

키움증권 리서치센터 | 2025년 11월 05일

2026년 글로벌 투자전략

One Big Beautiful Bet

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

US Equity 조민주 mj3346@kiwoom.com

RA 조호준 hojun.cho@kiwoom.com

RA 한유진 yujin.han@kiwoom.com



Contents & Summary

미국 : 낭만의 시대_P.3

- 2026년 미국 증시는 유동성 확대, 재정 지출, 견고한 실적, 경기 안정이 맞물려 우상향 흐름을 기대. 2026년에 집중될 재정 지출은 고용 창출 → 소득 확대 → 수요 및 CapEx 개선으로 이어지는 선순환을 유도하며 생산성 제고와 지수에도 우호적으로 작용할 가능성이 높다고 판단. 2026년 S&P500 밴드는 6,700~8,100pt로 제시
- 2026년 핵심 투자 테마는 △AI·에너지 인프라 구축 △지정학적 갈등에 따른 방산·안전자산 수요 확대 △연준 긴축 종료 이후 유동성 확대. AI 인프라 투자 사이클이 지속되며 전력망 확충 등 에너지 인프라 투자가 확대될 전망이며, 지정학 리스크 장기화로 첨단 무기 수주와 금 비축이 늘고, 완만한 금리 인하와 규제 완화로 자본시장 유동성 회복이 기대됨

중국 : China in Transition_ P.107

- 경기 둔화 압력이 지속되나, 정부의 친성장 정책 기조가 하방 리스크를 완화할 것으로 예상
- 기업 이익 회복 및 다수 기대감 유효. 3월 양회 전후 경기 및 기업 이익 개선 시그널 확인이 중요한 변수로 작용할 것
- AI 모멘텀은 지속될 전망. 한편 주도주 전환 여부에 유의 필요하며, 경기 모멘텀 악화시 고배당 업종 주목

ETF : The Great Transition_ P.148

- ETF 산업 전망 : 지난 10년 간 연평균 20% 성장한 ETF 시장은 '26년에도 투자자들의 "맞춤형 투자 포트폴리오" 수단으로 각광받을 전망. 모든 채널의 투자자가 다양한 목적으로 ETF 활용을 높일 것이며(연금·절세 계좌 ETF 투자, 모델 포트폴리오에서의 ETF 활용 확대, 테마(Theme)·전략 ETF 고도화, 액티브 ETF 성장, 가상자산 등 대체 ETF 투자 대중화 등), 자산운용 업계는 ETF를 중심으로 재편 가속화
- ETF 투자 전략 : G2를 축으로 기술 혁신이 가속화되는 가운데 AI-전력-방산/우주 산업의 장기 업사이클 예상되며, 정부 확장 재정 + 중앙은행 통화 완화, 민간 수요 팽창(산업 혁신 등) 조합이 유동성 환경을 조성 중. 다만, 해당 수혜는 AI 및 특정 산업 중심으로 적용되어 업권 간 격차를 확대시킬 것이며 때때로 소음(인플레이 및 지정학 리스크 재부각, 버블 붕괴 우려 등)이 변동성을 키우며 대응 난이도를 높일 것. 파고가 높아질 수 있는 '26년 증시에서 주목해야 할 ETF 포트폴리오 제시

2026년 미국 증시 전망

낭만의 시대





2026년 미국 증시 전망 | 낭만의 시대

증시, 실적 성장 속도 뛰어넘기

- 2026년 S&P500 밴드는 6,700~8,100pt로 제시하며, 12M Fwd PER 24배 구간을 밸류에이션 상단으로 전망. 증시 상승 흐름이 내년에도 이어질 것이라 판단하는 근거는 유동성 확대, 재정 지출, 견고한 실적, 경기 안정 등의 맞물림. 물론 미·중 무역 환경, 인플레이션, 중간선거, AI 설비투자 관련 우려 등 상승 경로에 영향을 줄 수 있는 변수도 존재. 다만 2026년에 집중될 재정 지출은 고용 창출 → 소득 확대 → 수요 및 CapEx 개선으로 이어지는 선순환을 유도하며 생산성 제고와 지수에 우호적으로 작용할 가능성이 높다고 판단
- 나아가 AI 관련 산업은 '설비 구축' 단계를 지나 점차 일반 산업으로 확산되는 구간에 진입 중. 본격적으로 AI를 '활용'하기 위한 단계인 만큼 1990년 후반 인터넷 보급 이후 관찰되었던 산업 생산성 상향 및 기업이익 개선세가 2026년에도 재개될 가능성이 높음

차익 실현 우려 vs 성장 기대감

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

AI 인프라와 지정학, 유동성이 주도하는 성장 모멘텀

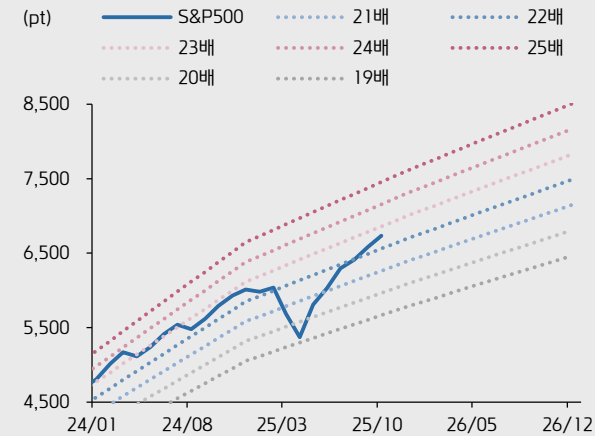
- 2026년을 주도할 핵심 투자 테마는 △AI·전력 인프라 △지정학적 갈등 △유동성 확대. 올해에 이어 AI 인프라 투자 사이클이 지속될 전망이며, 이에 따라 전력망 확충과 에너지 인프라 투자 역시 동반 확대될 것으로 예상. 미·중을 포함한 주요국 간의 지정학적 갈등은 장기화 국면에 진입할 가능성이 높으며, 이는 각국의 첨단 무기체계 구매와 신흥국 중심의 중앙은행 금 비축 수요를 견인할 요인. 연준의 긴축 종료와 완만한 금리 인하가 예상되며, 유동성 개선과 금융 규제 완화가 맞물려 자본시장 내 거래를 촉진할 전망
- 테마별로 △AI·전력 인프라-브로드컴(AVGO), 아리스타 네트워크스(ANET), 알파벳 A(GOGL), 콰타 서비스(PWR), 버티브 홀딩스(VRT), GE베르노바(GEV), 퍼스트솔라(FSLR), △지정학 갈등-에어로바이런먼트(AVAV), RTX(RTX), 제너럴 다이내믹스(GD), 뉴몬트(NEM), △유동성 확대-블랙록(BLK), 씨티그룹(C)을 관심종목으로 제시



◆ 2026년 미국 증시 전망 및 전략

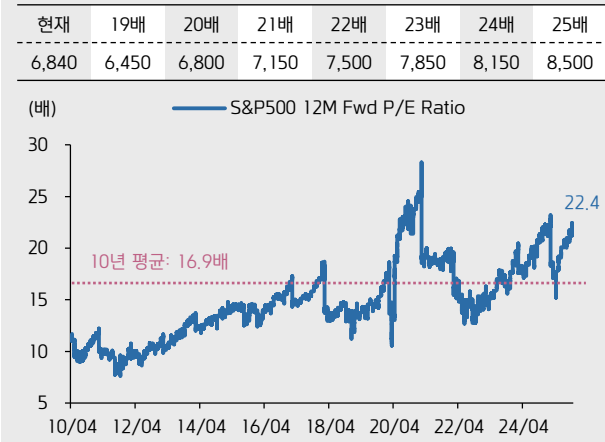
- 2026년 S&P500 밴드는 6,700pt~8,100pt로 제시하며, 12M Fwd PER 수준은 24배로 점차 수렴할 것으로 전망
- 위 시나리오는 증시 상승 속도가 EPS 성장률을 웃돌 것이란 전제 위에서 성립하며, 1)유동성 공급, 2)재정 지출, 3)건고한 실적, 4)경기 안정 등이 이를 현실화 할 재료들
- 또한 AI 국면이 'Build(인프라 구축)' 중심에서 'Use(산업 활용)'로 점차 확산됨에 따라 내년 미국 경제는 기업 단위 컴퓨터 보급이 시작되었던 1990년대와 유사하게 생산성 개선 및 비용 절감 흐름을 경험할 수 있음
- 물론 미·중 무역 갈등, 인플레이션, 중간선거 등의 변수가 밸류에이션 부담을 자극해 차익실현을 유발할 수 있지만 견고한 EPS, 안정적 경기, 재정 정책 등을 감안할 때 올해 내내 유효타를 보인 'Buy the Dip' 전략이 내년 조정 국면에도 효과를 보일 것으로 판단

12M Fwd PER 밴드



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

12M Fwd PER에 따른 2026년 말 타겟 S&P500 레벨

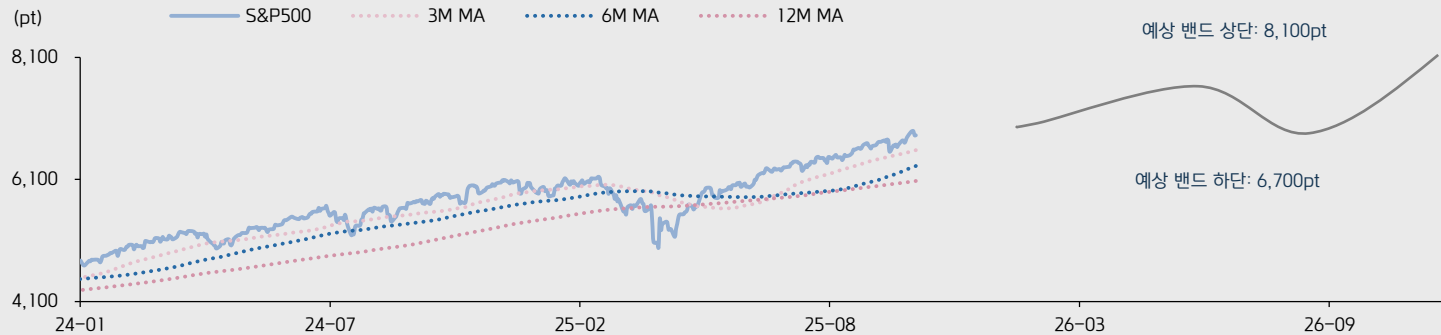


자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치, 주) 10월 말 종가 기준

주가 상승이 EPS 성장치를 뛰어넘기 위한 조건들



주가 상승이 EPS 성장치를 뛰어넘기 위한 조건들



소프트 랜딩(Soft Landing)에서 골디락스(Goldilocks) 국면으로의 전환
이익(EPS) 상승 속도를 웃도는 주가 성장률

재정 > 통화

EPS 성장

소비, 고용, 저축 안정화

유동성 공급

보험성
금리인하

QT 중단

MMF 자금
시중 유입

SLR
규제 완화

재정 지출

감세안
OBBBA

저소득층
지원

고용
활성화

EPS 성장 유지

AI 산업 침투
→ 생산성

리쇼어링
M&A 활성화

유리한
자금 조달

연준 의장 변경

중간 선거

인플레이션

미·중 갈등

관세 수입

대미 직접투자 / 리쇼어링

변수 및 리스크 요인

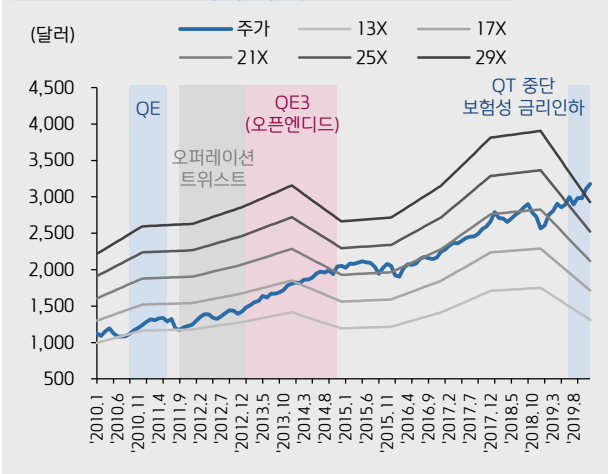
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 내년도 실적 개선세 지속될까?

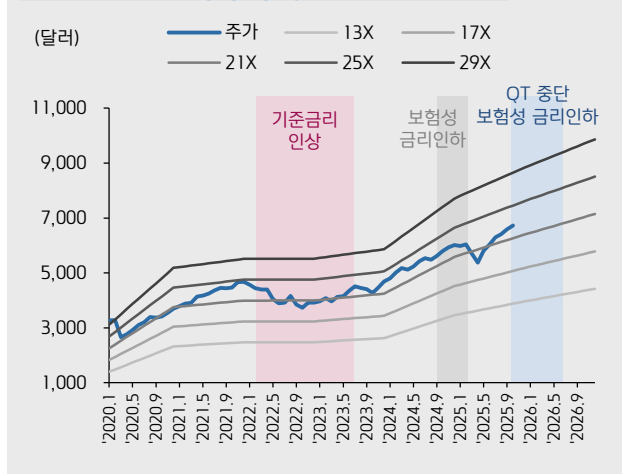
- 2010~2014년은 유동성 정책 변화(QE→오퍼레이션 트위스트→QE3→QT 중단)에 따라 S&P500은 13x→17x로 이동하는 계단형 상승 구조가 관찰됨
- 내년 역시 EPS 개선이 유지된다면 밴드 내 상승은 가능한 구조이며, 주가 12M FWD PER 레벨 자체가 기존 22x에서 25x로 격상되기 위해서는 장기적 유동성 공급 정책이 필수 조건
- 현재는 다만 QT 중단 및 보험성 금리인하에 대한 논의만 있을 뿐 QE 전환에 대한 논의는 이루어지고 있지 않은 상황

2010~2019년 유동성 정책별 주가 밸류에이션



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

2020년~현재 유동성 정책별 주가 밸류에이션



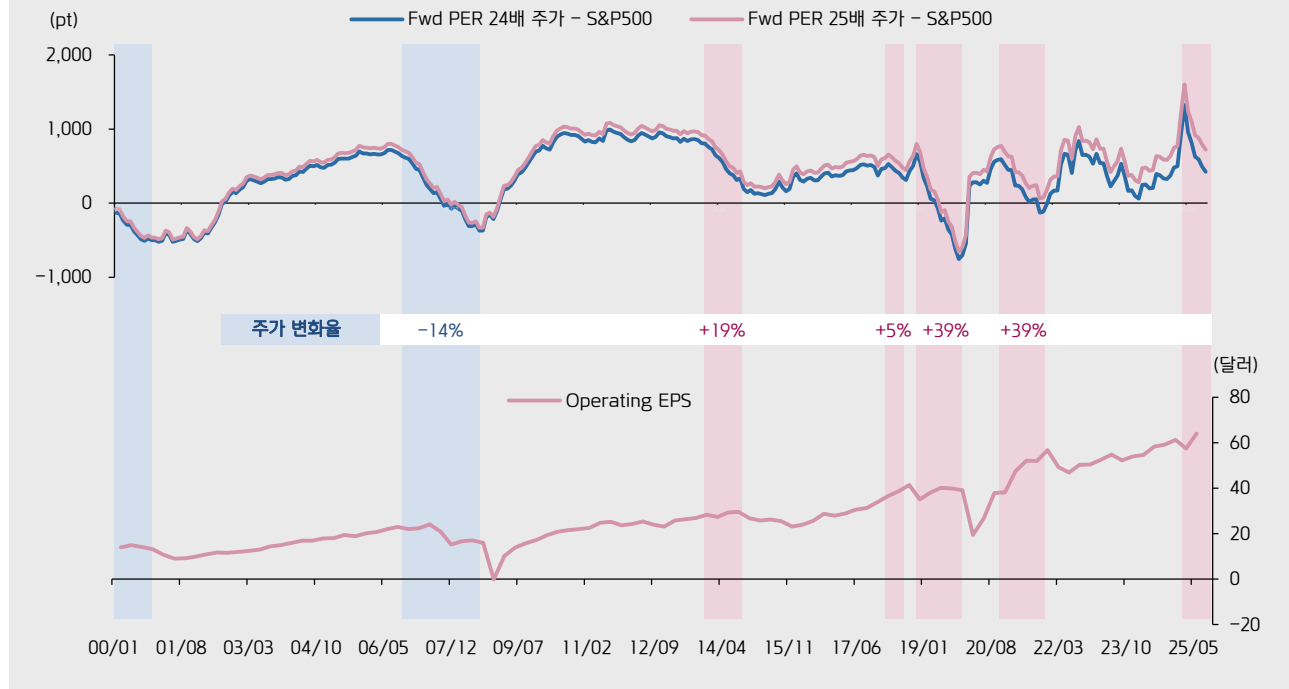
자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치



◆ 재정 정책의 강도가 내년 주가 강도를 결정할 것

- 실적 상황 국면에서 S&P500이 Fwd PER 24~25배 밴드로 진입하기 위해서는 1)QE, 2)대대적 재정지출이 선행되어야 함
- 앞서 언급했듯 QE 전환까지는 시간이 필요하기에 OBBBA, SLR 규제 완화 등의 재정정책 강도가 주가 상승률을 결정할 것

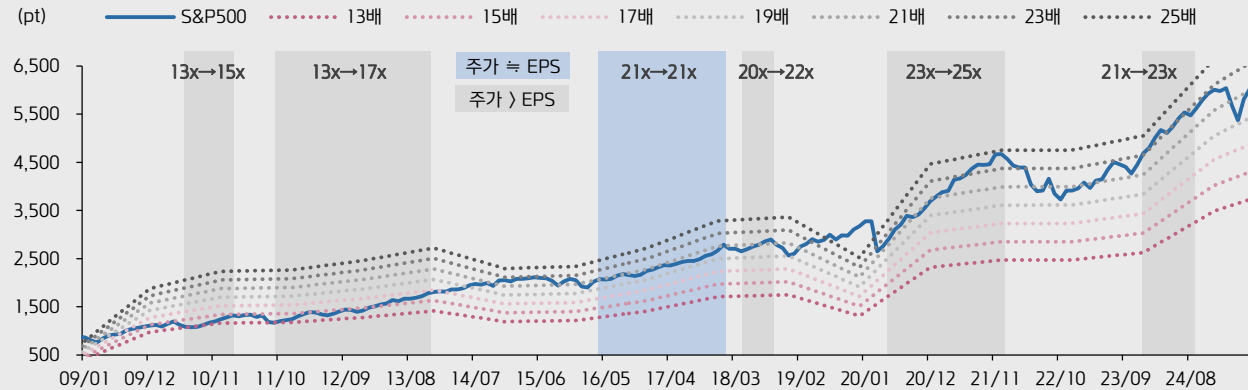
S&P500의 Fwd PER 24~25배 밴드와 EPS 추이



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치



EPS를 상회하는 주가 상승을 보인 사례 및 조건 검토



구분	시기·내용	금리 환경	GDP/성장	통화·재정 정책
주가 ≈ EPS	2016~2018년: 금리 정상화 국면 낮은 실업률, 성장 양호	기준금리 0% → 2%대 완만한 인상	GDP 2% 중반~4% 초반 등락	확장 재정 + 통화 긴축
	2019년 7월~2019년 12월 보험성 인하 국면	기준금리 인하 시작(3번)	GDP 3.5%로 양호	확장 재정 + 통화 완화 2019년 8월 지출 한도 상향
주가 > EPS	2010년 8월~2011년 4월 QE2 시작	기준금리 0%대 고정	GDP 평균 1.5% 수준	재정은 점차 덜 확장적 통화는 매우 완화적
	2011년 9월~2014년 1월 오퍼레이션 트위스트·오픈엔디드	기준금리 0%대, 장기금리 낮춤	GDP 평균 1.9% 수준	재정 긴축 + 통화 완화 최대화
	2018년 4월~2018년 10월 감세법안 통과	기준금리 1% → 2%대 초반 인상	GDP 평균 2.7% 수준	재정 확장 + 통화 긴축
	2020년 3월~2022년 1월 코로나 대응 대규모 유동성	기준금리를 급격히 0%대로 낮춤	GDP 평균 2%대 초반 (변동성 큼)	재정·통화 동시 최대 확장
	2023년 9월~2024년 3월 금리 인상 종료·동결 초입	기준금리 5% 내외 동결, 인상 중단	GDP 2.9%대 견조	고금리 동결 + 재정 보수화

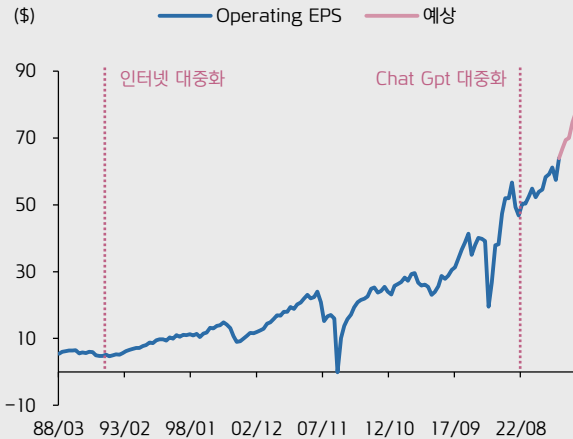
자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치



◆ AI 확산이 만들어 낸 EPS 성장 기대감

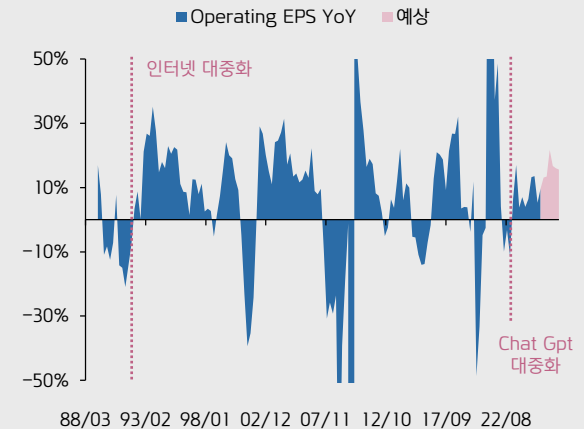
- 기술의 대중화 국면에서 EPS는 레벨이 계단식으로 상향되며 인터넷 보급기와 최근 GenAI 확산 구간에서 상승 기울기가 가팔라 짐
- EPS YoY는 혁신 확산 초기와 경기 회복기에 스파이크가 발생하고 이후 평균으로 회귀하며, 최근 3년 평균은 약 8.9% 수준. 향후 6개월 분기 동안의 EPS YoY 성장률 전망치 평균은 16.1%
- 3년 평균 대비 2배에 가까운 EPS 성장 전망은 AI 수익화 가능성, CapEx 집행, 생산성 확대, 마진 믹스 변화 등이 핵심 모니터링 지표

Operating EPS 장기 추이와 기술 대중화 구간



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

Operating EPS YoY 변동과 기술 대중화 구간



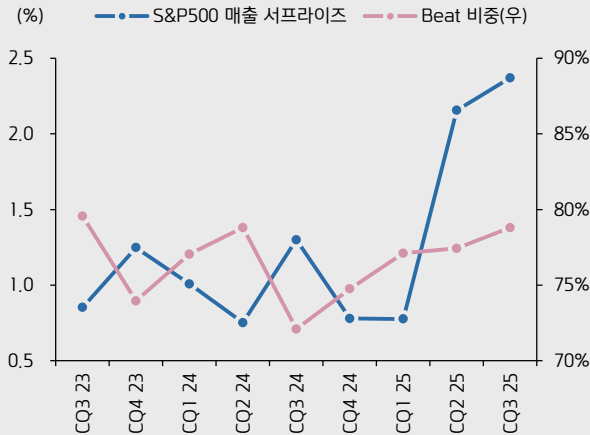
자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치



◆ IT 주도 매출 서프라이즈 확대 구간

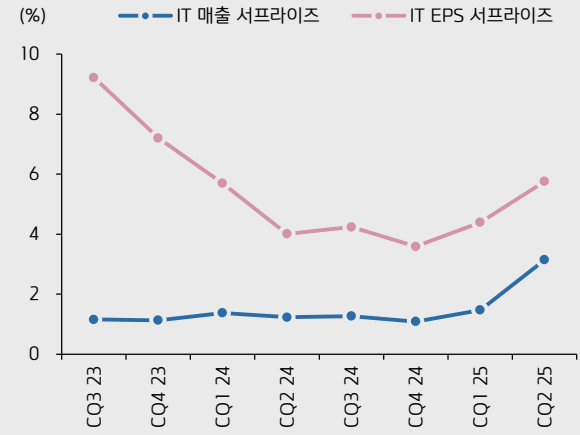
- S&P500 매출 서프라이즈는 '25년에 2.3%까지 상승하며 펀더멘털 개선이 더욱 강화되고 있음을 반증
- 같은 기간 Beat 비중은 70%대 중반에서 80%대에 근접하며 범위가 확장됐으나, 매출 서프라이즈 대비 개선 폭은 제한적이었고 이는 실적 상향 기여가 전 업종으로 확산되기보다는 특정 산업군에 집중되어 있음을 시사
- 해당 주된 기여 산업은 IT이며, '25년 2분기 IT 매출 서프라이즈는 3.1%로 S&P500 대비 0.8%p 높은 수준을 기록

S&P500 매출 서프라이즈(%)와 Beat 비중 추이



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

IT 섹터 매출·EPS 서프라이즈 추이



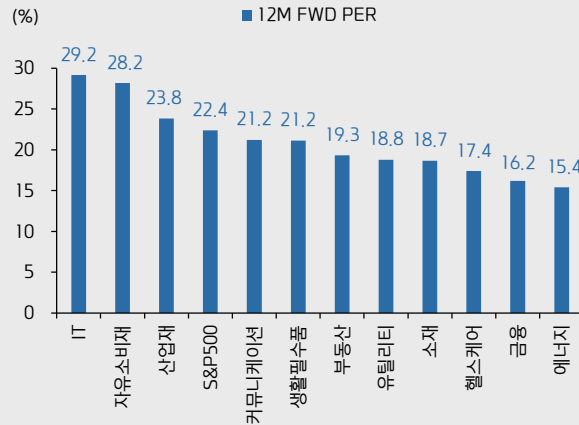
자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치



◆ 섹터별 밸류에이션 격차와 EPS 경로

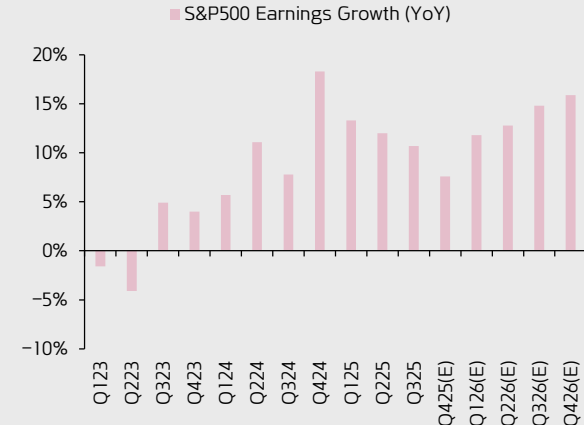
- 12M FWD PER 기준으로 IT(29.2x)와 자유소비재(28.2x)는 프리미엄 구간인 반면, 에너지(15.4x), 금융(16.2x)은 밸류에이션이 낮은 상태를 유지
- 이 중 산업재와 헬스케어는 추가적인 모니터링이 필요한 섹터로 판단되며, 재정지출 확대에 따른 AI/데이터센터 전력계통 확충, IT 인프라 CapEx 증가는 이미 상승한 산업재 밸류에이션의 추가 상향 여력을 제공하는 구조
- 한편 헬스케어는 정책 변수에 따른 밸류 디스카운트가 존재하나 연간 실적 성장률이 주요 섹터 대비 상위권에 위치해 있어, 정책 불확실성 완화가 확인될 경우 리레이팅 가능성이 높은 업종으로 판단

섹터별 12개월 선행 PER 분포



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

S&P500 분기별 EPS 성장률



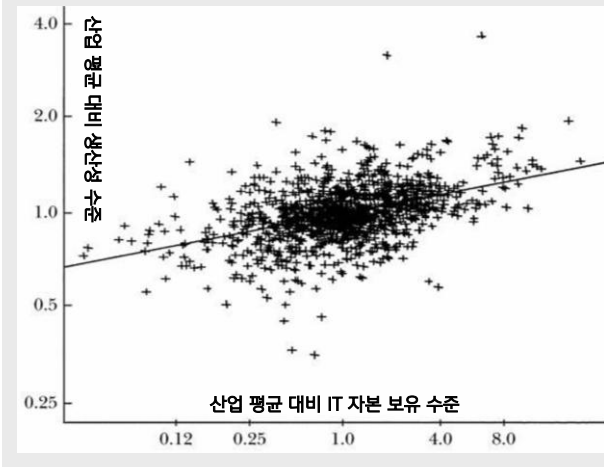
자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치



◆ 공격적 CapEx 투자, 선택이 아닌 생존 전략

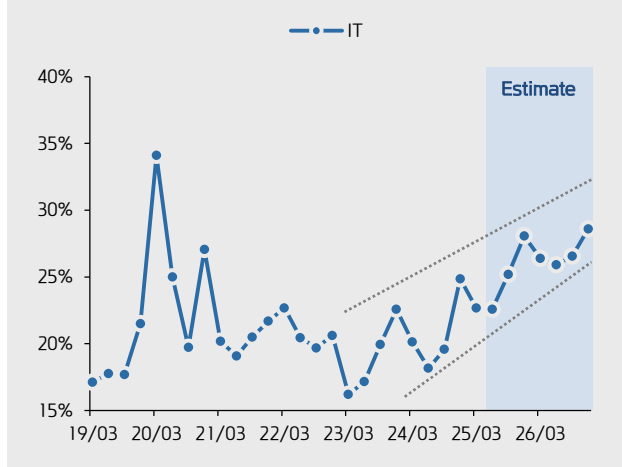
- 1990년대 이후 기업 단위 컴퓨터 보급이 확산되며 생산성은 우상향하기 시작했으나, 그 속도는 기업별 편차가 존재했음
- MIT 출신 경제학자 Erik Brynjolfsson는 산업 평균 대비 IT 자본 보유 수준이 높은 기업일수록 생산성과 단위이익 개선율이 더 가파르게 나타난다는 점을 통계적으로 검증했고, 결국 기술 투자 강도가 장기 ROE 격차를 결정하는 핵심 변수로 작동했음을 제시
- S&P500 내 IT 섹터의 영업이익 기여도는 '20년 급등 이후 조정 구간을 거쳤으나 다시 우상향 흐름으로 복귀 중. 전망 구간에서도 30%대 상단 재안착이 예상되고 있으며, 현재가 AI 보급에 따른 수익성 연결 초입이라 볼 수 있음
- 이러한 맥락을 현재 상황과 결부하면 Meta 등 M7이 시장의 우려에도 불구하고 공격적으로 CapEx를 확대하는 이유를 알 수 있음. 향후 ROE 및 생산성 초격차를 확보하기 위해서는 AI 확산 초입 구간에서의 CapEx 집행 강도가 핵심이기 때문

IT 자본 보유 수준이 만들어낸 ROE 차이



자료: Erik Brynjolfsson, 키움증권 리서치

IT 섹터 영업이익 기여도 추이 및 전망



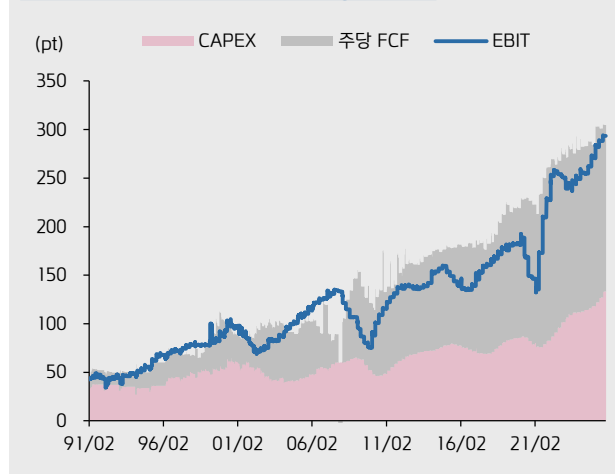
자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치, 주) S&P 500 기준



◆ 과거와는 다른 '생산적 CAPEX' 사이클

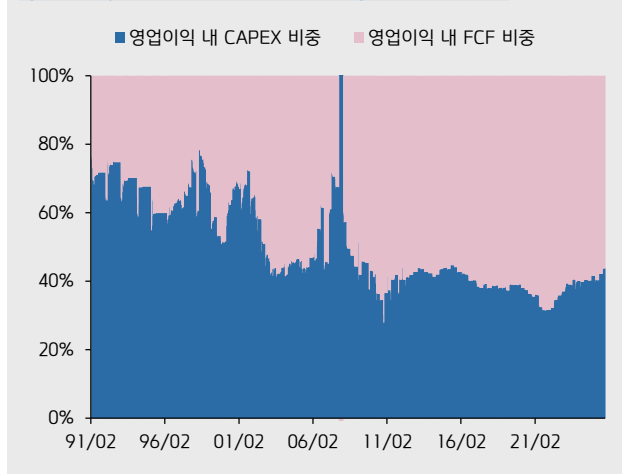
- 현재 CapEx 투자 사이클은 영업이익 대비 비중이 IT 버블기 고점(72%)보다 현저히 낮은 44% 수준
- 1990년대 후반 이후 이어진 CapEx 비중의 구조적 하락은 물론 2020년대에 반등했지만, 이는 AI 빌드를 위한 집행이며 FCF도 꾸준히 축적되는 만큼 CapEx와 영업이익이 동행 상승하는 '생산적 재투자' 국면으로 판단
- 리스크 체크 포인트는 CapEx/영업이익 비율의 급등 전환 여부와 FCF 비중의 후퇴이며, 두 지표가 EPS 상승 추이에 따라 꾸준히 안정적으로 유지될 경우 'AI=버블' 서사보다는 'AI=생산성 투자' 서사가 우세할 가능성 높음

S&P500 CAPEX·FCF·EBIT 장기 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 2S&P500 종목 기준

영업이익 대비 CAPEX·FCF 비중의 구조 변화



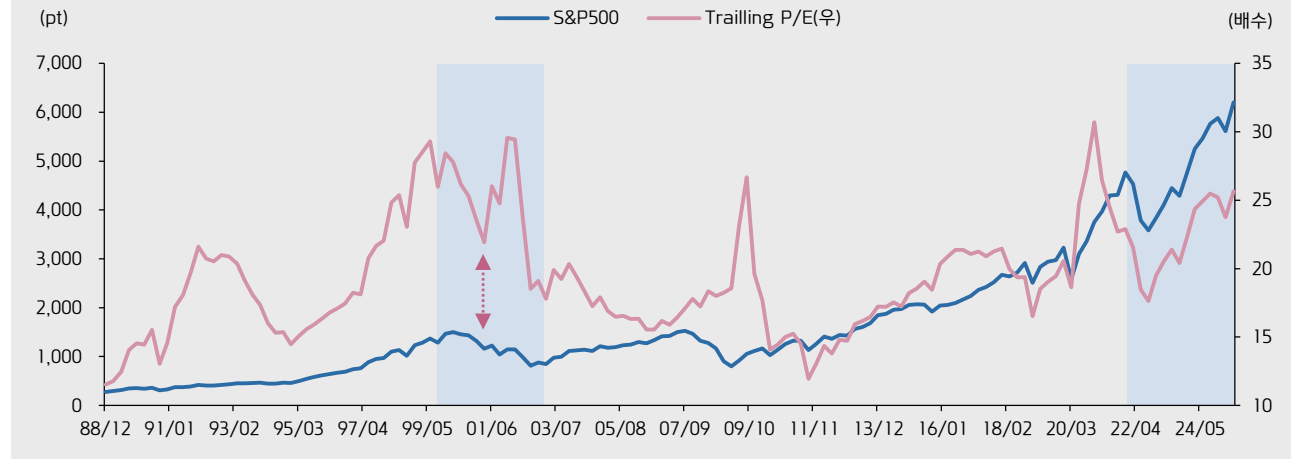
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ IT 버블 시기와 현재의 구조적 차이점

- IT 버블기에는 Trailing PER이 주가 대비 과도하게 괴리 확대 후 급격한 수축이 나타남. 현재 구간은 Trailing PER이 주가와 동행하며 완만한 범위 내에서 움직여, 가격 상승의 주된 동인이 이익 증가임을 시사
- 이는 앞서 언급했듯 'AI=생산성 투자'의 도 다른 근거이며, 현재 구간이 IT 버블과는 구조적으로 다를음을 증명하는 요소

S&P500 주가 vs Trailing PER: 버블기 괴리와 현재 동행성 비교



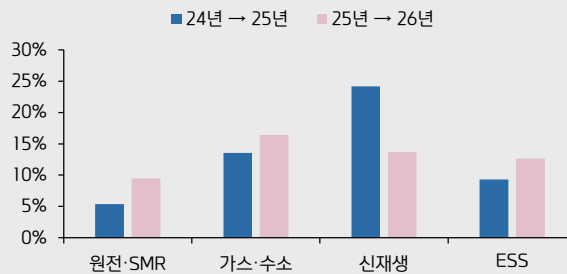
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 전력 인프라와 AI 소재 실적 전망을 통해 본 AI 인프라 사이클

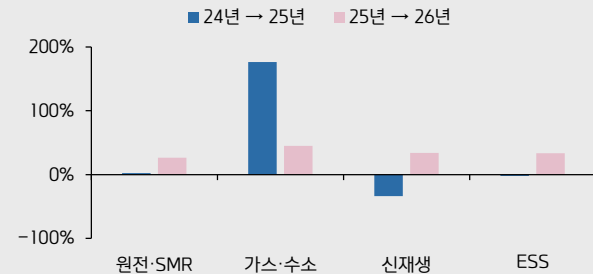
- 원전/SMR·가스/신재생/ESS 전력 인프라는 '24→25년 성장률이 모두 (+) 전환됐고, '26년 영업이익 역시 모두 (+) 구간으로 진입
- AI 소재 카테고리 중 희토류와 우라늄은 '26년 폭발적 매출 성장이 예상되나 탐사 비용에 따른 '26년 영업이익 전망은 (-)

전력 인프라 산업별 매출 성장률 비교



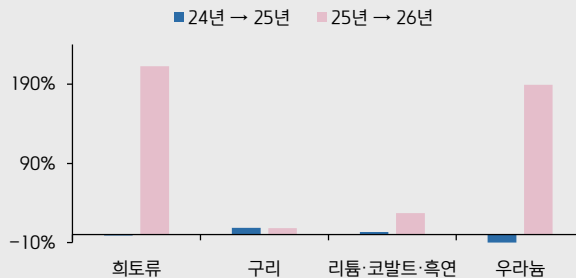
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

전력 인프라 산업별 영업이익 성장률 비교



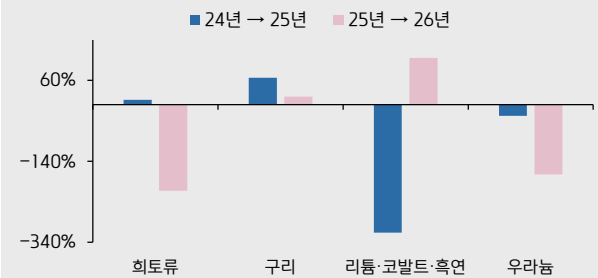
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AI 핵심 소재 산업별 매출 성장률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AI 핵심 원자재 산업별 영업이익 성장률 비교



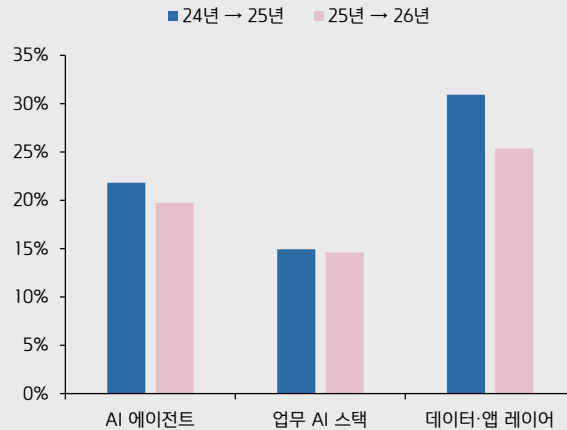
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 돈이 되는 생산성 AI

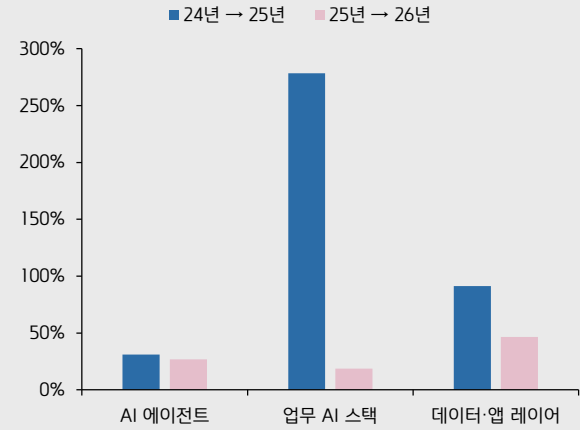
- AI 생산성 관련 산업 중 '26년 매출 성장률은 데이터/앱 레이어 → AI 에이전트 → 업무 AI 스택 순으로 강함
- '25년 압도적으로 높은 영업이익 성장률(+278%)을 보인 업무 AI 스택은 '26년 가장 저조한 영업이익 성장률(+18.7%)을 보일 것으로 예상되며, 데이터/앱 레이어와 AI 에이전트의 '26년 영업이익 성장률은 각각 46.5%, 26.8%로 시장은 내다봄
- AI 생산성 관련 산업은 비용 효율화를 통해 기업 마진 축소에 효용이 있으나, 소프트웨어인 만큼 AI 소재 및 전력 인프라 대비 보급 속도가 빠름

AI 생산성 관련 산업 매출 성장률 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AI 생산성 관련 산업 영업이익 성장률 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

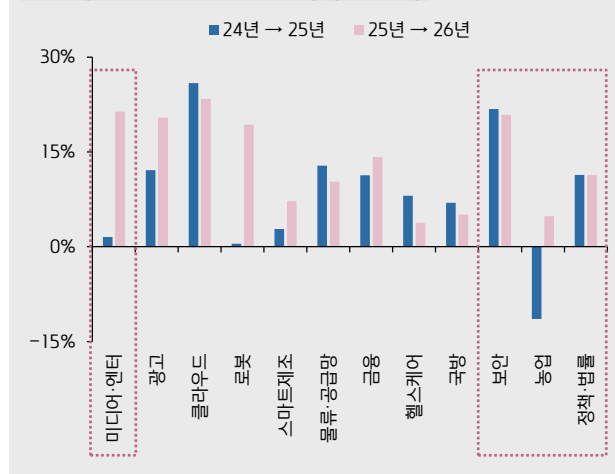
AI '활용' 이 일반 산업으로 번지고 있다



◆ 일반 산업으로 번져 나가는 AI 활용

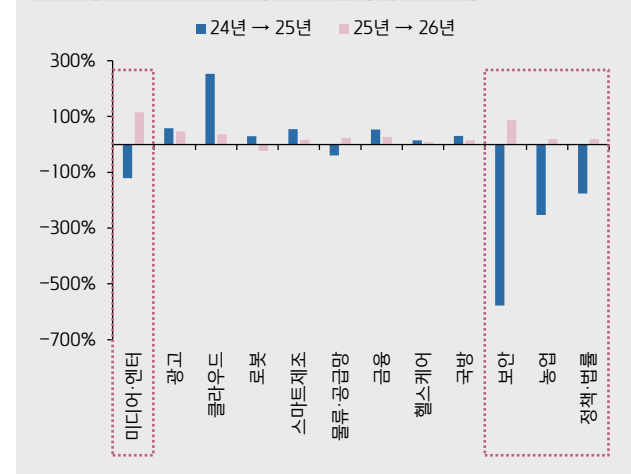
- 광고·클라우드 부문의 높은 '24→'25 매출 성장률은 AI를 활용한 선행적 매출 확대가 이미 가시화된 산업으로 볼 수 있으며, 시장은 '25→'26 매출 성장을 또한 견고할 것으로 판단
- 영업이익 개선 관점에서는 미디어·엔터테인먼트, 보안, 농업, 정책·법률 관련 산업에서 AI 활용을 기반으로 수혜가 나타날 것으로 예상
- 특히 사이버보안 분야는 AI가 일반 산업으로 확산되는 과정에서 속도보다 안정성이 더욱 강조되고 있어 중요도는 지속적으로 높아질 것으로 판단
- 이처럼 2025년은 전력 인프라·AI 소재·반도체 중심의 수급 수혜가 집중되었다면, 앞으로의 AI 수혜는 점차 타 산업으로 확산되는 국면으로 전환될 것으로 전망

AI 활용 관련 산업별 매출 성장률 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AI 활용 관련 산업별 영업이익 성장률 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AI 관련 산업별 분류 및 이익 비교



AI 전력 수요 확대 → 에너지 밸류체인 변화	12M FWD PER	영업마진	매출 상승률 전망		영업이익 상승률 전망	
			24년 → 25년	25년 → 26년	24년 → 25년	25년 → 26년
전통 원전 + 차세대 SMR	38.91	11.6%	5.4%	9.5%	2.1%	26.4%
천연가스 및 수소 발전	85.14	11.3%	13.5%	16.4%	176.4%	45.1%
태양광·풍력·수력 등 청정에너지	15.76	12.9%	24.2%	13.7%	-33.6%	33.9%
ESS(에너지 저장 장치)	90.15	20.4%	9.3%	12.6%	-2.3%	33.4%
핵심 소재(자원 밸류체인)						
희토류	350.64	-72.0%	-1.0%	212.7%	11.6%	-212.7%
구리	16.21	23.7%	8.7%	8.1%	66.6%	19.5%
리튬 / 코발트 / 흑연	-	-4.1%	3.3%	27.2%	-316.2%	115.3%
우라늄	-	-120.4%	-9.8%	189.3%	-27.8%	-172.6%
생산성 AI						
AI Agents / 온디바이스 AI / 퍼스널 AI	28.43	35.1%	21.8%	19.7%	31.1%	26.8%
실질 ROI형 생산성 스택(업무 앱/백오피스)	35.57	14.5%	14.9%	14.6%	278.3%	18.7%
데이터·앱 레이어(플랫폼/옵저버빌리티/DB)	166.43	-24.3%	30.9%	25.4%	91.1%	46.5%
AI 활용 산업 분야						
미디어·엔터테인먼트	49.76	-48.4%	1.6%	21.4%	-120.6%	114.9%
광고 (AdTech)	35.36	21.6%	12.1%	20.5%	57.8%	46.2%
클라우드 (Cloud: IaaS/PaaS/SaaS 인프라 중심)	166.80	-15.8%	25.9%	23.4%	252.8%	35.7%
로봇·휴머노이드	53.31	8.5%	0.5%	19.3%	28.7%	-23.3%
드론·무인항공 (UAS/UAV)	139.94	-14,6295.8%	48.7%	15863.9%	21.3%	41.2%
자율주행 소프트웨어 / 라이다	-	-335.4%	11.7%	284.5%	-21.4%	-11.7%
스마트 팩토리	33.35	13.0%	2.8%	7.2%	54.5%	16.8%
물류·공급망	43.49	-1.7%	12.9%	10.3%	-39.4%	23.1%
금융	39.80	33.9%	11.3%	14.2%	53.0%	27.5%
헬스케어	17.24	8.4%	8.1%	3.8%	14.1%	7.0%
제약·바이오	22.37	18.2%	14.6%	11.2%	-754.7%	19.2%
국방 (정찰·전자전·시스템 통합 등)	22.29	9.3%	6.9%	5.1%	30.2%	13.9%
사이버보안	93.83	-16.0%	21.8%	20.9%	-577.4%	87.2%
농업	19.81	8.3%	-11.4%	4.8%	-252.6%	19.4%
정책·법률·예측형 협업 AI	39.32	4.3%	11.4%	11.4%	-176.6%	19.5%

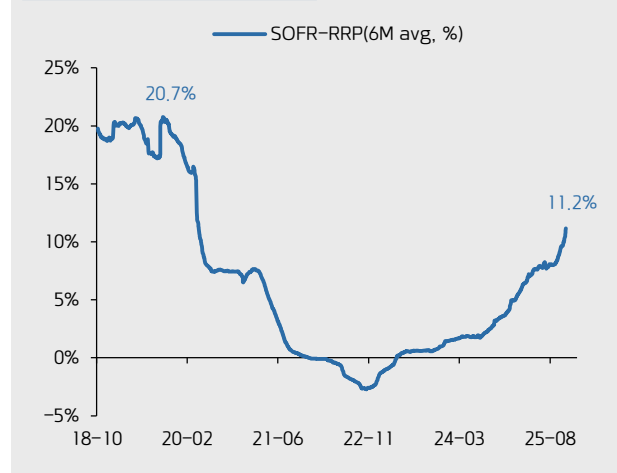
자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치, 주) 25년 → 26년 영업이익률 높은 Top3 종목 기준



◆ 유동성 관점에서 풀어본 연준의 QT 중단 사유

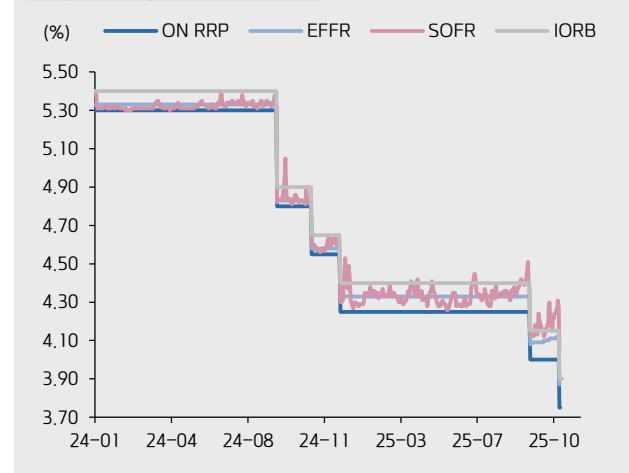
- 2022년 11월~2023년 5월 사이 SOFR-RRP 스프레드는 저점을 형성한 뒤 확대되기 시작했으며, 2023년 5월 이후 일시적 둔화 구간을 거쳤다가 2024년 7월 이후 다시 상승 폭이 확대되는 흐름이 나타남
- 이는 소비 구조의 견조함과 유동성 체계 내 선택 금리가 변화하고 있음을 시사. SOFR-RRP 스프레드는 “시중 자금 중 RRP라는 바닥 금리를 선택한 비중”이라고 볼 수 있으며, 지금은 점차 RRP가 아닌 IORB를 바닥 금리로 선택하는 흐름이 강화되고 있음
- 즉, MMF가 아닌 은행이 대출의 주체가 되는 중이며, 유동성 과잉으로 MMF가 레포 시장의 자금 공급자 역할을 했던 단계가 종료 국면에 진입함. 다만 SOFR 스트레스가 점차 누적되고 유동성 ‘과잉’ 국면이 종료되었다고 판단한 연준은 QT 중단을 선언

SOFR과 RRP 금리 갭 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 2024년 말 집계

미국 금리 종류별 추이 비교



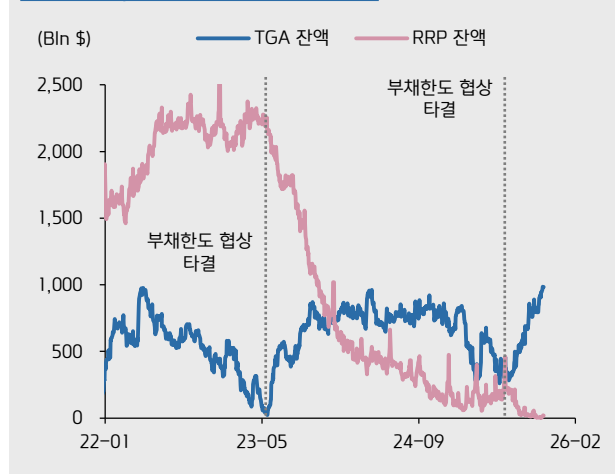
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 인플레이션 걱정은 잠시 내려두자

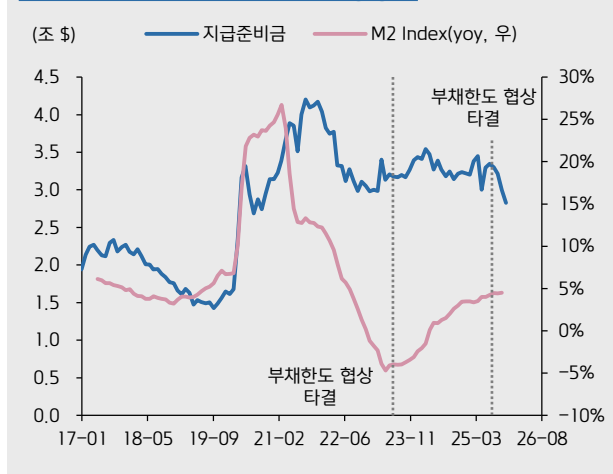
- 9월 말 목표였던 TGA 8,500억 달러는 이미 초과 달성됐고, 현재 9,640억 달러 수준에 도달. RRP가 거의 소진된 상황에서 TGA를 채우는 과정에서 지급준비금과 RRP가 추가적으로 감소했으나 이제는 목표치는 이미 충분히 충족
- 앞서 설명한 대로 '유동성 과잉' 국면이 마무리되는 시점에서 연준은 QT 중단을 선언했고, 이로 인해 향후 시장은 매파적 스탠스 보다는 완화적 통화정책을 지향하는 정부의 모습을 관찰하게 될 것. 보험성 금리 인하는 이것의 첫번째 스텝
- 한편 인플레이션 우려는 과장된 측면이 있다고 판단. 현재 상황은 QE가 아닌 QT 중단 조치이며 앞서 언급했듯 유동성 '과잉' 국면이 이제 종료되었기 때문. 기준금리 역시 '보험성'이라는 성격에 따라 내년 1~2회 정도의 인하 폭 만이 예상됨
- 이를 통해 볼 경우 유동성이 풍부한 환경은 맞으나 과잉 공급될 여지는 크지 않은 구조이며, 따라서 유동성 기반 인플레이션 리스크를 과도하게 걱정할 필요는 낮다고 판단

TGA 잔액 추이와 RRP 잔고 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

지급준비금과 M2 Index YoY 상승률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 물가 영향력 = 유가 & 주거비 > 관세

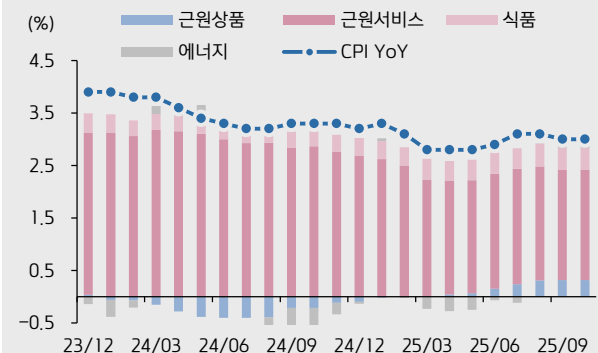
- 관세로 인한 인플레이션 자극 논의가 시장 안에서 제기되나, 이보다 더욱 중요한 요인은 유가 및 근원 서비스 CPI
- 사우디아와의 관계 개선, 셰일 오일 생산량 증대 등을 감안할 때 트럼프에게 유가 상승 억제 카드가 몇 개 있음
- 근원 서비스 CPI 속 주거비도 느리지만 꾸준히 하락하는 중
- 최근 기존 주택 공급량이 점진적으로 개선되고 있어 임대료 상승 압력을 일부 상쇄하고 있기 때문
- 이와 같은 상황을 감안할 때, 관세로 인한 CPI 급등 가능성은 높지 않다고 판단

WTI와 브랜트 유 가격 추이 변화



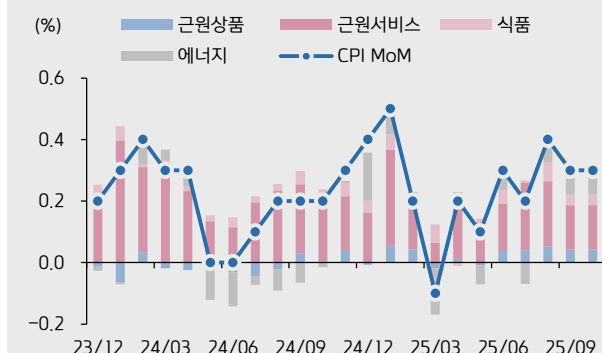
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Core CPI 구성 세부 항목별 YoY 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Core CPI 구성 세부 항목별 MoM 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

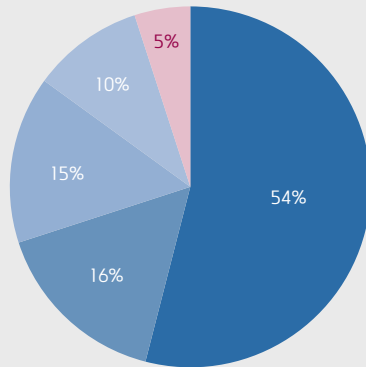


◆ AI의 세계화, 소버린 AI

- 소버린 AI 확산으로 데이터센터 건설이 미국 내수에서 비미국 지역으로 단계적으로 확장되는 흐름이 점차 관찰 됨. 올해는 중동을 시작으로 유럽, 소수 아시아 국가 등이 AI 인프라 구축에 관심을 보임
- 핵심 기술과 IP는 여전히 미국 기업에 집중되어 있어 GPU·AI 가속기, HBM·DDR 메모리, EDA·소프트웨어 스택, DC 설계·패키징, 네트워크 패브릭 등에서 미국 기업이 중심적 위치에 있음
- 해당 흐름은 이제 시작되는 단계이며, 미국 기업들에게 기술적으로 의존할 수 밖에 없는 구조는 글로벌 CapEx가 미국 기업 이익으로 환류될 수 있음을 시사

미국 중심의 하이퍼스케일 데이터센터

■ 미국 ■ 중국 ■ 유럽 ■ 기타 아시아·태평양 ■ 기타 지역



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 2024년 말 집계

AI 인프라 구축을 위한 세부 산업 분류

AI를 위한 산업	세부 분야
반도체·컴퓨팅	GPU/AI 가속기 설계, 파운드리, 고대역폭 패키징, 메모리(HBM·DDR5)
데이터센터/DC 건설	하이퍼스케일 DC, 모듈러 DC, 서버·랙, DC 시공
전력·냉각	발전·PPA, 변전·UPS, ESS, 수·공랭·액침냉각
네트워크	DC 내부 400/800GbE, InfiniBand/NVLink, 장거리 광망, 엣지/MEC
데이터·스토리지·보안	데이터 레이크/레이크하우스, 메타데이터·거버넌스, 암호화·접근통제
AI 소프트웨어·MLOps	분산학습 프레임워크, 모델 서빙, 모니터링·거버넌스
건설·규제·엔지니어링	DC EPC, 기계·전기·설계, 인허가·환경·보안 컨설팅
서비스·엣지 단말	산업·공공·로봇·드론용 AI, 클라우드 MSP/SI

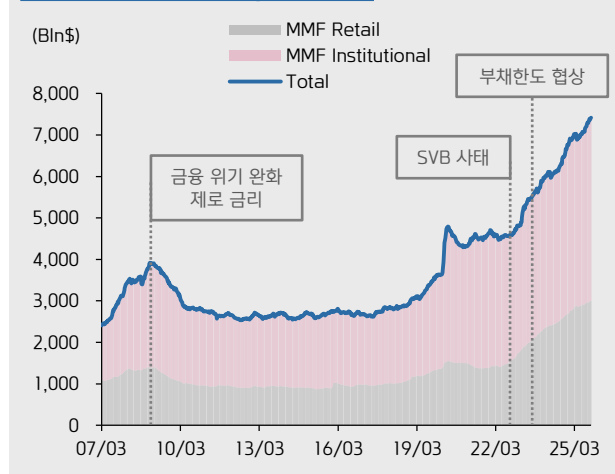
자료: 키움증권 리서치



◆ MMF가 만들어낸 유동성 순환

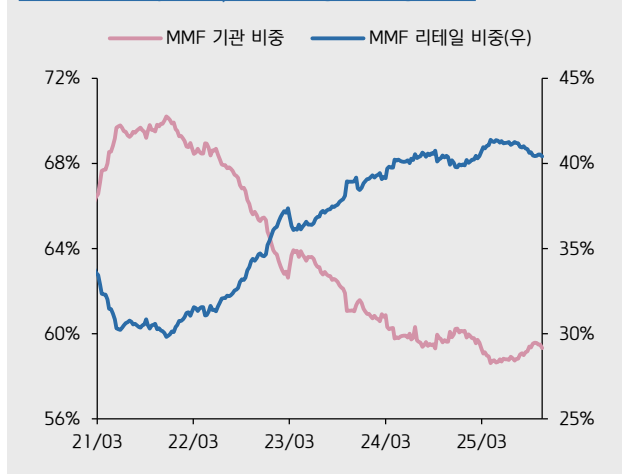
- 올해 7월 부채한도 협상이 통과된 이후 재무부의 T-bill 발행이 크게 증가했고, MMF가 주요 매입자 역할을 수행하면서 정부의 자금 조달 여건이 우호적으로 전환. 미국 MMF 잔고는 사상 최고치 7.4조 달러를 기록
- 자금 흐름은 MMF → T-bill 매입 → TGA 축적 → 재정 지출 → 시장으로 이어질 가능성이 높으며 MMF 자금이 원래는 RRP에 많이 포진되어 있었음을 감안할 때 RRP 잔고가 결국 시장으로 방출될 것임을 알 수 있음
- 물론 단기적으로 RRP 자금이 소진되면서 단기자금 시장과 레포 시장에 버퍼가 약화되자 SOFR이 올라가는 불안이 형성되고 있지만, 장기적으로는 결국 재정 지출을 통해 시장으로 유입될 것이기에 유동성 리스크가 높아질 것이라 판단하기 어려움
- 나아가 RRP는 정부가 보유한 자금이기 때문에 유동성 승수가 1에 가깝지만 재정 지출을 통해 시장에 유입된 자금은 높은 유동성 승수를 만들어내기에 시간이 흐를수록 시장 내 유동성이 풍부해지는 효과가 연출될 수 있음

이벤트에 따른 MMF 총잔고 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MMF 자금 속 기관, 리테일 용도 비중 비교



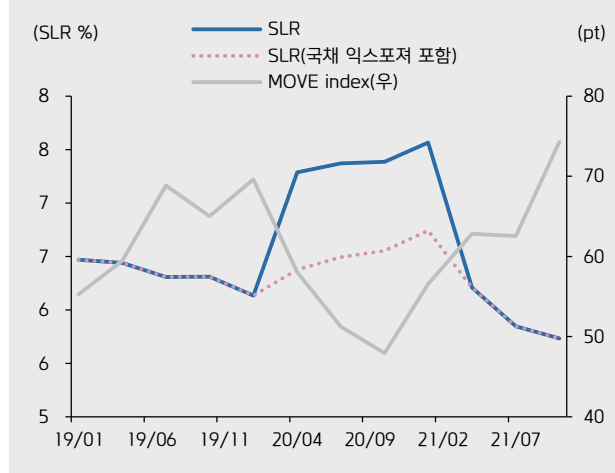
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 2026년의 유동성 창구: 재정지출 > 통화정책

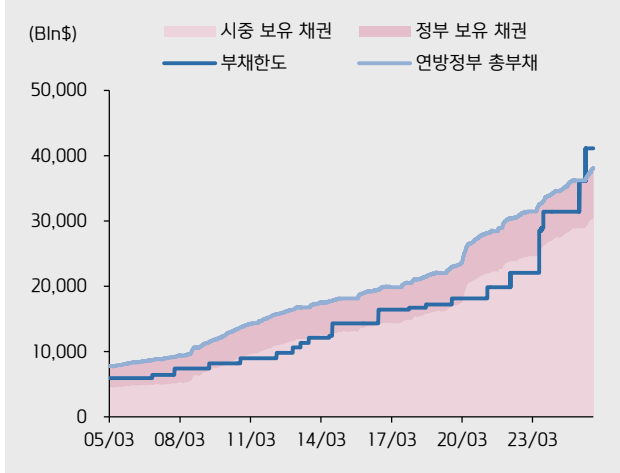
- 2025년 7월 부채한도 협상 타결 후 한도는 41.1조 달러로 상향됐고, 2025년 10월 기준 연방정부 총부채는 38.1조 달러 수준. 즉 약 2.9조 달러의 추가 조달 여력이 남아 있는 상태
- 앞서 언급했듯 MMF 자금이 더 이상 RRP로 유입되지 않는 환경을 감안하면 남은 약 2.9조 달러의 조달 가능 자금은 향후 재정지출 형태로 시장에 흡수될 가능성이 높음
- 부채한도 타결 후 약 4개월 동안 약 1.89조 달러 규모의 부채가 한 번에 발생했으나 이는 누적되어온 조정 수요를 일시적으로 처리한 측면이 강함. 이에 따라 2026년에는 남아있는 2.9조 달러가 점진적으로 시장으로 공급되는 흐름이 전개될 가능성이 있음
- 연준이 공급하는 유동성은 보험성 금리 인하 경로를 통해 느리게 반영될 것이나, 감세 법안을 통과시킨 재무부는 이 재원을 성장 창출 방향으로 적극 활용하려는 동인이 존재하며 이 부분이 2026년 유동성 환경의 핵심 차별 요인으로 작용할 수 있음

유동성 버퍼를 위한 SLR 규제완화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

부채한도 협상 이후 늘어난 정부 부채



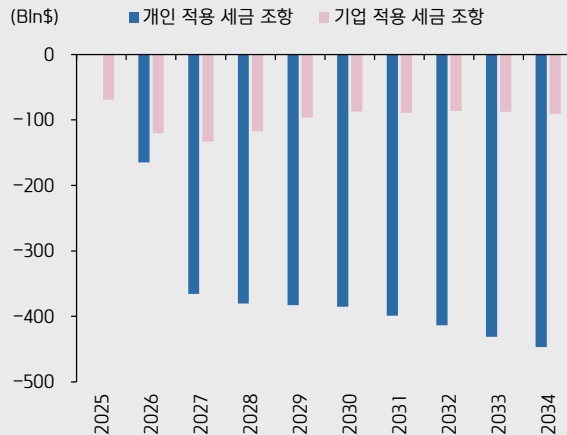
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ OBBBA에 따른 효과가 집중될 2026년

- OBBBA는 TCJA의 개인·상속·일부 기업 조항을 연장·확대해 10년 누적 재정수지에 약 -4.3조 달러를 초래하며, 비용의 중심은 개인 감세(약 -3.36조 달러)이고 기업 측은 R&D·CapEx 비용 즉시상각 등 투자 친화 조치가 핵심
- 수요 채널에서는 개인 감세가 가처분소득을 끌어올리며 총수요·성장을 선행적으로 자극하고, 실질 GDP 성장 기여는 2026년에 +0.09%p로 정점을 찍은 뒤 2025~2034 전체로는 +0.046%p 수준으로 희석됨
- 고용 분야에서는 근로유인 강화 및 경제활동 참가율 개선으로 2026년 +0.9%(약 +150만 명)의 노동 공급 증가가 발생할 수 있음
- 민간투자는 2027년 +1.2%로 피크를 형성한 뒤 2030년 이후에는 축소 압력이 나타나며, 10년물 금리는 2034년까지 평균 +14bp, CPI는 2027년 +0.12%p로 제한적 상승에 머무를 것으로 예상됨

감세 항목별 재정수지 영향



자료: 왓슨 스쿨, 키움증권 리서치

OBBBA의 거시 변수 경로

지표	시기/구간	영향치
실질 GDP 수준	2025~2034 평균	0.50%
	2026년 피크	0.90%
실질 GDP 성장률	2025~2029 평균	+0.09%p/년
	2025~2034 전체	+0.04%p/년
총수요 효과	2026년	피크
노동공급 수준	2025~2034 평균	0.60%
	2026년 피크	0.90%
	2034년	0.60%
노동공급의 GDP 성장 기여	2025~2029 평균	+0.08%p/년
	2025~2034 전체	+0.03%p/년
민간투자	2027년 피크	1.20%
	2030년 이후	음의 전환
10년물 국채금리	2025~2034 평균	+14bp
인플레이션(CPI-U)	2027년 피크	+0.12%p

