비중(61%)이 높은 동사에 수혜 - 아직 금융 규제 완화와 관련된 구체적인 정책안 발표되지 않아 추가 상승 재료 존재 - 바젤3 최종안(Basel 3 Endgame) 축소/폐기시 은행주 전반에 긍정적으로 작용할 수 있을 듯	191,912	-8.1	3.6
	금융	브로커리지 /운용	LPL 파이낸셜 홀딩스 (LPLA)	- 미국 최대 독립 금융 브로커리지 기업으로 금융 자문과 중개 서비스, 금융 기술 플랫폼 제공 - 트럼프 금융 규제 완화 및 법인세 인하 효과로 캐피탈 시장이 가속화될 경우, 금융 자문 및 중개 시장에서 가장 큰 규모를 보유한 동사의 구조적 이점으로 자문 수요 집중될 가능성 있음 - 연방예금보험공사, 바이든 행정부의 대형은행 M&A 감독 강화 정책 철회	25,734	-5.8	5.7

자료: 키움증권 리서치센터
주: 2025.03.05 기준

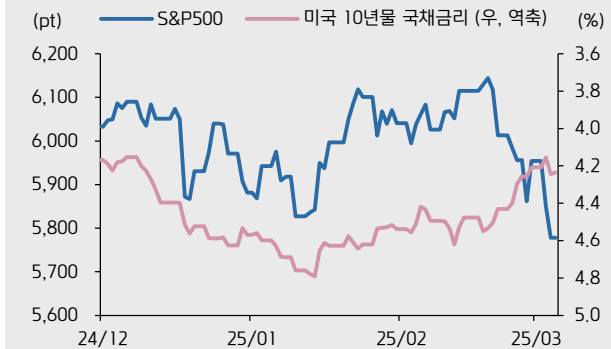
경기 침체 전망은 과도, But 증시 상승을 주도하던 "성장"은 둔화되고 있다



◆ 높은 밸류 정당화했던 성장 기대감에 목마른 증시

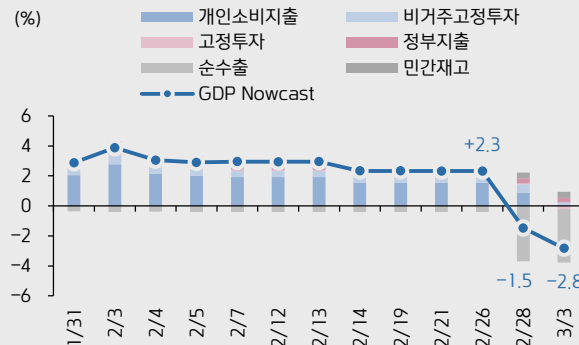
- 2월 월보에서 언급했듯이 높아진 밸류에이션 부담과 이를 정당화했던 상승 재료들의 반전, 그리고 트럼프 정책 불확실성 확대되면서 밸류에이션 높은 성장주 중심으로 하락폭 큰 모습
- 다만 과거 증시 상승의 압박 재료였던 금리에 대한 민감도는 낮아진 모습. 증시 상승으로 연동되지 않은 원인은 그간 증시 상승의 주요 원동력이 "성장(경제와 기업) 기대감"이었기 때문
- 실제 이익 상향되고 있는 국가로의 자금 로테이션을 감안, 미국 증시의 추가 하락에 대한 가능성도 배제할 수 없음. 성장에 대한 확실한 배경이 흐려진 상황 속 정책 불확실성 헤지 가능하고 이익 성장 기대감 유효한 퀄리티가 무엇보다 중요하다 생각

최근 지수는 금리 하락과 연동되지 않는 모습



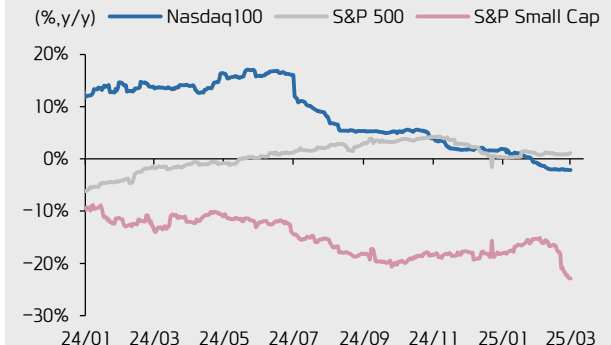
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

원인은 성장 기대치의 약화 때문-경제(1Q25 GDP)



자료: 애플라타 연은, 키움증권 리서치센터

원인은 성장 기대치의 약화 때문-기업 이익



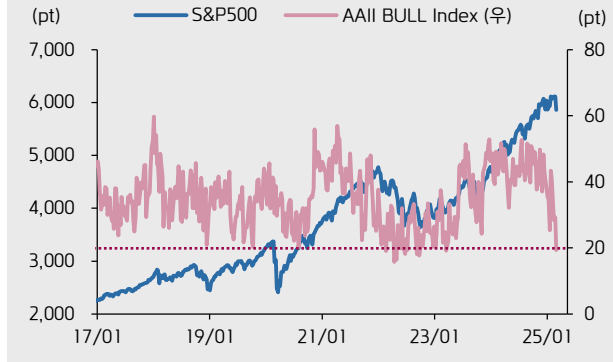
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 단기 리스크에서 자유로운 서비스업 최선호 유지

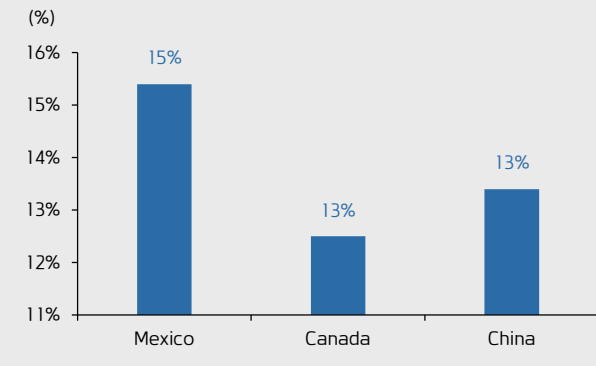
- AAI Bullish 지표, 랠리 이후 처음으로 20% 하회해 시장 심리 극단적으로 악화 반영. 대체로 단기 반등 신호로 보지만, 22년에는 하락장 시현. 불가피한 변동성 확대로 추가 조정 가능성 염두에 둘 필요. 따라서 현재로서 이익 성장을 둔화된 반면 밸류에이션 높은 기술주는 보수적인 대응이 합리적이라 판단
- 트럼프의 관세 타겟은 서비스가 아닌 상품. 상품보다는 서비스 업종 중심으로 대응하는 것이 단기적으로 대안. 여전히 엔터테인먼트, 금융 최선호하며 소프트웨어, 부동산 차선호
- 다만 관세 장기화(감세 정책 발표 전까지)와 광범위한 상호 관세 실제로 시행된다면, 기업과 소비자 신뢰에 영향 줄 수 있기에 산업 전반적인 수익 감소로 이어지면서 일부 상품에서 산업 전체로 불확실성 번질 수 있다는 점은 우려 요인

시장 참여자들의 심리는 극단적으로 비관적인 상황



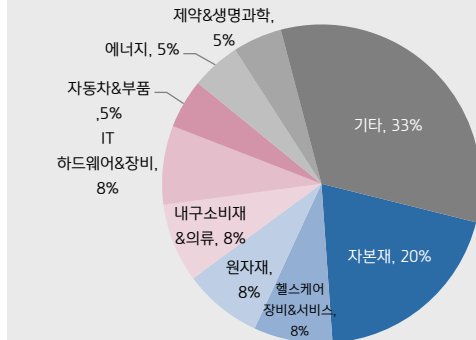
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국의 멕시코, 캐나다, 중국 수입 비중



자료: Census, Haver Analytics, 키움증권 리서치센터

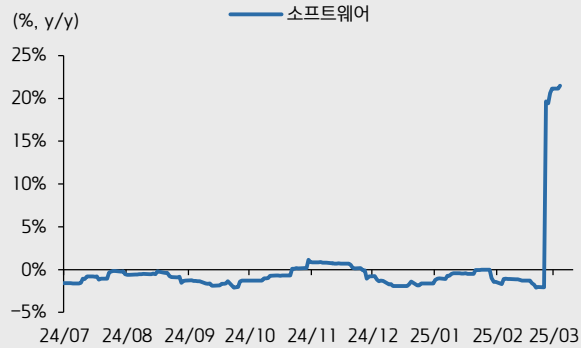
업종별 멕시코 관련 관세 언급 비중



자료: Morgan Stanley, 키움증권 리서치센터
주: 최근 6개월 기업 공시 자료에 언급된 관세 횟수

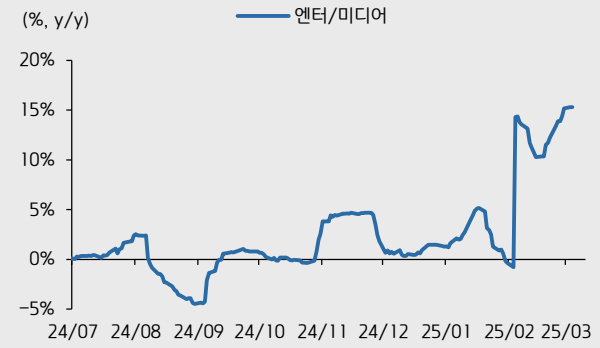


소프트웨어 업종 이익 추정치 추이



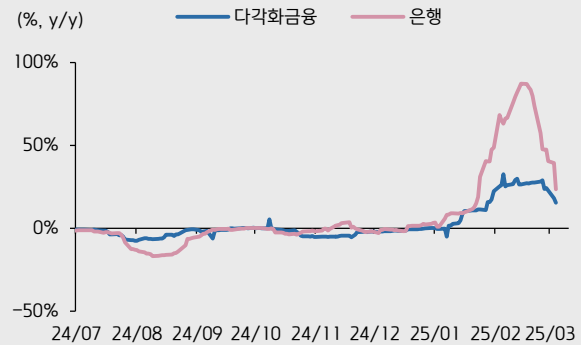
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

엔터/미디어 업종 이익 추정치 추이



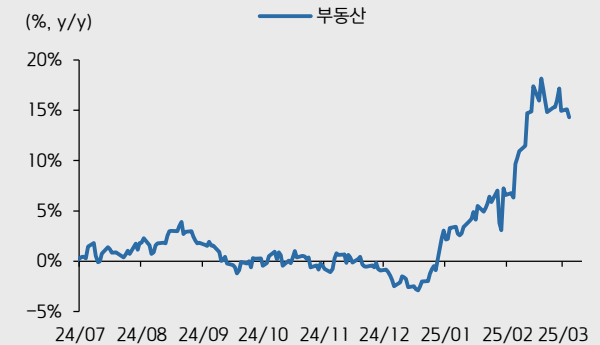
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

금융 업종 이익 추정치 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

부동산 업종 이익 추정치 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 자본시장 활성화의 트리거가 될 2025 년

- 트럼프는 1기 때부터 경제성장을 제고와 일자리 창출이라는 정책 목표 달성을 위해 금융 규제완화가 중요한 요소라는 점 강조. 반면 아직 구체적인 방안 발표되지 않아 추가 상승 재료 존재
- 1)바젤 3 최종안의 축소. 은행 자본금 요건을 상향하는 것을 골자로 하며, '22년 도입 예정이었으나, 팬데믹과 SVB 사태로 은행권의 유동성에 차질이 생기면서 '25년 7 월 초로 연기. 2)법인세 감면. '25년 만료 예정인 TCJA 연장 뿐 아니라 추가 법인세 인하와 팁 세금도 폐지 주장. 3)대형 M&A에 대한 심사 기준 완화. 연방예금보험공사, 바이든 행정부의 대형은행 M&A 감독 강화 정책을 철회. '24년 이전의 완화된 M&A 정책으로 회귀할 계획. 4)베센트 재무장관, 소비자금융보호국장(CFPB) 국장 겸임 및 현재 진행중인 업무 모두 중단 명령

S&P500 시가총액 대비 M&A deal 규모



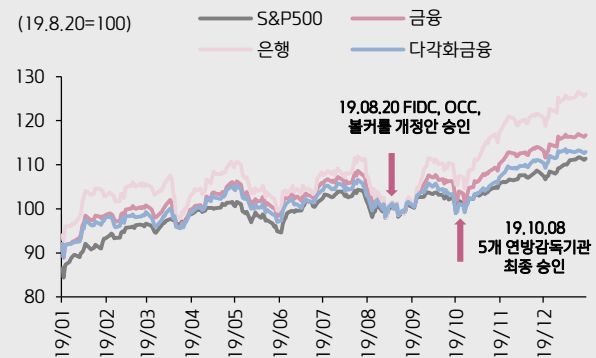
자료: Dealogic, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 명목 GDP 대비 M&A deal 규모



자료: Dealogic, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

과거 볼커를 완화 당시 금융주 아웃퍼폼 뚜렷



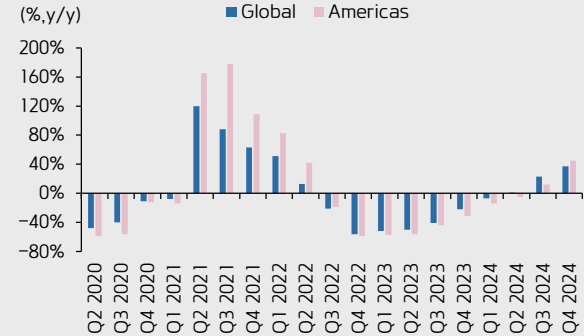
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 상업용 부동산 업황, 금리 인상 사이클 종료에 조심스러운 회복세 시현

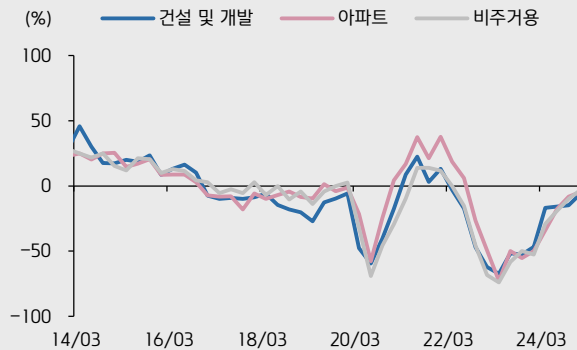
- 상업용 부동산 거래량은 24년 3분기 첫 반등을 시작으로, 24년 4분기에도 전년동기대비 증가세 지속되는 모습. 과거 대비 낮아진 가격으로 자산 인수 가능해진 가운데 금리 하락과 부채 유동성 증가가 거래량 증가에 기여한 것으로 추정
- FY2024 부동산 업종 어닝 결과에서도 긍정적인 흐름 확인. FFO 가이드نس 제공하는 95개 REITs 주식 가운데 66%가 Beat 기록했고, 9% Miss 기록. FY4Q24 S&P500 기준 43%가 EPS 가이드نس 상향한 데 반해 REITs는 59%가 상향
- 연준 미국 고위 대출 책임자 의견 조사(SLOOS) 상으로도 CRE 대출 기준 완화 및 수요 회복 추세 확인 가능

상업용 부동산 거래량은 회복 중



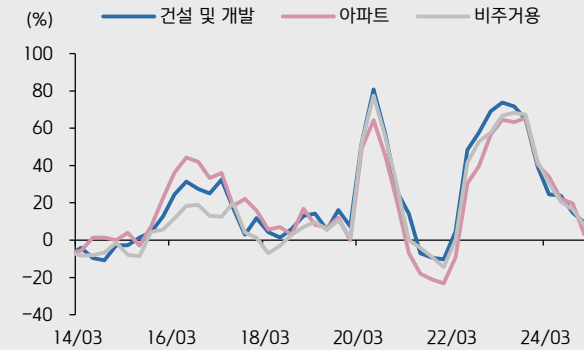
자료: JLL Research, 키움증권 리서치센터

SLOOS, CRE 대출 수요 증가 응답 비율



자료: FRED, 키움증권 리서치센터

SLOOS, CRE 대출 기준 강화 응답 비율



자료: FRED, 키움증권 리서치센터

테이크 투 인터랙티브 소프트웨어(TTWO)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

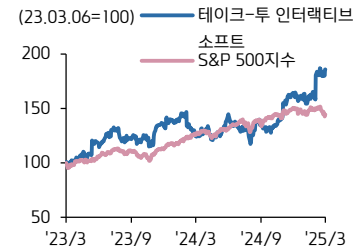
블룸버그 목표주가	USD 221.22
현재 주가 (3/5)	USD 214.81

Stock Data

산업분류	엔터테인먼트
세부업종	비디오 게임
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,842.63
시가총액(min)	37,913.0
유통주식수(min)	176.5
52주 최고	218.75
52주 최저	135.24
일평균거래량	1,673,511

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	16.7	16.2	36.8	49.2
S&P 500	-0.7	-3.6	6.2	15.0



- ◆ **기업 개요:** 테이크 투 인터랙티브 소프트웨어는 비디오 게임 개발 기업으로 산하에 락스타 게임즈와 2K라는 퍼블리싱 레이블 보유. 대형 IP로는 GTA 시리즈, 레드데드리뎀션 시리즈, NBA 2K 등 존재. '22년 Zynga라는 모바일 게임 업체 인수하면서 모바일 전용 게임 시장 진출. 플랫폼별 판매출 비중은 Mobile(54%), Console(37%), PC and Other(9%) 순. 지역별로는 미국이 61%, 미국외 국가가 39%를 차지
- ◆ **투자 포인트:** 1)출시 이후 10년 동안 2억 500만장 이상 판매되며 미국 내 가장 많이 팔린 베스트셀러로 알려진 GTA 5 보유한 동사는 올 가을 GTA 6 출시 예정. 트럼프의 관세 정책 및 국제 정세 불확실성 속 비교적 안전한 포지션 보유한 엔터테인먼트 산업에 포함되어있고, 출시 예정일까지 GTA 6 기대감 조성에 따른 모멘텀도 유효. 레드데드리뎀션2는 지난 6년간 미국 내 2번째로 많이 팔린 게임이며 이외에도 NBA 2K, WWE 2K 등 다양한 대형 IP 보유하고 있고, 2025년 GTA 6, Mafia: The Old Country, Borderlands 4 등을 포함한 대형 신작 파이프라인 다수 포진되어 있기 때문에 실적 성장에 대한 모멘텀은 출시일까지 유효할 수 있을 것. 2)게임 산업은 AI를 활용한 비용 절감에 단기적으로 가장 효과적인 산업 중 하나. 게임 회사의 자산과 CAPEX는 개발자 인력이기에 AI 기술 발전에 따른 개발자 대체가 생산성 향상과 비용 절감, 그리고 마진 향상으로 빠르게 연결될 수 있음. 실제로 동사는 생성형 AI가 게임 사업의 본질을 바꿀 것이며 사용자 경험을 향상시킬 것이라 언급. 시장은 유저 자유도가 높은 GTA 특성상 NPC와의 상호작용 강화를 기대 중
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q25 주요 IP 신작 출시의 부재로 탑라인 성장은 미미했지만 RCS(Recurrent Consumer Spending)가 판매출액의 80%를 차지하며 강력한 IP를 통한 안정적인 매출 창출 능력 증명. 현재로서 GTA 6 출시 연기나 성과 부진이 가장 큰 리스크. 12m fwd PER은 29배로 최근 5개년 PER 평균인 43배를 크게 하회하는 수준

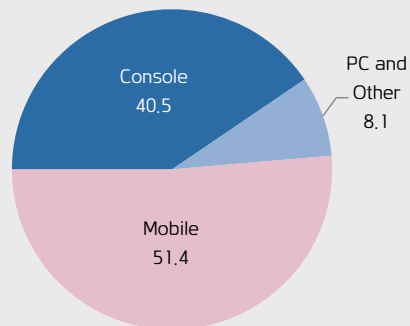
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
판매출액	5,350	5,350	5,629	8,060
EBITDA	351	272	295	1,128
EBITDA 마진(%)	6.6	5.1	5.2	14.0
순이익	-1,125	-3,744	-762	321
EPS	-7.03	-22.01	-4.22	1.75
증가율	-	-	-	-
PER	-	-	84.7	28.7
PBR	2.2	4.5	6.6	6.6
ROE	-17.5	-50.9	7.7	17.4
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2025.03.05 블룸버그 기준, EBITDA만 Non-GAAP 기준

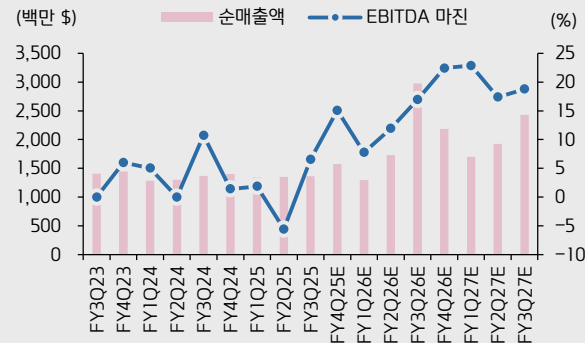


TTWO 사업부별 매출액 비중



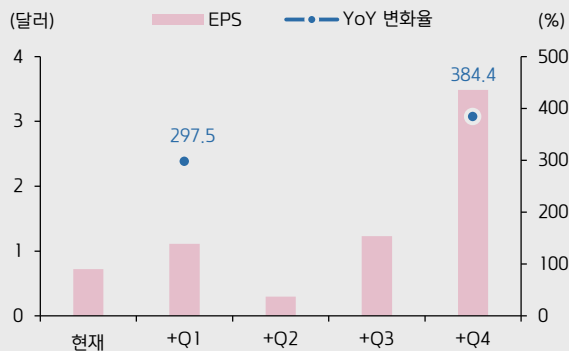
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

TTWO 분기 순매출액 및 EBITDA 마진 추이



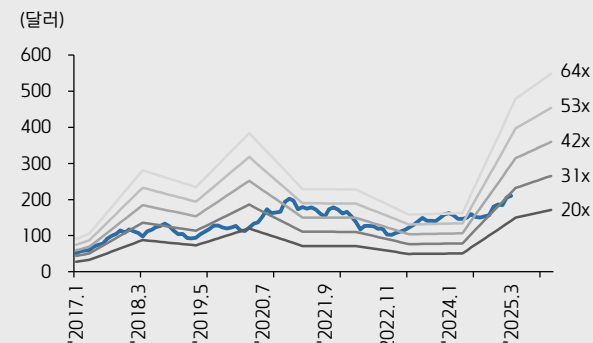
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

TTWO EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

TTWO 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

테이크 투 인터랙티브 소프트웨어(TTWO)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	3,089	3,373	3,505	5,350	5,350
매출원가	1,542	1,535	1,535	3,065	3,108
매출총이익, GAAP	1,547	1,838	1,969	2,285	2,242
판매비	777	836	1,027	2,436	2,266
연구개발비	296	317	407	870	948
영업이익, GAAP	693	947	644	736	594
영업외 (이익)손실	-33	-48	8	173	112
세전이익, GAAP	731	953	704	689	-3,703
법인세비용	54	89	47	-213	41
당기순이익, GAAP	404	589	418	-1,125	-3,744
EPS, GAAP	3.58	5.14	3.62	-7.03	-22.01
희석 EPS, GAAP	3.54	5.09	3.58	-7.03	-22.01
영업이익, 조정	693	947	707	804	594
당기순이익, 조정	418	694	629	578	-3,744
EBITDA	740	1,003	705	858	722

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	686	912	258	1	-16
감가상각비, 무형자산상각비	237	233	279	1,865	1,847
운전자본 변동	-203	227	-295	-363	-284
투자활동으로 인한 현금흐름	4	-807	139	-2,876	-28
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-53	-69	-159	-204	-142
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-77	-57	-257	1,930	-91
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	1,882	9
자사주매입	11	14	-180	65	39
현금증가	601	67	135	-961	-133
기초현금	1,392	1,993	2,060	2,195	1,235
기말현금	1,993	2,060	2,195	1,235	1,102
FCF	632	843	99	-203	-158
FCFF	635	849	116	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	4,949	6,028	6,546	15,862	12,217
유동자산	3,493	4,221	3,871	2,508	2,260
현금 및 현금성자산	2,002	2,732	2,552	1,014	776
매출채권	593	553	579	763	680
재고자산	19	18	13	0	0
비유동자산	1,455	1,808	2,675	13,354	9,957
유형자산	286	314	459	686	737
무형자산	840	1,148	1,697	12,293	8,934
부채총계	2,410	2,696	2,737	6,820	6,549
유동부채	2,039	2,235	2,105	3,852	2,406
매입채무	1,236	1,275	1,201	1,363	1,259
단기성부채	25	32	39	1,407	88
비유동부채	371	462	632	2,968	4,143
장기성부채	152	160	211	2,080	3,446
자본총계	2,539	3,332	3,810	9,043	5,668

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	13.09	17.46	11.93	-21.02	-69.99
영업이익률	13.77	18.66	13.51	-21.78	-67.12
EBITDA 마진	22.38	26.67	22.80	15.14	-31.09
ROE	17.66	20.06	11.71	-17.50	-50.91
ROA	8.80	10.73	6.65	-10.04	-26.67
ROIC	16.53	17.84	11.22	-11.57	-32.40
부채비율	6.98	5.74	6.57	38.56	62.35
순차입금비율	-71.85	-76.24	-60.42	27.34	48.66
EBITDA/현금지급이자	145.51	483.08	—	10.25	-12.14
현금비율	98.19	122.23	121.24	26.34	32.25
유동비율	171.37	188.86	183.90	65.12	93.90
PER	32.10	29.52	38.38	—	—
PBR	5.30	6.11	4.66	2.23	4.47
EV/EBIT	26.81	27.89	31.95	—	—
EV/EBITDA	16.84	19.80	19.31	27.93	—

엑손 엔터프라이즈(AXON)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

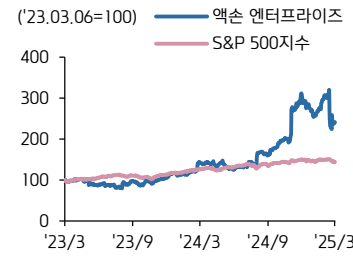
블룸버그 목표주가	USD 686.23
현재 주가 (3/5)	USD 534.96

Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	우주항공 & 국방
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,842.63
시가총액(min)	40,990.4
유통주식수(min)	76.6
52주 최고	715.99
52주 최저	273.52
일평균거래량	952,524

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	-10.0	-21.4	50.8	69.8
S&P 500	-0.7	-3.6	6.2	15.0



◆ **기업 개요:** 엑손 엔터프라이즈는 테이저건, 바디캠, 차량용 카메라 등의 하드웨어와 경찰 전용 클라우드 기반 소프트웨어를 개발 및 판매하는 보안 솔루션 기업으로 현재 미국 연방 및 지방 정부, 경찰, 교정시설 등 법 집행 기관을 주요 고객으로 두고 있음. 지역별로는 미국이 89%, 그외 국가가 11%로 현재로서는 미국 익스포처가 압도적으로 높으나, 최근 캐나다 경찰(RCMP)과 Axon Body 4 카메라 공급 계약 체결하는 등 추가적인 글로벌 확장 기회도 존재 사업부별 매출 비중은 Axon Cloud & Services(40%), TASER(38%), Sensors & Other(22%) 순이며, '24년 10월 Dedrone라는 드론 업체 인수하며 보안 관련 하드웨어 역량을 강화

◆ **투자 포인트:** 1)동사는 공공 안전 솔루션 제공이라는 독특한 사업 모델을 보유하고 있으며, 특히 법 집행 기관과 공공 안전 조직에 특화된 클라우드 소프트웨어와 하드웨어를 결합한 포괄적인 생태계를 구축. AI 기반 실시간 경찰 및 데이터 분석 기능과 하드웨어의 통합 솔루션으로 강한 락인 효과 발생. 최근 매출 내 소프트웨어 비중이 40%까지 높아지고 있다는 점에서 향후 반복 수익 모델 확립과 마진 확대 기대. 2)이미 방위 시장 내에서 강력한 경쟁적 입지를 구축했음에도 불구하고 파이프라인 강화와 민간 및 해외 확장으로 성장 기회 유효. FY25 CAPEX 투자 규모, 전년대비 2배 이상 증가한 1.4~1.8 억달러로 확장. FY4Q24 기준 해외 수출 계약은 YoY +50% 증가했으며, 민간 기업향 수주도 YoY 3 배 증가해 역대 최고 수준을 기록, 글로벌 물류업체인 Loomis, 캐나다 경찰(RCMP)과 계약 체결하는 등 고객 다변화도 긍정적

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY4Q24 모든 실적 지표 서프라이즈 기록. FY25 매출액과 EBITDA 가이드نس도 컨센서스 큰 폭으로 상회하는 수준으로 제시. 현재 12m fwd PER은 80배로 부담으로 작용할 수 있겠으나, 독특한 사업모델과 높은 진입장벽, 그리고 현재 제품 파이프라인 확장의 시작 단계라는 점에서 향후 실적 성장 모멘텀 여전히 유효

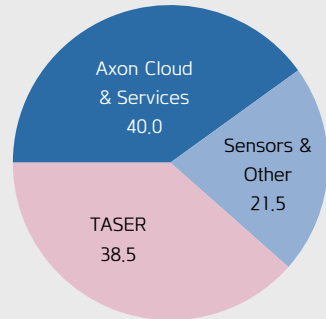
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	1,563	2,083	2,612	3,201
EBITDA	329	521	657	826
EBITDA 마진(%)	21.1	25.0	25.2	25.8
순이익	312	466	500	629
EPS	4.14	5.94	6.13	7.50
증가율	89.0	43.5	3.2	22.4
PER	93.5	189.4	87.3	71.3
PBR	12.0	19.6	15.0	12.4
ROE	12.2	19.1	19.8	19.1
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2025.03.05 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

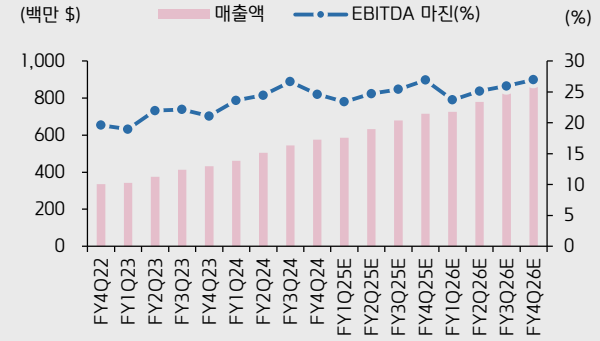


AXON 사업부별 매출액 비중



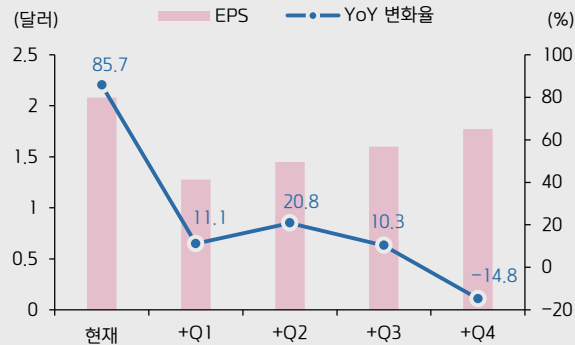
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

AXON 분기 매출액 및 EBITDA 마진 추이



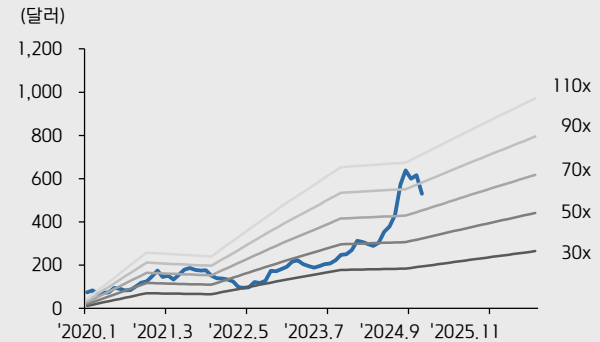
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

AXON EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

AXON 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

엑손 엔터프라이즈(AXON)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	681	863	1,190	1,561	2,083
매출원가	265	322	461	605	841
매출총이익, GAAP	416	541	729	955	1,241
판매비	307	515	402	495	741
연구개발비	123	194	234	304	442
영업이익, GAAP	-14	-168	93	155	59
영업외 (이익)손실	-8	-27	-103	-0	-323
세전이익, GAAP	-6	-141	197	155	-
법인세비용	-5	-81	49	-19	4
당기순이익, GAAP	-2	-60	147	174	-
EPS, GAAP	-0.03	-0.91	2.07	2.37	4.98
희석 EPS, GAAP	-0.03	-0.91	2.07	2.35	-
영업이익, 조정	-	-	-	-	-
당기순이익, 조정	14	167	159	312	466
EBITDA	156	178	232	329	521

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	38	124	235	189	408
감가상각비, 무형자산상각비	12	19	24	19	48
운전자본 변동	-101	-43	19	-125	-73
투자활동으로 인한 현금흐름	-357	253	-831	12	-491
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-73	-50	-56	-60	-79
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	299	-174	598	41	-45
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	674	0	0
자사주매입	307	157	124	149	15
현금증가	-17	201	-1	245	-134
기초현금	172	156	356	356	601
기말현금	156	356	356	601	467
FCF	-34	75	180	130	330
FCFF	-	-	180	-	337

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	1,381	1,688	2,852	3,409	4,475
유동자산	982	1,109	1,805	2,394	2,297
현금 및 현금성자산	562	443	975	1,321	986
매출채권	229	321	358	413	548
재고자산	90	109	202	270	265
비유동자산	399	579	1,047	1,016	2,177
유형자산	128	162	208	237	292
무형자산	35	59	57	77	932
부채총계	405	640	1,583	1,793	2,147
유동부채	256	419	603	762	998
매입채무	84	136	216	259	351
단기성부채	5	7	6	8	9
비유동부채	148	222	981	1,032	1,149
장기성부채	19	20	711	711	722
자본총계	976	1,048	1,268	1,616	2,328

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	-0.25	-6.95	12.37	11.26	18.10
영업이익률	-2.08	-19.47	7.84	10.05	2.81
EBITDA 마진	0.74	-16.44	10.62	11.93	5.84
ROE	-0.23	-5.93	12.70	12.19	19.12
ROA	-0.15	-3.91	6.48	5.62	9.56
ROIC	-1.06	-8.47	4.99	8.39	2.13
부채비율	2.50	2.57	56.56	44.47	31.41
순차입금비율	-55.07	-39.70	-20.28	-37.25	-10.96
EBITDA/현금지급이자	-	-	-	53.08	35.23
현금비율	219.23	105.85	161.74	173.40	98.87
유동비율	383.08	265.10	299.56	314.32	230.30
PER	571.66	-	149.92	93.54	189.40
PBR	8.00	10.62	9.27	12.04	19.56
EV/EBIT	-	-	120.91	118.24	729.77
EV/EBITDA	1,447.33	-	91.08	101.24	372.58



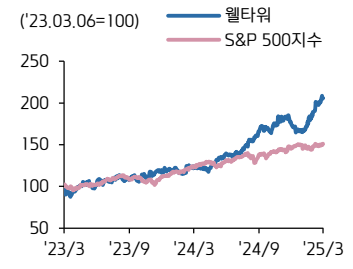
블룸버그 목표주가	USD 160.10
현재 주가 (3/5)	USD 154.85

Stock Data

산업분류	부동산
세부업종	헬스케어 리츠(REIT)
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,842.63
시가총액(min)	99,306.6
유통주식수(min)	641.3
52주 최고	158.55
52주 최저	87.87
일평균거래량	2,809,103

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	22.9	8.9	24.9	69.1
S&P 500	-0.7	-3.6	6.2	15.0



- ◆ **기업 개요:** 웰타워는 미국 최대 규모의 노인 주거 및 의료시설 운영 사업을 영위하는 리츠 종목. 미국(1,736개)뿐만 아니라 캐나다(109개)와 영국(274개)을 포함해 전세계 2,100여개의 부동산을 소유 및 운영. 국가별 매출 비중은 미국 82%, 영국 11%, 캐나다 7%이며, 사업 부문별 매출액 비중은 시니어하우징 운영(SHO, Senior Housing Operating) 76%, 트리플넷 10%, 외래병원 10%, 기타 4%. 분기 배당 실시하고 있으며 FY4Q24 기준 215회 연속 배당 지급 완료
- ◆ **투자 포인트:** 1)미국 내 베이비부머 세대의 고령화로 시니어하우징에 대한 수요는 계속해서 늘어날 전망이다 반면 신규 공급은 고금리와 건설 비용 증가 여파로 제한된 상황. 시니어 인구의 높은 경제력은 홈 케어 및 호스피스 서비스의 높은 비용을 감당 가능케 하기에 중장기적인 성장이 기대. 2)매출의 또 다른 성장 축으로 안정적인 현금 흐름을 기반으로 한 적극적인 인수 활동과 사모펀드 운용 사업을 개시할 계획. 리오프닝 효과 이후 시니어하우징과 외래병원의 입주율 상승 속도가 정체된 상황 속에서 새로운 매출 성장의 방안으로서 헬스케어와 웰니스 부동산 자본 투자를 위한 제 3자 자본을 활용한 사모펀드 운용 업무를 진행할 예정이라는 점이 포트폴리오 확장에 기회로 작용할 전망
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY4Q24 순영업이익 제외한 대부분 실적 지표 컨센서스 대폭 상회. 전분기와 유사하게 트리플넷을 제외한 전 사업부 매출 성장 견고한 모습. 이는 FY2Q24부터 사업 구조 개편(RIDEA)을 진행 중인 데 따른 결과. SHO의 경우, 트리플넷과 달리 운영 및 관리 자회사를 설립해 임대하는 방식, 부동산 운영의 결과로 발생하는 수익을 일정 비율로 받기 때문에 시니어하우징 사업과 연동되어 직접적인 매출 증진이 가능, 향후 매출 상승 효과로 나타날 가능성 존재. 본래 연초 가이드نس 보수적으로 제시함에도 불구하고, FY2025 주당 FFO 가이드نس 컨센서스 상회하는 수준으로 제시한 점 긍정적. 최근 주가 상승으로 12m fwd P/FFO은 30배로 5개년 평균(24배)을 상회하는 수준

