GLOBAL PORTFOLIO

2025. 11. 17.

리서치센터 글로벌주식팀

서정훈 팀장, CFA
junghun1212.seo@samsung.com

김도현 수석연구위원
dohyun3258.kim@samsung.com

김중한 수석연구위원
joonghan1.kim@samsung.com

이창희 수석연구위원
changhe01.lee@samsung.com

이영진 선임연구원, CFA
youngjin91.lee@samsung.com

유승민 선임연구원
seungmin.you@samsung.com

본 자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보 제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료는 합리적인 정보를 바탕으로 작성된 것이지만, 투자권유의 적합성이나 완전성을 보장하지 못합니다. 따라서 투자 판단의 최종 책임은 투자자 본인에게 있으며, 본 자료는 어떠한 경우라도 법적 책임소재의 증빙으로 사용될 수 없습니다.

삼성증권

차차 반영될 셧다운 해제 효과

12월 FOMC에서 금리인하가 단행될 확률은 금리선물시장에서 현재 50% 수준만을 반영 중이다. 지난달 말 까지만 하더라도 동 수치가 100%에 가까웠던 것과 비교하면, 매파적 연준에 대한 투자자들의 경계감은 적지 않을 것으로 사료된다. 실제 지난 주 뉴욕 증시가 셧다운 해제라는 반가운 소식에도 불구하고 높은 변동성을 기록했던 배경에는, 향후 한꺼번에 공개되는 일련의 경제지표들이 금리인하 구도를 지지하지 못할 수도 있다는 우려가 자리했다. 이에 앞서 다수 연준위원들은 다음달 금리인하를 쉽사리 예단해선 안된다는 신중론을 재차 설파해 온 바 있다. 기존의 컨센서스와 사뭇 다른 시나리오가 점차 부상한 것이다.

다만 연준위원들의 매파적 커뮤니케이션에 어떠한 데이터가 뒷받침되고 있는지를 따져볼 필요가 있다. 사실 10월 FOMC의 금리인하도 애초에 박빙 구도로 알려졌지만 결국 내부 의견이 인하로 모아질 수 있었던 이유는 고용시장에서 둔화 신호가 감지됐기 때문이다. 셧다운 기간 동안 공식적인 고용과 물가 지표 확인이 어려웠다는 점을 고려하면, 이들의 태도 변화를 이끈 뚜렷한 근거가 사실상 부재하다고 보는 것이 옳다. 오히려 ADP나 NFIB, 그리고 챌린저와 같은 민간 업체들이 집계한 고용 관련 지표들은 지난 9월에 확인된 둔화 추세가 재차 심화되고 있음을 보여줬다. 누군가는 인하의 시급성을 역설할 수도 있었던 것이다.

결국 어떠한 데이터도 확인하기 어려운 상황에서 의사결정을 내려야 한다는 부담감이 위원들의 보수적인 태도를 이끈 것으로 볼 수 있다. 지난 금요일 연설에서 금리인하에 명시적 반대 입장을 표명했던 로리 로건 댈러스 연준 총재 역시 '고용시장의 별다른 변화가 없다면'이라는 단서를 달아 두기도 했다. 지난 FOMC에서 반대표를 행사한 제프리 슈미드 캔자스 시티 연준 총재 또한 인하 불가론을 설파하면서도, 다음 FOMC에서의 의사결정은 향후 수집되는 데이터에 의해 이뤄질 것이라는 설명을 덧붙였다. 그렇다면 금주부터 시작되는 각종 지표들의 공개는 연준위원들의 인식 변화를 자극할 여지가 분명 있을 것이다.

더불어 인플레이션 압력에 대한 객관적인 고찰 또한 필요하다. 현재 전방위적인 AI 투자 확대가 미국의 경제 성장률을 강력하게 이끌고 있지만, 기저의 총수요를 광범위하게 자극한다는 신호는 아직 뚜렷하지 않다. 최근까지 집계된 각종 임금 데이터들이 지속 하향 추세에 있고, 구직자들의 자신감 역시 크게 저하된 점을 고려할 때, 최소 '임금-물가 나선효과'를 우려할 필요는 없을 것이다. 이와 함께 저유가 현상이 장기화 되고 있다는 사실 또한 상품은 물론 제반 서비스 물가 압력을 크게 낮추는 요소로 작용할 전망이다. 여기에 美 행정부는 물가 압력 완화를 위해 각종 식료품에 대한 관세를 면제하기 시작했다. (다음 장 계속)

삼성 글로벌 포트폴리오

엔비디아
알파벳
아마존
TSMC
테슬라
로빈후드 마켓츠
캐터필러
코닝
알리바바
도쿄일렉트론

EXECUTIVE SUMMARY

최근 단기자금시장에서 일고 있는 유동성 경색 또한 연준이 간과해서는 안 될 현상이다. 지난주 뉴욕 연준은 시장 유동성 조성자 역할을 담당하는 프라이머리 딜러들을 급하게 소집하여 긴급 유동성 창구(SRF, 대기성 레포 장치)에 대한 의견을 청취한 바 있다. 이는 그만큼 동 시장에 마찰적 신호가 두드러지기 시작했음을 의미한다. 12월 1일부터 양적긴축(QT)을 중단하기로 했지만, 현재의 양상을 고려하면 '더 이른 시간에', '더 강력한 조치'가 필요할 수 있겠다. 해당 맥락에서 당초 컨센서스와 달리 기준금리를 동결로 선회하는 의사결정은 작금의 타이트한 금융여건과 엇박자를 낼 소지가 다분하다.

정리하면, 지난주 시장의 변동성을 초래했던 금리동결 우려 확산은 지표 미확인에 따른 부작용으로 해석할 수 있고, 이는 셧다운 해제로 인한 경제지표 발표의 정상화와 함께 크게 누그러질 수 있다고 생각한다. 더불어 그간 시중에서 유동성을 흡수하기만 하던 美 재무부는 이제 자금 집행이 가능해지면서 유동성을 방출하는 주체로 변모할 수 있다. 현재 재무부 일반계정에는 분기 목표치인 8,500억 달러를 초과하는 1조 달러의 유동성이 축적되어 있다. 이는 1,500억 달러의 유동성이 연말 동안 풀릴 수 있다는 뜻이다. 팬데믹 당시 월평균 양적완화(QE) 규모가 1,000억 달러 규모였음을 고려하면 분명 적지 않은 금액이다.

목요일 공개되는 엔비디아 실적 발표 일정 또한 우려보다는 기대할 것이 많은 이벤트일 것으로 예상한다. 그간 엔비디아의 실적에 강력한 선행지표가 되어왔던 하이퍼스케일러들의 강력한 자본지출 동향과 대만의 미국 수출액 급증 추이를 고려할 시, 현재 엔비디아에 반영된 이익 추정치는 다소 보수적인 수준에 머물러 있다. 여기에 현재 30배 초반 수준의 P/E 레벨은 분명 부담스럽다고 보기는 어려울 것이다. 사실 증시 전반이 숨 고르기가 제법 오래 이어진 탓에, 투자심리는 생각보다 위축되어 있는 상태이기도 하다. 때문에 역발상 관점에서 주요 이벤트를 앞두고 비중확대 전략을 검토해 볼 수 있을 것이다. (서정훈)

삼성 글로벌 포트폴리오

엔비디아
알파벳
아마존
TSMC
테슬라
로빈후드 마켓츠
캐터필러
코닝
알리바바
도쿄일렉트론

PART 01

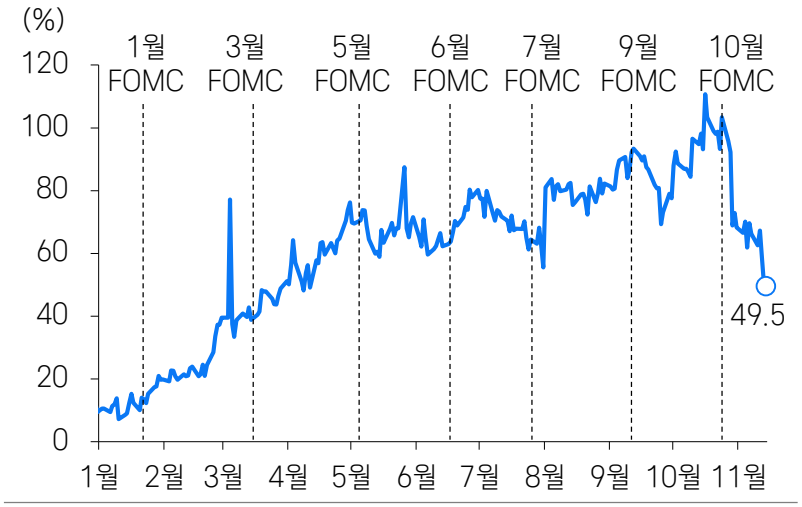
Macro & Market Issue

낮아진 12월 금리인하 기대감 – 단 연준 위원들의 발언 그리 매파적이지 않은

셧다운 해제 불구, 지난주 증시 변동성이 컸던 배경에는 12월 금리인하 기대감의 후퇴가 자리. 현재 선물시장은 단행 확률을 50%만 반영

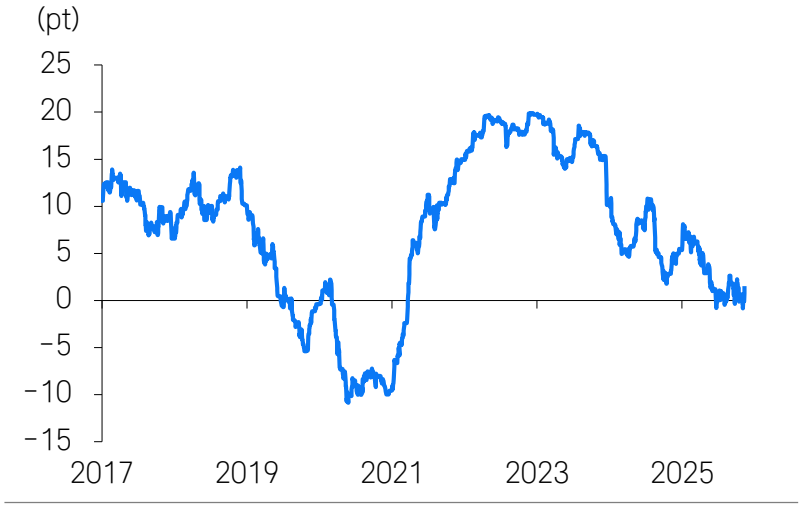
- 셧다운 해제로 인해 그간 순연됐던 경제지표가 차주 일시에 공개된다는 점이 역설적으로 투자자들의 경계감을 자극한 모양
- 사실 10월 FOMC 이후부터 주요 연준위원들의 보수적인 연설 내용이 확인되면서 금리인하 기대감이 낮아지고 있었던 상황. 그러나 연준위원들의 발언 내용을 살펴보면 '불확실성'을 강조한 것은 사실이나, 동결을 직접적으로 시사하는 경우는 부재. 실제 연준위원들의 발언을 계량적으로 분석해 보면 발언의 강도는 여전히 온건한 수준에 머물러 있는 상태