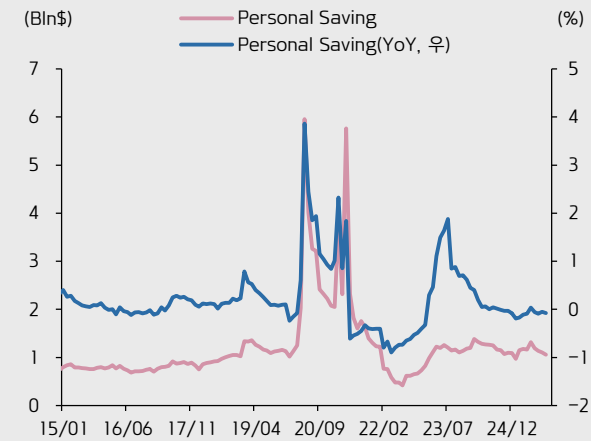
자료: CBO, 키움증권 리서치



◆ 2025년 전체 가계 소비 및 저축은 '정상' 범주 안

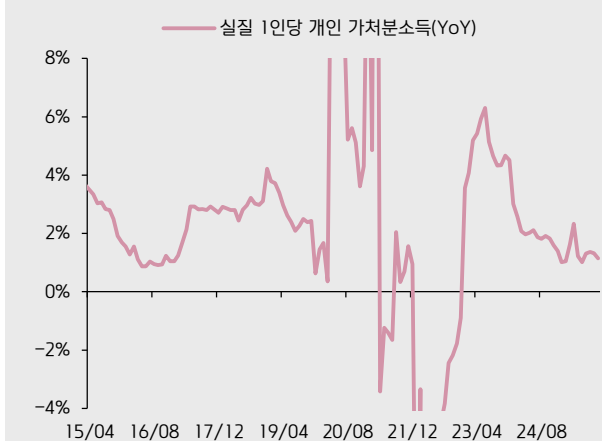
- 개인저축 수준과 증가율은 팬데믹 시기의 급등락 구간을 모두 흡수하고 2020년 이전 장기추세 영역으로 복귀한 상태
- 실질 1인당 가처분소득(YoY) 역시 코로나 이전 레벨을 회복한 가운데 +1.1%의 플러스 흐름을 유지하고 있어, 가계 지출 패턴이 '정상화 트랙'에 진입했음을 시사
- 이러한 흐름은 금리인상·QT 국면에서도 큰 구조적 훼손이 확인되지 않았다는 점에서 의미가 있고, 시장 안에서 언급되는 소비 둔화 가능성은 전체 소비가 아니라 저소득층 중심의 취약성을 지칭하는 맥락
- 가계전체 소득·저축 환경은 QT 중단과 보험성 금리인하 병행까지 고려할 경우 체력이 유지될 가능성이 높다고 판단하며 2026년 소비 급락 또는 시스템 리스크 가능성은 제한적이라 판단

개인저축 수준·증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

실질 1인당 가처분소득(YoY)



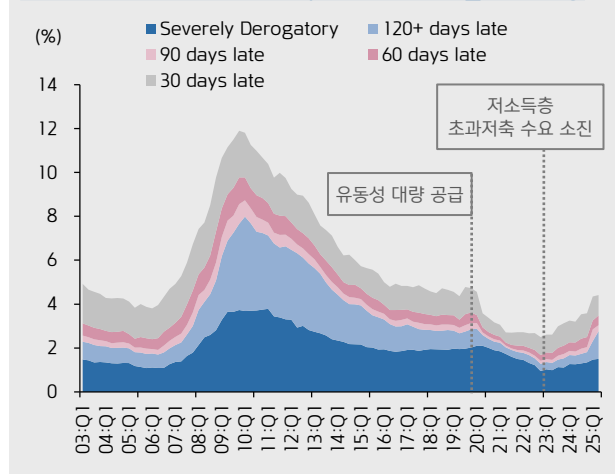
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 저소득층 소비 회복의 필요성

- 코로나 기간동안 쌓였던 초과저축이 저신용 구간에서 먼저 소진되며 연체율이 반등했고, 총연체(30일+)는 과거 피크 대비 낮지만 최근 4% 수준까지 상승
- 연체 반등의 중심은 저소득층 소득 둔화와 맞물린 카드 대출 및 학자금 대출 등이며, OBBBA의 개인소득세 감면은 세액 자체가 작은 저소득층에 체감효과가 제한적. 오히려 이전지출·의료 지원 축소가 병행될 경우 순효과가 저소득층에 불리하게 작용할 가능성이 높음
- 성장 정책의 효과와 별개로 소비 안정에는 하위 소득층 대상 환급형เครดิต·근로 장려·식료·의료 보조 등 현금흐름 직접 개선책의 승수가 높아 단기 소비 회복에 유리한 조합이며, 향후 시작될 재정 지출의 지원 일환으로 저소득층 소비 보전이 진행될 수 있음

연체 단계별 추이: 초과저축 소진 후 연체율 4% 반등



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

소득에 따른 OBBBA 감세 분배효과

	0~20	20~40	40~60	60~80	80~100
-20	-22,000	-15,100	-16,000	-10,800	-6,600
-10	-21,100	-14,300	-15,000	-10,000	-5,700
0	-17,200	-9,600	-9,800	-4,300	2,600
10	-14,400	-4,100	-4,100	5,600	32,500
20	-9,400	-700	300	18,600	48,700
30	-21,000	-10,900	-2,400	19,400	53,200
40	-31,800	-21,900	-2,000	10,500	71,800
50	-38,300	-19,400	200	22,600	79,500
60	-36,900	-8,700	5,400	22,100	72,900
70	-28,200	5,500	23,900	53,900	152,000

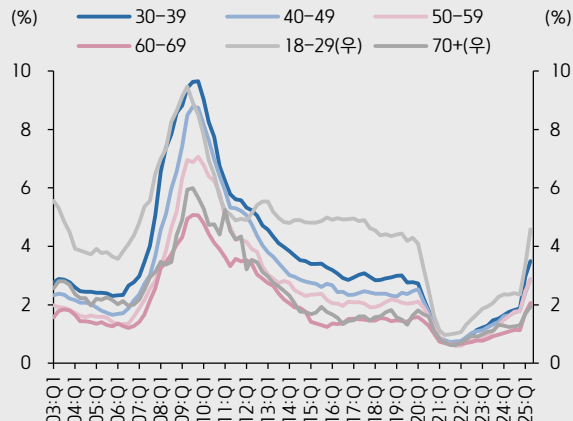
자료: 와튼 스쿨, 키움증권 리서치, 주) 가로: 소득 범위, 세로: 정책 시행 시점 나이



◆ 청년층 소비 방어도 필요하다

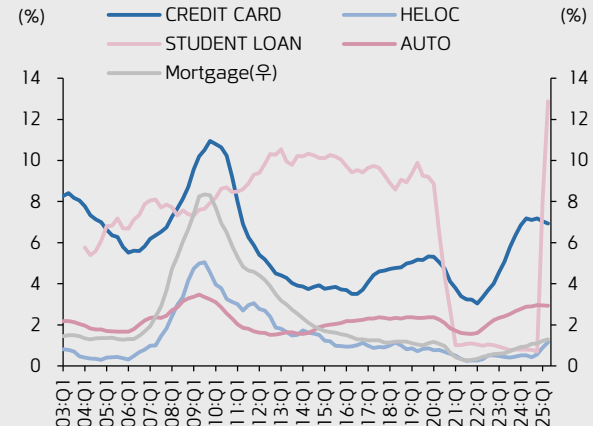
- 대출 유형별로 보면 학생대출과 신용카드 연체율이 상대적으로 높고 모기지·HELOC은 안정적이어서 시스템 리스크는 제한적
- 다만, 학자금 상환 재개와 공적 교육재정의 체감 축소로 학생대출 잔액과 상환부담이 커졌고, 18-29세의 90일+ 연체 전환이 급등해 청년층 가처분소득을 제약할 수 있음
- 정책 시사점으로는 감세 중심 접근만으로는 소비 안정이 어렵고, 청년층 대상 상환유예/소득연계 상환(IDR) 보완, 이자보조·펠그랜트 확대 등 현금흐름 직접 개선책을 병행할 필요가 높아짐

연령별 90일 이상 연체 전환 비율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

대출 종류별 90일 이상 연체율



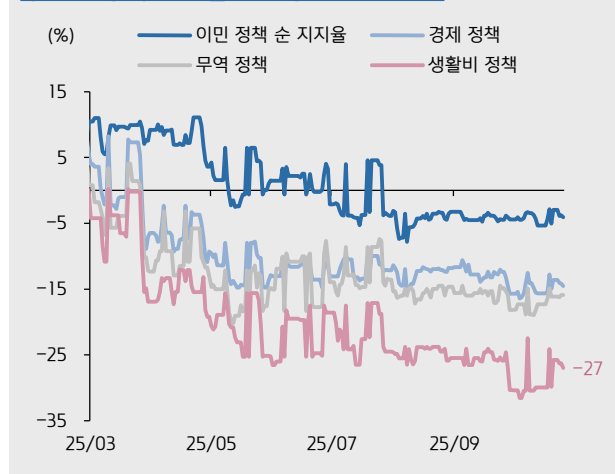
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 고용을 통한 저소득층 민생 안정 가능성

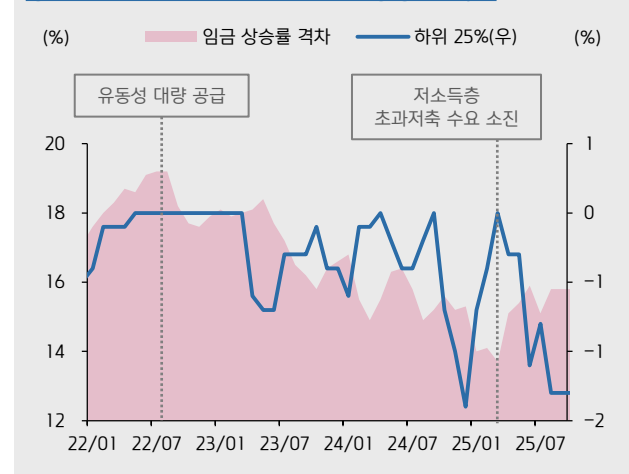
- 트럼프 집권 이후 '생활비 정책' 순지지율이 다른 이슈 대비 가장 낮은 수준을 지속. 이민·무역·경제 등 다른 정책 이슈의 순지지율도 하락세가 반복되나 물가·생계비 부담이 핵심 불만 요인으로 표출됨
- 주가 지수가 크게 반등했음에도 생활비 평가가 부진한 것은 저소득층 체감 물가와 실질소득의 괴리를 반영하며, 이는 QT 종단을 넘어 QE로 넘어가야 한다고 주장하는 사람들의 핵심 근거로 작용
- 상위 25%와 하위 25%의 임금 상승률 격차 또한 저소득층의 초과저축 수요가 소진된 이후 점차 확산되고 있으며, 해당 레벨은 15.8% 수준까지 높아져 저점 대비 +2.8%p 반등
- 내년 중간선거를 앞두고 있는 트럼프 행정부는 지지율 하락과 저소득층 소비력 감소를 만회하기 위해 고용 활성화 방안이 필요. 재정 지출이 저소득층 고용을 많이 일으키는 제조업 및 레저 부문 고용 활성화로 이어질 가능성이 있다고 판단

생활비 정책 지지율이 가장 낮은 트럼프



자료: natesilver, 키움증권 리서치

상위 25%와 하위 25% 간 임금 상승률 격차



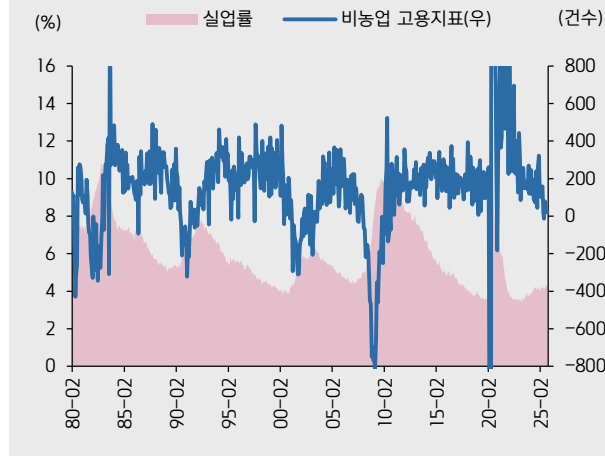
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 노동 저장(labor hoarding) 현상이란 방해꾼

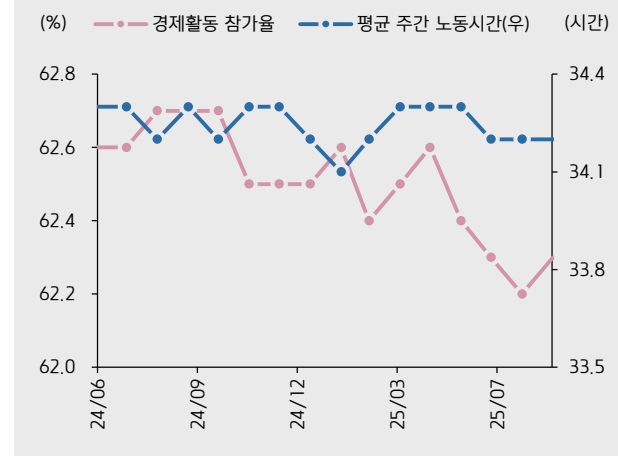
- 잭슨홀 미팅에서 파월 의장이 언급했듯 최근 이민 순유출로 노동공급이 줄었지만 노동수요도 함께 약화되며 단기 균형 상태를 형성
- 비농업 고용지표가 감소하고 있지만 실업률은 4.3% 부근에서 큰 등락폭을 보이지 않으며 위 주장을 반증
- 현재 기업들은 노동 저장(해고·채용 모두 최소화)및 자동화 도입 기반 비용 효율화를 우선하고 있음. 이에 평균 주간 노동시간은 연초 대비 큰 변화가 없으나(노동저장) 경제활동 참가율은 고점 대비 하락세를 연출 중
- 이는 추가 고용의 효용을 기업이 크게 느끼지 못하고 있다는 뜻이기에, 제조업·건설 등 고용 승수 높은 부문의 자발적 재고용을 위한 정부의 정책적 지원이 필요. OBBBA 기반 설비 투자 비용 공제 등이 하나의 움직임

실업률·비농업 고용 흐름과 균형



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

경제활동참가율·평균 주간 노동시간 추이 비교



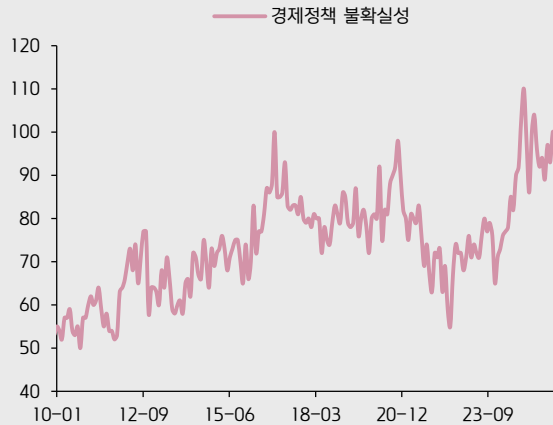
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 중소기업 환경: 불확실성과 투자 제약

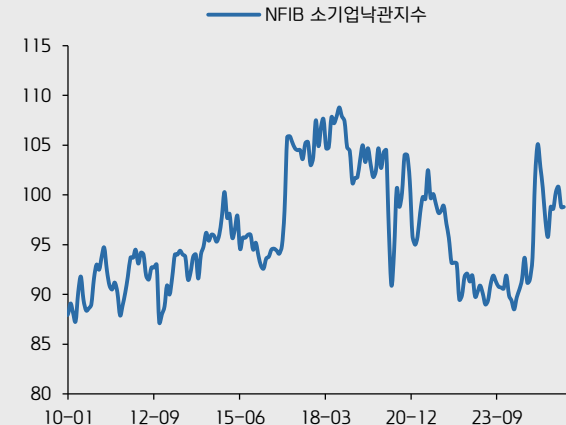
- NFIB는 경제 정책 불확실성이 높아지고 있음에도 소기업낙관지수와 매출 전망이 연초 이후 꾸준히 상승 하는 현상을 관찰
- 이민자 및 관세 정책 등으로 임금상승 압력이 높아진 상태에서 중소기업은 신규 고용보다 노동저장형 비용관리와 AI 활용을 통한 생산성 극대화에 집중함에 따라 매출 전망이 개선된 것
- 신규 채용 예정 역시도 2021년 이후 꾸준히 부진한 흐름을 이어가고 있음

소기업 체감 경제정책 불확실성



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NFIB 소기업 낙관지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NFIB 소기업낙관지수 부문별 차트

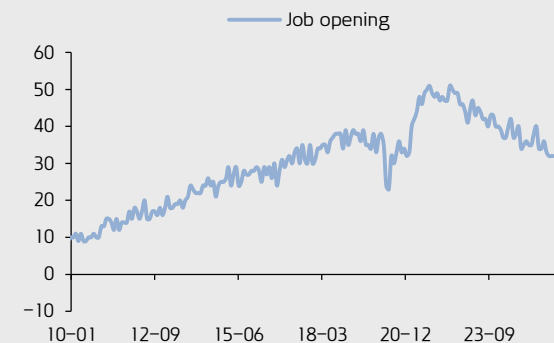


소기업낙관지수 보수 보상계획



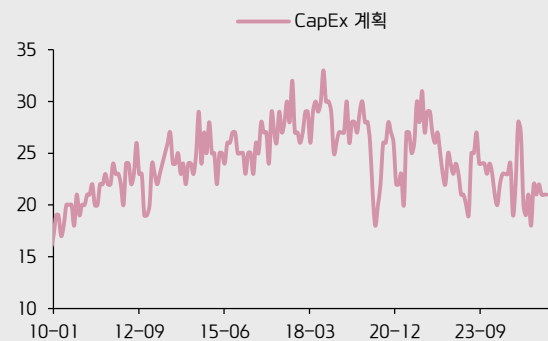
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

소기업낙관지수 구인 계획



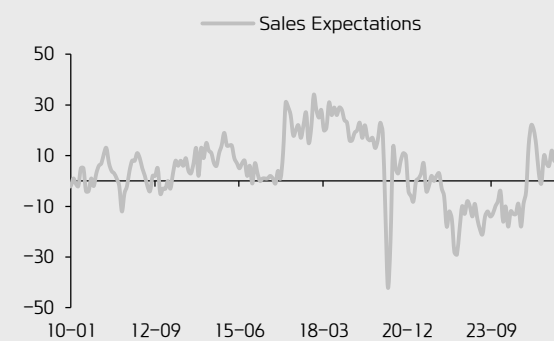
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

소기업낙관지수 CapEx 지출 계획



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

소기업낙관지수 매출 전망 계획



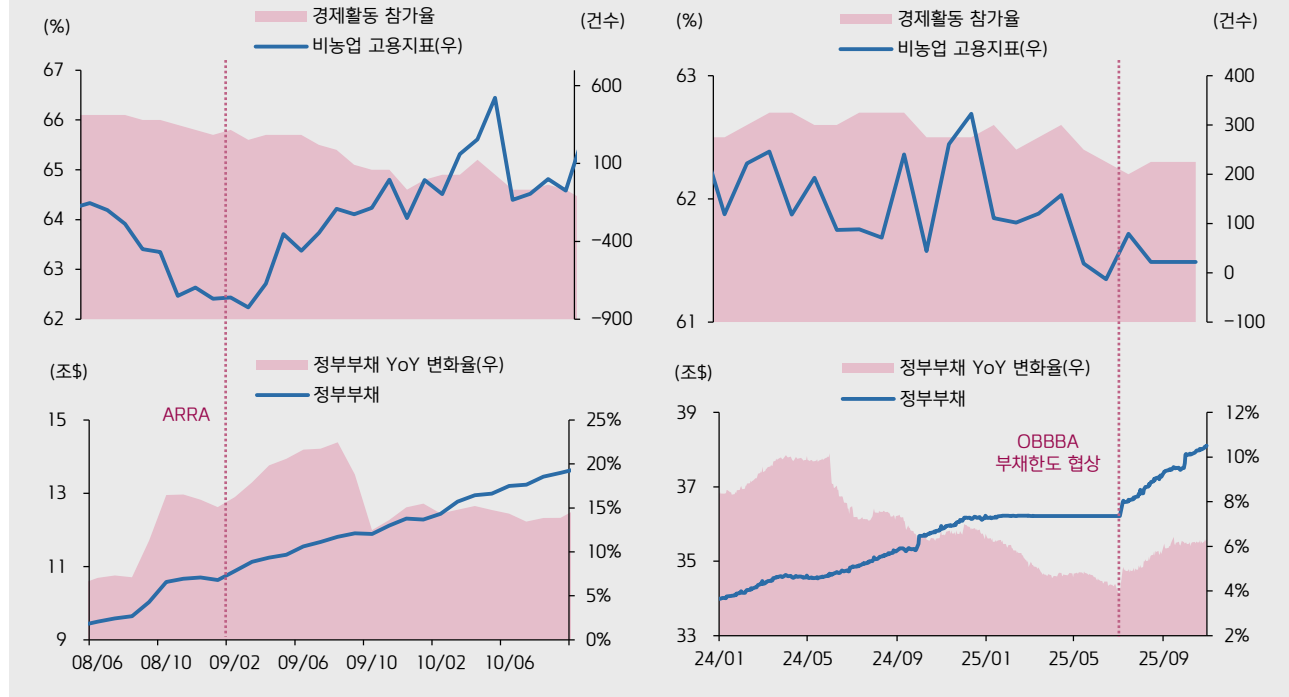
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 본보기로 삼아야 할 오바마 행정부의 재정 정책과 고용 창출

- 과거 오바마 행정부는 약 8.3천억 수준의 대규모 경기부양 법안(ARRA)을 통해 고용을 회복. ARRA는 세액공제, 인프라 투자, 주정부 감원 방지 등을 통해 고용을 창출. 트럼프 행정부 역시 세액 공제, 인프라 투자 등을 진행하고 있으나 고용 반등 효과는 미미한 상황

본보기로 삼아야 할 오바마 행정부의 재정 정책과 고용 창출



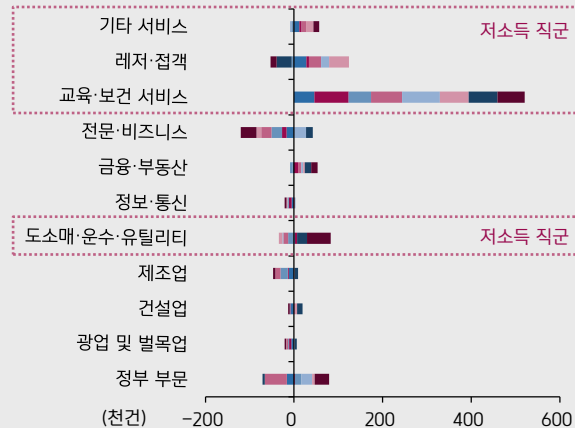
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 고용 회복을 위해 정부의 재정적 지원이 필요한 산업

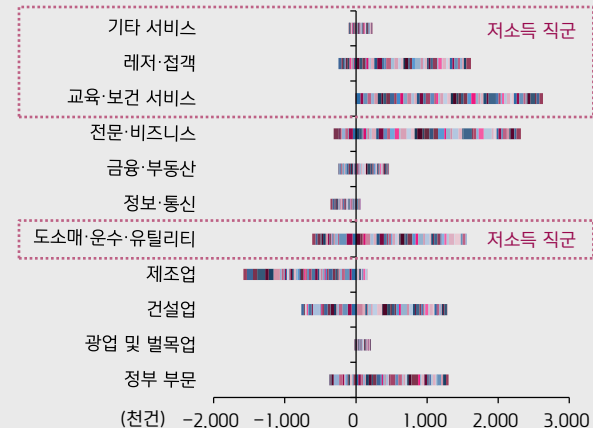
- 저소득 직군은 역사적으로 고용창출의 절대량이 가장 많이 발생한 영역. 금융위기 이전 5년 누적 데이터를 보면 교육·보건 서비스가 가장 큰 고용공급원 역할을 했고, 전문·비즈니스 서비스, 레저·접객 분야가 그 뒤를 이음
- 2025년 현재의 흐름은 과거 구성과 달리 저임금 직종인 레저·접객 및 도소매·운수 부문과 정부 창출 고용이 약화된 상태
- 이는 코로나 이후 비대면·원격 소비 패턴이 구조적으로 고착되며 레저 접객 수요 회복력이 제한된 것과, 트럼프 행정부의 DOGE 정책 효과가 공공부문 고용 확장을 제약한 영향으로 판단
- 따라서 고용 회복 사이클의 1단계는 전통적 저소득 직군(레저 접객, 도소매, 운수 등)의 정상화와 제조업 부문의 동반 회복이 될 것이며, 이 두 축이 함께 살아날 때 고용 반등 탄력이 가장 클 것으로 전망

2025년 산업별 누적 일자리 창출 수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2003년~2008년 초 산업별 누적 일자리 창출 수



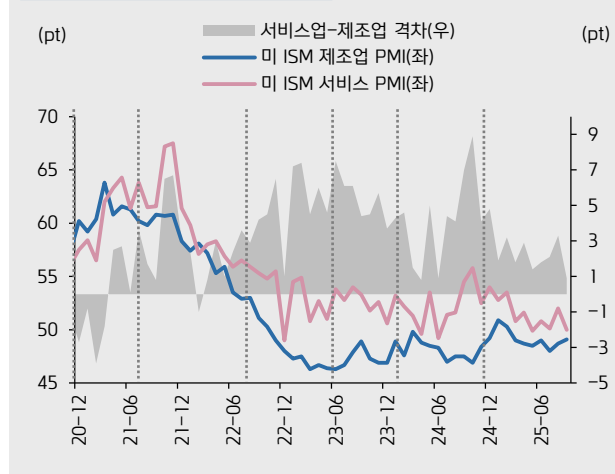
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 제조업 반등은 수단이 아닌 목적

- 제조업 고정투자는 2022년 이후 반도체·데이터센터·에너지 설비 등 자본집약 영역 중심으로 크게 늘었지만 고용 탄력은 낮아, 노동집약 업종(자동차·기계·금속 가공·건설 연계 등)의 회복은 제한됨
- 이에 2023~25년 동안 서비스 PMI가 제조 PMI를 상회하며 제조업 관련 섹터 수익률은 상대적으로 부진
- 2025년 6월 관세 수입 증가, 제조업 중심의 리쇼어링에 따라 서비스 PMI와 제조업 PMI 사이의 격차가 점차 줄어들기 시작
- 관세수입 증가는 재정 측면에서 제조 보조금·세액공제·시설투자 지원 자원 등의 여력을 키울 수 있음

서비스와 제조업 사이의 괴리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

관세수입 급증과 제조업 고정투자 상승



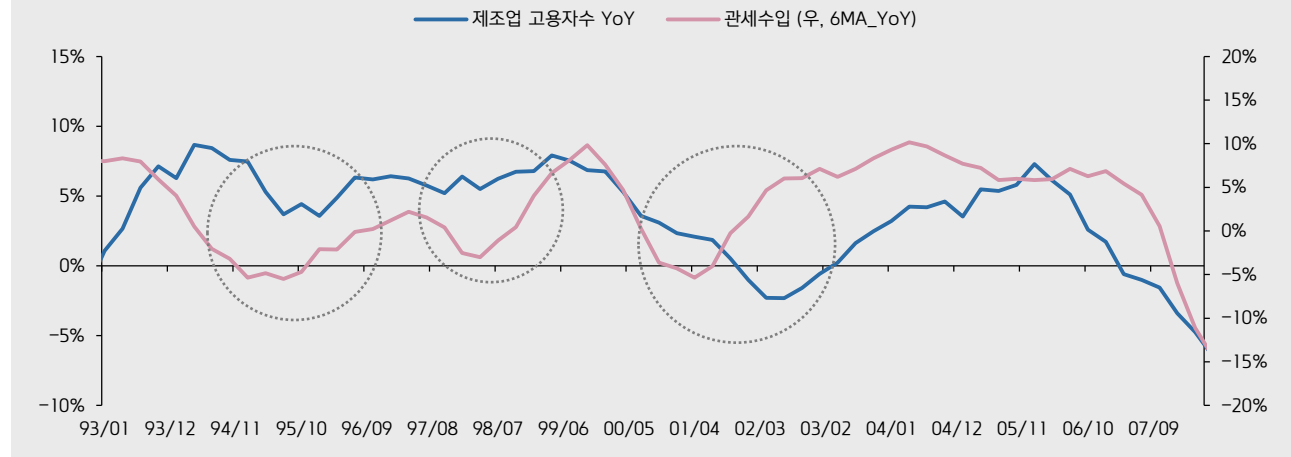
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 제조업 고용에 선행성을 갖는 관세

- 과거 사례를 보면 관세 수입 증기 후 약 6개월~1년 뒤 제조업 고용도 뒤따라 회복되는 경향이 나타남
- 관세수입 급증은 재정 측면에서 제조 보조금·세액공제·시설투자 지원의 재원 여력을 키우며, 이를 직업훈련·현장 자동화 보완·부품 국산화로 연결할 경우 고용 창출 효과를 유도할 수 있기 때문
- 제조업의 중요성을 누구보다 강조하고 있는 트럼프이며, 2025년 6월 이후 관세 수입이 급증했다는 점은 2026년 고용시장의 점진적 회복 흐름을 기대하게 만드는 요인

관세 수입 증가는 제조업 고용 회복에 6개월의 선행성을 보임



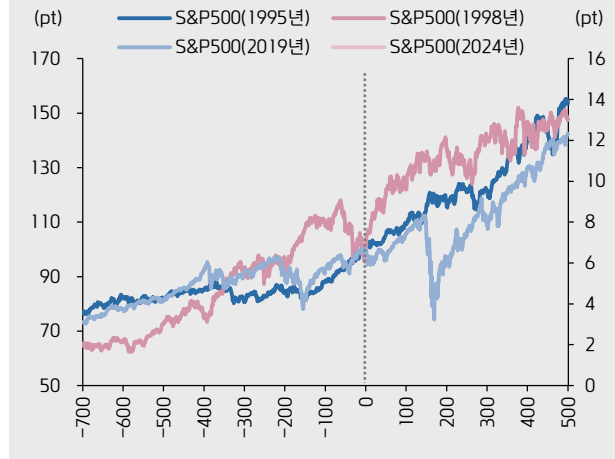
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 보험성 금리인하에 대하여

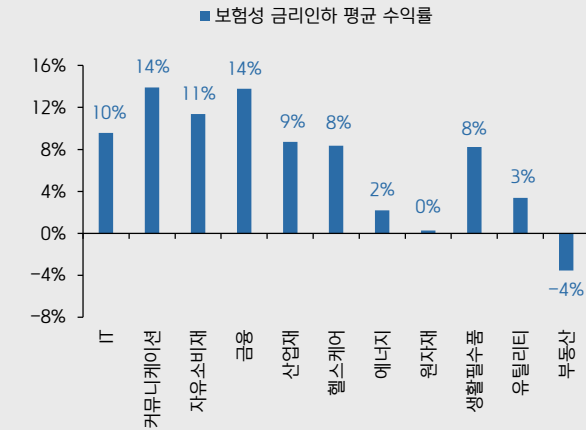
- 과거 네 차례의 이른바 '보험성 금리인하' 구간에서는 인하 개시 이후 주가지수가 대체로 우상향 경로를 보여왔으며, 이는 '경기 안정화 신호 + 완화적 통화정책'의 결합이 위험자산 선호를 재가동시키기 때문
- 섹터별로는 베타가 높은 정보기술(IT)·커뮤니케이션서비스·자유소비재가 상대적으로 높은 평균 수익률을 기록하는 경향이 확인되며, 부동산, 에너지, 원자재 등은 부진한 흐름을 보임
- 경기 안정 및 완화적 통화정책이라는 전제가 유지될 경우, 금년 7월 시작된 보험성 금리인하 국면에서 내년 상반기까지 주식시장은 점진적 상승 경로를 이어갈 가능성이 높을 수 있음
- 물론 금리 인하 폭이 내년 1~2회 정도로 제한되기에 통화정책 효과 보다는 재정정책 기반 증시 부양 효과가 상대적으로 강해질 것

보험성 금리인하의 역사적 패턴



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

보험성 금리인하 국면의 평균 수익률



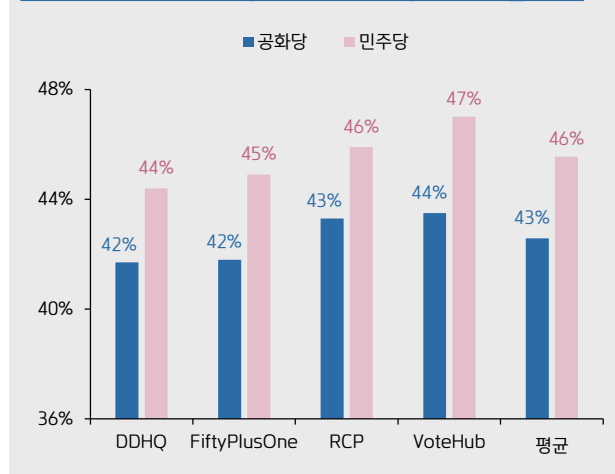
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 트럼프의 성적표, 중간선거

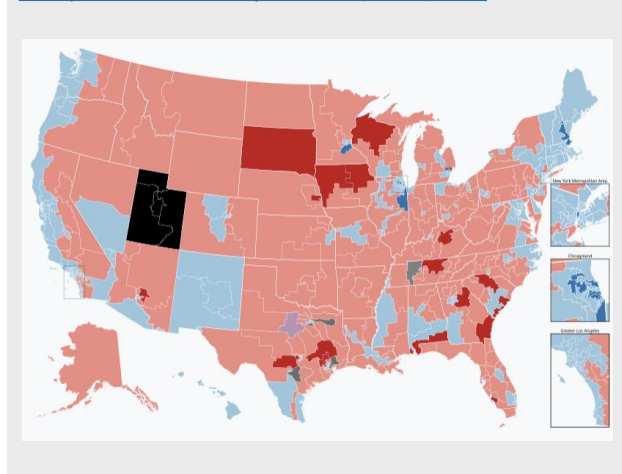
- 중간선거 선거일은 2026년 11월 3일(화요일)로 예정되어 있고, 임기가 2년인 연방 하원의원은 435석 전부 교체되며 임기가 6년인 연방 상원은 100석 중 35석만이 선거 대상
- 35석 선거 예정인 상원에서 민주당이 다수당을 되찾으려면 최소 +4석이 필요 하원의 경쟁구도는 박빙이라는 평가가 많은 상황에서 오하이오 주는 2025년 10월 공화당에게 +2석 유리한 2026년 하원 선거용 새로운 선거구 지도를 만장일치로 통과시킴
- 그러나 시장은 민주당 우위를 전망. 네 개 집계기관 모두 민주당 우세의 결과를 보였으며 평균 약 +3%p로 민주당 우세 컨센서스가 형성됨

여론집계별 2026년 중간선거 민주당·공화당 지지율 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

하원(2026 Midterms) 선거 대상 의석 지도



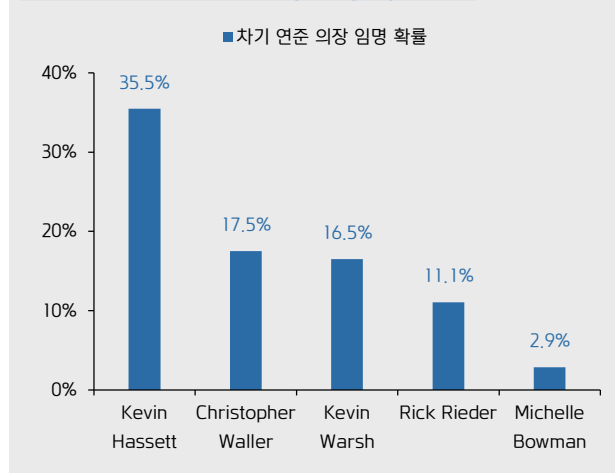
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 검은색 지역이 오하이오 주



◆ 연준의 새로운 헤드는 누가 될까?

- 차기 연준 의장 후보로는 총 4명 정도가 주로 거론되고 있으며, Kevin Hassett가 30%대 중반 확률로 가장 앞선 흐름이고, Christopher Waller와 Kevin Warsh가 10%대 중후반으로 추격하는 구도
- Hassett는 트럼프와 가장 결이 비슷한 인물로 공급측 개혁·감세·규제완화에 우호적. 다만 실무 경험 부족이 리스크로 언급되고 있는 상황. 현직 연준 이사인 Waller도 높은 인준 가능성을 보이고 있으며, 그는 데이터 중심 매파로 평가받음
- Warsh는 전통적 매파로 긴축 선호색이 강해 장기 고금리 유지 가능성이 높고, Rieder는 시장친화 성향이지만 민간 운용 배경이 강점이자 약점으로 작용 중. 가장 임명 확률이 낮다고 평가받는 Bowman은 실무적·점진 규제개편 성향의 중도 매파로 평가됨

여론집계별 차기 연준 의장 임명 확률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

차기 연준 의장 후보 리스트 및 평가

후보	현직·직전 직책	정책 방향
크리스토퍼 월러 Christopher Waller	연준 이사	<ul style="list-style-type: none"> 매파·데이터 의존 QT 축소 지지·완화 전환은 신중 CBDC 매우 회의적
미셸 보우먼 Michelle Bowman	연준 이사 금융감독청 장	<ul style="list-style-type: none"> 중도 매파·QT 축소 지지 지역·중소은행 규제 완화 지향
케빈 워시 Kevin Warsh	전 연준 이사	<ul style="list-style-type: none"> 강경 매파 QE·높은 물가 목표 비판 정책 신뢰성·긴축 기조 강조
케빈 해셋 Kevin Hassett	백악관 NEC 국장 전 CEA 의장	<ul style="list-style-type: none"> 비둘기파(트럼프 기조와 정합) 금리 인하 우호적 친성장·친기업, 감세·공급측 개혁 관세의 인플레이 효과 제한적
릭 리더 Rick Rieder	블랙록 채권 CIO	<ul style="list-style-type: none"> 중도 비둘기파 점진적 금리 인하 주장 유동성 관리 및 신용시장 강조

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2026년 관심 종목 리스트: AI 인프라와 지정학, 유동성이 주도하는 성장 모멘텀



AI 확장 사이클 지속

테마	업종	종목	투자 포인트	시가총액 (\$mIn)	1M 수익률(%)	YTD 수익률(%)
AI 인프라	IT	브로드컴 (AVGO)	<ul style="list-style-type: none"> 추론 수요 증가에 따른 ASIC 시장 성장 수혜. OpenAI, 구글향 대규모 계약 체결 가속기 시장과 함께 네트워킹 인프라 시장 성장 속도도 가파를 것으로 전망되는 가운데 이더넷의 점유율 확대가 기대 	1,661,989	4.0	51.8
	IT	아리스타 네트워크 (ANET)	<ul style="list-style-type: none"> 네트워크 장비 및 서비스 기업, 데이터센터 내 필수적인 이더넷 기반 스위치 시장 점유율 1위 리눅스 기반 EOS를 도입해 사용 호환성이 높으며, 네트워크 자동화 및 확장 관리에 강점 보유 유럽·중동 소버린 AI 프로젝트와 엔터프라이즈·캠퍼스 네트워크 진출, 해외 매출 고성장 지속 	192,992	5.5	38.9
	통신 서비스	알파벳 A (GOOGL)	<ul style="list-style-type: none"> 저평가 요인이었던 반독점 이슈 해소 인프라 다각화를 위해 다수의 클라우드 업체 활용하는 멀티 클라우드 전략 수혜 TPU, 클라우드, Gemini, Waymo 등 실적에 기여할 수 있는 혁신적인 모멘텀 상존 	3,352,106	13.1	46.6
전력 수요 증가	산업재	판타 서비스 (PWR)	<ul style="list-style-type: none"> 미국 전력 인프라 시장 점유율 1위, 전력망 현대화·수요 확대의 직접 수혜주 숙련 인력·공학 역량 내재화로 납기·품질 경쟁우위 확보 사상 최대 수주잔고 기반 중장기 성장 가시성 및 두 자릿수 이익률 유지 	65,411	4.2	38.8
	산업재	버티브 홀딩스 (VRT)	<ul style="list-style-type: none"> 26년부터 본격화될 전력 병목 문제. 단순 발전 규모의 증가 뿐만 아니라 전력의 품질도 중요 냉각관리 뿐 아니라 전력분배와 조절을 담당하는 스위치기어, UPS, PDU 등 솔루션 함께 보유 	69,134	12.9	59.2
	산업재	GE베르노바 (GEV)	<ul style="list-style-type: none"> 26년부터 본격화될 전력 병목 문제. 단순 발전 규모의 증가 뿐만 아니라 전력의 품질도 중요 가스터빈 수주 계속되는 가운데 전력망/전력기기 부문 성장세도 긍정적. 북미 지역 변압기 판매 기업 Prolec GE 26년 중순까지 인수 완료 예정 	148,673	-7.9	66.6
	IT	퍼스트솔라 (FSLR)	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 주요 모듈 제조사 중 본사와 핵심 생산시설을 모두 미국 내에 보유한 유일한 기업 미국 보호무역 정책의 수혜를 받으며, 이에 따라 중기적으로 안정적인 영업이익률 유지 가능 데이터센터 중심의 전력 인프라 투자 증가에 따라 정책 변수에도 불구하고 성장 잠재력 견조 	28,190	14.2	49.1

자료: 키움증권 리서치센터
주: 2025.11.04 기준

2026년 관심 종목 리스트: AI 인프라와 지정학, 유동성이 주도하는 성장 모멘텀



지정학 리스크와 정책 수혜

테마	업종	종목	투자 포인트	시가총액 (\$min)	1M 수익률(%)	YTD 수익률(%)
지정학 갈등 +안보	산업재	에어로바이런먼트 (AVAV)	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 지정학 리스크 대응과 정부의 비전통적 방위 기술 선호 수혜 BlueHalo 인수로 최첨단 방위 생태계 및 독보적 경쟁우위 구축 높은 기술 신뢰도와 수주잔고로 확인되는 성장 가시성 	18,229	-2.6	137.2
	산업재	RTX (RTX)	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 지정학 리스크 대응과 정부의 미사일 및 방공 시스템 기술 선호 수혜 견조한 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 	235,453	5.4	51.8
	산업재	제너럴 다이내믹스 (GD)	<ul style="list-style-type: none"> 미 해군 핵잠수함 전담 건조업체로 해군력 증강의 직접 수혜주 사상 최대 수주잔고 기반의 높은 실적 가시성 확보 견조한 현금흐름과 낮은 레버리지를 바탕으로 안정적 배당·자사주 매입 지속 	92,778	0.0	30.4
	소재	뉴몬트 (NEM)	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 금 생산 1위 기업으로, 금가격 상승 시 높은 레버리지 효과를 통해 매출 및 이익 확대 기대 Tanami Expansion 2 등 주요 프로젝트의 가동으로 2027년 이후 생산량 증가 전망 견조한 재무구조와 적극적 주주환원 기조 유지 	86,101	-9.2	112.0
유동성+ 금융 규제 완화 +M&A 확대	금융	블랙록 (BLK)	<ul style="list-style-type: none"> 세계 최대 자산운용사로 ETF, 사모 투자 기반 자산 관리 및 투자 서비스 등 제공 OBBBA, SLR 규제 완화, 퇴직연금 계좌 사모펀드/대체투자 상품 투자 허용 등 캐피탈 시장 가속화 수혜 	172,962	-8.7	3.4
	금융	씨티그룹 (C)	<ul style="list-style-type: none"> IB, M&A를 포함한 캐피탈 시장 성장 가속화 및 기업들의 대출 활동 증가 수혜 점진적인 금리 인하와 장단기 금리차 영향으로 이자이익 확대 기대 	185,949	3.3	43.5

자료: 키움증권 리서치센터
주: 2025.11.04 기준

테마별 관심 종목 Universe



테마	업종	종목	시가총액 (\$mln)	YTD 수익률(%)	'FY24~26 매출액 CAGR	EBITDA 마진(%)			순부채비율(%)			ROE(%)			PER(배)		
						FY24	FY25	FY26	FY24	FY25	FY26	FY24	FY25	FY26	FY24	FY25	FY26
AI 인프라	IT	엔비디아 (NVDA)	4,828,167	48.0	50	63.4	67.9	63.0	-34.7	-41.5	-44.6	92.2	119.0	90.1	50.7	68.4	43.9
	IT	루멘텀 홀딩스 (LITE)	13,357	124.4	19	10.3	16.1	25.0	174.7	152.6	100.7	-37.0	2.9	24.6	-	95.5	38.3
	통신 서비스	아마존닷컴 (AMZN)	2,665,285	13.6	8	22.5	23.4	21.1	16.3	19.5	24.0	24.7	22.2	19.8	39.0	28.7	26.4
전력 수요 증가	산업재	BWX 테크놀로지스 (BWXT)	18,321	79.9	10	18.4	16.0	15.9	90.8	129.9	83.5	30.3	30.0	27.6	33.8	53.6	53.6
	에너지	넥스트랙커 (NXT)	14,810	173.2	9	17.6	27.1	21.1	-31.5	-45.0	-60.2	-	39.7	31.6	16.7	26.8	23.8
지정화 갈등 +안보	산업재	크라토스 디펜스 앤드 시큐리티 솔루션스 (KTOS)	15,233	242.0	11	9.3	9.1	7.6	-3.4	-0.2	-0.2	1.8	1.4	2.8	185.9	174.8	116.0
	소재	MP 머티리얼스 (MP)	9,723	251.9	52	-24.6	9.4	3.8	6.2	-0.7	-1.2	-7.6	-3.5	8.4	-	-	-
유동성 +금융 규제 완화 +M&A 확대	금융	로빈후드 (HOOD)	121,571	267.1	21	48.4	56.3	46.7	0.3	6.9	9.6	24.4	73.9	60.1	24.4	73.9	60.1

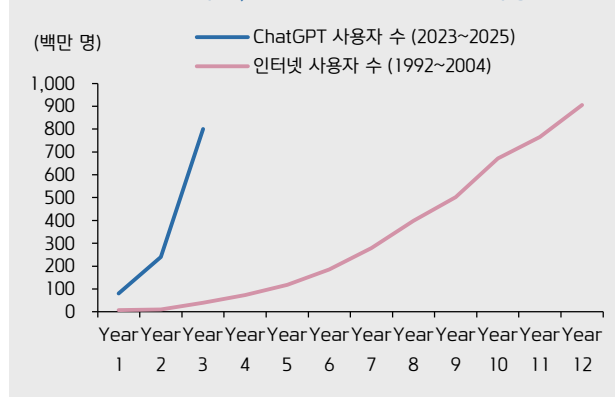
자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치센터



◆ 연결의 시대-인터넷, 연산의 시대-AI

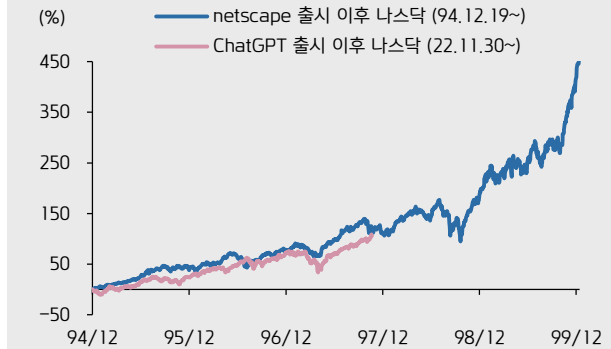
- 닷컴 버블과 비교 시 AI 버블은 현재 강세 사이클의 중반부에 위치. 급격한 자본지출과 매출 증가세, 내부 순환 투자 징후는 유사하나, 추가적인 투자 기회는 여전히 존재한다는 판단
- 과열은 맞으나 닷컴 버블 대비 상대적으로 낮은 밸류에이션, 빨라진 ChatGPT 도입 속도, AI 수익화 모델 창출(AI 응용은 아직 성장 초기기, 관련 서비스 본격화될 경우, 컴퓨팅 수요 계속해서 발생) 모멘텀은 여전히 긍정적 요인. 이에 따른 컴퓨팅 수요 촉진 추세는 지속될 가능성 높음
- 과거 광섬유 네트워크망 과잉 건설(2002년 실제 점유율은 불과 3~5%)과 비교하면 AI 용량 부족 문제가 여전히 확장 사이클을 뒷받침. FY1Q25 기준 글로벌 데이터센터 공실률은 6.6%로 사상 최저치를 기록. 과거 무분별한 IPO 투자와 달리 강한 현금흐름 보유한 빅테크 중심 투자 사이클로 과잉 건설 리스크 상대적으로 낮음

ChatGPT 도입 속도, 출시 불과 3년 만에 8억명 돌파



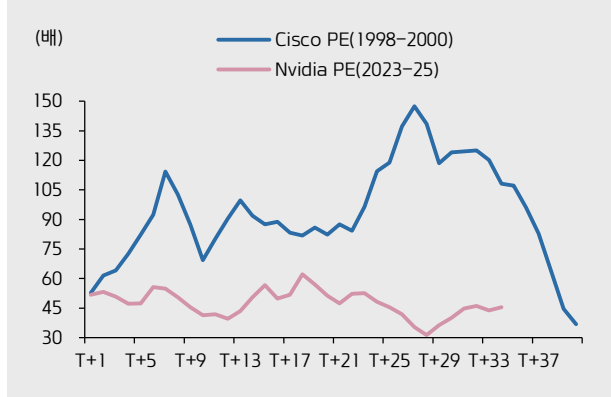
자료: Datareportal, ShahidShahmiri, 키움증권 리서치

닷컴 버블이 보여주는 AI 강세 사이클의 지속 가능성



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

닷컴 시대 시스코 시스템즈 vs. AI 시대 엔비디아



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



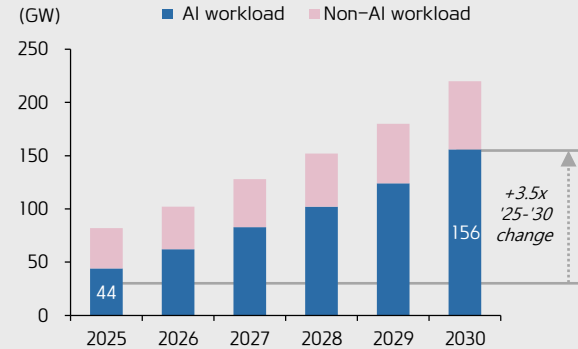
◆ 실제로 다가오고 있는 Agent AI + Physical AI

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

◆ AI 워크로드에 특화된 클라우드 성장 가속화

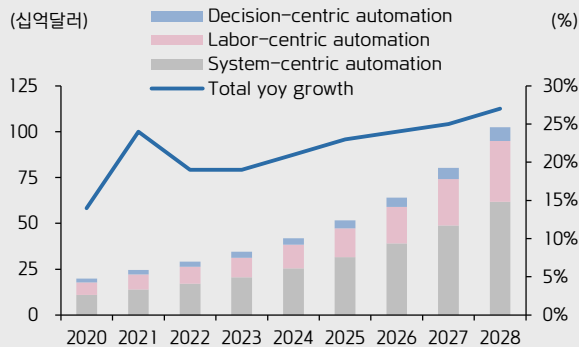
- 2030년까지 데이터센터 CAPA 3배 증가 예상되는 가운데 이를 주도하는 건 AI 워크로드
- Top5 하이퍼스케일러 모두 CAPEX 지출 가속화 및 공격적 스택스 전환. 적어도 2027년까지 AI 인프라 및 클라우드 산업이 AI Agent 생태계 내 가장 가치 창출이 큰 산업일 것으로 판단

데이터센터 AI 워크로드 CAPA 3.5배 증가 예상



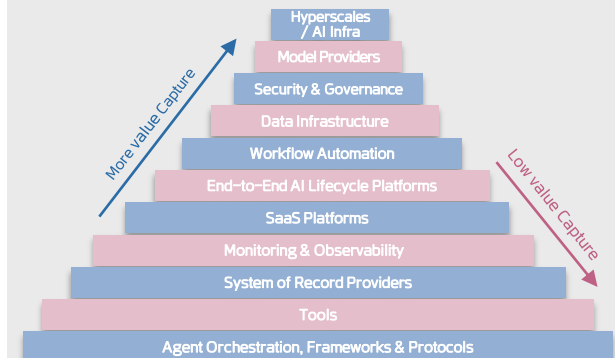
자료: McKinsey

생산 프로세스 자동화 시장 성장 가속화 전망



자료: IDC Research

AI Agent 생태계 및 관련 기업



자료: Morgan Stanley

빅테크들이 주도하는 AI 인프라 투자 빅사이클

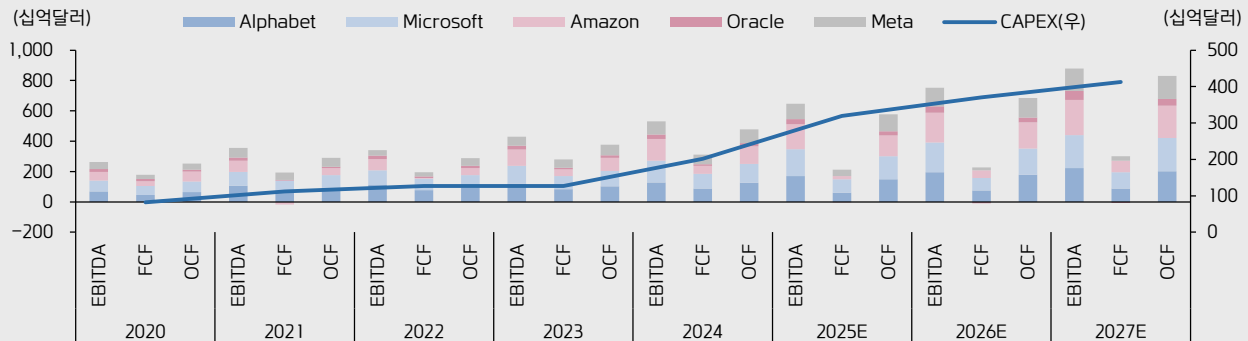


빅테크, 2026년 AI 인프라 투자 기조 더욱 공격적으로 전환

구분	2025 CAPEX	2026 CAPEX	자체 ASIC 칩
마이크로소프트	기존 둔화 전망을 확장 기조로 전환	AI/데이터센터 투자 확대 기조 유지하며 2026 CAPEX 확대 예상	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 차세대 Maia 칩 양산이 2026년으로 6개월 지연(’25.06) ✓ Intel 18A 공정 기반 Maia 2 수주는 비공식 보도 수준(’25.10)
메타	\$700~720억으로 상향	자체 인프라, 외부 클라우드 계약 확대에 따른 FY25 대비 큰 폭의 FY26 CAPEX 성장 을 언급	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 첫 학습(Training)용 자체 칩 MTIA(’25.03) 테스트 공개 ✓ ’26년부터 AI 학습용으로 고연산 작업 대상 자체 칩 활용 계획
구글	기존 \$850억 → \$910~930억으로 상향	FY4Q25, FY26 CAPEX에도 상당한 증가 있을 것으로 예고	<ul style="list-style-type: none"> ✓ TPU 라인업의 중심인 7세대 ‘Ironwood’ GA(일반 공급) 예정, TPU 캐파 투자 확대로 고객/파트너 수요 대응 예정 ✓ Anthropic ‘최대 100만 TPU’ 계획(’26부터 본격 가동 예상)
아마존	\$1,250억	FY25 대비 FY26 CAPEX 상향 예고 (Trainium 칩 및 리테일 물류 인프라 투자)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 자체 칩 Trainium2, 가격대비 성능 30~40% 우수성 재확인 ✓ Project Rainier, Anthropic 사용 중이며 Trainium 2 100만+개 사용 계획 발표 ✓ ’25년 말 이전 Trainium 3 프리뷰, ’26년 초 대규모 램프 계획

자료: 키움증권 리서치

미국 내 Top 5 하이퍼스케일러, Capex, EBITDA, 현금흐름 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

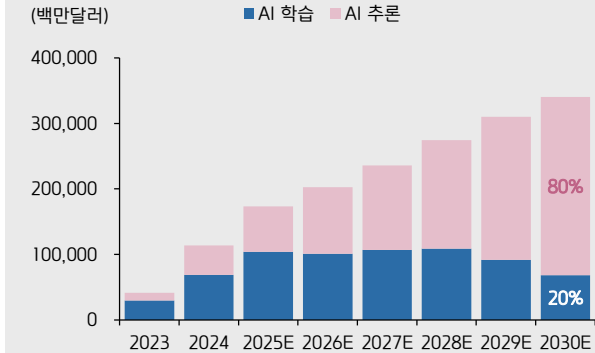
주: 추정치는 블룸버그 컨센서스 기준



◆ 추론 수요 증가 속 ASIC 점유율 확대 기대

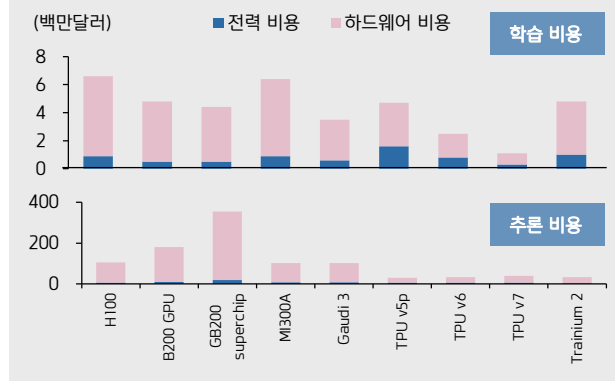
- 추론용 칩은 특정 학습 모델을 기반으로 실제 데이터를 처리하고 결과를 도출하는 데 최적화되어 효율성이 증시됨. 학습용 칩 대비 높은 연산 성능을 요구하지 않고, 특정 프레임워크나 서비스에 최적화된 설계를 적용해 최대 성능을 끌어낸다는 측면에서 ASIC 활용 비중이 높아질 전망
- 특히 빅테크들의 적극적인 CAPEX 투자 확장 기조 속 안전마진 확보를 위해 자체 칩 설계 및 훈련 활용 사례가 늘어나는 중. 지난 10월 OpenAI도 브로드컴과 10GW 규모 맞춤형 가속기 및 네트워킹 시스템 포함 인프라 파트너십 체결
- 다만 범용 칩과 ASIC은 대체가 아닌 상호보완 관계. 특히 엔비디아는 제품 개발 주기를 단축해 기술적 진입 장벽을 높이는 전략 추구. 소프트웨어, 네트워킹, 로보틱스를 포함한 호환성 생태계로 강한 락인 효과 구축해 지배력은 계속해서 높게 유지될 전망

AI 클라우드, 이제 학습에서 추론으로



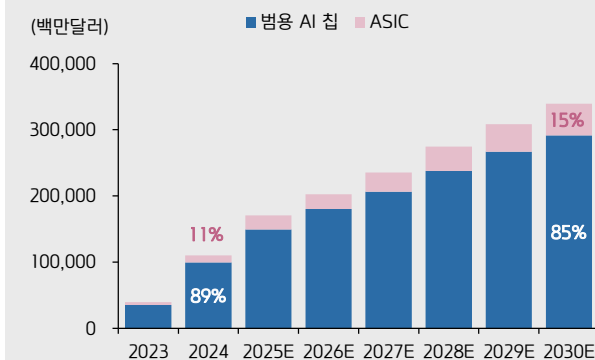
자료: Gartner

GPU 대비 ASIC의 비용 절감 효과 뚜렷



자료: Morgan Stanley

AI 가속기 시장 내 ASIC 비중 확대



자료: Morgan Stanley



◆ AI가 이끄는 Scale-Up과 Scale-Out 네트워크

- AI 모델의 복잡성과 규모로 인해 고성능 컴퓨팅 인프라에 대한 수요가 증가. 이에 컴퓨팅의 범위가 단일 칩에서 랙, 서버까지 확장되었고, 결국 이들간 통신 병목 현상 및 불필요한 전력 소모가 컴퓨팅 성능과 효율성에 있어 또 다른 쟁점으로 부상. 가속기 시장과 함께 데이터센터 네트워킹 인프라 시장 성장 속도도 가파를 것으로 전망
- 특히 속도 및 대역폭에 요하는 성능 수준이 높아짐에 따라 스케일업+스케일아웃 수요 증가에 주목. 이에 수혜가 기대되는 네트워킹 부품은 스위치, 스위치와 연결되는 광 트랜시버, 케이블, NIC 등도 중요하나, 기술 진입 장벽이나 단가 및 마진 측면에서 가장 부가가치가 높기 때문. 특히 ASIC 고성능 스위치의 경우, 대체가 어렵고 대량 계약 및 라이선싱을 기반으로 하며, 하이퍼스케일러를 직접 고객(설계)으로 확보

데이터센터 네트워크 주요 장비

구분	핵심 역할	대표 기업
스위치	여러 서버·랙·라우터를 패킷 단위로 연결하고 경로를 결정하는 장비	Nvidia, Broadcom, Marvell, Arista, Cisco, Juniper
광 트랜시버	전기 신호를 광 신호로 변환하는 모듈	Coherent, Lumentum, Broadcom, Marvell, Cisco
메모리	패킷 큐잉·캐싱·데이터 처리 중간 저장	Micron, Samsung, Hynix
케이블	장비 간 데이터를 물리적으로 전송	Corning, CommScope, Amphenol, Molex
NIC	서버나 GPU 노드가 네트워크에 접속하는 입출력 장치	NVIDIA, Broadcom, Marvell, AMD, Intel

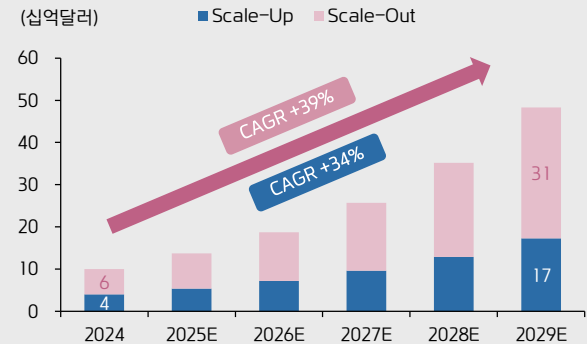
자료: 키움증권 리서치

Scale-Up과 Scale-Out의 차이점

항목	스케일업(Scale-Up)	스케일아웃(Scale-Out)
프로토콜	NVLink, Custom, PCIe, SUE, UAL	InfiniBand, Ethernet/Ultra Ethernet, OCS
도달거리	근거리/랙 내부	원거리(랙-간/로우-간/데이터센터-간 연결)
링크당 속도	초고속 (xPU 당 최대 TB/s급)	고속 (도달거리와의 균형을 고려해 100G→400G→800G→1.6T로 진화)
지연시간	초저지연(ns급): 강결합(긴밀 결합) 워크로드에 필수	저지연(μs급): 분산/스케일아웃 워크로드에 적합
확장성	물리적 노드 크기(새시/랙당 가속기 수)로 제한	사실상 무제한 (수천~수백만 노드 연결 가능)
내결합성	제한적 - 단일 xPU/스위치 장애 시 노드 다운타임 유발	다중 중복/리던던시로 장애 허용·격리

자료: 키움증권 리서치

데이터센터 네트워킹 시장



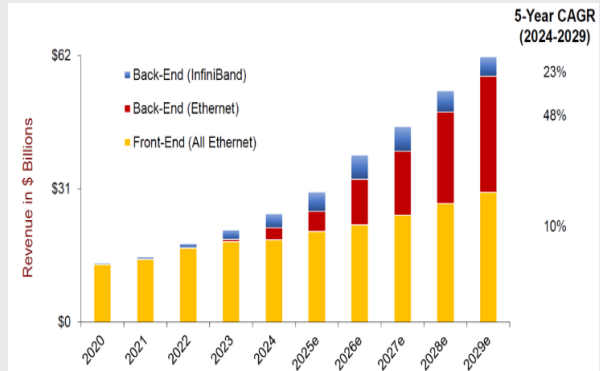
자료: Gartner, Dell'Oro



◆ 이더넷은 AI 네트워크 점유율 확대 중

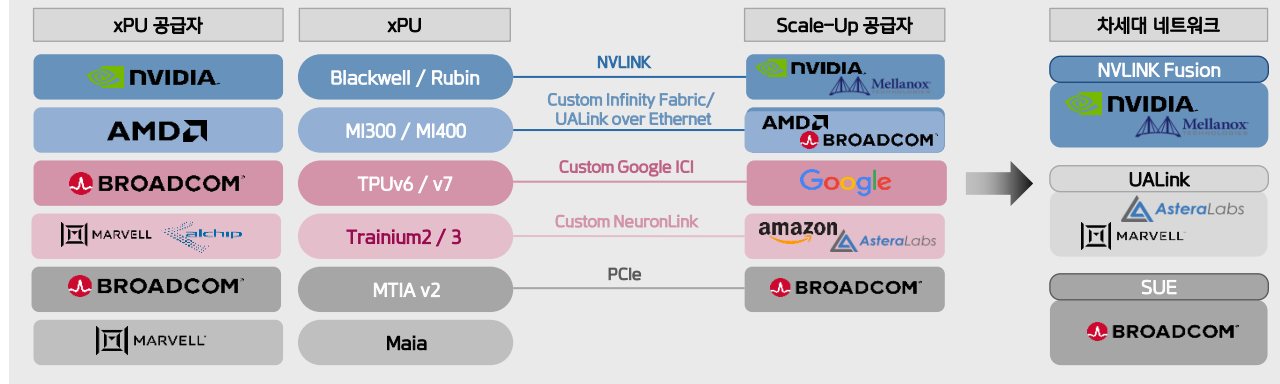
- 인피니밴드는 고성능 컴퓨팅을 위한 네트워킹 기술로 2020년 엔비디아가 Mellanox를 인수하면서 독점적 지위를 강화. 반면 이더넷은 성능 면에서는 엔비디아의 인피니밴드보다 부족하지만 범용성과 비용 효율성 측면에서 우위. 최근 기술 발전(RoCE, UEC 등)으로 성능 차이가 현저히 줄어들면서 개방형 생태계를 가진 이더넷 기반 백엔드 네트워크 적용 속도는 빨라지는 중
- 엔비디아의 NVLINK가 대표적인 인피니밴드 표준 적용 네트워크 기술. GPU와 네트워크 기술 모두 엔비디아 장비에 한해서 사용 가능하다는 단점. 반면 이더넷 생태계에서는 기존 네트워크와의 통합이 쉽기 때문에 ASIC 가속기를 포함한 백엔드(내부-내부 연결)+프론트엔드(내부-외부 연결)+스케일업+스케일아웃 모든 트렌드에 적용 가능하다는 장점

데이터센터 스위치 시장, 이더넷 점유율 확대 기대



자료: Dell'Oro

xPU 및 Scale-Up 네트워크 주요 공급자



자료: Morgan Stanley

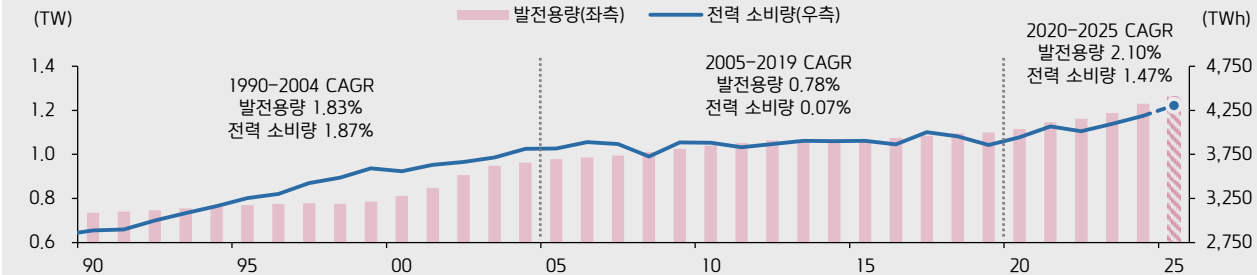
구조적 수요 확대 - 전력 소비의 질적·양적 전환기 진입



◆ 미국 전력 수요, 구조적 성장 국면 진입

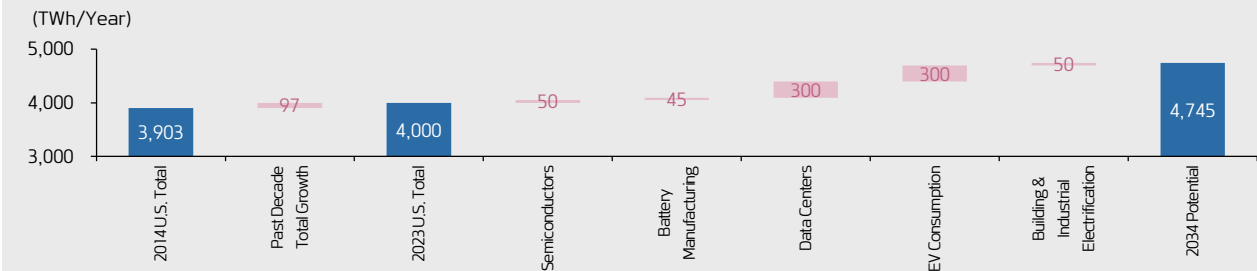
- 미국 CSIS(Center for Strategic International Studies)가 수행한 연구에 따르면, 지난 20년간 정체되었던 미국 전력 수요는 2034년까지 수백 TWh 규모로 증가할 전망. 이번 증가는 단기적 변동이 아닌 구조적이고 장기적인 트렌드에 기인
- AI·데이터센터는 2022년 130~200TWh에서 2030년 260~650TWh로 확대, 반도체 팹은 애리조나 TSMC 신규 공장만 연간 10TWh 추가 소비, 배터리 제조는 2030년까지 44TWh 규모로 성장, EV 충전 수요는 2023년 8TWh에서 2050년 930TWh로 증가할 전망

