

키움증권

키움증권 리서치센터 | 2026년 08월 26일

KIWOOM 글로벌리서치팀 9월 Monthly

줄다리기

Global ETF 김진영 | China Strategy 박주영

US Strategy 김승혁 | US Equity 박기현

RA 조호준 | RA 한유진



Contents & Summary

美: 시장의 의심, 정책의 증명_P.3

- 9월 S&P500 밴드는 6,900~8,450p를 예상. 견조한 이익과 낮아진 선행 PER이 하단을 지지하지만, 국채 공급 부담과 지급준비금 감소는 실질금리를 통해 상단을 제약할 전망. TGA 연계 바이백 등 재무부의 시장 안정 의지가 완충 역할을 하겠으나 효과는 아직 검증이 필요하며, 국채 입찰·세금 예납·분기 말 유동성 일정이 금리 상승 압력과 정책 대응 간 힘겨루기를 판정할 가능성
- 조정 시 분할 매수와 바벨 전략을 유지하되, 매수 강도는 금리와 신용 여건에 연동할 필요. 개인 순매수와 8.4조달러의 MMF 대기자금이 하단을 지지하는 만큼 실적을 통과한 AI 종목과 은행·방산·금 등을 함께 보유하는 접근이 유효
- 이익 성장으로 밸류에이션 부담은 완화되었으나, 가이던스 기반 주가 차별화와 9월 변동성을 감안해 실적 가시성 중심의 선별 압축 대응 유효. 실적 대비 저평가된 IT H/W(MU, STX), 알파벳(GOOG), 방산(KTOS)을 알파 축으로, 규제 완화 및 주주환원 기반 하방 경직성을 확보한 대형 금융주(C, GS)를 방어 축으로 구성하는 바벨 전략 제시

中: 본토 차례_P.69

- 아직까지는 기존 정책의 집행을 통해 경기 둔화 대응 전망. 경기 모멘텀 추가 악화 시 9~10월 신규 정책 발표 가능성 존재
- 본토 증시가 상대적 우위를 회복할 전망. 단기적으로는 금·고배당으로 대응 필요하며, 점진적으로 AI 주목
- 중국 AI, 결집의 힘. 개별 칩의 성능 격차를 시스템으로 보완. AI 투자 확대 수혜는 반도체와 연결 인프라로 확산될 전망

ETF: 힘겨루기_P.106

- 최근 금리 민감도가 높아진 가운데 섹터 순환매 흐름 지속. 美 행정부는 장기금리 안정을 위한 다양한 방법을 시도 중이나, 오히려 달러 약세 및 디베이스먼트 트레이드를 자극하며 증시에는 부담으로 작용
- 장기금리 향방은 잭슨홀(8/27)과 장기물 바이백 규모 확인(9/9~), FOMC(9/17~18), 미-이란 전쟁 상황을 주시할 필요가 있으나, 미 정부 역시 활용 가능한 카드는 남아있다고 판단. 주식시장에 대해서는 긍정적 시각을 유지하며 중간선거 전까지 바벨 전략으로 다변화된 포트폴리오 전략 유지 추천
- ETF Picks: SCHD(배당성장), SOXX(반도체), AIPO(전력), IAI(금융서비스), COWZ(FCF 수익률 우수), GLD(금), IEUR(유럽)

8월 미국 Review 및 9월 전망

시장의 의심, 정책의 증명





8월 미국 Review 및 9월 전망 | 시장의 의심, 정책의 증명

시장의 의심, 정책의 증명

- 9월 증시는 이익이 하단을 지지하는 가운데 금리가 상승 여력을 제약하는 흐름을 예상. 2분기 EPS는 전년 대비 50.4% 증가했고, 순이익률(14.5%)과 ROE(22.8%)도 사상 최고권에 진입. 12MF PER 역시 1년 새 22.4배에서 19.7배로 낮아져 밸류에이션 부담이 완화된 만큼, 이익 추정치가 유지되는 한 조정 폭은 제한될 전망. 이를 반영해 9월 S&P500 밴드를 6,900~8,450p로 제시하며, 9월 AI 관련주 (마이크론, 브로드컴 등) 실적 서프라이즈로 선행 EPS 향상이 이어질 경우 밴드도 함께 높아질 여지
- 증시 상단을 제한할 핵심 변수는 실질금리. 재정적자의 54.5%인 이자비용과 연초 이후 2,200억달러에 달한 빅테크 회사채 발행, 일본 금리 상승이 장기물 수급 부담을 높이는 가운데 RRP 소진과 세금 예납(9/15), 지급준비금 3조달러 하회 등에 유동성 완충력이 약화. 물론 TGA 연계 바이백 증액에서 재무부의 시장 안정 의지가 확인된 만큼, 이익 훼손 및 신용위험이 없다면 추세적 하락 가능성은 제한적
- 조정 시 분할 매수 관점은 여전히 유효. 하락일에 평소의 3.5배까지 늘어난 개인 순매수와 8.4조달러의 MMF 대기자금에 증시 하단을 지지하는 가운데, 금리와 중간선거 관련 불확실성도 주가에 일정 부분 반영된 상태. 이에 AI 실적 검증을 통과한 종목과 은행, 방산, 금 등을 함께 보유하는 바벨 전략을 유지

가이던스 차별화 장세, '실적 괴리 알파'와 '저평가 금융' 바벨 전략

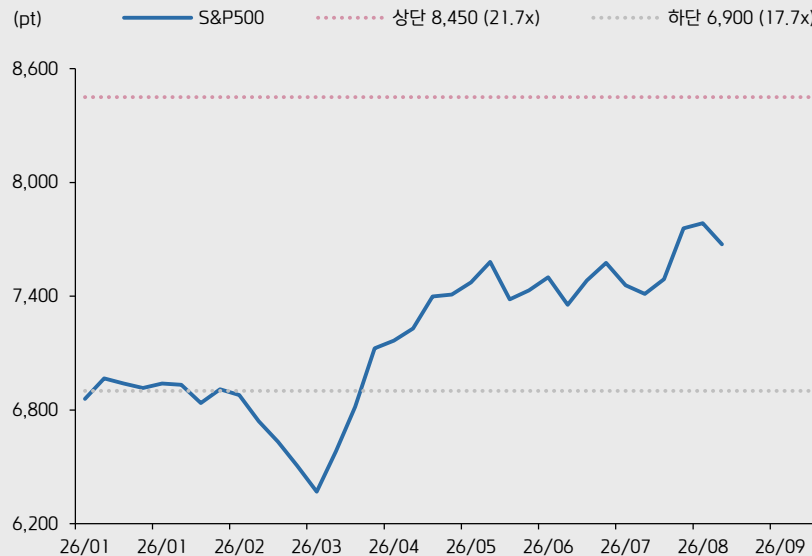
- 실적 장세 진단 및 펀더멘털 환경:** 견고한 이익 성장과 긍정적 가이던스로 지수 밸류에이션 부담 완화(시총가중 12M Fwd P/E 20.7배→19.7배). 다만 단순 실적 상회보다 가이던스 상향 여부에 따른 주가 차별화 및 실적 미달 시 하방 충격(하방 압력 11.2배)이 극대화되는 국면. 섹터 내 이익 양극화와 9월 계절적 변동성을 감안, 무차별적인 섹터 베팅을 지양하고 실적 가시성이 담보된 개별 종목 중심의 선별 압축 대응 유효
- 포트폴리오 압축 및 바벨 전략:** 알파 측은 실적 상향에도 주가 조정으로 괴리가 벌어진 IT 하드웨어(MU, STX), M7 내 유일한 실적-주가 디커플링 종목인 알파벳(GOGL), 국방 예산 재편 수혜 및 사상 최대 수주잔고를 확보한 방산 테크(KTOS)로 압축. 방어 측은 자본 규제 완화, 적극적인 주주환원, 최저 변동성 기반의 하방 경직성을 갖춘 대형 금융주(C, GS)를 편입해 포트폴리오 균형 구축
- IT - 마이크론(MU), 시게이트 테크놀로지(STX) / 커뮤니케이션 서비스 - 알파벳(GOGL) / 방산 - 크라토스 디펜스 앤드 시큐리티 솔루션스(KTOS) / 금융 - 씨티그룹(C), 골드만삭스(GS)



◆ 9월 미국 증시 전망

- 9월 S&P500 예상 범위는 6,900~8,450. 12MF EPS 389.9에 PER 17.7~21.7배를 적용한 결과로, 8/22 지수 대비 약 $\pm 10\%$ 수준
- 지수 하단은 사상 최고 수준의 기업 이익과 낮아진 PER이 지지. 반면 상단은 국채 공급과 지급준비금 감소로 높아진 실질금리가 제한. 9/8~10 국채 입찰, 9/15 세금 예납, 9/30 분기 말 자금 수요를 거치며 금리 부담과 재무부 바이백의 효과를 확인할 필요가 있음
- 조정 시 분할 매수하되, AI 수요가 실적으로 확인된 기업과 은행·방산·금을 함께 보유하는 바벨 전략을 유지. 다만 유가 상승, 실질금리 상승, 신용스프레드 확대가 동시에 나타날 경우에는 매수보다 기업 이익 전망의 훼손 여부를 먼저 점검할 필요 존재

S&P500 경로와 9월 밴드 (6,900~8,450)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 상승의 폭이 넓어지며 대형 기술주 의존에서 벗어나는 흐름

- 8월 초·중순 다우(8/5), S&P500(8/13, 7,799), 러셀2000(8/14)이 나란히 사상 최고를 경신했고, 러셀2000은 연초 이후 +21.6%로 수익률 1위. 나스닥종합만 6/2 고점(27,094)을 하회. 나스닥의 공백은 이익 훼손이 아니라 높았던 멀티플이 소화되는 과정으로 판단
- 다만 러셀2000은 이익 추정 하향 속 신고가인 만큼, 인상 우려가 되살아나면 먼저 되돌려질 여지가 상존

S&P500 4개년 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

나스닥 4개년 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

다우존스 산업평균 4개년 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

러셀2000 4개년 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

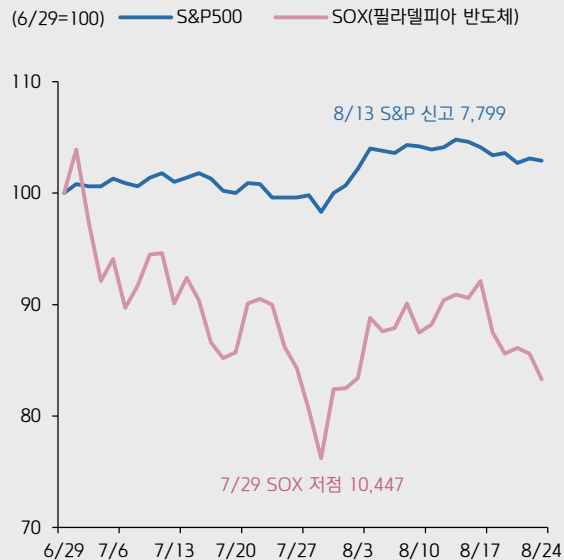
8월 반락의 원인: 이익이 아닌 장기금리



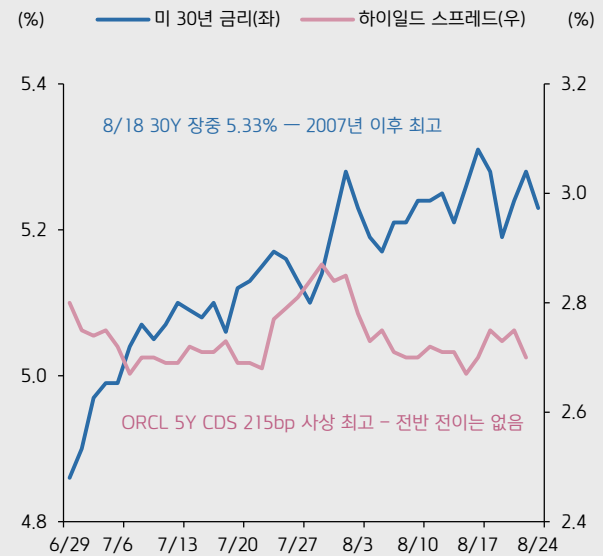
◆ 부진의 출발점은 8/13 신고가 당일의 30년물 입찰 부진

- 8/13 S&P500이 7,799로 사상 최고를 기록한 당일 30년물 재개입찰이 5.216%에 부진하게 낙찰. 이후 30년 금리가 8/18 장중 5.33%(2007년 이후 최고)까지 오르며 지수도 8/14~18 연속 하락
- 8/19 바이백(기발행 국채 매입) 증액 효과는 하루 만에 소멸됐고, 낙폭은 반도체(SOX)에 집중
- 같은 구간 선행 EPS는 상향됐고 하이일드 스프레드도 2.80%(6/29) → 2.70%(8/21)로 축소. 이번 반락은 이익·신용이 아닌 장기금리궤 밸류에이션 압축인 만큼, 금리 안정 시 회복은 빠를 것으로 판단

반락의 진앙: S&P500 vs SOX (6/29=100)



30년물 금리(좌)와 하이일드 스프레드(우)



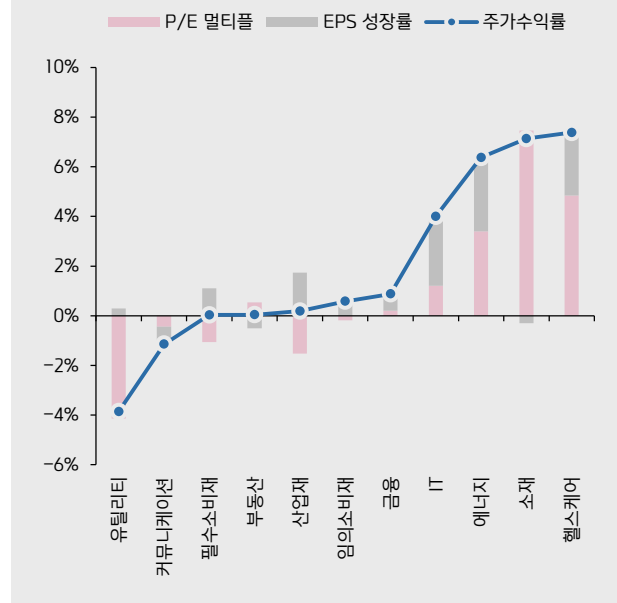
자료: Bloomberg, FRED, 키움증권 리서치



◆ 신고가에도 멀티플은 하락, 이익을 다 반영하지 못한 주가

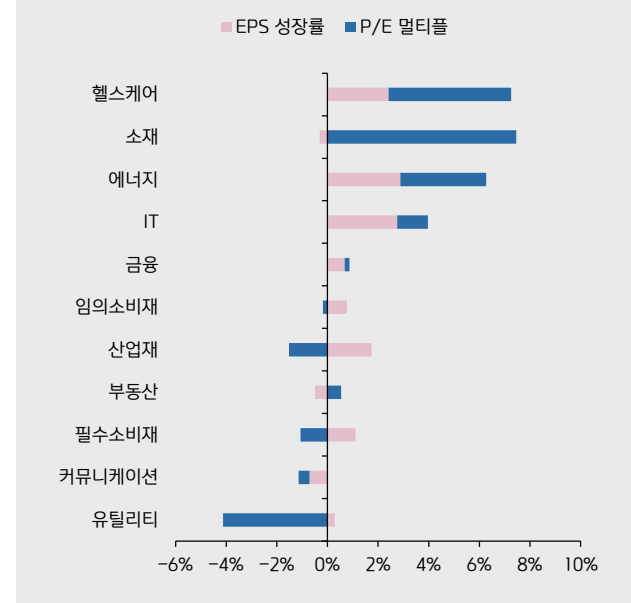
- 6월 말 이후 지수가 +2.3% 오르는 동안 12개월 선행 EPS는 +5.3% 상향(8/22 기준). 선행 PER은 오히려 -2.8% 하락하며 멀티플 확장 없는 신고가 경신이 진행 중
- 1년으로 넓혀도 가격 +18.7% vs 선행 EPS +35.0%, 선행 PER은 22.4배 → 19.7배(-12.1%)로 하락
- 이는 고평가 부담이 조정의 빌미가 되기 어려운 위치라는 뜻. 하락이 나타난다면 출발점은 이익이 아닌 할인율(실질금리)이 될 것이며, 반대로 이익 추정이 유지되는 한 조정의 깊이 역시 제한적일 전망

S&P500 섹터별 주가 수익률 분해 (EPS 성장 vs P/E)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

섹터별 EPS 성장률 및 P/E 멀티플 변화율 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

8월 산업별 수익률: 신고가와 조정의 공존

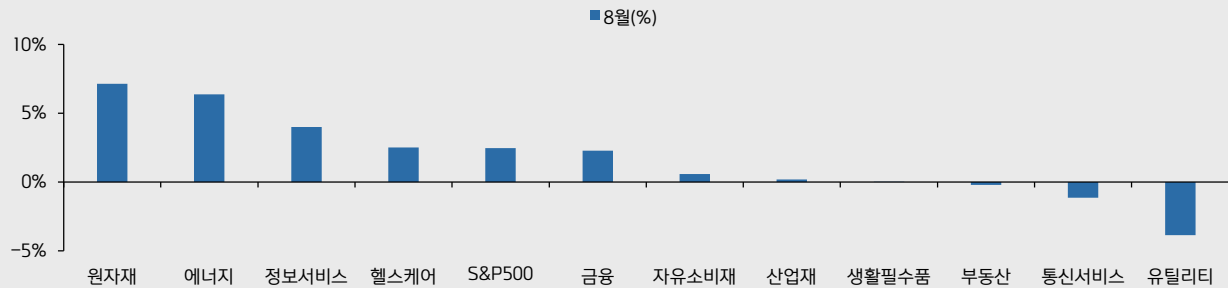


◆ 지수 상승을 뒷받침한 업종 순환, 주도가 옮겨 다닌 8월

- 8월(8/21 기준) 상단은 원자재 +7.1%·에너지 +6.4%·정보서비스 +4.0%, 하단은 유틸리티 -3.9% 등 금리 민감 업종
- 신고가 업종과 반도체 고점 -20%가 공존하는 순환매 국면, 독주 없이 서로 받치는 구조가 지수 조정 폭을 알게 만드는 요인

GICS Level 1 기준 산업별 수익률 분포

분류	종가(pt)	변화율			PER(x)		PBR(x)		EV/EBITDA(x)		
		1W	8월	3M	2026	2027	2026	2027	2026	2027	
S&P500	원자재	672.0	2.3%	7.1%	6.4%	19.4	17.8	3.3	3.0	11.2	9.8
	에너지	970.8	2.5%	6.4%	7.4%	13.1	15.4	2.5	2.4	6.9	7.4
	정보서비스	6816.5	-3.2%	4.0%	1.5%	25.9	19.1	11.2	8.2	18.9	13.8
	헬스케어	1918.4	-0.4%	2.5%	7.9%	22.4	18.2	5.3	4.7	16.2	13.5
	S&P500	7674.4	-1.4%	2.5%	2.7%	21.3	18.9	5.2	4.5	15.4	12.8
	금융	1559.7	0.1%	2.3%	9.7%	16.1	15.3	2.4	2.2	18.7	16.7
	자유소비재	1933.5	-0.2%	0.6%	-2.0%	22.0	24.2	6.8	5.7	14.7	12.5
	산업재	1523.6	-3.4%	0.2%	4.9%	26.9	23.5	7.0	6.2	17.4	15.3
	생활필수품	941.3	-1.0%	0.0%	-1.2%	22.7	21.2	6.5	6.0	15.6	14.1
	부동산	289.5	-0.5%	-0.2%	0.9%	37.7	19.3	3.2	3.2	19.6	18.2
	통신서비스	451.4	-1.4%	-1.1%	-8.5%	15.8	18.2	4.2	3.5	12.5	10.6
	유틸리티	432.8	-3.6%	-3.9%	-5.8%	17.7	16.1	2.0	1.9	12.1	11.5
나스닥	26180.5	-2.1%	3.2%	-0.6%	28.8	22.3	6.8	45.4	18.4	14.0	



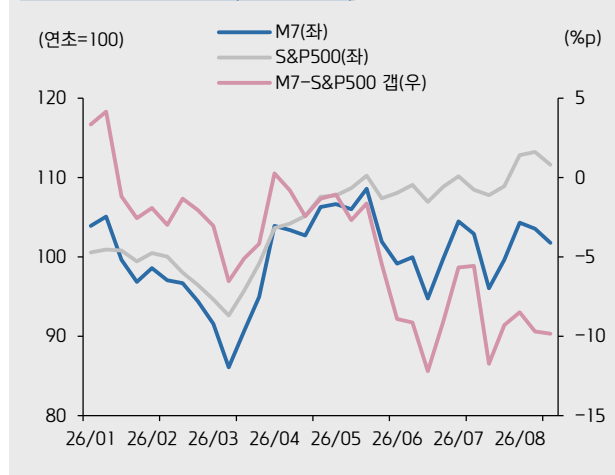
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 2026.08.21일 기준



◆ M7 안에서도 승자와 패자가 갈리고, 가치는 사상 최고를 경신

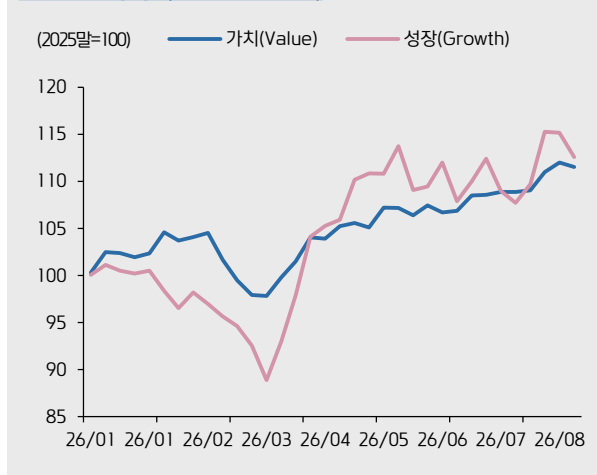
- M7의 S&P500 대비 성과 갭은 -9.8%p로 6/25 저점(-13.7%p)에서 축소 중, 다만 내부적으로는 MSFT가 한 달 +24% 오르는 동안 메타는 고점 대비 -30%를 기록, 일곱 종목이 한 방향으로 움직이던 국면은 사실상 종료
- 반대편에서 가치지수는 8/19 사상 최고를 경신하며 순환매가 스타일 단에서도 확인
- 지수의 방향성보다 내부 분화가 커진 장세인 만큼, AI 대형주 전반의 동반 상승에 기대기보다 M7 내에서도 이익과 자금조달 여력이 확인되는 종목 위주의 선별 접근이 유효하다는 판단

M7 vs S&P500 갭 (연초=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

가치 vs 성장 (2025말=100)



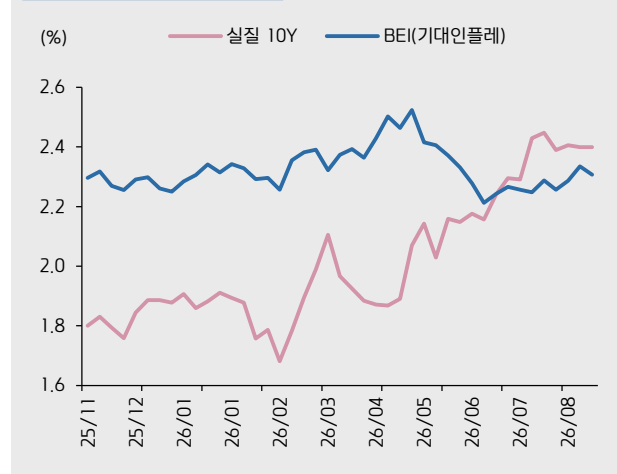
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 정책 기대는 내렸는데 장기 할인율은 그대로인 비대칭

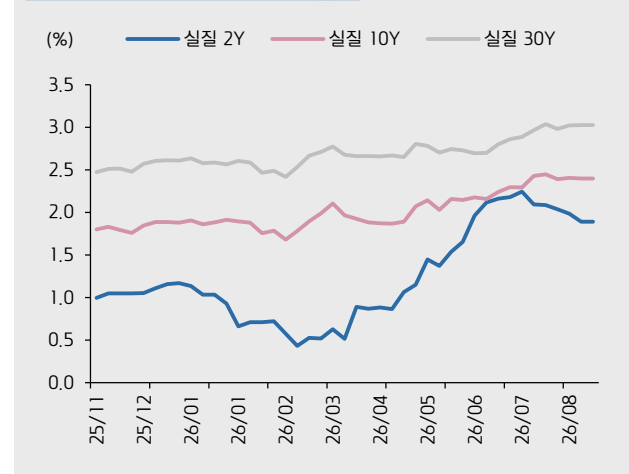
- 10년 실질금리는 2.40%로 1년 새 +57bp, 30년 실질은 3.02%까지 상승. 같은 기간 명목금리 상승분은 대부분 기대인플레이션(BEI)이 아닌 실질금리에서 발생
- 커브의 비대칭이 원인을 특정. 2년 실질은 7월 고점 대비 -48bp 내려온 반면 10년 -5bp, 30년 -6bp에 그침. 고용 둔화로 정책 기대는 완화됐음에도 장기 구간이 반응하지 않는 그림
- 결국 장기 할인율을 움직이는 건 연준이 아닌 공급이라는 뜻. 완화 기대만으로는 상단이 열리기 어려운 환경

미 10년 실질금리와 BEI



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

실질금리 커브: 2년만 내려왔다



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

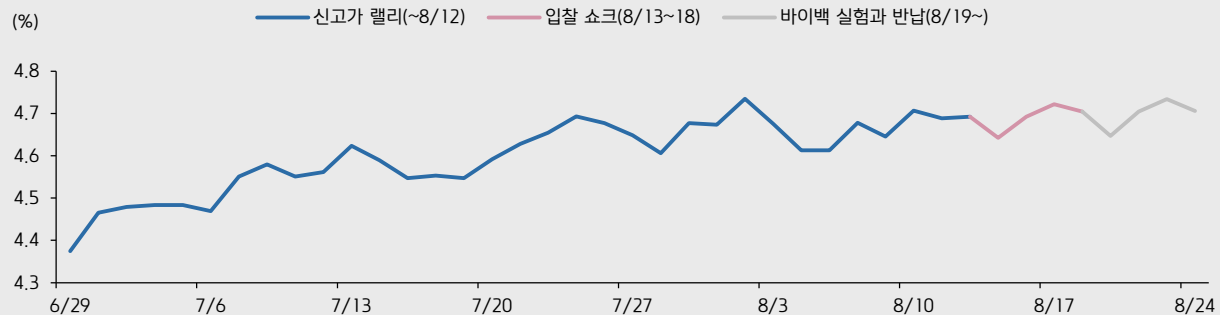


◆ 정책 개입으로 놀리지 않는 장기금리, 9월엔 판독 기준이 필요

- 8/19 재무부가 10~30년물 바이백 규모를 회당 20억달러에서 최소 40억달러로 확대하자, 30년물 금리는 당일 9bp 하락한 5.196%를 기록. 다만 이튿날부터 하락분을 반납해 8/21에는 발표 전 수준으로 복귀
- 다만, 재무장관이 스스로 40억 달러는 최소 규모이며 필요하면 키울 수 있다는 의지를 보인 만큼, 추가적 유동성 지원 정책 도입 가능
- 확대된 바이백은 9/9부터 시행. 정책 효과는 발표 문구보다 실제 시장 반응을 통해 확인할 필요. 9/8~10 예정된 3·10·30년물 입찰의 응찰 강도와 간접낙찰 비중, 입찰 직전 시장금리보다 높은 금리에 낙찰되는 '테일' 발생 여부가 주요 판단 기준

8월 금리 이벤트 일지와 미 10년 금리 (일별)

날짜	이벤트	반응
8/13	30Y 입찰 부진 - 낙찰금리 5.216%	S&P 신고가(7,799) 당일 마감 후 반락 시작
8/18	30Y 장중 5.33% - 2007년 이후 최고	10Y 4.7%대 진입, 주식 반락 가속
8/19	재무부 바이백 증액 발표(회당 \$2bn→\$4bn+)	30Y -9bp 추가 반등 - 효과는 하루
8/20~21	발표 전 수준 반납 - "바닥이지 천장 아니다"(베센트)	개입 유효성 시험대는 9/9 확대 바이백 개시



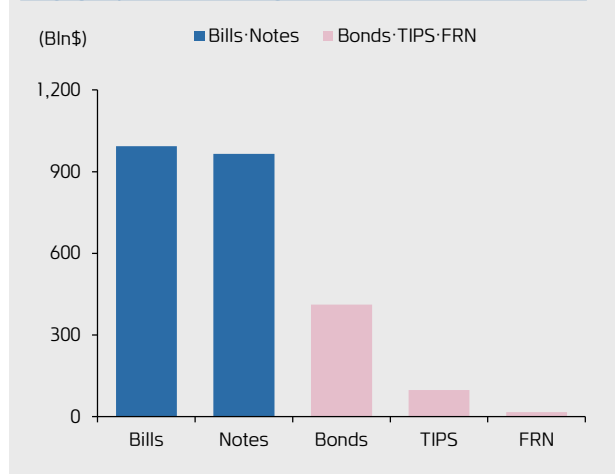
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 재정 적자, AI 투자, 일본 금리가 같은 방향으로 겹치는 공급 부담

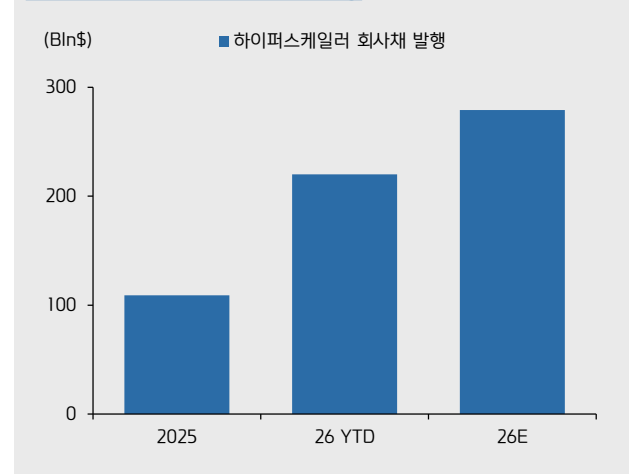
- 총부채는 8/18 사상 처음 \$40조를 돌파(8/20 \$40.0조, 1년 새 +\$2.8조). 최근 12개월 순증이 단기물(Bills) \$9,930억·중기물(Notes) \$9,650억에 쏠린 만큼, 장기물 발행을 피하며 조달하는 구조가 이미 숫자로 확인
- 여기에 AI 설비투자(capex)發 회사채도 가세. 연초 이후 발행 \$2,200억으로 2025년 연간(\$1,090억)의 2배
- 일본 역시 국채(JGB) 10년 금리가 8/17 2.95%(1996년 이후 최고)까지 오르고 일본은행(BOJ)의 9/18 인상 반영도 약 80%에 달해 미 장기물의 해외 수요를 잠식. 세 원천 모두 9월 안에 해소되기 어렵다는 판단

시장성 국채 12개월 순증 - Bills·Notes로 쏠린 조달



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AI 하이퍼스케일러 회사채 발행



자료: 각사 IR 자료, 키움증권 리서치

적자의 절반 = 이자: 동결에도 늘어나는 이자 부담

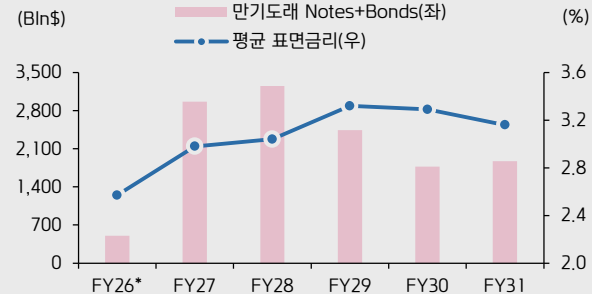
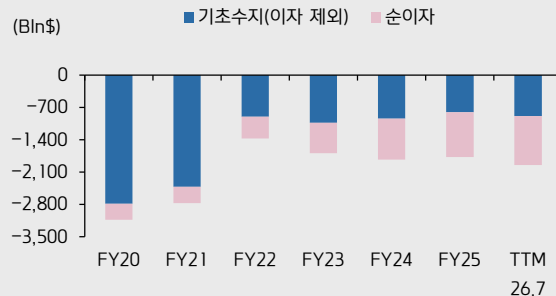


◆ 동결에도 이자는 늘어난다, 문제는 금리 수준보다 재조달 격차

- 최근 12개월 총이자는 \$1.37조(+15% y/y)로 사상 최고, 순이자 세수의 19.8%까지 올라와 국방비를 상회. 적자(-\$1.95조)는 제자리지만 본원적자 -10% vs 순이자 +\$1,010억으로, 이제는 적자의 54.5%가 이자
- 정책금리를 5회 동결했음에도 부채 전체 실효금리는 3.55%(26.7월)로 석 달 연속 사상 최고. 저금리기에 발행된 중기물이 현재 금리 수준으로 롤오버되는 재조달 격차가 원인인 만큼, 금리가 그대로여도 이자는 자동으로 증가
- 이자 → 적자 → 발행 → 금리의 되먹임이 실측되는 구간. 장기금리엔 구조적 공급 요인으로 상존

재조달 격차와 적자의 구성 - 적자의 54.5%가 이자

구분	규모 · 금리	이자비용 영향
1년 내 만기 Notes+Bonds	\$2조9,160억 · 평균 표면 2.94%	4.4% 재조달 시 연 +\$430억 (4.0%면 +\$310억) - 금리 불변에도 자동 증가
FY27~28 만기 집중	\$2조9,630억(2.98%) · \$3조2,530억(3.04%)	표면 2% 미만 발행분 \$3.6조의 롤오버 예정
T-Bills \$7조 (비중 22.2%)	정책금리 직결 · TBAC 권고 15~20% 상회	100bp당 ±\$700억
표면 vs 시장금리	시장성 표면 3.44% vs 2Y 4.24 · 10Y 4.74 · 30Y 5.27	한계금리 수렴 시 이론상 연 +\$2,700억~3,100억



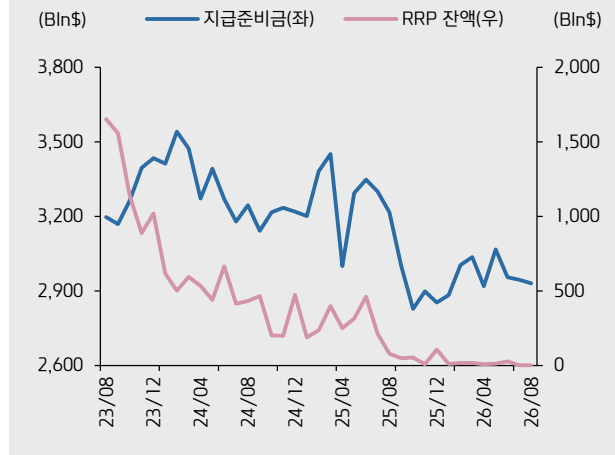
자료: 미 재무부(MTS-MSPD), 키움증권 리서치



◆ 9월을 완충장치 없이 맞는 첫 분기말

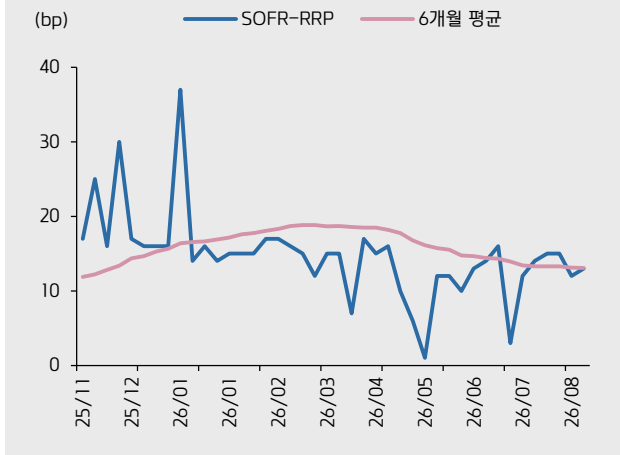
- 역레포(RRP) 잔액이 연초 \$1,060억에서 \$2억으로 사실상 소진된 가운데, 지급준비금도 \$2.93조로 한 달 새 -\$1,700억. 연준이 충분하다고 보는 하단(\$3.0~3.2조)을 이미 하회
- 단기자금 조달금리(SOFR)가 지준부리(IORB)와 같은 레벨까지 올라온 점 역시 자금 여유 축소의 신호
- 물론 연준은 단기국채(T-bill) 보유를 1년 새 2.75배로 늘리며 준비금을 방어하는 중이며, 정책 기구가 먼저 움직이며 경계선에 있는 유동성을 SRF 등을 통해 꾸준히 공급. SOFR-RRP가 6M 평균 수준에 수렴하고 있음이 이 효과를 방증

지급준비금과 역레포(RRP)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

SOFR-RRP 스프레드



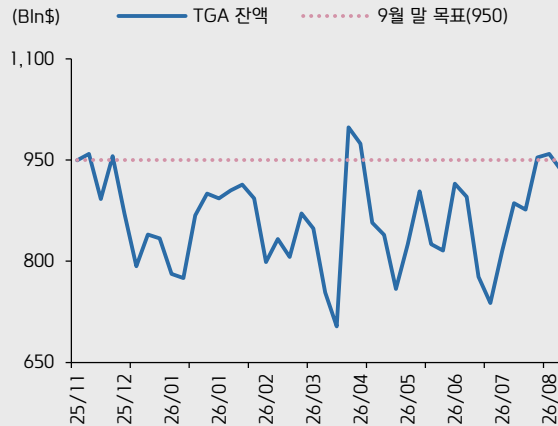
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 지급준비금 훼손을 막을 수 있는 카드, 다만 돈의 신규 창출이 아닌 이동

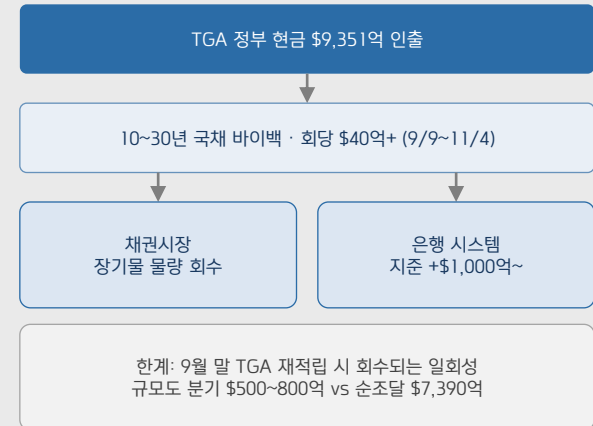
- 재무부계정(TGA)은 정부가 연준에 둔 현금으로 현재 \$9,351억. 이 돈으로 장기국채를 되사면 매입 대금이 민간 은행으로 옮겨가, 새 국채 발행 없이도 지급준비금이 늘어나는 구조
- 효과는 두 갈래. 장기물은 시장에서 회수되고, 지준은 \$1,000억~2,000억 유입돼 연준 하단(\$3.0조대) 복귀가 가능한 크기
- 다만 9월 말 TGA 재적립 시 같은 규모가 회수되는 일회성 카드. 확인 지표는 9/9 이후 회당 규모(\$40억 초과 여부)-단기물 입찰 동결·주간 지준 흐름

TGA 잔액과 9월 말 목표(950)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

TGA 바이백의 구조: 장기물 회수 + 지준 유입



자료: 키움증권 리서치

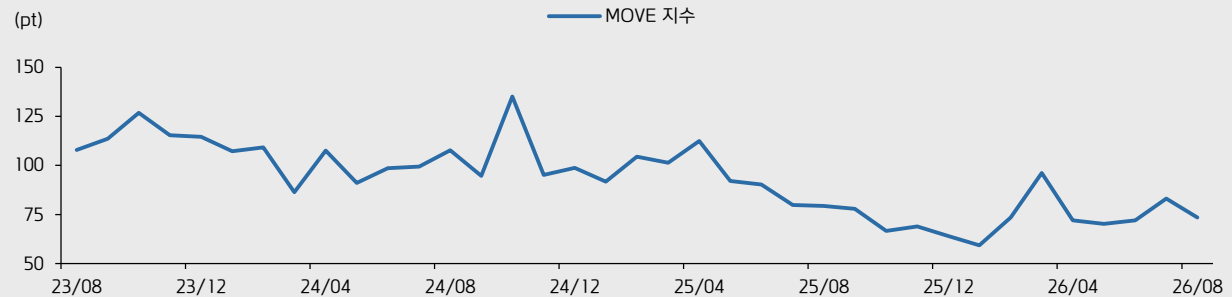


◆ 위험은 상시가 아니라 특정일, 9/15과 9/30에 집중

- 9/15은 3·10·30년 결제에 개인, 법인세 예납, 20년 입찰까지 겹치는 자금 흡수 집중일
- 9/30은 분기말·회계연도말과 결제가 중첩. 두 날의 단기금리 반응이 유동성 여유를 가늠할 실측치

9월 유동성 캘린더와 MOVE 지수

날짜	이벤트	체크 포인트
9/8~10	3·10·30Y 국채 입찰	tail 유무·간접낙찰률 - 바이백 유효성 1차 확인
9/9	확대 바이백 개시(회당 \$4bn+)	빌 증발행 없이 집행되는가 = TGA 자원 확인
9/15	3·10·30Y 결제+개인 납세+20Y 입찰	SOFR-IORB·SRF 사용 여부
9/17~18	BOJ 인상(~80%)·BOE+트리플워칭	글로벌 듀레이션·엔 캐리
9/29~30	분기말+PCE+BEA 연례개정+셋다운 시한	SRF(작년 분기말 \$74.6bn)·레포
현재 좌표	준비금 \$2.93조·RRP \$2억·SOFR-RRP 13bp·TGA \$9,351억	MOVE 73 - 패닉 아닌 구조적 재가격



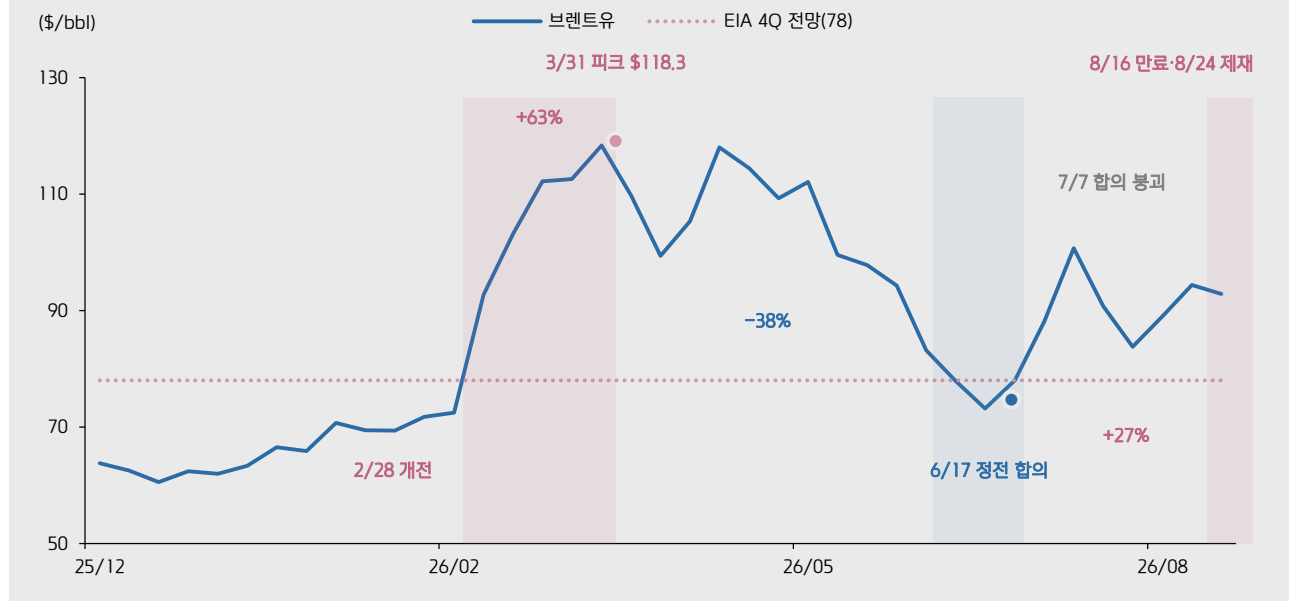
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 컨센서스의 문제는 방향이 아니라 전제

- 브렌트유는 \$92.9(8/24)로 재상승 국면, 3월 피크는 종가 기준 \$118.3(3/31)이었고, 6월 정전 합의(MOU) 국면에서 \$73대까지 내렸다가 합의 붕괴 이후 \$90대에 재정착
- 에너지정보청(EIA)의 4분기 전망 \$78은 현물보다 \$15가량 낮고, '9월 호르무즈 점진 회복'이 전제된 숫자
- 회복이 늦어질수록 전망이 현물 쪽으로 상향되기 쉬운 구조. \$85 아래로 돌아오면 기대 인플레이션 완화 쪽으로, \$100을 넘어서면 인상 논쟁이 다시 힘을 받는 쪽으로 무게가 실릴 가능성. 어느 쪽이든 9월 유가는 금리 경로의 선행 변수로 판단

브렌트유 주간 경로와 EIA 4분기 전망(\$78)



자료: Bloomberg, EIA, 키움증권 리서치



◆ 압박의 강도와 화해 신호가 동시에 세지는 국면

- 2/28 개전 이후 6개월. 6/17 정전 합의(MOU) 서명 → 7/7 붕괴 → 8/16 만료로 협상은 백지 상태. 여기에 8/24에는 교역 상대국까지 겨냥한 '역사상 최강' 제재가 발표돼 8/25 발효
- 호르무즈 통항은 주 73척(8/10~16)으로 전쟁 전 대비 약 -90%. 이란이 '걸프 전체 수출 봉쇄'와 '수주 내 공격 확대'를 경고하고 있는 만큼 9월 초·중순이 직접적인 위험 구간
- 반대편에선 미 대통령의 조기 종전 희망 발언이 같은 주에 병존. 압박 강화가 협상 재개의 지렛대로 쓰일 여지도 있는 만큼, 유엔총회 고위급 주간(UNGA, 9/22~28)이 방향을 가르는 분기점이 될 전망

이란 전쟁 타임라인 - 호르무즈 통항 주 73척(-90%)

날짜	사건	시장
2/28	개전 - 하메네이 사망, 모즈타바 승계	브렌트 급등 개시
3/31	브렌트 피크 - 증가 \$118.3(장중 \$126)	고점
6/17	MOU 서명(60일 시한)	반락, \$70대
7/7	MOU 붕괴	재상승
8/16	MOU 만료	\$90대 안착
8/24~25	'역사상 최강' 제재 발표·발효 + 대통령 '조기 종전' 발언 병존	\$92.9 - 압박·출구 공존
9/6	OPEC+ 회의	증산 유지 여부
9/22~28	UNGA 고위급 주간 - 협상 재개의 분기점	성사 시 유가 급락 촉매

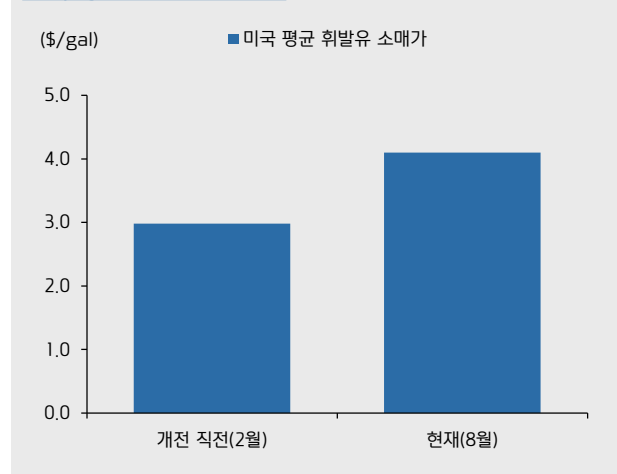
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 소비자 체감과 기업 원가, 양쪽에서 진행되는 물가 압력

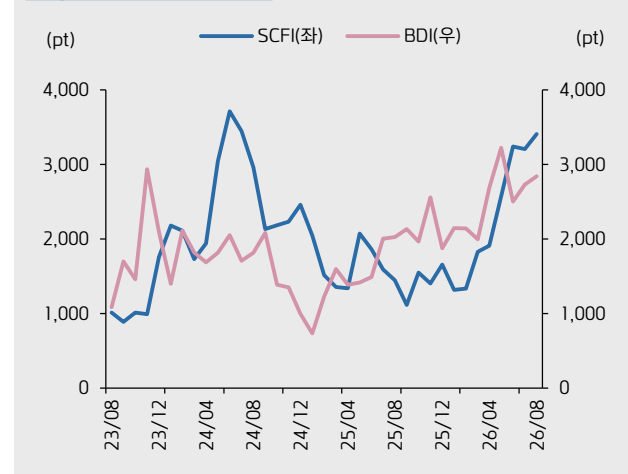
- 휘발유 전국 평균은 \$4.10(8/24, AAA)으로 개전 직전(\$2.98) 대비 +37.5%. 미시간대 1년 기대 인플레이션은 중앙값 4.3%, 평균 7.9%로 평균만 급등해 고물가를 예상하는 응답의 꼬리가 두꺼워진 상태
- 상하이컨테이너운임지수(SCFI)는 3개월 +54%(3,410). 기업 원가가 소비자물가보다 먼저 반등하는 그림
- 휘발유는 기대 인플레이션과 체감 물가로, 운임은 생산자물가(PPI)를 거쳐 기업 마진으로 전이되는 경로. 유가가 진정되지 않을 경우 9/11 소비자물가(CPI) 발표 전부터 인상 논거가 두꺼워지는 구도

미국 평균 휘발유 소매가



자료: AAA, 키움증권 리서치

해상 운임: SCFI와 BDI



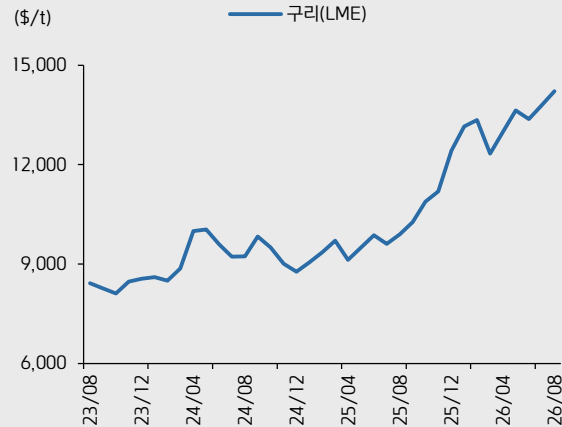
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 국채 신뢰 논쟁이 실물자산 가격으로 변이

- 구리는 \$14,216/t로 사상 최고(8/24), 금은 \$4,666으로 한 주 +5.6%, 비트코인도 주간 +22% 동반 강세. 채권 스트레스 구간에 실물·대체자산으로 헤지 니즈가 다시 유입
- 금은 1월 현물 고점(\$5,602) 대비 -17%로 신고가는 아니며, 8월 반등은 채권 변동 국면의 헤지 재개 성격
- 배경은 국채의 안전자산 지위 논쟁. 재정·장기물 공급 부담이 이어지는 한 반복될 여지가 있는 흐름이며, 실질금리 상승과 실물자산 강세가 동행하는 이례적 조합 자체가 국채 신뢰에 대한 시장의 평가

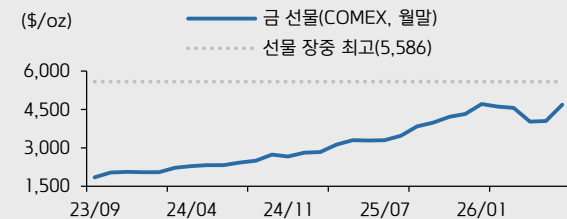
구리(LME) - 사상 최고



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Debasement 스코어보드 (8/24)

자산	수준	비고
금	\$4,666	1월 피크 \$5,602 대비 -17%
구리(LME)	\$14,216/t	사상 최고
비트코인	\$77K	달러 대안 수요
달러인덱스(DXY)	98.9	연중 약세권
10Y 실질금리	2.40%	부채·인플레이의 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 논쟁의 축은 인하가 아니라 '동결 대 인상'

- 2026년 연준은 5회 연속 동결, 인하는 0회. 소수의견은 1월 인하 2인에서 7월 인상 3인으로 뒤집혔고, 같은 방향 3인의 인상 소수의견은 2016년 이후 처음 나온 조합
- 시장의 9월 인상 반영은 약 30%로 8/12(40%)에서 후퇴, 연내 1회 이상 인상은 47~54%(8/24 옵션시장 기준)
- 9/16의 판정 기준은 금리보다 점도표. 2026년 말 중앙값이 3.8%로 유지되면 매파적 동결, 3.6%로 내려오면 인상 논쟁이 잦아드는 신호로 읽힐 수 있어, 결과에 따라 실질금리와 성장주 멀티플의 무게중심이 달라질 전망

2026년 FOMC 표결 지형 - 소수의견의 방향 전환

회의	결과 · 표결	소수의견
1/27~28	동결 10-2	인하 2명
3/17~18	동결 11-1	Miran 인하
4/28~29	동결 8-4	1992년 10월 이후 최다 분열
6/16~17	동결 12-0	워시 첫 주재 - 완화 가이던스 삭제 점도표 연말 3.4→3.8%
7/28~29	동결 9-3	Hammack-Kashkari-Logan 인상 - 같은 방향 3명은 2016년 이후 처음

자료: 키움증권 리서치

시장 프라이싱과 9/16 판독 순서

구분	내용
9/16 인상 확률	~30% (8/12 40%에서 후퇴)
연내 1회 이상	옵션시장 기준 47~54%
6월 점도표	인상 9 / 동결 8 / 인하 1 - 중앙값 3.8%, 한 명 차이
리스크 평가	17명이 PCE 위험을 상방으로 판단
판독 순서	8/28 잭슨홀 → 9/4 고용 → 9/11 CPI → 9/16 SEP·점도표

자료: 키움증권 리서치



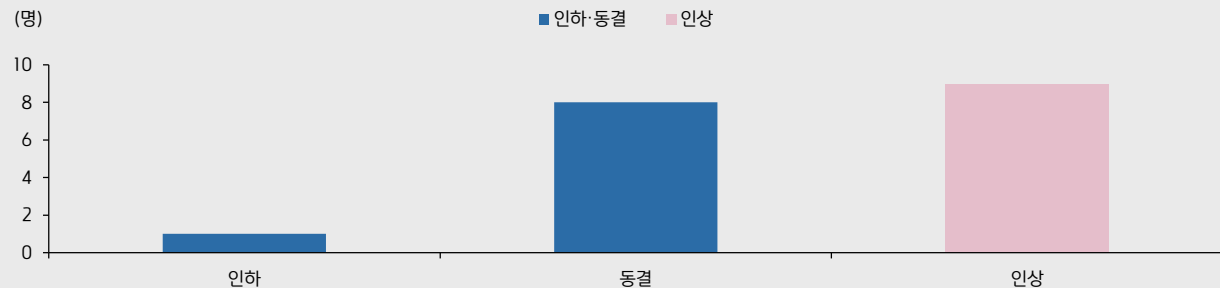
◆ 잭슨홀 미팅에서 볼 것은 전망이 아닌 판단 기준

- 8/28 10시(현지) 첫 기조연설. '장기 구조 문제' 예고에 '시장 프라이싱과 무관' 발언까지 병존
- 점도표에 회의적인 의장인 만큼, 중립금리·장기금리 관련 발언이 9/16 해석의 기준점이 될 전망

6월 SEP 점도표와 8/28 관전 포인트

구분	내용
6월 SEP 점도표	연내 인상 9명 / 동결 8명 / 인하 1명 - 연말 중간값 3.8%(현 3.50~3.75%)
8/28(금) 10:00 ET	워시 취임 후 첫 잭슨홀 기조연설 - "장기 구조 주제" 예고
관전 ①	중립금리 상향 시사 여부 - 장기금리·밴드 상단에 직결
관전 ②	공급측 인플레이션·AI 생산성 발언 - 비둘기 여지의 원천
관전 ③	점도표 회의론(회의 8→6회 축소 제안) - 가이드런스 축소 방향
시장 프라이싱	9월 인상 ~30%(8/12 40%에서 후퇴)·연내 47~54%
같은 날	BLS 벤치마크 예비개정 - -50만 이상이면 고용 그림을 다시 볼 여지

6월 SEP 연말 점도표 분포 - 한 명 차이



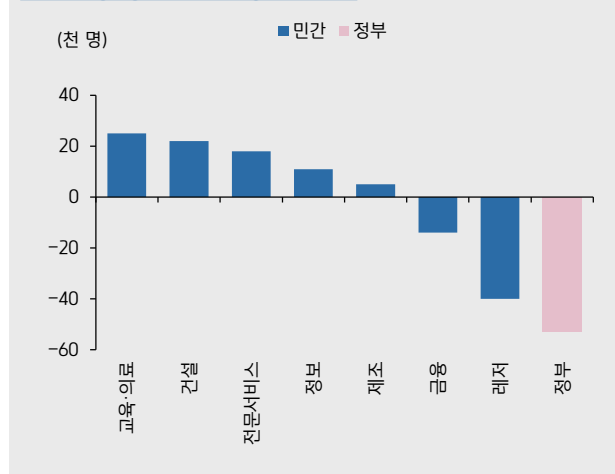
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 헤드라인 -2.3만 명의 내역은 정부 감원, 민간은 플러스

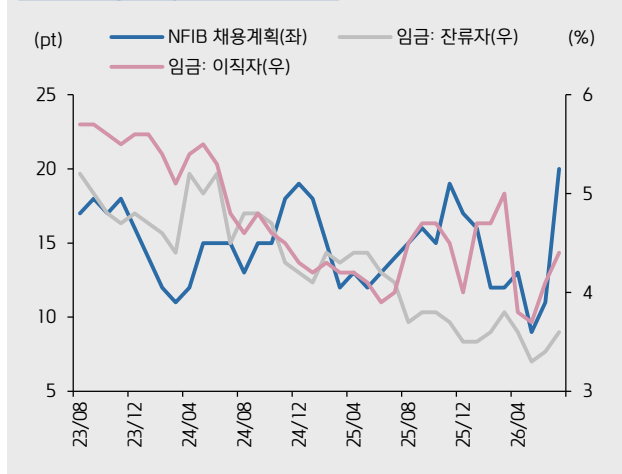
- 7월 고용 -2.3만명은 정부 부문 -5.3만명과 민간 부문 +3.0만명의 합. 민간에서도 건설 +2.2만명, 교육·의료 +2.5만명, 전문서비스 +1.8만명을 기록해 수요 붕괴형 감소로 보기는 어려운 구성
- 반면 성장 지표는 재가속을 시사. 애틀랜타 연의 GDPNow는 4.0%, ISM 제조업지수는 55.6으로 4년 만에 최고치를 기록. 소기업(NFIB)의 채용 계획도 11에서 20으로 반등했고, ISM 고용지수는 52.8로 확장 국면에 진입
- 결국 30% 수준의 금리 인상 확률은 고용의 세부 내역이 충분히 반영되지 않은 가격에 가까움. 9/4 고용보고서에서 정부 부문의 왜곡이 걷히고 민간 고용 증가가 재확인될 경우, 금리 인상 쪽으로 재가격화가 강하게 나타날 가능성에 유의할 필요

7월 고용 증감 분해: 정부 -53k



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NFIB 채용계획과 임금 트래커



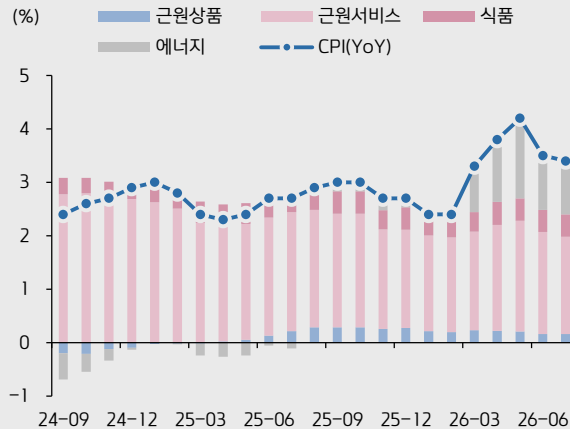
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 물가 둔화의 질이 취약, 원가와 임금은 반대 방향

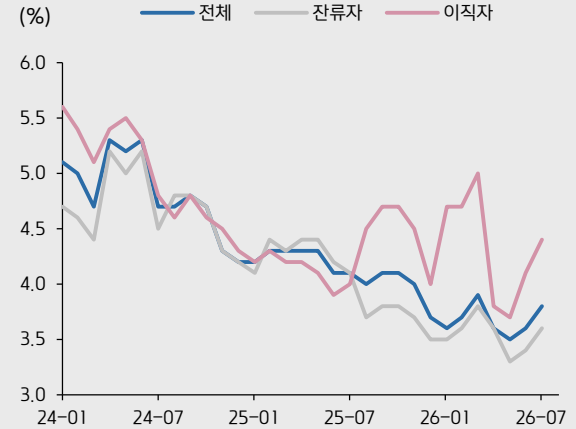
- 7월 소비자물가(CPI)는 3.4%로 전월(3.5%) 대비 둔화. 다만 기여도를 분해하면 에너지 1.00%p·식품 0.42%p는 유지된 채 근원서비스(1.82%p)에서만 둔화가 발생
- 특히 에너지는 전년 대비 +14.7%로, 유가가 현 수준을 유지할 경우 기여도가 다시 커지는 구간
- 임금도 재가속 조짐. 애틀랜타 연준 트래커 기준 전체 3.6% → 3.8%, 이직자는 4.4%로 이직 프리미엄이 0.8%p까지 확대. 남은 둔화 여력이 근원서비스 하나에 얹혀 있는 만큼 디스인플레이션 경로는 취약하다는 판단

소비자물가(CPI) 상승률 기여도 분해



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

애틀랜타 연준 임금상승률 트래커



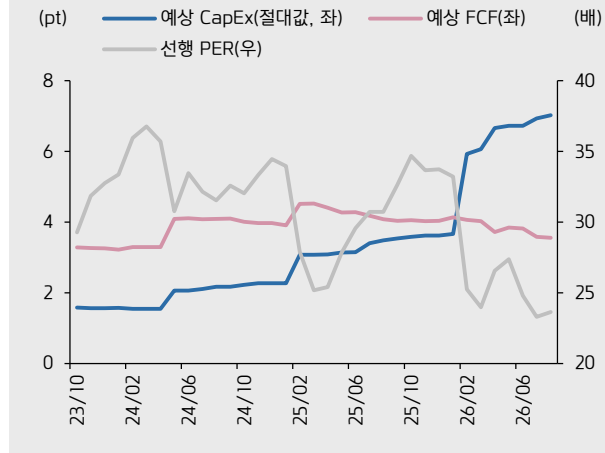
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ AI 투자의 부담이 실적보다 재무제표에 먼저 반영

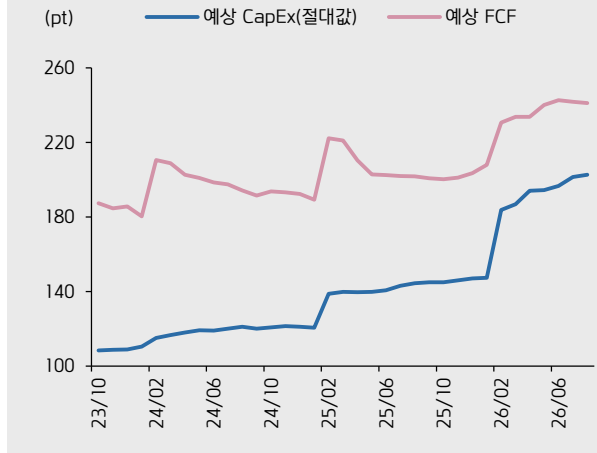
- Mag7의 예상 설비투자(Capex)는 1년 새 두 배로 늘어 사상 최대치를 기록한 반면, 예상 잉여현금흐름(FCF)은 15% 감소. 같은 기간 12개월 선행 PER은 30.7배에서 23.6배로 하락
- 반면 S&P500 전체의 FCF는 사상 최고 수준. 현금흐름 부담이 AI 투자 기업에 집중돼 있다는 의미
- 투자가 이익으로 돌아오기 전에 현금 부담이 먼저 쌓이는 구간. 다만 멀티플이 이미 큰 폭으로 낮아진 만큼, 추가 하락보다는 자금조달 비용과 투자금의 현금 회수 여부가 향후 주가의 관건으로 판단

Mag7: 예상 CapEx·FCF와 선행 PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

(대조) S&P500: CapEx와 FCF



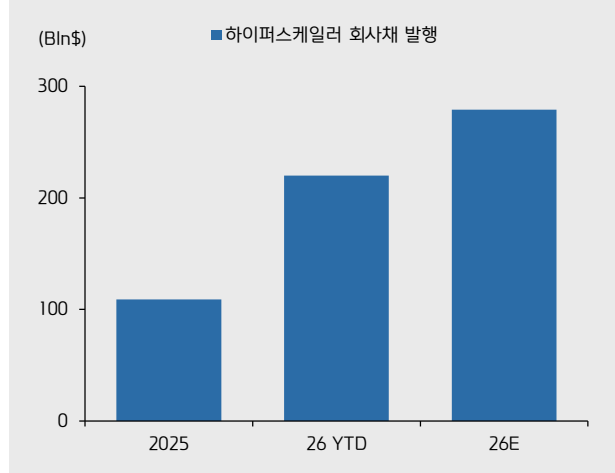
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 발행은 소화되지만 가격은 밀리기 시작한 초기 신호

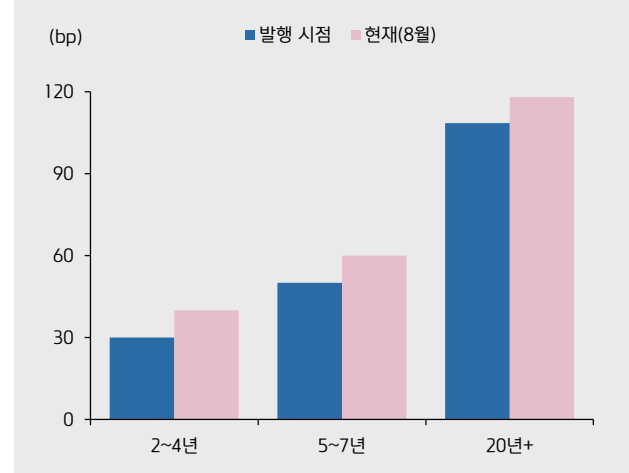
- 하이퍼스케일러 회사채 발행은 연초 이후 \$2,200억, 2026년 전망 \$2,790억. 초과청약 4배가 불을 만큼 수요는 있으나 신규발행 프리미엄이 약 12bp로 시장 평균(2.5bp)을 크게 상회
- 유통 스프레드도 전 만기에서 확대. 올해 발행 91개 중 78개가 발행가 대비 약세(중위 +22bp)
- 오라클의 5년 신용부도스왑(CDS)는 연초 144 → 215bp로 사상 최고, S&P는 신용등급을 BBB-로 강등. AI 투자가 커질수록 조달 비용과 장기물 공급이 함께 늘어나는 만큼, 실적 호재가 금리를 거쳐 멀티플을 누르는 경로에 유의할 필요

AI 하이퍼스케일러 회사채 발행



자료: 각사 IR 자료, 키움증권 리서치

발행 스프레드: 발행 시점 vs 현재



자료: 각사 IR 자료, 키움증권 리서치



◆ 검증의 대상이 수요에서 자금조달·현금 전환으로 이동

- 이번 릴레이는 매출 성장만으로 통과가 어려움. 가격 결정력, 물량 경로, 현금 전환, 메모리 사이클로 질문이 각기 달라, 한 종목의 호실적이 다음 단계를 대신 답하지 못하는 구조
- 첫 순서인 엔비디아(8/26 장후)의 컨센서스는 매출 \$91.85B, 데이터센터 \$85.4B(+107% y/y), 총마진 75%, 서버 가격 15% 이상 인상 통보가 보도된 만큼, 인상 수용과 물량 유지가 동시에 확인되는지가 기준
- 통과 여부에 따라 지수 영향도 갈림. 탈락 시 AI 회사채 스프레드 확대를 거쳐 장기금리·성장주 멀티플 문제로 번질 여지가 있는 만큼, 결과 확인 전 AI 비중의 일괄 확대는 자제할 필요
- 일정은 8/26 → 9/2 → 9월 중순 → 9/29로 이어져, 9월 내내 단계별 확인이 가능한 배치

AI 관련 실적 평가표 - 기대·경계 사항

단계	종목·일자	기대 사항	경계 사항
① 가격	NVDA 8/26(수) 장후	DC \$85.4B 상회+GM 75% 방어+가격 인상 수용	물량 지연·마진 압박
② 경로	AVGO 9/2(수)	2027 AI 매출 \$100B 경로 유지	가이던스 미상향+고객 분산
③ 현금	ORCL 9월 중순(TBA)	RPO \$638B → 매출 전환·가동률	RPO 증가만, 전환 지연
④ 메모리	MU 9/29(화) 장후	HBM 계약·가격 확인	재고 재축적 신호

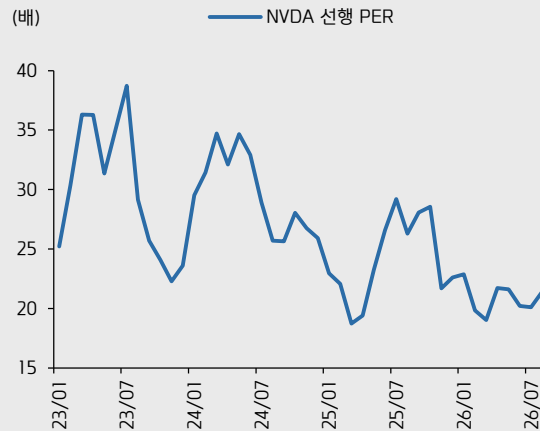
자료: 키움증권 리서치



◆ 기대가 이미 꺾인 자리에서 맞는 실적 발표

- 엔비디아 선행 PER은 21배 안팎으로 역사적 범위(13.9~41.4배)의 하위권, S&P500 대비 프리미엄은 9%에 그침. 성장주 대표 종목으로는 이례적으로 낮은 좌표
- SOX는 예상 EPS가 1년 새 +132% 늘고 ROE가 역대 최고인데 주가는 고점 대비 -20%
- 눈높이가 낮아진 상태의 실적 발표는 하방보다 상방이 열리기 쉬움. 판정 기준을 통과하면 낮아진 멀티플 자체가 반등 여력이 되고, 탈락해도 주가에 반영된 폭만큼 낙폭은 제한될 가능성. 단 회사채 조달비용 경로로 번지는 경우는 별개라 구분 필요

NVDA 선행 PER - 역사 하위권



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

SOX: 주가 -20% vs 예상 EPS +132%



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 닷컴기와의 비교가 말하는 것은 과열의 정도

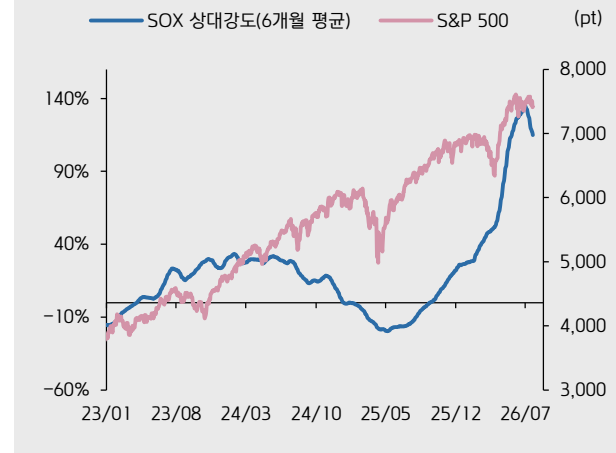
- 1990년대 후반에는 SOX의 S&P500 대비 상대강도가 가파르게 치솟아 2000년 정점에서 꺾였음. 현재 사이클의 상대강도는 그 정점의 절반 수준
- 이번 사이클은 이익(SOX 예상 EPS 1년 +132%)이 주가와 같이 올라온다는 점에서도 멀티플 주도였던 당시와 구분
- 비교의 결론은 '버블이라 위험하다'보다 '과열의 좌표가 아직 낮다'에 가까움. 다만 상대강도의 추가 상승은 실적 확인이 전제로, 과거 사례는 방향이 아니라 여지의 근거

1990년대 후반 SOX 상대강도와 S&P500



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

현재 SOX 상대강도와 S&P500



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 상흔이 깊었던 곳에서 시작된 되돌림

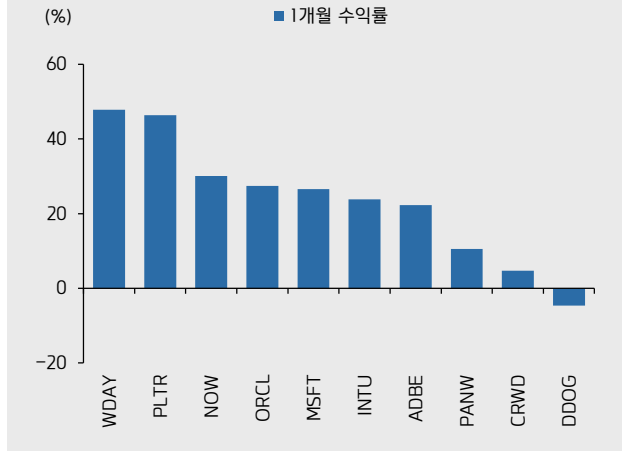
- 소프트웨어 지수는 7/24 4,210에서 8/21 5,171로 한 달간 22.8% 상승. 다만 지난해 10월 전고점인 5,920과 비교하면 여전히 12.7% 낮아, 추세 회복으로 보기에는 이른 수준
- 종목별로는 워크데이(+48%, LBO), 팔란티어(+46%), 서비스나우(+30%) 등 낙폭이 컸거나 개별 호재가 있었던 기업을 중심 반등
- AI 확산에 따른 경쟁 심화와 비용 상승 우려는 아직 해소되지 않은 상황. 현재는 사용량 증가가 매출과 이익으로 이어지는 일부 기업부터 주가가 회복되는 단계로 판단. 소프트웨어 업종 전체가 다시 평가받으려면 이익 반등과 10년 실질금리 하락이 함께 확인돼야 하는 만큼, 지수 추격보다 실적 개선이 확인되는 종목을 선별할 필요

소프트웨어 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

소프트웨어 개별 1개월 수익률



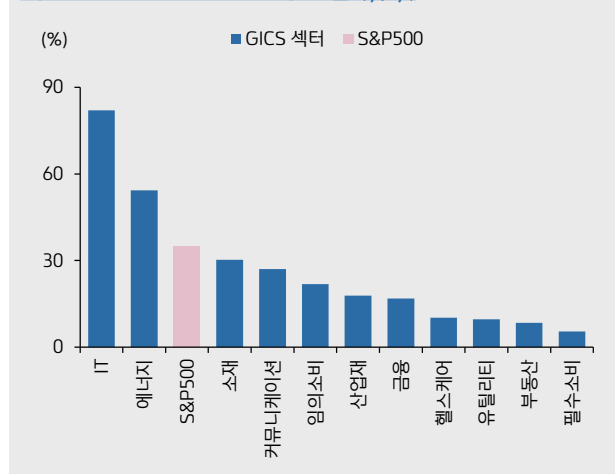
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 하단을 받치는 것은 소수 종목이 아니라 이익의 저변

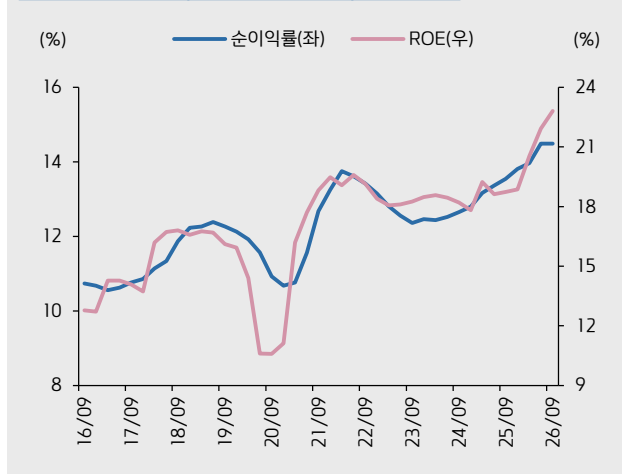
- S&P500의 11개 업종 모두 12개월 선행 EPS가 사상 최고치를 기록. IT(+82% YoY), 에너지(+54%)뿐 아니라 대부분 업종에서 이익 전망이 함께 높아지고 있어, 상승이 일부 대형주에만 의존하는 구조는 아님
- 실제 2분기 EPS는 전년 대비 50.4% 증가했고, 알파벳과 아마존을 제외해도 32% 증가. 최근 12개월 순이익률(14.5%)과 자기자본이익률(ROE 22.8%)도 사상 최고 수준
- 따라서 증시가 조정을 받더라도 당장은 기업 이익 악화보다 높은 금리에 따른 밸류에이션 하락이 원인일 가능성이 큼. 여러 업종의 이익이 함께 개선되고 있다는 점은 지수의 낙폭을 제한하고 밴드 하단인 6,900을 지지하는 근거

섹터별 12M FWD EPS 증가율 (y/y)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

S&P500 순이익률과 ROE - 역대 최고권



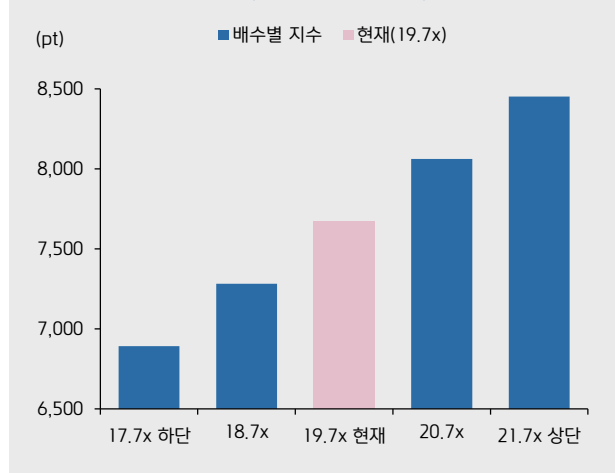
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ S&P500 밸류에이션은 중립, 소형주는 선별 필요

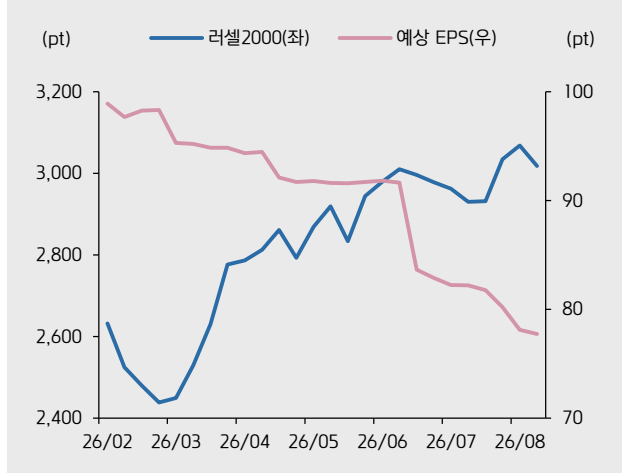
- S&P500의 12개월 선행 PER은 19.7배로(8/22 기준) 5년 평균 19.9배에 근접하며 현재 밸류는 과도하게 높거나 낮지 않은 수준으로 판단. 밸류 상향이 재차 진행되기 위해서는 실질금리 하락이나 추가적인 이익 전망 상향이 필요
- 다만 러셀2000은 최근 3개월 동안 선행 EPS가 15% 하향됐는데도 주가는 사상 최고 수준에 근접. 12MF PER도 38.8배까지 상승
- 소형주는 이익보다 주가가 빠르게 오른 만큼, 금리 인상 우려가 재차 부각될 경우 변동성이 확대될 가능성. 다만 최근 이익 훼손의 주된 원인이 비용 부담인 만큼, 비용 통제가 이뤄질 경우 이익 증가율이 가장 빠르게 회복될 수 있는 영역도 소형주
- 이에 NFIB 소기업낙관지수의 이익 전망 항목은 AI 관련 비용 부담이 실제 실적에 반영되는지를 판단하는 기준이 될 수 있음. 최근 지표는 오히려 8월 이후 소기업의 고용 및 설비투자 확대 가능성을 시사

멀티플 지도: 17.7x 6,893 ~ 21.7x 8,453



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

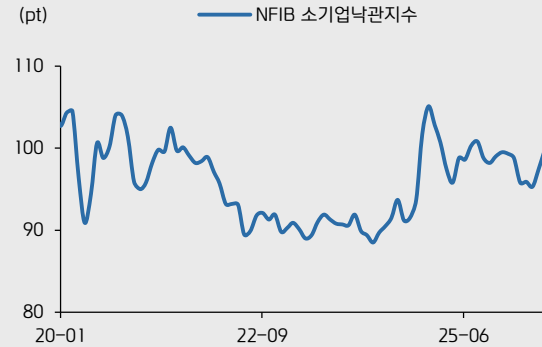
러셀2000: 주가 vs 예상 EPS



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

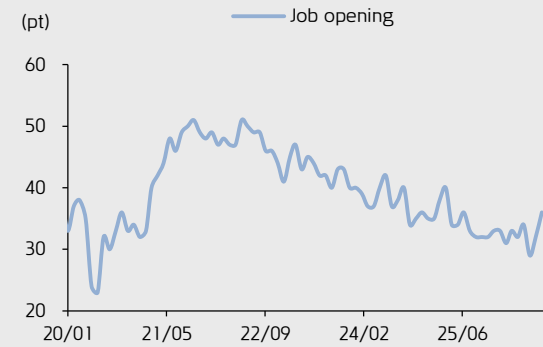


NFIB 소기업낙관지수



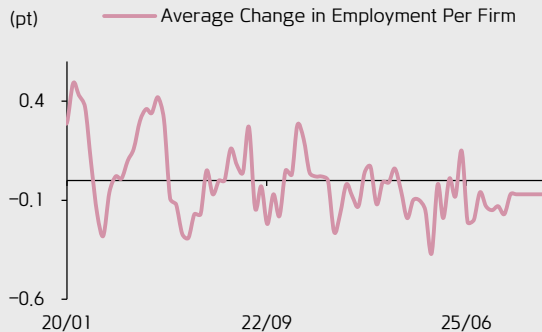
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NFIB 소기업낙관지수-Job opening



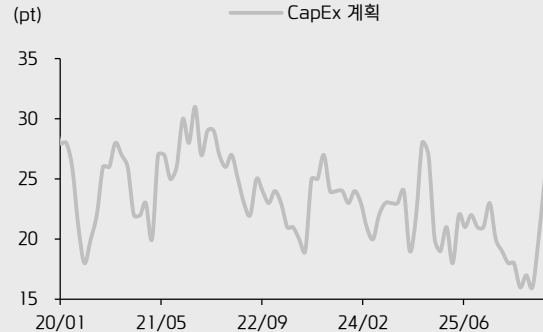
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NFIB 소기업낙관지수-기업 당 고용



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NFIB 소기업낙관지수-CapEx 계획



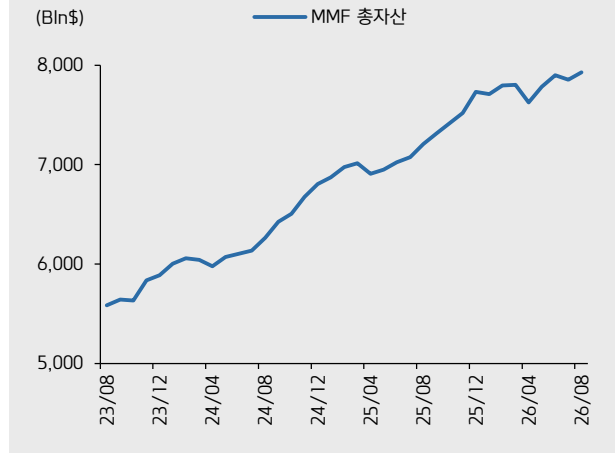
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 개인·기업의 매수 여력은 충분하지만, 지수 -4% 이탈은 경계

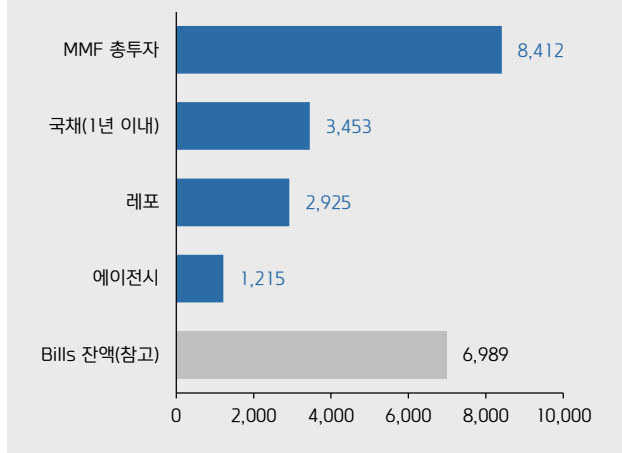
- 증시 하단을 받치는 주체는 개인과 기업. 개인은 지수 하락일에 평소의 3.5배를 순매수했고, 연초 이후 ETF에는 1.2조달러가 유입. MMF 대기자금도 8.4조달러(2026년 7월, OFR)에 달하며, 기업의 자사주 매입 승인 규모는 연간 1.15조달러로 사상 최대
- 다만 지수가 4% 이상 하락하면 추세추종 펀드(CTA)의 기계적 매도가 시작될 수 있으며 이 경우 매도 물량이 1,000억달러를 넘어설 것으로 골드만삭스는 추정 중
- 9월 중순부터는 실적 발표를 앞둔 기업들의 자사주 매입 제한 기간이 시작돼 기업 매수세가 약해질 수 있음. 얇은 조정은 개인과 대기자금이 빠르게 흡수할 가능성이 있지만, 낙폭이 4%를 넘으면 CTA 매도가 더해지며 하락이 커질 수 있어 수급 주체를 먼저 확인할 필요

MMF 총자산 - 두터운 대기 자금



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MMF \$8.4조의 실체와 수급 트리거



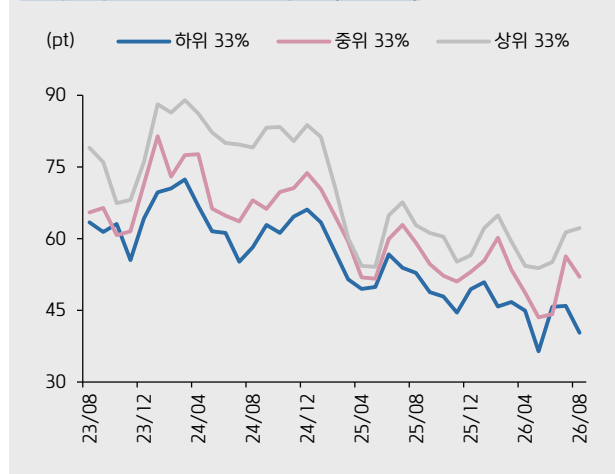
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 저소득층의 체감경기는 악화됐지만, 재정 지원 여력도 제한

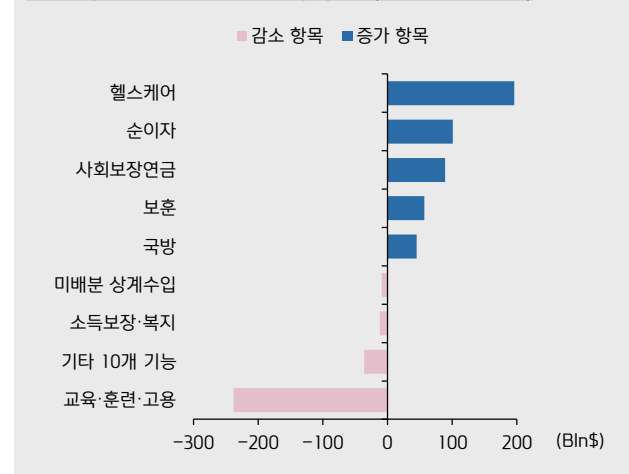
- 8월 미시간대 조사에서 저소득층의 소비심리는 40.3으로 한 달 새 5.6포인트 하락한 반면, 고소득층은 62.2로 0.9포인트 상승. 휘발유 가격이 갤런당 4.10달러까지 오르는 등 생활비 부담이 커지면서 물가 감당 능력이 선거의 핵심 이슈로 부상
- 정부 지출 증가분은 헬스케어(+1,960억달러)와 이자비용, 사회보장 등 의무지출에 집중. 반면 전체 지출에서 저소득층 복지가 차지하는 비중은 사상 최저 수준으로 낮아져, 체감경기 악화를 직접 완화하기는 어려운 구조
- 선거가 가까워질수록 감세나 현금 환급 요구는 커질 수 있지만, 늘어난 이자비용 때문에 대규모 부양책을 시행할 여력은 제한적. 따라서 정책 수혜는 일부 업종과 테마를 중심으로 선별하고, 재정적자에 따른 금리 상승 부담은 지속적으로 경계할 필요

소득계층별 소비자 체감경기 (미시간)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

지출 증가 기여: 12M 누적 증감 (26.7 vs 25.7)



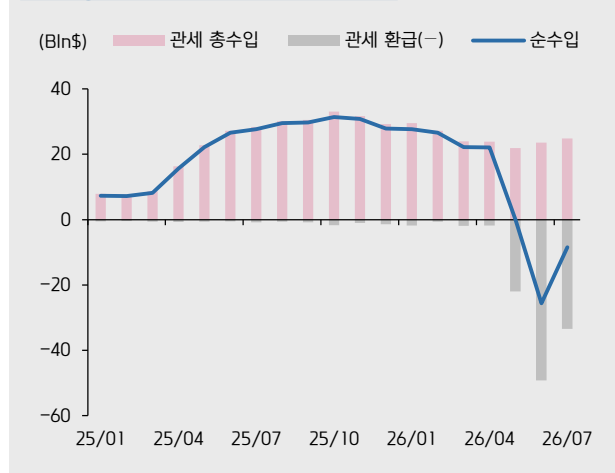
자료: 미 재무부(MTS), 키움증권 리서치



◆ 징수는 그대로이나 환급이 더욱 커진 양상

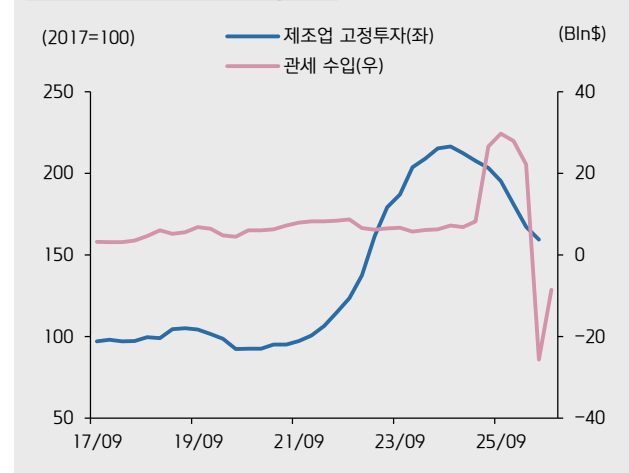
- 관세 총징수액은 월 220억~250억달러 수준을 유지하고 있지만, 위험 판결에 따른 환급금이 월 220억~490억달러씩 지급되면서 순수입은 마이너스로 전환. 관세 순수입은 2025년 10월 +314억달러에서 2026년 6월 -256억달러, 7월 -85억달러로 감소
- 전체 환급 대상 약 1,660억달러 가운데 이번 회계연도에만 1,150억달러가 기업에 지급될 예정. 기업에는 예상하지 못한 현금 유입이지만, 정부 입장에서는 그만큼 세입이 줄어 국채 발행 부담이 커질 수 있음
- 동시에 9월에는 캐나다 보복관세(9/8)와 의약품 100% 관세(9/29)가 발효되고, 미·중 관세 유예도 11/10 종료될 예정. 관세 재부과는 개별 업종의 비용 부담으로 접근하되, 소송 결과에 따라 환급이 늘어날 경우 기업에는 현금 지원, 정부에는 세입 감소로 작용한다는 양면성을 함께 확인할 필요

관세 총수입 vs 환급 - 순수입 분해



자료: 미 재무부(MTS), 키움증권 리서치

관세 수입과 제조업 고정투자



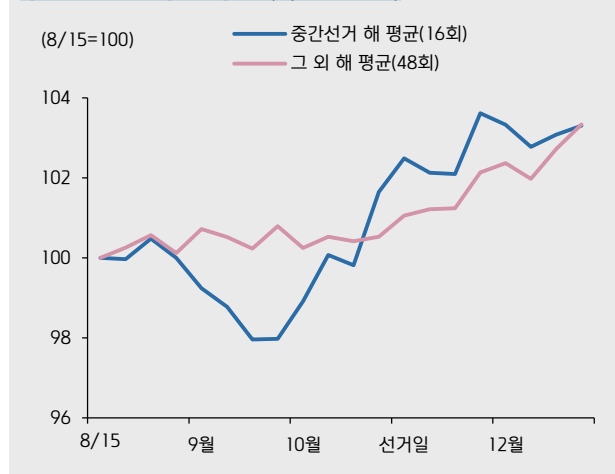
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 중간선거와 9월의 계절성

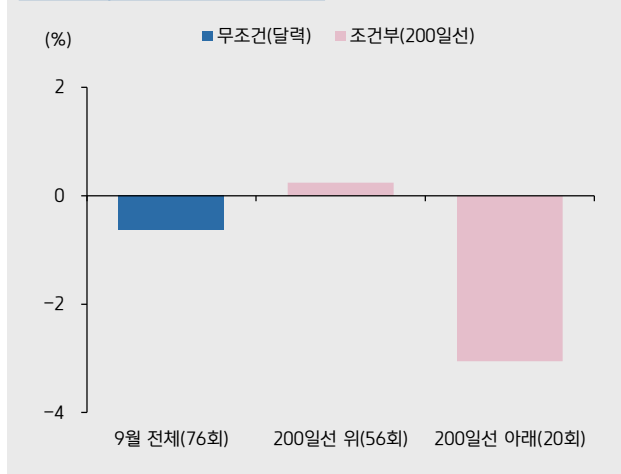
- 1950년 이후 9월 S&P500 수익률은 평균 -0.6%, 상승 확률은 45%로 부진. 다만 9월 초 지수가 200일 이동평균선 위에 있었던 해에는 평균 +0.2%, 아래에 있었던 해에는 -3.1%를 기록. 현재 지수는 200일선을 웃돌고 있어 과거 약세 국면보다는 양호한 위치
- 중간선거가 있는 해에는 8월 중순부터 선거일까지 평균 8.0% 하락했고, 16차례 중 13차례가 약세를 기록. 저점도 주로 10월에 형성됐지만, 선거 이후 12개월 동안은 과거 19차례 모두 상승해 평균 수익률은 15.1%
- 계절성만으로 매도할 필요는 없지만, 악재가 발생하면 낙폭이 평소보다 커질 수 있는 시기. 단기 조정 가능성에는 대비하되, 지수가 3~4% 하락하는 구간부터 분할 매수하는 전략이 유효하다는 판단

중간선거 해 평균 경로 (8/15=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

9월 수익률: 200일선 조건부



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



검증된 이익을 조정된 가격에 — AI/성장 축

테마	업종	종목	투자 포인트	시가 총액 (\$min)	1M 수익률 (%)	YTD 수익률 (%)
메모리	IT	마이크론 테크놀로지 (MU)	- Take-or-pay 장기공급계약(SCA) 체결로 최소 매출 \$100B 보장 및 실적 하방 경직성 확보 - 차세대 HBM4 12H 랩스 가속 및 TSMC 베이스다이 협력 기반 커스터마이징 HBM 경쟁력 강화 - HBM 및 범용 DRAM의 CY27~28년 물량 완판과 HBM TAM 확장에 따른 중장기 실적 가시성	1,053,690	1.3	226.9
메모리	IT	시게이트 테크놀로지 홀딩스 (STX)	- 차세대 HAMR(Mozaic) 기술 리더십 기반 고용량 로드맵 선도 및 TB당 원가 우위 지속 - Nearline 제품의 Build-to-order 계약을 통한 CY27~28년 물량 완판 및 가격 규율 확보 - 과점 시장 내 증설 억제와 AI 데이터 수요 폭증 속 역대 최대 FCF 창출 및 주주환원 확대	186,229	-3.5	198.4
AI 수익화	통신 서비스	알파벳 (GOOGL)	- 클라우드 OPM 35.6% 달성 및 \$514B 수주 백로그 기반의 엔터프라이즈 AI 수익화 가속 - TPU-Gemini-클라우드 풀스택 수직계열화 경쟁력 및 선제적 설비투자의 중장기 회수 가시성 - AI 쿼리 확장을 통한 본업 검색 광고의 견고한 성장과 Waymo·보안 등 차세대 읍셔널리티 확장	4,221,802	8.5	10.8
방산·자율	산업재	크라토스 디펜스 앤드 시큐리티 솔루션스 (KTOS)	- 순항미사일 터보젯·터보팬 엔진 양산 확대, 발키리 40대 양산 체제 구축으로 중장기 성장 가시성 확보 - 극초음속 시험 인프라 독점력과 MACH-TB 예산 반영으로 관련 매출 27년 7억 이상 달러 증가 전망 - 사상 최대 수주잔고(20.8억 달러) 경신 및 지향성에너지·우주 영역 단독 수주 바탕 견조한 성장세	9,882	11.2	-30.7

자료: 키움증권 리서치
주: 2026.08.25 기준



이익 상황이 검증된 소외주 — 방어 측

테마	업종	종목	투자 포인트	시가 총액 (\$mln)	1M 수익률 (%)	YTD 수익률 (%)
금융 ①	금융	씨티그룹 (C)	- 구조개혁 기반 비용 절감과 전 사업부 호조로 상반기 RoTCE 13.1% 달성 및 중기 수익성 가시성 확보 - 글로벌 기관 시장점유율 확대와 Services·IB·Equities 호조 및 디지털자산 기반 신성장 동력 확보 90%대 주주환원율과 2027년 Banamex 분리에 따른 자본 해방 및 극심한 저평가 멀티플의 리레이팅 여력	223,518	0.8	14.2
금융 ②	금융	골드만삭스 (GS)	- M&A 자문 1위 지배력과 OneGS 연계 시너지 및 5년래 최고치 파이프라인 기반 실적 업사이드 - 아시아 프라임 브로커리지 선제 투입으로 사상 최대 잔고 달성 및 주식·FICC·파이낸싱 경합 수익화 - 구조적 영업레버리지와 AWM 펀딩 호조 따른 효율성 개선, 배당 인상·자사주 매입 등 주주환원 강화	320,548	-0.2	20.5

자료: 키움증권 리서치
주: 2026.08.25 기준



◆ 실적 상향 미반영 성장주와 저평가 금융주 중심의 압축 대응

- **실적 상향 미반영 IT 하드웨어 및 방산 테크 집중 (알파 포트폴리오):** 이익 추정치 상향(+18.5%)에도 주가 조정(-23.3%)으로 약 40%p의 괴리가 발생한 반도체·스토리지(MU, STX)의 상방 갭 메우기에 주목. 아울러 국방 예산 증분의 수혜가 가시화되고 역대 최대 수주잔고를 확보한 방산 테크(KTOS)를 핵심 성장 축으로 편입하여 초과 수익 추구
- **규제 완화 및 주주환원 기반의 대형 금융주 압축 (방어 포트폴리오):** 연간 가이던스 하향이 지속되는 유틸리티를 배제하고, 자본규제 완화(SLR·바젤 재검토)와 적극적인 자사주 매입·배당 확대로 RoTCE 개선이 뚜렷한 대형 금융주(C, GS)로 구성. 9월 계절적 변동성 확대 국면에 대응해 포트폴리오 하방 경직성 확보
- **이익 사이클 점검 및 리스크 트리거 모니터링:** 이익 상향 확산도(Net +65.0%p)와 상하향 비율(5.5:1)은 여전히 견조한 어닝 업사이클을 지지. 다만 사이클 둔화에 선제 대응하기 위해 '빅테크의 FY27 CapEx 가이던스 유지 여부'와 '시총가중 이익 증가세 둔화'를 핵심 감시 지표로 설정해 지속 추적

9월 바벨 포트폴리오 구성안

구분	알파 (Alpha) 축: 성장·수익 추구	방어 (Defensive) 축: 가치·하방 지지
핵심 콘셉트	이익 전망 상향에도 주가가 과도하게 소외된 종목	실적 가시성이 높고 변동성이 낮은 저평가 가치주
선별 섹터 및 종목	- 메모리·스토리지: 마이크론(MU), 시게이트(STX) - AI 수익화: 알파벳(GOOG) - 방산 테크: 크라토스(KTOS)	- 대형 금융: 씨티그룹(C), 골드만삭스(GS) - 저변동 실적 가치주 (Top Pick 압축)
선별 기준	① 실적 추정치 상향 지속 ② 호실적 주가 미반영 ③ 단기 확정 촉매(Catalyst) 보유	동일 기준 적용

자료: Bloomberg, LSEG, FactSet, 키움증권 리서치

2Q26 실적 점검 (1): 역대급 결과 — 절반은 실력, 절반은 회계



- ◆ 일회성 평가이익을 제외한 실질 이익 성장률(+32.0%)도 2개 분기 연속 +25% 상회
 - **대형 일회성 회계 이벤트 분리**: 알파벳(\$98B)과 아마존(\$53.4B)의 지분 평가익(SpaceX, Anthropic 등)이 6월 말 이후 지수 이익 추정치 증가분의 약 71%를 차지. 순수 펀더멘털 판독을 위해 일회성 이익을 제외한 수치(이익성장 +32.0% / 서프라이즈율 +10.9%)를 표준으로 적용
 - **착시 없는 본업 체력 확인**: 매출 성장률(+15.0%)은 11개 전 섹터 증수와 함께 2021년 이후 최고치 경신. 순이익률(NPM) 역시 일회성 제외 기준 15.0%로 2009년 집계 이래 역대 최고 수준의 마진 방어력 입증
 - **글로벌 익스포저 기업의 실적 견인**: 해외 매출 비중 상위 기업의 이익 성장(+75.3%)이 내수형(+39.6%)을 압도하며 약달러 환경의 수혜 확인

2Q26 S&P 500 실적 및 어닝 서프라이즈 세부 내역

지표 (S&P 500)	2Q26 헤드라인	일회성 제외 (실질)	주요 시사점 및 과거 비교
EPS 컨센서스 상회	88.3%	—	2Q21 이후 최고치 (5년 평균 78.0% 대폭 상회)
매출 컨센서스 상회	77.4%	—	11개 전 섹터 증수 (매출 성장률 +15.0% YoY)
이익 성장률 (YoY)	+50.4%	+32.0%	ex-일회성 기준 2개 분기 연속 +25% 상회
어닝 서프라이즈율	+29.2%	+10.9%	GOOGL·AMZN 평가익 제거 후에도 5년 평균(+7.0%) 상회
순이익률 (NPM)	16.9%	15.0%	어느 기준으로도 2009년 집계 이래 역대 최고치

자료: Bloomberg, LSEG, FactSet, 키움증권 리서치 (7/1~8/25 실적 발표 S&P500 구성 종목 중 439개사 집계 기준)



◆ '단순 서프라이즈'보다 '가이던스'가 핵심

- **호실적의 보상 부재와 가혹한 하방 페널티:** 매출·이익 동반 상회(Double Beat) 기업도 발표 당일 상승률은 평균 +0.58%(상승 확률 51.5%)에 불과하나, 실적 미달 시 평균 -2.45% 급락하며 하방 압력이 11.2배에 달함. 특히 0~5% 소폭 상회는 사실상 미달 취급(-1.2%)을 받아, 단순 컨센서스 상회만으로는 주가 상승이 제한됨
- **호실적 급락 종목의 역발상 기회:** Double Beat 달성 후 당일 차익실현으로 -5% 이상 급락한 57개사는 익일 이후 중앙값 +2.0%(반등 확률 61%) 회복. 발표 당일 투매에 동조하기보다는, 가이던스가 살아있는 종목의 놀림목 매수 기회로 활용하는 전략이 유효
- **가이던스 중심의 실적주 선별 대응:** 발표 당일 이벤트 매매는 변동성 대비 실익이 낮음. 실적 수치 자체보다 향후 가이던스 상향을 확인하고 실적주를 중기 보유(Double Beat 기업 분기 누적 +5.81%)하는 전략이 통계적으로 가장 안정적 성과 기록

2Q26 실적 결과별 주가 반응 및 분기 누적 성과

실적 결과 구분	종목 수 (개)	발표 당일 평균 수익률	당일 상승 확률 (승률)	분기 누적 평균 수익률 (QTD)
① Double Beat (매출·EPS 동반 상회)	307	+0.58%	51.5%	+5.81%
② EPS 상회 / 매출 미달	77	-1.21%	40.3%	+3.72%
③ EPS 미달 / 매출 상회	30	-1.55%	30.0%	-0.01%
④ Double Miss (매출·EPS 동반 미달)	21	-3.74%	38.1%	-1.90%

자료: Bloomberg, LSEG, FactSet, 키움증권 리서치 (7/1~8/25 실적 발표 S&P500 구성 종목 중 439개사 집계 기준)



◆ '기업 가이드스 주도의 견고한 이익 상황과 밸류에이션 부담 완화 국면'

- **기업 가이드스 기반의 견고한 이익 사이클**: 3분기 부정적 EPS 가이드스 비율은 33%로 5년 평균(58%)을 크게 하회하며, 특히 IT 기업의 94%가 긍정적 가이드스를 제시. 이에 따라 3분기 지수 이익 추정치는 시즌 중 이례적으로 상향(+26.5% → +27.4%)되며 이익 사이클의 지속성을 지지 (반면 소비재·유틸리티는 자체 하향 지속)
- **이익 성장이 견인한 밸류에이션 정상화**: 6월 말 이후 주가 상승률(+2.8%) 대비 Fwd EPS(+4.7%) 증가세가 앞서며 시총가중 12M Fwd P/E는 20.7배에서 19.7배로 하향 안정화. 최근 지수 정보는 실적 훼손이 아닌 견고한 이익 성장을 통해 멀티플 부담을 소화하는 건전한 디레이팅 과정
- **9월 미발표 기업들의 높아진 실적 눈높이**: 발표를 앞둔 43개 기업(NVDA, AVGO, ORCL, MU 등)은 사전 리비전 Net +86.0%p, 주가 +7.9%로 기대치가 선반영된 상태. '호실적 무보상' 환경을 고려할 때 9월 실적 시즌은 단순 컨센서스 상회 여부보다 '차기 가이드스의 질'이 주가의 핵심 분수령

S&P 500 12M Fwd EPS 월별 궤적 (시총가중 Bottom-up)

구분	6월	7월	8월 (~8/24)
12M Fwd EPS 지수 (2025.12.31=100)	118.8	123.1	127.4
월간 Revision Breadth Net (%p)	+81.9%p	+73.2%p	+65.0%p

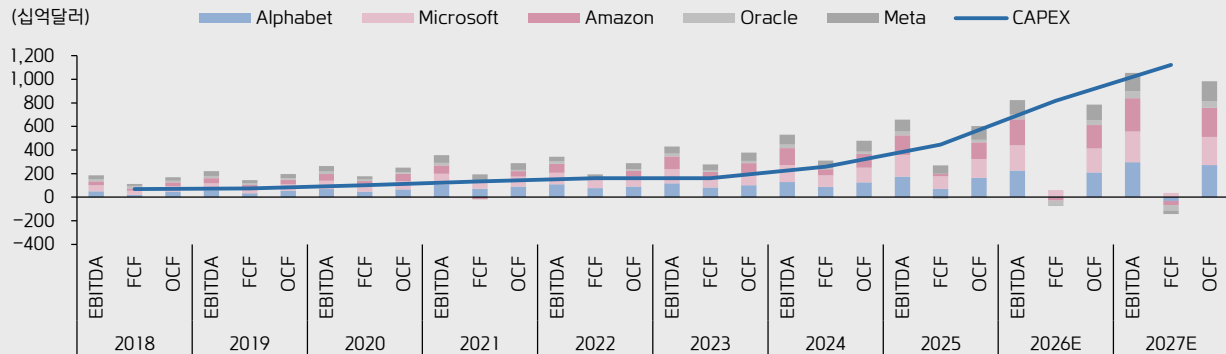
자료: Bloomberg, LSEG, FactSet, 키움증권 리서치 (7/1~8/25 실적 발표 S&P500 구성 종목 중 439개사 집계 기준)



◆ 빅테크 투자 경쟁과 LTA 기반의 FY27 실적 가시성

- **AI CapEx 사이클의 구조적 지속성:** 빅테크의 AI 주도권 경쟁은 '투자를 먼저 줄이면 시장에서 도태되는' 죄수의 딜레마 구조로, 기업들의 자발적 투자 축소 가능성은 극히 낮음 (FY26 합산 CapEx \$690B+, YoY +80%). 소비 둔화와 재정 여력 축소 국면에서 AI 투자가 미국 경제 성장을 지탱하는 핵심 동력인 만큼, 대규모 투자 집행은 최소 FY27까지 불가피
- **장기계약 기반의 실적 하방 지지와 수급 부담 완화:** 메모리 의무인수 계약(Take-or-Pay, CY27~28년 물량 완판)과 인프라 수주잔고가 향후 실적 하단을 견고하게 지지(Lock-in). 7월 수급 풀림(82% → 53%) 해소와 업종 12M Fwd P/E 축소(40.7배 → 23.7배)로 디레이팅이 상당 부분 진행되었으며, 약 40%p에 달하는 실적-주가 괴리는 9월 주요 실적 발표를 거치며 주가 반등을 통해 해소될 전망
- **차입 투자 부담의 선반영과 핵심 모니터링 변수:** CapEx 자원 내 부채 조달 비중 확대(9% → 32%)와 회사채 발행 증가가 장기금리 상승 압력으로 작용하며 주가 밸류에이션 조정을 선제적으로 촉발. 향후 리스크 관리는 '하이퍼스케일러의 실질 AI 수익화(ROI) 속도'와 'FY27 CapEx 가이드선 유지 여부'에 집중

하이퍼스케일러(GOOG·MSFT·AMZN·ORCL·META) EBITDA/FCF/OCF 및 CapEx 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 국방 조달 패러다임 전환과 풍부한 수주 백로그 기반의 실적 가시성 확보

- **국방 조달의 구조적 패러다임 전환:** FY27 미 국방예산은 대형 플랫폼에서 가성비 대량생산(Affordable Mass) 및 소모성 무기(2.8배)·자율체계(신설 \$54.6B) 중심으로 재편
- **호실적과 사상 최대 수주잔고 확보:** 크라토스(KTOS)는 2Q 서프라이즈(매출 YoY +30.5%) 및 가이드스 상향으로 연초 수주 우려를 불식. 역대 최대 백로그(\$2.08B)를 기반으로 발키리(Valkyrie) LRIP 및 극초음속 대형 수주의 연내 체결이 핵심 촉매
- **임시예산(CR) 노이즈와 방어적 종목 선별:** 9월 말 CR 정국에 따른 신규 예산 집행 지연 리스크 상존. 다년도 기배정 예산(\$156B 권역)과 풍부한 확정 수주를 갖춰 정치적 불확실성에서 절연된 KTOS 중심의 압축 대응 권고

방산 테크 핵심 지표 및 투자 포인트 (KTOS 2Q26 실적 기준)

핵심 구분	KTOS 2Q26 확인치	실적 판독 및 투자 코멘트
매출액 / 가이드스	\$458.8M (YoY +30.5%) / FY26 \$1,750~1,810M 상향	컨센서스 대폭 상회 (유기 성장률 +19.1%)
수주잔고 / BTB	\$2.08B (역대 최대) / 2Q 1.1배 (LTM 1.3배)	수주 공백 우려 해소 (2개 분기 연속 <1.0배 미발동)
파이프라인	\$15.0B 규모	자율무인체계·극초음속 신규 계정 입찰 대기
주요 촉매 / 리스크	발키리 LRIP 및 극초음속 본계약 연내 체결 기대	12M Fwd P/E 60배대 유지를 위한 연속 수주 필수
차선 후보 점검	에어로바이런먼트 (AVAV): 9월 초 실적 대기	소모성 무기 노출은 CR 영향 가능해 실적 확인 후 대응

자료: 각 사 공시, 미 국방부(DoD) FY2027 예산안, 키움증권 리서치



◆ 낮은 밸류에이션 매력과 최저 변동성을 견비한 9월의 실질적 방어 축

- **규제 완화와 자본환원의 선순환 사이클**: 은행 자본규제 완화 기류(SLR 완화 및 바젤 규제 재검토) 속에서 대형 은행들의 역대급 배당·자사주 매입 집행이 가속화. 자본 여력이 RoTCE 개선과 주주환원 확대에 직결되고 있으나, 섹터 12M Fwd P/E는 15.5배(전 섹터 최하위 수준)에 불과해 정책 수혜를 온전히 반영하지 못한 매력적인 저평가 구간
- **견고한 실적 모멘텀과 최저 수준의 변동성**: S&P500 내 금융주의 2Q EPS 컨센서스 상회 비중 87%, 12M 리비전 Net +81%p(전 섹터 3위)를 기록하며 우수한 펀더멘털을 입증. 실적 발표일 주가 변동성(σ 4.2%)은 전 섹터 중 가장 낮아, 역사적으로 변동성이 확대되는 9월 계절성 국면에서 탁월한 하방 경직성을 제공
- **씨티그룹(C) 중심의 압축 대응과 매크로 분산**: 씨티그룹은 사업 구조개혁 수확기 진입(2Q RoTCE 13.0%) 및 저평가(P/TBV ~1.3배) 매력에도 불구하고 호실적(+15.1%) 대비 주가(-5.9% QTD)가 과도하게 소외되어 '신중함 축'의 핵심 대안으로 유호. 금리 방향성에 대한 단일 베팅을 지양하고, 자본비율이 견고하고 주주환원 여력이 높은 대형 IB/은행주 중심의 방어 포트폴리오 구축 권고

대형 금융주 2Q26 실적 서프라이즈 및 주가 반응

기업명 (티커)	2Q EPS 서프라이즈율	발표 당일 주가 반응	12M EPS 리비전 (QTD)	주가 수익률 (QTD)	미반영 폭 (리비전-주가)
골드만삭스 (GS)	+44.8%	+9.0%	+16.2%	+2.5%	+13.7%p
JP모건 체이스 (JPM)	+7.2%	+2.5%	+9.0%	+8.9%	+0.1%p
씨티그룹 (C)	+15.1%	-5.3%	+5.0%	-5.9%	+10.9%p
PNC 파이낸셜 (PNC)	+6.1%	+0.9%	+4.6%	-1.0%	+5.6%p
현팅턴 뱅크셰어스 (HBAN)	+3.7%	-4.8%	+4.9%	-3.9%	+8.8%p

자료: Bloomberg, LSEG, FactSet, 키움증권 리서치



◆ 대체자산 강세 국면에서의 유형별 주식 선별과 선행 지표 중심 운용 규율

- **매크로 환경과 대체자산 국면 진단:** 재정적자발 약달러 속 금의 재가속과 비트코인(전고점 대비 -37%)의 회복 초입 국면 공존. 국채 바이백 확대가 유동성을 지지하는 가운데 상대적으로 눌려있던 가상자산의 캐치업 랠리 가능성에 주목
- **가상자산 및 인프라 수혜주 선별:** 실적 추정치 후행에 따라 시세·플로우를 선행 지표로 채택. MSTR(mNAV 1.0배)과 COIN(사상 최대 점유율 10.3%)의 레버리지에 주목. 서클(CRCL)은 USDC 유통량(+25%)과 9/16 Arc 메인넷이 촉매이나, 금리 인상은 준비금 수익률엔 순풍, 위험자산·유통량엔 역풍
- **금광주 접근법과 포지셔닝 규율:** 금광주(NEM)는 실적 추정치 상향 전환 확인 후 진입 권고. 고베타 자산 추종주는 포트폴리오 내 '테마 위성(Satellite)'으로 비중을 제한하고, 매매 기준을 개별 주가가 아닌 기초자산(BTC·금) 시세 및 유통량 지표에 연동하는 규율 적용

Debasement 주식 대응 수단 및 포지셔닝 맵

유형 구분	대표 종목	가격 전달 메커니즘	선행 진입 및 확인 신호	핵심 리스크 요인
보유형 (레버리지)	MSTR	BTC NAV 연동 및 자본조달 매집	mNAV 프리미엄 정상화 (현 1.0배) 및 매집 재개	BTC 급락 시 손실 증폭, 전환사채·우선주 부담
거래·플로우형	COIN	거래대금 급증 → 수수료 기반 이익 급증	거래대금 회복 및 사상 최대 점유율 (10.3%)	수수료율 인하 경쟁, 12M EPS 리비전(-53%) 후행
인프라·수수료형	CRCL	유통량 × 단기금리 → 준비금 이자 수익	USDC 유통량 확대 및 9/16 Arc 메인넷 출시	금리 인상 시 수익률은 개선되나, 유통량은 위축
원자재 베타 (금)	NEM 등	금 가격 상승에 따른 채굴 마진 확대	12M EPS 추정치 상향 전환 (현 -7.6%)	금 가격 되돌림, 채굴 원가 인플레이션
환효과 (기보유)	대형 IT HW	약달러 지속에 따른 해외 매출 마진 개선	해외형 기업 이익 증가세 (+75.3% vs 내수 +39.6%)	단기 달러 반등 시 이익 모멘텀 둔화

자료: FactSet, Bloomberg, 각 사 공시, 키움증권 리서치



◆ 이익 확산도 둔화와 종목 간 극심한 양극화에 따른 선별적 종목 장세 대응

- **섹터 단위 베타 베틱 지양 및 차별화 종목 중심 대응:** 5개 섹터 모두 이익 상향 확산도(Revision Breadth Net)가 지수 평균(+69%p)을 밑돌고 종목 간 실적 분산(IQR)이 극심해 섹터 방향성 베틱의 실익이 낮음. 단순 섹터 ETF 매수를 배제하고, 실적 상향 미반영 종목이나 뚜렷한 개별 촉매를 보유한 종목으로 압축 대응을 권고.

Neutral 5개 섹터별 세부 진단 및 선별 대응 전략

섹터 (Net / IQR)	섹터 내 구조적 괴리 및 업황 진단	9월 핵심 모니터링 변수	선별 관심 종목 및 대응 전략
커뮤니케이션 서비스 (+57%p / 9.7%p)	AI 수혜(검색)와 피해(애드테크), 추정치 없는 밸류 반등(미디어)이 공존하며 4갈래로 극단적 양극화	반독점 소송 규제책 윤곽 및 빅테크 FCF·감가상각 부담	알파벳 (GOOGL): 리비전(+17.5%) 대비 추가(-2.6%) 미반영으로 '알파 축소' 유효
자유소비재 (+54%p / 4.0%p)	섹터 리비전(+8.5%)은 AMZN 기여 착시(제외 시 -0.2%), 관세 전가에 따른 실질 소비 여력 둔화	연말 홀리데이 시즌 가이던스 및 관세 환급 이익의 질 검증	익스피디아 (EXPE) 등 수요가 견고한 여행주 선별 vs TSLA·내구재 보수적 접근
필수소비재 (+56%p / 2.1%p)	가격 인상 여력 한계 도달 및 판매량(Q) 둔화 국면. 섹터 전반의 전통적 방어력 약화	일회성 관세 환급 제외 후 본업 마진 방어 여부	타깃 (TGT), 에스티로더 (EL) 등 확실한 실적 턴어라운드 확인 종목만 선별
소재 (+32%p / 12.0%p)	중국 감산 정책 기대와 금값 상승 등 매크로 변수가 실적을 압도하며 추정치 하향 종목이 주가 견인	원자재 가격 변동의 실적 추정치 반영 시차 확인	프리프트 맥모란 (FCX), 뉴코 (NUE) 등 이익 전망 상황이 동반된 종목 한정
부동산 (+43%p / 5.2%p)	금리 인상 사이클과 장기 국제 발행 부담 중첩. 10년물 상방 리스크 우세, 잭슨홀·9월 FOMC 확인 전 대기	미 국채 10년물 금리 레벨 및 상업용 부동산 리스크	디지털 리얼티 (DLR): AI 데이터센터 인프라 수요가 직결된 특수 리츠 국한

자료: Bloomberg, LSEG, FactSet, 키움증권 리서치

주: Revision Breadth Net = 추정치 상향 기업 비중 - 하향 기업 비중(%p), IQR = 사분위 범위($Q_3 - Q_1$), 섹터 내 종목 간 실적 추정치 편차·양극화 척도

[UW] 이익 추정이 부재한 밸리와 과도한 밸류에이션 부담 섹터



◆ 실적 가시성 없는 멀티플 의존 밸리와 수급 과열 섹터의 비중 축소 권고

- **편편멘털 없는 반등과 밸류에이션 부담 섹터 비중 축소:** 이익 가시성이 결여된 채 낙폭 과대 인식만으로 반등했거나, 역사적 고평가로 실적 하회 시 주가 충격이 큰 5개 섹터에 대해 UW(비중 축소) 제시. 섹터 단위 접근을 배제하고 실적 상황이 확인된 개별 종목 위주의 선별적 롱(Long) 전략 권고

Underweight (UW) 섹터별 핵심 논거 및 선별 예외 종목

섹터	핵심 리스크 및 비중 축소(UW) 논거	주요 밸류에이션 및 수급 지표	예외적 선별 접근 종목
산업재	밸류에이션 프리미엄 최고치 및 기관 수급 과열. 호실적 미보상 vs 어닝 미스 시 분기 내내 급락하는 비대칭 리스크 심화	12M Fwd P/E 25.2배 (5년 평균 대비 +21%) - HF 틸트 +319bp, MF +204bp (과열)	FIX, EME, PWR (수주 백로그 기반 실적 상황 중립)
건강관리	약가 규제 및 특허 절벽 부담. 2Q 서프라이즈율 (1위)이 차기 추정치 상향으로 이어지지 못한 전형적인 멀티플 밸리	12M EPS 리비전 +2.2% (최하위) 12M Fwd P/E 18.4배 (10년 평균 16.5배 상회)	길리어드 (GILD) (리비전 최상위 턴어라운드, +45.2%)
에너지 (E&P-메이저)	원유 공급 과잉에 따른 유가 상단 제약. 실적 추정치 하향에도 주가만 반등한 수급 과열 국면으로 유가 되돌림 시 취약	- EPS 하향 비중 42.9% (전 섹터 최대) - HF 순포지션 +349bp (2015년 이후 최고)	정제주 (MPC, VLO) (건조한 크랙마진 기반 추정치 상향)
유틸리티	연간 가이던스 하향 집중. 요금 규제와 자본 조달비용 상승이 AI 전력 테마의 기대감을 상쇄 (8월 방어 축 NEE 제외)	- 연간(FY) 부정적 가이던스 비율 79% (최대) - NEE 편입 후 -5.8%, 리비전 +1.9%에 불과	원전-IPP 계열 (DC 전력 PPA 체결 확인 기업 한정)
IT 소프트웨어	AI 에이전트 도입에 따른 좌석(Seat) 기반 과금 모델 붕괴 우려. 7~8월 반등은 실적 상황 없는 단순 기술적 되돌림	- 주요 종목 7~8월 주가 +29~63% 반등 대비 12M EPS 리비전은 +1.6~2.8%에 불과	오라클 (ORCL) (클라우드 수주 기반 리비전 +6.0% 동반)

자료: 키움증권 리서치, IEA·EIA, Evaluate·ING, Deloitte, FactSet



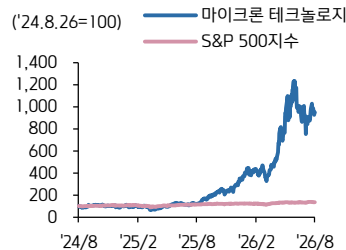
블룸버그 목표주가	USD 1579.60
현재 주가 (8/25)	USD 932.97

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어&반도체
세부업종	반도체&반도체 장비
거래소	NASDAQ GS
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,677.28
시가총액(min)	1,053,689.9
유통주식수(min)	1,129.4
52주 최고	1255.00
52주 최저	114.25
일평균거래량	48,082,462

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	226.9	1.3	117.5	701.4
S&P 500	12.2	3.6	10.5	19.2



- ◆ **기업 개요:** 글로벌 3대 메모리 반도체 기업이자 미국 유일의 첨단 메모리 제조사로, HBM3E→HBM4→HBM4E로 이어지는 차세대 풀 라인업을 바탕으로 SK하이닉스·삼성과 HBM 3강 체제를 형성. NVIDIA Vera Rubin향 공급이 확인된 가운데 Hyperscaler ASIC 다각화(MSFT Maia·META MTIA·Google TPU·AWS Trainium) 직접 수혜 위치에 위치. 최근 Anthropic과 다년 메모리·스토리지 공급계약 및 자본 투자(6/22)를 체결해 AI 밸류체인 내 전략적 지위가 격상됨
- ◆ **투자 포인트:** 1) **Take-or-pay 장기공급계약(SCA)으로 비즈니스 모델 전환:** 고객 16곳과 통상 5년(CY26~30)의 해지 불가 take-or-pay 계약(자동차는 3년)을 체결, 계약기간 DRAM 물량의 ~20%·NAND의 ~1/3을 커버하며 이 중 14건은 최저 가격 기준으로도 누적 매출 ~\$100B가 보장됨. 선수금 등 \$22B를 선취했고 최저 가격이 역대 피크 분기 마진을 상회하는 GPM을 담보하는 수준이어서, 메모리 디레이팅의 근원인 이익 하방 변동성이 구조적으로 축소(최종 목표는 전사 매출의 절반 이상 SCA로 커버). 2) **HBM 차세대 풀 라인업과 booked-out 수요:** NVIDIA Vera Rubin향 HBM4 12H 램프가 HBM3E 12H 대비 2배 속도로 진행 중(HBM4 매출 이미 \$1B+)이며, 1 y DRAM 기반 HBM4E(27년)부터는 TSMC 로직 파운드리 base die 전환으로 커스터마이징 경쟁력 강화. HBM TAM \$100B 돌파 시점을 CY28→CY27로 앞당겼고, HBM은 물론 non-HBM DRAM까지 CY27~28 물량이 공급 능력을 초과한 상태
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q26 매출 \$41.5B(YoY +346%), Non-GAAP EPS \$25.11, GPM 84.9%로 서프라이즈를 기록했으며, FY4Q26 가이드스(매출 \$50.0B, GM ~86%)도 상향(9/23 발표). 주가는 전고점 대비 ~25% 조정을 받았으나 선행 EPS는 +47% 상향되며 12M Fwd P/E 5.9배(PEG 0.07)로 극심한 저평가 구간. 누적 최저 매출 ~\$100B와 최저가를 보장하는 SCA가 실적 하방을 견고히 잠근 데다, 미국 유일의 메모리 제조사 프리미엄을 감안하면 과거 사이클 우려에 따른 할인은 과도하며 리레이팅 여력은 충분하다고 판단

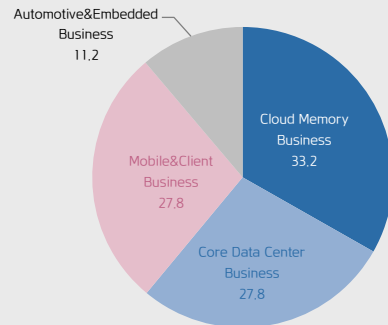
Company Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	25,111	37,378	129,316	245,837
영업이익	1,935	10,846	98,496	205,954
영업이익률 (%)	7.7	29.0	76.2	83.8
순이익	1,472	9,470	83,160	173,541
EPS	1.30	8.29	72.78	151.68
증가율	-129.2	537.7	777.9	108.4
PER	134.3	15.8	12.8	6.2
PBR	2.3	2.5	7.8	3.6
ROE	1.7	17.2	74.2	70.9
배당지표수익률	0.1	0.1	0.1	0.1

주: 컨센서스는 2026.08.25 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

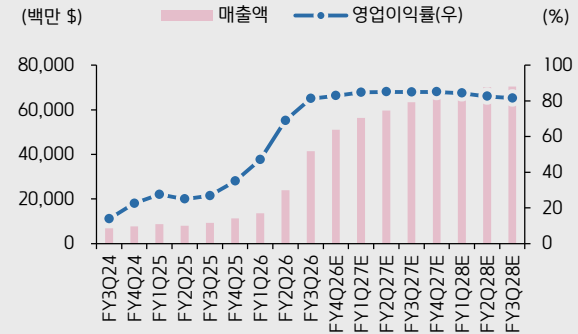


MU 사업부별 매출액 비중



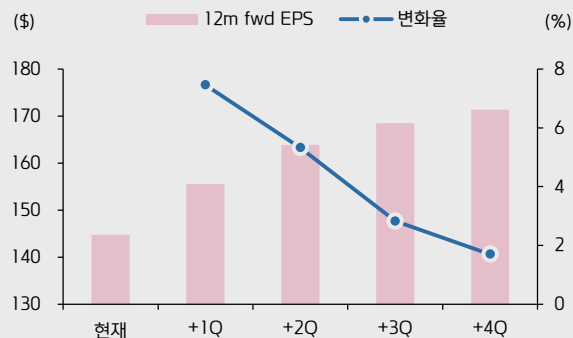
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MU 분기 매출액 및 영업이익률 추이



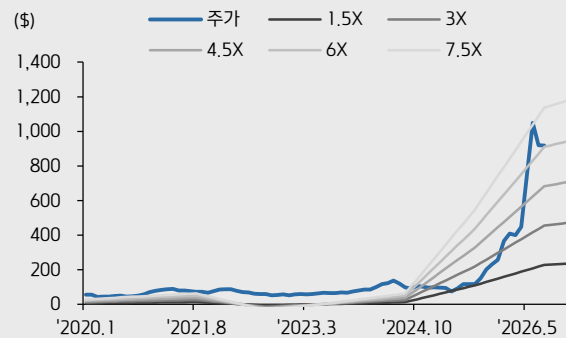
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MU 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MU 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

마이크론 테크놀로지 (MU)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	27,705	30,758	15,540	25,111	37,378
매출원가	17,282	16,860	16,956	19,498	22,505
매출총이익, GAAP	10,423	13,898	-1,416	5,613	14,873
판매비	894	1,066	920	1,129	1,205
연구개발비	2,663	3,115	3,114	3,430	3,798
영업이익, GAAP	6,283	9,702	-5,745	1,304	9,770
영업외 (이익)손실	65	131	-87	64	116
세전이익, GAAP	7,633	8,814	-5,658	1,240	9,654
법인세비용	394	888	177	451	1,124
당기순이익, GAAP	5,861	8,687	-5,833	778	8,539
EPS, GAAP	5.23	7.81	-5.34	0.7	7.65
희석 EPS, GAAP	5.14	7.75	-5.34	0.7	7.59
영업이익, 조정	7,667	10,281	-4,819	1,935	10,846
당기순이익, 조정	6,373	9,475	-4,862	1,472	9,470
EBITDA	12,605	16,943	2,148	9,224	18,275

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	12,468	15,181	1,559	8,507	17,525
감가상각비, 무형자산상각비	6,214	7,116	7,756	7,780	8,352
운전자본 변동	-370	-1245	-2896	-1165	-666
투자활동으로 인한 현금흐름	-10,589	-11,585	-6,191	-8,309	-14,087
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-10,030	-12,067	-7,676	-8,386	-15,857
유, 무형자산 처분	0	888	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,781	-2,980	4,983	-1,842	-850
자금배당금	0	-461	-504	-513	-522
차입금의 증가(감소)	-332	-32	5955	-898	-189
자사주매입	-1,294	-2557	-425	-300	0
현금증가	139	510	317	-1,604	2,594
기초현금	7,690	7,829	8,339	8,656	7,052
기말현금	7,829	8,339	8,656	7,052	9,646
FCF	2,438	3,114	-6,117	121	1,668
FCFF	2,638	3,314	—	479	2,089

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	58,849	66,283	64,254	69,416	82,798
유동자산	19,907	21,781	21,244	24,372	28,841
현금 및 현금성자산	8,633	9,331	9,594	8,106	10,307
매출채권	4,920	4,765	2,048	5,419	7,163
재고자산	4,487	6,663	8,387	8,875	8,355
비유동자산	38,942	44,502	43,010	45,044	53,957
유형자산	33,764	39,227	38,594	40,394	47,326
무형자산	1,577	1,649	1,554	1,566	1,603
부채총계	14,916	16,376	20,134	24,285	28,633
유동부채	6,424	7,539	4,765	9,248	11,454
매입채무	5,325	6,090	3,958	7,299	9,649
단기성부채	210	103	278	502	634
비유동부채	8,492	8,837	15,369	15,037	17,179
장기성부채	7,125	7,413	13,655	13,576	14,718
자본총계	43,933	49,907	44,120	45,131	54,165

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	21.16	28.24	-37.54	3.10	22.85
영업이익률	22.68	31.54	-36.97	5.19	26.14
EBITDA 마진	45.50	55.08	13.82	36.73	48.89
ROE	14.14	18.51	-12.41	1.74	17.20
ROA	10.42	13.88	-8.94	1.16	11.22
ROIC	12.26	16.30	-10.26	1.40	13.46
부채비율	16.70	15.06	31.58	31.19	28.34
순차입금비용	-6.97	-6.94	7.92	10.91	6.31
EBITDA/현금지급이자	73.71	110.02	6.65	18.34	43.72
현금비용	134.39	123.77	201.34	87.65	89.99
유동비용	309.88	288.91	445.83	263.54	251.80
PER	13.28	7.16	—	134.29	15.78
PBR	1.88	1.26	1.74	2.35	2.53
EV/EBIT	12.62	6.09	—	83.65	14.31
EV/EBITDA	6.33	3.50	37.38	12.02	7.68

시게이트 테크놀로지 홀딩스 (STX)



US Equity Analyst 박기현

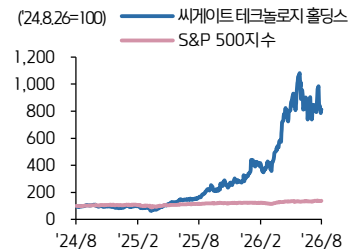
블룸버그 목표주가	USD 1112.70
현재 주가 (8/25)	USD 821.67

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	기술 하드웨어, 스토리지
거래소	NASDAQ GS
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,677.28
시가총액(min)	186,228.9
유통주식수(min)	226.6
52주 최고	1145.00
52주 최저	158.68
일평균거래량	4,786,902

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	198.4	-3.5	94.8	401.0
S&P 500	12.2	3.6	10.5	19.2



◆ **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: 2세대 'Mozaic 4+'(최대 44TB)는 최대 CSP 2곳만 램프업이 본격화됐고, HAMR은 Nearline 엑사바이트 출하의 약 40%를 차지(FY27 말 70% 목표). 로드맵은 50TB(2027년 말 쉐)→60TB→80TB→100TB(2030년대 초)로 이어지며, 면적밀도 선도는 곧 TB당 원가 우위를 의미. Nearline 물량은 가격·제품구성까지 확정된 build-to-order 계약으로 CY2027 전량, CY2028 대부분이 배정 완료되어 공급 예측가능성과 가격 규율을 동시에 확보. 2) 구조적 공급부족과 산업 규율 기반의 다년 FCF 성장 구조: AI 추론용 체크포인트·비정형·영상 데이터 급증 속 고가 NAND/SSD 대비 압도적 경제성으로 대용량 저장장치의 사실상 유일한 대안. 과점 3사는 신규 CAPA 증설을 자제하고 면적밀도 향상 중심으로 대응(동사 드라이브 대수 flat, CapEx 매출의 4~6%). EB당 가격 +10% YoY(6월 분기) 등 ASP·마진 개선 지속, FY26 FCF는 사상 최대 \$3.1B(+280%). 부채 축소(\$5.0B→\$3.6B)와 배당·자사주 환원 확대를 병행하며 다년성 이익 및 FCF의 구조적 우상향 국면 진입

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY26Q4 매출액 \$3.63B(+48% YoY, +17% QoQ), Non-GAAP 회석 EPS \$5.71(+121% YoY, +39% QoQ)로 가이던스 상단을 상회. FY27Q1 가이던스는 매출 \$4.1B(+56% YoY), EPS \$7.30, OPM ~50%로 추가 QoQ 성장을 예고했으며, FY27 연간 매출 성장률은 FY26(+34%)을 상회하고 매출·마진의 매분기 순차 개선을 제시. EPS 폭증(FY26 +92%에 이어 컨센서스 FY27 +130%)으로 12M Fwd P/E는 약 23배(FY27E 기준)로 섹터 중앙값 수준까지 내려왔고 PEG 0.3배·FY28 P/E 15배로, 이익 성장이 밸류에이션 부담을 빠르게 해소하는 구간

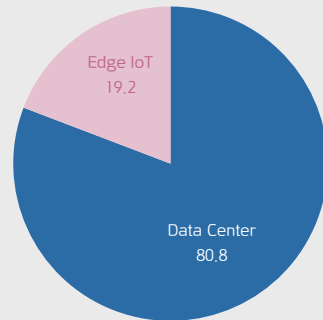
Company Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY25	FY26	FY27E	FY28E
매출액	9,097	12,195	18,738	25,550
영업이익	2,127	4,450	9,939	15,292
영업이익률 (%)	23.4	36.5	53.0	59.9
순이익	1,733	3,538	8,335	13,162
EPS	8.10	15.58	35.72	55.67
증가율	527.9	92.3	129.2	55.9
PER	19.7	55.6	23.0	14.8
PBR	-	85.8	22.2	10.9
ROE	-	-	144.2	120.0
배당지표수익률	0.4	0.4	0.4	0.4

주: 컨센서스는 2026.08.25 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

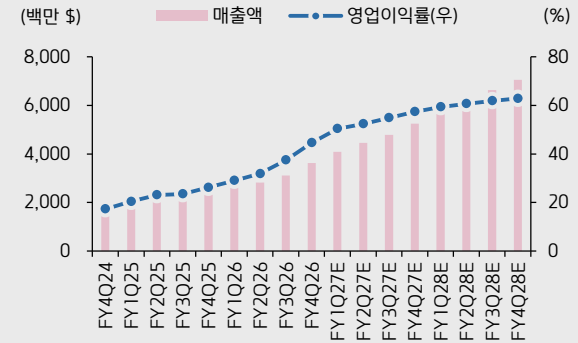


STX 사업부별 매출액 비중



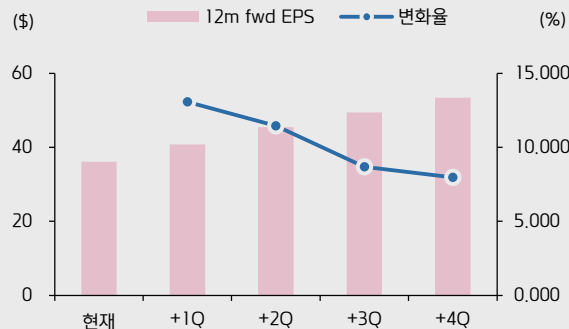
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

STX 분기 매출액 및 영업이익률 추이



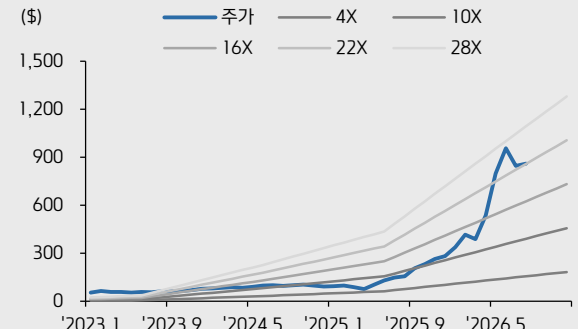
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

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 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
매출액	11,661	7,384	6,551	9,097	12,195
매출원가	8,192	6,033	5,015	5,897	6,637
매출총이익, GAAP	3,469	1,351	1,536	3,200	5,558
판매비	—	—	—	—	—
연구개발비	941	797	654	724	755
영업이익, GAAP	1,955	-342	452	1,890	4,094
영업외 (이익)손실	276	154	7	377	404
세전이익, GAAP	1,697	77	333	1,802	4,186
법인세비용	30	33	110	44	506
당기순이익, GAAP	1,649	-529	335	1,469	3,184
EPS, GAAP	7.5	-2.56	1.60	6.93	14.54
희석 EPS, GAAP	7.36	-2.56	1.58	6.77	13.9
영업이익, 조정	2,142	413	677	2,127	4,450
당기순이익, 조정	1,833	40	272	1,733	3,538
EBITDA	2,422	192	788	2,217	4,442

현금흐름표

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
영업활동으로 인한 현금흐름	1,657	942	918	1,083	3,674
감가상각비, 무형자산상각비	451	513	264	251	276
운전자본 변동	-563	864	143	-904	-115
투자활동으로 인한 현금흐름	-352	217	126	-276	-525
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-381	-316	-254	-265	-569
유, 무형자산 처분	0	534	40	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,899	-988	-473	-1,274	-2,337
지급배당금	-610	-582	-585	-600	-634
차입금의 증가(감소)	499	22	212	-678	-1,442
자사주매입	-1,782	-384	28	18	-120
현금증가	-594	171	572	-467	812
기초현금	1,211	617	788	1,360	893
기말현금	617	788	1,360	893	1,705
FCF	1,276	626	664	818	3,105
FCFF	1,521	—	914	1130	3,350

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
자산총계	8,944	7,556	7,739	8,023	9,972
유동자산	4,033	2,905	3,332	3,653	5,221
현금 및 현금성자산	615	786	1,358	891	1,704
매출채권	1,532	621	429	959	1,534
재고자산	1,565	1,140	1,239	1,440	1,571
비유동자산	4,911	4,651	4,407	4,370	4,751
유형자산	2,333	2,102	2,017	2,010	2,357
무형자산	1,246	1,237	1,219	1,221	1,221
부채총계	8,835	8,755	9,230	8,476	7,805
유동부채	3,555	2,592	3,099	2,648	3,127
매입채무	2,869	2,389	2,484	2,527	2,829
단기성부채	598	114	540	61	225
비유동부채	5,280	6,163	6,131	5,828	4,678
장기성부채	5,098	5,721	5,533	5,312	3,673
자본총계	109	-1,199	-1,491	-453	2,167

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
보통주 순이익률	14.14	-7.16	5.11	16.15	26.11
영업이익률	16.77	-4.63	6.90	20.78	33.57
EBITDA 마진	20.77	2.60	12.03	24.37	36.42
ROE	445.68	—	—	—	—
ROA	18.72	-6.41	4.38	18.64	35.39
ROIC	40.90	-8.74	7.38	38.59	64.29
부채비율	5225.69	—	—	—	179.88
순차입금비용	4661.47	—	—	—	101.25
EBITDA/현금지급이자	9.93	0.59	2.60	6.84	15.81
현금비용	17.30	30.32	43.82	33.65	54.49
유동비용	113.45	112.08	107.52	137.95	166.97
PER	9.18	—	144.43	19.69	55.58
PBR	133.01	—	—	—	85.84
EV/EBIT	10.00	—	54.47	17.97	45.64
EV/EBITDA	8.08	93.13	33.53	15.59	42.37

알파벳 (GOOGL)



US Equity Analyst 박기현

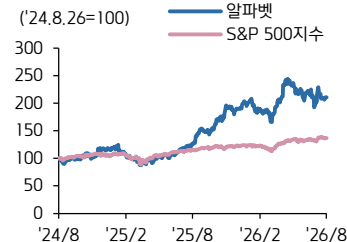
블룸버그 목표주가	USD 428.18
현재 주가 (8/25)	USD 346.96

Stock Data

산업분류	미디어
세부업종	인터넷미디어&서비스
거래소	NASDAQ GS
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,677.28
시가총액(min)	4,221,801.7
유통주식수(min)	5,868.0
52주 최고	408.61
52주 최저	205.28
일평균거래량	32,050,189

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	10.8	8.5	10.9	66.4
S&P 500	12.2	3.6	10.5	19.2



- ◆ **기업 개요:** 알파벳은 2015년 10월, 구글(Google)을 핵심 자회사로 설립된 글로벌 기술 지주회사임. 주요 사업부문으로는 핵심 수입원인 Google Services(Google Search, Youtube, Android 등)와 기업용 AI 인프라·솔루션 및 TPU 시스템 판매를 담당하는 Google Cloud, 그 외 기타 미래 기술에 투자하는 Other Bets(Waymo, Wing, Verily 등)를 보유
- ◆ **투자 포인트:** 1) AI 수익화 증명, Cloud의 구조적 레벨업: Cloud 매출 \$24.8B(YoY +82%)·영업이익률 35.6%(전년 20.7%)로 '투자→이익' 전환을 입증. Fortune 100의 약 90%가 Gemini Enterprise를 도입했고, 백로그는 \$514B(QoQ +\$52B, book-to-bill 약 3.1배), 50% 이상이 24개월 내 인식 예정으로 기존 계약만으로 분기 매출을 약 30% 웃도는 매출 기반 확보. 제약은 수요가 아닌 공급. 2) CapEx 논쟁의 재해석, FCF 적자의 '질': FY26 CapEx 가이던스 재상향(\$195B~205B, 전년비 2.2배)과 2Q FCF 적자(-\$5.9B)에 시장 우려 부각. 다만 TPU 외부 판매용 재고 선투입(-\$6.7B) 제외 시 소폭 흑자, TPU 매출 대부분이 인식되는 2027년엔 재고 현금화도 동반. 회사채·증자로 약 \$100B 선제 조달, 칩(TPU)-모델(Gemini)-클라우드의 풀스택 수직계열화는 여전한 차별화 요소. 3) 검색의 견제와 읍셔널리티 확장: AI Mode MAU 10억 명 돌파에도 검색광고는 +17% 성장 — AI가 잠식 아닌 쿼리 확장으로 작용. Gemini 앱 MAU 9.5억 명, API 토큰 처리량 분당 22B개(전분기 16B). Waymo는 6세대 신차 Ojai를 공개, Fortune 100의 90%가 Google Cloud Security를 사용하는 등 보안(Wiz) 시너지도 가시화
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** 2Q26 매출액 \$119.8B(YoY +24%), 영업이익 \$40.8B(+30%, OPM 34.0%), EPS \$9.11(+294%)로 컨센서스 상회. 다만 EPS에는 지분증권 평가이익 \$99.0B(주당 +\$6.26)가 포함된 점 감안 필요. 본업은 검색광고 \$63.3B(+17%), Cloud \$24.8B(+82%)로 오히려 가속. FY26E P/E 16.9배는 평가이익에 따른 착시가 있고, 이익이 정상화되는 FY27E 기준 23.5배로 5년 평균(23.1배)과 유사. FY27 EPS 컨센서스 역성장(-28%) 역시 평가이익 소멸에 따른 착시인 만큼, Cloud 재가속과 백로그를 감안하면 부담스럽지 않은 레벨

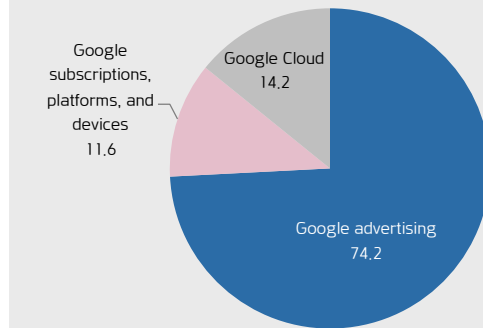
Company Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	350,018	402,836	497,199	609,434
영업이익	112,390	129,039	172,278	217,632
영업이익률 (%)	32.1	32.0	34.6	35.7
순이익	100,118	132,170	253,896	187,388
EPS	8.04	10.81	18.96	16.45
증가율	38.6	34.5	75.4	-13.3
PER	23.9	33.9	18.3	21.1
PBR	7.1	9.2	6.0	4.7
ROE	32.9	35.7	57.7	40.0
배당지표수익률	0.2	0.2	0.3	0.2

주: 컨센서스는 2026.08.25 블룸버그 기준, GAAP 기준

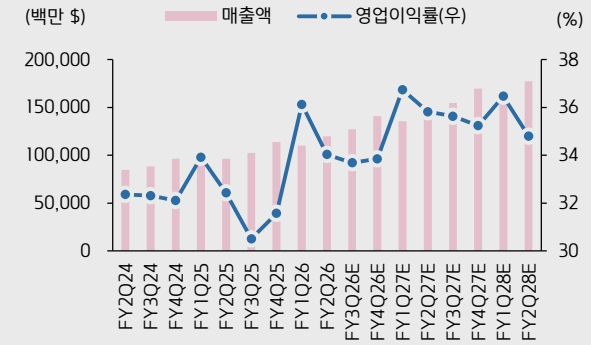


GOOGL 사업부별 매출액 비중



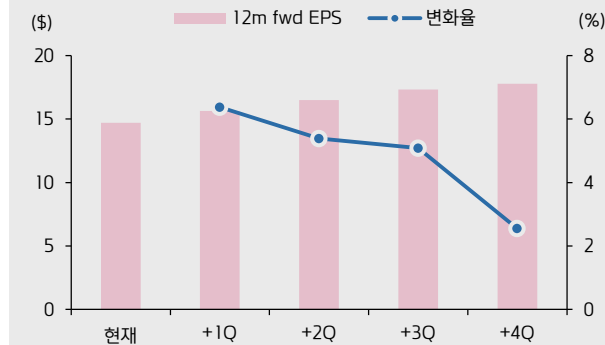
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GOOGL 분기 매출액 및 영업이익률 추이



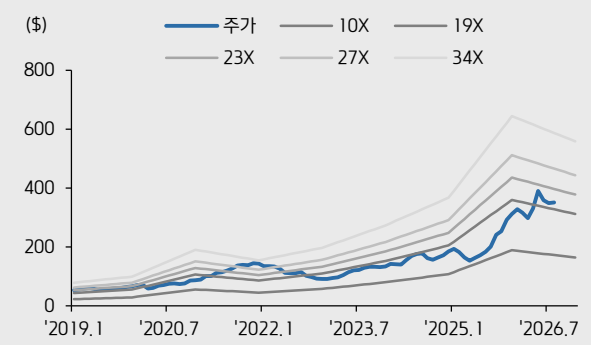
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GOOGL 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GOOGL 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

알파벳 (GOOGL)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	257,637	282,836	307,394	350,018	402,836
매출원가	110,939	126,203	133,332	146,306	162,535
매출총이익, GAAP	146,698	156,633	174,062	203,712	240,301
판매비	36,422	42,291	44,342	41,996	50,175
연구개발비	31,562	39,500	45,427	49,326	61,087
영업이익, GAAP	78,714	74,842	84,293	112,390	129,039
영업외 (이익)손실	-12,020	3,514	-1,424	-7,425	-29,787
세전이익, GAAP	90,734	71,328	85,717	119,815	158,826
법인세비용	14,701	11,356	11,922	19,697	26,656
당기순이익, GAAP	76,033	59,972	73,795	100,118	132,170
EPS, GAAP	5.694	4.59	5.84	8.13	10.91
희석 EPS, GAAP	5.61	4.56	5.8	8.04	10.81
영업이익, 조정	78,714	74,842	84,293	—	—
당기순이익, 조정	76,033	59,972	73,795	100,118	132,170
EBITDA	93,854	93,670	99,601	131,005	153,520

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	91,652	91,495	101,746	125,299	164,713
감가상각비, 무형자산상각비	12,441	15,928	11,946	15,311	21,136
운전자본 변동	323	2811	-1702	-7009	5160
투자활동으로 인한 현금흐름	-35,523	-20,298	-27,063	-45,536	-120,291
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-24,640	-31,485	-32,251	-52,535	-91,447
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-61,362	-69,757	-72,093	-79,733	-37,388
지급배당금	0	0	0	-7,363	-10,049
차입금의 증가(감소)	-1,236	-1,196	-760	888	32,137
자사주매입	-50,274	-59,296	-61,504	-62,222	-45,709
현금증가	-5,520	934	2169	-582	7,242
기초현금	26,465	20,945	21,879	24,048	23,466
기말현금	20,945	21,879	24,048	23,466	30,708
FCF	67,012	60,010	69,495	72,764	73,266
FCFF	67,302	60,310	69,760	72,988	73,878

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	359,268	365,264	402,392	450,256	595,281
유동자산	188,143	164,795	171,530	163,711	206,038
현금 및 현금성자산	139,649	113,762	110,916	95,657	126,843
매출채권	39,304	40,258	47,964	52,340	62,886
채고자산	1,170	2,670	0	0	0
비유동자산	171,125	200,469	230,862	286,545	389,243
유형자산	110,558	127,049	148,436	184,624	261,818
무형자산	24,373	31,044	29,198	31,885	33,380
부채총계	107,633	109,120	119,013	125,172	180,016
유동부채	64,254	69,300	81,814	89,122	102,745
매입채무	58,083	61,807	74,078	80,352	92,138
단기성부채	2,302	2,775	3,154	3,122	3,650
비유동부채	43,379	39,820	37,199	36,050	77,271
장기성부채	26,206	27,202	25,713	22,574	61,350
자본총계	251,635	256,144	283,379	325,084	415,265

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	29.51	21.20	24.01	28.60	32.81
영업이익률	30.55	26.46	27.42	32.11	32.03
EBITDA 마진	36.43	33.12	32.40	37.43	38.11
ROE	32.07	23.62	27.36	32.91	35.70
ROA	22.40	16.55	19.23	23.48	25.28
ROIC	24.42	22.15	24.82	27.99	24.98
부채비율	11.33	11.70	10.19	7.90	15.65
순차입금비율	-44.17	-32.71	-28.95	-21.52	-14.89
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비율	217.34	164.16	135.57	107.33	123.45
유동비율	292.81	237.80	209.66	183.69	200.53
PER	28.82	18.14	22.83	23.92	33.95
PBR	7.62	4.43	6.14	7.11	9.20
EV/EBIT	22.87	13.95	19.57	19.86	29.02
EV/EBITDA	19.25	11.21	16.65	17.11	24.49

크라토스 디펜스 앤드 시큐리티 솔루션스 (KTOS)



US Equity Analyst 박기현

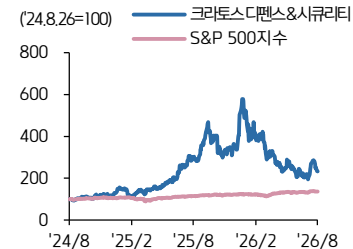
블룸버그 목표주가	USD 98.96
현재 주가 (8/25)	USD 52.64

Stock Data

산업분류	산업제품
세부업종	우주항공 & 국방
거래소	NASDAQ GS
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,677.28
시가총액(min)	9,881.7
유통주식수(min)	187.7
52주 최고	134.00
52주 최저	43.09
일평균거래량	4,716,039

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	-30.7	11.2	-40.3	-21.3
S&P 500	12.2	3.6	10.5	19.2



◆ **기업 개요:** 크라토스 디펜스 앤드 시큐리티 솔루션스(KTOS)는 1994년 설립된 미국 방산 테크 기업으로, 대형 프라이밍 방산업체가 대응하기 어려운 무인기, 소형 제트엔진, 극초음속 시험, 위성 지상국 소프트웨어 등 니치 마켓에 주력함. 사업부는 KGS(정부 솔루션, 매출 비중 약 81%: 위성·우주 통신, 극초음속·로켓 지원, 터빈 기술, 마이크로웨이브 전자부품)와 KUS(무인 시스템, 약 19%: 협동교전 무인기(CCA) XQ-58A 발키리, 표적기)로 구성

◆ **투자 포인트:** 1) **가성비 대량생산의 선도주자:** 저가 순항미사일(FAM 27,000발, JDAM-LR 등)형 터보젯 엔진이 신규 성장축으로 부상, '27년 3,000대분 부품 선발주 개시·'28년 5,000대 계획(ASP 약 \$50K). GE와 50:50 터보팬 GEK800은 8월 미군 형식 지정·JASSM EMD 계약 확보, '27년 여름 공장 가동 예정. 발키리는 '28년 초 연 40대 양산 체제 목표, 연내 해병대 추가 수주(MUX TACAIR) 기대. 2) **극초음속 시험 인프라의 사실상 독점과 예산 순풍:** 관련 매출 '25년 \$200M→'26년 \$400M→'27년 \$700M+ 전망. MACH-TB 향후 5년 예산 약 \$7B 반영, Kraken 1·2/Nemesis 신규 수주와 \$400M 신규 편당 확보, 인디애나 통합시설 3Q 가동으로 하반기 랩업 본격화. 소스셀렉션 중인 추가 대형 프로그램의 연내 낙찰 기대. 3) **수주잔고 사상 최대 경신과 릴레이 수주 지속:** 2Q 수주배율 1.1배(LTM 1.3배), 수주잔고 \$2.08B, 파이프라인 \$15.0B로 확대. 지향성에너지 C-UAS(\$160M)·우주영역인식(\$100M) 등 단독 수주 이어지며 KUS 유기 성장 +10% 가이드선 신설(발키리 반영). 대만 Mighty Hornet은 '27년 상반기 양산 결정 대기

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY26Q2 매출액 \$458.8M(+30.5% YoY, 유기 +19.1%), Non-GAAP EPS \$0.21(+90.9% YoY)로 컨센서스(매출 \$411M)를 대폭 상회. FY26 매출 가이드선은 \$1,750~1,810M(유기 +18~23%)로 재차 상향, 3Q 가이드선도 \$460~480M(유기 +19~25%) 제시. 주가는 호실적에 반등했으나 YTD 약 -31%(8/25 \$52.64). 12M Fwd P/E 약 63배로 전통 프라이밍(22배) 대비 프리미엄이나, EPS 고성장('26E +49%, '27E +37%) 감안 시 2029E 이익 기준 25배로 부담 완화. 연내 발키리·극초음속 대형 계약 확정 시 추정치 추가 상향 여지

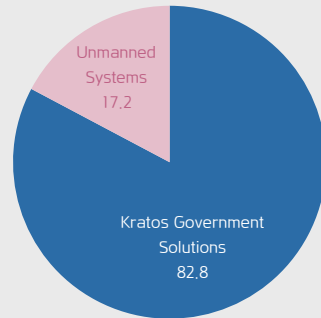
Company Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	1,136	1,347	1,793	2,247
영업이익	29	26	20	95
영업이익률 (%)	2.6	1.9	1.1	4.2
순이익	74	91	157	194
EPS	0.49	0.55	0.84	1.10
증가율	16.7	12.2	51.8	31.7
PER	211.0	521.0	63.0	47.9
PBR	3.0	6.6	2.8	2.7
ROE	1.4	1.3	2.2	3.3
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2026.08.25 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

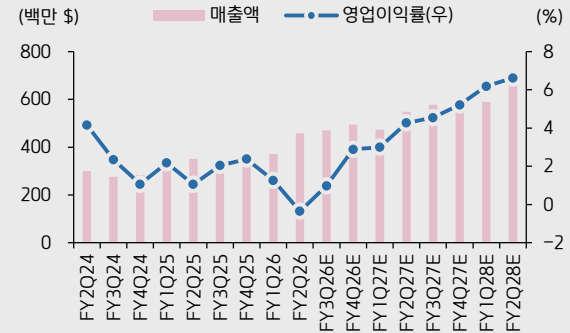


KTOS 사업부별 매출액 비중



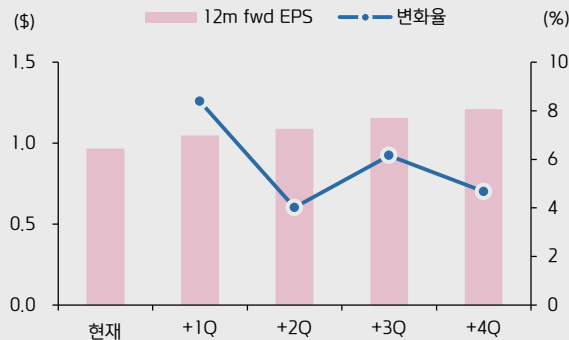
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

KTOS 분기 매출액 및 영업이익률 추이



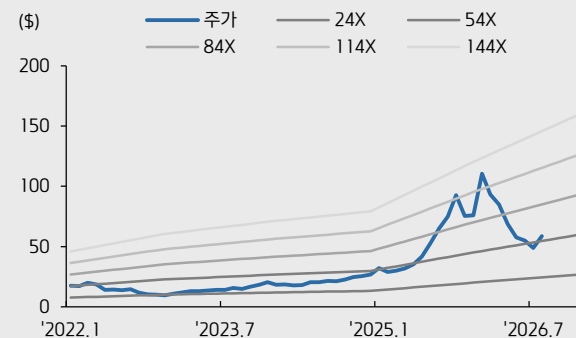
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

KTOS 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

KTOS 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

크라토스 디펜스 앤드 시큐리티 솔루션스 (KTOS)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	812	898	1,037	1,136	1,347
매출원가	586	672	769	849	1,039
매출총이익, GAAP	225	226	269	287	308
판매비	151	170	198	214	240
연구개발비	35	39	38	40	40
영업이익, GAAP	28	-3	31	29	26
영업외 (이익)손실	4	30	20	3	-8
세전이익, GAAP	4	-33	11	27	34
법인세비용	4	1	9	10	12
당기순이익, GAAP	1	-37	-9	16	22
EPS, GAAP	-0.02	-0.29	-0.07	0.11	0.14
희석 EPS, GAAP	0.00	-0.29	-0.07	0.11	0.13
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	2	40	54	74	91
EBITDA	65	41	78	83	87

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	35	-26	65	50	-42
감가상각비, 무형자산상각비	26	31	33	40	47
운전자본 변동	-5	-39	14	-4	-126
투자활동으로 인한 현금흐름	-52	-177	-44	-70	-88
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-47	-45	-52	-58	-95
유, 무형자산 처분	2	0	8	0	12
재무활동으로 인한 현금흐름	-14	-63	-31	278	361
자금배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-6	256	-34	-44	-187
자사주매입	-3	-11	3	322	546
현금증가	-32	-268	-9	257	231
기초현금	382	349	81	73	329
기말현금	349	81	73	329	561
FCF	-11	-71	13	-9	-137
FCFF	-9	—	17	1	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	1,590	1,552	1,633	1,951	2,467
유동자산	758	583	594	872	1,263
현금 및 현금성자산	349	81	73	329	561
매출채권	285	329	129	118	165
재고자산	92	126	156	162	188
비유동자산	831	969	1,038	1,079	1,204
유형자산	207	261	289	326	405
무형자산	537	613	632	623	650
부채총계	629	604	634	598	471
유동부채	221	234	293	297	311
매입채무	126	145	165	193	212
단기성부채	11	13	13	15	20
비유동부채	408	370	342	301	160
장기성부채	373	341	308	269	130
자본총계	960	948	999	1,353	1,996

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	-0.25	-4.11	-0.86	1.43	1.63
영업이익률	3.44	-0.29	3.00	2.55	1.90
EBITDA 마진	7.96	4.54	7.55	7.30	6.46
ROE	-0.21	-3.92	-0.93	1.40	1.31
ROA	-0.13	-2.35	-0.56	0.91	1.00
ROIC	0.23	-0.74	0.45	1.16	0.85
부채비율	40.62	37.74	32.93	20.98	7.47
순차입금비용	3.59	28.72	24.90	-3.36	-20.61
EBITDA/현금지급이자	3.25	2.98	3.99	5.68	13.81
현금비용	158.03	34.71	24.89	110.99	180.26
유동비용	342.88	248.76	203.15	293.93	406.08
PER	3,051.37	—	—	211.02	520.97
PBR	2.60	1.27	2.69	2.96	6.57
EV/EBIT	83.93	—	86.14	127.38	458.85
EV/EBITDA	38.85	36.09	36.96	47.73	146.09

씨티그룹 (C)



US Equity Analyst 박기현

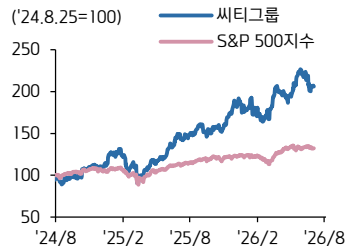
블룸버그 목표주가	USD 154.41
현재 주가 (8/25)	USD 133.25

Stock Data

산업분류	은행
세부업종	다각화은행
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,677.28
시가총액(min)	223,518.5
유통주식수(min)	1,677.4
52주 최고	147.96
52주 최저	92.96
일평균거래량	12,017,196

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	14.2	0.8	16.5	40.3
S&P 500	12.2	3.6	10.5	19.2



▶ **기업 개요:** 씨티그룹(C)은 총자산 \$2.9조·예금 \$1.5조의 미국 3위 은행. 2021년 Jane Fraser CEO 취임 후 14개 해외 소비자금융 철수·조직 슬림화를 거쳐 Services(TTS 결제·유동성+수탁), Markets(트레이딩), Banking(IB), Wealth, USCC(미국 카드)의 5대 사업부로 재편. 이익기여 1위 Services는 분기 크로스보더 처리액 \$115B·수탁자산 \$35조·사업부 예금 \$1조의 대체 불가 네트워크 해자를 보유

◆ **투자 포인트:** 1) **구조개혁 수확기의 수익성 스텝업:** 2Q26 RoTCE 13.0%(YoY +430bp)로 5개 사업부 전원 개선, 영업레버리지 +9%p. 컨센트 오더 작업 대부분 내부감사 검증 통과→규제당국 이관, stranded cost 연 \$1.3B→\$800M 축소, 임직원 ~90% AI 톨 활용 등 절감분이 재투자로 선순환. 상반기 RoTCE 13.1%로 연간 목표(10~11%) 상회, 중기(14~15%) 가시성. 2) **글로벌 기관 프랜차이즈 점유율 확대:** 기관 시장점유율 +120bp YoY·클라이언트 원 +36%. Services 사상 최대 매출·예금 첫 \$1조(+19%), IB +44%(ECM 톱10 중 8건)·Equities +45% 등 자본시장 레버리지 부각. 토큰화 예금·크립토 커스터디 등 디지털자산 신성장 벡터. 3) **최상위 주주환원과 Banamex 분리의 자본 리레이팅:** 2Q 주주환원을 92%, 3Q 배당 +12% 인상, \$30B 프로그램하 연간 매입 전년(\$13.25B) 상회 공식화. SCB 시사치 3.3%(3년 연속 하락)·CET1 12.8%. Banamex 49% 매각 수순 완료, 2027년 초 연결 제외·IPO로 자본 ~\$5B·RWA \$40B+ 해방. P/TBV ~1.3배(대형은행 최하단)로 중기 RoTCE 경로 확인 시 멀티플 재평가 여지

◆ **실적 및 밸류에이션:** 2Q26 매출 \$24.8B(+14% YoY)로 10년래 최대, EPS \$3.15(+61% YoY)로 컨센서스 15% 상회, RoTCE 13.0%, NII +13%(NIM 2.54%, +8bp QoQ)와 비이자이익 +18%가 동반 성장, 총당금비용 -12% 등 크레딧도 안정적. 다만 하반기 투자 확대·Markets 계절성을 반영한 연간 효율성비용 ~60% 가이드(상반기 57.7%)는 체크포인트. 12M Fwd P/E 11.8배(2027E 10.2배), P/B 1.15배, 배당수익률 1.9%로 컨센서스 EPS 성장률(2026E +48%, 2027E +15%) 감안 시 PEG 0.48배(업종 중앙값 1.08배)로 성장 대비 저평가

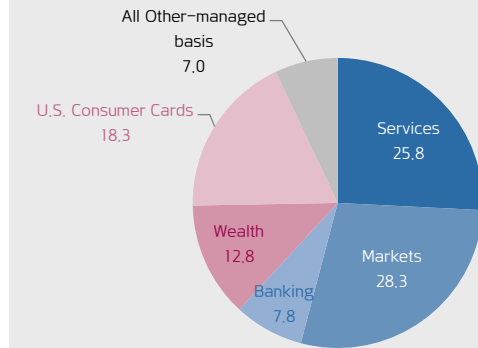
Company Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
순영업수익	81,139	85,225	95,992	99,724
순이자이익	54,095	59,792	66,454	69,107
비이자이익	27,044	25,433	29,684	30,566
순이익	11,763	16,100	19,292	20,784
EPS	6.06	7.97	11.11	12.84
증가율	8.5	31.5	39.4	15.5
PER	12.2	15.8	12.0	10.4
PBR	0.7	1.1	1.1	1.0
ROE	6.1	6.8	10.0	10.7
배당지표수익률	1.9	1.9	1.9	2.1

주: 컨센서스는 2026.08.25 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

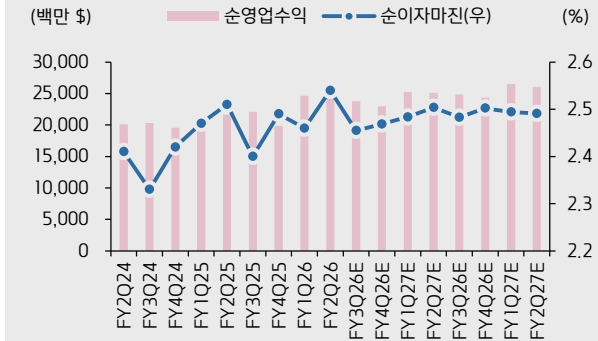


C 사업부별 매출액 비중



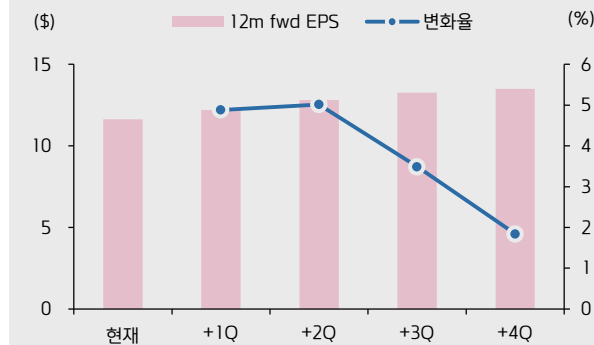
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

C 분기 순영업수익 및 순이자마진 추이



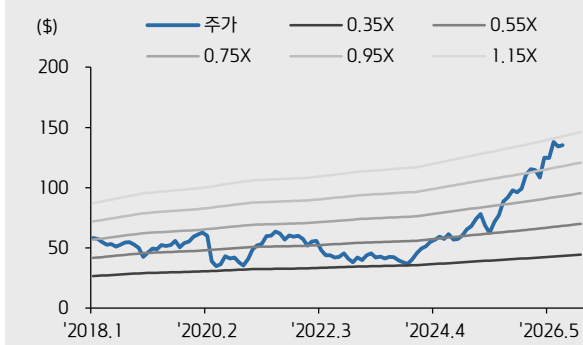
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

C 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

C 12m fwd PBR 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

씨티그룹 (C)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
순영업수익, GAAP	71,884	75,338	78,462	81,139	85,225
영업비용, GAAP	48,193	51,292	56,366	53,984	55,132
순이자이익	42,494	48,668	54,900	54,095	59,792
비이자수익	29,390	26,670	23,562	27,044	25,433
세전이익, GAAP	27,469	18,807	12,910	17,046	19,828
	5,451	3,642	3,528	4,211	5,373
당기순이익, GAAP	21,952	13,741	7,907	11,532	14,300
EPS, GAAP	10.21	7.04	4.07	6.03	7.1075
희석 EPS, GAAP	10.14	7	4.04	5.94	6.99
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	20,758	13,375	10,582	11,763	16,100
EBITDA	40,475	49,661	96,670	111,817	108,090

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	47,090	25,069	-73,416	-19,669	-67,632
감가상각비, 무형자산상각비	3,964	4,262	4,560	4,311	4,373
운전자본 변동	42,673	15,132	-101,316	-58,255	-83,000
투자활동으로 인한 현금흐름	-110,746	-79,455	-8,459	86,250	-108,282
유, 무형자산 취득(CAPEX)	17,272	137,763	687	-38,304	238,031
유, 무형자산 처분	-5,198	-5,003	-5,212	-5,199	-5,372
재무활동으로 인한 현금흐름	-14,073	77,945	66,884	-6,186	115,424
지급배당금	-8,423	-3,594	-3,712	-2,696	-11,844
차입금의 증가(감소)	-47,582	79,992	-81,093	15,600	73,047
자사주매입	309,615	262,033	342,025	260,932	276,532
현금증가	262,033	342,025	260,932	276,532	349,579
기초현금	42,971	19,437	-79,999	-26,169	-74,152
기말현금	—	—	—	—	—
FCF	47,090	25,069	-73,416	-19,669	-67,632
FCFF	3,964	4,262	4,560	4,311	4,373

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	2,291,413	2,416,676	2,411,834	2,352,945	2,657,202
현금 및 현금성자산	27,515	30,577	27,342	22,782	23,717
단기 및 장기 투자	774,991	800,780	873,124	858,805	925,934
순매출채권	—	—	—	—	—
유형자산	2,914	29,145	31,548	33,028	36,348
무형자산	25,390	23,454	23,828	23,034	22,623
부채총계	2,088,741	2,214,838	2,205,583	2,143,579	2,443,380
예수금	1,317,230	1,365,954	1,308,681	1,284,458	1,403,573
단기차입금&RP	387,464	414,803	484,497	456,118	580,114
장기부채	256,727	273,978	288,865	289,604	318,272
연금부채	906	973	1,856	1,678	2,314
파생상품부채	55,516	75,306	50,679	48,298	58,214
자본총계	202,672	201,838	206,251	209,366	213,822

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	26.18	13.67	5.12	6.81	7.84
영업이익률	38.21	24.96	16.45	21.01	23.27
EBITDA 마진	50.68	49.13	61.64	65.48	64.23
ROE	11.44	7.50	4.24	6.05	6.80
ROA	0.96	0.63	0.38	0.53	0.57
ROIC	2.15	2.38	2.03	2.42	2.44
부채비율	352.06	378.05	411.68	390.95	467.32
순차입금비용	27.07	-9.24	80.84	93.20	90.08
EBITDA/현금지급이자	5.67	2.20	1.32	0.40	0.31
현금비용	6.05	5.53	14.98	12.17	15.78
유동비용	0.65	0.48	0.52	0.69	1.06
PER	7.05	4.69	21.73	20.15	20.94
PBR	4.80	1.78	2.93	3.09	3.87
EV/EBIT	26.18	13.67	5.12	6.81	7.84
EV/EBITDA	38.21	24.96	16.45	21.01	23.27



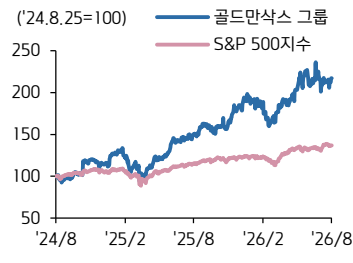
블룸버그 목표주가	USD 1180.23
현재 주가 (8/25)	USD 1058.88

Stock Data

산업분류	금융서비스
세부업종	캐피탈 시장
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,677.28
시가총액(min)	320,547.7
유통주식수(min)	291.2
52주 최고	1153.99
52주 최저	721.16
일평균거래량	2,150,164

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	20.5	-0.2	14.0	41.4
S&P 500	12.2	3.6	11.1	18.7



◆ **기업 개요:** 1869년 설립된 글로벌 투자은행. 사업 부문은 M&A 자문·인수 및 FICC·주식 세일즈&트레이딩의 GBM, 자산운용·WM 중심의 AWM, 플랫폼 솔루션 3대 체제로 구성. 2Q26 부문별 매출 비중은 GBM 76%, AWM 23%, 플랫폼 1%. 글로벌 M&A 자문 및 주식 인수(ECM) 1위 수성. 총 운용자산(AUS) \$4.04T, 웰스 고객자산 약 \$2.0T 보유. 지역별 매출 비중은 미주 60%, EMEA 22%, 아시아 18% 차지

◆ **투자 포인트:** 1) **M&A 자문 지배력 기반의 연계 영업 선순환:** 1H26 발표 M&A 자문 \$1.2T(대형딜 +90%)로 2위와 \$425B 격차의 압도적 1위 수성. 이사회 자문이 파이낸싱·헤징·WM(IB 리퍼럴 약 900건)으로 이어지는 OneGS 시너지 본격화. IB 수수료(+55%) 급증에도 자문 파이프라인은 5년래 최고치. PE 스폰서 딜 재개 시 추가 실적 업사이드 상존. 2) **아시아 프라임 브로커리지 선점:** 규제자본 완화 여력을 아시아 주식·프라임에 선제 투입해 프라임 잔고 사상 최대 및 아시아 매출 비중 18%(기존 12%)로 확대. 주식(\$7.42B, +72%), FICC 파이낸싱(\$4.5B, +62%)의 경성 수익화와 우수한 가격결정력(상위 150개 고객 중 127곳 Top3) 확보. 3) **구조적 영업레버리지 및 주주환원:** 타라인 성장(+39%)이 비용(인건비 +30%, 비인건비 +22%, 인력 -2% QoQ)을 상회하며 상반기 효율성비율 58.8%(YoY -3.2%p) 달성. AWM 기본보수 +20%, 대체투자 펀딩 \$59B(연간 목표 \$125B+ 상향), OCIO \$70B 수주 및 하반기 성과보수 반영 가시화. 배당 +25%(\$5.00), 자사주 매입 \$4.0B, CET1 버퍼 150bp 확보

◆ **실적 및 밸류에이션:** 2Q26 매출 \$20.34B(+39% YoY), EPS \$20.98(+92% YoY)로 컨센서스를 각각 24%, 45% 상회하며 ROE 23.5%의 사상 최대 실적 달성. 실적 발표일 급등(+9.0%) 후 조정을 거쳐 고점 대비 약 8% 하락(\$1,059), 목표가 컨센서스(\$1,180) 대비 +11% 여력 보유. 2026E EPS 컨센서스 13% 상향(\$70.8)으로 12M Fwd P/E는 18.2배에서 14.6배(섹터 대비 +21%, 5년 평균 대비 +18% 프리미엄)로 낮아져 밸류에이션 부담 완화. 2026E 성장률(+38%) 반영 시 PEG 1.0배, P/B 2.9배는 ROTE 25.5% 감안 시 정당화 가능

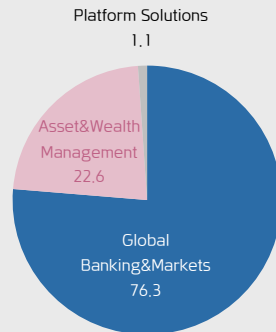
Company Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
순영업수익	53,512	53,512	71,983	73,307
순이자이익	8,056	13,559	13,675	15,324
비이자이익	45,456	44,724	57,584	61,279
순이익	13,525	16,300	21,403	21,656
EPS	40.54	51.32	70.57	73.34
증가율	77.3	26.6	37.5	3.9
PER	14.0	17.0	15.0	14.4
PBR	1.6	2.4	2.8	2.6
ROE	12.6	14.9	19.6	19.3
배당지표수익률	1.6	1.6	1.8	2.0

주: 컨센서스는 2026.08.25 블룸버그 기준, GAAP 기준

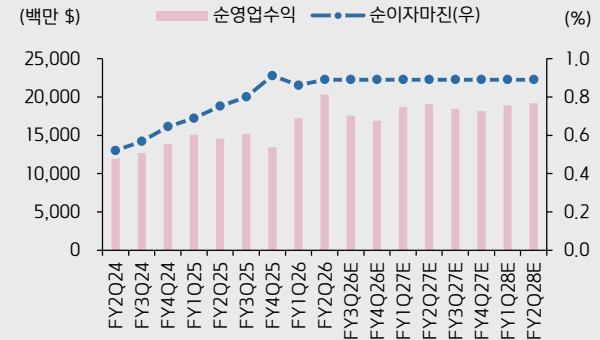


GS 사업부별 매출액 비중



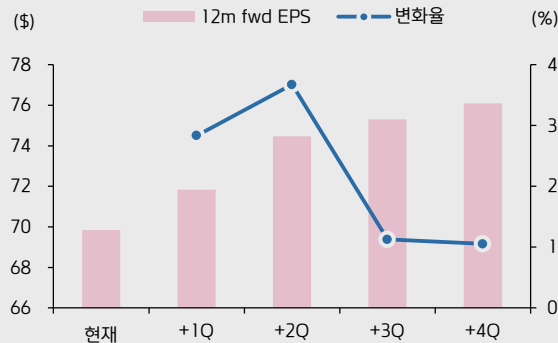
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GS 분기 순영업수익 및 순이자마진 추이



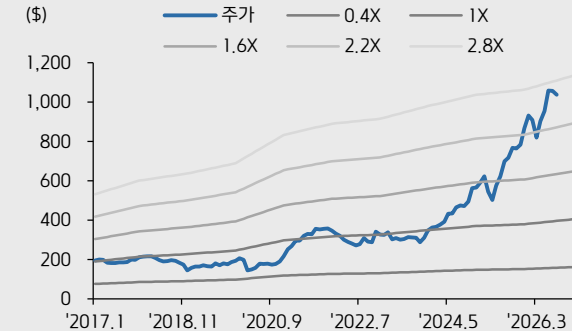
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GS 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GS 12m fwd PBR 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
순영업수익, GAAP	59,339	47,365	46,254	53,512	58,283
영업비용, GAAP	27,228	25,852	28,789	27,043	29,547
순이자이익	27,044	13,486	10,739	18,397	21,852
비이자수익	0	0	0	0	0
세전이익, GAAP	27,044	13,486	10,739	18,397	21,852
	5,409	2,225	2,223	4,121	4,676
당기순이익, GAAP	21,151	10,764	7,907	13,525	16,300
EPS, GAAP	60.34	30.57	23.20	41.22	52.13
희석 EPS, GAAP	59.45	30.06	22.87	40.54	51.32
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	21,151	10,764	7,907	13,525	16,300
EBITDA	—	—	—	—	—

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	6,298	8,708	-12,587	-13,212	-45,154
감가상각비, 무형자산상각비	2,015	2,455	4,856	2,392	2,182
운전자본 변동	-20,062	-9394	-27712	-33091	-67048
투자활동으로 인한 현금흐름	-30,465	-75,960	-17,312	-49,624	-44,227
유, 무형자산 취득(CAPEX)	134,738	59,602	27,800	7,323	66,100
유, 무형자산 처분	-2,725	-3,682	-4,189	-4,497	-5,277
재무활동으로 인한 현금흐름	39,131	38,147	-4713	10,581	18,984
지급배당금	-5,703	-3500	-5300	-5961	-10465
차입금의 증가(감소)	105,194	-19,211	-248	-59,485	-17,833
자사주매입	155,842	261,036	241,825	241,577	182,092
현금증가	261,036	241,825	241,577	182,092	164,259
기초현금	1,631	4,960	-14,903	-15,303	-47,218
기말현금	—	—	—	—	—
FCF	6,298	8,708	-12,587	-13,212	-45,154
FCFF	2,015	2,455	4,856	2,392	2,182

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	1,463,988	1,441,799	1,641,594	1,675,972	1,809,320
현금 및 현금성자산	261,036	241,825	241,577	182,092	164,259
단기 및 장기 투자	400,675	372,461	573,229	707,730	798,105
순매출채권	—	—	—	—	—
유형자산	20,386	19,246	13,415	9,991	9,524
무형자산	4,703	8,383	7,093	6,700	6,791
부채총계	1,354,062	1,324,610	1,524,689	1,553,976	1,684,348
예수금	616,158	648,710	659,145	656,268	733,287
단기차입금&RP	407,663	352,897	543,435	556,169	554,036
장기부채	256,075	248,967	243,784	244,401	287,289
연금부채	837	448	542	417	358
파생상품부채	51,953	54,735	56,754	74,980	84,405
자본총계	109,926	117,189	116,905	121,996	124,972

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	32.55	15.67	7.29	10.66	13.03
영업이익률	45.58	28.47	23.22	34.38	37.49
EBITDA 마진	54.12	54.94	72.17	74.58	73.00
ROE	23.00	10.47	7.45	12.61	14.92
ROA	1.65	0.78	0.55	0.86	0.99
ROIC	3.12	1.87	1.18	1.72	1.71
부채비율	668.94	565.20	744.75	736.20	766.10
순차입금비율	16.58	-46.18	104.71	199.82	274.34
EBITDA/현금지급이자	6.37	1.98	1.30	1.30	1.39
현금비율	6.31	10.96	16.68	13.99	16.95
유동비율	1.29	1.08	1.18	1.64	2.37
PER	5.77	5.28	23.86	23.52	28.19
PBR	4.45	1.90	3.30	4.60	6.77
EV/EBIT	32.55	15.67	7.29	10.66	13.03
EV/EBITDA	45.58	28.47	23.22	34.38	37.49

8월 중국 Review 및 9월 전망

본토 차례





8월 중국 Review 및 9월 전망 | 본토 차례

아직까지는 기존 정책의 집행을 통해 경기 둔화 대응 전망. 경기 모멘텀 추가 악화 시 9~10월 신규 정책 발표 가능성 존재

- 7월 중국 경기는 수출 이외 모든 지표가 예상치를 하회하며 둔화. 양극화가 심화되고 있으며, AI가 전체 경기를 견인하기에는 역부족
- 다만 여전히 견조한 수출 경기로 정책 대응을 서두를 필요는 없는 상황. 지방정부 특별채권, 신행 정책금융수단 등 기존 정책의 집행 가속에 집중
- 향후 경기가 추가로 둔화될 경우 9~10월 추가적인 부양책 발표 가능성 존재. 다만 2024년 9월과 같은 전면적인 부양책 발표 가능성은 높지 않다는 판단

본토 증시가 상대적 우위를 회복할 전망. 단기적으로는 금·고배당으로 대응 필요하며, 점진적으로 AI 주목

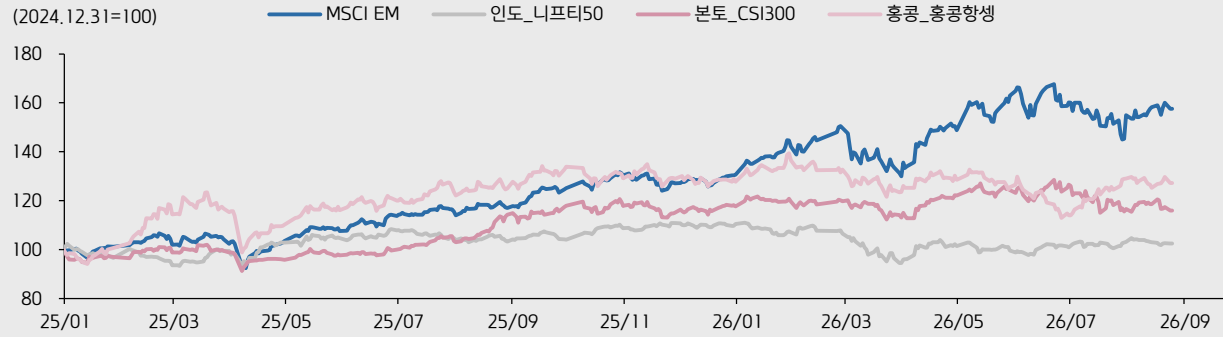
- 플랫폼 기업 실적 발표와 LLM 신규 모델 출시 모멘텀 단기 소강 국면 진입으로 최근 역외 증시의 상대적 강세는 일단락된 것으로 판단. 미국 장기금리 상승 및 미중 정상회담을 앞둔 양국 간 마찰 확대 가능성도 상대적으로 대외 민감도가 높은 역외 증시 투자심리에 부정적. 향후 상승 모멘텀 재개를 위해서는 1)부양책 기대감, 2)중국 LLM의 차세대 모델 출시 및 성능 개선 확인 등이 필요할 것으로 예상
- 본토 증시가 역외 대비 상대적 우위를 회복할 가능성이 높다고 판단. AI·첨단제조를 중심으로 이익 모멘텀이 유효한 가운데, 대외 불확실성이 확대되는 구간에서 정부 자금 유입이 본토 증시의 하방을 지지할 가능성이 높기 때문. 단기적으로는 금·고배당 등 방어적 업종으로 대응할 필요. 다만 향후 글로벌 AI 투자심리가 회복되는 과정에서 중화권 증시 역시 AI가 재차 주도주로 자리매김할 것으로 예상

중국 AI, 결집의 힘. 개별 칩의 성능 격차를 시스템으로 보완. AI 투자 확대 수혜는 반도체와 연결 인프라로 확산될 전망

- 중국 LLM이 글로벌 프론티어와의 격차를 좁히면서 AI 활용이 확산되고 있으며, 토근 수요 증가와 이에 대응한 인프라 투자 확대 선순환이 중국도 본격화
- 다만 중국 AI 산업의 가장 큰 병목은 여전히 컴퓨팅 성능. 최첨단 GPU와 선단공정 공급이 제한된 중국은 이를 대규모 칩 연결과 시스템 최적화를 통해 보완하며 경쟁의 중심도 '칩 대 칩'에서 '시스템 대 시스템'으로 확장. 시스템 경쟁력 강화를 위해 GPU뿐 아니라 메모리·네트워크·광통신·패키징 등 인프라 전반의 기술 고도화가 필요. 이에 따라 AI 투자 확대의 수혜도 반도체와 연결 인프라 전반으로 확산될 전망
- 투자 관점에서는 증설과 국산화가 맞물리는 반도체 장비(NAURA/ACM Research)와 선단공정 공급이 제한적인 파운드리(SMIC) 선호. LLM은 모델 성능 개선과 ARR 성장을 확인하며 접근할 필요

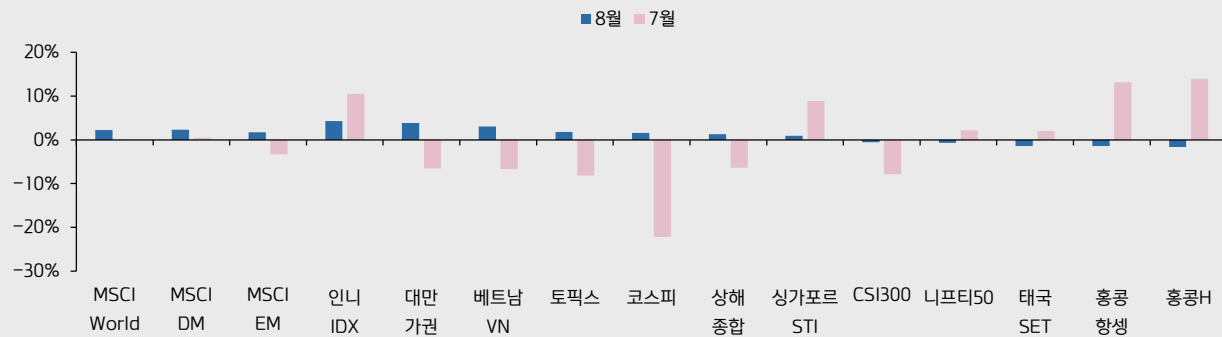


아시아 증시 주요 지수



자료: Wind, 키움증권 리서치

아시아 주요 지수 월별 수익률

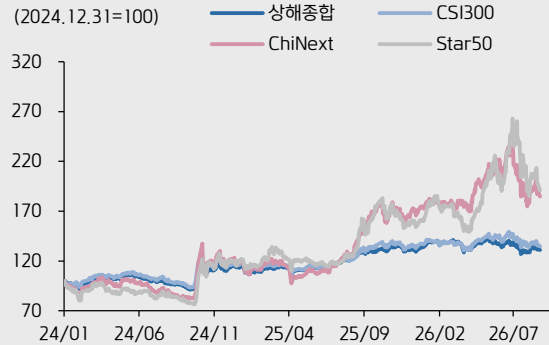


자료: Wind, 키움증권 리서치

7월 중국 증시 Review

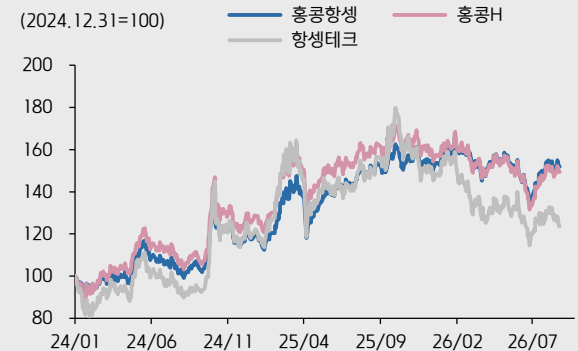


본토 증시 주요 지수



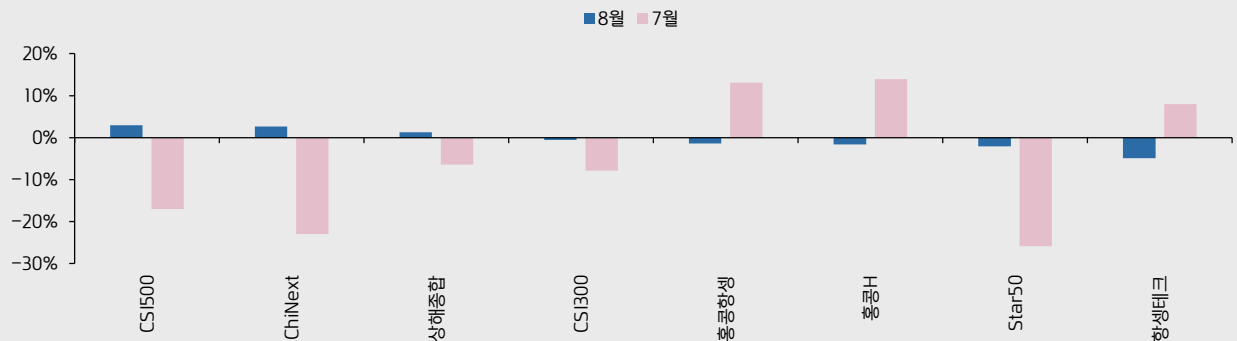
자료: Wind, 키움증권 리서치

홍콩 증시 주요 지수



자료: Wind, 키움증권 리서치

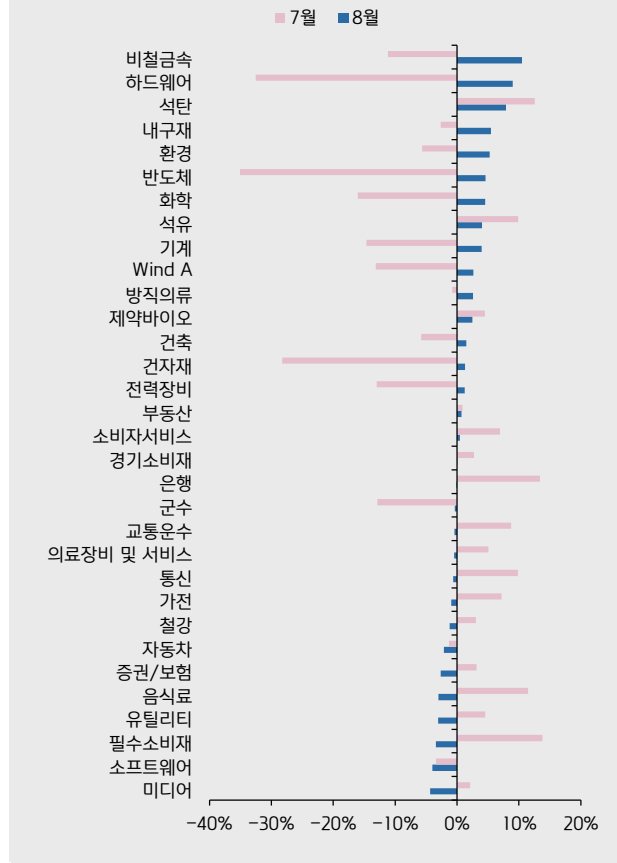
중국 주요 지수 월별 수익률



자료: Wind, 키움증권 리서치

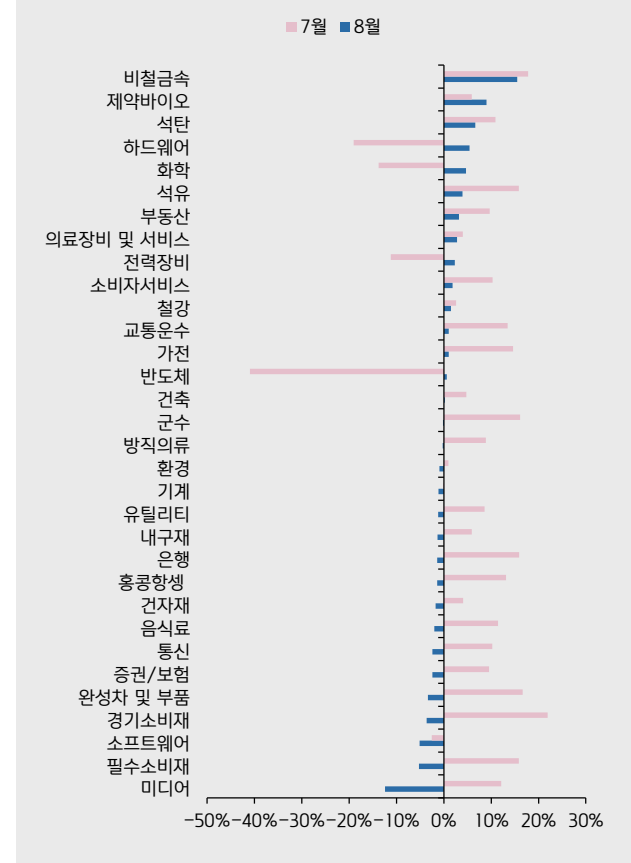


본토 증시 세부 업종별 월별 수익률



자료: Wind, 키움증권 리서치

홍콩 증시 세부 업종별 월별 수익률



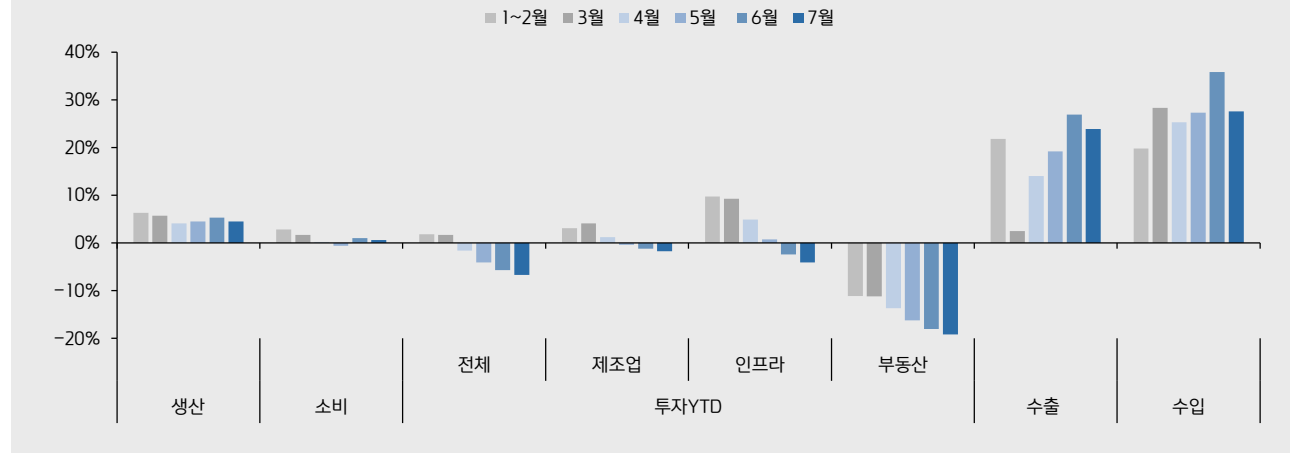
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 7월 실물 지표: 수출 이외 모든 지표 예상치 하회하며 둔화

- 7월 산업생산은 YoY +4.5%로 예상치(YoY +5.0%) 하회. 채광업 및 유틸리티 모두 전월 대비 둔화됐으나, 제조업은 건조한 수출에 따른 첨단기술 제조업 중심의 성장으로 전월 수준 유지. 7월 중국 수출은 YoY +24%로 예상치 부합. AI 관련 품목이 수출 증가를 견인한 가운데 기계·전기제품과 소비재로 증가세 확산
- 7월 소매판매는 YoY +0.6%로 예상치(YoY +1.5%) 하회. 상대적으로 서비스 소비는 건조한 모습을 보였으나, 상품 소비가 부진 지속
- 7월 고정자산투자YTD는 YoY -6.7%로 예상치(YoY -6.2%)를 하회했으며, 부동산투자YTD도 YoY -19.2%로 예상치(YoY -18.9%) 대비 부진. 하반기 신형 전력망, 컴퓨팅 파워망 등 '6대 네트워크' 중심의 인프라 투자가 예상되나, 7~8월 지방정부 특별채권의 발행율은 6월 대비 둔화되는 모습을 보이며, 정책 집행 속도가 더딘 상황

중국 주요 실물 지표 월별 증가율 추이

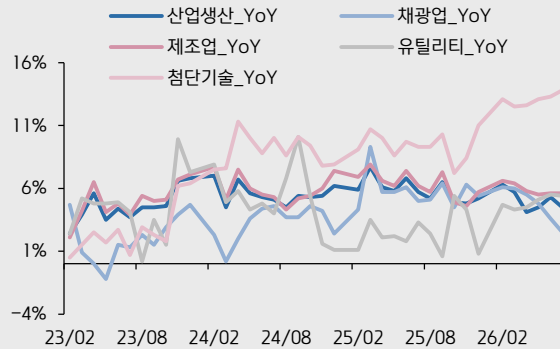


자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

산업생산: 첨단기술 제조업 이외 모두 둔화

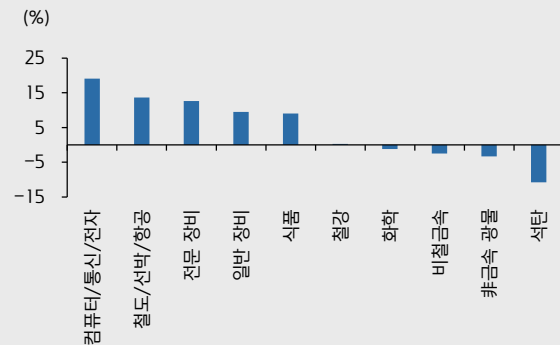


중국 월간 산업생산 및 세부 항목별 증가율



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

제조업 산업생산 YoY 상위/하위 5개 업종



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 산업생산 세부항목 현황

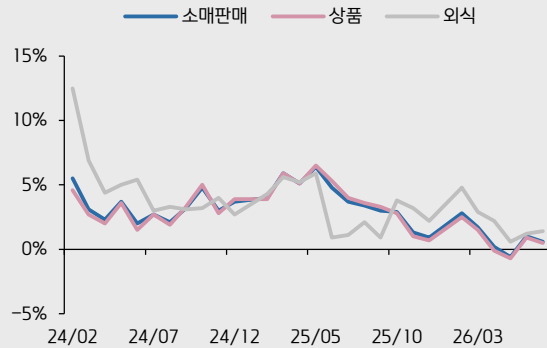
분류	2026년 1~7월	
	생산량	YoY 증가율(%)
화학섬유(만 톤)	4,907	1.1
시멘트(만 톤)	85,987	-8.6
생철(만 톤)	49,577	-3.0
조강(만 톤)	57,704	-3.1
강재(만 톤)	83,616	-1.2
비철금속(만 톤)	4,855	3.2
금속절단기(만 대)	51	0.8
산업용 로봇(대)	635,056	28.5
자동차(만 대)	1,761	-3.4
신에너지자동차(만 대)	895	9.5
발전설비(만 kW)	20,897	2.8
태양광 전지(만 kW)	44,608	-13.6
컴퓨터(만 대)	16,588	-13.2
스마트폰(만 대)	64,770	-3.3
집적회로(억 개)	3,342	23.1
원탄(만 톤)	270,158	-2.9
코크스(만 톤)	29,420	1.2
원유(만 톤)	12,769	0.9
원유 가공량(만 톤)	39,696	-6.5
천연가스(억 m³)	1,543	1.2
발전량(억 kWh)	56,985	3.0
화력발전량(억 kWh)	36,127	1.8
수력발전량(억 kWh)	7,504	8.8
핵발전량(억 kWh)	2,805	0.4
풍력발전량(억 kWh)	6,433	-0.8
태양광발전량(억 kWh)	4,117	11.4

자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

소매판매: 높은 기저 속 상품 소비 부진 지속

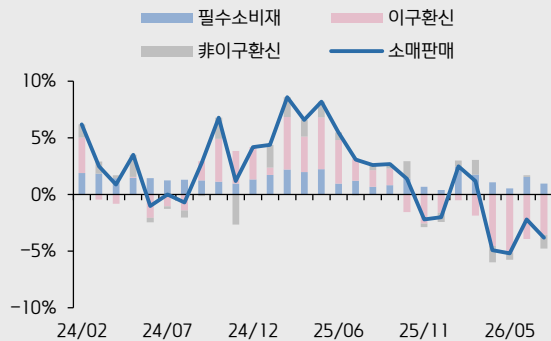


중국 월간 소매판매 증가율



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 월간 소매판매 증가율 품목별 기여도



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

중국 소매판매 세부항목 현황

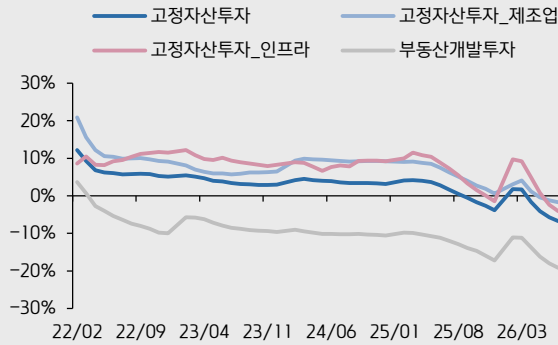
분류	2026년 7월		2026년 1~7월	
	총액(억위안)	YoY 증가율(%)	총액(억위안)	YoY 증가율(%)
식용유/식품	1,794	5.3	13,813	7.2
음료	278	3.5	1,866	5.6
주류/담배	431	6.0	3,966	12.4
의류	922	-1.0	8,628	5.8
화장품	285	6.8	2,723	6.3
귀금속	189	-10.1	2,123	0.7
일상용품	652	1.8	4,973	4.1
오락용품	125	-10.6	996	-3.5
가전제품	946	-1.9	6,372	-6.6
의약품	577	6.7	4,179	3.8
문구/사무용품	393	7.4	2,834	6.0
가구	145	-8.8	1,004	-4.5
통신기자재	787	20.4	6,310	15.1
석유	1,701	-7.6	12,326	-5.9
자동차	3,130	-17.0	22,602	-13.2
건축/자재	94	-14.2	690	-9.5

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

고정자산투자: 자금 집행 속도가 예상치를 하회하며 인프라 투자 회복 지연

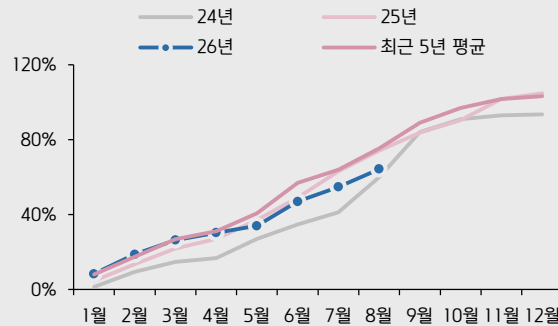


중국 고정자산투자YTD 증가율 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 지방정부 특별채권 연간 목표 달성을 추이



주: 8월은 24일 누적 기준
자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 고정자산투자 제조업 세부항목 현황

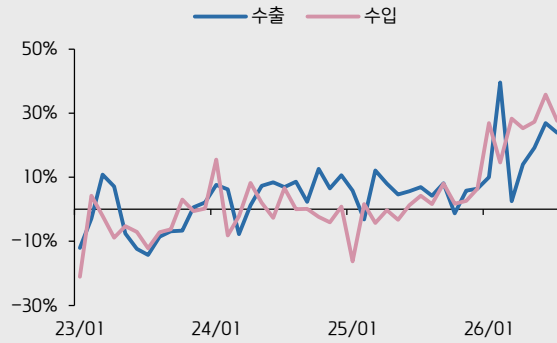
분류	2026년 1~6월	2026년 1~7월
	YoY 증가율(%)	YoY 증가율(%)
농업 부산물 가공업	-1.9	-3.0
식품 제조업	-8.1	-9.4
방직업	9.4	7.9
화학원료 및 화학품 제조업	-6.5	-7.4
의약품 제조업	-9.2	-9.8
비철금속 제련 및 가공업	-4.1	-3.9
금속제품 제조업	-5.5	-6.9
일반설비 제조업	1.9	1.4
전문설비 제조업	-8.6	-9.2
자동차 제조업	-4.2	-5.3
운송 설비 제조업	24.7	18.7
전기기계 제조업	1.2	1.4
통신 및 전자설비 제조업	6.5	7.8

자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

수출입: AI 관련 품목이 수출입 증가를 주도

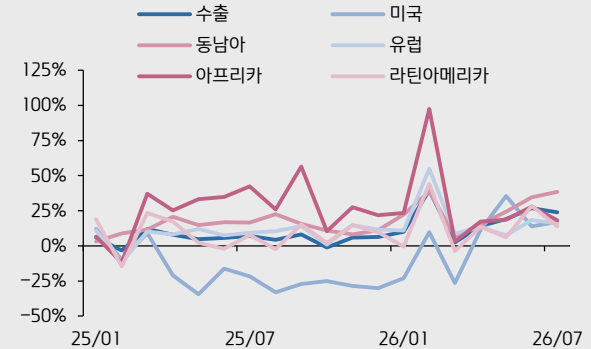


중국 월간 수출입 증가율(달러 기준)



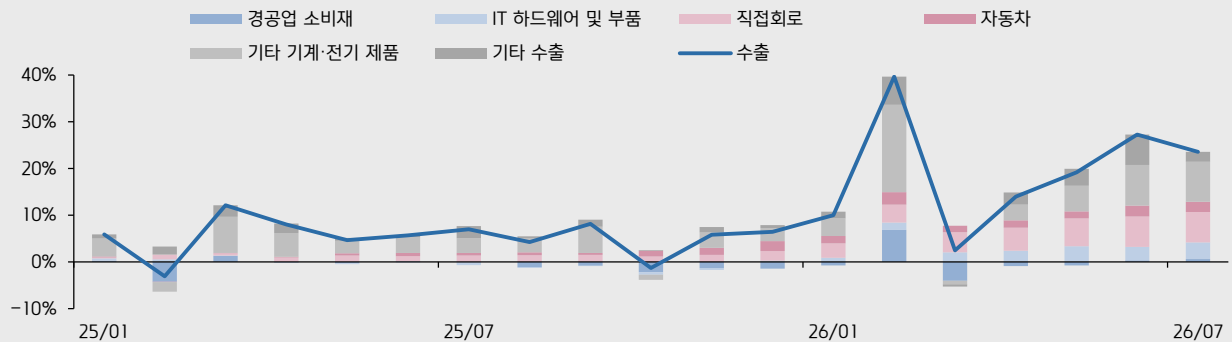
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 월간 지역별 수출 증가율(달러 기준)



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 월간 지역별 수출 증가율 기여도(달러 기준)



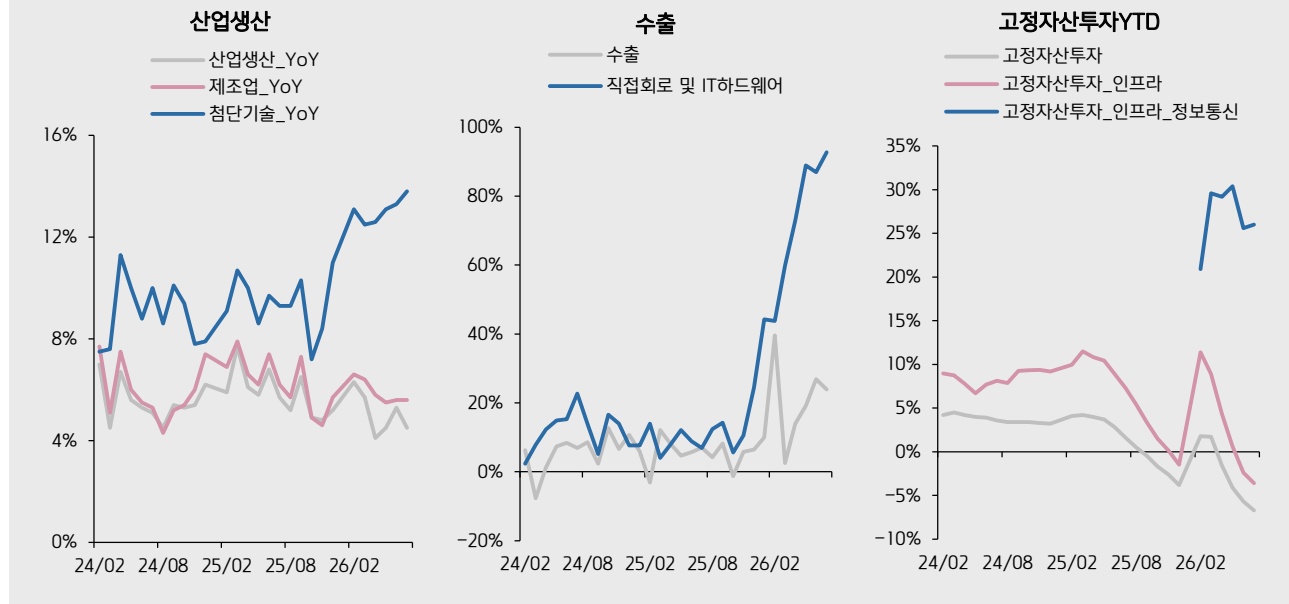
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치



◆ 중국 주요 실물지표 양극화 심화. AI 관련 지표 호조에도 전체 경기를 견인하기에는 역부족

- 산업생산: 7월 첨단기술 제조업 산업생산은 YoY +13.8%(MoM +0.5%p) 기록. 컴퓨터/통신/전자, 철도/선박/항공 업종 생산 확대
- 수출: 7월 직접회로 및 IT하드웨어 수출은 각각 YoY +117%, YoY +68% 기록. 두 품목의 수출 기여도는 43%로 중국 수출 성장 견인
- 고정자산투자: 7월 정보통신 고정자산투자YTD는 YoY +26%를 기록. 중국 전체 고정자산투자 부진에도 불구하고 높은 성장세 유지

중국 주요 실물 지표



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치



◆ 7월 정치국회의, 기존 정책 집행을 강조, 경기 둔화 시 추가 정책 가능성 암시

- 7월 정치국회의에서 정부는 '경기 전반에 존재하는 어려움과 도전에 대해 높은 경각심을 유지해야 한다'고 언급하며 4월 '좋은 출발' 및 주요 지표 예상치 상회' 대비 경기 전반에 대한 우려를 표명
- '기존 정책의 충분한 발휘'를 언급하며 기존 정책 집행을 강조. 2분기 둔화된 지방정부 특별채권 발행 속도를 가속시킬 것으로 예상
- 한편 이전 회의 대비 '신규 정책의 적시 시행' 및 '경기 역주기 조절(Counter-cyclical Adjustment) 강화'가 추가되며 향후 경기 둔화 시 추가 정책 발표 가능성을 암시

2026년 7월 정치국회의의 주요 내용 정리

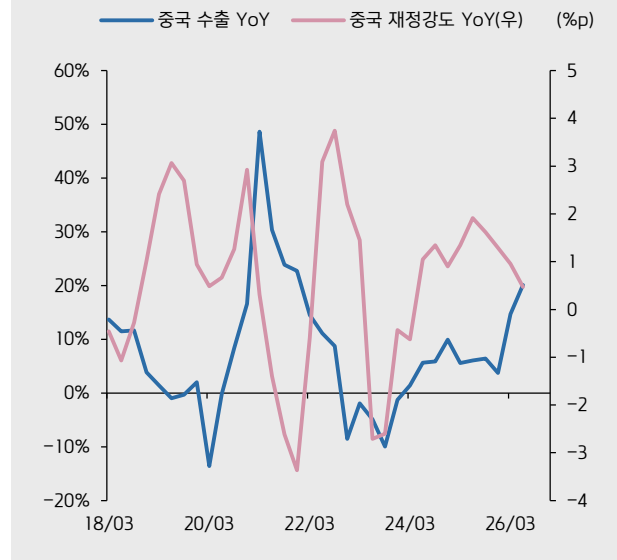
정책 부문	세부 내용
통화/재정	• 정책의 집행력과 효과 제고, 재정지출 및 채권 자금 집행 가속화, '양중(兩重)' 건설과 '양신(兩新)' 정책 강화 • '삼보(三保)'(기본 민생, 임금, 행정운영) 재정 보장 • 통화정책은 필요 시 적시에 조정하고, 재정·금융 정책의 협조를 최적화해 내수 지원 확대
소비	• 내수 확대 효과적으로 추진. 다양한 소비계층의 수요 변화에 맞춰 양질의 공급 확대, 서비스 소비 잠재력 적극 발굴 • '6대 네트워크(六張網)' 계획 추진
현대화 산업	• 'AI+' 행동계획을 심도 있게 추진, 스마트 경제의 새로운 형태 육성, AI 거버넌스 체계 지속 개선 • 첨단기술의 혁신과 미래산업 발전 추진. 신흥 주력산업 육성, 전통산업의 고도화와 업그레이드 지속 추진
개혁	• 공정하고 질서 있는 시장 경쟁환경 조성. 전국 통합시장 구축을 제정 및 시행 • '내권식(內卷式)' 경쟁에 대한 종합적인 정비 지속, 기업 미지급 대금 문제를 상시적으로 해결하는 메커니즘 구축 • 국유기업 개혁 심화, 민영경제 발전환경 개선, 플랫폼 경제의 규범적이고 건전한 발전 지속 추진
리스크	• 부동산 시장안정 유지, 지방정부 부채 해결 위한 종합대책 시행, 지방 중소 금융기관 개혁과 리스크 해소 추진 • 자본시장 투자·조달 기능에 대한 종합 개혁을 심화해 자본시장의 회복력과 투자심리 제고

자료: 중국정부, 키움증권 리서치



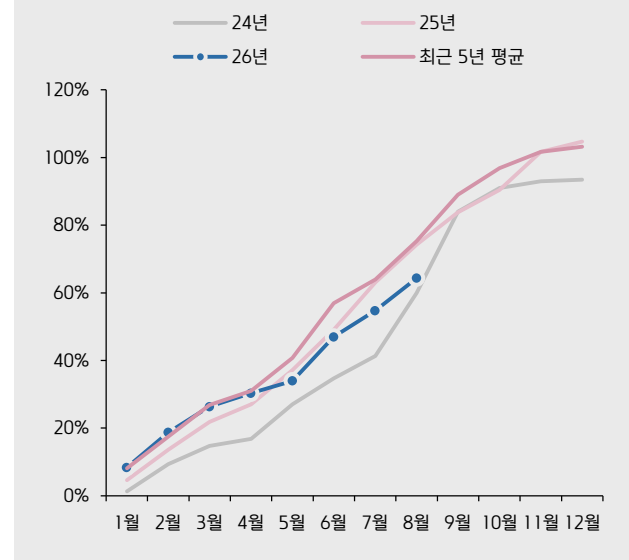
- ◆ 수출이 견조해 추가 정책 발표를 서두를 필요가 없으며, 기존 정책 집행에 집중할 것으로 예상
 - 7월 지표가 예상치를 하회하며 둔화됐으며, 8월에도 부진 지속. 다만 여전히 견조한 수출 경기로 인해 정책 대응을 서두를 필요는 없는 상황. 지방정부 특별채권, 신형 정책금융수단 등 정책의 추가 집행 여력이 존재한 점도 이를 뒷받침하는 요인 중 하나
 - 향후 경기가 예상 대비 추가로 둔화될 경우 9~10월 추가적인 부양책 발표 가능성 존재. 다만 2024년 9월과 같은 전면적인 부양책 발표 가능성은 높지 않다는 판단

중국 분기별 수출 및 재정강도 증감 추이



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

중국 지방정부 특별채권 연간 목표 달성율 추이



주: 8월은 24일 누적 기준
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 역외 증시의 상대적 강세는 일단락, 다음 모멘텀 확인이 필요한 구간

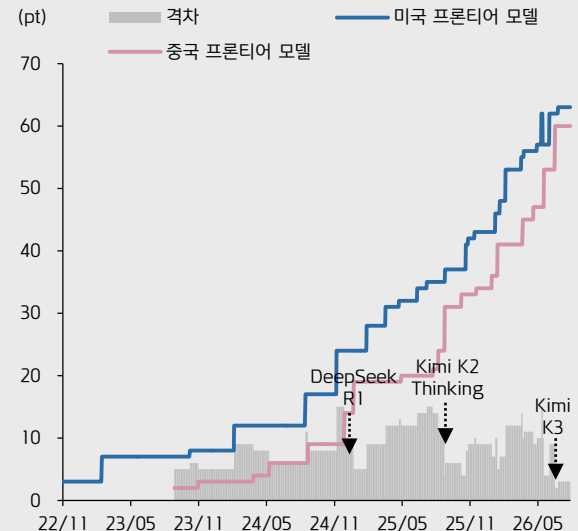
- 7월 이후 상대적 강세를 이어온 역외 증시는 8월 중순 이후 조정 국면에 진입. 그간 주가 상승을 견인했던 플랫폼 기업의 이익 회복 기대와 주요 LLM 기업의 신규 모델 출시 모멘텀이 플랫폼 기업의 실적 발표와 LLM 기업의 다수 모델 업데이트로 소멸
- 최근 이어온 역외 증시의 상대적 강세는 일단락된 것으로 판단. 향후 상승 모멘텀 재개를 위해서는 1)부양책 기대감, 2)중국 LLM의 차세대 모델 출시 및 성능 개선 확인 등이 필요할 것으로 예상. 8~9월 경기 둔화가 지속될 경우 9~10월 중 추가 정책 대응 가능성이 높아질 수 있으며, 주요 LLM 업체 역시 차세대 모델을 개발 중인 만큼 관련 모멘텀의 재개 가능성은 열려 있다는 판단

중화권 증시 주가 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

미중 프론티어 모델 성능 추이



주: Artificial Analysis Intelligence Index 기준

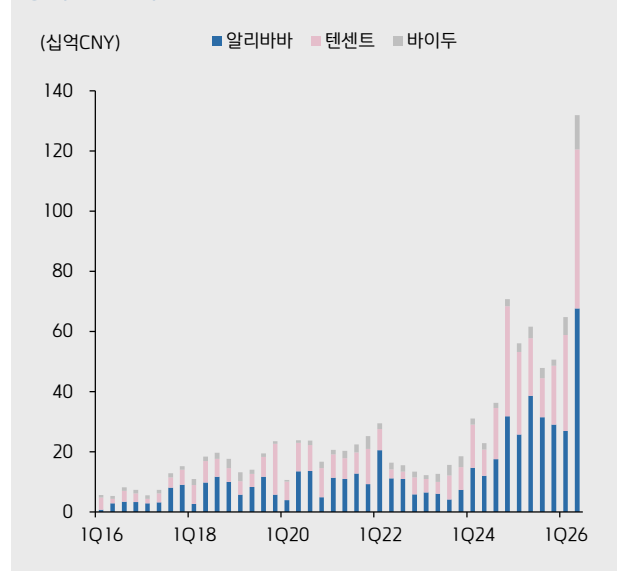
자료: Artificial Analysis, 키움증권 리서치



◆ 플랫폼 기업, AI 투자 확대는 긍정적이나 이익·현금흐름 부담도 확대

- 텐센트와 알리바바 모두 2분기 실적 발표를 완료. 양사 실적은 전반적으로 시장 예상치에 부합했으며, AI 인프라를 중심으로 CAPEX를 크게 확대하는 모습
- AI 모멘텀이 강화되고 있다는 점은 긍정적이나, 단기적으로는 투자 확대에 따른 잉여현금흐름 악화와 수익성 부담도 동시에 부각. 특히 최근 이익 모멘텀이 재차 둔화되고 있는 만큼 향후 AI 투자가 실제 매출 성장과 수익성 개선으로 이어지는지 확인 중요

중국 주요 빅테크 기업 분기별 CAPEX



자료: 각사 보고서, 키움증권 리서치

항생테크 이익 추정치



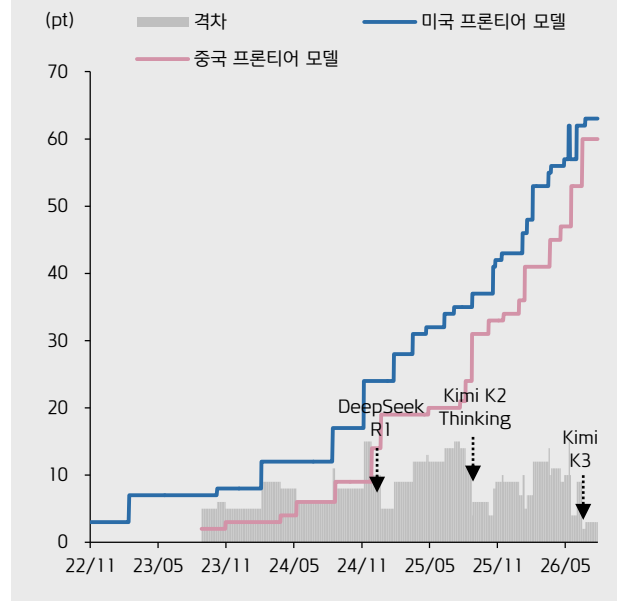
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ LLM 신규 모델 출시 모멘텀도 단기 소강 국면

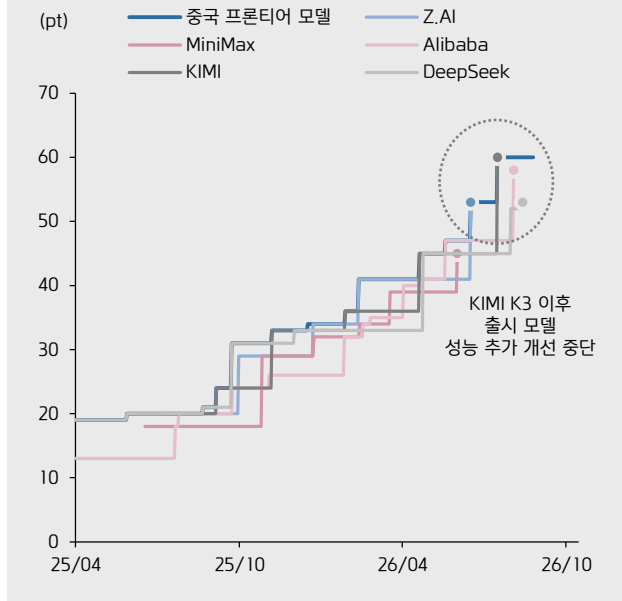
- 7월 초 Kimi K3가 중국 Frontier 모델로 부상하며 다시 한번 'DeepSeek Moment'에 대한 기대가 확대. 이후 한 달간 알리바바, Z.ai, MiniMax, DeepSeek 등이 잇따라 신규 모델을 발표하며 경쟁이 심화. 다만 Kimi K3를 뚜렷하게 넘어서는 모델이 등장하지 않으면서 중국 LLM의 추가적인 성능 개선 기대도 단기적으로 소강 국면에 진입한 것으로 판단
- 현재 MiniMax와 ByteDance가 신규 모델을 개발 중인 것으로 알려졌으며, Z.ai 역시 연내 차세대 모델 업데이트가 예상되는 만큼 향후 신규 모델 출시가 다시 주가 모멘텀으로 작용할 가능성 존재

미중 프론티어 모델 성능 추이



주: Artificial Analysis Intelligence Index 기준
자료: Artificial Analysis, 키움증권 리서치

중국 주요 AI 모델 성능 비교



주: Artificial Analysis Intelligence Index 기준
자료: Artificial Analysis, 키움증권 리서치



◆ 경기 둔화에도 정책 기대는 제한적, 대외 불확실성도 부담

- 7월 중국 주요 경제지표는 시장 예상치를 하회하며 경기 모멘텀 재차 둔화. 현재 정부는 신규 부양책 발표보다 기존 정책의 집행 가속에 무게를 두고 있어 단기간 내 재정 강도가 크게 확대될 것이라는 기대는 제한적
- 대외적으로는 미국 장기금리 상승에 따른 성장주 밸류에이션 부담과 미중 정상회담을 앞둔 양국 간 마찰 확대 가능성도 역외 증시에 부담 요인. 미국 금리와 미중 관계에 대한 민감도가 상대적으로 높은 홍콩 성장주의 단기 변동성 확대 가능성에 유의할 필요

중국 경기 서프라이즈 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 10년물 금리 및 상해종합/홍콩H PER



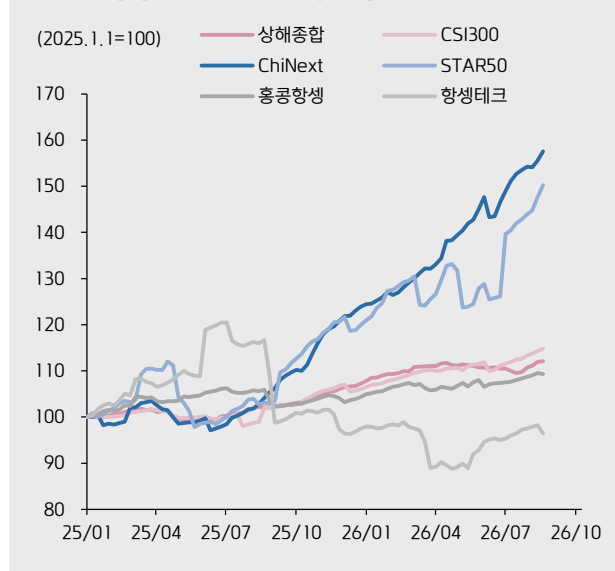
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 본토 증시의 상대적 우위 예상, 단기 금·고배당에서 점진적으로 시에 주목

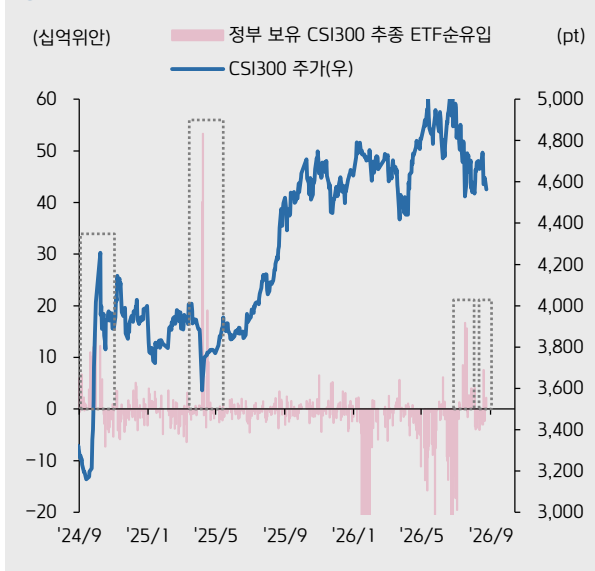
- 본토 증시가 역외 대비 상대적 우위를 회복할 가능성이 높다고 판단. AI·첨단제조를 중심으로 이익 모멘텀이 유효한 가운데, 대외 불확실성이 확대되는 구간에서 정부 자금 유입이 본토 증시의 하방을 지지할 가능성이 높기 때문
- 미국 장기금리 상승과 AI 투자 회수에 대한 우려로 성장주의 변동성이 높은 만큼 단기적으로는 금·고배당 등 방어적 업종으로 대응할 필요. 다만 향후 글로벌 AI 투자심리가 회복되는 과정에서 중화권 증시 역시 AI가 재차 주도주로 자리매김할 것으로 예상. 이에 따라 단기 금·고배당 → 점진적으로 AI 밸류체인으로 관심을 확대하는 전략이 유효하다는 판단

본토 및 홍콩 주요 지수 이익 추정치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

정부 보유 CSI300 ETF 순유입 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 단기적으로 금·고배당 관련 업종의 상대적 강세 예상

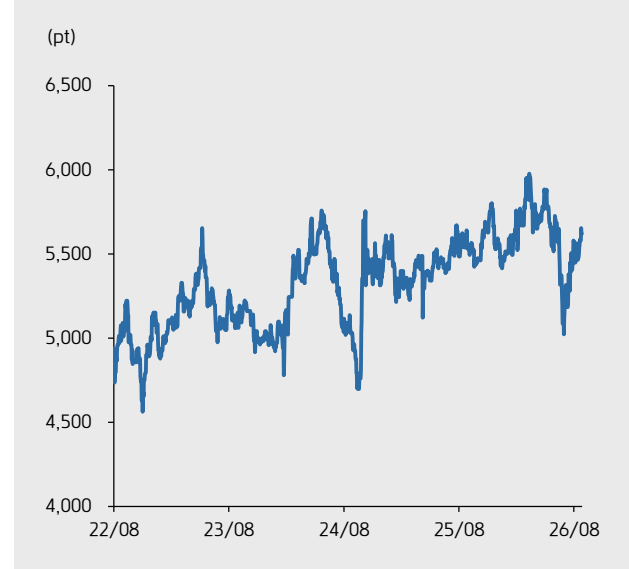
- 미국 장기금리 상승이 단순한 통화긴축보다 재정적자와 국채 공급 부담에서 비롯되고 있다는 점에서 미국 재정 및 달러 신뢰에 대한 우려가 금의 안전자산 수요를 지지할 가능성. 여기에 AI·성장주의 변동성 확대에 따른 자금 분산 수요가 더해지며 금의 상대적 매력에 부각될 전망
- 중국 내에서는 경기 모멘텀 둔화와 추가 부양책에 대한 기대가 아직 제한적인 만큼 방어주 선호도 지속될 가능성. 이에 따라 자금광업 등 금 관련주와 은행·통신·유틸리티 등 안정적인 현금흐름과 배당수익률을 보유한 고배당 업종의 상대적 강세를 예상

자금광업(H주) 및 GLD(금)/GDX(금광) 주가 흐름



자료: Wind, 키움증권 리서치

CSI배당지수 주가 추이



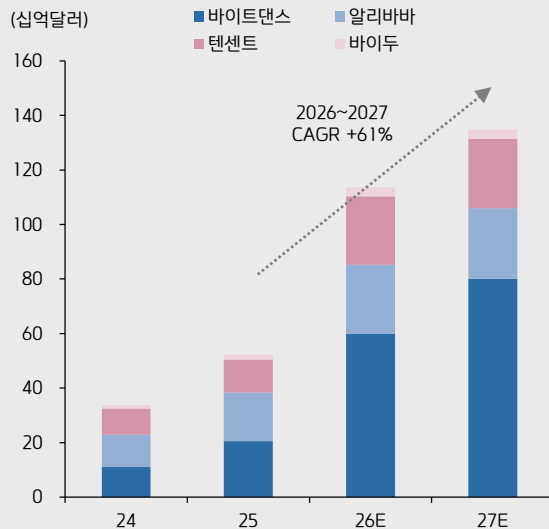
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ AI가 중화권 증시의 핵심 주도 테마라는 판단 유지

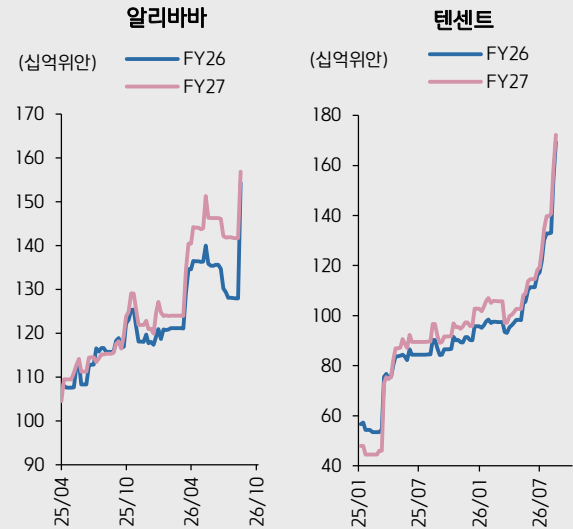
- 최근 중국 AI 관련 업종의 주가 조정은 산업의 성장성 훼손보다는 플랫폼 기업의 이익 회복과 LLM 신규 모델 출시 등 기존 상승 모멘텀이 상당 부분 소화된 영향이 크다는 판단
- 향후 글로벌 AI 투자심리가 회복되고 중국 LLM의 차세대 모델 출시가 재개될 경우 관련 투자심리 역시 점진적으로 개선될 전망. 특히 Agent·추론 확산에 따른 Token 수요 증가와 중국의 컴퓨팅 인프라 확충이 본격화되면서 AI 투자 모멘텀이 재차 강화될 가능성

중국 빅테크 기업 CAPEX 추이 및 전망



주: 알리바바, 텐센트, 바이두는 Bloomberg 컨센서스, 바이트댄스는 언론종합
자료: 각사 보고서, Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

알리바바 및 텐센트 연간 CAPEX 추정치

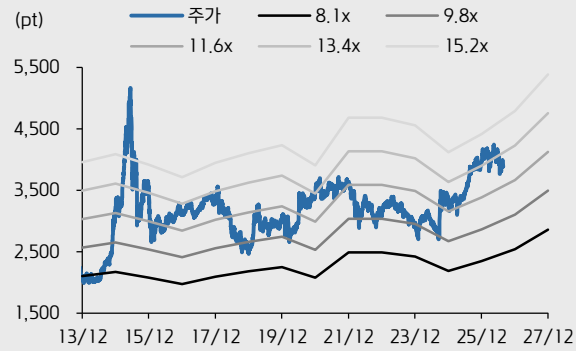


자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

본토 증시의 상대적 우위 예상, 단기 금·고배당에서 점진적으로 시에 주목

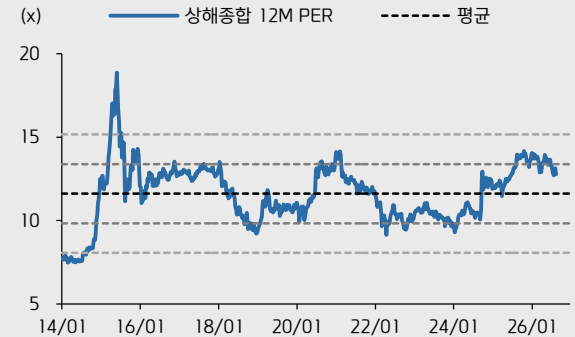


상해종합 PER 밴드



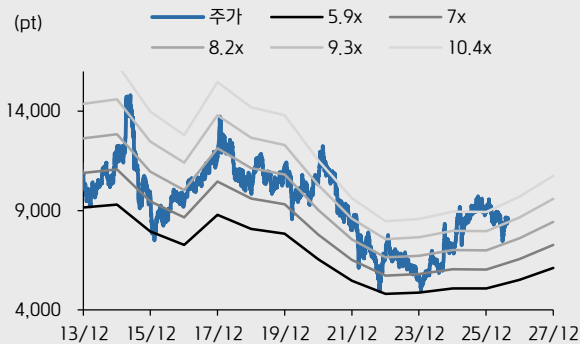
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

상해종합 12M FWD PER



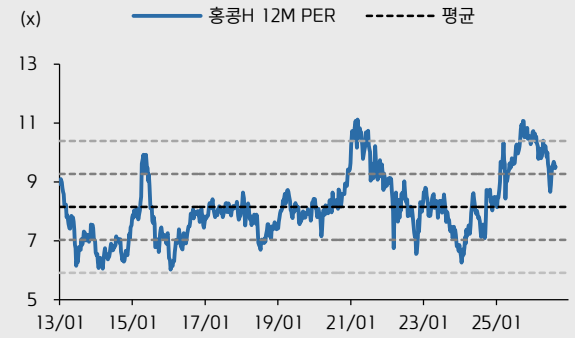
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩H PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩H 12M FWD PER

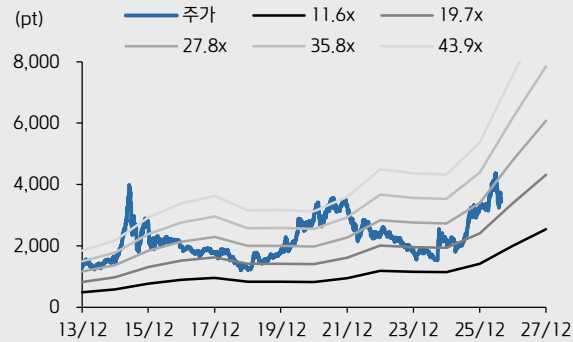


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

본토 증시의 상대적 우위 예상, 단기 금·고배당에서 점진적으로 시에 주목

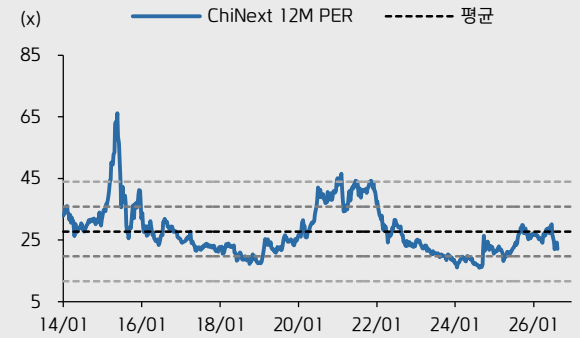


ChiNext PER 밴드



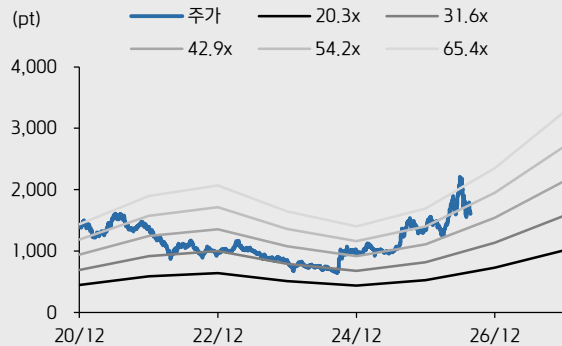
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ChiNext 12M FWD PER



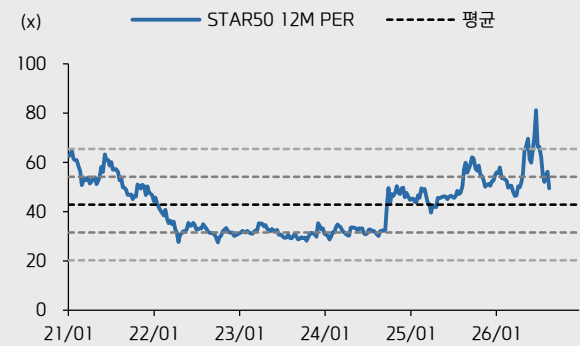
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

STAR50 PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

STAR50 12M FWD PER



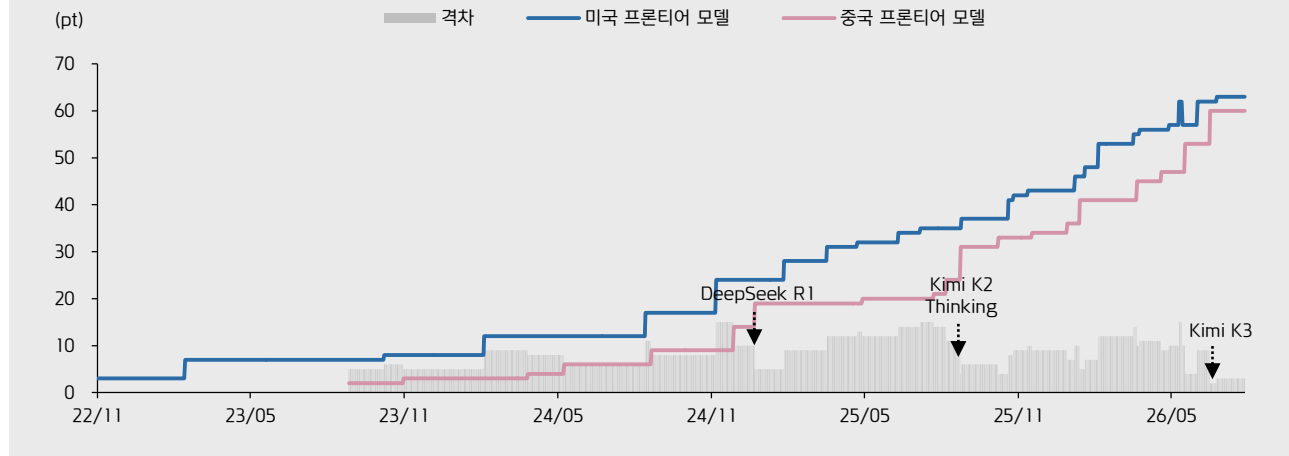
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 모델 고도화가 Agent·Coding 확산과 Token 수요 성장을 견인

- 7월 공개된 Kimi K3는 Artificial Analysis Intelligence Index에서 60점을 기록하며 기존 중국 최고 수준이었던 Z.ai의 GLM-5.2를 넘어섬. 특히 글로벌 프론티어 모델과의 격차를 빠르게 축소하며, 중국 모델의 경쟁력이 더 이상 저렴한 Token 가격에만 국한되지 않고 코딩, 에이전트 등 실제 업무 수행과 관련된 영역에서도 경쟁력이 있음을 입증
- 모델 성능 향상은 AI가 수행할 수 있는 업무가 증가하며 토큰 수요의 가파른 증가로 이어짐. AI가 단순 질의응답을 넘어 코딩, 리서치, 분석 등 복잡한 업무를 수행하기 시작하면 하나의 업무 과정에서 반복적인 추론·검색·검증이 발생하기 때문. Anthropic은 지난 1년간 모델 성능 개선과 함께 기업 및 개발자 Workflow로 AI 활용 범위를 확대하면서 Token 사용량이 크게 증가
- 중국 역시 모델 성능이 개선되며 LLM이 Coding·Agent 등 실제 업무 수행 영역으로 확산되고 있으며, Token 수요 증가와 이에 대응한 인프라 투자 확대의 선순환이 중국에서도 본격화되고 있다는 판단

미중 프론티어 모델 성능 추이



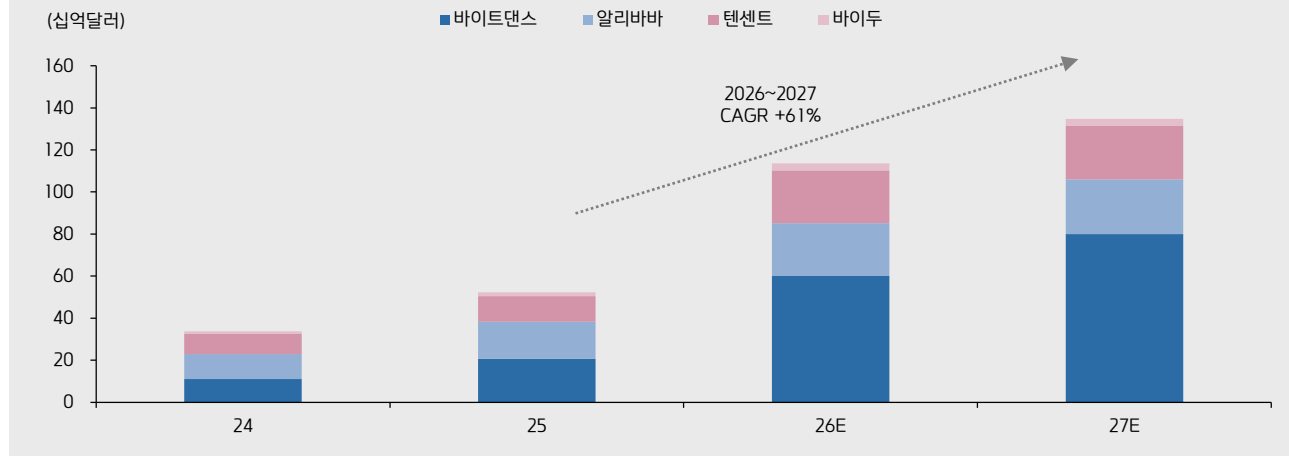
자료: Artificial Analysis, 키움증권 리서치



◆ 정부와 빅테크의 투자가 컴퓨팅 수요 확대를 견인

- 중국은 미국과의 AI 패권 경쟁에서 뒤처지지 않기 위해 정부 차원의 AI인프라 투자에 본격적으로 나설 것으로 예상. 지난 4월 정치국회의에서 중국은 신형 전력망, 컴퓨팅 파워망 등 인프라 투자 확대 계획을 발표한 바 있으며, 최근에는 향후 5년간 약 2조 위안(약 2,950억 달러) 규모의 AI 데이터센터 구축 계획을 검토 중인 것으로 알려짐
- 중국 주요 빅테크 기업들도 AI 인프라 투자를 확대하고 있는 상황. Bloomberg 기준 ByteDance의 2025년 CAPEX 는 약 250억 달러로 추정되며, 2026년에는 AI 인프라 투자를 중심으로 약 550~700억 달러(4,000~5,000억 위안)가 논의되고 있는 상황. 그 외 알리바바, 텐센트 등 중국 주요 빅테크 기업도 AI 투자를 강화하는 모습
- 중국 정부와 주요 빅테크 기업의 투자를 종합하면, 중국 AI 투자 규모는 향후 2~3년 연간 1,500억 달러 이상 수준으로 확대될 전망. 미국 빅테크 기업의 연간 CAPEX 대비 절대 규모는 낮으나, 중국은 정부 주도의 정책 지원, 중국산 AI칩 육성, 비용 효율화를 통해 산업 육성을 추진할 것으로 예상

중국 빅테크 기업 CAPEX 추이 및 전망



주: 알리바바, 텐센트, 바이두는 Bloomberg 컨센서스, 바이트댄스는 언론종합
 자료: 각사 보고서, Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치



◆ 정부와 빅테크의 투자가 컴퓨팅 수요 확대를 견인

- 중국 AI 산업의 가장 큰 제약은 여전히 컴퓨팅 성능. 이에 대한 해법으로 중국은 개별 칩의 성능 격차를 대규모 연결과 시스템 최적화로 보완하는 전략을 강화. 최근 WAIC에서 Huawei가 공개한 Atlas 950 SuperPoD는 1,024개의 AI 칩을 연결하고 향후 8,000개 이상으로 확장하는 구조로, 더 많은 칩을 하나의 시스템으로 묶어 유효 컴퓨팅 성능을 강화
- 이러한 전략은 Huawei를 넘어 중국 AI 업계 전반으로 확산되며 경쟁의 중심을 '칩 대 칩'에서 '시스템 대 시스템'으로 이동시킬 것으로 예상. 중국 AI 경쟁력 강화를 위해서는 GPU뿐 아니라 메모리·네트워크·광통신·패키징 등 시스템 전반의 기술 고도화가 필요하며, AI 투자 확대의 수혜 역시 반도체와 연결 인프라 전반으로 확산될 전망

2026년 WAIC에서 공개된 Atlas 950 SuperPoD 및 컴퓨팅 파워 비교



자료: 화웨이, 엔비디아, 키움증권 리서치



WAIC 2026 공개된 주요 Super Node / Super Cluster

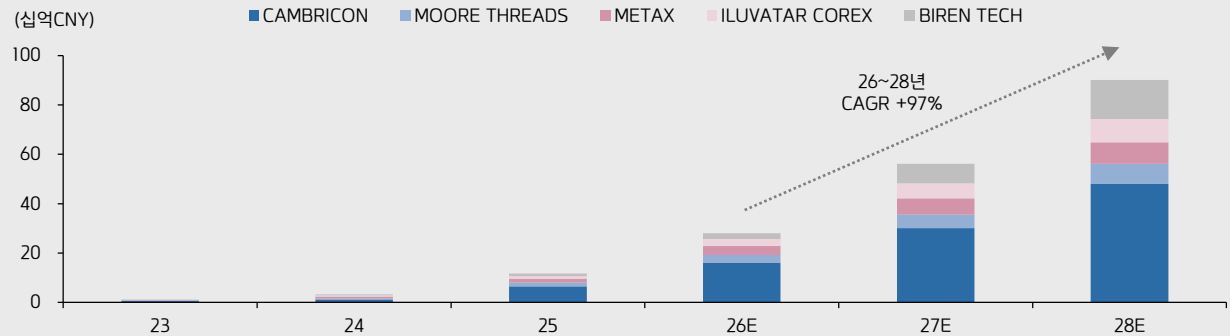
기업	제품	규모	특징
Huawei	Atlas 950 SuperPoD	1,024개 NPU	256TB Unified Memory, 3μs RTT, 초고속 NPU Interconnect
ZTE	OEX + dOCS Matrix Super Node	128 cards/rack, 최대 16,384 cards	Open Architecture, 0 Cable, Multi-GPU, Electrical + Optical Switching
Sugon	Dawning 8000	100,000 cards	AI + HPC 통합, FP64~INT8, Full-stack Localization
MetaX	S600 Super Node	64 GPU/rack, 최대 10,000 cards	Full GPU Interconnect, 0 Cable, EP/TP, Scale-up + Scale-out
H3C	UniPoD S80000	32~1,024 cards, 최대 16,384 cards	High Density, Liquid Cooling, Full Interconnect, TCO
Alibaba Cloud	Zhenwu M890 Super Node	64 cards	800GB/s Interconnect, 10T-parameter MoE Inference, Agentic AI
Biren Technology	BR20x + BLink 2.0	최대 1,024 cards	GPU-Memory-Interconnect-Software 통합, Large-scale Scale-up



자료: 언론종합, 키움증권 리서치

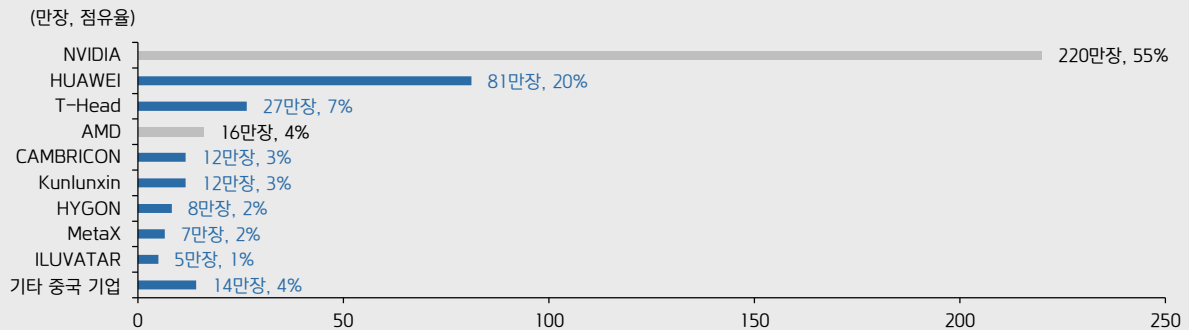


중국 주요 AI 칩 기업 매출 추이 및 전망



자료: Wind 컨센서스, 키움증권 리서치

2025년 중국 AI 가속기 출하량



자료: IDC, 키움증권 리서치



현재주가 (8/25)

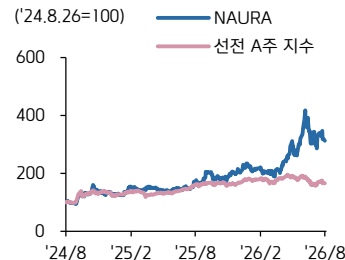
CNY 754.38

Stock Data

산업분류	기술하드웨어 & 반도체
세부업종	반도체 장비
거래소	Shenzhen
상대지수	SZASHR
벤치마크 현재주가	2,621.6
시가총액(mln)	518,867.8
유통주식수(mln)	725.7
52주 최고	968.00
52주 최저	325.50
일평균거래량	12,515,550

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	52.6	-7.5	41.3	84.4
선전A주	-1.0	3.6	-8.8	2.9



◆ 투자포인트 1. 2분기 실적 예상치 하회, 다만 수주 잔고 증가 지속

- 2분기 매출은 98억위안(YoY +24%), 순이익은 17억위안(YoY +7%)으로 예상치 하회. 반도체 장비 인도가 일부 지연됐으며, 신제품의 고객사 검증 과정에서 부품의 반복적인 업그레이드에 따른 비용 증가 및 일부 대량 구매 고객사에 일정 수준의 가격 인하를 제공하며 수익성 둔화
- 장비 인도 관련 분기 변동성은 불가피하나 계약부채는 53억위안으로 QoQ 27% 증가하며 수주잔고 증가는 지속되고 있어 중국 반도체 투자 확대 수혜는 유효하다는 판단

◆ 투자포인트 2. 반도체 투자 확대 및 국산화 모멘텀 속 반도체 장비 기업 주목

- CXMT와 텐센트는 향후 3~5년간 200억 위안 이상 규모의 서버 DRAM 장기 공급 계약 체결. 금번 계약은 CXMT 제품이 서버용 양산 공급 단계에 진입했음을 의미하며, 중장기 투자 가시성이 개선됐다는 판단
- 중국 주요 파운드리들의 증설 사이클도 2027년까지 이어질 전망. AI 인프라 투자 확대와 반도체 국산화로 파운드리 수요가 예상보다 빠르게 증가하는 가운데 SMIC와 HUAHONG 모두 공급 부족을 대응하기 위한 Capa 확대 지속
- 7월 CXMT의 상장에 더해 이르면 연말에 YMTC도 상장할 것으로 예상. 중국 주요 메모리 및 파운드리 기업의 투자 사이클 속 중국 장비 기업 주목 필요. NAURA는 중국 장비 업체 중 가장 폭넓은 제품 포트폴리오를 보유해 중국 반도체 투자 사이클 전반에 대한 노출도로 인해 투자 매력도가 높다는 판단

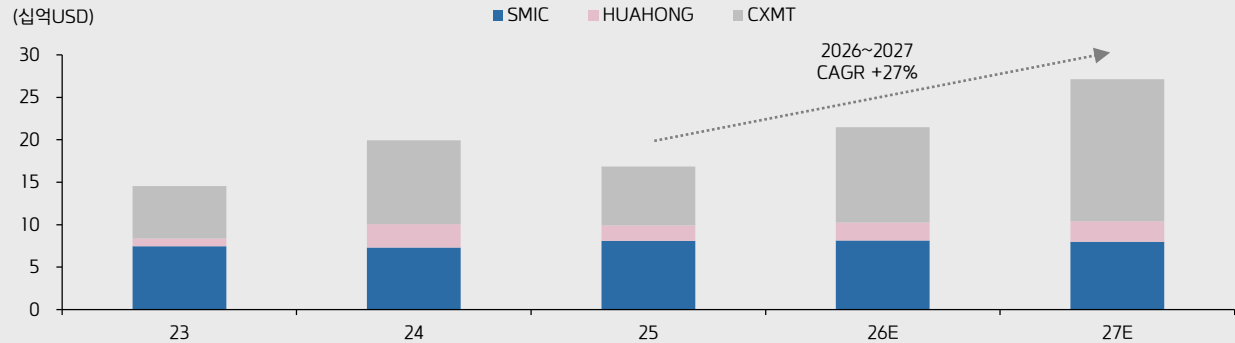
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	22,079	30,075	39,353	50,523	65,044
영업이익	4,428	6,606	6,037	8,041	11,647
OPM(%)	20.1	22.0	15.3	15.9	17.9
순이익	3,899	5,622	5,522	7,650	11,113
PER(배)	33.4	37.0	60.1	63.1	43.7
PBR(배)	5.3	6.7	8.8	10.9	8.8
ROE(%)	17.7	20.3	16.1	17.5	20.7
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

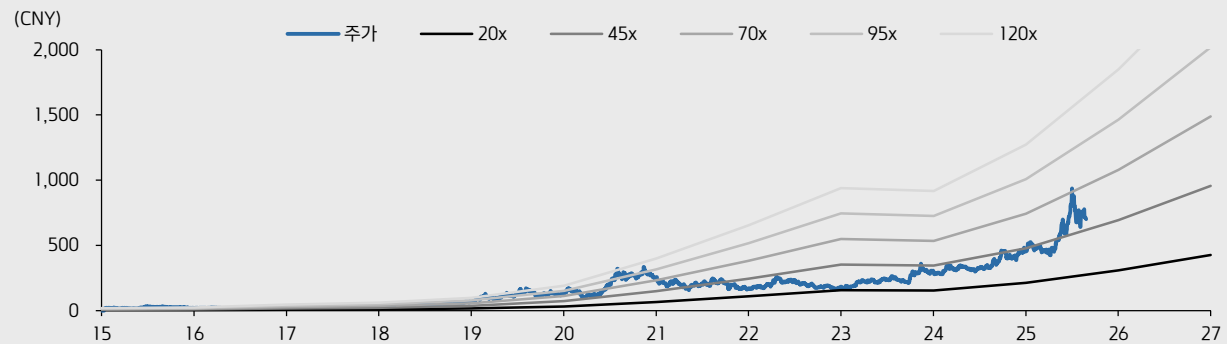


SMIC/Huahong/CXMT CAPEX 추이 및 전망



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

NAURA 12M FWD PBR 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

현재주가 (8/25)

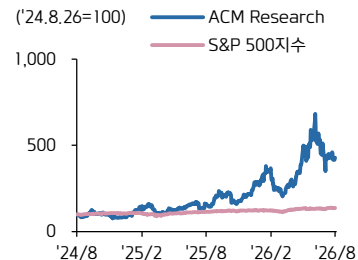
USD 79.77

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	반도체 장비
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,677.3
시가총액(mln)	37,343.5
유통주식수(mln)	64.7
52주 최고	127.19
52주 최저	26.10
일평균거래량	1,473,838

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	102.2	-5.4	16.5	177.0
S&P500	12.2	3.6	10.5	19.2



◆ 투자포인트 1. 제품 다변화 효과로 외형 성장 지속

- 2Q26 매출은 2.93 억 달러(YoY +36%), Non-GAAP 영업이익은 0.6 억 달러(YoY +36%)로 예상치 상회. 세정 장비 매출 감소에도 불구하고 제품 포트폴리오 확장과 고객사 투자 확대에 힘입어 ECP 와 첨단 패키징 장비 매출이 각각 YoY 168%, 153% 증가하며 외형 성장 주도
- GPM 은 46.0%로 전년 48.5% 대비 하락했으나 장기 목표 범위인 42~48%의 상단을 유지했으며, OPM 은 매출 성장에 따른 영업 레버리지 효과로 14.7%에서 17.0%로 개선

◆ 투자포인트 2. 견조한 주문 수요로 26 년 매출 가이드نس 하단 상향

- 중국 반도체 투자 확대와 장비 국산화에 따른 수혜가 지속될 전망. 고객 주문 증가를 바탕으로 하반기 수요 가시성도 높아지고 있으며, FY26 매출 가이드نس 하단을 기존 10.8 억달러에서 11.25 억달러로 상향해 11.25~11.75 억 달러(YoY +25~30%) 제시
- 동사는 2026 년을 신규 장비 확대의 원년으로 제시하며 제품군을 빠르게 넓히고 있는 상황. 고온 SPM 세정 장비는 선단 Logic 및 메모리 고객사로 공급이 확대되고 있으며, 첨단 패키징용 도금 장비도 중국 고객사로부터 첫 양산 주문 확보. 여기에 증착 및 코팅·현상 장비도 고객사 평가를 진행 중으로, 향후 양산 전환에 따라 신규 매출원으로 자리잡을 전망

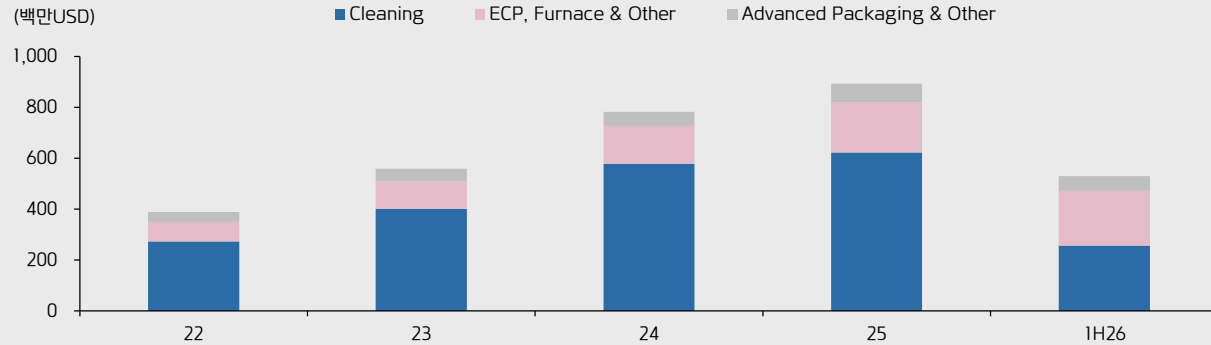
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	558	782	901	1,171	1,515
영업이익	96	151	109	190	264
OPM(%)	17.2	19.3	12.1	16.2	17.5
순이익	77	104	94	184	207
PER(배)	16.4	10.0	33.9	34.8	26.5
PBR(배)	1.6	1.1	1.8	2.7	2.4
ROE(%)	10.7	12.4	7.9	9.8	10.8
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

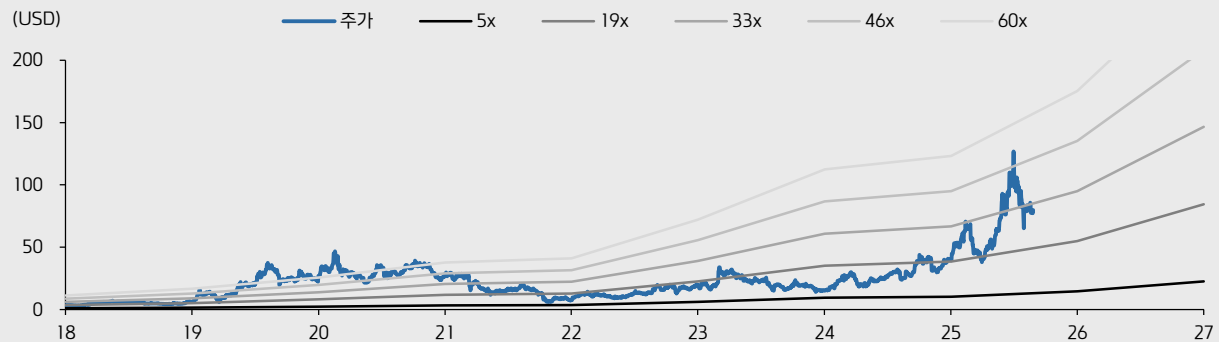


ACM Research 제품별 매출 구조



자료: ACM Research, 키움증권 리서치

ACM Research 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

현재주가 (8/25)

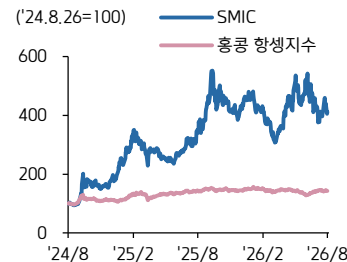
HKD 67.85

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	반도체
거래소	Hong Kong
상대지수	HSI
벤치마크 현재주가	25,511.1
시가총액(mln)	655,605.4
유통주식수(mln)	6,014.3
52주 최고	93.50
52주 최저	49.32
일평균거래량	127,093,000

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	-5.0	-4.9	-2.9	17.4
홍콩항생	-0.5	2.2	-4.7	-1.2



◆ 투자포인트 1. 2Q26 실적 예상치 상회, 견조한 수요 및 가격 인상효과로 이익 성장 기대

- 2분기 매출은 30억 달러(YoY +36%, QoQ +20%), GPM은 25%(YoY +4.9%p, QoQ +5.2%p)로 예상치 및 가이드언스 상회. 매출은 출하량 증가가 주로 기여했으며, AI 관련 주변 칩 수요 급증과 고객의 조기 출하 요청이 주도. 수익성은 가격 인상 및 높은 가동률이 신규 설비의 감가상각 증가를 상쇄하면서 개선
- 3분기 가이드언스는 매출 QoQ +2~4%, GPM 26~28%로 예상치 상회. 2분기 Pull-in 효과로 출하량의 추가 확대 폭은 제한적이거나, 가격인상 효과가 본격적으로 반영되며 수익성이 개선될 전망. 향후 수요에 대해서도 긍정적인 전망을 제시. AI 인프라 투자 확대에 따라 Logic, BCD·전력관리, 광통신 등 AI 관련 주변 칩의 공급 부족이 지속되고 있으며, 고객들이 요구하는 향후 생산 물량 역시 연초 예상치를 크게 상회하고 있다고 밝힘

◆ 투자포인트 2. 펀더멘털(가격 인상효과)과 모멘텀(국산화) 모두 매력적

- SMIC는 AI 수요 확대가 실적 성장으로 이어지고 있다는 점이 긍정적. 하반기 Huawei Ascend를 비롯한 중국산 AI 가속기 공급 확대가 예상되는 만큼 선단공정 및 관련 주변 칩 수요는 더욱 강화될 전망
- 단기적으로는 가격 상승과 높은 가동률에 따른 이익 개선이 지속되는 가운데, 중장기적으로는 중국 GPU 병목을 해결할 수 있는 사실상 유일한 기업이라는 점에서 펀더멘털과 내러티브 모두 매력적이라는 판단

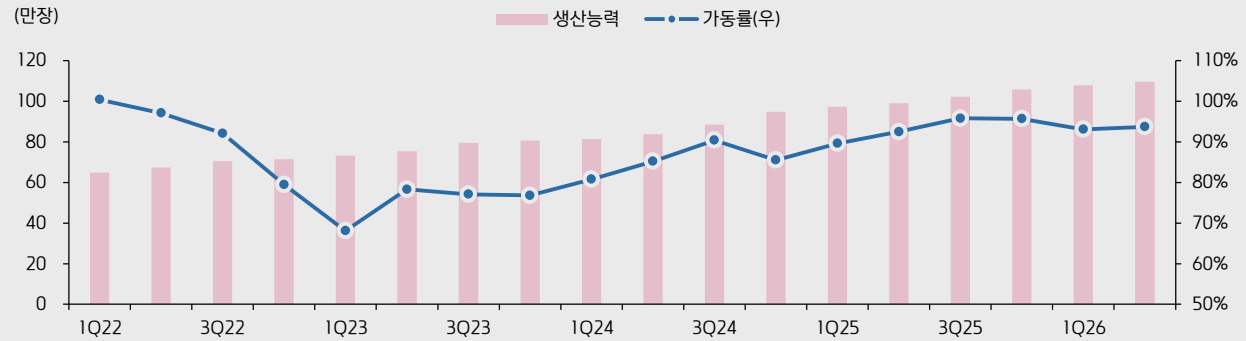
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	8,030	9,327	11,837	14,203	8,030
영업이익	474	1,110	1,807	2,394	474
OPM(%)	5.9	11.9	15.3	16.9	5.9
순이익	493	685	1,417	1,819	493
PER(배)	81.7	104.3	48.9	37.6	81.7
PBR(배)	1.6	3.4	2.9	2.7	1.6
ROE(%)	2.4	3.3	6.1	7.2	2.4
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

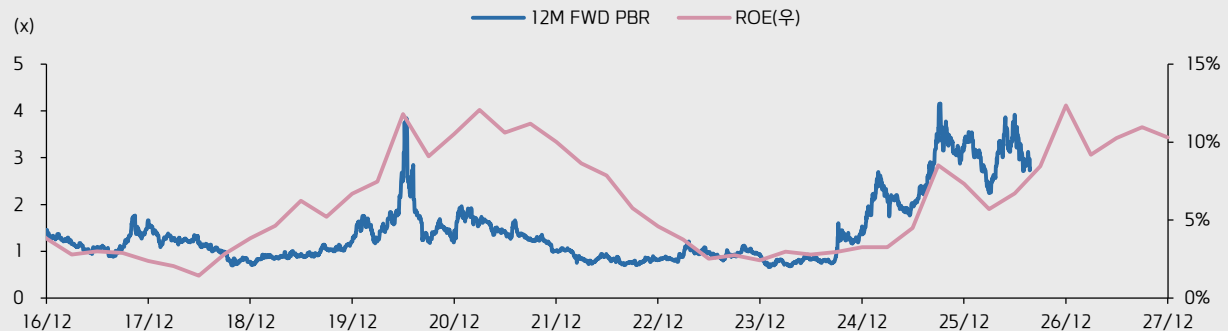


SMIC 분기 생산능력 및 가동률



주: 8인치 웨이퍼 기준
자료: SMIC, 키움증권 리서치

SMIC 12M FWD PBR 및 ROE



자료: SMIC, Bloomberg, 키움증권 리서치



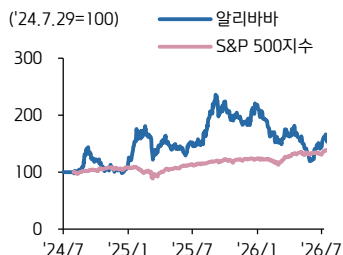
현재주가 (8/25)	USD 119.44
-------------	------------

Stock Data

산업분류	소매 & 도매
세부업종	온라인 마켓플레이스
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,677.3
시가총액(mln)	1,924,219.7
유통주식수(mln)	2,396.9
52주 최고	192.67
52주 최저	91.99
일평균거래량	12,314,780

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	-17.8	6.5	-20.8	-3.1
S&P500	12.2	3.6	10.5	19.2



◆ 투자포인트 1. 하반기 중국 커머스 이익 회복 및 클라우드 성장 가속 전망

- FY1Q27 매출은 2,690억 위안(YoY +9%), 조정 EBITA는 273억 위안 (YoY -30%)으로 예상치 부합. 클라우드의 성장 가속과 수익성 개선이 지속된 가운데, 중국 커머스는 킥커머스 적자 축소로 이익 감소 폭 완화
- 중국 이커머스 매출(CMR)은 YoY -7% 기록. 중국 소비 부진이 외형성장에 부정적으로 작용했으나, 킥커머스 적자가 축소되며 커머스 이익의 추가 감소는 제한적
- 클라우드 매출은 YoY +45%로 성장세 확대. 조정 EBITA 마진도 YoY +4%p 개선됐으며, 이는 AI 및 MaaS 등 고마진 매출 비중 확대와 자체 칩 탑재 비중 상승에 기인

◆ 투자포인트 2. 이익 회복 지속성과 클라우드 성장성 확인하며 주가 상승 전망

- 8월 23일 알리바바는 약 800억 홍콩달러 규모의 자금 조달 계획을 발표. 발행 가격은 112.70 홍콩달러로 8/24 기준 ~% 할인된 수준. 조달자금은 모두 AI 역량 강화에 투입될 예정. 자금조달 소식으로 주가는 조정
- 다만 알리바바는 하반기 클라우드 매출 성장 추가 확대 등을 밝히면서 손해가 예상됨. 향후 주가는 커머스 이익 회복의 지속 여부와 Qwen을 중심으로 한 AI 사업의 ARR 성장 등 펀더멘털 개선을 순차적으로 확인하며 상승 흐름을 이어갈 전망

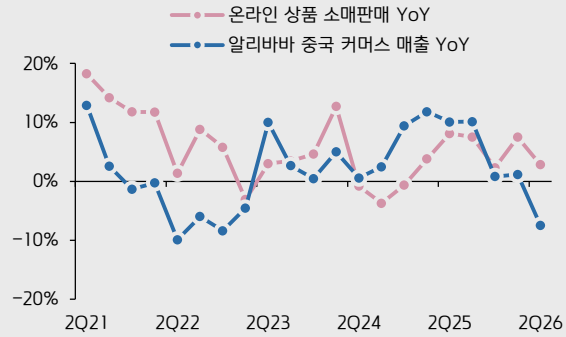
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY24	FY25	FY26	FY27E	FY28E
매출액	941,168	996,347	1,023,670	1,123,473	1,267,112
EBITDA	191,668	202,325	113,483	166,678	224,316
EBITDA Margin(%)	20	20	11	15	18
순이익	157,479	158,122	60,658	104,044	144,667
PER(배)	10.2	14.8	43.6	18.0	12.9
PBR(배)	1.3	2.3	2.0	2.0	1.7
ROE(%)	8.1	13.0	10.2	8.8	11.5
배당수익률(%)	1.4	0.8	0.8	N/A	N/A

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

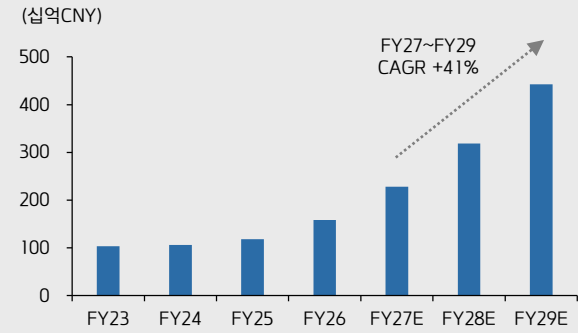


중국 온라인 상품판매 및 알리바바 중국 커머스 매출 YoY



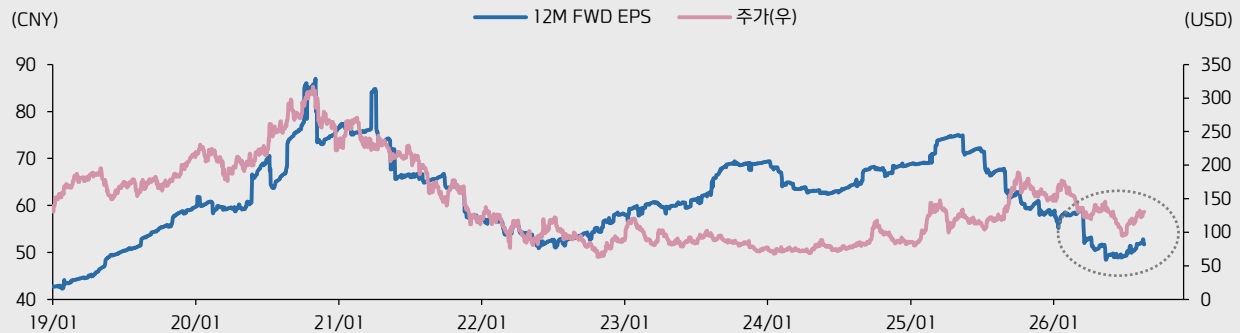
주: Calendar year 기준. 알리바바 중국 커머스 매출은 CMR 기준
자료: 알리바바, 키움증권 리서치

알리바바 클라우드 매출 추이 및 전망



주: 회계연도 기준
자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

알리바바 12M FWD EPS 및 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

현재주가 (8/25)

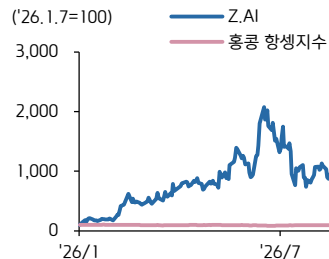
HKD 1,059.00

Stock Data

산업분류	소프트웨어&기술서비스
세부업종	소프트웨어
거래소	Hong Kong
상대지수	HSI
벤치마크 현재주가	25,511.1
시가총액(mln)	422,778.5
유통주식수(mln)	241.1
52주 최고	2,980.00
52주 최저	116.10
일평균거래량	4,105,777

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	N/A	-14.4	88.9	N/A
홍콩항생	-0.5	2.2	-4.7	-1.2



◆ 투자포인트 1. 중국 LLM 시장은 상업화 초기 단계, 구조적 성장 기대

- 현재 중국 주요 LLM 업체들의 ARR은 3~10억 달러 수준으로 OpenAI와 Anthropic을 크게 하회. 아직 상업화 격차가 크며, 향후 AI 칩 부분의 공급 제약 완화 시 시장 성장 여력 크다는 판단. 최근 Z.ai가 코딩 부문에서 경쟁력을 강화하면서 토큰 소비량이 가파르게 증가했고, Kimi K3와 Qwen3.8-Max은 글로벌 프론티어 모델에 근접한 모델 출시. 중국 역시 모델 성능 개선은 업무 수행 범위 확대로 이어지며 토큰 수요가 증가하는 모습

◆ 투자포인트 2. P/ARR 감안 시 현재 시점에서는 점진적인 관심 필요

- 중국 LLM 산업은 모델 출시 주기가 짧아지면서 선두 지위가 빠르게 변화하고 있으며, 대규모 투자를 지속하더라도 차세대 모델의 성공을 보장하기 어렵다는 점에서 개별 기업의 장기적인 경쟁우위를 예측하기 쉽지 않은 상황. 산업의 구조적 성장성에는 긍정적 시각을 유지하되, 개별 기업에 대해서는 신규 모델 모멘텀 중심 접근 전략 필요. 특히 기대감이 주가에 선반영될 가능성이 높은 만큼 투자 시점의 밸류에이션에 대한 판단 역시 중요
- 현재 Z.ai 주가는 고점 대비 56% 조정되며 P/ARR 기준 63배에서 거래 중. OpenAI와 Anthropic 대비 밸류에이션 높으나, 두 기업 모두 ARR이 가파르게 증가하면서 P/ARR 40~80배 수준의 높은 멀티플을 소화한 바 있음. Z.AI는 상대적으로 코딩, 에이전트 등 고토큰 업무 영역에서의 경쟁력과 B2B 중심의 상용화 강점을 보유하고 있어 ARR의 빠른 증가 전망. 연내 차세대 모델을 발표할 것으로 예상되는 만큼 현 시점에서는 점진적인 관심 필요

Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	125	312	724	4,334	12,841
영업이익	-637	-2,552	-3,802	-5,061	-5,246
OPM(%)	-511.5	-816.8	-524.8	-116.8	-40.9
순이익	-788	-2,956	-4,698	-4,980	-4,822
PER(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(배)	N/A	N/A	N/A	43.8	56.2
ROE(%)	N/A	N/A	N/A	7.4	25.3
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

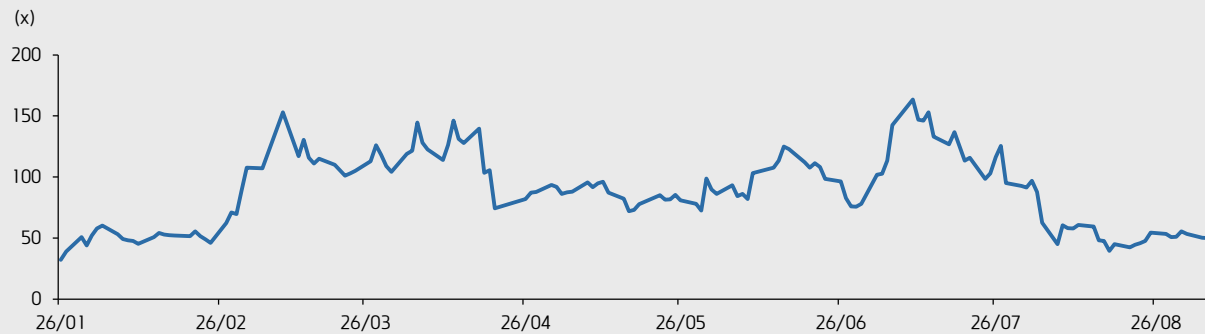


미국 및 중국 주요 LLM 기업 ARR, 기업가치 비교

국적	기업	기업가치 (십억달러)	기준 시점	ARR (십억달러)	기준 시점	P/ARR
미국	OpenAI	852	2026.03	25	2026.02	34x
	Anthropic	965	2026.05	47	2026.05	21x
중국	Z.ai	63	2026.08	1	2026.07	63x
	MiniMax	13	2026.08	0.3	2026.05	45x
	DeepSeek	52	2026.05	0.4~0.5	2026.06	104~130x
		71	목표			142~178x
	Moonshot AI	20	2026.05	0.3	2026.06	67x
		50	목표			167x

자료: 언론종합, 키움증권 리서치

Z.AI 12M FWD PSR 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

8월 ETF Review 및 9월 전망

힘겨루기





8월 ETF Review 및 9월 전망 | 힘겨루기

8월 미국 ETF 시장 리뷰

- 8월 미국 ETF 시장으로는 지난달 대비 소폭 둔화된 \$1,406억 유입
- 주식형 ETF로는 \$890억 가량 유입되며 4개월 연속 둔화세. 주식형 내에서는 미국 주식(\$484억)에 가장 많은 자금이 집중되었고, 섹터 단으로는 원자재, 헬스케어가 상위 차지
- 채권형 ETF로는 약 \$409억 유입. 미 장기채 금리 변동성이 높아진 가운데 미국 초단기채 중심으로 자금 유입 지속

8월 신규 상장 ETF

- 미국: 91개 신규 상장 ETF 출시. 오픈AI·엔트로픽 등 비상장사와 구글 딥마인드·메타·SpaceX의 AI 생태계 기업에 투자하는 상품군 등장. SpaceX는 -2배 인버스까지 출시. 단일종목 레버리지는 마이크론·사이타임·루멘텀 등 반도체·광통신으로 확장됐고 AXT·코히어런트·메타 -2배 인버스도 출시되며 양방향 베팅 수단 다변화. AI 인프라는 추론·네오클라우드·전력 및 열관리·캐패시터·포토닉스 등 밸류체인 단계별로 세분화, 한국 AI 반도체·아시아 메모리 등 아시아 겨냥 상품도 다수 등장. 이외 양자컴퓨팅·우주·로보틱스 테마와 트론 현물, CLO, 박스 스프레드 단기채 등 구조 다변화 지속
- 국내: 8월 액티브 4종 포함 11종 ETF가 신규 출시되며 국내 ETF 상품 수는 1,164개로 확대. 퇴직연금 성장을 겨냥한 채권혼합형이 꾸준히 상장되는 가운데 한·미 반도체, 지주사 등 테마와 채권을 결합한 형태로 진화. 美 CPU 반도체, 피지컬 AI, AI 데이터센터 밸류체인, 美 우주 위성통신 등 테마형 5종 출시. 생애주기에 맞춰 자동 리밸런싱되는 TDF ETF도 등장, 채권혼합형과 함께 연금/절세계좌 활용 선택지 지속 확대되는 양상

9월 ETF 투자 아이디어

- 최근 금리 민감도가 높아진 가운데 섹터 순환매 흐름 지속. 美 행정부는 장기금리 안정을 위한 다양한 방법을 시도 중이나, 오히려 달러 약세 및 디베이스먼트 트레이드를 자극하며 증시에는 부담으로 작용
- 장기금리 향방은 잭슨홀(8/27)과 장기물 바이백 규모 확인(9/9~), FOMC(9/17~18), 미-이란 전쟁 상황을 주시할 필요가 있으나, 미 정부 역시 활용 가능한 카드는 남아있다고 판단. 주식시장에 대해서는 긍정적 시각을 유지하며 중간선거 전까지 바벨 전략으로 다변화된 포트폴리오 전략 유지 추천
- ETF Picks: SCHD(배당성장), SOXX(반도체), AIPO(전력), IAI(금융서비스), COWZ(FCF 수익률 우수), GLD(금), IEUR(유럽)

하반기 ETF 투자 유니버스



분류	티커	ETF 명	미국 상장 Peer ETF	국내 상장 Peer ETF	AUM (\$m)	보수 (%)	수익률 (%)	IM	YTD
대표 지수	QQQ	Invesco QQQ Trust ETF	QQQM	TIGER 미국나스닥100 KODEX 미국나스닥100	482,934	0.18	+3.9	+15.7	
	QGRW	WisdomTree US Quality Growth Fund	SPHQ	ACE 미국대형성장주액티브	2,964	0.28	+5.5	+14.0	
	IVV	iShares Core S&P 500 ETF	SPY, VOO	TIGER 미국S&P500 RISE 미국S&P500	883,947	0.03	+3.7	+12.4	
AI (반도체 전력 DC·네트워크 로보틱스 AI 모델링 양자컴퓨팅)	SOXX	iShares Semiconductor ETF	FTXL, PSI, SMH, SOXQ, XSD	TIGER 미국필라델피아반도체나스닥 PLUS 글로벌HBM반도체	41,510	0.34	-2.5	+70.7	
	CHAT	Roundhill Generative AI & Technology ETF	AIVC, IGPT, ARTY	TIME 글로벌AI인공지능액티브 RISE 미국시테크액티브	1,832	0.75	+5.3	+47.9	
	XTL	State Street SPDR S&P Telecom ETF	NXTG	KODEX 미국시광통신네트워크	593	0.35	+2.0	+38.1	
	VOLT	Tema Electrification ETF	ZAP, AIPO, POWR	KODEX 미국시전력핵심인프라 TIGER 글로벌AI전력인프라액티브	725	0.75	-5.0	+24.4	
	DRIV	Global X Autonomous & Electric Vehicles ETF	IQM, IBOT, HUMN, ROBO	TIGER 글로벌자율주행&전기차SOLACTIVE KoAct 글로벌AI로봇액티브	372	0.68	+3.1	+16.6	
	IDGT	iShares US Digital Infra & Real Estate ETF	DTCR, FCLD, SKYY	RISE 글로벌데이터센터리츠(합성) SOL 미국양자컴퓨팅TOP10	522	0.39	+2.6	+37.9	
	QTUM	Defiance Quantum ETF	-	KoAct 글로벌양자컴퓨팅액티브	5,580	0.40	+6.6	+35.7	
산업재편 (에너지, 방산·우주항 공, 제조·인 프라 신금융)	UFO	Procore Space ETF	MARS, NASA	TIGER 미국우주테크 SOL 미국우주항공TOP10	570	0.75	+3.8	+15.4	
	ITA	iShares US Aerospace & Defense ETF	XAR, PPA, JEDI, FITE	TIME 글로벌우주테크&방산액티브 WON 미국우주항공방산	14,093	0.38	-2.4	+9.1	
	AIRR	FT RBA American Industrial Renaissance ETF	RSHO, MADE, PAVE	ACE 미국중심중소형제조업	9,813	0.69	-8.2	+13.1	
	ICLN	iShares Global Clean Energy ETF	HYDR, QCLN, TAN, PBW	PLUS 태양광&ESS RISE 글로벌수소경제	2,226	0.39	-0.7	+7.4	
	IAI	iShares US Broker-Dealers & Securities Exch ETF	XLFI, KBWB, ARKF	KODEX 미국S&P500금융 KODEX 미국금융테크액티브	1,427	0.38	+5.3	+9.7	
비미국	BLOK	Amplify Blockchain Technology ETF	IBLC, FDIG, BKCH	-	1,132	0.70	+7.1	+13.4	
	IEMG	iShares Core MSCI Emerging Markets ETF	EEM, EWY	PLUS 신흥국MSCI(합성 H)	161,160	0.09	+6.3	+21.8	
	EWI	iShares MSCI Taiwan ETF	FLTW	KODEX 한국대만IT프리미어	11,436	0.59	+7.5	+65.9	
	KSTR	KraneShares SSE STAR Market 50 Index ETF	CNXT, CQQQ, PGJ	TIGER 차이나반도체FACTSET KODEX 차이나과장판STAR50(합성)	383	0.65	-7.8	+25.8	
	BBJP	JPMorgan BetaBuilders Japan ETF	EWJ, FLJH	TIGER 일본니케이225	19,083	0.19	+4.7	+17.2	
위험 헤지 (대금속, 크립토, 자원 등)	SGOV	iShares 0-3 Month Treasury Bond ETF	SHV, BIL	TIGER 미국초단기(3개월이하)국채	105,259	0.09	+0.0	+0.3	
	VTIP	Vanguard Short-Term Inflation-Protected Sec ETF	TIP	KODEX iShares미국인플레이션국채액티브	20,479	0.02	+0.5	+0.7	
	GLDM	SPDR Gold MiniShares Trust	IAU, GLD	ACE KRX금현물, KODEX 금액티브 SOL 국제금	32,835	0.10	+15.2	+8.2	
	PICK	iShares MSCI Global Metals&Mining Producers ETF	XME	HANARO 글로벌금채굴기업	2,514	0.39	+15.4	+30.4	
	MLPX	Global X MLP & Energy Infrastructure ETF	MLPA, EMLP	RISE 미국천연가스밸류체인	3,564	0.45	-4.2	+22.1	

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-08-25 종가 기준

8월 ETF 투자 포트폴리오 (리뷰)



티커	ETF명	주요 테마	순자산 백만\$	운용 보수 %	수익률			국내 상장 Peer ETF
					1M %	3M %	6M %	
SOXX	iShares Semiconductor ETF	美 반도체	40,494.4	0.34	-2.5	-4.3	+39.8	* TIGER 미국필라델피아반도체나스닥 * KODEX 미국AI반도체TOP3플러스 * RISE 미국반도체NYSE * PLUS 글로벌HBM반도체
AIPO	Defiance AI & Power Infrastructure ETF	AI & 전력 인프라	925.1	0.69	-2.1	-11.2	+7.0	* KIWOOM 글로벌전력GRID인프라 * KODEX 미국AI전력핵심인프라 * RISE 미국AI전력인프라액티브 * TIGER 글로벌AI전력인프라액티브 * SOL 미국AI전력인프라
XAR	State Street SPDR S&P Aerospace & Defense ETF	우주항공 & 방산	6,042.6	0.35	-1.5	-2.3	-5.5	* TIGER 미국방산TOP10 * WON 미국우주항공방산 * TIME 글로벌우주테크&방산액티브
KBWB	Invesco KBW Bank ETF	美 대형은행	6,818.0	0.35	-0.1	+12.1	+14.7	* RISE 미국은행TOP10
KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF	中 플랫폼	5,184.4	0.70	+0.5	-1.9	-18.1	* TIGER 차이나항생테크 * KODEX 차이나항생테크 * ACE 차이나항생테크 * RISE 차이나항생테크
MLPX	Global X MLP & Energy Infrastructure ETF	MLP & 에너지 인프라	3,594.3	0.45	-3.2	-3.4	+7.8	* KoAct 미국천연가스인프라액티브 * RISE 미국천연가스밸류체인
PDBA	Invesco Agriculture Commodity Strategy NO K-1 ETF	농산물	311.6	0.59	+0.1	+2.6	+8.4	* KODEX 3대농산물선물(H) * TIGER 농산물선물Enhanced(H)

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-08-25 종가 기준

9월 ETF 투자 포트폴리오



티커	ETF명	주요 테마	순자산 백만\$	운용 보수 %	수익률			국내 상장 Peer ETF
					1M %	3M %	6M %	
SCHD	Schwab US Dividend Equity ETF	배당성장/밸리테	112,280.0	0.06	+5.5	+7.8	+13.3	* TIGER 미국배당다우존스 * SOL 미국배당다우존스 * ACE 미국배당다우존스 * KODEX 미국배당다우존스
SOXX	iShares Semiconductor ETF	반도체	41,510.3	0.34	-2.5	-4.3	+39.8	* TIGER 미국필라델피아반도체나스닥 * KODEX 미국AI반도체TOP3플러스 * RISE 미국반도체NYSE * PLUS 글로벌HBM반도체
AIPO	Defiance AI & Power Infrastructure ETF	AI & 전력 인프라	926.2	0.69	-2.1	-11.2	+7.0	* KIWOOM 글로벌전력GRID인프라 * KODEX 미국AI전력핵심인프라 * RISE 미국AI전력인프라액티브 * TIGER 글로벌AI전력인프라액티브 * SOL 미국AI전력인프라
IAI	iShares U.S. Broker-Dealers & Securities Exchanges ETF	금융 서비스	1,426.7	0.38	+5.3	+9.7	+14.3	* RISE 미국은행TOP10 * KODEX 미국금융테크액티브
COWZ	Pacer US Cash Cows 100 ETF	FCF Yield 우수	20,103.1	0.49	+11.1	+12.2	+12.9	* TIGER 미국캐시카우100
IEUR	iShares Core MSCI Europe ETF	유럽 주식	9,515.4	0.10	+5.2	+6.5	+4.7	* TIGER 유로스탁스50(합성 H) * RISE 유로스탁스50(H)
GLD	SPDR Gold Shares	금	157,444.1	0.40	+15.1	+3.4	-9.6	* ACE KRX금현물 * TIGER KRX금현물 * KODEX 금액티브 * SOL 국제금

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-08-25 종가 기준

8월 리뷰 및 9월 투자 아이디어 (요약)



◆ Inflows: 미국 주식형, 초단기채 중심 유입

- 8월 미국 ETF 시장으로는 지난달 대비 소폭 둔화된 \$1,406억 유입
- 이 중 주식형 ETF로는 \$890억 가량 유입되며 4개월 연속 둔화세. 주식형 내에서는 미국 주식(\$484억)에 가장 많은 자금이 집중되었고, 섹터 단으로는 원자재, 헬스케어가 상위 차지
- 채권형 ETF로는 약 \$409억 유입. 미 장기채 금리 변동성이 높아진 가운데 미국 초단기채 중심으로 자금 유입 지속

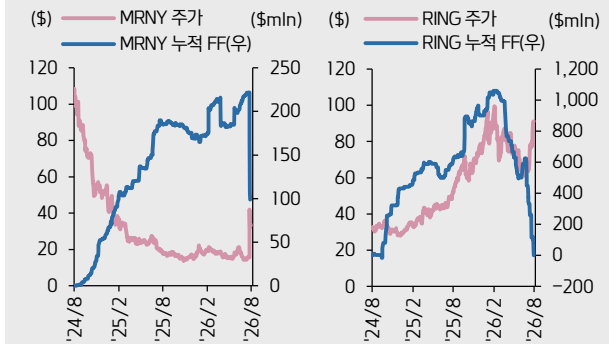
◆ Return: IT 쏠림 해소 및 섹터 순환매 지속

- 8월 원자재 가격 재생상. 특히 그간 인플레이 및 금리 부담에 조절을 받아왔던 귀금속 ETF가 미 재정건전성 우려와 달러 약세, 연준의 금리인상 기대 약화 등으로 상승세. 이와 더불어 중앙은행들의 금 매입량도 지속되고 있다는 점이 구조적 수요 뒷받침
- 비트코인 등 암호화폐 ETF도 반등. 미 재무부의 장기국채 바이백 확대도 일부 작용했지만 CLARITY Act 등 親 암호화폐 규제 기대, 스테이블코인·토큰화 시장 성장 기대가 주요하게 작용
- 제약/바이오 ETF들도 모더나의 mRNA 암 백신 후기 임상 성공 소식에 강세

◆ 9월 ETF 투자 아이디어

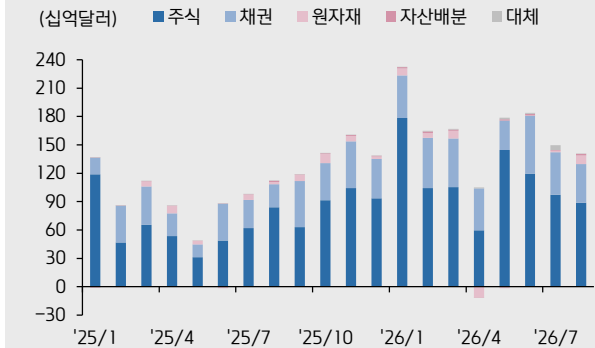
- 최근 금리 민감도가 높아진 가운데 섹터 순환매 흐름 지속. 美 행정부는 장기금리 안정을 위한 다양한 방법을 시도 중이나, 오히려 달러 약세 및 디베이스먼트 트레이드를 자극하며 증시에는 부담으로 작용
- 장기금리 향방은 잭슨홀(8/27)과 장기물 바이백 규모 확인(9/9~), FOMC(9/17~18), 미-이란 전쟁 상황을 주시할 필요가 있으나, 미 정부 역시 활용 가능한 카드는 남아있다고 판단. 주식시장에 대해서는 긍정적 시각을 유지하며 중간선거 전까지 바벨 전략으로 다변화된 포트폴리오 전략 유지 추천
- ETF Picks: SCHD(배당성장), SOXX(반도체), AIPO(전력), IAI(금융서비스), COWZ(FCF 수익률 우수), GLD(금), IEUR(유럽)

7월 수익률 Top ETF



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ETF 자산군별 펀드플로우



자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 미국 상장 기준

8월 미국 ETF 시장 리뷰 : 자금유입 (자산군, 카테고리별)



◆ 8월 미국 ETF 시장 자금유입 동향

- 8월 미국 ETF 시장으로는 지난달 대비 소폭 둔화된 \$1,406억 유입
- 이 중 주식형 ETF로는 \$890억 가량 유입되며 4개월 연속 둔화세를 보인 가운데, 주식형 내에서는 미국 주식(\$484억)에 여전히 가장 많은 자금이 집중되었고 섹터 단으로는 원자재, 헬스케어가 상위 차지
- 채권형 ETF로는 약 \$409억 유입. 미 장기채 금리 변동성이 높아진 가운데 미국 초단기채 중심으로 자금 유입되는 국면 수개월째 지속
- 이 외 YTD 순유출세 보이던 디지털자산 ETF로도 이번 달 자금 유입되는 흐름

자산군별 ETF 자금유입, 순자산 규모

분류	자금 순유입 (\$mln)		순자산 (\$bln)	
	8월	YTD	8월	전년동기
미국 주식	69,655	421,350	8,715	6,570
섹터 주식	-7,089	124,339	1,489	1,026
미국 외 주식	19,130	215,596	2,472	1,710
비전통주식	7,093	63,428	320	227
채권	40,908	399,258	2,624	2,091
자산배분	1,853	10,630	53	31
대체	235	11,351	24	9
원자재	8,966	4,330	361	234
기타	-1,629	-4,010	296	314
합계	140,611	1,266,488	16,379	12,215

자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2026-08-21 기준

카테고리별 ETF 자금유입, 순자산 규모

분류	자금 순유입 (\$mln)		순자산 (\$bln)	
	8월	YTD	8월	전년동기
미국 대형주	36,957	265,912	4,881	3,656
미국 대형성장주	22,876	63,136	1,429	1,095
미국 초단기채	9,487	86,900	402	292
미국 대형가치주	8,741	63,997	1,058	763
원자재	7,948	-1,642	332	219
미국 외 대형주	6,139	80,346	1,190	841
미국 중기 채권 (Core)*	5,356	53,541	425	353
신용국 주식	4,163	48,942	490	325
파생(인컴)	4,097	45,883	198	140
미국 외 대형가치주	4,093	20,687	159	104
디지털자산	2,957	-215	123	184
미국 중기 채권 (Core-Plus)**	2,882	34,174	143	101
미국 투자등급 회사채	2,699	26,904	180	153
버퍼형	2,126	10,978	96	71
미국 지방채	2,120	19,351	135	104

자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2026-08-21 기준. *투자등급 중심, **코어 대비 HY 및 신용국채 편입 확대



◆ 수익률 Top: 원자재·바이오·소프트웨어 강세

- 8월 원자재 가격 재상승한 가운데 특히 그간 인플레이 및 금리 부담에 조정을 받아왔던 귀금속 ETF가 미 재정건전성 우려와 달러 약세, 연준의 금리인상 기대 약화 등으로 상승폭 확대. 중앙은행들의 금 매입량이 지속되는 흐름도 금에 대한 구조적 수요 뒷받침
- 비트코인 등 암호화폐 ETF도 반등. 미 재무부의 장기국채 바이백 계획 발표와 함께 미국 親 암호화폐 규제 기대, 스테이블코인·토큰화 시장 성장 기대가 복합적으로 작용. 대규모 섯포지션 청산과 ETF를 통한 자금 유입 등 기술적 요인도 영향
- 제약/바이오 ETF들도 모더나의 mRNA 암 백신 후기 임상 성공 소식에 강세

수익률 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	YTD (%)
RING	iShares MSCI Global Gold Miners ETF	금 채굴	42.8	24.3
GDX	VanEck Gold Miners ETF	금 채굴	38.6	19.9
GDXJ	VanEck Junior Gold Miners ETF	금 채굴	36.6	16.5
SLVP	iShares MSCI Global Silver&Mtls Mnrs ETF	금/은 채굴	33.7	19.7
SIL	Global X Silver Miners ETF	은 채굴	31.8	19.4
SILJ	Amplify Junior Silver Miners ETF	은 채굴	27.4	15.4
ETH	Grayscale Ethereum Mini Staking ETF	이더리움	25.7	-17.9
FETH	Fidelity Ethereum Fund	이더리움	25.7	-18.8
ETHA	iShares Ethereum Trust ETF	이더리움	25.5	-18.7
ETHE	Grayscale Ethereum Staking ETF	이더리움	25.4	-19.3
ARKG	ARK Genomic Revolution ETF	바이오테크	25.0	70.7
COPX	Global X Copper Miners ETF	구리 채굴	20.9	32.2
SKYY	First Trust Cloud Computing ETF	클라우드 컴퓨팅	18.5	23.9
SLV	iShares Silver Trust	은 실물	18.2	-2.6
SLVR	abrdn Physical Silver Shares ETF	은 실물	18.1	-2.6

자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) AUM 10억 달러 이상, 레버리지/인버스 제외, 주) 2026-08-21 기준

수익률 Bottom ETF

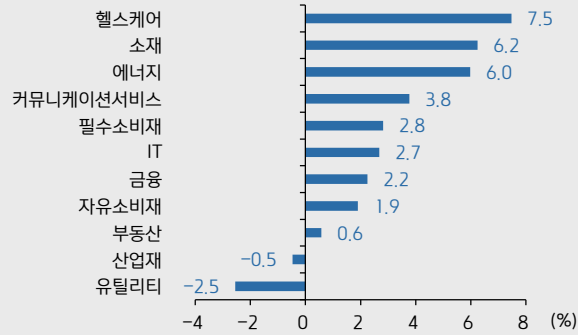
티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	YTD (%)
PSI	Invesco Semiconductors ETF	반도체	-10.1	76.2
TAN	Invesco Solar ETF	태양광	-8.2	0.4
UTES	Virtus Reaves Utilities ETF	유틸리티	-7.3	-5.6
FTXL	First Trust Nasdaq Semiconductor ETF	반도체	-6.6	74.6
AIRR	First Trust RBA Amer Indl RenaisTM ETF	중소 제조업	-6.4	17.3
SOXX	iShares Semiconductor ETF	반도체	-5.9	72.9
CHPY	YieldMax Semiconductor Port Opt Inc ETF	반도체 커버드콜	-5.9	58.9
XSD	State Street@SPDR@S&P@Smcndctr ETF	반도체	-5.8	55.1
CQQQ	Invesco China Technology ETF	중국 IT	-5.7	-5.1
ICLN	iShares Global Clean Energy ETF	클린에너지	-5.0	7.3
SOXQ	Invesco PHLX Semiconductor ETF	반도체	-4.9	66.0
XLU	State Street@UtilSelSectSPDR@ETF	유틸리티	-4.8	1.5
VPU	Vanguard Utilities ETF	유틸리티	-4.7	1.3
FUTY	Fidelity MSCI Utilities ETF	유틸리티	-4.7	1.4
IDU	iShares US Utilities ETF	유틸리티	-4.4	1.7

자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) AUM 10억 달러 이상, 레버리지/인버스 제외, 주) 2026-08-21 기준

8월 미국 ETF 시장 리뷰 : 수익률

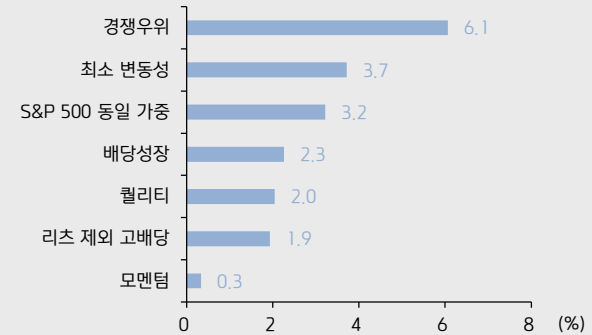


GICS 섹터별 ETF 월간 수익률



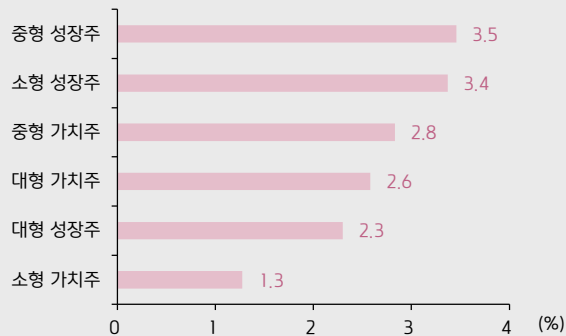
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-07-31~2026-08-24 종가 기준

전략 팩터별 ETF 월간 수익률



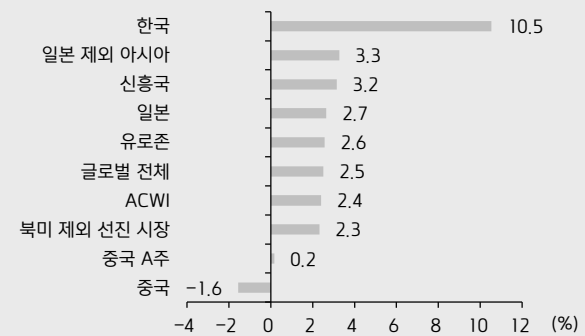
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-07-31~2026-08-24 종가 기준

사이즈-스타일별 ETF 월간 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-07-31~2026-08-24 종가 기준

지역별 ETF 월간 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-07-31~2026-08-24 종가 기준



◆ 단일주식 레버리지·인버스, 테마형(AI 인프라·우주·로봇 등) 등 91개 ETF 신규 출시

- 오픈AI, 엔트로픽과 같은 비상장 AI 기업과 구글 딥마인드, 메타, SpaceX 등 상장 AI기업의 생태계에 투자하는 상품군 출시. SpaceX의 경우 기초자산에 대한 -2X 인버스 상품도 출시되며 다양한 파생 라인업 확대
- 단일종목 레버리지 ETF의 경우, 마이크론·사이타임·루멘텀 홀딩스 등 반도체 및 광통신 관련 기업으로 확장세. AXT·코히어런트·메타 플랫폼즈 -2X 추종하는 인버스 상품도 출시되며 개별주 양방향 베팅 수단 다변화 지속
- AI 인프라 테마 상품 확장 역시 지속. AI 추론, 네오클라우드, 전력 및 열관리, 캐패시터, 전력 반도체, 포토닉스 등 AI 인프라 내 밸류체인 단계별로 상품 다양화. 한국 AI 반도체, 한국 AI, 아시아 메모리/AI 등 아시아 밸류체인을 겨냥한 상품도 다수 등장
- 이외에도 양자컴퓨팅, 우주, 로봇틱스 등 테마형과 트론 현물, CLO, 박스 스프레드 전략 단기채 등 구조 및 자산군 다변화 지속

8월 미국 신규 출시 ETF 中 특징주

티커	ETF 명	투자대상	설정일	순자산 (\$mln)	운용보수 (%)	전략/구분
LOFD	Direxion Daily SpaceX Bear 2X ETF	SPCX -2.0x 인버스	2026-08-05	1.32	0.99	액티브
NCLD	Roundhill Neocloud ETF	네오클라우드	2026-08-05	55.11	0.65	액티브
LYTE	Roundhill Photonics & Optics ETF	광학&포토닉스	2026-08-05	338.13	0.65	액티브
AKAL	T-REX 2X Long AKAM Daily Target ETF	AKAM 2.0x 레버리지	2026-08-05	0.54	1.50	액티브
OCNL	T-REX 2X Long DOCN Daily Target ETF	DOCN 2.0x 레버리지	2026-08-05	0.58	1.50	액티브
PENU	T-REX 2X Long PENG Daily Target ETF	PENG 2.0x 레버리지	2026-08-05	0.98	1.50	액티브
PHOX	Aura AI Photonics ETF	AI 포토닉스	2026-08-07	1.63	0.60	패시브
LITG	Leverage Shares 2X Long LITE Daily ETF	LITE 2.0x 레버리지	2026-08-10	0.30	0.99	액티브
MXLL	Leverage Shares 2X Long MXL Daily ETF	MXL 2.0x 레버리지	2026-08-10	0.35	0.99	액티브
STLL	Leverage Shares 2X Long STRL Daily ETF	STRL 2.0x 레버리지	2026-08-10	0.58	0.99	액티브
MRAX	Tradr 2X Long MRAM Daily ETF	MRAM 2.0x 레버리지	2026-08-10	1.11	1.49	액티브
SITX	Tradr 2X Long SITM Daily ETF	SITM 2.0x 레버리지	2026-08-10	1.03	1.49	액티브
UMCU	Tradr 2X Long UMC Daily ETF	UMC 2.0x 레버리지	2026-08-10	0.38	1.49	액티브
CSRA	Cohen & Steers Real Assets Active ETF	실물 자산	2026-08-11	15.36	0.94	액티브
ANTW	Anthropic AI Lab Ecosystem ETF	엔트로픽 AI 생태계	2026-08-12	6.41	0.59	액티브
DEPW	Google DeepMind AI Lab Ecosystem ETF	구글 딥마인드 AI 생태계	2026-08-12	2.11	0.59	액티브
HBIL	Harbor Short Term Treasury ETF	美 단기 국채	2026-08-12	2.50	0.10	액티브
MTAW	Meta AI Lab Ecosystem ETF	메타 AI 생태계	2026-08-12	1.88	0.59	액티브
OAIW	OpenAI Lab Ecosystem ETF	오픈AI 생태계	2026-08-12	4.09	0.59	액티브
XAIW	SpaceX AI Lab Ecosystem ETF	SpaceX AI 생태계	2026-08-12	0.93	0.59	액티브

자료: Morningstar, Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-08-24 종가 기준

8월 미국 신규 출시 ETF (2)



8월 미국 신규 출시 ETF 中 특징주

티커	ETF 명	투자대상	설정일	순자산 (\$min)	운용보수 (%)	전략/구분
CGPT	VegaShares AI Inference ETF	AI 추론	2026-08-12	0.90	0.75	액티브
COOL	VegaShares AI Thrml, Clng & Pwr Mgmt ETF	AI 전력-열관리	2026-08-12	0.48	0.75	액티브
BEMD	BNY Mellon Emerging Markets Debt ETF	신흥국 채권	2026-08-13	23.88	0.40	액티브
SIC	Tema Power Semiconductor ETF	전력 반도체	2026-08-14	0.86	0.75	액티브
CROB	Defiance China Robotics ETF	中 로보틱스	2026-08-17	0.45	0.89	패시브
AINF	Defiance Inference AI Chip ETF	AI 추론칩	2026-08-17	0.45		패시브
LWLX	Tradr 2X Long LWLG Daily ETF	LWLG 2.0x 레버리지	2026-08-17	0.15	1.49	액티브
AXTQ	Tradr 2X Short AXTI Daily ETF	AXTI -2.0x 인버스	2026-08-17	0.73	1.49	액티브
COHQ	Tradr 2X Short COHR Daily ETF	COHR -2.0x 인버스	2026-08-17	0.38	1.49	액티브
METQ	Tradr 2X Short META Daily ETF	META -2.0x 인버스	2026-08-17	0.26	1.49	액티브
XCSH	XFUNDS 1-3 Month BOX ETF	美 단기 국채(박스 스프레드 옵션 전략)	2026-08-17	1.00	0.26	액티브
XQBT	Amplify Top 10 Quantum ETF	양자컴퓨팅	2026-08-18	0.95	0.49	액티브
XWNG	Amplify Top 10 Space ETF	우주	2026-08-18	0.91	0.49	액티브
AHBM	Amplify Top 10(TM) Asia Memory ETF	아시아 메모리	2026-08-18	5.27	0.59	패시브
ROBX	Amplify Top 10(TM) Robotics ETF	로보틱스	2026-08-18	0.91	0.49	액티브
TRXS	Canary Staked TRX ETF	트론(암호화폐) 현물	2026-08-18	-	1.10	패시브
FIXX	Leverage Shares 2X Long FIX Daily ETF	FIX 2.0x 레버리지	2026-08-18	0.13	0.99	액티브
FLEL	Leverage Shares 2X Long FLEX Daily ETF	FLEX 2.0x 레버리지	2026-08-18	0.12	0.99	액티브
MUG	Leverage Shares 2X Long MU Daily ETF	MU 2.0x 레버리지	2026-08-18	0.14	0.99	액티브
STMX	Leverage Shares 2X Long STM Daily ETF	STM 2.0x 레버리지	2026-08-18	0.13	0.99	액티브
KSMH	xETFs Korea AI Semiconductor ETF	한국 AI 반도체	2026-08-18	0.47	0.75	액티브
KAIT	KraneShares Asia AI Technology ETF	아시아 AI	2026-08-19	2.37	1.00	액티브
GCLO	Guggenheim Investment Grade CLO ETF	IG등급 CLO	2026-08-19	8.75	0.35	액티브
BBLS	Munificent Seven ETF	글로벌 AI 에너지	2026-08-19	7.17	0.32	액티브
CAPA	Defiance AI Capacitors Leaders ETF	AI 인프라(MLCC 및 캐패시터)	2026-08-24	-	0.71	패시브
AIK	Defiance Korea AI ETF	한국 AI	2026-08-24	-	0.65	패시브

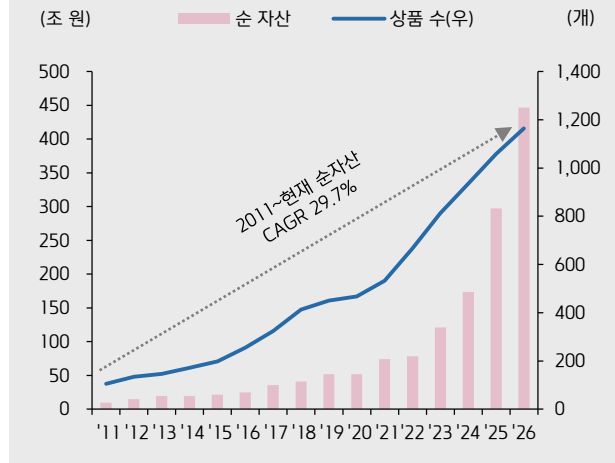
자료: Morningstar, Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-08-24 종가 기준



◆ 국내 ETF 시장, '26년 8월 25일 기준 순자산총액 446조 원 달성

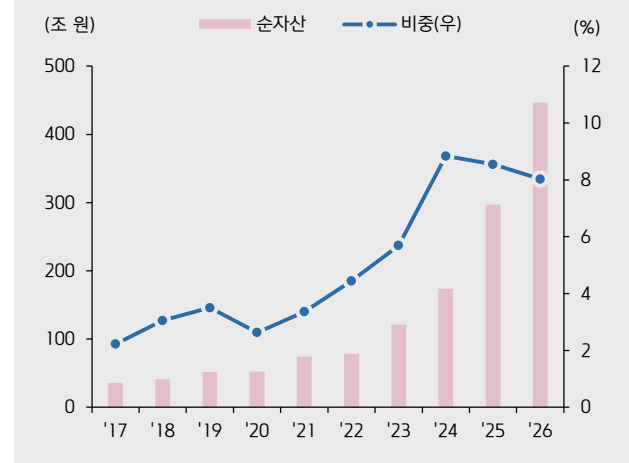
- '26년 8월 25일 국내 ETF 순자산 446.8조 원으로 전월 말(7월 말) 대비 약 12.3조 원 증가했으며, 상품 수는 1,164개까지 확대
- **ETF 순자산** : '09년 4조 원 → '16년 25조 원 → '23년 말 121.1조원 → '24년 말 173.6조원 → '25년 말 297.1조원 → **'26년 1월 5일 303.6조원으로 300조원 달성** → '26년 8월 25일 446.8조원으로 성장 속도 가속
- '25년 6월 4일 200조원 → '26년 1월 5일 300조원 → '26년 4월 15일 400조원 → '26년 5월 27일 500조원 달성. 500조원 달성 이후 이어진 조정기에 따라 7월말 기준 434.5조원까지 축소되었으나, 8월 들어 다시 회복세 진입
- **ETF 상품 수** : '09년 50개 → '16년 256개 → '23년 말 812개 → '24년 말 935개 → '25년 말 1,058개 → **'26년 8월 25일 기준 1,164개로** 상품 다양성 역시 꾸준히 증가 중

국내 ETF 순자산/개수 추이



자료: KRX, 키움증권 리서치
주) '26년은 2026-08-25 종가 기준

국내 ETF 순자산 및 코스피 시총 대비 ETF 비중



자료: KRX, 키움증권 리서치
주) '26년은 2026-08-25 종가 기준

8월 국내 ETF 시장 리뷰 : 자금유입



◆ 자금유입 Top: 대표지수형(한국, 미국), 전략형(커버드콜), MMF

- 7월 반도체 급락 이후 코스피가 극심한 변동성을 보인 가운데 국내 대표지수와 미국 S&P500, 나스닥100으로 자금 유입 지속. 커버드콜, 금리형 상품에도 자금 유입되며 변동성 극심한 구간에서 방어적 포지셔닝 수요 뚜렷

◆ 자금유출 Top: 채권형, 단기자금

- 종합채권, 국고채 장단기물과 CD금리, SOFR 등 단기금리 상품 전반에서 광범위한 자금 유출
- 국내에선 7월 기준금리 인상 이후 8월 백투백 인상 전망 제기되고 있으며, 美 장기채 금리 급등 여파와 美 연준 9월 금리 인상 가능성까지 제기되며 채권의 상대적 매력도 감소함에 따른 것으로 판단

자금유입 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	FF (억원)	유입 강도 (%)
069500	KODEX 200	코스피 200	9,734.2	4.9%
360750	TIGER 미국S&P500	S&P 500	6,835.6	3.5%
379810	KODEX 미국나스닥100	나스닥 100	5,925.7	7.1%
133690	TIGER 미국나스닥100	나스닥 100	3,070.8	2.9%
004380	TIGER 머니마켓액티브	MMF	2,993.2	9.7%
229200	KODEX 코스닥150	코스닥 150	2,638.6	7.6%
379800	KODEX 미국S&P500	S&P 500	2,478.3	2.6%
226490	KODEX 코스피	코스피	2,275.5	26.2%
396500	TIGER 반도체TOP10	반도체	2,186.0	3.1%
0219E0	KODEX 200커버드콜액티브	커버드콜	2,054.9	57.8%
102110	TIGER 200	코스피 200	2,037.1	2.5%
487340	ACE 머니마켓액티브	MMF	1,863.8	27.5%
498400	KODEX 200타겟워클리커버드콜	커버드콜	1,599.6	3.5%
458730	TIGER 미국배당다우존스	美 배당	1,546.5	3.7%
477050	PLUS 머니마켓액티브	MMF	1,499.1	36.8%

자료: 펀드닥터, 키움증권 리서치
주) 2026-08-24 종가 기준, 레버리지/인버스 및 신규출시 종목 제외

자금유출 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	FF (억원)	유출 강도 (%)
315930	KODEX Top5PlusTotalReturn	국내 시총 Top5	-4,018.5	-33.5%
273130	KODEX 종합채권(AA-이상)액티브	채권 종합	-1,973.6	-5.6%
479080	IQ 머니마켓액티브	MMF	-1,512.8	-13.6%
385540	RISE 종합채권(A-이상)액티브	채권 종합	-1,411.3	-6.8%
459580	KODEX CD금리액티브(합성)	CD 금리	-1,367.2	-2.0%
385560	RISE KIS국고채30년Enhanced	국고채 30년물	-1,135.1	-14.3%
481050	KODEX CD1년금리플러스액티브(합성)	CD 1년물 금리	-1,072.1	-4.0%
455030	KODEX 미국SOFR금리액티브(합성)	SOFR 금리	-1,041.2	-15.7%
451540	TIGER 종합채권(AA-이상)액티브	채권 종합	-927.2	-8.5%
476450	KIWOOM 머니마켓액티브	MMF	-756.8	-36.2%
0117L0	KODEX 26-12금용채(AA-이상)액티브	26-12월만기금용채	-608.3	-6.2%
475630	TIGER CD1년금리액티브(합성)	CD 1년물 금리	-607.7	-4.0%
091170	KODEX 은행	은행	-553.1	-17.0%
494890	KODEX 200액티브	코스피 200	-545.1	-5.9%
114260	KODEX 국고채3년	국고채 3년물	-524.6	-9.3%

자료: 펀드닥터, 키움증권 리서치
주) 2026-08-24 종가 기준, 레버리지/인버스 및 신규출시 종목 제외



◆ 수익률 Top: 화장품, 귀금속, 바이오

- 7월에 이어 화장품·K-뷰티 업종 상품 두 달 연속 강세. AI 대형주에 쏠렸던 수급이 실적 중심 업종으로 이동하는 흐름 속 미국·유럽 수출 호조 지속에 따름
- 美 연준 9월 금리인상 기대 악화 및 美 재무부 바이백 확대 발표로 디베이스먼트 트레이드 부각, 귀금속 및 채굴 기업 관련 ETF 강세

◆ 수익률 Bottom: 中 반도체, 美 AI 인프라

- 8월 중 글로벌 장기금리가 급등하며 위험회피 심리 확산. 중국 증시에서도 반도체, CPO, 휴머노이드 등 고밸류 업종의 낙폭 확대
- 美 반도체/전력 등 AI 하드웨어, 인프라주 역시 장기금리 급등에 따라 전반적으로 약세 시현

수익률 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	1YR (%)
000870	SOL 화장품TOP3플러스	화장품	+34.6	+30.9
473640	HANARO 글로벌금채굴기업	글로벌 금채굴	+31.8	+78.4
228790	TIGER 화장품	화장품	+29.8	+16.7
479850	HANARO K-뷰티	화장품	+23.2	+17.1
0102A0	TIGER 미국AI소프트웨어TOP4Plus	美 소프트웨어	+19.9	-
144600	KODEX 은선물(H)	은 선물	+19.4	+70.4
261070	TIGER 코스닥150바이오테크	코스닥150 바이오테크	+18.9	-13.1
019270	SOL 코스닥TOP10	코스닥 TOP10	+16.5	-
008350	IQ 미국메디컬AI	美 메디컬AI	+16.3	+6.7
364970	TIGER 바이오TOP10	바이오	+16.1	+1.0
0148J0	TIGER 코리야휴머노이드로봇산업	휴머노이드 로봇	+15.9	-
470310	UNICORN 생성형AI강소기업액티브	생성형AI	+15.7	+123.0
139320	TIGER 금은선물(H)	금·은 선물	+15.4	+35.8
371450	TIGER 글로벌클라우드컴퓨팅INDXX	글로벌 클라우드 컴퓨팅	+14.8	+25.6
132030	KODEX 골드선물(H)	금 선물	+14.8	+33.6

자료: FnGuide, 키움증권 리서치
주) 2026-08-24 종가 기준, 레버리지/인버스 제외

수익률 Bottom ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	1YR (%)
396520	TIGER 차이나반도체FACTSET	中 반도체	-19.4	+64.5
0162L0	KODEX 차이나AI반도체TOP10	中 반도체	-17.6	-
0164G0	RISE 차이나AI반도체TOP4Plus	中 반도체	-17.4	-
415760	SOL 차이나육성산업액티브(합성)	中 육성산업	-17.2	+32.4
487230	KODEX 미국AI전력핵심인프라	美 전력 인프라	-16.1	+19.4
416090	ACE 중국과창판STAR50	中 과창판50	-15.9	+36.1
414780	TIGER 차이나과창판STAR50(합성)	中 과창판50	-15.9	+36.8
415340	KODEX 차이나과창판STAR50(합성)	中 과창판50	-15.5	+38.0
491010	TIGER 글로벌AI전력인프라액티브	글로벌 전력 인프라	-15.0	+53.5
479620	SOL 미국AI반도체칩메이커	美 반도체 칩메이커	-14.8	+103.3
0181B0	HANARO 미국AI메모리반도체TOP4+	美 메모리	-14.6	-
0176E0	RISE 미국AI전력인프라액티브	美 전력 인프라	-14.4	-
480040	ACE 미국반도체데일리카켓버드콜(합성)	美 반도체	-14.4	+80.8
360140	KODEX 200롱코스닥150숏선물	KS 200 롱 + KQ 150 숏	-12.9	+108.2
0015B0	KoAct 미국나스닥성장기업액티브	美 나스닥 성장기업	-12.9	+57.5

자료: FnGuide, 키움증권 리서치
주) 2026-08-24 종가 기준, 레버리지/인버스 제외

8월 국내 신규 출시 & 출시 예정 ETF



◆ 8월 액티브 ETF 4종 포함 11종 신규 상장

- 8월 중 11종 ETF의 신규 출시로 전체 상품 수는 1,164개로 확대. 11종 중 4종이 액티브 전략 채택하며 액티브형 ETF 출시 지속. 퇴직연금 성장을 겨냥한 채권혼합형 ETF가 꾸준히 상장 (한·미 반도체, 지주사 등 테마와 채권 결합한 형태)
- 美 CPU 반도체, 피지컬 AI, AI 데이터센터 밸류체인, 美 우주 위성통신 등과 같은 테마형 ETF 5종 출시. 또한 투자자의 생애주기에 맞춰 자동으로 리밸런싱되는 구조를 가진 TDF ETF도 출시되며 채권혼합형 ETF와 함께 연금/절세계좌 활용 선택지 지속 확대되는 양상

8월 국내 신규 출시 및 출시 예정 ETF

티커	종목 명	상품 유형	상장일	순자산 (억원)	운용보수 (%)	전략/구분
0219Z0	HANARO 미국S&P500액티브	주식-시장대표	2026/08/04	83	0.50	실물(액티브)
0225V0	KODEX 미국CPU반도체TOP10	주식-업종섹터-업종테마	2026/08/04	676	0.55	실물(패시브)
0226A0	PLUS SK하이닉스샌디스크채권혼합50	혼합자산-주식+채권	2026/08/04	535	0.25	실물(패시브)
0226G0	WON 피지컬AI TOP2플러스액티브	주식-업종섹터-업종테마	2026/08/04	99	0.49	실물(액티브)
0222F0	마이티 AI데이터센터밸류체인	주식-전략-전략테마	2026/08/04	133	0.365	실물(패시브)
0228G0	ACE 반도체Plus전략산업	주식-업종섹터-업종테마	2026/08/11	3,317	0.40	실물(패시브)
0226D0	FOCUS 금융반도체지주채권혼합50액티브	혼합자산-주식+채권	2026/08/11	80	0.40	실물(액티브)
0227K0	RISE 미국우주위성통신	주식-업종섹터-업종테마	2026/08/11	90	0.40	실물(패시브)
0233A0	ACE 삼성전자SK하이닉스플러스채권혼합50	혼합자산-주식+채권	2026/08/25	1,029	0.07	실물(패시브)
0231Z0	KODEX 코리아TDF2065액티브 적격	혼합자산-주식+채권	2026/08/25	201	0.27	실물(액티브)
0233J0	TIGER 삼성전자SK하이닉스미국채혼합50	혼합자산-주식+채권	2026/08/25	2,074	0.15	실물(패시브)

코드 부여일	종목 명	상품 유형	전략	코드 부여일	종목 명	상품 유형	전략
7/22	HANARO 미국에이전틱AITOP2+	주식	패시브	8/14	KIWOOM 삼성SK그룹TOP4+	주식	패시브
7/28	마이티 신약포커스바이오액티브	주식	액티브	8/20	마이티 미국피지컬AI액티브	주식	액티브
8/4	MIDAS 머니마켓액티브	채권	액티브				
8/12	RISE 글로벌AI낸드메모리반도체	주식	패시브				

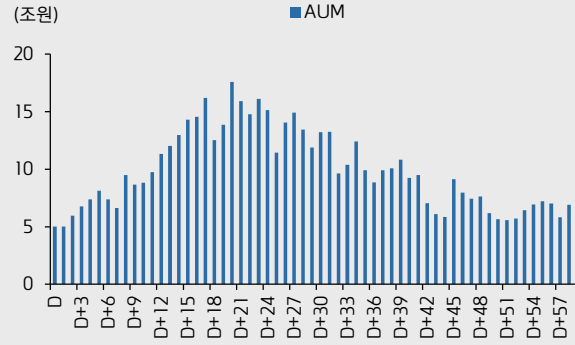
자료: KRX, 키움증권 리서치

주) 신규 출시 목록은 2026-08-24 조회 기준

국내외 ETF 이슈 동향 Update : 단일종목 레버리지 상품 동향 1)

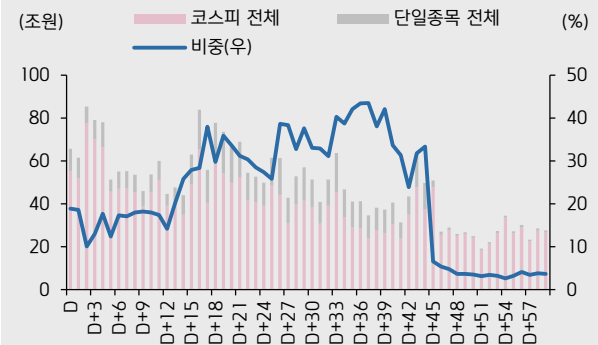


단일종목 16종 AUM 변화



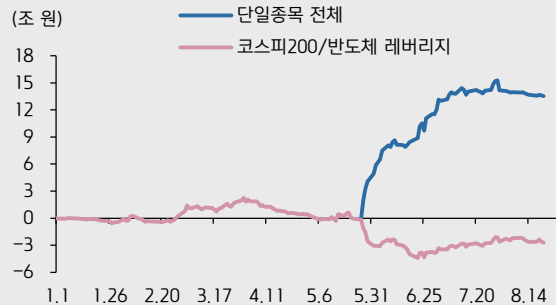
자료: FnGuide, 키움증권 리서치

단일종목 16종 vs. 코스피 전체 일간 거래대금



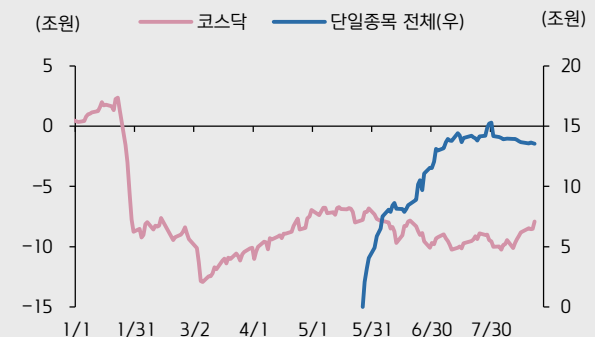
자료: FnGuide, 키움증권 리서치

레버리지 14종 vs. 시장지수
/반도체 레버리지 ETF 개인투자자 누적순매수



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

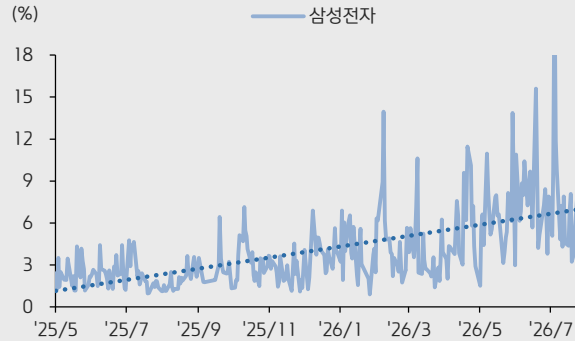
단일종목 16종 vs. 코스닥 시장 개인투자자 누적순매수



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

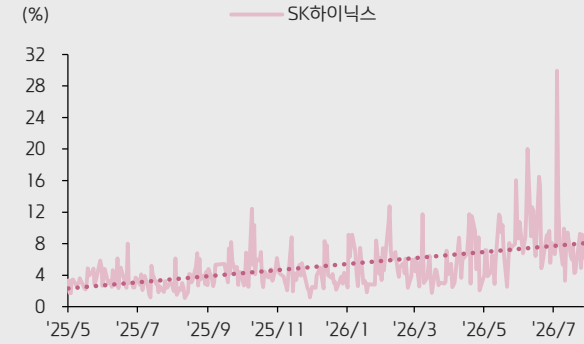


삼성전자 일중 변동성 추이



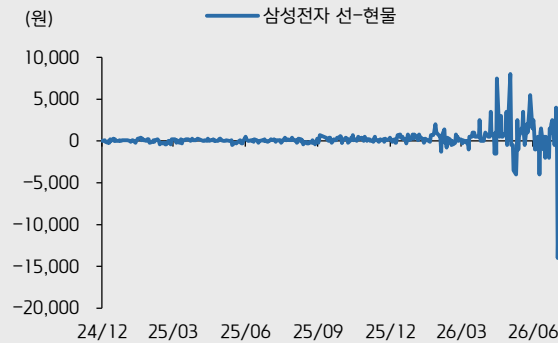
자료: FnGuide, 키움증권 리서치

SK하이닉스 일중 변동성 추이



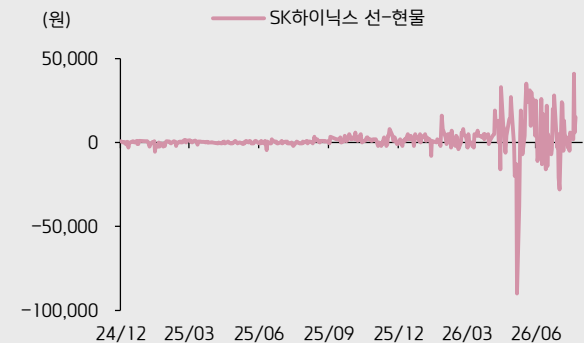
자료: FnGuide, 키움증권 리서치

삼성전자 현-선물 가격 괴리



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

SK하이닉스 현-선물 가격 괴리



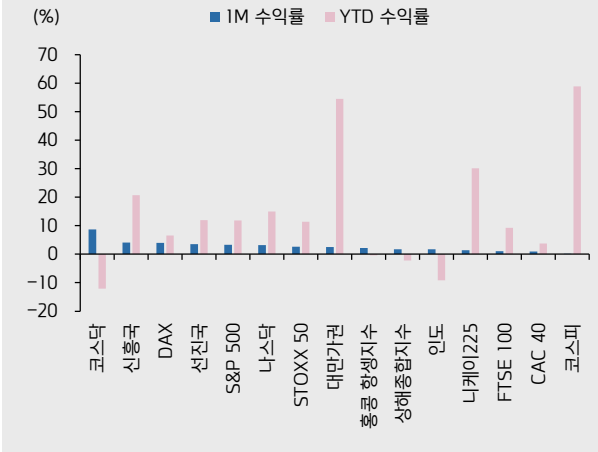
자료: FnGuide, 키움증권 리서치



◆ 반도체 쏠림 해소, 업종 순환매 지속

- 최근 금리 민감도가 높아진 가운데 반도체주 → 금융, 헬스케어 등 방어적 섹터로의 로테이션 지속 관찰. 美 행정부는 장기금리 안정화를 위한 다양한 정책을 시행 중이나 오히려 미 국채 신뢰도 약화 우려가 확대되는 양상. 기간 프리미엄 상승에 따른 금리 재상승과 달러 약세가 증시에 부담으로 작용
- 장기금리 추가 안정 여부는 아직 단정하기 이른 상황으로 잭슨홀 미팅(8/27)과 장기물 바이백 규모 확인(9/9~), FOMC(9/17~18), 미-이란 전쟁 전개 상황을 주시할 필요, 중간선거 이전까지 바벨 전략으로 다변화된 포트폴리오 전략 유지를 추천
- 물론 주식시장에 대해서는 긍정적 시각 유지. 견고한 기업 실적, AI 붐 성장 등이 경기 및 증시를 지지할 것으로 전망. 9월 단기적으로 변동성에 대응하되 이후 반등을 상정하고 전략을 세워나갈 것을 제안

글로벌 주요 지수 등락률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-08-24 기준

2025년 vs. 2026년 S&P500 지수 궤적



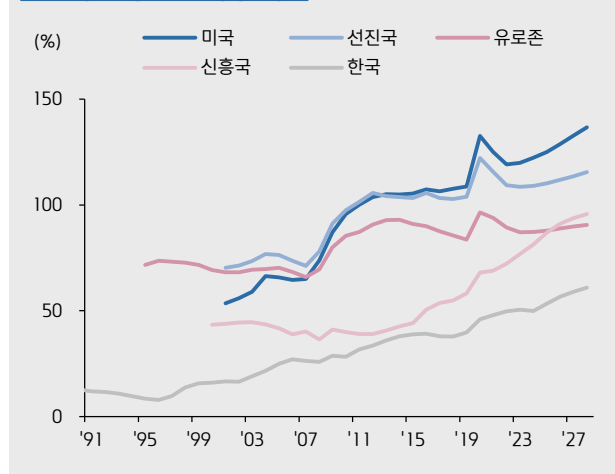
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 논란의 중심이 된 장기금리

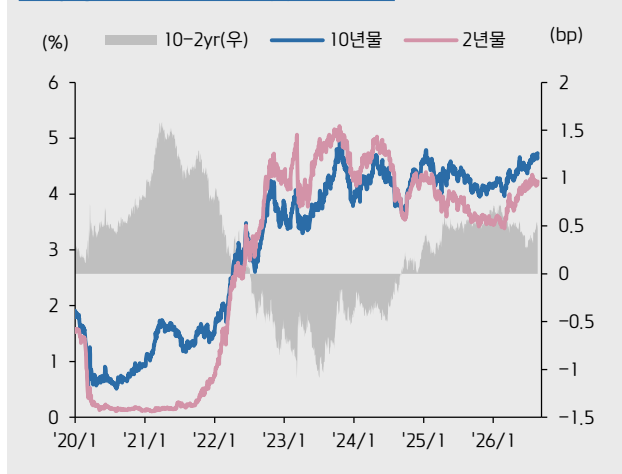
- 장기물 금리 변동성이 높아지면서 美 정부는 이를 해결하기 위한 다양한 방법을 시도(유로화 매도-엔 매수로 일본 개입, FIMA Repo 활용 권고 등). 이후에는 베센트 재무장관이 국채 바이백이라는 강경책까지 제시했으나 변동성이 좀처럼 잡히지 않는 모습
- 다만 스테이블코인 시장 확대, 오퍼레이션 트위스트, 스텔스 QE 및 은행규제 완화 등 정부의 활용 가능한 카드들은 남아있음
- 실제 집행과 금리 안정을 확인하기까지 변동성 감내는 불가피할 수 있으나 미국의 높은 재정적자와 중간선거 등 고려 시 최대한 빠른 금리 안정에 정책의 모든 초점이 맞춰질 것

주요국 재정지출 확장 국면



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 장단기 금리 추이 및 스프레드



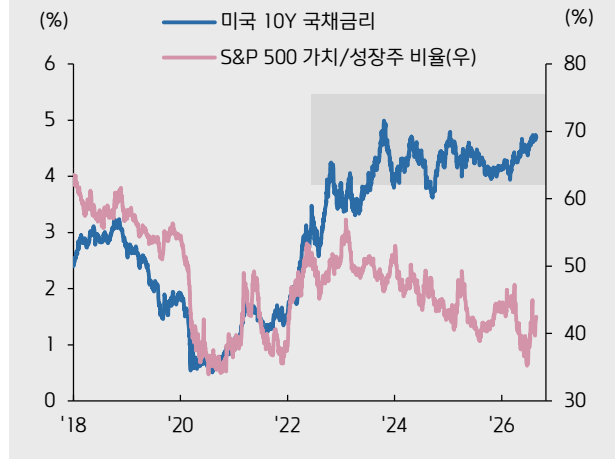
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 금리가 높아질수록 시장은 성장의 양보다 성장의 질

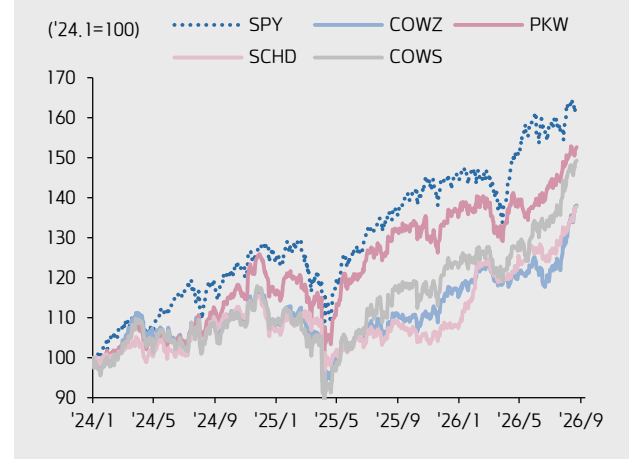
- 금리 변동성이 높아지자 'COWZ'(높은 FCF Yield), 'PKW'(적극적 주주환원), 'SCHD'(퀄리티+배당성장) 등 현금흐름과 주주환원을 중시하는 ETF에 대한 관심 확대
- 고금리 환경 속에서도 기업들의 실적 성장은 지속되는 가운데, 단순한 성장 → 가치 로테이션 보다 안정적인 현금흐름과 재무건전성, 이익 성장성을 보유한 기업들의 상대적 투자매력이 높아지는 국면이 지속될 가능성
 - 2분기 S&P500 기업들의 매출 성장률은 YoY 15% 증가해 2021년 4분기 이후 최고치 기록. 11개 전 섹터 모두 매출이 증가한 가운데 IT, 특히 반도체가 77% 증가로 압도적)
- 한편 '22년 이후로는 금리 ↑ → 성장주 ↓ / 가치주 ↑ 설명력이 약화. '23년 이후 미 장기금리 4~5%대에서도 AI 주도주들은 높은 밸류에도 주가 상승세를 지속. 즉, 고금리의 핵심 영향은 성장주의 구조적 약세가 아닌, '성장의 질'에 대한 시장의 요구 수준을 높이는 것

미국 금리 및 가치/성장주 비율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

퀄리티/배당 팩터 ETF 주가 흐름



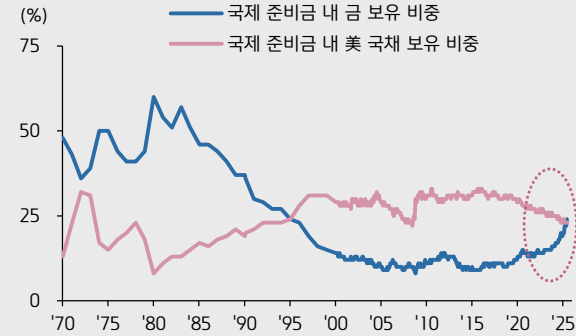
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 반등하는 귀금속 가격

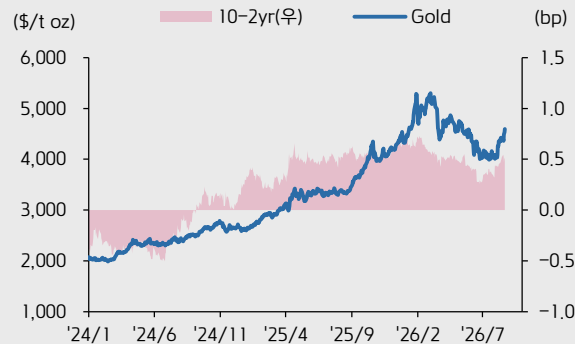
- 미국 재정부담과 통화가치 불확실성 지속 확대된다면 디베이스먼트 트레이드 재개 및 준비자산 다변화 수혜 부각 가능
- 바이백 발표 이후 시장은 오히려 미 국채 신뢰성에 의문을 제기하기 시작했는데, 이는 기간 프리미엄 상승을 더 자극하는 동시 달러 약세를 이끌어내는 소지. 이는 금 가격에 장기적으로 우호적인 환경 조성
- 글로벌 중앙은행의 구조적인 금 매입 수요도 금 가격을 지지할 요소. 2Q26 중앙은행 금 순매입은 289톤으로 YoY +62% 증가했으며, 중국을 비롯한 주요국의 매입도 지속. 중앙은행의 준비자산 다변화 수요가 금의 구조적 수요 기반을 형성 중

중앙은행 준비금 내 금과 미국채 보유 비중



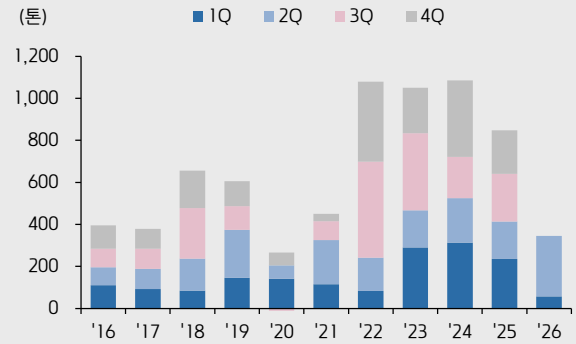
자료: IMF, 키움증권 리서치

장단기 금리 차 및 금 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중앙은행 금 매입량 변화



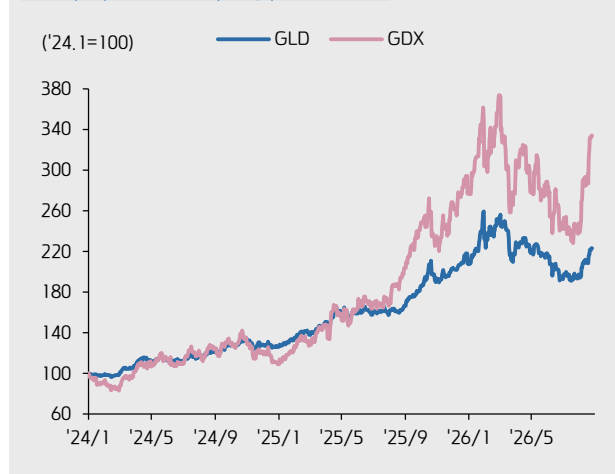
자료: WGC, 키움증권 리서치



◆ 레버리지 효과는 'Gold' 보다 'Gold Miners'

- 달러 가치 희석, 채권 신뢰도 약화, 자산 인플레이션, 제재에 따른 중앙은행들의 금 수요가 금가격의 추세 상승을 다시 지지하기 시작한다면 이는 금광 기업들의 수익으로 연결될 수 있음
- 통상 금 가격이 추세 상승하면 매출 및 마진 개선, 레버리지 효과 등 영향으로 금 채굴 기업들의 수익성도 개선되는 경향. 최근 1달 간 금 현물 가격을 추종하는 GLD가 15% 상승한 반면, GDX 는 38% 상승
- 물론 각 기업의 생산 비용, 부채 수준, 지역/정치적 리스크 등 다양한 요인이 주가에 영향을 줄 수 있어 수익 개선 정도는 기업별로 상이

GLD(금) vs. GDX(금광) 주가 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

금 및 금광 ETF 리스트

티커	ETF명	AUM (\$mln)	수익률(%) 1M	3M
GLD	SPDR Gold Shares	156,936.6	+14.7	+3.1
IAU	iShares Gold Trust	68,594.0	+14.7	+3.1
GLDM	SPDR Gold MiniShares Trust	32,515.3	+14.8	+3.1
SGOL	abrdn Physical Gold Shares ETF	7,870.3	+14.8	+3.1
IAUM	iShares Gold Trust Micro	8,102.6	+14.8	+3.2
GDX	VanEck Gold Miners ETF/USA	32,175.3	+37.6	+21.8
GDXJ	VanEck Junior Gold Miners ETF	10,003.5	+36.6	+19.7
NUGT	Direxion Daily Gold Miners Index Bull 2X ETF	1,442.3	+84.2	+35.8
RING	iShares MSCI Global Gold Miners ETF	2,604.9	+41.5	+22.9
JNUG	Direxion Daily Junior Gold Miners Index Bull 2X	643.7	+80.4	+28.0
SGDM	Sprott Gold Miners ETF	765.4	+38.3	+22.3
SGDJ	Sprott Junior Gold Miners ETF	383.2	+35.9	+19.6

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-08-24 기준



금 투자 방법

분류		은행 골드뱅크	KRX 금 시장	금 ETF
거래단위		0.01g	1g	상품별로 상이
가격		고시가격 : 원화로 환산된 국제가격을 고려한 은행 고시가격	공정가격 : 시장에서 형성되는 실시간 가격	상품별로 상이
장내거래	수수료	통장거래시 : 매매기준율 x 1% 실물거래시 : 매매기준율 x 5%	증권사 온라인 수수료 : 0.3% 내외	
	세금	매매차익에 대한 배당소득세 : 15.4%	양도소득세 면제 부가가치세(10%) 면제	매매차익에 대한 배당소득세 : 15.4%
실물인출	인출 비용	실물거래만 인출 가능 (실물거래수수료 5%에 포함)	1개당 2만원 내외	
	VAT	거래가격의 10%	거래가격의 10%	실물인출 불가
금인출		은행 영업점에서 인출(수령) 가능 : 약 1주 소요	증권사 지점에서 인출(수령) 가능 : 약 2일 소요	-

자료: 키움증권 리서치

금 ETF 투자 방법

미국 상장 금 현물 ETF 투자	국내 상장 금 현물 ETF 투자	국내 상장 금 선물 ETF 투자	국내외 상장 금 채굴 기업 ETF 레버리지 ETF 등
양도소득세 22% 적용 종합소득세는 적용 안됨	달러 변동에 노출 퇴직연금 계좌 내 투자 가능 (최대 70%)	달러 헤지 가능 퇴직연금 계좌 내 투자 불가 (파생형)	금 가격 변동을 그대로 따라가지 않음 변동성이 더 큼

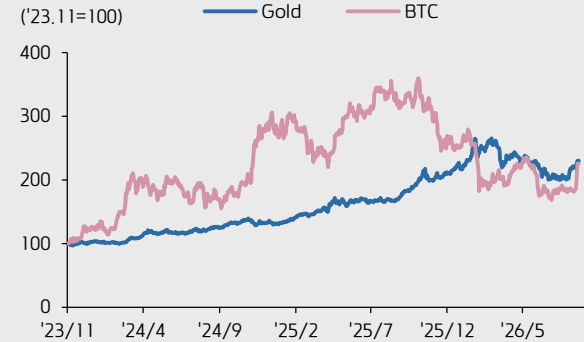
자료: 키움증권 리서치



◆ 美 디지털자산 규제 전환이 불러올 나비효과

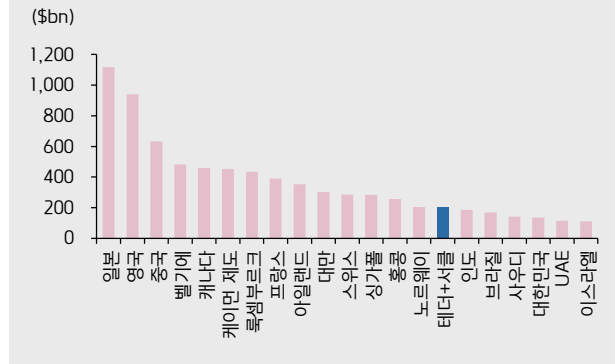
- 금과 함께 최근 비트코인, 이더리움 등 주요 암호화폐 가격도 강한 반등세
- 미 재무부의 장기국채 바이백 확대에 따른 장기금리 안정 및 달러 약세 기대가 초기 상승 촉매로 작용한 가운데, CLARITY Act 통과 기대, GENIUS Act 시행 이후 스테이블코인·토큰화 시장의 구조적 성장 기대도 투자심리 개선에 기여
- 특히 비트코인 가격 상승 과정에서 파생시장 내 대규모 숏포지션 청산이 상승폭을 증폭시킨 가운데, 현물 ETF들을 통한 자금 유입도 재개되며 강세 흐름을 뒷받침

금 및 비트코인 추이



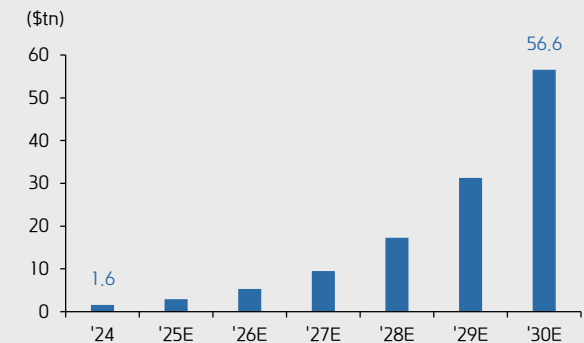
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

각 국가별 및 스테이블코인 발행사의 미국채 보유량



자료: 美 재무부, 각 사
주) 2Q26 기준, 테더+서클 보유량은 US T-bill+REPO 합

글로벌 스테이블코인 결제 시장 전망



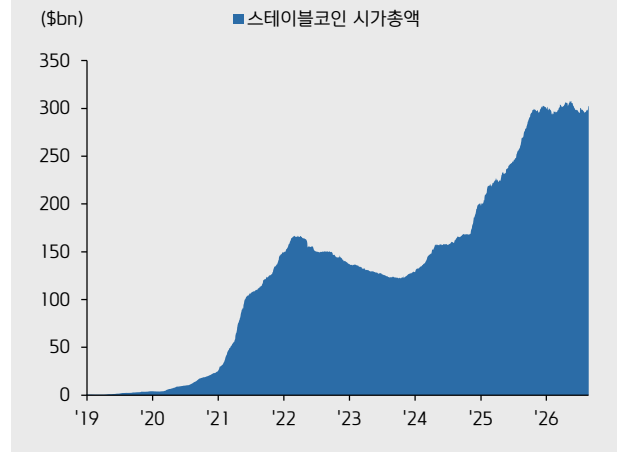
자료: Bloomberg Intelligence, 키움증권 리서치



◆ 미국 금융사들, 새로운 기회일까?

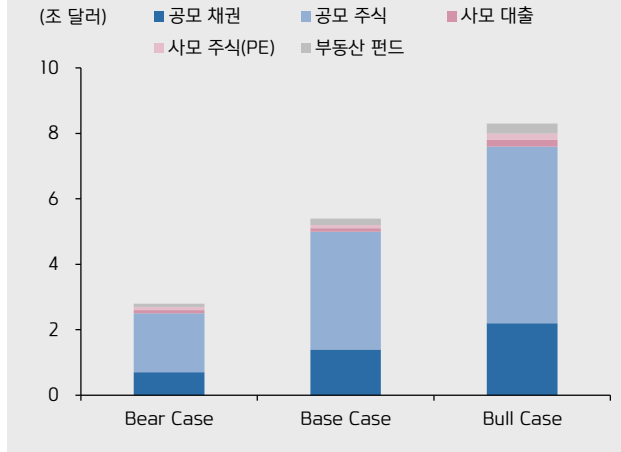
- 현재 상원에 계류 중인 CLARITY Act가 최종 통과될 경우(9/15일 표결), 디지털자산에 대한 규제 불확실성이 추가로 완화되면서 자본시장의 디지털화 및 관련 금융 인프라 확장의 수혜가 기존 미국 금융산업으로 확대될 수 있음
- 그 동안 미국 대형 금융기관의 디지털자산 사업 확대를 제약했던 핵심 요인 중 하나는 기술의 부재보다 규제 불확실성. CLARITY Act 통과 시 디지털자산이 기존 투기적 비주류 자산에서 금융기관이 취급하는 제도권 금융시장으로 편입되는 흐름이 더욱 가속화 될 전망

글로벌 스테이블코인 시장 규모 추이



자료: RWA.xyz, 키움증권 리서치

2030년 토큰화 시장 전망



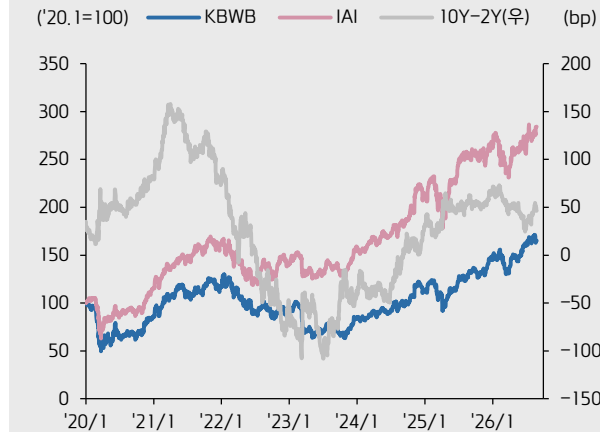
자료: Citi, 키움증권 리서치



◆ 미국 금융사들, 새로운 기회일까?

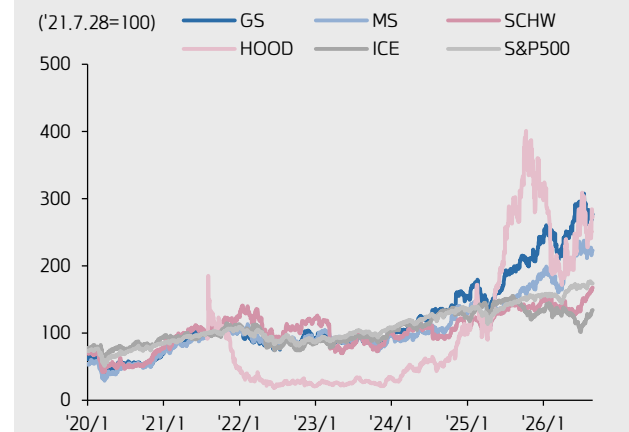
- 이에 따라 코인베이스 등 순수 암호화폐 기업뿐 아니라 기존 금융 인프라를 갖춘 IB, 거래소, 금융 데이터 기업들이 해당 시장의 일부를 흡수할 수 있음
- 이미 이러한 변화는 일부 지표에서 확인. 스테이블코인 시장이 지속 확대되는 가운데 CME의 암호화폐 파생상품 거래량도 빠르게 증가하는 등 디지털자산의 제도권 금융시장 편입 및 기관 참여 확대가 진행 중
- KBWB가 미국 은행업종 전반에 집중 투자하는 ETF라면, IAI는 투자은행/브로커리지뿐 아니라, 거래소, 암호화폐 거래 플랫폼 및 금융 데이터 제공업체 등에 고루 분산 투자
- 위 논리에 더해 IPO·M&A 확대 등 미국 자본시장 활성화, 24/7 거래·파생상품·리테일 참여 확대에 따른 구조적 거래량 증가도 IAI 구성 종목들의 수혜 뒷받침할 수 있음

미국 장단기 금리 차와 미국 금융 ETF 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

IAI 편입 상위기업 주가 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 시장의 의구심을 딛고 증명해내야 할 AI 기업들

- 미국 AI 기업들의 채권 발행이 지속되고 있으며, 높은 위험 프리미엄이 장기화될 경우 후속 조달여건 악화가 기업의 재무부담으로 이어질 가능성에 대해 시장은 지속 우려 중
- LLM과 하이퍼스케일러 간 지분투자자와 대규모 장기 클라우드 구매계약을 통해 상호 성장성을 뒷받침하는 거래가 늘어나는 가운데, AI 투자수요의 자생력과 수익화가 이를 따라가지 못할 경우 생태계 전반의 신용위험이 부각될 가능성

주요 AI 기업들의 순환금융 상세

일자	순환금융 구조	투자·신용 보증	주요 내용
'25.9	Nvidia→OpenAI→Oracle→Nvidia	Nvidia→OpenAI OpenAI→Oracle	\$1,000억 투자, '26년 8/17일 데이터센터 리스에 \$1,050억 금융보증 \$3,000억 Oracle 클라우드 구매 계약
'25.9	Nvidia→CoreWeave→Nvidia	Nvidia→CoreWeave CoreWeave→Nvidia	지분 13% 보유, 미판매 데이터센터 연산자원 최대 \$63억 구매 계약 데이터센터 건설 시 Nvidia 플랫폼 활용(Rubin, Vera CPU 등 조기 도입)
'25.10	Microsoft→OpenAI→Microsoft	Microsoft→OpenAI OpenAI→Microsoft	Microsoft는 OpenAI 지분 27% 보유(19조원 지분투자) OpenAI는 \$2,500억 MS 클라우드(Azure) 구매 계약
'25.11	Nvidia, Microsoft→Anthropic→Nvidia, Microsoft	Nvidia, Microsoft→Anthropic Anthropic→Nvidia, Microsoft	Nvidia가 \$100억, Microsoft가 \$50억 투자 Anthropic은 \$300억 클라우드(Azure) 구매(Nvidia 기술에 기반한 1GW 컴퓨팅 용량 확보)
'26.4	Amazon→Anthropic→Amazon	Amazon→Anthropic Anthropic→Amazon	최대 \$330억 투자 발표 향후 10년간 \$1,000억 클라우드(AWS) 구매 계약
'26.4	Alphabet→Anthropic→Alphabet	Alphabet→Anthropic Anthropic→Alphabet	최대 \$400억 투자 발표, 데이터센터 리스에 금융보증 \$2,000억 클라우드 구매 계약
'26.6	Broadcom→Anthropic→Broadcom	Broadcom→Anthropic Anthropic→Broadcom	SPV를 통한 TPU 임대 거래에서 \$300억 금융보증 \$350억 TPU 임대
'26.7	Nvidia→SharonAI, Firmus→Nvidia	Nvidia→SharonAI, Firmus	SharonAI는 Nvidia로부터 GPU 최대 40,000기(GB300), Firmus 최대 170,000기 구매 Nvidia는 SharonAI, Firmus의 GPU 구매 과정에서 신용 보증 제공

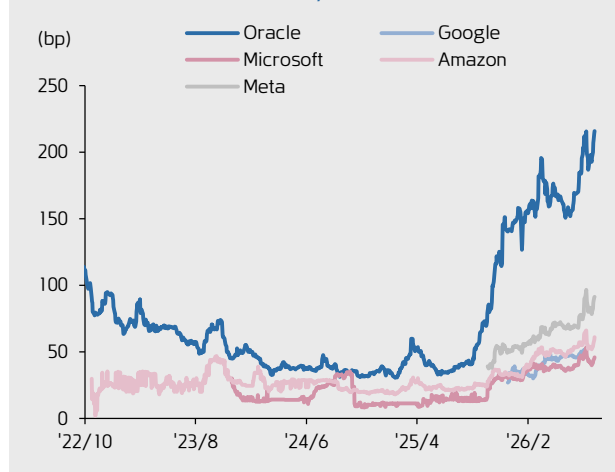
자료: 국제금융센터 자료 인용



◆ 시장의 의구심을 딛고 증명해내야 할 AI 기업들

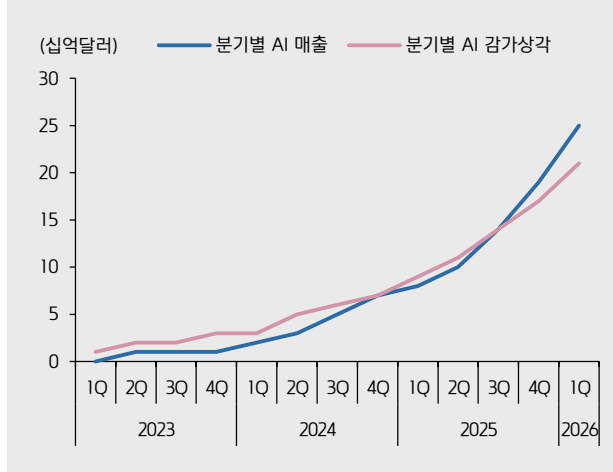
- 다만, AI 산업의 펀더멘털은 견고하며 성장성에 따른 주가 복원력을 기대. 현재 관련주 조정은 수요 둔화보다는 고금리 환경 속에서 상반기 누렸던 랠리를 소화하는 과정으로 풀이할 수 있음
- 미국 대형 하이퍼스케일러들은 여전히 낮은 레버리지와 높은 현금 창출력을 보유 중이며, 제시한 CapEx를 수익으로 회수시킬 만한 여력을 보유하고 있다고 판단
 - 하이퍼스케일러들의 자산 대비 부채 비율은 아직 양호한 수준. 오라클 제외 4개사의 '26.1Q EBITDA 대비 총부채 비율은 1배 안팎, LTM 기준으로 0.6~0.8배
 - 메타, 구글, 아마존, 마이크로소프트의 합산 FCF는 2028년경을 변곡점으로 회복해 2030년경 약 6,000억 달러에 이를 것으로 추정 (Bloomberg 컨센서스)

미국 5대 하이퍼스케일러 5yr CDS 프리미엄



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AI 매출이 감가 상각비를 넘어서기 시작



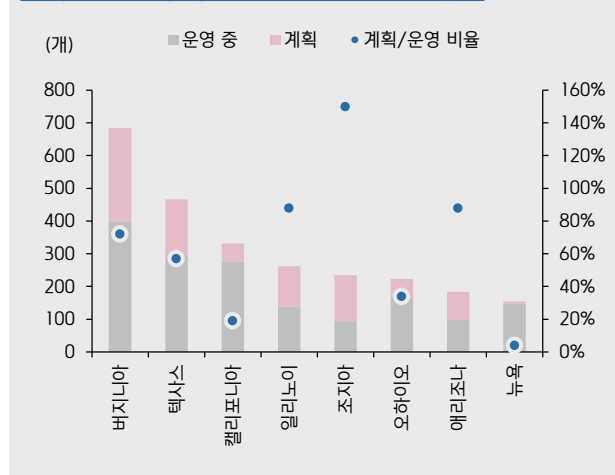
자료: Exponential View, 키움증권 리서치



◆ 시장의 의구심을 딛고 증명해내야 할 AI 기업들

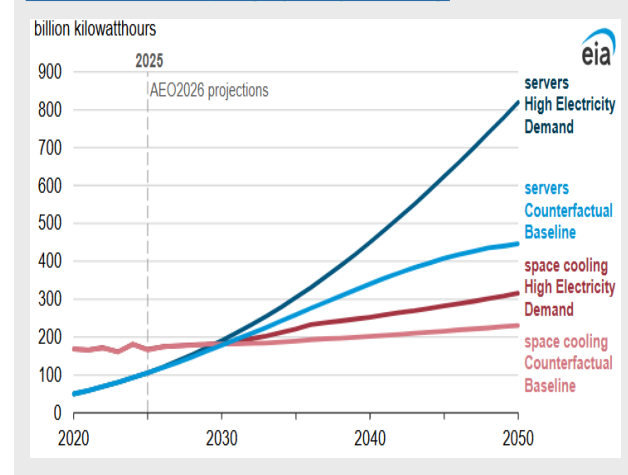
- 또한 8월 중순 이후 미 금리 급등으로 AI 전력인프라 기업 주가가 부진했으나, 최근 조정에 따른 가격 부담 완화 속 오히려 구조적 성장 기대가 재부각되고 있음
- 최근 미국 데이터센터는 주정부의 인허가 제한, 전력 부족이라는 두 갈래의 병목에 직면. 즉, AI 데이터센터 확대의 병목이 서버 공급에서 전력 확보로 이동
 - 텍사스, 버지니아 등 주요 지역에서 계통접속 지연, 발전용량 부족, 주민들의 전기요금 부담 반발이 동시에 확대 중
- 이에 데이터센터용 신규 발전·자가발전 및 기존 발전자산의 가치가 높아질 전망이다. 가스터빈·전력설비(GEV), On-site 발전(BE), 발전자산(VST·CEG) 등이 수혜 예상. 또한 AI 연산밀도 상승과 물·전력 규제 강화로 냉각·전력효율 투자도 동반 확대. 관련 수혜는 VRT·ETN(전력 냉각), FIX(기계·전기/HVAC 시공), STRL(부지·전기 인프라)로 연결 가능

미국 주별 운영 중인 데이터센터 및 계획 수



자료: Pew Research, 키움증권 리서치, 주) 데이터 기준일: 2026-02-19

데이터센터 서버 및 냉각 전력소비 전망



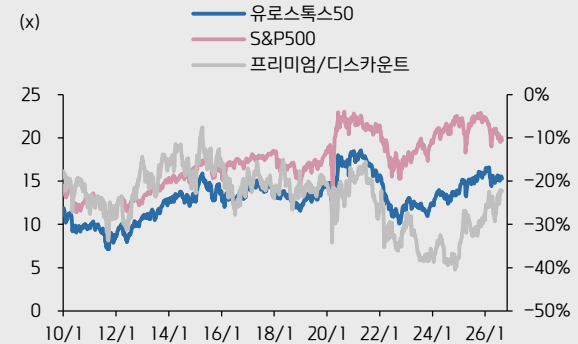
자료: EIA, 키움증권 리서치



◆ 밸류에이션 매력 기대되는 유럽 증시

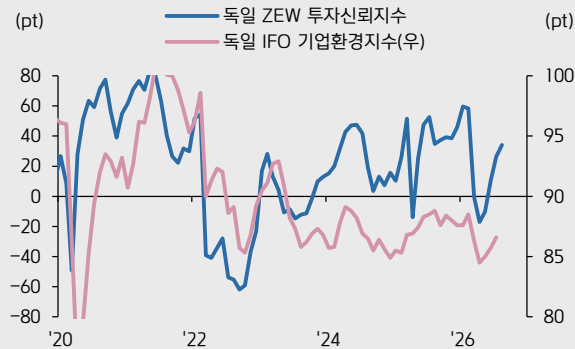
- 한편, 낮은 성장 기대 속 밸류에이션이 여전히 저렴한 유럽 증시로 자금이 유입되는 양상
- 현재 유로스톡스 50은 S&P 500 대비 약 20% 저평가되어 있는 반면, 시장은 올해 유럽 EPS 성장률을 약 18%로 전망
- 기대치가 낮아진 상황에 유로존 PMI(9개월 래 최고치), 독일 제조업 지표 등이 반등하면서 유럽 경기서프라이즈 지수도 3년여 만에 최고치를 기록
- 다만 내수경기는 여전히 제약적이며 유로존 금리 및 에너지 가격 상승도 증시 상단을 제약하는 요소. 유럽 내에서도 전력 및 AI 인프라, 유틸리티, 제약 등에 선별적 접근 유효

유럽 증시, 미국 대비 밸류에이션



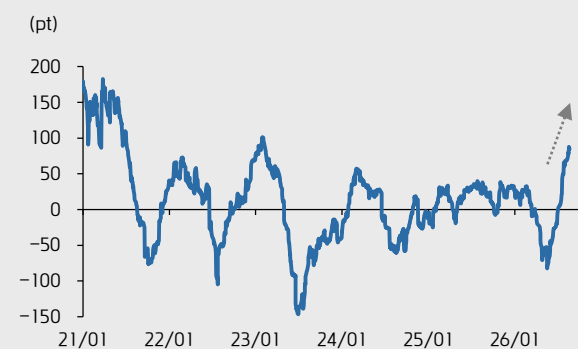
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

유로존 경기기대지수 및 통화공급



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

유럽 경기서프라이즈 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Schwab U.S. Dividend Equity ETF (SCHD:US)

Global ETF Analyst 김진영

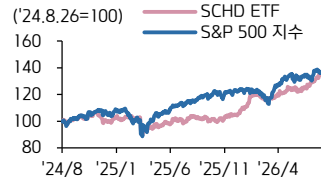
현재주가 (8/25) USD 35.11

Stock Data

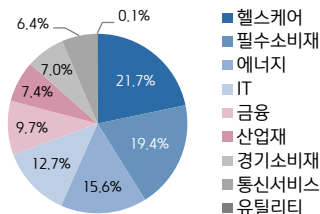
ETF 테마	배당성장/퀄리티
발행사	Charles Schwab
설정일	2011-10-20
운용보수 (%)	0.06
AUM(백만 USD)	112,280.0
일평균 거래량 (3M)	21,819,176.0
52주 최고/최저 (USD)	35.31 / 26.32
편입종목 수	122개
Top10 비중 (%)	42.2

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+5.5	+7.8	+13.3	+31.1
S&P 500	+3.6	+2.7	+10.5	+19.2



Sector Breakdown



美 우량 배당주에 투자하는 배당성장/퀄리티 ETF

- 'SCHD'는 Dow Jones U.S. Dividend 100 Index를 기초지수로 추종해 10년 이상 연속 배당을 지급한 美 기업 중 현금흐름/총부채, ROE, 배당수익률, 5년 배당성장률 등 재무 건전성 지표로 선별한 100개 종목에 투자하는 ETF
- 포트폴리오 비중 상위 종목은 애보트 래브러토리스(4.9%), 머크(4.8%), 암젠(4.8%), 코카콜라(4.3%), 코노코필립스(4.0%), 쉘브론(3.9%), 홈디포(3.9%), 버라이즌(3.9%) 등이며, 섹터 비중은 헬스케어(21.7%), 필수소비재(19.4%), 에너지(15.6%), IT(12.7%), 금융(9.7%), 산업재(7.4%) 순
- 배당수익률 외 배당성장률, 퀄리티 지표까지 고려하는 팩터 ETF로 증시 변동성 구간에서 방어 전략으로 활용 가능

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
ABT	Abbott Laboratories	4.9	건강관리 장비	200.9	+12.7	+2.6	-9.9
MRK	Merck & Co Inc	4.9	제약	386.0	+19.4	+29.6	+89.5
AMGN	Amgen Inc	4.8	생명공학	239.1	+18.3	+16.6	+57.6
KO	Coca-Cola Co/The	4.3	청량음료 및 무알코올	394.3	+11.4	+15.4	+36.7
COP	ConocoPhillips	4.0	석유 & 가스 탐사 & 생	158.4	+10.4	+21.5	+38.5
CVX	Chevron Corp	4.0	중합 석유 & 가스	394.9	+3.5	+10.5	+31.3
HD	Home Depot Inc/The	3.9	가정 개량용품 소매	337.1	+1.5	-8.8	-15.2
VZ	Verizon Communications Inc	3.9	통합 정보통신 서비스	208.8	+8.3	+5.4	+21.4
UNH	UnitedHealth Group Inc	3.8	헬스케어 관리	356.0	-5.7	+41.4	+33.6
PG	Procter & Gamble Co/The	3.8	가정용품	338.0	-1.4	-9.7	-4.1

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY24	CY25	CY26E	CY27E
매출액	3,326.4	3,776.0	3,913.6	4,004.8
EBIT	400.2	457.8	631.3	674.8
EBIT이익률(%)	12.0	12.1	16.1	16.8
순이익	324.2	340.7	431.7	470.2
PER(배)	15.6	16.7	16.0	14.9
PBR(배)	3.2	3.2	3.7	3.4
ROE(%)	16.0	18.4	21.2	21.9
배당수익률(%)	3.8	3.9	3.2	3.4

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주) 2026-08-25 종가 기준

iShares Semiconductor ETF (SOXX:US)

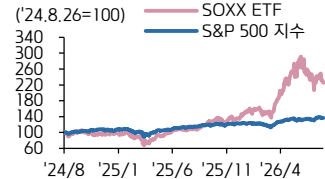
현재주가 (8/25) USD 514.06

Stock Data

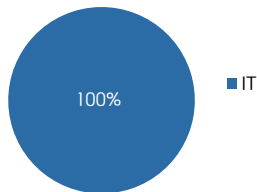
ETF 테마	美 반도체
발행사	BlackRock
설정일	2001-07-13
운용보수 (%)	0.34
AUM(백만 USD)	41,510.3
일평균 거래량 (3M)	10,198,259.8
52주 최고/최저 (USD)	655.95 / 238.15
편입종목 수	32개
Top10 비중 (%)	61.2

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	-2.5	-4.3	+39.8	+107.8
S&P 500	+3.6	+2.7	+10.5	+19.2



Sector Breakdown



미국 반도체 기업에 투자하는 ETF

- 'SOXX'는 미국 반도체 섹터 기업으로 구성된 'NYSE Semiconductor Index'를 추종하는 ETF. 반도체 밸류체인 전반(설계 → 제조 → 장비)에 압축 투자
- AI 고도화에 따라, 비메모리 뿐만 아니라 메모리 반도체 수요 역시 폭증하는 상황. 이러한 상황 속에서 메모리, NAND 등 가격도 폭등하며 레거시 반도체 업체들에게 하나의 거대한 사이클로 작용
- 상위 종목으로는 엔비디아(9.0%), 마이크론(8.5%), AMD(8.1%), 브로드컴(7.3%), 마벨테크놀로지(5.1%), 인텔(5.0%)로 CPU, GPU, 메모리와, 어플라이드 머티어리얼즈(4.9%), 램리서치(4.4%), KLA(4.3%) 등 반도체 장비사까지 투자

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
NVDA	NVIDIA Corp	9.0	반도체	5,155.8	+3.0	+9.1	+18.6
MU	Micron Technology Inc	8.5	반도체	1,053.7	+1.3	+117.6	+702.7
AMD	Advanced Micro Devices Inc	8.1	반도체	782.2	-8.2	+127.3	+193.3
AVGO	Broadcom Inc	7.3	반도체	1,697.2	-6.6	+7.7	+22.1
MRVL	Marvell Technology Inc	5.1	반도체	210.3	+23.8	+197.3	+230.2
INTC	Intel Corp	5.0	반도체	462.3	-5.2	+86.6	+256.3
AMAT	Applied Materials Inc	4.9	반도체 재료 및 장비	381.0	-10.4	+21.8	+198.0
TSM	TSMC	4.6	반도체	2,164.9	+3.5	+8.2	+79.1
LRCX	Lam Research Corp	4.4	반도체 재료 및 장비	393.7	+3.1	+26.4	+212.4
KLAC	KLA Corp	4.3	반도체 재료 및 장비	239.5	-12.8	+18.8	+109.6

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY24	CY25	CY26E	CY27E
매출액	209.9	247.8	354.6	464.8
EBIT	38.7	36.9	143.4	216.3
EBIT이익률(%)	18.4	14.9	40.4	46.5
순이익	34.9	41.0	117.4	169.0
PER(배)	36.9	55.3	26.4	18.0
PBR(배)	5.1	6.2	8.8	6.7
ROE(%)	11.8	8.7	30.0	34.2
배당수익률(%)	1.1	0.8	0.6	0.7

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주) 2026-08-25 종가 기준

Defiance AI & Power Infrastructure ETF (AIPO:US)



Global ETF Analyst 김진영

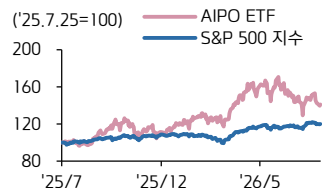
현재주가 (8/25) USD 28.72

Stock Data

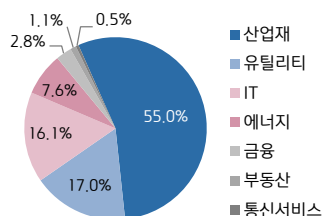
ETF 테마	AI & 전력인프라
발행사	Tidal Investments
설정일	2025-07-25
운용보수 (%)	0.69
AUM (백만 USD)	926.2
일평균 거래량 (3M)	1,361,114.2
52주 최고/최저 (USD)	34.79 / 19.49
편입종목 수	82개
Top10 비중 (%)	56.4

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	-2.1	-11.2	+7.0	+43.8
S&P 500	+3.6	+2.7	+10.5	+19.2



Sector Breakdown



◆ AI 하드웨어부터 전력 인프라 전반에 투자하는 ETF

- 'AIPO'는 AI 고도화와 이에 따른 전력 수요 폭증에 맞춰 AI 하드웨어, 데이터센터, 전력망, 전력발전(원자력 포함)에 투자하는 ETF. 기초지수로 'MarketVector U.S. Listed AI & Power Infrastructure Index'를 추종
- 대표 구성 종목으로는 전력 생산 설비를 공급하는 GE버노바(9.0%), 버티브 홀딩스(7.3%), 블룸 에너지(4.0%) 등과 전력망 시공업체인 칸타 서비스(7.9%) 등도 뿐만 아니라 AI 하드웨어를 공급하는 브로드컴(4.0%), 엔비디아(4.3%), AMD(2.3%), 전력 생산을 하는 컨스텔레이션 에너지(4.2%) 등도 포함
- 최근 전력 수요 폭증, 전력 계통 연결 지연, 데이터센터 건설 프로젝트 지연 등의 이슈로 가스 터빈, 연료 전지 등을 통한 온사이트 발전 수요 증가. 향후 핵심 장기 기저 전력원으로서 각광받을 원자력 발전 및 우라늄 관련 기업에 대한 노출도 제공

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
ETN	Eaton Corp PLC	9.1	전기 부품 & 장비	158.9	+1.5	+10.5	+19.7
GEV	GE Vernova Inc	9.0	중전기 장비	246.8	-8.7	+5.9	+54.2
PWR	Quanta Services Inc	7.9	건설 & 엔지니어링	90.8	-3.5	+7.3	+59.7
VRT	Vertiv Holdings Co	7.3	전기 부품 & 장비	98.5	-11.9	-2.4	+104.8
NVDA	NVIDIA Corp	4.3	반도체	5,155.8	+3.0	+9.1	+18.6
CCJ	Cameco Corp	4.2	석탄 & 소모 연료	46.6	+21.7	-10.7	+42.9
CEG	Constellation Energy Corp	4.2	전기 공익 사업체	98.6	+1.6	-14.2	-9.9
BE	Bloom Energy Corp	4.0	중전기 장비	64.0	+17.6	+24.4	+340.6
AVGO	Broadcom Inc	4.0	반도체	1,697.2	-6.6	+7.7	+22.1
AMD	Advanced Micro Devices Inc	2.3	반도체	782.2	-8.2	+127.3	+193.3

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주) 2026-08-25 종가 기준

iShares U.S. Broker-Dealers & Securities Exchanges ETF (IAI:US)

Global ETF Analyst 김진영

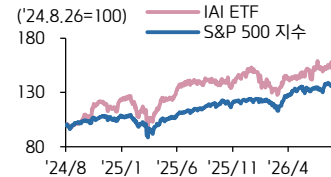
현재주가 (8/25) USD 196.78

Stock Data

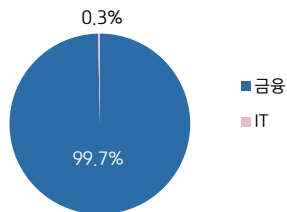
ETF 테마	금융서비스
발행사	BlackRock
설정일	2006-05-05
운용보수 (%)	0.38
AUM (백만 USD)	1,426.66
일평균 거래량 (3M)	95,024.63
52주 최고/최저 (USD)	197.27 / 157.78
편입종목 수	38개
Top10 비중 (%)	74.8

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+5.3	+9.7	+14.3	+14.2
S&P 500	+3.6	+2.7	+10.5	+19.2



Sector Breakdown



미국 금융서비스 제공 기업 전반에 투자하는 ETF

- 'IAI'는 Dow Jones U.S. Select Investment Services Index 지수를 기초지수 삼아 미국 투자서비스 기업에 투자하는 상품. 전통적인 상업은행보다는 IB·브로커리지·증권거래소·금융데이터 기업 등에 집중적으로 노출
- 포트폴리오 상위 종목은 골드만삭스(19.0%), 모간 스탠리(15.9%), 찰스 슈왓(9.6%), 인터컨티넨탈 익스체인지(4.8%) 등. 전통적인 IB·거래소뿐 아니라 로빈후드와 코인베이스 등 디지털자산 거래 확대의 수혜가 가능한 플랫폼도 포함
- 자본시장의 디지털화 및 관련 금융 인프라 확장의 수혜가 기존 금융산업으로 확산될 수 있으며, 향후 IPO·M&A 활성화와 거래량 증가까지 더해질 경우 IB·브로커리지·거래소 등 IAI 구성기업의 실적 개선을 뒷받침할 전망

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
GS	Goldman Sachs Group Inc/The	19.0	투자 은행 & 중개업	320.5	-0.2	+16.0	+46.2
MS	Morgan Stanley	15.9	투자 은행 & 중개업	340.5	+1.6	+26.1	+50.1
SCHW	Charles Schwab Corp/The	9.6	투자 은행 & 중개업	194.2	+10.4	+18.5	+18.2
HOOD	Robinhood Markets Inc	5.0	투자 은행 & 중개업	100.9	+18.1	+44.6	+3.8
ICE	Intercontinental Exchange Inc	4.8	금융거래소 & 데이터 서비스	90.8	+11.0	+1.6	-8.5
MCO	Moody's Corp	4.7	금융거래소 & 데이터 서비스	88.9	+9.1	+11.5	+1.5
CME	CME Group Inc	4.4	금융거래소 & 데이터 서비스	99.7	+8.6	-7.1	+6.2
SPGI	S&P Global Inc	4.2	금융거래소 & 데이터 서비스	130.8	+1.5	+8.3	-16.3
NDAQ	Nasdaq Inc	3.8	금융거래소 & 데이터 서비스	55.2	+7.2	+18.3	+6.0
MSCI	MSCI Inc	3.6	금융거래소 & 데이터 서비스	41.0	+2.8	+2.0	-0.3

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY24	CY25	CY26E	CY27E
매출액	4,699.4	5,686.1	6,884.8	7,401.0
EBIT	1,273.1	1,741.0	2,262.8	2,529.1
EBIT이익률(%)	27.1	30.6	32.9	34.2
순이익	986.5	1,371.5	1,663.8	1,812.6
PER(배)	25.8	23.6	19.8	18.0
PBR(배)	3.5	3.9	3.8	3.5
ROE(%)	12.7	16.1	18.2	18.4
배당수익률(%)	1.5	1.3	1.4	1.6

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주) 2026-08-25 종가 기준

Pacer US Cash Cows 100 ETF (COWZ:US)

Global ETF Analyst 김진영

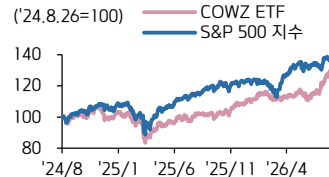
현재주가 (8/25) USD 72.08

Stock Data

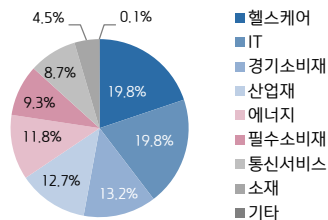
ETF 테마	FCF 수익률 우수
발행사	Pacer Advisors
설정일	2016-12-19
운용보수 (%)	0.49
AUM(백만 USD)	20,103.1
일평균 거래량 (3M)	953,647.9
52주 최고/최저 (USD)	72.36 / 55.62
편입종목 수	101개
Top10 비중 (%)	21.2

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+11.1	+12.2	+12.9	+27.4
S&P 500	+3.6	+2.7	+10.5	+19.2



Sector Breakdown



美 대형주 중 잉여현금흐름 창출력이 강한 기업에 투자하는 ETF

- 'COWZ'은 Pacer US Cash Cow 100 Index를 기초지수로 추종. Russell 1000에서 잉여현금흐름수익률(FCF Yield)* 상위 100개 종목을 선별하고 FCF 규모로 가중해(금융주 제외) 분기마다 리밸런싱하는 ETF
- *26.3월 말 기준 FCF Yield 6.4%, P/E 18배, 배당수익률 2.2%
- 포트폴리오 비중 상위 종목은 뉴몬트(2.4%), 부킹 홀딩스(2.3%), 인튜이티브(2.2%), 매러슨 페트로리엄(2.2%), 브리스톨 마이어스 스쿼브(2.1%) 등. 섹터별로는 헬스케어(19.8%), IT(19.8%), 경기소비재(13.2%), 산업재(12.7%) 에너지(11.8%) 순으로 구성
- 美 장기금리가 높은 수준이 지속되고, 증시 변동성도 확대된 상황 속 방어적인 성격을 지닌 현금흐름이 우수한 기업에 대한 관심 증가

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
NEM	Newmont Corp	2.4	금	142.4	+45.0	+8.7	+92.1
BKNG	Booking Holdings Inc	2.3	호텔, 리조트 & 크루즈	160.6	+20.5	+29.0	-5.5
INTU	Intuit Inc	2.2	애플리케이션 소프트웨어	97.8	+20.6	-5.5	-45.0
MPC	Marathon Petroleum Corp	2.2	석유 & 가스 정제 & 마	99.7	+15.1	+82.5	+109.6
BMJ	Bristol-Myers Squibb Co	2.1	제약	138.7	+9.4	+13.2	+51.0
HCA	HCA Healthcare Inc	2.1	건강관리 시설	92.8	+12.2	-20.4	+7.2
GILD	Gilead Sciences Inc	2.0	생명공학	184.5	+15.0	+2.4	+33.7
CMCSA	Comcast Corp	2.0	통합 정보통신 서비스	96.2	+21.6	-9.7	-10.8
T	AT&T Inc	2.0	통합 정보통신 서비스	176.6	+6.8	-5.3	-6.1
CRM	Salesforce Inc	2.0	애플리케이션 소프트웨어	168.5	+25.7	+7.8	-16.3

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY24	CY25	CY26E	CY27E
매출액	3,455.4	1,952.6	2,437.3	2,505.6
EBIT	220.8	192.9	299.5	337.5
EBIT이익률(%)	6.4	9.9	12.3	13.5
순이익	176.4	162.3	205.8	221.6
PER(배)	16.1	20.2	17.9	16.5
PBR(배)	2.8	3.6	4.2	3.8
ROE(%)	13.8	16.0	20.2	20.7
배당수익률(%)	2.0	1.9	1.6	1.7

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주) 2026-08-25 종가 기준

iShares Core MSCI Europe ETF (IEUR:US)

Global ETF Analyst 김진영

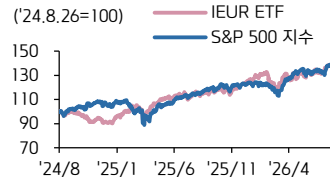
현재주가 (8/25) USD 78.77

Stock Data

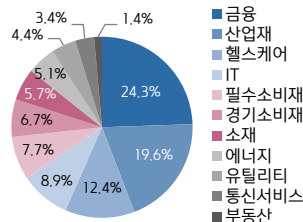
ETF 테마	유럽
발행사	BlackRock
설정일	2014-06-12
운용보수 (%)	0.10
AUM(백만 USD)	9,515.4
일평균 거래량 (3M)	974,046.1
52주 최고/최저 (USD)	78.81 / 65.51
편입종목 수	1011개
Top10 비중 (%)	18.9

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+5.2	+6.5	+4.7	+21.0
S&P 500	+3.6	+2.7	+10.5	+19.2



Sector Breakdown



유럽 증시 전반을 폭넓게 담는 코어형 ETF

- 'IEUR'은 MSCI Europe IMI Index를 기초지수로 추종해 영국·프랑스·스위스·독일 등 유럽 15개 선진국 상장기업 약 1,008개 종목에 투자하는 ETF
- 대표 보유 종목은 ASML(4.1%), HSBC(2.2%), 로슈(2.0%), 노바티스(1.8%), 쉘(1.6%) 등이며, 섹터는 금융(24.3%), 산업재(19.6%), 헬스케어(12.4%), IT (8.9%) 순. 국가는 영국(22.9%), 프랑스(14.4%), 스위스(13.9%), 독일(13.2%), 네덜란드(8.4%) 순으로 분산
- 유럽 경기 모멘텀과 기업이익 개선이 이어지는 가운데, 금융·산업재·반도체·제약 등 주요 수혜 업종을 고르게 담아 유럽 증시 전반의 재평가에 대응 가능

Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억 원지통화)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
ASML NA	ASML Holding NV	4.1	반도체 재료 및 장비	582.6	-3.9	+16.9	+133.6
HSBA LN	HSBC Holdings PLC	2.2	다양한 은행	260.5	-1.8	+12.9	+63.9
ROP SW	Roche Holding AG	2.0	제약	303.1	+5.3	+4.4	+48.2
NOVN SW	Novartis AG	1.8	제약	261.1	+1.1	+1.9	+30.6
SHEL LN	Shell PLC	1.6	종합 석유 & 가스	188.0	+3.4	+14.5	+30.5
NESN SW	Nestle SA	1.6	포장 식품 & 고기	205.7	-1.1	+0.2	+10.9
AZN LN	AstraZeneca PLC	1.5	제약	193.5	-0.9	-17.5	+6.0
SIE GY	Siemens AG	1.5	복합 기업	223.3	+4.9	+17.0	+23.8
SAP GY	SAP SE	1.4	애플리케이션 소프트웨어	227.8	+32.3	+13.1	-19.0
SAN SM	Banco Santander SA	1.3	다양한 은행	188.9	+5.0	+14.0	+55.7

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY24	CY25	CY26E	CY27E
매출액	3,008.7	3,031.0	3,487.2	3,505.1
EBIT	286.3	298.0	357.9	380.7
EBIT이익률(%)	9.5	9.8	10.3	10.9
순이익	225.0	248.6	297.7	292.5
PER(배)	12.4	15.0	14.2	14.1
PBR(배)	1.1	1.3	1.4	1.3
ROE(%)	8.9	8.8	9.3	9.3
배당수익률(%)	3.0	2.8	2.6	2.9

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주) 2026-08-25 종가 기준



Compliance Notice

- 당사는 8월 26일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- "마이크론" 종목은 8월 3일, "뉴코" 종목은 8월 18일, "GLD", "SMIC", "프리포트맥모란", "시게이트", "컴포트 시스템즈" 종목은 8월 24일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

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