

키움증권 

키움증권 리서치센터 | 2025년 09월 24일

KIWOOM 글로벌리서치팀 10월 Monthly

보글보글

Global ETF 김진영 jykim@kiwoom.com
China Strategy 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: 쇼미더머니_P.3

- 10월 미 증시는 SLR 규제 완화와 보험성 금리인하로 유동성이 확대되고, AI 투자 확대와 연착륙 기대감이 맞물리며 상승 흐름을 이어갈 것으로 전망. 다만 차익 실현, 고용 둔화, 관세 분쟁 불확실성 등 변수가 존재하나, 증시 방향을 바꿀 요인은 아니라 판단하며 10월 증시 예상 밴드는 S&P500 기준 상단 6,900pt, 하단 6,300pt로 제시
- EPS 이익 개선세와 연준 기업전망 조사 등 기업단에서 긍정적인 레버리지 효과를 예상하고 있다는 점은 긍정적. 다만 단기적으로 인하 시기와 폭에 대한 시장과 연준의 괴리가 약간의 흔들림을 발생시킬 가능성 존재. 그러나 이는 오히려 매수의 기회라는 관점 여전히 유지하며, 실적 시즌 맞이해 AI, 안보, 금융 등 주도 테마 중심으로 실적 성장 폭이 상대적으로 높은 종목에 주목할 필요

中: 안개 속에서 길을 찾다_P.82

- 향후 경기 및 대외 불확실성 완화 시그널이 제한적인 상황에서 추가 랠리를 보일 경우 정부 개입 우려는 불가피할 것
- 다만 중국 가계 자산 및 외국인투자자의 추가 유입 가능성, 공급측 개혁 등 정책 기대감으로 인해 10월 말까지 추가-이익간 괴리가 지속될 전망
- 역외 증시의 상대 우위 지속이 예상되나, 정책 및 경기 성장에 대한 불확실성이 일부 해소되기 전까지는 지수보다는 업종/테마에 대한 집중 필요

ETF: 보글보글_P.128

- 하반기 들어 글로벌 증시는 정책+유동성의 힘으로 상단을 높여가고 있음. 9월에도 미 연준의 보험성 금리인하 개시, AI 기업들의 성장성 확인 및 투자 확대 계획, 미-중 관계 개선 기대 등이 계절성을 이겨내는 재료로 작용
- 물가 위험과 기업이익 성장 둔화 등을 주시해야겠으나, Capex 투자 사이클 하에서 추가적인 '성장'이 동반된다면 일정 부분 높은 물가 및 금리 수준이 용인될 것이라는 기존의 관점 유지. 그 가운데서도 정부 정책과 기업 투자 모멘텀이 동반되는 섹터/테마 접근이 지수 투자 대비 상승여력 클 것 기대
- ETF Picks: SMH(반도체), SKYY(클라우드), IAI(금융 서비스), URA(우라늄), AIPO(AI HW/전력), KWEB(중국 플랫폼), SHLD(유럽 방산), GLD(금)

9월 미국 Review 및 10월 전망

쇼미더머니





9월 미국 Review 및 10월 전망 | 쇼미더머니

유동성을 등에 업은 미국 증시

- 10월 미 증시는 정책·제도적 요인과 시장·수급 요인이 함께 작용하며 상승 흐름을 이어갈 가능성이 높음. 보험성 금리인하로 단기 자금 조달 비용이 낮아지면서 은행의 대출 여력이 넓어지고 신용 공급이 원활해지는 구도가 형성되고 있음. 이에 SLR 규제 완화가 더해지면 GSIB를 비롯한 대형은행들이 국채 매입 능력을 키울 수 있어, 정부의 재정 집행 확대를 뒷받침하는 동시에 시중에 유동성을 공급하는 역할 수행 가능
- 또한 2분기 실적을 통해 확인된 AI 관련 수익성이 기업들의 CapEx 확대, 설비투자, M&A로 이어지며 성장주 중심의 자금 유입을 촉발하고 있음. 이러한 흐름이 투자 심리를 강화해 10월 미 증시는 우상향할 것으로 전망하며, 예상 밴드는 상단 6,900pt, 하단 6,300pt로 제시

차익 실현 우려 vs 성장 기대감

- 물론 차익 실현 압력, 고용 둔화 신호, 관세 관련 법적 공방 등은 단기 변동성을 자극할 수 있는 요인으로 남아 있음. 그러나 이들 요인은 펀더멘털을 훼손할 정도로 위협적이지 않다고 판단하며, 경기가 연착륙 경로를 유지하는 가운데 보험성 금리인하와 SLR 완화, 감세 정책 등이 추가 '성장' 동력으로 작용할 경우 증시의 상승 탄력을 이어질 여지가 있음

성장과 과열, 그 사이 줄타기

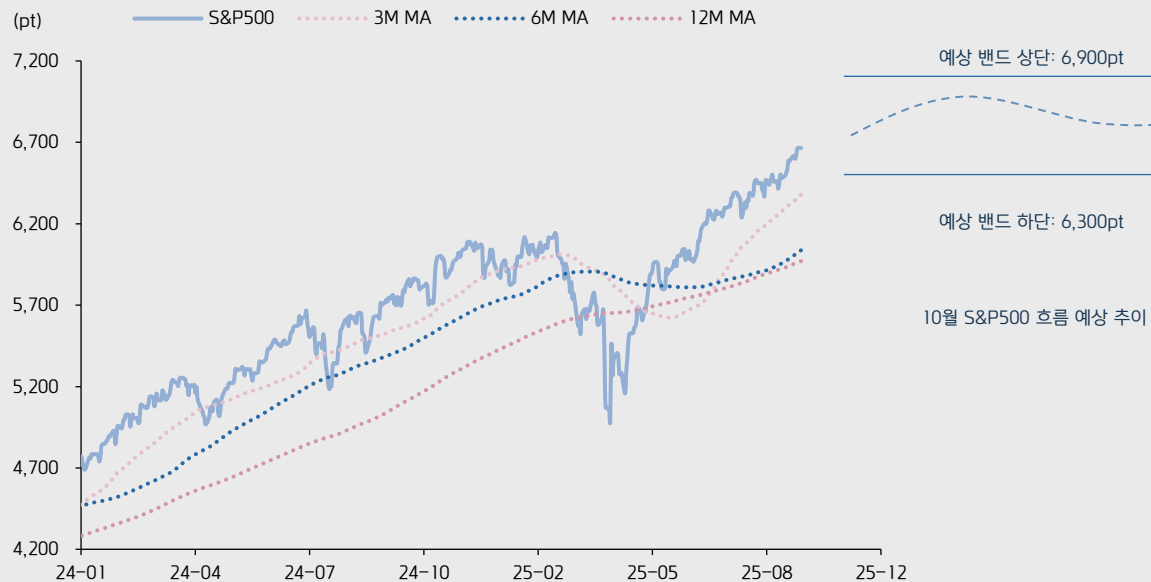
- EPS 이익 개선세와 연준 기업전망 조사 등 기업단에서 긍정적인 레버리지 효과를 예상하고 있다는 점은 긍정적이라 판단. 다만 10년물 국채금리와 주가 수익률간 상관관계는 역대 최저치로 시장의 인하 기대감이 과도하게 반영됨을 의미. 단기적으로 인하 시기와 폭에 대한 시장과 연준의 괴리가 약간의 흔들림을 발생시킬 가능성 존재. 그러나 이는 오히려 매수의 기회라는 관점은 여전히 유지하며, 실적 시즌 맞이해 AI, 안보, 금융 등 주도 테마 중심으로 실적 성장 폭이 상대적으로 높은 종목에 주목할 필요
- IT-네비우스 그룹(NBIS), 팰로앨토 네트워크스(PANW), 통신서비스-알파벳 A(GOOG), 산업재-버티브 홀딩스(VRT), 제네락 홀딩스(GNRC), 에어로바이런먼트(AVAV), 액손 엔터프라이즈(AXON), 금융-블랙록(BLK), 씨티그룹(C) 관심종목으로 제시



◆ 유동성 환경 개선 속 10월 증시

- 10월 미 증시는 SLR 규제 완화와 보험성 금리인하, 연착륙 기대감 속에 AI 투자와 설비·M&A 확대가 맞물리며 상승세를 이어갈 것으로 판단. 이에 10월 증시 밴드는 상단 6,900pt, 하단 6,300pt로 제시
- 물론 밸류에이션 부담에 따른 차익실현, 고용시장 둔화 우려, 관세 관련 위헌 판단 가능성 등이 잠재적 변수로 존재하나, 이들 요인은 AI 중심의 투자 확대와 이익 성장 기조를 훼손할 요인은 아닌 것으로 평가되며, 증시 흐름을 전환시킬 변곡점으로 작용하기는 어려울 것으로 판단

S&P500 10월 예상 흐름 및 상하단 밴드



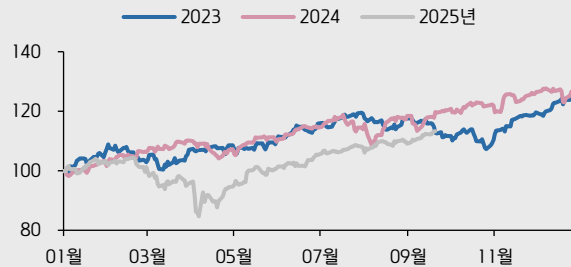
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 미국 주요 주가지수 3개년 연간 수익률 트렌드 비교

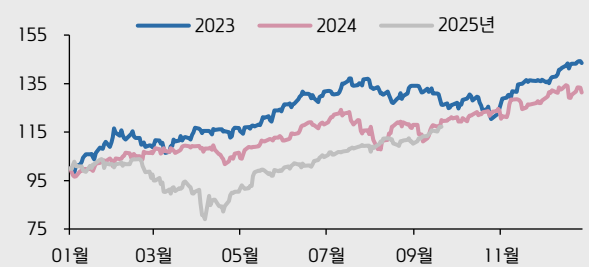
- S&P500과 나스닥 지수는 4월 관세 이슈를 소화한 후 6개월 연속 지속적으로 상승세를 보임. 2024년 9월 보험성 금리인하가 진행된 이후 주요 주가지수 상승 흐름이 이어졌던 것과 같이 2025년 9월 금리인하 이후 상승 모멘텀이 지속될 것으로 시장은 기대 중
- 나스닥은 연초대비 +17.2%, 4월 저점 대비 +36.4% 오르며 가장 높은 성장세를 연출 중

S&P500 연도별 수익률 비교



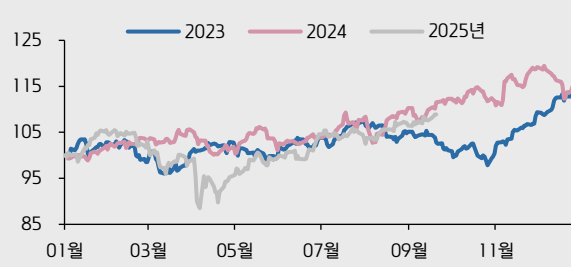
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

나스닥 연도별 수익률 비교



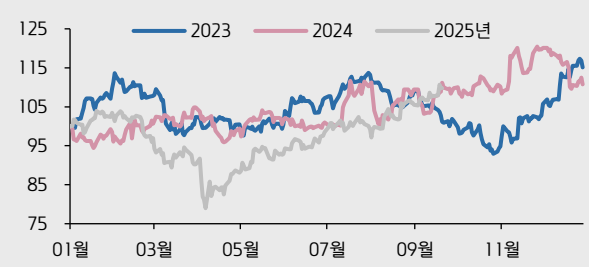
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

다우존스 연도별 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

러셀2000 연도별 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 9월 주요 주가지수 수익률 동향

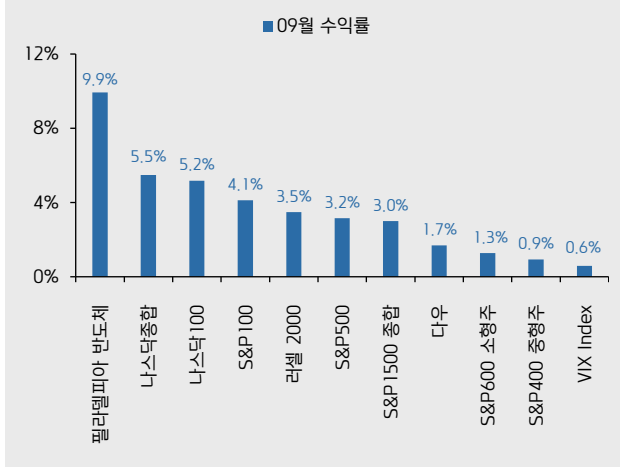
- 9월 필라델피아 반도체 지수는 +9.9%로 가장 높은 상승률을 기록했고, 3개월(+19.6%)과 1년(+24.6%) 누적 수익률을 고려하면 반도체 업종은 단기 및 중기 모두에서 시장을 아웃퍼폼 중
- 9월 나스닥 종합(+5.5%)과 나스닥 100(+5.2%) 역시 좋은 모습 보였으며 두 자릿수에 가까운 3개월 상승률을 감안할 때 성장주 중심의 장세가 확인됨. 특히 나스닥 100은 1년 기준 +24.4%로 S&P500(+16.9%)을 크게 웃돌며 대형 기술주의 견조한 흐름 반영
- 순환매 장세 영향으로 7~8월 강세를 보인 러셀2000은 9월 +3.5% 상승에 그치며 대형 기술주 대비 상대적 부진을 보임. 1년 기준 수익률도 +9.9%에 머무르며 중소형주 장세로 복귀했다고 판단하기 아직 이른 상황

미국 주가지수 기간별 수익률

지수명	종가(pt)	기간별 수익률			
		9월	3M	1Y	YTD
필라델피아 반도체	6,232.25	9.9%	19.6%	24.6%	20.7%
나스닥종합	22,631.48	5.5%	16.4%	26.1%	15.3%
나스닥100	24,626.25	5.2%	13.9%	24.4%	15.5%
S&P100	3,327.47	4.1%	14.0%	21.3%	14.0%
러셀 2000	2,448.77	3.5%	16.1%	9.9%	7.9%
S&P500	6,664.36	3.2%	11.7%	16.9%	12.1%
S&P1500 종합	1,492.88	3.0%	11.5%	15.9%	11.5%
다우	46,315.27	1.7%	9.7%	10.1%	8.4%
S&P600 소형주	1,456.07	1.3%	12.3%	2.9%	2.4%
S&P400 중형주	3,284.33	0.9%	8.6%	5.8%	4.2%
VIX Index	15.45	0.6%	-25.1%	-4.3%	-4.2%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주)2025.09.22일 기준

9월 미국 주가지수 수익률 순위



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주)2025.09.22일 기준

9월 산업별 수익률 분포

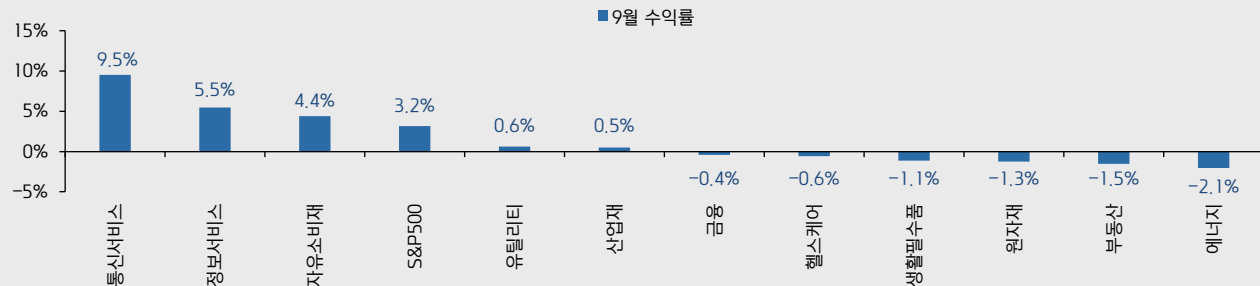


◆ 9월 산업별 수익률 분포

- 9월 가장 높은 성과를 보인 업종은 통신서비스로 +9.5% 상승을 기록. 이는 AI, 미디어, 플랫폼 기업들의 주가 강세가 집중된 결과
- 반면, 원자재(-1.3%), 부동산(-1.5%), 에너지(-2.1%) 등은 전통 산업군은 IT 중심의 자금 집중 역풍에 따라 (-) 성장을 기록

GICS Level 1 기준 산업별 수익률 분포

분류	종가(pt)	변화율			PER(x)		PBR(x)		EV/EBITDA(x)		
		9월	3M	YTD	2023	2024	2023	2024	2023	2024	
S&P500	통신서비스	438.54	9.5%	23.7%	26.5%	22.1	21.9	5.3	4.4	14.2	12.6
	정보서비스	5520.02	5.5%	17.5%	18.1%	35.9	28.2	12.5	10.0	24.8	19.8
	자유소비재	1941.704	4.4%	14.6%	4.9%	29.9	28.6	8.8	7.5	17.3	15.4
	S&P500	6664.36	3.2%	11.7%	12.1%	25.2	22.0	5.2	4.6	16.9	14.7
	유틸리티	428.83	0.6%	5.2%	9.4%	19.3	17.4	2.2	2.1	12.6	11.9
	산업재	1290.66	0.5%	7.3%	14.8%	26.9	23.4	6.6	6.0	17.1	15.2
	금융	1516.877	-0.4%	6.7%	9.1%	18.2	16.7	2.4	2.3	17.6	15.6
	헬스케어	1862.03	-0.6%	0.3%	-3.0%	17.9	16.2	4.4	3.9	13.3	12.0
	생활필수품	877.34	-1.1%	-1.5%	3.1%	22.5	21.0	6.4	5.8	15.8	14.0
	원자재	576.82	-1.3%	6.2%	10.1%	22.8	19.3	2.8	2.6	12.1	10.3
	부동산	255.82	-1.5%	-0.9%	0.3%	39.0	18.7	3.0	3.0	19.0	17.8
	에너지	672.22	-2.1%	-0.6%	0.7%	16.9	14.8	2.0	1.9	7.5	6.8
나스닥	22631.48	5.5%	16.4%	15.3%	34.4	28.2	8.1	6.5	20.8	17.2	



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주)2025.09.22일 기준

9월 세부 업종별 수익률 분포



◆ 9월 세부 업종별 수익률 분포

- 9월 가장 두드러진 상승세를 보인 업종은 자동차 및 부품으로 +24.6%를 기록. 3개월 기준 +30.8% 오른 것을 감안하면 상승폭이 9월에 집중되어 있음을 확인할 수 있으며, 부진했던 전기자 및 관련 부품 내러티브 개선이 주가에 가장 크게 반영되었음을 확인 가능

GICS Level 2 기준 세부 산업별 수익률 분포

지수명	증가(pt)	기간별 수익률					
		1W	9월 수익률	3M	6M	1Y	YTD
자동차 및 부품	225.58	6.9%	24.6%	30.8%	64.7%	69.4%	5.6%
엔터/미디어	1,831.24	3.8%	10.7%	25.7%	37.1%	44.9%	27.6%
하드웨어	4,731.99	4.6%	6.1%	22.7%	17.9%	13.5%	6.5%
반도체 및 장비	7,709.05	-0.2%	5.8%	24.4%	50.4%	47.5%	27.5%
소프트웨어	5,763.16	3.0%	4.7%	7.6%	26.5%	19.9%	17.6%
은행	584.56	2.8%	3.4%	15.9%	25.6%	38.7%	22.2%
S&P500	6,664.36	1.2%	3.2%	11.7%	17.6%	16.9%	12.1%
식료품	1,004.62	-1.5%	1.8%	0.8%	10.5%	12.0%	6.4%
자본재	1,495.10	1.3%	1.3%	9.7%	21.0%	20.4%	20.0%
유통	5,523.19	0.4%	1.2%	12.4%	17.9%	17.2%	5.7%
유틸리티	428.83	-0.7%	0.6%	5.2%	7.9%	6.0%	9.4%
운송	1,045.20	1.6%	0.6%	7.3%	7.5%	3.1%	5.0%
제약	1,300.01	0.1%	0.0%	6.0%	-5.6%	-12.9%	-0.6%
금융	1,516.88	0.6%	-0.4%	6.7%	7.5%	16.9%	9.1%
헬스케어	1,862.03	-1.9%	-0.6%	0.3%	-7.6%	-10.0%	-3.0%
소재	576.82	-0.9%	-1.3%	6.2%	7.2%	-2.5%	10.1%
부동산	255.82	-1.6%	-1.5%	-0.9%	-0.6%	-8.3%	0.3%
보험	811.32	-1.8%	-1.6%	-2.1%	-5.6%	-0.9%	2.0%
가정용품	807.79	-1.5%	-2.1%	-3.1%	-7.9%	-12.7%	-6.7%
에너지	672.22	0.0%	-2.1%	-0.6%	-4.3%	-0.6%	0.7%
통신	168.99	-1.5%	-2.3%	5.1%	0.7%	15.8%	15.6%
호텔/레저	1,958.08	-0.3%	-2.9%	4.1%	8.9%	13.3%	5.0%
음식료 및 담배	839.23	-1.1%	-3.0%	-2.6%	-0.6%	-4.5%	5.5%
상업 및 전문서비스	690.28	-1.7%	-3.6%	-4.3%	-0.2%	2.7%	2.0%
내구소비재/의류	392.67	-2.6%	-3.7%	17.7%	8.7%	-7.6%	-1.8%

자료: Bloomberg, 주)2025.09.22일 기준

9월 종목별 수익률 Top10 & Low10



◆ 9월 종목별 수익률 Top10 & Low10

9월 종목별 수익률 분포

월간 수익률 Top10 종목	티커	GICS 업종	시가총액(\$mIn)	변화율				1W 목표주가 변화
				1W	1M	3M	YTD	
워너브라더스 디스커버리	WBD US EQUITY	통신	47,857	2.4%	60.4%	83.7%	82.9%	0.1%
앨러빈	APP US EQUITY	통신	219,724	11.6%	47.1%	100.1%	100.6%	9.3%
웨스턴 디지털	WDC US EQUITY	기술	36,992	9.2%	38.5%	79.8%	136.7%	4.4%
씨게이트 테크놀로지 홀딩스	STX US EQUITY	기술	47,115	12.9%	39.0%	68.9%	156.3%	15.3%
마이크론 테크놀로지	MU US EQUITY	기술	182,115	3.5%	38.3%	31.7%	93.4%	8.2%
파라마운트 스카이댄스	PSKY US EQUITY	통신	20,739	0.7%	18.3%	-	-	0.0%
테슬라	TSLA US EQUITY	자유 소비재	1,416,747	7.6%	25.3%	32.3%	5.5%	22.8%
오라클	ORCL US EQUITY	기술	877,123	5.6%	30.6%	50.4%	85.2%	2.3%
랜리서치	LRCX US EQUITY	기술	160,050	8.5%	26.8%	40.3%	75.7%	0.0%
알파벳	GOOGL US EQUITY	통신	3,083,628	5.8%	23.6%	52.9%	34.6%	2.8%

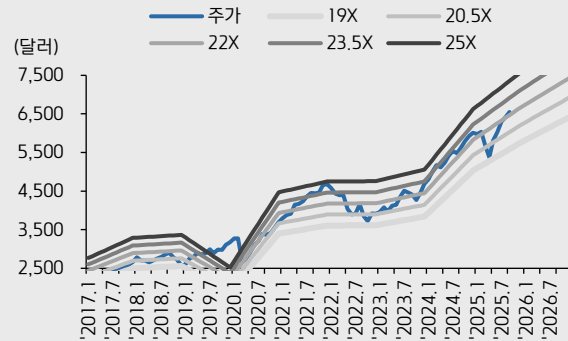
월간 수익률 Low10 종목	티커	GICS 업종	시가총액(\$mIn)	변화율				1W 목표주가 변화
				1W	1M	3M	YTD	
팩트셋 리서치 시스템스	FDS US EQUITY	금융기관	10,932	-20.1%	-24.2%	-31.5%	-39.8%	-70.1%
큐리그 닥터 페퍼	KDP US EQUITY	기본소비재	36,827	-0.4%	-22.8%	-19.3%	-15.6%	-0.5%
컨스텔레이션 브랜즈	STZ US EQUITY	기본소비재	23,433	-4.7%	-20.7%	-18.2%	-39.9%	0.9%
시놉시스	SNPS US EQUITY	기술	92,038	16.5%	-18.3%	5.3%	2.1%	0.0%
덱스컴	DXCM US EQUITY	헬스케어	26,451	-11.5%	-18.0%	-15.7%	-13.3%	0.0%
달러 트리	DLTR US EQUITY	기본소비재	19,430	-2.2%	-15.9%	-3.5%	27.1%	0.0%
트레이드 데스크	TTD US EQUITY	통신	21,743	-1.5%	-16.4%	-34.8%	-62.2%	-0.9%
켄뉴	KVUE US EQUITY	기본소비재	35,196	-3.4%	-15.1%	-14.3%	-14.1%	-0.1%
호멜 푸즈	HRL US EQUITY	기본소비재	13,651	-1.0%	-15.1%	-18.4%	-20.9%	0.0%
휴매나	HUM US EQUITY	헬스케어	30,388	-8.6%	-15.6%	5.4%	-0.4%	0.0%

자료: Bloomberg, 주)종목은 S&P500 포함 주식 중 선정, 2025.08.22일 기준

미국 주요 지수별 PER 밴드 차트

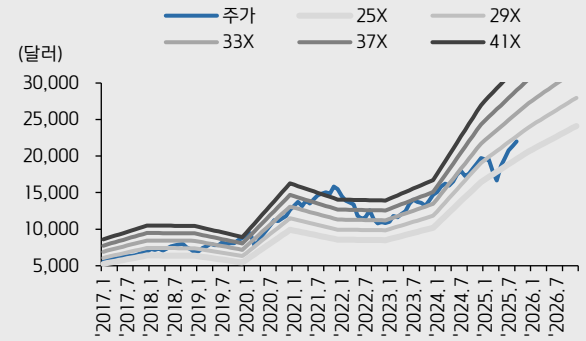


S&P500 PER 밴드



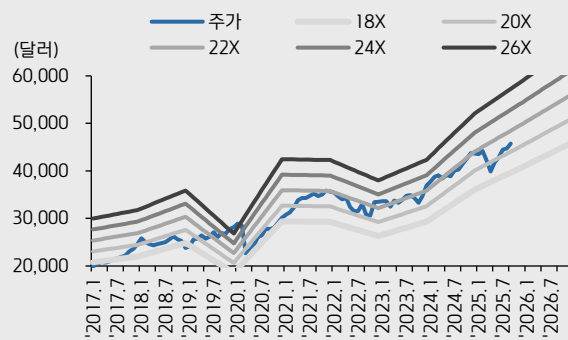
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NASDAQ PER 밴드



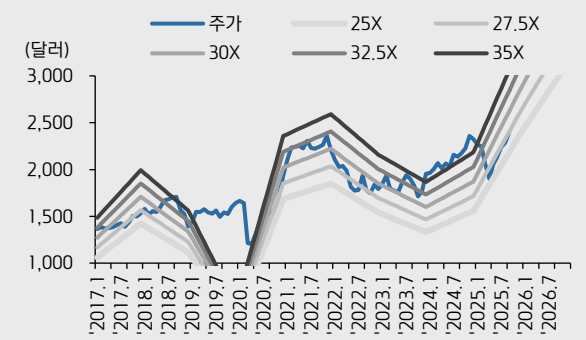
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

DOW PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Russell2000 PER 밴드



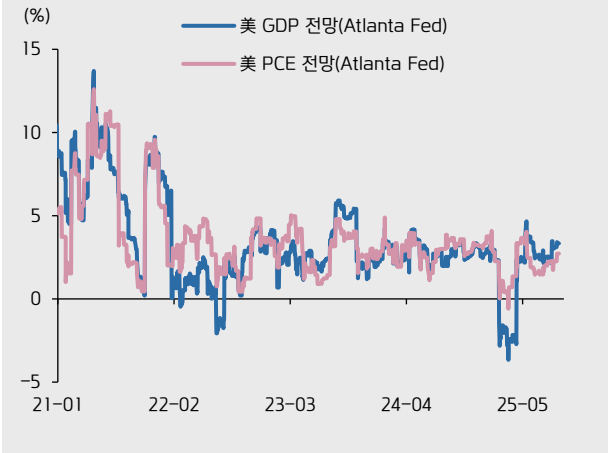
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 연착륙 경로를 유지할 미국 경제

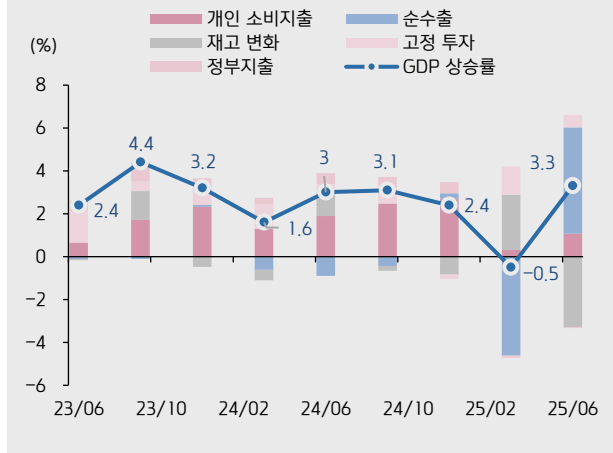
- 아틀란타 Fed의 GDP Now 전망치는 '25년 9월 기준 3.3%로 상승하며 경기 연착륙 시나리오를 반영
- 같은 시점 애틀란타 Fed의 PCE 전망치는 2.7%로 2% 레벨 물가 수준이 유지되며 여전히 물가 상방 리스크를 제한
- GDP 세부 항목을 검토해볼 때 과거 대비 개인 소비지출 증가율이 소폭 감소했으나(2Q 개인 소비지출: +1.1%) 침체를 우려할 정도라 보기 어려우며 정부발 지출이 3분기 이후 더해질 경우 연내 경기 침체 가능성은 낮을 것으로 판단

아틀란타 연은 GDP·PCE 전망치 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GDP 성장률 기여 요인별 추이



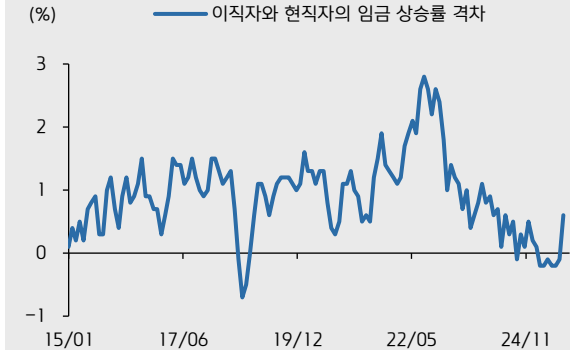
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 업종별 임금 상승률 추이 변화

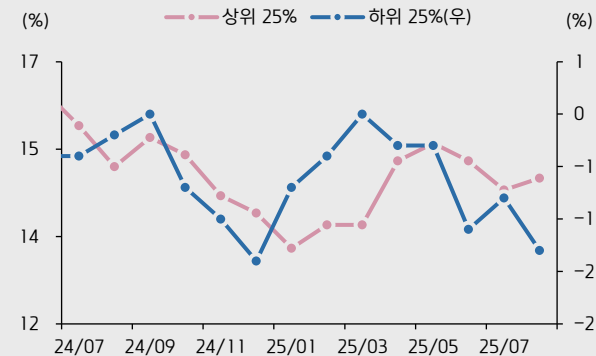
- 이직자와 현직자의 임금 상승률 격차는 '22년 이후 꾸준히 하락했으나, 8월 기준 0.6%로 반등하며 약화되었던 이직 프리미엄이 잠시 회복
- 소득 계층별 임금 추이를 보면 상위 25%의 임금 상승률은 8월 +14.5%로 늘어났으나 하위 25%는 -1.3%로 양 그룹 간 격차가 확대되는 모습이 보임
- 고용 형태별로 풀타임과 파트타임 모두 '25년 8월 각각 +4.3%, +3.5%로 안정화된 상황이나 풀타임, 파트타임 임금 상승 격차 역시 점차 확대되는 양상을 보임

이직자와 현직자의 임금 상승률 격차 추이



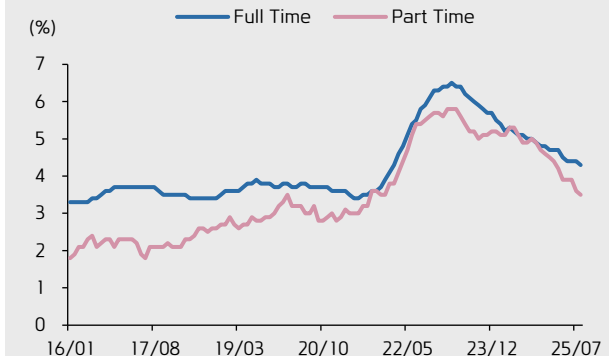
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

소득 상위·하위 25% 임금 상승률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

풀타임·파트타임 임금 상승률 추이



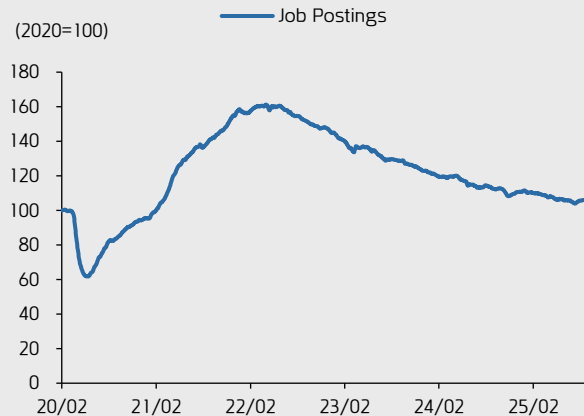
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 구인 감소 속 AI 인력 수요 확대

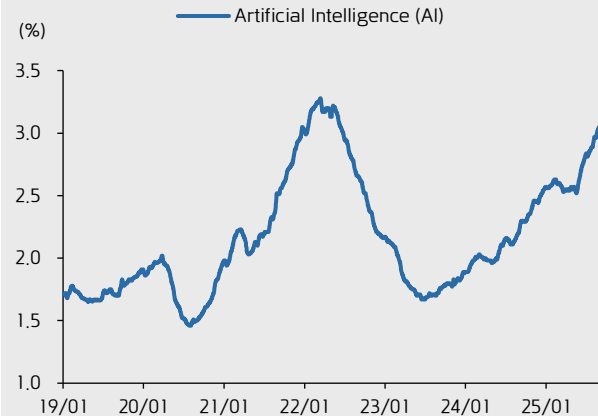
- 전체 구인 공고는 '22년 정점을 기록한 이후 완만한 하락세를 이어가며 최근 104.3pt 수준으로 축소됨. 이는 코로나19 이후 과열되었던 노동 수요가 점차 정상화 국면에 진입했음을 시사
- 반면 AI 관련 구인 공고 비중은 '20년 약 1.5%에서 꾸준히 상승해 최근 3.05%에 도달함. 이는 전체 고용 수요가 둔화되는 환경에서도 AI와 관련된 전문 인력 수요가 예외적으로 확대되고 있음을 보여줌
- 특히 Machine Learning, Generative AI 등 고도화된 기술 역량을 요구하는 포지션이 채용 공고에 빈번히 포함되며, 기업들이 구조적 인력 재편 과정에서 AI 관련 인재 확보를 우선시하는 흐름이 확인됨

구인 공고 추이 (Job Postings)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AI 관련 구인 공고 비중 추이



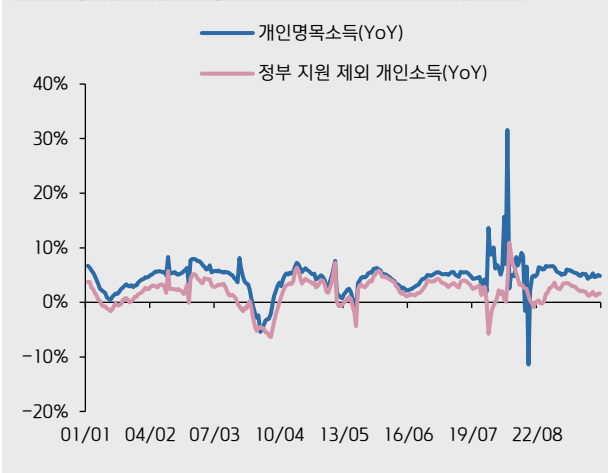
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 개인 소득과 저축 추이 변화

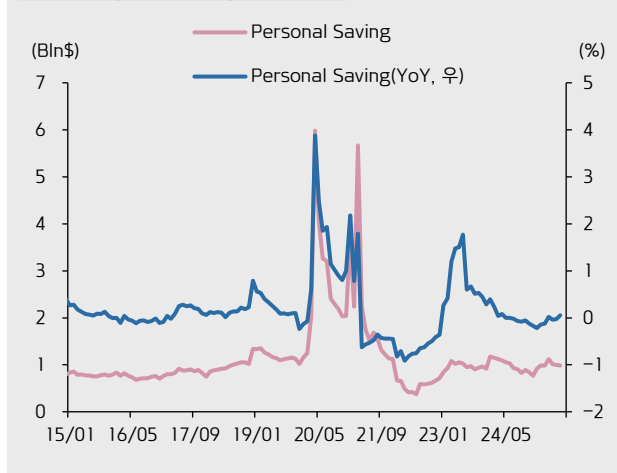
- 개인 명목소득은 최근 전년 대비 +4.9% 증가하며 안정적인 성장세를 유지함. 정부 지원을 제외한 개인소득은 +1.6% 증가에 그쳐 상대적으로 낮은 흐름을 보임. 정부 보조금 효과가 줄어든 이후 가계 실질 소득의 개선 속도는 제한되었으나, 여전히 (+) 성장 중
- 개인 저축 규모는 9,856억 달러 수준으로 축소되었고, YoY 증감률은 +5.8%를 기록. 과거 팬데믹 기간 급등했던 저축률이 정상화 국면에 진입하면서 장기 추세는 둔화되었으나, 최근에는 저축 여력은 오히려 일부 회복됨
- 가계 소득은 완만한 증가세를 유지하고 있으며 저축은 감소세 속에서 단기적 회복세가 나타나고 있음. 소비 여력의 불균형이 이어지고 있지만 경기 위축을 우려할 정도의 소비 절벽 상황에 놓여있지는 않음을 시사

개인 명목소득 및 정부 지원 제외 개인소득 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

개인 저축 규모 및 증감률 추이



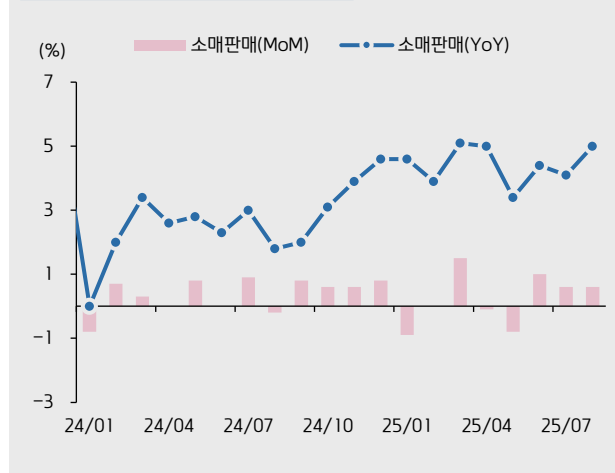
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 소매판매와 중소기업 낙관지수의 회복 흐름

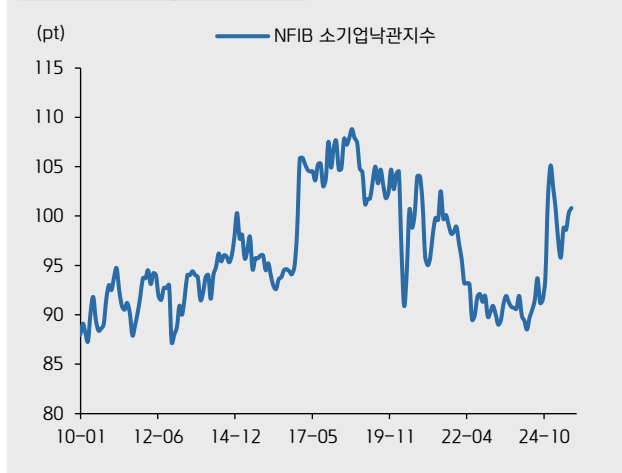
- 소매판매 지수는 국내에서 일정 기간 동안 소비자들이 실제로 지출한 소매업 매출액을 지수화한 하드데이터
- 8월 소매판매는 전월 대비(MoM) +0.6% 증가하며 단기적으로 개선세를 보였고, 전년 대비(YoY)로는 +5.0% 상승. 이는 소비의 장기 추세가 아직까지 견조하게 유지되고 있음을 시사하며 고금리 환경 속에서도 실질 소비 여력이 크게 꺾이지 않았음을 의미
- NFIB 소기업낙관지수는 8월 기준 102.8pt로 반등하며 '24년 크게 위축되었던 중소기업 심리가 회복되는 모습을 보임. 물론 과거 108pt 이상을 기록했던 시기와 비교하면 아직은 완전한 회복세에 도달하지 못한 상태이나, 확장 초입을 반영하고 있다는 것이 유의미

소매판매 MoM·YoY 변화 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NFIB 소기업낙관지수 추이



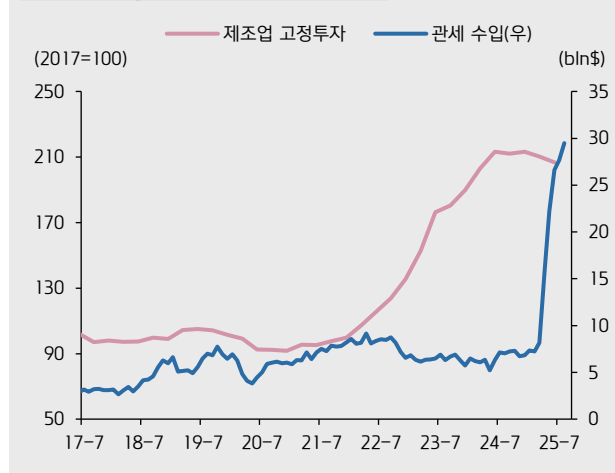
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 관세 수입 급증과 교역 구조 재편

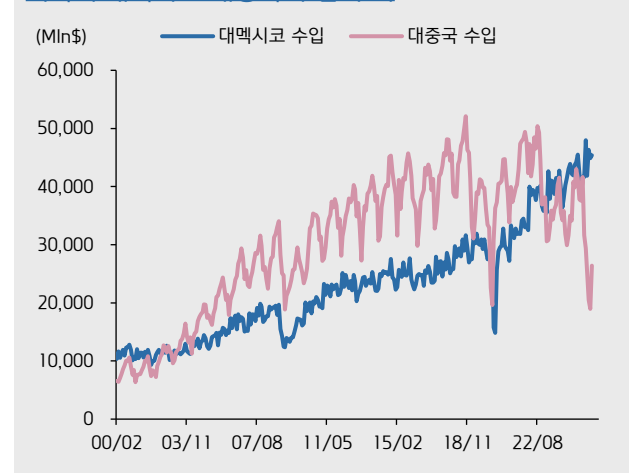
- 관세 수입은 올해 4월 이후 급증하여 8월 기준 295억 달러 수준으로 치솟았음. 올해 누적 관세 수입은 1,443억 달러이며, 8월 수준 관세 수입이 12개월 지속된다고 가정할 경우 1년 관세 수입은 3,540억 달러를 기록
- 올해 1월 317억 달러의 대중국 무역수지를 기록한 미국은 수입액을 7월 기준 171억 달러로 크게 낮추어 무역수지 적자를 일부 감소
- 대중국 무역 의존도 축소와 제조업 리쇼어링 및 관세 부과 확대 등을 결합하여 정부는 재정 수입의 구조적 강화를 유도하는 중
- 물론 대멕시코 수입액은 꾸준히 증가해 최근 454억 달러로 중국을 추월하는 흐름이 확인되었으나, 이는 글로벌 공급망 다변화 전략 속에서 미국 근방에 위치한 멕시코가 대체 생산기지로 부상했음을 시사

제조업 고정투자와 관세 수입 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국의 대멕시코·대중국 수입 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 美 대법원의 관세 정책 판결 가능성과 시나리오 별 영향

- 현재 미국 대법원은 공화당 임명 대법관이 6명, 민주당 임명 대법관이 3명으로 공화당 우위 구도가 형성되어 있음. 다만 존 로버츠 대법원장과 에이미 코니 배럿 등 2명의 중도 보수 성향이 캐스팅보트 역할을 수행할 수 있어 판결 방향은 단정하기 어려움
- 10월부터 대법원에서 트럼프 행정부의 관세 정책, 특히 301조(1974년 무역법 근거) 조치의 위헌 여부가 의제로 논의될 예정임. 이는 시장과 기업에 법적 불확실성을 제공하며, 관세 정책 지속성에 대한 단기 노이즈로 작용할 수 있음
- 그러나 심리 및 판결 절차를 고려하면 10월 안에 최종 결론이 도출될 가능성은 낮음. 또한 트럼프 행정부가 추진해 온 관세 중심의 경제 회복 시나리오가 대법원 판결만으로 즉각 무너질 가능성은 제한적일 것으로 판단. 행정부는 Section 301 외에도 Section 232나 긴급 무역조치 등 대체적 법적 근거를 활용할 수 있는 정책적 유연성을 확보하고 있음
- 즉, 10월 중 판결 절차를 시작한 대법원으로 인해 노이즈가 발생할 경우 단기 차익실현 근거로 활용될 여지는 있으나 1)결과 도출까지 걸릴 시간 및 정책적 유연성 등을 감안할 때 트럼프 행정부의 관세 정책이 180도 변화할 것으로 보기는 어려운 상황

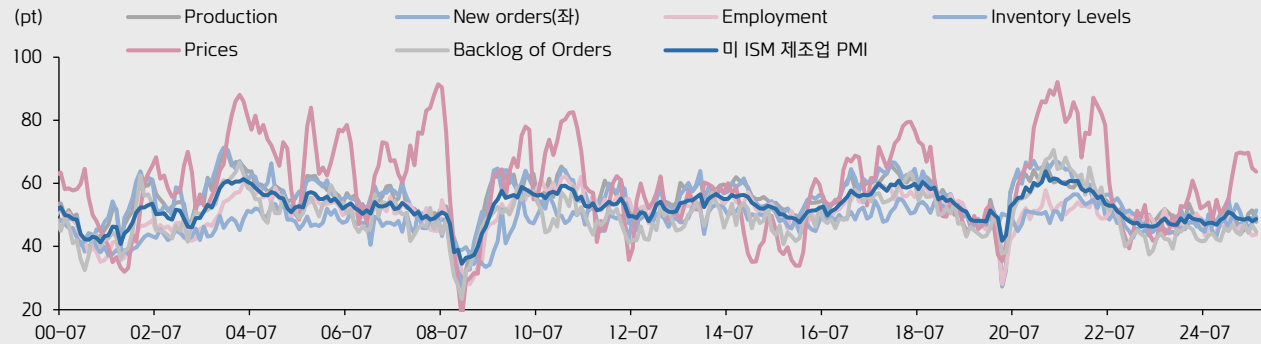
미국 대법원 구성 현황

임명 정당	대법관	임명 대통령(정당)	성향
공화당 임명	John G. Roberts, Jr.(대법원장)	George W. Bush (R)	중도 보수
	Clarence Thomas	George H. W. Bush (R)	확고 보수
	Samuel A. Alito, Jr.	George W. Bush (R)	확고 보수
	Neil M. Gorsuch	Donald Trump (R)	확고 보수
	Brett M. Kavanaugh	Donald Trump (R)	확고 보수
	Amy Coney Barrett	Donald Trump (R)	중도 보수
민주당 임명	Sonia Sotomayor	Barack Obama (D)	확고 진보
	Elena Kagan	Barack Obama (D)	확고 진보
	Ketanji Brown Jackson	Joe Biden (D)	확고 진보

자료: 키움증권 리서치

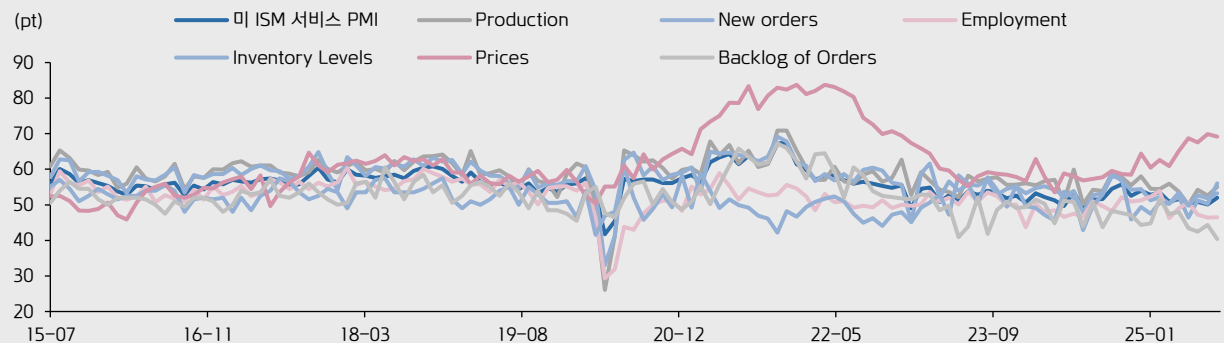


ISM 제조업 PMI



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ISM 서비스업 PMI



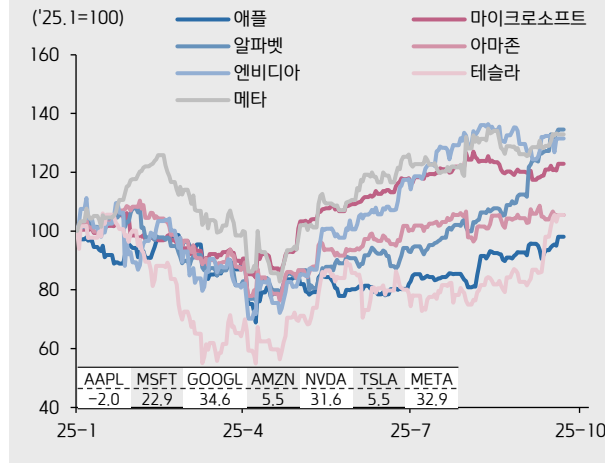
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ M7 종목별 차별화와 시장 기여도

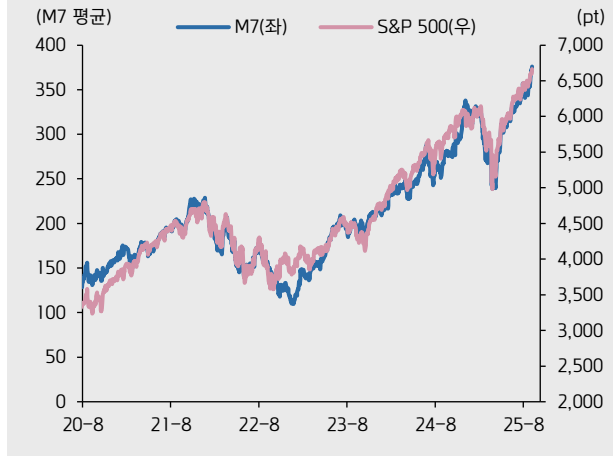
- 연초 이후 M7 종목 간 성과는 뚜렷한 차별화가 나타남. 구글(+34.6%), 엔비디아(+31.6%), 메타(+32.9%)는 30% 이상 상승하며 반도체, 광고 플랫폼 모멘텀을 반영했고, 마이크로소프트(+22.9%) 역시 견조한 클라우드 수요 덕에 강세를 보임
- 반면 아마존(+5.5%)과 테슬라(+5.5%)는 제한적 상승에 머물렀으며, 애플(-2.0%)은 공급망 불안으로 유일하게 하락을 기록
- 다만, 연간 부진한 모습을 보이던 테슬라는 로보택시 및 휴머노이드 산업 확장 기대감 및 오퍼 리스크 감소 등으로 9월 +22.8% 급등
- M7 전체 연간 평균은 +18.7%로 여전히 S&P500 YTD 상승률인 +12.7% 대비 높은 상승세를 보였으나, 개별 종목 간 성과 차이가 커지며 차별화된 대응이 요구되고 있는 상황

연초 이후 M7간 주가 흐름 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 9월 22일 기준 연초대비 변화율

S&P500 추이와 M7 평균 추이 비교



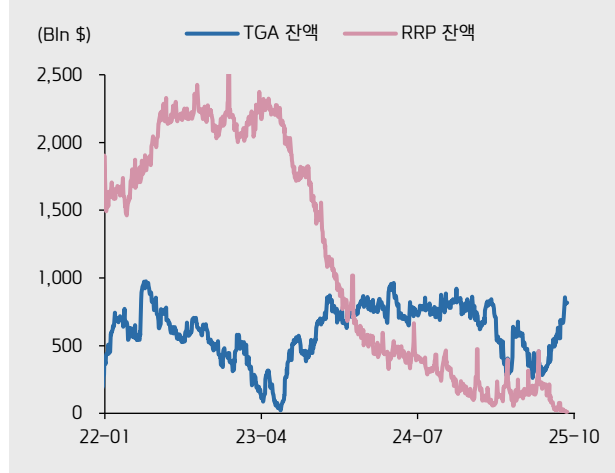
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ TGA 환경 점검과 유동성 흐름

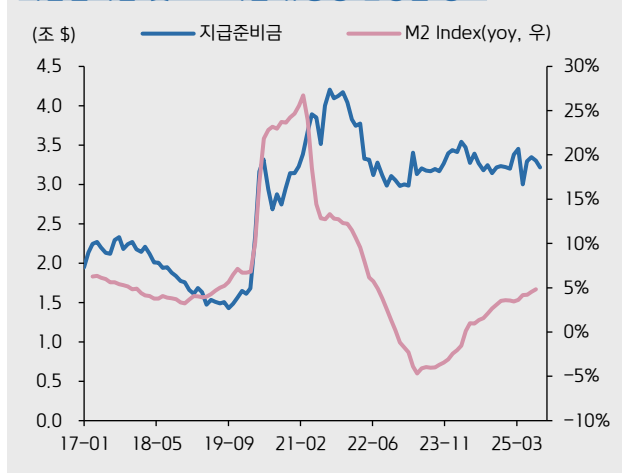
- TGA 잔액은 최근 8,164.5억 달러까지 상승하며 단기적으로 재정자금이 확충된 모습이 확인됨. 반대로 RRP 잔액은 113.6억 달러까지 축소되며 단기 유동성 공급 버퍼로 여겨진 여력이 크게 축소됨
- 재무부의 국채 발행을 통한 자금 조달이 본격화되며 TGA가 충전되는 가운데, 단기자금시장에서의 유동성 흡수도 강화되고 있음
- 그럼에도 지급준비금은 약 3.2조 달러 수준에서 안정적으로 유지되고 있으며, M2 증가율은 최근 +4.82%로 플러스 흐름을 이어가고 있음. TGA 확충과 RRP 잔액 소진이 유동성 긴축을 만들어 낼 것이란 시장의 우려가 안정적 지급준비금을 바탕으로 완화되는 국면

TGA 잔액 및 RRP 잔액의 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

지급준비금 및 M2 기준 유동성 환경은 양호



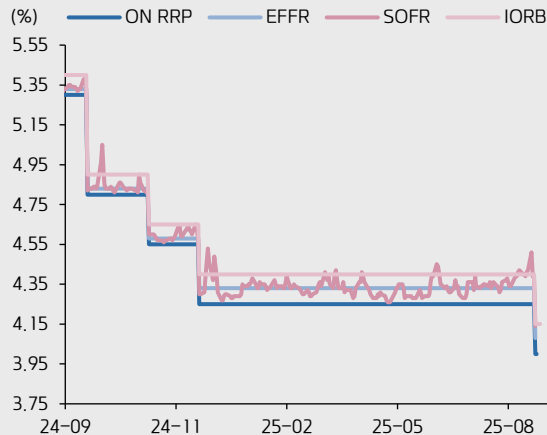
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ SOFR과 RRP 금리 갭과 단기자금시장 안정성

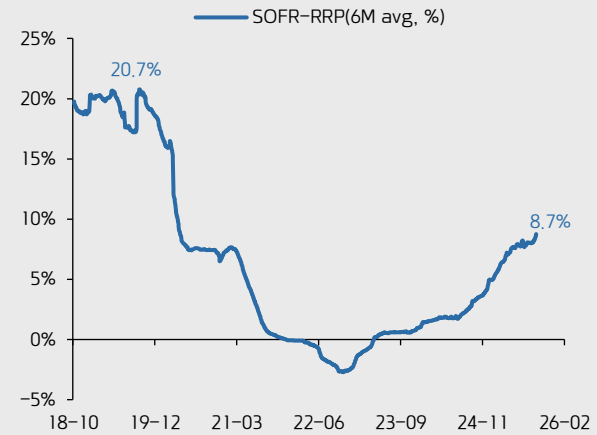
- 미국 단기 정책금리는 최근 인하 기조를 반영해 RRP, EFFR, SOFR, IORB 모두 4%대 초반으로 안정된 흐름을 보이고 있음
- SOFR-RRP 스프레드는 '18~'20년 20%를 상회했던 국면에서 현재는 8.7% 수준으로 낮아진 상태임. 과거 대비 단기자금시장 경색이 완화되었지만, '22년 12월 이후 RRP 대비 SOFR 상방 평균 레벨이 꾸준히 높아지는 중
- 여기에는 RRP 잔액의 소진과 TGA 잔액 충원 등의 영향이 반영되면서 단기 유동성 버퍼가 시장에서 줄어들고 있음을 의미하지만, 시장은 일시적 현상일 것으로 점치는 중
- 연준의 연내 3회 금리 인하 시사 및 채권 발행을 통한 유동성 공급, 사상 최고 수준의 MMF 잔액 등이 이를 반증. 보험성 금리인하가 계속될 경우 단기자금 경색 우려는 완화될 가능성이 높음

미국 금리 변화 추이(RRP, EFFR, SOFR, IORB)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

단기자금 경색을 간접적으로 보여주는 SOFR-RRP



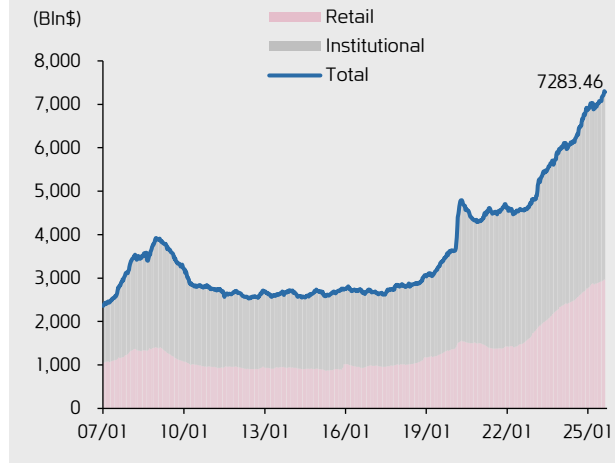
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 미국 MMF 잔액과 구성 추이

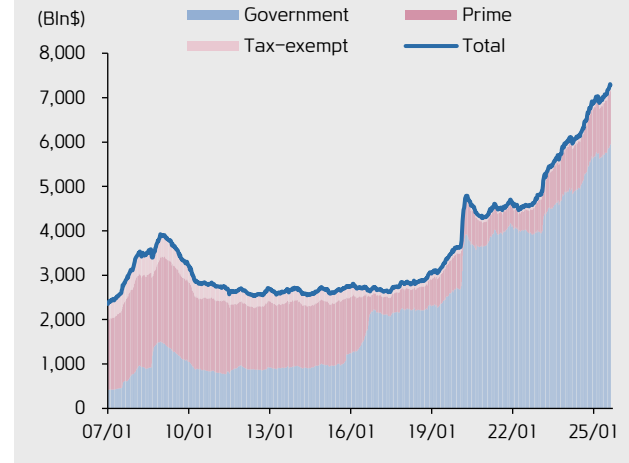
- 미국 MMF 총잔액은 '25년 9월 기준 약 7.3조 달러로 사상 최고 수준에 도달. 이 중 기관 자금이 4.3조 달러(59.4%), 리테일 자금이 2.9조 달러(40.6%)를 차지하며 기관 자금 비중이 우세한 구조를 보임
- 유형별로는 정부형 MMF가 전체의 81.5%를 차지하며 절대적 비중을 차지하며 PRIME MMF는 16.6%를 기록 중. 정부형 MMF의 주 타겟은 국채이며, 정부의 단기채 수 흡수처가 될 전망
- 정부형 MMF 내 기관 비중이 4.08조 달러로 리테일의 1.86조 달러 대비 두 배 이상 크다는 점이 특징적이며, 금융 기관의 채권 수요 여력이 향후 정부 발 부채 흡수에 중요한 기능을 할 것. SLR 규제 완화 또한 이와 같은 맥락에서 시행된다 판단할 수 있음

리테일·기관 MMF 잔액 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MMF 유형별(정부형·프라임·세금우대) 잔액 추이



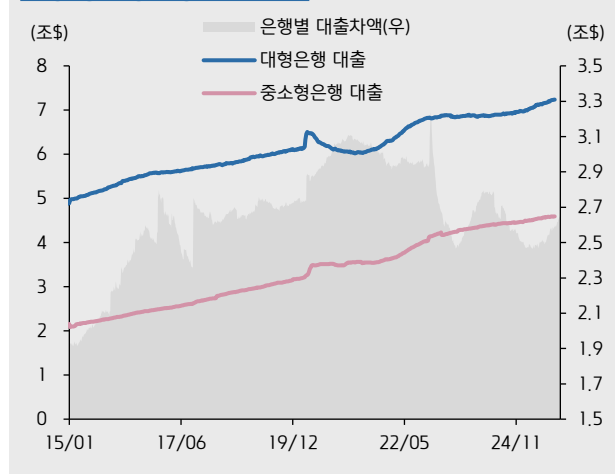
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 대형은행 vs 지역은행

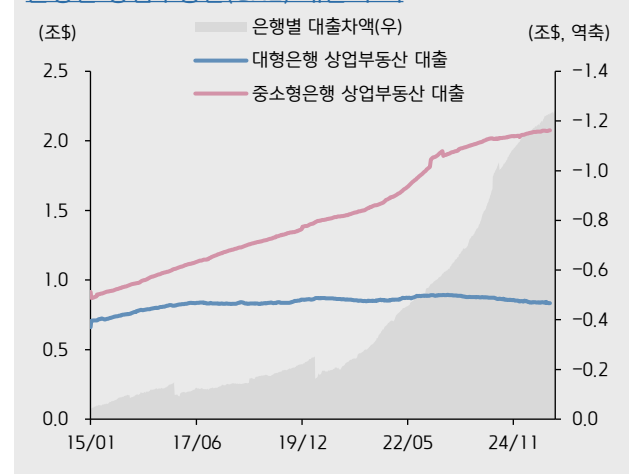
- 9월 대형은행 총대출은 7.23조 달러로 전년 대비 +4.4% 증가하며 안정적 흐름을 보임. 중소형은행 총대출도 4.59조 달러로 전년 대비 +3.5% 늘어나며 견조한 성장세를 유지. 풍부한 유동성을 보유한 대형은행 뿐 아니라 중소형은행의 대출 증가율이 지속되고 있음은 지역 밀착형 대출 수요가 계속되고 있음을 의미
- 상업부동산(CRE) 부문에서는 대형은행 대출이 8,343억 달러로 전년 대비 -2.8% 감소한 반면, 중소형은행 CRE 대출은 2.08조 달러로 전년 대비 +2.6% 증가함. 특히 9월 17일 기준으로도 대형은행 CRE 대출은 -1.02% 감소한 반면, 중소형은행 CRE 대출은 +0.22% 증가하여 차별화된 모습을 나타냄
- 대형은행은 리스크 관리 기조 속에서 CRE 대출 외 부분에서 대출을 늘리고 있는 반면, 중소형은행은 지역경제와 상업부동산 수요를 기반으로 대출 확대를 유지하고 있음. 은행 안정성은 여전히 지속되고 있지만, 상업부동산 부문 건전화와 중소형은행 건전성이 밀접한 연관성을 보이고 있다는 점은 염두해 둘 필요가 있음