금리선물시장에 반영된 12월 FOMC 금리인하 확률 – 현재 절반만 반영



참고: 연방기금금리 선물가격 반영 기준
자료: Bloomberg

연준위원들 발언을 토대로 분석한 심리 지수 – 아직 온건한 톤에 머무르는 중



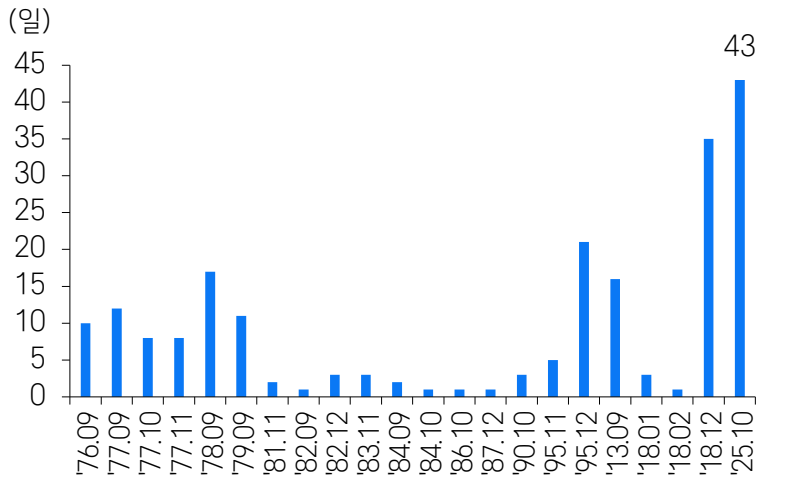
참고: Bloomberg Economics Fed Sentiment Index – Natural Language Process Model 기준
자료: Bloomberg

연준위원들의 모호한 태도는 경제지표 확인과 함께 보다 명확해질 전망

최근 관세와 관련된 불확실성이 완화 되었음에도 불구하고, 전체 경제 정책에 대한 불확실성이 높게 평가된 이유는 셧다운의 장기화 여파

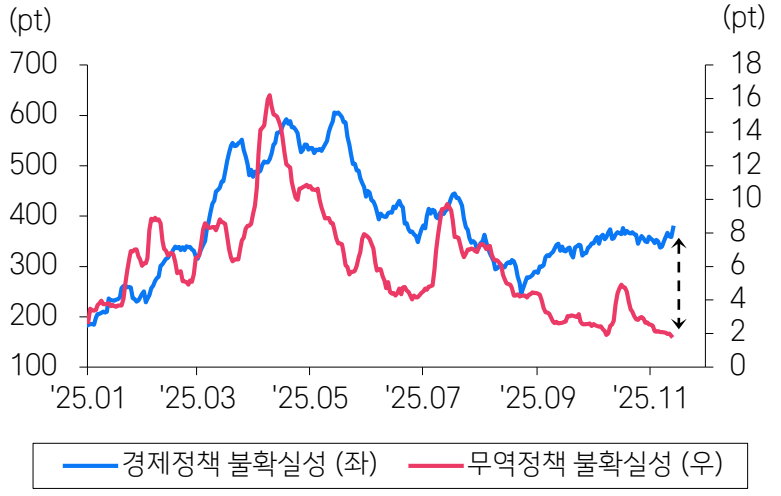
- 역대 최장 기간의 셧다운 여파로 그 동안 미확인된 경제지표의 수는 전례가 드문 수준까지 증가. 이는 당연히 통화정책 수립에 큰 제약
- 다수 연준위원들은 경제 지표 미확인에 따른 불확실성이 금리인하의 제약 요건이 된다고 설명. 따라서 금주부터 순연되어 공개되는 경제 지표들이 예상 범주에서 크게 벗어나지 않는다면, 연준위원들의 금리인하에 대한 태도 역시 보다 전향적으로 변모 가능

역대 美 정부 셧다운 기간 비교



자료: Bloomberg

전체 경제정책 불확실성 지수와 무역정책 불확실성지수 추이



참고: 경제정책 불확실성 지수 20일 이동평균 기준
자료: Bloomberg

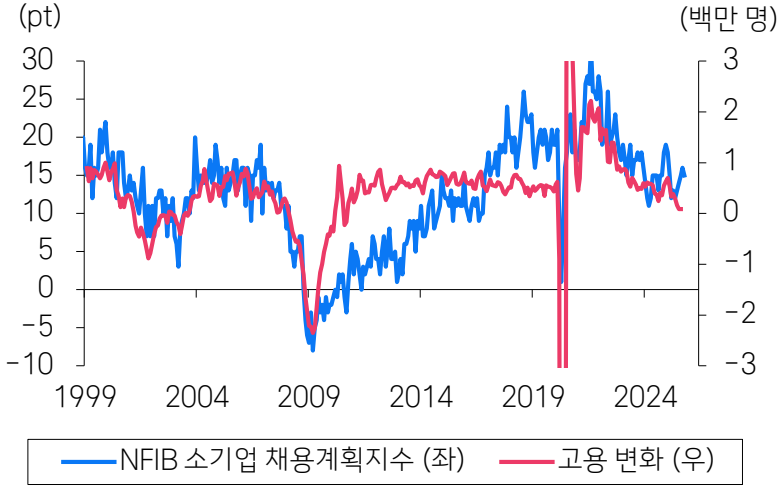
민간 단체가 집계한 고용 관련 데이터들은 금리인하 필요성을 역설하는 중

가장 최근 조사된 소기업 낙관지수의 고용 관련 항목들은 그간 美 노동부 고용지표와 높은 상관성 시현. 이들 최근 추세는 고용 둔화를 지칭

▶ ADP 민간 취업자수, ISM 고용지수, 챌린저 해고 지수 등 여타 민간 업체들이 집계한 고용 지표들의 동향은 현재 금리인하 구도를 지지

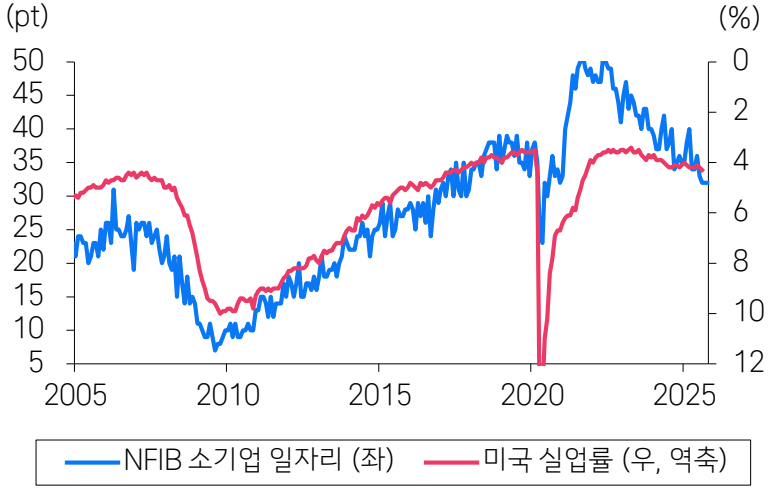
▶ 따라서 이달 내 발표될 9월과 10월 고용지표 역시 상방으로 큰 폭의 서프라이즈(고용시장 개선)를 보일 가능성은 낮다고 예상

NFIB 소기업 낙관지수 中, 향후 채용 계획과 비농업 부문 고용자수 증감



자료: 미국 비농업 고용자수 3개월 누적 전월대비 변화량 기준
Bloomberg

NFIB 소기업 낙관지수 中, 현재 Job opening과 美 노동부 실업률(역축)



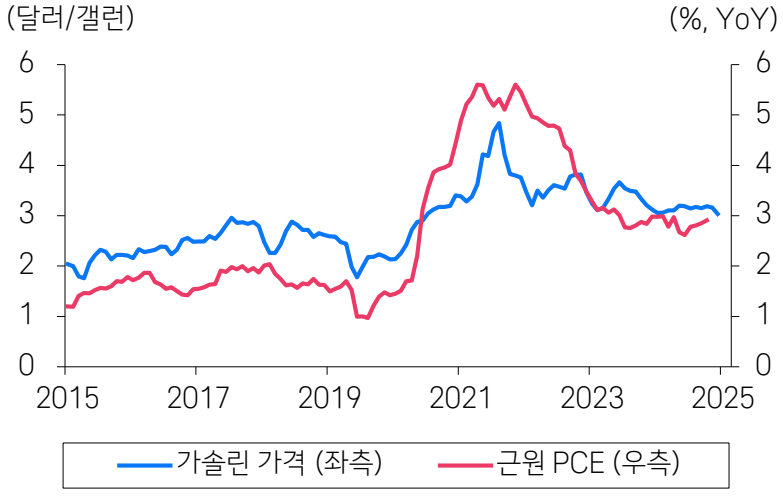
자료: Bloomberg

급격한 물가 상승 가능성 역시 제한되는 중 – 낮은 에너지 가격, 그리고 정책 의지

낮은 에너지 가격은 냉난방비와 운송비 등의 저감 경로를 통해 여타 물가까지 낮추는 효과 발휘 가능. 낮게 유지되는 유가 효과에 주목 필요

- 트럼프 대통령은 가솔린 가격을 갤런당 2달러 수준까지 낮출 수 있다고 재차 자신감을 피력. 실제 원유 증산을 통한 낮은 유가 유지는 그의 주된 정책적 목표 중 하나(Drill, Baby Drill)
- 더불어 최근 지지율 향상을 위해 물가 안정이 반드시 필요한 상황. 지난주 조치한 남미 농산품 수입에 대해 관세를 철회한 것 역시 낮은 물가를 유지하기 위한 조치로 해석 가능(and 연준의 금리인하 결정 유도)

미국 가솔린 가격과 근원 PCE 물가지수 추이



자료: Bloomberg

최근 남미산 농산품에 관세 철회를 결정한 美 정부

US to remove tariffs on some products from Ecuador, Argentina, Guatemala and El Salvador