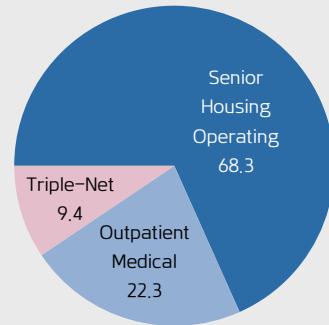
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	6,638	7,991	9,272	10,647
EBITDA	2,373	3,182	3,641	4,211
EBITDA 마진(%)	35.8	39.8	39.3	39.5
순이익	340	952	1,157	1,510
EPS	0.66	1.57	1.92	2.39
증가율	120.0	137.9	22.2	24.5
P/FFO	26.5	33.0	31.8	28.1
PBR	2.0	2.5	2.9	2.9
ROE	1.49	3.32	3.498	4.424
배당지표수익률	1.69	1.69	1.82	1.96

주: 컨센서스는 2025.03.05 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

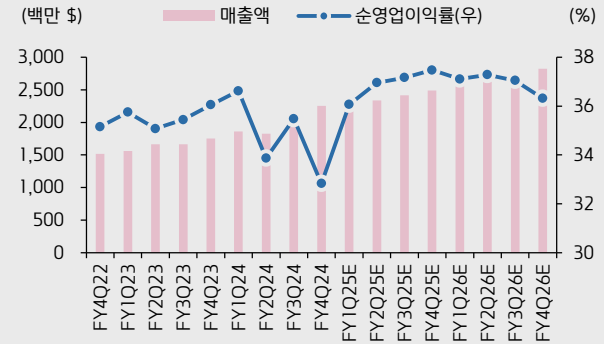


WELL 사업부별 매출액 비중



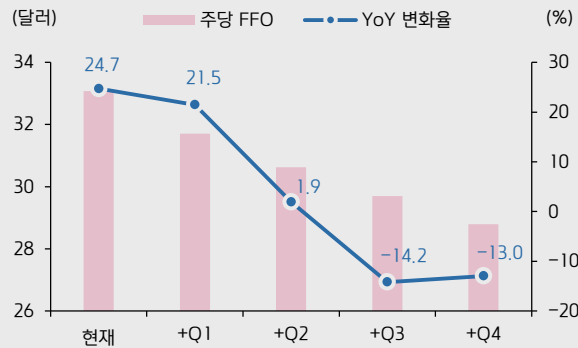
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

WELL 분기 매출액 및 순영업이익률 추이



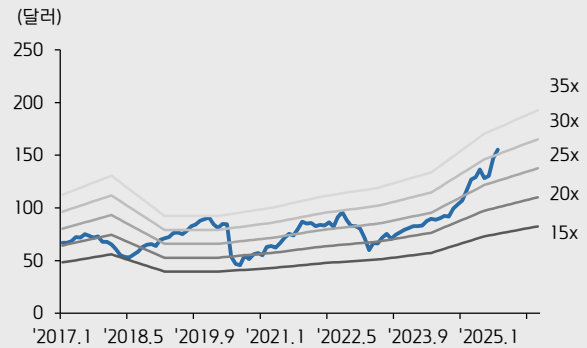
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

WELL 주당 FFO 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

WELL 12m fwd P/FFO 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	4,606	4,742	5,861	6,638	7,991
매출원가	—	—	—	—	—
매출총이익, GAAP	—	—	—	—	—
판매비	—	—	—	—	—
연구개발비	—	—	—	—	—
영업이익, GAAP	1,039	876	521	1,108	1,520
영업외 (이익)손실	-519	327	535	593	125
세전이익, GAAP	-32	171	173	350	524
법인세비용	10	9	7	6	3
당기순이익, GAAP	1,039	374	141	340	952
EPS, GAAP	2.36	0.79	0.31	0.66	1.58
희석 EPS, GAAP	2.33	0.78	0.3	0.66	1.57
영업이익, 조정	-32	171	173	350	524
당기순이익, 조정	979	374	141	340	952
EBITDA	2,077	1,914	1,818	2,509	3,152

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	1,365	1,275	1,329	1,602	2,256
감가상각비, 무형자산상각비	1,037	1,034	1,309	1,401	1,632
운전자본 변동	-32	-45	-141	-76	-42
투자활동으로 인한 현금흐름	2,348	-4,516	-3,704	-5,708	-5,515
유, 무형자산 취득(CAPEX)	—	—	—	—	—
유, 무형자산 처분	—	—	—	—	—
재무활동으로 인한 현금흐름	—	—	—	—	—
자금배당금	-1,119	-1,036	-1,132	-1,261	-1,545
차입금의 증가(감소)	-1,198	321	371.3	655	-635
자사주매입	588	2348	3668	6010	7416
현금증가	1,635	-1,674	376	1,354	1,635
기초현금	386	2,021	347	722	2,076
기말현금	2,021	347	722	2,076	3,711
FCF	15	-3,509	-2,085	-3,489	-2,954
FCFF	—	—	—	—	—

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	32,484	34,910	37,893	44,012	51,044
유동자산	—	—	—	—	—
현금 및 현금성자산	1,762	403	765	2,367	3,558
매출채권	973	1,169	1,463	1,455	1,712
재고자산	—	—	—	—	—
비유동자산	—	—	—	—	—
유형자산	26,315	29,295	31,170	34,875	39,274
무형자산	1,568	1,858	2,014	2,235	2,698
부채총계	15,259	15,912	16,499	17,640	18,472
유동부채	—	—	—	—	—
매입채무	1,042	1,236	1,535	1,522	1,713
단기성부채	11,421	11,939	12,437	13,552	13,162
비유동부채	—	—	—	—	—
장기성부채	2,796	2,738	2,527	2,567	3,596
자본총계	17,225	18,998	21,394	26,372	32,572

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	21.25	7.09	2.41	5.12	11.91
영업이익률	11.50	14.98	12.00	14.43	13.78
EBITDA 마진	34.53	37.18	34.61	35.91	34.79
ROE	6.21	2.00	0.74	1.49	3.32
ROA	2.97	1.00	0.39	0.83	2.00
ROIC	1.62	2.06	1.86	2.25	2.39
DPS	2.70	2.44	2.44	2.44	2.56
배당성향	83.75	84.37	85.95	78.38	68.68
배당수익률	4.18	2.84	3.72	2.71	2.03
부채비율	89.01	83.22	73.73	63.45	52.44
순차입금비용	73.57	75.84	66.99	53.56	40.68
EBITDA/현금지급이자	3.13	3.58	3.82	3.79	4.69
PER	1244.94	191.47	203.25	151.85	134.32
PBR	1.69	2.18	1.58	2.00	2.51
EV/EBITDA	25.71	30.70	23.46	27.67	33.79

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



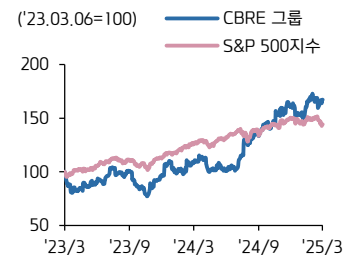
블룸버그 목표주가	USD 152.58
현재 주가 (3/5)	USD 142.30

Stock Data

산업분류	부동산
세부업종	부동산 서비스
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,842.63
시가총액(min)	42,695.3
유통주식수(min)	300.0
52주 최고	147.75
52주 최저	84.24
일평균거래량	1,890,219

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	8.4	-3.3	24.7	54.9
S&P 500	-0.7	-3.6	6.2	15.0



◆ **기업 개요:** CBRE 그룹은 세계 최대의 상업용 부동산 서비스 및 투자 기업. 텍사스 댈러스에 본사를 두고 있으며, 100개국 이상의 부동산 투자자와 임차인에게 통합 솔루션을 제공. 2024년 기준 Fortune 100 기업의 약 90%를 고객으로 보유. 사업부별 매출 비중은 Global Workplace Solutions(상업용 부동산 운영 및 프로젝트 관리) 70%, Advisory Services(상업용 부동산의 매입 및 임대 중개와 컨설팅) 27%, Real Estate Investments(CBRE Investment Management를 통해 부동산 투자 펀드 운영) 3% 순

◆ **투자 포인트:** 1)세계 최대 상업용 부동산 서비스 기업으로, 경쟁사(JLL, Cushman & Wakefield 등) 대비 넓은 시장 점유율 보유. 오피스와 리테일, 산업용, 데이터센터까지 광범위한 고객층 보유하고 있으며, 경기 및 금리 사이클에 민감한 업종이나 장기 계약 기반의 임대 및 시설 관리 서비스를 제공하는 GWS 사업부를 통해 안정적인 현금 흐름 창출 가능. 2)22년부터 진행된 급격한 금리 인상 사이클 종료됨에 따라 상업용 부동산 업황 회복 조짐, 향후 동사 실적에 모멘텀으로 작용 가능. 실제로 FY2Q22 이래 처음으로 FY3Q24부터 CRE 거래량이 전년동기대비 반등 전환한 것으로 나타난 상황. 데이터센터와 같은 신규 프로젝트와 오피스로의 업무 복귀에 따른 약한 수요 회복이 점차 CRE 거래 활동에 반영되고 있으며, 연준 미국 고위 대출 책임자 의견 조사(SLOOS) 상으로도 CRE 대출 기준 완화 및 수요 회복 추세 확인 가능

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY4Q24 순매출, EPS, 현금흐름 등 주요 실적 지표 컨센서스 상회. 해외 매출 발생에 따른 부정적인 환율 효과에도 FY25 EPS 가이드는 컨센서스 부합하는 수준으로 무난하게 제시. 안정적인 FCF 기반으로 자사주 매입 진행하고 있고 현재 진행중인 M&A와 계약 규모 확대가 GWS와 중개 부문 수익 성장을 뒷받침할 수 있다는 점은 긍정적. 12m fwd PER은 22배로 5개년 평균(16배) 상회하는 수준

Company Earnings & Valuation

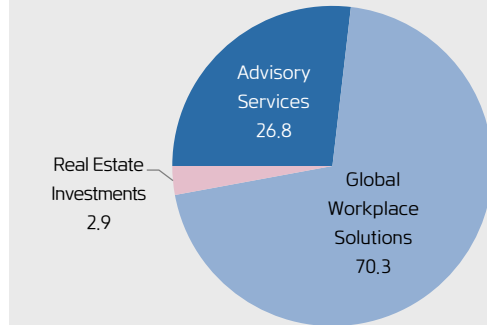
(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	31,949	35,767	36,477	41,328
EBITDA	2,209	2,704	3,160	3,558
EBITDA 마진(%)	6.9	7.6	8.7	8.6
순이익	1,199	1,571	1,812	2,113
EPS	3.84	5.10	6.02	7.15
증가율	-32.5	32.8	18.1	18.7
PER	26.7	28.0	23.6	19.9
PBR	3.4	4.8	4.3	3.7
ROE	12.2	11.6	18.4	19.4
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2025.03.05 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

종목 관련 비즈니스 연관 도표

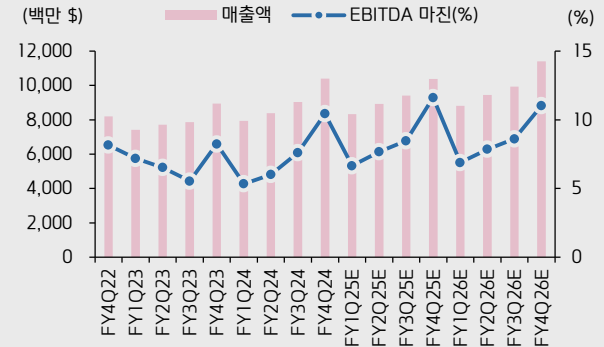


CBRE 사업부별 매출액 비중



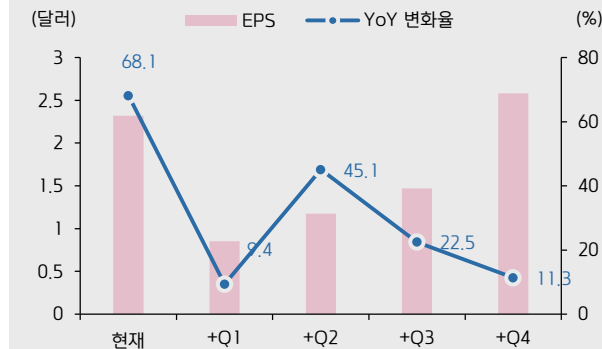
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

CBRE 분기 매출액 및 EBITDA 마진 추이



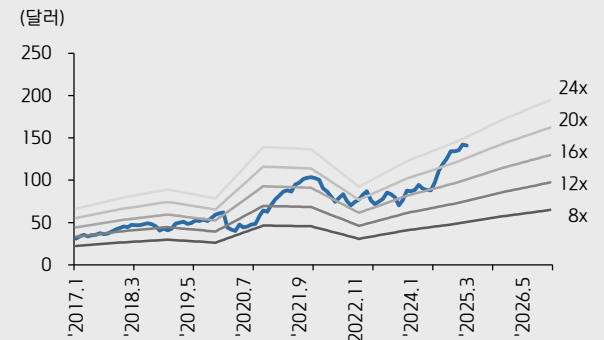
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

CBRE EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

CBRE 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	23,826	27,746	30,828	31,949	35,767
매출원가	19,048	21,580	24,239	25,675	28,811
매출총이익, GAAP	4,779	6,167	6,589	6,274	6,956
판매비	3,363	4,143	4,735	4,636	5,011
연구개발비	0	0	0	0	0
영업이익, GAAP	970	1,637	1,512	1,117	1,413
영업외 (이익)손실	0	-772	-146	-160	195
세전이익, GAAP	970	2,409	1,658	1,277	1,218
법인세비용	214	568	234	250	182
당기순이익, GAAP	756	1,837	1,407	986	968
EPS, GAAP	2.24	5.48	4.36	3.2	3.16
희석 EPS, GAAP	2.22	5.41	4.29	3.15	3.14
영업이익, 조정	1,344	1,813	2,086	1,117	1,413
당기순이익, 조정	1,108	1,971	1,863	1,199	1,571
EBITDA	1,892	3,074	2,924	2,209	2,704

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	1,831	2,364	1,629	480	1,708
감가상각비, 무형자산상각비	502	526	613	622	674
운전자본 변동	-20,718	-1,669	-1,422	-1,101	-1,250
투자활동으로 인한 현금흐름	-744	-1,281	-832	-681	-1,514
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-267	-210	-260	-305	-307
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-223	-491	-1,766	154	-221
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-409	-195	217,265	1,184	793
자사주매입	-94	85	-1,888	-737	-732
현금증가	946	501	-1,135	-34	-150
기초현금	1,094	2,039	2,540	1,405	1,371
기말현금	2,039	2,540	1,405	1,371	1,221
FCF	1,564	2,154	1,369	175	1,401
FCFF	1,617	2,193	1,428	295	1,584

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	18,039	22,073	20,513	22,548	24,383
유동자산	8,846	10,082	8,529	9,666	9,970
현금 및 현금성자산	1,896	2,431	1,318	1,265	1,114
매출채권	4,395	5,150	5,327	6,370	7,005
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	9,194	11,991	11,985	12,882	14,413
유형자산	1,835	1,862	1,869	1,937	2,112
무형자산	5,190	7,405	7,061	7,210	7,919
부채총계	10,533	12,714	11,908	13,481	15,191
유동부채	7,144	8,419	8,242	8,243	9,287
매입채무	5,222	6,396	6,413	6,794	7,425
단기성부채	1,639	1,581	1,359	969	1,185
비유동부채	3,390	4,296	3,666	5,238	5,904
장기성부채	2,576	2,728	2,224	3,965	4,674
자본총계	7,506	9,359	8,606	9,067	9,192

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	3.16	6.62	4.57	3.09	2.71
영업이익률	4.07	5.90	4.90	3.50	3.95
EBITDA 마진	7.02	8.50	7.52	6.12	6.46
ROE	11.30	23.54	17.18	12.23	11.61
ROA	4.39	9.16	6.61	4.58	4.13
ROIC	6.77	9.57	9.71	6.73	8.21
부채비율	59.54	50.52	45.63	59.68	69.66
순차입금비율	30.89	20.06	26.32	40.47	51.62
EBITDA/현금지급이자	24.80	57.41	25.97	10.23	5.83
현금비율	26.54	28.88	15.99	15.35	12.00
유동비율	123.82	119.76	103.48	117.26	107.35
PER	21.66	20.34	15.07	26.71	28.04
PBR	2.97	4.24	3.05	3.43	4.76
EV/EBIT	23.57	23.16	17.15	27.83	30.64
EV/EBITDA	14.22	16.47	11.63	16.81	19.73

골드만삭스(GS)



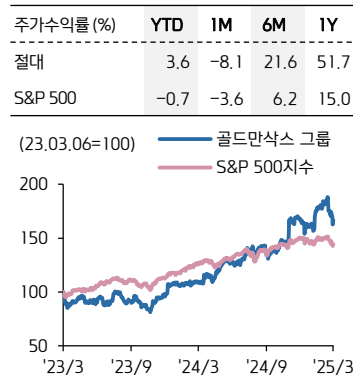
US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

블룸버그 목표주가	USD 654.95
현재 주가 (3/5)	USD 593.07

Stock Data

산업분류	금융
세부업종	기관 중개업
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,842.63
시가총액(min)	191,912.1
유통주식수(min)	312.0
52주 최고	672.19
52주 최저	381.42
일평균거래량	2,391,094

Performance & Price Trend



◆ **기업 개요:** 골드만삭스는 1869년 설립된 다국적 투자은행이자 금융 서비스 기업으로 글로벌 시장 및 투자은행업이 중심인 GBM(Global Banking & Markets), 고액 자산가 관리업인 AWM(Asset & Wealth Management), 디지털 금융 플랫폼 서비스인 플랫폼 솔루션(Platform Solution) 등 3개 사업부로 구성. 각 사업부별 비중은 GBM이 61%로 가장 높고, AWM 34%, 플랫폼 솔루션 5% 순

◆ **투자 포인트:** 1)트럼프 당선에 따른 금융 규제 완화 및 법인세 인하 효과로 캐피탈 시장이 가속화될 경우, 대형 은행 가운데 동사의 수혜가 클 것으로 판단, GBM의 영업수익 비중이 61%로 가장 높기 때문. 또한 과거 2019년 트럼프 임기 1기 당시 볼커룰(은행의 고위험 투자활동을 제한, 자기계정거래 금지 및 헤지펀드, 사모펀드 투자 금지) 완화가 금융주 상승의 계기가 되었다는 점에서 향후 진행될 수 있는 규제 완화는 금융주들에게 모멘텀이 되어 줄 수 있음. 2)트럼프 2기 금융 규제 완화가 기대되는 항목에는 바벨3 최종안 있으며, 이는 연기 혹은 축소될 가능성이 높음. 2022년 도입 예정이었으나, 팬데믹과 SVB 사태로 은행권의 유동성에 차질이 생기면서 2025년 7월 초로 연기. 이는 은행 규모별 위험가중자산(RWA)에 대해 통일된 기준을 마련하여 자본금 요건을 상향하는 것이 골자. 3)추가 법인세 인하와 대형 M&A에 대한 심사 기준 완화로 M&A 활성화 기대. 실제로 연방예금보통공사, 바이든 행정부의 대형은행 M&A 감독 강화 정책을 철회. 4)베센트 재무장관, 소비자금융보호국장(CFPB) 국장 겸임 및 현재 진행중인 업무 모두 중단 명령

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY4Q24 실적은 모두 컨센서스 상회했으며, GBM 사업부가 IB 수수료와 주식 인수 및 발행 수익 확대를 기반으로 견고한 모습을 나타냈고, 부유층 대상 서비스 제공하는 AWM 파트가 서프라이즈를 견인. 현재 12m fwd PBR은 5년 평균(1.1배) 상회하는 1.6배, 밸류에이션 부담은 높아진 상황

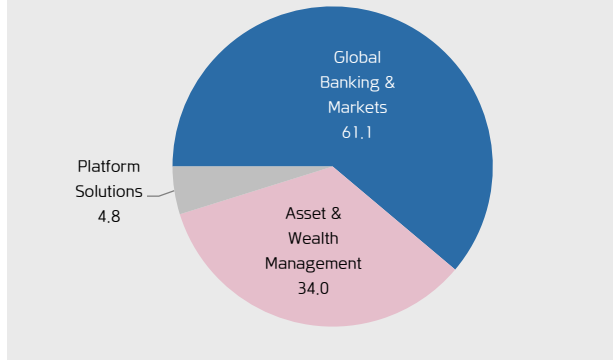
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
영업수익	46,254	53,512	57,006	59,336
영업이익	10,739	18,397	19,889	21,373
영업이익률(%)	23.2	34.4	34.9	36.0
순이익	7,907	13,525	15,120	16,263
EPS	22.87	40.54	46.43	51.88
증가율	-23.9	77.3	14.5	11.7
PER	16.7	14.0	12.8	11.4
PBR	1.2	1.7	1.6	1.5
ROE	7.5	12.6	13.7	14.2
배당지표수익률	1.8	1.8	2.1	2.3

주: 컨센서스는 2025.03.05 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

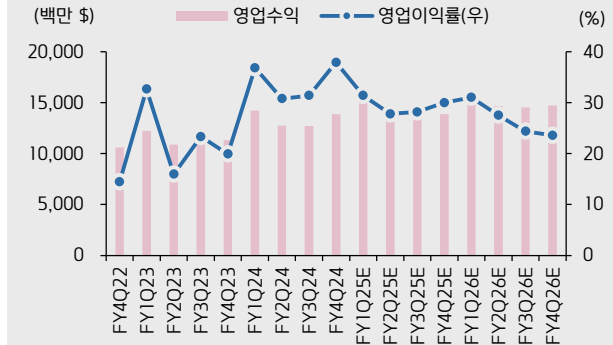


GS 사업부별 영업수익 비중



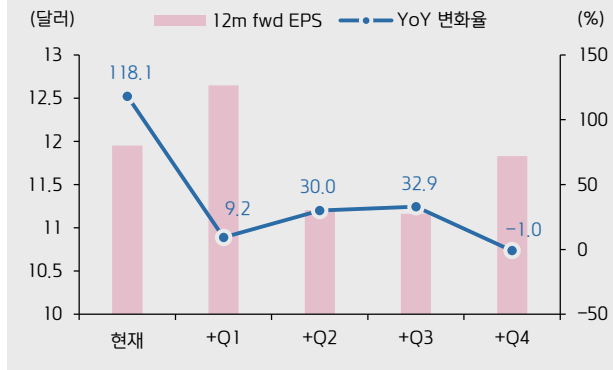
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

GS 분기 영업수익(매출액) 및 영업이익률 추이



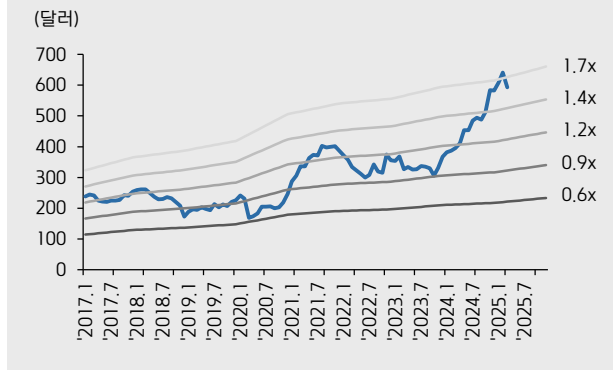
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

GS EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

GS 12m fwd PBR 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
순영업이익, GAAP	44,560	59,339	47,365	46,254	53,512
영업비용, GAAP	24,842	27,228	25,852	28,789	27,043
영업이익, GAAP	12,479	27,044	13,486	10,739	18,397
영업외 (이익)손실	0	0	0	0	0
세전이익, GAAP	12,479	27,044	13,486	10,739	18,397
법인세비용	3,020	5,409	2,225	2,223	4,121
당기순이익, GAAP	8,915	21,151	10,764	7,907	13,525
EPS, GAAP	25.01	60.3452	30.57	23.2013	41.2222
회석 EPS, GAAP	24.74	59.45	30.06	22.87	40.54
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	8,915	21,151	10,764	7,907	13,525
EBITDA	—	—	—	—	—

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	-18,535	6,298	8,708	-12,587	-13,212
감가상각비, 무형자산상각비	1,902	2,015	2,455	4,856	2,392
운전자본 변동	-34,080	-20062	-9394	-27712	-33091
투자활동으로 인한 현금흐름	-34,356	-30,465	-75,960	-17,312	-49,624
재무활동으로 인한 현금흐름	70,380	134,738	59,602	27,800	7,323
지급배당금	-2,336	-2,725	-3,682	-4,189	-4,497
차입금의 증가(감소)	6,714	39,131	38147	-4,713	10,581
자사주매입	-1,940	-5703	-3500	-5300	-5961
현금증가	22,296	105,194	-19211	-248	-59,485
기초현금	133,546	155,842	261,036	241,825	241,577
기말현금	155,842	261,036	241,825	241,577	182,092
FCF	-24,844	1,631	4,960	-14,903	-15,303
FCFF	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	1,163,028	1,463,988	1,441,799	1,641,594	1,675,972
현금 및 현금성자산	155,842	261,036	241,825	241,577	182,092
단기 및 장기 투자	412,494	400,675	372,461	573,229	707,730
순매출채권	—	—	—	—	—
유형자산	25,430	20,386	19,246	13,415	9,991
무형자산	4,962	4,703	8,383	7,093	6,700
부채총계	1,067,096	1,354,062	1,324,610	1,524,689	1,553,976
예수금	450,620	616,158	648,710	659,145	656,268
단기차입금&RP	309,758	407,663	352,897	543,435	556,169
장기부채	227,959	256,075	248,967	243,784	244,401
연금부채	821	837	448	542	417
파생상품부채	58,591	51,953	54,735	56,754	74,980
자본총계	95,932	109,926	117,189	116,905	121,996

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	16.66	32.55	15.67	7.29	10.66
영업이익률	28.00	45.58	28.47	23.22	34.38
EBITDA 마진	44.44	54.12	54.94	72.17	74.58
ROE	10.89	23.00	10.47	7.45	12.61
ROA	0.88	1.65	0.78	0.55	0.86
ROIC	2.09	3.12	1.87	1.18	1.72
부채비율	634.63	668.94	565.20	744.75	736.20
순차입금비율	137.24	16.58	-46.18	104.71	199.82
EBITDA/현금지급이자	2.62	6.37	1.98	1.30	1.30
PER	8.18	6.31	10.96	16.68	13.99
PBR	1.07	1.29	1.08	1.18	1.64
EV/EBIT	18.58	5.77	5.28	23.86	23.52
EV/EBITDA	9.82	4.45	1.90	3.30	4.60

LPL 파이낸셜(LPLA)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

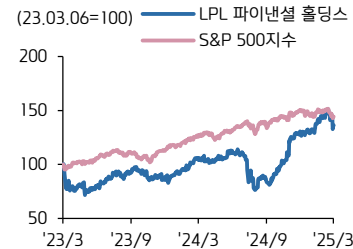
블룸버그 목표주가	USD 413.71
현재 주가 (3/5)	USD 345.08

Stock Data

산업분류	금융
세부업종	자산관리
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,842.63
시가총액(min)	25,734.2
유통주식수(min)	74.6
52주 최고	384.04
52주 최저	187.19
일평균거래량	638,563

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	5.7	-5.8	59.9	30.5
S&P 500	-0.7	-3.6	6.2	15.0



◆ **기업 개요:** LPL 파이낸셜 홀딩스는 미국 최대 독립 금융 브로커리지 기업으로 금융 자문과 중개 서비스, 금융 기술 플랫폼을 제공. 현재 총 28,900명의 금융 전문가를 보유하고 있으며, 동사가 자문 및 중개하고 있는 총 자산은 1.7조달러 규모로 2019년 7,640억달러에서 5년 만에 2배 이상 증가. 매출총이익 비중은 Client cash(33%), Other asset-based(24%), Advisory fees and commissions(25%), Service and Fee(12%), Transaction(2%), Interest income(2%), Other revenue(1%) 순

◆ **투자 포인트:** 1)트럼프 당선에 따른 금융 규제 및 M&A 심사 기준 완화와 법인세 인하 효과로 캐피탈 시장이 가속화된다면 대형 기업들의 M&A가 활발해질 수 있으며, 이에 금융 자문 및 중개 시장에서 가장 큰 규모를 보유한 동사의 구조적 이점으로 자문 수요가 집중될 수 있다는 판단. 트럼프 집권 1기 당시 법인세율을 35%에서 21%로, 개인 소득세 최고세율을 39.6%에서 37%로 인하하는 것을 골자로 하는 법안인 TCJA(감세와 일자리법)을 통과시켰고, 2025년 만료 예정인 해당 법안을 임기 2기에 강력하게 연장할 것으로 전망됨. 또한 대선 유세 과정에서 법인세율을 추가적으로 15%까지 인하하고 팀에 붙는 세금도 폐지하겠다고 밝힌 바 있으며 추가 금융 규제 완화책 아직 발표되지 않았다는 점도 상승 여력 기회로 남아있다는 판단. 2)뿐만 아니라 동사는 자문 및 비즈니스 서비스 소프트웨어를 구독제 형식으로도 기업에 제공하고 있으며, 24년 연말 기준 총 6,704개의 기업을 고객으로 확보. 2019년 659개에서 가파르게 성장하는 중

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY4Q24 매출총이익과 EBITDA, EPS 등 실적 지표 대부분 컨센서스 상회. 분기 모집 자산도 790억 달러로 분기 최고치 경신했고, 순 자산 유입(Net New Assets)은 680억 달러로 연율 환산시 17% 증가하며 강한 성장세 시현. 실적 호조로 자사주 매입 계속해서 진행중. 현재 12m fwd PER은 16.7배로 5년 평균(14.4배) 상회하는 수준

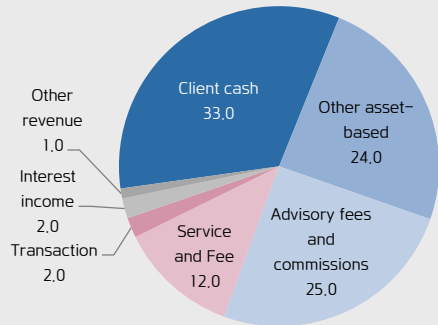
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	10,053	12,385	14,991	16,854
EBITDA	1,986	2,220	2,539	3,034
EBITDA 마진(%)	19.8	17.9	16.9	18.0
순이익	1,224	1,245	1,460	1,722
EPS	15.72	16.51	19.76	23.52
증가율	51.2	5.0	19.7	19.0
PER	15.6	20.3	17.5	14.7
PBR	8.1	8.3	7.7	6.2
ROE	50.2	42.3	50.6	53.2
배당지표수익률	0.3	0.3	0.4	0.4

주: 컨센서스는 2025.03.05 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

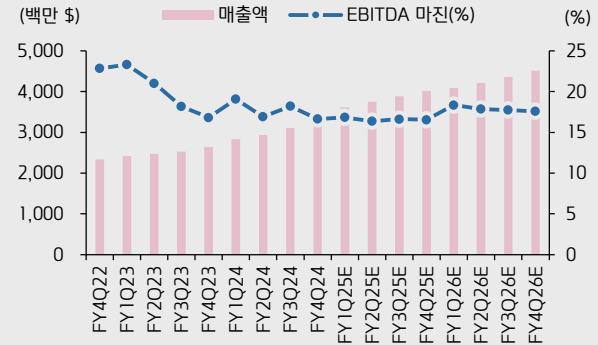


LPLA 수익원별 매출액 비중



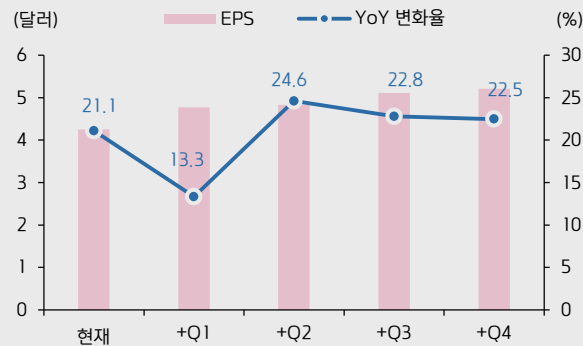
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

LPLA 분기 매출액 및 EBITDA 마진 추이



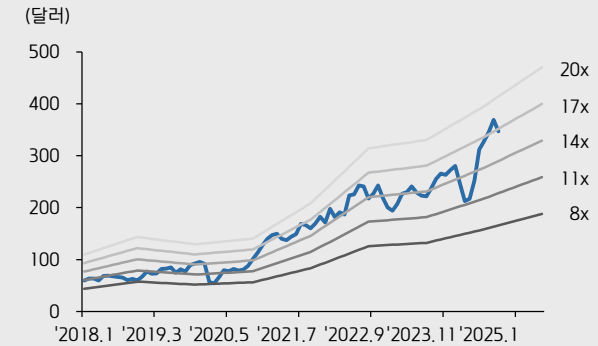
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

LPLA EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

LPLA 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

LPL 파이낸셜(LPLA)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
순영업수익, GAAP	5,872	7,721	8,601	10,053	12,385
영업비용, GAAP	1,371	1,749	1,952	2,399	2,839
영업이익, GAAP	—	—	—	—	—
영업외 (이익)손실	106	104	126	187	274
세전이익, GAAP	626	601	1,112	1,603	1,393
법인세비용	153	141	266	379	334
당기순이익, GAAP	473	460	846	1,066	1,059
EPS, GAAP	5.96	5.75	10.60	13.88	14.17
희석 EPS, GAAP	5.86	5.75	10.6	13.88	14.17
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	473	574	937	1,224	1,245
EBITDA	909	936	1,525	1,986	2,220

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	790	453	1,946	513	278
감가상각비, 무형자산상각비	177	231	287	354	444
운전자본 변동	238	46	980	-601	-483
투자활동으로 인한 현금흐름	-187	-459	-376	-860	-1,592
재무활동으로 인한 현금흐름	-275	279	-504	-209	1,417
지급배당금	-79	-80	-80	-92	-90
차입금의 증가(감소)	-56	479	-100.7	1,019	1,758
자사주매입	-120	-48	-296	-1081	-141
현금증가	327	273	1065	-556	103
기초현금	1,472	1,799	2,072	3,137	2,581
기말현금	1,799	2,072	1,065	2,581	2,684
FCF	634	237	1,639	109	-285
FCFF	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	6,596	7,992	9,482	10,385	13,317
현금 및 현금성자산	809	495	848	466	967
단기 및 장기 투자	966	1,546	2,252	2,099	1,655
순매출채권	435	581	678	743	903
유형자산	685	754	873	1,027	1,329
무형자산	1,911	2,097	2,070	2,528	3,656
부채총계	5,281	6,321	7,315	8,307	10,387
예수금	1,534	1,712	2,695	2,266	1,899
단기차입금&RP	122	203	181	201	175
장기부채	2,453	2,911	2,809	3,820	5,597
연금부채	0	0	0	0	0
파생상품부채	—	—	—	—	—
자본총계	1,315	1,671	2,168	2,079	2,931

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	8.05	5.96	9.83	10.61	8.55
영업이익률	12.46	9.14	14.39	16.23	13.46
EBITDA 마진	15.80	12.38	17.99	19.95	17.22
ROE	40.42	30.81	44.07	50.22	42.26
ROA	7.58	6.30	9.68	10.73	8.93
ROIC	14.01	12.46	19.09	21.85	17.43
부채비율	195.80	186.44	137.97	193.41	196.94
순차입금비율	134.31	156.79	98.87	171.01	163.95
EBITDA/현금지급이자	8.68	9.22	13.02	10.48	7.95
PER	17.79	24.24	20.15	15.59	20.27
PBR	6.30	7.67	7.90	8.11	8.32
EV/EBIT	13.55	21.57	15.46	12.45	17.41
EV/EBITDA	10.83	16.13	12.46	10.18	13.69

2월 중국 Review 및 3월 전망

1등(내수 부양책)보다 돋보이는 2등(시굴기)





2월 중국 Review 및 3월 전망 | 1등(내수 부양책)보다 돋보이는 2등(AI굴기)

중국증시, Tech VS Non Tech 구도 뚜렷

- DeepSeek 영향으로 중국증시 AI 모멘텀 뚜렷. 하드웨어 및 소프트웨어 등 관련 업종 아웃퍼폼. 항생테크, 과창판 등 관련 지수 아웃퍼폼
- 전인대는 적극적 재정정책 및 내수 부양이라는 시장 기대에 부합. 다만 광의의 재정정책 관점에서 초장기 특별국채 및 지방정부 특수채 규모는 시장 기대를 하회. 뿐만 아니라, 내수 부양을 1순위로 강조하였음에도 불구하고, 2순위 AI 굴기에 시장 관심이 더욱 집중되는 모습
- 구체적으로 현대화 산업 체계 구축을 가속화할 것을 강조했으며, 로봇, AI PC/스마트폰 등이 육성 산업에 신규 추가

중국증시 상승 여력 점검: 유동성 모멘텀이 우호적이라는 전제 아래 Tech 중심 상승 랠리 지속 전망

- AI 모멘텀이 견고한 가운데, 4월 정치국 회의 이후, 정책 모멘텀이 소강 국면에 접어들면서, 증시 변곡점 예상(경기 모멘텀 주목)
- 연초 이후 주가 강세 및 최근 높아진 지정학적 리스크로 인해 차익실현 매물 출회 가능성 존재하나 상대적으로 중국 경기와 무관하게 구조적인 성장이 기대되는 로봇 등 AI 관련 업종을 중심으로 지속적인 관심이 필요하다는 판단
- 상반기 재정집행 속도와 내수 및 부동산 경기 회복 여부가 중요할 것으로 전망. 부동산 재고 해소 여부와 가계 체력 회복 여부 주목
- 내수 부양책 효과가 나타날 경우, Non Tech 반등 예상. 부동산 및 내수 불확실성이 높아질 경우, AI 쏠림 현상이 더욱 심화될 가능성
- 다만, 유동성 모멘텀이 둔화될 경우, Tech 및 Non-Tech 동반 부진 가능성 염두