대형·중소형은행 대출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

은행별 상업부동산(CRE) 대출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

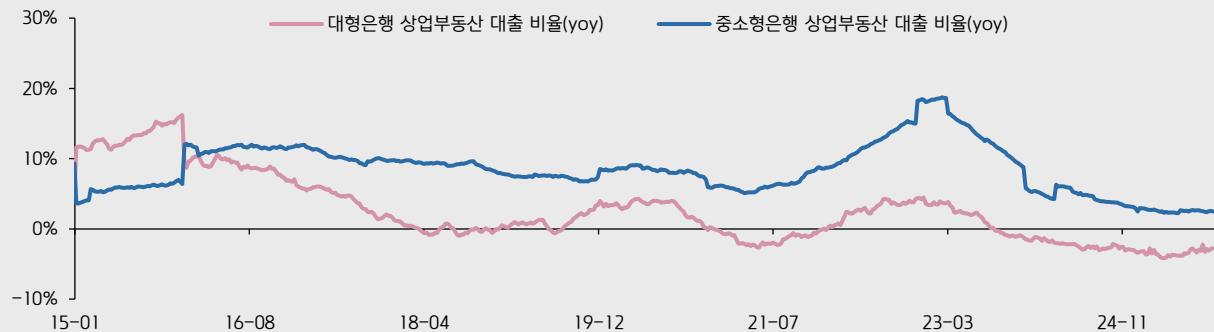


대형은행·중소형은행 대출 증감률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

대형은행·중소형은행 상업부동산 대출 증감률



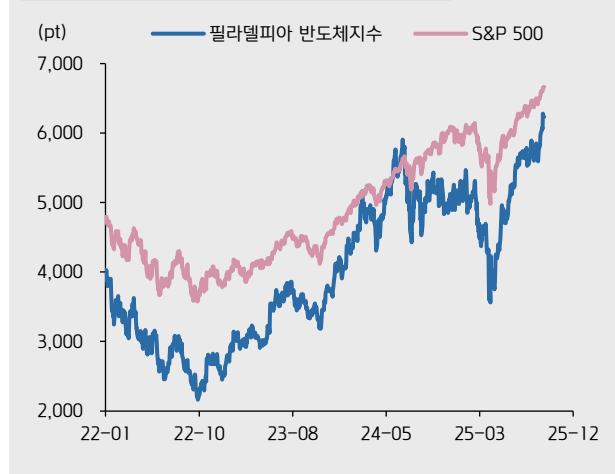
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 필라델피아 반도체지수의 상대적 수익률 회복과 투자 여력

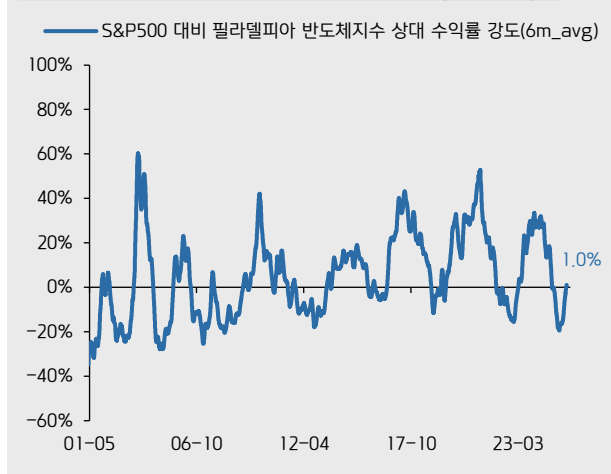
- 필라델피아 반도체지수의 S&P500 대비 상대적 수익률 강도가 6개월 이동평균 기준 +1.0%로 플러스 전환되며, 과거 부진했던 구간을 벗어나 강세 전환
- 역사적 사이클 상 저점 탈피 후 상대적 수익률 강도가 최소 20%를 넘겼다는 점을 감안하면 반도체 업종의 상대적 초과 수익 구간이 아직 완전히 소진되지 않았다고 판단 가능
- 물론 과거 사이클만으로 반도체 오버웨이트 전략을 정당화하기에는 부족하지만, 현재 거시환경 요인도 상승 모멘텀을 뒷받침. 연착륙 가능성, 보험성 금리인하 기반 금융환경 완화, AI 중심의 투자 사이클 확산 등이 모두 반도체 수요와 주가 탄력도를 높이는 요인
- 특히 AI 인프라 투자는 메모리·비메모리 전반의 수요를 견인할 수 있어, 업종 내 확산 가능성을 높임

필라델피아 반도체지수 & S&P500 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

S&P500 대비 필라델피아 반도체지수 상대 수익률



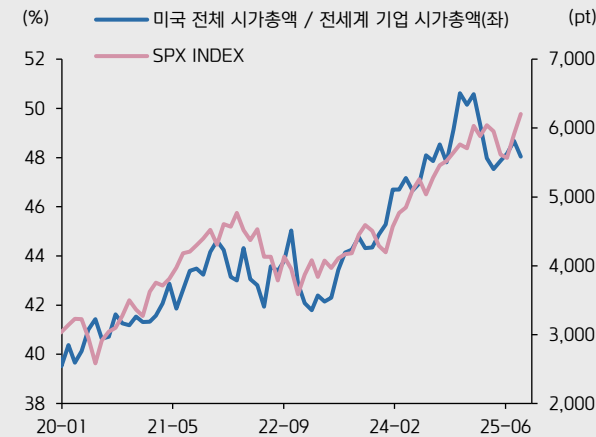
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 미국 증시와 글로벌 시장 간 확대된 괴리

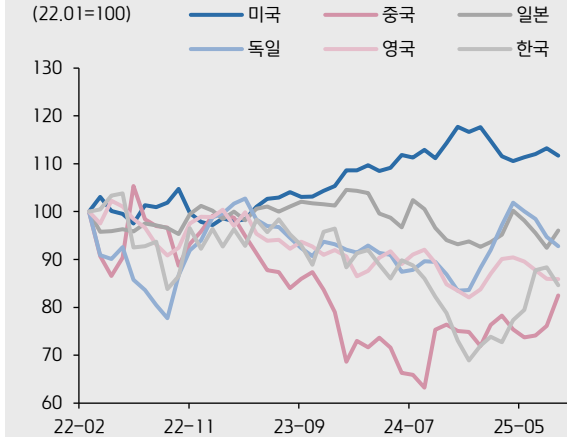
- '25년 8월 기준 미국 기업들의 시가총액은 전세계의 48.0%를 차지하며 4월 47.5% 대비 꾸준히 격차를 넓여가고 있으나 7월 48.7% 보다는 -0.7%p 하락. 이는 글로벌 자금이 미국 증시로 집중되는 추세는 이어지고 있지만 일시적 조정이 진행된 것으로 해석 가능
- 같은 기간 일부 국가들의 점유율은 소폭 반등했는데, 중국은 7월 8.3%에서 8월 8.9%로 +0.6%p, 일본은 7월 5.1%에서 8월 5.3%로 +0.2%p 상승하며 미국의 점유율 확대에 제동을 걸
- 일본의 경우 추세의 전환으로 보기는 아직 어렵지만, 중국의 경우에는 증시 상승이 '25년 6월 이후 꾸준히 높아지는 모습을 보임. 최근 중국의 항셱지수가 52주 신고가를 기록하며 테크 중심 상승세를 이어가고 있음을 감안할 필요가 있음
- 미국과 중국 양국이 주도권 다툼을 하고 있는 상황에서 8월의 승자는 중국. 다만, AI 기술력 관점에서 여전히 미국이 우위를 보이고 있다는 평가가 지배적인 만큼 미국의 자금 이탈 가능성을 점치는 것은 아직 선부른 판단일 수 있음

전세계 시장에서 미국 기업들이 차지하는 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2022년 이후 주요 선진국 별 증시 상승 속도 비교



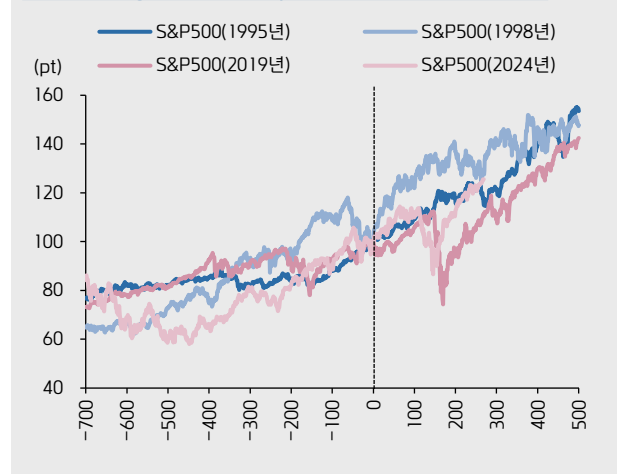
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 보험성 금리인하 국면에서의 주가지수 흐름과 이번 사이클 전망

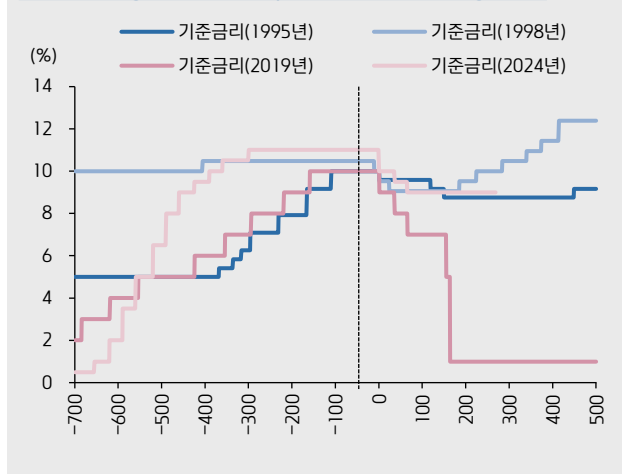
- 과거 4번의 보험성 금리인하 국면에서 주요 주가지수는 모두 상승세를 기록했으며, 평균 상승률은 S&P500 +9.9%, 나스닥 +11.5%, 다우 +9.7%, 러셀2000 +6.9%로 나타남
- 이번 사이클은 옵션시장(FedWatch)의 금리인하 경로와 중립금리(3.25~3.5%) 수준을 감안할 때, '25년 9월 FOMC에서 시작되어 '25년 4월 전후 종료될 가능성이 높으며, 이는 약 223~272일의 기간으로 계산됨
- 역사적 보험성 금리인하 평균 일별 수익률을 적용할 경우, 이번 사이클에서 기대할 수 있는 상승 폭 범위는 S&P500 +9~11%, 나스닥 +12~15%, 다우 +8~10%, 러셀2000 +5~6% 수준으로 추정
- 이를 지수로 환산하면 S&P500 7,200~7,350pt, 나스닥 25,000~25,650pt, 다우 49,600~50,400pt, 러셀2000 2,530~2,550pt가 합리적 목표 구간으로 제시될 수 있음

과거 보험성 금리인하 국면과 S&P500 추이 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

과거 보험성 금리인하 국면과 기준금리 변동 비교



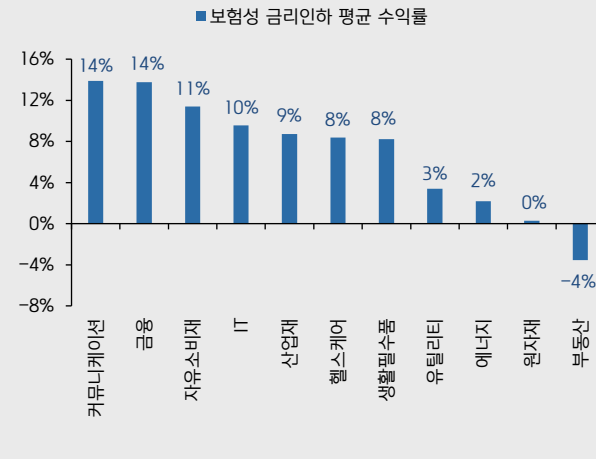
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 보험성 금리인하 수혜가 집중될 섹터 및 업종

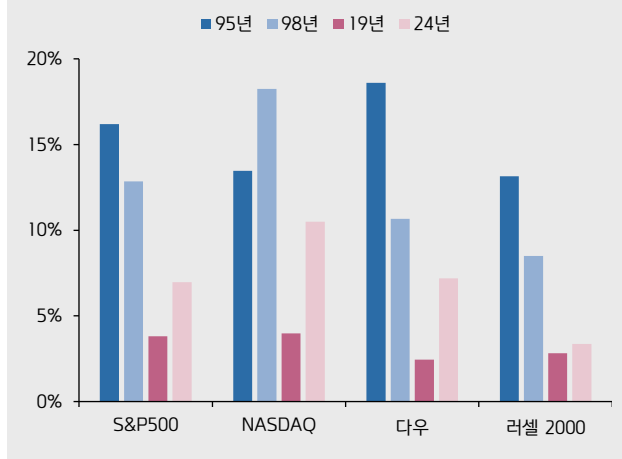
- 이번 보험성 금리인하 국면에서는 성장주 중심의 투자 전략이 높은 성과를 거둘 가능성이 높음. 과거 사례에서도 모멘텀(+11.8%)과 성장주(+10.9%)가 두드러진 성과를 기록했듯, 유동성 확대와 위험자산 선호가 결합된 지금 성장주의 매력에 강화될 가능성이 높음
- 특히 IT(+14%)와 커뮤니케이션 서비스(+14%) 업종은 과거 사이클에서 가장 높은 평균 수익률을 기록했으며, 이번 사이클에서도 핵심 투자처로 부각될 가능성이 높음
- 세부 업종별 수혜주로는 1)은행 및 금융산업은 단기 조달금리의 가파른 하락과 장기 대출금리 완만한 하락이 순이자마진(NIM) 확대를 만들어 수익성에 기여할 수 있으며, SLR 규제 완화와 OBBBA 등의 감세 정책 역시도 대출 수요에 일조할 수 있음
- 2)자동차·부품은 오토론·리스 금리 하락으로 구매력이 개선되고 과거 금리인하 국면에서 판매 증가가 반복 확인됨. 3)엔터·미디어 산업도 광고 지출 회복과 스트리밍·게임·구독 성장으로 긍정적 흐름 예상됨

보험성 금리인하 국면 평균 섹터별 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

과거 사이클별 주요 지수 성과 비교



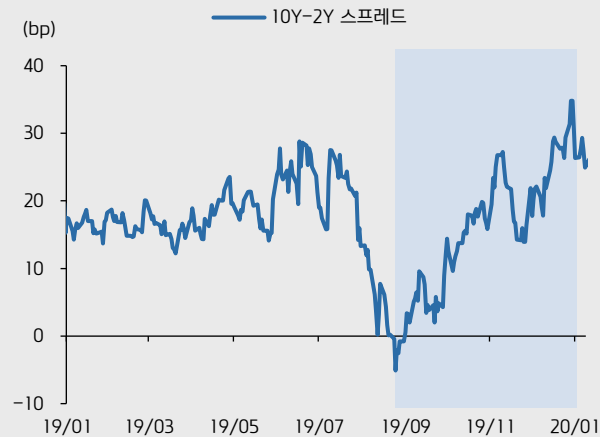
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 보험성 금리인하와 장단기 금리 스프레드 변화

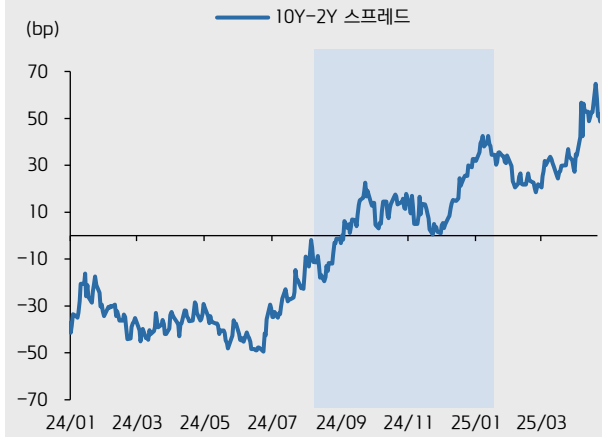
- 과거 보험성 금리인하 국면에서 공통적으로 나타난 특징은 장단기 금리 스프레드(10년-2년)의 정상화 과정임. '19년 사이클 당시에도 스프레드가 역전 구간에 머물렀으나, 금리인하가 시작되면서 단기물 금리가 빠르게 하락하여 스프레드가 플러스로 회복됨
- '24년 사이클에서도 유사한 흐름이 전개되고 있음. '24년 초 -60bp 수준까지 역전되었던 스프레드는 '24년 9월 이후 보험성 금리인하가 본격화되면서 빠르게 축소되었고, 금리 동결 결정이 내려진 '25년 3월 기준으로는 +50bp 이상으로 전환됨
- 이는 단기물 금리 하락이 장기물 대비 가파르게 진행된 결과로, 경기 연착륙 기대와 함께 금융여건이 완화되고 있음을 시사
- 과거 경험과 비교할 때, 금리인하 초기 국면에서는 단기물의 민감한 반응으로 스프레드 정상화 속도가 빨랐으며, 이후 경기 사이클이 본격 확장 국면으로 진입하면서 스프레드가 안정적으로 유지되는 패턴이 반복적으로 확인됨
- 이와 같은 현상은 은행의 NIM(순이자마진) 확대에 기여하며 수익성 향상 및 주가 반등에 긍정적 영향을 행사

19년 보험성 금리인하 속 10Y-2Y 스프레드 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

24년 보험성 금리인하 속 10Y-2Y 스프레드 변화

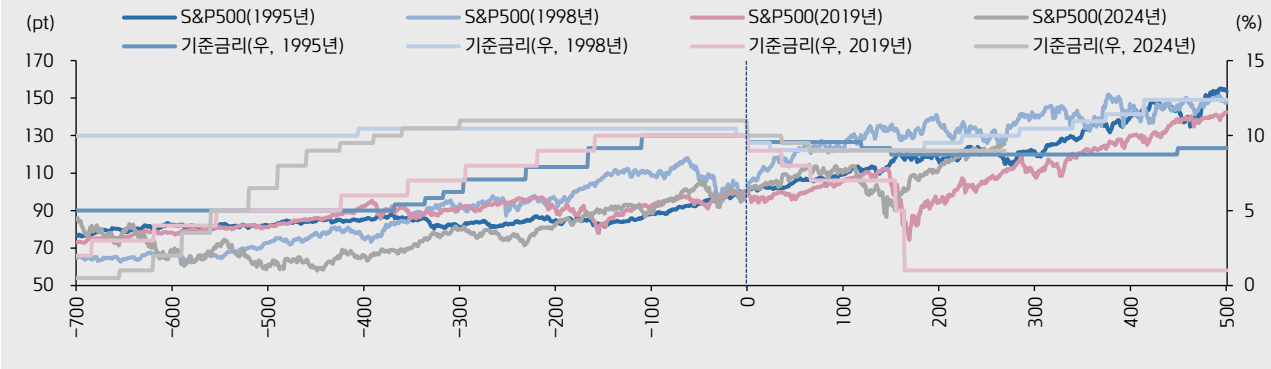


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

보험성 금리인하에 따른 미국 증시 및 산업별 변화

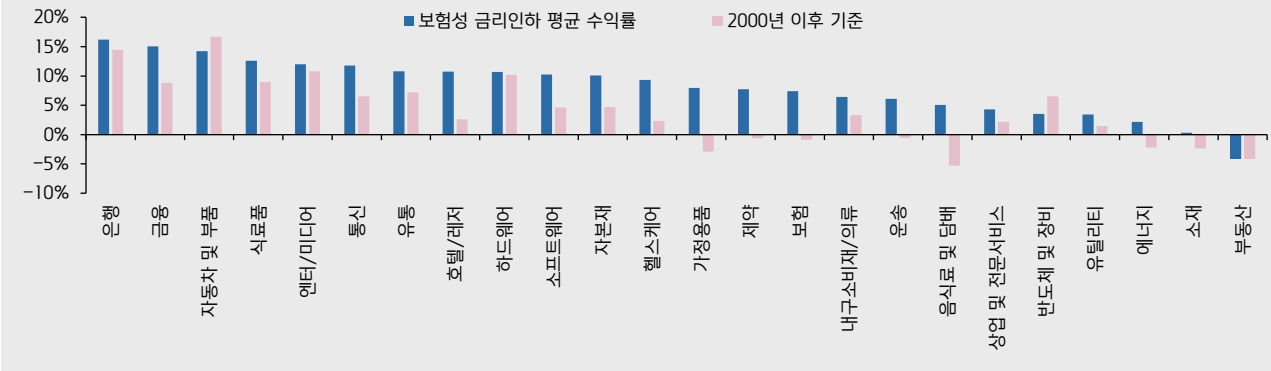


보험성 금리인하 전후 증시 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

보험성 금리인하 전후 산업별 수익률 변화

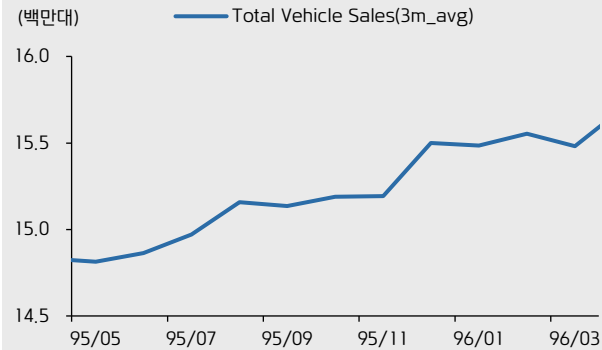


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

보험성 금리인하 기간 동안의 차량 판매량 변화

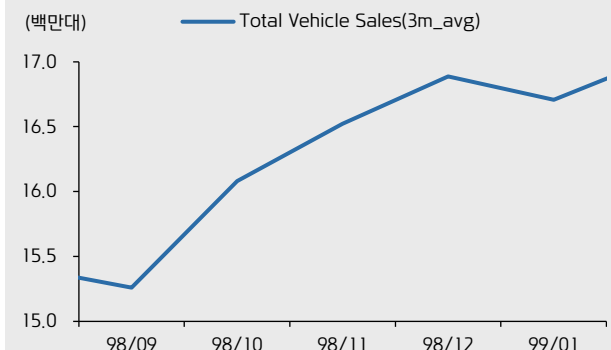


95년 07월 보험성 금리인하 후 차량 판매량



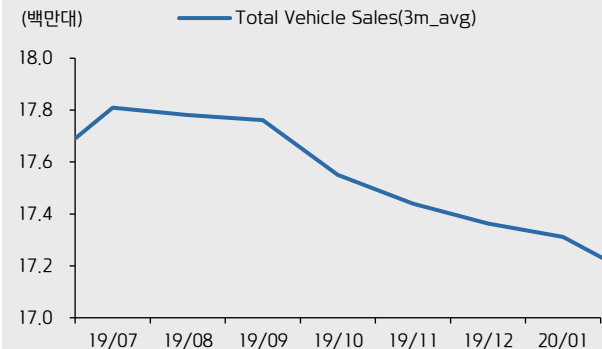
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

98년 9월 보험성 금리인하 후 차량 판매량



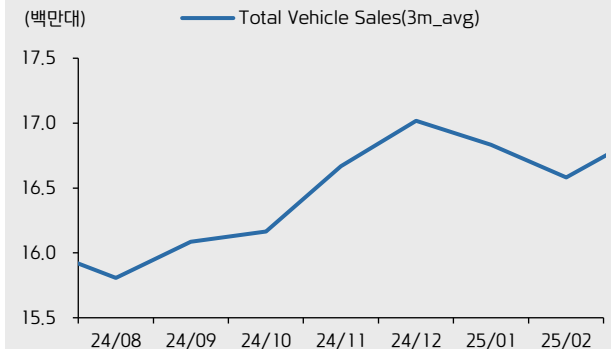
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

19년 7월 보험성 금리인하 후 차량 판매량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

24년 9월 보험성 금리인하 후 차량 판매량



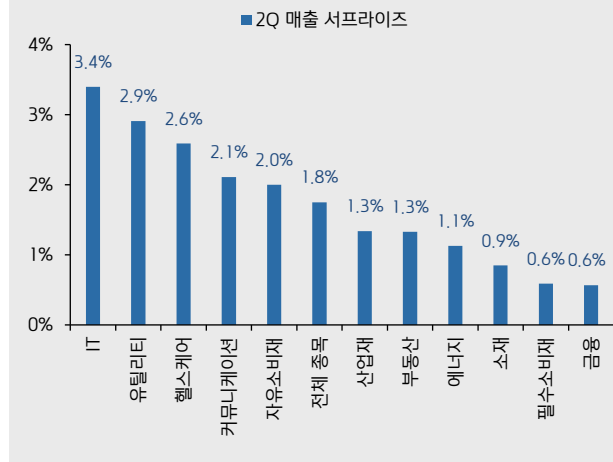
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ AI 확산 속 소프트웨어 산업의 매출 서프라이즈 부각

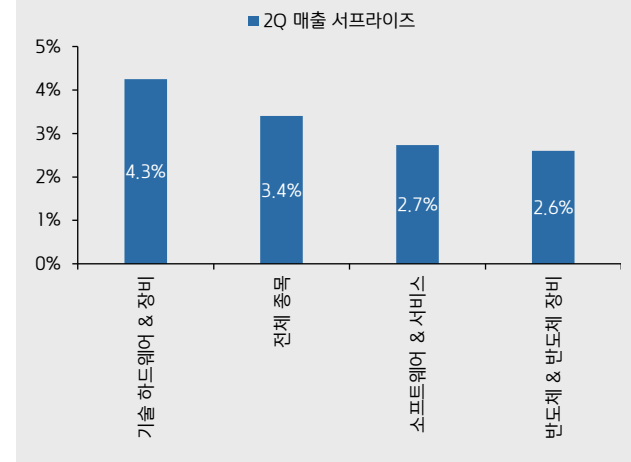
- 섹터별 매출 서프라이즈에서는 IT가 +3.4%로 가장 높은 수치를 기록했고, 유틸리티(+2.9%)와 헬스케어(+2.6%)가 뒤를 이었음. IT를 세부 업종별로 구분하면 하드웨어 장비가 +4.25%, 소프트웨어가 +2.92%, 반도체 및 반도체 장비가 +2.60%를 기록
- 특히 소프트웨어의 수익성 개선 폭이 AI 수혜의 대표 주자였던 반도체 장비를 상회했다는 점은 주목할 만함. IT 서비스는 +2.1%로 소프트웨어 대비 낮은 수준을 기록
- S&P500 종목만을 기준으로 매출 서프라이즈를 비교해도 소프트웨어는 +2.95%를 기록해 반도체 및 장비(+2.54%)와 IT 서비스(+2.05%)를 상회한 것을 확인할 수 있음

업종별 2분기 매출 서프라이즈



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

IT 세부 업종별 2분기 매출 서프라이즈



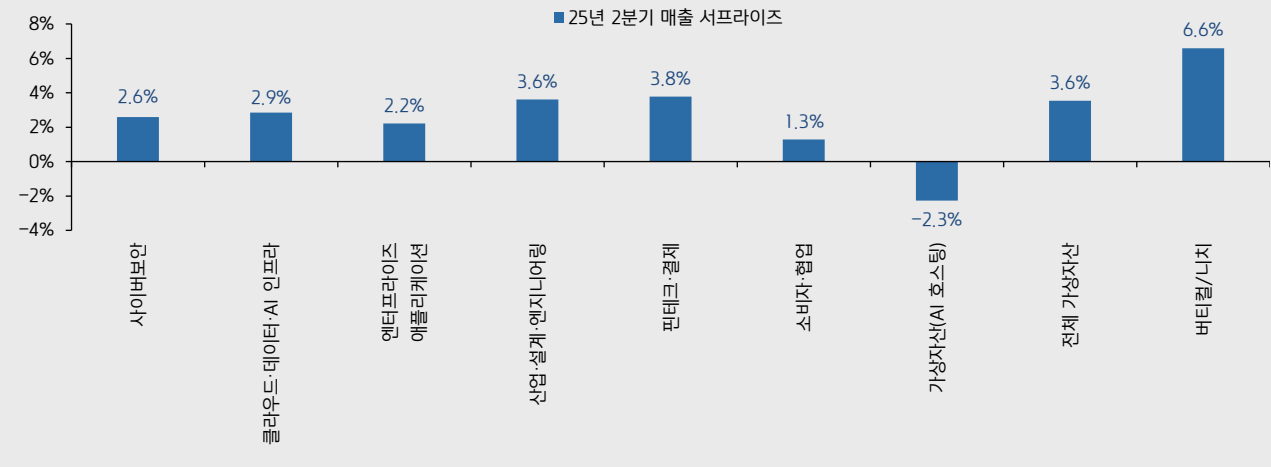
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 사이버 보안과 산업·설계·엔지니어링 소프트웨어

- 소프트웨어 산업은 과거 응용·시스템·인프라 중심의 단순한 구분에서 벗어나, 현재는 사이버 보안, 클라우드·데이터·AI 인프라, 엔터프라이즈, 산업·설계·엔지니어링, 핀테크·결제, 소비자·협업, 가상자산, 버티컬·니치 등으로 세분화되고 있음.
- 이 중 주목해볼 분야는 사이버 보안으로, 매출 서프라이즈는 +2.6%로 크지 않았으나 주가는 실적 발표 당일 +4.6%, 8월 말까지 +14.9% 상승하며 강한 탄력성을 보임. AI 확산과 데이터 트래픽 급증으로 인한 보안 수요 확대, 보안 사고 발생 시 비용 증가가 투자를 지연시킬 수 없는 환경을 만들고 있어 구조적 성장 가능성이 확인되고 있음
- 산업·설계·엔지니어링 소프트웨어는 안정적 성장이 전망됨. 리쇼어링, 제조업 지원 정책, 생산성 제고 요구 등 정책적 드라이브가 뚜렷하며, 매출 서프라이즈도 +3.6%로 세부 산업군 중 3위로 견고한 수준. 주가 또한 실적 발표 직후 +3.1%, 8월 말까지 +9.3% 상승하며 업종 전반이 고르게 성장

'25년 2분기 소프트웨어 업종별 매출 서프라이즈



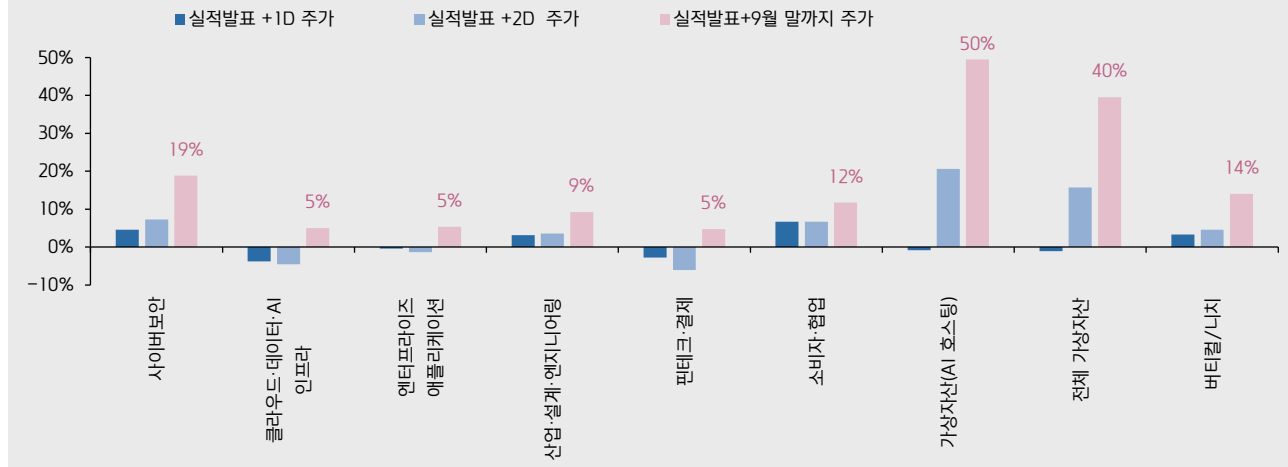
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 성장 잠재력 높은 가상자산 소프트웨어

- 미래 업사이드 측면에서는 가상자산 소프트웨어가 가장 주목받고 있는 상황. 매출은 시장 기대치 대비 -2.3%를 기록해 부진했으나, HPC·데이터센터 호스팅으로 사업을 전환한 기업들의 주가는 평균 +12.5% 상승해 산업 평균(+8.0%)을 크게 상회
- 매출 가시화는 아직 제한적이지만, 자체 데이터센터 구축에 부담을 느끼는 AI 기업들이 즉시 활용 가능한 인프라를 제공한다는 점에서 전략적 가치가 높음. 향후 데이터센터 및 HPC 호스팅 기반 실적이 본격적으로 반영될 경우, 가장 큰 업사이드가 예상되는 분야
- 소프트웨어 산업은 현재 시점에서 사이버 보안 부문이 매출과 주가의 균형 있는 상승세를 보여주고 있으며, 산업·설계·엔지니어링 소프트웨어는 안정성을 제공하고, 가상자산 소프트웨어는 장기적 업사이드 잠재력을 제공하는 구조로 재편되고 있음

소프트웨어 업종별 실적 발표 이후 주가 변화

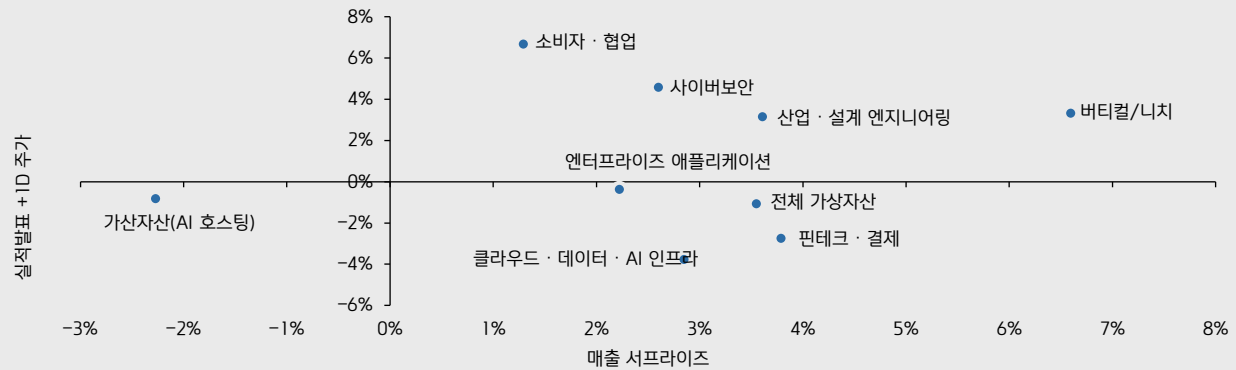


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

소프트웨어 세부 산업군 매출·주가 탄력성

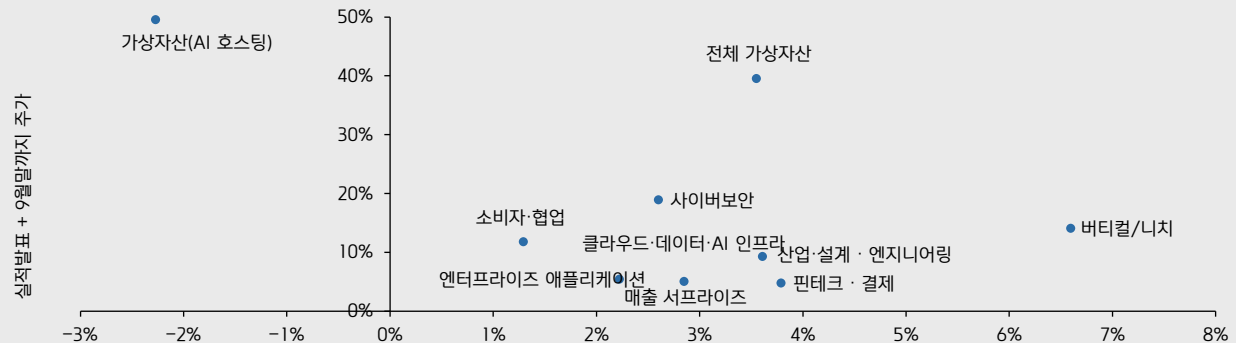


소프트웨어 세부 산업군 매출 서프라이즈와 주가(실적 발표 직후 기준)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

소프트웨어 세부 산업군 매출 서프라이즈와 주가(9월 말까지 기준)

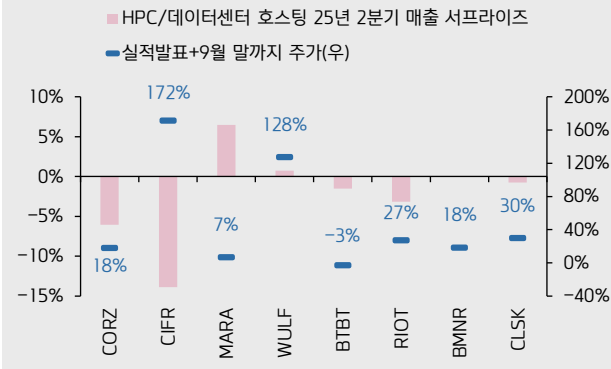


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

시장 기대감이 높은 소프트웨어 산업 및 관련 종목

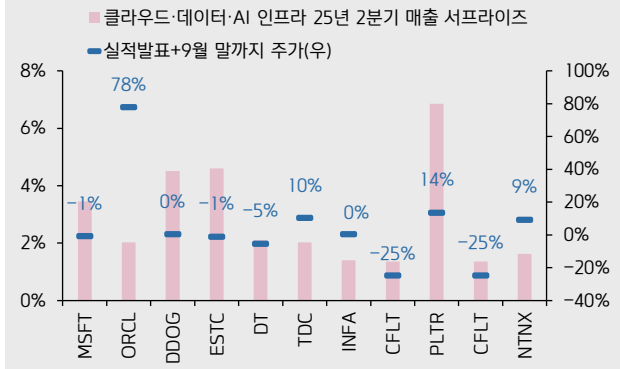


HPC/데이터센터 호스팅 실적 및 주가 반응



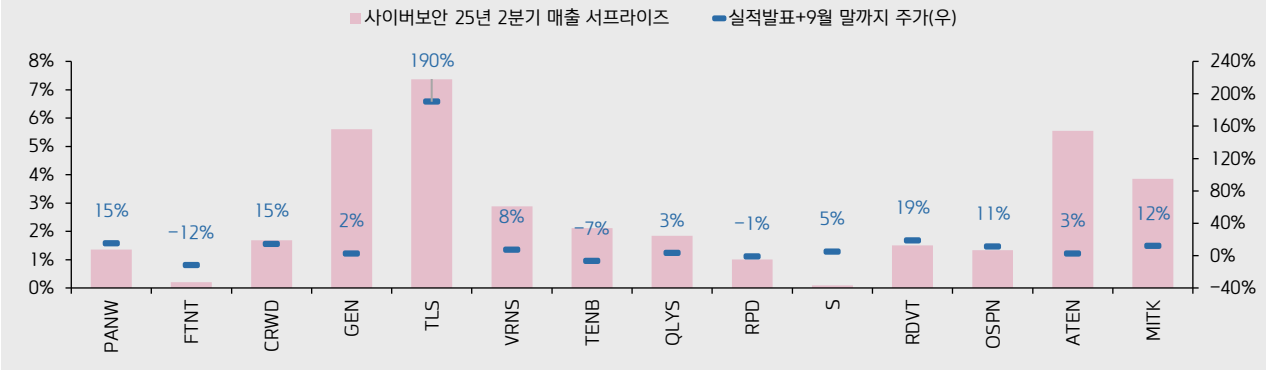
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

클라우드·데이터·AI 인프라 실적 및 주가 반응



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

사이버 보안 실적 및 주가 반응



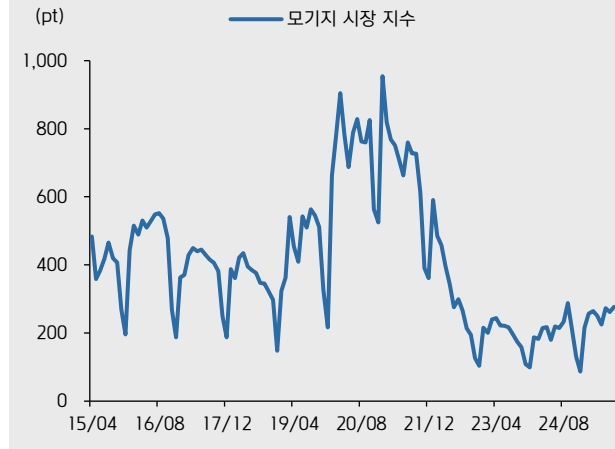
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 모기지 시장 동향과 구조적 특징

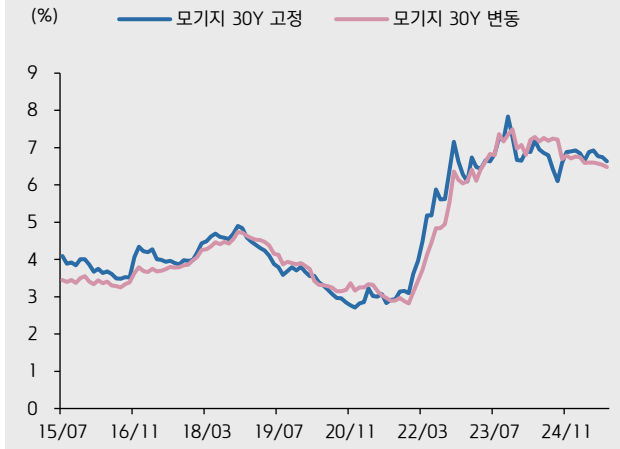
- 최근 모기지 시장 지수는 2025년 8월 말 기준 276.3pt로, 2021년 고점(800pt 이상) 대비 크게 낮은 수준임. 2022년 이후 금리 급등기에 지수가 급락한 뒤 회복세를 보이고 있으나 여전히 장기 평균을 크게 하회하는 모습
- 이는 고금리 장기화로 인해 주택 구매 및 재융자 수요 제약이 여전하기 때문이며 30년 고정 모기지 금리 6.63%, 변동 모기지 금리 6.48%의 높은 레벨이 유지되고 있음
- 높은 모기지 금리로 주택 차입 비용이 완화되지 않으면서 기존 주택이 아닌 신규 주택 중심으로 공급이 이어지고 있음. 이로 인해 매매 물량이 줄어들며, '23년 80% 수준이던 신규 주택 구매 목적 대출 비중은 '25년 8월 기준 72.1%로 하락
- 보험성 금리인하로 부동산 시장 반등 기대가 이어지고 있으나, 금리 하락폭이 제한적이고 장기물 금리의 하락 탄력성이 낮아 모기지 금리 역시 제한적으로만 하락하고 있음. 이로 인해 부동산 시장의 빠른 회복은 지연되는 상황

모기지 시장 지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

30년 고정·변동 모기지 금리 추이



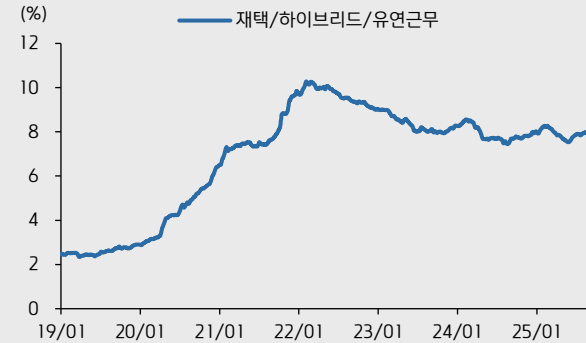
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 공실률 동향과 재택근무 영향

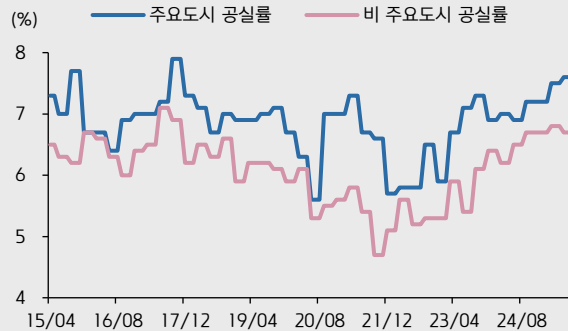
- 재택·하이브리드·유연근무 '25년 1월에도 7.98%로 여전히 높은 수준을 유지함. 이는 팬데믹 이후에도 원격 근무 수요가 잔존함을 뜻하며, 오피스 수요 회복을 제약하는 요인
- 이를 반증하듯 오피스 중심 상권 주요도시 공실률(7.6%)이 비 주요도시(6.7%) 대비 높게 나타나며, 대도시권 내 공실률 역시(7.2%), 외곽 지역 공실률(5.8%)을 웃돌고 있음
- 재택근무의 지속적 수요는 상업용 오피스 시장 회복 속도를 늦추고 있으며, 공실률 관리의 어려움은 상업부동산의 투자 매력도를 제한하는 요인으로 작용

재택·하이브리드·유연근무 채용 비중 추이



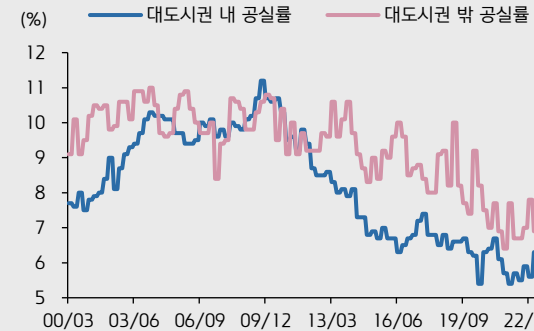
자료: Indeed, 키움증권 리서치

주요도시와 비 주요도시 공실률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

대도시권 내·외부 공실률 비교

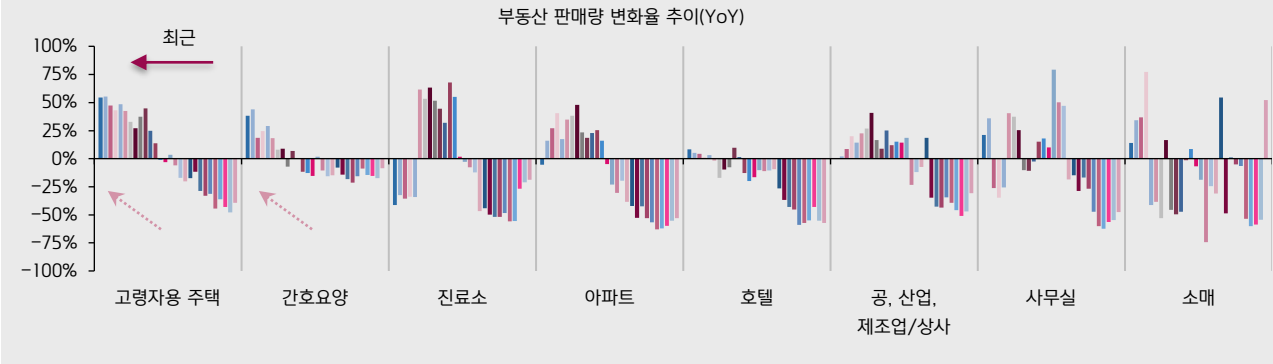


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

다만 고령화 리츠, 데이터센터 리츠, 요양시설 리츠는 꾸준한 성장세를 이어가고 있음

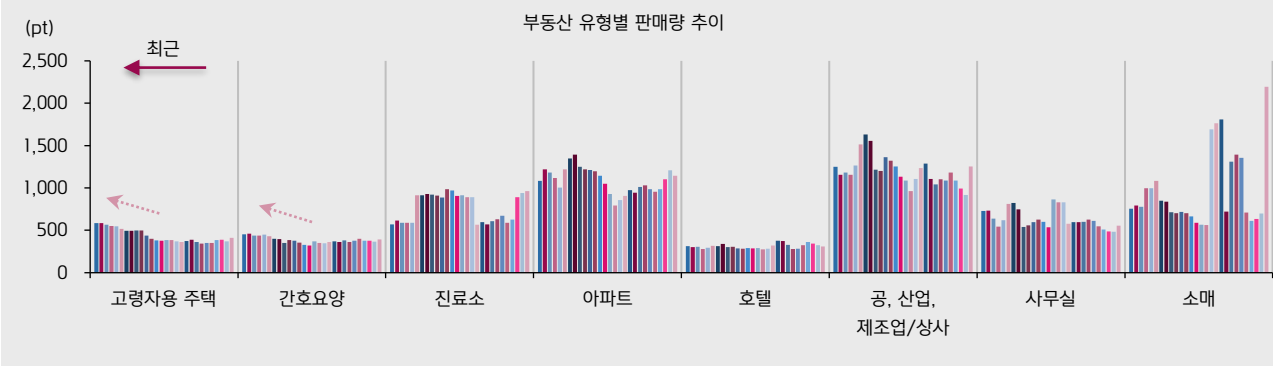


부동산 종류별 판매량 변화율 추이(YoY)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

부동산 종류별 판매량 추이



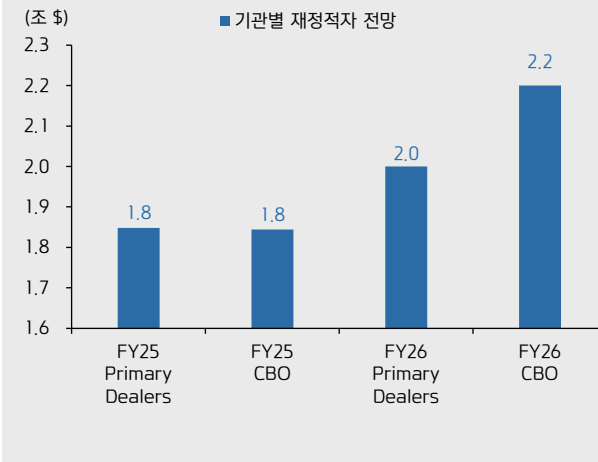
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 재정적자 확대와 경제 시나리오의 교차점

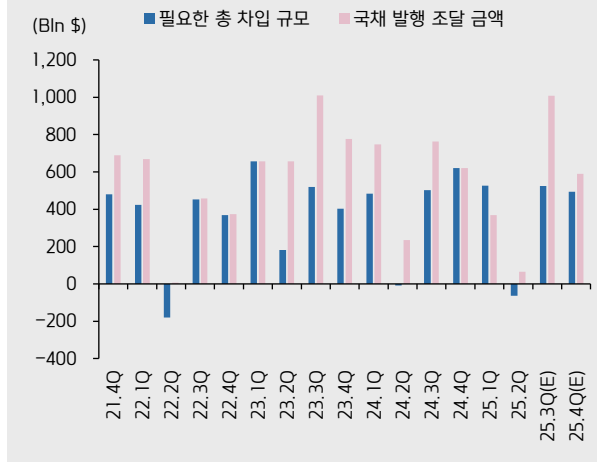
- FY25 재정적자는 약 1.85조 달러로 CBO와 Primary Dealers 모두 유사한 전망을 제시함. 그러나 FY26에는 CBO가 2.2조 달러, Primary Dealers가 2.0조 달러로 확대를 예상하며, 재정적자 증가 압력이 높아지는 모습
- 이는 장기적인 국채 공급 부담이 가중되고 있음을 의미하며, 특히 TGA 잔액 축적과 함께 발행 수요가 증대됨. '25년 3분기에는 4,820억 달러, 4분기에는 96억 달러 규모의 TGA를 쌓을 예정으로, 단기적으로 국채 발행 압력이 크게 높아질 것으로 예상
- 이를 감당하기 위한 SLR 규제 완화가 본격적으로 시작될 전망이다. 과거 사례를 보면 SLR 규제 완화 관련 의견 수렴 기간 이후 약 두 달 뒤 최종 결과가 공표된 바 있으며, 올해 8월 말 의견 수렴 기간이 종료된 것을 감안할 때 10월 중 최종 발표가 나올 가능성이 있음
- 6월 25일 연준의 SLR 완화 발표로 G-SIB 최소비용 4.5%, 중소형은행 3.5%가 제시되며 대형은행 기준 최대 6조 달러 대차대조표 여력과 약 1,850억 달러 자본 완화 효과가 발생하는 것으로 평가됨

FY25~FY26 기관별 재정적자 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

필요한 총 차입 규모와 국채 발행 조달 금액



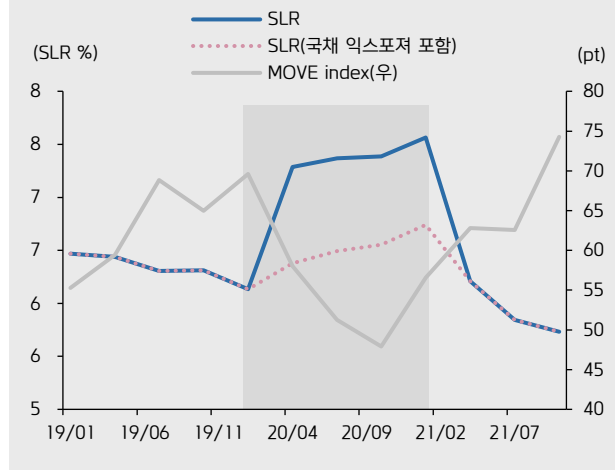
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ SLR 규제 완화의 예상 효과와 유동성 변화

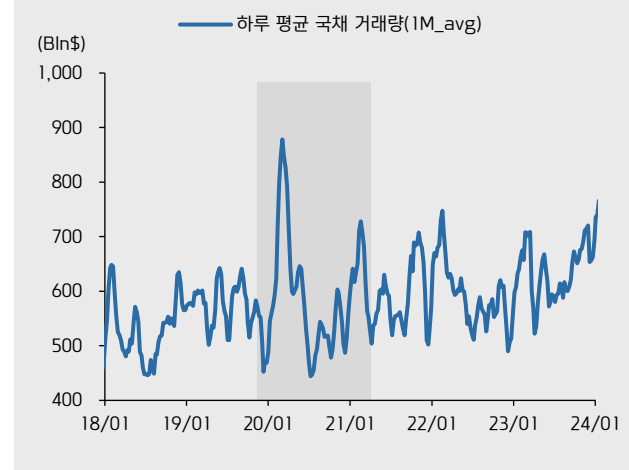
- '20년 4월 코로나 위기 대응 차원에서 SLR 산정에서 국채와 준비금을 제외하는 임시 조치를 시행하며 은행의 국채 보유 여력이 확대
- 주목해 볼 사항은 원래부터 SLR이 낮았던 초대형 은행들이 SLR 규제 완화로 더 큰 수혜를 받으며 국채 보유를 크게 늘렸다는 점. 실제로 규제가 완화 이후 SLR이 낮았던 은행일수록 국채 보유량이 약 10%p 증가했고, 국채 회전율은 +7%p 상승하는 모습이 관찰됨
- 초대형 은행(GSIB)은 중소형 은행 보다 자산 규모가 크기에 대체로 SLR 비율이 더욱 낮고 더 높은 SLR 규제를 받음(기존 5% ↑)
- SLR 규제 완화 이후 은행들이 국채를 인수하자 유동성이 높아졌고, 지표 상으로도 과거 SLR 조정 이후 MOVE Index가 하락하는 모습을 보임. 이에 더해 하루 평균 국채 거래량도 SLR 규제 완화 기간동안 최대 8,780억 달러까지 확대됨
- 10~11월 SLR 규제 완화가 시행되면 초대형 은행들이 국채 인수를 주도하며 유동성 환경 개선을 이끌 수 있음. 동시에 은행들은 완화된 규제와 풍부한 유동성에 힘입어 수익성 개선 여지도 커질 것으로 보임

과거 SLR 규제 완화 이후 MOVE Index 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

과거 SLR 규제 완화 이후 평균 국채 거래량 변화



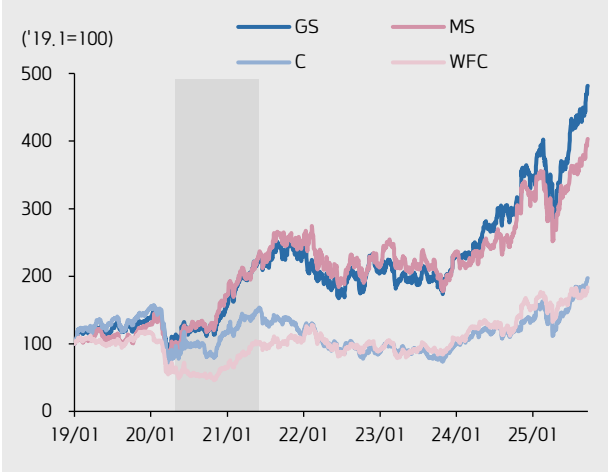
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ SLR 규제 완화로 수혜를 볼 은행은?