By Andrea Shalal and Kanishka Singh

November 14, 2025 2:51 PM GMT+9 · Updated 2 hours ago

Aa

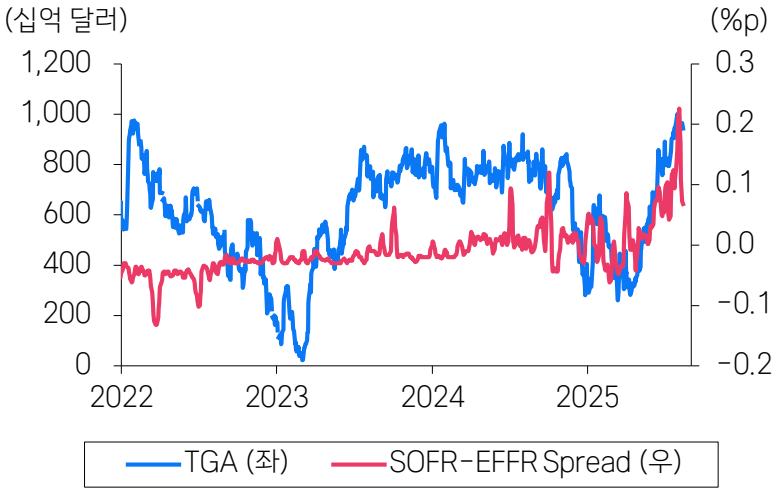
자료: Bloomberg

셧다운 해제가 일으킬 현금 유동성 방출 효과 – 단기 양적완화 효과 기대 가능

셧다운 기간 재무부의 자금 집행이 제한됨에 따라, 재무부 일반계정(TGA) 잔고는 목표치를 훌쩍 웃도는 수준까지 누적된 상태

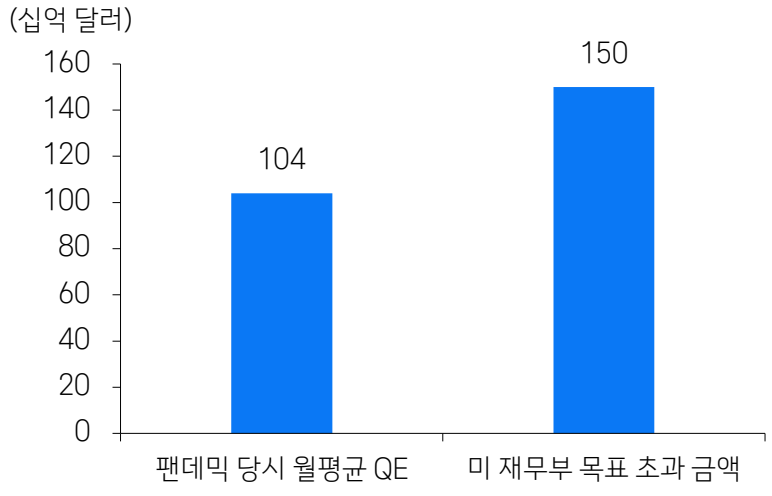
- 현재 재무부 TGA 잔고가 1조 달러이고, 분기말 목표잔고가 8,500억 달러임을 고려하면 최소 1,500억 달러가 방출될 수 있는 상황
- 최근 소비심리 위축이 두드러지고 있는 점, 추수감사절 소비시즌을 앞두고 있는 점 등을 감안하면 재무부는 적극 유동성을 방출할 것으로 예상. 과거 팬데믹 당시 연준이 집행하던 양적완화 규모가 월평균 1,000억 달러였음을 고려하면, 연말 기간 동안 재무부가 주도하는 양적완화 효과가 실물과 금융시장에 나타날 수 있다고 기대 가능

최근 단기자금시장의 경색 또한 재무부의 현금흡수가 원인 – 이제 되돌려질 것



참고: SOFR-EFFR 스프레드 5일 이동평균 기준
자료: Bloomberg

팬데믹 당시 연준의 월평균 양적완화 규모와 재무부의 목표 초과 잔고 비교



자료: Bloomberg

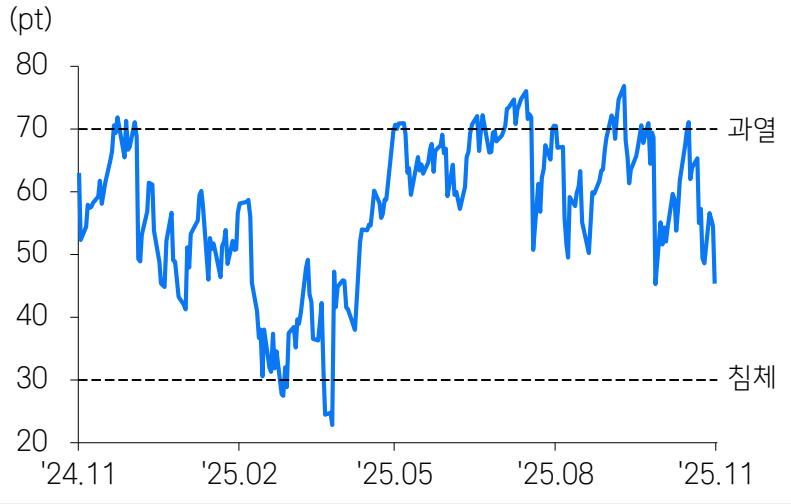
일련의 조정으로 단기 과열을 해소한 뉴욕 증시, 오히려 역발상 투자 검토 구간

금리인하 기대감 후퇴와 함께 AI 버블 논란이 지속되면서 미국 기술주 전반의 낙폭이 최근 심화된 상태. 이로 인해 과열 부담은 대부분 해소

▶ 지난달까지 7개월 연속 상승하며 과열 신호를 내비치던 NASDAQ은 최근 일련의 조정을 반복한 끝에 과매도 구간에 가까워지는 중

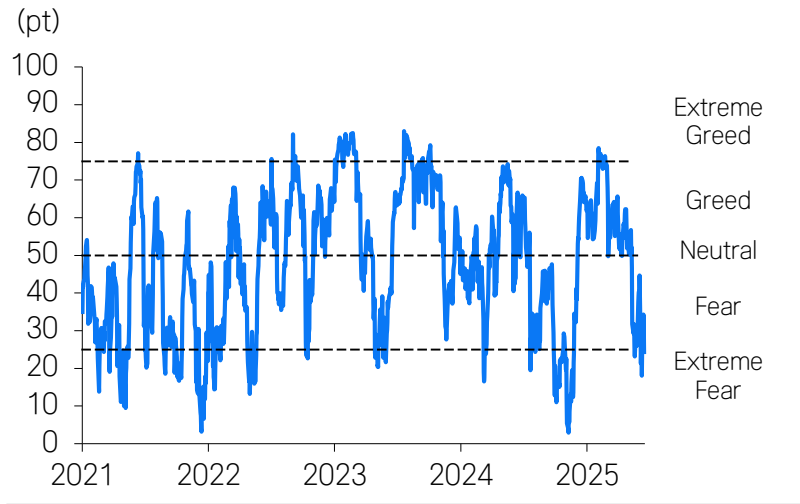
▶ CNN이 집계하는 '공포와 탐욕(Fear and Greed)' 지수의 경우 현재 과도한 공포 국면을 지칭. 역발상 관점에서 투자 기회 구간인 셈

NASDAQ의 상대강도지수(RSI) – 10월초 미중 갈등 국면 수준까지 하락



자료: Bloomberg

CNN Fear and Greed Index – Extreme Fear 구간에 위치



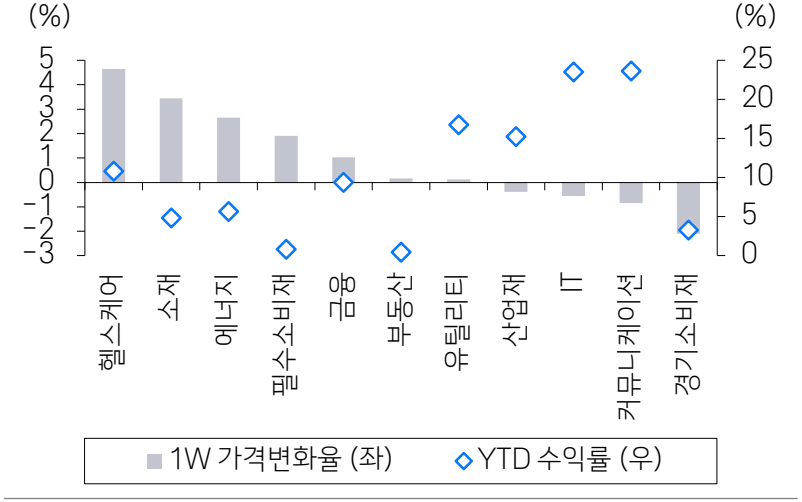
자료: Bloomberg

지수 조정 과정 중에도 순환매 흐름 나타난 부분은 긍정적 – 단 주도주 교체는 아닌

전면적인 Sell off가 아니라 그간 상대적 저성과 종목으로 매수 흐름이 나타났다는 것은 시장 위험선호가 아직 유지되는 증거 중 하나

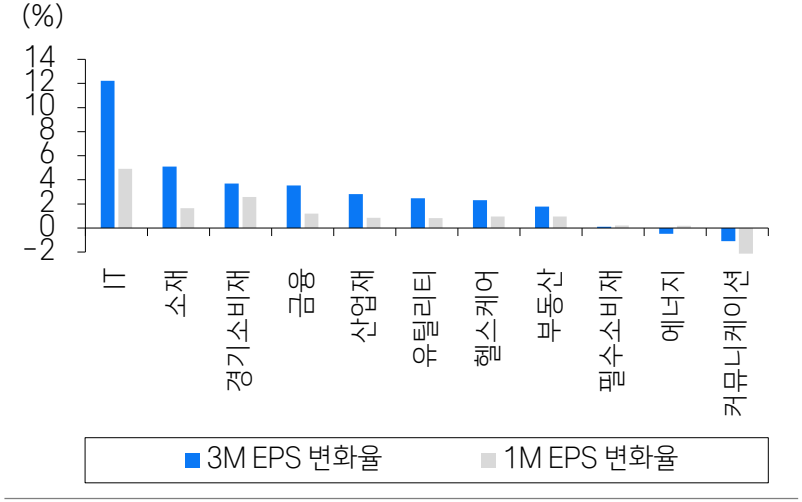
- 지난주 상대적 성과가 탁월했던 섹터는 헬스케어, 소재, 에너지 등 올해 누적 성과가 부진했던 업종. 이는 전형적인 순환매 양상
- 다만 여전히 실적 모멘텀은 테크 업종 중심으로 두드러지고 있음을 고려할 시, 이 같은 순환매가 추세화 될 가능성은 낮다고 생각

섹터별 성과 비교 – 지난 일주일간은 올해 저성과 섹터가 선전



자료: Bloomberg

섹터별 이익 추정치 비교 – 단기, 중기 관점에서도 여전히 테크 관련 업종 우위



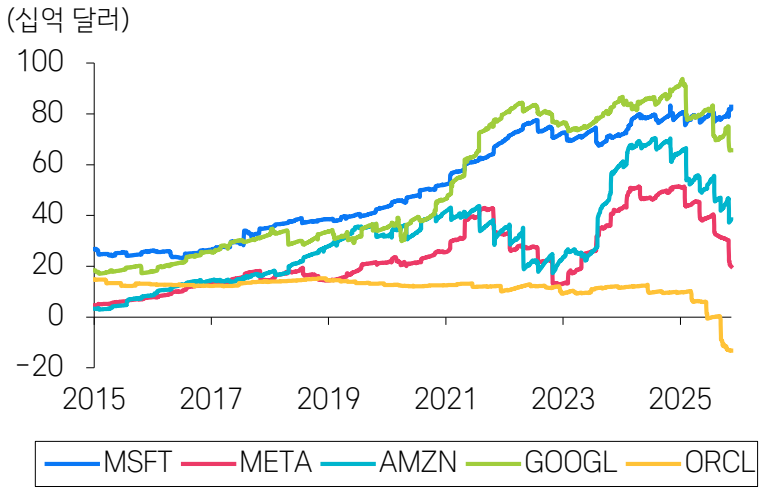
참고: 12개월 선행 EPS 변화율 기준
자료: Bloomberg

하이퍼스케일러들의 수익성 악화 우려는 과도 – 여전히 이익 추정치는 우상향

최근 막대한 자본지출 단행으로 이들의 현금흐름 상태 악화를 우려하는 이가 다수 상존하나, 아직 우려할 만한 수준은 아니라고 생각

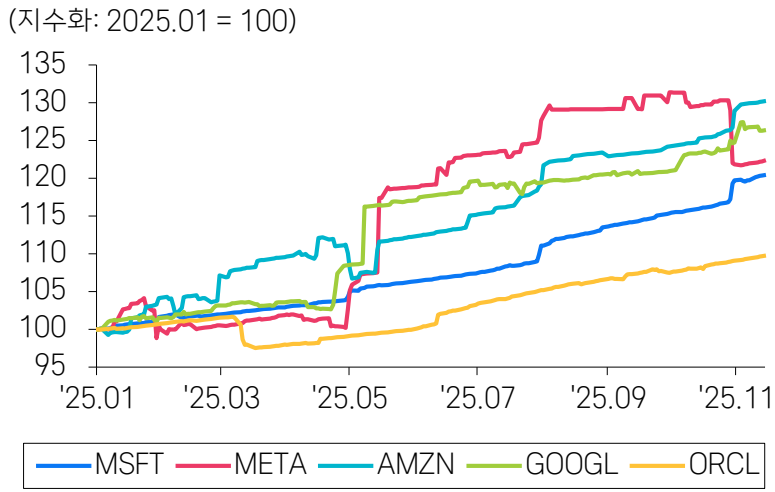
- 주요 하이퍼스케일러들의 잉여현금흐름(FCF)은 견조한 영업 현금흐름으로 인해 아직까지 넉넉한 플러스(+)를 유지하고 있는 중. 오라클의 사례와 같이 마이너스 FCF를 기록하고, 또 그 상태가 장기간 유지되는 경우가 아니라면, 수익성 악화 우려는 시기상조
- 때문에 이들에 대한 이익 추정치는 여전히 우상향 추이를 유지하고 있다는 것에 주목. 이는 이들의 투자행위가 출혈 경쟁이 아님을 시사. 오라클 역시 이익 추정치 상향이 지속되는 중

