

키움증권 

키움증권 리서치센터 | 2026년 02월 25일

KIWOOM 글로벌리서치팀 3월 Monthly

봄 맛을 준비

Global ETF 김진영 jykim@kiwoom.com

China Strategy 박주영 jyp1ark@kiwoom.com

US Strategy 김승혁 ocean93@kiwoom.com

US Equity 박기현 kihyun.park@kiwoom.com

RA 조호준 hojun.cho@kiwoom.com

RA 한유진 yujin.han@kiwoom.com





Contents & Summary

美: 해동(解凍)_P.3

- 2월 S&P500은 7,000pt 부근을 테스트했으나 방향성보다 '리더십 교체'가 두드러진 횡보 국면으로 정리. M7에 집중됐던 수급이 에너지·산업재·방어주로 분산되며 쓸림이 완화됐고, 지수는 빅테크가 쉬는 동안 다른 섹터가 받쳐주는 구조로 균형을 찾아가는 흐름을 연출
- 3월 S&P500은 7,200pt(FWD PER 23배) 레벨을 1차 목표로 상승 동력이 높아질 전망. 대법원 관세 위헌 판결 이후 환급 소송·관세 수입 불확실성·플랜B 집행 방식 등 정책 노이즈가 랠리 속도를 제어할 수 있으나, RRP 소진 이후 재정지출의 실물 환류(TGA 지출 전환)와 단기자금 변동성 관리(레포·유동성 공여 등)가 맞물리면 '유동성의 방향'은 긴축 재개보다 완화 쪽으로 기울 가능성이 높음
- CY25 4Q 실적 발표 기반 EPS 개선 흐름은 중소형 기업들의 '확장 지연'을 '실행'으로 전환시키는 촉매로 작용 가능

中: 아직은 유효한 정책 기대_P.69

- 연초 경기 하방 압력 완화를 위한 정부 정책이 집중되고 있으나, 민간 신용 수요는 여전히 부진
- 3월 증시는 박스권 예상. 15차 5개년 계획 및 트럼프 대통령 방중 가능성이 주요 변수가 될 전망
- 업종·테마 중심의 접근 유효. 연초 부진한 AI가 주도 테마로 부각 기대. 리플레이션 트레이딩도 관심 유효

ETF: 과속방지턱을 넘어_P.108

- 관세 불확실성과 인플레이 재점화로 인한 변동성 확대 가능성이 노이즈로 작용 중이나 3월 FOMC와 케빈 워시 청문회, 경제지표 등 주시하며 조정시 매수로 대응하는 전략 유효. 계절적 강세 기대 속 순환매 (대형-)중소형/가치주) 흐름 지속 여부 모니터링
- 중기적으로는 AI Capex 확장 사이클 확인과 더불어 트럼프 행정부의 재정부양(세제 혜택)과 5월 취임하는 케빈 워시의 정책공조(금리인하)로 주도주의 기업이익 전망치가 상향될 전망
- ETF Picks: QGRO(퀄리티), XAR(우주/방산), ARKQ(로봇), ASHR(중국 본토), SHLD(글로벌 방산), EWJV(일본 가치주), XLRE(미국 리츠), MLPX(에너지-미드스트림)

2월 미국 Review 및 3월 전망

해동(解凍)





2월 미국 Review 및 3월 전망 | 해동(解凍)

해동(解凍)

- 3월 S&P500 레인지는 상단 7,200pt(FWD PER 23배), 하단 6,700pt(FWD PER 22배)로 제시하며 '상승 우위' 장세를 전망
- 상승 동력은 RRP 소진 이후 TGA의 실질 지출 전환(=재정의 시장 환류), 단기자금 변동성 완화를 위한 연준의 유동성 공여(레포 등), 저소득층 지원 중심의 재정 집행 확산, 그리고 EPS 가시성이 높아진 중소형 기업들의 확장 사이클 동참으로 요약됨
- 특히 2월에 확인된 '빅테크 쏠림 완화→자금 분산' 흐름이 유지될 경우, 지수는 특정 섹터가 끌어올리는 랠리보다 균형적 상승을 동반한 레벨업 형태로 7,200pt 상단을 시도할 공간이 큼

리스크 요인 검토

- 물론 대법원 관세 위한 판결의 후속 노이즈(환급 소송, 관세 수입 불투명, 플랜B 집행 불확실)와 GDP 성장을 둔화 등 매크로 불투명은 랠리의 '속도'를 제어할 수 있음
- 다만 이 요인들은 펀더멘털을 훼손하는 쇼크라기보다 심리·정책 경로의 불확실성에 가깝고, 그간 상단을 막아온 유동성 제약이 완화되는 구간(재정 환류·유동성 공여·브레드스 개선)이라는 점을 감안하면, 3월은 조정이 나오더라도 '상승 압력 우위'가 유지될 가능성이 높다고 판단

AI의 실체화: 연산을 넘어 '점유와 주권'의 시대로

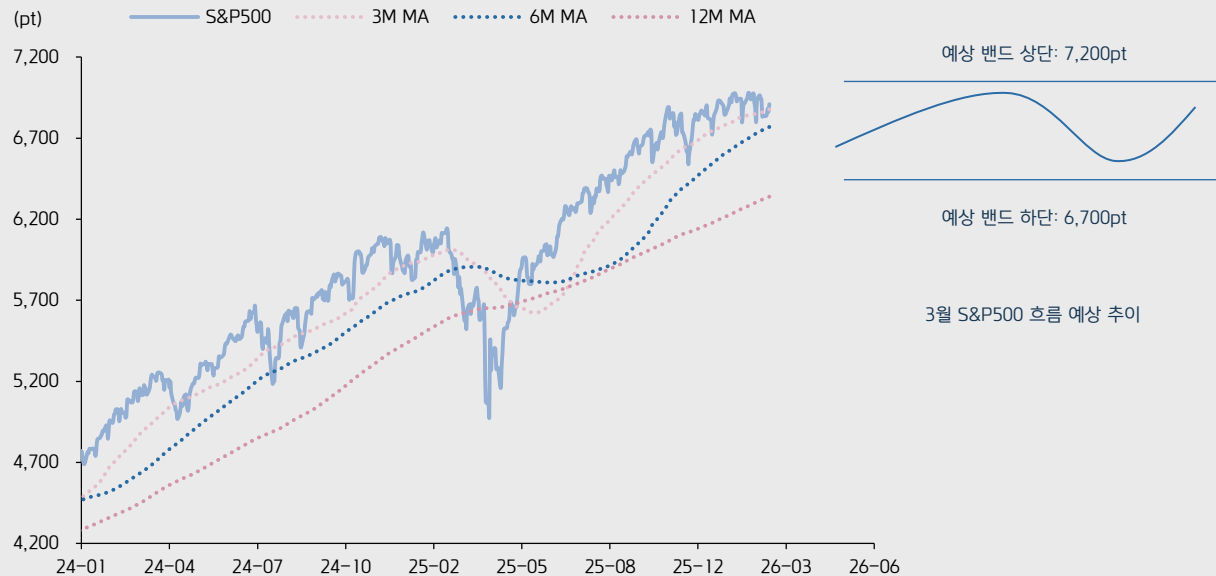
- '골든 돔' 프로젝트와 저궤도 위성망은 국방과 민간 기술의 결합을 통해 안보 인프라를 '전략적 사유재'로 격상시키며, 관련 기업들의 밸류에이션을 단순 성장주에서 국가 기간망 수준으로 재편 중. NVIDIA GTC 2026이 예고하는 Physical AI의 확산은 연산 효율의 단계를 넘어, 칩 간 광연결(CPO)과 메모리 장벽(CXL) 같은 하드웨어적 임계점을 실질적으로 돌파하는 기술 자산에 독점적 가치를 부여할 전망. 결국 전력망 독립(On-site)과 우주 궤도, 초저지연 네트워크 같은 물리적 인프라의 점유가 곧 AI의 성능과 주권을 결정짓는 시대가 도래함에 따라, 투자의 중심축은 무형의 알고리즘에서 '실체적 자산'으로 이동하는 중
- 산업재-록히드 마틴(LMT), RTX(RTX), 버티브 홀딩스(VRT), 블룸에너지(BE), IT-램버스(RMBS), 루멘텀 홀딩스(LITE), 통신 서비스-AST 스페이스모바일(ASTS)



◆ 3월 미국 증시 전망

- 3월 S&P500 레인지는 상단: 7,200pt(FWD PER 23배), 하단: 6,700pt(FWD PER 22배)로 제시하며 상승 우위 장세를 연출할 것으로 전망. 상승 근거로는 RRP 소진에 의한 TGA 실질 지출 전환, 단기 자금 안정을 위한 연준의 유동성 공여, 저소득층 지원을 위한 재정 지출 확산, EPS 가시성을 확보한 중소형 기업들의 확장 대열 참여 등이 존재
- 물론, 대법원의 관세 위헌 판결 기반 노이즈(환급 소송, 관세 수입 불투명)와 매크로 불투명(GDP 성장률 둔화) 등은 증시 상승 속도를 제어할 수 있으나 그간 증시 상단을 막아온 유동성 창구가 개방될 것이란 점은 감안할 경우 상승 압력이 우위를 점할 것

S&P500 3월 예상 흐름 및 상하단 밴드



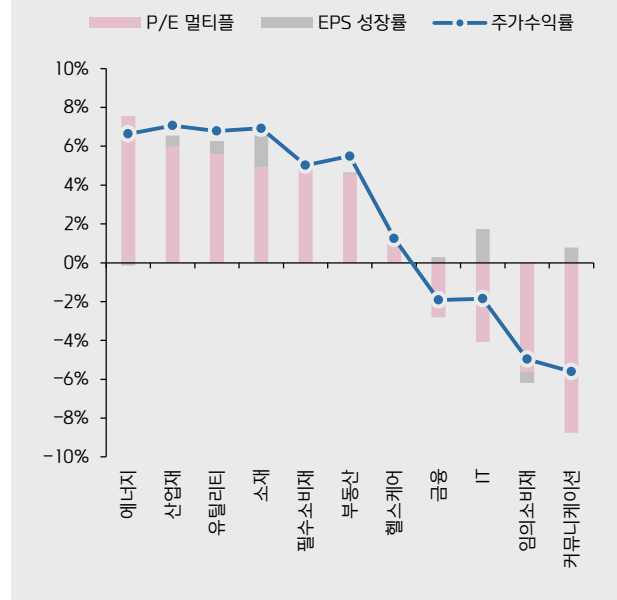
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 2월 미국 증시 섹터별 수익률 분해

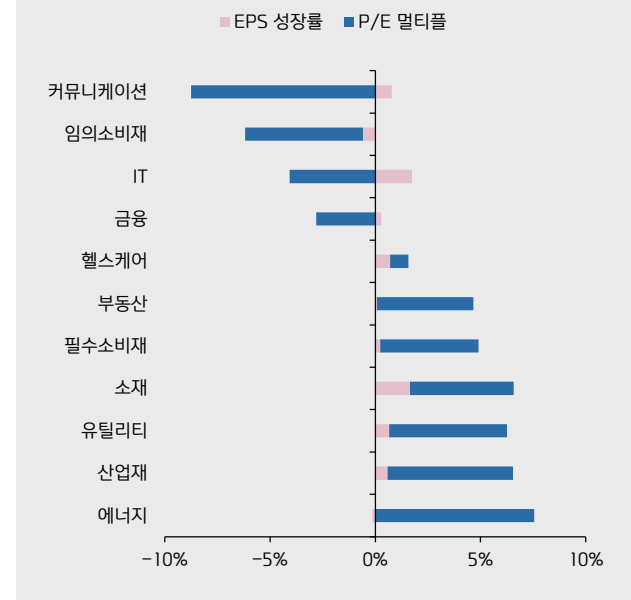
- 2월 S&P500은 -0.4% 하락했지만 섹터별 성과 격차가 크게 벌어졌고, 저변동성 섹터 중심 순환매가 관찰됨
- P/E멀티플 주도 에너지 섹터 성장이 관찰되었으며, 산업재 섹터/유틸리티 섹터는 EPS와 P/E 멀티플 성장이 함께 진행되며 상승세를 보임
- 반면 IT 섹터는 견고한 EPS에도 불구하고 P/E 멀티플이 하락하는 모습을 연출했으며 커뮤니케이션 섹터 역시 유사한 흐름

S&P500 섹터별 추가 수익률 분해 (EPS 성장 vs P/E)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

섹터별 EPS 성장률 및 P/E 멀티플 변화율 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 2월 주요 주가지수 수익률 동향

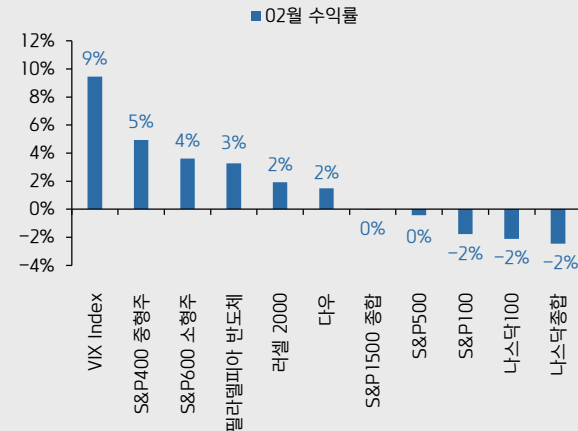
- 2월 수익률 기준으로 S&P400 중형주(+4.9%), S&P600 소형주(+3.6%), 러셀2000(+1.9%)이 S&P500(-0.4%), 나스닥100(-2.1%) 대비 우위를 연출
- 필라델피아 반도체는 기술주 부진에도 불구하고 2월 +3.3%로 플러스 전환했으나, 3개월(+28.9%), 6개월(+43.5%) 등을 감안할 때 상승 속도는 일부 둔화
- 필라델피아 반도체(+3%)와 러셀2000(+2%)가 플러스권에 위치해, 성장 테마가 꺾였다기보다 '빅테크 집중 완화'가 더 핵심 변수이며 대형 기술주 부담이 지수 성과를 누름

미국 주가지수 기간별 수익률

지수명	종가(pt)	기간별 수익률			
		2월	3M	6M	1Y
VIX Index	19.1	9.5%	-18.5%	34.2%	25.0%
S&P400 중형주	3,607.0	4.9%	13.3%	10.8%	12.4%
S&P600 소형주	1,605.0	3.6%	14.0%	11.2%	12.1%
필라델피아 반도체	8,260.4	3.3%	28.9%	43.5%	55.6%
러셀 2000	2,663.8	1.9%	12.4%	12.8%	16.7%
다우	49,626.0	1.5%	7.3%	8.8%	11.2%
S&P1500 종합	1,554.9	0.0%	5.3%	7.2%	12.5%
S&P500	6,909.5	-0.4%	4.6%	6.8%	12.5%
S&P100	3,376.0	-1.8%	1.9%	5.7%	12.4%
나스닥100	25,012.6	-2.1%	3.2%	6.4%	12.8%
나스닥종합	22,886.1	-2.5%	2.8%	6.5%	14.1%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주)2026.02.23일 기준

2월 미국 주가지수 수익률 순위



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주)2026.02.23일 기준

2월 산업별 수익률 분포

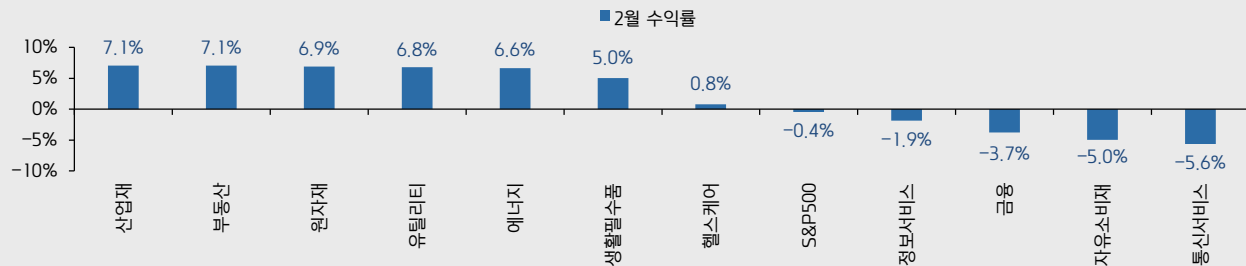


◆ 2월 산업별 수익률 분포

- 2월 상위는 산업재(+7.1%)·부동산(+7.1%)·원자재(+6.9%)·유틸리티(+6.8%)·에너지(+6.6%)로, 금리·경기·실물 사이클에 민감한 업종과 방어주가 동시에 강했던 흐름

GICS Level 1 기준 산업별 수익률 분포

분류	종가(pt)	변화율			PER(x)		PBR(x)		EV/EBITDA(x)		
		2월	3M	1Y(%)	2025	2026	2025	2026	2025	2026	
S&P500	산업재	1,498.9	7.1%	18.6%	27.7%	27.4	23.8	6.8	6.0	17.3	15.3
	부동산	277.1	7.1%	8.8%	5.4%	37.3	18.8	3.2	3.2	18.7	17.6
	원자재	667.3	6.9%	22.4%	17.9%	21.6	19.0	3.1	3.0	11.5	10.2
	유틸리티	469.4	6.8%	5.4%	15.4%	21.2	19.0	2.4	2.2	12.8	12.5
	에너지	838.3	6.6%	23.3%	20.5%	20.9	17.7	2.3	2.2	8.7	7.8
	생활필수품	976.6	5.0%	12.6%	7.7%	24.9	23.6	7.4	6.5	17.4	15.5
	헬스케어	1,881.7	0.8%	-3.4%	-8.6%	19.1	16.9	4.6	4.0	14.0	12.3
	S&P500	6,909.5	-0.4%	4.6%	12.5%	26.9	22.0	5.4	4.7	17.6	15.0
	정보서비스	5,484.4	-1.9%	0.4%	16.3%	35.3	24.5	12.3	9.7	25.6	17.2
	금융	1,415.0	-3.7%	-1.2%	-4.5%	15.7	14.5	2.2	2.0	17.1	15.1
	자유소비재	1,863.8	-5.0%	2.5%	1.3%	25.6	23.8	7.0	5.7	14.6	12.7
	통신서비스	451.3	-5.6%	4.5%	23.0%	21.2	19.3	4.5	3.9	12.7	11.1
나스닥	22,886.1	-2.5%	2.8%	14.1%	38.0	26.3	7.8	5.3	22.5	16.6	



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주)2026.02.23일 기준

2월 세부 업종별 수익률 분포



◆ 2월 세부 업종별 수익률 분포

GICS Level 2 기준 세부 산업별 수익률 분포

지수명	증가(pt)	기간별 수익률				
		1W(%)	2월 수익률	3M(%)	6M(%)	1Y(%)
내구소비재/의류	404.38	2.6%	10.1%	14.4%	-0.7%	1.2%
자본재	1,820.45	1.7%	8.7%	23.2%	22.9%	41.4%
통신	169.88	-1.1%	8.2%	10.4%	-1.2%	3.4%
운송	1,197.96	2.8%	7.2%	15.7%	12.7%	12.6%
부동산	277.1	-0.3%	7.1%	8.8%	6.7%	5.4%
소재	667.3	-0.3%	6.9%	22.4%	14.2%	17.9%
유틸리티	469.35	-0.5%	6.8%	5.4%	7.8%	15.4%
에너지	838.29	0.5%	6.6%	23.3%	25.1%	20.5%
가정용품	847.21	0.3%	5.9%	9.8%	1.1%	-2.8%
음식료 및 담배	942.28	-0.8%	5.0%	11.8%	6.4%	13.2%
식료품	1,142.28	-5.2%	4.6%	15.0%	14.6%	7.6%
하드웨어	5,271.32	2.8%	3.3%	3.9%	20.2%	16.8%
제약	1,614.21	-1.3%	1.5%	4.5%	23.3%	19.3%
은행	609	2.3%	1.2%	8.7%	10.1%	15.7%
헬스케어	1,881.69	0.6%	0.8%	-3.4%	0.0%	-8.6%
반도체 및 장비	8,903.65	2.8%	0.3%	12.7%	20.6%	48.5%
보험	792.98	1.5%	-0.1%	-0.8%	-5.0%	-4.8%
S&P500	6,909.51	1.1%	-0.4%	4.6%	6.8%	12.5%
호텔/레저	1,933.83	1.4%	-1.4%	5.7%	-4.2%	-2.8%
금융	1,414.997	1.2%	-3.7%	-1.2%	-6.6%	-4.5%
자동차 및 부품	223.75	-1.3%	-3.9%	6.0%	21.7%	18.3%
상업 및 전문서비스	595.01	0.2%	-4.9%	-6.2%	-18.0%	-17.5%
엔터/미디어	1,883.11	2.7%	-6.9%	3.7%	14.7%	24.7%
유통	5,144.85	3.0%	-7.8%	-1.1%	-6.1%	-2.8%
소프트웨어	4,256.64	-1.8%	-9.7%	-17.6%	-22.7%	-14.8%

자료: Bloomberg
주)2026.02.23일 기준

2월 종목별 수익률 Top10 & Low10



◆ 2월 종목별 수익률 Top10 & Low10

2월 종목별 수익률 분포

월간 수익률 Top10 종목	티커	GICS 업종	시가총액(\$min)	변화율			1W 목표주가 변화
				1W	1M	3M	
코닝	GLW US EQUITY	기술	119,692.3	6.1%	49.5%	75.6%	6.0%
시에나	CIEN US EQUITY	기술	47,383.2	14.3%	46.2%	87.9%	8.7%
Texas Pacific Land Corp	TPL US EQUITY	에너지	34,462.5	21.5%	44.1%	67.3%	-124.7%
다비타	DVA US EQUITY	헬스케어	10,068.8	0.5%	39.4%	25.3%	0.0%
테라다인	TER US EQUITY	기술	50,857.2	4.4%	41.7%	104.4%	0.0%
제너락 홀딩스	GNRC US EQUITY	공산업	13,447.9	6.2%	32.5%	56.9%	3.9%
샌디스크	SNDK US EQUITY	기술	99,697.8	3.1%	37.2%	224.5%	-1.7%
컴포트 시스템스 유에스에이	FIX US EQUITY	공산업	51,433.9	12.5%	30.4%	63.5%	304.0%
페덱스	FDX US EQUITY	공산업	91,340.5	5.1%	27.7%	44.2%	0.8%
버라이즌 커뮤니케이션스	VZ US EQUITY	통신	207,720.9	-0.4%	24.6%	19.5%	0.4%
월간 수익률 Low10 종목	티커	GICS 업종	시가총액(\$min)	변화율			1W 목표주가 변화
				1W	1M	3M	
EPAM 시스템스	EPAM US EQUITY	기술	7,535.9	-14.9%	-36.4%	-23.3%	-23.7%
가트너	IT US EQUITY	기술	10,830.3	0.1%	-33.7%	-34.4%	-3.4%
아이큐비아 홀딩스	IQV US EQUITY	헬스케어	28,105.7	-1.9%	-29.6%	-26.4%	-4.4%
팩트셋 리서치 시스템스	FDS US EQUITY	금융기관	7,236.2	-3.4%	-32.0%	-29.6%	-12.8%
휴매나	HUM US EQUITY	헬스케어	22,892.7	6.2%	-28.8%	-16.4%	-3.4%
트레이드 데스크	TTD US EQUITY	통신	12,138.2	-4.0%	-31.3%	-36.7%	-0.4%
액손 엔터프라이즈	AXON US EQUITY	공산업	34,240.0	-0.4%	-29.2%	-16.9%	-26.2%
Robinhood Markets Inc	HOOD US EQUITY	금융기관	68,579.0	7.0%	-28.9%	-29.1%	-4.8%
인튜이트	INTU US EQUITY	기술	105,897.2	-4.4%	-32.5%	-42.6%	-37.1%
타일라 테크놀로지스	TYL US EQUITY	기술	13,626.8	10.4%	-27.1%	-32.9%	-0.2%

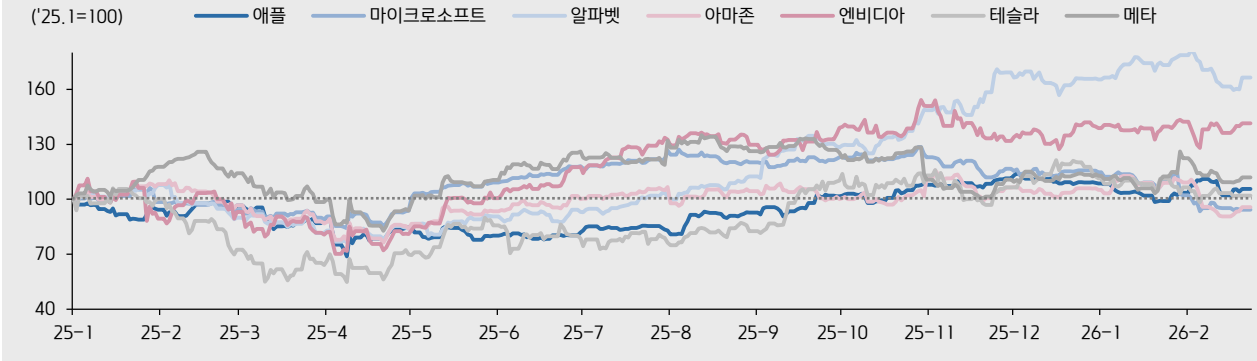
자료: Bloomberg

주)종목은 S&P500 포함 주식 중 선정, 2026.03.23일 기준

2026년 2월 미국 증시 주요 지수·빅테크(M7) 수익률 현황 및 연도별 추이 비교

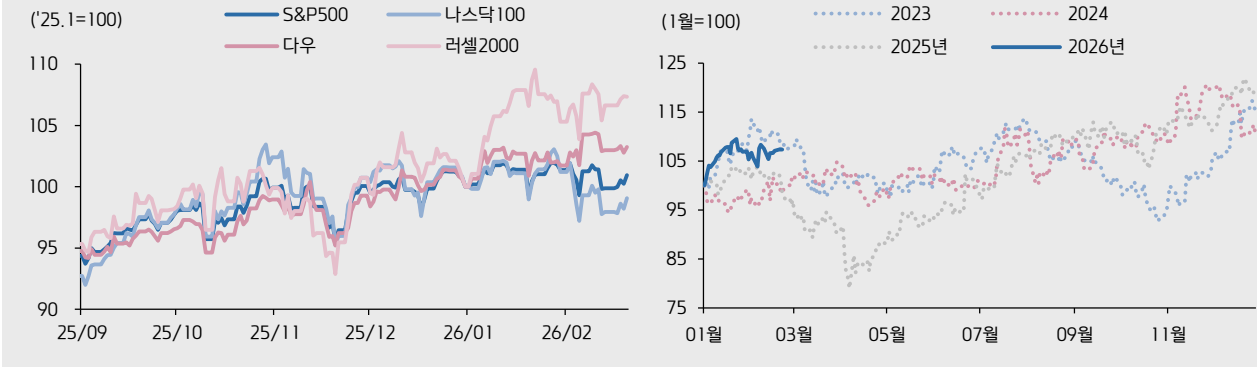


주요 빅테크(M7) 주가 추이: 여전히 M7 안에서의 강자는 알파벳



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 4대 지수 주가 추이: 러셀2000 > 다우존스 > 나스닥100 > S&P500 및 최근 4개년 증시 추이 비교

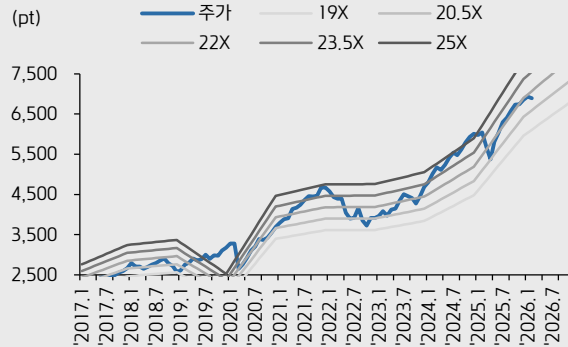


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 주요 지수별 PER 밴드 차트

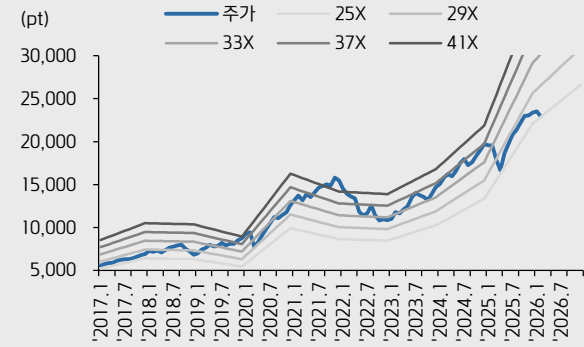


S&P500 PER 밴드



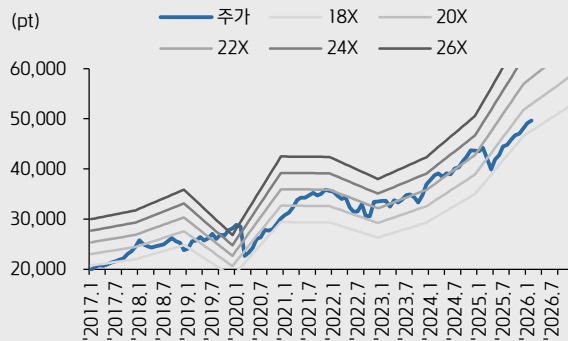
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NASDAQ PER 밴드



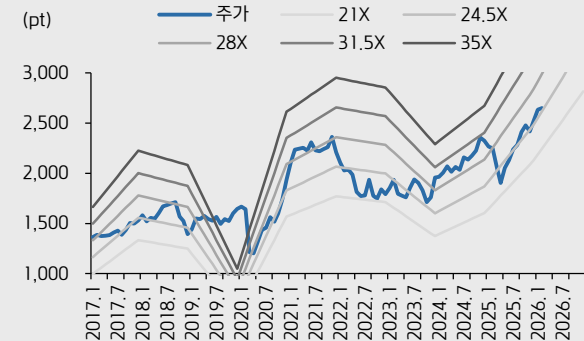
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

DOW PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Russell2000 PER 밴드



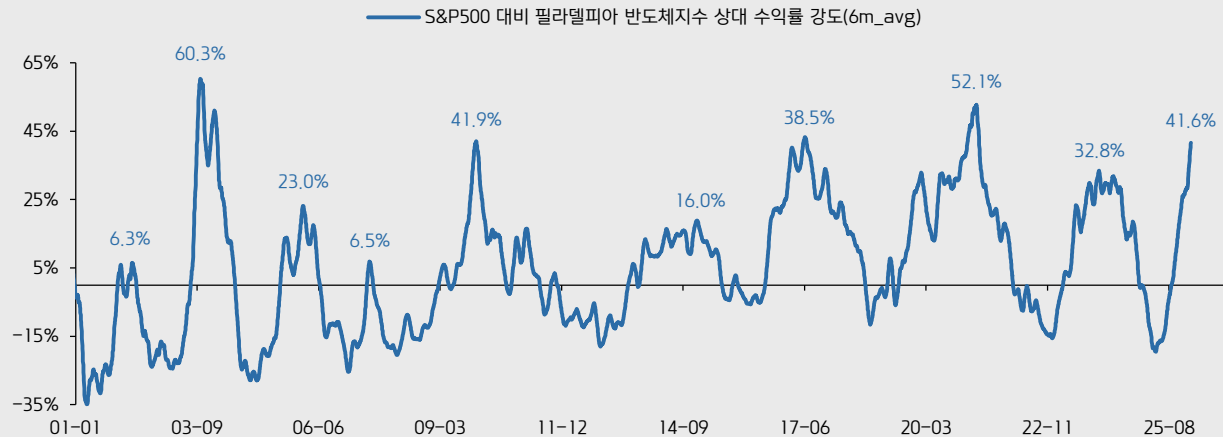
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 지금의 반도체는 과거랑 다르다

- 반도체의 S&P500 대비 상대강도가 최근 41.6%까지 급반등하며 과거 고점 구간(예: 38.5%, 52.1%)에 근접한 수준으로 회귀
- 다만, 필라델피아 반도체지수의 상대 성과는 '25년 10월 이후 지속적으로 횡보하고 있는 S&P500에게도 일부 사유가 있기에 반도체 산업의 밸류에이션이 부담스러운 수준으로 높아졌다고 판단하는 것은 오류
- 물론, 41.6%라는 상대 수익 강도는 2000년 이후 Top4 수준. 다만 필라델피아 반도체지수 구성 종목이 PC → 모바일 → AI로 변화해 왔고, AI 사이클 내 반도체의 위상, 엔비디아의 낮은 PER 등을 감안할 때 3월까지의 여전히 상승 례이 남아있다고 판단
- 만약 1~2월 동안 부진했던 반도체 이외의 IT 산업들이 상승랠리를 연출할 경우 상대 수익률 강도는 완화될 여지가 있으며, 이 경우 반도체 이탈에 대한 고민보다는 IT 산업 비중 조절로 대응하는 것이 옳은 접근으로 판단

S&P500 대비 반도체 지수 상대 강도



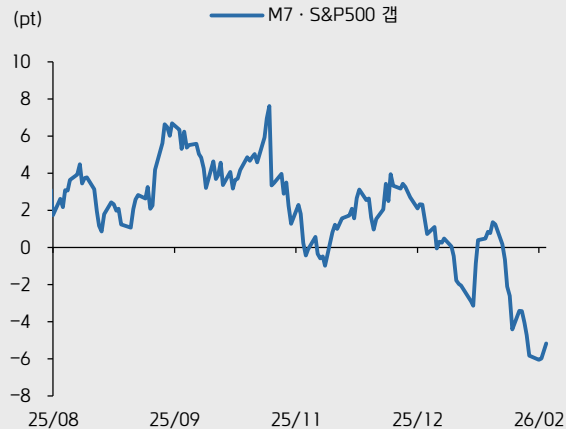
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 급락한 M7·S&P500 성과 갭, 이유는?

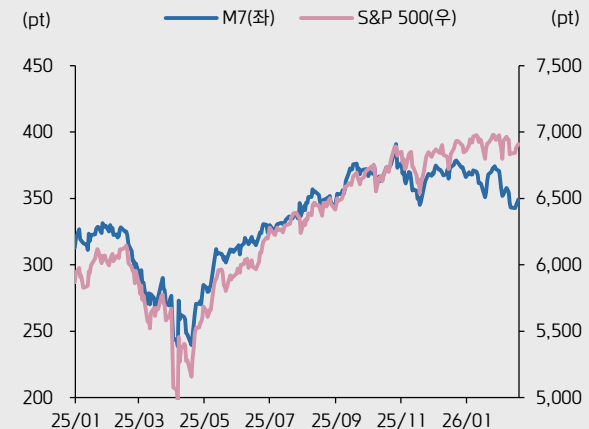
- 25년 8~10월 구간에서 플러스(약 +8pt)로 확대됐던 M7·S&P500 갭이 25년 10월 이후 급격히 축소되며 26년 2월에는 -6pt 내외까지 하락. M7에만 집중되었던 수급이 분산되고 있음을 알 수 있음
- 25년 10월은 연준이 QT 종단을 선언한 시기. 시중 유동성이 적정 레벨로 복귀했다고 판단하며 QT 지속에 대한 필요성이 낮아졌기 때문. 시중 유동성이 '과잉' 국면을 벗어나자 높은 CapEx 투자를 일으킨 M7들에 대한 시중 의구심이 확대되며 주가 하락을 유도
- M7에서 이탈한 수급은 메모리, 우주 등의 일부 테마나 에너지/유틸리티 등의 섹터로 옮겨갔고 또한 한국, 중국, 유럽 등의 Non-US 국가로도 이동
- 다만, 재정지출 확대에 의한 시중 유동성 확대, M7의 CapEx 투자 효용성 증명 등이 확인될 경우 M7·S&P500 성과 갭은 차후 점차 감소할 것으로 판단

M7·S&P500 성과 갭 급락



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

M7 vs S&P500 지수 추이



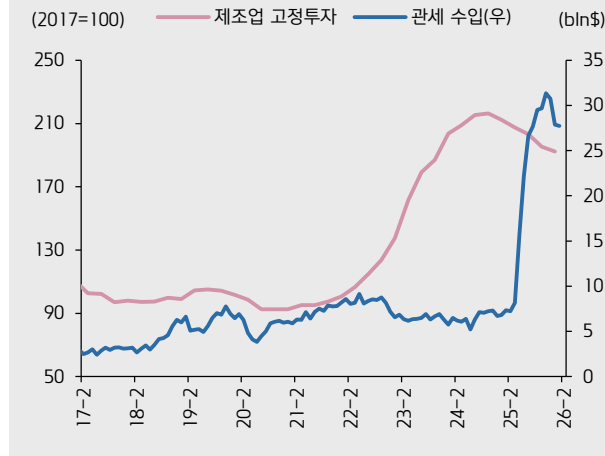
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 대법원 판결에 따른 관세 수입 중단될까? No

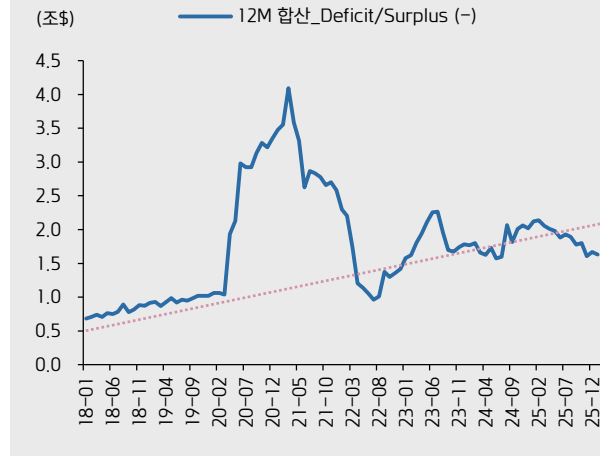
- 관세 수입은 25년 11월 310억 달러를 상회하며 견고한 흐름을 보였으나 연초 소폭 감소. 대법원의 IEEPA 위헌 판결에 따라 관세 수입의 불확실성 역시 높아진 상황
- 관세 수입의 사용처는 애초 제조업 활성화가 목적이었으나, 아직 제조업 투자까지 온기가 확산되지는 못했고, 재정수지 적자폭은 관세 수입이 늘어난 25년 7월 이후 추세를 하향 이탈하기 시작함
- 반대로 말하면 관세 수입이 중단될 경우 재정수지 적자가 재차 늘어남과 동시에 제조업 활성화 기대감 역시 둔화될 수 있다는 의미
- 하지만, 트럼프 행정부의 플랜 B 발표 등을 감안할 때 관세 수입 중단 시나리오는 가능성이 높지 않다고 판단

제조업 고정투자(2017=100) vs 관세 수입



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

12M 합산 재정수지 적자



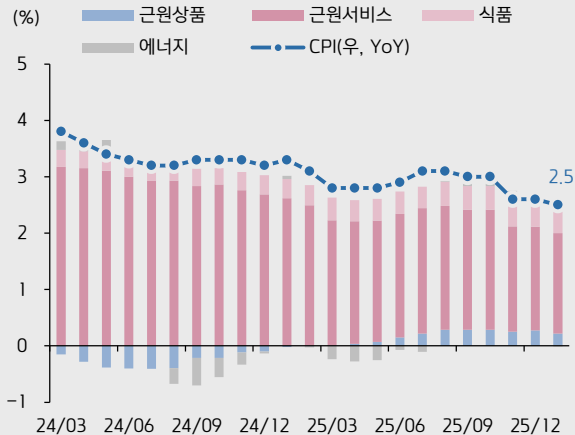
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 욕심만큼은 아니지만 꾸준한 물가 안정

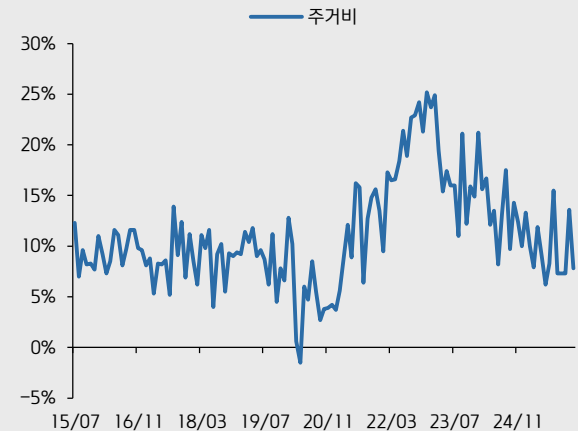
- 전체 CPI 상승률이 전반적인 하락 추세를 보이고는 있으나, 여전히 2.5%에 머물며 연준의 목표치(2%)를 완벽히 하회하지는 못함
- 세부 항목을 살펴보면 에너지나 상품 물가의 기여도는 미미하거나 마이너스로 돌아선 반면, '근원 서비스'가 여전히 물가 상승분의 대부분을 차지하며 하방 경직성을 만들고 있음
- 한편 근원 서비스 물가 내에서 가장 큰 비중을 차지하는 주거비(Housing) 지표가 다소 변동성은 있으나 큰 틀에서 뚜렷한 우하향 추세를 지속하고 있어 긍정적이라 판단

CPI YoY 세부 항목 구성



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주택가격(주거비) YoY 흐름



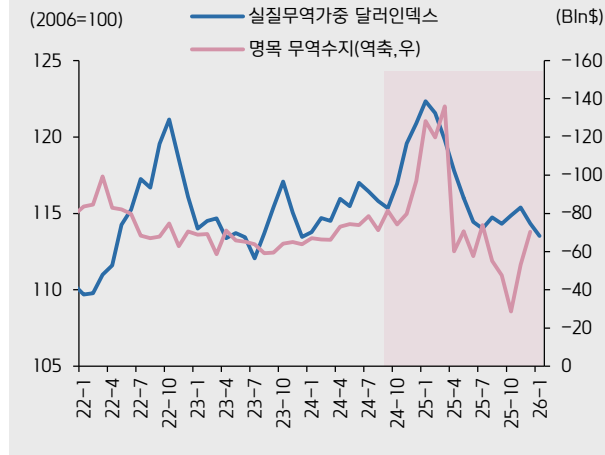
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 무역수지 적자의 이면: AI 인프라 투자와 금에 따른 일시적 노이즈

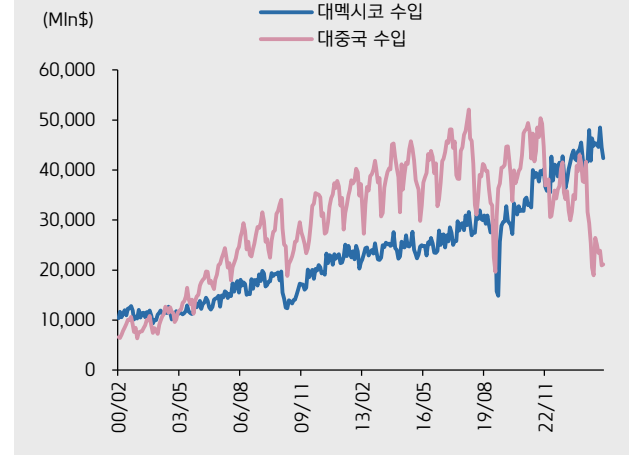
- 1월 관찰된 무역수지 적자 누적은 경기 침체 신호가 아니라, AI 데이터센터 건설 붐에 따른 컴퓨터 및 통신장비 등 '자본재' 수입 급증과 비통화금(Gold) 수출 급감과 같은 일회성 노이즈가 명목상의 적자폭을 과장한 결과
- 실질무역가중 달러인덱스가 1월 하락했음에도 무역수지 적자 폭이 확대된 점도 적자폭이 과장되었음을 방증하는 근거
- 대중국 수입 감소와 대 멕시코 수입 증가 추이가 크게 변하지 않았다는 점도 미국의 위상이 교역 시장에서 갑작스럽게 변하지 않았단 것을 의미. 향후 오히려 대법원의 관세 위헌 판결에 따른 정책적 변화가 노이즈를 만들어 낼 수는 있음

실질무역가중 달러인덱스 및 명목 무역수지 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국의 대(對)멕시코 및 대(對)중국 수입 추이 비교



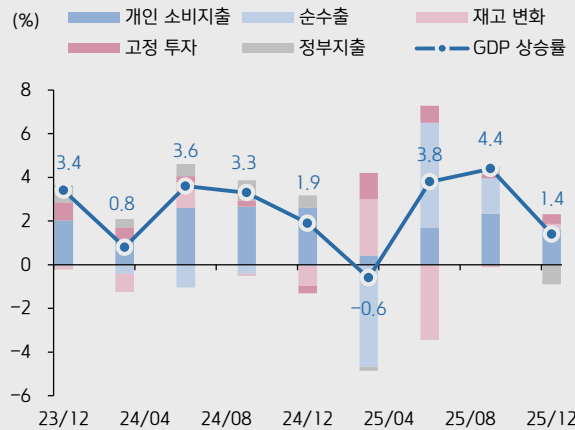
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ GDP 성장률이 급락한 이유

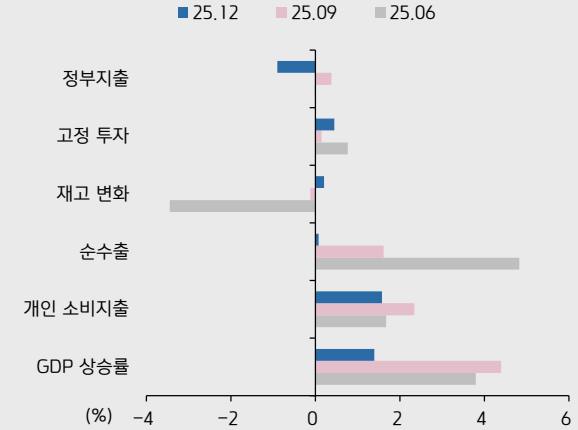
- 25년 4Q 미국 GDP 성장률은 +1.4%로 발표됐고, 직전 분기(+4.4%) 대비 성장 모멘텀이 둔화된 흐름이 관찰됨
- 우선 순수출 기여도가 +1.62%p → +0.08%p로 급락하며 성장률 둔화의 1순위 요인으로 작용했고, 정부지출 역시 +0.38%p → -0.90%p로 하락하며 성장률 훼손에 일조
- 소비는 서비스는 버티고, 재화가 식는 형태로 둔화된 모습이 관찰됨. 다만 민간투자는 +0.03%p → +0.66%p로 개선되며 역풍을 흡수
- 이번 GDP 성장률 훼손의 1등 공신인 순수출 기여도 급감은 앞서 언급한 무역수지 적자 흐름과 궤를 같이할 수 있음. AI 인프라 건설 과정에서 발생한 수입품 증가 및 비통화금(Gold)의 여파가 일시적일 수 있음을 상기할 필요가 있음
- CPI 역시 점진적으로 하락하고 있기에 경기가 냉각되었다고 보기 어려우며 여전히 소프트랜딩 국면 속에 놓여있다고 판단 가능

GDP 성장률 세부 항목 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

최근 3분기 항목별 GDP 기여도 구분



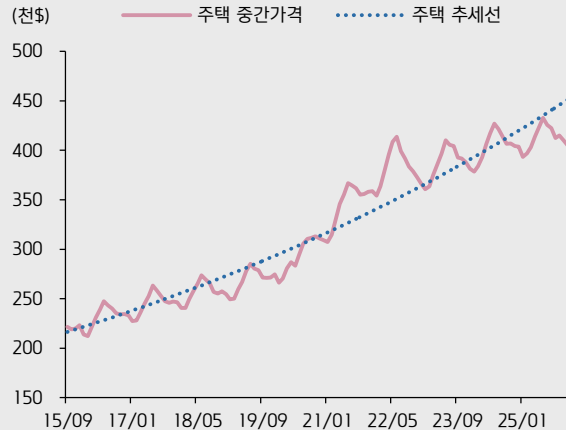
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 추세를 하회한 주택가격

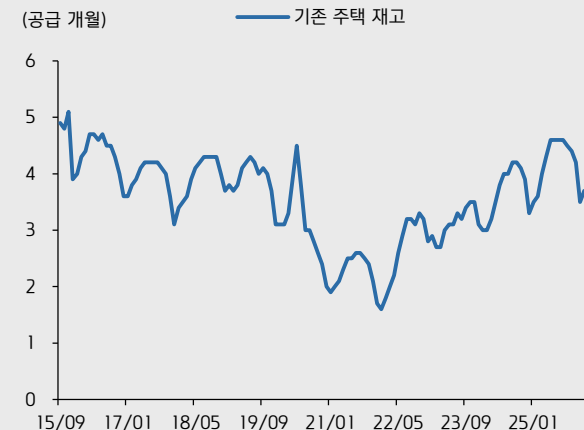
- 20~22년 급등으로 장기 추세선을 상회했던 가격이, 최근에는 추세선 아래로 내려오며 모멘텀이 둔화된 흐름이 관찰됨
- 금리 레벨(모기지)과 구매력 제약이 누적되면서 “가격이 더 오르기 어렵다”는 신호가 강해지고, 대신 거래는 가격 조정·인센티브·믹스 변화로 맞춰지는 구간으로 판단
- 즉 주택은 경기 상단을 끌어올리는 힘 보다는, 물가에 디스인플레이션 근거를 쌓는 방향으로 작동. 재고(공급개월) 역시 25년 6월 이후 줄어드는 흐름이었지만 1월에 다시 소폭 늘어나며, 방향성이 소폭 흔들림
- 결론적으로 주택가격의 추세 이탈은 시차를 두고 CPI의 Shelter(임대료·OER)에 하방 압력을 만들 수 있겠으나, 기존 주택 재고가 1월에 관찰되었듯 소폭 반등 수준을 이어간다면 앞서 언급한 형태는 완만하게 나타날 공산이 큼

주택 중간가격 변화 및 추세



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

기존주택 재고(공급개월)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 모기지 금리 하락의 제한적 온기

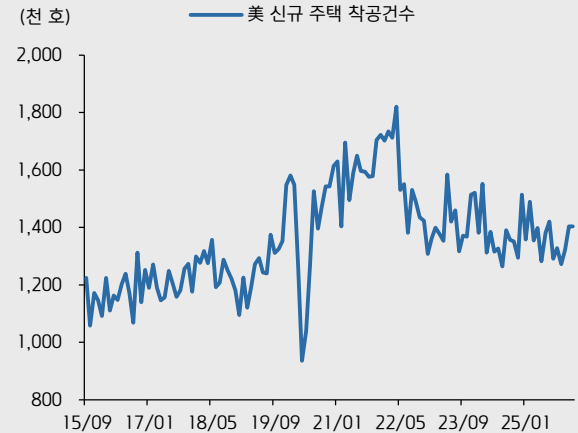
- 30년 모기지 금리가 '23년 7%대 후반 고점 이후 6.08%까지 내려오며 금리 충격은 일부 완화되는 흐름을 보임
- 다만 '20~'21년 3%대 저금리 구간과 비교하면 여전히 높은 수준이라 주택 구매력 회복은 제한적인 모습. 앞서 살펴본 기존 주택 재고 공급개월수가 아직 유의미하게 하락하지 않은 이유
- 오히려 미국 신규주택 착공건수는 128만 호에서 바닥을 다지며 소폭 반등. 기존주택 시장은 매물 잠김으로 거래가 둔한 반면, 금리가 6%대 초반으로 내려오며 신규로 집을 사려는 수요가 일부 발생하며, 해당 수요가 신규주택 쪽으로 흡수된 그림으로 판단
- 정리하면 기존 주택 보유자들은 6%를 훨씬 밑도는 금리에 고정돼 있어 “팔고 갈아타기” 유인이 약하며, 이 구간에서는 금리 하락이 거래량을 즉각 밀어 올리기보다 ‘신규 매수의 문턱’을 조금 낮추는 역할을 수행 중으로 판단

30년 모기지 금리(고정 & 변동)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 신규주택 착공건수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 급등한 구리 가격과 안정화된 천연가스