미국 발전용량 및 전력 소비량 추이 1990~2025



자료: EIA, 키움증권 리서치

2034년까지 미국 전력 수요 증가를 주도할 주요 요인



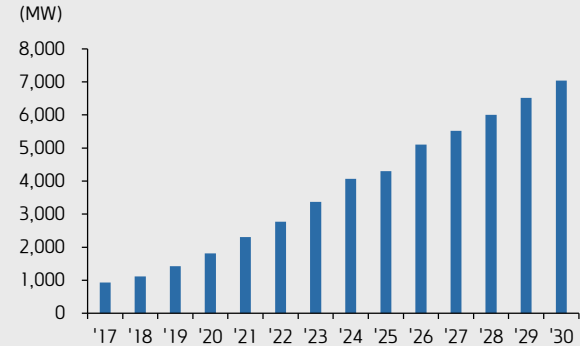
자료: CSIS



◆ 데이터센터·첨단 제조업·EV 등이 수요 주도

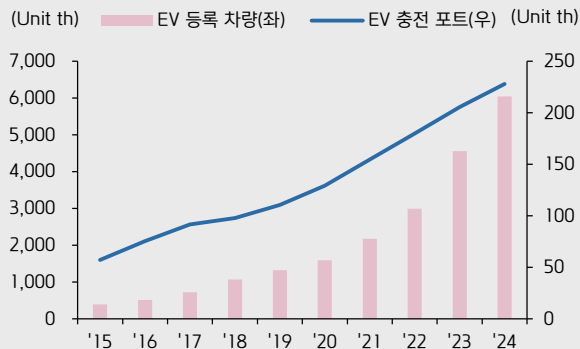
- (데이터센터) 미국 전력 소비의 6~8%를 차지, 2030년 11~15% 전망. 건설은 18~24개월이지만 발전·송전 인프라 확충은 그보다 세 배 이상 소요되어 수요·공급 시차 발생
- (첨단 제조업) 리쇼어링과 CHIPS법·IRA 보조금 정책 효과로 반도체 팹·배터리 기가팩토리 등 대형 제조시설 신설 확대. 2021~2023년 발표된 신규 프로젝트만으로 연간 13 TWh 이상의 추가 전력 수요가 발생
- (EV) 2024년 미국 EV 판매 전년 대비 +8%, 신차 판매 비중 9% 도달. 차량 1대 충전 부하는 단기적으로 주택 한 채 전력 사용량에 달함

미국 데이터센터 전력 수요 전망



자료: PJM, 키움증권 리서치

미국 EV 등록 차량 대수 및 EV 충전 포트 설치 대수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 월간 제조업 건설 투자 실적



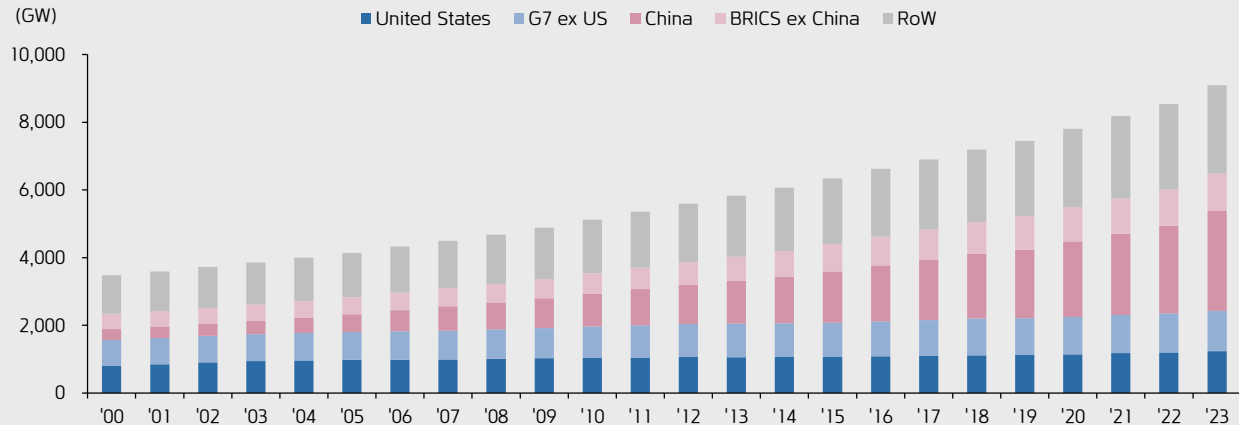
자료: CEIC, 키움증권 리서치



◆ 수요 증가세와 대비되는 미국 전력 CAPA의 부족 현상

- 2000~2023년 글로벌 전력 CAPA는 연평균 4.1% 증가했지만 미국은 1.8%에 그쳐 상대적으로 정체되었고, 같은 기간 중국은 9.69% 증가하며 2023년 기준 글로벌 전력 CAPA의 32.4%를 차지함
- 미국은 바이든 행정부 시기 전력 CAPA 확대와 송배전 인프라 현대화를 추진했으나, 행정부 교체 과정에서 신재생에너지 지원 기조가 흔들렸고 트럼프 행정부는 도입에 상대적으로 긴 시간이 걸릴 것으로 예상되는 천연가스와 원자력 중심 확충을 추진 중
- 이와 동시에 제조업 재건 정책이 본격화되면서 산업용 전력 수요가 다시 증가세로 돌아섰고, AI 확산에 따른 대규모 데이터센터 건설 붐이 겹치면서 미국 전력망에 전례 없는 부하가 가중되고 있음
- 미국은 발전 부문의 장기 저성장과 인허가 지연, 노후 송전망과 핵심 장비 리드타임 장기화, 행정부별 정책 변동성으로 인해 전력 공급망 병목 현상을 겪고 있으며, 현시점 국가 경쟁력 제고의 핵심 과제는 송전 확충과 단기간 내 건설 가능한 전원의 대규모 확보

글로벌 발전 용량 증가 추이 2000~2023



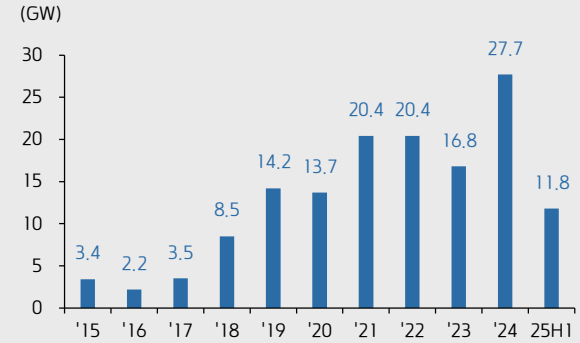
자료: EIA, 키움증권 리서치



◆ 전력 가격 상승 및 정전 리스크 확대

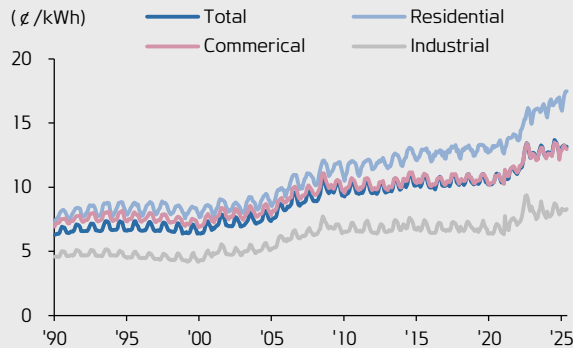
- 미국 평균 소매 전력요금은 2020년 \$0.13/kWh에서 2024년 \$0.16/kWh로 상승. 공급 제약 지역은 더 높은 상승률 기록
- 이 같은 상승은 인프라 투자 지연, 예비율 하락, 재생에너지 간헐성이 복합적으로 작용한 결과
- 데이터센터·반도체 등 전력 집약형 산업은 장기 PPA를 통해 전력비를 고정하려 하나, 송전 병목으로 인한 전력 선점 경쟁이 심화되고 있으며, 일부 지역에서는 산업 유치가 지연됨
- 미국 에너지부(DOE)는 발전 인프라 도입이 지연될 시, 2030년 연간 정전 시간이 800시간을 넘을 가능성을 제시
- 한편, 전력 가격 변동성 확대는 피크 시간대 요금 급등에 대응한 ESS, 가상발전소(VPP) 등 시장 성장에 기여

미국 연도별 기업 PPA 계약 규모 추이



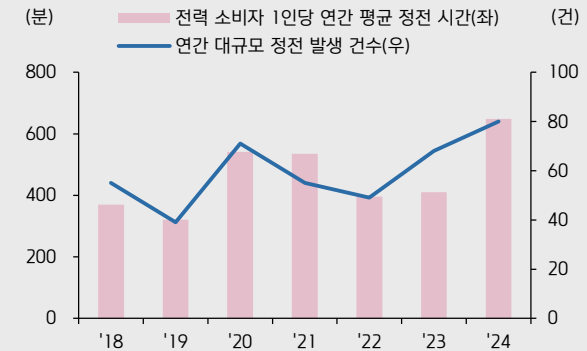
자료: NOAA, EIA, 키움증권 리서치

미국 부문별 전력 소매 가격



자료: EIA, 키움증권 리서치

미국 연도별 정전 시간 및 대규모 정전 발생 건수



자료: EIA, 키움증권 리서치



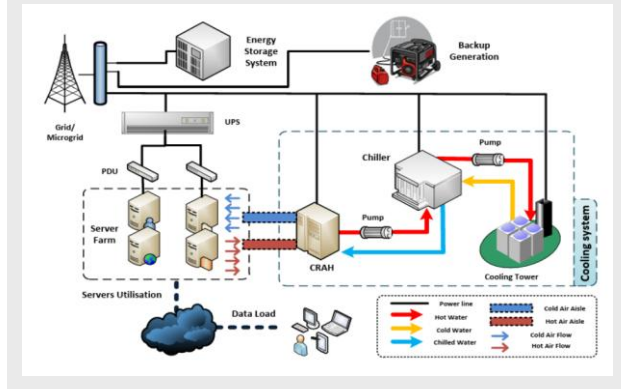
◆ 26년부터 더욱 본격화될 전력 병목 문제

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

◆ 규모의 증가 뿐만 아니라 전력의 품질도 중요

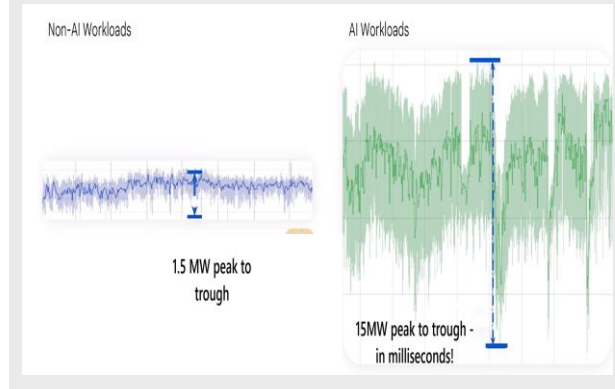
- 전력망에서 AI 가동 시 전력 부하 급변동하는 문제 발생. 기존의 전력망은 이를 버틸 수 없기에 이중화된 백업 전력과 부하 보호 시스템 설비, 그리고 전력망 현대화가 필수. 일정 수준 이상의 부하나 송전선 고장 발생할 경우, 연쇄적인 정전 및 전력망 붕괴 가능. 실제로 텍사스 상원, 주요 전력 사용자의 온사이트 및 백업 발전 제도화 시사

데이터센터 운영 구조



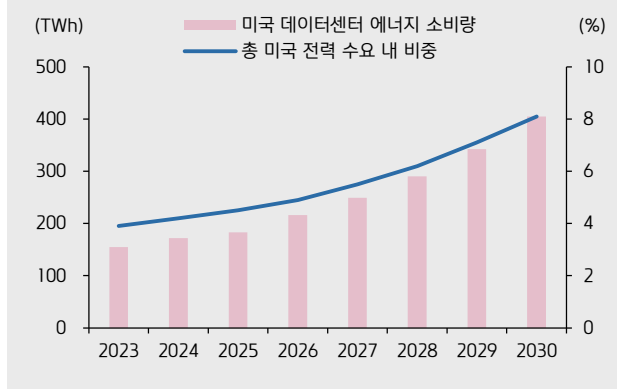
자료: A Complete Model for Modular Simulation of Data Centre Power Load

AI 워크로드의 부하 변동폭은 일반 워크로드의 10배



자료: Google at OCP EMEA Summit 2025

총 미국 전력 수요 내 데이터센터 비중 증가세

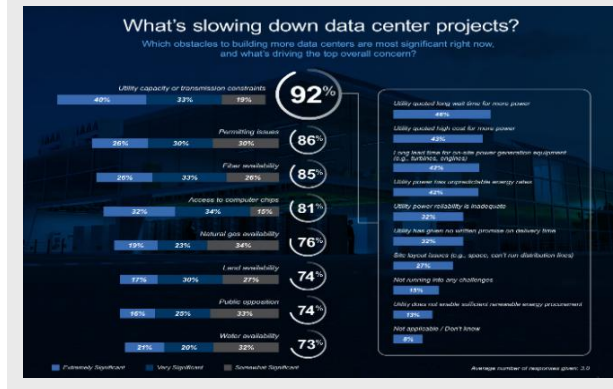


자료: McKinsey



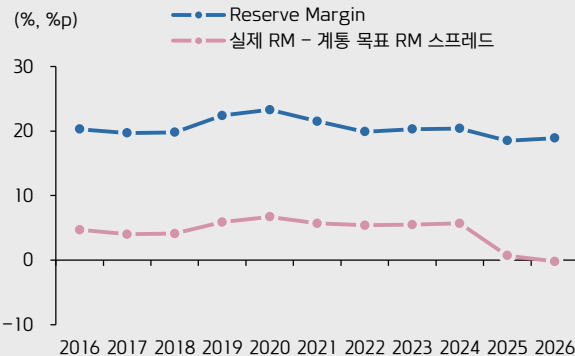
- ◆ AI의 전제 조건은 전력 인프라 구축
 - 2026년부터 본격화될 데이터센터 확장 가동으로 데이터센터 전력 사용량 급증 및 전력 인프라 노후화에 따라 예비율 부족 리스크 현실화
- ◆ 병목 현상에 따른 전력 조달 시급성 대두
 - 현재 PJM 전망대로라면 발전소 부족 사태 발생할 가능성 높으며, 폐쇄 예정이었던 석탄 연료 용량도 경매에 참여할 만큼 발전소 공급이 수요를 따라가지 못하고 있는 상황
- ◆ 에너지 안보는 곧 국가 위기로 직결
 - 트럼프 당선 직후 에너지 비상사태 발표, 일환으로 원자력 르네상스 선언, 지정학 리스크 대두와 대규모 정전사태 경각심에 유럽 내 원전 회귀 움직임
 - AI Action Plan는 경제 성장에 필요한 산업 혁명의 기초이자 경제 및 군사 지배력 유지를 위해 AI 우선 확보하는 데 의의, 결국 AI에 필수적인 전력 에너지 인프라도 국가 안보로 연결

데이터센터에 있어 전력 병목 현상이 가장 큰 문제



자료: Schneider Electric, AlphaStruxure, Data Center Frontier

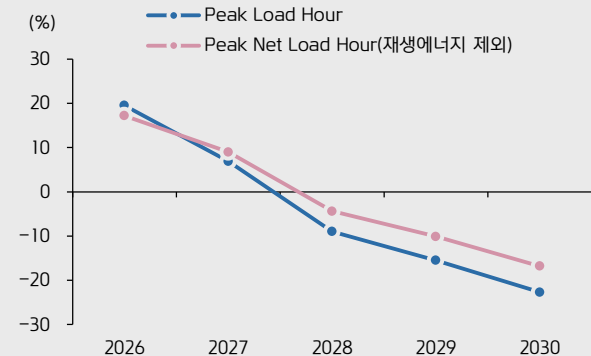
PJM Reserve Margin 전망



자료: PJM, 키움증권 리서치

주: Reserve Margin은 예비율로 예상 피크 수요에 대한 여유 용량을 의미

ERCOT Reserve Margin 전망



자료: ERCOT, 키움증권 리서치

주: Reserve Margin은 예비율로 예상 피크 수요에 대한 여유 용량을 의미



◆ 안보 불안의 확산: 군비 지출 급증

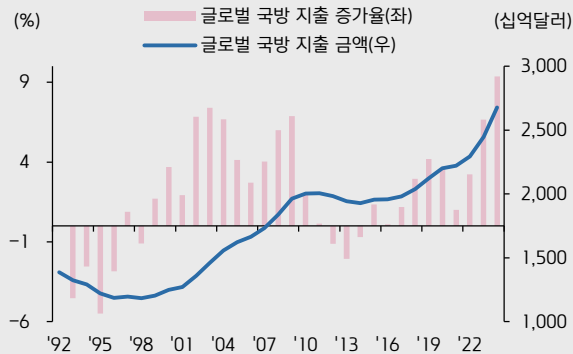
- 세계경제포럼(WEF)의 2025 글로벌 리스크 보고서에 따르면, 국가 간 무력 충돌이 2025년 최대 리스크 1위로 급등했는데, 이는 전년도 8위에서 대폭 상승한 결과
- 2025년 러시아의 우크라이나 침공이 장기화되는 가운데, 중동 정세 불안 및 대만 해협을 둘러싼 미·중 간의 군사적 긴장이 지속됨에 따라 9월 기준 글로벌 지정학 리스크 지수(GPR Index)는 119.5pt 기록, 역사적 평균(102.7pt)을 16.4% 상회
- 높아진 안보 위협은 각국의 안전자산에 대한 선호심리 및 국방 지출 확대로 이어짐. 글로벌 군비 지출은 2022년 사상 최초로 2조 달러를 돌파한 이후 매년 증가세를 보임. 특히 2024년에는 2조 7,180억 달러로 전년대비 9.4% 증가

세계경제포럼 2025 글로벌 리스크 요인 현황

순위	2025	2024
1	국가 간 무력 충돌	극단적 기상 현상
2	극단적 기상 현상	허위정보 및 조작정보
3	지정학적 경제 충돌	사회적 양극화
4	허위정보 및 조작정보	생계비 위기
5	사회적 양극화	사이버 공격
6	경기 침체	경기 침체
7	지구 시스템의 중대한 변화	핵심 물자 및 자원의 공급망 붕괴
8	경제적 기회 부족 또는 실업	국가 간 무력 충돌
9	인권 및 시민 자유의 침해	주요 기반시설에 대한 공격
10	불평등	식량 공급망 붕괴

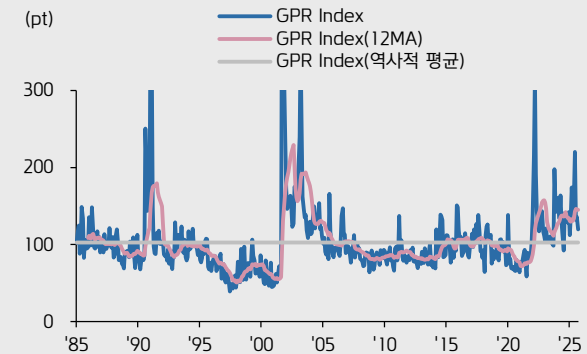
자료: 세계경제포럼, 키움증권 리서치

1992-2024 글로벌 국방 지출액 추이



자료: SIPRI, 키움증권 리서치

글로벌 지정학 리스크 지수



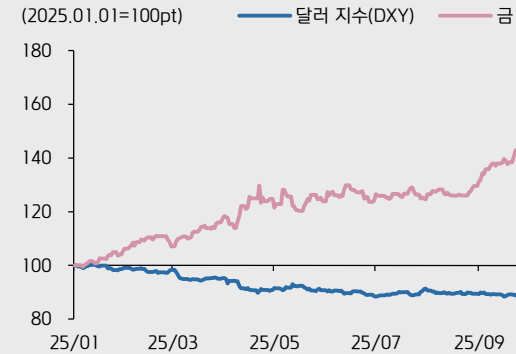
자료: Economic Policy Uncertainty, 키움증권 리서치



◆ 위험회피 심리와 금의 구조적 재평가

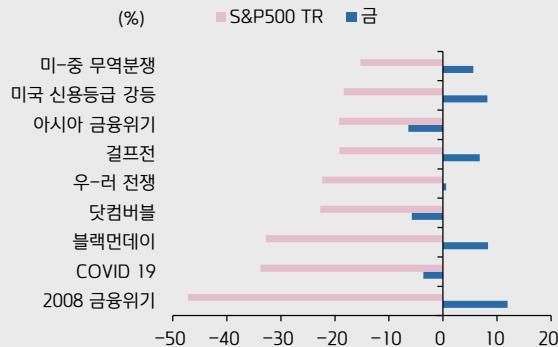
- 지정학적 갈등 고조는 금융시장 전반에도 영향을 주고 있으며, 증시가 강세를 보임에도 불구하고, 투자자들은 일부 방어적 태세를 유지하게 만들고 있음
- 또한 안전자산으로 여겨지던 달러가 약세를 보였으며, 이는 금에 대한 수요를 자극. 미국 달러 지수는 2025년 상반기에만 약 10.7~11% 하락했는데, 이는 1973년 이후 최대 낙폭
- 세계금위원회의 2025년 중앙은행 금 준비금 조사에 따르면, 중앙은행의 76%가 향후 5년간 금 보유 비중이 증가할 것으로 예상했으며, 73%는 미국 달러 비중이 감소할 것으로 전망
- 이는 금이 단순한 경기 순환적 안전자산을 넘어 다극화되는 국제 금융 질서 속에서 통화 주권(monetary sovereignty)의 핵심 자산으로 재부상하고 있음을 시사

2025 달러지수(DXY)와 금 가격의 상대적 추이



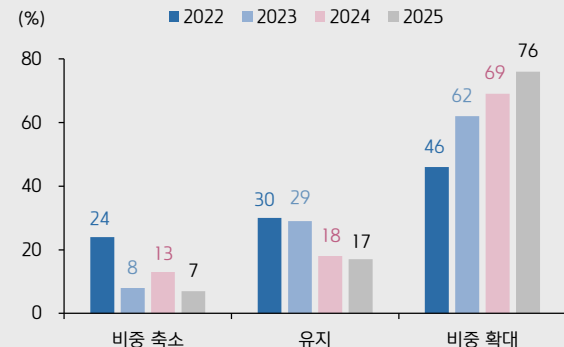
자료: CEIC, 키움증권 리서치

위기 국면에서 금 vs S&P 500 수익률 비교



자료: SSGA

글로벌 중앙은행 외환보유액의 금 비중 전망



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치

주: 향후 5년간 외환보유액 중 금 비중 변화에 대한 중앙은행 설문 결과
(응답 기관 수: 2025년 71개, 2024년 68개, 2023년 57개, 2022년 56개)

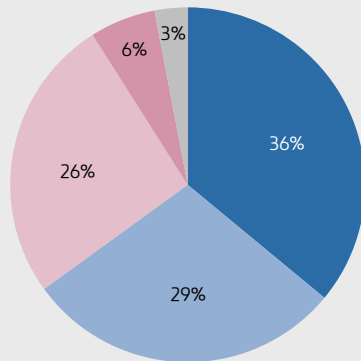


◆ 전쟁을 통해 확인된 드론의 영향력

- 드론은 전쟁에서 '감시→공격→소모전'까지 아우르는 다기능 전력으로 자리잡는 중. 러시아는 하루 평균 70기 이상의 드론을 전장에 투입하고 있으며, 우크라이나는 FPV 드론만 한 달에 7,800기 이상 운용할 정도로 의존도가 높아진 상황
- 이란은 3,000기 이상의 자폭형·무장형 드론을 보유하며 중동 내 최대 드론 전력을 구축. 복수 드론을 동시 출격시켜 적의 방공망을 과부하시켜 돌파하는 전술을 구사하며, 이 전술은 러시아가 우크라이나에서 적극 도입해 민간·군사 시설 타격에 활용
- 우크라이나 전쟁에서는 드론이 전체 타격의 67%, 전사자의 60~70%에 직접적인 영향을 미치며 전황을 좌우. 러시아는 DJI 등 중국 상업용 드론도 병행 활용하고 있으며, 2025년 6월 한 달간 드론 투입 수는 5,429기로 집계되어 대량 운용 체계가 현실화
- 이처럼 드론은 저비용·고효율의 비대칭 전력으로 확실한 전장 우위를 제공. 대규모 투입과 정찰·타격 임무 분산은 기존 유인기·미사일 체계와 다른 새로운 전술 자산으로 부상하며, 전쟁에서의 필수품으로 완전히 자리잡는 중

군사용 드론 지역별 시장 점유율

■ 북미 ■ 유럽 ■ 아시아태평양 ■ 중남미 ■ 중동·아프리카



자료: Precedence Research

드론 투입 규모와 전술 효과 사례별 분석

분쟁	관측된 드론 투입 규모 및 효과
러-우 전쟁	✓ 러시아가 15,000기 이상 드론 발사해 공격 감행
	✓ 러시아는 하루 평균 70기 이상 드론을 전장에 투입
	✓ 우크라이나는 FPV 드론으로 한 달간 7,800회 이상 공격
	✓ 드론 공격 비중은 전체 타격의 67% 수준
	✓ 전장 사상자의 60~70%가 드론에 의해 발생
	✓ 우크라이나 드론 월 손실 약 1만 기
이스라엘-이란	✓ 이란이 1,000기 드론을 투입해 방공망 과부하 유도
홍해 후티-연합군	✓ 후티가 선박 대상 265기 드론 공격, 79척 중 29척 피격

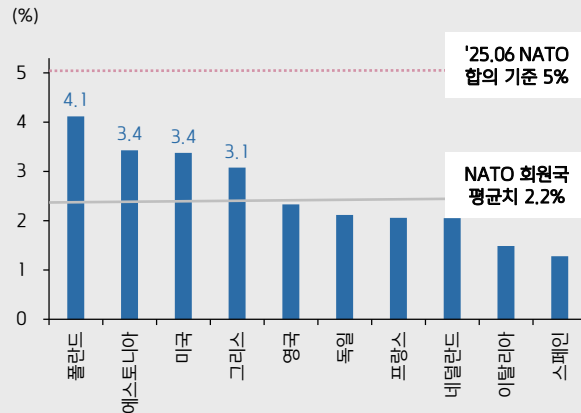
자료: 키움증권 리서치



◆ 글로벌 국방 예산 증가와 드론 예산 증가 기대

- NATO는 2025년 6월 회의를 통해 국방비 기준을 GDP의 5%로 상향했으며, 이 기준에 맞춰 각국의 방위력 증강 움직임이 빨라지는 추세. 폴란드, 에스토니아, 미국은 평균 이상 수준의 방위비 비중을 기록하며 선제적 대응을 이어가고 있음
- 고성능 드론 확보도 본격화되는 중. 폴란드는 MQ-9 Reaper 도입을 조기에 추진했고, 인도는 5.34억 달러 규모의 MQ-9B 도입을 확정. UAE 역시 MQ-9B 18대 재도입을 발표하며 중동 지역의 장거리 정찰·타격 능력 확보에 나서는 중
- 미국 국방부의 'Replicator 프로그램'은 1년 내 수천 대의 자율 드론을 실전 배치하는 것을 목표로 추진 중. 동맹국들도 유사한 대량 운용체계를 개발하며, 듀얼 유즈(Dual-Use) 기술 기반의 확장성과 민군 융합 전략을 가속화.
- 미 국방부, "드론 지배력 강화" 행정명령 발표. 1)드론 구매 승인 절차 간소화, 2)모든 미 육군 부대 내 드론 배치, 3)미국산 드론 적용이 골자
- 최근 드론 군집(swarm) 전략이 주목받는 상황. DJI 등 민간 드론을 군용으로 개조하는 사례가 증가하면서, 고가 정밀무기보다 저가형·소모성 드론을 다수 운용하는 접근이 확산되고 있음. 이는 국방비 일부가 드론으로 유입될 가능성이 높음을 시사

군사용 드론 지역별 시장 점유율



자료: Precedence Research

국방용 드론(UAS) 수출 요건 완화 개혁안

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

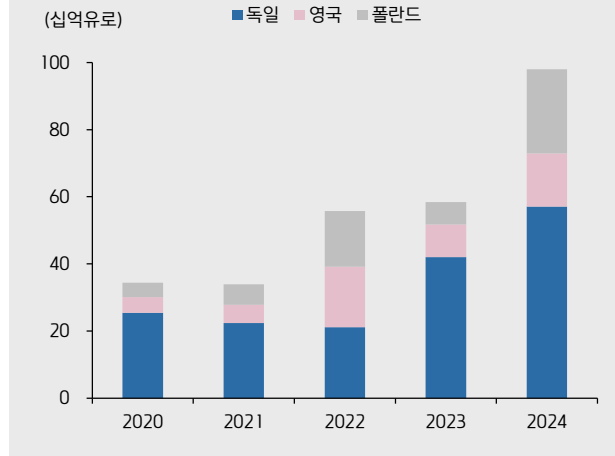
자료: U.S. Department of State, 키움증권 리서치



◆ 제공권 경쟁을 위한 글로벌 전투기 투자 사이클 재점화

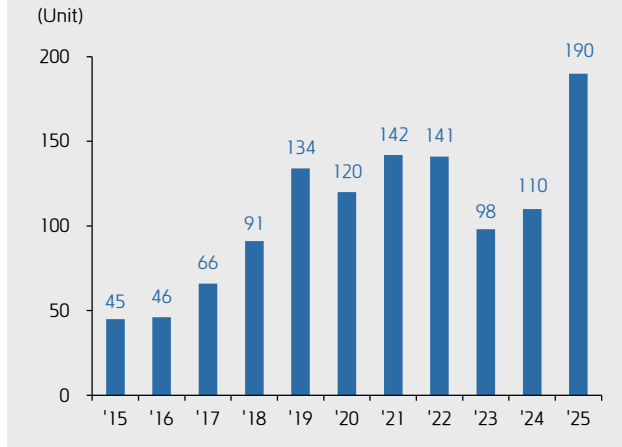
- 글로벌 지정학 리스크 확대는 전투기 수요를 구조적으로 끌어올리고 있음. 우크라이나 전쟁을 계기로 제공권 확보의 중요성이 재조명되었으며, 대만해협 긴장 고조 역시 각국 공군력 강화의 직접적인 동인으로 작용
- 유럽, 인도, 일본 등은 오랜 기간 지연되어온 전투기 현대화 프로젝트를 재개하며 대규모 교체 수요가 본격화되는 중. 일본은 노후 F-4 및 F-15J 전력을 F-35A/B 147기(105A + 42B)로 교체 중이며, 유럽 주요국들도 F-35, Rafale, Typhoon 등 첨단 기종 도입을 확대
- 미국의 Lockheed Martin은 F-35 생산 정상화에 따라 2025년 3분기 항공부문 매출이 전년 대비 11.9% 증가(72.6억 달러), 연간 가이던스를 상향 조정, 최근(2023~2025년) 생산된 F-35의 단가는 F-35A 약 8,250만 달러, F-35B 1.09억 달러, F-35C 1.02억 달러 수준
- 2030년까지 F-35 누적 인도 규모는 3천여 대에 이를 것으로 예상되며, 이는 글로벌 방산시장 내 항공부문 투자 사이클이 중장기적으로 유지될 것을 시사

유럽 3개국의 무기 구입 금액 추이



자료: Kiel Institute, 키움증권 리서치

Lockheed Martin의 연도별 F-35 인도 수량



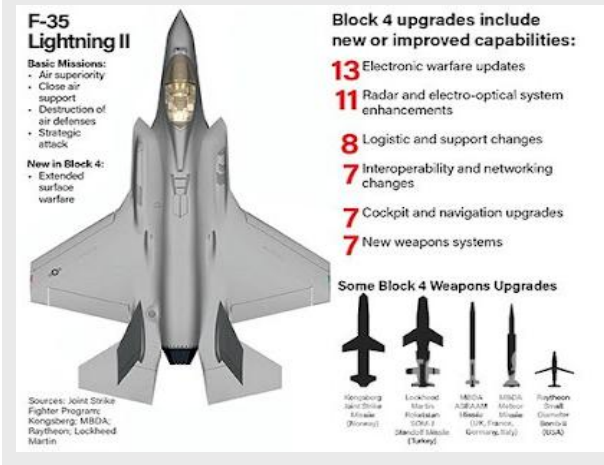
자료: Lockheed Martin, 키움증권 리서치
주: 2025년 수치의 경우 회사 추정 예상치 (170~190대)



◆ 전투기 관련 첨단 부품·MRO 산업의 동반 성장

- 전투기 교체 사이클의 수혜는 단순 기체 제조를 넘어 엔진·부품·정비 생태계 전반으로 확산. 미 공군은 2025년 차세대 전투기 엔진 프로그램 NGAP(Next Generation Adaptive Propulsion) 개발사업에서 RTX와 GE Aerospace에 각각 35억 달러 규모의 R&D 계약을 부여
- RTX가 주도하는 적응형(Adaptive) 엔진은 기존 F135 대비 연료 효율 약 25% 개선, 추력 10% 이상 향상, 냉각·내구성 강화를 목표로 하며, 전면적인 디지털 엔지니어링·모듈화 생산체계를 도입하여 향후 항공 엔진 산업의 품질·생산성 구조 자체를 고도화할 것으로 평가됨
- 또한, 전투기 교체와 병행해 노후 기체의 업그레이드·전자전 개조 및 장기 정비(MRO) 시장이 동반 확대되고 있음. 특히 F-35의 TR-3 (하드웨어 업그레이드)을 기반으로 하는 Block 4(소프트웨어·기능 확장) 개량은 F-35의 성능 향상과 정비 수요를 구조적으로 확대시킴

F-35 Block 4 업그레이드 사항



자료: Air & Space Forces Magazine, 키움증권 리서치

F-35 기체의 MRO(정비·업그레이드) 관련 방산기업

기업명	Ticker	주요 역할	핵심 담당 영역
Lockheed Martin	LMT	기체 통합 MRO 총괄	전 세계 F-35 유지보수·업그레이드 관리
Pratt & Whitney (RTX)	RTX	엔진 정비	F135 엔진 유지보수·부품 교체·ECU 업그레이드
Northrop Grumman	NOC	항전·임무 시스템 정비	AESA 레이더·전자전 시스템·중앙통제 정비

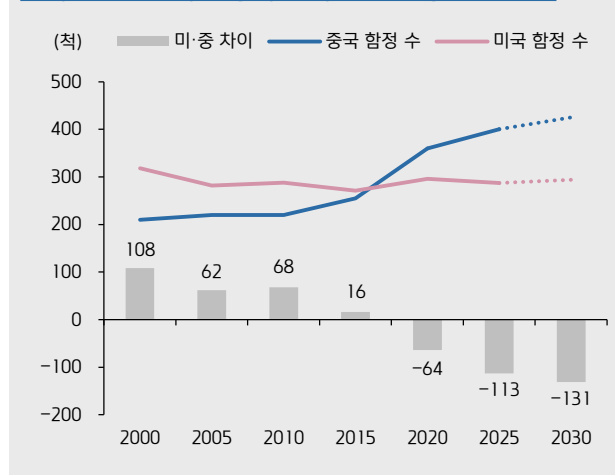
자료: 각 회사 보도자료 취합, 키움증권 리서치



◆ 대양해군 시대의 개막: 글로벌 해상 전력 경쟁이 구조적 수요를 견인

- 글로벌 지정학 환경이 장기적으로 해상 군비 경쟁을 고착화 시키는 중. 중국은 '대양해군(Blue-water Navy)' 전략을 앞세워 항모·구축함·상륙함 등 전력 확충을 가속화
- 미 해군 정보국(ONI)은 중국 군함 건조 능력이 미국 대비 230배 이상이라고 추산. 미국 의회조사국(CRS)에 따르면 인민해방군 해군 (PLAN)의 전투함정 수는 2025년 약 395척 → 2030년 435척에 이를 전망이나, 미 해군의 현역 함정 수는 같은 시점 300척 미만으로 전망됨
- 현재 남중국해·대만해협·동중국해에서는 중국과 미·일·호주·필리핀 연합세력 간 항행의 자유 작전(FONOPs)과 영유권 분쟁이 지속되고 있으며, 북극항로에서는 러시아와 NATO 국가 간 항행 통제권·자원개발권을 둘러싼 긴장이 확대되고 있음
- 이에 따라 항모·구축함뿐 아니라 상륙함, 수송함, 보급선 등 보조 전력의 확충 수요가 늘어나고 있으며, 단순한 함정 건조를 넘어 정비·보급·수리 인프라 강화까지 포함된 전방위적 해상 투자 사이클이 전개될 것으로 예상

미국 의회조사국의 중국 미국 해군 함정 규모 비교



자료: CRS, 키움증권 리서치

남중국해 영유권 분쟁 현황



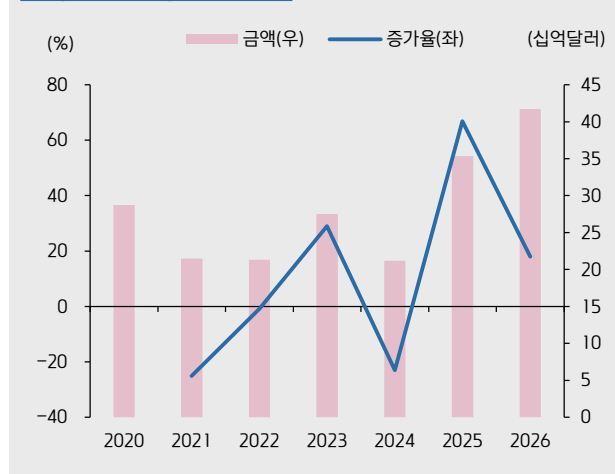
자료: 연합뉴스, 키움증권 리서치



◆ 대양해군 시대의 개막: 글로벌 해상 전력 경쟁이 구조적 수요를 견인

- 트럼프 행정부는 OBBBA는 미 해군 전력 증강에 338억 달러를 배정했으며, 1) 노후 조선소의 현대화 및 신규 건조도크 건설, 2) AI·로보틱스 기반 자동화 조선설비 도입, 3) 숙련인력 확보를 위한 직업훈련 인프라 확충, 4) 차세대 추진·소재 기술에 대한 R&D 세제지원을 포함
- 미 해군은 현재 항공모함·구축함·상륙함·잠수함 등에 대한 신규 주문을 발주했으며, 이들 프로젝트는 단가가 수십억 달러에 달하고 수주 후 인도까지 10~15년 이상이 소요되어, 산업 전반에 장기 수주잔고 기반의 안정적 매출 구조를 형성
- 또한 전함 산업은 전통적인 건조 외에도 수명주기(Life-cycle) 서비스가 주요 수익원. 디지털 트윈·예지정비(Predictive Maintenance)·AI 기반 센서 융합을 활용한 Smart Ship 운용체계가 도입되며, 기존 함정 개조·정비·전자장비 업그레이드 수요가 꾸준히 발생
- 이로 인해 조선·정비 산업은 단순 제조업에서 지속적 유지보수 매출을 창출하는 서비스 산업으로 진화하고 있으며, 이는 현금흐름 안정성 및 수익성 개선을 뒷받침하는 구조적 요인으로 작용

미국 해군 함정 건조 예산



자료: 백악관, 키움증권 리서치

OBBBA 해군 전력 증강 관련 예산

구분	예산 (십억 달러)	비중 (%)	주요 내용
산업기반·공급망 강화	7.0	21%	인력훈련, 소재·부품 국산화, 첨단제조(AI·3D프린팅), 도크·정비 인프라 확충
함정 건조·조달 프로그램	22.6	67%	DDG 구축함, 버지니아급 잠수함, 상륙함·보급선 등 직접 조달
무인·자율해양 시스템 투자	4.2	12%	무인수상정(USV), 수중체(UUV), 해양 로보틱스 R&D
합계	33.8	100%	조선 및 해양산업기반 강화 총 예산(2025~2029)

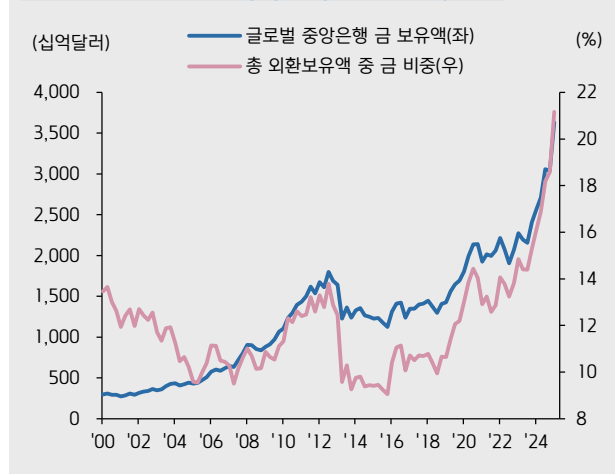
자료: Congress.gov, 키움증권 리서치



◆ 탈(脫)달러화와 재정 불안이 촉발한 금의 전략자산화

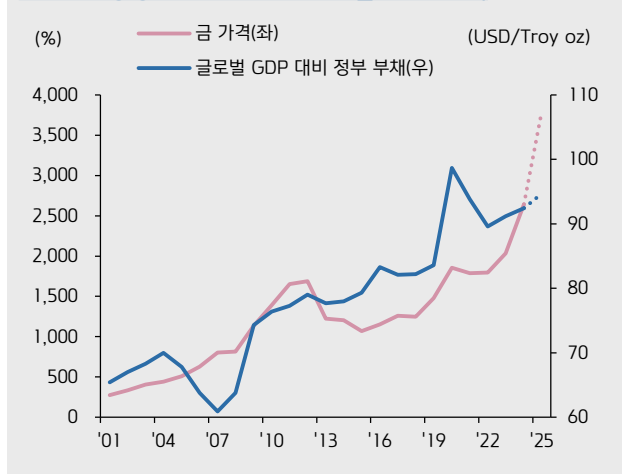
- 지정학적 갈등과 국제 제재 리스크의 심화로 금은 단순한 경기 방어 수단을 넘어 국가 차원의 전략적 비축 자산으로 부상
- 러시아 제재를 계기로 달러 자산 동결 위험이 부각되자, 각국 중앙은행은 외환보유액 일부를 금으로 전환 중. 글로벌 중앙은행의 외환보유액 중 금 비중은 2015년 9.1%에서 2025년 1분기 21.2%로 상승했으며, 특히 중국·러시아·튀르키예 등 신흥국의 매입 확대가 이를 주도
- 또한 미국을 비롯한 주요국의 재정적자 확대와 부채 누증으로 통화 가치에 대한 신뢰가 약화되면서, 금은 신용위험이 없고 유동성이 높은 실물 자산으로 재평가되고 있음. IMF에 따르면 2001년 65% 수준이던 글로벌 GDP 대비 정부 부채 비율은 2025년 95%에 도달할 전망
- 공공부채가 과도한 수준에 이르면, 이자비용이 정부 재정지출 내 비중을 급격히 끌어올려 재정의 지속가능성을 훼손하고, 이에 따라 안전자산으로서 국채의 매력도 약화되며 금 가격이 상승하는 결과로 이어질 가능성이 있음

2000-2025 글로벌 중앙은행 금 보유액 추이



자료: IMF, World Gold Council, IMF, 키움증권 리서치

전 세계 공공부채 대비 GDP 비율과 금 가격



자료: IMF, Bloomberg, 키움증권 리서치

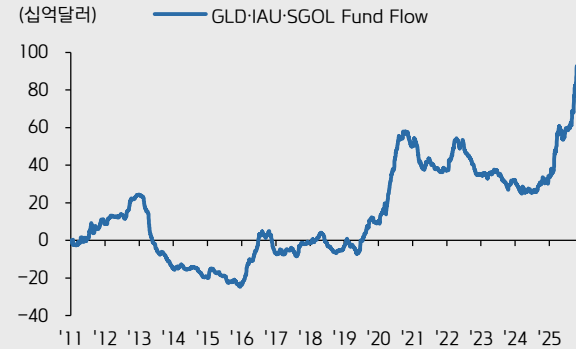
주: 연말 기준, 2025년 수치는 IMF 및 Bloomberg Consensus 전망치



◆ 안전자산 선호 확산 속 금 ETF의 자금 회귀

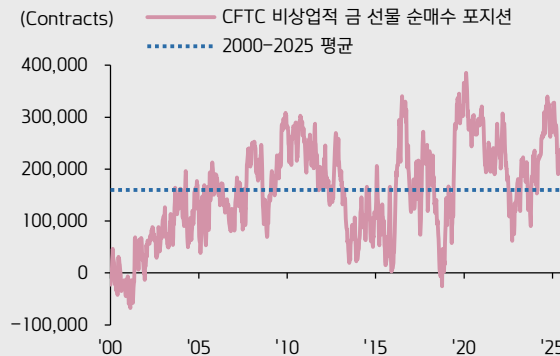
- 안전자산으로서 금에 대한 선호는 민간 투자자층으로 확산
- 현물 금 추종 ETF(GLD·IAU·SGOL) 자금 흐름을 보면, 2020년 10월 정점 이후 2024년 말까지 약 242억 달러가 유출되었으나, 2025년 한 해 동안 530억 달러가 순유입되며 뚜렷한 반전세를 보임. CFTC가 집계한 금 선물 순매수 포지션 역시 역사적 평균 대비 고점에 위치
- 단기적으로 미·중 관계 개선, 달러 강세 사이클 재개, 연준의 완화 속도 조절 등으로 가격 변동성이 확대될 가능성이 있으나, 중장기적으로 ① 중앙은행의 수요, ② 지정학 리스크 장기화, ③ 미국 재정 건전성 악화 등이 하방을 지지할 것으로 예상
- 또한 중국과 인도 가계의 금 실물에 대한 견조한 수요 역시 글로벌 금 가격의 구조적 지지 요인으로 작용할 전망

2011-2025 실물 금 투자 ETF Fund Flow



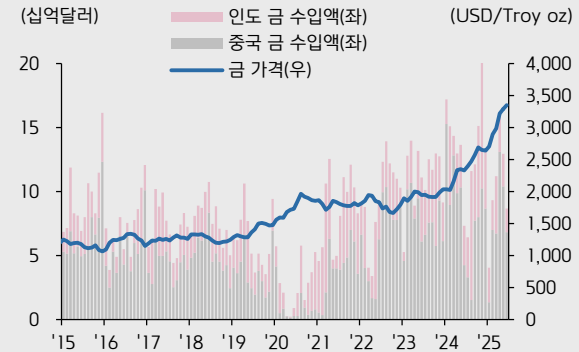
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

CFTC 비상업적 금 선물 순매수 포지션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 정부 섯다운으로 인해 9월 23일까지 집계

2015-2025 중국·인도 월간 금 수입액



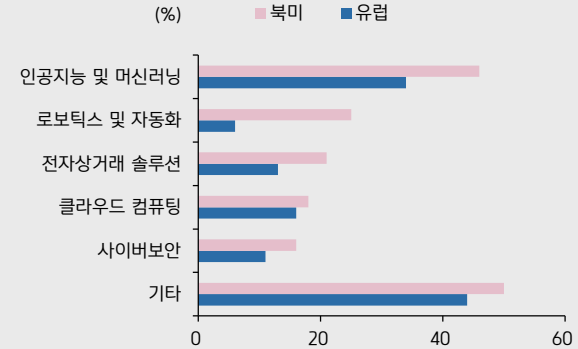
자료: CEIC, 키움증권 리서치



◆ 2026년 M&A 규모 평균 수준으로 빠른 회복 전망

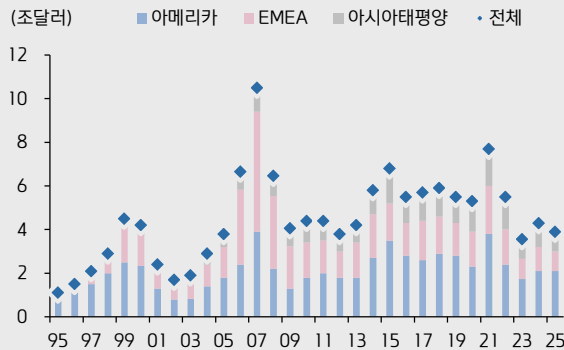
- (유동성 유입 구간) 연준의 통화정책이 그간의 긴축 사이클을 종료, 금리 인하의 폭은 크지 않을 수 있겠으나, 유동성 유입과 금융 규제 완화, AI를 통한 생산성 향상 및 대규모 투자 사이클이 동반되는 풍부한 유동성 환경 속 자본시장 활성화 기대감은 유효
- (그간의 억눌린 자본시장 수요) 21년을 고점으로 지난 3년간 팬데믹, 고금리, 바이든 정권 금융 규제, 러-우 전쟁 등 영향으로 대규모 M&A에 대한 억눌린 수요 존재. 견조한 경기와 주식 시장 감안 시, M&A 활동 회복 여력은 여전히 높은 상황. 26년을 기점으로 GDP 대비 M&A 규모가 평균 수준으로 회복, 27년에는 최고치였던 21년을 넘어설 가능성도 존재
- (첨단 기술 역량 확보) 금융 부문 규제 완화는 대출 증가와 위험자산 선호심리를 자극. 특히 AI 관련 자금 조달 거래가 원활해졌는데 이는 첨단 기술 역량 확보 수요가 높아졌기 때문

AI/ML 기술 역량 확보가 적극적 M&A의 토대



자료: AlphaWise, Morgan Stanley

글로벌 M&A Deal 규모



자료: Dealogic
주: 2025년은 3분기 누적 기준

미국 명목 GDP 대비 M&A deal 규모



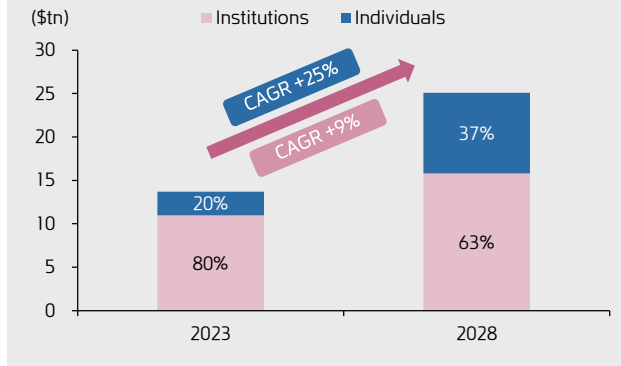
자료: Dealogic, Bloomberg



◆ 사모/패시브/리테일이 주도하는 자본시장 성장

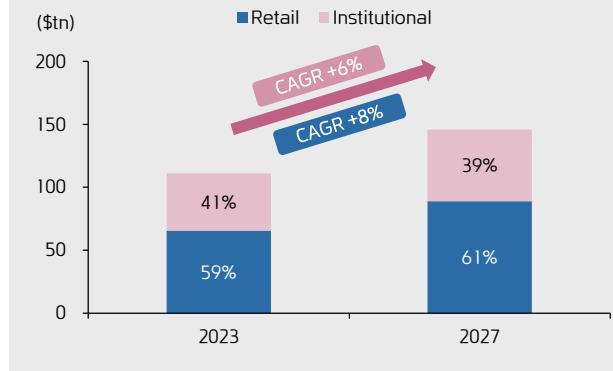
- 트럼프 행정부는 401(k) 등 퇴직연금 계좌에서 사모펀드 및 대체투자 상품을 도입하는 행정명령 발표. 일반 개인 투자자의 사모펀드 접근이 확대된다는 의미로 리테일 중심 신규 투자 유입 및 신성장 동력으로 작용할 가능성. SLR 비율 축소에 따라 기관 또한 다양한 자산군에 투자할 수 있는 여건이 마련
- IPO와 M&A 환경 개선 시 투자, 회수, 재투자 선순환이 빨라지면서 사모펀드 투자 사이클 개선에도 일조. 실제로 FY3Q25 사모펀드 주도 M&A 규모가 YoY +42% 성장했고, 지난 FY2Q22 이래 가장 활발한 것으로 나타남

개인 비중 확대가 사모시장 성장의 주요 동인



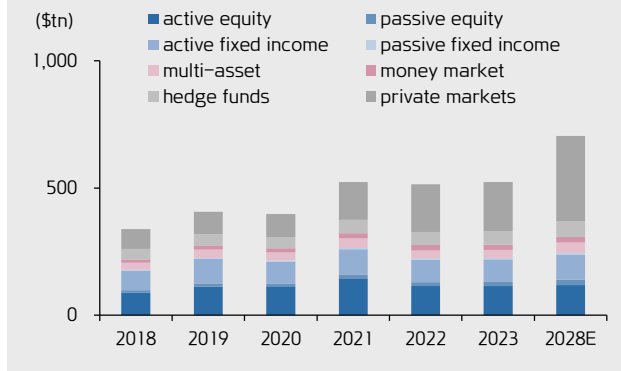
자료: Preqin, Oliver Wyman analysis

기관 대비 가파른 리테일 WM 채널 성장세



자료: Oliver Wyman analysis

자산군별 글로벌 자산 운용 수익 비중 추이



자료: Oliver Wyman analysis

브로드컴 (AVGO)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

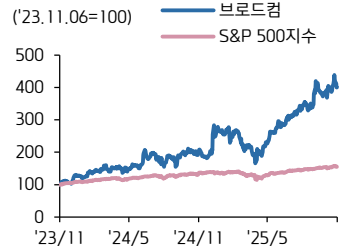
블룸버그 목표주가	USD 398.55
현재 주가 (11/4)	USD 351.94

Stock Data

산업분류	IT
세부업종	반도체&반도체 장비
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,771.55
시가총액(min)	1,661,989.1
유통주식수(min)	4,722.4
52주 최고	386.48
52주 최저	138.10
일평균거래량	22,912,888

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	51.8	4.0	75.3	102.4
S&P 500	15.1	0.8	19.8	17.1



◆ **투자 포인트:** 1)추론 수요 증가에 따른 ASIC 시장 성장 수혜. 추론용 칩은 특정 학습 모델을 기반으로 실제 데이터를 처리하고 결과를 도출하는 데 최적화되어 효율성이 증시됨. 학습용 칩 대비 높은 연산 성능을 요구하지 않고, 특정 프레임워크나 서비스에 최적화된 설계를 적용해 최대 성능을 끌어낸다는 측면에서 ASIC 활용 비중이 높아질 전망. 특히 빅테크들의 적극적인 CAPEX 투자 확장 기조 속 안전마진 확보를 위해 자체 칩 설계 및 훈련 활용 사례가 늘어나는 중. 알파벳은 2026년부터 Anthropic에 최대 100만 TPU를 공급할 예정이며, 아마존은 2025년 연말까지 Trainium 100만개 사용 계획을 발표. OpenAI도 동사와 10GW 규모 맞춤형 가속기 및 네트워킹 시스템 포함 인프라 공급계약을 체결. 2)AI 모델의 복잡성과 규모로 인해 고성능 컴퓨팅 인프라에 대한 수요가 증가. 이에 컴퓨팅의 범위가 단일 칩에서 랙, 서버까지 확장되었고, 결국 이들간 통신 병목 현상 및 불필요한 전력 소모가 컴퓨팅 성능과 효율성에 있어 또 다른 쟁점으로 부상. 가속기 시장과 함께 데이터센터 네트워킹 인프라 시장 성장 속도도 가파를 것으로 전망되는 가운데 가장 부가가치가 높은 네트워킹 부품은 스위치. 한편 스위치 기술 표준 체계 중 이더넷의 점유율 확대가 기대. 이더넷은 성능면에서는 엔비디아의 인피니밴드보다 부족하지만 범용성과 비용 효율성 측면에서 우위. 최근 기술 발전(RoCE, UEC 등)으로 성능 차이가 현저히 줄어들면서 개방형 생태계를 가진 이더넷 기반 백엔드 네트워크 적용 속도는 빨라지는 중. 결국 가속기와 네트워킹 분야에서 엔비디아를 제외하면 현재로서 고객 노출도가 가장 높은 기업은 브로드컴. ASIC 및 이더넷 점유율 확대 추세에 힘입어 추가 고객 확보와 매출 증진이 실적 성장 가속화를 견인할 것으로 판단

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q25 어닝 서프라이즈 및 FY2026 AI 반도체 솔루션 부문 실적 전망치 상향 조정. CEO는 2030년 AI 매출 목표를 1,200억달러로 제시, 2025년 200억달러와 비교하면 CAGR +43%에 달하는 고속 성장. 12m fwd PER 37배로 5개년 평균(20배) 상회하나, AI 인프라 CAPEX 투자 확장 사이클 지속된다는 전제 하에 ASIC 시장 점유율 확대 수혜 가장 큰 기업이라는 관점에서 긍정적 의견을 제시

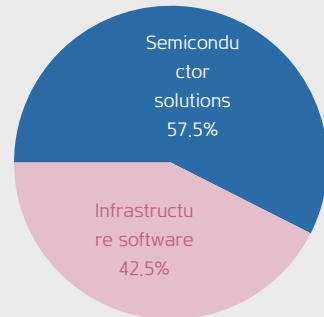
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	35,819	51,574	63,360	86,316
영업이익	22,125	30,736	41,493	56,164
영업이익률(%)	61.8	59.6	65.5	65.1
순이익	18,378	23,733	33,262	46,081
EPS	4.23	4.87	6.74	9.33
증가율	12.2	15.3	38.5	38.3
PER	24.8	63.9	52.2	37.7
PBR	14.5	11.7	22.0	17.1
ROE	60.3	12.9	41.1	48.3
배당지표수익률	0.7	0.7	0.7	0.8

주: 컨센서스는 2025.11.04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

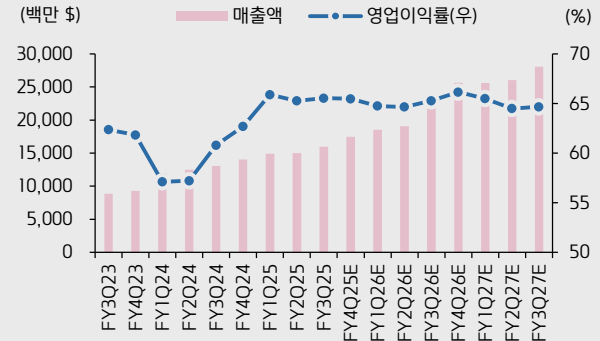


AVGO 사업부별 매출액 비중



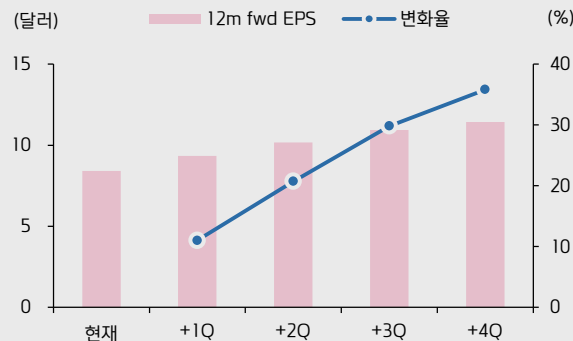
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AVGO 분기 매출액 및 영업이익률 추이



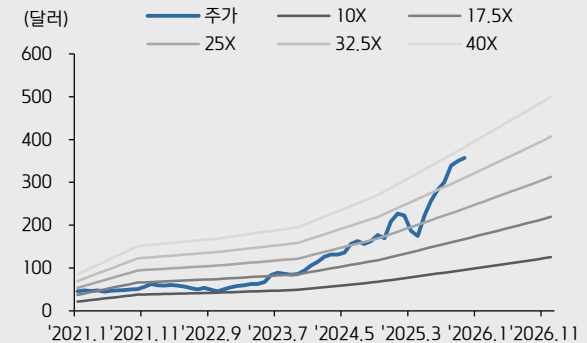
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AVGO 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AVGO 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

브로드컴 (AVGO)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	23,888	27,450	33,203	35,819	51,574
매출원가	10,372	10,606	11,108	11,129	19,065
매출총이익, GAAP	13,516	16,844	22,095	24,690	32,509
판매비	1,935	1,347	1,382	1,592	4,959
연구개발비	4,954	4,851	4,919	5,253	9,310
영업이익, GAAP	12,939	15,912	20,294	22,125	30,736
영업외 (이익)손실	1,571	1,754	1,791	1,110	3,547
세전이익, GAAP	2,686	6,745	18,779	19,393	27,481
법인세비용	-518	29	939	1,015	3,748
당기순이익, GAAP	2,664	6,437	11,495	14,082	5,895
EPS, GAAP	0.662	1.57	2.74	3.393	1.27
희석 EPS, GAAP	0.63	1.5	2.653	3.298	1.23
영업이익, 조정	12,939	15,912	20,294	22,125	30,736
당기순이익, 조정	3,222	6,783	16,526	18,378	23,733
EBITDA	13,643	16,571	21,029	23,213	31,897

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	12,061	13,764	16,736	18,085	19,962
감가상각비, 무형자산상각비	6,905	6,041	4,984	3,835	10,010
운전자본 변동	1,495	168	-1218	-858	-2647
투자활동으로 인한 현금흐름	-11,109	-245	-667	-689	-23,070
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-463	-443	-424	-452	-548
유, 무형자산 처분	12	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	1,611	-8,974	-15,816	-15,623	-1,733
지급배당금	-5,534	-6,212	-7,032	-7,645	-9,814
차입금의 증가(감소)	7,703	-1,591	-426	-403	20,346
자사주매입	-489	-1129	-8341	-7563	-12202
현금증가	2,563	4,545	253	1,773	-4,841
기초현금	5,055	7,618	12,163	12,416	14,189
기말현금	7,618	12,163	12,416	14,189	9,348
FCF	11,598	13,321	16,312	17,633	19,414
FCFF	—	15,198	17,918	19146	21,873

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	75,933	75,570	73,249	72,861	165,645
유동자산	11,895	16,586	18,504	20,847	19,595
현금 및 현금성자산	7,618	12,163	12,416	14,189	9,348
매출채권	2,297	2,071	2,958	3,154	4,416
채고자산	1,003	1,297	1,925	1,898	1,760
비유동자산	64,038	58,984	54,745	52,014	146,050
유형자산	3,098	2,936	2,740	2,617	3,846
무형자산	60,229	54,824	50,725	47,520	138,456
부채총계	52,032	50,581	50,540	48,873	97,967
유동부채	6,371	6,281	7,052	7,405	16,697
매입채무	2,457	2,975	3,273	2,998	4,888
단기성부채	927	373	514	1,668	1,478
비유동부채	45,661	44,300	43,488	41,468	81,270
장기성부채	40,762	39,900	39,464	37,980	67,438
자본총계	23,901	24,989	22,709	23,988	67,678

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	11.15	23.45	33.80	39.31	11.43
영업이익률	16.80	31.03	42.84	45.25	26.10
EBITDA 마진	46.15	53.41	58.15	56.21	45.88
ROE	12.87	31.09	51.06	60.31	12.86
ROA	4.13	8.89	15.45	19.28	4.94
ROIC	6.66	12.75	20.16	23.57	8.29
부채비율	206.76	189.50	176.04	165.28	101.83
순차입금비율	142.55	112.49	121.37	106.13	88.02
EBITDA/현금지급이자	7.83	9.37	13.93	13.40	7.28
현금비율	119.57	193.65	176.06	191.61	55.99
유동비율	186.71	264.07	262.39	281.53	117.36
PER	45.67	33.73	17.27	24.80	63.95
PBR	7.06	10.33	8.70	14.47	11.70
EV/EBIT	44.61	29.44	15.81	22.96	63.00
EV/EBITDA	16.34	17.15	11.67	18.50	35.97

아리스타 네트워크 (ANET)



US Equity Analyst 박기현 kihyun.park@kiwoom.com

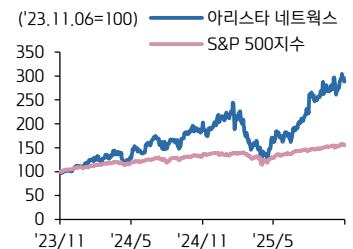
블룸버그 목표주가	USD 160.35
현재 주가 (11/4)	USD 153.55

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	통신장비
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,771.55
시가총액(min)	192,991.7
유통주식수(min)	1,256.9
52주 최고	164.94
52주 최저	59.43
일평균거래량	8,720,671

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	38.9	5.5	69.9	51.6
S&P 500	15.1	0.8	19.8	17.1



◆ **기업 개요:** 아리스타 네트워크는 클라우드 및 AI 데이터센터용 네트워크 장비와 소프트웨어를 제공하는 기업. 핵심 경쟁력은 고성능 이더넷 기반 하드웨어와 독자 운영체제 EOS(Extensible Operating System)를 활용해 AI 학습 서버나 GPU가 급증하는 대규모 데이터센터 환경에서도 네트워크를 빠르게 확장하고 효율적으로 관리할 수 있는 구조를 구현하는 능력. AI 데이터센터 수요 확대에 힘입어 네트워킹 솔루션 시장에서 빠르게 성장하고 있으며, 유럽·중동의 서버인 AI 프로젝트와 미국 하이퍼스케일러 수요 증가로 글로벌 시장 점유율 확대 중

◆ **투자 포인트:** 1) AI 데이터센터 전환 수혜: 고비용·폐쇄형 구조의 InfiniBand 대신 개방적이고 호환성이 높은 UEC 표준 이더넷으로 시장이 이동하면서, Arista의 경쟁우위 강화. 또한 향후 Etherlink 스위치 포트폴리오 중심으로 대규모 GPU 클러스터 연결(Scale-out) 수요 증가의 직접 수혜 예상. 2) 소프트웨어 플랫폼 기반 고마진 구조: EOS와 CloudVision을 결합해 네트워크 자동화·가시성·보안 기능을 통합 제공. EOS는 리눅스 기반 개방형 구조로 API·자동화 도구(Ansible, Terraform 등)와 즉시 연동 가능해 고객 맞춤형 확장 용이. 소프트웨어 구독 매출 비중 확대로 하드웨어 매출 의존도 완화 및 안정적 수익 구조 확보. 3) 글로벌·엔터프라이즈 시장 확장: 미국 하이퍼스케일러 외 유럽·중동 서버인 AI 프로젝트 및 엔터프라이즈·캠퍼스 네트워크(SD-WAN, VeloCloud 인수)를 통해 고객층 다변화. 유럽·아프리카, 아시아태평양 지역 모두 YoY 기준 40~50% 수준의 매출 성장률을 기록 중

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q25 매출 23.1억 달러(+27.5% YoY), EPS 0.75달러(+25.0% YoY), GPM 65.2%, OPM 48.6% 기록. 12m fwd PER는 56배로 업종 평균(26배)을 상회하나, AI 인프라 확장에 따른 구조적 성장성과 업계 최고 수준의 수익성을 고려하면 프리미엄 정당화 가능. AI 네트워크 시장은 연 20~30% 성장세가 예상되며, 동사는 데이터센터 스위치(약 33%)와 고속 이더넷 포트(약 43%) 시장에서 확고한 점유율과 리더십을 보유. 밸류에이션 부담은 존재하나, 중기 성장 모멘텀을 고려할 때 추가 리레이팅 여력 충분