주요 하이퍼스케일러들의 잉여현금흐름 추이



자료: Bloomberg

주요 하이퍼스케일러들의 이익 추정치 추이 (2025년 기준 지수화)



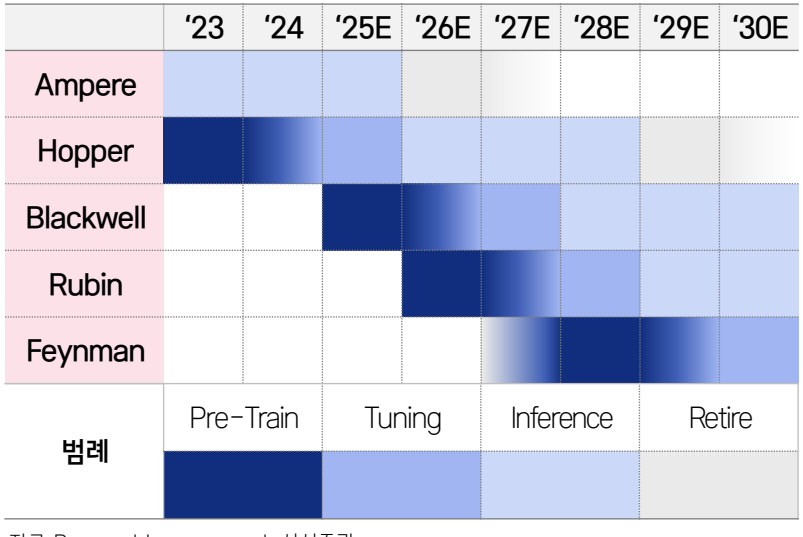
자료: Bloomberg

GPU의 짧은 수명에 대한 우려 역시 과도 – 빅테크들의 사용연한 설정은 적정

구형 GPU 모델의 경우 최적화 작업을 통해 충분히 5년 전후의 사용기간을 확보 가능. 실제 초기 GPU 모델은 8년까지도 사용하기도

- 최신 GPU는 부하가 큰 AI '훈련'에 사용되다가, 새로운 모델이 출시되면 상대적으로 부하가 덜한 추론과 Batch 영역으로 업무를 전환하는 방식으로 최대 수명 기간을 확보. 과거 마이크로소프트의 Azure에 사용됐던 V100 GPU의 경우 약 8.4년의 수명을 기록
- 따라서 현재 하이퍼스케일러들이 추산하는 5년 전후의 GPU 사용연한은 충분히 납득 가능한 수준이라고 생각. 일각에서 주장하는 분식회계는 너무 멀리 나간 주장

엔비디아 GPU의 사용연한 비교



자료: Raymond James research, 삼성증권

하이퍼스케일러들의 연도별 데이터센터 감가상각 산정 기간 추이

기업	'20	'21	'22	'23	'24	'25
META	3	4	4.5	4.5	4.5	5.5
GOOGL	3	4	4	6	6	6
ORCL	5	5	5	5	6	6
MSFT	3	4	6	6	6	6
AMZN	4	4	5	5	6	5

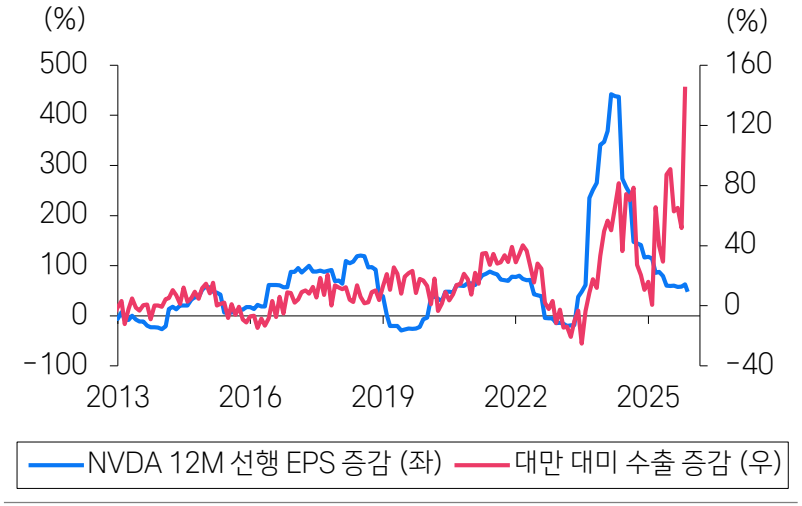
자료: Bloomberg

어쩌면 11월 최대 이벤트인 엔비디아 실적 발표 – 변곡점 계기 마련할 가능성 有

대만의 미국 수출액은 장기간 엔비디아의 실적과 큰 상관성을 시현. 최근 해당 수출액이 다시 큰 폭 증가하고 있다는 사실에 주목 필요

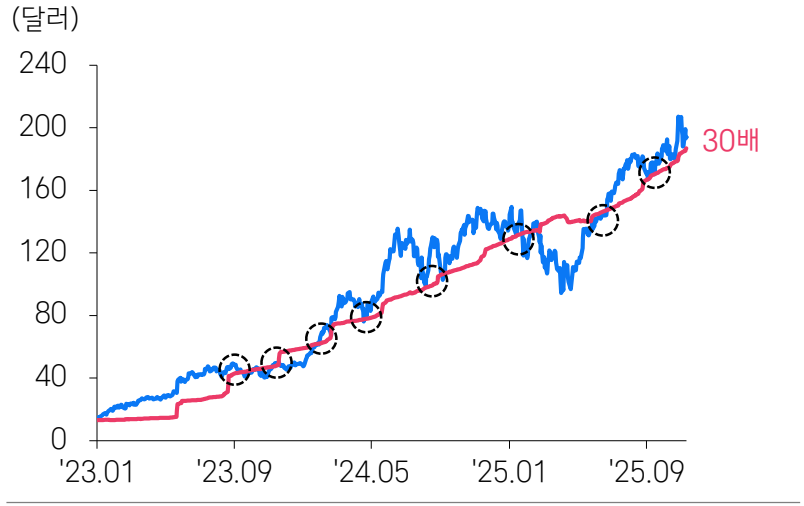
- 대만의 미국향 수출액, 하이퍼스케일러들의 자본지출 규모와 엔비디아의 실적 상관성을 고려할 때, 현재 엔비디아에 대한 이익 추정치는 생각보다 낮은 수준 → 이익 추정치에 대해 보수적으로 평가했을 가능성 상존. 즉 어닝 서프라이즈가 나타날 수 있는 환경인 셈
- 현재 엔비디아의 P/E는 30배 초반 수준. 과거 추이를 살펴보면 해당 레벨은 유의미한 비중확대 구간임을 염두에 둘 필요. 엔비디아의 긍정적 실적 이벤트가 확인된다면, 시장 전반의 센티멘트 또한 크게 개선될 수 있다고 생각

엔비디아 EPS 증감률과 대만의 미국 수출액 증감률 추이



자료: Bloomberg

엔비디아 주가와 P/E 30배에 해당하는 주가 추이



자료: Bloomberg

Issue Calendar | 11월 3주 차

17 월	18 화	19 수	20 목	21 금
미국	미국	미국	미국	미국
• 11월 뉴욕 연준 제조업지수 ★	• 10월 산업생산 ★	• 11월 NAHB 주택시장지수	• 9월 고용 보고서 ★	• 10월 기존 주택판매 ★
	• 10월 수출입물가지수	• 10월 주택착공 및 건축허가	• 11월 필라델피아 연준 제조업지수	• 11월 캔자스시티 연준 제조업지수
일본	• 주간 ADP 고용 변화	• 주간 MBA 모기지 신청건수	• 4분기 애틀랜타 GDP now 예비치	• 10월 컨퍼런스보드 경기선행지수
• 3분기 GDP 예비치	• 홈데포 실적발표 ★	• 타깃 실적발표 ★	• 주간 원유재고	• 11월 S&P Global 제조업 PMI
• 9월 산업생산			• 주간 신규 실업수당 청구건수	• 11월 S&P Global 서비스업 PMI
		일본	• 엔비디아 실적발표 ★	• 갭(GAP) 실적발표 ★
		• 10월 무역수지	• 월마트 실적발표 ★	
			중국	일본
		유로권	• 11월 PBoC 대출우대금리	• 10월 소비자 물가지수
		• 10월 소비자 물가지수		
		• 9월 경상수지	독일	영국
			• 10월 생산자 물가지수	• 10월 소매판매
		영국		
		• 10월 소비자 물가지수		
		• 10월 생산자 물가지수		

* 우리 시각 기준 (GMT+9)
* 발표 기관, 기업 및 국가 사정에 따라 변경될 수 있음

PART 02

Global Portfolio

Global Portfolio

삼성 글로벌 포트폴리오

국가	종목명	업종	종목코드	시가총액 (조 원)	편입 후 수익률		
					편입일	수익률	BM 대비
미국	엔비디아	반도체	NVDA US	6,718	01.03	31.63	18.31
미국	알파벳	플랫폼	GOOGL US	4,854	04.04	89.84	57.13
미국	아마존	이커머스	AMZN US	3,647	10.01	6.37	6.03
미국	TSMC	반도체	TSM US	5,513	10.31	-5.20	-3.64
미국	테슬라	자동차	TSLA US	1,955	10.17	-7.96	-9.01
미국	로빈후드 마켓츠	금융	HOOD US	160	09.19	-1.83	-2.87
미국	캐터필러	건설·중장비	CAT US	377	10.31	-4.02	-2.47
미국	코닝	네트워크 장비	GLW US	102	10.31	-7.88	-6.33
중국	알리바바	플랫폼	9988 HK	553	11.07	-3.25	-4.66
일본	도쿄일렉트론	반도체	8035 JP	141	09.19	24.37	17.63

