


키움증권 

키움증권 리서치센터 | 2026년 06월 24일

KIWOOM 글로벌리서치팀 7월 Monthly

창과 방패

Global ETF 김진영 | China Strategy 박주영

US Strategy 김승혁 | US Equity 박기현

RA 조호준 | RA 한유진





美: 창과 방패_P.3

- 미국 경기는 침체와는 거리가 멀지만 소프트 랜딩을 이어가고 있음. 해당 국면 속 더딘 고용 둔화와 K자형 소비가 인플레이를 누르고 있으며, 부동산 안정과 에너지 가격 정상화가 물가 부담을 가볍게 만들. 이에 따라 Fed 긴축 스탠스가 완화될 경우 증시 상방 재료로 활용 가능. 행정부 유동성 공급 재개 역시 상승을 지지. 더불어 26Q2 컨센서스 기준 +22% 이익 성장과 사상 최고 마진(14.1%)이 예고된 만큼, 견조한 이익 모멘텀도 하단을 방어. 설령 반도체 조정이 나타나더라도 SW·금융·헬스케어로의 자금 순환이 지수 전체의 완충 역할을 수행할 것
- 다만, 위로도 뚫기 어려운 국면. 국채 발행 부담궤 장기금리 상승과 중간선거 불확실성이 조정의 빌미로 작용. 특히 SOX 쓸림이 심해 차익실현 니즈가 누적되었고, 이는 산업 선별적으로 연출될 것으로 판단. 나아가 중간선거 발 정책 불확실성 역시 증시 조정 명분으로 활용될 여지가 상존. 이처럼 상하단이 동시에 막힌 가운데 밸류에이션은 12MF PER 20~21배에 머물 전망이며, 7월 S&P500은 6,800~7,800pt 박스권으로 판단
- 차세대 GPU 발 '칩→랙' 확장으로 주도권이 발열·전력·대역폭 등 '물리적 한계 해결 역량'으로 이동. FCF 압박을 받는 하이퍼스케일러 대비, 병목을 해결하며 숫자로 증명하는 인프라(액랭·800V·ODM·광학) 수혜 집중. OpenAI·Anthropic·SpaceX 등 프론티어 AI 기업 역시 비전 단계를 지나 비용 부담과 지분 희석 리스크 검증 국면 진입

中: 본토는 승자독식, 홍콩은 전화위복 _ P.69

- 최근 2개월 경기 둔화로 정책 강도 확대 필요성이 높아졌으며, 7월 말 정치국회의를 앞두고 정책 기대감 확대 가능성 존재. 다만 견조한 수출, 기존 정책의 추가 집행 여력 등 감안 시 전면적인 부양보다는 선별적인 지원 예상. 정책 스탠스는 여전히 첨단기술 산업 중심으로 유지될 전망
- 중화권 증시는 구조적 성장 업종에 주목 필요하며, Chinext/Star50 중심 본토증시 선호. 한편 7월 MINIMAX, Z.AI 등 홍콩증시에 상장되어 있는 중국 대표 AI 기업 락업 해제 예정. 보호 예수 해제 전후 개별 종목 주가 흐름은 다양한 요인에 따라 차별화된 모습을 보이나, 전반적으로 주가에 부정적인 영향을 미치는 경향이 있는 만큼 유의 필요
- 글로벌 및 중국 빅테크 기업의 AI 투자 확대와 중국 반도체 기업 증설, 중국 반도체 기업의 상장 가속화 등으로 AI 모멘텀 지속 전망. 한편 중화권 증시의 AI 쓸림 심화 시 견조한 실적 및 밸류에이션 매력적인 CATL 주목 필요



6월 미국 Review 및 7월 전망

창과 방패



6월 미국 Review 및 7월 전망 | 창과 방패

창과 방패

- 7월 증시는 견고한 상하방 재료 기반 변동성 장세가 연출될 것으로 판단. 경기 펀더멘털 측면에서 현재 미국은 소프트랜딩 국면에 놓인 상황. 더디게 진행되는 고용 둔화와 K자형 소비는 이에 미국의 인플레이 우려를 제한. 부동산·에너지 가격 안정 효과 역시 물가 안정에 기여 중. 이에 따라 물가 안정을 우선 목표로 삼은 Fed의 긴축 스탠스가 일부 완화될 경우 강한 증시 회복 재료로 작용 가능
- 또한 5~6월 공백을 보였던 행정부의 유동성 공급 재개 가능성 역시 하단을 지지. 여기에 26Q2 컨센서스 기준 +22% 이익 성장과 사상 최고 마진(14.1%)이 예고되며, 견조한 이익 모멘텀도 하단 방어에 가세. 한편 2분기 반도체 지수가 단기 급락할 경우 자금은 소프트웨어, 금융, 헬스케어로 이동하며 섹터 순환이 발생. 이 순환은 S&P500 전체로 완충 역할을 수행하기에 증시 하단을 단단하게 만들
- 다만 상당 역시 막힌 국면. 국채 발행 부담·장기 금리 상승과 중간선거 불확실성이 단기 조정의 빌미. 특히 SOX 쓸림이 커 차익실현에 대한 니즈가 높은 시장인 만큼, 선거 계절성이 조정 명분으로 활용될 여지가 상존. 이처럼 상하단이 막힌 국면에서 S&P500 기준 밸류에이션은 12MF PER 20~21배 수준에서 머물 전망이며, 이를 토대로 7월 증시는 상단 7,800pt / 하단 6,800pt 레인지로 전망

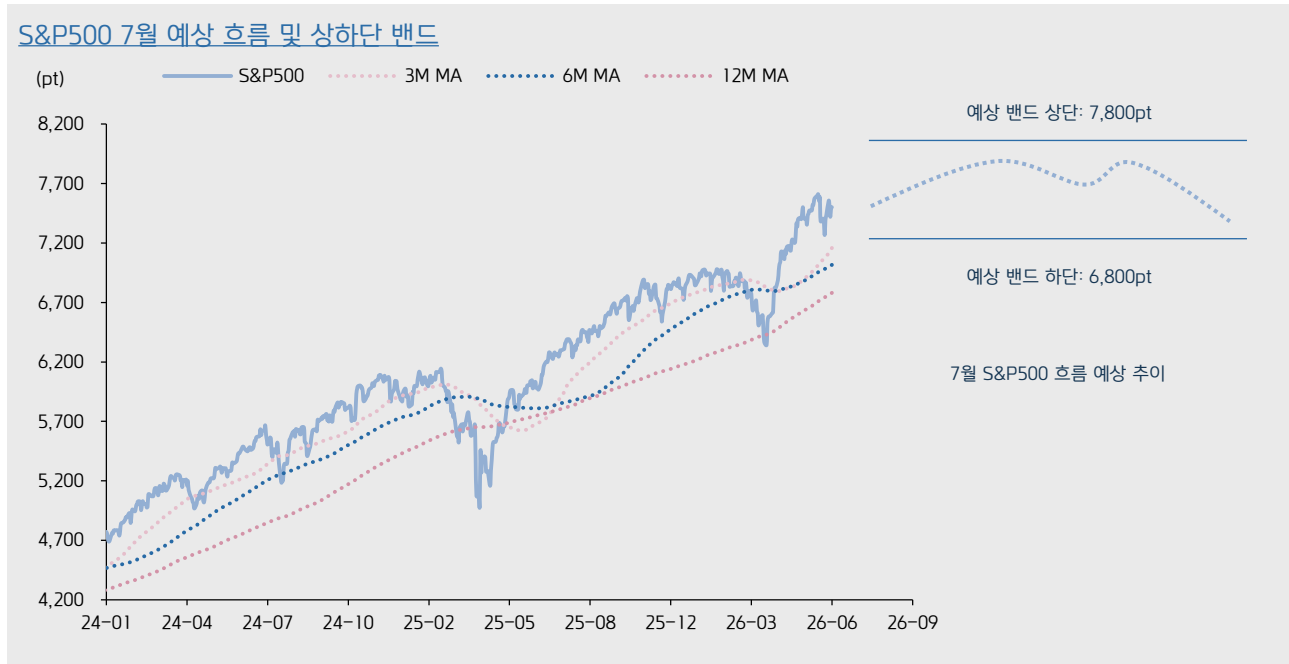
'칩'에서 '랙(Rack)'으로: AI 하드웨어 패러다임 시프트와 실적 차별화

- 차세대 GPU(Rubin, MI450)의 등장으로 연산의 단위가 '칩'에서 '랙 전체'로 확장됨에 따라, AI 생태계의 주도권은 단순 수요 유무가 아니라 발열·전력·대역폭이라는 '물리적 한계 해결 역량'으로 이동. 이에 따라 FCF 압박을 받는 하이퍼스케일러보다는, 물리적 병목을 해결해 주며 성장 가시성을 숫자로 증명해내는 액체냉각, 800V 전력, ODM 설계, 광학 네트워킹 등 핵심 인프라가 주인공으로 부각
- 사모시장에서 비전만으로 천문학적 몸값을 자랑하던 생성형 AI 거물들(OpenAI, Anthropic)의 IPO 레이스와 상장 후 변동성을 겪는 SpaceX 역시, 이제는 막대한 컴퓨트 지출 부담, 지분 희석 리스크, 보호예수 몰랑 등 가혹한 '재무적 현실성'을 검증받는 국면에 진입
- 결국 전체 시장을 관통하는 유일한 투자 기준은 'AI 인프라 고도화 과정에서 구조적 변화(액랭·800V·광학 등)에 직결된 필수재인가, 그리고 그것이 밸류에이션을 정당화할 만큼 깔끔한 실적으로 증명되는가'로 귀결
- IT - 셀레스티카(CLS), 시게이트 테크놀로지 홀딩스(STX), 암페늘(APH), 아스테라 랩스(ALAB), 루멘텀홀딩스(LITE), 램 리서치(LRCX) / 산업재 - 버티브 홀딩스(VRT)



◆ 7월 미국 증시 전망

- 고용 둔화와 부동산-에너지 안정이 물가 부담을 낮추며 Fed 완화 가능성을 높이는 환경. 여기에 재정지출 재개와 26년 2분기 이익 성장률 +22%, 사상 최고 마진(14.1%) 등은 7월 증시 하단을 지지할 전망. 반도체 조정이 나타나더라도 SW·금융·헬스케어로의 자금 순환이 완충 역할을 수행할 가능성 높음
- 다만 상단 돌파도 쉽지 않은 환경. 국채 발행 확대에 따른 장기금리 상승과 중간선거 불확실성이 제약 요인. 반도체 수출이 큰 만큼 선별적 차익실현 압력을 경계할 필요가 있으며, S&P500은 12MF PER 20~21배 수준에서 6,800~7,800pt 박스권 흐름이 예상됨

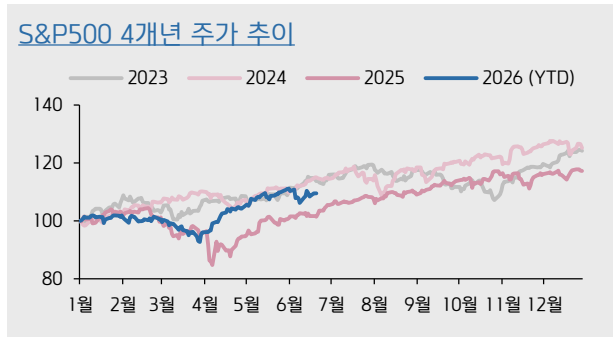


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

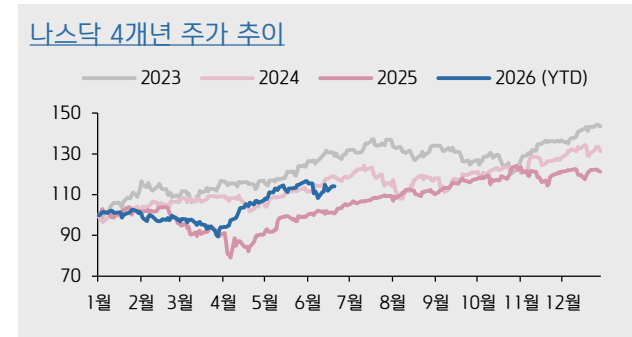


◆ 6월 시점, 4년 내 주가 위치

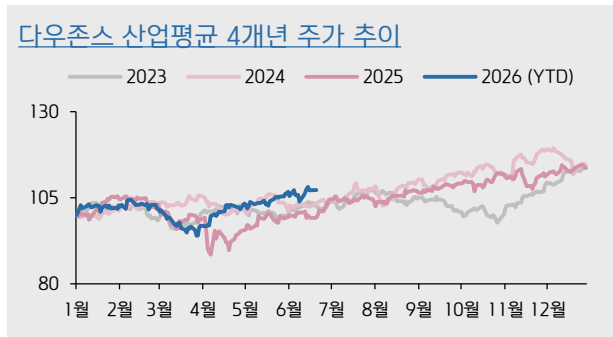
- 각 연도 연초=100 정규화 후 6월 시점 비교에서 2026년은 S&P500 +9.6%·나스닥 +14.1%로 최근 4년 6월 범위의 약 60%·47% 지점(중위권), 다우 +7.3%·러셀2000 +20.1%는 100% 지점으로 4년 내 최고
- 대형 성장주는 4년 내 평범한 수준이나 가치(다우)·소형주(러셀) 강세가 두드러지며 리더십이 넓어지는 흐름



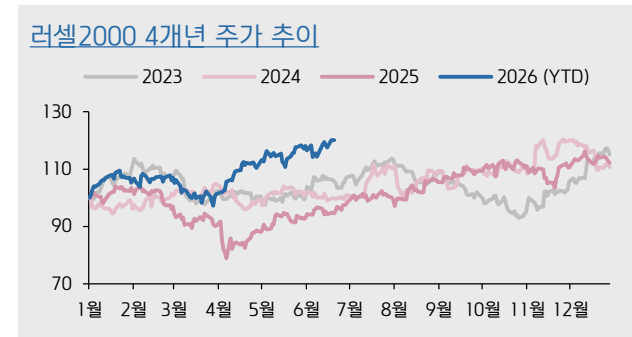
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

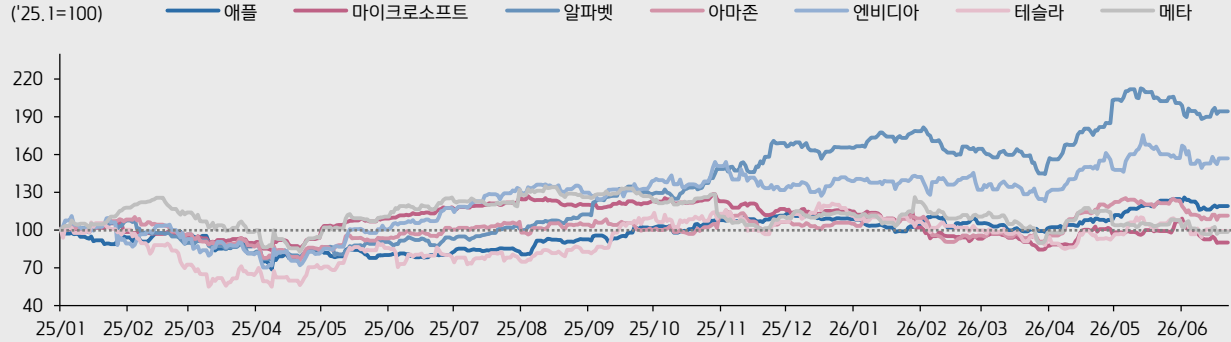


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2026년 6월 미국 증시 주요 지수·빅테크(M7) 수익률 현황 및 연도별 추이 비교

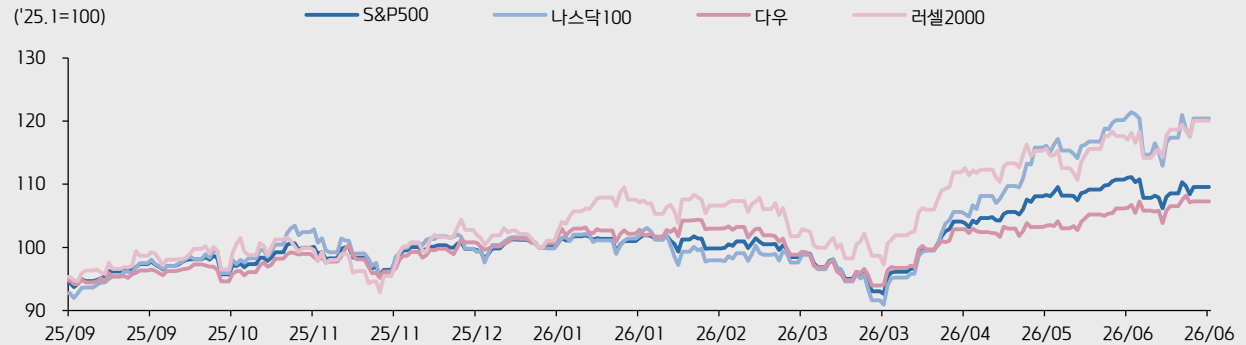


주요 빅테크(M7) 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

QT 중단 이후 미국 4대 지수 주가 추이



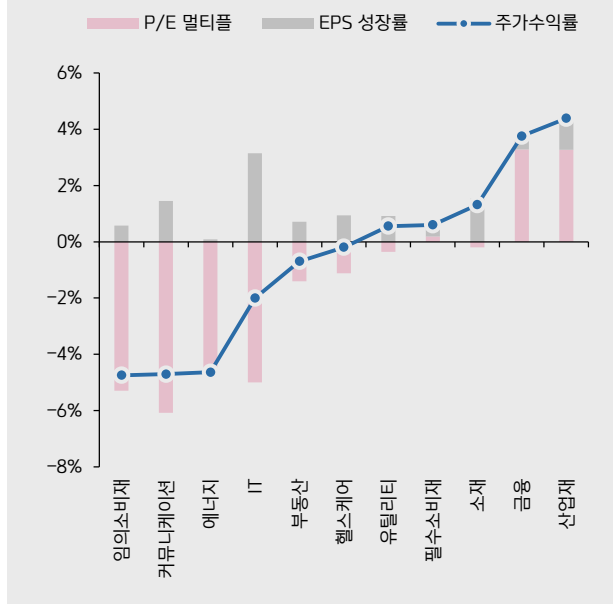
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 6월 미국 증시 섹터별 수익률 분해

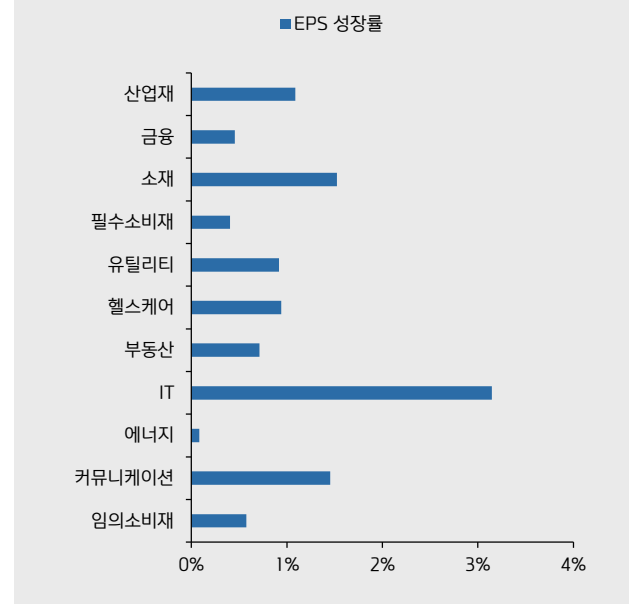
- 6월 섹터 수익률은 EPS가 아닌 P/E 멀티플이 방향을 결정. EPS 기여는 전 섹터 +0.1~+3.1%로 균일한 반면 멀티플은 -6.1%(커뮤니케이션) → +3.3%(금융)로 벌어져 수익률 격차 대부분을 설명. 밸류에이션 재평가가 6월 등락을 주도
- 하락 상위(임의소비재·커뮤니케이션·IT)는 멀티플 압축(-5.0~-6.1%)이 양(+의) EPS를 상쇄한 결과. IT는 EPS 기여 최대(+3.1%)에도 멀티플 -5.0%로 디레이팅. 금리 상승 불안 속 CapEx 부담 큰 빅테크·통신 등 고멀티플 성장군에서 차익실현이 선행되고, 금리 수혜 금융·산업재로 자금 이동

S&P500 섹터별 추가 수익률 분해 (EPS 성장 vs P/E)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

섹터별 EPS 성장률 및 P/E 멀티플 변화율 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

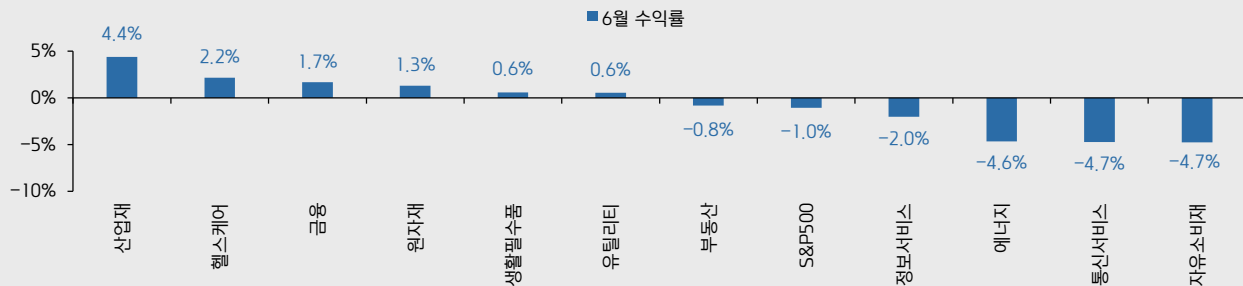


◆ 6월 산업별 수익률 분포

- 6월 산업 수익률은 산업재 +4.4%·헬스케어 +2.2%·금융 +1.7% 등 경기민감·가치가 상위, 자유소비재·통신서비스 -4.7%·에너지 -4.6%가 하위로 섹터 순환매가 산업 단위에서도 재확인. 동시에 12개월 선행 PER이 전 산업에서 2025년 대비 하향됨

GICS Level 1 기준 산업별 수익률 분포

분류	종가(pt)	변화율			PER(x)		PBR(x)		EV/EBITDA(x)		
		6월	3M	1Y(%)	2025	2026	2025	2026	2025	2026	
S&P500	산업재	1527.8	4.4%	10.3%	26.9%	27.8	23.9	7.1	6.2	17.8	15.4
	헬스케어	1765.6	2.2%	1.2%	-5.1%	15.8	14.8	2.2	2.1	16.5	14.6
	금융	1445.6	1.7%	8.3%	1.1%	19.5	19.2	4.7	3.9	12.9	11.0
	원자재	647.4	1.3%	8.1%	18.0%	22.3	20.7	6.1	5.7	14.8	13.7
	생활필수품	927.0	0.6%	1.1%	4.7%	18.2	16.5	2.1	2.0	12.3	11.7
	유틸리티	452.2	0.6%	-3.8%	11.5%	18.9	15.8	4.5	4.0	13.8	11.8
	부동산	281.1	-0.8%	5.2%	8.9%	18.4	16.9	3.1	2.8	10.4	9.4
	S&P500	7500.6	-1.0%	13.5%	25.4%	27.1	20.5	11.5	8.4	19.5	14.7
	정보서비스	6880.8	-2.0%	29.3%	46.6%	22.1	19.0	5.1	4.4	15.3	13.0
	에너지	815.2	-4.6%	-10.0%	21.0%	36.6	18.8	3.2	3.1	18.6	17.4
	통신서비스	469.9	-4.7%	7.1%	29.2%	11.6	13.0	2.0	1.9	6.0	6.3
	자유소비재	1907.8	-4.7%	8.6%	12.1%	25.6	24.5	7.0	6.0	14.9	12.9
나스닥	26517.9	-1.7%	20.0%	35.8%	29.5	22.9	7.1	5.8	18.7	14.7	



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026.06.23 기준



◆ 6월: AI 인프라·반도체로의 쏠림

- 6월 세부 업종은 은행 +8.1%·자본재 +5.9%·보험 +4.2% 등 금융·경기민감이 상위를 차지하고 반도체·장비도 +3.8%(최근 3개월 +46.5%)로 견조. 반면 소프트웨어 -15.2%가 최악이고 자동차·부품 -8.5%·통신 -7.5%·유통 -6.2%가 큰 폭 하락

GICS Level 2 기준 세부 산업별 수익률 분포

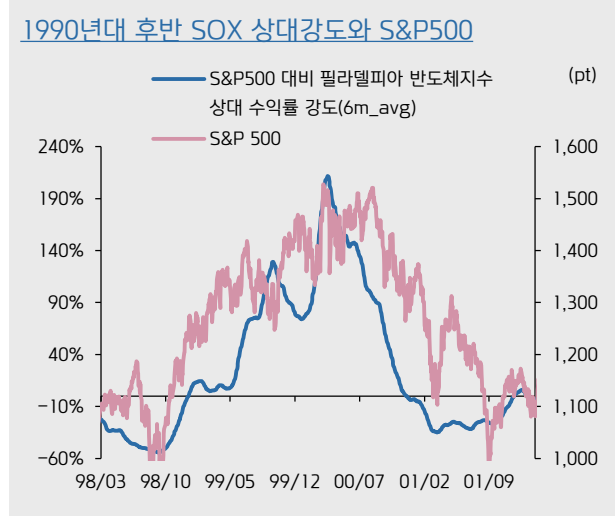
지수명	증가(pt)	1W(%)	기간별 수익률			
			6월 수익률	3M(%)	6M(%)	YTD(%)
은행	631.08	2.0%	8.1%	15.4%	4.6%	8.5%
자본재	1885.58	5.1%	5.9%	12.4%	23.8%	5.3%
보험	780.24	-1.0%	4.2%	3.1%	-4.5%	2.2%
호텔/레저	1907	2.6%	4.0%	3.7%	-4.0%	3.1%
반도체 및 장비	12419.99	6.6%	3.8%	46.5%	56.6%	4.9%
가정용품	783.52	0.7%	3.5%	3.3%	3.7%	0.8%
헬스케어	1765.56	-1.9%	2.2%	1.2%	-8.6%	1.5%
금융	1445.57	2.3%	1.7%	8.3%	-4.0%	2.4%
소재	647.38	1.4%	1.3%	8.1%	13.8%	1.2%
내구소비재/의류	340.27	-0.9%	1.1%	-2.3%	-8.9%	0.9%
식품	1090.87	-2.9%	0.6%	-2.4%	5.8%	-2.1%
유틸리티	452.2	1.6%	0.6%	-3.8%	3.7%	-1.0%
운송	1203.48	-2.1%	0.1%	10.6%	10.4%	-1.6%
하드웨어	6687.9	3.6%	-0.1%	32.1%	30.2%	1.3%
음식료 및 담배	900.98	-2.7%	-0.5%	3.5%	7.0%	-2.9%
부동산	281.09	-2.5%	-0.8%	5.2%	12.3%	-2.2%
S&P500	7500.58	1.4%	-1.0%	13.5%	10.7%	-0.3%
제약	1547.86	-3.8%	-1.5%	2.3%	0.7%	-0.3%
상업 및 전문서비스	536.87	-3.3%	-1.7%	-7.3%	-15.9%	-1.5%
엔터/미디어	2005.13	1.9%	-4.5%	9.7%	6.7%	-6.0%
에너지	815.24	-5.9%	-4.6%	-10.0%	21.4%	-5.8%
유통	5535.44	0.8%	-6.2%	12.2%	4.0%	-6.7%
통신	140.69	-4.0%	-7.5%	-15.3%	-4.4%	-8.3%
자동차 및 부품	217.75	-0.1%	-8.5%	6.0%	-15.5%	-8.9%
소프트웨어	4274.55	-3.4%	-15.2%	-0.6%	-20.3%	-6.7%

자료: Bloomberg
주) 2026.06.23 기준

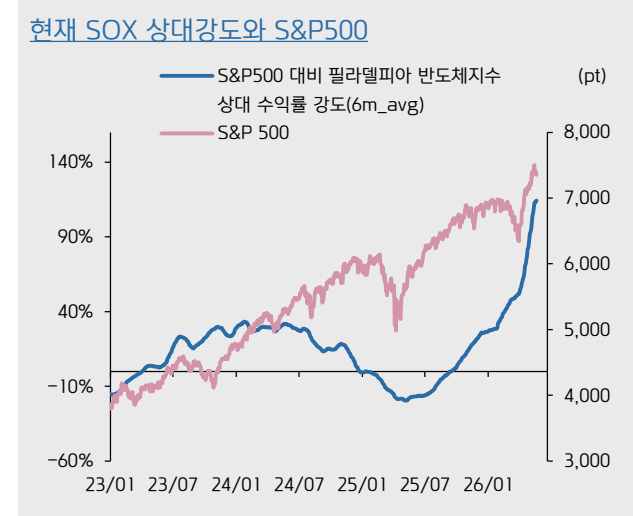


◆ SOX 상대강도, 닷컴 이후 최강이나 버블과는 구분

- S&P500 대비 필라델피아 반도체지수(SOX) 상대강도가 최근 약 130%까지 올라 닷컴 이후 가장 강한 쓸림. 2001년 이후 주요 고점 평균(41.1%)·개별 최고(60.3%)를 큰 폭 상회
- 유일하게 더 높았던 국면은 닷컴 정점(약 210%)뿐. 현재는 그 절반 수준으로, 강도는 역대급이나 버블 정점에는 한참 미달
- 닷컴은 상대강도 정점과 함께 S&P500도 고점 형성 후 동반 붕괴(실적 없는 기대). 지금은 SOX 강세 속에서도 S&P500이 신고가를 경신하고 AI 인프라·반도체 실적이 뒷받침 → 쓸림의 토대가 다름
- 강도 자체는 과열 신호이나 펀더멘털이 받치는 한 추세 훼손보다 과열 완화로 소화될 국면. 금리 상승발 차익실현도 단기 조정에 그칠 가능성



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



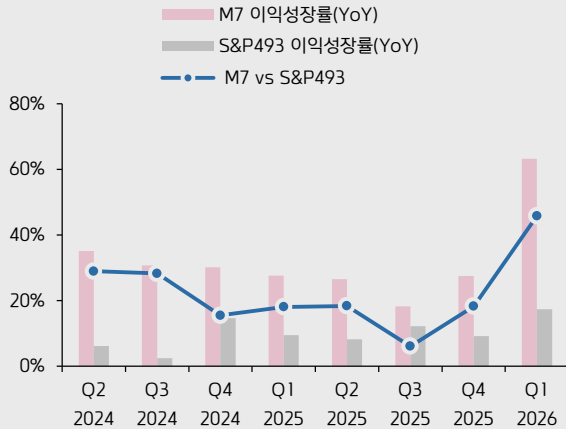
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 이익 성장이 아직은 M7에 집중된 구도

- M7 이익성장률은 Q3 2025 +18.3%에서 Q1 2026 +63.2%로 재가속, 같은 분기 S&P493은 +17.4%에 그치며 갭이 +45.8%p까지 재확대. 지수 전체의 이익 성장 모멘텀이 다시금 M7에 집중
- 섹터로 들어가면 집중도가 더 분명. IT +53.4%는 NVIDIA·Micron 제외 시 +29.0%, 커뮤니케이션 +48.9%는 Alphabet·Meta 제외 시 -4.3%로 반전, 자유소비재 +40.4% → +16.1%(Amazon 제외), 소재 +42.5% → +14.6%로 한두 종목이 섹터 평균을 끌어올리는 그림
- 지수 성장은 강해 보이지만 그 안에서 실제로 이익을 견인하는 종목은 좁고, 채권 금리 변동성이 이들에게 우선 반영되는 구간이라 종목 단에서 변동성은 평균보다 클 수 있는 환경. 다만, 시장 폭이 넓어지는 신호가 보이면 그 자체가 후속 회복 국면을 알리는 시그널

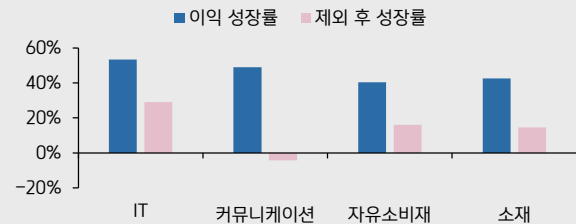
M7 vs S&P493 이익성장률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

섹터별 이익성장률, AI 종목 제외 비교

섹터	이익 성장률	제외 종목	제외 후 성장률
IT	53.4%	NVIDIA, Micron 제외	29.0%
커뮤니케이션	48.9%	Alphabet, Meta 제외	-4.3%
자유소비재	40.4%	Amazon 제외	16.1%
소재	42.5%	Metals & Mining 제외	14.6%

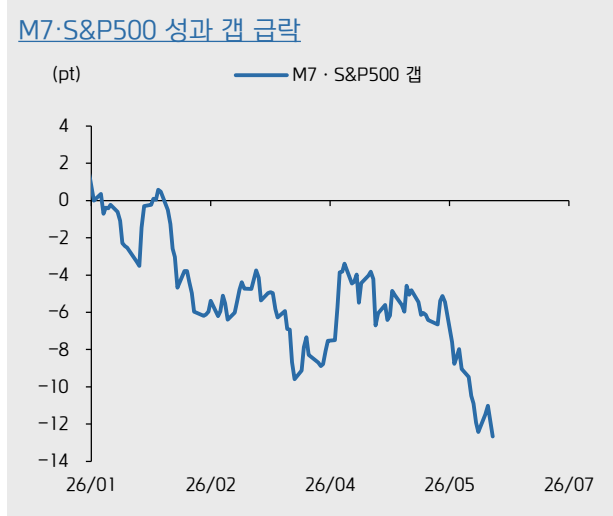


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

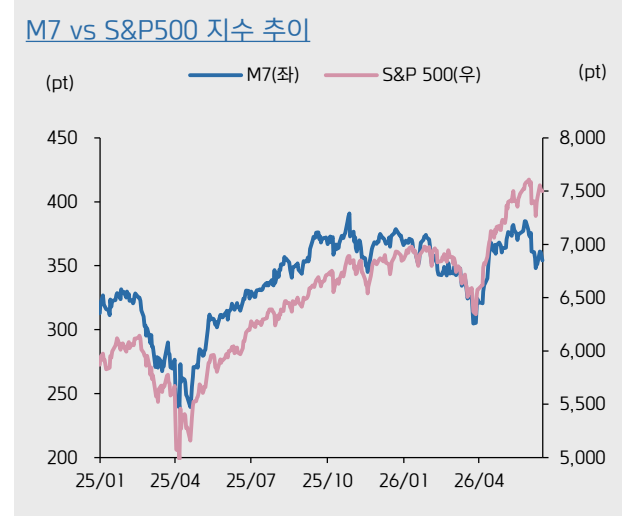


◆ 급락한 M7·S&P500 성과 갭, 이유는?