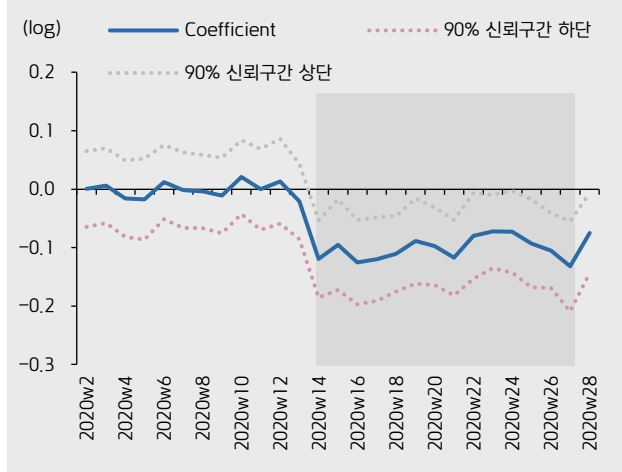
- SLR 규제가 완화되면 은행은 풍부한 유동성 환경 속에서 대출을 확대할 수 있는 긍정적 효과가 있으며, 동시에 채권·주식 거래와 발행이 늘어나면서 수수료·트레이딩 같은 비이자 수익도 확대 가능함
- 이에 '25년 9월 시작된 보험성 금리인하로 NIM 개선까지 기대되는 만큼, 이번 SLR 규제 완화는 이자 수익과 비이자 수익을 모두 갖춘 은행이 가장 큰 수혜를 받을 것으로 판단
- '20년 SLR 규제 완화 당시에도 비이자 수익 비중이 높았던 골드만삭스와 모건스탠리가 NIM 중심의 수익모델에 의존했던 시티와 웰스파코 대비 초과 수익을 거둔 점은 이를 뒷받침
- 또한 보스턴 Fed에 따르면 '20년 4월 SLR 규정이 완화된 이후 SLR이 1%p 더 낮은 은행이 국채 보유를 약 10% 더 늘린 결과가 확인된 만큼, 기존에 SLR이 낮았던 대형 은행일수록 이번 규제 완화 효과가 더욱 클 수 있음

주요 은행 주가 비교 ('19.1=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

SLR 규제 차이에 따른 국채 보유량 변화 계수



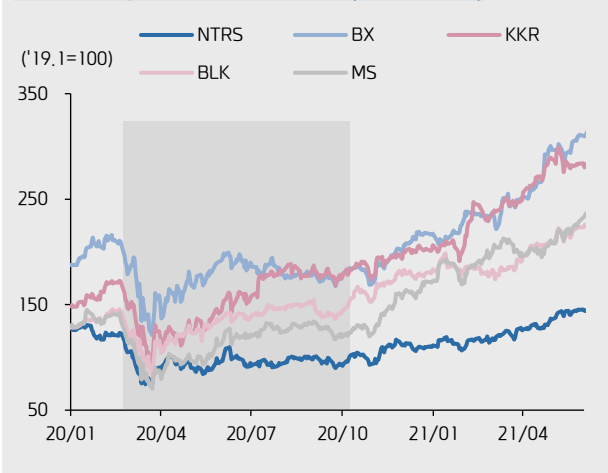
자료: bostonfed, 키움증권 리서치



◆ SLR 완화가 여는 캐피탈 마켓의 재평가 국면

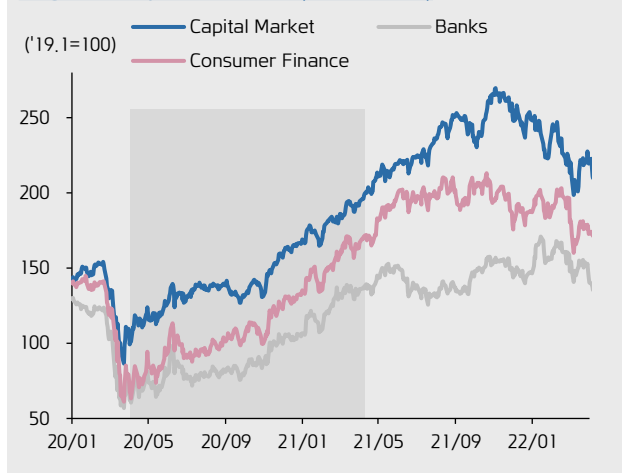
- 캐피탈 마켓은 자본을 중개하고 운용해 수수료와 투자수익을 창출하는 산업으로, 시장 유동성과 자산 효율성에 민감하게 반응하는 구조를 가지고 있음
- 자본 완화는 곧 유동성 확대로 이어져 1)조달 비용과 가용 한도가 개선되고, 2) 운용 효율이 높아지며, 3)회사채·MBS 등 위험자산까지 투자 여력이 넓어지는 선순환을 촉발함
- 이러한 관점에서 금융 산업 중 캐피탈 마켓 역시 SLR 규제 완화 이후 수혜를 볼 것으로 판단되며, 6월 4일 보우먼 부의장 인준으로 인한 SLR 규제 완화 기대감이 높아졌을 당시에도 캐피탈 마켓 업종 수익률은 +9.6%를 기록

글로벌 운용·IB 기업 주가 비교 ('19.1=100)



자료: bostonfed, 키움증권 리서치

금융 세부 섹터 주가 비교 ('19.1=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2025년 10월 관심 종목 리스트: 성장과 과열, 그 사이 줄타기



성장과 과열, 그 사이 줄타기

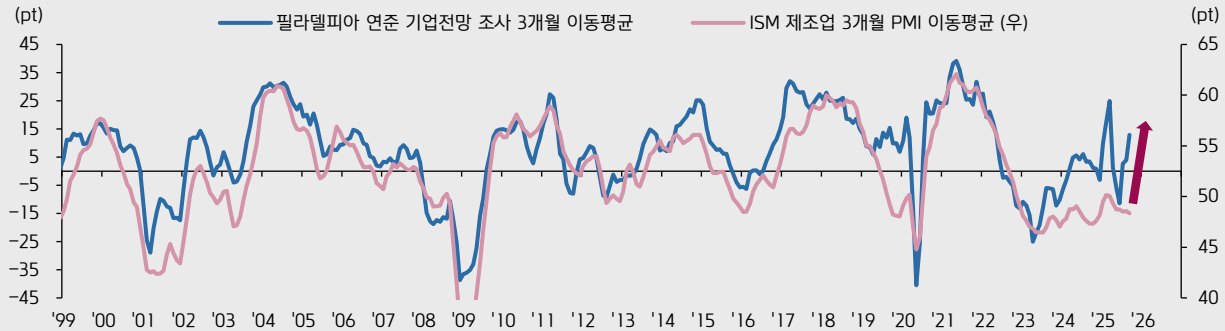
테마	업종	종목	투자 포인트	시가총액 (\$mln)	1M 수익률(%)	YTD 수익률(%)
AI+인프라	IT	네비우스 그룹 (NBIS)	- 엔비디아와 직접 연계된 네오클라우드 업체로 마이크로소프트와 174억달러 대규모 계약 체결 - 향후 타 빅테크와의 계약 체결 가능성 존재, 26년까지 CAPA 5배 확장 및 흑자전환 예상	27,073	56.3	289.2
	IT	팰로앨토 네트워크스 (PANW)	- 글로벌 최대 사이버 보안 솔루션 업체. 하드웨어 장비와 소프트웨어 구독 통합 사업 모델 보유 7월 말 CyberArk 인수하며 경쟁 우위 강화. 도널 보안 솔루션 제공할 수 있는 유일한 기업 - AI 활용 확대에 따른 보안 지출 증가 수혜. 업계 규정 강화와 IT 자산 확장에 따른 장기 성장 유효	135,954	9.3	11.7
	통신 서비스	알파벳 A (GOOGL)	- 저평가 요인이었던 반독점 이슈 해소. 항소에도 매각 가능성 낮고 판결까지 장기화 가능성 높음 - 인프라 다각화를 위해 다수의 클라우드 업체 활용하는 멀티 클라우드 전략 수혜 - TPU, 클라우드, Gemini, Waymo 등 실적에 기여할 수 있는 혁신적인 모멘텀 상존	3,047,556	22.1	32.9
AI+전력 수요 증가	산업재	버티브 홀딩스 (VRT)	26년부터 본격화될 전력 병목 문제. 단순 발전 규모의 증가 뿐만 아니라 전력의 품질도 중요 - 냉각관리 뿐 아니라 전력분배와 조절을 담당하는 스위치기어, UPS, PDU 등 솔루션 함께 보유	54,458	13.2	25.5
	산업재	제네락 홀딩스 (GNRC)	- 미국 가정용 비상 발전기 시장 점유율 1위 기업. 장비부터 모니터링 서비스까지 통합 솔루션 제공 - 미국 내 전력망 노후화와 기후 변화에 따른 비상용 대기 발전 수요 부각 - FY2Q25 데이터센터용 발전기 시장 공식 진출하며, 전략적 성장 변곡점 발생	9,785	-14.3	7.6
트럼프 MAGA+안보	산업재	에어로바이런먼트 (AVAV)	- 글로벌 지정학 리스크 대응과 정부의 비전통적 방위 기술 선호 수혜 - BlueHalo 인수로 최첨단 방위 생태계 및 독보적 경쟁우위 구축 - 높은 기술 신뢰도와 수주잔고로 확인되는 성장 가시성	14,910	24.5	94.0
	산업재	엑손 엔터프라이즈 (AXON)	- 보안 솔루션 기업으로 미국 연방 및 지방 정부, 경찰, 교정시설 등 법 집행 기관이 주요 고객 - AI+소프트웨어+하드웨어 통합 라인 효과와 민간 및 해외 확장으로 실적 성장 모멘텀 유효	61,043	1.5	30.8
금리 인하+금융 규제 완화+M&A 확대	금융	블랙록 (BLK)	- 세계 최대 자산운용사로 ETF, 사모 투자 기반 자산 관리 및 투자 서비스 등 제공 - OBBBA, SLR 규제 완화, 퇴직연금 계좌 사모펀드 및 대체투자 상품 투자 허용 등 트럼프 정권 하 캐피탈 시장 가속화 수혜	184,686	-1.4	10.4
	금융	씨티그룹 (C)	- 트럼프 정권 하 캐피탈 시장 가속화 및 기업들의 대출 활동 증가 수혜 - 점진적인 금리 인하와 장단기 금리차 영향으로 이자이익 및 NIM 확대 기대	189,612	8.1	46.3

자료: 키움증권 리서치센터
주: 2025.09.23 기준

실적 강세를 위한 여건은 마련. 단기적 리스크는 인하 시기에 대한 연준과 시장 간 괴리

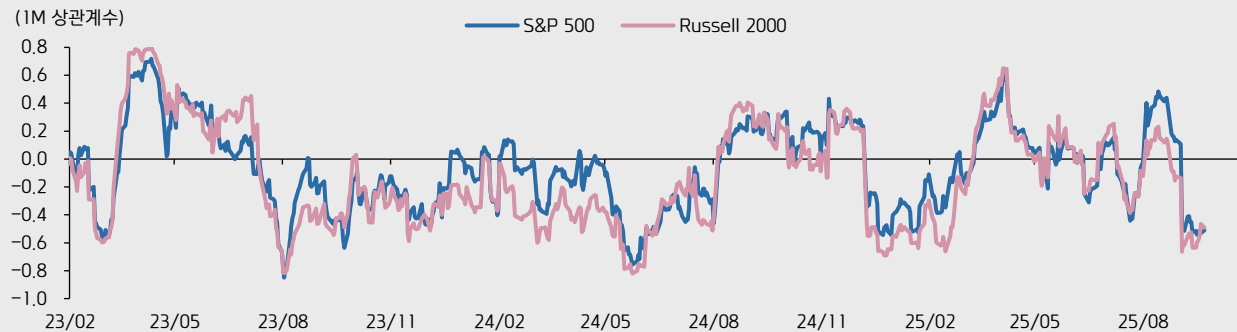


기업단 긍정적 레버리지 효과 기대감은 유효



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

10년물 국채 수익률과 주가 수익률간 상관관계 매우 부정적: 시장의 인하 기대감이 과도하게 반영됨을 의미



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



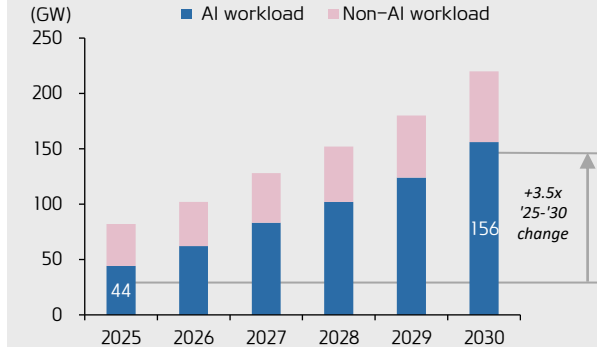
◆ 실제로 다가오고 있는 Agent AI + Physical AI

- AI 도입에 따라 효율성 향상을 위한 생산 프로세스 자동화 시장 성장이 가속화될 것으로 전망되는 가운데 클라우드 활용 비중이 80%에 달할 것이라는 분석
- AI Action Plan에서도 트럼프 행정부는 AI 지배력 강화를 위해 범국가적 정부 개입과 지원을 명시. 로봇, 드론, 사이버보안, 바이오, 기초과학까지 활용 분야 여전히 많으며, 스타게이트 프로젝트도 아직 유효

◆ AI 워크로드에 특화된 네오클라우드 성장 가속화

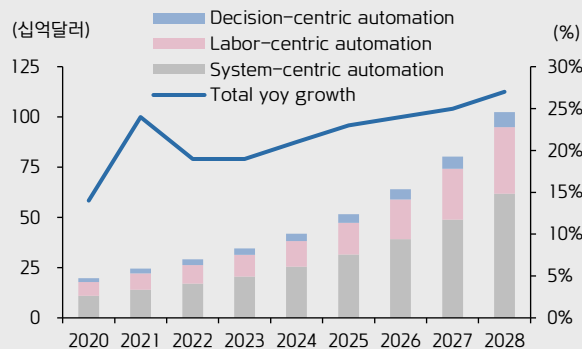
- 과거 CPU 기반 일반적인 클라우드에서 AI 도입으로 GPU 기반 클라우드 수요 증가 추세. 2030년까지 데이터센터 CAPA 3배 증가 예상되는 가운데 이를 주도하는 건 AI 워크로드

데이터센터 AI 워크로드 CAPA 3.5배 증가 예상



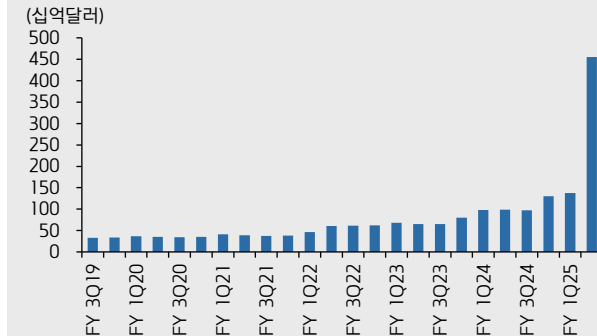
자료: McKinsey, 키움증권 리서치

생산 프로세스 자동화 시장 성장 가속화 전망



자료: IDC Research, 키움증권 리서치

오라클 RPO 급증이 증명한 GPU의 중요성



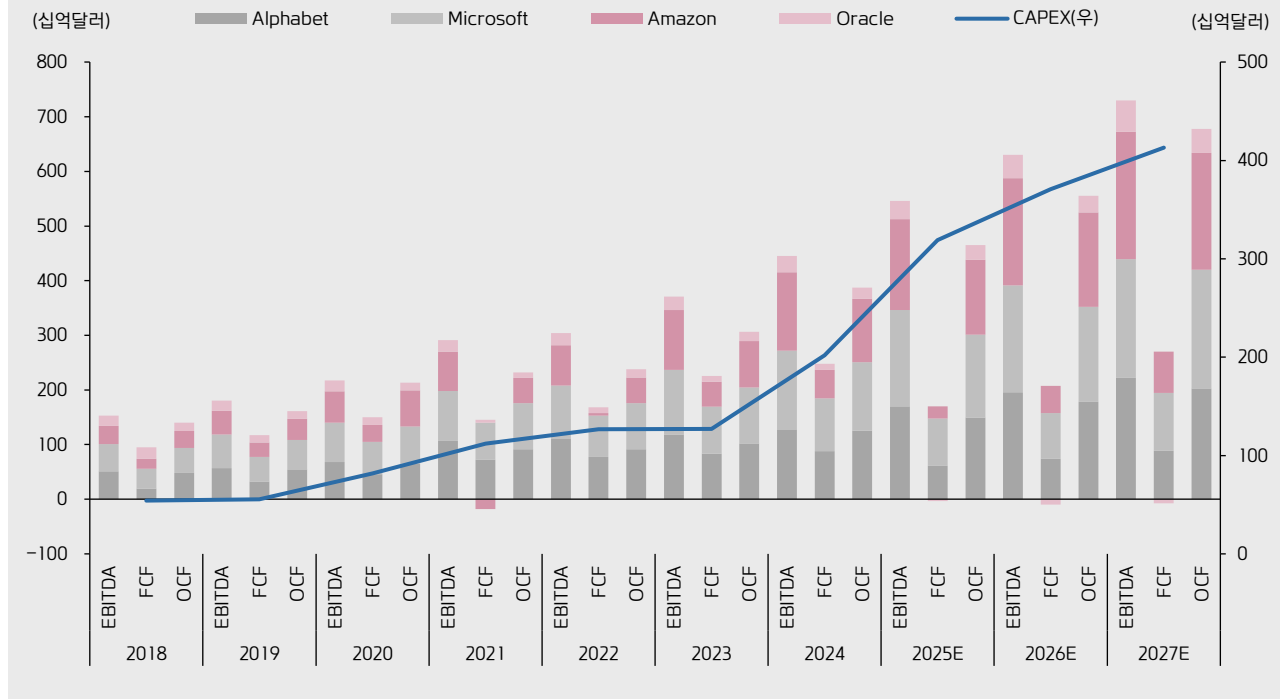
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 엔비디아와 연계성이 짙은 클라우드 업체의 경쟁우위가 뚜렷

- AI 워크로드에 특화된 엔비디아 GPU 연계 클라우드(오라클-스타게이트, 네비우스-엔비디아 지분 투자, 코어워브-엔비디아 지분 투자) 성장세 두드러진 모습. 엔비디아는 직접적인 클라우드 시장 진출보다는 전략적 투자를 통해 자사 GPU 기반 클라우드 인프라 확장을 추진
- RTX PRO 6000 블랙웰 출시 당시 최초 탑재 클라우드 업체: AWS, Google Cloud, Microsoft Azure, IBM Cloud, CoreWeave, Crusoe, Lambda, Nebius, Vult

미국 내 Top 4 클라우드 서비스 제공업체, Capex, EBITDA, 현금흐름 추이



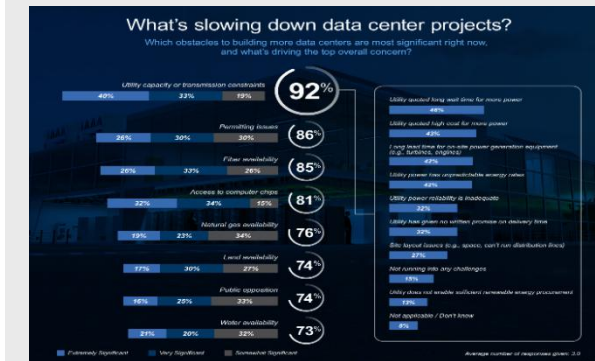
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

전력 빅사이클: ①AI 테마+②공급 부족+③국방 안보 삼박자 달성



- ◆ AI의 전제 조건은 전력 인프라 구축
 - 26년부터 본격화될 데이터센터 확장 가동으로 데이터센터 전력 사용량 급증 및 전력 인프라 노후화에 따라 예비율 부족 리스크 사실화
- ◆ 병목 현상에 따른 전력 조달 시급성 대두
 - 25년 7월 진행된 26/27년 PJM 경매 결과는 YoY +22%로 상한선 도달. 현재 PJM 전망대로라면 발전소 부족 사태 발생 가능성 높으며, 폐쇄 예정이었던 석탄 연료 용량도 경매에 참여할 만큼 발전소 공급이 수요를 따라가지 못하고 있는 상황
- ◆ 에너지 안보는 곧 국가 위기로 직결
 - 트럼프 당선 직후 에너지 비상사태 발표. 일환으로 원자력 르네상스도 선언. 지정학 리스크 대두와 대규모 정전사태 경각심에 유럽 내 원전 회귀 움직임 ↑
 - AI Action Plan는 경제 성장에 필요한 산업 혁명의 기초이자 경제 및 군사 지배력 유지를 위해 AI 우선 확보하는 데 의의. 결국 AI에 필수적인 전력 에너지 인프라도 국가 안보로 연결

데이터센터에 있어 전력 병목 현상이 가장 큰 문제



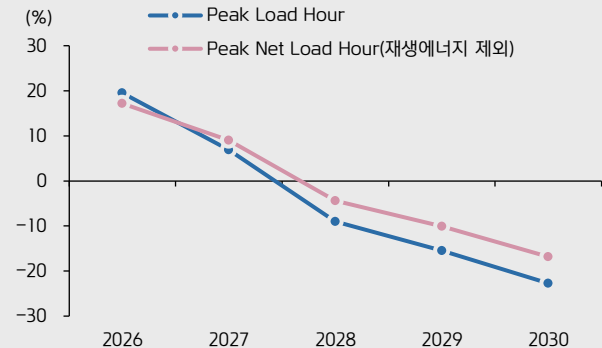
자료: Schneider Electric, AlphaStruxure, Data Center Frontier, 키움증권 리서치

PJM Reserve Margin 전망



자료: PJM, 키움증권 리서치
주: Reverse Margin은 예비율로 예상 피크 수요에 대한 여유 용량을 의미

ERCOT Reserve Margin 전망



자료: ERCOT, 키움증권 리서치
주: Reverse Margin은 예비율로 예상 피크 수요에 대한 여유 용량을 의미



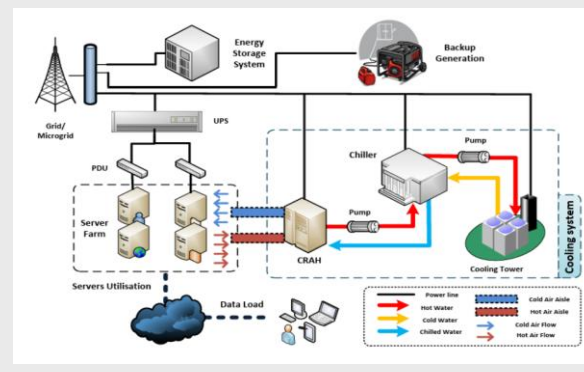
◆ 26년부터 더욱 본격화될 전력 병목 문제

- 발전소 CAPA 적극적으로 확대되고 있지만 인허가 및 건설까지의 긴 리드타임과 SMR 상용화 시기(2030년)로 수급 간 괴리 발생. 이를 충족시킬 단기 전력원 및 이중화 솔루션 필수. 우선적으로 재생에너지 주목 받을 수 있으나, 간헐성 피할 수 없음. 결국 출력 보장을 위한 백업 전력 결합이 전제 조건

◆ 규모의 증가 뿐만 아니라 전력의 품질도 중요

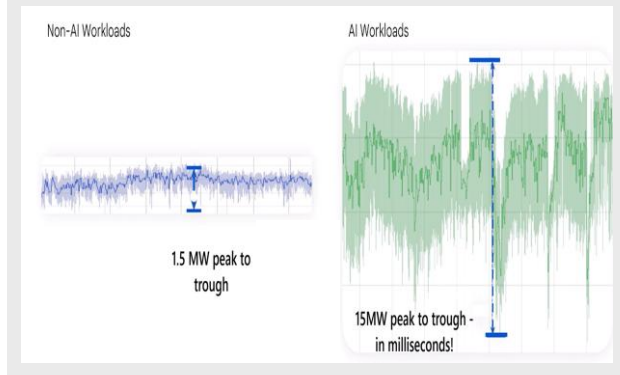
- 단순 발전소 CAPA 증가 뿐 아니라 이제 전력 안정성 및 효율성 확보에도 주목할 필요. 전력망에서 AI 가동 시 전력 부하 급변동하는 문제 발생. 기존의 전력망은 이를 버틸 수 없기에 이중화된 백업 전력과 부하 보호 시스템 설비가 필수. 일정 수준 이상의 부하나 송전선 고장 발생할 경우, 연쇄적인 정전 및 전력망 붕괴 가능. 실제로 텍사스 상원 법안은 주요 전력 사용자의 공동배치 및 백업 발전 제도와 가능성을 시사
- UPS, BESS, 냉각관리, 슈퍼커패시터 등 기가와트급 AI 데이터센터 전력 효율성 확대 솔루션에 주목할 필요.

데이터센터 운영 구조



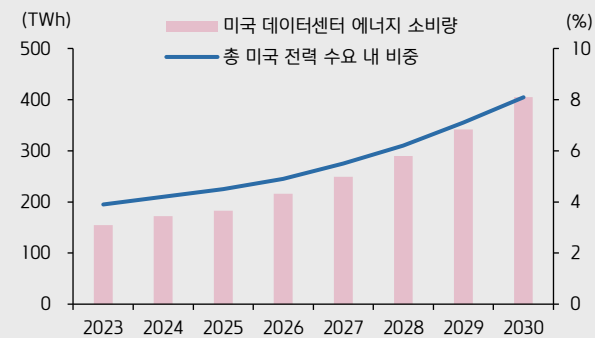
자료: A Complete Model for Modular Simulation of Data Centre Power Load, 키움증권 리서치

AI 워크로드의 부하 변동폭은 일반 워크로드의 15배



자료: Google at OCP EMEA Summit 2025, 키움증권 리서치

총 미국 전력 수요 내 데이터센터 비중 증가세



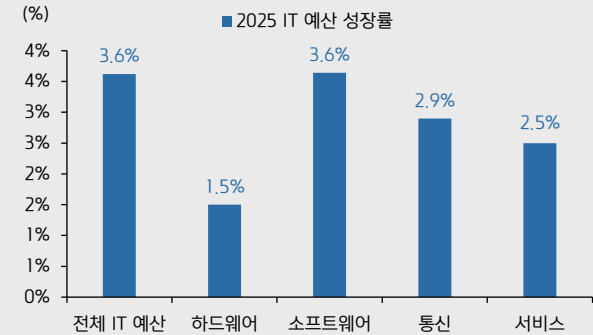
자료: McKinsey, 키움증권 리서치



◆ 아직 확장 초기기에 위치한 사이버 보안 산업

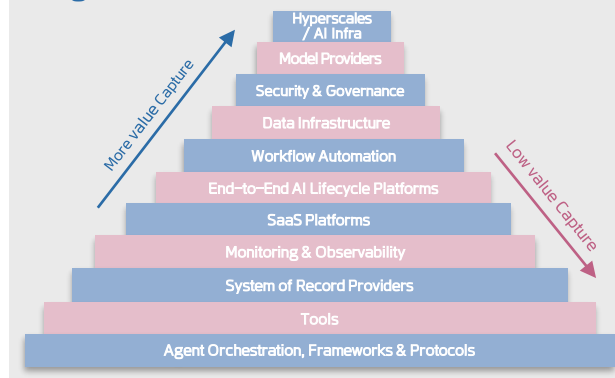
- 산업 내 AI의 활용이 확대되고 있는 가운데 보안에 대한 필요성과 이를 요하는 수준이 점차 높아지면서 관련 지출도 함께 증가할 가능성
- 보안 지출은 AI 혁명 속 보호해야 할 IT 자산과 사용자의 확장, 사이버 공격의 진화, 그리고 업계 규정 강화에 따라 장기적인 성장이 가능
- 실제로 미국 CIO 설문 결과에 따르면, 2025년 IT 예산 내 사이버 보안에 대한 지출 증가율이 9.8%로 가장 높은 것으로 나타났으며, IT 관련 예산 삭감이 필요할 경우, 사이버 보안 부문에 대한 지출 축소에 대해 가장 보수적인 입장을 보임

CIO 설문조사 결과, 소프트웨어 지출 성장세가 우위



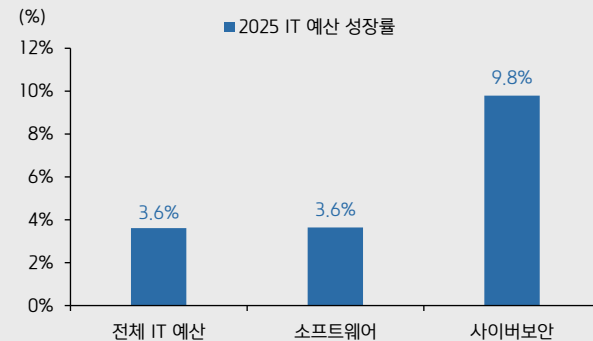
자료: Morgan Stanley, 키움증권 리서치

AI Agent 생태계 및 관련 기업



자료: Morgan Stanley, 키움증권 리서치

그 중에서도 두드러진 사이버 보안 성장세



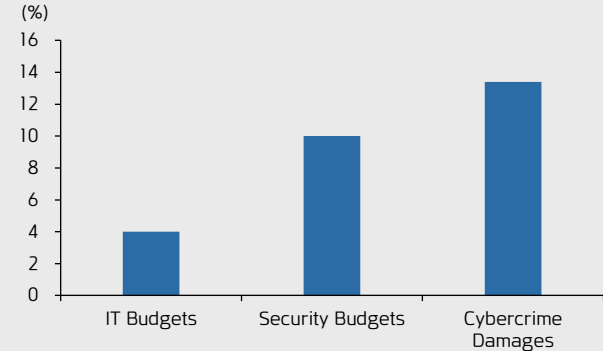
자료: Morgan Stanley, 키움증권 리서치



◆ 플랫폼화 전략이 유리한 이유

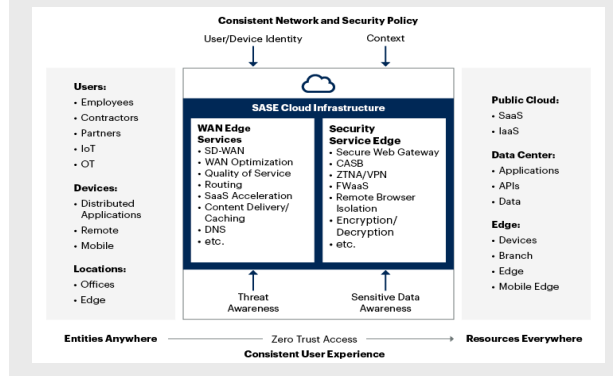
- 과거 보안 지출은 수익 창출을 위한 투자가 아니라는 관점에서 보수적으로 책정되어 왔음. 그러나 디지털, AI 발전으로 사이버 보안 피해와 이로 인한 손실 규모가 빠르게 늘어남에 따라 피해 축소를 위한 통합 패키지 보안 시스템 수요가 증가
- 사용자 수, 액세스 환경의 다양화, 클라우드 활용 증가로 인해 각 분야에 강점을 가진 포인트 제품을 동시에 활용할 경우, 상호 운용성이 떨어지면서 오히려 보안의 허점을 야기. AI 고도화로 사이버 보안 문제 발생 빈도 높아지면서 상호 연결성과 빠른 대처가 중요해진 상황
- 포인트 제품 활용 시 각 시스템에서 발생하는 모든 리스크 경로를 처리하는 데 있어 필요한 인력도 더 많아져 비용적으로도 열위. 지출 효율성 측면에서도 플랫폼 전략이 유리

보안 지출 대비 가파른 사이버 범죄 피해 증가 속도



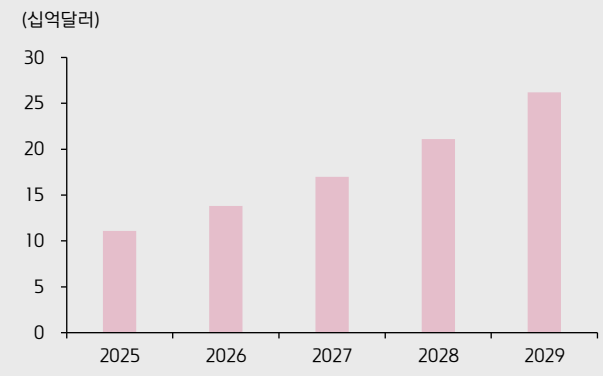
자료: Morgan Stanley, 키움증권 리서치

사용자와 액세스 환경의 다양화로 SASE 시장 성장



자료: Gartner, 키움증권 리서치

AI 확장에 따른 클라우드 보안 시장 성장



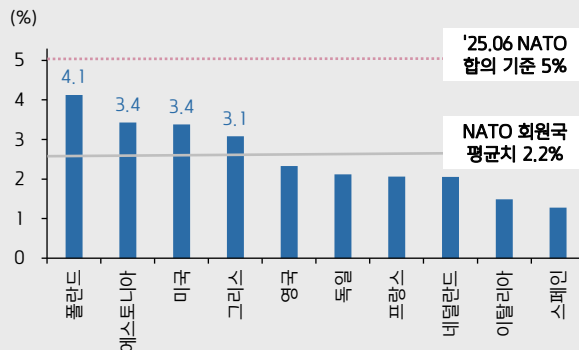
자료: Gartner, 키움증권 리서치



◆ 차세대 방산 기술에 주목

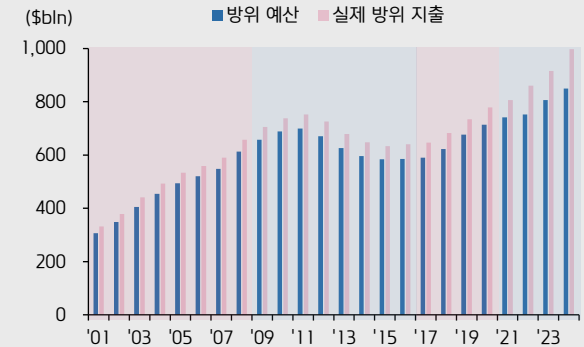
- 지정학 리스크는 계속해서 대두될 수 밖에 없는 초당적 관심사로 글로벌리 정치 성향과 무관하게 국방 예산과 지출 늘고 있는 추세. 과거 고가 자산을 장기간 운영하던 전통적 방산 모델에서 지속 활용되는 반복 수익 모델 전환 가능성 존재
- AI 기술 패권을 위한 Sovereign AI와 이란-이스라엘 전쟁에서 부각된 첨단 국방 기술과 공중전에 미국 기업 영향력이 상당했다는 점에 주목할 필요. 트럼프 행정부는 드론 지배력 강화 및 수출 요건 완화 개혁 관련 행정명령을 발표
- 미국, 우크라이나, 유럽 정상회담에서 막대한 미국산 군사 장비 구매 방침 발표. 캐나다도 우크라이나 지원 미국산 군사 장비 배정 예정. NATO 국방 예산 35년까지 연간 3조달러 증가 예상
- 10월 국방부, 'Air and Missile Defense(AMD) Strategy 2040' 세부안 발표 예정. AI 기반 의사 결정, 통합 전투 지휘 시스템, 그리고 본토 방어력 강화가 과거 전략에서 변화된 핵심

NATO GDP 대비 방위비 지출 비율



자료: NATO, 키움증권 리서치

미국 방위 예산 및 지출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 빨간 음영은 공화당, 파란 음영은 민주당 집권 기간

국방용 드론(UAS) 수출 요건 완화 개혁안

구분	기존 MTCR 기준	국방부 유인 전투기 기준(완화)
심사 기준	기술적 사양 (사거리 ≥ 300 km, 페이로드 ≥ 500 kg)	정책·외교·안보 평가 포함 + 기술·능력
심사 주체	국무부 DDTC/BIS	국방부 주도(FMS/DSCA) + 국무부 협의
의회 통보	일부 Category 1 예외	유인 전투기와 동일, 패키지 판매 포함 시 의회 통보 필수
승인 가능성	MTCR	동맹국에 대해 조건부 허가 가능성 높음
수출 범위	기술적 안전성·위험성 기준	전략적·외교적 우선순위 국가 중심

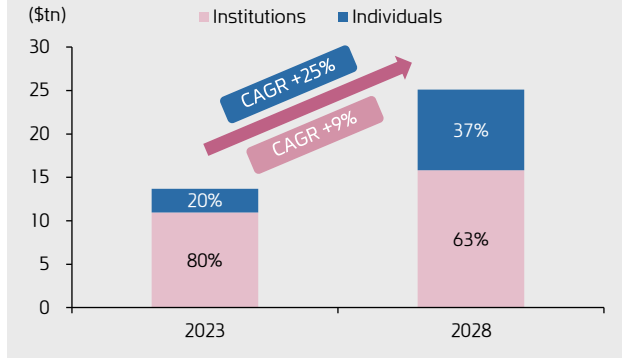
자료: U.S. Department of State, 키움증권 리서치



◆ 자본시장 활성화의 트리거가 될 25년&26년

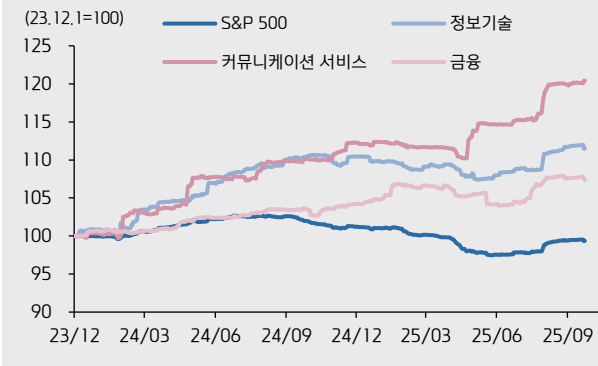
- 업종별 EPS 추정치 수정 폭을 보면, 통신서비스, IT, 금융 순으로 아웃퍼폼. 4월 초 이후 위험선호심리 크게 반등, 5월부터 M&A와 IPO 건수 크게 증가. 연준은 9월 금리 인하 이후 연내 두차례 추가 인하 가능성 시사
- 1)OBDD를 통해 법인세 인하 조항 영구적으로 연장. R&D 비용 공제와 100% 보너스 감가상각 영구화 등으로 기업의 현금흐름과 시중 유동성 향상에 일조. 2)401(k) 등 퇴직연금 계좌에서 사모펀드 및 대체투자 상품을 도입하는 행정명령 발표. 일반 개인 투자자의 사모펀드 접근이 확대된다는 의미로 신규 투자 유입 추정 가능. 3)대형 M&A에 대한 심사 기준 완화. 연방예금보험공사, 바이든 행정부의 대형은행 M&A 감독 강화 정책을 철회. '24년 이전의 완화된 M&A 정책으로 회귀. 4)SLR 비율 축소에 따라 다양한 자산군에 투자할 수 있는 여건 마련

개인 비중 확대가 사모시장 성장의 주요 동인



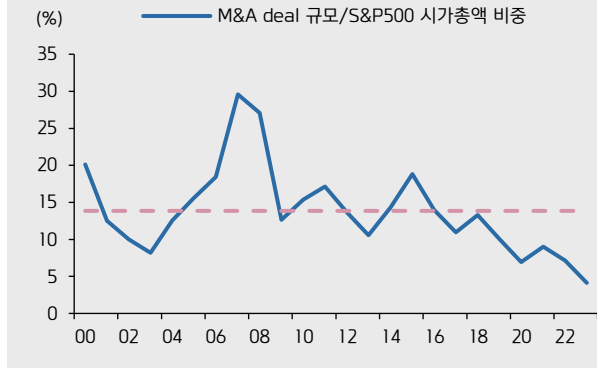
자료: Preqin, Oliver Wyman analysis, 키움증권 리서치

EPS 수정 폭이 S&P500을 상회하는 업종



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: FY2025 추정 EPS 기준

S&P500 시가총액 대비 M&A deal 규모



자료: Dealogic, Bloomberg, 키움증권 리서치

네비우스 그룹 (NBIS)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

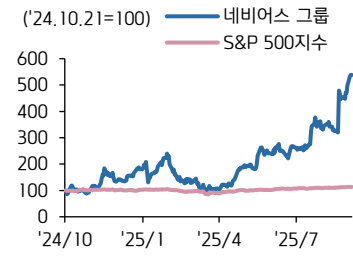
블룸버그 목표주가	USD 127.20
현재 주가 (9/23)	USD 107.80

Stock Data

산업분류	IT
세부업종	인프라소프트웨어
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,656.92
시가총액(min)	27,072.6
유통주식수(min)	215.4
52주 최고	109.98
52주 최저	14.09
일평균거래량	15,025,036

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	289.2	56.3	269.3	-
S&P 500	13.2	2.9	15.4	16.1



◆ **기업 개요:** 네비우스 그룹은 네덜란드 암스테르담에 본사를 둔 AI 인프라 기업. 대규모 GPU 클러스터 및 클라우드 플랫폼을 기반으로 AI 워크로드 인프라를 제공. 2024년 국제 제재 영향으로 러시아의 인터넷 기업인 Yandex로부터 비러시아 자산 중심 구조로 분사. 이후 네비우스 그룹으로 기업명 재편되었고, 그 과정에서 엔비디아 등으로부터 7억달러 자금 유치 성공 및 24년 10월 나스닥 상장 재개. 현재 UK, 핀란드, 프랑스, 이스라엘, 미국 뉴저지와 캔자스 시티에 데이터센터를 구축. 자회사로는 자율주행 및 배달 로봇 사업을 영위하는 Avride, AI 교육 테크 관련 기업인 TripleTen을 보유

◆ **투자 포인트:** 1)과거 CPU 기반 일반적인 클라우드에서 AI 도입으로 GPU 기반 클라우드 수요 증가 추세. 2030년까지 데이터센터 CAPA 3배 증가 예상되는 가운데 이를 주도하는 건 AI 워크로드. 결국 AI 워크로드에 특화된 엔비디아 GPU와 이미 연계된 클라우드 업체는 제한적 공급 및 높은 가격이라는 관점에서 수혜를 받을 수 밖에 없는 상황. 엔비디아는 직접적인 클라우드 시장 진출보다는 전략적 투자를 통해 자사 GPU 기반 클라우드 인프라 확장을 추진하고 있는데 그중 코어워브, 네비우스 그룹 등이 포함됨. 2)하이퍼스케일러들이 데이터센터 용량 부족 문제를 해결하기 위해 CAPEX 확장 적극적으로 추진하고는 있지만, 여전히 공급이 수요를 따라가지 못하고 있는 상황. 뿐만 아니라 막대한 자본지출 증가와 전력 사용의 과점은 빅테크에게도 부담으로 작용할 수 있음. 이러한 가운데 동사는 마이크로소프트와 AI 인프라 제공 계약을 체결. 5년간 174억달러 규모, 추가 용량 및 서비스 매입 시 최대 194억달러 수준까지 확대 가능하다고 발표. 3)향후 타 업체와의 추가적인 대규모 계약 체결 가능성 배제할 수 없다고 판단하며, FY2Q25 매출 10.5억달러로 YoY +625%, QoQ +106%, 25년 220MW→26년 1GW 이상 CAPA 확장 목표 제시하며 폭발적 성장 예상되는 가운데 26년 흑자전환 전망. 자본 대비 부채비율도 1.5%로 낮고 현금성 자산 보유액도 16.8억달러로 비교적 높아 재무 리스크도 상대적으로 크지 않은 상황

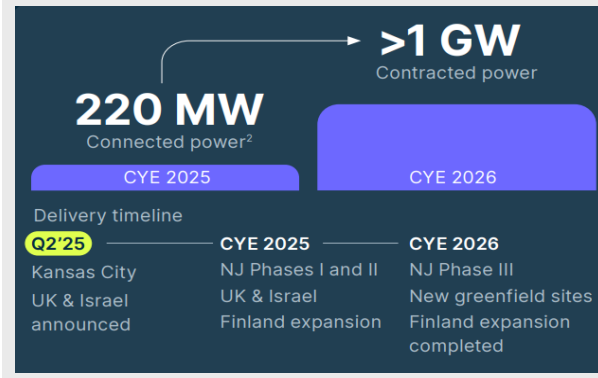
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	-	118	571	2,896
EBITDA	-	-266	-41	505
EBITDA 마진(%)	-	-226.7	-7.2	17.4
순이익	-	-283	-149	92
EPS	-	-1.01	-	-
증가율	-	-215.7	-	-
PER	-	-	-	-
PBR	-	2.0	-	-
ROE	-	-19.5	-	-
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2025.09.23 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

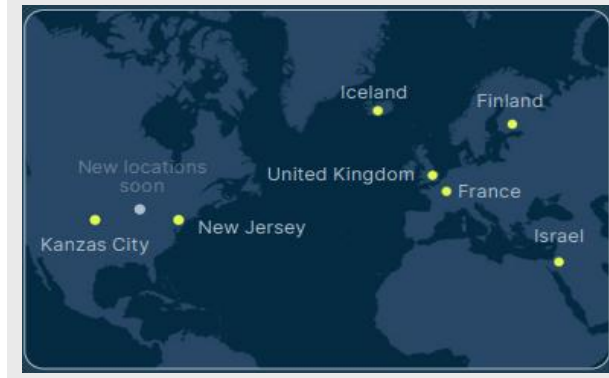


NBIS 2026년 1GW 이상 데이터센터 용량 확보



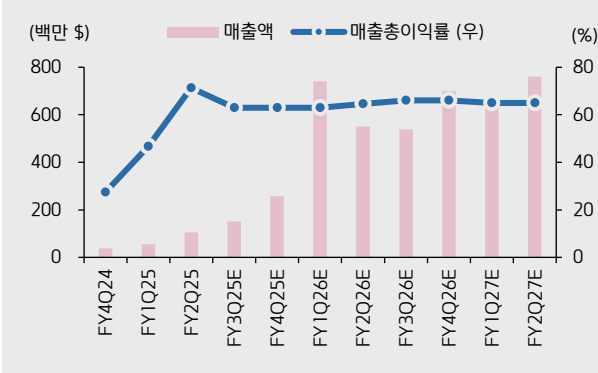
자료: NBIS, 키움증권 리서치

NBIS 데이터센터 위치



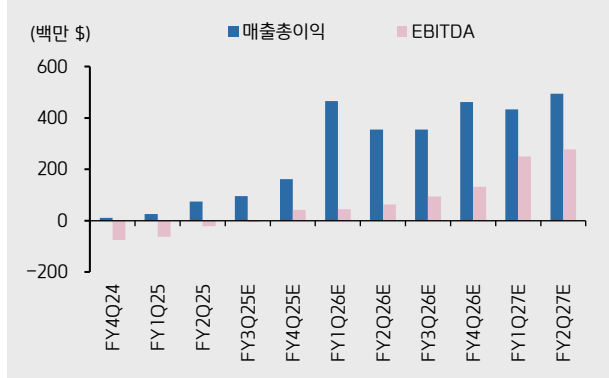
자료: NBIS, 키움증권 리서치

NBIS 분기 매출액 및 매출총이익률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NBIS 분기 매출총이익 및 EBITDA 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	—	—	—	—	118
매출원가	—	—	—	—	73
매출총이익, GAAP	—	—	—	—	44
판매비	—	—	—	—	278
연구개발비	—	—	—	—	130
영업이익, GAAP	—	—	—	—	-444
영업외 (이익)손실	—	—	—	—	-47
세전이익, GAAP	—	—	—	—	-397
법인세비용	—	—	—	—	1
당기순이익, GAAP	—	—	—	—	-645
EPS, GAAP	—	—	—	—	-2.28
희석 EPS, GAAP	—	—	—	—	-2.29
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	—	—	—	—	-283
EBITDA	—	—	—	—	-266

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	—	—	—	—	246
감가상각비, 무형자산상각비	—	—	—	—	77
운전자본 변동	—	—	—	—	-44
투자활동으로 인한 현금흐름	—	—	—	—	312
유, 무형자산 취득(CAPEX)	—	—	—	—	-808
유, 무형자산 처분	—	—	—	—	0
재무활동으로 인한 현금흐름	—	—	—	—	826
지급배당금	—	—	—	—	0
차입금의 증가(감소)	—	—	—	—	699
자사주매입	—	—	—	—	0
현금증가	—	—	—	—	1,359
기초현금	—	—	—	—	1,091
기말현금	—	—	—	—	2,450
FCF	—	—	—	—	-562
FCFF	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	—	—	—	—	3,549
유동자산	—	—	—	—	2,533
현금 및 현금성자산	—	—	—	—	2,450
매출채권	—	—	—	—	35
재고자산	—	—	—	—	0
비유동자산	—	—	—	—	1,015
유형자산	—	—	—	—	892
무형자산	—	—	—	—	5
부채총계	—	—	—	—	295
유동부채	—	—	—	—	264
매입채무	—	—	—	—	228
단기성부채	—	—	—	—	19
비유동부채	—	—	—	—	31
장기성부채	—	—	—	—	30
자본총계	—	—	—	—	3,254

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	—	—	—	—	-545.87
영업이익률	—	—	—	—	-375.06
EBITDA 마진	—	—	—	—	-309.28
ROE	—	—	—	—	-19.55
ROA	—	—	—	—	-10.40
ROIC	—	—	—	—	-8.92
부채비율	—	—	—	—	1.53
순차입금비용	—	—	—	—	-73.76
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비용	—	—	—	—	927.88
유동비용	—	—	—	—	959.58
PER	—	—	—	—	—
PBR	—	—	—	—	2.01
EV/EBIT	—	—	—	—	—
EV/EBITDA	—	—	—	—	—



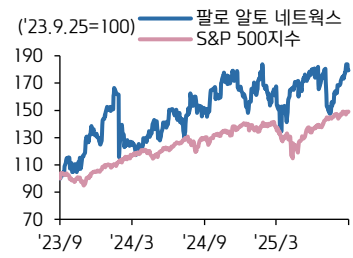
블룸버그 목표주가	USD 214.60
현재 주가 (9/23)	USD 203.25

Stock Data

산업분류	IT
세부업종	소프트웨어
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,656.92
시가총액(min)	122,844.6
유통주식수(min)	666.8
52주 최고	210.39
52주 최저	144.15
일평균거래량	7,615,368

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	1.2	-9.4	-1.7	5.2
S&P 500	13.2	2.9	15.4	16.1



- ◆ **기업 개요:** 펠로 엘토 네트워크스는 글로벌 최대 사이버 보안 솔루션 업체. 하드웨어 장비와 소프트웨어 구독을 통합한 사업 모델을 구축하고 있으며, 매출 구성은 제품이 20%, 구독이 54%, 기타 지원 서비스가 27%를 차지. 네트워크 방화벽에서의 강한 입지를 바탕으로 적극적 M&A와 R&D 통해 사이버 보안 소프트웨어 전반으로 사업 확장. '네트워크 보안+클라우드 보안+SOC 자동화'라는 3대 플랫폼을 중심으로 광범위하고 상호 연결된 제품 라인업 구축
- ◆ **투자 포인트:** 1)산업 내 AI의 활용이 확대되고 있는 가운데 보안에 대한 필요성과 이를 요하는 수준이 점차 높아지면서 관련 지출도 함께 증가할 가능성. 실제로 2024년 기준 GenAI 트래픽은 전년 대비 890% 이상 급증했으며, 관련 데이터 보안 사고 역시 두 배 이상 증가. 보안 지출은 AI 혁명 속 보호해야 할 IT 자산과 사용자의 확장, 사이버 공격의 진화, 그리고 업계 규정 강화에 따라 장기적인 성장이 가능. 이와 같은 변화를 바탕으로 향후 5년 내 플랫폼 고객 수 두 배 이상, 2030년까지 차세대 보안 부문 ARR 150억달러까지 확대 목표 제시. 2)7월 말 보안 솔루션 기업 CyberArk 인수 발표를 통해 토털 보안 옵션을 제공할 수 있는 유일한 기업이라는 차별적 경쟁 우위를 강화. 경쟁사들은 특정 영역에서는 우위를 보이지만, 전방위적이고 체계화된 보안 플랫폼을 제공하는 데에는 한계 존재. 실제로 크라우드스트라이크는 엔드포인트 보안, 포티넷은 광범위한 네트워크 환경 속 저비용 보안 장비 배치, 인수 예정인 CyberArk은 정체성 보안 솔루션에서 차별성을 확보
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY4Q25 시장 기대치를 크게 상회하는 호실적 기록. 동사가 작년부터 추진해 온 '플랫폼화 전략'의 성과가 본격적으로 나타났기 때문. 차세대 보안 ARR YoY +32%, 수주 잔고 YoY +24% 증가. 구독 및 지원 매출은 YoY +14.8% 증가하며 전체 매출의 77.4%까지 증가해 안정적인 동시에 고성장의 반복 수익 모델 구축. 12m fwd PER 52배로 5개년 평균(46배) 상회

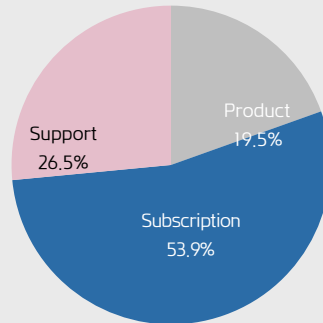
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	8,028	9,222	10,514	11,952
영업이익	2,190	2,652	3,094	3,595
영업이익률 (%)	27.3	28.8	29.4	30.1
순이익	1,948	2,345	2,714	3,103
EPS	2.84	3.34	3.80	4.30
증가율	27.7	17.8	13.7	13.1
PER	122.8	109.9	48.5	42.9
PBR	20.4	14.8	12.3	9.6
ROE	74.5	17.5	25.0	22.7
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2025.09.23 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

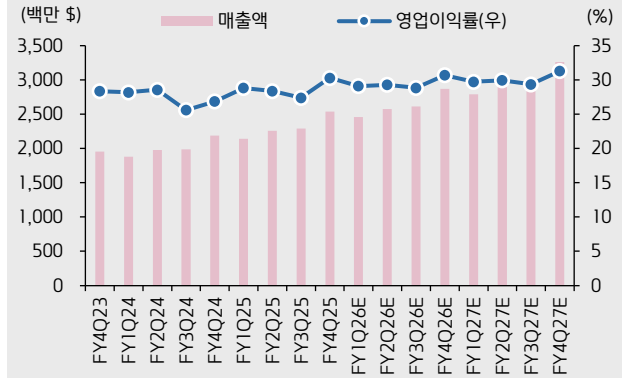


PANW 사업부별 매출액 추이



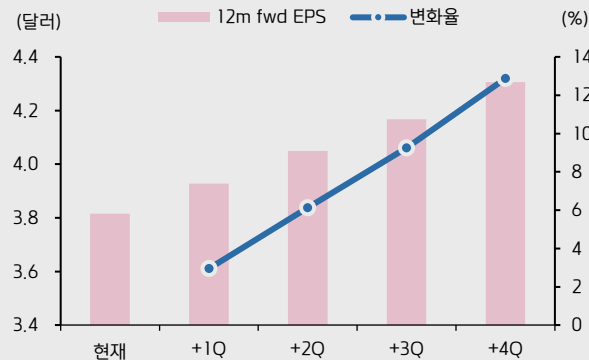
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

PANW 분기 매출액 및 영업이익률 추이



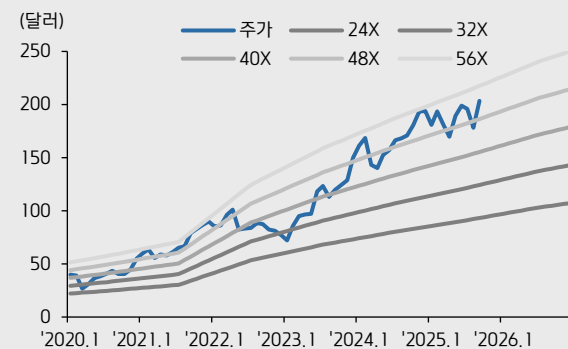
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

PANW 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

PANW 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

펠로 엘토 네트워크 (PANW)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	4,256	5,502	6,893	8,028	9,222
매출원가	1,275	1,719	1,910	2,059	2,452
매출총이익, GAAP	2,981	3,783	4,983	5,968	6,770
판매비	2,145	2,554	2,992	3,475	3,543
연구개발비	1,140	1,415	1,605	1,809	1,984
영업이익, GAAP	802	1,043	1,660	2,190	2,652
영업외 (이익)손실	161	18	-179	-304	-353
세전이익, GAAP	787	1,029	1,560	2,498	3,006
법인세비용	34	60	127	-1,589	462
당기순이익, GAAP	-499	-267	440	-267	1,134
EPS, GAAP	-0.8633	-0.4517	0.73	4.035	1.71
희석 EPS, GAAP	-0.86	-0.4517	0.64	-0.3771	1.6
영업이익, 조정	802	1,043	1,660	2,190	2,652
당기순이익, 조정	-344	803	1,440	1,948	2,345
EBITDA	1,063	1,325	1,942	2,472	3,349

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	1,503	1,985	2,778	3,258	3,716
감가상각비, 무형자산상각비	260	283	282	283	343
운전자본 변동	-848	-1449	-1000	-404	-506
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,481	-933	-2,034	-1,510	-2,205
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-116	-193	-146	-157	-246
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,104	-807	-1,726	-1,343	-779
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-1	-1	-1692	-1,034	-966
자사주매입	-1,074	-756	-14	-283	371
현금증가	-1,082	245	-983	405	732
기초현금	2,962	1,880	2,125	1,142	1,547
기말현금	1,880	2,125	1,142	1,547	2,279
FCF	1,387	1,792	2,631	3,101	3,470
FCFF	—	—	2,652	—	3,472

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	10,242	12,254	14,501	19,991	23,576
유동자산	4,647	6,415	6,048	6,850	7,523
현금 및 현금성자산	2,901	3,635	2,390	2,579	2,903
매출채권	1,240	2,143	2,463	2,619	2,965
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,594	5,839	8,453	13,141	16,053
유형자산	581	600	618	747	734
무형자산	3,209	3,132	3,242	3,725	5,329
부채총계	9,478	12,044	12,753	14,821	15,752
유동부채	5,117	8,306	7,738	7,683	7,988
매입채무	751	988	1,071	1,112	1,607
단기성부채	1,624	3,677	1,992	1,030	79
비유동부채	4,361	3,737	5,015	7,139	7,764
장기성부채	1,982	276	279	381	338
자본총계	764	210	1,748	5,170	7,824

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	-11.72	-4.85	6.38	32.11	12.30
영업이익률	-7.15	-3.43	5.62	8.52	13.48
EBITDA 마진	0.37	1.71	9.71	12.99	18.16
ROE	-53.49	-54.85	44.90	74.52	17.45
ROA	-5.17	-2.37	3.29	14.95	5.21
ROIC	-8.30	-5.90	7.34	54.33	16.83
부채비율	472.13	1882.33	129.87	27.28	5.33
순차입금비율	-24.12	-349.29	-181.15	-103.33	-102.77
EBITDA/현금지급이자	0.78	4.64	33.14	186.21	984.94
현금비율	56.70	43.76	30.89	33.57	36.34
유동비율	90.83	77.23	78.16	89.16	94.18
PER	—	—	189.31	122.83	109.88
PBR	50.85	236.72	44.08	20.42	14.82
EV/EBIT	—	—	190.80	142.33	85.26
EV/EBITDA	2477.14	522.14	110.37	96.11	64.44

알파벳 A (GOOGL)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

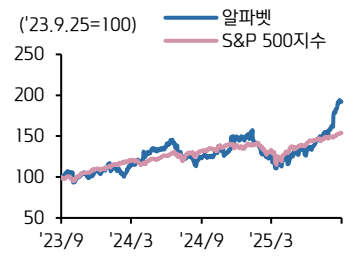
블룸버그 목표주가	USD 241.13
현재 주가 (9/23)	USD 251.66

Stock Data

산업분류	통신 서비스
세부업종	인터넷 미디어 & 서비스
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,656.92
시가총액(min)	3,047,556.4
유통주식수(min)	5,817.0
52주 최고	256.00
52주 최저	140.53
일평균거래량	38,449,432

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	32.9	22.1	50.1	55.1
S&P 500	13.2	2.9	15.4	16.1



- ◆ **투자 포인트:** 1)저평가 요인이었던 반독점 이슈 해소. 최악의 시나리오였던 크롬 브라우저와 안드로이드 모바일 운영체제(OS) 매각에 대한 위험을 피했고, 애플 등 스마트폰 제조사에 검색엔진을 사전 탑재하도록 대가를 지급한 부분도 유지하도록 판결. 반면 경쟁사와 검색 데이터를 공유하는 의무와 스마트폰 제조사에 경쟁사 브라우저의 사전 설치를 막는 배타적 계약 체결 금지는 동반. 다만 이미 구글은 항소를 예고했고 최종 판결 확정과 시행까지는 장기화될 전망. 결국 구글의 독보적인 트래픽과 생태계, 그리고 이를 통한 개인 맞춤형 서비스 제공 등을 감안하면, 여전히 제조사들과의 관계는 지속될 수 밖에 없으며, 이로 인해 전 세계 검색 점유율 1위를 차지하는 독보적 위치는 위협 받기 어렵다고 판단. 또한 생성형AI 도입으로 검색 환경 변화했다는 점이 판결 근거로 제시되었기 때문에 추후 법무부 항소에도 매각 가능성은 낮을 것으로 예상되며, Gemini의 Apple Intelligence 탑재 가능성도 열려 있음. 2)OpenAI에 이어 메타까지 구글 클라우드 계약 체결. 선두적인 테크 업체들이 인프라 다각화를 위해 다수의 클라우드 업체를 함께 활용하는 멀티 클라우드 전략을 시행하기 시작하면서 아마존의 AWS나 마이크로소프트의 Azure 대비 낮은 점유율을 차지하던 구글에게는 성장 가속화의 추가적인 동력으로 작용할 것으로 기대. 3)25년 CAPEX 100억달러 증액한 데 이어 최근 26년까지 90억달러 추가 투자 발표. AI 특화 맞춤형 반도체인 TPU를 자체 개발해 최근 중소형 업체들에게도 판매를 시작. 크루소, 코어워브 등 엔비디아 의존도가 높은 기업들과도 협상을 진행 중. TPU, 클라우드, 제미나이, 웨이모 등 실적에 기여할 수 있는 혁신적인 모멘텀 보유
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY2Q25 검색, 유튜브, 클라우드 사업부 매출 성장세가 가팔라졌으며, AI 및 클라우드 중심 투자에 대한 성과가 강한 매출 성장으로 반영. OBBBA 법안 영향으로 2025년 CAPEX의 일부가 향후 세제 혜택을 통해 충당 가능하고, OpenAI, 메타와의 협업과 제미나이 사용량 증가는 향후 클라우드 성장을 가속화의 동인. 12m fwd PER 22배로 5개년 평균(20배) 상회

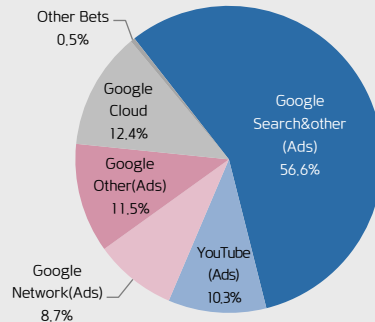
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	307,394	350,018	394,903	440,312
영업이익	84,293	112,390	130,385	148,671
영업이익률 (%)	27.4	32.1	33.0	33.8
순이익	73,795	100,118	120,691	127,953
EPS	5.80	8.04	10.46	11.30
증가율	27.2	38.6	30.0	8.0
PER	22.8	23.9	24.1	22.3
PBR	6.1	7.1	7.5	6.1
ROE	27.4	32.9	31.1	28.1
배당지표수익률	0.3	0.3	0.3	0.3

주: 컨센서스는 2025.09.23 블룸버그 기준, GAAP 기준

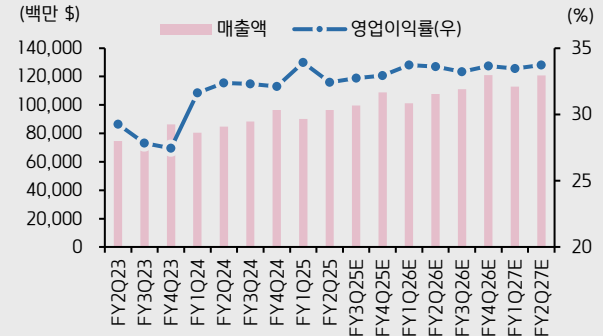


GOOGL 사업부별 매출액 추이



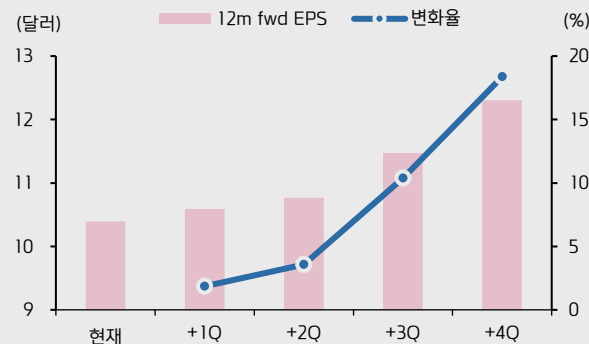
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GOOGL 분기 매출액 및 영업이익률 추이



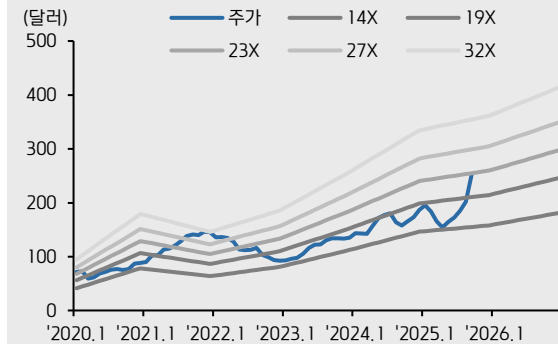
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GOOGL 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GOOGL 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

알파벳 A (GOOGL)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	182,527	257,637	282,836	307,394	350,018
매출원가	84,732	110,939	126,203	133,332	146,306
매출총이익, GAAP	97,795	146,698	156,633	174,062	203,712
판매비	28,998	36,422	42,291	44,342	41,996
연구개발비	27,573	31,562	39,500	45,427	49,326
영업이익, GAAP	41,224	78,714	74,842	84,293	112,390
영업외 (이익)손실	-6,858	-12,020	3,514	-1,424	-7,425
세전이익, GAAP	48,082	90,734	71,328	85,717	119,815
법인세비용	7,813	14,701	11,356	11,922	19,697
당기순이익, GAAP	40,514	76,033	59,972	73,795	100,118
EPS, GAAP	2.9575	5.694	4.59	5.84	8.13
희석 EPS, GAAP	2.72	5.61	4.56	5.8	8.04
영업이익, 조정	41,224	78,714	74,842	84,293	—
당기순이익, 조정	35,688	76,033	59,972	73,795	100,118
EBITDA	67,912	106,531	110,132	118,699	127,701

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	65,124	91,652	91,495	101,746	125,299
감가상각비, 무형자산상각비	13,697	12,441	15,928	11,946	15,311
운전자본 변동	3,157	323	2811	-1702	-7009
투자활동으로 인한 현금흐름	-32,773	-35,523	-20,298	-27,063	-45,536
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-22,281	-24,640	-31,485	-32,251	-52,535
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-24,408	-61,362	-69,757	-72,093	-79,733
지급배당금	0	0	0	0	-7,363
차입금의 증가(감소)	9,661	-1,236	-1196	-760	888
자사주매입	-31,149	-50274	-59296	-61504	-62222
현금증가	7,967	-5,520	934	2,169	-582
기초현금	18,498	26,465	20,945	21,879	24,048
기말현금	26,465	20,945	21,879	24,048	23,466
FCF	42,843	67,012	60,010	69,495	72,764
FCFF	42,956	67,302	60,310	69760	72,988

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	319,616	359,268	365,264	402,392	450,256
유동자산	174,296	188,143	164,795	171,530	163,711
현금 및 현금성자산	136,694	139,649	113,762	110,916	95,657
매출채권	30,930	39,304	40,258	47,964	52,340
채고자산	728	1,170	2,670	0	0
비유동자산	145,320	171,125	200,469	230,862	286,545
유형자산	96,960	110,558	127,049	148,436	184,624
무형자산	22,620	24,373	31,044	29,198	31,885
부채총계	97,072	107,633	109,120	119,013	125,172
유동부채	56,834	64,254	69,300	81,814	89,122
매입채무	50,974	58,083	61,807	74,078	80,352
단기성부채	1,795	2,302	2,775	3,154	3,122
비유동부채	40,238	43,379	39,820	37,199	36,050
장기성부채	25,078	26,206	27,202	25,713	22,574
자본총계	222,544	251,635	256,144	283,379	325,084

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	22.06	29.51	21.20	24.01	28.60
영업이익률	22.59	30.55	26.46	27.42	32.11
EBITDA 마진	31.33	36.43	33.12	32.40	37.43
ROE	19.00	32.07	23.62	27.36	32.91
ROA	13.52	22.40	16.55	19.23	23.48
ROIC	14.56	24.42	22.15	24.82	27.99
부채비율	12.08	11.33	11.70	10.19	7.90
순차입금비용	-49.35	-44.17	-32.71	-28.95	-21.52
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비용	240.51	217.34	164.16	135.57	107.33
유동비용	306.68	292.81	237.80	209.66	183.69
PER	33.69	28.82	18.14	22.83	23.92
PBR	5.32	7.62	4.43	6.14	7.11
EV/EBIT	25.85	22.87	13.95	19.57	19.86
EV/EBITDA	18.77	19.25	11.21	16.65	17.11