참고: 2025.11.14 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

AI Trend | 상향되는 하이퍼스케일러 CapEx 전망치

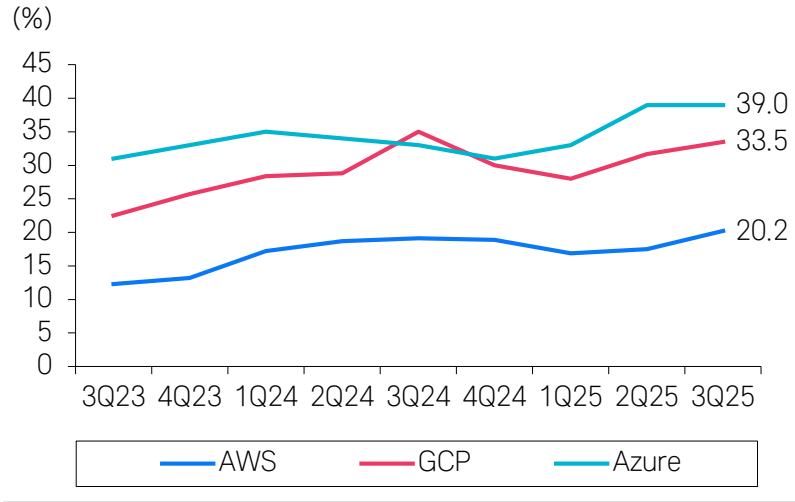
▶ **이번 분기 주요 하이퍼스케일러의 성적표는 긍정적: 마이크로소프트 Azure +39%, 구글 클라우드 +33.5%, 아마존 AWS +20.2%**

▶ **공급을 넘어서는 수요는 지속적으로 강조되고 있으며 견조한 AI 수요뿐만 아니라 클라우드 마이그레이션도 지속되는 흐름**

▶ **타이트한 수요-공급을 해결하기 위한 공격적 캐파 공급 지속되며 하이퍼스케일러 CapEx 전망치 상향되는 국면**

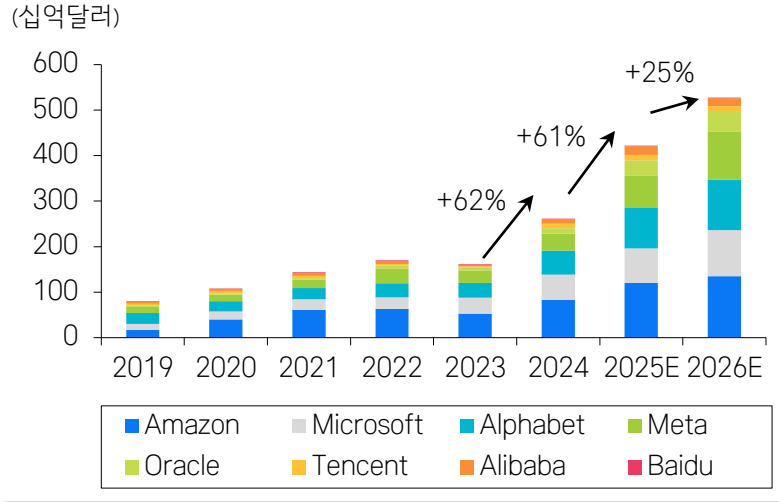
- 알파벳: '25년 CapEx 전망치 기존 850억 달러(2Q25 실적 발표) → 910~930억 달러로 상향
- 메타: '25년 CapEx 전망치 660~720억 달러(2Q25 실적 발표) → 700~720억 달러로 하단 상향. '26년도 CapEx 증가 폭 '25년 상회 전망
- 아마존: 3Q 누적 CapEx는 899억 달러 기록, '25년 연간 CapEx 약 1,250억 달러 전망. '26년도 CapEx는 '25년 규모보다 더 클 것으로 전망

하이퍼스케일러 빅3의 클라우드 부문 매출 성장률 (YoY)



참고: CY 기준
자료: 각 사, 삼성증권

글로벌 하이퍼스케일러 CapEx 전망치



자료: Bloomberg, 삼성증권

메모리 반도체 | AI가 견인하는 매출 성장 모멘텀

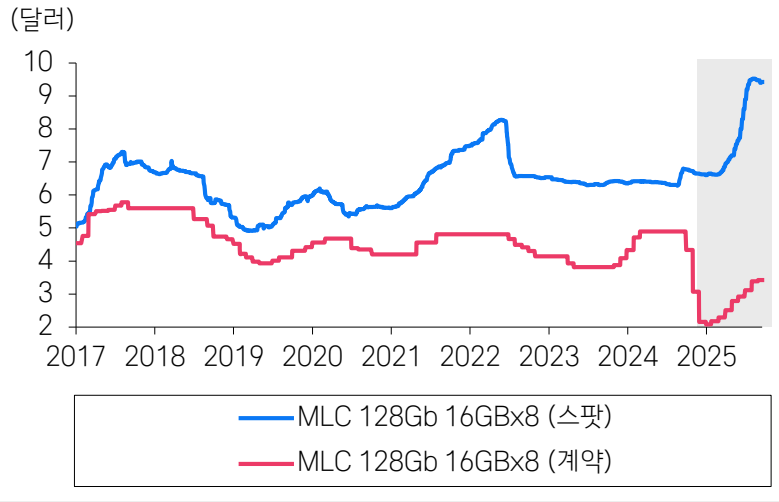
▶ 생성형 AI로 인한 데이터 폭증으로 HDD 공급 부족 현상 지속

- 웨스턴 디지털은 9월 12일 고객사에 전례 없는 수요 증가로 모든 HDD 제품 가격을 인상하고 납품 기간을 연장할 것이라고 통지

▶ NAND 수요 증가하며 메모리 반도체 가격 상승 사이클 재현 가능성

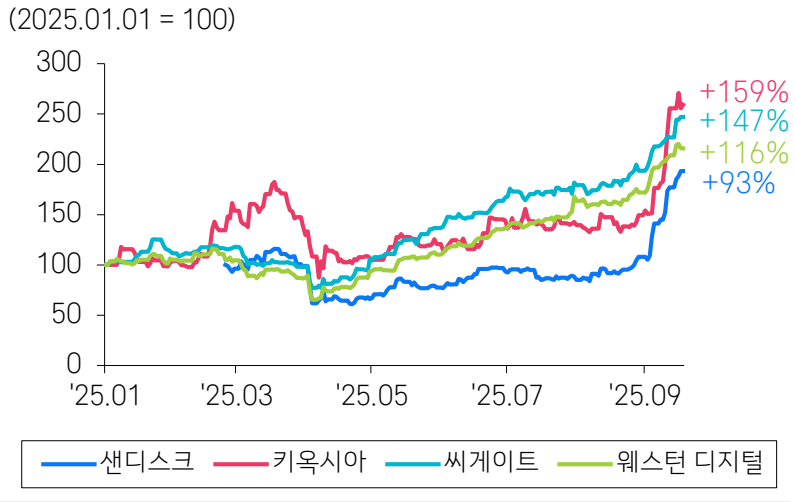
- HDD의 공급이 타이트해진 상황에서 SSD 수요 증가하며 NAND 가격 상승 요인으로 작용
- 샌디스크는 NAND 가격을 약 10% 인상하였으며, 마이크론은 수급 상황을 재조정하기 위해 일시적으로 NAND와 DRAM 견적 제공을 중단

NAND 스팟 가격 추이



자료: 삼성증권

NAND & HDD: YTD 주가 performance

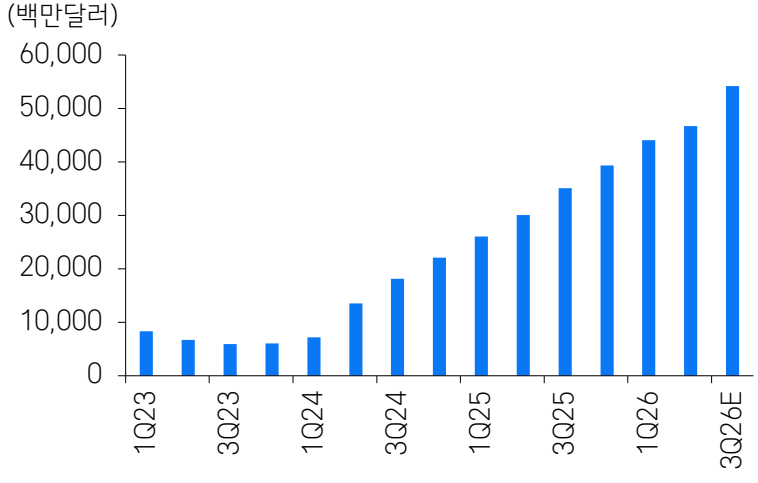


참고: 샌디스크는 상장일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

엔비디아 | 흔들리지 않는 엔비디아 칩 수요

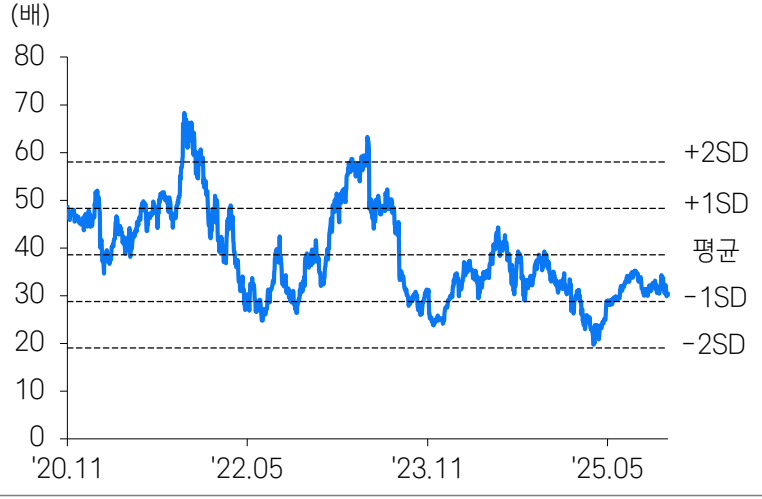
- 향후 5분기 동안 블랙웰과 루빈 GPU 누적 매출액 5,000억 달러 확보
- 젠슨 황, AI 수요 증가의 선순환을 언급하며 AI 거품 논란을 불식
  - 대규모 컴퓨팅 투자 → AI 성능 향상 → AI 도입 증가 → 수익증가 → 대규모 컴퓨팅 투자로 이어지는 AI 선순환 생태계 강조
- 최근 TSMC 연례 체육대회서 블랙웰 칩 수요가 강력하다는 젠슨황의 발언을 통해 공급을 초과하는 칩 수요 재확인
- 현재 12개월 Forward P/E 30.3배(vs 5년 평균 38.5배)로 밸류에이션 역시 여전히 매력적인 구간