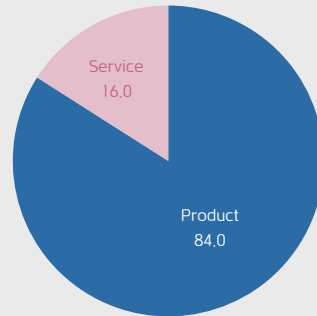
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	5,860	7,003	8,785	10,640
영업이익	2,603	3,327	4,185	4,920
영업이익률 (%)	44.4	47.5	47.6	46.2
순이익	2,087	2,852	3,437	4,006
EPS	1.65	2.23	2.82	3.29
증가율	54.1	35.6	26.2	16.9
PER	35.8	54.6	54.5	46.6
PBR	10.2	13.9	15.1	11.8
ROE	34.5	33.1	30.0	27.1
배당지표수익률	0.0	0.0	0.0	0.0

주: 컨센서스는 2025.11.04 블룸버그 기준, GAAP 기준

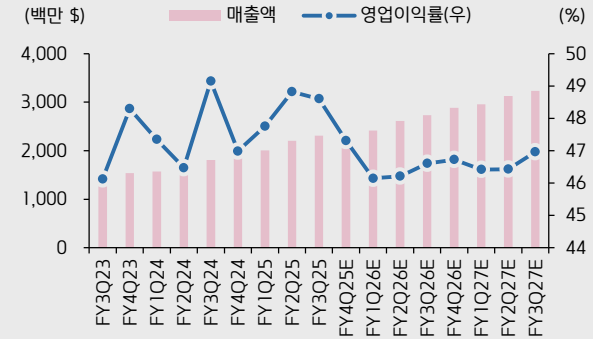


ANET 사업부별 매출액 비중



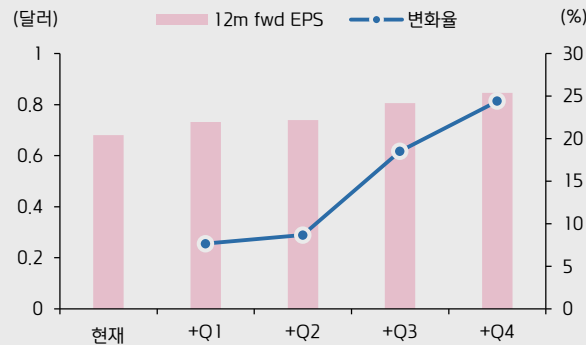
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ANET 분기 매출액 및 영업이익률 추이



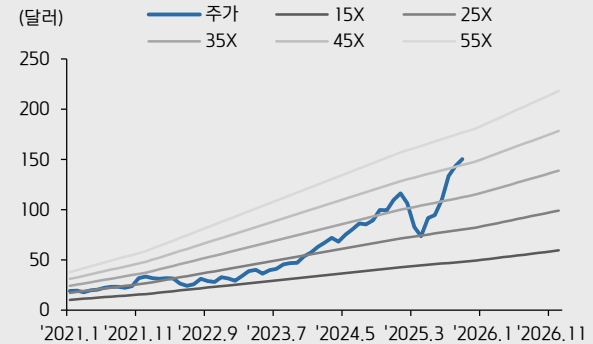
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ANET 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ANET 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

아리스타 네트워크스 (ANET)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	2,318	2,948	4,381	5,860	7,003
매출원가	836	1,067	1,706	2,230	2,512
매출총이익, GAAP	1,482	1,881	2,676	3,630	4,491
판매비	296	369	420	518	550
연구개발비	487	587	728	855	997
영업이익, GAAP	875	1,141	1,796	2,603	3,327
영업외 (이익)손실	-39	-6	-55	-165	-320
세전이익, GAAP	910	1,147	1,824	2,750	3,647
법인세비용	104	90	229	335	413
당기순이익, GAAP	635	841	1,352	2,087	2,852
EPS, GAAP	0.5219	0.685	1.10	1.6875	2.27
희석 EPS, GAAP	0.50	0.6575	1.0675	1.645	2.23
영업이익, 조정	875	1,141	1,796	2,603	3,327
당기순이익, 조정	642	915	1,448	2,199	2,910
EBITDA	919	1,191	1,859	2,674	3,389

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	735	1,016	493	2,034	3,708
감가상각비, 무형자산상각비	45	50	63	71	62
운전자본 변동	-108	3	-885	-73	1172
투자활동으로 인한 현금흐름	-609	-926	216	-687	-2,457
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-115	-65	-45	-34	-32
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-346	-361	-655	-84	-422
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자사주매입	-338	-344	-622	-50	-363
현금증가	-218	-272	51	1,263	824
기초현금	1,116	897	625	676	1,939
기말현금	897	625	676	1,939	2,764
FCF	720	951	448	2,000	3,676
FCFF	720	951	448	2000	3,676

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	4,739	5,734	6,775	9,957	14,044
유동자산	3,837	4,813	5,551	8,400	11,911
현금 및 현금성자산	2,873	3,408	3,024	5,008	8,303
매출채권	390	517	923	1,034	1,140
재고자산	480	650	1,290	1,945	1,835
비유동자산	902	922	1,225	1,557	2,133
유형자산	110	144	148	102	99
무형자산	312	282	388	357	331
부채총계	1,419	1,756	1,890	2,738	4,049
유동부채	768	1,110	1,294	1,919	2,732
매입채무	278	429	525	842	816
단기성부채	18	20	20	21	22
비유동부채	650	646	596	818	1,317
장기성부채	72	57	44	44	37
자본총계	3,320	3,979	4,886	7,219	9,995

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	27.38	28.52	30.87	35.62	40.73
영업이익률	30.19	31.37	34.86	38.52	42.05
EBITDA 마진	33.12	33.86	36.84	40.13	42.93
ROE	20.42	23.04	30.51	34.49	33.14
ROA	14.22	16.06	21.62	24.95	23.77
ROIC	20.02	24.04	32.13	33.35	29.67
부채비율	2.72	1.93	1.31	0.91	0.60
순차입금비율	-83.81	-83.74	-60.58	-68.46	-82.48
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비율	373.95	307.10	233.76	260.91	303.91
유동비율	499.45	433.64	429.12	437.63	435.94
PER	35.90	62.70	31.46	35.83	54.64
PBR	6.67	11.12	7.62	10.19	13.95
EV/EBIT	27.47	43.94	22.37	30.32	44.55
EV/EBITDA	25.21	40.97	21.24	29.17	43.63

알파벳 A (GOOGL)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

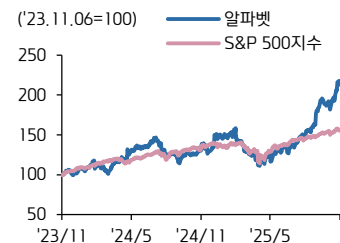
블룸버그 목표주가	USD 284.32
현재 주가 (11/4)	USD 277.54

Stock Data

산업분류	통신 서비스
세부업종	인터넷 미디어 & 서비스
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,771.55
시가총액(min)	3,324,161.7
유통주식수(min)	5,817.0
52주 최고	275.34
52주 최저	140.53
일평균거래량	33,146,346

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	46.6	13.1	69.0	63.5
S&P 500	15.1	0.8	19.8	17.1



- ◆ **투자 포인트:** 1)저평가 요인이었던 반독점 이슈 해소. 최악의 시나리오였던 크롬 브라우저와 안드로이드 모바일 운영체제(OS) 매각에 대한 위험을 피했고, 애플 등 스마트폰 제조사에 검색엔진을 사전 탑재하도록 대가를 지급한 부분도 유지하도록 판결. 반면 경쟁사와 검색 데이터를 공유하는 의무와 스마트폰 제조사에 경쟁사 브라우저의 사전 설치를 막는 배타적 계약 체결 금지는 동반. 다만 이미 구글은 항소를 예고했고 최종 판결 확정과 시행까지는 장기화될 전망. 결국 구글의 독보적인 트래픽과 생태계, 그리고 이를 통한 개인 맞춤형 서비스 제공 등을 감안하면, 여전히 제조사들과의 관계는 지속될 수 밖에 없으며, 이로 인해 전 세계 검색 점유율 1위를 차지하는 독보적 위치는 위협 받기 어렵다고 판단. 또한 생성형AI 도입으로 검색 환경 변화했다는 점이 판결 근거로 제시되었기 때문에 추후 법무부 항소에도 매각 가능성은 낮을 것으로 예상되며, Gemini의 Apple Intelligence 탑재 가능성도 열려 있음. 2)OpenAI에 이어 매타까지 구글 클라우드 계약 체결. 선두적인 테크 업체들이 인프라 다각화를 위해 다수의 클라우드 업체를 함께 활용하는 멀티 클라우드 전략을 시행하기 시작하면서 아마존의 AWS나 마이크로소프트의 Azure 대비 낮은 점유율을 차지하던 구글에게는 성장 가속화의 추가적인 동력으로 작용할 것으로 기대. 3)25년 CAPEX 기준 850억달러에서 910~930억달러로 추가 상향. FY2026에도 상당한 증가가 있을 것으로 예고. Anthropic과 TPU 최대 100만개 공급 계약도 체결. 역사상 최대 규모 단일 공급 계약으로 AI 업계의 막대한 반도체 수요를 반영. TPU, 클라우드, 제미니AI, 웨이모 등 실적에 기여할 수 있는 혁신적인 모멘텀 보유
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q25 매출 사상 첫 1천억달러 돌파. 검색, 유튜브, 클라우드 세 축이 이끄는 AI 수익화 효과 확인. 제미니AI의 월간 활성 사용자 수는 6.5억만명을 초과했으며, 클라우드 백로그도 1,550억달러로 YoY +82%, QoQ +46% 증가. 2026년부터 본격적으로 확장될 Waymo 상용화 범위, TPU 공급 계약 체결 및 올해 연말 출시될 Gemini 3 모멘텀도 기대해 볼만 하다고 생각. 12m fwd PER는 24배로 5개년 평균(21배) 상회해 단기적으로 부담

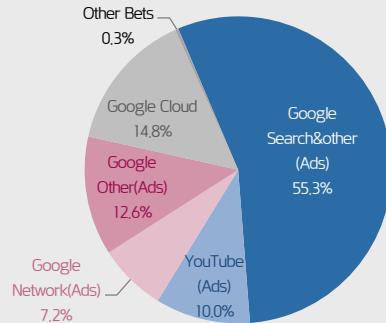
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	307,394	350,018	396,301	444,128
영업이익	84,293	112,390	131,366	151,572
영업이익률(%)	27.4	32.1	33.1	34.1
순이익	73,795	100,118	121,867	129,983
EPS	5.80	8.04	10.56	11.66
증가율	27.2	38.6	31.3	10.4
PER	22.8	23.9	26.0	23.6
PBR	6.1	7.1	8.2	6.6
ROE	27.4	32.9	31.6	29.2
배당지표수익률	0.3	0.3	0.3	0.3

주: 컨센서스는 2025.11.04 블룸버그 기준, GAAP 기준

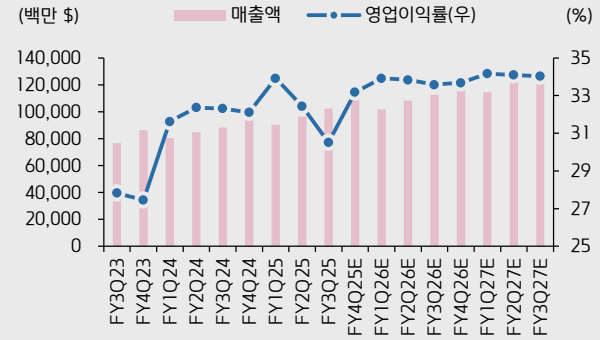


GOOGL 사업부별 매출액 비중



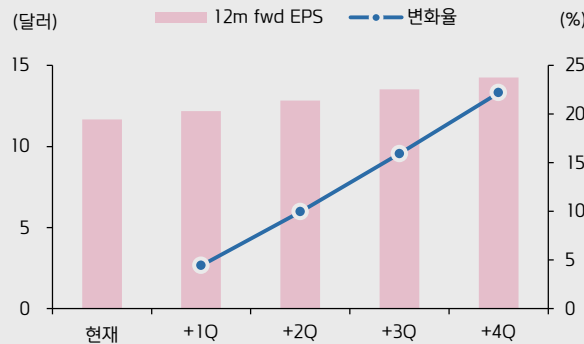
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GOOGL 분기 매출액 및 영업이익률 추이



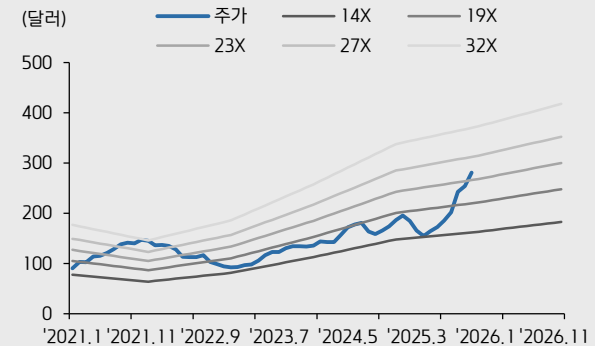
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GOOGL 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GOOGL 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

알파벳 A (GOOGL)



손익계산서

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

현금흐름표

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

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

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

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

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

판타 서비스 (PWR)



US Equity Analyst 박기현 kihyun.park@kiwoom.com

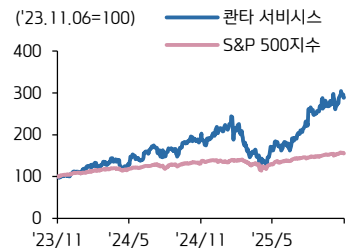
블룸버그 목표주가	USD 469.19
현재 주가 (11/4)	USD 438.66

Stock Data

산업분류	산업서비스
세부업종	기간시설 건설업
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,771.55
시가총액(min)	65,411.2
유통주식수(min)	149.1
52주 최고	469.43
52주 최저	227.08
일평균거래량	1,005,007

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	38.8	4.2	36.0	39.4
S&P 500	15.1	0.8	19.8	17.1



- ◆ **기업 개요:** 1997년 텍사스주에 설립된 인프라 엔지니어링 기업으로 두 개의 사업 부문 운영: ① 전력 인프라: 송전·배전, 변전소, 재생에너지 발전소, 데이터센터 전력공급망, 통신망 구축 등 전기 관련 프로젝트 수행. ② 지하 유틸리티 및 인프라: 천연가스·석유 운송 및 저장시설, 산업용 배관, 공정설비 시공. 미국 전력망 확충과 유틸리티 투자 확대에 직접 노출되어 있으며, 각 시장에서 점유율 1위
- ◆ **투자 포인트:** 1) 전력망 현대화 및 데이터센터 전력 수요 확대 수혜: 미국 내 노후 송전망 교체 및 전력 인프라 확충이 본격화되는 가운데, 데이터센터·AI 인프라 확장에 따른 전력 수요 급증이 동사 성장의 핵심 동력으로 작용. 재생에너지, ESS, 전력망 강화 프로젝트 등 유틸리티 CAPEX 증가에 직접 노출되어 있음. 2) 숙련 인력 및 기술 경쟁력 기반의 진입장벽: 대형 전력망 및 산업 인프라 프로젝트 수행에 필수적인 고급 기술인력, 공정 안전관리, 공학 설계 노하우를 내재화. 고전압 송전·지하 유틸리티 시공에 특화된 전문 기술력으로 경쟁사 대비 프로젝트 납기·품질 측면에서 우위 확보. 축적된 레퍼런스와 지역별 네트워크를 바탕으로 신규 고객 확보 비용이 낮고, 프로젝트 수익성 방어력 높음. 3) 시장 지배력 및 수주 가시성 확보: 북미 전력 인프라 EPC 시장 점유율 1위, FY3Q25 수주잔고 392억 달러로 사상 최대 규모 기록. 장기 계약 기반 고객 포트폴리오(대형 유틸리티, 통신, 에너지 기업) 보유. 신규 수주 외 기존 고객 유지보수·업그레이드 프로젝트가 반복 발생해 중장기 실적 가시성 높음
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q25 매출 76.3억 달러(+17.5% YoY), 조정 EBITDA 8.6억 달러(+25.7%), 조정 회식 EPS 3.33달러(+22.4%)를 기록. 12m fwd PER 42.4배, EV/EBITDA 25.6배로 섹터 중앙값(20.9배, 12.4배)을 상회하나, 두 자릿수 매출·이익 성장률, 견조한 현금흐름과 재무건전성, 구조적 성장 모멘텀에 따른 프리미엄을 고려 필요. 동사는 북미 전력 인프라 및 데이터센터 수요 확대의 핵심 수혜주로, 단기적으로 멀티플 부담은 있으나, 중기적으로 성장 동력에 기반한 리레이팅이 이뤄질 것으로 판단

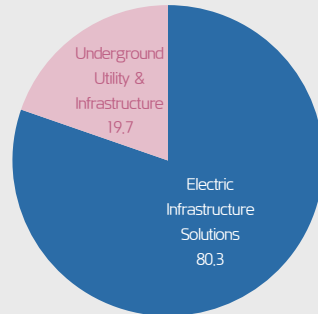
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	20,882	23,673	27,905	31,240
영업이익	1,128	1,346	1,632	2,047
영업이익률 (%)	5.4	5.7	5.8	6.6
순이익	745	905	1,050	1,362
EPS	5.00	6.03	10.59	12.34
증가율	50.6	20.6	75.7	16.5
PER	38.3	47.6	41.4	35.5
PBR	5.0	6.4	7.9	6.8
ROE	12.8	13.3	14.6	15.2
배당지표수익률	0.1	0.1	0.1	0.1

주: 컨센서스는 2025.11.04 블룸버그 기준, GAAP 기준

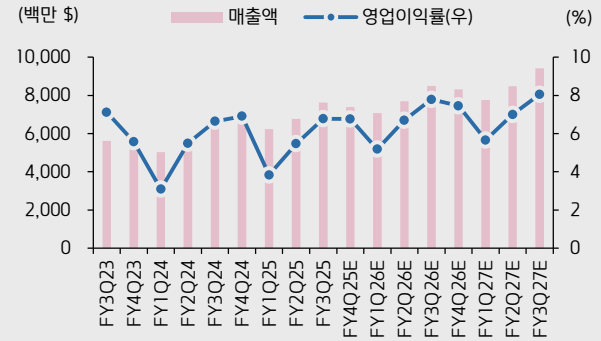


PWR 사업부별 매출액 비중



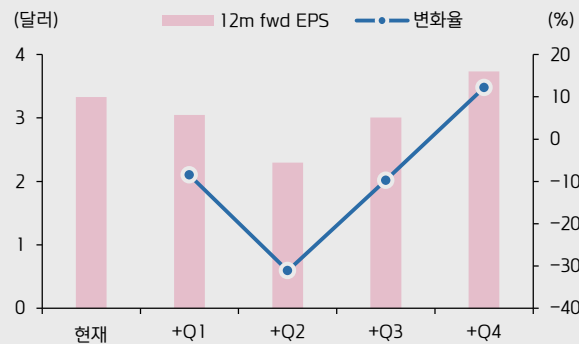
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

PWR 분기 매출액 및 영업이익률 추이



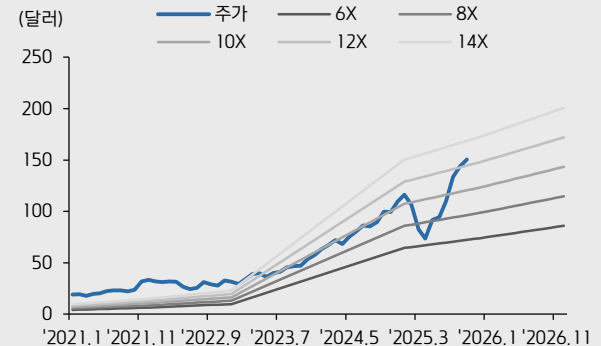
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

PWR 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

PWR 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

판타 서비스 (PWR)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	11,203	12,980	17,074	20,882	23,673
매출원가	9,542	11,027	14,545	17,945	20,162
매출총이익, GAAP	1,661	1,953	2,529	2,937	3,511
판매비	975	1,156	1,337	1,555	1,825
연구개발비	0	0	0	0	0
영업이익, GAAP	825	838	1,394	1,128	1,346
영업외 (이익)손실	40	41	168	158	134
세전이익, GAAP	571	681	704	970	1,212
법인세비용	119	131	192	219	285
당기순이익, GAAP	446	486	491	745	905
EPS, GAAP	3.15	3.45	3.42	5.13	6.16
희석 EPS, GAAP	3.07	3.34	3.32	5	6.03
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	483	715	938	1,065	1,346
EBITDA	1,050	1,259	1,685	1,947	2,331

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	1,116	582	819	1,872	2,455
감가상각비, 무형자산상각비	302	421	645	614	742
운전자본 변동	327	-458	-541	352	628
투자활동으로 인한 현금흐름	-499	-2,899	-617	-990	-2,294
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-261	-387	-429	-435	-604
유, 무형자산 처분	35	49,186	62,058	69,347	78
재무활동으로 인한 현금흐름	-601	2,361	-311	269	-306
지급배당금	-29	-34	-41	-48	-54
차입금의 증가(감소)	-222	2,546	-47,976	409	-831
자사주매입	-247	-67	-128	0	0
현금증가	17	45	-110	1,158	-175
기초현금	170	187	232	433	1,295
기말현금	187	232	433	1,295	746
FCF	856	197	392	1,437	1,851
FCFF	892	251	482	1582	2,006

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	8,398	12,855	13,464	16,237	18,684
유동자산	3,588	4,733	5,536	7,677	7,851
현금 및 현금성자산	185	229	429	1,290	742
매출채권	2,716	3,400	3,675	4,411	5,171
재고자산	50	85	103	176	260
비유동자산	4,810	8,123	7,928	8,560	10,833
유형자산	1,818	2,160	2,260	2,586	3,000
무형자산	2,557	5,330	5,045	5,408	7,177
부채총계	4,049	7,738	8,066	9,954	11,354
유동부채	2,139	3,165	3,406	5,213	6,029
매입채무	1,510	2,255	2,153	3,061	3,722
단기성부채	100	107	112	613	157
비유동부채	1,911	4,573	4,659	4,741	5,326
장기성부채	1,353	3,895	3,864	3,851	4,322
자본총계	4,349	5,117	5,399	6,283	7,330

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	3.98	3.74	2.88	3.57	3.82
영업이익률	5.46	5.11	5.11	5.40	5.69
EBITDA 마진	9.19	9.16	8.88	8.79	9.28
ROE	10.62	10.28	9.36	12.78	13.32
ROA	5.33	4.57	3.73	5.01	5.18
ROIC	8.14	6.85	6.69	8.47	8.91
부채비율	33.45	78.29	73.85	71.17	61.21
순차입금비용	29.17	73.74	65.70	50.51	50.98
EBITDA/현금지급이자	32.05	22.55	14.30	10.44	13.21
현금비용	8.63	7.24	12.58	24.75	12.31
유동비용	167.79	149.53	162.53	147.26	130.23
PER	22.26	32.53	36.81	38.29	47.65
PBR	2.29	3.20	3.78	5.01	6.38
EV/EBIT	18.03	29.91	27.44	30.37	37.04
EV/EBITDA	10.91	16.93	15.78	18.85	22.94

버티브 홀딩스 (VRT)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

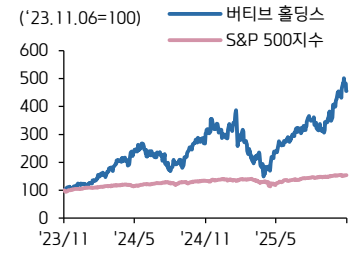
블룸버그 목표주가	USD 196.41
현재 주가 (11/4)	USD 180.82

Stock Data

산업분류	산업재
세업업종	전력 기기
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,771.55
시가총액(min)	69,134.4
유통주식수(min)	382.3
52주 최고	202.45
52주 최저	53.60
일평균거래량	7,128,055

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	59.2	12.9	90.7	60.8
S&P 500	15.1	0.8	19.8	17.1



- ◆ **기업 개요:** 버티브 홀딩스는 데이터센터(80%), 통신 네트워크(10%), 상업 및 산업용(10%) 서버용 냉각 시스템 및 전력관리 장비를 제조 및 판매하는 디지털 인프라 솔루션 기업. 사업부별 매출 비중은 Products(83%), Services(17%) 순이며, 북미(64%) 뿐만 아니라 EMEA(17%), APAC(19%) 지역 익스포저 보유
- ◆ **투자 포인트:** 1) AI 버블론 우려하기 보다는 대응책을 고민할 때. AI Action Plan에서도 트럼프 행정부는 AI 지배력 강화를 위해 범국가적 정부 개입과 지원을 명시. 로봇, 드론, 사이버보안, 바이오, 기초과학까지 응용은 이제 시작 단계, 스타게이트 프로젝트도 아직 유효. Top5 하이퍼스케일러 모두 CAPEX 지출 가속화 및 공격적 스탠스로 전환. 적어도 2027년까지 AI 인프라 산업이 AI 생태계 내 가장 가치 창출이 클 것으로 판단. OBBBA R&D 투자 관련 세금 혜택도 인프라 투자에 긍정적인 영향. 2) 2030년까지 데이터센터 CAPA 3배 증가 예상되는 가운데 이를 주도하는 건 AI 워크로드. 해당 부하 변동폭이 Non-AI 워크로드 대비 10배 높기 때문에 전력 효율성과 안정성에 대한 문제 의식 커질 전망. 기존 전력망은 이를 버틸 수 없고 연쇄적인 정전 및 전력망 붕괴까지 이를 수 있기에 이중화된 백업 전력과 부하 보호 시스템 설비가 필수적으로 설치되어야 함. 동사는 냉각 관리 뿐 아니라 전력의 분배와 조절을 담당하는 스위치기어, UPS, PDU 등 솔루션 함께 보유. 최근 AI와 엣지 컴퓨팅에 최적화된 사전설계형 인프라 제품 공급 역량을 강화를 위해 비상장 데이터랙 제조업체 2억달러에 인수. 첨단 원자력 기술 기업 오클로와도 원자력 기반 데이터센터에 특화된 첨단 전력 및 열 관리 솔루션 개발에 중점을 둔 협력 계약 체결 및 수냉 기술 기업 퍼지 라이트도 FY4Q25 내 인수 예정
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** 수주잔고의 확대, 운영 효율 개선과 비용 관리 강화 덕분에 매출과 마진 모두 큰 폭으로 확대. 관세 역풍에도 불구하고 강력한 수요 기반 생산성 향상, 운영 레버리지, 긍정적 원가 확보가 이익 성장으로 이어지는 모습. 현재 12m fwd PER는 36배로 5개년 평균(23배) 상회

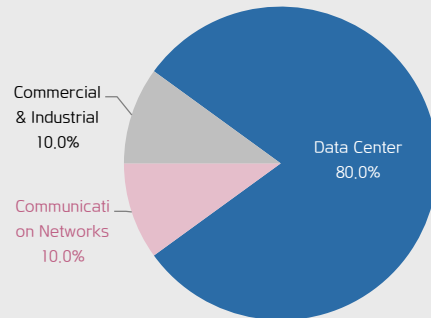
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	6,863	8,012	10,228	12,276
영업이익	1,054	1,552	2,056	2,695
영업이익률(%)	15.3	19.4	20.1	22.0
순이익	684	1,102	1,563	2,005
EPS	1.77	2.85	4.13	5.25
증가율	234.0	61.0	44.9	27.0
PER	38.4	87.7	43.8	34.5
PBR	9.1	17.8	18.9	14.4
ROE	26.6	22.3	50.4	46.6
배당지표수익률	0.1	0.1	0.1	0.1

주: 컨센서스는 2025.11.04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

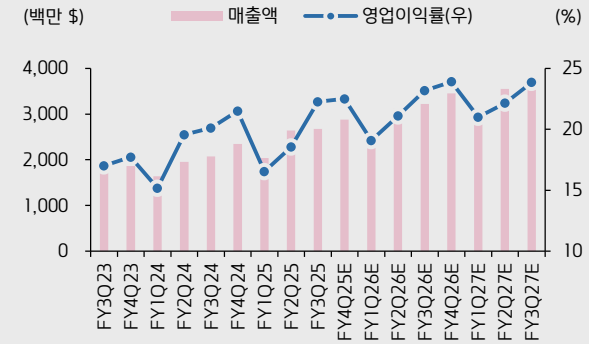


VRT 사업부별 매출액 비중



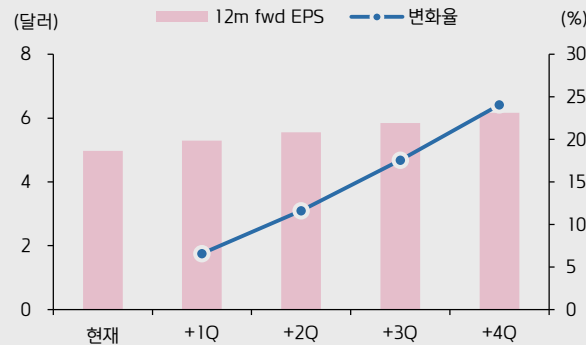
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

VRT 분기 매출액 및 영업이익률 추이



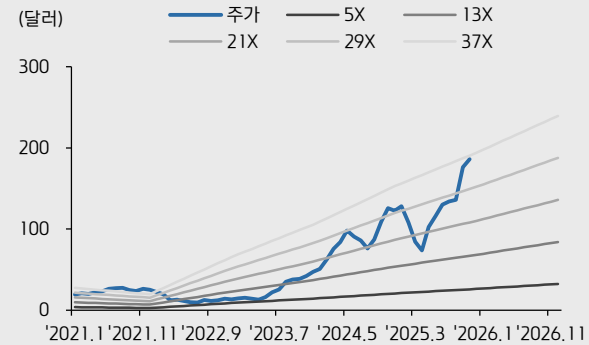
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

VRT 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

VRT 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

버티브 홀딩스 (VRT)



손익계산서

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

현금흐름표

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

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

재무상태표

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

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

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

GE베르노바 (GEV)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

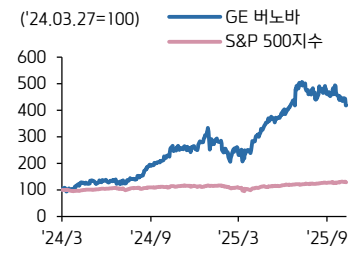
블룸버그 목표주가	USD 673.08
현재 주가 (11/4)	USD 547.96

Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	전력 기기
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,771.55
시가총액(min)	148,672.8
유통주식수(min)	271.3
52주 최고	677.29
52주 최저	252.25
일평균거래량	2,814,988

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	66.6	-7.9	36.6	73.5
S&P 500	15.1	0.8	19.8	17.1



◆ **기업 개요:** GE베르노바는 GE의 에너지 사업부로 2024년 4월 스핀오프 이후 독립 상장. 전기를 생산, 전송, 관리, 변환 및 저장하는 설비와 서비스를 제공하며, 전세기 전력의 25%가 동사 설비로부터 생산. 사업부별 매출 비중은 가스, 원자력, 수력 등 터빈 및 발전 설비를 담당하는 Power(48%), 온소어 및 오프쇼어 풍력 발전 관련 장비를 생산 및 판매하는 Wind(26%), 전기화, 그리드, 저장 등 솔루션을 제공하는 Electrification(26%) 순. 24/7 가동 가능하고 원자력 발전소 대비 건설 리드타임 짧은 가스터빈 글로벌 시장 점유율 33%로 과점 중

◆ **투자 포인트:** 1) AI 버블론 우려하기 보다는 대응책을 고민할 때. AI Action Plan에서도 트럼프 행정부는 AI 지배력 강화를 위해 범국가적 정부 개입과 지원을 명시. 로봇, 드론, 사이버보안, 바이오, 기초과학까지 응용은 이제 시작 단계, 스타게이트 프로젝트도 아직 유효. Top5 하이퍼스케일러 모두 CAPEX 지출 가속화 및 공격적 스탠스로 전환. 적어도 2027년까지 AI 인프라 산업이 AI 생태계 내 가치 창출이 가장 클 것으로 판단. 이에 2026년부터 전력 병목 문제 본격화될 전망. 2) 2030년까지 데이터센터 CAPA 3배 증가 예상되는 가운데 이를 주도하는 건 AI 워크로드. 해당 부하 변동폭이 Non-AI 워크로드 대비 10배 높기 때문에 전력 효율성과 안정성에 대한 문제 의식 커질 전망. 기존 전력망은 이를 버틸 수 없고 연쇄적인 정전 및 전력망 붕괴까지 이를 수 있기에 안정적인 전력 공급 및 전력망 현대화에 대한 시장 관심 집중될 전망. 최근 전력망과 전력기기 부문 성장률이 가스터빈 부문 성장률을 상회하기 시작. 북미, 중동, 유럽 지역의 전력망 강화와 변압기, BESS 솔루션 수요 확대로 신규 주문량 YoY +104% 급증. 북미 지역에 전력망 장비 및 변압기 판매중인 Prolec GE 잔여 자본 50% 추가 인수하기로 결정하면서 추가적인 점유율 확대도 기대

◆ **실적 및 밸류에이션:** Gas Power 및 Electrification 중심의 고마진 포트폴리오 강화와 운영 레버리지 효과로 매출과 수주잔고 급증. 올해 말 예정된 Investor Day에서 CAPEX 가이드선 확대 여부가 중요할 듯. 현재 12m fwd PER는 45배로 밸류에이션 부담 과거 대비 상대적으로 낮아진 상황

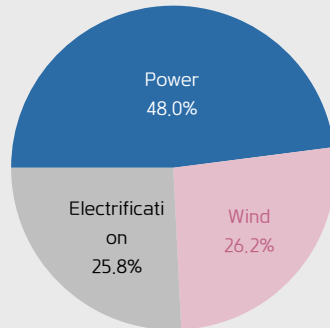
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	-	34,935	37,294	41,455
EBITDA	-	2,035	3,321	5,265
EBITDA 마진(%)	-	5.8	8.9	12.7
순이익	-	455	2,058	3,486
EPS	-	1.61	7.35	12.75
증가율	-	-	356.3	73.5
PER	-	48.4	74.6	43.0
PBR	-	9.5	13.9	11.3
ROE	-	18.3	20.7	29.3
배당지표수익률	-	0.2	0.2	0.3

주: 컨센서스는 2025.11.04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

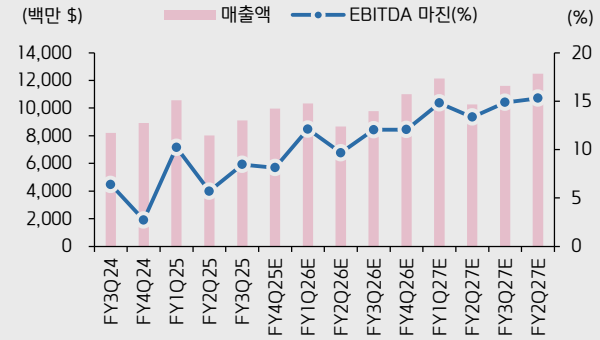


GEV 사업부별 매출액 비중



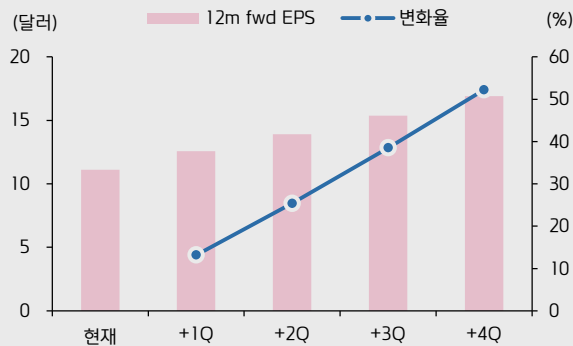
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

GEV 분기 매출액 및 EBITDA 마진 추이



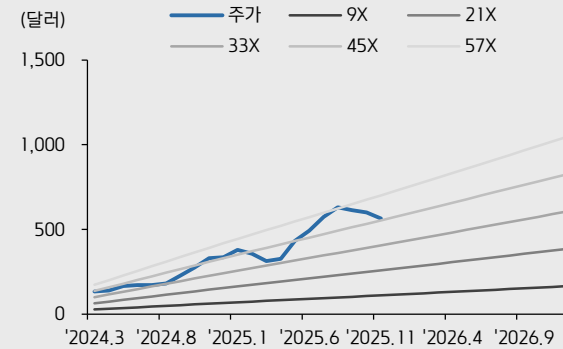
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

GEV 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

GEV 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

GE베르노바 (GEV)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	—	—	—	—	34,935
매출원가	—	—	—	—	28,850
매출총이익, GAAP	—	—	—	—	6,085
판매비	—	—	—	—	—
연구개발비	—	—	—	—	982
영업이익, GAAP	—	—	—	—	1,140
영업외 (이익)손실	—	—	—	—	-2,027
세전이익, GAAP	—	—	—	—	2,498
법인세비용	—	—	—	—	939
당기순이익, GAAP	—	—	—	—	1,559
EPS, GAAP	—	—	—	—	5.65
회석 EPS, GAAP	—	—	—	—	5.58
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	—	—	—	—	455
EBITDA	—	—	—	—	2,035

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	—	—	—	—	2,583
감가상각비, 무형자산상각비	—	—	—	—	1,172
운전자본 변동	—	—	—	—	-1,281
투자활동으로 인한 현금흐름	—	—	—	—	-37
유, 무형자산 취득(CAPEX)	—	—	—	—	-883
유, 무형자산 처분	—	—	—	—	25
재무활동으로 인한 현금흐름	—	—	—	—	3,652
지급배당금	—	—	—	—	0
차입금의 증가(감소)	—	—	—	—	-23
자사주매입	—	—	—	—	0
현금증가	—	—	—	—	6,051
기초현금	—	—	—	—	1,551
기말현금	—	—	—	—	8,205
FCF	—	—	—	—	1,700
FCFF	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	—	—	—	—	51,485
유동자산	—	—	—	—	34,153
현금 및 현금성자산	—	—	—	—	8,205
매출채권	—	—	—	—	0
재고자산	—	—	—	—	8,587
비유동자산	—	—	—	—	17,332
유형자산	—	—	—	—	5,821
무형자산	—	—	—	—	5,076
부채총계	—	—	—	—	40,892
유동부채	—	—	—	—	31,685
매입채무	—	—	—	—	8,578
단기성부채	—	—	—	—	163
비유동부채	—	—	—	—	9,207
장기성부채	—	—	—	—	562
자본총계	—	—	—	—	10,593

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	—	—	—	—	4.44
영업이익률	—	—	—	—	1.35
EBITDA 마진	—	—	—	—	4.70
ROE	—	—	—	—	18.30
ROA	—	—	—	—	3.18
ROIC	—	—	—	—	3.24
부채비율	—	—	—	—	7.59
순차입금비용	—	—	—	—	-70.61
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비용	—	—	—	—	25.90
유동비용	—	—	—	—	107.79
PER	—	—	—	—	48.44
PBR	—	—	—	—	9.51
EV/EBIT	—	—	—	—	179.01
EV/EBITDA	—	—	—	—	51.32

퍼스트솔라 (FSLR)



US Equity Analyst 박기현 kihyun.park@kiwoom.com

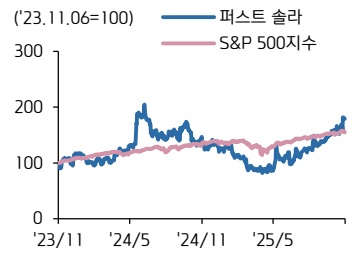
블룸버그 목표주가	USD 264.47
현재 주가 (11/4)	USD 262.70

Stock Data

산업분류	신재생에너지
세부업종	재생에너지 장비
거래소	NASDAQ GS
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,771.55
시가총액(min)	28,512.3
유통주식수(min)	107.3
52주 최고	275.08
52주 최저	116.56
일평균거래량	2,679,121

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	50.8	15.5	103.5	29.7
S&P 500	15.1	0.8	19.8	17.1



◆ **기업 개요:** 퍼스트솔라는 미국 기반 박막(Thin-Film)형 태양광 모듈 제조업체로 CdTe(카드뮴 텔루라이드) 기술을 핵심으로 함. 글로벌 주요 모듈 제조사 중 본사와 핵심 생산시설을 모두 미국 내에 보유한 유일한 기업으로 IRA·FEOC 등 보호무역 정책의 직접적 수혜 대상. 미국(10.6GW), 베트남·말레이시아(7.4GW), 인도(3.5GW)에 생산기지를 보유하고 2026년까지 미국 내 생산능력을 25GW로 확대 예정

◆ **투자 포인트:** 1) 기술 경쟁력: CdTe 박막 모듈은 폴리실리콘 기반 c-Si(결정질 실리콘) 대비 반도체 소재 사용량이 1~2% 수준이며 중국 중심 밸류체인으로부터 독립적 공급 구조 확보. 고온·저광 환경에서도 발전 효율이 높아 실제 발전량(kWh/W) 기준 c-Si 대비 4~6% 우위. 제조공정 단순화 및 원재료 절감 효과로 원가경쟁력 우수. 2) IRA 세액공제 수혜: 미국 내 전 공정을 수행하는 유일한 대형 모듈 제조사로 AMPC(첨단제조 생산세액공제, 45X) 최대 단가(\$0.17/W)를 적용 받음. 세액공제가 매출원가 절감 효과로 반영되어 영업이익률 개선과 현금창출력 확대에 기여 중이며, 2030년 단계적 폐지 전까지 안정적 마진 유지 가능. 3) 확고한 수주잔고 및 ASP 상승 여력: FY3Q25 기준 수주잔고 54.5GW를 확보했으며, 대부분 북미 대형 유틸리티 및 IPP 대상 장기 공급계약 중심. FEOC(해외우려기업) 가이드라인 및 미국 무역확장법 Section 232(국가안보 기반 수입규제) 명확화 시 미국 국내 모듈의 정책 프리미엄 반영을 통한 ASP 인상 가능성 존재

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q25 매출 15.9억달러(+45% QoQ)로 컨센서스를 소폭 상회, 희석 EPS 4.24달러 기록. GPM 38.3%로 전분기(45.6%) 대비 하락했으나, 동남아 감소 및 저할용비 반영에 따른 일시적 영향. FCF 10.7억달러, 순현금 20.5억달러로 재무안정성 양호. 2027년 가동 예정인 3.7GW 규모의 미국 신규 생산라인이 세액공제(45X) 및 물류비 절감 효과를 통해 중장기 마진 개선에 기여할 전망. 현재 12m fwd PER 18.3배로 섹터 중앙값(25배) 대비 할인 거래 중이며, 정책 수혜 지속과 미국 내 생산 확대를 감안할 때 밸류에이션 매력 유효

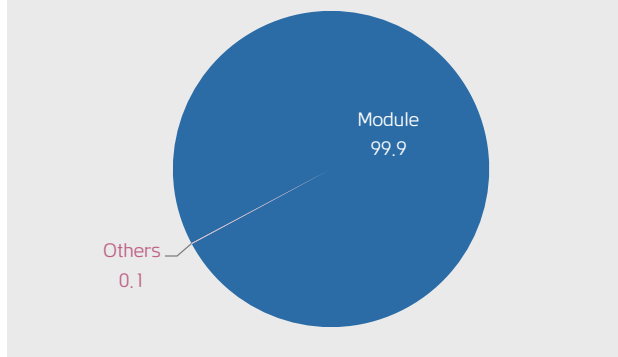
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	3,319	4,206	5,124	6,134
영업이익	857	1,394	1,651	2,571
영업이익률 (%)	25.8	33.2	32.2	41.9
순이익	831	1,292	1,571	2,406
EPS	7.74	12.02	14.71	22.63
증가율	-1987.8	55.3	22.3	53.9
PER	20.4	13.9	18.1	11.7
PBR	2.8	2.4	3.0	2.5
ROE	13.3	17.6	17.8	21.9
배당지표수익률	0.0	0.0	0.0	0.0

주: 컨센서스는 2025.11.04 블룸버그 기준, GAAP 기준

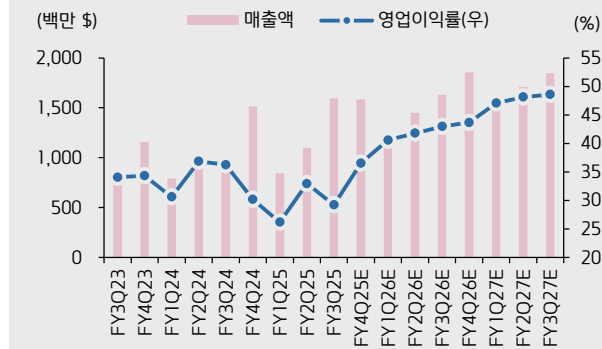


FSLR 사업부별 매출액 비중



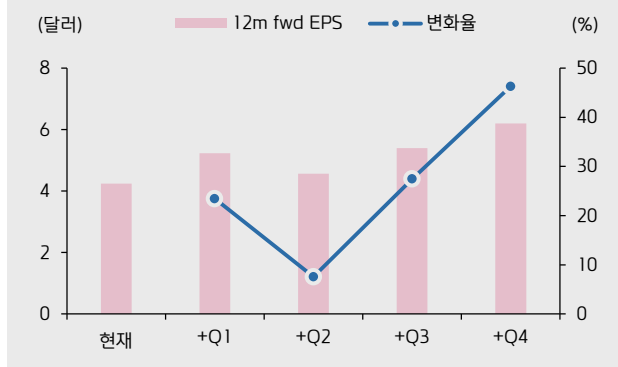
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

FSLR 분기 매출액 및 영업이익률 추이



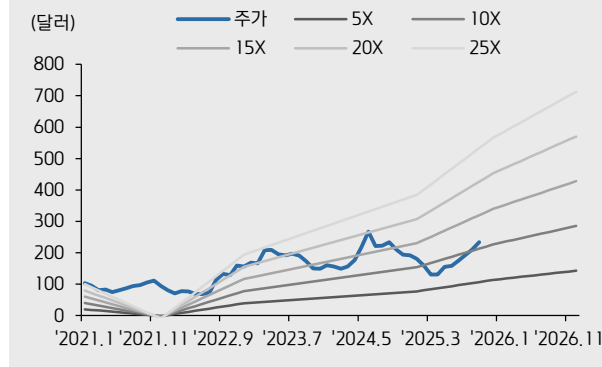
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

FSLR 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

FSLR 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

퍼스트솔라 (FSLR)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	2,711	2,923	2,619	3,319	4,206
매출원가	2,031	2,193	2,549	2,018	2,348
매출총이익, GAAP	681	730	70	1,301	1,858
판매비	223	170	165	198	188
연구개발비	94	99	113	152	191
영업이익, GAAP	317	587	-27	857	1,394
영업외 (이익)손실	24	15	-36	-34	-12
세전이익, GAAP	293	572	9	891	1,406
법인세비용	-107	103	53	61	114
당기순이익, GAAP	398	469	-44	831	1,292
EPS, GAAP	3.76	4.41	-0.41	7.78	12.07
희석 EPS, GAAP	3.73	4.38	-0.41	7.74	12.02
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	398	469	-44	831	1,292
EBITDA	381	847	242	1,165	1,818

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	37	238	873	602	1,218
감가상각비, 무형자산상각비	233	260	270	308	423
운전자본 변동	-530	-352	170	371	-195
투자활동으로 인한 현금흐름	-131	-99	-1,193	-473	-1,563
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-417	-540	-904	-1,387	-1,526
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-83	41	309	337	25
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-69	57	321,484	368	53
자사주매입	0	0	0	0	0
현금증가	-173	182	38	472	-327
기초현금	1,447	1,274	1,456	1,493	1,965
기말현금	1,274	1,456	1,493	1,965	1,638
FCF	-380	-303	-30	-785	-308
FCFF	—	-292	-93	-772	-272

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	7,109	7,414	8,251	10,365	12,124
유동자산	3,015	3,191	3,791	4,635	5,089
현금 및 현금성자산	1,747	1,826	2,578	2,102	1,793
매출채권	266	429	324	661	1,261
재고자산	568	666	621	820	1,084
비유동자산	4,094	4,223	4,460	5,730	7,035
유형자산	2,872	3,074	3,636	4,482	5,528
무형자산	71	60	46	94	83
부채총계	1,588	1,454	2,415	3,678	4,147
유동부채	847	727	1,038	1,306	2,077
매입채무	508	486	754	754	1,068
단기성부채	56	17	9	107	250
비유동부채	741	727	1,377	2,372	2,069
장기성부채	427	382	225	518	469
자본총계	5,521	5,960	5,836	6,687	7,978

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	14.69	16.03	-1.69	25.03	30.72
영업이익률	11.71	20.07	-1.04	25.83	33.15
EBITDA 마진	20.99	29.57	9.82	35.48	43.56
ROE	7.50	8.17	-0.75	13.27	17.62
ROA	5.45	6.45	-0.56	8.93	11.49
ROIC	7.00	7.69	2.23	11.76	15.66
부채비율	8.74	6.69	4.01	9.34	9.01
순차입금비율	-22.91	-23.95	-40.16	-22.10	-13.46
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비율	206.17	251.22	248.35	160.97	86.31
유동비율	355.74	439.03	365.25	354.84	244.97
PER	23.41	24.69	—	20.41	13.94
PBR	1.90	1.56	2.74	2.75	2.37
EV/EBIT	28.61	13.25	—	19.69	12.73
EV/EBITDA	16.20	9.07	52.99	14.38	9.71

에어로바이런먼트 (AVAV)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

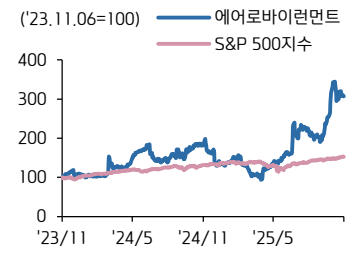
블룸버그 목표주가	USD 404.46
현재 주가 (11/4)	USD 365.08

Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	우주항공&국방
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,771.55
시가총액(min)	18,229.3
유통주식수(min)	49.9
52주 최고	417.86
52주 최저	102.25
일평균거래량	1,058,085

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	137.2	-2.6	125.4	66.2
S&P 500	15.1	0.8	19.8	17.1



◆ **기업 개요:** 에어로바이런먼트는 미국 정부 및 민간 기업을 대상으로 지능형 방위 로봇 시스템과 관련 차세대 방위 기술 서비스를 개발 및 판매하는 기업. BlueHalo 인수 이후 FY26부터 사업부 AxS(autonomous Systems)와 SCDE(Space, Cyber and Directed Energy)로 개편. 자폭형 무인항공기 'Switchblade'와 자율형 정찰 무인항공기 'Puma', 'JUMP', 레이저 지향성 무기 'LOCUST', 'Titan' 등이 주요 제품군이며, 매출의 76%가 미국, 그 외 24%는 해외(미 국방부를 통한 해외 군수 판매 포함)로부터 발생

◆ **투자 포인트:** 1)인수 불과 1분기 만에 포트폴리오 확장 시너지 효과 빠르게 극대화. AV Halo라는 AI 기반 통합 소프트웨어 플랫폼 출시. 기업, 국가급 전략적 파트너십이나 미 국방부 프로젝트 체결되는 등 실제로 차세대 기술 통합 솔루션 도입에 진전 나타나는 중. BlueHalo가 주도하고 있는 지향성 에너지의 경우, 아직 레이저 통신 시장 성장 초기 단계로 향후 핵심적인 수단 부상 시 모멘텀 부각 기대. 2)루비오 미국 국무부 장관은 트럼프 대통령이 발표한 '속도와 책임 향상을 위한 해외 방위 판매 개혁'이라는 행정명령의 일환으로 무인 항공 시스템(UAS) 관련 수출 정책 개정안을 승인. 기존 수출 규제의 기준이 속도, 높이 등과 같은 기술적 사양이었다면, 이번 개정은 책임 구조를 바꿔 국무부, 국방부, 의회에게 수출 검토에 대한 자율성을 주고 유연성을 증대했다는 점이 가장 큰 차별점. 정책, 외교적 고려가 수출 허가 조건에 포함되었다는 점에서 유럽, 태평양, 중동 등 동맹국향 수출 진전 가능성이 크게 높아졌다고 판단

◆ **실적 및 밸류에이션:** BlueHalo 인수 영향으로 분기 매출 사상 최고치 경신, 확정 수주잔고(Funded Backlog)도 11억달러 기록하며 YoY +195% 급증. 마진과 EPS는 무형자산 상각비 및 기타 비현금성 회계 비용 영향으로 감소했는데 이는 5월 BlueHalo 인수로 인한 단기적 비용으로 수주잔고 확대 및 비용 효율화에 따라 연말로 갈수록 지속적인 회복 예상. 12m fwd PER는 85배 수준으로 부담은 높아진 상황이나, BlueHalo 인수 및 수주 효과로 실적 성장 가시성 확보되었다는 관점에서 여전히 성장에 대한 기대감은 유효

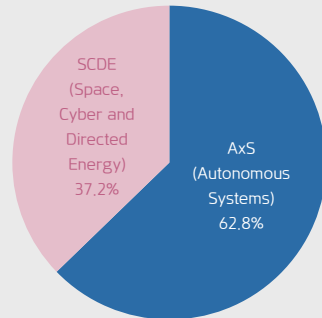
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	717	821	2,010	2,341
EBITDA	128	146	307	396
EBITDA 마진(%)	17.8	17.8	15.3	16.9
순이익	60	44	43	148
EPS	2.99	3.28	3.64	4.71
증가율	137.3	9.7	10.9	29.5
PER	66.0	58.1	100.4	77.5
PBR	5.5	4.8	4.0	3.6
ROE	8.7	5.1	6.7	-
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2025.11.04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

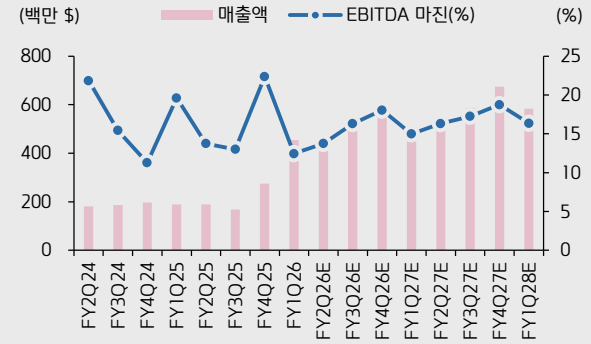


AVAV 사업부별 매출액 비중



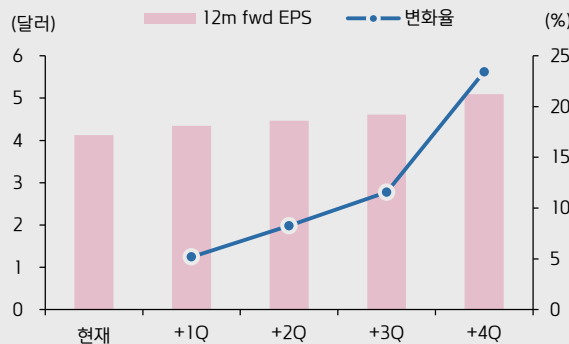
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AVAV 분기 매출액 및 EBITDA 마진 추이



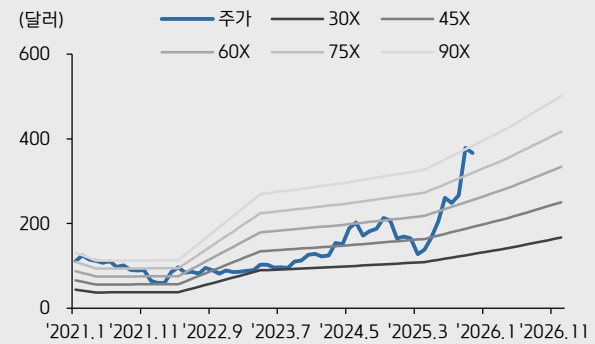
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AVAV 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AVAV 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

에어로바이런먼트 (AVAV)



손익계산서

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

현금흐름표

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

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

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

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

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



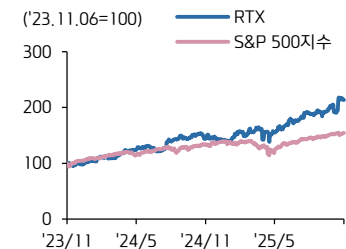
블룸버그 목표주가	USD 194.90
현재 주가 (11/4)	USD 175.61

Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	우주항공&국방
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,771.55
시가총액(min)	235,453.0
유통주식수(min)	1,340.8
52주 최고	181.31
52주 최저	112.27
일평균거래량	4,468,631

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	51.8	5.4	36.6	47.6
S&P 500	15.1	0.8	19.8	17.1



◆ **기업 개요:** RTX는 2020년 4월 United Technologies Corporation의 항공우주사업과 Raytheon Company의 방산사업이 합병하면서 출범. 이후 2023년 7월 '방위+항공우주+기술' 복합 기업으로서 정체성 강화를 위해 RTX로 사명을 변경. 시가총액 기준 세계 최대 방산 기업으로 핵심 사업부는 항공기 엔진 설계, 제조, 유지를 담당하는 Pratt & Whitney(37%), 첨단 항공 시스템 및 부품 개발을 담당하는 Collins Aerospace(33%), 미사일 등의 통합 방어 시스템 품목 개발을 담당하는 Raytheon(31%) 순

◆ **투자 포인트:** 1) 견조한 상업용 항공 수요와 신규 항공기 생산량 회복세 및 백로그 확대 긍정적. 실제로 올해 글로벌 RPK +5% 성장 예상되는 가운데 항공기 퇴역률은 낮아지고 있는 상황. 신규 항공기 부품 주문인 OEM 부문과 기존 항공기의 유지보수 및 수리를 담당하는 애프터마켓 수요 동반 증가 기대. 최근 Japan Airlines와 10년 계약을 체결, 2035년까지 50대 이상의 보잉 787 와이드바디 항공기와 향후 인도될 항공기에 대한 포괄적인 MRO 서비스를 제공할 예정. 2) 지정학 리스크는 계속해서 대두될 수 밖에 없는 초당적 관심사로 글로벌리 정치 성향과 무관하게 국방 예산과 지출 늘고 있는 추세. 동사는 미 국방부에 F-35 전투기의 모든 기종에 탑재되는 핵심 엔진 F135의 18차 생산분 제작을 위한 28억달러 규모의 계약 수주했으며, 골든돔 프로젝트를 포함한 미사일 및 방공 시스템 강화에 따른 예산 편성 확대도 긍정적. 미국 외 해외 판매량도 증가세. 특히 해외 패트리엇 방공 시스템의 경우, 마진도 높아 믹스 개선에 긍정적. FY3Q25 기준 해외 수주 비중은 44%, 수주잔고 내 상위 3개 프로그램은 모두 해외 프로그램인 것으로 나타남

◆ **실적 및 밸류에이션:** 공급망 제약과 관세 위험에 대한 우려가 상존하고 있긴 하나, 강한 상업용 애프터마켓과 방위 수요가 이를 상쇄. 경영진은 이에 대응하기 위해 생산성 향상과 비용 절감, 선제적인 공급망 관리에 더욱 중점을 두면서 향후 매출과 영업이익, 마진 모두 개선 전망. 12m fwd PER는 26배로 5개년 평균(19배) 상회하며 밸류에이션 부담은 높아진 상황이나, 분기 말 수주잔고(QoQ +6%), 신규 확보 수주(370 억달러), Book-to-bill 비율(1.63) 강세 감안 시 실적 성장 가시성 확보되었다는 관점에서 여전히 성장에 대한 기대감은 유효하다고 판단

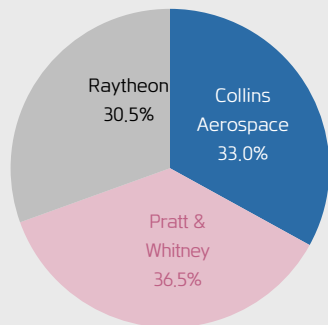
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	74,305	80,738	86,928	92,256
영업이익	8,895	10,183	11,180	12,226
영업이익률(%)	12.0	12.6	12.9	13.3
순이익	7,263	7,705	8,310	9,039
EPS	5.06	5.73	6.20	6.79
증가율	5.9	13.2	8.2	9.5
PER	24.6	20.1	28.3	25.9
PBR	1.9	2.6	3.6	3.5
ROE	4.8	8.0	12.9	13.8
배당지표수익률	1.5	1.5	1.5	1.6

주: 컨센서스는 2025.11.04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

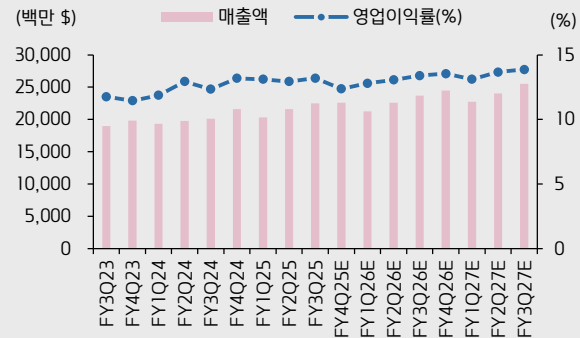


RTX 사업부별 매출액 비중



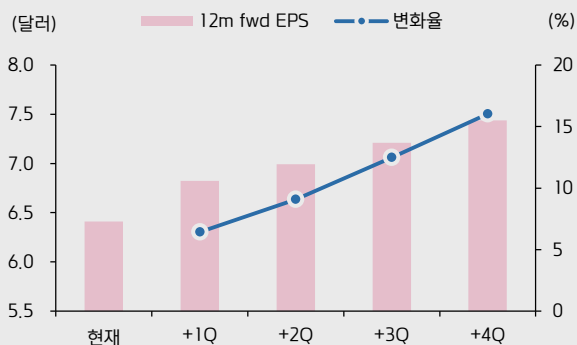
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

RTX 분기 매출액 및 영업이익률 추이



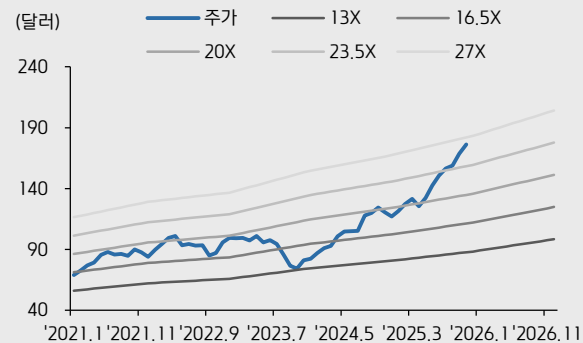
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

RTX 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

RTX 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	56,587	64,388	67,074	68,920	80,738
매출원가	48,056	51,897	53,406	56,831	65,328
매출총이익, GAAP	8,531	12,491	13,668	12,089	15,410
판매비	5,540	5,224	5,573	5,809	5,806
연구개발비	2,582	2,732	2,711	2,805	2,934
영업이익, GAAP	5,137	—	7,823	8,895	10,183
영업외 (이익)손실	464	27	-613	-275	344
세전이익, GAAP	2,784	—	8,438	3,836	6,194
법인세비용	575	786	790	456	1,181
당기순이익, GAAP	-2,928	—	5,216	3,195	4,774
EPS, GAAP	-2.59	2.57	3.52	2.24	3.58
희석 EPS, GAAP	-2.29	—	3.51	2.23	3.55
영업이익, 조정	5,137	7,263	7,913	8,895	10,183
당기순이익, 조정	3,711	—	7,098	7,263	7,705
EBITDA	9,293	—	11,931	11,108	14,547

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	3,606	7,071	7,168	7,883	7,159
감가상각비, 무형자산상각비	4,156	4,557	4,108	4,211	4,364
운전자본 변동	811	-278	522	1515	-1085
투자활동으로 인한 현금흐름	3,102	-1,364	-2,829	-3,039	-1,534
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-2,107	-2,442	-2,775	-3,166	-3,236
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-5,274	-6,685	-5,859	-4,527	-6,617
지급배당금	-2,732	-2,957	-3,128	-3,239	-3,217
차입금의 증가(감소)	-16,279	-145	-31	12,423	-2,504
자사주매입	-47	-2327	-2803	-12870	-444
현금증가	1,412	-979	-1562	335	-1,020
기초현금	7,420	8,832	7,853	6,291	6,626
기말현금	8,862	7,853	6,291	6,548	5,578
FCF	1,811	4,937	4,880	5,468	4,534
FCFF	—	6,079	6,052	6,925	6,128

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	162,153	161,404	158,864	161,869	162,861
유동자산	43,376	42,050	42,443	48,417	51,133
현금 및 현금성자산	8,802	7,832	6,220	6,587	5,578
매출채권	9,254	9,661	9,108	10,838	10,976
채고자산	9,411	9,178	10,617	11,777	12,768
비유동자산	118,777	119,354	116,421	113,452	111,728
유형자산	16,842	16,930	16,999	17,386	17,953
무형자산	94,824	92,952	90,663	89,098	86,232
부채총계	88,269	86,705	84,650	100,424	100,903
유동부채	35,848	35,449	39,114	46,761	51,499
매입채무	21,582	20,947	22,554	27,578	29,530
단기성부채	1,279	569	1,576	1,820	2,902
비유동부채	52,421	51,256	45,536	53,663	49,404
장기성부채	32,542	32,984	32,280	43,767	40,358
자본총계	73,884	74,699	74,214	61,445	61,958

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	-6.22	6.00	7.75	4.64	5.91
영업이익률	-3.34	7.70	8.21	5.17	8.10
EBITDA 마진	4.01	14.78	15.04	11.95	14.03
ROE	-6.18	5.32	7.13	4.83	7.96
ROA	-2.33	2.39	3.25	1.99	2.94
ROIC	-3.52	2.06	2.68	1.26	3.56
부채비율	46.87	45.92	46.61	76.24	71.91
순차입금비율	33.86	34.43	37.24	63.47	60.82
EBITDA/현금지급이자	1.39	7.11	7.99	5.63	5.83
현금비율	24.55	22.09	15.90	14.09	10.83
유동비율	121.00	118.62	108.51	103.54	99.29
PER	36.88	19.67	22.07	24.56	20.14
PBR	1.51	1.76	2.04	1.87	2.56
EV/EBIT	—	31.44	31.81	42.00	29.26
EV/EBITDA	59.72	16.38	17.57	18.49	17.10

제너럴 다이내믹스 (GD)



US Equity Analyst 박기현 kihyun.park@kiwoom.com

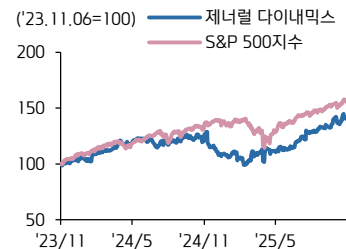
블룸버그 목표주가	USD 376.60
현재 주가 (11/4)	USD 343.47

Stock Data

산업분류	방위
세부업종	우주항공 & 국방
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,771.55
시가총액(min)	92,778.3
유통주식수(min)	270.1
52주 최고	360.50
52주 최저	239.20
일평균거래량	1,035,059

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	30.4	0.0	26.2	15.8
S&P 500	15.1	0.8	19.8	17.1



◆ **기업 개요:** 제너럴 다이내믹스는 미국 버지니아주 레스톤에 본사를 둔 글로벌 방산·항공우주 기업으로, 미국 정부와 동맹국의 주요 군수 프로그램을 수행함. 사업은 Aerospace(비즈니스 제트기), Marine Systems(핵잠수함), Combat Systems(전차·무기체계), Technologies(IT·사이버방산) 4개 부문으로 구성. 전통 방산과 첨단 기술의 균형 구조를 통해 안정적 수익성과 중장기 성장성을 동시에 확보하고 있음

◆ **투자 포인트:** 1) 사상 최대 수주잔고를 통한 실적 가시성 확보: FY3Q25 수주잔고 1,099억 달러(총 계약가치 1,677억 달러, +18.6% YoY). Marine Systems가 절반 이상을 차지하며 Columbia·Virginia급 핵잠수함 프로그램이 중기 성장의 핵심 축. 안정적 수주 기반은 향후 3~5년 실적 가이던스 상향 여력을 뒷받침할 전망. 2) Aerospace·Marine 주도의 두 자릿수 성장세: FY3Q25 YoY 기준 매출 +10.6%, 영업이익 +12.7%, 회식 EPS +15.8% 기록. G700·G800(비즈니스 제트기) 인도 확대와 잠수함 생산 증가가 성장을 견인. 영업이익률은 10.3%(+20bp YoY)를 기록했으며, 제트기·잠수함 등 고마진 프로젝트의 영향으로 향후 추가 상승 가능성 보유. 3) 현금창출력 기반의 주주환원 지속 확대: FY3Q25 FCF 19억 달러(순이익의 179%)를 기록했으며, CAPEX는 매출 대비 1.6%로 낮은 편. 30년 연속 배당을 인상(연평균 +6~7%)했으며, 2024년 15억 달러 규모의 자사주를 매입. 순부채/EBITDA 1.2배 수준으로 경기 변동기에도 배당·자사주 매입을 지속할 수 있는 재무여력 보유