- 2026년 M7의 S&P500 대비 누적 성과 갭이 연초 0 → 최근 -12.7%p로 급락(M7 언더퍼폼). 1차 방어치는 금리 불안 속 CapEx 부담·누적수익 큰 M7의 차익실현
- 이익만 보면 M7이 여전히 우위. Q1 2026 실적 M7 +63.2% vs S&P493 +10.4%로 오히려 갭 확대(FactSet). 호실적에도 주가가 빠진 건 높은 밸류에이션에 이미 선반영된 탓
- 그 우위는 사실상 엔비디아 1종목 효과. 엔비디아 제외 시 M7 Q1 성장률은 +6.4%로 493(+10.1%)을 하회. 게다가 M7의 AI CapEx(2026년 약 \$725B 추정)가 곧 엔비디아·마이크론 등 벤더의 이익으로 전이돼 자금이 한계 이익 성장이 빠른 벤더로 이동



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

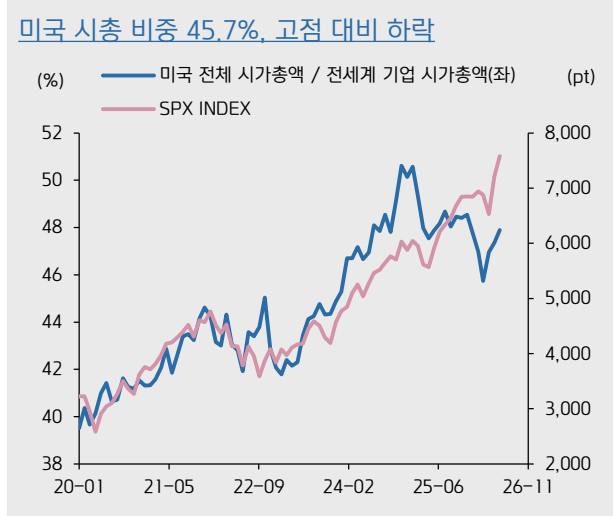


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

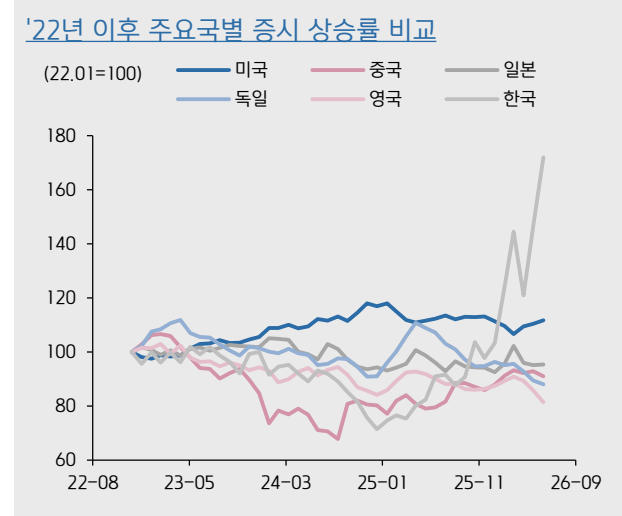


◆ 미국 비중 하락 = AI 낙수의 글로벌 확산

- 미국의 전 세계 시총 비중이 고점 약 50.6%에서 45.7%로 하락. S&P500 신고가 중에도 비중이 낮아진 건 미국 외 시장이 더 빠르게 올랐다는 뜻
- 단순 자금 이탈이 아니라 미국 AI CapEx가 해외 공급망으로 흘러간 결과. 빅테크의 GPU·메모리·장비 지출이 곧 한국(메모리)·대만(파운드리) 기업 매출이 돼 그 증시를 끌어올림
- '22초=100 기준 한국 172가 미국 112를 앞서 선두(일본 95·중국 91·독일 88·영국 81). 한국 급등의 핵심은 SK하이닉스·삼성 AI 메모리 수혜. 인프라 확보를 위한 미국, AI CapEx 수혜를 보는 한국/대만 등이 글로벌 양강 구도이며, AI 컴퓨팅이 곧 매출이 되는 시점에선 미국 중심 주도가 재개될 가능성 존재

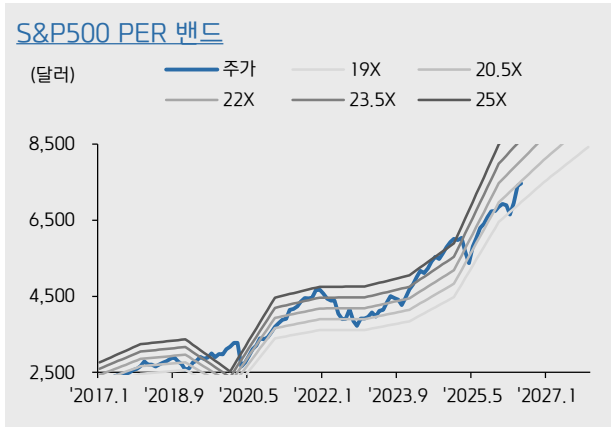


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

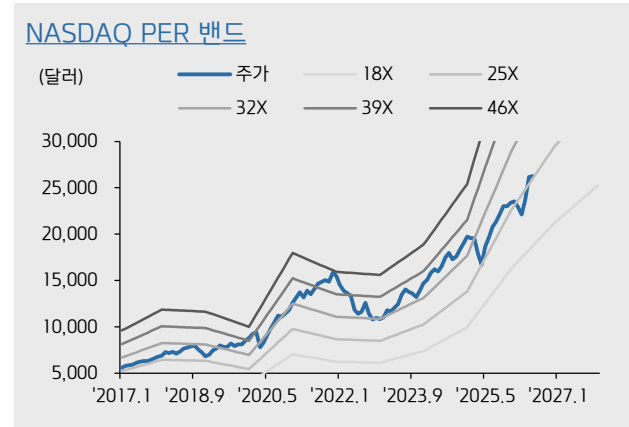


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

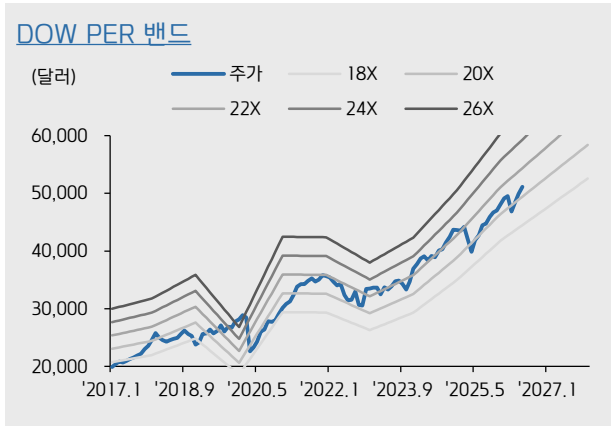
미국 주요 지수별 PER 밴드 차트



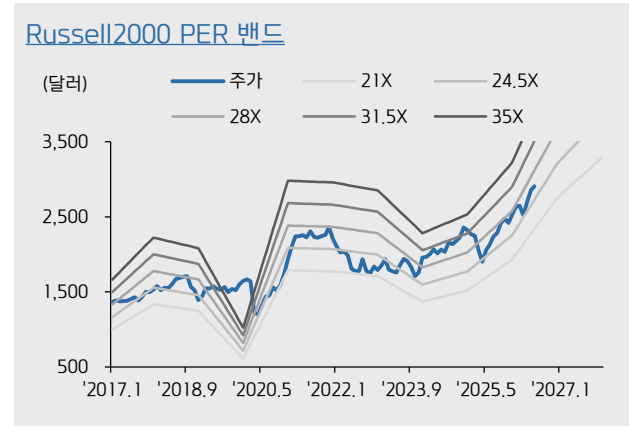
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

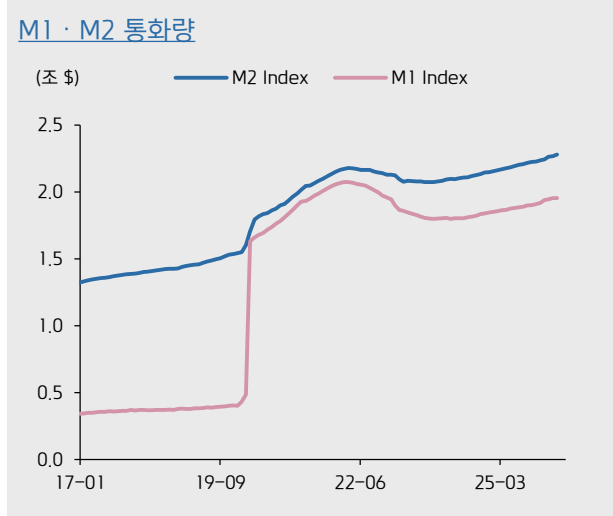


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

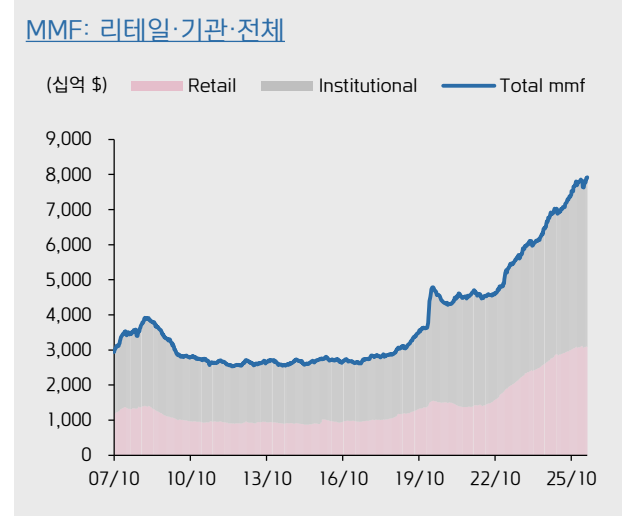


◆ M2의 의미는 '긴축 속 확장', 변수는 워시

- M2의 핵심은 단순 증가가 아니라 '긴축 속 확장'. 금리 동결·양적긴축(QT) 국면에서도 M2가 +4.7%·사상 최고 약 \$22.8조로 늘어난 건, 은행 신용·재정이 Fed 긴축을 상쇄하며 유동성을 공급했다는 신호
- 변수는 신임 워시 의장. 대차대조표를 수조 달러 축소하겠다는 구상은 기준·유동성을 흡수해 M2 확장의 역풍. 다만 '대차대조표 축소=긴축이니 단기금리는 더 내릴 수 있다'는 논리여서, 축소와 인하의 줄다리기가 M2 향방을 가름
- 머니마켓펀드(MMF)는 민간 자금이 머무는 '지갑'이자 흐름 추적계. 사상 최고 약 \$7.9조(연초 이후 약 +\$170B 순유입)로, 지정학 위기에 안전자산으로 몰린 대기성 자금. 이 지갑이 위험자산으로 풀리느냐가 다음 국면의 핵심



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

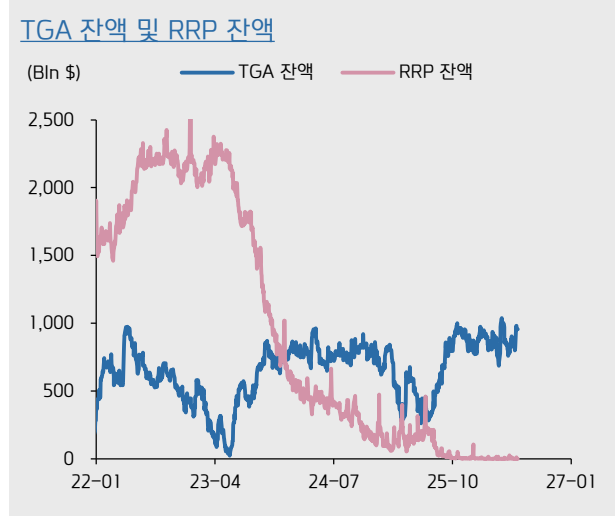


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

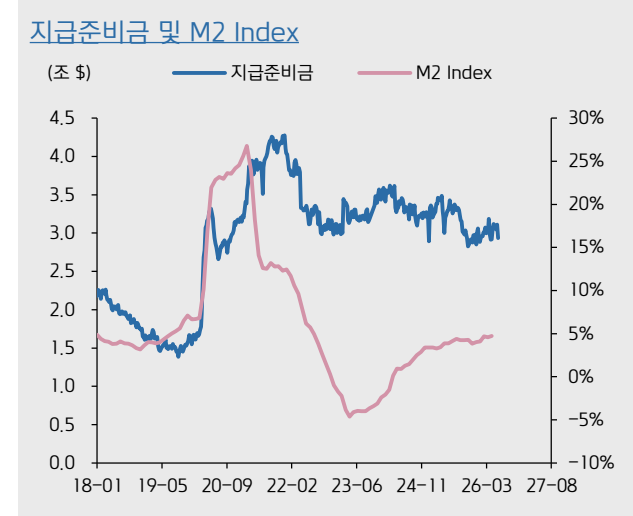


◆ 정부↔민간, 자금의 왕복을 추적

- 역레포(RRP)가 사실상 \$0으로 소진 = RRP에 잠겨 있던 민간 단기자금이 모두 시중(T-bill·MMF·지준)으로 풀림. 완충 버퍼가 사라져 정부발 자금 변동이 지준을 직접 타격
- TGA와 지준은 시소 관계. 긴장기엔 정부가 TGA를 열어 민간에 공급(지준 ↑), 휴전 후엔 TGA를 \$800B → \$957B로 재축적해 도로 흡수(지준 6/10 \$3.11조 → 6/17 \$2.94조). 자금이 '정부→민간→정부'로 왕복
- 추적의 핵심은 풀린 돈이 지금 어디 있나. 위기 때 민간은 MMF로 피신했고(MMF 사상 최고), 그 돈이 T-bill을 사며 일부는 다시 정부(TGA)로 환류. RRP 버퍼가 없어 이 왕복이 단기금리·지준을 직접 흔드는 국면. 자금이 정부로 더 빨려들지, 민간에 남아 위험자산으로 향할지가 변수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

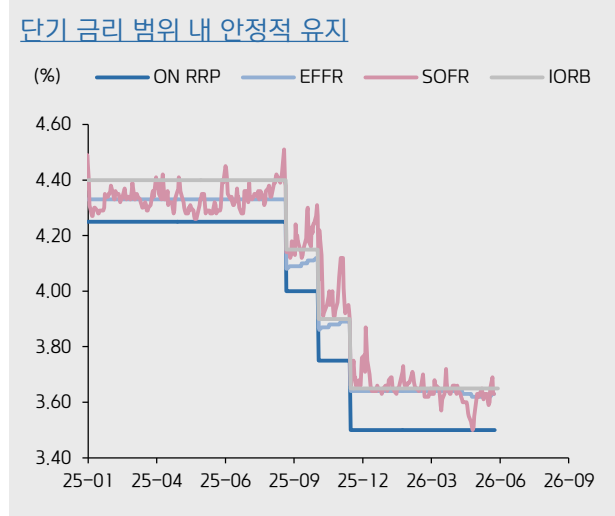


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

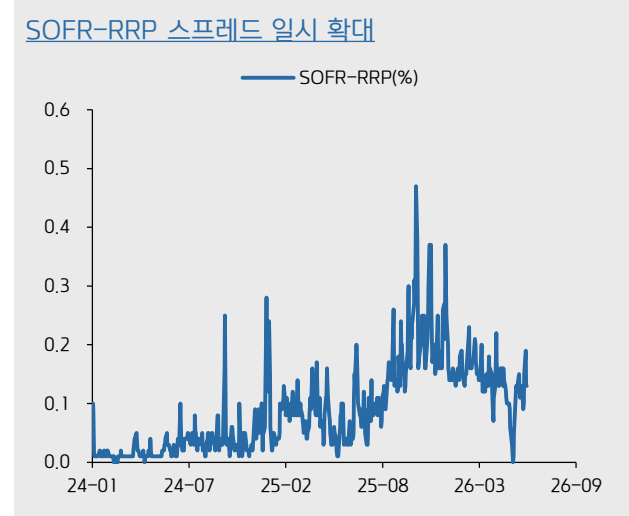


◆ 재정지출 소강에 SOFR 들썩, 위기는 아님

- 단기 금리는 정책금리 상·하단(IORB 3.65%·ON RRP 3.50%) 안에서 대체로 안정. 다만 6월 들어 SOFR-RRP 스프레드가 5월 중순 0 부근에서 13~19bp로 올라오며 결이 바뀜
- 원인은 정부 재정지출이 한 달가량 소강(TGA 재축적)을 보이며 지급준비금이 줄어든 점. SOFR가 IORB(3.65%)를 일시 상회(3.69%)한 것도 같은 맥락의 조달 압력 신호
- 아직 스트레스가 누적됐거나 단기 자금시장이 뻣뻣해진 단계는 아님. 다만 RRP 완충이 없는 만큼, 이 흐름은 Fed가 스탠딩레포(SRF) 상시 창구를 통한 유동성 공급을 염두에 두게 하는 재료



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

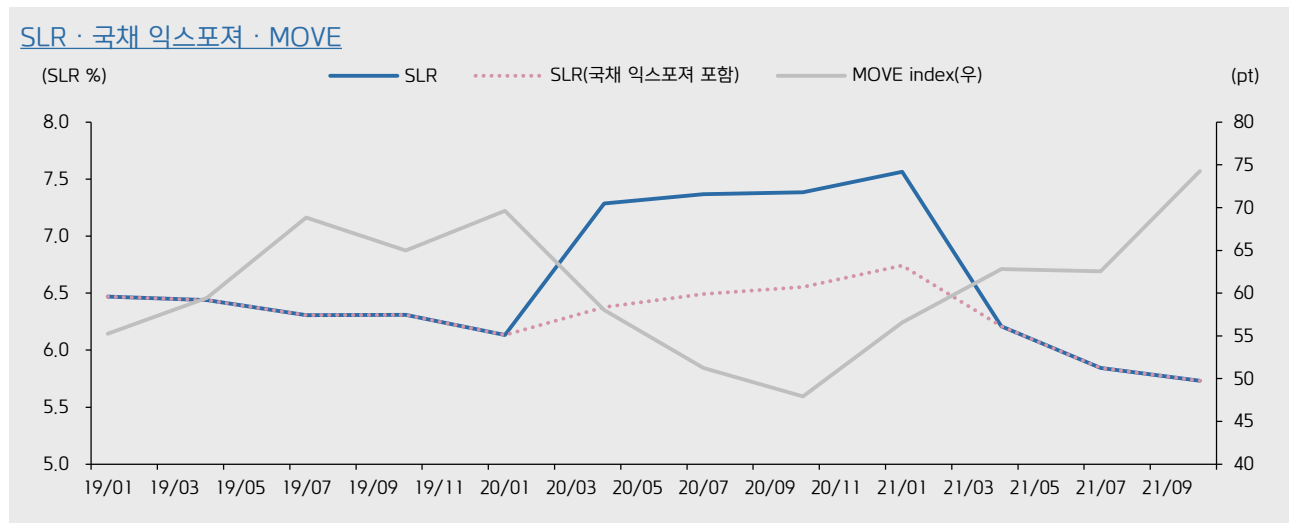


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ SLR 완화 4월 발효, 기준 하한 국면의 완충

- 은행 자본규제인 강화된 보완적 레버리지 비율(eSLR) 완화가 2026년 4월 1일 발효(조기 채택 1월). 대형은행(GSIB)의 레버리지 기준을 낮춰 국채 중개·레포 거래의 자본 부담을 덜어줌
- 마침 지급준비금이 3조 달러를 하회하며 추정 하한(약 \$2.7조)에 다가서고 RRP 완충도 소진된 국면. SLR 완화는 은행의 국채·지준 보유 여력을 넓혀 발행 급증·지준 감소가 자금시장에 주는 충격을 흡수하는 구조적 지원
- 다만 지준·국채를 SLR 산식에서 전면 제외한 건 아니라 효과는 점진적. 그럼에도 RRP 버퍼 부재·지준 하한 국면에서 국채 수요 기반을 넓혀 10년물 금리의 4.5% 돌파를 막는 완충으로 작용

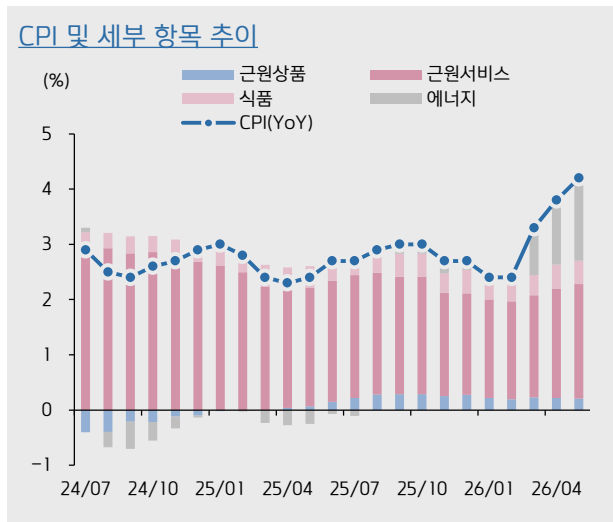


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

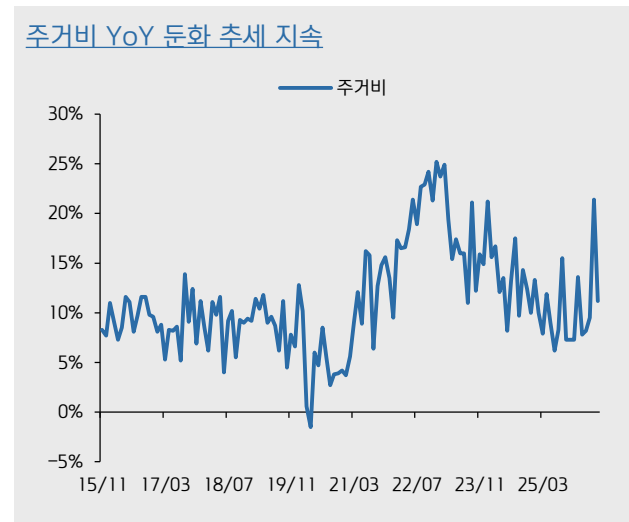


◆ 헤드라인 급등은 에너지發, 근원은 별개 흐름

- 헤드라인 CPI는 2.4% → 4.2%(2026.5)로 급반등했으나, 사실상 전부 에너지 기여(0.0%p → +1.5%p 급증)에서 비롯. 식품·근원상품은 거의 불변으로, 인접 WTI 급등과 정확히 동조하는 유가發 헤드라인 충격
- 근원물가는 정의상 에너지와 무관한 별개 축. 근원(식품·에너지 제외) 기여는 약 2.3%p(서비스 2.1·상품 0.2)로 헤드라인 급등과 무관하게 완만한 흐름, 관세發 상품물가도 약 0.2%p로 제한적. 에너지의 근원 전이는 작고 분기 시차(달러스 연준: 호르무즈 1분기 봉쇄에도 근원 PCE +0.18%p)
- 유가發 헤드라인 급등은 휴전과 함께 되돌려질 일시 충격, 근원·기대인플레이는 자극받지 않는 구조. 헤드라인 변동성과 분리된 근원의 안정이 Fed 긴축 해제 경로를 뒷받침



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



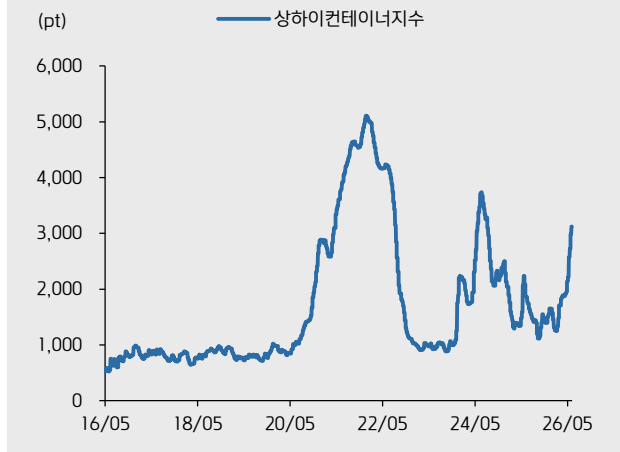
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 비용은 일시 반등, 기대는 고정

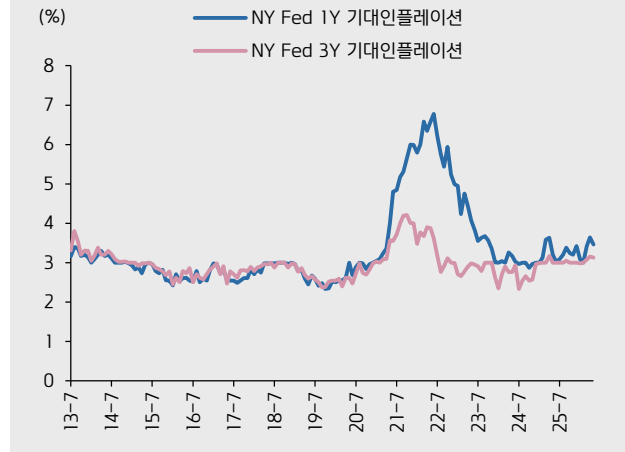
- 단기 비용 지표는 혼재. 상하이 컨테이너 운임(SCFI 약 3,100)이 일부 재상승했으나 2022년 정점(약 5,100)을 크게 하회. 운임은 상품물가에 수개월 시차로 전가되는 선행성을 갖지만, 현 레벨은 비용폭 추세 인플레이를 만들 정도가 아님
- 지정학 완화로 에너지가 되돌려진 가운데 기대인플레이는 견고하게 고정. 뉴욕 연준 1년·3년 모두 3%대로 2022년 정점(1년 6.8%)을 크게 하회. 달라스 연준 분석에서도 에너지 충격이 가계 기대를 거의 자극하지 못해, 2차 파급(임금·기대 악순환) 위험이 낮음
- 비용 측 일시 반등은 있으나 기대가 앵커링된 한 물가는 안정 경로로 복귀할 국면. 일시적 헤드라인 충격에 긴축을 되돌릴 이유가 약해 완화 기조에 무게

상하이 컨테이너 운임(SCFI)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

기대인플레이 (NY연준 1Y·3Y)

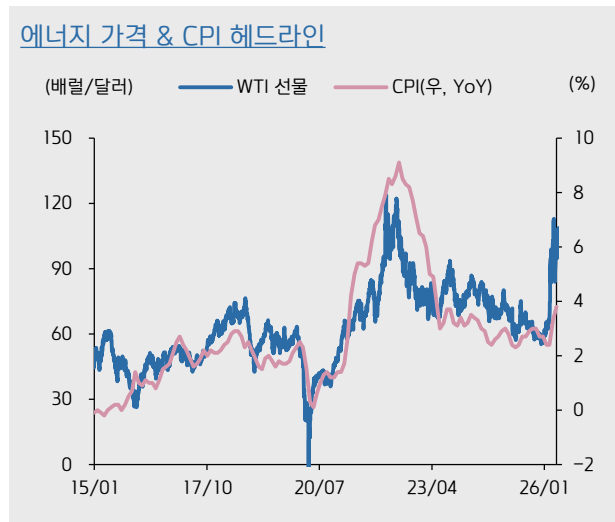


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

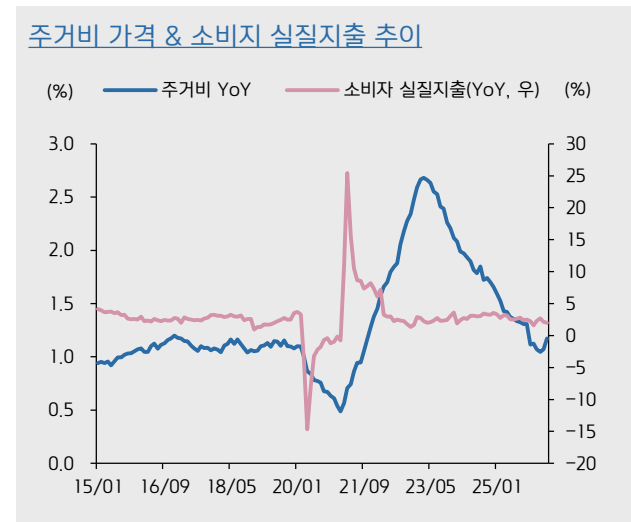


◆ 주거비, 시차를 두고 둔화 본격화

- 주거비는 물가의 척추(헤드라인 CPI의 약 35%·근원의 약 44%)이자 가장 느린 항목. 주거비는 신규 임대료를 평균 1년 안팎의 시차로 후행. 신규·기존 계약을 모두 반영하고 약 60%가 1년 단위 계약인 탓
- 선행하는 시장 주거비가 2022년 전후 고점(약 25%) 후 빠르게 둔화, 신규세입자 임대료는 약 1%·렌트갭은 사실상 소멸. 이에 공식 주거비도 고점 2.7%에서 1.2%로 시차를 두고 하향하며 디스인플레이를 견인
- 소비자 실질지출도 정상 궤도로 안정되며 수요 측 압력 완화. 주거비의 느린 둔화가 근원물가를 추가로 끌어내려 Fed 긴축 해제 방향을 뒷받침



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

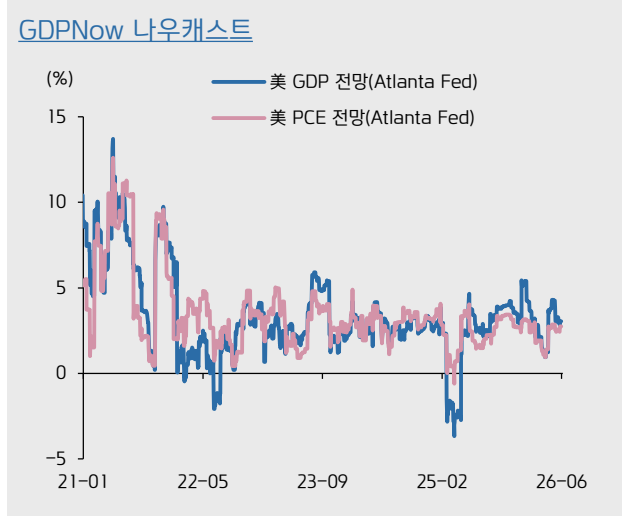


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

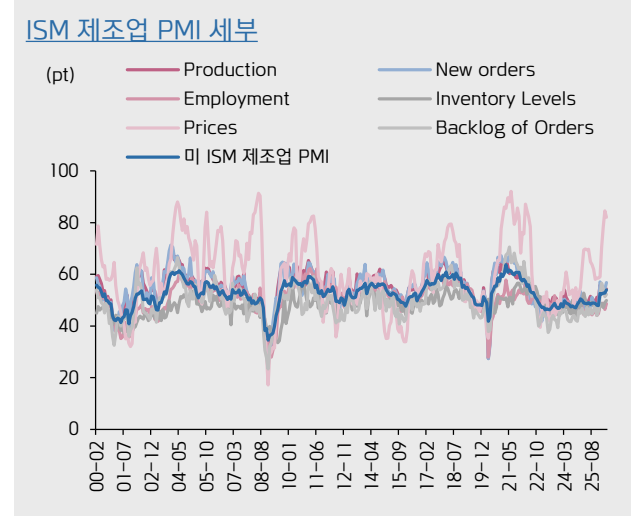


◆ 수요는 확장, 고용은 위축, 물가는 비용궤

- 애틀랜타 연준 GDPNow +3.0%(PCE +2.7%)로 성장은 견조, 침체를 걱정할 단계는 아님. ISM 제조업 PMI도 54.0으로 확장 가속, 신규주문 56.8·생산 54.3으로 선행 수요가 살아 있음
- 다만 세부 고용은 48.6으로 수개월째 기준선(50)을 하회. 주문 확장에도 채용은 위축되는 괴리로, 산출을 늘리되 노동 수요는 식는 조합. 임금발 물가 약순환 없이 성장이 유지되는 과열 없는 확장
- 가격지수는 59 → 82.1로 4개월새 급등했으나 관세궤 투입비용(공급·비용 측)일 뿐 수요 과열의 산물이 아님. 수요가 끌어올린 물가가 아닌 만큼 긴축 유지 근거는 약하고, 견조한 산출·식은 노동·비용성 물가의 조합은 점진적 완화와 양립



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

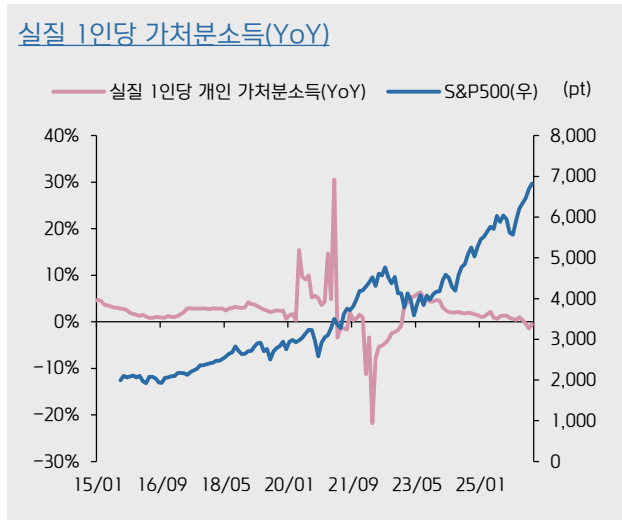


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

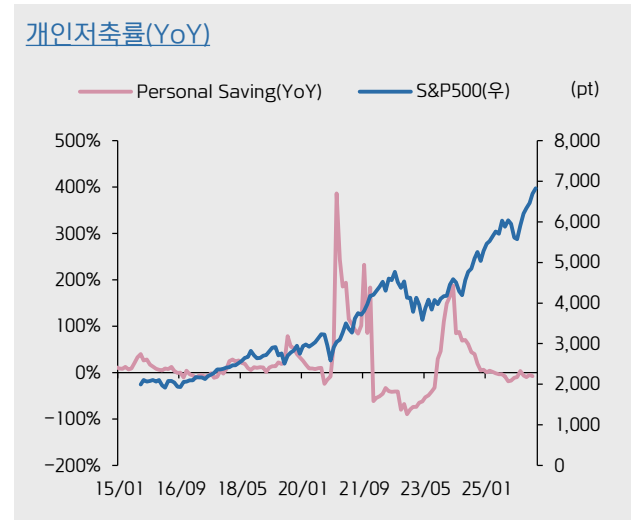


◆ 외형은 양호, 소득은 마이너스·저축은 소진

- 소비 외형은 양호하나 토대가 약화. 실질 1인당 가처분소득 증가율이 +1.0%(1월)에서 마이너스로 반전(-0.5%, 5월), 개인저축도 전년대비 감소로 돌아섬(+3.4% → -7.7%), 소득이 아니라 저축 소진으로 지탱되는 소비
- 두 차트 공통으로 S&P500은 6,200 → 7,500대로 신고가. 실질소득·저축이 꺾이는데 자산가격만 오르는 괴리가 K자형의 동력. 자산효과와 고소득층(상위 20%가 소비의 약 59%)이 소비를 주도, 임금·저축에 늘린 저소득층은 약세
- 저소득층은 소비 기여도가 낮아(하위 60% 약 23%) 약세가 전체를 짓누르되 붕괴로 번지지 않는 연착륙형. 소득 정체·저축 의존 소비는 수요 과열과 거리가 멀어 수요발 인플레이 압력이 제한적, 점진적 완화와 양립



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



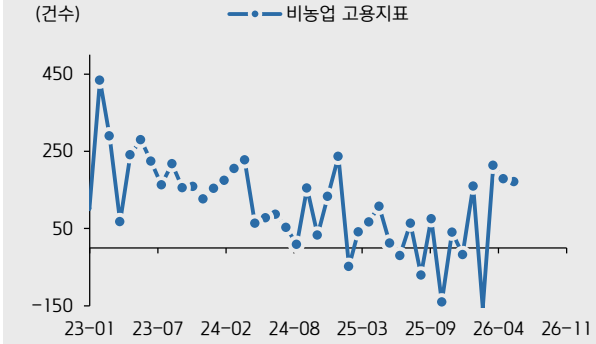
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 고용 - 식되 무너지지 않는 냉각, 완화의 근거

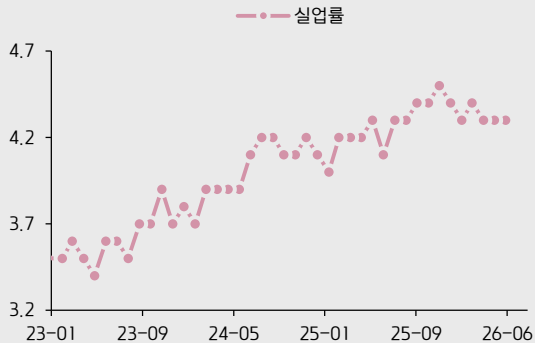
- 표면 호조는 과장된 신호, 비농업 +17.2만에 월드컵 특수가 섞이고 하향 수정이 잦아 모멘텀이 과대평가된 반면, 실업률 4.3% 홍보·임금 3.4% 둔화는 과열이 아님을 확인
- 그럼에도 침체가 아닌 이유는 냉각이 해고가 아닌 동결로 진행되기 때문. 채용·이직률 저점, 빈일자리/실업자 비율 2배→1배 정상화, 이직 프리미엄(한때 약 2%p) 소멸이 모두 기업이 해고 대신 채용을 줄이는 중이라는 결론으로 수렴
- 이 성격의 냉각이 곧 완화의 근거. 임금 3.4%가 생산성 감안 시 물가안정과 양립해 임금발 인플레이 경로가 닫힌 만큼 긴축 고수 명분은 약화. 단 동결 시장은 해고 시작 시 실업률 비선형 급등 위험으로 한 방향 낙관은 경계