분기별 매출액 추이 및 컨센서스



자료: Bloomberg, 삼성증권

엔비디아 12M FW P/E 추이

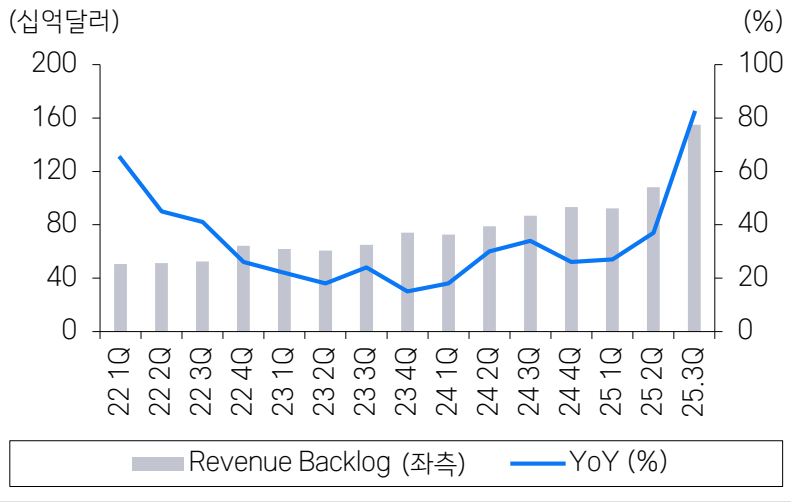


자료: Bloomberg, 삼성증권

알파벳 | 믿음에 구원으로 답하는 구글신

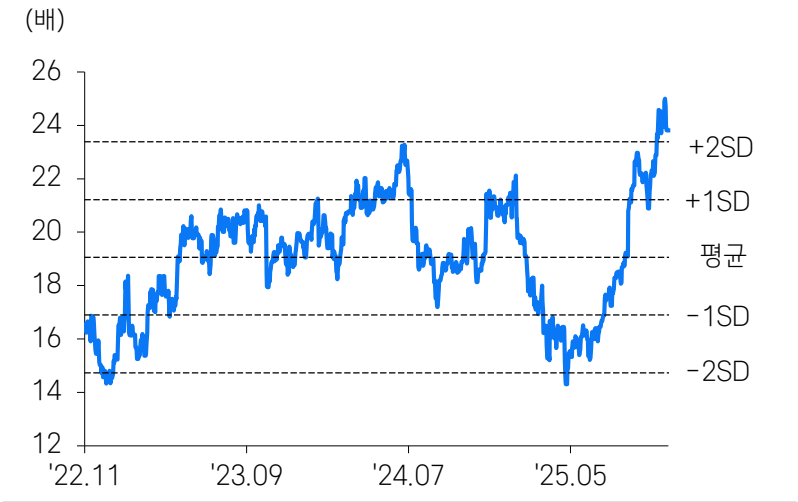
- **풀스택 AI 역량을 바탕으로 검색 광고, 클라우드 등 주요 사업 부문에서 호실적을 기록하며 주가 상승을 견인**
- **특히 구글 클라우드 백로그는 1,550억 달러로 YoY +82% 급증 (vs 25 2Q YoY +38%)**
  - 기업용 AI 솔루션 Gemini Enterprise의 폭발적인 수요로 인한 계약 증가
  - '26년까지 타이트한 공급이 해소되는 대로 클라우드 수익에 반영될 것 → 클라우드 고성장 지속
- **구글 월간 토큰 처리량이 1,300조 개를 돌파하며 압도적인 수요 확인 (5월 480조 → 7월 980조 → 10월 1,300조)**
- **현재 12개월 Forward P/E 23.8배. 연내 Gemini 3.0 출시 모멘텀을 감안하면 추가 리레이팅은 충분히 가능할 것이라는 기대**

구글 클라우드 백로그 추이



자료: Alphabet, 삼성증권

알파벳 12M FW P/E 추이

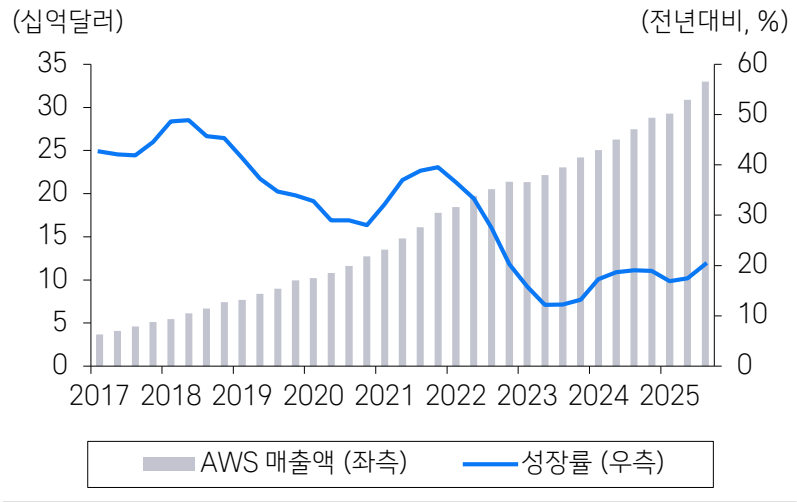


자료: Bloomberg, 삼성증권

아마존 | 다시 올라선 성장의 궤도

- **AWS 매출액 330.1억 달러(YoY +20.2%)를 기록하며 전분기 성장률(+17.5%)을 크게 상회**
  - AWS 성장률이 마의 +20% 고지를 돌파하며 리레이팅 가속화
- **AWS 백로그 또한 사상 최대치인 2,000억 달러(YoY +22%) 기록하며 공급을 초과하는 수요 확인**
  - 10월 신규 미공개 계약은 3분기 전체 계약 규모보다 크다는 점을 강조
- **트레이니움2 기반의 프로젝트 레이니어 가동 본격화와 함께 4분기 공급병목 해소에 따른 추가 가속성장 예상**
- **현재 12개월 Forward EV/EBITDA는 12.5배. 클라우드 가속성장 재개 국면에서 추가 리레이팅 가능할 것으로 예상**

AWS 매출액 및 성장률 추이



자료: Amazon, 삼성증권

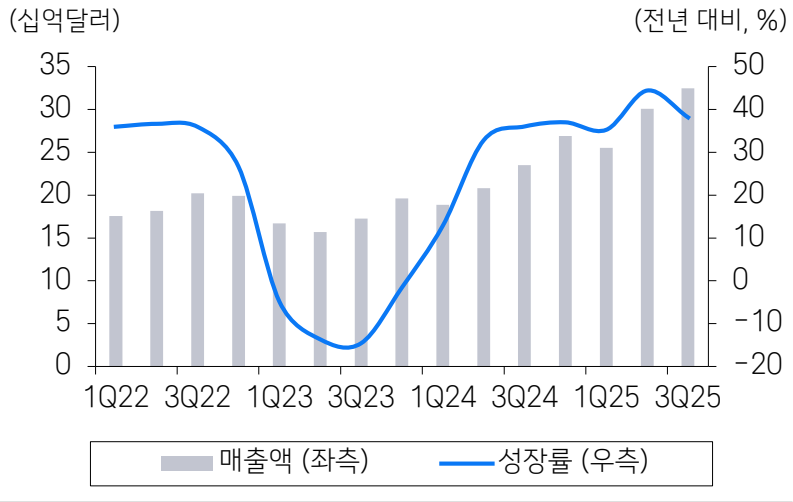
아마존 12M FW EV/EBITDA 추이

자료: Amazon, 삼성증권

TSMC | AI 인프라 사이클을 온전히 향유할 수 있는 기업

- TSMC 10월 매출 3,675억 대만달러로 YoY 16.9% 증가하며 월간 기준 최대치 경신
- 10월 매출 성장률 둔화로 AI 수요 피크아웃 우려가 불거졌으나 젠슨황이 TSMC에 웨이퍼 추가 공급 요청 소식이 전해지며 우려 불식
- 내년 반도체 파운드리 가격 최대 10% 인상 계획을 발표하는 등 AI 수요 폭증으로 공급자 우위 시장이 지속되는 국면
- 12개월 Forward P/E 24.1배로 과거 평균 대비 +0.7SD 수준까지 확대됐으나 Beat-and-raise cycle은 지속될 것으로 기대

TSMC 분기별 매출액 추이



참고: USD 기준
자료: TSMC, 삼성증권

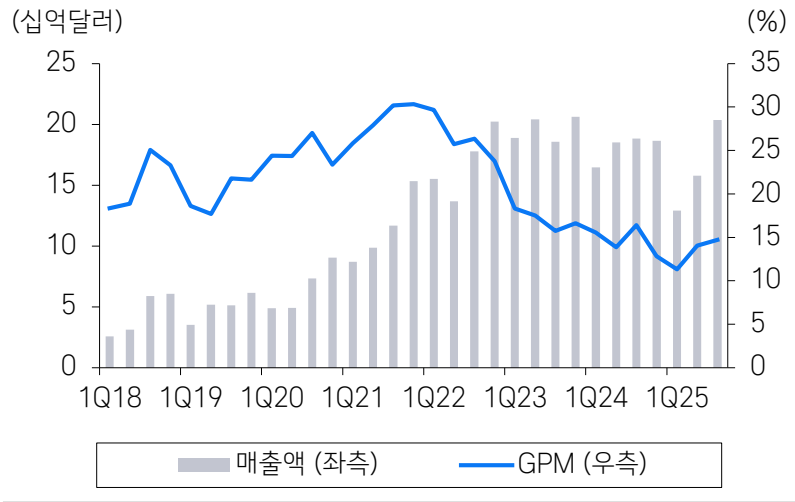
TSMC ADR 12M FW P/E 추이

자료: Bloomberg, 삼성증권

테슬라 | 일론 머스크 보상안 통과, 새로운 역사의 시작

- 이번 테슬라 추종에서 일론 머스크에 대한 보상안이 75%의 찬성률로 통과되며 시장의 불확실성 해소
- 휴머노이드 로봇 2026년 프리몬트에 100만 대 생산 체제 구축 예정.이후 1천만 대까지 확대 계획 발표
- FSD는 1~2달 이내 Unsupervised 버전으로 전환 예상. 중국에서는 2026년 2월 ~ 3월 승인될 것으로 전망
- 최근 테슬라 전기차 판매 부진에 따른 실적 불안감 고조로 주가 하락. 그러나 Physical AI 선두 기업 내러티브가 훼손되지 않았다는 점에 주목. 주가 하방을 일론 머스크 매입 단가(372~396 달러)가 지지해줄 것으로 기대