'25년 양회, 영광은 '내수'가 행겼으나 실속은 '산업'이 행기며 AI 등 성장주에 대한 관심 지속될 전망

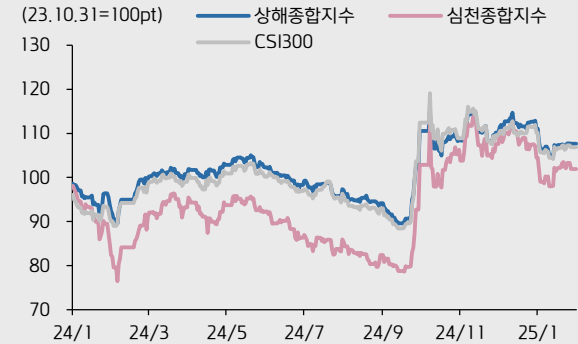
- 중국 플랫폼 기업의 실적 턴어라운드 및 AI 모멘텀 조합 기대. 알리바바 및 3월 실적 발표를 앞두고 있는 텐센트도 관심 필요
- 휴머노이드 산업은 향후 정책 지원 및 기업의 신규 모델 및 기술 발표로 주가 모멘텀 지속될 것으로 예상. 테슬라 밸류체인 및 UBTECH 주목 필요하며 그 외 후발 주자에 대한 지속적인 확인이 중요하다는 판단



◆ AI 모멘텀에 중국증시 상승 폭 확대

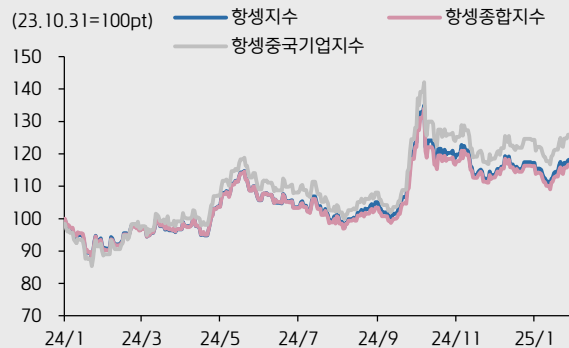
- DeepSeek 영향으로 AI 모멘텀이 중국증시를 지배
- AI 모멘텀이 기대되는 모든 업종은 큰 폭으로 상승, AI 모멘텀을 기대할 수 없는 업종의 경우 상승세는 제한된 모습
- 이에 Tech vs Non Tech 양극화 구도 심화
- 상해종합, CSI300 대표 지수들 또한 상승세를 시현했으나, 상승 폭은 제한된 모습. 하드웨어, 소프트웨어 관련 기업 비중이 높은 항셱테크, 과창판50(STAR50), 베이징 거래소50(비상장 거래소) 등 상승 폭은 더욱 크게 확대되는 모습

중국 본토 주요 증시 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩 주요 증시 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중화권 성장주 주요 증시 추이

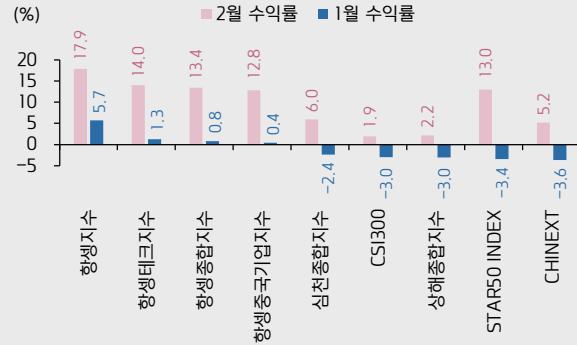


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2월 중국 주요 지수 및 업종별 수익률 점검

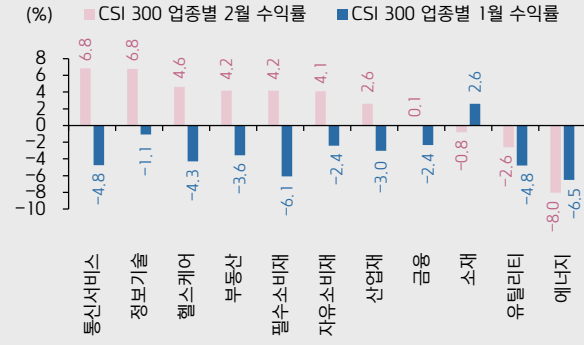


최근 중국 지수별 수익률 비교



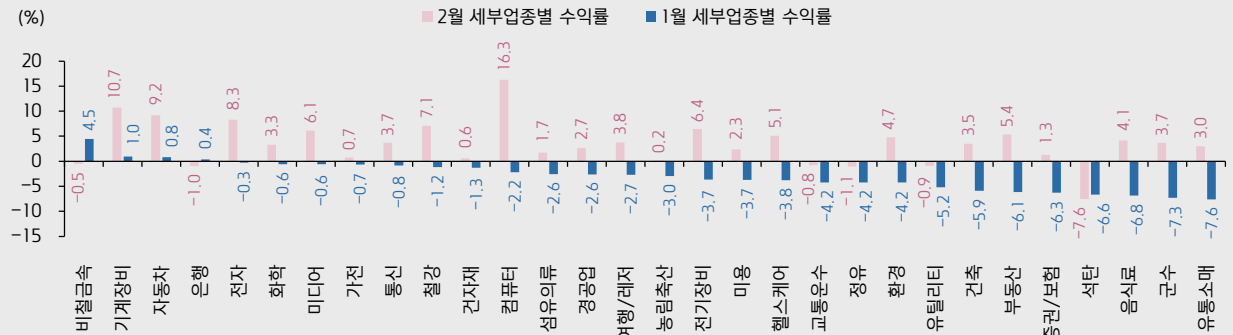
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주: 2025.02.28 종가 기준

최근 중국 업종별 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주: 2025.02.28 종가 기준

최근 중국 세부업종별 수익률 비교

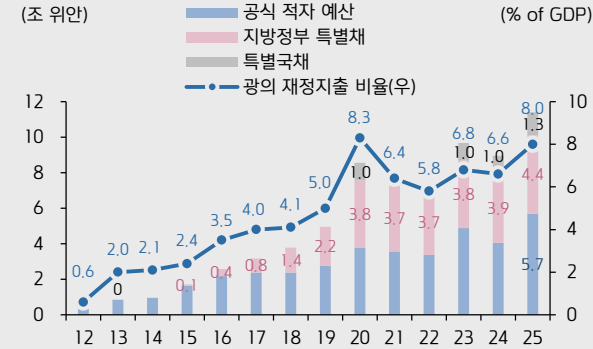


자료: Wind, 키움증권 리서치, 주: 2025.02.28 종가 기준

전인대 리뷰: 1등(내수 부양책) 보다 돋보이는 2등(AI 굴기)

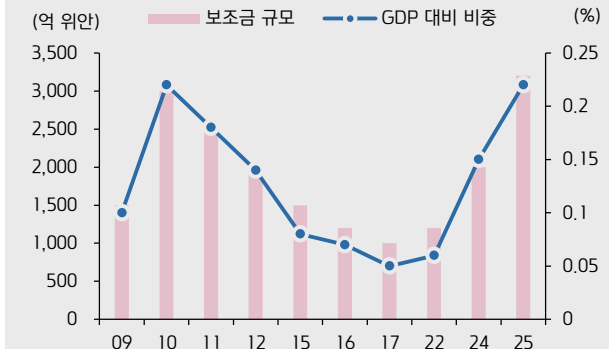


광의 재정적자율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주: 2025.02.28 종가 기준

소비 부양을 위한 보조금 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주: 2025.02.28 종가 기준

전인대 정부업무보고에서 발표된 2025년 주요 경제 목표 추이

항목	2019년 정부 목표	2020년 정부 목표	2021년 정부 목표	2022년 정부 목표	2023년 정부 목표	2024년 정부 목표	2025년 정부 목표
GDP (y/y%)	6.0~6.5	-	6.0	5.5	5.5 (하향)	5.0 (유지)	5.0 (유지)
재정적자율 (%/ GDP)	2.8	3.6	3.2	2.8	3.0 (상향)	3.0 (유지)	4.0 (확대)
실업률 (y/y%)	4.5	6.0	5.5	5.5	5.5 (유지)	5.5 (유지)	5.5 (유지)
신규 도시취업자 수 (백만 명)	1,100	900	1,100	1,100	1,200 (상향)	1,200 (유지)	1,200 (유지)
지방 특수채 한도 (조 위안)	2.1	3.8	3.65	3.65	3.8 (상향)	3.9 (상향)	4.4 (상향)
특별 국채 신규 발행 (조 위안)	-	1.0 (신규)	-	-	-	1.0 (신규)	1.3 (확대)
CPI (y/y%)	3.0	3.5%	3.0	3.0	3.0 (유지)	3. (유지)	2.0 (하향)

자료: Wind, 키움증권 리서치, 주: 2025.02.28 종가 기준



전인대에서 처음 언급된 산업 정리

주요 쟁점	내용
휴머노이드 로봇	- 체화 지능(Embodied Intelligence) 연구 및 응용을 강화하여 스마트 로봇, 자율 시스템, 인간-기계 협력 기술 발전 촉진 - 제조업과 AI 결합을 통해 지능형 자동화 생산 및 서비스형 로봇 개발 지원
AI 스마트폰, PC	- "인공지능(AI)+ " 전략을 추진하여 스마트폰, PC, 로봇, 스마트 제조 장비 등의 차세대 스마트 단말기 산업 육성 - 스마트 공장 및 지능형 제조 시스템 개발을 가속화하고, 스마트 제조의 보급 확대
6G	- 6G 기술 개발 및 글로벌 표준 주도권 확보를 위한 연구 투자 확대 - 5G+산업 인터넷과 6G 연구를 연계하여 미래형 통신망 구축 준비 - 스마트 공장, 원격 의료, 자율주행 등 초고속·저지연 네트워크 기반 서비스 강화
제로베이스 예산	- 중앙부처 대상으로 제로베이스 예산(ZBB) 시범 운영 추진 - 기존의 관행적 예산 배정을 탈피하고, 성과 중심의 예산 집행 체계 구축 - 지출 구조를 최적화하여, 불필요한 항목을 줄이고, 우선순위가 높은 분야(민생·기술·산업)에 재원 집중
각 지역 제한성 조치 축소	- 지역 간 차별적인 시장 제한 조치 철폐 및 공정한 경쟁 환경 조성 - 불필요한 행정 규제를 줄이고, 기업과 개인의 경제 활동 자유 확대 - 신산업·신기술 분야에서 지방 보호주의 완화 및 전국적 통합 시장 형성 촉진
사람에 투자	- 국가 교육 혁신 3개년 계획 시행, 고등교육 및 직업교육 질적 향상 - 기초 연구 및 첨단 기술 인재 육성, AI·반도체·스마트 제조 등 첨단 산업 전문가 양성 - 청년 취업 지원, 중소기업 고용 촉진, 직업 훈련 프로그램 확대를 통한 노동시장 활성화 - 보건·의료 서비스 확충 및 노인 복지, 유아 보육 서비스 강화를 통한 사회 안전망 구축
신형 역외 무역	- 디지털 무역, 클라우드 서비스, 원격 협업 기반 신형 역외 무역 지원 - 신흥 시장과의 무역 협력 강화, 중개 무역 및 서비스 무역 확대 - 해외 창고 및 글로벌 공급망 네트워크 확장을 통한 수출·수입 다변화 - 디지털·녹색 무역 확대를 위한 무역 정책 개선 및 신형 자유무역 구역(FZ) 발전 촉진

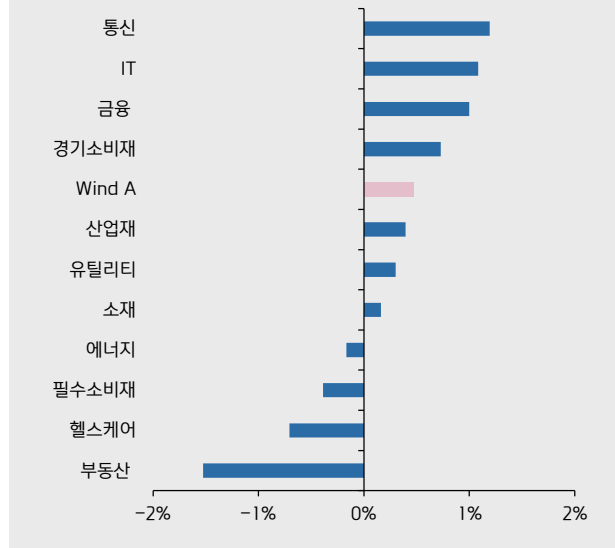
자료: 정부문건 종합, 키움증권 리서치



◆ '25년 양회는 시장 예상치 부합. 최우선 과제는 내수확대, 신규 내용은 산업 지원

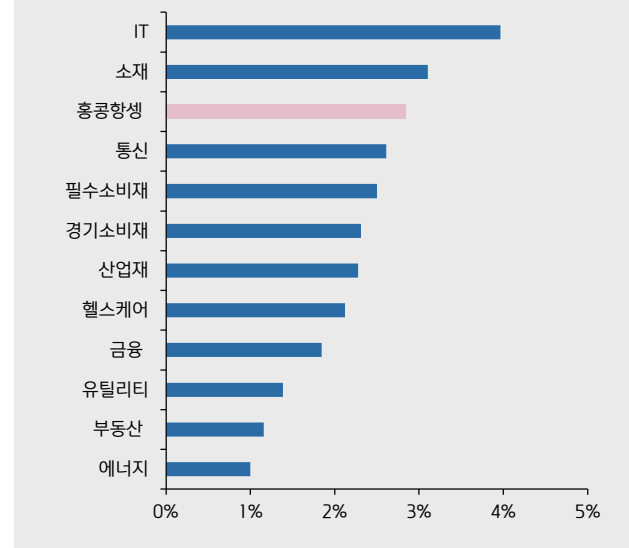
- '25년 양회는 시장 예상치를 전반적으로 부합하는 수준. 지난 '24년 경제공작회의 및 '25년 지방정부와 마찬가지로 재정/통화 정책을 강화했으며, 내수확대를 최우선 과제로 제시. '25년 이구환신 지원규모는 3천억위안으로 전년 대비 2배 증가
- 오히려 산업 부문에서 신규 내용 추가됐다는 판단. 현대화 산업 체계 구축을 가속화할 것을 강조했으며, 주요 육성 산업으로 최근 2년간 양회 및 경제공작회의에서 언급되지 않았던 로봇, AI PC/스마트폰 등이 신규 추가
- 그 외 공급과잉 및 부동산/증시 관련 신규 표현 인상적이었으며 향후 관련 정책 추가 발표 여부에 주목 필요하다는 판단
- 3/5 본토 및 홍콩 증시는 통신, IT 업종이 주가수익률 최상단에 위치하며 AI에 대한 높은 기대감 지속

3/5 본토 업종별 수익률



자료: Wind, 키움증권 리서치센터

3/5 홍콩 업종별 수익률



자료: Wind, 키움증권 리서치센터

'25년 양회는 예상치 부합. 내수확대가 최우선 과제, 산업 부문 신규 내용 추가

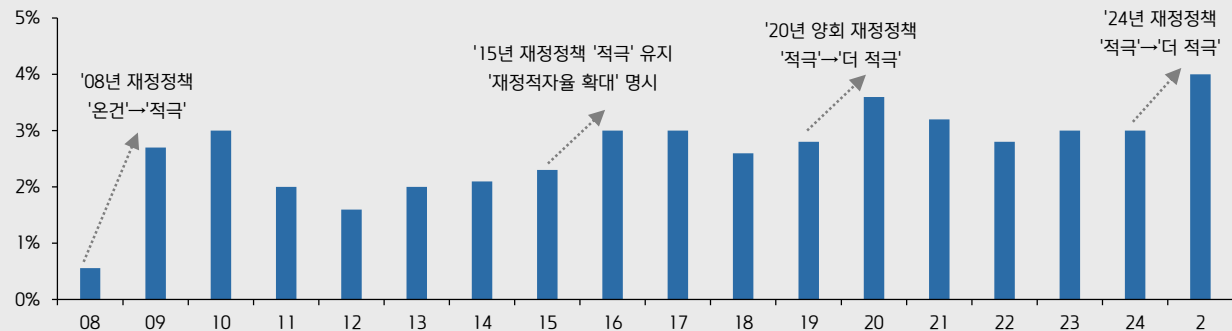


최근 5년 <정부업무보고> 주요 목표 비교

순위	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년
1	경기안정	경기안정	내수확대	현대화 산업체계, 신품질성장	내수확대
2	개혁심화	고용안정	현대화 산업체계	과학기술, 교육강화	신품질성장, 현대화 산업체계
3	기술혁신 발전	개혁심화	국영/민영경제 발전	내수확대	과학기술, 교육강화
4	내수확대	기술혁신 발전	대외개방	개혁심화	개혁개방
5	농촌진흥	내수확대, 지역균형발전	금융리스크 관리	대외개방	무역개방
6	대외개방	농업발전, 농촌진흥	식량안보, 농촌진흥	리스크 관리	리스크관리
7	생태환경 개선	대외개방	녹색발전	농촌진흥	농촌진흥
8	민생복지	생태환경 개선 녹색발전	민생보장	지역균형발전	신형 도시화, 지역균형발전
9		민생보장		생태환경 개선, 녹색발전	탄소절감, 녹색발전
10				민생보장	민생보장

자료: 중국정부, 키움증권 리서치센터

중국 공식 재정적자율



자료: 중국정부, 키움증권 리서치센터



◆ 내수확대가 최우선 과제이나 예상치 부합하는 수준

- '25년 이구환신 정책의 지원 규모는 3,000억위안으로 전년 대비 2배 증가했으나, 시장 예상치에 부합하는 수준. '24년 소비재 이구환신 정책은 중국 소매판매에 0.6%p 증가 효과가 있는 것으로 추정되며 올해 1.2%p 증가 효과 기대
- 그 외 저소득층의 소득 증가 및 부담 경감 등의 내용은 기존 내용에서 추가적인 부분은 제한적이었다는 판단
- 2분기 이후 미국의 관세 등 영향으로 대외 불확실성 확대될 경우 추가적인 내수 부양 여부 확인이 중요할 것으로 예상

최근 회의에서 내수 관련 코멘트 비교

회의	내용
23년 경제공작회의	• 디지털, 그린, 헬스, 소비 촉진 정책 시행 및 IoT, 여행, 엔터, 스포츠 이벤트, 국산 브랜드 등 신소비 육성 • 전통 소비 확대, 전기차, 전기전자 등 대형 소비 촉진 • 도시/농촌 주민 소득 증가, 중산층 확대 및 소비환경 개선
24년 양회	• 디지털, 친환경, 헬스, 소비 촉진 정책 시행 및 IoT, 여행, 엔터, 스포츠 이벤트, 국산 브랜드 등 신소비 육성 • 전기차/전자제품의 이구환신 통해 전통 소비 확대 • 노인, 육아, 가정 서비스 확대, 커뮤니티 서비스 지원 • 소비자권의 보호 강화, 유급 휴가 추진
24년 경제공작회의	• 소비 촉진, 투자 효율 제고 및 전방위적인 내수 확대 • 소비 혁신 행동 시행, 저소득층의 소득 증가 및 부담 경감을 추진하고, 소비 능력, 소비 의향 및 소비 수준 향상 • 퇴직자의 기본 연금을 적절히 인상하고, 도시 및 농촌 주민의 기초 연금과 의료보험 재정 지원 기준을 상향 조정 • 소비재 및 대규모 장비 이구환신 정책을 확장 및 강화, 문화 관광 산업 발전 촉진 • 신제품 경제, 방설 경제, 실버 경제를 적극 육성
25년 양회	• 소비 혁신 행동 시행, 소비능력 향상, 양질의 공급 확대, 소비 환경 개선 정책 마련, 소비 잠재력 발굴 및 소비 질적 업그레이드 추진 • 다양한 채널을 통해 주민 소득 증가를 도모하고, 저소득층의 소득 증가 및 부담 경감을 추진하며, 노동자의 임금 증가 메커니즘 완비 • 3,000억위안 규모의 초장기 특별 국채를 통해 소비재 이구환신 지원 • 시장 진입 규제 완화, 제한 축소, 관리감독 최적화를 통해 건강, 실버 경제, 영유아 보육, 가사 서비스 등 다양한 서비스 공급 확대 • 소비 환경을 다각화하며, 디지털, 친환경, 스마트 소비 발전 가속화 • 휴가 제도를 개선 및 최적화하여 문화 여행, 체육 등 소비 잠재력 극대화 • 면세점 정책 보완 및 인바운드 여행소비 확대 추진 • 소비자 권익 보호를 강화하여, 안전하고 신뢰할 수 있는 소비 환경 조성

자료: 중국정부, 키움증권 리서치센터



◆ 산업 관련 내용 신규 추가. AI에 대한 시장의 관심 지속될 전망

- 과학 기술에 대한 강조는 지속됐으며, 오히려 지난 회의 대비 신규 내용 추가됐다는 판단. 현대화 산업 체계 구축을 가속화할 것을 강조했으며, 주요 육성 산업으로 최근 2년 간 양회 및 경제공작회의에서 언급되지 않았던 로봇, AI PC/스마트폰 등이 신규 추가
- 그 외 공급과잉 관련 '생산능력의 모니터링 및 사전 대응 체계 강화'와 부동산/증시 관련 "더 강력하게 부동산/증시의 건전한 발전 촉진" 표현이 인상적. 향후 관련 정책 발표 여부 주목 필요

최근 회의에서 언급된 주요 육성 산업 비교

23년 경제공작회의	24년 양회	24년 경제공작회의	25년 양회
• 인공지능 • 바이오 제조 • 상업 항공 • 저공(드론) 경제 • 양자 기술 • 생명과학 • 디지털 기술 • 친환경 기술	• 스마트카 • 수소 에너지 • 신소재 • 혁신약 • 바이오 제조 • 상업항공 • 저공(드론)경제 • 양자기술 • 생명과학 • AI+ • 디지털 기술	• AI+ • 디지털 기술 • 친환경 기술	• 상업항공 • 저공(드론)경제 • 바이오 제조 • 양자기술 • 체화 인공지능 • 6G • AI+ • 스마트카 • AI PC/스마트폰 • 스마트 로봇

주: 볼드처리는 신규 언급 내용
자료: 중국정부, 키움증권 리서치센터

공급과잉 및 부동산/증시 관련 코멘트 비교

부문	회의	코멘트
공급과잉	24년 양회	• 공급과잉 방지
	24년 경제공작회의	• 산업 내 '악성 경쟁' 조치 • 지방정부 및 기업의 활동 규범
	25년 양회	• 생산능력의 모니터링 및 사전 대응 체계 강화
부동산 증시	24년 경제공작회의	• 부동산/증시 안정
	25년 양회	• 더 강력하게 부동산/증시의 건전한 발전 촉진

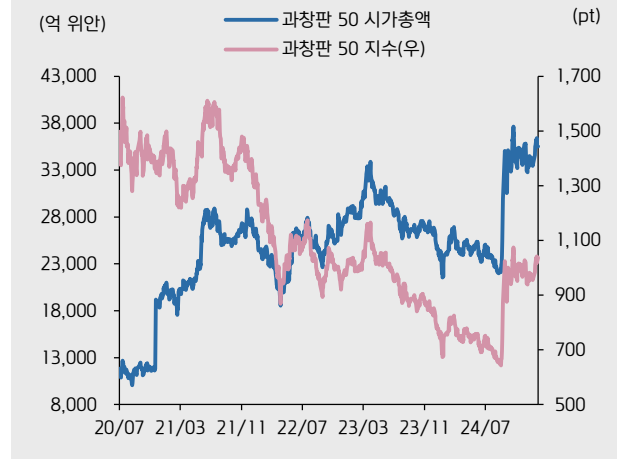
주: 볼드처리는 신규 언급 내용
자료: 중국정부, 키움증권 리서치센터

1) AI 모멘텀 점검



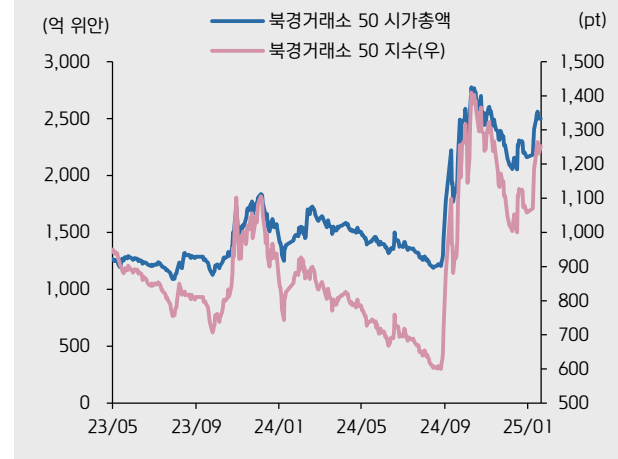
- ◆ DeepSeek 영향으로 중국 신경제 산업 및 기업에 대한 인식 변화. 이에 저평가 매력 부각
- ◆ 금융시장을 통한 신성장 산업 및 기업 지원이 더욱 촉진될 가능성
 - 시진핑 주석은 금융시장을 통한 첨단산업 및 기업 육성을 위하여, 시장 기능을 활성화 하기 위해 노력. 빠른 상장이 가능한 과창판, 비상장 로컬 하드웨어 기업 투자를 위한 베이지 거래소 설립
 - '21년 엔트파이낸셜 IPO 중단 이후, 관련 지수 분위기는 침체된 모습. 그럼에도 불구하고, 시가총액은 큰 폭으로 증가. 꾸준한 상장과 투자 유치 결과로 보여짐. 이는 그간 첨단산업 성장에 도움이 되었을 것으로 판단
 - 증시 분위기 전환으로 첨단산업 육성에 더욱 큰 도움이 될 것으로 전망

과창판 50 지수 및 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 2025.02.28 기준

북경거래소 지수 및 시가총액 추이



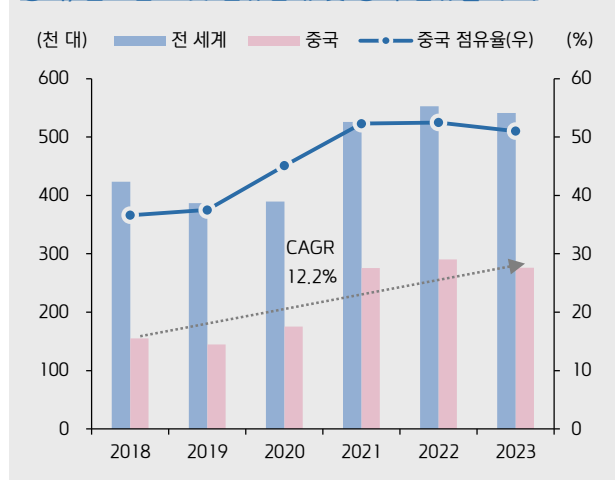
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 2025.02.28 기준

1) AI 모멘텀 점검



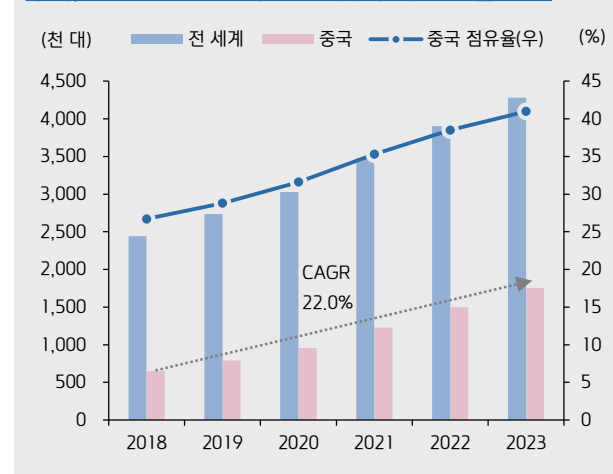
- ◆ 생산 가능 인구 감소 등 제조업 생산성 악화로 제조업 현대화를 집중. 제조2025 등 다양한 정책 전개
- ◆ 제조업 역량을 강화하기 위해 로봇 산업을 10대 중점 사업 중 하나로 지정. 산업용 로봇 가파른 성장세는 최근 AI 모멘텀, 휴머노이드 기대감에 다시 주목 받고 있음
 - 2023년 기준, 신규 판매 27.6만대 기록, 3년 연속 글로벌 시장 점유율 50% 상회
 - 누적 운용 규모는 175.5만대로 글로벌 시장 점유율 40% 수준

중국/글로벌 로봇 신규판매 및 중국 점유율 추이



자료: IFR, 키움증권 리서치

중국/글로벌 로봇 운용 규모 및 중국 점유율 추이



자료: IFR, 키움증권 리서치

1) AI 모멘텀 점검



중국 로봇 산업 주요 정책

발표 연도	정책	주요 내용
2015	중국제조 2025	- 로봇산업을 제조업의 10대 전략적 육성 산업으로 제시 - 연구개발 및 생산관리, 스마트화 수준 제고 - 로봇 완제품 및 핵심 부품과 시스템 통합 분야 기술 경쟁력 제고 강조
2016	13차 5개년 계획 (2016~2020)	- 산업용 로봇, 서비스용 로봇, 수술용 로봇, 군사용 로봇 육성 - 고정밀 감속기, 서브모터, 디스크 드라이버 등 핵심 부품 기술 자립 추구
2016	로봇산업발전계획 (2016~2020)	- (산업 규모 확대) 자국산 산업용 로봇 연간 생산량 10만 대 이상 - 6층 및 그 이상의 산업용 로봇 연간 생산량 5만 대 이상 확대 - 서비스로봇산업 연간 매출액 300억 위안 이상 달성 - (기술 수준 제고) 산업용, 서비스, 의료 로봇 등 기술 개발 및 핵심 부품 자체 생산 추진 - (응용 확대) 2020년까지 로봇 밀도 150대 이상 목표
2017	차세대 인공지능 촉진 3개년 행동계획 (2018~2020)	- 2020년까지 가정용 서비스로봇, 지능형 공공 서비스로봇 대량 생산 및 활용 - 의료 재활, 노인 및 장애인 보조, 화재/재난구조 로봇, 시제품 생산 확대 등 계획 발표
2021	14차 5개년 계획 (2021~2025)	- 2025년까지 로봇산업 연평균 20% 성장, 로봇 밀도 2배 이상 증가 등의 발전 목표 제시
2023	로봇 플러스 응용행동 실시 방안	- 2025년까지 2020년 대비 로봇 밀도 두 배 증가 - 서비스용 로봇과 특수용 로봇 활용도 대폭 향상

자료: IFR, 키움증권 리서치

1) AI 모멘텀 점검



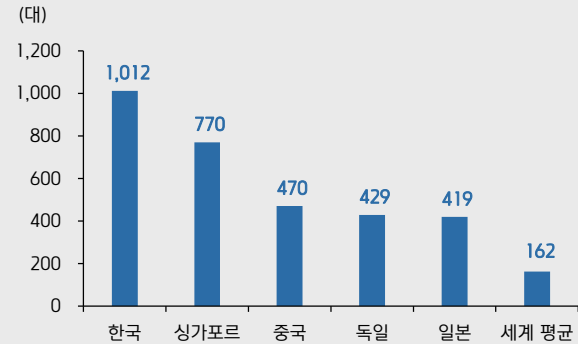
◆ 로봇밀도는 470대로 세계 3위

- 로봇밀도: 제조업 인구 만명당 운용 로봇 수(자동화 척도)
- 중국 제조업 인구(3,700만명) 감안, 로봇 밀도 성장세 및 수준 모두 놀라운 수준

◆ 중국 로봇(휴머노이드) 단기 목표는 국산화

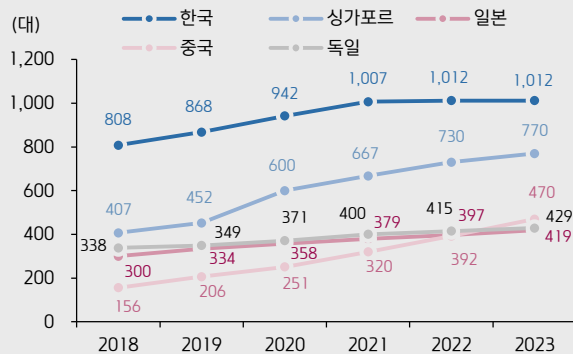
- 가격 경쟁력을 바탕으로 로봇 내재화
- '18년 기준 27% 불과했던 자금률이 47% 수준에 육박
- 최근 양산을 앞둔 휴머노이드 포함, 중국 로봇 산업은 국산화 100% 목표로 성장 전망

주요국 로봇 밀도 비교



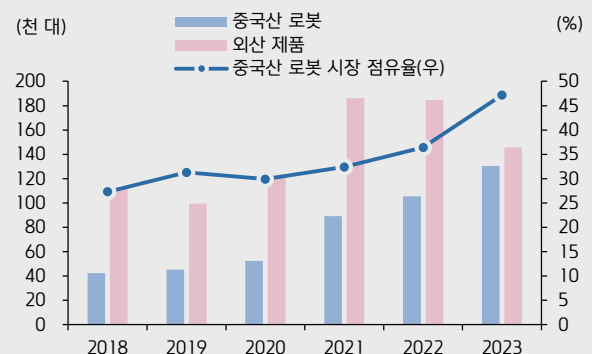
자료: IFR, 키움증권 리서치

주요국 로봇밀도 증가 추이



자료: IFR, 키움증권 리서치

중국 본토 내 중국산 로봇제품 비중 추이



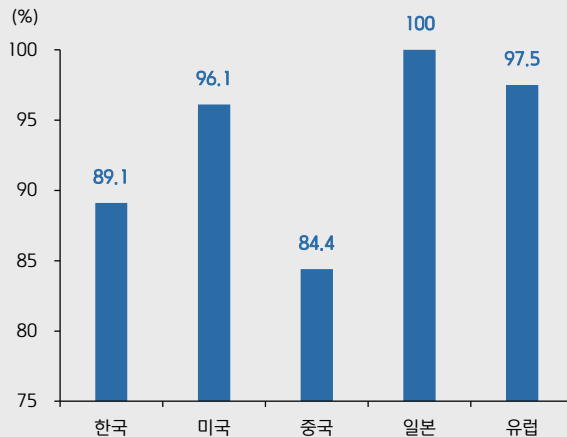
자료: IFR, 키움증권 리서치

1) AI 모멘텀 점검



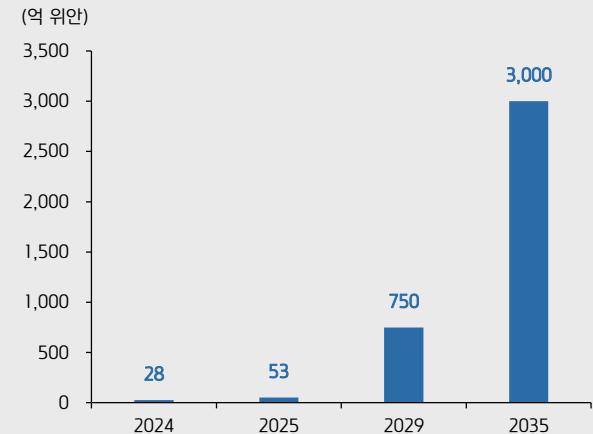
- ◆ 일본 유럽 등 로봇 기술 선진국과 비교하면 기술력 격차는 여전함
- ◆ 다만, 우호적인 자금 환경, 산업용 로봇 성장세 등을 기반으로 휴머노이드 양산에 박차를 가할 전망
 - 최근 중국 휴머노이드 시장 전망이 공격적으로 상향조정되고 있음. 뿐만 아니라, 국내외 증권사 또한 글로벌 휴머노이드 시장 규모에 대한 전망을 상향조정하고 있음. 2035년 목표 규모 달성 가능성은 미지수이지만, 가파른 성장세가 이어질 것으로 전망

중국 제조용 로봇 기술 상대수준 비교



자료: 한국산업기술기획평가원, 키움증권 리서치

중국 휴머노이드 시장 규모 전망



자료: 중국 산업정보화부, 키움증권 리서치

1) AI 모멘텀 점검



중국 휴머노이드 발전 및 투자 현황 정리

구분	주요 내용
정책	- 휴머노이드 로봇을 기술 경쟁의 핵심 분야 규정 및 '25년까지 세계적 수준의 혁신 생태계를 구축 촉구 - 공업정보화부 '27년까지 1)제조 공급망에 휴머노이드 통합, 2)국제적으로 경쟁력 있는 산업 환경 구축, 3)사회 전반에 걸친 휴머노이드 로봇 사용 확대 등의 목표 설정 - 중앙정부는 중국 로봇기업에 보조금 지원, 지방정부도 휴머노이드 로봇기업과 국영 공장 간의 시범 프로그램 중개
투자	- 중국 휴머노이드 로봇 기업 투자 규모는 '23년 7.69억 달러(54억 위안) 수준으로 추정 - '24년 상반기, 전 세계적으로 중국 휴머노이드 로봇 관련 회사들이 22건 이상의 투자 유치, 투자 규모는 총 9억 9,700만 달러(70억 위안) 기록 - 주요 투자자에는 중국 빅테크 기업, 사모펀드, 중국 국영기업, 공공 기금 등이 포함 - 화웨이, 샤오미 같은 대기업 외에도 '23년 1월 이후 휴머노이드 로봇을 주요 사업으로 하여 창업한 기업 29개, 그 중 22개 기업은 외부 투자를 받는 데 성공 - 대표적인 성공 사례로 '23년 이후 8차에 걸친 펀딩에 성공한 Zhiyuan Robotics, 8억 1,200만 달러(57억 위안) 투자를 받아 홍콩 증권거래소에 상장된 UBTech Robotics
지방정부의 지원	- 지방 정부 차원에서도 휴머노이드 로봇에 대한 투자금 지원과 연구 지원 등에 적극적 - 정부 로봇연구기관은 로봇 기업의 근거리에 소재하는 경우가 많은데, 이는 개발 비용 절감 및 기술 접근 용이성 향상을 목적으로 함 - 베이징('24.01)과 상하이시('24.07)는 지역 로봇산업 발전 및 휴머노이드 기술 지원을 위해 각각 14억 달러의 기금을 조성 - 선전(Shenzhen)의 경우 '14년부터 '20년까지 매년 7,100만 달러(5억 위안)를 로봇 및 기타 지능형 기술에 투자 - 광시성은 지역 로봇 기업당 최대 14만 달러(100만 위안)의 보조금 지급 계획 - 청두의 경우, 휴머노이드 프로젝트당 1,430만 달러(1억 위안) 보조금을 지급하며 최초 휴머노이드 로봇 판매 기업에 140만 달러(1,000만 위안)를 지원 발표 - '23년부터 베이징과 상하이는 오픈소스 휴머노이드 로봇 프로토타입과 해당 AI 소프트웨어에 대한 접근성 제고 위해 휴머노이드 로봇에 초점을 맞춘 새로운 혁신 센터 설립 - 베이징 하이토크는 AI와 휴머노이드 로봇 개발 촉진 위한 3개년 계획을 수립한 바 있으며 대학 로봇 연구자-로봇기업 협업을 정부 차원에서 장려