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q25 회식 EPS 3.88달러로 컨센서스(+4.6%) 상회. 12m fwd PER 21.4배로 5년 평균(18.2배) 대비 프리미엄이나, 이는 막대한 수주잔고, 견조한 FCF 마진(7~8%), 낮은 레버리지로 정당화 가능. 정부 섣다운 및 Marine Systems 공급망 이슈 등으로 단기 실적 변동 가능성은 있으나, 장기 영향은 제한적일 전망. Columbia·Virginia급 잠수함과 G700·G800 인도 확대에 따른 마진 구조 개선과 FCF 레버리지 확대가 중기 수익성 레벨업으로 이어질 것으로 예상되며, 이익 체력 강화가 밸류에이션 리레이팅의 동력으로 작용할 것으로 판단

Company Earnings & Valuation

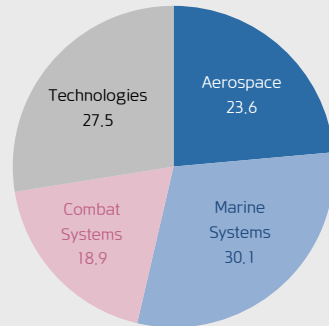
(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	42,272	47,716	51,801	54,256
영업이익	4,245	4,796	5,320	5,852
영업이익률 (%)	10.0	10.1	10.3	10.8
순이익	3,315	3,782	4,187	4,677
EPS	12.02	13.63	15.35	17.23
증가율	-1.4	13.4	12.6	12.3
PER	21.6	19.3	22.4	19.9
PBR	3.3	3.2	3.7	3.6
ROE	16.6	17.4	18.1	18.9
배당지표수익률	1.7	1.7	1.7	1.8

주: 컨센서스는 2025.11.04 블룸버그 기준, GAAP 기준

제너럴 다이내믹스 (GD)

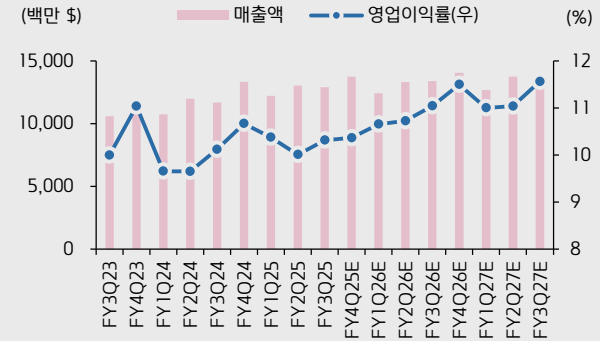


GD 사업부별 매출액 비중



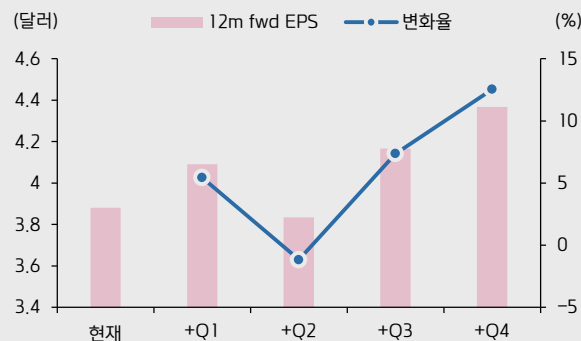
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GD 분기 매출액 및 영업이익률 추이



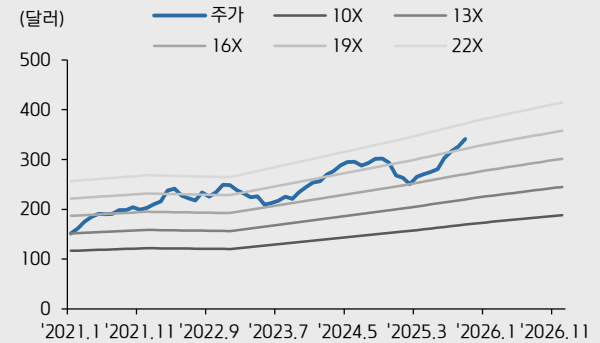
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GD 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GD 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

제너럴 다이내믹스 (GD)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	37,925	38,469	39,407	42,272	47,716
매출원가	31,600	32,061	32,785	35,600	40,352
매출총이익, GAAP	6,325	6,408	6,622	6,672	7,364
판매비	1,818	1,830	1,931	1,917	2,003
연구개발비	374	415	480	510	565
영업이익, GAAP	4,133	4,163	4,211	4,245	4,796
영업외 (이익)손실	395	290	175	261	256
세전이익, GAAP	3,738	3,873	4,036	3,984	4,540
법인세비용	571	616	646	669	758
당기순이익, GAAP	3,167	3,257	3,390	3,315	3,782
EPS, GAAP	11.04	11.61	12.31	12.14	13.81
희석 EPS, GAAP	11.00	11.61	12.19	12.02	13.63
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	3,167	3,257	3,390	3,315	3,782
EBITDA	5,011	5,053	5,095	4,853	5,682

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	3,858	4,271	4,579	4,710	4,112
감가상각비, 무형자산상각비	878	890	884	863	886
운전자본 변동	-204	636	680	635	-584
투자활동으로 인한 현금흐름	-974	-882	-1,489	-941	-953
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-967	-887	-1,114	-904	-916
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-962	-4,610	-3,451	-3,098	-3,375
지급배당금	-1,240	-1,315	-1,369	-1,428	-1,529
차입금의 증가(감소)	1,019	-1,497	-1,000	-1,250	-500
자사주매입	-587	-1,828	-1,229	-434	-1,501
현금증가	1,922	-1,221	-361	671	-216
기초현금	902	2,824	1,603	1,242	1,913
기말현금	2,824	1,603	1,242	1,913	1,697
FCF	2,891	3,384	3,465	3,806	3,196
FCFF	3,305	3,746	3,793	4,138	3,523

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	51,308	50,073	51,585	54,810	55,880
유동자산	21,543	19,987	21,063	23,615	24,386
현금 및 현금성자산	2,824	1,603	1,242	1,913	1,697
매출채권	3,161	3,041	3,008	3,004	2,977
재고자산	5,745	5,340	6,322	8,578	9,724
비유동자산	29,765	30,086	30,522	31,195	31,494
유형자산	6,428	6,674	7,163	6,198	7,762
무형자산	22,170	22,076	22,158	22,242	22,076
부채총계	35,647	32,432	33,017	33,511	33,817
유동부채	15,964	13,978	15,341	16,432	17,824
매입채무	2,952	3,167	3,398	3,095	3,344
단기성부채	3,333	1,342	1,541	832	1,821
비유동부채	19,683	18,454	17,676	17,079	15,993
장기성부채	11,399	11,833	10,797	10,251	8,855
자본총계	15,661	17,641	18,568	21,299	22,063

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	8.35	8.47	8.60	7.84	7.93
영업이익률	10.90	10.82	10.69	10.04	10.05
EBITDA 마진	14.03	13.93	13.67	12.80	12.54
ROE	21.37	19.56	18.72	16.63	17.44
ROA	6.29	6.43	6.67	6.23	6.83
ROIC	11.62	10.57	10.08	12.69	12.28
부채비율	94.07	74.68	66.45	52.04	48.39
순차입금비율	76.04	65.60	59.76	43.05	40.70
EBITDA/현금지급이자	11.59	12.37	14.06	—	15.54
현금비율	17.69	11.47	8.10	11.64	9.52
유동비율	134.95	142.99	137.30	143.71	136.82
PER	13.53	18.05	20.35	21.60	19.33
PBR	2.72	3.28	3.67	3.34	3.23
EV/EBIT	13.06	16.52	18.61	18.60	16.50
EV/EBITDA	10.25	12.96	14.70	14.82	13.41

뉴몬트 (NEM)



US Equity Analyst 박기현 kihyun.park@kiwoom.com

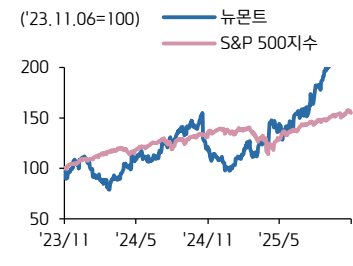
블룸버그 목표주가	USD 101.64
현재 주가 (11/4)	USD 78.90

Stock Data

산업분류	원자재
세부업종	귀금속
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	112.0	-9.2	48.8	71.5
S&P 500	15.1	0.8	19.8	17.1



- ◆ **기업 개요:** 뉴몬트는 미국 콜로라도에 본사를 둔 세계 최대 금 생산 기업(글로벌 점유율 약 5%)으로, 미국을 포함한 13개국에서 16개 광산을 운영 중. 주요 사업은 금을 중심으로 구리·은·납·아연 등 보조 금속의 채굴 및 제련이며, 금이 전체 매출의 약 85%를 차지. 2023년 뉴크레스트(Newcrest) 인수를 통해 자산 포트폴리오를 확장했으며, 2024~2025년에는 비핵심 자산 매각과 구조조정을 통해 수익성과 자본 효율성을 높이는 중
- ◆ **투자 포인트:** 1) 금가격 상승에 대한 높은 민감도와 레버리지 효과: 뉴몬트의 생산원가(AISC)는 온스당 1,500~1,600달러 수준이며, 회사에 따르면 금가격이 100달러 상승할 때마다 매출이 약 5억 달러 이상 증가함. 금가격 강세가 이어질 경우 높은 영업레버리지 효과를 통해 실적 개선 폭이 확대될 전망. 2) 신규 프로젝트를 통한 중장기 성장 기반 확보: Tanami Expansion 2, Cadia Panel Caves 등 신규 개발 자산이 본격 가동되면 연간 금 생산량이 확대될 전망이며, 구리 병행 생산과 원가 절감을 통해 포트폴리오 수익성이 개선될 것으로 기대됨. 3) 안정적 재무 구조와 주주환원 여력 확대: FY3Q25 기준 약 56억 달러의 현금을 확보하고 있으며, 사실상 무차입 수준의 재무구조를 유지함. 2026년 CAPEX 피크 이후 설비투자 부담이 완화되면 잉여현금흐름(FCF)이 빠르게 개선될 것으로 예상되며, 이를 바탕으로 배당 확대 및 자사주 매입 강화가 기대됨. 실제로 2024년 2월 이사회가 자사주 매입 프로그램을 승인한 이후, 2025년 3분기까지 약 31억 달러를 집행하며 적극적 주주환원 기조를 유지 중
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q25 조정 EBITDA는 33.1억 달러로 전년 대비 68% 증가했으며, 조정 순이익은 18.8억 달러, FCF는 15.7억 달러를 기록. 2026년 연간 CAPEX 지출은 약 34억 달러로 추정되며, 이는 단기적 투자 부담이 확대될 수 있음을 시사하나, 2027년부터는 설비투자 정상화에 따라 FCF 개선이 본격화될 것으로 판단됨. 현재 12m fwd PER 11배, EV/EBITDA 6배로 Peer 대비 25~40% 할인된 구간에서 거래되고 있으나, 이는 단기적인 CAPEX 부담과 생산 둔화 우려가 반영된 결과로, 2026년 이후 현금흐름이 회복되면 재평가 여지가 높음

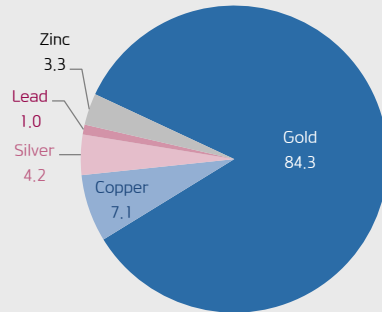
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	11,812	18,682	21,527	23,546
영업이익	2,166	6,099	10,562	12,176
영업이익률 (%)	18.3	32.6	49.1	51.7
순이익	-2,475	3,348	7,478	7,969
EPS	-2.94	2.86	6.15	7.50
증가율	444.4	-197.3	114.9	22.0
PER	26.0	10.7	12.8	10.5
PBR	1.6	1.4	2.5	1.9
ROE	-10.3	11.4	21.4	21.2
배당지표수익률	1.3	1.3	1.2	1.2

주: 컨센서스는 2025.11.04 블룸버그 기준, GAAP 기준

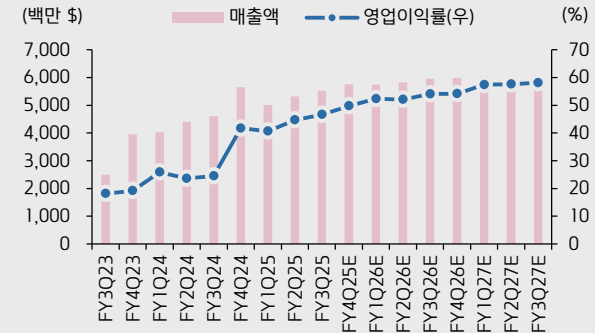


NEM 사업부별 매출액 비중



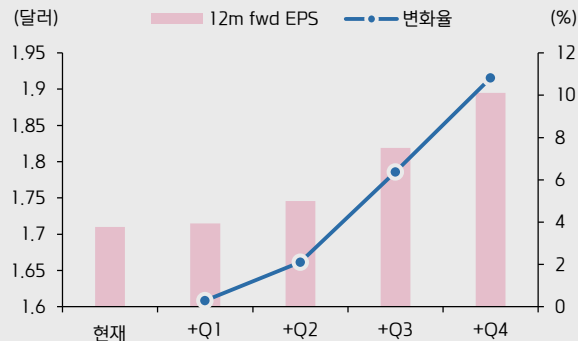
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NEM 분기 매출액 및 영업이익률 추이



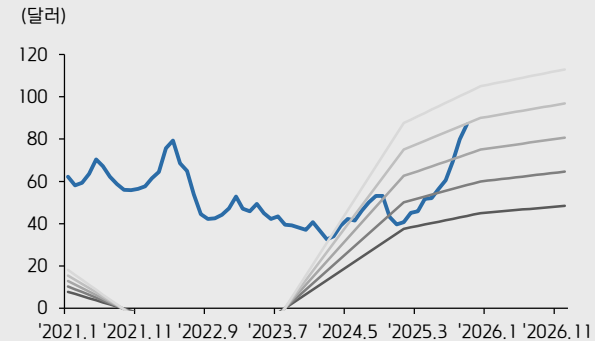
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NEM 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NEM 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	11,497	12,222	11,915	11,812	18,682
매출원가	5,014	5,435	6,468	6,699	8,963
매출총이익, GAAP	6,483	6,787	5,447	5,113	9,719
판매비	269	259	276	299	442
연구개발비	122	154	229	200	197
영업이익, GAAP	2,806	3,640	203	2,166	6,099
영업외 (이익)손실	-337	149	254	331	-50
세전이익, GAAP	2,722	2,578	-51	-1,971	4,577
법인세비용	704	1,098	455	526	1,397
당기순이익, GAAP	2,829	1,166	-429	-2,475	3,348
EPS, GAAP	3.52	1.46	-0.54	-2.97	2.92
희석 EPS, GAAP	3.31	1.46	-0.54	-2.94	2.86
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	2,140	2,371	1,468	1,358	3,991
EBITDA	5,537	5,963	4,550	4,217	8,675

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	4,882	4,279	3,220	2,763	6,363
감가상각비, 무형자산상각비	2,300	2,323	2,185	2,108	2,576
운전자본 변동	295	-541	-841	-513	-1,025
투자활동으로 인한 현금흐름	91	-1,868	-2,983	-1,002	-2,702
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-1,302	-1,653	-2,131	-2,666	-3,402
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	560
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,680	-2,958	-2,356	-1,603	-2,953
지급배당금	-834	-1,757	-1,746	-1,415	-1,145
차입금의 증가(감소)	-241	-463	-155	-67	-3,947
자사주매입	-470	-525	0	0	-1,246
현금증가	3,299	-555	-2,149	156	688
기초현금	2,349	5,648	5,093	2,944	3,100
기말현금	5,648	5,093	2,944	3,100	3,650
FCF	3,580	2,626	1,089	97	2,961
FCFF	3,819	2,628	—	—	3,222

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	41,369	40,564	38,482	55,506	56,349
유동자산	8,505	7,696	6,515	7,512	12,275
현금 및 현금성자산	5,830	5,074	3,757	3,025	3,640
매출채권	449	337	366	734	1,056
재고자산	1,790	1,787	1,753	2,642	2,184
비유동자산	32,864	32,868	31,967	47,994	44,074
유형자산	24,281	24,124	24,073	37,563	33,547
무형자산	2,771	2,771	1,971	3,001	2,658
부채총계	17,490	18,703	18,949	26,301	26,240
유동부채	3,369	2,654	2,926	5,998	7,543
매입채무	1,530	1,288	1,231	1,599	1,854
단기성부채	674	220	122	2,061	1,051
비유동부채	14,121	16,049	16,023	20,303	18,697
장기성부채	6,136	6,210	6,126	7,480	8,008
자본총계	23,879	21,861	19,533	29,205	30,109

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	24.61	9.54	-3.60	-21.11	17.92
영업이익률	24.41	10.28	1.70	-14.39	24.23
EBITDA 마진	44.59	29.46	20.28	3.65	38.17
ROE	12.74	5.18	-2.07	-10.31	11.36
ROA	6.96	2.85	-1.09	-5.31	5.99
ROIC	7.64	0.57	-0.26	-6.47	7.81
부채비율	29.60	29.20	32.28	32.87	30.27
순차입금비용	4.10	6.20	12.75	22.31	18.00
EBITDA/현금지급이자	19.64	15.72	14.05	1.89	22.49
현금비용	173.05	191.18	128.40	50.43	48.26
유동비용	252.45	289.98	222.66	125.24	162.73
PER	23.25	18.71	25.64	25.99	10.70
PBR	2.08	2.23	1.93	1.64	1.40
EV/EBIT	17.71	39.84	192.50	—	10.49
EV/EBITDA	9.71	13.97	16.60	126.16	6.67

블랙록 (BLK)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

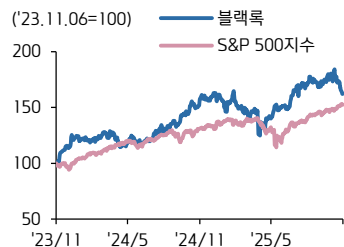
블룸버그 목표주가	USD 1,328.89
현재 주가 (11/4)	USD 1,059.91

Stock Data

산업분류	금융
세부업종	투자관리
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,771.55
시가총액(min)	172,962.3
유통주식수(min)	154.9
52주 최고	1219.94
52주 최저	773.74
일평균거래량	580,289

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	3.4	-8.7	15.1	4.5
S&P 500	15.1	0.8	19.8	17.1



- ◆ **기업 개요:** 블랙록은 세계 최대 자산운용사로 ETF, 사모 투자 기반 자산 관리 및 투자 서비스 등을 제공. 1)AUM에 비례한 고정 수수료와 증권 대여 수익, 2)성과 기반 운용 수수료, 3)투자·리스크 플랫폼 사용료, 4)펀드 유통·판매 수수료, 5)기관 자문 및 기타 서비스 등을 통해 수익을 창출하고 있으며, 그중 고정 수수료 및 증권 대여 수익이 전체 매출의 82.1%로 가장 높음
- ◆ **투자 포인트:** 1)트럼프 정권 하에 금융 규제 및 M&A 심사 기준 완화와 법인세 인하 효과로 캐피탈 시장 가속화 및 기업들의 M&A가 활발해지면서 동사와 같은 자산 관리 및 투자 서비스 기업에 수혜. OBBBA를 통해 법인세율 인하 조항 영구적 연장, R&D 비용 즉시 공제와 100% 보너스 감가상각 영구화 등이 적용되면 기업의 현금흐름 개선 뿐만 아니라 시중의 유동성을 높이는 데에도 일조할 전망. 21년을 고점으로 지난 3년간 팬데믹, 고금리, 바이든 정권 금융 규제, 러-우 전쟁 등 영향으로 대규모 M&A에 대한 억눌린 수요 존재. 견조한 경기와 주식 시장, 첨단 기술 역량 확보 수요 높아졌다는 점 감안 시, M&A 활동 회복 노력은 여전히 높은 상황. 실제로 FY3Q25 사모펀드 주도 M&A 규모가 YoY +42% 성장했고, 지난 FY2Q22 이래 가장 활발한 것으로 나타남. CEO 및 고액 자산가들의 거래 의욕 증가도 모멘텀으로 유효 판단. 2)트럼프 행정부가 401(k) 등 퇴직연금 계좌에서 사모펀드 및 대체투자 상품을 도입하는 행정명령 발표. 일반 개인 투자자로의 사모펀드 접근이 확대된다는 의미로 이를 통해 신규 투자 유입 추정 가능. 2030년까지 사모 시장과 기술 분야 매출 비중 30%를 목표로 설정. 사모 신용 및 인프라 투자에 중점을 둔 HPS Investment Partners와 Global Infrastructure Partners 인수해 상품 라인업 확대
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q25 모든 실적 지표 컨센서스 상회. 특히 AUM이 YoY +17% 급등한 13.5조 달러로 사상 최고치 경신. 단순한 시장 반등 때문이 아닌 ETF 중심 자금 유입이 확대된 결과. 분기 순유입액 21년 이후 최대치 기록했으며, 기업 인수를 통한 사모시장 역량 강화도 수익성 개선에 기여. 현재 12m fwd PER은 5년 평균(19배) 수준으로 밸류 부담도 높지 않은 상황. 대체투자 시장 규제 완화 및 캐피탈 시장 활성화에 대한 모멘텀 여전히 유효하다는 판단

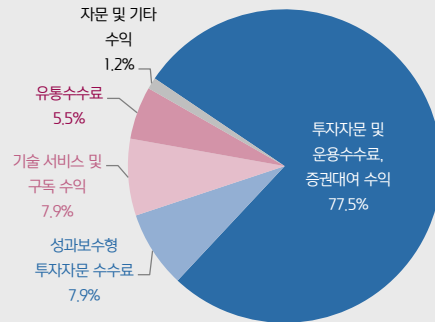
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	17,859	20,407	24,004	28,084
영업이익	6,275	7,574	8,099	10,880
영업이익률 (%)	35.1	37.1	33.7	38.7
순이익	5,692	6,612	7,796	8,876
EPS	37.77	43.61	47.94	54.13
증가율	6.8	15.5	9.9	12.9
PER	23.7	25.2	22.1	19.6
PBR	3.1	3.3	3.3	3.1
ROE	14.3	14.7	15.0	17.2
배당지표수익률	2.0	2.0	2.0	2.1

주: 컨센서스는 2025.11.04 블룸버그 기준, GAAP 기준

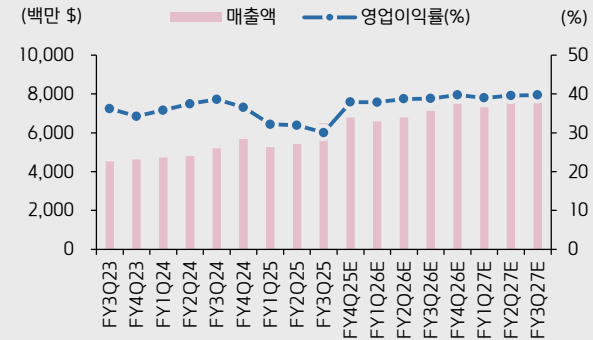


BLK 수익원별 매출액 비중



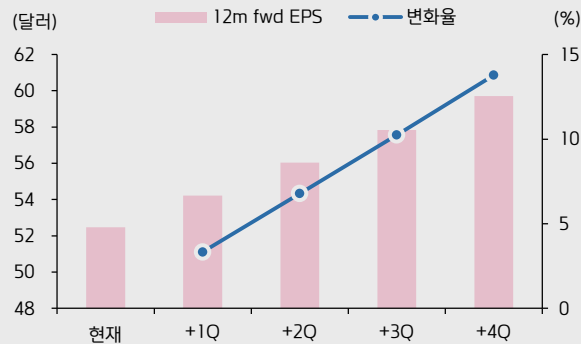
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

BLK 분기 매출액 및 영업이익률 추이



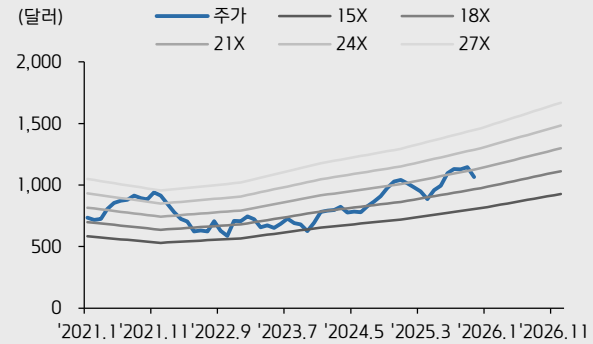
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

BLK 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

BLK 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

블랙록 (BLK)



손익계산서

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

현금흐름표

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

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

재무상태표

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

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

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

씨티그룹 (C)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

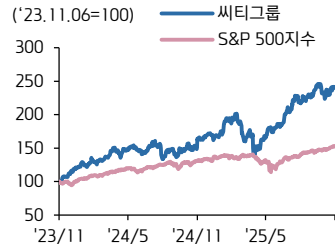
블룸버그 목표주가	USD 104.42
현재 주가 (11/04)	USD 101.01

Stock Data

산업분류	은행
세부업종	다각화은행
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,771.55
시가총액(min)	189,612.5
유통주식수(min)	1,840.9
52주 최고	105.59
52주 최저	55.51
일평균거래량	14,928,221

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	43.5	3.3	43.8	58.6
S&P 500	15.1	0.8	19.8	17.1



- ◆ **기업 개요:** 씨티그룹은 전세계 160여 개국에서 광범위한 금융 서비스를 제공하는 기업. 순영업수익 비중은 주식, 채권, 파생 등을 포함한 상품 거래 담당하는 Markets(27%), 리테일 대상 소비자 금융과 카드 업무 담당하는 US Personal Banking(26%), 국제 결제와 투자 관리 서비스를 제공하는 Services(26%), IB와 기업대출 업무 영위하는 Banking(10%), 고액 자산가 대상 자산관리 서비스 제공하는 PB 사업부 Wealth(11%) 순
- ◆ **투자 포인트:** 2019년 트럼프 임기 1기 당시 볼커룰(은행의 고위험 투자활동을 제한, 자기계정거래 금지 및 헤지펀드, 사모펀드 투자 금지) 완화가 금융주 상승의 계기가 되었다는 점에서 최근 일련의 금융 규제 완화 조치들은 금융주에게 실적 개선 환경을 마련. 이로 인해 캐피탈 시장 가속화 및 기업들의 대출 활동 활발해질 수 있으며, 동사 수익의 약 40%가 캐피탈 시장 거래 및 IB, 기업대출로 구성되어 있기에 수혜가 예상됨. 뿐만 아니라 점진적인 금리 인하와 장단기 금리차 영향으로 NIM도 높게 유지되는 모습. 21년을 고점으로 지난 3년간 팬데믹, 고금리, 바이든 정권 금융 규제, 러-우 전쟁 등 영향으로 대규모 M&A에 대한 억눌린 수요 존재. 견조한 경기와 주식 시장, 첨단 기술 역량 확보 수요 높아졌다는 점 감안 시, M&A 활동 회복 여력은 여전히 높은 상황. 26년을 기점으로 GDP 대비 M&A 규모가 평균 수준 회복, 27년에는 21년을 넘어설 가능성도 존재
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q25 실적은 컨센서스 상회했으며, 구조조정에 따른 영업레버리지 효과와 대출 증가에 따른 이자이익 증가, IB 관련 수수료 증가 영향으로 대부분 사업부 분기 최대 매출 달성. FY3Q25 기준 목표치(40억달러) 상회하는 50억달러 자사주 매입 완료 FY4Q25 200억달러 자사주 매입 계획 중이라 언급하며 주주환원 강화. 현재 12m fwd PBR은 0.8배로 5년 평균(0.6배) 대비 상회하는 수준

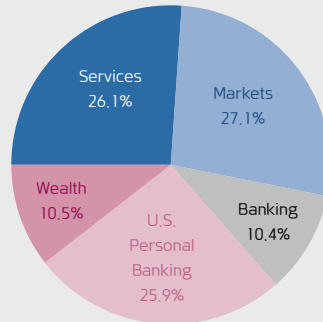
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
순영업수익	78,462	81,139	84,674	87,130
순이자이익	54,900	54,095	58,065	59,098
비이자이익	23,562	27,044	26,590	28,015
순이익	9,228	11,763	14,279	16,920
EPS	5.59	6.06	7.63	9.81
증가율	-17.9	8.5	25.9	28.5
PER	15.0	12.2	13.5	10.5
PBR	0.5	0.7	0.9	0.9
ROE	4.2	6.1	7.3	8.6
배당지표수익률	2.2	2.2	2.3	2.5

주: 컨센서스는 2025.11.04 블룸버그 기준, GAAP 기준

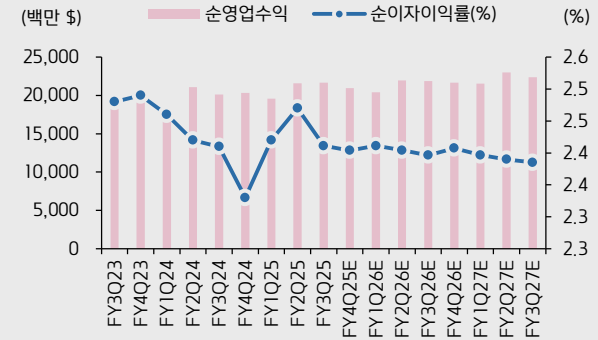


C 사업부별 순영업수익 비중



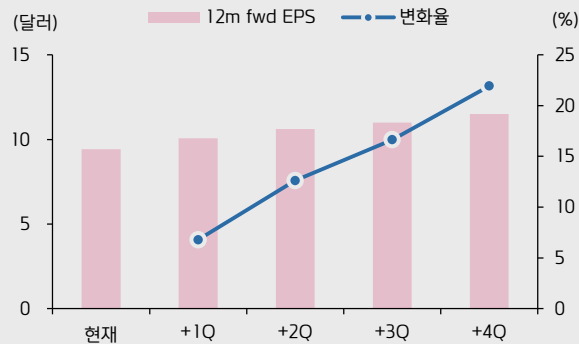
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

C 분기 순영업수익 및 순이자마진 추이



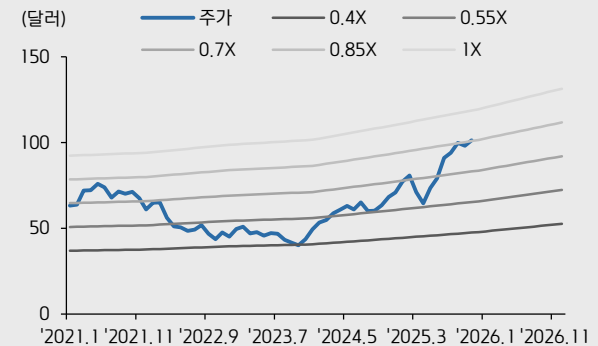
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

C 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

C 12m fwd PBR 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

씨티그룹 (C)



손익계산서

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

현금흐름표

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

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

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

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

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

2026년 중국 증시 전망

China in Transition





2026년 중국 증시 전망 | China in Transition

경기 둔화 압력이 지속되나, 정부의 친성장 정책 기조가 하방 리스크를 완화할 것으로 예상

- 15차 5개년 계획을 통해 향후 5년간 친성장 정책 기조를 이어갈 것을 발표. 경기 모멘텀 악화 시 정책 강도 확대 기대감 지속될 전망
- 26년 목표 성장률로 5% 수준 제시할 것으로 예상. 25년 높은 수출의 GDP 기여도를 감안하면 올해와 같은 내수 부양 강도가 지속될 것
- 중국의 적극적인 유동성 공급과 출혈경쟁 방지 정책 기조로 인해 디플레이션 환경은 최악을 지나는 모습. 여전히 다수 불확실성이 존재하나 PPI 하락 폭은 점진적으로 축소될 전망. 블룸버그 기준 PPI는 27년 플러스 전환 기대(26년 YoY -1.0% → 27년 YoY +0.6%)

기업 이익 회복 및 다수 기대감 유효. 3월 양회 전후 경기 및 기업 이익 개선 시그널 확인이 중요한 변수로 작용할 것

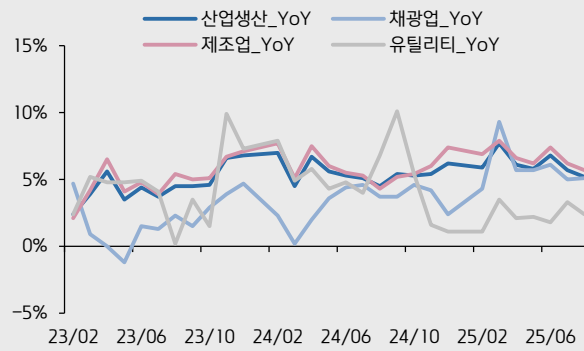
- 중국의 견조한 생산(Q)이 지속되는 가운데 PPI(P) 하락 폭이 축소되며 기업 이익은 22~24년 성장을 둔화를 끝으로 반등 전망. Wind 기준 상해종합 순이익은 24년 YoY +3%에서 25년 YoY +10%, 26년 YoY +10%로 반등 예상
- 유동성, 외국인 및 가계 자산 유입 기대감과 정부의 친성장 정책 기조는 유효한 만큼 단기적으로 높은 밸류에이션이 지속될 수 있다는 판단
- 26년 상해종합 3,400~4,600pt, 홍콩H 7,400~11,000pt 전망. 정책 모멘텀이 단기적으로 소강 국면에 진입하고, 지정학적 리스크가 재차 확대될 가능성이 존재하는 3월 양회 전후에 경기 및 기업 이익 개선 시그널 확인이 중요한 변수로 작용할 것으로 예상

AI 모멘텀은 지속될 전망. 한편 주도주 전환 여부에 유의 필요하며, 경기 모멘텀 악화시 고배당 업종 주목

- 26년에도 정책 지원과 기술 상용화 가속으로 AI 모멘텀 기대. 항생테크/ChiNext/Star50과 AI 관련 수혜 업종의 관심은 유효하다는 판단
- 중화권 증시가 기술주에 대한 쏠림이 극한에 달한 상황에서 주도주 전환 여부에 주의 필요. 그중 공급측 개혁 수혜의 이차전지, 태양광 등 업종에 점진적인 주목 필요하다는 판단. 정책의 최종 성공 여부에는 불확실성이 존재하나 관련 모멘텀은 지속될 것으로 예상
- 한편 중국 경기/증시 모멘텀이 재차 악화될 경우 고배당 업종에 대한 관심이 확대될 가능성 존재. 특히 AI 관련 수혜 업종이 상대적으로 경기와 무관하게 구조적인 성장이 기대되나, 최근 1년간 주가가 크게 상승하며 밸류에이션 부담 우려가 부각될 수 있기 때문

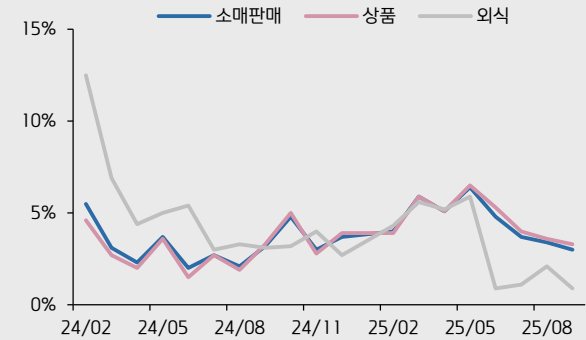


중국 산업생산



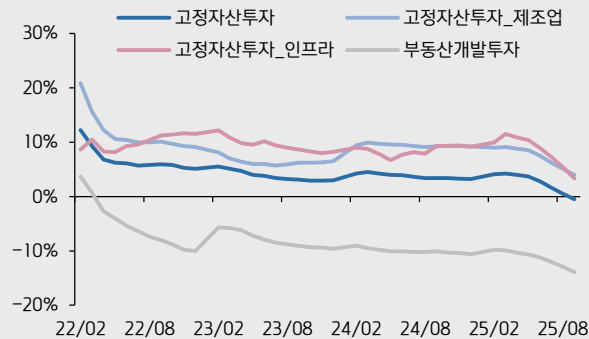
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 소매판매



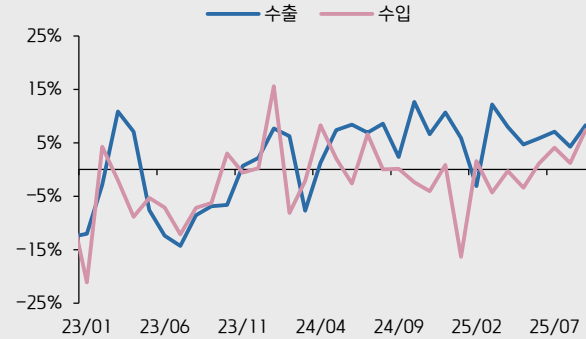
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 고정자산투자



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

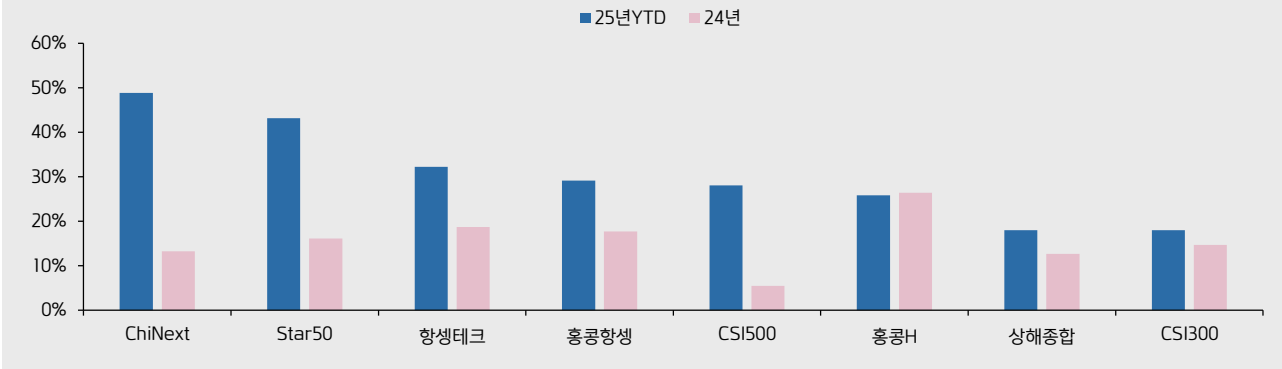
중국 수출입 증가율



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

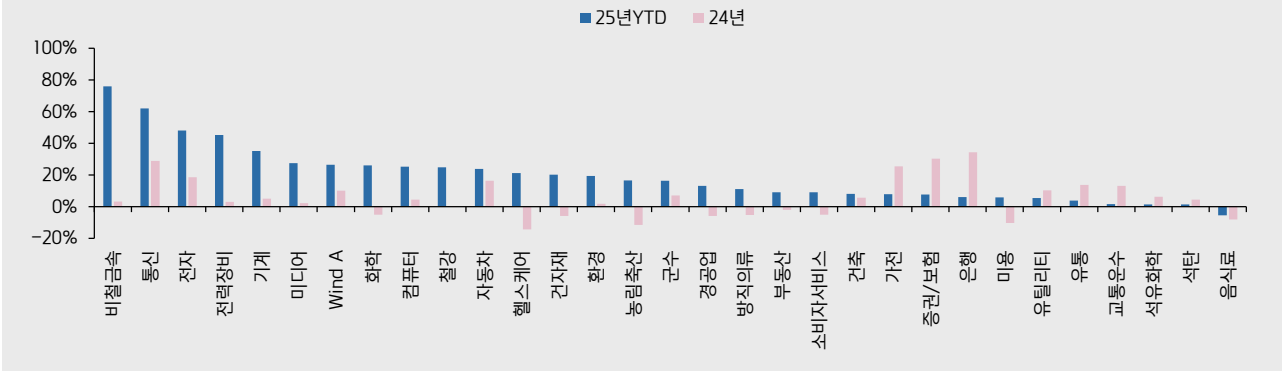


중국 지수별 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주: 25.10.31 종가 기준

본토 증시 세부 업종별 수익률 비교



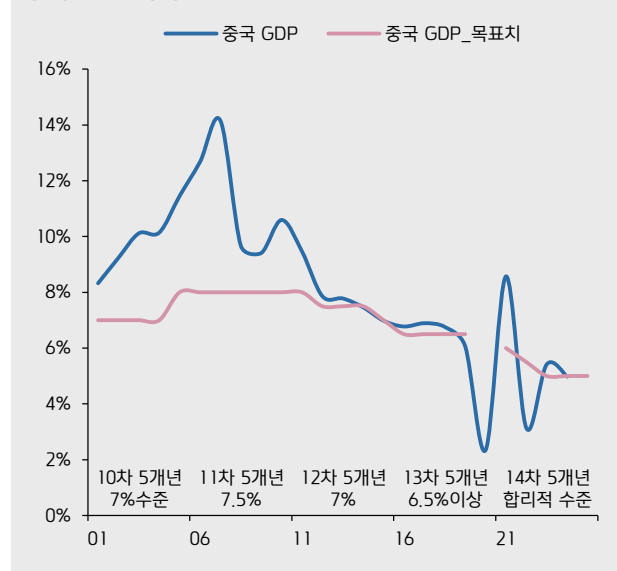
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주: 25.10.31 종가 기준



◆ 향후 10년간 4.5~5% 성장 필요, 경기 부양 지속될 것. 내년 양회에서 소비 관련 목표 제시 여부 주목

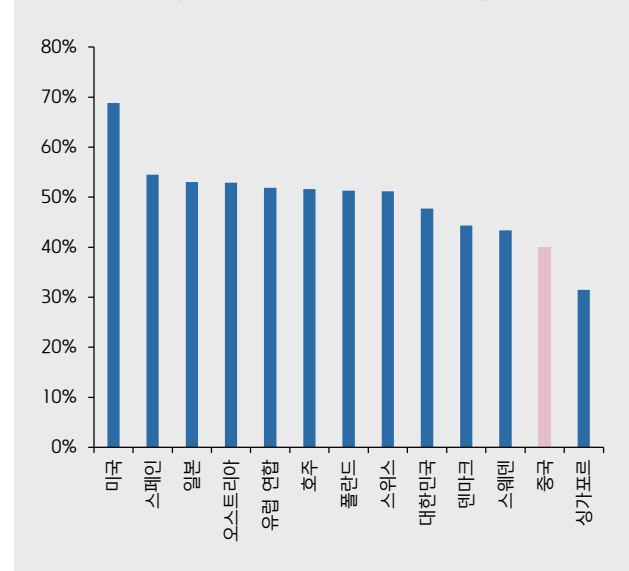
- 15차 5개년 계획을 통해 35년까지 1인당 GDP가 중진국 수준에 도달할 것을 재차 강조. 지난 23년 중국 사회과학원은 중진국의 1인당 GDP는 2.5만달러 수준이라고 언급한 바 있음. 24년 중국 1인당 GDP가 1.3만달러인 점을 감안하면 35년까지 연평균 5.8% 성장 필요. 최근 3년간 디플레이션 환경이 지속되고 있는 상황에서 목표 달성은 쉽지 않은 상황
- 한편 중국은 15차 5개년 계획 기간 민간 소비 비중의 유의미한 향상을 언급. 또한 주민 소득의 증가도 경제 성장 수준과 일치할 것을 언급하며 14차 계획 대비 강조. 내년 양회에서 소비 관련 구체적인 목표치 발표 가능성이 존재하며 이는 긍정적으로 받아들여질 것으로 예상

중국 GDP 성장률



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

글로벌 주요 국가 GDP 대비 개인 소비 비중

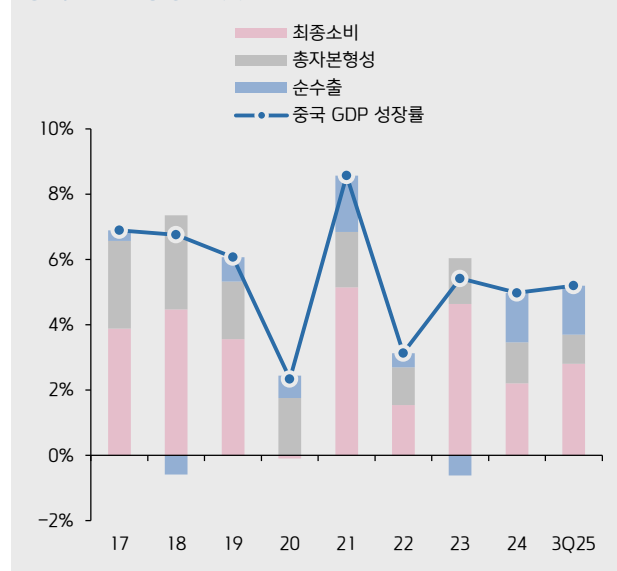


자료: CEIC, 키움증권 리서치



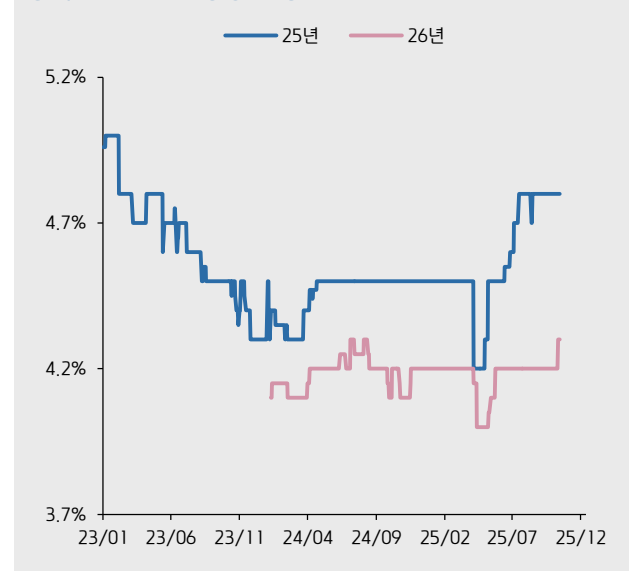
- ◆ 26년 목표 성장률 5% 수준을 제시할 가능성. 높은 수출 기여도를 감안하면 내수 부양 강도는 지속될 것
 - '35년 1인당 GDP 중진국 수준 도달' 목표 달성 위해서는 26년에도 목표 성장률 5% 수준을 제시할 가능성이 높다는 판단. 25년도 수출의 GDP 기여도가 높은 점을 감안하면 내수 부양 강도는 지속될 전망
 - 전년도에 이어 26년에도 적극적인 재정정책과 적절히 완화적인 통화정책을 지속할 것으로 예상. 올해와 같은 4% 수준의 재정적자율과 중앙 및 지방정부 특별채권 발행 예상. 정책 금리도 1~2차례 추가 인하 가능성 존재
 - 소비는 이구환신 정책이 지속될 전망이며, 서비스 소비 지원 가능성 존재. 부진이 지속되고 있는 부동산 시장도 정책 지원이 있을 것으로 예상되나, 핵심은 실제 집행 속도에 달려 있다는 판단

중국 GDP 성장률 및 부문별 기여도



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 연간 GDP 성장 전망



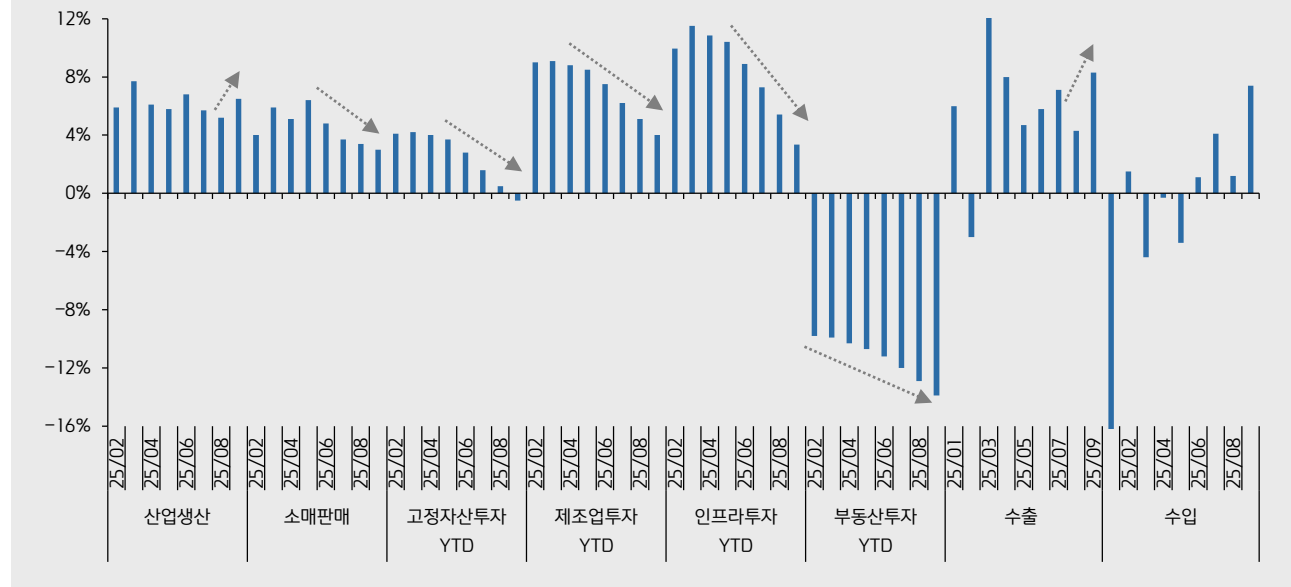
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

15차 5개년 계획, 향후 5년간 친성장 정책 기조를 이어갈 것을 발표



- ◆ 경기 둔화 압력이 지속되나, 정부의 친성장 정책 기조가 하방 리스크를 완화할 것으로 예상
 - 중국정부의 경기 부양 노력에도 불구하고 가계 및 기업의 신용 수요는 여전히 부진한 모습을 보이며 경기 하방 압력이 지속되고 있는 상황. 26년에도 경기 둔화 우려는 간헐적으로 재부각될 가능성이 높다는 판단
 - 다만 15차 5개년 계획을 통해 향후 5년간 친성장 정책 기조를 이어갈 것으로 제시한 만큼 경기 모멘텀이 약화될 경우 정책 대응 강도가 확대되어 하방 리스크를 완화할 것으로 예상

중국 주요 실물 지표 월별 추이



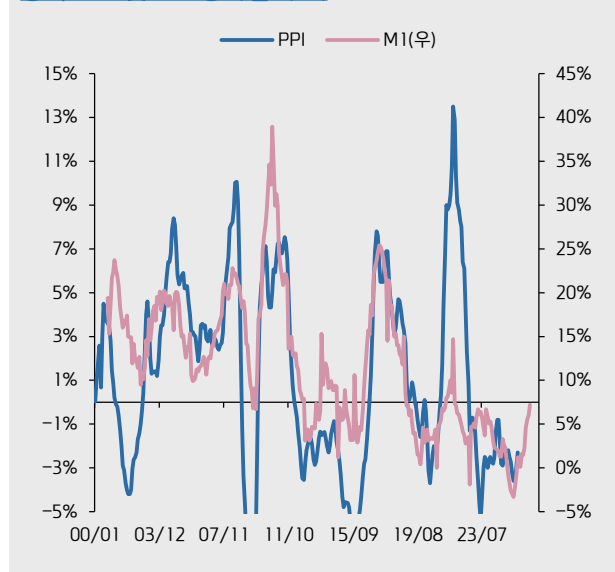
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 중국의 디플레이션 환경은 최악을 지나는 모습

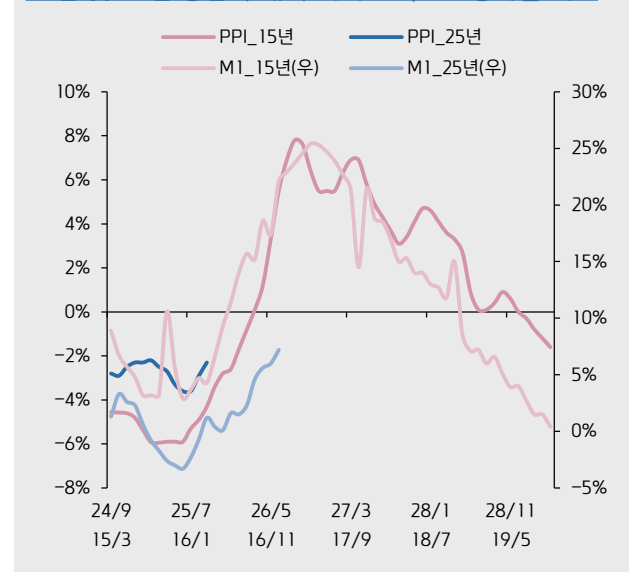
- 26년 중국은 적극적인 유동성 공급과 출혈경쟁 방지 정책을 통해 디플레이션 탈출을 시도할 것
- 금번 공급측 개혁의 경우 15년 대비 1)구체적인 감산 및 생산시설 퇴출 강도가 약하고, 2)이차전지, 태양광 등 민간 기업 비중이 높은 산업이 주요 타깃이며, 3)수요 진작 정책이 부재한 만큼 최종적으로 정책 성공 여부는 추가 정책에 달려 있다는 판단
- 다만 현재 대비 추가적으로 악화되지 않는다면 PPI 하락 폭은 축소될 수 있을 것으로 기대. 블룸버그 컨센서스 기준 PPI는 27년 플러스 전환될 것으로 기대(25년 9월 YoY -2.8% → 26년 YoY -1.0% → 27년 YoY +0.6%)

중국 PPI 및 M1 증가율 추이



주: M1이 PPI를 9개월 선행
자료: Wind, 키움증권 리서치

15년 및 25년 공급측 개혁 시기 PPI/M1 증가율 비교



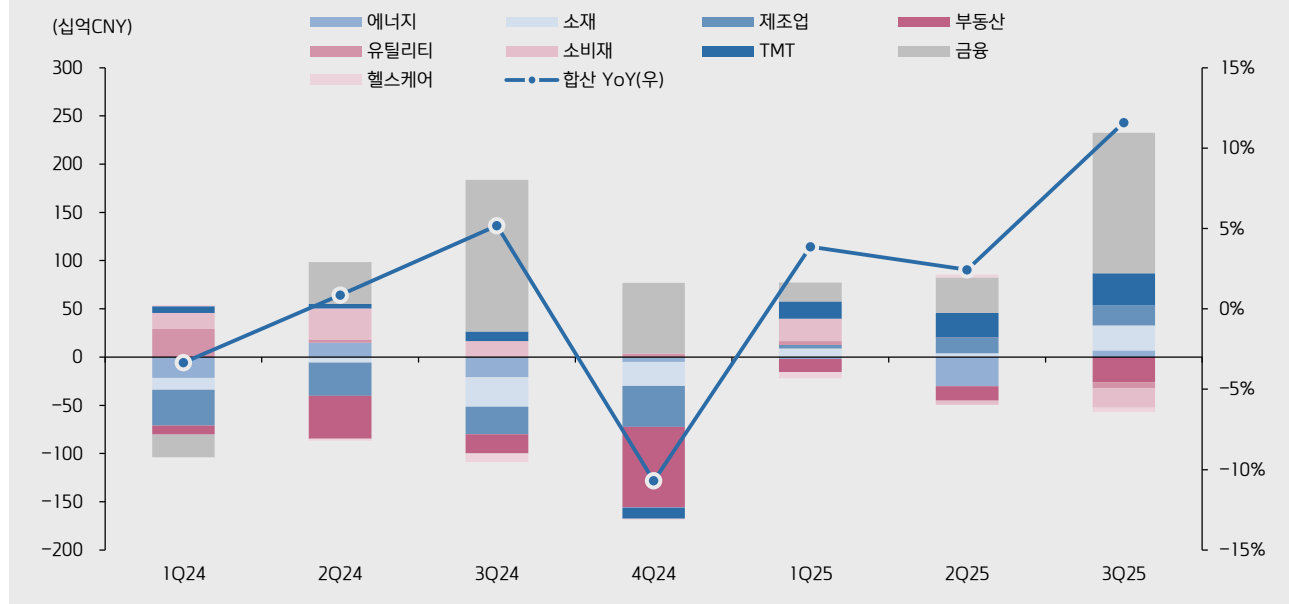
주: 1)M1이 PPI를 9개월 선행, 2)각각 M1 증가율 저점(15/03, 24/09) 기준
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 본토 상장 기업의 이익은 반등하는 모습

- 3Q25 본토 상장 기업의 합산 순이익은 YoY 11.6% 증가하면서 전분기(YoY +2.4%) 대비 크게 반등. 중화권 증시 강세에 따른 증권/보험 업종의 큰 폭의 이익 증가 외에도 비철금속, 철강, 전자, 전력장비, 컴퓨터 업종 등이 견조한 이익 성장을 기록
- 글로벌 및 중국 AI 시장의 성장은 전자/컴퓨터 업종 이익에 긍정적으로 작용했으며, 공급측 개혁 및 일부(ESS) 수요 증가가 비철금속/전력장비 업종 이익 개선을 견인

본토 상장 기업 순이익 증가율 및 업종별 YoY 순증



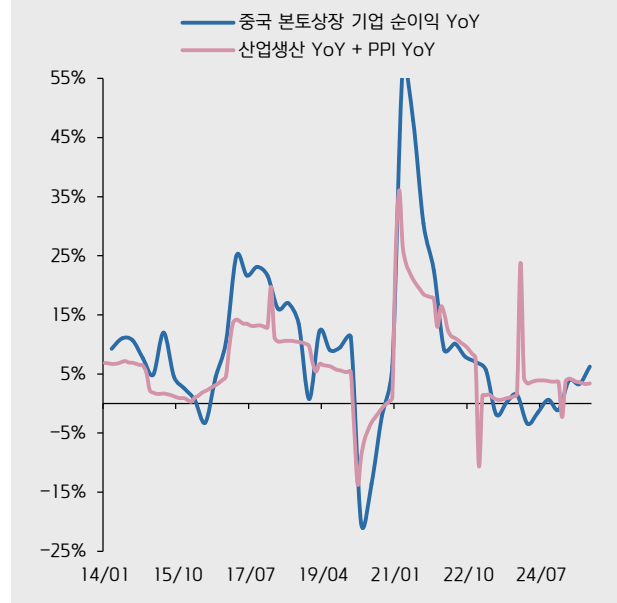
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 26년에도 본토 상장 기업은 이익 반등세를 이어갈 전망

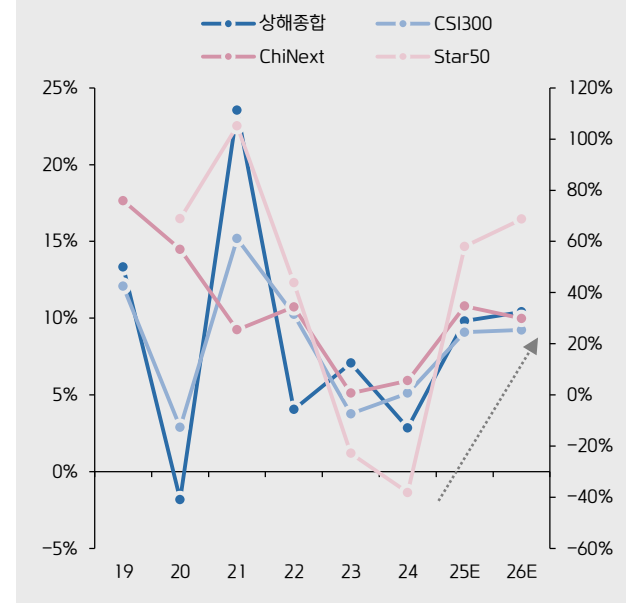
- 중국은 견조한 생산(Q)이 지속되는 가운데 PPI(P) 하락 폭이 축소되며 기업 이익이 22~24년 성장률 둔화를 끝으로 회복 국면에 진입
- Wind 컨센서스 기준 26년 상해종합 순이익은 YoY +10% 증가하며 반등세를 이어갈 것으로 기대

산업생산/PPI 증가율 및 본토 상장기업 이익 증가율



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 주요 지수 순이익 증가율 추이 및 전망



자료: Wind, 키움증권 리서치

본토 상장 기업은 이익 반등세를 이어갈 전망



본토 지수 및 업종별 매출/이익 추정치 및 변동

	매출		순이익		26년 매출 추정치 변동		26년 순이익 추정치 변동	
	25E	26E	25E	26E	1M	3M	1M	3M
상해종합	3%	0%	10%	10%	0%	-1%	2%	2%
CSI300	4%	7%	10%	9%	0%	0%	2%	1%
ChiNext	25%	17%	35%	30%	-1%	0%	2%	4%
Star50	9%	19%	56%	71%	0%	-2%	1%	0%
CSI500	0%	0%	35%	21%	-1%	0%	0%	1%
Wind A	5%	-2%	16%	16%	-1%	-1%	1%	1%
석유	-2%	1%	-1%	7%	-1%	-3%	-1%	-4%
석탄	-11%	-1%	-22%	15%	-1%	-2%	2%	-2%
비철금속	12%	0%	54%	20%	3%	2%	8%	15%
유틸리티	3%	-7%	15%	8%	-2%	-1%	0%	0%
철강	-2%	-13%	흑전	46%	-5%	-2%	-6%	4%
화학	11%	-10%	42%	33%	-2%	-1%	-2%	-2%
건축	2%	-1%	4%	16%	-2%	-2%	-2%	-5%
건자재	0%	-23%	71%	33%	-5%	-9%	-4%	-8%
경공업	5%	-16%	17%	106%	-5%	-5%	-4%	-5%
기계	8%	-5%	37%	29%	3%	4%	3%	1%
전력장비	11%	4%	96%	65%	0%	-2%	2%	2%
방산	34%	9%	101%	58%	-1%	5%	-2%	-4%
자동차	14%	8%	34%	29%	-1%	0%	-2%	-3%
유통	-2%	-11%	31%	48%	-3%	-3%	-1%	0%
소비자서비스	6%	5%	7%	60%	-2%	-5%	-3%	-7%
가전	6%	-6%	10%	10%	-2%	-2%	-2%	-3%
의류	3%	-19%	10%	63%	-1%	7%	-3%	6%
헬스케어	4%	-11%	24%	23%	-3%	-3%	-4%	-6%
음식료	1%	0%	1%	9%	-4%	-7%	-3%	-7%
농림축산	8%	0%	10%	31%	-2%	-2%	-5%	1%
은행	1%	2%	1%	2%	1%	1%	1%	1%
증권/보험	9%	3%	31%	1%	1%	2%	8%	15%
부동산	-11%	-32%	흑전	흑전	-3%	-4%	-14%	-38%
교통	3%	-2%	5%	1%	0%	0%	-1%	-2%
전자	17%	0%	69%	40%	-2%	0%	1%	3%
통신	6%	3%	15%	16%	-1%	0%	1%	4%
컴퓨터	23%	17%	164%	73%	2%	1%	2%	8%
미디어	9%	-20%	151%	42%	10%	1%	24%	25%

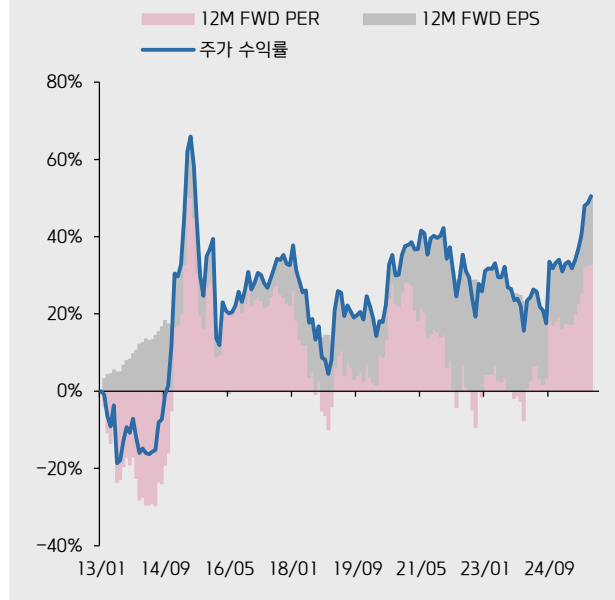
자료: Wind 컨센서스, 키움증권 리서치



◆ 중화권 증시, 유동성 위에 쌓인 기대감들

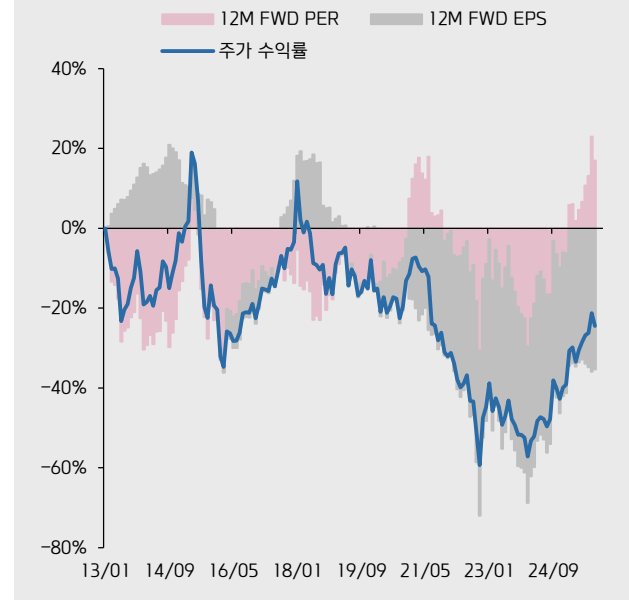
- 25년 중화권 증시는 유동성 환경 속에서 다수 기대감이 반영되며 밸류에이션이 빠르게 리레이팅됨. 7월부터는 중국정부가 공급측 개혁을 시사함에 따라서 실적 개선 기대감까지 반영되기 시작. 실제로 상해종합 12M FWD EPS는 6월을 저점으로 반등
- 유동성, 외국인 및 가계 자산 유입 기대감과 정부의 친성장 정책 기조는 여전히 유효한 만큼 단기적으로 높은 밸류에이션이 지속될 수 있다는 판단. 향후 경기 및 기업 이익 개선 여부가 중요한 변수로 작용할 것