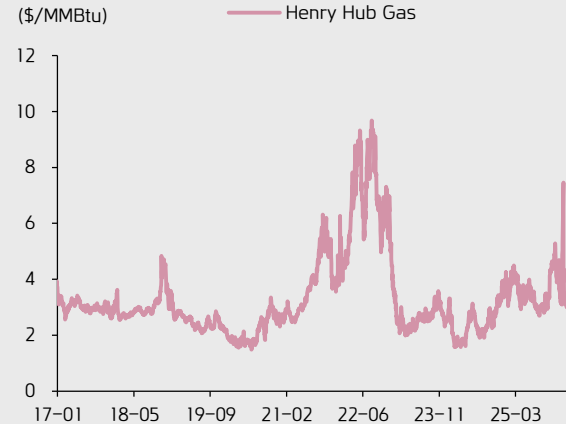
- 구리 가격의 최근 급등은 광산 공급 차질과 전기화(전력망·EV·데이터센터 전력 인프라) 수요가 여전히 핵심 배경이며, 미국 내 선제 재고 축적(수입 관세/정책 불확실성 대응) 가능성 까지도 언급되고 있는 상황
- 한편 천연가스 가격은 한파에 따른 급등을 뒤로한 채 정상화 흐름을 보임. 물론 EIA가 단기적으로는 저장량 감소 영향으로 2~3월 가격 전망을 상향했지만, 연간 평균은 26년 4.30달러/MMBtu 정도에 그침

구리 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

천연가스 가격 추이



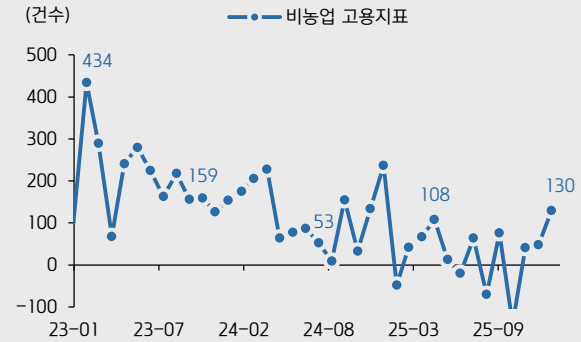
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 약간의 회복력을 보여준 고용

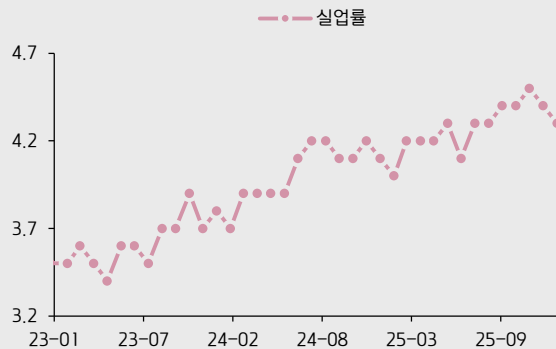
- 1월 비농업고용지수는 예상(6.6만 건)을 크게 상회한 13만 건으로 기록되며 견고한 수치를 기록
- 의료 부문 고용성장이 가장 큰 기여를 했고, 사회 지원, 건설업 등이 고용 증가에 일조
- 실업률은 예상(4.4%)을 하회한 4.3%로 기록되며 고용시장 둔화 흐름에 약간의 변화가 발생
- 시간당 평균임금 상승률은 예상(3.6%)을 소폭 웃도는 3.7% 수준을 기록하며 고용 '냉각' 시나리오를 일축

비농업 부문 신규 고용 추이



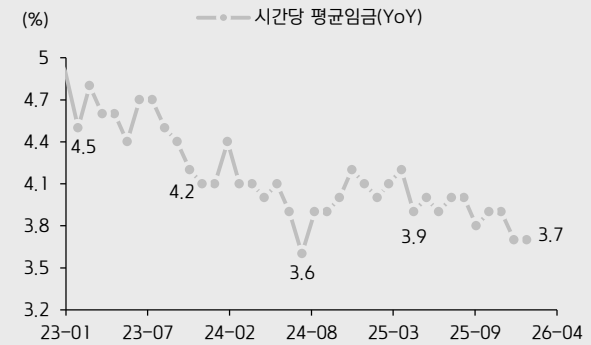
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 실업률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

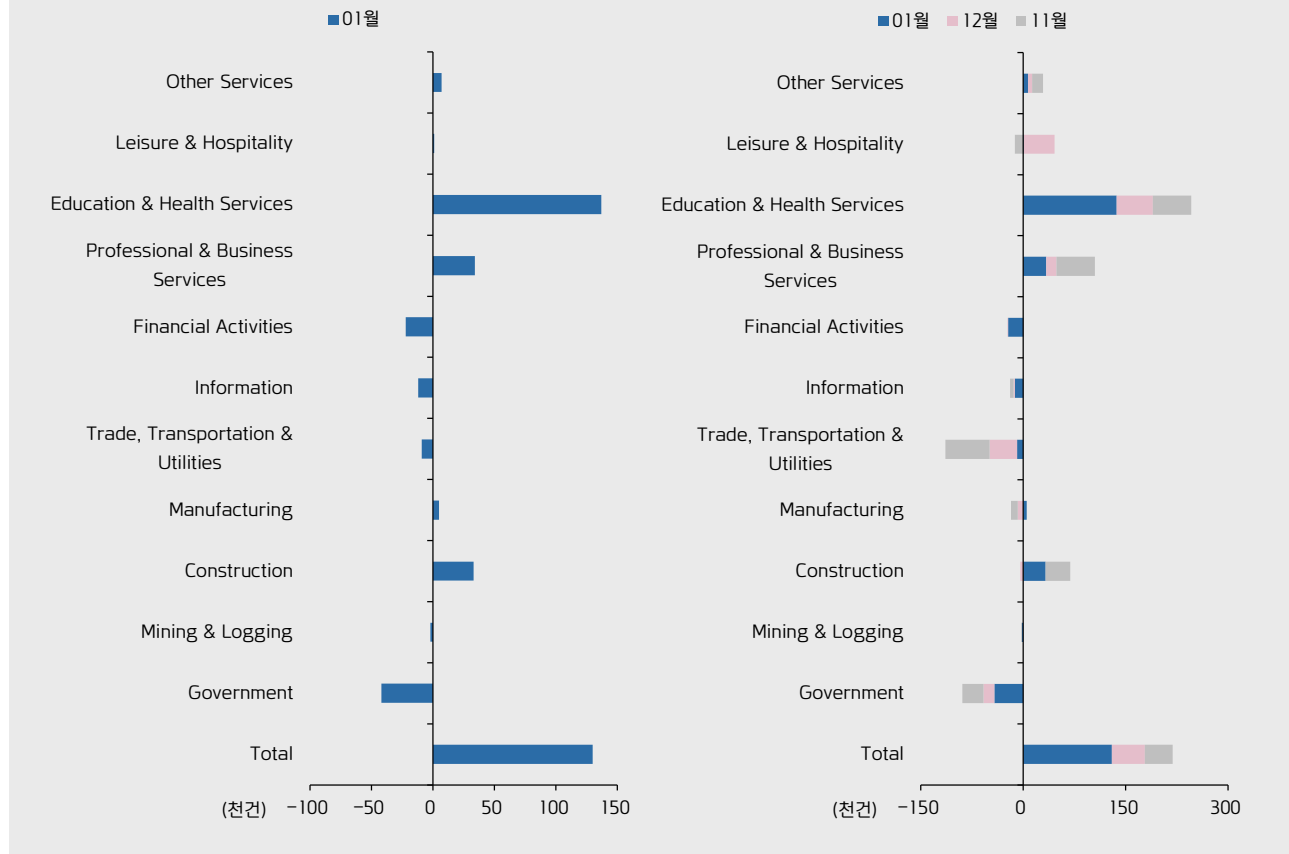
시간당 평균임금 (YoY) 상승률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



직군별 고용 누적 추이



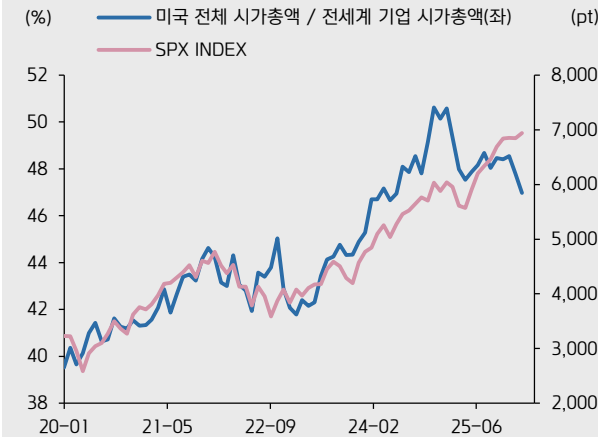
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 독주하던 미국, 숨 고르기 진입

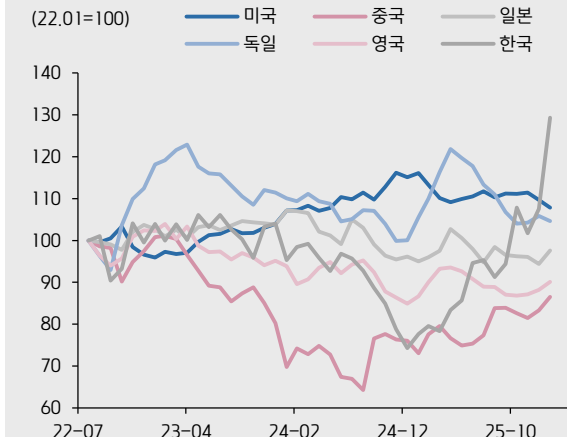
- '24년 말~'25년 초 구간에서 미국 비중이 50.5%까지 올라간 뒤, 이후 하락 탄력이 커지며 47% 수준까지 내려오는 흐름으로 보임
- 같은 기간 S&P 500은 고점 부근에서 버티는 모습이라 “미국이 빠져서”라기보다 “비미국이 더 올라오면서” 비중이 깎이는 모습
- 즉 미국 독주 구간에서 숨 고르기로 넘어가며 자금이 지역/업종으로 분산되는 국면이며 한국, 중국, 일본 등의 증시 반등이 최근 눈에 띄는 모습을 보여줌
- Non-US 들의 반등에 따라 미국 증시 내부 투자금은 타이트해진 상황이며, 한정된 자금 속에서 주도 섹터를 찾아 순환되는 섹터 로테이션이 26년 이후 자주 관찰되는 하나의 이유라 판단

전세계 시장에서 미국 기업들이 차지하는 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2022년 이후 주요 선진국 별 증시 상승 속도 비교



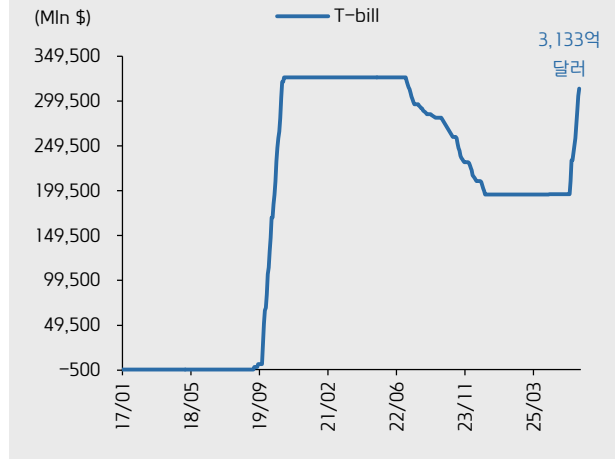
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 단기 국채 발행 급등에도 불구하고 잔잔한 시중 유동성 변화

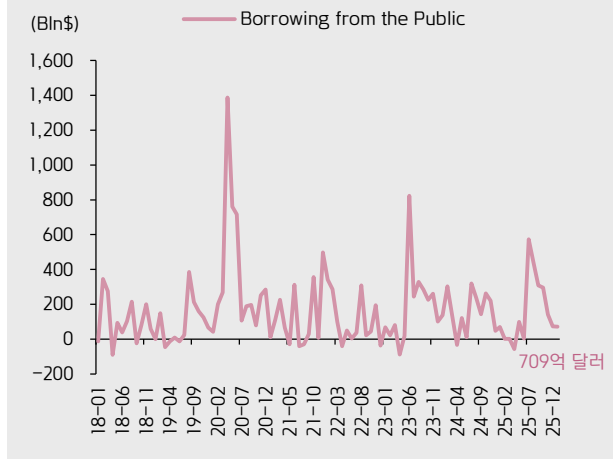
- 최근 단기 국채인 T-bill의 발행 잔액이 3,133억 달러 수준까지 수직 상승하며, 미국 정부의 자금 조달 무게추가 단기물로 급격히 쏠리고 있는 현상이 관찰됨. 이는 자금 조달 과정에서 10년물 등 장기채 공급 폭탄을 피하기 위한 재무부의 전략
- T-bill 발행 폭증에도 불구하고, 정부가 시장에서 빨아들이는 전체 대중 순차입(Net Borrowing) 규모는 최근 709억 달러 수준으로 오히려 둔화. T-bill 발행으로 인해 흡수한 자금이 RRP 잔액을 타겟으로 하며 시중 유동성을 흡수하지는 않았음을 의미
- 다만, RRP 잔액은 현재 사실상 소진되었기에, 향후 T-bill 발행 잔액을 어디서 소화할 것인지를 지켜보는 것이 의미

미 재무부 단기 국채(T-bill) 발행량 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

대중 순차입(Borrowing from the Public) 추이



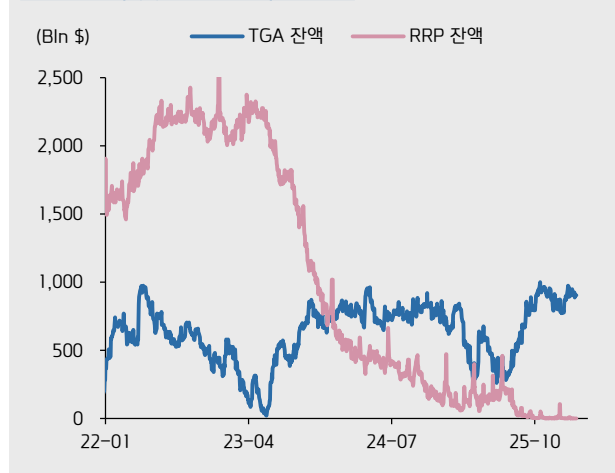
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ RRP의 소진이 불러올 TGA 감소

- 1월 말 이후 TGA는 고점(1/27 9,750억 달러) 부근에서 횡보하며 2/23 9,050억 달러 수준을 기록했고, 1월 초 대비 +320억 달러의 추가분이 유입되며 높은 레벨 구간을 유지
- 8,500억 달러가 TGA 목표 금액임을 감안할 때, 적정 레벨을 웃도는 상황이 지속되고 있음을 알 수 있음
- RRP 잔액은 1/1 1,060억 달러 → 2/23 4.96억 달러로 -1,055억 달러 감소하며 사실상 소진 국면으로 확인
- 한편 지급준비금은 12/31 2.85조 달러 → 2/18 2.96조 달러로 +0.11조 달러 증가했다. 시중 유동성을 흡수한다고 알려진 TGA가 늘어났고, 앞서 살펴봤듯 T-Bill이 급증했음에도 지급준비금에는 타격이 없었던 것이다. 이는 RRP 소진과 연관이 있다
- 다만 약 5억 달러 수준밖에 남지 않은 RRP가 추가적인 유동성 버퍼 역할을 수행하기는 어렵다. TGA를 소진하거나 T-Bill 발행을 줄여야 한다. 다만, 재정 지출 확대에 따른 T-Bill 감소는 어려운 상황이므로 TGA 감소 흐름이 향후 예상된다

TGA 잔액 및 RRP 잔액의 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

지급준비금 및 M2 기준 유동성 환경은 양호



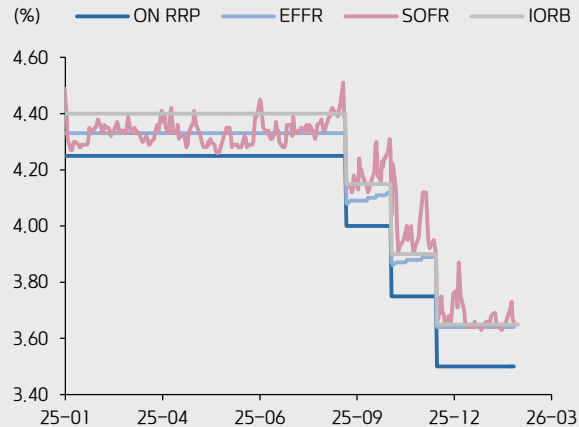
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 케빈 워시가 매파적일 수 없는 이유

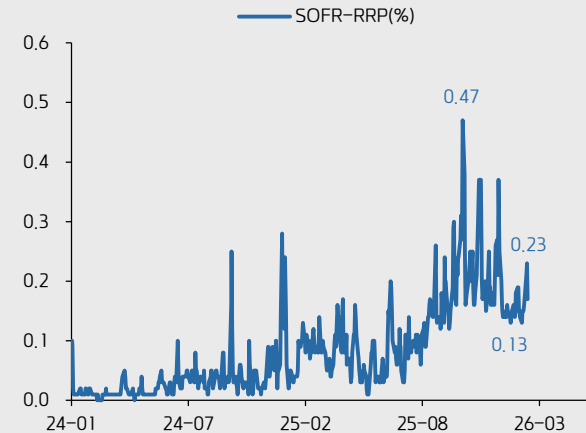
- 시장 참여자들은 케빈 워시가 'QT 복귀' 등의 매파적 행보를 보일 가능성을 우려. 하지만 지금의 단기 자금 상황은 케빈 워시의 개인 생각이 개입될 여지를 크게 주지 않음. 단기 자금 변동성 관리가 선제적으로 해결해야 할 과제로 남아있기 때문
- ON RRP(3.50%) 대비 SOFR은 대부분 13~18bp 위에서 움직이지만, 특정 이벤트 구간에 47bp까지 점프하는 패턴이 간혹 관찰됨. RRP 소진과 T-Bill 발행이 맞물려 단기 자금 수요 > 공급 의 경우 발생. MMF 자금이 Repo보다 Bill에 배치되는 경우가 많다는 점도 SOFR-RRP 스프레드를 확대
- 연준도 같은 문제의식을 갖고 있기에 SRF 활용을 설득하는 모습. 즉 케빈 워시의 성향과 관계 없이 타이트한 단기자금 상황을 관리할 필요가 있으며, 해당 과정에서 시장이 우려하듯 매파적 스탠스를 고집할 가능성은 낮다 판단
- 케빈 워시 지명자의 통화정책 관련 발언은 상원 청문회가 종료된 3월 초중순 정도가 될 것으로 예상

미국 금리 변화 추이(RRP, EFFR, SOFR, IORB)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

단기자금 경색을 간접적으로 보여주는 SOFR-RRP



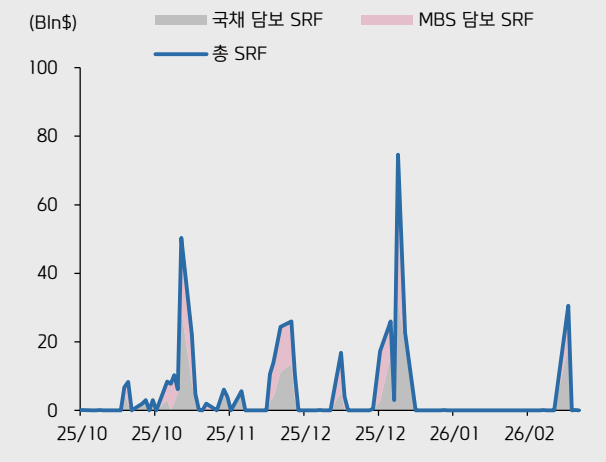
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 유동성의 빗장을 풀 때

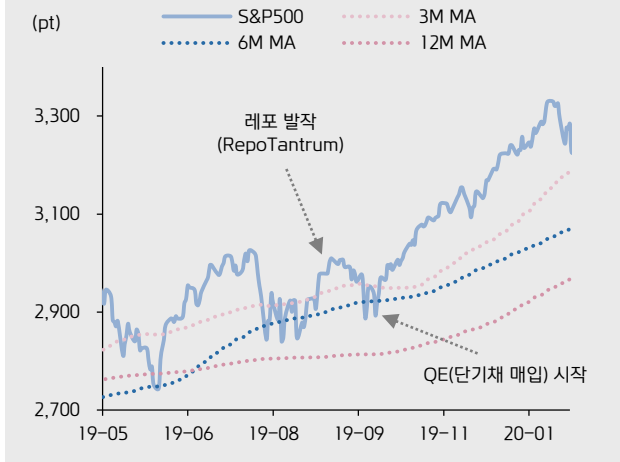
- SLR의 공식 시행일은 26.04.01이며 은행이 원할 경우 01/01부터 조기 적용이 가능. OBBBA 적용은 항목마다 시작 시점이 혼재되어 있지만, OBBBA 소급효과로 생기는 환급은 2월 말~3월 초 정도에 지급될 것으로 예상 되는 상황
- 뉴욕 연준의 SRF에서 국채를 담보로 지급된 자금은 25년 12/31 315억 달러를 기록 후 26년 2/17 재차 185억 달러가 확인됨. MBS, Agency 채권 담보물을 포함한 전체 SRF 자금은 2/17 300억 달러를 기록. 이는 25년 총 SRF 자금 중 8% 정도에 달하는 수준
- 나아가 25년 10월 전까지 시행된 SRF 금액은 204억 달러임을 감안할 때 2/17 단일 300억 달러의 SRF 자금 조달이 진행된 것은 단기 자금 환경이 과거와 달리 뻥뻥해 졌음을 시사
- 다만, 앞서 확인했듯 지급준비금은 큰 변화가 없다는 점을 미루어 볼 때 전체 유동성에는 큰 변화가 없음. 유동성 보유 창고가 민간에서 정부로 바뀌었으며, 이후 재정 지출을 통해 시중 자금 공급이 이루어질 것으로 판단하는 근거

연준의 SRF 창구를 통한 유동성 공급



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2019년의 데자뷰: '위기'는 곧 '기회'라는 학습효과



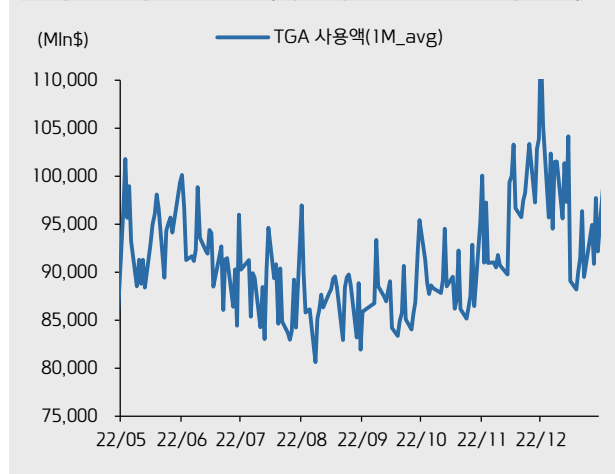
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 재정지출은 Coming Soon

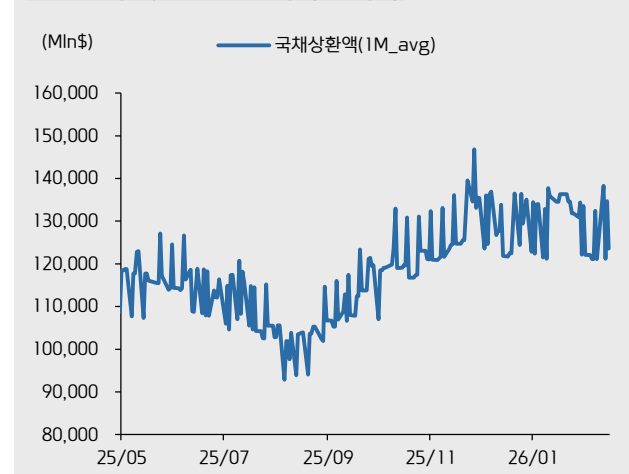
- 최근(2/12~2/20)과 작년 연말(12/23~12/31) 6영업일 동안의 TGA 사용액 일평균은 1,979억 달러, 1,983억 달러로 -0.2% 감소함. 하지만 국채 상환을 제외한 재정 지출 일평균은 각각 412억 달러, 294억 달러로 +40% 급등
- 총 TGA 사용액(=하루 현금 유출 총량)은 연말과 최근이 거의 유사하지만, 구성은 최근이 “국채상환 비중 ↓ / 실질지출 비중 ↑”로 바뀐 흐름이 관찰됨. 본격적 재정 지출 국면에 진입하지는 않아 유동성 체감은 제한적이지만, 점차 가시화되고 있음을 의미
- 25년 4Q GDP 성장률은 +1.4%로 제한됐고, CPI가 완만한 흐름을 이어가고 있으며, 단기 자금 변동성 관리가 필요한 현 상황에서 국채 상환을 제외한 재정 지출 규모 확산은 그 필요성이 지속해서 높아질 전망
- 11월 중간선거를 앞두고 있는 트럼프의 지지율 회복 전략 역시 재정 지출 확대를 자극하는 요인

미 정부 재정지출 구조 (국채 상환 vs 실질 재정지출)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

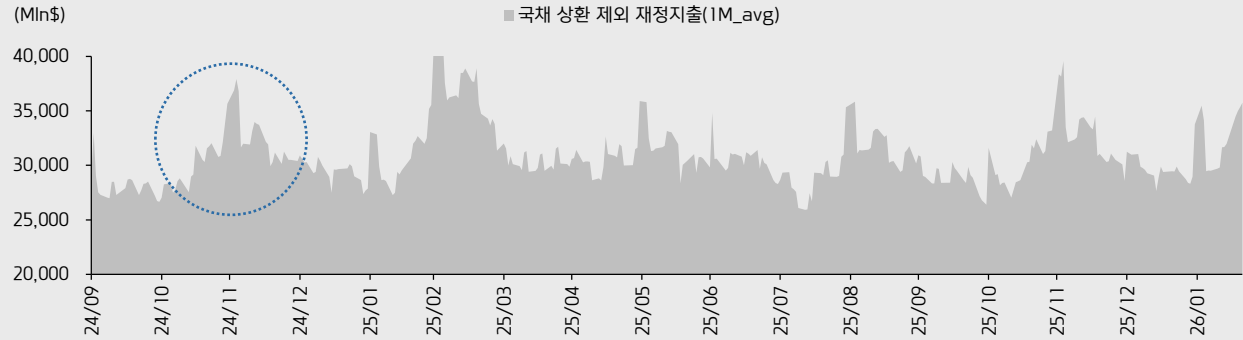
TGA 사용액 추이 및 유동성 변동성



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

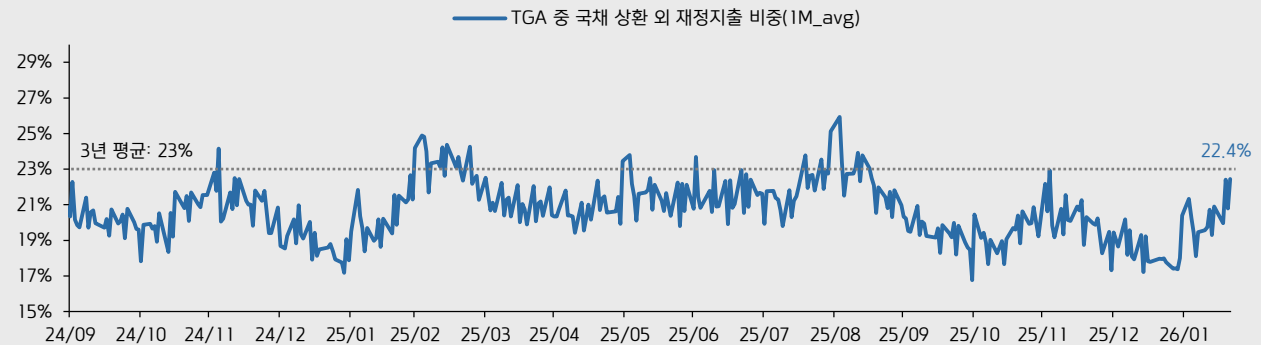


국채 상환 제외 재정지출 추이(1달 평균)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

국채 상환 제외 재정지출 비중

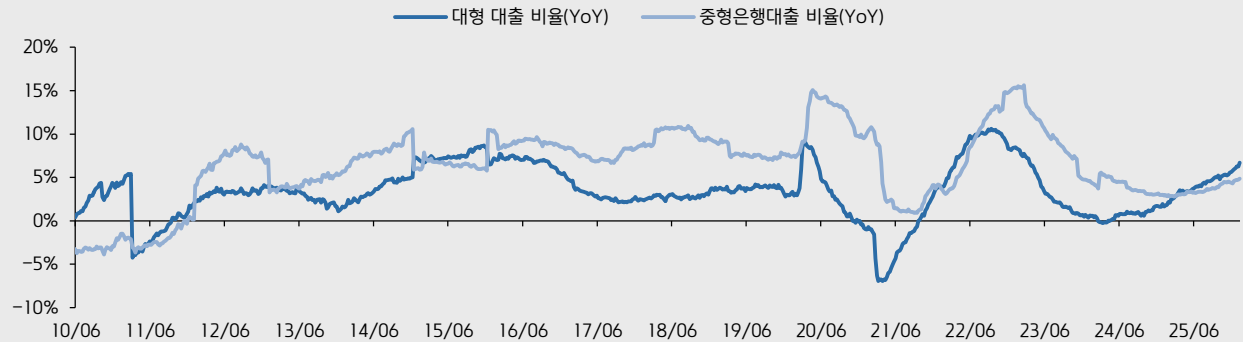


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

유형별 대출 증가율 비교

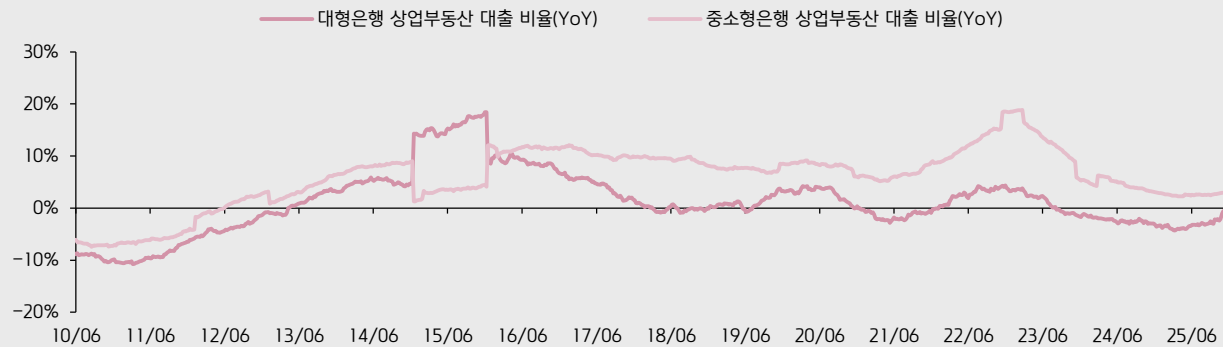


은행 규모로 분류한 대출 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

은행 규모로 분류한 상업부동산 대출 증가율



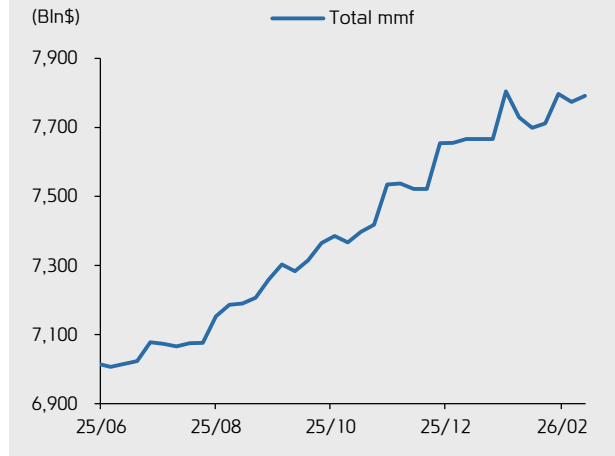
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ MMF는 자금의 최종 정착지가 아니다

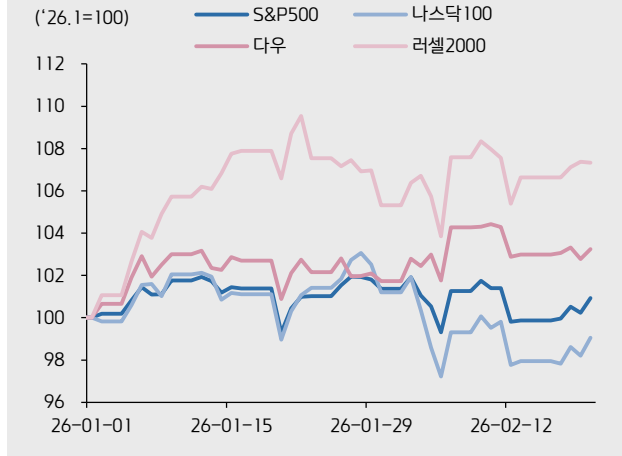
- 최근 MMF 자금 흐름은 12/31(7.66조 달러) → 2/18(7.79조 달러)로 +1,251억달러(+1.63%) 증가 흐름을 보임. 구간 특징은 완만한 우상향 + 특정 주간의 점프 + 이후 되돌림 패턴을 반복 중
- ICI는 총 MMF 자산 7.79조 달러 중 대부분이 Government(국채·정부) MMF로 유입된 것으로 공표. 다만 정부 MMF로의 자금 유입은 불안 심리만으로 설명하기 어렵고, T-bill 수요/단기자금시장 구조와 연결되는 그림
- 주목할 부분은 MMF 증가는 자산배분의 '최종 정착지'가 아니라 현금관리(운용 대기자금/담보/기업 자금) 성격이 크기에 향후 해당 자금이 어디로 유입되는지를 살피는게 중요.
- 1월 정부형 MMF가 줄고 리테일 MMF가 늘어난 경우 러셀 2000의 상대적 성과가 긍정적이었음을 상기할 필요가 있음. 또한 MMF가 유동성 풀 역할을 수행하는 만큼 Government vs Prime 비중 변화 역시 증시 강도를 결정짓는 하나의 요인으로 작용 가능

MMF 잔액 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주요 지수별 수익률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MMF 자금 주체별 분류 및 추이

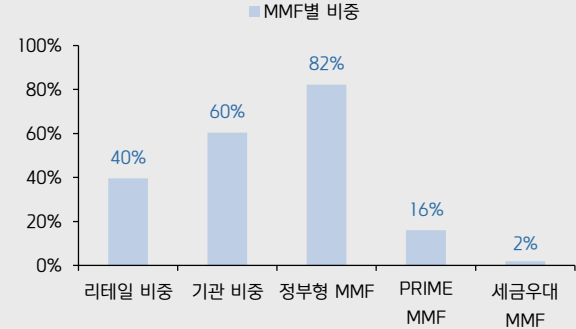


MMF 속 기관 비중



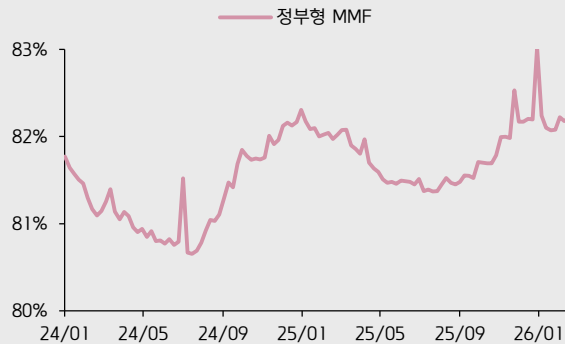
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MMF 주체 별 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

정부형 MMF 자금 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MMF 속 리테일 비중



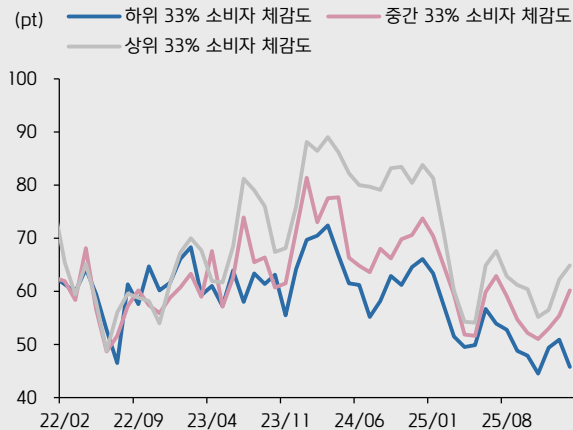
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ K자형 소비가 시사하는 바

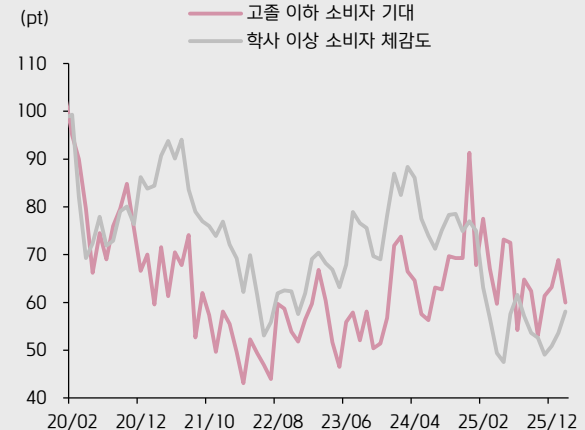
- 소비자심리지수에서 소득 3분위(하위 33% vs 상위 33%)의 '체감 격차'는 1년 전보다 더 벌어지는 흐름으로 확인됨. 하위 33%의 소비자 체감은 45.8로 1년 전 대비 -11.7pt 하락했으나, 상위 33%는 64.9로 1년 전 대비 -6.4pt 하락에 그침
- 이에 총소비가 유지되더라도 누가 소비를 유지하는지가 더 중요해졌고, 상위층이 지탱하는 소비와 하위층의 위축이 동시에 진행되는 구조로 현재의 상황을 해석 가능
- 교육(고졸 이하 vs 학사 이상) 기준에서도 '기대의 비대칭'이 뚜렷해지며, 하위 교육군의 기대가 더 빠르게 식는 모습으로 확인됨
- 물가 충격은 저소득층에 더 불리하게 작동하는 경향이 강하다는 점을 고려할 때, 중간선거를 위한 저소득층의 지지율을 이끌어내야 하는 트럼프 행정부 입장에서 물가 안정화는 반드시 필수적인 상황
- 나아가 재정지출 집중 타겟 역시 하위 33%이 될 가능성이 높음

소득군별 소비자 체감도 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

교육 기준 소비자 기대 및 체감도



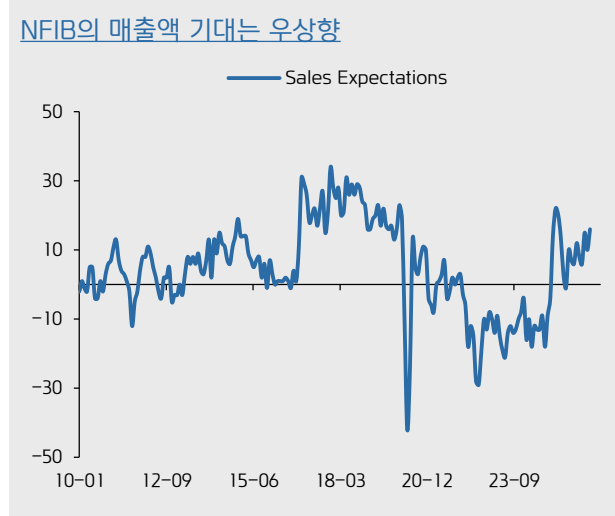
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 소기업낙관지수에서 확인된 모순과 시사점

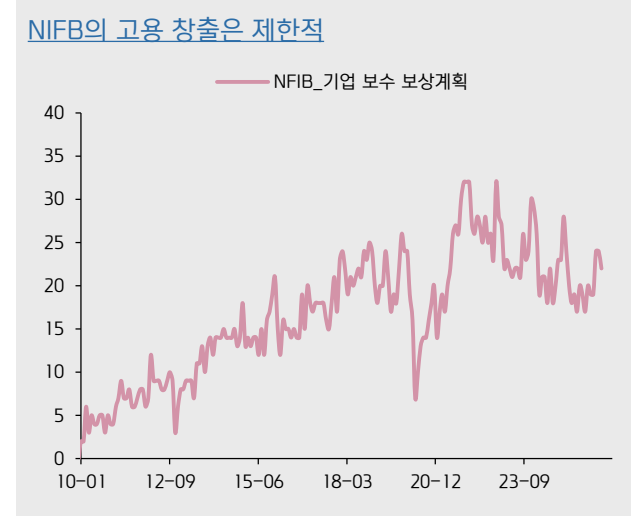
- NFIB는 26년 1월에 Expected real sales가 +6pt 급등해 net +16으로 올라왔지만, 고용/확장/CapEx 계획은 약한 축으로 남아 있고, 향후 6개월 CapEx 계획 부문에서는 18%가 “historically weak”로 평가했다고 발표
- 즉, 매출 기대·보상계획은 개선되는데, Job opening·평균 고용·CapEx 계획이 안 따라오는 현상이 확인됨
- 이는 수요는 보이는데, 확신이 없으며, 사람이 아니라 생산성으로 대응하고 있기 때문. 실제로 중소기업들은 매출기대가 크게 개선됐다고 밝히면서도, “확장하기 좋은 시기” 응답은 강하지 않았고 Uncertainty Index 역시 높은 수준을 기록
- 다만, 역설적인 부분은 최근 6개월 capital outlays가 늘었다는 점. 이는 수요 증가가 눈으로 확인될 경우에만 자본 지출을 늘린다는 점을 시사하며, 신규 설비 및 고용 집행에 있어서는 보수적인 입장을 취하고 있음을 뜻함
- 이러한 ‘확장 지연’ 구조는 금리 인하 및 풍부한 유동성 조건이 갖춰질 경우 해소되며 3월 이후 점차 개선될 여지가 존재한다 판단

NFIB의 매출액 기대는 우상향



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NFIB의 고용 창출은 제한적

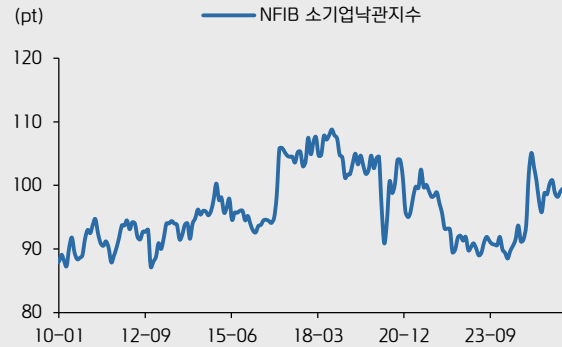


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NFIB 소기업낙관지수 세부항목 추이

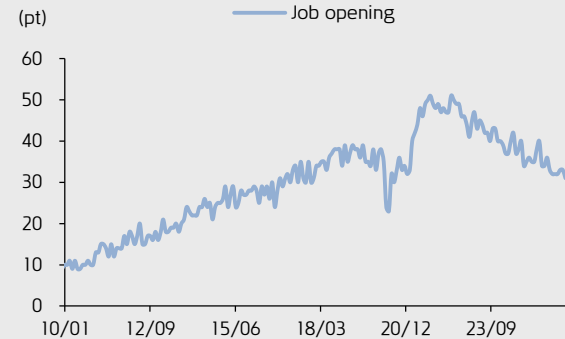


NFIB 소기업낙관지수



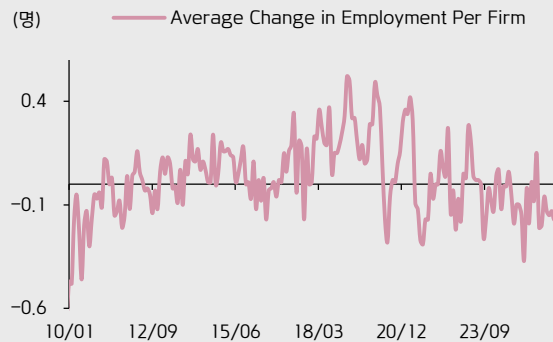
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NFIB 소기업낙관지수-Job opening



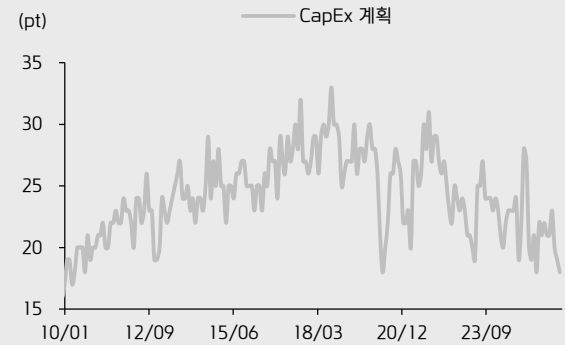
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NFIB 소기업낙관지수-기업 당 고용 순 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NFIB 소기업낙관지수-CapEx 계획



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



AI의 실체화: 연산을 넘어 '점유와 주권'의 시대로

테마	업종	종목	투자 포인트	시가총액 (\$mIn)	IM 수익률(%)	YTD 수익률(%)
지정학적 대립 심화 (우주항공)	산업재	록히드 마틴 (LMT)	- 전투기, 미사일, 우주 시스템을 아우르는 포트폴리오를 바탕으로 미국 국방 예산 내 최대 점유율 보유 - 글로벌 안보 위기 심화로 인해 패트리엇, 사드 등 미사일 방어 체계에 대한 긴급 주문 및 생산 확대 - TR-3 업데이트 안정화로 적체되었던 기체 인도가 본격 재개됨에 따라, 현금 흐름 개선 기대	152,872	12.5	37.4
	산업재	RTX (RTX)	- 글로벌 지정학 리스크 대응과 정부의 미사일 및 방공 시스템 기술 선호 수혜 - 건조한 상업용 항공 수요와 신규 항공기 생산량 회복세 및 백로그 확대 긍정적 - 신규 항공기 부품 주문과 기존 항공기의 유지보수 및 수리를 담당하는 애프터마켓 수요 동반 증가	266,390	1.3	8.2
	통신 서비스	AST스페이스모바일 (ASTS)	2026년 초 상업 서비스 개시와 BlueBird 위성 발사 가속화에 따른 현금 창출 능력 확보 - 미국 정부(MDA)의 주계약자 선정을 통한 국가 안보 인프라로서의 지위 및 실적 가시성 확보 - 저지연 통신을 기반으로 Physical AI 기기들이 유통 시간 없이 가동될 수 있는 환경을 제공	33,084	-24.4	18.2
AI 인프라 (액체냉각 + 메모리 + CPO)	산업재	버티브 홀딩스 (VRT)	- 엔비디아와 공동 설계한 'Vertiv 360AI' 플랫폼으로 AI 데이터센터 표준을 선점 - 퍼지라이트 인수를 통해 액체 냉각 시대의 필수인 유체 관리 서비스를 내재화 95억 달러를 돌파한 역대급 주문 잔고가 실적 성장의 강력한 가시성을 담보	96,855	38.7	56.3
	IT	램버스 (RMBS)	- DDR5 전환기에 RCD 시장 점유율을 40%까지 확대하며 가격과 물량의 동반 성장을 시현 중 - IP/라이선스 중심 사업 구조로 40%대 영업이익률을 유지, 무부채에 가까운 재무 건전성 보유 - 차세대 MRDIMM 도입 시 콘텐츠 가치 4배 급증 기대, AI 서버 확산에 따른 실적 상향 요인 보유	10,625	-14.5	7.3
	IT	루멘텀 홀딩스 (LITE)	- 칩 효율을 극대화하기 위해서는 전력 비용 감축과 네트워크 속도 가속화가 관건으로 부상 - 해당 과정에서 발열 및 신호 손실이라는 단점을 보완하기 위해 구리가 아닌 광통신이 주목 - 광트랜시버 레이저 시장 내 최대 공급자인 동시에 InP 기반 기술적 해자 보유	49,142	102.9	86.7
	산업재	블룸 에너지 (BE)	- 데이터센터 및 산업용 분산 전원 솔루션인 SOFC 전문 기업으로, 온사이트 발전 시장 선도 - 경쟁사 대비 압도적으로 빠른 전력 공급 역량을 기반으로 AI 데이터센터 수요 집중 수혜 2026년 2GW 양산 체제 및 고마진 서비스 매출 확대에 본격적인 흑자 구간 진입	46,627	14.7	91.3

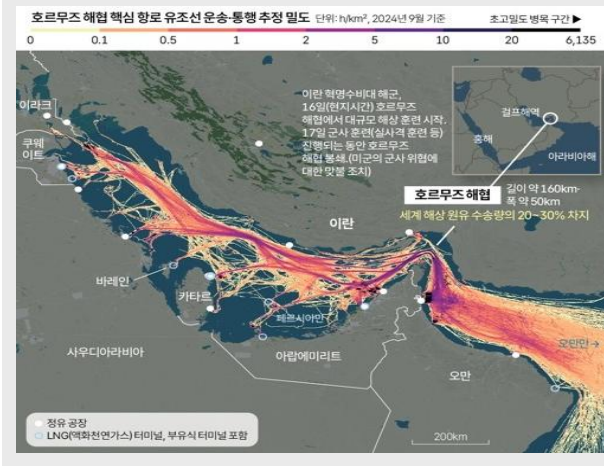
자료: 키움증권 리서치
주: 2025.01.05 기준



◆ 미국-이란 분쟁: 10일의 데드라인과 에너지 공급망 위기

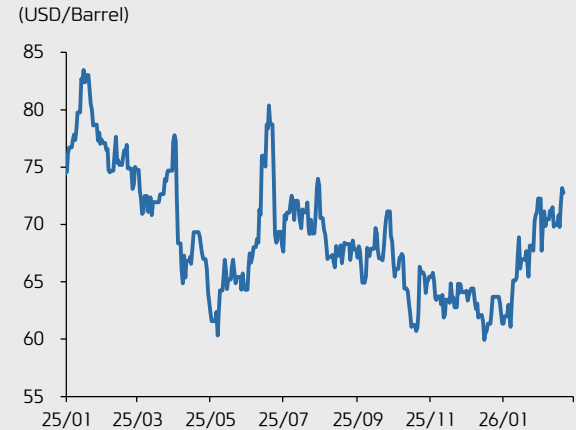
- 미국-이란의 갈등은 2월 21일, 백악관이 제시한 10~15일의 최종 통첩(3월 초 데드라인)'을 기점으로 글로벌 에너지 공급망에 위협을 가하는 중. 에너지 시장은 이를 즉각 반영. 브렌트유는 7개월래 최고치인 72달러 선을 돌파했으며, 실제 군사적 충돌이나 해협 폐쇄가 현실화될 경우 유가는 단기간 급등 가능성 보유
- 현재 미국은 '보드 오브 피스(Board of Peace)' 회의를 통해 협상 결렬 시 "불행한 일이 일어날 것"이라 경고하며, 항공모함 에이브러햄 링컨 함대와 F-35 전투기 등 2003년 이라크 전쟁 이후 최대 규모의 공군력을 중동에 전진 배치했으며, 이에 이란은 세계 석유 물동량의 약 20%가 통과하는 호르무즈 해협의 봉쇄 가능성을 시사하며 맞서고 있음
- 중동 의존도가 높은 한국, 일본, 중국 등 아시아 정유 및 물류 업체는 직접적인 타격이 불가피하며, 이는 항공유 및 해상 운임 상승을 유발하여 글로벌 인플레이션을 재점화할 것으로 보임

세계 최대 원유 관문 호르무즈 해협



자료: 연합뉴스, 키움증권 리서치

브렌트유 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 미국판 아이언 돔 '골든 돔(Golden Dome)' 프로젝트

- '골든 돔(Golden Dome)'은 미국 본토 전역 규모의 다층적 통합 미사일 방어 체계로 저궤도 위성망을 활용한 발사 실시간 감지부터 상승 단계 요격, 그리고 지상·해상 요격 시스템과 연동된 종말 단계 방어까지 아우르는 입체적 망 구성을 목표로 함
- 예산 규모 추산치가 1,750~8,310억 달러에 달하는 초대형 인프라 프로젝트. 이미 2025년 OBBBA를 통해 244억 달러의 초기 예산이 긴급 배정되었으며, 2026 회계연도 예산안에도 134억 달러가 추가 반영됨
- 골든 돔에는 여러 민간 기업이 참여가 확정된 바 있음. 시스템 통합 및 지휘통제는 Lockheed Martin(LMT)이 주도하며, 요격 미사일 및 레이더 공급의 RTX, 우주 기반 요격 자산의 Northrop Grumman(NOC)이 전통 방산 영역을 담당
- 또한 SpaceX가 저궤도 위성군 구축 및 발사를, Anduril Industries가 AI 기반 자율 방어 시스템을, Palantir(PLTR)가 실시간 위협 분석 및 전장 관리 AI 플랫폼 공급을 확정 지음