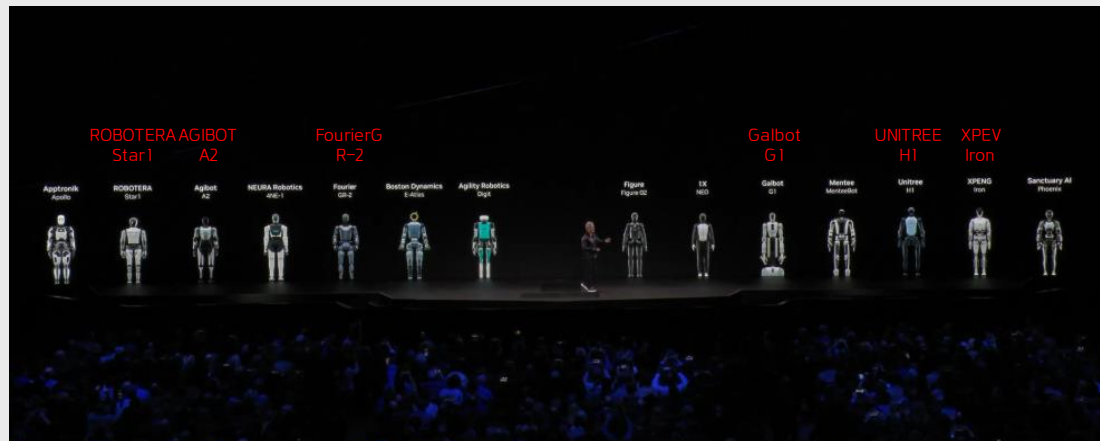
자료: 정부문건 종합, 키움증권 리서치



◆ '25년부터 휴머노이드 본격적인 양산 시작

- 일론 머스크는 '25년 수 천대 규모의 Optimus를 생산할 계획이며, '26년에는 5~10만대, '27년에는 50~100만대까지 생산량이 증가할 것이라고 전망. 그 외에도 노르웨이의 1X도 '25년 수천 대를 시작으로 생산량을 확대할 계획이며, 미국의 FigureAI은 지난 1월 BMW외에 두번째 기업과의 계약 체결을 알리며 향후 4년간 10만대 휴머노이드를 판매할 것이라고 언급
- 지난 '19~'20년 테슬라의 상해기가팩토리 설립은 중국 전기차 시장이 한 단계 성장하는데 기여했다고 평가. 금번 테슬라의 옵티머스 양산 시작도 중국 휴머노이드 시장의 본격적인 성장에 기여할 것으로 기대.
- 현재 다수 중국 기업이 휴머노이드 모델을 발표했으며 소량 생산 중. '25년 UNITREE, PUDU 등 일부 기업은 개별 판매를 시작했으며 UBTECH, Fourier, GALBOT도 중국 완성차 기업 등과 테스트를 진행 중에 있으며, 향후 1~2년 내 양산 목표

2025년 CES 기초연설에서 젠슨황과 등장한 14개의 로봇 중 6개가 중국 기업



자료: 언론종합, 키움증권 리서치

1) AI 모멘텀 점검



중국 주요 휴머노이드 기업 비교(1)

기업명	Tesla	PUDU	UNITREE		UBTECH	LEJU ROBOT	Fourier
							
모델명	Optimus	D9	G1	H1	Walker S1	KUAVO-MY	GR-2
출시 연도	2023년	2024년	2024년	2024년	2024년	2024년	2024년
높이	178cm	170cm	130cm	180cm	172cm	147cm	175cm
무게	61kg	65kg	35kg	47kg	76kg		63kg
최대 스피드		2m/s	2m/s	3.3m/s			1.39m/s
최대 적재량	20kg	20kg ¹			15kg		3kg ³
배터리 수명			2h		2h ²		2h
DoF	50	42	23		41 ²	40+	53
Dexterous Hands DoF	22	11				6	12
개발 현황	'25년 수 천대 양산 계획	25년 1월 예약 판매	소량 생산 중 '25년 양산 목표		'25년 500~1,000대 납품 계획	연간 200대 생산능력 보유	소량 생산 중 1~2년내 양산 목표

주: 1)테스트 환경 기준, 2)S 기준3)Single-Handed
자료: 각사 홈페이지, 키움증권 리서치

1) AI 모멘텀 점검



중국 주요 휴머노이드 기업 비교(2)

기업명	AGIBOT		ROBOTERA	ENGINEAI	Galbot	Xpeng	XIAOMI
							
모델명	A2	A2-Max	STAR1	SE01	G1	Iron	CyberOne
출시 연도	2024년	2024년	2024년	2024년	2024년	2024년	2022년
높이	169cm	175cm	171cm	170cm	173cm	178cm	177cm
무게	69kg	85kg	63kg	55kg		70kg	52kg
최대 스피드		1m/s		2m/s			1m/s
최대 적재량		40kg	20kg				
배터리 수명	2h	2h		2h			
DoF	40+	67	55	32		62	21
Dexterous Hands DoF		19	12	6			
개발 현황	'25년 초 누적 생산량 731대 달성			소량 생산 중	소량 생산 중 '26년 양산 목표	자체 공장에서 테스트 중	

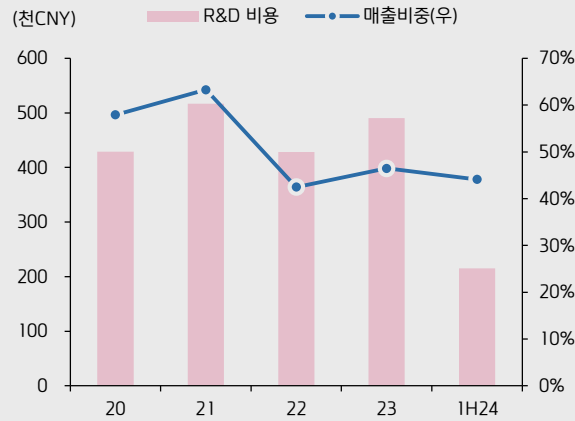
자료: 각사 홈페이지, 키움증권 리서치



◆ UBTECH: 유일한 중국 휴머노이드 상장 기업, '25년 500~1,000대 생산 계획

- UBTECH는 23년 12월 홍콩증시에 상장하며 현재까지 유일하게 상장된 중국 휴머노이드 기업. 1H24 기준 전체 매출에서 교육용 로봇은 33%, 물류용 로봇은 12%, 소비자용 로봇은 36%, 휴머노이드 모델인 Walker 시리즈를 포함한 주문제작 로봇은 19% 차지
- 지난 5년간 UBTECH는 전체 매출의 40~60%를 R&D에 투자하며 휴머노이드 모델 성능 개선에 집중하고 있음. 지난 '21년~1H23 휴머노이드 모델인 Walker의 평균 판매가격은 600만원(85만달러) 수준에 달했으나, 최근 인터뷰를 통해 생산비용이 50만원(7만달러)까지 하락했다고 언급. 다만 아직까지는 단위당 비용의 의미는 크지 않으며 AI 학습 강화에 집중할 것이라고 강조
- 현재 UBTECH는 BYD, 지리자동차, 순펑택배, 폭스콘 등과 협업을 통해 테스트 중이며 '25년 500~1,000대 규모의 최신 휴머노이드를 납품할 계획. 현재 휴머노이드 생산은 높은 수작업 비중과 낮은 산업 규격화 등으로 인해 생산 비용이 높으나, 향후 생산량 증가에 따른 규모의 경제 효과로 인해 판매가격은 30만원(4만달러)까지 하락 가능할 것으로 전망

UBTECH R&D투자



자료: UBTECH, 키움증권 리서치

UBTECH 휴머노이드 공장 활용 모습



자료: UBTECH, 키움증권 리서치



◆ UNITREE: '25년 중국 춘절 갈라쇼 로봇 군무 및 9.9만원 파격적인 판매가격 공개

- '25년 중국 춘절 갈라쇼에서 로봇 군무를 보인 것으로 화제인 UNITREE도 파격적인 판매가격 등으로 인해 시장의 높은 관심을 보이고 있음. 지난 '17년 4족 로봇 모델의 상용화를 시작으로 휴머노이드 제품 개발까지 확장에 성공했으며, 최근 로봇 군무를 보인 휴머노이드 H1은 65만원(9만달러), 또 다른 모델 G1은 9.9만원(1.5만달러)이라는 판매가격 제시
- 물론 G1의 경우 높이 130cm, 무게 35kg로 중국 주요 휴머노이드(170~180cm, 55~85kg) 대비 작고, 로봇의 움직임 가능성을 나타내는 자유도(DoF)도 23(기본 모델 기준)으로 경쟁 모델(40~60) 대비 낮다는 점 감안 필요
- 다만 UNITREE는 전동 모터, 감속기 등 핵심 부품에 있어 자체 연구개발을 통해 부품의 품질 확보 및 비용절감을 추진하고 있으며, 향후 모델이 업그레이드됨에 따라서 성능 및 비용 모두 개선이 지속될 것으로 기대. 지난 12월 UNITREE CEO는 인터뷰를 통해 향후 5년 이내에 휴머노이드 생산비용이 소프트웨어 및 컴퓨팅 비용을 제외하고 2만원(3천달러)까지 하락할 것으로 예상

UNITREE H1 중국 춘절 갈라쇼 모습



자료: UNITREE, 키움증권 리서치

UNITREE G1



자료: UNITREE, 키움증권 리서치



◆ LEJU ROBOT: 휴머노이드 시장에서도 빠질 수 없는 화웨이

- LEJU ROBOT은 교육용, 의료용, 물류용 및 휴머노이드 제조 기업이다. '24년 12월 연간 200대 생산 규모의 휴머노이드 생산라인을 정식 가동했으며, '25년 1월 누적 인도량 100대를 기록했다. 현재 NIO, 북경자동차 등과 협업을 통해 테스트 중인 상황
- 휴머노이드 시장에서도 화웨이의 그림자는 빠지지 않을 전망이다. 지난 '24년 6월 화웨이 개발자 대회를 통해 LEJU ROBOT의 휴머노이드 모델인 KUAVO-MY가 화웨이의 LLM 모델 Pangu를 탑재할 것을 발표. 또한 지난 11월 화웨이는 LEJU ROBOT을 포함한 16개 중국 로봇 및 관련 부품, 어플리케이션 기업과 MOU를 체결. 중국 자동차 시장에서 자율주행 부문의 협력과 마찬가지로 휴머노이드 시장에서도 화웨이의 영향력은 점진적으로 커질 것으로 예상

'24년 11월 화웨이와 로봇 관련 MOU 체결한 16개 기업

기업명	주요 사업	종목코드	기업명	주요 사업	종목코드
Leju Robotics	휴머노이드 등 로봇		ZHAOWEI	로봇, 자동화 장비 및 자동차용 정밀 부품	003021.CH
Zhongjian Technology	농기계 및 모터	002779.CH	Hualong Xunda	산업용 자동화 및 디지털 솔루션	
Hechuan Humanoid Robot	산업용 로봇 및 자동화 장비 및 휴머노이드 부품	688320.CH	HUACHENG	산업 자동화, 로봇 등 제어 시스템	
Digital Huaxia	휴머노이드		EFORT	산업용 장비 및 부품	688165.CH
Dazu Robotics	산업용 로봇 및 자동화 장비		Chuangxin Lezhi Information	소프트웨어 및 AI 솔루션	
Moying Technology	산업용 로봇 및 자동화 장비		Chinasoft International	소프트웨어 및 AI 솔루션	
Topstar	산업용 로봇 및 자동화 장비	300607.CH	BrainCO	신경 신호 감지, 처리 등 기술	
X SQUARE	산업용 대형 언어 모델		Aoka Robotics	산업용 장비 및 자동화 장비	

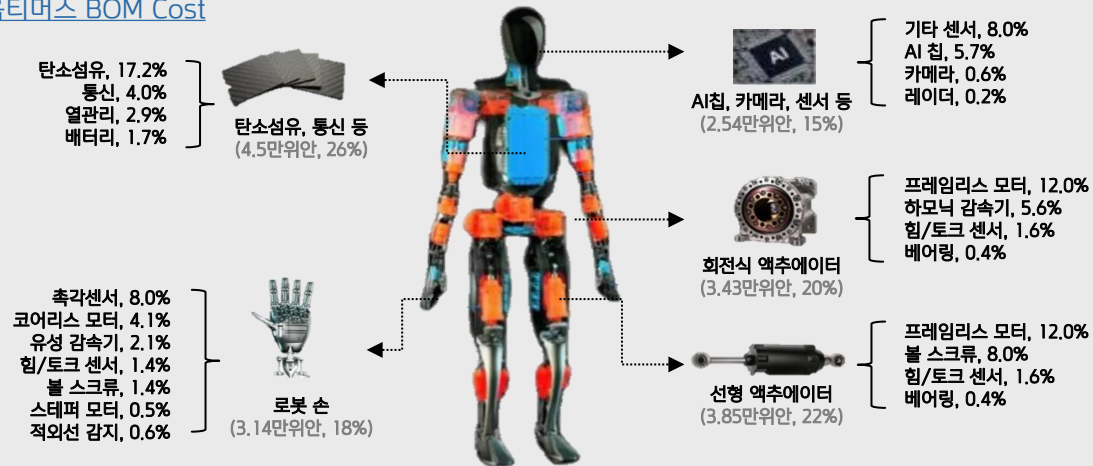
자료: 언론종합, 키움증권 리서치



◆ 중국, 휴머노이드 공급망 확보에 신경

- '23년 11월 공신부는 <휴머노이드 혁신 발전 지도의견>을 통해 휴머노이드 산업의 육성 정책 발표. '25년까지 휴머노이드 로봇의 핵심 기술 돌파, 주요 부품의 안정적인 공급망 확보 및 휴머노이드의 글로벌 선진 기술 도달을 통한 대량 생산 계획. 또한 '27년까지 휴머노이드 기술의 유의미한 제고 및 안정적인 공급망 구축을 통해 산업 성장을 가속화 시켜 새로운 경제 성장 동력으로 자리매김 할 것을 목표. 해당 정책에서 주요 육성 제품으로는 일반/기능형 휴머노이드, 센서, 액추에이터, 모션 컨트롤러, 에너지원을 언급했으며, 이는 곧 휴머노이드 산업에 차지하는 부가가치가 높거나, 국산화율이 낮음을 의미하는 만큼 관련 부품 기업에 대한 관심이 필요
- 중국 휴머노이드 기업도 과거 대비 높아진 공급망의 중요성으로 인해 자체적으로 기술 및 부품 확보를 강화하는 모습. 실제로 화웨이와 협력 중인 LEJU ROBOT의 CEO는 최근 인터뷰를 통해 국산화율이 '18년 첫 번째 모델의 10% 미만에서 현재 90%까지 상승했다고 밝혔으며, UBTECH도 국산화율이 90% 수준에 달하는 것으로 알려졌다. 아직 나사, 감속기, 일부 센서 및 모터 등 부문에서 상대적으로 기술 격차가 존재하나 기술혁신과 기업간 협력 등 통해 점진적으로 중국 부품의 탑재 비중을 확대할 것으로 기대

테슬라 옵티머스 BOM Cost



자료: Sinolink Securities 재인용, 키움증권 리서치

1) AI 모멘텀 점검



중국 휴머노이드 밸류체인 기업 리스트

밸류체인	종목코드	종목명	시가총액 (십억USD)	매출 증가율		순이익 증가율		PER(x)	
				25E	26E	25E	26E	25E	26E
나사	601100.CH	Hengli	15.7	14%	16%	17%	20%	38	32
	603009.CH	Shanghai Beiti	2.5	15%	20%	44%	37%	167	120
감속기	002472.CH	Shuanghuan	4.4	18%	17%	23%	19%	25	21
	688017.CH	LeaderDrive	4.1	29%	34%	47%	41%	231	162
모터	300124.CH	Shenzhen Inovance	28.4	22%	19%	20%	18%	34	29
	003021.CH	Zhaowei	5.4	25%	26%	29%	36%	140	104
	603728.CH	Moons' Electric	4.7	14%	17%	105%	41%	172	123
	002747.CH	Estun	2.9	18%	18%	N/A	100%	125	68
	002979.CH	Leadshine	2.1	21%	19%	23%	23%	55	48
센서	600699.CH	Joyson	3.7	7%	8%	26%	22%	16	13
	603662.CH	Keli Sensing	2.9	19%	18%	25%	19%	49	44
액추에이터	002050.CH	Sanhua	16.1	16%	16%	18%	17%	31	26
	601689.CH	Tuopu	14.5	27%	22%	29%	24%	27	22
휴머노이드	1810.HK	XIAOMI	175.1	24%	19%	29%	26%	41	32
	XPEV.US	XPENG	20.5	82%	33%	적지	흑전	N/A	100
	9880.HK	UBTECH	5.9	44%	41%	적지	적지	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 테슬라 밸류체인 진입에도 노력 중

- 테슬라 옵티머스의 경우 현재 Tuopu/Sanhua가 액추에이터를 납품 중인 것으로 알려짐. 나사, 감속기 등 일부 부품은 테슬라로부터 조달 받고 있으며, 그 외는 직접 제작 혹은 자체 조달 및 조립을 통해 납품하는 방식. 현재 부품당 가격은 3천위안 수준으로 알려져 있으며, 테슬라 로봇의 생산량 1천~1만대 가정시 전체 매출에서 차지하는 비중은 미미
- 다만 일론 머스크가 향후 2년 내에 매년 10배씩 생산량을 증가할 것으로 언급하고 있으며, 향후 생산량이 10만대를 넘어설 경우 실적 성장에 유의미하게 기여할 것으로 예상. 또한 향후 대량생산에 따른 제품의 규격화가 이루어질 경우 중국기업의 부품 납품 비중은 상승할 가능성이 존재한다는 판단. Hengli Hydraulic 등 다수 중국 기업이 제품 테스트를 받고 있는 상황

Optimus 생산량에 따른 매출 기여도 추정

옵티머스 생산량 가정	Tuopu	Sanhua	Hengli
1천대	0%	0%	0%
1만대	1%	1%	1%
5만대	6%	6%	4%
10만대	12%	12%	9%
50만대	62%	61%	43%
100만대	125%	121%	87%

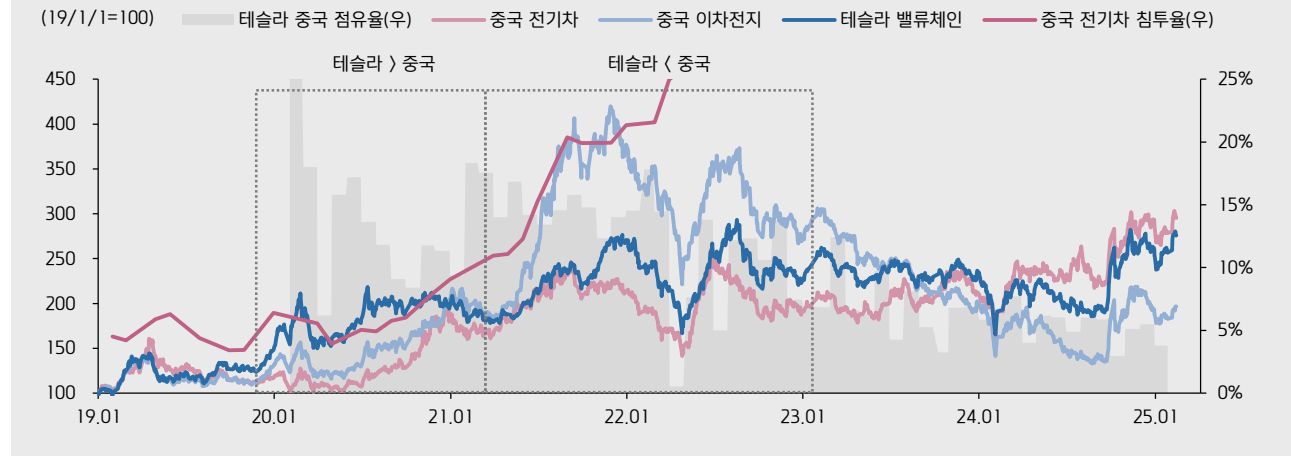
주: 1)액추에이터 ASP 3천위안, 2)납품 비율: Tuopu/Sanhua 40%, Hengli 20%, 3)Hengli는 선형 액추에이터만 납품 가정, '24년 블룸버그 매출 추정치 대비 업사이드
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 테슬라 밸류체인 및 UBTECH 주목 필요. 그 외 후발 주자에 대한 지속적인 확인 중요

- 단기적으로는 테슬라 밸류체인이 높은 가시성으로 인해 투자매력 높다는 판단. 실제로 '19~21년 테슬라 상해기가팩토리 가동 초반 테슬라 밸류체인 주가는 테슬라 전기차 판매량의 빠른 증가 및 높은 시장점유율을 기반으로 중국 전기차/이차전지 업종 주가를 아웃퍼폼. 3/4 기준 Tuopo/Sanhua YTD 증가수익률은 각각 27%/33%로 동기간 시장 평균(CSI300 -1%)을 크게 상회하고 있으나, '19~21년 중국 전기차 시장 성장 초기 대비 12M FWD PER 낮아 밸류에이션 부담 상대적으로 과도한 상황은 아니라는 판단
- 향후 중국 휴머노이드 시장이 본격적으로 성장함에 따라 더 많은 중국 기업의 수혜가 있을 전망. '21년 중국 전기차 시장 침투율이 10%를 돌파하며 가파르게 성장을 기록함에 따라서 중국 이차전지 업종 주가는 크게 상승한 바 있음. 다만 현재 중국 휴머노이드 시장은 이제 막 개화하고 있는 단계이며, 향후 시장 성장 및 규격화가 진행됨에 따라 중국 전기차 시장처럼 후발주자가 추가적으로 나타날 것으로 예상. UBTECH 이외에도 지속적으로 중국 휴머노이드 및 관련 밸류체인 기업에 대한 트레이킹이 중요할 전망

중국 업종/테마별 주가, 테슬라 중국 시장점유율 및 중국 전기차 침투율



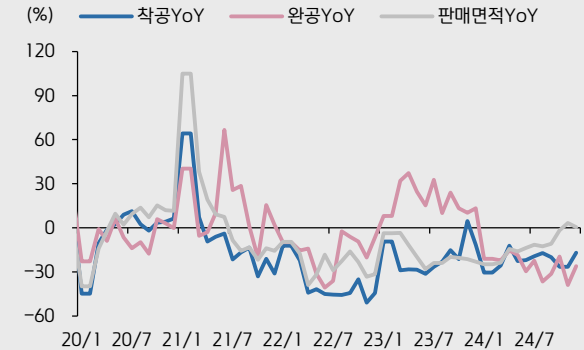
자료: CPCA, Wind, 키움증권 리서치

2) 부동산 경기 회복 가능성 점검



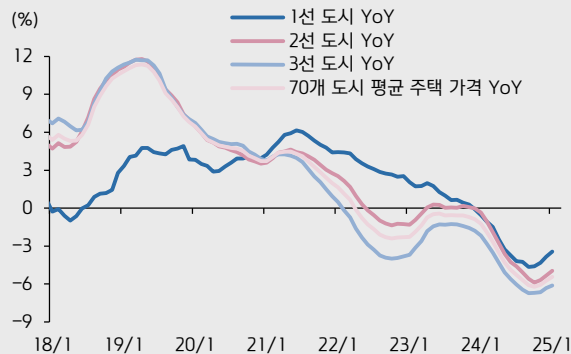
- ◆ 부동산 가격 증가율(전월비, 전년대비) 회복
- ◆ 부동산 실물지표 일부 회복, 거래량 증가 등으로 부동산 불확실성 해소 기대감도 제기되고 있음
 - 토지판매면적 증가율이 회복되고 있지만, 착공 및 완공 면적 증가율은 여전히 마이너스(-) 권
 - 디벨로퍼 재고 해소에 도움이 될 정책들을 내놓고 있지만, 당초 중국 부동산 경기 둔화를 초래했던 디벨로퍼 유동성 규제 정책은 여전히 변화없음

중국 부동산 실물지표 추이



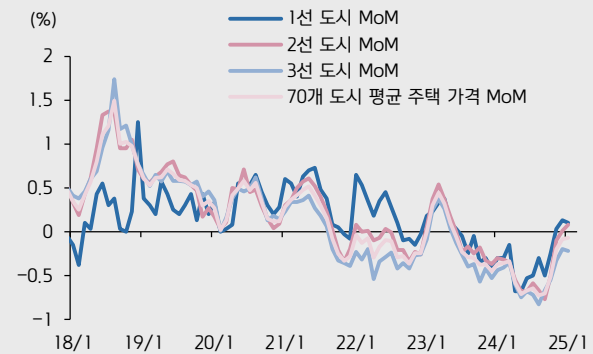
자료: 국가통계국, CEIC, 키움증권 리서치

중국 부동산 가격 추이 (YoY)



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 부동산 가격 추이 (MoM)



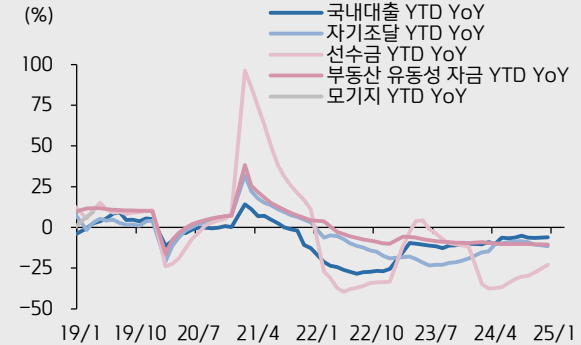
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

2) 부동산 경기 회복 가능성 점검



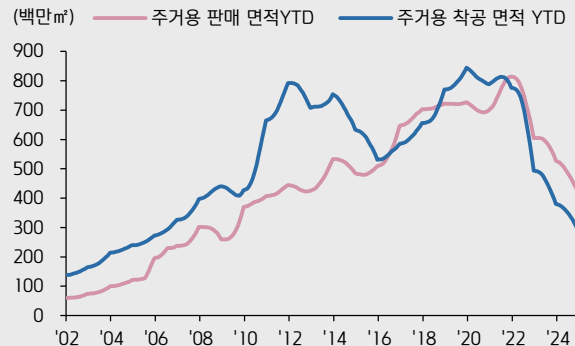
- 따라서 부동산 디벨로퍼 유동성 경색은 여전할 것으로 전망
- 부동산 과잉 공급 및 재고가 해소되는 것을 확인하기 전까지는 디벨로퍼 레버리지 규제 정책은 유지될 것으로 전망
- 미분양면적 증가율이 하락하고 있지만, 부동산 재고 부담은 여전히 높다고 판단. 연초 미분양 면적이 의미 있게 감소되는 것을 확인하는 것이 중요하다 생각

중국 부동산 유동성 증가율 추이



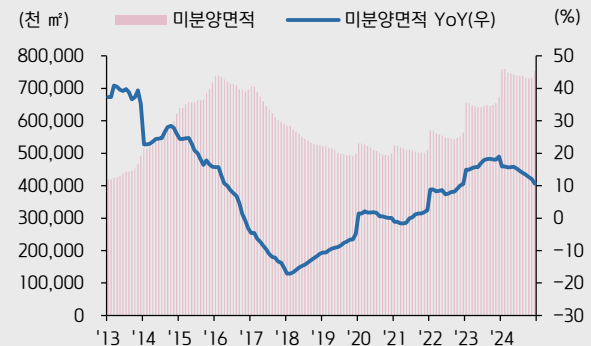
자료: 국가통계국, CEIC, 키움증권 리서치

중국 부동산 거래면적 추이



자료: 국가통계국, CEIC, 키움증권 리서치

중국 부동산 미분양면적 추이



자료: 국가통계국, CEIC, 키움증권 리서치

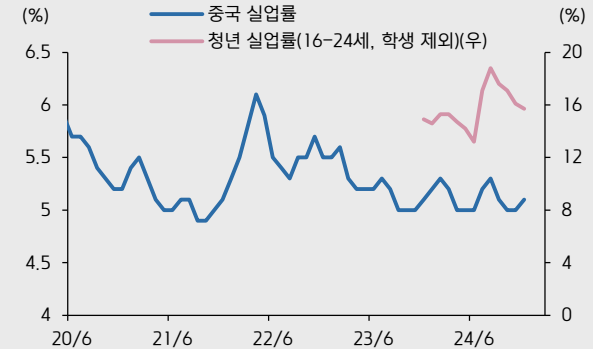
3) 소비 체력 점검



◆ 부동산 불확실성 감안, 가계 체력은 소비 회복 탄력을 가늠할 수 있는 핵심 요인

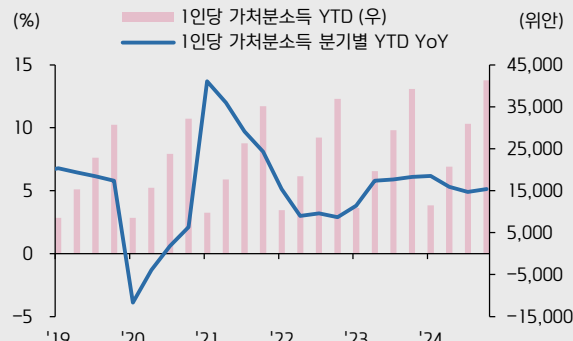
- 2024년 실업률 및 소득은 전반적으로 견조한 수준 유지. 이에 이구환신 등 소비 부양책이 효과를 내기 시작함
- 다만, 부동산 부진이 여전할 경우, 소득 및 고용 등 가계 체력이 더욱 개선되어야 한다고 판단

중국 실업률 추이



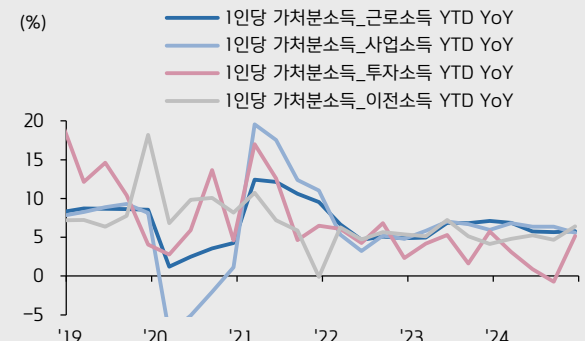
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 가처분 소득 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 가처분 소득 세부항목 추이



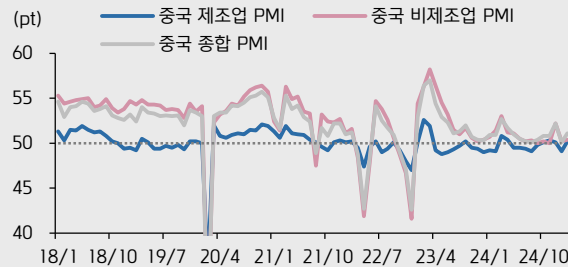
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

4) 연초 중국 체감 경기 점검



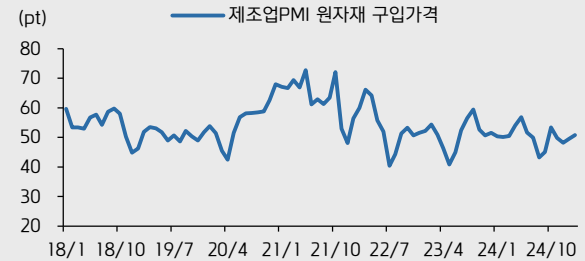
- ◆ 2024년 중국 경제는 생산 및 수요 불균형, 높은 대외 수요 의존도, 디플레 압력 등 여러 문제 노출
 - 2월 중국 PMI는 대체로 반등, 춘절 효과를 감안하면, 중국 경기는 여전히 불안. 재고 부담은 아직 높지 않은 것으로 판단

관영 PMI 추이



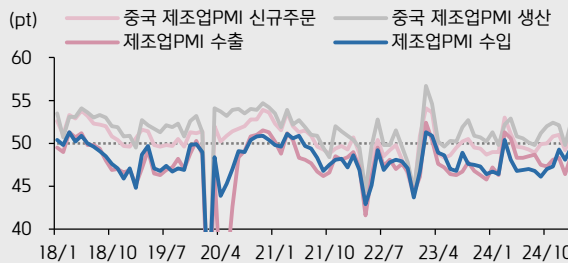
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 PPI 선행지수



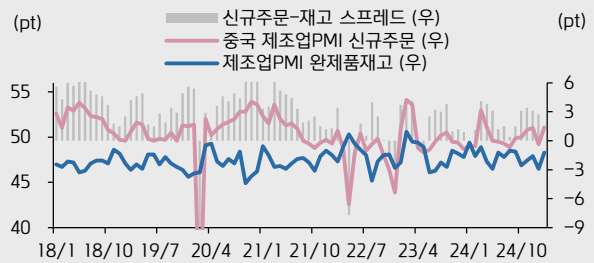
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

신규주문 생산 PMI 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 신규주문-재고 스프레드 추이



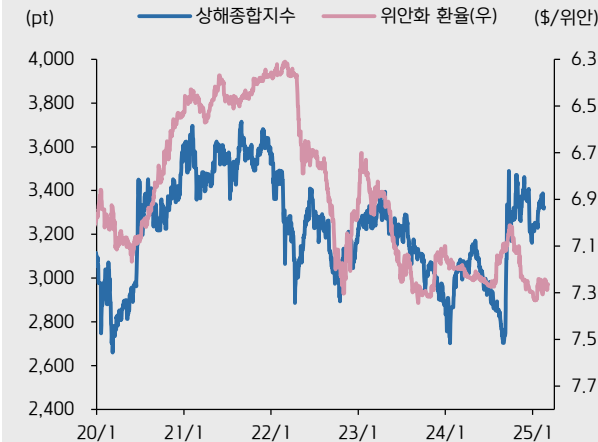
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

5) 중국 국채 및 환율 시장 점검



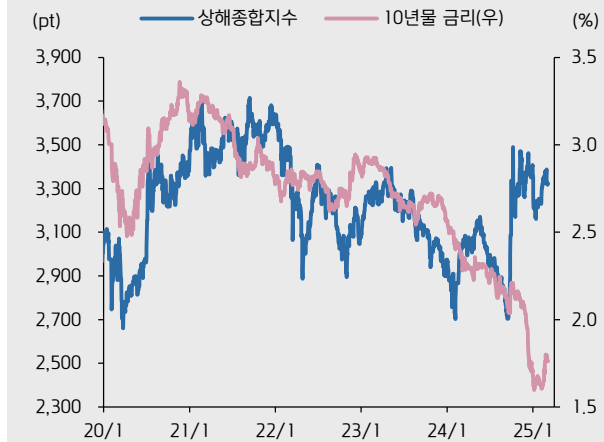
- ◆ 정책 및 유동성 모멘텀은 증시 및 실물 경기 회복에 우호적인 상황
- ◆ 증시 상승 폭이 더욱 확대되기 위해서(특히 Non Tech) 경기 펀더멘탈 회복이 중요해질 것으로 판단
 - 4월 정치국 회의가 끝나고, 정책 모멘텀이 소강국면에 접어들 경우, 증시 변곡점이 될 수 있음
 - 최근 위안화 가치 및 10년물 금리가 반등하면서, 경기 펀더멘탈에 대한 우려도 최악의 국면을 벗어나고 있음

중국증시(상해종합) 및 위안화 환율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2025.02.28 기준

중국증시 및 장기물(10년물 금리) 추이



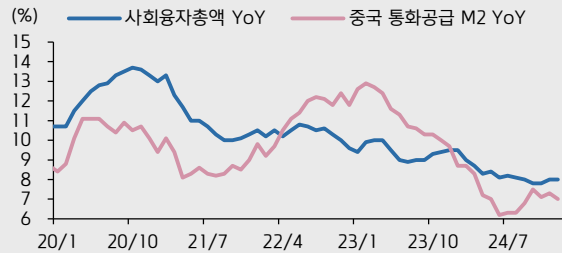
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2025.02.28 기준

6) 중국 통화 및 신용 유동성 점검



- ◆ 실질 유동성 공급 조짐이 여러 차례 확인되고 있음. 증시 유동성 모멘텀 또한 우호적
 - 신용 유동성이 꾸준히 늘어나고 있음. 사회용자총액 증가율 및 기업/가계 대출 증가율 모두 반등하고 있음

사회용자총액 및 M2 공급 추이



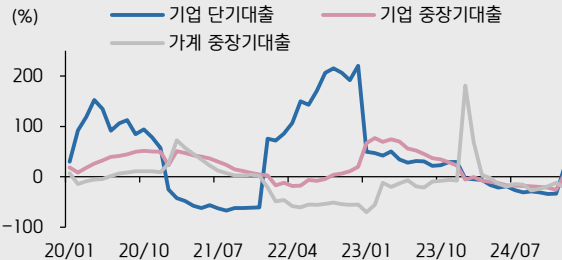
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 신용자극지수 추이



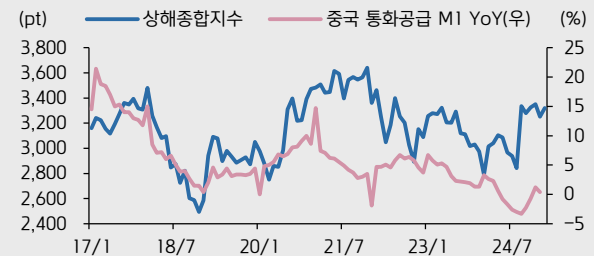
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 가계·기업 대출 증가율 추이(YoY)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

상해종합지수 및 M1 공급 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국증시 주요 지수 PER 추이 및 PER 밴드

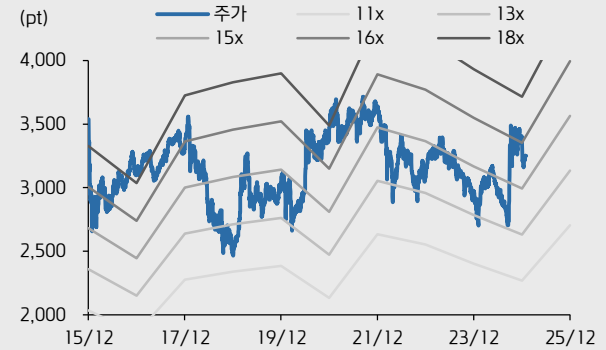


중국 상해종합 지수 및 10년 평균 PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 상해종합 PER밴드