버티브 홀딩스 (VRT)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

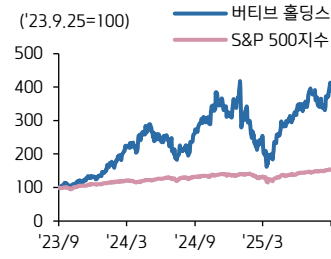
블룸버그 목표주가	USD 157.00
현재 주가 (9/23)	USD 142.61

Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	전력 기기
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,656.92
시가총액(min)	54,458.0
유통주식수(min)	381.9
52주 최고	155.84
52주 최저	53.60
일평균거래량	7,357,848

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	25.5	13.2	52.2	46.4
S&P 500	13.2	2.9	15.4	16.1



- ◆ **기업 개요:** 버티브 홀딩스는 데이터센터(80%), 통신 네트워크(10%), 상업 및 산업용(10%) 서버용 냉각 시스템 및 전력관리 장비를 제조 및 판매하는 디지털 인프라 솔루션 기업. 사업부별 매출 비중은 Products (81%), Services(19%) 순이며, 북미(61%) 뿐만 아니라 EMEA(18%), APAC(21%) 지역 익스포저 보유
- ◆ **투자 포인트:** 1)AI 버블론 우려하기 보다는 대응책을 고민할 때라고 생각. 오라클의 RPO 급증 서프라이즈, 빅테크들의 네오클라우드 계약 체결 및 데이터센터 관련 CAPEX 확장은 지속되고 있고 OBBBA R&D 투자 관련 세금 혜택도 인프라 투자에 긍정적인 영향. 2)과거 CPU 기반 일반적인 클라우드에서 AI 도입으로 GPU 기반 클라우드 수요 증가 추세. 2030년까지 데이터센터 CAPA 3배 증가 예상되는 가운데 이를 주도하는 건 AI 워크로드. AI 워크로드의 부하 변동폭이 Non-AI 워크로드 대비 15배 높기 때문에 전력 효율성과 안정성에 대한 문제 의식 커질 전망. 기존 전력망은 이를 버틸 수 없고 해당 문제로 연쇄적인 정전 및 전력량 붕괴까지 이를 수 있기에 이중화된 백업 전력과 부하 보호 시스템 설비가 필수적으로 설치되어야 함. 동사는 냉각 관리 뿐 아니라 전력의 분배와 조절을 담당하는 스위치기어, UPS, PDU 등 솔루션 함께 보유하고 있고, 최근 AI와 엣지 컴퓨팅에 최적화된 사전설계형 인프라 제품 공급 역량을 강화를 위해 비상장 데이터랙 제조업체 2억달러에 인수. 첨단 원자력 기술 기업 오클로와도 원자력 기반 데이터센터에 특화된 첨단 전력 및 열 관리 솔루션 개발에 중점을 둔 협력 계약 체결
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY2Q25 강한 매출 성장세와 반대로 영업이익률은 관세와 공급망 전환 여파로 감소. 관세 여파는 FY26부터 상쇄될 전망. FY25 연간 매출 가이드는 영업이익률(19.7~20.3%로 하향했으나 컨센서스 부합)을 제외하고 모두 상향 조정. 여전히 중장기 성장 모멘텀은 강한 주문량 증가로 유효하다 판단. 현재 12m fwd PER는 32배로 5개년 평균(23배) 상회

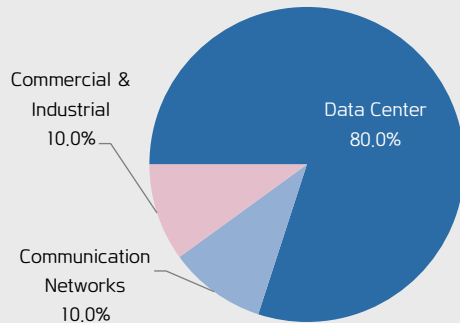
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	6,863	8,012	10,020	11,506
영업이익	1,054	1,552	1,982	2,478
영업이익률(%)	15.3	19.4	19.8	21.5
순이익	684	1,102	1,438	1,813
EPS	1.77	2.85	3.82	4.68
증가율	234.0	61.0	34.0	22.4
PER	38.4	87.7	37.3	30.5
PBR	9.1	17.8	15.6	12.0
ROE	26.6	22.3	47.2	41.9
배당지표수익률	0.1	0.1	0.1	0.1

주: 컨센서스는 2025.09.23 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

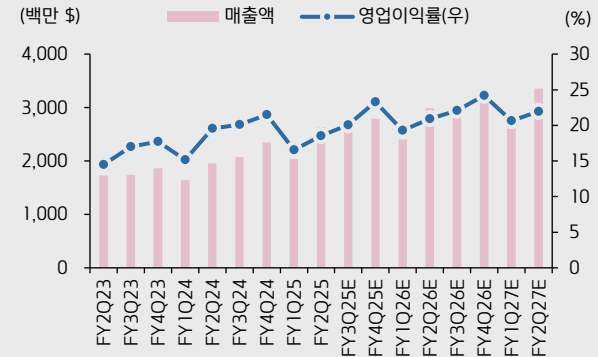


VRT 사업부별 매출액 비중



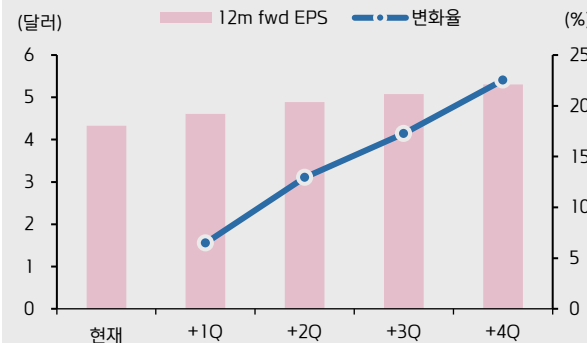
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

VRT 분기 매출액 및 영업이익률 추이



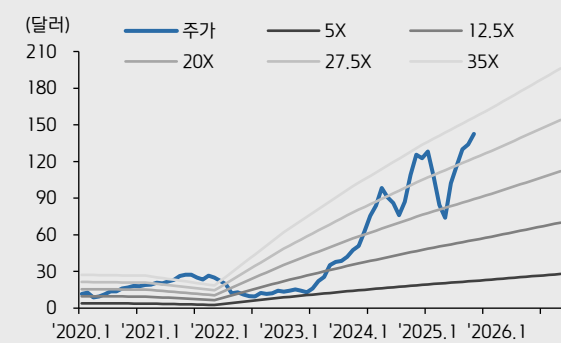
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

VRT 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

VRT 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

버티브 홀딩스 (VRT)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	4,371	4,998	5,692	6,863	8,012
매출원가	2,897	3,475	4,075	4,463	5,078
매출총이익, GAAP	1,474	1,523	1,616	2,401	2,934
판매비	1,008	1,109	1,178	1,312	1,374
연구개발비	—	0	0	0	0
영업이익, GAAP	378	471	439	1,054	1,552
영업외 (이익)손실	494	97	64	371	621
세전이익, GAAP	193	166	167	534	765
법인세비용	73	47	90	74	270
당기순이익, GAAP	-184	120	77	460	496
EPS, GAAP	-1.07	0.34	0.20	1.21	1.32
희석 EPS, GAAP	-0.60	0.33	0.04	1.19	1.28
영업이익, 조정	342	471	439	1,054	1,552
당기순이익, 조정	283	120	202	684	1,102
EBITDA	581	698	742	1,325	1,829

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	209	211	-153	901	1,319
감가상각비, 무형자산상각비	203	227	302	271	277
운전자본 변동	-33	-116	-438	22	114
투자활동으로 인한 현금흐름	-46	-1,217	-112	-139	-202
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-53	-85	-111	-135	-184
유, 무형자산 처분	7	9.8	3.9	12.4	0
재무활동으로 인한 현금흐름	141	915	100	-248	-652
자금배당금	-3	-4	-4	-10	-42
차입금의 증가(감소)	-1,415	828	218.6	-262	-21
자사주매입	157	112	3	27	-567
현금증가	309	-96	-174	515	444
기초현금	234	543	447	273	789
기말현금	543	447	273	789	1,232
FCF	165	138	-253	773	1,152
FCFF	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	5,074	6,940	7,096	7,999	9,133
유동자산	2,519	2,699	3,159	4,002	5,102
현금 및 현금성자산	535	439	261	780	1,228
매출채권	1,354	1,536	1,889	2,185	2,363
재고자산	447	616	822	884	1,244
비유동자산	2,555	4,241	3,937	3,997	4,031
유형자산	573	642	656	734	827
무형자산	1,910	3,468	3,101	3,003	2,808
부채총계	4,562	5,522	5,654	5,984	6,698
유동부채	1,742	1,855	1,898	2,305	3,097
매입채무	1,409	1,541	1,522	1,602	1,967
단기성부채	64	64	67	65	67
비유동부채	2,820	3,667	3,756	3,678	3,601
장기성부채	2,238	3,064	3,300	3,060	3,074
자본총계	512	1,418	1,442	2,015	2,434

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	-7.49	2.39	1.35	6.71	6.19
영업이익률	5.48	5.26	4.06	13.17	17.30
EBITDA 마진	11.35	10.93	10.40	18.05	21.59
ROE	—	12.40	5.36	26.63	22.29
ROA	-6.73	1.99	1.09	6.10	5.79
ROIC	2.15	4.93	2.18	15.30	16.58
부채비율	449.54	220.64	233.48	155.08	129.01
순차입금비율	345.15	189.67	215.40	116.35	78.59
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비율	30.70	23.67	13.73	33.85	39.64
유동비율	144.63	145.49	166.43	173.57	164.73
PER	—	87.10	77.81	38.44	87.68
PBR	12.47	6.62	3.58	9.10	17.77
EV/EBIT	32.85	44.54	34.27	22.50	32.16
EV/EBITDA	16.44	22.09	13.96	16.69	26.11

제네락 홀딩스 (GNRC)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

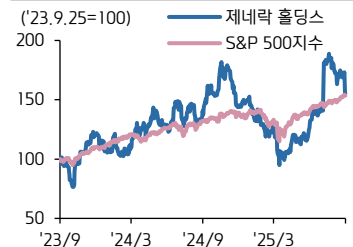
블룸버그 목표주가	USD 206.06
현재 주가 (9/23)	USD 166.77

Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	전기 장비
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,656.92
시가총액(min)	9,785.4
유통주식수(min)	58.7
52주 최고	203.25
52주 최저	99.50
일평균거래량	1,079,105

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	7.6	-	21.1	10.6
S&P 500	13.2	2.9	15.4	16.1



◆ **기업 개요:** 제네락 홀딩스는 미국 가정용 비상 발전기 시장 내 점유율 1위 기업으로 발전 및 배터리 시스템 등 하드웨어 장비부터 에너지 관리 및 모니터링 소프트웨어까지 전력 발전 관련 통합 솔루션을 제공. 사업부는 가정용 비상 발전기, 휴대용 발전기, PWRcell 태양광 ESS, EV 충전기 등 주거용 제품(Residential products)이 54%로 가장 비중이 크고, 데이터센터, 의료, 통신과 같은 상업 및 산업용 고용량 비상 발전기를 제공하는 Commercial & industrial products(34%), 설치, 유지보수 및 모니터링 서비스 등을 담당하는 Other(12%)로 구성. 지역별로는 미국 내수 비중이 83%로 대부분을 차지

◆ **투자 포인트:** 1)가정용 비상 발전기 시장 내에서 통합 생태계를 구축해 막인 효과와 경쟁적 우위를 보유. 주요 정전 사고의 약 80%가 허리케인, 산불, 폭염 등과 같은 기후 변화로 인해 발생하기에 동사는 대표적인 허리케인 관련주로 시장에 알려져 있음. 또한 최근 미국 내 전력망 노후화도 안정적 전력 공급에 부정적 영향을 주고 있기에 중앙 집중화된 전력 시스템의 한계를 보완하기 위한 비상용 대기 발전 수요 연결되기 충분. 2)데이터센터 전력 수요 급증으로 전력 병목 현상 심화됨에 따라 에너지 백업 및 이중화 솔루션에 대한 수요 증가. 동사는 데이터센터 시장을 겨냥한 고효율 발전기 신규 모델 발표했으며, FY2Q25 데이터센터 시장에 공식적으로 진출. 이로 인해 전략적인 성장 변곡점 도래했다고 판단. 기존의 주택용 태양광 및 ESS 중심 사업 구조에서 상업용 제품 비중 확대로 수익성 향상 전망되며 FY25 연말부터 글로벌 수주 잔고와 파이프라인 확장이 점차 실적에 반영될 전망

◆ **실적 및 밸류에이션:** 주가 및 C&I 수요 증가에 따른 FY2Q25 호실적 및 FY25 가이던스 상향 발표. 예상보다 낮은 관세 여파로 매출총이익률 오히려 개선되었으며, 데이터센터 관련 글로벌 수주 잔고 1.5억달러 달성하는 등 시장 진출 초기부터 긍정적 반응 나타나고 있다고 언급. 해당 수주 잔고 대부분은 FY26까지 출하 완료될 예정. 현재 12m fwd PER는 19배로 5개년 평균(24배) 크게 하회. 최근 주가 하락은 오히려 저평가 기회라 판단

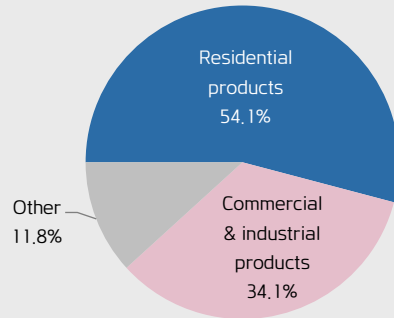
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	4,023	4,296	4,450	4,810
EBITDA	638	789	823	923
EBITDA 마진(%)	15.9	18.4	18.5	19.2
순이익	335	438	445	525
EPS	5.40	7.27	7.68	8.95
증가율	-35.2	34.6	5.7	16.5
PER	33.4	24.9	21.7	18.6
PBR	3.3	3.7	3.5	3.1
ROE	8.8	13.5	15.3	16.3
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2025.09.23 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

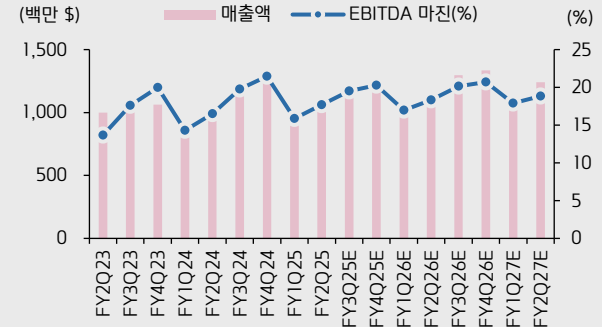


GNRC 사업부별 매출액 비중



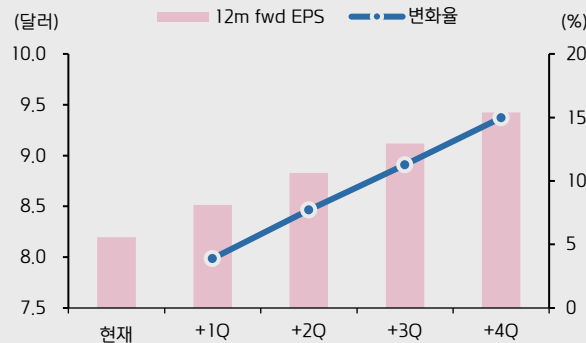
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GNRC 분기 매출액 및 EBITDA 마진 추이



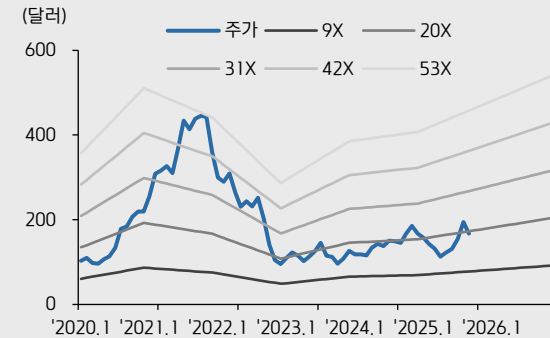
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GNRC 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GNRC 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

제네락 홀딩스 (GNRC)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	2,485	3,737	4,565	4,023	4,296
매출원가	1,528	2,377	3,043	2,657	2,630
매출총이익, GAAP	958	1,360	1,522	1,365	1,666
판매비	365	463	691	701	812
연구개발비	80	104	160	173	220
영업이익, GAAP	479	721	566	386	537
영업외 (이익)손실	33	30	58	96	127
세전이익, GAAP	446	692	508	290	482
법인세비용	99	135	100	73	92
당기순이익, GAAP	351	550	400	215	316
EPS, GAAP	5.61	8.51	5.55	3.31	5.46
희석 EPS, GAAP	5.48	0.0086	5.42	3.27	5.39
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	412	619	539	335	438
EBITDA	584	861	825	638	789

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	487	411	59	522	741
감가상각비, 무형자산상각비	69	92	156	167	172
운전자본 변동	6	-258	-470	103	211
투자활동으로 인한 현금흐름	-124	-817	-134	-178	-209
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-62	-110	-86	-129	-137
유, 무형자산 처분	0	0.259	2.077	2.896	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-30	-103	64	-277	-449
자금배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-25	75	464.169	87	-278
자사주매입	-2	-146	-373	-255	-150
현금증가	332	-508	-15	68	80
기초현금	323	655	147	133	201
기말현금	655	147	133	201	281
FCF	424	301	-28	393	605
FCFF	450	328	16	466	674

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	3,235	4,878	5,169	5,093	5,109
유동자산	1,670	1,848	2,182	1,998	2,032
현금 및 현금성자산	655	147	133	201	281
매출채권	375	546	522	537	612
재고자산	603	1,090	1,405	1,167	1,032
비유동자산	1,566	3,029	2,987	3,096	3,077
유형자산	344	441	468	599	690
무형자산	1,147	2,451	2,332	2,278	2,195
부채총계	1,779	2,606	2,800	2,744	2,612
유동부채	642	1,156	992	881	1,033
매입채무	562	975	691	565	790
단기성부채	61	102	92	157	153
비유동부채	1,137	1,450	1,808	1,863	1,579
장기성부채	888	982	1,443	1,492	1,240
자본총계	1,456	2,272	2,370	2,350	2,497

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	14.11	14.73	8.75	5.33	7.36
영업이익률	19.28	19.30	12.41	9.60	12.49
EBITDA 마진	22.80	22.36	16.62	14.71	17.58
ROE	28.94	29.60	15.67	8.83	13.46
ROA	11.88	13.57	7.95	4.18	6.20
ROIC	15.99	19.06	11.98	7.09	10.33
부채비율	68.25	48.97	67.99	70.48	55.84
순차입금비율	20.17	41.22	59.16	61.64	44.50
EBITDA/현금지급이자	19.70	30.01	15.51	7.04	8.45
현금비율	102.12	12.75	13.38	22.82	27.23
유동비율	260.28	159.91	219.99	226.81	196.70
PER	39.59	41.18	18.94	33.40	24.94
PBR	10.28	10.13	2.74	3.32	3.71
EV/EBIT	30.44	32.34	13.47	23.65	19.15
EV/EBITDA	25.86	28.03	10.14	15.60	13.71

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

에어로바이런먼트 (AVAV)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

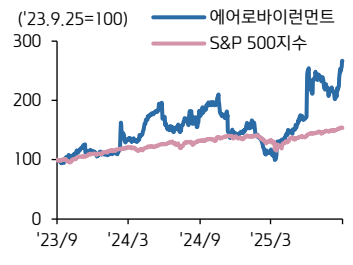
블룸버그 목표주가	USD 303.23
현재 주가 (9/23)	USD 298.61

Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	우주항공&국방
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,656.92
시가총액(min)	14,910.3
유통주식수(min)	49.9
52주 최고	301.12
52주 최저	102.25
일평균거래량	1,550,122

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	94.0	24.5	132.0	51.0
S&P 500	13.2	2.9	15.4	16.1



- ◆ **기업 개요:** 에어로바이런먼트는 미국 정부 및 민간 기업을 대상으로 지능형 방위 로봇 시스템과 관련 차세대 방위 기술 서비스를 개발 및 판매하는 기업. BlueHalo 인수 이후 FY26부터 사업부 AxS(autonomous Systems)와 SCDE(Space, Cyber and Directed Energy)로 개편. 자폭형 무인항공기 'Switchblade'와 자율형 정찰 무인항공기 'Puma', 'JUMP', 레이저 지향성 무기 'LOCUST', 'Titan' 등이 주요 제품군이며, 매출의 76%가 미국, 그 외 24%는 해외(미 국방부를 통한 해외 군수 판매 포함)로부터 발생
- ◆ **투자 포인트:** 1)인수 불과 1분기 만에 포트폴리오 확장 시너지 효과 빠르게 극대화. AV Halo라는 AI 기반 통합 소프트웨어 플랫폼 출시. 기업, 국가급 전략적 파트너십이나 미 국방부 프로젝트 체결되는 등 실제로 차세대 기술 통합 솔루션 도입에 진전 나타나는 중. BlueHalo가 주도하고 있는 지향성 에너지의 경우, 아직 레이저 통신 시장 성장 초기 단계로 향후 핵심적인 수단 부상 시 모멘텀 부각 기대. 2)루비오 미국 국무부 장관은 트럼프 대통령이 발표한 '속도와 책임 향상을 위한 해외 방위 판매 개혁'이라는 행정명령의 일환으로 무인 항공 시스템(UAS) 관련 수출 정책 개정안을 승인. 기존 수출 규제의 기준이 속도, 높이 등과 같은 기술적 사양이었다면, 이번 개정은 책임 구조를 바꿔 국무부, 국방부, 의회에게 수출 검토에 대한 자율성을 주고 유연성을 증대했다는 점이 가장 큰 차별점. 정책, 외교적 고려가 수출 허가 조건에 포함되었다는 점에서 유럽, 태평양, 중동 등 동맹국향 수출 진전 가능성이 크게 높아졌다고 판단
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** BlueHalo 인수 영향으로 분기 매출 사상 최고치 경신, 확정 수주잔고(Funded Backlog)도 11억달러 기록하며 YoY +195% 급증. 마진과 EPS는 무형자산 상각비 및 기타 비현금성 회계 비용 영향으로 감소했는데 이는 5월 BlueHalo 인수로 인한 단기적 비용으로 수주잔고 확대 및 비용 효율화에 따라 연말로 갈수록 지속적인 회복 예상. 12m fwd PER는 74배 수준으로 부담은 높아진 상황이나, BlueHalo 인수 및 수주 효과로 실적 성장 가시성 확보되었다는 관점에서 여전히 성장에 대한 기대감은 유효

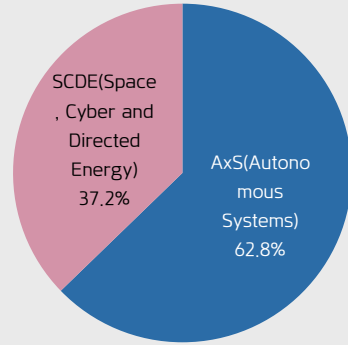
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	717	821	1,993	2,311
EBITDA	128	146	308	393
EBITDA 마진(%)	17.8	17.8	15.5	17.0
순이익	60	44	67	169
EPS	2.99	3.28	3.65	4.58
증가율	137.3	9.7	11.2	25.7
PER	66.0	58.1	81.9	65.2
PBR	5.5	4.8	3.3	3.0
ROE	8.7	5.1	-	-
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2025.09.23 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

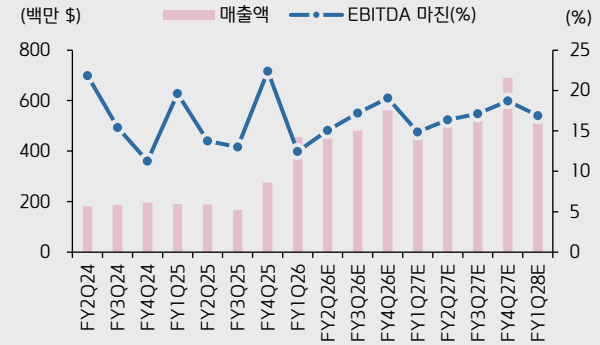


AVAV 사업부별 매출액 비중



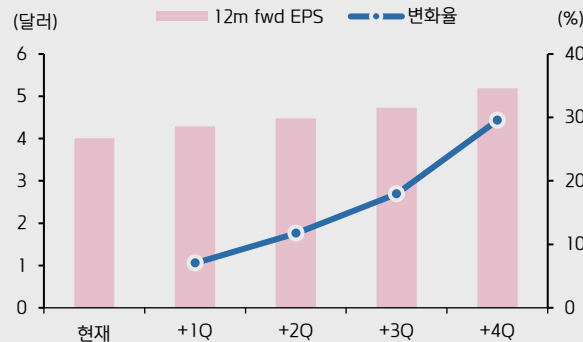
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AVAV 분기 매출액 및 EBITDA 마진 추이



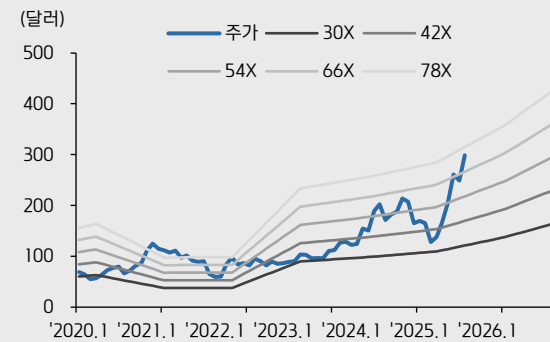
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AVAV 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AVAV 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

에어로바이런먼트 (AVAV)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	395	446	541	717	821
매출원가	230	304	367	433	502
매출총이익, GAAP	165	141	174	284	319
판매비	67	96	132	114	159
연구개발비	54	55	64	98	101
영업이익, GAAP	43	-10	-179	72	41
영업외 (이익)손실	9	9	10	9	1
세전이익, GAAP	34	-19	-188	63	40
법인세비용	1	-10	-15	2	1
당기순이익, GAAP	23	-4	-176	60	44
EPS, GAAP	0.97	-0.17	-7.04	2.19	1.56
희석 EPS, GAAP	0.96	-0.17	-7.04	2.18	3.28
영업이익, 조정	—	32	42	92	—
당기순이익, 조정	45	37	—	82	44
EBITDA	72	62	—	128	146

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	87	-10	11	15	-1
감가상각비, 무형자산상각비	19	61	100	36	41
운전자본 변동	17	-68	-82	-104	-119
투자활동으로 인한 현금흐름	-379	-52	-7	-52	-28
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-11	-22	-15	-24	-23
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	194	-17	51	-23	-3
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	200	-10	-55	-107	-28
자사주매입	2	3	2	87	-2
현금증가	-98	-80	56	-60	-32
기초현금	255	157	77	133	73
기말현금	157	77	133	73	41
FCF	75	-32	-3	-8	-24
FCFF	76	—	—	-4	-22

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	929	914	825	1,016	1,121
유동자산	402	369	477	516	607
현금 및 현금성자산	181	102	133	73	41
매출채권	63	60	88	70	102
재고자산	72	91	139	150	144
비유동자산	527	545	348	500	514
유형자산	82	89	67	77	83
무형자산	420	432	224	348	305
부채총계	316	306	274	193	234
유동부채	96	101	121	145	172
매입채무	54	45	69	97	117
단기성부채	16	17	16	20	10
비유동부채	220	205	152	48	62
장기성부채	207	200	147	40	54
자본총계	612	608	551	823	887

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	5.91	-0.94	-32.60	8.32	5.32
영업이익률	10.97	-2.22	-33.05	10.02	4.97
EBITDA 마진	17.13	12.92	-13.06	16.46	11.21
ROE	4.16	-0.69	-30.41	8.69	5.10
ROA	3.08	-0.45	-20.27	6.48	4.08
ROIC	4.76	0.41	-22.21	8.81	5.16
부채비율	36.39	35.62	29.55	7.25	7.25
순차입금비용	6.87	18.85	5.44	-1.66	2.64
EBITDA/현금지급이자	—	11.46	-6.90	17.29	52.34
현금비용	187.88	100.55	109.50	50.59	23.73
유동비용	417.57	363.85	393.13	355.87	352.30
PER	84.67	513.48	228.18	66.02	58.06
PBR	4.47	3.30	4.79	5.46	4.83
EV/EBIT	63.18	—	—	60.98	101.09
EV/EBITDA	41.06	36.80	—	37.99	46.83



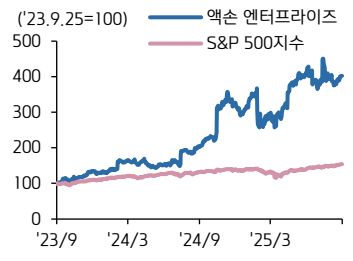
블룸버그 목표주가	USD 895.65
현재 주가 (9/23)	USD 777.58

Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	우주항공&국방
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,656.92
시가총액(min)	61,043.5
유통주식수(min)	78.5
52주 최고	885.92
52주 최저	388.36
일평균거래량	625,479

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	30.8	1.5	38.9	97.4
S&P 500	13.2	2.9	15.4	16.1



◆ **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 기관이 주요 고객. 지역별로는 미국이 80%, 그외 국가가 20%. 사업부별 매출 비중은 Connected Devices(56%), Software & Services(44%) 순

◆ **투자 포인트:** 1)공공 안전 솔루션 제공이라는 독특한 사업 모델, 특히 법 집행 기관과 공공 안전 조직에 특화된 소프트웨어와 하드웨어를 결합한 포괄적인 생태계를 구축하고 있다는 관점에서 진입장벽 우위. 트럼프의 MAGA, 즉 자국우선주의와 국경 강화 기조에 가장 부합하는 기업. 최근 매출 내 소프트웨어 비중 점차 높아지고 있다는 점에서 향후 반복 수익 모델 확립과 마진 확대 기대되는 상황. 2)이미 보안 시장 내에서 강력한 경쟁적 입지 구축했음에도 여전히 포트폴리오 강화와 성장의 기회 존재. 최근 M&A와 CAPEX 투자에 적극적. 현재 매출액의 미국 비중이 과반수, 향후 해외와 민간기업 등 신규 시장 진출을 통한 매출 확장 기대

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY2Q25 14분기 연속 25% 이상의 매출 성장을 달성한 데 이어 역대 최대 미래 계약 예약(107억달러, YoY +43%) 달성. 이에 힘입어 FY25 가이드선도 추가 상향하고 해외 및 민간향 매출에 대해서도 낙관적으로 보고 있다고 발언. 특히 드론과 VR을 포함한 플랫폼 솔루션 부문이 신규 계약 발생 영향으로 YoY +86% 성장하는 등, AI, 드론, Fusus 등 신규 제품군 관련 예약이 전체 예약의 30% 차지할 정도로 기여도가 높아지고 있는 모습. 현재 12m fwd PER는 101배로 5개년 평균(58배) 대비 높은 수준이나, 중장기적인 관점에서 여전히 긍정적인 의견 유지

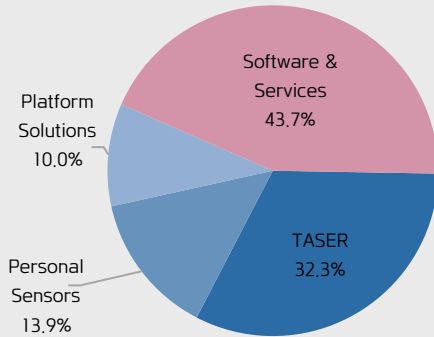
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	1,563	2,083	2,713	3,383
EBITDA	329	521	686	884
EBITDA 마진(%)	21.1	25.0	25.3	26.1
순이익	312	466	548	667
EPS	4.14	5.94	6.76	8.00
증가율	89.0	43.5	13.9	18.3
PER	93.5	189.4	115.0	97.2
PBR	12.0	19.6	20.8	17.3
ROE	12.2	19.1	20.7	18.8
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2025.09.23 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

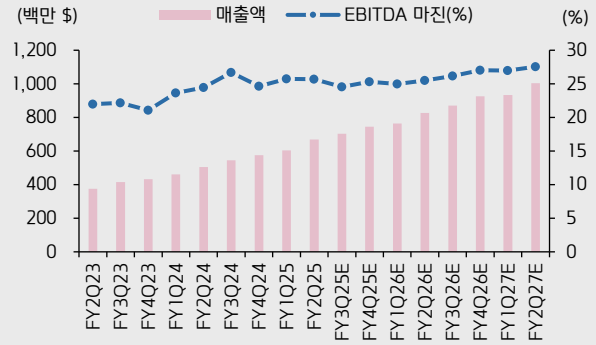


AXON 사업부별 매출액 추이



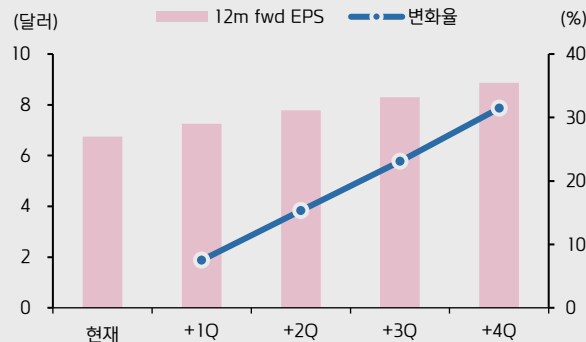
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AXON 분기 매출액 및 EBITDA 마진 추이



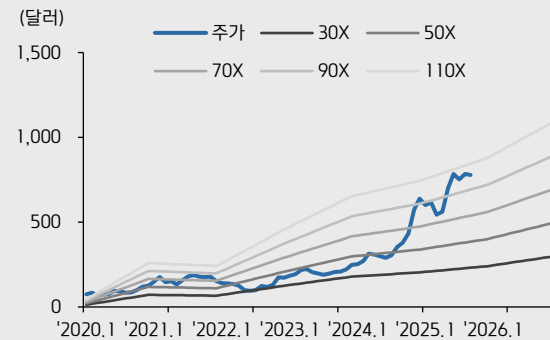
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AXON 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AXON 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

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	382
법인세비용	-5	-81	49	-19	4
당기순이익, GAAP	-2	-60	147	174	377
EPS, GAAP	-0.03	-0.91	2.07	2.37	4.98
희석 EPS, GAAP	-0.03	-0.91	2.07	2.35	4.8
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	0.043	0.287	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	299	-174	598	41	-45
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	673.769	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 리서치

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	1447.33	—	91.08	101.24	372.58

블랙록 (BLK)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

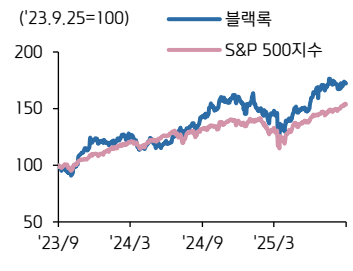
블룸버그 목표주가	USD 1,183.78
현재 주가 (9/23)	USD 1,131.75

Stock Data

산업분류	금융
세부업종	투자관리
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,656.92
시가총액(min)	184,685.5
유통주식수(min)	154.9
52주 최고	1171.89
52주 최저	773.74
일평균거래량	568,498

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	10.4	-1.4	17.5	20.2
S&P 500	13.2	2.9	15.4	16.1



- ◆ **기업 개요:** 블랙록은 세계 최대 자산운용사로 ETF, 사모 투자 기반 자산 관리 및 투자 서비스 등을 제공. 1)AUM 에 비례한 고정 수수료와 증권 대여 수익, 2)성과 기반 운용 수수료, 3)투자·리스크 플랫폼 사용료, 4)펀드 유통·판매 수수료, 5)기관 자문 및 기타 서비스 등을 통해 수익을 창출하고 있으며, 그중 고정 수수료 및 증권 대여 수익이 전체 매출의 82.1%로 가장 높음
- ◆ **투자 포인트:** 1)트럼프 정권 하에 금융 규제 및 M&A 심사 기준 완화와 법인세 인하 효과로 캐피탈 시장 가속화 및 기업들의 M&A가 활발해질 수 있으며, 이는 동사와 같은 자산 관리 및 투자 서비스 기업에 특히 수혜. OBBBA를 통해 법인세를 인하 조항 영구적 연장, R&D 비용 즉시 공제와 100% 보너스 감가상각 영구화 등이 적용되면 기업의 현금흐름 개선 뿐만 아니라 시중의 유동성을 높이는 데에도 일조할 전망. 실제로 4월 초 이후로 위험선호심리 빠르게 회복되며 증시 반등 가팔랐으며, 5~6월 M&A와 IPO 건수도 크게 증가. 전세계 M&A 발표 건수는 6월 기준 YoY +30% 증가했으며, 무역 및 전반적인 경제 상황에 대해 CEO 및 고액 자산가들의 거래 의욕 증가도 모멘텀으로 유효 판단. 2)한편 최근 트럼프 행정부가 401(k) 등 퇴직연금 계좌에서 사모펀드 및 대체투자 상품을 도입하는 행정명령 발표했다는 점 또한 동사와 같은 사모 투자 포트폴리오 보유한 자산운용사에게 수혜로 작용. 일반 개인 투자자로의 사모펀드 접근이 확대된다는 의미로 이를 통해 신규 투자 유입 추정 가능. 2030년까지 사모 시장과 기술 분야 매출 비중 30%를 목표로 설정. 실제로 7월 사모 신용 및 구조화 신용 대출에 증점을 둔 HPS Investment Partners 인수
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY2Q25 실적 지표 컨센서스 하회하며 주가는 부진. 단일 기관 자금 순유출이 실적에 부정적 역할, 다만 이는 해당 기관의 자금 계획에 따른 520억달러 규모 인덱스 부분 환매로 일시적 이벤트로 추정. AUM은 오히려 YoY +18% 증가한 12.5조달러 기록하면서 긍정적 흐름 달성했기에 펀더멘탈은 여전히 견고. 지속적인 자산주 매입 단행 중으로 EPS 개선에 긍정적 영향 기대. 현재 12m fwd PER은 22배로 5년 평균(19배) 상회하는 수준이나 대체투자 시장 규제 완화에 대한 모멘텀은 여전히 유효하다는 판단

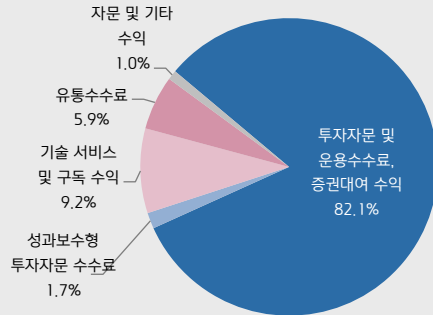
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	17,859	20,407	23,494	26,906
영업이익	6,275	7,574	8,359	10,490
영업이익률 (%)	35.1	37.1	35.6	39.0
순이익	5,692	6,612	7,680	8,602
EPS	37.77	43.61	47.73	52.46
증가율	6.8	15.5	9.4	9.9
PER	23.7	25.2	23.7	21.6
PBR	3.1	3.3	3.5	3.5
ROE	14.3	14.7	15.6	16.7
배당지표수익률	1.8	1.8	1.9	2.0

주: 컨센서스는 2025.09.23 블룸버그 기준, GAAP 기준

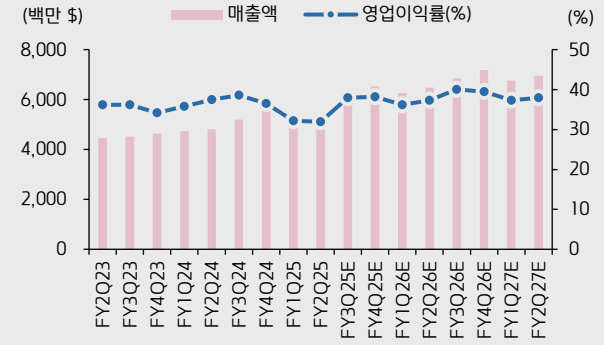


BLK 수익원별 매출액 비중



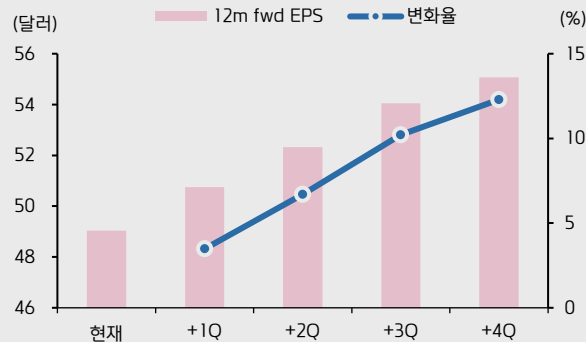
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

BLK 분기 매출액 및 영업이익률 추이



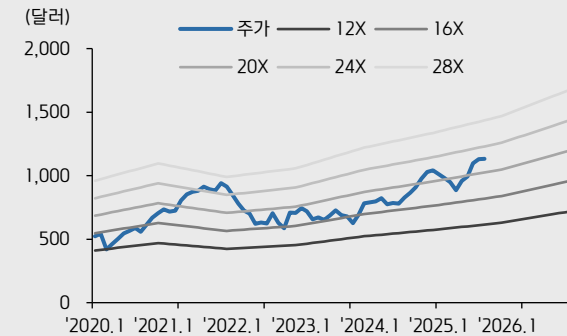
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

BLK 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

BLK 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

블랙록 (BLK)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액, GAAP	16,205	19,374	17,873	17,859	20,407
영업비용, GAAP	10,510	11,924	11,488	11,584	12,833
영업이익, GAAP	5,695	7,450	6,385	6,275	7,574
영업외 (이익)손실	143	118	60	-181	-229
세전이익, GAAP	6,524	8,173	6,290	7,155	8,295
법인세비용	1,238	1,968	1,296	1,479	1,783
당기순이익, GAAP	4,932	5,901	5,178	5,502	6,369
EPS, GAAP	32.13	38.76	34.31	36.85	42.45
희석 EPS, GAAP	31.85	38.22	33.97	36.51	42.01
영업이익, 조정	6,284	7,747	6,711	6,593	8,110
당기순이익, 조정	4,766	5,672	5,391	5,692	6,612
EBITDA	6,390	7,625	6,862	6,744	—

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	3,743	4,944	4,956	4,165	4,956
감가상각비, 무형자산상각비	358	415	418	427	529
운전자본 변동	-2,614	-1,327	-1,687	-2,506	-2,765
투자활동으로 인한 현금흐름	-254	-1,937	-1,130	-959	-3,004
재무활동으로 인한 현금흐름	244	-2,287	-5,442	-1,992	2,236
지급배당금	-2,260	-2,547	-2,990	-3,035	-3,101
차입금의 증가(감소)	2,245	241	-750	1,238	4,474
자사주매입	-1,809	-1,485	-2,321	-1,789	-1,466
현금증가	3,835	659	-1,907	1,320	4,026
기초현금	4,846	8,681	9,340	7,433	8,753
기말현금	8,681	9,340	7,433	8,753	12,779
FCF	3,549	4,603	4,423	3,821	4,701
FCFF	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	176,982	152,648	117,628	123,211	138,615
현금 및 현금성자산	8,664	9,323	7,416	8,736	12,762
단기 및 장기 투자	6,919	7,262	7,466	9,740	9,769
순매출채권	3,535	3,789	3,264	3,916	4,304
유형자산	1,330	2,383	2,547	2,533	2,622
무형자산	32,814	33,804	33,643	33,782	46,692
부채총계	139,326	113,755	78,843	81,971	89,260
예수금	—	—	—	—	—
단기차입금&RP	912	894	1,141	1,180	923
장기부채	7,107	8,424	7,348	8,522	13,299
연금부채	—	—	—	0	0
파생상품부채	55	14	19	6	35
자본총계	37,656	38,893	38,785	41,240	49,355

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	30.44	30.46	28.97	30.81	31.21
영업이익률	41.14	42.79	35.53	39.05	39.53
EBITDA 마진	43.35	44.94	37.87	41.44	42.12
ROE	14.33	16.17	13.73	14.27	14.67
ROA	2.85	3.58	3.83	4.57	4.87
ROIC	11.53	12.55	9.92	10.53	10.44
부채비율	22.73	24.72	22.49	24.66	29.94
순차입금비용	-1.71	-0.01	2.77	2.34	2.96
EBITDA/현금지급이자	38.39	46.06	38.24	37.01	29.74
PER	23.44	25.01	20.94	23.69	25.23
PBR	3.12	3.68	2.81	3.06	3.34
EV/EBIT	16.77	16.89	17.05	17.70	20.10
EV/EBITDA	15.91	16.09	15.99	16.68	18.87

씨티그룹 (C)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

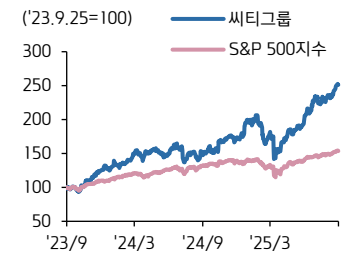
블룸버그 목표주가	USD 104.42
현재 주가 (9/23)	USD 103.00

Stock Data

산업분류	은행
세부업종	다각화은행
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,656.92
시가총액(min)	189,612.5
유통주식수(min)	1,840.9
52주 최고	105.59
52주 최저	55.51
일평균거래량	14,928,221

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	46.3	8.1	39.1	67.8
S&P 500	13.2	2.9	15.4	16.1



◆ **기업 개요:** 씨티그룹은 전세계 160여 개국에서 광범위한 금융 서비스를 제공하는 기업. 순영업수익 비중은 주식, 채권, 파생 등을 포함한 상품 거래 담당하는 Markets(29%), 리테일 대상 소비자 금융과 카드 업무 담당하는 US Personal Banking(25%), 국제 결제와 투자 관리 서비스를 제공하는 Services(25%), IB와 기업대출 업무 영위하는 Banking(10%), 고액 자산가 대상 자산관리 서비스 제공하는 PB 사업부 Wealth(11%) 순이며, 대형은행 중 상대적으로 비이자이익 비중 낮고 국제 금융 및 크로스보더 결제에 강점 보유

◆ **투자 포인트:** 2019년 트럼프 임기 1기 당시 볼커룰(은행의 고위험 투자활동을 제한, 자기계정거래 금지 및 헤지펀드, 사모펀드 투자 금지) 완화가 금융주 상승의 계기가 되었다는 점에서 최근 일련의 금융 규제 완화 조치들은 금융주에게 실적 개선 환경을 마련. 이로 인해 캐피탈 시장 가속화 및 기업들의 대출 활동 활발해질 수 있으며, 동사 수익의 약 40%가 캐피탈 시장 거래 및 IB, 기업대출로 구성되어 있기에 수혜가 예상됨. 뿐만 아니라 9월부터 단행된 금리 인하와 장단기 금리차 영향으로 NIM 확대도 기대되는 상황. 4월 초 이후로 위험선호심리 빠르게 회복되며 증시 반등 가팔랐으며, 5~6월 M&A와 IPO 건수도 크게 증가. 전세계 M&A 발표 건수는 6월 기준 YoY +30% 증가했으며, 무역 및 전반적인 경제 상황에 대해 CEO 및 고액 자산가들의 거래 의욕 증가도 모멘텀으로 유효 판단

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY2Q25 실적은 컨센서스 상회했으며, 구조조정에 따른 영업레버리지 효과와 NIM 상승과 대출 증가에 따른 이자이익 증가 영향으로 총당금 비용을 크게 상쇄. 특히 기업대출 중심으로 대출이 증가하는 모습을 보였으며, FY2025 이자이익 증가율 가이던스를 기존 2~3%에서 4%로 상향. FY2Q25 20억달러 자사주 매입 완료한 가운데 FY3Q25 내로 최소 40억달러 자사주 매입 계획 중이라 언급. 배당금도 기존 0.56달러에서 0.6달러로 인상. 현재 12m fwd PBR은 0.8배로 5년 평균(0.6배) 대비 상회하는 수준

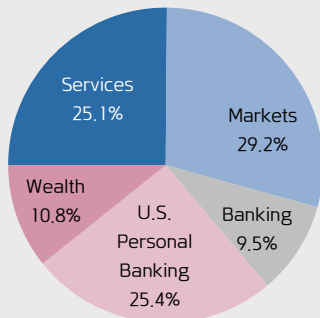
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
순영업수익	78,462	81,139	84,674	87,130
순이자이익	54,900	54,095	58,065	59,098
비이자이익	23,562	27,044	26,590	28,015
순이익	9,228	11,763	14,279	16,920
EPS	5.59	6.06	7.63	9.81
증가율	-17.9	8.5	25.9	28.5
PER	15.0	12.2	13.5	10.5
PBR	0.5	0.7	0.9	0.9
ROE	4.2	6.1	7.3	8.6
배당지표수익률	2.2	2.2	2.3	2.4

주: 컨센서스는 2025.09.23 블룸버그 기준, GAAP 기준

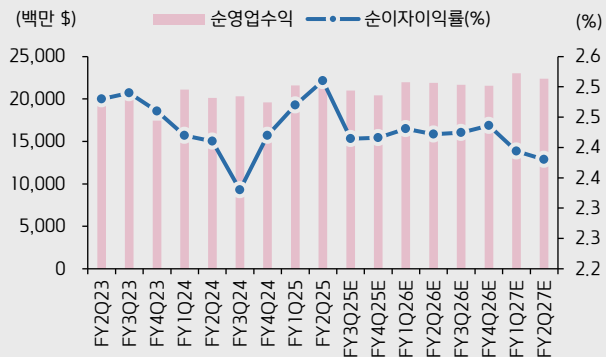


C 사업부별 순영업수익 비중



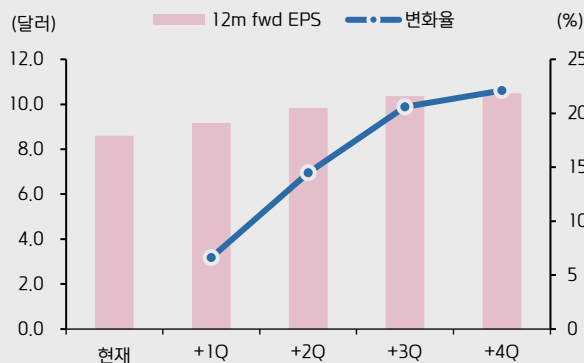
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

C 분기 순영업수익 및 순이자마진 추이



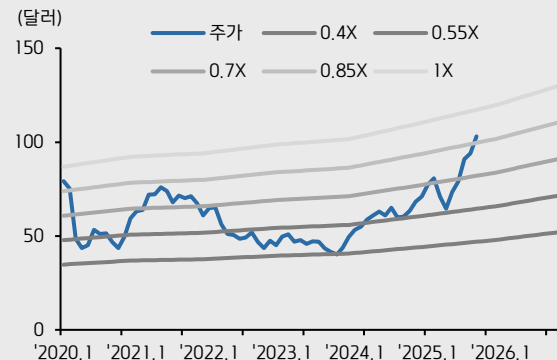
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

C 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

C 12m fwd PBR 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

씨티그룹 (C)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
순영업수익, GAAP	75,501	71,884	75,338	78,462	81,139
영업비용, GAAP	44,374	48,193	51,292	56,366	53,984
영업이익, GAAP	—	—	—	—	—
영업외 (이익)손실	0	0	0	0	0
세전이익, GAAP	14,022	27,469	18,807	12,910	17,046
법인세비용	2,525	5,451	3,642	3,528	4,211
당기순이익, GAAP	10,261	21,952	13,741	7,907	11,532
EPS, GAAP	4.74	10.21	7.04	4.07	6.03
희석 EPS, GAAP	4.88	10.14	7	4.04	5.94
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	10,251	20,758	13,375	10,582	11,763
EBITDA	—	—	—	—	—

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	-20,621	47,090	25,069	-73,416	-19,669
감가상각비, 무형자산상각비	3,937	3,964	4,262	4,560	4,311
운전자본 변동	-54,384	42,673	15,132	-10,131	-58,255
투자활동으로 인한 현금흐름	-95,312	-110,746	-79,455	-8,459	86,250
재무활동으로 인한 현금흐름	233,595	17,272	137,763	687	-38,304
지급배당금	-5,352	-5,198	-5,003	-5,212	-5,199
차입금의 증가(감소)	30,707	-14,073	77,945	66,884	-6,186
자사주매입	-1,841	-8,423	-3,594	-3,712	-2,696
현금증가	115,696	-47,582	79,992	-81,093	15,600
기초현금	193,919	309,615	262,033	342,025	260,932
기말현금	309,615	262,033	342,025	260,932	276,532
FCF	-24,067	42,971	19,437	-79,999	-26,169
FCFF	—	—	—	—	—

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	2,260,090	2,291,413	2,416,676	2,411,834	2,352,945
현금 및 현금성자산	26,349	27,515	30,577	27,342	22,782
단기 및 장기 투자	745,477	774,991	800,780	873,124	858,805
순매출채권	—	—	—	—	—
유형자산	2,800	2,914	29,145	31,548	33,028
무형자산	26,573	25,390	23,454	23,828	23,034
부채총계	2,059,890	2,088,741	2,214,838	2,205,583	2,143,579
예수금	1,280,671	1,317,230	1,365,954	1,308,681	1,284,458
단기차입금&RP	380,384	387,464	414,803	484,497	456,118
장기부채	273,983	256,727	273,978	288,865	289,604
연금부채	1,776	906	973	1,856	1,678
파생상품부채	67,957	55,516	75,306	50,679	48,298
자본총계	200,200	202,672	201,838	206,251	209,366

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	11.20	26.18	13.67	5.12	6.81
영업이익률	18.06	38.21	24.96	16.45	21.01
EBITDA 마진	35.98	50.68	49.13	61.64	65.48
ROE	5.56	11.44	7.50	4.24	6.05
ROA	0.52	0.96	0.63	0.38	0.53
ROIC	3.51	2.15	2.38	2.03	2.42
부채비율	363.61	352.06	378.05	411.68	390.95
순차입금비율	25.00	27.07	-9.24	80.84	93.20
EBITDA/현금지급이자	2.64	5.67	2.20	1.32	0.40
PER	12.36	6.05	5.53	14.98	12.17
PBR	0.71	0.65	0.48	0.52	0.69
EV/EBIT	14.45	7.05	4.69	21.73	20.15
EV/EBITDA	6.22	4.80	1.78	2.93	3.09

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

9월 중국 Review 및 10월 전망

안개 속에서 길을 찾다





9월 중국 Review 및 10월 전망 | 안개 속에서 길을 찾다

중화권 증시, 확대된 주가-이익 괴리가 10월 말까지 지속될 것으로 예상

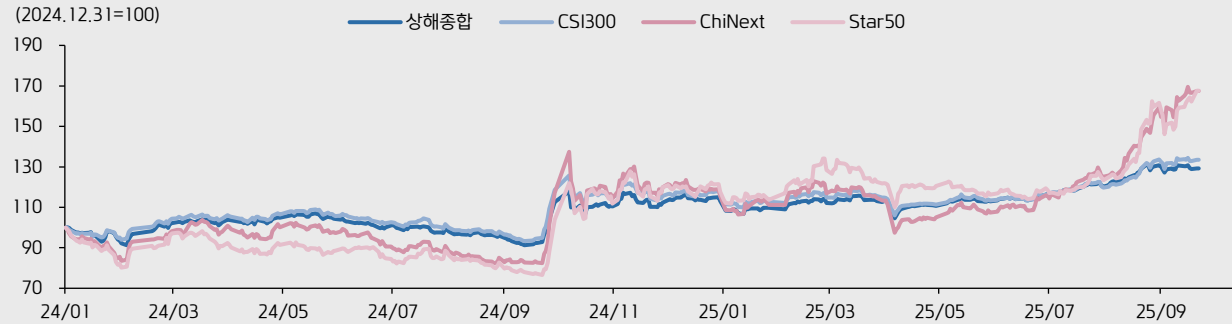
- 시장 과열 논란은 점차 부각되는 중. 현 수준은 15년에는 여전히 미치지 못하고 있으나, 21년 수준까지 올라온 상황. 향후 경기 및 대외 불확실성 완화 시그널이 제한적인 상황에서 추가 랠리를 보일 경우 정부의 개입 우려가 재부각될 가능성을 배제하기 어렵다는 판단
- 다만 중국 가계 자산 및 외국인투자자의 추가 유입 가능성, 완화된 지정학적 리스크 및 공급측 개혁 정책 기대감이 4중전회와 APEC 정상회담 전까지 지속되며 지수 하방을 지지할 것으로 기대
 - 중국 가계: 8월 비은행예금 증가 및 예금 감소 추세가 7월에 이어서 최근 5년 추세를 상회하고 있어 가계 자산 유입 기대감 유효
 - 외국인투자자 유입: 최근 중화권 증시에 대한 외국인의 관심이 확대되는 모습. 실제로 8~9월 유입되고 있는 것으로 판단. 이번 미국의 금리 인하는 이를 확대할 가능성 존재. 다만 증시의 추세적인 상승으로 이어지기 위해서는 부양책 또는 경기 회복 시그널 확인이 선행될 필요
 - 공급측 개혁: 9/22 공신부 등 중국 5개 부처는 향후 2년간 철강 산업의 신규 증설을 금지하는 정책을 발표. 7월 공급측 개혁에 대한 기대감이 확대된 이후 처음으로 구체적인 정책 발표. 향후 다수 산업에서 관련 정책이 추가로 발표될 것으로 기대

정책 및 경기 성장에 대한 불확실성이 일부 해소되기 전까지는 지수보다는 업종/테마에 대한 집중이 더 중요할 것

- 지난 7~8월 유동성 모멘텀으로 인해 본토 증시가 아웃퍼폼한 이후 외국인투자자 관심 증가 등으로 인해 역외 증시 추가 상승
- 단기적으로 이러한 추세가 유지될 것으로 예상. 다만 중화권 증시가 전반적으로 주가-이익 괴리가 확대된 만큼 정책 및 경기 성장에 대한 불확실성이 일부 해소되는 10월 말까지 지수보다는 업종/테마에 대한 선별적인 접근이 타당하다는 판단
 - 항생테크, 실적 및 AI 모멘텀 보유한 텐센트, 알리바바 투자매력 유효하며, 샤오미 관심 늘릴 필요
 - 휴머노이드, 4분기 UNITREE IPO 신청서 제출 및 테슬라 옵티머스 양산 가시화로 인해 주가 모멘텀 기대
 - 전기차, 과거 신차 효과에 기반한 판매량 반등은 주가 상승으로 이어짐. 니오 주목 필요
 - 이차전지, 연초 대비 긍정적인 ESS 업황과 전고체배터리 및 공급측 개혁 모멘텀 기대

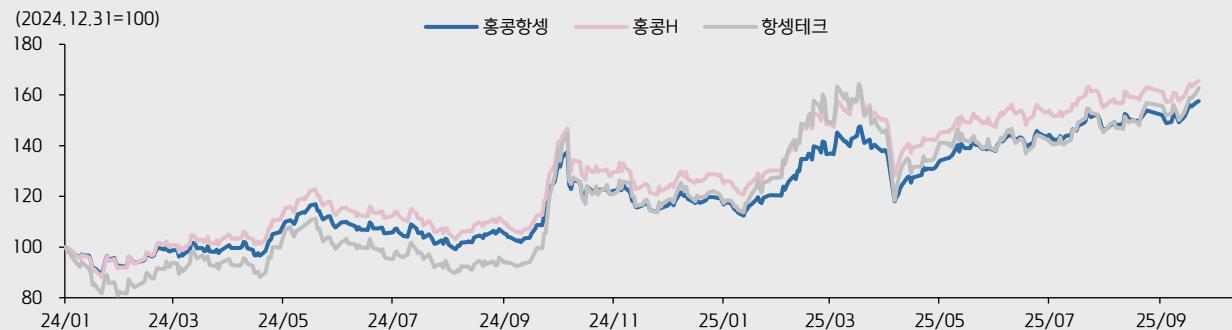


본토 증시 주요 지수



자료: Wind, 키움증권 리서치

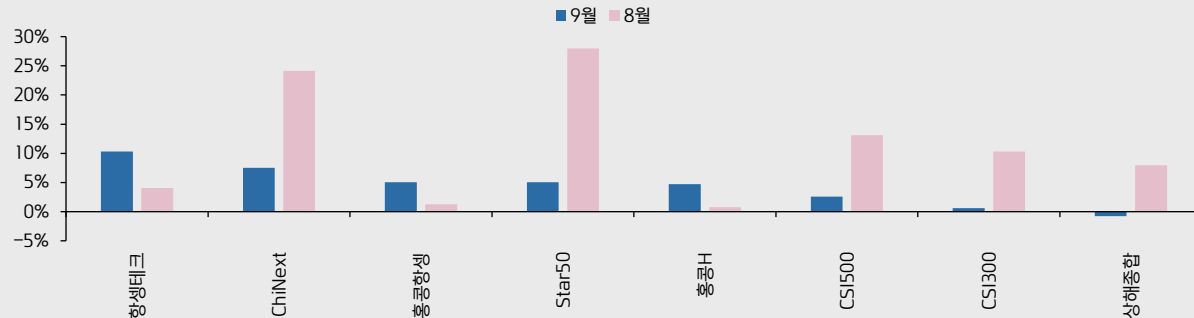
홍콩 증시 주요 지수



자료: Wind, 키움증권 리서치

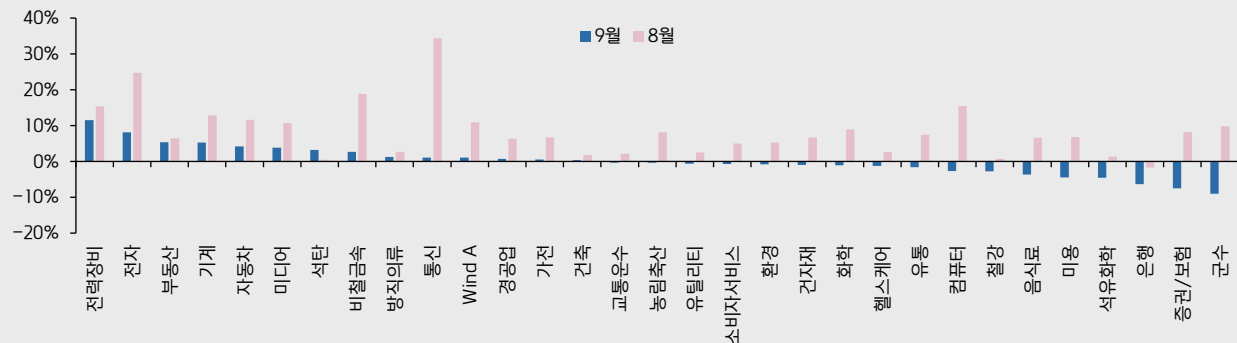


중국 주요 지수별 월별 수익률



자료: Wind, 키움증권 리서치
주: 25.09.22 종가 기준

본토 증시 세부 업종별 월별 수익률



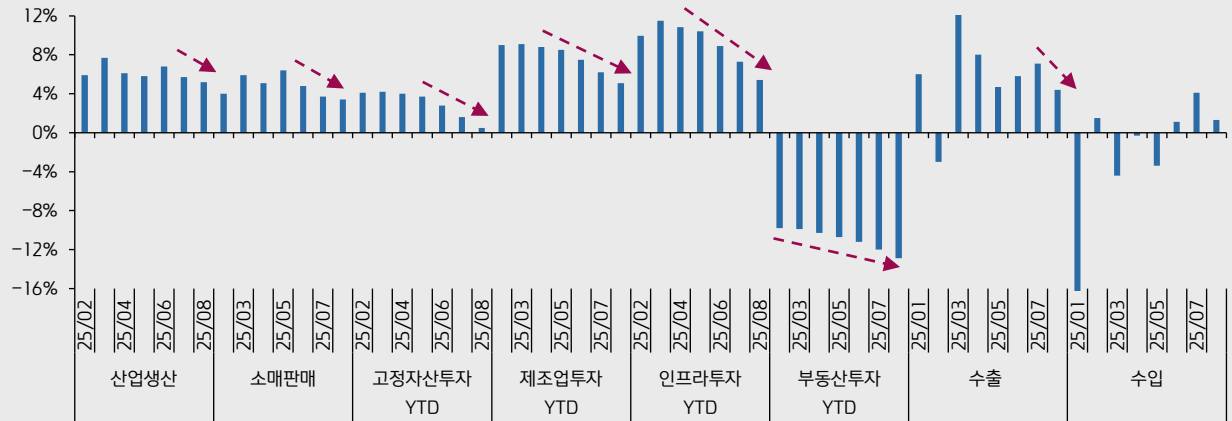
자료: Wind, 키움증권 리서치
주: 25.09.22 종가 기준



◆ 8월 중국 실물 지표, 예상 대비 둔화 확대

- 8월 산업생산은 YoY +5.2%로 예상치(YoY +5.6%) 및 이전치(YoY +5.7%)를 모두 하회. 관세 불확실성으로 인한 수출(YoY +4.4% vs 예상치 YoY +5.5% 및 이전치 YoY +7.2%) 둔화 및 출혈 경쟁 방지에 따른 생산 감소에 기인. 첨단기술 관련 제조업 생산은 YoY +9.5%로 전월 수준을 유지했으나, 철도/선박/항공, 철강, 기계장비 등 전통 제조업 생산 부진
- 8월 소매판매는 YoY +3.4%로 예상치(YoY +3.8%) 및 이전치(YoY +3.7%)를 모두 하회. 외식 소비는 MoM 1%p 반등. 다만 이구환신 정책 지원금이 재차 투입됐음에도 불구하고 정책 효과 약화에 따른 관련 품목의 부진이 지속되며 상품 소비가 MoM 0.4%p 둔화. 주요 항목 중 가전/통신이 YoY +14%/+7%로 MoM 14%p/8%p 크게 하락하며 전체 소매판매 부진을 야기
- 8월 고정자산투자YTD는 YoY +0.5%로 예상치(YoY +1.5%) 및 이전치(YoY +1.6%)를 모두 하회. 20년 8월 이후 가장 낮은 증가율 기록. 공급과잉 해소 정책 및 관세 불확실성 영향으로 인해 제조업, 인프라 투자 모두 둔화. 부동산투자YTD도 YoY -12.9%로 예상치(YoY -12.5%) 및 이전치(YoY -12%)를 하회. 최근 1선 도시를 중심으로 규제가 완화됐음에도 불구하고 수요 부진