상해종합 월간 누적 수익률 및 PER/EPS 기여도



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩H 월간 누적 수익률 및 PER/EPS 기여도

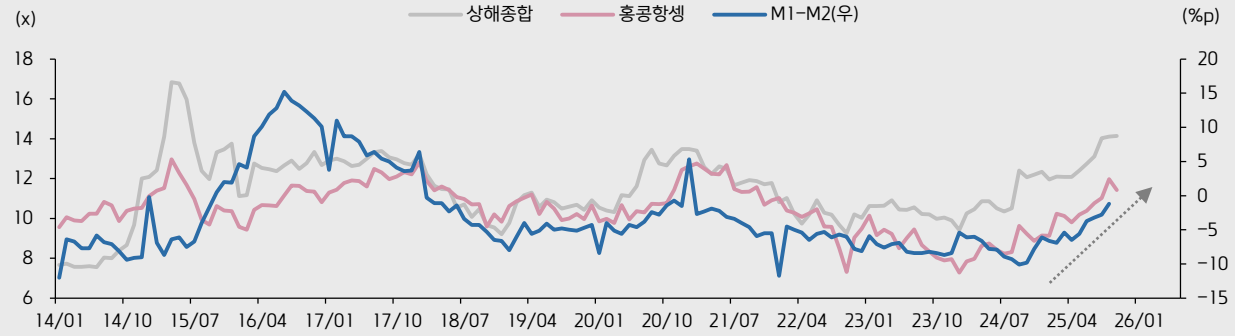


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

기대감 1. 유동성 모멘텀

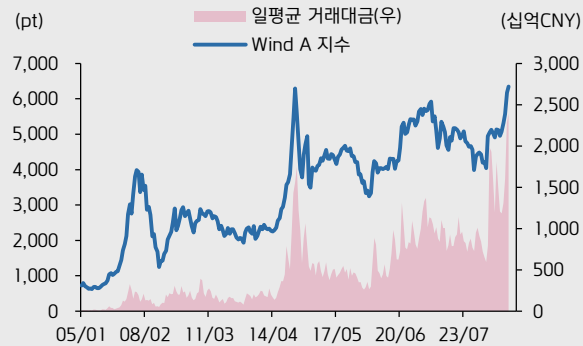


상해종합/홍콩항셍 12M FWD PER 및 M1-M2



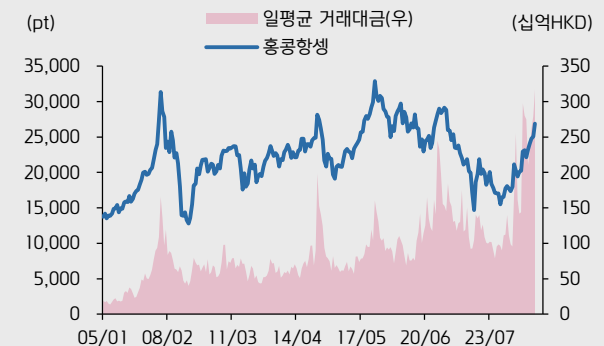
자료: Wind, 키움증권 리서치

상해종합 주가 및 거래대금



자료: Wind, 키움증권 리서치

홍콩항셍 주가 및 거래대금

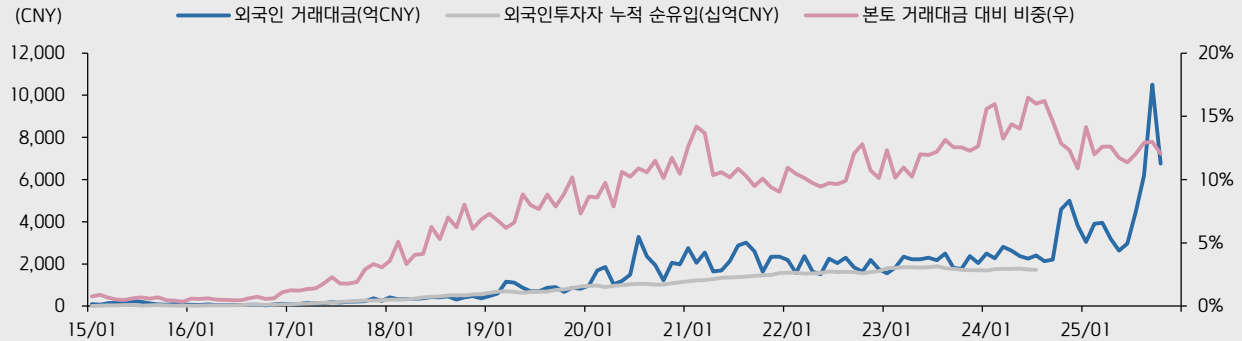


자료: Wind, 키움증권 리서치

기대감 2. 외국인투자자 유입

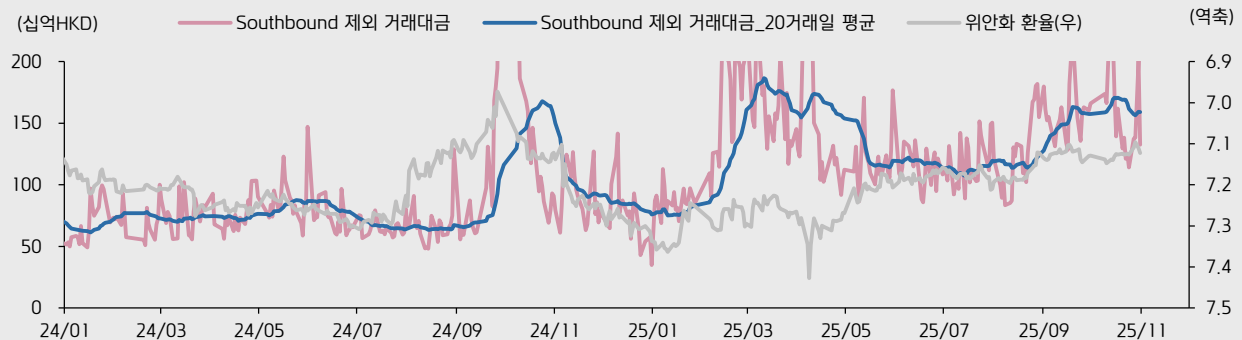


본토증시 외국인투자자 거래대금 및 비중



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

홍콩증시 외국인투자자 거래대금 및 위안화 환율

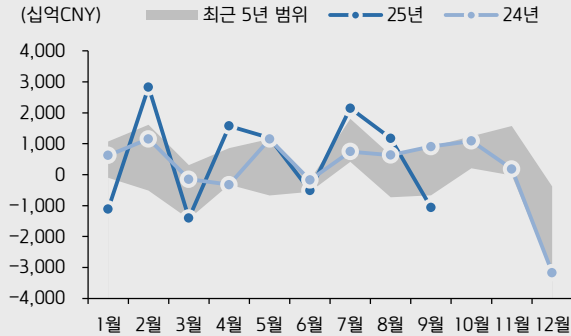


주: 홍콩거래소 전체 거래대금에서 Southbound 자금 제외 기준
자료: Wind, 키움증권 리서치

기대감 3. 가계 자산 유입 기대감

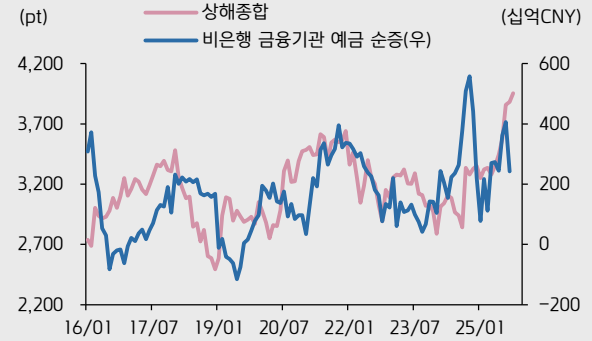


비은행 금융기관의 예금 MoM 순증



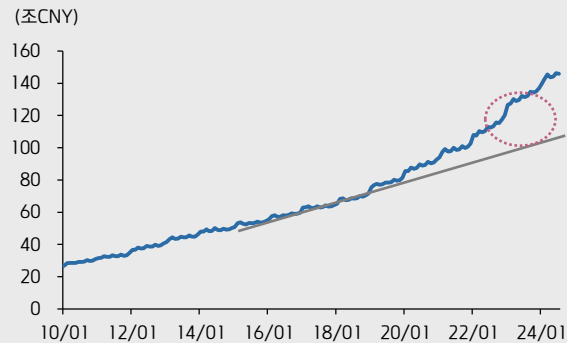
자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 가계 예금/본토증시 유통시가총액 및 Wind A지수



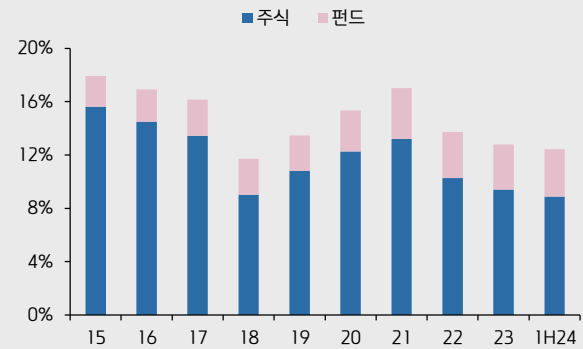
자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 가계 자산 예금 잔고



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 가계 금융자산 주식 및 펀드 투자 비중



자료: Wind, 키움증권 리서치

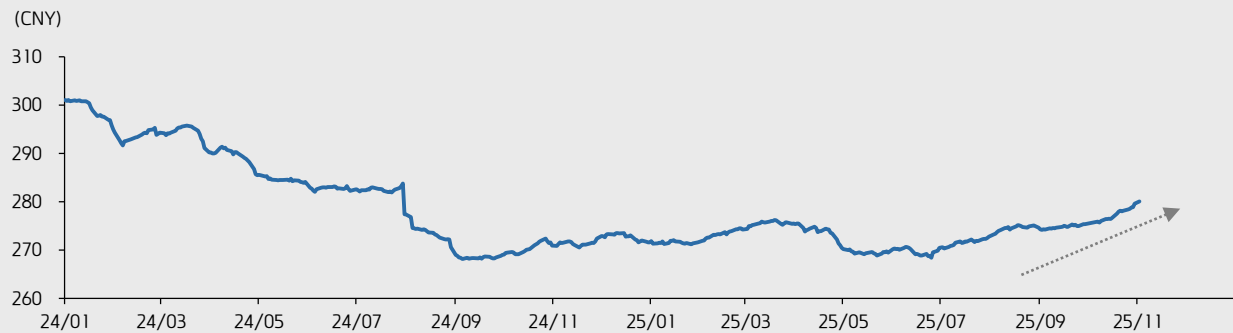


14차 및 15차 계획 주요 목표 비교

	14차 5개년 계획	15차 5개년 계획
1	경제 발전	고품질 발전
2	개혁 개방	과학기술 자립 강화
3	사회문명 개선	개혁 심화
4	생태문명 건설	사회문명 개선
5	민생복지 개선	민생 향상
6	국가통치 효율 개선	아름다운 중국 건설
7		국가안보 공고

자료: 중국정부, 키움증권 리서치

상해종합 12M FWD EPS

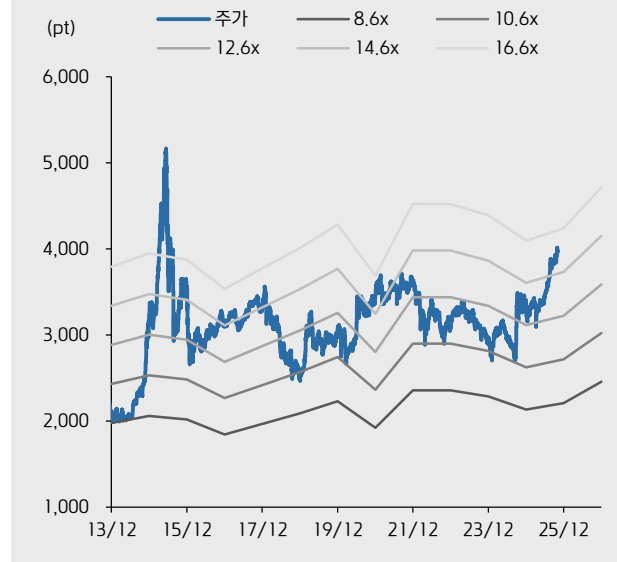


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



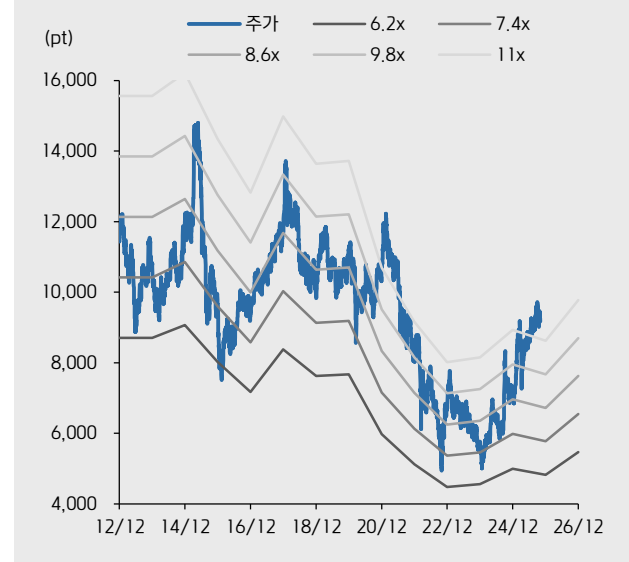
- ◆ 26년 상해종합 3,400~4,600pt, 홍콩H 7,400~11,000pt 전망. 3월이 주요 변곡점이 될 수 있다는 판단
 - 중국 기업 이익은 '26년에도 반등세를 이어가며 10% 전후 수준의 성장이 예상됨. 밸류에이션 측면에서는 20~21년 고점 구간과 13~25년 장기 평균을 각각 26년 목표 PER 밴드의 상하단으로 설정. 26년 상해종합 3,400~4,600pt, 홍콩H 7,400~11,000pt 전망
 - 한편 3월 양회 전후가 주요 변곡점이 될 수 있다는 판단. 1)3월 양회 완료 이후 정책 기대감이 일시적으로 소강 상태에 진입하면서 경기 및 실적 개선 여부에 대한 시장의 확인 요구가 높아질 것. 2)10/30 미중 양국은 부산 정상회담을 일시적으로 합의했으나, 향후 갈등은 재점화될 가능성 존재. 다만 과거 합의 이후 최소 3개월은 원만한 관계가 유지된 바 있음

상해종합 PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩H PER 밴드

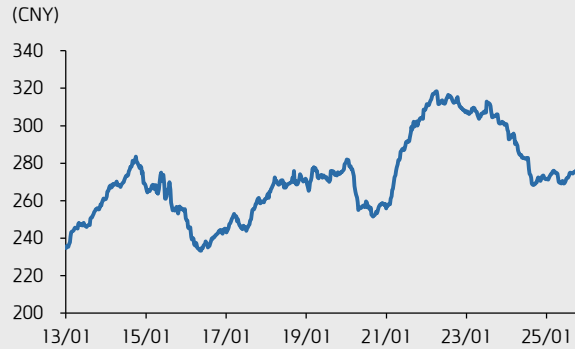


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2026년 상해종합 3,400~4,600pt, 홍콩H 7,400~11,000pt 전망

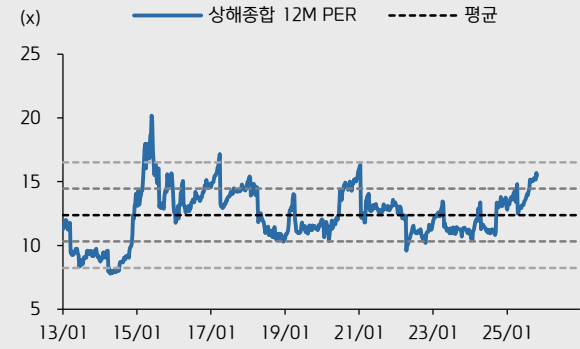


상해종합 12M FWD EPS



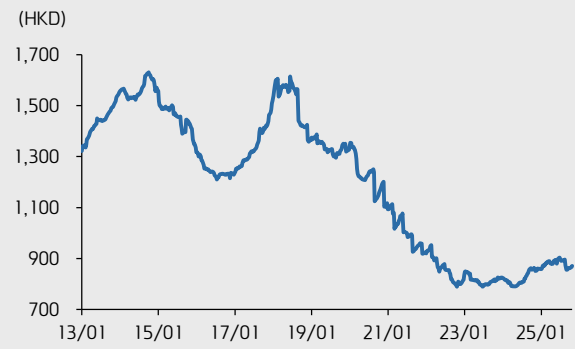
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

상해종합 12M FWD PER



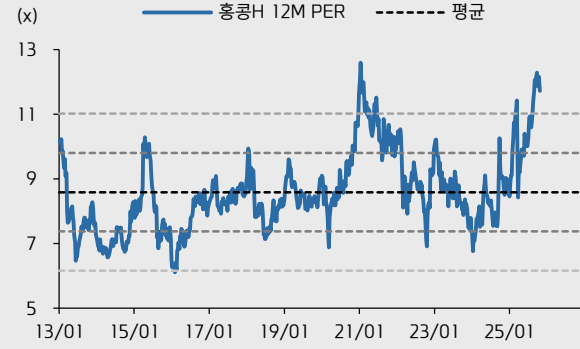
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩H 12M FWD EPS



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩H 12M FWD PER



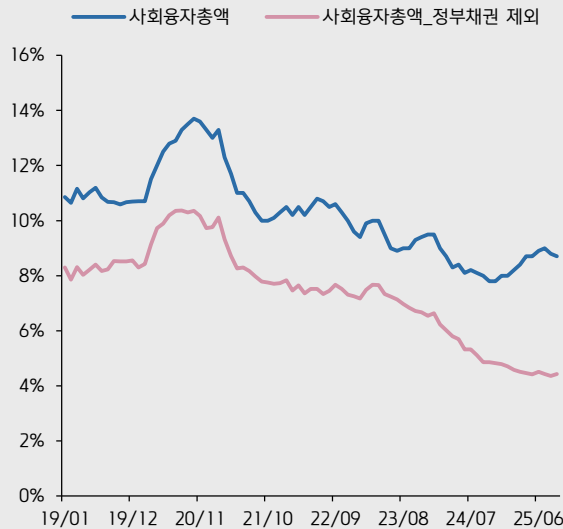
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 경기/이익 개선 여부 및 지정학적 리스크가 주요 변수일 것

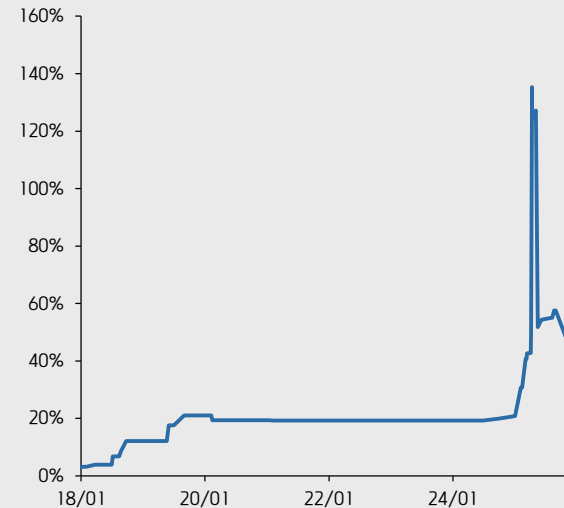
- 1)경기/이익 개선 시그널: 정부의 부양책에도 불구하고 지난 1년간 기업 및 가계의 신용 수요는 높지 않은 상황. 내년 경기 및 이익 개선 시그널이 확인되지 못한다면 시장의 실망감은 피할 수 없을 것으로 예상
- 2)지정학적 리스크: 10/30 미중 양국은 부산 정상회담을 통해 대중국 관세 인하, 미국산 대두 구매 등에 합의하며, 양국 관계의 추가 악화를 방지. 다만 이번 합의는 잠정적인 타협의 성격이 강하다는 점에서 향후 갈등이 재점화될 가능성은 여전히 존재
- 3)정부의 시장 과열 우려 차단: 경기/기업 이익이 뚜렷한 회복세를 보이지 않은 상황에서 유동성 모멘텀으로 인해 추가적으로 증시 상승이 있을 경우 시장 과열에 대한 우려가 확대될 것

중국 사회용자총액 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

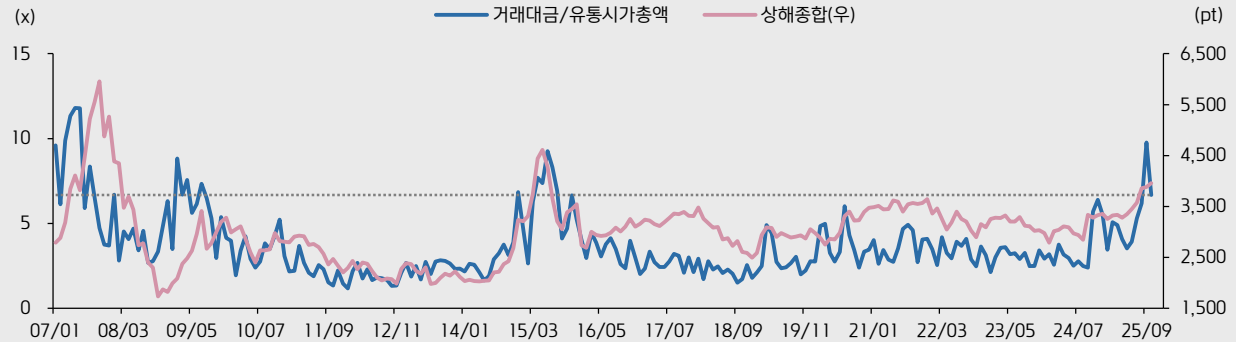
미국의 대중 관세 추이



자료: PIIE, 키움증권 리서치

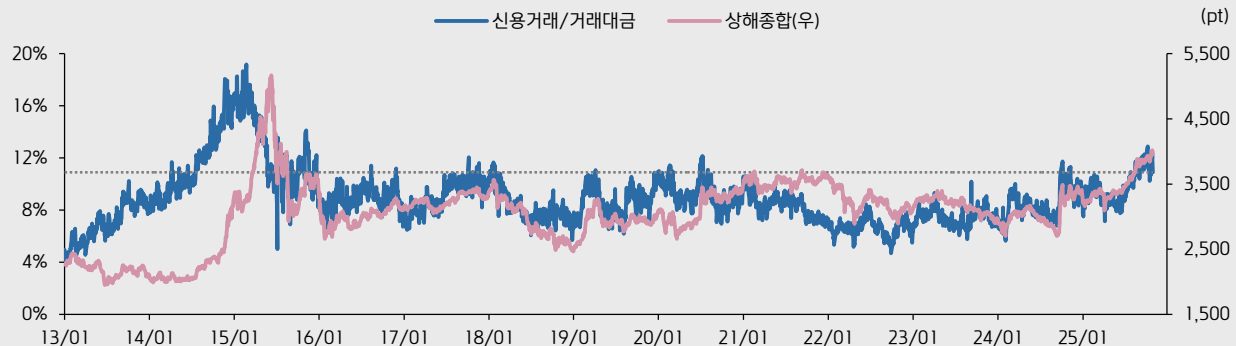


본토증시 거래대금/유통시가총액 및 상해종합 지수



자료: Wind, 키움증권 리서치

본토증시 신용거래/거래대금 비중



자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ AI 모멘텀 유효하나, 주도주 전환 여부에 유의 필요. 한편 경기 모멘텀 악화시 고배당 업종 주목

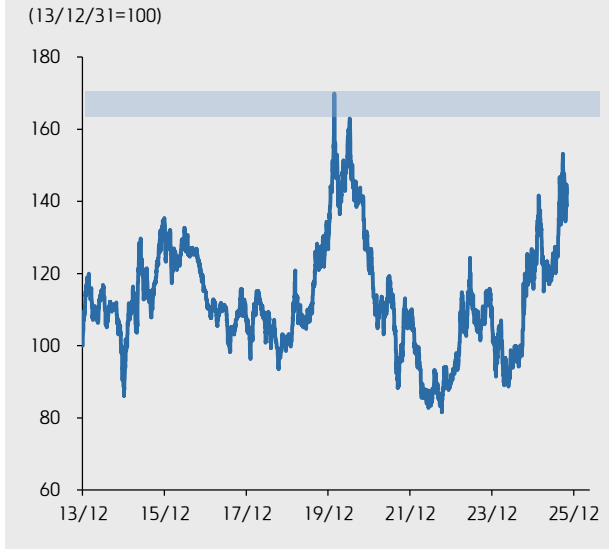
- 26년에도 중국의 AI에 대한 정책 지원은 지속될 예정이며, 기술 상용화도 한층 가속화될 전망. AI 모멘텀이 여전히 기대되는 만큼 지수는 항셱테크/ChiNext/Star50, 업종/테마는 AI SW/HW, 휴머노이드, 자율주행, 반도체 등에 대한 관심이 유효하다는 판단
- 다만 26년 중화권 증시가 기술주에 대한 쏠림이 극한에 달한 상황에서 경기민감주 등으로 주도주 전환 여부에 주의 필요. 그중 공급측 개혁 수혜 업종 주목. 정책의 최종 성공 여부에는 불확실성이 존재하나 PPI 하락 폭이 축소되는 과정에서 이익 개선 및 주가 반등 기대
- 한편 중국 경기 모멘텀이 재차 악화될 경우 고배당 업종에 대한 관심이 확대될 가능성 존재. 특히 AI 관련 수혜 업종이 상대적으로 경기와 무관하게 구조적인 성장이 기대되나, 최근 1년간 주가가 크게 상승하며 밸류에이션 부담 우려가 부각될 수 있기 때문

중국 주요 지수 주가 비교



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 기술주/경기민감주 상대수익률 추이



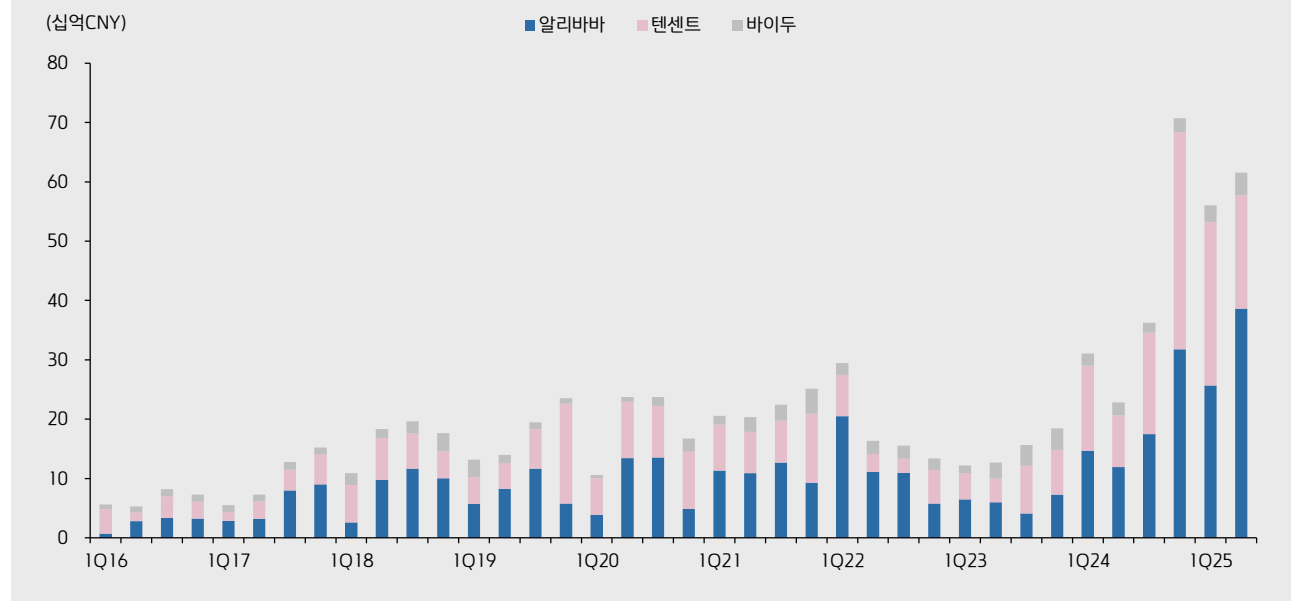
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ AI 관련 정책 지원과 기업 투자 지속될 전망

- 기술 혁신에 대한 정책 지원은 지속될 전망. 15차 5개년 계획 건의안에서 중국정부는 원천 기술 혁신과 핵심 기술 난제 해결을 명시. 특히 국가가 주도해 통상적 범위를 뛰어넘는 조치를 통해 반도체, 공작기계, 기초 소프트웨어 등 분야의 핵심 기술 확보를 강조
- 중국 기업의 AI 투자 사이클도 기대되는 상황. 알리바바는 지난 9월 개발자 컨퍼런스에서 기존 계획(향후 3년 3,800 억위안)에서 추가 투자 가능성을 암시. CAPEX 강도(D&A 대비)와 영업현금흐름 대비 CAPEX 비율을 감안하면 추가 투자 여력은 충분하다는 판단

분기별 중국 주요 플랫폼 기업 CAPEX



자료: 각사 보고서, 키움증권 리서치



◆ 한발짝 더 다가올 AI 시대

- 휴머노이드, 자율주행 등 AI 관련 기술의 상용화는 26년 한층 더 가속화될 전망. 테슬라는 26년 초 Optimus 양산 계획을 공식화했고, 중국도 Unitree를 시작으로 주요 휴머노이드 기업의 상장 추진 및 수주가 발표되고 있어 양산이 본격화될 것
- 자율주행 분야도 PONY.AI가 최근 선전 전역에서 완전 무인 자율주행 서비스 허가를 획득했고, 다수의 중국 자율주행 기업이 동남아 및 중동시장으로 사업을 확장하고 있는 상황. 중국 자율주행 산업의 서비스 범위 확대와 글로벌 진출이 가속화될 전망
- 그 외 텐센트, 알리바바 등을 중심으로 AI Agent에 대한 혁신이 지속될 것으로 기대

중국 주요 휴머노이드 기업 최근 수주 계약 내용 정리

기업	발표일	고객	모델	계약 규모	인도 수량	납품 시점
UBTECH	25/04	Dongfeng Liuzhou Motor	Walker S1 Walker C		20대 (추정)	
	25/07	Miji Automotive Technology		0.9억위안		
	25/09	비공개	Walker S2	2.5억위안		25년 내 인도 시작
	25/09	Tianqi Automation	Walker S 시리즈	0.3억위안		25/12 납품 완료
UNITREE	25/07	China Mobile		0.5억위안		25~27년
Agibot	25/07	China Mobile		0.8억위안		25~27년
	25/08	Fujin Precision	A2-W	수천만 위안	100대 수준	

자료: 언론종합, 키움증권 리서치

PONY.AI 자율주행 사업 중국 및 글로벌 확장 현황



자료: PONY.AI, 키움증권 리서치



◆ 중화권 증시가 기술주에 대한 쓸림이 극한에 달한 상황에서 주도주 전환 여부에 유의 필요

- 지난 2년간 중화권 증시는 글로벌 및 중국 AI 산업의 성장 기대감으로 인해 관련 수혜 업종(전자/통신/미디어/컴퓨터) 주가가 크게 상승했으며, 중국 기관투자자(공모펀드) 포지션이 역사적 고점 수준에 달한 상황
- 추가적인 AI 혁신이 부재한다면 주도주 전환 가능성에 유의 필요. 19~20년 내수 1등주, 21~2년 신재생에너지 등 모두 중국 기관투자자 포지션이 역사적 고점 수준에 가까워진 이후 상대수익률 측면에서 하락 전환한 바 있음
- 구체적인 시점을 예단하기는 매우 어려우며, 글로벌/중국 AI 혁신, 중국 정책의 실효성 등 대내외 변수에 대한 종합적인 평가 필요. 다만 섹터 로테이션 차원에서 주도주 전환 여부에 점진적으로 관심을 늘릴 필요가 있다는 판단

중국 기술주/경기민감주 상대수익률 추이

(13/12/31=100)

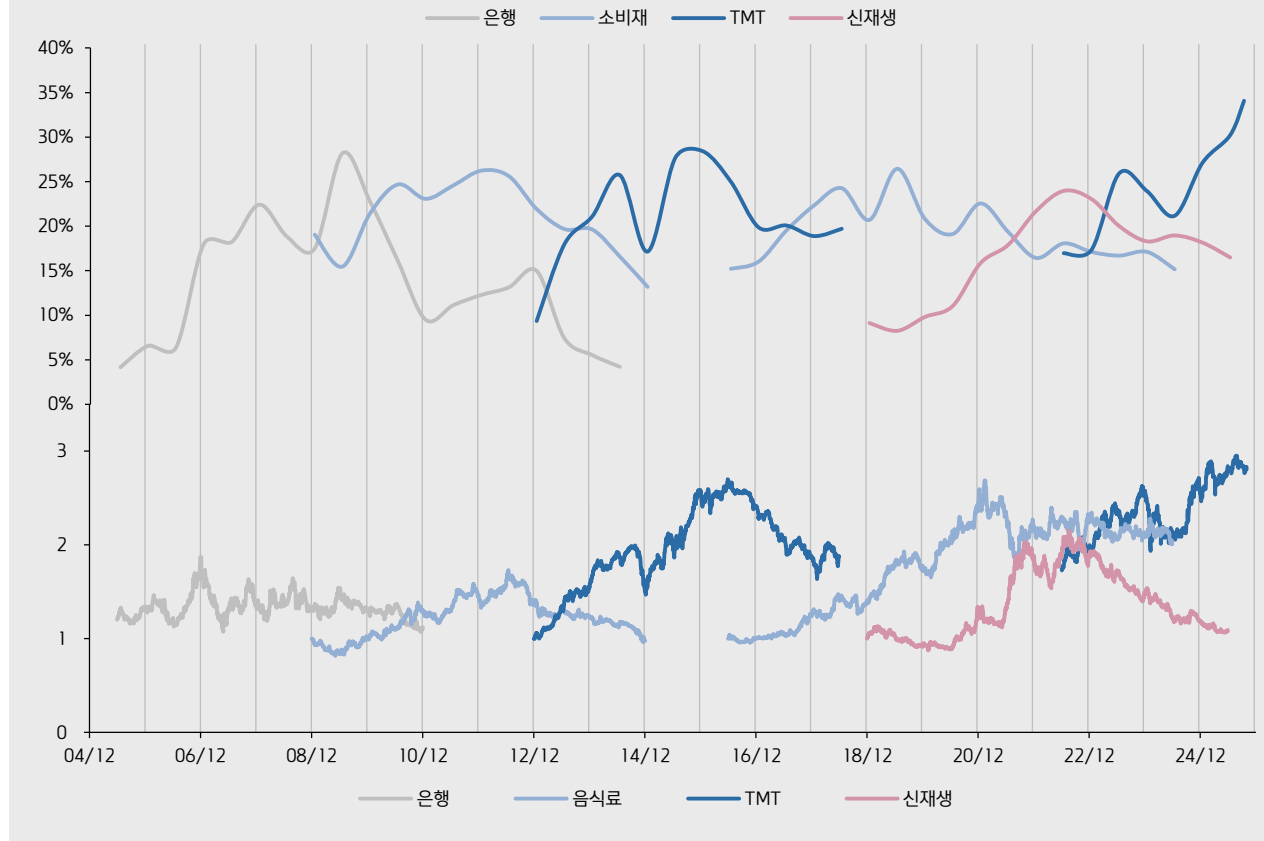


자료: Wind, 키움증권 리서치

중화권 증시 주도주 전환 여부에 유의 필요



중국 기관투자자(공모펀드) 업종 편입 비중 및 상대 주가수익률



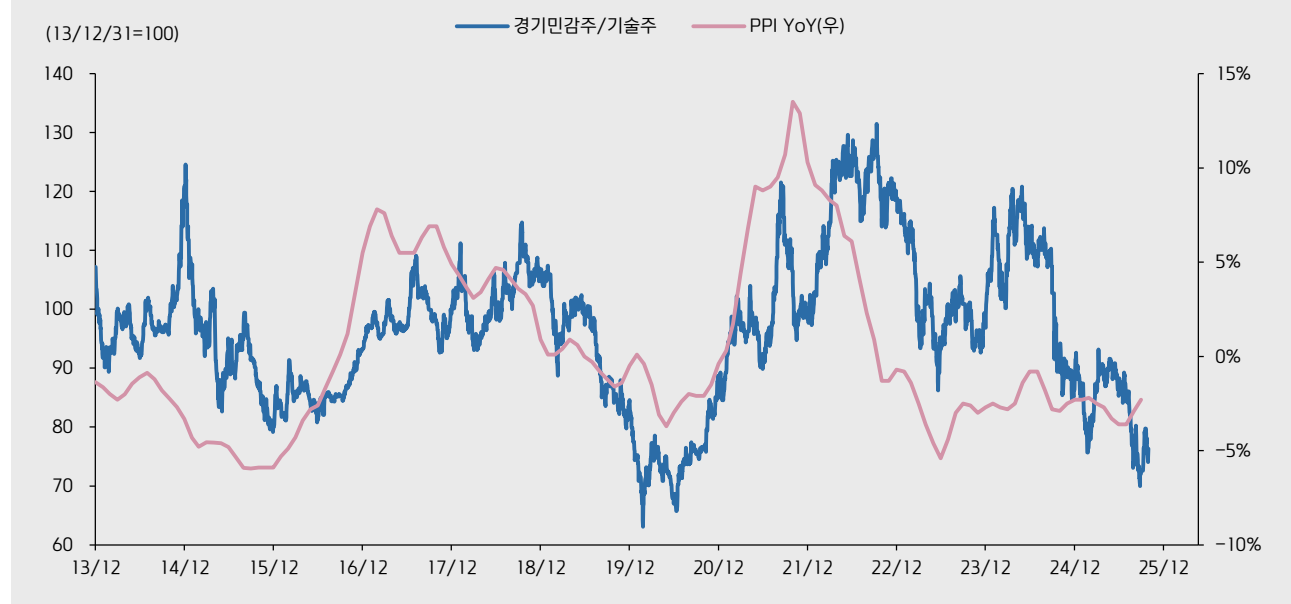
주: 1) Wind A지수 대비, 2) 소비재는 음식료, 자동차, 가전, 의류, 유통, TMT는 전자, 통신, 미디어, 컴퓨터, 신재생은 신재생에너지, 기계, 비철금속을 포함
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 공급측 개혁 정책 수혜 업종에 점진적으로 관심 늘릴 필요

- 26년에도 중국의 출혈경쟁 방지 관련 정책 드라이브는 지속될 전망. 공급측 개혁 정책의 핵심은 공급 감소와 수요 증가가 동반 되어야 하며, 일시적인 공급 감소는 단기적인 효과에 그칠 것. 이로 인해 아직까지 정책의 최종 성공 여부에는 불확실성이 존재
- 다만 정책 지원과 PPI 하락 폭 축소에 따른 기업 이익이 회복하며 공급측 개혁 관련 수혜 업종이 시장의 주목을 받을 수 있다는 판단

중국 경기민감주 상대수익률 및 PPI 추이



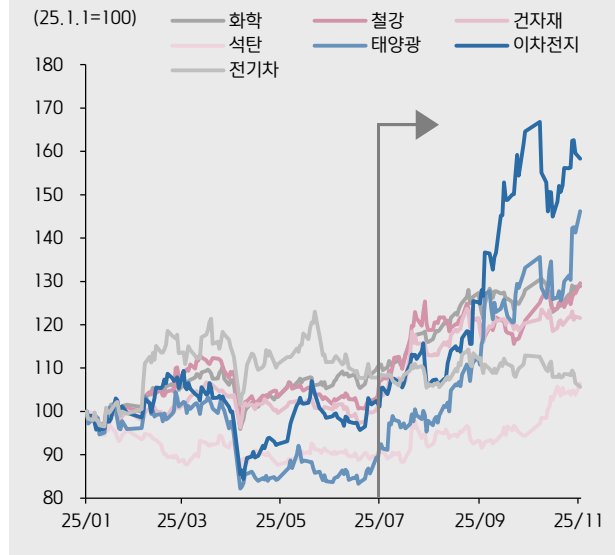
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 공급측 개혁 정책 수혜 업종에 점진적으로 관심 늘릴 필요

- 지난 7월 중국정부가 공급측 개혁 정책을 시사한 이후 다수 상품 가격이 반등했으며, 관련 업종 주가도 강세를 보임
- 최근 중국 이차전지 업종의 강세는 ESS 수요 증가에 기인. BNEF는 글로벌 ESS 수요 전망을 연초 대비 상향. 25~35년 글로벌 ESS 시장 연평균 성장률을 15%에서 23%, 26/27년 중국 ESS 설치 규모는 38/44GW에서 55/59GW로 조정
- 중국 이차전지를 시작으로 기타 업종의 수요 개선과 강력한 공급 억제 기조가 지속되는지 확인이 중요할 전망. 중국 태양광 업종이 폴리실리콘 생산능력 감축을 계획 중이며, 26년 수요 개선 여부 확인이 중요하다는 판단

중국 주요 업종 주가 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 주요 업종 상품 가격 추이



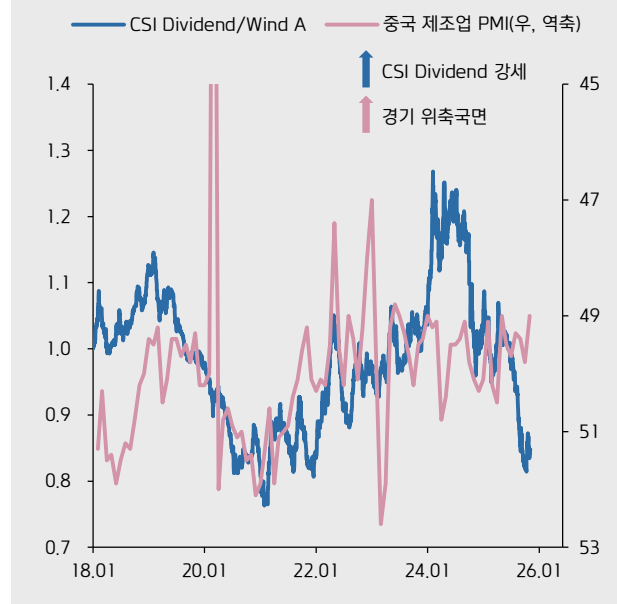
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 고배당 업종, 더 가지 못하는 AI와 올라오지 못하는 공급측 개혁 수혜 업종 사이에서 좋은 대안이 될 것

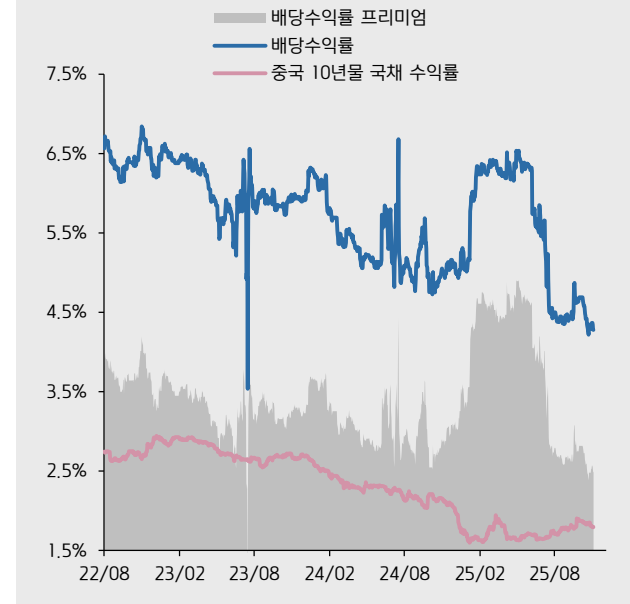
- 중국 고배당 업종은 지난 22~24년 중국 경기에 대한 우려가 극대화되면서 주가 강세를 보인 바 있음. 다만 24년 9월 정부의 경기 부양책 발표 이후 중국의 성장 모멘텀 회복 및 10년물 금리 반등으로 인해 올해 상대적으로 부진
- 향후 중국 경기 모멘텀이 재차 악화될 경우 고배당 업종에 대한 관심이 확대될 것으로 예상. 특히 지난 1년간 AI 등 성장주 주가가 크게 상승하며 밸류에이션 부담이 커졌으며, 경기 부진으로 인해 공급측 개혁의 진척도 기대치를 하회할 수 있기 때문

CSI배당지수 상대수익률 및 중국 제조업 PMI



자료: Wind, 키움증권 리서치

CSI배당지수 배당수익률 및 중국 10년물 국채 수익률



자료: Wind, 키움증권 리서치

2026년 중국 기업 추천 종목 리스트



2026년 중국 기업 추천 종목 투자포인트

모멘텀	기업명	종목코드	업종	시가총액 (십억USD)	주가 수익률		투자포인트
					3M	YTD	
AI	텐센트	0700.HK	게임 SNS	741	14%	52%	<ul style="list-style-type: none"> • 게임/광고 중심으로 외형성장 확대 중이며, AI 도입으로 수익성도 개선 • '킬러앱'을 위한 데이터, 기술 등 경쟁력 보유하고 있어 AI 모멘텀 유효
	알리바바	BABA.US	커머스 클라우드	392	40%	97%	<ul style="list-style-type: none"> • AI 수혜로 클라우드 성장 확대, 커머스는 경쟁 완화되며 이익 개선 전망 • 단순 커머스 플랫폼에서 AI 기업으로 밸류에이션 리레이팅 기대
	Naura	002371.CH	반도체 장비	41	24%	40%	<ul style="list-style-type: none"> • 글로벌 및 중국 AI 산업 성장으로 인한 견조한 반도체 수요 기대 • 반도체 국산화 수혜에 따른 안정적인 실적 성장 예상
	탁보그룹	601689.CH	휴머노이드	17	46%	43%	<ul style="list-style-type: none"> • 글로벌 및 중국 휴머노이드 기업 양산 본격화 전망 • 휴머노이드 시장 초기에는 부품 및 조립 기업 수혜가 클 것으로 예상
	Horizon	9660.HK	자율주행	16	22%	135%	<ul style="list-style-type: none"> • 중국 전기차 시장의 다음 차별화 포인트는 자율주행, 침투율 상승 전망 • 자율주행 보급화로 인해 중저가 시장 수요 확대 수혜 예상
	GDS	GDS.US	데이터센터	7	-5%	39%	<ul style="list-style-type: none"> • 중국 빅테크 AI투자 확대에 수주계약 증가와 밸류에이션 리레이팅 기대 • 중국의 반도체 기술 혁신 및 정부의 국산화 촉진 정책 수혜
공급측 개혁	CATL	3750.HK	이차전지	245	31%	108%	<ul style="list-style-type: none"> • 유럽 점유율 확대 및 중국 전기상용차 판매량 증가가 EV 배터리 수요 견인 • 데이터센터 투자 증가 및 경제성 제고로 인해 글로벌 ESS 증가
	다초에너지	DQ.US	태양광	2	52%	61%	<ul style="list-style-type: none"> • 중국의 출혈경쟁 방지 정책 기조로 폴리실리콘 업황 턴어라운드 기대 • 현재 12M FWD PBR은 0.5배로 밸류에이션 매력적
내수	트립닷컴	TCOM.US	OTA	46	13%	2%	<ul style="list-style-type: none"> • 아시아 중심의 해외 사업 확장이 차기 성장 동력이 될 것 • 안정적인 실적 성장이 예상되며, 주요 연휴 앞둔 주가 모멘텀 긍정적
고배당	장강전력	600900.CH	수력 발전	98	2%	0%	<ul style="list-style-type: none"> • 경기 및 증시 모멘텀 약화 때는 고배당주 주목 • 25년 상대적으로 소외되며 밸류에이션 부담도 상대적으로 완화
	메이디그룹	000333.CH	가전	81	6%	5%	<ul style="list-style-type: none"> • 경기 및 증시 모멘텀 약화 때는 고배당주 주목 • 높은 제품 및 가격 경쟁력을 기반으로 안정적인 실적 성장 시현 예상

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



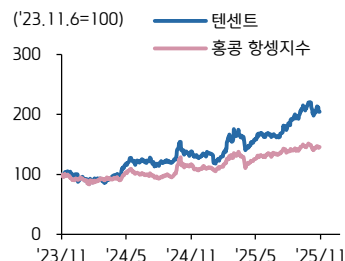
현재주가 (11/4)	HKD 628.00
-------------	------------

Stock Data

산업분류	플랫폼
세부업종	SNS/게임
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항생
벤치마크 현재주가	26,158.4
시가총액(mln)	5,265,459.3
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	51.9	-6.8	29.9	56.6
홍콩항생	30.4	-3.6	16.2	28.7



◆ 투자포인트 1. 잃어버린 성장성 회복 및 수익성 개선 지속

- 게임 및 광고 사업의 견조한 성장과 핀테크/비즈니스 서비스 사업의 회복으로 인해 외형성장 확대. 매출은 지난 21년 상반기 이후 가장 높은 성장세를 기록. 과거 중국 플랫폼 기업의 가장 큰 문제점으로 지적됐던 성장성 회복 중
- 게임, 광고 등 사업에 AI 기술을 적극 도입하면서 수익성 개선이 지속되는 중. 2Q25 GPM은 57%로 역대 최고치를 기록. 사업별 높은 시장점유율과 효율성 제고는 견조한 이익 성장에 기여할 것으로 기대

◆ 투자포인트 2. 현재 실적과 미래 잠재력 모두 기대. 투자 매력 높다는 판단

- AI Agent에 대한 시장의 기대감이 등락을 반복하고 있는 가운데 워치 생태계 기반의 AI Agent 기대감 유효. 텐센트 AI 챗봇인 Yuanbao를 WeChat 생태계와 밀접하게 통합시키며 사용자 수와 빈도를 빠르게 증가시키는 중. 아직 초기 단계로 대화 등 기본적인 기능 활용 중심이나 향후 WeChat 뿐만 아니라 외부 앱과의 연결을 통해 사용자가 필요하는 다양하고 복잡한 업무를 자동 수행할 수 있도록 하여 단순 챗봇에서 AI Agent로 진화할 계획
- 현재 주가는 26년 PER 18배에서 거래 증으로 밸류에이션은 부담스럽지 않다는 판단. 외형 및 이익 모두 견조한 성장세가 지속될 것으로 예상되는 가운데 AI 모멘텀도 유효한 만큼 투자 매력 높다는 판단

Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	554,552	609,015	660,257	745,536	820,372
영업이익	143,203	191,886	237,811	248,177	286,633
OPM(%)	26	32	36	33	35
순이익	115,649	157,688	222,703	255,098	288,034
PER(배)	14.9	21.9	18.7	20.9	18.4
PBR(배)	3.9	3.1	3.7	4.5	3.8
ROE(%)	24.6	15.1	21.8	20.7	20.5
배당수익률(%)	0.5	0.8	0.8	N/A	N/A

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

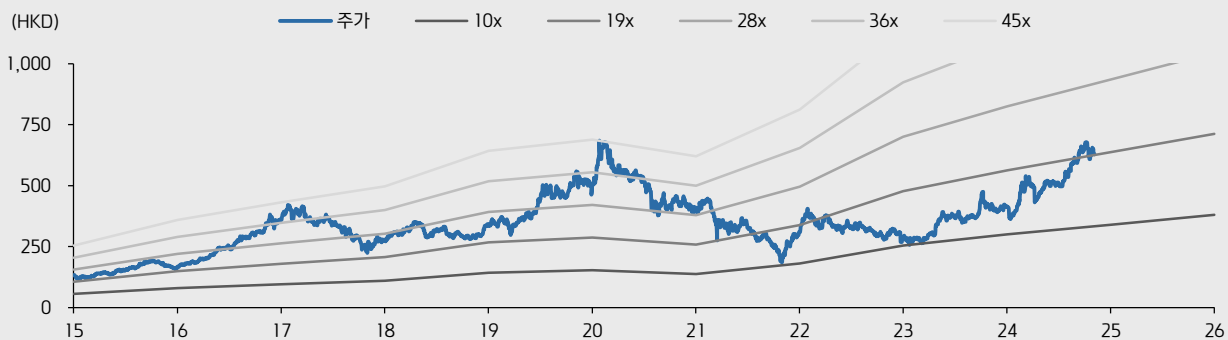


텐센트 12M FWD PER 및 Non-IFRS 순이익 증가율



주: 25~26년은 Bloomberg 추정치
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



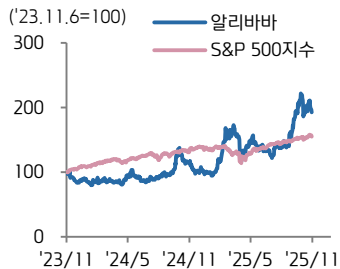
현재주가 (11/4)	USD 164.30
-------------	------------

Stock Data

산업분류	플랫폼
세부업종	이커머스
거래소	뉴욕
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,771.6
시가총액(mln)	2,850,933.8
유통주식수(mln)	2,386.0
52주 최고	192.67
52주 최저	79.42
일평균거래량	17,643,226

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	93.8	-12.6	30.6	67.0
S&P 500	15.1	0.8	19.1	18.5



◆ 투자포인트 1. 알리바바 AI 투자는 이제 시작. 클라우드 매출 30% 성장 예상

- 최근 개발자 컨퍼런스에서 기존 계획(향후 3년 3,800 억위안)에서 추가 투자 가능성을 암시. 특히 클라우드 사업 데이터센터 전력소비가 22년 대비 32년 10배 증가할 것이라고 언급(CAGR +26%). 향후 보유 풀스택 AI 서비스를 기반으로 엔비디아와의 Physical AI 협력 및 해외시장 진출 등 통해 견조한 클라우드 매출 성장 기대
- 현재 알리바바 클라우드 매출은 향후 3년간 연평균 26% 증가할 것으로 예상되나, 중국의 높은 AI 수요와 알리바바 투자 확대에 상향 조정될 가능성이 크다는 판단

◆ 투자포인트 2. 단순 커머스 플랫폼에서 AI 기업으로 밸류에이션 리레이팅 기대

- 중국 배달음식 산업의 가격 전쟁 이슈는 정부의 출혈 경쟁 방지 정책과 기업의 무질서한 추가 투자 억제로 인해 3분기(FY2Q26)를 정점으로 이익에 미치는 부정적인 영향은 완화될 것으로 예상
- 한편 클라우드 매출은 과거 2년간 연평균 7% 성장에서 향후 3년 30% 성장으로 빠르게 확대. 단순 커머스 기업에서 AI 기업으로 밸류에이션 리레이팅 기대. 지난 21년 중국정부의 플랫폼 규제 전 평균 PER인 25배 수준 부여시 높은 추가 상승 여력 보유하고 있다는 판단

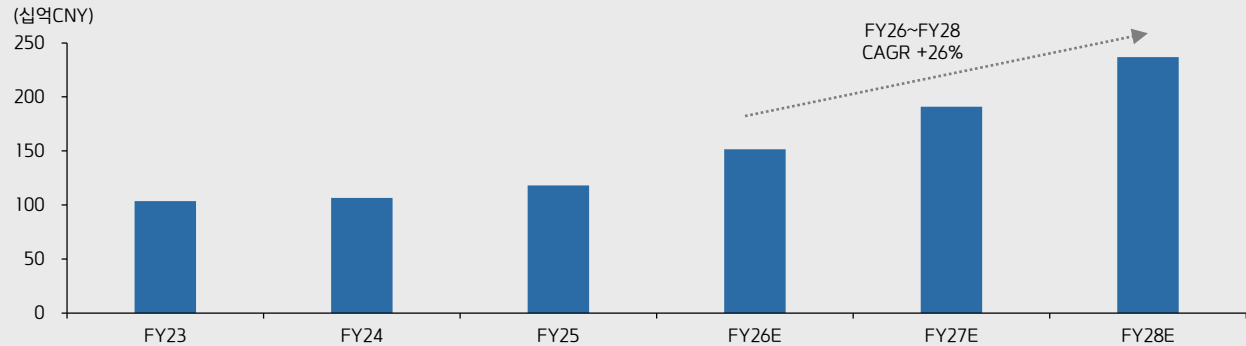
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	868,687	941,168	996,347	1,039,434	1,152,845
EBITDA	175,710	191,668	202,325	159,623	218,097
EBITDA Margin(%)	20	20	20	15	19
순이익	141,379	157,479	158,122	114,544	157,490
PER(배)	17.2	10.2	14.8	24.9	17.7
PBR(배)	1.8	1.3	2.3	2.8	2.2
ROE(%)	7.5	8.1	13.0	9.9	11.8
배당수익률(%)	N/A	1.4	0.8	N/A	N/A

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

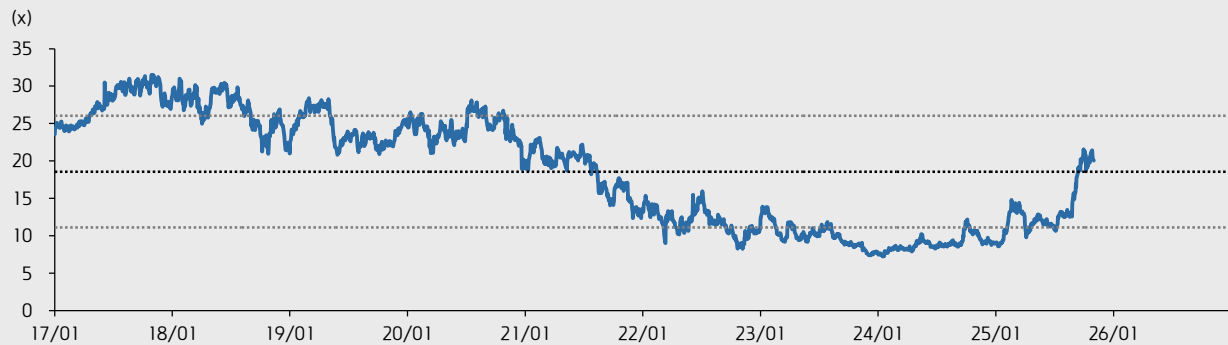


알리바바 클라우드 매출 추이 및 전망



주: 회계연도 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

알리바바 12M FWD PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

알리바바(BABA.US)



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

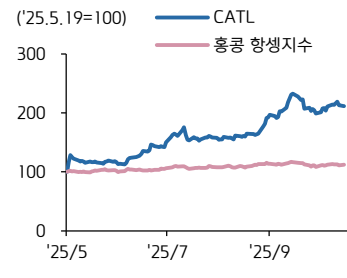
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



현재주가 (11/4)	HKD 555.00
Stock Data	
산업분류	자유소비재
세부업종	이차전지
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항생
벤치마크 현재주가	26,158.4
시가총액(mln)	1,784,321.5
유통주식수(mln)	155.9
52주 최고	614.00
52주 최저	291.00
일평균거래량	2,564,880

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	111.0	-9.1	111.0	111.0
홍콩항생	30.4	-3.6	16.2	28.7



◆ 투자포인트. 26년에도 EV/ESS 시장의 견조한 수요 지속 기대

- EV: 유럽에서 점유율을 확대하고 있는 가운데 중국 전기상용차 수요 증가로 EV 배터리 출하량 증가가 지속되는 중(3Q25 상용차는 EV 배터리 출하량 20%). 9 월 누적 중국 전기상용차 판매량은 63 만대(YoY +66%)로 전기차 침투율 20% 기록(24 년 15%). 충전 인프라 개선 및 가격 경쟁력으로 내년에도 판매량 증가 지속 전망
- ESS: 중국은 설치 의무화 정책 폐지에도 경제성 개선으로 우려 대비 긍정적인 수요를 보임. 해외시장도 미국은 불확실성 높으나, 유럽 및 기타 지역으로 성장 전망. BNEF는 글로벌 ESS 수요 전망을 연초 대비 상향
- 25~26 년 연평균 30% 수준의 배터리 출하량 증가 예상. 현재 배터리 사업의 수익성(단위당 순이익 0.11CNY/Wh) 및 26 년 PER 25 배를 감안할 경우CATL A 주 기준 여전히 높은 상승 여력 존재

◆ 리스크. 높은 H주 프리미엄과 연말 중국 전기차 시장 판매량 우려에 유의 필요

- CATL H 주의 경우 현재 30% 수준의 높은 프리미엄을 받고 있어 투자심리 약화 시 A 주 대비 큰 폭의 주가 조정은 불가피. 11/20 보호예수 해제도 예정되어 있는 상황
- 26 년 중국 전기차 취득세는 절반 감면(5%)으로 전환. 연말 수요 집중되며 26 년 초 판매량 둔화 가능성 존재. 중장기적으로 판매량 증가가 지속될 전망이나 단기 우려 확대로 주가 조정 빌미 제공 가능성 존재

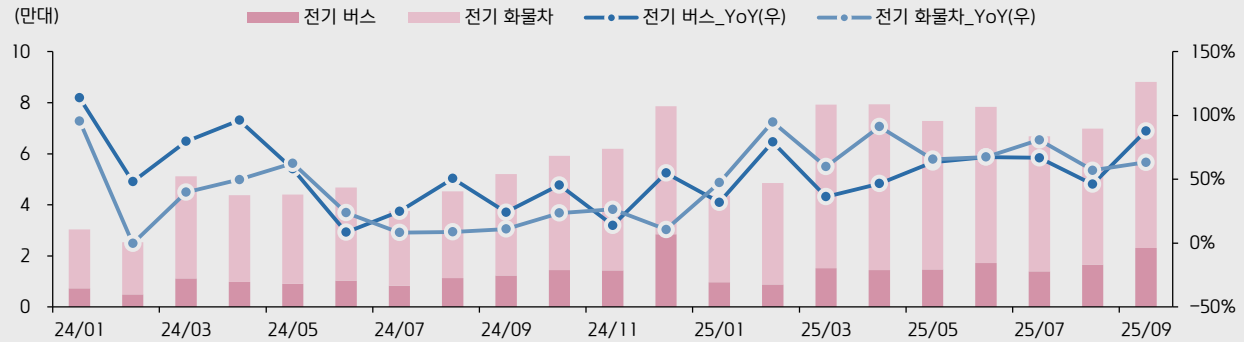
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	328,594	400,917	362,013	423,226	530,568
영업이익	33,313	46,269	53,637	70,647	93,686
OPM(%)	10.1	11.5	14.8	16.7	17.7
순이익	30,729	44,121	52,033	68,846	86,005
PER(배)	N/A	N/A	N/A	32.8	26.2
PBR(배)	N/A	N/A	N/A	7.5	6.5
ROE(%)	24.7	24.7	23.4	24.8	26.2
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

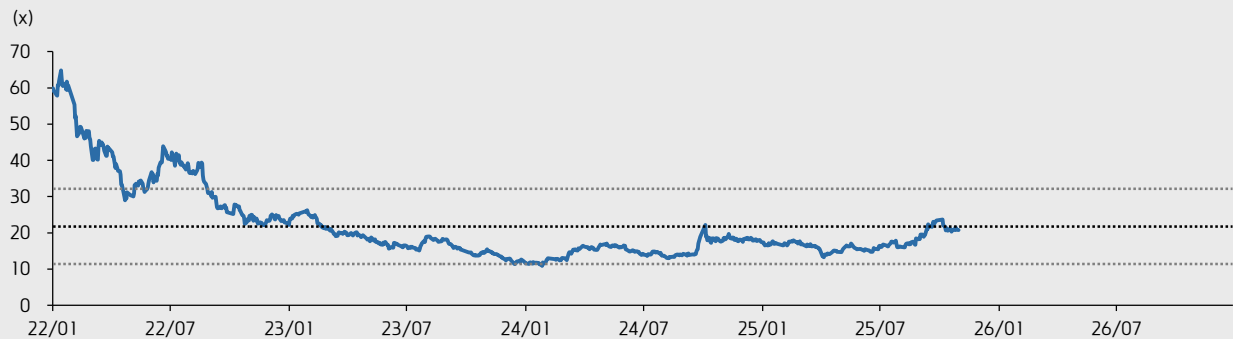


중국 전기상용차 월별 판매량



자료: CAAM, 키움증권 리서치

CATL 12M FWD PER 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

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

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	18,046	42,127	61,209	92,826	96,990
감가상각비, 무형자산상각비	4,712	6,096	12,947	22,368	24,469
운전자본 변동	5,930	17,183	—	—	—
투자활동으로 인한 현금흐름	-15,077	-54,010	-64,140	-29,188	-48,875
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-13,302	-43,768	-48,215	-33,625	-31,180
유, 무형자산 처분	0	3,2231	1	13	75
재무활동으로 인한 현금흐름	37,840	24,668	82,266	14,716	-14,524
지급배당금	-483	-558	-1,591	-6,121	-22,123
차입금의 증가(감소)	4,707	20,819	38,352	22,800	10,668
자사주매입	19,613	756,2128	0	0	0
현금증가	40,232	12,074	82,124	80,536	31,994
기초현금	23,200	63,432	75,506	157,629	238,165
기말현금	63,432	75,506	157,629	238,165	270,160
FCF	4,743	-1,641	12,994	59,201	65,810
FCFF	5,303	-598	—	—	—

재무상태표

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

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

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

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



현재주가 (11/4)	CNY 28.60
-------------	-----------

Stock Data

산업분류	유틸리티
세부업종	전력발전
거래소	상해
상대지수	상해A
벤치마크 현재주가	4,152.0
시가총액(mln)	699,791.0
유통주식수(mln)	24,468.2
52주 최고	31.19
52주 최저	26.78
일평균거래량	96,322,100

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	-3.2	5.0	-3.1	2.5
상해A	18.2	2.0	20.8	19.7



◆ 투자포인트. 경기 및 증시 모멘텀 약화 때는 고배당주 주목

- 중국 고배당 업종은 22년~24년 중국 경기에 대한 우려가 극대화되면서 주가 강세를 보인 바 있음. 다만 24년 9월 정부의 경기 부양책 발표 이후 중국의 성장 모멘텀 회복 및 10년물 금리 반등으로 인해 상대적으로 부진 중
- 다만 향후 중국 경기 모멘텀이 재차 약화될 경우 고배당 업종에 대한 관심이 확대될 것으로 예상. 특히 지난 1년간 AI 등 성장주 주가가 크게 상승하며 밸류에이션 부담이 커졌으며, 경기 부진으로 인해 공급측 개혁의 진척도 기대치를 하회할 수 있기 때문
- 10/30 미중 양국은 부산 정상회담을 통해 대중국 관세 인하, 미국산 대두 구매 등에 합의하며, 관계 추가 악화를 방지. 다만 이번 합의는 잠정적인 타협의 성격이 강하다는 점에서 향후 갈등이 재점화될 가능성은 여전히 존재. 정부의 부양책에도 불구하고 지난 1년간 기업 및 가계의 신용 수요는 높지 않아 경기 회복에 대한 불확실성은 여전히 높은 상황. 중국 경기 및 증시 모멘텀 약화때는 고배당 업종 주목 필요

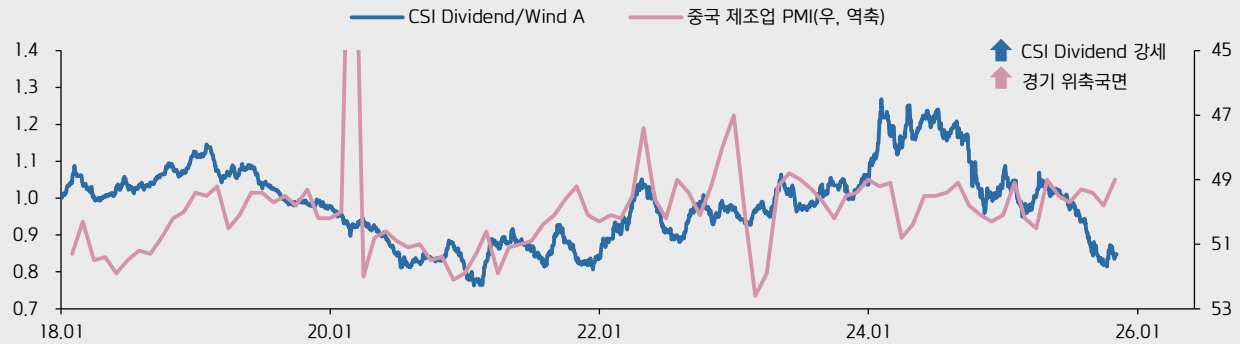
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	68,863	78,144	84,492	86,328	88,161
영업이익	35,369	41,042	45,519	42,982	45,027
OPM(%)	51.4	52.5	53.9	49.8	51.1
순이익	23,726	27,245	32,496	34,428	36,302
PER(배)	20.1	21.0	22.2	20.3	19.2
PBR(배)	2.1	2.8	3.4	3.1	3.0
ROE(%)	11.6	12.7	15.8	15.7	15.6
배당수익률(%)	3.9	3.7	0.7	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

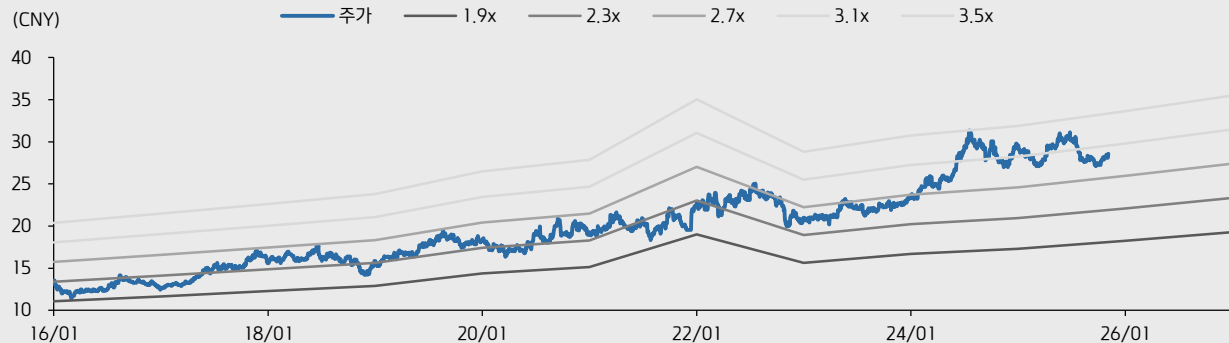


CSI300 배당지수 상대수익률 및 중국 제조업 PMI 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

장강전력 12M FWD PBR 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	57,783	55,646	68,863	78,144	84,492
매출&서비스 매출	21,149	21,113	29,524	32,958	34,528
매출총이익, GAAP	36,634	34,533	39,339	45,185	49,964
판매비	1,296	1,431	1,476	1,257	1,414
연구개발비	40	39	90	789	891
영업이익, GAAP	33,829	32,202	35,369	41,042	45,519
영업외 (이익)손실	1,373	-207	5,603	8,618	6,657
세전이익, GAAP	32,456	32,409	29,766	32,424	38,862
법인세비용	5,949	5,924	4,664	4,457	5,932
당기순이익, GAAP	26,298	26,273	23,726	27,245	32,496
EPS, GAAP	1.19	1.16	1.04	1.11	1.33
희석 EPS, GAAP	1.19	1.16	1.04	1.11	1.33
영업이익, 조정	33,829	32,202	35,369	41,042	45,519
당기순이익, 조정	26,298	26,273	23,726	27,245	32,496
EBITDA	45,465	43,683	52,318	60,238	65,274

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	38,366	33,654	34,330	53,738	49,432
감가상각비, 무형자산상각비	11,636	11,481	16,949	19,196	19,755
운전자본 변동	1,829	-1554	-4352	9294	1,076
투자활동으로 인한 현금흐름	-37,625	-8,539	-13,442	-15,141	-13,323
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-3,628	-3,474	-12,470	-12,417	-14,420
유, 무형자산 처분	12	22,0402	37	7	10
재무활동으로 인한 현금흐름	1,252	-24,329	-20,682	-41,442	-37,429
지급배당금	-14,924	-15,929	-22,035	-21,402	-18,743
차입금의 증가(감소)	3,102	-2,335	7195	29,700	-15,222
자사주매입	13,455	0	5600	16076	0
현금증가	1,906	701	348	-2,817	-1,303
기초현금	7,318	9,224	10,281	10,629	7,812
기말현금	9,224	9,925	10,628	7,812	6,508
FCF	34,738	30,181	21,860	41,321	35,012
FCFF	38,957	34,105	30,126	52312	44,610

재무상태표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	330,827	328,563	578,454	572,939	566,396
유동자산	14,676	17,923	27,089	17,745	17,204
현금 및 현금성자산	10,076	10,094	10,730	7,968	6,569
매출채권	3,668	3,769	15,228	8,515	9,327
재고자산	282	470	567	587	642
비유동자산	316,151	310,640	551,364	555,194	549,192
유형자산	234,214	222,339	454,393	451,475	440,754
무형자산	21,524	21,071	23,165	24,862	26,616
부채총계	152,505	138,275	322,436	360,398	344,393
유동부채	78,467	53,406	91,751	144,293	159,670
매입채무	22,283	19,124	37,146	42,315	40,443
단기성부채	55,509	34,269	54,595	101,740	118,960
비유동부채	74,039	84,869	230,685	216,105	184,723
장기성부채	51,974	71,057	228,488	213,435	181,075
자본총계	178,322	190,288	256,017	212,541	222,003

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출이익률	45.51	47.21	34.45	34.86	38.46
영업이익률	58.54	57.87	51.36	52.52	53.87
EBITDA 마진	78.68	78.50	75.97	77.09	77.25
ROE	16.35	14.88	11.61	12.70	15.78
ROA	8.38	7.97	5.23	4.73	5.70
ROIC	10.15	8.87	7.06	6.58	7.28
부채비율	62.45	58.17	124.34	156.45	142.66
순차입금비용	54.62	50.05	106.38	144.54	132.19
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비용	0.13	0.19	0.12	0.06	0.04
유동비용	0.19	0.34	0.30	0.12	0.11
PER	16.16	19.65	20.13	20.96	22.25
PBR	2.53	2.85	2.10	2.83	3.44
EV/EBIT	15.94	19.28	22.00	21.67	22.59
EV/EBITDA	11.86	14.21	14.88	14.76	15.75

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2026년 ETF 포트폴리오

The Great Transition





2026년 ETF 포트폴리오 | The Great Transition

2025년 글로벌 ETF 확장세 지속

- '25년에도 글로벌 ETF는 1조 달러가 넘는 자금을 모집하며 글로벌 뮤추얼펀드 대비(\$4,820억 유입) 빠른 확장을 이어갔습니다. 전체 자산은 17조 달러로 확장되었고 미국 ETF는 12조 달러 돌파, 국내 ETF는 250조원을 넘어섰습니다. 기술 혁신과 높은 변동성, 고물가 환경 등을 고려한 테마·전략형·액티브·자산배분형·디지털자산 ETF들이 대거 상장되며 ETF의 확장성을 입증했습니다.