테슬라 자동차 부문 매출 및 매출총이익률



자료: 테슬라, 삼성증권

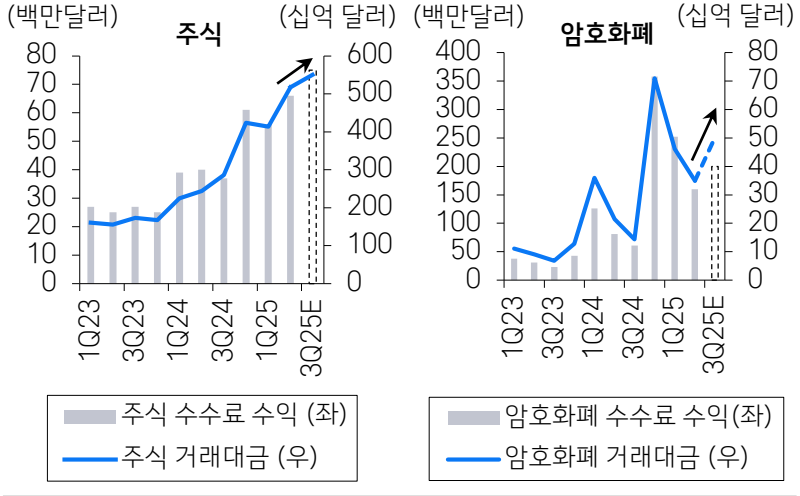
테슬라 12M FWD P/E 밸류에이션

자료: Bloomberg, 삼성증권

로빈후드 | 거래대금 호조에 따른 견조한 3분기 실적

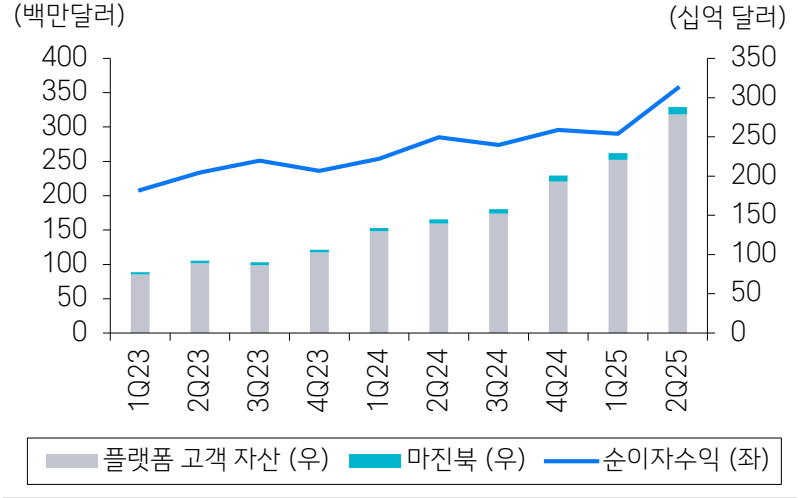
- 7~8월 일평균 주식 거래대금은 95억 달러 기록. 이는 2분기 83억 달러 대비 14% 높은 수준. 3분기 주식 거래대금 역시 전 분기 대비 25% 증가. 거래대금 증가에 따라 거래관련수익도 성장세를 보임.
- 6월 유럽/아시아 중심 영업 중인 암호화폐 거래소 비트스탬프 인수. 이에 따라 3분기 로빈후드 플랫폼 (로빈후드 app + 비트스탬프) 내 암호화폐 총거래 대금은 800억 달러를 기록하며 전 분기 대기 129% 증가.
- 안정적 수익 기반인 플랫폼 고객 자산 및 마진북의 지속적인 증가세 긍정적. 뿐만 아니라, 동사는 6월 비트스탬프 인수 및 유럽 시장에 자사 앱 및 미국 주식 거래 서비스 론칭하는 등 사업 영역 확대 중. 향후 이익 체력 다변화 성과에도 초점 필요.

주식 및 암호화폐와 거래 기반 수익 추이



자료: Robinhood, 삼성증권

순이자 수익 및 고객 자산 추이

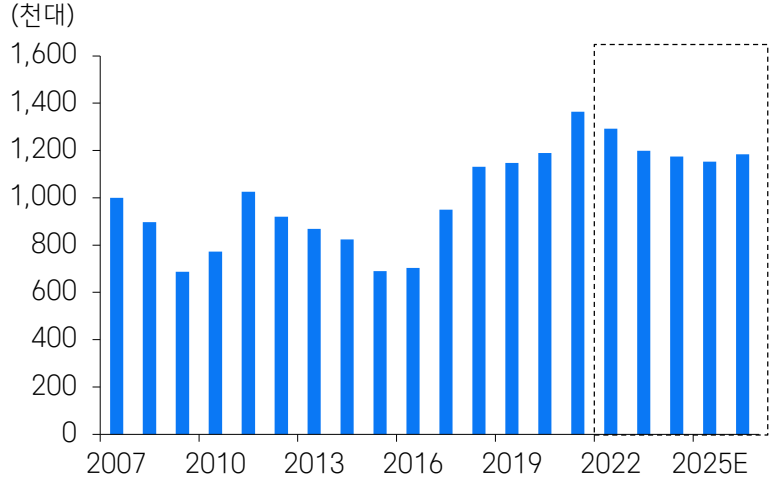


자료: Robinhood, 삼성증권

캐터필러 | 업황의 바닥이 보이는 시점

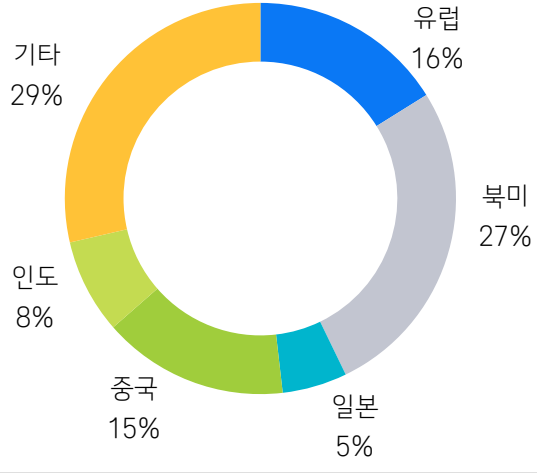
- **관세 관련 영향이 확대되고 있음에도, 시장 예상을 상회하는 양호한 3분기 실적 기록**
  - 매출이 예상을 상회하면서 고정비 부담이 완화되었고, 결국 관세 우려를 반영하고 있던 시장 컨센서스(Bloomberg)를 상회하는 실적을 발표
- **전체 건설장비 업황이 올해를 바닥으로 내년 반등할 가능성이 높다는 생각**
- **글로벌 건설장비 업황이 4년 연속 역성장 했다는 점과 업황 주기(5년 내외)를 감안하면, 업황의 반등이 나타나도 이상하지 않은 상황**
- **전 세계 양대 시장 중 하나인 중국은 이미 판매량이 반등. 북미도 최소한 딜러들의 재고 축적 수요를 기대할 수 있을 것**
  - 캐터필러는 북미의 실질 수요(end-user)를 나타내는 리테일 판매 역시 이번 분기에 반등

글로벌 건설장비 판매 추이



자료: 삼성증권, Off highway

글로벌 건설장비 시장 지역별 breakdown



자료: 삼성증권

코닝 | 고밀도 광케이블계의 강자

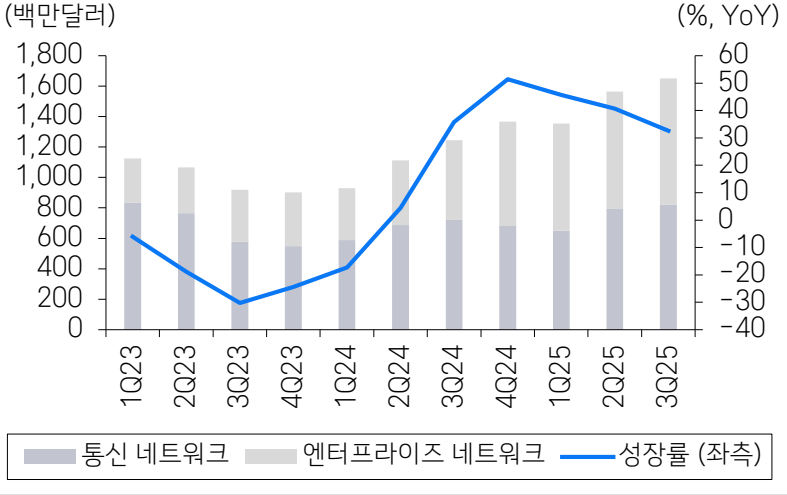
▶ **AI 데이터센터 확장으로 광통신 사업 고성장 지속**

- ① 랙 내부 (Scale-up), ② 랙 간 (Scale-out), ③ 데이터센터 간 (Scale-across) 연결 수요가 모두 늘어나며 광케이블 수요도 확대
- 동사의 광통신 부문 3Q25 매출은 YoY 33% 증가. 이 중 데이터센터향 매출을 포함하는 엔터프라이즈 네트워크 매출은 YoY 58% 증가

▶ **디스플레이·특수 소재 사업이 창출하는 안정적 현금흐름으로 고성장 사업에 재투자, 압도적 기술 우위 유지**

▶ **현재 주가는 12개월 Forward P/E 30.1배 수준으로 광통신 부문 비중 확대에 따른 리레이팅 구간에 진입했다고 생각**

광통신 사업 매출 추이



자료: 코닝, 삼성증권

12개월 Forward P/E 추이

자료: Bloomberg, 삼성증권

알리바바 | 중국 AI의 무서운 발전 속도

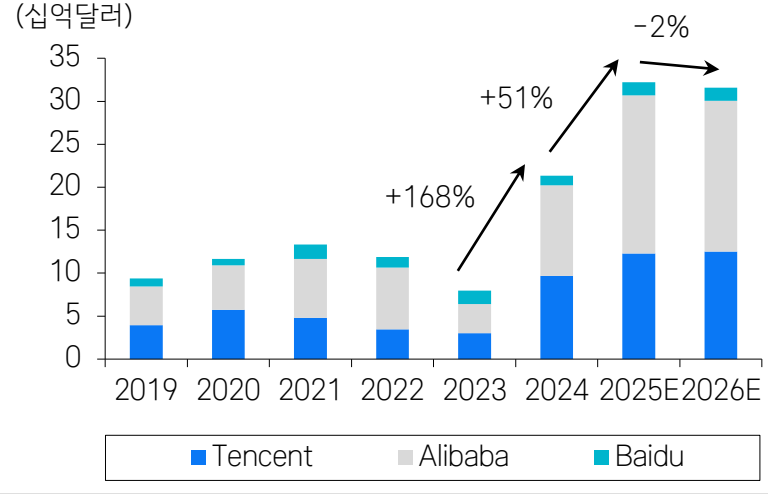
▶미국을 무섭게 추격 중인 중국 AI

- AI 모델 성능 기준 중국은 미국의 한 발자국 뒤에 위치하지만, 미국의 발전에도 격차는 벌어지지 않고 유지 중.
- 오픈소스 기반으로 자생적 생태계 발전과 Global South 침투를 도모. 학습 및 추론 과정의 효율성 추구 전략. 알리바바는 탑티어 모델 보유

▶CapEx 추가 상향 기대감 유효

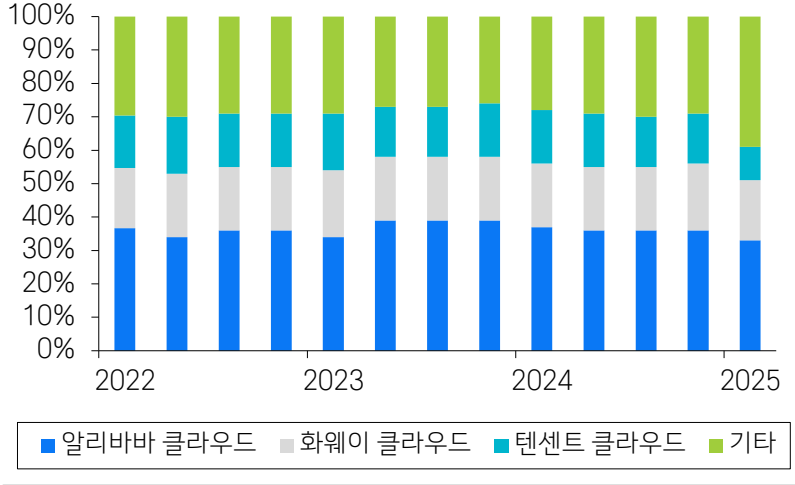
- 공급 대비 수요가 높은 상황 속 공격적 캐파 투자 의지 피력. 미국 빅테크와 유사. 다만 현재 컨센서스(Bloomberg)는 26년 둔화를 가정.
- Capex Intensity(CapEx/매출) 기준 미국 기업(20% 초 중반) 대비 중국 기업(한 자릿수 후반~10% 초반)의 업사이드 존재
- 첨단 반도체 규제가 변수지만, 지속적으로 자체 국산화 반도체 확보 노력 지속. 모델 구축 과정에서도 국산 반도체 활용을 염두