비농업 고용지표 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

실업률 추이 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

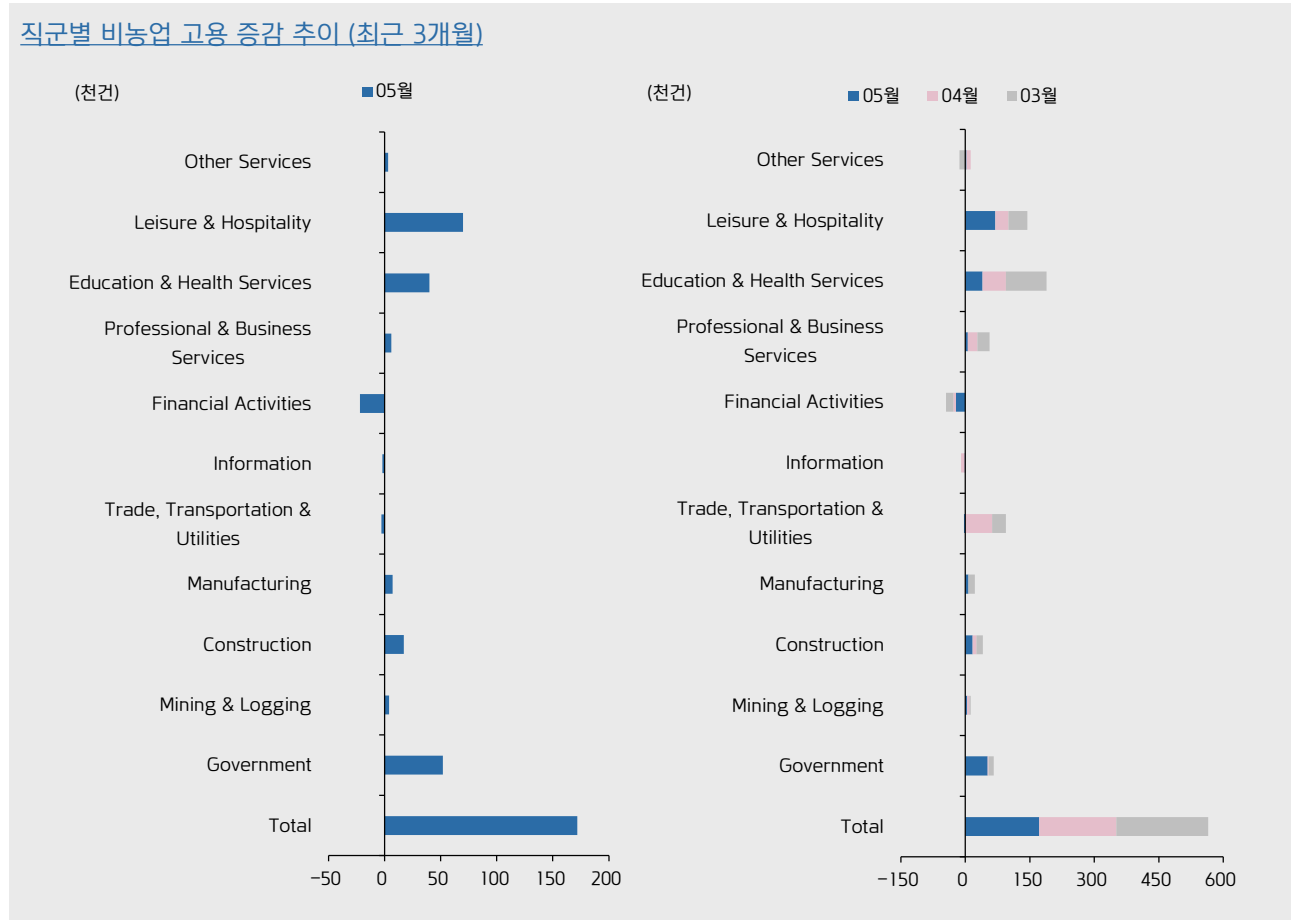
시간당 평균임금 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



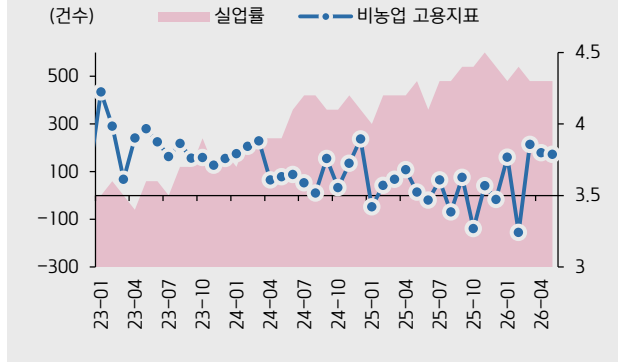
직군별 비농업 고용 증감 추이 (최근 3개월)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

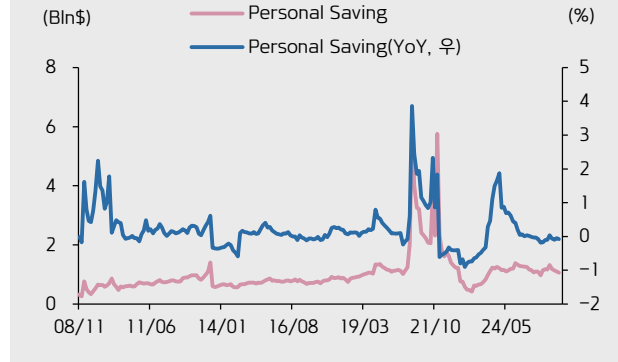


비농업 고용지수와 실업률



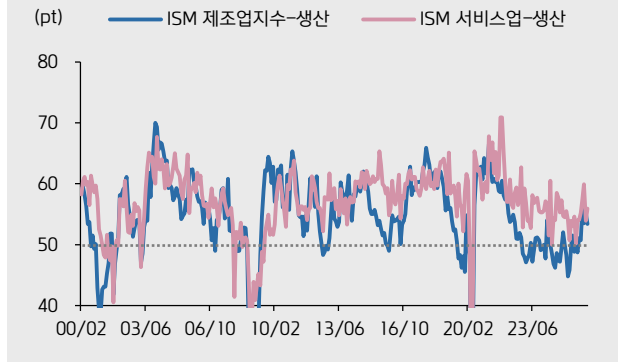
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

실질 저축액 및 YoY 변화율



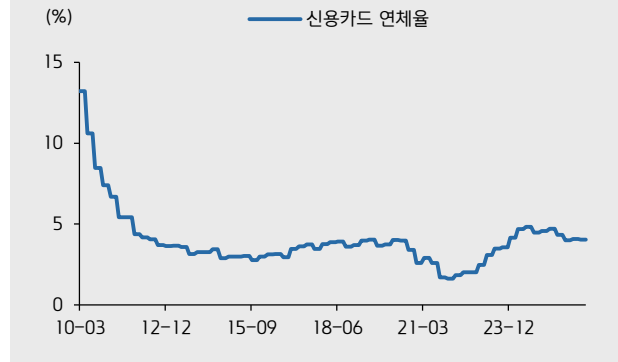
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

제조업 / 서비스업 Production Index



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

신용카드 연체율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

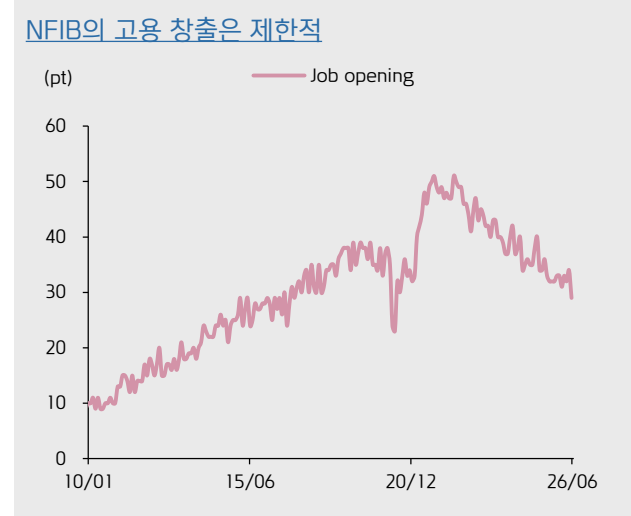


◆ 기대는 낙관, 행동은 위축 – 불확실성이 가른 괴리

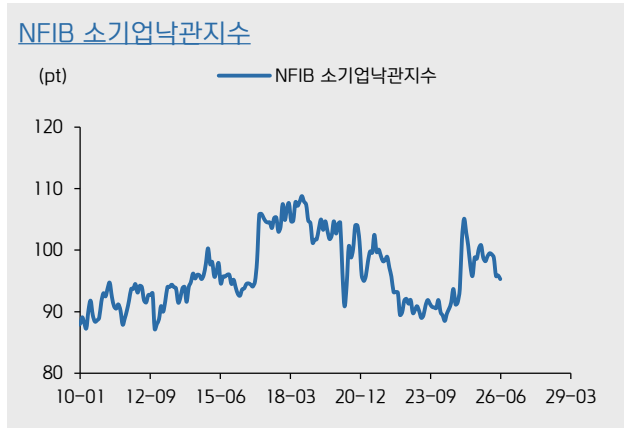
- 매출 기대는 우상향으로 향후 수요엔 낙관이 유지되나, 고용 창출 계획은 제한적이고 미충원 일자리도 팬데믹 이후 최저. 같은 사업주가 미래엔 낙관·지금은 위축으로 갈리는 기대와 행동의 괴리
- 괴리의 원인은 자본의 세후 비용이 아니라 불확실성. OBBBA의 100% 영구 즉시상각·Sec179 한도 확대라는 사상 최강의 투자 유인에도 향후 capex 계획은 16%로 2009년 이후 최저, 불확실성지수 91(평균 68 크게 상회)이 정책 유인을 압도
- 불확실성의 원천은 관세에서 유가·지정학으로 옮겨갔을 뿐 수위는 유지. 비용 전가(판매가 인상 net 36%, 2023년 이래 최고)·공급망 영향(70%)도 잔존. 소기업 위축은 수요 과열이 아닌 비용·불확실성 짙이라 Fed엔 수요냉각의 완화 신호이나, 비용성 물가 자극과는 상충



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



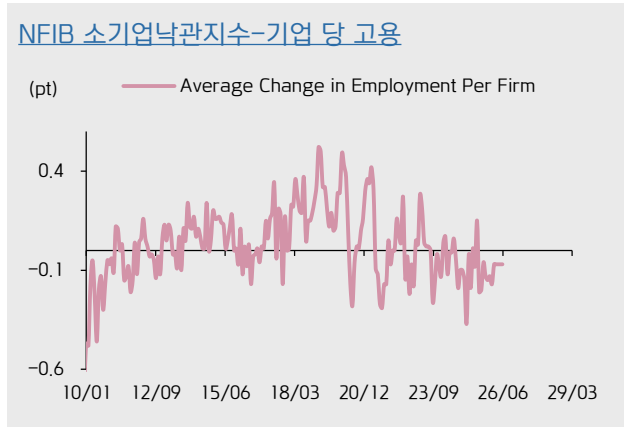
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



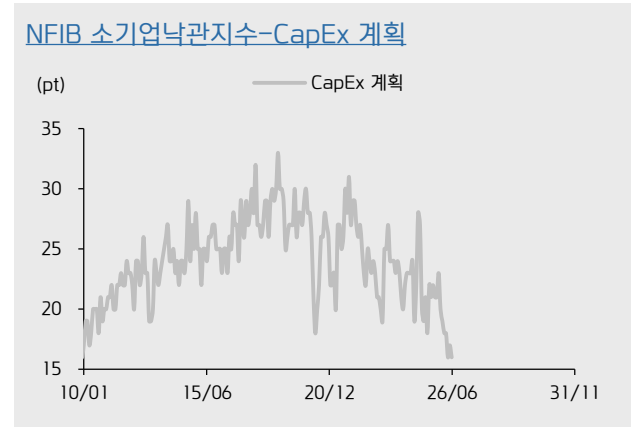
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



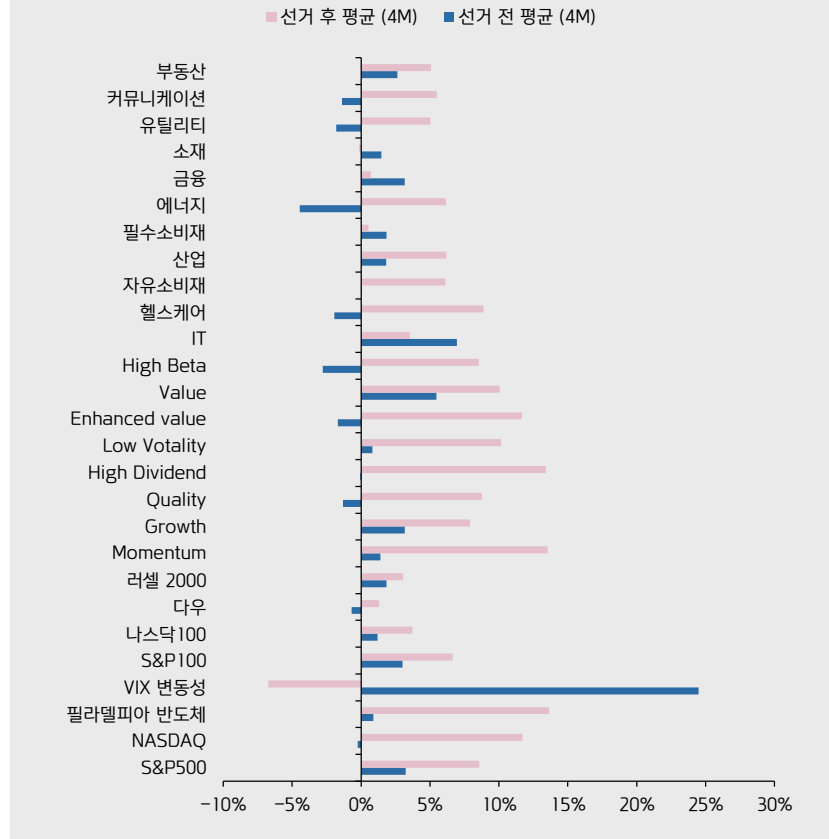
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 선거 전 수익률, 선거 후 위험선호 복구

- 역대 중간선거를 전수조사한 평균으로, S&P500은 선거 전 4개월 +3.2%로 지지부진하나 선거 후 4개월 +8.6%로 강제 반전. 동인은 불확실성 자체로, VIX(변동성)가 선거 전 +24.5% 상승했다가 선거 후 -6.7%로 하락. 정책 불확실성이 선거에서 해소되며 일어나는 위험 재가격
- 선거 후 랠리는 방어주가 아닌 위험·성장 자산이 주도. 필라델피아 반도체(SOX) +13.7%·나스닥 +11.7%·모멘텀 +13.6%가 앞서고, 선거 전 부진했던 자산일수록 반등이 강함(고베타 -2.8% → +8.5%, 에너지 -4.5% → +6.2%, 헬스케어 -1.9% → +8.9%)
- 예외는 IT(+6.9% → +3.5%)·금융(+3.2% → +0.7%). 선거 전 주도주가 선거 후엔 상대적으로 식으며, 좁은 주도주에서 소외 자산(반도체·경기민감·고베타)으로 폭이 넓어지는 로테이션이 반복
- 단 강도는 정치적 결과에 좌우. 과거 하원이 공화당으로 넘어간 사례에선 선거 후 VIX -15%·반도체 +20.6%의 기술주 주도 강세였으나, 민주당으로 넘어간 사례에선 VIX가 +8.2%로 잔존하고 나스닥 +0.9%에 그치는 좁고 약한 흐름. 2026년은 민주당의 하원 탈환 여부가 선거 후 강도를 가를 변수

중간선거 전후 4개월 평균 수익률



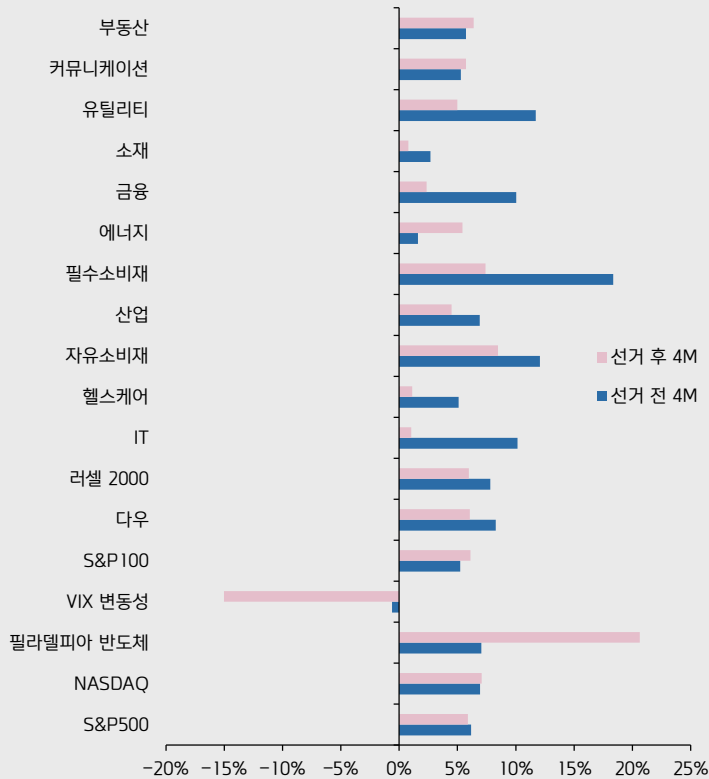
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중간선거 이후 정권 교체에 따른 수익률 변화

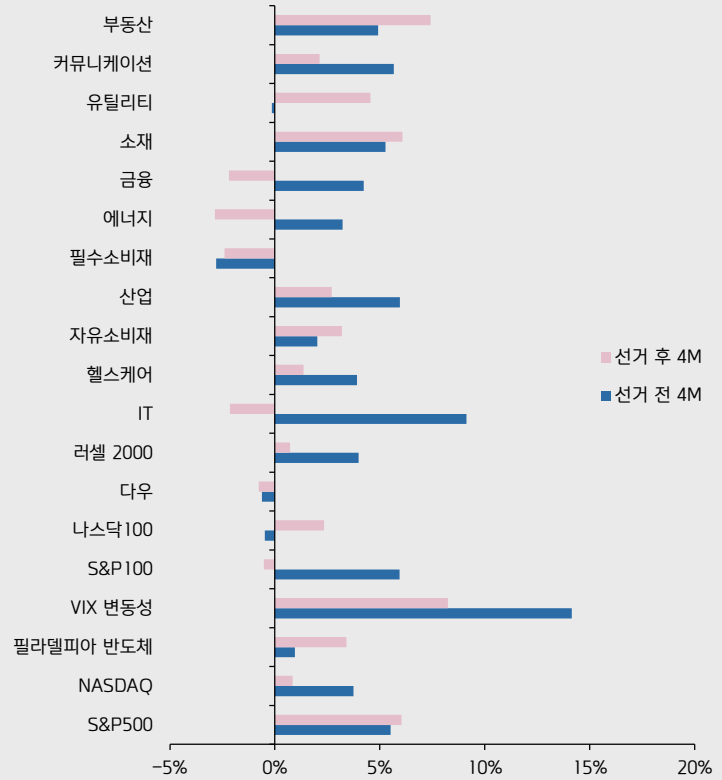


중간선거 이후 정권 교체에 따른 수익률 변화

민주당 → 공화당 (공화당 하원 탈환)



공화당 → 민주당 (민주당 하원 탈환)



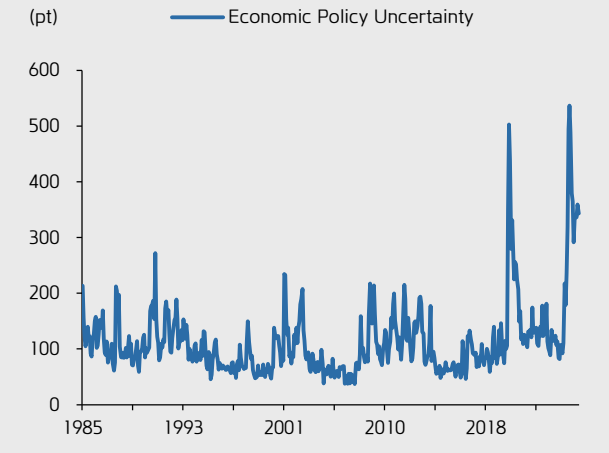
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 관세發 정책 불확실성, 사상 최고 찍고 빠르게 후퇴

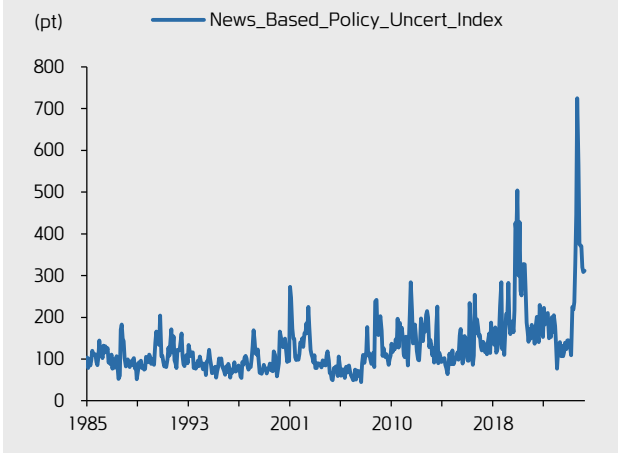
- 정책 불확실성의 핵심 영향은 실물의 관망. 높은 불확실성이 기업 capex·채용을 미루게 해 투자를 짓누르는 실질 경로이지 단순 심리지표가 아님. 현재 EPU 343·뉴스기반 312도 역사적 평균(약 100)의 3배 수준
- 2025년 관세 쇼크 국면에 EPU 537·뉴스기반 725로 팬데믹마저 웃도는 사상 최고치를 찍은 뒤 각각 343·312로 빠르게 후퇴. 뉴스기반은 725 → 312로 반토막 나며 관세 불확실성의 정점 통과를 시사
- 정책 불확실성은 뉴스 헤드라인에 민감해 실제 시장 충격보다 과장되기 쉬운 특성. 관세 협상 진전·중간선거 통과로 추가 해소되면 관망에 묶였던 투자가 재개되며 완화·디스인플레 국면에 우호적, 단기 변동성은 추세를 꺾기보다 일시 조정에 그치는 경향

경제정책 불확실성 (EPU)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

뉴스기반 정책불안



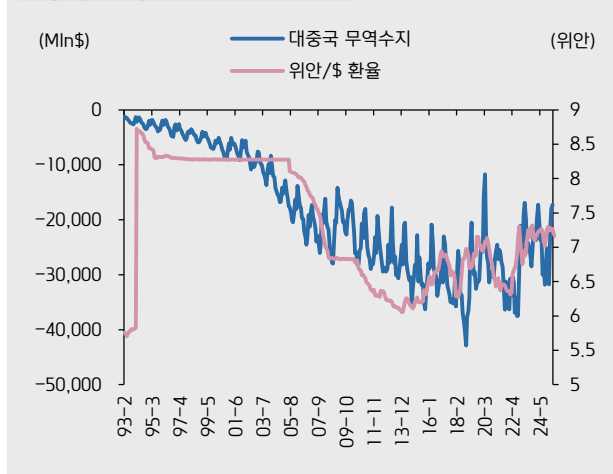
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 관세의 양면, 정점 지나 완화 국면 진입

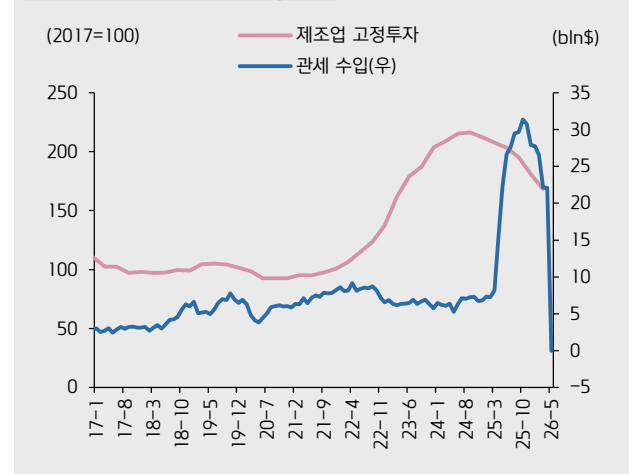
- 1차 효과는 재정·제조업 자극. 관세 수입이 월 약 \$28B까지 급증해 재정에 직접 기여했고 제조업 고정투자도 리쇼어링 붐으로 2017년 대비 약 212%까지 상승. 다만 둘 다 정점을 지나 관세 수입 약 \$22B·제조업 투자 약 168로 둔화
- 관세는 이제 줄어드는 국면. 2026년 대법원의 IEEPA 관세 위헌 판결로 해당 관세가 철폐·환급되고 대체된 Section 122 일괄관세(15%)도 150일 한시. 실효관세율은 16.8%(2025년 정점) → 약 11% → 만료 시 약 8%대로 하향
- 관세 축소는 양면을 함께 완화. 재정 기여는 줄지만 비용·마진 압박과 무역 불확실성도 경감되며, 대중 무역적자도 월 -\$32B → -\$17B로 축소·위안 7.16 부근. Fed가 관세를 일회성 물가로 통과시키는 가운데 비용·불확실성 완화는 위험선호와 완화 경로에 우호적

대중국 무역수지와 위안화 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

관세 수입과 제조업 고정투자

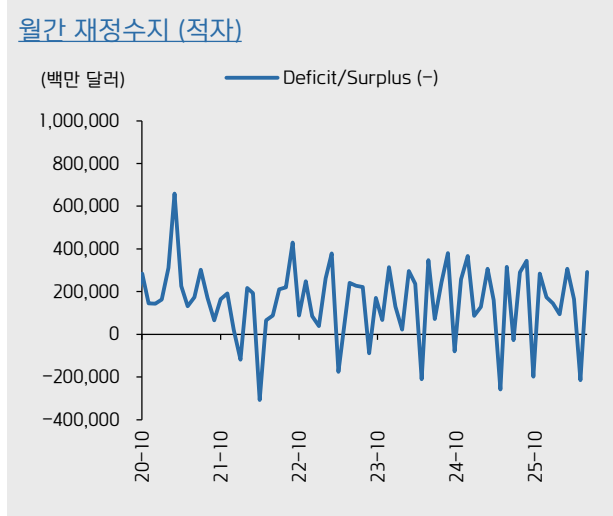


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

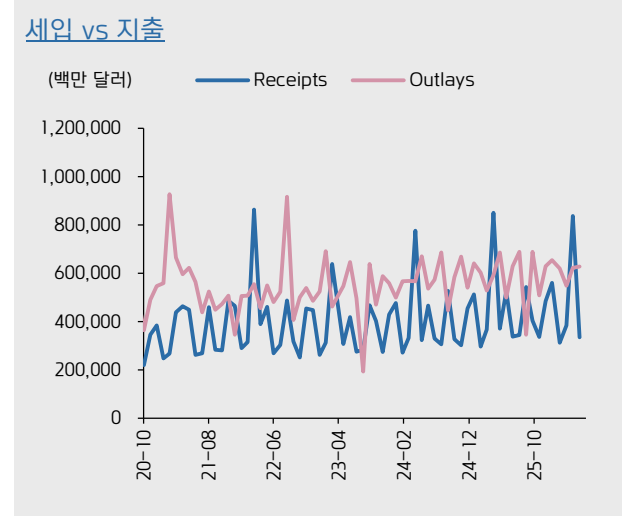


◆ 월별 노이즈 뒤의 구조 - 적자 누적·발행 부담

- 월별 재정수지는 세금 납부월(4·9월) 흑자와 여타월 적자가 교차해 변동이 크나 추세는 명확. 지출이 월 약 \$600B대로 세입을 구조적으로 상회, 최근 12개월 합산 적자는 약 1.66조 달러(GDP 대비 5%대 중반)에 달함
- 핵심은 세입이 관세·과세로 보강(4월 세입 약 \$837B)됐음에도 적자가 줄지 않는 점. 의무지출과 급증하는 순이자비용(연 1조 달러 상회, 국방비 추월)이 지출을 끌어올려 세입 개선을 상쇄
- 구조적 적자는 국채 발행 증가로 직결돼 장기금리에 상방 압력을 가하는 재정 리스크의 핵심. 다만 10년물이 아직 4.5%를 넘지 못한 점은 발행 부담이 가격에 전면화되지 않았음을 시사, 돌파 여부가 점검선



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

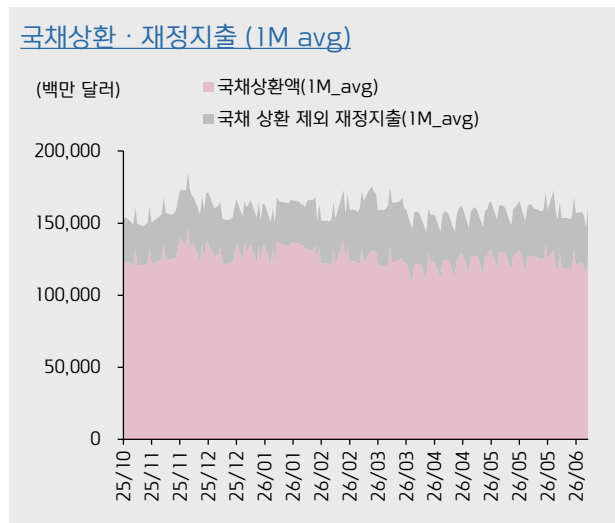


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

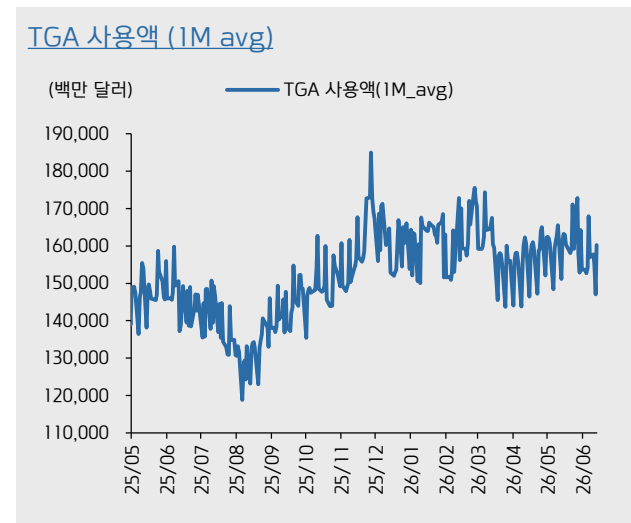


◆ 전쟁기 공급 후, 휴전 이후 TGA 재축적

- 지정학 긴장기(5월말~6월초)엔 정부가 TGA를 헐어 시중에 유동성을 공급. 그러나 휴전 합의 후 6월 중순 TGA를 약 \$957B로 재축적하며 유동성을 도로 흡수
- 최근 1~2달 순효과는 공급이 아니라 흡수. TGA 재축적과 단기국채(T-bill) 발행이 지급준비금을 끌어내려 SOFR-RRP 스프레드 확대로 연결
- 다만 TGA가 고수준(약 \$957B)에 올라온 만큼 향후 재정 지출로 드로다운 시 유동성 재공급 여지. 양적긴축(QT)이 2025년 말 종료돼 Fed의 추가 흡수가 없는 점도 완충



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



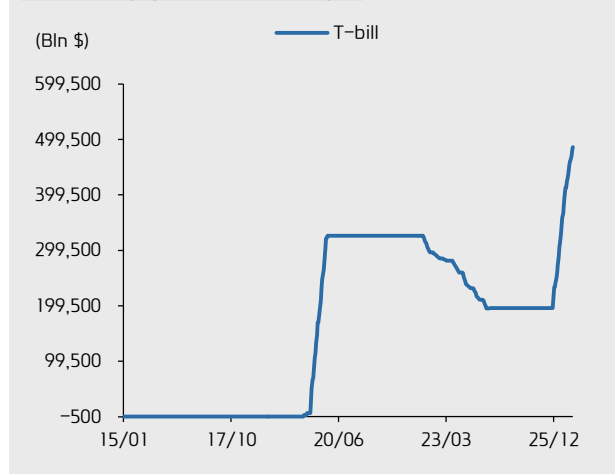
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ T-bill 공급 급증, 단기 유동성 점검

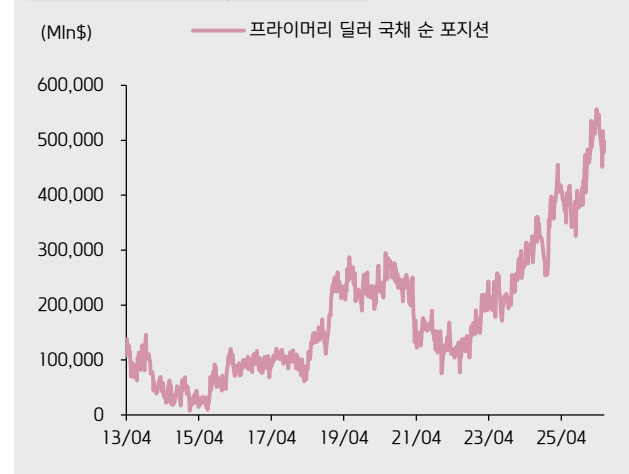
- 단기 국채(T-bill) 발행이 52주 최고치(약 \$486B)로 급증, 섀다운 전후 재정 자금 조달 수요가 단기물에 집중
- 국채 전문 딜러(프라이머리 딜러)의 국채 순 보유 포지션도 사상 최고권(약 \$499B)까지 확대돼 딜러 보유 잔고에 국채가 누적되며 단기자금시장 부담 가중
- 역레포(RRP) 버퍼가 소진된 국면에서 T-bill 공급 급증은 단기금리·레포(환매조건부채권) 시장 변동성을 키울 변수 → 섀다운 후유증과 함께 점검할 포인트

T-bill 발행량 52주 최고치 경신



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

프라이머리 딜러 국채 순 포지션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



AI 하드웨어 패러다임 시프트와 실적 차별화

테마	업종	종목	투자 포인트	시가 총액 (\$mln)	1M 수익률 (%)	YTD 수익률 (%)
연산 · 저장	IT	셀레스티카 (CLS)	<ul style="list-style-type: none"> 하이퍼스케일러형 AI 하드웨어(HPS) 직납 ODM 업체로, HPS 매출이 전체 42%를 차지, 전년비 +63% 성장 2Q 가이드선으로 매출 +49%, EPS +61% YoY의 강한 성장 제시. 연간 Capex를 \$1B로 상향 조정 고객사의 Multi-year 로드맵과 연동되어 있어, 성장의 가시성이 2027년까지 장기 확보됨 	40,395	-4.4	18.8
	IT	시게이트 테크놀로지 홀딩스 (STX)	<ul style="list-style-type: none"> AI 추론 확산에 따른 비정형 및 영상 데이터 폭증으로 저가·대용량 Nearline HDD 수요의 구조적 성장 지속 CY27년 물량까지 사실상 완판(Build-to-Order)되었으며, 공급 부족 현상은 2028년까지 지속될 전망 신규 유닛 Capa 증설 없이 면적 밀도 향상 위주로 대응함에 따라 가격 결정력, 마진, FCF 동시 개선 	232,882	27.8	277.1
인터커넥트	IT	암페놀 (APH)	<ul style="list-style-type: none"> 데이터 및 전력 인터커넥트 시장 수혜주. 데이터센터 800V 전환으로 전력 인터커넥트 신기술 채택 본격화 인랙(In-Rack) 전력이 5년간 약 8배(132kW → 1MW) 급증하면서 인터커넥트 탑재량이 비선형적으로 증가 Q1 매출 전년비 +58% 기록, XPU당 데이터와 전력 양 부문의 탑재 가치가 동시에 확대되는 중 	195,238	20.2	17.4
	IT	아스테라 랩스 (ALAB)	<ul style="list-style-type: none"> PCIe/CXL 리타이머 및 스케일업 AI 패브릭(Scorpio) 시장의 순수 수혜주(Pure Play). 스케일아웃과 차별화된 연결 병목 지점을 공략 Q1 매출 전년비 +93% 급증. 스케일업 패브릭 스위치인 'Scorpio X'의 양산 및 출하 개시 스케일업 패브릭 도입 초기 단계에서 2H26 하이퍼스케일러형 확산이 더해지며 탑재량 레버리지 극대화 전망 	68,052	29.4	138.7