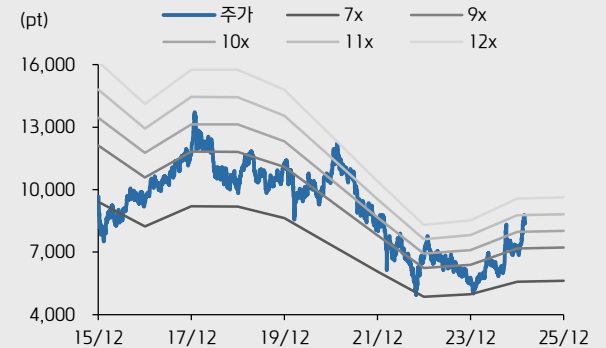
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 항셱중국기업 지수 및 10년 평균 PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 항셱중국기업지수 PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



- ◆ '25년 양회, 영광은 '내수'가 챙겼으나 실속은 '산업'이 챙기며 AI 등 성장주에 대한 관심 지속될 전망
 - '25년 양회는 전반적으로 기대치 부합. 내수 확대가 최우선 과제였으나 예상치 부합하는 수준. 오히려 산업 부문에서 신규 내용 추가
 - 향후 점진적으로 경기 회복 여부에 대한 시장의 관심이 높아질 것으로 예상되나 미국의 관세 등 영향으로 인해 불확실성 존재할 것
 - 반면 주요 육성 산업으로 처음으로 로봇, AI PC/스마트폰 등을 언급하며 최근 높아진 AI에 대한 주목은 한층 강화될 것으로 예상
 - 연초 이후 주가 강세 및 최근 높아진 지정학적 리스크로 인해 차익실현 매물 출회 가능성 존재하나 상대적으로 중국 경기와 무관하게 구조적인 성장이 기대되는 로봇 등 AI 관련 업종을 중심으로 지속적인 관심이 필요하다는 판단

최근 회의에서 언급된 주요 육성 산업 비교

23년 경제공작회의	24년 양회	24년 경제공작회의	25년 양회
• 인공지능 • 바이오 제조 • 상업 항공 • 저공(드론) 경제 • 양자 기술 • 생명과학 • 디지털 기술 • 친환경 기술	• 스마트카 • 수소 에너지 • 신소재 • 혁신약 • 바이오 제조 • 상업항공 • 저공(드론)경제 • 양자기술 • 생명과학 • AI+ • 디지털 기술	• AI+ • 디지털 기술 • 친환경 기술	• 상업항공 • 저공(드론)경제 • 바이오 제조 • 양자기술 • 제약 인공지능 • 6G • AI+ • 스마트카 • AI PC/스마트폰 • 스마트 로봇

자료: 중국정부, 키움증권 리서치

중화권 증시 Tech vs Non Tech 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



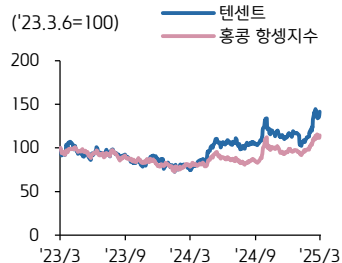
현재주가 (3/5)	HKD 505.50
------------	------------

Stock Data

산업분류	플랫폼
세부업종	SNS/게임
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항생
벤치마크 현재주가	23,594.2
시가총액(mln)	4,322,094.6
유통주식수(mln)	9,178.8
52주 최고	522.00
52주 최저	265.80
일평균거래량	29,448,670

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	21.2	21.0	35.4	90.1
홍콩항생	17.6	14.6	35.3	46.0



◆ 투자포인트 1. 중국 AI 수요 증가에 따른 클라우드 사업 성장 확대 전망

- 알리바바 클라우드 매출은 FY3Q25 2년만에 두자릿수 성장을 기록. 경영진은 AI 모델의 성장은 클라우드 인프라를 기반할 것이며, 이는 클라우드 사업에 긍정적인 것이라고 강조했으며 향후 성장 확대 전망
- 바이두도 4Q24 클라우드 매출이 YoY +26%를 기록하며 지난 4 개 분기 10% 초반 수준 대비 성장 확대. 자체 검색 및 클라우드 플랫폼 내에 Deepseek를 결합해 향후 클라우드 사업의 높은 성장세가 지속될 전망
- 춘절 이후 중국 AI 수요는 크게 증가 중에 있으며 이는 텐센트 클라우드 사업에도 수혜

◆ 투자포인트 2. 실적 및 AI 모멘텀 기대

- 중국 게임시장에서의 높은 점유율과 Video Accounts의 트래픽 경쟁력으로 인해 게임 및 광고 사업은 견조한 외형성장 지속. 핀테크/ 비즈니스 사업이 중국 오프라인 경제 둔화 영향으로 인해 부진하고 있으나 최근 중국정부의 정책 전환으로 인해 하방 압력 완화. 클라우드 사업 성장 확대도 기대되는 상황
- 최근 미국 국방부의 중국군사기업 리스트 포함으로 인해 투자심리 악화됐으나, 3월 실적 발표를 앞두고 실적 및 AI 모멘텀 확대 기대. 최근 선물하기 기능 추가에 따른 전자상거래 관련 사업의 성장성, 주주환원정책 강화 및 AI 관련 추가 내용 발표 여부에 시장의 관심 높을 것으로 예상

Company Earnings & Valuation

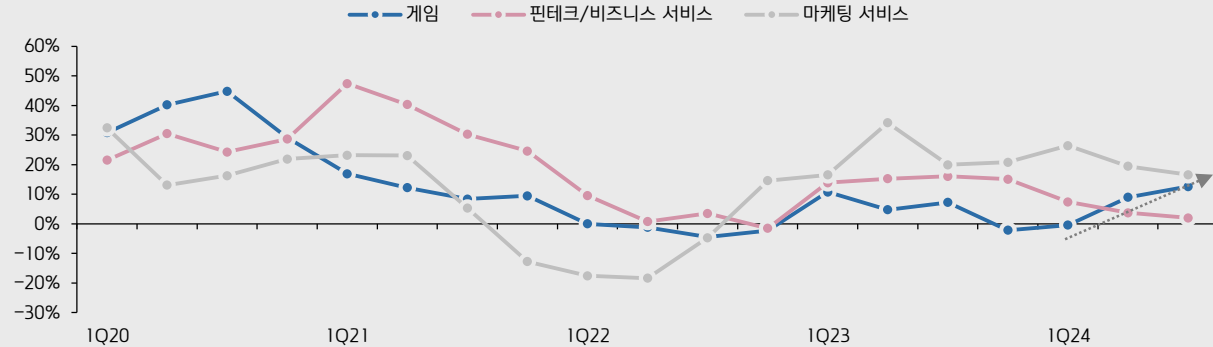
(단위: 백만CNY)	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	560,118	554,552	609,015	657,608	714,857
영업이익	159,539	143,203	191,886	211,260	239,549
OPM(%)	28	26	32	32	34
순이익	123,788	115,649	157,688	218,143	238,561
PER(배)	12.7	11.8	16.3	22.4	25.0
PBR(배)	15.8	14.9	21.9	21.0	18.9
ROE(%)	4.4	3.9	3.1	4.5	3.8
배당수익률(%)	29.8	24.6	15.1	N/A	N/A

주: Non-IFRS 기준

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

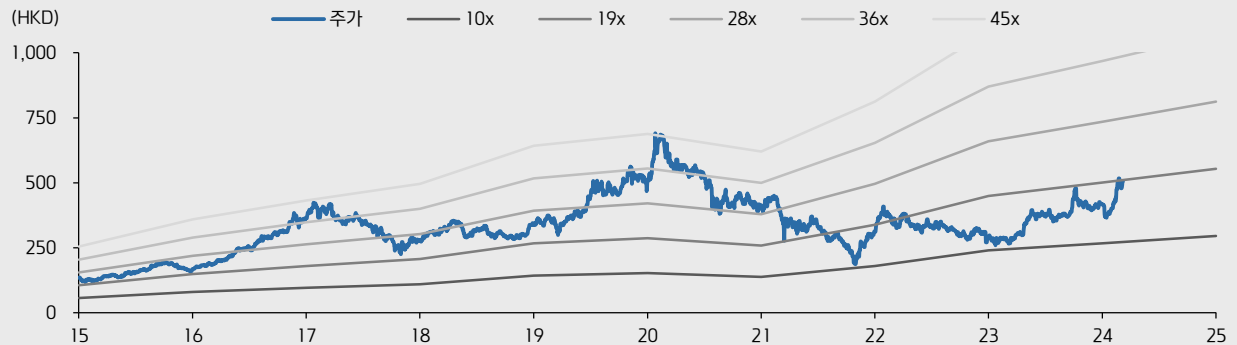


텐센트 사업부문별 매출 증가율



자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	377,289	482,064	560,118	554,552	609,015
매출&서비스 매출	209,756	260,532	314,174	315,806	315,906
매출총이익, GAAP	167,533	221,532	245,944	238,746	293,109
판관비	74,842	99,379	128,042	133,068	134,471
연구개발비	—	—	51,880	61,401	64,078
영업이익, GAAP	111,366	175,515	264,310	109,879	159,528
영업외 (이익)손실	1,966	-4,507	16,248	-100,346	-1,796
세전이익, GAAP	109,400	180,022	248,062	210,225	161,324
법인세비용	13,512	19,897	20,252	21,516	43,276
당기순이익, GAAP	93,310	159,847	224,822	188,243	115,216
EPS, GAAP	9.86	16.84	23.60	19.76	12.19
희석 EPS, GAAP	9.64	16.52	23.16	19.34	11.89
영업이익, 조정	111,366	175,515	264,310	109,879	159,528
당기순이익, 조정	93,310	159,847	224,822	188,243	115,216
EBITDA	156,039	226,289	321,980	171,095	218,536

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	149,443	194,806	175,908	147,447	222,844
감가상각비, 무형자산상각비	44,673	50,774	57,670	61,216	59,008
운전자본 변동	15,330	27423	891	-18472	19,233
투자활동으로 인한 현금흐름	-124,070	-189,718	-186,796	-115,569	-137,521
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-56,988	-66,599	-62,165	-50,850	-47,407
유, 무형자산 처분	4	0	191	376	257
재무활동으로 인한 현금흐름	8,719	20,723	29,145	-50,611	-71,095
지급배당금	-8,315	-10,339	-12,503	-12,952	-20,983
차입금의 증가(감소)	20,561	40,953	55367	438	2,652
차사주매입	-2,180	-149	-3954	-31194	-47075
현금증가	35,177	19,807	15168	-11,227	15,581
기초현금	97,814	132,991	152,798	167,966	156,739
기말현금	132,991	152,798	167,966	156,739	172,320
FCF	122,321	155,389	144,902	124,242	201,479
FCFF	128,994	162,404	151,435	132637	210,456

재무상태표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	953,986	1,333,400	1,612,400	1,578,100	1,577,200
유동자산	253,968	317,647	484,812	565,989	518,446
현금 및 현금성자산	187,391	229,011	264,101	290,756	379,155
매출채권	35,839	44,981	49,331	45,467	46,606
재고자산	718	814	1,063	2,333	456
비유동자산	700,018	1,015,753	1,127,588	1,012,111	1,058,754
유형자산	77,215	93,802	106,033	103,777	104,458
무형자산	128,860	159,437	171,376	161,802	177,727
부채총계	465,162	555,382	735,671	795,271	703,565
유동부채	240,156	269,079	403,098	434,204	352,157
매입채무	136,813	162,590	287,140	319,662	199,571
단기성부채	36,508	18,064	24,449	28,380	61,852
비유동부채	225,006	286,303	332,573	361,067	351,408
장기성부채	196,012	244,400	299,027	330,761	309,388
자본총계	488,824	778,043	876,693	782,860	873,681

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출이익률	24.73	33.16	40.14	33.95	18.92
영업이익률	29.52	36.41	47.19	19.81	26.19
EBITDA 마진	41.36	46.94	57.48	30.85	35.88
ROE	24.68	28.13	29.77	24.64	15.06
ROA	11.12	13.98	15.26	11.80	7.30
ROIC	15.38	17.54	21.49	8.38	9.68
부채비율	53.74	37.28	40.12	49.78	45.91
순차입금비용	9.23	4.30	6.77	8.74	-0.91
EBITDA/현금지급이자	22.14	31.98	42.79	18.31	19.04
현금비용	0.78	0.85	0.66	0.67	1.08
유동비용	1.06	1.18	1.20	1.30	1.47
PER	34.07	28.19	15.78	14.95	21.90
PBR	7.39	6.45	4.43	3.90	3.12
EV/EBIT	29.61	26.49	14.01	26.76	16.15
EV/EBITDA	21.13	20.55	11.50	17.18	11.79

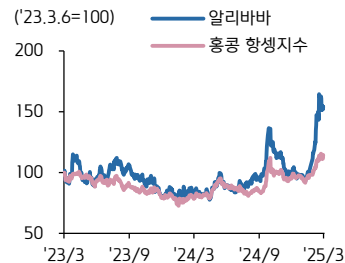
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



현재주가 (3/5)	HKD 129.90
Stock Data	
산업분류	플랫폼
세부업종	이커머스
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항생
벤치마크 현재주가	23,594.2
시가총액(mln)	2,300,211.9
유통주식수(mln)	19,007.7
52주 최고	140.90
52주 최저	65.24
일평균거래량	91,781,590

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	57.6	33.2	62.8	90.4
홍콩항생	17.6	14.6	35.3	46.0



◆ 투자포인트 1. FY3Q25 중국 커머스 및 클라우드 호실적 기록, 실적 턴어라운드 기대

- FY3Q25 매출 2,802억위안(YoY +8%), Adjusted EBITA 549억위안(YoY +4%)으로 예상치(매출 2,774억위안, EBITA 604억위안) 상회. 중국 커머스 및 클라우드 사업의 호실적 기록에 기인
- 중국 커머스, 매출 성장세 회복 및 이익 증가 전환 기대. 광고/소프트웨어 서비스가 분기 온기 반영됨에 따라서 take rate이 상승해 CMR은 YoY +9%로 반등. 투자 확대로 수익성 둔화 지속됐으나 이익은 4개 분기 만에 플러스 전환. 향후 take rate 상승 효과로 인해 매출 성장세 회복 및 이익 증가 전환 기대
- 클라우드, AI 수요에 힘입어 향후 성장성 확대 예상. 클라우드 매출은 견조한 AI 수요에 힘입어 2년만에 두자릿수 성장을 기록. 경영진은 AI 모델의 성장은 클라우드 인프라를 기반할 것이며, 이는 클라우드 사업에 긍정적이라고 강조. 추후 중심으로 중국 클라우드 수요가 급증 중이며, 클라우드 사업의 외형성장 가속화 전망

◆ 투자포인트 2. 클라우드 중심으로 성장성 되찾아가며 밸류에이션 리레이팅 중

- 금번 실적은 1)중국 커머스의 GMV 증가 및 이익 반등, 2)클라우드의 성장 확대, 3)기타 사업의 적자 폭 축소를 증명하며 실적 턴어라운드에 대한 기대감을 한층 강화할 전망이다
- 특히 클라우드 사업을 중심으로 지난 3년 가까이 잃어버린 성장성을 되찾을 것으로 기대되며 이에 따른 밸류에이션 리레이팅 예상. 단기적으로 주가 급등에 따른 차익실현 매물 출회 가능성 존재하나 '실적 턴어라운드 및 AI 모멘텀' 조합에 기반한 긍정적인 주가 흐름을 기대

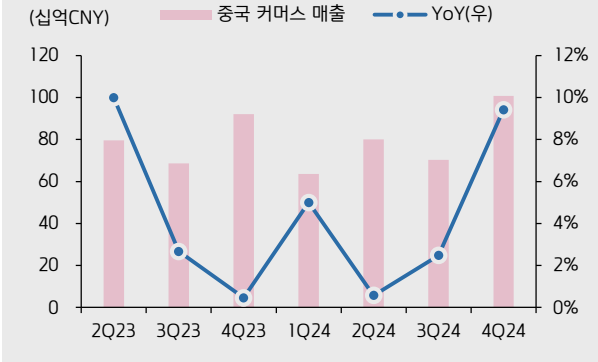
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	853,062	868,687	941,168	1,001,048	1,062,350
EBITDA	158,205	175,710	191,668	201,002	228,413
EBITDA Margin(%)	19	20	20	20	22
순이익	136,388	141,379	157,479	154,822	173,143
PER(배)	15.7	17.2	10.2	62.8	70.1
PBR(배)	2.0	1.8	1.3	15.7	14.1
ROE(%)	6.6	7.5	8.1	2.2	2.1
배당수익률(%)	N/A	N/A	1.4	N/A	N/A

주: Non-GAAP 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

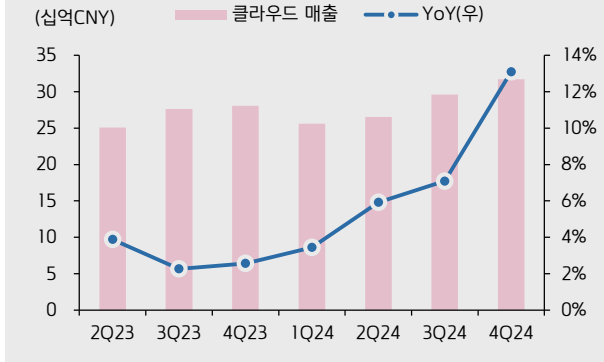


중국 커머스 매출 증가율



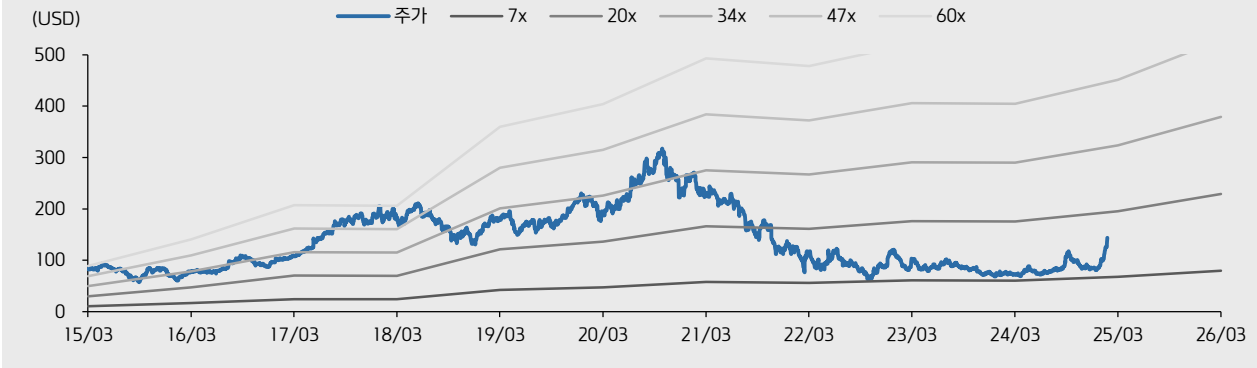
주: Calendar year, CMR 기준
자료: 알리바바, 키움증권 리서치센터

클라우드 매출 증가율



주: Calendar year 기준
자료: 알리바바, 키움증권 리서치센터

알리바바 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

알리바바(BABA.US/9988.HK)



손익계산서

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	509,711	717,289	853,062	868,687	941,168
매출&서비스 매출	282,367	421,205	539,450	549,695	586,323
매출총이익, GAAP	227,344	296,084	313,612	318,992	354,845
판매비	78,870	136,743	151,721	145,679	157,126
연구개발비	43,080	57,236	55,465	56,744	52,256
영업이익, GAAP	91,430	89,678	69,638	100,351	113,350
영업외 (이익)손실	-75,215	-75,900	10,088	11,166	11,754
세전이익, GAAP	166,645	165,578	59,550	89,185	101,596
법인세비용	20,562	29,278	26,815	15,549	22,529
당기순이익, GAAP	149,433	150,578	62,249	72,783	80,009
EPS, GAAP	—	—	—	—	—
희석 EPS, GAAP	—	—	—	—	—
영업이익, 조정	91,430	89,678	69,638	100,351	113,350
당기순이익, 조정	149,433	150,578	62,249	72,783	80,009
EBITDA	139,457	144,399	128,685	158,091	168,606

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	180,607	231,786	142,759	199,752	182,593
감가상각비, 무형자산상각비	42,427	47,909	48,065	46,938	44,504
운전자본 변동	21,418	505,088	-18,150	13,482	-13,749
투자활동으로 인한 현금흐름	-108,072	-244,194	-198,592	-135,506	-21,824
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-45,386	-43,185	-53,324	-34,352	-32,929
유, 무형자산 처분	0	0	0	644	373
재무활동으로 인한 현금흐름	70,853	30,082	-64,449	-65,619	-108,244
지급배당금	0	0	0	0	-17,946
차입금의 증가(감소)	-16,022	31,349	-7286	11,342	2,465
자사주매입	91,506	-598	-61,116	-74,735	-87,902
현금증가	147,488	10,487	-129,116	2,157	56,914
기초현금	198,494	345,982	356,469	227,353	229,510
기말현금	345,982	356,469	227,353	229,510	286,424
FCF	135,221	190,336	89,435	165,400	150,506
FCFF	139,762	194,021	92,134	170,286	156,691

재무상태표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	1,313,000	1,690,200	1,695,600	1,753,000	1,764,800
유동자산	462,923	643,360	638,535	697,966	752,864
현금 및 현금성자산	363,215	483,445	455,085	524,470	571,029
매출채권	19,786	27,076	32,813	32,134	30,686
재고자산	0	30,087	27,858	28,547	25,460
비유동자산	850,077	1,046,840	1,057,065	1,055,034	1,011,936
유형자산	138,047	219,452	249,859	253,459	262,088
무형자산	337,729	363,604	328,812	315,004	286,629
부채총계	433,334	606,584	613,360	630,123	652,230
유동부채	241,872	377,358	383,784	385,351	421,507
매입채무	177,849	280,425	286,496	281,562	299,654
단기성부채	9,031	19,216	15,558	19,197	36,298
비유동부채	191,462	229,226	229,576	244,772	230,723
장기성부채	138,256	162,223	161,039	176,372	169,316
자본총계	879,651	1,083,600	1,082,200	1,122,900	1,112,600

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출이익률	29.32	20.99	7.30	8.38	8.50
영업이익률	17.94	12.50	8.16	11.55	12.04
EBITDA 마진	27.36	20.13	15.09	18.20	17.91
ROE	23.93	17.76	6.57	7.48	8.07
ROA	13.12	10.03	3.68	4.22	4.55
ROIC	7.96	6.67	3.95	5.53	5.86
부채비율	19.50	19.35	18.62	19.76	20.84
순차입금비용	-42.89	-49.76	-46.40	-51.17	-52.70
EBITDA/현금지급이자	27.53	35.21	26.34	28.05	21.53
현금비용	1.50	1.28	1.19	1.36	1.35
유동비용	1.91	1.70	1.66	1.81	1.79
PER	—	—	—	—	—
PBR	—	—	—	—	—
EV/EBIT	37.21	40.00	21.04	13.46	6.99
EV/EBITDA	24.72	25.25	11.67	8.68	4.77

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



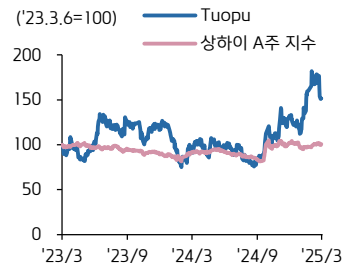
현재주가 (3/5) CNY 62.26

Stock Data

산업분류	자유소비재 제품
세부업종	자동차 부품
거래소	상해
상대지수	상해A
벤치마크 현재주가	3,502.6
시가총액(mln)	104,972.0
유통주식수(mln)	1,686.0
52주 최고	76.21
52주 최저	30.69
일평균거래량	31,145,750

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	27.1	-8.4	78.1	60.9
상해A	-0.3	3.5	19.9	9.6



◆ 투자포인트 1. 테슬라 밸류체인에 높은 가시성

- 단기적으로는 테슬라 밸류체인이 높은 가시성으로 인해 투자매력 높다는 판단. '25년 휴머노이드 사업의 실적 기여도는 제한적이거나, Tuopu는 Optimus 생산량이 10만대를 넘어설 경우 유의미한 실적 기여가 예상되는 만큼 높은 성장 잠재력 기대. 하반기부터 시작되는 테슬라의 양산은 주가 모멘텀에 긍정적인 영향
- 실제로 '19~21년 테슬라 상해기가팩토리 가동 초반 테슬라 밸류체인 주가는 테슬라 전기차 판매량의 빠른 증가 및 높은 시장점유율을 기반으로 중국 전기차/이차전지 업종 주가를 아웃퍼폼한 바 있음. 최근 주가 강세에도 불구하고 지난 '19~21년 중국 전기차 시장 성장 초기 대비 밸류에이션 부담은 상대적으로 과도한 상황은 아니라는 판단

◆ 투자포인트 2. 정부 정책 및 기업 업데이트에 따른 주가 모멘텀 지속 전망

- 3월 양회 이후 정부 정책 지원과 다수 기업의 신규 모델 발표 및 기술 업데이트가 수시로 있을 가능성이 높은 만큼 긍정적인 주가 모멘텀이 유지될 것으로 기대
- 실제로 '25년 양회에서 처음으로 육성산업으로 로봇을 언급. 최근 심천시는 휴머노이드 산업 육성 정책을 발표했으며, 향후 다수 지방정부가 관련 정책을 발표할 것으로 예상

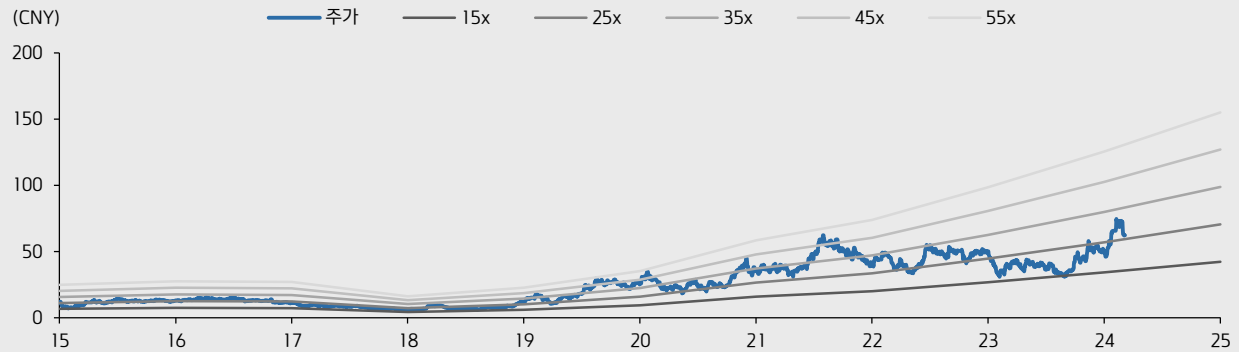
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	11,463	15,993	19,701	26,977	34,327
영업이익	1,145	1,927	2,558	3,429	4,463
OPM(%)	10.0	12.0	13.0	12.7	13.0
순이익	1,017	1,700	2,151	2,972	3,851
PER(배)	57.0	38.0	37.7	34.8	27.3
PBR(배)	5.5	5.3	5.9	5.8	5.0
ROE(%)	11.1	15.0	16.6	17.9	19.2
배당수익률(%)	0.3	0.5	0.6	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

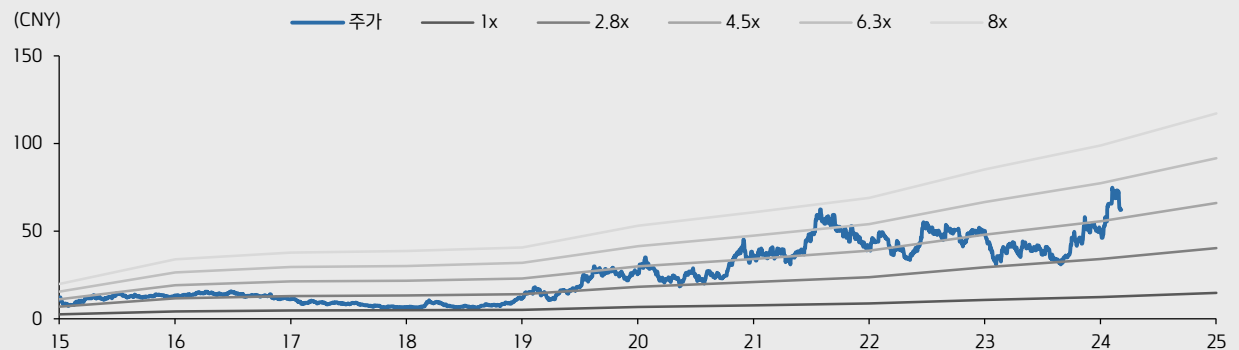


Tuopu 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Tuopu 12M FWD PBR 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	5,359	6,511	11,463	15,993	19,701
매출&서비스 매출	3,950	5,034	9,184	12,536	15,163
매출총이익, GAAP	1,409	1,477	2,279	3,457	4,537
판매비	477	311	403	583	731
연구개발비	314	355	502	751	986
영업이익, GAAP	483	707	1,145	1,927	2,558
영업외 (이익)손실	-46	-3	-1	-33	96
세전이익, GAAP	529	710	1,146	1,960	2,462
법인세비용	69	80	128	261	312
당기순이익, GAAP	456	628	1,017	1,700	2,151
EPS, GAAP	0.30	0.41	0.64	1.06	1.34
희석 EPS, GAAP	0.30	0.41	0.64	1.06	1.34
영업이익, 조정	483	707	1,145	1,927	2,558
당기순이익, 조정	456	628	1,017	1,700	2,151
EBITDA	844	1,168	1,707	2,731	3,740

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	1,211	1,104	1,204	2,207	3,227
감가상각비, 무형자산상각비	360	461	562	805	1,182
운전자본 변동	348	-7	-574	-323	-403
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,026	-587	-3,771	-5,119	-3,410
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-940	-1,406	-3,521	-5,426	-3,177
유, 무형자산 처분	1	20,542	52	23	20
재무활동으로 인한 현금흐름	-213	-545	2,841	4,387	67
지급배당금	-300	-200	-190	-306	-510
차입금의 증가(감소)	87	-345	1123	4,922	784
자사주매입	0	0	1978	0	0
현금증가	-16	-40	261	1,475	-96
기초현금	732	715	675	936	2,410
기말현금	715	675	936	2,410	2,314
FCF	271	-302	-2,316	-3,219	51
FCFF	296	-284	-2,297	-3102	250

재무상태표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	11,234	12,115	18,683	27,511	30,770
유동자산	5,433	5,360	8,790	12,435	13,492
현금 및 현금성자산	1,495	675	1,257	2,411	2,615
매출채권	2,385	2,822	4,505	5,916	6,601
재고자산	1,240	1,503	2,297	3,256	3,245
비유동자산	5,801	6,756	9,893	15,076	17,278
유형자산	5,111	5,828	8,697	13,518	16,153
무형자산	301	296	248	287	299
부채총계	3,830	4,297	8,062	15,350	16,955
유동부채	3,427	4,031	7,367	9,621	11,224
매입채무	1,654	2,135	3,583	5,290	6,056
단기성부채	1,748	1,872	3,567	4,143	5,146
비유동부채	403	266	696	5,730	5,732
장기성부채	183	0	351	5,249	5,241
자본총계	7,405	7,818	10,620	12,160	13,814

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출이익률	8.51	9.65	8.87	10.63	10.92
영업이익률	9.02	10.86	9.99	12.05	12.98
EBITDA 마진	15.74	17.94	14.89	17.08	18.98
ROE	6.25	8.29	11.07	14.97	16.60
ROA	4.12	5.38	6.61	7.36	7.38
ROIC	4.65	6.71	8.86	9.49	10.41
부채비율	26.17	24.04	37.00	77.43	75.35
순차입금비용	5.88	15.31	25.05	57.41	56.26
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비용	0.44	0.17	0.17	0.25	0.23
유동비용	1.59	1.33	1.19	1.29	1.20
PER	40.53	64.05	56.99	38.04	37.69
PBR	2.49	5.21	5.52	5.32	5.88
EV/EBIT	39.02	59.08	53.37	37.15	34.71
EV/EBITDA	22.35	35.76	35.80	26.20	23.75

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



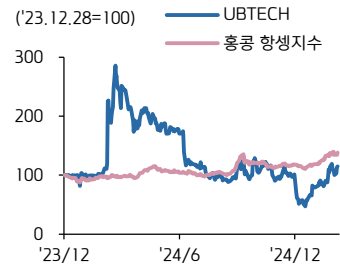
현재주가 (3/5) HKD 111.45

Stock Data

산업분류	산업제품
세부업종	공장 자동화 장비
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항생
벤치마크 현재주가	23,594.2
시가총액(mln)	42,622.7
유통주식수(mln)	328.9
52주 최고	328.00
52주 최저	40.80
일평균거래량	8,789,888

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	88.5	36.9	23.7	-3.9
홍콩항생	17.6	14.6	35.3	46.0



◆ 투자포인트 1. 유일한 중국 휴머노이드 상장 기업, '25년 500~1,000대 생산 계획

- UBTECH는 BYD, 지리자동차, 순펑택배, 폭스콘 등과 협업을 통해 테스트 중이며 '25년 500~1,000대 규모의 휴머노이드 납품할 계획. 상대적으로 고객사와 긴밀하게 협력 중인 것으로 판단
- 현재 휴머노이드 생산은 높은 수작업 비중과 낮은 산업 규격화 등으로 인해 생산 비용 높으나, 향후 생산량 증가에 따른 규모의 경제 효과로 인해 판매가격은 4만달러까지 하락 가능할 것으로 전망
- 테슬라 옵티머스의 양산 시작은 중국 휴머노이드 시장의 성장을 촉진할 것으로 예상. 향후 1~2년 본격적인 양산이 기대되는 만큼 관심 필요하다는 판단

◆ 투자포인트 2. 정부 정책 및 기업 업데이트에 따른 주가 모멘텀 지속 전망

- 3월 양회 이후 정부 정책 지원과 다수 기업의 신규 모델 발표 및 기술 업데이트가 수시로 있을 가능성이 높은 만큼 긍정적인 주가 모멘텀이 유지될 것으로 기대
- 실제로 '25년 양회에서 처음으로 육성산업으로 로봇을 언급. 최근 심천시는 휴머노이드 산업 육성 정책을 발표했으며, 향후 다수 지방정부가 관련 정책을 발표할 것으로 예상

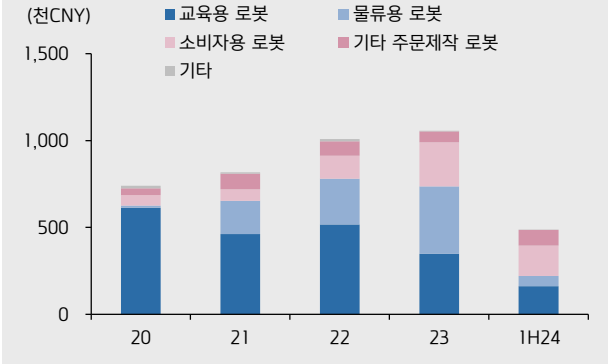
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	817	1,008	1,056	1,596	2,291
영업이익	-876	-976	-1,219	-897	-650
OPM(%)	-107.2	-96.8	-115.4	-56.2	-28.4
순이익	-920	-975	-1,234	N/A	N/A
PER(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(배)	N/A	N/A	17.6	25.1	23.6
ROE(%)	-103.9	-113.8	-84.5	-50.2	-35.7
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

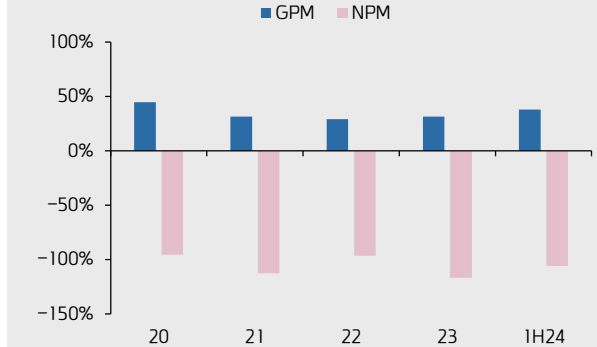


UBTECH 사업부문별 매출 추이



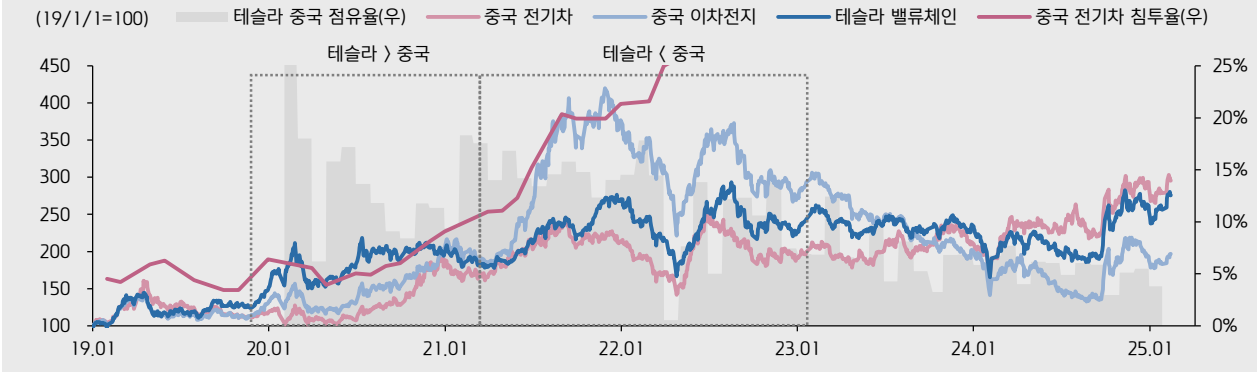
자료: UBTECH, 키움증권 리서치

UBTECH 수익성 지표



자료: UBTECH, 키움증권 리서치

중국 업종/테마별 주가, 테슬라 중국 시장점유율 및 중국 전기차 침투율



자료: CPCA, Wind, 키움증권 리서치



손익계산서

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	—	740	817	1,008	1,056
매출&서비스 매출	—	409	561	714	723
매출총이익, GAAP	—	331	256	294	333
판매비	—	525	684	759	857
연구개발비	—	429	517	428	491
영업이익, GAAP	—	-577	-876	-976	-1,219
영업외 (이익)손실	—	98	25	-5	9
세전이익, GAAP	—	-675	-901	-971	-1,227
법인세비용	—	32	17	17	37
당기순이익, GAAP	—	-707	-920	-975	-1,234
EPS, GAAP	—	—	—	—	-3.05
희석 EPS, GAAP	—	—	—	—	-3.05
영업이익, 조정	—	-577	-876	-976	-1,219
당기순이익, 조정	—	-707	-920	-975	-1,234
EBITDA	—	-498	-777	-886	-1,149