중국 주요 실물 지표 월별 추이

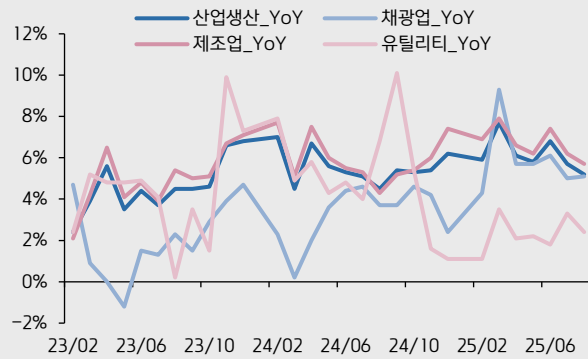


자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

산업생산: 관세 불확실성으로 인한 수출 둔화 및 출혈 경쟁 방지에 따른 생산 감소로 둔화

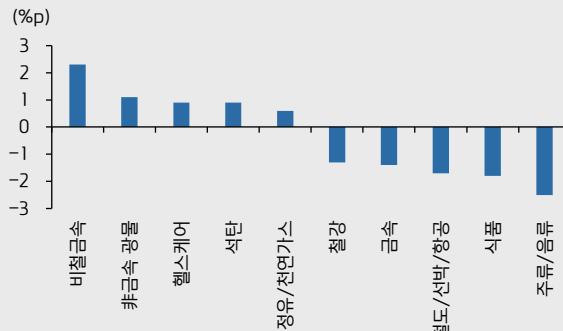


중국 월간 산업생산 및 세부 항목별 증가율



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

제조업 산업생산 MoM 변동 폭 상위/하위 5개 업종



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 산업생산 세부항목 현황

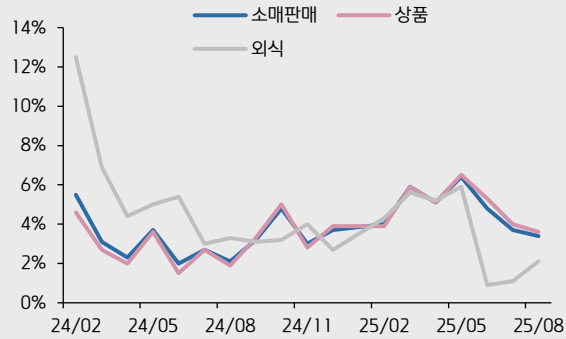
분류	2025년 1~8월	
	생산량	YoY 증가율(%)
화학석유(만 톤)	5,773	5.5
시멘트(만 톤)	110,457	-4.8
생철(만 톤)	57,907	-1.1
조강(만 톤)	67,181	-2.8
강재(만 톤)	98,217	5.5
비철금속(만 톤)	5,432	3.1
금속절단기(만 대)	56	14.6
산업용 로봇(대)	512,129	29.9
자동차(만 대)	2,083	10.5
신에너지자동차(만 대)	938	31.4
발전설비(만 kW)	22,906	54.4
태양광 전지(만 kW)	54,732	16.8
컴퓨터(만 대)	21,995	0.9
스마트폰(만 대)	75,824	1.0
집적회로(억 개)	3,429	8.8
원탄(만 톤)	316,517	2.8
코크스(만 톤)	33,406	2.8
원유(만 톤)	14,486	1.4
원유 가공량(만 톤)	48,807	3.2
천연가스(억 m³)	1,737	6.1
발전량(억 kWh)	64,193	1.5
화력발전량(억 kWh)	41,753	-0.8
수력발전량(억 kWh)	8,387	-5.5
해발발전량(억 kWh)	3,219	10.1
풍력발전량(억 kWh)	6,966	11.6
태양광발전량(억 kWh)	3,867	23.4

자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

소매판매: 이구환신 정책 지원금이 재차 투입됐음에도 정책 효과 약화되며 상품 소비 크게 둔화

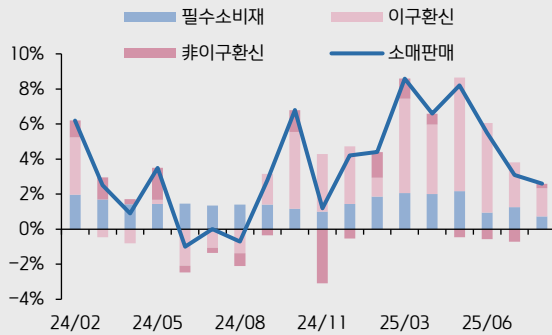


중국 월간 소매판매 증가율



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 월간 소매판매 증가율 품목별 기여도



주: 규모 이상 상품 소매판매 기준
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 소매판매 세부항목 현황

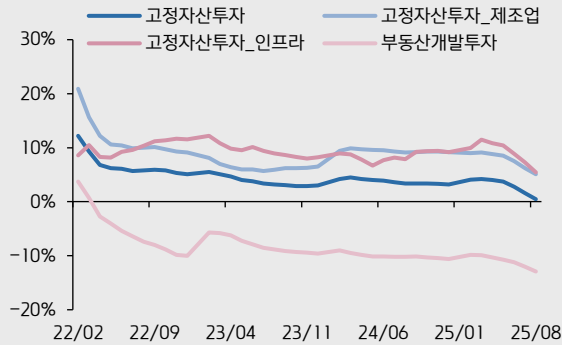
분류	2025년 8월		2025년 1~8월	
	총액(억위안)	YoY 증가율(%)	총액(억위안)	YoY 증가율(%)
식용유/식품	1,848	5.8	15,579	11.0
음료	285	2.8	2,190	0.2
주류/담배	450	-2.3	4,194	4.3
의류	1,045	3.1	9,400	2.9
화장품	349	5.1	2,915	3.3
귀금속	306	16.8	2,475	11.7
일상용품	713	7.7	5,685	7.4
오락용품	127	16.9	1,109	20.6
가전제품	861	14.3	7,957	28.4
의약품	572	0.9	4,717	1.2
문구/사무용품	430	14.2	3,219	22.3
가구	169	18.6	1,335	22.0
통신기자재	628	7.3	6,201	21.1
석유	1,955	-8.0	15,464	-4.6
자동차	4,093	0.8	31,263	0.5
건축/자재	133	-0.7	1,088	1.8

주: 규모 이상 상품 소매판매 기준
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

고정자산투자: 수출 불확실성 및 공급과잉 완화 정책으로 20년 8월 이후 가장 낮은 증가율을 기록

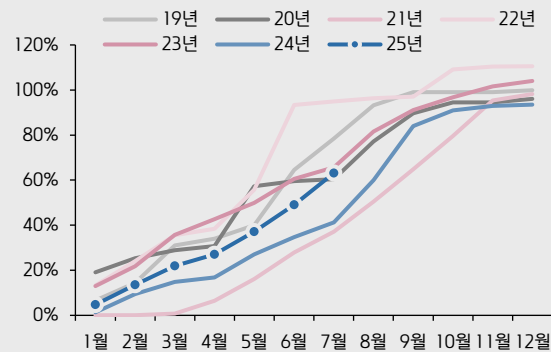


중국 고정자산투자YTD 증가율 추이



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 지방정부 특별채권 연간 목표 달성을 추이



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 고정자산투자 제조업 세부항목 현황

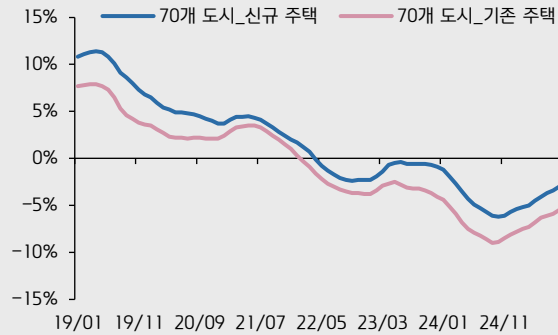
분류	2025년 1~7월	2025년 1~8월
	YoY 증가율(%)	YoY 증가율(%)
농업 부산물 가공업	17.8	16.9
식품 제조업	15.4	13.9
방직업	14.1	12.6
화학원료 및 화학품 제조업	-4.7	-5.2
의약품 제조업	-6.6	-8.5
비철금속 제련 및 가공업	4.9	2.2
금속제품 제조업	9.5	8.4
일반설비 제조업	14.8	13.7
전문설비 제조업	4.6	1.6
자동차 제조업	21.7	20.2
운송 설비 제조업	29.3	26.2
전기기계 제조업	-8.7	-8.8
통신 및 전자설비 제조업	2.2	-0.1

자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

부동산: 최근 규제 완화에도 불구하고 가격 하락과 거래 감소하며 수요 부진

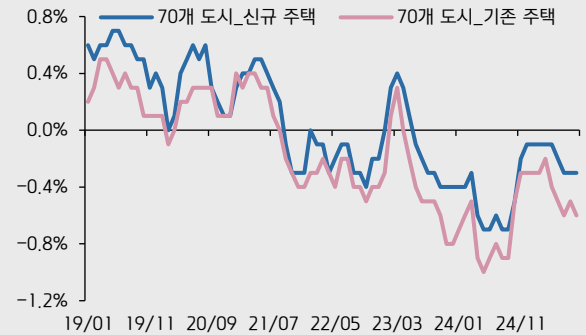


중국 70개 도시 부동산 가격 YoY 증가율



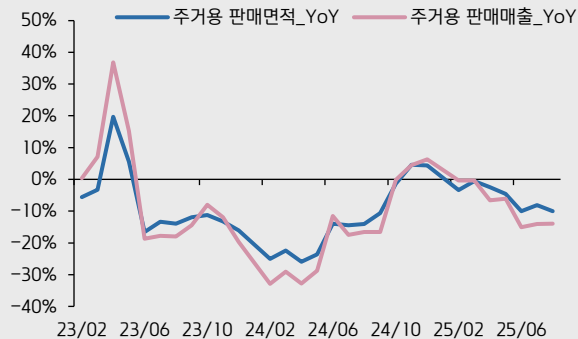
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 70개 도시 부동산 가격 MoM 증가율



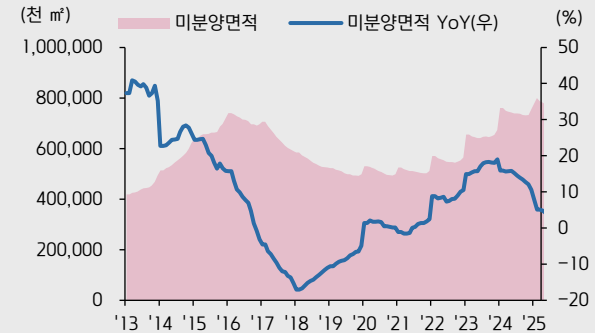
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 월간 주거용 부동산 판매 면적 및 매출 증가율



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 부동산 미분양면적 추이

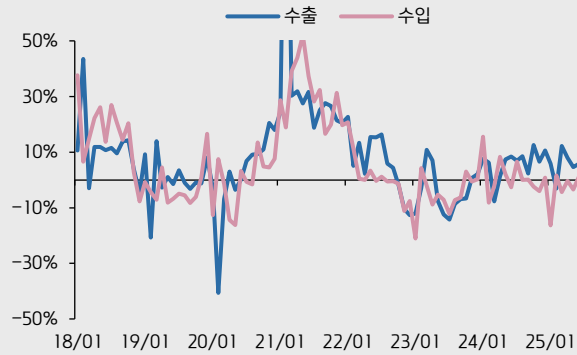


자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

수출: 8월 수출 예상치 하회

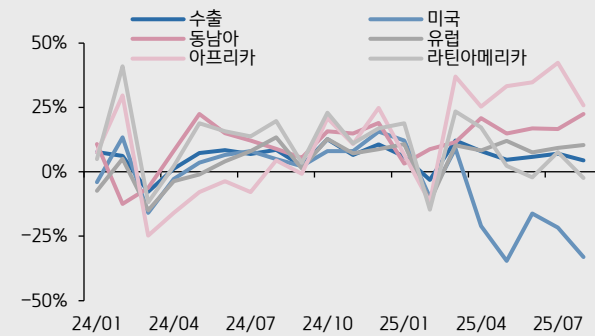


중국 월간 수출입 증가율(달러 기준)



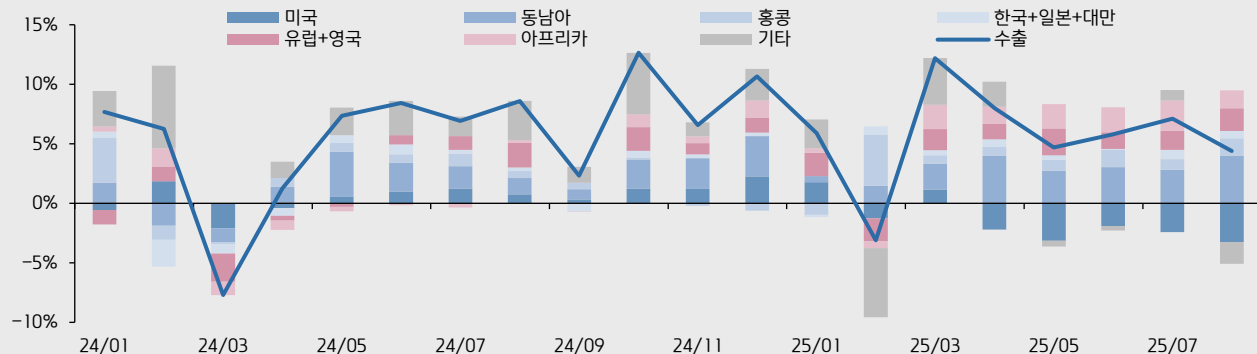
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 월간 지역별 수출 증가율(달러 기준)



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 월간 지역별 수출 증가율 기여도(달러 기준)



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중화권 증시, 확대된 주가-이익 괴리가 10월 말까지 지속될 것으로 예상



◆ 중화권 증시, 확대된 주가-이익 괴리가 10월 말까지 지속될 것으로 예상

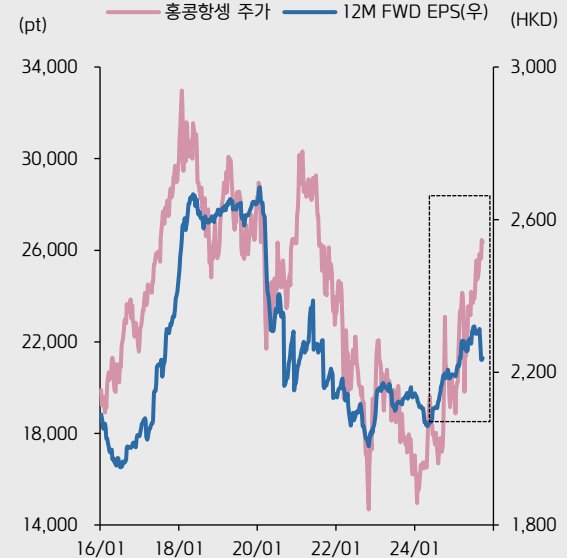
- 차익 실현 매물 출회와 정부의 시장 과열 개입 우려에도 불구하고 외국인투자자와 중국 가계 자산의 추가 유입 가능성, 완화된 지정학적 리스크 및 공급측 개혁 정책 기대감이 4중전회와 APEC 정상회담 전까지 지속될 것으로 예상되기 때문

상해종합 12M FWD EPS 및 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩항셍 12M FWD EPS 및 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 시장 과열에 따른 정부 개입 우려는 불가피

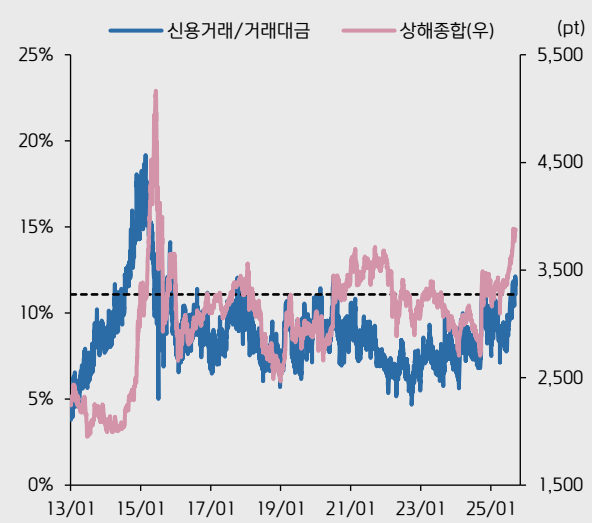
- 시장 과열 논란은 점차 부각되는 중. 현 수준은 15년에는 여전히 미치지 못하고 있으나, 21년 수준까지 올라온 상황. 9월 본토 증시 시가총액 대비 거래대금 비중은 8월에 이어 600% 이상을 기록하며 21년 고점을 넘어섬. 개인투자자 비중이 절대적인 신용거래의 거래대금 대비 비중도 10~12% 수준을 기록하며 21년 최고치 수준을 기록
- 향후 경기 및 대외 불확실성 완화 시그널이 제한적인 상황에서 추가 랠리를 보일 경우 정부의 개입 우려가 재부각될 가능성을 배제하기 어렵다는 판단

본토증시 거래대금/유통시가총액 및 상해종합 지수



자료: Wind, 키움증권 리서치

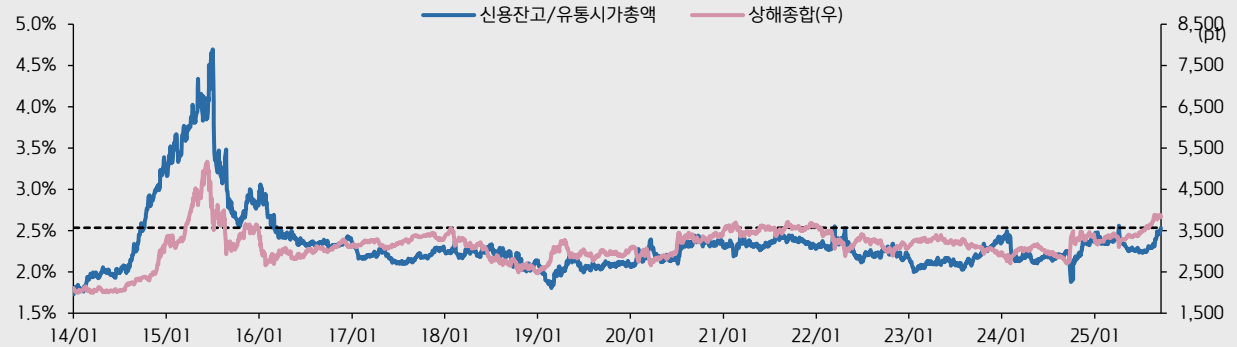
본토증시 신용거래/거래대금 비중



자료: Wind, 키움증권 리서치

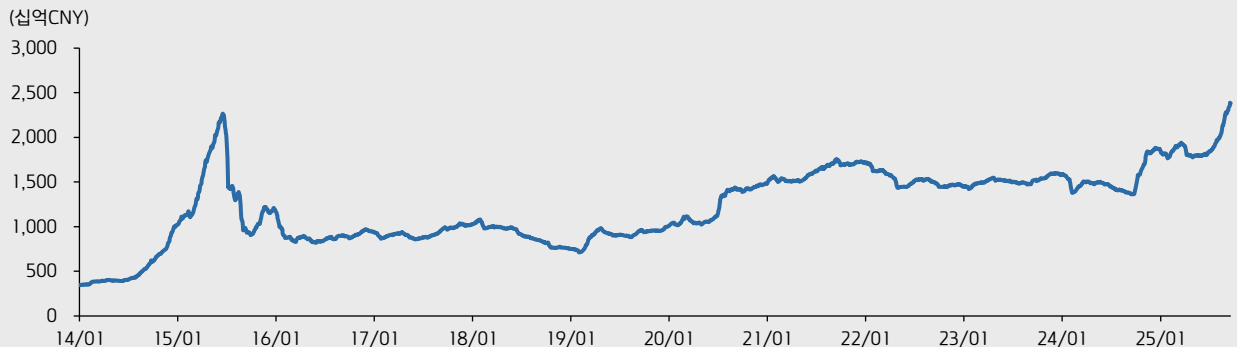


본토증시 신용잔고/유통시가총액 비중



자료: Wind, 키움증권 리서치

본토증시 신용잔고



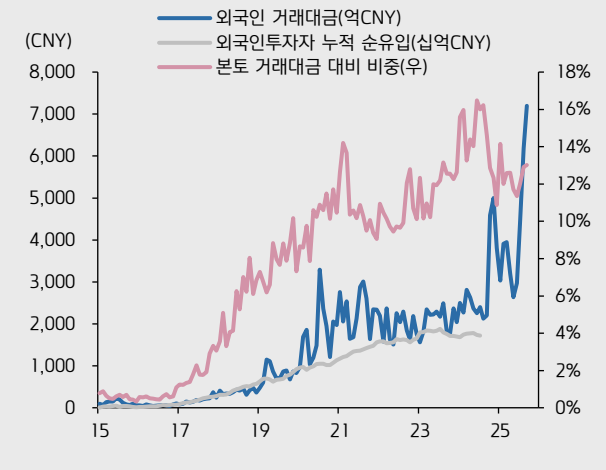
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 미국 금리 인하, 최근 중국 시장에 대한 관심 증가로 인해 외국인 자금 유입 기대

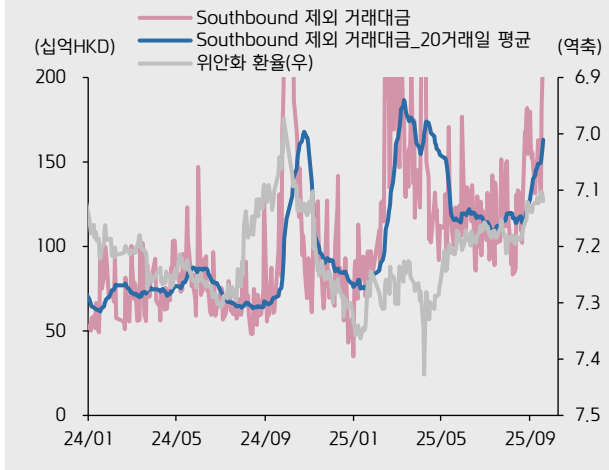
- 미국의 기준 금리 인하는 본토/홍콩 증시에 전반적으로 긍정적인 투자심리로 작용할 것으로 기대. 특히 위안화 강세 기대로 외국인 자본 유입 기대감이 강화될 가능성이 높음. 실제로 지난 19년 8월~10월 미국의 금리 인하 사이클 기간 본토 증시의 외국인 순유입 규모는 월평균 366억위안으로 19년 1~7월 월평균(155억위안) 대비 두 배 이상 증가한 바 있음
- 최근 중국 AI 산업 성장 잠재력, 정부의 부양책 등으로 인해 외국인의 중국 시장에 대한 관심이 재차 확대되고 있는 점도 긍정적. 8~9월 외국인투자자는 점진적으로 유입되고 있는 것으로 판단. 본토 증시에서는 선후강통을 통한 외국인투자자 거래대금(Northbound)이 반등. 홍콩 증시 역시 외국인자본으로 가능해볼 수 있는 본토자금(Southbound)을 제외한 홍콩거래소 거래대금이 증가 중
- 현재 본토/홍콩 시장 모두 거래대금 대비 외국인 비중이 과거 고점 대비 낮아 추가 유입 여력은 충분. 다만 이러한 흐름이 본격화되기 위해서는 중국정부의 추가 부양책 또는 경기 회복에 대한 시그널 확인이 선행될 필요가 있다는 판단

본토증시 외국인투자자 거래대금 및 비중



주: 1)24년 8월 이후 순유입 데이터 공개하지 않음, 2)25년 9월은 월간화 기준
자료: Wind, 키움증권 리서치

홍콩증시 외국인투자자 거래대금 및 위안화 환율

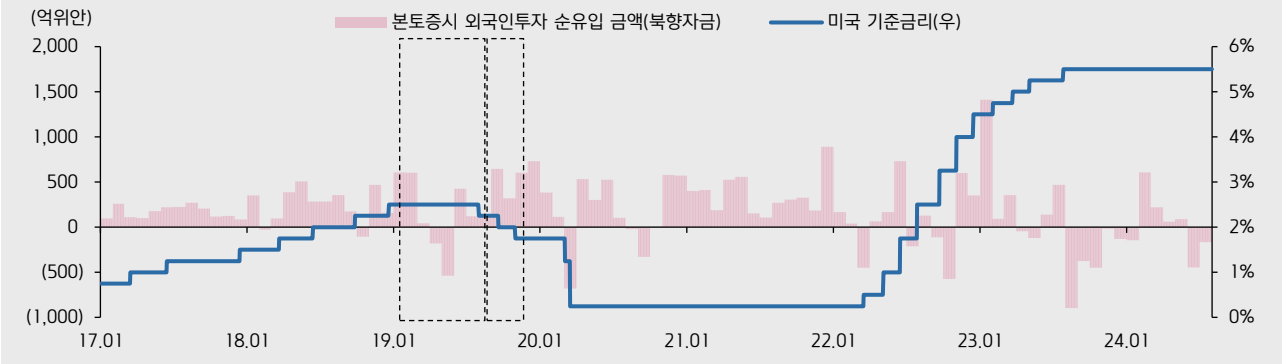


주: 홍콩거래소 전체 거래대금에서 Southbound 자금 제외 기준
자료: Wind, 키움증권 리서치

기대감 1. 외국인 자금 유입

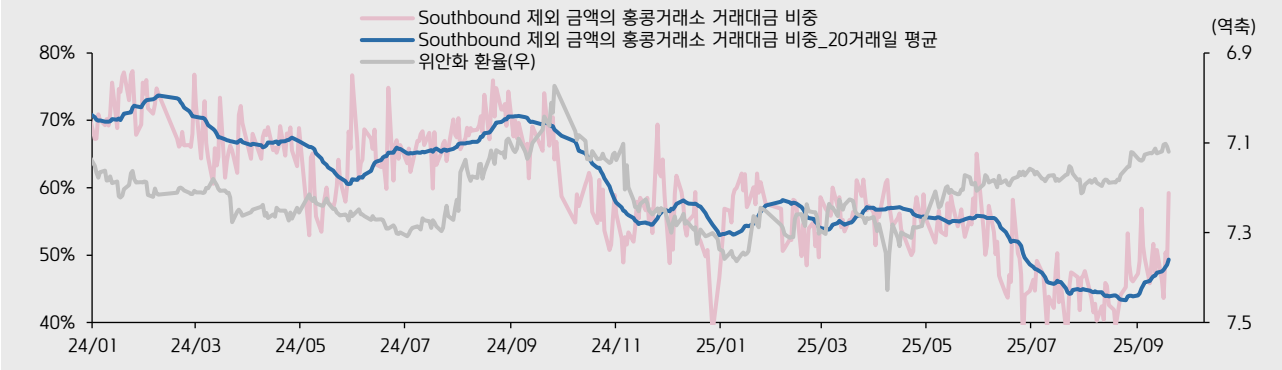


본토증시 외국인 자본 월간 순유입 및 미국 기준 금리 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치센터

홍콩증시 외국인투자자 거래대금 비중 및 위안화 환율



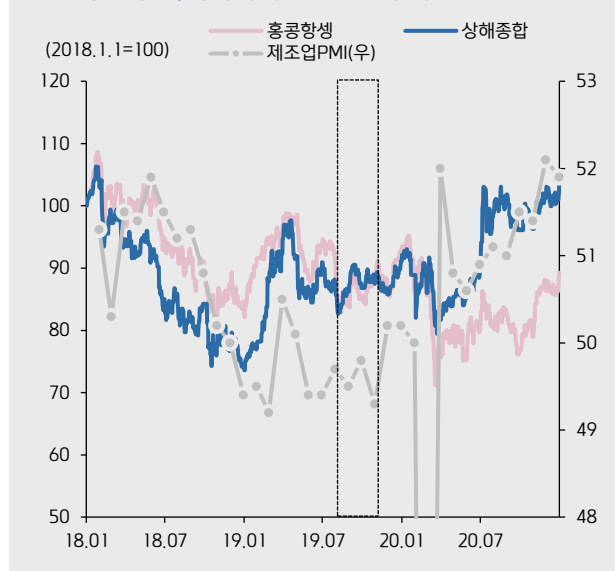
주: 홍콩거래소 전체 거래대금에서 Southbound 자금 제외 기준
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 중화권 증시의 추세적 상승세 위해서는 미국 금리 인하보다 중국 경기 회복이 더욱 중요한 변수로 판단

- 과거 사례를 보면 이번과 같은 보험성 금리 인하 국면인 19년과 24년 중국 경기 사이클에 따라서 증시 흐름 상이. 19년에는 중국정부가 과도한 레버리지를 제한하며 경기 회복이 부진. 제조업 PMI는 경기 수축 국면에 위치했으며, 증시도 박스권 흐름을 보임. 반면 24년에는 정부의 강력한 경기 부양책으로 인해 경기가 빠르게 반등했고, 증시도 강세 랠리 시현
- 또한 중화권 증시는 중국 경기 회복 국면에서 미국의 금리 인상 사이클에서도 불구하고 추세적인 상승세를 보인 바 있음. 16~17년 중국은 공급측 개혁, 대외환경 개선, 소비 및 인프라 투자 증가 등을 통해 양호한 경기 성장세를 기록. 17년 GDP 성장률은 YoY +6.9%로 7년 만에 반등했으며, 증시도 추세적으로 상승

19년 상해종합/홍콩항생 주가 및 중국 PMI



자료: Wind, 키움증권 리서치

24년 상해종합/홍콩항생 주가 및 중국 PMI

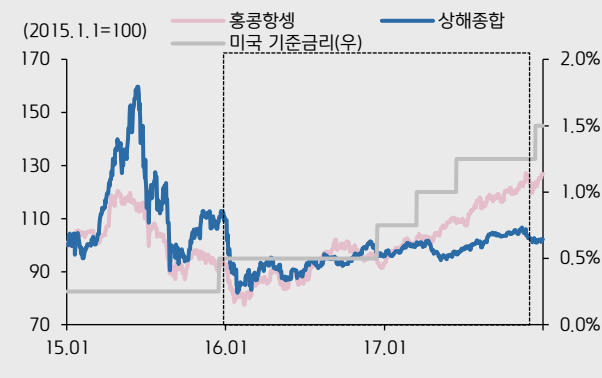


자료: Wind, 키움증권 리서치

다만 미국 금리인하 보다 중요한 것은 중국 경기

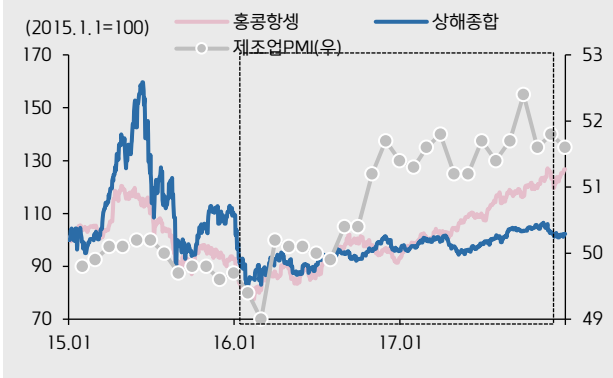


16~17년 상해종합/홍콩항생 주가 및 미국 기준금리



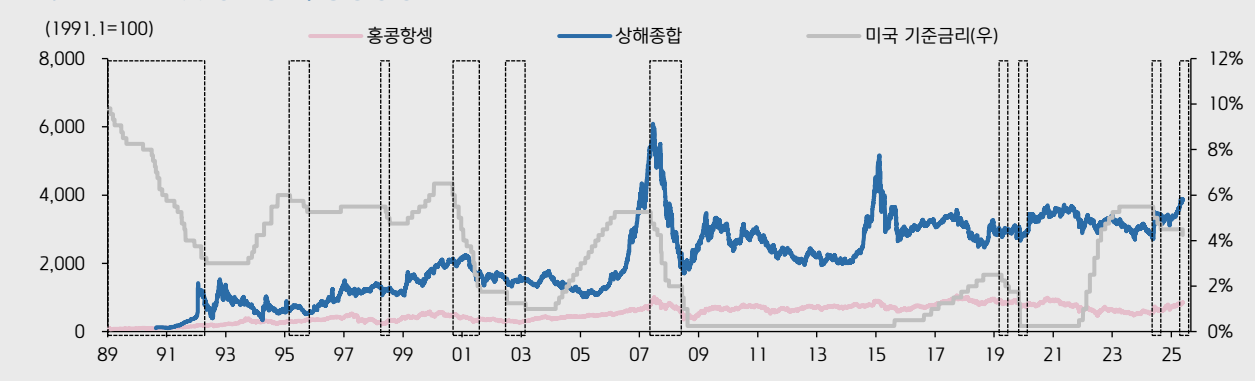
자료: Wind, 키움증권 리서치

16~17년 상해종합/홍콩항생 주가 및 중국 PMI



자료: Wind, 키움증권 리서치

미국 기준 금리 및 상해종합/홍콩항생 주가



자료: Wind, 키움증권 리서치

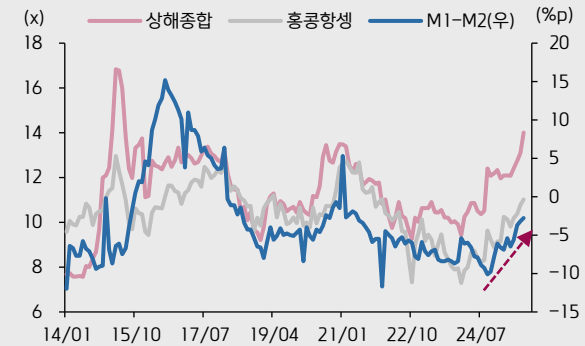
기대감 2. 유동성 모멘텀 및 중국 가계 자산 유입



◆ 유동성 모멘텀 유효

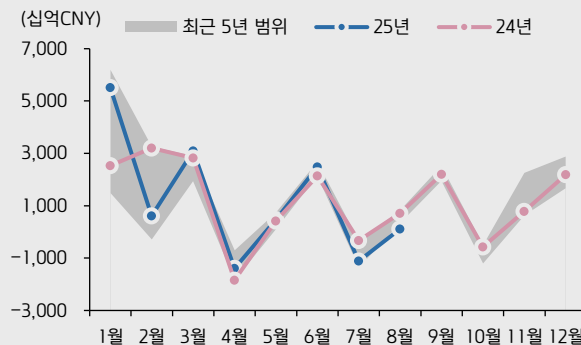
- 8월 M1-M2 격차는 축소되며 초과 유동성 환경 지속 중
- 비은행예금의 증가와 가계 예금의 감소 폭이 7월에 이어 8월에도 최근 5년 추세를 상회하고 있어, 중국 가계 자산의 증시 유입 기대감도 지속될 것으로 예상

상해종합/홍콩항생 12M FWD PER 및 M1-M2



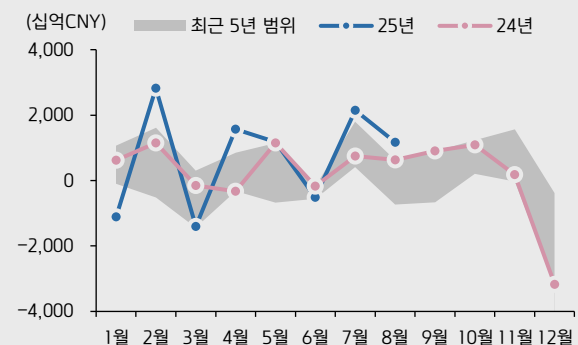
자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 가계 예금 MoM 순증



자료: Wind, 키움증권 리서치

비은행 금융기관의 예금 MoM 순증

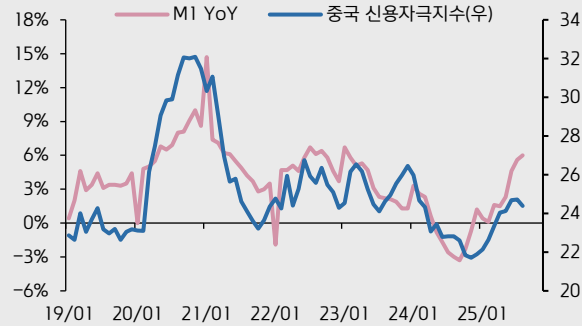


자료: Wind, 키움증권 리서치

기대감 2. 유동성 모멘텀 및 중국 가계 자산 유입

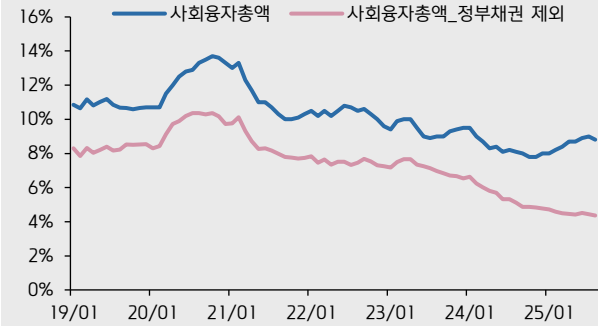


중국 신용 및 통화공급 증가율 추이



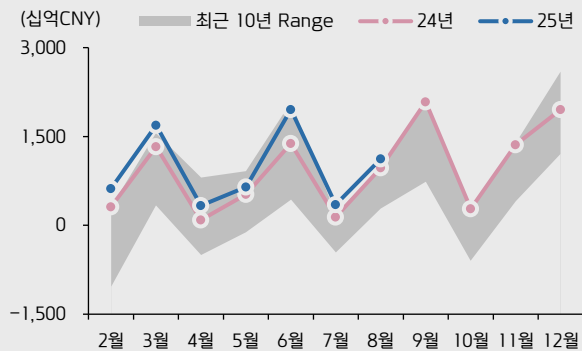
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 사회용자총액 YoY 증가율



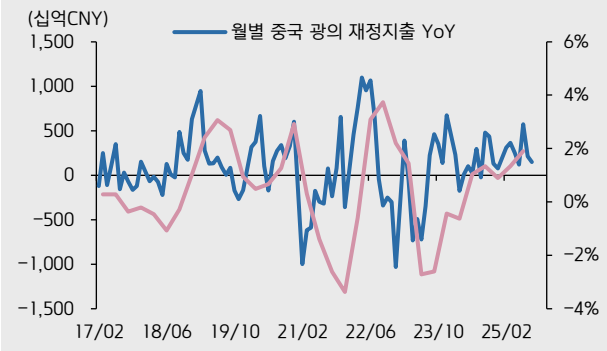
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

월별 중국 재정지출 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

분기별 중국 GDP 대비 재정강도



주: 1)재정강도는 GDP 대비 재정 비율의 YoY 변동 폭, 2)12개월 누적 기준
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 지정학적 리스크 완화 및 공급측 개혁 기대감 지속 예상

- 9/19 미중 정상 통화가 3개월 만에 이루어졌으며, 10월 말 APEC 정상회의에서 트럼프 대통령과 시진핑 주석이 만날 가능성이 거론. 구체적인 합의 내용은 여전히 알려지지 않았으나, 단기적으로 외부 불확실성은 제한적일 전망
- 9/22 공신부 등 중국 5개 부처는 '철강 산업의 안정적인 성장 공작 방안(2025~2026)'을 발표. 향후 2년간 신규 증설을 금지했으며, 전체 생산량을 관리할 것을 밝힘. 지난 7/1 제6차 중앙재정위원회에서 공급측 개혁에 대한 기대감이 확대된 이후 처음으로 구체적인 산업 정책이 발표. 향후 다수 산업에서 관련 정책이 나올 것으로 예상되며, 이는 '공급과잉 완화 → 가동률 상승 및 PPI 상승 → 기업 이익 회복'에 대한 기대감으로 이어질 전망. 15년 부동산 시장 부양과 같이 수요 촉진 정책은 아직 부재하나, 단기적으로 커진 주가와 이익간의 괴리를 유지하기에는 충분하다는 판단

15년 및 25년 공급측 개혁 타임라인 정리

25/07 제6차 중앙재정위원회
• 처음으로 '공급측 개혁' 언급

25/09 중국 철강 산업
• 향후 2년간 증설 금지

15/11 중앙재경영도소조 회의
• 처음으로 '공급측 개혁' 언급

16/02 중국 철강/석탄 산업
• 철강: 16~20년 조강 생산능력 1~1.5억톤 감축
• 석탄: 16년부터 3~5년간 생산능력 5억톤 퇴출 등

16/05 중국 건자재 산업
• 20년까지 시멘트/유리 증설 금지/낙후 시설 퇴출
• 18~20년 약 3.9억톤 클링커 생산능력 감축 등 (17/12 발표)

16/05 중국 비철금속 산업
• 증설 금지 및 낙후 시설 퇴출
• 알루미늄 가동률 80% 이상 목표

자료: 언론종합, 키움증권 리서치

기대감 3. 지정학적 리스크 완화 및 공급측 개혁

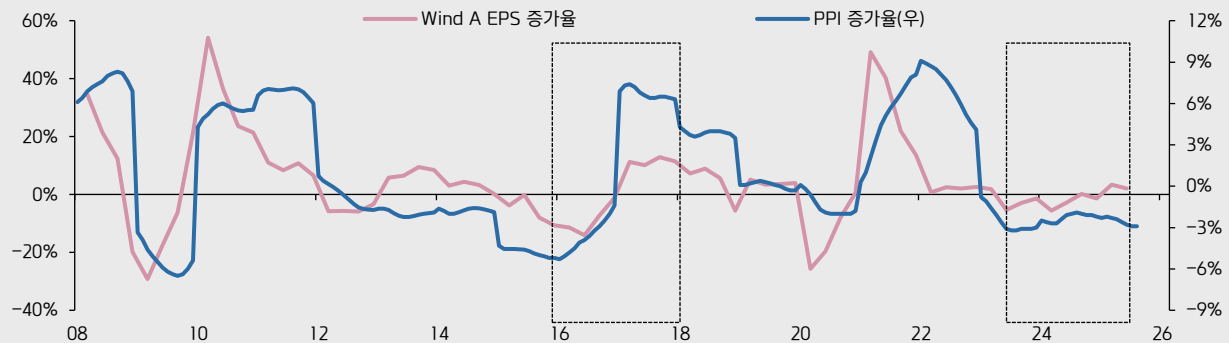


중국 PPI 및 M1 증가율 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 PPI 및 Wind A EPS 증가율 추이(누적 기준)



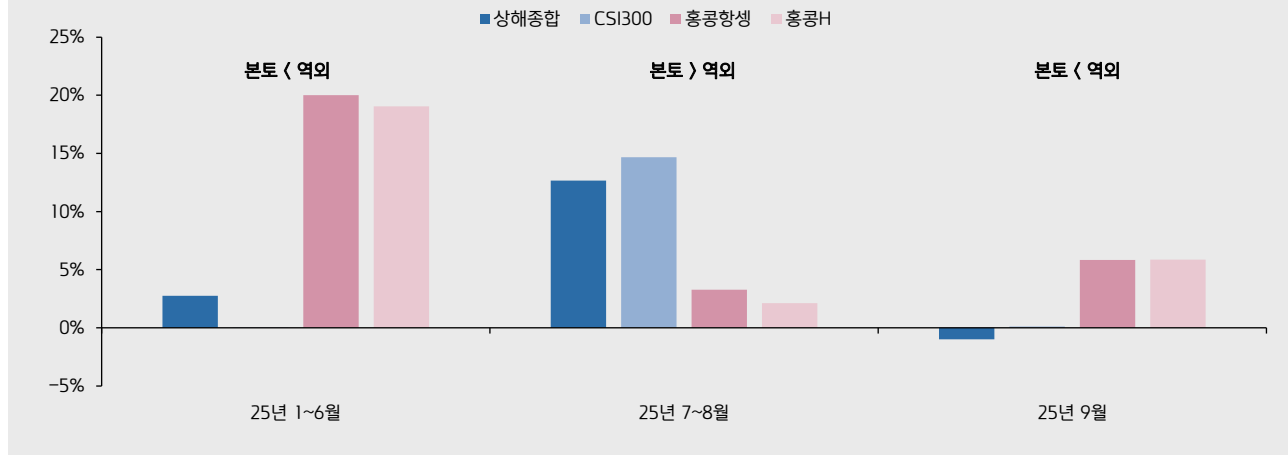
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 역외 증시가 상대적으로 아웃퍼폼할 것으로 예상하나, 점진적으로 지수 보다는 업종/테마에 접근 필요

- 지난 7~8월 유동성 모멘텀으로 인해 본토 증시가 아웃퍼폼한 이후 외국인투자자 관심 증가 등으로 인해 역외 증시가 추가 상승하는 모습을 보임. 단기적으로 이러한 추세가 유지될 것으로 예상
- 다만 중화권 증시가 전반적으로 주가-이익 괴리가 확대되며 차익실현 매물 출회 가능성과 정부의 시장 과열 개입 우려는 불가피할 것으로 예상. 정책 기대감이 여전히 지수 하방을 지지할 것으로 예상되나, 10월 말까지 지수보다는 업종/테마에 대한 선별적인 접근이 타당하다는 판단

중화권 증시 기간별 수익률 비교

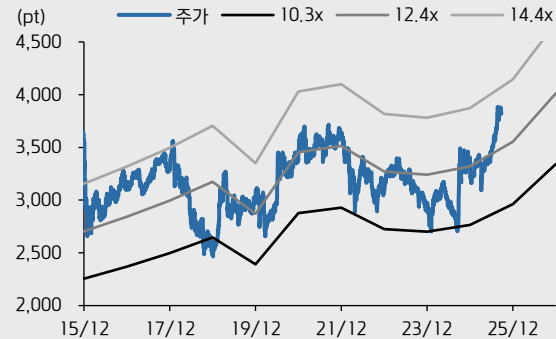


자료: Wind, 키움증권 리서치

10월 상해종합 3,100~3,900pt, 홍콩H 7,500~9,600pt 전망

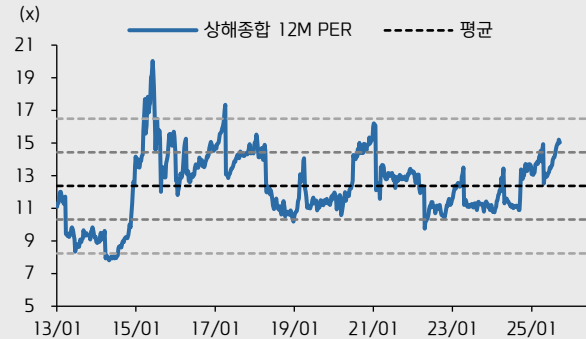


상해종합 PER 밴드



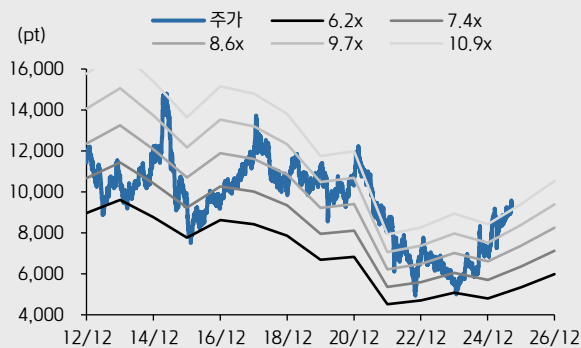
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

상해종합 12M FWD PER



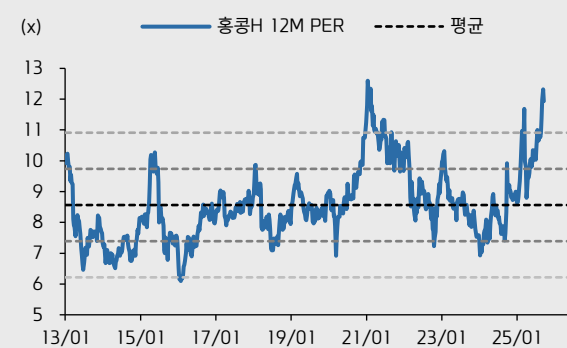
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩H PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩H 12M FWD PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

하반기 들어서 중화권 증시는 업종/테마별 순환매 양상을 보임



본토 증시 업종별 상대수익률 추이

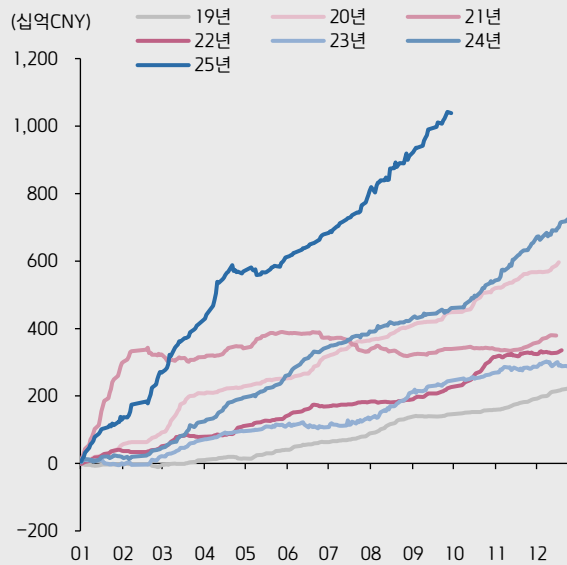


주: 공급은 공급측 개혁 관련 업종인 시클리컬과 전력장비를 뜻함
 자료: Wind, 키움증권 리서치



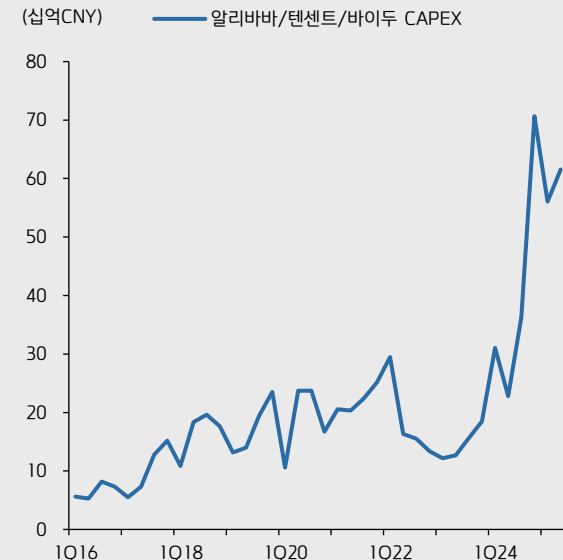
- ◆ 항생테크, 실적 및 AI 모멘텀 여전. 최근 상대적으로 상승 폭 제한적이었던 샤오미도 주목 필요
 - 본토 자금 유입이 지속되는 가운데 미국의 금리 인하에 따른 외국인 투자자 유입 증가는 항생테크에게 긍정적인 것으로 기대
 - 항생테크 중 다수 기업은 중국에서 안정적인 비즈니스 모델과 높은 AI 기술력을 보유하고 있기 때문
 - 실적 및 AI 모멘텀을 모두 보유한 텐센트, 알리바바 등의 투자매력 유효. 한편 최근 스마트폰 및 가전 사업의 이구환신 정책 효과 약화와 수익성 둔화 우려로 인해 상대적으로 상승 폭이 제한적이었던 샤오미도 관심 늘릴 필요가 있다는 판단

연도별 본토 자금의 홍콩증시 순유입 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

분기별 중국 주요 플랫폼 기업 CAPEX



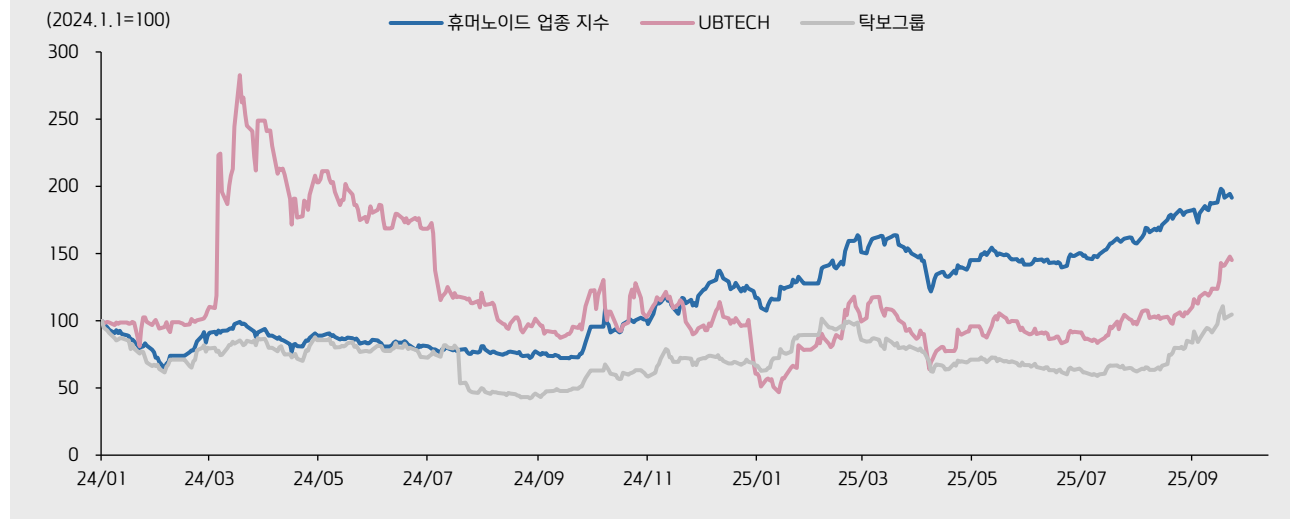
자료: 각사 보고서, 키움증권 리서치



◆ 휴머노이드, UNITREE의 상장과 테슬라의 양산 가시화 기대감

- UNITREE, 4Q25 IPO 신청서 제출 예정: 최근 UNITREE가 기업가치로 70억달러를 목표로 한다는 소식이 전해졌으나, 현지 언론을 통해 IPO 밸류에이션에 대해 논의한 적이 없으며, 관련 정보는 사실이 아니라고 공식 부인한 상황. 그 외 Leju Robotics 등 기업이 상장 준비를 하고 있는 것으로 기대되고 있는 상황
- 테슬라, 옵티미스의 양산 가시화: All-In Summit에서 일론 머스크는 Optimus Gen3 설계가 최종 확정 단계에 있다고 밝히면서 옵티머스의 본격적인 양산 시작 기대감 확대. 중국 다수 부품 기업이 시제품 생산 및 테스트를 진행하고 있어 연말까지 모멘텀 지속될 전망

중국 휴머노이드 및 주요 기업 주가 추이



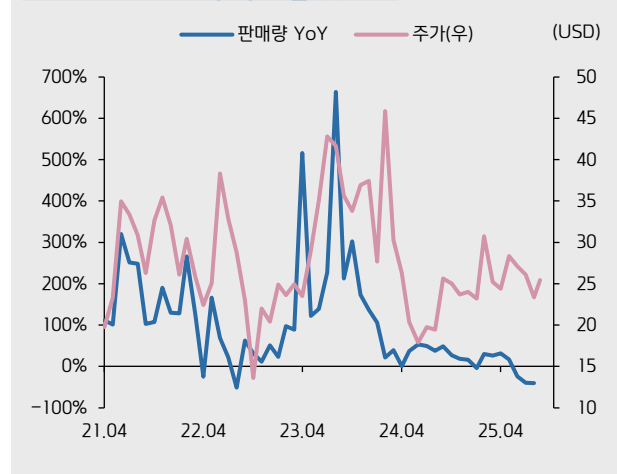
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 전기차, 신차 효과에 기반한 판매량 증가는 주가 상승에 기여

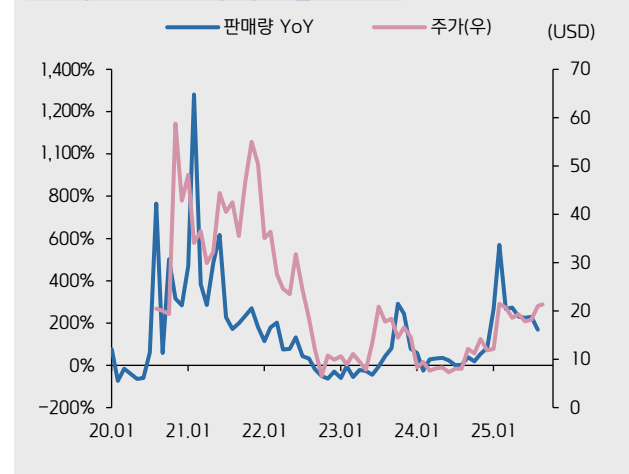
- 과거 리오토는 2H22~1H23 L9(출시일, 22/06), L8(22/09), L7(23/02)을 순차적으로 출시 및 흥행에 성공하면서 전기차 판매량이 2H22 YoY +21%에서 1H23 YoY +130%로 크게 반등. 샤오펑도 23 년 6월 G6, 2H24 MONA M03 및 P7+를 출시했으며, 전기차 판매량이 2H23 YoY +93%(1H23 YoY -40%), 1H25 YoY +279%(2H24 YoY +38%)를 기록하면서 이전 대비 크게 반등
- 해당 기간 리오토/샤오펑 모두 수익성 개선되며 실적 개선으로 이어졌으며, 밸류에이션은 12M FWD PSR 기준 2.5~3.0 배 수준 거래
- 중국 전기차 시장의 높은 경쟁 강도로 인해 중장기적으로 판매량의 지속성에는 불확실성 존재. 다만 단기적으로 주가 모멘텀 기대
- 최근 NIO는 7/31 출시한 Onvo L90이 출시 한 달 만에 8 월 판매량 1 만대를 돌파하면서 흥행에 성공. 8 월 니오 전기차 판매량은 3.1 만대로 YoY 55% 증가했으며, 7 월(YoY +3%) 대비 크게 반등. 여기에 더해 9 월 말 출시 예정인 ES8 도 판매 호조가 기대되는 상황인 만큼 단기적으로 주가 모멘텀 기대

리오토 월별 판매량 증가율 및 주가



주: 주가는 월말 및 9/22 기준
자료: Wind, 키움증권 리서치

샤오펑 월별 판매량 증가율 및 주가

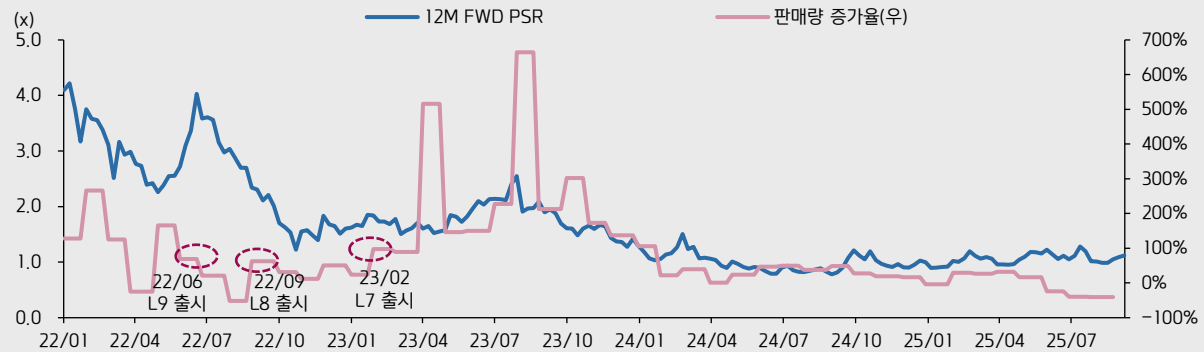


주: 주가는 월말 및 9/22 기준
자료: Wind, 키움증권 리서치

전기차, 신차 효과에 따른 판매량 모멘텀

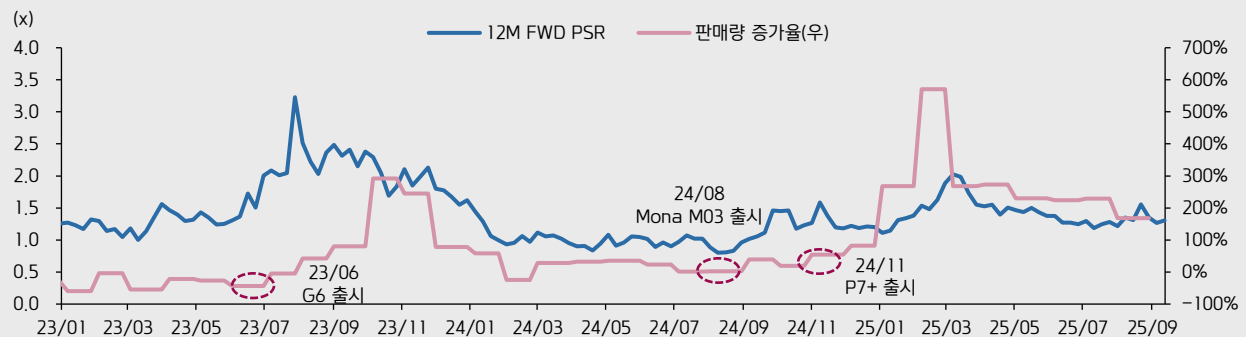


리오토 월별 판매량 및 12M FWD PSR



주: 미국 상장 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

샤오펑 월별 판매량 및 12M FWD PSR



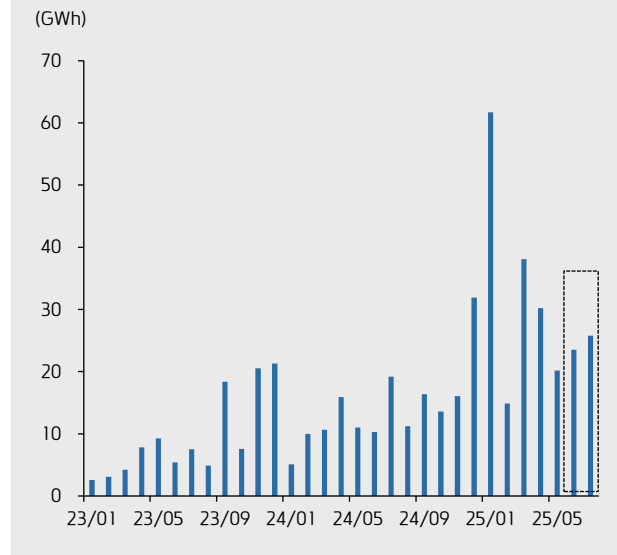
주: 미국 상장 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 이차전지, 연초 대비 긍정적인 ESS 업황, 전고체배터리 및 공급측 개혁 모멘텀