이스라엘 Iron Dome vs. 미국 Golden Dome 비교

구분	아이언 돔 (Iron Dome)	골든 돔 (Golden Dome)
범위	주요 도시 및 군사 시설	미국 본토 전역 및 우주 궤도
주요 위협	단거리 로켓, 포탄, 박격포 (Low-tech)	ICBM, 극초음속 미사일, 우주 위협 (High-tech)
방어 고도	종말 단계(지상 인접) 위주	다층 방어: 상승기(우주) → 중간기 → 종말 단계
핵심 기술	레이더 추적 및 타미르 요격 미사일	LEO 위성망, AI 자율 방어, 실시간 전장 관리
민간 기업	Rafael, IAI (이스라엘 국영 위주)	LMT, RTX, SpaceX, Palantir, Anduril 등
예산 규모	수억 달러 수준 (미국 원조 포함)	최대 8,310억 달러 (초대형 인프라 프로젝트)
전략적 정의	전술적 방어 무기체계	전략적 사유재 및 안보 인프라

자료: 키움증권 리서치



◆ 우주 패권과 통신 인프라의 가치 재정의: '전략적 사유재'로의 전환

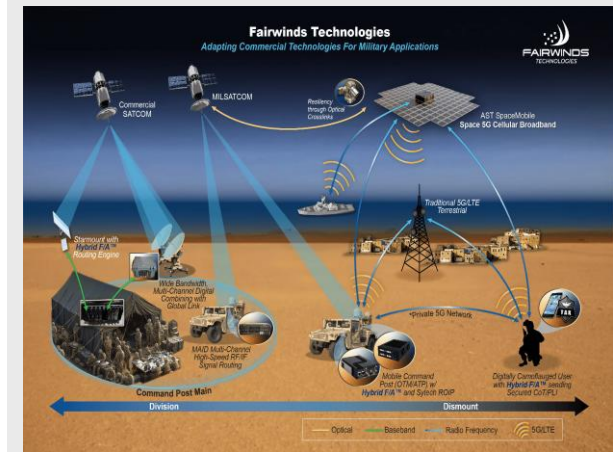
- 저궤도(LEO) 위성망이 현대전의 지휘·통제(C2) 및 ISR(정보·감시·정찰)의 핵심 자산으로 급부상하며, '궤도 점유권' 경쟁 가속화. 위성망이 안보와 직결된 필수 인프라로 격상됨에 따라, 민간 우주 개발이 국방 전략과 결합되는 양상 뚜렷
- 또한 지상 기지국이 도달하지 못하는 전 지구 면적의 87%를 위성으로 연결함으로써, 오지·해상·상공 등 전 영역에서 Physical AI(자율주행, 원격 로봇릭스 등)의 실시간 구동 환경 조성. 단 한 순간의 정체도 허용하지 않는 Physical AI의 특성상, 저지연(Low-latency) 위성망은 전력망과 더불어 AI 인프라의 신뢰성을 담보하는 핵심 축으로 기능
- 지정학적 리스크가 상시화 됨에 따라 민간 통신 서비스(B2C)와 국방 안보(B2G)를 동시에 충족하는 위성 기술의 전략적 가치 급등. 위성 기업들의 정체성이 단순 성장주에서 '국가 안보 인프라주'로 재편됨에 따라 실적 가시성 확보와 함께 시장의 밸류에이션 자체가 근본적으로 상향 조정되는 국면

위성 궤도 유형 비교: LEO, MEO, GEO

궤도 유형	고도	공전 주기	평균 지연 시간	주요 활용 사례
GEO (정지 궤도)	~35,786 km	24 시간	~600 ms	TV 방송, 전통 VSAT, 기상 데이터
MEO (중궤도)	~2,000~20,000 km	2~12 시간	~120~150 ms	항법 시스템 (GNSS), 기업용 광대역 (O3b)
LEO (저궤도)	~500~2,000 km	90~120 분	~40~70 ms	Starlink, OneWeb, IoT, 모빌리티, 원격 근무

자료: Link Communications Systems, 키움증권 리서치

차세대 지휘·통제 체계: 위성 기반 저지연 통신망



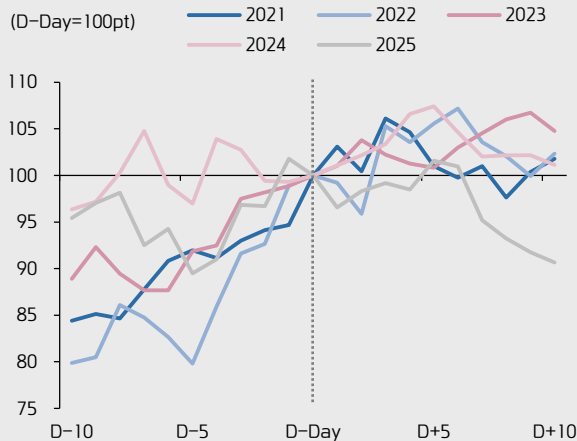
자료: Fairwinds Technologies, 키움증권 리서치



◆ NVIDIA GTC 2026 전망: 추론 시장 독점과 밸류체인 확장

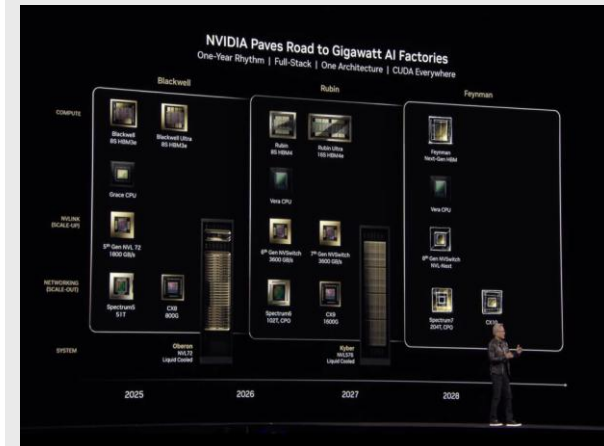
- 3월 16일부터 19일까지 개최되는 NVIDIA GTC(GPU Technology Conference) 2026에서는 젠슨 황의 키노트 스피치를 필두로 Agentic 및 Physical AI 관련 핵심 발전 사항들이 대거 공개될 예정. 지난 CES가 엔비디아의 한 해 비전을 제시하는 예고편이었다면, GTC는 이를 구체화할 하드웨어와 구현 방식을 다루는 본편
- 통상 GTC 주간 엔비디아 주가는 높은 변동성을 보이며 시장 전체의 투자 심리를 주도해 왔으며, 특히 기초연설에서 언급되는 파트너사나 하위 밸류체인(HBM, 액체 냉각, 광네트워킹 등) 종목들 역시 강력한 탄력을 받는 경향이 있음
- 이번 행사에서 가장 주목받는 지점은 '파인만(Feynman)' 아키텍처 및 미공개 신기술의 발표 여부로. 최근 외신과 업계는 젠슨 황이 "세상이 한 번도 보지 못한 제품"을 내놓겠다고 예고한 점에 주목하고 있으며, 이것이 추론 성능을 극대화한 차세대 파인만 아키텍처일 가능성을 높게 점치고 있음

2021-2025 GTC 전후 NVIDIA 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NVIDIA의 차세대 아키텍처



자료: NVIDIA, 키움증권 리서치



◆ 전자의 한계를 넘어 광자(Photonics)의 시대로

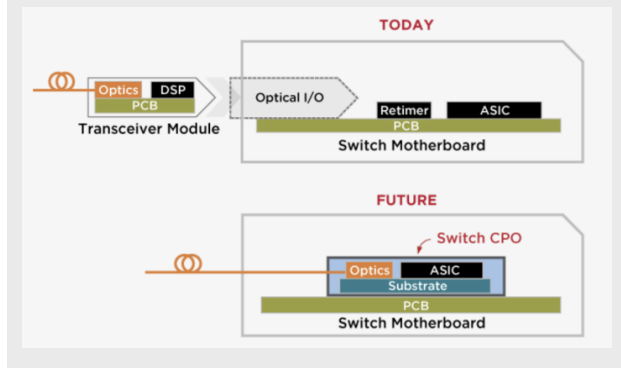
- AI 모델의 폭발적 성장은 데이터 전송 부하를 심화시키며 인프라 전반의 근본적인 병목 현상을 야기하고 있음. 2018년 공개된 **GPT-1(파라미터 1.17억 개)** 대비 최신 모델인 **GPT-5(추산 2.8조 개)**의 기하급수적 파라미터 팽창은 단일 GPU 메모리 용량만으로는 거대 모델 전체를 수용하는 것이 물리적으로 불가능해졌음을 의미함
- 이에 따라 거대 모델을 분산하여 수천 개의 GPU에서 연산하는 '**모델 병렬화(Model Parallelism)**' 기술이 필수 요소로 자리 잡았으며, 이는 칩 간 실시간 데이터 교환을 위한 막대한 트래픽 부하를 발생시키는 원인이 됨. 결과적으로 AI 인프라의 핵심 과제는 단순 '연산(Compute)'의 효율성을 넘어 칩 간 '연결(Interconnect)'의 혁신으로 그 패러다임이 전이된 상황임
- 특히 1.6T 이상의 초고속 통신 환경에 진입하면서 **기존 구리선 기반의 전기 신호 전송은 전력 소모 극대화 및 신호 손실이라는 물리적 임계점에 도달함**. 이러한 한계를 극복하기 위해 **광학 엔진을 칩 바로 옆 패키지 내부로 통합함으로써 전력 효율을 극대화하고 초고대역폭을 확보하는 CPO(Co-Packaged Optics) 기술이 차세대 핵심 대안으로 부각되는 중임**

구리선이 부딪힌 3가지 물리적 한계

	구리 (Copper)	빛 (Light)
속도의 벽	채널당 최대 전송 속도 약 100Gbps	채널당 최대 전송 속도 200Gbps 이상
전력 소모	전기 저항으로 인한 높은 발열과 전력 소모	저항이 거의 없어 전력 소모 및 발열 최소화
신호 손실	짧은 거리에서도 신호가 약해져 데이터 손실 위험	장거리에서도 안정적인 데이터 전송

자료: 키움증권 리서치

기존 Pluggable 방식 vs. CPO 방식



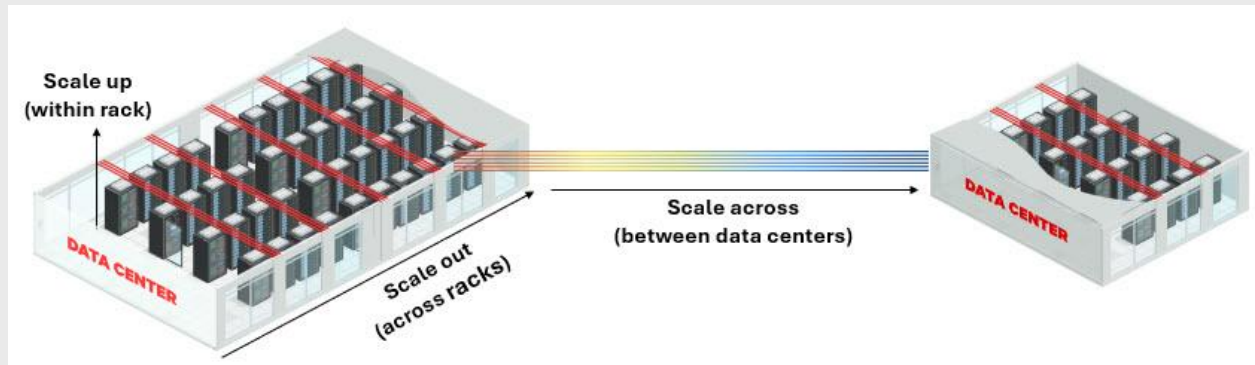
자료: 브로드컴, 키움증권 리서치



◆ AI 인프라의 새로운 동맥: DCI(Data Center Interconnect)

- 최근 전력 밀도의 급증과 부지 확보의 한계로 인해 단일 데이터센터 내에 수십만 개의 GPU를 배치하는 것이 불가능해짐에 따라, 지리적으로 분산된 자원을 통합하는 'Scale-Across(센터 간 확장)' 아키텍처가 핵심 기술로 부상.
- 특히 마이크로소프트의 '스타게이트'와 같이 원자력 발전소 4~5기 분량의 전력(약 5GW)이 소요되는 초거대 프로젝트의 경우, 10~100km 떨어진 다수의 센터를 하나의 가상 'AI 팩토리'로 통합하는 과정에서 DCI는 필수 인프라로 자리 잡음
- 수만 개의 GPU가 단일 클러스터로 동기화되어 작동하는 AI 학습 특성상, 미세한 지연이나 데이터 손실은 전체 연산 프로세스를 중단시키는 치명적인 결과를 초래. 따라서 과거 일반적인 클라우드 서비스 환경과 달리, 마이크로초 단위의 초저지연과 손실 없는 고대역폭 전송 기술이 핵심 사양으로 격상됨

스타게이트 등 초거대 프로젝트가 등장함에 따라 주목 받고 있는 Scale-Across(센터 간 확장)



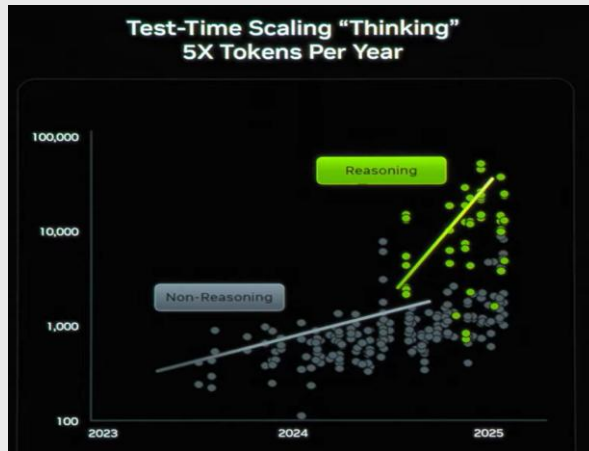
자료: 시에나, 키움증권 리서치



◆ Agentic AI와 Physical AI가 불러온 물리적 인프라 변화

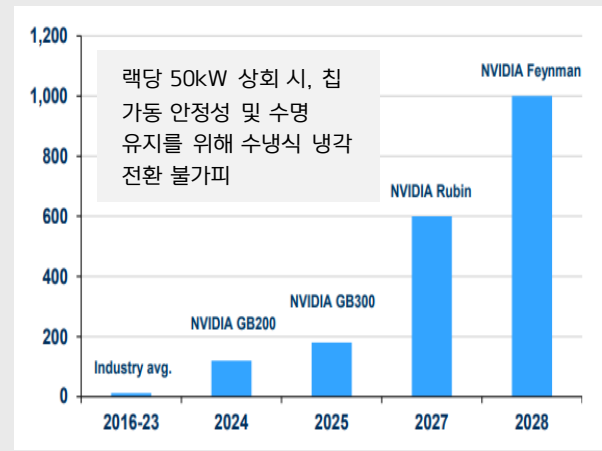
- Agentic AI 시스템 확산에 따라 추론 연산량은 향후 최대 50배까지 확대될 전망. 연산량 증가는 하드웨어의 전력, 발열, 데이터 병목 문제로 직결되며 인프라의 물리적 한계가 곧 AI 성능의 한계가 되는 시대가 올 예정
- 향후 요구되는 AI 인프라의 혁신으로는 **1) 열관리**: 랙당 150kW를 상회하는 고밀도 발열 제어를 위한 직접액체냉각(D2C) 방식, **2) 전력공급**: 변압 손실 최소화 및 공급 효율 극대화를 위한 800V DC 아키텍처 도입, **3) 메모리**: GPU당 16TB 컨텍스트 메모리 확장 및 추론 속도 5배 가속을 가능하게 하는 BlueField-4 기반 AI 네이티브 저장 플랫폼 등이 있음
- 이러한 인프라 혁신은 'Project GR00T'와 'Cosmos' 모델이 로봇을 학습시키는 토대가 되었고, '알파마요(Alpamayo)'를 통해 차량이 스스로 추론하고 결정하는 Physical AI 시대를 앞당기고 있음

Agentic AI의 토큰(연산량) 소모 증가 속도



자료: 엔비디아, 키움증권 리서치

Chip platform power levels (kW per rack)



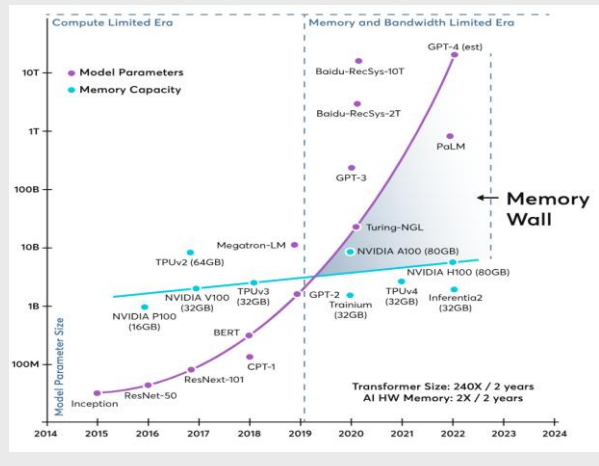
자료: 이튼, 키움증권 리서치



◆ ‘Memory Wall’ 극복을 위한 인터페이스 IP의 중요성

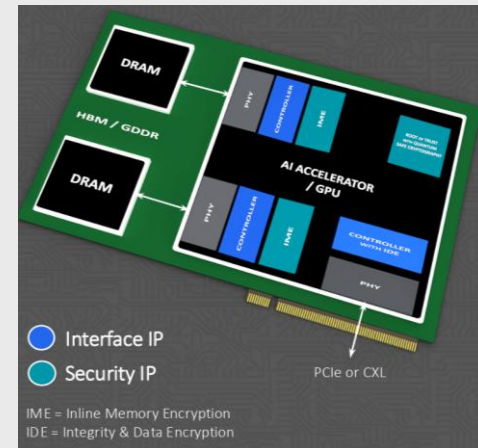
- AI 연산 능력이 하드웨어의 발전 속도를 추월하며, 프로세서(GPU/NPU)와 메모리 간 전송 속도가 전체 시스템 성능을 결정짓는 ‘메모리 벽(Memory Wall)’ 현상 가속화. 데이터 전송로의 효율성이 AI 모델의 학습 및 추론 성능을 좌우하게 됨에 따라, 이를 제어하는 인터페이스 IP가 인프라 설계의 핵심 요건으로 부상
- 개별 프로세서에 종속된 기존 메모리 구조의 폐쇄성을 극복하기 위해, 자원을 공유·확장할 수 있는 CXL(Compute Express Link) 기반 Memory Fabric이 차세대 표준으로 채택. 메모리 풀링(Pooling) 기술을 통해 데이터센터 내 자원 활용도를 극대화하고, 물리적 한계를 넘어서는 메모리 용량 확장성 확보
- 메모리 인터페이스의 병목은 GPU 가동률을 저하시켜 인프라 투자 효율을 훼손하는 핵심 리스크 요인. 연산 자원이 유휴 상태에 빠지지 않도록 데이터 흐름을 최적화하는 기술은 AI 인프라의 실질 수익성(ROI)을 결정하는 결정적 변수

매 2년마다 AI 모델 240배 성장, 메모리 2배 성장



자료: AyarLabs, 키움증권 리서치

AI 가속기 및 인터페이스 IP 구조도



자료: 램버스, 키움증권 리서치



◆ 전력 공급 가속화를 위한 전략적 선택: 콜로케이션과 온사이트 발전

- 트럼프 행정부는 AI 주도권 확보와 가격 안정이라는 과제를 동시에 해결하기 위해 '수익자 부담 원칙'을 내세움. 이는 빅테크가 직접 인프라에 투자하고 정부는 환경영향평가 기간 단축 및 규제 장벽 제거를 통해 사업 속도를 보장하는 방안
- 기업들은 정부 기조에 맞춰 공공망의 과부하를 방지하고 공급 안정성을 확보하기 위해 콜로케이션(Co-location) 및 온사이트(On-site) 발전 비중을 확대하는 중. 이는 지난 100여년간 이어져 온 미국 전력 유틸리티 체계의 근본적 변화
- 빅테크에게 있어 안정적인 전력 공급원을 확보하는 것이 무엇보다 중요한 이유는 실시간 물리 연산이 핵심인 Physical AI 시대가 도래함에 따라, 단 한 순간의 정체도 허용하지 않는 강력한 전력 신뢰성이 필요하기 때문
- 또한 공공망은 에너지 가격 변동성 등 변수에 노출되어 있을 뿐만 아니라, 전력 공급이 타이트해질 경우 우선순위에서 밀릴 수 있다는 우려가 존재함. 이는 장기적으로 AI 데이터센터의 가동률에 부정적 영향을 줄 수 있는 리스크 요인

Co-location 규칙 도입에 따른 경제성 개선 (100MW DC 시나리오)

항목	일반 전력망 연결 (Grid)	발전소 직접 (Co-location)
MW당 연결 비용	\$150,000 ~ \$500,000+	\$50,000 ~ \$100,000
연결 분담금	약 \$1,500만 ~ \$5,000만	약 \$500만 ~ \$1,000만
대기 시간 (Queue)	평균 4년 ~ 6년 이상	즉시 가동 또는 1년 내
인허가/ 소송 리스크	정권 교체 및 소송 시 공사 중단	SPEED Act로 소송 중 공사 유지
재무적 영향 (ROI)	가동 지연에 따른 기회비용 발생	조기 상업운전(COD) 달성

자료: LBNL, 키움증권 리서치

주) LBNL 데이터 기반의 가상 시나리오 추정치이며, 실제 수치는 프로젝트별 여건에 따라 다를 수 있음

록히드 마틴 (LMT)



US Equity Analyst 박기현 kihyun.park@kiwoom.com

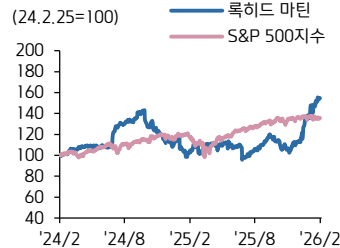
블룸버그 목표주가	USD 664.43
현재 주가 (2/24)	USD 664.43

Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	우주항공&국방
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,771.55
시가총액(min)	86,100.6
유통주식수(min)	1,091.3
52주 최고	98.58
52주 최저	36.86
일평균거래량	11,153,941

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	37.4	12.5	48.9	50.9
S&P 500	0.7	-0.4	6.5	15.2



- ◆ **기업 개요:** 록히드 마틴(LMT)은 미국 최대 규모의 방위산업 기업으로 전체 매출의 약 75%가 미국 정부 및 군과의 계약에서 발생하며, 전 세계 주요국을 고객으로 두고 있음. 동사는 항공(Aeronautics), 미사일 및 사격통제(MFC), 회전익 및 미션 시스템(RMS), 우주(Space) 사업부를 운영 중이며, 군 관련 전문화된 기술력 및 미군의 장기적 수요라는 경제적 해자를 보유한 기업으로 평가됨
- ◆ **투자 포인트:** 1) **MFC 사업부의 폭발적 성장 모멘텀:** 글로벌 지정학적 불안과 탄약 보충 수요로 인해 PAC-3 MSE(패트리어트 미사일 개량형) 및 사드(THAAD) 등 방공 요격 미사일 수요가 급증하는 중. 이에 대응해 동사는 미국 정부와의 합의 하에 PAC-3 MSE의 연간 생산 능력을 기존 약 600기에서 2,000기로 늘리고, 사드 역시 96기에서 400기로 4배 확대할 계획. 2) **사상 최대 수주잔고 및 F-35 전투기의 견고한 장기 수요:** Q4FY25 기준 총 수주잔고 1,940억 달러로 사상 최대치 경신. 이는 약 2.6년치에 해당하는 막대한 일감. 비록 미국 공군의 차세대 전투기(NGAD) 사업은 늦었지만, F-35는 미국 내수 및 동맹국 수출을 포함해 여전히 2,000대 이상의 인도 잔여 물량이 남아있어 적어도 2030년 이전까지 안정적인 성장이 담보되어 있음 3) **압도적 진입장벽에 기반한 마진 개선과 우수한 현금 창출력:** 동사가 보유하고 있는 무기체계 관련 기술은 수십 년의 개발 기간이 요구되며, 이로 인해 경쟁사의 진입이 불가. 동사가 제시한 2026년 가이던스에 따르면, 매출은 전년 대비 약 5% 성장하는 반면 사업부 영업이익은 25%가량 급증해 본격적인 이익률 개선 구간에 진입할 것으로 보임
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** Q4FY25 실적은 전년 동기 대비 큰 폭의 성장을 기록하며 시장 기대치에 부합하는 호실적을 보임. 매출액 203억 달러(+9.1% YoY), 영업이익 23억달러(+235% YoY)를 기록. 영업이익 개선은 전년 동기에 반영된 기밀 프로그램 관련 대규모 손실에 따른 기저효과가 크게 작용. EPS는 5.80달러를 기록해 전년 동기(2.22달러) 대비 크게 개선되었으며 시장 컨센서스에 부합. 12M Fwd PER은 약 22배로 산업재 섹터 중앙값(21배) 및 5년 평균(17배)을 상회하고 있지만 FY26의 EPS 성장을 컨센서스(39%)를 고려 시 시간이 지남에 따라 멀티플 부담은 완화된 것으로 판단됨

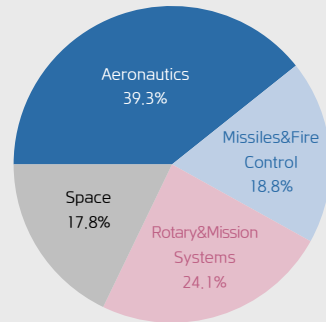
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	71,043	75,048	78,985	83,025
영업이익	7,013	7,731	9,619	10,015
영업이익률 (%)	9.9	10.3	12.2	12.1
순이익	6,695	5,017	6,910	7,321
EPS	27.99	21.49	29.75	31.96
증가율	0.6	-23.2	38.4	7.4
PER	17.6	29.5	22.3	20.8
PBR	18.0	16.5	16.9	15.2
ROE	81.0	76.9	85.5	72.7
배당지표수익률	2.0	2.0	2.1	2.2

주: 컨센서스는 2026.2.24 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

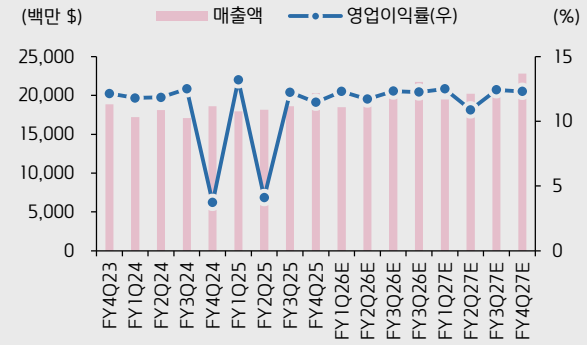


LMT 사업부별 매출액 비중



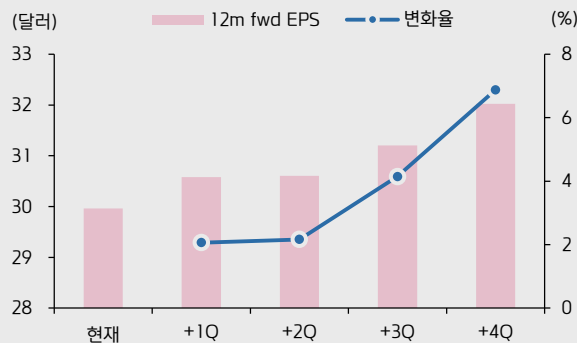
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

LMT 분기 매출액 및 영업이익률 추이



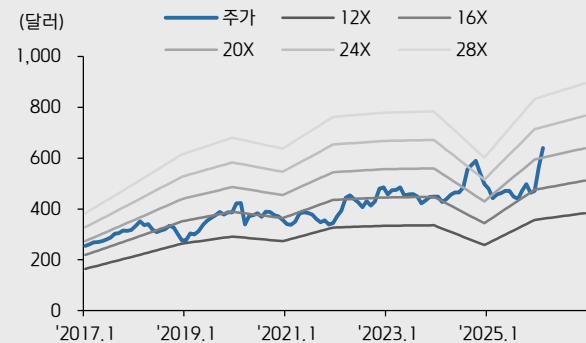
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

LMT 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

LMT 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

록히드 마틴 (LMT)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	67,044	65,984	67,571	71,043	75,048
매출원가	57,983	57,697	59,092	64,113	67,429
매출총이익, GAAP	9,061	8,287	8,479	6,930	7,619
판매비	—	—	—	—	—
연구개발비	0	0	—	0	0
영업이익, GAAP	3,819	8,348	8,507	7,013	7,731
영업외 (이익)손실	1,573	1,668	409	793	1,809
세전이익, GAAP	7,550	6,680	8,180	6,220	5,922
법인세비용	1,235	948	1,178	884	905
당기순이익, GAAP	6,315	5,732	6,920	5,336	5,017
EPS, GAAP	22.85	21.74	27.65	22.39	21.56
희석 EPS, GAAP	22.85	21.66	27.55	22.31	21.49
영업이익, 조정	7,379	7,219	7,389	7,893	6,743
당기순이익, 조정	6,315	5,732	6,991	6,695	5,017
EBITDA	10,487	9,752	9,937	8,572	9,418

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	9,221	7,802	7,920	6,972	8,557
감가상각비, 무형자산상각비	1,364	1,404	1,430	1,559	1,687
운전자본 변동	54	-585	184	-163	186
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,161	-1,789	-1,694	-1,792	-1,977
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-1,522	-1,670	-1,691	-1,685	-1,649
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-7,616	-7,070	-7,331	-4,139	-4,942
지급배당금	-2,940	-3,016	-3,056	-3,059	-3,131
차입금의 증가(감소)	-500	3,961	1,860	2,802	1,343
자사주매입	-4,087	-7,900	-6,000	-3,700	-3,000
현금증가	444	-1,057	-1,105	1,041	1,638
기초현금	3,160	3,604	2,547	1,442	2,483
기말현금	3,604	2,547	1,442	2,483	4,121
FCF	7,699	6,132	6,229	5,287	6,908
FCFF	8,175	6,667	7,012	6,176	7,855

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	50,873	52,880	52,456	55,617	59,840
유동자산	19,815	20,991	20,521	21,849	25,362
현금 및 현금성자산	3,604	2,547	1,442	2,483	4,121
매출채권	1,963	2,505	2,132	2,351	3,901
재고자산	2,981	3,088	3,132	3,474	3,524
비유동자산	31,058	31,889	31,935	33,768	34,478
유형자산	8,897	9,075	9,470	9,726	9,851
무형자산	13,519	13,239	13,011	13,082	15,618
부채총계	39,914	43,614	45,621	49,284	53,119
유동부채	13,997	15,887	16,937	19,420	23,335
매입채무	3,985	5,270	5,512	5,405	6,868
단기성부채	551	402	506	910	1,443
비유동부채	25,917	27,727	28,684	29,864	29,784
장기성부채	12,525	16,345	18,153	20,460	21,357
자본총계	10,959	9,266	6,835	6,333	6,721

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	9.42	8.69	10.24	7.51	6.69
영업이익률	13.61	12.65	12.59	9.87	10.30
EBITDA 마진	16.05	15.20	15.11	12.43	12.89
ROE	74.41	56.68	85.96	81.05	76.87
ROA	12.43	11.05	13.14	9.87	8.69
ROIC	36.35	29.02	26.06	19.97	23.30
부채비율	119.32	180.74	272.99	337.44	339.24
순차입금비용	86.43	153.25	251.89	298.23	277.92
EBITDA/현금지급이자	19.82	17.50	12.27	9.30	9.68
현금비용	25.75	16.03	8.51	12.79	17.66
유동비용	141.57	132.13	121.16	112.51	108.69
PER	13.25	29.42	20.21	17.60	29.49
PBR	8.79	13.34	15.91	17.96	16.48
EV/EBIT	11.56	16.50	14.75	18.80	16.65
EV/EBITDA	9.83	13.74	12.34	15.01	13.38

RTX (RTX)



US Equity Analyst 박기현 kihyun.park@kiwoom.com

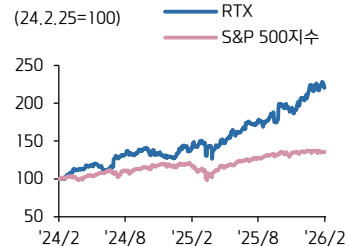
블룸버그 목표주가	USD 215.61
현재 주가 (2/24)	USD 198.46

Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	우주항공&국방
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,890.07
시가총액(min)	266,390.4
유통주식수(min)	1,342.3
52주 최고	206.73
52주 최저	112.27
일평균거래량	5,521,744

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	8.2	1.3	27.0	58.2
S&P 500	0.7	-0.4	6.5	15.2



- ◆ **기업 개요:** RTX는 2020년 4월 United Technologies의 항공우주 부문과 Raytheon의 방산 부문 합병으로 출범했으며, 2023년 7월 정체성 강화를 위해 사명을 변경함. 세계 최대의 항공우주 및 방산 기업 중 하나로, 2025년 실적 기준 핵심 사업부는 항공기 엔진의 Pratt & Whitney(37%), 첨단 항공 시스템의 Collins Aerospace(34%), 통합 방어 시스템의 Raytheon(32%)으로 구성
- ◆ **투자 포인트:** 1) **사상 최대치인 2,680억 달러의 수주 잔고와 상업용 항공 수요의 지속적인 확장:** 2026년 글로벌 RPK는 전년 대비 5% 성장할 것으로 전망되며, 기령 증가에 따라 유지보수(Aftermarket) 수요가 동반 상승 중. 특히 Pratt & Whitney의 2026년 성장의 70%가 애프터마켓에서 발생할 것으로 예상되며, GTF 엔진 이슈와 관련된 AOG(운항중단) 대수도 정점 대비 20% 이상 감소하며 안정화 단계에 진입. 2) **지정학적 긴장 고조에 따른 전 세계적 국방 예산 증액:** 최근 F135 및 F119 엔진 관련 22억 달러 규모의 군용 MRO 계약을 확보했으며, 스페인항 패트리엇 시스템(12억 달러), FAA 레이더 교체 사업(4.38억 달러) 등 대형 수주를 지속 중. '골든돔(Golden Dome)' 프로젝트 등 다층적 방어 체계 강화에 따른 예산 편성 확대의 수혜가 기대되며, Raytheon의 해외 수주 비중은 47%에 달해 수익성 개선에도 기여하고 있음
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** 관세 및 공급망 제약 우려에도 불구하고, 탄약 생산량을 20% 증대시키는 등 공정 효율화와 비용 절감 노력을 통해 이를 상쇄. 경영진은 2026년 가이드ansom 매출액 920억~930억 달러, 잉여현금흐름(FCF) 82.5억~87.5억 달러를 제시하며 견조한 성장세를 예고. 12m Fwd PER는 30배 수준으로 과거 평균(21배) 대비 밸류에이션 부담이 존재하나, 연간 Book-to-bill 1.56의 강력한 수주 모멘텀과 국방 패러다임 변화에 따른 재무장 수요를 고려할 때, 실적 성장의 가시성과 프리미엄 정당성은 충분히 확보된 것으로 판단

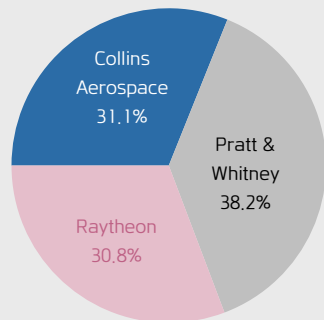
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	80,738	88,603	93,608	99,734
영업이익	10,183	11,389	12,268	13,540
영업이익률(%)	12.6	12.9	13.1	13.6
순이익	7,705	8,531	9,331	10,127
EPS	5.73	6.29	6.82	7.54
증가율	13.2	9.8	8.4	10.6
PER	20.1	29.2	29.1	26.3
PBR	2.6	3.8	3.9	3.8
ROE	8.0	10.7	13.7	14.1
배당지표수익률	1.4	1.4	1.5	1.6

주) 컨센서스는 2026.02.24 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

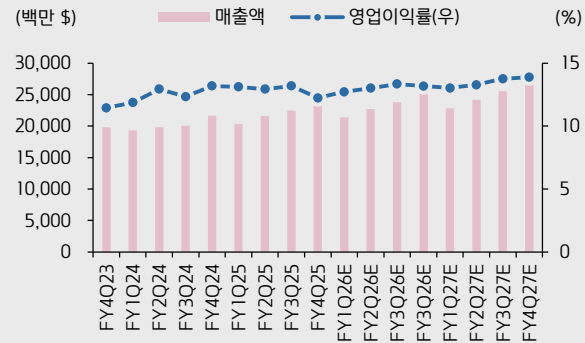


RTX 사업부별 매출액 비중



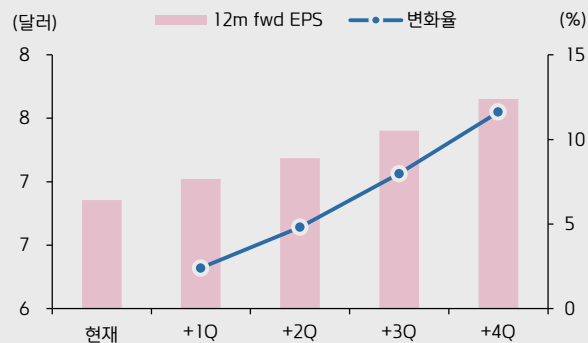
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

RTX 분기 매출액 및 영업이익률 추이



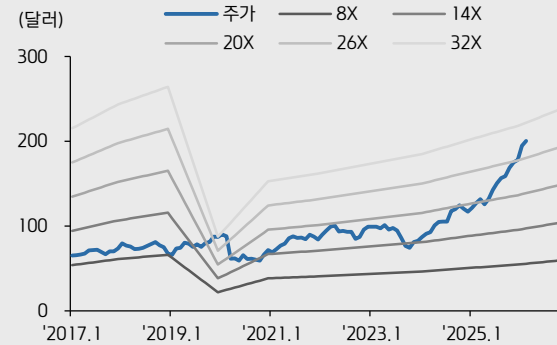
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

RTX 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

RTX 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	64,388	67,074	68,920	80,738	88,603
매출원가	51,897	53,406	56,831	65,328	70,814
매출총이익, GAAP	12,491	13,668	12,089	15,410	17,789
판매비	5,224	5,573	5,809	5,806	6,095
연구개발비	2,732	2,711	2,805	2,934	2,807
영업이익, GAAP	—	7,823	8,895	10,183	11,389
영업외 (이익)손실	27	-613	-275	344	567
세전이익, GAAP	—	8,438	3,836	6,194	8,733
법인세비용	786	790	456	1,181	1,664
당기순이익, GAAP	—	5,216	3,195	4,774	6,732
EPS, GAAP	2.57	3.52	2.24	3.58	5.02
희석 EPS, GAAP	—	3.51	2.23	3.55	4.96
영업이익, 조정	7,263	7,913	8,895	10,183	11,389
당기순이익, 조정	—	7,098	7,263	7,705	8,531
EBITDA	—	11,931	11,108	14,547	15,767

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	7,071	7,168	7,883	7,159	10,567
감가상각비, 무형자산상각비	4,557	4,108	4,211	4,364	4,378
운전자본 변동	-278	522	1,515	-1,085	-1,274
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,364	-2,829	-3,039	-1,534	-1,265
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-2,442	-2,775	-3,166	-3,236	-3,119
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-6,685	-5,859	-4,527	-6,617	-7,486
지급배당금	-2,957	-3,128	-3,239	-3,217	-3,574
차입금의 증가(감소)	-145	-31	12,423	-2,504	-3,429
자사주매입	-2,327	-2,803	-12,870	-444	-50
현금증가	-979	-1,562	335	-1,020	1,864
기초현금	8,832	7,853	6,291	6,626	5,606
기말현금	7,832	6,291	6,548	5,578	7,470
FCF	4,937	4,880	5,468	4,534	7,940
FCFF	6,079	6,052	6,925	6,128	9,356

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	161,404	158,864	161,869	162,861	171,079
유동자산	42,050	42,443	48,417	51,133	60,332
현금 및 현금성자산	7,832	6,220	6,587	5,578	7,435
매출채권	9,661	9,108	10,838	10,976	14,701
채고자산	9,178	10,617	11,777	12,768	13,364
비유동자산	119,354	116,421	113,452	111,728	110,747
유형자산	16,930	16,999	17,386	17,953	18,755
무형자산	92,952	90,663	89,098	86,232	85,188
부채총계	86,705	84,650	100,424	100,903	103,941
유동부채	35,449	39,114	46,761	51,499	58,784
매입채무	20,947	22,554	27,578	29,530	33,553
단기성부채	569	1,576	1,820	2,902	3,616
비유동부채	51,256	45,536	53,663	49,404	45,157
장기성부채	32,984	32,280	43,767	40,358	35,890
자본총계	74,699	74,214	61,445	61,958	67,138

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	6.00	7.75	4.64	5.91	7.60
영업이익률	7.70	8.21	5.17	8.10	10.50
EBITDA 마진	14.78	15.04	11.95	14.03	16.00
ROE	5.32	7.13	4.83	7.96	10.74
ROA	2.39	3.25	1.99	2.94	4.03
ROIC	2.06	2.68	1.26	3.56	5.96
부채비율	45.92	46.61	76.24	71.91	61.24
순차입금비율	34.43	37.24	63.47	60.82	48.44
EBITDA/현금지급이자	7.11	7.99	5.63	5.83	7.63
현금비율	22.09	15.90	14.09	10.83	12.65
유동비율	118.62	108.51	103.54	99.29	102.63
PER	19.67	22.07	24.56	20.14	29.17
PBR	1.76	2.04	1.87	2.56	3.77
EV/EBIT	31.44	31.81	42.00	29.26	29.89
EV/EBITDA	16.38	17.57	18.49	17.10	19.80

AST 스페이스모바일 (ASTS)



US Equity Analyst 박기현 kihyun.park@kiwoom.com

블룸버그 목표주가	USD 101.64
현재 주가 (2/24)	USD 78.90

Stock Data

산업분류	정보통신
세부업종	다양한 전기통신 서비스
거래소	NASDAQ GS
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,890.07
시가총액(min)	33,084.1
유통주식수(min)	296.1
52주 최고	129.89
52주 최저	18.22
일평균거래량	15,219,635

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	18.2	-24.4	71.6	227.9
S&P 500	0.7	-0.4	7.0	15.7



- ◆ **기업 개요:** AST 스페이스모바일(ASTS)은 지상에 있는 일반 스마트폰과 직접 연결되는 우주 기반 셀룰러 브로드밴드 네트워크를 구축한 기업으로 50개 이상의 글로벌 통신사(MNO)들과 파트너십을 맺고 위성 통신 서비스를 부가 서비스 형태로 제공. ASTS는 기존 기지국이 도달하지 못하는 지구 면적의 87%를 커버하는 것을 목표로 함. 당사의 블루버드(BlueBird) 위성은 초대형 위상배열 안테나를 보유해 고성능 데이터 전송이 가능하며, 저궤도(LEO) 위성으로 약 500~2,000km 고도에서 운용되어 기존 정지궤도(GEO) 위성 대비 현격히 낮은 40~70ms 수준의 지연 시간을 달성
- ◆ **투자 포인트:** 1) **상업화 원년 진입 및 실적 리레이팅:** 2026년 BlueBird 7호 발사를 기점으로 1분기 내 총 5회의 추가 발사가 예정되어 있어, 위성 군집(Constellation) 구축 속도가 비약적으로 상승할 전망. 2026년 예상 매출액은 \$1.9~2.4억 달러로 추정되며, 단순 기술 실증을 넘어 AT&T, Verizon 등과의 수익 배분 모델을 통한 실질적 현금 흐름 창출 단계에 진입할 전망. 2) **국가 안보 인프라 편입을 통한 밸류에이션 하단 확보:** 미국 미사일방어청(MDA)의 SHIELD 프로그램(10년 기간, 총 계약 한도 \$15억 달러) 주계약자(Prime Contractor)로 선정됨에 따라 향후 10년간 안정적인 B2G 매출 파이프라인을 확보. 또한 이에 앞서 2025년 미국 우주개발국(SDA)과 4,300만 달러 규모의 계약을 체결한 바 있음. 3) **Physical AI 시대 도래로 주목받는 저지연 위성 직결 기술:** 지상 기지국이 닿지 않는 지역을 위성 기술로 연결하며 40~70ms 수준의 저지연(Low-latency) 통신은 자율주행·원격 로보틱스 등 Physical AI 기기들이 오지나 해상에서도 유희 시간 없이 가동될 수 있는 환경을 제공
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q25 GAAP 기준 매출은 1,470만 달러를 기록했으며, 파트너사들로부터 총 10억 달러 이상의 확정 매출 약정을 확보. 전체 유동성은 32억 달러, 현금 보유액은 12억 달러로 100개 이상의 위성을 제작 및 발사할 수 있는 재원. 현재 ASTS의 12M Fwd PSR은 556배로 로켓랩(79배), 플래닛랩스(29배) 대비 프리미엄을 적용받고 있으나, 미국 정부 사업의 주계약자 선정에 따른 안정적 B2G 파이프라인 확보와 서비스 안착 후 기대되는 90% 이상의 높은 EBITDA 마진 등 독보적인 수익 구조가 이러한 프리미엄을 정당화하고 있다고 판단

Company Earnings & Valuation

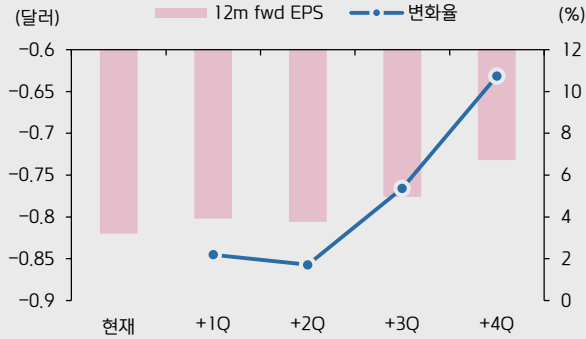
(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	0	4	58	247
영업이익	-209	-243	-283	-248
영업이익률 (%)	-	-5494.8	-486.5	-100.4
순이익	-88	-300	-331	-248
EPS	-1.07	-1.94	-1.16	-0.78
증가율	84.5	81.3	-40.4	-32.5
PER	-	-	-	-
PBR	13.3	13.1	20.5	25.3
ROE	-75.3	-103.8	-36.5	-44.3
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2026.02.24 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

AST 스페이스모바일 (ASTS)

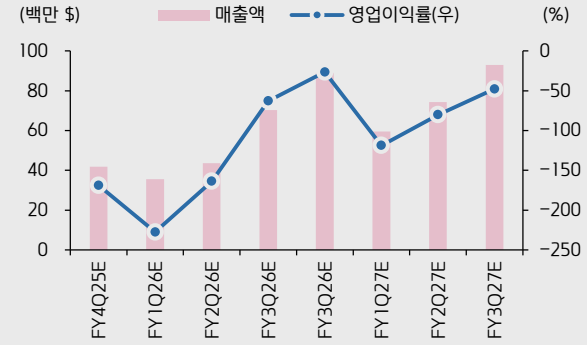


ASTS 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ASTS 분기 매출액 및 영업이익률 전망



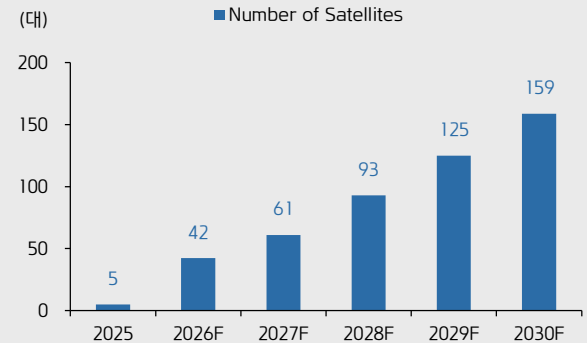
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ASTS 위성 발사 및 구성품 준비 일정

발사 번호	위성 배열용 마이크론 완료	위성 출하 준비 완료
1	완료 (2025년 12월)	2025년 11월
2	완료 (2026년 1월)	2025년 12월
3	완료 (2026년 2월)	2025년 12월
4	완료 (2026년 3월)	2025년 1월
5	완료 (2026년 4월)	2026년 2월
6	완료 (2026년 5월)	2026년 2월
7	2026년 6월	2026년 3월
8	-	2026년 4월
9	-	2026년 5월
10	-	2026년 6월
11	-	2026년 7월
12	-	2026년 8월
13	-	-

자료: AST 스페이스모바일, 키움증권 리서치

ASTS 운용 위성 수 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AST 스페이스모바일 (ASTS)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	6	12	14	0	4
매출원가	3	8	7	0	0
매출총이익, GAAP	3	5	7	0	4
판매비	12	36	48	42	62
연구개발비	1	23	46	47	29
영업이익, GAAP	-21	-87	-146	-209	-243
영업외 (이익)손실	-0	-14	-43	-1	282
세전이익, GAAP	0	-73	-102	-221	-525
법인세비용	0	0	1	2	1
당기순이익, GAAP	0	-31	-32	-88	-300
EPS, GAAP	-3.43	-0.37	-0.58	-1.07	-1.94
희석 EPS, GAAP	—	-0.37	-0.58	-1.07	-1.94
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	0	-31	-32	-88	-300
EBITDA	-20	-84	-141	-155	-84

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	-23	-80	-156	-149	-126
감가상각비, 무형자산상각비	1	3	5	54	63
운전자본 변동	0	2	-8	12	22
투자활동으로 인한 현금흐름	-30	-55	-31	-119	-174
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-30	-55	-57	-119	-174
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	70	417	102	117	780
자금배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	63	96
자사주매입	0	0	102	64	698
현금증가	16	282	-85	-151	479
기초현금	26	43	325	239	88
기말현금	43	325	239	88	568
FCF	-53	-135	-214	-268	-300
FCFF	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	100	444	438	361	955
유동자산	51	336	268	107	600
현금 및 현금성자산	43	322	239	86	565
매출채권	2	2	0	0	0
재고자산	3	1	0	0	0
비유동자산	49	108	170	254	354
유형자산	44	104	154	252	352
무형자산	4	4	0	0	0
부채총계	20	92	79	147	285
유동부채	13	21	28	46	76
매입채무	9	14	27	45	29
단기성부채	1	1	1	2	5
비유동부채	7	71	51	101	209
장기성부채	7	13	12	71	168
자본총계	80	352	360	214	669

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	-403.23	-246.30	-228.86	—	-6,792.28
영업이익률	-408.20	-699.28	-1,054.35	—	-5,494.84
EBITDA 마진	-393.33	-675.80	-1,020.27	—	-4,015.19
ROE	-15.99	-34.37	-27.06	-75.31	-103.82
ROA	-14.52	-11.24	-7.17	-21.91	-45.62
ROIC	-15.76	-37.23	-37.23	-67.93	-53.76
부채비율	9.09	13.12	9.38	73.61	36.11
순차입금비용	-44.67	-87.69	-62.83	-5.97	-58.58
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	-51.14	-14.80
현금비용	326.12	1,505.30	858.35	185.24	743.97
유동비용	388.29	1,570.86	965.28	231.24	790.40
PER	—	—	—	—	—
PBR	1.24	14.37	7.22	13.30	13.10
EV/EBIT	—	—	—	—	—
EV/EBITDA	—	—	—	—	—

램버스 (RMBS)



US Equity Analyst 박기현 kihyun.park@kiwoom.com

블룸버그 목표주가	USD 113.63
현재 주가 (2/24)	USD 98.57

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	반도체 & 반도체 장비
거래소	NASDAQ GS
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,890.07
시가총액(min)	10,624.9
유통주식수(min)	107.8
52주 최고	135.75
52주 최저	40.12
일평균거래량	2,159,596