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	—	-603	-681	-543	-1,057
감가상각비, 무형자산상각비	—	79	100	90	70
운전자본 변동	—	-143	-41	-22	-373
투자활동으로 인한 현금흐름	—	-189	-227	-390	-506
유, 무형자산 취득(CAPEX)	—	-159	-238	-319	-532
유, 무형자산 처분	—	9,639	8	13	46
재무활동으로 인한 현금흐름	—	1,028	560	803	1,937
지급배당금	—	—	—	—	—
차입금의 증가(감소)	—	-277	91	-53	828
자사주매입	—	1400	500	861	912
현금증가	—	233	-349	-128	376
기초현금	—	389	622	273	145
기말현금	—	622	273	145	521
FCF	—	-758	-919	-863	-1,588
FCFF	—	—	—	—	—

재무상태표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	—	2,440	2,667	2,788	4,766
유동자산	—	1,558	1,590	1,385	2,917
현금 및 현금성자산	—	627	273	145	521
매출채권	—	137	368	662	840
재고자산	—	413	426	333	416
비유동자산	—	882	1,077	1,403	1,848
유형자산	—	745	936	1,263	1,642
무형자산	—	6	3	87	68
부채총계	—	1,416	1,907	1,734	2,677
유동부채	—	1,276	1,674	1,364	1,952
매입채무	—	452	710	793	1,021
단기성부채	—	613	694	362	844
비유동부채	—	140	234	370	725
장기성부채	—	61	152	327	691
자본총계	—	1,024	760	1,054	2,089

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출이익률	—	-95.51	-112.60	-96.68	-116.89
영업이익률	—	-78.01	-107.22	-96.81	-115.43
EBITDA 마진	—	-67.32	-95.02	-87.88	-108.81
ROE	—	—	-103.87	-113.76	-84.47
ROA	—	—	-36.03	-35.74	-32.67
ROIC	—	—	-52.60	-56.56	-38.48
부채비율	—	66.12	112.34	71.65	78.27
순차입금비용	—	4.61	75.29	51.56	48.52
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비용	—	0.49	0.16	0.11	0.27
유동비용	—	1.22	0.95	1.02	1.49
PER	—	—	—	—	—
PBR	—	—	—	—	17.61
EV/EBIT	—	—	—	—	—
EV/EBITDA	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2월 ETF Review 및 3월 전망

기어 중립





2월 ETF Review 및 3월 전망 | 기어 중립

2월 미국 ETF 시장 리뷰

- 2월 미국 주식형 ETF로는 유입강도 다소 약화된 \$650억 유입, 트럼프 관세 및 경기 하방 위험을 반영. 미국 대형주 중심 자금 쏠림에서 유럽 및 신흥국 주식으로도 유입세 관찰. 채권 ETF 시장으로는 약 \$406억 유입. 2개월 연속 자금유입 확대된 가운데 중장기물로 가장 많은 자금이 유입되었으며 하이일드채, 만기매칭형 ETF로도 유입 확대
- ETF Inflows/Outflows: 미국/글로벌 대형주, 중기 채권 등으로 In / 미국 소형주, 디지털 자산, 글로벌 대형주, 시클릭얼 섹터 등에서 Out
- ETF Top/Bottom: 중국, 장기채, 필수소비재, 배당 등 Up / 빅테크, 디지털 자산, 경기민감주 등 Down

2월 신규 상장 ETF

- 미국: 단일종목 레버리지 전략 및 암호화폐 옵션 전략을 비롯한 84개 종목 신규 설정. 특징적인 ETF 상품으로는 암호화폐의 정해진 하락폭 보호 가능한 상품 3종, 암호화폐를 포함한 혼합자산 전략 상품 3종, 개별 종목(Single-Stock) 레버리지, 인버스 상품 6종, 개별 종목 레버리지+주배당 상품 5종, ODTE 옵션 활용한 커버드콜 상품 2종 등 더욱 다양한 전략의 ETF 상품 출시
- 국내: 해외 혼합자산 전략, 업종 테마형 상품 등 포함 11개 종목 신규 출시. 2월 한달 간 11개 ETF가 추가되면서 국내 ETF 상품 수는 951개로 확대. 美은행주, 美소비주 등 해외 업종 테마형 ETF 및 美단일 종목과 美장기 국채에 나누어 투자하는 단일주식 채권혼합형 ETF 상품 등 출시

3월 ETF 투자 아이디어

- 시장 참여자들의 비관론이 확대되고 있는 현재, 증시를 둘러싼 불안 요인들에 대한 팩트 체크 필요. 트럼프 관세 등 정책 변화는 변동성을 높이는 재료이나 그 가운데서도 경기와 기업 실적 전망치, 통화정책 등을 바탕으로 상대 성장이 기대되는 국가/선별
- 또한 관세 등으로 대변되는 트럼프의 임기 초 행보들을 'MAGA 목표 달성을 위한 선제 조치'의 관점에서 바라본다면, 다소 무모해 보이는 액션들 속에서 자산 가격 향방에 대한 힌트를 찾을 수 있음
- ETF Picks: SPLV(로우볼), IGV(소프트웨어), SHLD(방산), IPKW(글로벌 자사주 매입), KWEB(중국), MLPX(미드스트림), TLTW(채권 커버드콜), GLD(금)

2월 ETF 투자 포트폴리오 (리뷰)



티커	ETF명	주요 테마	순자산 백만\$	운용 보수 %	수익률			국내 상장 Peer ETF
					1M %	3M %	6M %	
QGR0	American Century U.S. Quality Growth ETF	퀄리티 & 성장	1,199.6	0.29	-7.4	-5.9	+14.9	
IGV	iShares Expanded Tech-Software Sector ETF	테크 & 소프트웨어	10,627.2	0.41	-9.1	-12.1	+13.1	* SOL 미국AI소프트웨어 * ACE 구글밸류체인액티브 * TIMEFOLIO 글로벌AI인공지능액티브
FXO	First Trust Financials AlphaDEX® Fund	금융	2,163.2	0.61	-6.0	-7.9	+6.3	* KODEX 미국 S&P500금융 * RISE 미국은행Top10
AIRR	First Trust RBA American Industrial Renaissance® ETF	美 중소형 산업재	3,213.4	0.70	-13.1	-18.1	+1.4	* ACE 미국중심중소형제조업
ZAP	Global X U.S. Electrification ETF	美 전력	58.7	0.50	-2.4	-	-	* SOL 미국 AI전력핵심 인프라 * KODEX 미국 AI전력 인프라 * PLUS 글로벌 AI인프라
KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF	中 인터넷	8,128.6	0.70	+9.5	+11.3	+34.3	* KODEX 차이나 항셱테크 * RISE 차이나 항셱테크 * TIGER 차이나 항셱테크 * ACE 차이나 항셱테크
MLPX	Global X MLP & Energy Infrastructure ETF	MLP & 미드스트림	2,756.7	0.45	-5.1	-3.5	+13.5	* KoAct 미국천연가스인프라액티브
GDX	VanEck Gold Miners ETF	금 채굴	13,350.9	0.51	-1.9	+7.3	+7.9	* HANARO 글로벌금채굴기업 * ACE KRX금현물 * KODEX 골드선물(H)

자료: 키움증권 리서치센터
주: 2025-03-04 종가 기준

3월 ETF 투자 포트폴리오



티커	ETF명	주요 테마	순자산 백만\$	운용 보수 %	수익률			국내 상장 Peer ETF
					1M %	3M %	6M %	
SPLV	Invesco S&P 500 Low Volatility ETF	美 로우볼	7,628.6	0.25	+2.4	+0.4	+4.2	
IGV	iShares Expanded Tech-Software Sector ETF	테크& 소프트웨어	10,627.2	0.41	-9.1	-12.1	+13.1	* RISE 미국AI 밸류체인 TOP3Plus * KoAct 글로벌AI&로봇액티브 * TIMEFOLIO 글로벌AI인공지능액티브
SHLD	Global X Defense Tech ETF	글로벌 방산	944.3	0.50	+12.0	+16.1	+25.6	* PLUS 글로벌방산 * TIGER 미국방산TOP10 * TIMEFOLIO 글로벌우주테크&방산액티브
IPKW	Invesco International BuyBack Achievers ETF	글로벌 바이백 기업	138.6	0.55	+7.3	+9.3	+9.2	
KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF	中 인터넷	8,128.6	0.70	+9.5	+11.3	+34.3	* KODEX 차이나 항셍테크 * RISE 차이나 항셍테크 * TIGER 차이나 항셍테크 * ACE 차이나 항셍테크
MLPX	Global X MLP & Energy Infrastructure ETF	MLP & 미드스트림	2,756.7	0.45	-5.1	-3.5	+13.5	* KoAct 미국천연가스인프라액티브
TLTW	iShares 20+ Year Treasury Bond BuyWrite Strategy ETF	美 장기채	1,098.5	0.35	+1.4	-5.0	-11.4	* RISE 미국장기국채선물(H) * ACE 미국30년국채액티브 * KODEX 미국30년국채액티브(H) * SOL 미국30년국채액티브(H)
GLD	SPDR® Gold Shares	금 현물	84,538.7	0.40	+1.9	+10.8	+15.8	* HANARO 글로벌금채굴기업 * ACE KRX금현물 * KODEX 골드선물(H)

자료: 키움증권 리서치센터
주: 2025-03-04 종가 기준

2월 리뷰 및 3월 투자 아이디어 (요약)



◆ Inflows: 미국/글로벌 대형주, 중기 채권 등

- 2월 미국 ETF 시장으로는 \$1,082억 유입
- 그 중 주식형 ETF로는 약 \$650억 유입, 자금유입 강도 다소 약화되며 트럼프 관세 및 경기 하방 위험을 반영. 미국 대형주 중심 자금 쏠림에서 유럽 및 신흥국 주식으로도 유입세 관찰
- 채권 ETF 시장으로는 약 \$406억 유입. 2개월 연속 자금유입 확대된 가운데 중장기물로 가장 많은 자금이 유입. 하이일드채, 만기매칭형 ETF로도 유입 확대

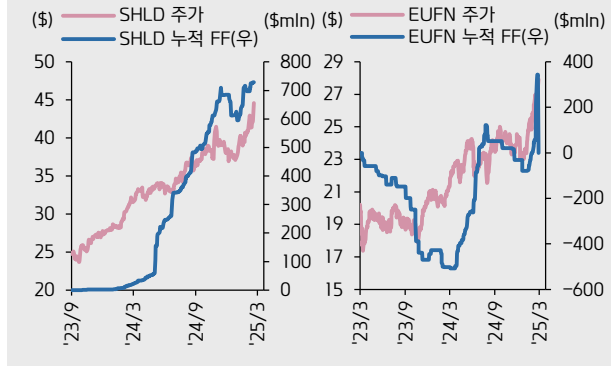
◆ Return: 중국, 장기채, 필수소비재, 배당 등

- 중국 AI 모멘텀 지속에 따라 중국 테크/대형주 ETF 강세 지속. 또한 트럼프 관세 불확실성으로 경기 하방 위험이 확대되자 장기채 금리가 빠르게 하락했으며, 이에 따라 미국 채권 ETF 강세 이어짐
- 반면, 경기 침체 위험이 높아지면서 그간 고밸류 부담이 누적되었던 빅테크 및 디지털 자산 ETF등에서 차익실현 확대

◆ 3월 ETF 투자 아이디어

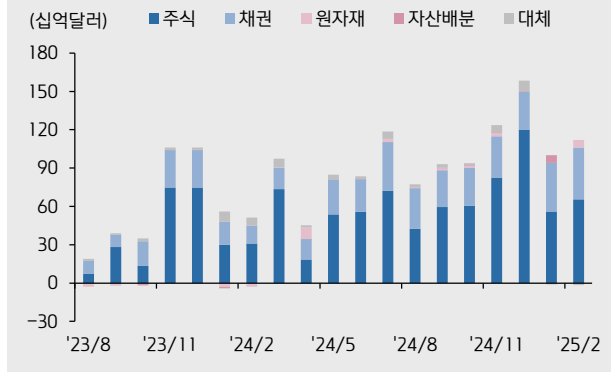
- 시장 참여자들의 비관론이 확대되고 있는 현재, 증시를 둘러싼 불안 요인들에 대한 팩트 체크 필요. 트럼프 관세 등 정책 변화는 변동성을 높이는 재료이나 그 가운데에서도 경기와 기업 실적 전망치, 통화정책 등을 바탕으로 상대 성장이 기대되는 국가/선별
- 또한 관세 등으로 대변되는 트럼프의 임기 초 행보들을 'MAGA 목표 달성을 위한 선제 조치'의 관점에서 바라본다면, 다소 무모해 보이는 액션들 속에서 자산 가격 향방에 대한 힌트를 찾을 수 있음
- ETF Picks: SPLV(로우볼), IGV(소프트웨어), SHLD(방산), IPKW(글로벌 자사주 매입), KWEB(중국), MLPX(미드스트림), TLTW(채권 커버드콜), GLD(금)

3월 수익률 Top ETF



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ETF 자산군별 펀드플로우



자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주: 미국 상장 기준

2월 미국 ETF 시장 리뷰 : 자금유입 (자산군, 카테고리별)



◆ 2월 미국 ETF 시장, 미국 및 글로벌 대형주, 신흥국/유럽 주식, 채권형 ETF로 자금유입

- 2월 미국 ETF 시장으로는 \$1,082억 유입
- 그 중 주식형 ETF로는 \$650억 유입, 자금유입 강도 다소 약화되며 트럼프 관세 및 경기 하방 위험을 반영. 미국 대형주 중심 자금 쏠림에서 유럽 및 신흥국 주식으로도 유입세 관찰
- 채권 ETF 시장으로는 약 \$406억 유입. 2개월 연속 자금유입 확대된 가운데 중장기물로 가장 많은 자금이 유입되었으며 하이일드채, 만기매칭형 ETF로도 유입 확대

자산군별 ETF 자금유입, 순자산 규모

분류	자금 순유입 (\$mln)		순자산 (\$bln)	
	1M	YTD	당월	전년동기
미국 주식	48,092	76,311	5,877	4,551
섹터 주식	-2,895	5,572	929	805
미국 외 주식	12,623	14,882	1,395	1,219
비전통주식	7,804	15,493	172	109
채권	40,586	79,311	1,896	1,521
자산배분	379	555	15	11
대체	-1,718	3,789	119	67
원자재	5,307	4,793	177	124
기타	-1,966	-1,977	118	100
합계	108,223	198,730	10,698	8,505

자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주: 2025-02-28 기준

카테고리별 ETF 자금유입, 순자산 규모

분류	자금 순유입 (\$mln)		순자산 (\$bln)	
	1M	YTD	당월	전년동기
미국 대형주	31,733	47,989	3,252	2,435
미국 초단기 채권	14,307	26,378	270	196
미국 대형가치주	8,682	7,650	741	599
미국 대형성장주	8,261	15,972	920	688
글로벌 대형주	6,327	9,881	684	582
미국 중기 채권	5,961	9,716	328	263
파생(인컴)	5,952	11,611	109	68
원자재	4,714	3,612	162	110
신흥국 주식	3,496	2,325	269	244
미국 하이일드채	2,323	3,371	87	71
유럽 주식	2,252	2,276	45	46
미국 중기 채권(Core)	2,159	4,126	89	57
채권 (멀티섹터)	1,817	3,747	22	5
미국 중기 국제채	1,781	4,077	168	130
만기매칭형 채권	1,716	4,187	53	32

자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주: 2025-02-28 기준

2월 미국 ETF 시장 리뷰 : 수익률



◆ 수익률 Top: 중국, 장기채, 필수소비재, 배당 등

- 중국 AI 모멘텀 지속에 따라 중국 테크, 대형주 ETF 강세 지속. 또한 트럼프 관세 불확실성으로 경기 하방 위험이 확대되자 장기채 금리가 빠르게 하락했으며, 이에 따라 미국 채권 ETF 강세폭 확대 됨
- 반면, 경기 침체 위험이 높아지면서 그간 고밸류 부담이 누적되었던 빅테크 및 디지털 자산 ETF에서는 차익실현 확대

수익률 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	3M (%)
MCHI	iShares MSCI China ETF	MSCI 중국	10.7	15.4
FXI	iShares China Large-Cap ETF	중국 대형주	10.5	17.9
EUFN	iShares MSCI Europe Financials ETF	유럽 금융주	8.6	17.2
ZROZ	PIMCO 25+ Year Zero Coupon US Trs ETF	미국 장기채	8.6	-3.6
KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF	중국 플랫폼	8.5	13.9
EDV	Vanguard Extended Duration Trs ETF	미국 장기채	7.8	-1.7
IYK	iShares US Consumer Staples ETF	필수소비재	6.6	0.5
TLT	iShares 20+ Year Treasury Bond ETF	미국 장기채	5.7	-0.6
FDL	First Trust Morningstar Div Leaders ETF	배당성장주	5.7	1.0
HDI	iShares Core High Dividend ETF	고배당주	5.3	0.5
NVDY	YieldMax NVDA Option Income Strategy ETF	엔비디아 커버드콜	5.2	-11.0
XLP	The Consumer Staples Sel SectSPDR® ETF	필수소비재	5.2	0.6
SPTL	SPDR® Portfolio Long Term Treasury ETF	미국 장기채	5.2	0.0
VGLT	Vanguard Long-Term Treasury ETF	미국 장기채	5.1	-0.1
VLU	iShares Edge MSCI Intl Value Factor ETF	글로벌 가치주	4.9	7.6

자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주: AUM 10억 달러 이상, 레버리지/인버스 제외, 주: 2025-02-28 기준

수익률 Bottom ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	3M (%)
ETHE	Grayscale Ethereum Trust ETF	이더리움	-33.2	-38.6
ETHA	iShares Ethereum Trust ETF	이더리움	-33.2	-38.2
ETH	Grayscale Ethereum Mini Trust ETF	이더리움	-33.1	-38.2
TSLY	YieldMax TSLA Option Income Strategy ETF	테슬라 커버드콜	-24.3	-19.6
CONY	YieldMax COIN Option Income Strategy ETF	코인베이스 커버드콜	-21.4	-24.4
MSTY	YieldMax MSTR Option Income Strategy ETF	MSTR 커버드콜	-19.0	-23.6
BITO	ProShares Bitcoin ETF	비트코인	-17.4	-15.2
GBTC	Grayscale Bitcoin Trust ETF	비트코인	-17.2	-13.6
HODL	VanEck Bitcoin ETF	비트코인	-17.1	-13.3
FBTC	Fidelity Wise Origin Bitcoin Fund	비트코인	-17.1	-13.4
BTC	Grayscale Bitcoin Mini Trust ETF	비트코인	-17.1	-13.4
BITB	Bitwise Bitcoin ETF	비트코인	-17.0	-13.4
ARKB	ARK 21Shares Bitcoin ETF	비트코인	-17.0	-13.3
IBIT	iShares Bitcoin Trust ETF	비트코인	-17.0	-13.2
URNM	Sprott Uranium Miners ETF	우라늄 채굴	-14.4	-25.5

자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주: AUM 10억 달러 이상, 레버리지/인버스 제외, 주: 2025-02-28 기준



◆ Momentum Top: 글로벌 방산, 유럽 주식, 미국 리츠 등

Momentum Top ETF (종가 vs. 10 SMA 기준)

티커	투자대상	종가 vs. 10D SMA (%)	종가 vs. 50D SMA (%)	10D vs. 50D (%)
BTAL	베타 롱-숏	5.5	7.7	2.2
SHLD	글로벌 방산	5.4	12.6	6.8
KBWP	미국 손해보험	4.4	5.4	1.0
IAK	미국 보험	4.1	7.0	2.8
REZ	주거용 리츠	3.3	7.7	4.3
EUFN	유럽 금융	3.0	11.8	8.5
KIE	미국 보험(동일가중)	2.9	5.1	2.1
PPH	미국 제약	2.8	6.9	3.9
DAX	독일 주식	2.5	9.5	6.8
IYK	미국 필수소비재	2.3	7.3	4.9
UNG	천연가스	2.3	21.2	18.6
FDD	유럽 배당주	2.2	9.7	7.3
EWG	독일 주식	2.2	9.1	6.8
JPRE	미국 리츠	2.1	4.9	2.8
ICF	미국 리츠	2.1	4.8	2.7
SCHH	미국 리츠	2.0	4.6	2.6
SPLV	미국 로우볼	2.0	5.2	3.2
XLRE	미국 리츠	2.0	5.1	3.1
EFAV	EAFE 지역 가치주	1.9	6.2	4.2
EWU	영국 주식	1.9	6.4	4.4

자료: Morningstar, 키움증권 리서치, 주) 2025-03-03 기준

Momentum Top ETF (종가 vs. 50 SMA 기준)

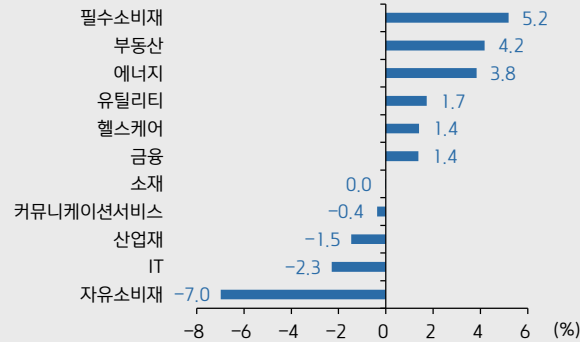
티커	투자대상	종가 vs. 10D SMA (%)	종가 vs. 50D SMA (%)	10D vs. 50D (%)
UNG	천연가스	2.3	21.2	18.6
SHLD	글로벌 방산	5.4	12.6	6.8
EUFN	유럽 금융	3.0	11.8	8.5
EPOL	폴란드 주식	-1.0	10.4	11.4
EWP	스페인 주식	1.8	10.4	8.4
FDD	유럽 배당주	2.2	9.7	7.3
DAX	독일 주식	2.5	9.5	6.8
EWG	독일 주식	2.2	9.1	6.8
EWD	덴마크 주식	0.5	8.6	8.0
IPKW	글로벌 배당주	0.4	8.2	7.8
MCHI	중국 주식	-2.7	8.1	11.0
EWI	이탈리아 주식	0.9	8.1	7.1
BTAL	베타 롱-숏	5.5	7.7	2.2
FXI	중국 주식	-2.8	7.7	10.8
REZ	주거용 리츠	3.3	7.7	4.3
FEP	유럽 주식	1.3	7.4	6.0
EWL	스위스 주식	1.4	7.4	5.9
BINV	글로벌 주식	1.2	7.3	6.0
IEV	유럽 주식	1.4	7.3	5.8
IYK	미국 필수소비재	2.3	7.3	4.9

자료: Morningstar, 키움증권 리서치, 주) 2025-03-03 기준

2월 미국 ETF 시장 리뷰 : 수익률

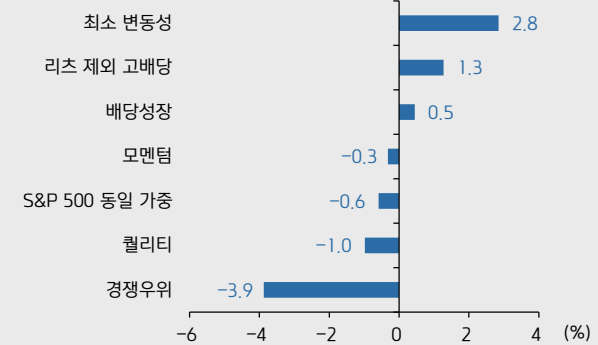


GICS 섹터별 ETF 월간 수익률



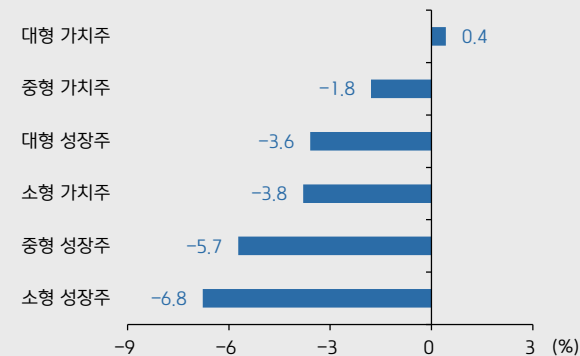
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-01-31~2025-02-28 종가 기준

전략 팩터별 ETF 월간 수익률



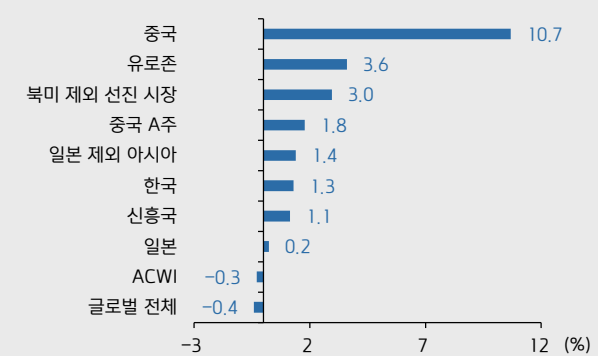
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-01-31~2025-02-28 종가 기준

사이즈-스타일별 ETF 월간 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-01-31~2025-02-28 종가 기준

지역별 ETF 월간 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-01-31~2025-02-28 종가 기준

2월 미국 신규출시 ETF (1)



◆ 단일종목 레버리지 전략 및 암호화폐 옵션 전략을 비롯한 84개 종목 신규 설정

- 암호화폐에 투자하면서도 일부 손실에 대한 헤지가 가능한 버퍼형 3종, 암호화폐를 포함한 혼합자산 전략 상품 3종, 개별 종목(Single-Stock) 레버리지/인버스 상품 6종, 개별 종목 레버리지+주배당 상품 5종, ODTE 옵션 활용한 커버드콜 상품 2종 등 더욱 다양한 전략의 ETF 상품들 대거 출시

2월 미국 신규 출시 ETF 中 특징주 (1)

티커	ETF 명	투자대상	설정일	순자산 (\$mln)	운용보수 (%)	전략/구분
CBTJ	Calamos Bitcoin80 SerStructAltProtETFJan	비트코인 20% 하락보호	2025-02-03	31.5	0.69	액티브
CBXJ	Calamos Bitcoin90 SerStructAltProtETFJan	비트코인 10% 하락보호	2025-02-03	27.6	0.69	액티브
MAGX	Roundhill Daily 2X Lon Mag Sev ETF	매그니피센트7 x2.0	2025-02-03	51.8	0.99	액티브
MAGS	Roundhill Magnificent Seven ETF	매그니피센트7	2025-02-03	1,675.5	0.29	액티브
HVAC	AdvisorShares HVAC and Industrials ETF	HVAC & 산업재	2025-02-04	0.6	0.89	액티브
FOXY	Simplify Currency Strategy ETF	글로벌 통화 통신허 전략	2025-02-04	3.2	0.75	액티브
CSNR	Cohen & Steers Natural Resources Act ETF	천연자원	2025-02-05	15.7	0.70	액티브
CSPF	Cohen & Steers Pref & Inc Oppos Act ETF	우선주	2025-02-05	18.2	0.75	액티브
CSRE	Cohen & Steers Real Estate Active ETF	부동산	2025-02-05	22.1	0.80	액티브
JXX	Janus Henderson Transformational Gr ETF	혁신 성장주	2025-02-05	7.9	0.57	액티브
KDEF	PLUS Korea Defense Industry Index ETF	한국 방산	2025-02-05	3.9	0.65	패시브
TMB	Thornburg Multi Sector Bond ETF	멀티 섹터 채권	2025-02-05	32.9	0.55	액티브
QBF	Innovator Uncapped Bitcoin 20 Flr ETF-Qt	비트코인 20% 하락보호	2025-02-06	5.6	0.79	액티브
BEGS	Rareview 2X Bull Cryptoccy & Prc Mtl ETF	비트코인+이더리움(100%) & 금+은(100%)	2025-02-06	2.3	1.29	액티브
SDTY	YieldMax S&P 500 ODTE Cov CII Stgy ETF	S&P 500 커버드콜(ODTE 옵션)	2025-02-06	9.8	1.01	액티브
ORCX	Defiance Daily Target 2X Long ORCL ETF	ORCL x2.0	2025-02-07	2.3	1.29	액티브
ELM	Elm Market Navigator ETF	글로벌 주식	2025-02-11	366.2	0.26	액티브
VBIL	Vanguard 0-3 Month Treasury Bill ETF	美 단기채(3개월 미만)	2025-02-11	255.6	0.07	패시브

자료: Morningstar, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-02-28 종가 기준

2월 미국 신규출시 ETF (2)



2월 미국 신규 출시 ETF 中 특징주 (2)

티커	ETF 명	투자대상	설정일	순자산 (\$mln)	운용보수 (%)	전략/구분
VGUS	Vanguard Ultra-Short Treasury ETF	美 초단기채	2025-02-11	50.8	0.07	패시브
AMDD	Direxion Daily AMD Bear 1X Shares	AMD x-1.0	2025-02-12	2.8	0.99	액티브
AMUU	Direxion Daily AMD Bull 2X Shares	AMD x2.0	2025-02-12	3.5	0.99	액티브
ELON	Battleshares TSLA vs F ETF	테슬라(TSLA) x2.0 & 포드(F) x-1.0	2025-02-13	1.7	1.29	액티브
LTTI	FT Vest 20+ Yr Trsy & Trgt Inc ETF	TLT + 옵션전략	2025-02-13	1.0	0.65	액티브
HYTI	FT Vest High Yield & Target Income ETF	HYG + 옵션전략	2025-02-13	2.0	0.65	액티브
LQTI	FT Vest Investment Grd & Trgt Inc ETF	LQD + 옵션전략	2025-02-13	1.0	0.65	액티브
BCHI	GMO Beyond China ETF	공급망 다각화 수혜 EM 주식 (中 제외)	2025-02-13	7.7	0.65	액티브
DLLL	GraniteShares 2x Long DELL Daily ETF	DELL x2.0	2025-02-13	3.0	2.30	액티브
INTW	GraniteShares 2x Long INTC Daily ETF	INTC x2.0	2025-02-13	13.5	2.30	액티브
QCML	GraniteShares 2x Long QCOM Daily ETF	QCOM x2.0	2025-02-13	0.4	2.30	액티브
JFLI	JPMorgan Flexible Income ETF	혼합 자산 인컴 전략	2025-02-13	29.4	0.48	액티브
QDTY	YieldMax Nasdaq 100 ODTE Cove ClStgyETF	나스닥100 커버드콜(ODTE 옵션)	2025-02-13	3.6	1.01	액티브
NCIQ	Hashdex Nasdaq Crypto Index US ETF	비트코인+이더리움(시가총액 가중)	2025-02-14	17.2	0.25	패시브
ABLS	Abacus FCF Small Cap Leaders ETF	美 強현금흐름 소형주	2025-02-19	0.9	0.59	패시브
OOQB	One+One Nasdaq-100 and Bitcoin ETF	나스닥100+비트코인 선물	2025-02-19	1.2	0.75	액티브
OOSB	One+One S&P 500 and Bitcoin ETF	S&P500+비트코인 선물	2025-02-19	1.3	0.75	액티브

자료: Morningstar, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-02-28 종가 기준

2월 미국 신규출시 ETF (3)



2월 미국 신규 출시 ETF 中 특징주 (3)

티커	ETF 명	투자대상	설정일	순자산 (\$mln)	운용보수 (%)	전략/구분
AAPW	Roundhill AAPL WeeklyPay ETF	AAPL x1.2 + 주배당	2025-02-19	1.5	0.99	액티브
COIW	Roundhill COIN WeeklyPay ETF	COIN x1.2 + 주배당	2025-02-19	1.2	0.99	액티브
NVW	Roundhill NVDA WeeklyPay ETF	NVDA x1.2 + 주배당	2025-02-19	3.1	0.99	액티브
PLTW	Roundhill PLTR WeeklyPay ETF	PLTR x1.2 + 주배당	2025-02-19	2.2	0.99	액티브
TSW	Roundhill TSLA WeeklyPay ETF	TSLA x1.2 + 주배당	2025-02-19	1.2	0.99	액티브
EZPZ	Franklin Crypto Index ETF	비트코인+이더리움(시가총액 가중)	2025-02-20	2.1	0.19	패시브
PIPE	Invesco SteelPath MLP & Enrgy Infrs ETF	美 MLP&에너지 인프라	2025-02-20	10.0	0.75	액티브
GBUG	Sprott Active Gold & Silver Miners ETF	금&은 채굴	2025-02-20	5.7	0.89	액티브
TSPX	Twin Oak Active Opportunities ETF	혼합 자산 전략	2025-02-21	536.4	0.99	액티브
RBIL	F/m Ultrshrt Trs Infl-Protld Sec TIPS ETF	美 초단기 TIPS	2025-02-25	50.0	0.25	액티브
TQQY	GraniteShares YieldBOOST QQQ ETF	QQQ 인컴전략	2025-02-26	0.7	1.07	액티브
YSPY	GraniteShares YieldBOOST SPY ETF	SPY 인컴전략	2025-02-26	0.7	1.07	액티브
RAA	SMI 3Fourteen REAL Asset Allocation ETF	자산 배분전략	2025-02-26	61.0	0.89	액티브
EVYM	Eaton Vance High Income Municipal ETF	HY-IG등급 지방채	2025-02-27	11.0	0.39	액티브
TOV	JLens 500 Jewish Advocacy U.S. ETF	유대교적 가치 기업	2025-02-27	95.7	0.18	패시브
RCGE	RockCreek Global Equality ETF	글로벌 성평등 기업	2025-02-27	0.2	0.95	액티브

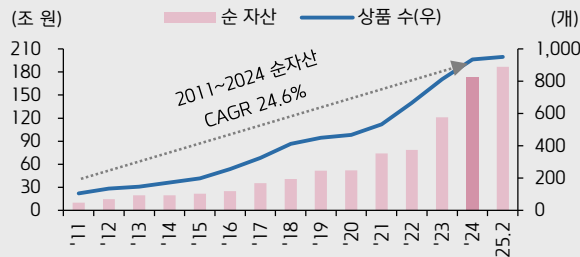
자료: Morningstar, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-02-28 종가 기준



◆ 국내 ETF 시장, '25년 2월 말 순자산총액 185조원 돌파

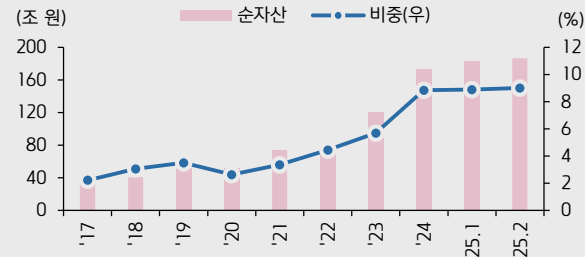
- '25년 2월 말 국내 ETF 순자산 186.8조 원으로 전월 대비 약 4.0조 원 증가, 상품 수는 951개까지 확대
- ETF 순자산: '09년 4조 원 → '15년 22조 원 → '23년 말 121.1조 원 → '24년 말 173.6조 원 → '25년 2월 말 186.8조 원
- ETF 상품 수: '09년 50개 → '15년 198개 → '23년 말 812개 → '24년 말 935개 → '25년 2월 말 951개
- ETF 거래대금: '09년 1,239억 원 → '15년 6,747억 원 → '23년 3.2조 원 → '24년 3.5조 원 → '25년 2월 말 일평균 약 4.1조 원

국내 ETF 순자산/개수 추이



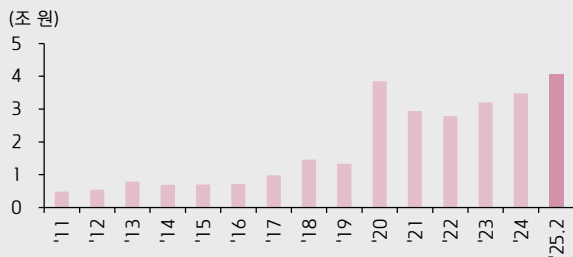
자료: KRX, 키움증권 리서치, 2025-02-28 종가 기준

국내 ETF 순자산 및 코스피 시총 대비 ETF 비중



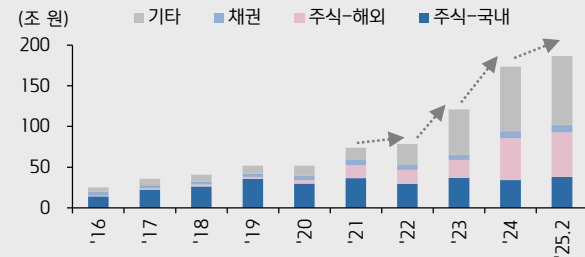
자료: KRX, 키움증권 리서치, 2025-02-28 종가 기준

국내 ETF 거래대금 추이



자료: KRX, 키움증권 리서치, 2025-02-28 종가 기준

국내 ETF 상품 유형별 순자산



자료: KRX, 키움증권 리서치, 2025-02-28 종가 기준

2월 국내 ETF 시장 리뷰 : 자금유입



◆ 자금유입 Top: 미국 주식(지수형, 테마형, 금 현물)

- 국내형 상품보다 미국 S&P 500, 나스닥 등 미국 주요 지수형 ETF 및 AI전력 인프라, AI 소프트웨어, 테슬라 밸류체인 등 테마형 상품에도 유입세 확대. 금 현물 가격 상승세에 힘입어 금 현물 ETF에도 상당한 자금 유입 발생

◆ 자금유출 Top: CD금리, 국내 주식(지수형)