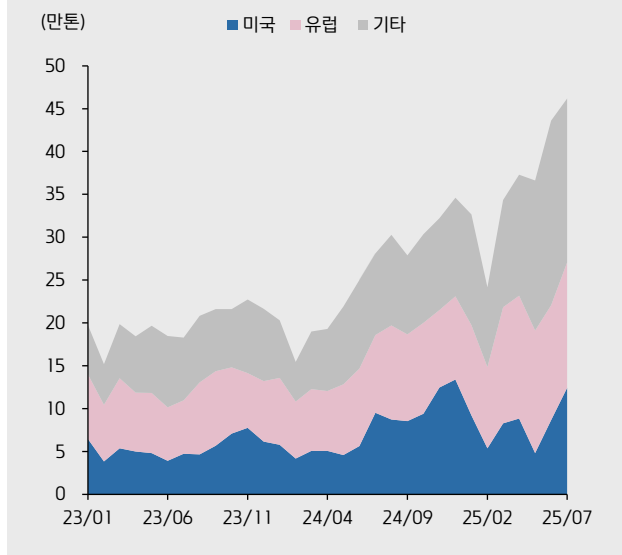
- 1) 연초 우려 대비 긍정적인 ESS 업황: 설치 의무화 정책 폐지에도 불구하고 7~8월 중국 ESS 입찰 및 설치량 증가 지속 중이며, 해외 수요도 견조한 상황. 중국 배터리 기업 가동률도 상승 중으로 업황 턴어라운드 기대감 확산
- 2) 전고체 배터리: 중국 배터리 장비 선두기업인 Lead Intelligent의 전고체 배터리 전 생산라인 양산 기술 확보 및 Gotion/EVE의 전고체 배터리 파일럿 생산 등 소식 부각
- 3) 공급측 개혁: 정책의 실효성은 추가 발표 내용에 대한 확인이 중요, 그전까지는 기대감 유지될 전망. 지난 15년 11월 처음으로 공급측 개혁이 언급된 이후 최종 정책이 발표되기까지 3~6개월 소요됐으며, 해당 기간 동안 주가는 등락 반복

월별 중국 ESS 입찰 규모



자료: CNESA, 키움증권 리서치

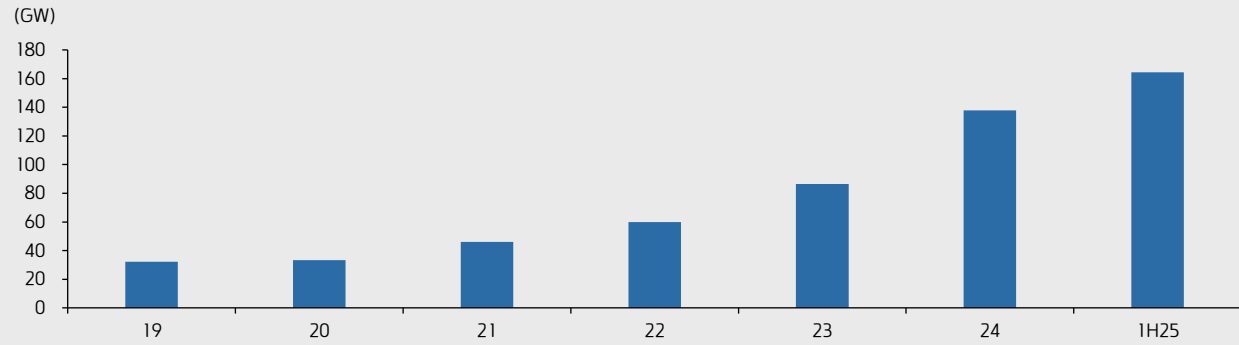
중국 배터리 수출 규모



자료: 해관총서, 키움증권 리서치

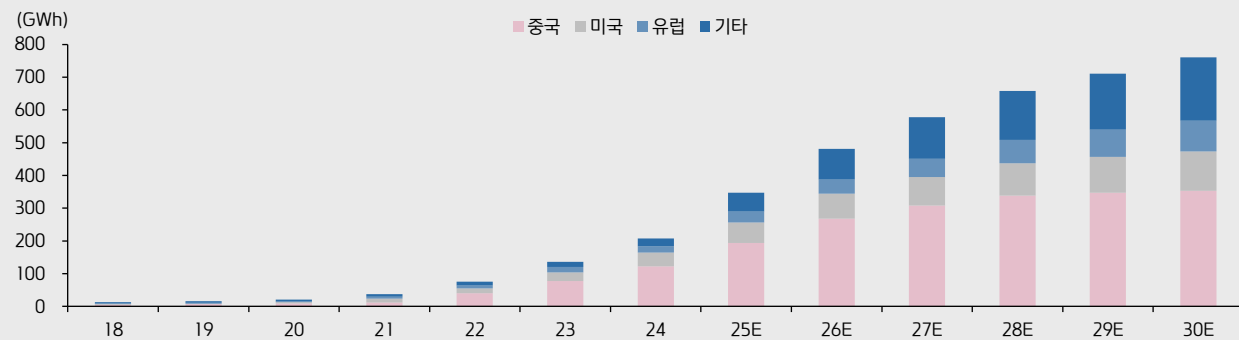


중국 ESS 누적 설치 규모 추이



자료: CNESA, 키움증권 리서치

국가별 ESS 연간 신규 설치 규모 전망



자료: Rho Motion, 키움증권 리서치



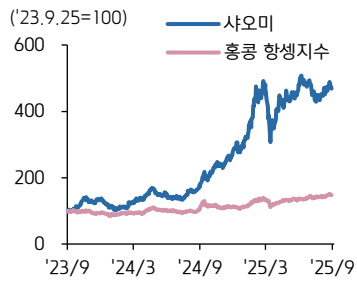
현재주가 (8/22) HKD 56.10

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	통신장비
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항생
벤치마크 현재주가	26,344.1
시가총액(mln)	1,316,002.4
유통주식수(mln)	21,509.6
52주 최고	61.45
52주 최저	19.84
일평균거래량	144,011,400

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	62.6	6.8	2.6	182.2
홍콩항생	31.3	4.0	11.2	44.3



◆ 투자포인트 1. 스마트폰 신제품 및 전기차 모멘텀 기대

- 9/25 샤오미는 플래그십 스마트폰 샤오미 17 시리즈를 발표 예정. 기존 '15'에서 '17'로 건너뛰면서 애플과 정면으로 맞서겠다는 전략. 한편 CEO 레이첼의 연설도 계획되어 있어 시장 주목 기대
- 8월 전기차 판매량은 3.6만대로 YoY +178%, MoM +20%를 기록하며 판매량 증가세 지속. 또한 시점을 예단할 수 없으나 전기차 3 기 공장 기대감도 유효한 만큼 전기차 모멘텀 지속될 전망

◆ 투자포인트 2. 최근 상대수익률 부진. 기존 투자 매력 유효하며 관심 늘릴 필요

- 본토 자금 유입이 지속되는 가운데 미국의 금리 인하에 따른 외국인 투자자 유입 증가는 항생테크에게 긍정적인 것으로 기대. 항생테크 중 다수 기업은 안정적인 비즈니스 모델과 높은 AI 기술력을 보유하고 있기 때문
- 샤오미는 최근 스마트폰 및 가전 사업의 이구환신 정책 효과 약화와 수익성 둔화 우려로 인해 상대적으로 상승 폭이 제한적. 9/1~23 주가 수익률은 5%로 동기간 항생테크(9%)를 하회. 다만 기존 투자 포인트는 유효하다고 판단되며 관심을 늘릴 필요가 있다는 판단

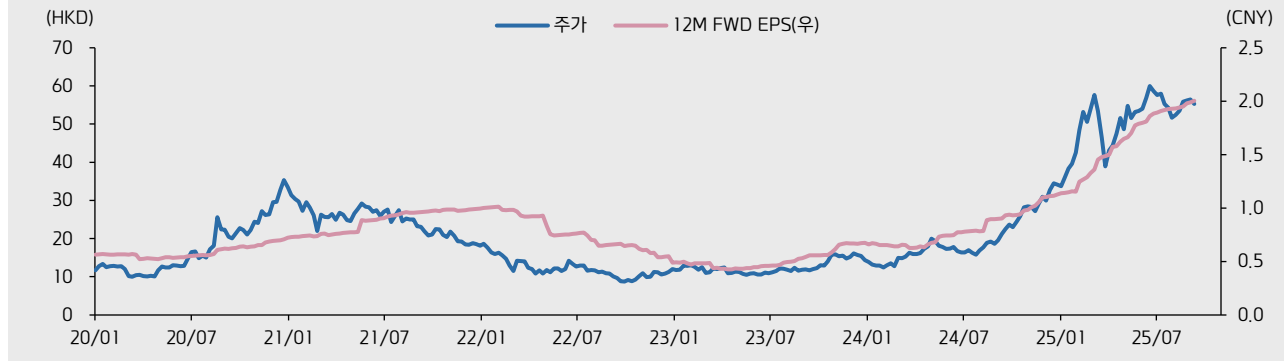
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	280,044	270,970	365,906	483,911	607,886
영업이익	2,816	20,009	24,503	47,040	62,059
OPM(%)	1	7	7	10	10
순이익	2,474	17,474	23,658	41,725	53,069
PER(배)	96.7	20.3	34.1	30.7	23.6
PBR(배)	1.7	2.2	4.3	5.5	4.3
ROE(%)	1.8	11.4	13.4	19.2	19.8
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

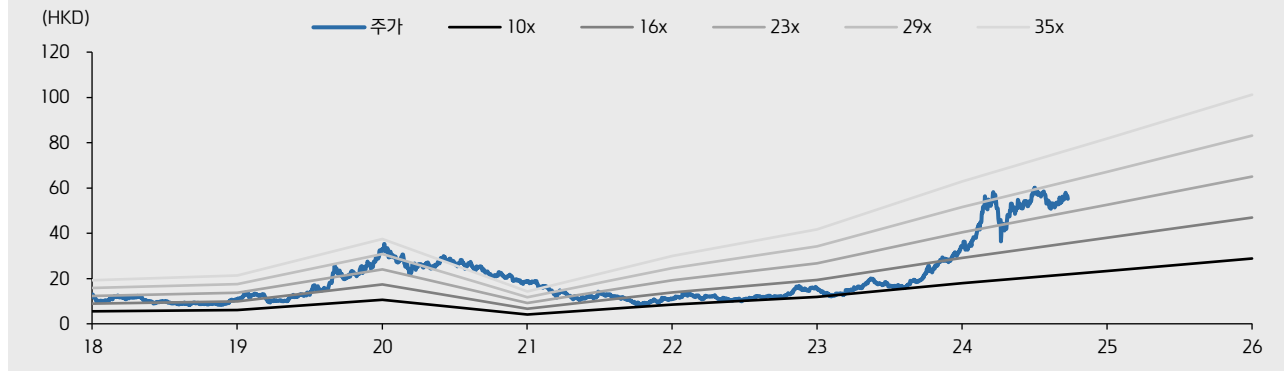


샤오미 주가 및 12M FWD EPS



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

샤오미 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	245,866	328,309	280,044	270,970	365,906
매출&서비스 매출	209,114	270,048	232,467	213,494	289,346
매출총이익, GAAP	36,752	58,261	47,577	57,476	76,560
판매비	18,286	25,720	26,437	24,353	30,991
연구개발비	9,256	13,167	16,028	19,098	24,050
영업이익, GAAP	23,266	26,067	4,090	19,681	24,546
영업외 (이익)손실	1,632	1,650	156	-2,330	-3,581
세전이익, GAAP	21,633	24,417	3,934	22,011	28,127
법인세비용	1,321	5,134	1,431	4,537	4,548
당기순이익, GAAP	20,356	19,339	2,474	17,475	23,658
EPS, GAAP	0.85	0.78	0.10	0.70	0.95
희석 EPS, GAAP	0.83	0.76	0.10	0.69	0.93
영업이익, 조정	23,266	26,067	4,090	19,681	24,546
당기순이익, 조정	20,356	19,339	2,474	17,475	23,658
EBITDA	24,974	29,129	7,797	24,517	30,864

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	23,189	11,271	-3,481	44,271	43,023
감가상각비, 무형자산상각비	1,708	3,062	3,707	4,836	6,318
운전자본 변동	4,320	-15725	-21255	17319	3,995
투자활동으로 인한 현금흐름	-19,489	-47,154	13,620	-38,897	-39,906
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-3,026	-7,169	-5,800	-6,269	-7,297
유, 무형자산 처분	63	35,365	17	73	1,903
재무활동으로 인한 현금흐름	26,715	5,159	-6,835	253	-3,206
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-2,498	8,111	-4073	3,646	4,256
자사주매입	25,509	-6923.81	-2302	-1287	-3964
현금증가	28,833	-31,241	4096	6,024	30
기초현금	25,920	54,752	23,512	27,607	33,631
기말현금	54,752	23,512	27,607	33,631	33,661
FCF	20,163	4,102	-9,280	38,002	35,725
FCFF	23,323	6,346	-8,933	39237	35,903

재무상태표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	253,680	292,892	273,507	324,247	403,155
유동자산	176,283	185,851	160,415	199,053	225,709
현금 및 현금성자산	95,725	86,173	67,777	107,708	100,517
매출채권	10,161	18,000	11,835	12,277	15,844
재고자산	41,671	52,398	50,438	44,423	62,510
비유동자산	77,397	107,040	113,092	125,195	177,447
유형자산	11,671	16,256	19,503	23,700	31,504
무형자산	4,266	5,579	4,630	8,629	8,153
부채총계	129,666	155,459	129,584	159,986	213,950
유동부채	107,927	115,727	89,628	115,588	175,385
매입채무	86,129	95,670	71,971	88,839	136,236
단기성부채	7,325	7,060	3,098	6,895	15,566
비유동부채	21,739	39,732	39,957	44,398	38,565
장기성부채	11,151	22,468	22,958	22,930	20,445
자본총계	124,014	137,432	143,923	164,262	189,205

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출이익률	8.28	5.89	0.88	6.45	6.47
영업이익률	9.46	7.94	1.46	7.26	6.71
EBITDA 마진	10.16	8.87	2.78	9.05	8.43
ROE	19.86	14.82	1.76	11.36	13.41
ROA	9.31	7.08	0.87	5.85	6.50
ROIC	17.98	13.19	1.53	8.48	9.63
부채비율	14.94	21.52	18.14	18.19	19.08
순차입금비용	-62.29	-41.22	-28.99	-47.41	-34.09
EBITDA/현금지급이자	49.98	44.14	7.64	32.34	38.92
현금비용	0.89	0.74	0.76	0.93	0.57
유동비용	1.63	1.61	1.79	1.72	1.29
PER	32.92	19.75	96.74	20.26	34.13
PBR	5.69	2.80	1.68	2.17	4.31
EV/EBIT	26.95	12.59	48.83	14.10	30.54
EV/EBITDA	25.10	11.27	25.61	11.32	24.29

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



현재주가 (8/22)

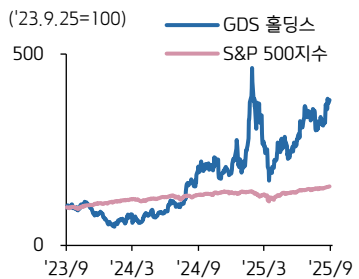
USD 39.76

Stock Data

산업분류	정보통신
세부업종	IT 서비스
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,693.8
시가총액(mln)	56,675.7
유통주식수(mln)	194.9
52주 최고	52.50
52주 최저	16.93
일평균거래량	2,350,985

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	67.3	18.7	43.7	103.4
S&P500	13.8	3.5	18.1	17.4



◆ 투자포인트 1. 엔비디아가 개발 중인 차세대 중국용 AI 칩이 차기 주가 모멘텀

- 향후 주요 주가 모멘텀으로는 엔비디아의 차세대 중국시장 전용 AI 칩이 될 것으로 예상. 엔비디아는 미국의 규제에 부합하는 H20 상위 버전 칩을 개발 중인 것으로 알려짐. 구체적인 시점을 예단할 수 없으나 출시될 경우 중국 플랫폼 기업의 AI 칩 구매와 이에 따른 데이터센터 추가 수주로 이어질 것으로 기대. 최근 미국은 고성능 AI 칩 수출을 제한하면서 중국 기업이 미국 기술에 의존하도록 해 성장 속도를 늦추는 전략이 현실적이라는 목소리도 있는 상황

◆ 투자포인트 2. 2Q25 실적 예상치 부합. 중국 및 해외 신규 계약 모두 견조

- 2Q25 알리바바 CAPEX 가 QoQ 50% 반등하면서 지정학적 리스크에 따른 중국기업의 AI 투자 지속성 우려 다소 완화. 외부 불확실성으로 인해 분기 변동성은 불가피하나 알리바바 등은 연초 발표한 AI 관련 투자 계획이 유효하다고 강조. 클라우드 수요 증가에 따른 가동률 상승과 중국의 기술 혁신 및 정부의 국산화 촉진 정책이 GDS 실적을 뒷받침할 전망

◆ 투자포인트 3. 중국 AI 투자 확대에 따른 밸류에이션 리레이팅 기대

- 현재 주가는 EV/EBITDA 기준 16 배에서 거래 중. 지난 21~23 년중국 플랫폼 기업의 투자 축소 사이클 기간 주가는 부진. 다만 최근 중국의 AI 투자 확대에 따른 신규 계약 증가는 밸류에이션 리레이팅으로 이어질 것으로 기대하며, 투자 매력 유효하다는 판단

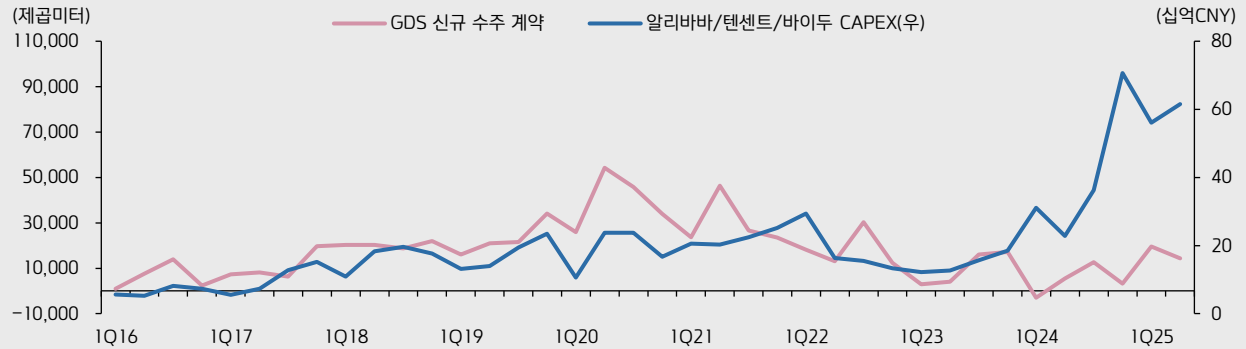
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	9,782	10,322	11,500	12,960
영업이익	4,733	4,876	5,417	5,820
OPM(%)	48	47	47	45
순이익	(4,344)	3,371	1,199	172
PER(배)	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(배)	0.6	1.5	2.2	2.6
ROE(%)	-20.7	16.3	2.5	0.3
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

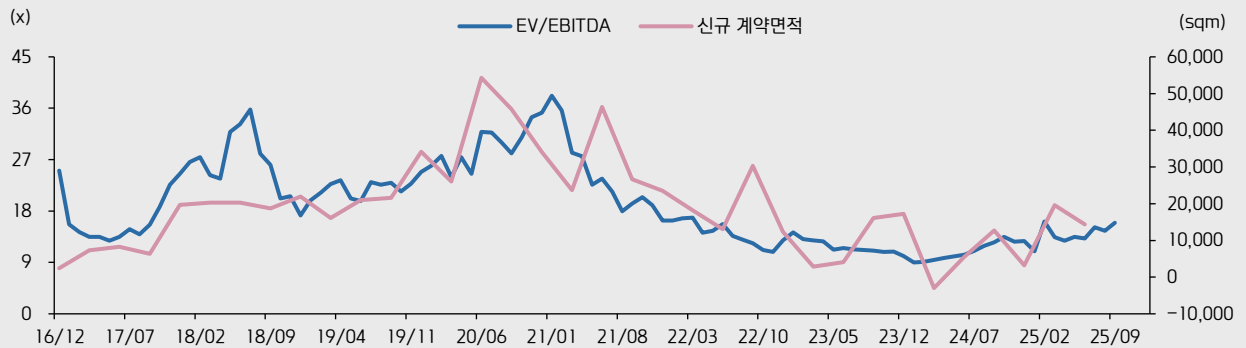


분기별 중국 주요 플랫폼 기업 CAPEX 및 GDS 홀딩스 신규 계약



자료: 각사 보고서, Bloomberg, 키움증권 리서치

GDS 홀딩스 신규 계약 및 12M FWD EV/EBITDA



자료: GDS 홀딩스, Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	5,739	7,819	9,326	9,782	10,322
매출&서비스 매출	4,189	6,039	7,390	7,831	8,099
매출총이익, GAAP	1,550	1,779	1,936	1,951	2,223
판매비	837	1,171	1,336	1,107	1,034
연구개발비	40	39	36	38	36
영업이익, GAAP	673	570	552	-2,207	1,152
영업외 (이익)손실	1,221	1,518	1,542	1,734	1,767
세전이익, GAAP	-548	-949	-990	-3,942	-615
법인세비용	121	242	276	-16	156
당기순이익, GAAP	-685	-1,265	-1,459	-4,290	3,425
EPS, GAAP	-0.59	-0.90	-1.03	-2.96	2.27
희석 EPS, GAAP	-0.59	-0.90	-1.03	-2.96	2.27
영업이익, 조정	673	570	552	-2,207	1,152
당기순이익, 조정	-685	-1,265	-1,459	-4,290	3,425
EBITDA	2,507	3,500	4,143	1,512	4,726

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	321	1,201	2,858	2,065	1,938
감가상각비, 무형자산상각비	1,638	2,617	3,189	3,368	3,243
운전자본 변동	-938	-847	592	-420	-583
투자활동으로 인한 현금흐름	-9,378	-13,692	-11,275	-7,343	-8,761
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-8,037	-9,701	-7,847	-3,194	-3,169
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	20,144	8,119	4,856	4,160	17,057
지급배당금	-65	-49	-52	-54	-54
차입금의 증가(감소)	4,100	8,932	1795	-2,585	228
자사주매입	16,053	2,082	3987	3927	0
현금증가	10,520	-4,467	-3144	-964	10,222
기초현금	5,973	16,493	12,026	8,882	7,918
기말현금	16,493	16,493	8,882	7,497	18,140
FCF	-7,716	-8,499	-4,989	-1,129	-1,231
FCFF	—	—	—	—	—

재무상태표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	57,259	71,632	74,814	74,447	73,649
유동자산	18,319	14,464	11,951	10,984	11,613
현금 및 현금성자산	16,259	9,968	8,608	7,355	7,868
매출채권	1,480	1,733	2,406	2,493	3,022
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	38,940	57,169	62,863	63,463	62,036
유형자산	32,656	44,654	52,551	45,409	45,398
무형자산	3,382	8,359	8,124	6,575	6,367
부채총계	30,591	45,736	50,629	54,323	49,980
유동부채	7,644	13,465	10,603	8,305	9,078
매입채무	5,053	6,581	4,110	3,895	3,891
단기성부채	2,494	6,793	6,337	3,263	5,096
비유동부채	22,947	32,271	40,026	46,017	40,902
장기성부채	22,136	30,997	38,347	40,761	39,364
자본총계	26,668	25,896	24,185	20,124	23,669

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출이익률	-11.94	-16.18	-15.64	-43.85	33.19
영업이익률	11.73	7.28	5.92	-22.56	11.16
EBITDA 마진	43.69	44.77	44.43	15.46	45.78
ROE	-4.37	-5.46	-6.40	-20.73	16.30
ROA	-1.54	-1.96	-1.99	-5.75	4.63
ROIC	0.60	-0.09	-0.16	-3.82	0.83
부채비율	102.75	156.40	194.10	233.01	197.97
순차입금비용	31.39	107.44	149.17	182.22	154.60
EBITDA/현금지급이자	2.25	2.27	2.30	0.73	2.25
현금비용	2.13	0.74	0.81	0.89	0.87
유동비용	2.40	1.07	1.13	1.32	1.28
PER	—	—	—	—	—
PBR	4.77	2.26	1.13	0.63	1.46
EV/EBIT	167.62	124.30	114.44	—	56.90
EV/EBITDA	49.97	24.04	15.24	32.92	14.93

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



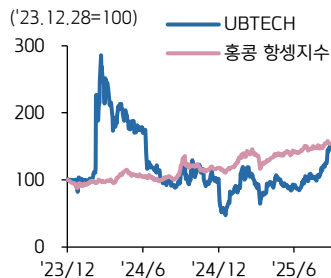
현재주가 (8/22) HKD 134.30

Stock Data

산업분류	산업제품
세부업종	공장 자동화 장비
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항생
벤치마크 현재주가	26,344.1
시가총액(mln)	56,918.9
유통주식수(mln)	401.3
52주 최고	137.10
52주 최저	40.80
일평균거래량	10,701,460

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	144.4	42.1	46.9	54.8
홍콩항생	31.3	4.0	11.2	44.3



◆ 투자포인트 1. UNITREE의 상장과 테슬라의 양산 가시화에 따른 휴머노이드 모멘텀

- UNITREE, 4Q25 IPO 신청서 제출 예정: 최근 UNITREE가 기업가치로 70억달러를 목표로 한다는 소식이 전해졌으나, 현지 언론을 통해 IPO 밸류에이션에 대해 논의한 적이 없으며, 관련 정보는 사실이 아니라고 공식 부인한 상황. 그 외 Leju Robotics 등 기업이 상장 준비를 하고 있는 것으로 기대되고 있는 상황
- 테슬라, 옵티미스의 양산 가시화: All-In Summit에서 일론 머스크는 Optimus Gen3 설계가 최종 확정 단계에 있다고 밝히면서 옵티미스의 본격적인 양산 시작 기대감 확대. 중국 다수 부품 기업이 시제품 생산 및 테스트를 진행하고 있어 연말까지 모멘텀 지속될 전망

◆ 투자포인트 2. 모델별 비교보다는 현 시점에서는 시장 성장 수혜에 초점 맞출 필요

- 연초 주가가 크게 상승했던 중국 휴머노이드 업종은 2~3분기 양산 지연 우려, 최종 수요처에 대한 고민 등으로 인해 조정. 다만 최근 테슬라의 양산 가시화로 인해 재차 부각. 그 외 중국 휴머노이드 기업이 상장 계획을 준비하고 있어 내년도 양산 기대감이 반영되고 있는 것으로 판단. 최종적으로 제품 경쟁력에 대한 업체별 비교가 필요하나, 시장 초기 단계인 만큼 전체 시장 성장에 따른 수혜가 주가에 반영될 것으로 예상

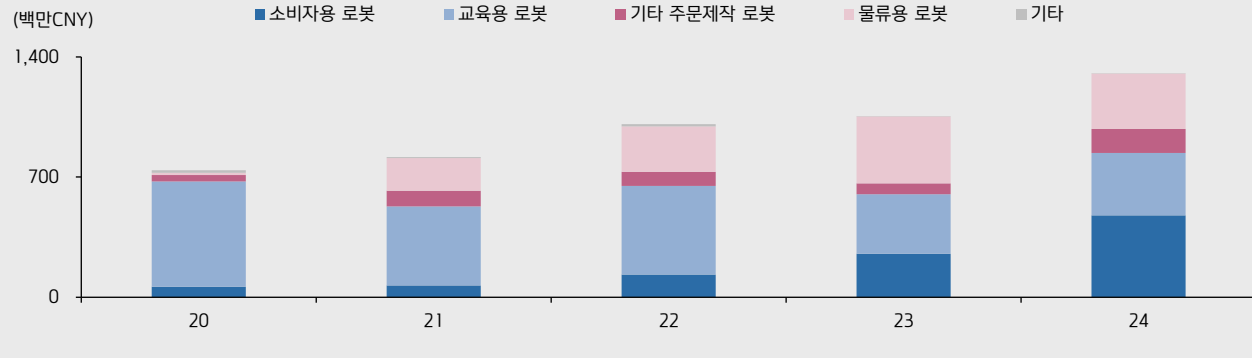
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	1,008	1,056	1,305	1,956	3,081
영업이익	-946	-1,219	-1,169	-1,056	-705
OPM(%)	-93.8	-115.4	-89.6	-54.0	-22.9
순이익	-975	-1,234	-1,124	-1,100	-794
PER(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(배)	N/A	17.6	10.6	21.4	22.3
ROE(%)	-113.8	-84.5	-55.2	-53.5	-62.0
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



UBTECH 사업부문별 매출 추이



자료: 중국정부, 키움증권 리서치

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

자료: 중국정부, 키움증권 리서치



손익계산서

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	740	817	1,008	1,056	1,305
매출&서비스 매출	409	561	611	723	931
매출총이익, GAAP	331	256	397	333	374
판매비	525	684	735	857	838
연구개발비	429	517	428	491	478
영업이익, GAAP	-577	-876	-946	-1,219	-1,169
영업외 (이익)손실	98	25	25	9	-20
세전이익, GAAP	-675	-901	-971	-1,227	-1,149
법인세비용	32	17	17	37	11
당기순이익, GAAP	-707	-920	-975	-1,234	-1,124
EPS, GAAP	—	—	-2.50	-3.05	-2.67
희석 EPS, GAAP	—	—	-2.50	-3.05	-2.67
영업이익, 조정	-577	-876	-946	-1,219	-1,169
당기순이익, 조정	-707	-920	-975	-1,234	-1,124
EBITDA	-498	-777	-856	-1,133	-1,103

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	-603	-681	-578	-1,057	-974
감가상각비, 무형자산상각비	79	100	90	86	67
운전자본 변동	-143	-41	-85	-373	-232
투자활동으로 인한 현금흐름	-189	-227	-394	-506	-277
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-159	-238	-319	-532	-227
유, 무형자산 처분	10	7,776	13	46	10
재무활동으로 인한 현금흐름	1,028	560	842	1,937	1,918
지급배당금	—	—	—	—	—
차입금의 증가(감소)	-277	91	-138	828	83
자사주매입	1,400	500	861	912	1802
현금증가	233	-349	-128	376	670
기초현금	389	622	273	145	521
기말현금	622	273	145	521	1,191
FCF	-758	-919	-897	-1,588	-1,201
FCFF	—	—	—	—	—

재무상태표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	2,440	2,667	2,788	4,766	5,134
유동자산	1,558	1,590	1,385	2,917	2,906
현금 및 현금성자산	627	273	145	521	1,239
매출채권	137	368	662	840	950
재고자산	413	426	326	416	461
비유동자산	882	1,077	1,403	1,848	2,227
유형자산	745	936	1,241	1,642	1,937
무형자산	6	3	87	68	26
부채총계	1,416	1,907	1,734	2,677	2,886
유동부채	1,276	1,674	1,364	1,952	2,093
매입채무	452	710	894	1,021	1,146
단기성부채	613	694	362	844	864
비유동부채	140	234	370	725	793
장기성부채	61	152	327	691	745
자본총계	1,024	760	1,054	2,089	2,248

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출이익률	-95.51	-112.60	-96.68	-116.89	-86.08
영업이익률	-78.01	-107.22	-93.80	-115.43	-89.59
EBITDA 마진	-67.32	-95.02	-84.87	-107.29	-84.48
ROE	—	-103.87	-113.76	-84.47	-55.19
ROA	—	-36.03	-35.74	-32.67	-22.70
ROIC	—	-52.60	-51.64	-38.12	-24.69
부채비율	66.12	112.34	71.65	78.27	76.22
순차입금비용	4.61	75.29	51.56	48.52	16.50
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비용	0.49	0.16	0.11	0.27	0.59
유동비용	1.22	0.95	1.02	1.49	1.39
PER	—	—	—	—	—
PBR	—	—	—	17.61	10.55
EV/EBIT	—	—	—	—	—
EV/EBITDA	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



현재주가 (8/22)

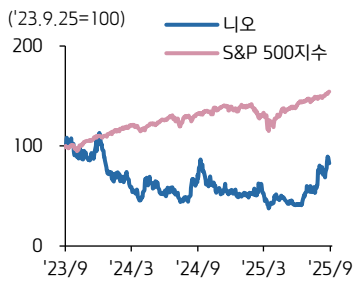
HKD 6.91

Stock Data

산업분류	자유소비재
세부업종	자동차
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,693.8
시가총액(mln)	121,580.8
유통주식수(mln)	2,325.0
52주 최고	7.71
52주 최저	3.02
일평균거래량	64,520,916

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	58.5	9.0	53.6	30.9
S&P500	13.8	3.5	18.1	17.4



◆ 투자포인트 1. L90 및 ES8 판매량 모멘텀 기대감

- 7/31 출시한 Onvo L90이 출시 한 달 만에 8 월 판매량 1 만대를 돌파하면서 흥행 성공. 8 월 니오 전기차 판매량은 3.1 만대로 YoY 55% 증가했으며, 7 월(YoY +3%) 대비 크게 반등. 여기에 더해 9 월 말 출시 예정인 ES8 도 판매 호조가 기대되는 상황. 구체적인 사전예약 수는 발표되지 않았으나, 동기간 L90 을 상회하는 것으로 알려짐

◆ 투자포인트 2. 과거 샤오핑/리오토 신차 모멘텀 기간 PSR 2.5~3배 거래

- 리오토는 2H22~1H23 L9(출시일, 22/06), L8(22/09), L7(23/02)을 순차적으로 출시 및 흥행에 성공. 샤오핑도 23 년 6 월 G6, 2H24 MONA M03 및 P7+를 판매 호조를 보임. 해당 기간 리오토/샤오핑 모두 수익성이 개선되며 실적 개선으로 이어졌으며, 밸류에이션은 12M FWD PSR 기준 2.5~3.0 배까지 상승한 바 있음. 니오는 현재 1 배 수준에서 거래 중으로 최근 주가 강세에도 불구하고 추가 상승 여력이 기대

◆ 투자포인트 3. 단기 주가 모멘텀 지속 전망. 중장기적으로는 추가 확인 필요

- 니오는 최근 10 억달러 규모의 자금조달 계획을 발표. 단기적으로 악재는 주가에 일정 부분 반영됐다는 판단이며, 향후 판매량 반등에 기반한 주가 모멘텀 기대. L90/ES8 의 판매량 흥행(1 만대 수준) 여부에 대한 확인 중요
- 한편 중국 전기차 시장의 높은 경쟁 강도로 인해 중장기적으로 판매량의 지속성에는 불확실성 존재. 단기적인 관점에서 접근이 타당하며, 중장기적으로는 추가적으로 확인이 필요하다는 판단

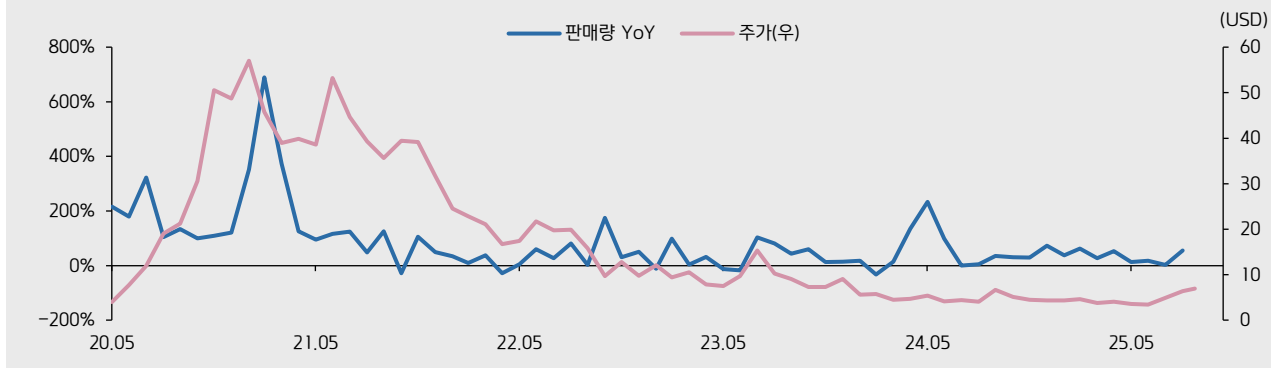
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	49,269	55,618	65,732	89,951	128,572
영업이익	(13,345)	(20,286)	(19,946)	(15,320)	(6,540)
OPM(%)	(27)	(36)	(30)	(17)	(5)
순이익	(11,984)	(18,475)	(20,382)	(14,874)	(5,765)
PER(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(배)	5.0	5.2	11.2	68.6	N/A
ROE(%)	(49.7)	(85.6)	(143.8)	(179.8)	25.7
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

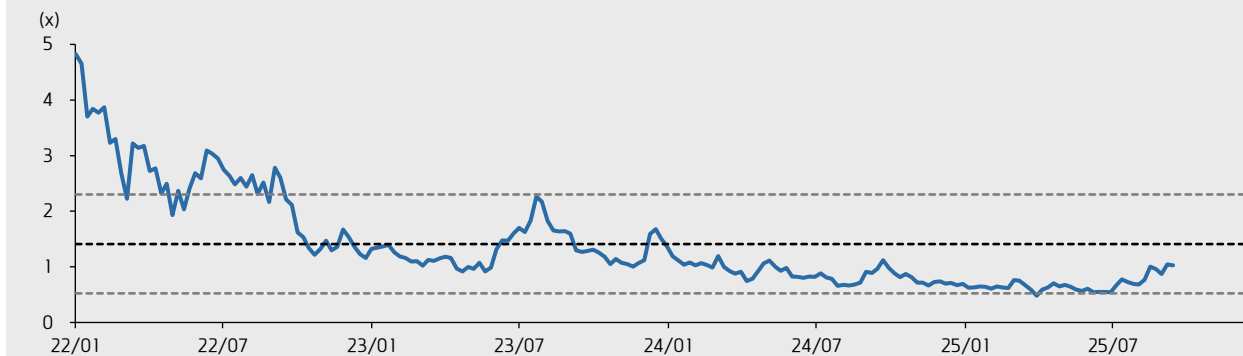


니오 월별 판매량 증가율 및 주가



주: 주가는 월말 및 9/22 기준
자료: Wind, 키움증권 리서치

니오 12M FWD PSR



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	16,258	36,136	49,269	55,618	65,732
매출&서비스 매출	14,385	29,315	44,125	52,566	59,239
매출총이익, GAAP	1,873	6,821	5,144	3,052	6,493
판매비	3,932	6,878	10,537	12,885	15,741
연구개발비	2,488	4,592	10,836	13,431	13,037
영업이익, GAAP	-4,608	-4,496	-15,641	-22,655	-21,874
영업외 (이익)손실	690	-522	-1,259	-2,196	550
세전이익, GAAP	-5,298	-3,975	-14,382	-20,459	-22,425
법인세비용	6	42	55	261	-23
당기순이익, GAAP	-5,299	-3,986	-14,280	-20,844	-22,310
EPS, GAAP	-4.74	-6.72	-8.89	-12.44	-11.03
희석 EPS, GAAP	-4.74	-6.72	-8.89	-12.44	-11.03
영업이익, 조정	-4,608	-4,496	-15,641	-22,655	-21,874
당기순이익, 조정	-5,299	-3,986	-14,280	-20,844	-22,310
EBITDA	-3,062	-2,144	-11,647	-17,748	-14,173

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	1,951	1,966	-3,866	-1,382	-7,849
감가상각비, 무형자산상각비	1,546	2,352	3,994	4,907	7,701
운전자본 변동	4,801	6,445	5,628	10,388	8,166
투자활동으로 인한 현금흐름	-5,071	-39,765	10,385	-10,885	-4,958
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-1,128	-4,079	-6,973	-14,341	-9,142
유, 무형자산 처분	163	1,126	4	73	232
재무활동으로 인한 현금흐름	41,357	18,129	-1,616	27,663	1,772
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	3,677	13,208	-1,659	6,614	-1,634
자사주매입	34,762	12,822	116	21,049	111
현금증가	37,555	-20,171	4,781	15,466	-10,874
기초현금	990	38,545	18,375	23,155	38,622
기말현금	38,545	18,375	23,155	38,622	27,747
FCF	823	-2,112	-10,839	-15,722	-16,991
FCFF	—	—	—	—	—

재무상태표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	54,642	82,884	96,264	117,383	107,605
유동자산	46,207	63,641	59,150	70,380	61,886
현금 및 현금성자산	42,376	52,391	39,059	49,745	33,466
매출채권	1,124	2,823	5,118	4,658	1,676
재고자산	1,082	2,056	8,191	5,278	7,087
비유동자산	8,435	19,242	37,114	47,003	45,719
유형자산	6,347	10,388	23,033	36,251	39,094
무형자산	205	199	213	237	232
부채총계	22,780	44,820	68,617	87,787	94,098
유동부채	13,976	29,198	45,852	57,798	62,311
매입채무	11,154	20,468	39,164	45,672	50,828
단기성부채	2,478	8,043	6,303	11,565	11,073
비유동부채	8,803	15,622	22,765	29,989	31,787
장기성부채	6,954	12,056	17,403	23,113	22,701
자본총계	31,862	38,063	27,647	29,596	13,507

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출이익률	-32.59	-11.03	-28.98	-37.48	-33.94
영업이익률	-28.34	-12.44	-31.75	-40.73	-33.28
EBITDA 마진	-18.83	-5.93	-23.64	-31.91	-21.56
ROE	—	-34.17	-49.71	-85.59	-143.80
ROA	-15.31	-5.80	-15.94	-19.51	-19.83
ROIC	-20.14	-8.83	-27.95	-38.48	-39.16
부채비율	34.71	57.91	99.32	135.74	566.02
순차입금비용	-103.40	-84.84	-55.53	-50.91	2.28
EBITDA/현금지급이자	-9.17	-9.80	-42.45	-62.17	-22.08
현금비용	3.03	1.79	0.85	0.86	0.54
유동비용	3.31	2.18	1.29	1.22	0.99
PER	—	—	—	—	—
PBR	17.88	9.54	5.05	5.18	11.16
EV/EBIT	—	—	—	—	—
EV/EBITDA	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



현재주가 (8/22)

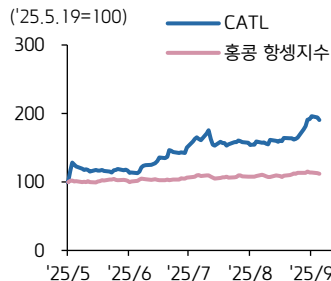
HKD 511.00

Stock Data

산업분류	자율소비재
세부업종	자동차 부품
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항생
벤치마크 현재주가	26,344.1
시가총액(mln)	1,693,503.0
유통주식수(mln)	155.9
52주 최고	523.50
52주 최저	291.00
일평균거래량	N/A

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	94.8	22.2	94.8	94.8
홍콩항생	31.3	4.0	11.2	44.3



◆ 투자포인트 1. 2Q25 예상치 대비 매출은 하회, 이익은 상회

- 2Q25 매출은 942억위안(YoY +8%), 순이익은 165억위안(YoY +34%)으로 예상치 대비 매출은 하회했으나, 이익은 상회. 매출 부진은 중국 시장의 경쟁심화에 따른 ASP 하락에 기인
- 다만 배터리 소재 및 리사이클링 사업 중심의 GPM 상승과 환차익으로 인해 이익은 증가하며 예상치 상회. 2분기 배터리 출하량은 150GWh(ESS 배터리 비중 20%)로 YoY 36%, QoQ 25% 증가. 1H25 가동률은 90%까지 상승

◆ 투자포인트 2. 단기적으로 주가 모멘텀 기대. 중장기 관점에서 투자 매력 높다는 판단

- 중국 이차전지 업종은 연초 우려 대비 긍정적인 업황, 전고체 배터리 및 공급측 개혁 기대감 확산되는 중. 특히 중화권 증시의 유동성 모멘텀 속 단기 주가 모멘텀 기대
- 다만 글로벌 및 중국 투자자의 높은 수요 대비 상대적으로 적은 발행주식수(H주의 전체 발행주식 비중은 3.4%)로 인해 H주의 A주 대비 프리미엄은 21%(9/7 기준)으로 높은 수준
- 중장기적으로 투자 매력 유효하나 단기간 주가 급등에 따른 차익실현 매물 출회 가능성에 유의 필요

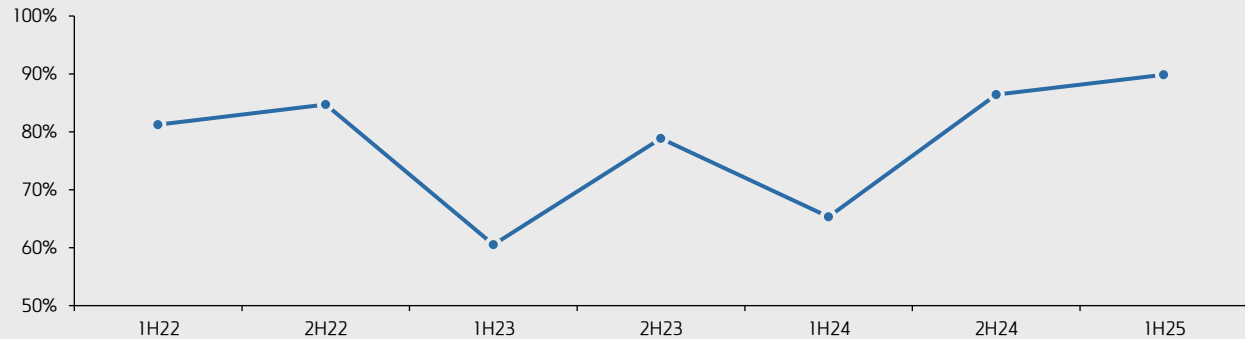
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	328,594	400,917	362,013	431,650	527,459
영업이익	33,313	46,269	53,637	73,184	92,785
OPM(%)	10.1	11.5	14.8	17.0	17.6
순이익	30,729	44,702	52,033	67,962	84,576
PER(배)	30.4	16.0	22.4	30.4	24.6
PBR(배)	5.8	3.6	4.7	6.8	5.9
ROE(%)	24.7	24.7	23.4	24.1	25.2
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

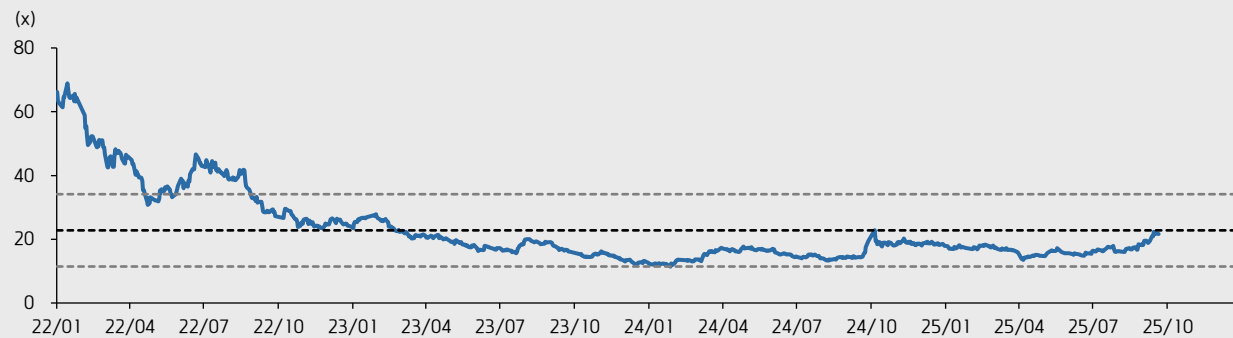


CATL 반기별 가동률



자료: CATL, 키움증권 리서치

CATL 12M FWD PER



주: 본토 상장 기준

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	50,319	130,356	328,594	400,917	362,013
매출&서비스 매출	36,349	96,094	270,630	323,982	273,519
매출총이익, GAAP	13,970	34,262	57,964	76,935	88,494
판매비	3,545	7,106	10,623	13,569	15,515
연구개발비	3,569	7,691	15,510	18,356	18,607
영업이익, GAAP	6,364	17,950	33,313	46,269	53,637
영업외 (이익)손실	-618	-1,937	-3,360	-8,226	-10,834
세전이익, GAAP	6,983	19,887	36,673	54,495	64,470
법인세비용	879	2,026	3,216	7,153	9,175
당기순이익, GAAP	5,583	15,931	30,729	44,702	52,033
EPS, GAAP	2.49	6.88	12.92	10.19	11.87
회석 EPS, GAAP	2.48	6.84	12.92	10.19	11.87
영업이익, 조정	6,364	17,950	33,313	46,269	53,637
당기순이익, 조정	5,583	15,931	30,729	44,702	52,033
EBITDA	11,077	24,046	46,260	68,637	78,106

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	18,046	42,127	61,209	92,826	96,990
감가상각비, 무형자산상각비	4,712	6,096	12,947	22,368	24,469
운전자본 변동	5,930	17,183	—	—	—
투자활동으로 인한 현금흐름	-15,077	-54,010	-64,140	-29,188	-48,875
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-13,302	-43,768	-48,215	-33,625	-31,180
유, 무형자산 처분	0	3,2231	1	13	75
재무활동으로 인한 현금흐름	37,840	24,668	82,266	14,716	-14,524
지급배당금	-483	-558	-1,591	-6,121	-22,123
차입금의 증가(감소)	4,707	20,819	38352	22,800	10,668
자사주매입	19,613	756,2128	0	0	0
현금증가	40,232	12,074	82,124	80,536	31,994
기초현금	23,200	63,432	75,506	157,629	238,165
기말현금	63,432	75,506	157,629	238,165	270,160
FCF	4,743	-1,641	12,994	59,201	65,810
FCFF	5,303	-598	14,939	62,195	69,137

재무상태표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	156,618	307,667	600,952	717,168	786,658
유동자산	112,865	177,735	387,735	449,788	510,142
현금 및 현금성자산	66,720	76,870	211,087	317,008	365,835
매출채권	21,252	31,704	61,493	65,772	64,266
재고자산	13,225	40,200	76,669	45,434	59,836
비유동자산	43,753	129,932	213,217	267,380	276,516
유형자산	27,676	77,190	135,238	154,112	156,941
무형자산	362	769	2,618	7,745	6,201
부채총계	87,424	215,045	424,043	497,285	513,202
유동부채	54,977	149,345	295,761	287,001	317,172
매입채무	24,781	62,581	113,511	149,031	171,089
단기성부채	23,321	73,984	147,877	99,681	109,912
비유동부채	32,447	65,700	128,282	210,284	196,030
장기성부채	20,494	38,369	79,900	79,072	95,274
자본총계	69,195	92,622	176,909	219,883	273,456

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출이익률	11.10	12.22	9.35	11.15	14.37
영업이익률	12.65	13.77	10.14	11.54	14.82
EBITDA 마진	22.01	18.45	14.08	17.12	21.58
ROE	10.91	21.42	24.68	24.68	23.40
ROA	4.33	6.86	6.76	6.78	6.92
ROIC	6.53	10.21	9.98	10.00	10.60
부채비율	68.24	132.94	138.48	90.41	83.09
순차입금비용	-33.10	38.31	9.43	-62.88	-58.75
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비용	1.21	0.51	0.71	1.10	1.15
유동비용	2.05	1.19	1.31	1.57	1.61
PER	140.77	85.51	30.44	16.02	22.41
PBR	12.63	16.13	5.83	3.63	4.73
EV/EBIT	124.59	78.37	29.63	13.01	19.26
EV/EBITDA	71.59	58.50	21.34	8.77	13.22

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

9월 ETF Review 및 10월 전망

보글보글





9월 ETF Review 및 10월 전망 | 보글보글

9월 ETF 시장 리뷰

- 9월 미국 ETF 시장으로는 지난달 대비 확대된 \$1,233억 유입. 주식형 ETF로는 약 \$925억 유입되며 지난 달 대비 유입강도 강화. 대형주 중심 유입세 지속되었으며, 섹터 단에서는 IT, 산업재 및 원자재로 유입 확대. 채권 ETF 시장으로의 자금유입은 지난달 대비 축소. 추세적 금리인하 기대가 제한된 영향이며, 장기물 대비 중기/초단기채로의 유입이 더 많았음
- ETF Inflows/Outflows: 대형주, IT·산업재·원자재 섹터 및 디지털자산 ETF 등 In / 회사채, 유럽주식, 에너지·유틸리티 섹터, 경기방어주 등 Out
- ETF Top/Bottom: 우라늄, 귀금속, 블록체인, 성장주, 중국주식 등 Up / 필수소비재, 의료장비, 홈빌더, 에너지 등 Down

9월 신규 상장 ETF

- 미국: 단일종목 레버리지, 알트코인 현물 및 테마형 ETF를 비롯한 67개 종목 신규 상장. 처음으로 주 2회 배당 실시 ETF가 출시되는가 하면, 글로벌 방위비 증가 추세에 맞춰 방산 테마 ETF도 꾸준히 상장. SEC의 가상자산 ETF 패스트트랙 도입에 글로벌 첫 도지코인(DOGE), 리플(XRP) 현물 ETF도 출시되어 화제. 한편, 67개의 신규 상장 중 액티브 ETF는 63개로 액티브 ETF 비중 확대 지속
- 국내: 9월 한달 간 17개 ETF가 추가되며 총 상품 수는 1,027개로 확대, 다양한 팩터/테마 전략 ETF들이 다수 출시. 고배당주와 AI 테크주에 일정 비율로 분산 투자함으로써 배당 성장을 확대 효과를 추구하는 ETF, 총 주주환원에 초점을 맞춘 국내 고배당주 ETF, 유럽 방산주 ETF, 한국형 AI 전력 인프라와 한국형 AI 소프트웨어에 투자하는 ETF 등이 특징적

10월 ETF 투자 아이디어

- 하반기 들어 글로벌 증시는 정책+유동성의 힘으로 상단을 높여가고 있음. 9월에도 미 연준의 보험성 금리인하 개시, AI 기업들의 성장성 확인 및 투자 확대 계획, 미-중 관계 개선 기대 등이 계절성을 이겨내는 재료로 작용
- 물가 위험과 기업이익 성장 둔화 등을 주시해야겠으나, Capex 투자 사이클 하에서 추가적인 '성장'이 동반된다면 일정 부분 높은 물가, 금리 수준이 용인될 것이라는 기존의 관점 유지. 이 가운데서도 정부 정책과 기업 투자 모멘텀이 동반되는 섹터/테마 접근이 지수 투자 대비 상승여력 클 것 기대
- ETF Picks: SMH(반도체), SKYY(클라우드), IAI(금융 서비스), URA(우라늄), AIPO(AI HW/전력), KWEB(중국 플랫폼), SHLD(유럽 방산), GLD(금)

9월 리뷰 및 10월 투자 아이디어 (요약)



◆ Inflows: 글로벌 대형주, IT/산업재, 원자재 및 디지털자산 등

- 9월 미국 ETF 시장으로는 지난달 대비 확대된 \$1,233억 유입
- 주식형 ETF로는 약 \$925억 유입되며 지난 달 대비 유입강도 강화. 그 중 대형주 중심 유입세 지속되었으며, 섹터 단에서는 IT/산업재 및 원자재 등 유입 확대
- 채권 ETF 시장으로는 자금유입은 지난달 대비 축소. 추세적 금리인하 기대가 제한된 영향이며, 장기물 대비 중기/초단기채로의 유입이 더 많았음

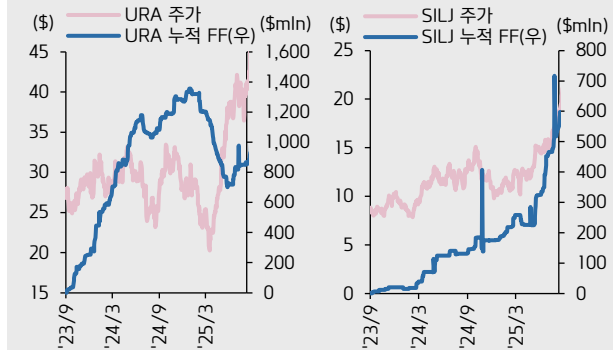
◆ Return: 우라늄, 귀금속, 블록체인, 성장주, 중국주식 등

- 美 AI 발전 고도화에 따른 전력 수요 증가에 우라늄 등 전력원에 투자하는 ETF 강세. 전세기적인 원전투자 확대 소식, 美-英 원자력 기술 협약 소식 등 잇따른 호재에 URA ETF 큰 폭 상승
- 이 외 중앙은행들의 매입세 지속과 미 금리인하가 맞물리며 금 ETF 강세도 지속. 중국 주식 강세와 동반해 구리 등 산업금속 ETF와 AI 인프라 투자 확산 속 메모리 반도체 수요 부각에 반도체 ETF들도 상승세

◆ 10월 ETF 투자 아이디어

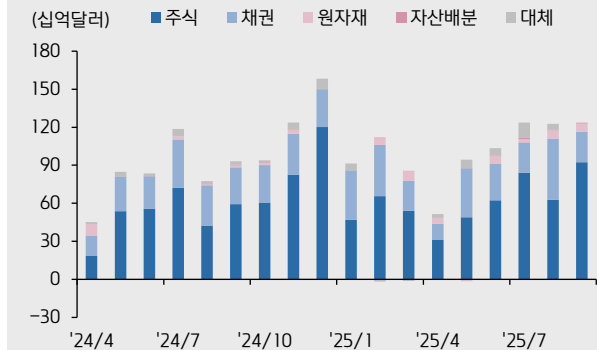
- 하반기 들어 글로벌 증시는 정책+유동성의 힘으로 상단을 높여가고 있음. 9월에도 미 연준의 보형성 금리인하 개시, AI 기업들의 호실적 발표 및 투자확대 계획, 미-중 관계 개선 기대 등이 계절성을 이겨내는 재료로 작용
- 물가 위험과 기업이익 성장 둔화 등을 주시해야겠지만, Capex 투자 사이클 하에서 추가적인 '성장'이 동반된다면 일정 부분 높은 물가 및 금리 수준이 용인될 것이라는 기존의 관점 유지. 그 가운데서도 정부 정책과 기업 투자 모멘텀이 동반되는 섹터/테마 접근이 지수 투자 대비 상승여력 클 것 기대
- ETF Picks: SMH(반도체), SKYY(클라우드), IAI(금융 서비스), URA(우라늄), AIPO(AI HW/전력), KWEB(중국 플랫폼), SHLD(유럽 방산), GLD(금)

9월 수익률 Top ETF



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ETF 자산군별 펀드플로우



자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주: 미국 상장 기준

9월 ETF 투자 포트폴리오 Review



티커	ETF명	주요 테마	순자산 백만\$	운용 보수 %	수익률			국내 상장 Peer ETF
					1M %	3M %	6M %	
QGRO	American Century U.S. Quality Growth ETF	美 퀄리티	2,052.7	0.29	+5.9	+10.8	+20.7	
MAGS	Roundhill Magnificent Seven ETF	매그니파센트 7	3,342.1	0.29	+9.7	+21.8	+39.3	* ACE 미국빅테크TOP7 Plus * SOL 미국테크TOP10 * KODEX 미국시테크TOP10 * RISE 엔비디아고정테크100
SMH	VanEck Semiconductor ETF	반도체	30,053.0	0.35	+8.5	+20.2	+38.8	* RISE 미국반도체NYSE * KIWOOM 글로벌반도체 * ACE 글로벌반도체TOP4 Plus Solactive * SOL 미국시반도체칩메이커
ALAI	Alger AI Enablers & Adopters ETF	AI 인에이블러 & AI 활용 기업	196.6	0.55	+13.5	+27.6	+55.7	* TIGER 미국시소프트웨어TOP4Plus * PLUS 글로벌시인프라 * TIGER 글로벌시플랫폼엑티브 * HANARO 글로벌생성형시엑티브
IAI	iShares U.S. Broker-Dealers & Securities Exchanges ETF	美 금융서비스	1,572.1	0.38	+2.5	+11.5	+24.5	* KODEX 미국 금융테크엑티브 * RISE 미국은행Top10 * KODEX 미국 S&P500금융
GRID	First Trust NASDAQ® Clean Edge® Smart Grid Infrastructure Index Fund	글로벌 전력 인프라	3,719.1	0.56	+4.5	+11.9	+24.7	* SOL 미국시인프라 * KODEX 미국시전력핵심인프라 * KIWOOM 글로벌전력GRID인프라
VNQ	Vanguard Real Estate Index Fund ETF	美 리츠	34,524.1	0.13	+1.3	+2.0	+0.3	* ACE 미국부동산리츠(합성 H) * KODEX 미국부동산리츠(H) * RISE 글로벌데이터센터리츠(합성)
URA	Global X Uranium ETF	우라늄	5,240.2	0.69	+33.7	+30.9	+96.2	* RISE 글로벌원자력 * SOL 미국원자력SMR * PLUS 글로벌원자력밸류체인 * HANARO 원자력Select