Performance & Price Trend



◆ **기업 개요:** 램버스(RMBS)는 고속 데이터 전송 기술을 설계하고, 이를 라이선스화하거나 직접 칩 형태로 판매하는 기업으로 메모리와 프로세서 사이의 병목 현상을 해결하는 인터페이스 솔루션에 특화되어 있음. 주요 사업부문으로는 1) Silicon IP (메모리 컨트롤러, PCIe, HBM, DDR, 보안 IP 등에 대한 라이선스 제공), 2) Product (서버용 메모리 모듈에 들어가는 RCD 등 버퍼 칩을 설계하여 판매), 3) Patent Licensing (반도체 아키텍처 특허 관련 로열티 수령) 등이 있음

◆ **투자 포인트:** 1) **DDR5 전환에 따른 'Q'와 'P'의 동반 상승:** DDR4 시절 약 25%였던 RCD(Register Clock Driver) 시장 점유율을 DDR5 들어 약 40%까지 확대하며 시장 지배력 강화. 또한 현재 시장이 DDR5 초기 모델에서 Gen3(고성능 모델)로 전환되는 구간에 있어 ASP(평균판매단가) 상승에 따른 수익성 개선이 가속화되는 중. 2) **HBM4 및 차세대 IP 리더십:** 2025년 하반기 업계 최초로 HBM4 컨트롤러 IP를 출시하며 차세대 AI 가속기 시장의 표준을 선점. 엔비디아, AMD 등 GPU 제조사들이 HBM4 채택을 본격화할수록 RMBS의 IP 로열티 매출도 증가하는 구조. 또한 데이터센터 메모리 효율을 극대화하는 CXL(Compute Express Link) 시장에서도 컨트롤러 및 보안 IP 분야에 독보적 위치를 점하고 있음. 3) **IP 중심의 비즈니스로 압도적 재무 건전성 보유:** 직접 제조 공장을 운영하지 않고 설계 자산(IP) 중심으로 사업을 영위해 30% 중반대의 높은 순이익률을 유지 중. 2026년 기준 부채가 거의 없는 대차대조표를 보유하고 있으며, 발생한 잉여현금흐름(FCF)의 상당 부분을 자사주 매입에 투입

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY25Q4 매출액은 1.90억 달러(+18% YoY)를 기록하며 가이던스 상단 및 시장 컨센서스를 상회. 특히 Product 사업부 매출이 9,680만 달러(+32% YoY)로 역대 최고 분기 실적을 다시 한번 경신하며 전사 외형 성장을 견인했음. Non-GAAP 영업이익률 46%의 탁월한 수익 구조를 유지하는 가운데, 분기 영업활동현금흐름(CFO) 또한 9,980만 달러를 기록하며 역대 최대치를 달성, 견고한 재무 건전성을 입증함. 현재 12M Fwd PER은 32배 수준이나, 2028년까지 연평균 20%를 상회하는 EPS 성장률이 기대되어 멀티플 부담은 점진적으로 해소될 전망

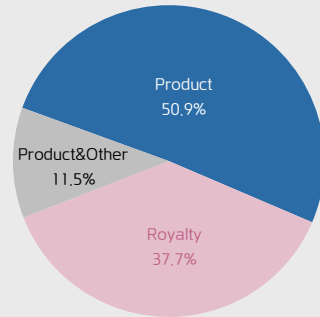
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	557	708	804	934
영업이익	183	260	365	438
영업이익률 (%)	32.9	36.8	45.3	46.9
순이익	180	230	325	386
EPS	1.65	2.11	2.95	3.50
증가율	-45.2	27.9	39.6	18.9
PER	29.7	42.5	33.5	28.1
PBR	5.0	7.3	7.4	6.4
ROE	16.7	18.5	-	-
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2026.02.24 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

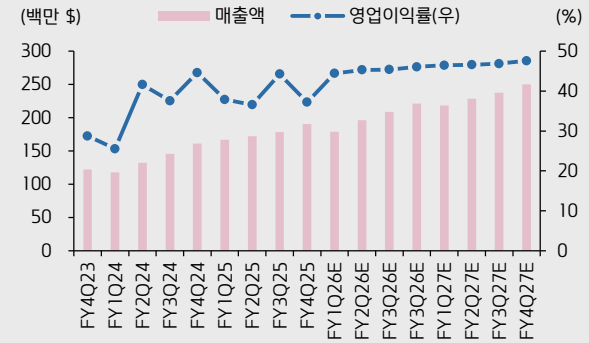


RMBS 사업부별 매출액 비중



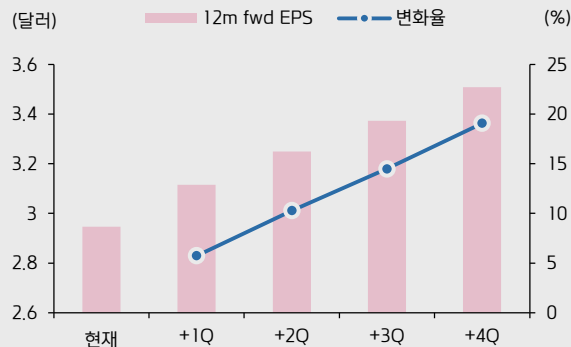
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

RMBS 분기 매출액 및 영업이익률 추이



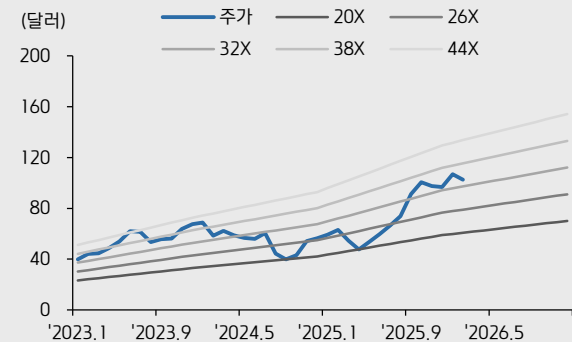
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

RMBS 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

RMBS 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	328	455	461	557	708
매출원가	70	108	103	110	144
매출총이익, GAAP	258	347	358	447	563
판매비	91	107	108	104	115
연구개발비	136	159	157	163	188
영업이익, GAAP	24	77	154	183	260
영업외 (이익)손실	1	85	-34	-17	-22
세전이익, GAAP	23	-8	106	200	282
법인세비용	5	6	-147	20	52
당기순이익, GAAP	18	-14	334	180	230
EPS, GAAP	0.17	-0.13	3.09	1.67	2.14
희석 EPS, GAAP	0.16	-0.13	3.01	1.65	2.11
영업이익, 조정	—	—	—	236	322
당기순이익, 조정	27	-14	124	180	230
EBITDA	—	91	194	194	267

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	209	230	196	231	360
감가상각비, 무형자산상각비	44	47	48	43	42
운전자본 변동	93	72	14	-18	9
투자활동으로 인한 현금흐름	-116	152	-57	-57	-223
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-14	-17	-23	-31	-27
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-114	-363	-170	-168	-54
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자사주매입	-91	-94	-102	-108	-0
현금증가	-21	17	-31	5	83
기초현금	129	108	126	95	100
기말현금	108	126	95	100	183
FCF	195	213	173	200	333
FCFF	204	—	—	201	334

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	1,233	1,013	1,258	1,343	1,530
유동자산	684	527	631	690	989
현금 및 현금성자산	486	313	426	482	762
매출채권	44	55	83	123	137
재고자산	8	21	36	45	44
비유동자산	548	485	628	653	541
유형자산	80	110	89	97	130
무형자산	337	343	316	304	297
부채총계	370	233	220	222	165
유동부채	267	127	89	82	121
매입채무	53	63	41	45	63
단기성부채	170	15	4	6	6
비유동부채	103	107	131	141	45
장기성부채	29	29	26	25	19
자본총계	862	779	1,038	1,121	1,364

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	5.58	-3.15	72.41	32.31	32.57
영업이익률	7.40	16.92	33.32	32.88	36.77
EBITDA 마진	23.14	28.93	45.12	41.54	43.72
ROE	2.07	-1.74	36.75	16.66	18.55
ROA	1.48	-1.27	29.41	13.83	16.04
ROIC	1.71	5.36	33.89	16.71	18.46
부채비율	23.05	5.71	2.96	2.69	1.83
순차입금비용	-33.26	-34.49	-38.06	-40.30	-54.00
EBITDA/현금지급이자	32.02	86.27	2,850.23	—	—
현금비용	181.69	247.20	477.83	588.91	631.84
유동비용	256.06	416.08	707.63	843.71	820.09
PER	123.25	59.92	28.32	29.71	42.55
PBR	3.72	4.95	7.09	5.04	7.26
EV/EBIT	112.73	45.52	44.74	28.04	34.95
EV/EBITDA	38.51	27.25	33.48	22.48	29.63

버티브 홀딩스 (VRT)



US Equity Analyst 박기현 kihyun.park@kiwoom.com

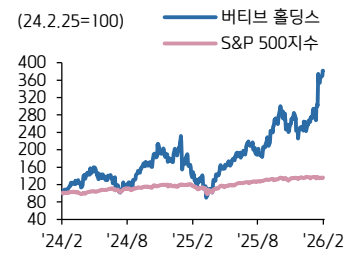
블룸버그 목표주가	USD 271.54
현재 주가 (2/24)	USD 253.15

Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	전력 기기
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,890.07
시가총액(min)	96,854.8
유통주식수(min)	382.6
52주 최고	255.54
52주 최저	53.60
일평균거래량	6,118,237

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	56.3	38.7	102.5	175.5
S&P 500	0.7	-0.4	7.0	15.7



- ◆ **기업 개요:** 버티브 홀딩스(VRT)는 데이터센터(80%), 통신 네트워크(10%) 등을 대상으로 전력 및 냉각 통합 솔루션을 제공하는 글로벌 디지털 인프라 플랫폼 기업. 단순 장비 공급을 넘어 Vertiv 360AI와 같은 엔드 투 엔드(End-to-End) 열관리 시스템을 통해 차세대 AI 데이터센터의 기술 표준을 선점하고 있음. 매출 비중은 Products(83%), Services(17%) 순이며, 북미(64%)를 비롯해 EMEA(17%), APAC(19%) 전역에 걸친 광범위한 글로벌 익스포저를 보유함
- ◆ **투자 포인트:** 1) **전력·냉각 통합 플랫폼(360AI)의 기술적 Edge:** VRT는 엔비디아와 공동 설계한 Vertiv 360AI를 통해 차세대 AI 데이터센터의 표준을 선점하며, 단순 부품 공급자에서 '기술 표준 보유 기업'으로 지위를 확보함. 동사의 솔루션은 45도 온수 냉각 지원 및 칠러(Chiller) 없는 환경에서도 PUE 1.07 이하의 극강의 효율을 구현하여 하이퍼스케일러의 운영비(OpEx)를 획기적으로 절감함. 또한, 공장에서 사전 조립된 모듈형 아키텍처를 통해 현장 설치 복잡성을 제거하고 AI 수익화의 핵심인 '데이터센터 조기 가동'을 가능하게 함. 2) **PurgeRite 인수를 통한 '서비스 해자' 강화:** 2025년 말 완료된 퍼지라이트(PurgeRite) 인수는 액체 냉각 시대의 핵심인 '유체 관리(Fluid Management)'를 독점하기 위한 전략적 포석임. 이는 단순 장비 판매를 넘어 배관 내 불순물 제거 및 여과 등 고마진의 반복 매출(Recurring Revenue) 구조를 내재화했음을 의미함. 3) **역대급 수주 잔고와 지수 편입 모멘텀:** 95억 달러를 돌파한 수주 잔고와 1.4배의 Book-to-bill 비율은 2026년 실적 성장의 강력한 하방 지지선이며, 2026년 초 S&P 500 지수 편입 가능성과 엔비디아와의 타이탄(Titan) 파트너십은 패시브 자금 유입 및 멀티플 리레이팅의 기폭제가 될 전망이다.
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** 95억 달러를 돌파한 역대급 수주잔고와 1.4배의 Book-to-bill 비율을 바탕으로 매출과 마진 모두 가파른 확장세 지속. 관세 역풍에도 불구하고 강력한 AI 인프라 수요에 기반한 운영 레버리지 및 긍정적 원가 확보가 이익 성장을 견인하고 있음. 현재 12M Fwd P/E는 약 44.2배로 5개년 평균(27.3배)을 상회하고 있으나, 성장성을 반영한 PEG Ratio는 1.41배에 불과해 섹터 평균(1.97배) 대비 오히려 28%가량 저평가된 상태임. 향후 액체 냉각 채택 확대에 따른 믹스 개선과 S&P 500 편입 모멘텀은 추가적인 멀티플 리레이팅의 핵심 동력으로 작용할 전망

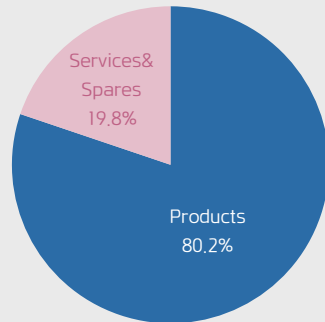
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	8,012	10,230	13,617	16,866
EBITDA	1,829	2,398	3,219	4,229
EBITDA 마진(%)	22.8	23.4	23.6	25.1
순이익	496	1,640	2,323	3,106
EPS	2.85	4.20	6.04	7.94
증가율	61.0	47.4	43.8	31.5
PER	87.7	44.2	41.9	31.9
PBR	17.8	15.7	17.2	12.5
ROE	22.3	41.8	46.9	45.1
배당지표수익률	0.1	0.1	0.1	0.1

주: 컨센서스는 2026.02.24 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

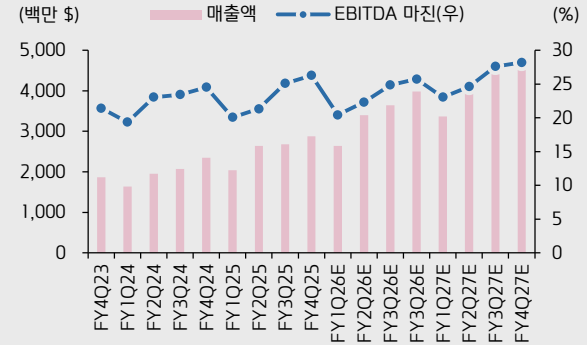


VRT 사업부별 매출액 비중



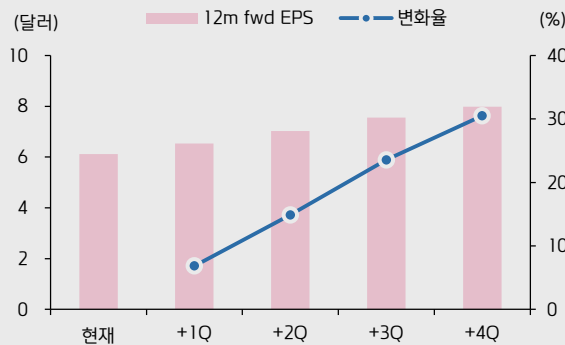
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

VRT 분기 매출액 및 EBITDA 마진 추이



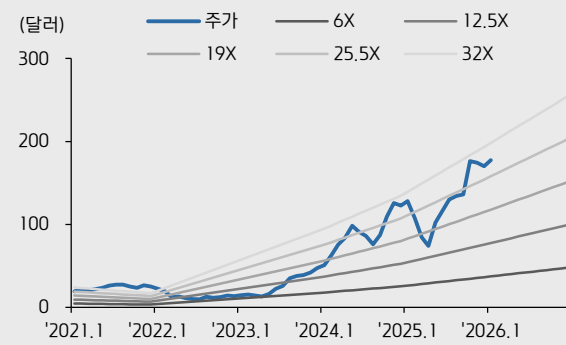
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

VRT 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

VRT 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

버티브 홀딩스 (VRT)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	4,998	5,692	6,863	8,012	10,230
매출원가	3,475	4,075	4,463	5,078	6,515
매출총이익, GAAP	1,523	1,616	2,401	2,934	3,715
판매비	1,109	1,178	1,312	1,374	1,618
연구개발비	0	0	0	0	0
영업이익, GAAP	471	439	1,054	1,552	2,090
영업외 (이익)손실	97	60	355	611	112
세전이익, GAAP	166	167	534	765	1,742
법인세비용	47	90	74	270	409
당기순이익, GAAP	120	77	460	496	1,333
EPS, GAAP	0.34	0.20	1.21	1.32	3.49
희석 EPS, GAAP	0.33	0.04	1.19	1.28	3.41
영업이익, 조정	471	439	1,054	1,552	2,090
당기순이익, 조정	120	202	684	1,102	1,640
EBITDA	698	742	1,325	1,829	2,398

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	211	-153	901	1,319	2,114
감가상각비, 무형자산상각비	227	302	271	277	309
운전자본 변동	-116	-438	22	114	407
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,217	-112	-139	-202	-1,501
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-85	-111	-135	-184	-226
유, 무형자산 처분	10	4	12	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	915	100	-248	-652	-72
자금배당금	-4	-4	-10	-42	-67
차입금의 증가(감소)	828	219	-262	-21	-21
자사주매입	112	3	27	-567	26
현금증가	-96	-174	515	444	558
기초현금	543	447	273	789	1,232
기말현금	447	273	789	1,232	1,790
FCF	138	-253	773	1,152	1,894
FCFF	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	6,940	7,096	7,999	9,133	12,212
유동자산	2,699	3,159	4,002	5,102	6,820
현금 및 현금성자산	439	261	780	1,228	1,828
매출채권	1,536	1,889	2,185	2,363	3,109
재고자산	616	822	884	1,244	1,457
비유동자산	4,241	3,937	3,997	4,031	5,393
유형자산	642	656	734	827	1,225
무형자산	3,468	3,101	3,003	2,808	3,928
부채총계	5,522	5,654	5,984	6,698	8,271
유동부채	1,855	1,898	2,305	3,097	4,407
매입채무	1,541	1,522	1,602	1,967	2,502
단기성부채	64	67	65	67	91
비유동부채	3,667	3,756	3,678	3,601	3,864
장기성부채	3,064	3,300	3,060	3,074	3,137
자본총계	1,418	1,442	2,015	2,434	3,941

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	2.39	1.35	6.71	6.19	13.03
영업이익률	5.26	3.99	12.94	17.18	18.12
EBITDA 마진	10.93	10.33	17.82	21.48	21.96
ROE	12.40	5.36	26.63	22.29	41.81
ROA	1.99	1.09	6.10	5.79	12.49
ROIC	4.93	2.15	15.03	16.46	21.97
부채비율	220.64	233.48	155.08	129.01	81.89
순차입금비율	189.67	215.40	116.35	78.59	35.51
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비율	23.67	13.73	33.85	39.64	41.48
유동비율	145.49	166.43	173.57	164.73	154.74
PER	84.57	77.81	38.44	87.68	44.17
PBR	6.62	3.58	9.10	17.77	15.73
EV/EBIT	44.54	34.80	22.90	32.38	33.75
EV/EBITDA	22.09	14.04	16.91	26.25	28.22

루멘텀 홀딩스 (LITE)



US Equity Analyst 박기현 kihyun.park@kiwoom.com

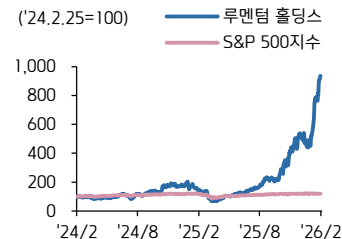
블룸버그 목표주가	USD 592.79
현재 주가 (2/24)	USD 688.27

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어
세부업종	통신 장비
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,890.07
시가총액(min)	49,142.5
유통주식수(min)	71.4
52주 최고	698.50
52주 최저	45.65
일평균거래량	4,572,681

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	86.7	102.9	457.7	877.8
S&P 500	0.7	-0.4	7.0	15.7



- ◆ **기업 개요:** 루멘텀 홀딩스(LITE)는 차세대 클라우드 및 AI 데이터센터의 신경망을 구축하는 광학 솔루션 분야의 선도 기업. AI 연산량의 폭발적 증가로 인해 기존 구리 배선을 통한 전자(Electron) 전송 방식이 물리적 한계에 부딪힘에 따라, 데이터 전송의 매개체가 빛 기반의 광자(Photon)로 급격히 이동하는 광학화의 거대한 구조적 전환 속에서 가장 직접적인 수혜를 입는 종목. 사업 부문은 크게 레이저 칩과 어셈블리를 포함하는 컴포넌트(Components) 부문과 트랜시버, 광학 회선 스위치(OCS) 등을 포함하는 시스템(Systems) 부문으로 구성
- ◆ **투자 포인트:** 1) **EML 수급 불균형 기반의 강력한 가격 결정력 확보:** AI 트래픽 급증으로 인해 800G 및 1.6T 트랜시버에 탑재되는 100G/200G EML 레이저 칩의 만성적인 공급 부족 현상이 지속 중이며, 이로 인해 제품 ASP 상승 전망. 2) **OCS 시장의 구조적 개편:** 데이터센터 내부 아키텍처가 광학 중심으로 재편되면서 OCS에 대한 하이퍼스케일러의 수요가 당초 예상을 뛰어넘고 있음. 동사의 OCS 수주 잔고는 이미 4억 달러를 돌파했으며, 공급 대상 고객사 역시 기존 리드 고객에서 3개 이상의 하이퍼스케일러로 다변화되는 추세. 3) **텔레콤 업황의 V자 회복:** 오랜 기간 부진을 면치 못했던 텔레콤 부문이 마침내 사이클의 저점을 통과. 100G 이상의 고속 전송 제품군과 코히어런트(Coherent) 컴포넌트에 대한 수요가 순차적 및 전년 대비 모두 성장세로 돌아섰으며, 특히 장거리 및 해저 네트워크용 펄스 레이저 매출은 전년 대비 90% 이상 급증하며 역대 최대 실적을 경신
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** 분기 매출액은 6.66억 달러(+65% YoY)를 기록, Non-GAAP 기준 EPS는 1.67 달러(+298% YoY)를 기록해 컨센서스를 상회. 특히 Non-GAAP 영업이익률은 25.2%를 기록, 전년 동기(7.9%) 대비 1,730bps 확대. 현재 역사적 평균을 상회하는 높은 멀티플에서 거래되고 있으나, 이는 단순한 과열이 아닌 폭발적인 실적 성장 초입기에 나타나는 전형적인 고성장주의 특성. 12M Fwd PER은 약 43배로 섹터 중앙값(24.1배)을 크게 웃돌지만, 이익 성장률을 투영한 PEG 배수는 1.18배에 불과하여 섹터 평균인 1.61배 대비 오히려 밸류에이션 매력이 돋보이는 구간에 위치

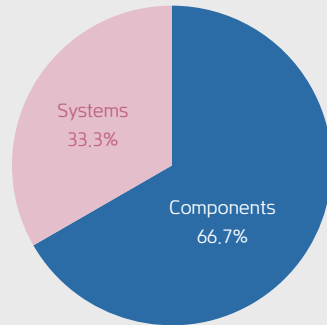
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	1,359	1,645	2,904	4,647
영업이익	38	160	782	1,563
영업이익률 (%)	2.8	9.7	26.9	33.6
순이익	69	146	655	1,293
EPS	1.01	2.06	7.68	13.98
증가율	-77.9	104.0	272.9	81.9
PER	-	217.2	89.6	49.3
PBR	3.5	5.8	37.8	19.2
ROE	-47.3	2.5	54.0	65.0
배당지표수익률	-	-	-	-

주) 컨센서스는 2026.02.24 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

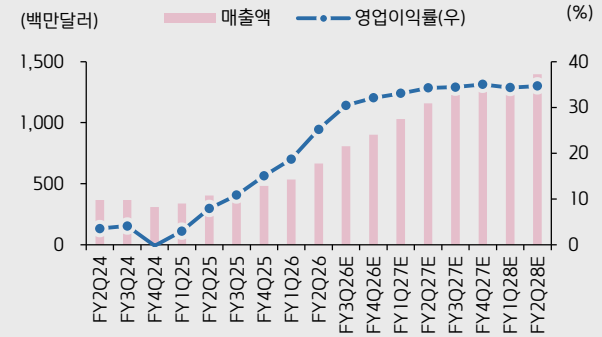


LITE 수익원별 매출액 비중



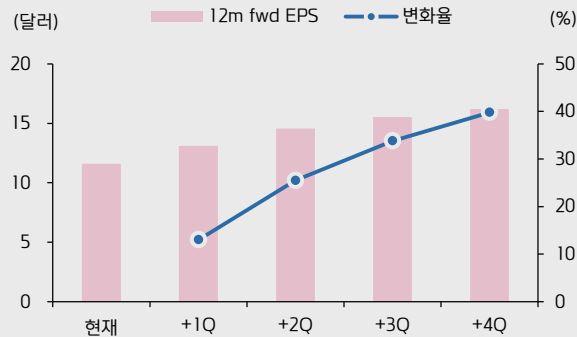
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

LITE 분기 매출액 및 영업이익률 추이



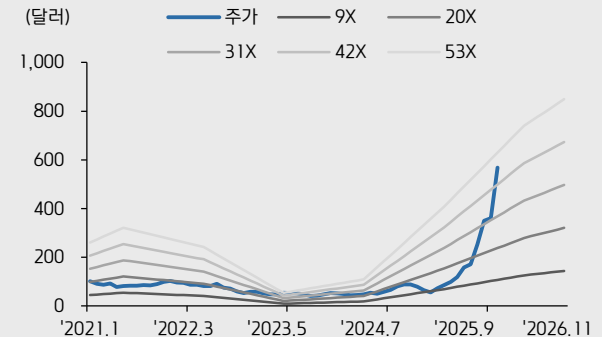
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

LITE 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

LITE 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

루멘텀 홀딩스 (LITE)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	1,743	1,713	1,767	1,359	1,645
매출원가	960	924	1,198	1,108	1,185
매출총이익, GAAP	783	789	569	252	460
판매비	241	221	349	311	348
연구개발비	214	265	312	304	304
영업이익, GAAP	536	527	339	38	160
영업외 (이익)손실	64	68	-13	-28	-8
세전이익, GAAP	536	525	369	80	175
법인세비용	66	36	29	141	-198
당기순이익, GAAP	397	199	-132	-547	26
EPS, GAAP	5.27	2.79	-1.93	-8.12	0.38
희석 EPS, GAAP	5.07	2.68	-1.93	-8.12	0.37
영업이익, 조정	536	527	339	38	160
당기순이익, 조정	263	449	315	69	146
EBITDA	621	609	432	141	264

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	739	459	180	25	126
감가상각비, 무형자산상각비	177	167	256	290	257
운전자본 변동	-1	-85	-136	140	-314
투자활동으로 인한 현금흐름	1	-226	-874	-114	-84
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-95	-91	-129	-133	-231
유, 무형자산 처분	25	6.4	0.3	0.8	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-263	283	263	-333	42
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-1	852	-138.7	-323	-8
자사주매입	-223	-530	-198	-10	-26
현금증가	476	516	-431	-422	84
기초현금	298	774	1,290	859	437
기말현금	774	1,290	859	437	521
FCF	644	368	51	-108	-105
FCFF	701	436	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	3,552	4,162	4,632	3,932	4,219
유동자산	2,437	3,139	2,778	1,590	1,717
현금 및 현금성자산	1,946	2,549	2,014	887	877
매출채권	213	262	246	195	250
재고자산	196	250	409	398	470
비유동자산	1,115	1,023	1,854	2,342	2,501
유형자산	429	434	567	645	754
무형자산	610	525	1,154	1,673	1,526
부채총계	1,579	2,287	3,276	2,975	3,084
유동부채	665	717	634	269	393
매입채무	259	292	295	241	361
단기성부채	403	421	326	13	22
비유동부채	914	1,571	2,643	2,705	2,691
장기성부채	837	1,515	2,548	2,546	2,586
자본총계	1,973	1,875	1,356	957	1,135

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	22.80	11.61	-7.45	-40.21	1.57
영업이익률	30.24	17.71	-6.55	-31.93	-10.95
EBITDA 마진	41.05	28.05	8.59	-9.48	5.42
ROE	21.35	10.34	-8.15	-47.25	2.48
ROA	11.61	5.16	-2.99	-12.76	0.64
ROIC	14.69	7.29	-3.57	-14.74	0.55
부채비율	62.85	103.25	211.96	267.38	229.86
순차입금비용	-35.79	-32.69	63.44	174.72	152.56
EBITDA/현금지급이자	111.78	64.05	14.05	-6.54	4.66
현금비용	292.81	355.76	317.70	329.37	223.29
유동비용	366.66	438.13	438.29	590.46	437.19
PER	38.65	25.21	185.58	—	217.18
PBR	3.09	2.82	2.78	3.53	5.83
EV/EBIT	10.18	15.34	—	—	—
EV/EBITDA	7.53	9.74	30.50	—	93.65

블룸 에너지 (BE)



US Equity Analyst 박기현 kihyun.park@kiwoom.com

블룸버그 목표주가	USD 143.92
현재 주가 (2/24)	USD 166.20

Stock Data

산업분류	원자재
세부업종	전력 기기
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,890.07
시가총액(min)	46,627.1
유통주식수(min)	280.5
52주 최고	176.49
52주 최저	15.15
일평균거래량	12,135,042

Performance & Price Trend



- ◆ **기업 개요:** 블룸 에너지(BE)는 데이터센터, 제조업 및 상업용 전력 공급을 위한 차세대 분산형 전원 솔루션인 고체산화물 연료전지(SOFC, Solid Oxide Fuel Cell) 설계·제조하는 기업. BE의 연료전지는 천연가스, 바이오가스, 수소를 연료로 사용할 수 있으며, 전력 소비 현장에 직접 설치되어 중앙 전력망의 물리적 한계를 극복하고 전력 자립도를 높일 수 있음. 자체 양산 시스템을 보유하여 상대적으로 공급망 병목 현상에 따른 영향을 최소화하고 있음
- ◆ **투자 포인트:** 1) **'Time to Power' 프리미엄:** 현재 AI 데이터센터 시장의 최대 장애물은 전력망 연결 대기 시간임. 미국 내 주요 거점의 변전소 연결 및 인프라 구축에 통상 4~7년이 소요되는 것과 대조적으로, BE는 모듈형 아키텍처를 바탕으로 소규모 프로젝트 시 50~90일 이내, 수십 MW급 대규모 발전 시설의 경우에도 1년 이내 제품 인도 및 실질 가동 완료 가능. 2) **현금 창출 능력 강화에 따른 체질 개선:** 2025~2026년을 기점으로 본격적인 흑자 전환을 이룰 수 있을 것으로 판단되며, 2026년 말 기준 2GW 규모의 양산 체제를 도입할 예정. 또한 장비 판매 시 100% 동반되는 서비스 계약이 누적되면서 경기 변동에 강한 고마진의 반복 매출 비중이 확대되는 중. 3) **에너지 주권과 미래 확장성:** 빅테크 기업들이 발전 기업들에 의존하지 않고 스스로 저가를 통제하려는 에너지 독립 니즈를 충족 가능. BE의 온사이트(On-site) 발전 시설은 송배전 손실(5~8%)이 없고, 외부 정전 리스크로부터 자유로운 독립적 마이크로 그리드 구축이 가능. 또한 현재는 천연가스를 쓰지만, 향후 SOEC(고온 수전해) 기술을 통해 청정 수소를 생산하거나 수소 발전으로 전환할 수 있는 기술 호환성 보유
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY25Q4 매출액 7.78억 달러(+35.9% YoY), 조정 회석 EPS 0.45 달러(+4.7% YoY)를 기록하며 컨센서스(6.55억 달러, 0.30 달러)를 큰 폭 상회. AI 데이터센터 C&I 수요로 성장세가 지속되는 가운데 제품 백로그 약 60억달러(전년 대비 2배+), 서비스 100% attach 구조와 서비스 Non-GAAP GM 19.5% 개선이 이익 가시성을 뒷받침. 현재 12M Fwd PER은 115배로 상당히 고평가되어 있으나, C&I 백로그 최고치 경신(+135% YoY)로 확인되는 수요 모멘텀과 FY26(83%), FY27(110%), FY28(57%) EPS 성장률 컨센서스를 고려 시 멀티플 부담은 시간이 지남에 따라 점진적으로 해소될 수 있을 것으로 판단

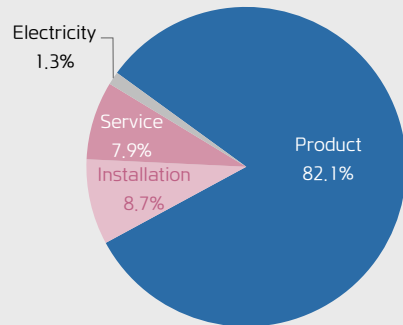
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	1,474	2,024	3,109	4,939
영업이익	108	221	428	922
영업이익률 (%)	7.3	10.9	13.8	18.7
순이익	65	198	373	816
EPS	0.28	0.76	1.37	2.88
증가율	-380.0	171.4	79.7	111.0
PER	-	-	121.7	57.7
PBR	9.0	31.7	35.9	22.1
ROE	-5.5	-13.3	30.1	44.0
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2026.02.24 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

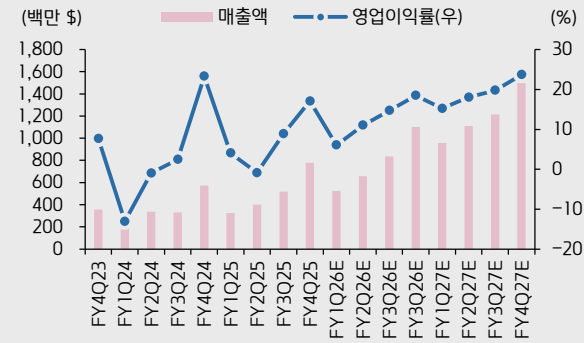


BE 사업부별 매출액 비중



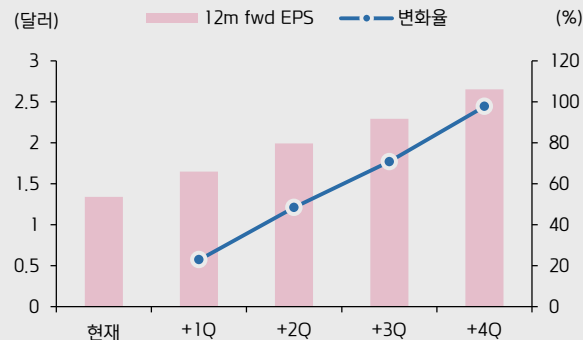
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

BE 분기 매출액 및 영업이익률 추이



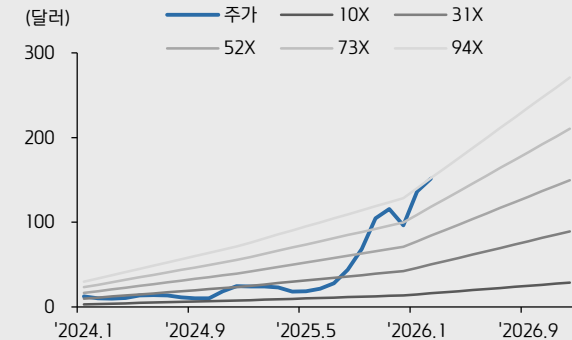
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

BE 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

BE 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

블룸 에너지 (BE)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	972	1,199	1,333	1,474	2,024
매출원가	775	1,051	1,136	1,069	1,437
매출총이익, GAAP	198	148	198	405	587
판매비	209	259	251	233	329
연구개발비	103	151	156	149	186
영업이익, GAAP	-115	-33	19	108	221
영업외 (이익)손실	78	53	97	49	157
세전이익, GAAP	-192	-201	-306	-26	-84
법인세비용	1	1	2	1	3
당기순이익, GAAP	-164	-301	-302	-29	-88
EPS, GAAP	-0.95	-1.62	-1.42	-0.13	-0.37
희석 EPS, GAAP	-0.95	-1.62	-1.42	-0.13	-0.37
영업이익, 조정	-38	-34	19	108	221
당기순이익, 조정	-96	-76	-21	65	198
EBITDA	14	30	82	161	272

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	-61	-192	-373	92	114
감가상각비, 무형자산상각비	53	62	63	53	51
운전자본 변동	0	-177	-403	-40	-172
투자활동으로 인한 현금흐름	-47	-117	-84	-59	-93
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-50	-117	-84	-59	-57
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	306	211	683	175	1,508
지급배당금	0	0	0	-1	-1
차입금의 증가(감소)	-120	-153	-259	-229	-987
자사주매입	298	15	328	12	59
현금증가	198	-97	227	206	1,531
기초현금	417	615	518	745	951
기말현금	615	518	745	951	2,482
FCF	-110	-309	-456	33	57
FCFF	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	1,726	1,947	2,414	2,657	4,397
유동자산	806	1,056	1,693	2,044	3,731
현금 및 현금성자산	396	348	665	803	2,454
매출채권	88	251	341	336	372
재고자산	143	268	503	545	643
비유동자산	919	891	721	613	666
유형자산	711	727	633	526	507
무형자산	2	—	0	0	0
부채총계	1,519	1,568	1,893	2,072	3,604
유동부채	342	542	470	637	624
매입채무	192	320	281	246	443
단기성부채	55	61	60	147	75
비유동부채	1,176	1,026	1,423	1,435	2,980
장기성부채	1,071	962	1,396	1,386	2,917
자본총계	207	379	521	585	793

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	-16.92	-25.14	-22.66	-1.98	-4.37
영업이익률	-11.78	-21.77	-15.67	1.55	3.60
EBITDA 마진	-4.65	-14.50	-8.48	7.58	7.85
ROE	—	—	-71.69	-5.49	-13.29
ROA	-10.34	-16.42	-13.86	-1.15	-2.51
ROIC	-11.05	-19.99	-13.69	0.57	1.26
부채비율	—	300.08	290.10	272.41	389.21
순차입금비율	352.43	177.95	152.10	124.63	67.79
EBITDA/현금지급이자	-0.66	-3.55	-2.27	2.01	3.21
현금비율	115.64	64.30	141.28	126.08	393.39
유동비율	235.47	194.85	359.93	321.02	598.01
PER	—	—	—	—	—
PBR	—	11.54	6.62	9.05	31.66
EV/EBIT	—	—	—	149.22	285.69
EV/EBITDA	—	—	—	52.26	156.72

2월 중국 Review 및 3월 전망

아직은 유효한 정책 기대





2월 중국 Review 및 3월 전망 | 아직은 유효한 정책 기대

연초 경기 하방 압력 완화를 위한 정부 정책이 집중되고 있으나, 민간 신용 수요는 여전히 부진

- 사회용자총액의 반등은 연초 경기 하방 압력 완화를 위한 정부의 정책 집중 반영으로 해석. 다만 신규 위안화 대출 부진은 여전히 민간 신용 수요 회복이 제한적임을 시사. 정책 주도의 유동성 개선과 실물 수요간 괴리가 지속되고 있음을 의미한다는 판단
- 한편 IEEPA 무효화에 따라 미국의 대중 관세는 약 7%p 인하 전망. 이는 중국 GDP에 0.1~0.2%p 상방 요인. 단기적으로 대미 수출의 선적 수요 확대 가능성 존재하나, 관세 종결이 아닌 집행 방식의 재배치 관점에서 영향은 제한적일 것. 3월 말 미중 정상회담 가능성 여부 주목 필요

3월 증시는 박스권 예상. 15차 5개년 계획 및 트럼프 대통령 방중 가능성이 주요 변수가 될 전망

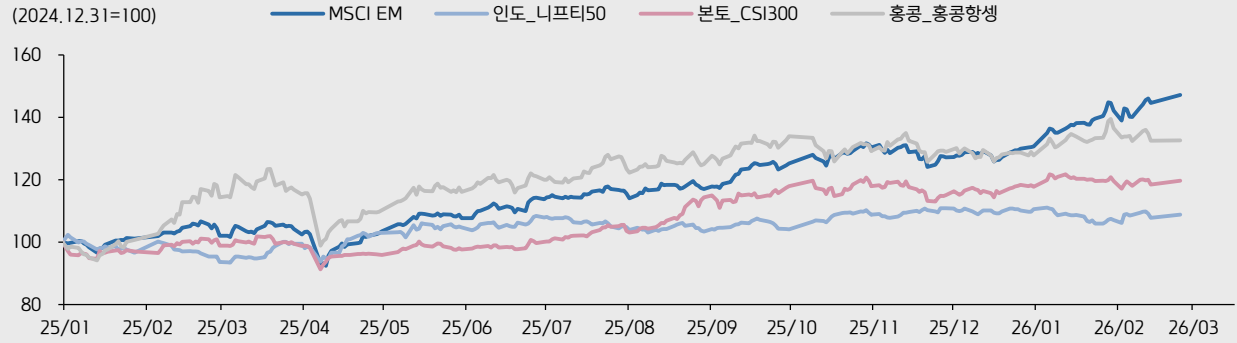
- 3월 중화권 증시는 박스권 흐름 예상. 유동성, 디플레이션 압력 완화, AI 모멘텀 등이 투자심리를 지지할 전망. 다만 3월 양회 정책 강도 확대 가능성은 제한적일 것으로 예상되며, 1분기 이후 중국 경기 회복세 지속에 대한 가시성도 높지 않아 지수 상단은 제한적일 것으로 판단
- 향후 시장 방향성은 15차 5개년 계획과 미중 관계 이벤트에 의해 결정될 전망. 특히 소비 관련 목표 제시 여부 및 전략 산업 지원 방향이 증시 주도 업종에 핵심 변수로 작용할 것으로 예상. 또한 트럼프 대통령의 방중 및 미중 정상회담 성사 시 합의 내용 확인도 중요할 것
- 3월 본토 증시의 상대적 강세 가능성에 주목. 15차 5개년 계획 발표로 인해 산업 중심으로 정책 모멘텀 기대되는 만큼 STAR50/ChiNext 관심 필요. 한편 2월 상대적으로 부진한 역외 증시는 중화권 증시에 대한 외국인 투자심리 개선 여부에 따라서 저가 매수세 유입 가능성 존재
- 4월 이후 중화권 증시는 정책 기대에서 실물 경기 검증 국면으로 진입할 전망. 경기회복 여부에 대한 확인 중요할 전망

업종·테마 중심의 접근 유효. 연초 부진한 AI가 주도 테마로 부각 기대. 리플레이션 트레이딩도 관심 유효

- 연초 중국 AI 관련 업종은 상대적으로 부진. 다만 최근 중국의 AI 모델, AI Agent, 퍼지컬 AI 등 산업 전반에 걸쳐 기술 진전 및 상업화 기대가 재차 부각되며 관련 모멘텀 확산되는 모습. 이에 따라 AI가 3월 중화권 증시의 핵심 주도 테마로 부상할 가능성이 높다는 판단
- 중국 디플레이션 압력 완화가 지속되며 리플레이션 트레이딩 유효하다는 판단. 특히 Sell America 기조 확산과 달러·인플레 헤지 수요로 중국 비철금속 업종의 긍정적인 투자심리 지속 기대

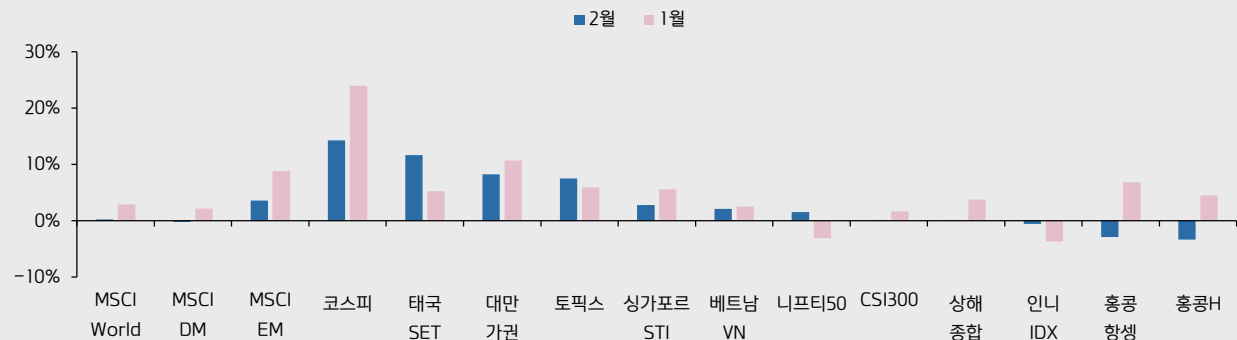


아시아 증시 주요 지수



자료: Wind, 키움증권 리서치

아시아 주요 지수 월별 수익률

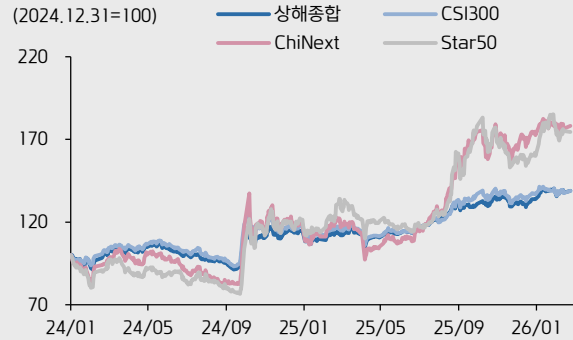


자료: Wind, 키움증권 리서치

2월 중국 증시 Review

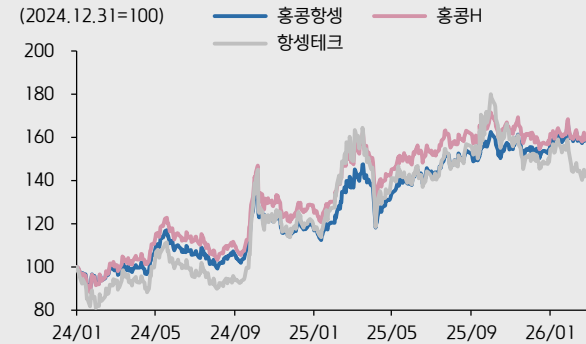


본토 증시 주요 지수



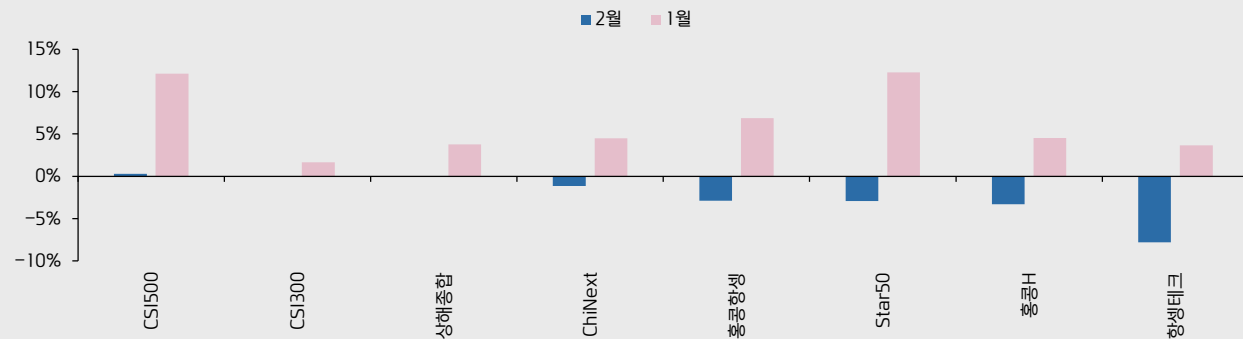
자료: Wind, 키움증권 리서치

홍콩 증시 주요 지수



자료: Wind, 키움증권 리서치

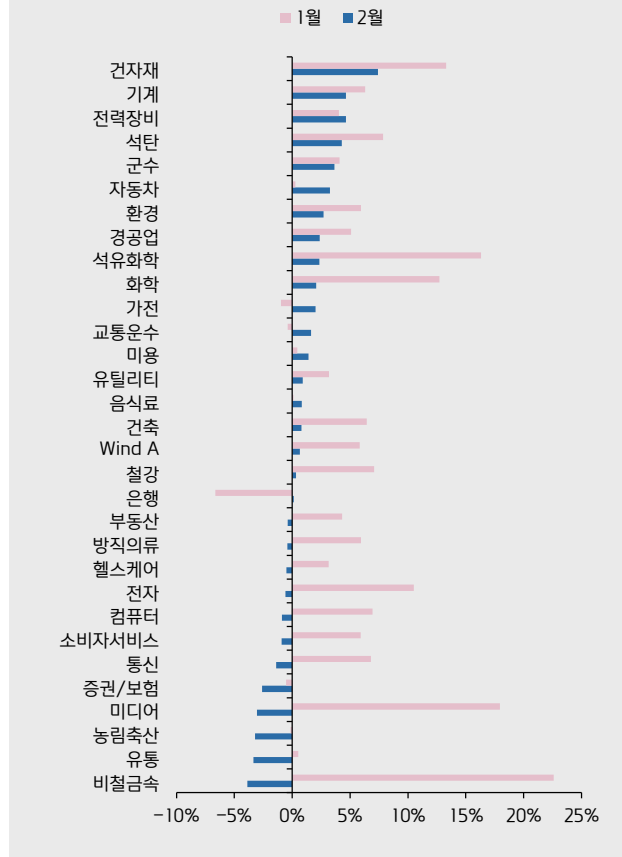
중국 주요 지수 월별 수익률



자료: Wind, 키움증권 리서치

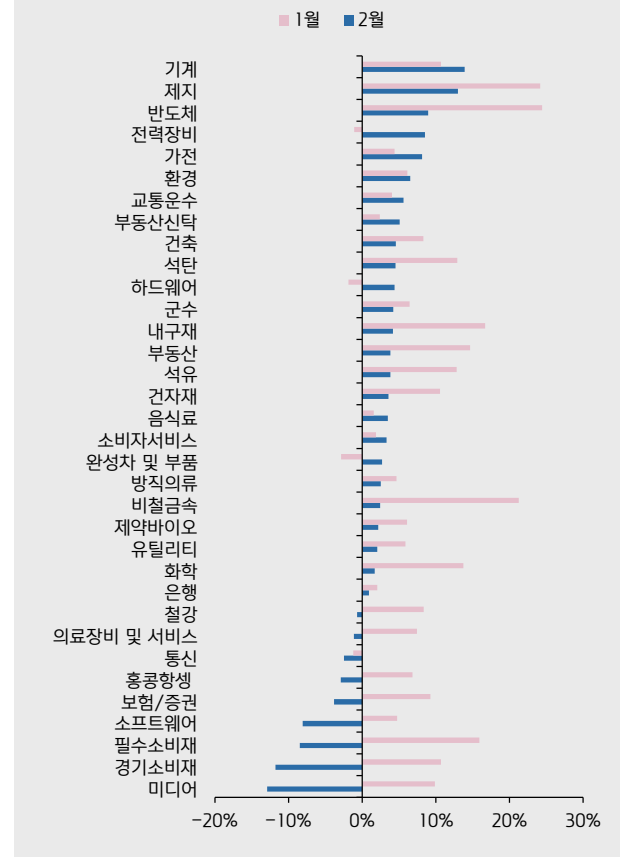


본토 증시 세부 업종별 월별 수익률



자료: Wind, 키움증권 리서치

홍콩 증시 세부 업종별 월별 수익률

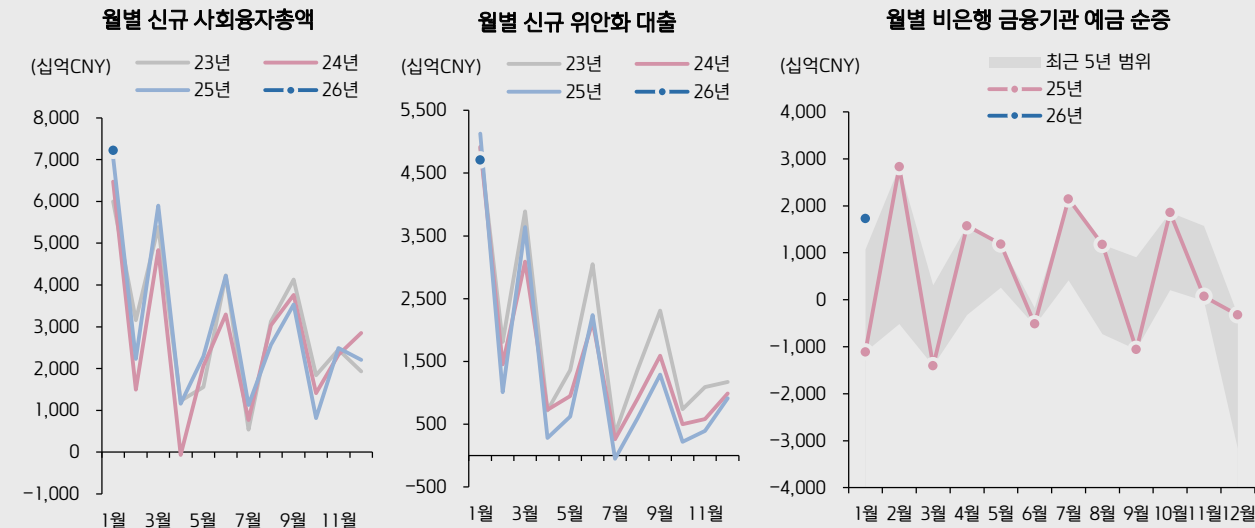


자료: Wind, 키움증권 리서치



- ◆ 금융 지표: 연초 경기 하방 압력 완화를 위한 정부 정책이 집중되고 있으나, 민간 신용 수요는 여전히 부진
 - 연초 경기 하방 압력 완화를 위한 정부의 정책 집중이 지속되는 모습. 1월 중국 신규 사회용자총액은 7.2조위안으로 예상치(6.5조위안, Wind 기준) 및 최근 3년 평균을 모두 상회. 그 중 정부 채권 발행 규모는 9,800억위안으로 최근 3년치 최고치 기록
 - 다만 민간 수요는 여전히 부진한 상황. 1월 신규 위안화 대출규모는 4.7조위안으로 예상치(4.5조위안, Wind 기준)를 소폭 상회했으나, 최근 3년 평균을 하회. 특히 중장기 기업 및 가계 대출 증가세는 둔화되며 기업 투자 및 부동산 수요 부진
 - 한편 중국의 가계자산 유입 기대감 유효. 1월 비은행 예금 유입 규모 큰 폭 증가. 다만 1~2월은 춘절 일정에 따라서 변동성이 큰 만큼 1~2월 합산으로 봐야할 필요가 있다는 판단