자료: 키움증권 리서치
주: 2026.06.23 기준



AI 하드웨어 패러다임 시프트와 실적 차별화

테마	업종	종목	투자 포인트	시가 총액 (\$mln)	1M 수익률 (%)	YTD 수익률 (%)
광 연결	IT	루멘텀 홀딩스 (LITE)	<ul style="list-style-type: none"> 엔비디아향 InP 레이저의 핵심 공급사로서 CPO 레버리지 극대화. CPO 믹스 50% 이상 확보 및 6번째 팹(Fab) 증설 가능성 대두 비(Non)-엔비디아 고객향 턴키 플러그블(ELS) 수주가 임박하여 고객 다변화 모멘텀 유효 작전 분기 매출 전년비 +90% 폭증. 총마진(GPM)의 큰 폭 개선으로 강력한 영업 레버리지 입증 	64,412	-12.6	124.6
전력·냉각	산업재	버티브 홀딩스 (VRT)	<ul style="list-style-type: none"> 800V 및 액체냉각 전환 국면에서 전력과 냉각을 통합 제공하는 'System-level' 풀스택 역량 보유. R&D 투자를 연평균 20%(CAGR) 늘리며 기술 격차 확대 2분기 가이드언스는 매출 +27%, EPS +47% 제시. FY26 EPS 가이드언스를 \$6.35(+51%)로 상향 조정 데이터센터 아키텍처 전환으로 인해 MW당 전력·냉각 양 부문의 탑재 가치(콘텐츠)가 동반 상승 	122,270	-2.8	96.5
반도체 장비	IT	램 리서치 (LRCX)	<ul style="list-style-type: none"> AI 칩 증설 단계마다 장비 투입 강도가 높아지는 WFE 핵심 수혜주 (로직 및 메모리 동반 수혜) DRAM 공급 부족으로 인해 KV 캐시가 NAND로 오프로드되면서 추가적인 NAND 장비 수요 발생 TSMC 및 메모리 사의 CAPA 증설, 인텔/삼성 파운더리의 진전에 힘입어 다년간 구조적 성장 사이클 진입 	464,375	21.6	116.9

자료: 키움증권 리서치
주: 2026.06.23 기준



◆ 높아진 눈높이와 '분산(Dispersion)' 장세:

AI CapEx의 낙수를 쫓을 때

- 26Q2 미국 증시는 컨센서스 기준 +22%의 높은 이익 성장과 사상 최고치 마진(14.1%)이 예고되어 있으며, 이 견조한 이익 모멘텀이 7월에도 지수를 큰 충격 없이 완만한 우상향으로 이끌 전망
- 다만 매파적 Fed와 끈적한 물가(5월 CPI 4.2%)·관세 변수가 상존하는 만큼, **상승의 과실이 지수 전반이 아니라 소수 테마·종목에 집중되며 섹터·종목 간 '분산 (Dispersion)'이 극대화되는 장세가 7월의 본질이 될 것** - 즉 지수만 보유해서는 알파를 얻기 어려운 국면
- 이번 어닝시즌은 높은 기대치와 고벨류에이션 부담 속에서 '단순 실적 상회(Beat)'가 아니라 하반기 가이던스와 마진 지속 가능성이 옥석을 가르는 분수령이 될 것
- 따라서 **지수 추종보다, AI CapEx의 실질적 낙수 효과가 실적으로 깔끔하게 증명되는 AI 데이터센터 인프라 종목을 선별해 지수 대비 초과수익(알파)을 추구하는 접근이 유효**

S&P 500 기준 GICS 섹터별 관전 포인트

GICS 섹터	핵심 관전 포인트
정보기술 (IT)	① 하이퍼스케일러 AI CapEx 전망 ② 메모리 가격(ASP)·HBM4 전환 ③ SW의 AI 수익화 vs 가격압박
커뮤니케이션	① GOOGL 클라우드 성장·Gemini 수익화 ② META AI 투자 vs 광고 수익
경기소비재	① AMZN 클라우드(AWS) 성장·마진 ② 소비 체력(저소득 위축 vs 여행·레저) ③ 관세의 마진 부담
금융	① 은행 대출 성장·예대마진(NII)·부실 ② 대체자산운용사 AI 인프라 대출 비중
헬스케어	① 건강보험사 의료비 비율(MLR)·비용 트렌드 ② 비만약(GLP-1) 매출·보험적용
산업재	① 전력·냉각 장비 수주 잔고·복투빌 비율 ② 방산 수주
유틸리티	① AI 데이터센터 장기 전력공급계약(PPA)·전력수요 가이던스
에너지	① 정제마진·유가 민감도 ② 천연가스의 데이터센터 전력 수요
소재	① 중국 수요·가격 ② AI 인프라용 소재(구리 등) 수요
필수소비재	① 가격 인상 vs 판매량(물량) 회복 ② 관세·환율의 마진 영향
부동산(리츠)	① 데이터센터 리츠 AI 수요·임대율 ② 금리 민감도(FFO)

자료: 키움증권 리서치



◆ 수요는 확실하지만 공급·비용이 문제: 2Q Big Tech 실적 점검 가이드

- M7이 직전 실적 발표에서 제시한 **다음 분기 가이던스를 관통하는 테마는 AI CapEx 경쟁 심화**. 알파벳·메타·MS·아마존 모두 연간 설비투자 가이던스를 상향하거나 사상 최대 수준으로 유지. 따라서 이번 2Q 실적 시즌에 투자자가 눈여겨보아야 할 핵심은 **전문학적인 투자자가 가시적인 'AI 매출(ROI)'로 연결되는 속도와 가속화된 감가상각 비용의 상쇄 여부**
- 아울러 **메모리·부품가 폭등에 따른 마진 압박 강도, 전력망 및 패키징 등 공급 병목의 해소 시그널, 관세·대중국 규제 변수에 대한 경영진의 가이드라인이 주요 모니터링 포인트**. 결국 강력한 전방 수요가 비용 상승과 공급 제약을 뚫고 실질적인 EPS 성장으로 증명되는지가 관건

M7 차기 분기(26Q2) 가이던스 종합 - 직전 실적 발표 기준

기업	발표 분기 (발표일)	차기 분기(26Q2) 가이던스	Capex / 비고
Apple	FQ2'26·3월분기 (4/30)	6월분기 매출 YoY +14~17%, 총마진 47.5~48.5%, 영업비용 \$18.8~19.1B	메모리 원가 상승이 향후 실적에 점증적 부담이라 경고
Microsoft	FQ3'26·3월분기 (4/29)	6월분기 총매출 \$86.7~87.8B, Azure +39~40% (상수환율), PBP \$37.0~37.3B·Intelligent Cloud \$38.0~38.3B	차기 분기 CapEx \$40B+, '26년말까지 누적 약 \$190B, 연내 CAPA 제약 지속
Alphabet	Q1'26 (4/29)	분기 매출 가이던스 미제공(관행)	FY26 CapEx \$180~190B로 상향, '27년 CapEx "상당히 증가" 예고
Amazon	Q1'26 (4/29)	Q2 순매출 \$194~199B, 영업이익의 \$20~24B	FY26 capex 약 \$200B 유지(AI 인프라 중심)
Nvidia	FQ1'27·4월분기 (5/20)	FQ2'27(5~7월) 매출 \$91.0B ±2% (컨센서스 \$86.8B 상회)	분기 자사주+배당 약 \$20B 환원, 배당 25배 인상
Meta	Q1'26 (4/29)	Q2 매출 \$58~61B (환율 +2% 순풍 가정)	FY26 총비용 \$162~169B(유지), CapEx \$125~145B로 상향
Tesla	Q1'26 (4/22)	공식 분기 가이던스 없음	'26년 CapEx가 기존 대비 +\$5B 언급, Q1 인도 358K대(YoY +6.3%, 컨센 하회)

자료: 각 사 IR 자료, 키움증권 리서치



◆ NVIDIA와 AMD의 차세대 GPU 양산·인도 본격화

- 26H2는 NVIDIA Rubin과 AMD MI450의 실제 양산·인도가 시작되는 분기로, 변수는 수요가 아니라 공급(HBM4·CoWoS)
- **Rubin**은 주요 프린티어 AI 기업이 초기 채택 중이며 ASP는 Blackwell 대비 상향, Blackwell+Rubin 파이프라인은 \$500B+. 다만 SK하이닉스 HBM4 출하 축소(20~30%)로 단기 물량 전망 하향 (TrendForce AI 서버 내 비중 29→22%, KeyBanc 연간 물량 200만→150만 대). 이에 본격 매출은 26Q4~27Q1으로 일부 지연될 수 있으나, 인도는 이미 시작돼 병목 해소 시 상향 여지 보유
- **MI450**은 OpenAI(6GW 중 첫 1GW)·Oracle(Q3 5만 개)·Meta(첫 1GW) 등 초대형 레퍼런스를 확보. 데이터센터 매출 +57% YoY와 긍정적 가이드언스로 주가 모멘텀(+18%)을 얻었고, 점유율 5~7%→3~5년 내 두 자릿수가 목표. 관건은 소프트웨어 (ROCm)·실행력 검증

NVIDIA Vera Rubin과 AMD Instinct MI450 칩 단위 비교

항목	NVIDIA Vera Rubin (Rubin R100)	AMD Instinct MI450 (MI455X)
구성	Rubin GPU + Vera CPU	차세대 CDNA (MI400 시리즈)
제조 공정	TSMC 3nm (N3)	연산 다이 TSMC 2nm + I/O 다이 3nm
메모리	288GB HBM4	432GB HBM4
메모리 대역폭	22 TB/s	19.6 TB/s
FP4 연산	50 PFLOPS(추론) / 35 PFLOPS(훈련)	40 PFLOPS
FP8 연산	(개별 수치 비공개)	20 PFLOPS
Scale-up (노드 내)	NVLink 6, 3.6 TB/s	3.6 TB/s
Scale-out (노드 간)	(비공개)	300 GB/s
CPU	Vera (Arm Olympus 88코어 / 176스레드)	EPYC "Venice" (Zen 6)

자료: 언론종합, 키움증권 리서치



◆ Rubin과 MI450이 가져올 변화 – 연산의 단위가 “칩”에서 “랙 전체”로 확대

- Rubin과 MI450의 공통점은 개별 GPU가 아니라 랙 스케일 시스템(NVL72/144, Helios)을 하나의 단위로 판매한다는 점. GPU당 소비전력이 1,500W를 넘기면서 기존 공랭·48V·구리 케이블·착탈식 광모듈 기반 데이터센터 설계가 한계에 도달했고, 냉각·전력·네트워킹 세 축이 동시에 재설계되고 있음
- (액체 냉각) Rubin NVL72는 45° C 온수(Warm-water) 직접 냉각, 액랭 버스바를 채택했고 냉각수 유량이 GB300 대비 약 2배로 증가. AMD Helios도 후면 quick-disconnect 방식의 완전 액랭 설계로 120kW+ 밀도를 감당
- (전력 아키텍처) NVIDIA는 800 VDC 고전압 직류 생태계로 전환을 주도하며(Kyber가 첫 네이티브 800VDC 설계), 변환 단계를 약 4단계 제거해 구리 사용 -45%, 효율 +5%, TCO 약 -30% 효과를 내세우고 있음
- (광학 네트워킹) NVIDIA는 Rubin 플랫폼에 Spectrum-X(이더넷)·Quantum-X(인피니밴드) 실리콘 포토닉스 스위치를 통합 - 레이저 수 1/4, 포트당 전력 1/5, 전력효율 3.5배, 신호 안정성 63배를 표방. AMD는 개방형 표준 - UALink(스케일업 GPU 간)·Ultra Ethernet(스케일아웃) 으로 대응하며 Helios에서 스케일업 260 TB/s·스케일아웃 43 TB/s를 제공

분기점: 폐쇄형 수직통합 vs 개방형 표준

축	NVIDIA Rubin	AMD MI450 / Helios
랙 표준	독자(Oberon→Kyber)	OCP Open Rack Wide(Meta 주도)
스케일업	NVLink(독자)	UALink(개방)
스케일아웃	Spectrum-X 이더넷	Ultra Ethernet(UEC)
광학	CPO 수직통합	파트너·개방 생태계
전력	800VDC 생태계 주도	동일 방향, 개방 표준 활용

자료: 엔비디아, AMD, 키움증권 리서치



◆ 액체 냉각 – 경쟁 심화·하이퍼스케일러 구매력 확대로 인한 차별화 전략 필요

- 차세대 GPU(NVIDIA Rubin·AMD MI450·Google TPU)는 랙당 발열을 일반 서버의 5~10배로 끌어올리며 **공랭을 구조적으로 퇴출시키고 있음**. 액체냉각은 "옵션"에서 "필수"로 전환 중
- Barclays에 따르면 **액체냉각이 2026~2030 데이터센터 냉각 시장 성장의 약 51%를 차지**(절대 규모는 공랭이 여전히 최대이나, 성장은 액냉이 압도). 다만 대만 등 아시아 부품사와의 경쟁이 가속화됨에 따라 서구 기업 우위가 약해질 전망 (대만 기업 AVC가 이미 NVIDIA GB200/GB300 콜드플레이트의 40~50%를 점유)
- 또한 전통 공랭은 소수 Applied HVAC 제조사 → 다수 고객 (제조사에 유리한 협상력) 구도였다면, 액체냉각은 **다수 제조사(콜드플레이트·CDU 등) → 소수 대형 고객(하이퍼스케일러) → 구매력이 고객 쪽, 마진·점유율 하방 압력**
- 결과적으로 사업 포트폴리오 내 액체 냉각 비중이 높은 기업(nVent)·광범위한 제품 솔루션을 기반으로 시스템 통합을 이룬 기업(Vertiv)이 유리하고, 전통 칠러 업체(Carrier·JCI·Trane)는 단기 성장에도 장기 점유율 디레iting 주의

버티브 홀딩스는 랙부터 데이터센터 전체를 아우르는 전력 및 냉각 솔루션 Vertiv™ 360AI를 제공



자료: 버티브 홀딩스

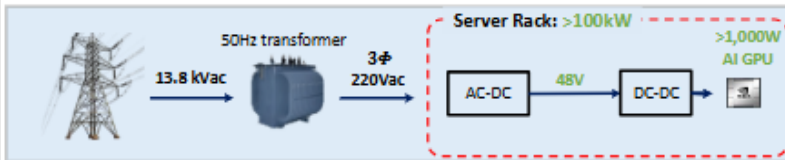


◆ 전력 아키텍처 – 48V/54V 체제에서 400V/800V 체제로의 전환

- 기존 48V/54V 아키텍처로는 차세대 GPU(NVIDIA Rubin 등)가 요구하는 랙당 600kW~1MW의 전력을 감당하기 어려움. 전류가 너무 높아져 1) 전기를 전달하는 구리 Bus Bar(막대형 전도체)의 중량(200kg)이 늘어나고, 2) 발열이 심화되기 때문
- 800V로 전환 시 전압을 올리면 전류가 약 15배 감소하여 구리 사용량(-45%)과 전력 손실이 감소하며, 그 자리를 고전압을 제어하기 위한 고부가 신규 부품(WBG 반도체, 고전압 부스웨이, SST 등)이 채우면서 관련 시장 규모는 오히려 확대
- 2026년은 800V 전력 아키텍처 관련 수주를 확인하는 원년이며, 2027년 NVIDIA의 800V 네이티브 시스템(Kyber NVL576) 도입과 함께 본격적인 상용화 사이클에 진입할 전망
- 고전압 아키텍처와 관련하여 단극성 800V 중앙집중 정류 체제(NVIDIA 독자 노선)와 양극성 400V 사이드카 분산 체제(하이퍼스케일러 주도 표준화 진형) 사이에 어느 쪽이 주도권을 잡는지에 따라 부품사별 노출(절연·커넥터·WBG)이 갈림

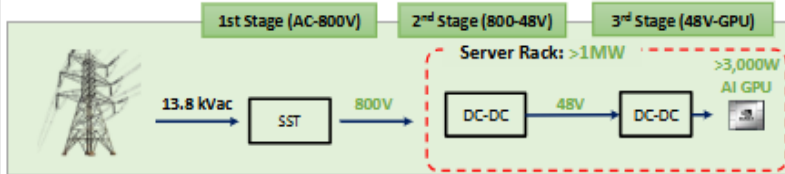
48V vs 800V 데이터센터 전력 아키텍처 비교

Today's AI 48V Data Centers



- 80-90% total energy efficiency
- 2030 power semi TAM: \$0.5B/yr
- Moderate GaN / SiC opportunity

Future AI 800V Data Centers



- Target >90% total energy efficiency
- 2030 power semi TAM: \$2.6B/yr
- Significant GaN / SiC opportunity

자료: 나비타스 세미콘덕터



◆ 광학 네트워킹 - 숨 고르기 국면에 진입한 광학 장비주

- COHR·LITE·GLW·CIEN·FN 등 주가는 6월 초 고점 대비 약 **-20%** 조정받았는데, 원인은 ① SemiAnalysis 리포트에 따른 **CPO 채택 지연 우려**와 ② 연초 이후 급등(일부 +100% 이상)에 따른 차익실현
- 1분기 어닝 시즌 중 COHR·LITE·GLW·CIEN·FN 등은 사상 최대급 매출·수주잔고로 수요를 재확인한 바 있음. CPO 도입이 지연되더라도 차세대 GPU 도입에 따른 대역폭 증가 이슈로 광학 부품 수요는 이와 무관하게 증가할 수밖에 없는 상황
- 또한 NVIDIA의 CPO 스위치(Spectrum-X) 양산은 문제 없이 진행될 예정, 실제로 NVIDIA의 네트워킹 사업 총괄 수석부사장 Gilad Shainer는 Computex에서 CPO를 “가장 흥미로운 기술”로 평가, 하반기 양산 출하 강조
- 향후 시장의 Catalyst는 랙 간의 연결(Scale-Out)을 담당하는 스위치의 CPO 전환을 넘어 랙 안의 GPU간 연결(Scale-up)을 담당하는 스위치(NVLink 등)가 어느 시점에 CPO로 전환될 것인지에 대한 논쟁이 될 것으로 판단

Broadcom의 Tomahawk 6(CPO) 스위치

Introducing Tomahawk 6-Davisson
Industry's First 100T CPO Ethernet Switch

Mature CPO Platform and Ecosystem
3rd Generation CPO

WORLD-CLASS COMPARISON TO PLUGGABLES
Fewer Link Flaps = Better Traffic

WORLD-CLASS COMPARISON TO PLUGGABLES
> 70% Power Reduction

OPEN // SCALABLE // POWER EFFICIENT

BROADCOM

자료: 브로드컴

NVIDIA의 Spectrum-X(CPO) 스위치

NVIDIA Photonics
CPO Co-Invention With Ecosystem Partners

- New Micro Ring Modulators (MRM)
- TSMC Photonics Engine Optimizations
- High-Power, High-Efficiency Lasers
- Detachable Fiber Connectors
- 100% of Patents Licensed to Customers

Spectrum-X
Integrated Silicon Photonics
2nd half 2025

Quantum-X
Integrated Silicon Photonics
2nd half 2026

ETELIA COHERENT CORNING fabrinet cisco.com LUMENTUM

자료: 엔비디아



◆ SpaceX 향후 전망 - 26Q2 실적 발표가 관건

- SpaceX(SPCX) IPO 공모가 \$135(6/11) → 상장 첫날 증가 \$160.95(+19%) → 고점 \$225.64(한때 시총 ~\$2.5T, 아마존·MS 상회) → 3일 연속 급락, 6/22 증가 \$154.60(-16.4%, 고점 대비 약 -31%)
- 주가 하락 트리거 → ① IPO 직후 **\$20B 채권 발행**, ② MSCI가 ESG 최저등급 **CCC** 부여, ③ 급등 후 밸류에이션 재평가 등
- 우리는 SPCX 주가 아직까지 크게 우려할 수준은 아니라 판단. 7월 초 나스닥100 편입에 따른 수급 호재와 7월 31일 Starship V3 두 번째 비행 등 주가 상승에 기여할 수 있는 동력들이 남아 있기 때문
- 현시점에서 가장 우려되는 점은 8/6 예정된 상장 후 첫 실적 발표가 시장 기대치를 하회한 상태로 1차 보호예수 해제 (8/10-11)가 진행되는 것
- 상장 70/90/105/120/135일 시점에 각각 **7%씩** 보호예수 물량 추가 해제가 예정되어 있다는 점에서 이는 장기적으로 주가에 일정 수준의 하방 압력을 가할 수 있을 것으로 판단됨

SpaceX 보호예수 물량 구성 및 단계별 해제 시점

구분	규모(추정)	비중	락업
유통주식(IPO 신주)	~5.6억주 (추가 배정 포함 ~6.4억)	~5%	없음
180일 블록 (직원·일반 초기투자자)	~46억주	~35%	단계적 해제
366일 블록 (머스크 + 특정 주요투자자)	~78억주 (머스크 ~64억)	~60%	조기해제 없음

180일 블록 단계별 해제 (비율 = 각 보유자의 락업 주식 대비)

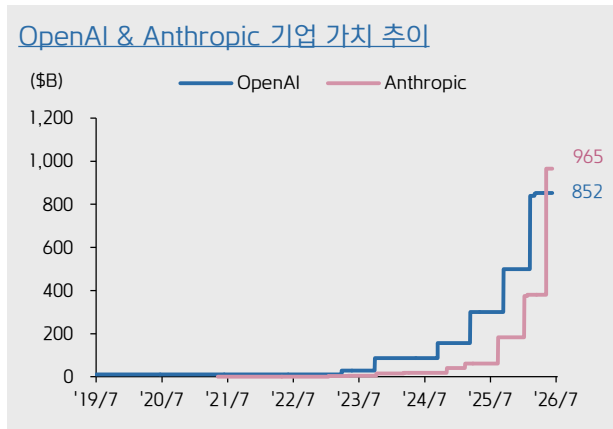
트리거	예상일자	중분	누적	대락 주식수
Q2 실적 발표 후 2거래일	~8/10 (±1)	20%	20%	~9.2억
조건부*	~8월 하순	+10%	30%	~4.6억
70일	~8/20	7%	27%	~3.2억
90일	~9/9	7%	34%	~3.2억
105일	~9/24	7%	41%	~3.2억
120일	~10/9	7%	48%	~3.2억
135일	~10/24	7%	55%	~3.2억
Q3 실적 발표 후 2거래일	11월경	28%	83%	~12.9억
180일 만기	12/8	잔여 17%	100%	~7.8억

자료: 언론종합, 키움증권 리서치
*주가 \$175.50↑를 10거래일 중 5일 충족 시

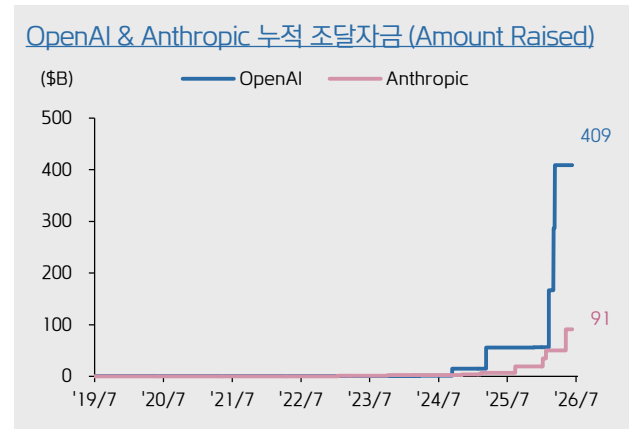


◆ OpenAI vs Anthropic 메가 IPO 레이스: 관전 포인트와 투자자 체크리스트

- OpenAI와 Anthropic 모두 2026년 하반기를 목표로 **6월 초 SEC에 비공개 상장 신청을 진행**. 양사 모두 "상장 시점 여부는 시장 상황에 따라 결정되며 아직 확정하지 않았다"는 입장
- 투자자 관점에서의 핵심 구도는 "외형 스케일 및 인프라 선점의 OpenAI"와 "압도적인 성장 속도 및 조기 흑자 전환의 Anthropic"의 대비로 요약됨. 과거 사모시장이 이들의 기술적 비전에 베팅했다면, 상장 후부터는 ① 막대한 인프라 비용 (CapEx)을 상쇄할 수 있는 매출 구조, ② 주주 가치와 상충할 수 있는 복잡한 지배구조 리스크를 철저히 검증해야 하는 시점
- **Anthropic**: 연 100만 달러 이상 지출 기업 고객 1,000개 사를 돌파, B2B 세일즈의 강력한 수익성을 입증. 런레이트 470억 달러 대비 기업가치 9,650억 달러는 PSR 약 20배 수준, 성장률을 감안할 때 공모 시장에서 정당화 가능한 범위 내에 진입
- **OpenAI**: 외형 매출 및 글로벌 브랜드 인지도는 높으나, 최근 자체 매출·성장 목표 미달. 6,000억 달러에 달하는 컴퓨트 지출 약정 부담으로 인해 상장 후에도 지속적인 유상증자나 대규모 자본 조달 압박(Dilution Risk)이 존재



자료: Yahoo Finance, Forge Global, 키움증권 리서치



자료: Yahoo Finance, Forge Global, 키움증권 리서치

셀레스티카 (CLS)



US Equity Analyst 박기현

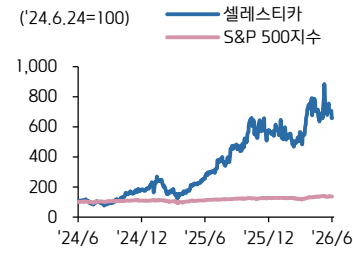
블룸버그 목표주가	USD 450.73
현재 주가 (6/23)	USD 351.20

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어&반도체
세부업종	전자 장비 기기 & 부품
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,365.46
시가총액(min)	40,406.3
유통주식수(min)	115.0
52주 최고	474.03
52주 최저	130.68
일평균거래량	2,233,016

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	18.8	-4.4	15.7	157.6
S&P 500	7.6	-1.4	6.6	22.2



- 기업 개요:** 셀레스티카(CLS)는 글로벌 EMS 기업으로 현재 단순 위탁생산을 넘어 AI 데이터센터 하드웨어의 '설계·제조' 파트너로 변모 중. 사업 부문은 항공·방산·산업·자본재 등을 담당하는 ATS(Advanced Technology Solutions)와 하이퍼스케일러향 데이터센터 인프라를 담당하는 CCS(Connectivity & Cloud Solutions)로 구성. CCS 내에서 커스텀 랙·스위치·스토리지를 설계·제조하는 HPS(Hardware Platform Solutions) 사업이 동사 AI 모멘텀의 실질적인 엔진
- 투자 포인트:** 1) AI 데이터센터 기반의 뚜렷한 성장 가시성: CCS(+76% YoY) 및 HPS(+63% YoY, 전자 비중 42%) 성장에 힘입어 1Q 매출 \$4.05B(+53% YoY) 달성. 2026년 매출 가이던스 \$17B→\$19B, 조정 EPS \$8.75→\$10.15로 상향. 2027년 매출 하한선(Floor) \$25.5B 이상 제시로 다년성 성장 입증. 비취소(Non-cancellable) 및 고객 펀딩 계약 구조 기반, 2028년까지의 매출 가시성 선제적 확보. 2) EMS에서 설계 주도(ODM)로의 구조적 리레이팅: 단순 위탁생산(EMS)에서 자체 설계 능력을 갖춘 HPS(ODM) 중심으로 체질 개선. 핵심 하이퍼스케일러향 1.6T CPO(광 패키징+액냉) 이더넷 스위치 수주(2027년 양산 램프업). 차세대 1.6T 전환 시 제품당 단가(ASP) 및 부가가치 증가. 설계 역량 내재화 효과로 CCS 부문 마진 개선(8.0% → 8.6%) 진행 중. 3) 소수 초대형 하이퍼스케일러 계약의 숨은 가치: 상위 3개사 매출 비중 65%(35%/15%/15%)로 집중되어 있으나, 비취소·고객 펀딩 계약으로 단기 수요 변동 리스크 방어. 2026년 연간 CAPEX 10억 달러로 상향, 2027년 매출 하한선과 맞물려 일회성 스파이크가 아닌 구조적 성장 뒷받침
- 실적 및 밸류에이션:** FY26Q1 매출액 \$4.05B(+53% YoY) Non-GAAP 조정 EPS는 \$2.16(+80% YoY)를 기록, 컨센서스 상회. CCS 부문 매출이 \$3.24B(+76% YoY)로 성장을 견인했으며, 특히 그 중 AI 하드웨어 사업(HPS) 매출이 \$1.7B(+63% YoY)로 핵심 동력 역할을 수행. 경영진은 FY26 연간 가이던스를 매출 \$19.0B(이전 목표치 \$17.0B), Non-GAAP 조정 EPS \$10.15(\$8.75)로 상향하고 FY27 매출 하한선을 \$25.5B로 제시하여 성장 지속성을 강조. 12M Fwd P/E가 30.8배로 IT 섹터(26.3배) 대비 높으나, 이익 성장률이 가팔라 Fwd PEG는 0.68배로 낮은 편

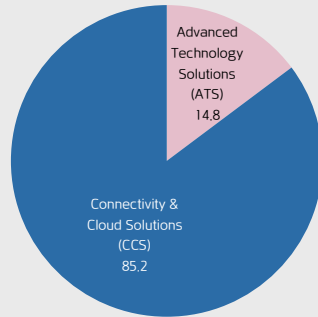
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	9,646	12,391	19,254	27,387
영업이익	623	927	1,534	2,271
영업이익률 (%)	6.5	7.5	8.0	8.3
순이익	461	703	1,185	1,760
EPS	3.88	6.05	10.26	15.12
증가율	59.7	55.9	69.5	47.4
PER	24.5	60.5	34.2	23.2
PBR	5.6	15.3	13.0	8.4
ROE	23.3	40.5	39.5	40.3
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2026.06.23 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

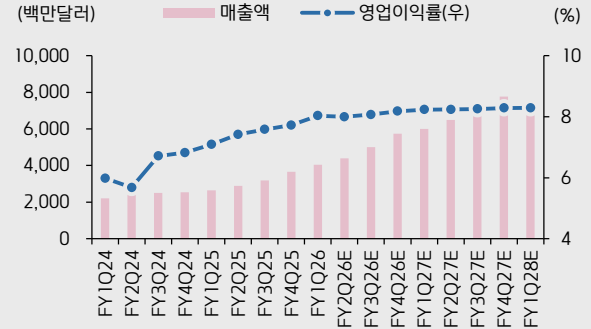


CLS 사업부별 매출액 비중



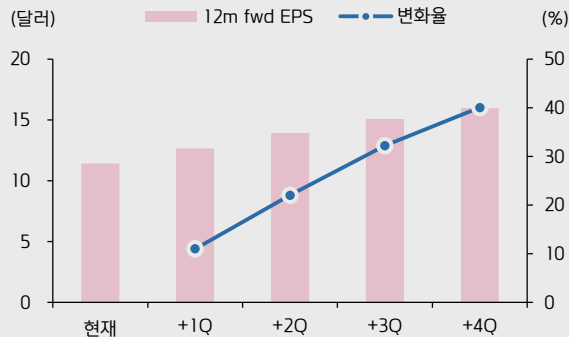
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

CLS 분기 매출액 및 영업이익률 추이



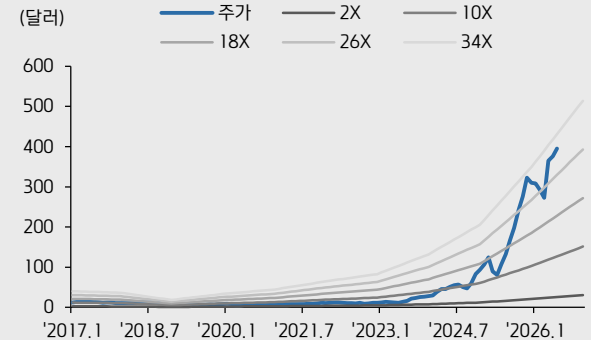
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

CLS 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

CLS 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

셀레스티카 (CLS)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	5,635	7,250	7,961	9,646	12,391
매출원가	5,148	6,614	7,207	8,612	10,897
매출총이익, GAAP	487	636	754	1,034	1,494
판매비	245	280	303	294	260
연구개발비	38	46	61	78	118
영업이익, GAAP	234	358	445	623	927
영업외 (이익)손실	32	60	32	67	58
세전이익, GAAP	136	298	369	571	874
법인세비용	32	58	62	104	151
당기순이익, GAAP	104	146	245	428	833
EPS, GAAP	0.82	1.18	2.03	3.62	7.22
희석 EPS, GAAP	0.82	1.18	2.03	3.61	7.16
영업이익, 조정	234	358	442	623	927
당기순이익, 조정	104	146	292	461	703
EBITDA	338	466	606	775	1,103

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	227	298	326	474	660
감가상각비, 무형자산상각비	126	145	131	152	176
운전자본 변동	-79	-89	-149	118	-1,022
투자활동으로 인한 현금흐름	-364	-109	-122	-213	-204
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-52	-109	-125	-171	-201
유, 무형자산 처분	3	0	3	3	0
재무활동으로 인한 현금흐름	68	-209	-208	-209	-284
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	150	-79	-28	123	-29
자사주매입	-56	-79	-118	-268	-375
현금증가	-70	-20	-4	53	172
기초현금	464	394	375	370	423
기말현금	394	375	370	423	596
FCF	175	189	201	303	458
FCFF	180	195	209	311	466

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	4,667	5,628	5,891	5,988	7,213
유동자산	3,435	4,327	4,511	4,512	5,673
현금 및 현금성자산	394	375	370	423	596
매출채권	1,260	1,394	1,796	2,069	2,638
재고자산	1,697	2,350	2,104	1,761	2,188
비유동자산	1,232	1,301	1,380	1,476	1,540
유형자산	453	510	632	662	710
무형자산	706	668	640	649	599
부채총계	3,204	3,950	4,120	4,092	4,997
유동부채	2,254	3,055	3,221	3,021	3,940
매입채무	2,185	2,985	3,173	2,975	3,882
단기성부채	52	52	27	27	58
비유동부채	950	895	899	1,071	1,057
장기성부채	743	734	648	770	858
자본총계	1,463	1,678	1,771	1,896	2,216

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	1.84	2.01	3.07	4.44	6.72
영업이익률	2.98	3.63	4.25	6.21	8.40
EBITDA 마진	5.22	5.63	5.89	7.79	9.82
ROE	7.24	9.27	14.17	23.34	40.49
ROA	2.49	2.83	4.24	7.21	12.61
ROIC	6.47	8.29	11.27	18.92	30.12
부채비율	54.30	46.86	38.13	42.02	41.32
순차입금비율	27.37	24.53	17.22	19.69	14.44
EBITDA/현금지급이자	-	-	-	-	22.48
현금비율	17.48	12.26	11.50	14.01	15.12
유동비율	152.44	141.63	140.06	149.34	144.00
PER	12.47	9.18	13.84	24.53	60.49
PBR	0.95	0.82	1.97	5.65	15.34
EV/EBIT	10.68	6.77	11.24	18.48	32.98
EV/EBITDA	6.09	4.37	8.10	14.75	28.21