2026년 에도 ETF 역할 확대되며 성장 가속 전망

- 지난 10년 간 연평균 20% 성장한 ETF 시장은 '26년에도 투자자들의 **"맞춤형 투자 포트폴리오"** 수단으로 각광받을 전망입니다. 개인, 운용사, 헤지펀드, 은행 등 모든 채널의 투자자가 다양한 목적으로 ETF 활용을 확대하고 있으며 **(연금·절세 계좌 ETF 투자, 모델 포트폴리오에서의 ETF 활용 확대, 테마·전략 ETF 고도화, 액티브 ETF 성장, 가상자산 등 대체 ETF 투자 대중화 등)**, 자산운용 업계는 ETF를 중심으로 한 재편이 가속화되고 있습니다.

2026년 ETF 투자 포트폴리오: The Great Transition

- G2를 축으로 기술 혁신이 지속되는 가운데 **AI·전력·방산/우주 산업의 장기 업사이클**이 예상되며, **정부 확장 재정 + 중앙은행 통화 완화, 민간 수요 팽창(산업 혁신 등)의 조합이 전대미문의 유동성 환경**을 조성 중입니다. 다만, 해당 수혜는 AI 및 특정 산업 중심으로 적용되어, 업권 및 산업 간 격차를 확대시킬 것이며 때때로 소음(인플레 및 지정학 리스크 재부각, 버블 붕괴 우려 등)이 변동성을 키우며 대응 난이도를 높일 것입니다. 예상치 못한 파고가 높아질 수 있는 '26년 글로벌 증시에서 주목해야 할 ETF 포트폴리오를 제시 드립니다.



① Reshaping Power

재편되는 힘

- AI 기술혁신 지속
- 전력/에너지 Super Cycle
- 생산성을 높여줄 휴머노이드·자율주행
- 방산/우주 산업의 뉴 패러다임

- G2를 축으로 기술·에너지·안보가 재편되며 AI-전력-방산·우주 장기 사이클 동시 전개
- AI CapEx 투자 지속되는 가운데 AI 인프라부터 활용까지 모든 밸류체인 (데이터센터 - 컴퓨팅·HW - 네트워크 - 에너지·전력 - 소프트웨어·플랫폼) 주목
- AI 투자와 데이터센터 확장에 따른 에너지 슈퍼사이클 도래. On-site 발전부터 원자력까지 전방위 전력 수요 확장 국면 지속
- 전세계 방위비 지출 확장 국면. 우주/항공 기술은 정부주도 → 민간기업 참여에 따른 상업화 가속
- 미국 리쇼어링 추진 지속. 국가 안보 및 공급망 강화, 무역수지 개선 등 'MAGA' 구현이 가능한 정책 수혜주 주목

② Policy Change

정부의 확장 정책과 중앙은행들의 유동성 공급

- 비미국과 미국의 동반 랠리
- 주식 > 채권, 대체
- 대형/주도주 선호 + 성장 테마주

- 정부 확장재정을 통한 주력 산업 재편 및 투자 지원, 중앙은행의 완화적인 통화정책에 힘입은 유동성 확장 국면 지속 (11월 중간선거, 5월 중순 파월의장 임기 종료)
- '25년 연준은 보험성 금리인하와 함께 QT 중단 시작. 현 물가와 경기 상황 고려 시 QE까지의 가능성은 낮지만, QT 종료로 인한 추가 유동성 공급 효과 기대. 민간에서도 대형은행 중심으로 레버리지 규제 완화(SLR) 등으로 자본활용 여건 개선 가능
- 트럼프 관세발 인플레이션 재발 우려가 '26년 증시의 최대 리스크 요인이나, 이를 상쇄할 정책과 경제 성장, 비용 통제(유가 하락, 생산성 향상), 스테이블코인 활용 등이 방패 역할을 감당할 것으로 기대

③ Debasement Trade

비미국의 탈달러 움직임

- 금 등 귀금속 강세
- 가상자산 주류 진입
- 인플레이, 달러 헤지 자산으로의 분산

- 전세계 중앙은행들의 금 보유하고 비중이 美 국채 보유 비중을 30년 만에 처음으로 초과. 달러 자산 중심의 구조 → 실물 자산 중심 구조로의 전략적 전환 의미
- 금은 탈세계화 기초 속 경기/정책 불확실성 헤지 수단으로 지위 유지 전망. 바젤 III 은행 규제 하 Tier1 HQLA으로 분류되면서 통화적 위상 및 유동성 자산으로 역할 확장
- 가상자산은 트럼프 행정부의 親가상정책에 힘입은 생태계 확장 기대. 높은 변동성에도 불구하고 '26년 호재성 재료(GENIUS Act 시행, CME 24/7 가상자산 선물·옵션 거래 서비스 오픈, 가상자산 ETF 출시 가속, 디지털 국채/토큰화 예금 등 실물자산 연계 신상품 출현) 대기

자료: 키움증권 리서치

2026년 ETF 리스트



분류	소분류	티커	ETF 명	미국 상장 Peer ETF	국내 상장 Peer ETF	AUM (\$mn)	보수 (%)	수익률 (%)		
								1M	YTD	1YR
Core	대형/ 성장주	QQQ	Invesco QQQ Trust ETF			410,688	0.20	+4.8	+23.1	+30.0
		IVV	iShares Core S&P 500 ETF	SPY, VOO		718,738	0.03	+2.4	+16.4	+20.0
		IGM	iShares Expanded Tech Sector ETF	VGT, MGK, IYW, MAGS	TIGER 미국테크TOP10INDEX ACE 미국빅테크TOP7 Plus	10,040	0.39	+6.3	+31.1	+40.1
① Reshaping Power	AI	SMH	VanEck Semiconductor ETF	SOXX, SMHX, PSI	ACE 글로벌반도체TOP4 Plus PLUS 글로벌HBM반도체	36,444	0.35	+11.2	+49.9	+50.2
		ARTY	iShares Future AI & Tech ETF	CHAT, IGPT, THNQ, ALAI, AIPO, AIVC, IQM	RISE 미국AI밸류체인TOP3Plus, PLUS 글로벌AI인프라	2,044	0.47	+11.6	+37.9	+52.6
		SKYY	First Trust Cloud Computing ETF	IGV, CIBR, CLOD	TIGER 글로벌클라우드컴퓨팅INDEX SOL 미국AI소프트웨어	3,420	0.60	+6.0	+19.6	+35.3
		FND	First Trust Dow Jones Internet Index Fund	XLC, FNDI	KODEX 미국AI소프트웨어TOP10	7,652	0.49	+1.5	+16.8	+29.4
		ARKQ	ARK Autonomous Technology & Robotics ETF	DRIV, IBOT	KoAct 글로벌AI&로봇엑티브 PLUS 글로벌휴머노이드로봇엑티브	1,807	0.75	+11.3	+60.8	+103.7
	전력/ 에너지	ICLN	iShares Global Clean Energy ETF	CTEC, LIT, IBAT, TAN, HYDR	KoAct 글로벌친환경전력인프라엑티브 PLUS 태양광&ESS, RISE 글로벌수소경제	1,957	0.39	+11.8	+52.0	+32.1
		GRID	FT NASDAQ Clean Edge SmartGrid Infra ETF	XLU, VOLT, ZAP	KIWOOM 글로벌전력GRID인프라 KODEX 미국S&P500유틸리티	4,697	0.56	+4.0	+31.6	+29.1
		URA	Global X Uranium ETF	URNM, NLR	SOL 미국원자력SMR, RISE 글로벌원자력 PLUS 글로벌원자력밸류체인	5,941	0.69	+15.6	+105.8	+79.4
	리소어링	AIRR	FT RBA Amer Industrial Renaissance ETF	XLI, PAVE, MADE	ACE 미국중심중소형제조업	6,200	0.70	+3.4	+29.7	+34.1
	방산/ 우주항공	SHLD	Global X Defense Tech ETF	ITA, PPA, EUAD, XAR	WON 미국우주항공방산, TIGER 미국방산TOP10	5,213	0.50	-2.7	+82.6	+83.0
		ARKX	ARK Space Exploration & Innovation ETF	UFO, FITF, ROKT, JEDI, DRNZ	TIMEFOLIO 글로벌우주테크&방산엑티브 PLUS 미국로보틱스	532	0.75	+9.8	+60.7	+93.6
② Policy Change	금융	IAI	iShares U.S. Broker & Securities Exchanges ETF	IAI, FXTO, XLF, KBWB	KODEX미국금융테크엑티브 RISE 미국은행TOP10	1,628	0.38	-1.0	+21.5	+32.0
		BLOK	Amplify Transformational Data Sharing ETF	ARKF, FINX		1,368	0.73	+3.3	+60.3	+72.4
	비미국	KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF	CQQQ, KSTR, KTEC, MCHI	TIMEFOLIO 차이나이테크엑티브 TIGER 차이나이과장판STAR50(합성)	9,554	0.70	-4.9	+36.6	+24.1
		EWJ	iShares MSCI Japan ETF	DXJ, FJP, BBJP	TIGER 일본니케이225, ACE 일본반도체	15,697	0.50	+4.0	+24.4	+22.6
		EWG	iShares MSCI Germany ETF	EZU, FEZ	RISE 유로스탁스50(H)	1,992	0.50	-2.1	+28.0	+26.0
	채권	IEF	iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF	VGIT, TLH	KODEX 미국10년국채선물 TIGER 미국채10년선물	40,474	0.15	+0.4	+4.8	+2.5
		SGOV	iShares 0-3 Month Treasury Bond ETF	BIL JPST	TIGER 미국초단기(3개월이하)국채 KODEX 미국머니마켓엑티브	59,148	0.09	+0.0	+0.4	+0.0
	경기 회복	ITB	iShares US Home Construction ETF	PKB, ICF	-	2,797	0.38	-6.4	-2.9	-14.3
③ Debasement Trade	귀금속	GLDM	SPDR Gold MiniShares Trust	IAU, GLD, SLV, GLTR	SOL 국제금, ACE KRX금현물	22,842	0.10	+3.6	+52.3	+45.6
	크립토	BITO	ProShares Bitcoin ETF	EETH, SOLZ	-	2,754	0.95	-8.1	-20.6	-9.1
	자원	COPX	Global X Copper Miners ETF	COPP, PICK, EMLP, REMX	TIGER 구리실물 KoAct 미국천연가스인프라엑티브	3,447	0.65	+3.3	+61.8	+41.4

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-10-31 종가 기준

① Reshaping Power



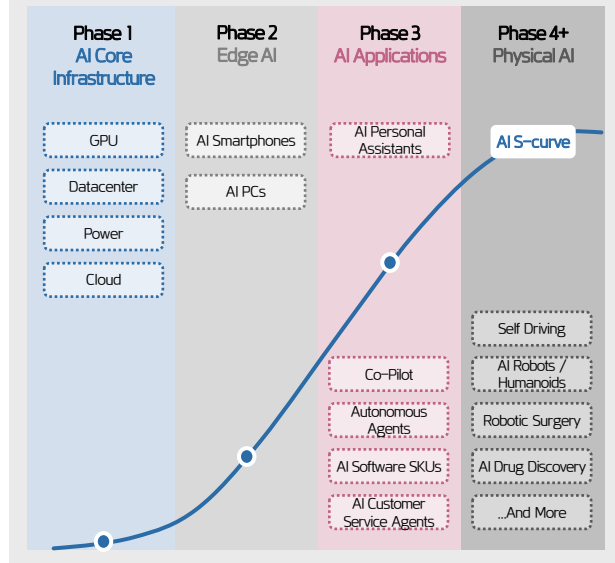
① Reshaping Power

재편되는 힘

- AI 기술혁신 지속
- 전력/에너지 Super Cycle
- 생산성을 높여줄 휴머노이드·자율주행
- 방산/우주 산업의 뉴 패러다임

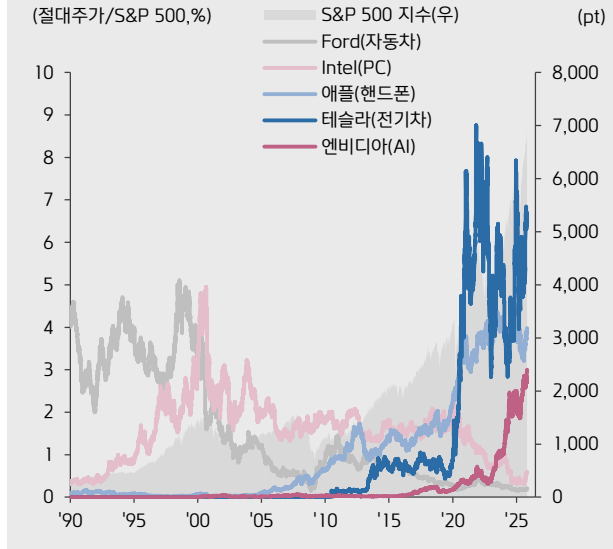
- G2를 축으로 기술·에너지·안보가 재편되며 AI·전력·방산·우주 장기 사이클 동시 전개
- AI 기술혁신 사이클은 진행 중. AI CapEx 투자 지속되는 가운데 AI 플랫폼 기업들의 수익도 현실화 가능성 높아짐. AI 전 밸류체인(컴퓨팅·HW - 에너지·전력 - 소프트웨어·플랫폼) 주목
- AI 투자와 데이터센터 확장에 따른 에너지 슈퍼 사이클 도래. On-site 발전부터 원자력까지 전방위 전력 수요 확장 국면 지속
- 전세계 방위비 지출 확장 국면. 우주/항공 기술도 정부주도 → 민간기업 참여에 따른 상업화 가속
- 미국 리쇼어링 추진 지속. 국가 안보 및 공급망 강화, 무역수지 개선 등 'MAGA' 철학이 구현될 수 있는 정책 관련주 수혜 전망. 특히 생산성 확대 노동시장 변화를 촉발한 로봇·기술 주목

AI 사이클은 이제 시작



자료: Coatue, 키움증권 리서치

Disruptive Technology 가격 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

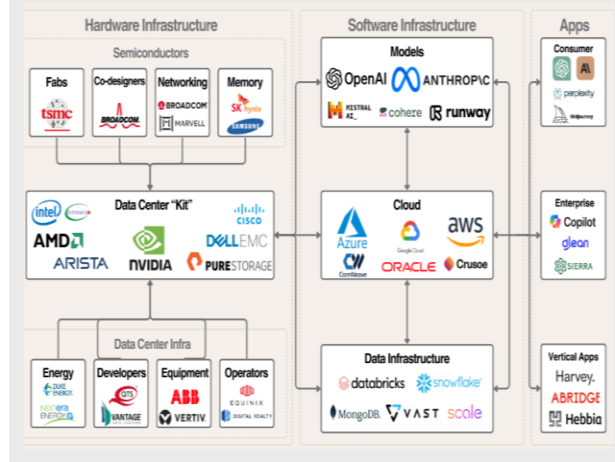
① Reshaping Power – AI 가속 시대



◆ G2 중심 기술·에너지·안보 재편. “AI-전력-방산·우주” 장기 사이클 동시 전개

- AI CapEx 사이클 연장 속 AI 인프라~활용까지 전 밸류체인(데이터센터 - 컴퓨팅·HW - 네트워크 - 전력 - 소프트웨어·플랫폼) 주목
- AI 성장세는 아직 초기 단계이며 엔터프라이즈 및 산업용 에이전트형 AI 응용, 소비자 단에서의 활용은 아직 먼 미래. 현재 AI 수요 성장은 주로 클라우드 컴퓨팅의 CapEx가 CPU에서 GPU로 이동하는 데서 기인, 향후 확장 여지는 여전히 큼
- AI 모델이 “사전” 학습 단계에서 “사후” 학습 단계로 진화 중이며, 지식 축적에서 “추론 및 행동 역량”으로 이동
- 향후 점차 유통, 물류, 제조, 광고 등에서의 AI의 응용이 확대될 것이며, 궁극적으로 휴머노이드 로봇으로 대변되는 Physical AI는 AI를 물리적 세계로 확장시킬 것

AI Value Chain



자료: Felicis

AI 기업 간 투자 내용

투자기업	피투자기업	계약내용
Nvidia	OpenAI	10GW 규모의 Nvidia GPU 시스템 구축 및 OpenAI에 \$1,000억 투자 계획 발표
Nvidia	CoreWeave	Nvidia가 CoreWeave 자본 약 5% 소유, 미판매 용량(\$63억, '32.4월까지) 구매 계약
Microsoft	OpenAI	MS는 OpenAI의 주요 자본투자자, OpenAI는 Azure의 주요 고객으로 수익공유 계약 체결
Microsoft	CoreWeave	MS는 CoreWeave의 최대 고객, '30년까지 \$100억 규모 장기 서버 임대 계약 체결
Microsoft	AMD	MS와 AMD, 칩 공동 개발 및 Azure에 AMD 프로세서 배포 등 파트너십 체결
AMD	OpenAI	AMD, OpenAI를 고객으로 유치하기 위해 AMD 자본 10%(약 160백만주) 자가 매수권(워런트) 발행
OpenAI	Oracle	Oracle에 '27년부터 5년 간 \$300억 규모 컴퓨팅 파워 구매 계약(4.5GW 데이터센터 용량)
OpenAI	CoreWeave	CoreWeave에 자본 투자 및 CoreWeave 서비스 5년 간 \$224억 구매 계약
OpenAI	Broadcom	OpenAI, Broadcom와 \$100억 규모 AI 칩 개발 계약

자료: 언론보도, 키움증권 리서치

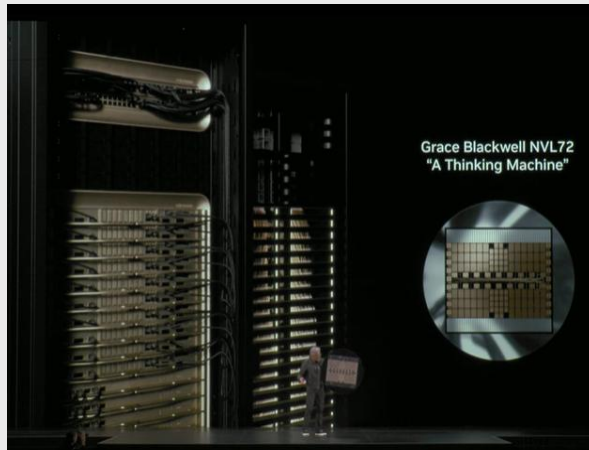
① Reshaping Power – AI 가속 시대



◆ 무어의 법칙 종료, 이제는 AI 가속 시대

- 실제로 10/28일(현지시간) 젠슨 황 CEO는 GTC2025 기조연설에서, “무어의 법칙이 끝났으며, 이제는 엔비디아가 30년간 구축해 온 '가속 컴퓨팅'과 'CUDA' 소프트웨어 생태계가 컴퓨팅의 미래”라고 강조
- 특히 향후 게임체인저가 될 블랙웰(Blackwell)과 루빈(Rubin), 두 칩에 대한 주문 수요 폭증으로 '26년 말까지 \$5,000억 누적 매출이 예상된다고 밝히며(출하량은 2천만 개) 강한 모멘텀 재차 확인
- 엔비디아는 ▲가속 컴퓨팅/인프라 외에도 이를 기반으로 ▲AI-6G(6세대 이동통신), ▲AI-양자, ▲AI-제조(AI팩토리), ▲AI-로보틱스/자율주행 등 기타 혁신 산업 간 연계와 확장 강조

엔비디아 GTC 2025



자료: Nvidia

AI 가속 컴퓨팅을 축으로 엔비디아가 구상 중인 미래

산업분야	핵심 비전	엔비디아전략
가속 컴퓨팅	GPU는 단순한 부품이 아니라 AI 시대의 전체 시스템을 구성하는 핵심 엔진이며, 모든 산업의 기반으로 활용	Extreme Co-Design(극한 공동설계), 즉 칩, 시스템, 소프트웨어를 동시에 설계해 최적화함으로 기존 대비 성능, 효율 향상
6G 통신	6G 네트워크에 AI 가속 기술 접목해 전 세계 통신 인프라에서의 효율과 자동화, 신규 서비스 창출	노키아와 협력해 AI 네이티브 아키텍처 'ARC' 기반 무선 플랫폼 개발
퀀텀 컴퓨팅	CUDA-Q 호출을 통해 퀀텀과 GPU 기반 인프라를 연계, 신규 과학-산업 연구 지원	- 퀀텀컴퓨팅과 GPU를 결합하는 'NVQLink' 플랫폼 개발 - 美 에너지부와 협력해 7대의 AI 슈퍼컴퓨터 건설, 과학 연구 가속화에 활용
AI 팩토리/인프라	AI 팩토리 개념 정의, AI 팩토리로 미국 제조업 재건 가속화	기존 데이터센터를 뛰어넘는 대규모 AI 토큰 생산 및 추론 인프라 구축
로보틱스	휴머노이드-에이전틱 AI 성장을 통해 노동력 부족 해결, 생산성 향상	인간형 로봇 AI 모델 개발('Gr00t N1' 등)과 Omniverse, Cosmos 기반 시뮬레이션

자료: Nvidia, 키움증권 리서치

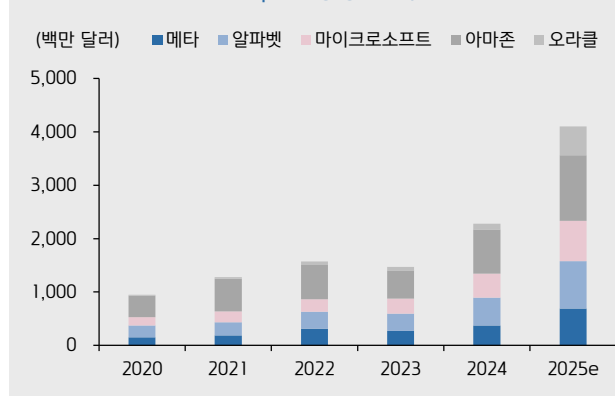
① Reshaping Power – AI 가속 시대



◆ 컴퓨팅·HW 투자, Higher for Longer

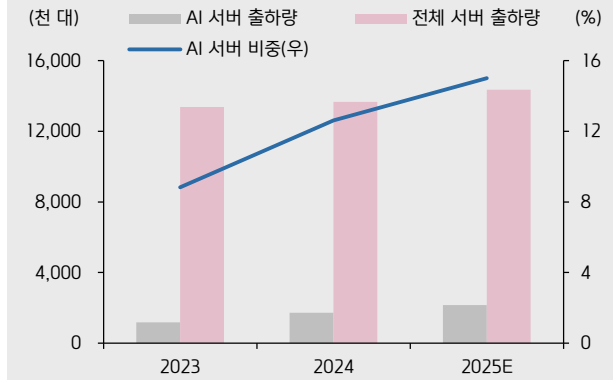
- 유례없는 수요에 DC-컴퓨팅·HW-네트워크 CapEx 증설 사이클은 '26년에도 이어질 것으로 전망
- '25년 글로벌 서버 출하량은 1,435만 대(+5%YoY), AI 서버 출하량은 215.1만 대(+24.8%YoY) 예상되며, 비중도 '23년 8.8% → '25년 15% 확대 전망. DC 운영사와 주요 CSP들이 엔비디아 GPU와 ASIC 칩 확보에 대규모 투자 집중한 결과
- 글로벌 데이터센터는 170개국에 걸쳐 1만 개 돌파(10월 말 10,975개, 미국 4,130개, 영국 497개, 독일 486개, 중국 381개). '25~30년 미국과 중국의 DC 성장률(CAGR)은 각각 6.7%, 14.2%로, '30년 미국은 약 \$1,586억, 중국 \$567억에 이를 것 (Mordor Intelligence)

하이퍼스케일러 AI Capex 상향 지속



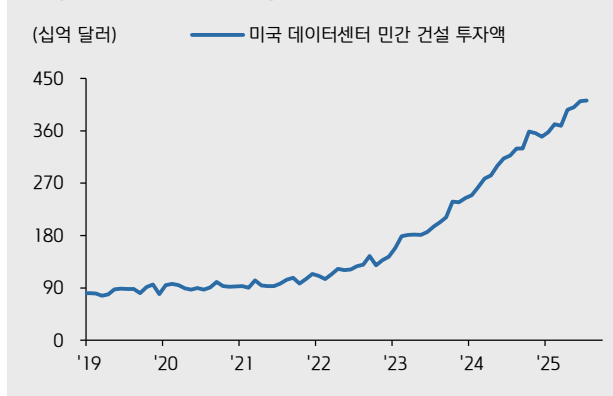
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) CY3Q25 기준

글로벌 서버 출하량 중 AI 서버 비중



자료: TrendForce(25.8), 키움증권 리서치

미국 데이터센터 건설 증가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

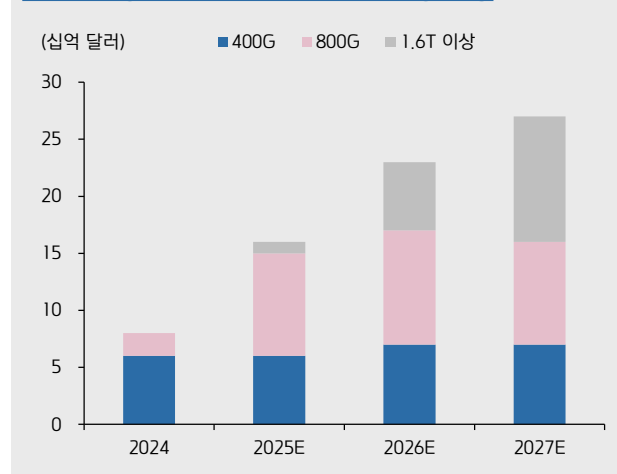
① Reshaping Power – AI 가속 시대



◆ DC간 데이터 병목 해소, 네트워킹 장비 수요 ↑

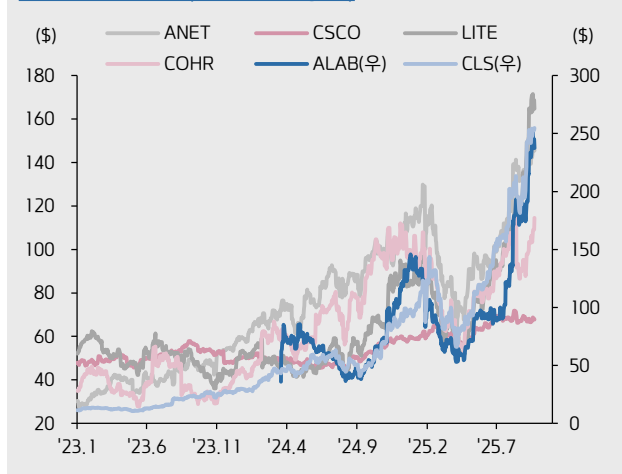
- 빠른 데이터 처리 수요가 높아지면서 DC 간 통신 품질을 끌어올릴 네트워킹 장비 수요 확대 중. 특히 '26년은 CSP들의 800G 스위치 중심 AI DC 네트워킹 장비 수요가 가속화될 원년
- 650 Group에 따르면 '24~'27년 400G+ 스위치 시장은 연평균 54%의 고성장이 예상되며, Celestica 등 ODM·화이트박스 벤더들의 빠른 점유율 확대 전망
- 뿐만 아니라, DC 내부 서버 간 데이터 병목을 해결할 솔루션 중 하나인 실리콘 포토닉스와 CPO(Co-Packaged Optics) 기술에 대한 관심도 상승. 결국, 더 많은 데이터를 빠르게 전달하기 위해 에너지 효율 개선, 열 관리 등이 중요하며 여기에 전기보다 빛(광자)이 유리
- 글로벌 광트랜시버 시장은 '22년 5백만 달러에서 '28년 1.16억 달러로 연평균 24% 성장 전망. Lumentum은 해당 분야의 선도 업체로 '25.3월에는 엔비디아의 실리콘 포토닉스 파트너사로 선정

400G 이상 밴드별 이더넷 스위치 시장 전망



자료: 650 Group, 키움증권 리서치

AI 인프라 시급 (네트워크 장비)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

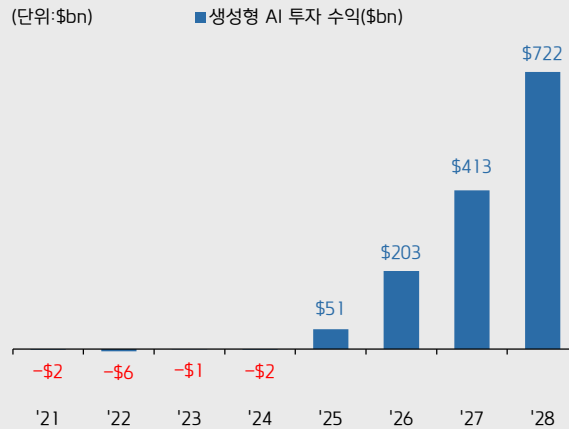
① Reshaping Power – AI 가속 시대



◆ AI 활용·응용은 아직 시작 전

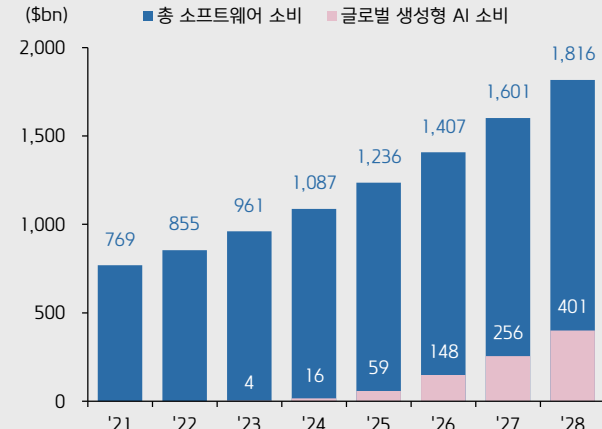
- 한편, 컴퓨팅의 TCO 절감은 이를 적용하는 산업 간 연계를 가속시킬 것으로 전망. Epoch AI는 작업 종류에 따라 LLM 추론 비용의 연간 9배~최대 900배 감소 추정
- 즉, 비용 절감에 따른 AI 수익모델의 확장성, 마진 구조의 개선은 AI 서비스 플랫폼(AI Users) 및 IaaS 기업들의 영업이익률 개선을 견인
- 또한 이를 활용하는 전통 산업군(유통/물류/제조/바이오)으로 침투 가속화. 아마존은 최근 생성형 AI 도입 및 AI에이전트 활용을 확대를 시사하는 가운데 최대 3만명 인력 감원을 발표
- 즉, 이제는 단순 CapEx 확장 보다, 이를 얼마나 가시적인 수익으로 전환, 창출해 낼 수 있는 것인가가 중요

2025년은 생성형 AI 투자 수익화 원년



자료: Morgan Stanley

전체 SW 소비에서 Gen AI SW가 차지하는 비중



자료: Morgan Stanley

① Reshaping Power – AI 가속 시대



AI 테크 ETF 리스트 (미국)

분류	티커	ETF 명	AUM (\$mn)	보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10 %	주요종목 (비중, %)		
					1M	YTD	1YR		1	2	3
반도체	SMH	VanEck Semiconductor ETF	36,444	0.35	+11.2	+49.9	+50.2	75.8	NVDA 18.8%	TSM 9.5%	AVGO 8.2%
	SOXX	iShares Semiconductor ETF	16,646	0.34	+13.1	+42.3	+40.5	59.7	AMD 9.9%	AVGO 7.8%	NVDA 7.3%
	SMHX	VanEck Fabless Semiconductor ETF	173	0.35	+8.0	+41.3	+59.7	74.4	NVDA 20.2%	AVGO 13.3%	AMD 7.1%
	PSI	Invesco Semiconductors ETF	970	0.56	+10.8	+34.6	+43.5	50.2	MU 7.8%	AMD 6.2%	LRCX 6.1%
SW / 플랫폼	IGV	iShares Expanded Tech-Software Sector ETF	10,084	0.39	+0.4	+15.4	+26.6	61.9	PLTR 9.9%	MSFT 8.5%	CRM 7.6%
	SKYY	First Trust Cloud Computing ETF	3,420	0.60	+6.0	+19.6	+35.3	39.4	GOOGL 4.5%	PSTG 4.3%	IBM 4.3%
	CIBR	First Trust NASDAQ Cybersecurity ETF	11,548	0.59	+1.7	+21.9	+28.6	64.8	CRWD 9.7%	AVGO 9.4%	PANW 8.7%
	FND	First Trust Dow Jones Internet Index Fund	7,652	0.49	+1.5	+16.8	+29.4	62.4	AMZN 10.6%	NFLX 8.9%	META 8.6%
AI 밸류체인 (HW / 플랫폼, 전력)	BAI	iShares AI Innovation and Tech Active ETF	7,767	0.55	+9.6	+38.3	+52.3	50.6	NVDA 9.8%	AVGO 8.4%	MSFT 5.4%
	ARTY	iShares Future AI & Tech ETF	2,044	0.47	+11.6	+37.9	+52.6	44.8	AMD 6.4%	VRT 6.0%	SMCI 4.9%
	CHAT	Roundhill Generative AI & Technology ETF	1,126	0.75	+9.0	+65.7	+77.3	41.3	NVDA 6.6%	GOOGL 6.0%	SK 하이닉스 4.0%
	IGPT	Invesco AI and Next Gen Software ETF	655	0.56	+12.3	+34.1	+34.6	60.1	AMD 10.6%	GOOGL 8.1%	NVDA 7.9%
	THNQ	Robo Global Artificial Intelligence ETF	312	0.68	+7.0	+39.9	+49.6	27.2	NBIS 3.7%	AMD 3.3%	LRCX 2.7%
	ALAI	Alger AI Enablers & Adopters ETF	302	0.55	+2.7	+46.9	+62.9	62.3	NVDA 13.8%	MSFT 10.3%	AMZN 7.1%
	AIPO	Defiance AI & Power Infrastructure ETF	103	0.69	+11.6	-	-	48.7	PWR 7.7%	ETN 7.0%	VRT 6.8%
	IQM	Franklin Intelligent Machines ETF	57	0.50	+9.0	+42.3	+52.3	52.3	NVDA 9.6%	AVGO 7.2%	CLS CN 6.6%
대형 테크	AIVC	Amplify Bloomberg AI Value Chain ETF	36	0.59	+13.7	+48.7	+51.8	26.2	AMD 3.1%	CLS CN 3.0%	어드밴테스트 2.8%
	VGT	Vanguard Information Technology ETF	119,002	0.09	+6.2	+27.6	+36.2	57.7	NVDA 17.2%	AAPL 13.4%	MSFT 13.1%
	XLK	Technology Select Sector SPDR Fund	97,091	0.08	+6.7	+29.3	+35.3	62.2	NVDA 15.1%	AAPL 12.3%	MSFT 11.8%
	IGM	iShares Expanded Tech Sector ETF	10,040	0.39	+6.3	+31.1	+40.1	54.7	AAPL 9.3%	NVDA 8.9%	MSFT 8.0%
퀀텀 컴퓨팅	IXN	iShares Global Tech ETF	6,766	0.39	+7.1	+30.4	+37.0	63.5	NVDA 19.6%	MSFT 15.3%	AAPL 9.7%
	QTUM	Defiance Quantum ETF	3,211	0.40	+9.7	+41.8	+84.8	21.6	RGTI 3.9%	QBTS 2.2%	AMD 2.1%
데이터센터	DTCR	Global X Data Center & Digital Infrastructure ETF	628	0.50	+9.2	+35.1	+30.8	66.9	EQIX 11.1%	DLR 10.1%	APLD 9.7%
	IDGT	iShares US Digital Infrastructure and Real Estate ETF	140	0.39	+4.5	+12.5	+16.2	65.3	EQIX 10.4%	DLR 9.4%	AMT 8.8%
	SRVR	Pacer Data & Infrastructure Real Estate ETF	426	0.49	-1.6	+4.0	-1.9	76.4	EQIX 16.3%	DLR 14.9%	AMT 13.9%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-10-31 종가 기준

① Reshaping Power – AI 가속 시대



AI 테크 ETF 리스트 (한국)

분류	티커	ETF 명	AUM (억 원)	보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10 %	주요종목 (비중 順, %)		
					1M	YTD	1YR		1	2	3
반도체	381180	TIGER 미국필라델피아반도체나스닥	31,339	0.49	+17.1	+38.2	+47.7	60.8	NVDA 18.2%	AVGO 16.9%	TSM 15.2%
	390390	KODEX 미국반도체	6,270	0.09	+15.3	+43.3	+53.0	76.3	NVDA 18.9%	TSM 9.5%	AVGO 8.5%
	446770	ACE 글로벌반도체TOP4 Plus	6,111	0.45	+25.3	+76.3	+84.9	100.0	SK하이닉스 26.5%	ASML 18.7%	TSM 18.4%
	479620	SOL 미국AI반도체집메이커	357	0.45	+21.6	+38.8	+46.4	100.0	AVGO 20.8%	NVDA 19.1%	AMD 17.6%
	491830	TIGER 미국AI반도체채널리스	297	0.49	+21.7	+40.8	+53.4	100.0	NVDA 24.6%	AMD 18.2%	AVGO 17.6%
	442580	PLUS 글로벌HBM반도체	277	0.50	+38.9	+135.4	+121.1	84.6	MU 26.8%	SK하이닉스 26.7%	삼성전자 24.2%
	446690	KODEX 아시아AI반도체exChina액티브	139	0.50	+28.4	+74.7	+68.2	58.8	SK하이닉스 12.8%	어드밴티스 10.9%	TSMC 6.1%
	0051A0	KoAct 브로드컴밸류체인액티브	162	0.50	+16.0	-	-	71.4	AVGO 23.1%	NVDA 13.0%	GOOGL 5.8%
	473490	KIWOOM 글로벌AI반도체	324	0.40	+18.8	+40.7	+45.9	84.1	AMD 27.4%	TSM 22.3%	NVDA 19.5%
	483320	ACE 엔비디아밸류체인액티브	1,635	0.45	+21.0	+50.4	+57.1	68.8	NVDA 22.0%	AVGO 14.1%	SK하이닉스(F) 7.9%
	464060	HANARO 글로벌반도체TOP10 Solactive	92	0.45	+19.7	+48.7	+62.3	100.0	AVGO 15.4%	TSM 14.6%	NVDA 14.1%
	481180	SOL 미국AI소프트웨어	2,526	0.45	+2.7	+19.5	+40.2	75.7	PLTR 10.7%	MSFT 10.3%	ORCL 9.6%
SW/ 플랫폼	004100	KODEX 미국AI소프트웨어TOP10	793	0.45	+3.6	-	-	100.0	PLTR 22.8%	MSFT 14.7%	ORCL 14.3%
	0102A0	TIGER 미국AI소프트웨어TOP4Plus	1,586	0.49	+2.4	-	-	100.0	PLTR 26.5%	FIG 14.3%	ORCL 14.3%
	412770	TIGER 글로벌시플랫폼액티브	1,320	0.79	+0.8	+23.4	+39.5	56.2	PLTR 8.5%	SNOW 7.1%	ORCL 6.2%
	0050E0	PLUS 미국시메이스트	75	0.45	+2.1	-	-	86.8	IBM 12.9%	NOW 11.8%	CRM 11.3%
	418670	TIGER 글로벌사이버보안	373	0.49	-2.0	+1.1	+15.0	55.7	SHOP CN 6.5%	SNOW 5.7%	ZS 5.0%
	371450	TIGER 글로벌클라우드컴퓨팅INDXX	278	0.49	+1.3	-6.3	+16.9	43.7	ZS 8.2%	CRWD 7.3%	PANW 6.7%
AI 밸류체인	461340	HANARO 글로벌생성형AI액티브	515	0.60	+10.8	+36.1	+75.8	55.7	AVGO 7.4%	NVDA 5.5%	GOOG 5.0%
	456600	TIMEFOLIO 글로벌AI인공지능액티브	10,690	0.80	+9.2	+40.9	+74.6	45.9	GOOG 5.7%	NVDA 5.6%	TSLA 4.8%
	485690	RISE 미국AI밸류체인TOP3Plus	940	0.01	+14.7	+52.0	+71.0	100.0	NVDA 15.3%	MSFT 13.8%	ORCL 11.6%
	466950	TIGER 글로벌AI액티브	3,922	0.79	+10.7	+34.0	+55.5	41.3	NVDA 8.8%	AVGO 5.6%	SMR 3.8%
대형 테크	489010	PLUS 글로벌 AI 인프라	26	0.45	+14.2	+38.6	+45.5	95.9	NVDA 28.4%	VRT 10.0%	ANET 8.9%
	491090	KODEX 미국테크TOP3플러스	317	0.30	+10.8	+28.2	+43.6	100.0	NVDA 25.5%	MSFT 23.7%	AAPL 23.6%
	495940	RISE 미국AI테크액티브	359	0.50	+10.3	+27.8	-	63.1	NVDA 9.5%	GOOG 8.3%	PLTR 7.9%
	465580	ACE 미국빅테크TOP7 Plus	9,187	0.30	+11.0	+21.3	+46.1	100.0	GOOGL 18.96%	AAPL 15.5%	NVDA 15.5%
	481190	SOL 미국테크TOP10	2,553	0.05	+9.7	+22.3	+44.9	100.0	NVDA 20.3%	AAPL 16.8%	MSFT 16.7%
	411420	KODEX 미국나스닥AI테크액티브	988	0.50	+7.5	+34.4	+64.7	53.6	AVGO 9.1%	NVDA 8.1%	BE 7.1%
	381170	TIGER 미국테크TOP10INDXX	39,651	0.49	+9.6	+21.6	+43.7	100.0	NVDA 20.3%	AAPL 16.8%	MSFT 16.7%
	461900	PLUS 미국테크TOP10	169	0.01	+8.8	+19.7	+41.9	100.0	NVDA 22.4%	AAPL 18.3%	MSFT 17.6%
클라우드 컴퓨팅	0023A0	SOL 미국클라우드컴퓨팅TOP10	4,617	0.45	+26.0	-	-	100.0	QNT 17.7%	RGTI 16.9%	GOOGL 14.4%
	0020H0	KoAct 글로벌클라우드컴퓨팅액티브	426	0.50	+28.4	-	-	66.0	IONQ 13.2%	RGTI 13.0%	QNT 11.6%
	0023B0	PLUS 미국클라우드컴퓨팅TOP10	270	0.45	+18.9	-	-	100.0	RGTI 20.7%	QNT 13.6%	INTC 12.4%
데이터센터	375270	RISE 글로벌데이터센터리츠(합성)	99	0.40	+5.8	+16.6	+13.2	-	-	-	-

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-10-31 종가 기준

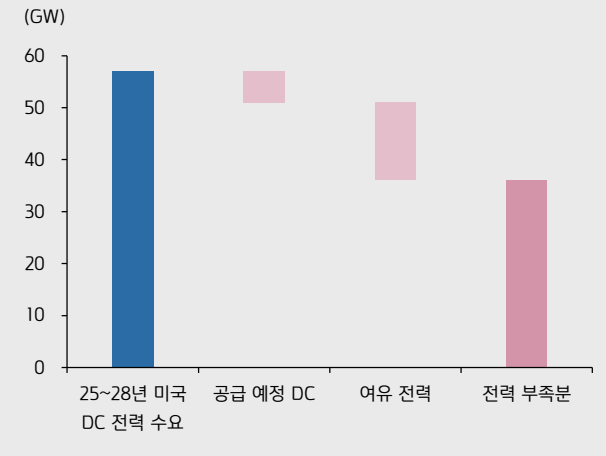
① Reshaping Power – 전력·에너지 Super Cycle



◆ 장/단기 전방위적인 전력 인프라 필요

- AI 데이터센터 확장으로 전력 수요 또한 구조적 확장 초입에 위치
- IEA는 '30년까지 전세계 데이터센터 전력 소비량이 최대 950TWh까지 확대될 것으로 전망(전체 전력 소비의 약 3% 차지. 미국으로 한정하면 DC 전력 소비는 현재 약 4.4%에서 '28년 7~12%로 증가 전망)
- 트럼프 행정부는 ▲미국 전력망 신뢰성 및 보안 강화 행정명령(4월), ▲원자력 르네상스 추진(5월), ▲IRA 개정을 통한 천연가스 산업 지원 확대(7월), ▲데이터센터 전력망 연결 패스트트랙 추진(10월) 등 국가 AI 산업 진흥 프로젝트(aka. 스타게이트) 추진에 있어 전력 병목을 해소하기 위한 전방위적 지원을 쏟아내는 중
- '26년 전력 슈퍼사이클이 본격화되면서 단기(신재생·ESS·연료전지·가스터빈)-중기(복합가스발전)-장기(원자력)에 걸친 전력 증설 필요

미국 데이터센터 전력 수요-공급 불균형 전망



자료: Morgan Stanley

전력 인프라 밸류체인

단계	대표 기업	역할
발전	GE Vernova(GEV), Constellation Energy (CEG), Vistra Energy (VST), NextEra Energy (NEE), Duke Energy (DUK), Cameco (CCJ), Centrus Energy (LEU)	원자력·재생에너지·가스 등 발전설비, AI-SMR 관련 원료 공급
송전	Quanta Services (PWR), Ameren (AEE), American Electric Power (AEP), Williams Companies (WMB)	송전선 구축·현대화, 가스 파이프라인 운영
배전	Eaton (ETN), Schneider Electric (SBGSF), ABB (ABB), Hubbell (HUBB), Johnson Controls (JCI)	배전반·변압기·스마트그리드, 배전 관리 및 효율화
관리·효율화	Vertiv Holdings (VRT), Arista Networks (ANET), Fluence Energy (FLNC), Pure Storage (PSTG), QuantumScape (QS)	데이터센터/전력 효율화, 에너지 저장장치, 네트워킹·배터리
소비자	PG&E (PCG), Microsoft (MSFT), Amazon (AMZN), Meta (META), Alphabet (GOOGL)	AI·데이터센터 전력 수요, 대규모 전력 소비/수요처, 빅테크와 전력계약

자료: 키움증권 리서치

① Reshaping Power – 전력·에너지 Super Cycle



◆ 장기적으로는 결국 원자력

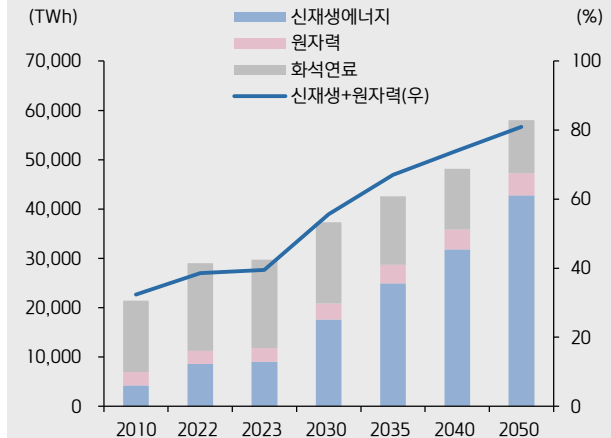
- 장기적으로는 원자력 에너지의 사이클이 가장 길 것이며 투자 또한 중장기 관점에서 접근
- 원자력은 기타 에너지원 대비 탄소배출량이 적고 24시간 가동 가능한 안정성을 보유해 미국 양당 모두 지원하는 핵심 전력원. 하이퍼스케일러 입장에서는 원자력으로서의 전력 다각화가 절실할 수 밖에 없음
- 현재 전 세계적으로 가동 가능 원전은 407기이며 약 70기가 건설 중에 있고, 110개+가 건설 계획 중('25.10월 기준). 글로벌 원자력 투자는 현재 연 \$650억 수준에서 시나리오에 따라 '30년까지 \$700~\$1,500억 증가 전망
- 또한 그 중 SMR(소형모듈원자로)은 약 127기가 존재하며, 7기가 운영 및 건설 단계에 진입(NEA). IEA는 '40년까지 SMR이 전 세계 원전 용량의 10%를 차지하며 미국이 그 중 20%를 담당할 것으로 전망. SMR 투자도 '30년 \$250억 이상 전망

트럼프 행정부의 원자력 관련 지원 정책

발표일	주요 정책, 행정명령
2025-02-14	국가에너지지배위원회 설치, 에너지정책 설계 및 집행 지원 목적
2025-05-23	정부, 원자력 발전 촉진 행정명령 서명 <ul style="list-style-type: none"> - 신규 원자로 인허가 기간을 18개월로 단축 - 첫 3기 상용 SMR 2026년 7월까지 가동 목표 - 핵연료 공급망 강화, 허가비용 상한 도입, 핵연료 은행(고농축/저농축) 신설 - 국가안보/사 전략시설 등에 SMR 등 첨단 원자로 신속 배치, 군·SI 데이터센터 등에 우선 공급 지침 - DOE/국방부 연방부지 원자로 신속 배치 시 NEPA(환경정책법)예외 조항 검토 - 미국 원자력 기업 글로벌 수출 지원, 외교적 협정을 통한 민간 주도형 글로벌 프로젝트 확대 - '50년까지 원자력발전 용량 4배 확대(400GW), 대형원전 10기, SMR 300기 신규 건설 장려 - DOE, SMR을 '재산업화 에너지 인프라'의 핵심으로 명시, 전략 산업으로 육성 - 핵연료 자급화, 미국 내 우라늄 채굴·농축 산업 부흥 추진
2025-09-16	마·영, 첨단 원자력 에너지를 위한 대서양 파트너십 체결
2025-10-01	미국 에너지부, 핵연료 라인 프로젝트에 오클로 외 3곳 선정

자료: 키움증권 리서치

전세계 에너지원별 발전량 전망



자료: IEA, 키움증권 리서치

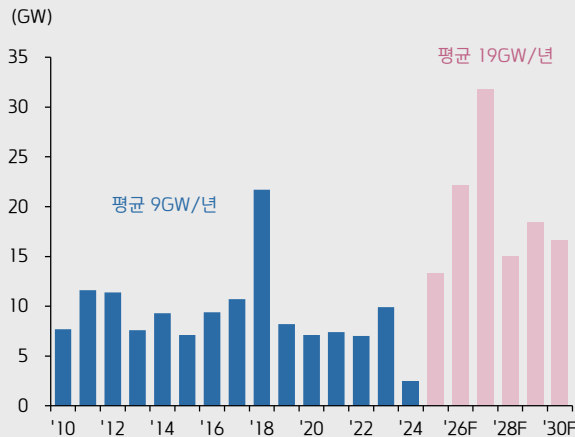
① Reshaping Power – 전력·에너지 Super Cycle



◆ 중단기로는 “Bring Your Own Power” 대응

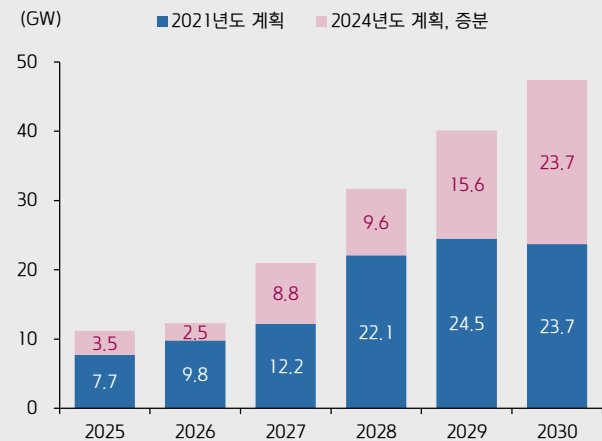
- 그리드/기자재 등 인프라 제약으로 'BYOP(Bring Your Own Power)' 수요가 확대되는 것도 특징적
- 원자력 에너지 전력화까지의 시간 및 비용 대비 리드타임이 짧은 *On-site 분산형 발전(가스터빈, 신재생+ESS, 연료전지, SMR 등)이 현실 대안으로 부상 중 *데이터센터 내부에서 전력망(외부 송전망) 연결 없이 자체 생산·공급 가능한 발전방식
- 가스터빈은 대용량/고출력, 빠른 기동, 천연가스 기반 운전이 가능하며, '25년 7월 트럼프 행정부의 IRA 개정안(천연가스 규제 완화 및 지원 확대)에 따른 수혜 중첩
- 그러나 이마저도 부족한 상황으로, 실제 많은 전력 업체들이 가스터빈 기반 발전소 투자를 추진 중이나 주문 물량 급증으로 인한 납기 지연, 비용 상승 문제가 지속 중
- EIA에 따르면, '28년까지 신규 계획된 복합가스발전(CCGT) 설비 용량은 18.7GW에 달하지만, 실제 건설 중인 물량은 4.3GW에 불과. 계획된 용량 대부분이 가동에 들어가는 시점은 예상보다 늦어질 가능성이 높음

미국 가스발전 설비 신규 증설 용량 추이 및 전망



자료: RMI, EIA(2024.3), 키움증권 리서치

계획연도별 2025-2030 가스발전 설비 순증설 용량



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

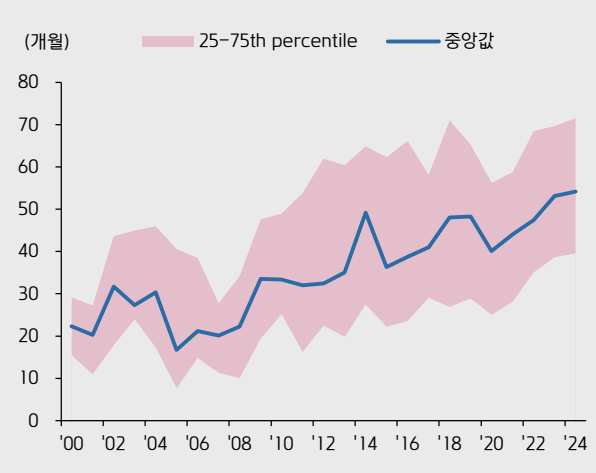
① Reshaping Power – 전력·에너지 Super Cycle



◆ 중단기로는 “Bring Your Own Power” 대응

- 기타 On-site 발전원으로 신재생+ESS, 연료전지 등이 더욱 부각
- 신재생+ESS, 연료전지(SOFC 등)는 짧은 리드타임(최소 6개월 내~2년)과 확장성이라는 강점을 내세워 '26년 하이퍼스케일러들의 채택 증가 수혜를 누리고 있으며 이는 내년에도 이어질 것으로 전망
- 특히 연료전지는 IRA(Section 48E) 적용 대상에 새롭게 포함되어 최대 30%까지 세액공제 적용 가능. 대표 기술인 SOFC(고체산화물연료전지)는 천연가스를 통해 고효율 발전이 가능하며 발전효율은 약 50~60% 수준
- 태양광+ESS 복합 설치량도 꾸준히 증가 예상. ESS(에너지저장장치)도 독립형 설비로서 ITC 적용 대상에 포함, '25~'32년 착공 프로젝트를 중심으로 혜택을 받을 수 있게 됨

전력 계통연계 신청 ~ 상업운전 소요기간



자료: Berkeley Lab, 키움증권 리서치

2024년 이후 블룸에너지-기업 간 주요 계약

계약일	기업명	계약 내용	공급 용량
2025년 5월	인텔	블룸에너지 서버 추가를 위한 전력 용량 계약 체결	규모 미공개
2025년 7월	오라클	AI 데이터센터에 온사이트 연료전지 전력 공급 (90일 내 공급 약속했으나 실제 55일로 단축)	10~20MW (단일 센터)
2025년 10월	브록필드	최대 50억달러 투자, 글로벌 AI 데이터센터 대규모 연료전지 도입	최대 2GW+ (2026년 까지)

자료: 키움증권 리서치

① Reshaping Power – 전력·에너지 Super Cycle



전력/에너지 ETF 리스트

설정 지역	분류	티커	ETF 명	AUM (현지통화, 백만)	보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10 %	주요종목(비중 順, %)		
						1M	YTD	1YR		1	2	3
미국	신재생+ ESS, 연료전지	ICLN	iShares Global Clean Energy ETF	1,957	0.39	+11.8	+52.0	+32.1	53.1	BE 11.1%	FSLR 8.5%	NXT U6.5%
		CTEC	Global X CleanTech ETF	30	0.50	+20.9	+79.0	+62.0	56.3	BE 8.8%	삼성SDI 7.4%	NXT U6.8%
		TAN	Invesco Solar ETF	943	0.71	+12.6	+48.3	+23.3	61.7	NXT 12.8%	FSLR 11.2%	RUN 6.9%
		HYDR	Global X Hydrogen ETF	78	0.50	+28.2	+91.8	+104.2	85.5	BE 31.8%	PLUG 17.2%	두산퓨얼셀 8.9%
		LIT	Global X Lithium & Battery Tech ETF	1,383	0.75	+9.6	+52.8	+43.7	49.4	RIO 19.4%	ALB 4.8%	삼성SDI 5.3%
	그리드/ 송배전	IBAT	iShares Energy Storage & Materials ETF	12	0.47	+13.5	+45.6	+36.1	57.2	BE 12.3%	두라타 제자소 6.4%	삼성SDI 5.9%
		GRID	FT NASDAQ Cln Edge Smart Grid Infra ETF	4,697	0.56	+4.0	+31.6	+29.1	57.6	SJ FP 8.4%	ABB SW 8.0%	ETN 8.0%
		XLU	Utilities Select Sector SPDR Fund	22,540	0.08	+2.2	+17.7	+11.5	59.3	NEE U 12.2%	CEG 8.6%	SO 7.5%
		URA	Global X Uranium ETF	5,941	0.69	+15.6	+105.8	+79.4	71.7	CCO CN 21.6%	OKLO 14.5%	UEC 6.1%
		NLR	VanEck Uranium & Nuclear ETF	4,113	0.56	+14.3	+90.7	+70.5	55.6	CCO CN 7.9%	CEG U 7.3%	OKLO 7%
	원자력	URNM	Sprott Uranium Miners ETF	2,064	0.75	+6.5	+59.7	+36.2	77.5	CCJ 16.4%	KAP U 14.6%	U-U CN 11.5%
		ZAP	Global X US Electrification ETF	262	0.50	+3.8	+26.1	+27.6	43.3	CEG 5.8%	PWR U 5.4%	VST U 5.2%
		VOLT	Terna Electrification ETF	169	0.75	+5.9	+32.1	+20.4	47.9	POWL 6.7%	NEE U 6.2%	BELFB 5.7%
		AIPO	Defiance AI & Power Infrastructure ETF	103	0.69	+11.6	-	-	48.7	PWR 7.7%	ETN 7.0%	VRT 6.8%
		394670	TIGER 글로벌리튬&Z차전지 SOLACTIVE(합성)	299,109	0.49	+11.1	+44.6	+47.4	100.0	-	-	-
한국	신재생+ ESS, 연료전지	417450	RISE 글로벌수소경제	26,976	0.40	+26.3	+84.3	+105.4	66.1	BE 23.1%	두산퓨얼셀 9.7%	HYDR 8.7%
		419650	PLUS 글로벌수소&차세대연료전지	24,921	0.50	+18.6	+39.1	+54.1	57.3	BE 14.3%	CWR LN 9.3%	PLUS 8.8%
		475070	KoAct 글로벌친환경전력인프라액티브	19,537	0.50	+19.7	+68.1	+92.1	58.4	BE 14.4%	FSLR 8.2%	PLUS 7.7%
		457990	PLUS 태양광&ESS	26,248	0.45	+36.7	+161.6	+145.0	94.3	LS일렉트릭 23.0%	한화 14.3%	현대일렉트릭 14.0%
		489860	KIWOOM 글로벌전력GRID인프라	6,783	0.49	+6.6	+26.7	+32.0	63.6	SJ FP 9.2%	ABB SS 8.4%	ETN 8.4%
	그리드/ 송배전	463640	KODEX 미국S&P500유틸리티	14,107	0.25	+5.5	+16.7	+18.7	56.1	NEE UN 12.2%	CEG 9.1%	SO 7.4%
		0051G0	SOL 미국원자력SMR	402,429	0.45	+15.5	-	-	82.2	CEG 20.8%	CCJ 14.8%	OKLO 9.0%
		442320	RISE 글로벌원자력	393,768	0.40	+26.7	+130.2	+123.6	82.2	CEG 22.3%	CCJ 19.9%	두산에너지 12.5%
		0007G0	PLUS 글로벌원자력밸류체인	57,531	0.39	+19.9	-	-	98.3	CCJ 21.8%	BWXT 16.9%	UEC 11.7%
		487230	KODEX 미국AI전력핵심인프라	1,441,322	0.45	+11.1	+55.3	+67.6	99.9	CEG 13.7%	GEV 12.8%	ANET 11.7%
	원자력	491010	TIGER 글로벌AI전력인프라액티브	375,628	0.49	+17.6	+63.1	+81.6	60.9	VRT 8.4%	SMR 8.2%	OKLO 6.5%
		486450	SOL 미국AI전력인프라	293,640	0.45	+13.5	+65.0	+71.3	66.4	VRT 11.7%	CEG 10.8%	NEE UN 6.7%
		0123G0	TIGER 미국AI전력SMR (신규상장)		0.49					SMR 16.4%	OKLO 15.6%	BE 10.3%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-10-31 종가 기준

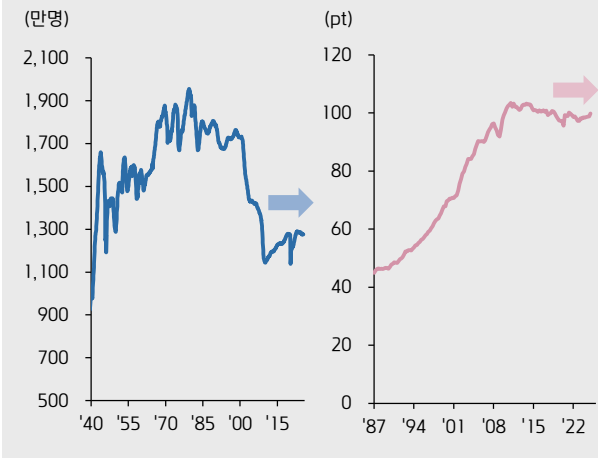
① Reshaping Power – 생산성을 높여줄 자동화 (휴머노이드·자율주행)



◆ 인플레 안정화를 위한 생산성 확대는? (feat. 휴머노이드·자율주행)

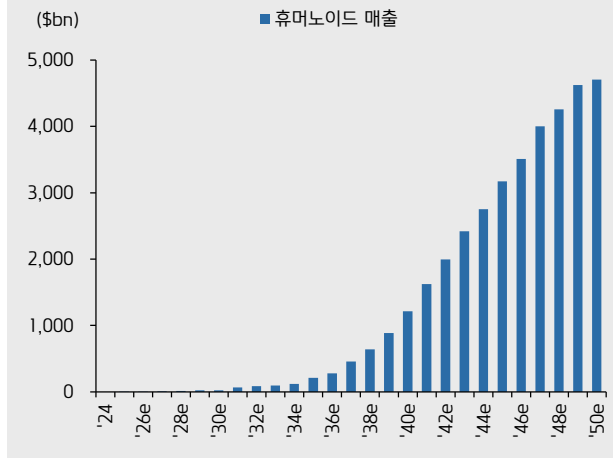
- 한편, AI 산업 혁명과 함께 미국 제조업 재건과 인플레 안정화를 위해서 자동화/디지털 기술 동반 필요. 기존 노동집약적 제조 방식으로는 중국 등 저비용 구조를 갖춘 신흥국과의 경쟁에서 우위 확보가 어렵기 때문
- 2010년대 이후 미국의 제조업 일자리 수 및 노동생산성은 정체 상태이며, 트럼프의 강력한 이민 규제가 지속된다면 미국 내 제조업 일자리 수 감소세도 지속될 것으로 전망
- 산업용/협동 로봇 등 자동화 기술이 사람과 협업하는 구조의 필요성이 확대되고 있으며 AI, 로봇 공학, 빅데이터 등 첨단기술 기반의 스마트 팩토리 도입이 제조업의 표준이 되고 있음
- '25년 4분기 중국 유니트리 상장, '26년 초 테슬라 3세대 옵티머스 공개 등 개별 기업 단 이슈도 상존. 엔비디아도 이 물결에 동참. '25.10월 GTC 컨퍼런스에서 젠슨 황 CEO는, AI 산업은 미국 제조업 재건의 촉매가 될 것이라며, 'AI 팩토리' 비전 소개

미국 제조업 일자리 수(L) 및 제조업 노동생산성(R)



자료: FRED, 키움증권 리서치

휴머노이드 로봇 시장 전망



자료: Morgan Stanley

① Reshaping Power – 생산성을 높여줄 자동화 (휴머노이드·자율주행)