자료: 키움증권 리서치센터
주: 2025-09-19 종가 기준

10월 ETF 투자 포트폴리오



티커	ETF명	주요 테마	순자산 백만\$	운용 보수 %	수익률			국내 상장 Peer ETF
					1M %	3M %	6M %	
SMH	VanEck Semiconductor ETF	美 반도체	30,053.0	0.35	+8.5	+20.2	+38.8	* RISE 미국반도체NYSE * KIWOOM 글로벌반도체 * ACE 글로벌반도체TOP4 Plus Solactive * SOL 미국반도체칩메이커
SKYY	First Trust Cloud Computing ETF	美 클라우드	3,276.3	0.60	+14.4	+18.1	+26.1	* TIGER 글로벌클라우드컴퓨팅INDXX
IAI	iShares U.S. Broker-Dealers & Securities Exchanges ETF	美 금융서비스	1,572.1	0.38	+2.5	+11.5	+24.5	* KODEX 미국 금융테크액티브 * RISE 미국은행Top10 * KODEX 미국 S&P500금융
URA	Global X Uranium ETF	우라늄	5,240.2	0.69	+33.7	+30.9	+96.2	* SOL 미국원자력SMR * RISE 글로벌원자력 * PLUS 글로벌원자력밸류체인 * HANARO 원자력Select
AIPO	Defiance AI & Power Infrastructure ETF	AI & 전력인프라	17.5	0.69	+13.7	+10.6	+10.6	* KIWOOM 글로벌전력GRID인프라 * KODEX 미국AI전력핵심인프라 * SOL 미국AI전력인프라 * TIGER 글로벌AI전력인프라액티브
KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF	中 인터넷	9,618.5	0.70	+12.3	+22.9	+10.8	* KODEX 차이나 항셱테크 * RISE 차이나 항셱테크 * TIGER 차이나 항셱테크 * ACE 차이나 항셱테크
SHLD	Global X Defense Tech ETF	글로벌 방산	4,271.7	0.50	+10.6	+14.1	+37.3	* TIMEFOLIO 글로벌우주테크&방산액티브 * HANARO 유럽방산 * ACE 유럽방산TOP10 * PLUS 글로벌방산
GLD	SPDR Gold Shares	금	117,797.2	0.40	+11.1	+9.3	+20.7	* HANARO 글로벌금채굴기업 * ACE KRX금현물 * KODEX 골드선물(H)

자료: 키움증권 리서치센터
주: 2025-09-19 종가 기준

하반기 전망 ETF 유니버스 Review



분류	티커	ETF 명	미국 상장 Peer ETF	국내 상장 Peer ETF	AUM (\$mln)	보수 (%)	수익률 (%)	1M	하반기
퀄리티 대형주	QGRO	American Century US Quality Growth ETF	QGRW, DGRW, QUAL	ACE 미국배당퀄리티	2,053	0.29	+5.9	+6.1	
	XLG	Invesco S&P 500 Top 50 ETF	SPLG, VOO, SCHG	1Q 미국S&P500	10,968	0.20	+5.8	+10.6	
테크	IGM	iShares Expanded Tech Sector ETF	VGT, MGK, IYW, MAGS	KODEX 미국나스닥AI테크액티브	9,478	0.39	+9.2	+12.6	
				PLUS 미국테크TOP10					
소프트웨어	IGV	iShares Expanded Tech-Software Sector ETF	XSW, SKYY, FCLD, DAT	ACE 미국빅테크TOP7 Plus	10,483	0.39	+10.0	+7.0	
				SOL 미국소프트웨어					
반도체	SMH	VanEck Semiconductor ETF	SOXX, PSI, SOXQ	KODEX 미국AI소프트웨어TOP10	30,053	0.35	+8.5	+13.2	
				TIGER 미국필라델피아반도체나스닥					
플랫폼	FDN	First Trust Dow Jones Internet Index Fund	XLC, OND, FDNI	KIWOOM 글로벌플랫폼액티브	8,089	0.49	+6.5	+6.7	
				TIGER 미국소비트렌드액티브					
자동차	ARKQ	ARK Autonomous Technology & Robotics ETF	IQM, FBOT, BULD	RISE 미국휴머노이드로봇	1,453	0.75	+12.7	+21.6	
				PLUS 글로벌휴머노이드로봇액티브					
리소어링	GRID	FT NASDAQ Clean Edge Smart Grid Infra ETF	XLU, XLI, PAVE, RBLD	KODEX 미국AI전력핵심인프라	3,719	0.56	+4.5	+7.4	
				KIWOOM 글로벌전력GRID인프라					
운송	IYT	iShares Transportation Average ETF	FTXR		614	0.39	-0.4	+4.1	
안보/우주항공	SHLD	Global X Defense Tech ETF	ITA, XAR, ARKX, ROKT	PLUS 글로벌방산	4,272	0.50	+10.6	+10.5	
				TIMEFOLIO 글로벌우주테크&방산액티브					
에너지	URA	Global X Uranium ETF	URNM, NLR	RISE 글로벌원자력iSelect	5,240	0.69	+33.7	+27.4	
				SOL 미국원자력SMR					
에너지	MLPX	Global X MLP & Energy Infrastructure ETF	MLPA, AMLP	RISE 미국천연가스밸류체인	2,610	0.45	+2.9	-1.9	
				KoAct 미국천연가스인프라액티브					
금융	KBWB	Invesco KBW Bank ETF	FXTQ, XLF, KBE	RISE 미국은행TOP10	5,395	0.35	+8.1	+11.3	
크립토/핀테크	BLOK	Amplify Transformational Data Sharing ETF	BITO, ARKF, FINX	KODEX미국금융테크액티브	1,430	0.73	+15.4	+16.5	
중국	KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF	KTEC, DRAG, MCHI, PGJ	TIGER 차이나항셍테크	9,619	0.70	+12.3	+21.5	
				TIGER 차이나테크TOP10					
유럽	EUFN	iShares MSCI Europe Financials ETF	EZU, FEZ, EWG, EPOL	TIGER 유로스탁스50(합성 H)	4,453	0.48	-0.6	+7.4	
금	GLDM	SPDR Gold MiniShares Trust	IAU, GLD	TIGER 골드선물(H), ACE KRX금현물	20,043	0.10	+11.1	+11.3	
단기자금	SGOV	iShares 0-3 Month Treasury Bond ETF	BIL JPST	TIGER 미국초단기(3개월이하)국채	57,660	0.09	+0.0	-0.1	
				KODEX 미국머니마켓액티브					
미국 중기채	IEF	iShares 7-10 Year Treasury Bond ET	VGIT, TLH	KODEX 미국10년국채선물	38,594	0.15	+1.3	+0.9	
				TIGER 미국채10년선물					
리츠	VNQ	Vanguard Real Estate Index Fund ETF	IYR, XLRE, XHB	KODEX 미국부동산리츠(H)	34,524	0.13	+1.3	+2.9	
				ACE 미국다우존스리츠(합성H)					
리츠- 데이터센터	DTCR	Global X Data Center & Digital Infra ETF	SRVR, IDGT	RISE 글로벌데이터센터리츠(합성)	453	0.50	+7.9	+8.3	

자료: 키움증권 리서치센터
주: 2025-09-19 종가 기준

9월 미국 ETF 시장 리뷰 : 자금유입 (자산군, 카테고리별)



◆ 9월 미국 ETF 시장, 글로벌 대형주, IT/산업재, 원자재 및 디지털자산으로 자금유입

- 9월 미국 ETF 시장으로는 지난달 대비 확대된 \$1,233억 유입
- 그 중 주식형 ETF로는 약 \$925억 유입되며 지난 달 대비 유입강도 강화. 그 중 대형주 중심 유입세 지속되었으며, 섹터 단에서는 IT, 산업재 및 원자재로 유입 확대
- 채권 ETF 시장으로는 지난달 대비 축소된 \$239억 유입. 추세적 금리인하 기대가 제한된 가운데 채권 시장으로의 자금은 오히려 지난달 대비 감소하는 흐름이며, 장기물 대비 중기/초단기채로의 유입이 더 많았음

자산군별 ETF 자금유입, 순자산 규모

분류	자금 순유입 (\$mln)		순자산 (\$bln)	
	1M	YTD	당월	전년동기
주식	92,520	281,673	9,880	7,856
채권	23,913	280,446	2,132	1,777
자산배분	306	3,409	27	20
대체	72	1,376	6	4
원자재	6,660	36,883	256	159
기타	-471	33,531	346	188
머니마켓	270	3,409	4	0
합계	123,270	640,727	12,649	10,004

자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주: 2025-09-19 기준

카테고리별 ETF 자금유입, 순자산 규모

분류	자금 순유입 (\$mln)		순자산 (\$bln)	
	1M	YTD	당월	전년동기
미국 대형주	23,205	206,575	3,784	2,939
미국 대형 가치주	12,299	49,297	818	690
미국 중형주	8,843	16,996	365	300
미국 외 대형주	8,705	56,908	865	680
미국 대형 성장주	8,354	64,362	1,147	829
IT	7,504	22,361	393	287
원자재	6,653	34,865	240	146
디지털자산	4,309	38,342	203	74
신용국 주식	3,986	18,906	345	283
미국 소형주	3,947	-9,336	328	303
미국 중기 채권	3,782	41,935	369	309
미국 초단기 채권	3,745	82,360	327	226
산업재	2,599	8,165	73	50
미국 장기국채	2,407	9,208	131	140
파생(인덱)	2,225	47,962	146	89

자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주: 2025-09-19 기준



◆ 수익률 Top: 우라늄, 귀금속, 블록체인, 성장주, 중국주식 등

- 美 AI 발전 고도화에 따른 전력 수요 증가세에 우라늄 등 전력원에 투자하는 ETF 강세. 전세계적인 원전투자 확대 소식, 美·英 원자력 기술 협약 소식 등 잇따른 호재에 URA ETF 큰 폭 상승
- 이 외 중앙은행들의 매입 지속과 미국 금리인하로 인한 금 ETF도 강세 지속. 중국 주식 강세와 동반해 구리 등 산업금속 ETF와 AI 인프라 투자 확산 속 메모리 반도체 수요 부각에 반도체 ETF들도 상승세

수익률 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	YTD (%)
URA	Global X Uranium ETF	우라늄 채굴/발전	33.7	84.6
SILJ	Amplify Junior Silver Miners ETF	은 채굴	29.2	111.5
GDXJ	VanEck Junior Gold Miners ETF	금 채굴	29.1	115.2
URNM	Sprott Uranium Miners ETF	우라늄 채굴	29.0	44.5
RING	iShares MSCI Global Gold Miners ETF	금 채굴	28.3	121.0
SIL	Global X Silver Miners ETF	은 채굴	27.9	109.7
GDX	VanEck Gold Miners ETF	금 채굴	27.8	113.4
NLR	VanEck Uranium & Nuclear ETF	우라늄 채굴+원자력	24.9	68.9
TSLY	YieldMax TSLA Option Income Strategy ETF	테슬라 커버드콜	23.0	5.8
XME	SPDR® S&P Metals and Mining ETF	산업금속 채굴	16.7	59.7
LIT	Global X Lithium & Battery Tech ETF	리튬/차전기	16.4	30.1
COPX	Global X Copper Miners ETF	구리 채굴	16.2	41.0
CQQQ	Invesco China Technology ETF	중국 IT	16.1	44.4
XSD	SPDR® S&P Semiconductor ETF	반도체	15.6	28.5
BLOK	Amplify Transformational Data Shrg ETF	블록체인	15.4	54.0

자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주: AUM 10억 달러 이상, 레버리지/인버스 제외, 주: 2025-09-20 기준

수익률 Bottom ETF

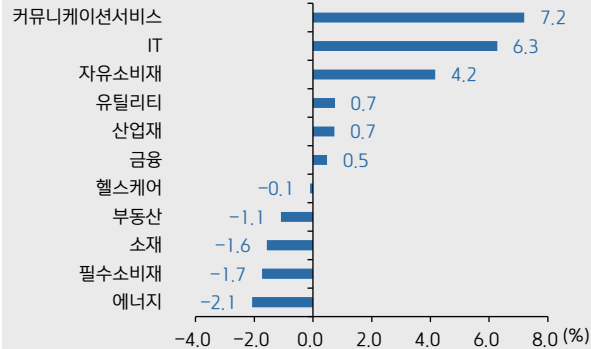
티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	3M (%)
XLP	The Consumer Staples Sel SectSPDR® ETF	필수소비재	-4.1	2.2
FSTA	Fidelity MSCI Consumer Staples ETF	필수소비재	-3.3	3.3
VDC	Vanguard Consumer Staples ETF	필수소비재	-3.2	3.6
IYK	iShares US Consumer Staples ETF	필수소비재	-3.0	6.0
EWG	iShares MSCI Germany ETF	독일 주식	-2.8	31.7
IHI	iShares US Medical Devices ETF	의료장비	-2.4	3.6
SPLV	Invesco S&P 500® Low Volatility ETF	로우볼 팩터	-2.2	4.5
AMLP	Alerian MLP ETF	MLP	-2.1	3.3
PHO	Invesco Water Resources ETF	수자원	-1.9	9.3
ITB	iShares US Home Construction ETF	홈빌더	-1.9	6.9
MLPA	Global X MLP ETF	MLP	-1.7	3.8
HDEF	Xtrackers MSCI EAFE High Div Yld Eq ETF	EAFE 고배당주식	-1.7	25.0
BIZD	VanEck BDC Income ETF	BDC	-1.6	-0.6
CGW	Invesco S&P Global Water ETF	수자원	-1.6	17.0
NOBL	ProShares S&P 500 Dividend Aristocrats	배당성장주	-1.6	4.8

자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주: AUM 10억 달러 이상, 레버리지/인버스 제외, 주: 2025-09-20 기준

9월 미국 ETF 시장 리뷰 : 수익률

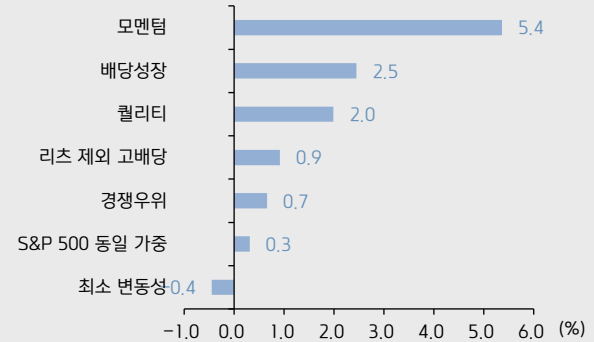


GICS 섹터별 ETF 월간 수익률



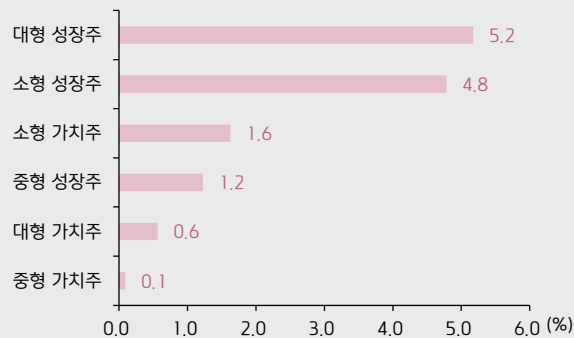
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-08-31~2025-09-19 종가 기준

전략 팩터별 ETF 월간 수익률



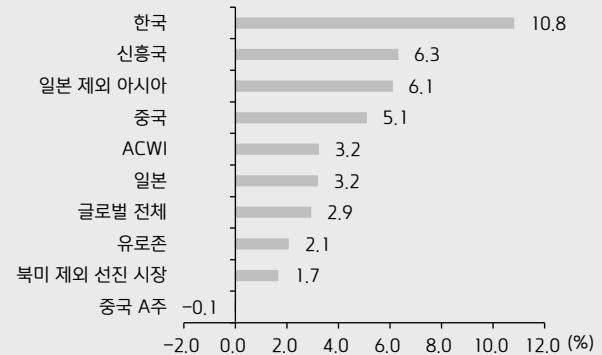
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-08-31~2025-09-19 종가 기준

사이즈-스타일별 ETF 월간 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-08-31~2025-09-19 종가 기준

지역별 ETF 월간 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-08-31~2025-09-19 종가 기준

9월 미국 신규출시 ETF (1)



◆ 단일종목 레버리지, 옵션 활용 전략, 알트코인 현물 및 테마형 ETF를 비롯한 67개 종목 신규 상장

- 미국: 단일종목 레버리지, 알트코인 현물 및 테마형 ETF를 비롯한 67개 종목 신규 상장. 처음으로 주 2회 배당을 실시하는 ETF가 출시되는가 하면, 글로벌 방위비 증가 추세에 맞춰 방산 테마 ETF도 꾸준히 상장. 암호화폐에 옵션을 결합하여 배당을 분배하는 ETF와 글로벌 첫 도지코인(DOGE), 리플(XRP) 현물 ETF도 출시되어 화제
- 또한 67개 신규 ETF 중 액티브 ETF가 63개로 액티브 전략 비중 확대 지속

9월 미국 신규 출시 ETF 중 특징주 (1)

티커	ETF 명	투자대상	설정일	순자산 (\$mln)	운용보수 (%)	전략/구분
LLYZ	Defiance Daily Target 2X Short LLY ETF	LLY -2.0x	2025-09-03	1.11	1.29	액티브
BULX	GraniteShares 2x Long BULL Daily ETF	BULL 2.0x	2025-09-03	0.66	1.50	액티브
ETRL	GraniteShares 2x Long ETOR Daily ETF	ETOR 2.0x	2025-09-03	0.65	1.50	액티브
AGIQ	Sofi Agentic AI ETF	에이전틱 AI	2025-09-03	3.78	0.69	패시브
ANEL	Defiance Daily Target 2X Long ANET ETF	ANET 2.0x	2025-09-04	6.01	1.31	액티브
ZYN	Defiance Daily Target 2X Long PM ETF	PM 2.0x	2025-09-04	1.17	1.31	액티브
ETCO	Grayscale Ethereum Covered Call ETF	이더리움 커버드콜	2025-09-04	3.68	0.66	액티브
WPAY	Roundhill WeeklyPay Universe ETF	Roundhill 주배당 시리즈	2025-09-04	64.35	1.28	패시브
APLX	Tradr 2X Long APLD Daily ETF	APLD 2.0x	2025-09-09	4.40	1.30	액티브
JOBX	Tradr 2X Long JOBY Daily ETF	JOBY 2.0x	2025-09-09	4.21	1.30	액티브
NEBX	Tradr 2X Long NBIS Daily ETF	NBIS 2.0x	2025-09-09	23.36	1.30	액티브
NVTX	Tradr 2X Long NVTX Daily ETF	NVTX 2.0x	2025-09-09	1.56	1.30	액티브
PONX	Tradr 2X Long PONY Daily ETF	PONY 2.0x	2025-09-09	0.94	1.30	액티브
VOYX	Tradr 2X Long VOYG Daily ETF	VOYG 2.0x	2025-09-09	0.50	1.30	액티브
GMEY	YieldMax GME Option Income Strategy ETF	GME 커버드콜	2025-09-09	1.32	1.01	액티브
RDYY	YieldMax RDDT Option Income Strategy ETF	RDDT 커버드콜	2025-09-09	1.41	1.01	액티브
COIA	ProShares Ultra COIN	COIN 2.0x	2025-09-10	11.44	1.08	액티브
NVDB	ProShares Ultra NVDA	NVDA 2.0x	2025-09-10	9.79	1.08	액티브
PLTA	ProShares Ultra PLTR	PLTR 2.0x	2025-09-10	11.12	1.08	액티브
TSLI	ProShares Ultra TSLA	TSLA 2.0x	2025-09-10	14.27	1.08	액티브
METL	Sprott Active Metals & Miners ETF	금속/채굴	2025-09-10	13.41	0.89	액티브
SMOM	Symmetry Panoramic Sector Momentum ETF	S&P500 모멘텀 섹터	2025-09-03	3.60	0.63	액티브
ITOL	Tema International Durable Quality ETF	글로벌 해자 퀄리티	2025-09-03	5.06	0.60	액티브

자료: Morningstar, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-09-18 종가 기준

9월 미국 신규출시 ETF (2)



9월 미국 신규 출시 ETF 中 특징주 (2)

티커	ETF 명	투자대상	설정일	순자산 (\$mln)	운용보수 (%)	전략/구분
WDAF	WisdomTree Asia Defense Fund	아시아 방산	2025-09-15	0.78	0.45	패시브
WDGF	WisdomTree Global Defense Fund	글로벌 방산	2025-09-15	0.77	0.45	패시브
BDYN	iShares Dynamic Equity Active ETF	글로벌 주식	2025-09-16	0.40	0.42	액티브
SYZ	Lazard US Systematic Small Cap Eq ETF	美 스몰캡	2025-09-16	54.34	0.74	액티브
AMYY	Graniteshares YieldBOOST AMD ETF	AMD 2.0x + 풋 매도	2025-09-16	0.74	1.07	액티브
AZYY	Graniteshares YieldBOOST AMZN ETF	AMZN 2.0x + 풋 매도	2025-09-16	0.75	1.07	액티브
CLSX	Tradr 2X Long CLSK Daily ETF	CLSK 2.0x	2025-09-16	1.45	1.30	액티브
CRDU	Tradr 2X Long CRDO Daily ETF	CRDO 2.0x	2025-09-16	0.96	1.30	액티브
ENPX	Tradr 2X Long ENPH Daily ETF	ENPH 2.0x	2025-09-16	0.89	1.30	액티브
GSX	Tradr 2X Long GS Daily ETF	GS 2.0x	2025-09-16	0.91	1.30	액티브
UNX	Tradr 2X Long U Daily ETF	U 2.0x	2025-09-16	0.83	1.30	액티브
AFRU	T-REX 2X Long AFRM Daily Target ETF	AFRM 2.0x	2025-09-16	0.25	1.50	액티브
AXUP	T-REX 2X Long AXON Daily Target ETF	AXON 2.0x	2025-09-17	0.25	1.50	액티브
KTUP	T-REX 2X Long KTOS Daily Target ETF	KTOS 2.0x	2025-09-17	0.32	1.50	액티브
BKNU	T-REX 2X Long BKNG Daily Target ETF	BKNG 2.0x	2025-09-17	0.25	1.50	액티브
TTDU	T-REX 2X Long TTD Daily Target ETF	TTD 2.0x	2025-09-17	0.24	1.50	액티브
PXIU	T-REX 2X Long UPXI Daily Target ETF	UPXI 2.0x	2025-09-18	0.34	1.50	액티브
VGHY	Vanguard High-Yield Active ETF	하이일드 채권	2025-09-18	25.2	0.22	액티브
ETHI	Defiance Leveraged Long + Inc Ethrm ETF	이더리움 1.5~2.0x + 주배당	2025-09-18	0.97	1.51	액티브
QLDY	Defiance Nasdaq 100 Lightnngsprd Inc ETF	나스닥 100 + 주2회 배당	2025-09-18	2.54	1.04	액티브
COTG	Leverage Shares 2X Long Cost Daily ETF	COST 2.0x	2025-09-18	0.37	0.75	액티브
DOJE	REX-Osprey DOGE ETF	도지 현물	2025-09-18	4.00	1.50	액티브
XRPR	REX-Osprey XRP ETF	리플 현물	2025-09-15	10.94	0.75	액티브

자료: Morningstar, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-09-18 종가 기준

9월 국내 ETF 시장 리뷰 : 자금유입



◆ 자금유입 Top: MMF, 금 현물, 테마형(전력)

- 국내 증시 투자심리 개선 지속과 증시 친화적 정부 정책 기조 속 시중 유동성 확대되며 MMF ETF에 자금 유입세. 금 신고가 캘리 속 금 현물 ETF에도 유입세 지속. 美 AI 발전 고도화에 따른 전력 수요 증가세에 전력 인프라 상품에 자금 유입. 세계적인 원전 확대 소식, 美·英 원자력 기술 협약, 차세대 원자로 관련 뉴스 플로우에 국내 원자력 ETF에서도 자금 유입세 관찰

◆ 자금유출 Top: 국내 주식(대형주, 밸류업)

- 금융, 은행주와 밸류업지수에 투자하는 ETF, 시가총액 상위 종목들에 투자하는 ETF는 강세장에서 상대적으로 낮은 수익률을 보임. 국내 증시 상승세 지속으로 상대적으로 안정적으로 여겨지는 위와 같은 ETF 상품들에서 자금 유출세

자금유입 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	FF (억원)	유입 강도 (%)
0043B0	TIGER 머니마켓액티브	MMF	6199.3	30.6%
357870	TIGER CD금리투자KIS(합성)	CD 금리	3241.7	7.0%
360750	TIGER 미국S&P500	S&P 500	2953.3	3.3%
069500	KODEX 200	코스피 200	2929.4	4.2%
455890	RISE 머니마켓액티브	MMF	2444.4	9.7%
487340	ACE 머니마켓액티브	MMF	2438.8	59.7%
477080	RISE CD금리액티브(합성)	CD 금리	1929.5	18.3%
006120	RISE 단기특수은행채액티브	단기 특수은행채	1810.1	16.6%
411060	ACE KRX금현물	금 현물	1642.6	11.7%
229200	KODEX 코스닥150	코스닥 150	1383.0	12.5%
0072R0	TIGER KRX금현물	금 현물	1367.0	75.7%
0094K0	TIGER 28-04회사채(A+이상)액티브	28.4월 만기 회사채	1308.6	98.7%
487230	KODEX 미국AI전력핵심인프라	美 AI 전력 인프라	1054.8	11.9%
0091P0	TIGER 코리아원자력	원자력	1051.0	112.2%
488770	KODEX 머니마켓액티브	MMF	893.3	1.1%

자료: 펀드닥터, 키움증권 리서치
주: 2025-09-19 종가 기준, 레버리지/인버스 및 신규출시 종목 제외

자금유출 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	FF (억원)	유출 강도 (%)
459580	KODEX CD금리액티브(합성)	CD 금리	-1975.8	-2.2%
498860	RISE 코리아금융고배당	금융 고배당	-1116.8	-81.9%
315930	KODEX Top5PlusTotalReturn	시총 Top5	-1066.3	-12.2%
449450	PLUS K방산	방산	-1055.2	-8.5%
491080	KODEX 25-12은행채(AAA)액티브	25.12월 만기 은행채	-1028.9	-10.3%
091170	KODEX 은행	은행	-878.3	-22.5%
495050	RISE 코리아밸류업	코리아 밸류업	-877.1	-45.4%
449170	TIGER KOFR금리액티브(합성)	KOFR 금리	-835.2	-3.0%
292150	TIGER TOP10	시총 Top10	-793.4	-7.2%
371460	TIGER 차이나전기차SOLACTIVE	中 전기차	-780.8	-4.8%
395270	HANARO FnK-반도체	반도체	-762.0	-29.9%
476810	KODEX 25-11은행채(AA-이상)PLUS	25.11월 만기 은행채	-751.9	-14.8%
381180	TIGER 미국필라델피아반도체나스닥	美 반도체	-751.3	-3.0%
272580	TIGER 단기채권액티브	단기 채권	-683.8	-8.9%
453850	ACE 미국30년국채액티브(H)	美 국채 30년물	-648.5	-2.8%

자료: 펀드닥터, 키움증권 리서치
주: 2025-09-19 종가 기준, 레버리지/인버스 및 신규출시 종목 제외



◆ 수익률 Top: 중국 테크, 양자컴퓨팅, 반도체

- 중국 정부의 'AI+ 정책 드라이브'로 반도체·로봇·AI 중심 산업에 직접적인 수급을 끌어올리며 중국 증시 전반에 걸친 강세. 그 중 국가 전략산업 육성의 핵심 플랫폼인 과창판에 대한 정책적 지원 지속 기대로 과창판/테크 관련 ETF 상승
- 美 에너지부가 IONQ 등과 함께 우주 분야 양자컴퓨팅 공동 연구에 나선다고 발표하며 양자컴퓨팅 관련 ETF 일괄 상승세 진입

◆ 수익률 Bottom: 2차전지, 인도네시아

- 리튬 가격 8월 고점 대비 9월 초 약 -14% 하락, 2차전지 8월 수출량 전년 동기 대비 -31.3% 감소하며 2차전지 섹터 전반적인 약세. 여전히 낮은 중국 배터리 제조원가와, 상대적으로 매력적인 섹터(반도체 등)로 자금 쏠리며 하락 폭 확대
- 인도네시아 내 대규모 시위와 더불어 중앙은행 금리 인하 단행으로 인한 환율 약세까지 이어지며 달러 표시 기준 성과 약세

수익률 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	1YR (%)
0023A0	SOL 미국양자컴퓨팅TOP10	美 양자컴퓨팅	+34.5	-
494220	UNICORN SK하이닉스밸류체인액티브	SK하이닉스 밸류체인	+34.0	-
416090	ACE 중국과창판STAR50	中 과창판	+29.2	+122.9
442580	PLUS 글로벌HBM반도체	글로벌 반도체	+28.1	+71.7
396520	TIGER 차이나반도체FACTSET	中 반도체	+27.4	+106.4
449690	TIGER 한중반도체(합성)	국내 & 中 반도체	+27.3	+110.1
415760	SOL 차이나육성산업액티브(합성)	中 육성산업	+27.1	+118.6
415340	KODEX 차이나과창판STAR50(합성)	中 과창판	+26.5	+122.8
414780	TIGER 차이나과창판STAR50(합성)	中 과창판	+26.3	+123.9
450190	KODEX 한중반도체(합성)	국내 & 中 반도체	+26.1	+104.0
0020H0	KoAct 글로벌양자컴퓨팅액티브	글로벌 양자컴퓨팅	+25.9	-
488210	KIWOOM K-반도체복합공급망	반도체	+25.8	+50.6
474590	WON 반도체밸류체인액티브	반도체	+25.7	+65.4
0023B0	PLUS 미국양자컴퓨팅TOP10	美 양자컴퓨팅	+25.6	-
371460	TIGER 차이나전기차SOLACTIVE	中 전기차	+24.7	+83.1

자료: Quantiwise, 키움증권 리서치
주: 2025-09-19 종가 기준, 레버리지/인버스 제외

수익률 Bottom ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	1YR (%)
466810	BNK 2차전지양극재	2차전지	-7.6	-27.4
465330	RISE 2차전지TOP10	2차전지	-7.1	-28.4
462010	TIGER 2차전지소재Fn	2차전지	-6.9	-28.5
461950	KODEX 2차전지핵심소재10	2차전지	-6.5	-28.8
422420	RISE 2차전지액티브	2차전지	-6.2	-30.3
446700	RISE 배터리 리사이클링	배터리 리사이클링	-5.7	-12.6
305720	KODEX 2차전지산업	2차전지	-5.6	-28.0
364980	TIGER 2차전지TOP10	2차전지	-5.6	-28.1
305540	TIGER 2차전지테마	2차전지	-5.3	-25.8
455860	SOL 2차전지소부장Fn	2차전지	-5.0	-27.3
428560	KODEX 미국ETF산업Top10 Indxx	美 ETF 산업	-4.1	+9.7
469170	ACE 포스코그룹포커스	포스코 그룹	-4.0	-19.1
256440	ACE 인도네시아MSCI(합성)	MSCI 인도네시아	-3.6	-22.6
489030	PLUS 고배당주위클리커버드콜	고배당주	-3.5	+11.7
0005D0	SOL 전고체배터리&실리콘음극재	전고체배터리 & 실리콘음극재	-3.3	-

자료: Quantiwise, 키움증권 리서치
주: 2025-09-19 종가 기준, 레버리지/인버스 제외

9월 국내 신규 출시 ETF



◆ 업종 테마형, 전략 테마형, 구조화 전략형, 채권형 17개 ETF 상장

- 9월 한달 간 17개 ETF가 추가되며 총 상품 수는 1,027개로 확대되었고 다양한 팩터/테마 전략 ETF들이 다수 출시
- 그 중에서도 고배당주와 AI 테크주에 일정 비율로 분산 투자함으로써 배당 성장을 확대 효과를 추구하는 ETF, 총 주주환원에 초점을 맞춘 국내 고배당주 ETF, 유럽 방산주 투자 ETF, 한국형 AI 전력 인프라와 한국형 AI 소프트웨어에 투자하는 ETF 등이 특징적

9월 국내 신규출시 ETF

티커	종목명	상품유형	상장일	순자산(억원)	운용보수(%)	전략/구분
0094X0	1Q 사오미밸류체인액티브	주식-업종섹터-업종테마	2025-09-02	186	0.49	실물(액티브)
0097L0	KIWOOM 한국고배당&미국AI테크	주식-전략-전략테마	2025-09-02	237	0.45	실물(패시브)
0094L0	RISE 차이나테크TOP10위클리타겟커버드콜	주식-전략-구조화	2025-09-02	122	0.30	실물(패시브)
0094M0	RISE 코리아밸류업클리고정커버드콜	주식-전략-구조화	2025-09-02	110	0.30	실물(패시브)
0099L0	ACE 우량회사채(AA-이상)액티브	채권-회사채-증기	2025-09-09	1,001	0.095	실물(액티브)
0102A0	TIGER 미국AI소프트웨어TOP4Plus	주식-업종섹터-업종테마	2025-09-09	1,196	0.49	실물(패시브)
0100K0	KODEX K방산TOP10레버리지	주식-업종섹터-업종테마	2025-09-16	313	0.64	실물(패시브)
0098F0	KODEX K원자력SMR	주식-업종섹터-업종테마	2025-09-16	729	0.45	실물(패시브)
0098N0	PLUS 자사주매입고배당주	주식-전략-전략테마	2025-09-16	683	0.30	실물(패시브)
0102X0	ACE 유럽방산TOP10	주식-업종섹터-업종테마	2025-09-23	82	0.35	실물(패시브)
0098Z0	FOCUS 200	주식-시장대표	2025-09-23	124	0.05	실물(패시브)
0107F0	KIWOOM 미국고배당&AI테크	주식-전략-전략테마	2025-09-23	100	0.45	실물(패시브)
0101N0	RISE AI전력인프라	주식-업종섹터-업종테마	2025-09-23	80	0.20	실물(패시브)
0105E0	SOL 코리아고배당	주식-전략-배당	2025-09-23	101	0.159	실물(패시브)
0105D0	SOL 한국AI소프트웨어	주식-업종섹터-업종테마	2025-09-23	101	0.45	실물(패시브)
0104N0	TIGER 200타겟위클리커버드콜	주식-전략-구조화	2025-09-23	356	0.25	실물(패시브)
0104P0	TIGER 코리아배당다우존스위클리커버드콜	주식-전략-구조화	2025-09-23	298	0.25	실물(패시브)

자료: KRX, 키움증권 리서치
주: 2025-09-23 종가 기준



◆ ETF 이슈 1) 출시 앞두고 있는 신규 ETF

- 9/16일에 이어 국내 방산주 2배 레버리지 ETF 추가로 출시 대기 중이며, 미국성장주(나스닥)과 채권을 5:5로 배분한 혼합형 ETF 2종 ETF도 상장 준비 중
- 한국형 소버린AI 등 AI 관련 테마 ETF 상장도 이어질 전망. 하나자산운용이 준비 중인 1Q 소버린AI는 KRX의 소버린AI지수 대신 iSelect 지수를 활용 예정. KRX 소버린 AI 지수와 비교해 반도체 비중 대신 소프트웨어, 플랫폼 비중을 확대한 점이 차별 포인트

향후 출시 예정인 국내 ETF

코드 부여일	종목 명	상품 유형	전략
9/4	PLUS K방산레버리지	주식-파생형	패시브
9/10	KoAct 미국나스닥채권혼합50액티브	채권혼합	액티브
9/17	1Q 미국나스닥100미국채혼합50액티브	채권혼합	액티브
9/19	1Q K소버린AI	주식	패시브
9/22	KoAct 미국바이오헬스케어액티브	주식	액티브
	TIMEFOLIO 글로벌탐픽액티브	주식-재간접형	액티브
9/23	마이티 200 Total Return	주식	패시브
	HANARO 증권고배당TOP3플러스	주식	패시브

자료: KRX, 키움증권 리서치
주: 2025-09-23 공표 기준



◆ ETF 이슈 2) 3종 AI 테마 지수 발표한 한국거래소

- 9/5일 KRX는 AI 산업 생태계 전반을 반영한 3종 신규 테마지수 발표. 'KRX 소버린 AI 지수', 'KRX-Akros AI 전력 인프라 지수', 'KRX AI 반도체 지수'가 대상
- 3종 모두 AI 생태계와 직결된 핵심 분야를 대상으로 구성되었으며, 키워드 기반 분석을 통해 각 AI 테마와 관련도가 높은 기업들을 편입한 것이 특징. 향후 ETF 등 금융 상품의 기초지수로 활용되어 AI 산업핵심 분야 전반에 대한 투자 기회를 제공할 것으로 기대

향후 출시 예정인 국내 ETF

지수	KRX 코리아 소버린 AI 지수		KRX-Akros AI 전력인프라 지수		KRX AI 반도체 지수	
개요	'소버린 AI(Sovereign AI)' * 개념과 밀접히 연계된 'AI 인프라', 'AI 소프트웨어', 'AI 반도체', 'AI 에너지' 등 AI 생태계의 주요 분야별 관련 종목 27개로 구성		AI 발전으로 전력 수요가 급증함에 따라 투자 확대가 기대되는 '전력망 분야'(변압기·케이블 등)와 '전력 인프라분야'(에너지저장장치·원자력·발전소 등) 관련 종목 15개로 구성		인공지능(AI) 학습·추론 및 대규모 데이터 처리에 필요한 HBM(고대역폭메모리) 등 AI 산업과 밀접히 연계된 반도체 밸류체인 종목 20개로 구성	
구성종목 상위 10종목	1	NAVER	1	효성중공업	1	삼성전자
	2	LG씨엔에스	2	산일전기	2	SK하이닉스
	3	엔씨소프트	3	두산에너지빌리티	3	삼성전기
	4	NHN	4	HD현대일렉트릭	4	이수페타시스
	5	SK텔레콤	5	LG에너지솔루션	5	대덕전자
	6	두산에너지빌리티	6	LS ELECTRIC	6	이오테크닉스
	7	SK하이닉스	7	대한전선	7	LG이노텍
	8	삼성전자	8	LG에코에너지	8	두산
	9	LS ELECTRIC	9	일진전기	9	네패스
	10	효성중공업	10	가온전선	10	한미반도체

자료: KRX, 키움증권 리서치



◆ ETF 이슈 3) 빨라질 비트코인 현물 ETF 출시

- 9/18일(현지시간) SEC가 가상자산 ETF 상장 패스트트랙을 승인하면서 비트코인 ETF 출시 가속화 기대 확산
- ETF 발행사가 간단한 S-1 등록서 제출 → 75일 심사 → 조건 충족 시 바로 상장. 기존 약 240일 걸리던 승인 대기 기간을 75일로 단축 가능
- 이에 힘입어 18일 당일 CBOE에 미국 최초 XRP, DOGE 코인 현물에 투자하는 XRPR, DOJE가 상장되었으며, 두 ETF는 올해 상장한 약 700여 개 ETF 중 상장 첫 거래일 최다 거래량을 기록

승인 대기 중인 미국 디지털자산 ETF

ETF 명	티커	운용사(발행사)	기초자산	최초 투자설명서 제출일	자동 승인 기한 (Final Deadline)*
Hashdex Nasdaq Crypto Index	NCIO	Hashdex	BTC & ETH	7-24-24	2-27-25
Franklin Crypto Index ETF	EZPZ	Franklin	BTC & ETH	8-16-24	6-5-25
Bitwise Bitcoin and Ethereum ETF		Bitwise	BTC & ETH	11-26-24	8-13-25
Grayscale Digital Large Cap Conversion	GDLC	Grayscale	Basket	2-1-18	7-2-25
Bitwise 10 Crypto Index Conversion	LICC	Bitwise	Basket	11-22-17	7-31-25
Canary Litecoin ETF		Canary	Litecoin	10-15-24	10-2-25
Grayscale Litecoin Trust Conversion	LTCN	Grayscale	Litecoin	3-1-18	10-10-25
CoinShares Litecoin ETF		CoinShares	Litecoin	1-24-25	10-23-25
Grayscale Solana Trust Conversion	GSOL	Grayscale	Solana	12-2-21	10-10-25
VanEck Solana Trust		VanEck	Solana	6-27-24	10-16-25
21Shares Core Solana ETF		21Shares	Solana	10-30-24	10-16-25
Canary Solana ETF		Canary	Solana	6-28-24	10-16-25
Bitwise Solana ETF		Bitwise	Solana	11-21-24	10-16-25
Franklin Solana ETF		Franklin	Solana	2-21-25	11-14-25
Fidelity Solana Fund		Fidelity	Solana	N/A	12-5-25
Grayscale Dogecoin Trust Conversion	GDOG	Grayscale	DOGE	1-31-25	10-18-25
Grayscale XRP Trust Conversion		Grayscale	XRP	9-5-24	10-18-25
21Shares Core XRP Trust		21Shares	XRP	11-1-24	10-19-25
Bitwise XRP ETF		Bitwise	XRP	10-2-24	10-22-25
Canary XRP ETF		Canary	XRP	10-8-24	10-23-25
Wisdomtree XRP Fund		Wisdomtree	XRP	12-2-24	10-24-25
CoinShares XRP ETF		CoinShares	XRP	1-24-25	10-23-25
Franklin XRP ETF		Franklin	XRP	3-11-25	11-14-25
Grayscale Cardano Trust		Grayscale	Cardano	N/A	10-23-25
Canary HBAR ETF		Canary	HBAR	11-12-24	11-8-25
Grayscale Hedera Trust		Grayscale	HBAR	N/A	11-12-25
Grayscale Polkadot Trust		Grayscale	Polkadot	N/A	11-8-25
Bitwise DOGE ETF		Bitwise	DOGE	1-28-25	11-12-25
21Shares Polkadot Trust		21Shares	DOT	1-31-25	11-21-25
Grayscale Avalanche Trust Conversion		Grayscale	XRP	N/A	12-12-25
VanEck Avalanche ETF		VanEck	AVAX	3-14-25	12-25-25
Ethereum ETF Options ETHA		NYSE	Ethereum	N/A	4-9-25

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주) *ETF가 SEC에 Form N-1A를 제출하면, 75일 이내에 SEC의 추가 조치 없이 자동으로 'Effective' 처리될 수 있으나 경우에 따라서는 추가 지연 가능



◆ 정책+유동성의 힘으로 상승한 글로벌 증시

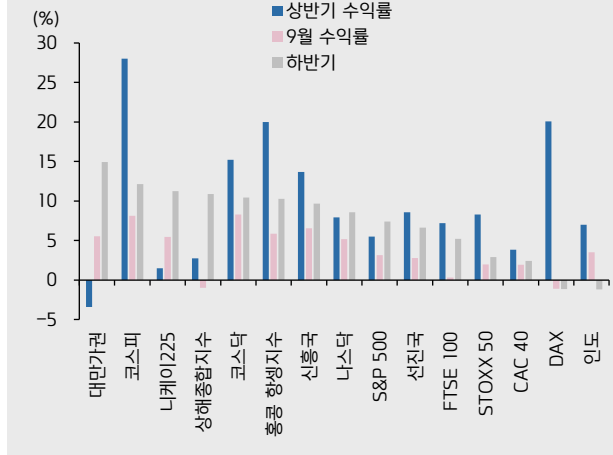
- 9월 글로벌 시장에서는 한국 증시가 정부 정책 기대 및 유동성에 힘입어 가장 높은 수익률을 기록. 달러 약세 지속과 미국 금리인하 기대로 신흥국 지수 및 중국(역외) 본토 증시도 강세 이어 감
- 하반기 들어 글로벌 증시는 정책+유동성의 힘으로 상단을 높여가고 있음. 9월에도 미 연준의 보험성 금리인하 개시, AI 기업들의 호실적 발표 및 투자확대 계획, 미-중 관계 개선 기대 등이 계절성을 이겨내는 재료로 작용

미국 달러화 vs. 신흥국 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

글로벌 주요 지수 등락률



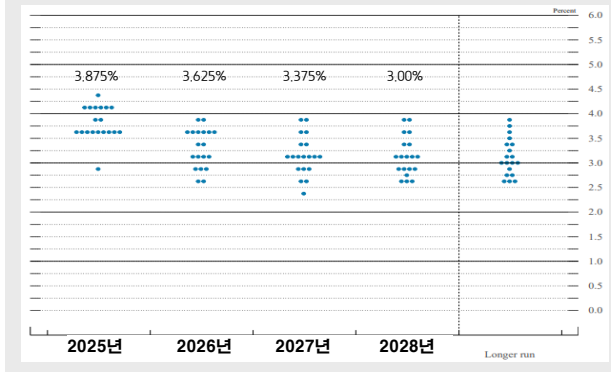
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2025-09-19 기준



◆ 보험성 금리인하 시작한 미국

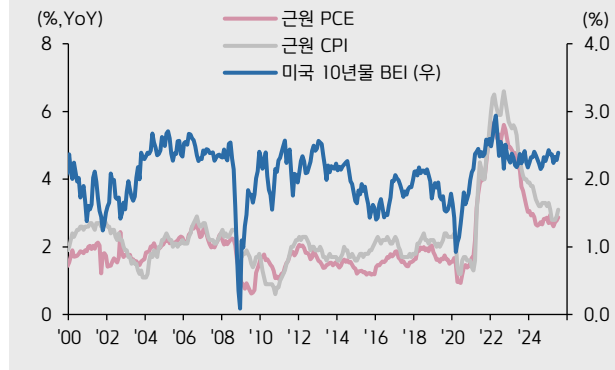
- 9월 FOMC에서는 25bp 인하와 함께 점도표 상 연내 추가 2회 인하 시사 (연말 정책금리 상단 3.75%)
- 8월 잭슨홀에서의 파월의장 발언처럼 연준은 '양대책무' 중 '고용' 리스크 통제에 방점을 두는 모습이며, 향후 관세발 일시적인 물가 상승 압력에도 금리 인하가 가능할 것임을 시사
- 다만, 내년 지속적인 인하에 대해서는 기대 다소 약화. 이에 채권 시장에서 장기물 금리는 하락분 되돌렸으며, 향후에도 보험성 인하로 마무리되는 한 10년물의 추세적 하락에 대한 기대는 높아지지 않을 것
- 연내 미국 10년물 금리는 4.00%~4.25%에서 등락을 전망하며, 채권 대비 주식 매력 확대 예상

9월 FOMC 점도표



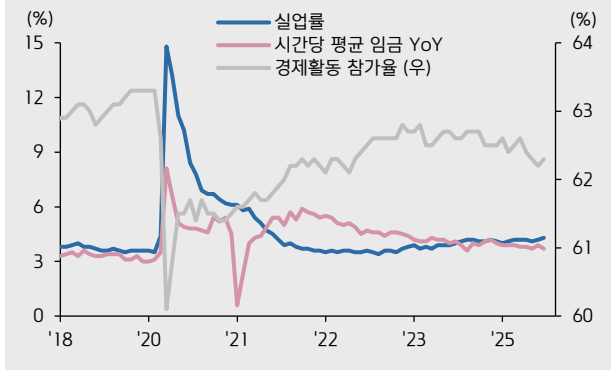
자료: Fed, 키움증권 리서치

물가 상승압력 완화 중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

연준, 고용시장 하방 위험 주의



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

9월 인하는 '리스크 관리' 차원. 지수 대비 섹터/테마 선별 중요



◆ 미국의 '성장'이 지속되는 한...

- 한편, 9월 FOMC에서는 2025~2027년 미국 GDP 성장률을 모두 상향 조정 ('25~'26년 각 0.2%p씩 상향해 1.6%, 1.8%. '27년 0.1%p 상향한 1.9%)
- 물가 위험과 기업이익 성장 둔화 등을 주시해야겠으나, Capex 투자 사이클 하에서 추가적인 '성장'이 동반된다면 일정 부분 높은 물가와 금리 수준이 용인될 것이라는 기존의 관점 유지
- 그 가운데서도 정부 정책과 기업 투자 모멘텀이 동반되는 섹터/테마 접근이 지수 투자 대비 상승여력 클 것 기대

9월 FOMC 수정 경제전망요약(SEP)

Variable	Median ¹				
	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
June projection	1.4	1.6	1.8		1.8
Unemployment rate	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
June projection	4.5	4.5	4.4		4.2
PCE inflation	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0
June projection	3.0	2.4	2.1		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.1	2.6	2.1	2.0	
June projection	3.1	2.4	2.1		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0
June projection	3.9	3.6	3.4		3.0

자료: Fed, 키움증권 리서치

관세 인하 협상을 위한 교역국들의 대미국 투자

국가	관세 협상	대미 투자 및 혜택
일본	주요 품목(자동차 등) 관세 25% → 15% 인하	- 약 \$5,500억달러 대미 투자 약속. 투자금은 주로 첨단기술, 자원, 자동차, 에너지, 반도체 등 분야 집중 - 구체적인 운용계획 및 금액 분배는 협상 진행 중이며 사실상 '미국 중심의 투자펀드'로 작동 예정
EU	자동차 포함 대부분 품목 25% → 15% 인하	- \$6,000억 이상 미국 내 신규 투자 약속. 주로 에너지·군수·인프라 분야 - \$7,500억 미국산 에너지 구매 확대 명문화
영국	자동차 10%로 인하, 철강/알루미늄은 최혜국 대우	- UK 제약회사 GSK 향후 5년간 미국 내 R&D 및 공급망 인프라에 \$300억 투자 발표 - 美 팔란티어 영국 방위 혁신에 15억 파운드, 美 금융 대기업들 영국 금융 서비스 산업에 12억 5,000만 파운드 투자 계획 - 미국 테크 기업들 AI 인프라 구축, 양자 컴퓨팅 개발 등에 310억 파운드 투자 계획 - 원자력 분야 민간 협정 체결로 신규 원전 건설 인허가 기간 최대 4년 → 2년으로 단축 목표 - 美주요 기업들 총 1,500억 파운드 규모 투자 약속
베트남	46% → 20% 인하	- 미국산 제품에 대한 관세 0%로 조정
인도네시아	32% → 19% 인하	- 미국산 제품에 대한 관세 0%로 조정
필리핀	19%로 합의	- 미국산 제품에 대한 관세 0%로 조정

자료: 키움증권 리서치

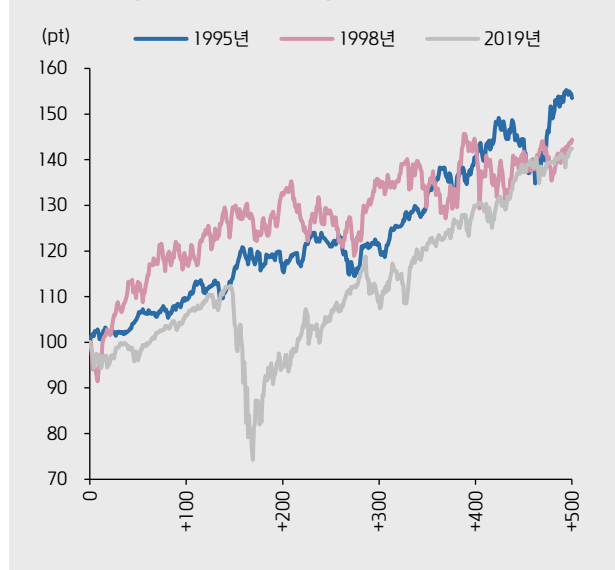
보험성 금리 인하라면, 가는 주식이 더 간다



◆ 보험성 금리인하와 섹터 전략

- 약속된 9월, 연준은 25bp 인하를 시작으로 완화 사이클 재개. 이는 SLR, 금융규제 완화 등과 맞물려 유동성 흐름에 긍정적이며 경기 연착륙, 달러 약세 등을 이끌어내며 증시에 우호적으로 작용 예상
- 과거에도 보험성 금리인하 시기 미국 증시는 모두 우상향 흐름. 팩터로는 성장주 > 가치주, 섹터로는 IT, 통신서비스, 금융, 경기소비재 등이 아웃퍼폼

과거 보험성 금리인하 이후 증시 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2019년 보험성 금리인하 미국 섹터별 수익률

	날짜/분류	2019년				연간
		1Q	2Q	3Q	4Q	
S&P 500 업종별	IT	19.4	5.6	3.0	14.0	48.0
	금융	7.9	7.4	1.4	9.8	29.2
	에너지	15.4	(3.7)	(7.2)	4.4	7.6
	필수소비재	11.2	3.0	5.4	2.8	24.0
	자유소비재	15.3	4.9	0.2	4.1	26.2
	산업재	16.6	3.1	0.5	5.0	26.8
	화학/플라스틱	6.1	0.9	(2.7)	13.9	18.7
	유틸리티	9.9	2.7	1.8	(0.0)	22.2
	통신서비스	13.6	4.2	8.4	8.6	30.9
	원자재(소재)	9.7	5.7	(0.7)	5.8	21.9
S&P 500 업종별- 세분화	부동산	19.0	3.8	19.0	1.6	49.4
	자동차/부품	13.6	7.4	(3.9)	2.5	20.1
	기술 하트웨어/장비	20.1	3.5	6.2	21.0	59.6
	원자재	9.7	5.7	(0.7)	5.8	21.9
	차량재	17.3	3.1	0.7	5.3	28.3
	미디어	15.5	4.8	(0.0)	10.3	33.6
	제약 생명공학/생명	5.9	(0.6)	(3.9)	13.8	15.2
	유통	16.1	4.3	(0.6)	4.3	25.5
	운송	14.5	0.3	(1.4)	4.8	18.8
	보험	11.9	11.1	0.8	0.7	26.3
	상업 서비스/서비스	17.2	10.3	3.5	2.5	37.2
	대중 서비스/유통	15.6	0.6	6.5	6.5	32.3
	에너지	15.4	(6.7)	(7.2)	4.4	7.6
	소비자 서비스	12.8	9.1	0.3	2.8	26.4
	식품/생필품유통	5.7	6.0	8.2	5.8	24.6
	소프트웨어/서비스	19.1	8.7	0.8	9.3	42.6
	다양화금융	5.6	6.3	0.1	9.3	22.8
	헬스케어 장비/서비스	6.4	3.0	(1.3)	14.0	23.3
	만도재/장비	19.1	(0.0)	5.3	18.2	48.2
	은행	8.3	6.9	2.9	14.5	36.5
	가정/개인용품	13.8	5.4	9.6	(0.7)	30.7
	유틸리티	9.9	2.7	8.4	(0.0)	22.2
	음식료&음료	12.1	0.7	2.2	4.6	20.6
	부동산	16.6	1.6	6.9	11.3	24.9
	정보통신서비스	6.5	1.5	8.8	2.5	20.5

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 대형은행 이익 개선 지속 전망

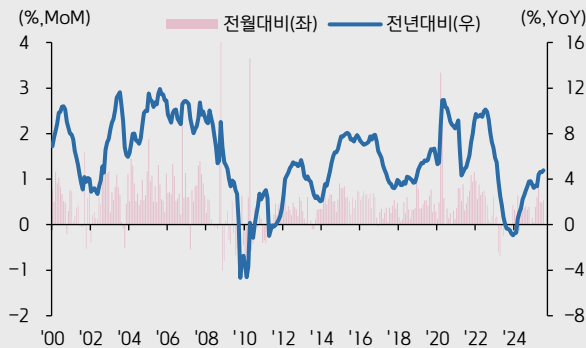
- 9월 금리인하를 앞두고 여름부터 미국 대형은행들의 상업/산업 대출이 증가세로 전환되기 시작
- 이전 장단기 금리 역전 국면에서는 특히 중소형 은행들이 경영 여건 악화로 투자심리가 크게 위축되었으나, 올해 장단기 금리 스프레드가 플러스로 전환될 조짐을 보이면서 투자심리도 점차 개선되는 중
- 이번 인하가 보험적 성격이라면, 장단기 금리 차 확대로 인해 은행들의 순이자마진은 추가로 더 개선될 것을 기대

미국 MMF 자산 및 자금유입



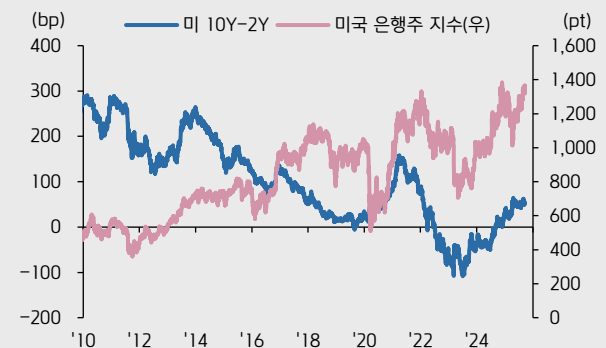
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 상업은행 전체 대출 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 은행주 움직임과 장단기 스프레드



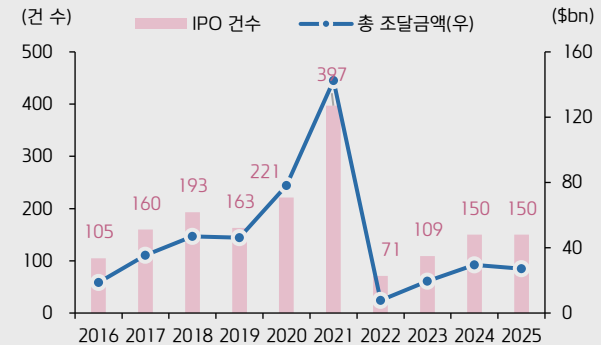
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 증시 거래대금 증가, IPO/M&A 시장 회복

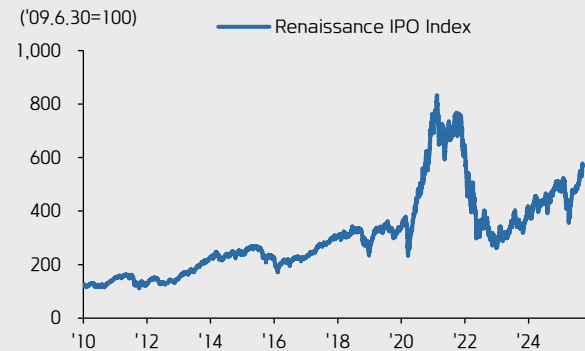
- 이 뿐만 아니라 최근 미국 IPO/M&A 시장도 투자심리 회복 감지 중. 이는 금융 서비스 기업들의 수익성 개선으로 이어질 것으로 전망
- 향후에도 기술주 중심의 주가 강세 재개와 추가 금리인하 기대, 규제 완화 등에 투자심리가 개선되며 하반기 많은 기업들이 상장 계획을 서두르는 양상
- 연초 이후 9월 현재까지 미국 내 IPO 건수는 약 150건으로 전년 대비 50% 이상 증가했고, 조달 자금도 약 \$270억으로 12% 증가

미국 IPO 건수 및 조달금액



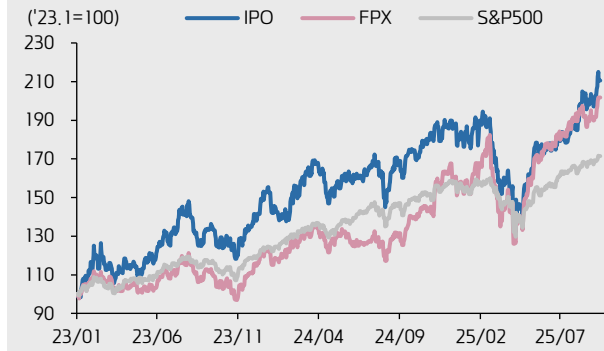
자료: Renaissance Capital, 키움증권 리서치

미국 IPO 지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 IPO 테마 ETF 주가 추이



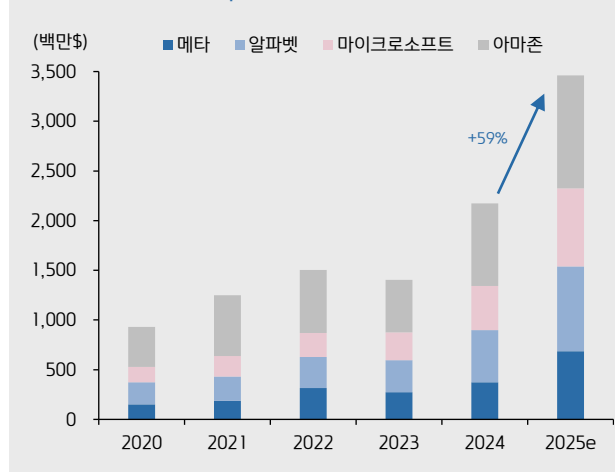
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ AI 인프라 사이클 재가동

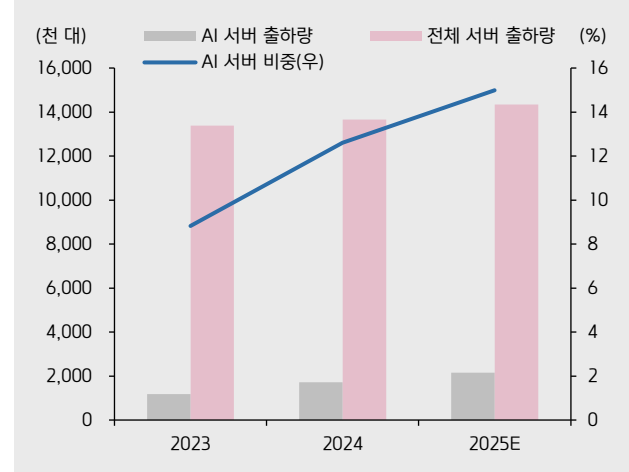
- 2분기 실적발표를 기점으로 AI를 둘러싼 기우들이 해소되고 사이클 장기화에 대한 확신이 강화되는 중. 하이퍼스케일러들의 잇따른 Capex 확장과 글로벌 서버 출하량 증가세 등이 이를 반증
- 알파벳, 마이크로소프트 등은 2Q25 실적발표에서 올해 Capex 가이드언스를 일제히 상향 조정하며 AI 주도권 확보에 대한 의지 재확인. 4대 하이퍼스케일러의 Capex는 올해 3,462억 달러(+59% YoY)로 지난해(54.8% YoY)에 이어 높은 성장률 유지 전망
- 글로벌 서버 출하량은 올해 1,435만 대로 YoY 5% 증가 예상. 그 중 AI 서버 출하량은 215.1만 대(YoY 24.8%) 전망되며, 비중도 꾸준히 증가해 '23년 8.8% → '25년 15% 확대 예상
- 그럼에도 확대되는 AI 수요를 충족하기 위해서는 추가적인 데이터센터 및 네트워크 설비가 필요한 상황이며, 이로 인한 데이터센터 전력 수요는 '30년 올해 2배 정도로 확대 예상. 필수 전력원이 된 원자력 발전도 신규 용량 확보가 시급한 상황