시게이트 테크놀로지 홀딩스 (STX)



US Equity Analyst 박기현

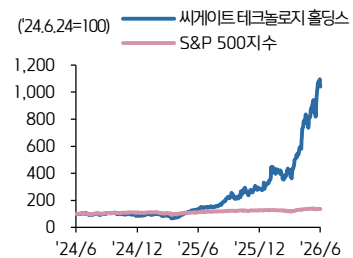
블룸버그 목표주가	USD 906.73
현재 주가 (6/23)	USD 1038.59

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	기술 하드웨어, 스토리지
거래소	NASDAQ GS
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,365.46
시가총액(min)	232,882.0
유통주식수(min)	224.2
52주 최고	1145.00
52주 최저	130.92
일평균거래량	4,080,832

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	277.1	27.8	267.3	680.4
S&P 500	7.6	-1.4	6.6	22.2



◆ **기업 개요:** 시게이트 테크놀로지 홀딩스(STX)는 글로벌 HDD 시장을 과점하고 있는 3사 중 하나로 매출의 핵심은 클라우드·AI 데이터센터용 엔터프라이즈 Nearline HDD이며, 그 외 Nearline SSD·스토리지 시스템, 영상·NAS·미션크리티컬, 소비자 외장(LaCie 등), 그리고 Lyve 엣지-투-클라우드 플랫폼을 보유. 차별화의 핵심 기술은 차세대 자기기록 방식인 HAMR(브랜드명 'Mozaic')임

◆ **투자 포인트:** 1) HAMR(Mozaic) 기술 리더십과 'build-to-order' 완판 구조: 동사는 2세대 HAMR 플랫폼 'Mozaic 4+'(플래터당 4TB+, 10플래터 구성)로 44TB 드라이브를 하이퍼스케일러에 출하하기 시작했고(2026년 3월), 2027년 공급을 확대할 예정임. 로드맵상 2027년 말 50TB(Mozaic 5) 월 출하 → 2029~30년 60TB → 2031년 80TB+ → 2030년대 초 100TB로 이어지며, 면적밀도 선도는 곧 TB당 원가 우위를 의미함. 특히 Nearline 물량이 build-to-order 계약으로 CY2027까지 거의 완판되어, 공급 예측가능성과 가격 규율을 동시에 확보함. 2) 구조적 공급부족과 산업 규율 기반의 다년 FCF 성장 구조: AI 추론 확장에 따른 체크포인트, 비정형, 영상 데이터 급증, 고가 NAND/SSD 대비 압도적 경제성을 바탕으로 대용량 저장 장치 시장 내 유일한 대안으로 부각. 과점 3사는 공급 규율을 기반으로 신규 CAPA 증설을 자제하고 면적 밀도 향상을 중심으로 보수적 대응. 이에 따른 ASP 상승, 마진 개선, 재고 리스크 축소 유도. 또한 동사는 부채 상환과 배당·자사주 환원을 병행하여 일회성 사이클 호황을 넘어 다년성 이익 및 FCF의 구조적 우상향 국면 진입

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY26Q3 매출액 \$3.11B(+44% YoY, +10% QoQ), Non-GAAP 희석 EPS \$4.10(+116% YoY, +32% QoQ)를 기록, 컨센서스 상회. 클라우드·AI용 Nearline HDD 믹스 상승으로 Non-GAAP GPM이 47.0%(+10.8%p YoY, +4.8%p QoQ)까지 확대. 7월 16일 발표될 4Q 가이드는 매출 \$3.45B, EPS \$5.00로 추가 QoQ 성장을 예고. 12M Fwd P/E는 약 43배로 상당한 프리미엄이 부여되어 있으나 향후 마진 정상화에 따라 EPS가 폭발적으로 늘며(컨센서스 EPS 성장률 FY26 +84%, FY27 +82%, FY28 +46%, FY29 +42%) 멀티플 축소 전망

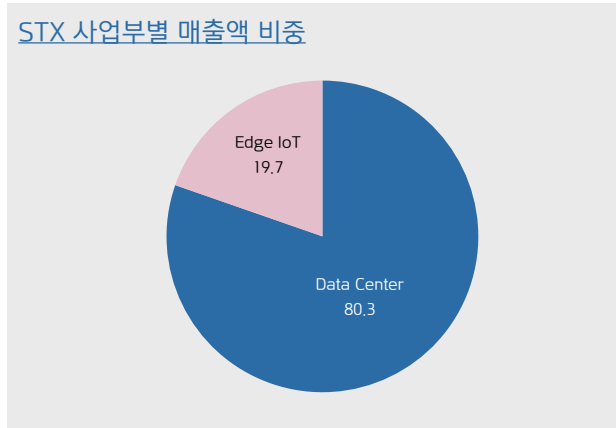
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	6,551	9,097	12,029	16,628
영업이익	677	2,127	4,237	7,612
영업이익률 (%)	10.3	23.4	35.2	45.8
순이익	272	1,733	3,367	6,225
EPS	1.29	8.10	14.89	27.12
증가율	578.9	527.9	83.8	82.1
PER	144.4	19.7	69.8	38.3
PBR	-	-	125.1	36.8
ROE	-	-	403.9	145.2
배당지표수익률	0.3	0.3	0.3	0.3

주: 컨센서스는 2026.06.23 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

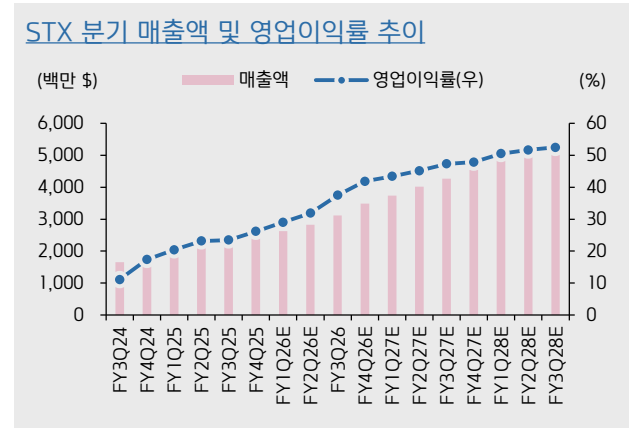


STX 사업부별 매출액 비중



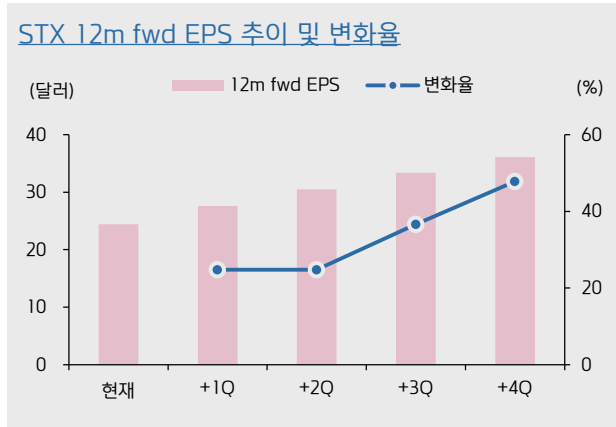
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

STX 분기 매출액 및 영업이익률 추이



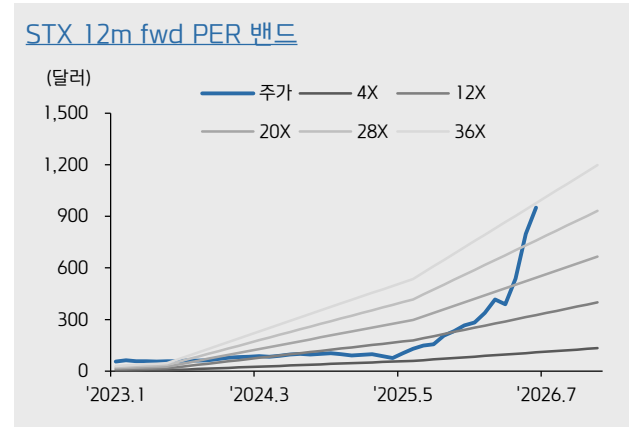
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

STX 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

STX 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

시게이트 테크놀로지 홀딩스 (STX)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	10,681	11,661	7,384	6,551	9,097
매출원가	7,764	8,192	6,033	5,015	5,897
매출총이익, GAAP	2,917	3,469	1,351	1,536	3,200
판관비	-	-	-	-	-
연구개발비	903	941	797	654	724
영업이익, GAAP	1,645	2,142	413	677	2,127
영업외 (이익)손실	144	276	154	7	377
세전이익, GAAP	1,513	1,697	77	333	1,802
법인세비용	34	30	33	110	44
당기순이익, GAAP	1,314	1,649	-529	335	1,469
EPS, GAAP	5.43	7.50	-2.56	1.60	6.93
희석 EPS, GAAP	5.36	7.36	-2.56	1.58	6.77
영업이익, 조정	1,645	2,142	413	677	2,127
당기순이익, 조정	1,381	1,833	40	272	1,733
EBITDA	2,042	2,593	926	941	2,349

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	1,626	1,657	942	918	1,083
감가상각비, 무형자산상각비	397	451	513	264	251
운전자본 변동	-100	-563	864	143	-904
투자활동으로 인한 현금흐름	-466	-352	217	126	-276
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-498	-381	-316	-254	-265
유, 무형자산 처분	4	0	534	40	1
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,673	-1,899	-988	-473	-1,274
지급배당금	-649	-610	-582	-585	-600
차입금의 증가(감소)	967	499	22	212	-678
자사주매입	-1,972	-1,782	-384	28	18
현금증가	-513	-594	171	572	-467
기초현금	1,724	1,211	617	788	1,360
기말현금	1,211	617	788	1,360	893
FCF	1,128	1,276	626	664	818
FCFF	1,342	1,521	-	914	1,130

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	8,675	8,944	7,556	7,739	8,023
유동자산	3,779	4,033	2,905	3,332	3,653
현금 및 현금성자산	1,209	615	786	1,358	891
매출채권	1,158	1,532	621	429	959
재고자산	1,204	1,565	1,140	1,239	1,440
비유동자산	4,896	4,911	4,651	4,407	4,370
유형자산	2,278	2,333	2,102	2,017	2,010
무형자산	1,266	1,246	1,237	1,219	1,221
부채총계	8,044	8,835	8,755	9,230	8,476
유동부채	2,921	3,555	2,592	3,099	2,648
매입채무	2,579	2,869	2,389	2,484	2,527
단기성부채	260	598	114	540	61
비유동부채	5,123	5,280	6,163	6,131	5,828
장기성부채	4,933	5,098	5,721	5,533	5,312
자본총계	631	109	-1,199	-1,491	-453

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
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

암페놀 (APH)



US Equity Analyst 박기현

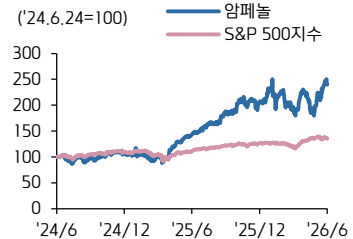
블룸버그 목표주가	USD 183.78
현재 주가 (6/23)	USD 158.70

Stock Data

산업분류	산업제품
세부업종	전자 장비 기기 & 부품
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,365.46
시가총액(min)	195,238.2
유통주식수(min)	1,230.2
52주 최고	168.75
52주 최저	92.98
일평균거래량	9,724,935

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	17.4	20.2	15.7	66.6
S&P 500	7.6	-1.4	6.6	22.2



- 기업 개요:** 암페놀(APH)은 글로벌 1위 인터커넥트(연결) 전문기업으로, 커넥터·케이블·안테나·센서·인터커넥트 시스템을 설계·제조함. 사업은 3개 부문으로 나뉘며, 매출의 절반 이상을 차지하고 AI 데이터센터 노출의 핵심인 Communications Solutions(2025년 매출의 52%, IT 데이터컴·모바일·통신망·브로드밴드), 방산·항공·산업용 강건형 제품의 Harsh Environment Solutions(26%), 산업·자동차·센서 중심의 Interconnect & Sensor Systems(22%)로 구성
- 투자 포인트:** 1) **데이터+전력을 동시에 잡는 인터커넥트 및 800V 전환 수혜:** AI 서버 및 랙 내 고속 데이터 인터커넥트와 전력 인터커넥트를 동시 최적화하여 공급 가능한 1위 사업자 지위 보유. 데이터센터의 800V 전환에 따른 신규 전력 기술 채택. 향후 5년간 인력 전력 급증(132kW → 1MW, 약 8배)에 따른 연결 콘텐츠의 비선형적 증가 기대. 가속기(XPU)당 데이터와 전력 양면에서 대당 탑재 가치가 동시에 체증하는 구조가 핵심. 2) **M&A와 분권형 모델이 만드는 성장 동력 및 리스크 분산:** 2026년 1월 CommScope CCS 사업 인수(\$105억, 사상 최대)를 통해 데이터센터 및 통신 인프라 경쟁력 강화. IT 데이터컴(36%) 외 전방 산업이 고르게 분산되어 있어, AI 사이클 수혜를 극대화하는 동시에 단일 시장 의존도 리스크는 축소. 3) **고객을 가리지 않는 AI 빌드아웃의 '중립적 수혜자':** 특정 칩, 네트워크 아키텍처, 고객에 대한 의존성 부재. 인프라 형태와 무관하게 필수 탑재되는 커넥터·케이블 특성상 AI CapEx 증가분을 폭넓게 흡수 가능
- 실적 및 밸류에이션:** FY26Q1 매출액 \$7.62B(+58% YoY, 유기적 성장 +33% YoY), Non-GAAP 조정 회석 EPS \$1.06(+68% YoY) 사상 최대 실적과 함께 가이드نس 상단 컨센서스를 모두 상회. 실적 호조의 동력은 IT 데이터컴 사업으로, USD 기준 +99%·유기적 +81% 성장. 수주는 사상 최대 \$9.4B, book-to-bill 1.24로 출하를 초과하는 수요 확인. 2Q 가이드نس도 매출 \$8.1~8.2B(+43~45%)·조정 EPS \$1.14~1.16 (+41~43%)로 고성장 지속 예고. 12M Fwd P/E는 31.9배로 5년 평균(32.8배)과 유사한 수준. 추가 M&A·800V 등 AI 아키텍처 전환 수혜가 실적 성장을 이끌고, 그 성장의 지속성이 재평가되면 멀티플 리레이팅이 가능할 것으로 판단

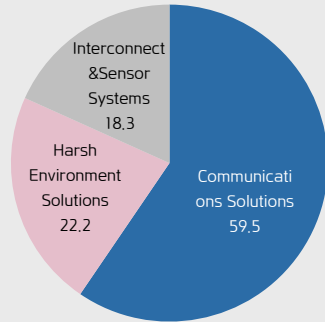
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	15,223	23,095	33,514	38,311
영업이익	3,303	6,050	9,294	10,760
영업이익률 (%)	21.7	26.2	27.7	28.1
순이익	2,382	4,273	6,236	7,379
EPS	1.89	3.34	4.83	5.70
증가율	25.6	76.7	44.6	18.1
PER	34.9	38.7	32.9	27.8
PBR	8.6	12.4	11.4	8.6
ROE	26.7	36.8	40.3	37.8
배당지표수익률	0.6	0.6	0.6	0.8

주: 컨센서스는 2026.06.23 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

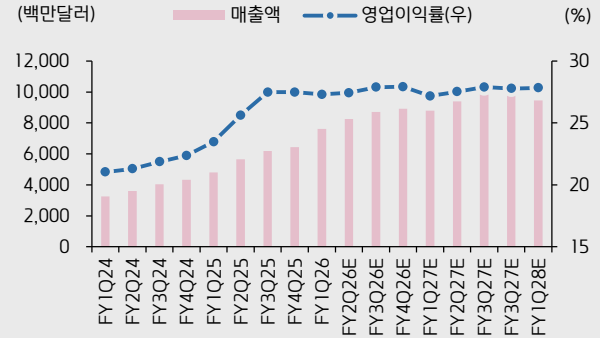


APH 사업부별 매출액 비중



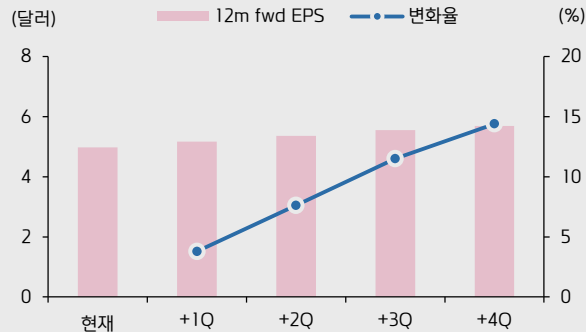
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

APH 분기 매출액 및 영업이익률 추이



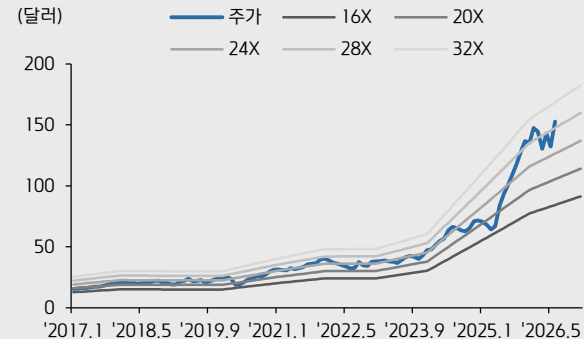
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

APH 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

APH 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

암페놀 (APH)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	10,876	12,623	12,555	15,223	23,095
매출원가	7,475	8,595	8,471	10,083	14,577
매출총이익, GAAP	3,402	4,028	4,084	5,140	8,518
판매비	909	1,097	1,148	1,402	1,899
연구개발비	318	324	342	453	647
영업이익, GAAP	2,176	2,607	2,594	3,303	6,050
영업외 (이익)손실	116	118	105	145	268
세전이익, GAAP	2,060	2,467	2,455	3,012	5,601
법인세비용	409	551	509	570	1,295
당기순이익, GAAP	1,591	1,902	1,928	2,424	4,270
EPS, GAAP	1.33	1.60	1.62	2.01	3.51
희석 EPS, GAAP	1.27	1.53	1.56	1.92	3.34
영업이익, 조정	2,176	2,607	2,594	3,303	6,050
당기순이익, 조정	1,548	1,865	1,870	2,382	4,273
EBITDA	2,571	3,000	2,966	3,875	6,791

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	1,540	2,175	2,529	2,815	5,375
감가상각비, 무형자산상각비	396	393	406	573	922
운전자본 변동	-496	-193	150	-211	-32
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,888	-731	-1,394	-2,649	-5,082
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-360	-384	-373	-665	-997
유, 무형자산 처분	4	6	4	8	15
재무활동으로 인한 현금흐름	-145	-1,197	-1,012	1,730	7,423
자금배당금	-347	-477	-501	-595	-802
차입금의 증가(감소)	636	-164	-293	2,627	8,520
자사주매입	-373	-545	-191	-242	-112
현금증가	-505	176	102	1,842	7,814
기초현금	1,702	1,197	1,373	1,475	3,317
기말현금	1,197	1,373	1,475	3,317	11,131
FCF	1,180	1,791	2,156	2,149	4,378
FCFF	1,271	1,891	2,266	2,325	4,661

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	14,678	15,326	16,526	21,440	36,237
유동자산	5,958	6,479	6,835	9,686	20,267
현금 및 현금성자산	1,241	1,434	1,660	3,335	11,434
매출채권	2,455	2,631	2,618	3,288	4,717
재고자산	1,894	2,094	2,167	2,546	3,425
비유동자산	8,720	8,847	9,691	11,754	15,970
유형자산	1,420	1,494	1,616	2,096	2,865
무형자산	7,134	7,180	7,927	9,461	12,817
부채총계	8,299	8,232	8,100	11,584	22,727
유동부채	2,447	2,676	3,153	4,084	6,803
매입채무	2,373	2,588	2,707	3,574	5,725
단기성부채	75	88	445	510	1,078
비유동부채	5,852	5,556	4,947	7,500	15,924
장기성부채	4,976	4,784	4,196	6,770	14,989
자본총계	6,379	7,094	8,427	9,856	13,510

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	14.63	15.07	15.36	15.92	18.49
영업이익률	19.35	20.48	20.39	20.74	25.41
EBITDA 마진	24.08	24.56	24.64	27.45	32.22
ROE	27.22	28.57	25.10	26.73	36.80
ROA	11.78	12.68	12.11	12.77	14.81
ROIC	15.40	16.47	15.55	16.39	18.78
부채비율	80.15	69.44	55.60	74.35	119.79
순차입금비율	59.72	48.45	35.37	40.02	34.30
EBITDA/현금지급이자	23.40	25.06	23.94	23.28	25.83
현금비율	50.73	53.59	52.66	81.67	168.08
유동비율	243.48	242.11	216.81	237.18	297.92
PER	33.93	24.64	31.47	34.92	38.74
PBR	8.31	6.46	7.11	8.58	12.36
EV/EBIT	26.67	18.82	24.29	27.74	28.94
EV/EBITDA	21.49	15.74	20.18	21.06	22.91

아스테라 랩스 (ALAB)



US Equity Analyst 박기현

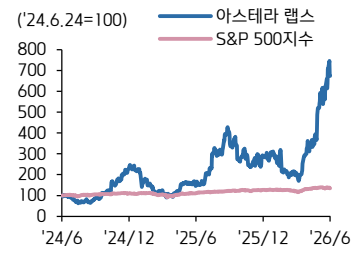
블룸버그 목표주가	USD 268.54
현재 주가 (6/23)	USD 397.02

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어&반도체
세부업종	반도체 & 반도체 장비
거래소	NASDAQ GS
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,365.46
시가총액(min)	68,052.4
유통주식수(min)	171.4
52주 최고	440.99
52주 최저	84.78
일평균거래량	5,983,679

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	138.7	29.4	135.2	361.9
S&P 500	7.6	-1.4	6.6	22.2



- 기업 개요:** 아스테라 랩스(ALAB)은 반도체 팹리스 기업으로 수천 개의 GPU를 단일 시스템처럼 통합하는 반도체+소프트웨어 결합 플랫폼('Intelligent Connectivity Platform')을 공급. 4대 제품군은 Aries(스마트 DSP 리타이머, 신호 무결성 유지), Taurus(스마트 케이블 모듈/AEC, 400~800G 이더넷), Leo(CXL 메모리 컨트롤러, 메모리 확장-폴링), Scorpio(스마트 패브릭 스위치, PCIe-스케일업)이며, 텔레메트리-진단을 담당하는 COSMOS 소프트웨어가 더해짐
- 투자 포인트:** 1) AI 병목의 이동('연산'→'연결')에 따른 핵심 Pure Play 종목: AI 클러스터 대형화로 컴퓨팅 성능의 병목이 데이터 이동(연결)으로 이동함에 따른 최대 수혜주. CXL, 이더넷, NVLink Fusion, PCIe, UALink를 모두 지원하는 아키텍처 중립적 포지셔닝. GPU 세대 진화에 따른 연결 반도체 탑재량 체증 효과로 PCIe Gen6 전환만으로 이미 전자 매출의 1/3 이상 확보, 누적 수백만 포트 출하로 시장 지배력 입증. 2) 스케일업 패브릭(Scorpio) 출시를 통한 TAM 확장: 기존 리타이머·케이블을 넘어 업계 최대 규모의 개방형 메모리-시맨틱 패브릭 스위치 'Scorpio X-Series(320레인)' 출시 및 초도 출하 개시. 머천트 스케일업 스위칭 시장 진출을 통해 2030년 약 200억 달러 규모의 신규 시장 개척. 2H26 Scorpio X-Series 양산 램프업 예정. 3) COSMOS 소프트웨어 해자 및 고객 다변화: 텔레메트리, 인프라 진단, 플릿(Fleet) 관리를 제공하는 COSMOS 소프트웨어가 하이퍼스케일러 운영 시스템에 내재화되어 강력한 교체 비용 형성. 단일 고객 의존도를 낮추고자 다수 하이퍼스케일러의 커스텀 ASIC 및 Optical 영역까지 설계 수주(Design-win) 다변화
- 실적 및 밸류에이션:** FY26Q1 매출액 \$308.4M(+93% YoY), Non-GAAP 회석 EPS \$0.61(+85% YoY)를 기록. 컨센서스 상회. 성장은 매출의 1/3 이상을 차지하는 PCIe 6 포트폴리오와 스케일업 패브릭(Scorpio) 양산이 견인. 12M Fwd P/E 119배로 향후 전망되는 폭발적인 성장(컨센서스 EPS 성장률 2026E +63%, 2027E +45%, 2028E +28%)을 고려해도 상당한 프리미엄이 부여되어 있음. 다만 AI 데이터센터 CapEx에 직접 노출된 포트폴리오이자 스케일업 아키텍처 전환의 핵심 수혜주로, 스케일업(Scorpio) 램프가 컨센서스를 상회할 경우 추정치 상향 여지를 보유

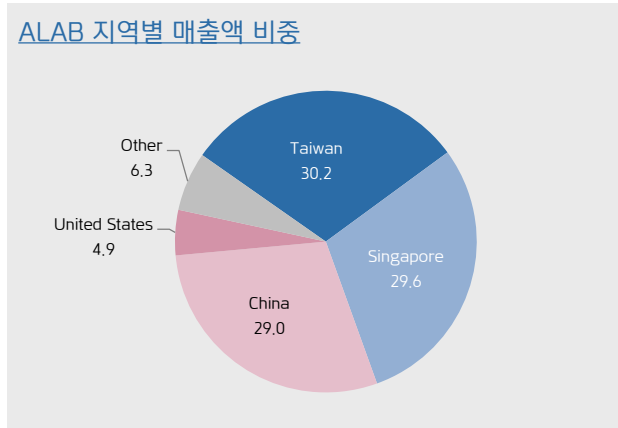
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	396	853	1,547	2,204
영업이익	120	334	496	790
영업이익률 (%)	30.2	39.2	32.0	35.8
순이익	143	331	525	795
EPS	0.84	1.84	3.01	4.37
증가율	-218.7	119.0	63.4	45.2
PER	-	136.4	132.0	91.0
PBR	22.2	20.8	36.8	29.7
ROE	-	18.8	27.3	28.8
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2026.06.23 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

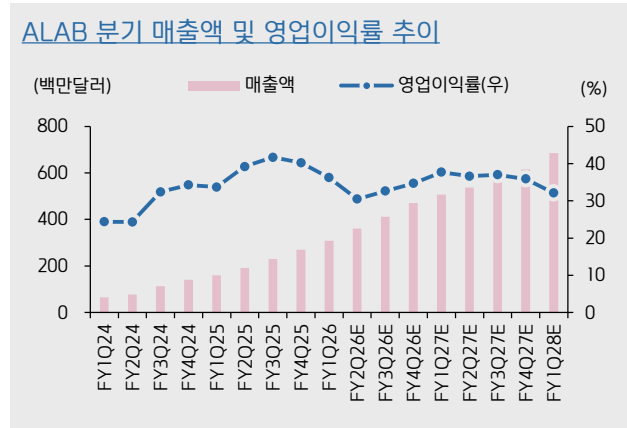


ALAB 지역별 매출액 비중



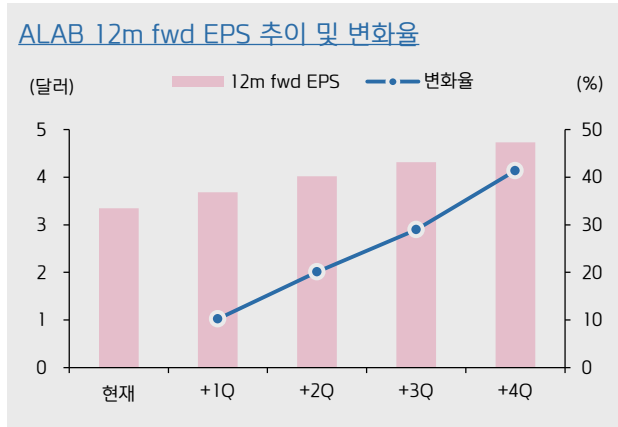
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ALAB 분기 매출액 및 영업이익률 추이



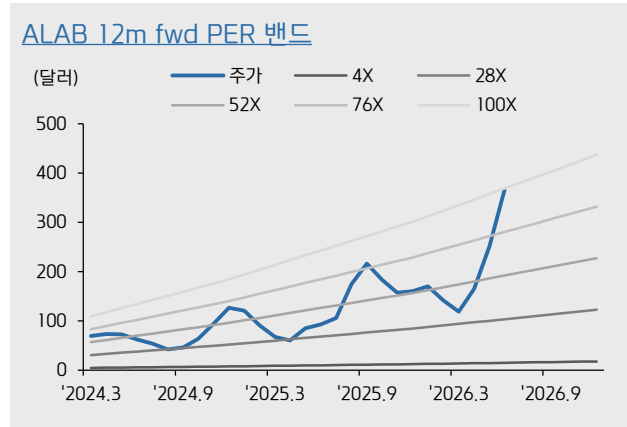
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ALAB 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ALAB 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

아스테라 랩스 (ALAB)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	-	80	116	396	853
매출원가	-	21	36	94	207
매출총이익, GAAP	-	59	80	303	645
판매비	-	45	36	218	168
연구개발비	-	74	73	201	304
영업이익, GAAP	-	-	-29	120	334
영업외 (이익)손실	-	-3	-7	-34	-45
세전이익, GAAP	-	-	-23	-82	218
법인세비용	-	1	3	2	-1
당기순이익, GAAP	-	-	-	-83	219
EPS, GAAP	-	-1.71	-0.71	-0.64	1.32
희석 EPS, GAAP	-	-	-	-0.64	1.22
영업이익, 조정	-	-	-	120	334
당기순이익, 조정	-	-	-26	143	331
EBITDA	-	-	-	123	341

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	-	-36	-13	137	319
감가상각비, 무형자산상각비	-	1	2	3	7
운전자본 변동	-	-9	-8	-11	-61
투자활동으로 인한 현금흐름	-	-91	-18	-758	-241
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-	-4	-3	-34	-38
유, 무형자산 처분	-	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-	152	-1	656	10
자금배당금	-	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-	0	0	0	0
자사주매입	-	152	1	677	2
현금증가	-	25	-31	35	88
기초현금	-	51	76	45	80
기말현금	-	76	45	80	168
FCF	-	-40	-15	102	282
FCFF	-	-	-	-	-

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	-	212	196	1,055	1,532
유동자산	-	206	186	1,013	1,362
현금 및 현금성자산	-	163	149	914	1,189
매출채권	-	11	8	39	83
재고자산	-	29	24	43	59
비유동자산	-	6	10	42	170
유형자산	-	4	5	39	115
무형자산	-	0	0	0	0
부채총계	-	42	39	90	168
유동부채	-	40	35	87	133
매입채무	-	40	35	56	42
단기성부채	-	0	0	1	4
비유동부채	-	2	4	3	35
장기성부채	-	0	0	2	27
자본총계	-	170	157	965	1,364

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	-	-73.05	-22.68	-21.05	25.70
영업이익률	-	-75.36	-25.47	-29.29	20.34
EBITDA 마진	-	-74.35	-23.94	-27.83	21.83
ROE	-	-	-	-	18.82
ROA	-	-	-12.87	-13.34	16.95
ROIC	-	-	-19.21	-19.64	15.56
부채비율	-	-	-	0.32	2.27
순차입금비율	-	-96.06	-94.85	-94.45	-84.91
EBITDA/현금지급이자	-	-	-	-	-
현금비율	-	406.94	425.65	1,056.48	893.56
유동비율	-	513.86	529.68	1,170.51	1,023.76
PER	-	-	-	-	136.36
PBR	-	-	-	22.24	20.76
EV/EBIT	-	-	-	-	155.49
EV/EBITDA	-	-	-	-	145.89

루멘텀 홀딩스 (LITE)



US Equity Analyst 박기현

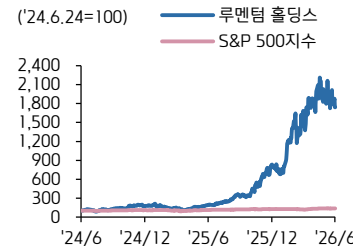
블룸버그 목표주가	USD 1126.44
현재 주가 (6/23)	USD 827.92

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어&반도체
세부업종	통신 장비
거래소	NASDAQ GS
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,365.46
시가총액(min)	64,412.2
유통주식수(min)	77.8
52주 최고	1085.68
52주 최저	86.63
일평균거래량	6,110,540

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	124.6	-12.6	113.7	828.6
S&P 500	7.6	-1.4	6.6	22.2



◆ **기업 개요:** 루멘텀 홀딩스(LITE)는 레이저, 광학 부품·모듈, 광집적회로(PIC), 트랜시버 설계 및 제조 기업. 핵심 차별점은 인듐인(InP) 레이저의 자체 팹 제조 및 수직계열화 역량. 동사의 주요 사업 부문은 Cloud & Networking(전사 AI-데이터센터 엔진 역할, 데이터컴·텔레콤 트랜시버, 고속 레이저, 코히어런트 플러거블, InP 레이저 칩 등 생산)과 Industrial Tech (산업 및 소비자용 레이저, 3D 센싱(VCSEL) 솔루션 담당)으로 구성

▶ **투자 포인트:** 1) **대역폭 증가의 아키텍처 증립적 수혜 및 InP 레이저 독점적 지위:** CPO, NPO, 플러거블 등 채택 아키텍처와 무관하게 데이터센터 대역폭 확장 시 필수적으로 수반되는 레이저 및 광부품 탑재량 증가 수혜. NVIDIA와 장기 레이저 공급 확보 및 신규 InP CAPA 자금 지원을 골자로 하는 약 20억 달러 규모의 투자 계약 체결, 2027년 이후 물량까지 선예약 완료. 차세대 1.6T 트랜시버의 핵심 스펙인 200G/레인 EML을 양산 출하 중인 사실상 유일한 공급사 지위 확보. 2) **CPO 진입 및 CapEx 확장:** 하나의 고출력 레이저를 복수의 실리콘 포토닉스 엔진이 공유하는 ELS/ELSFP(1310nm) 개발을 통해 데이터센터 효율·발열·정비성 대폭 개선(2026년 샘플 공급). 엔비디아 펀딩 기반의 노스캐롤라이나 그린스보로 신규 InP 팹(6인치 웨이퍼) 구축 진행 중(2028년 출하 예정). 또한 1.6T 트랜시버 본격 램프업 및 신규 캐파 확장을 기반으로 경영진의 분기 매출 20억 달러 달성 목표 가시화

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY26Q3 매출액 \$808.4M(+90% YoY), Non-GAAP EPS \$2.37(+316% YoY)로 컨센서스 상회. 매출 성장은 트랜시버와 레이저 칩이 견인했으며, 클라우드·AI CAPA 확충에 분기 CapEx \$125M를 투입. 12M Fwd P/E는 약 53.5배로 상당한 프리미엄이 부여되어 있으나, 이는 '저점 이익에서 폭발적으로 반등하는' 전형적 턴어라운드 구도로, 컨센서스 EPS 성장률이 26E +296%, 27E +122%, 28E +61%에 달함. 그 결과 차기 4분기 Fwd P/E가 53.5배 → FY28E 28.4배로 빠르게 축소되고, 핵심인 Non-GAAP Fwd PEG는 0.39배로 낮은 수준

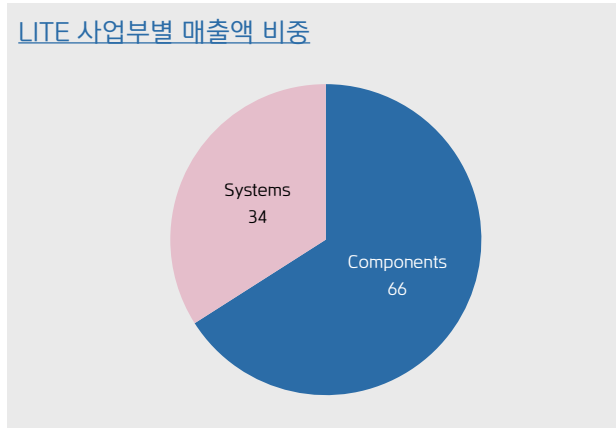
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	1,359	1,645	2,997	5,571
영업이익	38	160	873	2,170
영업이익률 (%)	2.8	9.7	29.1	38.9
순이익	69	146	751	1,842
EPS	1.01	2.06	8.16	18.07
증가율	-77.9	104.0	295.9	121.6
PER	-	217.2	101.5	45.8
PBR	3.5	5.8	18.2	11.5
ROE	-47.3	2.5	32.7	44.8
배당지표수익률	-	-	0.0	0.0