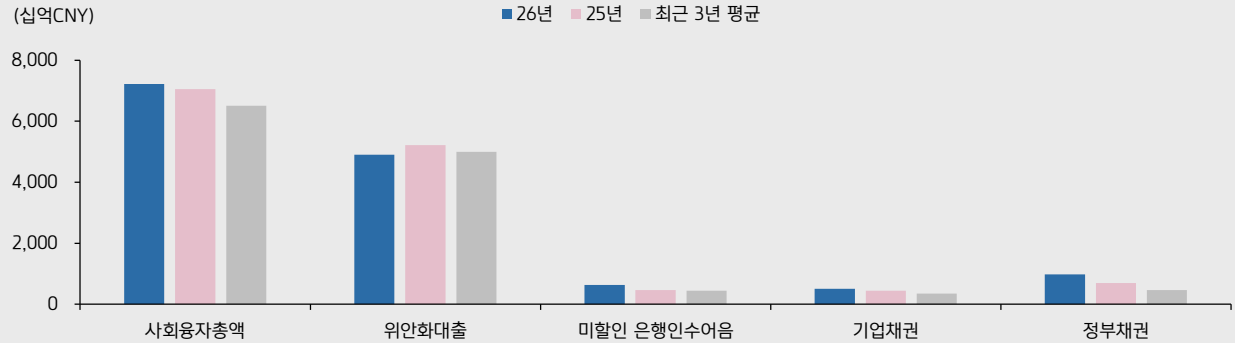
중국 1월 주요 금융 지표



자료: 인민은행, Wind, 키움증권 리서치

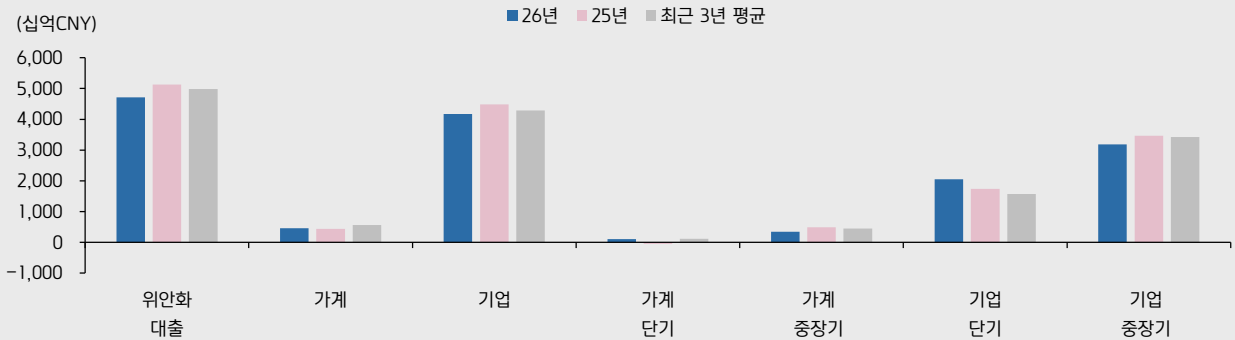


1월 중국 신규 사회용자총액 및 주요 세부지표



자료: 인민은행, Wind, 키움증권 리서치

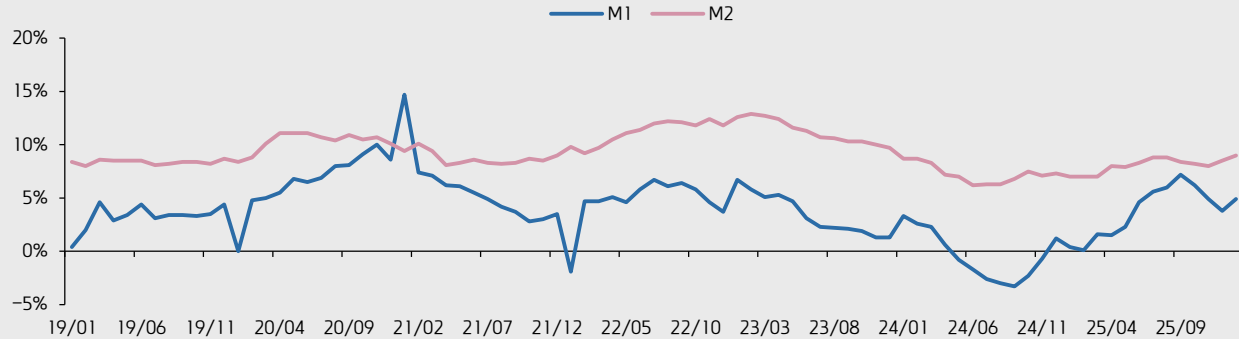
1월 중국 신규 위안화대출 및 주요 세부지표



자료: 인민은행, Wind, 키움증권 리서치

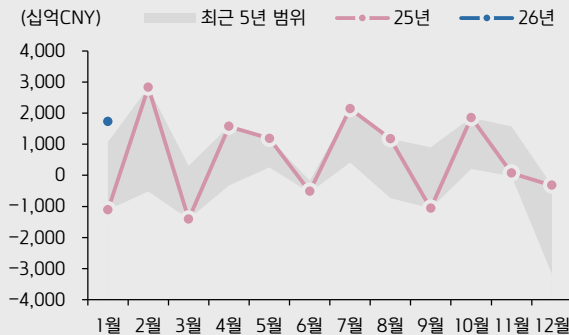


중국 M1 및 M2 월별 증가율



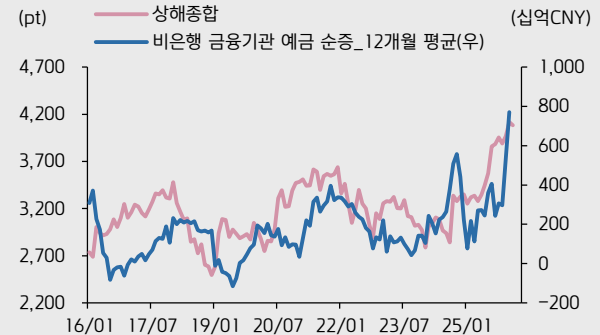
자료: 인민은행, Wind, 키움증권 리서치

중국 비은행 금융기관 예금 월별 순증 추이



자료: 인민은행, Wind, 키움증권 리서치

중국 비은행 금융기관 예금 순증 및 상해종합 추이



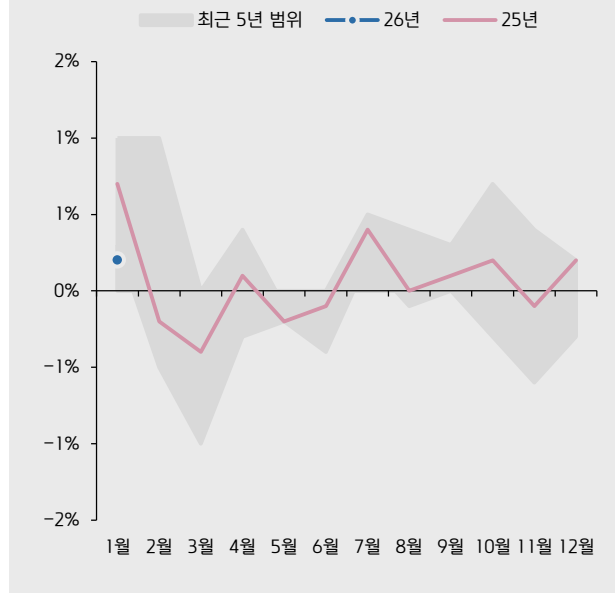
자료: 인민은행, Wind, 키움증권 리서치



◆ 물가: 원자재 가격 중심으로 PPI 개선세 지속

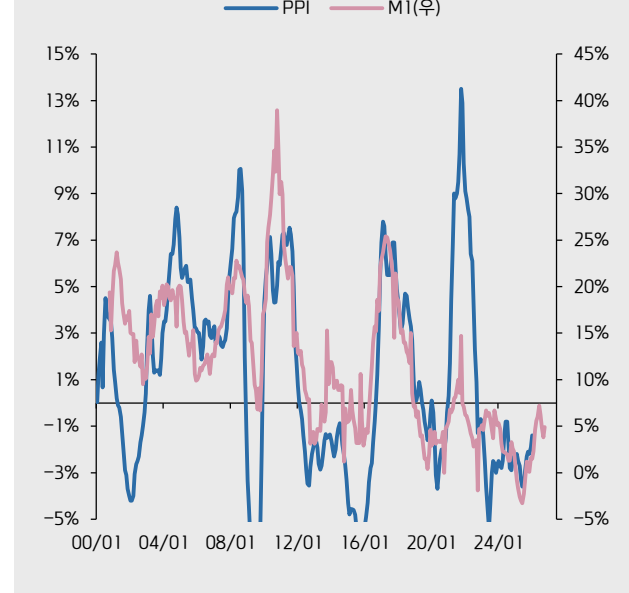
- 1월 CPI는 YoY +0.2%로 예상치(YoY +0.4%, Wind 기준) 하회. 춘절 시차로 계절적 가격 변동 영향으로 판단. 춘절 효과 반영에 따라 2월 CPI는 단기 반등 예상
- 1월 PPI는 YoY -1.4%로 예상치(YoY -1.5%, Wind 기준)에 부합하며 하락 폭 축소 지속. 비철금속 등 원자재 가격 상승이 주요 원인. 주요 선행 지표인 M1 감안 시 상반기 중국 디플레이션 환경 개선세는 유효하다는 판단

중국 CPI 월별 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

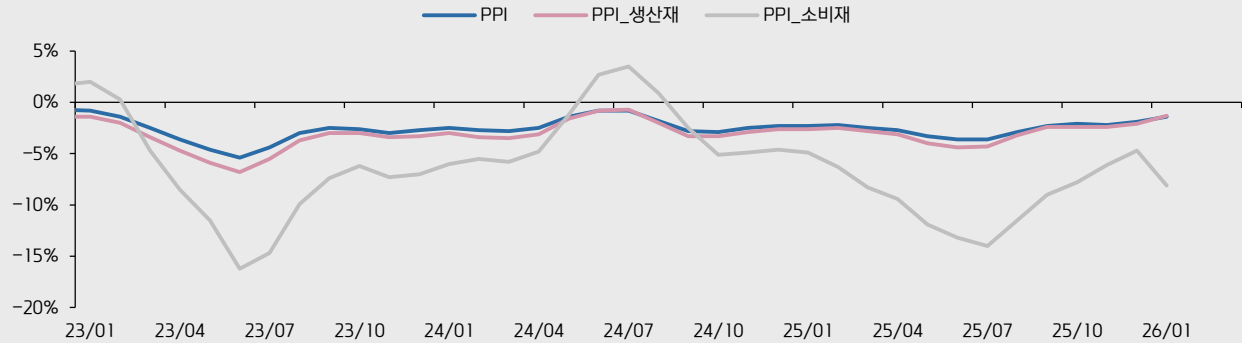
중국 PPI 및 M1 증가율 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

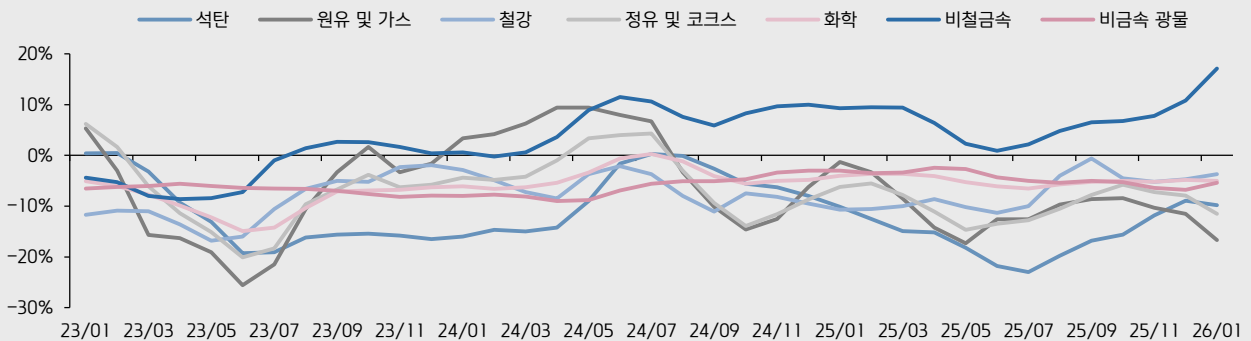


중국 PPI 및 세부 항목 월별 증가율



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 PPI 주요 산업 월별 증가율



자료: Wind, 키움증권 리서치

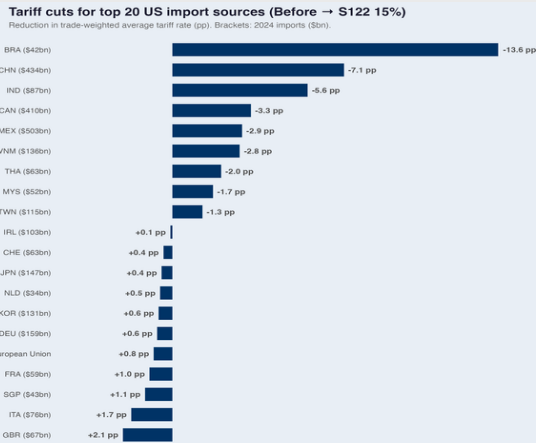
IEEPA 관세 무효 판결은 중국 수출에 긍정적이나 실질 영향은 제한적일 것



◆ 미국 대법원 IEEPA 관세 무효 판결: 중국 수출에는 긍정적. 다만 실질 영향은 제한적일 전망

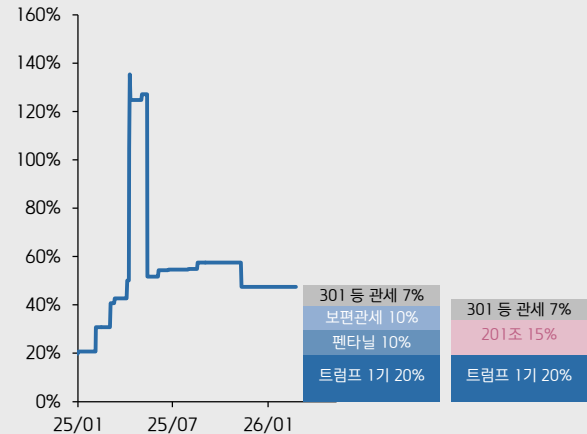
- 2월 21일 미 연방대법원의 IEEPA(국제비상경제권한법) 관세 무효 판결로 인해 이를 근거로 하는 대중국 관세인 보편관세(10%) 및 상호관세(24%, 26년 11월 10일까지 유예)와 펜타닐 관세(10%) 무효화. 다만 트럼프 행정부는 즉각적으로 무역법 122조를 통해 15%를 인상. Global Trade Alert 기준 금번 판결로 인해 미국의 대중 무역 가중평균 관세율은 7%p 하락될 것으로 전망
- 2018~2019년과 2025년 미국의 대중국 관세 인상으로 인해 중국의 대미 수출 감소. 중국 GDP 대비 비중 모두 0.6%p 하락. 관세율이 7%p 하락하고, 그 외 조건이 변하지 않는다고 가정한다면 이는 중국 GDP에는 0.1~0.2%p 상방 요인
- 단기적으로 관세 재인상 이전 중국산 수입 물량의 선제 확보 수요가 일부 있을 가능성 존재. 다만 무역법 301/232 조사와 3월말 트럼프 대통령의 방중 가능성을 앞두고 불확실성이 높아 중국 수출 경기에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상

IEEPA 관세 무효화로 인한 국가별 관세 변화



자료: Global Trade Alert, 키움증권 리서치

미국의 대중 관세 추이

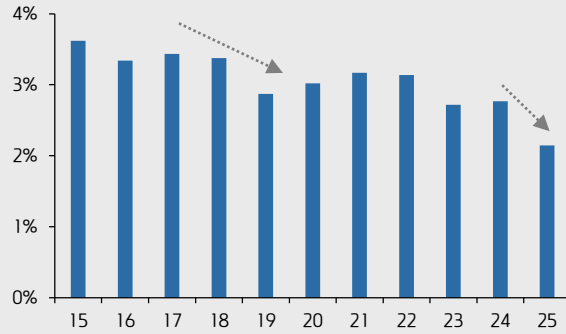


자료: PIIE, 키움증권 리서치

IEEPA 관세 무효 판결은 중국 수출에 긍정적이나 실질 영향은 제한적일 것

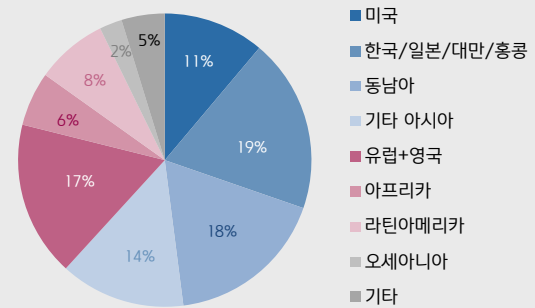


중국 GDP 대비 미국 수출 비중



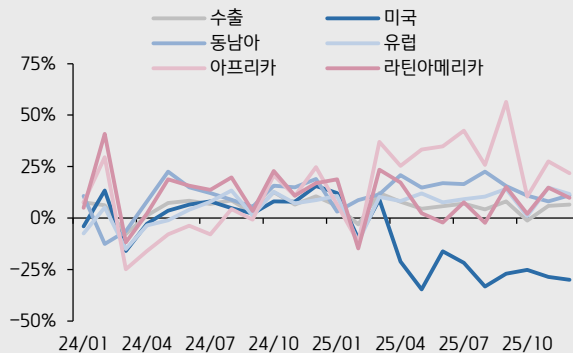
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

2025년 지역별 수출 비중(달러 기준)



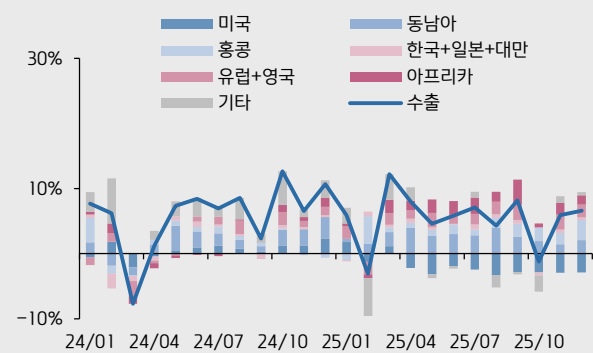
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 월간 지역별 수출 증가율(달러 기준)



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 월간 지역별 수출 증가율 기여도(달러 기준)



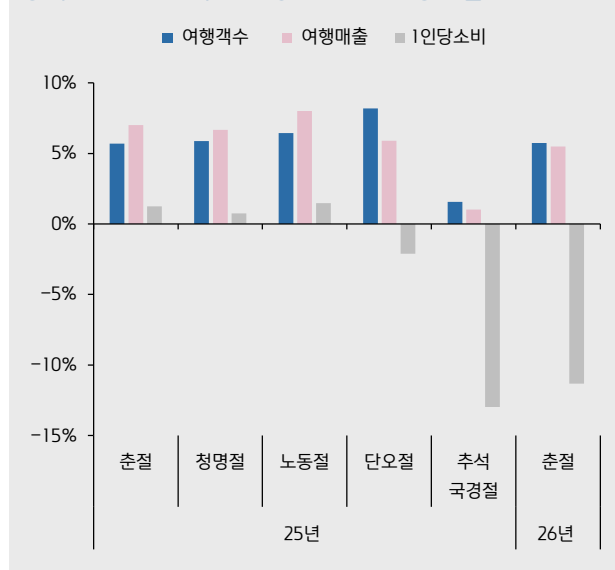
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치



◆ 춘절 소비: 중국 국내 및 해외 여행 수요 모두 견조. 다만 1인당 소비 금액 감소세는 지속

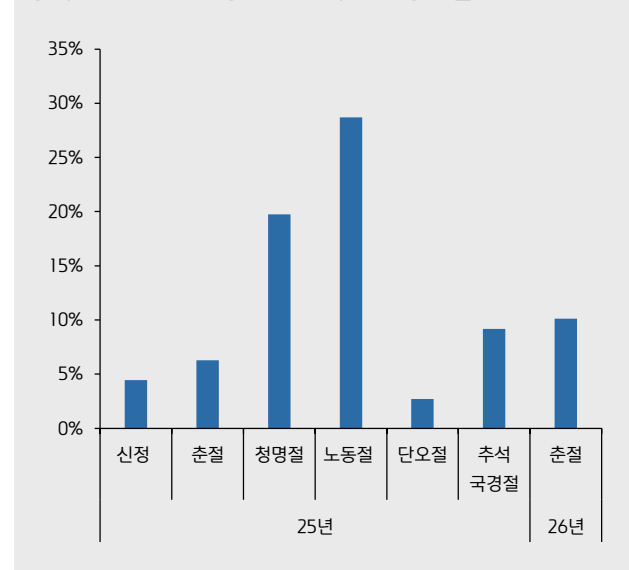
- 중국 국내여행: 전년 대비 하루 많은 연휴로 인해 견조한 성장세 기록. 다만 1인당 소비금액은 하락하는 모습을 보임. 중국 문화여행국 기준 2026년 춘절 연휴 기간(2/15~23) 중국 국내 여행객수는 5.96억명(일평균 기준 YoY +6%), 여행매출은 893억위안(일평균 기준 YoY +5%) 기록. 1인당 여행 소비금액은 1,348위안(일평균 기준 YoY -11%) 기록
- 중국 해외여행: 중국 국가이민관리국(NIA) 기준 2026년 춘절 연휴 기간(2/15~23) 출입국자수는 1,780만명(YoY +24%) 기록. 일평균 기준 출입국자수는 200만명(YoY +10%)로 견조한 성장세 시현했으나, NIA의 예상치(205만) 소폭 하회. 외국인 출입국자수는 131만명으로 일평균 기준 YoY +22% 증가

중국 주요 연휴 국내 여행 관련 지표 증가율



자료: 문화여행국, 키움증권 리서치

중국 주요 연휴 일평균 출입국자수 증가율

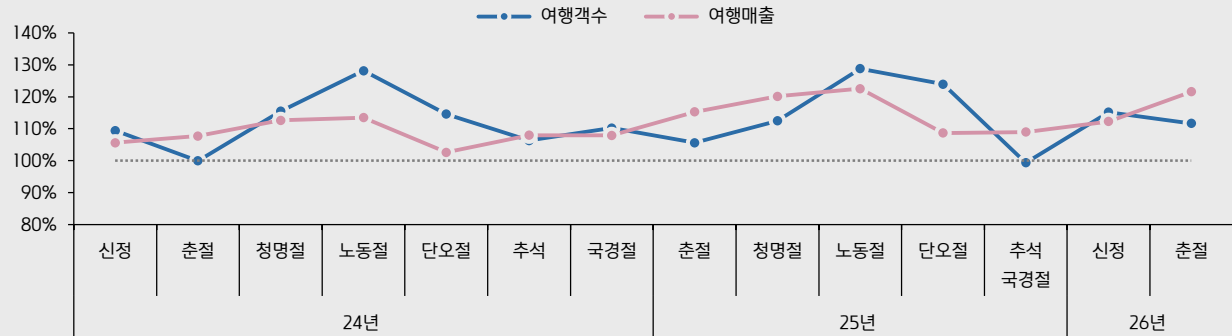


주: 출입국 검사 인원 기준
자료: 국가이민관리국, 키움증권 리서치

춘절 기간 중국 국내 및 해외 여행 수요 모두 견조

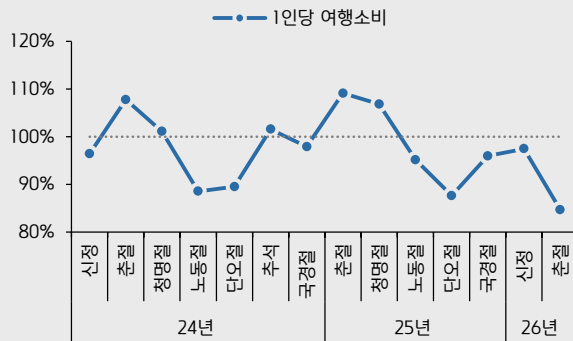


중국 국내 및 해외 여행 수요 모두 견조



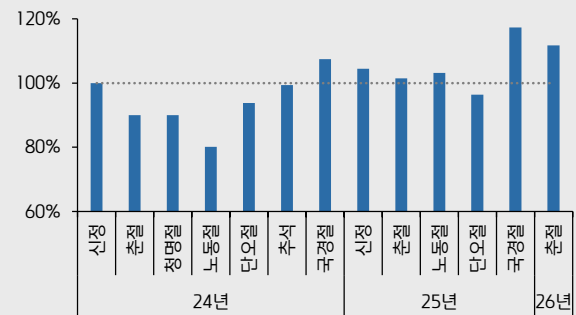
자료: 문화여행국, 키움증권 리서치

중국 주요 연휴 1인당 여행 소비금액 19년 대비 회복률



자료: 문화여행국, 키움증권 리서치

중국 주요 연휴 일평균 출입국자수 19년 대비 회복률



주: 출입국 검사 인원 기준

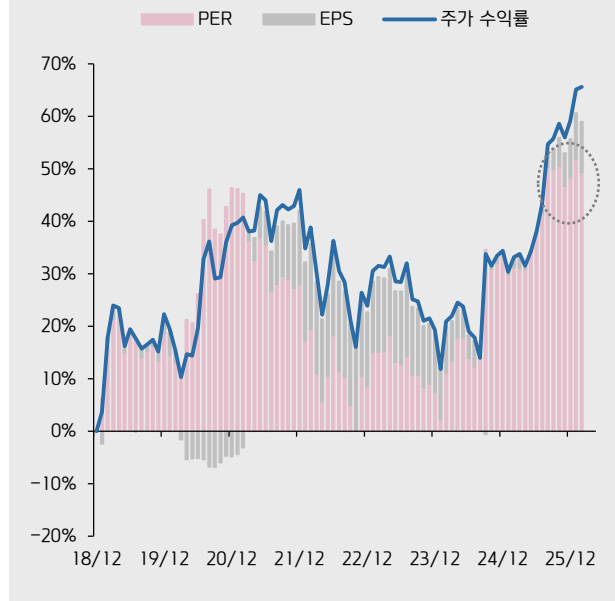
자료: 국가이민관리국, 키움증권 리서치



◆ 2월 중화권 증시 부진한 대내외 환경으로 인해 주가 조정

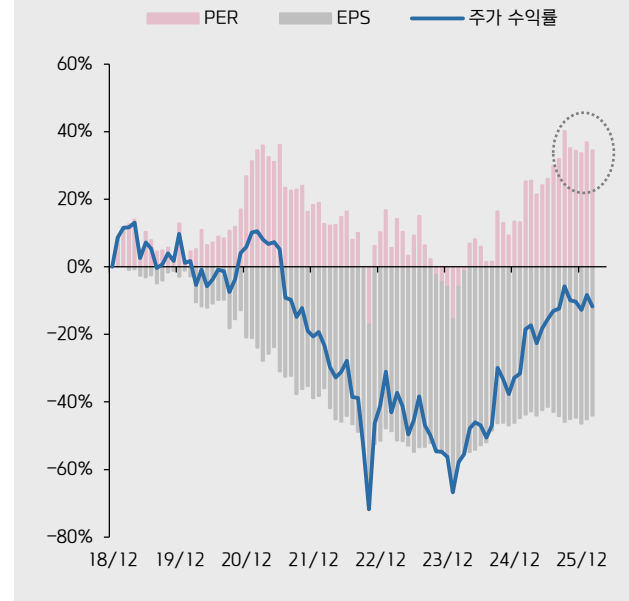
- 본토 증시는 정부의 증시 과열 억제를 위한 정부 자금 순유출로 인해 조정. 1월 13일~2월 13일 중국정부가 투자 보유하고 있는 4개의 CSI300 ETF의 자금 순유출 규모는 5,982억위안 수준으로 대규모 자금 유출
- 역외 증시는 외부적으로 글로벌 금리 인하 기대감 축소 및 AI 버블 우려 확대됐으며, 내부적으로는 트립닷컴에 대한 반독점 조사에 따른 규제 리스크 부각과 플랫폼 기업에 대한 세율 인상 가능성이 제기되며 투자심리 악화

상해종합 12M FWD EPS 및 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩항셍 12M FWD EPS 및 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 최근 한달 간 이어져왔던 정부의 과열 억제 조치는 단기적으로 일단락됐다는 판단

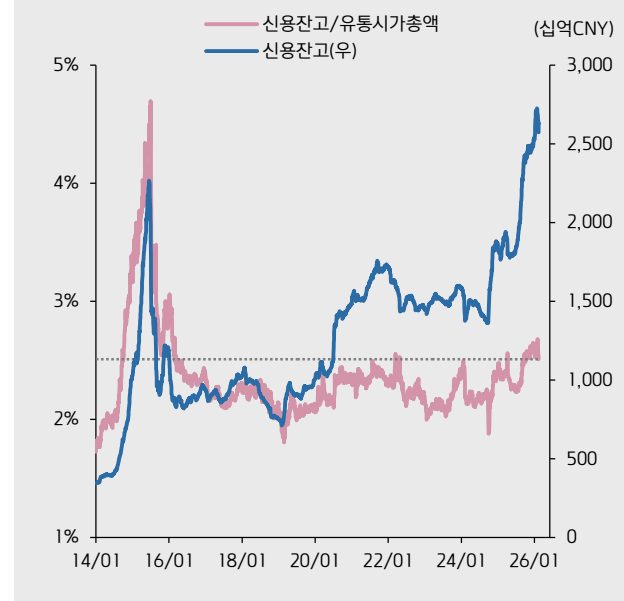
- 그간 증시 약세 국면에서 시장 안정화 역할을 수행해왔던 이른바 '국가대표'로 불리는 정부 자금은 최근 들어 대규모 유출되는 모습
- 최근 한 달간(1월 13일~2월 13일) 중국정부가 투자 보유하고 있는 4개의 CSI300 ETF의 자금 순유출 규모는 5,982억위안 수준. 2023년 이후 누적 매수금액의 상당 부분이 유출되면서 시장에 미치는 영향은 향후 점진적으로 축소될 것으로 예상
- 향후 증시 과열이 재차 감지될 경우 정부 조치가 강화될 가능성 존재하나 단기적으로 시장의 우려는 피크를 지났다는 판단

'국가대표' 보유 CSI300 ETF 자금 흐름



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 본토증시 신용잔고



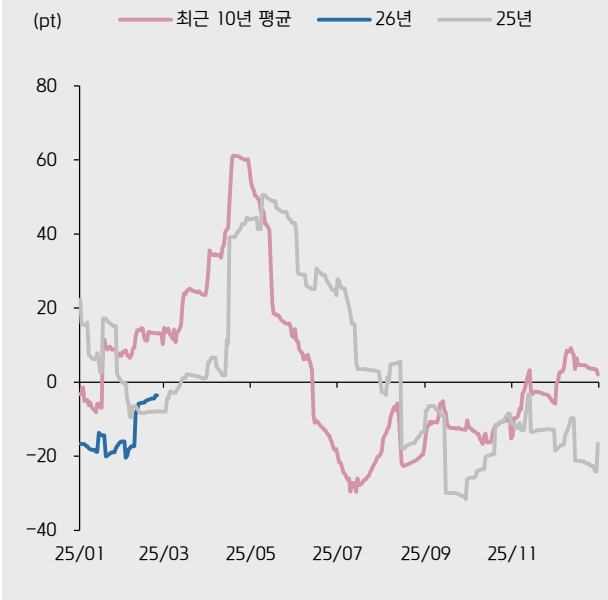
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 3월 증시는 박스권 예상. 15차 5개년 계획 및 트럼프 대통령 방중 가능성이 주요 변수가 될 전망

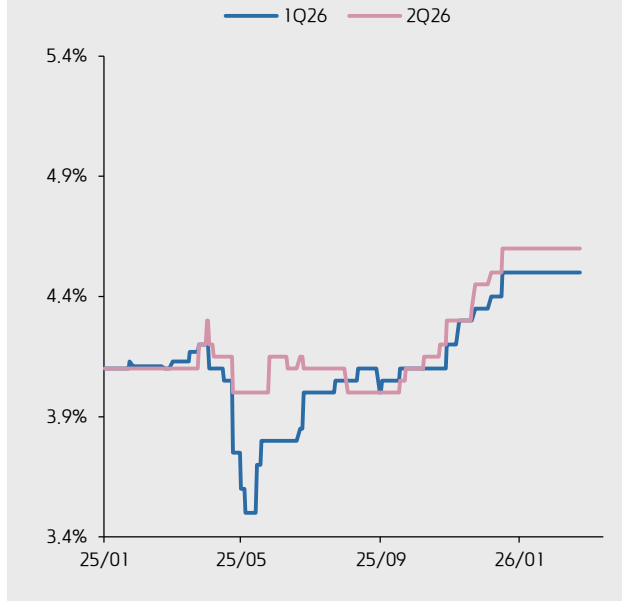
- 3월 중화권 증시는 유동성, 디플레이션 압력 완화, AI 모멘텀 등으로 인해 긍정적인 투자심리가 지속될 전망. 다만 3월 양회 정책 강도의 추가적인 확대 가능성은 낮고, 1분기 이후 중국 경기 회복에 대한 가시성이 높지 않아 증시 상단은 제한적일 것으로 판단
- 향후 시장 방향성은 15차 5개년 계획과 미중 관계 이벤트에 의해 결정될 전망. 특히 소비 관련 목표 제시 여부 및 전략 산업 지원 방향이 증시 주도 업종에 핵심 변수로 작용할 것으로 예상. 또한 미중 정상회담 성사 시 합의 내용 확인도 중요할 것

중국 경기 서프라이즈 지수



주: 2020~2022년 제외
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 분기 GDP 성장 전망



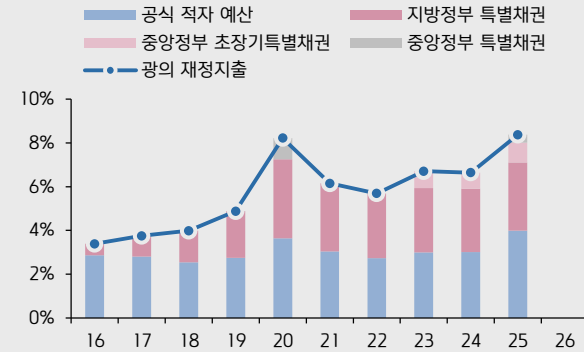
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 양회: 경기 부양보다는 15차 5개년 계획에 집중

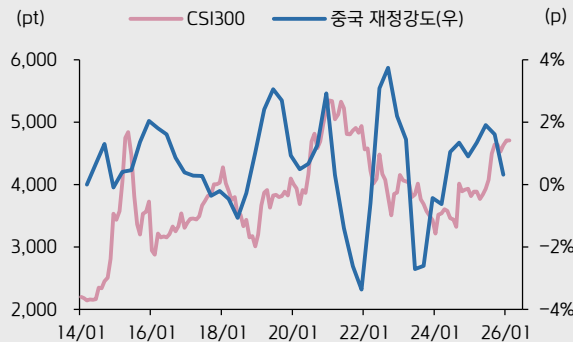
- 2025년 12월 중앙경제공작회의 기조를 감안할 때 올해 추가적인 경기 부양 강도는 제한적일 전망. 정책 방향은 경기 반등을 견인하기보다는 하방을 지지하는 수준일 것
- 다만 연중 경기 하방 압력이 확대될 경우 정책 강도가 확대될 여지는 충분히 과도한 우려는 지양할 필요
- 한편 금번 양회에서는 15차 5개년 계획 관련 내용 주목 필요. 소비 관련 구체적인 목표 제시 여부와 산업 지원 정책 확인이 중요할 전망

중국 광의 재정적자율 추이



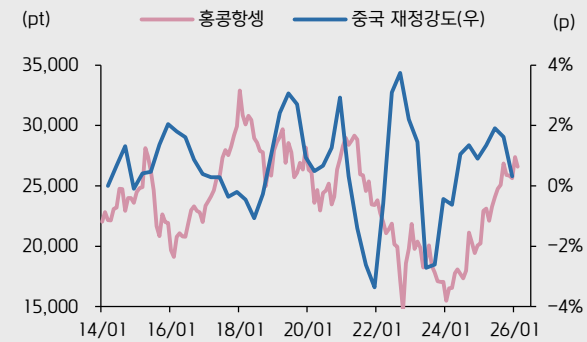
주: 광의 재정=공식 재정 + 중앙/지방정부 특별채권 + 중앙정부 조장기특별채권
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

CSI300 및 중국 재정 강도



자료: 국가통계국, Wind, 키움증권 리서치

홍콩항셍 및 중국 재정 강도



자료: 국가통계국, Wind, 키움증권 리서치

3월 양회는 경기부양 보다는 15차 5개년 계획에 집중



25년 12월 중앙경제공작회의 주요 내용 정리

정책 부문	세부 내용
매크로	내년 경제 성장에 있어 안정 속 발전과 질적 향상을 견지하고, 기존 정책과 신규 정책의 시너지 효과 발휘하며, 역주기 및 교차주기 조절을 강화하고, 거시경제 운영 효율을 높일 것
재정	- 더 적극적인 재정정책 집행. 필요한 재정적자, 총 부채 및 지출 규모 유지, 과학적인 재정 관리, 재정 지출 구조 최적화, 세금 및 보조금 혜택 규범화 - 지방정부 재정 문제 해결을 중시하고, 세 가지 보장(기본 민생, 급여, 운영 보장) 마지노선을 굳건히 할 것. 엄격한 재정 기강을 확립하고, 당정 기관의 긴축 재정을 견지
통화	- 절절히 완화된 통화 정책 지속 시행. 경기 성장과 물가의 합리적인 회복을 통화정책의 중점 고려 사항으로 삼고, 지급준비율 및 금리 인하 등 다양한 정책 도구를 효율적으로 활용하여 충분한 유동성 유지 - 통화 정책 전달 메커니즘을 원활히 해 금융기관의 중점 분야 지원을 유도. 위안화 환율을 합리적이고 균형 잡힌 수준에서 안정적으로 유지
소비	- 내수 주도 전략을 통해 강력한 내수 시장 구축. 소비 진작 특별 프로젝트를 심도 있게 실시하고, 도시 및 농촌 주민 소득 증대 계획 수립 및 시행. 고품질 상품 및 서비스 공급 확대, 양신(兩新) 정책 시행 최적화 - 투자 하락세 회복을 추진하고, 중앙 예산 내 투자 규모를 적절히 늘리며, 양중(兩重) 사업 시행 및 지방정부 특별 채권 용도 관리 최적화할 것. 신행 정책성 금융 도구의 역할을 지속 발휘하고, 민간투자 격려, 고품질 도시 재생 추진
기술혁신	- 혁신 주도 원칙 고수 및 새로운 성장동력을 신속히 육성 및 확대. 기술 인재 교육 추진 방안 수립. 베이징(징진지), 상하이(장강 삼각주), 광둥-홍콩-마카오 국제 과학 혁신센터 건설 - 기업의 혁신 주체 지위를 강화하고, 신흥 분야 지식재산권 보호 제도 완비. 서비스업 역량 확대 및 질적 향상 행동 방안 수립. 중점 밸류체인 고품질 발전 행동 시행. "인공지능+"를 심화 및 확장하고, 인공지능 거버넌스 완비
개혁	- 개혁을 통해 고품질 발전의 동력과 활력 제고. 전국 통일 대시장 건설 조례를 수립하고, 소모적 경쟁을 심도 있게 조치. 국유 자산 및 기업 개혁 심화 방안 수립 및 시행, 민영 경제 촉진법 부속 법규 및 정책 완비 - 기업 체불 대금 정리 가속화. 플랫폼 기업, 경영자, 노동자 상생 발전 추진. 요소 시장화 개혁 시범 확장. 지방세 체계 건전화. 중소 금융기관의 감축 및 질적 향상 추진, 자본 시장의 투자 및 융자 종합 개혁 지속적으로 심화

자료: 중국정부, 키움증권 리서치



- ◆ 본토 증시의 상대적 강세 기대. 역외는 외국인 투자심리 개선 여부에 따라서 저가 매수세 유입 가능성
 - 3월 본토 증시의 상대적 강세 가능성에 주목 필요. 3월 양회에서 15차 5개년 계획 발표를 통해 산업 지원 발표가 예상되는 만큼 전략 산업 중심으로 정책 모멘텀 기대. STAR50, ChiNext 지수 주목
 - 한편 2월 상대적으로 부진한 역외 증시는 중화권 증시에 대한 외국인 투자심리 개선 여부에 따라서 저가 매수세 유입 가능성 존재한다는 판단

본토 증시 주요 지수



자료: Wind, 키움증권 리서치

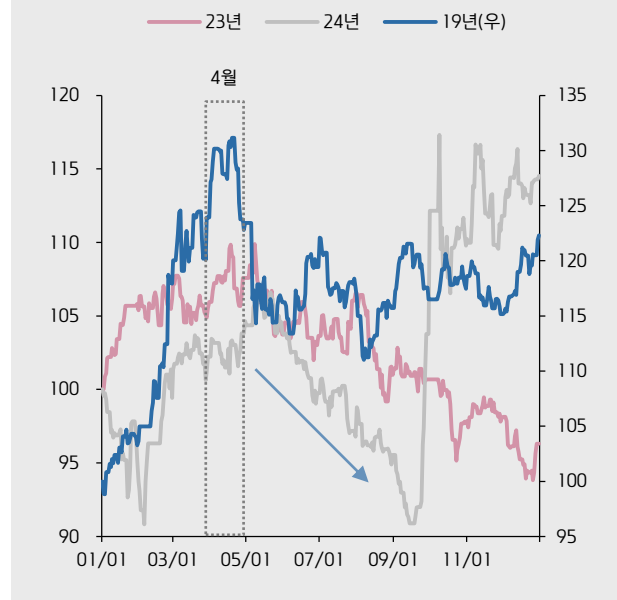
4월 이후 중화권 증시는 현실을 마주해 갈 것. 경기회복 확인이 중요



◆ 4월 이후 중화권 증시는 정책 기대에서 실물 경기 검증 국면으로 진입할 전망. 경기회복 여부 확인이 중요

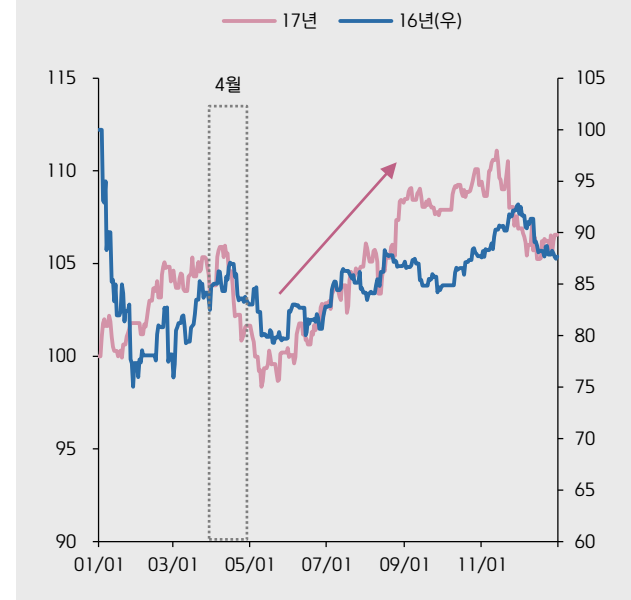
- 통상적으로 중화권 증시는 실적 및 경기 지표 공백기인 연초 정책 기대감을 기반으로 긍정적인 주가 흐름을 시현
- 4월 이후 실물 경기 검증 국면으로 진입하면서 경기 성장 여부에 따라서 증시 방향성이 결정되는 모습

상해종합 연간 주가 추이(하반기 하락 경우)



자료: Wind, 키움증권 리서치

상해종합 연간 주가 추이(하반기 상승 경우)

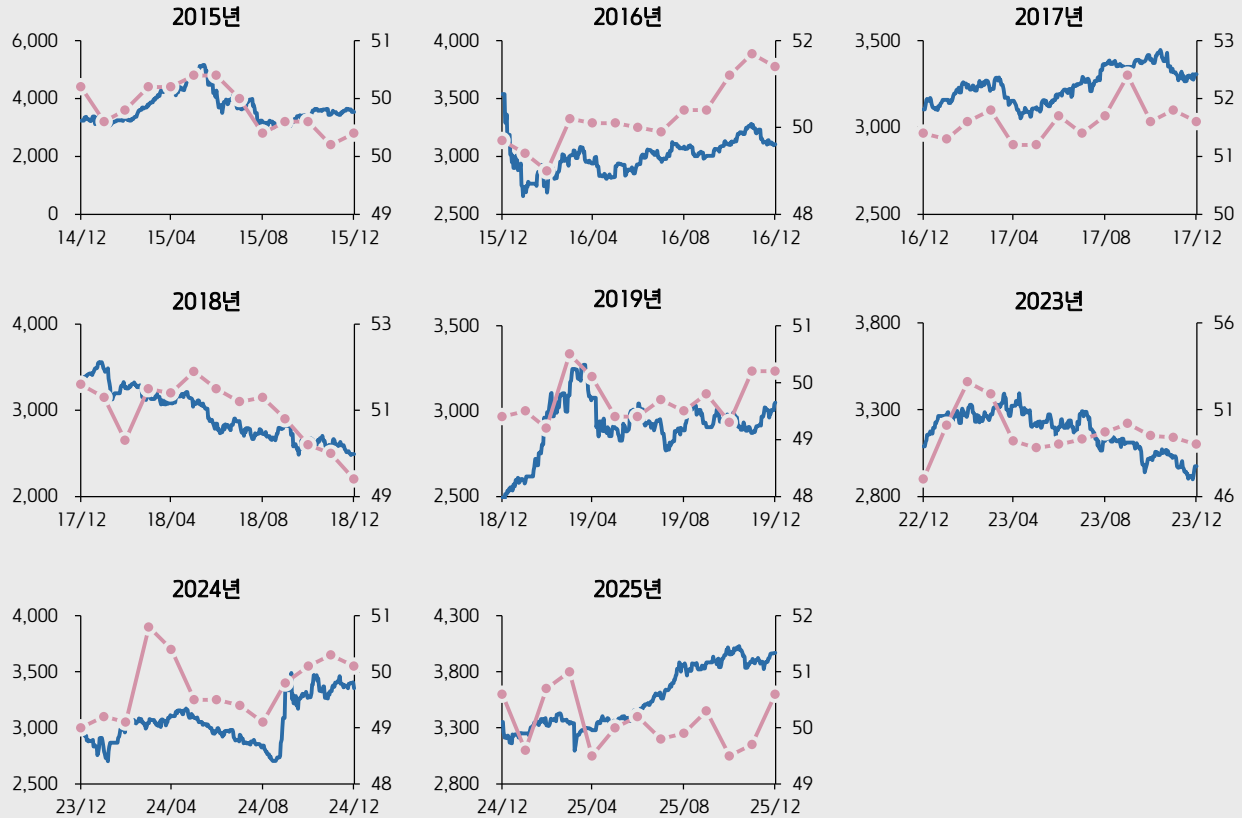


자료: Wind, 키움증권 리서치

4월 이후 중화권 증시는 현실을 마주해 갈 것. 경기회복 확인이 중요



최근 10년 상해종합 및 중국 제조업PMI 추이

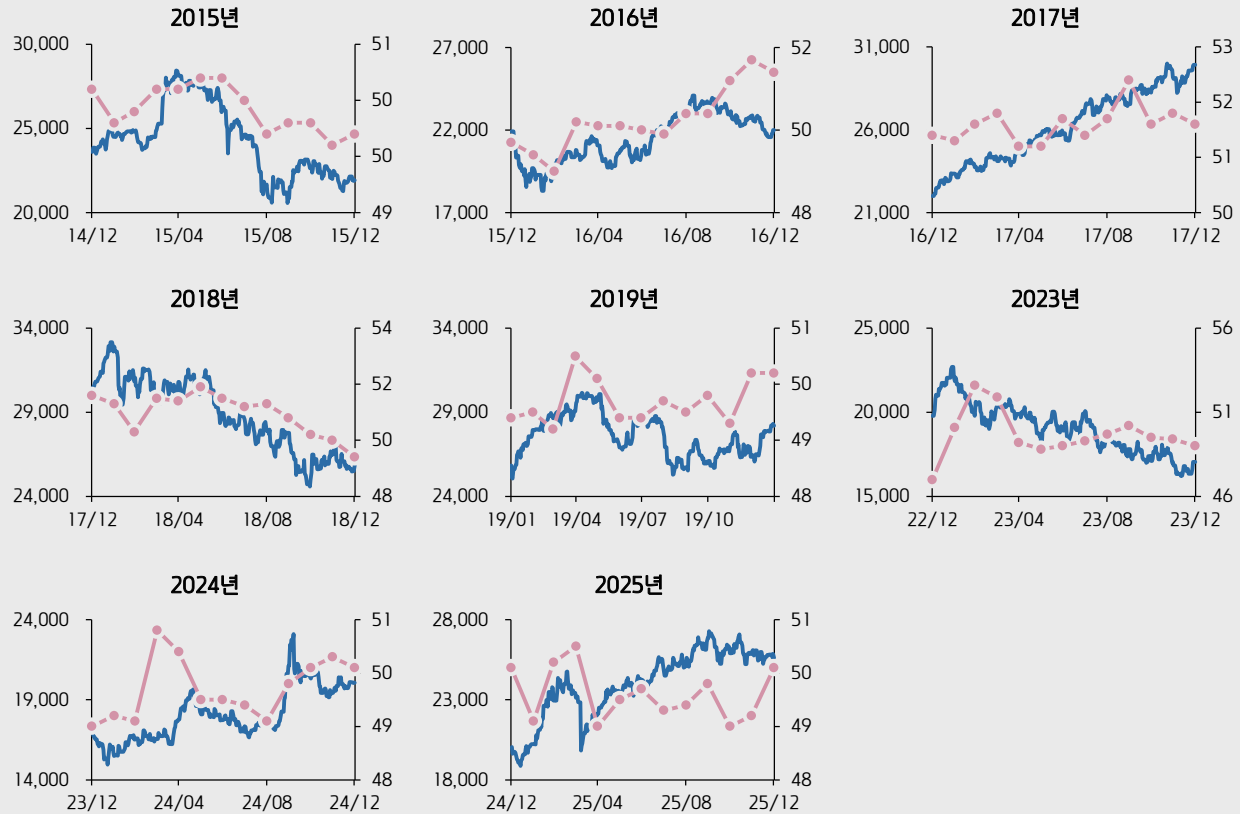


주: 코로나19로 인한 락다운 기간인 20~22년 제외
자료: Wind, 키움증권 리서치

4월 이후 중화권 증시는 현실을 마주해 갈 것. 경기회복 확인이 중요



홍콩항생 및 중국 제조업PMI 추이



주: 코로나19로 인한 락다운 기간인 20~22년 제외
자료: Wind, 키움증권 리서치

4월 이후 중화권 증시는 현실을 마주해 갈 것. 경기회복 확인이 중요



중화권 증시 최근 20년 주가 상승 확률

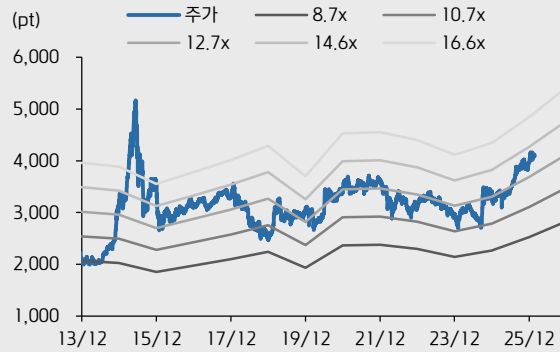
		신정-춘절	춘절-양회	양회 기간	양회-4월 회의	1월	2월	3월	4월	5월
본토	상해종합	50%	75%	50%	50%	50%	75%	45%	50%	50%
	심천종합	50%	60%	40%	50%	55%	65%	50%	50%	55%
	ChiNext	47%	67%	53%	40%	40%	67%	40%	40%	60%
	상해50	55%	50%	45%	55%	50%	65%	50%	60%	50%
	CSI300	45%	55%	45%	50%	50%	65%	45%	55%	60%
	CSI500	55%	85%	45%	55%	50%	90%	40%	40%	55%
	CSI1000	45%	100%	45%	50%	40%	90%	40%	40%	55%
	Wind A	45%	80%	45%	55%	45%	75%	45%	45%	50%
홍콩	홍콩항생	65%	50%	40%	70%	65%	55%	55%	75%	40%
	홍콩H	60%	55%	50%	60%	50%	60%	60%	55%	45%
	항셴테크	64%	73%	36%	73%	64%	73%	55%	64%	45%
본토	대형주	45%	55%	45%	55%	50%	65%	40%	55%	50%
	중형주	55%	90%	45%	50%	55%	85%	40%	40%	55%
	소형주	45%	90%	45%	55%	40%	90%	45%	40%	55%
홍콩	대형주	65%	50%	40%	65%	65%	50%	50%	75%	40%
	중형주	50%	55%	40%	60%	45%	55%	55%	70%	55%
	소형주	60%	55%	35%	55%	50%	70%	55%	70%	50%