로봇/자율주행/자동화 ETF

설정 지역	분류	티커	ETF 명	AUM (현지통화, 백만)	보수 (%)	수익률(%)			포트폴리오 Top 10 %	주요종목(비중률,%)		
						1M	YTD	1YR		1	2	3
미국	로봇/ 자율주행	ARKQ	ARK Autonomous Technology & Robotics ETF	1,807	0.75	+11.3	+60.8	+103.7	61.3	TSLA 11.7%	TER 8.9%	KTOS 8.1%
		IBOT	Vaneck Robotics ETF	26	0.47	+5.7	+28.4	+23.9	41.3	NVDA 6.1%	ASML 5.9%	ABB SW 5.6%
		ROBT	FT Nasdaq Artificial Intelligence & Robotics ETF	694	0.65	+5.8	+24.3	+29.7	18.1	SYM 2.2%	AVAV 2%	PRO 1.9%
		DRIV	Global X Autonomous & Electric Vehicles ETF	349	0.68	+8.1	+33.2	+36.2	28.5	BE 4.5%	GOOGL 3.7%	TSLA 3.4%
		IDRV	iShares Self-Driving EV and Tech ETF	171	0.47	+6.1	+33.1	+31.8	46.0	니오 5.8%	LG화학 5.7%	삼성SDI 5.4%
		HUMN	Roundhill Humanoid Robotics ETF	29	0.75	+4.0	-	-	57.1	TSLA 9.7%	유비테크 9.2%	NVDA 6.5%
	인프라/ 리소어링	XLI	Industrial Select Sector SPDR Fund	24,162	0.08	+0.5	+17.7	+15.9	39.5	GE 6.9%	CAT 5.8%	RTX 5.0%
		AIRR	FT RBA American Industrial Renaissance ETF	6,200	0.70	+3.4	+29.7	+34.1	36.0	CHRW 4.3%	FIX 4.1%	BWXT 3.6%
		PAVE	Global X US Infrastructure Development ETF	9,763	0.47	+1.3	+19.4	+17.4	32.5	HWM 4.4%	PWR 3.5%	CRH 3.2%
한국	자동화/ 로봇/ 자율주행	0053L0	TIGER 차이나휴머노이드로봇	466,508	0.49	-6.4	-	-	74.2	유비테크 11.2%	삼화 9.9%	형리유압 8.2%
		0038A0	KODEX 미국휴머노이드로봇	215,969	0.45	+10.8	-	-	74.3	NVDA 16.2%	TSLA 14.5%	PLTR 10.8%
		0036R0	RISE 미국휴머노이드로봇	69,164	0.40	+12.7	-	-	81.2	ISRG 12.3%	TER 11.3%	NVDA 10.4%
		0035T0	PLUS 글로벌휴머노이드로봇액티브	35,851	0.45	+12.3	-	-	59.5	TSLA 21.4%	로보티즈 9.5%	레인보우로보틱스 8.3%
		471040	KoAct 글로벌AI&로봇액티브	119,712	0.50	+17.3	+35.4	+56.7	39.6	NVDA 6.8%	TSLA 4.4%	AMZN 3.9%
		464310	TIGER 글로벌AI&로보틱스INDXX	109,986	0.49	+9.0	+12.1	+20.2	60.3	NVDA 12.0%	ABB SS 8.7%	화낙 6.9%
		276990	KODEX 글로벌로봇(합성)	27,474	0.30	+9.5	+18.5	+28.6	-	-	-	-
		457480	ACE 테슬라밸류체인액티브	1,225,191	0.29	+7.9	+15.7	+81.0	55.0	TSLL 19.5%	TSLA 16.3%	TSLT 6.8%
		459560	KODEX 테슬라밸류체인FactSet	27,099	0.18	+11.8	+23.1	+48.8	80.8	TSLA 24.8%	AMD 10.7%	NVDA 10.7%
		414270	ACE 글로벌자율주행액티브	41,825	0.29	+4.6	+16.2	+45.4	62.0	TSLA 16.8%	NVDA 8.8%	BYD 8.4%
		394660	TIGER 글로벌자율주행&전기차SOLACTIVE	316,952	0.49	+10.5	+26.9	+39.9	25.5	BE 4.7%	GOOGL 3.6%	TSLA 3.5%
	인프라/ 리소어링	200030	KODEX 미국S&P500산업재(합성)	43,434	0.25	+3.3	+12.9	+18.9	-	-	-	-
		0008E0	ACE 미국중심중소형제조업	13,229	0.45	+4.3	-	-	38.4	STRL 4.5%	BWXT 4.5%	GNRC 4.2%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-10-31 종가 기준

① Reshaping Power – 방산·우주 산업의 뉴 패러다임



◆ 글로벌 방위비 증가 트렌드 지속

- 트럼프 행정부의 산업/안보 정책 수혜가 예상되는 산업재 세무 섹터는 우주/항공 및 드론
- 글로벌 방위비 증액, 전쟁 시 드론 역할 강화, 상업적 우주 발사/위성 인프라 기술 발전 등이 맞물리며 관련 산업 전반이 구조적 성장 국면에 진입
- '25년 5월 골든돔(Golden Dome) 프로젝트가 공개되며 미국형 차세대 방공망 구축 의지가 확인됐고, 6월에는 드론 산업 육성 관련 행정명령(EO 14307 등)에서 ▲BVLOS 정규 운항 규제 마련, ▲ 산업화·인증 절차 간소화, ▲미국산 드론 수출 확대와 공급망 강화 등 드론 산업 육성 방안이 제시되었음
- 9월에는 미 국무부가 UAS 수출 정책을 개정해 동맹국 및 파트너국에 대한 미국산 UAS 수출을 용이하도록 추진하기도 함

Golden Dome for America 개요

구분	내용
행정명령 번호	EO 14186
서명일자	2025년 01월 27일
목적	차세대 미사일 방어망(Golden Dome) 구축을 통한 미국 본토 방어 강화
배경	탄도, 극초음속, 순항미사일 등 첨단 공중 위협 증가에 따른 정책 전환 필요성
주요 목표	미국 본토에 대한 전방위 미사일 방어 체계 구축우주 기반 요격 감시 체계 통합지상·해상·우주 기반 요격체계 연계
핵심 지침	- 60일 이내 국방장관이 아키텍처·요구사항 제출(5월 20일 아키텍처 확정) - 우주 기반 센서·요격체 개발 가속화 - 비운동성 방어 역량 포함 - 레드라인/사전 위협 대응 - 지상/종말 요격기술 보완
기술 적용 영역	- HBTSS (우주 기반 극초음속 미사일 추적 센서) - Proliferated Space Interceptors (우주 분산 요격기) - Directed Energy Weapon(DEW) 등 비운동 무기
총괄 기관	- 미국 국방부(DoD), 우주군(USSF), SPACECOM, NORAD 등
예산 및 일정	- 초기 예산 250억 달러(2025년 예산안 포함) - 목표 완료 시점: 2028년 (트럼프 2기 말)

자료: White House, 키움증권 리서치

2025년 트럼프 행정명령에 따른 드론 정책 실행 계획

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

자료: White House, 키움증권 리서치

① Reshaping Power – 방산·우주 산업의 뉴 패러다임



방산/우주항공 ETF

설정 지역	분류	티커	ETF 명	AUM (현지통화, 백만)	보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10 %	주요종목(비중, %)		
						1M	YTD	1YR		1	2	3
미국	방산/ 우주항공/ 드론	SHLD	Global X Defense Tech ETF	5,213	0.50	-2.7	+82.6	+83.0	61.3	PLTR 9.8%	RTX 8.3%	LMT 7.1%
		EUAD	Select STOXX Europe Aerospace & Defense ETF	1,176	0.50	-5.6	+83.0	+79.7	95.5	EADSY 24.3%	RNMBY 13.9%	BAESY 11.2%
		ITA	iShares U.S. Aerospace & Defense ETF	12,591	0.38	+3.1	+48.5	+49.4	74.5	GE 21.4%	RTX 15.6%	BA 7.2%
		PPA	Invesco Aerospace & Defense ETF	6,872	0.58	+1.6	+37.6	+38.7	55.7	RTX 8.5%	GE 7.7%	BA 7.2%
		XAR	SPDR S&P Aerospace & Defense ETF	4,841	0.35	+5.8	+49.9	+61.6	39.5	AVAV 4.5%	KTOS 4.1%	ACHR 4.1%
		FITE	SPDR S&P Kensho Future Security ETF	98	0.45	+3.6	+32.4	+44.3	23.7	VSAT 4.4%	PL 3.0%	RKLB 2.8%
		ARKX	ARK Space Exploration & Innovation ETF	532	0.75	+9.8	+60.7	+93.6	65.3	RKLB 9.6%	KTOS 8.9%	AVAV 8.6%
		UFO	Procore Space ETF	153	0.94	+5.6	+62.3	+99.1	51.7	ASTS 9.0%	PL 5.7%	RKLB 5.6%
		ROKT	SPDR S&P Kensho Final Frontiers ETF	34	0.45	+6.1	+42.4	+60.6	44.9	RKLB 6.7%	PL 6.6%	VSAT 6.6%
		JEDI	Defiance Drone & Modern Warfare ETF	25	0.69	-0.1	-	-	64.2	PLTR 8.2%	AVAV 7.2%	RKLB 6.8%
		DRNZ	REX Drone ETF	0	0.65	-1.6	-	-	70.6	AVAV 14.2%	DRO AS 10.6%	ONDS 9.7%
한국	방산/ 우주항공/ 드론	478150	TIMEFOLIO 글로벌우주테크&방산액티브	235,580	0.80	+3.7	+46.0	+68.0	49.7	RTX 7.5%	GE 6.9%	RR/LN 5.4%
		496770	PLUS 글로벌방산	44,004	0.45	-4.0	+81.7	-	99.4	RTX 11.9%	LHX 11.4%	GD 10.9%
		440910	WON 미국우주항공방산	38,823	0.35	+10.4	+44.4	+65.3	42.1	AVAV 4.8%	RKLB 4.3%	KTOS 4.2%
		494840	TIGER 미국방산TOP10	27,199	0.45	+4.1	+28.6	+29.4	100.0	RTX 19.8%	GD 18.8%	LMT 17.4%
		0102X0	ACE 유럽방산TOP10	11,804	0.35	-11.3	-	-	100.0	RHM GR 19.3%	RR/LN 15.6%	BA/LN 11.5%
		0082F0	HANARO 유럽방산	11,241	0.35	-5.9	-	-	88.6	AIR FP 10.7%	SAF FP 10.7%	HO FP 10.1%
		0078V0	PLUS 미국로보택시	12,946	0.49	-0.3	-	-	95.7	위라이드 13.7%	TLSA 12.9%	UBER 12.1%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-10-31 종가 기준

② Policy Change



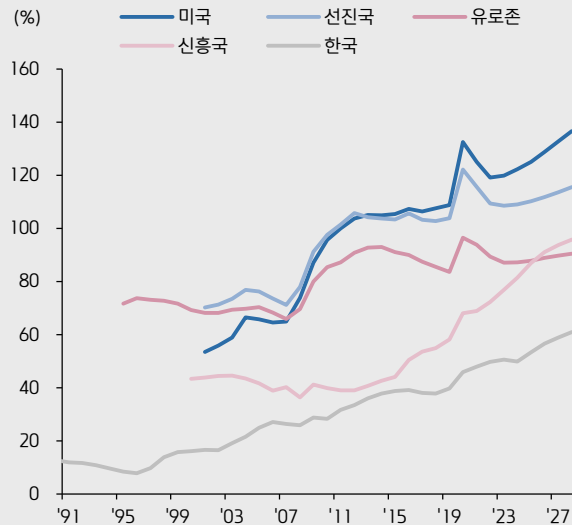
② Policy Change

정부의 확장 정책과 중앙은행 유동성 공급

- 비미국과 미국의 동반 랠리
- 주식 > 채권, 대체
- 대형/주도주 선호 + 일부 중소형 테마주

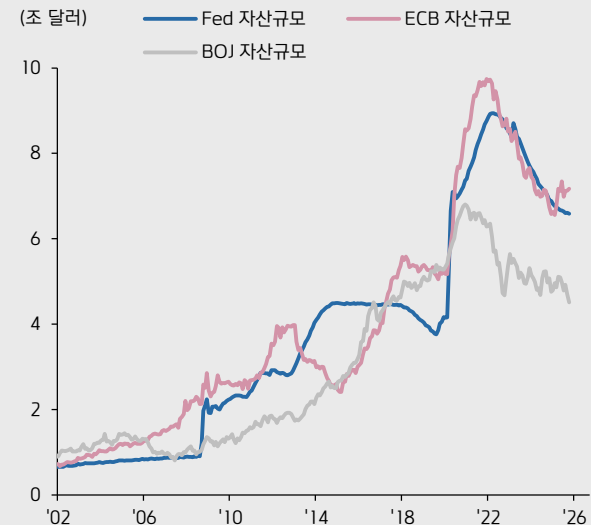
- 정부의 확장 재정으로 주력 산업 재편, 중앙은행들의 완화적인 통화정책에 따른 유동성 확장 국면 지속
- '25년 연준은 보험성 금리인하와 함께 QT 종단을 시작. 현 물가와 경기 상황 고려 시 QE까지의 가능성은 낮지만, QT 종료로 인한 추가 유동성 공급 효과 기대
- 민간에서도 대형은행 중심으로 레버리지 규제 완화(SLR) 등으로 자본활용 여건 개선 가능
- 트럼프 관세발 인플레이 재발 우려가 '26년 증시의 최대 리스크 요인이지만, 이를 상쇄할 정책과 경제 성장, 비용 통제(유가 하락, 생산성 향상), 스테이블코인 활용 등이 방패 역할을 감당할 것으로 기대

재정지출 확대 중인 정부와



자료: OECD, 키움증권 리서치, 주) 명목 GDP 대비 부채 비율

QT 종료 시작한 연준



자료: 각국 중앙은행, 키움증권 리서치

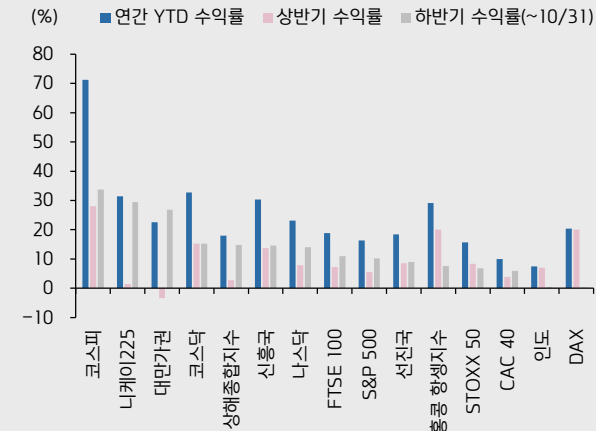
② Policy Change – 정부 + 중앙은행 + 민간의 유동성 공급



◆ 정부 + 중앙은행 + 민간이 힘을 합치면

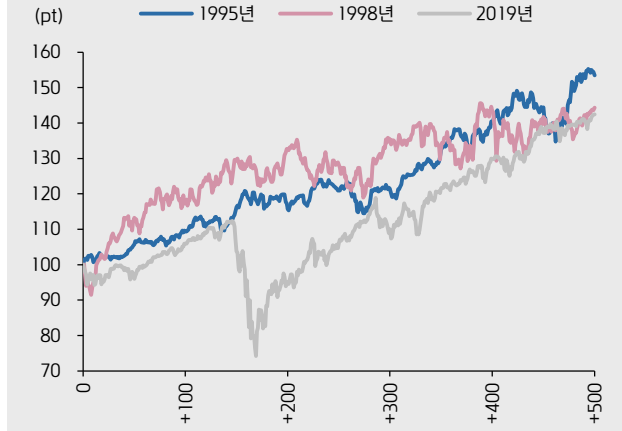
- 정부의 확장적 재정을 통한 주력 산업 재편 및 투자 지원, 중앙은행들의 완화적인 통화정책에 따른 유동성 확장 국면 지속 전망
- '25년 3분기, 연준은 25bp 정책금리 인하를 시작으로 완화 사이클 재개. 이는 SLR, 금융규제 완화와 맞물려 유동성 흐름에 긍정적이며 경기 연착륙, 달러 약세 등을 이끌어내며 증시에 우호적으로 작용 예상
- 과거에도 보험성 금리인하 시기 미국 증시는 모두 우상향 흐름. 팩터로는 성장주 > 가치주, 섹터로는 IT, 통신서비스, 금융, 경기소비재 등 아웃퍼폼

글로벌 주요 지수 등락률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2025-10-31 기준

과거 보험성 금리인하 이후 증시 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

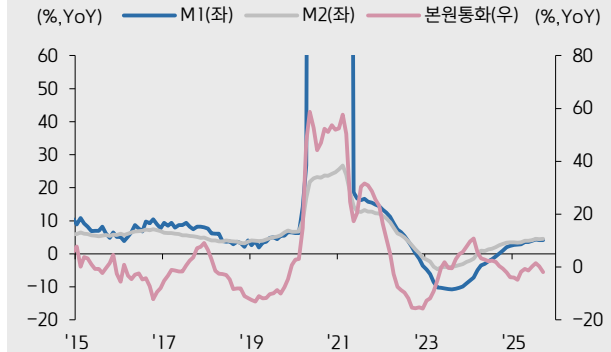
② Policy Change - 정부 + 중앙은행 + 민간의 유동성 공급



◆ 정부 + 중앙은행 + 민간이 힘을 합치면

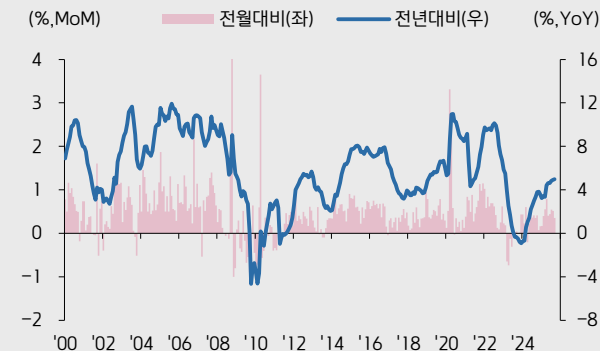
- 민간 대형은행들의 SLR 규제 완화도 본격화. 이는 미국채 수요 안정화와 더불어 새로운 수요 창출을 가능하게 할 전망
- SLR 규제 완화는 은행들의 국채 매입 부담을 줄여주면서 국채 시장 유동성 개선으로 이어질 수 있음. 또한 대형은행 입장에서는 자기자본 비율이 올라가 대출 여력 확대 가능. 즉, 자본 효율성 개선과 수익구조 다변화에 따른 수혜 예상
- 또한, 은행들의 대출이 늘어난다면 시중 유동성 역시 더 확대될 것으로 전망

미국 시중 유동성



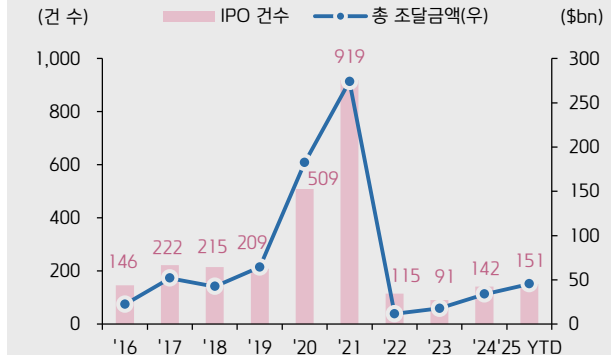
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 상업은행 대출증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 IPO 건수 및 조달금액



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
 주)2025년은 10월말 기준

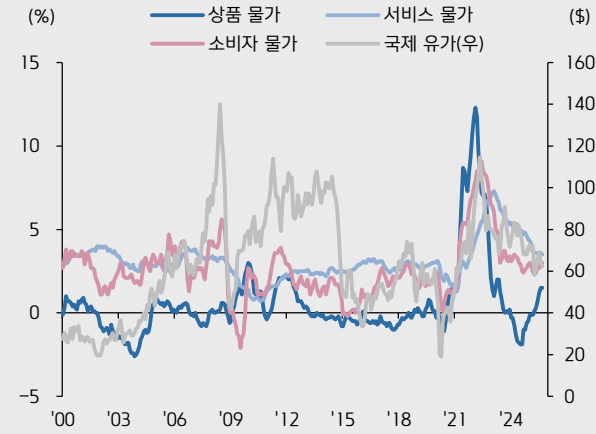
② Policy Change – 인플레이션을 잡기 위한 방패



◆ 인플레이션 억제, 장기채 금리 하락을 위한 방패

- 한편, 트럼프 관세 발 인플레이션 재부각 우려가 '26년 연중 금융시장의 최대 리스크 요인으로 떠오를 것
 - 그러나 이를 상쇄할 정책과 경제 성장, 비용 통제(유가 ↓, 생산성 ↑), 스테이블코인 활용 등이 방패 역할을 감당할 것으로 기대
- ① **Drill, Baby, Drill** : 화석연료 규제 완화와 시추 확대를 통한 에너지 가격 안정화
 - ② **AI 생산성** : AI 기술 혁신으로 기업 단 비용 절감 → 가격전가 방어
 - ③ **경제 성장** : 대미 투자, 리쇼어링을 통한 성장 견인 → 중금리/중물가 수준 정당화
 - ④ **스테이블코인** : 금융사들의 스테이블코인, 토큰화 예금 등 블록체인 기반 온체인금융 서비스 개시 → 미국채 수요 창출

미국 인플레이션 및 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GENIUS ACT 법안 개요

항목	내용
주요 목적	- 스테이블코인 발행 및 유통에 대한 연방 차원의 첫 규제 마련 - 소비자 보호, 지급준비금 확보, 금융 시스템 편입
도입 배경	- 급성장하는 스테이블코인 시장의 규제 공백 해소 - 디지털 달러 경제의 제도권 편입 필요성
발행 허용 기관	1. 은행 자회사 2. 연방 인가 비은행 (예: 페이팔, 서클) 3. 주 인가 비은행 (단, 규모 \$10B 초과 시 연방 전환)
준비금 요건	- 발행량만큼 100% 지급준비금(현금/국채) 보유 - 만기 93일 이하 단기 국채로 제한 - 월별 보고 + 연간 외부 감사(500억 이상 발행 시)
소비자 보호 조항	- 파산 시 스테이블 코인 보유자 청구권 최우선 보장 - 고객 자산 분리보관 의무
윤리 조항	- 대통령/부통령 제외한 고위 공직자 및 참모진은 발행 금지
감독 체계	- 연준(FRB), OCC, FDIC, 재무부, 사법부 공동 감독
외국 발행 요건	- 미국 내 서비스 시 해외 규제 동등성 인증 필요 (재무부 승인)
제외 항목	- 알고리즘 기반 스테이블코인- 결제 목적 외 스테이블코인은 현 규제 대상 아님
입법 현황	- 2025년 6월 상원 통과 (찬성 68명, 반대 30명) 및 하원 통과 대기 중
시행 예정	- 하원 통과 후 대통령 서명 - 180일 내 규제기관 시행 가이드라인 마련 → 2026년 초 시행 예상

자료: 키움증권 리서치

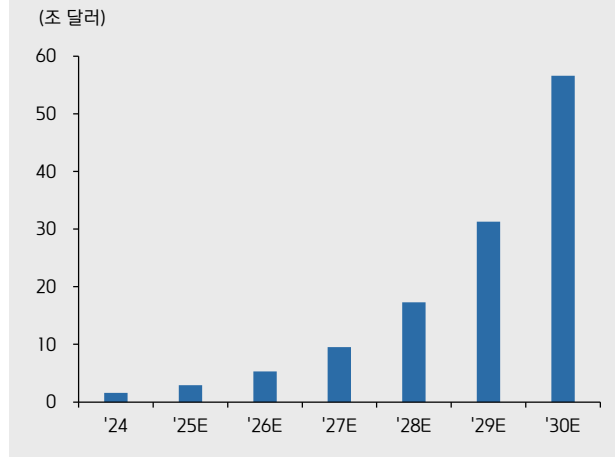
② Policy Change – 인플레이를 잡기 위한 방패



◆ 스테이블 코인 활용 확대될까?

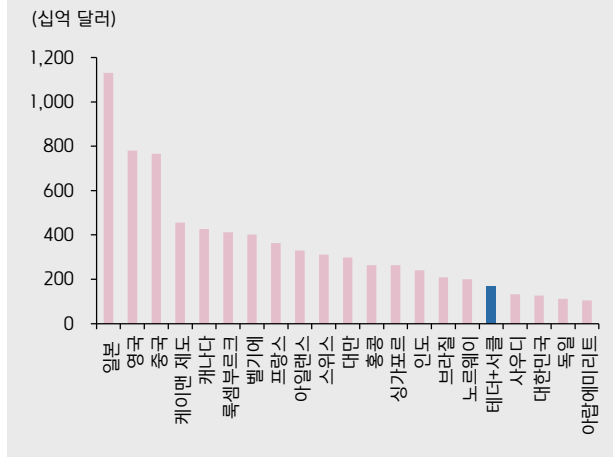
- 현재 美 민간은행, 스테이블코인과 토큰화 예금 등 블록체인 기반 금융시장 진입 준비 중이며 미 국채에 대한 새로운 수요 창출 견인
- 현재는 스테이블 코인의 90% 가량이 해외 거래소에서 가상자산 투자를 위한 지급 및 결제수단, 기축통화로 사용되고 있으나 점차 자국 통화를 대체하는 디지털 달러로의 가치저장, 결제수단으로 빠르게 확산
- 전 세계적으로 스테이블코인 연간 거래대금이 '24년 \$15.6조로 비자, 마스터카드 합산 거래규모(\$7.1조)의 2배 이상까지 늘어난 것으로 파악 됨. 블룸버그는 스테이블코인 결제 시장에서 '30년까지 \$50조 거래대금이 발생할 것으로 전망
- 달러 스테이블 코인의 글로벌 접근성이 높아지고 활용이 많아질수록 미 국채 수요는 안정화 될 것

글로벌 스테이블코인 결제 시장 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

각 국가별 및 스테이블코인 발행사의 미국채 보유량



자료: 美 재무부, 주) '25.3월 말 기준, 테더+서클 보유량은 US T-bill+REPO 합

② Policy Change – 인플레이를 잡기 위한 방패



금융 ETF

설정 지역	분류	티커	ETF 명	AUM (현지통화, 백만)	보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10 %	주요종목(비중, %)		
						1M	YTD	1YR		1	2	3
미국	미국 금융	XLF	Financial Select Sector SPDR Fund	52,723	0.08	-2.8	+8.4	+12.7	56.4	BRK/B 11.7%	JPM 11.4%	V 7.8%
		FXO	First Trust Financials AlphaDEX Fund	2,118	0.61	-3.2	+6.2	+8.8	17.7	SOFI 1.9%	BHF 1.9%	HOOD 1.8%
	미국 대형은행	KBWB	Invesco KBW Bank ETF	5,661	0.35	-1.5	+17.8	+23.1	62.6	MS 8.8%	GS 8.5%	WFC 8.5%
	미국 브로커리지	IAI	iShares US Broker-Dealers & Securities Exchange ETF	1,628	0.38	-1.0	+21.5	+32.0	73.2	GS 16.0%	MS 13.3%	SPGI 10.2%
	미국 보험	IAK	iShares US Insurance ETF	619	0.38	-5.7	-0.0	+0.2	65.6	PGR 14.0%	CB 11.9%	TRV 7.0%
	미국 손해보험	KBWP	Invesco KBW Property & Casualty Insurance ETF	392	0.35	-5.9	+0.3	+2.1	60.5	CB 8.4%	TRV 8.3%	AIG 8.1%
	글로벌 금융	IXG	iShares Global Financials ETF	600	0.41	-2.0	+19.0	+20.5	31.3	BRK/B 6.4%	JPM 6.3%	V 4.2%
	핀테크	ARKF	ARK Fintech Innovation ETF	1,282	0.75	-0.3	+52.8	+83.4	49.4	SHOP CN 9.6%	COIN 6.7%	HOOD 5.7%
		FINX	Global X FinTech ETF	297	0.68	-0.8	+6.5	+14.9	51.3	COIN 7.8%	SOFI 6.4%	INTU 5.5%
		BPAY	iShares FinTech Active ETF	11	0.70	-3.5	+16.4	+23.6	35.6	현금성 자산 5.5%	SCHW 4.2%	PYPL 4.1%
한국	미국 금융	453650	KODEX 미국S&P500금융	43,012	0.25	-1.2	+4.9	+15.8	52.9	BRKB 11.0%	JPM 10.6%	V 7.3%
	미국 은행	0013P0	RISE 미국은행TOP10	11,262	0.20	+1.1	-	-	100.0	JPM 19.5%	BAC 16.2%	WFC 11.9%
	미국 핀테크	0028X0	KODEX 미국금융테크액티브	26,656	0.45	-0.0	-	-	76.7	SHOP CN 11.4%	SOFI 10.1%	NU 9.4%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-10-31 종가 기준

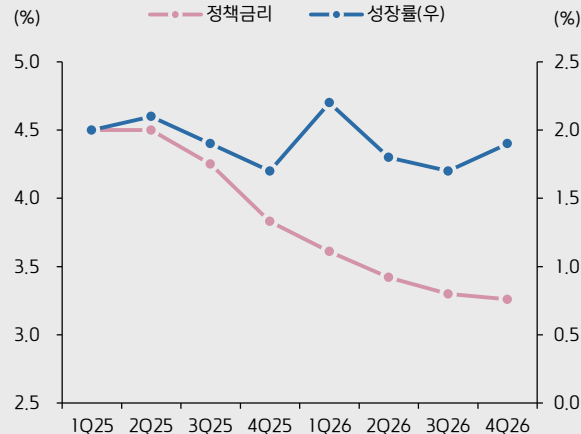
② Policy Change – 인플레이를 잡기 위한 방패



◆ 완화적인 통화정책과 성장이 지속된다면

- 2026년 통화 완화 사이클은 이어질 것이나 지속적 정책금리 인하 기대는 약화
- 당사는 내년 미국채 10년물 레인지를 3.65~4.00%로 제시. 즉, 내년 상반기 1차례 정도 추가 금리인하를 예상하며 채권 대비 상대적 주식 매력력이 확대되는 장이 내년에도 연장될 것으로 예상
- 한편, 이에 따른 물가 위험과 기업이익 성장 둔화 등에 대해서는 지속 모니터링이 필요하지만, Capex 투자 사이클 하에서 추가적인 '성장'이 동반된다면 일정 부분 높은 물가와 금리 수준이 용인될 것이라는 기존의 관점 유지
- 다만, 전방위적인 상승이 아닌 정부 정책과 기업 투자 모멘텀이 동반되는 섹터/테마 접근이 지수 투자 대비 상승여력 클 것

'26년 미국 정책 금리 및 GDP성장을 컨센서스



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

주요 교역국들의 대미국 투자

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

자료: 키움증권 리서치

② Policy Change – 미국도 재정 확장의 시기



◆ 새로운 5년을 맞이하는 중국

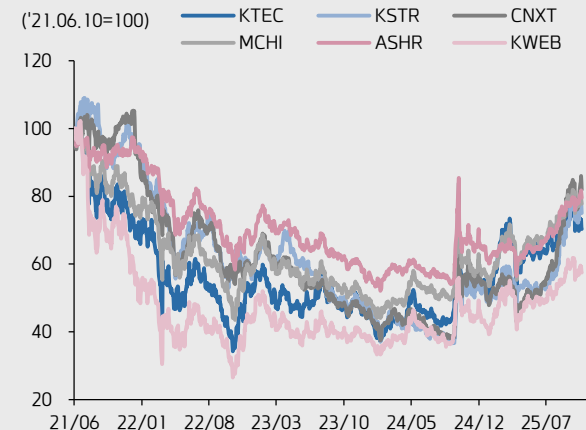
- 올해 중국 증시는 정부의 규제 완화, 재정 확대, 기술 혁신 등으로 상승세 시현. 내년부터는 실질적으로 경기 개선이 동반될 지 여부가 시험대에 오르게 될 것이며, 특히 디플레이 압력이 해소되는 지 확인 필요
- 다만, '26년은 15차 5개년 계획의 시작이 되는 해인 만큼, 성장과 동시 내수를 부양하는 두 트랙 정책 모멘텀이 유지되면서 증시 하방을 지지해 줄 것으로 전망. 지난 10월 중국은 이미 4중전회를 통해 '산업 현대화'와 '내수 확대'를 최우선 정책 과제로 제시한 바 있음
- 내년 양회 전후까지 본토 대비 미-중 패권 전쟁의 수혜를 받고 있는 홍콩 시장 및 테크 업종 ETF로 대응 제안. 그러나 이후로는 내수 부양에 대한 정책 부각될 수 있어 경기민감 업종(공급측 개혁, 내수/수출주 등) 또한 관심 필요. 연중 내수 확대 정책에 힘입은 경기 개선이 가시화되는 가운데 구리 및 비철 가격 역시 반등 전망

중국 AI 산업 밸류체인



자료: Morgan Stanley

중국 지수별 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

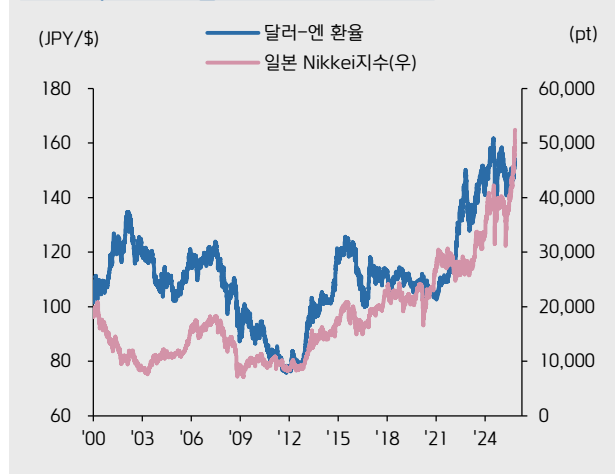
② Policy Change – 비미국도 재정 확장의 시기



◆ 친기업 정책 부각될 일본, 재정 확대할 유럽(독일)

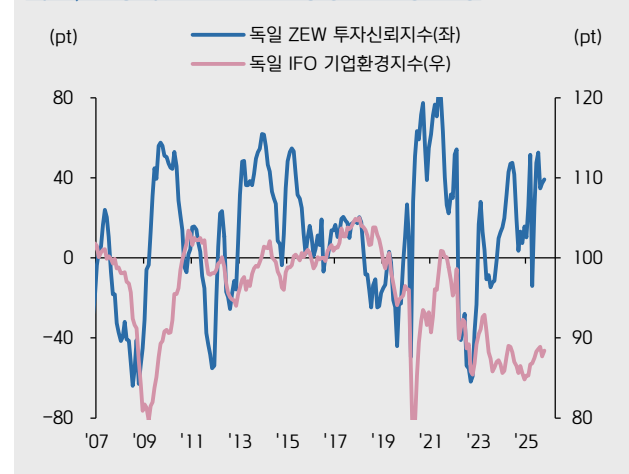
- 일본 증시는 다카이치 내각 출범과 함께 친기업 정책이 구체화되며 성장 산업 및 내수주 중심으로 기업실적 개선 확대 중
- 엔화는 당분간 약세 기조가 이어지겠으나 장기적으로는 강세 압력을 예상. 미국의 추가 금리인하 가능성과 트럼프 대통령의 엔화 약세 기조 비판, 기업들의 성장 기대 등이 추가 약세를 제한할 수 있기 때문
- 유럽 증시는 독일 증시를 중심으로 차별화된 흐름이 지속될 전망. 경기 체력은 약화되어 있지만, 독일은 내년 선거 이벤트를 앞두고 재정 확대가 본격화될 수 있으며, 해당 효과는 방산주/산업재로 집중될 전망
- 한편, ECB의 기준금리 동결 기조는 내년에도 유지될 것으로 유로화는 상반기 강세(독일 회복 기대)~하반기 약세(재정 불안) 흐름 예상

일본 엔/달러 환율과 Nikkei 225 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

독일, 재정책대 기대되나 성장 불균형 예상



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

② Policy Change – 비미국과 미국의 동반 랠리



비미국(중국) ETF

설정 지역	분류	소분류	티커	ETF 명	AUM (현지통화, 백만)	보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10 %	주요종목(비중, %)		
							1M	YTD	1YR		1	2	3
미국	테크	플랫폼	KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF	9,554	0.70	-4.9	+36.6	+24.1	62.7	알리바바 11.6%	텐센트 1.1%	PDD US 8%
		항생테크	KTEC	KraneShares Hang Seng TECH Index ETF	63	0.69	-7.3	+31.8	+26.9	69.9	알리바바 10.6%	텐센트 8.7%	메이투안 8.4%
		과장판	KSTR	KraneShares SSE STAR Market 50 Index ETF	50	0.89	-4.9	+46.8	+43.8	56.2	캄브리온 12.7%	몬타지 테크놀로지 9.8%	AMEC 7.4%
		창업판	CNXT	VanEck ChiNext ETF	47	0.65	-2.4	+56.5	+49.1	58.7	CATL 19.9%	중지 이노라이트 8.1%	이스트머니 인포메이션 6.3%
		테크	CQQQ	Invesco China Technology ETF	3,094	0.65	-4.9	+42.5	+35.9	55.6	텐센트 9.6%	PDD US 9.4%	메이투안 8.3%
	경기 회복	육성산업	PGJ	Invesco Golden Dragon China ETF	156	0.70	-4.1	+21.7	+18.5	56.8	BABA US 9.6%	BIDU US 7.5%	JD US 7.4%
		MSCI 중국	MCHI	iShares MSCI China ETF	8,150	0.59	-3.5	+35.7	+29.1	49.0	텐센트 17.9%	알리바바 12.5%	PDD US 3.3%
		CSI 300	ASHR	Xtrackers Hyst CSI 300 China A Shares ETF	1,762	0.65	+0.2	+24.8	+20.4	22.0	CATL 4.1%	귀주모태 3.6%	평안보험 2.5%
		내수소비	CHIQ	Global X MSCI China Consumer Discretionary ETF	234	0.65	-4.7	+21.4	+11.7	57.2	알리바바 11.9%	PDD US 9.9%	메이투안 7%
		구리	COPX	Global X Copper Miners ETF	3,447	0.65	+3.3	+61.8	+41.4	49.0	SCCO 5.0%	LUN CN 5.0%	BOL SS 4.9%
한국	테크	항생테크	371160	TIGER 차이나항생테크	1,208,904	0.09	-5.8	+27.4	+35.0	68.6	알리바바 9.6%	SMIC 8.7%	텐센트 8.1%
		과장판	414780	TIGER 차이나과장판STAR50(합성)	204,136	0.09	-3.0	+37.4	+52.1	-	-	-	-
		창업판	256750	KODEX 차이나심천ChiNext(합성)	44,670	0.47	+0.3	+41.9	+48.7	-	-	-	-
		항공 항생	245360	TIGER 차이나HSCEI	51,528	0.29	-1.1	+24.4	+32.8	57.6	알리바바 9.9%	텐센트 8.4%	중국건설은행 7.5%
		테크	0043Y0	TIIMEFOLIO 차이나AI테크액티브	190,449	0.80	-3.2	-	-	57.9	알리바바 7.5%	중지 이노라이트 6.3%	Eoptolink 6.0%
			0047A0	TIGER 차이나테크TOP10	358,204	0.49	-4.7	-	-	100.0	알리바바 15.6%	SMIC 14.0%	CATL 13.8%
			0048K0	KODEX 차이나휴머노이드로봇	244,703	0.45	-7.1	-	-	67.5	유비테크 11.2%	상화 9.9%	형리유업 8.2%
			371460	TIGER 차이나전기차SOLACTIVE	1,865,496	0.49	-2.3	+36.7	+45.9	74.3	CATL 20.5%	BYD 3.5%	Seres그룹 6.4%
			396520	TIGER 차이나반도체FACTSET	131,906	0.49	-5.2	+31.5	+38.2	67.3	기가다바이스 7.1%	몬타지 테크놀로지 7.5%	SMIC 7.6%
			371470	TIGER 차이나 바이오테크SOLACTIVE	83,174	0.49	-5.9	+55.5	+60.9	68.1	우시바이오 9.6%	Wuxi Aptec 9.5%	Beigene 8.8%
	경기 회복	MSCI 중국	310080	RISE 중국MSCI China(H)	13,800	0.60	-3.1	+32.7	+28.6	56.3	텐센트 20.1%	알리바바 13.4%	중국건설은행 3.7%
		CSI 300	192090	TIGER 차이나CSI300	202,865	0.63	+2.3	+17.9	+25.0	21.8	CATL 4.2%	귀주모태 3.6%	평안보험 2.5%
		내수소비	454180	KIWOOM 차이나내수소비TOP CSI	4,694	0.42	-3.4	+5.7	+13.0	51.3	알리바바 14.5%	귀주모태 9.2%	메이디 그룹 8.6%
		구리	160580	TIGER 구리실물	46,064	0.83	+8.5	+17.4	+17.9	-	장고증권(구리) 91.0%	US Copper Idx 6.9%	-

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-10-31 종가 기준

② Policy Change - 비미국과 미국의 동반 랠리



비미국(중국 외) ETF

설정 지역	분류	티커	ETF 명	AUM (현자통화, 백만)	보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10 %	주요종목(비중 順, %)		
						1M	YTD	1YR		1	2	3
미국	일본	EWJ	iShares MSCI Japan ETF	15,697	0.50	+4.0	+24.4	+22.6	30.0	토요타 4.3%	미쓰비시 UFJ 3.8%	소니 그룹 3.8%
		DXJ	WisdomTree Japan Hedged Equity Fund	4,547	0.48	+5.7	+22.7	+25.8	28.6	토요타 5.2%	미쓰비시 UFJ 4.7%	스미토모 미쓰이 2.9%
		FJP	First Trust Japan AlphaDEX Fund	202	0.80	+1.9	+28.4	+28.4	20.2	후지쿠라 3.1%	IHI 2.0%	간덴코 2.0%
		BBJP	JPMorgan BetaBuilders Japan ETF	14,705	0.19	+3.8	+25.4	+22.2	29.2	토요타 5.0%	미쓰비시 UFJ 3.6%	소니 그룹 3.5%
	EM	EEM	iShares MSCI Emerging Markets ETF	21,028	0.72	+3.6	+32.2	+24.4	31.4	TSMC 11.8%	테센트 5.2%	알리바바 3.6%
		IEMG	iShares Core MSCI Emerging Markets ETF	114,857	0.09	+3.6	+30.7	+22.7	27.0	TSMC 10.2%	테센트 4.5%	알리바바 3.1%
	유럽	EWG	iShares MSCI Germany ETF	1,992	0.50	-2.1	+28.0	+26.0	61.8	SAP 14.3%	SIE 11.4%	ALV 8.2%
		EZU	iShares MSCI Eurozone ETF	8,424	0.51	+0.4	+31.7	+26.1	27.7	ASML NA 5.9%	SAP GR 3.9%	SIE GR 3.1%
		SHLD	Global X Defense Tech ETF	5,213	0.50	-2.7	+82.6	+83.0	61.3	PLTR US 9.8%	RTX US 8.3%	LMT US 7.1%
		EUAD	Select STOXX Europe Aerospace & Defense ETF	1,176	0.50	-5.6	+83.0	+79.7	95.5	EADSY US 24.3%	RNMBY US 13.9%	BAESY US 11.2%
		EFUN	iShares MSCI Europe Financials ETF	4,406	0.48	-1.4	+45.3	+41.0	41.0	HSBA LN 8.1%	ALV GR 5.1%	SAN SM 5%
한국	일본	241180	TIGER 일본니케이225	350,039	0.29	+14.6	+31.7	+38.2	39.4	어드벤처스 11.6%	소프트뱅크 10.7%	패스트리테일링 8.7%
		238720	ACE 일본Nikkei225(H) (합성/환헷지)	29,580	0.30	+16.9	+33.6	+37.7	41.9	-	-	-
		465660	TIGER 일본반도체FACTSET	23,142	0.49	+19.1	+50.8	+41.7	70.2	어드벤처스 29.9%	디스크 9.5%	레이저텍 9.0%
		464920	PLUS 일본반도체소부장	13,626	0.50	+21.4	+45.6	+42.0	91.4	어드벤처스 29.9%	도쿄일렉트론 18.2%	호야 14.9%
		469160	ACE 일본반도체	6,765	0.45	+20.8	+55.0	+50.4	43.6	키오시아 12.3%	어드벤처스 29.9%	코쿠사이 일렉트릭 5.4%
	EM	291890	KODEX MSCI EM선물(H)	12,535	0.45	+3.6	+27.0	+21.9	71.0	-	-	-
		195980	PLUS 신흥국MSCI(합성 H)	85,242	0.50	+6.1	+28.8	+25.4	0.7	-	-	-
		446690	KODEX 아시아반도체exChina액티브	13,940	0.50	+28.4	+74.7	+68.2	58.8	SK하이닉스 12.8%	어드벤처스 10.9%	TSMC 6.1%
		245710	ACE 베트남VN30(합성)	387,802	0.70	+5.4	+32.7	+41.4	20.5	-	-	-
	유럽	0102X0	ACE 유럽방산TOP10	11,804	0.35	-11.3	-	-	100.0	라인메탈 19.3%	RR/LN 15.6%	BAE Systems 11.5%
		0082F0	HANARO 유럽방산	11,241	0.35	-5.9	-	-	87.6	에어버스 10.7%	SAF FP 10.7%	탈레스 10.1%
		379790	RISE 유로스타스50(H)	11,979	0.02	+4.2	+18.1	+19.8	34.6	-	-	-
		245350	TIGER 유로스타스배당30	26,994	0.35	-0.1	+43.7	+43.3	45.9	OMV AV 5.9%	ABN NA 5.8%	NN NA 4.9%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-10-31 종가 기준

③ Debasement Trade



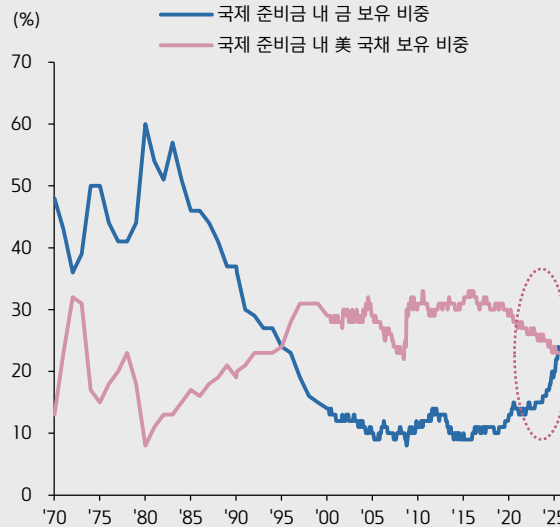
③ Debasement Trade

비미국의 탈달러 움직임

- 금 등 귀금속 강세
- 가상자산 주류 진입
- 인플레이, 달러 헤지 자산으로의 분산

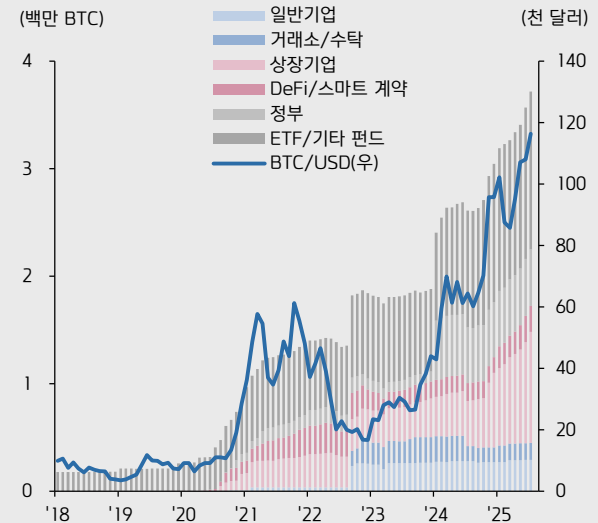
- 전 세계 중앙은행들의 준비금 내 금 보유 비중이 美 국채 비중을 30년 만에 처음으로 초과. 달러 자산 중심의 구조 → 실물 자산 중심 구조로의 전략적 전환을 의미
- 금은 탈세계화 기초 속 경기/정책 불확실성 헤지 수단으로 지위 유지. 바젤 III 은행 규제 하 Tier1 HQLA으로 분류되면서 통화적 위상 및 유동성 자산으로 역할 확장
- 가상자산은 트럼프 행정부의 親가상정책 지속에 따른 생태계 확장 기대
- 높은 변동성에도 불구하고 '26년 호재성 재료(GENIUS Act 시행, CME 24/7 가상자산 선물-옵션 거래 서비스 오픈, 가상자산 ETF 출시 가속, 디지털 국채/토큰화 예금 등 실물자산 연계 신상품 출현) 다수 대기

중앙은행들의 준비금 내 금과 미국채 보유 비중



자료: IMF, Visual Capitalist, 키움증권 리서치

기관 유형별 BTC 보유량



자료: Bitcoin Treasuries, 키움증권 리서치

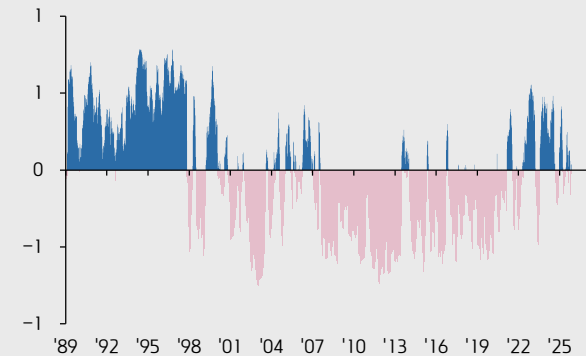
③ Debasement Trade – 금, 구조적 강세 이어질까?



◆ ‘금’, 구조적 성장 스토리 유효

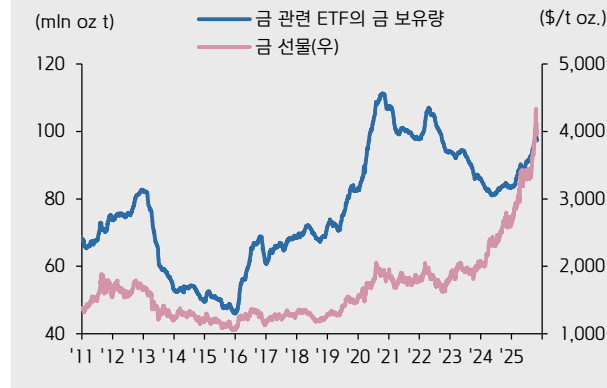
- ‘25년 금과 주식이 동시에 사상 최고치 기록. 금은 이제 단순한 위험 회피 수단이 아닌, 새로운 통화체계 변화(스테이블코인·디지털 자산 확산)를 반영하는 전략 자산으로 부상
- 연초 이후 S&P500은 +16.3%, 금은 +51.3% 상승. 이는 전통 경제적 논리(달러 약세, 실질금리 하락, 물가상승 등)로는 해석이 어려운 상황, 금 가격 상승은 거시 변수보다 세계질서 및 자산 수요의 변화에 기인
- 중앙은행 뿐만 아니라 민간에서도 ETF를 통한 매수세 확대, 올해 금 ETF로의 자금유입 규모도 역대 최고치 기록

주식-금 상관관계



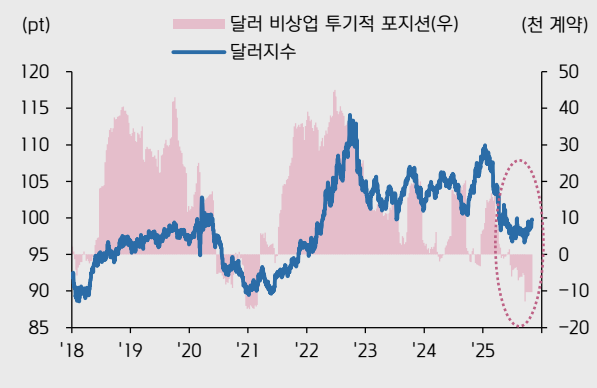
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

금 ETF의 금 보유량과 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

달러지수 및 달러 비상업 투기적 포지션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

③ Debasement Trade – 금, 구조적 강세 이어질까?



귀금속 ETF

설정 지역	분류	티커	ETF 명	AUM (현지통화, 백만)	보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10%	주요종목 (비중, %)		
						1M	YTD	1YR		1	2	3
미국	귀금속	GLD	SPDR Gold Shares	133,628	0.40	+3.6	+52.0	+45.2	100.0	-	-	-
		IAU	iShares Gold Trust	62,129	0.25	+3.6	+52.3	+45.4	100.0	-	-	-
		GLDM	SPDR Gold MiniShares Trust	22,842	0.10	+3.6	+52.3	+45.6	100.0	-	-	-
		SLV	iShares Silver Trust	23,680	0.50	+3.9	+67.1	+47.6	100.0	-	-	-
		SIVR	abrdn Physical Silver Shares ETF	3,329	0.30	+3.9	+67.6	+48.0	100.0	-	-	-
	귀금속 채굴	GDX	VanEck Gold Miners ETF	21,733	0.51	-5.7	+112.5	+78.6	52.5	NEM 11.9%	AEM 11.4%	WPM 7.6%
		GDXJ	VanEck Junior Gold Miners ETF	8,012	0.51	-5.4	+119.1	+81.6	42.6	HMY 6.6%	AGI 6.4%	EVN 6.3%
		RING	iShares MSCI Global Gold Miners ETF	2,421	0.39	-5.2	+118.3	+86.3	67.5	NEM 15.2%	AEM CN 13.6%	ABX CN 8.6%
		SIL	Global X Silver Miners ETF	3,648	0.65	-7.1	+109.5	+72.2	76.6	WPM 23.0%	PAAS 11.1%	CDE 9.4%
		SILJ	Amplify Junior Silver Miners ETF	2,602	0.69	-2.1	+127.6	+64.1	64.0	HL 13.9%	CDE 12.1%	AG 10.3%
한국	귀금속	411060	ACE KRX금현물	2,649,579	0.19	-3.3	+45.9	+45.7	-	설정현금	금현물 99.99	원화현금
		0072R0	TIGER KRX금현물	732,286	0.15	-3.1	-	-	-	설정현금	금현물 99.99	원화현금
		0064K0	KODEX 금액티브	238,037	0.30	+4.8	-	-	-	GLDM ETF 27.0%	미니골드 신탁 29.7%	IAU ETF 14.9%
		0066W0	SOL 국제금	83,413	0.05	+5.5	-	-	-	GLDM ETF 27.0%	미니골드 신탁 27.0%	골드신탁 23.6%
		132030	KODEX 골드선물(H)	411,856	0.68	+3.3	+47.2	+37.6	-	-	-	-
	금 커버드콜	0022T0	SOL 국제금커버드콜액티브	48,903	0.45	+4.6	-	-	-	SGOL ETF 29.0%	미니골드 신탁 29.0%	GLDM ETF 29.0%
	귀금속 채굴	473640	HANARO 글로벌금채굴기업	52,958	0.15	-4.2	+102.6	+80.5	59.4	NEM 11.4%	AEM CN 10.3%	ABX CN 7.1%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-10-31 종가 기준

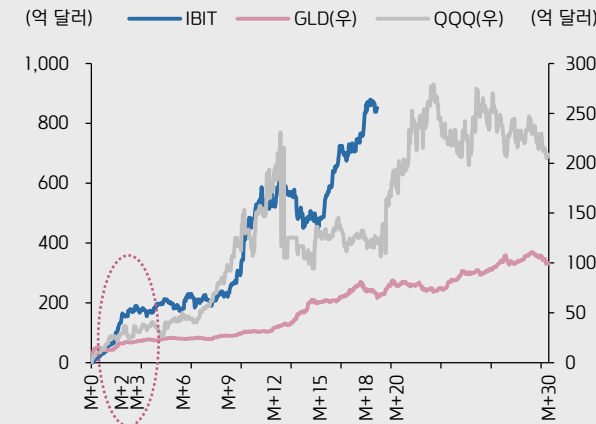
③ Debasement Trade – 가상자산의 주류 편입



◆ 가상자산 ETF, 이제는 주류로

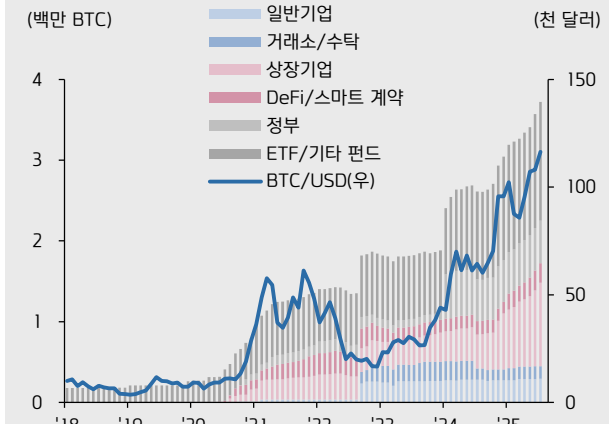
- '25년 9월 말 전 세계에서 거래되는 암호자산의 시가총액은 약 4조 달러에 이릅니다. 올해는 미국 내 Crypto 3법 통과, 알트코인 ETF 첫 출시, 가상자산 ETF 상장 패스트트랙 승인, 가상자산 ETF 공시 가이드라인 구체화, SEC의 프로젝트 크립토 보고서 공개 등 생태계 확장에 주요한 Milestone 다수 공개되었음
- 가상자산 ETF 시장은 더 이상 Niche 시장이 아니며 개인, 기관, 전문가 등에서 각기 다양한 목적으로 가상자산 ETF 활용을 확대 중
- 특히 '24년 1월 미국의 BTC 현물 ETF 출시는 글로벌 가상자산·자본시장 지형을 재편. '가상자산의 제도권 편입'을 통한 투자 접근성 개선, 기관 자금 유입에 따른 유동성·가격 안정화, 자산배분 옵션 다변화, 투자자 보호 체계 강화 등 자본시장 전반의 구조적 변화 촉발
- '26년에도 다양한 호재성 재료(GENIUS Act 시행, CME 24/7 가상자산 선물·옵션 거래 서비스 오픈, 가상자산 ETF 출시 가속화, 디지털 국채/토큰화 예금 등 실물자산 연계 신상품 출현) 대기 중

IBIT vs. GLD, QQQ 시가총액



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

기관 유형별 BTC 보유량



자료: Bitcoin Treasuries, 키움증권 리서치

③ Debasement Trade – 가상자산의 주류 편입



가상자산 ETF

설정 지역	특징	티커	ETF명	AUM (현자통화, 백만)	보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10 %	주요종목 (비중 順, %)		
						1M	YTD	1YR		1	2	3
미국	블록체인	BLOK	Amplify Blockchain Technology ETF	1,368	0.73	+3.3	+60.3	+72.4	40.2	CIFR 5.7%	GLXY 5.0%	HOOD 4.7%
		BITQ	Bitwise Crypto Industry Innovators ETF	500	0.85	+12.5	+67.0	+88.1	67.1	IREN 14.7%	COIN 8.4%	MSTR 6.8%
		WGMI	CoinShares Bitcoin Mining ETF	436	0.75	+29.7	+158.6	+170.1	82.2	IREN 19.2%	CIFR 16.8%	BITF CN 8.1%
		BKCH	Global X Blockchain ETF	430	0.50	+21.8	+105.2	+106.1	76.6	RIOT 10.9%	IREN 8.9%	APLD 8.5%
		DAPP	VanEck Digital Transformation ETF	386	0.51	+11.1	+68.2	+82.6	59.9	IREN 7.9%	BMNR 6.7%	APLD 6.7%
		CRPT	First Trust SkyBridge Crypto Industry and Digital Economy ETF	152	0.85	-3.2	+29.1	+54.0	72.0	MSTR 16.6%	COIN 16.4%	메타플래닛 12.9%
		LEGR	First Trust Indxx Innovative Transaction & Process ETF	122	0.65	+3.6	+25.6	+27.0	17.2	AMD 2.2%	INTC 2.1%	MU 2.0%
	가상자산 선물	BITO	ProShares Bitcoin ETF	2,754	0.95	-8.1	-20.6	-9.1	100.0	-	-	-
		EETH	ProShares Ether Strategy ETF	126	0.95	-11.6	-8.5	+19.2	100.0	-	-	-
		SOLZ	Solana ETF	210	0.95	-11.3	-	-	100.0	-	-	-

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-10-31 종가 기준

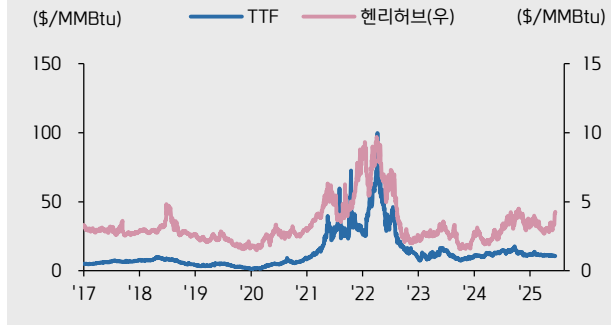
③ Debasement Trade – 전략자산으로 분산



◆ 인플레이, 달러 헤지 자산으로의 분산

- 코로나 팬데믹과 '22년 러-우 전쟁, 지속되는 미-중 패권전쟁 속에서 글로벌 중앙은행들은 점진적으로 달러 의존도를 줄이고 금·원자재 등 실물자산으로 포트폴리오를 다변화해 나가기 시작
- 금 뿐만 아니라, 원자재(구리 등 비철, 광산, 희토류, 천연가스), 부동산/리츠 등 인플레이와 달러를 헤지할 수 있는 자산에 대한 분산 필요
- 특히, 핵심 자원 확보를 위한 각국 움직임이 강화되는 가운데 희토류, 천연가스 등은 장기 관점에서 접근할 필요

천연가스 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 핵심 광물 확보 전략 주요 타임라인 (2017~현재)

날짜	주체	내용	설명
'17년 12월	트럼프 1기	행정명령 13817	- 연방 차원의 핵심 광물 확보 전략 수립 지시(공급망 취약성 완화, 신규 원천 발굴 등)
'24년 10월	에너지부 - 리튬아메리카스	LAC에 개발자금 지원 약속	- Thacker Pass Phase 1(연 4만 탄산리튬) 건설 자금 지원 확정 - 이어 12월 GM-LAC 광산 프로젝트를 위한 합작사 공식 출범
'25년 7월	국방부 - MP Materials	희토류 자석 공급 '10년 보장' 일	- DoD, MP머티리얼즈에 \$4억 규모 우선주 인수 및 최대주주 등극 - 네오디움-프라세오디움(NdPr) 가격 하한 \$110/kg 보장. (시장가 \$110 초과 시, 초과분의 30%는 DoD가 화수 - '28년 가동을 목표로 제2 자석 공장 설립 계획
'25년 8월	에너지부(DOE) 및 산하 조직	핵심광물 공급망 자립 지원	- 트럼프 '미국 에너지 개발 극대화 행정명령'에 따라 자금조달 기회 통지서(Notice of Funding Opportunities, NOFO) 발행 계획 - 제조-에너지 공급망국(MESC), \$1.35억 투자해 희토류 공급망 강화를 위한 시설 구축 - 점단소재-제조기술국(AMMT), 핵심광물-소재(CMM) 가속기 프로그램을 통해 최대 \$5,500만 지원 등
'25년 8월	지질조사국 (USGS)	2025년 핵심광물 목록 업데이트	- '22년 발표된 50개 목록에서 6개 추가(탄산칼륨, 실리콘, 구리, 은, 레늄, 납), 2개 제외(비스, 텔루륨) - 이번 개정안은 미국 에너지법에 따라 3년 주기로 진행되는 핵심광물 목록 개정의 일환
'25년 9월	미국-우크라이나	핵심광물 공동 투자 발표	- \$1.5억 공동펀드 조성해 핵심 광물 투자 착수 예정
'25년 9월	에너지부/행정부- 리튬아메리카스	LAC 지원 구체화 논의	- LAC의 Thacker Pass Phase 1 개발 자금에 \$22.6억 대출 논의 구체화 - 정부는 10% 미만 소규모로 자본 참여 - GM, Phase 1리튬 생산량의 우선 공급권 확보 위해 LAC과 20년 오프테이크 계약 체결, '27년 말 가동 예정

자료: 키움증권 리서치

③ Debasement Trade – 전략자원으로 분산



실물자산 ETF

설정 지역	분류	티커	ETF 명	AUM (현지통화, 백만)	보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10 %	주요종목(비중, %)		
						1M	YTD	1YR		1	2	3
미국	원자재	COPX	Global X Copper Miners ETF	3,447	0.65	+3.3	+61.8	+41.4	49.0	SCCO 5.0%	LUN CN 5.0%	BOLSS 4.9%
		COPP	Sprott Copper Miners ETF	57	0.65	+2.9	+41.9	+21.7	72.0	FCX 18.7%	ANTO LN 10.1%	TECK US 8.3%
		CPER	United States Copper Index Fund	336	0.80	+5.1	+25.3	+15.2	84.5	-	-	-
		FCG	First Trust Natural Gas ETF	345	0.57	-4.6	-9.0	-4.8	42.6	EQT 4.8%	EXE 4.7%	WES 4.6%
		EMLP	FT North American Energy Infrastructure Fund	3,315	0.95	-1.8	+5.5	+10.3	44.6	EPD 7.9%	ET 7.5%	MPLX 5.0%
		REMX	VanEck Rare Earth & Strategic Metals ETF	1,380	0.58	+7.1	+80.7	+51.3	61.7	PLS AU 8.0%	ALB 7.1%	북방희토 6.8%
		XME	State Street SPDR S&P Metals And Mining ETF	2,965	0.35	+3.6	+70.2	+51.9	49.8	LEU 7.3%	UEC 5.1%	STLD 4.9%
		PICK	Shares MSCI Global Metals & Mining Producers ETF	857	0.39	+4.7	+33.1	+16.0	44.7	BHP 12.0%	RIO LN 6.8%	FCX 5.0%
		XLB	Materials Select Sector SPDR Fund	5,541	0.08	-4.4	+1.8	-8.3	63.2	LIN 16.1%	NEM 7.2%	SHW US 6.5%
	부동산/ 리츠	VNQ	Vanguard Real Estate Index Fund ETF	33,691	0.13	-2.5	+0.1	-5.3	51.3	VRTPX 14.4%	WELL 6.5%	PLD 6.0%
		XLRE	Real Estate Select Sector SPDR Fund	7,569	0.08	-2.9	+0.6	-5.3	60.2	WELL 10.1%	PLD 9.6%	AMT 7.0%
		ICF	iShares Select US REIT ETF	1,891	0.32	-1.8	+0.4	-4.8	60.8	PLD 9.3%	WELL 9.3%	EQIX 8.3%
		ITB	iShares US Home Construction ETF	2,797	0.38	-6.4	-2.9	-14.3	66.9	DHI 14.8%	LEN 10.1%	PHM 8.5%
한국	원자재	160580	TIGER 구리실물	46,064	0.83	+8.5	+17.4	+17.9	-	창고증권(구리) 91.0%	US Copper Idx 6.9%	-
		138910	KODEX 구리선물(H)	29,545	0.68	+4.1	+17.3	+10.0	-	-	-	-
		497780	KoAct 미국천연가스인프라액티브	23,035	0.50	-2.3	-3.7	-	62.5	ENB CN 11.2%	WMB 9.2%	KMI 9.0%
		003620	RISE 미국천연가스밸류체인	10,301	0.40	-3.9	-	-	88.7	ENB CN 16.0%	XOM 15.7%	TRP CN 15.6%
		415920	PLUS 글로벌희토류&전략자원생산기업	59,372	0.50	+5.3	+62.5	+51.7	66.4	REMX ETF 16.2%	PLS AU 6.6%	ALB 6.0%
		276000	TIGER 글로벌전략자원생산기업(합성H)	14,016	0.40	-1.6	+19.1	+10.0	-	-	-	-
	부동산/ 리츠	182480	TIGER 미국MSCI리츠(합성 H)	148,210	0.24	-0.9	+2.0	-4.8	-	-	-	-
		352560	KODEX 미국부동산리츠(H)	33,069	0.09	-1.9	+2.1	-5.0	-	WELL 8.5%	PLD 8.2%	AMT 6.0%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-10-31 종가 기준



Compliance Notice

- 당사는 11월 05일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- "뉴몬트", "마이크로소프트", "Global X Uranium ETF", "Amplify Transformational Data Sharing ETF", "애플", "Amplify Bloomberg AI Value Chain ETF", "iShares Gold Trust" 종목은 11월 03일, "메타" 종목은 10월 27일, "장강전력", "iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF", "SPDR Gold Shares", 종목은 10월 20일, "GE베르노바", "iShares Core S&P 500 ETF", "FORD", 종목은 10월 13일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

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