주: 컨센서스는 2026.06.23 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

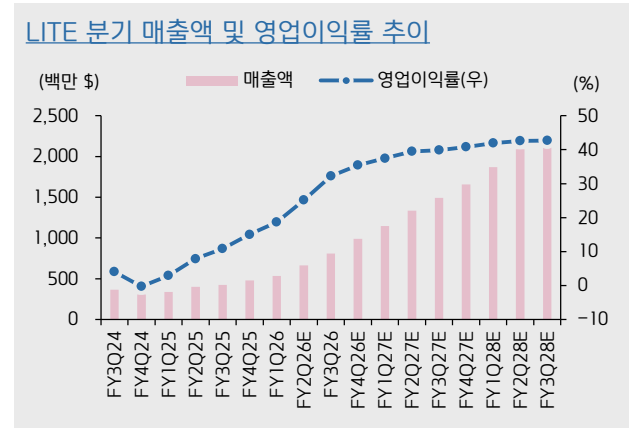


LITE 사업부별 매출액 비중



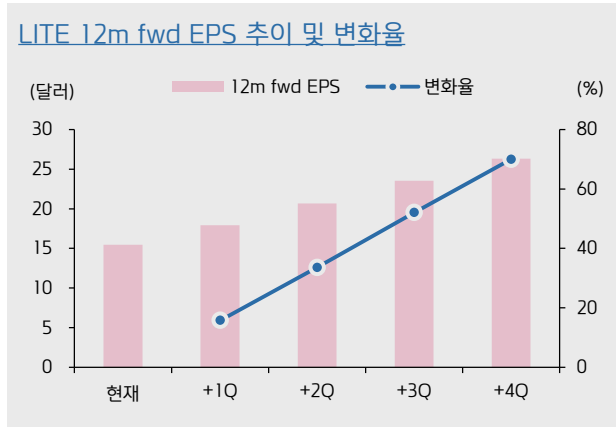
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

LITE 분기 매출액 및 영업이익률 추이



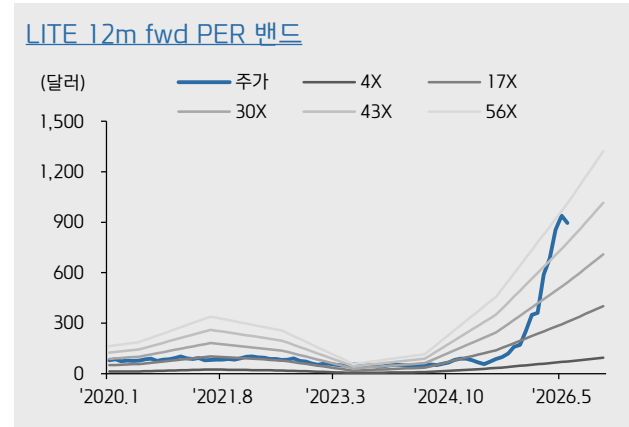
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

LITE 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

LITE 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

루멘텀 홀딩스 (LITE)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	1,743	1,713	1,767	1,359	1,645
매출원가	960	924	1,198	1,108	1,185
매출총이익, GAAP	783	789	569	252	460
판매비	241	266	349	311	348
연구개발비	214	265	312	304	304
영업이익, GAAP	536	527	339	38	160
영업외 (이익)손실	64	68	-13	-28	-8
세전이익, GAAP	536	525	369	80	175
법인세비용	66	36	29	141	-198
당기순이익, GAAP	397	199	-132	-547	26
EPS, GAAP	5.27	2.79	-1.93	-8.12	0.38
희석 EPS, GAAP	5.07	2.68	-1.93	-8.12	0.37
영업이익, 조정	536	527	339	38	160
당기순이익, 조정	263	449	315	69	146
EBITDA	621	609	432	141	264

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	739	459	180	25	126
감가상각비, 무형자산상각비	177	167	256	290	257
운전자본 변동	-1	-85	-136	140	-314
투자활동으로 인한 현금흐름	1	-226	-874	-114	-84
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-95	-91	-129	-133	-231
유, 무형자산 처분	25	6	0	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-263	283	263	-333	42
자금배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-1	852	-139	-323	-8
자사주매입	-223	-530	-198	-10	-26
현금증가	476	516	-431	-422	84
기초현금	298	774	1,290	859	437
기말현금	774	1,290	859	437	521
FCF	644	368	51	-108	-105
FCFF	701	436	-	-	-

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

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

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	22.80	11.61	-7.45	-40.21	1.57
영업이익률	30.24	17.71	-6.55	-31.93	-10.95
EBITDA 마진	41.05	28.05	8.59	-9.48	5.42
ROE	21.35	10.34	-8.15	-47.25	2.48
ROA	11.61	5.16	-2.99	-12.76	0.64
ROIC	14.69	7.29	-3.57	-14.74	0.55
부채비율	62.85	103.25	211.96	267.38	229.86
순차입금비율	-35.79	-32.69	63.44	174.72	152.56
EBITDA/현금지급이자	111.78	64.05	14.05	-6.54	4.66
현금비율	292.81	355.76	317.70	329.37	223.29
유동비율	366.66	438.13	438.29	590.46	437.19
PER	38.65	27.47	185.58	-	217.18
PBR	3.09	2.82	2.78	3.53	5.83
EV/EBIT	10.18	15.34	-	-	-
EV/EBITDA	7.53	9.74	30.50	-	93.65

버티브 홀딩스 (VRT)



US Equity Analyst 박기현

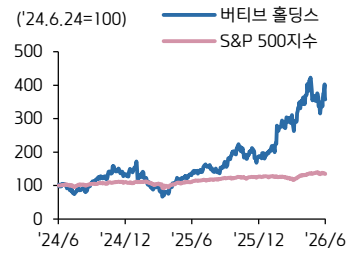
블룸버그 목표주가	USD 381.04
현재 주가 (6/23)	USD 318.32

Stock Data

산업분류	산업제품
세부업종	전기 장비
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,365.46
시가총액(min)	122,269.5
유통주식수(min)	384.1
52주 최고	379.94
52주 최저	110.06
일평균거래량	5,860,188

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	96.5	-2.8	91.5	173.1
S&P 500	7.6	-1.4	6.6	22.2



- 기업 개요:** 버티브 홀딩스(VRT)는 데이터센터의 '물리 계층'인 전력·냉각·통합랙·서비스를 공급하는 핵심 인프라 기업으로, **전력(AC/DC, UPS, 스위치기어, 버스웨이)**과 **열관리(냉각, 액체냉각 포함)**를 모두 다루는 것이 특징. 고전력 AI 데이터센터 수요 가속화로 가파른 성장 중
- 투자 포인트:** 1) **전력 + 냉각 통합 공급이 가능한 유일한 '시스템 레벨' 사업자:** 데이터센터의 전력(전기)과 열관리(냉각) 솔루션을 동시에 대규모로 공급할 수 있는 유일한 글로벌 기업. 부품 단위 최적화를 넘어 시스템 단위 통합이 필수적인 고밀도 인프라 시장 주도. AI 랙 전력 밀도 급증(300kW → 1MW 이상)에 따라 전력 분야는 800VDC로, 냉각 분야는 액체냉각으로 동시 전환되며 MW당 공급 콘텐츠의 기하급수적 증가 수혜. 2) **800VDC 및 액체냉각 도입에 따른 콘텐츠 점프:** 엔비디아의 차세대 플랫폼(Kyber, Rubin Ultra 등) 출시에 선행하여 2H26 중 800VDC 전력 포트폴리오 론칭 예정. 전력과 냉각을 결합한 '800VDC MGX 레퍼런스 아키텍처' 공개 완료. 고전력 랙 트렌드 확산에 맞춰 솔리드 스테이트 변압기(SST), 배터리 에너지 저장 장치(BESS), HVDC 버스웨이, 액체냉각 비중 확대(레거시 칠러 및 저전압 부품 비중 축소). Strategic Thermal Labs 인수를 통해 액체냉각 아키텍처 역량을 고도화하며 차세대 AI 가속기 플랫폼 사이클의 직접적 수혜 확보. 3) **지속 성장을 위한 선제적 투자:** 아키텍처 전환기 점유율 확대를 위해 R&D 투자를 연평균(~20% CAGR) 공격적으로 증액 중. 단기 CapEx 사이클을 넘어 장기 이익 성장이 가능한 구조 구축
- 실적 및 밸류에이션:** FY26Q1 매출액 \$2.65B(+30% YoY), Non-GAAP 조정 회석 EPS \$1.17(+83% YoY)로 컨센서스 상회. 분기말 주주잔고 \$12.45B(+81% YoY)·TTM 유기적 주주 +81%가 다년 매출 가시성을 뒷받침하며, 이를 바탕으로 회사는 FY26 가이드언스를 조정 EPS \$6.30~6.40(+51%)로 상향. 12M Fwd P/E 46배로 Tech급 멀티플을 받고 있으나, 2025~2029 EPS CAGR 33%의 견조한 다년 성장이 그 프리미엄을 흡수하며 Fwd P/E가 2029E 25배까지 낮아지는 구조. 주주·백로그가 흔들리지 않는 한 멀티플은 이익 성장이 따라잡을 수 있다는 점에서 프리미엄이 정당화된다고 판단

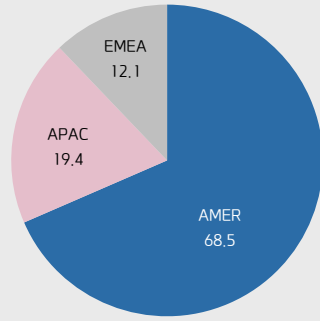
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	8,012	10,230	13,870	17,780
영업이익	1,552	2,090	3,233	4,375
영업이익률 (%)	19.4	20.4	23.3	24.6
순이익	1,102	1,640	2,497	3,348
EPS	2.85	4.20	6.47	8.67
증가율	61.0	47.4	54.0	34.0
PER	87.7	44.2	49.2	36.7
PBR	17.8	15.7	20.7	14.5
ROE	22.3	41.8	48.5	46.2
배당지표수익률	0.1	0.1	0.1	0.1

주: 컨센서스는 2026.06.23 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

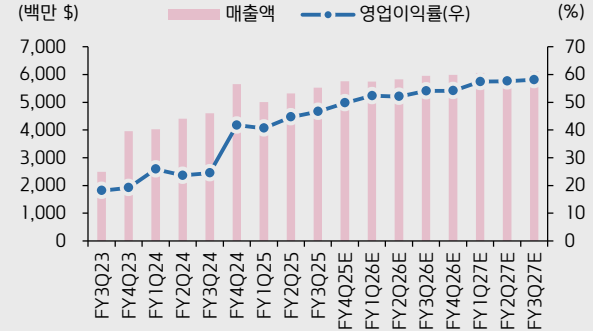


VRT 지역별 매출액 비중



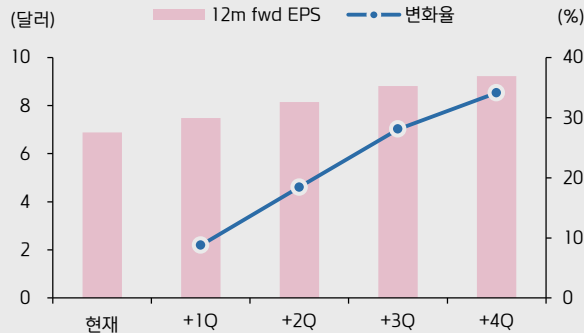
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

VRT 분기 매출액 및 영업이익률 추이



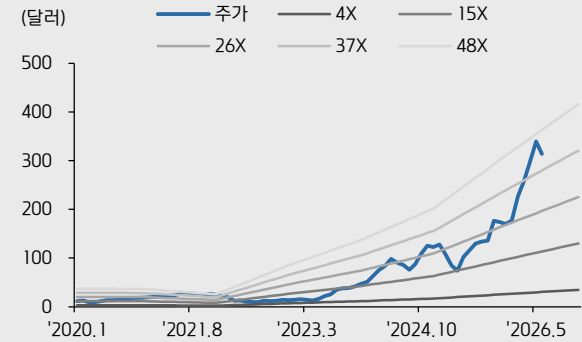
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

VRT 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

VRT 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

버티브 홀딩스 (VRT)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	4,998	5,692	6,863	8,012	10,230
매출원가	3,475	4,075	4,463	5,078	6,515
매출총이익, GAAP	1,523	1,616	2,401	2,934	3,715
판매비	1,109	1,178	1,312	1,374	1,618
연구개발비	0	0	0	0	-
영업이익, GAAP	471	439	1,054	1,552	2,090
영업외 (이익)손실	97	60	355	611	112
세전이익, GAAP	166	167	534	765	1,742
법인세비용	47	90	74	270	409
당기순이익, GAAP	120	77	460	496	1,333
EPS, GAAP	0.34	0.2	1.21	1.32	3.49
희석 EPS, GAAP	0.33	0.04	1.19	1.28	3.41
영업이익, 조정	471	439	1,054	1,552	2,090
당기순이익, 조정	120	202	684	1,102	1,640
EBITDA	698	742	1,325	1,829	2,398

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	211	-153	901	1,319	2,114
감가상각비, 무형자산상각비	227	302	271	277	309
운전자본 변동	-116	-438	22	114	407
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,217	-112	-139	-202	-1,501
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-85	-111	-135	-184	-226
유, 무형자산 처분	10	3.9	12.4	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	915	100	-248	-652	-72
지급배당금	-4	-4	-10	-42	-67
차입금의 증가(감소)	828	219	-262.1	-21	-21
자사주매입	112	3	27	-567	26
현금증가	-96	-174	515	444	558
기초현금	543	447	273	789	1,232
기말현금	447	273	789	1,232	1,790
FCF	138	-253	773	1,152	1,894
FCFF	-	-	-	-	-

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	6,940	7,096	7,999	9,133	12,212
유동자산	2,699	3,159	4,002	5,102	6,820
현금 및 현금성자산	439	261	780	1,228	1,828
매출채권	1,536	1,889	2,185	2,363	3,109
재고자산	616	822	884	1,244	1,457
비유동자산	4,241	3,937	3,997	4,031	5,393
유형자산	642	656	734	827	1,225
무형자산	3,468	3,101	3,003	2,808	3,929
부채총계	5,522	5,654	5,984	6,698	8,271
유동부채	1,855	1,898	2,305	3,097	4,407
매입채무	1,541	1,522	1,602	1,967	2,571
단기성부채	64	67	65	67	21
비유동부채	3,667	3,756	3,678	3,601	3,864
장기성부채	3,064	3,300	3,060	3,074	2,892
자본총계	1,418	1,442	2,015	2,434	3,941

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	2.39	1.35	6.71	6.19	13.03
영업이익률	5.26	3.99	12.94	17.18	18.12
EBITDA 마진	10.93	10.33	17.82	21.48	21.14
ROE	12.40	5.36	26.63	22.29	41.81
ROA	1.99	1.09	6.10	5.79	12.49
ROIC	4.93	2.15	15.03	16.46	22.52
부채비율	220.64	233.48	155.08	129.01	73.91
순차입금비율	189.67	215.40	116.35	78.59	27.53
EBITDA/현금지급이자	-	-	-	-	-
현금비율	23.67	13.73	33.85	39.64	41.48
유동비율	145.49	166.43	173.57	164.73	154.74
PER	84.57	77.81	38.44	87.68	44.17
PBR	6.62	3.58	9.10	17.77	15.73
EV/EBIT	44.54	34.80	22.90	32.38	34.02
EV/EBITDA	22.09	14.04	16.91	26.25	29.16

램 리서치 (LRCX)



US Equity Analyst 박기현

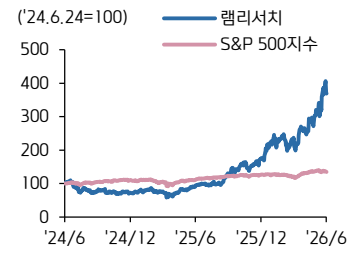
블룸버그 목표주가	USD 352.59
현재 주가 (6/23)	USD 371.33

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어&반도체
세부업종	반도체 & 반도체 장비
거래소	NASDAQ GS
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,365.46
시가총액(min)	464,374.5
유통주식수(min)	1,250.6
52주 최고	409.75
52주 최저	90.29
일평균거래량	10,002,106

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	116.9	21.6	112.0	305.3
S&P 500	7.6	-1.4	6.6	22.2



- 기업 개요:** 램 리서치(LRCX)는 반도체 전공정 장비(WFE) 선두기업으로, 트랜지스터와 배선을 만드는 핵심 공정인 식각(Etch)·증착(Deposition)·세정(Clean) 장비에 특화함. 이 공정들은 3D 낸드(층 적층)·DRAM/HBM·첨단 로직·어드밴스드 패키징에 필수적임. 또한 약 **102,000개**에 달하는 설치 챔버 기반의 서비스 사업(CSBG, 예비부품·업그레이드·서비스)을 보유함
- 투자 포인트:** 1) 반도체 '공정 복잡도' 상승에 따른 구조적 수혜: AI 구동을 위한 기술 변곡점(낸드 고적층화, HBM 전환, GAA 로직, 백사이드 파워, 첨단 패키징) 도입 시 웨이퍼당 식각·증착 스텝 수 급증. 특정 칩 제조사의 성패와 무관하게 복잡도 상승 자체에 레버리지되는 구조. 로직·DRAM·낸드 전 부문에서 2년 연속 WFE 점유율 확대 달성. 전사 주력 시장(식각·증착)의 성장 속도가 전체 WFE 시장 평균을 상회하며 웨이퍼당 콘텐츠 가치 지속 체증. 2) '4 Horsemen' 기술 변곡점과 HBM·낸드 업턴의 동시 도래: GAA, 백사이드 파워, 어드밴스드 패키징, 드라이 레지스트(Dry Resist) 등 고성장 기술 영역 선점을 통한 주수 시장(SAM) 확대. 2026년 HBM4 채택 및 TSV 식각 강도 심화로 어드밴스드 패키징 매출 +40% YoY 고성장 전망. 1c 노드 전환에 따른 DRAM 유전체 증착 SAM +20% 가속화(Stryker ALD 점유율 확대). 기술 업그레이드 중심의 낸드 투자 회복 사이클 초입 진입에 따른 추가 성장 동력 확보. 3) 설치 기반 서비스 고정 수입: 102,000개 챔버 설치 기반의 예비부품 및 서비스 매출(CSBG 최초 분기 20억 달러 돌파). 결과 기반 계약 구조를 통해 설치대수 증가율을 상회하는 달러 기준 성장을 시현하며 사이클 완충
- 실적 및 밸류에이션:** FY26Q3 매출액 \$5.84B(+24% YoY), Non-GAAP EPS \$1.47(+41% YoY)로 가이던스 상단 및 컨센서스 상회. 설치기반 서비스(CSBG)가 사상 첫 분기 \$2B를 달성하며 사이클 완충 역할을 입증. 12M Fwd P/E가 49배로 5년 평균(16배) 대비 3배 가량 고평가되어 있음. 다만 이는 시장이 반도체 장비를 사이클 산업이 아닌 계속 성장이 가능한 산업으로 재평가했기 때문. AI CapEx 투자로 촉발된 반도체 수요가 꾸준히 증가하고 있다는 점 고려 필요

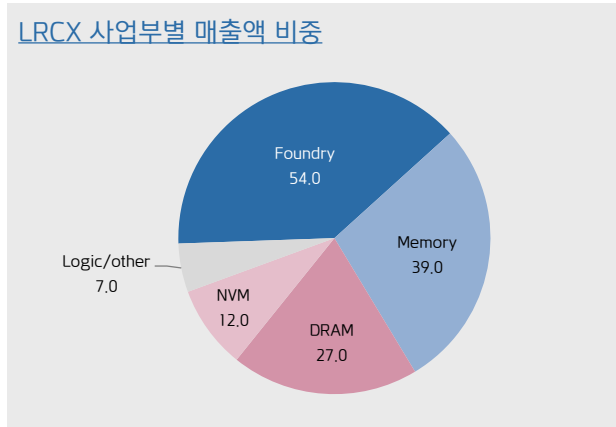
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	14,905	18,436	23,186	30,590
영업이익	4,325	5,901	8,174	11,517
영업이익률 (%)	29.0	32.0	35.3	37.7
순이익	3,998	5,330	7,151	10,011
EPS	3.03	4.17	5.68	7.99
증가율	-15.5	37.7	36.2	40.6
PER	35.4	23.6	65.4	46.5
PBR	16.3	12.5	39.9	25.7
ROE	45.7	58.2	66.7	73.1
배당지표수익률	0.3	0.3	0.3	0.3

주: 컨센서스는 2026.06.23 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

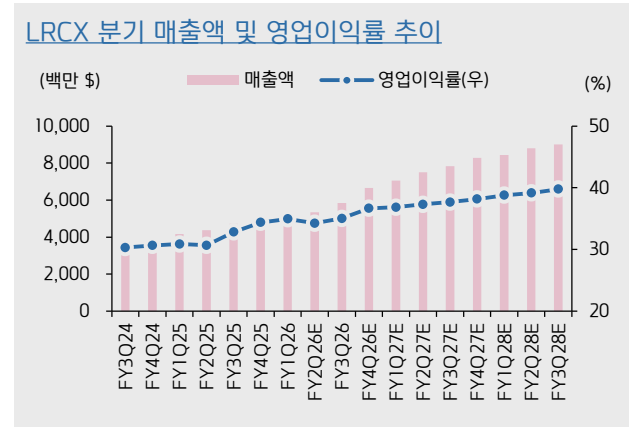


LRCX 사업부별 매출액 비중



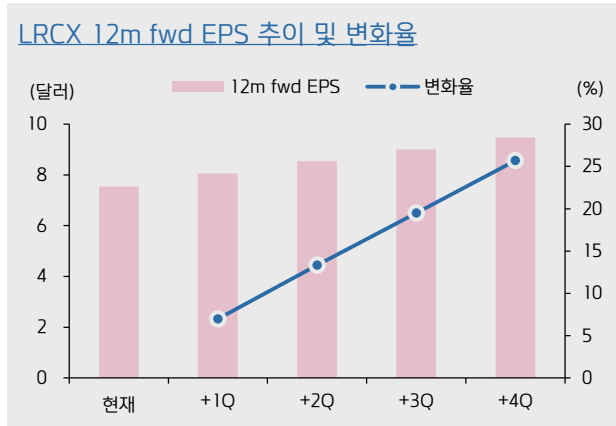
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

LRCX 분기 매출액 및 영업이익률 추이



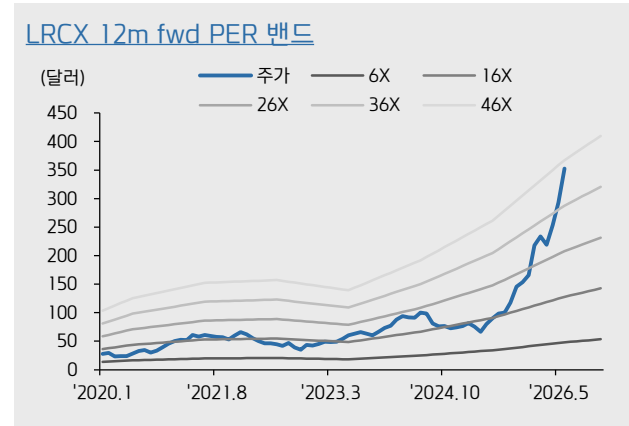
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

LRCX 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

LRCX 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

램 리서치 (LRCX)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	14,626	17,227	17,429	14,905	18,436
매출원가	7,821	9,355	9,652	7,853	9,457
매출총이익, GAAP	6,805	7,872	7,777	7,053	8,979
판관비	830	886	833	868	982
연구개발비	1,465	1,620	1,717	1,867	2,078
영업이익, GAAP	4,605	5,398	5,175	4,325	5,901
영업외 (이익)손실	111	189	66	-96	-57
세전이익, GAAP	4,432	5,193	5,109	4,360	5,958
법인세비용	462	588	598	532	600
당기순이익, GAAP	3,908	4,605	4,511	3,828	5,358
EPS, GAAP	2.722	3.292	3.33	2.913	4.17
희석 EPS, GAAP	2.69	3.275	3.3209	2.9	4.15
영업이익, 조정	4,605	5,398	5,355	4,513	5,957
당기순이익, 조정	3,960	4,657	4,640	3,998	5,330
EBITDA	4,912	5,716	5,517	4,872	6,343

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	3,588	3,100	5,179	4,652	6,173
감가상각비, 무형자산상각비	307	334	342	360	386
운전자본 변동	-1,187	-2401	-5	638	-706
투자활동으로 인한 현금흐름	73	612	-535	-371	-708
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-349	-546	-502	-397	-759
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-4,167	-4,579	-2,831	-3,996	-4,937
지급배당금	-727	-815	-908	-1,019	-1,150
차입금의 증가(감소)	-862	-12	-23,206	-256	-507
자사주매입	-2,576	-3752	-1896	-2707	-3280
현금증가	-498	-897	1814	263	557
기초현금	5,169	4,671	3,774	5,587	5,851
기말현금	4,671	3,774	5,587	5,851	6,408
FCF	3,239	2,554	4,677	4,256	5,414
FCFF	3,426	2,717	4,842	4,418	5,574

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	15,892	17,196	18,782	18,745	21,345
유동자산	11,652	12,285	13,228	12,883	14,517
현금 및 현금성자산	5,729	3,658	5,375	5,848	6,391
매출채권	3,026	4,314	2,823	2,519	3,378
재고자산	2,689	3,966	4,816	4,218	4,308
비유동자산	4,240	4,910	5,553	5,862	6,828
유형자산	1,477	1,874	2,099	2,155	2,716
무형자산	1,622	1,617	1,791	1,765	1,809
부채총계	9,865	10,917	10,571	10,205	11,484
유동부채	3,528	4,565	4,185	4,338	6,568
매입채무	2,504	2,931	2,417	2,416	3,170
단기성부채	57	61	73	505	833
비유동부채	6,337	6,353	6,387	5,867	4,915
장기성부채	5,109	5,163	5,176	4,479	3,924
자본총계	6,027	6,278	8,210	8,539	9,862

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	26.72	26.73	25.88	25.68	29.06
영업이익률	30.64	31.24	29.69	28.61	32.01
EBITDA 마진	33.10	33.58	32.09	31.02	34.10
ROE	69.80	74.85	62.27	45.71	58.24
ROA	25.67	27.84	25.08	20.40	26.73
ROIC	34.95	40.58	35.28	27.09	36.76
부채비율	85.70	83.22	63.93	58.36	48.23
순차입금비율	-9.35	24.96	-1.53	-10.12	-16.57
EBITDA/현금지급이자	23.74	32.96	32.01	26.71	36.48
현금비율	162.40	80.13	128.43	134.79	97.29
유동비율	330.30	269.13	316.10	296.96	221.01
PER	23.43	13.74	17.88	35.35	23.61
PBR	14.91	9.82	9.88	16.26	12.51
EV/EBIT	19.90	11.74	15.63	32.36	20.62
EV/EBITDA	18.44	10.93	14.49	29.84	19.35



6월 중국 Review 및 7월 전망

본토는 승자독식, 홍콩은 전화위복



6월 중국 Review 및 7월 전망 | 본토는 승자독식, 홍콩은 전화위복

최근 경기 둔화로 정치국회의 앞두고 정책 기대감 확대 가능성 존재. 다만 전면적인 부양보다는 선별적인 지원 예상

- 5월 중국 실물 지표는 수출 관련 생산을 제외하면 모두 예상치 하회. 최근 2개월 경기 둔화 압력이 확인되면서 정책 강도 확대의 필요성은 높아졌으며, 7월 정치국회의를 앞두고 정책 기대감이 재차 부각될 가능성이 존재
- 다만 견조한 수출 경기, 기존 정책의 추가 집행 여력, 하반기 기저 효과 등을 감안하면 전면적인 부양보다는 선별적인 지원 예상. 정책 스탠스는 여전히 AI 등 첨단기술 산업을 중심으로 유지될 가능성이 높다는 판단

구조적 성장 업종에 주목 지속, Chinext/Star50 중심 본토증시 선호. 역외 증시는 7월 중국 대표 AI기업 락업 해제 유의

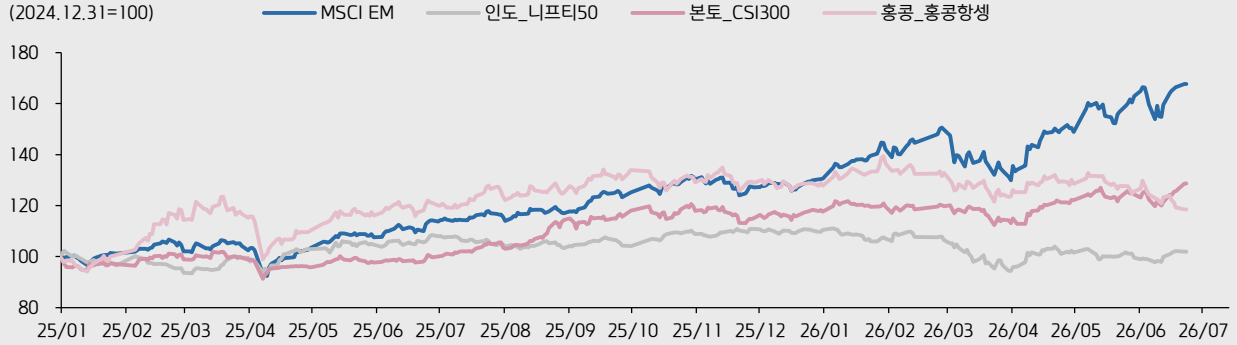
- 상대적으로 이익 모멘텀 보유한 본토 증시 선호. 해외/AI 수요가 뒷받침되는 업종 중심의 이익 개선이 예상되며, AI, 첨단제조 등 구조적 성장 업종 비중이 높은 ChiNext와 STAR50 주목 필요
- 역외 증시는 하반기 대규모 보호 예수 해제 예정. 그 중 LLM 기업 MINIMAX, Z.AI, 반도체 기업 BIREN TECH, ILUVATAR COREX 등이 포함. 보호 예수 해제 전후 개별 종목의 주가 흐름은 해제 전 주가 퍼포먼스, 해제 물량 규모 등 다양한 요인에 따라 차별화된 모습을 보이나, 잠재 매물 출회 부담을 확대시킨다는 점에서 전반적으로 주가에 부정적인 영향을 미치는 경향이 있다는 판단

이익 및 상장 모멘텀으로 반도체 등 AI 모멘텀 지속 전망. 한편 중화권 증시의 AI 쏠림 심화 시 이차전지 주목

- 중국 4대 AI 칩 기업 중 하나인 Enflame도 상장 심사를 통과하며 반도체 기업 상장이 가속화되는 중. 글로벌 및 중국 빅테크 기업의 AI 투자 확대와 중국 반도체 기업 증설로 상장 및 이익 모멘텀 모두 유효한 만큼 SMIC, NAURA, VGT 등 주목 지속 필요
- 2026년 들어 중화권 증시에서도 반도체 업종 중심의 수급 쏠림 현상이 심화되는 모습. 다만 AI 관련 업종 조정 국면에서는 CATL이 상대적으로 견조한 주가 흐름을 보임. 단기적으로 중국 반도체 업종 주가 상승이 가속화된 현 시점에서는 CATL에 대한 관심을 점진적으로 늘릴 필요가 있다는 판단. 현재 주가는 12M FWD PER 17배에서 거래 중으로 밸류에이션도 매력적