주) 1) 4월 회의는 4월 정치국회의를 의미, 2) ChiNext는 최근 15년, 항셴테크는 최근 11년 기준
 자료: Wind, 키움증권 리서치

4월 이후 중화권 증시는 현실을 마주해 갈 것. 경기회복 확인이 중요

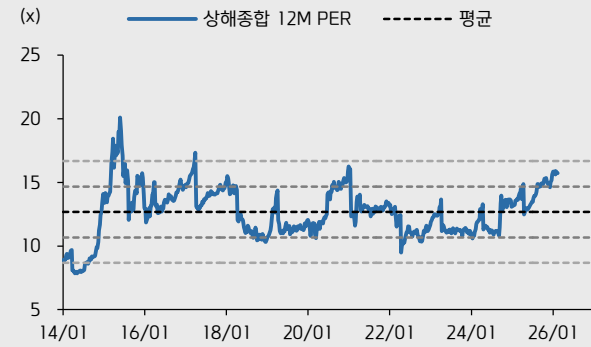


상해종합 PER 밴드



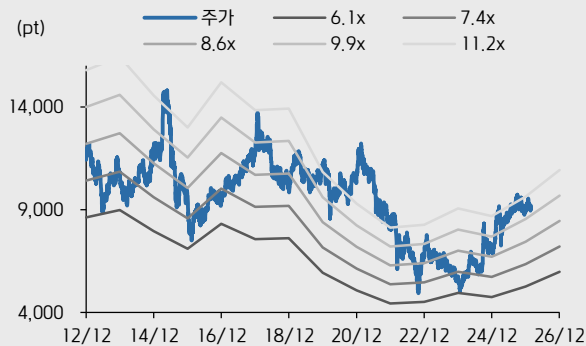
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

상해종합 12M FWD PER



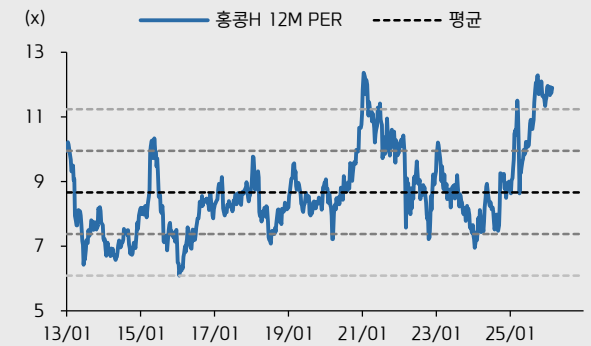
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩H PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩H 12M FWD PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 춘절 기간 휴머노이드, AI모델 등이 중국 내 최대 화두로 부상

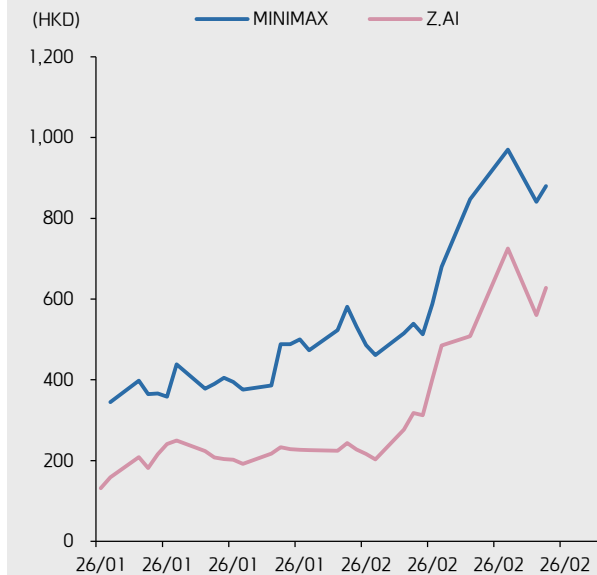
- 2026년 춘완 무대에서 다수 휴머노이드가 등장. 전년 대비 다양한 동작을 시현하며 피지컬 AI 상용화 기대가 재차 확대. 여기에 테슬라 옵티머스 양산 모델 공개 가능성도 제기되며 휴머노이드 기대감 확산. 동시에 춘절 전후 중국 AI모델 기업 MiniMax와 Z.ai의 모델 경쟁력도 부각됐으며, 관련 기업 주가 역시 큰 폭 상승하며 AI 투자심리 개선

UNITREE 2025년 및 2026년 '춘완' 퍼포먼스



자료: CCTV, 키움증권 리서치

중국 주요 LLM 기업 주가



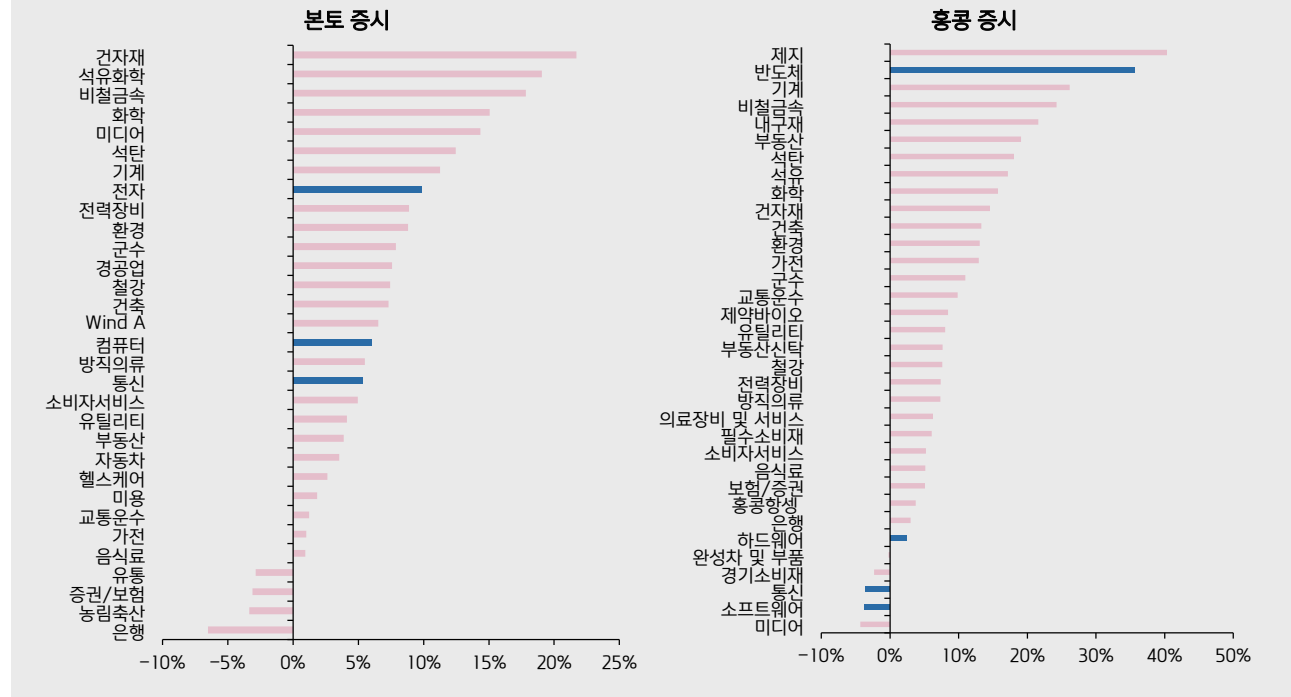
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 3월 AI가 중화권 증시의 핵심 주도 테마로 부각 기대

- 연초 중국 AI 관련 업종은 상대적으로 부진. 다만 최근 중국의 AI 모델, AI Agent, 퍼지컬 AI 등 산업 전반에 걸쳐 기술 진전 및 상업화 기대가 재차 부각되며 관련 모멘텀 확산되는 모습. 이에 따라 AI가 3월 중화권 증시의 핵심 주도 테마로 부상할 가능성이 높다는 판단

본토 및 홍콩 증시 업종별 YTD 수익률

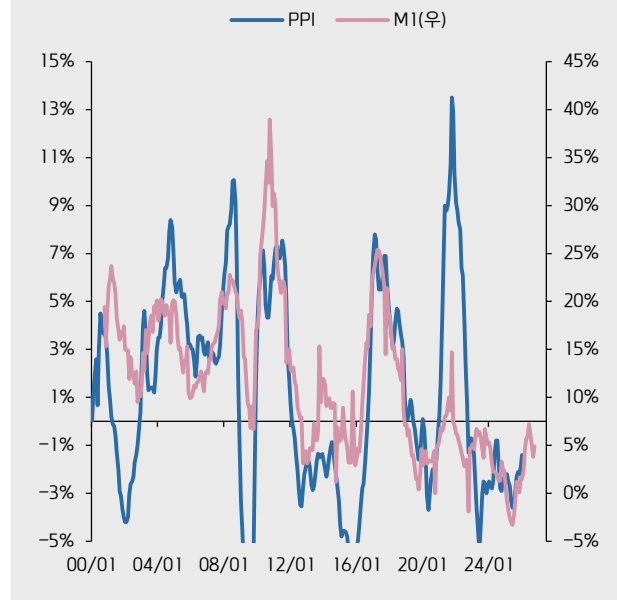




◆ 리플레이션 기대감에 따른 경기민감주 주가 모멘텀도 유효

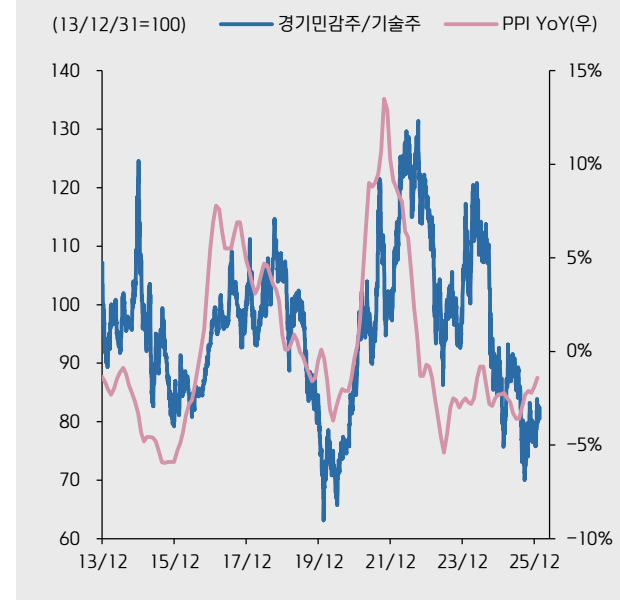
- 1월 PPI는 YoY -1.4%로 예상치(YoY -1.5%, Wind 기준)에 부합하며 하락 폭 축소 지속
- 비철금속 등 원자재 가격 상승이 주요 원인. 주요 선행 지표인 M1 감안 시 상반기 중국 디플레이션 환경 개선세는 유효하다는 판단

중국 PPI 및 M1 증가율 차이



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 경기민감주 상대수익률 및 PPI 차이



자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ Sell America 기조 확산과 달러·인플레이션 헤지 수요로 중국 비철금속 업종 강세 기대

- Sell America 기조 확산과 달러 및 인플레이션 헤지 수요 확대에 따라 금을 포함한 주요 원자재 가격의 강세 흐름이 지속될 것으로 예상. 글로벌 자산 배분 과정에서 실물자산 선호가 강화되는 가운데 비철금속 업종에 대한 투자 심리 개선 기대
- 특히 중국 비철금속 기업은 중국 및 해외 주요 광산 자원 확보와 제련·가공 역량을 동시에 보유하고 있어, 원자재 가격(P) 상승과 수요(Q) 회복 국면에서 실적 레버리지 효과가 확대될 것으로 예상. 이에 따라 가격 상승 사이클 진입 시 구조적 수혜 기대

중국 비철금속 업종 주가 및 달러지수



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 비철금속 업종 주가 및 금 가격



자료: Wind, 키움증권 리서치

2026년 3월 중국 기업 추천 종목 리스트



모멘텀	기업명	종목코드	업종	시가총액 (십억USD)	주가 수익률		투자포인트
					3M	YTD	
AI	텐센트	0700.HK	게임 SNS	613	-12%	-12%	- 게임/광고 중심으로 외형성장 확대 중이며, AI 도입으로 수익성도 개선 '킬러앱'을 위한 데이터, 기술 등 경쟁력 보유하고 있어 AI 모멘텀 유호
	알리바바	BABA.US	커머스 클라우드	366	-12%	4%	- AI 수혜로 클라우드 성장 확대, 커머스는 경쟁 완화되며 이익 개선 전망 - 단순 커머스 플랫폼에서 AI 기업으로 밸류에이션 리레이팅 기대
	NAURA	002371.CH	반도체 장비	47	-17%	2%	- 글로벌 및 중국 AI 산업 성장으로 인한 견조한 반도체 수요 기대 - 반도체 국산화 수혜에 따른 안정적인 실적 성장 예상
	바이두	BIDU.US	인터넷 클라우드	52	-3%	8%	- 반도체 자회사 Kunlun의 홍콩 증시 상장 신청서 제출에 따른 AI 모멘텀 - 과거 대비 투자 매력도 개선. 단기적으로 모멘텀 기대
	탁보그룹	601689.CH	휴머노이드	18	-16%	-10%	- 글로벌 및 중국 휴머노이드 기업 양산 본격화 전망 - 휴머노이드 시장 초기에는 부품 및 조립 기업 수혜가 클 것으로 예상
	Horizon	9660.HK	자율주행	16	-6%	-1%	- 중국 전기차 시장의 다음 차별화 포인트는 자율주행. 침투율 상승 전망 - 자율주행 보급화로 인해 중저가 시장 수요 확대 수혜 예상
	GDS	GDS.US	데이터센터	9	8%	32%	- 중국 빅테크 AI투자 확대로 수주계약 증가와 밸류에이션 리레이팅 기대 - 중국의 반도체 기술 혁신 및 정부의 국산화 촉진 정책 수혜
리플레이션 트레이딩	CATL	300750.CH	이차전지	245	5%	0%	- 유럽 점유율 확대 및 중국 전기상용차 판매량 증가가 EV 배터리 수요 견인 - 데이터센터 투자 증가 및 경제성 제고로 인해 글로벌 ESS 증가
	자금광업	601899.CH	비철금속	155	7%	17%	- 상반기 중국 디스플레이선 압력 완화에 따른 리플레이션 트레이딩 - 핵심 광물의 글로벌 전략 자산화 및 글로벌 공급망 재편 속 중요성 확대
	낙양몰리브덴	603993.CH	비철금속	73	5%	19%	- 상반기 중국 디스플레이선 압력 완화에 따른 리플레이션 트레이딩 - 핵심 광물의 글로벌 전략 자산화 및 글로벌 공급망 재편 속 중요성 확대
	다초에너지	DQ.US	태양광	2	-6%	-13%	- 중국의 출혈경쟁 방지 정책 기조로 폴리실리콘 업황 턴어라운드 기대 - 현재 12M FWD PBR은 0.5배로 밸류에이션 매력적

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



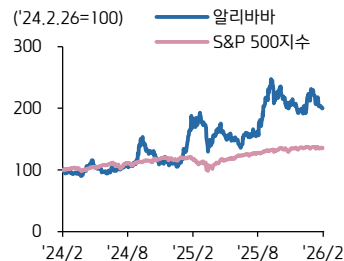
현재주가 (2/24) USD 153.11

Stock Data

산업분류	플랫폼
세부업종	이커머스
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,890.1
시가총액(mln)	2,863,792.2
유통주식수(mln)	2,387.4
52주 최고	192.67
52주 최저	89.18
일평균거래량	14,759,454

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	4.5	-11.6	24.5	18.7
S&P 500	0.7	-0.4	6.5	15.2



◆ 투자포인트. 최근 주가 조정은 매수 기회로 활용할 필요

- 2월 중국 플랫폼 업종은 투자심리 악화. 대외적으로 글로벌 금리 인하 기대 약화 및 AI 버블 우려 확대. 대내적으로 트립닷컴에 대한 반독점 조사 및 플랫폼 기업 대상 세율 인상 가능성 제기로 규제 리스크 부각
- 다만 중국 AI 산업 성장에 따른 클라우드 수요 확대 및 플랫폼 기업의 AI 인프라 수혜 기대는 여전히 유효하다는 판단. 현재 알리바바 주가는 12M FWD PER 18배에서 거래 중으로 2021년 규제 리스크 부각 이전 사이클 하단에 근접한 수준으로 밸류에이션 부담은 제한적으로 투자매력 유효하다는 판단

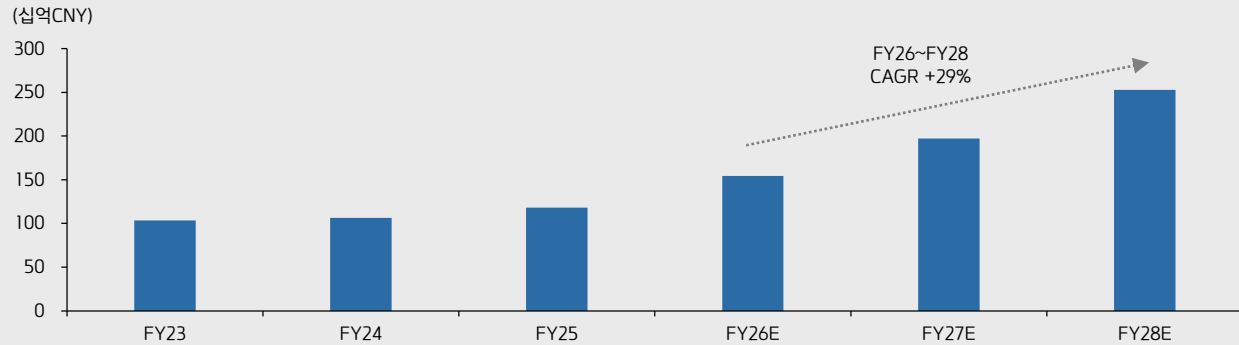
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	868,687	941,168	996,347	1,034,810	1,145,718
EBITDA	175,710	191,668	202,325	138,259	196,307
EBITDA Margin(%)	20	20	20	13	17
순이익	141,379	157,479	158,122	100,154	142,731
PER(배)	17.2	10.2	14.8	26.0	17.1
PBR(배)	1.8	1.3	2.3	2.6	2.3
ROE(%)	7.5	8.1	13.0	9.7	10.5
배당수익률(%)	N/A	1.4	0.8	N/A	N/A

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

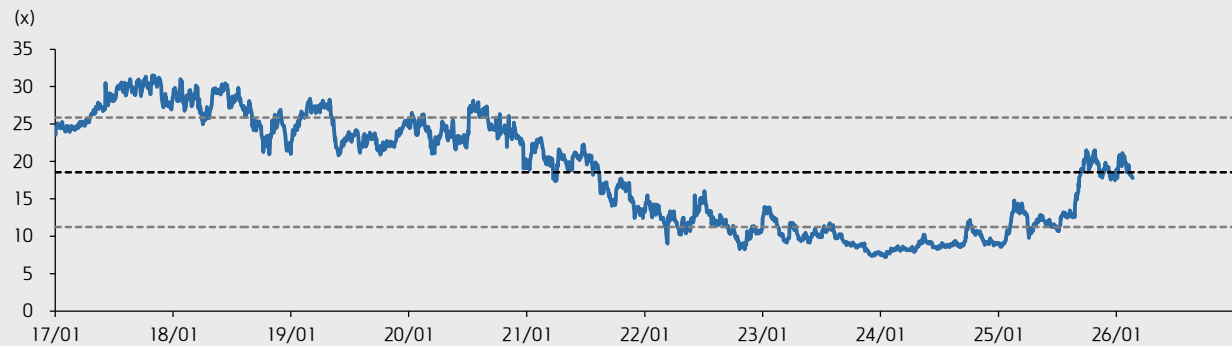


알리바바 클라우드 매출 추이 및 전망



주) 회계연도 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

알리바바 12M FWD PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(CNY mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	717,289	853,062	868,687	941,168	996,347
매출&서비스 매출	421,205	539,450	549,695	586,323	598,285
매출총이익, GAAP	296,084	313,612	318,992	354,845	398,062
판매비	136,743	151,721	145,679	157,126	188,260
연구개발비	57,236	55,465	56,744	52,256	57,151
영업이익, GAAP	89,678	69,638	100,351	113,350	140,905
영업외 (이익)손실	-75,900	10,088	11,166	11,754	-14,550
세전이익, GAAP	165,578	59,550	89,185	101,596	155,455
법인세비용	29,278	26,815	15,549	22,529	35,445
당기순이익, GAAP	150,578	62,249	72,783	80,009	130,109
EPS, GAAP	55.63	22.99	27.65	31.61	55.12
희석 EPS, GAAP	54.70	22.74	27.46	31.24	53.59
영업이익, 조정	89,678	69,638	100,351	113,350	140,905
당기순이익, 조정	150,578	62,249	72,783	80,009	130,109
EBITDA	144,399	128,685	158,091	168,606	193,795

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	231,786	142,759	199,752	182,593	163,509
감가상각비, 무형자산상각비	47,909	48,065	46,938	44,504	42,459
운전자본 변동	50,508	-18,150	13,482	-13,749	-23,988
투자활동으로 인한 현금흐름	-244,194	-198,592	-135,506	-21,824	-185,415
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-43,185	-53,324	-34,352	-32,929	-85,972
유, 무형자산 처분	0	0	644	373	2,428
재무활동으로 인한 현금흐름	30,082	-64,449	-65,619	-108,244	-76,215
지급배당금	0	0	0	-17,946	-29,077
차입금의 증가(감소)	31,349	-7,286	11,342	2,465	28,869
차사주매입	-598	-61,116	-74,735	-87,902	-86,652
현금증가	10,487	-129,116	2157	56,914	-97,156
기초현금	345,982	356,469	227,353	229,510	286,424
기말현금	356,469	227,353	229,510	286,424	189,268
FCF	190,336	89,435	165,400	150,506	77,537
FCFF	194,021	92,134	170,286	156,691	84,945

재무상태표

(CNY mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	1,690,200	1,695,600	1,753,000	1,764,800	1,804,200
유동자산	643,360	638,535	697,966	752,864	674,049
현금 및 현금성자산	483,445	455,085	524,470	571,029	428,093
매출채권	27,076	32,813	32,134	30,686	31,172
재고자산	30,087	27,858	28,547	25,460	18,887
비유동자산	1,046,840	1,057,065	1,055,034	1,011,936	1,130,151
유형자산	219,452	249,859	253,459	262,088	242,550
무형자산	363,604	328,812	315,004	286,629	276,412
부채총계	606,584	613,360	630,123	652,230	714,121
유동부채	377,358	383,784	385,351	421,507	435,346
매입채무	280,425	286,496	281,562	299,654	339,299
단기성부채	19,216	15,558	19,197	36,298	27,438
비유동부채	229,226	229,576	244,772	230,723	278,775
장기성부채	162,223	161,039	176,372	169,316	220,672
자본총계	1,083,600	1,082,200	1,122,900	1,112,600	1,090,100

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출이익률	20.99	7.30	8.38	8.50	13.06
영업이익률	12.50	8.16	11.55	12.04	14.14
EBITDA 마진	20.13	15.09	18.20	17.91	19.45
ROE	17.76	6.57	7.48	8.07	12.97
ROA	10.03	3.68	4.22	4.55	7.29
ROIC	6.67	3.95	5.53	5.86	8.33
부채비율	19.35	18.62	19.76	20.84	24.57
순차입금비용	-49.76	-46.40	-51.17	-52.70	-49.24
EBITDA/현금지급이자	35.21	26.34	28.05	21.53	34.38
현금비용	1.28	1.19	1.36	1.35	0.98
유동비용	1.70	1.66	1.81	1.79	1.55
PER	53.99	15.70	17.23	10.24	14.76
PBR	4.31	1.97	1.83	1.28	2.27
EV/EBIT	40.00	21.04	13.46	6.99	12.90
EV/EBITDA	25.25	11.67	8.68	4.77	9.46

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



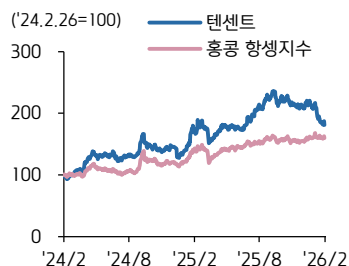
현재주가 (2/24)	HKD 520.00
-------------	------------

Stock Data

산업분류	플랫폼
세부업종	SNS/게임
거래소	Hong Kong
상대지수	HSI
벤치마크 현재주가	26,590.3
시가총액(mln)	5,277,565.0
유통주식수(mln)	9,153.7
52주 최고	683.00
52주 최저	364.80
일평균거래량	18,335,750

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	-13.2	-12.6	-13.3	4.6
홍콩항생	3.7	-0.6	4.9	13.9



◆ 투자포인트. 정책 정상화 이후 밸류에이션 감안 시 추가 조정은 매수 기회

- 최근 중국 플랫폼에 대한 세율 인상 가능성이 제기되면서 투자심리 악화. 부동산 시장 부진 등으로 정부의 세수 확보 여건이 악화된 상황에서 향후 세율 인상 가능성 존재
- 다만 게임 등 플랫폼 서비스 전반에 대한 VAT의 큰 폭 인상과 혁신기업 세제 혜택의 취소 가능성은 단기적으로 제한적일 전망. 현행 법체계상 중국의 VAT 세율 구간은 6%, 9%, 13%로 한정. 또한 혁신기업 세제 혜택도 R&D 등 명확한 요건 충족을 전제로 한 제도로 행정적으로 임의 취소가 어렵고, 관련 법령 개정도 정부의 기업 혁신 장려 기조에 부합하지 않다는 판단. 중국 관영매체인 신화사도 관계자 인터뷰를 통해 게임 등 산업에 대한 대폭적인 세율 인상 가능성을 일축한 상황
- 현재 주가는 12M FWD PER 14배에서 거래 중. 과거 국가 봉쇄 및 게임 규제(이후 철회) 국면에서 12배 수준까지 하락한 바 있으나, 이는 정책 불확실성이 극대화된 상황. 과거와 같은 플랫폼 전반에 대한 규제 가능성은 낮고, 향후 세율이 일부 상향되더라도 점진적으로 진행될 것으로 판단. 정책 정상화 이후 형성된 밸류에이션 하단(13.6~14배) 감안하면 추가 조정 폭은 제한적일 것으로 예상
- 단기적으로 즉각적인 투자심리 회복은 제한적일 수 있으나, 추가 하락 여력은 크지 않으며, 건조한 펀더멘털을 감안하면 현 수준에서 추가 조정은 매수 기회로 활용할 필요가 있다는 판단

Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	554,552	609,015	660,257	751,198	831,150
영업이익	143,203	191,886	237,811	246,238	285,780
OPM(%)	26	32	36	33	34
순이익	115,649	157,688	222,703	260,284	292,703
PER(배)	14.9	21.9	18.7	16.4	14.5
PBR(배)	3.9	3.1	3.7	3.6	3.0
ROE(%)	24.6	15.1	21.8	20.7	20.0
배당수익률(%)	0.5	0.8	0.8	N/A	N/A

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

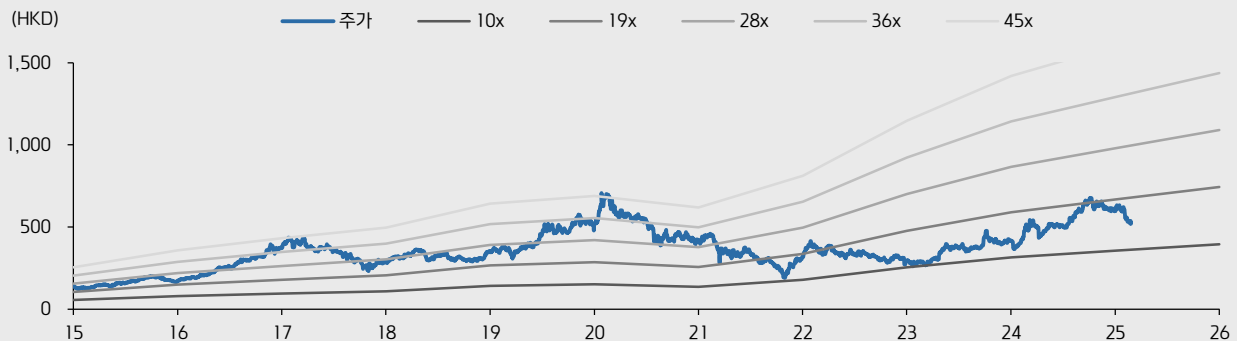


텐센트 12M FWD PER 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

텐센트 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	482,064	560,118	554,552	609,015	660,257
매출&서비스 매출	260,532	314,174	315,806	315,906	311,011
매출총이익, GAAP	221,532	245,944	238,746	293,109	349,246
판매비	99,379	128,042	133,068	134,471	149,149
연구개발비	—	51,880	61,401	64,078	70,686
영업이익, GAAP	175,515	264,310	109,879	159,528	208,099
영업외 (이익)손실	-4,507	16,248	-100,346	-1,796	-33,386
세전이익, GAAP	180,022	248,062	210,225	161,324	241,485
법인세비용	19,897	20,252	21,516	43,276	45,018
당기순이익, GAAP	159,847	224,822	188,243	115,216	194,073
EPS, GAAP	16.84	23.60	19.76	12.19	20.94
희석 EPS, GAAP	16.52	23.16	19.34	11.89	20.49
영업이익, 조정	175,515	264,310	109,879	159,528	208,099
당기순이익, 조정	159,847	224,822	188,243	115,216	194,073
EBITDA	226,289	321,980	171,095	218,536	264,312

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	194,806	175,908	147,447	222,844	264,538
감가상각비, 무형자산상각비	50,774	57,670	61,216	59,008	56,213
운전자본 변동	27,423	891	-18472	19233	21,881
투자활동으로 인한 현금흐름	-189,718	-186,796	-115,569	-137,521	-140,621
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-66,599	-62,165	-50,850	-47,407	-96,048
유, 무형자산 처분	0	191	376	257	203
재무활동으로 인한 현금흐름	20,723	29,145	-50,611	-71,095	-164,077
지급배당금	-10,339	-12,503	-12,952	-20,983	-28,859
차입금의 증가(감소)	40,953	55,367	438	2,652	-20,689
자사주매입	-149	-3954	-31194	-47075	-103819
현금증가	19,807	15,168	-11,227	15,581	-39,801
기초현금	132,991	152,798	167,966	156,739	172,320
기말현금	152,798	167,966	156,739	172,320	132,519
FCF	155,389	144,902	124,242	201,479	194,884
FCFF	162,404	151,435	132,637	210,456	205,011

재무상태표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	1,333,400	1,612,400	1,578,100	1,577,200	1,781,000
유동자산	317,647	484,812	565,989	518,446	496,180
현금 및 현금성자산	229,011	264,101	290,756	379,155	343,159
매출채권	44,981	49,331	45,467	46,606	48,203
재고자산	814	1,063	2,333	456	440
비유동자산	1,015,753	1,127,588	1,012,111	1,058,754	1,284,820
유형자산	93,802	106,033	103,777	104,458	133,283
무형자산	159,437	171,376	161,802	177,727	196,127
부채총계	555,382	735,671	795,271	703,565	727,099
유동부채	269,079	403,098	434,204	352,157	396,909
매입채무	162,590	287,140	319,662	199,571	223,368
단기성부채	18,064	24,449	28,380	61,852	67,108
비유동부채	286,303	332,573	361,067	351,408	330,190
장기성부채	244,400	299,027	330,761	309,388	291,004
자본총계	778,043	876,693	782,860	873,681	1,053,900

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출이익률	33.16	40.14	33.95	18.92	29.39
영업이익률	36.41	47.19	19.81	26.19	31.52
EBITDA 마진	46.94	57.48	30.85	35.88	40.03
ROE	28.13	29.77	24.64	15.06	21.78
ROA	13.98	15.26	11.80	7.30	11.56
ROIC	17.54	21.49	8.38	9.68	12.57
부채비율	37.28	40.12	49.78	45.91	36.78
순차입금비용	4.30	6.77	8.74	-0.91	1.42
EBITDA/현금지급이자	31.98	42.79	18.31	19.04	21.29
현금비용	0.85	0.66	0.67	1.08	0.86
유동비용	1.18	1.20	1.30	1.47	1.25
PER	28.19	15.78	14.95	21.90	18.72
PBR	6.45	4.43	3.90	3.12	3.70
EV/EBIT	26.49	14.01	26.76	16.15	17.75
EV/EBITDA	20.55	11.50	17.18	11.79	13.97

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



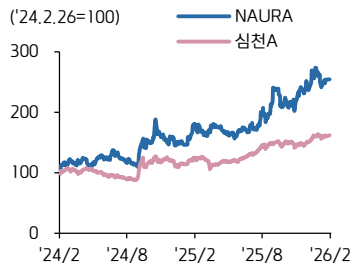
현재주가 (2/24) CNY 487.33

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	반도체 장비
거래소	Shenzhen
상대지수	SZASHR
벤치마크 현재주가	2,839.2
시가총액(mln)	353,232.7
유통주식수(mln)	724.8
52주 최고	534.00
52주 최저	297.10
일평균거래량	8,438,737

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	6.2	-4.5	27.1	40.6
심천A	7.2	-1.2	13.4	29.8



◆ 투자포인트 1. 상반기 CXMT 상장 및 YMTC 증설 모멘텀 기대

- 2026 년 중국 메모리 기업의 증설이 본격화될 전망. 일시적인 투자 변동성은 존재할 수 있으나, CXMT/YMTC 모두 올해 상장을 준비 중이며, 이는 향후 2 년 동안 지속적인 투자를 보장할 것으로 예상
- 선단공정 및 메모리 중심의 투자 확대는 NAURA 와 같은 기술력을 보유한 반도체 장비 기업을 중심으로 수혜 기대

◆ 투자포인트 2. 중국 반도체 설비 투자 가시성 개선. 밸류에이션 리레이팅 기대

- 2025 년 하반기 중국 반도체 투자가 우려 대비 견조한 모습을 보이며 중국 장비 기업의 투자심리 개선. 최근 글로벌 메모리 사이클 속 CXMT/YMTC의 상장에 따른 중장기 투자 가시성 개선되며 긍정적인 주가 흐름 지속
- 중국 반도체 장비 업종은 투자 확대 국면에서 밸류에이션 리레이팅 되는 모습. 반도체 증설 여부를 가능하는 지표인 전공정 장비 수입 증가율 기준 2019~2021 년 투자 사이클 기간 장비 업종 밸류에이션 뚜렷하게 상승
- 최근 CXMT/YMTC 및 선단공정 투자 확대가 가시화되고 있으며, 정부의 국산화 기조와 선두 기업의 기술력 향상을 기반으로 과거와 같은 실수요 기반 증설 국면으로의 전환 기대
- 현재 NAURA 주가는 12M FWD PER 36배로 2019~2021 년 투자 사이클 평균(77 배) 대비 밸류에이션 부담은 크지 않은 상황. CXMT 상장 및 YMTC 증설을 앞두고 상반기 긍정적인 주가 흐름을 예상

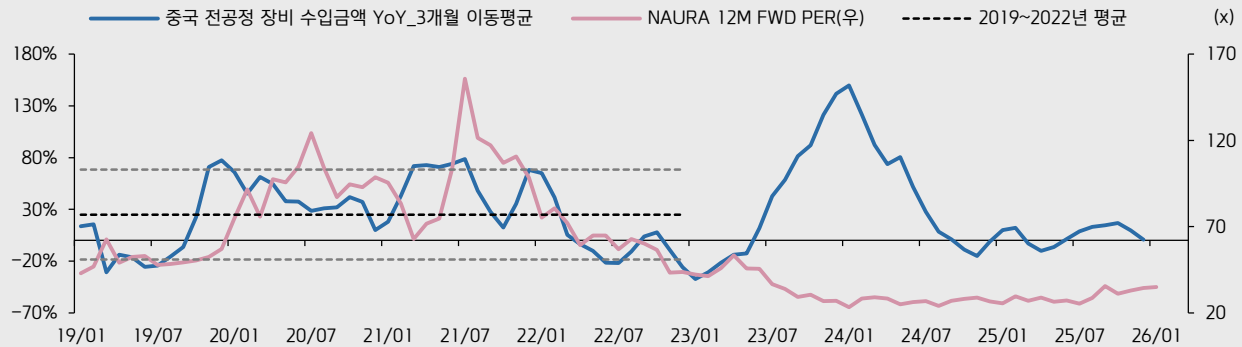
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	14,688	22,079	29,838	39,267	49,971
영업이익	2,784	4,428	6,583	7,582	10,469
OPM(%)	19	20	22	19	21
순이익	2,353	3,899	5,621	6,972	9,400
PER(배)	50.1	33.4	37.0	49.9	36.9
PBR(배)	6.0	5.3	6.7	9.2	7.5
ROE(%)	12.8	17.7	20.3	19.2	21.1
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.2	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

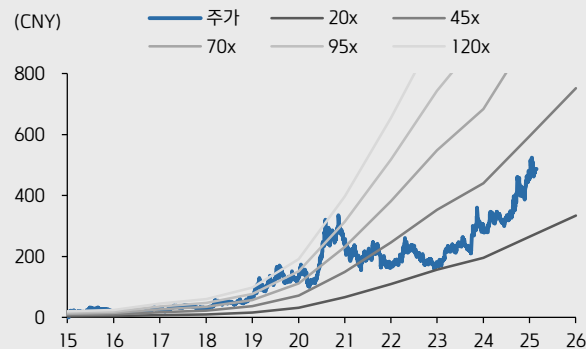


중국 반도체 전공정 장비 수입금액 추이 및 NAURA FWD PER



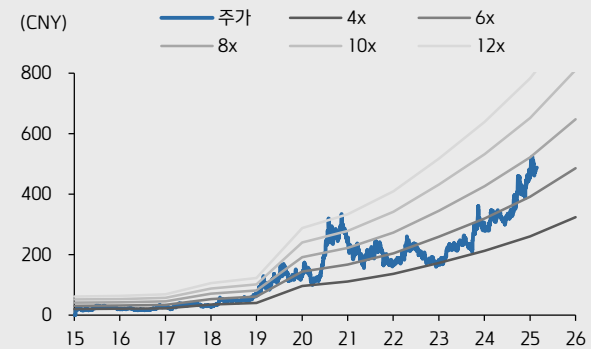
자료: 해관총서, Bloomberg, 키움증권 리서치

NAURA 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NAURA 12M FWD PBR 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	6,056	9,683	14,688	22,079	29,838
매출&서비스 매출	3,834	5,867	8,250	13,076	17,051
매출총이익, GAAP	2,222	3,817	6,438	9,003	12,787
판매비	1,076	1,588	2,093	2,615	2,970
연구개발비	670	1,297	1,845	2,475	3,669
영업이익, GAAP	625	1,189	2,784	4,428	6,583
영업외 (이익)손실	-59	-63	-71	-37	73
세전이익, GAAP	684	1,253	2,854	4,466	6,511
법인세비용	53	59	313	433	817
당기순이익, GAAP	537	1,077	2,353	3,899	5,621
EPS, GAAP	0.81	1.59	3.33	5.45	7.83
희석 EPS, GAAP	0.81	1.59	3.33	5.43	7.83
영업이익, 조정	625	1,189	2,784	4,428	6,583
당기순이익, 조정	537	1,077	2,353	3,899	5,621
EBITDA	976	1,633	3,315	5,120	7,592

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	1,348	-858	-880	2,229	1,455
감가상각비, 무형자산상각비	351	444	531	692	1,008
운전자본 변동	-11	-2839	-4536	-3325	-6,103
투자활동으로 인한 현금흐름	-673	-447	-1,423	-2,058	-2,213
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-668	-447	-1,409	-1,980	-2,046
유, 무형자산 처분	9	0	1	0	7
재무활동으로 인한 현금흐름	-916	7,762	3,497	1,783	859
지급배당금	-31	0	—	-245	-453
차입금의 증가(감소)	-1,059	-602	3453	1,888	132
자사주매입	201	8497.11	157	99	438
현금증가	-244	6,452	1231	1,968	107
기초현금	2,822	2,578	9,031	10,261	12,229
기말현금	2,578	9,031	10,261	12,229	12,336
FCF	679	-1,305	-2,289	249	-591
FCFF	721	-1,285	-2,246	384	-439

재무상태표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	17,518	31,054	42,551	53,625	65,709
유동자산	11,014	22,323	31,117	38,226	46,211
현금 및 현금성자산	2,578	9,031	10,261	12,229	12,336
매출채권	2,387	3,491	4,742	5,715	7,349
재고자산	4,933	8,035	13,041	16,992	23,479
비유동자산	6,504	8,732	11,434	15,399	19,498
유형자산	2,755	3,073	4,151	5,883	7,008
무형자산	3,367	4,948	6,664	8,608	10,322
부채총계	10,406	13,856	22,567	28,800	33,484
유동부채	7,900	11,268	15,770	19,083	23,482
매입채무	2,677	5,059	6,918	7,692	12,125
단기성부채	1,816	1,044	565	1,803	4,152
비유동부채	2,506	2,588	6,797	9,717	10,002
장기성부채	10	22	3,821	5,978	4,109
자본총계	7,112	17,198	19,984	24,825	32,225

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출이익률	8.87	11.13	16.02	17.66	18.84
영업이익률	10.32	12.28	18.95	20.06	22.06
EBITDA 마진	16.12	16.87	22.57	23.19	25.44
ROE	8.50	9.10	12.84	17.68	20.28
ROA	3.44	4.44	6.39	8.11	9.42
ROIC	6.95	8.38	11.87	14.28	16.23
부채비율	26.92	6.31	22.21	31.93	26.58
순차입금비용	-10.58	-46.31	-29.40	-17.92	-12.65
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비용	0.33	0.80	0.65	0.64	0.53
유동비용	1.39	1.98	1.97	2.00	1.97
PER	165.29	161.57	50.14	33.37	36.98
PBR	13.11	10.71	6.00	5.33	6.71
EV/EBIT	141.59	145.64	40.54	28.44	31.25
EV/EBITDA	90.63	106.06	34.05	24.60	27.10

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2월 ETF Review 및 3월 전망

과속방지턱을 넘어





2월 ETF Review 및 3월 전망 | 과속방지턱을 넘어

2월 미국 ETF 시장 리뷰

- 2월 미국 ETF 시장으로는 \$1,317억 유입되며 강도는 다소 약화. 그 중 주식형 ETF로는 약 \$740억 유입된 가운데 미국 대비 미국 외 지역으로 더 많은 자금 유입. 미국 내에서는 가치주 중심 유입 확대
- 채권 ETF 시장으로는 약 \$370억 유입되어 MoM 감소세. 여전히 미국 초단기 및 중기채 중심 유입된 반면, 장기물 금리가 상방 압력 하에 장기채로는 유입 둔화 지속
- 원자재로는 1달 간 \$22억, YTD \$72억 유입되며 매수세 지속되는 모습

2월 신규 상장 ETF

- 미국: 단일종목 레버리지/인버스 전략 및 CLO 등 75개 종목 신규 설정. Single Stock에 Autocallable 옵션을 결합한 ETF 상품 최초 출시. 특정 가격 구간에서 이자 확보 가능하나, 강한 상승 시 조기 상환 발생, 강한 하락 시 이자 지급 불가 및 원금 손실 가능한 구조. 유럽 방산, SMR/원전/테크 테마에 투자하는 테마형 상품 출시 지속
- 국내: 2월 한달 간 2개 ETF가 추가되면서 국내 ETF 상품 수는 1,069개로 확대. SMR 설계 및 개발, 원전 제조, 우라늄 광물 등과 관련된 미국상장 10개 기업에 선별 투자하는 패시브 ETF, 중국 본토 및 홍콩 증권 브로커리지·자본시장 인프라 관련 대표 기업에 투자하는 패시브 ETF 'TIGER 차이나증권' 상장하며 해외 업종테마형 상품 다양성 확대

3월 ETF 투자 아이디어

- 관세 불확실성과 인플레이 재점화로 인한 변동성 확대 가능성이 노이즈로 작용 중이나 3월 FOMC와 케빈 워시 청문회, 경제지표 등 주시하며 조정시 매수로 대응하는 전략 유효. 계절적 강세 기대 속 순환매 (대형-)중소형/가치주) 흐름 지속 여부 모니터링
- 중기적으로는 AI Capex 확장 사이클 확인과 더불어 트럼프 행정부의 재정부양(세제 혜택)과 5월 취임하는 케빈 워시의 정책공조(금리인하)로 주도주의 기업이익 전망치가 상향될 전망
- ETF Picks: QGRO(채리티), XAR(우주/방산), ARKQ(로봇), ASHR(중국 본토), SHLD(글로벌 방산), EWJV(일본 가치주), XLRE(미국 리츠), MLPX(에너지-미드스트림)

2월 ETF 투자 포트폴리오 (리뷰)



티커	ETF명	주요 테마	순자산 백만\$	운용 보수 %	수익률			국내 상장 Peer ETF
					1M %	3M %	6M %	
SOXX	iShares Semiconductor ETF	美 반도체	22,336.9	0.34	+3.5	+31.8	+43.2	* TIGER 미국필라델피아반도체나스닥 * SOL 미국시반도체칩메이커 * KODEX 미국반도체 * PLUS 글로벌HBM반도체
ROKT	State Street® SPDR® S&P Kensho Final Frontiers ETF	우주&방산	76.5	0.45	+0.7	+40.1	+46.8	* IQ 미국우주항공테크 * TIME 글로벌우주테크&방산액티브 * WON 미국우주항공방산 * PLUS 우주항공&UAM
URA	Global X Uranium ETF	우라늄/원자력	7,392.4	0.69	-6.2	+28.5	+35.5	* PLUS 글로벌원자력밸류체인 * RISE 글로벌원자력
ARKQ	ARK Autonomous Technology & Robotics ETF	자동화/로봇	2,025.5	0.75	-5.5	+20.7	+25.0	* TIGER 글로벌AI&로보틱스 INDXX * KODEX 미국휴머노이드로봇 * PLUS 글로벌휴머노이드로봇액티브 * KoAct 글로벌AI로봇액티브
IAI	iShares U.S. Broker-Dealers & Securities Exchanges ETF	美 금융	1,638.6	0.38	-9.6	-0.2	-4.6	* RISE 미국은행TOP10 * KODEX 미국금융테크액티브 * KODEX 미국S&P금융
COPX	Global X Copper Miners ETF	구리 채굴	7,670.4	0.65	+5.6	+55.6	+88.4	* TIGER 구리실물 * KODEX 구리선물(H) * PLUS 글로벌희토류&전략자원생산기업
EEM	iShares MSCI Emerging Markets ETF	신흥국	28,269.6	0.72	+4.4	+16.1	+21.8	* PLUS 신흥국MSCI(합성H)
GLD	SPDR Gold Shares	금 현물	182,886.4	0.40	+5.1	+28.6	+55.0	* ACE KRX금현물 / * TIGER KRX금현물 * SOL 국제금 * KODEX 골드선물(H) * HANARO 글로벌금채굴기업

자료: 키움증권 리서치
주) 2026-02-23 종가 기준

3월 ETF 투자 포트폴리오



티커	ETF명	주요 테마	순자산 백만\$	운용 보수 %	수익률			국내 상장 Peer ETF
					1M %	3M %	6M %	
QGRO	American Century US Quality Growth ETF	美 퀄리티&성장	2,079.2	0.29	-5.6	-1.5	-2.2	
XAR	State Street SPDR S&P Aerospace & Defense ETF	항공우주 & 방산	6,100.7	0.35	-1.5	+26.7	+29.0	* IQ 미국우주항공테크 * TIME 글로벌우주테크&방산액티브 * WON 미국우주항공방산 * PLUS 우주항공&UAM
ARKQ	ARK Autonomous Technology & Robotics ETF	자동화/로봇	2,025.5	0.75	-5.5	+20.7	+25.0	* TIGER 글로벌AI&로보틱스 INDXX * KODEX 미국휴머노이드로봇 * PLUS 글로벌휴머노이드로봇액티브 * KoAct 글로벌AI&로봇액티브
ASHR	Xtrackers Harvest CSI 300 China A-Shares ETF	中 A주	1,821.2	0.65	+1.2	+7.0	+8.8	* ACE 중국본토CSI300 * RISE 중국본토CSI300 * TIGER 차이나CSI300 * KODEX 차이나CSI300
SHLD	Global X Defense Tech ETF	글로벌 방산	7,451.1	0.50	-3.4	+21.2	+20.2	* PLUS 글로벌방산 * TIGER 미국방산 * TIME 글로벌우주테크&방산액티브
EWJV	iShares MSCI Japan Value ETF	MSCI 일본 가치	777.1	0.15	+10.1	+17.1	+18.5	
XLRE	State Street Real Estate Select Sector SPDR ETF	美 부동산	7,690.6	0.08	+5.7	+6.6	+3.0	* ACE 미국부동산리츠(합성 H) * KODEX 미국부동산리츠(H) * TIGER 미국MSC리츠(합성 H)
MLPX	Global X MLP & Energy Infrastructure ETF	MLP & 에너지 인프라	3,115.8	0.45	+9.9	+17.7	+15.7	* KoAct 미국천연가스인프라액티브

자료: 키움증권 리서치
주) 2026-02-23 종가 기준

2월 리뷰 및 3월 투자 아이디어 (요약)



◆ Inflows: Non-US 및 가치주 ETF 유입 상위

- 2월 미국 ETF 시장으로는 \$1,317억 유입되며 강도는 다소 약화. 그 중 주식형 ETF로는 약 \$740억 유입된 가운데 미국 대비 미국 외 지역으로 더 많은 자금 유입. 미국 내에서는 가치주 중심 유입 확대
- 채권 ETF 시장으로는 약 \$370억 유입되어 MoM 감소세. 여전히 미국 초단기 및 중기채 중심 유입된 반면, 장기물 금리가 상방 압력 하에 장기채로는 유입 둔화 지속
- 원자재로는 1달 간 \$22억, YTD \$72억 유입되며 매수세 지속되는 모습

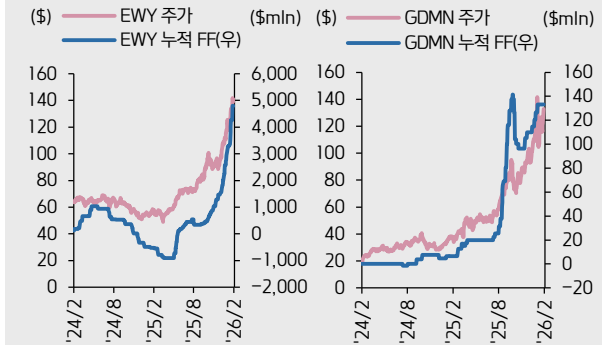
◆ Return: 한국 주식, 미국 에너지·반도체 등

- 한국 주식형 ETF (EWY, FLKR, MKOR 등)들이 수익률 상위를 장악. 반도체 슈퍼사이클 기대와 수출 호조에 힘입어 지난달에 이은 강세 지속
- 미국 에너지(오일 서비스) 섹터 ETF도 양호한 흐름. 반면 일부 소프트웨어·성장주 중심 ETF들은 AI 비용 전가 한계와 고평가 부담으로 상대적으로 부진한 모습

◆ 3월 ETF 투자 아이디어

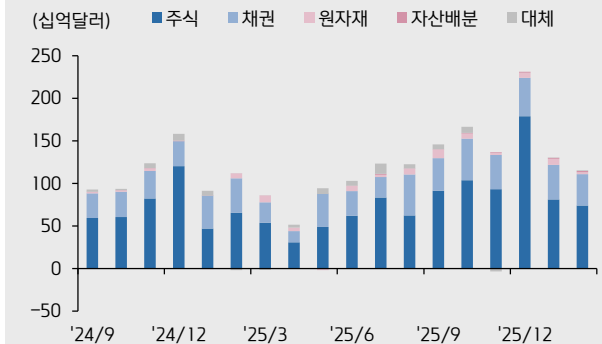
- 관세 불확실성과 인플레이션 재점화로 인한 변동성 확대 가능성이 노이즈로 작용 중이나 3월 FOMC와 케빈 워시 청문회, 경제지표 등 주시하며 조정시 매수로 대응하는 전략 유효. 계절적 강세 기대 속 순환매 (대형-)중소형/가치주 흐름 지속 여부 모니터링
- 중기적으로는 AI Capex 확장 사이클 확인과 더불어 트럼프 행정부의 재정부양(세제 혜택)과 5월 취임하는 케빈 워시의 정책공조(금리인하)로 주도주의 기업이익 전망치가 상향될 전망
- ETF Picks: QGRO(헬리티), XAR(우주/방산), ARKQ(로봇), ASHR(중국 본토), SHLD(글로벌 방산), EWJV(일본 가치주), XLRE(리츠), MLPX(에너지-미드스트림)

2월 수익률 Top ETF



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ETF 자산군별 펀드플로우



자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 미국 상장 기준

2월 미국 ETF 시장 리뷰 : 자금유입 (자산군, 카테고리별)



◆ 2월 미국 ETF 시장 자금유입 동향

- 2월 미국 ETF 시장으로는 \$1,317억 유입되며 강도는 다소 약화. 그 중 주식형 ETF로는 약 \$740억 유입된 가운데 미국 대비 미국 외 지역으로 더 많은 자금 유입. 미국 내에서는 가치주 중심 유입 확대
- 채권 ETF 시장으로는 약 \$370억 유입되어 MoM 감소세. 여전히 미국 초단기 및 중기채 중심 유입된 반면, 장기물 금리가 상방 압력 하에 장기채로는 유입 둔화 지속
- 원자재로는 1달 간 \$22억, YTD \$72억 유입되며 매수세 지속되는 모습

자산군별 ETF 자금유입, 순자산 규모

분류	자금 순유입 (\$mln)		순자산 (\$bln)	
	2월	YTD	2월	전년동기
미국 주식	29,288	41,514	7,435	5,901
섹터 주식	7,401	36,514	1,231	923
미국 외 주식	32,056	77,888	2,198	1,408
비전통주식	5,287	12,764	264	188
채권	36,956	91,946	2,380	1,904
자산배분	1,581	3,581	42	26
대체	-1,620	-1,614	119	120
원자재	2,241	7,195	394	176
기타	790	-5,501	140	108
합계	131,745	282,293	14,208	10,755

자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2026-02-20 기준

카테고리별 ETF 자금유입, 순자산 규모

분류	자금 순유입 (\$mln)		순자산 (\$bln)	
	2월	YTD	2월	전년동기
미국 대형가치주	12,020	10,388	909.4	706.4
미국 외 대형주	11,770	21,116	1,063.0	691.8
미국 대형주	11,275	23,149	4,133.1	3,257.6
미국 초단기 채권	8,267	13,590	329.7	244.4
신용국채	6,032	24,656	437.8	270.1
미국 중기채권(Core)*	4,856	15,746	398.7	326.5
미국 회사채	4,609	8,721	169.7	139.9
파생(인덱스)	4,050	9,841	163.0	113.6
미국 외 대형가치주	3,970	7,486	138.2	76.7
미국 중기채권(Core+)*	3,640	7,692	120.9	90.3
산업재	3,565	8,742	100.7	54.7
미국 소형주	2,906	-511	366.0	306.4
미국 단기채권	2,901	6,370	157.2	127.2
일본 주식	2,671	3,367	48.7	32.8
미국 중형주	2,670	3,239	397.7	320.1

자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2026-02-20 기준.

*core는 미국 투자등급(IG)채권 중심(국채 회사채 MBS/ABS 등 증권화 채권 포함),
core+는 미국 IG 채권 중심이지만, Core보다 더 유연하게
HY뱅크론 신용국채 비탈러 통화 노출 등 섹터 편입



◆ 수익률 Top: 한국 주식, 미국 에너지·반도체 등

- 한국 주식형 ETF (EWY, FLKR, MKOR 등)들이 수익률 상위권을 장악. 반도체 슈퍼사이클 기대와 수출 호조에 힘입어 지난달에 이은 강세 지속
- 미국 에너지(오일 서비스) 섹터 ETF도 양호한 흐름. 반면 일부 소프트웨어·성장주 중심 ETF들은 AI 비용 전가 한계와 고평가 부담으로 상대적으로 부진한 모습

수익률 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	YTD (%)
MKOR	Matthews Korea Active ETF	한국 주식	29.0	44.7
EWY	iShares MSCI South Korea ETF	한국 주식	27.9	45.9
FLKR	Franklin FTSE South Korea ETF	한국 주식	26.6	43.7
XES	SPDR S&P Oil & Gas Eqpmnt& Svcs ETF	에너지-업스트림	22.1	36.1
OIH	VanEck Oil Services ETF	에너지-업스트림	20.1	36.8
IEZ	iShares US Oil Equipment & Services ETF	에너지-업스트림	19.8	36.2
FLBR	Franklin FTSE Brazil ETF	브라질 주식	19.1	26.2
EMEQ	Nomura Focused Emerging Mkts Eq ETF	신흥국 주식	17.8	26.1
RSPG	Invesco S&P 500 Equal Weight Energy ETF	S&P500 동일가중	17.8	23.7
PSCE	Invesco S&P SmallCap Energy ETF	에너지-소형주	17.5	27.8
FTXN	First Trust Nasdaq Oil & Gas ETF	에너지-업스트림	17.3	22.5
FXN	First Trust Energy AlphaDEX® ETF	에너지 섹터	17.2	21.1
EWZ	iShares MSCI Brazil ETF	브라질 주식	17.1	23.9
XOP	SPDR S&P Oil&Gas Explor&Prodtn ETF	에너지-업스트림	17.0	20.3
IEO	iShares US Oil & Gas Explor & Prod ETF	에너지-업스트림	17.0	20.1

자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) AUM 1억 달러 이상, 레버리지/인버스 제외, 주) 2026-02-20 기준

수익률 Bottom ETF

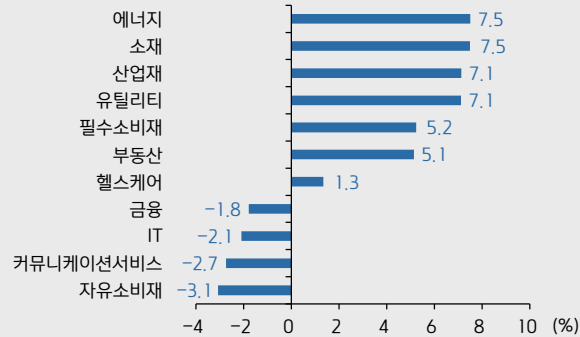
티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	YTD (%)
ZCSH	Grayscale Zcash Trust (ZEC)	팔란티어 커버드콜	-11.8	-6.7
ETHV	VanEck Ethereum ETF	라이트코인	-11.4	-28.4
ETHE	Grayscale Ethereum Staking ETF	테슬라 커버드콜	-10.3	-10.0
FETH	Fidelity Ethereum Fund	코인베이스 커버드콜	-9.7	-28.9
ETHA	iShares Ethereum Trust ETF	소프트웨어	-9.6	-14.9
ETHW	Bitwise Ethereum ETF	인도 소형주	-8.8	-12.0
ETH	Grayscale Ethereum Mini Staking ETF	클라우드	-8.7	-8.9
FSOL	Fidelity Solana Fund	이더리움	-8.7	-25.4
GSOL	Grayscale Solana Staking ETF	애플 커버드콜	-8.2	-4.0
BSOL	Bitwise Solana Staking ETF	로빈후드 커버드콜	-8.1	-18.9
BITW	Bitwise 10 Crypto	인도 주식	-7.5	-9.5
XRPI	XRP ETF	주식(버퍼)	-7.4	2.2
TOXR	21Shares XRP ETF	클라우드	-6.8	-9.8
XRP	Bitwise XRP ETF	글로벌 인터넷	-6.4	-12.9
XRPC	Canary XRP ETF	인도 소비재	-6.4	-9.2

자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) AUM 1억 달러 이상, 레버리지/인버스 제외, 주) 2026-02-20 기준

2월 미국 ETF 시장 리뷰 : 수익률

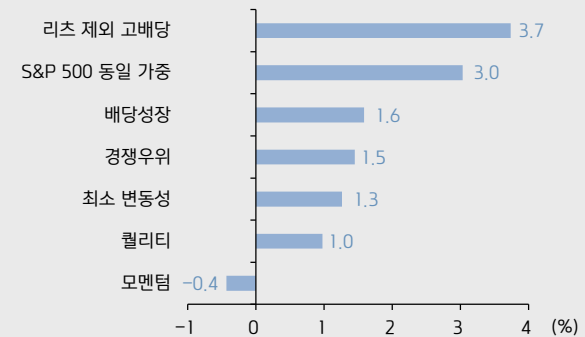


GICS 섹터별 ETF 월간 수익률



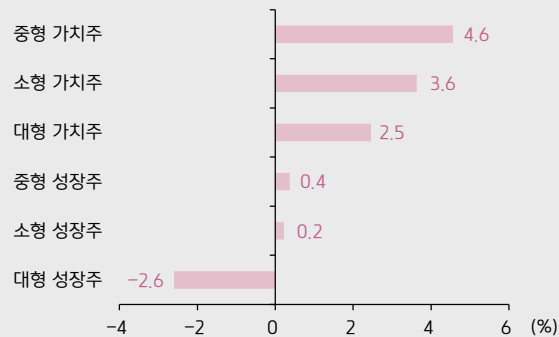
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-01-31~2026-02-20 종가 기준

전략 팩터별 ETF 월간 수익률



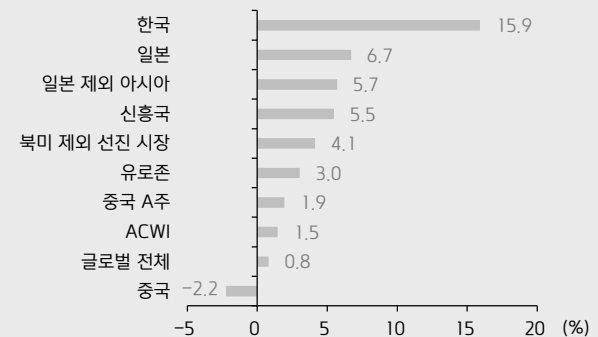
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-01-31~2026-02-20 종가 기준

사이즈-스타일별 ETF 월간 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-01-31~2026-02-20 종가 기준

지역별 ETF 월간 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-01-31~2026-02-20 종가 기준

2월 미국 신규출시 ETF (1)



◆ 단일종목 레버리지/인버스 전략 및 CLO 등 75개 종목 신규 설정

- Single Stock(종목·ETF) 레버리지/인버스 ETF 20종, 암호화폐 현물 및 옵션 ETF 3종, Single Stock에 Autocallable 옵션을 결합한 상품 2종, 금/은 관련 기업 및 상품에 인컴 옵션 결합한 상품 3종, 유럽 방산, SMR/원전/테크 테마 상품 각각 1종 신규 출시
- 특징적인 상품으로는 단일 개별종목에 Autocallable 옵션을 결합하는 상품이 세계 최초 출시. 특정 가격 구간에서 이자 확보 가능하나, 강한 상승 시 조기 상환 발생, 강한 하락 시 이자 지급 불가 및 원금 손실 가능한 구조
- CLO(대출채권담보부증권)의 신용등급별로 투자하는 상품도 7종 출시되며 ETF가 접근 가능한 기초자산의 다양성 확대. 원자재 가격 변동성 확대 국면에서, 선물을 이용해 원자재 트레이딩을 하는 Managed Futures와 Commodity 전략 상품 출시

2월 미국 신규 출시 ETF 中 특징주 (1)

티커	ETF 명	투자대상	설정일	순자산 (\$mln)	운용보수 (%)	전략/구분
RCAX	Defiance Daily Target 2X Long RCAT ETF	RCAT 2.0x 레버리지	2026-02-03	1.7	1.31	액티브
ANV	GraniteShares Autocallable NVDA ETF	NVDA + Autocallable 옵션	2026-02-03	1.0	1.07	액티브
TLA	GraniteShares Autocallable TSLA ETF	TSLA + Autocallable 옵션	2026-02-03	1.0	1.07	액티브
XBCI	NEOS Boosted Bitcoin High Income ETF	비트코인 ~1.5x + 월배당	2026-02-03	4.2	0.98	액티브
MRNX	Defiance Daily Target 2X Long MRNA ETF	MRNA 2.0x 레버리지	2026-02-04	0.8	1.31	액티브
ZETX	Defiance Daily Target 2X Long ZETA ETF	ZETA 2.0x 레버리지	2026-02-04	1.6	1.31	액티브
KRYP	ProShares CoinDesk 20 Crypto ETF	암호화폐 시가총액 Top20	2026-02-04	4.6	0.58	패시브
UFOD	Tuttle Capital UFO Disclosure ETF	UFO 정보 공개 수혜 기업	2026-02-05	0.8	0.99	액티브
ASTN	Defiance Daily Target 2X Short ASTS ETF	ASTS -2.0x 인버스	2026-02-06	1.4	1.31	액티브
CRMU	Leverage Shares 2X Long CRML Daily ETF	CRML 2.0x 레버리지	2026-02-10	0.3	0.75	액티브
DNNG	Leverage Shares 2X Long DNN Daily ETF	DNN 2.0x 레버리지	2026-02-10	0.5	0.75	액티브
UECG	Leverage Shares 2X Long UEC Daily ETF	UEC 2.0x 레버리지	2026-02-10	0.3	0.75	액티브
ASMU	Direxion Daily ASML Bull 2X ETF	ASML 2.0x 레버리지	2026-02-11	3.4	0.99	액티브
BABU	Direxion Daily BABA Bull 2X ETF	BABA 2.0x 레버리지	2026-02-11	2.1	0.99	액티브
MRVU	Direxion Daily MRVL Bull 2X ETF	MRVL 2.0x 레버리지	2026-02-11	2.9	0.99	액티브
SOFA	Direxion Daily SOFI Bull 2X ETF	SOFI 2.0x 레버리지	2026-02-11	2.5	0.99	액티브
COMD	Global X Commodity Strategy ETF	Commodity 전략	2026-02-11	2.5	0.55	액티브
RCLY	Reckoner BBB-B CLO Annual ETF	BBB-B등급 CLO	2026-02-11	12.4	0.55	액티브
RCLR	Reckoner BBB-B CLO Reinvesting ETF	BBB-B등급 CLO	2026-02-11	12.4	0.60	액티브
RAAY	Reckoner Yield Enh AAA CLO Annual ETF	AAA 등급 CLO	2026-02-11	15.0	0.35	액티브
RAAR	Reckoner Yield EnhAAA CLO ReinvestingETF	AAA 등급 CLO	2026-02-11	12.5	0.40	액티브

자료: Morningstar, Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-02-20 종가 기준

2월 미국 신규출시 ETF (2)



2월 미국 신규 출시 ETF 中 특징주 (2)

티커	ETF 명	투자대상	설정일	순자산 (\$mln)	운용보수 (%)	전략/구분
ATCL	REX Autocallable Income ETF	AutoCallable 옵션	2026-02-11	1.5	0.74	액티브
BEZ	Tradr 2X Short Be Daily ETF	BE -2.0x 인버스	2026-02-11	0.8	1.49	액티브
SMZ	Tradr 2X Short Smr Daily ETF	SMR -2.0x 인버스	2026-02-11	0.9	1.49	액티브
FAAA	Fidelity AAA CLO ETF	AAA 등급 CLO	2026-02-12	20.0	0.20	액티브
FCLO	Fidelity CLO ETF	CLO	2026-02-12	25.0	0.45	액티브
MMK	State Street Prime Money Market ETF	MMF	2026-02-12	25.0	0.18	액티브
KCOP	Kurv Copper & Mining Enhanced Income ETF	구리&구리채굴 옵션 전략	2026-02-13	2.8	0.99	액티브
SUIS	Canary Staked SUI ETF	수이 + 스테이킹	2026-02-18	24.7	0.75	액티브
GLDN	Nicholas Gold Income ETF	금&금채굴 옵션 오버레이	2026-02-18	2.1	1.07	액티브
SLVX	Nicholas Silver Income ETF	은&은채굴 옵션 오버레이	2026-02-18	2.3	1.16	액티브
SDMF	Simplify DBI CTA Managed Futs Idx ETF	Managed Futures	2026-02-18	2.6	0.35	패시브
APHU	T-REX 2x Long Aph Daily Target ETF	APH 2.0x 레버리지	2026-02-18	0.3	1.50	액티브
FGRU	T-Rex 2X Long FIGR Daily Target ETF	FIGR 2.0x 레버리지	2026-02-18	0.3	1.50	액티브
SMRF	ALPS Nautilus SMR, Nuclear & Tech ETF	SMR, 원자력 / 테크	2026-02-19	2.6	0.65	액티브
JA	Janus Henderson AA-A CLO ETF	AA, A- 등급 CLO	2026-02-19	102.6	0.32	액티브
AXPG	Leverage Shares 2X Long AXP Daily ETF	AXP 2.0x 레버리지	2026-02-19	0.4	0.75	액티브
FCXG	Leverage Shares 2X Long FCX Daily ETF	FCX 2.0x 레버리지	2026-02-19	0.4	0.75	액티브
IQMM	ProShares GENIUS Money Market ETF	MMF	2026-02-19	10.0	0.20	액티브
COHX	Tradr 2X Long COHR Daily ETF	COHR 2.0x 레버리지	2026-02-19	0.3	1.49	액티브
LEUX	Tradr 2X Long LEU Daily ETF	LEU 2.0x 레버리지	2026-02-19	0.2	1.49	액티브
CLSZ	Tradr 2X Short CLSK Daily ETF	CLSK -2.0x 인버스	2026-02-19	0.2	1.49	액티브
XDEF	Xtrackers Europe Defense TechnologiesETF	유럽 방산	2026-02-19	5.0	0.35	패시브

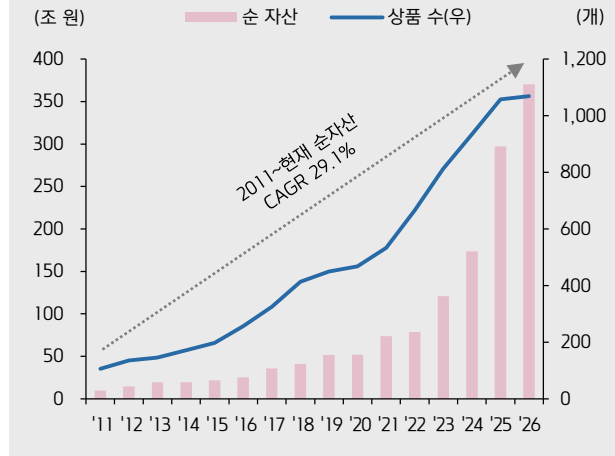
자료: Morningstar, Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-02-20 종가 기준



◆ 국내 ETF 시장, '26년 2월 20일 기준 순자산총액 370조 원 달성

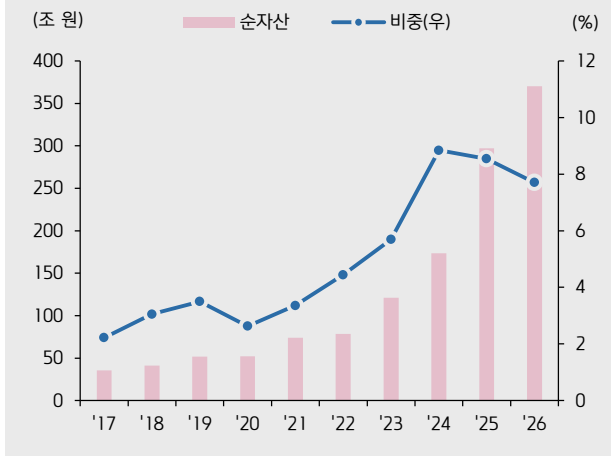
- '26년 2월 20일 국내 ETF 순자산 370.1조 원으로 전월 대비 약 38.1조 원 증가, 상품 수는 1,069개까지 확대
- **ETF 순자산** : '09년 4조 원 → '16년 25조 원 → '23년 말 121.1조원 → '24년 말 173.6조원 → '25년 말 297.1조원 → **'26년 1월 5일 303.6조원으로 300조원 달성** → '26년 2월 20일 370.1조원으로 성장 속도 가속
- **ETF 상품 수** : '09년 50개 → '16년 256개 → '23년 말 812개 → '24년 말 935개 → '25년 말 1,058개 → **'26년 2월 20일 기준 1,069개**로 상품 다양성 역시 꾸준히 증가 중

국내 ETF 순자산/개수 추이



자료: KRX, 키움증권 리서치
주) '26년은 2026-02-20 종가 기준

국내 ETF 순자산 및 코스피 시총 대비 ETF 비중



자료: KRX, 키움증권 리서치
주) '26년은 2026-02-20 종가 기준

2월 국내 ETF 시장 리뷰 : 자금유입



◆ 자금유입 Top: 국내 주식(코스닥, 코스피, 반도체), 귀금속(금, 은)

- 글로벌 메모리 업황 호조 지속으로 국내 반도체 ETF로 자금 유입이 지속. 또한 정부의 코스닥 활성화 정책에 따라 코스닥 150을 추종하는 지수형 ETF에도 자금 유입세 확대. 미국-이란 지정학적 긴장감 지속, 인플레이 헤지 등에 따라 금, 은 ETF에도 자금 유입 지속

◆ 자금유출 Top: 현금성/단기금리, 미국 주식(AI, 반도체), 채권(국내외 국채 및 금융채)

- 증시 강세장 지속되며 MMF, CD금리 등 현금성 및 안전자산에서 자금 유출세 확대되며 Risk-on 경향 극대화. 상대적인 주식 매력도 상승으로 채권 매도세 지속되었으며, 美 장기채는 금리 변동성 및 달러 움직임 영향에 따라 자금 유출. 국내 반도체의 강한 실적 모멘텀과 상대적 저평가로 인해 美 반도체 ETF에서는 자금 유출세 관찰

자금유입 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	FF (억원)	유입 강도 (%)
229200	KODEX 코스닥150	코스닥 150	31,939.8	78.2%
396500	TIGER 반도체TOP10	반도체	15,581.1	36.9%
232080	TIGER 코스닥150	코스닥 150	11,108.2	106.6%
091160	KODEX 반도체	반도체	5,379.7	20.5%
144600	KODEX 은선물특별자산(H)	은 선물	5,277.6	32.9%
069500	KODEX 200	코스피 200	4,327.1	2.9%
395270	HANARO Fnk-반도체	반도체	3,964.4	39.0%
498400	KODEX 200타겟위클리커버드콜	코스피 200	3,289.5	12.8%
270810	RISE 코스닥150	코스닥 150	2,964.0	125.2%
292150	TIGER 코리아TOP10	국내 시총 TOP10	2,918.8	16.2%
411060	ACE KRX금현물특별자산	금 현물	2,885.7	5.3%
395160	KODEX AI반도체	AI 반도체	2,432.7	11.9%
102110	TIGER 200	코스피 200	2,350.0	4.0%
105190	ACE 200	코스피 200	1,981.5	18.6%
284430	KODEX 200미국채혼합	코스피 200 + 美 국채	1,788.2	18.5%

자료: 펀드닥터, 키움증권 리서치
주) 2026-02-20 종가 기준, 레버리지/인버스 및 신규출시 종목 제외

자금유출 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	FF (억원)	유출 강도 (%)
004380	TIGER머니마켓액티브	MMF	-4,599.6	-12.3%
459580	KODEXCD금리액티브(합성)	CD 금리	-3,512.1	-4.2%
455890	RISE머니마켓액티브	MMF	-2,023.3	-8.8%
0139F0	TIGER 12월만기자동연장금융채 (AA-이상)액티브	12월 만기 금융채	-2,008.6	-15.1%
487230	KODEX미국AI전력핵심인프라	美 AI 전력 인프라	-1,258.2	-8.0%
479080	1Q머니마켓액티브	MMF	-1,207.3	-12.1%
497570	TIGER미국필라델피아반도체나스닥	美 반도체	-1,181.0	-11.5%
293180	HANARO200	코스피 200	-1,180.8	-17.2%
091170	KODEX은행	은행	-1,091.0	-20.6%
458760	TIGER미국배당다우존스타겟커버드콜2호	美 배당	-1,070.2	-13.2%
453850	ACE미국30년국채액티브(H)	美 국채 30년물	-1,064.2	-5.2%
439870	KODEX국고채30년액티브	국채 30년물	-962.4	-16.8%
381180	TIGER미국필라델피아반도체나스닥	美 반도체	-931.0	-2.4%
498410	KODEX금융고배당TOP10타겟위클리 커버드콜	금융 고배당	-920.2	-14.7%
476550	TIGER미국30년국채커버드콜액티브(H)	美 국채 30년물	-861.5	-6.9%

자료: 펀드닥터, 키움증권 리서치
주) 2026-02-20 종가 기준, 레버리지/인버스 및 신규출시 종목 제외



◆ 수익률 Top: 금융, 보험, 반도체

- 상법 개정·배당소득 분리과세·자사주 소각 의무화 등 주주환원 정책 본격화 기대로 코리아 디스카운트 핵심 피해 섹터였던 금융주 위주의 상승. 코스피 역대급 랠리 속에서 증권사 수익(거래대금 급증·IB 수수료)과 은행 순이자마진(NIM) 개선 기대도 강세를 뒷받침
- AI 데이터센터 수요 폭증에 따른 메모리 반도체 가격 급등으로 인한 상승이 반도체 소부장, 공급망 전반으로 수혜 확산되며 상승

◆ 수익률 Bottom: 美 소프트웨어, 양자컴퓨팅, 탄소배출권

- AI 에이전트가 기존 SaaS 기업의 비즈니스 모델 자체를 대체할 수 있다는 우려 확산되며 관련 테마 ETF 약세. 美 양자컴퓨팅, 드론&UAM, 우주항공 등도 마찬가지로 미국 기술주 전반 조정과 함께 고밸류에이션 테마 약세
- 트럼프 행정부 기후정책 후퇴, 청정에너지 규제 완화 기조, 온화한 유럽 겨울 기후로 탄소배출권 수요 자체가 줄어들며 관련 ETF 약세

수익률 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	1YR (%)
157500	TIGER 증권	증권	+75.4	+248.9
011110	HANARO 증권고배당TOP3플러스	증권 고배당	+75.3	-
102970	KODEX 증권	증권	+74.7	+289.7
0154F0	WON 초대형IB&금융지주	초대형 IB & 금융	+55.5	-
498860	RISE 코리아금융고배당	금융 고배당	+51.8	+142.7
0093A0	RISE AI반도체TOP10	AI 반도체	+46.9	-
475300	SOL 반도체전공정	반도체 전공정	+43.1	+117.1
140700	KODEX 보험	보험	+38.4	+98.2
284980	RISE 200금융	금융	+38.3	+120.6
457990	PLUS 태양광&ESS	태양광 & ESS	+37.9	+166.4
484880	SOL 금융지주플러스고배당	금융지주 고배당	+37.8	+126.9
139270	TIGER 200 금융	금융	+37.8	+119.3
466940	TIGER 은행고배당플러스TOP10	은행 고배당	+37.4	+117.5
488210	KIWOOM K-반도체복합공급망	반도체	+37.3	+113.6
476260	HANARO 반도체핵심공정주도주	반도체	+36.2	+73.9

자료: FnGuide, 키움증권 리서치
주) 2026-02-20 종가 기준, 레버리지/인버스 제외

수익률 Bottom ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	1YR (%)
0023B0	PLUS 미국양자컴퓨팅TOP10	美 양자컴퓨팅	-21.7	-
401590	HANARO 글로벌탄소배출권선물ICE(합성)	글로벌 탄소배출권	-20.6	+3.2
400590	SOL 글로벌탄소배출권선물ICE(합성)	글로벌 탄소배출권	-20.2	+4.3
400580	SOL 유럽탄소배출권선물S&P(H)	유럽 탄소배출권	-19.3	-4.5
400570	KODEX 유럽탄소배출권선물ICE(H)	유럽 탄소배출권	-18.8	-6.0
0102A0	TIGER 미국AI소프트웨어TOP4Plus	美 AI 소프트웨어	-18.4	-
0023A0	SOL 미국양자컴퓨팅TOP10	美 양자컴퓨팅	-18.3	-
144600	KODEX 은선물(H)	은 선물	-17.7	+121.0
0041D0	KODEX 미국AI소프트웨어TOP10	美 AI 소프트웨어	-17.7	-
0144M0	KODEX 미국드론UAM TOP10	美 드론 & UAM	-17.6	-
0131V0	1Q 미국우주항공테크	美 우주항공	-17.2	-
0050E0	PLUS 미국AI에이전트	美 AI 에이전트	-15.8	-
0118Z0	ACE 미국시테크핵심산업액티브	美 AI 테크	-14.9	-
0114X0	RISE 글로벌게임테크TOP3Plus	글로벌 게임테크	-13.9	-
428560	KODEX 미국ETF산업Top10 Indxx	美 ETF 산업	-13.4	-10.3

자료: FnGuide, 키움증권 리서치
주) 2026-02-20 종가 기준, 레버리지/인버스 제외



◆ 해외 테마 (미국 원자력, 중국 증권) 2종 신규 출시, 3월 코스닥 액티브 ETF 등장

- 2월 2종 ETF가 신규 출시되며 국내 ETF 상품 수는 1,069개로 확대
 - 'ACE 미국SMR원자력TOP10': SMR 설계 및 개발, 원전 제조, 우라늄 광물 등과 관련된 미국상장 10개 기업에 선별 투자하는 패시브 ETF SMR 설계에서부터 핵심 연료 및 광물, 발전소 운영 기업까지 미국 SMR 밸류체인 전반에 투자하는 상품
 - 'TIGER 차이나증권': 중국 본토 및 홍콩 증권 브로커리지·자본시장 인프라 관련 대표 기업에 투자하는 패시브 ETF. 중국 증시 부상, 정부 정책 지원 등에 따라 수혜를 입을 것으로 예상되는 중국 본토 및 홍콩 증권 브로커리지 및 자본시장 인프라 관련 기업에 투자하는 상품
- 3월 중에는 타임폴리오, 삼성액티브, 한화자산운용에서 코스닥 액티브 ETF 출시 (3/10일 예상)
 - 코스닥 활성화 정책과 시장 환경 변화가 맞물리면서 액티브 ETF가 새로운 투자 통로로 자리 잡을 가능성. 패시브 중심이었던 코스닥 ETF 시장이 운용 경쟁 체제로 전환되는 계기 마련

2월 국내 신규 출시 및 출시 예정 ETF

티커	종목명	상품유형	상장일	순자산(억원)	운용보수(%)	전략/구분
0155M0	ACE 미국SMR원자력TOP10	주식-업종섹터-업종테마	2026/02/03	329	0.45	실물(패시브)
0133E0	TIGER 차이나증권	주식-업종섹터-업종테마	2026/02/03	170	0.49	실물(패시브)
코드 부여일	종목명	상장 예정일	상품유형	전략		
1/20	HANARO 차이나AI반도체TOP3+		주식	패시브		
1/21	HANARO K휴머노이드테마TOP10		주식	패시브		
2/4	KODEX 금융채1~2년(AA-이상)PLUS액티브		주식	액티브		
	KODEX 차이나AI반도체TOP10	2026-02-26	주식	패시브		
2/10	RISE 삼성전자SK하이닉스채권혼합50	2026-02-26	채권혼합	패시브		
	TIME 코스닥액티브	2026-03-10	주식	액티브		
2/11	KoAct 코스닥액티브	2026-03-10	주식	액티브		
2/20	RISE 차이나AI반도체TOP4Plus		주식	패시브		
2/23	PLUS 글로벌저작권핵심기업액티브		주식	액티브		
	PLUS K제조업핵심기업액티브		주식	액티브		
	PLUS 코스닥150액티브		주식	액티브		
2/24	SOL 200타겟위클리커버드콜		주식-파생형	패시브		
	SOL AI반도체TOP2플러스		주식	패시브		
2/25	KODEX 미국우주항공		주식	패시브		

자료: KRX, 키움증권 리서치

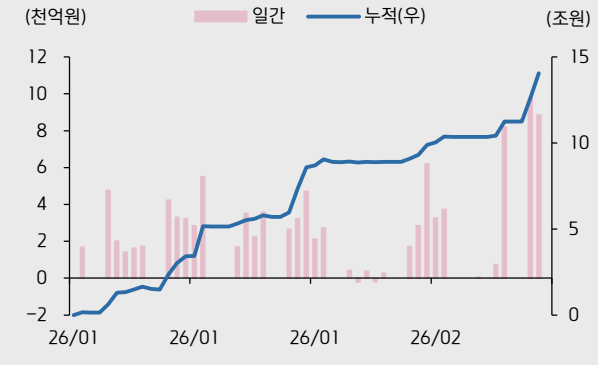
주) 신규 출시는 2026-02-20 종가 기준, 상장 예정은 2026-02-25 공표 기준



◆ ETF 이슈 1) 개인들이 주도하는 ETF 시장

- 코스닥 지수, 1.20~2.20일 최근 1개월 약 18% 상승. 1000pt 돌파 후 추가 랠리 지속된 원인 중 하나로 개인들의 코스닥 150 ETF 매수 열기가 꼽히고 있음
- 실제 동 기간 기관 누적 순매수 대금이 11.2조원 이었는데, 그 중 금융투자가 11.9조원 반면 연기금 등 기타 기관은 오히려 순매도. 개인들도 개별 종목은 오히려 순매도 또는 소극 대응했으나 코스닥 ETF는 폭발적으로 매수
 - 연초이후 KODEX 코스닥 150 추종 ETF 10종의 누적 자금유입은 약 9조 4천억원, 누적 개인순매수는 5.9조원. 그 중 KODEX 코스닥150 ETF의 AuM은 연초이후 약 5.6조원 증가

미국 상장 국내주식 투자형 ETF 자금유입 추이





◆ ETF 이슈 2) 국내 단일종목 2배 레버리지 ETF 출시 예고

- 국내에서도 단일종목을 기초자산으로 한 레버리지 ETF 도입 본격화
- 현행 규정상 국내 ETF/ETN는 분산투자 요건(10개 종목(ETN은 5개 종목) 이상, 종목당 30% 한도) 등으로 인해 단일종목 ETF·ETN 출시가 불가능했음
- 이를 해결하고자 시행령 제80조(자산운용한도 제한의 예외) 및 금융투자업 규정 상 지수 규정 개정 예고, 이후 거래소 규정 개정을 통해 ETF 심사 기준과 상장 요건도 구체화될 전망

금융위, 국내-해외상장 ETF 간 비대칭 규제 해소 추진

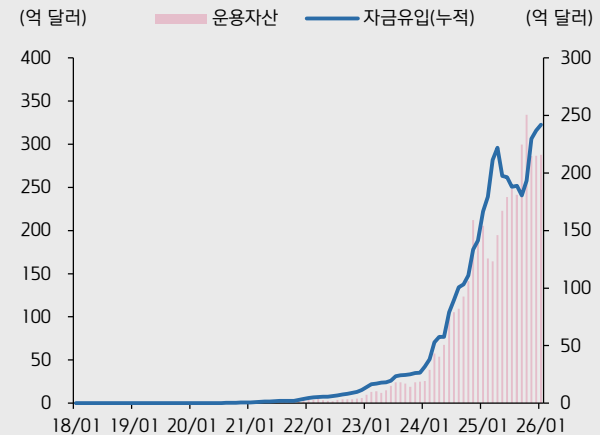
국내-해외상장 ETF 간 비대칭 규제 해소를 위한 자본시장법 시행령 및 규정 개정 예고 등 추진

- ① 국내 우량주 단일종목 기초 레버리지(±2배 이내) ETF 도입을 위한 자본시장법 시행령 등 하위법령 입법예고 실시
- ② 옵션 대상상품한기 확대를 통해 커버드콜 등 다양한 ETF 개발 기반 마련
- ③ 지수요건 없는 액티브 ETF 도입을 위한 법률 개정 추진

【대통령 업무보고 과제】 국내 ETF 시장의 경쟁력 강화와 건전한 성장을 위한 제도개선

자료: 금융위원회

글로벌 단일종목 L&I ETF 순자산 & 자금유입 추이



자료: Morningstar, 키움증권 리서치



◆ ETF 이슈 2) 옵션 상품 다양화, 완전한 액티브 ETF 도입도 예고

- 우량주 단일종목 ETF 외에도 ▲옵션 대상상품/만기 확대를 통한 커버드콜 등 다양한 ETF 개발 기반 마련, ▲지수요건 없는 액티브 ETF 도입을 위한 법률 개정 추진도 예고
- 옵션 대상상품/만기 확대를 통한 커버드콜 등 다양한 ETF 개발 기반 마련: 국내 옵션 ETF의 대상상품/만기를 미국처럼 다각화하기 위함으로, 아래 3가지 변화 예고. 올해 상반기 중 관련 거래소 규정 개정 완료, 이후 신규 옵션 ETF 순차 상장 예정
- 지수 요건 없는 액티브 ETF 도입을 위한 법률 개정 추진: 미국 등 주요국과 같이 국내에도 지수연동 요건이 없는 완전한 액티브 ETF 도입을 예고. 다만 이는 법 개정이 필요하며, 이에 따라 금융당국은 올해 상반기 중 국회에서 개정 법안을 발의할 수 있도록 지원하겠다는 입장

국내 주식 관련 신규 파생상품 확대안

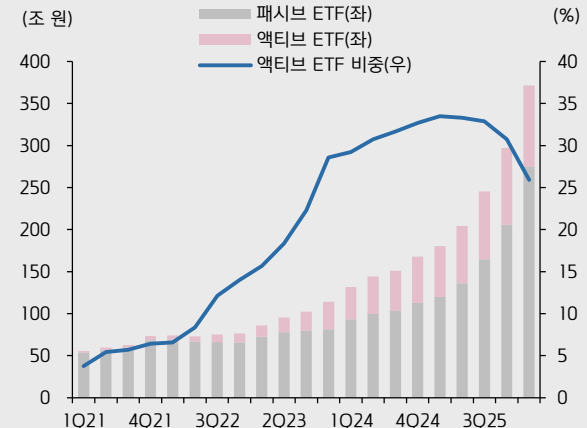
< 국내 주식 관련 신규 파생상품 확대안 >

구분	코스피200	코스닥150	개별주식	ETF
매일 만기 옵션	○	○	○	x → ○
위클리옵션	[월·목] → [월·화·수·목·금]	[월·목] → [월·화·수·목·금]	x → [목]	x → [목]

'26년 상반기 중 관련 거래소 규정 개정을 완료하고, 이후부터 신규 옵션 상품을 순차적으로 상장할 계획이다.

자료: 금융위원회

국내 액티브 vs. 패시브 ETF 운용자산 추이



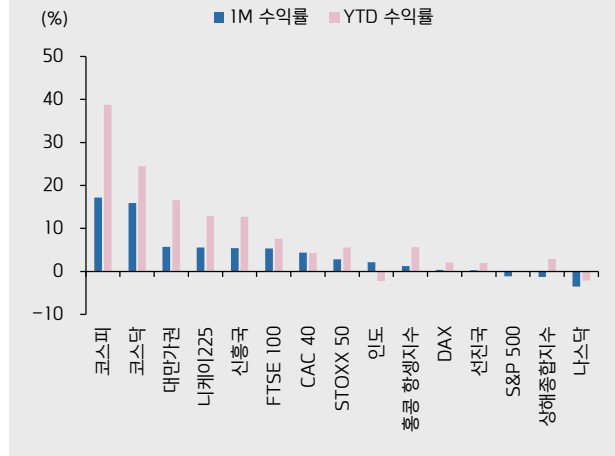
자료: KRX, 키움증권 리서치
주) '26 YTD는 2026-02-23 기준



◆ 이벤트를 잘 소화해야 하는 구간

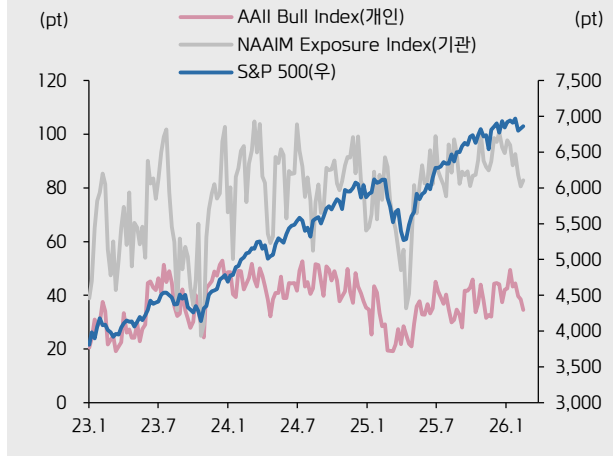
- 미국 증시는 연초 이후 아시아 신흥국, 유럽 증시 대비해서도 저조한 흐름. 이는 AI 발 Capex 과잉투자 우려, 트럼프 정책 불확실성과 2차례 연방정부 섯다운, 연준 금리정책 불안 등이 복합적으로 작용한 결과
- 다만, 트럼프의 관세 및 지정학적 불확실성은 한 차례 완화 국면에 진입했다고 판단, 앞으로의 포인트는 **부분 섯다운 해소와 정책 정상화, OBBBA 감세 효과의 본격 반영 및 추가 감세안 입법 추진 여부, 하반기 금리인하 사이클 재개에 대한 시장 확신 형성** 여부 등
- 불확실성 해소와 증시의 본격적인 추세 상승이 나타나기 전까지는 지수 대비 테마/섹터를 선별 전략이 유효하다는 기존 의견 유지. 개인/기관 투심이 회복되고 금리인하, 감세효과가 가시화된다면, 주도주 및 지수 중심의 상승탄력이 재개될 수 있을 것

글로벌 주요 지수 등락률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-02-23 기준

미국 개인/기관투자자 심리지수 vs. S&P500



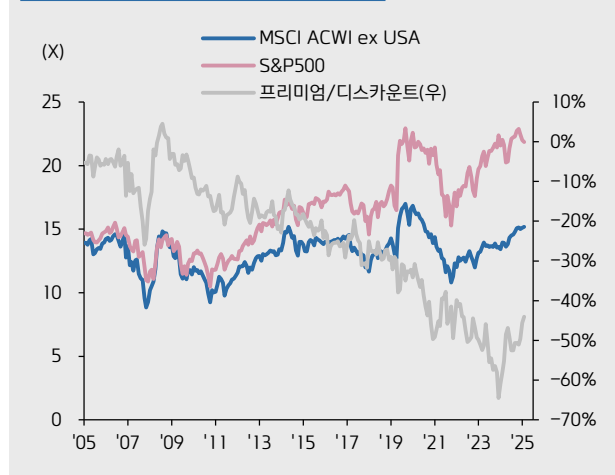
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 이벤트를 잘 소화해야 하는 구간

- 불확실성 해소와 증시의 본격적인 추세 상승이 나타나기 전까지는 지수 대비 테마/섹터를 선별 전략이 유효하다는 기존 의견 유지
- 연초 이후로는 경기방어주가 경기민감주를 상회하고 있으며, 테마 단으로는 정책 효과가 있는 원전, 원유/가스 E&P 및 서비스, MLPs, 금/은/구리 등 소재 채굴, 반도체, 인프라 등이 강세 우위
- 밸류에이션은 오히려 매력적인 구간으로 낮아져 있어 개인/기관 투심이 회복되고 금리인하 및 감세효과가 가시화된다면, 주도주 및 지수 중심의 상승탄력이 재개될 수 있을 것

World ex US vs. US 밸류에이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI ex USA는 NDUEACWZ INDEX 기준

미국 ISM 제조업 지수 vs. 경기민감/방어 스프레드



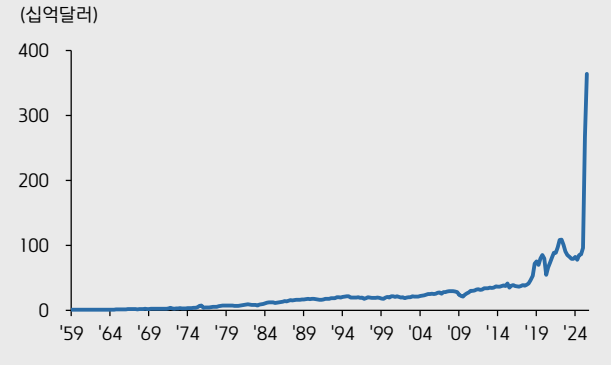
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 달라진 것과 달라지지 않은 것

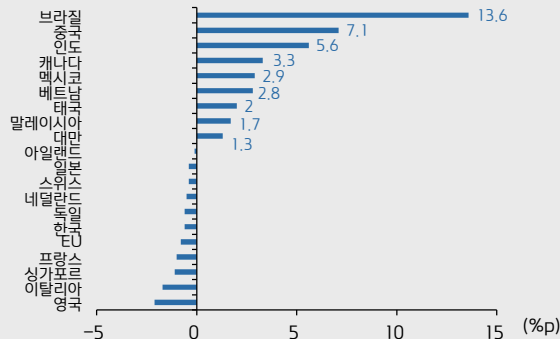
- 美 연방대법원의 상호관세 위법 판결 후 트럼프 대통령은 즉각 무역법 122 조에 근거해 전세계 국가에 대한 15% 관세 (2/24일부터 150일간)를 부과
- 그러나, 해당 과세의 효력 기간은 5개월 남짓으로, 트럼프는 미국 유효관세율을 유지하기 위해 무역확장법 232 조, 무역법 301 조 등의 기타 권한을 동원할 가능성이 높아짐
- 그러나 이 또한 실제 적용까지는 의회 동의 등 장벽 존재. 그 사이 국가 간 협상 정도에 따라 결과는 달라질 수 있으며 중간선거라는 이벤트도 대기. 현 상황으로만 놓고 볼 때 유효관세율은 판결 전후 크게 달라지지 않아 단기적으로 이번 결과가 물가, 성장에 미치는 영향은 중립적일 것

미국 관세 수입



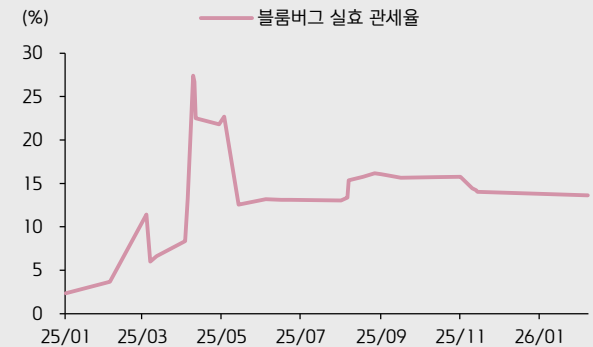
자료: FRED, 키움증권 리서치

트럼프 15% 관세 적용 시 주요국 평균 관세율 영향



자료: GTA, 키움증권 리서치

미국 실효 관세율 추이



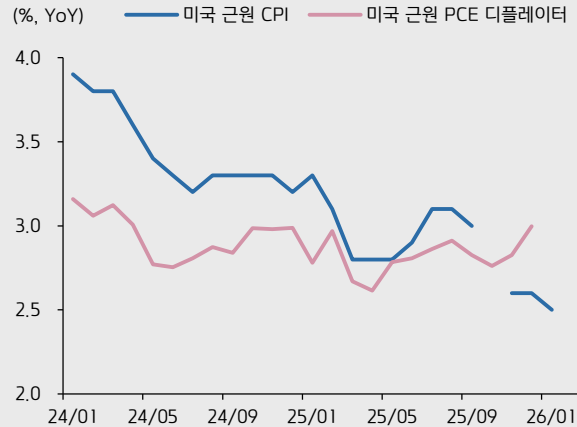
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 물가 영향은?