하이퍼스케일러 Capex 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

글로벌 서버 출하량



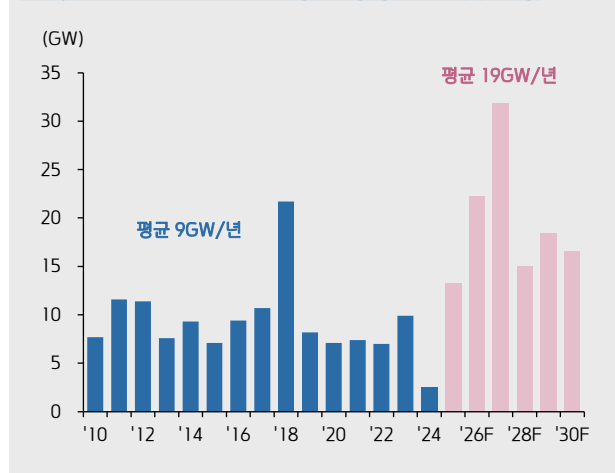
자료: TrendForce(25.8), 키움증권 리서치



◆ 전력/가스터빈 부족

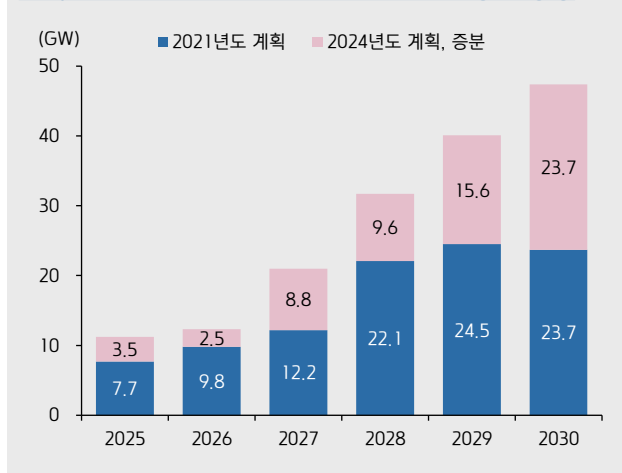
- 실제 많은 전력 업체들이 가스 터빈 기반 발전소 투자를 추진하고 있으나, 주문 물량 급증으로 인한 납기 지연, 비용 상승 문제가 지속되고 있음
- GE버노바(GEV), 지멘스에너지(ENR.DE) 등 주요 업체들의 생산능력(manufacturing capacity)은 이미 한계 수준에 근접한 상황이라 추가 수요 대응에 어려움이 큰 편. GE는 최근 실적 발표에서 대형 가스터빈 주문 백로그가 기록적 수준이라고 언급
- EIA 전망에 따르면, 2028년까지 신규로 계획된 복합화력발전(CCGT, Combined Cycle Gas Turbine) 설비 용량은 18.7GW에 달하지만, 실제 건설 중인 물량은 4.3 GW에 불과. 따라서 계획된 용량 대부분이 가동에 들어가는 시점은 예상보다 늦어질 가능성이 높음

미국 가스발전 설비 신규 증설 용량 추이 및 전망



자료: RMI, EIA(2024.3), 키움증권 리서치

계획연도별 2025-2030 가스발전 설비 순증설 용량



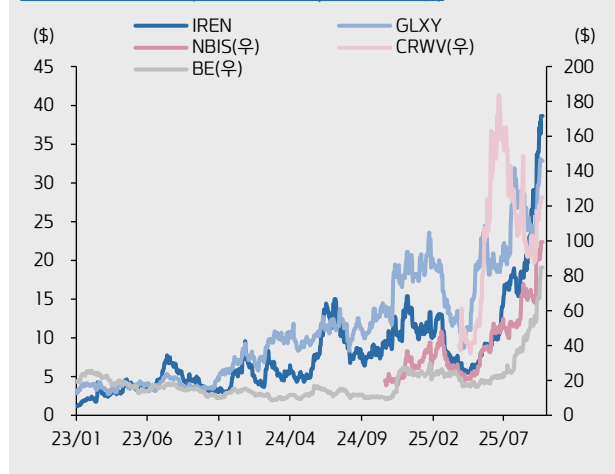
자료: RMI(2025.4), Engage and Act, 키움증권 리서치



◆ 즉각적인 전력 공급 수요 확대

- 현존하는 데이터센터로는 폭증하는 AI 수요에 즉각 대응하기 어려운 가운데, 최근 AI 호스팅, 장비, DC 리츠 등의 주가 상승 동반
- Iris Energy(IREN), 갤럭시디지털(GLXY), 코어위브(CRWV) 등 기존 암호화폐 채굴 업체들은 확보해 둔 암호화폐 채굴용 발전 설비를 빠르게 AI 전력용으로 전환 중. 블룸에너지(BE)도 기존 전력망, 전통 발전원의 대안으로 주목하며 재부상
- 또한, 데이터센터의 효율적 집행과 GPU 운영을 위해 필수적인 네트워크(스위칭) 장비 업체인 아리스타네트웍스(ANET), 셀레스티카(CLS) 등도 상승세
- 이퀴닉스(EQIX), 디지털리얼티(DLR) 등 코로케이션 리츠들도 2Q실적에서 DC 수요 확대에 의한 신규 계약, 임대 수익에 대한 자신감 표명

AI 인프라 시급 (데이터센터, AI 호스팅)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AI 인프라 시급 (네트워크 장비)



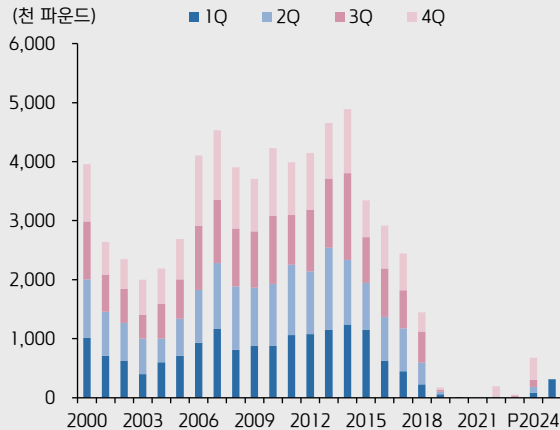
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ AI/데이터센터 수요에 따른 원전 투자는 장기 Theme

- 글로벌 원자력 투자는 현재 연 \$650억 수준에서 시나리오에 따라 '30년까지 \$700~\$1,500억 증가 전망. SMR 투자도 '30년 \$250억 이상 전망
- 최근 미국-영국 정상회담에서도 양국은 신규 원전 인허가 시간을 단축시켜 설립 가속화하는 협정에 체결했으며, 이에 힘입어 SMR 기업들 포함 미국 원자력 밸류체인 업체들의 주가도 큰 폭 상승
- 9/15일(현지시간) IAEA(국제원자력기구) 총회에서는 글로벌 신규 원자력 발전 용량에 대한 전망을 상향 조정. 2024년 377GW에서 2050년 922GW(low case 561GW)로 용량 2.6배 증가를 제시. 5년 연속 전망치가 상향 조정된 것으로, 특히 장기적으로 노후 원자력 발전소를 대체하기 위한 신규 원자력 발전 용량 추가 필요성 확대

미국 자국 내 우라늄 정광 생산량



자료: EIA(2025), 키움증권 리서치
주) 2024년과 2025년 데이터는 잠정치

미국/한국 상장 원자력 테마 ETF

티커	ETF명	AUM (현지통화, 백만)	수익률(%)		
			1M	YTD	1YR
URA	Global X Uranium ETF	5,240.2	+33.7	+84.6	+89.4
URNM	Sprott Uranium Miners ETF	1,911.5	+29.0	+44.5	+40.2
NLR	VanEck Uranium and Nuclear ETF	2,952.1	+24.9	+68.9	+80.5
0051G0	SOL 미국원자력SMR	230,676.3	+13.0	+60.3	+60.3
0007G0	PLUS 글로벌원자력밸류체인	41,412.0	+12.3	+44.9	+44.9
442320	RISE 글로벌원자력	307,261.5	+8.9	+74.3	+117.0

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2025-09-19 종가 기준

전방위적으로 확산되는 AI 열기



◆ 결론: AI는 버블이 아니다

- 시장이 우려하는 것은 AI 산업 성장세가 둔화되며 높은 밸류에이션을 정당화하지 못하게 되는 것
- 그러나 앞서 살펴본 대로, AI 기업들은 2Q 실적발표를 소화하며 강한 수요를 재확인했고, AI 인프라-전력-에너지까지 연결되는 밸류체인 상 전방위적인 공급 부족 또한 관찰

AI 밸류체인 테마 ETF

분류	티커	ETF명	주요 사업	AUM (억 달러)	운용보수 (%)	1M 수익률 (%)	3M 수익률(%)
대형 테크	VGT	Vanguard Information Technology ETF	IT	1,073.8	0.09	+8.5	+18.6
	XLK	SPDR Technology Select Sector ETF	IT	891.3	0.08	+7.7	+16.4
	IGM	iShares Expanded Tech Sector ETF	IT	94.8	0.39	+9.4	+19.0
반도체	SOXX	iShares Semiconductor ETF	반도체	145.0	0.34	+8.3	+19.1
	SMH	VanEck Semiconductor ETF	반도체	300.5	0.35	+9.7	+23.0
	PSI	Invesco Dynamic Semiconductors ETF	반도체	8.1	0.56	+14.3	+26.3
소프트웨어	IGV	iShares Expanded Tech-Software Sector ET	소프트웨어	104.8	0.39	+9.6	+10.7
	SKYY	First Trust Cloud Computing ETF	클라우드	32.8	0.60	+13.5	+18.9
	CLOU	Cloud Computing ETF	클라우드	3.1	0.68	+6.6	+5.5
	FCLD	Fidelity Cloud Computing ETF	클라우드	1.0	0.40	+10.3	+9.9
	CIBR	First Trust NASDAQ Cybersecurity ETF	사이버보안	114.1	0.59	+6.0	+4.6
AI 테크	AIQ	Artificial Intelligence & Technology ETF	AI 밸류체인	53.1	0.68	+10.5	+18.4
	THNQ	ROBO Global Artificial Intelligence Index	AI 밸류체인	2.8	0.68	+13.6	+25.9
	ARTY	iShares Future AI & Tech ETF	AI HW+SW+플랫폼	15.6	0.47	+9.8	+19.7
	ALAI	Alger AI Enablers & Adopters ETF	AI HW+SW+플랫폼+전력	2.0	0.55	+13.4	+29.1
AI 전력/에너지	GRID	First Trust NASDAQ Clean Edge Smart Grid Infrastructure ETF	전력, 그리드인프라	37.2	0.56	+4.6	+12.9
	AIPO	Defiance AI and Power Infrastructure ETF (신규상장)	AI HW 및 전력	0.2	0.69	+14.8	N/A
	ZAP	Global X US Electrification ETF	전력	1.8	0.50	+3.2	+9.6
	URA	Global X Uranium ETF	우라늄 채굴, 원자력 발전	52.4	0.69	+27.8	+34.3
	NLR	VanEck Uranium and Nuclear ETF	우라늄 채굴, 원자력 발전	29.5	0.56	+21.6	+29.5
DC/네트워크	DTCR	Global X Data Center & Digital Infrastructure ETF	데이터센터 리츠	4.5	0.50	+8.5	+12.7
	IDGT	iShares U.S. Digital Infrastructure and Real Estate ETF	데이터센터 리츠/인프라	1.3	0.39	+5.6	+8.7
	SRVR	Pacer Benchmark Data & Infra Real Estate SCTR ETF	디지털 인프라 리츠	4.3	0.49	+0.8	-1.7
	NXTG	First Trust Indxx NextG ETF	5G, 통신서비스, 네트워크	4.1	0.70	+3.7	+10.7
양자컴퓨팅	QTUM	Defiance Quantum ETF	양자컴퓨팅, 반도체	23.9	0.40	+13.0	+20.6

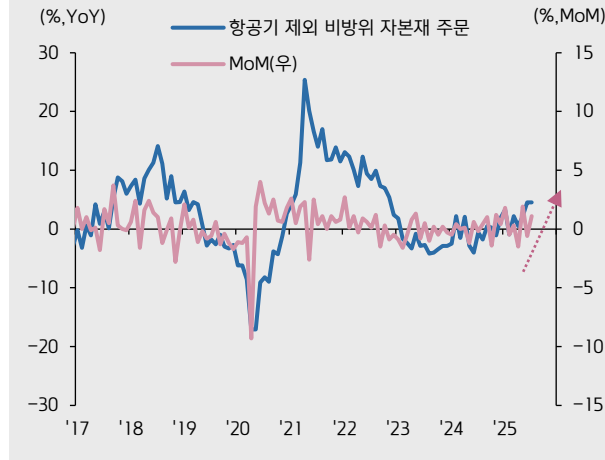
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-09-22 기준



◆ 앞당겨진 대미 투자 사이클

- 미국의 리쇼어링 정책 추진과 함께 산업재 사이클 도래를 가능할 수 있는 자본재 주문 지표가 호조를 보이고 있음. 7월 미국의 핵심 자본재 주문(항공기 제외 비방위)은 전년대비 4.5%, 전월대비 1.1% 증가
- OBBBA 통과로 R&D 비용의 즉시 공제, 법인세/소득세 감세의 영구화, 100% 보너스 감가상각 등 핵심 세제 인센티브가 적용되면서 미국 내 자본투자가 확대되기 유리한 환경이 조성되고 있음

미국 자본재 주문 증가세



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

OBBBA 타결과 기업 혜택

인센티브 유형	OBBBA 명시 조항/내용	적용 및 요건
법인세 감세	- 법인세율 21% 영구화(변동 없음)	- 기존 2017년 TCJA 도입 21% 세율 유지
소득세 감세	- 소득세 구간 감세 및 2017년 감세구조 영구 연장, 표준-자녀세액공제 확대	- 모든 소득계층, 표준공제 및 자녀공제 등 조정
QBI(사업소득) 20% 공제	- Section 199A 영구화, 사업소득 20% 기본 공제 혜택(최소 \$400, 소득구간 상향)	- 개인사업자, 프리랜서, LLC 등
R&D 비용 즉시 공제	- IRC Sec. 174A 신설: 2024년 12월 31일 이후 미국 내 R&D 지출, 전액 즉시 비용처리 허용	- 미국 내 연구·실험비만, 해외는 적용 제외
보너스 감가상각 100% 영구화	- IRC Sec. 168(k), (n) 개정: 2025년 1월 19일 이후 취득한 자산, 100% 보너스 감가상각 영구화(일시 상각)	- 감가상각 대상 생산자산(QPP 등, 부동산 포함 일부 산업자산)
Section 179 즉시 상각 한도 상향	- 중소기업 대상 Section 179 한도 \$2.5M, 전체 취득액 \$4M 초과시 공제 한도 축소	- 중소기업 & 자취득 자산만

자료: 키움증권 리서치



◆ 우주/항공, 드론 산업의 구조적 확장

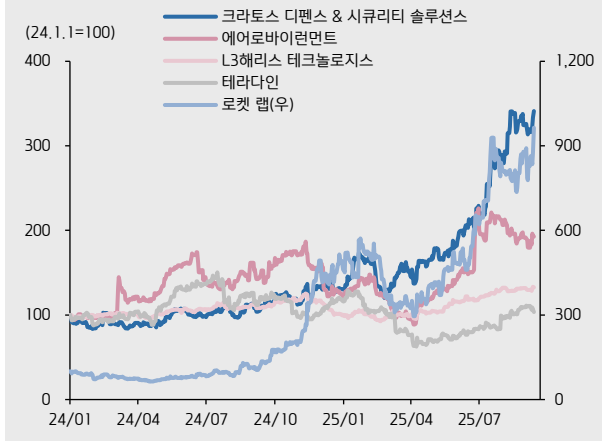
- 트럼프 행정부의 산업/안보 정책 수혜가 예상되는 산업재 세부 섹터는 우주/항공 및 드론
- 지난 5월 골든돔(Golden Dome) 프로젝트가 공개되며 미국형 차세대 방공망 구축 의지가 확인됐고, 6월에는 드론 산업 육성 관련 행정명령(EO 14307 등)에서 ▲BVLOS 정규 운항 규제 마련, ▲ 산업화·인증 절차 간소화, ▲미국산 드론 수출 확대와 공급망 강화 등의 드론 정책 방향성이 제시되었음
- 9월에는 미 국무부가 UAS 수출 정책을 개정해 동맹국 및 파트너국에 대한 미국산 UAS 수출을 용이하도록 추진하기도 함
- 글로벌 방위비 증액, 전쟁 시 드론 역할 강화, 상업적 우주 발사/위성 인프라 기술 발전 등이 맞물리며 관련 산업 전반이 구조적 성장 국면에 진입했다고 판단. 관련 ETF로 UFO, ARKX, ROKT 등 상장되어 있음

2025년 트럼프 행정명령에 따른 드론 정책 실행 계획

구분	주요 내용
정책 방향	- BVLOS 정규 운항 규제 마련 - 산업화·인증 절차 간소화 - 미국산 드론 수출 확대와 공급망 강화
BVLOS 운항 확대	- BVLOS 상업운항 허용 위한 규정 발표 및 규칙 공표 - AI 도입 통한 Part 107 면제 심사 자동화 추진 - 국제 운항 시 유인항공기 수준의 규제 완화 방안 검토
NAS 통합 로드맵	- NAS 통합 로드맵 개정 - FAA 테스트 레인지 활용 강화 (BVLOS·자율비행 중심 데이터 확보)
eVTOL 시범사업 추진	- eIPP(전기수직이착륙 통합 시범사업) 출범 - 최소 5개 지자체 및 민간 협력체 선정
국내 산업 기반 강화	- 미국산 드론 우선 채택 의무화 - 공급망 통제 관련 상무부 규제 마련
미국산 드론 수출 촉진	- 무역장벽 제거 및 국제 상호운용성 촉진 - 수출입은행·국제개발금융공사 등 공공재정지원 동원

자료: 백악관, 키움증권 리서치

미국 우주항공 산업 테마주



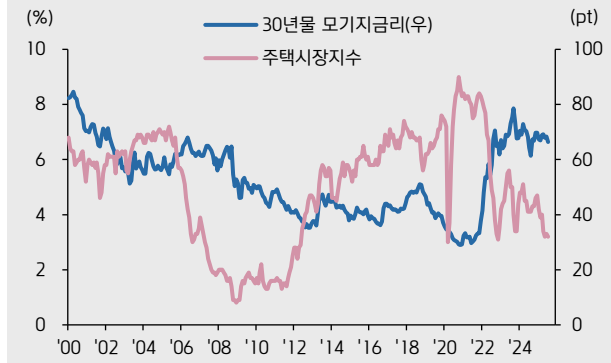
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 급할 필요는 없다

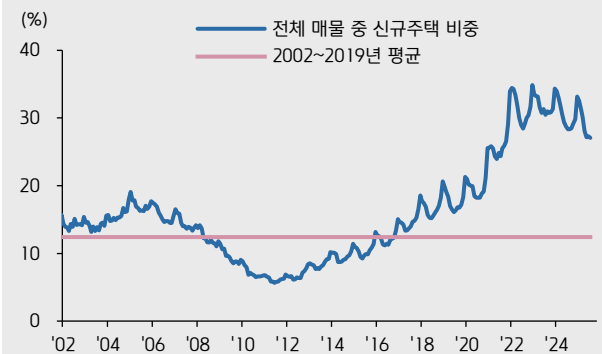
- 9월 금리인하 기대 속에서 미국 30년물 고정 모기지 금리는 6%대 초반까지 하락. 과거 대비 여전히 높은 수준이지만, 현재 추세로 6% 이하로 하락할 가능성 ↑
- 다만, 주택시장의 장기 추세 전환 신호는 나타나지 않고 있음. 여전히 높은 모기지 금리와 건자재 비용 상승, 노동력 부족 등이 추가 사업 진행에 대한 불확실성을 높이고 있으며 내년까지의 추세적 인하가 단행되지 않을 경우 건설업자 심리나 주택 수요자들의 구매여력이 유의미하게 개선될 가능성 높지 않음
- 즉, 금리인하로 인한 주택관련 업황의 추세 전환을 기대하기에는 불안 요소들 상존. 모기지 금리의 안정적 하락과 소비자 신뢰 회복 등 확인하고 갈 필요

미국 모기지 금리와 주택시장지수



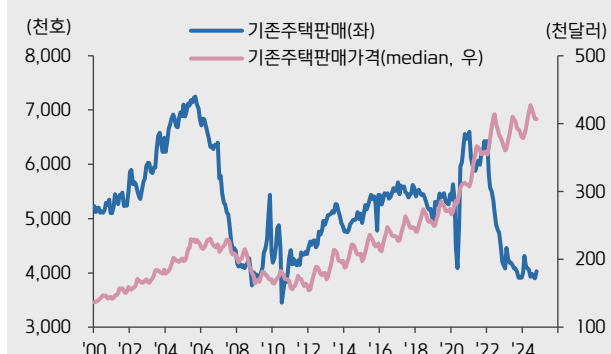
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 전체 주택매물 중 신규주택 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 기존주택재고 및 가격



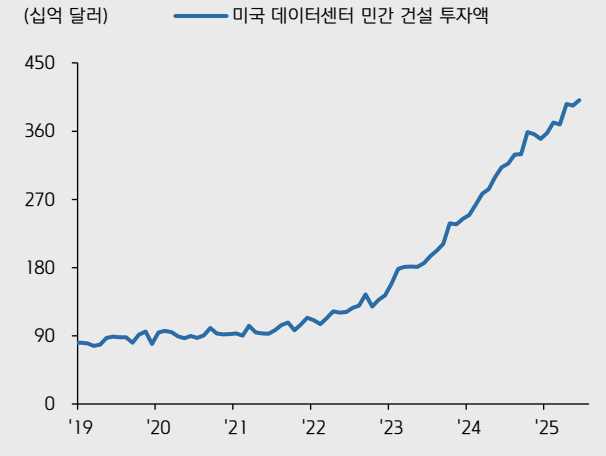
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 디지털 인프라 리츠로의 선별적 접근 필요

- 같은 관점에서 리츠 섹터 역시 전반적인 시장 회복을 기대하기 보다 데이터센터, 셀타워(Cell Tower) 등 디지털 인프라 관련 섹터로 선별적인 접근이 필요하다고 판단
- 연준의 금리인하에도 불구하고, 장기금리(미국채 10년물 등) 및 실질금리 수준이 더 중요하며, 장기금리 하락이 동반되지 않는 한 리츠 섹터로의 수혜는 제한될 수 있음
- 다만, 전세계 AI발 디지털 인프라 수요 확장에 따라 데이터센터 리츠는 하이퍼스케일러, 엔터프라이즈 고객들로부터 코로케이션 수요가 늘어나고 있고 셀타워 리츠는 모바일 데이터 사용 증가 및 통신사들의 중/고대역 스펙트럼을 활용한 5G 서비스 확대로 필요성이 높아지고 있음
- 해당 종목들을 포함하고 있는 ETF로는 DTCR, SRVR, RISE 글로벌데이터센터리츠(합성) 등이 대표적

미국 데이터센터 민간건설 투자금



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 데이터센터 리츠 노출 ETF

티커	ETF 명	AUM (현지통화, 백만)	구성종목 Top3		
			1	2	3
DTCR	Global X Data Center & Digital Infrastructure	452.4	EQIX 11.7%	DLR 11.3%	AMT 9.9%
SRVR	SRVR Pacer Data & Infrastructure Real Estate ETF	432.4	EQIX 14.9%	DLR 14.8%	AMT 14.8%
ICF	iShares Cohen & Steers REIT ETF	1,896.7	PLD 8.5%	WELL 8.4%	EQIX 7.7%
VNQ	Vanguard Real Estate Index Fund ETF	34,543.0	WELL 6.2%	PLD 5.9%	AMT 5.4%
375270	RISE 글로벌데이터센터리츠(합성)	8,600	AMT 14.7%	DLR 14.3%	EQIX 12.2%

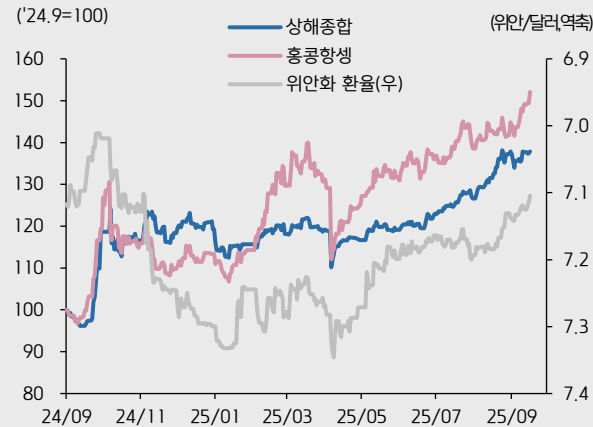
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주)2025-09-19 기준



◆ 중국 증시, 10년 만에 돌아온 사이클

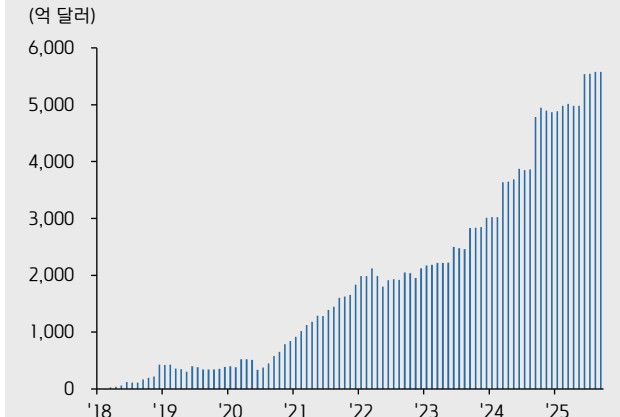
- 중국 증시도 정책 및 유동성의 힘으로 상승 랠리 지속
- 현 시점에서 중국에 대한 추가 포지션 확대는 부담스러운 것이 사실이나 美 연준의 금리인하 + 중국 부양책 조합이 위안화 강세를 유발하며 정책 여력은 더 확대된 상황
- 중국 증시를 견인하고 있는 유동성 모멘텀도 유효, 가계 자산의 추가 증시 유입 기대도 남아있어 정부가 시장 개입에 나서지 않는 한 추세 상승이 연장될 가능성 有
- 현재 증시를 이끌고 있는 성장/혁신 기업들의 실적 및 실물 지표를 확인해 나가는 과정이 필요하나, 선진국(미국, 유럽)의 추가 금리 인하를 감안할 때, 전술적 관점에서 중국 및 EM 증시에 포지션 유지해 둘 필요

중국 지수 및 환율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국향 ETF 자금유입



자료: Morningstar, 키움증권 리서치



미국 상장 중화권 ETF 비교

분류	KWEB	MCHI	ASHR	KTEC	KSTR	CNXT
특징	BAT 등 인터넷/플랫폼 (홍콩/미국 ADR 포함)	중국 본토·홍콩 상장 종목 전반 (대형주 중심)	상해·심천 A주 상위 300개 종목 (대형주 지수)	홍콩 상장 중국 빅테크 (알리바바, 텐센트, 메이투안 등)	상해 STAR Market 대표 50개 혁신기업 (반도체, AI, 바이오 등)	심천 거래소 창업·성장기업 시장(ChiNext) 상장 중소형 혁신 기업
운용자산(\$mln)	9,637.3	8,330.4	2,256.9	58.4	41.0	41.9
구성종목 수	29	563	290	31	51	100
Top 10 비중, %	61.5	49.1	21.9	70.5	51.1	57.7
종목 비중 1	텐센트, 10.5%	텐센트, 17.8%	CATL, 4.1%	알리바바, 9.3%	캠브리콘, 13.1%	CATL, 19.2%
종목 2	알리바바, 10.37%	알리바바, 11.8%	귀주모태주, 3.9%	넷이즈, 8.3%	몬타지 테크놀로지, 8.4%	중지 이노라이트, 7.2%
종목 3	핀뎬뎬, 7.4%	샤오미, 4.2%	중국평안보험그룹, 2.5%	메이투안디앤핑, 8.3%	Kingsoft, 4.7%	이스트머니 인포메이션, 6.9%
종목 4	JD.com, 5.3%	중국건설은행, 3.2%	초상은행, 2.1%	텐센트, 8.2%	AMEC, 4.5%	Eoptolink 테크놀로지, 6.2%
종목 5	바이두, 5.1%	핀뎬뎬, 3.1%	자금광업, 1.7%	BYD, 8.0%	베리실리콘, 3.9%	선그로우 파워 서플라이, 4.3%
섹터 비중 1	통신서비스 44.0%	경기소비재 28.7%	금융 23.4%	경기소비재 47.1%	IT 71.0%	IT 38.0%
비중 2	경기소비재 36.7%	통신서비스 24.0%	IT 21.1%	통신서비스 29.5%	헬스케어 13.3%	산업재 35.5%
비중 3	헬스케어 7.3%	금융 16.4%	산업재 16.3%	IT 20.4%	산업재 11.0%	헬스케어 9.9%
1개월 수익률, %	12.3	8.1	7.9	12.1	18.7	20.1
3개월	22.9	19.5	19.5	19.7	37.1	54.5
YTD	42.7	38.9	20.7	40.8	39.2	52.1

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-09-19 기준



국내 상장 중국 ETF

분류	티커	ETF명	상장일	AUM(억원)	총보수(%)	1M(%)	3M(%)	YTD(%)
항생테크	371160	TIGER 차이나항생테크	2020-12-16	11,753.8	0.09	9.7	20.6	28.6
	372330	KODEX 차이나항생테크	2020-12-16	1,886.0	0.12	9.9	20.4	29.0
MSCI 차이나	310080	RISE 중국MSCI China(H)	2018-11-28	137.5	0.6	6.0	17.1	33.4
과창판(Star50)	414780	TIGER 차이나과창판STAR50(합성)	2022-01-13	1,916.7	0.09	12.7	47.3	30.4
	415340	KODEX 차이나과창판STAR50(합성)	2022-01-13	232.7	0.09	12.4	45.9	30.8
	415760	SOL 차이나육성산업액티브(합성)	2022-01-13	178.6	0.55	10.8	48.3	31.0
	416090	ACE 중국과창판STAR50	2022-01-13	139.8	0.5	16.0	50.5	31.6
창입판(ChiNext)	256750	KODEX 차이나심천ChiNext(합성)	2016-11-08	416.7	0.47	16.4	55.3	32.3
	256450	PLUS 심천차이넥스트(합성)	2016-11-08	66.7	0.5	12.8	51.0	29.3
홍콩 항생	117690	TIGER 차이나항생30	2009-10-21	127.1	0.4	5.8	14.1	28.3
	245360	TIGER 차이나HSCEI	2016-06-16	528.2	0.29	3.9	10.9	22.3
	250730	RISE 차이나HSCEI(H)	2016-08-10	216.2	0.021	3.5	9.2	29.1
	099140	KODEX 차이나H	2007-10-10	496.5	0.12	3.5	11.1	23.1
	472350	IQ 차이나H(H)	2023-12-12	136.8	0.11	3.0	8.6	28.5
CSI300	192090	TIGER 차이나CSI300	2014-02-17	1,950.9	0.63	3.8	20.0	10.7
	283580	KODEX 차이나CSI300	2017-12-13	1,787.3	0.12	4.1	20.0	9.5
	168580	ACE 중국본토CSI300	2012-11-29	1,217.0	0.7	4.2	20.5	11.2
CSI500	220130	SOL 차이나강소기업CSI500(합성 H)	2015-06-08	47.5	0.6	4.8	26.5	25.1
본토 A50	169950	KODEX 차이나A50	2013-01-21	246.0	0.12	3.6	15.4	10.0
	441330	KIWOOM 차이나A50커넥트MSCI	2022-09-20	77.4	0.2	9.2	29.3	18.8
섹터/테마	0053L0	TIGER 차이나휴머노이드로봇	2025-05-27	1,845.0	0.49	20.7	48.0	
	0048K0	KODEX 차이나휴머노이드로봇	2025-05-13	1,816.1	0.45	14.0	41.0	
	0047A0	TIGER 차이나테크TOP10	2025-05-13	2,614.4	0.49	13.2	36.9	
	0043Y0	TIMEFOLIO 차이나시테크액티브	2025-05-13	1,263.2	0.8	14.8	39.3	
	428510	KODEX 차이나시테크액티브	2022-05-17	305.9	0.5	12.0	38.3	28.9
	0047N0	PLUS 차이나시테크TOP10	2025-05-13	122.5	0.49	16.0	22.6	
	396520	TIGER 차이나반도체FACTSET	2021-08-10	999.4	0.49	14.9	46.0	24.7
	0067Y0	TIGER 차이나소프트웨어	2025-06-17	264.6	0.49	8.3	28.0	
	371470	TIGER 차이나바이오테크SOLACTIVE	2020-12-08	885.7	0.49	2.6	32.7	60.1
	419430	KODEX 차이나2차전지MSCI(합성)	2022-03-22	328.5	0.25	19.5	41.1	37.0
	371460	TIGER 차이나전기차SOLACTIVE	2020-12-08	18,456.6	0.49	19.9	34.4	26.4
	396510	TIGER 차이나클린에너지SOLACTIVE	2021-08-10	181.9	0.49	12.1	27.4	8.3
	413220	SOL 차이나태양광CSI(합성)	2021-12-22	58.0	0.5	9.5	38.1	6.7
	0067V0	TIGER 차이나글로벌리더스TOP3+	2025-06-17	675.77	0.49	13.8	20.2	
기타 전략	474920	에셋플러스 차이나일등기업포커스10액티브	2024-01-16	198.3	0.99	11.6	31.9	37.8
	0079X0	ACE BYD밸류체인액티브	2025-07-15	258.3	0.45	14.5		
	454180	KIWOOM 차이나내수소비TOP CSI	2023-04-04	37.9	0.42	2.7	11.2	7.0

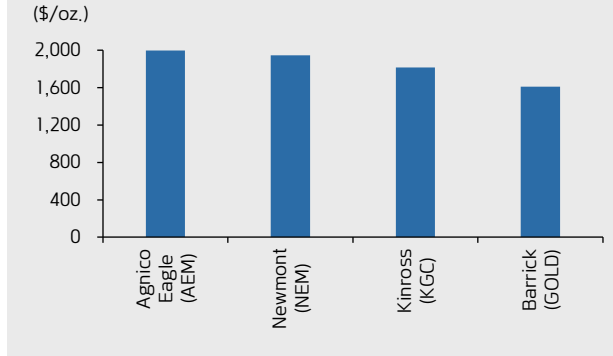
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-09-23 종가 기준



◆ 금, 사상 최고치 경신 지속

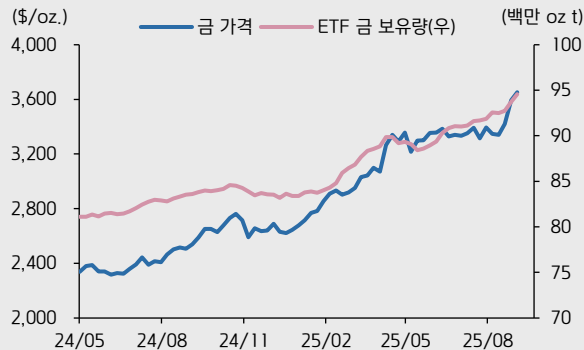
- 올해 금 가격은 YTD 40% 이상 상승. 연준의 통화정책 전환과 실질금리 하락 기대 뿐만 아니라 글로벌 탈세계화 기조 및 이를 대비한 중앙은행들의 금 매수세 등 구조적 변화로 인한 결과
- 고점 부담에도 불구하고, 자산배분 관점에서 금 또는 금광 ETF 보유 전략은 연내 유효하다고 판단
- 금은 올해 7월부터 바젤 III 은행 규제 하에 Tier1 고품질 유동성자산(HQLA)으로 분류. 이는 미국 은행들이 실물 금을 시가 100%로 핵심 자본 준비금에 포함시킬 수 있게 된다는 뜻이며, 금의 통화적 위상 및 유동성 자산으로서의 역할을 인정하겠다는 의미

주요 금 채굴 기업 2Q25 Margin



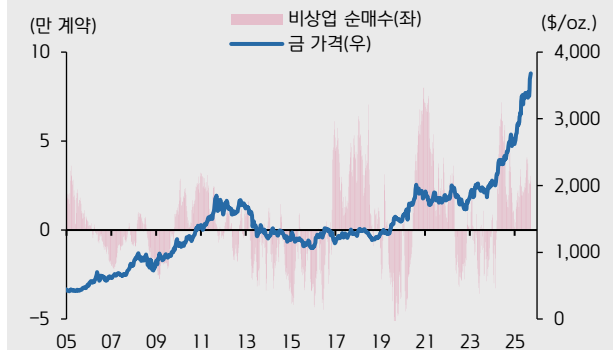
자료: 각 사, Bloomberg, 키움증권 리서치

금 가격 및 ETF의 금 보유량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

금 가격 및 투기적 매수 포지션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



국내/미국 상장 금 실물 및 금 채굴 ETF

구분	티커	ETF 명	투자대상	운용보수 (%)	AUM (\$mln, 억원)	1M (%)	3M (%)
국내	411060	ACE KRX금현물	KRX 금 현물	0.19	1,726.6	+12.3	+12.7
	0072R0	TIGER KRX금현물	KRX 금 현물	0.15	339.4	+12.2	-
	0066W0	SOL 국제금	글로벌 금 현물	0.30	12.9	+9.7	+9.8
	0064K0	KODEX 금액티브	금 현물 + 지역 프리미엄 전략	0.30	110.6	+9.8	+9.9
	0022T0	SOL 국제금커버드콜액티브	글로벌 금 현물 + ATM 콜옵션 30% 매도	0.45	31.4	+8.5	+8.4
	225130	ACE 골드선물 레버리지(합성 H)	금 선물 (환헤지)	0.49	12.4	+18.7	+15.0
	132030	KODEX 골드선물(H)	금 선물 (환헤지)	0.68	306.5	+9.0	+8.0
	319640	TIGER 골드선물(H)	금 선물 (환헤지)	0.39	127.1	+8.9	+7.1
	139320	TIGER 금은선물(H)	금, 은 선물 (환헤지)	0.69	13.3	+8.6	+7.5
	473640	HANARO 글로벌금채굴기업	글로벌 금 채굴기업	0.15	29.5	+17.4	+32.2
미국	GLD	SPDR Gold Shares	금 현물	0.40	117,797.2	+11.1	+9.3
	IAU	iShares Gold Trust	금 현물	0.25	56,086.7	+11.1	+9.4
	GLDM	SPDR Gold MiniShares Trust	금 현물	0.10	20,043.0	+11.1	+9.4
	SGOL	abrdn Physical Gold Shares ETF	금 현물	0.17	5,966.8	+11.2	+9.4
	IAUM	iShares Gold Trust Micro ETF of Benef Interest	금 현물	0.09	4,304.8	+11.1	+9.4
	BAR	GraniteShares Gold Shares	금 현물	0.17	1,238.9	+11.1	+9.4
	OUNZ	VanEck Merk Gold Trust	금 현물	0.25	2,024.6	+11.1	+9.4
	AAAU	Goldman Sachs Physical Gold ETF	금 현물	0.18	1,881.3	+11.1	+9.4
	GDX	VanEck Gold Miners ETF	글로벌 금 채굴기업	0.51	20,955.6	+27.8	+36.5
	GDXJ	VanEck Junior Gold Miners ETF	글로벌 금 채굴기업 (소형주)	0.52	7,688.4	+29.1	+33.6
	NUGT	Direxion Daily Gold Miners Index Bull 2X Shares	글로벌 금 채굴기업 (2x 레버리지)	1.18	926.1	+61.3	+79.2
	RING	iShares MSCI Global Gold Miners ETF	글로벌 금 채굴 기업	0.39	2,202.8	+28.3	+39.1
	JNUG	Direxion Daily Junior Gold Miners Index Bull 2X	글로벌 금 채굴기업(소형주 2x 레버리지)	1.13	465.8	+63.8	+71.5
	SGDM	Sprott Gold Miners ETF	글로벌 금 채굴 기업	0.54	569.2	+22.0	+28.0
	SGDJ	Sprott Junior Gold Miners ETF	글로벌 금 채굴 기업 (소형주)	0.50	247.0	+31.1	+33.7

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-09-19 종가 기준

VanEck Semiconductor ETF (SMH:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

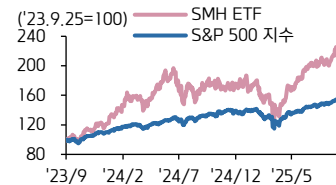
현재주가 (9/22) USD 322.17

Stock Data

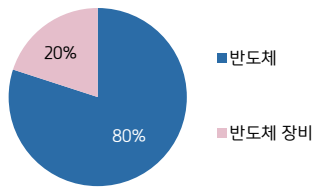
ETF 테마	반도체
발행사	Van Eck
설정일	2011-12-21
운용보수 (%)	0.35
AUM(백만 USD)	30,651.9
일평균 거래량 (3M)	7,751,276.0
52주 최고/최저 (USD)	323.14 / 170.11
편입종목 수	26개
Top10 비중 (%)	72.3

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+9.7	+23.0	+43.3	+34.8
S&P 500	+3.5	+11.1	+18.1	+17.1



Sector Breakdown



◆ 글로벌 반도체 기업에 투자하는 ETF

- 미국 상장 대표 반도체 및 장비 25개 종목에 투자하는 ETF로 MVIS US Listed Semiconductor 25 Index를 기초지수로 추종. 미국 및 ADR 중 반도체 산업에 특화된 기업들에 압축 투자
- 국가 분산은 미국 81.0%, 대만 10.6%, 네덜란드 6.0% 등이며, 개별종목 비중은 엔비디아 18.9%, TSMC 9.6%, 브로드컴 8.8%, AMD 5.6% 순
- 전세계적으로 AI 투자가 확대되는 가운데 기초적인 하드웨어를 제공해주는 기업들에 대한 노출을 제공하며, Peer인 SOXX 대비 대만 업체들 비중이 좀 더 높은 특징

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억, \$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
NVDA	NVIDIA Corp	18.9	반도체	4,461.7	+3.2	+56.0	+57.9
TSM	TSMC Ltd	9.6	반도체	1,414.0	+17.0	+54.3	+56.0
AVGO	Broadcom Inc	8.8	반도체	1,599.9	+15.2	+76.8	+95.9
ASML	ASML Holding NV	5.6	반도체 재료 및 장비	377.2	+26.9	+33.7	+19.2
LRCX	Lam Research Corp	5.0	반도체 재료 및 장비	166.7	+32.1	+74.3	+68.6
AMAT	Applied Materials Inc	5.0	반도체 재료 및 장비	159.7	+23.4	+31.8	+3.3
MU	Micron Technology Inc	5.0	반도체	184.2	+39.9	+73.8	+75.9
INTC	Intel Corp	4.8	반도체	133.8	+16.0	+18.5	+27.5
KLAC	KLA Corp	4.7	반도체 재료 및 장비	141.4	+23.1	+51.6	+40.7
AMD	Advanced Micro Devices Inc	4.7	반도체	259.3	-4.8	+50.1	+1.9

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY23	CY24	CY25E	CY26E
매출액	867.8	1,096.6	1,567.0	1,769.1
EBIT	209.4	243.1	440.1	620.4
EBIT이익률(%)	24.1	22.2	28.1	35.1
순이익	207.5	221.8	361.6	450.3
PER(배)	35.6	41.7	33.8	25.0
PBR(배)	6.6	6.5	6.4	5.7
ROE(%)	17.3	14.0	16.5	19.2
배당수익률(%)	1.0	0.9	0.8	0.8

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주: 2025-09-22 기준

First Trust Cloud Computing ETF (SKYY:US)



Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

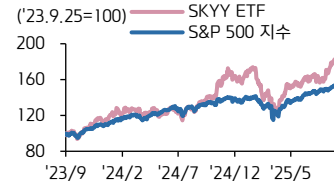
현재주가 (9/22) USD 138.53

Stock Data

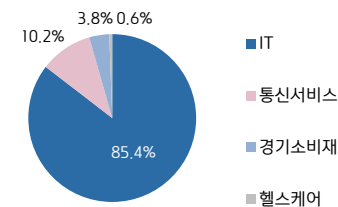
ETF 테마	美 클라우드
발행사	First Trust
설정일	2011-07-06
운용보수 (%)	0.60
AUM(백만 USD)	3,303.94
일평균 거래량 (3M)	234,221.97
52주 최고/최저 (USD)	138.71 / 85.38
편입종목 수	66개
Top10 비중 (%)	38.43

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+13.5	+18.9	+27.6	+35.5
S&P 500	+3.5	+11.1	+18.1	+17.1



Sector Breakdown



◆ 미국 클라우드 컴퓨팅 산업 전반에 투자하는 ETF

- 'SKYY'는 ISE CTA Cloud Computing™ Index 지수를 기초지수 삼아 美 클라우드 컴퓨팅 산업 전반에 투자하는 상품. IaaS, PaaS, SaaS 사업을 영위하는 기업들에 대한 노출 제공
- 포트폴리오 비중 상위 종목에는 오라클, 알파벳, 누타닉스, 퓨어 스토리지, 아리스타 네트워크 등 대표 클라우드 컴퓨팅 관련 기업들 편입
- AI 발전 고도화에 따른 AI 기업들의 CAPEX 증가 기조로 클라우드에 대한 수요 역시 꾸준히 확대되는 상황. 관련 소프트웨어, 인프라 등을 제공하는 클라우드 컴퓨팅 산업에 주목할 필요

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억, \$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
ORCL	Oracle Corp	4.8	시스템 소프트웨어	932.5	+38.8	+115.6	+97.7
GOOGL	Alphabet Inc	4.2	인터넷 미디어 & 서비스	3,056.1	+22.5	+54.0	+56.0
NTNX	Nutanix Inc	4.0	애플리케이션 소프트웨어	20.2	+9.6	+3.2	+23.5
PSTG	Pure Storage Inc	4.0	기술 하드웨어, 스토리지	28.9	+50.6	+71.7	+75.0
ANET	Arista Networks Inc	3.9	통신 장비	182.7	+9.1	+74.9	+50.8
IBM	IBM Corp	3.9	IT 컨설팅 & 기타 서비스	252.8	+12.1	+11.3	+23.1
MSFT	Microsoft Corp	3.6	시스템 소프트웨어	3,824.0	+1.4	+31.5	+18.7
AMZN	Amazon.com Inc	3.6	대규모 소매업	2,427.7	-0.5	+16.0	+17.4
CRWV	CoreWeave Inc	3.6	인터넷 서비스 & 인프라	65.1	+41.7	-	-
MDB	MongoDB Inc	3.0	인터넷 서비스 & 인프라	26.3	+47.7	+68.1	+15.8

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY23	CY24	CY25E	CY26E
매출액	328.7	324.9	374.8	407.7
EBIT	-72.4	3.8	47.8	73.0
EBIT이익률(%)	-22.0	1.2	12.7	17.9
순이익	26.6	29.7	34.6	43.2
PER(배)	87.8	122.7	40.8	29.0
PBR(배)	8.4	9.9	9.4	7.9
ROE(%)	-67.1	-1.6	6.2	12.7
배당수익률(%)	0.5	0.4	0.4	0.4

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주: 2025-09-22 기준

iShares U.S. Broker-Dealers & Securities Exchanges ETF (IAI:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

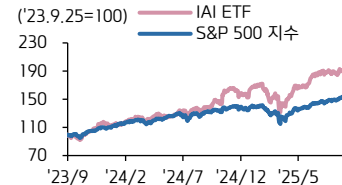
현재주가 (9/22) USD 176.92

Stock Data

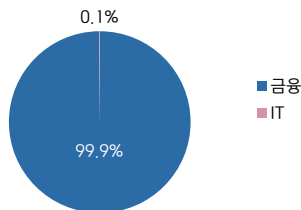
ETF 테마	금융 서비스
발행사	BlackRock
설정일	2006-05-05
운용보수 (%)	0.38
AUM (백만 USD)	0.38
일평균 거래량 (3M)	1,574.6
52주 최고/최저 (USD)	145,529.5
편입종목 수	179.07 / 116.88
Top10 비중 (%)	35개

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+0.9	+10.4	+24.6	+38.1
S&P 500	+3.5	+11.1	+18.1	+17.1



Sector Breakdown



◆ 미국 금융서비스 제공 기업 전반에 투자하는 ETF

- 'IAI'는 Dow Jones U.S. Select Investment Services Index 지수를 기초지수 삼아 美 금융서비스 기업 전반에 투자하는 상품. 은행을 제외한 미국의 대표적인 IB, 거래소 등 금융서비스에 대한 노출 제공
- 포트폴리오 비중 상위 종목에는 골드만삭스, 모건스탠리, S&P 글로벌, 찰스슈왈, 코인베이스 등 글로벌 IB, 전통 거래 플랫폼 뿐만 아니라 최근 암호화폐 3법 통과 기대감에 상승세를 이어가고 있는 암호화폐 거래소까지 포함
- 증시 대기자금 및 거래량 확대, 시중 유동성 확대, 미국 금리인하 지속, 각종 금융 규제 완화가 예상되는 상황에서 금융 서비스 제공 기업들에 주목할 필요

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억, \$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
GS	Goldman Sachs Group Inc/The	16.1	투자 은행 & 중개업	253.2	+8.6	+42.5	+62.0
MS	Morgan Stanley	12.8	투자 은행 & 중개업	256.5	+8.6	+33.8	+56.8
SPGI	S&P Global Inc	10.5	금융거래소 & 데이터 서비스	158.0	-9.2	+1.5	-3.0
SCHW	Charles Schwab Corp/The	5.7	투자 은행 & 중개업	176.2	-1.5	+20.5	+45.4
COIN	Coinbase Global Inc	4.8	금융거래소 & 데이터 서비스	88.9	+3.8	+74.8	+95.0
HOOD	Robinhood Markets Inc	4.7	투자 은행 & 중개업	111.0	+14.2	+181.5	+450.2
CME	CME Group Inc	4.5	금융거래소 & 데이터 서비스	94.1	-3.1	-0.9	+24.0
ICE	Intercontinental Exchange Inc	4.4	금융거래소 & 데이터 서비스	97.4	-5.8	-2.4	+6.4
MSCI	MSCI Inc	4.4	금융거래소 & 데이터 서비스	43.9	-1.2	+1.0	+1.4
MCO	Moody's Corp	4.2	금융거래소 & 데이터 서비스	87.4	-5.4	+6.3	+1.9

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY23	CY24	CY25E	CY26E
매출액	4,148.7	4,699.4	5,679.4	6,145.9
EBIT	984.4	1,272.9	1,773.5	2,001.7
EBIT이익률(%)	23.7	27.1	31.2	32.6
순이익	756.2	986.5	1,260.0	1,408.1
PER(배)	26.4	25.8	23.2	20.8
PBR(배)	2.8	3.5	3.7	3.5
ROE(%)	9.8	12.7	15.2	15.9
배당수익률(%)	1.7	1.5	1.4	1.5

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주: 2025-09-22 기준

Global X Uranium ETF (URA:US)



Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

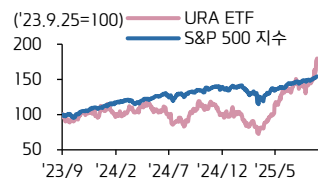
현재주가 (9/22) USD 50.40

Stock Data

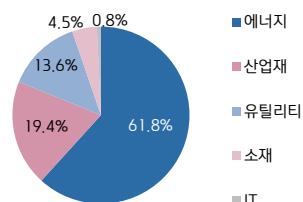
ETF 테마	우라늄
발행사	Global X
설정일	2010-11-05
운용보수 (%)	0.69
AUM (백만 USD)	5,358.1
일평균 거래량 (3M)	3,615,972.5
52주 최고/최저 (USD)	50.76 / 19.5
편입종목 수	55개
Top10 비중 (%)	71.8

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+27.8	+34.3	+101.6	+80.0
S&P 500	+3.5	+11.1	+18.1	+17.1



Sector Breakdown



◆ 글로벌 우라늄 채굴 및 원자력 부품 생산기업 기업에 투자하는 ETF

- 'URA'는 Solactive Global Uranium & Nuclear Components TR 지수를 기초지수 삼아 글로벌 우라늄 채굴 및 원자력 부품 생산기업에 투자하는 ETF
- 포트폴리오 비중 상위 종목은 카메코, 오클로, 우라늄 에너지, 우라늄 현물, 뉴스케일파워, 센트리스 에너지 등 우라늄 채굴에서 농축, 원전 건설에서 SMR 건설까지 모두 포함
- AI 활용 확대에 인한 전력 수요 폭증 속 저지 전력원으로서 원자력이 각광받고 있음. 원자력 친화적인 정책 꾸준히 발표되며, 최근 美-英 원자력 협력 발표까지 이어지며 모멘텀 지속되고 있는 상황

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억, 현지통화)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
CCO CN	Cameco Corp	19.9	석탄 & 소모 연료	51.9	+15.1	+86.6	+91.5
OKLO US	Oklo Inc	16.5	전기 공익 사업체	20.7	+99.3	+416.6	+1,588.3
UEC US	Uranium Energy Corp	5.9	석탄 & 소모 연료	6.0	+27.4	+142.7	+116.8
U-U CN	Sprott Physical Uranium Trust	5.6	우라늄	8.0	+13.8	+27.0	+1.8
SMR US	NuScale Power Corp	5.4	중전기 장비	12.8	+28.4	+148.2	+313.2
LEU US	Centrus Energy Corp	4.8	석탄 & 소모 연료	5.6	+64.2	+313.7	+508.8
NXE CN	NexGen Energy Ltd	4.7	석탄 & 소모 연료	7.0	+25.9	+74.8	+40.4
KAP LI	NAC Kazatomprom JSC	3.4	석탄 & 소모 연료	13.4	+16.5	+42.3	+44.1
EFR CN	Energy Fuels Inc/Canada	3.2	석탄 & 소모 연료	4.8	+47.2	+246.1	+195.7
DML CN	Denison Mines Corp	2.5	석탄 & 소모 연료	3.4	+33.3	+78.6	+62.0

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY23	CY24	CY25E	CY26E
매출액	38.3	44.2	36.2	39.2
EBIT	2.4	1.7	2.4	3.6
EBIT이익률(%)	6.2	3.7	6.5	9.3
순이익	3.4	2.6	2.9	4.0
PER(배)	40.0	40.0	115.3	49.5
PBR(배)	2.2	1.9	3.9	3.5
ROE(%)	7.4	0.0	5.1	8.4
배당수익률(%)	0.8	0.7	0.7	0.8

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주: 2025-09-22 기준

Defiance AI & Power Infrastructure ETF (AIPO:US)



Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

현재주가 (9/22)

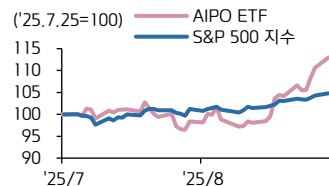
USD 23.00

Stock Data

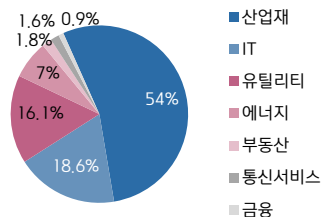
ETF 테마	AI & 전력 인프라
발행사	Tidal Investments
설정일	2025-07-25
운용보수 (%)	0.69
AUM (백만 USD)	22.4
일평균 거래량 (3M)	-
52주 최고/최저 (USD)	23.04 / 19.17
편입종목 수	56개
Top10 비중 (%)	49.1

Performance & Price Trend

추가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+14.8	-	-	-
S&P 500	+3.5	+11.1	+18.1	+17.1



Sector Breakdown



◆ AI 하드웨어부터 전력 인프라 전반에 투자하는 ETF

- 'AIPO'는 AI 고도화와 이에 따른 전력 수요 폭증에 맞춰 AI 하드웨어, 데이터센터, 전력망, 전력발전(원자력 포함)에 투자하는 ETF. 기초지수로 'MarketVector U.S. Listed AI & Power Infrastructure Index'를 추종
- 1)AI 하드웨어/DC 중에서는 엔비디아, 브로드컴을 중심으로 마벨, 이퀴닉스(DC 리츠), Nebius 등이 포함되어 있으며, 2)전력 발전 및 설비, 그리드 업체로는 GE버노바, 이튼, 버티브 홀딩스, 제네락 홀딩스, 카메코 센트리스에너지, 오클로, 누스케일파워 등이, 3)건설·엔지니어링 업체로는 콰타서비스, 마스텍 등이, 4)전력 유틸리티·생산 기업으로 컨스텔레이션에너지, 비스트라, 도미니언에너지, 탈렌에너지 등이 투자되어 있음

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억, \$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
ETN	Eaton Corp PLC	7.7	전기 부품 & 장비	147.3	+8.8	+28.0	+14.7
PWR	Quanta Services Inc	7.4	건설 & 엔지니어링	59.0	+4.3	+47.6	+33.7
GEV	GE Vernova Inc	7.4	중전기 장비	175.4	+6.1	+93.0	+156.2
VRT	Vertiv Holdings Co	5.9	전기 부품 & 장비	58.0	+20.6	+71.5	+58.2
CCJ	Cameco Corp	4.4	석탄 & 소모 연료	37.6	+15.2	+93.8	+87.5
NVDA	NVIDIA Corp	3.8	반도체	4,461.7	+3.2	+56.0	+57.9
CEG	Constellation Energy Corp	3.4	전기 공익 사업체	108.4	+11.9	+56.0	+35.0
AVGO	Broadcom Inc	3.4	반도체	1,599.9	+15.2	+76.8	+95.9
OKLO	Oklo Inc	3.1	전기 공익 사업체	20.7	+99.3	+416.6	+1,588.3
VST	Vistra Corp	2.7	독립 전력 생산업체	73.8	+14.4	+66.9	+95.2

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주: 2025-09-22 기준

KraneShares CSI China Internet ETF (KWEB:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

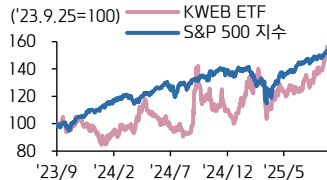
현재주가 (9/22) USD 41.44

Stock Data

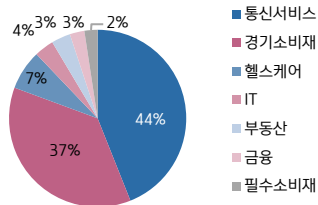
ETF 테마	중 인터넷
발행사	Krane Funds
설정일	2013-07-31
운용보수 (%)	0.70
AUM (백만 USD)	9,554.0
일평균 거래량 (3M)	18,522,382.0
52주 최고/최저 (USD)	42.67 / 26.9
편입종목 수	30개
Top10 비중 (%)	61.4

Performance & Price Trend

추가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+8.0	+23.2	+16.5	+52.2
S&P 500	+3.5	+11.1	+18.1	+17.1



Sector Breakdown



◆ 중국 인터넷 기업에 투자하는 ETF

- 'KWEB'은 CSI Overseas China Internet Index를 기초지수로 추종해 미국, 홍콩에 상장된 중국 인터넷/플랫폼 기업에 투자하는 ETF
- 포트폴리오 비중 상위 종목은 텐센트, 알리바바그룹홀딩스, 핀뎬뎬, 바이두, 징둥닷컴 순이며 AI 관련 노출도를 지니고 있는 종목들과 테크, 통신서비스 및 경기소비재, 헬스케어 등으로 구성
- 중국 정부의 'AI+ 정책 드라이브'로 반도체·로봇·AI 중심 산업에 직접적인 수급을 끌어올리며 중국 증시 전반에 걸친 강세. 중국 정부는 자국 첨단산업 육성 의지를 지속적으로 표명 중. 미-중 패권 전쟁의 핵심이 AI 등 첨단기술/인프라에 있는 만큼, 민간 및 정부주도 자금이 가장 많이 집중될 테크 산업과 해당 산업 성장의 수혜를 누릴 수 있는 테마 ETF로 접근할 필요

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억, 현지통화)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
700 HK	Tencent Holdings Ltd	10.6	인터넷티브 미디어 & 서비스	5,873.2	+5.8	+24.1	+63.8
9988 HK	Alibaba Group Holding Ltd	10.5	대규모 소매업	3,036.4	+34.0	+21.9	+83.7
PDD US	PDD Holdings Inc	7.4	대규모 소매업	182.5	+1.1	+1.5	+25.7
9888 HK	Baidu Inc	5.4	인터넷티브 미디어 & 서비스	380.6	+46.4	+37.1	+48.1
9618 HK	JD.com Inc	5.1	대규모 소매업	390.1	+5.3	-21.5	+13.0
6618 HK	JD Health International Inc	4.9	약품 소매	216.3	+4.2	+103.2	+164.6
3690 HK	Meituan	4.8	레스토랑	634.9	-14.4	-39.6	-23.7
TME US	Tencent Music Entertainment Group	4.3	영화 & 엔터테인먼트	37.6	-4.1	+73.6	+138.7
BZ US	Kanzhun Ltd	4.3	인적 자원 & 고용 서비스	11.4	+4.0	+18.9	+86.6
1024 HK	Kuaishou Technology	4.2	인터넷티브 미디어 & 서비스	319.6	-2.2	+23.6	+78.7

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-09-22 기준

Global X Defense Tech ETF (SHLD:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

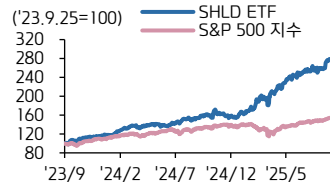
현재주가 (9/22) USD 67.26

Stock Data

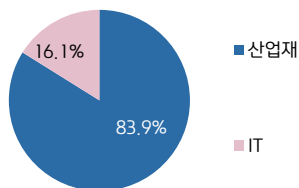
ETF 테마	글로벌 방산
발행사	Global X
설정일	2023-09-13
운용보수 (%)	0.50
AUM (백만 USD)	4,509.8
일평균 거래량 (3M)	1,106,112.1
52주 최고/최저 (USD)	67.3 / 36.61
편입종목 수	45개
Top10 비중 (%)	61.6

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+8.7	+14.9	+44.3	+81.8
S&P 500	+3.5	+11.1	+18.1	+17.1



Sector Breakdown



◆ 글로벌 방산 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, 라인메탈, RTX, BAE 시스템스, 록히드 마틴 등 글로벌 전통 군수 기업 뿐만 아니라 국방 기반 AI 솔루션, 소프트웨어 업체까지 다양
- 글로벌적 방위비 증가 추세 지속 중. 전통 방산 뿐만 아니라 드론, 우주, 사이버 보안 등 차세대 첨단 무기 체계로 방산 산업 확장 중이며, NATO의 방위비 증액 합의, 미국의 '골든돔 프로젝트' 등에 따른 추가적인 모멘텀 존재

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	425.4	+13.0	+97.2	+372.5
RHM GR	Rheinmetall AG	8.1	우주항공 & 국방	89.1	+19.6	+45.8	+298.0
RTX US	RTX Corp	7.6	우주항공 & 국방	213.4	+2.0	+20.4	+32.6
BA/LN	BAE Systems PLC	7.2	우주항공 & 국방	59.1	+11.5	+23.3	+54.3
LMT US	Lockheed Martin Corp	7.1	우주항공 & 국방	112.2	+7.7	+9.3	-17.2
LDOS US	Leidos Holdings Inc	4.6	리서치 & 컨설팅 서비스	24.1	+3.4	+40.4	+17.7
GD US	General Dynamics Corp	4.5	우주항공 & 국방	86.8	+1.0	+22.5	+4.7
NOC US	Northrop Grumman Corp	4.5	우주항공 & 국방	82.5	-2.7	+17.4	+8.1
LHX US	L3Harris Technologies Inc	4.5	우주항공 & 국방	53.2	+3.1	+36.7	+19.6
LDO IM	Leonardo SpA	4.3	우주항공 & 국방	29.9	+9.2	+12.7	+148.5

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY23	CY24	CY25E	CY26E
매출액	-	936.4	1,347.5	1,454.1
EBIT	-	72.2	135.5	163.1
EBIT이익률(%)	-	7.7	10.1	11.2
순이익	-	56.3	91.4	112.2
PER(배)	-	25.8	33.0	26.5
PBR(배)	-	4.1	5.3	4.9
ROE(%)	-	12.6	14.7	17.3
배당수익률(%)	-	1.4	1.2	1.3

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

주: 2025-09-22 기준



Compliance Notice

- 당사는 9월 24일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- "우라늄 글로벌엑스 (ETF)" 종목은 9월 22일, "CSI 중국 인터넷 크레인셰어즈 (ETF)" 종목은 9월 01일에 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.