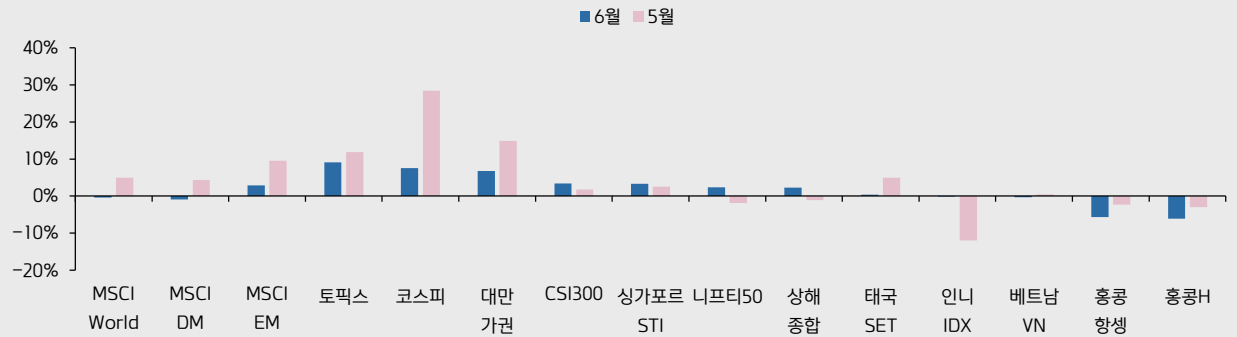


아시아 증시 주요 지수



자료: Wind, 키움증권 리서치

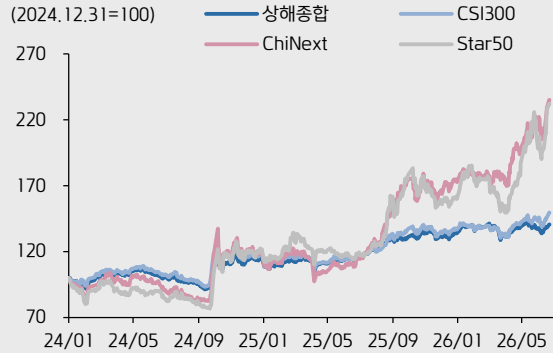
아시아 주요 지수 월별 수익률



자료: Wind, 키움증권 리서치

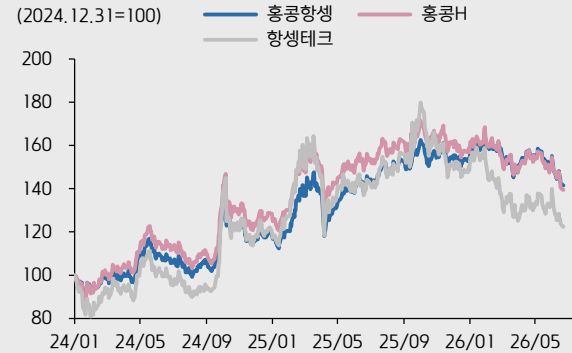


본토 증시 주요 지수



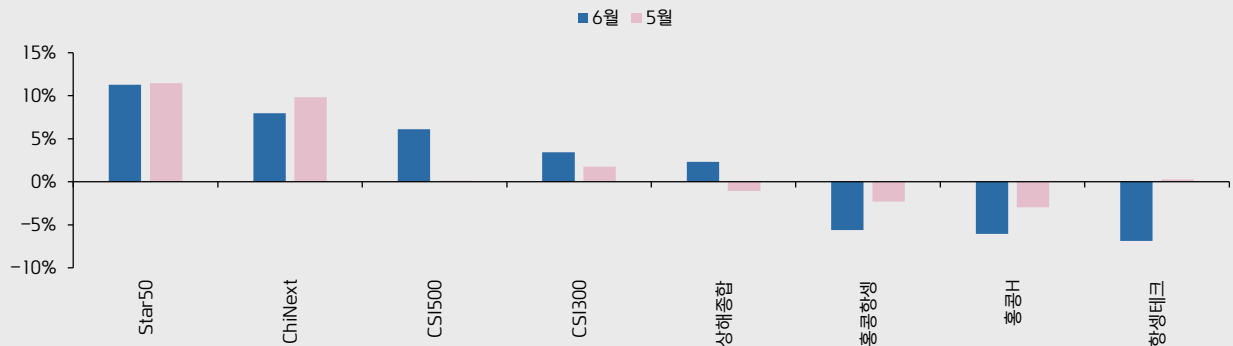
자료: Wind, 키움증권 리서치

홍콩 증시 주요 지수



자료: Wind, 키움증권 리서치

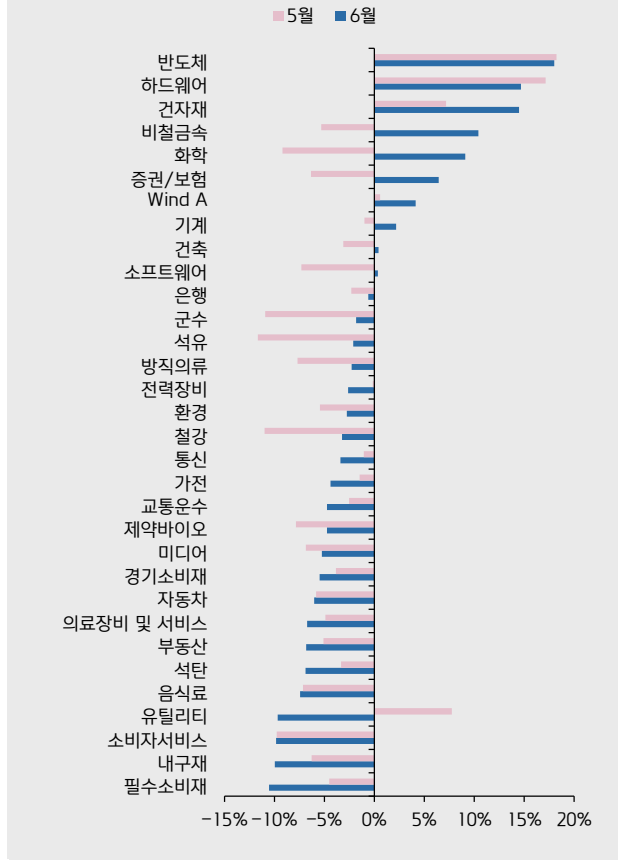
중국 주요 지수 월별 수익률



자료: Wind, 키움증권 리서치

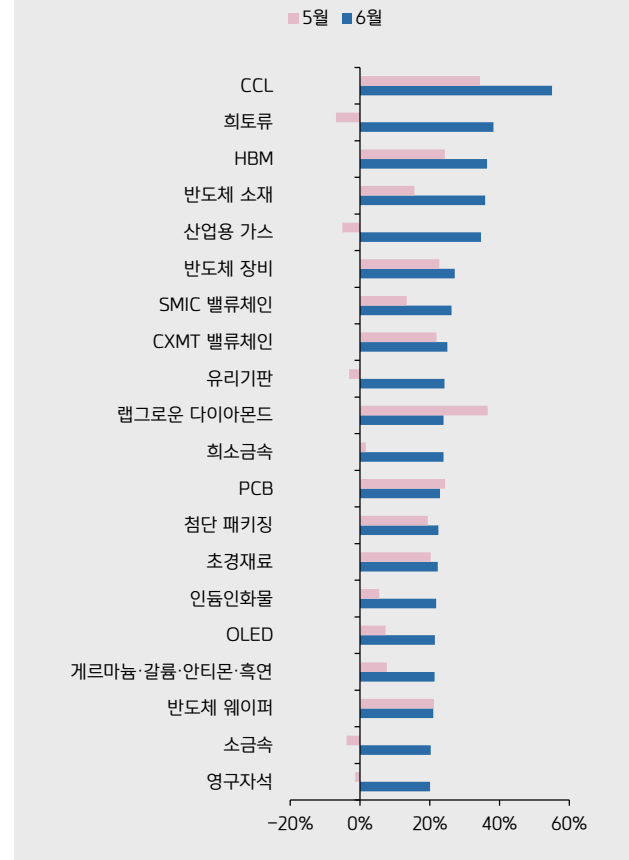


본토 증시 세부 업종별 월별 수익률



자료: Wind, 키움증권 리서치

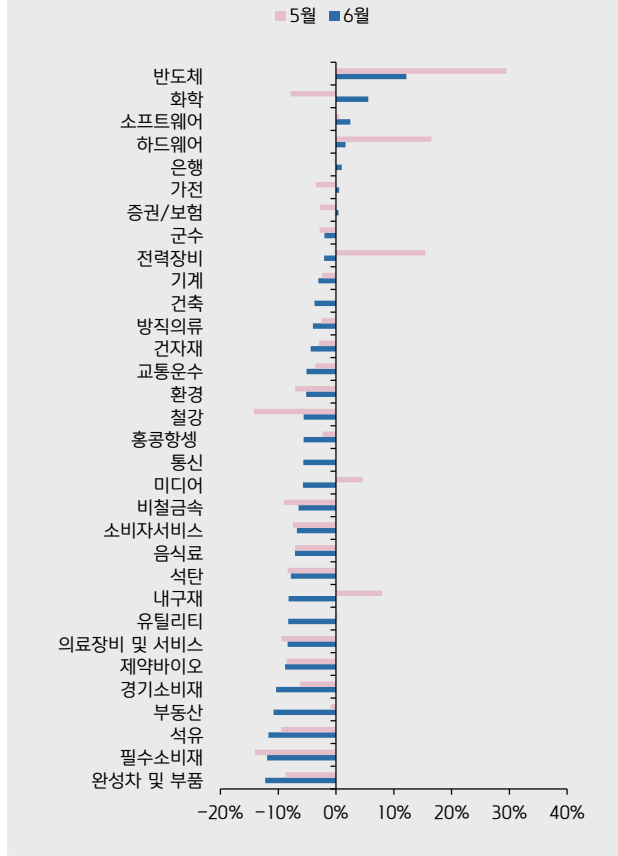
본토 증시 월별 수익률 상위 Top20 테마



자료: Wind, 키움증권 리서치

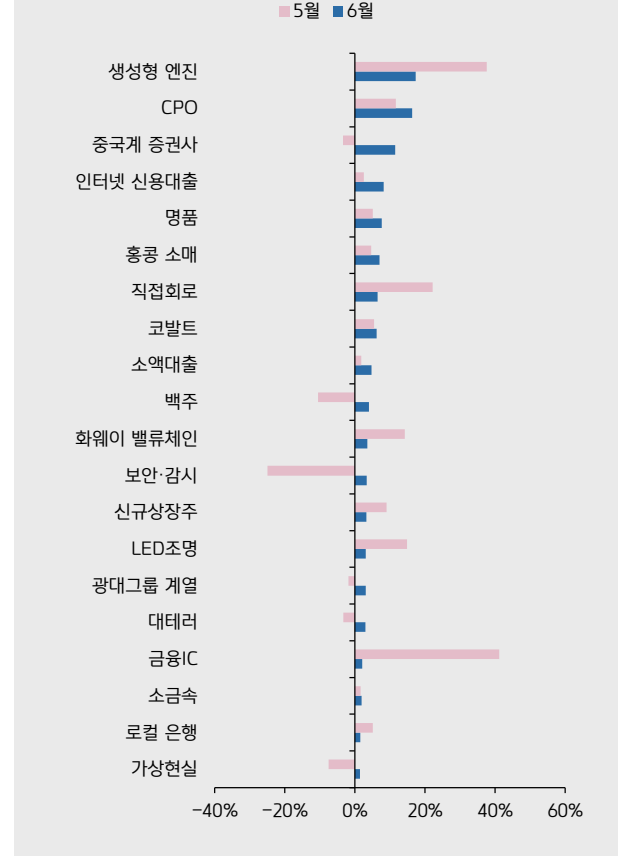


홍콩 증시 세부 업종별 월별 수익률



자료: Wind, 키움증권 리서치

홍콩 증시 월별 수익률 상위 Top20 테마

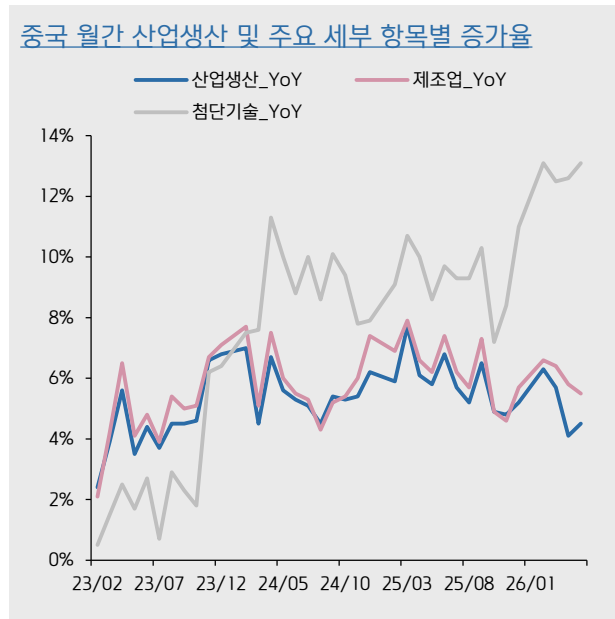


자료: Wind, 키움증권 리서치

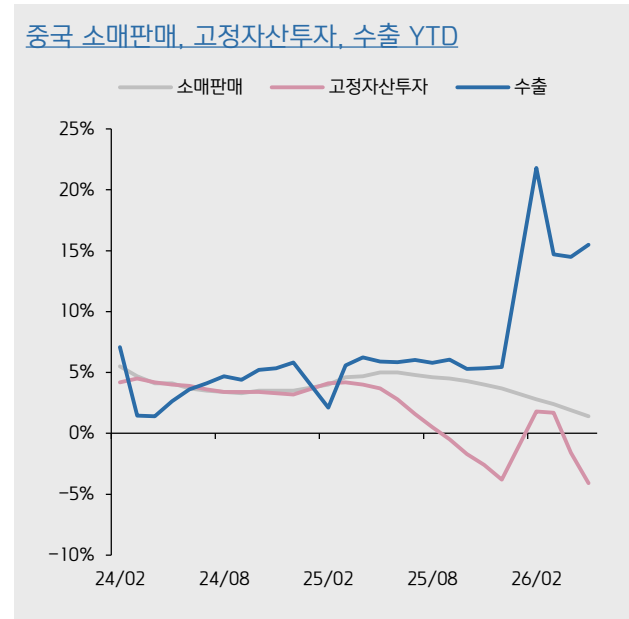


◆ 5월 실물 지표: 예상치 대비 생산은 소폭 상회, 소비 및 투자는 하회

- 5월 산업생산은 YoY +4.5%로 예상치(YoY +4.4%) 소폭 상회. 수출 관련 제조업과 유틸리티 생산 확대가 5월 산업생산 반등을 견인. 전체 제조업 생산은 YoY +5.5%로 전월 대비 둔화됐으나, 첨단기술 제조업은 YoY +13.1%로 MoM 0.5%p 상승
- 5월 소매판매는 YoY -0.6%로 예상치(YoY -0.2%) 하회. 2023년 리오프닝 이후 처음으로 역성장을 기록하며 부진 지속. 노동절 등 연휴로 인해 서비스 소비는 상대적으로 양호했으나, 이구환신 정책의 높은 기저 영향으로 상품 소비(YoY -0.7%) 감소세 지속
- 5월 고정자산투자YTD는 YoY -4.1%로 예상치(YoY -2.3%) 하회, 부동산투자YTD도 YoY -16.2%로 예상치(YoY -14%) 하회. 제조업 투자는 AI 등 첨단기술 업종 중심의 투자 지속으로 감소 폭이 소폭 축소됐으나, 인프라 및 부동산 투자 감소 폭은 확대된 것으로 추정. 1분기 정책 집행이 집중된 이후 2분기 들어 정책 강도가 다소 소강 국면에 진입했다는 판단



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

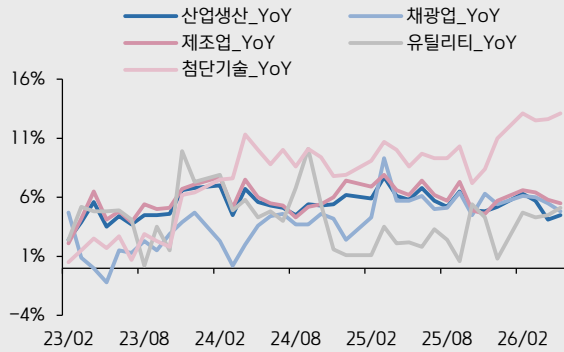


자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

산업생산: 수출 관련 제조업과 유틸리티 생산 확대가 5월 산업생산 반등을 견인

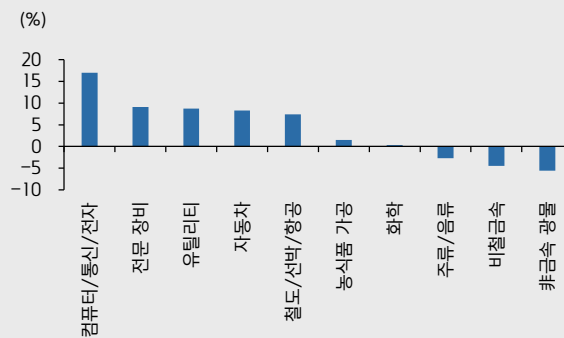


중국 월간 산업생산 및 세부 항목별 증가율



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

제조업 산업생산 YoY 상위/하위 5개 업종



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 산업생산 세부항목 현황

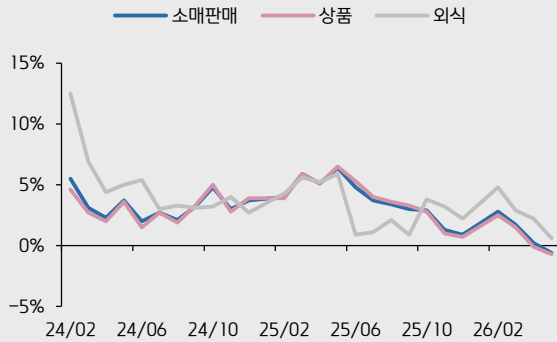
분류	2026년 1~5월	
	생산량	YoY 증가율(%)
화학석유(만 톤)	3,508	2.4
시멘트(만 톤)	59,091	-8.6
생철(만 톤)	35,471	-3.1
조강(만 톤)	41,553	-3.9
강재(만 톤)	59,299	-1.5
비철금속(만 톤)	3,438	3.1
금속절단기(만 대)	38	5.9
산업용 로봇(대)	424,368	28.1
자동차(만 대)	1,228	-4.7
신에너지자동차(만 대)	578	0.9
발전설비(만 kW)	14,189	5.4
태양광 전지(만 kW)	30,631	-16.4
컴퓨터(만 대)	11,896	-12.2
스마트폰(만 대)	47,680	3.3
집적회로(억 개)	2,286	25.4
원탄(만 톤)	198,043	-0.3
코크스(만 톤)	21,037	1.9
원유(만 톤)	9,131	1.1
원유 가공량(만 톤)	29,280	-2.2
천연가스(억 m³)	1,117	1.7
발전량(억 kWh)	39,129	3.6
화력발전량(억 kWh)	25,283	3.4
수력발전량(억 kWh)	4,426	10.9
핵발전량(억 kWh)	1,919	-2.5
풍력발전량(억 kWh)	4,820	-2.1
태양광발전량(억 kWh)	2,680	10.7

자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

소매판매: 이구환신 정책의 높은 기저 영향으로 상품 소비 감소세 지속

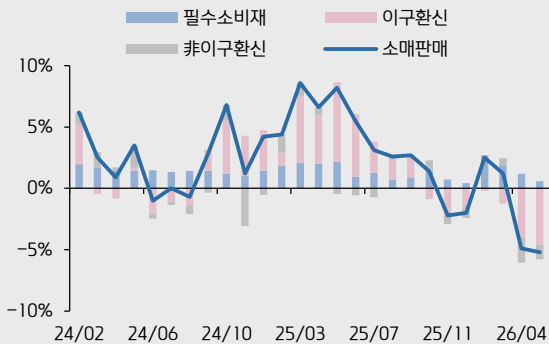


중국 월간 소매판매 증가율



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 월간 소매판매 증가율 품목별 기여도



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

중국 소매판매 세부항목 현황

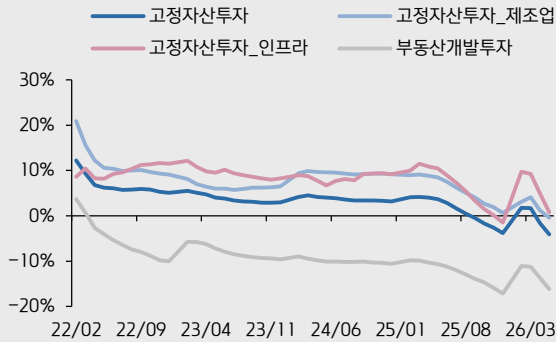
분류	2026년 5월		2026년 1~5월	
	총액(억위안)	YoY 증가율 (%)	총액(억위안)	YoY 증가율 (%)
식용유/식품	1,853	1.9	10,049	7.4
음료	269	6.1	1,315	6.0
주류/담배	484	4.8	3,016	13.4
의류	1,251	3.8	6,425	7.2
화장품	449	2.5	1,985	4.9
귀금속	267	-8.9	1,678	2.8
일상용품	726	1.6	3,543	4.6
오락용품	157	-8.0	697	-2.4
가전제품	975	-15.6	4,197	-6.9
의약품	596	4.0	2,997	3.1
문구/사무용품	390	-1.5	1,866	3.8
가구	150	-8.7	696	-3.0
통신기자재	889	0.7	4,379	13.8
석유	1,793	-3.2	8,961	-5.8
자동차	3,309	-16.1	16,009	-11.8
건축/자재	100	-13.6	500	-8.4

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

고정자산투자: 1분기 정책 집행이 집중된 이후 2분기 들어 정책 강도 소강 국면 진입하며 예상치 하회

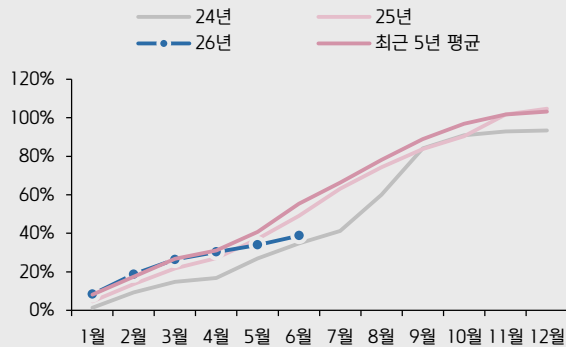


중국 고정자산투자 YTD 증가율 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 지방정부 특별채권 연간 목표 달성률 추이



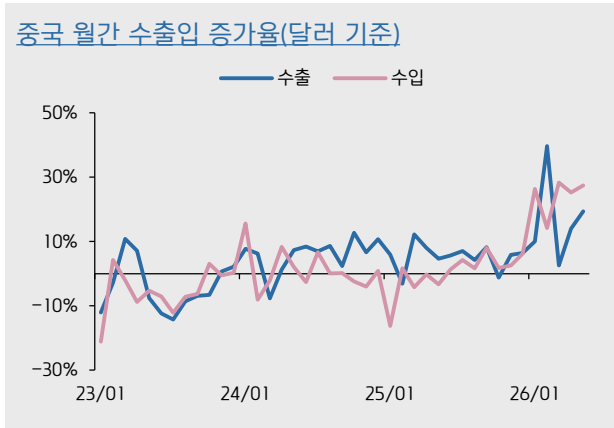
주: 6월은 1~22일 기준
자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 고정자산투자 제조업 세부항목 현황

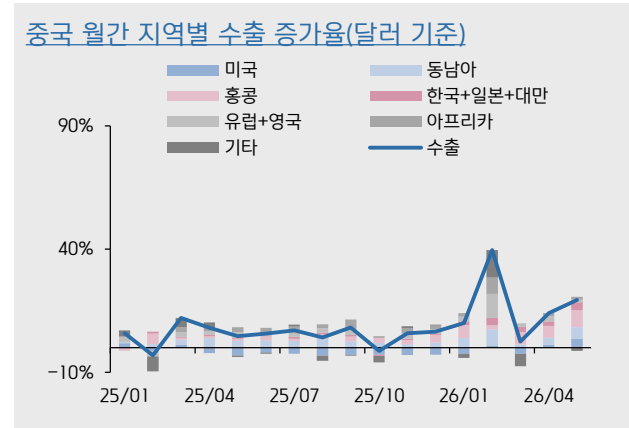
분류	2026년 1~4월	2026년 1~5월
	YoY 증가율(%)	YoY 증가율(%)
농업 부산물 가공업	2.6	0.5
식품 제조업	-4.5	-6.5
방직업	12.1	10.8
화학원료 및 화학품 제조업	-3.6	-5.9
의약품 제조업	-7.8	-9.0
비철금속 제련 및 가공업	-0.9	-2.3
금속제품 제조업	-1.4	-4.0
일반설비 제조업	5.5	2.8
전문설비 제조업	-6.0	-8.0
자동차 제조업	-0.5	-2.7
운송 설비 제조업	24.7	23.6
전기기계 제조업	2.9	1.5
통신 및 전자설비 제조업	5.4	6.7

자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

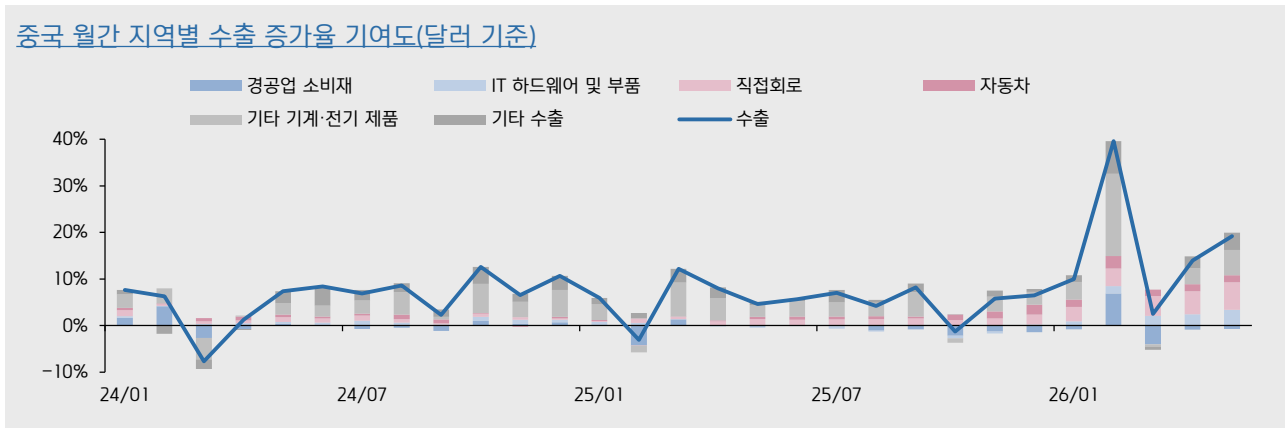
수출: 집적회로 및 IT하드웨어의 수출 기여도 증가로 예상치 상회



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치



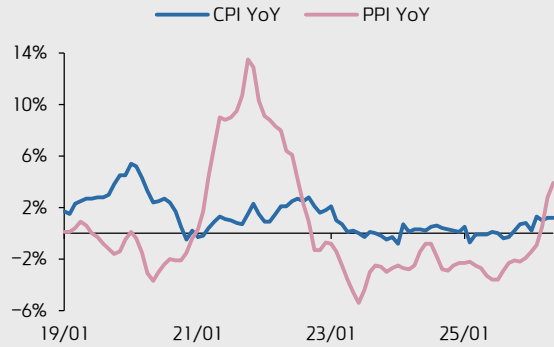
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

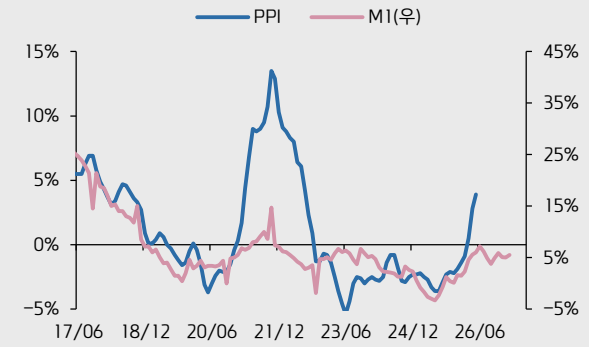


중국 CPI 및 PPI YoY 증가율 추이



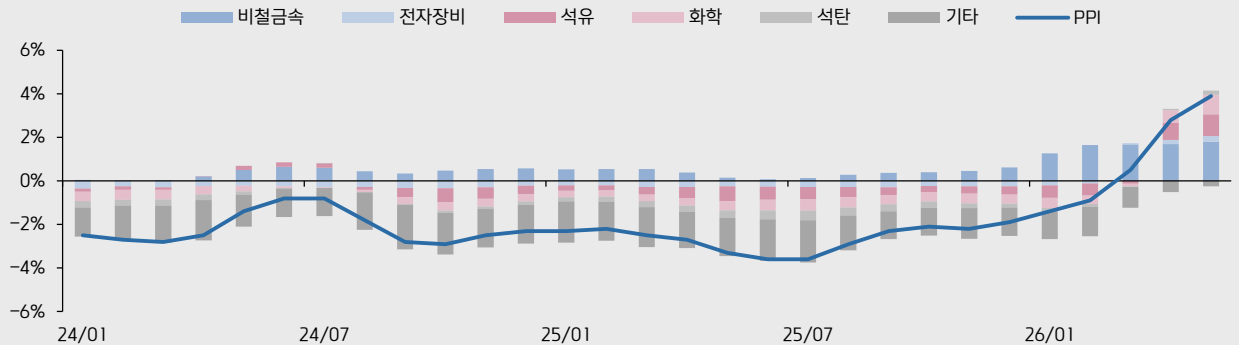
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 PPI YoY 및 M1 추이



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 PPI YoY 업종별 기여도



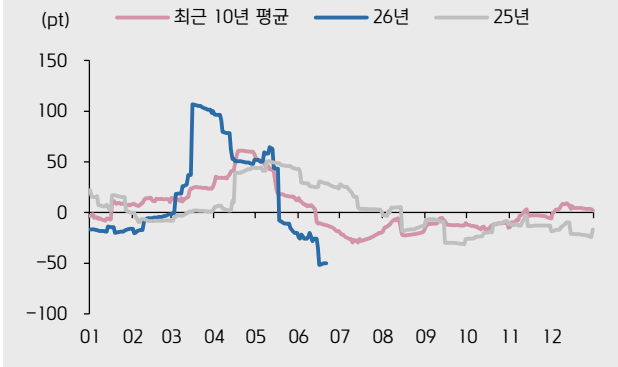
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치



◆ 전면적인 부양 보다는 선별적인 지원 예상

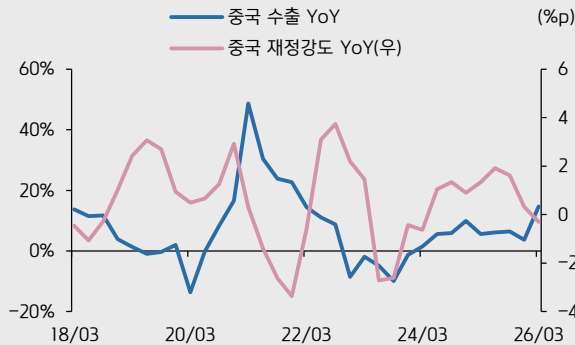
- 5월 중국 실물 지표는 수출 관련 생산을 제외하면 모두 예상치 하회. 최근 2개월 경기 둔화 압력이 확인되면서 정책 강도 확대의 필요성은 높아졌으며, 7월 정치국회의를 앞두고 정책 기대감이 재차 부각될 가능성 존재
- 다만 견조한 수출 경기, 기존 정책의 추가 집행 여력, 하반기 기저효과 등을 감안하면 전면적인 부양보다는 선별적인 지원 예상. 정책 스탠스는 여전히 AI 등 첨단기술 산업을 중심으로 유지될 가능성이 높다는 판단

중국 경기 서프라이즈 지수



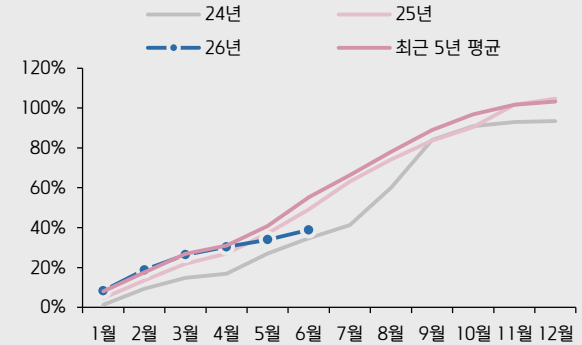
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 분기별 수출 및 재정강도 증감 추이



주: 재정강도는 GDP 대비 재정지출을 의미
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 지방정부 특별채권 연간 목표 달성률 추이



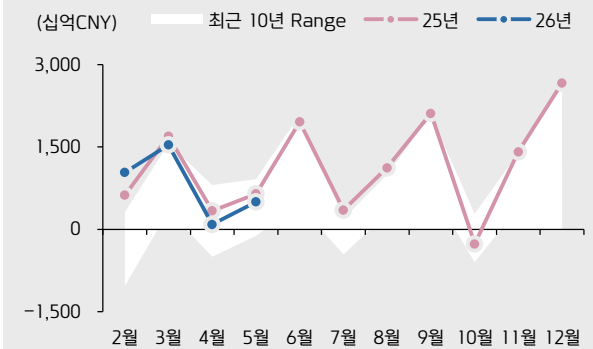
주: 6월은 1~22일 기준
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 정부 재정부담 속 기업 전반의 이익 개선 제한적

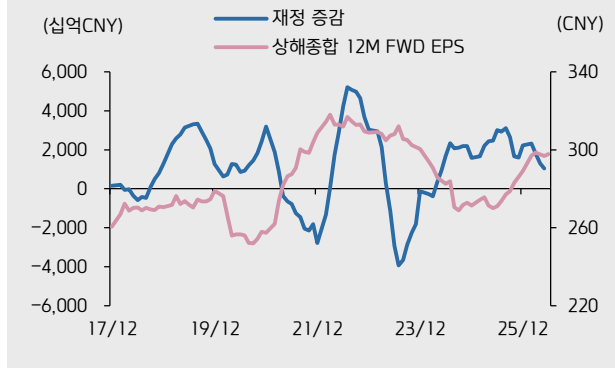
- 5월 누적 기준 재정 지출은 3.1조위안(YoY -4%) 기록, 최근 2년 처음으로 역성장하며 재정 강도 감소 우려 확대
- 1분기 정책 집행이 집중된 이후 2분기 들어 정책 강도가 소강 국면에 진입했다는 판단. 하반기 4월 정치국회의에서 언급된 수자원 네트워크, 신형 전력망, 컴퓨팅 파워망 등의 신형 인프라를 중심으로 재정 지출 확대 예상
- 다만 정부 재정 부담 속 추가적인 재정 강도 확대 가능성은 제한적이며, 이는 기업 전반의 이익 개선으로 이어지기에는 어려울 것으로 예상

중국 월별 재정 지출 추이



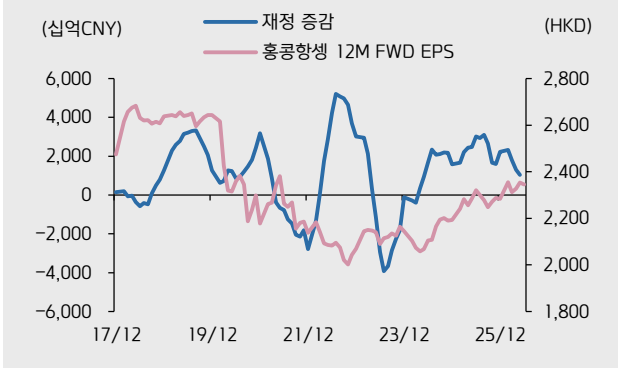
자료: Wind, 키움증권 리서치

상해종합 EPS 추정치 및 정부 재정지출 YoY 변동 추이



주: 재정지출은 12개월 누적 변동 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

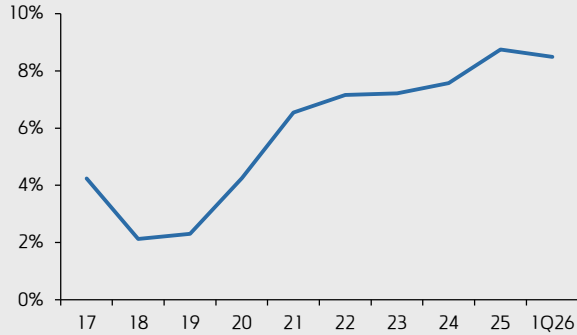
홍콩항셍 EPS 추정치 및 정부 재정지출 YoY 변동 추이



주: 재정지출은 12개월 누적 변동 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

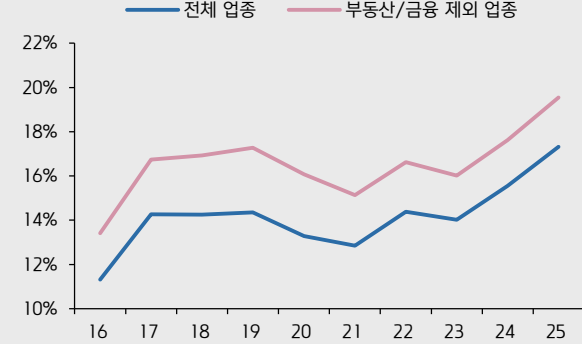


본토 상장 기업 IT 업종 이익 비중



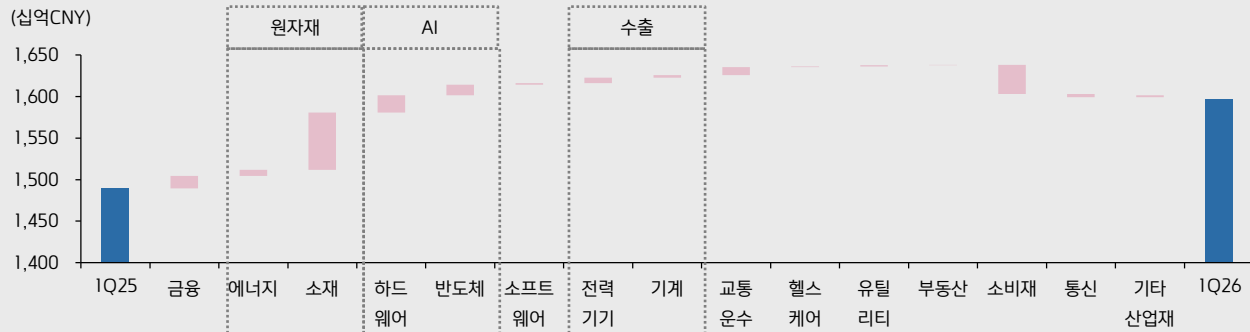
자료: Wind, 키움증권 리서치

본토 상장 기업 해외매출 비중



자료: Wind, 키움증권 리서치

2026년 1분기 본토 상장 기업 업종별 전년 동기 대비 순이익 변화



자료: Wind, 키움증권 리서치

증화권 증시, 구조적 성장 업종에 주목 필요



본토 지수 및 주요 업종 매출/이익 추정치 및 변동

	매출		순이익		26년 매출 추정치 변동		26년 순이익 추정치 변동		
	26E	27E	26E	27E	3M	YTD	3M	YTD	
상해종합	8%	0%	18%	11%	8%	5%	-1%	-2%	
CSI300	10%	7%	16%	11%	0%	0%	-1%	-1%	
ChiNext	33%	22%	62%	34%	5%	8%	4%	8%	
Star50	9%	20%	154%	48%	-4%	-9%	-10%	-12%	
CSI500	7%	1%	41%	20%	9%	0%	2%	-4%	
Wind A	10%	-3%	26%	17%	13%	9%	-3%	-4%	
에너지	석유	11%	-2%	30%	3%	7%	6%	15%	14%
	석탄	13%	-2%	33%	13%	14%	8%	6%	6%
소재	화학	19%	-8%	105%	23%	29%	25%	14%	15%
	비철금속	21%	-2%	83%	15%	19%	27%	25%	52%
	건자재	7%	-18%	215%	40%	34%	23%	-14%	-14%
산업재	철강	2%	-18%	68%	141%	54%	19%	-47%	-51%
	전력장비	20%	3%	93%	43%	20%	12%	-12%	-14%
	기계	13%	-5%	42%	25%	19%	14%	0%	-4%
	교통운수	7%	-6%	18%	6%	9%	8%	4%	3%
소비재	방산	11%	3%	43%	49%	0%	-5%	-35%	-38%
	건축	1%	-3%	9%	20%	-1%	-2%	-27%	-28%
	자동차	16%	5%	39%	24%	4%	2%	-10%	-12%
헬스케어	내구재	9%	-7%	52%	48%	21%	14%	-29%	-34%
	가전	7%	2%	9%	20%	9%	7%	-15%	-16%
	방직의류	8%	-9%	51%	23%	40%	34%	-7%	-10%
	음식료	6%	-4%	8%	29%	10%	1%	-21%	-24%
금융	헬스케어	7%	-13%	38%	20%	23%	16%	-6%	-11%
	은행	4%	4%	2%	4%	2%	2%	1%	0%
IT	증권/보험	6%	6%	7%	8%	0%	-2%	1%	-1%
	소프트웨어	11%	-23%	461%	111%	65%	24%	-39%	-46%
	하드웨어	28%	1%	85%	45%	15%	14%	2%	3%
통신	반도체	31%	1%	115%	39%	13%	14%	13%	15%
통신	통신	2%	-5%	4%	9%	5%	2%	-14%	-16%
유틸리티	유틸리티	3%	-10%	2%	0%	13%	5%	-1%	-6%
부동산	부동산	-11%	-30%	적지	적지	26%	18%	적지	적전