중국 하이퍼스케일러 CapEx 전망



자료: Bloomberg, 삼성증권

중국 클라우드 인프라 산업 점유율 추이



자료: Canalys, 삼성증권

도쿄일렉트론 | AI 반도체 수요 확대로 연간 전망치 상향

▶AI 반도체 수요 확대로 FY26 연간 전망치 상향 조정

- 10월 31일 FY26 2Q 실적 발표에서 AI 반도체 수요 확대에 따라 FY26 연간 전망치 상향 조정
- 매출액 2조 3,800억엔(7월 예상치 + 300억엔), 영업이익 5,860억엔 (7월 예상치 + 160억엔), 순이익 4,880억엔(7월 예상치 + 440억엔, 보유 주식 매각에 따른 특별이익 반영)

▶HDD 수요 증가에 따른 대체재로서 eSSD 생산 확대 부각

- AI 수요 증가가 스토리지까지 확대되며 HDD 수요 급증, 타이트한 공급으로 QLC 기반 대용량 eSSD가 HDD 대체재로 부각.
- 데이터센터 및 AI 서버용 eSSD에는 고성능 낸드가 필요함에 따라 이에 따른 수혜 기대

주요 장비별 매출 및 시장 전망

자료: 도쿄일렉트론, 삼성증권

도쿄일렉트론 12개월 Fwd PER

자료: Bloomberg, 삼성증권

Global Portfolio

삼성 글로벌 Watch List

국가	종목명	티커	섹터	Valuation (배)	YTD (%)	투자 포인트
미국	마이크로소프트	MSFT US	소프트웨어	29.9	21.0	• 오픈AI 파트너십 업데이트로 불확실성 해소. Azure 성장률은 여전히 높은 수준 • 네오 클라우드 계약을 통해 캐파 공백을 채우는 중. 에이전틱 AI 성과 기대
미국	메타	META US	플랫폼	18.7	4.1	• 막대한 현금을 바탕으로 공격적인 투자를 단행하며 AI 경쟁력 강화 기대 • 메타커넥트 2025, AR 글래스 '레이밴 디스플레이' 공개하며 Agentic AI 웨어러블 선두 주자임을 입증
미국	브로드컴	AVGO US	반도체	36.2	47.7	• 반도체 및 소프트웨어 기반의 안정적 포트폴리오 • AI 및 데이터센터 수요 증가의 대표 수혜 기업
미국	램 리서치	LRCX US	반도체	28.9	105.3	• NAND 공정 업그레이드 수요 확대 국면 속 수혜 기대 • 반도체 장비 관련 규제 완화 조짐에 따른 하방 리스크 축소
미국	마이크론 테크놀로지	MU US	반도체	13.7	193.3	• DRAM, NAND 가격 반등과 공급 조정 효과로 실적 개선 기대 • AI 서버용 제품 중심의 성장 모멘텀
미국	팔란티어 테크놀로지	PLTR US	소프트웨어	181.3	130.1	• 엔터프라이즈 AI 도입에서 중요한 축을 담당하고 있는 온톨로지 • 에이전틱 AI 시대에도 보유한 강점을 가지고 긍정적 모습 기대

참고: 11/14 종가 기준, Valuation은 12M FWD PER
자료: Bloomberg, 삼성증권

Global Portfolio

삼성 글로벌 Watch List

국가	종목명	티커	섹터	Valuation (배)	YTD (%)	투자 포인트
미국	클라우드플레어	NET US	소프트웨어	182.9	95.6	• 장기 성장 기회에 대한 자신감을 피력하는 실적과 가이던스 제시 • AI 추론 성장 속 MCP 서버를 선제적으로 지원하며 AI 에이전트 모멘텀 겨냥
미국	스노우플레이크	SNOW US	소프트웨어	166.4	66.5	• AI 산업 확산에 따른 데이터 플랫폼의 중요성 대두 • 코어 플랫폼 반등과 AI를 포함한 신규 기능의 침투 지속
미국	크라우드스트라이크	CRWD US	소프트웨어	118.3	57.1	• AI 산업 발전에 따른 클라우드 보안 및 아이덴티티 보안의 중요성 대두 • 사이버 보안 산업 내 벤더 통합 트렌드를 주도하는 기업
미국	데이터도그	DDOG US	소프트웨어	78.6	29.5	• AI 네이티브 고객 성장뿐 아니라 기존 고객의 사용량도 견조한 흐름 • 최대 AI 고객의 내재화 및 최적화 우려가 존재하나 이미 가이던스에 반영
미국	오라클	ORCL US	소프트웨어	30.3	33.7	• 오픈AI의 컴퓨팅 캐파 관련 파트너십을 통해 막대한 수주 잔고 확보 • 네오 클라우드 성격의 캐파 확장 전략과 빅테크 대비 앞서는 가성비 강조
미국	웨스턴디지털	WDC US	IT 하드웨어	19.0	250.3	• 차세대 HDD로 증가하는 데이터센터·클라우드 수요에 대응 • 고부가가치 제품 판매 확대와 생산 효율화 등을 통한 수익성 중심 성장 지속

참고: 11/14 종가 기준, Valuation은 12M FWD PER
자료: Bloomberg, 삼성증권

Global Portfolio

삼성 글로벌 Watch List

국가	종목명	티커	섹터	Valuation (배)	YTD (%)	투자 포인트
미국	퓨어 스토리지	PSTG US	IT 하드웨어	35.8	37.7	• 다이렉트 플래시 기술 기반의 차별화된 올플래시 스토리지 제공 • Evergreen 구독 모델 매출 확대를 통해 장기 이익 기반 강화
미국	보스턴 사이언티픽	BSX US	의료기기	30.1	15.0	• PFA(펄스장 절제술) 시장 성장 주도하며 시술 수 증가에 따른 소모품 성격의 카테터 매출 증가 중 • 지속적인 M&A를 통해 외형 확장하며 밸류에이션 부담 완화 가능
미국	비자	V US	결제	25.4	4.4	• 매크로 변동성 확대에도 필수 소비를 기반으로 한 견조한 실적 개선세 시현 • FY25년 매출 성장 가이던스 여전히 두 자릿수 제시 견조한 성장 가이던스 지속
미국	넷플릭스	NFLX US	미디어	36.2	24.8	• FY25년 실적 가이던스 상향하며 긍정적 전망 유지 • 하반기로 이어지는 대작 공개 모멘텀과 광고 사업의 꾸준한 진전
미국	프로로지스	PLD US	리츠	36.9	16.2	• 보호 무역과 관세 도입 가능성 우려로 대선 이후 물류센터 임대차 활동 증가 • 리쇼어링 정책으로 미국 내 물류센터 수요는 증가할 가능성 높으나, 공급은 2024년을 정점으로 하락세. 임대료 상승으로 이어질 것
미국	카메코	CCJ US	광산·원자력	58.7	64.9	• 원자력 발전 업스트림의 선도 기업 • 트럼프 행정부 원자력 발전 확대 정책의 수혜 기대

참고: 11/14 종가 기준, Valuation은 12M FWD PER
자료: Bloomberg, 삼성증권

Global Portfolio

삼성 글로벌 Watch List

국가	종목명	티커	섹터	Valuation (배)	YTD (%)	투자 포인트
미국	노스롭 그루만	NOC US	방산	19.6	18.9	• 미국의 전략 무기 체계를 담당하는 안정적인 사업 모델이 장점 • 차세대 전략 폭격기 개발 관련 비용 정상화되면서 수익성에 대한 우려 해소
미국	콘스텔레이션 에너지	CEG US	에너지	30.3	51.3	• 미국 원자력 발전 용량 1위 IPP (독립 전력 생산자) • AI 데이터센터향 장기 전력 구매 계약 확보를 통해 장기 성장 기반 마련
미국	셰니어 에너지	LNG US	에너지	14.7	0.1	• 북미 최대의 LNG 생산 기업 • 트럼프 행정부 에너지 수출 확대 정책의 수혜 기대
미국	GE 버노바	GEV US	에너지	47.2	75.8	• Electrification 및 Power사업의 호황 국면 지속 • 원자력/데이터 센터용 발전 설비 등은 잠재적인 성장 동력
미국	비스트라 에너지	VST US	에너지	20.9	26.7	• 유연한 전력 공급 능력을 갖춘 미국의 대표 화력발전 기업 • 미국 전력 요금 상승 추세의 대표 수혜기업 중 하나
중국	유비테크 로보틱스	09880 HK	로봇	-	126.4	• 시장 대비 Valuation Premium을 뒷받침하는 성장 잠재력 보유 • 공정 자동화 사업이 Turn Around하는 가운데 Smart Industry 사업의 호조 지속 기대

참고: 11/14 종가 기준, Valuation은 12M FWD PER
자료: Bloomberg, 삼성증권

Global Portfolio

삼성 글로벌 Watch List

국가	종목명	티커	섹터	Valuation (배)	YTD (%)	투자 포인트
일본	토요타 자동차	7203 JP	자동차	10.9	1.1	• 타카이치 재정 확대 정책에 따른 엔화 약세 국면 수혜 기대 • 미국 내 전기차 보조금 폐지로 인해 하이브리드 차량 부각
일본	키오시아 홀딩스	285A JP	반도체	11.4	511.3	• AI 추론 수요 증가에 따른 낸드 메모리 호황 기대 • '27년까지 기존 SSD 대비 100배 빠른 AI SSD 출시 예정. HBM 독주에서 NAND 병행 성장 스토리로 확장
일본	NEC	6701 JP	IT 서비스	29.7	117.9	• 정부 DX의 높은 수주 비중으로 일본 정부의 공공 기관 디지털화 추진 수혜 기대 • 유럽 디지털 3사(SWS, KMD, Avaloq) 인수 통해 해외 디지털 소프트웨어 노하우 아시아 지역으로 전개
일본	후지쯔	6702 JP	IT 서비스	21.9	49.1	• AI, 컴퓨팅, 보안 강점과 글로벌 프로토콜 논의 참여로 차별화된 성장, • Uvance 기반 리커링, 표준화율 상승으로 안정적 성장 기반 확보
일본	호야	7741 JP	IT 하드웨어	34.0	22.1	• EUV용 블랭크 마스크(Blank Mask) 핵심 공급 기업으로, EUV 첨단 공정 확대 시 구조적 수혜 가능
일본	레이저테크	6920 JP	반도체 장비	35.0	85.0	• EUV용 블랭크 마스크 결함 검사 장비에 대한 높은 글로벌 시장 점유율 보유 • EUV 공정 확산과 함께 동반 성장 기대

참고: 11/14 종가 기준, Valuation은 12M FWD PER
자료: Bloomberg, 삼성증권

워치리스트 변경은 무엇인가요?

워치리스트 편입

종목명	티커	섹터	Valuation (배)	YTD (%)
마이크로소프트	MSFT US	소프트웨어	29.9	21.0
토요타 자동차	7203 JP	자동차	10.9	1.1

참고: 11/14 종가 기준, Valuation은 12M FWD PER
자료: Bloomberg, 삼성증권

Compliance Notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 11월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 11월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
  따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관 투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA