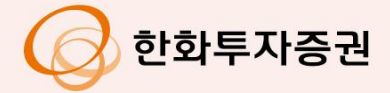


해외주식 한상희, CFA
sanghi.han@hanwaha.com
3772-7695

중국주식 박유진
yujin.park@hanwaha.com
3772-8217

미국주식/자산배분 신승윤
seungyun.shin@hanwaha.com
3772-7428

해외시황 박제인
jane8314@hanwaha.com
3772-7380



Global Research

2026
September

| 2026년 8월 24일 |

이 번달
글로벌
스토리

9월 FOMC 이후 셀온 주의

- Two Thematic ideas

- 1) 은행 규제와 AI 자본 조달
- 2) CXMT와 반도체 수급



▶ Summary

	비중축소	중립	비중확대
지역	비미국선진국/ 기타신흥국	선진국/신흥국	미국/동북아신흥국
스타일	가치	대형/중소형	성장

▶ 선호 기업/ETF

티커	기업명	1M 수익률(% , %p)	
		절대	상대
LLY	Eli Lilly and Company	+6.9	+3.4
PNC	PNC Financial Services Group	-1.3	-4.8
FLNC	Fluence Energy Inc	-10.6	-14.1
002371	Naura Technology Group	-7.4	-10.9

▶ 선호 업종

GICS 1단계	금융
GICS 하위단계	정보기술 중 반도체, 헬스케어 중 바이오, 산업재 중 전력 인프라/중국 반도체 및 장비

티커	ETF	1M 수익률(% , %p)	
		절대	상대
SMH	VanEck Semiconductor ETF	+2.3	-1.2
XBI	State Street SPDR S&P Biotech ETF	+12.6	+9.1
XLF	State Street Financial Select SPDR ETF	+1.1	-2.4
588710	Huatai-PB SSE STAR Semiconductor ETF	-2.7	-6.2



목 차

03	I. 월간 전략
41	II. 지역/국가별 매력도
49	III. 업종별 매력도
57	IV. 스타일별 매력도
63	V. 이 달의 관련 종목/ETF

이
그
스
번달
로벌
토리



I 월간 전략

Summary

9월의 전략 비메모리 반도체 사이클과 유사해지는 메모리 반도체: 9월 16일 FOMC 이후 포트폴리오 내 방어주 및 현금 비중 확대 추천

- ❖ 8월의 비메모리 반도체에 이어 9월에는 메모리까지 좋아질 수 있는 시기: 8월 26일 엔비디아 실적 발표 이후 모멘텀 확장될 전망
 - ✓ BOM에서 메모리가 차지하는 비중이 급증했음에도 이익률을 유지하고 있으며, 베라 루빈을 포함한 강력한 가이드언스 제시할 것으로 예상
- ❖ 알파벳, 아마존 등의 일회성 이익을 제외한 EPS 330달러에 25배를 적용한 8,200이 단기 고점으로 작용할 것으로 판단

9월의 이슈 1) 바젤 III의 미국식 도입과 대출 여력 확대 & 2) CXMT 상장과 중국 DRAM 산업 (별도 인덱스 자료 참조)

- 1) 미국 은행규제는 금융위기 이후 가장 뚜렷한 완화 국면: 바젤III 최종안 및 함께 제안된 규제 패키지로 전반적인 은행의 CET1 부담 축소 예상
 - ❖ 정책 가시성도 高 : 6월 의견수렴 종료 후 금융업계 지지 받으며 최종화 기다리는 중. 연준 감독담당 부의장도 연내 최종화 의지를 표명
 - ❖ 트레이딩보다 전통 대출 중심 은행에 유리: 시장위험 RWA 부담은 높아지는 반면 기업·가계대출 위험가중치는 완화
 - ✓ BiG-SIB에서는 PNC의 수혜가 가장 직접적: Category III의 높은 완화 효과와 기업·모기지 대출 중심 사업구조로 자본 활용 여력 부각
 - ❖ AI 투자 사이클 장기화로 기업 자금조달 수단이 회사채를 넘어 다변화되는 가운데, 우량기업 대출수요 회복으로 은행의 대출 성장 기회 확인
- 2) CXMT는 상장 이후 시장점유율(7%대) 대비 높은 기업가치 유지: 중국 메모리 자립 과정에서의 중장기 성장성&전략적 가치에 프리미엄 반영
 - ❖ CXMT 증산은 DRAM 공급 부족을 완화하지만, 중국발 공급 과잉 유발 가능성 제한적 : 2027년까지 DRAM 타이트한 수급 지속 전망
 - ✓ CXMT DRAM bit 생산 비중 25년 5.7% → 26년 6.7% → 27년 6.8% : 생산능력 증가 선행하는 CAPEX 확대, 장비 수요로 연결
 - ❖ 중국 내 수요가 CXMT 증산분 흡수: 중국 DRAM 순증 수요는 26년 CXMT 증산분의 1.8~2.4배, 27년 증산분의 2.7~3.5배
 - ✓ LTA 체결&공급처 확장: 저가 공급 중심에서 제품 경쟁력과 공급 안정성을 기반으로 가격 협상력을 확보하는 단계로 전환

9월의 산업/기업 및 ETF 금융, 반도체, 바이오 선호 유지, 중국은 메모리 증산 선행 수혜인 반도체 장비 선호 의견 지속

- ❖ 관련 산업: 금융 (GICS 1), 정보기술 중 반도체, 헬스케어 중 바이오, 산업재 중 전력 인프라 (GICS 2)/중국은 반도체 및 장비
- ❖ 관련 기업 및 ETF: 미국 LLY, PNC, FLNC, 중국 002371/ 미국 SMH, XBI, XLF, 중국 588710



2027년 상반기까지 S&P 500 범위 6,900 ~ 8,300, 8월 19일 종가 7,708

- ❖ 2027년 상반기까지의 S&P 500 밴드 6,900 ~ 8,300 제시: Base case $\pm 10\%$ → 하반기 상단 8,000 전망도 유지
 - ✓ S&P 500의 지난 5, 10, 15년 평균 PER은 각각 21.3배, 20.7배, 19.2배
 - ✓ Base case에 적용된 PER이 20.8배로 10년 평균과 유사: AI 도입에 따른 생산성 향상으로 리레이팅 기조 유지
 - ✓ Base case의 순이익률은 2026년 컨센서스 대비 +0.2%p: 2025년 대비 +2.7%p, 2027년 대비 -0.5%p
 - 2026년 EPS 컨센서스 357 달러 (from 340)이고 우리의 Bull case EPS는 376 달러: $8,300 = 376 \times 22.0$
- ❖ 무위험 이자율은 4.25% (기준금리 1회 인상)로 고정된 상황에서 Bear/Base/Bull의 일드갭 변경
 - ✓ 과거 10년 일드갭 범위는 -0.9 ~ 6.0%p로 0.8 ~ 0.3%p는 평균 이하: 0.8%p는 일드갭 10년 최저와 동일

Bear case: 6,900	
EPS (달러)	Value
2025/26년 주당 매출, a	2,117
2025/26년 미국 GDP 명목성장률, b = c +	5.6%
실질성장률, c	2.2%
물가상승률, d	3.4%
매출 성장률/GDP 성장률, e	0.5x
2026/27년 주당 매출, f = a x (1 + b x e)	2,176
하강 주기 순이익률, g	16.0%
경상 EPS, h = f x g	348
PER	
무위험이자율, i	4.25%
일드갭, j	0.80%p
PER, k = 1 / [i + j]	19.8
S&P 500 Bear Case, h x k	6,900

Base case: 7,600	
EPS (달러)	Value
2025/26년 주당 매출, a	2,117
2025/26년 미국 GDP 명목성장률, b = c +	5.6%
실질성장률, c	2.2%
물가상승률, d	3.4%
매출 성장률/GDP 성장률, e	1.0x
2026/27년 주당 매출, f = a x (1 + b x e)	2,235
경상 순이익률, g	16.2%
경상 EPS, h = f x g	362
PER	
무위험이자율, i	4.25%
일드갭, j	0.55%p
PER, k = 1 / [i + j]	20.8
S&P 500 Base Case, h x k	7,600

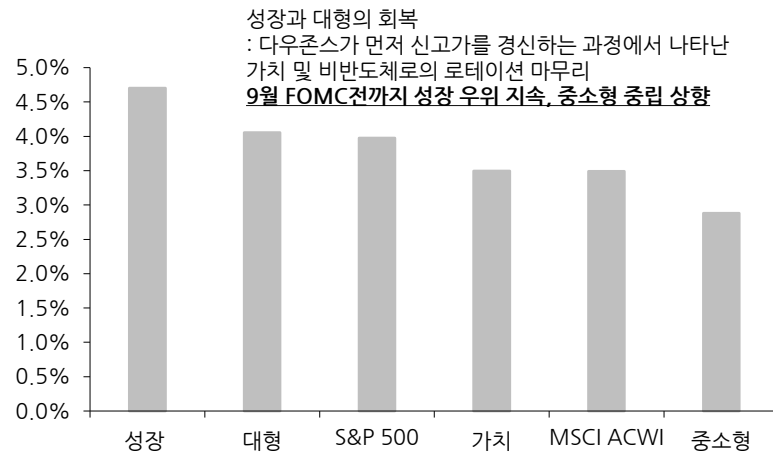
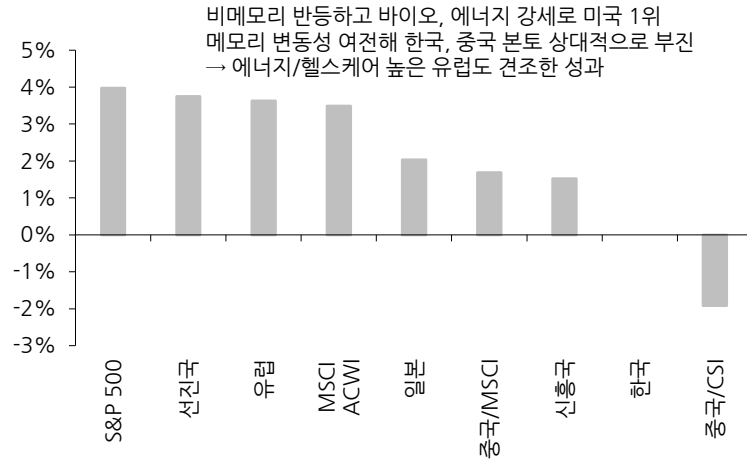
Bull case: 8,300	
EPS (달러)	Value
2025/26년 주당 매출, a	2,117
2025/26년 미국 GDP 명목성장률, b = c +	5.6%
실질성장률, c	2.2%
물가상승률, d	3.4%
매출 성장률/GDP 성장률, e	1.5x
2026/27년 주당 매출, f = a x (1 + b x e)	2,294
상승 주기 순이익률, g	16.4%
경상 EPS, h = f x g	376
PER	
무위험이자율, i	4.25%
일드갭, j	0.30%p
PER, k = 1 / [i + j]	22.0
S&P 500 Bull Case, h x k	8,300

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



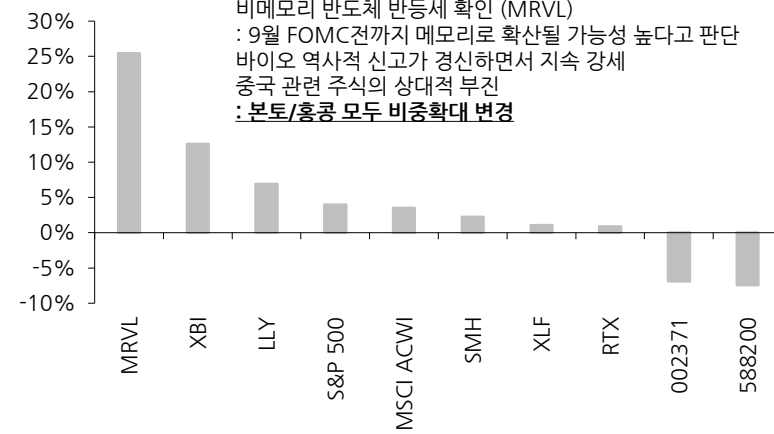
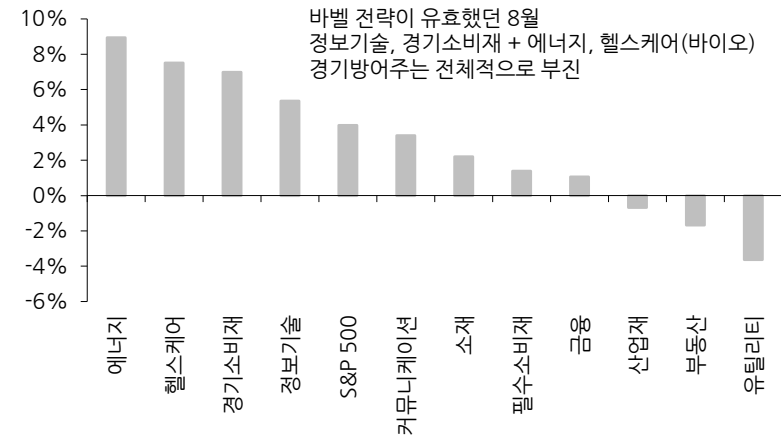
8월 의견 review 반도체 반등, 바이오 강세 유지 → 자연스러운 미국 우위

7월 27일 ~ 8월 19일 지역별/스타일별 수익률



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

7월 27일 ~ 8월 19일 미국 업종별/ETF 및 종목별 수익률

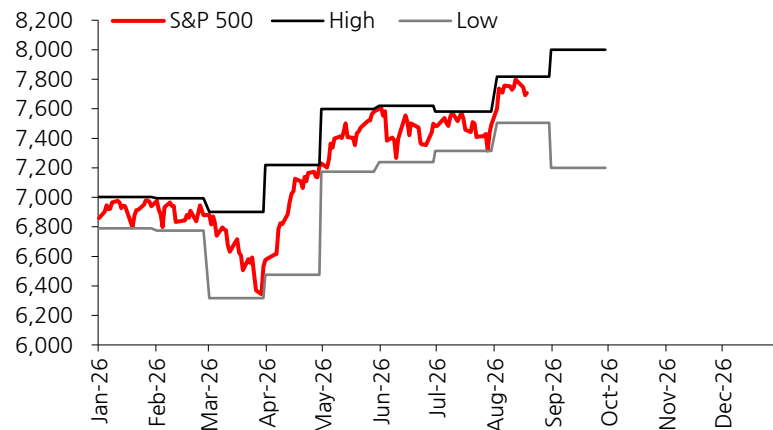


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

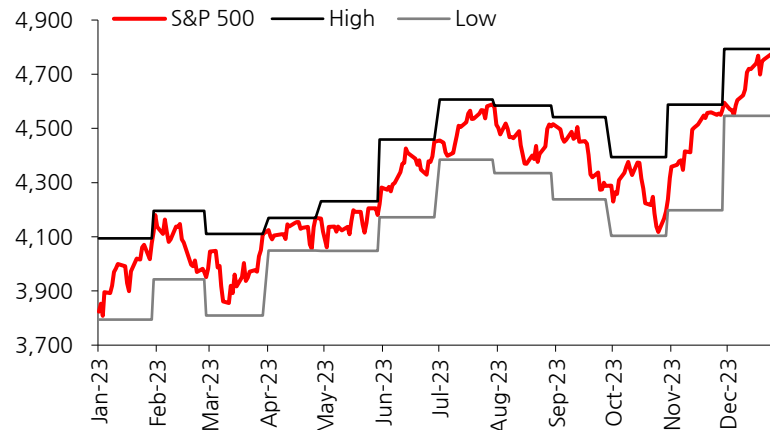
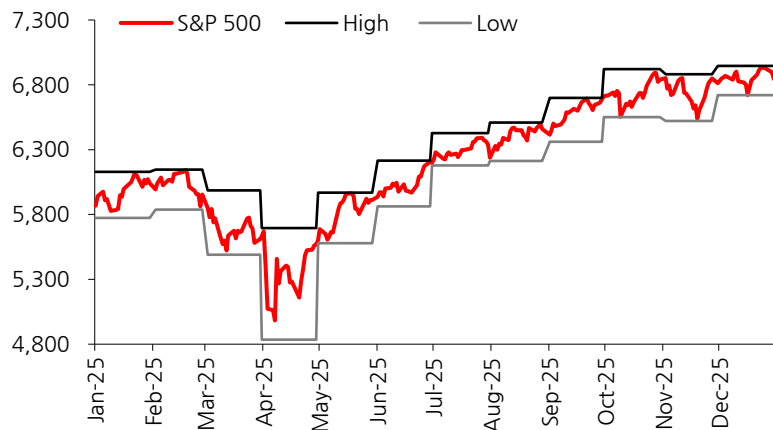
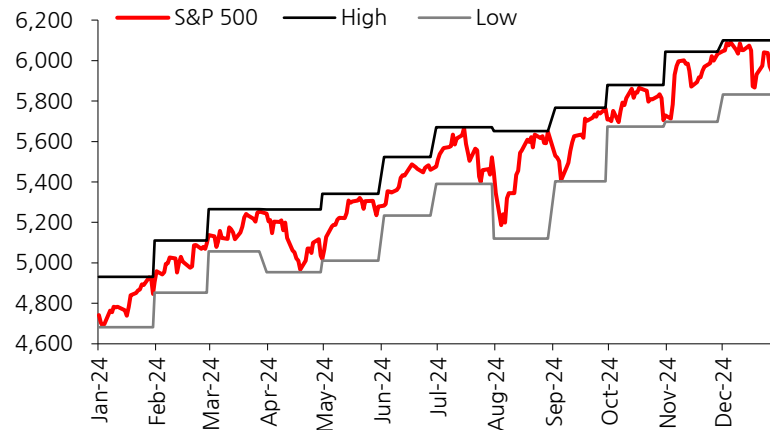


9월 S&P 500 범위 7,200 ~ 8,000: FOMC 이후 조정 대비할 필요

2026년 (위) 및 2025년 9월 S&P 500 범위: 2025년 관세 이후 회복세 지속



2024년 (위) 및 2023년 9월 S&P 500 범위: 하락세를 보였던 9월



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

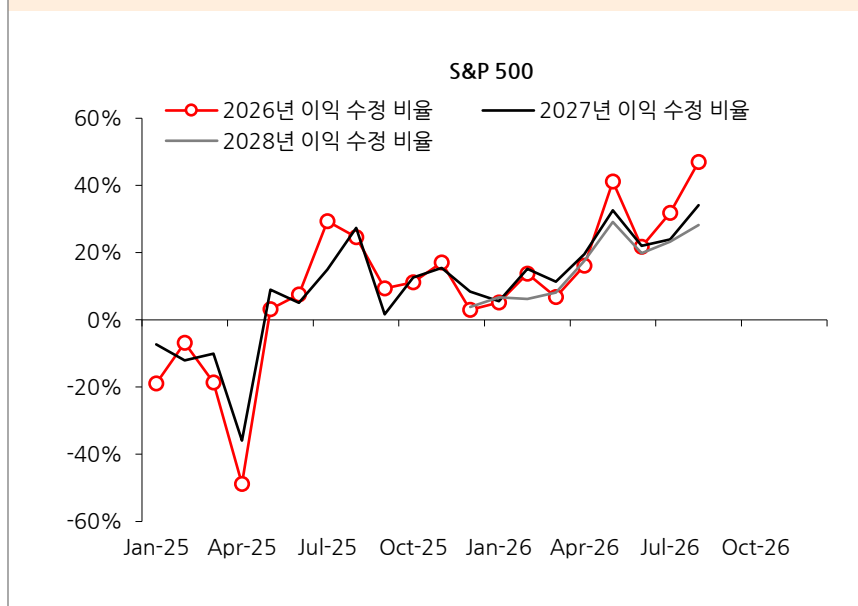
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



2026/27년 EPS 및 이익수정비율 일회성 이익 반영된 추정치 상향, 계속

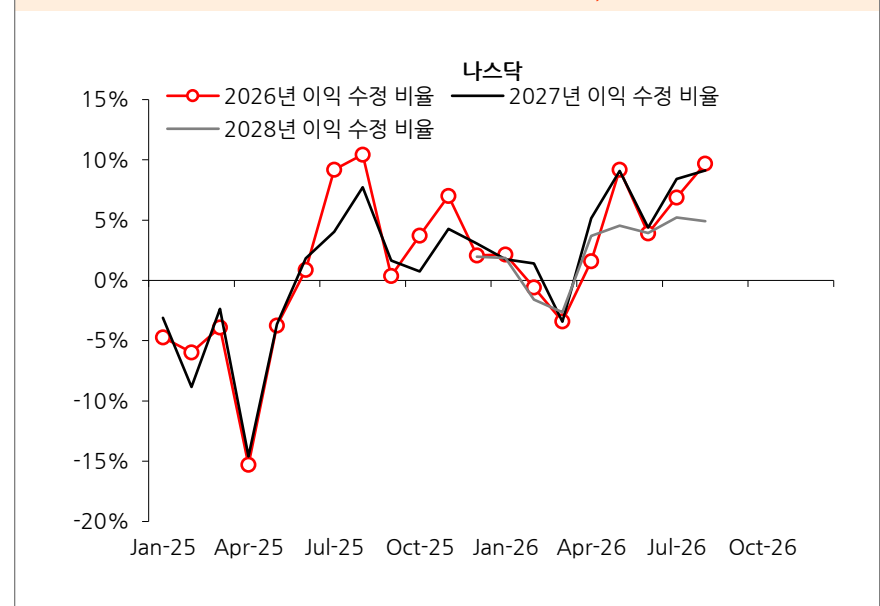
- ❖ 비상장주식 평가이익 및 관세 환급 등의 요인으로 견조한 2분기 실적을 폄하하는 관점이 있었지만...
- ❖ ... 7월 FOMC 기준금리 동결과 알파벳, 마이크로소프트 및 아마존의 클라우드 실적이 연속적으로 양호하게 발표되면서...
- ❖ ... AI 투자의 ROIC가 높다는 점이 추정치에 반영되는 중
 - ✓ 아마존은 클라우드 설비투자의 원금 회수 기간이 3년으로 언급: ROIC +30%
 - ✓ 영업이익 증가분과 Capex로 계산한 우리의 수치 (하반기 전망, '로테이션' 128 ~ 131p, 일부 12p 재수록)가 검증된 셈
- ❖ 추정치 지속적으로 올라가고 있는데, 애널리스트들이 일회성 이익을 반영하지 않으면서 2027년 성장률 둔화

S&P 500 이익 수정 비율: 2분기 실적이 강력하게 나오면서 모멘텀 강화



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

나스닥 이익 수정 비율: S&P 500 대비 변동성 작지만, 방향성은 유사

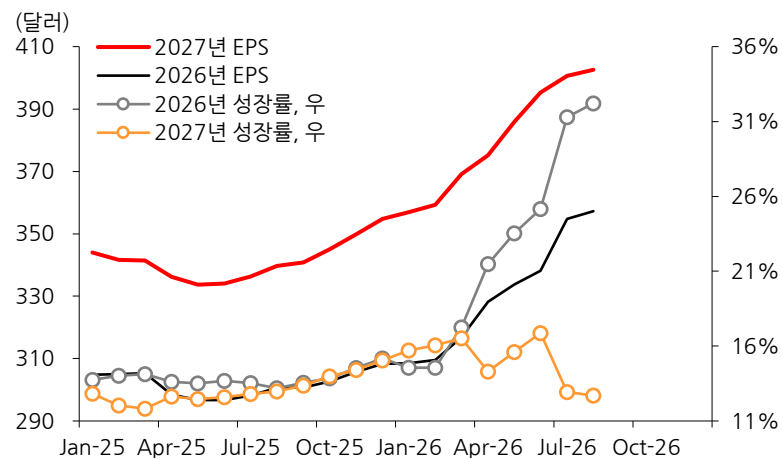


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

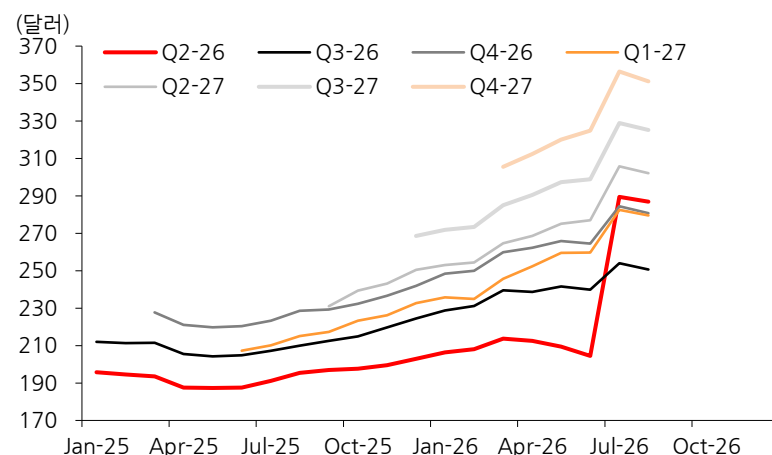
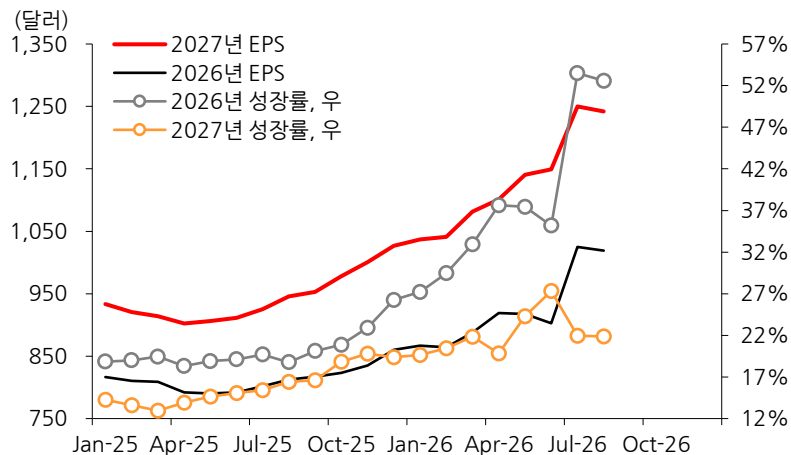
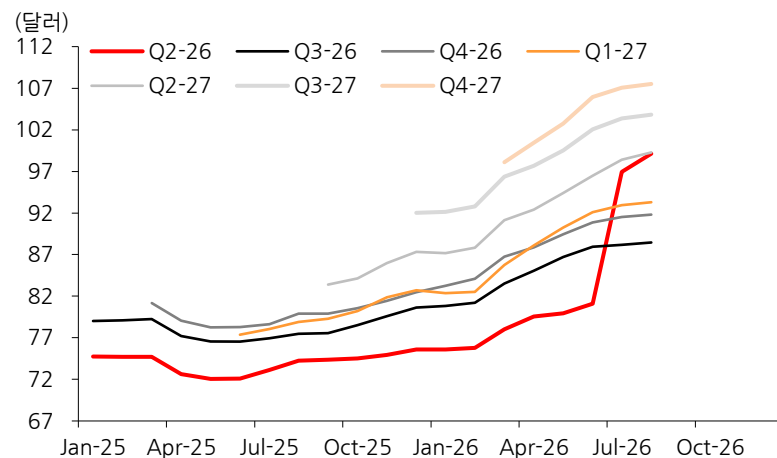


2026/27년 EPS 및 이익수정비율 일회성 이익 반영된 추정치 상향

연간 S&P 500 (위), 나스닥 실적 추정치 변화



분기 S&P 500 (위), 나스닥 실적 추정치 변화



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

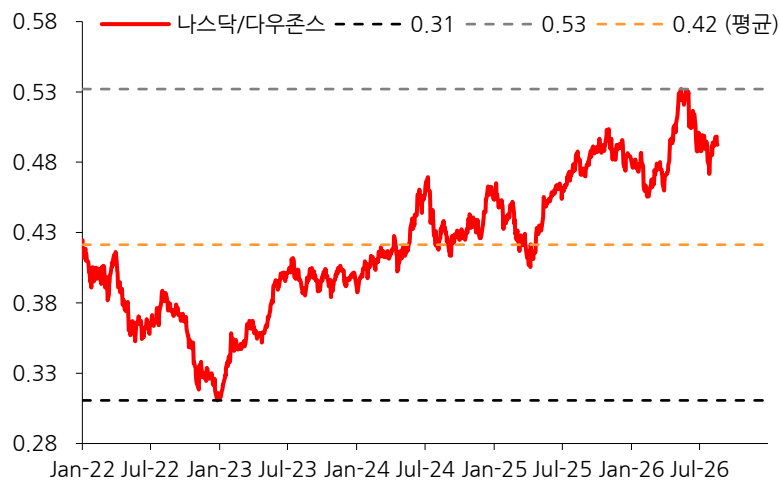
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



다우존스 대비 나스닥 및 2년 EPS 증가율 추정치 상향 강화

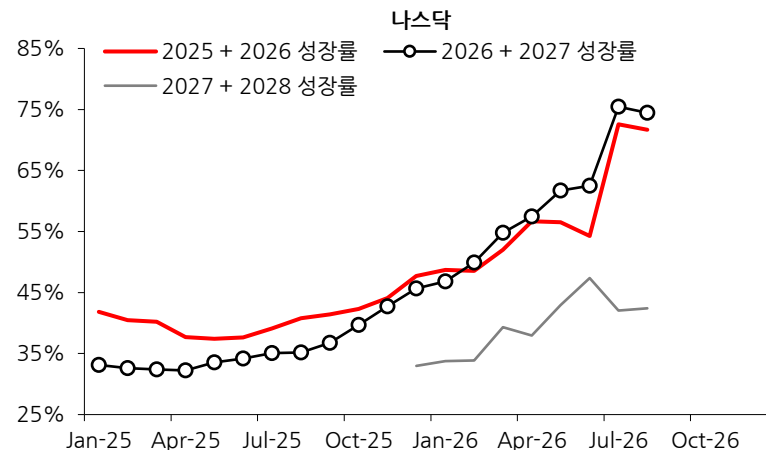
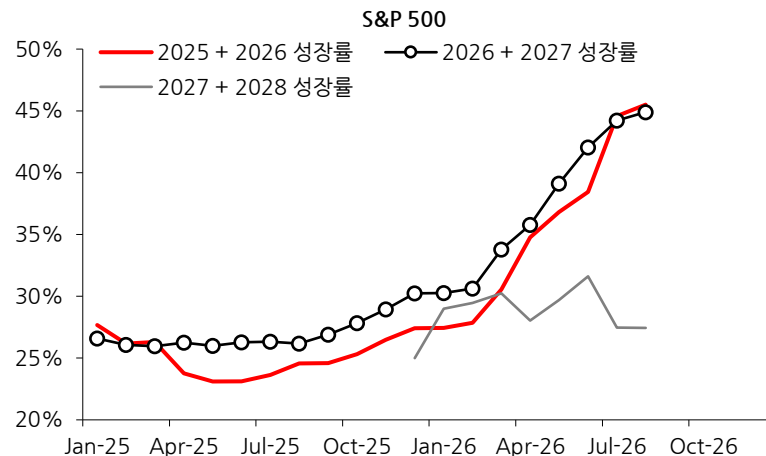
- ❖ S&P 500 2026 ~ 27년 합산 EPS 증가율 상승세는 유지됐고, 2027 ~ 28년은 둔화세로 전환
 - ✓ 일회성 이익으로 2026년 추정치가 급격하게 상향되면서...
 - ✓ ... 2027년 성장률이 하락한 것이 원인 (높은 기저 효과)
- ❖ 나스닥은 EPS 성장률이 2026 > 2027 > 2028년이긴 하지만, 2027년과 2028년 증가율 격차 줄어들면서 장기 전망 개선
- ❖ 다우존스 대비 나스닥 비율은 상승세로 복귀

다우존스 지수 대비 나스닥 추가



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

2년 합산 EPS 증가율



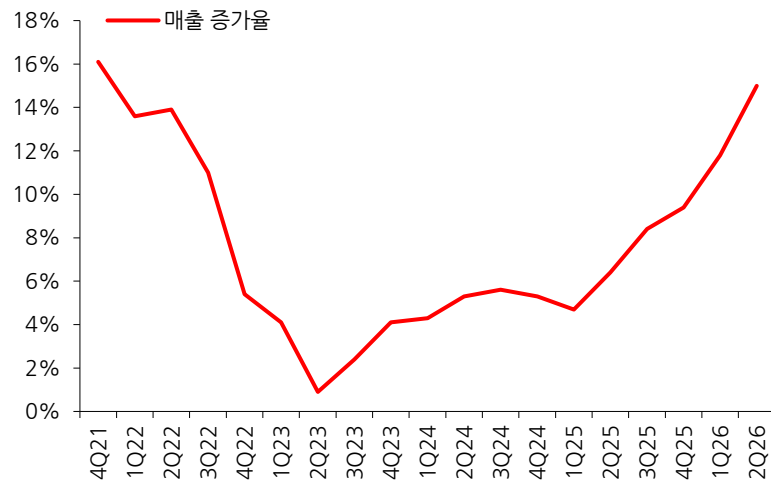
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



비상장주식 평가이의 제외해도 양호한 2분기 매출과 서프라이즈 강도

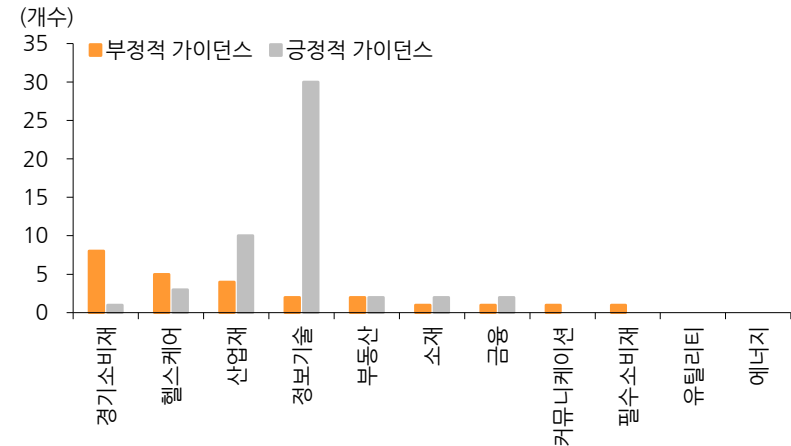
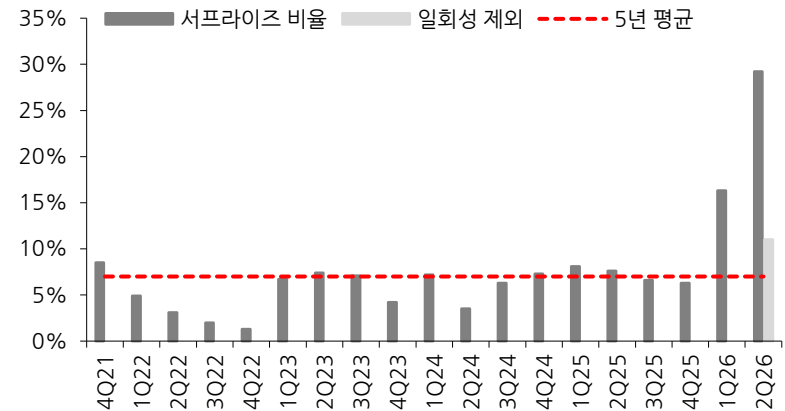
- ❖ S&P 500의 매출 성장률은 15%로 2021년 4분기 이후 최고
 - ✓ 매출이 컨센서스를 상회한 기업 비중 76% vs. 평균 70%
- ❖ 평가이역까지 포함된 EPS 서프라이즈 비율은 29%로 높고, 일회성을 제외해도 11%로 5년 평균 상회
- ❖ 3분기 가이드언스를 제시한 75개 기업 중 50개가 전향적인 전망 제시
 - ✓ AI 관련성이 높은 정보기술/산업재 위주의 긍정적 가이드언스

S&P 500 분기별 매출 증가율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

서프라이즈 비율 (위) 및 가이드언스 분포



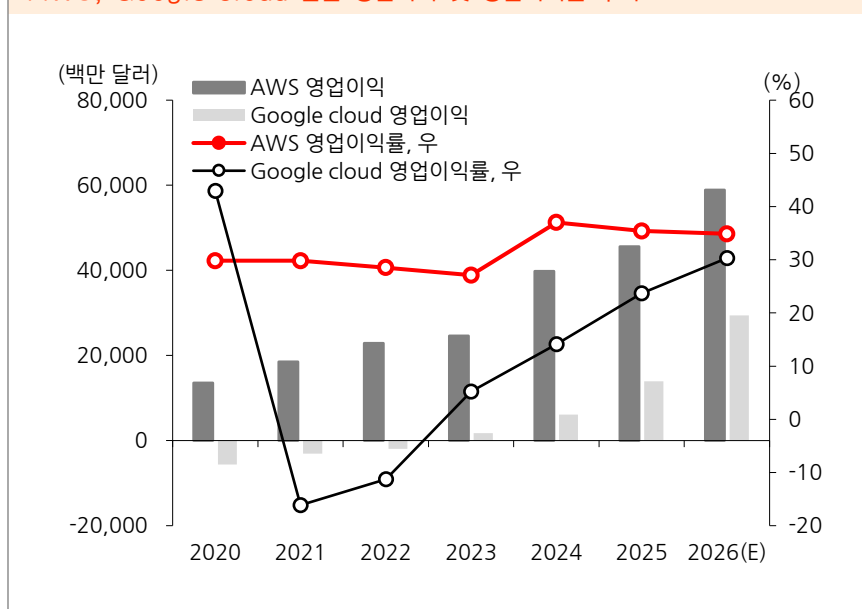
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



비상장주식 평가이익 제외해도 양호한 2분기 클라우드 ROIC +30%

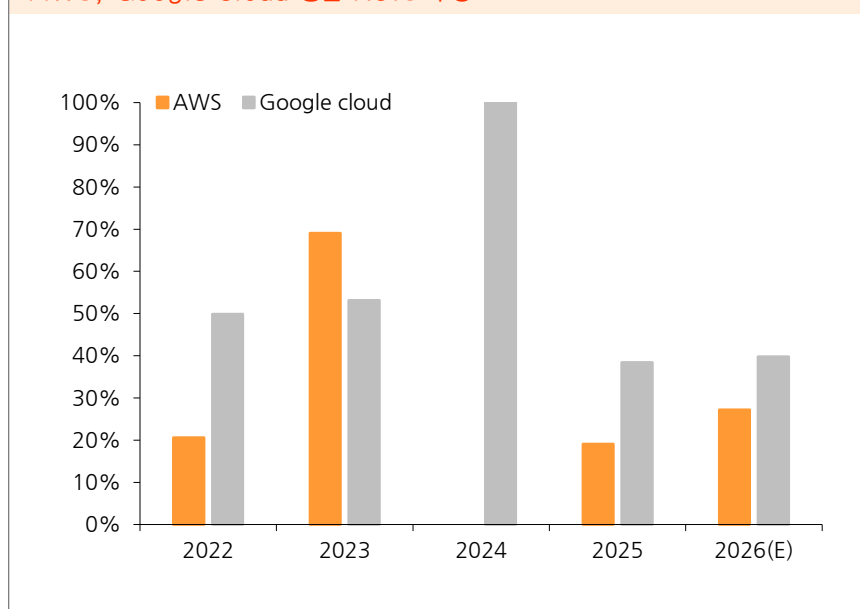
- ❖ 클라우드 ROIC는 투자 초기보다 설비 가동률과 매출 전환이 높아지는 구간에서 점진적 개선 가능
- ❖ 증분 ROIC $\approx$ 당해 클라우드 영업이익 증가분 $\div$ 전년도 CAPEX 증가분으로 단순화해 해석
 - ✓ 데이터센터 · 서버 CAPEX는 집행 직후 이익으로 연결되지 않고, 구축 · 가동 이후 다음 기간의 매출과 이익 증가에 기여하므로...
 - ✓ ... 전년도에 늘린 투자액의 당기 추가 이익 창출 정도 확인을 위해 전년도 증분 CAPEX를 분모로 활용
 - ✓ 컨센서스, 가이던스 반영한 아마존 및 구글 클라우드의 FY 2026 증분 ROIC는 각각 27%/40%로 견조
- ❖ 클라우드 매출 성장이 비용 증가 속도를 상회하고, CAPEX 증가율이 둔화되는 구간에 진입하면 AI 투자 ROIC 개선 기대

AWS, Google cloud 연간 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

AWS, Google cloud 증분 ROIC 추정

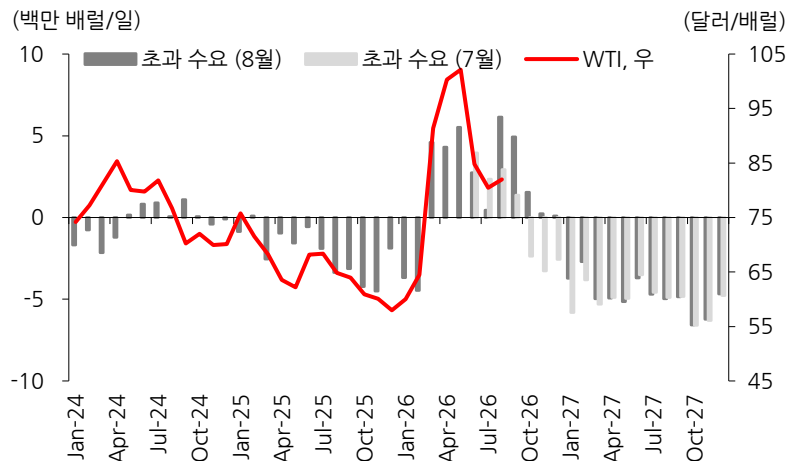


주: 아마존 FY 2023 CAPEX 전년 대비 감소로 2024 증분 ROIC는 미표기
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

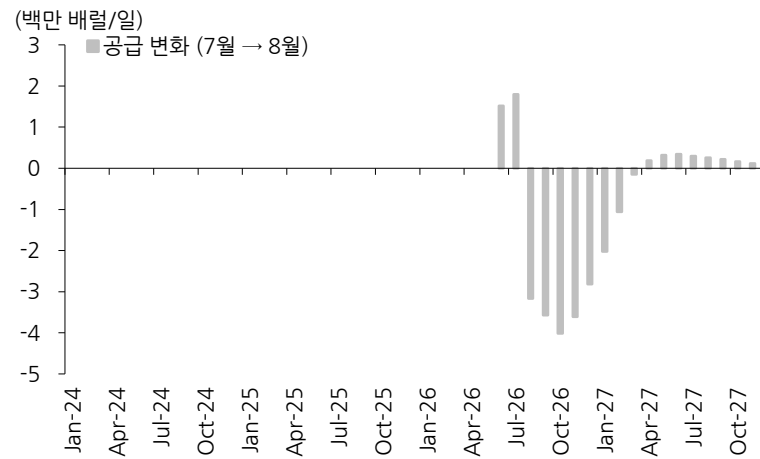
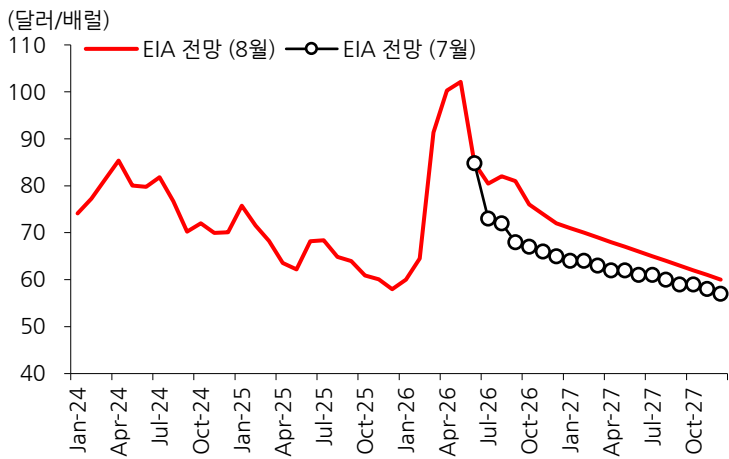
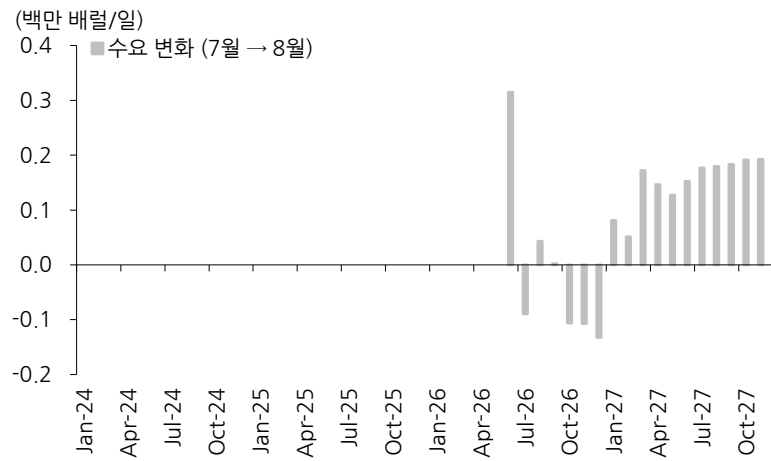


유가 EIA 8월 전망치 (8월 11일 발표): 호르무즈 긴장 반영되며 WTI 상향, 계속

EIA 원유 초과 수요 및 가격 전망치 변화 : 7월 vs. 8월



EIA 원유 수요 및 공급 변화 : 7월 vs. 8월



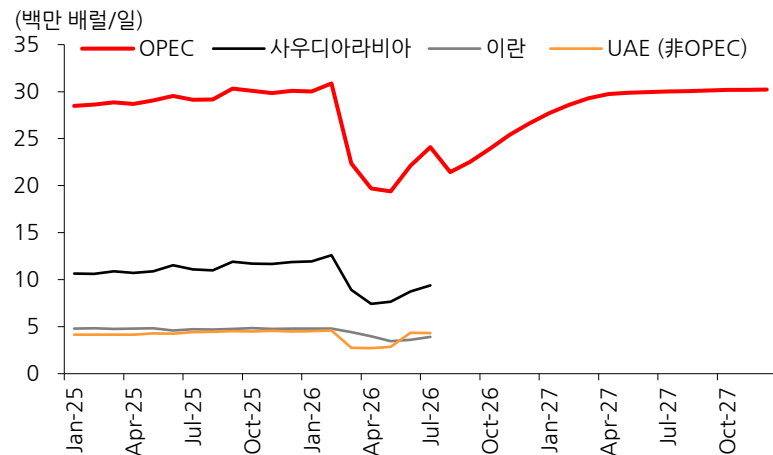
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

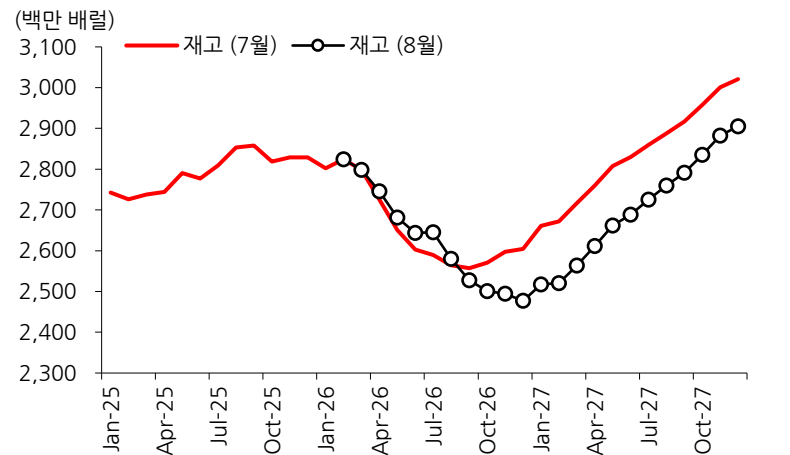
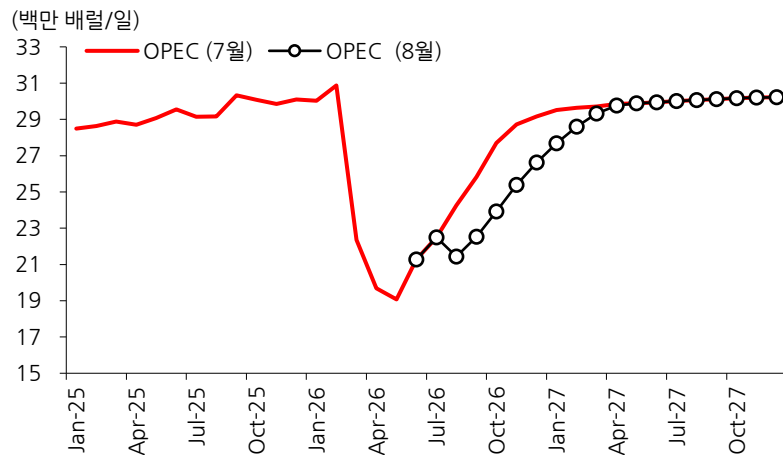
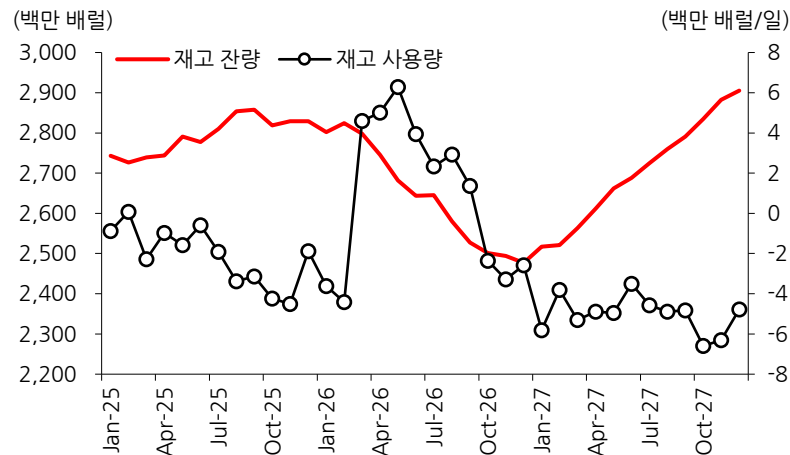


유가 EIA 8월 전망치 (8월 11일 발표): 호르무즈 긴장 반영되며 WTI 상향

OPEC 생산량 및 변화: 7월 vs. 8월



석유 제품 재고 및 변화: 7월 vs. 8월



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

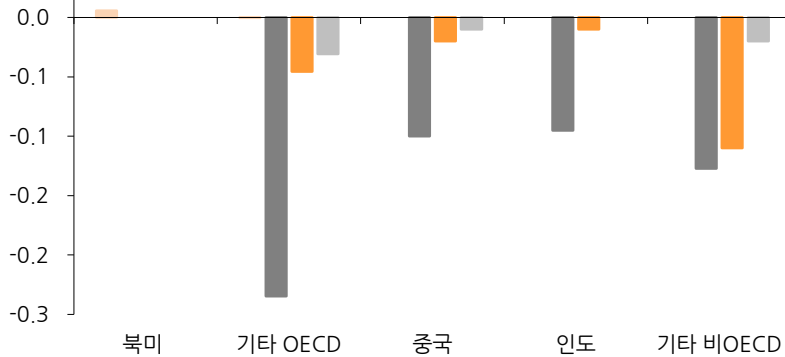


유가 OPEC 지역별 수요 및 공급 [8월 12일 발표]: OPEC 공급 축소 추이 유지

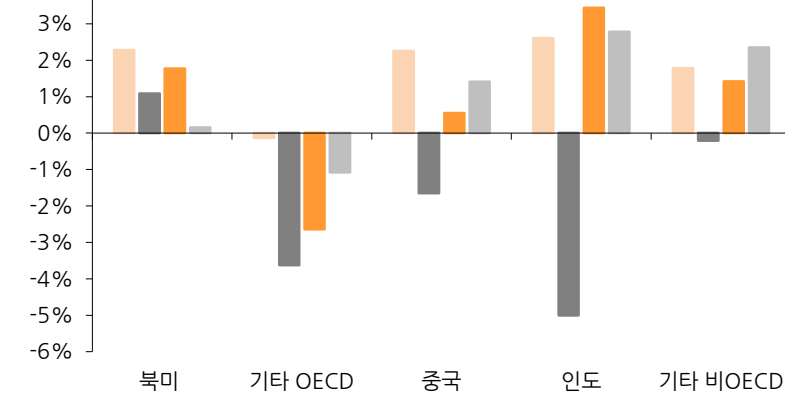
OPEC 수요: 전월 대비 추정치 변화 및 전년 동기 대비 증감률

(백만 배럴/일)

Q1-26 Q2-26 Q3-26 Q4-26



Q1-26 Q2-26 Q3-26 Q4-26

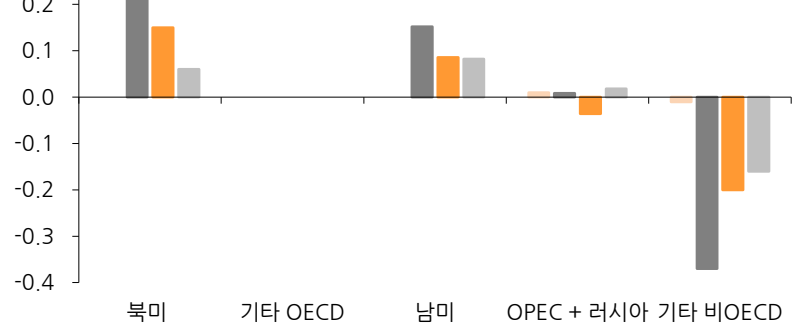


자료: OPEC, 한화투자증권 리서치센터

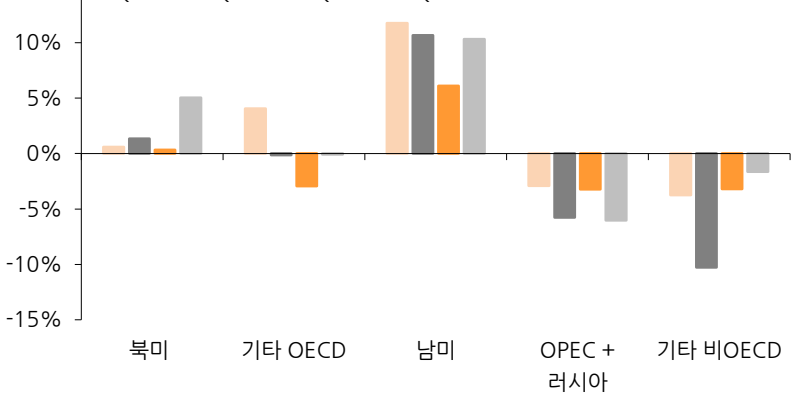
OPEC 공급: 전월 대비 추정치 변화 및 전년 동기 대비 증감률

(백만 배럴/일)

Q1-26 Q2-26 Q3-26 Q4-26



Q1-26 Q2-26 Q3-26 Q4-26



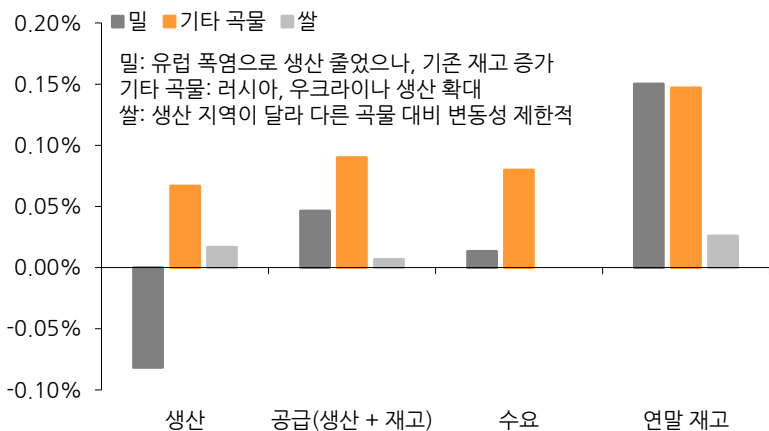
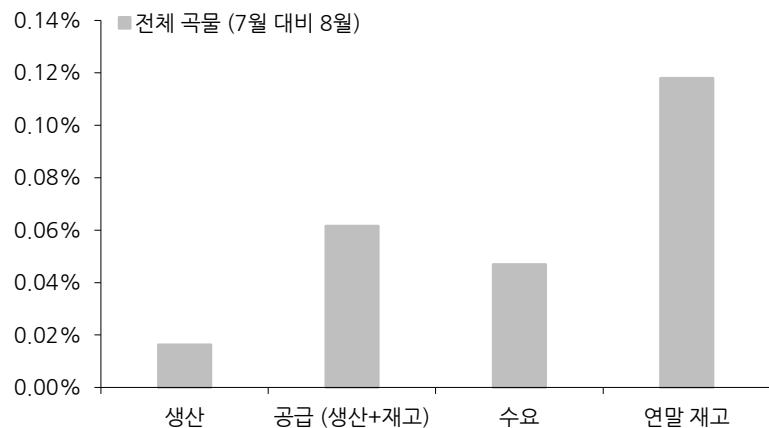
자료: OPEC, 한화투자증권 리서치센터





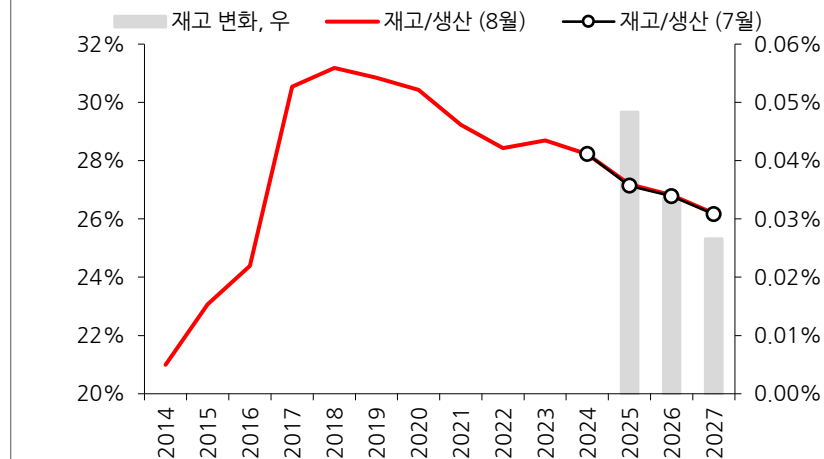
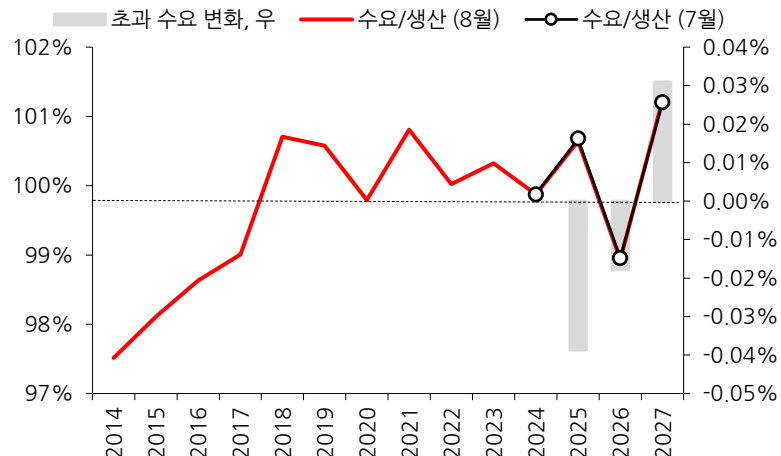
식료품 WASDE 8월 전망 [8월 12일 발표]: 지난달 수급 악화 일시적인 것으로 확인

USDA 곡물 수급 전망치 변화 : 7월 vs. 8월



자료: USDA, 한화투자증권 리서치센터

USDA 연도별 수급 변화 : 7월 vs. 8월

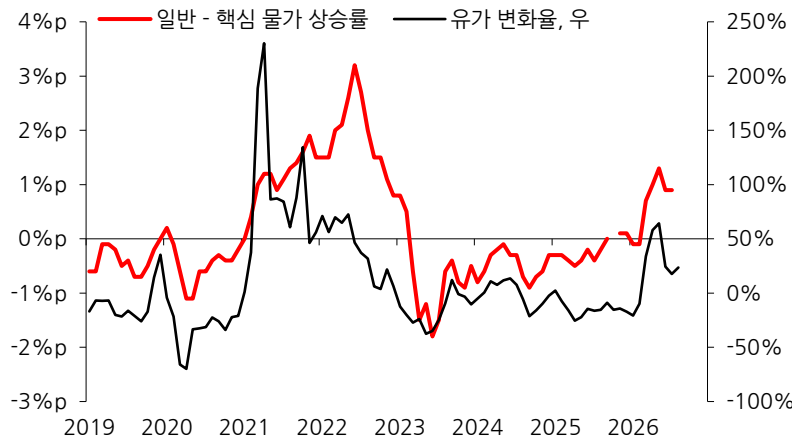
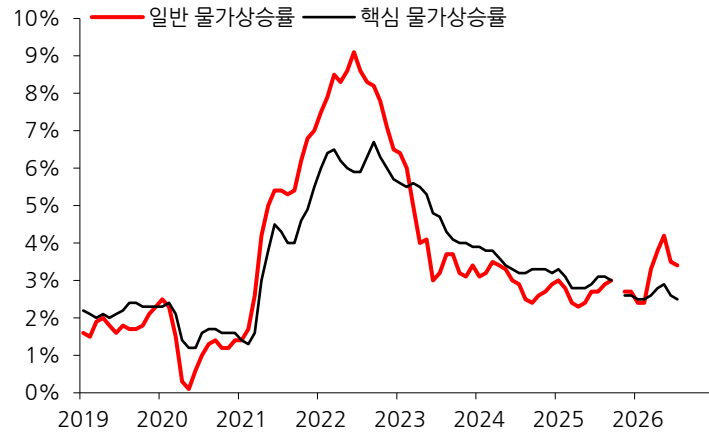


자료: USDA, 한화투자증권 리서치센터

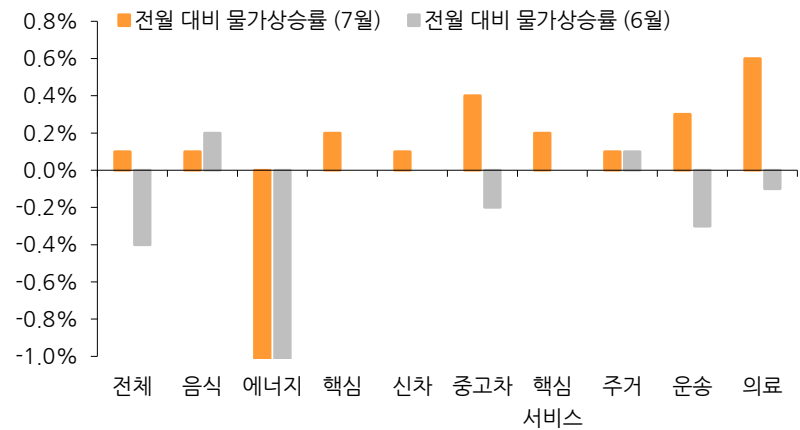
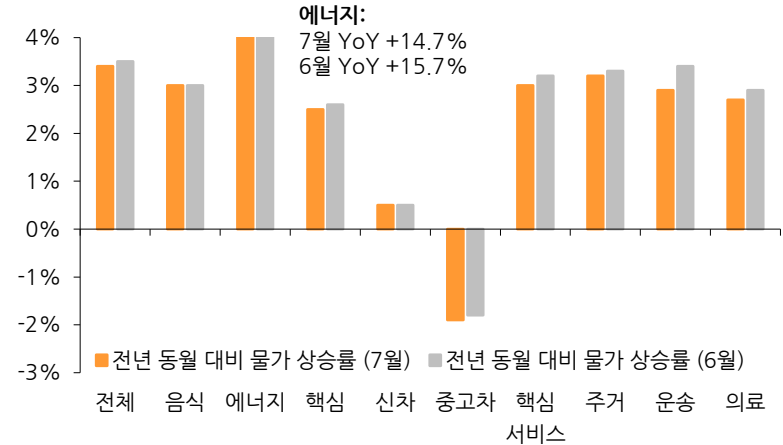


7월 물가 해석과 전망 핵심 물가상승률 추가로 하락: 인상 시급성 低, 계속

일반 및 핵심 물가 상승률/일반 - 핵심 물가 상승률 vs. 유가 변화율



7월 항목별 물가상승률



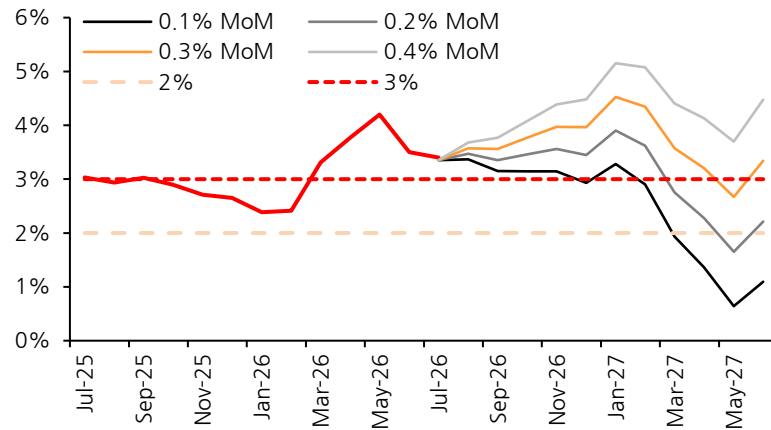
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

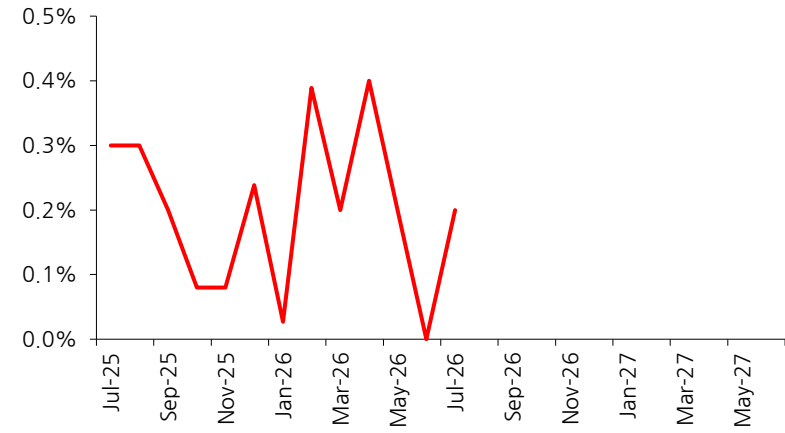
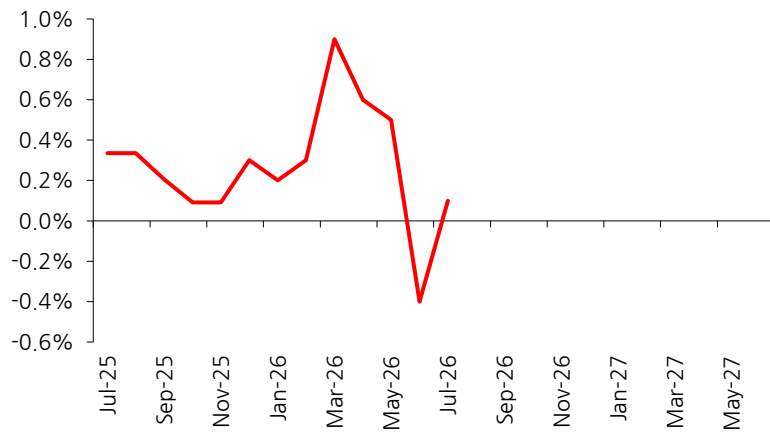
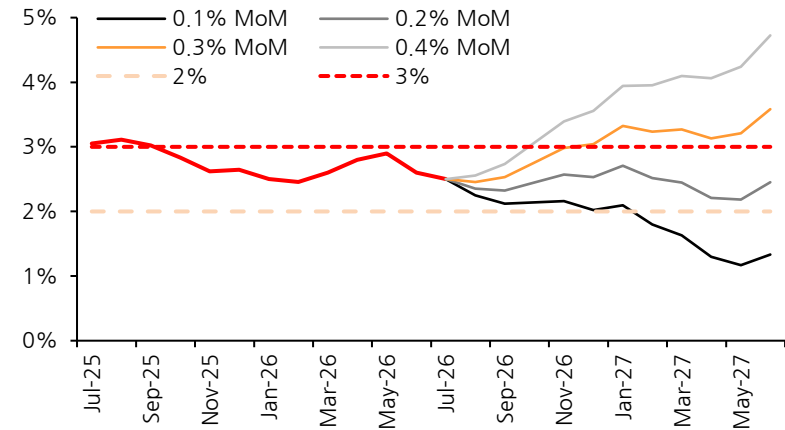


7월 물가 해석과 전망 핵심 물가상승률 추가로 하락: 인상 시급성 低

전월 대비 일반 물가상승률에 따른 전년동월 대비 물가상승률/월별 상승률



전월 대비 핵심 물가상승률에 따른 전년동월 대비 물가상승률/월별 상승률



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

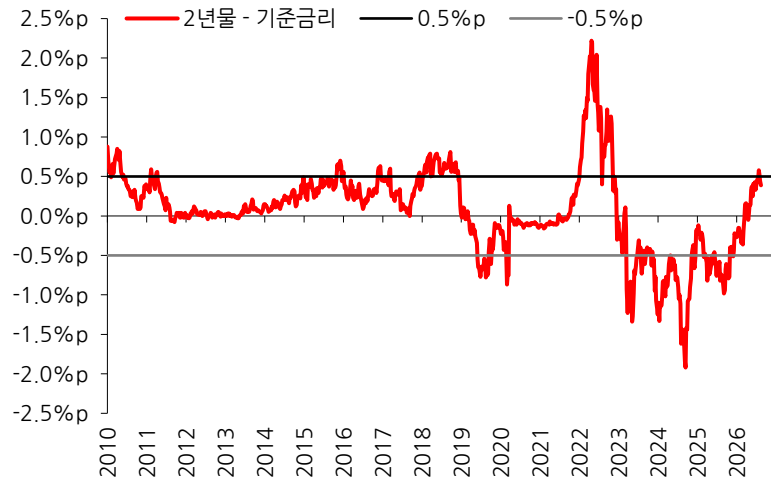




채권과 주식시장의 동상이몽 장단기 금리차 확대와...

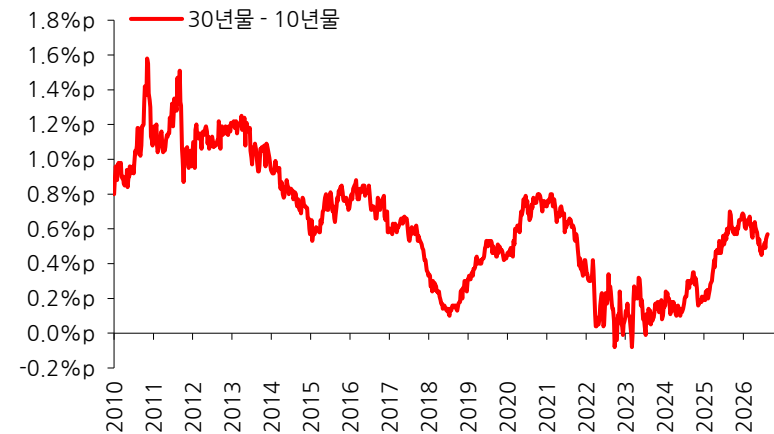
- ❖ 채권 시장 참여자들은 향후 12개월 내 두 번의 금리 인상을 반영하고 있는데 (2년물 - 기준금리), 미국 증시는 역사적 신고가 경신 중
- ✓ 30년물 - 10년물, 10년물 - 2년물 차이도 확대되고 있는데...
- ✓ ...채권 투자자들은 구조적인 인플레이션 확대를 채권 가격에 녹이고 있는 반면...
- ✓ ...증시는 시중금리의 상승을 강력한 경제 덕분으로 평가
→ 유동성 공급이 유지되면 9월 FOMC전까지 과열도 가능

2년 - 기준금리 차이



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

10년 - 2년 (위) 및 30년 - 10년 미국 국채 금리 차이



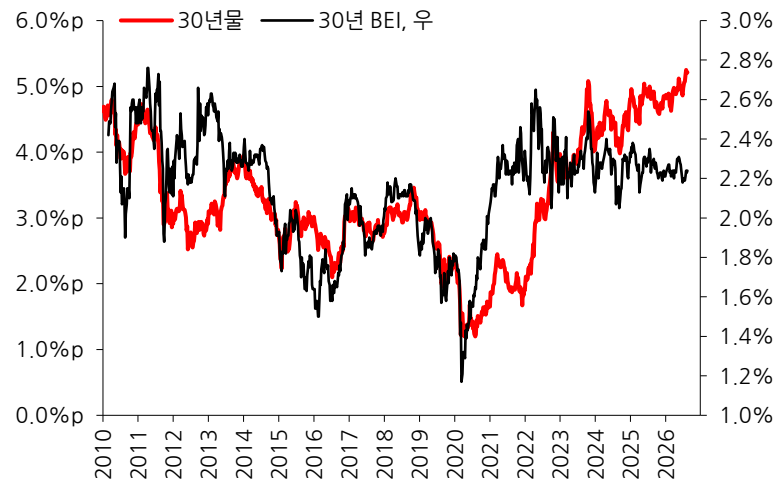
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



채권과 주식시장의 동상이몽 ... BEI와의 괴리

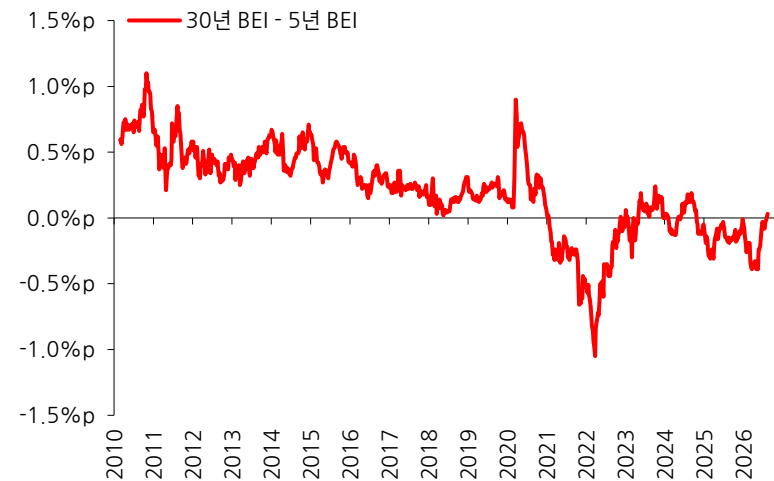
- ❖ 미국 국채 30년물 금리는 장기적이고 구조적인 물가에 대한 보상 요구를 반영
- ❖ 30년 BEI와 시중금리가 동행하는 이유: 2023년부터 30년물과 BEI 사이에 격차 발생
 - ✓ 2022년에 강력한 긴축으로 인한 약세장을 거친 후 증시는 2023년부터 상승장으로 전환했는데...
 - ✓ ... 30년물 금리는 지속적으로 상승한 반면, 장기 기대 인플레이션은 안정세 유지
 - 주식과 채권 참여자들의 시각 차이를 나타내는 또다른 하나의 증거: 4년 동안 주식 > 채권은 경기기반 자산배분의 결과
- ❖ 기간별 BEI 격차도 2026년 5월을 저점으로 (-)에서 (+)로 전환: 단기 기대인플레이션 > 장기 기대인플레이션이라는 의미

30년물 미국 국채 금리 - 30년 BEI 차이



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

30년 - 5년 BEI 차이



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



중간선거 시기와 주가 가까워질수록 조정 가능성 높았던 사례 多, 계속

❖ 중간선거는 대통령 선거 2년 후 일요일이 모두 있는 첫번째 주 화요일에 시행

- ✓ 2026년은 11월 3일이고, 2022년은 11월 8일, 2018년은 11월 6일, 2014년은 11월 4일이었던 이유
- ✓ 중간선거 해에 1 - 8월 평균 주가 하락률은 -0.4%: 9 - 10월은 1% 올랐고, 선거 이후 2달 동안은 2.6% 상승

❖ 중간선거가 있었던 해의 1 - 8월에 S&P 500이 10% 이상 상승했던 경우는 5번

- 1) 1938년: FDR의 재선 이후 치뤄졌는데, 대공황 이후 반등하던 미국 경제가 1937-38년의 더블딥에 빠지고, 1937년 사법절차 개혁법안이 여론의 지지를 얻지 못하면서 공화당 승리로 마무리. 선거전까지 반등하던 증시는 12개월 후 까지 약보합
- 2) 1954/58년: 제2차 세계대전 이후 미국의 전성기를 상징하는 기간으로 대세 상승장
- 3) 1986년: 견조했던 주가는 1986년 4월부터 저축대부조합 위기가 잉태되면서 6 - 8월 높은 변동성을 보이고 9월부터 하락세 전환. 레이건 2기였는데, 선거로 민주당이 양원을 장악

❖ 2026년: 미국 경제는 강하지만, 완벽하지는 않고, 지정학적 위험에 중간선거 결과에 대한 불확실성까지 남아있는데다, 트럼프 2기라는 점에서 1986년과 유사하다고 판단

미국 중간선거 해 1 - 8월, 9 - 10월, 11 - 12월 및 1년 후 주가

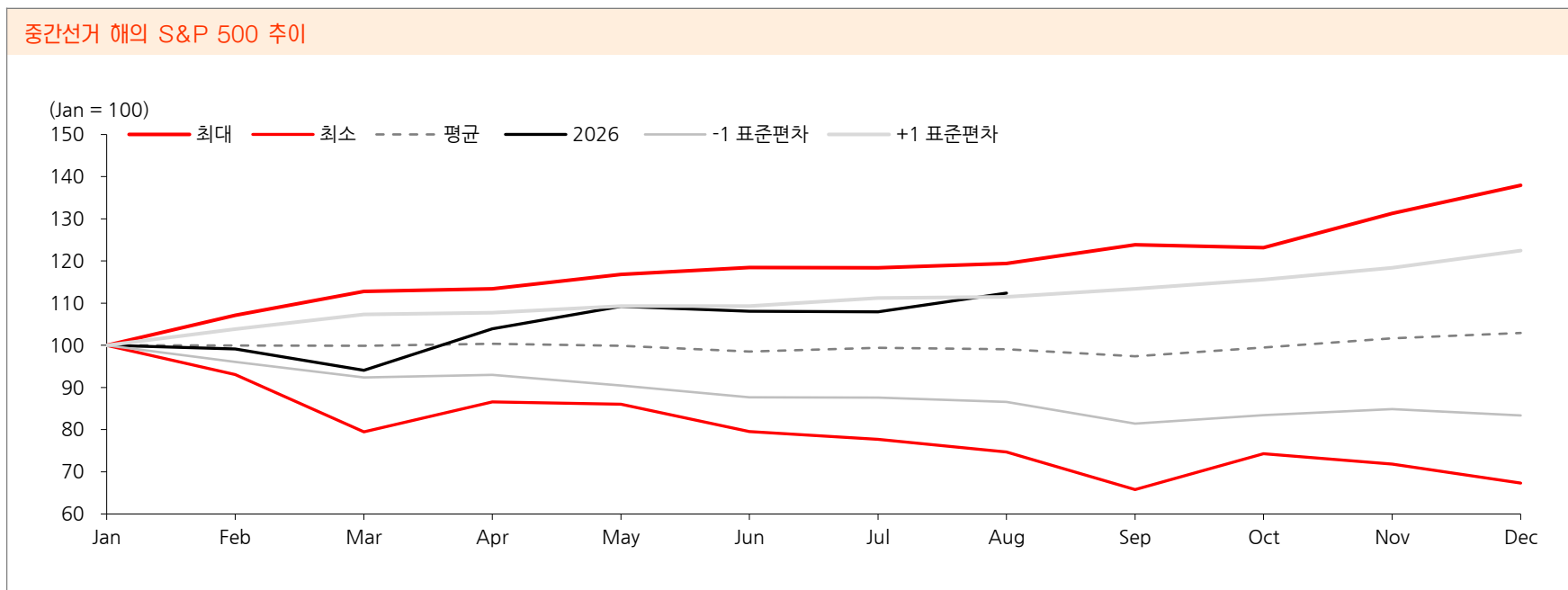
	1-8월	9-10월	11-12월	1년 후 주가
1930	-0.4%	-20.7%	-9.4%	-42.0%
1934	-8.2%	-3.7%	7.8%	35.6%
1938	14.3%	9.2%	-0.2%	-2.6%
1942	-0.8%	8.6%	4.4%	18.6%
1946	-4.1%	-10.9%	3.1%	2.0%
1950	9.7%	6.0%	4.6%	17.3%
1954	20.2%	6.2%	13.6%	32.9%
1958	19.4%	7.5%	7.6%	11.1%
1962	-17.4%	-4.4%	11.6%	17.6%
1966	-16.6%	4.0%	0.2%	16.8%
1970	-11.4%	2.1%	10.5%	7.8%
1974	-26.0%	2.4%	-7.2%	30.4%
1978	8.6%	-9.8%	3.2%	12.1%
1982	-2.5%	11.9%	5.2%	20.1%
1986	19.7%	-3.5%	-0.7%	-7.6%
1990	-8.7%	-5.8%	0.2%	16.4%
1994	1.9%	-0.7%	-2.8%	33.4%
1998	-1.4%	14.8%	11.9%	19.4%
2002	-20.2%	-3.3%	-0.7%	13.0%
2006	4.4%	5.7%	2.9%	5.7%
2010	-5.9%	12.8%	0.2%	5.6%
2014	8.4%	0.7%	2.0%	0.6%
2018	8.5%	-6.5%	-7.6%	13.8%
2022	-17.0%	-2.1%	-0.8%	12.0%
2026	13.9%			
평균	-0.4%	1.0%	2.6%	12.1%
중간값	-0.8%	2.1%	2.9%	13.8%
하락 확률	58.3%	45.8%	33.3%	12.5%

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



중간선거 시기와 주가 가까워질수록 조정 가능성 높았던 사례 多

- ❖ 2026년의 S&P 500 주가는 과거 100년 동안 중간선거가 있던 해의 평균적인 흐름보다 양호
 - ✓ 현재 추이는 +1 표준편차와 유사한 궤적
 - ✓ 25번 사례의 평균 수익률은 2.6%, 중간값은 2.9%



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



조정 EPS 기준 25배는 8,200 25배가 단기 고점으로 작용, 계속

❖ 리먼 브라더스 파산을 야기한 금융 위기 이후부터 2025년까지...

❖ ... 해당년도 EPS 기준으로 S&P 500은 25배를 넘어가면 단기 고점 형성되는 경향

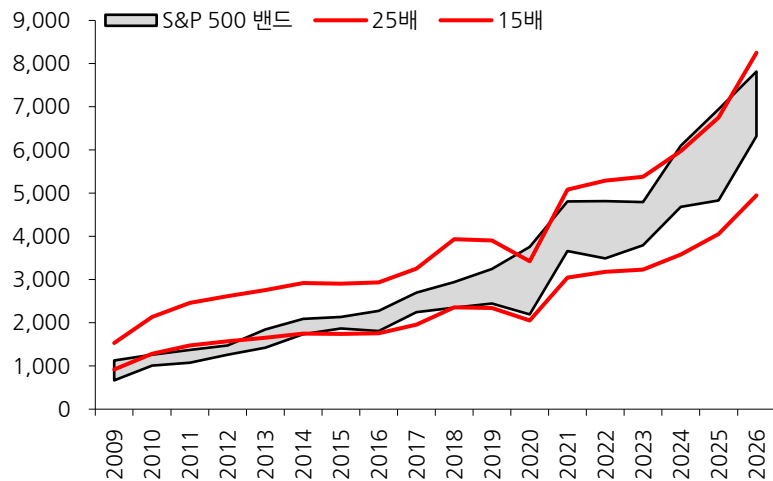
✓ 2020년에 27배를 초과한 적이 있지만...

✓ ... EPS 증가율이 -12%를 기록한 상황에서 고PER을 보인 것으로...

✓ ... 지금과는 상이: 2026년 EPS 성장률은 22%로 높아진 EPS에 25배를 적용하는 셈

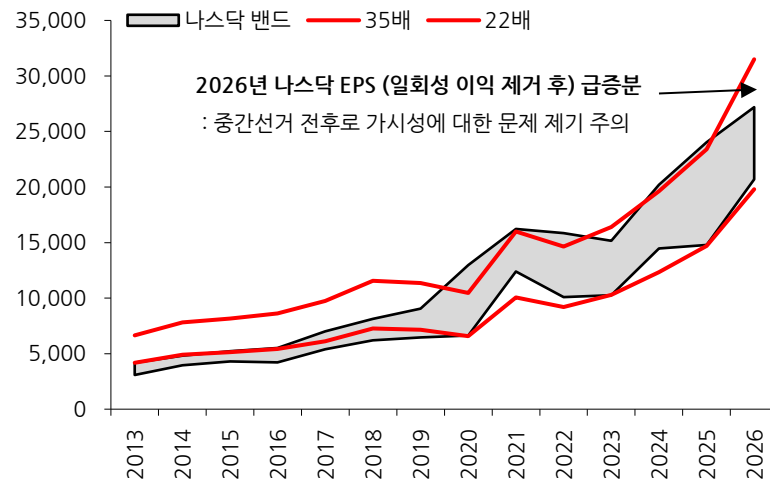
→ 8,200 = 330달러 (알파벳, 아마존 등의 일회성 이익 제거 후) × 25배; 나스닥도 같은 방식으로 계산하면 30,000 ~ 31,500

S&P 500 PER 밴드



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

나스닥 PER 밴드

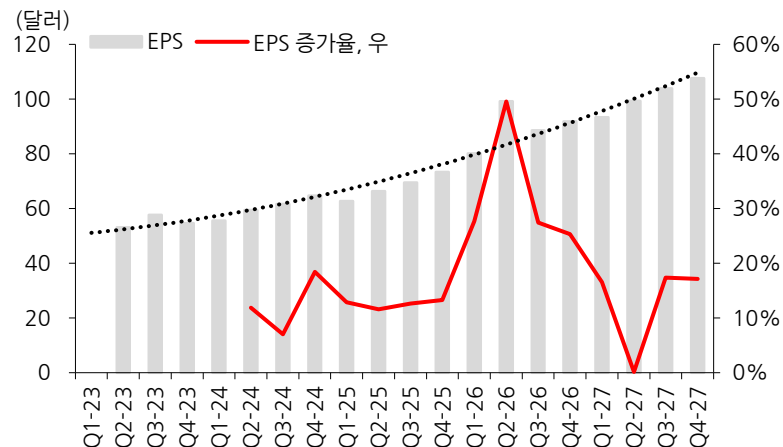


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

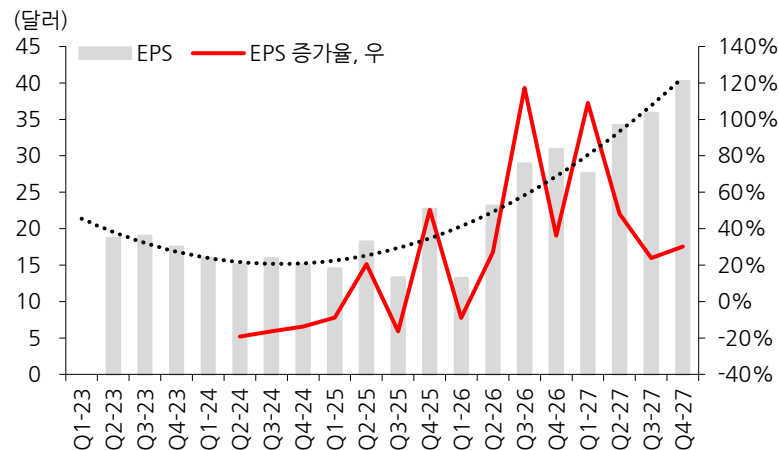
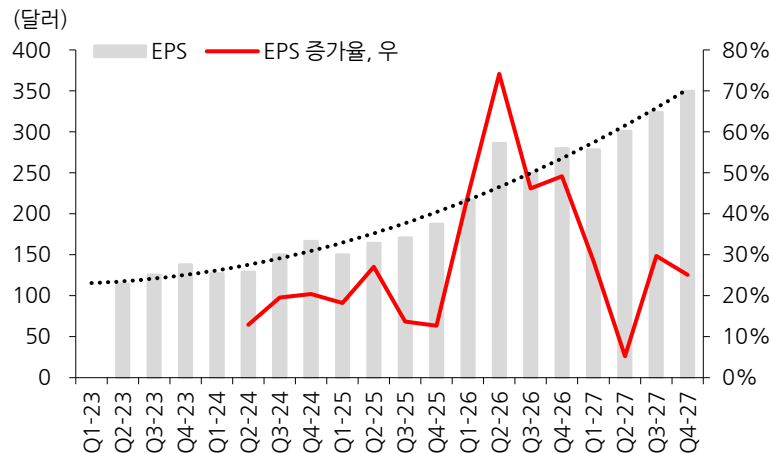
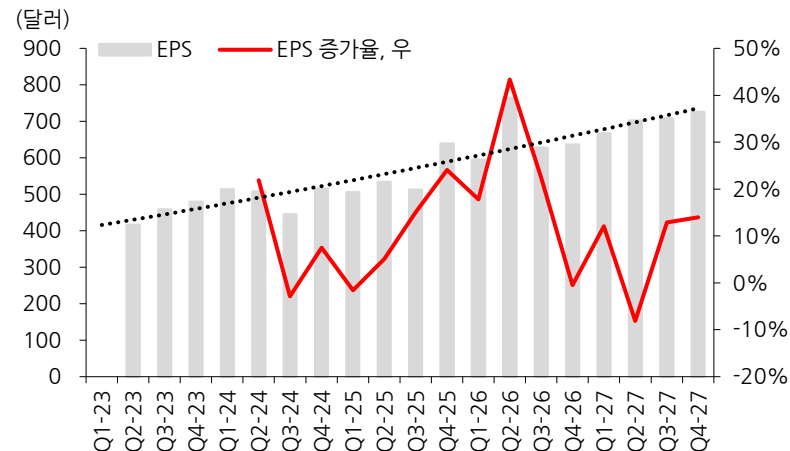


조정 EPS 기준 25배는 8,200 25배가 단기 고점으로 작용

S&P 500 (위) 및 나스닥 분기별 EPS 증가율



다우존스(위) 및 러셀 2000 분기별 EPS 증가율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



DCF 밸류에이션 8,200에 내재된 영구성장률과 할인율은 적절한 수준

S&P 500 8,200에 내재된 영구성장률은 2.4%이고 할인율은 6.4%: DCF

S&P 8,200 DCF 가정

할인율 6.4% 40% 자기자본, 4% 무위험 이자율 (2단계 성장률과 동일), 6% 시장 프리미엄

영구 성장률

2.4%

영업활동현금흐름

1단계

Factset 컨센서스

2028년까지 현금흐름의 지속적인 개선이 내포된 컨센서스

2단계

4.0% 연준 목표 인플레이션과 2% Q 증가 반영

투자

1단계

Factset 컨센서스

2단계

4.0% 영업활동현금흐름 증가율

DCF 모델 (단위: 달러)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
	0 단계					1 단계					2 단계				
영업활동현금흐름	172	181	206	210	197	254	274	282	306	345	435	522	637	663	689
% 성장률		5.3%	14.1%	1.6%	-6.2%	29.0%	8.0%	2.8%	8.5%	13.0%	26.0%	20.0%	22.0%	4.0%	4.0%
(-) 투자	69	71	80	81	66	87	103	101	114	145	205	248	297	309	321
% 성장률		2.0%	13.8%	0.2%	-17.5%	31.1%	18.7%	-2.2%	13.0%	13.0%	26.0%	20.0%	4.0%	4.0%	4.0%
잉여현금흐름	102	110	126	129	130	167	171	181	191	200	230	275	340	354	368
% 성장률		7.6%	14.2%	2.5%	0.9%	28.0%	2.5%	5.8%	6.0%	4.6%	15.1%	19.2%	23.8%	4.0%	4.0%

DCF PV 계산

잉여현금흐름 현재가치											225	253	296	291	288
할인 계수											97.7%	92.0%	86.9%	82.3%	78.2%

		S&P500	
잉여현금흐름 현가의 합	1,174	Current index price	7,708 Price as of valuation date
Terminal Value, 2	9,439		
TV 할인율, 3	74.5%	Implied valuation	
TV의 현재가치	7,034	26 PER to implied equity value	24.9
S&P 500, 5 = 1 + 4	8,210	27 PER to implied equity value	20.4

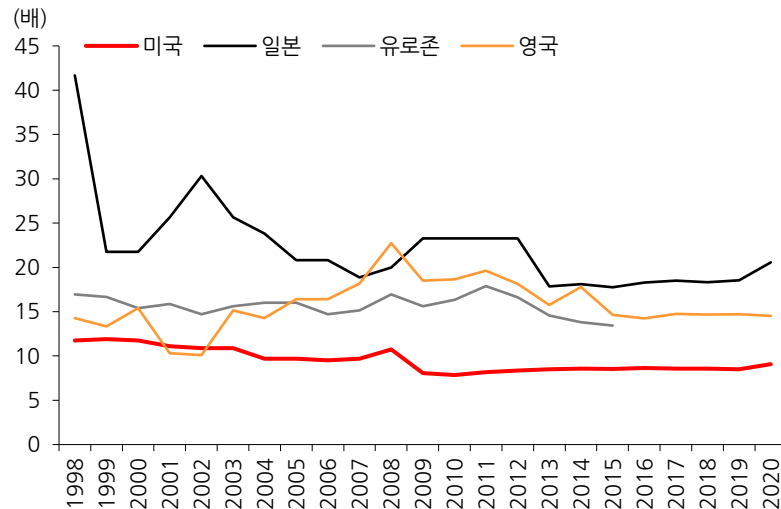
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



금융위기 이후 은행 규제 강화 GFC는 현대 은행 건전성 규제의 출발점

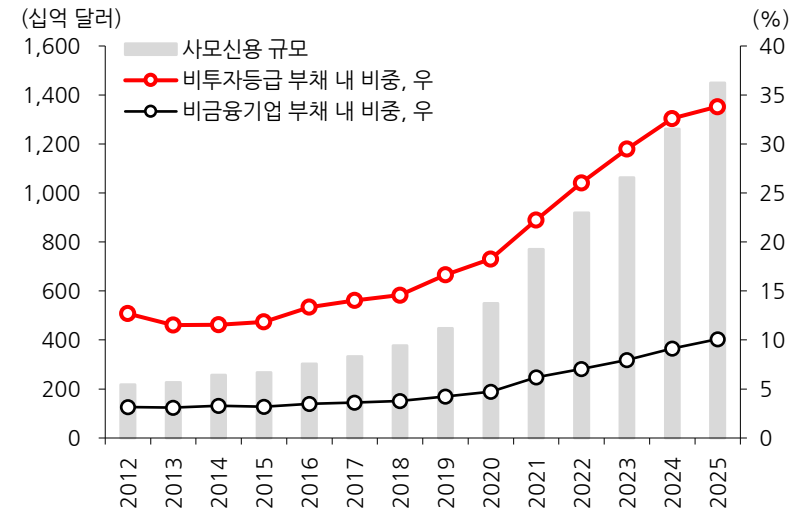
- ❖ 금융위기 이전 은행권은 낮은 자기자본을 기반으로 대규모 자산을 운용하며 레버리지를 확대
- ❖ MBS, CDO 등 구조화상품이 빠르게 증가했지만 관련 위험의 은행 대차대조표 반영은 미흡
 - ✓ 은행뿐 아니라 비은행 기관을 통한 신용중개도 확대되며 시장 충격이 대형 금융기관·글로벌 금융시장으로 확산
- ❖ 금융위기 이후 규제는 은행의 손실흡수능력을 높이고 과도한 레버리지와 유동성 위험을 억제하는 방향으로 진행
 - ✓ 강화된 자본규제로 은행의 신용중개 기능이 일부 비은행권으로 이동하면서 사모신용 시장 빠르게 확대
 - ✓ 2017년, BCBS는 자본규제의 공통 기준인 바젤Ⅲ 최종안 발표. 국가별 시행 시기·내용 상이한 가운데, 미국 도입 추진 중

주요국 은행 레버리지 추이



주: 각 지역의 총자산/총자본 비율. 유로존은 2015년까지만 집계
자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

미국 사모신용 시장 규모 추이

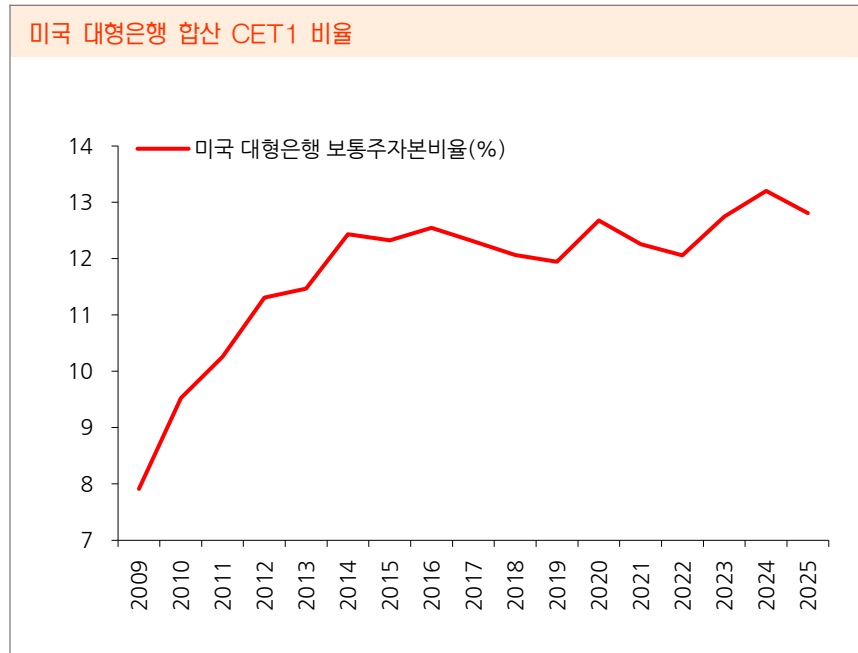


주: 북미 중심의 사모 대출 펀드의 투자 자본과 기업 개발 회사 및 신용 투자 중심 인턴벌 펀드의 총자산 기준
자료: FED, 한화투자증권 리서치센터



트럼프 정부 출범 이후... 2026년 미국 자본규제 개편안: 자본부담 완화

- ❖ 미국 대형은행 합산 CET1 비율은 2025년 12.8%로, 2009년(7.9%) 대비 손실흡수력 대폭 개선
 - ✓ 자본·유동성 여력이 충분히 축적된 가운데, 대형은행의 건전성은 유지하면서 과도하게 높아진 자본부담을 낮추는 방향으로 규제 기조 전환
- ❖ 트럼프 1기, EGRPCPA·Tailoring Rule·볼커 룰 완화를 통해 G-SIB 중심의 일률적 규제에서 벗어나 은행 규모·위험도에 따라 차등화
- ❖ 트럼프 2기, 2026년 3월 바젤III 최종안과 G-SIB 추가자본 개편 등을 포함한 자본규제 완화안 제안
 - ✓ Category I·II 은행의 요구자본 부담은 2023년 원안의 +19%에서 2026년 +1.4%로(바젤III 최종안 단독) 대폭 축소
 - ✓ 연준 추정에 따르면 기타 규제까지 합산한 CET1 요구자본 감소폭은 Category I·II -4.8%, III·IV -5.2%, 중소형 은행 -7.8%



주1: 2026년 스트레스테스트 대상 32개 은행 기준
 주2: 2009년부터 바젤3 도입 전까지는 Tier 1 보통주자본비율, 이후 보통주자본비율로 전환
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

연준 추산 자본규제 개편의 은행 유형별 CET1 요구자본 영향

개편 항목	Category I·II	Category III·IV	중소형 은행
바젤III 재제안	+1.4%	-	-
G-SIB 추가자본 개편	-3.8%	-	-
개정 RWA 계산방법	-	-6.1%	-7.8%
AOCI 자본 반영	-	+3.1%	-
스트레스테스트 개편: GMS·운영위험	-4.3%		-
스트레스테스트 개편: 기타 변화	+1.9%		-
스트레스테스트 개편 순효과	-2.4%	-2.2%	-
전체 합산	-4.8%	-5.2%	-7.8%

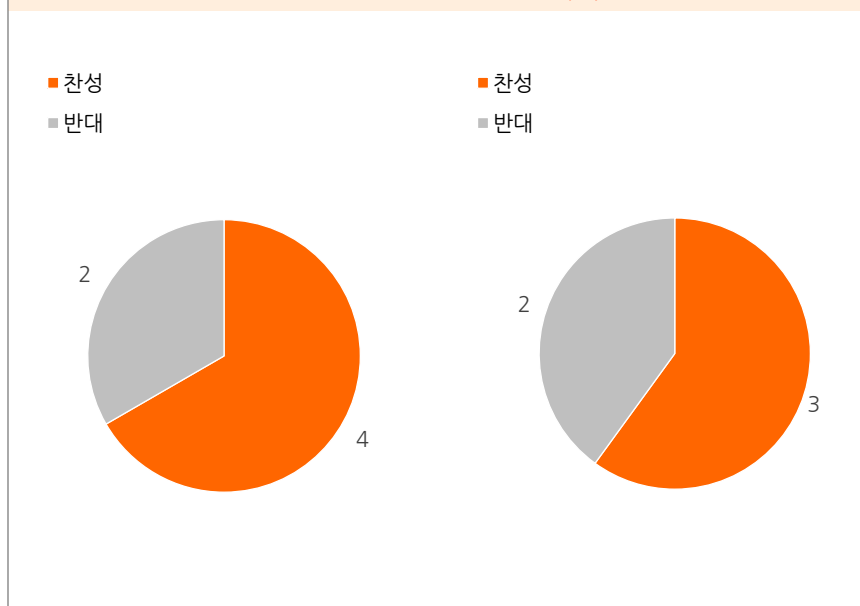
주1: 주황색 음영은 자본부담 강화의 방향, 회색 음영은 완화의 방향
 주2: 레버리지비율 개편은 Tier 1 기준으로 산출돼 제외
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



…은행 규제 완화 기조 전환 높아지는 정책 가시성

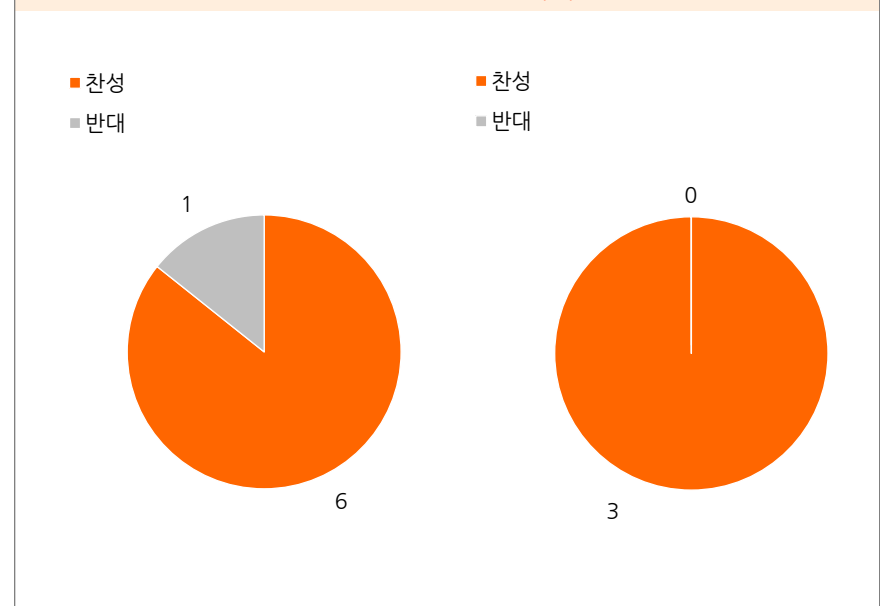
- ❖ 해당 자본규제 개편안은 2026년 6월 의견수렴 종료 이후, 연준·OCC(통화감독청)·FDIC(연방예금보험공사)의 최종 규칙 확정 단계
- ❖ 2026년 개편안이 2023년 제안안과 달리 최종 규칙으로 이어질 가능성은 상당히 높은 것으로 판단
 - ✓ 3월 제안안은 연준 이사회에서 모두 6대1로 승인됐고, 미셸 보우먼 연준 감독담당 부의장은 연내 규칙 최종화를 희망한다고 언급
 - ✓ 트럼프 정부의 규제 완화 기조와 일치. 2023년 원안과 달리 금융업계의 반발이 제한적이라는 점도 최종 확정 가능성을 높이는 요인
- ❖ 11월 예정된 중간선거도 규칙 최종화 시점과 관련된 중요 변수. 의회 권력구도가 바뀔 경우 감독당국 대상 정치적 압박·의회 감시 강화 가능성
 - ✓ 감독당국 입장에서는 행정부 및 의회 다수당과 정책 방향이 일치하는 시기에 규칙을 최대한 확정할 유인이 존재

2023년 바젤3 최종안 도입 최초 제안의 연준 이사회(좌) 및 FDIC 표결



자료: FED, FDIC, 한화투자증권 리서치센터

2026년 바젤3 최종안 도입 재제안의 연준 이사회(좌) 및 FDIC 표결



자료: FED, FDIC, 한화투자증권 리서치센터

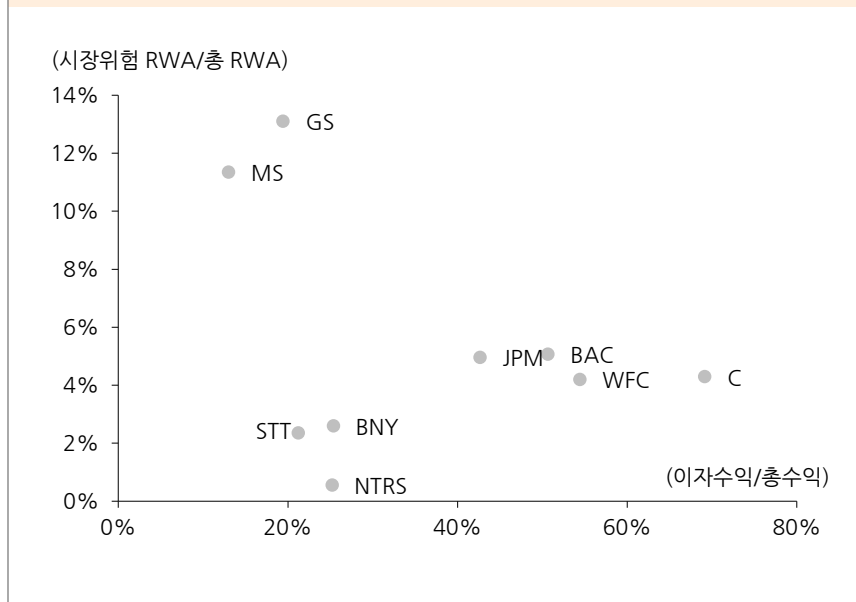


규제 수혜는 전통 대출 중심 은행에 집중 기업대출 위험가중치 완화

- ❖ G-SIB에서는 트레이딩 사업 비중이 높은 은행보다 기업·가계대출 중심 은행에서 규제완화 효과가 보다 직접적으로 나타날 것으로 예상
 - ✓ 시장위험 RWA 산출 방식 변경에 따른 부담이 커질 수 있는 반면, 투자등급 기업대출에 대한 위험가중치는 100% → 65%로 완화
- ❖ 비G-SIB에서는 Category I·II 대비 높은 규제완화 효과와 자본 활용에 용이한 사업 규모를 동시에 갖춘 Category III의 PNC 선호
 - ✓ 모기지 사업 규모가 크기 때문에, Category III 은행에 적용되는 주택담보대출 자본부담 완화 수혜도 클 것으로 예상되며...
 - ✓ ...*ERBA를 선택하는 경우에도, 우량기업 대출이 주력 사업인 만큼 위험가중치 완화가 긍정적으로 작용할 것으로 전망

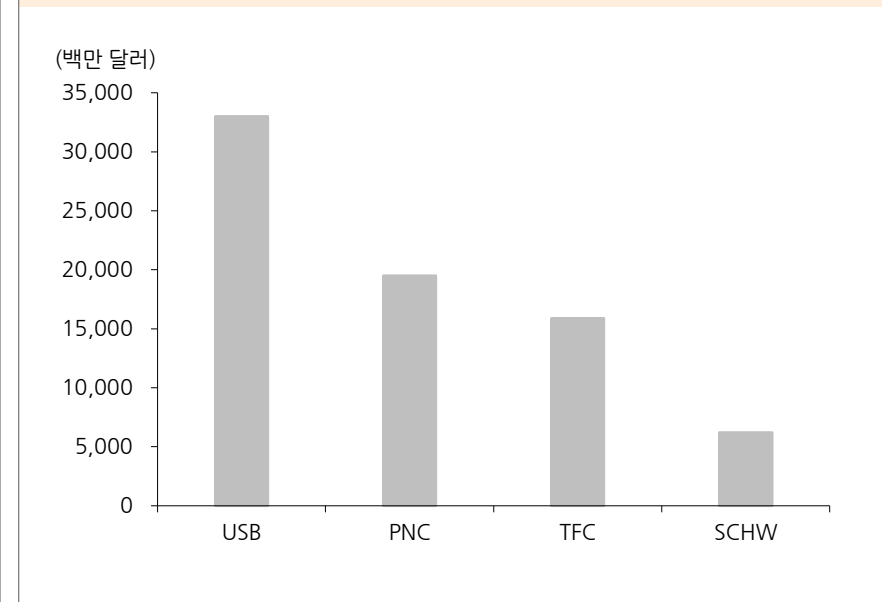
*ERBA(Expanded Risk-Based Approach): Category I·II 은행에만 의무 적용되는 RWA 산출방식 개편. Category III 은행은 선택 적용 가능

Category I·II 은행의 시장위험 노출도 및 이자수익비중



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

Category III 은행의 2025년 모기지 신규취급 규모



주: Category III 은행 중 American Express, Capital One Financial은 모기지 사업 부재
 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

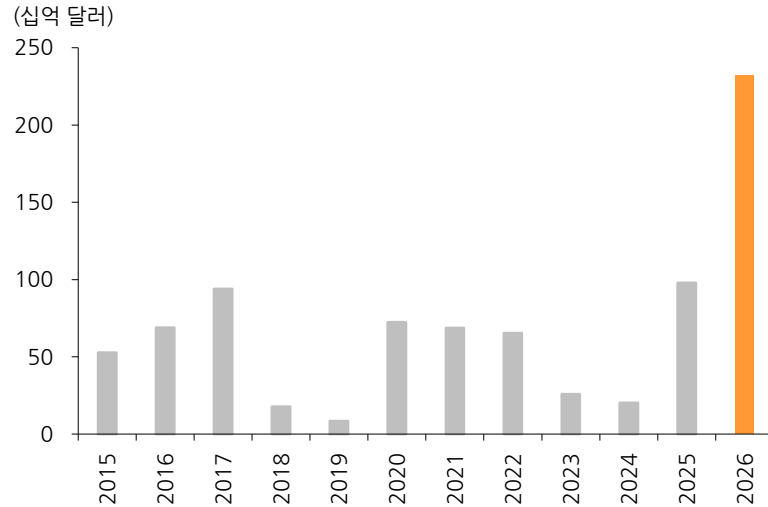


AI 투자 장기화로 신용수요 증가 우량기업 대출수요도 회복

- ❖ AI 투자 사이클 장기화로 빅테크 등 기업의 외부 자금조달 수요 증가세도 지속
 - ✓ 8월 엔비디아는 아폴로·블랙록 및 블랙스톤 등 사모펀드가 대다수를 차지하는 금융기관과 플랫폼 구축했는데...
 - ✓ ...기업 자금조달 수단이 자체 현금과 회사채 중심에서 나아가 다변화되고 있음을 시사
- ❖ 연준의 2026년 4월 은행대출담당자 설문에서 우량기업 대출수요가 강화됐다고 응답한 은행의 순비율은 (+) 전환되며 최근 10년 평균을 상회
 - ✓ 자금수요 증가와 은행의 자본공급 여력 확대가 맞물리면서 미국 기업대출 시장의 성장 기회도 확인될 것으로 예상

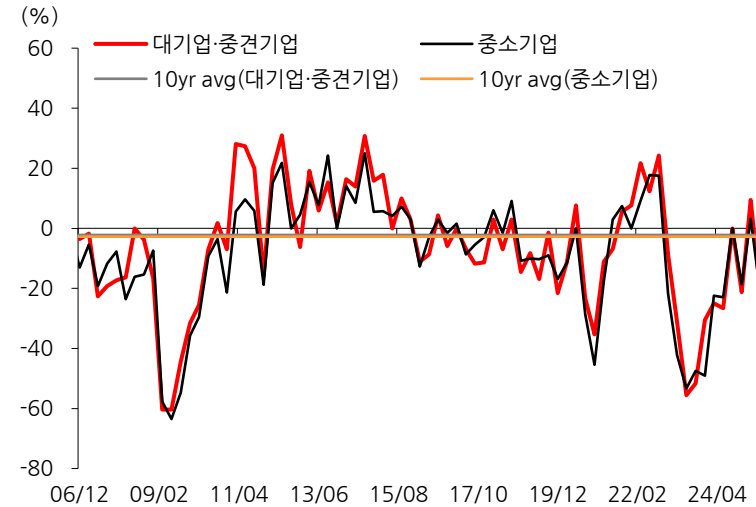
(세부 내용은 8월 21일, 'AI 투자금, 은행도 빌려줄 수 있습니다' 참조)

빅테크 연간 회사채 발행 규모



주: AAPL, AMZN, META, MSFT, GOOGL, NVDA, SPCX, ORCL 합산
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

미국 기업 규모별 C&I 대출수요 강화 순응답비율



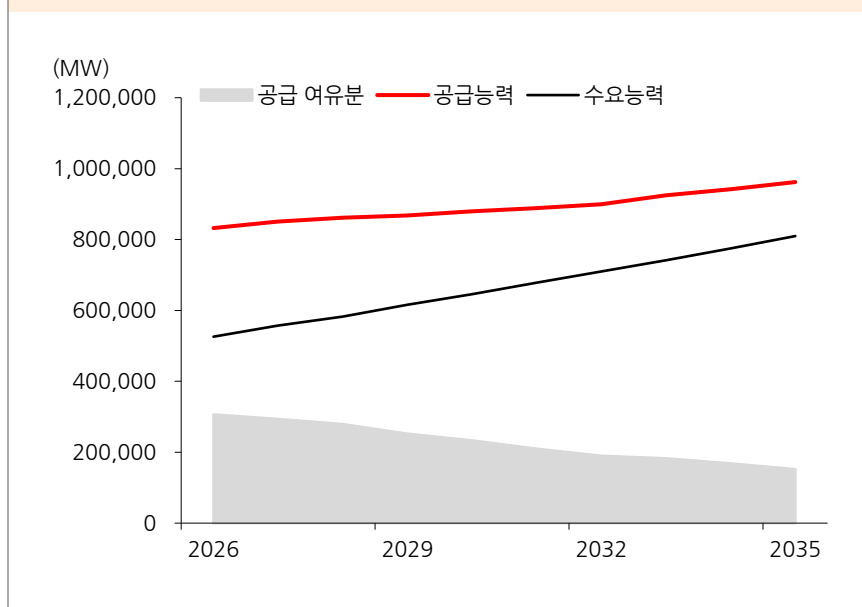
주: 2026년 4월 기준, 표본은 미국 국내은행 64곳
자료: FED, 한화투자증권 리서치센터



전력 산업 병목은 송전 인프라에 위치 설비 예비율은 안정적

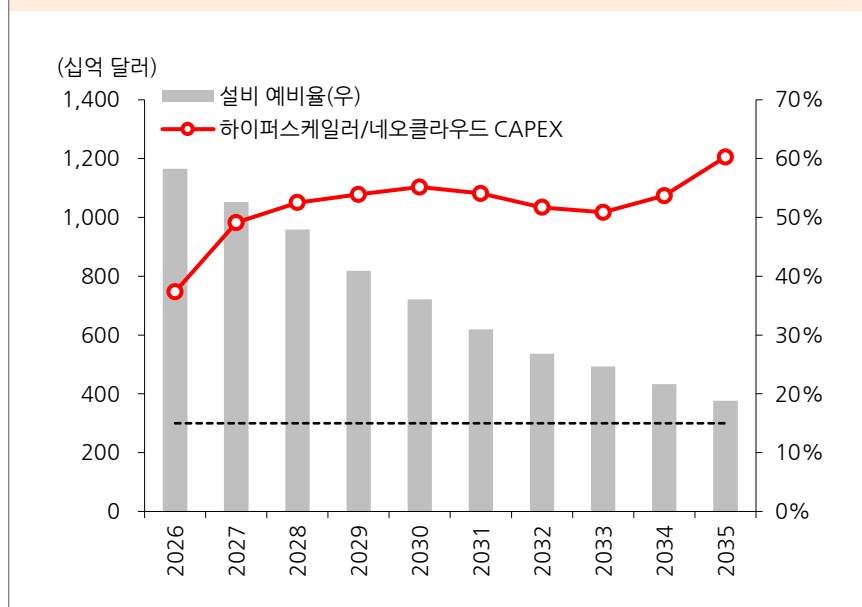
- ❖ 설비 예비율 기준, 현재 미국의 전력 공급은 2035년까지 안정적 상태
 - ✓ 충분한 전력 발전량을 데이터센터로 끌어오기 위한 송전 인프라 부족이 핵심
 - ✓ 미국 데이터센터는 가동 유지를 위해 전력 가용성이 충분한 지역으로 확산
- ❖ 병목은 전력의 발전이 아닌 송전 인프라에 위치
 - ✓ 생산 리드타임이 긴 변압기로 송전 인프라의 병목 구간 장기화
 - ✓ 노후화된 미국 송전망 인프라도 대형 부하를 요구하는 데이터센터를 감당하기에는 한계

당사 추정 전력 수급 시나리오



자료: EIA, NERC, 한화투자증권 리서치센터

설비 예비율은 2035년까지 안정적



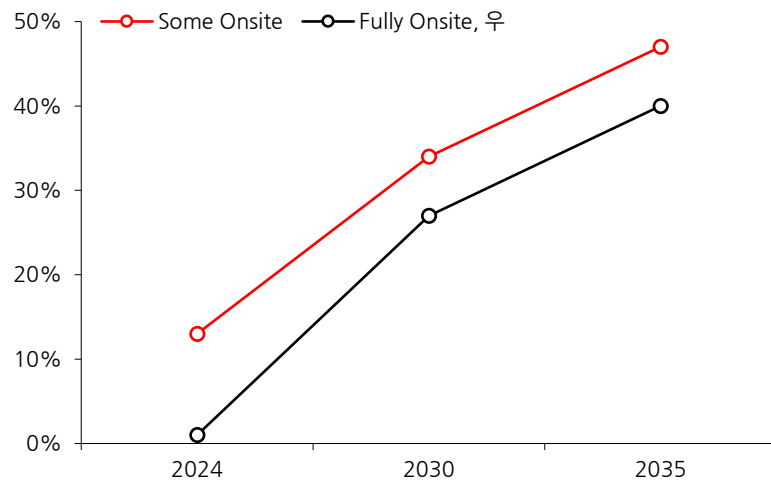
자료: EIA, NERC, 한화투자증권 리서치센터



Fluence Energy(FLNC) 온사이트 발전 수요 확대

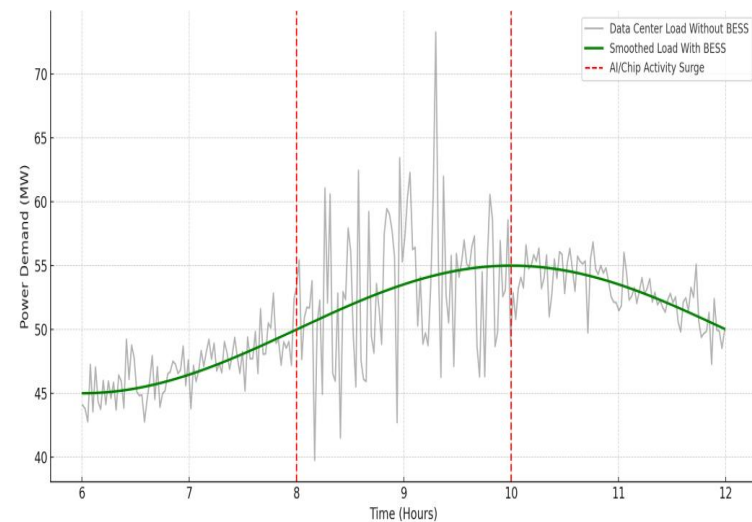
- ❖ 송전망 리드타임이 확대되며 데이터센터 가동을 지속하기 위한 온사이트 발전 수요 확대
 - ✓ 전력 계통의 대기 시간 증가는 비용 지출로 연결
 - ✓ 대기 기간이 긴 전력망 연결 리스크 해결 위한 온사이트 발전 수요는 2035년까지 확대될 전망
- ❖ BESS(배터리 저장 장치) 수요 확대되며 플루언스 에너지 중요도 부각
 - ✓ 테슬라에 이어 미국 ESS 점유율 2위
 - ✓ ERCOT에 따르면, 데이터센터 디벨로퍼들이 자체 발전 설계할 때 선호하는 조합으로 자체 화력 발전과 BESS를 두 번째로 선정

데이터센터 온사이트 도입 비중은 지속 확대



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

미국 DC 전력의 극심한 부하 변동성을 안정시킬 BESS



자료: Fluence Energy, 한화투자증권 리서치센터



Fluence Energy(FLNC) 진입 손익비 좋은 시점

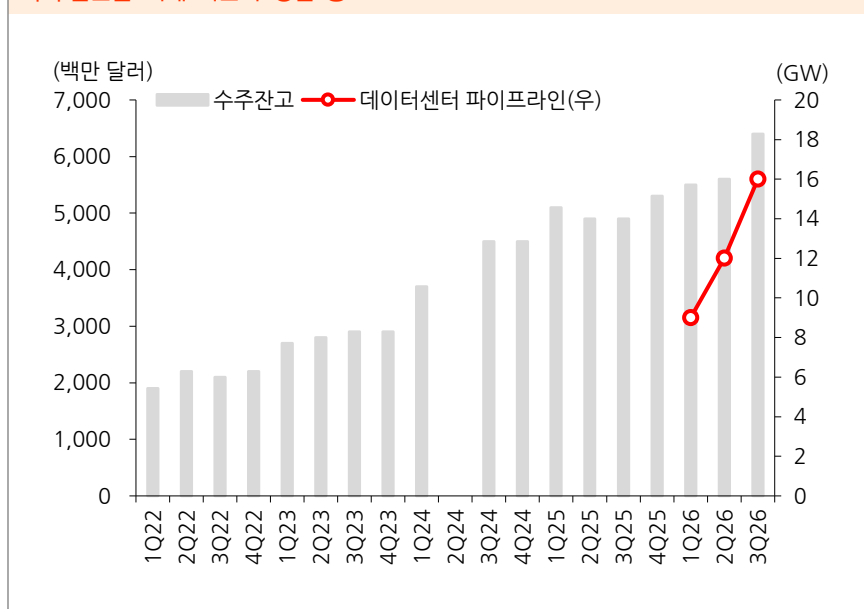
❖ 수주잔고의 확장세는 사상 최고치 경신

- ✓ 하이퍼스케일러 2곳과의 장기 계약 등 BESS 수요 확대, 데이터센터용 파이프라인 역대 최고치
- ✓ 수주잔고를 매출로 전환하는 속도 제고가 실적 성장의 관건

❖ 매출 지연 문제 있었으나 점진적으로 해결될 것

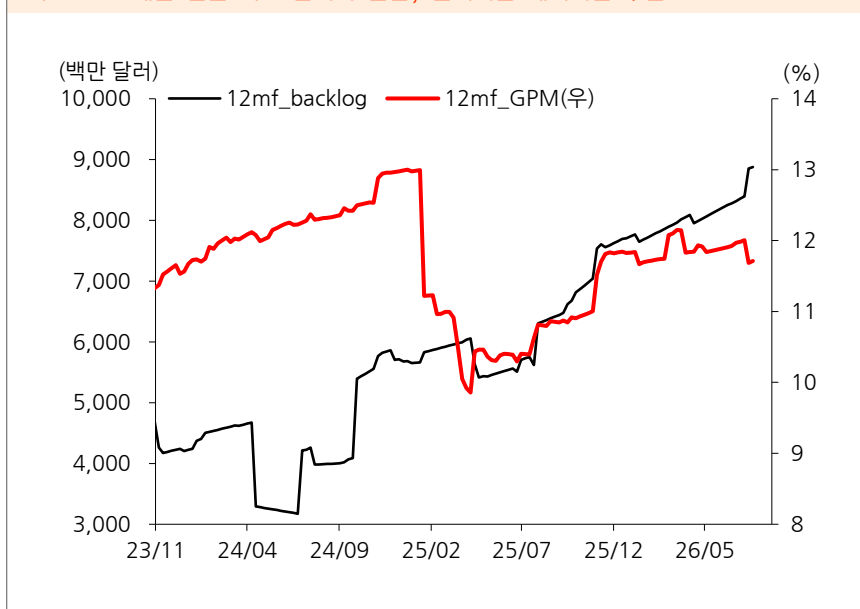
- ✓ 생산 차질 있었던 중국 공장의 품질 문제는 해결됐고, 미국 휴스턴 공장의 양산 계획은 1FQ27부터 정상화 예상
- ✓ ERR이 저점에 있어 시장 눈높이는 낮은 상황이며, 추후 반영될 수주 감안하면 진입 손익비는 매력적

수주잔고는 역대 최고치 경신 중



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

백로그 → 매출 전환 속도 감축이 관건, 손익비는 매력적인 구간



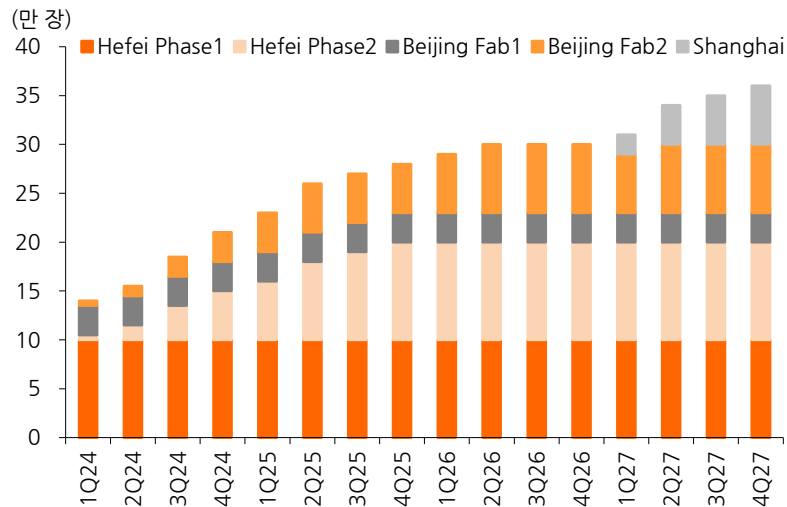
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



CXMT의 공급: (1) 웨이퍼 투입/생산 Micron에 육박

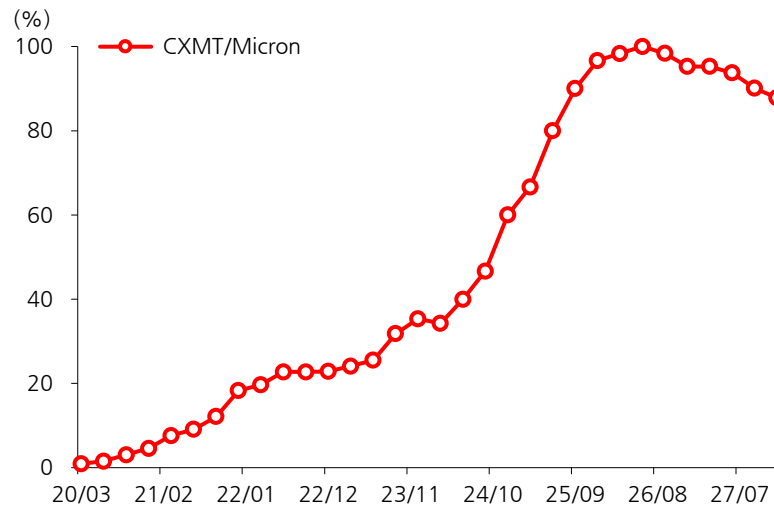
- ❖ CXMT DRAM 팹 월평균 웨이퍼 투입량은 1Q24 14만 장 → 4Q25 28만 장 → 4Q26 30만 장 전망
 - ✓ 2024~25년 허페이 Phase2, 베이징 Fab2가 단계적으로 램프업되며 증산 주도
 - ✓ 2027년 상하이 팹이 단계적으로 램프업되며 월평균 웨이퍼 1Q27 31만 장 → 4Q27 36만 장으로 확대될 예정
- ❖ CXMT의 웨이퍼 생산 규모는 Micron에 육박
 - ✓ 2026년 CXMT의 연간 웨이퍼 생산량(12인치 환산 기준)은 358.5만 장으로 Micron(366만 장)의 98%

CXMT 월 평균 웨이퍼 투입량



자료: TrendForce, 한화투자증권 리서치센터

CXMT 분기 웨이퍼 생산량, Micron에 육박



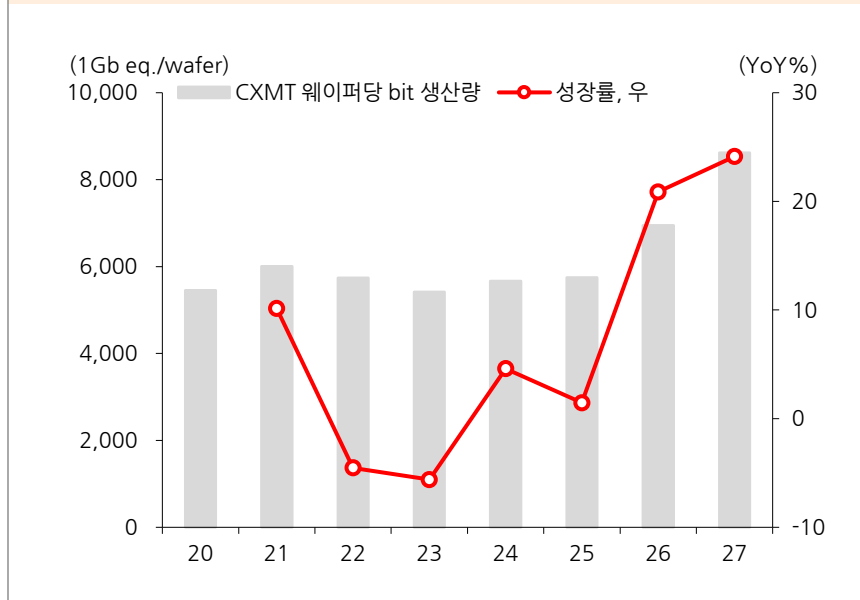
자료: Omdia, 한화투자증권 리서치센터



CXMT의 공급: (2) 생산성 개선되지만, 업계 평균의 절반 이하

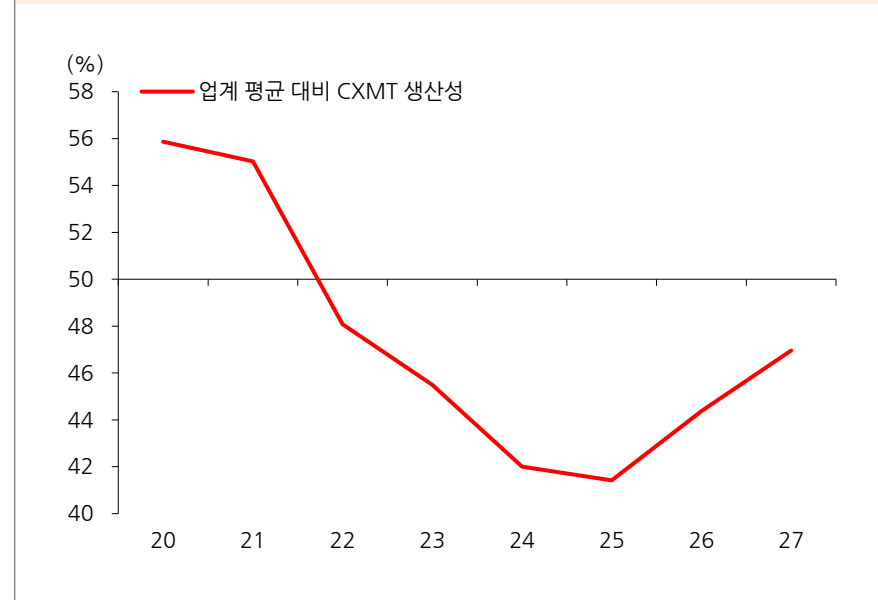
- ❖ CXMT의 웨이퍼당 bit 생산성이 개선되는 중이지만, 업계 평균과의 격차는 지속될 전망
 - ✓ CXMT의 웨이퍼당 bit 생산성은 2025년 5,746Gb/장, 2027년 8,622Gb/장으로 50% 증가하지만...
 - ✓ ... 2027년 업계 평균 대비 CXMT 웨이퍼당 bit 생산성은 47%로 평균의 절반 이하

CXMT 웨이퍼당 bit 생산량



자료: Omdia, 한화투자증권 리서치센터

업계 평균 대비 CXMT 생산성



자료: Omdia, 한화투자증권 리서치센터

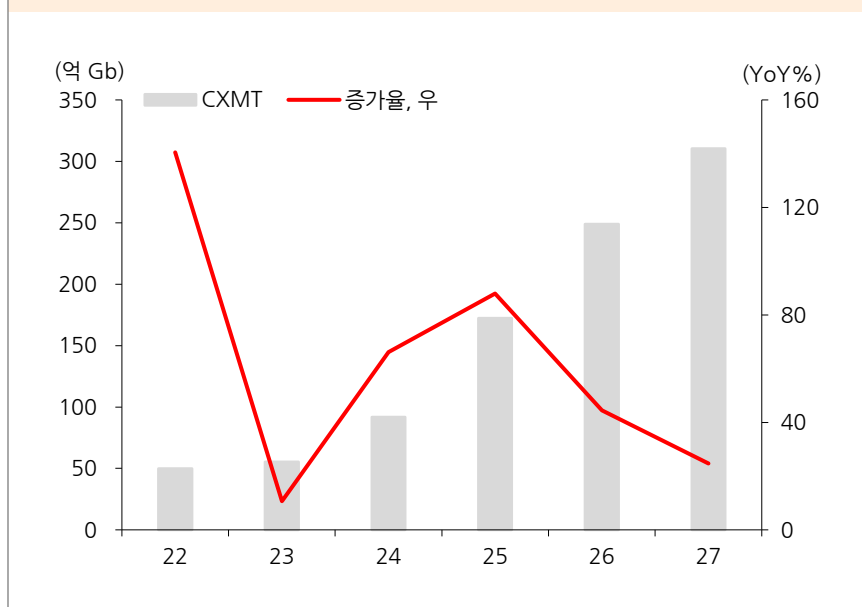




CXMT의 공급: (3) bit 생산 bit 생산 점유율은 정체

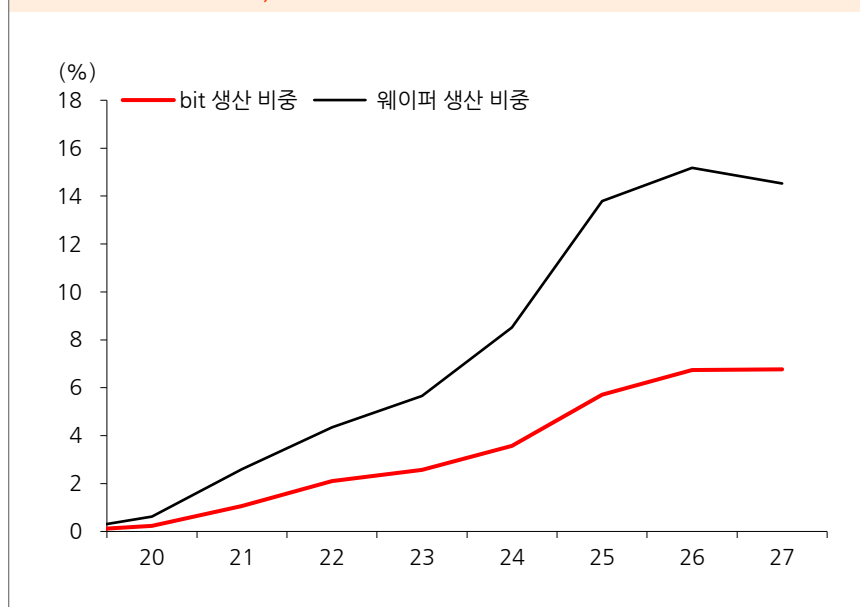
- ❖ CXMT의 bit 생산량은 2026~27년 각각 44.4%, 24.6% 증가하지만 전 세계 DRAM 공급에서 차지하는 비중은 10% 미만
 - ✓ 2026년에는 웨이퍼 투입 증가&생산성 개선이 동시에 나타나며 bit 점유율이 6.7%로 1.0%p 개선
 - ✓ ... 2027년에는 CXMT 공급 증가율이 시장 전체와 유사해지며 bit 점유율이 6.8%로 0.1%p 상승할 전망
- ❖ 2026년 CXMT는 전 세계 DRAM 웨이퍼 투입량의 15.2%를 차지하지만 bit 생산 비중은 6.7%에 불과
 - ✓ CXMT의 웨이퍼 투입이 Micron에 육박하지만, bit 생산 비중은 27%에 그칠 전망

CXMT bit 공급량



자료: Omdia, 한화투자증권 리서치센터

전체 DRAM bit 생산, 웨이퍼 생산 내 CXMT 비중



자료: Omdia, 한화투자증권 리서치센터





중국의 메모리 수급 전망 공급 증가분을 넘어서는 신규 수요

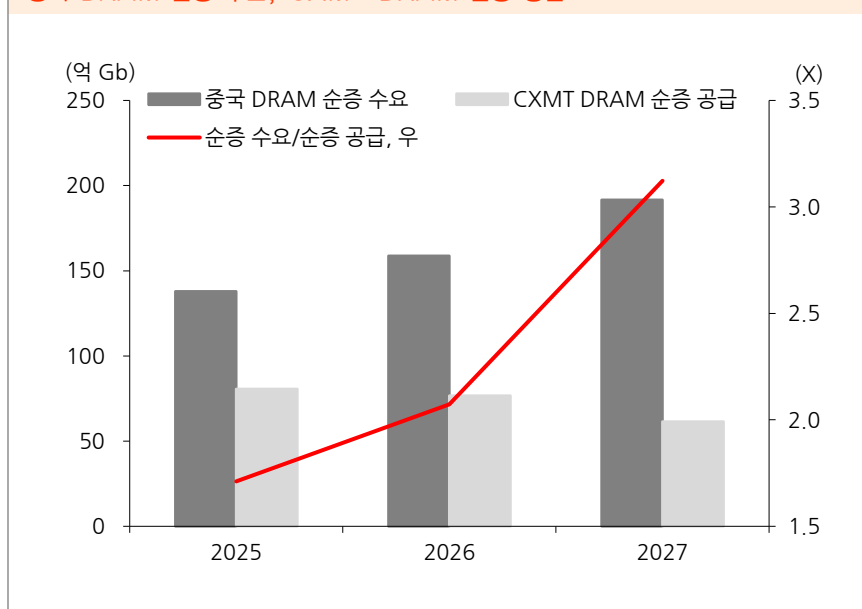
❖ 우리는 중국 DRAM 순증 수요가 2026년 CXMT 증산분의 1.8~2.4배, 27년 증산분의 2.7~3.5배에 달할 것으로 추산

✓ 서버를 중심으로 중국의 DRAM 순증 수요는 견조한 증가세를 이어갈 전망이다...

✓ ... 실적 발표를 통해 확인되는 중국 CSP의 AI 인프라 투자 확대도 강한 서버 DRAM 수요를 뒷받침

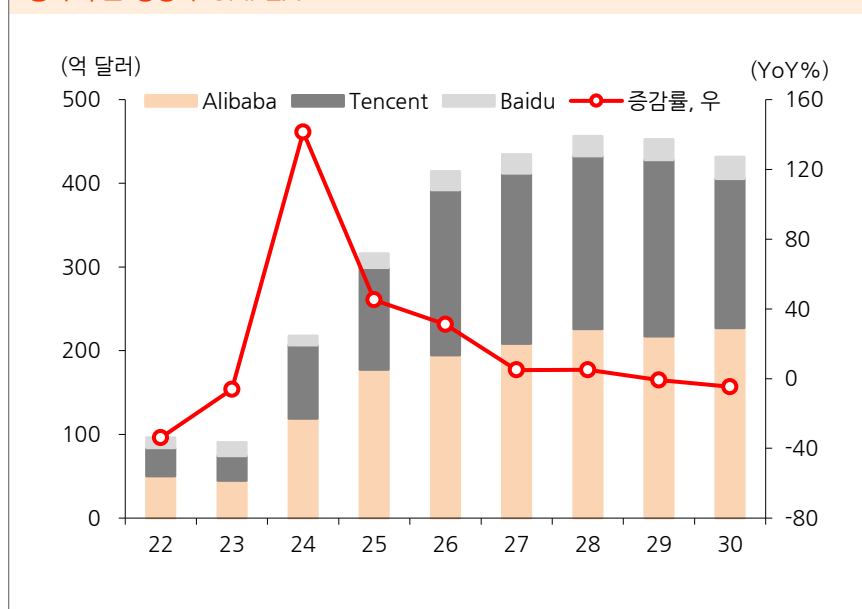
* 자세한 내용은 8월 20일, '중국 메모리, 넘치기엔 큰 그릇' 참조

중국 DRAM 순증 수요, CXMT DRAM 순증 공급



주: 기본 시나리오 기준
자료: 한화투자증권 리서치센터

중국 주요 상장사 CAPEX



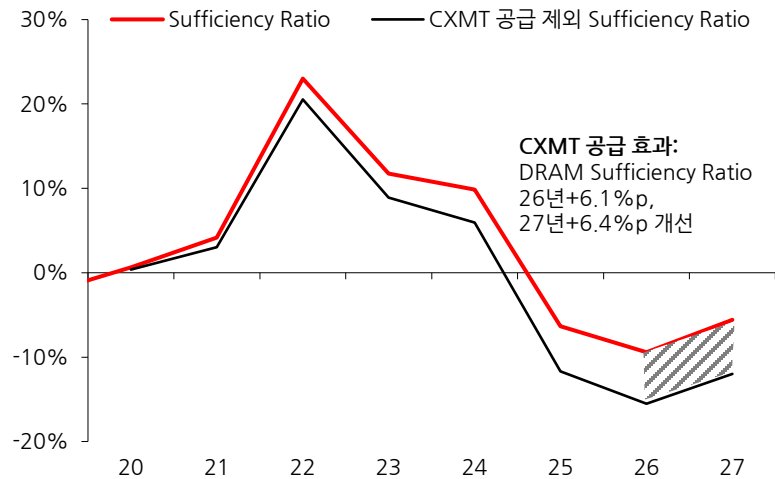
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



CXMT 증산에도 메모리 부족 지속 CAPEX → 생산능력 전환까지 2년

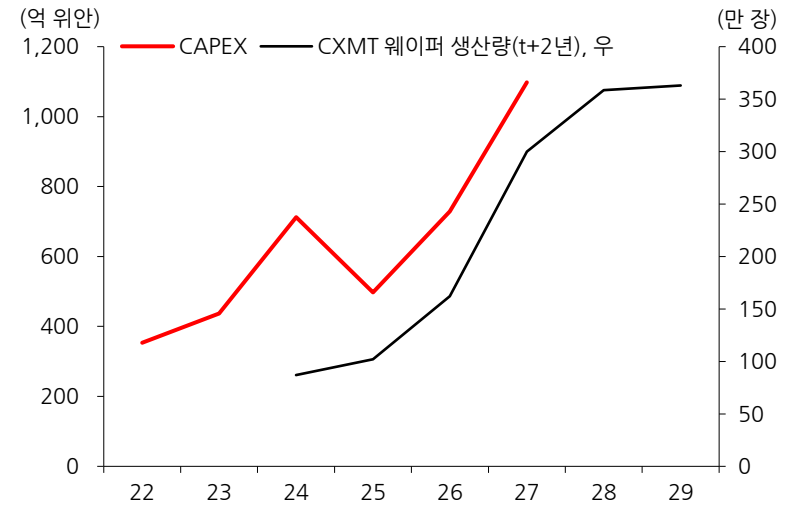
- ❖ CXMT 증산에도 2027년까지 메모리 부족 지속되며, 현재 투자하는 CAPEX는 2028년부터 생산 반영될 전망
 - ✓ 2026~27년 DRAM Sufficiency Ratio는 -9.4%, -5.6%: CXMT가 부족폭을 각각 6.1%p, 6.4%p 완화
 - ✓ 2026~28년 CXMT CAPEX 공격적으로 확대. CAPEX가 생산능력에 반영되기까지 약 2년의 시차 소요

DRAM Sufficiency Ratio



자료: Omdia, 한화투자증권 리서치센터

CXMT CAPEX, 웨이퍼 생산량



자료: Omdia, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

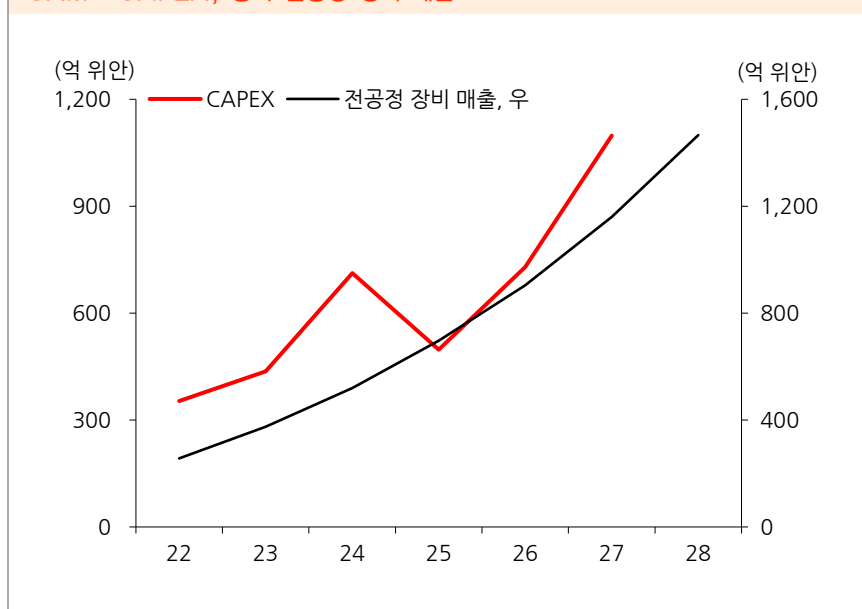


메모리 CAPEX 수혜 받는 반도체 장비 국산화 가속 공정에 주목

❖ CXMT를 비롯한 메모리 업체 증설 → 중국 전공정 장비 수요 견인

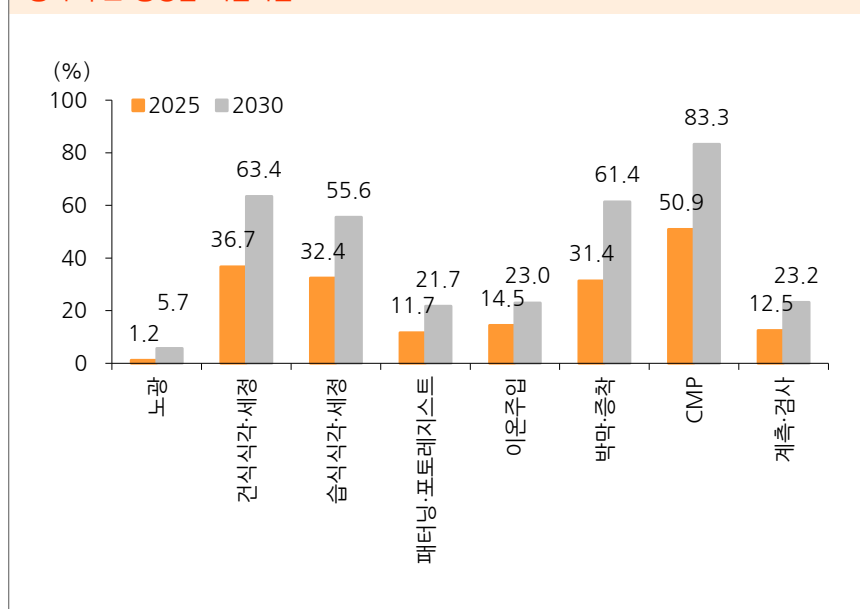
- ✓ 5년 간 식각·세정, 박막·증착, CMP 장비 국산화율은 각각 23.2~26.7%p, 30%p, 32.4%p 개선 전망
- ✓ Naura(전공정 멀티), AMEC(식각), ACM Research(세정), Piotech(증착), Hwatsing Technology(CMP) 중심 수혜

CXMT CAPEX, 중국 전공정 장비 매출



자료: Bloomberg, WIND, 한화투자증권 리서치센터

중국 주요 공정별 국산화율



자료: Yole, 한화투자증권 리서치센터



Key Words 10

Monthly Issue

1 7월 FOMC 리뷰 7/29, 연준은 기준금리를 3.50~3.75%로 5회 연속 동결. 경제활동과 고용은 견조했으나, 에너지 가격 상승 등으로 인플레이션이 여전히 높은 수준이라고 평가. 3명의 위원은 25bp 인상을 주장했으며, 워시 의장은 물가 상승세가 지속될 경우 기준금리 인상이 대응 수단이 될 수 있다고 언급	6 미·이란 전쟁 장기화에 미국 미사일 재고 부족 심화 7/29, 미 국방부는 록히드마틴과 최대 586억 달러 규모 PAC-3 MSE 장기 공급계약 체결. 8/3, 록히드마틴·노스롭그루먼과 30억 달러 규모 패트리엇·THAAD 생산 확대 계약 체결. 패트리엇은 3배, THAAD는 4배까지 증산할 계획. 이란전 이후 미사일 재고 부족이 부각되며 방산 생산기반 확충 가속
2 미국 7월 CPI, PPI 리뷰 7월 PPI는 YoY +4.7%로 예상치 하회 및 전월(+5.5%) 대비 둔화, 근원 PPI도 +4.2%로 전월(+4.7%)대비 하락. CPI는 YoY +3.4%, 근원 CPI는 +2.5%로 모두 전월 대비 소폭 둔화. 에너지, 휘발유는 전월 대비 각각 1.5%, 2.9% 하락한 반면, 주거비가 월간 CPI 상승분의 약 2/3 차지	7 중국 7월 수출입·실물지표 리뷰 7월 수출은 YoY +23.9%로 예상치 상회, 수입은 +27.5%로 예상치 대체로 부합. 반도체 수출은 YoY 약 2배, 첨단기술 제품은 40.7% 증가하며 AI 관련 수요 호조 지속. 반면, 산업생산은 YoY +4.5%, 소매판매는 +0.6%로 모두 예상치 하회. 1~7월 고정자산투자도 YoY -6.7%로 감소폭 확대
3 미국 7월 고용 부진 심화 7월 ADP 민간고용은 MoM +4.4만 명으로 예상치(+6.8만 명) 하회 및 6월(+9.5만 명) 대비 증가폭 축소. BLS 비농업고용은 MoM -2.3만 명으로 예상치(+8.5만 명)를 크게 하회하며 감소 전환. 5·6월 고용도 합계 10.3만 명 하향 조정됐으며, 실업률은 4.1%로 6월(4.2%) 대비 소폭 하락	8 중국 7월 CPI, PPI 리뷰 중국 7월 CPI는 YoY +0.5%로 예상치(+0.8%) 하회 및 6월(+1%) 대비 상승폭 축소. PPI도 YoY +3.5%로 예상치(+3.8%) 상회 및 6월(+4.1%) 대비 둔화하며 3개월 만에 최저 상승률 기록. 글로벌 에너지 가격 하락과 내수 수요 부진 등이 소비·생산자물가 상승세 둔화에 영향
4 미국 7월 소매판매 리뷰 7월 소매판매 MoM -0.6%로 예상치(+0.1%) 하회 및 전월(+0.2%) 대비 감소 전환. 14개월 만의 최대 감소폭 기록. 6월로 앞당겨진 아마존 프라임데이 효과 소멸과 자동차(-1.8%)·주유소(-0.9%) 판매 감소가 주요 원인. 자동차·휘발유 제외 소매판매도 MoM -0.2%로 전월(+0.4%) 대비 감소	9 유로존 7월 CPI 리뷰 7월 CPI는 YoY +2.9%로 예상치 부합 및 전월(+2.8%) 대비 상승. 근원 CPI YoY도 +2.5%로 전월(+2.4%) 대비 상승 및 예상치 부합. 품목별로는 에너지 상승률이 YoY +10.3%(6월 +8.5%)로 가장 높은 상승폭 기록. 서비스 물가는 전년 동월 대비 3.3% 상승
5 엔비디아, 5,000억 달러 AI 인프라 금융 플랫폼 추진 8/10, 엔비디아는 블랙록·블랙스톤·아폴로·골드만삭스 등과 5,000억 달러 이상 규모의 AI 인프라 자금조달 플랫폼 구축 추진. 고객사의 데이터센터·GPU 투자 부담을 낮춰 AI 인프라 및 GPU 수요 확대를 유도할 계획. 직접 지원은 개별 프로젝트 투자금의 최대 25%로 제한해 순환금융 우려 완화	10 엔화 약세 대응을 위한 미·일 공동 개입 8/3, 미·일은 엔화가 달러당 164엔 부근까지 하락하며 40년 만의 최저 수준을 기록하자 공동 엔화 매수 개입 단행. 양국은 해당 사실을 공식 확인. 미국의 엔화 매수 개입은 1998년 이후 처음으로, 개입 직후 엔화는 155엔대까지 급반등. 양국은 추가 공동 개입 가능성도 시사



이
그
스
변달
로별
토리



II 지역/국가별 매력도



지역/국가별 매력도 [1] 요약

- ❖ 비메모리 반도체 반등에 따른 미국 증시 주도력 회복: MSCI ACWI 3.5% 상승
- ❖ 미국 비중확대 의견 유지, 중국 비중확대로 변경: 최근 CXMT, Unitree 대형 IPO로 본토/홍콩이 모두 상대적으로 부진했으나, 경기 부양책 재개 & 수급 안정화로 반등 전망

지역/국가별 요약							(단위: %p)
지역	국가	구분	매력도			주요 이슈/점점 사항	1M 상대 수익률 (ACWI 대비)
선진국	미국	8월	축소	중립	확대	비메모리 반도체 중심 반등 성공하며 기타 선진국 대비 강세 전환	+0.5
		9월	축소	중립	확대	사이클 상 메모리와 비메모리 반도체가 유사해지는 상황. 8/26 엔비디아 실적 발표 이후 모멘텀 확대될 가능성	
	유럽	8월	축소	중립	확대	미국 비메모리 반도체 회복에 따른 순환매 자금 재유출, 미국 대비 상대적 열위	+0.1
		9월	축소	중립	확대	글로벌 반도체 모멘텀 확산 국면에서 기술주 비중 낮아 상대 매력도 제한적	
	일본	8월	축소	중립	확대	미국 증시로 자금 이동 및 엔화 변동성 확대로 연초대비 강세였던 일본 증시 상대적 부진	-1.4
		9월	축소	중립	확대	메모리 반등하면 소부장 중심의 일본 증시 수혜 기대되나, 모멘텀 시차 및 환율 변수 감안해 중립 유지	
신흥국	중국	8월	축소	중립	확대	7월 말 이후 CXMT, Unitree 상장으로 본토 성장주 수급 변동성 확대. 홍콩은 본토보다 양호했지만 ACWI 대비 부진	-1.9
		9월	축소	중립	확대	경기 부양책 재개, 증시 수급 안정화에 힘입어 중국 증시 반등 예상	
	기타	8월	축소	중립	확대	한국(코스피) 증시 약세 지속되며 신흥국 수익률은 선진국 대비 부진	-2.0
		9월	축소	중립	확대	비메모리 반도체 중심 회복이 메모리로 확산되며 한국 증시 양호한 흐름 예상. 인도 등 다른 신흥국 비중 축소 의견 제시	





지역/국가별 매력도 [2] 주요 지수 등락을 점검

절대 수익률: 나스닥 주도 속 전 지역 상승

- ❖ 비메모리 및 기술주 중심 반등에 힘입어 선진/신흥국 전반 증시 상승
- ❖ 미국 증시는 가치주로의 순환매가 마무리되고 비메모리 반도체 중심으로 반등. 전월 부진했던 나스닥이 가장 높은 성과 기록

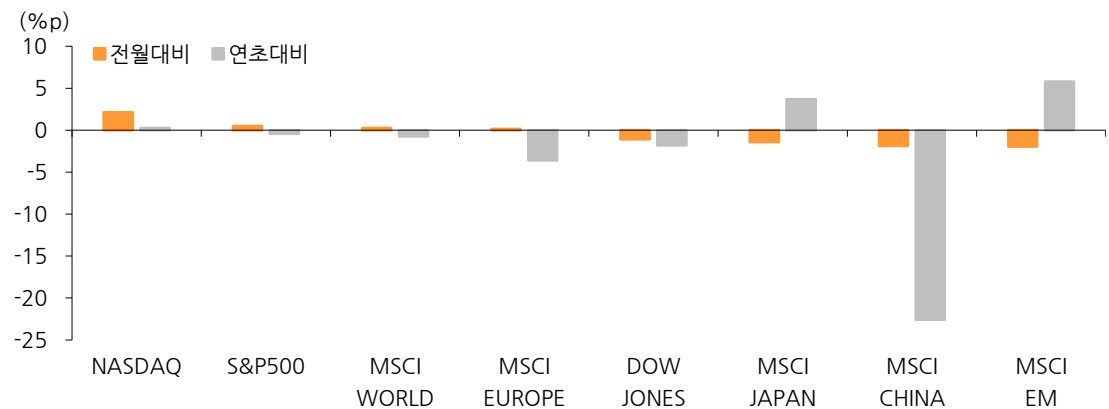
전월/연초 대비 지수 등락을 비교



상대 수익률: 선진국 > 신흥국. 중국 약세

- ❖ 나스닥과 S&P500은 BM 대비 각각 +2.1%, +0.5% 상승하며 선진국 시장 상대적 우위 주도
- ❖ 중국 증시는 CXMT, Unitree 등 대형 IPO에 따른 하방 압력. 기존 기술주 수급 이탈 및 내수 부진에 상대적 약세

전월/연초 대비 지수대비 상대 등락률

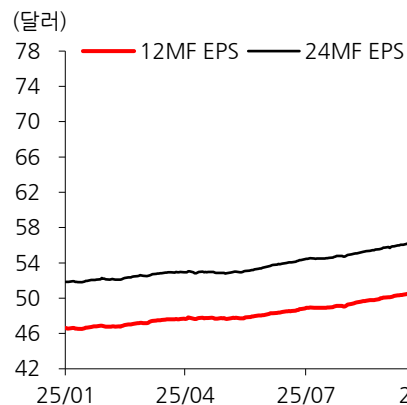


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

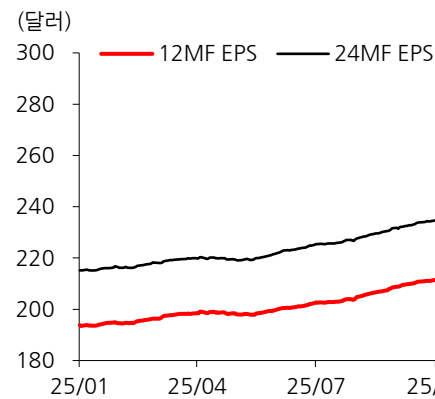


지역/국가별 매력도 [3] Earnings Revision – 연간

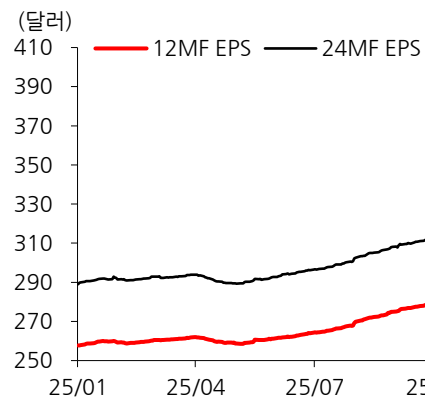
MSCI ACWI



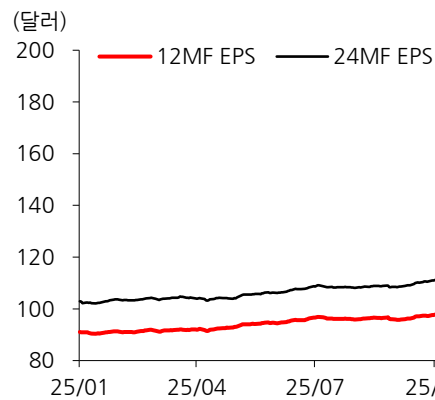
MSCI World



MSCI 미국



MSCI EM



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

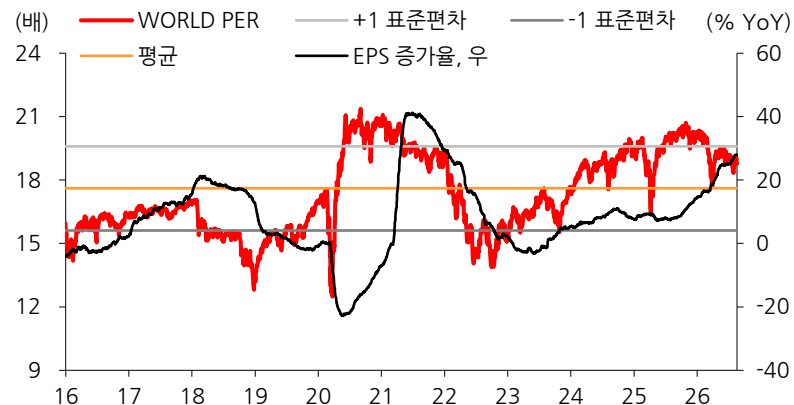


지역/국가별 매력도 [4] 밸류에이션

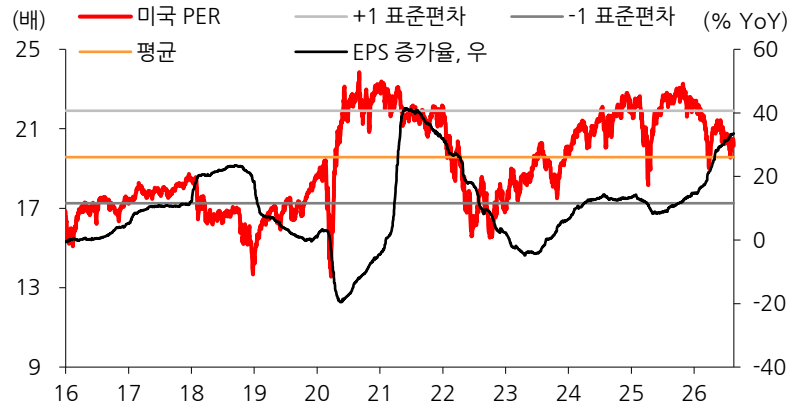
MSCI ACWI 12MF PER



MSCI World 12MF PER



MSCI 미국 12MF PER



MSCI 중국 12MF PER



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

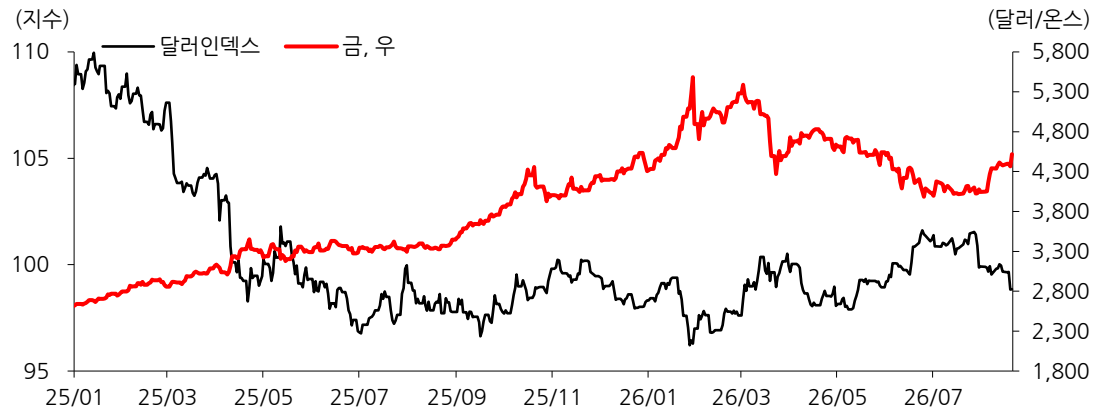


지역/국가별 매력도 [5] 환율

달러 및 금 가격 추이

- ❖ 달러지수는 한달 간 2.7% 하락. 7월 고용지표 둔화, 물가 상승 압력 정점 확인. 8/19 미 재무부 장기채 매입 확대 발표 이후 장기물 금리 떨어지며 달러 지수 지속 하락
- ❖ 금은 1개월 기준 10.6% 상승. 부진한 경제지표로 금리 인상 우려 완화, 달러 약세 나타난 영향

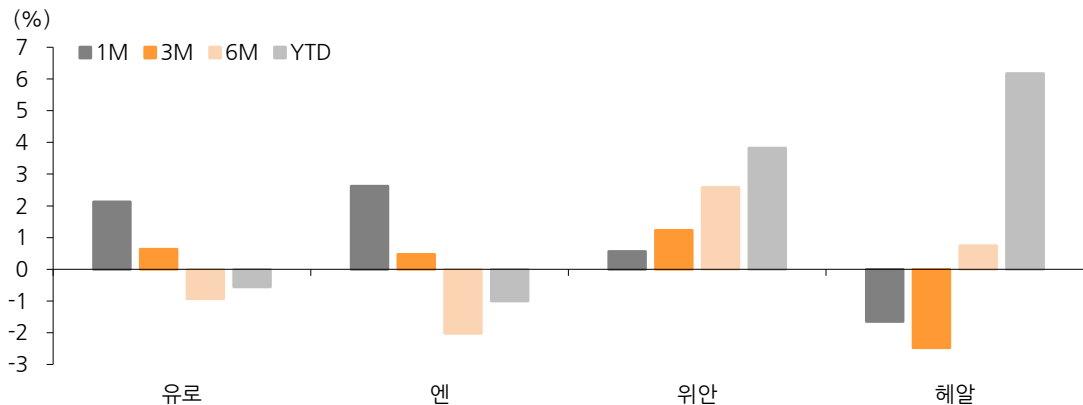
달러 인덱스 및 금 가격 추이



주요 통화가지 흐름

- ❖ 1M 기준 달러 대비 엔, 유로, 위안 순으로 강세. 헤알은 달러 대비 약세 전환
- ❖ 9월 BOJ 금리인상 가능성 상승. 달러-엔 환율 164엔 근접 이후, 7/31 일본-미국 공동 엔화 매수 개입 단행되며 엔화 상승 압력 확대
- ❖ 브라질 헤알화는 10월 대선 앞둔 정치적 불확실성, 재정정책 우려로 약세

주요 통화가지 달러 대비 변동률 비교



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

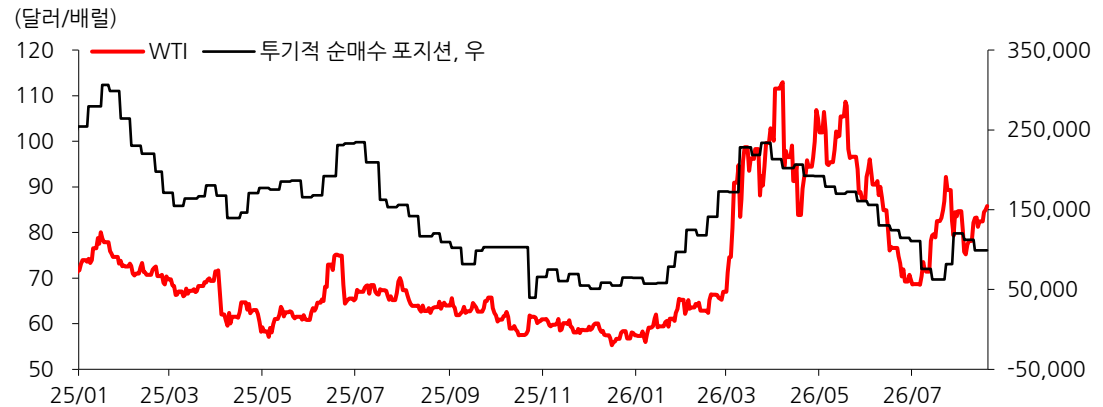


지역/국가별 매력도 [6] 원자재 및 금리

유가 및 투기성 원유 선물 순매수 추이

- ❖ 유가는 1개월 기준 3.9% 상승. 8월 초 미-이란 협상, OPEC+ 증산 결정으로 하락했으나 재차 반등. 미-이란 협상 난항, UAE-이란 갈등 확대가 상승 압력 제공
- ❖ 투기적 원유 순매수 포지션도 7월 중순 저점 이후 반등하기 시작

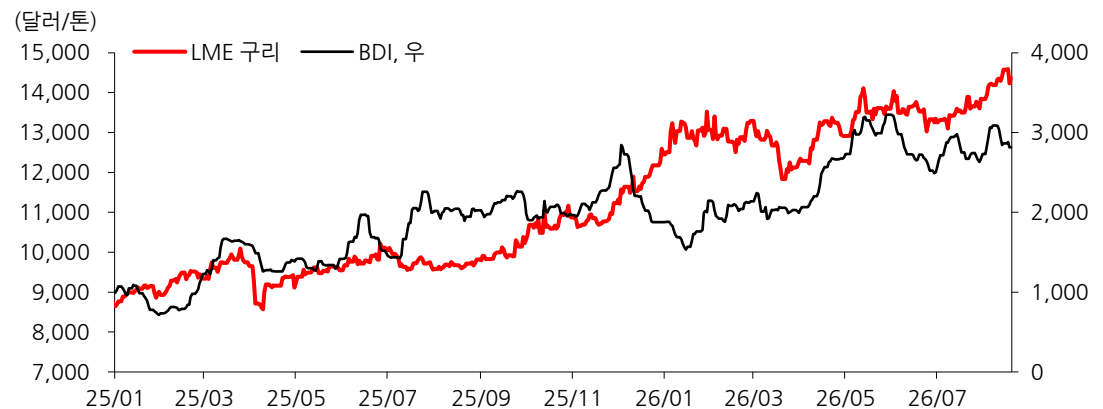
유가 및 투기성 원유 선물 순매수 추이



구리 가격 및 BDI 추이

- ❖ 구리는 한 달간 4.3% 상승. 8월 초 콩고의 구리/코발트 정광 수출 금지, 칠레 Los Pelambres 생산량 전망치 하향 조정 영향
- ❖ BDI는 4.4% 상승. 중국향 철광석 물동량과 브라질·서아프리카발 장거리 화물 증가, 태풍 돌핀에 따른 중국 항만 차질 영향으로 대형 벌크선 운임 상승

구리 가격 및 BDI 추이

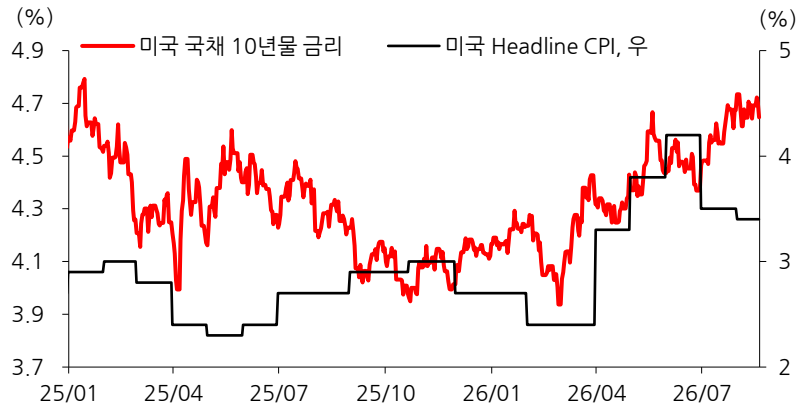


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



지역/국가별 매력도 [7] 금리 및 인플레이션

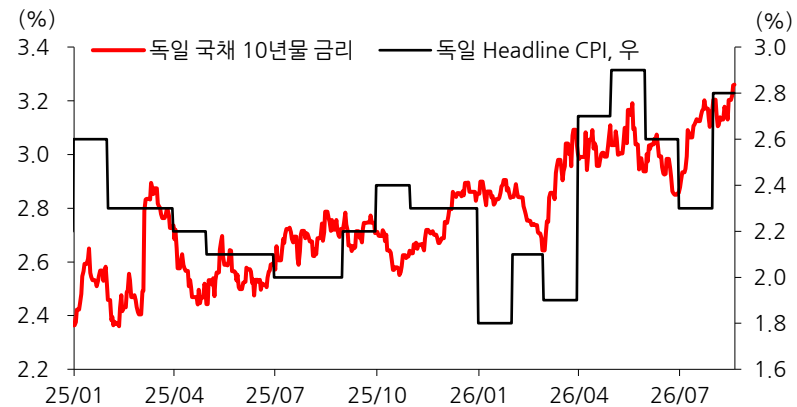
미국 국채 10년물 및 미국 Headline CPI



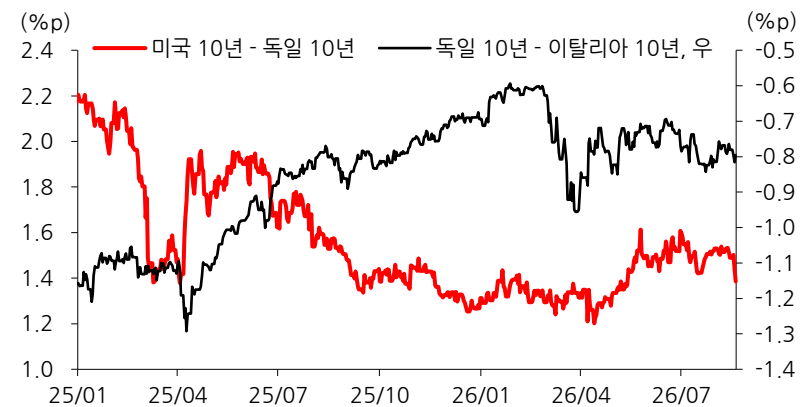
미국 국채 10년물 - 2년물



독일 국채 10년물 및 독일 Headline CPI



미국 10년물 - 독일 10년물, 독일 10년물 - 이탈리아 10년물



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

이
그
스
번달
로벌
토리



III 업종별 매력도



미국 업종별 매력도 [1] 요약

- ❖ 낙폭 과대 인식에 비메모리 중심 회복세. 추후 비메모리 반도체 사이클과 유사해지는 메모리 반도체로 확산 기대
- ❖ FOMC 전까지 반도체 업종 접근 유효. 빅테크 멀티플 프리미엄이 역사적 저점 도달한 점도 진입 매력 부각

지역/국가별 요약					(단위: %p)	
업종	구분	매력도			주요 점검 사항	1M 상대 수익률 (S&P 500 대비)
IT	8월	축소	중립	확대	낙폭 과대 인식에 마벨(MRVL) 등 비메모리 반도체 중심 회복세	+1.4
	9월	축소	중립	확대	FOMC 전까지 메모리 반도체로의 확산 가능성. 8/26 엔비디아 실적 발표가 트리거	
헬스케어	8월	축소	중립	확대	바이오 기업 전반의 호실적 및 신약 모멘텀에 아웃퍼폼	+3.4
	9월	축소	중립	확대	모더나 등 바이오 업종 주가 모멘텀 지속성 유효	
필수소비재	8월	축소	중립	확대	성장주로의 수급 이동에 경기방어적 업종 부진	-2.6
	9월	축소	중립	확대	가격 전가력 약화 및 소비 둔화 우려 속 모멘텀 부재	
경기소비재	8월	축소	중립	확대	아마존, TJX 등 대형 유통주 실적 호조	+3.0
	9월	축소	중립	확대	소비 양극화 및 고용 지표 둔화 확인되고 있어 선별적 접근 필요	
커뮤니케이션	8월	축소	중립	확대	긴축 우려 및 FCF 적자 전환에 빅테크 멀티플 프리미엄은 역사적 저점	-0.6
	9월	축소	중립	확대	알파벳 2분기 실적에서 확인된 외형 성장이 시장의 자금 조달 우려 상쇄	
산업재	8월	축소	중립	확대	전력 인프라 업종들의 높은 밸류에이션이 주가 하방 가중	-4.7
	9월	축소	중립	확대	멀티플 정당화할 실적 지속 성장 필요. 온사이트 발전 등 전력 업종 접근 유효	
소재	8월	축소	중립	확대	중국 제조업 지표 부진 등에 전통 산업용 원자재 수요 회복 지연	-1.8
	9월	축소	중립	확대	AI 인프라 관련 원자재 수요 지속. 업스트림 업종 선별적 접근 권고	
부동산	8월	축소	중립	확대	장기채 금리 반등에 따른 차입 비용 부담 가중	-5.7
	9월	축소	중립	확대	긴축 우려감이 후퇴되며 점진적으로 투자 심리 회복 전망	
금융	8월	축소	중립	확대	호실적 모멘텀에도 기술주 쏠림에 BM 대비 열위	-2.9
	9월	축소	중립	확대	바젤 III 규제 완화 및 AI 투자 장기화에 따른 기업대출 수요 회복으로 개선 기대	
유틸리티	8월	축소	중립	확대	금리 상승에 따른 유틸리티 업종 배당 매력 약화	-7.6
	9월	축소	중립	확대	발전 대비 송전 인프라 병목이 우위에 있어 상대 매력도 점진적 축소	
에너지	8월	축소	중립	확대	세계 석유 채고 감소로 지지되는 유가 레벨이 정유 업체 주가 강세 주도	+5.0
	9월	축소	중립	확대	유가가 공급 정상화를 선반영했으나 수급 차질은 지속. 큰 폭 하락은 단기간 부재	

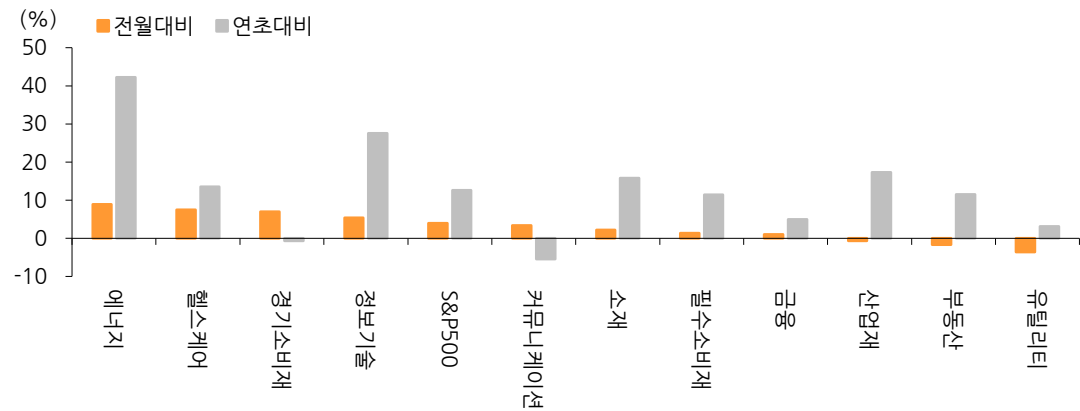


미국 업종별 매력도 [2] 수익률 점검

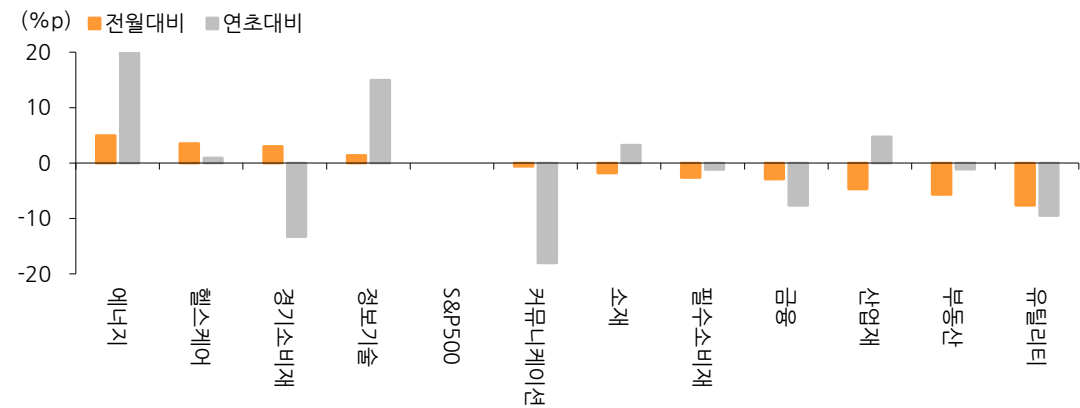
S&P 500 11개 업종 수익률

- ❖ 연초 이후 가장 수익률 높은 에너지 업종이 월간 최상위 기록
- ❖ 비메모리 반등으로 정보기술이 수익률 상위 진입. 금리 민감도 높은 부동산/유틸리티 업종은 하위권

S&P 500 11개 업종 지수 절대 수익률 비교



S&P 500 11개 업종 지수 상대 수익률 비교

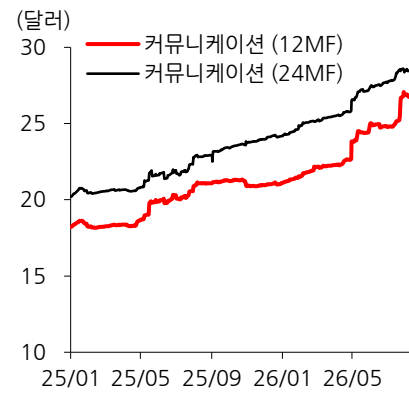
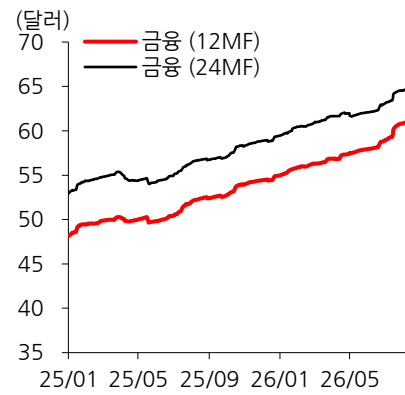
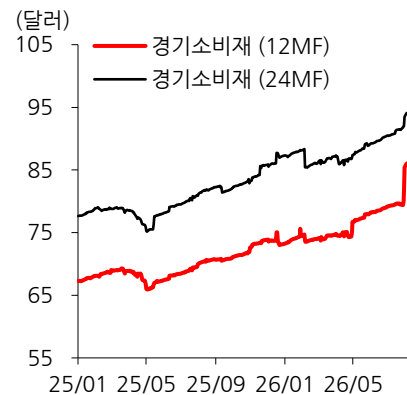
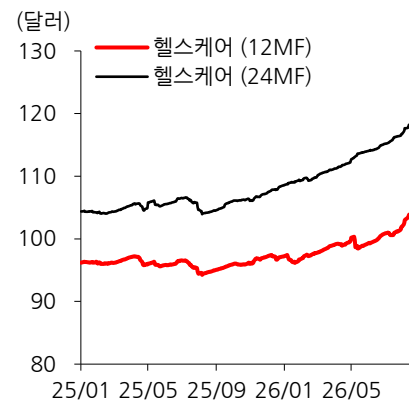
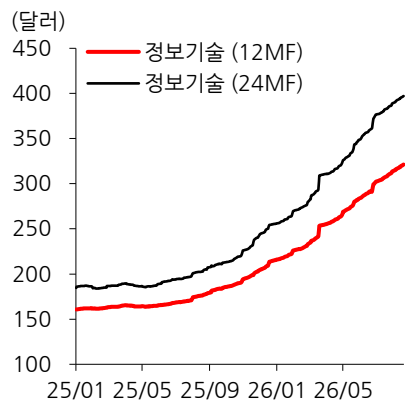
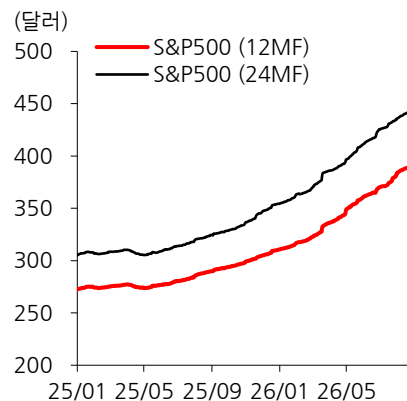


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



미국 업종별 매력도 [3] 업종별 Earnings Revision

12개월, 24개월 선행 예상 EPS 추이

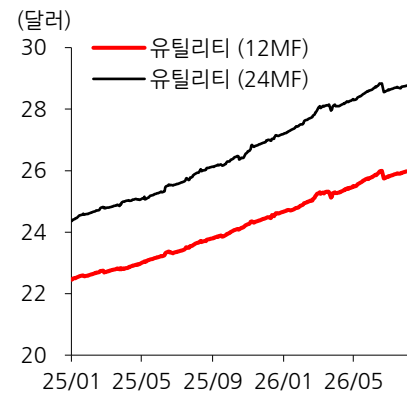
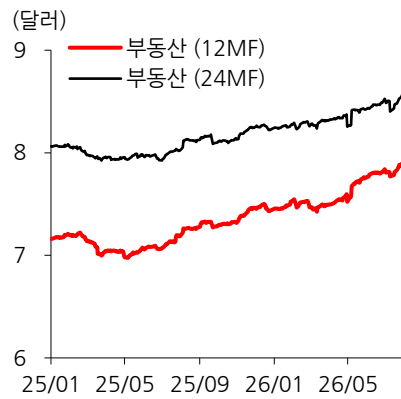
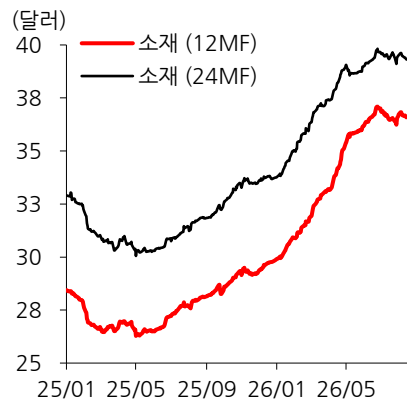
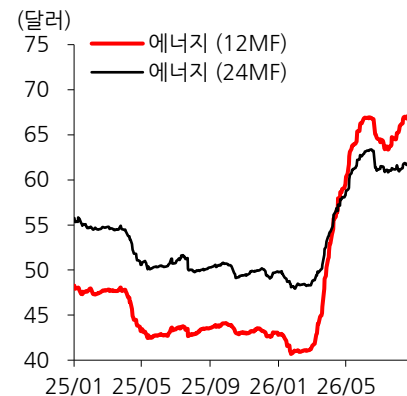
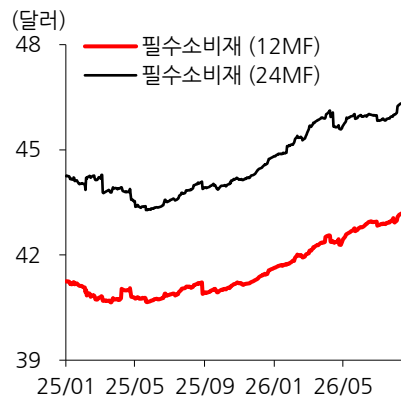
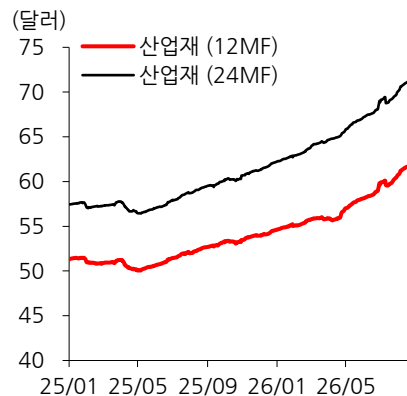


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



미국 업종별 매력도 [3] 업종별 Earnings Revision

12개월, 24개월 선행 예상 EPS 추이

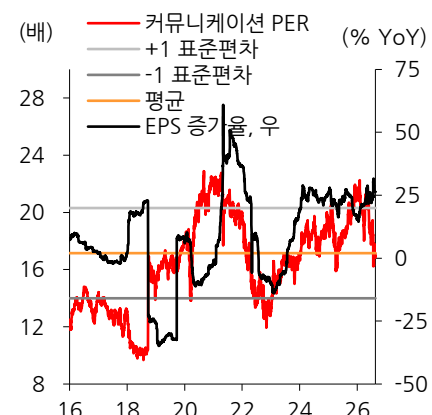
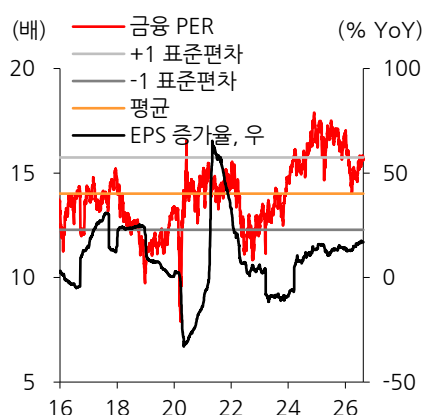
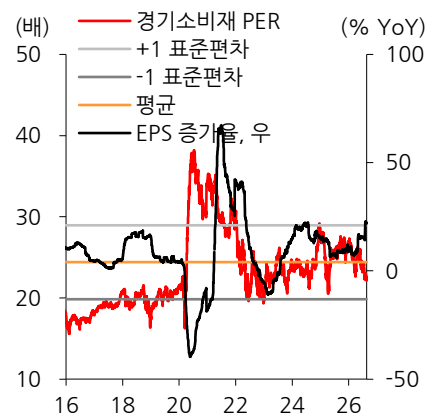
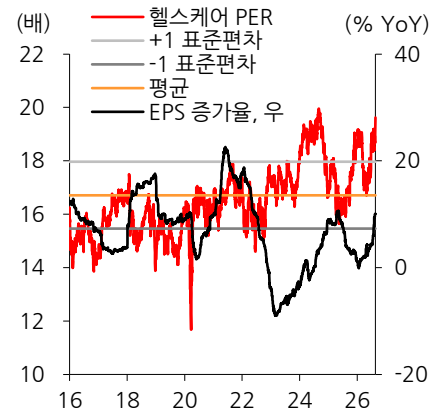
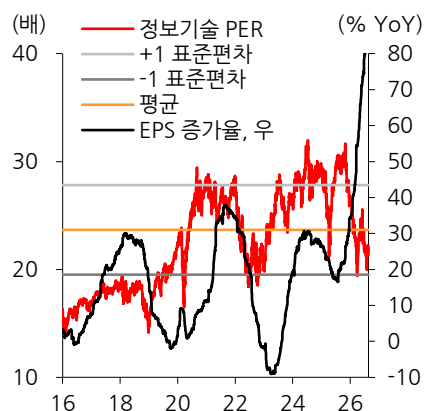
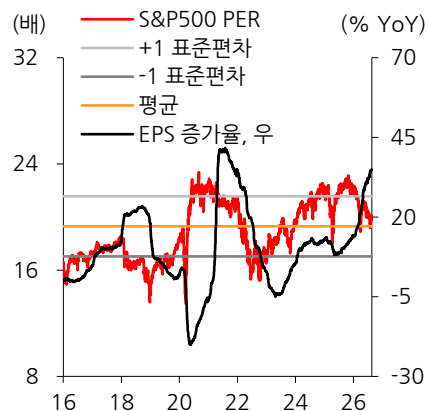


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



미국 업종별 매력도 [4] 업종별 PER 밸류에이션 점검

업종별 PER Valuation 12MF PER

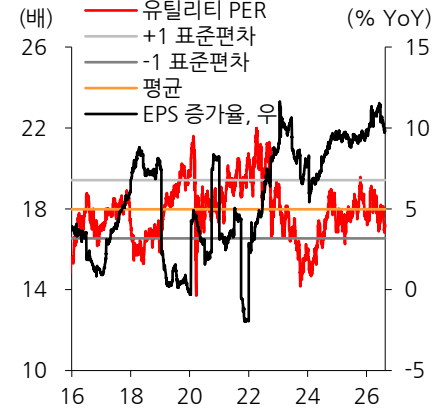
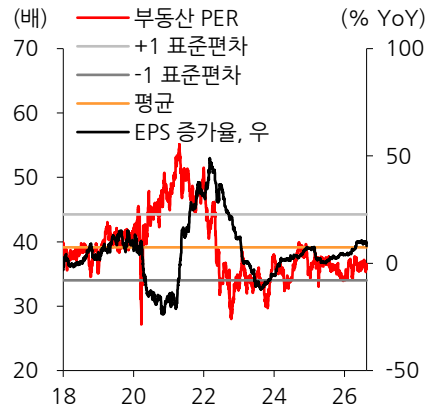
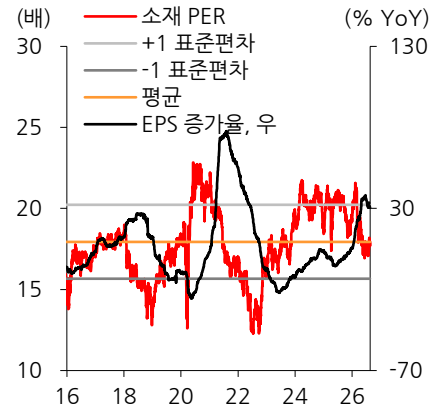
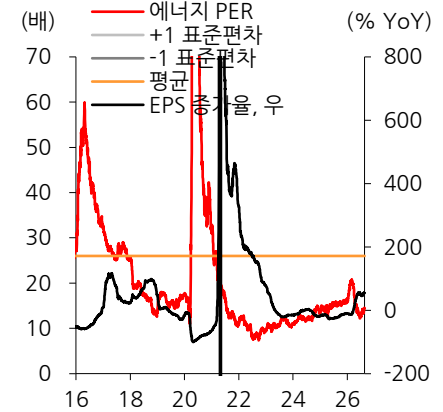
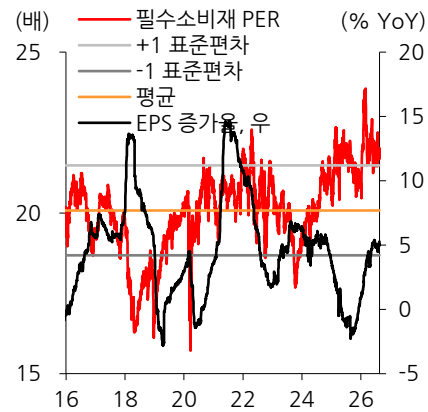
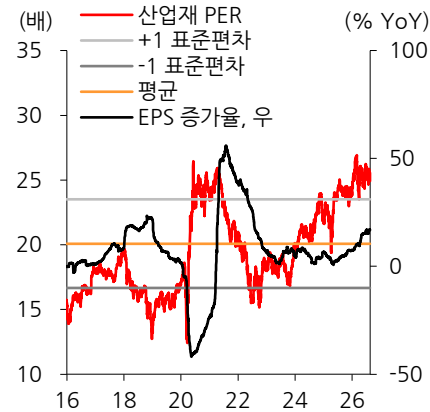


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



미국 업종별 매력도 [4] 업종별 PER 밸류에이션 점검

업종별 PER Valuation 12MF PER

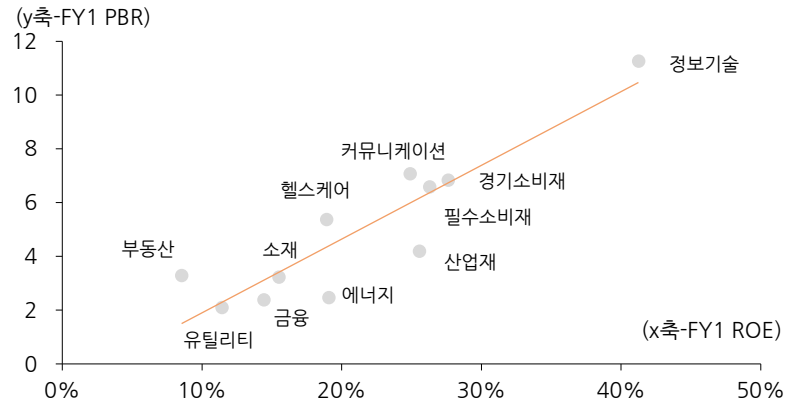


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

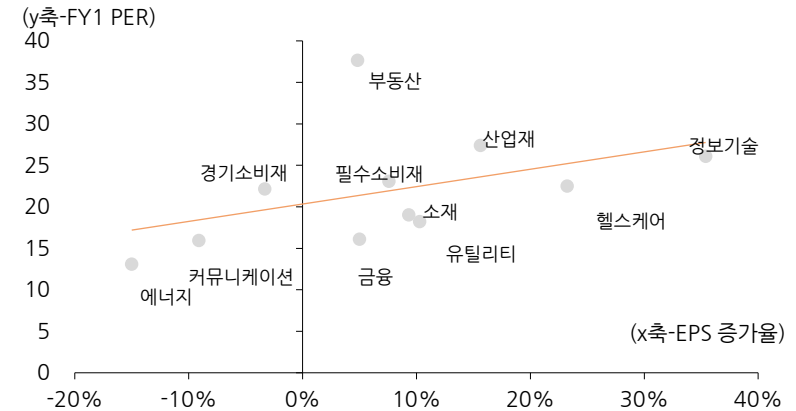


미국 업종별 매력도 [4] 업종별 Valuation 점검

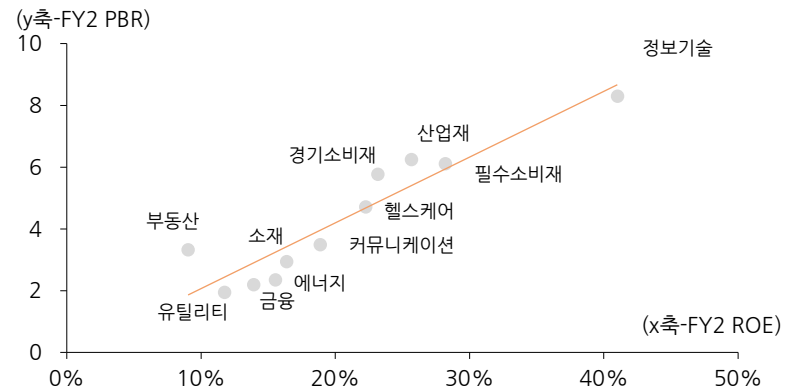
업종별 PBR 및 ROE (FY1)



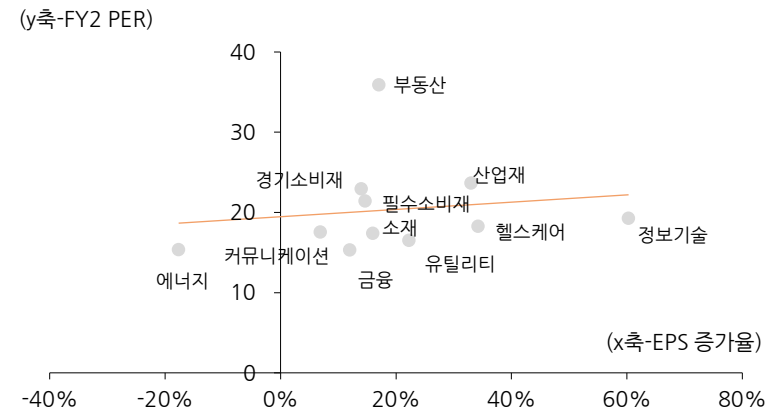
업종별 EPS 증가율 vs. PER (FY1)



업종별 PBR 및 ROE (FY2)



업종별 EPS 증가율 vs. PER (FY2)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

이
그
스
번달
로별
토리



IV 스타일별 매력도



스타일별 매력도 [1] 요약

- ❖ 비메모리 → 메모리 확산 전망에 성장주 확대 의견 유지. FOMC 전까지 강세 예상돼 가치주 비중축소
- ❖ 긴축 우려감 완화로 중소형은 중립으로 상향. 성장주 강세와 대형 가치주 부진 감안해 대형주 비중확대에서 중립으로 하향 조정

스타일별 매력도 요약								(단위: %p)	
업종	구분	매력도			주요 점검 사항	1M 상대 수익률			
						MSCI ACWI	Russell 3000		
성장	8월	축소	중립	확대	낙폭 과대했던 비메모리 반등 확인되며 성장주 강세	+1.2	+0.7		
	9월	축소	중립	확대	메모리로 확산되면 성장주 우위 지속 전망				
가치	8월	축소	중립	확대	성장주 반등에 따른 상대 매력도 약화	+0.0	-0.5		
	9월	축소	중립	확대	FOMC 전까지 성장주 우위 전망돼 축소 의견 유지				
대형	8월	축소	중립	확대	순환매 종료와 반도체 자금 유입에 대형주 회복	+0.6	+0.1		
	9월	축소	중립	확대	기술주 모멘텀 지속되겠으나 성장주 중심 우위 예상				
중소형	8월	축소	중립	확대	금리 우려 및 성장주 강세에 중소형 상대적 열위	-0.6	-1.1		
	9월	축소	중립	확대	긴축 우려감 후퇴돼 중립으로 의견 상향				





스타일별 매력도 [3] 대형 vs. 중소형

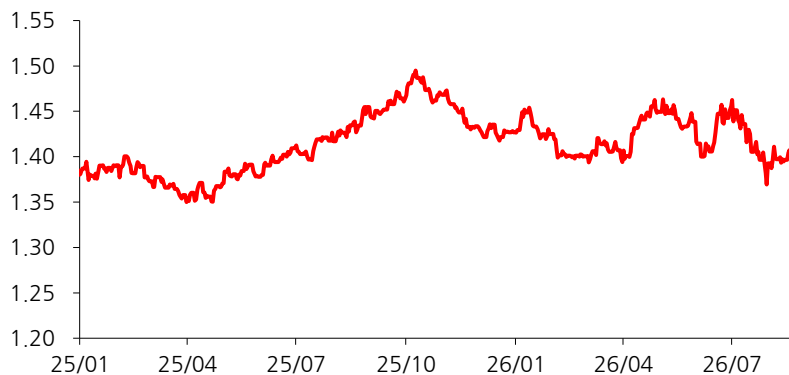
MSCI ACWI Growth/Value



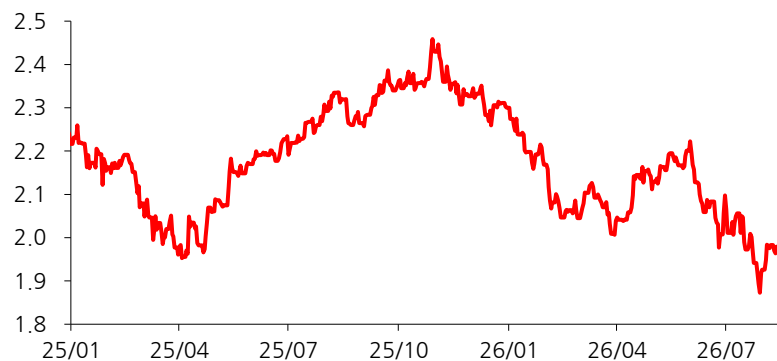
MSCI World Growth/Value



MSCI EM Growth/Value



Russell Growth/Value



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



스타일별 매력도 [2] 성장 vs. 가치

MSCI ACWI Large/Small



MSCI World Large/Small



MSCI EM Large/Small



Russell Large/Small

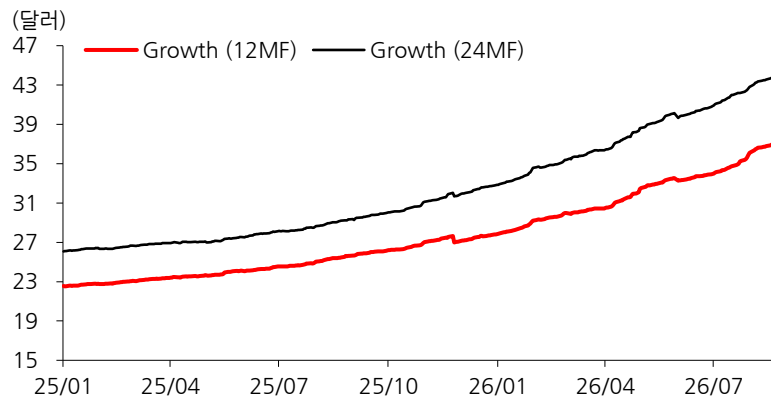


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

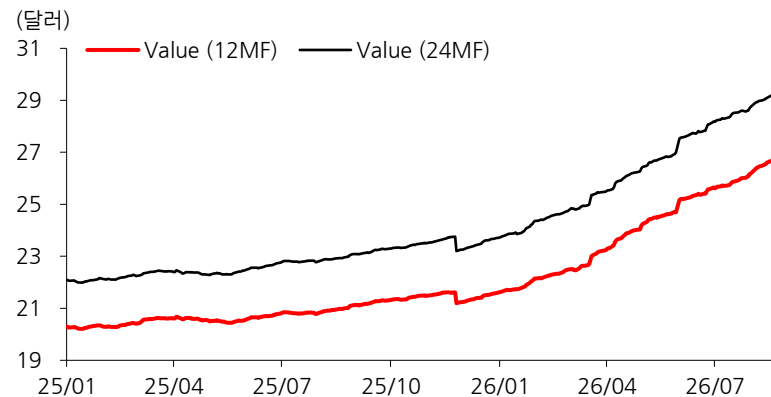


스타일별 매력도 [4] Earnings Revision

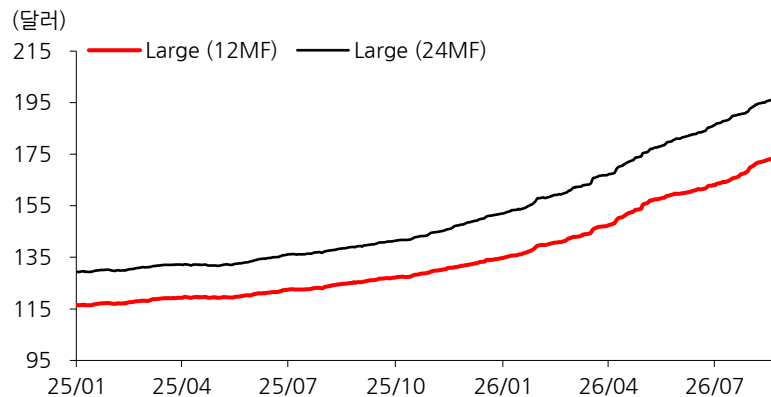
Growth



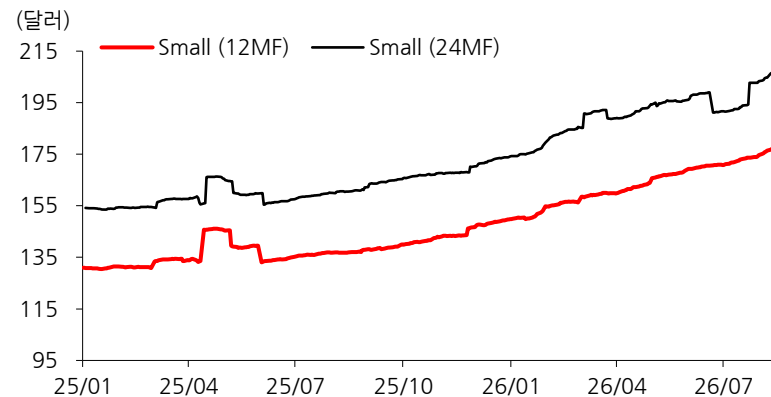
Value



Large



Small



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



스타일별 매력도 [5] Valuation

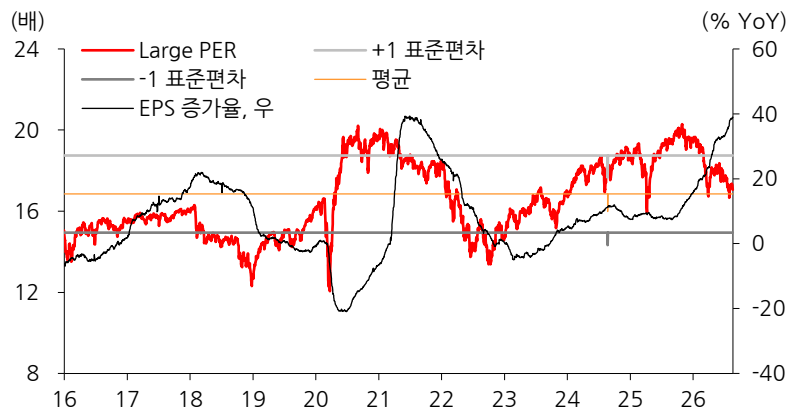
Growth



Value



Large



Small



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

이달
글로벌
스토리



V 이 달의 관련 종목/ETF



이 달의 추천 기업 요약 및 투자 포인트 점검

❖ 9월 추천 기업: Eli Lilly and Company (LLY), PNC Financial Services Group (PNC), Fluence Energy Inc (FLNC), Naura Technology Group (002371.SZ)