자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 중화권 증시, 구조적 성장 업종에 주목 필요

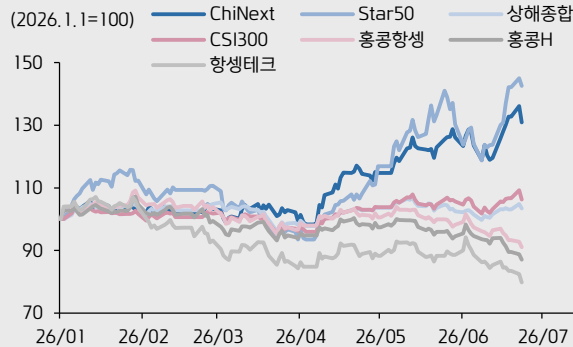
- 상대적으로 이익 모멘텀 보유한 본토 증시 선호. 특히 AI, 첨단제조 등 구조적 성장 업종 비중이 높은 ChiNext와 STAR50 주목 필요

상해종합 및 홍콩 이익 상대 강도



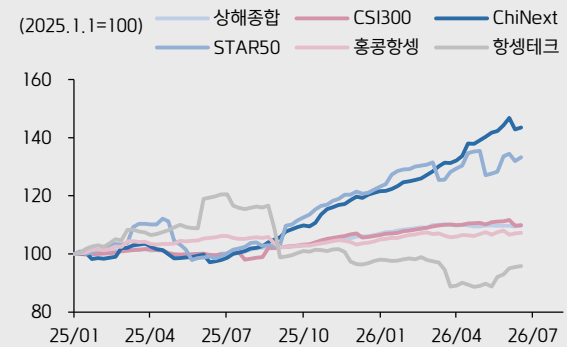
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

본토 및 홍콩 주요 지수 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

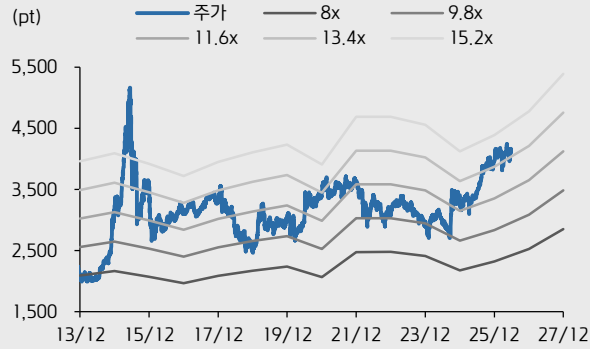
본토 및 홍콩 주요 지수 이익 추정치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

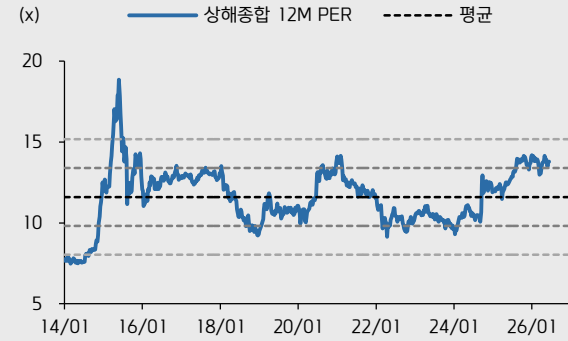


상해종합 PER 밴드



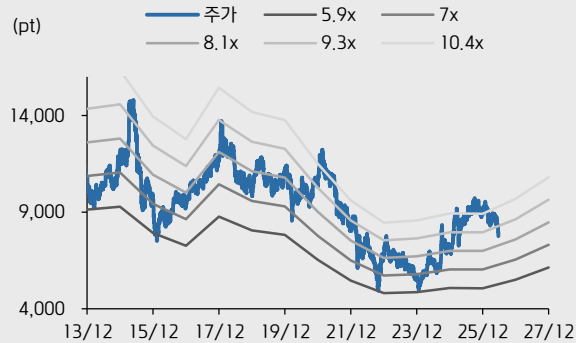
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

상해종합 12M FWD PER



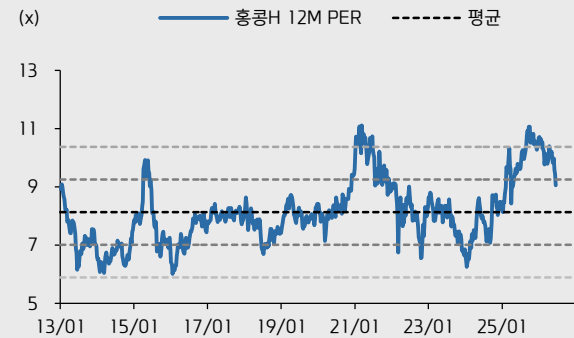
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩H PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

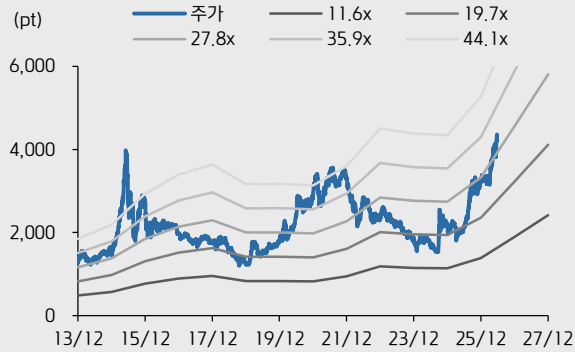
홍콩H 12M FWD PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

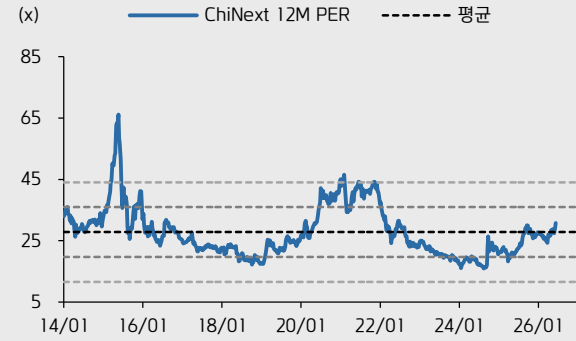


ChiNext PER 밴드



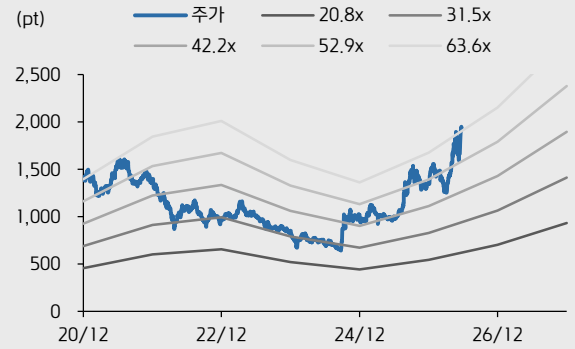
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ChiNext 12M FWD PER



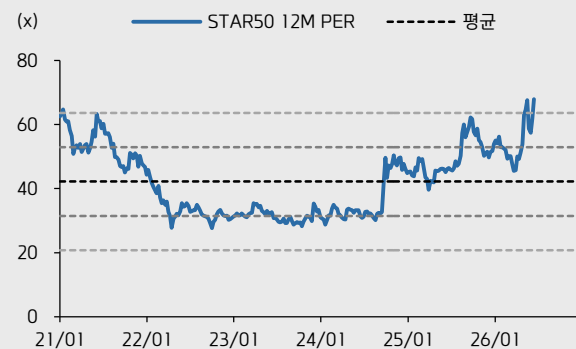
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

STAR50 PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

STAR50 12M FWD PER



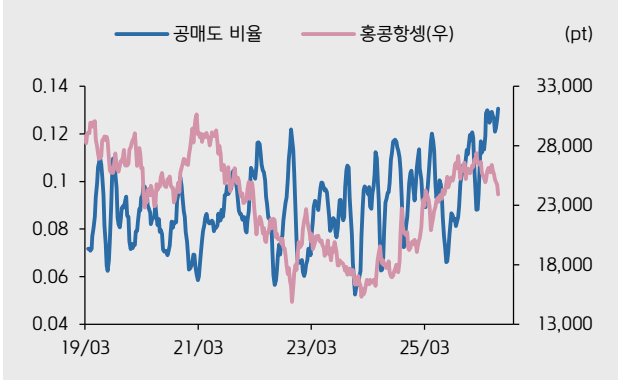
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 역외 증시는 기업 이익도, 수급 여건도 비우호적

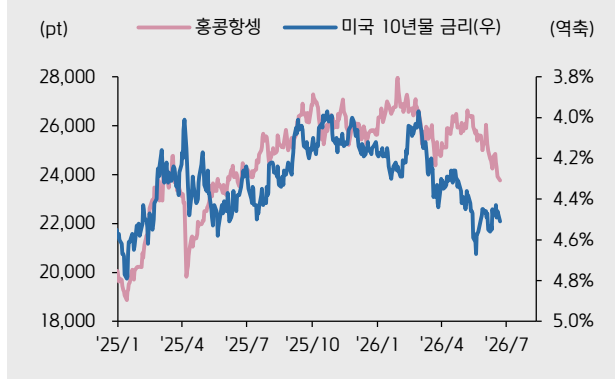
- 역외증시는 중국 경기 회복 지연과 상대적으로 낮은 AI 노출도 영향으로 대내외 수급 환경이 비우호적인 상황
- 대외적으로는 미국 10년물 금리가 높은 수준을 유지하면서 외국인 투자 자금 유입 여건이 제한적이고, 대내적으로도 본토 자본 유입 규모가 전년도 수준을 크게 하회하며 수급 부담 지속

홍콩증시 공매도 비율 및 홍콩항셱 주가 추이



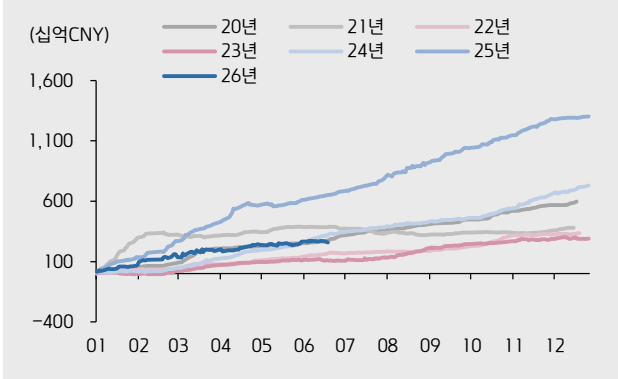
자료: Wind, 키움증권 리서치

홍콩항셱 및 미국 10년물 금리 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

홍콩 증시 본토자금 순유입 추이



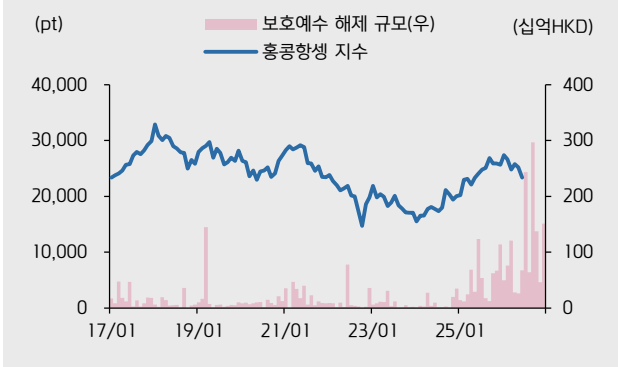
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 역의 증시, 하반기 대규모 보호 예수 해제 예정

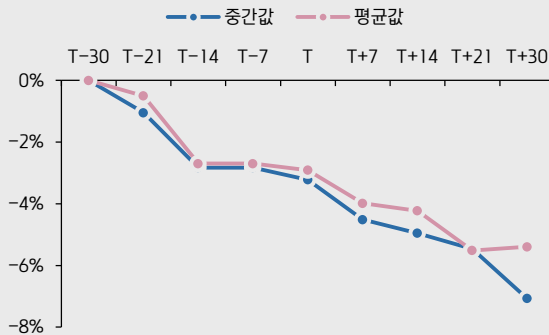
- LLM 기업 MINIMAX, Z.AI, 반도체 기업 BIREN TECH, ILUVATAR COREX 등을 포함한 중국 대표 AI 관련 기업들이 연초 홍콩 증시에 상장. 하반기 대규모 보호 예수 해제가 예정되어 있는 상황
- 보호 예수 해제 전후 개별 종목의 주가 흐름은 해제 전 주가 퍼포먼스, 해제 물량 규모, 주요 기관투자자 구성, 본토 증시 상장 여부 등 다양한 요인에 따라 차별화되는 모습. 다만 보호예수 해제는 잠재 매물 출회 부담을 확대시킨다는 점에서 전반적으로 주가에 부정적인 영향을 미치는 경향이 있다는 판단

홍콩증시 월별 보호예수 해제 규모



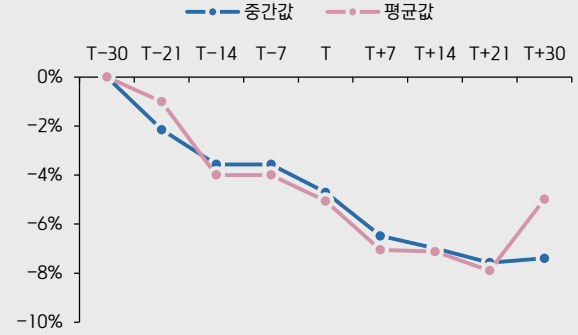
자료: Wind, 키움증권 리서치

보호 예수 해제(T) 전후 주가 수익률 추이(1)



주: 최근 5년 상장, 보호해제 규모가 전체 발행 주식의 1% 이상 기업 기준
자료: Wind, 키움증권 리서치

보호 예수 해제(T) 전후 주가 수익률 추이(2)



주: 최근 5년 상장, 보호해제 규모가 전체 발행 주식의 1% 이상 기업 기준
자료: Wind, 키움증권 리서치

7월 초 MINIMAX, Z.AI 등 중국 대표 AI 관련 기업 보호예수 해제 예정



CATL 보호예수 해제 전후 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Horizon 보호예수 해제 전후 주가 추이



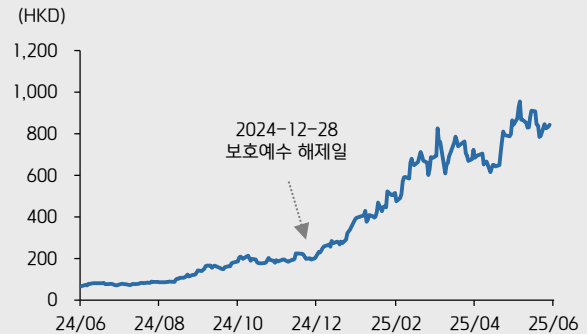
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

UBTECH 보호예수 해제 전후 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Laopu 보호예수 해제 전후 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

7월 초 MINIMAX, Z.AI 등 중국 대표 AI 관련 기업 보호예수 해제 예정



하반기 보호예수 해제 예정 주요 기업 리스트

종목코드	종목명	보호예수 해제 일	보호예수 해제 규모 (발행주식 대비)	상장 이래 수익률	업종
6082.HK	BIREN TECH	2026-06-25	6%	215%	반도체
2513.HK	KNOWLEDGE ATLAS	2026-07-01	6%	1767%	소프트웨어
9903.HK	ILUVATAR COREX	2026-07-01	4%	409%	반도체
0100.HK	MINIMAX	2026-07-02	46%	212%	소프트웨어
2590.HK	GEEKPLUS	2026-07-02	63%	-26%	소프트웨어
0501.HK	OMNIVISION	2026-07-05	41%	-34%	반도체
3986.HK	GIGADEVICE	2026-07-06	43%	479%	반도체
3200.HK	HANS CNC	2026-07-30	43%	90%	하드웨어
6809.HK	MONTAGE TECH	2026-08-02	43%	282%	반도체
0600.HK	AXERA	2026-08-03	9%	-45%	반도체
0470.HK	WUXI LEAD	2026-08-04	43%	-24%	기계
2259.HK	ZIJIN GOLD INTL	2026-09-23	85%	41%	비철금속
1021.HK	HUAYAN ROBOTICS	2026-09-23	8%	18%	기계
0100.HK	MINIMAX	2026-10-02	12%	212%	소프트웨어
2476.HK	VGT	2026-10-14	34%	76%	하드웨어
3296.HK	HUAQIN	2026-10-16	31%	24%	하드웨어
1236.HK	LDROBOT	2026-11-04	3%	38%	하드웨어

자료: Wind, 키움증권 리서치

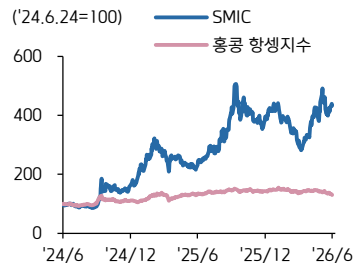
현재주가 (6/22)	HKD 77.85
-------------	-----------

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	반도체 제조
거래소	Hong Kong
상대지수	HSI
벤치마크 현재주가	23,336.3
시가총액(mln)	688,494.6
유통주식수(mln)	6,013.9
52주 최고	93.50
52주 최저	39.35
일평균거래량	94,152,940

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	9.0	-2.5	13.0	88.5
홍콩항생	-9.0	-8.9	-9.5	-1.5



◆ 투자포인트 1. 2 분기 가이던스 예상치 상회. 성숙 공정 쇼티지 수혜

- 2Q26 가이던스는 매출은 QoQ +14~+16%, GPM은 20~22%로 제시하며 예상치 상회. 글로벌 AI 투자 확산이 PMIC, 아날로그 등 성숙공정 기반 주변 칩 수요까지 견인. 글로벌 파운드리 및 IDM 업체가 AI/HBM 관련 고수의 제품으로 CAPA 를 집중하며 기존 모바일, PC 등 제품의 생산 여력이 축소되며 해외 주문 수요가 중국 본토로 전환되고 있는 상황
- 또한 8 인치 라인의 가격 인상 효과가 실적에 반영되기 시작했으며, 신규 증설이 없는 상황에서 제품 믹스 개선과 가격 협상을 통해 ASP 개선을 추진하고 있어 수익성 개선 기대. 한편 선단 공정 중심의 증설로 인해 2026 년 연간 감가상각비가 약 30% 증가할 전망이나, ASP 상승, 높은 가동률 유지 및 제품 믹스 개선을 통해 감가상각비 증가를 일정 부분 상쇄할 것으로 예상

◆ 투자포인트 2. 중국 반도체 국산화 모멘텀과 글로벌 반도체 산업 성장의 낙수 효과 기대

- SMIC 주가는 DeepSeek 의 차세대 오픈소스 모델 V4 공개 및 화웨이의 '타우의 법칙' 발표 등으로 5 월 강세를 시험했으나, 월 후반에는 중화권 증시 부진과 중국 반도체 펀드의 지분 매각 소식으로 차익실현 매물 출회되며 조정
- 다만 하반기 중국 AI 반도체 공급 확대에 따른 수혜 유효하며, 글로벌 선단 공정에 대한 높은 수요로 낙수 효과가 기대된다는 판단

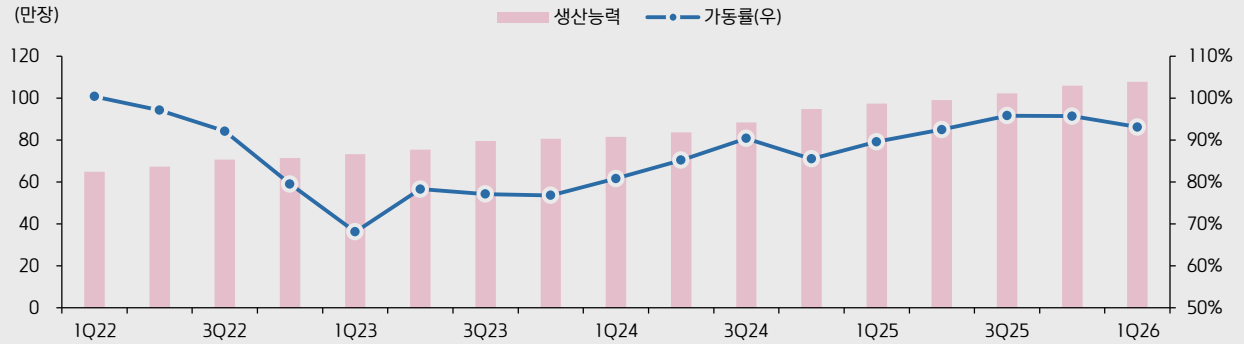
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	6,322	8,030	9,327	11,475	13,538
영업이익	358	474	1,110	1,363	1,819
OPM(%)	5.7	5.9	11.9	11.9	13.4
순이익	903	493	685	1,044	1,432
PER(배)	23.2	81.7	104.3	75.2	55.8
PBR(배)	1.0	1.6	3.4	3.5	3.3
ROE(%)	4.6	2.4	3.3	4.8	6.0
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

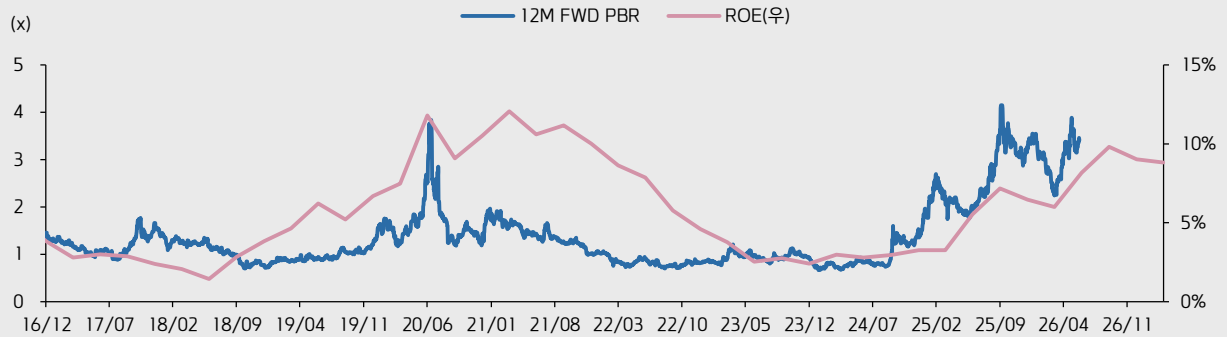


SMIC 분기 생산능력 및 가동률



주: 8인치 웨이퍼 기준
 자료: SMIC, 키움증권 리서치

SMIC 12M FWD PBR 및 ROE



자료: SMIC, Bloomberg, 키움증권 리서치



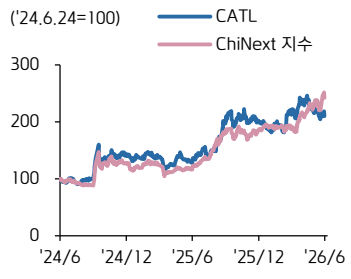
현재주가 (6/22)	CNY 392.51
-------------	------------

Stock Data

산업분류	자용소비재 제품
세부업종	전기장비
거래소	Shenzhen
상대지수	ChiNext
벤치마크 현재주가	4,192.2
시가총액(mln)	1,838,438.0
유통주식수(mln)	4,408.0
52주 최고	424.36
52주 최저	209.11
일평균거래량	29,644,160

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	6.9	-4.5	3.8	63.8
ChiNext	30.9	6.4	30.8	107.8



◆ 투자포인트 1. 나트륨배터리 출하 본격화 수혜

- 6월 22일 신제품 발표회에서 CATL은 올해 9월 첫 나트륨이온 배터리 솔루션을 인도할 예정이라고 발표. 2026년 말 중국 내 출하량은 GWh급에 이를 것으로 예상했으며, 내년 6월에는 글로벌 인도가 이뤄질 것이라고 발표
- 초기 양산 과정에서 수율 안정화와 고정비 부담이 존재하나, 중장기적으로 리튬 가격의 높은 가격 변동성 구간에서 수익성 방어에 기여할 것으로 기대. 또한 ESS 부문에서 낮은 원재료 가격 변동성, 우수한 안정성 및 저온 성능을 기반으로 마진 개선 가능성 존재

◆ 투자포인트 2. 중화권 증시 AI 쏠림 심화의 대안

- 2026년 들어 중화권 증시에서도 반도체 업종 중심의 수급 쏠림 현상이 심화되는 모습. 다만 반도체 업종 조정 국면에서는 CATL이 상대적으로 견조한 주가 흐름을 보임
- 단기적으로 중국 반도체 업종 주가 상승이 가속화된 현 시점에서는 CATL에 대한 관심을 점진적으로 늘릴 필요가 있다는 판단. 현재 주가는 12M FWD PER 17배에서 거래 중으로 밸류에이션도 매력적

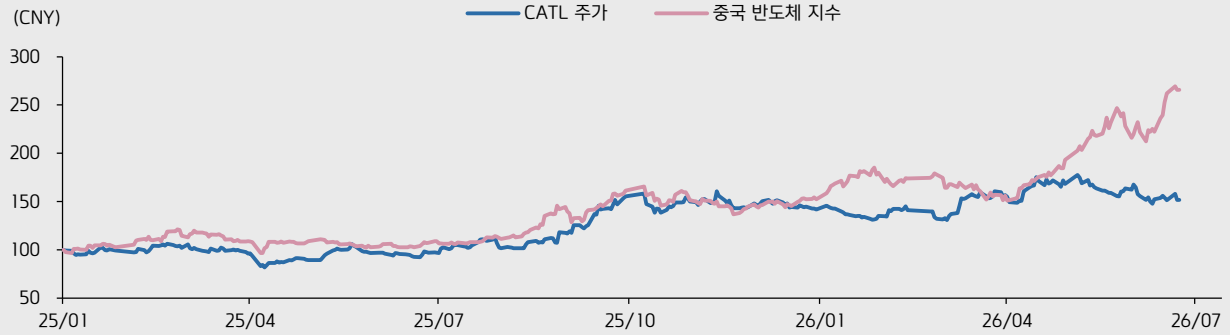
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	400,917	362,013	423,702	605,389	725,142
영업이익	46,269	55,932	73,608	111,696	138,252
OPM(%)	12	15	17	18	19
순이익	44,702	50,745	72,201	95,815	117,011
PER(배)	16.0	23.0	22.8	20.5	16.7
PBR(배)	3.6	4.7	5.0	4.8	4.1
ROE(%)	24.7	22.8	24.7	25.1	26.1
배당수익률(%)	0.9	0.8	0.3	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

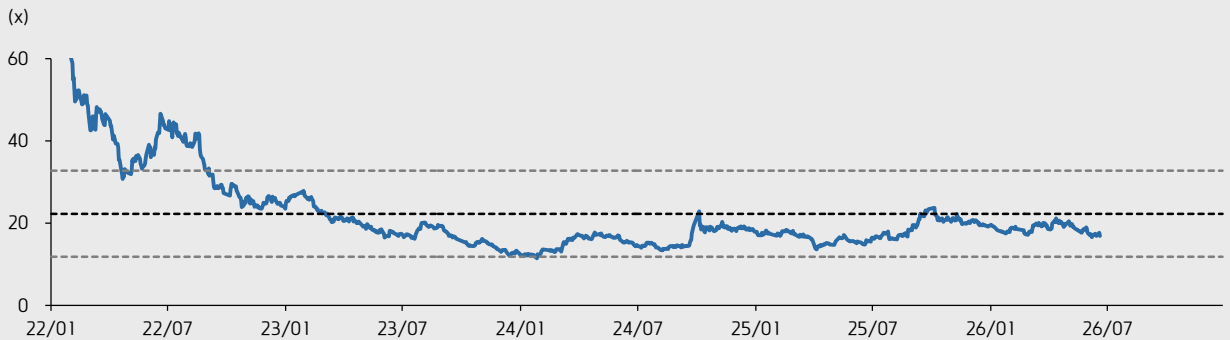


CATL 주가 및 중국 반도체 업종 지수



주: 추정치
 자료: CATL, 키움증권 리서치

CATL 12M FWD PER 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



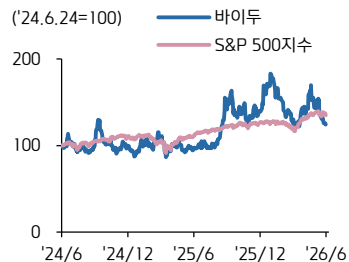
현재주가 (6/23)	USD 110.14
-------------	------------

Stock Data

산업분류	미디어
세부업종	플랫폼
거래소	NASDAQ GS
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,365.5
시가총액(mln)	254,525.6
유통주식수(mln)	274.8
52주 최고	165.30
52주 최저	83.30
일평균거래량	2,364,017

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	-15.7	-13.8	-11.1	30.8
S&P500	7.6	-1.4	6.6	22.2



◆ 투자포인트 1. 중국 반도체 기업 상장 가속화. Kunlunxin 도 3 분기 상장 기대

- 중국 4 대 AI 칩 기업 중 하나인 Enflame 이 중화권 증시 상장을 앞두고 있는 상황. 6 월 15 일 상해거래소는 상장심사위원회를 통해 과장판 상장을 승인했으며, 이로써 중국 4 대 AI 칩 기업이 모두 상장될 전망
- 최근 중국 반도체 기업의 상장이 가속화되고 있으며, 현재 Kunlunxin 은 본토 및 홍콩 증시 상장을 준비 중. 이르면 3 분기 상장 예상. TMTPost 기준 Kunlunxin 의 2026 년 예상 매출은 65~83 억위안 수준이며, 2027 년은 100 억위안 이상 예상. 현재 상장되어 있는 중국 주요 AI 칩 기업의 2027 년 예상 PSR(25~58 배)을 감안하면 Kunlunxin 의 기업가치는 350~830 억달러 수준 기대
- 2026 년 바이두의 광고 영업이익 YoY -15%(PER 5 배), 클라우드 매출 YoY +30%(PSR 4 배), 순현금(할인을 50%) 및 Kunlunxin 지분가치를 감안할 경우 현재 주가 대비 30% 이상의 상승 여력이 기대된다는 판단

◆ 투자포인트 2. 현재 주가는 Kunlunxin 상장 계획 발표 시점 하회

- 주가는 최근 중국 플랫폼 기업에 대한 투자심리 약화로 조정 받으며 연초 Kunlunxin 상장 계획 발표 시점 하회
- 다만 정부의 반도체 산업 육성 기조 속 Kunlunxin 의 3 분기 상장 기대감은 여전히 유효. 3 분기 상장 모멘텀을 앞두고 매력적인 진입 시점으로 판단

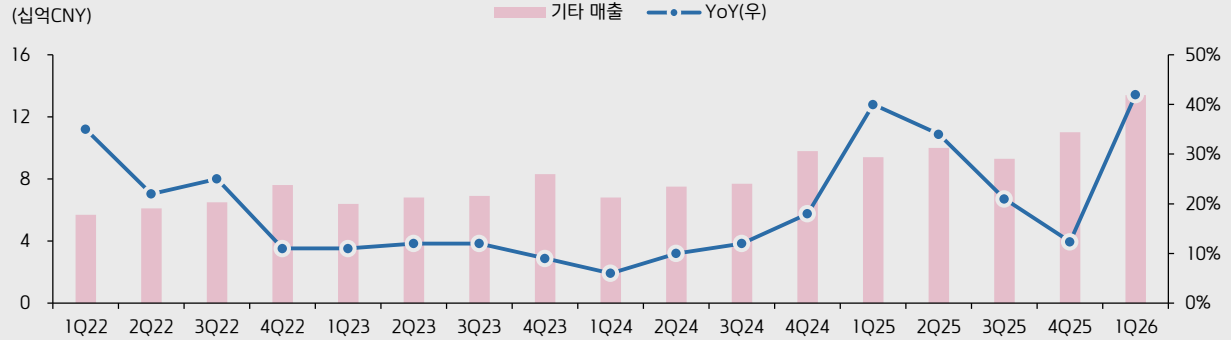
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	134,598	133,125	129,079	132,510	142,674
영업이익	28,433	26,234	14,950	13,989	16,954
OPM(%)	21	20	12	11	12
순이익	28,747	27,002	18,941	18,236	20,743
PER(배)	16.5	10.1	20.3	15.1	12.8
PBR(배)	1.2	0.8	1.2	0.9	0.8
ROE(%)	8.4	9.1	1.8	5.2	5.8
배당수익률(%)	0.4	2.0	1.5	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

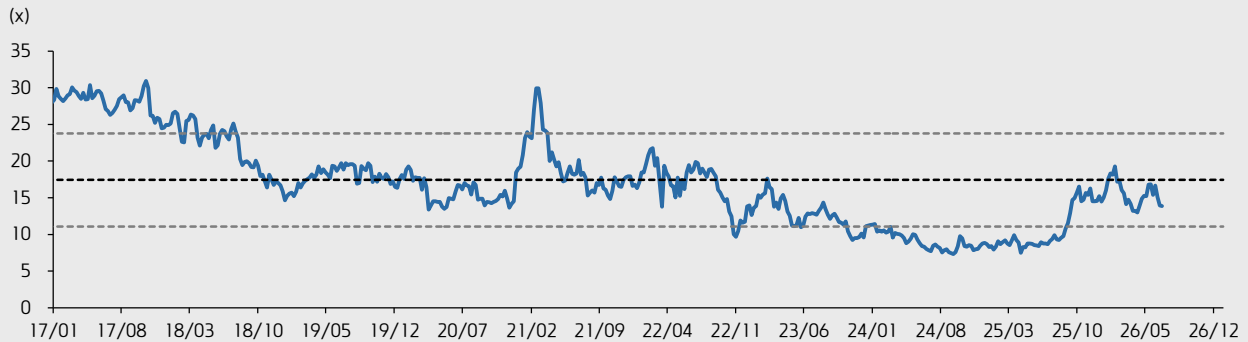


Baidu Core 非광고 매출 및 증가율



자료: 바이두, 키움증권 리서치

바이두 12M FWD PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



Compliance Notice

- 당사는 06월 24일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- "시계이트테크놀로지홀딩스" 종목은 06월 08일, "버티브 홀딩스" 종목은 06월 22일 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.