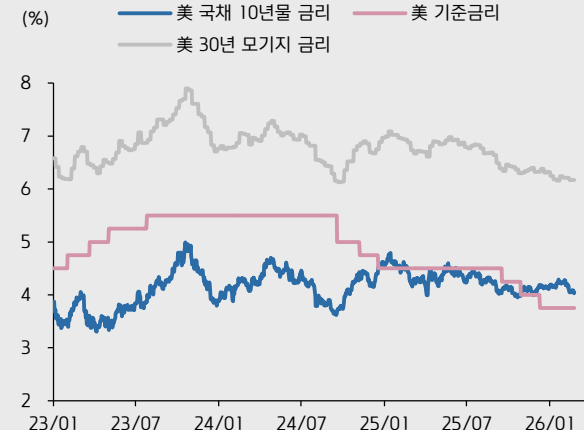
- 7월 하순까지는 실효관세율이 15% 전후에 머물 가능성이 크기에, 적어도 상반기 미국 인플레이션 전망에 미치는 영향은 제한적일 것
- 다만, 관세발 물가압력은 여전히 실재하며, 2025년 관세 인상으로 실효세율이 2.5% → 11~13%대로 상승하면서 CPI 보다는 PCE 물가에서 두드러지게 나타나는 중. 관세 영향이 수입 소비재(특히 내구재)에 집중되었기 때문 (vs. CPI는 주거/서비스 비중 ↑)
 - 12월 Core PCE 물가상승률은 전년대비 +3.0%로 직전월 대비 확대, 상반기까지는 상승세가 좀 더 지속될 수 있음
- 다만, 7월 이후 불확실성 해소 시 하반기 Core 물가 역시 재차 둔화될 가능성 상존 → 상반기 보다 하반기 정책금리 인하 전망 확대 요인
- 미국 10년물 금리는 현재 약 4.05~4.1%의 머무르고 있으며, 상반기 중에는 4%대 상단 압력 지속될 전망 (이후 3% 후반으로 하향 안정화 전망, 현재 Fed Funds Target은 3.5~3.75%)

미국 물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 기준금리, 10년물 금리 및 모기지 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 트럼프+워시의 공조 기대

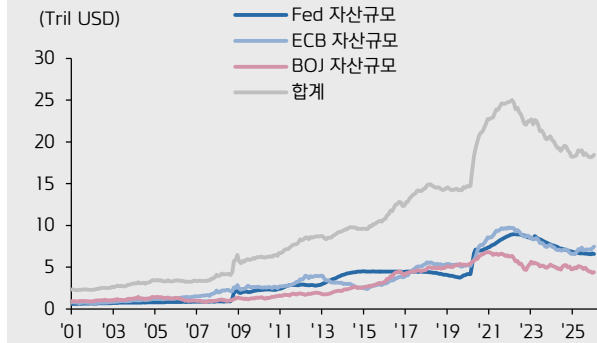
- 1월 30일 Fed 의장 후보로 지명된 케빈 워시는 파월 임기 종료 후인 5월 취임 예정
- 과거(2006~2011 Fed 이사) 성향은 매파로 여겨졌으나 최근 AI 생산성 붐 등을 이유로 완화적(dovish)으로 선회
- 통화량·신용 확대를 목표로 하는 트럼프 정책(OBBBA 감세, SLR/바젤 규제완화, RMP 매입, 스테이블코인 도입 등)과 워시의 공조 방향이 향후 미국 증시 색깔 변화에 결정적인 영향을 미칠 전망
- 워시는 트럼프 정책을 지지하면서도 균형과 독립성은 지키려는 스탠스. 다만, 중간선거 이전까지는 트럼프 부양책을 뒷받침하는 유동성 공급 확대 기조를 유지할 가능성 높은 상황

케빈 워시 통화정책 전망

기관	2026 인하 횟수	예상 시작 시기	연말 금리 수준
Goldman Sachs	50bp (2회)	6월~9월	3.00~3.25%
Morgan Stanley	50bp (2회)	6월~9월	3.00~3.25%
Citi / BofA	50~75bp	6~9월	2.75~3.25%
J.P. Morgan	0회 (또는 2027 hike)	-	3.5~3.75% 유지
Janus Henderson	flexible cuts	H2	-
Amundi / BNP	fewer/slower	H2	higher yields

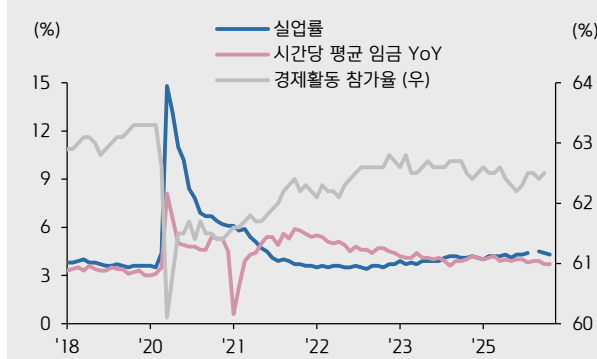
자료: 키움증권 리서치

주요국 중앙은행 자산 규모



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

고용 데이터



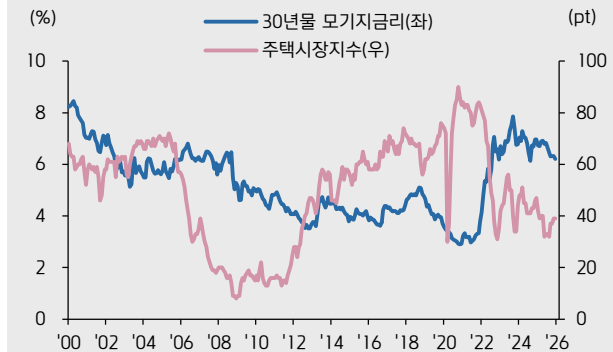
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

아직은 접근하기 어려운 펀더멘털 속 기대 요인



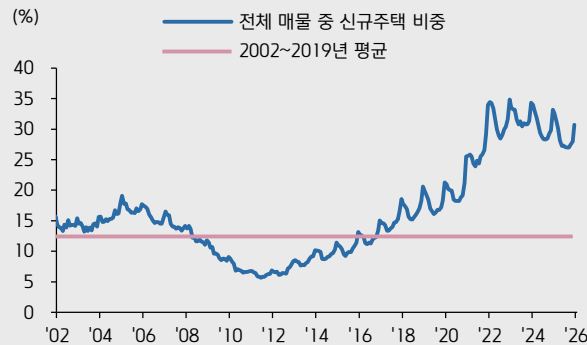
- 미국 주택시장 펀더멘털은 아직 견고하지 않은 상황. 모기지금리가 6%대로 하락했으나 구매수요는 여전히 낮으며(1월 기존주택 판매 30년 래 최저 수준), 전체 매물 중 신규주택 비중도 상대적으로 높은 수준이나 '25년 들어 고점 대비 하락한 상황. 즉, lock-in, 높은 가격, 금리 수준으로 거래량이 여전히 억제된 상태
- ITB ETF로 대표되는 홈빌더들은 2023년 금리 고점 후 기대+기존주택 재고 사상 최저 → 신규주택이 유일한 대안으로 떠오르며 호황을 누렸음
- 당사와 같은 주가 강세 재개를 위해서는 모기지 금리의 추가 하락, 판매/주문량의 유의미한 증가, 정책(연방 토지 개발 허용, 규제 완화 등)이 동반되어야 할 필요. 일단 트럼프는 24일(현지시간) 국정연설에서 주택구매여력 회복에 대해서는 재차 강조

미국 모기지 금리와 주택지수



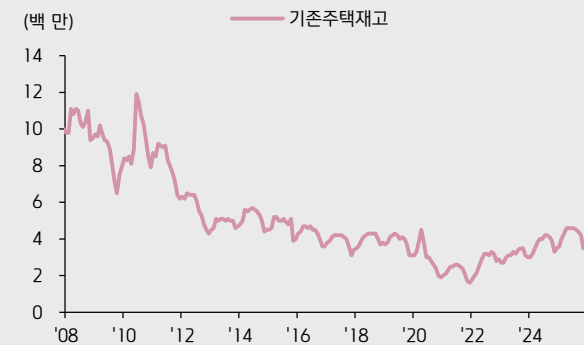
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 전체 주택매물 중 신규주택 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 기존주택재고



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 더 확대되는 HW-SW 주가 괴리

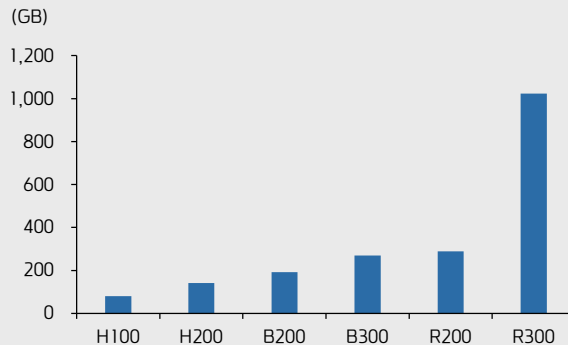
- 지난해부터 AI 버블론이 때때로 불거지고 있지만, 현 국면에서 비중 축소는 업사이드 리스크가 더 크다고 판단
- 전세계 AI Capex 성장세가 매우 강하며, 이익 창출 국면이기 때문에 올해 역시 연간 AI가 주도하는 증익 사이클 지속 전망. SOXX, SMH, FTXL 등 반도체 ETF 보유 전략 유효
- 향후 AI 에이전트 시장의 본격적인 개화도 추가 성장 동력으로 작용 예상. Gartner는 올해 말까지 전체 기업용 애플리케이션의 약 40%가 AI 에이전트를 내장할 것으로 예측. 전체 시장은 '30년까지 약 520억 달러로 성장 전망

미국 HW - SW 간 주가 괴리



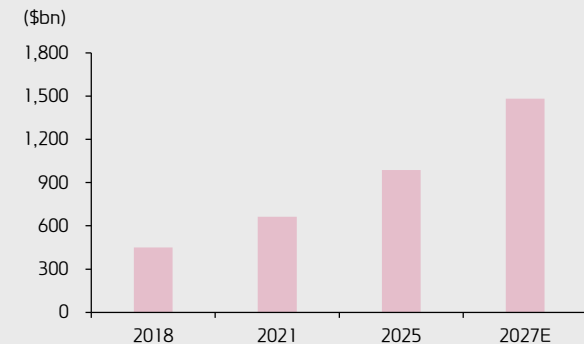
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GPU 세대별 HBM 탑재용량



자료: 키움증권 리서치

'27년 Top3 메모리 업체 시가총액 전망치



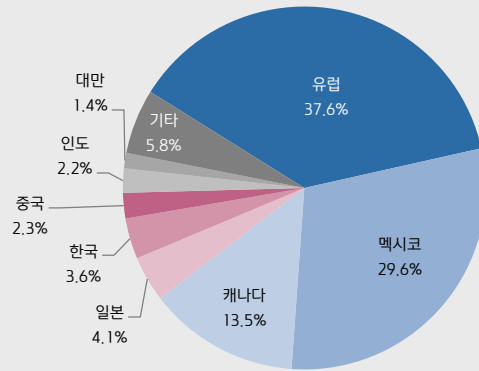
자료: JP Morgan



◆ 고배당+퀄리티 기업으로 재평가되는 MLP

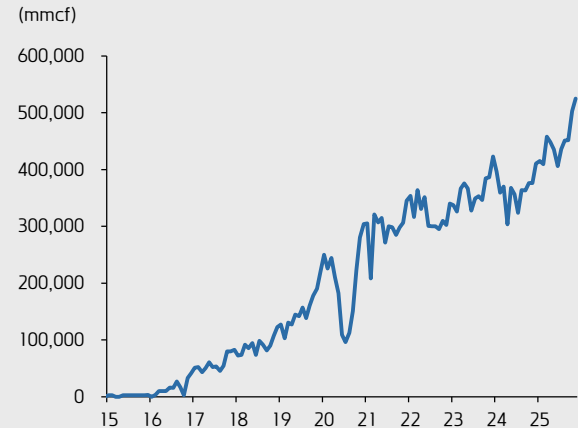
- 2025년 금리·유가 변동성 속에서 주춤했던 MLP가 2026년 들어 AI·전력 수요라는 구조적 성장 동력과 배당 인상으로 재평가
- 미드스트림은 원유·가스 가격보다 물동량/가동률, 인프라 사용료(중장기 계약)에 더 연동되는 경우가 많아, 에너지 수요·수출 증가 국면에서 실적 가시성이 확보 됨
- 러시아산 가스에 대한 의존도를 줄이려는 유럽 국가들을 중심으로 한 LNG 수출 증가가 이어지고 있으며, 특히 최근에는 AI 발 데이터센터 전력 수요 급증 → 전력 믹스 내 가스 사용량 확대 등도 영향
- 이런 가운데 미드스트림/MLP 업체들은 CaPex를 확장하기 보다 잉여현금흐름을 배당금 인상, 자사주 매입, 부채 축소 등에 활용하면서 고배당 및 퀄리티 기업으로 재평가 되는 흐름이 연초이후 강화 됨

주요 국가별 미국 LNG 수출 비중



자료: EIA, 키움증권 리서치

미국 LNG 수출 추이



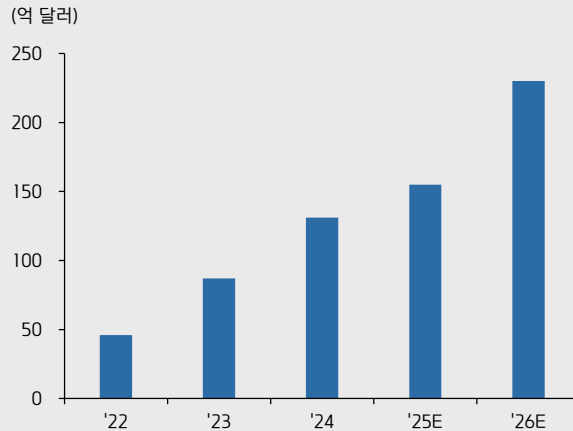
자료: EIA, 키움증권 리서치



◆ 이제는 우주 데이터센터

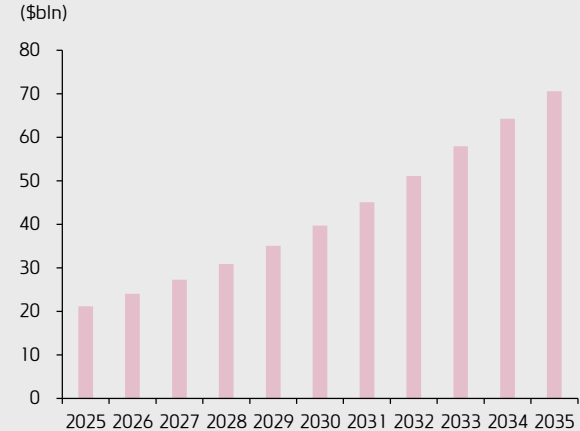
- 일론머스크는 연내 Space X 상장을 앞두고 xAI 합병과 함께 우주 데이터센터 비전 제시. Space X의 IPO 조달 자금을 우주 데이터센터 인프라 구축과 AI 추론 칩 마련에 사용할 계획이라 밝힌 상황
- 우주 데이터센터는 말 그대로 지구 저궤도(LEO)에 떠 있는 데이터센터로 태양광 구동 AI 컴퓨팅 위성의 군집. 기존에는 AI 모델을 학습하고 추론하는 과정에 지상 데이터센터를 사용했다면, 앞으로는 우주 인프라를 이용해 학습과 추론을 수행하겠다는 구상
- 24시간 무한 태양 에너지와 우주 진공/냉각으로 지상 데이터센터의 전력, 토지, 냉각 한계를 극복할 수 있다는 것이 일론머스크의 비전. 물론 이를 실현하기 위해서는 발사 비용이 더 낮아져야 하며, 냉각과 방사선 내성 설계, 유지/보수 등 공학 기술적 난제들이 해결되어야 함. 일각에서는 SpaceX의 Starship이 이미 발사 비용을 약 \$200~\$1,000/kg 수준까지 낮출 것으로 예상
- 해당 테마의 주가 변동성은 큰 편이나 ETF를 통한 일부 비중 노출, 장기 보유 등 고려해볼 만

Space X 연도별 매출 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치

우주 발사 서비스 시장규모 및 전망



자료: Precedence research, 키움증권 리서치



로봇/우주 ETF

설정 지역	분류	티커	ETF 명	AUM (현지통화, 백만)	보수 (%)	수익률(%)			포트폴리오 Top 10 %
						1M	YTD	1YR	
로봇	로봇/ 자율주행	ARKQ	ARK Autonomous Technology & Robotics ETF	2,025	0.75	-5.5	+7.4	+60.1	54.8
		IBOT	Vaneck Robotics ETF	59	0.47	+4.4	+13.0	+37.0	40.8
		ROBT	FT Nasdaq Artificial Intelligence&Robotics ETF	663	0.65	-7.7	-3.9	+7.3	18.8
		DRIV	Global X Autonomous & Electric Vehicles ETF	355	0.68	-2.1	+9.9	+36.8	24.7
		IDRV	iShares Self-Driving EV and Tech ETF	158	0.48	-1.6	+4.4	+27.9	43.0
		HUMN	Roundhill Humanoid Robotics ETF	54	0.75	+2.1	+11.9	+32.6	47.9
	인프라/ 리소어링	XLI	Industrial Select Sector SPDR Fund	31,133	0.08	+6.5	+12.7	+29.7	40.1
		AIRR	FT RBA American Industrial Renaissance ETF	8,699	0.69	+6.3	+21.2	+63.3	36.1
		PAVE	Global X US Infrastructure Development ETF	12,193	0.47	+7.4	+14.8	+35.6	32.1
우주	방산/ 우주항공/드론	SHLD	Global X Defense Tech ETF	7,451	0.50	-3.4	+14.7	+79.8	59.7
		EUAD	Select STOXX Europe Aerospace & Defense ETF	1,460	0.50	-1.2	+10.9	+66.9	40.6
		ITA	iShares U.S. Aerospace & Defense ETF	15,754	0.38	+2.6	+12.4	+61.5	75.2
		PPA	Invesco Aerospace & Defense ETF	8,114	0.58	+1.2	+14.3	+56.8	62.1
		XAR	SPDR S&P Aerospace & Defense ETF	6,052	0.35	-1.5	+15.6	+71.4	38.4
		FITE	SPDR S&P Kensho Future Security ETF	110	0.45	-8.6	+2.5	+30.9	20.2
		ARKX	ARK Space Exploration & Innovation ETF	731	0.75	-5.0	+10.7	+62.5	59.9
		UFO	Procore Space ETF	354	0.94	-6.0	+14.2	+83.0	46.6
		ROKT	SPDR S&P Kensho Final Frontiers ETF	76	0.45	+0.7	+21.4	+85.1	38.7
		JEDI	Defiance Drone & Modern Warfare ETF	61	0.69	-11.5	+7.5	+3.5	65.1
		DRNZ	REX Drone ETF	51	0.65	-11.8	+14.6	+2.1	69.4

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-02-23 종가 기준



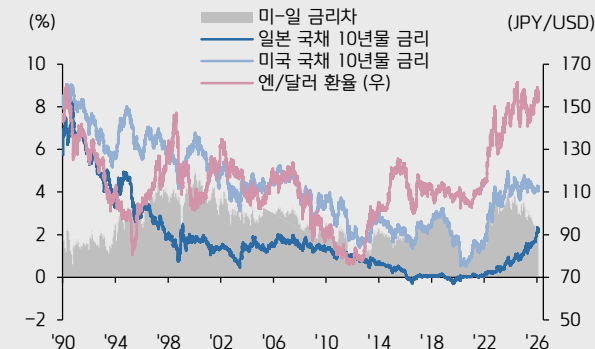
- 달러/엔 환율은 연초이후 152~159엔 사이에서 등락. 2026년 들어 소폭 강세이지만 아직 뚜렷한 추세보다는 방향성 모색 중. 다만 중기적으로 엔화 강세 지지요인 확대
- BOJ의 금리인상 사이클이 진행 중에 있으며, 미국 경기 둔화 및 달러 약세 전환이 상대적 엔 강세를 유발. 최근 트럼프 관세 발 우려가 달러 변동성을 재차 높인 점도 엔이 안전 통화로서 154엔 대까지 회복하는 데 일조
- 다만, 과거 패턴(엔 강세=주가 약세)과 달리 현재는 엔 강세에도 지수 상승이 동반되고 있음. 일본 엔 선물형 ETF 또는 주식+엔화(환 오픈형) ETF 활용 가능. 또는 BOJ 금리인상 → 은행주 수혜, 글로벌 성장주 약세의 반사이익, 일본 기업 지배구조 개혁의 효과가 중첩된 가치주 ETF 등 투자 가능

일본 엔화 노출 ETF

ETF 티커	ETF 명	전략	수익률(%)	
			1M	YTD
FXYS	Invesco Currencyshares Japanese Yen Trust	엔화	+0.7	+1.3
1482 JP	ishares Core 7-10 Year Us Treasury Bond JPY Hedged ETF	미 중기채 + 엔/달러 헤지	+1.5	-0.6
2621 JP	ishares 20+ Year Us Treasury Bond JPY Hedged ETF	미 채권 + 엔/달러 헤지	+2.3	+0.7
292560 KS	TIGER 일본엔선물	엔화	+0.9	+1.1
472870 KS	RISE 미국30년국채엔화노출(합성 H)	미 장기채 +엔 노출	+2.8	+2.5
476750 KS	ACE 미국30년국채엔화노출액티브(H)	미 장기채 +엔 노출	+2.5	+2.1

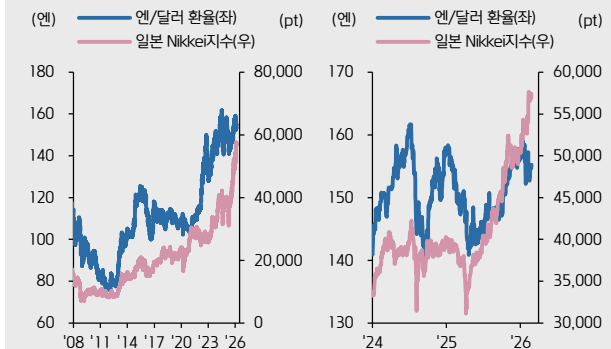
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치,
주) 2026-02-23 종가 기준

미국, 일본 국채 금리 & 환율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

일본 증시 및 엔/달러 환율 추이

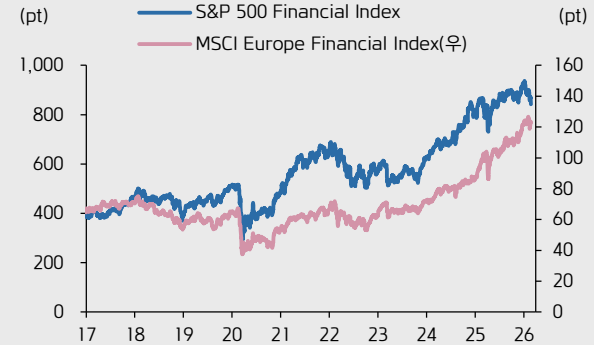


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



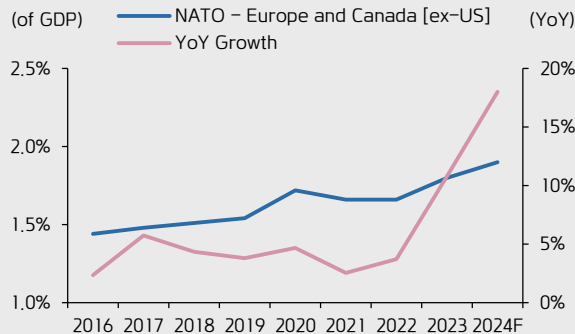
- 구조적으로 유럽 방산 산업은 중장기 확장 사이클에 위치. NATO의 GDP 5% 방위비 목표, 독일의 역사적 재무장, 유럽 안보 자주화 트렌드 등이 모두 장기 수요를 구조적으로 지지
- 단기적으로 러-우 종전 협상 진전 시 하락 리스크가 있지만, 이는 역설적으로 매수 기회로 작용 가능. 종전 이후에도 유럽의 방위비 지출 확대 기조는 유지 전망이며, 오히려 재건 과정에서 안보 인프라 수요가 지속될 것으로 예상
- 유럽 금융주는 저렴한 밸류, 견고한 배당, 안정적 금리 환경 구간에 위치. 독일의 대규모 재정 확대는 유럽 경제 전반의 양의 승수 효과를 가져오며, 대출 수요 회복 등에 기여 전망
- 중기적으로 우크라이나 재건 프로젝트, 독일 인프라 투자자 관련 대출 수요를 견인할 전망

미국 VS. 유럽 금융업종 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 제외 NATO 동맹국의 방위 지출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

유럽 대표 방산주 밸류에이션 추이

기업명	티커	시가총액	1M 수익률	YTD 수익률	'23~'25 매출 CAGR	EBITDA Margin	
		백만\$	%	%	%	2024	2025
라인메탈	RHM GR	91,977	-7.2	8.8	31.6	18.4	20.8
탈레스	HO FP	61,473	-1.9	10.3	11.9	11.7	17.1
레오나르도	LDO IM	39,471	-0.1	17.9	14.3	11.1	12.8
BAE 시스템스	BA/ LN	86,399	5.4	24.7	15.1	13.3	13.7

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 컨센서스는 2026-02-23 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

American Century U.S. Quality Growth ETF (QGRO:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

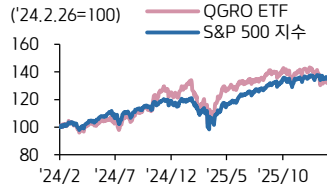
현재주가 (2/24) USD 109.53

Stock Data

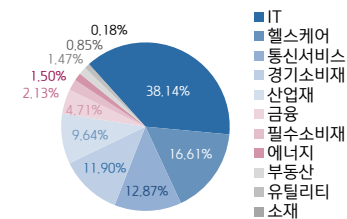
ETF 테마	美 퀄리티 & 성장
발행사	American Century
설정일	2018-09-12
운용보수 (%)	0.29
AUM(백만 USD)	2,105.7
일평균 거래량 (3M)	128,425.3
52주 최고/최저 (USD)	117.81 / 80.25
편입종목 수	231개
Top10 비중 (%)	30.9

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	-4.4	-2.1	-1.0	+6.4
S&P 500	-0.4	+2.8	+6.5	+15.2



Sector Breakdown



◆ 미국 성장+퀄리티 팩터에 투자하는 ETF

- ‘QGRO’는 American Century® U.S. Quality Growth Index를 따라 미국 대형주 중에서 퀄리티(재무 건전성, 수익성)와 성장(매출 및 이익 성장률) 특성을 동시에 갖춘 종목에 투자
- 성장 기업들을 ‘고성장 기업’과 ‘안정적 성장 기업’으로 구분하여 투자비중을 조절. 시장 환경에 따라 두 유형 비중을 동적으로 조정하면서 전체 포트폴리오 리스크와 수익성을 관리(월간 리밸런싱). 기술주에 과도한 집중을 지양하고 섹터별 비중을 조절하기 때문에 Peer 대비 더 다양한 업종에 고루 투자되어 있음
- 보유 상위종목은 램 리서치(4.2%), 알파벳A(4.1%), 암페놀(4.0%), KLA, 엔비디아, 일라이 릴리, 마스터 카드 등

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
LRCX	Lam Research Corp	4.2	반도체 재료 및 장비	305.0	+12.1	+144.1	+193.1
GOOGL	Alphabet Inc	4.1	인터넷 미디어 & 서비스	3,761.1	-5.2	+50.9	+73.4
APH	Amphenol Corp	4.0	전자 부품	186.2	+0.3	+38.5	+125.7
KLAC	KLA Corp	3.2	반도체 재료 및 장비	197.5	-0.4	+73.1	+104.3
NVDA	NVIDIA Corp	3.1	반도체	4,686.3	+2.8	+8.3	+48.0
LLY	Eli Lilly & Co	2.7	제약	983.1	-2.1	+46.4	+18.2
BKNG	Booking Holdings Inc	2.6	호텔, 리조트 & 크루즈	128.9	-20.2	-28.9	-19.4
MA	Mastercard Inc	2.5	거래 및 결제 처리 서비스	444.2	-5.1	-16.9	-10.9
RL	Ralph Lauren Corp	2.3	의류, 액세서리 & 사치재	22.6	+1.8	+30.9	+35.7
NFLX	Netflix Inc	2.1	영화 & 엔터테인먼트	329.5	-9.4	-35.2	-21.0

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY24	CY25	CY26E	CY27E
매출액	2,978.7	2,836.9	3,654.1	3,973.6
EBIT	431.3	472.4	508.5	639.5
EBIT이익률(%)	14.5	16.7	13.9	16.1
순이익	376.6	384.2	405.6	452.6
PER(배)	28.2	30.5	26.2	22.4
PBR(배)	8.6	9.4	9.1	7.8
ROE(%)	29.9	29.7	31.9	31.2
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.5	0.6

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주) 2026-02-24 종가 기준

State Street® SPDR® S&P® Aerospace & Defense ETF (XAR:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

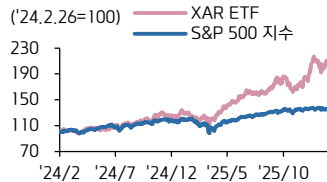
현재주가 (2/24) USD 282.91

Stock Data

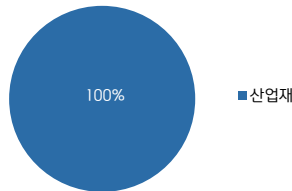
ETF 테마	항공우주&방산
발행사	SSgA Funds
설정일	2011-09-29
운용보수 (%)	0.35
AUM (백만 USD)	6,188.7
일평균 거래량 (3M)	250,195.8
52주 최고/최저 (USD)	294.45 / 137.09
편입종목 수	44개
Top10 비중 (%)	38.4

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	-0.1	+26.5	+30.9	+75.0
S&P 500	-0.4	+2.8	+6.5	+15.2



Sector Breakdown



◆ 글로벌 우주 관련 산업체에 투자하는 ETF

- 'XAR'은 'S&P® Aerospace & Defense Select Industry® Index'를 기초자산으로 하여 미국 내 하부 산업이 'Aerospace & Defense'에 속하는 기업에 고르게 투자
- 수정 동일비중으로 구성된 지수를 추종하여 특정 기업에 대한 쓸림 현상 방지할 뿐만 아니라, 해당 하부 산업 내 중소형주에 대한 노출도 제공
- 상위 종목으로는 ATI(4.4%), 록히드 마틴(4.1%), 헨팅턴 잉겔스(3.9%), 우드워드(3.9%) 등이 있으며, 단순 전통 방산 기업 뿐만 아니라, 군함, 방산용 특수 소재 등에도 골고루 투자

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1Y) (%)
ATI	ATI Inc	4.4	우주항공 & 국방	22.1	+30.3	+118.5	+181.8
LMT	Lockheed Martin Corp	4.1	우주항공 & 국방	152.9	+12.5	+48.9	+50.9
HII	Huntington Ingalls Industries Inc	3.9	우주항공 & 국방	17.6	+7.0	+65.8	+165.2
WWD	Woodward Inc	3.9	우주항공 & 국방	23.5	+20.7	+59.2	+115.6
HWM	Howmet Aerospace Inc	3.9	우주항공 & 국방	104.6	+21.4	+52.6	+101.4
NOC	Northrop Grumman Corp	3.8	우주항공 & 국방	103.3	+8.1	+22.8	+61.7
CRS	Carpenter Technology Corp	3.7	우주항공 & 국방	19.5	+16.9	+60.9	+96.1
CW	Curtiss-Wright Corp	3.6	우주항공 & 국방	26.3	+9.8	+48.1	+127.0
LHX	L3Harris Technologies Inc	3.6	우주항공 & 국방	66.2	-0.1	+28.5	+77.3
KTOS	Kratos Def & Sec Solutions Inc	3.5	우주항공 & 국방	15.4	-17.9	+35.9	+271.8

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY24	CY25	CY26E	CY27E
매출액	11,564.3	12,433.2	12,189.7	13,282.6
EBIT	256.5	591.6	994.3	1,353.5
EBIT이익률(%)	2.2	4.8	8.2	10.2
순이익	634.8	825.2	879.6	1,077.2
PER(배)	278.7	105.5	70.6	47.2
PBR(배)	5.7	6.3	6.5	6.0
ROE(%)	0.2	3.1	9.5	11.8
배당수익률(%)	1.0	0.7	0.8	0.7

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주) 2026-02-24 종가 기준

ARK Autonomous Technology & Robotics ETF (ARKQ:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

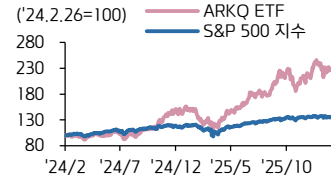
현재주가 (2/24) USD 124.76

Stock Data

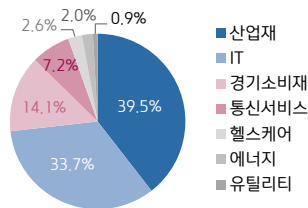
ETF 테마	자동화/로봇
발행사	ARK Investment
설정일	2014-09-30
운용보수 (%)	0.75
AUM (백만 USD)	2,052.30
일평균 거래량 (3M)	296,356.16
52주 최고/최저 (USD)	135.18 / 55.53
편입종목 수	39개
Top10 비중 (%)	54.79

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	-4.2	+17.6	+26.6	+67.1
S&P 500	-0.4	+2.8	+6.5	+15.2



Sector Breakdown



◆ 글로벌 자동화 및 로봇 혁신 기업에 투자하는 ETF

- 'ARKQ'는 ARK Investment에서 출시한 ETF로 'Disruptive innovation'을 이끌 산업 중에서도 자율주행, AI, 로봇 등 "로보틱스" 관련도가 높은 혁신 기술에 집중 투자하는 상품
- 포트폴리오 비중 상위 종목은 테슬라, 테라다인, 크라토스 디펜스, 디어, 로켓랩, AMD, 아치 에비에이션, 팔란티어 등 자율주행, 드론, AI, 우주, 통신 등 다양한 분야에서 혁신을 주도하고 있는 기업들로 이뤄짐
- 섹터 비중은 산업재 39.5%, IT 33.7%, 경기소비재 14.1%, 통신서비스 7.2% 등 다양한 섹터로 구성
- 지정학적 리스크 상수로 인한 방위 체계 강화 추세 속에서, 방산, 드론에 대한 노출을 제공하며, Golden Dome 구축을 위해 필수적인 우주 기반 인프라에도 투자.
- 상용화가 본격화되고 있는 자율주행 체계에 대한 노출 역시 'TSLA', 'DE' 등에 투자하며 광범위한 혁신 테마에 대한 노출 제공

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
TSLA	Tesla Inc	9.9	자동차 제조업체	1,536.2	-8.8	+20.4	+23.9
TER	Teradyne Inc	9.3	반도체 재료 및 장비	51.5	+43.6	+185.4	+189.7
KTOS	Kratos Defense & Security Solutions Inc	7.6	우주항공 & 국방	15.4	-17.9	+35.9	+271.8
DE	Deere & Co	4.8	농업 & 농장 기계	174.7	+25.3	+30.0	+33.0
RKLB	Rocket Lab Corp	4.7	우주항공 & 국방	40.6	-21.3	+57.7	+211.1
AMD	Advanced Micro Devices Inc	4.3	반도체	348.6	-17.7	+27.5	+97.8
AVAV	AeroVironment Inc	3.9	우주항공 & 국방	13.1	-14.8	+9.3	+71.5
PLTR	Palantir Technologies Inc	3.7	애플리케이션 소프트웨어	307.9	-24.0	-18.8	+42.1
GOOG	Alphabet Inc	3.5	인터넷 미디어 &	3,761.1	-5.3	+50.4	+71.6
LHX	L3Harris Technologies Inc	3.3	우주항공 & 국방	66.2	-0.1	+28.5	+77.3

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주) 2026-02-24 종가 기준

Xtrackers Harvest CSI 300 China A-Shares ETF (ASHR:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

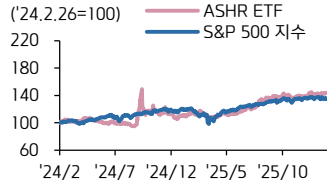
현재주가 (2/24) USD 34.14

Stock Data

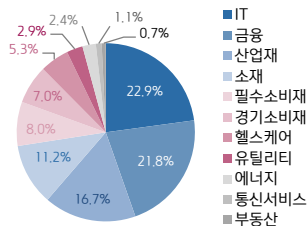
ETF 테마	中 A주
발행사	DBX Advisors
설정일	2013-11-06
운용보수 (%)	0.65
AUM (백만 USD)	1,828.2
일평균 거래량 (3M)	6,346,505.0
52주 최고/최저 (USD)	34.35 / 23.27
편입종목 수	289개
Top10 비중 (%)	22.3

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+1.6	+7.2	+9.2	+26.3
S&P 500	-0.4	+2.8	+6.5	+15.2



Sector Breakdown



◆ 중국 A주에 투자하는 ETF

- 'ASHR'은 'CSI 300 Index'를 기초지수로 삼아, 중국 상장 A주에 투자하는 ETF
- 대표적인 보유 종목으로는 배터리 제조사인 'CATL', 대표 소비재 종목 '귀주모태주', 대표 보험사 '중국평안보험그룹' 뿐만 아니라 최근 광통신 관련 회사인 'Zhongji Innolight', 'Eoptolink Technology' 등으로 구성
- 2026년은 제 15차 5개년 계획이 시작되는 원년으로 올해 3월 전년대에서는 구체적인 산업 육성 방향 발표될 예정이며, 4월 중에 예정되어 있는 트럼프 대통령의 중국 방문에 따른 무역 분쟁 휴전 확대 가능성 존재

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억 CNY)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
300750 CH	CATL	3.8	전기 부품 & 장비	1,667.5	+4.3	+24.7	+34.3
600519 CH	귀주모태주	3.7	증류업체 & 양조업체	1,836.8	+9.7	-1.6	+0.9
601318 CH	중국평안보험그룹	2.7	생명 & 건강 보험	1,144.9	+0.9	+5.7	+26.5
601899 CH	자금광업	2.5	금	1,042.0	+4.7	+77.0	+149.2
300308 CH	Zhongji Innolight Co Ltd	2.3	통신 장비	615.6	-5.3	+73.1	+397.5
600036 CH	초상은행	1.9	다양한 은행	1,002.7	+3.8	-11.2	-5.1
000333 CH	메이디그룹	1.6	가정용 기기	605.2	+3.6	+8.2	+15.2
300502 CH	Eoptolink Technology Inc Ltd	1.4	전자 부품	369.8	-2.9	+25.6	+370.5
600900 CH	장강전력	1.3	재생 가능한 전기	637.4	+0.2	-8.1	-4.7
601166 CH	홍업은행	1.2	다양한 은행	388.3	-4.0	-20.0	-10.1

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY24	CY25	CY26E	CY27E
매출액	4,517.3	4,633.1	4,775.5	5,260.7
EBIT	545.6	586.4	595.3	693.0
EBIT이익률(%)	12.1	12.7	12.5	13.2
순이익	467.3	497.4	478.8	549.3
PER(배)	15.5	18.7	17.3	14.7
PBR(배)	1.6	1.9	1.8	1.7
ROE(%)	10.1	10.2	10.8	11.6
배당수익률(%)	2.7	2.4	2.3	2.6

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주) 2026-02-24 종가 기준

Global X Defense Tech ETF (SHLD:US)



Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

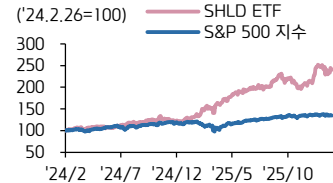
현재주가 (2/24) USD 74.89

Stock Data

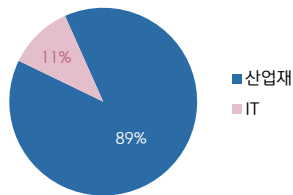
ETF 테마	글로벌 방산
발행사	Global X
설정일	2023-09-13
운용보수 (%)	0.50
AUM (백만 USD)	7,506.2
일평균 거래량 (3M)	1,514,007.5
52주 최고/최저 (USD)	78.49 / 41.12
편입종목 수	53개
Top10 비중 (%)	59.9

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	-2.6	+22.7	+21.3	+81.2
S&P 500	-0.4	+2.8	+6.5	+15.2



Sector Breakdown



◆ 글로벌 방위 관련 예산 증액 수혜 기업에 투자하는 ETF

- 'SHLD'는 글로벌 방위 관련 예산 증액 수혜 종목들에 집중 투자하는 ETF로서 전통적인 군수 기업부터 최첨단 부품/하드웨어 공급업체, 방위 전용 소프트웨어 개발업체 등 공급망 전방의 기업과 솔루션 업체들까지 두루 투자
- 포트폴리오 비중 상위 종목은 록히드 마틴(17.5%), RTX(13.7%), 제너럴 다이내믹스(10.8%), 라인 메탈(4.9%), 팔란티어(4.8%) 등 글로벌 전통 군수 기업 뿐만 아니라 국방 기반 AI 솔루션, 소프트웨어 업체까지 다양
- 지정학적 리스크 상수화에 따른 유럽 재무장, NATO 방위비 증액, 미국-이란 갈등 고조 등에 따른 세계적인 방위 수요 증가에 따른 수혜에 노출 가능

Top 10 Holdings

티커	종목 명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억 원지통화)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
LMT US	Lockheed Martin Corp	17.5	우주항공 & 국방	152.9	+12.5	+48.9	+50.9
RTX US	RTX Corp	13.7	우주항공 & 국방	266.4	+1.3	+27.0	+58.2
GD US	General Dynamics Corp	10.8	우주항공 & 국방	95.0	-3.3	+9.9	+42.6
RHM GR	Rheinmetall AG	4.9	우주항공 & 국방	79.4	-5.7	+6.5	+80.1
PLTR US	Palantir Technologies Inc	4.8	애플리케이션 소프트웨어	307.9	-24.0	-18.8	+42.1
NOC US	Northrop Grumman Corp	4.8	우주항공 & 국방	103.3	+8.1	+22.8	+61.7
LHX US	L3Harris Technologies Inc	4.7	우주항공 & 국방	66.2	-0.1	+28.5	+77.3
BA/ LN	BAE Systems PLC	4.3	우주항공 & 국방	64.2	+5.6	+21.4	+64.1
012450 KS	한화에어로스페이스	4.3	우주항공 & 국방	64,041.7	-1.6	+37.5	+85.5
LDO IM	Leonardo SpA	3.5	우주항공 & 국방	34.2	+1.9	+24.9	+65.0

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY24	CY25	CY26E	CY27E
매출액	935.6	1,317.9	1,323.8	1,447.0
EBIT	71.4	117.0	126.0	161.8
EBIT이익률(%)	7.6	8.9	9.5	11.2
순이익	56.3	93.3	93.5	113.3
PER(배)	26.1	33.4	40.5	29.7
PBR(배)	4.1	5.2	5.9	5.3
ROE(%)	12.6	14.4	14.2	16.9
배당수익률(%)	1.4	1.1	1.0	1.2

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주) 2026-02-24 종가 기준

iShares MSCI Japan Value ETF (EWJV:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

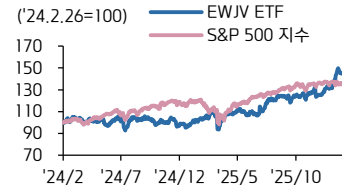
현재주가 (2/24) USD 45.78

Stock Data

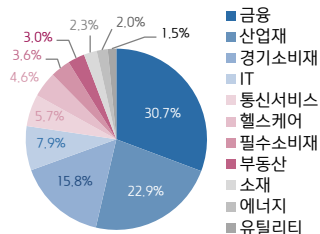
ETF 테마	MSCI 일본 가치
발행사	BlackRock
설정일	2019-03-07
운용보수 (%)	0.15
AUM (백만 USD)	773.7
일평균 거래량 (3M)	194,881.9
52주 최고/최저 (USD)	47.69 / 28.84
편입종목 수	109개
Top10 비중 (%)	40.4

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+9.6	+15.8	+18.0	+40.5
S&P 500	-0.4	+2.8	+6.5	+15.2



Sector Breakdown



◆ 일본 가치주에 투자하는 ETF

- 'EWJV'는 'MSCI Japan Value Index'를 기초지수로 일본 기업 중 가치 팩터에 부합하는 중대형주에 투자
- BOJ 금리 인상 사이클 속에서 금융주의 순이자마진 개선에 따른 수혜가 가능하며, 뿐만 아니라, 산업재, 경기소비재의 높은 비중으로 인하여 수출주 비중이 상대적으로 낮아, 엔 강세로 인한 타격에서 일부 자유로움
- 상위 보유 종목은 토요타 자동차(8.2%), 미쓰비시 UFJ 파이낸셜 그룹(8.0%), 스미토모 미쓰이 파이낸셜 그룹(5.1%), 미즈호 파이낸셜그룹(4.3%) 등으로 구성

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억 JPY)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
7203 JP	토요타자동차	8.2	자동차 제조업체	57,746.5	+0.9	+24.4	+34.9
8306 JP	미쓰비시 UFJ 파이낸셜 그룹	8.0	다양한 은행	34,273.9	+1.9	+26.2	+47.3
8316 JP	스미토모 미쓰이 파이낸셜 그룹	5.1	다양한 은행	22,230.1	+4.8	+40.2	+50.1
8411 JP	미즈호 파이낸셜그룹	4.3	다양한 은행	17,254.7	+3.0	+42.7	+62.1
8058 JP	미쓰비시상사	3.8	무역 회사 & 판매업체	20,676.5	+27.3	+56.0	+98.2
8031 JP	미쓰이물산	3.2	무역 회사 & 판매업체	16,141.4	+8.0	+63.2	+95.3
4502 JP	다케다 제약	2.2	제약	9,256.9	+13.7	+28.9	+35.9
8002 JP	마루베니	1.9	무역 회사 & 판매업체	9,629.1	+13.1	+74.5	+135.7
9433 JP	KDDI	1.8	무선 통신통신 서비스	10,972.2	-1.7	+0.2	+7.0
6758 JP	소니 그룹	1.7	가전 제품	20,331.3	-8.5	-18.0	-9.9

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY24	CY25	CY26E	CY27E
매출액	3,008.7	3,031.0	3,098.5	3,178.5
EBIT	286.3	298.0	331.2	396.9
EBIT이익률(%)	9.5	9.8	10.7	12.5
순이익	225.0	248.6	254.2	284.1
PER(배)	12.4	15.0	15.2	13.7
PBR(배)	1.1	1.3	1.4	1.3
ROE(%)	8.9	8.8	8.8	9.3
배당수익률(%)	3.0	2.8	2.7	3.1

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주) 2026-02-24 종가 기준

State Street® Real Estate Select Sector SPDR® ETF (XLRE:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

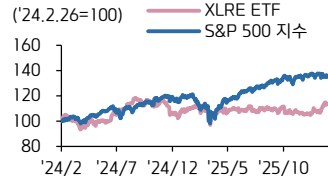
현재주가 (2/24) USD 43.73

Stock Data

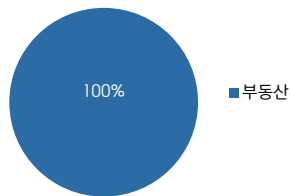
ETF 테마	美 부동산
발행사	SSgA Funds
설정일	2015-10-08
운용보수 (%)	0.08
AUM (백만 USD)	7,711.8
일평균 거래량 (3M)	8,574,558.0
52주 최고/최저 (USD)	43.97 / 35.76
편입종목 수	34개
Top10 비중 (%)	60.2

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+6.0	+6.8	+3.3	+3.1
S&P 500	-0.4	+2.8	+6.5	+15.2



Sector Breakdown



◆ 美 부동산/리츠에 투자하는 ETF

- 'XLRE'는 'Real Estate Select Sector Index'를 기초지수로 삼아 S&P500 내에 포함되어 있는 부동산 및 리츠 산업에 종사하는 기업에 투자하는 ETF
- 대표적인 보유 종목으로는 헬스케어 리츠 기업인 '웰타워(10.5%)', 물류 리츠 '프로로지스(9.5%)', 데이터센터 리츠 '에퀴닉스(6.8%)' 등으로 구성
- AI 데이터센터 수요 폭증에 따라 데이터센터 및 통신타워 리츠에 수혜가 예상되며, 美 연준의 금리 인하 사이클 진입에 따라 리츠의 개발 여력 확대 가능성 또한 증가 중

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
WELL	Welltower Inc	10.5	건강관리 리츠	146.0	+13.9	+27.3	+38.9
PLD	Prologis Inc	9.5	산업 리츠	133.2	+10.3	+25.0	+16.2
EQIX	Equinix Inc	6.8	데이터센터 리츠	93.5	+20.3	+21.0	+4.7
AMT	American Tower Corp	6.5	무선통신탑 리츠	88.6	+6.4	-10.2	-0.9
O	Realty Income Corp	4.9	소매점 리츠	61.2	+9.5	+12.9	+16.1
SPG	Simon Property Group Inc	4.8	소매점 리츠	65.1	+7.9	+12.9	+8.0
PSA	Public Storage	4.7	자가창고 리츠	53.4	+7.6	+3.5	+0.3
DLR	Digital Realty Trust Inc	4.6	데이터센터 리츠	62.4	+12.0	+6.7	+11.6
VTR	Ventas Inc	4.1	건강관리 리츠	41.1	+12.3	+27.5	+27.6
CCI	Crown Castle Inc	3.9	무선통신탑 리츠	38.7	+2.4	-14.6	-4.2

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY24	CY25	CY26E	CY27E
매출액	30.3	32.7	33.5	35.7
EBIT	7.1	6.5	7.4	9.1
EBIT이익률(%)	23.4	19.9	22.1	25.5
순이익	5.2	5.6	6.2	5.7
PER(배)	43.6	39.8	42.5	36.6
PBR(배)	3.0	3.0	3.2	3.1
ROE(%)	7.2	6.1	8.1	8.2
배당수익률(%)	3.4	3.6	3.3	3.4

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주) 2026-02-24 종가 기준

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

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

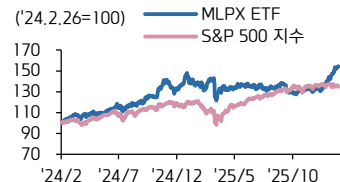
현재주가 (2/24) USD 69.98

Stock Data

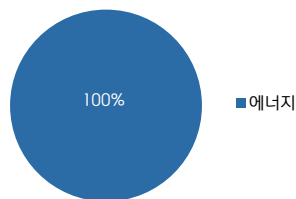
ETF 테마	MLP & 에너지 인프라
발행사	Global X
설정일	2013-08-06
운용보수 (%)	0.45
AUM(백만 USD)	3,106.9
일평균 거래량 (3M)	336,143.9
52주 최고/최저 (USD)	70.77 / 53.54
편입종목 수	29개
Top10 비중 (%)	66.3

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+9.6	+17.9	+15.4	+13.5
S&P 500	-0.4	+2.8	+6.5	+15.2



Sector Breakdown



◆ 북미 MLP 및 미드스트림 에너지 인프라 기업에 투자하는 ETF

- 'MLPX'는 Solactive MLP & Energy Infrastructure Index를 기초지수로 추종하며 MLP 뿐만 아니라 MLP의 GP 및 미드스트림 에너지 인프라 기업까지 포괄하여 투자하는 ETF
- 포트폴리오 비중 상위 종목은 윌리엄스 컴퍼니(9.3%), TC에너지(8.8%), 엔브리지(8.2%), 킨더 모건(8.2%) 등으로, MLP의 파트너사 및 미드스트림 에너지 기업들에 분산 투자함으로써 펀드 단의 세금 이슈를 피하도록 설계된 상품
- 트럼프 2기 행정부 하에서 화석연료 공급 확대 추진 및 베네수엘라산 원유 재생산 등에 따라 이를 운송, 보관, 정제하는 미드스트림 업체들의 동반 수혜가 예상 됨

Top 10 Holdings

티커	종목 명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
WMB	Williams Cos Inc/The	9.3	석유 & 가스 저장 & 수송	89.8	+13.1	+28.8	+28.2
TRP	TC Energy Corp	8.8	석유 & 가스 저장 & 수송	66.0	+12.7	+23.8	+43.1
ENB	Enbridge Inc	8.2	석유 & 가스 저장 & 수송	114.3	+8.7	+9.2	+26.1
KMI	Kinder Morgan Inc	8.2	석유 & 가스 저장 & 수송	72.7	+10.6	+22.4	+23.5
OKE	ONEOK Inc	6.9	석유 & 가스 저장 & 수송	52.2	+6.3	+10.8	-15.5
LNG	Cheniere Energy Inc	6.2	석유 & 가스 저장 & 수송	47.6	+6.6	-7.0	+0.5
TRGP	Targa Resources Corp	5.2	석유 & 가스 저장 & 수송	49.8	+21.0	+41.9	+16.8
DTM	DT Midstream Inc	4.6	석유 & 가스 저장 & 수송	14.0	+12.1	+34.9	+41.4
PBA	Pembina Pipeline Corp	4.4	석유 & 가스 저장 & 수송	25.7	+9.2	+16.2	+22.7
EPD	Enterprise Products Partners LP	4.4	석유 & 가스 저장 & 수송	78.5	+9.8	+13.8	+7.9

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY24	CY25	CY26E	CY27E
매출액	173.3	201.2	210.3	214.8
EBIT	25.4	24.5	32.1	33.3
EBIT이익률(%)	14.7	12.2	15.3	15.5
순이익	18.4	18.7	19.0	19.9
PER(배)	13.0	18.7	17.8	16.9
PBR(배)	2.4	3.1	3.0	2.7
ROE(%)	18.7	17.2	17.3	17.0
배당수익률(%)	5.9	4.9	4.8	5.0

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주) 2026-02-24 종가 기준



Compliance Notice

- 당사는 02월 25일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- "팔란티어", "록히드마틴", "블룸에너지", "버티브 홀딩스", 종목은 02월 23일에 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, 전사, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.