추천 기업 요약					(단위: 십억 달러, 십억 위안, %, %p)
티커	기업명	시가총액	1M 수익률		투자포인트/주목포인트
			절대	상대	
LLY	Eli Lilly and Company	1,205	+6.9	+3.4	- 마운자로 · 켈바운드 고성장과 보험 적용 확대 → 인크레틴 시장 지배력 강화 - 차세대 비만치료제 Retatrutide 3상 성과 기반 2027년 FDA 신청 예정
PNC	PNC Financial Services Group	98	-1.3	-4.8	- 상업대출 성장과 이자부 예금금리 하락에 따른 순이자이익 · NIM 개선 지속 - 미국 은행 자본규제 개편 수혜 예상: IG 기업대출 대상 RWA 가중치 완화 및 주택담보대출의 LTV 기반 위험가중치 하향
FLNC	Fluence Energy Inc	2	-10.6	-14.1	- 데이터센터 파이프라인 16GWh, 7월까지 관련 수주 약 8.5억 달러 확보해 데이터센터향 ESS 성장 지속 - FY27로 이연된 약 4억 달러 매출은 공장 가동 정상화 이후 실적 반영 기대
002371	Naura Technology Group	517	-7.4	-10.9	- 제품 포트폴리오 확장을 통한 중국 반도체 장비 국산화 흐름에서 수혜 예상 - 첨단 반도체 장비 R&D 확대 통해 고난도 공정 장비 포트폴리오 강화 기대

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



Eli Lilly and Company (LLY) 제약 · 바이오 기업

Not Rated

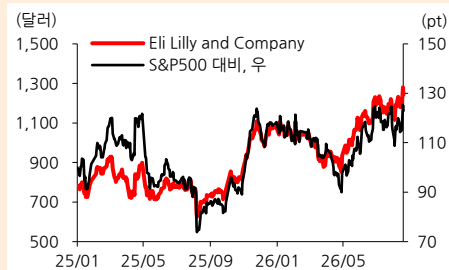
컨센서스 목표주가: USD 1,320.94

Stock Data

현재 주가(8/19, USD) 1,280.34
 상승여력 ▲ 3.2%
 시가총액(백만 달러) 1,205,257
 발행주식수(천 주) 941,357
 52주 최고가/최저가 1292.65 / 685.15
 90일 일평균 거래대금 (백만 달러) 3,361.9

거래소 New York
 국가명 UNITED STATES
 티커 LLY US EQUITY
 산업 헬스케어

Stock Price



기업 개요

- 당뇨 · 비만(GLP-1), 항암, 면역질환, 신경계 질환 치료제 중심으로 혁신 신약 개발을 주도하는 글로벌 제약 · 바이오 기업

FY 2Q26 실적 요약

- 매출액 230억 달러(YoY +47.7%, 컨센서스 206억 달러), 조정 EPS 8.38달러(YoY +32.8%, 컨센서스 6.01달러)
- 주요 제품별 실적: 마운자로 99.4억 달러(YoY +91.3%), 쥘바운드 49.3억 달러(YoY +45.8%). 면역 · 항암 · 신경과학 핵심제품 매출도 YoY 121% 증가
- FY2026 연간 매출액 가이드는 중간값 기준 835억 달러에서 860억 달러로 상향

투자 포인트

- 마운자로 · 쥘바운드의 고성장과 대규모 생산설비 증설을 기반으로 인크레틴 시장 지배력 확대 지속
- 메디케어 GLP-1 브릿지 프로그램 시행 및 Foundayo 처방의 빠른 확대로 비만치료제 접근성 개선
- 차세대 비만치료제 Retatrutide가 3상에서 최대 28.3% 체중감량을 기록하고 허가용 임상 패키지를 확보 → 2027년 1분기 FDA 신청을 통한 비만 파이프라인 확장 기대

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

재무정보	FY 2024	FY 2025	FY 2026(E)	FY 2027(E)	FY 2028(E)
매출액	45,043	65,179	88,354	102,083	114,730
영업이익	14,313	27,273	41,117	51,406	58,773
EBITDA	14,866	29,270	43,628	54,520	62,759
지배주주순이익	11,747	21,768	32,059	41,878	48,165
EPS	12.99	24.21	36.66	46.95	54.48
순차입금	31,523	36,597	29,312	5,995	-22,537
PER	50.9	41.1	32.3	25.2	21.7
PBR	51.3	38.3	21.0	13.4	9.2
EV/EBITDA	52.0	37.2	26.6	21.3	18.5
배당수익률	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
ROE	109.6	115.3	83.8	67.3	50.8

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



PNC Financial Services Group (PNC) 미국 대형 상업은행 · 종합금융 기업

Not Rated

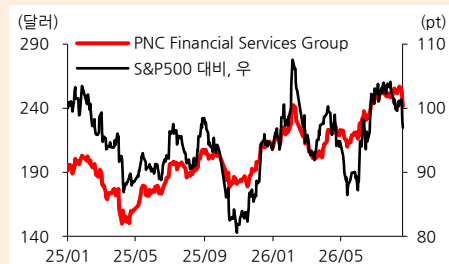
컨센서스 목표주가: USD 279.46

Stock Data

현재 주가(8/19, USD) 246.46
 상승여력 ▲ 13.4%
 시가총액(백만 달러) 98,324
 발행주식수(천 주) 398,944
 52주 최고가/최저가 258.96 / 176.88
 90일 일평균 거래대금 (백만 달러) 456.0

거래소 New York
 국가명 UNITED STATES
 티커 PNC US EQUITY
 산업 금융

Stock Price



기업 개요

- 미국 전역에서 기업 · 개인 고객을 대상으로 상업은행, 소매금융, 자산관리 등 종합 금융서비스를 제공하는 대형 지역은행

FY 2Q26 실적 요약

- 매출액 68.8억 달러(YoY +21.4%, 컨센서스 65.2억 달러), 조정 EPS 4.85달러(YoY +26%, 컨센서스 4.53달러)
- 순이자이익 41.1억 달러(YoY +15.5%), NIM 3%(YoY +16bp). 평균 대출 3,632억 달러(YoY +12.5%), 평균 예금 4,570억 달러(YoY +8%). CET1 비율은 9.9%로 요구비율(7%) 대비 2.9%p의 자본여력을 유지
- FY2026 연간 가이드선로 평균 대출 YoY 12.5%, 순이자이익 15~15.5%, 총매출 13% 성장 전망

투자 포인트

- 견조한 상업대출 성장 · 예금조달 비용 하락에 힘입어 순이자이익 성장 지속, 연말 NIM 3% 이상 목표
- FirstBank 인수 완료에 따른 통합 비용 부담 완화 및 서부지역(Colorado · Arizona) 영업 확대 기대
- 미국 은행 자본규제 개편 수혜 예상: IG 기업대출 대상 RWA 가중치 완화 및 주택담보대출의 LTV 기반 위험가중치 하향

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

재무정보	FY 2024	FY 2025	FY 2026(E)	FY 2027(E)	FY 2028(E)
영업수익	21,555	23,099	26,277	27,569	28,780
세전이익	7,242	8,486	10,134	10,966	11,618
지배주주순이익	5,529	6,619	7,679	8,410	9,090
BPS	129.94	140.58	150.60	161.48	169.77
EPS	13.74	16.59	19.28	21.47	23.84
순차입금	63,543	59,034	82,724	86,146	94,551
PER	13.6	12.6	12.5	11.3	10.1
PBR	1.6	1.5	1.6	1.5	1.4
배당수익률	2.9	2.9	3.0	3.3	3.6
ROA	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
ROE	12.2	12.8	13.2	13.8	14.8

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



Fluence Energy Inc (FLNC) ESS·전력 소프트웨어 기업

Not Rated

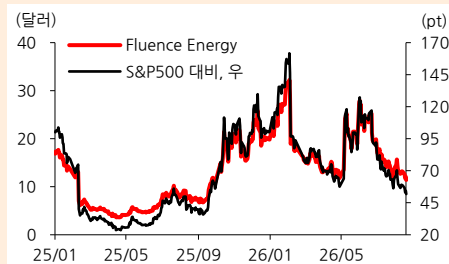
컨센서스 목표주가: USD 16.17

Stock Data

현재 주가(8/19, USD) 12.07
 상승여력 ▲ 33.9%
 시가총액(백만 달러) 2,350
 발행주식수(천 주) 143,164
 52주 최고가/최저가 33.51 / 6.60
 90일 일평균 거래대금 (백만 달러) 199.4

거래소 NASDAQ
 국가명 UNITED STATES
 티커 FLNC US EQUITY
 산업 산업재

Stock Price



기업 개요

- ESS 구축·운영과 전력 최적화 소프트웨어를 제공하는 글로벌 에너지저장 솔루션 기업

FY 3Q26 실적 요약

- 매출 6.5억 달러(YoY +7.9%, 컨센서스 8.1억 달러), EPS -0.24달러(흑자 전환, 컨센서스 0.02달러)
- ESS 제품·솔루션 6.3억 달러 (YoY +7.4%), 서비스 0.2억 달러 (YoY +18.8%) 기록
- 분기 신규 수주 14.4억 달러(YoY +183% 이상). 수주잔고 64억 달러(YoY +30.6%)로 사상 최대
- FY2026 연간 매출액 가이드는 기존 34억→30억 달러로, 조정 EBITDA는 기존 5,000만→2,000만 달러로 하향

투자 포인트

- 3분기 데이터센터 파이프라인은 16GW(QoQ +33.3%)로 확대→데이터센터향 ESS 수요 확대에 따른 성장 부각
- 휴스턴 공장 가동 지연으로 FY2027로 이연된 약 4억 달러 매출은 FY2027 초 생산능력 정상화 이후 매출 인식 확대 기대
- 미국 생산 확대와 공급망 재편을 통해 중국 의존도 및 관세 리스크 축소

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

재무정보	FY 2024	FY 2025	FY 2026(E)	FY 2027(E)	FY 2028(E)
매출액	2,699	2,263	3,011	3,996	4,885
영업이익	64	-10	-95	45	118
EBITDA	78	19	-11	114	198
지배주주순이익	23	-48	-63	39	97
EPS	0.13	-0.37	-0.41	0.15	0.52
순차입금	-410	-288	-140	-140	-189
PER	169.1	-	-	83.6	24.3
PBR	8.7	4.6	4.6	3.9	3.1
EV/EBITDA	86.3	92.7	-	22.6	13.0
배당수익률	-	-	-	-	-
ROE	5.4	-	-	7.4	14.9

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



NAURA Technology Group (002371.SZ) 반도체 전공정 장비 기업

Not Rated

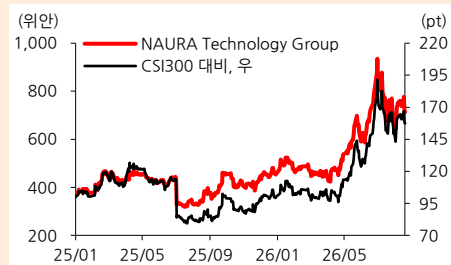
컨센서스 목표주가: CNY 907.92

Stock Data

현재 주가(8/19, CNY) 712.95
 상승여력 ▲ 27.3%
 시가총액(백만 위안) 517,380
 발행주식수(천 주) 725,689
 52주 최고가/최저가 968 / 335.16
 90일 일평균 거래대금 8,799.7
 (백만 위안)

거래소 Shenzhen
 국가명 CHINA
 티커 002371 CH EQUITY
 산업 정보기술

Stock Price



기업 개요

- 식각, 박막증착, 열처리, 습식세정, 이온주입, 코팅, 본딩 등 반도체 전공정을 아우르는 중국 대표 반도체 장비 기업

FY 1Q26 실적 요약

- 매출액 103.2억 위안(YoY +25.8%), 지배주주 귀속순이익 16.3억 위안(YoY +3.4%)
- 전공정 전반에서 시장 점유율 상승과 공정 커버리지 확대가 매출 성장 견인
- 첨단 반도체 장비 연구개발로 R&D 비용 14.0억 위안(YoY +36.6%)으로 증가, 순이익 증가율이 매출 증가율 하회

투자 포인트

- 식각·증착에 국한되지 않고 열처리, 세정, 이온주입, 코팅, 본딩까지 포괄하는 제품 포트폴리오 보유
- CXMT·YMTC Capa 증설과 반도체 장비 국산화 흐름에서 수혜 예상
- 영업활동 현금흐름 7.5억 위안으로 흑자 전환해 R&D·생산능력 확대를 병행할 투자 여력 확보

(단위: 백만 위안, 위안, %, 배)

재무정보	FY 2024	FY 2025	FY 2026(E)	FY 2027(E)	FY 2028(E)
매출액	30,075	39,353	50,725	65,490	81,812
영업이익	6,527	5,802	8,106	11,802	15,599
EBITDA	7,598	7,369	9,749	13,805	18,156
지배주주순이익	5,621	5,522	7,647	11,337	15,077
EPS	7.83	7.64	10.60	15.41	21.25
순차입금	-4,076	1,531	-3,622	-4,241	-4,113
PER	37.0	60.1	73.5	50.5	36.6
PBR	6.7	8.8	12.6	10.3	8.3
EV/EBITDA	27.0	45.2	58.7	41.4	31.5
배당수익률	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
ROE	20.3	15.9	17.5	20.6	22.2

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



이 달의 추천 ETF

❖ 9월 추천 ETF: SMH(미국 반도체), XBI(미국 바이오테크), XLF(미국 금융), 588710(중국 반도체 소재·장비)

관련 ETF 요약											
(단위: 백만 달러, 백만 위안, %)											
티커	ETF명	AUM	일 평균 거래대금	총 보수율	분배금 수익률	분배금 지급주기	10개 기업 비중	등락률			
								1W	1M	3M	6M
SMH	미국 반도체	66,680	6,627	0.35	0.2	연간	71.7	-4.1	+2.3	-0.7	+35.2
XBI	미국 바이오테크	11,825	1,310	0.35	0.3	분기	16.3	+6.4	+12.6	+28.7	+35.9
XLF	미국 금융	56,038	1,881	0.08	1.4	분기	56.4	-0.8	+1.1	+11.3	+9.5
588710	중국 반도체 소재 · 장비	1,495	1,411	0.60	-	-	68.3	+1.2	-2.7	+12.6	+72.1

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

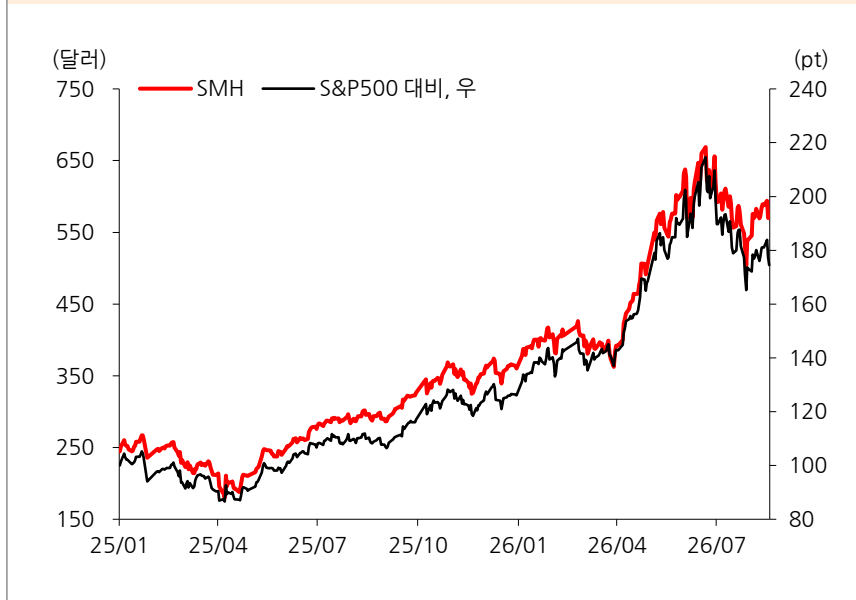




SMH (미국 반도체)

- ❖ SMH는 미국 상장 반도체 기업 중 반도체 및 반도체 장비 매출 비중이 높은 종목에 투자하는 ETF
- ❖ 주요기업으로는 등 포함 NVIDIA Corp(22.34%), TSMC(9.41%), Broadcom Inc(5.93%) 등 포함
- ❖ 상위 10개 비중 71.40%

SMH 주가 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

SMH 개요

VANECK SEMICONDUCTOR ETF		10대 기업	비중
Code	SMH	NVIDIA Corp	22.34%
발행사	Van Eck	TSMC	9.41%
AUM*	66,680	Broadcom Inc	5.93%
거래대금*	6,627	Micron Technology Inc	5.41%
펀드 배당수익률	0.2%	Advanced Micro Devices Inc	5.30%
PER	44.0	ASML	5.20%
PBR	11.6	Applied Materials Inc	4.62%
비용	0.35%	Lam Research Corp	4.42%
		Analog Devices Inc	4.40%
		Texas Instruments Inc	4.39%
업종	비중	지역	비중
반도체	95.94%	미국	78.62%
소프트웨어	4.00%	대만	9.57%
기타	0.06%	기타	11.81%

* 단위는 백만 달러

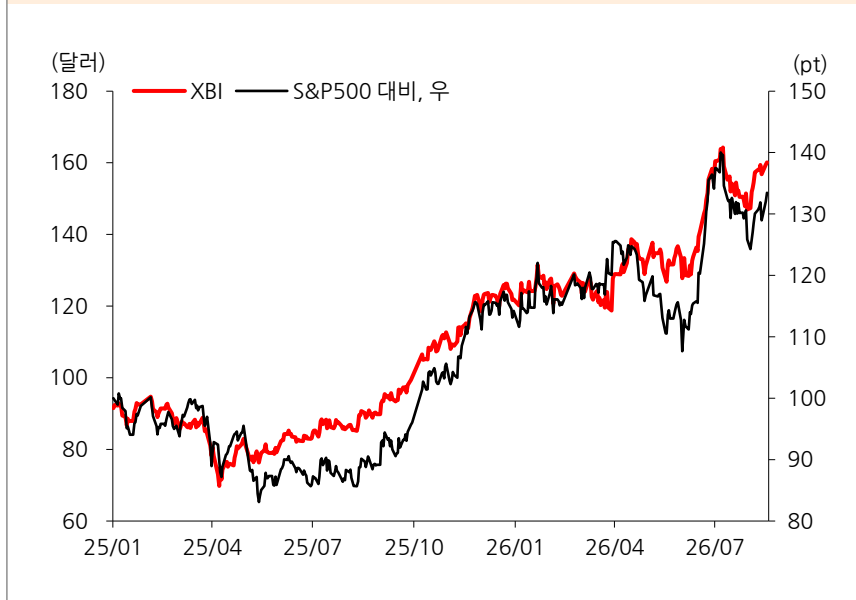
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



XBI (미국 바이오테크)

- ❖ XBI는 미국 상장 바이오테크 기업 중 S&P 지수 편입 종목을 동일가중 방식으로 투자하는 ETF
- ❖ 주요 구성 종목으로는 Moderna Inc(3.35%), Twist Bioscience Corp(1.85%) 등 포함
- ❖ 상위 10개 기업 비중 16.29%

XBI 주가 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

XBI 개요

	SS SPDR S&P BIOTECH ETF	10대 기업	비중
Code	XBI	Moderna Inc	3.35%
발행사	SPDR	Twist Bioscience Corp	1.85%
AUM*	11,825	Oruka Therapeutics Inc	1.51%
거래대금*	1,310	Apogee Therapeutics Inc	1.44%
펀드 배당수익률	0.3%	Kymera Therapeutics Inc	1.44%
PER	-	Praxis Precision Medicines Inc	1.42%
PBR	6.3	Halozyne Therapeutics Inc	1.35%
비용	0.35%	Natera Inc	1.32%
		Revolution Medicines Inc	1.31%
업종	비중	Dianthus Therapeutics Inc	1.31%
바이오테크&제약	93.55%		
의료 장비	5.81%	지역	비중
		미국	97.60%
기타	0.64%	기타	2.40%

* 단위는 백만 달러

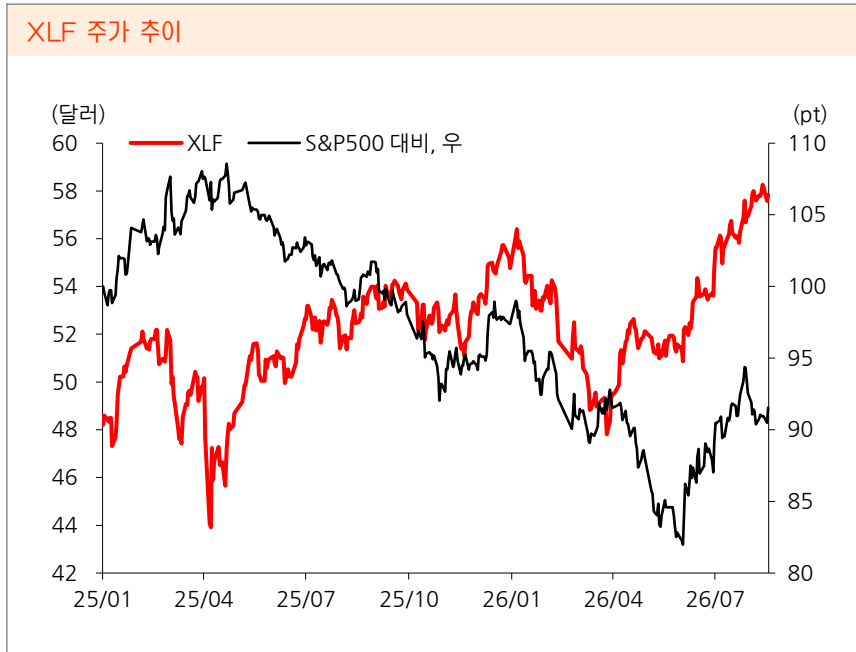
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



XLF (미국 금융)

- ❖ XLF는 은행 · 보험 · 금융서비스 · 소비자금융 등 S&P 500 금융 섹터 전반에 투자하는 ETF
- ❖ 주요 기업으로 JPMorgan Chase & Co(11.79%), Berkshire Hathaway Inc CLASS B(11.28%) 등 포함
- ❖ 상위 10개 기업 비중 56.47%

XLF 주가 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

XLF 개요

SS Financial Select SPDR ETF		10대 기업	비중
Code	XLF	JPMorgan Chase & Co	11.79%
발행사	SPDR	Berkshire Hathaway Inc CLASS B	11.28%
AUM*	56,038	Visa Inc Class A Common Shares	7.47%
거래대금*	1,881	Mastercard Inc Class A	5.70%
펀드 배당수익률	1.4%	Bank of America Corp	5.08%
PER	16.8	Goldman Sachs Group Inc	3.71%
PBR	2.6	Wells Fargo & Co	3.24%
비용	0.08%	Morgan Stanley	3.16%
		Citigroup Inc	2.79%
		Charles Schwab Corp	2.23%
업종		비중	
은행	28.50%		
보험	24.47%	지역	비중
특수금융	22.84%	미국	99.65%
기관금융	13.71%		
자산운용	9.60%		
기타	0.88%	기타	0.35%

* 단위는 백만 달러

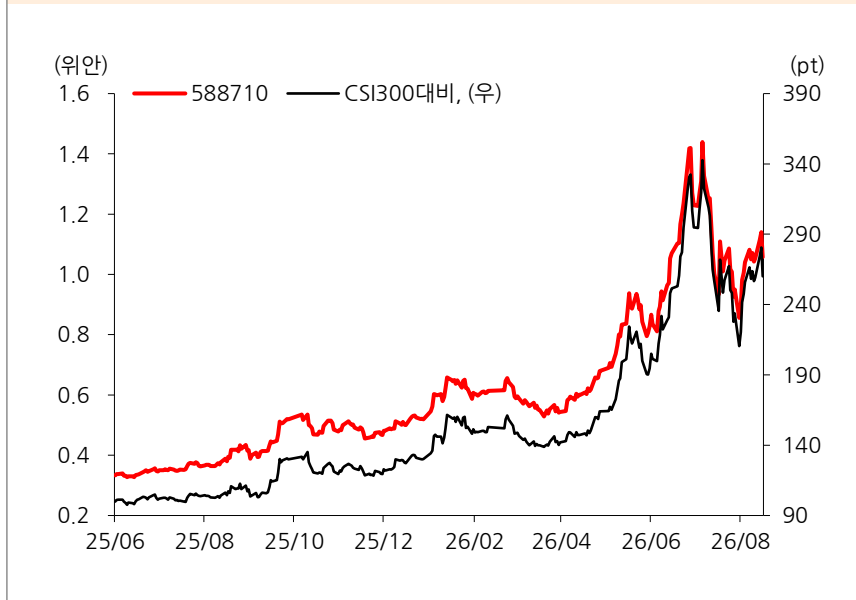
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



588710 [중국 반도체 소재 · 장비]

- ❖ 588710은 중국 과장판에 상장된 반도체 소재 · 장비 기업에 투자하는 ETF
- ❖ 주요 기업으로 Hwatsing Technolog(10.38%), AMEC(9.98%), Skyverse Technology(8.58%) 등 포함
- ❖ 상위 10개 기업 비중 68.28%

588710 주가 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

588710 개요

Huatai-PB SSE STAR Semiconductor ETF		10대 기업	비중
Code	588710	Hwatsing Technology	10.38%
발행사	Huatai-PB	AMEC	9.98%
AUM*	11,758	Skyverse Technology	8.58%
거래대금*	1,585	Piotech	6.85%
분배금 지급률	-	Beijing Huafeng Test & Control	6.15%
PER	150.8	KINGSEMI	5.87%
PBR	6.7	National Silicon Industry Group	5.55%
비용	0.60%	Anji Microelectronics Technology	5.14%
		ACM Research	5.12%
업종	비중	Shenyang Fortune Precision	4.66%
정보기술	95.80%		
소재	3.20%	지역	비중
		중국	100.0%
기타	1.00%	기타	0.00%

* 단위는 백만 위안

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Compliance Notices

Compliance Notice

(공표일: 2026년 8월 21일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 의거하여 본인의 의견을 정확히 반영해 작성했으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭이 없었음을 확인합니다(한상희, 박유진, 신승운, 박제인). 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 저의 회사는 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. 저의 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by Hanwha Investment & Securities.

종목 투자등급

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

산업 투자 의견

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석 대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2026년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	96.3%	3.7%	0.0%	100.0%

한화투자증권 리.서.치.센.터



리서치센터장

박영훈

Energy

02.3772.7614

houn0715@hanwha.com

[투자전략팀]

안현국	팀장	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
임혜윤	연구위원	경제	3772-7728	hylim@hanwha.com
김성수	연구위원	채권	3772-7616	sungsoo.kim@hanwha.com
최규호	책임연구위원	경제	3772-7720	choi.gh@hanwha.com
한시화	책임연구위원	크레딧	3772-7737	shhan1229@hanwha.com
김민송	연구위원	투자전략 RA	3772-7385	minsong05@hanwha.com
임소연	연구위원	투자전략 RA	3772-7812	soyeon.lim@hanwha.com

[기업분석팀]

김소혜	팀장	인터넷/게임/미디어	3772-7404	sohye.kim@hanwha.com
김성래	수석연구위원	자동차/부품	3772-7751	sr.kim@hanwha.com
송유림	수석연구위원	건설/유틸리티	3772-7152	yurim.song@hanwha.com
박세연	수석연구위원	ESG	3772-7406	shannon@hanwha.com
김도하	수석연구위원	은행/보험	3772-7479	doha.kim@hanwha.com
한유정	연구위원	음식료/화장품	3772-7693	yujung.han@hanwha.com
이진협	연구위원	유통/의류/지주	3772-7638	jinhyeob.lee@hanwha.com
엄수진	연구위원	ESG	3772-7407	sujineom@hanwha.com
박수영	책임연구위원	엔터/레저/운송	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
박준영	책임연구위원	반도체	3772-7481	jyp94@hanwha.com
권지우	책임연구위원	철강/비철금속	3772-7689	jiwoo.kwon@hanwha.com
채운샘	책임연구위원	방산/기계	3772-8419	unsam1@hanwha.com
김예인	연구위원	전력기기/풍력/ESG	3772-8420	yein.kim@hanwha.com
김나우	연구위원	인터넷/게임/미디어/반도체 RA	3772-7710	now.kim@hanwha.com

[글로벌리서치팀]

한상희, CFA	팀장	해외주식	3772-7695	sanghi.han@hanwha.com
박유진	책임연구위원	중국주식	3772-8217	yujin.park@hanwha.com
신승윤	연구위원	미국주식	3772-7428	seungyun.shin@hanwha.com
박제인	연구위원	해외시황	3772-7380	jane8314@hanwha.com
심혜린	연구위원	미국주식 RA	3772-7374	hyerin.sihm@hanwha.com
박정현	연구위원	중국주식 RA	3772-7417	jeong.hyeon.park@hanwha.com

[디지털자산리서치팀]

최윤영	팀장	디지털자산	3772-7402	yy.choy@hanwha.com
박준영	연구위원	디지털자산 RA	3772-8206	junyeong.park@hanwha.com

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과와 관련된 법적 책임 소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.



한화투자증권

본사 02)3772-7000 (代) 서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282 주문전용 080-851-8200 ARS 080-852-1234