- 단기 자금 내 순환세 지속. MSCI 한국, 코스닥 150, 코스피 200 등 국내 지수형 상품에서 자금 유출 발생. 최근 AI 및 휴머노이드 모멘텀에 따라 중국 증시의 상대적 강세가 지속됨에 따라 상대적 매력도가 떨어지는 국내 지수형 상품에서 자금 유출 발생했을 것으로 판단

자금유입 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	FF (억원)	유입 강도 (%)
488770	KODEX머니마켓액티브	MMF	5579.5	11.3%
360750	TIGER미국S&P500	S&P 500	3981.5	5.1%
451540	TIGER종합채권(AA-이상)액티브	채권 종합	2423.6	34.8%
411060	ACEKRX금현물특별자산	금 현물	2239.1	31.7%
487230	KODEX미국AI전력핵심인프라	美 AI전력 인프라	2101.0	69.9%
273130	KODEX종합채권(AA-이상)액티브	채권 종합	2053.6	7.2%
379800	KODEX미국S&P500	S&P 500	1989.7	5.3%
498400	KODEX200타겟위클리커버드콜	코스피 200	1946.3	184.8%
214980	KODEX단기채권PLUS	단기 채권	1918.4	11.7%
379810	KODEX미국나스닥100	나스닥 100	1861.4	9.9%
457480	ACE테슬라밸류체인액티브	테슬라 밸류체인	1755.8	20.6%
360200	ACE미국S&P500	S&P 500	1738.3	9.7%
481180	SOL미국AI소프트웨어	美 AI 소프트웨어	1412.5	73.4%
069500	KODEX200	코스피 200	1394.2	2.4%
102110	TIGER200	코스피 200	1331.4	6.9%

자료: 펀드닥터, 키움증권 리서치,
주: 2025-02-28 종가 기준, 레버리지/인버스 및 신규출시 종목 제외

자금유출 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	FF (억원)	유출 강도 (%)
357870	TIGERCD금리투자KIS특별자산(합성)	CD 금리	-8862.5	-14.2%
423160	KODEXKOFR금리액티브특별자산(합성)	KOFR 금리	-3775.1	-8.7%
449170	TIGERKOFR금리액티브(합성)	KOFR 금리	-2227.1	-6.4%
455890	RISE머니마켓액티브	MMF	-1738.5	-6.4%
229200	KODEX코스닥150	코스닥 150	-1374.0	-10.7%
278540	KODEX MSCI KOREATotalReturn	MSCI 한국	-1320.4	-17.1%
302190	TIGER중장기국채	중장기 국채	-1132.8	-32.9%
459580	KODEXCD금리액티브(합성)	CD 금리	-1082.9	-1.2%
458730	TIGER미국배당다우존스	다우존스	-894.8	-4.2%
477050	PLUS머니마켓액티브	MMF	-831.0	-22.5%
455030	KODEX 미국달러SOFR금리액티브특별 자산(합성)	SOFR 금리	-818.4	-18.0%
278530	KODEX200TotalReturn	코스피 200	-626.6	-2.6%
190620	ACE단기자금	단기 동안채	-625.6	-41.3%
371460	TIGER차이나전기자SOLACTIVE	中 전기차	-550.8	-3.2%
381180	TIGER미국필라델피아반도체나스닥	美 반도체	-500.4	-1.9%

자료: 펀드닥터, 키움증권 리서치,
주: 2025-02-28 종가 기준, 레버리지/인버스 및 신규출시 종목 제외



◆ 수익률 Top: 방산, 중국, 미디어

- 러-우 종전 기대감과 트럼프 행정부의 방위비 증액 요구에 따른 글로벌 국방예산 증액 추세에 따라 수혜가 예상되는 방산 업종에서 높은 상승세
- DeepSeek 쇼크 이후로 지속된 중국 내 AI 및 휴머노이드 관련 모멘텀에 따라 중국 테크 업종 위주의 상승세 확대. 또한 올해 상반기 중 한한령 해제 기대감과 관세 무풍 지대로 주목된 미디어&엔터 업종에서의 상승세 역시 두드러짐

◆ 수익률 Bottom: 美 AI 관련 전력 인프라 및 반도체 등

- DeepSeek 쇼크 이후로 지속된 관세 정책 불확실성과 불법이민자 추방 정책, 공무원 대거 해고 움직임에 따라 고용 지표 컨센서스 하회, 소비자심리지수 쇼크, 물가 지표 상승 압력 등에 따라 밸류에이션 부담 존재하던 AI 테마 관련 종목에서 급격한 하락세 출현

수익률 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	1YR (%)
449450	PLUS K방산	방산	+29.0	+106.2
0000J0	PLUS 한화그룹주	한화 그룹	+24.8	-
463250	TIGER 우주방산	우주&방산	+23.7	+35.7
371870	ACE 차이나항생테크	中 항생테크	+23.7	+78.2
372330	KODEX 차이나항생테크	中 항생테크	+22.6	+79.0
371150	RISE 차이나항생테크	中 항생테크	+22.6	+78.6
371160	TIGER 차이나항생테크	中 항생테크	+22.4	+79.1
490480	SOL K방산	방산	+21.6	-
117690	TIGER 차이나항생25	中 항생 25	+20.7	+74.2
000500	SOL 전고체배터리&실리콘음극재	전고체배터리&실리콘음극재	+20.3	-
245360	TIGER 차이나HSCEI	中 홍콩 H	+18.1	+68.2
099140	KODEX 차이나H	中 홍콩 H	+18.1	+70.0
228810	TIGER 미디어컨텐츠	미디어 컨텐츠	+17.9	+1.8
475050	ACE KPOP포커스	K-POP	+17.8	+27.0
395290	HANARO Fn K-POP&미디어	K-POP & 미디어	+17.6	+9.9

자료: Quantiwise, 키움증권 리서치
주: 2025-02-28 종가 기준, 레버리지/인버스 제외

수익률 Bottom ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	1YR (%)
487230	KODEX 미국AI전력핵심인프라	美 AI 전력 인프라	-27.5	-
0007G0	PLUS 글로벌원자력밸류체인	글로벌 원자력	-24.5	-
457480	ACE 테슬라밸류체인액티브	테슬라 밸류체인	-23.6	+29.3
491010	TIGER 글로벌AI전력인프라액티브	글로벌 AI 전력 인프라	-23.1	-
442320	RISE 글로벌원자력	글로벌 원자력	-21.3	+41.7
494340	ACE 글로벌AI맞춤형반도체	글로벌 AI ASIC	-21.2	-
483320	ACE 엔비디아밸류체인액티브	엔비디아 밸류체인	-20.7	-
486450	SOL 미국AI전력인프라	美 AI 전력 인프라	-20.0	-
498270	KIWOOM 미국양자컴퓨팅	美 양자컴퓨팅	-17.8	-
491830	TIGER 미국AI반도체패리스	美 AI 반도체 패리스	-16.5	-
475070	KoAct 글로벌기후테크인프라액티브	글로벌 기후테크 인프라	-16.3	+41.4
473490	KIWOOM 글로벌AI반도체	글로벌 AI 반도체	-15.5	+10.9
256440	ACE 인도네시아MSCI(합성)	MSCI 인도네시아	-14.9	-24.5
471760	TIGER AI반도체핵심공정	AI 반도체 핵심공정	-14.7	-20.4
491820	HANARO 전력설비투자	전력설비	-14.7	-

자료: Quantiwise, 키움증권 리서치
주: 2025-02-28 종가 기준, 레버리지/인버스 제외



◆ 해외 혼합자산 전략, 해외 업종 테마형 상품 등 포함 11개 종목 신규 출시

- 2월 한달 간 11개 ETF가 추가되면서 국내 ETF 상품 수는 951개로 확대. 美은행주, 美소비주 등 해외 업종 테마형 ETF 종류 확대
- 신규 출시된 'KIWOOM 엔비디아미국30년국채혼합액티브(H)', KIWOOM 팔란티어미국30년국채혼합액티브(H)', 'RISE 테슬라미국채타겟커버드콜혼합(합성)' 상품들은 美 단일 종목과 美 장기 국채에 적정 비중으로 투자하여 퇴직연금(DC/IRP)계좌에서 100% 편입 가능한 단일주식 채권혼합형 ETF 상품
- 이외에도 한국의 세계국채지수(WGBI) 편입에 따른 'ACE FTSE WGBI Korea' 채권형 ETF 상품도 출시되며 다방면으로 확대 중

2월 국내 신규출시 ETF

티커	종목명	상품유형	상장일	순자산(억원)	운용보수(%)	전략/구분
0015E0	KIWOOM 엔비디아미국30년국채혼합액티브(H)	혼합자산-주식+채권	2025/02/11	101	0.19	실물(액티브)
0015F0	KIWOOM 팔란티어미국30년국채혼합액티브(H)	혼합자산-주식+채권	2025/02/11	145	0.19	실물(액티브)
0007N0	아이엠에셋 200	주식-시장대표	2025/02/11	192	0.05	실물(패시브)
0010E0	ACE FTSE WGBI Korea	채권-국공채-장기	2025/02/18	202	0.15	실물(패시브)
0013P0	RISE 미국은행TOP10	주식-업종섹터-금융	2025/02/18	94	0.20	실물(패시브)
0013R0	RISE 테슬라미국채타겟커버드콜혼합(합성)	혼합자산-주식+채권	2025/02/18	96	0.25	합성(패시브)
0016X0	SOL 중단기회사채(A-이상)액티브	채권-회사채-중기	2025/02/18	620	0.05	실물(액티브)
0015K0	TIGER 미국소비트렌드액티브	주식-업종섹터-업종테마	2025/02/18	89	0.79	실물(액티브)
0017Y0	IQ 종합채권(AA-이상)액티브	채권-혼합-중기	2025/02/25	221	0.03	실물(액티브)
0015B0	KoAct 미국나스닥성장기업액티브	주식-시장대표	2025/02/25	93	0.50	실물(액티브)
0002C0	에셋플러스 인도일등기업포커스20액티브	주식-시장대표	2025/02/25	78	0.99	실물(액티브)

자료: KRX, 키움증권 리서치
주: 2025-02-28 종가 기준



◆ ETF 이슈 1) 출시 앞두고 있는 신규 ETF

- 미국 양자컴퓨팅 테마 3종 및 금+커버드콜 ETF 등 출시 대기. TDF, 자산배분 액티브 ETF와 함께 나스닥+채권 혼합형 액티브 ETF도 출시 예정
- 또한 'Defined Outcome ETF'로 미국에서 흥행 중인 '버퍼' ETF도 드디어 국내 첫 출시가 예고 됨

향후 출시 예정인 국내 ETF

코드 부여일	종목 명	상품 유형	전략
11/13	KOSEF 미국테크Top3Plus	주식	패시브
11/15	RISE 인도디지털성장	주식-파생형	패시브
11/29	KODEX 인도Nifty미드캡 100	주식-파생형	패시브
2/14	RISE 미국양자컴퓨팅	주식	패시브
2/20	ACE TDF2050액티브	혼합-재간접	액티브
	ACE TDF2030액티브	혼합-재간접	액티브
	ACE 장기자산배분액티브	혼합-재간접	액티브
	TIMEFOLIO 미국나스닥100채권혼합50액티브	채권혼합	액티브
2/21	KoAct 글로벌양자컴퓨팅액티브	주식	액티브
2/24	SOL 미국양자컴퓨팅TOP10	주식	패시브
	SOL 골드커버드콜액티브특별자산	금-파생재간접형	액티브
2/25	PLUS 미국양자컴퓨팅TOP10	주식	패시브
3/4	TIGER TDF2045	주식혼합	패시브
3/5	KODEX 미국S&P500버퍼3월액티브	주식-파생형	액티브

자료: KRX, 키움증권 리서치
주: 2025-03-05 공표 기준

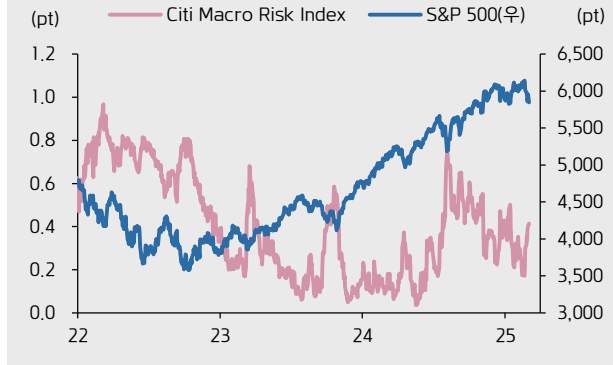
추천 테마 1) 비관이 팽배한 시장, 경기와 실적은?



◆ 비관이 팽배한 시장에서 중심잡기

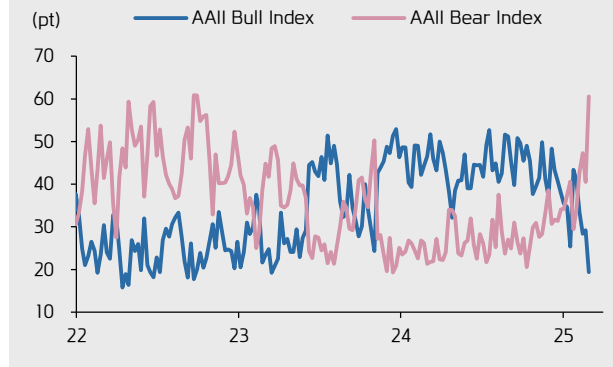
- 2월 한달 간 미국 증시는 트럼프 관세 불확실성에 따라 경기 하방 위험이 부각되는 가운데 고밸류 부담을 반영하며 조정
- AII 투자심리 지수 상 개인투자자들의 주식 단기 전망에 대한 비관론이 증가하는 모습
- 경기 침체의 선행지표 역할을 하는 장단기 금리 차가 다시 좁혀지고 있는 부분도 스태그플레이션 우려 제기에 힘을 실어주는 양상

위험 회피심리 확대 중이나 레벨 자체는 하락 중



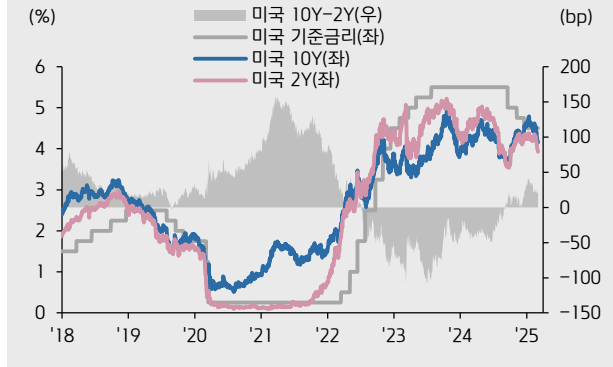
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

시장참여자 시장 비관론이 매우 높아져 있음



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 장단기 금리 차



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

추천 테마 1) 비관이 팽배한 시장, 경기와 실적은?



◆ 비관이 팽배한 시장에서 중심잡기

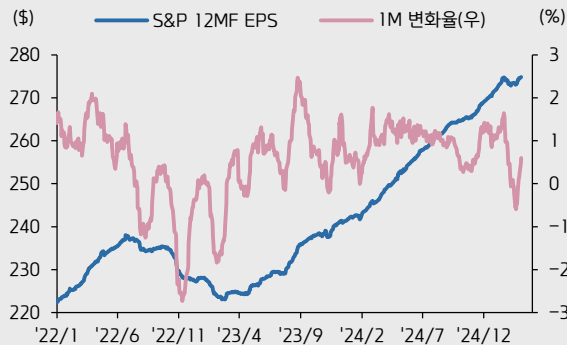
- 그러나, 미국 경기와 실적은 여전히 견조한 수준이라고 판단
- 미국 경기선행지수는 회복세를 이어가고 있고, S&P 500 이익 추정치도 올해 다시 상향 조정되는 중
- 섹터별로는 다각화 금융업, 운송, 내구소비재/의류, 은행, SW/서비스 부문의 추정치 상향 조정이 컸음
- "성장"에 대한 눈높이가 낮아져 있는 만큼, 실적 성장이 뒷받침되어주는 퀄리티 섹터 및 종목 선별이 중요

미국 경기선행지수



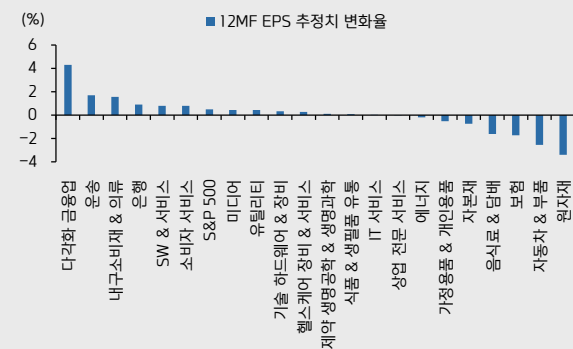
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 S&P 500 지수 이익 추정치 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 섹터별 기업이익의 추정치 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-02-28 종가 기준 1개월 변화율

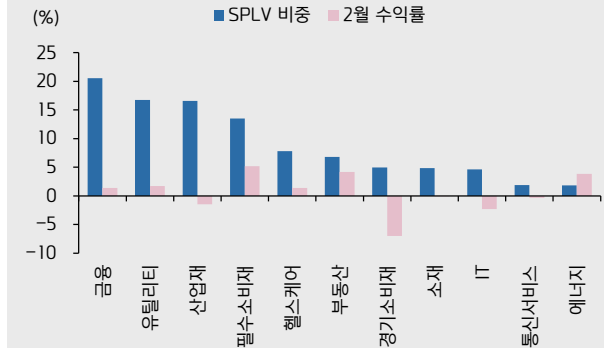
추천 테마 1) 비관이 팽배한 시장, 일단 피해가자



◆ Feat. Low-vol 팩터

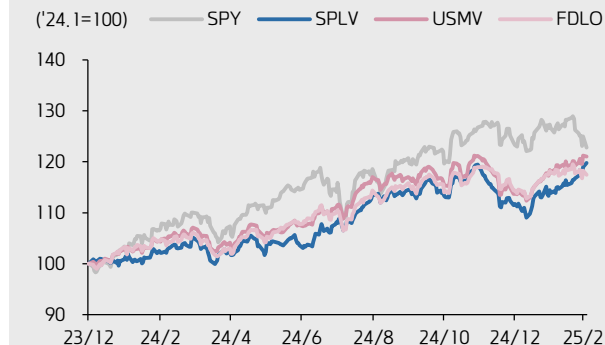
- 지난 2월 미국 증시에서는 경기민감도가 낮은 헬스케어, 필수소비재, 유틸리티 등이 벤치마크를 상회했고, 이 외 금융, 부동산 섹터도 금리인하 수혜주로 분류되며 양호한 수익률 시현. vs. IT, 경기소비재, 산업재 마이너스 수익률
- SPLV, USMV 등의 저변동성 팩터 ETF들은 대체로 경기 방어적인 섹터들도 구성. 대표 로우볼 ETF 'SPLV'의 섹터 구성은 금융(20.5%), 유틸리티(16.9%), 산업재(16.6%), 필수소비재(13.6%), 헬스케어(7.9%) 순

SPLV 섹터별 비중 vs. 2월 GICS 섹터별 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

로우볼 ETF 추가 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

로우볼 ETF 포트폴리오 종목 비교

	SPLV	USMV	FDLO
운용자산(\$min)	7,628.6	23,649.8	1380.7
구성종목 수	101	184	130
Top 5 비중, %	6.3	8.2	23.4
Top 10 비중, %	12.0	15.8	32.1
종목 1	KO, 1.3%	WMT, 1.7%	AAPL, 7.3%
종목 2	MMC, 1.3%	TMUS, 1.7%	MSFT, 6.1%
종목 3	BRKB, 1.3%	RSG, 1.7%	GOOGL, 3.9%
종목 4	RSG, 1.2%	PGR, 1.6%	AMZN, 3.8%
종목 5	PG, 1.2%	CSCO, 1.6%	AVGO, 2.3%
1개월 수익률	2.44	0.24	-1.69
3개월	0.39	-0.58	-2.07
6개월	4.22	3.46	3.25
YTD	5.39	5.11	1.73

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2025-03-04 기준



◆ 감세, 인프라 투자, 경기 부양 추진을 위한 전제조건

- 트럼프는 'MAGA'에 매우 진심. 이를 위해선 장기 금리를 낮추고 은행의 대출 여력을 늘려야 하는 상황
- 3/5일(현지시간) 스콧 베센트 美 재무장관 발언에서도 해당 의도 확인 가능. 베센트 장관은 트럼프의 초점은 정책금리가 아닌 “10년물 국채 금리”라고 발언. 이를 해결하기 위한 초석으로 최근 발표된 정책들은 에너지 생산 및 수출 확대, 금융규제 완화 등이 있음
- 에너지 생산 확대 : 원유/가스 생산량 확대를 통한 인플레이션 완화 => 금리 인하의 명분
- 규제 완화 : 현재 미국 은행들은 바젤3 및 도드-프랭크법 규제에 따라 일정 비율 이상 안전자산을 보유해야 하지만 레버리지 비율 규제로 인해 무제한 국채 보유 불가. 그러나 트럼프 행정부는 은행 레버리지 비율 규제(SLR)를 완화해 국채 보유량을 늘리도록 유도하는 정책을 펼쳐나갈 가능성 높음

스콧 베센트 “미국을 에너지 수출국으로”



자료: CNBC

미셸 보우먼 “SLR 완화 필요”

February 05, 2025

Bank Regulation in 2025 and Beyond

Governor Michelle W. Bowman

At the Kansas Bankers Association Government Relations Conference, Topeka, Kansas

The Federal Reserve has previously intervened to address market stress and support Treasury market functioning, for example, by temporarily excluding Fed reserves and Treasuries from the denominator of the supplemental leverage ratio (SLR).⁹ Treasury markets play a critical role in the U.S. and global financial systems, and we should take action to address the unintended consequences of bank regulation, while ensuring the framework continues to promote safety, soundness, and financial stability.¹⁰

Leverage ratios do not differentiate between the risk of certain asset classes or exposures, and therefore appropriately operate as a backstop to risk-based capital requirements. However, in periods of banks' balance sheet expansion—as during COVID-19 when we saw significant deposit inflows—leverage ratios can become the binding constraint on banks and their affiliates, increasing the amount of required capital based on increased balance sheet size regardless of risk. When constrained in this way, bank-affiliated primary dealers may pull back on market intermediation activities.

Where we can take proactive regulatory measures to ensure that primary dealers have adequate balance sheet capacity to intermediate Treasury markets, we should do so. This could include amending the leverage ratio and G-SIB surcharge regulations for the largest U.S. banks. Adopting regulatory changes to mitigate these concerns may not be sufficient to ensure market liquidity, but it would be an important step toward building resiliency in advance of future stress events. In my view, it would be better to fix the roof now, while the sun is shining, by addressing over-calibrated leverage ratio requirements, and considering the unintended consequences of any future capital reforms.

자료: Federal Reserve



◆ 금리를 낮추는 방법 1) 에너지 생산량 확대

- 트럼프 행정부는 지난해부터 자국 에너지 생산 확대를 피력
- 미국 내 원유생산은 '23년 일일 1,294만 배럴(+7.9%), '24년 1,321만(+2.1%)으로 2년 연속 역대 최고치를 경신하며 세계 1위 기록. '25년에도 1,359만으로 +2.9% 예상
- 천연가스 생산(dry production 기준) 역시 '24년 하루 1,031억 입방피트로 전년보다 소폭 감소(-0.5%)했으나, '25년에는 1,046억(+1.5%)으로 역대 최고치 기록 예상

대내외 변수에 따른 미국 에너지 증산 정책 영향

변수	향방	미국 증산정책에 대한 영향
OPEC+ 생산정책	1) 4월부터 매월 일 12만 배럴 증산 2) 증산 재차 연기, 고유가 전략 유지	1) Positive (WTI \$60대 가능) 2) Negative (유가 하방경직성 강화)
러-우 종전 협상	1) 상반기 중 타결 및 러시아 생산 회복(최대 +100만) 2) 타결 지연, 대 러시아 제재 유지	1) Positive (유가/가스 낙폭 확대) 2) Neutral
미국 대 이란 제재	1) 대 이란 제재 1기 수준 대폭 강화 (최대 -140만) 2) 미국-이란 대화 재개, 제재 연기	1) Negative (유가 단기 급등 가능) 2) Positive (유가 하방압력 강화)
미국 수출 전략	- 해외 원유/가스 수출 확대, 에너지 패권 강화	- Negative (미국 원유/가스 가격 상승) - 최대 LNG 수입국인 중국의 반사수혜 가능성 확대

자료: 국제금융센터

2월 국제 에너지 가격 동향

품목	25.2월 말	전월비(%)	전년비(%)
WTI	69.76	-3.8	-10.9
브렌트유	73.18	-4.7	-12.5
두바이유	73.15	-3.1	-9.2
미국 휘발유	82.75	-3.3	-14.5
아시아 휘발유	82.65	-2.1	-14.1
미국 천연가스	3.383	+26.0	+106.1
유럽 천연가스	44.40	-17.6	75.5

주 : NYMEX:ICE 선물가격기준(유럽천연가스는 네덜란드TTF). 단, 두바이유, 亞 휘발유(Ron 92 기준)는 현물가격. 자료: Bloomberg

트럼프 2기 vs. 바이든 행정부 화석연료 정책 비교

이슈	바이든	트럼프 2기
원유/가스	증산 억제(실제로는 생산 증가) 중동 산유국에 증산 요구	규제 대폭 완화, 적극적 증산
인프라	키스톤 XL 송유관 프로젝트 취소	인프라 프로젝트 완공 가속화 추진
연방 토지 및 해역 임대	신규 허가 중단(실제로는 일부 허가) 일부 해안선 시추 영구 금지	규제 해제, 적극 허가
LNG 수출	신규 수출허가 중단	수출허가 재개
에너지 자립 수단	청정에너지	화석연료

자료: 국제금융센터



◆ 금리를 낮추는 방법 1) 에너지 생산량 확대

- 또한 트럼프 '관세'가 금융시장 변동성을 높이고 있는데, 수입산 원자재에 대한 관세 조치는 자국 에너지 생산량 확대를 유도 가능
- 트럼프는 무역확장법 232조를 근거로 2/10일 철강에 대해 25% 관세 유지, 알루미늄에 대해 25% 관세 인상을 발표한 데 2/25일 구리에 대해서도 국가 안보에 미치는 영향을 조사하라고 명령
- 알루미늄, 철강은 에너지 생산 시설(예: 석유 시추 장비, 파이프라인, 발전소 등)의 건설과 유지에 필수적인 자재. 수입 원자재에 대한 관세를 부과함으로써 자국내 생산 촉진 → 에너지 인프라 구축에 필요한 자재의 안정적인 공급, 생산 확대 → 가격 및 물가 안정, 자국 기술 개발 및 일자리 창출을 촉진할 수 있음
- 단기적으로 생산 비용 증가로 물가를 자극할 수 있으나 장기적으로는 미국 내 원자재 및 에너지 생산 확대를 유인해 물가 안정 효과 기대 가능

철강, 알루미늄, 구리에 대한 관세 조치

품목	관세율 (2018년)	관세율 (2025년)	현재 상황
철강	25%	25%	관세 면제 및 쿼터·저울할당관세(TRQ) 등 국가별 예외를 무효화함으로써 모든 국가에 일률적으로 25% 관세 적용 (3/12일부터 적용)
알루미늄	10%	25%	관세 면제 및 쿼터·저울할당관세(TRQ) 무효화와 동시에 현행 10%의 관세율 25%로 인상 (3/12일부터 적용)
구리	없음	검토 중	2025년 2월 25일 조사 지시, 관세 가능성 있음

자료: 언론보도, 키움증권 리서치

철강/알루미늄 관세 조치 배경과 목표

구분	내용
배경	철강 - 관세 면제·예외 국가로부터의 수입 재증가 ('18년 74%→'24년 82%) - '24년 美 철강시장 내 수입산 비중은 232조 조치 전 수준인 30%에 육박 - 특히, 멕시코산 수입이 1,678%, 캐나다산 수입이 564% 증가('20년 대비) 알루미늄 - 미국 내 1차 알루미늄 생산량은 최근 4년간 30% 감소 - '24년 미국 내 제련소 가동률은 52%에 불과 - '24년 캐나다산 수입이 18%, 멕시코산 수입이 35% 증가('15~'17 평균 대비)
목표	- '18년 조치가 기반하고 있는 상무부의 232조 조사 보고서는 미국 국내 철강 및 알루미늄 산업의 생산시설 가동률을 최소 80%로 유지하는 것을 목표로 제시한 바 있음

자료: KITA

추천 테마 2) 금리를 낮추기 원하는 Trump



◆ 금리를 낮추는 방법 1) 에너지 생산량 확대

원자재 관련 ETF

분류	코드	ETF 명	수익률(%)		
			1M	YTD	1YR
철강	SLX	VanEck Steel ETF	+1.8	+6.5	-11.7
구리	CPER	United States Copper Index Fund	+6.3	+12.8	+18.9
	COPX	Global X Copper Miners ETF	+0.6	+0.1	+7.5
	COPP	Sprott Copper Miners ETF	-1.2	-4.2	-2.5
	COPJ	Sprott Junior Copper Miners ETF	+2.5	+1.6	+8.0
	PICK	iShares MSCI Global Metals & Mining Producers ETF	+1.5	+2.6	-8.3
금속	XME	SPDR S&P Metals & Mining ETF	-1.3	+2.4	+4.6
소재	IYM	iShares US Basic Materials ETF	+1.2	+6.5	+0.6

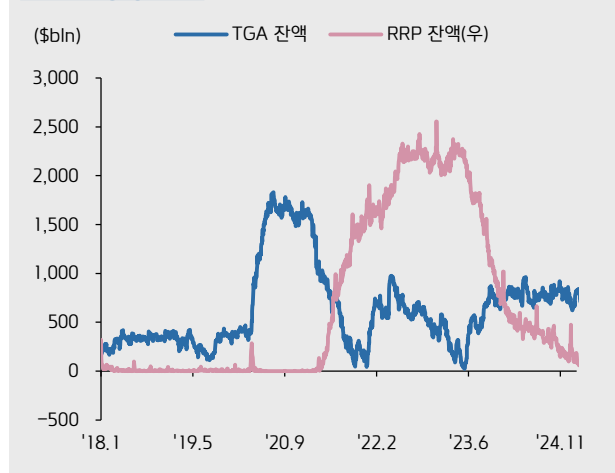
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-02-28 종가 기준



◆ 금리를 낮추는 방법 2) 규제 완화

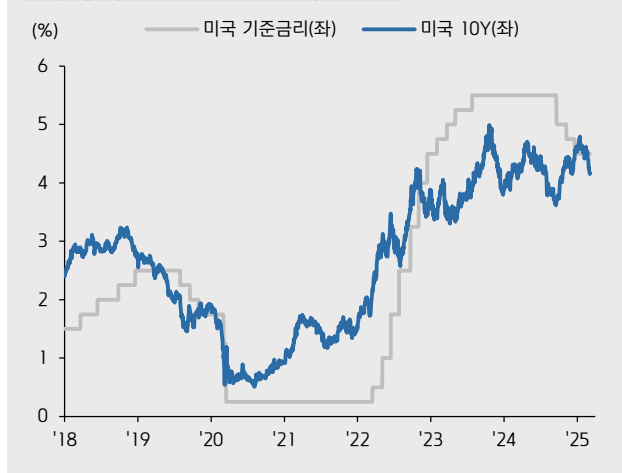
- 트럼프는 취임 전후로 금융규제 완화 필요성을 지속 언급
- 지난 1/29일에는 금리인하 기대에 부응하지 않았던 연준을 비판하며 재무부가 규제 완화를 주도할 것이라고 언급
- 이어 2/5일 미셸 보우먼 이사는 “햇빛이 비칠 때 지붕을 수리해야 한다”며 금융 시스템이 안정적인 때 선제적으로 SLR 규제를 완화해야 한다고 주장
- 이 같은 행보들은 모두 시장금리 하락, 달러 약세를 유도하기 위함. 재정정책을 통해 정부 이자비용을 줄이고, 시장의 금리 부담을 낮추는 방향으로 다양한 규제 완화 시도 가능성 ↑

연준 유동성 지표



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 정책금리 및 10년물 국채 금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

추천 테마 3) 채권 ETF 활용 전략이 중요해지는 시점



◆ 한-미 금리인하 사이클 진행 중, 만기매칭형 채권 ETF 활용

- 2월 금통위에서 한국은행은 기준금리를 2.75%로 25bp 만장일치 인하. 동시에 경제성장률을 기존 전망치(11월) 1.9%에서 대폭 하향한 1.5%로 전망하며 경기 하방 위험에 주시. 당사는 올해 한은 최종금리 2.25% 의견을 유지
- 단기적으로는 시장금리가 빠르게 내려온 만큼 보수적 대응이 필요하나 상반기 미국채 금리 하방 가능성을 고려해 볼 때 연내 채권 ETF로의 자산배분은 지난해 대비 유효해 보임
- 그 중에서도 만기매칭형 ETF에 주목. 만기매칭형 채권 ETF는 회사채 은행채 등 동일한 잔존만기 채권을 편입하는 게 특징. 만기가 되면 약정된 이자 및 원금을 돌려받을 수 있으며, 만기 전 매도하더라도 금리 하락 시기 자본 차익 기대 가능

일반 채권형 ETF vs. 만기매칭형 채권 ETF

구분	만기매칭형 채권 ETF	일반 채권 ETF
만기 존재여부	O	X
만기 청산여부	O (만기 시 상폐)	X (상폐 요건 충족 시)
투자자금 회수	만기 또는 중도 청산	중도 청산
듀레이션	만기에 근접할 수록 감소	일정 (고정 듀레이션)
주요 투자수익	확정적 이자수익 & 자본차익	자본차익 & 분배금
분산투자	가능	가능
환금성	KRX 장중 거래	KRX 장중 거래
과세방식	매매차익 및 이자수익 과세	매매차익 및 이자수익 과세

자료: 언론보도, 키움증권 리서치

국내 채권형 ETF 연초이후 자금유입 상위

티커	ETF 명	상품 유형	FF (억원)
273130	KODEX 종합채권(AA-이상)액티브	채권 종합	2,475
451540	TIGER 종합채권(AA-이상)액티브	채권 종합	2,364
214980	KODEX 단기채권PLUS	단기 채권	1,681
438330	TIGER 투자등급회사채액티브	IG 등급 회사채	1,050
453540	TIGER 25-10 회사채(A+이상)액티브	'25년 10월 만기 회사채	1,034
464540	RISE 25-03 회사채(AA-이상)액티브	'25년 3월 만기 회사채	695
0007F0	KODEX 27-12 회사채(AA-이상)액티브	'27년 12월 만기 회사채	671
365780	ACE 국고채 10년	국고채 10년물	668
481060	KODEX 미국30년국채타겟커버드콜(합성H)	美 국채 30년물	586
461270	ACE 26-06 회사채(AA-이상)액티브	'26년 6월 만기 회사채	543

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-02-28 기준

추천 테마 4) 금, 언제까지 오르나요?



◆ 올해 가장 많이 오른 자산 중 하나, 'Gold'

- 지난 한 해 동안 자산배분 관점에서 전략 자산군으로 꼽았던 '금'의 강세 흐름이 올해도 이어지고 있음
- 지난해 금 가격은 강달러/고금리 환경 속에서도, 통상적인 이론을 벗어나 상승 추세를 이어갔는데, 배경에는 구조적인 탈세계화 기조, 끊임없는 전쟁 리스크, 트럼프 정책 리스크 등 정치/지정학적 불확실성이 자리잡고 있음
- 상기 요인들에 더해 올해는 연준의 금리인하, 트럼프 대통령의 약달러를 추구하는 여러 정책들이 영향력을 확대할 것으로 보임. 단기 변동성이 나타날 수 있으나 연내 지속해서 추가 상승을 시도해 나갈 것으로 보임
- 이런 가운데 국내 주식시장에서는 '금'을 기초자산으로 커버드콜 전략을 접목한 신규 ETF 출시 대기. 3/11일 출시 예정인 'SOL 골드커버드콜액티브'는 금 가격의 90%를 따라가면서 연 4% 분배율 달성을 목표로 설정한 상품

연도별 주요 자산군 수익률

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
글로벌 주식	-43.5	+31.5	+10.4	-9.4	+13.4	+20.3	+2.1	-4.3	+5.6	+21.6	-11.2	+24.0	+14.3	+16.8	-19.8	+20.1	+15.7	+1.9
선진국-주식	-42.1	+27.0	+9.6	-7.6	+13.2	+24.1	+2.9	-2.7	+5.3	+20.1	-10.4	+25.2	+14.1	+20.1	-19.5	+21.8	+17.0	+1.6
신흥국-주식	-54.5	+74.5	+16.4	-20.4	+15.1	-5.0	-4.6	-17.0	+8.6	+34.3	-16.6	+15.4	+15.8	-4.6	-22.4	+7.0	+5.1	+4.5
선진국-국채	+11.1	+2.5	+5.1	+6.5	+1.4	-4.0	-0.4	-3.3	+1.7	+7.3	-0.8	+5.7	+10.3	-6.9	-18.6	+5.1	-3.5	+1.9
신흥국-국채	-7.5	+8.5	+5.2	+2.5	+11.9	-11.9	+1.4	-3.6	+4.2	+5.3	-10.5	+10.2	+1.2	-5.9	-22.4	+5.3	-0.0	+2.7
리츠	-40.7	+22.7	+23.8	+4.7	+13.4	-1.9	+25.5	-1.6	+3.5	+0.5	-10.1	+24.4	-8.5	+36.6	-28.9	+7.1	+0.8	+4.5
원자재	-32.9	+16.2	+11.9	-2.6	+3.5	-7.6	-28.1	-27.6	+18.6	+4.9	-12.8	+10.1	-7.8	+41.4	+18.6	-10.6	-3.0	+3.7
금	+4.9	+24.0	+29.3	+9.6	+6.6	-28.3	-2.2	-10.7	+8.0	+12.8	-1.9	+17.9	+24.8	-4.1	-0.8	+12.7	+26.7	+9.4

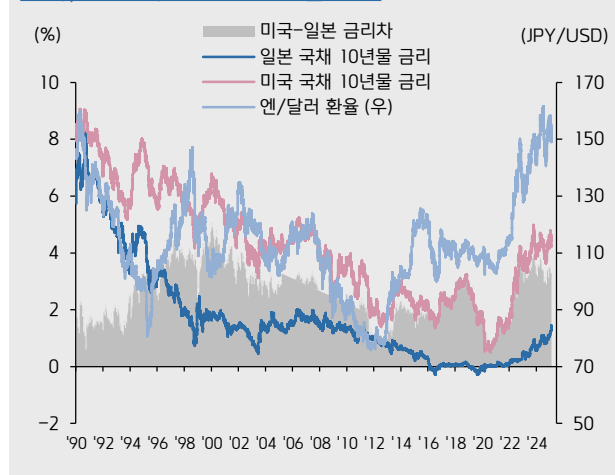
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-02-27 기준



◆ 연초 이후 점진적 강세 나타내는 Yen

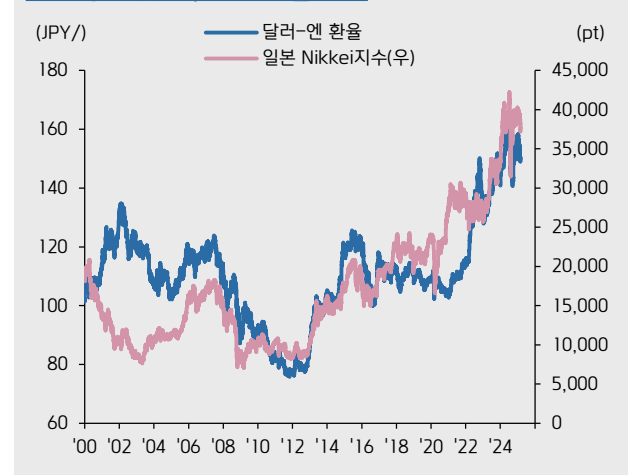
- 연초 이후 달러-엔 환율이 하락 추세 이어가는 중. 1월 초 고점 158.35엔 대비 현재 7.7엔 하락한 150.63엔에 거래되면서(2/28일 종가 기준) 엔화 강세 흐름 지속
- 이는 BOJ의 점진적인 금리 기조와 미국 경기 우려로 인한 미국 시장금리 하락 및 달러 약세 등이 맞물린 결과. 최근에는 미국 증시까지 조정을 받으며 달러화 자산 투자에 대한 실익이 지난해 대비 제한
- 현재 일본 경제는 구조적 저물가를 해소해 나가는 중. 지난 1월 BOJ 금정위에서는 25bp 금리인상과 함께, '임금과 물가의 선순환 강화'를 근거로 연내 점진적 금리인상을 예고. 미국, 한국이 정책금리 인하 사이클에 들어간 것과 달리 주요 선진국 중 일본만이 올해 통화 긴축을 이어가고 있는 만큼, 엔화는 달러 및 원화 대비 강세가 전망 됨

미국, 일본 국채 금리 & 환율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

일본 증시 및 엔/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 엔 강세 모멘텀을 활용할 수 있는 ETF는?

- 올해 일본의 점진적인 금리인상이 예상되는 가운데 일본 금리 상승 및 엔화 강세 수혜가 예상되는 ETF(엔화 ETF, 엔 노출 미국채 ETF, 엔 노출 일본 주식형 ETF 등)를 관심있게 볼 필요가 있음

일본 투자 ETF 리스트

분류	티커	ETF명	AUM	수익률(%)		
			(백만 원지통화)	1M	YTD	1YR
미국 상장	EWJ	iShares MSCI Japan ETF	13,772.7	0.2	2.0	-0.23
	BBJP	JPMorgan BetaBuilders Japan ETF	11,660.5	0.3	2.0	-0.4
	FLJP	Franklin FTSE Japan ETF	1,892.8	0.3	2.1	-2.1
	EWJV	iShares MSCI Japan Value ETF	253.3	3.1	5.2	4.1
	DFJ	WisdomTree Japan SmallCap Dividend ETF	238.6	1.4	2.4	1.9
	FJP	First Trust Japan AlphaDEX® ETF	153.5	2.9	4.2	1.8
	SCJ	iShares MSCI Japan Small-Cap ETF	120.1	0.8	2.6	3.2
	JPXN	iShares JPX-Nikkei 400 ETF	174.0	0.5	2.4	0.4
	GSJY	Goldman Sachs ActiveBeta® Japan Eq ETF	38.4	0.6	1.9	1.9
	DXJ	WisdomTree Japan Hedged Equity Fund	3,583.1	-1.6	-1.6	5.2
	HEWJ	iShares Currency Hedged MSCI Japan ETF	329.1	-2.4	-1.6	4.6
	FLJH	Franklin FTSE Japan Hedged ETF	85.6	-2.9	-2.5	1.9
	DXJS	WisdomTree Japan Hedged SmallCap Equity Fund	71.0	-2.0	-2.2	4.2
	환율/채권	292560	TIGER 일본엔선물	88,666.5	5.7	4.5
한국 상장	489000	PLUS 일본엔화초단기국채(합성)	10,472.7	5.8	4.3	-
	(달러 헤지) 0005CO	RISE 미국S&P500엔화노출(합성 H)	10,486.8	1.4	-	-
	(달러 헤지) 499150	SOL 미국S&P500엔화노출(H)	9,988.7	1.2	2.5	-
	(달러 헤지) 476750	ACE 미국30년국채엔화노출액티브(H)	119,459.8	10.9	8.9	-
	(달러 헤지) 472870	RISE 미국30년국채엔화노출(합성 H)	421,144.4	11.0	9.1	3.9
	101280	KODEX 일본TOPIX100	29,442.9	2.2	0.5	12.0
	241180	TIGER 일본니케이225	260,064.0	-2.2	-3.4	4.3
	488480	RISE 일본섹터TOP4Plus	7,312.1	-0.6	-4.8	-
	465660	TIGER 일본반도체FACTSET	48,467.8	-3.6	3.1	-20.9
	464920	PLUS 일본반도체소부장	41,579.3	-9.9	-5.2	-14.3
	488290	마이다스 일본테크액티브	7,563.3	-1.1	0.1	-
	469160	ACE 일본반도체	28,273.0	-1.8	1.3	-11.0

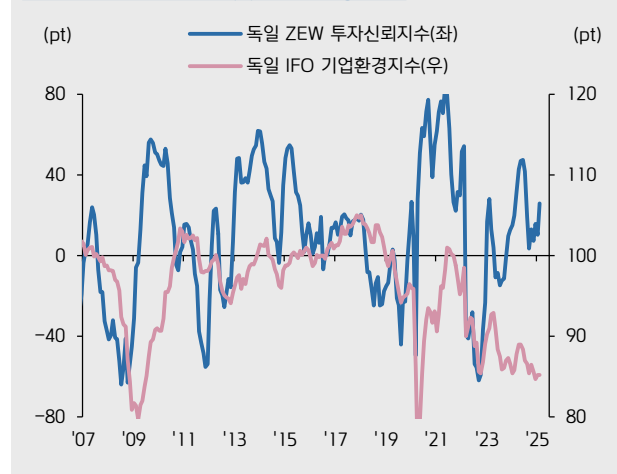
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-02-28 기준



◆ 단기간 빠르게 올라온 유럽 증시

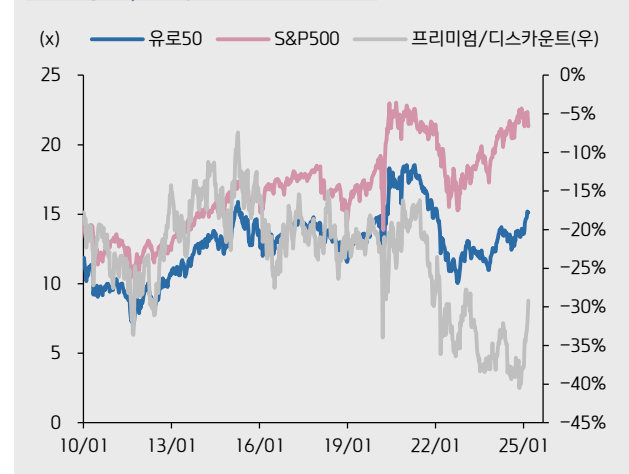
- 올해 주요국 증시 수익률을 보면 유럽 증시가 미국을 아웃퍼폼
- PMI, 기업투자심리 등 아직 완전한 회복 기로에 들어서지 못했으나 중국 경기회복 기대, 러-우 종전 기대 등 대외 환경이 개선되자 상대적으로 낮아져 있던 가격 매력도가 부각되면서 증시 상승을 이끌어낸 것으로 판단
- 유로스톡스 50 지수는 S&P 500 대비 약 29% 저평가되어 있어 키 맞추기 당분간 더 지속될 수 있으나 실적 개선세는 아직 강하지 않은 상황이기에 변동성도 고려해야 함

유럽 투자신뢰지수 및 기업환경지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

유럽 증시, 미국 대비 밸류에이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

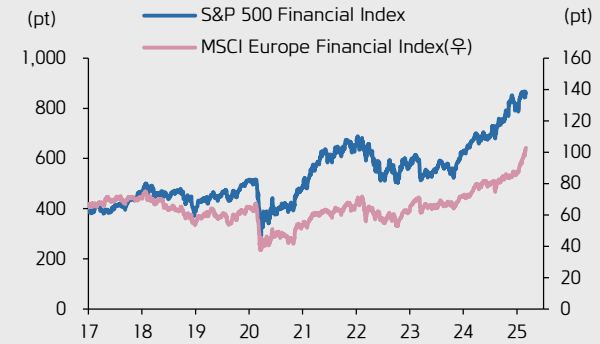
추천 테마 6) 유럽, 왜 올랐을까? 방산과 금융



◆ 그 중에서도 방산주와 금융주

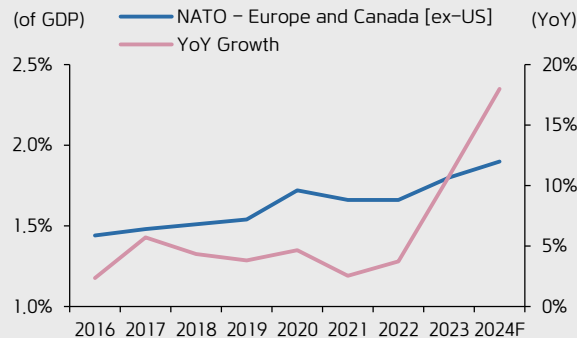
- 유럽 금융 섹터 주가는 러-우 종전 가시화에 따른 경기 회복 기대, 우크라이나 재건 프로젝트로 인한 금융 기회 확대 기대 등으로 강세 이어가고 있음. 그러나 최근의 급등에도 불구하고, 미국 금융주 대비 여전히 밸류 부담이 낮음 (EUFN ETF 기준 P/E 11.3배)
- 유럽 방산주도 트럼프가 우크라이나와 유럽 동맹국들을 배제한 미국 주도의 종전 협상을 진행하는 가운데 큰 폭 상승. 미국은 NATO가 국방비를 미국에 지나치게 의존해온 점을 문제시하며 회원국들의 방위비 지출 목표를 GDP의 5%까지 늘려야 한다고 요구 중. 단기 급등에 따른 차익실현 출회될 수 있으나 밸류에이션은 아직 높지 않다고 판단

미국 VS. 유럽 금융업종 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 제외 NATO 동맹국의 방위 지출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

유럽 대표 방산주 밸류에이션 추이

기업명	티커	시가총액	1M 수익률	YTD 수익률	'23~'25 매출 CAGR	EBITDA Margin	
		백만\$	%	%		2024	2025
라인메탈	RHM GR	42,382	34.7	51.6	30.7	18.2	19.4
탈레스	HO FP	39,242	22.9	31.6	6.3	15.6	16.2
레오나르도	LDO IM	21,134	22.2	35.0	7.3	11.4	12.0
BAE 시스템스	BA/ LN	50,684	9.3	16.4	10.3	13.2	13.5

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 컨센서스는 2025-02-18 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

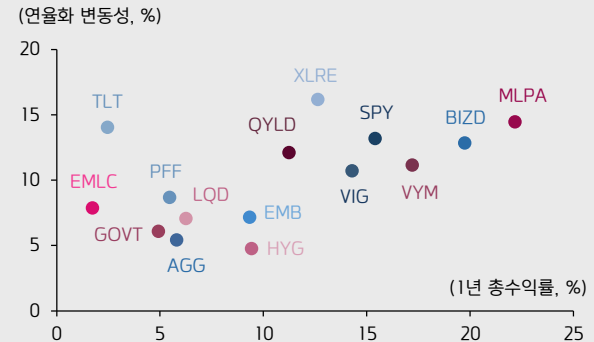
추천 테마 7) 금리인하 시기, 살아나는 인컴(Income) 수요



◆ Income 수요가 살아나는 중

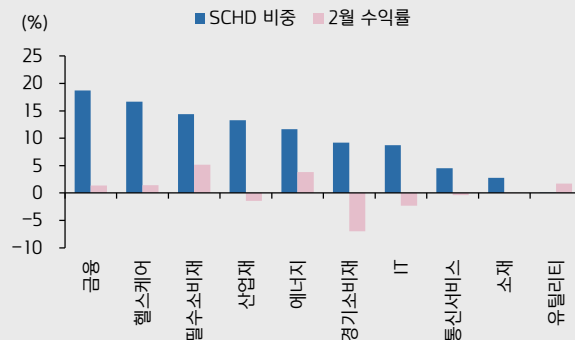
- 금리인하 시기에는 통상 인컴(Income) 투자 수요가 살아남
- 배당과 이자소득 중 상대적으로 매력적인 자산군을 고민하는 경향. 금리 하락시 이자소득 대비 배당소득의 상대적인 매력도가 개선
- 배당+퀄리티 팩터 ETF 중 하나인 SCHD의 경우 4% 롤로 인해 개별 종목 및 섹터 간 분산이 고른 편. 그 중에서는 필수소비재, 에너지, 산업재 비중이 상대적으로 높음

인컴 ETF 위험 대비 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

SCHD 섹터별 비중 vs. 2월 GICS 섹터별 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

배당성장/고배당 ETF

티커	ETF 명	배당 수익률 (%)	AUM (\$mln)	수익률 (%)	
				1M	3M
VIG	Vanguard Dividend Appreciation ETF	1.7	90,099.9	+0.9	-0.4
SCHD	Schwab US Dividend Equity ETF	3.5	70,416.7	+1.7	-3.1
DGRO	iShares Core Dividend Growth ETF	2.2	31,415.6	+1.4	-0.9
NOBL	ProShares S&P 500 Dividend Aristocrats ETF	2.0	11,965.8	+1.6	-3.8
DGRW	WisdomTree U.S. Quality Dividend Growth Fund	1.3	15,280.0	-0.6	-1.9
VYM	Vanguard High Dividend Yield ETF	2.6	61,535.1	+1.7	-0.2
SDY	SPDR S&P Dividend ETF	2.4	20,633.4	+2.8	-3.8
DVY	iShares Select Dividend ETF	3.5	20,431.9	+2.3	-3.5
HDV	iShares Core High Dividend ETF	3.4	11,094.2	+5.7	-0.3

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주: 2025-03-03 기준



◆ Income 수요가 살아나는 중

- 또 한편 올해 주요국 중앙은행들이 금리인하 행보를 이어가면서 리츠 ETF 수익률 개선 관찰. 리츠는 회사채 발행 등을 통해 자금을 조달하는데, 금리가 낮아지면 조달 비용이 줄어 이익이 개선되는 경향
- 최근 1개월 동안에는 한국은행의 선제적 금리인하로 국내 리츠 ETF 수익률이 미국 및 글로벌 리츠 ETF를 상회 (vs. 일본은 선진국 중 유일하게 통화 긴축을 진행하고 있어 상대적으로 저조)
- 올해 점진적이나 지속적인 금리인하가 단행될 것으로 예상되며, 자산배분 관점에서 리츠 ETF 활용도 높아질 것으로 기대

국내 상장 리츠 ETF 수익률 비교

티커	ETF 명	1주 (%)	1M (%)	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD(%)	AUM (십억원)	60일 평균 거래대금 (백만원)	소분류
182480	TIGER 미국MSCI리츠(합성 H)	1.22	4.71	-0.49	-0.07	12.16	6.42	135.9	387.9	미국 리츠
329200	TIGER 리츠부동산인프라	0.93	7.77	8.86	-4.36	4.04	8.45	621.0	3644.6	한국 리츠
375270	RISE 글로벌데이터센터리츠(합성)	-0.72	2.86	-2.55	5.71	9.54	0.90	8.1	35.5	글로벌 데이터센터 리츠
429740	PLUS K리츠	1.18	8.31	9.24	-4.22	5.59	9.08	9.3	70.7	한국 리츠
476800	KODEX 한국부동산리츠인프라	0.94	6.76	8.14	-4.61	1.13	7.93	190.2	3841.4	한국 리츠
352540	KODEX 일본부동산리츠(H)	-0.87	0.22	3.70	-0.39	5.36	3.21	20.6	306.1	일본 리츠
352560	KODEX 미국부동산리츠(H)	0.20	3.56	-2.12	-1.57	8.74	5.63	34.6	592.0	미국 리츠
429870	KIWOOM 리츠이지스액티브	0.61	6.88	9.76	-2.95	7.96	9.86	4.1	6.3	한국 리츠
437550	KIWOOM 글로벌리츠이지스액티브	0.65	0.28	-0.32	1.49	13.54	1.17	5.5	9.9	글로벌 리츠
316300	ACE 싱가포르리츠	1.10	0.09	-0.07	-2.48	9.73	-1.87	6.2	12.4	싱가포르 리츠
181480	ACE 미국부동산리츠(합성 H)	-0.55	2.95	-1.75	-1.21	9.13	5.33	10.3	29.5	미국 리츠

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-03-04 기준

Invesco S&P 500® Low Volatility ETF (SPLV:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

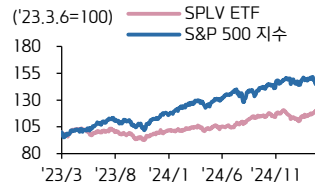
현재주가 (3/4) USD 73.77

Stock Data

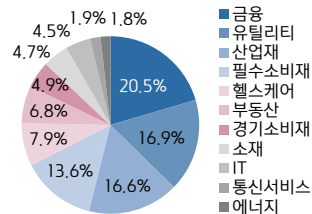
ETF 테마	美 로우볼
발행사	Invesco
설정일	2011-05-05
운용보수 (%)	0.25
AUM (백만 USD)	7,628.6
일평균 거래량 (3M)	1,577,916.1
52주 최고/최저 (USD)	75.33 / 62.53
편입종목 수	101개
Top10 비중 (%)	12.0

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+2.4	+0.4	+4.2	+15.3
S&P 500	-4.7	-4.9	+5.0	+13.8



Sector Breakdown



◆ 미국 로우볼(저변동성) 기업에 투자하는 ETF

- 'SPLV'는 S&P 500® Low Volatility Index를 기초지수로 하며 로우볼 팩터를 충족하는 기업에 투자하는 ETF
- 포트폴리오 편입종목 수는 101개, Top 10 비중은 12.0%로 특정 종목에 집중되어있기보다 다양한 종목에 분산 투자하는 성격을 지님
- 섹터 비중 역시 금융(20.5%), 유틸리티(16.9%), 산업재(16.6%), 필수소비재(13.6%), 헬스케어(7.9%), 부동산(6.8%) 등 다양한 섹터에 골고루 투자하며, 그 중에서도 변동성이 적은 것으로 알려진 섹터들의 비중이 상대적으로 높음

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
KO	Coca-Cola Co/The	1.3	청량음료 및 무알코올	301.9	+11.2	-1.4	+17.9
MMC	Marsh & McLennan Cos Inc	1.3	보험 중개인	116.3	+5.0	+3.6	+17.3
BRK/B	Berkshire Hathaway Inc	1.3	다부문 지주회사	1,069.2	+4.7	+6.7	+23.7
RSG	Republic Services Inc	1.2	환경 & 시설 서비스	73.7	+6.8	+14.9	+28.4
PG	Procter & Gamble Co/The	1.2	가정용품	406.1	+2.5	-1.3	+8.7
LIN	Linde PLC	1.2	산업용 가스	218.2	+1.7	-0.9	+0.1
ATO	Atmos Energy Corp	1.2	가스 공익 사업체	23.8	+3.2	+13.9	+30.8
ADP	Automatic Data Processing Inc	1.2	인적 자원 & 고용 서비스	127.5	+1.7	+16.0	+28.5
EVERG	Evergy Inc	1.2	전기 공익 사업체	15.6	+4.2	+12.0	+34.5
JNJ	Johnson & Johnson	1.1	제약	398.3	+6.9	+0.3	+3.4

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY23	CY24	CY25E	CY26E
매출액	5,244.8	4,539.8	4,784.8	5,021.1
EBIT	665.2	695.5	803.6	872.5
EBIT이익률(%)	12.7	15.3	16.8	17.4
순이익	469.3	501.0	537.8	591.3
PER(배)	19.8	22.7	21.3	19.5
PBR(배)	3.4	3.8	3.6	3.4
ROE(%)	15.8	15.4	15.9	16.6
배당수익률(%)	2.5	1.7	2.3	2.4

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주: 2025-03-04 기준

iShares Expanded Tech-Software Sector ETF (IGV:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

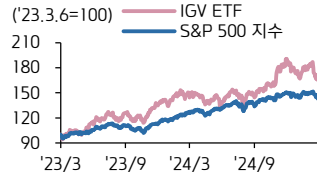
현재주가 (3/4) USD 95.44

Stock Data

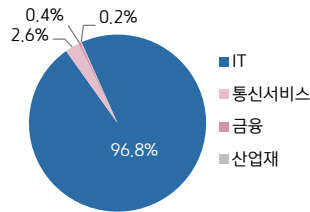
ETF 테마	테크 & 소프트웨어
발행사	BlackRock
설정일	2001-07-13
운용보수 (%)	0.41
AUM (백만 USD)	10,627.2
일평균 거래량 (3M)	5,986,515.0
52주 최고/최저 (USD)	110.84 / 75.96
편입종목 수	122개
Top10 비중 (%)	59.2

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	-9.1	-12.1	+13.1	+14.7
S&P 500	-4.7	-4.9	+5.0	+13.8



Sector Breakdown



◆ 북미 소프트웨어 및 관련 산업에 투자하는 ETF

- 'IGV'는 BlackRock에서 2001년 7월에 출시한 소프트웨어 업종 테마 ETF중 가장 오래된 상품으로서 북미 소프트웨어 및 관련 산업에 집중 투자하는 ETF
- 포트폴리오 비중 상위 종목은 오라클(8.8%), 마이크로소프트(8.2%), 세일즈포스(7.8%), 어도비(6.7%), 서비스나우(6.5%) 순으로 소프트웨어 기업이 대부분
- 섹터 비중은 IT 96.8%, 통신서비스 2.6%로 두 섹터에 집중됨. 세부 섹터 비중은 어플리케이션 소프트웨어 60.5%, 시스템 소프트웨어 36.7% 등으로 구성

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
ORCL	Oracle Corp	8.8	시스템 소프트웨어	440.4	-8.3	+10.4	+41.9
MSFT	Microsoft Corp	8.2	시스템 소프트웨어	2,888.9	-6.0	-4.8	-3.5
CRM	Salesforce Inc	7.8	애플리케이션 소프트웨어	275.0	-17.4	+16.7	-3.8
ADBE	Adobe Inc	6.7	애플리케이션 소프트웨어	194.0	+1.9	-21.5	-18.1
NOW	ServiceNow Inc	6.5	시스템 소프트웨어	186.7	-11.8	+8.5	+22.4
PLTR	Palantir Technologies Inc	5.8	애플리케이션 소프트웨어	197.9	-16.7	+179.8	+254.5
INTU	Intuit Inc	5.7	애플리케이션 소프트웨어	167.2	+1.7	-3.8	-6.5
PANW	Palo Alto Networks Inc	4.2	시스템 소프트웨어	122.1	-1.3	+7.3	+26.7
CRWD	CrowdStrike Holdings Inc	3.1	시스템 소프트웨어	96.1	-6.5	+52.2	+31.1
APP	AppLovin Corp	2.5	애플리케이션 소프트웨어	111.2	-11.1	+271.1	+436.8

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY23	CY24	CY25E	CY26E
매출액	88.1	93.2	94.3	106.6
EBIT	10.8	13.7	19.8	34.8
EBIT이익률(%)	12.2	14.7	21.0	32.6
순이익	12.7	17.1	17.3	19.7
PER(배)	76.6	74.6	58.0	35.8
PBR(배)	9.6	10.7	10.9	9.2
ROE(%)	10.5	13.6	14.4	15.7
배당수익률(%)	0.3	-	0.3	0.3

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주: 2025-03-04 기준

Global X Defense Tech ETF (SHLD:US)



Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

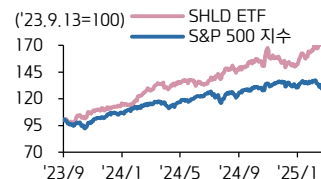
현재주가 (3/4) USD 45.51

Stock Data

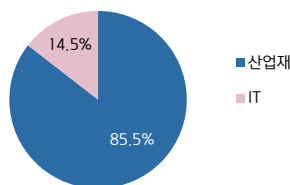
ETF 테마	글로벌 방산
발행사	Global X
설정일	2023-09-13
운용보수 (%)	0.50
AUM (백만 USD)	944.3
일평균 거래량 (3M)	422,226.2
52주 최고/최저 (USD)	45.87 / 31.41
편입종목 수	42개
Top10 비중 (%)	64.6

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+12.0	+16.1	+25.6	+43.3
S&P 500	-4.7	-4.9	+5.0	+13.8



Sector Breakdown



◆ 글로벌 방위 관련 예산 증액 수혜 기업에 투자하는 ETF

- 'SHLD'는 글로벌 방위 관련 예산 증액 수혜 종목들에 집중 투자하는 ETF로서 전통적인 군수 기업부터 최첨단 부품/하드웨어 공급업체, 방위 전용 소프트웨어 개발업체 등 공급망 전방의 기업과 솔루션 업체들까지 두루 투자
- 포트폴리오 비중 상위 종목은 팔란티어 테크(9.1%), 라인메탈(7.8%), RTX(7.7%), 노스롭 그루만(6.7%), 제너럴 다이나믹스(6.2%) 등 글로벌 전통 군수 기업 뿐만 아니라 국방 기반 AI 솔루션, 소프트웨어 업체까지 다양
- 포트폴리오 섹터 비중은 산업재 85.5%, IT 14.5%로 전통 방산에 대한 노출 뿐만 아니라 글로벌 국방 비효율성 개선을 위한 첨단 군수 물품, 방위 전용 AI솔루션, 소프트웨어 등에 대한 노출 제공

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억, 현지통화)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
PLTR US	Palantir Technologies Inc	9.1	애플리케이션 소프트웨어	197.9	-16.7	+179.8	+254.5
RHM GR	Rheinmetall AG	7.8	우주항공 & 국방	52.7	+57.5	+131.3	+171.3
RTX US	RTX Corp	7.7	우주항공 & 국방	171.4	-0.4	+7.6	+42.9
NOC US	Northrop Grumman Corp	6.7	우주항공 & 국방	67.1	-1.8	-10.7	+1.2
GD US	General Dynamics Corp	6.2	우주항공 & 국방	67.8	-3.0	-15.6	-8.3
HO FP	Thales SA	6.0	우주항공 & 국방	47.0	+43.2	+56.3	+51.1
LMT US	Lockheed Martin Corp	6.0	우주항공 & 국방	105.6	-0.2	-21.1	+3.9
LDO IM	Leonardo SpA	5.9	우주항공 & 국방	25.1	+44.8	+110.1	+110.0
BA/ LN	BAE Systems PLC	4.9	우주항공 & 국방	47.2	+29.9	+20.5	+22.6
012450 KS	Hanwha Aerospace Co Ltd	4.9	우주항공 & 국방	31,952.4	+69.2	+127.0	+255.3

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY23	CY24	CY25E	CY26E
매출액	-	1,028.8	1,128.2	1,210.8
EBIT	-	91.2	121.3	138.3
EBIT이익률(%)	-	8.9	10.8	11.4
순이익	-	75.6	84.4	97.2
PER(배)	-	25.7	22.9	19.8
PBR(배)	-	4.5	4.1	3.7
ROE(%)	-	16.1	16.6	17.6
배당수익률(%)	-	0.4	1.4	1.6

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

주: 2025-03-04 기준

Invesco International BuyBack Achievers™ ETF (IPKW:US)



Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

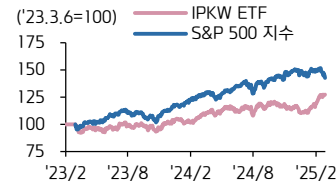
현재주가 (3/4) USD 45.44

Stock Data

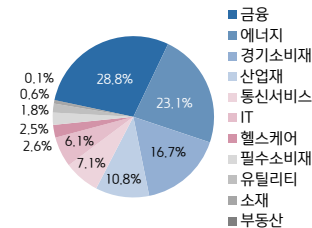
ETF 테마	글로벌 바이백 기업
발행사	Invesco
설정일	2014-02-27
운용보수 (%)	0.55
AUM (백만 USD)	138.6
일평균 거래량 (3M)	41,399.9
52주 최고/최저 (USD)	46.33 / 37.96
편입종목 수	144개
Top10 비중 (%)	47.7

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+7.3	+9.3	+9.2	+19.3
S&P 500	-4.7	-4.9	+5.0	+13.8



Sector Breakdown



◆ 글로벌 자사주매입(Buy-Back) 시행 기업에 투자하는 ETF

- 'IPKW'는 Nasdaq International BuyBack Achievers™ Index를 기초지수로 추종하며 글로벌 기업 중 자사주매입(BuyBack) 정책을 시행 중인 기업에 투자하는 ETF
- 'Nasdaq International BuyBack Achievers™ Index' 기초지수는 최근 회계연도 동안 발행주식수를 5% 이상 순감소시킨 기업이 발행한 증권으로 구성
- 포트폴리오 섹터 비중은 금융 28.8%, 에너지 23.1%, 경기소비재 16.7%, 산업재 10.8% 로 자사주 매입 등을 위한 현금흐름이 안정적인 섹터 위주의 분배

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억, 현지통화)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
9988 HK	Alibaba Group Holding Ltd	6.9	대규모 소매업	2,429.2	+31.5	+60.8	+85.7
UCG EU	UniCredit SpA	5.9	다양한 은행	77.5	+12.7	+37.0	+59.8
HSBA LN	HSBC Holdings PLC	5.3	다양한 은행	163.1	+10.9	+38.6	+53.8
SAP	SAP SE	5.1	애플리케이션 소프트웨어	342.8	-1.5	+31.3	+48.9
BP/ LN	BP PLC	4.9	종합 석유 & 가스	65.3	-3.8	-0.9	-13.4
PRX NA	Prosus NV	4.8	대규모 소매업	105.2	+12.1	+27.0	+63.3
TTE FP	TotalEnergies SE	4.8	종합 석유 & 가스	128.5	-2.4	-6.5	-4.3
SHEL LN	Shell PLC	4.7	종합 석유 & 가스	155.2	-2.9	-0.3	+4.7
BA/ LN	BAE Systems PLC	3.1	우주항공 & 국방	47.2	+29.9	+20.5	+22.6
NWG LN	NatWest Group PLC	2.6	다양한 은행	37.3	+6.6	+36.5	+85.3

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 2025-03-04 기준

KraneShares CSI China Internet ETF (KWEB:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

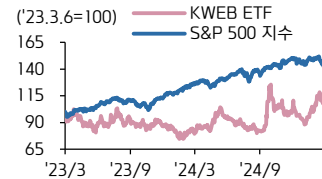
현재주가 (3/4) USD 34.24

Stock Data

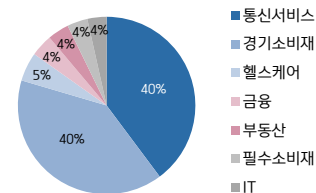
ETF 테마	중 인터넷
발행사	Krane Funds
설정일	2013-07-31
운용보수 (%)	0.70
AUM (백만 USD)	8,128.6
일평균 거래량 (3M)	23,212,908.0
52주 최고/최저 (USD)	39.17 / 24.49
편입종목 수	31개
Top10 비중 (%)	61.3

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+9.5	+11.3	+34.3	+39.1
S&P 500	-4.7	-4.9	+5.0	+13.8



Sector Breakdown



◆ 중국 인터넷 기업에 투자하는 ETF

- 'KWEB'은 CSI Overseas China Internet Index를 기초지수로 추종하며 미국과 홍콩에 상장된 중국 인터넷 회사에 대한 노출을 제공해주는 ETF
- 포트폴리오 비중 상위 종목은 알리바바그룹홀딩스(10.1%), 텐센트(10.0%), 메이투안디앤핑(7.0%), 핀둬둬 ADR(6.9%), 트립닷컴(5.9%) 순
- DeepSeek 이후, AI 모멘텀으로 테크 업종 상승세 지속 중. 전년대 전후로도 중국 내 첨단산업 육성에 대한 내용 지속적으 강조되며 관련 모멘텀 앞으로도 지속될 시 수혜를 받을 수 있는 중국 인터넷 관련 기업에 투자

Top 10 Holdings

티커	종목 명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억, 현지통화)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
9988 HK	Alibaba Group Holding Ltd	10.1	대규모 소매업	2,429.2	+31.5	+60.8	+85.7
700 HK	Tencent Holdings Ltd	10.0	인터랙티브 미디어 & 서비스	4,506.8	+20.2	+34.4	+87.2
3690 HK	Meituan	7.0	레스토랑	974.7	+11.3	+40.7	+94.4
PDD US	PDD Holdings Inc	6.9	대규모 소매업	157.5	+3.0	+22.4	-6.5
9961 HK	Trip.com Group Ltd	5.9	호텔, 리조트 & 크루즈	295.0	-12.8	+24.6	+39.9
9618 HK	JD.com Inc	4.4	대규모 소매업	519.1	+4.0	+56.0	+96.6
BEKE US	KE Holdings Inc	4.1	부동산 서비스	27.0	+29.8	+50.4	+78.4
1024 HK	Kuaishou Technology	4.0	인터랙티브 미디어 & 서비스	217.8	+12.3	+27.2	+18.2
BZ US	Kanzhun Ltd	4.0	인터랙티브 미디어 & 서비스	7.3	+10.0	+30.3	+1.6
9999 HK	NetEase Inc	3.9	인터랙티브 홀 엔터테인먼트	504.4	-1.8	+26.5	-7.1

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-03-04 기준

Global X MLP & Energy Infrastructure ETF (MLPX:US)



Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

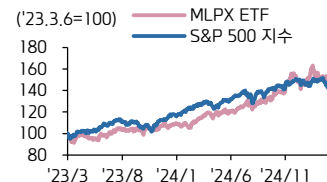
현재주가 (3/4) USD 61.14

Stock Data

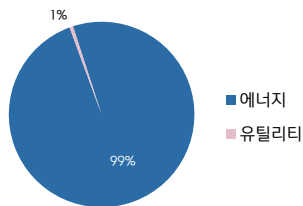
ETF 테마	MLP & 미드스트림
발행사	Global X
설정일	2013-08-06
운용보수 (%)	0.45
AUM (백만 USD)	2,756.7
일평균 거래량 (3M)	707,350.9
52주 최고/최저 (USD)	67.47 / 46.23
편입종목 수	26개
Top10 비중 (%)	67.0

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	-5.1	-3.5	+13.5	+31.2
S&P 500	-4.7	-4.9	+5.0	+13.8



Sector Breakdown



◆ 북미 MLP 및 미드스트림 에너지 인프라 기업에 투자하는 ETF

- 'MLPX'는 Solactive MLP & Energy Infrastructure Index를 기초지수로 추종하며 MLP 뿐만 아니라 MLP의 GP 및 미드스트림 에너지 인프라 기업까지 포괄하여 투자하는 ETF
- 포트폴리오 비중 상위 종목은 윌리엄스 컴퍼니(5.2%), 원오크(4.9%), 엔브리지(4.6%), 킨더 모건(4.4%) 등으로, MLP의 파트너사 및 미드스트림 에너지 기업들에 분산 투자함으로써 펀드 단의 세금 이슈를 피하도록 설계된 상품
- 트럼프 2기 행정부 하에서 화석연료 공급 확대 추진에 따라 이를 운송, 보관, 정제하는 미드스트림 업체들의 동반 수혜가 예상 됨

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억, 현지통화)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
WMB	Williams Cos Inc/The	5.2	석유 & 가스 저장 & 수송	69.3	-0.1	+26.7	+54.8
OKE	ONEOK Inc	4.9	석유 & 가스 저장 & 수송	58.6	-4.2	+2.2	+21.0
ENB	Enbridge Inc	4.6	석유 & 가스 저장 & 수송	90.5	-5.4	+2.7	+19.5
KMI	Kinder Morgan Inc	4.4	석유 & 가스 저장 & 수송	60.0	-2.4	+25.7	+52.3
LNG	Cheniere Energy Inc	4.4	석유 & 가스 저장 & 수송	49.2	-4.6	+21.3	+43.3
TRP	TC Energy Corp	4.3	석유 & 가스 저장 & 수송	46.8	-4.5	+5.6	+23.7
PBA	Pembina Pipeline Corp	4.0	석유 & 가스 저장 & 수송	22.2	+4.5	-6.0	+10.2
EPD	Enterprise Products Partners LP	4.0	석유 & 가스 저장 & 수송	72.2	+0.8	+14.8	+19.6
MPLX	MPLX LP	3.9	석유 & 가스 저장 & 수송	54.3	-1.4	+23.5	+32.7
PAA	Plains All American Pipeline LP	3.8	석유 & 가스 저장 & 수송	13.6	-4.9	+9.5	+15.9

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY23	CY24	CY25E	CY26E
매출액	173.3	197.3	212.7	219.5
EBIT	25.4	23.9	28.9	30.7
EBIT이익률(%)	14.7	12.1	13.6	14.0
순이익	18.4	17.3	17.8	18.9
PER(배)	13.1	18.3	15.8	14.9
PBR(배)	2.4	2.8	2.6	2.5
ROE(%)	18.8	14.3	17.0	17.4
배당수익률(%)	5.9	3.3	5.2	5.4

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-03-04 기준



Compliance Notice

- 당사는 3월 6일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- "엘타워" 종목은 3월 4일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.